



のれん減損損失の計上要因と情報有用性に関する実証研究

石井, 孝和

(Degree)

博士 (経営学)

(Date of Degree)

2015-03-25

(Date of Publication)

2016-03-01

(Resource Type)

doctoral thesis

(Report Number)

甲第6284号

(URL)

<https://hdl.handle.net/20.500.14094/D1006284>

※ 当コンテンツは神戸大学の学術成果です。無断複製・不正使用等を禁じます。著作権法で認められている範囲内で、適切にご利用ください。



博士論文

のれん減損損失の計上要因と情報有用性に関する実証研究

提出日 平成 27 年 1 月 14 日

神戸大学大学院経営学研究科

経営学専攻

桜井久勝研究室

学籍番号 106B003B

氏名 石井孝和

のれん減損損失の計上要因と情報有用性に関する実証研究

氏名 石井孝和

目 次

第1章 問題提起と本論文の構成	1
1-1 問題提起	1
1-2 本論文の構成	6
1-3 本論文の特徴	8
第2章 のれんの減損会計に関する制度的概要	10
2-1 はじめに	10
2-2 のれんの減損会計に関する制度的変遷	10
2-2-1 減損会計基準導入前における資産の評価切り下げ	10
2-2-2 のれんの当初認識後の会計処理方法	14
2-3 各国会計基準における現行ののれん減損に関する会計処理方法の相違点	20
第3章 先行研究のレビュー	23
3-1 はじめに	23
3-2 のれん減損損失の発生要因	23
3-3 のれん減損損失と利益マネジメント及びコーポレート・ガバナンス	25
3-4 のれん減損損失と証券市場の評価	28
3-5 のれん減損損失と将来キャッシュ・フロー	30
第4章 企業取得の動機がその後ののれん減損に与える影響	33
4-1 はじめに	33

4-2 仮説設定.....	33
4-2-1 自信過剰仮説	33
4-2-2 過大評価仮説	34
4-2-3 フリー・キャッシュ・フロー仮説	35
4-2-4 経営改善仮説	35
4-3 リサーチ・デザイン.....	36
4-3-1 回帰モデル	36
4-3-2 サンプル選択	39
4-4 分析結果.....	40
4-4-1 記述統計量と各変数間の相関関係	40
4-4-2 仮説の分析結果.....	42
4-5 追加検証.....	44
4-5-1 取得対価の種類別による ΔEP のランクとのれん減損の発生との間の関係性.....	44
4-5-2 経営効率とのれん減損の発生との間の関係性に関する追加検証	47
4-6 小括	48
第5章 のれん減損損失の計上と利益マネジメント及びコーポレート・ガバナンスの役割.....	50
5-1 はじめに.....	50
5-2 仮説設定.....	50
5-2-1 経営者による利益マネジメント要因.....	50

5-2-2	コーポレート・ガバナンス要因.....	53
5-3	リサーチ・デザイン.....	55
5-3-1	回帰モデル.....	55
5-3-2	サンプル選択.....	59
5-4	分析結果.....	60
5-4-1	記述統計量及び各変数間の相関関係.....	60
5-4-2	仮説の分析結果.....	60
5-5	追加検証.....	65
5-5-1	ガバナンス変数が経営者による利益マネジメント行動に与える影響.....	65
5-5-2	ガバナンス変数を合成変数に変換した場合の追加検証.....	67
5-5-3	のれん以外の固定資産についてのみ減損損失を計上している場合との比較.....	70
5-5-4	のれん減損損失と株式所有構造及び負債比率との間の非線形な関係性の推定 ...	73
5-6	小括.....	77
第6章	のれん減損損失計上の適時性.....	79
6-1	はじめに.....	79
6-2	仮説設定.....	79
6-3	リサーチ・デザイン.....	81
6-3-1	回帰モデル.....	81
6-3-2	サンプル選択.....	83

6-4	分析結果.....	83
6-4-1	記述統計量と各変数間の相関係数.....	83
6-4-2	仮説の分析結果.....	85
6-5	追加検証.....	87
6-6	小括	90
第7章	のれん計上企業における減損損失額の将来キャッシュ・フロー予測能力.....	92
7-1	はじめに.....	92
7-2	仮説設定.....	92
7-3	リサーチ・デザイン	95
7-3-1	回帰モデル.....	95
7-3-2	サンプル選択	99
7-4	分析結果.....	100
7-4-1	記述統計量及び各変数間の相関係数.....	100
7-4-2	仮説の分析結果.....	102
7-5	追加検証.....	107
7-6	小括	109
第8章	結論と展望	110
8-1	本論文の結論.....	110
8-2	今後の展望	114

Appendix 異常値処理をしなかった場合における分析結果	116
引用文献.....	128

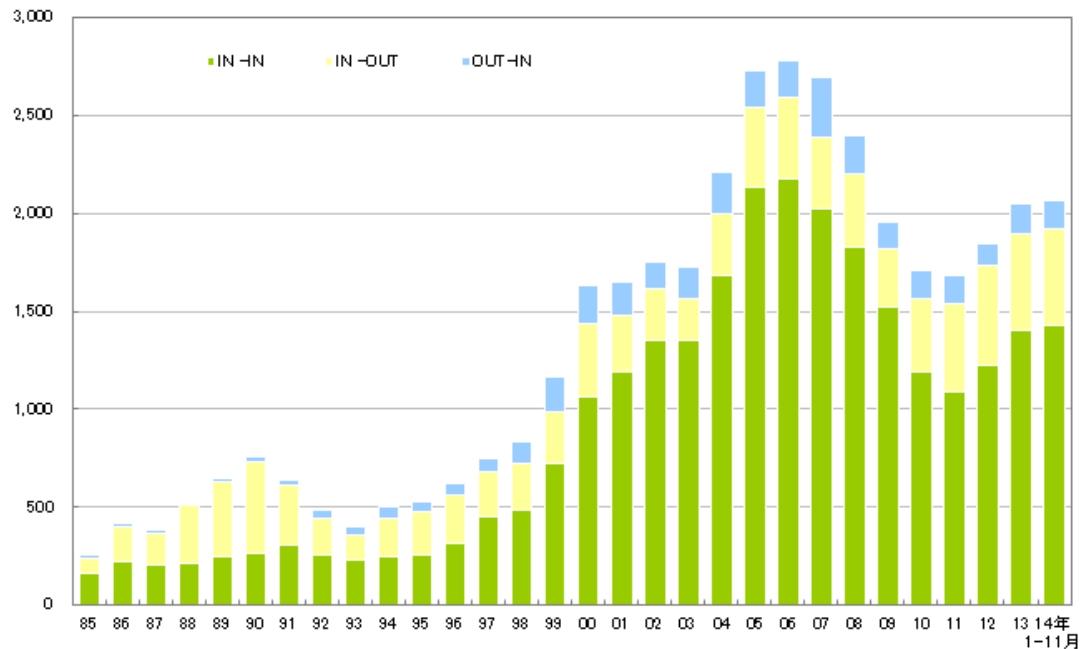
第1章 問題提起と本論文の構成

1-1 問題提起

本論文の目的は、企業取得が行われる動機や利益マネジメントを行う動機、コーポレート・ガバナンスの状況といった要因がのれん減損損失の計上に与える影響並びにのれん減損損失計上の適時性及びのれん減損損失額の将来キャッシュ・フロー予測能力といった観点からのれん減損情報の有用性について実証的に分析することである。

我が国では、近年、財務諸表におけるのれんの重要性が高まってきている。その要因の一つが、日本企業による M&A の増加である。図 1-1 は、1985 年以降の日本企業が関わった M&A の件数の推移を示している。これによると、1990 年代半ば以降、M&A の件数は

図表 1-1 1985 年以降のマーケット別 M&A 件数の推移



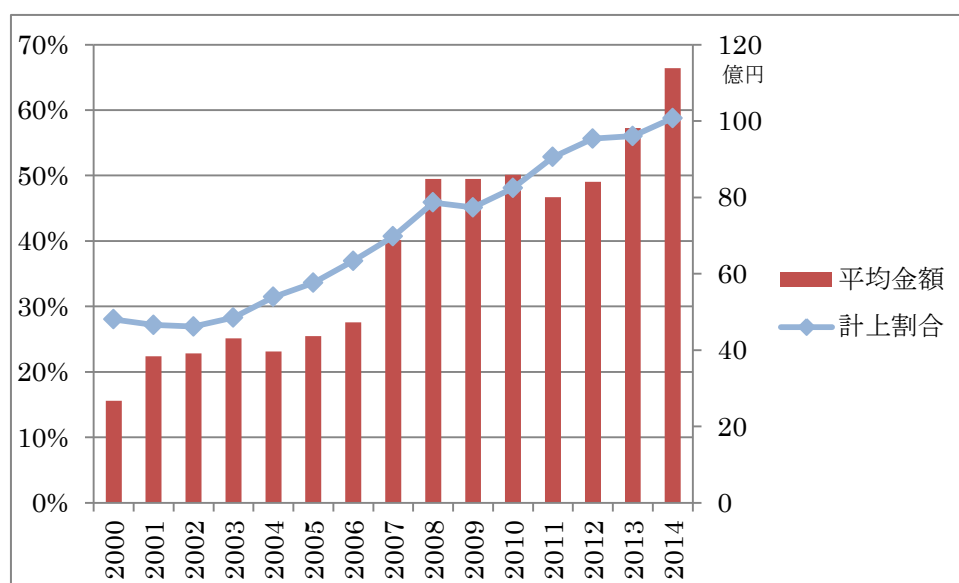
出典. グラフで見る M&A 動向 (MARR Online)

注. IN-IN が日本企業同士の M&A、IN-OUT が日本企業による外国企業への M&A、OUT-IN が外国企業による日本企業への M&A を表す。

急速に増加してきており、2006 年をピークにいったん減少したものの、2011 年に底打ちした後は、再び増加傾向にあることが分かる。

さらに、2003 年 10 月に企業会計審議会から公表された「企業結合に係る会計基準の設定に関する意見書」及び「企業結合に係る会計基準」によって、企業取得時における持分プーリング法による会計処理の適用条件が厳しく規定されたことも要因の一つに挙げられる。これにより、企業取得時における会計処理の多くはパーチェス法が用いられることとなったため、のれんの発生する企業取得取引が増加したのである。図表 1-2 は、2000 年以降における日本の 3 月決算上場企業のうち貸借対照表にのれんを計上している企業の割合及びそれらの企業におけるのれんの平均計上額の推移を表している。このグラフから、貸借対照表上にのれんを計上している企業は年々増加しており、2014 年 3 月期には約 6 割の企業がのれんを計上していることがわかる。また、計上されたのれんの金額についてもほぼ増加の一途をたどっており、2014 年 3 月期には平均額で 100 億円を突破した。このように、のれんの計上額が増加することによって企業業績に大きな影響を及ぼすことにな

図表 1-2 2000 年以降の 3 月決算企業におけるのれんの計上企業割合及び
平均のれん計上額の推移



るのが、のれんの減損損失である。M&A が活発に行われ、多くののれんが計上されることになったとしても、その投資のすべてが企業の期待した通りの成果を収めるとは限らない。もし期待していたほどの成果が得られないと判明した場合には、M&A による超過収益力の獲得を期待して計上されているのれんに減損が生じたということで減損損失を計上しなければならなくなるのである。

さらに、のれんの会計処理方法を巡っては、国際的にも現在大きな議論が巻き起こっている。それは、のれんの償却を行うか否かということである。現在、日本の会計基準では、のれんについて規則的償却と減損処理を併用することが規定されているのに対し、米国基準及び国際基準では、のれんは償却されず、減損処理のみによって評価が切り下げられることとされている。日本基準が規則的償却を採用した理由として、企業結合基準は、(1) 投資原価を超えて回収された超過額を企業にとっての利益とみる考え方と首尾一貫している¹、(2) 企業結合により生じたのれんは時間とともに自己創設のれんに入れ替わる可能性があるため、非償却による自己創設のれんの実質的な資産計上を防ぐことができる、(3) 価値が減価した部分の金額を継続的に把握することは困難であり、ある事業年度に原価が全く認識されない可能性がある方法よりも、一定期間にわたり規則的な償却を行うほうが合理的である、という点を挙げている (105 項)。一方、規則的償却を行わない理由として、米国でのれんの規則的償却廃止を規定した財務会計基準書第 142 号「のれん及びその他の無形資産」(SFAS142 号) では、任意の期間にわたるのれんの定額償却は経済的実態を反映しておらず、有益な情報を提供していないことが実地調査によって確認されたという点を挙げている (pars.B79～B81)。また、国際財務報告基準第 3 号「企業結合」(IFRS3 号) では、規則的償却を行うことについて、公開草案へのコメント提出者の大方が支持したということを記したうえで (par.BC139)、十分な厳密さと実用性のある減損テストを作り出すことができれば、のれんを償却せず毎期減損テストを行うことによって財務諸表利用者

¹ つまり、投資原価たるのれんとそののれんによって生み出されたその後の収益とを対応させて、のれんを償却費として期間配分することが、その他の資産における費用収益対応の原則によって利益を算出する会計処理と首尾一貫したものであるということである。

により有益な情報を提供でき、そのような減損テストを作り出すことは可能であるとの結論に至ったとしている。つまり、規則的償却を行うことの合理性を認めている日本基準と減損処理のみのほうが財務諸表利用者に対して有益な情報を提供することができると主張する米国基準及び国際基準との間の見解の相違が会計処理方法の違いとなって現れているのである。

このようなのれんを償却するか否かといった会計処理方法の違いは、企業の利益計算に大きな影響を与えることになる。日本基準のように規則的な償却が行われている場合、大規模な M&A を行った結果として多額ののれんが発生すると、償却費による負担からその後の会計年度における利益が大きく圧迫されることになる²。しかし、その分だけのれんの計上額が每期引き下げられることにもなるため、のれん減損損失として計上される金額は相対的に小さなものとなる。一方、米国基準や国際基準のように償却が行われない場合には、のれん発生額がそのまま貸借対照表上に計上され続けることになるため、のれんに減損が発生しない限り利益数値には影響を与えない。しかし、一旦減損が発生すると多額ののれん減損損失が計上されることとなり、企業の利益数値に与える影響がより大きなものになるのである。そのため、のれんの非償却が規定されて以降、欧米企業を対象として、のれん減損損失額の情報有用性や利益マネジメントとの関係性を検証した研究が多く行われている。その中には、のれん減損損失額が企業の将来的な収益性を適切に反映しているという証拠を提示した研究が存在する一方、実際にはのれんに減損が発生しているにもかかわらず、経営者がのれん減損損失の計上を恣意的に遅らせているということを示唆する証拠を提示した研究も存在する³。したがって、先行研究の結果からは、当初の基準設定の目的どおりにのれんについて減損処理のみを行う会計処理が財務諸表利用者により有益な情報を提供する役割を適切に担っているとする見解と、償却の行われない会計基準が悪用され

² 実際、のれんの償却負担をなくすために国際基準への移行を決める企業が多いとの指摘もある（例えば、日本経済新聞 2014 年 2 月 19 日付夕刊）。

³ 例えば、前者については Jarva(2011)があり、後者については Ramanna and Watts(2012)がある。詳しくは第 3 章参照。

ることにより企業の開示する利益数値が歪められているとする見解が混在している。

そんな中、2013～14年にかけて、米国の財務会計基準審議会（FASB）は、非公開会社にのれんの償却を認める会計基準を議決・公表し、公開企業に対しても同じアプローチを認めるかどうかの検討をスタッフに指示した⁴。さらに、IASBのフーガーホースト議長も「のれんがあまりにも多く残っている」として、のれんの会計処理の見直しについて言及しており、今後ののれんの償却が復活することに関して含みを持たせている⁵。一方、日本の企業会計基準委員会（ASBJ）は、2014年7月に欧州財務報告諮問グループ（EFRAG）及びイタリアの会計基準設定主体（OIC）と共同でディスカッション・ペーパー「のれんはなお償却しなくてよいか—のれんの会計処理及び開示」を公表し、IFRSに関してのれんの償却を再導入することが適切であるとの主張を展開している。さらに同月、IFRSの任意適用の積上げを図ることを目的にASBJが開発を進めている修正国際基準の公開草案の中でも、IFRS3号におけるのれんの非償却に関する規定の「削除又は修正」を行い、規則的償却法によってのれんの会計処理を行うことを提案しており、ASBJの立場としては、今後も規則的償却と減損処理を併用した会計処理を堅持していく方向であることが伺える。

このように、のれんの会計処理を減損のみで行うことに対する懐疑的な見解が世界的に出始めている今、日本基準のように規則的償却が行われている下におけるのれんの減損情報の有用性を検証することは意義あるものであると思われる。なぜなら、米国基準や国際基準が規則的償却を廃止した理由として、規則的償却を行うことが財務諸表利用者に対する情報の有用性を低下させるということを挙げているため、日本基準適用下におけるのれんの減損情報の有用性に関する証拠を提示することは、今後ののれんの償却問題の議論に貢献するものだと考えられるためである。

そこで本論文では、のれん減損損失の計上要因と情報有用性の観点から実証的な分析を行うこととする。計上要因については、財務諸表上におけるのれんの重要性が増してきて

⁴ ASBJ, EFRAG and OIC (2014) pars. 5～7。

⁵ 日本経済新聞 2014年9月6日朝刊より。

いる現状において、のれん減損損失の計上に至る背景を調査する必要があると思われる。本論文では、のれん発生時における経営者が企業取得を行う動機からの視点とのれん減損損失計上時におけるコーポレート・ガバナンスの状況及び経営者による利益マネジメントを行う動機からの視点という 2 つに分けて検証を行う。情報有用性については、のれん減損損失計上の適時性と将来キャッシュ・フロー予測能力という 2 つの視点から検証を行う。適時性の分析は、のれん減損損失の計上を経営者が先送りしていないかについて検証することを目的としており、将来キャッシュ・フロー予測能力の分析では、将来キャッシュ・フローに関する企業の内部情報がのれん減損損失の測定に際して適切に反映されているかについて検証することを目的としている。また、利益マネジメントを行う動機の視点からのれん減損損失の計上要因についての分析に関しては、情報有用性の観点からも非常に重要な証拠を提示することになる。

1-2 本論文の構成

本論文の構成は以下の通りである。まず、第 2 章では、実証的な分析を行う前段階の予備的知識として、日本基準、米国基準及び国際基準におけるのれんの減損会計に関する制度的概要について説明する。その中では、資産の評価切り下げとのれん認識後の会計処理とに分けて、現行の制度に至るまでの変遷を概観した上で、各国の会計基準における現行の会計処理方法についての説明及び比較を行っている。

続く第 3 章では、のれんの減損損失に関してこれまでに行われてきた先行研究をレビューしている。ここでは、のれん減損損失の計上要因、利益マネジメントとの関係性、証券市場への影響という 3 つに分けて、国内外でこれまで行われてきた先行研究の結果をまとめている。

第 4 章と第 5 章では、のれん減損損失の計上要因について日本企業を対象とした実証的な分析を行っている。まず、第 4 章では、のれん発生時の会計情報から、経営者による企業取得を行う動機の違いが、その後ののれん減損損失の発生にどのような影響を与えてい

るのかについて検証している。企業取得を行う動機については、主にファイナンスの分野で行われている研究を参考にしており、具体的な企業取得の動機としては、次の4つを取り上げる。まず、1つ目は、自信過剰な経営者によって大きな買収プレミアム⁶を伴った企業取得が行われているとしたものであり、自信過剰仮説と呼ばれる。2つ目は、過大評価された自社の株式を用いて企業取得が行われるとしたものであり、過大評価仮説と呼ばれる。3つ目は、経営者の私的な便益の追及による投資として企業取得にフリー・キャッシュ・フローが用いられているとしたものであり、フリー・キャッシュ・フロー仮説と呼ばれる。最後に、4つ目は、効率的な経営を行っている企業による非効率な経営を行っている企業の経営改善を目的として企業取得が行われるとしたものであり、経営改善仮説と呼ばれる。なお、これら4つの仮説は独立・排他的というわけではなく、相互に関連し合いながら、企業取得を行う経営者の意思決定に対して影響を与えるものである。

第5章では、のれん計上企業において、経営者による利益マネジメント行動に影響を与える要因やコーポレート・ガバナンスの状況がのれん減損損失の計上にどのような影響を与えているのかについて検証している。検証に際しては、企業を取り巻く日本国内の経済状況や個々の企業業績といった経済的要因をコントロールした上で分析を行っている。経営者による利益マネジメント行動に影響を与える要因としては、経営者交代、債務契約、ビッグ・バス及び利益平準化、次期の利益予想数値を取り上げている。また、コーポレート・ガバナンスの状況については、取締役会の構成、株式所有構造、委員会設置会社の採用といった要因を取り上げている。

第6章と第7章では、のれんの減損に関する情報の有用性について日本企業を対象とした実証的な分析を行っている。まず、第6章では、のれん減損損失が実際の減損の発生に対して適時的に計上されているのかについて検証している。具体的には、のれん減損損失額とのれん減損損失計上前5会計年度から計上会計年度までの年次株式リターンとの間の

⁶ ここで買収プレミアムとは、企業取得を成功させるために取得企業が支払う被取得企業の企業価値を上回る対価を意味する。

関係性を分析することによって、市場がのれんの減損情報を株価に織り込み始めている時期と企業によるのれん減損損失の計上が一致しているかを確認している。さらに、簿価時価比率やのれん計上額の規模、ROA を基に、サンプルをのれん減損の発生が事前に予測される企業とそうでない企業に分けて分析を行うことによって、のれん減損損失計上の先送りが行われていると思われる企業の識別についても行っている。

第 7 章では、のれん計上企業において計上された減損損失額が企業の将来キャッシュ・フローを予測するのに有用な情報を提供しているかについて検証している。のれんが減損しているかどうかを判断するためには、のれんを含む資産グループから将来獲得することの期待されるキャッシュ・フローの額を見積ることが必要となる。このキャッシュ・フロー額の見積りには、企業の内部情報が反映されることになるため、経営者による将来予測が正しく、かつ、減損損失の計上が適切に行われているとすれば、計上されたのれん減損損失額と将来キャッシュ・フローの間には負の関係性が示されることになる。もしこのような関係性が示されれば、計上されたのれん減損損失額が将来キャッシュ・フローに関する情報を適切に反映していることになり、有用な情報が提供されていることを意味するのである。

最後に、第 8 章では、本論文の分析から得られた発見事項を概説するとともに、のれん減損損失の研究に関する今後の展望を述べることによって、本論文の総括を行う。

1-3 本論文の特徴

本論文の特徴としては、以下の点を挙げることができる。まず第 1 に、のれんの減損会計に関する実証的な証拠を提示しているという点である。のれん認識後の会計処理方法に関しては、ASBJ をはじめ各国の会計基準設定主体を中心として現在に至るまで多くの議論が行われてきている⁷。しかし、我が国において、のれんの減損を対象として実証的な評価を行っている研究は数少ない。財務諸表上におけるのれんの重要性は年々増してきてお

⁷ 詳しくは第 2 章参照。

り、また、減損会計が導入されてからもおよそ 10 年の歳月が流れたことから、統計的な分析を行うのに十分なデータも蓄積されている。本論文では、これらのデータを用いることによって、我が国におけるのれんの減損会計を対象とした検証を行っている。

第 2 に、規則的償却が行われている下でののれんの減損を対象とした分析を行っていることである。のれんの減損に関する欧米の先行研究は、のれんの非償却が規定された後の期間を対象としたものがほとんどである。本論文では、米国基準や国際基準とは異なる会計処理方法が行われている日本基準適用下の企業をサンプルとした分析を行うことにより、先行研究に対する新たな証拠を提示している。

最後に、のれん発生時の会計情報から将来のキャッシュ・フロー情報に至るまで、のれんの計上期間についての時系列に沿って、のれん減損損失との関係性を網羅的に明らかにしていることである。のれんの減損情報とあらゆる時点における会計情報との間の関係性を分析することにより、のれん減損損失の計上がいかなる要因に影響を受け、また、財務諸表利用者にどのような情報を伝えているのかについて本論文は明らかにしている。

第2章 のれんの減損会計に関する制度的概要

2-1 はじめに

現在、のれんの減損に関する会計処理方法は、米国基準が会計基準編纂書の Topic 350「無形資産－のれん及びその他の資産」（以下、ASC Topic350）、国際基準が国際会計基準第 36 号「資産の減損」（以下、IAS36 号）、日本基準が「固定資産の減損に係る会計基準」（以下、減損基準）において、それぞれ規定されている。さらに、のれんの償却に関しては、米国基準が同じく ASC Topic350、国際基準が国際財務報告基準第 3 号「企業結合」（以下、IFRS3 号）において、それぞれ非償却とすることが規定されており、日本基準は企業会計基準第 21 号「企業結合に関する会計基準」（以下、企業結合基準）において、20 年以内の期間で定期的に償却することが定められている。

本章では、まず 2-1 において、各国におけるのれんの減損に関する会計基準がどのような経緯をたどって現行の制度に至ったのかについて、「資産評価切り下げ」と「のれんの償却処理」に分けて概説する。さらに、2-2 では、現行の各国会計基準におけるのれんの減損に関する会計処理方法について説明し、各国会計基準間の比較を行う。

2-2 のれんの減損会計に関する制度的変遷

2-2-1 減損会計基準導入前における資産の評価切り下げ

減損に関しての具体的な会計処理を明示した会計基準が初めて導入されたのは米国である⁸。米国において、減損に関して言及した会計原則としては、米国公認会計士協会 (AICPA) が 1970 年に公表した会計原則審議会ステートメント第 4 号「企業の財務諸表の基礎となる基本概念と会計原則」(APBS4 号) がある。この中で、生産施設の効用が低下した場合の会計処理について、「例外的な状況においてではあるが、施設は無価値になってしまっ

⁸ 減損に関する会計基準が導入されるまでの大まかな流れについては、減損会計研究委員会（1998）、須田（2001）、菱山（2001）を参照。

いるわけではないにしても、原価を回収する能力を失ったことを示すような、生産施設の貢献性の劣化についての蓋然的証拠が存在していることがある。かかる施設の帳簿価額は、しばしば、回収可能な原価まで切下げられ、その施設の処分もしくは耐用年数の終了に先立って、損失が記帳される」とし、帳簿価額を回収可能原価まで切り下げることを求めた。さらに、財務会計基準審議会（FASB）から 1975 年に公表された財務会計基準書第 5 号「偶発事象に関する会計」（SFAS5 号）では、資産が減損した可能性があり、かつ損失額を合理的に見積ることができる場合について、財務諸表上に損失を計上するよう求めた。

しかしながら、これらの中では、減損の認識基準や測定基準が具体的に示されていないかった。そのため、評価の切り下げ手続きについては、経営者の判断に委ねられることになり、多様な実務が生み出されることとなったのである。そして、固定資産に関する巨額の評価損計上は企業が経営改善に着手したという証拠であり、将来の利益や株価を上昇させるシグナルとして、株主や市場が評価してくれるのではないかという経営者側の思惑から、リストラクチャリングに伴う費用の一部として巨額の固定資産評価損を計上する企業が現れ始めた⁹。このような動きに対し、企業が固定資産の評価損を恣意的に計上する、いわゆる「ビッグ・バス」を行っているのではないかと懸念がもたれるようになったのである。

このような背景のもとで、1980 年代に入ってから減損についての検討を要請する提言が諸団体から出されてきた¹⁰。1980 年に、AICPA の会計基準執行委員会（AcSAC）は、資産の減損についての明確な会計指針を提供するよう FASB に要請し、同年、財務会計基準諮問委員会（FASAC）もまた、減損についての概念フレームワーク及びその他の協議事項についての作業を進めるよう忠告した。しかし、ここでは資産の減損に関するプロジェクトが協議事項に加えられることはなかった。1984 年には、FASB 緊急問題専門委員会

⁹ Elliott and Shaw(1988)は、1982 年から 1985 年までの間にリストラ費用または資産の評価損を計上した企業を調査した。その結果、計上額が資産総額の 1%を超える企業数は年ごとに増加していることが分かった。さらに、Francis et al.(1996)は、1988 年から 1992 年の間に資産の評価損を計上した企業を調査した。その結果、計上額が資産総額の 1%を超える企業は 1991 年をピークに増加傾向にあることを示した。また、総資産額に対する評価損の割合は、Elliott and Shaw(1988)の調査で平均 8.2%、Francis et al.(1996)の調査で平均 6.7%であり、その規模も非常に大きいことが示されている。

¹⁰ 減損に関する会計基準の設定についての FASB の動きについては、SFAS121 par.38～par.46 に詳しい。

(EITF) が、減損の問題を討議した。EITF の委員たちは、実務において資産の減損に関する会計処理には様々な測定方法があること及び長期性資産の評価減の規模と頻度が増加してきていることに注目した。しかし、ここでも減損の問題について意見の一致を見ることができなかった。さらに、1986 年には財務担当重役協会 (FEI) の企業報告委員会が、長期性資産の減損に関して多様な実務が存在していることを示す報告書を取りまとめ、翌 1987 年には、FASB からの勧めを得た管理会計士協会 (IMA) が資産の減損に関する会計処理について調査することとなった。

このような流れを受けて、1988 年 11 月、FASB はついに長期性資産及び識別可能な無形資産に関する会計処理についての協議事項をプロジェクトに加えることとなったのである。そして、1990 年の討議資料「長期性資産及び識別可能な無形資産の減損に関する会計処理」及び 1993 年の公開草案「長期性資産の減損に関する会計処理」の公表を経て、1995 年 3 月に、SFAS121 号「長期性資産の減損及び処分予定の長期性資産に関する会計処理」が公表されるに至った。その後、SFAS121 号は、処分予定の長期性資産や公正価値の見積りについての検討が重ねられ、2001 年 8 月に公表された SFAS144 号「長期性資産の減損及び処分に関する会計処理」に置き換わることとなった。なお、のれん及び利用期間が不明瞭な無形資産については、SFAS144 号とは別に、SFAS142 号「のれん及びその他の無形資産」において別個に減損テストが行われることとなった。

米国で減損に関する会計基準が公表されたことにより、その他の国々でも減損に関する会計基準設定に向けた動きが活発となった。国際会計基準委員会 (IASC) では、1993 年に証券監督者国際機構 (IOSCO) が、国際会計基準を承認する要件となるコア基準の中に「資産の減損」を含めたことにより、減損に関する会計基準の検討に着手することとなった。減損についての会計基準を設定する理由として、IASC は以下の 3 つを挙げている

(IAS36 par.BCZ230)。一つは、減損損失の認識や測定などについての定めを整合的に一つに結合させることである。減損の定めについては、既に他の会計基準でも示されていたが、それらを結合させることによって、減損に関する基準を首尾一貫したものにするとい

うことが、ここの狙いである。二つ目は、減損の認識や測定に関して、企業間での差が生じないような基準を設定することである。既存の基準や指針では、この点で不十分な規定が存在していた。三つ目は、IASC が無形資産及びのれんについて、詳細かつ信頼できる減損テストを毎年実施することを条件に、20 年を超える償却期間を認める意向にあるということである。それまで償却期間の上限が厳しく制限されていたこれらの資産について、毎年の減損テストを実施することにより、償却期間の上限をなくすという会計処理の方向性が示されたことが、減損に関する会計基準設定に際しても強く意識されたのである。

IASC は、1997 年に公開草案 55 号「資産の減損」(E55 号)を公表し、1998 年 4 月には IAS36 号が公表されることとなった。

日本では、減損基準が公表される以前においても資産の帳簿価額を臨時的に減額させる会計処理が存在していた。例えば、商法 34 条ノ 2 は、「予測すること能はざる減損が生じるときは相当の減額を為すことを要す」と規定している¹¹。しかし、自由な取引を保障するための一定の枠組みを定めることを目的とした商法規定においては、「予測すること能はざる減損」や「相当の減額」についての具体的な内容や会計処理方法は示されていなかった¹²。また、企業会計審議会によって公表された連続意見書第三においても、予測不能な事象の発生によって耐用年数が変更された場合に、変更後の新しい耐用年数を用いて減価償却した場合の水準まで帳簿価額を切り下げる臨時償却が求められている。しかし、臨時償却では収益性の低下を反映させることを目的とはしておらず、あくまでも耐用年数の短縮に伴う帳簿価額の修正処理を意図したものである。

そこで、企業会計審議会総会において、固定資産に係る会計問題を再検討する時期に来ているということで、1999 年 10 月に審議対象とすることが決定されたのである。この時期に検討が開始された背景には、主に 2 つの理由があった。1 つは、上述したような米国基準や国際基準の相次ぐ減損会計導入の動きとの国際的調和を図る上で、日本においても

¹¹ 現在は会社法計算規則第 5 条第 3 項第二号に置き換えられている。

¹² 商法 34 条ノ 2 の規定の詳細については、宮島・島原（1998）に詳しい。

減損に関する会計基準が必要であったということであり、もう 1 つは、不動産をはじめ固定資産の価格や収益性が著しく低下している状況において、それらの帳簿価額が価値を過大に表示したまま、将来に損失を繰り延べている可能性があるということにある。これは、バブル経済時に企業が積極的に行った設備投資が、その後の景気後退のために過剰投資となってしまったということによるものである。そして、このことが財務諸表への社会的な信頼を損ねているとの懸念を招いていたのである。このような状況に基づいて審議が進められた結果、2002 年 4 月に企業会計審議会から公開草案「固定資産の減損に係る会計基準の設定に関する意見書」が公表され、同年 8 月に「固定資産の減損に係る会計基準の設定に関する意見書」（以下、意見書）及び減損基準が公表されることとなった。また、2003 年 10 月には、減損基準を実務に適用する場合の具体的な指針として、企業会計基準適用指針第 6 号「固定資産の減損に係る会計基準の適用指針」が企業会計基準委員会（ASBJ）から公表された。

2-2-2 のれんの当初認識後の会計処理方法¹³

のれんに関する会計処理方法が初めて規定されたのは、米国会計士協会（AIA）の会計手続委員会（CAP）が 1944 年に公表した会計研究公報第 24 号「無形資産に関する会計」（ARB24 号）においてである。ARB24 号が規定される以前の会計実務では、資産計上後に償却を行う規則的償却法、損益計算書を通さずに株主持分から控除する持分控除法、資産計上後に原価のまま繰り越す非償却法が併存していた。ARB24 号は、取得した無形資産を耐用年数が明確にわかる a 型と耐用年数を持たないもしくは耐用年数を示す指標がない b 型に分けた上で、のれんを b 型に分類した。取得後は、a 型が耐用年数にわたって規則的に償却することとされたのに対し、b 型は価値がなくなったことが明らかになるまでは原価で繰り越すことが規定された。そして、耐用年数が明らかとなった場合に残存期間

¹³ 本項の記述に関しては、梅原（2000）、菊谷（2007）、林田（2007）、早川・田中（2009）、山内（2010）、島田（2011a）、島田（2013）を参考としている。

で定期的に償却することとした一方で、償却額が期間損益を歪ませるほどに大きい場合には利益剰余金へ負担させる会計処理も認められた¹⁴。しかし、CAP は 1953 年に ARB24 号を改訂した ARB43 号を公表し、そこでは持分控除法による処理を禁止することが規定された。

その後、個別の会計問題に対処していた CAP に対する批判の高まりを受け、1959 年に AICPA¹⁵は一般に認められた会計原則を樹立して体系的な会計基準を確立するため、新たに会計原則審議会（APB）を設置した。そして、APB は 1970 年に無形資産に関する会計基準として、会計原則審議会意見書第 17 号「無形資産」（APBO17 号）を公表した。APBO17 号では、取得原価主義会計との整合性という観点から、のれんの会計処理について規定しており、その特徴としては、のれんの償却処理を強制している点と償却期間を設定した点が挙げられる。APBO17 号は、まず、のれんを他の償却資産同様に原価を収益に対応させるべきであるとして、持分控除法ではなく資産処理することを要求した。さらに、耐用年数が明らかでない場合や価値の減少を示す証拠がない場合に償却してしまうと、費用の計上や資産の減少を早期に認識することになってしまう可能性があることを認めた上で、価値が永久に存続するような例は極めて少ないという理由から、償却期間の範囲を人為的に設定することにより合理的なのれん費用の配分という問題に対処した。また、償却期間は 40 年以内という長期に設定されたが、このことは 1 会計期間における償却負担を抑えようという企業側に対する配慮といえる。

その後、1973 年に会計基準の設定業務を受け継いだ FASB は、APBO17 号の公表後 30 年にわたってのれんの会計処理に関する会計基準を改訂してこなかった。しかし、2001 年になって、のれん償却の禁止を規定した SFAS142 号を新たに公表した。のれんの規則的償却を廃止した理由として SFAS142 号は、任意の期間にわたるのれんの定額償却は経

¹⁴ ARB24 号は持分控除法をなるべく採用使用しないよう指示していたものの、禁止はしていなかったため、多くの企業は 1 ドルを資産価額とし残額を利益剰余金などに賦課する名目評価と呼ばれる会計処理方法を採用していた（梅原 2000, p.129）。

¹⁵ AIA は、1957 年に AICPA へと改称された。

済の実態を反映しておらず、有益な情報を提供していないことが実地調査によって確認されたという点を挙げている。SFAS142 号の公表に先立って 1995 年に公表された SFAS121 号においてのれんは減損処理の対象となっていたため、これにより米国基準においてのれんは、償却を行わず減損処理のみによる会計処理が行われることとなった。その後、SFAS142 号は、2009 年に FASB の ASC Topic 350 へと引き継がれた。そして、2011 年 9 月に公表した会計基準更新書 2011-08（以下、ASU 2011-08）では、のれんの減損テストに係る費用や複雑性を減らすことを目的として、2 段階の減損テストを実施するのに先立ち、報告単位の公正価値が帳簿価額よりも下回る可能性が 50%を超えるかどうかを判断するための定性的テストを行う旨の規定が追加された。これによって、報告単位の公正価値が帳簿価額よりも下回る可能性が 50%を下回ると判断された場合には、それ以降の定量的評価による減損テストを実行する必要がなくなった。また、2014 年 1 月に公表された会計基準更新書 2014-02（ASU 2014-02）では、非公開企業を対象としてではあるが、のれんを 10 年以内の期間で規則的償却を行うことが代替的な会計処理方法として認められることとなった。ASU 2011-08 による定性的テストの導入についても、当初は非公開企業の負担軽減を目的として検討が開始されたものの、公開企業においても同様の問題が存在するとの理由により、すべての企業を対象として適用されることになったという経緯がある。ASU 2014-02 においても、公開企業や非営利組織におけるのれん会計の課題を検討する FASB のプロジェクトの結果によっては、ASU 2014-02 の償却方法に関する規定がすべての企業への適用に繋がる可能性があることを述べており（ASU 2014-02 BC5）、のれんの償却処理に対する FASB の今後の動向が注目される。

国際基準においてのれんの会計処理に関する規定が置かれたのは、IASB が 1983 年に公表した国際会計基準第 22 号「企業結合」（以下、IAS22 号）からである。当初、IAS22 号におけるのれんの会計処理方法は、規則的償却法と持分控除法の両方が認められていた。これは、各国が IAS を遵守する可能性を高めるために、各国の会計基準でそれぞれ認められていた会計処理方法を個別的に認めていったためである。例えば、英国では、1984 年に

公表された会計実務基準書第 22 号「のれんの会計」(SSAP22 号)において、持分控除法による会計処理が原則とされたのであるが、国内基準を変更しなくても IAS に準拠することが可能であったのである。しかし、1987 年に IOSCO が IASC の諮問委員会に加わったあたりから、国際的な証券市場の拡大に応じて財務諸表の比較可能性を高めることが念頭に置かれるようになり、複数の代替処理を認める基準設定アプローチが問題視され始めるようになった。そして、1989 年に公表された公開草案第 32 号「財務諸表の比較可能性」(E32) が、のれんを資産として認識することを要求し、持分控除法を禁止すべきことを提案したのを受け、1993 年に改訂された IAS22 号(改訂 IAS22 号)では、規則的償却法による会計処理に統一された。さらに、のれんの有効期間が 5 年を超えないという人為的な仮定から、最長償却期間を原則 5 年と定め、有効期間が 5 年を超える識別可能資産と関連する正当な理由がある場合にのみ 20 年以内での償却を認めることが規定された。しかし、最長償却期間の人為的な制限に対する批判が相次いだことから、1998 年に IAS22 号は再び改訂され(再改訂 IAS22 号)、最長償却期間は原則 20 年にまで延ばされた。同年に公表された IAS36 号により、のれんに対して減損テストが実施されることになったため、再改訂 IAS22 号の公表により、のれんは原則 20 年以内の規則的償却と減損処理が併用されることとなった。また、再改訂 IAS22 号は、20 年という償却期間は反証可能な推定であるとして、反証可能な証拠があれば 20 年を超えて償却することも認め、その場合には、減損の兆候の有無に関わらず毎期末の減損テストを実施することとされた。その一方、2001 年に米国でのれんの非償却・減損処理を規定した SFAS142 号が公表されたことに対し、国際的な会計基準の収斂を目的として IASC から改組した国際会計基準審議会(IASB)は、FASB と共同で高品質で互換性のある会計基準の開発に乗り出した。そして、2004 年に SFAS142 号と同様、会計情報の有用性を理由として、のれんの非償却・減損処理を基準化した国際財務報告基準第 3 号「企業結合」(IFRS3 号)を公表し、現在に至っている¹⁶。

¹⁶ 日本経済新聞 2014 年 9 月 6 日付朝刊によると、IASB のハンス・フーガーホースト議長が日本経済新聞の取材に対し、減損処理のタイミングが遅くのれんが多く残り過ぎていることから現在の会計基準の不備を認め、基準の見直し論議に入ったことを明らかにしたと伝えている。記事において、同議長は今

米国基準や国際基準が従前より連結会計と合併会計を統合した企業結合の会計基準によってのれんの会計処理方法を規定していたのに対し、日本基準では、2003年に企業会計審議会から「企業結合に係る会計基準」が公表されるまで、連結会計と合併会計で別個にのれんについての規定がなされていた。

まず、連結会計について、1975年公表の「連結財務諸表原則」では、親会社の投資と子会社の資本との相殺消去によって生じた差額を連結調整勘定として表示し、その差額について容易に原因分析ができる場合には、その額を適当な科目に振り替えることが規定されていた。つまり、例えば、その差額が子会社の保有する土地の含み益により生じている場合には、その価額分を土地の再評価差額に振り替え、残額を連結調整勘定として表示するという会計処理が行われていたのである。また、償却期間については、「每期均等額以上の償却」と規定されているのみで具体的な定めはなかったが、日本公認会計士協会が、監査上5年の償却期間を無条件に合理的と認めていたため、圧倒的多数の企業が連結調整勘定を5年で償却していたようである¹⁷。その後、1997年に改訂された「連結財務諸表原則」では、取得時における子会社の資産及び負債を時価によって評価することに変更された。これにより、投資消去差額としての連結調整勘定ののれんとしての性格がより明確となった。さらに、償却期間についても、計上後20年以内の償却が明示されることとなった。

次に、合併会計については、1962年改正の商法285条ノ7において、「暖簾ハ有償ニテ譲受ケ又ハ合併ニ因リ取得シタル場合ニ限り貸借対照表ノ資産ノ部ニ計上スルコトヲ得此ノ場合ニ於テハ其ノ取得価額ヲ附シ其ノ取得ノ後五年以内ニ毎決算期ニ於テ均等額以上ノ償却ヲ為スコトヲ要ス」という規定が設けられていた。この規定では、買入のれんの資産計上について強制はしておらず、そのため、取得年度において一括費用処理することも認められていた。また、資産計上した場合には5年以内に均等償却することとされているが、これは、債権者保護の立場に立つ商法の観点から、早期償却による保守的な会計処理が妥

後の見直しの方向として、「定期的に償却していくか、より早く減損を認識するのかなど慎重に検討していく」と述べている。

¹⁷ 梅原(2000) p.151 参照。

当であるという趣旨によるものである。

このように、企業結合により生じたのれんであっても、それが買収によるものなのか合併によるものなのかにより規定が異なっていたのであるが、2003年の「企業結合に係る会計基準」の公表によって、それらの規定は統一されることとなった。のれんの会計処理については、「企業結合に係る会計基準の設定に関する意見書」において、非償却・減損処理法と規則的償却法の各会計処理方法における論拠を検討している。そして、非償却法は、①のれんが超過収益力を表わすとみると、競争の進展によって通常はその価値が減価するにもかかわらず、競争の進展に伴うのれんの価値の減価の過程を無視することになる。②超過収益力が維持されている場合においても、それは企業結合後の追加的な投資や企業の追加的努力によって補完されているにもかかわらず、のれんを償却しないことは、追加投資による自己創設のれんを計上することと実質的に等しくなる。③実務的な問題としては、減損処理を実施するためには、のれんの価値の評価方法を確立する必要があるが、そのために対処すべき課題も多い、といった問題点が存在することから、規則的償却法のほうが一定の合理性があるとして、規則的償却法を採用することとなった。また、償却期間については、「連結財務諸表原則」の考え方を踏襲し、20年以内のその効果の及ぶ期間にわたって償却することが定められた。この会計処理方法については、米国基準や国際基準で非償却・減損処理法が採用される中で2008年に改訂された企業結合基準においても、引き続き規定されている。その後も2009年にASBJから公表された「企業結合会計の見直しに関する論点の整理」において、のれんを非償却とすべきかどうかを検討事項の一つとして挙げられ、審議が続けられてきた。しかし、2013年9月に行われた企業結合基準の改正では、市場関係者の合意形成が十分でないことやIFRS3号の適用後レビューの必要性の提案を行っていることを理由として、規則的償却法による会計処理を継続することとされた。さらに、2014年7月には、IFRSの任意適用の積上げを図ることを目的にASBJが開発を進めている修正国際基準（国際会計基準と企業会計基準委員会による修正会計基準によって構成される会計基準）の公開草案として、ASBJによる修正会計基準公開草案第1

号「のれんの会計処理（案）」が公表され、その中では、IFRS3号におけるのれんの非償却に関する規定の「削除又は修正」を行い、規則的償却法によってのれんの会計処理を行うことを提案している。

2-3 各国会計基準における現行ののれん減損に関する会計処理方法の相違点

のれんの減損処理方法については、各国の会計基準間で差異が存在する。ここでは、日本基準、米国基準及び国際基準における会計処理方法について説明し、それらの比較を行う。

日本基準では、2002年に公表された減損基準によって、のれんの減損処理方法について規定されている。そこではまず、のれんを概ね独立したキャッシュ・フローを生み出す最小の単位である資産グループもしくは複数の資産グループに配分し、それらの資産グループに減損の兆候があると判定された場合に減損テストを行うこととされている。そして、資産グループから得られる割引前キャッシュ・フローの総額が帳簿価額を下回る場合に減損損失が認識されることになる（減損基準，二，2）。減損損失を認識すべきであると判定された資産グループについては、帳簿価額を回収可能価額まで減額し、この減少額を減損損失として当期の損失とする（減損基準，二，3）。ここで、認識された減損損失は、のれんに優先的に配分されることになる（減損基準，二，8）。これは、減損損失を認識することとなった場合には、その資産グループの超過収益力が失われたものであると考えられるためである（意見書，四，2，(8)，③）。なお、日本基準では、のれんを20年以内のその効果の及ぶ期間にわたって規則的に償却することとしており（企業結合基準，32項）、減損テストにおける帳簿価額は、償却後ののれん価額である。

米国基準では、ASC Topic 350-20によって、のれんの減損処理方法が規定されている。そこでは、のれんは償却されず、のれんが配分された報告単位ごとに減損テストをしなければならないとしている（ASC Topic 350-20-35-1）。ここで報告単位とは、事業セグメントもしくは事業セグメントより1つ下の水準（構成要素）であるとされる（ASC Topic

350-20-20)。事業セグメントの構成要素については、個別の財務情報が利用可能であり、セグメントの管理者がその構成要素の業績を定期的に評価している場合に報告単位となる旨が規定されている（ASC Topic 350-20-35-34）。そして、ASC Topic 350-20 では、まず定性的要因によって減損テストを行う必要があるかどうか判断されることになる（ASC Topic 350-20-65-1）。そこで減損テストを行う必要があると判断されると、報告単位の公正価値と帳簿価額を比較することになる（ASC Topic 350-20-35-4～6）。帳簿価額が公正価値を上回っていた場合、報告単位の公正価値から報告単位に含まれる個別の資産と負債の公正価値を差し引くことによって得られた額がのれんの公正価値とされ、こののれんの公正価値と帳簿価額との差額がのれん減損損失として認識されることになる（ASC Topic 350-20-35-8～17）。

国際基準では、IAS36 号によって、のれんの減損処理方法が規定されている。資金生成単位又は資金生成単位グループに配分されたのれんは、年 1 回の減損テストを実施することが要求されている（IAS36 号 par.96）。毎年減損テストを実施する理由としては、国際基準のもとではのれんの規則的償却が行われないということと関連している（IFRS3 号 par.55）。つまり、「厳格で実用的な減損テストを創り出すことができれば、のれんを償却せず、毎期減損テストを行い、のれんの減損の可能性を示す事象又は状況の変化があったときには、より頻度多く減損テストを行うというアプローチによって、企業の財務諸表利用者により有益な情報を提供できるだろう」（IAS36 号 par.BC131G）という考えによるものである。そして、資金生成単位又は単位グループの回収可能価額がその帳簿価額を下回る場合に、その差額が減損損失として認識されることになる（IAS36 号 par.104）。IAS36 号においても、認識された減損損失は、まずのれんに配分されることになる（IAS36 号 par.104 (a)）。また、IAS36 号において、のれん以外の個別資産については減損損失の戻入を行うこととしているが、のれんについて認識された減損損失の戻入は認められていない（IAS36 号 par.124）。

以上、日本基準、米国基準及び国際基準におけるのれん減損に関する会計処理方法につ

いての大きな違いは、(1) 日本基準では規則的償却が行われるのに対し、米国基準及び国際基準では行われない、(2) 日本基準及び国際基準ではのれんを概ね独立したキャッシュ・フローを生み出す最小の単位に配分して減損テストを行うのに対し、米国基準では事業セグメントもしくは事業セグメントの構成要素ごとにのれんの減損テストが行われる、(3) 日本基準及び米国基準では減損している可能性があるという定性的要因が存在する場合に減損損失の認識・測定を行うこととなるのに対し、国際基準では毎期のれんを含む資金生成単位の帳簿価額と回収可能価額を比較することにより減損テストを行わなければならない、ということである。

上記(1)～(3)において、日本基準が採用している会計処理方法は、いずれももう一方の会計処理方法より、のれん減損損失の認識される頻度が少なくなるか計上されるのれん減損損失額が小さくなるような規定となっている。このような特徴を持つ日本基準の下では、のれん減損損失の計上がビッグ・バスなどの経営者による機会主義的な利益マネジメント行動に用いられることによる影響が小さくなるという利点がある一方、のれん減損損失の計上によってもたらされる企業業績に関する有益な情報の伝達が阻害されることになってしまう可能性もある。そこで本論文では、第4章から第7章において、日本基準適用下におけるのれん減損損失の計上要因やのれん減損情報の有用性が、欧米企業を対象とした先行研究の結果とどのような違いをもたらすのかについての比較も行っていく。

第3章 先行研究のレビュー

3-1 はじめに

第1章で述べたとおり、本論文では、のれん減損損失の計上要因及びのれん減損情報の有用性について、日本企業を対象とした実証的な分析を行う。そこで、本章では、本論文で行う実証分析の基礎となる先行研究についてのレビューを行うこととする。まず、3-2では、第4章で行うのれん減損損失計上前の情報からのれん減損損失の発生要因を事前に探る研究について、これまで行われてきた先行研究を概観する。3-3では、第5章で行うのれん減損損失の計上と経営者による利益マネジメント要因やコーポレート・ガバナンスの状況との関係性に関する研究について、これまで行われてきた先行研究を概観する。3-4では、第6章で行う企業がのれん減損損失を計上する前に市場がその情報を事前に株価の中に織り込んでいるのかについての研究と関連して、のれん減損損失と証券市場の評価との間の関係性について、これまで行われてきた先行研究を概観する。最後に、3-5では、第7章で行うのれん減損損失額と将来キャッシュ・フローとの間の関係性について、これまで行われてきた先行研究を概観する。

3-2 のれん減損損失の発生要因

のれん減損の発生を事前に予測することについて研究している論文としては、Hayn and Hughes(2006)、Li et al.(2011)、Gu and Lev(2011)がある。

Hayn and Hughes(2006)では、のれん発生時において入手可能な情報からのれん価値を評価することができるかどうかについて調査している。彼女らは、のれんが配分されたセグメントの業績指標と取得の特性に分けて、将来ののれん減損との関連性を検証した。ここで、業績指標として用いられた変数は、のれんが配分されたセグメントのROA、前年からのROA変化率、営業利益がマイナスのときを1とするダミー変数、前年からの売上高変化率、産業競争水準を示すハーフィンダール・ハーシュマン指数の変化、そして、取得

企業の ROA 及び前年からの年次累積異常リターンである。また、取得の特性として用いられた変数は、被取得企業の時価総額を超える取得価額（プレミアム）、取得企業が複数のときに 1 とするダミー変数、取得価額に占めるのれんの割合、取得価額のうち株式を用いて支払われた割合、被取得企業に対する過剰な支払いを表す代理変数¹⁸である。検証の結果、取得の特性に関する変数では、プレミアム、取得価額に占めるのれんの割合、取得価額のうち株式を用いて支払われた割合がのれん減損と有意にプラスに関連しているに対し、業績指標に関する変数についてのれん減損と有意に関連していたのは、セグメントの ROA 及び ROA 変化率がマイナスの関連を持っていたのみであった。このことについて彼女らは、のれんが配分されたセグメントに関するディスクロージャーが不足しているためであるとしている。

Li et al. (2011)では、のれん減損の原因を被取得企業に対する過剰な支払いであると考え、検証を行っている。彼女らは、のれん減損額を被説明変数とし、過剰な支払いの代理変数として、被取得企業の 1 株純資産を超える取得価格及び取得発表 4 週間前の被取得企業の株価を超える取得価格を説明変数として回帰させている。説明変数としては、他にも取得時のプレミアムと関連する特性として先行研究で挙げられているものも含まれている。具体的には、取得企業及び被取得企業の規模、取得価格のうち株式を用いて支払われた割合及び取得企業の過大評価に関する代理変数¹⁹との交差項、取得に際して複数の企業が競合していたかどうか、被取得企業が取得企業と同じ業種であるかどうか、取得に先立って被取得企業株式を 5%以上保有していたかどうか²⁰、契約の中に **termination fee** 条項と呼ばれる契約解除に関する規定²¹が入っているかどうかである。検証の結果、のれんの

¹⁸ ここでは、取得公表日の 15 日前から 5 日後まで 21 日間の累積異常リターン及び、取得公表年とその前年、前々年の 3 年間に取得企業が行った取得の数という 2 つの代理変数が用いられている。

¹⁹ 彼女らは、企業の時価簿価比率がサンプルの上位 4 分の 1 に入っていれば株式が過大評価されているものとしている。

²⁰ Betton and Eckbo(2000)によると、取得前の被取得企業株式の保有割合が大きいほど、競争企業や被取得企業による抵抗が減り、取得の際に支払われるプレミアムが低くなるということが示されている。

²¹ 具体的には、取引に関して対象企業の株主の承認が得られなかった場合や、対象企業が他の買主との取引実行を決定した場合など、一定の事由に基づき契約が解除された場合に、買主が一定の金銭を受領できる規定のことである（伊藤・Braun(2009) pp.170-171）。

減損損失が過剰な支払いの代理変数とプラスに関連していることが明らかとなった。また、取得企業が過大評価されている場合、株式による取得割合が高いほど減損損失額とプラスに関連していることも明らかとなった。そのほか、被取得企業が取得企業と同じ業種であれば減損損失とマイナスに関連し、**termination fee** 条項が契約に入っていれば減損損失とプラスに関連していることも示された。

Gu and Lev(2011)では、のれん減損の要因を取得時における取得企業株式の過大評価であると考え検証を行っている。彼らは、株式のミスプライシングに関する 3 つの代理変数から主成分分析²²によってミスプライシングに関する 2 つの統合的指標を作り出し、のれん減損との関連性を調査している。ここで用いられている 3 つの代理変数とは、産業調整済 P/E 比率、裁量的発生高、過去の株式発行である。検証の結果、取得企業株式の過大評価がのれん減損とプラスに関連しており、さらに、取得企業のガバナンスが弱かったり、外国企業に対する取得であったりした場合には、その関連性がより強まることが示された。

これらの先行研究より、(1) 被取得企業に対する過剰な支払いや、(2) 株式を対価として行われた企業取得に関する取得企業株式の過大評価がのれん減損の重要な要因であり、のれん発生時においてその後ののれん減損を予測するのに有用な情報となり得ることが示唆されている。

本論文では、第 4 章において、先行研究で示されたのれん減損の発生を事前に予測するために有用な情報となり得る要因について、経営者による企業取得の動機と関連付けることにより分析を行う。

3-3 のれん減損損失と利益マネジメント及びコーポレート・ガバナンス

固定資産の評価切り下げと利益マネジメントとの間の関係性に関する研究は、各国の減損に関する会計基準が整備される以前から盛んに行われてきている。それらの研究におい

²² 主成分分析とは、複数の説明変数から主成分と呼ばれるいくつかの総合的な指標を作り出す手法である。詳しくは、Maddala(2001)参照。

て、まず評価切り下げと関係性を有することを示唆する証拠が多く報告されているのが、経営者の交代である (Strong and Meyer 1987; Elliott and Shaw 1988; Francis et al 1996)。新任の経営者が、前任の経営者に業績悪化の責任を押し付けてその後の年度における業績回復を目論んでいるということや、企業の保有する資産の精査によって価値の毀損した資産の存在を明らかにしたということが、その主な理由として挙げられている。また、業績の悪い年度に多額の損失や費用を集中させるビッグ・バスに評価の切り下げが利用されていることを示す研究も存在するが (Zucca and Cambell 1992)、それは企業の経済状況を反映したものにはすぎないとの反論もある (Rees et al. 1996; Francis et al. 1996)。

減損に関する会計基準適用後の研究については、Riedl (2004) が米国の固定資産に関する減損会計について規定した SFAS121 号の適用前後における減損損失と利益マネジメント要因との間の関係性について検証を行っている。その結果、SFAS121 号適用前には、GDP や産業 ROA、企業の売上高や当期純利益の変化率といった経済的要因が評価の切り下げと有意な関係性が示されていたのに対し、SFAS121 号適用後には、ビッグ・バスが評価切り下げと強い関連性を持つように変化したということが示された。

さらに、のれんの規則的償却の廃止を規定した会計基準が公表されて以降、のれん減損損失と利益マネジメント要因との間の関係性について探る研究が近年では多く行われている。会計基準の変更を利用した利益マネジメントの研究では、Beatty and Weber (2006) が SFAS142 号の適用初年度に減損損失を計上するか計上しないかという会計選択に対し、どのような動機が経営者の意思決定に影響を与えているのかについて調査している。その結果、債務契約における財務制限条項や経営者の報酬制度、証券市場における上場廃止基準といった契約内容が、減損損失の計上に影響を与えているということが示された。また、Cowan et al. (2006) は、SFAS142 号の移行期において、企業の経済環境がのれん減損損失の計上に影響を与えていることに加え、ビッグ・バスや利益平準化といった経営者による利益マネジメント行動も同時に観察されたということを報告している。Jordan et al. (2007) でも、SFAS142 号の適用初年度である 2002 年に巨額の減損損失が計上され

ているという証拠が得られたとしており、さらに、適用後の 2003 年と 2004 年においてもビッグ・バスが行われている可能性があることを示している。

会計基準移行期後の研究では、経営者交代 (Masters-Stout et al. 2008) や、債務契約や経営者報酬といった契約内容 (Ramanna and Watts 2012)、さらに、ビッグ・バスや利益平準化 (AbuGhazaleh et al. 2011) が、減損損失の計上に影響を与えていることが示されている。これらは、のれん減損損失の計上が利益マネジメントに利用されている可能性があることを示唆している。さらに、取締役会の構成や株式の所有構造といった企業のガバナンス構造との関係性を検証した研究も存在する (Guler 2007; Verriest and Gaeremynck 2009; AbuGhazaleh et al. 2011)。これらの研究では、効果的なガバナンス構造を持つ企業ほど、のれん減損損失が適切に計上されており、財務報告の質を高めていることが示されている。

また、我が国における研究では、2006 年 3 月期決算以降に適用されている「固定資産の減損に係る会計基準」において、強制適用に先立ち 2004 年 3 月期より早期適用も認められていたために、この移行期間を対象とした研究が多く行われている。これらの研究では、早期適用を利用した利益平準化行動を示唆する証拠が示されている (山本 2005; 木村 2007; 榎本 2008) ほか、早期適用企業及び強制適用企業ともにビッグ・バスを行っているという証拠が観察されたが、経済的要因による影響に大きな変化は見られなかった (榎本 2008)。

さらに、胡・車戸 (2012) では、減損会計基準の適用時期に関する裁量が入り込まない 2007 年以降に計上された減損損失について検証を行っている。その結果、企業が計上する減損損失額には、GDP や営業キャッシュ・フローの変化といった経済的要因が適切に反映されていることが示され、さらに、その要因をコントロールした上でも、債務契約や目標利益達成といった経営者による利益マネジメント要因が影響を与えていることが明らかとなった。また、ビッグ・バスや利益平準化が行われた可能性についても高い証拠が得られたとしている。

本論文では、第5章において、まだ日本では行われていないのれん減損損失の計上に影響を与えている要因について、上記の先行研究に倣い経済的要因をコントロールした上で、のれん減損損失の計上による利益マネジメント要因の検証を行うとともに、コーポレート・ガバナンスの状況が与える影響についても分析を行う。

3-4 のれん減損損失と証券市場の評価

米国では、ビッグ・バスを目的とした経営者による恣意的な資産評価切り下げに対応するために、減損に関する会計基準が導入されたという経緯がある。経営者は、巨額の評価損計上を将来の経営改善に着手したしるしとして市場が好意的に評価してくれるのではないかと期待していたようである²³。そのため、減損会計基準が導入される以前から、資産評価切り下げと株式リターンとの関係性に関する研究が多く行われている。資産評価切り下げの公表に対する株式市場の反応を検証したイベント・スタディでは、資産評価の切り下げを行った企業に対して市場が負の反応を示すことが観察されている (Strong and Meyer 1987; Elliott and Shaw 1988; Francis et al. 1996)。さらに、Francis et al.(1996)は、評価切り下げの種類別の分析を行い、市場は棚卸資産の評価切り下げに対して負の反応を示し、リストラ費用としての資産評価切り下げに対しては正の反応を示すという結果を得ている。また、Bunsis(1997)は、採算性の悪い事業の廃止を伴ったような将来キャッシュ・フローの増加に影響を与える資産評価切り下げに対して市場は正の反応を示し、逆に、解雇した従業員への割増退職金の給付が生じる工場等の閉鎖に伴ったような将来キャッシュ・フローの減少に影響を与える資産評価切り下げに対しては負の反応を示すということを明らかにした。Bartov et al.(1998)も事業の変化を伴う資産評価切り下げに対して市場は正の反応を示し、純粋な帳簿上の資産評価切り下げに対しては負の反応を示すという結果を提示している。さらに、資産評価切り下げ前後のより長い期間の市場反応についての分析においては、少なくとも評価切り下げ発表の半年前から株価は下落し始めており、

²³ 減損会計研究会 (1998) 参照。

発表後も 2 年間は緩やかな下落傾向にあることが示されている (Elliott and Shaw 1988; Bartov et al. 1998)。また、Francis et al.(1996)及び Hirschey and Richardson(2002)は、のれん評価切り下げの規模とその発表時における異常リターンとの間には有意な関係性が見出せなかったとしている。ただし、Hirschey and Richardson(2002)は、のれん評価切り下げの発表自体には市場が負の反応を示すという証拠を提示している。

減損に関する会計基準の適用が開始され、さらに、米国基準及び国際基準においてのれんの規則的償却が廃止されて以降は、のれんの減損損失を対象とした研究が多く行われている。計上されたのれん減損損失額は、減損発表後の時価総額で表される企業価値と負の関係性を持っており (Lapointe-Antunes et al. 2009; Xu et al. 2011; AbuGhazaleh et al. 2012)、また、期末の株主資本簿価と時価総額との差をもとに算定された期待外のれん減損損失額は、減損発表時の異常リターンと有意に負の関係性を有することが示された

(Bens et al. 2011)。ただし、計上されたのれん減損損失額は、当期の異常リターンとの間では有意な関係性が示されず、1 期前及び 2 期前の異常リターンとの間で有意に負の関係性を示している (Chen et al. 2008; Lapointe-Antunes et al. 2009)。このことから、のれん減損損失計上の適時性は低く、計上前の株価に事前に織り込まれているということが示唆されている。ただし、のれんの規則的償却が廃止される以前におけるのれん償却費との比較では、のれん減損損失のほうが適時性は高いという証拠も得られている (Hulzen et al. 2011)。

日本を対象とした研究では、向(2008)及び勝田他(2008)がいずれも減損会計基準の早期適用を対象とした研究を行っており、減損会計基準を早期に適用した企業の減損損失計上に対して市場は正の反応を示しているのに対し、それ以後に適用した企業の減損損失計上に対しては負の反応を示しているという証拠を得ている。また、島田(2011b)では、のれんの減損損失を対象とした分析を行っており、のれん減損損失を発表する前の期間及び発表時に市場は負の反応を示したが、発表からおおよそ 50 日後以降は株式リターンが上昇に転じ始めるということを示している。

本論文では、第 6 章において、のれん減損損失額とのれん減損損失計上以前の年次株式リターンとの関係性を分析することによって、のれん減損損失が実際の減損の発生に対して適時的に計上されているのかについて分析を行う。

3-5 のれん減損損失と将来キャッシュ・フロー

のれん減損損失額と将来キャッシュ・フローとの間の関係性を調査した研究としては、Jarva (2009)、Lee (2011)、Cready et al. (2012)がある。

Jarva (2009)では、のれんの非償却及び減損処理を定めた SFAS142 号の下でののれん減損損失の計上が、将来キャッシュ・フローと関係性を持つかどうかを検証している。彼は、のれん減損損失額と 3 年後までのキャッシュ・フローとの間の関係性を分析し、のれん減損損失額が 1～2 年後に期待されるキャッシュ・フローと有意に負の関係性があることを示した²⁴。この結果は、機会主義的な損失計上行動よりも経済的な要因とより強く結びつけられる証拠であるとしている。また、同時にリストラ費用を計上している場合には、のれん減損損失額と将来キャッシュ・フローとの間の関係性が有意ではなくなるという結果も得られている。彼は、これが経営者による機会主義的な行動によるものであると仮説立てたが、それがのれん減損損失計上の非適時性によるものなのか、減損損失額にビッグ・バスなどの影響によるバイアスがかけられているためであるのかについては明らかにできていない。

Lee(2011)は、SFAS142 号の適用前後におけるのれん及びのれん費用の将来キャッシュ・フロー予測能力の変化について分析を行っている。ここでのれん費用とは、SFAS142 号適用前の期間においてはのれん償却費、SFAS142 号適用後の期間においてはのれん減損損失を表している。分析の結果、SFAS142 号適用後に、のれん及びのれん費用が 1～2 年

²⁴ なお、ここで紹介する Jarva(2009)、Lee(2011)、Cready et al.(2012)の各研究では、いずれも費用項目及び損失項目を負の値として変数に用いている。そのため、実際の分析結果では、のれん減損損失額と将来キャッシュ・フローの間には正の関係性があることが示されているが、本章では、費用項目及び損失項目を財務諸表上の数値通りに正の値で変数として用いているため、本章の分析結果との整合性を図るために記述を変更している。

後のキャッシュ・フローを予測する能力は大幅に変化し、のれんの規則的償却の廃止によって、のれん費用による将来キャッシュ・フローを予測する能力は改善されたとしている。彼は、この結果について、経営者による裁量の範囲を拡大した公正価値による評価の利点が適切に反映されたためであるとしている。また、会計的な裁量行動を行っていると思われる企業とそうでない企業とを比較することにより、のれん減損損失額と将来キャッシュ・フローとの間の関係性の違いを検証したが、有意な結果はほとんど示されなかった。彼は、この結果を機会主義的な報告と有益な情報価値が相殺されたためであると解釈している。

上記 2 つの先行研究がのれん減損損失額と将来キャッシュ・フローとの間の関係性について分析を行っているのに対し、Cready et al.(2012)は、のれん減損損失額のほか、リストラ費用や資産評価切り下げ額と将来業績との間の関係性を分析した研究である。彼らは、特別損失項目計上後の利益増加が費用項目の移し替えや将来費用の前倒し計上によるものなのか、実際に業績が改善したことによるものなのかを検証している。この中でキャッシュ・フローは、一時的な操作に影響を受けにくいことから、将来業績指標の一つとして被説明変数に用いられている。分析の結果、特別損失項目のうち、リストラ費用と資産評価切り下げ額は将来キャッシュ・フローを増加させる結果となったのに対し、のれん減損損失額はほとんど影響を与えず、むしろわずかに将来キャッシュ・フローを低下させるという結果が示された。彼らは、資産の評価切り下げは将来の減価償却費を当期の特別損失に移し替えることとなるため、最も費用の移し替えに用いられやすいと期待していたが、そのような結果は示されなかった。

これら 3 つの先行研究のうち、Jarva(2009)と Lee(2011)は、いずれものれん減損損失額が 1 期後及び 2 期後のキャッシュ・フローと有意に負の関係性を持つという結果を示しており、Cready et al.(2012)においても、わずかではあるがのれん減損損失額が将来キャッシュ・フローと負の関係性を持つという結果を示している。また、Jarva(2009)と Cready et al.(2012)では、リストラクチャリング実施の有無がのれん減損損失額と将来キャッ

キャッシュ・フローとの間の関係性に影響を与えていることを示唆している。さらに、Lee(2011)と Cready et al.(2012)では、規則的償却が行われているか否かによって、のれん減損損失額と将来キャッシュ・フローとの間の関係性が異なるという結果を示している。

本論文では、第 7 章において、上記の研究を参考に新たな視点を加えつつ、のれん減損損失額と将来キャッシュ・フローとの間の関係性について分析を行う。

第4章 企業取得の動機がその後ののれん減損に与える影響

4-1 はじめに

本章では、Hayn and Hughes(2006)などで行われているのれん減損の要因を探る研究を日本企業にも応用し、規則的償却が行われている環境下においても同様に、のれんの減損をのれん発生時の情報から予測することが可能かどうかを実証的に分析する。検証する要因については、主にファイナンス分野で行われている企業取得の動機に関する研究を参考にしている。イベント・スタディによりのれん減損の公表が株価に与える影響を調査した研究では、欧米企業を対象とした研究だけでなく、日本企業を対象とした研究においても、のれん減損の公表が株価に負の影響を与えることが報告されている。そのため、のれんの減損が生じる要因をのれん発生時の情報から探ることは、投資者にとって有用なことでありと考えられることから、本章において検証を行う。

4-2 仮説設定

本章では、企業取得の動機として考えられる要因から、その後ののれん減損の発生に対する影響に関して仮説を設定することにより検証を行う。具体的な企業取得の動機としては、以下の4つを取り上げる。なお、これら4つの仮説は独立・排他的というわけではなく、相互に関連し合いながら、企業取得を行う経営者の意思決定に対して影響を与えるものである。

4-2-1 自信過剰仮説

Roll(1986)は、自信過剰な経営者によって買収が行われることにより、多額の買収プレミアムが対価として支払われることになると指摘している。買収プレミアムは、企業取得により得られるシナジー効果を期待して支払われるものであるが、被取得企業の企業価値を過大に見積ったり、思ったほどのシナジーが得られなかったりした場合には、過剰な対

価ということになってしまう。買収プレミアムが取得企業の経営者による自信過剰が原因であるとするならば、その投資は負の投資となる可能性が高いということになる。また、Hayn and Hughes(2006)や Li et al.(2011)の研究でも、買収プレミアムが大きいほど、その後にのれん減損が発生する可能性が高くなることが示唆されている。そこで、以下の仮説を設定する。

H₁：買収プレミアムが大きいほど、その後にのれん減損損失が生じる可能性は高くなる。

4-2-2 過大評価仮説

Gu and Lev(2011)は、経営者が合理的であり取得企業と被取得企業の両方のミスプライシングに気付いていると仮定すると、過大評価された株式を持つ企業の経営者は、その株式を使って企業を買収しようとするということを示している。経営者が設備投資や現金保有ではなく、企業の取得へ向かう理由は、企業の売上高と利益の両方を即座に増加させることができるためである。自社の株式が過大評価されていることに気付いている経営者は、将来的に株式が正当な評価額まで下落することにより被るネガティブリターンをできるだけ小さくしようとする。そこで、過大評価された株式を用いて企業を取得して売上高と利益の両方を増加させることによって株価の下落を抑えようとする経営者のインセンティブが働く。つまり、短期的な株価の下落を抑えるために、長期的なリターンを軽視してしまうことがあり得るのである。このように軽率に企業を取得してしまった場合、その投資が長期的には負の投資となり、発生したのれんを結果的には減損せざるを得ない状況になってしまうのである。そこで、以下の仮説を設定する。

H₂：取得に際して、株式を対価として企業取得が行われ、かつ取得企業の株式が過大評価であるほど、その後にのれん減損が生じる可能性が高くなる。

4-2-3 フリー・キャッシュ・フロー仮説

Jensen(1986)は、フリー・キャッシュ・フローの多い企業ほど、企業価値を毀損するような投資を行う危険性が高いと指摘している。ここで、フリー・キャッシュ・フローとは、資本コストで割り引かれた正の正味現在価値を持つすべてのプロジェクトに対して資金を拠出するために必要なキャッシュ・フローを超えるキャッシュ・フローのことをいう²⁵。つまり、正当な投資を行ってもなお企業に残るキャッシュ・フローのことである。

Jensen(1986)によると、フリー・キャッシュ・フローの使用方法には経営者による裁量の余地が大きいため、経営者と投資家との間にエージェンシー問題が生じ、必ずしも企業価値を向上させるような投資に資金が使われるとは限らないと主張している。また、Harford(1999)及び Oler(2008)は、このようなエージェンシー問題がキャッシュの豊富な企業でも生じると指摘し、実際にキャッシュの豊富な企業のほうがキャッシュの乏しい企業に比べて、企業取得後の企業業績が悪化しているということを示唆する証拠を示している。そこで、以下の仮説を設定する。

H₃: フリー・キャッシュ・フローやキャッシュ保有高が多額であるほど、その後にのれん減損損失が生じる可能性は高くなる。

4-2-4 経営改善仮説

Lang et al.(1989)は、トービンの q を経営効率を表す指標としたうえで、経営効率の良い企業による企業取得ほど株主価値を増加させることを示している。トービンの q は、企業が保有する資産の再取得価格に対する企業の市場価値の割合として表される。トービンの q が 1 以上のとき、その企業は、保有している資産を再取得するために必要なコスト以上の価値を生み出しているということになる。つまり、保有している資産を効率的に利用

²⁵ Jensen(1986) p.1986.

しているということである²⁶。このように、効率的な経営を行っている企業は、企業取得に関しても収益性を伴った投資となる可能性が高くなるものと思われる²⁷。そこで、以下の仮説を設定する。

H₄：経営効率の良い企業ほど、その後にのれん減損損失が生じる可能性は低くなる。

4-3 リサーチ・デザイン

4-3-1 回帰モデル

仮説 1 から仮説 4 を検証するために、以下の回帰モデルを推定する。

$$\begin{aligned} \text{GWI} = & \beta_0 + \beta_1 \text{GW} + \beta_2 \Delta \text{EP} + \beta_3 \Delta \text{EP} * \text{STOCK} + \beta_4 \text{STOCK} + \beta_5 \text{FCF} + \beta_6 \text{CASH} + \beta_7 \text{TOBIN} \\ & + \beta_8 \text{LEV} + \beta_9 \text{SIZE} + \beta_{10} \text{GROWTH} + \beta_{11} \text{HHI} + \varepsilon \end{aligned}$$

GWI：減損損失計上企業であれば 1、それ以外は 0

GW：（企業取得時に発生したのれんの金額/取得対価）の自然対数

ΔEP ：{取得前期末の E/P 比率（一株当たり当期純利益/株価）－同業種・同会計年度企業の E/P 比率中央値} の前年度変化

STOCK：株式を対価として企業取得が行われていれば 1、それ以外は 0

FCF：取得前期末における（営業活動によるキャッシュ・フローと投資活動によるキャッシュ・フローとの合計額）/総資産

CASH：取得前期末における（現金・預金と有価証券との合計額）/総資産

TOBIN：取得前期末における（株式時価総額と総負債との合計額）/総資産

LEV：取得前期末における総負債/（総負債と株式時価総額との合計額）

²⁶ トービンの q については、Damodaran(2002)、Barney(2002)、伊藤(2007)参照。

²⁷ 薄井(2001)においても、取得企業のトービンの q は、企業取得公表時のイベント・リターンと有意にプラスの関係性があるということが示されている。

SIZE：取得前期末における総資産の自然対数

GROWTH：取得前期の売上高/取得 2 期前の売上高

HHI：取得前期末における（各事業セグメントの売上高/総売上高）の二乗の総和

本章では、のれんの減損へ与える影響を調査するために、被説明変数（GWI）をのれん減損損失計上企業であれば 1、それ以外は 0 としたロジスティック回帰によって分析を行うこととする。

分析に用いられる説明変数について、まず、GW は仮説 1 を検証するために用いられる買収プレミアムの代理変数である。本分析のサンプルにおける被取得企業には非上場企業が多く含まれているため、被取得企業の株価を用いて買収プレミアムを算定することができない。そこで、取得対価に占めるのれんの割合を買収プレミアムとして用いることとする。GW の係数の期待符号は正である。

次に、 ΔEP は取得企業株式の過大評価を表す代理変数である。E/P 比率（一株当たり当期純利益/株価）は株価が割高であるか割安であるかを判断するために用いられる代表的な投資指標であり、数値が小さいほど現在の株価が過大に評価されているということになる。しかし、単に E/P 比率が低いからといってその株式が過大評価されているとも限らない。ここでは、この E/P 比率に 2 段階の調整を加える。まず、業種間の影響を取り除くために同業種・同会計年度企業の中央値を差し引くことにより産業調整を行った E/P 比率を算出する。これは、今後の成長が期待される業種ほど E/P 比率が低くなる傾向にあるためである。次に、この産業調整済 E/P 比率から前期の産業調整済 E/P 比率を差し引く。これは、当該企業の E/P 比率水準の変化を反映させるために行われる。このようにして求められた ΔEP と、株式交換のように株式を対価として企業取得が行われた場合を 1、それ以外を 0 とするダミー変数（STOCK）との交差項の係数により仮説 2 を検証する。この係数は、負となることが期待される。

さらに、FCF と CASH は、仮説 3 を検証するために用いられる。本章では、キャッシ

ュ・フロー計算書における営業活動によるキャッシュ・フローと投資活動によるキャッシュ・フローとの合計額をフリー・キャッシュ・フローとして分析を行う。また、CASH については、現金・預金と流動資産に計上されている有価証券との合計額をキャッシュと定義している。FCF と CASH の係数はともに正となることが予測される。

最後に、TOBIN は、仮説 4 を検証するために用いられる。本章では、トービンの q として、企業の市場価値を株式時価総額と総負債簿価の合計額、資産の再取得価格を総資産簿価とみなした「シンプル q 」によって算定する。 q にはさまざまな算定方法があるが、正確な q を計算するのには限界があることや、シンプル q とより洗練された方法によって計算された q との間には高い相関が示されているということから、ここでは、簡易な方法で算出された q を分析に用いる²⁸。

また、先行研究において企業取得行動に影響を与えるとされた要因をコントロールするために、以下の変数をモデルに加える。まず、LEV は、負債の存在が債権者による経営者の投資行動へのモニタリングを強め、経営者による無駄な投資を抑制させる効果を持つという Jensen(1986)の主張をコントロールするためにモデルに加える。Maloney et al.(1993)は、レバレッジの低い企業ほど企業取得による異常株式リターンが低いという実証結果から、この主張を支持している。本章では、Maloney et al.(1993)に従い、レバレッジを、総負債/(総負債+株式時価総額)とする。期待符号は負である。次に、取得企業の企業規模をコントロールするために SIZE を用いる。企業取得に際して、被取得企業の規模とともに取得に必要なコストが大きくなるため、結果的に大企業ほど企業取得が行われやすいとしている(Palepu 1986)。さらに、取得企業の成長性をコントロールするために GROWTH を用いる。成長性の低い企業ほど、成長機会を求めて買収を行う傾向にあるとされている(Morck et al. 1990)。最後に、HHI は、企業内における事業の集中度を示すハーフィンダール・ハーシュマン指数である。もし取得企業が単一の事業セグメントで構成

²⁸ シンプル q と他の方法によって算出された q との比較については、Chung and Pruitt (1994) 及び Perfect and Wiles(1994)を参照のこと。

されていれば HHI は 1 であり、セグメント数が増えたり、同規模のセグメントが複数存在したりすると HHI は 0 に近づく。セグメント数が多く、また同規模のセグメントが多く存在しているほど、経営者には柔軟にのれんを配分する余地ができ、業績の悪い事業にのれんを配分することによってビッグ・バスにのれんの減損を使用したり、逆に業績の良い事業にのれんを配分することによってのれんの減損を遅らせたりすることが考えられる (Ramanna and Watts 2012)。また、事業集中度が高いほど、収益性の高い事業によって損失が相殺されることにより、のれん減損が発生しにくくなるとも考えられる。

4-3-2 サンプル選択

本章では、日本における減損会計基準の早期適用が開始された 2004 年 3 月期決算から 2008 年 12 月期決算までの間に行われた企業取得を対象として分析を行う。2008 年 12 月期までに行われた企業取得にサンプルを限定した理由としては、今後、のれん減損損失が発生する可能性のあるサンプルが含まれるリスクを軽減するためである。

サンプルとして用いる企業取得を特定するにあたっては、まず、貸借対照表に計上されているのれん額の増減額がプラスの企業を対象として、有価証券報告書の注記から必要なデータが入手可能な企業取得を抽出した。我が国の会計基準のもとでは、のれんを規則的に償却するよう規定されているため、新たなのれんの発生がない限りのれん計上額は前期に比べて減少することになる。そのため、のれん計上額がプラスの企業は、毎期の償却額以上ののれんが当期に発生していることになり、重要性の高い企業取得が行われた企業が特定されることになる。

上記の基準によって識別された企業のうち、以下の要件を満たしたサンプルを分析対象とする。①取得企業が銀行・証券・保険・その他金融以外の業種に属する日本基準を適用した上場企業である。②取得前年度における取得企業の決算月数が 12 ヶ月である。③分析に必要な財務データ及び株価データが日本経済新聞デジタルメディアの

『NEEDS・Financial QUEST』から入手できる。④のれん減損損失発生の対象となる被取

得企業及びその被取得企業を取得した際に発生したのれんの額が有価証券報告書から確認できる²⁹。⑤取得企業の取得前期末における一株当たり純資産、被取得企業の取得対価及び発生したのれんの金額が正である。

なお、のれん減損損失計上サンプルについては、2012 年 12 月期決算までにのれん減損損失を計上している企業取得を対象としている。また、のれん残高が計上されたまま上場廃止となった企業による企業取得がサンプルに含まれることを避けるため、のれん減損損失非計上のサンプルについては、取得期後最低 4 年間上場している企業によって行われた企業取得に限定している。さらに、減損損失を計上しないまま被取得企業株式の売却または被取得事業からの撤退が行われた場合もサンプルから除いている。これらの要件を満たした企業取得は 811 件であり、その内のれん減損損失計上サンプル 209 件、のれん減損損失非計上サンプル 602 件である。

4-4 分析結果

4-4-1 記述統計量と各変数間の相関関係

図表 4-1 は各変数の記述統計量である³⁰。ΔEP より、平均値及び中央値が 0 に近い値となっていることから、サンプル企業における産業調整済 E/P 比率の変化はほぼ 0 を中心として分布していることが見て取れる。また、STOCK より、株式を対価とした企業取得の割合は 12.2%であり、CASH からはサンプル企業のキャッシュ保有比率が平均して 2 割強であることがわかる。さらに、GROWTH より、サンプル企業の売上高は平均して約 16%増加している。図表 4-2 は各変数間の相関係数である。この表から、LEV と CASH 及び TOBIN との間に 0.5 を超える高い相関関係が存在することがうかがえる。そこで、多重

²⁹ 本論文に必要な企業取得に関するデータは、主に企業結合等関係注記及び連結キャッシュ・フロー計算書関係注記から手作業で入手した。企業結合等関係注記では、取得とされた個々の企業結合に関する詳細な情報が記載されているが、注記が開始されたのは 2006 年 4 月 1 日以後実施された企業取得に限られる。連結キャッシュ・フロー計算書関係注記においても、新たに連結子会社となった会社の資産・負債に重要性がある場合には、その内訳を注記することとされているため、取得原価や発生したのれん の金額を把握することは可能である。

³⁰ なお、本論文では、異常値の影響を避けるために、ダミー変数以外の各変数について、上下各 1%をそれぞれ 1 パーセントタイル値及び 99 パーセントタイル値に置換処理している。

図表 4-1 記述統計量

	サンプル数	平均値	標準偏差	最小値	中央値	最大値
GWI	811	0.258	0.438	0.000	0.000	1.000
GW	811	-0.446	1.181	-3.625	-0.433	3.428
ΔEP	811	0.000	0.111	-0.634	-0.002	0.439
STOCK	811	0.122	0.328	0.000	0.000	1.000
FCF	811	-0.019	0.127	-0.509	0.010	0.223
CASH	811	0.217	0.164	0.018	0.167	0.744
TOBIN	811	2.005	2.212	0.580	1.270	14.809
LEV	811	0.376	0.228	0.011	0.374	0.839
SIZE	811	10.380	1.615	7.099	10.227	14.659
GROWTH	811	1.165	0.279	0.692	1.085	2.637
HHI	811	0.733	0.263	0.209	0.787	1.000

注. 各変数の定義は以下の通りである。GWI=減損損失計上企業であれば1、それ以外は0, GW=(企業取得時に発生したのれんの金額/取得対価)の自然対数, ΔEP={取得前期末のE/P比率(一株当たり当期純利益/株価)－同業種・同会計年度企業のE/P比率中央値}の前年度変化, STOCK=株式を対価として企業取得が行われていれば1、それ以外は0, FCF=取得前期末における(営業活動によるキャッシュ・フローと投資活動によるキャッシュ・フローとの合計額)/総資産, CASH=取得前期末における(現金・預金と有価証券との合計額/総資産), TOBIN=取得前期末における(株式時価総額と総負債との合計額)/総資産, LEV=取得前期末における(総負債/総負債と株式時価総額との合計額), SIZE=取得前期末における総資産の自然対数, GROWTH=取得前期の売上高/取得2期前の売上高, HHI=取得前期末における(各事業セグメントの売上高/総売上高)の二乗の総和。

図表 4-2 相関係数

	GWI	GW	ΔEP	STOCK	FCF	CASH	TOBIN	LEV	SIZE	GROWTH	HHI
GWI		0.195	0.097	-0.039	-0.091	0.238	0.160	-0.164	-0.267	0.158	0.018
GW	0.173		-0.021	-0.131	-0.094	0.112	0.119	-0.084	-0.208	0.078	0.054
ΔEP	0.076	-0.053		0.009	0.096	0.098	-0.010	0.027	-0.078	0.144	0.073
STOCK	-0.039	-0.127	0.012		-0.011	-0.053	0.032	0.040	0.109	-0.004	-0.047
FCF	-0.124	-0.059	0.164	-0.014		0.069	-0.031	-0.059	0.184	-0.179	0.044
CASH	0.238	0.048	0.020	-0.021	-0.007		0.433	-0.592	-0.498	0.156	0.166
TOBIN	0.101	0.081	0.009	-0.049	-0.007	0.469		-0.726	-0.231	0.420	0.017
LEV	-0.162	-0.062	-0.022	0.040	0.041	-0.584	-0.546		0.281	-0.265	-0.143
SIZE	-0.260	-0.177	0.007	0.160	0.243	-0.470	-0.209	0.272		-0.187	-0.316
GROWTH	0.209	0.073	0.078	0.017	-0.269	0.153	0.279	-0.220	-0.161		-0.015
HHI	0.014	0.045	0.080	-0.040	0.037	0.143	-0.028	-0.127	-0.308	-0.038	

注. 表の左下はピアソンの積率相関係数、右上はスピアマンの順位相関係数である。各変数の定義は以下の通りである。GWI=減損損失計上企業であれば1、それ以外は0, GW=(企業取得時に発生したのれんの金額/取得対価)の自然対数, ΔEP={取得前期末のE/P比率(一株当たり当期純利益/株価)－同業種・同会計年度企業のE/P比率中央値}の前年度変化, STOCK=株式を対価として企業取得が行われていれば1、それ以外は0, FCF=取得前期末における(営業活動によるキャッシュ・フローと投資活動によるキャッシュ・フローとの合計額)/総資産, CASH=取得前期末における(現金・預金と有価証券との合計額/総資産), TOBIN=取得前期末における(株式時価総額と総負債との合計額)/総資産, LEV=取得前期末における(総負債/総負債と株式時価総額との合計額), SIZE=取得前期末における総資産の自然対数, GROWTH=取得前期の売上高/取得2期前の売上高, HHI=取得前期末における(各事業セグメントの売上高/総売上高)の二乗の総和。

共線性の有無を確認するために、各説明変数の分散拡大要因（VIF）の検証を行った。VIF

の値が 10 を超える場合には多重共線性の存在が疑われるが、各説明変数の VIF の値は最

大でも 1.95 であったため、本章の回帰モデルには多重共線性の問題は存在しないものと判断した。

4-4-2 仮説の分析結果

分析の結果が図表 4-3 で示されている。まず、GW の係数は事前の期待通り有意に正の値が示され、取得対価に占めるのれんの割合が大きいほど、その後にのれん減損が発生す

図表 4-3 分析結果

説明変数	期待符号	係数	z値	限界効果
定数項		0.815	0.68	
GW	(+)	0.308 ***	3.98	0.053
ΔEP	(?)	2.458 ***	2.79	0.427
$\Delta EP \cdot STOCK$	(-)	-4.161 ***	-3.07	-0.722
STOCK	(?)	-0.208	-1.16	-0.036
FCF	(+)	-0.800 *	-1.86	-0.139
CASH	(+)	2.123 ***	3.50	0.369
TOBIN	(-)	-0.082	-1.28	-0.014
LEV	(-)	-0.462	-0.49	-0.080
SIZE	(?)	-0.275 ***	-3.42	-0.048
GROWTH	(?)	1.108 ***	3.70	0.192
HHI	(?)	-0.647 *	-1.78	-0.112
対数尤度		-402.48		
Wald統計量		88.11 ***		
Pseudo R ²		0.1303		

注. 被説明変数は、GWI=減損損失計上企業であれば1、それ以外は0とするダミー変数である。各説明変数の定義は以下の通りである。GW=(企業取得時に発生したのれんの金額/取得対価)の自然対数、 ΔEP =〔取得前期末のE/P比率(一株当たり当期純利益/株価)－同業種・同会計年度企業のE/P比率中央値〕の前年度変化、STOCK=株式を対価として企業取得が行われていれば1、それ以外は0、FCF=取得前期末における(営業活動によるキャッシュ・フローと投資活動によるキャッシュ・フローとの合計額)/総資産、CASH=取得前期末における(現金・預金と有価証券との合計額/総資産)、TOBIN=取得前期末における(株式時価総額と総負債との合計額)/総資産、LEV=取得前期末における(総負債/総負債と株式時価総額との合計額)、SIZE=取得前期末における総資産の自然対数、GROWTH=取得前期の売上高/取得2期前の売上高、HHI=取得前期末における(各事業セグメントの売上高/総売上高)の二乗の総和。***、**、*は、それぞれ1%水準、5%水準、10%水準で統計的に有意(両側検定)であることを表している。z値はPetersen(2009)の方法により企業・年の両方についてクラスター補正した標準誤差によって算定している。限界効果は、各説明変数の平均値で評価している。ただし、STOCKについては、STOCKが1の場合と0の場合におけるGWI=1となる確率の差として計算されている。

る可能性が高いということを示唆する証拠が得られた。この結果は、仮説 1 を支持するものである。

次に、 ΔEP と STOCK との交差項の係数も期待通り負の値が示された。この結果は、株式を対価として企業取得が行われ、かつ取得企業の株式が過大評価であるほど、その後³¹にのれん減損が生じる可能性が高くなるということを示唆しており、仮説 2 を支持するものである。なお、 ΔEP の係数は逆に有意に正の値が示されており、現金を対価とした企業取得の場合には、取得企業の株式が過大評価であるほど、のれん減損が生じる可能性が低いということを示唆している。

仮説 3 については、CASH の係数は期待通り有意に正の値が示されたものの、FCF の係数は期待とは逆に有意に負の値が示された。この結果は、Jensen(1986)によるフリー・キャッシュ・フロー仮説に反するものである。むしろ、フローベースであるフリー・キャッシュ・フローの多い企業は、事業活動が良好に進んでいることを意味するため、そこで得られたキャッシュを即座に効率的な投資機会に回しているものと考えられる。一方、ストックベースであるキャッシュ保有高の多い企業は、それまでに得てきたフリー・キャッシュ・フローを投資などへ回さずに企業内部に蓄積させてきたということである。このことは、結果的に経営者により大きな裁量を与えていることとなり、事業拡大のみを意図した非効率な企業取得にそのキャッシュが使われているものと思われる。つまり、本分析の結果は、得られたフリー・キャッシュ・フローを即座に企業取得に使用するよりも、蓄積されたキャッシュの使用によって企業取得が行われた場合においてそれが負の投資となる可能性が高いということを示す証拠であると解釈できる³¹。

また、TOBIN の係数は、期待通り負の符号が示されたものの有意な値とはなっていない

³¹ Harford(1999)においても、経営者がフリー・キャッシュ・フローを即座に使うよりも蓄えるときにより豊富な資金力となり、結局は投資意思決定において十分大きな裁量を経営者に与えることになるとしている。また、企業取得の公表と取得企業の株式リターンとの関係に関するイベント・スタディを行った薄井(2001)でも、有意ではないがフリー・キャッシュ・フローは株式リターンと負の関係が、キャッシュ保有高は正の関係が示されている。

いことから、仮説 4 を支持する結果を得ることはできなかった³²。

最後に、コントロール変数について見てみると、**SIZE** 及び **HHI** の係数は有意に負の値が、**GROWTH** の係数は有意に正の値がそれぞれ示された。この結果から、取得企業の企業規模と事業の集中度は、のれん減損の発生とマイナスの関連があり、成長性はプラスの関連があることが示唆されている。**LEV** については、期待通り負の符号とはなっているものの、有意な値とはなっていない。

4-5 追加検証

4-5-1 取得対価の種類別による ΔEP のランクとのれん減損の発生との間の関係性

前節の分析結果では、株式の過大評価を表す代理変数である ΔEP が、その後ののれん減損の発生に有意な影響を与えることが示された。さらに、ここでは、 ΔEP をその大きさごとに 10 個のポートフォリオに分けることによって、のれん減損の発生との間の関係性をより詳しく検証する。

まず、同業種・同会計年度に属する企業全体より ΔEP を 10 分位ポートフォリオに分割することによって新たに作り出された株式の過大評価を表す代理変数 $\text{Rank}(\Delta EP)$ をモデルに加え、以下の回帰モデルを推定する。なお、 $\text{Rank}(\Delta EP)$ は、 ΔEP が最も小さい企業群（過大評価企業群）を 0、 ΔEP が最も大きい企業群（過小評価企業群）を 1 に割り当てられるように変換した値を用いている³³。

$$\begin{aligned} \text{GWI} = & \beta_0 + \beta_1 \text{GW} + \beta_2 \text{Rank}(\Delta EP) + \beta_3 \text{Rank}(\Delta EP) * \text{STOCK} + \beta_4 \text{STOCK} + \beta_5 \text{FCF} + \beta_6 \text{CASH} \\ & + \beta_7 \text{TOBIN} + \beta_8 \text{LEV} + \beta_9 \text{SIZE} + \beta_{10} \text{GROWTH} + \beta_{11} \text{HHI} + \varepsilon \end{aligned}$$

³² なお、異常値処理をしなかった場合、**FCF** は有意でなくなり、**TOBIN** は 10%水準ではあるが期待通り有意に負の値となった。そのため、仮説 4 を支持する証拠についても、ごくわずかながら存在するといえるかもしれない（Appendix 図表 4-3'参照）。

³³ 具体的には、 $(1 \sim 10 \text{ までの十分位ランク} - 1) \div 9$ とすることによって算定される。

ここで、 $\text{Rank}(\Delta EP)$ の分布が図表 4-4 で示されている。全体サンプル、現金対価サンプル、株式対価サンプルの各分布は真ん中付近を中心に分布していることがわかる。表にはないが、各分布における $\text{Rank}(\Delta EP)$ の平均値は、いずれも 0.52 前後であり、若干過小評価に偏ってはいるものの、取得対価の種類による大きな相違は見られない。

図表 4-4 ΔEP のランク別サンプル分布

ランク	全体		現金対価		株式対価	
	サンプル数	割合	サンプル数	割合	サンプル数	割合
1(過大評価)	45	5.55	41	5.76	4	4.04
	72	8.88	63	8.85	9	9.09
	74	9.12	66	9.27	8	8.08
	102	12.58	89	12.5	13	13.13
	104	12.82	90	12.64	14	14.14
	85	10.48	73	10.25	12	12.12
	101	12.45	88	12.36	13	13.13
	84	10.36	80	11.24	4	4.04
	76	9.37	62	8.71	14	14.14
10(過小評価)	68	8.38	60	7.43	8	8.08
合計	811	100	712	100	99	100

注. $\Delta EP = \{ \text{取得前期末のE/P比率} (\text{一株当たり当期純利益/株価}) - \text{同業種・同会計年度企業のE/P比率中央値} \}$ の前年度変化である。

図表 4-5 は、上記回帰モデルの推定結果である。 $\text{Rank}(\Delta EP) * \text{STOCK}$ の係数は、期待通り負の符号が示され、そのほかの係数についても前節の分析結果と大きな相違はない³⁴。さらに、図表 4-6 は、取得対価の種類別にのれん減損の発生確率予測値の平均値について、 ΔEP のランクによる変化をグラフで表したものである。現金を対価として企業取得が行われた場合、取得企業の株式が過大評価されるにつれてのれん減損の発生確率が減少する一方、株式を対価として企業取得が行われた場合には、逆に取得企業の株式が過大評価されるにつれてのれん減損の発生確率が増加していることが見て取れる。この結果から、取得対価を現金で支払うのか株式で支払うのかによって、取得企業株式の評価とのれん減損

³⁴ 異常値処理をしなかった場合でも、ほぼ同様の結果が示されている（Appendix 図表 4-5'参照）。

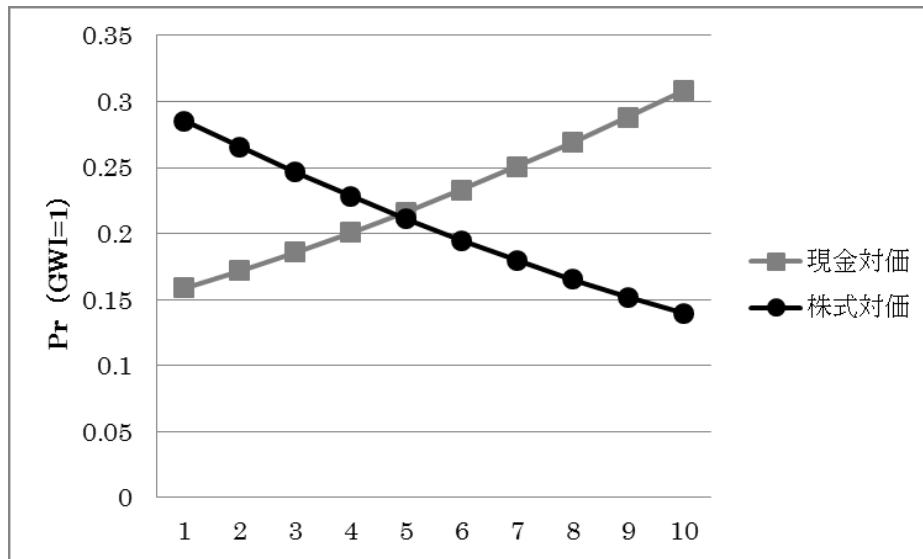
の発生確率との間の関係性が全く逆になっていることが明らかとなった。

図表 4-5 Rank(ΔEP)を用いた場合の分析結果

説明変数	期待符号	係数	z値	限界効果
定数項		0.443	0.37	
GW	(+)	0.308 ***	4.34	0.053
Rank(ΔEP)	(?)	0.860 **	3.12	0.149
Rank(ΔEP)*STOCK	(-)	-1.763 ***	-4.64	-0.306
STOCK	(?)	0.752 **	2.34	0.130
FCF	(+)	-0.736	-1.63	-0.128
CASH	(+)	1.994 ***	3.34	0.346
TOBIN	(-)	-0.085	-1.30	-0.015
LEV	(-)	-0.581	-0.60	-0.101
SIZE	(?)	-0.279 ***	-3.73	-0.048
GROWTH	(?)	1.140 ***	4.77	0.198
HHI	(?)	-0.640 **	-2.12	-0.111
対数尤度			-402.83	
Wald統計量			85.01 ***	
Pseudo R ²			0.1296	

注. 被説明変数は、GWI=減損損失計上企業であれば1、それ以外は0とするダミー変数である。各説明変数の定義は以下の通りである。GW=(企業取得時に発生したのれんの金額/取得対価)の自然対数, Rank ΔEP = {取得前期末のE/P比率(一株当たり当期純利益/株価) - 同業種・同会計年度企業のE/P比率中央値}の前年度変化の値を10分位ポートフォリオに分割し、最も小さい企業群を0、 ΔEP が最も大きい企業群を1に割り当てられるように変換した値, STOCK=株式を対価として企業取得が行われていれば1、それ以外は0, FCF=取得前期末における(営業活動によるキャッシュ・フローと投資活動によるキャッシュ・フローとの合計額)/総資産, CASH=取得前期末における(現金・預金と有価証券との合計額/総資産), TOBIN=取得前期末における(株式時価総額と総負債との合計額)/総資産, LEV=取得前期末における(総負債/総負債と株式時価総額との合計額), SIZE=取得前期末における総資産の自然対数, GROWTH=取得前期の売上高/取得2期前の売上高, HHI=取得前期末における(各事業セグメントの売上高/総売上高)の二乗の総和。***、**、*は、それぞれ1%水準、5%水準、10%水準で統計的に有意(両側検定)であることを表している。z値はPetersen(2009)の方法によって企業・年の両方についてクラスター補正した標準誤差により算定している。限界効果は、各説明変数の平均値で評価している。ただし、STOCKについては、STOCKが1の場合と0の場合におけるGWI=1となる確率の差として計算されている。

図表 4-6 取得対価の種類別 Rank(ΔEP)の平均確率予測値



注. 確率予測値は、GW、FCF、CASH、TOBIN、LEV、SIZE、GROWTH、HHI の各変数が平均値をとったときの値によって算出している。

4-5-2 経営効率とのれん減損の発生との間の関係性に関する追加検証

前節では、経営効率を表す代理変数としてトービンの q を用いて分析を行ったが、仮説 4 を支持する証拠を得ることはできなかった。ここでは、経営効率を表す代理変数として、ROA、ROE 及びこれらの指標に産業調整を加えたもの (adjROA、adjROE) をトービンの q の代わりに用いて追加検証を行う³⁵。ROA や ROE は、企業に投下された資本やその株主に帰属する部分の資本を使用して企業がどの程度の利益を上げているのかを表す指標であり、これらの値が大きいほど、企業は効率的に利益を上げているということになる。なお、本分析では、 $ROA = (\text{取得前期の営業利益} / \text{取得前期末の総資産})$ 、 $ROE = (\text{取得前期の当期純利益} / \text{取得前期末の自己資本})$ としてそれぞれ算出している。分析の結果が表 4-7 で示されている。ROA、adjROA、ROE、adjROE の各変数は期待通り負の符号が示されたが、いずれも有意な値とはなっていない。よって、追加検証の結果においても仮説 4 を

³⁵ 産業調整は、サンプル企業の ROA 及び ROE から同業種・同年度の企業における ROA 及び ROE の中央値を差し引くことによって算出している

支持する証拠を得ることはできなかった³⁶。

図表 4-7 経営効率を表す代理変数に ROA, adjROA, ROE, adjROE を用いた分析結果

説明変数	期待符号	係数	z値	係数	z値	係数	z値	係数	z値
定数項		0.795	0.64	0.713	0.59	0.838	0.60	0.788	0.58
GW	(+)	0.299 ***	3.72	0.299 ***	3.71	0.297 ***	3.74	0.297 ***	3.77
ΔEP	(?)	2.256 **	2.52	2.288 **	2.57	2.246 ***	2.79	2.259 ***	2.86
ΔEP*STOCK	(-)	-3.877 **	-2.42	-3.921 **	-2.47	-4.237 ***	-2.95	-4.187 ***	-2.95
STOCK	(?)	-0.184	-1.20	-0.176	-1.19	-0.150	-0.79	-0.153	-0.81
FCF	(+)	-0.551 **	-2.02	-0.600 **	-2.16	-0.683	-1.62	-0.681 *	-1.66
CASH	(+)	1.980 ***	3.66	1.928 ***	3.48	1.916 ***	3.27	1.898 ***	3.21
ROA	(-)	-1.112	-0.68						
adjROA	(-)			-0.713	-0.46				
ROE	(-)					-0.452	-0.41		
adjROE	(-)							-0.042	-0.07
Control Variables		included		included		included		included	
対数尤度		-403.99		-404.24		-404.25		-404.31	
Wald統計量		86.86***		86.91***		86.87***		86.88***	
Pseudo R ²		0.1271		0.1265		0.1265		0.1264	

注. 被説明変数は、GW=減損損失計上企業であれば1、それ以外は0とするダミー変数である。各説明変数の定義は以下の通りである。GW=(企業取得時に発生したのれんの金額/取得対価)の自然対数、ΔEP={取得前期末のE/P比率(一株当たり当期純利益/株価)－同業種・同会計年度企業のE/P比率中央値}の前年度変化、STOCK=株式を対価として企業取得が行われていれば1、それ以外は0、FCF=取得前期末における(営業活動によるキャッシュ・フローと投資活動によるキャッシュ・フローとの合計額)/総資産、CASH=取得前期末における(現金・預金と有価証券との合計額/総資産)、ROA=(取得前期の営業利益/取得前期末の総資産)、adjROA=ROA-(同業種・同年度の企業におけるROAの中央値)、ROE=(取得前期の当期純利益/取得前期末の自己資本)、adjROE=ROE-(同業種・同年度の企業におけるROEの中央値)、Control Variablesは、LEV=取得前期末における(総負債/総負債と株式時価総額との合計額)、SIZE=取得前期末における総資産の自然対数、GROWTH=取得前期の売上高/取得2期前の売上高、HHI=取得前期末における(各事業セグメントの売上高/総売上高)の二乗の総和である。***、**、*は、それぞれ1%水準、5%水準、10%水準で統計的に有意(両側検定)であることを表している。z値はPetersen(2009)の方法によって企業・年の両方についてクラスター補正した標準誤差によって算定している。限界効果は、各説明変数の平均値で評価している。ただし、STOCKについては、STOCKが1の場合と0の場合におけるGW=1となる確率の差として計算されている。なお、コントロール変数の結果及び限界効果については省略している。

4-6 小括

本章では、企業取得の行われる動機がその後ののれん減損損失の発生にどのような影響を与えているのかについて検証を行った。分析の結果、買収プレミアムが大きく、また株式を対価とした企業取得における取得企業株式が過大評価であるほど、のれん減損の発生する可能性が高くなることが示され、自信過剰仮説及び過大評価仮説がそれぞれのれん減損の発生に影響を与えていることを示唆する証拠が得られた。また、フリー・キャッシュ・フロー仮説に関しては、ストックベースであるキャッシュ保有高が期待通りのれん減損の発生と正の関係を有することが示されたが、フローベースであるフリー・キャッシュ・フローに関しては反対にのれん減損の発生との間に負の関係を持つことが示された。このこ

³⁶ 異常値処理をしなかった場合の結果も同様である (Appendix 図表 4-7'参照)。

とは、フリー・キャッシュ・フローの多い企業は経営状態が良好なので良い投資機会に恵まれているが、キャッシュ保有高の多い企業は効率的な投資機会を有していないために収益性の低い企業取得へ投資を行うことになると考えられる。なお、経営改善仮説については、追加的な検証によっても、のれん減損の発生との関係性を示す証拠を得ることができなかった。

本章の結果は、のれんの規則的償却が行われていることによりのれん減損の影響が米国基準や国際基準に比べ相対的に小さいと思われる日本基準下においても、のれん減損の発生に影響を与える要因をのれん発生時の会計情報から得ることができるということを示した。次章では、経営者による利益マネジメント要因やコーポレート・ガバナンスの状況がのれん減損損失の計上にどのような影響を与えているのかについて検証を行う。

第5章 のれん減損損失の計上と利益マネジメント及びコーポレート・ガバナンスの役割

5-1 はじめに

本章では、日本の会計基準を適用している企業をサンプルとして、企業を取り巻く日本国内の経済状況や個々の企業業績といった経済的要因をコントロールした上でも経営者による利益マネジメント要因がのれん減損損失計上の動機となっているのかについて検証を行い、さらにコーポレート・ガバナンスの状況がのれん減損損失計上の意思決定に影響を与えているのかについて分析を行う。固定資産全体の減損損失の計上が利益マネジメントに利用されていることを示唆する証拠が我が国の企業を対象とした研究でも存在していることに加え、第1章で述べたようにのれんが財務諸表に与える影響が大きくなってきていることから、日本基準適用下におけるのれん減損損失計上の決定要因について検証することは意義のあるものであると思われることから、本章において検証を行う。

5-2 仮説設定

5-2-1 経営者による利益マネジメント要因

減損損失の認識の判定や計上する減損損失額を測定する際に用いられる資産の公正価値や将来キャッシュ・フローの算定には、将来的な予測を多く含むため不確実な要素が多い。特に、のれんに関しては客観的な市場価格が存在しないため、資産価値の算定に経営者の裁量が多く含まれる可能性がある。そこで、本章では、経営者による利益マネジメント行動に影響を与える4つの代表的な要因が、のれん減損損失の計上に与える影響を検証する。

5-2-1-1 経営者交代

新任の経営者は、就任初年度に利益減少型の利益マネジメントを行うことにより、当期における利益の減少を前任の経営者の責任とするとともに、次期以降の利益成長を増大させる動機を持つ（Murphy and Zimmerman 1993）。また、減損の発生は投資の失敗を意

味するため、経営者は自身の行った投資の失敗を認めたくないがために、減損損失の計上を遅らせる可能性がある。このような場合にも、新任の経営者は、既存の資産の価値を精査し、減損している資産の評価を切り下げる意思決定を行うことになると考えられる

(Francis et al 1996)。さらに本章では、新任経営者の就任が株主総会で承認される直前の決算期に利益減少型の利益マネジメントを行い、就任 1 年目に良好な決算を発表することを目論むことについても想定し、以下の仮説を設定する。

仮説 1a 経営者交代が行われた年度または経営者交代の前年度ほど、のれん減損損失を計上する可能性は高く、その規模は大きい。

5-2-1-2 債務契約

債務契約において、債権者と株主との間で発生する利害対立を緩和するために設定される財務制限条項は、経営者が利益増加型の利益マネジメントを行う強い動機となる。そのため、財務制限条項に抵触する可能性が高い企業の代理変数として負債比率を用いることにより、負債比率が高い企業ほど、利益増加型の会計手続きを選択する傾向にあることは、負債比率仮説と呼ばれる (Watts and Zimmerman 1986)。我が国の研究においても、負債比率が財務制限条項違反への接近度を表す代理変数となり得るということを示す研究が存在していることから (稲村 2009)、以下の仮説を設定する。

仮説 1b 負債比率が低い企業ほど、のれん減損損失を計上する可能性は高く、その規模は大きい。

5-2-1-3 ビッグ・バス及び利益平準化

減損会計がビッグ・バスや利益平準化に利用されていることを示す先行研究は多く存在する (Zucca and Cambell 1992; Riedl 2004; Cowan et al. 2006; 榎本 2008 など) 。こ

ここで、ビッグ・バスとは、業績の悪い会計年度に費用や損失を集中的に計上することにより、次期以降における利益のV字回復を狙うことであり、利益平準化とは、利益率を每期安定的に上昇させるために利益額を調整することである。業績が大幅に悪化した企業は、当期にのれん減損額を集中させることにより、次期以降ののれん償却額を減少させる動機を持つ。逆に、業績が大幅に上昇した企業は、のれん減損を計上することによって当期の利益を抑え、次期以降の継続的な利益成長を画策する動機を持つ。そこで、以下の仮説を設定する。

仮説 1c 業績が異常に良い企業または悪い企業ほど、のれん減損損失を計上する可能性は高く、その規模は大きい。

5-2-1-4 次期の利益予想数値

公表される利益予想数値は、株式市場に与える影響が非常に大きいことから、この数値を達成したり予想誤差を小さくしたりするために、経営者が利益マネジメントを行う動機となる（Kasznik 1999）。つまり、利益予想数値よりも実績利益の悪い企業は、できるだけ利益予想数値に近づけるために実績利益を調整し、利益予想数値を大きく上回っている企業もまた、次期以降の利益成長を達成するためになるべく実績数値を抑えようとする動機を持つのである。さらに、利益予想数値よりも実績利益が著しく悪い企業もまた、当期での利益予想の達成を諦め、次期以降の利益成長を達成するために利益減少型の利益マネジメントを行うと考えられる。我が国の先行研究では、決算短信で公表される経営者による次期の利益予想数値が、利益マネジメント行動に影響を与えていることが示されており、固定資産の減損損失額とも関係性を有することを示唆する証拠が得られている（首藤 2010; 胡・車戸 2012）。そこで、以下の仮説を設定する。

仮説 1d 利益予想数値から実績の利益数値が大きく乖離している企業ほど、のれん減損損

失を計上する可能性は高く、その規模は大きい。

5-2-2 コーポレート・ガバナンス要因

のれん減損損失の計上は、経営者による機会主義的な損失計上を意味するだけではなく、むしろ予測された将来の経済的損失を外部の利害関係者に伝えるという重要な役割を期待されている。企業のガバナンスと財務報告の質³⁷との間に正の関係性があることを示した先行研究も存在しており³⁸、効果的なガバナンス構造を持つ企業ほど、企業の内部情報を用いて予測されたのれんの減損情報が財務諸表上に開示されることになると考えられる。そこで、本章では、取締役会の構成、株式所有構造及び委員会設置会社制度採用の有無という3つの視点から、企業のガバナンス構造がのれん減損損失の計上に与える影響を検証する。

5-2-2-1 取締役会の構成

取締役会の規模や取締役会における社外取締役の占める割合は、経営者の行動に影響を与えるとされている。取締役会の規模が大きくなるほど、各取締役間でのコミュニケーションや意思決定を行うことが煩雑になり、経営者に対する効果的なモニタリングができなくなる可能性がある（Jensen 1993）³⁹。また、企業内部の取締役が自身のキャリアについて経営者と直接結びつけられている一方、社外取締役はより独立した視点で経営者の行動を監視できるものと思われる（Byrd and Hickman 1992）。つまり、取締役会の規模が小さく、また、取締役会における社外取締役の占める割合が大きいほど、取締役会のガバナンスは強化され、経営者は機会主義的な会計行動を起こしにくくなると考えられる。そこで、以下の仮説を設定する。

³⁷ Biddle et al.(2009)は、財務報告の質を「財務報告が、株式投資家に与える企業の事業についての情報（特に、期待キャッシュ・フロー）を伝える精度」と定義している。

³⁸ 例えば、Beasley(1996)、Klein(2002)など。

³⁹ このように、取締役会規模の肥大化が経営の非効率化を導くことから、取締役会を小規模にすることにより企業業績が改善することを「board size effect 仮説」といい、Yermack (1996)や Eisenberg et al.(1998)は、この仮説が成立することを実証的に確認している。

仮説 2a ガバナンスの強い取締役会を持つ企業ほど、のれん減損損失を計上する可能性は高く、その規模は大きい。

5-2-2-2 株式所有構造

機関投資家が多く株式を所有している場合には、長期的な保有を目的としていることが多いため、経営者が短期的な視点で行う裁量的な利益マネジメントを警戒してより強い監視を行うことになると考えられる（Chung et al. 2002）。一方、経営の安定化や企業間取引関係の強化を目的とした持合い株主による株式保有の場合には、機関投資家とは異なり発言権の行使を事実上放棄していることから、経営者の支配力を高めることになる（宮島他 2003）。この場合、持合い株主が株式を多く所有するほど企業のガバナンスが弱まることになる。さらに、経営者の株式保有が増加するほど、経営者と株主の利害を一致させることとなり（Jensen and Meckling 1976）、将来利益に対する有用な情報となる減損損失の計上が行われやすくなるものと考えられる。これらを踏まえ、以下の仮説を設定する。

仮説 2b 企業のガバナンスを強める株式所有構造を持った企業ほど、のれん減損損失を計上する可能性は高く、その規模は大きい。

5-2-2-3 委員会設置会社

2002 年の商法改正において、我が国では、委員会設置会社の採用を選択できる制度が導入された⁴⁰。委員会設置会社制度とは、業務執行の権限を執行役に委譲し、取締役会を業務執行の監督機関に特化させた機関制度であり、取締役会の中に社外取締役が過半数を占める 3 人以上の三委員会（指名委員会、監査委員会、報酬委員会）の設置を義務化してい

⁴⁰ 2002 年の商法改正では、大会社及びみなし大会社のみで採用が可能であり、名称も委員会等設置会社とされていたが、2005 年に成立した新会社法では、大会社及びみなし大会社以外でも採用可能となり、名称も委員会設置会社となった。

る。委員会設置会社では、経営の執行と監督が明確に分離されているため、経営者による機会主義的な会計行動は抑えられ、また、社外取締役の監視によって財務報告の透明性も高まると考えられる。そのため、委員会設置会社と経営者による利益マネジメント行動との関係性を検証した研究も存在する⁴¹。そこで、以下の仮説を設定する。

仮説 2c 委員会設置会社は、その他の会社（つまり監査役設置会社）に比べて、のれん減損損失を計上する可能性は高く、その規模は大きい。

5-3 リサーチ・デザイン

5-3-1 回帰モデル

本章では、のれん減損損失の発生との関係性を検証するために（1）のロジット回帰モデル及び、のれん減損損失額の規模との関係性を検証するために（2）のトービット回帰モデルをそれぞれ推定する⁴²。

$$\begin{aligned} \text{GWIP}_{it} = & \beta_0 + \beta_1 \Delta \text{MGT}_{it} + \beta_2 \Delta \text{MGT}_{it+1} + \beta_3 \text{LEV}_{it} + \beta_4 \text{BATH}_{it} + \beta_5 \text{SMOOTH}_{it} + \beta_6 \Delta \text{TE}_{it} \\ & + \beta_7 \text{BRDNUM}_{it} + \beta_8 \text{IDRTO}_{it} + \beta_9 \text{INST}_{it} + \beta_{10} \text{CROSS}_{it} + \beta_{11} \text{CEOIR}_{it} + \beta_{12} \text{COMM}_{it} \\ & + \beta_{13} \Delta \text{GDP}_{it} + \beta_{14} \Delta \text{INDROA}_{it} + \beta_{15} \text{ROA}_{it} + \beta_{16} \Delta \text{SALE}_{it} + \beta_{17} \Delta \text{OCF}_{it} + \beta_{18} \Delta \text{MV}_{it} \\ & + \beta_{19} \text{SEG}_{it} + \beta_{20} \text{GW}_{it} + \beta_{21} \text{EXWO}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1) \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{GWIS}_{it} = & \beta_0 + \beta_1 \Delta \text{MGT}_{it} + \beta_2 \Delta \text{MGT}_{it+1} + \beta_3 \text{LEV}_{it} + \beta_4 \text{BATH}_{it} + \beta_5 \text{SMOOTH}_{it} + \beta_6 \Delta \text{TE}_{it} \\ & + \beta_7 \text{BRDNUM}_{it} + \beta_8 \text{IDRTO}_{it} + \beta_9 \text{INST}_{it} + \beta_{10} \text{CROSS}_{it} + \beta_{11} \text{CEOIR}_{it} + \beta_{12} \text{COMM}_{it} \end{aligned}$$

⁴¹ 佐久間（2008）では、委員会設置会社が利益マネジメント行動を抑制しているという証拠を得ることができなかった一方、方（2011）では、委員会設置会社が利益増加型の利益マネジメントを抑制しているという証拠を示している。しかしまた、新美（2012）では、委員会設置会社が裁量的発生高による利益マネジメント行動により積極的である一方、実体的な裁量行動による利益捻出は抑制されているという結果を提示している。

⁴² 本論文では、異常値の影響を避けるために、GWIS, LEV, BATH, SMOOTH, ΔINDROA, ROA, ΔSALE, ΔOCF, ΔMV 及び GW の各変数について、上下各 1% をそれぞれ 1 パーセンタイル値及び 99 パーセンタイル値に置換処理している。

$$\begin{aligned}
& +\beta_{13} \Delta \text{GDP}_{it} + \beta_{14} \Delta \text{INDROA}_{it} + \beta_{15} \text{ROA}_{it} + \beta_{16} \Delta \text{SALE}_{it} + \beta_{17} \Delta \text{OCF}_{it} + \beta_{18} \Delta \text{MV}_{it} \\
& + \beta_{19} \text{SEG}_{it} + \beta_{20} \text{GW}_{it} + \beta_{21} \text{EXWO}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)
\end{aligned}$$

GWIP：減損損失を計上していれば 1、それ以外は 0

GWIS：（のれん減損損失/期首総資産）（%）

ΔMGT ：経営者の交代が行われていれば 1、それ以外は 0

LEV：期末総負債/（期末総負債+期末株式時価総額）

BATH：減損税金等調整前利益が負であり、かつ（当期減損税金等調整前利益－前期減損税金等調整前利益）/期首総資産の値について、その値が負である企業の中央値より小さければその値の絶対値、それ以外は 0

SMOOTH：減損税金等調整前利益が正であり、かつ（当期減損税金等調整前利益－前期減損税金等調整前利益）/期首総資産の値についてその値が正である企業の中央値より大きければその値、それ以外は 0

ΔTE ：（のれん減損損失控除前当期純利益－業績予想利益）/期首総資産の値について、その値が正である企業の中央値より大きい、または、負である企業の中央値より小さければ 1、それ以外は 0

BRDNUM：取締役会人数の自然対数

IDRTO：社外取締役人数/取締役会人数

INST：機関投資家持株比率

CROSS：持合比率

CEOIR：経営者持株比率

COMM：委員会設置会社であれば 1、それ以外は 0

ΔGDP ：年間の GDP 変化率

ΔINDROA ：属する産業の（営業利益/期末総資産）の中央値－属する産業の（前期営業利益/前期末総資産）の中央値

ROA : (営業利益/期末総資産) - 同年度同業種の (営業利益/期末総資産) の中央値

Δ SALE : (当期売上高-前期売上高) / 前期売上高

Δ OCF : (当期営業キャッシュ・フロー-前期営業キャッシュ・フロー) / 期首総資産

Δ MV : (当期末株式時価総額-前期末株式時価総額) / 前期末株式時価総額

SEG : 報告セグメント数

GW : 期首のれん計上額/期首総資産

EXWO : (期末株主資本-期末株式時価総額 >0 のとき、(期末株主資本-期末株式時価総額)

/ (期末のれん計上額+のれん減損損失)、ただし、(期末株主資本-期末株式時価総

額) $>$ (期末のれん計上額+のれん減損損失) のとき 1、それ以外は 0

本章では、のれん減損損失計上の可能性及び規模に与える要因を調査するため、前者については、被説明変数をのれん減損損失計上企業であれば 1、それ以外は 0 とするダミー変数、後者については、被説明変数をのれん減損損失計上額が期首総資産額の何%を占めるについて表した連続変数を用いることにより、それぞれ分析を行う。

説明変数については、まず、利益マネジメント要因に関して、 Δ MGT_{it} 及び Δ MGT_{it+1} が仮説 1a を検証するために用いられる変数である。ここでは、社長や代表取締役、代表執行役といった企業の代表者の交代がそれぞれ t 期中及び t+1 期中に行われていれば経営者交代が行われたものとしている。LEV は、仮説 1b を検証するために用いられる負債比率である。BATH 及び SMOOTH は、仮説 1c を検証するために用いられる。Reidl (2004) や胡・車戸 (2012) では、利益の水準及び変化がマイナスとなるとときにビッグ・バス、プラスとなるとときに利益平準化が行われる状況にあると想定して変数を作成している。本章では、これらの研究を参考とし、さらに、当期純利益を赤字に転落させてまでもビッグ・バスを行う可能性は低いと考え、ビッグ・バスが行われる状況にあると想定する企業を減損税金等調整前利益がマイナスの企業に絞っている。同様に、赤字企業が利益平準化のために利益額を低く抑えることも考えにくいため、利益平準化が行われる状況にあると想定

する企業を減損税金等調整前利益がプラスの企業に絞った。なお、ここで減損税金等調整前利益とは、税金等調整前当期純利益の金額にのれん減損損失の金額を足し戻した金額である。BATH 及び SMOOTH は、値が大きいほどビッグ・バスまたは利益平準化が行われやすい状況にあるということを表している。 ΔTE は、仮説 1d を検証するために用いられる変数である。ここでは、第 2 四半期の決算短信で公表されている当期純利益の経営者予想数値を利益予想数値として用いている。その理由としては、期首の予想数値ではその後の業績予想の修正が反映されておらず、また、直近予想では既に経営者による利益数値の調整が反映されてしまっている可能性があるためである⁴³。

次に、コーポレート・ガバナンス要因について、BRDNUM と IDRTO は、仮説 2a を検証するために用いられる変数であり、それぞれ取締役会の規模と取締役会において社外取締役が占める割合を表している。株式所有構造については、INST、CROSS 及び CEOIR を用いることによって、仮説 2b を検証する。また、仮説 2c については、COMM によって委員会設置会社とのれん減損損失計上との間の関係性を検証する。

さらに、のれん減損損失の計上に影響を与えると思われるコントロール変数をモデルに加える。 ΔGDP ⁴⁴、 $\Delta INDROA$ 、ROA、 $\Delta SALE$ 、 ΔOCF 及び ΔMV は、企業外部の経済状況や個々の企業業績といった経済的要因を表している。我が国の減損に関する会計基準では、営業損益または営業キャッシュ・フローの継続的マイナスや経営環境の著しい悪化、資産の市場価格の著しい下落といった企業内外部の経済状況の悪化が減損の兆候の例示として挙げられている。先行研究においても、このような経済的要因が減損損失の計上に影響を与えていること示唆する証拠が示されているため (Riedl 2004; Cowan et al. 2006; 胡・車戸 2012)、モデルに加えてコントロールする。また、SEG は、事業の複雑性を表す代理変数である。事業の多角化を目的として行われる異業種企業間の M&A よりも、コ

⁴³ 胡・車戸 (2012) においても第 2 四半期の決算短信で公表されている業績予想が用いられており、期首予想を用いた場合には、有意な結果とならなかったことが報告されている。

⁴⁴ 本章では、サンプル企業の決算月が含まれる四半期 (1-3 月期、4-6 月期、7-9 月期、10-12 月期) 及びその直前 3 四半期の計 4 四半期の GDP 合計を t 期の GDP とし、 $t-1$ 期から t 期にかけての GDP 変化を変数として用いている。

ア事業における市場支配力を高めるために行われる同業種企業間の M&A のほうが、企業にプラスの影響をもたらすことを示唆する証拠が存在する (Eckbo 1983; Healy et al. 1992)。したがって、セグメント数が多く事業を多角化している企業ほど、減損が発生する可能性が高くなるものと思われるためコントロール変数として加える。最後に、GW、EXWO は、貸借対照表上に計上されているのれんの大きさについてコントロールするためにモデルに組み込む。GW は、期首時点におけるのれん計上額の規模を表している。貸借対照表上に計上されているのれん額が大きいほど、のれん減損損失が計上される可能性は高まると考えられるため、コントロール変数に加える。EXWO は、のれん計上額のうち減損が発生していると思われるのれんの割合について表しているコントロール変数である。Beatty and Weber (2006) は、株主資本簿価が株式時価総額を上回っているときに減損が生じている可能性があるとしており、その差額を期待減損額としている。EXWO は、のれん減損損失控除前ののれん計上額のうち期待減損額が占める割合として算出される。ただし、期待減損額がのれん減損損失控除前ののれん計上額よりも大きい場合には、のれん全体が減損しているものと考え、1 の値を割り当てている。

5-3-2 サンプル選択

本章における分析のサンプル期間は、2007 年 3 月期から 2012 年 3 月期である。日本における減損会計基準の強制適用が開始されたのは 2006 年 3 月期からであるが、適用初年度において計上された減損損失額の中には、のれん減損損失を計上した会計年度以前に蓄積されていた減損部分も含まれているものと思われる。そこで、この影響を取り除くために 2007 年 3 月期をサンプルの開始年度としている。さらに、以下の 4 つの要件を満たす企業年度をサンプルとして抽出する。①銀行・証券・保険・その他金融以外の業種に属する日本の会計基準を適用した上場企業である。②決算月数が 12 ヶ月である。③分析に必要なデータが入手可能である。④前期末におけるのれん計上額が正である。

なお、財務データは日本経済新聞デジタルメディアの『NEEDS-Financial QUEST』か

ら、コーポレート・ガバナンスに関するデータは『NEEDS-Cges（コーポレート・ガバナンス評価システム）』から、経営者交代に関するデータは東洋経済新報社の『役員四季報』の各年度版から、GDPに関するデータは内閣府公表の四半期別 GDP 速報からそれぞれ入手した。以上の要件を満たしたサンプルは 6,403 企業・年である。そのうち、有価証券報告書の注記事項から収集したのれん減損損失計上サンプルは 694 企業・年であり、のれん減損損失非計上サンプルは 5,709 企業・年である。

5-4 分析結果

5-4-1 記述統計量及び各変数間の相関関係

図表 5-1 は各変数の記述統計量である。 ΔMGT から、約 1 割の企業において経営者交代が行われていることがわかる。IDRTO の中央値は 0 であり、半数以上の企業で社外取締役が存在していない。COMM からサンプルにおける委員会設置会社の割合はわずか 2.6%であり、この制度があまり浸透していないことが見て取れる。また、GW からののれん計上額が総資産に占める割合は平均 2.7%であることがわかる。次に、図表 5-2 は各変数間の相関係数である。説明変数間に大きな相関関係は示されておらず、多重共線性の問題はないものとして推定を行う。

5-4-2 仮説の分析結果

図表 5-3 は分析結果を示している⁴⁵。まず、経営者による利益マネジメント要因に関する変数について、(1)式では ΔMGT_{it+1} 、BATH、SMOOTH 及び ΔTE の係数で、(2)式では、 ΔMGT_{it} 、 ΔMGT_{it+1} 、BATH、SMOOTH 及び ΔTE の係数でそれぞれ期待通り有意な値が示された。この結果は、経営者交代やビッグ・バス、利益平準化、利益予想数値といった利益マネジメント要因がのれん減損損失を計上する可能性やその規模に影響を与えていることを示唆しており、仮説 1a、仮説 1c 及び仮説 1d を支持する証拠が得られた。また、

⁴⁵ 異常値処理をしなかった場合についても、ほぼ同様の結果が示された（Appendix 図表 5-3'参照）。

図表 5-1 記述統計量

	サンプル数	平均値	標準偏差	最小値	中央値	最大値
GWIP	6403	0.108	0.311	0.000	0.000	1.000
GWIS	6403	0.124	0.615	0.000	0.000	4.876
ΔMGT_{it}	6403	0.105	0.307	0.000	0.000	1.000
ΔMGT_{it+1}	6403	0.092	0.290	0.000	0.000	1.000
LEV	6403	0.541	0.226	0.051	0.562	0.941
BATH	6403	0.010	0.036	0.000	0.000	0.222
SMOOTH	6403	0.014	0.035	0.000	0.000	0.218
ΔTE	6403	0.539	0.498	0.000	1.000	1.000
BRDNUM	6403	2.035	0.398	1.099	2.079	3.401
IDRTO	6403	0.119	0.156	0.000	0.000	0.889
INST	6403	0.168	0.163	0.000	0.120	0.786
CROSS	6403	0.066	0.081	0.000	0.037	0.560
CEOIR	6403	0.067	0.116	0.000	0.006	0.790
COMM	6403	0.026	0.158	0.000	0.000	1.000
ΔGDP	6403	0.001	0.027	-0.065	0.003	0.047
ΔINDROA	6403	-0.002	0.013	-0.065	-0.001	0.086
ROA	6403	0.000	0.069	-0.344	0.001	0.178
ΔSALE	6403	0.025	0.180	-0.504	0.019	0.876
ΔOCF	6403	0.005	0.076	-0.224	0.001	0.279
ΔMV	6403	-0.057	0.419	-0.790	-0.101	1.849
SEG	6403	2.779	1.593	1.000	3.000	11.000
GW	6403	0.027	0.050	0.000	0.007	0.307
EXWO	6403	0.467	0.492	0.000	0.000	1.000

注.各変数の定義は以下の通りである。GWIP=減損損失を計上していれば1、それ以外は0、GWIS=(のれん減損損失/期首総資産)(%)、 ΔMGT =経営者の交代が行われていれば1、それ以外は0、LEV=期末総負債/(期末総負債+期末株式時価総額)、BATH=減損税金等調整前利益が負であり、かつ(当期減損税金等調整前利益-前期減損税金等調整前利益)/期首総資産の値について、その値が負である企業の中央値より小さければその値の絶対値、それ以外は0、SMOOTH=減損税金等調整前利益が正であり、かつ(当期減損税金等調整前利益-前期減損税金等調整前利益)/期首総資産の値についてその値が正である企業の中央値より大きければその値、それ以外は0、 ΔTE =(のれん減損損失控除前当期純利益-業績予想利益)/期首総資産の値について、その値が正である企業の中央値より大きい、または、負である企業の中央値より小さければ1、それ以外は0、BRDNUM=期末取締役会人数の自然対数、IDRTO=社外取締役人数/取締役会人数、INST=機関投資家持株比率、CROSS=持合比率、CEOIR=経営者持株比率、COMM=委員会設置会社であれば1、それ以外は0、 ΔGDP =年間のGDP変化率、 ΔINDROA =属する産業の(営業利益/期末総資産)の中央値-属する産業の(前期営業利益/前期末総資産)の中央値、ROA=(営業利益/期末総資産)-同年度同業種の(営業利益/期末総資産)の中央値、 ΔSALE =(当期売上高-前期売上高)/前期売上高、 ΔOCF =(当期営業キャッシュ・フロー-前期営業キャッシュ・フロー)/期首総資産、 ΔMV =(期末株式時価総額-期首株式時価総額)/期首株式時価総額、SEG=報告セグメント数、GW=期首のれん計上額/期首総資産、EXWO=(期末株主資本-期末株式時価総額>0のとき、(期末株主資本-期末株式時価総額)/(期末のれん計上額+のれん減損損失)、ただし、(期末株主資本-期末株式時価総額)>(期末のれん計上額+のれん減損損失)のとき1、それ以外は0。

図表 5-2 相関係数

	GWIP	GWIS	ΔMGT _{it}	ΔMGT _{it+1}	LEV	BATH	SMOOTH	ΔTE	BRDNUM	IDRTO	INST	CROSS	CEOIR	COMM	ΔGDP	ΔINDROA	ROA	ΔSALE	ΔOCF	ΔMV	SEG	GW	EXWO
GWIP		0.9938	0.0392	0.0465	-0.0084	0.1257	-0.0237	0.1307	-0.0810	0.0770	-0.0094	-0.1229	0.0321	-0.0187	-0.0481	-0.1007	-0.0939	-0.0580	-0.0071	-0.1020	0.0730	0.2143	-0.0064
GWIS	0.5770		0.0403	0.0508	-0.0076	0.1309	-0.0256	0.1358	-0.0883	0.0778	-0.0148	-0.1271	0.0350	-0.0170	-0.0496	-0.1032	-0.0996	-0.0588	-0.0069	-0.1083	0.0701	0.2237	-0.0049
ΔMGT _{it}	0.0392	0.0475		-0.0181	0.0133	0.0720	-0.0154	0.0311	0.0164	0.0143	0.0119	-0.0340	-0.0927	0.0085	-0.0589	-0.0509	-0.0426	-0.0436	0.0192	-0.0666	0.0083	0.0097	-0.0120
ΔMGT _{it+1}	0.0465	0.0673	-0.0181		-0.0035	0.0427	-0.0341	0.0386	0.0257	0.0026	0.0272	-0.0310	-0.1126	0.0161	-0.0181	-0.0937	-0.0356	-0.0079	-0.0234	-0.1367	0.0052	-0.0062	-0.0431
LEV	-0.0099	-0.0349	0.0146	-0.0027		0.1502	-0.1158	-0.0528	0.0252	-0.0840	-0.2367	0.1674	-0.0498	-0.0291	-0.0801	-0.0565	-0.4090	-0.1521	-0.0290	-0.1371	0.1585	-0.1275	0.3021
BATH	0.1426	0.1569	0.0736	0.0508	0.0781		-0.2170	0.2476	-0.0734	0.0170	-0.0484	-0.0576	-0.0235	-0.0009	-0.1187	-0.1625	-0.3798	-0.2253	-0.1225	-0.2338	0.0419	0.0485	0.0661
SMOOTH	0.0068	0.0130	-0.0116	-0.0275	-0.1125	-0.1099		-0.0729	0.1388	0.0213	0.2355	0.0196	-0.0949	0.0188	0.1279	0.2011	0.2531	0.2377	0.2046	0.3197	0.0459	0.0110	-0.1524
ΔTE	0.1307	0.1385	0.0311	0.0386	-0.0550	0.2238	0.0686		-0.1918	0.0262	-0.1142	-0.1866	0.1054	0.0099	-0.1211	-0.1066	-0.0732	-0.1094	-0.0283	-0.0963	-0.0264	0.1344	-0.0018
BRDNUM	-0.0853	-0.1409	0.0162	0.0254	0.0319	-0.1168	-0.0347	-0.1936		0.0361	0.4054	0.3556	-0.3307	0.0073	0.0104	0.0346	0.1154	0.0317	-0.0182	0.0671	0.1350	-0.1652	-0.0449
IDRTO	0.0761	0.0822	0.0202	0.0160	-0.0883	0.0263	0.0273	0.0410	-0.0369		0.0975	-0.1255	-0.1542	0.2774	0.0006	0.0189	0.0254	-0.0187	-0.0052	0.0275	0.0503	0.1236	-0.0677
INST	0.0005	-0.0736	0.0058	0.0195	-0.2398	-0.0575	0.0422	-0.0972	0.3734	0.1097		0.1975	-0.3727	0.1081	0.0188	0.0225	0.2877	0.0838	-0.0227	0.0295	0.1308	-0.1010	-0.1202
CROSS	-0.0998	-0.1160	-0.0343	-0.0295	0.1655	-0.0822	-0.0685	-0.1532	0.2796	-0.1458	0.0884		-0.2502	-0.0885	-0.0016	0.0289	-0.0326	-0.0516	-0.0483	0.0374	0.1197	-0.2914	0.1310
CEOIR	0.0679	0.0834	-0.0453	-0.0526	-0.0750	0.0198	0.0458	0.1238	-0.3106	-0.0671	-0.2660	-0.2837		-0.0829	0.0105	-0.0404	0.0333	0.0963	0.0283	-0.0273	-0.1583	0.1326	-0.0080
COMM	-0.0187	0.0060	0.0085	0.0161	-0.0284	-0.0049	0.0085	0.0099	0.0071	0.4253	0.1223	-0.0863	-0.0444		0.0032	-0.0074	0.0258	0.0029	-0.0064	-0.0019	-0.0218	0.0365	-0.0263
ΔGDP	-0.0604	-0.0556	-0.0627	-0.0210	-0.0894	-0.1086	0.0679	-0.1357	0.0251	0.0035	0.0309	0.0064	-0.0184	0.0037		0.4704	0.0241	0.3604	-0.0071	-0.0380	0.0122	-0.0049	-0.0839
ΔINDROA	-0.0757	-0.0639	-0.0396	-0.0879	-0.0643	-0.1735	0.1248	-0.1249	0.0138	0.0200	-0.0051	0.0072	-0.0241	-0.0136	0.5182		0.0293	0.2103	0.0550	0.3062	0.0090	-0.0390	-0.0487
ROA	-0.1266	-0.2022	-0.0647	-0.0561	-0.2767	-0.4059	0.1819	-0.1150	0.1559	-0.0337	0.2495	0.0180	0.0583	-0.0127	0.0367	0.0433		0.2764	0.0985	0.2085	-0.0842	0.0059	-0.2284
ΔSALE	-0.0526	-0.0454	-0.0422	0.0056	-0.1208	-0.2008	0.2049	-0.0622	0.0090	-0.0014	0.0425	-0.0507	0.1169	0.0087	0.3127	0.2223	0.2665		0.1308	0.0800	-0.0102	0.0587	-0.1863
ΔOCF	-0.0031	0.0098	0.0120	-0.0081	-0.0389	-0.1269	0.2052	-0.0063	-0.0361	-0.0024	-0.0313	-0.0407	0.0452	-0.0011	-0.0183	0.0445	0.0682	0.1512		0.1291	-0.0219	0.0326	-0.0786
ΔMV	-0.0831	-0.1034	-0.0486	-0.1118	-0.1220	-0.2117	0.2860	-0.0328	0.0188	0.0181	0.0241	-0.0088	-0.0029	0.0079	-0.0433	0.2396	0.1831	0.0559	0.1287		0.0023	-0.0156	-0.1161
SEG	0.0800	0.0095	0.0116	0.0109	0.1634	0.0348	-0.0031	-0.0274	0.1378	0.0078	0.1423	0.0924	-0.0790	-0.0250	0.0109	0.0096	-0.0697	-0.0013	-0.0192	-0.0101		0.0630	-0.0358
GW	0.1623	0.2827	0.0060	-0.0010	-0.1073	0.0827	0.0420	0.1185	-0.1690	0.1660	-0.0816	-0.2085	0.1389	0.0812	-0.0239	-0.0202	-0.1178	0.0820	0.0531	-0.0112	0.0226		-0.0301
EXWO	-0.0108	-0.0404	-0.0137	-0.0432	0.3029	0.0228	-0.1061	-0.0041	-0.0496	-0.0698	-0.1479	0.1157	-0.0857	-0.0254	-0.0995	-0.0645	-0.1350	-0.1499	-0.0685	-0.1277	-0.0350	-0.1130	

注. 表の左下はピアソンの積率相関係数、右上はスピアマンの順位相関係数である。各変数の定義は以下の通りである。GWIP=減損損失を計上していれば1、それ以外は0、GWIS=(のれん減損損失/期首総資産)(%)、ΔMGT=経営者の交代が行われていれば1、それ以外は0、LEV=期末総負債/(期末総負債+期末株式時価総額)、BATH=減損税金等調整前利益が負であり、かつ(当期減損税金等調整前利益-前期減損税金等調整前利益)/期首総資産の値について、その値が負である企業の中央値より小さければその値の絶対値、それ以外は0、SMOOTH=減損税金等調整前利益が正であり、かつ(当期減損税金等調整前利益-前期減損税金等調整前利益)/期首総資産の値についてその値が正である企業の中央値より大きければその値、それ以外は0、ΔTE=(のれん減損損失控除前当期純利益-業績予想利益)/期首総資産の値について、その値が正である企業の中央値より大きい、または、負である企業の中央値より小さければ1、それ以外は0、BRDNUM=期末取締役会人数の自然対数、IDRTO=社外取締役人数/取締役会人数、INST=機関投資家持株比率、CROSS=持合比率、CEOIR=経営者持株比率、COMM=委員会設置会社であれば1、それ以外は0、ΔGDP=年間のGDP変化率、ΔINDROA=属する産業の(営業利益/期末総資産)の中央値-属する産業の(前期営業利益/前期末総資産)の中央値、ROA=(営業利益/期末総資産)-同年度同業種の(営業利益/期末総資産)の中央値、ΔSALE=(当期売上高-前期売上高)/前期売上高、ΔOCF=(当期営業キャッシュ・フロー-前期営業キャッシュ・フロー)/期首総資産、ΔMV=(期末株式時価総額-期首株式時価総額)/期首株式時価総額、SEG=報告セグメント数、GW=期首のれん計上額/期首総資産、EXWO=(期末株主資本-期末株式時価総額)/0のとき、(期末株主資本-期末株式時価総額)/(期末のれん計上額+のれん減損損失)、ただし、(期末株主資本-期末株式時価総額)>(期末のれん計上額+のれん減損損失)のとき1、それ以外は0。

LEV の係数については、期待通り負の符号が示されたものの、有意な値は示されておらず、仮説 1b を支持する証拠は得られなかった。このことは、負債比率が財務制限条項へ抵触する恐れのある企業についてうまく捉えられていないことによるものであるかもしれない。

次に、コーポレート・ガバナンス要因に関する変数については、COMM を除くすべての係数で期待通り有意な値が示された。このことは、取締役会の構成や株式所有構造がのれん減損損失を計上する可能性やその規模に影響を与えていることを示唆しており、仮説 2a 及び仮説 2b を支持する証拠が得られた⁴⁶。しかし、COMM の係数については、期待とは逆に有意に負の符号が示された。このことは、委員会設置会社を採用する企業は、監査役設置会社を採用する企業に比べて、のれん減損損失を計上する可能性やその規模が小さいということを示している。本章では、効果的なガバナンスを持つ企業ほど財務報告の質が高く、財務諸表利用者にとって有用な情報が外部に公表される環境が整っているという仮説のもとで検証が行われた。しかし、委員会設置会社では、社外取締役が過半数を超える三委員会によって執行役の業務執行が監督されているため、そもそも減損が生じるような企業取得が行われにくい機関設計となっている可能性が考えられる。本章の結果は、そのような企業取得時のガバナンス状況が反映された結果であるのかもしれない。

最後に、コントロール変数については、ほとんどの係数において期待通り有意な値が示されており、企業内外部の経済状況や事業の複雑性、貸借対照表上ののれん計上額がのれん減損損失を計上する可能性やその規模に影響を与えていることが示唆されている。

⁴⁶ BRDNUM に関しては、企業規模の影響を受けた結果であることも考えられるが、(1)式及び(2)式にそれぞれ企業規模の代理変数として期末総資産の自然対数をコントロールした場合も、BRDNUM の係数推定値は、それぞれ -0.351 (z 値 $=-2.09$)、 -0.406 (t 値 $=-2.22$)で共に 5%水準で有意であることが示されており、図表 5-3 の結果は、BRDNUM が企業規模を代理したための結果ではないと考えられる。

図表 5-3 分析結果

説明変数	期待符号	(1)式		(2)式	
		係数	z値	係数	t値
定数項		-3.022***	-8.62	-3.639***	-8.83
ΔMGTT_{it}	(+)	0.212	1.63	0.346**	2.25
ΔMGTT_{it+1}	(+)	0.310**	2.29	0.478***	3.01
LEV	(-)	-0.101	-0.37	-0.277	-0.93
BATH	(+)	2.454**	2.39	2.872**	2.20
SMOOTH	(+)	2.421**	2.07	3.814**	2.55
ΔTE	(+)	0.559***	5.38	0.690***	5.73
BRDNUM	(-)	-0.269*	-1.70	-0.418**	-2.38
IDRTO	(+)	1.238***	3.71	1.523***	3.86
INST	(+)	1.197***	3.13	1.155***	2.77
CROSS	(-)	-2.570***	-2.99	-2.438***	-2.84
CEOIR	(+)	1.161***	2.85	1.468***	3.00
COMM	(+)	-1.409***	-3.25	-1.488***	-2.71
ΔGDP	(-)	-2.839	-1.51	-4.697**	-2.12
ΔINDROA	(-)	-5.774	-1.63	-6.339	-1.51
ROA	(-)	-2.135***	-3.11	-3.894***	-4.26
ΔSALE	(-)	-0.465*	-1.93	-0.520*	-1.73
ΔOCF	(-)	0.224	0.44	0.409	0.66
ΔMV	(-)	-0.389***	-3.34	-0.588***	-4.14
SEG	(+)	0.161***	4.74	0.147***	4.11
GW	(+)	5.028***	6.18	9.336***	8.50
EXWO	(+)	0.066	0.64	0.007	0.06
対数尤度		-1974.92		-2720.03	
Wald統計量、F値		329.26***		13.72***	
Pseudo R ²		0.1011		0.1032	

注. (1)式の被説明変数は、GWIP=減損損失を計上していれば1、それ以外は0とするダミー変数であり、(2)式の被説明変数は、GWIS=（のれん減損損失/期首総資産）（%）である。各説明変数の定義は以下の通りである。 ΔMGTT =経営者の交代が行われていれば1、それ以外は0、LEV=期末総負債/（期末総負債+期末株式時価総額）、BATH=減損税金等調整前利益が負であり、かつ（当期減損税金等調整前利益－前期減損税金等調整前利益）/期首総資産の値について、その値が負である企業の中央値より小さければその値の絶対値、それ以外は0、SMOOTH=減損税金等調整前利益が正であり、かつ（当期減損税金等調整前利益－前期減損税金等調整前利益）/期首総資産の値についてその値が正である企業の中央値より大きければその値、それ以外は0、 ΔTE =（のれん減損損失扣除当期純利益－業績予想利益）/期首総資産の値について、その値が正である企業の中央値より大きい、または、負である企業の中央値より小さければ1、それ以外は0、BRDNUM=取締役会人数の自然対数、IDRTO=社外取締役人数/取締役会人数、INST=機関投資家持株比率、CROSS=持合比率、CEOIR=経営者持株比率、COMM=委員会設置会社であれば1、それ以外は0、 ΔGDP =年間のGDP変化率、 ΔINDROA =属する産業の（営業利益/期末総資産）の中央値－属する産業の（前期営業利益/前期末総資産）の中央値、ROA=（営業利益/期末総資産）－同年度同業種の（営業利益/期末総資産）の中央値、 ΔSALE =（当期売上高－前期売上高）/前期売上高、 ΔOCF =（当期営業キャッシュ・フロー－前期営業キャッシュ・フロー）/期首総資産、 ΔMV =（当期末株式時価総額－前期末株式時価総額）/前期末株式時価総額、SEG=報告セグメント数、GW=期首ののれん計上額/期首総資産、EXWO=（期末株主資本－期末株式時価総額×0のとき、（期末株主資本－期末株式時価総額）/（期末ののれん計上額+のれん減損損失）、ただし、（期末株主資本－期末株式時価総額）>（期末ののれん計上額+のれん減損損失）のとき1、それ以外は0。***、**、*は、それぞれ1%水準、5%水準、10%水準で統計的に有意（両側検定）であることを表している。z値及びt値は、企業ごとにクラスタ補正されたロバスト標準誤差によって算定されている。限界効果は、紙幅の関係により省略した。

5-5 追加検証

5-5-1 ガバナンス変数が経営者による利益マネジメント行動に与える影響

前節では、効果的なガバナンスを有する企業ほど財務報告の質が高まるために、のれん減損損失が計上される可能性が高くなるという仮説を検証し、概ね仮説を支持する証拠を得ることができた。ここでは、効果的なガバナンスを持つ企業ほど、経営者によるのれん減損損失の計上を利用した利益マネジメント行動が抑制されているかどうかを検証する。そこで、(1)式及び(2)式に利益マネジメント要因に関する変数とコーポレート・ガバナンス要因に関する変数の交差項を加えて分析を行うこととする。推定方法は、1つのコーポレート・ガバナンス要因に関する変数と6個の利益マネジメント要因に関する変数についての6個の交差項を1セットとしてモデル式に加え、6個のコーポレート・ガバナンス要因に関する各変数について合計6セットの推定を行う。これを(1)式と(2)式のそれぞれについて行った分析の結果が図表5-4及び図表5-5である。なお、交差項以外の変数についての記述は省略し、各交差項の係数についてのz値及びt値のみを載せている⁴⁷。縦1列が各コーポレート・ガバナンス要因に関する変数と6個の利益マネジメント要因に関する変数についての交差項1セットである。この結果から期待通り有意な値が示されたのは、INSTと ΔMGT_{it+1} との交差項、COMMとLEV及びBATHとの交差項の係数、(1)式におけるCROSSとBATHとの交差項及びINSTと ΔTE との交差項の係数のみである。さらに、BRDNUM及びCROSSと ΔMGT_{it+1} との交差項やCROSSと ΔTE との交差項、COMMと ΔMGT_{it} との交差項についての係数は、期待とは逆の符号で有意な値となっている。その他の係数についても期待とは逆の符号が示されているものが多く、この分析結果からは、効果的なガバナンスを有する企業ほど、経営者によるのれん減損損失の計上を利用した利益マネジメント行動が抑制されているという証拠は見出せなかった。そればかりか、経営者交代が行われたときのほうが、効果的なガバナンスを有する企業ほどのれん減損損失が計上されやすいという可能性も窺わせている。しかし、もしかすると、効果的なガバナンス

⁴⁷ 交差項以外の変数については、図表5-3とほぼ同様の結果が示されている。

スを有する企業の取締役会によって指名された新任の経営者が既存の資産の価値を精査することによって、隠されていた減損が表に現れてきた結果であると解釈することもできるかもしれない⁴⁸。

図表 5-4 利益マネジメント変数とコーポレート・ガバナンス変数の交差項の z 値：(1) 式

	期待符号	BRDNUM	CROSS	期待符号	IDRTO	INST	CEOIR	COMM
ΔMGT_{it}	(+)	-0.33	-0.20	(-)	0.36	-0.22	0.87	3.21***
ΔMGT_{it+1}	(+)	-1.94*	-2.09**	(-)	1.27	-2.27**	0.80	-0.03
LEV	(-)	-0.89	0.25	(+)	-0.59	0.16	0.22	2.01***
BATH	(+)	-0.04	1.96**	(-)	-0.44	-0.29	-0.31	-2.98***
SMOOTH	(+)	0.50	-0.70	(-)	0.24	-0.26	-1.29	-0.54
ΔTE	(+)	-0.93	-2.15**	(-)	-1.12	-1.93*	-0.05	0.97

注. 被説明変数は、GWIP=減損損失を計上していれば1、それ以外は0とするダミー変数である。各利益マネジメント変数の定義は、 ΔMGT_{it} =経営者の交代が行われていれば1、それ以外は0、LEV=期末総負債/(期末総負債+期末株式時価総額)、BATH=減損税金等調整前利益が負であり、かつ(当期減損税金等調整前利益-前期減損税金等調整前利益)/期首総資産の値について、その値が負である企業の中央値より小さければその値の絶対値、それ以外は0、SMOOTH=減損税金等調整前利益が正であり、かつ(当期減損税金等調整前利益-前期減損税金等調整前利益)/期首総資産の値についてその値が正である企業の中央値より大きければその値、それ以外は0、 ΔTE =(のれん減損損失控除前当期純利益-業績予想利益)/期首総資産の値について、その値が正である企業の中央値より大きい、または、負である企業の中央値より小さければ1、それ以外は0である。各コーポレート・ガバナンス変数の定義は、BRDNUM=取締役会人数の自然対数、IDRTO=社外取締役人数/取締役会人数、INST=機関投資家持株比率、CROSS=持合比率、CEOIR=経営者持株比率、COMM=委員会設置会社であれば1、それ以外は0である。***、**、*は、それぞれ1%水準、5%水準、10%水準で統計的に有意(両側検定)であることを表している。

図表 5-5 利益マネジメント変数とコーポレート・ガバナンス変数の交差項の t 値：(2) 式

	期待符号	BRDNUM	CROSS	期待符号	IDRTO	INST	CEOIR	COMM
ΔMGT_{it}	(+)	0.00	0.04	(-)	1.06	-0.20	0.81	3.95***
ΔMGT_{it+1}	(+)	-2.40**	-2.61***	(-)	1.16	-2.18**	-0.51	-0.04
LEV	(-)	0.11	0.34	(+)	-0.13	0.44	-0.24	2.67***
BATH	(+)	-0.34	1.61	(-)	-0.36	-0.79	0.20	-3.38***
SMOOTH	(+)	0.17	-1.02	(-)	0.39	-0.39	-1.41	-0.21
ΔTE	(+)	-1.28	-2.92***	(-)	-0.04	-1.46	-0.05	1.24

注. 被説明変数は、GWIS=(のれん減損損失/期首総資産)(%)である。各利益マネジメント変数の定義は、 ΔMGT_{it} =経営者の交代が行われていれば1、それ以外は0、LEV=期末総負債/(期末総負債+期末株式時価総額)、BATH=減損税金等調整前利益が負であり、かつ(当期減損税金等調整前利益-前期減損税金等調整前利益)/期首総資産の値について、その値が負である企業の中央値より小さければその値の絶対値、それ以外は0、SMOOTH=減損税金等調整前利益が正であり、かつ(当期減損税金等調整前利益-前期減損税金等調整前利益)/期首総資産の値についてその値が正である企業の中央値より大きければその値、それ以外は0、 ΔTE =(のれん減損損失控除前当期純利益-業績予想利益)/期首総資産の値について、その値が正である企業の中央値より大きい、または、負である企業の中央値より小さければ1、それ以外は0である。各コーポレート・ガバナンス変数の定義は、BRDNUM=取締役会人数の自然対数、IDRTO=社外取締役人数/取締役会人数、INST=機関投資家持株比率、CROSS=持合比率、CEOIR=経営者持株比率、COMM=委員会設置会社であれば1、それ以外は0である。***、**、*は、それぞれ1%水準、5%水準、10%水準で統計的に有意(両側検定)であることを表している。

⁴⁸ 異常値処理をしなかった場合にも、ほぼ同様の結果が示されている(Appendix 図表 5-4'及び図表 5-5'参照)。

5-5-2 ガバナンス変数を合成変数に変換した場合の追加検証

これまでは、企業のガバナンスに関連すると思われる 6 つの変数をモデルに加えることによって、それらの変数がのれん減損損失の計上に与える影響について分析してきた。しかし、企業のガバナンスについては、それらの要因が組み合わさることによって決定づけられるものである。そこで、本章で用いられた 6 つのコーポレート・ガバナンス要因についての変数を主成分分析によって合成変数に変換する。そして、(1)式と(2)式のコーポレート・ガバナンス要因についての変数の代わりにそれらの合成変数をモデルに組み込むことによって 5-4-2 の分析結果の頑健性を確かめるとともに、利益マネジメント要因についての変数との交差項についてもモデルに組み込むことによって企業のガバナンスが利益マネジメント行動に与える影響についても再度検証を行う。

図表 5-6 主成分分析の分析結果

変数		CG1	CG2	CG3
因子 負荷 量	BRDNUM	0.558	-0.095	0.266
	IDRTO	0.061	0.666	-0.193
	INST	0.491	0.169	0.602
	CROSS	0.404	-0.322	-0.619
	CEOIR	-0.522	0.005	0.307
	COMM	0.096	0.644	-0.231
固有値		1.818	1.514	0.857
寄与率		0.303	0.252	0.143
累積寄与率		0.303	0.555	0.698

注．各変数の定義は以下の通りである。BRDNUM=取締役会人数の自然対数, IDRTO=社外取締役人数/取締役会人数, INST=機関投資家持株比率, CROSS=持合比率, CEOIR=経営者持株比率, COMM=委員会設置会社であれば1、それ以外は0, CG1=第1主成分, CG2=第2主成分, CG3=第3主成分である。網掛けの数値は因子負荷量が0.5を超えていることを意味する。

主成分分析とは、複数の変数間の相関関係を考慮して、それらをより低い次元の合成変数（主成分）に変換し、データが有している情報を解釈しやすくするための方法である。まず、本章の分析で用いられた 6 つのコーポレート・ガバナンス要因についての変数 BRDNUM、IDRTO、INST、CROSS、CEOIR、COMM について主成分分析を行った結

果が図表 5-6 である。因子負荷量は主成分と各変数との相関係数である。固有値は各主成分の持つ情報量を表しており、元の変数 1 つの情報量が 1 となるようにデータは変換されているため、固有値が 1 以上の場合には元の変数 1 つ分以上の情報量を 1 つの主成分が有していることを表している。この固有値が大きい順に第 1 主成分、第 2 主成分…、と呼ばれる。寄与率は、データ全体が持つ情報量を各主成分がどれだけ集約しているのかについての割合を表しており、累積寄与率は、第 1 主成分からの寄与率を累積したものである。本分析では、第 3 主成分までを分析に用いることとし、この 3 つの変数（以下、第 1 主成分から順に CG1、CG2 及び CG3 とする）で 6 つのガバナンス変数の情報量の約 7 割を集約している。また、因子負荷量から各主成分についての解釈を行うと、まず CG1 は取締役会の規模と正の相関を持ち、経営者持株比率と負の相関を持っている。これは「意思決定の迅速化についての逆指標」となっていると考えられることから、この値が小さいほど、企業が効果的なガバナンスを有していると解釈できる。次に、CG2 は、社外取締役比率及び委員会設置会社ダミーと正の相関を持っている。これは、「外部の取締役によるガバナンスの強さ」を表しているものと考えられ、この値が大きいほど、企業が効果的なガバナンスを有していると解釈できる。最後に、CG3 は、機関投資家持株比率と正の相関を持ち、持株比率と負の相関を持っている。「外部の株式所有者によるガバナンスの強さ」を表していると考えられ、この値が大きいほど、企業が効果的なガバナンスを有していると解釈できる。したがって、CG1 はのれん減損損失の計上と負の関係性が、CG2 及び CG3 はのれん減損損失の計上と正の関係性を有するものと考えられる。

分析の結果が図表 5-7 で示されている。各主成分の係数は期待通り有意な値が示されており、5-4-2 の結果に関する頑健性が確認された。さらに、各主成分と利益マネジメント要因に関する変数との交差項を加えた場合の分析結果が図表 5-8 に示されている。数値は各交差項の係数であり、その横の符号は期待符号である。次期の経営者交代と CG3 との交差項及び(1)式おけるビッグ・バスと CG2 との交差項の係数が期待通り有意な値が示されてはいるものの、ほとんどの係数は有意な値が示しておらず、さらに、経営者交代と CG1

及びCG2との交差項の係数及び(2)式における利益予想数値とCG1との交差項の係数は期待とは逆の符号で有意な値となっている。これらの結果より、主成分分析を用いた場合でも、企業のガバナンスによってのれん減損損失の計上を利用した経営者による利益マネジメント行動が抑制されているという証拠は見出せなかった⁴⁹。

図表 5-7 主成分分析による合成変数を用いた分析結果

説明変数	期待符号	(1)式		(2)式	
		係数	z値	係数	t値
定数項		-3.288***	-17.80	-4.157***	-15.12
ΔMGT_{it}	(+)	0.213*	1.66	0.335**	2.18
ΔMGT_{it+1}	(+)	0.308**	2.29	0.481***	3.02
LEV	(-)	-0.223	-0.84	-0.429	-1.44
BATH	(+)	2.620**	2.55	3.192**	2.41
SMOOTH	(+)	2.527**	2.16	3.989***	2.66
ΔTE	(+)	0.567***	5.46	0.688***	5.69
CG1	(-)	-0.125***	-3.07	-0.175***	-3.73
CG2	(+)	0.112***	2.80	0.135**	2.51
CG3	(+)	0.265***	4.13	0.254***	3.64
Control Variables		included		included	
対数尤度		-1991.51		-2736.86	
Wald統計量、F値		305.32***		15.04***	
Pseudo R ²		0.0936		0.0976	

注. (1)式の被説明変数は、GWIP=減損損失を計上していれば1、それ以外は0とするダミー変数、(2)式の被説明変数は、GWIS=(のれん減損損失/期首総資産)(%)である。各説明変数の定義は以下の通りである。 ΔMGT =経営者の交代が行われていれば1、それ以外は0、LEV=期末総負債/(期末総負債+期末株式時価総額)、BATH=減損税金等調整前利益が負であり、かつ(当期減損税金等調整前利益-前期減損税金等調整前利益)/期首総資産の値について、その値が負である企業の中央値より小さければその値の絶対値、それ以外は0、SMOOTH=減損税金等調整前利益が正であり、かつ(当期減損税金等調整前利益-前期減損税金等調整前利益)/期首総資産の値についてその値が正である企業の中央値より大きければその値、それ以外は0、 ΔTE =(のれん減損損失控除前当期純利益-業績予想利益)/期首総資産の値について、その値が正である企業の中央値より大きい、または、負である企業の中央値より小さければ1、それ以外は0、CG1=第1主成分、CG2=第2主成分、CG3=第3主成分、Control Variablesは、 ΔGDP =年間のGDP変化率、 $\Delta INDROA$ =属する産業の(営業利益/期末総資産)の中央値-属する産業の(前期営業利益/前期末総資産)の中央値、ROA=(営業利益/期末総資産)-同年度同業種の(営業利益/期末総資産)の中央値、 $\Delta SALE$ =(当期売上高-前期売上高)/前期売上高、 ΔOCF =(当期営業キャッシュ・フロー-前期営業キャッシュ・フロー)/期首総資産、 ΔMV =(当期末株式時価総額-前期末株式時価総額)/前期末株式時価総額、SEG=報告セグメント数、GW=期首のれん計上額/期首総資産、EXWO=(期末株主資本-期末株式時価総額>0のとき、(期末株主資本-期末株式時価総額)/(期末のれん計上額+のれん減損損失)、ただし、(期末株主資本-期末株式時価総額)>(期末のれん計上額+のれん減損損失)のとき1、それ以外は0である。***、**、*は、それぞれ1%水準、5%水準、10%水準で統計的に有意(両側検定)であることを表している。z値は、企業ごとにクラスタ補正されたロバスト標準誤差によって算定されている。限界効果は、紙幅の関係により省略した。

⁴⁹ 異常値処理をしなかった場合の結果もほぼ同様である (Appendix 図表 5-8'参照)。

図表 5-8 主成分分析による合成変数と利益マネジメント変数との交差項の z 値及び t 値

	(1)式：z値						(2)式：t値					
	CG1		CG2		CG3		CG1		CG2		CG3	
ΔMGT_{it}	-0.14	(+)	1.75 [*]	(-)	-0.97	(-)	0.19	(+)	2.00 ^{**}	(-)	-1.32	(-)
ΔMGT_{it+1}	-2.21 ^{**}	(+)	0.70	(-)	-1.76 [*]	(-)	-2.17 ^{**}	(+)	0.88	(-)	-2.21 ^{**}	(-)
LEV	-0.73	(-)	0.86	(+)	-0.43	(+)	0.09	(-)	1.08	(+)	-0.55	(+)
BATH	0.65	(+)	-1.78 [*]	(-)	-0.91	(-)	-0.05	(+)	-1.45	(-)	-0.89	(-)
SMOOTH	0.73	(+)	-0.30	(-)	-0.28	(-)	0.63	(+)	0.12	(-)	-0.57	(-)
ΔTE	-1.58	(+)	-0.23	(-)	-0.42	(-)	-1.74 [*]	(+)	0.55	(-)	0.05	(-)

注. (1)式の被説明変数は、GWIP=減損損失を計上していれば1、それ以外は0とするダミー変数、(2)式の被説明変数は、GWIS=(のれん減損損失/期首総資産)(%)である。各変数の定義は以下の通りである。 ΔMGT =経営者の交代が行われていれば1、それ以外は0、LEV=期末総負債/(期末総負債+期末株式時価総額)、BATH=減損税金等調整前利益が負であり、かつ(当期減損税金等調整前利益-前期減損税金等調整前利益)/期首総資産の値について、その値が負である企業の中央値より小さければその値の絶対値、それ以外は0、SMOOTH=減損税金等調整前利益が正であり、かつ(当期減損税金等調整前利益-前期減損税金等調整前利益)/期首総資産の値についてその値が正である企業の中央値より大きければその値、それ以外は0、 ΔTE =(のれん減損損失控除前当期純利益-業績予想利益)/期首総資産の値について、その値が正である企業の中央値より大きい、または、負である企業の中央値より小さければ1、それ以外は0、CG1=第1主成分、CG2=第2主成分、CG3=第3主成分である。**、*は、それぞれ5%水準、10%水準で統計的に有意(両側検定)であることを表している。

5-5-3 のれん以外の固定資産についてのみ減損損失を計上している場合との比較

我が国の減損会計について規定している「固定資産の減損に係る会計基準」では、のれんを含む資産グループにおいて認識された減損損失については、のれんに優先的に配分される旨が記されている。これは、減損損失を認識することとなった場合には、その資産グループの超過収益力が失われたものであると考えられるためである。本章の分析で用いられているサンプルは、すべて期首時点において貸借対照表上にのれんを計上しているサンプルであるため、もしすべてのサンプル企業の資産グループが1つであれば、減損が認識された場合には必ずのれんの減損損失が計上されているはずである。しかし、現実には企業内に資産グループが1つしか存在していないというケースは稀であると考えられ、実際にサンプル内には、減損損失を計上はしているものの、のれんの減損損失は計上していない企業が多く存在する。具体的には、全サンプル 6,403 企業・年のうち、減損損失を計上していないサンプルは 2,873 企業・年(全サンプルの 45%)、のれん減損損失を計上している企業は 694 企業・年(同 11%)、減損損失を計上はしているがのれんの減損損失は計

上していない企業は2,836企業・年（同44%）となっている。

そこで、ここでは、サンプルを減損損失非計上企業、のれん減損損失計上企業、のれん以外の減損損失計上企業という3つのグループに分け、のれん減損損失計上企業とその他2つのグループとの間で、利益マネジメント要因やコーポレート・ガバナンス要因が異なった影響を与えているかどうかを検証する。具体的な検証方法は、(1)式の被説明変数を、減損損失非計上企業ならば0、のれん減損損失計上企業ならば1、のれん以外の減損損失計上企業ならば2とし、のれん減損損失計上企業を基準とした多項ロジット回帰モデルによって推定する。各係数の期待符号については、まず、減損損失非計上企業が図表5-3と全て反対の符号とする。これは、ここでは(1)式による推定とは逆に、のれん減損損失を計上している場合を基準として推定を行うためである。また、のれん以外の減損損失計上企業について、利益減少型の利益マネジメント要因を持つ企業ではのれん減損損失も合わせて計上すると思われることから、 ΔMGT_{it} 、 ΔMGT_{it+1} 、BATH、SMOOTH及び ΔTE の係数の期待符号は負である。さらに、貸借対照表上に計上されているのれんの金額が大きいほどのれん減損損失が計上される可能性は高まると思われることから、GW及びEXWOの係数の期待符号は負である。その他の係数の期待符号は不明である。

分析の結果が図表5-9に示されている⁵⁰。まず、減損損失非計上企業では、ほとんどの係数で期待通りの符号が示され、多く変数で有意な値となっている。したがって、利益マネジメント要因及びコーポレート・ガバナンス要因は、のれん減損損失の計上に影響を与えているという証拠が多項ロジット回帰モデルを用いた場合でも示された。ただし、LEVの係数は期待とは逆に有意に負の値が示されている。これは、負債比率の高い企業ほど利益増加型の利益マネジメントが行われるという仮説に反する結果である。また、のれん以外の減損損失計上企業では、期待通り利益減少型の利益マネジメント要因に関する変数の係数は負の値が示されており、 ΔTE の係数については有意な値となっている。また、LEVの係数は有意に正の値となっており、3つのグループの中ではのれん以外の減損損失計上

⁵⁰ 異常値処理をしなかった場合についてもほぼ同様の結果が示されている（Appendix 図表5-9'参照）。

図表 5-9 多項ロジット回帰モデルの分析結果

説明変数	減損損失非計上企業			のれん以外の減損損失計上企業		
	期待符号	係数	z値	期待符号	係数	z値
定数項		3.601***	9.28		1.119***	2.95
ΔMGT_{it}	(-)	-0.257*	-1.84	(-)	-0.170	-1.25
ΔMGT_{it+1}	(-)	-0.443***	-3.01	(-)	-0.209	-1.48
LEV	(+)	-0.807***	-2.70	(?)	0.986***	3.40
BATH	(-)	-4.210***	-3.36	(-)	-1.165	-1.09
SMOOTH	(-)	-3.159**	-2.50	(-)	-1.558	-1.24
ΔTE	(-)	-0.577***	-5.32	(-)	-0.546***	-5.03
BRDNUM	(+)	0.082	0.48	(?)	0.440***	2.65
IDRTO	(-)	-1.352***	-3.55	(?)	-1.153***	-3.30
INST	(-)	-2.429***	-5.60	(?)	-0.249	-0.62
CROSS	(+)	3.190***	3.45	(?)	2.093**	2.39
CEOIR	(-)	-1.057**	-2.41	(?)	-1.403***	-2.97
COMM	(-)	1.716***	3.56	(?)	1.106**	2.50
ΔGDP	(+)	4.640**	2.39	(?)	1.426	0.72
ΔINDROA	(+)	2.882	0.75	(?)	8.497**	2.28
ROA	(+)	2.586***	3.32	(?)	1.688**	2.34
ΔSALE	(+)	0.689***	2.64	(?)	0.283	1.10
ΔOCF	(+)	-0.423	-0.79	(?)	-0.113	-0.21
ΔMV	(+)	0.312**	2.51	(?)	0.473***	3.88
SEG	(-)	-0.254***	-6.70	(?)	-0.093***	-2.61
GW	(-)	-5.377***	-5.42	(-)	-4.628***	-5.23
EXWO	(-)	-0.038	-0.34	(-)	-0.088	-0.81
対数尤度			-5651.49			
Wald統計量			586.83***			
Pseudo R ²			0.0817			

注：被説明変数は、のれん減損損失計上企業を基準としており、減損損失非計上企業ならば0、のれん減損損失計上企業ならば1、のれん以外の減損損失計上企業ならば2である。各説明変数の定義は以下の通りである。 ΔMGT =経営者の交代が行われていれば1、それ以外は0、LEV=期末総負債/（期末総負債+期末株式時価総額）、BATH=減損税金等調整前利益が負であり、かつ（当期減損税金等調整前利益-前期減損税金等調整前利益）/期首総資産の値について、その値が負である企業の中央値より小さければその値の絶対値、それ以外は0、SMOOTH=減損税金等調整前利益が正であり、かつ（当期減損税金等調整前利益-前期減損税金等調整前利益）/期首総資産の値についてその値が正である企業の中央値より大きければその値、それ以外は0、 ΔTE =（のれん減損損失控除前当期純利益-業績予想利益）/期首総資産の値について、その値が正である企業の中央値より大きい、または、負である企業の中央値より小さければ1、それ以外は0、BRDNUM=取締役会人数の自然対数、IDRTO=社外取締役人数/取締役会人数、INST=機関投資家持株比率、CROSS=持合比率、CEOIR=経営者持株比率、COMM=委員会設置会社であれば1、それ以外は0、 ΔGDP =年間のGDP変化率、 ΔINDROA =属する産業の（営業利益/期末総資産）の中央値-属する産業の（前期営業利益/前期末総資産）の中央値、ROA=（営業利益/期末総資産）-同年度同業種の（営業利益/期末総資産）の中央値、 ΔSALE =（当期売上高-前期売上高）/前期売上高、 ΔOCF =（当期営業キャッシュ・フロー-前期営業キャッシュ・フロー）/期首総資産、 ΔMV =（当期末株式時価総額-前期末株式時価総額）/前期末株式時価総額、SEG=報告セグメント数、GW=期首のれん計上額/期首総資産、EXWO=（期末株主資本-期末株式時価総額>0のとき、（期末株主資本-期末株式時価総額）/（期末のれん計上額+のれん減損損失）、ただし、（期末株主資本-期末株式時価総額）>（期末のれん計上額+のれん減損損失）のとき1、それ以外は0。***、**、*は、それぞれ1%水準、5%水準、10%水準で統計的に有意（両側検定）であることを表している。z値は、企業ごとにクラスタ補正されたロバスト標準誤差によって算定されている。限界効果は、紙幅の関係により省略した。

企業が負債比率と最も強い正の関係性を有していることがわかる。コーポレート・ガバナンス要因に関する変数については、COMM 以外の各変数について、ガバナンスの強さとのれん以外の減損損失計上企業との間に負の関係性が見られ、INST を除く各変数の係数は有意な値となっている。したがって、ガバナンスの強い企業ほど、のれんを含めた減損損失を計上する可能性が最も高いという結果となった。ただし、COMM の変数は有意に正の値であり、委員会設置会社では、逆にのれんを含めた減損損失を計上する可能性が最も低い。この結果は、5-4-2 の分析結果と同様、委員会設置会社では、そもそも減損が生じるような企業取得が行われにくい機関設計となっている可能性があるという解釈と一致する。また、コントロール変数からは、減損損失非計上企業及びのれん以外の減損損失計上企業ともに、ROA や ΔMV 、SEG、GW の係数が有意な値を示しており、企業の収益性や市場パフォーマンスの変化、事業の複雑性、期首時点でののれん計上額がのれんを含めた減損損失を計上する可能性に影響を与えているということがわかる。

5-5-4 のれん減損損失と株式所有構造及び負債比率との間の非線形な関係性の推定

経営者の持株比率と企業業績との間には、非線形の関係性が存在することを示す先行研究が存在する (Morck et al. 1988; Short and Keasey 1999; 手嶋 2004)。これらの研究では、その理由として、経営者持株比率の変化が、経営者が効率的な経営に向けて努力するインセンティブに影響を与えている 2 つの異なる効果のためであるとしている。1 つは、経営者の持株比率が高まるほど、経営者と株主との間の利害対立が緩和され、経営者が機会主義的な行動を抑制し、企業価値の増大を目指して経営を行うようになるというものである。これをアラインメント効果と呼ぶ。もう 1 つは、経営者の持株比率が高まるほど、株主総会で罷免される可能性が低くなり、経営者の立場が強固になることによって、私的な便益を追求した非効率な経営が行われるようになるというものである。これをエントレンチメント効果と呼ぶ。本章では、アラインメント効果の結果として、のれんの減損という株主に対する有益な情報が伝えられることを予測する。また、エントレンチメント効果

の結果として、自己の便益のために利益額を増加させたり、過去の企業取得意思決定の失敗を認めずにのれん減損損失の計上を先送りしたりすることを予測する。また、手嶋（2004）は、外部株主による持株比率についても、モニタリングにより経営者の規律付けを強めたり、逆に経営者に協力的となって規律付けを弱めたりするとして、企業業績との非線形な関係を立証する証拠を提示している。そこで、機関投資家持株比率及び持合株式比率についても非線形な関係性の検証を行う。さらに、本章では、負債比率についても非線形な関係性を有していないか検証を行う。それは、債務契約仮説によって負債比率が高い企業ほど利益増加型の会計手続きを取ることが予測される一方、負債の存在が債権者による経営者へのモニタリングを強めるという Jensen(1986)の主張から、企業内部の情報がのれん減損損失という形で開示されると考えられるからである。本章では、Short and Keasey (1999) や手嶋（2004）を参考に、CEOIR、INST、CROSS、LEV の各変数の 2 乗及び 3 乗をモデルに加えることによって検証を行う。

分析の結果が図表 5-10 及び図表 5-11 に示されている。(a)は図表 5-2 の結果をそのまま載せたものであり、(b)から(i)は(a)に各変数の 2 乗及び 3 乗の変数を加えたときの推定結

図表 5-10 非線形の関係性を仮定した場合の推定結果：(1)式

	(a)	(b)	(c)	(d)	(e)	(f)	(g)	(h)	(i)	(j)	(j)ME
INST	3.13***	0.27	0.82	3.32***	3.39***	3.16***	3.16***	3.13***	3.06***	0.79	0.122
INST ²		0.93	-0.54							-0.45	-0.297
INST ³			0.74							0.66	0.493
CROSS	-2.99***	-2.91***	-2.91***	-3.64***	-3.17***	-2.91***	-2.90***	-2.97***	-2.92***	-3.09***	-0.807
CROSS ²				2.86***	2.11**					2.11**	4.422
CROSS ³					-1.61					-1.63	-6.899
CEOIR	2.85***	2.82***	2.80***	2.66**	2.59**	1.80*	1.17	2.85***	2.84***	1.13	0.160
CEOIR ²						-0.76	-0.41			-0.47	-0.280
CEOIR ³							0.26			0.34	0.210
LEV	-0.37	-0.41	-0.39	-0.32	-0.27	-0.40	-0.39	-0.63	1.55	1.50	0.300
LEV ²								0.52	-1.77*	-1.69*	-0.751
LEV ³									1.87*	1.77*	0.515
Pseudo R ²	0.1011	0.1015	0.1017	0.1026	0.1033	0.1012	0.1013	0.1012	0.1022	0.1050	

注. 各変数の定義は以下の通りである。INST=機関投資家持株比率、INST²=INSTの2乗、INST³=INSTの3乗、CROSS=持合比率、CROSS²=CROSSの2乗、CROSS³=CROSSの3乗、CEOIR=経営者持株比率、CEOIR²=CEOIRの2乗、CEOIR³=CEOIRの3乗、LEV=期末総負債/(期末総負債+期末株式時価総額)、LEV²=LEVの2乗、LEV³=LEVの3乗。***、**、*は、それぞれ1%水準、5%水準、10%水準で統計的に有意(両側検定)であることを表している。(j)MEは各変数の平均値によって評価した限界効果である。

図表 5-11 非線形の関係性を仮定した場合の推定結果：(2)式

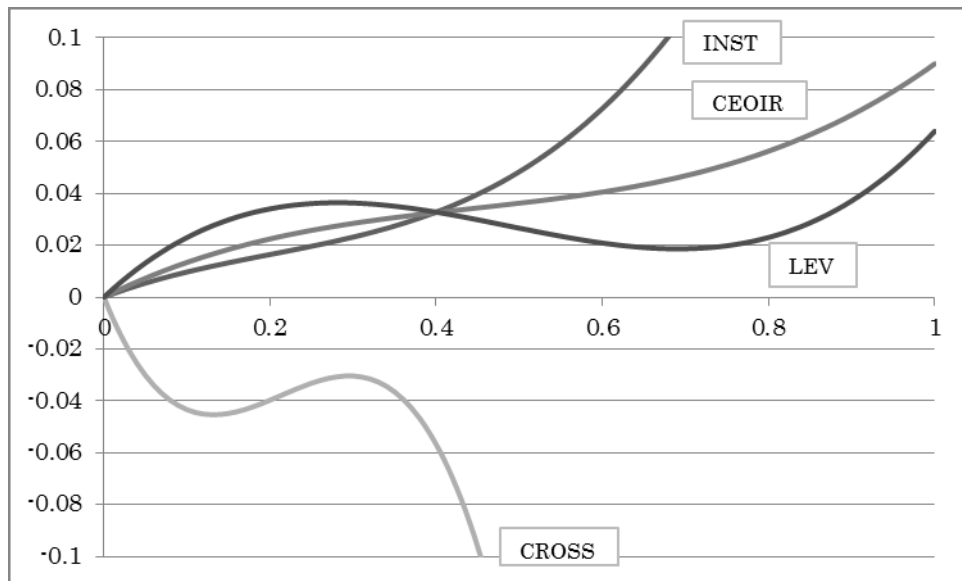
	(a)	(b)	(c)	(d)	(e)	(f)	(g)	(h)	(i)	(j)	(j)ME
INST	2.77***	-0.30	0.66	2.99***	3.06***	2.80***	2.78***	2.77***	2.72***	0.56	0.097
INST ²		1.39	-0.60							-0.46	-0.323
INST ³			0.94							0.82	0.646
CROSS	-2.84***	-2.70***	-2.70***	-3.68***	-3.31***	-2.78***	-2.78***	-2.84***	-2.76***	-3.27***	-0.942
CROSS ²				3.03***	2.32**					2.34**	5.268
CROSS ³					-1.78**					-1.82*	-8.086
CEOIR	3.00***	2.98***	2.96***	2.79***	2.72***	1.72*	0.80	3.00***	3.01***	0.83	0.142
CEOIR ²						-0.53	0.05			-0.10	-0.075
CEOIR ³							-0.20			-0.01	-0.009
LEV	-0.93	-1.02	-1.00	-0.89	-0.84	-0.95	-0.95	-0.07	1.68*	1.69*	0.406
LEV ²								-0.18	-1.85*	-1.82*	-0.952
LEV ³									1.85*	1.79*	0.610
Pseudo R ²	0.1032	0.1036	0.1038	0.1043	0.1048	0.1032	0.1032	0.1032	0.1038	0.1062	

注. . 各変数の定義は以下の通りである。INST=機関投資家持株比率, INST²=INSTの2乗, INST³=INSTの3乗, CROSS=持合比率, CROSS²=CROSSの2乗, CROSS³=CROSSの3乗, CEOIR=経営者持株比率, CEOIR²=CEOIRの2乗, CEOIR³=CEOIRの3乗, LEV=期末総負債/(期末総負債+期末株式時価総額), LEV²=LEVの2乗, LEV³=LEVの3乗。***、**、*は、それぞれ1%水準、5%水準、10%水準で統計的に有意(両側検定)であることを表している。(j)MEは各変数の平均値によって評価した限界効果である。

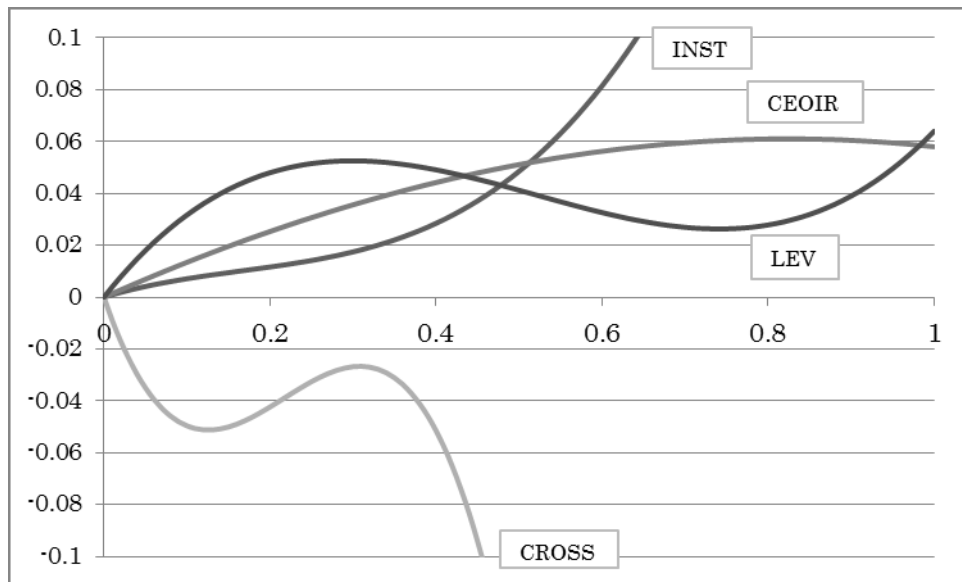
果である。(a)から(i)の疑似 R²の数値を見ると、のれん減損損失の計上と3次式による非線形な関係性を推定した場合に最も当てはまりが良いことが見て取れ、CROSSとLEVの係数に関しては有意な値が示されている。この結果から、各変数について3乗の変数までを加えたモデルが最も当てはまりが良いと考えて推定した結果が(j)である。なお、(j)MEは各変数の平均値によって評価した限界効果である。この限界効果の数値をもとに、のれん減損損失の計上と各変数との関係性をグラフで示したものが図表 5-12 及び図表 5-13 である。なお、グラフの縦軸は確率予測値及びのれん減損損失計上額の割合の変化、横軸は各変数の比率を表している。

このグラフから、持合比率と負債比率がのれん減損損失の計上と非線形な関係性にあることが見て取れる。持合比率については、約13%まではのれん減損損失計上の確率予測値が下がり続けるが、約30%までは逆に上昇し、その後は再び下がり始めている。のれん減損損失の計上規模についても約13%及び約31%の点で同様の傾向がみられる。負債比率については、約28%まではのれん減損損失計上の確率予測値が上昇し続けるが、約69%

図表 5-12 のれん減損損失計上の確率予測値の変化



図表 5-13 期首総資産額に占めるのれん減損損失計上額の割合の変化



までは逆に下がり続け、その後は再び上昇し始めている。のれん減損損失の計上規模についても約 30%及び約 74%の点で同様の傾向がみられる。

以上、本節の分析結果は、株式所有構造と負債比率、特に持合比率と負債比率については、のれん減損損失の計上と非線形の関係性を有している可能性を示唆するものである。

5-6 小括

本章では、のれん減損損失の計上が経営者による利益マネジメントやコーポレート・ガバナンスの状況に影響を受けているのかについて実証的な分析を行った。分析の結果、経営者交代、ビッグ・バス、利益平準化、次期の利益予想数値といった利益マネジメント要因にのれん減損損失の計上が用いられていることを示唆する証拠が得られた。また、社外取締役割合、機関投資家持株比率、経営者持株比率がそれぞれのれん減損損失の計上と有意に正の関係性が、取締役会の規模と持合比率がそれぞれのれん減損損失の計上と有意に負の関係性があることが示され、効果的なガバナンス構造を持つ企業ほど、のれん減損損失の開示が促進されるということを示唆する証拠についても得ることができた。ただし、コーポレート・ガバナンスの強化を目的に導入された委員会設置会社の採用企業では、のれん減損損失の計上が有意に抑えられるという結果が示された。この結果は、本章の仮説に反するものである。しかし、委員会設置会社では企業外部の取締役によって執行役の業務執行が厳しく監督されているため、そもそも減損が発生するような企業取得が行われにくいという可能性もある。

また、利益マネジメント要因に関する変数とコーポレート・ガバナンス要因に関する変数との交差項を用いることにより、企業のガバナンスが経営者による利益マネジメント行動を抑制しているのかについての追加検証も行った。しかし、そのような証拠を示す結果は得ることができなかった。また、主成分分析によって作成されたコーポレート・ガバナンス要因に関する合成変数を用いた追加検証による結果も同様であった。さらに、のれん減損損失非計上サンプルを減損損失非計上サンプルとのれん以外の減損損失計上サンプルに分け、のれん減損損失計上サンプルを基準とした多項ロジット回帰モデルによって同様の分析を行った。減損損失非計上サンプルの結果は5-4-2の分析結果と概ね一致しており、本章における仮説の頑健性が確かめられる結果となった。のれん以外の減損損失計上サンプルの結果は、利益減少型の利益マネジメント要因に関する変数の係数は負の値が示され、次期の利益予想数値の係数については統計的に有意であった。このことは、利益減少型の

利益マネジメント要因を持つ企業では、他の固定資産の減損損失とともにのれん減損損失も合わせて計上するインセンティブがあるためであると考えられる。また、コーポレート・ガバナンス要因については、企業のガバナンスとのれんを含めた減損損失の計上との間には正の関係性が示され、効果的なガバナンスを有する企業では、のれんを含めた減損損失の計上が行われる傾向にあることが示唆されている。

最後に、のれん減損損失と株式所有構造及び負債比率との間に非線形な関係性が存在しているかについての検証も行った。分析の結果、非線形な関係性を想定した場合に疑似 R^2 が上昇し、特に持合比率と負債比率については、各変数の 2 乗及び 3 乗を用いた場合の係数に有意な値が示され、のれん減損損失の計上と非線形な関係性を有している可能性を示す証拠が得られた。

本章の結果は、のれんの規則的償却を規定した日本の会計基準を適用する企業におけるのれん減損損失の計上が、経済的要因をコントロールした上でも、利益マネジメントやコーポレート・ガバナンスの状況といったいくつかの要因に影響を受けているということを示している。このことは、経済的要因や利益マネジメントの観点から議論されることの多かった日本の減損会計に関する実証的研究に新たな証拠を加えたものであると考えられる。

第 6 章 のれん減損損失計上の適時性

6-1 はじめに

日本の会計基準におけるのれんの会計処理は規則的償却と減損処理が併用されているため、貸借対照表上に計上されるのれんの評価額は每期切り下げられることになり、米国や国際的な会計基準を適用した場合に比べると、のれん減損損失計上の先送りが行われる可能性は低くなる。そのため、日本基準の適用下ではのれん減損損失の計上を先送りする動機は相対的に小さいものとなることから、減損損失の計上が適時的に行われ、外部投資者に対する有益な情報提供がなされている可能性がある。そこで本章では、まずのれん減損損失額とのれん減損損失計上前 5 会計年度から計上会計年度までの年次株式リターンとの関係性を分析することによって、市場がのれんの減損を予測して事前に株価に織り込んでいるかどうかを検証する。次に、サンプルをのれん減損の発生が事前に予測される企業とそうでない企業に分けて分析を行うことによって、のれん減損損失の先送りが行われているか否かを検証する。

6-2 仮説設定

先行研究の多くは、のれん減損損失の計上に先立って、市場はその情報がある程度株価に織り込んでいるということを示している。したがって、のれん減損損失額は、当期だけではなく、それより過去の会計年度の株式リターンとの間にも負の関係性があることが予測される。そこで、以下の仮説を設定する。

仮説 1 のれん減損損失額と当期以前の株式リターンとの間には負の関係性が存在する。

Beatty and Weber(2006)は、簿価時価比率が 1 を上回っている場合、その企業が保有するのれんに減損が生じていることが予測されるとしている。また、Ramanna and Watts

(2012)は、その他の要因によって簿価時価比率が1を上回っている企業が含まれる可能性を軽減するため、会計年度末時点の簿価時価比率が2期連続して1を上回っている場合に、市場がのれんの減損を予測しているものとしている。したがって、このような状況のもとでは、企業が実際の減損の発生よりも遅れてのれん減損損失の計上を行っている可能性がある。もし、このようにのれん減損損失計上の先送りが行われているとすれば、そのような企業に対して市場はより早期にのれんの減損を予測して株価に織り込んでいると考えられる。

しかし、簿価時価比率のように市場データを用いた変数によってのれん減損の計上を先送りしていると思われる企業を識別する場合、過去の株式リターンとの関係性を適切に説明できていないことが考えられる。そこで本章では、財務指標を用いることによるのれん減損の計上を先送りしていると思われる企業とそうでない企業の識別も行うこととする。

Li and Sloan(2012)は、簿価時価比率のほかに、のれん計上額の相対的な大きさや総資産利益率(ROA)がのれんの減損を予測するための指標となりうることを示している。具体的には、総資産額に占めるのれん計上額が大きいほど減損損失の計上が先延ばしにされている可能性が高く、また、利益率が低いほど資産に期待されている成果が得られておらず減損が発生している可能性が高いということである。つまり、2期連続して総資産に占めるのれん計上額の割合が高かったり、ROAが低かったりした場合には、減損損失計上の先送りが行われている可能性があるということになる。また、大日方(2013)は、「のれんが資産計上されるためには、少なくとも市場平均以上の、いわゆる超過利益が獲得されると期待されていなければならない」として、利益率が産業平均を上回らない場合にはのれんがすでに存在していないとしている。そこで本章では、ROAについては産業平均のROAを下回っている場合にのれんの減損が発生しているものとみなすこととする。これらの議論を踏まえて、以下の仮説を設定する。

仮説2 2期連続で期末の簿価時価比率が1を超える企業やのれん計上額が大きな企業、

ROA が産業平均を下回る企業は、それぞれそれ以外の企業に比べて、のれん減損損失額とのれん減損損失計上前の会計期間における株式リターンとの間の負の関係性が強い。

6-3 リサーチ・デザイン

6-3-1 回帰モデル

Beaver et al.(1987)は、株価は利益に比べて早期に情報を反映するということから、会計データの適時性を調査するために株価データのラグ値を説明変数として用いた逆回帰の導入を説いている。また、Warfield and Wild(1992)は、当期の利益が過去の期間に生じた経済的事象の影響を認識する度合いを検証するために、当期利益を過去の期間の株式リターンに回帰させた逆回帰を用いた推定を行っている。そこで本章では、まず、のれん減損情報が既に過去の株価にある程度織り込まれているかを検証するために、これらの先行研究を参考に、Lapointe-Antunes et al.(2009)で用いられているのれん減損損失額を過去の株式リターンに回帰させた(1)式を推定することにより、仮説 1 及び仮説 2 の検証を行う。

$$\begin{aligned} GWIM_t = & \alpha + \beta_1 R_t + \beta_2 R_{t-1} + \beta_3 R_{t-2} + \beta_4 R_{t-3} + \beta_5 R_{t-4} + \beta_6 R_{t-5} + \beta_7 R_t * DELAY_t + \beta_8 R_{t-1} * DELAY_t \\ & + \beta_9 R_{t-2} * DELAY_t + \beta_{10} R_{t-3} * DELAY_t + \beta_{11} R_{t-4} * DELAY_t + \beta_{12} R_{t-5} * DELAY_t \\ & + \beta_{13} DELAY_t + \varepsilon_t \quad (1) \end{aligned}$$

$GWIM_t$: t 期ののれん減損損失額/t 期首株式時価総額

R_t : t 期末 3 ヶ月後まで 12 ヶ月間の規模調整済バイ・アンド・ホールド異常リターン

$DELAY_t$: のれん減損損失計上の先送りが行われていると予測される企業を識別するためのダミー変数であり、以下の 3 つを設定する。

$BTMG1_t$: t 期及び t-1 期において、期末ののれん減損損失控除前株主資本簿価 > 期末株式時価総額であり、かつ、t-1 期にのれん減損損失を計上していなければ 1、

それ以外は 0 （ただし、のれん減損損失控除前株主資本簿価＝期末株主資本簿価+のれん減損損失額）

$HGTA_t$: t 期末及び $t-1$ 期末における（のれん計上額+のれん減損損失額）/（期末のれん減損損失控除前総資産）がいずれもサンプルの中央値よりも大きく、かつ、 $t-1$ 期にのれん減損損失を計上していなければ 1、それ以外は 0

$LROA_t$: t 期末及び $t-1$ 期末におけるのれん減損損失控除前 ROA がいずれも同業種・同年度に属する企業⁵¹ののれん減損損失控除後 ROA 平均値よりも低く、かつ、 $t-1$ 期にのれん減損損失を計上していなければ 1、それ以外は 0
なお、のれん減損損失控除前 ROA＝営業利益/（期末のれん減損損失控除前総資産）、のれん減損損失控除後 ROA＝営業利益/期末総資産として算定している。

GWIM におけるのれん減損損失額は、有価証券報告書の注記から得たものである。R は、全上場企業を時価総額の大きさによって 10 のポートフォリオに分け、企業が属するポートフォリオの平均リターンを控除することにより算定された規模調整済バイ・アンド・ホールド異常リターンである⁵²。DELAY は、のれん減損損失が実際の減損の発生よりも遅れて計上されていると思われる企業を 1 とするダミー変数である。各変数の算定については、産業平均 ROA 以外はいずれものれん減損損失の影響を受ける前の数値を用いている。産業平均 ROA の算定にのれん減損損失額の影響を受けた後の数値を用いるのは、収益力がすでに失われた資産部分を含めて利益率を計算すると、産業内の平均的な利益率が適切に測定できないためである。さらに本章では、 $t-1$ 期にのれん減損損失を計上している企業は、のれん減損の発生が期待される状況において適切にのれん減損損失の計上を行っているものとして、各 DELAY ダミー変数は 0 と置いている。

⁵¹ 業種分類は日経業種中分類に基づいて行っている。

⁵² ポートフォリオの平均リターンは、ポートフォリオに属する企業の 12 ヶ月リターンの単純平均によって算定している。

なお、異常値の影響を避けるために、本章の分析で用いる連続変数については、上下各1%をそれぞれ1パーセンタイル値及び99パーセンタイル値に置換処理している。

6-3-2 サンプル選択

本章のサンプル期間は、2007年3月期から2013年9月期である。日本における減損会計基準の強制適用が開始されたのは2006年3月期からであるが、適用初年度において計上された減損損失額の中には、のれん減損損失を計上した会計年度以前に蓄積されていた減損部分も含まれているものと思われる。そこで、この影響を取り除くために2007年3月期をサンプルの開始年度としている。さらに、以下の4つの要件を満たす企業年度をサンプルとして抽出する。①銀行・証券・保険・その他金融以外の業種に属している。②日本の会計基準を適用した上場企業である。③決算月数が12ヵ月である。④有価証券報告書からのれん減損損失の計上額が確認できる。⑤当期及び前期の株主資本簿価が正である。⑥分析に必要なデータが入手可能である。

なお、財務データ及び日経総合株価指数データは日本経済新聞デジタルメディアの『NEEDS-Financial QUEST』から、株式リターンデータは金融データソリューションズの『日本上場株式 月次リターンデータ』から、経営者交代に関するデータは東洋経済新報社の『役員四季報』各年度版からそれぞれ入手した。以上の要件を満たしたサンプルは713企業・年である。

6-4 分析結果

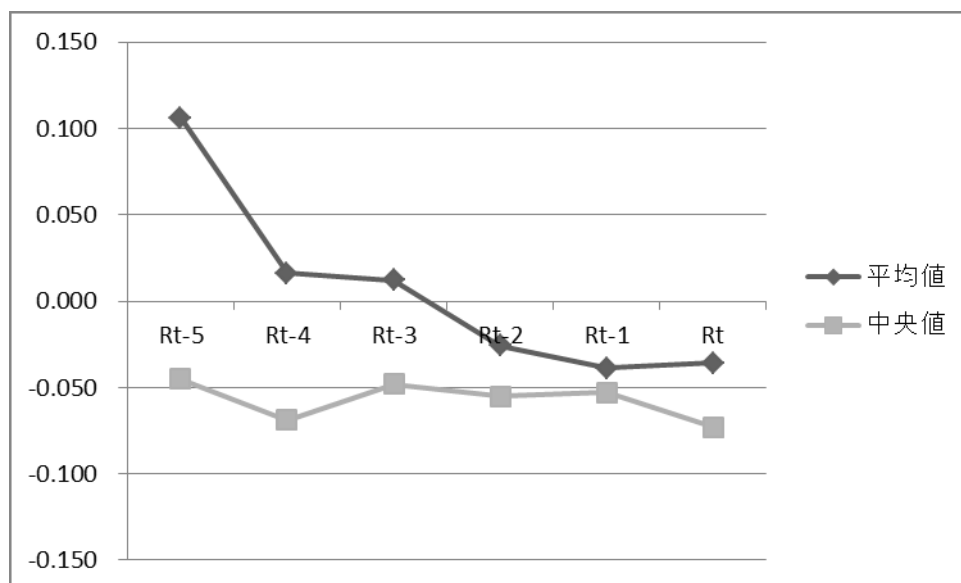
6-4-1 記述統計量と各変数間の相関係数

図表 6-1 は各変数の記述統計量である。期首総資産額に占めるのれん減損損失額の割合は平均2.9%である。また、サンプル企業の $t-5$ 期から t 期にかけての規模調整済バイ・アンド・ホールド異常リターンの推移を図表 6-2 で示している。年次異常リターンは、のれん減損損失計上期まで概ね下落傾向にあることが見て取れる。このことから、市場は企

図表 6-1 記述統計量

	サンプル数	平均値	標準偏差	最小値	中央値	最大値
GWIM	713	0.029	0.074	0.000	0.006	0.538
R_{t-5}	713	0.106	0.809	-0.939	-0.045	4.783
R_{t-4}	713	0.016	0.594	-0.932	-0.069	3.639
R_{t-3}	713	0.012	0.455	-0.808	-0.048	2.458
R_{t-2}	713	-0.026	0.337	-0.778	-0.055	1.425
R_{t-1}	713	-0.039	0.308	-0.778	-0.053	1.166
R_t	713	-0.036	0.389	-0.807	-0.073	1.816
BTMG1	713	0.311	0.463	0.000	0.000	1.000
HGTA	713	0.269	0.444	0.000	0.000	1.000
LROA	713	0.282	0.450	0.000	0.000	1.000

注. 各変数の定義は以下の通りである。GWIM=のれん減損損失額/期首株式時価総額, R_t = t 期末3ヵ月後まで12ヶ月間の規模調整済パイ・アンド・ホールド異常リターン, BTMG1=当期及び前期において、期末のれん減損損失控除前株主資本簿価>期末株式時価総額であり、かつ、前期にのれん減損損失を計上していなければ1、それ以外は0（ただし、のれん減損損失控除前株主資本簿価=期末株主資本簿価+のれん減損損失額), HGTA=当期末及び前期末における(のれん計上額+のれん減損損失額)/(期末のれん減損損失控除前総資産)がいずれもサンプルの中央値よりも大きく、かつ、前期にのれん減損損失を計上していなければ1、それ以外は0, LROA=当期末及び前期末におけるのれん減損損失控除前ROAがいずれも同業種・同年度に属する企業ののれん減損損失控除後ROA平均値よりも低く、かつ、 $t-1$ 期にのれん減損損失を計上していなければ1、それ以外は0。なお、のれん減損損失控除前ROA=営業利益/(期末のれん減損損失控除前総資産)、のれん減損損失控除後ROA=営業利益/期末総資産として算定している。

図表 6-2 $t-5$ 期から t 期までの株価動向

業がのれん減損損失を計上するまでに、それを予測して株価に織り込み始めていることが窺われる。最後に、図表 6-3 は各変数間の相関係数である。各変数間の相関係数に特に大きな値は見られず、多重共線性の問題は存在しないものとして推定を行う。

図表 6-3 相関係数

	GWIM	R _{t-5}	R _{t-4}	R _{t-3}	R _{t-2}	R _{t-1}	R _t	BTMG1	HGTA	LROA
GWIM		-0.051	-0.060	-0.170	-0.225	-0.241	-0.122	0.184	0.191	0.244
R _{t-5}	-0.003		0.045	-0.066	-0.102	-0.009	-0.001	0.014	0.002	-0.059
R _{t-4}	0.068	0.027		0.036	-0.037	-0.019	-0.047	-0.003	0.009	-0.101
R _{t-3}	-0.113	-0.125	0.020		0.045	-0.056	-0.014	-0.048	-0.025	-0.153
R _{t-2}	-0.138	-0.174	-0.132	-0.006		0.132	0.019	-0.035	-0.017	-0.077
R _{t-1}	-0.162	-0.023	-0.086	-0.124	0.083		0.063	-0.040	-0.053	-0.128
R _t	-0.142	-0.078	-0.064	-0.063	-0.079	-0.001		0.022	0.008	-0.138
BTMG1	0.096	-0.005	-0.058	-0.093	-0.052	-0.064	0.017		0.002	0.259
HGTA	0.148	0.013	0.044	-0.005	0.028	-0.076	0.010	0.002		0.140
LROA	0.192	-0.004	-0.067	-0.090	-0.045	-0.123	-0.128	0.259	0.140	

注. 表の左下はピアソンの積率相関係数、右上はスピアマンの順位相関係数である。各変数の定義は以下の通りである。
 GWIM=のれん減損損失額/期首株式時価総額, R_t=t期末3ヵ月後まで12ヶ月間の規模調整済バイ・アンド・ホールド異常リターン, BTMG1=当期及び前期において、期末のれん減損損失控除前株主資本簿価>期末株式時価総額であり、かつ、前期にのれん減損損失を計上していなければ1、それ以外は0（ただし、のれん減損損失控除前株主資本簿価=期末株主資本簿価+のれん減損損失額）、HGTA=当期末及び前期末における(のれん計上額+のれん減損損失額)/(期末のれん減損損失控除前総資産)がいずれもサンプルの中央値よりも大きく、かつ、前期にのれん減損損失を計上していなければ1、それ以外は0, LROA=当期末及び前期末におけるのれん減損損失控除前ROAがいずれも同業種・同年度に属する企業ののれん減損損失控除後ROA平均値よりも低く、かつ、t-1期にのれん減損損失を計上していなければ1、それ以外は0。なお、のれん減損損失控除前ROA=営業利益/(期末のれん減損損失控除前総資産)、のれん減損損失控除後ROA=営業利益/期末総資産として算定している。

6-4-2 仮説の分析結果

図表 6-4 は(1)式の推定結果である。モデル 1 は株式リターン変数のみを回帰させた推定結果であり、モデル 2 は DELAY 変数を加えたフルモデルの推定結果である。まず、モデル 1 の推定結果から、のれん減損損失額は t-4 期を除くすべての年度の株式リターンと有意に負の関係性が示されている。つまり、市場はのれんの減損を事前に予測し、のれん減損損失の計上に先立って徐々に株価へ織り込んでいるということがわかる。よって、この結果から仮説 1 を支持する証拠が得られた。次に、モデル 2 の推定結果から R_t と各 DELAY 変数との交差項の係数は有意な値となっていない一方、R_{t-1}、R_{t-2}、R_{t-3} と BTMG1 の交差項の係数及び R_{t-1}、R_{t-3} と HGTA 及び LROA との交差項の係数は、それぞれ有意に負の値

図表 6-4 分析結果

	期待符号	モデル1		モデル2					
		係数	t値	DELAY=BTMG1		DELAY=HGTA		DELAY=LROA	
				係数	t値	係数	t値	係数	t値
定数項		0.026 ***	6.47	0.023 ***	6.96	0.206 ***	6.22	0.021 ***	5.63
R	(-)	-0.032 ***	-4.88	-0.029 ***	-5.28	-0.029 ***	-5.16	-0.023 ***	-3.86
R _{t-1}	(-)	-0.040 ***	-2.91	-0.030	-1.63	-0.022	-1.13	-0.022	-1.04
R _{t-2}	(-)	-0.032 ***	-2.71	-0.024 **	-2.10	-0.032 **	-2.34	-0.033 ***	-5.72
R _{t-3}	(-)	-0.025 ***	-4.11	-0.017 ***	-8.82	-0.019 ***	-3.59	-0.014 **	-2.57
R _{t-4}	(-)	0.004	0.36	0.002	0.32	-0.001	-0.11	-0.001	-0.11
R _{t-5}	(-)	-0.006 **	-2.09	-0.007 ***	-2.75	-0.007 ***	-2.70	-0.008 ***	-3.32
R*DELAY	(?)			-0.009	-0.37	-0.011	-0.82	-0.026	-0.97
R _{t-1} *DELAY	(-)			-0.058 **	-2.06	-0.067 **	-2.30	-0.057 **	-2.02
R _{t-2} *DELAY	(-)			-0.043 **	-2.07	-0.009	-0.76	0.010	0.39
R _{t-3} *DELAY	(-)			-0.054 **	-2.42	-0.017 ***	-6.46	-0.029 **	-2.44
R _{t-4} *DELAY	(-)			0.019	0.74	0.011	0.82	0.029 ***	2.75
R _{t-5} *DELAY	(-)			0.000	0.04	-0.000	-0.05	0.007	0.84
DELAY	(?)			0.004	0.72	0.018 ***	3.02	0.016 ***	2.98
		R+R*DELAY		-0.038 *	-1.66	-0.041 ***	-2.86	-0.048 **	-2.00
		R _{t-1} +R _{t-1} *DELAY		-0.088 ***	-5.77	-0.090 ***	-5.78	-0.079 ***	-5.90
		R _{t-2} +R _{t-2} *DELAY		-0.067 ***	-3.94	-0.041 ***	-4.13	-0.024	-0.85
		R _{t-3} +R _{t-3} *DELAY		-0.071 ***	-2.94	-0.037 ***	-5.16	-0.043 ***	-3.17
		R _{t-4} +R _{t-4} *DELAY		0.021	0.69	0.010	0.62	0.028 **	1.98
		R _{t-5} +R _{t-5} *DELAY		-0.007	-0.72	-0.007	-0.84	-0.001	-0.12
adjR ²		0.0903		0.1232		0.1120		0.1222	
サンプル数		713		713		713		713	

注. 被説明変数は、GWIM=のれん減損損失額/期首株式時価総額である。各説明変数の定義は以下の通りである。R_t=期末3ヵ月後まで12ヶ月間の規模調整バイ・アンド・ホールド異常リターン、BTMG1=当期及び前期において、期末のれん減損損失控除前株主資本簿価>期末株式時価総額であり、かつ、前期にのれん減損損失を計上していなければ1、それ以外は0（ただし、のれん減損損失控除前株主資本簿価=期末株主資本簿価+のれん減損損失額）、HGTA=当期末及び前期末における（のれん計上額+のれん減損損失額）/（期末のれん減損損失控除前総資産）がいずれもサンプルの中央値よりも大きく、かつ、前期にのれん減損損失を計上していなければ1、それ以外は0、LROA=当期末及び前期末におけるのれん減損損失控除前ROAがいずれも同業種・同年度に属する企業のれん減損損失控除後ROA平均値よりも低く、かつ、t-1期にのれん減損損失を計上していなければ1、それ以外は0。なお、のれん減損損失控除前ROA=営業利益/（期末のれん減損損失控除前総資産）、のれん減損損失控除後ROA=営業利益/期末総資産として算定している。***、**、*は、それぞれ1%水準、5%水準、10%水準で統計的に有意（両側検定）であることを表している。t値は、Petersen(2009)の方法によって企業・年の両方についてクラスター補正した標準誤差によって算定している。

が示されている。このことは、のれん減損損失計上の先送りが行われていると思われる企業は、それ以外の企業と比べて、のれん減損損失計上前の会計年度に市場がのれんの減損を予測して株価に多く織り込んでいるということを示唆しており、仮説2を支持する証拠が得られた。また、表にはないが R_t+R_t*BTMG1 の係数と R_{t-1}+R_{t-1}*BTMG1 の係数との差は 5%水準で 0 とは有意に異なることが示されており（F 値 5.54）、R_t+R_t*HGTA の係数と R_{t-1}+R_{t-1}*HGTA の係数との差も 1%水準で 0 とは有意に異なることが示されている

(F 値 13.88)。このことは、簿価時価比率が 2 期連続して 1 を超える企業やのれん計上額が 2 期連続して相対的に大きな企業は、 t 期よりも $t-1$ 期の株式リターンとのほうがのれん減損損失額との関係性が強いということを示しており、このことから、のれん減損損失が先送りされて計上されている可能性が認められる⁵³。

6-5 追加検証

仮説 2 の検証により、簿価時価比率が 1 を超える企業やのれん計上額が大きな企業、ROA が産業平均を下回る企業について、のれん減損損失の先送りが行われていることを示唆する結果が得られた。ここではさらに、それらの基準をもとにのれん減損損失額を事前にのれん減損の発生が予測されていた部分（期待のれん減損損失額）と予測されていなかった部分（期待外のれん減損損失額）に分けることによって、当期以前の株式リターンとの関係性を調べる。具体的には、簿価時価比率が 1 になる資産評価水準と資産簿価との差額をその企業に期待される減損額（ $EXIM_t^{BTM}$ ）とし、同様に、ROA が産業平均になる資産水準と資産簿価との差額をその企業に期待される減損額（ $EXIM_t^{ROA}$ ）として設定し、その金額をもとに計上されたのれん減損損失額を期待部分と期待外部分に分ける。なお、のれん計上額については、サンプル内の相対的な大きさを基準として用いていることから、のれん減損の発生が予測される資産水準の把握が困難であると思われるため、ここでの検証からは除外することとする。

もし、本章で設定した減損の発生が予測されているのれんについての基準が妥当であるならば、期待のれん減損損失部分は事前にある程度 of れん減損の発生を市場が織り込んでいると考えられるため、当期以前の株式リターンと負の関係性が存在すると思われる。一方、期待外のれん減損損失部分については市場に減損の発生が予測されていないと考えら

⁵³ 異常値処理をしなかった場合、モデル 1 では、当期リターン以外のリターンの係数は有意な値ではなくなった。そのため、本分析の結果は異常値の影響を大きく受けている可能性がある。ただし、モデル 2 については、異常値処理をしなかった場合においても、 R_{t-1} 、 R_{t-2} 、 R_{t-3} と DELAY 変数との交差項の係数の大部分は期待通り有意に負の値が示されており、仮説 2 を支持する頑健的な証拠を示している（Appendix 図表 6-4'参照）。

れるため、当期以前の株式リターンと有意な関係性は存在しないと思われる。

期待外のれん減損損失額と期待のれん減損損失額の算出方法は以下の通りである。なお、分析結果の係数推定値と限界効果の値が非常に小さくなることから、分析に用いる期待外のれん減損損失額 ($UNEXGWIM_t^{BTM}$) 及び期待のれん減損損失額 ($EXGWIM_t^{BTM}$) の数値は、期首株式時価総額に占める割合の百分率を用いている。

まず、簿価時価比率を基準とした場合は、株式時価総額とのれん減損損失控除前株主資本簿価との差額が企業に期待される減損額となるため、

$$EXIM_t^{BTM} = (t \text{ 期末のれん減損損失控除前株主資本簿価} - t \text{ 期末株式時価総額}) / t \text{ 期首株式時価総額} \quad (\text{ただし、} t \text{ 期末のれん減損損失控除前株主資本簿価} < t \text{ 期末株式時価総額のときは } 0)$$

となる。よって、期待外のれん減損損失額及び期待のれん減損損失額は、

$$UNEXGWIM_t^{BTM} = (GWIM_t - EXIM_t^{BTM}) \times 100 \quad (\text{ただし、} UNEXGWIM_t^{BTM} < 0 \text{ のときは } 0)$$

$$EXGWIM_t^{BTM} = (GWIM_t - UNEXGWIM_t^{BTM}) \times 100$$

である。

産業平均 ROA を基準とした場合は、

$$t \text{ 期のれん減損損失控除後産業平均 ROA} = t \text{ 期営業利益} / (t \text{ 期末のれん減損損失控除前総資産} - \text{企業に期待される減損額})$$

となるので、企業に期待される減損額を t 期首株式時価総額でデフレートした値を

$EXIM_t^{ROA}$ として整理すると、

$$EXIM_t^{ROA} = t \text{ 期末のれん減損損失控除前総資産} - (t \text{ 期営業利益} / t \text{ 期のれん減損損失控除後産業平均 ROA}) \quad (\text{ただし、} t \text{ 期のれん減損損失控除後産業平均 ROA} < t \text{ 期のれん減損損失控除前 ROA のときは } 0)$$

となる。よって、期待外のれん減損損失額及び期待のれん減損損失額は、

$$UNEXGWIM_t^{ROA} = (GWIM_t - EXIM_t^{ROA}) \times 100 \quad (\text{ただし、} UNEXGWIM_t^{ROA} < 0 \text{ のときは } 0)$$

$$EXGWIM_t^{ROA} = (GWIM_t - UNEXGWIM_t^{ROA}) \times 100$$

である⁵⁴。

これらの変数を用いることにより、以下の(2)式及び(3)式をトービット・モデルによって推定し、のれん減損損失額の期待外部分と期待部分が当期以前の市場評価に織り込まれていく度合いの違いを検証する。

$$\text{UNEXGWIM}_t^{\text{BTM or ROA}} = \alpha + \beta_1 R_t + \beta_2 R_{t-1} + \beta_3 R_{t-2} + \beta_4 R_{t-3} + \beta_5 R_{t-4} + \beta_6 R_{t-5} + \varepsilon_t \quad (2)$$

$$\text{EXGWIM}_t^{\text{BTM or ROA}} = \alpha + \beta_1 R_t + \beta_2 R_{t-1} + \beta_3 R_{t-2} + \beta_4 R_{t-3} + \beta_5 R_{t-4} + \beta_6 R_{t-5} + \varepsilon_t \quad (3)$$

分析の結果が図表 6-5 及び図表 6-6 に示されている。期待外ののれん減損損失部分は、当期以前の株式リターンとほとんど有意な関係性が見られず、負の値が示されているのも当期と前期の株式リターンの係数のみである。一方、期待されたのれん減損損失部分については、4 期前の株式リターンを除くすべての係数で有意に負の値となっている。また、

図表 6-5 期待外ののれん減損損失と当期以前の株式リターンとの関係性

期待符号	被説明変数=UNEXGWIM ^{BTM}			被説明変数=UNEXGWIM ^{ROA}		
	係数	t値	限界効果	係数	t値	限界効果
定数項	-1.197 ***	-5.07		-0.773 ***	-4.80	
R _t	(?) -0.445	-0.83	-0.174	0.748 ***	3.05	0.286
R _{t-1}	(?) -0.021	-0.03	-0.008	0.439	1.40	0.168
R _{t-2}	(?) 0.430	0.71	0.168	0.385	1.03	0.147
R _{t-3}	(?) 0.077	0.24	0.030	0.147	0.74	0.056
R _{t-4}	(?) 0.628 **	2.01	0.246	0.147	0.64	0.056
R _{t-5}	(?) 0.071	0.37	0.028	0.141	1.02	0.054
Pseudo R ²		0.0027			0.0042	
サンプル数		713			713	

注. 各変数の定義は以下の通りである。UNEXGWIM^{BTM} = (GWIM - EXIM^{BTM}) × 100 (ただし、UNEXGWIM^{BTM} < 0 のときは 0) , なお、EXIM^{BTM} = (期末ののれん減損損失控除前株主資本簿価 - 期末株式時価総額) / 期首株式時価総額 (ただし、期末ののれん減損損失控除前株主資本簿価 < 期末株式時価総額 のときは 0) , UNEXGWIM^{ROA} = (GWIM - EXIM^{ROA}) × 100 (ただし、UNEXGWIM^{ROA} < 0 のときは 0) , なお、EXIM^{ROA} = 期末ののれん減損損失控除前総資産 - (営業利益 / のれん減損損失控除後産業平均 ROA) (ただし、のれん減損損失控除後産業平均 ROA < のれん減損損失控除前 ROA のときは 0) , R_t = t 期末 3 ヶ月後まで 12 ヶ月間の規模調整済パイ・アンド・ホールド異常リターン。***、** は、それぞれ 1% 水準、5% 水準で統計的に有意 (両側検定) であることを表している。t 値は、企業ごとにクラスター補正されたロバスト標準誤差によって算定されている。限界効果は、各説明変数の平均値で評価している。

⁵⁴ UNEXGWIM_t^{BTM}、EXGWIM_t^{BTM}、UNEXGWIM_t^{ROA}、EXGWIM_t^{ROA} の平均値は、それぞれ 0.827、1.976、0.542、2.339 である。

図表 6-6 期待のれん減損損失と当期以前の株式リターンとの関係性

期待符号	被説明変数=EXGWIM ^{BTM}			被説明変数=EXGWIM ^{ROA}		
	係数	t値	限界効果	係数	t値	限界効果
定数項	-1.896 ***	-4.71		-2.772 ***	-5.08	
R _t	(-)	-4.363 ***	-4.10	-1.859	-6.877 ***	-4.48
R _{t-1}	(-)	-7.314 ***	-4.17	-3.117	-8.831 ***	-4.22
R _{t-2}	(-)	-5.363 ***	-4.18	-2.285	-6.060 ***	-3.66
R _{t-3}	(-)	-4.166 ***	-4.65	-1.775	-4.456 ***	-4.50
R _{t-4}	(-)	-0.767	-0.91	-0.327	-0.077	-0.08
R _{t-5}	(-)	-0.839 **	-1.80	-0.357	-1.156 **	-2.13
Pseudo R ²		0.0301			0.0281	
サンプル数		713			713	

注. 各変数の定義は以下の通りである。EXGWIM^{BTM} = (GWIM - UNEXGWIM^{BTM}) × 100, EXGWIM^{ROA} = (GWIM - UNEXGWIM^{ROA}) × 100, R_t = t期末3ヵ月後まで12ヶ月間の規模調整済バイ・アンド・ホールド異常リターン。***, **は、それぞれ1%水準、5%水準で統計的に有意(両側検定)であることを表している。t値は、企業ごとにクラスター補正されたロバスト標準誤差によって算定されている。限界効果は、各説明変数の平均値で評価している。

限界効果についても期待部分の結果が期待外部分の結果を大きく上回っている。この結果は、期待外ののれん減損損失部分のはのれん減損損失の計上前にはその情報が株価の中にほとんど織り込まれていない一方、期待されたのれん減損損失の情報についてはある程度株価に織り込み済みであったということを示唆するものである。したがって、この追加検証の結果から、簿価時価比率や産業平均 ROA によって、のれん減損損失額を事前にのれん減損の発生が予測されていた部分とされていなかった部分に分けることの有用性が確認された⁵⁵。

6-6 小括

本章では、のれん減損損失計上前後におけるのれん減損損失額と株式リターンとの関係性を検証することにより、市場がどのようにしてのれんの減損に関する情報をのれん減損損失計上前の株価に織り込んでいっているのかについて検証した。分析の結果、のれん減損損失額は、4 期前の株式リターンを除くすべての年次リターンと有意に負の関係性が見出され、実際の減損の計上の少なくとも 3 期以上前から株価にのれんの減損に関する情報

⁵⁵ 異常値処理をしなかった場合、各係数の t 値が大きく変動しており、図表 6-4 の結果同様、異常値の影響を大きく受けている可能性が示唆されている (Appendix 図表 6-5'及び図表 6-6'参照)。

が織り込まれ始めているという証拠が得られた。また、簿価時価比率やのれん計上額の規模、ROA をもとに識別されたのれん減損の発生が予測される企業は、その他の企業に比べて、のれん減損損失計上前の会計年度における年次リターンとの負の関係性が有意に大きいことが示された。このことは、のれん減損損失の計上が先送りされている可能性があることを示唆するものである。さらに、追加検証の結果、市場が事前に減損を予測していなかったのれん減損損失部分は、のれん減損損失の計上前にはその情報が株価の中にほとんど織り込まれていない一方、市場が事前に減損を予測していたのれん減損損失の情報については、ある程度株価に織り込み済みであったことが確認された。

本章の結果は、のれん減損損失計上前における市場の長期的な評価を明らかにしている。また、簿価時価比率やのれん計上額、ROA を用いることによって、のれん減損損失の兆候を識別することの有用性について新たな証拠を提示している。

第7章 のれん計上企業における減損損失額の将来キャッシュ・フロー予測能力

7-1 はじめに

のれんが減損しているかどうかを判断するためには、のれんを含む資産グループから将来獲得することの期待されるキャッシュ・フローの額を見積る必要がある。この見積りには、企業の内部情報が反映されることになるため、経営者による将来予測が正しく、かつ、減損損失の計上が適切に行われているとすれば、計上されたのれん減損損失額と将来キャッシュ・フローとの間には負の関係性が示されることになる。米国や国際的な会計基準の下では、のれんの規則的償却が行われないことにより、減損損失額の中に企業の内部情報が反映されやすくなっていることから、のれん減損損失額と将来キャッシュ・フローとの間には負の関係性があることが先行研究において示されている。他方、日本の会計基準では、規則的償却と減損処理を併用することが規定されており、每期継続的にのれん評価額は切り下げられることになっている。このような会計処理が行われる場合、貸借対照表上に計上されるのれんの金額は、米国基準や国際基準を適用している場合に比べて低くなる。このことは、のれんの減損損失が機会主義的な裁量行動に利用されることによる影響が相対的に小さくなる一方、企業の内部情報が反映される範囲も狭められることになりうる。

そこで本章では、のれんの規則的償却が行われている日本の会計基準適用下においても、のれん減損損失額が将来キャッシュ・フローとの間に負の関係性が存在するのかについて検証を行う。加えて、経営者の機会主義的な行動や企業のガバナンス、リストラクチャリング実施の有無といった違いが存在することによって、減損損失額が将来のキャッシュ・フローを予測する能力に違いが生じるかについても分析を行う。

7-2 仮説設定

減損処理は、資産の収益性の低下により投資額の回収が見込めなくなった場合に、その回収可能性を反映させるように帳簿価額を減額する会計処理である（企業会計審議会

2002a、三、3)。減損損失を認識するかどうかの判定及び減損損失額を測定する際に用いられる使用価値の算定には将来キャッシュ・フローを見積る必要があり、この将来キャッシュ・フローは企業に固有の事情を反映した合理的で説明可能な仮定及び予測に基づいて見積ることになる（企業会計審議会 2002a、四、2(4)①）。そして、この見積りを行う際には、企業の中長期計画の前提となった数値や企業が用いている内部情報を考慮することとされている（企業会計基準委員会 2003、第 36 項(1)及び(2)）。つまり、会計基準に基づいて計上された減損損失額には、将来キャッシュ・フローに関する企業の内部情報が反映されているはずである。そこで、以下の仮説を設定する。

仮説 1 のれん及びその他の資産の減損損失額は将来キャッシュ・フローと負の関係性がある。

減損の認識や減損損失額の測定には、将来的な予測などの経営者による見積りを多く必要とするため、経営者による裁量の影響が大きい。そのため、減損損失の計上はビッグ・バスや利益平準化といった機会主義的な裁量行動に用いられている可能性があり、第 5 章の結果を含め、そのことを示唆する研究も多く存在する⁵⁶。そのほか、Ramanna(2008)は、減損損失の計上を先送りしようとする動機も経営者には存在するとしている。このように、減損の認識や減損損失額の測定が機会主義的に行われているとすれば、将来キャッシュ・フローの予測能力は弱められることになる。そこで、以下の仮説を設定する。

仮説 2 機会主義的な減損損失計上を行っていると思われる企業は、そうでない企業に比べて、のれん及びその他の資産の減損損失額と将来キャッシュ・フローとの間の負の関係性が小さい。

⁵⁶ 例えば、Riedl(2004), Beatty and Weber(2006), Ramanna and Watts(2012), 木村(2007), 榎本(2008), 胡・車戸(2012)など。

一方、効果的なガバナンス構造を持つ企業では、将来のキャッシュ・フロー情報がより正確にのれん減損損失額の測定に反映されているものと考えられる。Beasley(1996)や Klein(2002)の研究では、企業のガバナンスと財務報告の質⁵⁷との間に正の関係性があることを示されており、効果的なガバナンス構造を持つ企業ほど、企業の内部情報を用いて予測されたのれんの減損情報が財務諸表上に開示されることになると考えられる。第5章においても示されたように、効果的なガバナンス構造を持つ企業では、のれん減損損失が適切に計上されており、財務報告の質を高めているということが示唆されていることから⁵⁸、以下の仮説を設定する。

仮説3 効果的なガバナンス構造を有する企業は、そうでない企業に比べて、のれん及びその他の資産の減損損失額と将来キャッシュ・フローとの間の負の関係性が大きい。

企業の内部情報に基づいて適切にのれん減損損失が計上された場合、仮説1で提示したように、減損損失額には将来キャッシュ・フローに関する有用な情報が内在していると考えられる。しかし、企業がのれんを含む資産グループに関する事業の廃止や縮小をすることによってコストの削減を行った場合には、必ずしも企業全体としての収益性が低下するとは限らない。つまり、リストラクチャリングを行った結果としてののれん減損損失の計上であった場合には、それが事業計画見直しのシグナルとして業績の好転へと繋がる可能性が考えられる⁵⁹。また、企業にはリストラクチャリングの実施による業績の好転をアピ

⁵⁷ Biddle et al.(2009)は、財務報告の質を「財務報告が、株式投資家に与える企業の事業についての情報（特に、期待キャッシュ・フロー）を伝える精度」と定義している。

⁵⁸ 同様の結果を示している研究として、他に Guler(2007), Verriest and Gaeremynck(2009), AbuGhazaleh et al.(2011)がある。

⁵⁹ Cready et al.(2012)がリストラ費用と将来キャッシュ・フローの増加との間の正の関係性を示している一方、Atiase et al.(2004)はリストラ費用が将来キャッシュ・フローに与える影響はほとんど存在しないと示している。

ールしたいという動機も存在する。そのため、リストラクチャリングを行った会計年度に費用や損失を集中的に計上し、次期以降における業績のV字回復を演出することによって事業構造改革の成功を際立たせようとする考えられる。つまり、リストラクチャリングを行った会計年度におけるビッグ・バスの一環として、のれんやその他の資産の減損損失の計上も利用される可能性がある。リストラクチャリングによって実際に業績が改善した場合であっても、ビッグ・バスの一環として減損損失の計上が行われた場合であっても、リストラ費用を計上していない企業に比べて減損損失額が将来キャッシュ・フローに与える影響は小さいものになる。そこで、以下の仮説を設定する。

仮説 4 リストラ費用計上企業は、リストラ費用非計上企業に比べて、のれん及びその他の資産の減損損失額と将来キャッシュ・フローとの間の負の関係性が小さい。

7-3 リサーチ・デザイン

7-3-1 回帰モデル

本章では、Jarva(2009)を参考として、Barth et al.(2001)に基づく以下の会計発生高成分モデルを用いることによって推定を行う。なお、変数の定義は図表 7-1 にまとめている⁶⁰。

$$CF_{it+j} = \alpha + \beta_1 GWIM_{it} + \beta_2 OIM_{it} + \beta_3 CF_{it} + \beta_4 \Delta AR_{it} + \beta_5 \Delta INV_{it} + \beta_6 \Delta AP_{it} + \beta_7 DEPR_{it} + \beta_8 AMO_{it} + \beta_9 OTHER_{it} + year\ dummies + \varepsilon_{it+j} \quad (1)$$

将来キャッシュ・フローの予測モデルとしては、他にも説明変数として利益を用いるモデルやキャッシュ・フローと総会計発生高を用いるモデル、さらにキャッシュ・フローと短期会計発生高及び長期会計発生高を用いるモデルがある。しかし、利益のボラティリテ

⁶⁰ 本章では、異常値の影響を避けるために、各連続変数について、上下各 1%をそれぞれ 1 パーセンタイル値及び 99 パーセンタイル値に置換処理している。

図表 7-1 変数の定義

変数	定義
被説明変数	
CF_{it+j}	t+j期の営業キャッシュ・フロー/t+j期首株式時価総額
減損損失関連変数	
$GWIM_{it}$	t期ののれん減損損失/t期首株式時価総額
OIM_{it}	t期ののれん以外の減損損失/t期首株式時価総額
機会主義的裁量行動変数(OPP_{it})	
$IDEC_{it}$	t期の減損税金等調整前利益が負であり、かつ(t期の減損税金等調整前利益-t-1期の減損税金等調整前利益)/t期首総資産の値について、その値が負である企業の中央値より小さい場合及び、t期の減損税金等調整前利益が正であり、かつ(t期の減損税金等調整前利益-t-1期の減損税金等調整前利益)/t期首総資産の値について、その値が正である企業の中央値より大きい場合1、それ以外は0 (ただし、減損税金等調整前利益=税金等調整前当期純利益+のれん減損損失)
BTM_{it}	t期及びt-1期において、期末ののれん減損損失控除前株主資本簿価>期末株式時価総額であり、かつ、t-1期にのれん減損損失を計上していなければ1、それ以外は0 (ただし、のれん減損損失控除前株主資本簿価=期末株主資本簿価+のれん減損損失額)
ガバナンス変数(CG_{it})	
$IDRTO_{it}$	t期末社外取締役比率がサンプルの中央値以上であれば1、それ以外は0
$BRDNUM_t$	t期末取締役人数がサンプルの中央値以下であれば1、それ以外は0
リストラ費用関連変数(RES_{it})	
RES_{it}	t年にリストラ関連費用を計上していれば1、それ以外は0
コントロール変数	
CF_{it}	t期の営業キャッシュ・フロー/t期首株式時価総額
ΔAR_{it}	t期の売上債権増加額/t期首株式時価総額
ΔINV_{it}	t期の棚卸資産増加額/t期首株式時価総額
ΔAP_{it}	t期の仕入債務増加額/t期首株式時価総額
$DEPR_{it}$	(t期の減価償却額+t期のその他の償却額)/t期首株式時価総額
AMO_{it}	t期ののれん・負ののれん償却額/t期首株式時価総額
$OTHER_{it}$	t期の税引後経常利益/t期首株式時価総額-($CF_{it}+\Delta AR_{it}+\Delta INV_{it}+\Delta AP_{it}+DEPR_{it}+AMO_{it}$) (ただし、税引後経常利益=当期純利益-特別利益+特別損失)
期待減損損失関連変数	
$EXIM_{it}$	(t期末ののれん減損損失控除前株主資本簿価-t期末の株式時価総額)/t期首株式時価総額 (ただし、 $EXIM_{it}<0$ のときは0)
$UNEXGWIM_{it}$	$GWIM_{it}-EXIM_{it}$ (ただし、 $UNEXGWIM_{it}<0$ のときは0)
$EXGWIM_{it}$	$GWIM_{it}-UNEXGWIM_{it}$
$UNEXOIM_{it}$	$OIM_{it}-(EXIM_{it}-EXGWIM_{it})$ (ただし、 $UNEXOIM_{it}<0$ のときは0)
$EXOIM_{it}$	$OIM_{it}-UNEXOIM_{it}$

ィと将来キャッシュ・フローとの関係性を検証した海老原(2009)において、総会計発生高を各成分に分解して説明変数に加えた会計発生高成分モデルが最も自由度修正済決定係数の値が高く当てはまりが良かったことから、上記の(1)式を用いて分析を行うこととした。

ここで、CFは営業キャッシュ・フローを表しており、被説明変数の CF_{it+j} は、j=1,2,3と置く1~3期後のキャッシュ・フローを表している。GWIMはのれん減損損失額であり、有価証券報告書の注記から手収集によって入手している。そのため、損益計算書上で減損損失として計上されている金額以外に、リストラクチャリング費用の一部として計上されている金額も含まれる。(1)式のGWIM及びOIMの係数によって仮説1の検証を行い、

期待符号はどちらも負である。さらに、当期の営業キャッシュ・フローと総会計発生高を各成分に分解した ΔAR 、 ΔINV 、 ΔAP 、 $DEPR$ 、 AMO 及び $OTHER$ をコントロール変数としてモデルに加える。このモデルでは、売上高のランダムウォーク及び売上高と利益との比例関係が仮定されているため、 CF の係数の期待符号は正となる。また、増加した売上債権は次期に回収されることによりキャッシュ・インフローをもたらすことが期待されることから、 ΔAR の係数の期待符号は正である。増加した棚卸資産についても次期に販売されることによりキャッシュ・インフローをもたらすことが期待されるため、 ΔINV の係数の期待符号は正である。仕入債務の増加は次期の支払いによりキャッシュ・アウトフローをもたらすことが期待されることから、 ΔAP の係数の期待符号は負である。さらに、固定資産の取得は既存の資産からもたらされる以上のキャッシュ・インフローを企業が期待して行う投資であると考えられることから、 $DEPR$ 及び AMO の係数の期待符号は正である。それ以外の発生項目については将来のキャッシュ・フローとの関係性がわからないため、 $OTHER$ の係数の期待符号は不明である。

仮説 2～仮説 4 については、以下の(2)式によって減損損失額が将来キャッシュ・フローに関する情報を伝える能力の違いを検証する。OPP は機会主義的な減損損失計上を行っていると思われる企業を 1 とするダミー変数、CG は効果的なガバナンスを有している企業を 1 とするダミー変数、RES はリストラ費用を計上していれば 1 とするダミー変数であり、GWIM と各ダミー変数との交差項によって、減損損失額が将来キャッシュ・フローに与えている影響に違いがあるかを検証する。ここで、OPP との交差項の係数の期待符号は正、CG との交差項の係数の期待符号は負、RES との交差項の係数の期待符号は正である。

$$\begin{aligned}
 CF_{it+j} = & \alpha + \beta_1 GWIM_{it} + \beta_1 OIM_{it} + \beta_2 CF_{it} + \beta_3 \Delta AR_{it} + \beta_4 \Delta INV_{it} + \beta_5 \Delta AP_{it} + \beta_6 DEPR_{it} + \beta_7 AMO_{it} \\
 & + \beta_8 OTHER_{it} + \beta_9 GWIM_{it} * (OPP_{it} \text{ or } CG_{it} \text{ or } RES_{it}) + \beta_9 OIM_{it} * (OPP_{it} \text{ or } CG_{it} \text{ or } \\
 & RES_{it}) + \beta_{10} (OPP_{it} \text{ or } CG_{it} \text{ or } RES_{it}) + year\ dummies + \varepsilon_{it+j} \quad (2)
 \end{aligned}$$

機会主義的な減損損失計上を行っていると思われる企業とそうでない企業及び効果的なガバナンス構造を有する企業とそうでない企業とにそれぞれサンプルを分割するため、基準となる要因ごとに検証を行うこととする。

まず、前年度からの利益変化及び利益水準(IDEC)及び簿価時価比率(BTM)によって、機会主義的な減損損失計上を行っていると思われる企業を識別する。Riedl(2004)では、前年度からの利益変化及び利益水準が低ければビッグ・バス、高ければ利益平準化といった利益減少型の利益マネジメントを行う動機がそれぞれ存在するとしている。そのため、ビッグ・バスまたは利益平準化を行う動機が存在する企業とそうでない企業にサンプルを分割した検証を行う。ビッグ・バスや利益平準化に減損損失が用いられているとすれば、減損損失額が将来キャッシュ・フローに関する情報を反映する能力は弱くなると考えられるため、IDEC と GWIM 及び OIM との交差項の係数の期待符号は正になる。

さらに、Beatty and Weber(2006)は、株主資本簿価が株式時価総額を上回っている場合には、その企業に減損が生じている可能性があり、そのような場合、実際には減損が発生しているにも関わらず、減損損失の計上を先送りするという経営者の裁量が働いていることになるとしている。そこで本章では、前期末時点での株主資本簿価が株式時価総額を上回っているか否かでサンプルを分割して検証を行う。これは、前期末時点で減損が発生していた可能性があったにも関わらず、減損損失の計上を当期に先送りした可能性のある企業を識別している。減損損失計上の先送りが行われているとすれば、減損損失額が将来キャッシュ・フローに関する情報を反映する能力は弱くなると考えられるため、BTM と GWIM との交差項の係数の期待符号は正になる。

効果的なガバナンス構造を持つ企業については、社外取締役比率(IDRTO)及び取締役会の規模(BRDNUM)によりサンプルを分割して検証を行う。企業のガバナンス構造を捉える変数としては複数の候補が考えられるが、本章では取締役の影響に注目することとする。社外取締役比率について、企業内部の取締役が自身のキャリアについて経営者と直接結びつけられている一方、社外取締役はより独立した視点で経営者の行動を監視できるものと

思われる (Byrd and Hickman 1992)。また、取締役会の規模について、規模が大きくなるほど、各取締役間でのコミュニケーションや意思決定を行うことが煩雑になり、経営者に対する効果的なモニタリングができなくなる可能性がある (Jensen 1993)。よって、社外取締役比率についてはサンプルの中央値以上の場合、取締役の人数についてはサンプルの中央値以下の場合にそれぞれ効果的なガバナンス構造を持つものとする

なお、年度効果をコントロールするために、各回帰式には年度ダミー (year dummies) を加えて推定を行うこととする。

7-3-2 サンプル選択

本章の分析におけるサンプル期間は、2007 年 3 月期から 2012 年 12 月期である。日本における減損会計基準の強制適用が開始されたのは 2006 年 3 月期からであるが、適用初年度において計上された減損損失額の中には、のれん減損損失を計上した会計年度以前に蓄積されていた減損部分も含まれているものと思われる。そこで、この影響を取り除くために 2007 年 3 月期をサンプルの開始年度としている。さらに、以下の 4 つの要件を満たす企業年度をサンプルとして抽出する。①銀行・証券・保険・その他金融以外の業種に属している。②日本の会計基準を適用した上場企業である。③決算月数が 12 ヶ月である。④期末時点における貸借対照表上にのれんが計上されているか、または、のれん減損損失を計上している企業である。⑤分析に必要なデータが入手可能である。

なお、財務データは日本経済新聞デジタルメディアの『NEEDS-Financial QUEST』から、コーポレート・ガバナンスに関するデータは『NEEDS-Cges』からそれぞれ入手した。以上の要件を満たしたサンプルは 6,816 企業・年である。ただし、2008 年 1 月期以前のリストラ費用に関するデータは、データベース上から入手不可能である。そのため、仮説 4 の検証についてのみ、サンプル期間は、2008 年 2 月期から 2012 年 12 月期までとし、分析に用いられるサンプルは 5,690 企業・年である。

7-4 分析結果

7-4-1 記述統計量及び各変数間の相関係数

図表 7-2 は、各変数の記述統計量である。営業キャッシュ・フローが期首株式時価総額に占める割合は平均 14～16%台であり、 t 期から $t+1$ 期にかけて幾分増加するが、その後はほぼ一定である。なお、AMO の最小値が負の値となっているのは、負ののれんの償却額についても含まれているためである。図表 7-3 は、各変数間の相関係数である。コントロール変数間に一部大きな相関係数の値は示されているが、各説明変数の VIF の値は最大でも OTHER の 7.74 であり、いずれも 10 未満であることから、多重共線性の問題は存在しないものとして推定を行う。

図表 7-2 記述統計量

	サンプル数	平均値	標準偏差	最小値	中央値	最大値
CF _{t+1}	6816	0.162	0.236	-0.462	0.120	1.271
CF _{t+2}	5554	0.163	0.220	-0.347	0.119	1.192
CF _{t+3}	4356	0.162	0.214	-0.326	0.114	1.198
GWIM	6816	0.003	0.014	0.000	0.000	0.103
OIM	6816	0.010	0.030	0.000	0.000	0.213
CF _t	6816	0.149	0.232	-0.512	0.115	1.160
ΔAR	6816	0.000	0.149	-0.631	0.003	0.602
ΔINV	6816	-0.003	0.112	-0.582	0.001	0.432
ΔAP	6816	-0.002	0.124	-0.533	0.000	0.507
DEPR	6816	0.091	0.097	0.003	0.060	0.555
AMO	6816	0.010	0.021	-0.017	0.002	0.129
OTHER	6816	-0.199	0.371	-1.879	-0.136	0.938
IDEC	6816	0.338	0.473	0.000	0.000	1.000
BTM	6816	0.376	0.484	0.000	0.000	1.000
IDRTO	6550	0.500	0.500	0.000	0.000	1.000
BRDNUM	6550	0.503	0.500	0.000	1.000	1.000
RES	5690	0.184	0.388	0.000	0.000	1.000

注. CF_t= t 期の営業キャッシュ・フロー/ t 期首株式時価総額, GWIM=のれん減損損失/ t 期首株式時価総額, OIM=のれん以外の減損損失/ t 期首株式時価総額, ΔAR=売上債権増加額/ t 期首株式時価総額, ΔINV=棚卸資産増加額/ t 期首株式時価総額, ΔAP=仕入債務増加額/ t 期首株式時価総額, DEPR=(減価償却額+その他の償却額)/ t 期首株式時価総額, AMO=のれん・負ののれん償却額/ t 期首株式時価総額, OTHER=(税引後経常利益/ t 期首株式時価総額) - (CF_t + ΔAR + ΔINV + ΔAP + DEPR + AMO) (ただし、税引後経常利益 = 当期純利益 - 特別利益 + 特別損失), IDEC=減損税金等調整前利益が負であり、かつ(当期減損税金等調整前利益 - 前期減損税金等調整前利益)/ t 期首総資産の値について、その値が負である企業の中央値より小さい場合及び、当期減損税金等調整前利益が正であり、かつ(当期減損税金等調整前利益 - 前期減損税金等調整前利益)/ t 期首総資産の値について、その値が正である企業の中央値より大きい場合1、それ以外は0 (ただし、減損税金等調整前利益 = 税金等調整前当期純利益 + のれん減損損失), BTM=当期及び前期において、期末のれん減損損失控除前株主資本簿価 > 期末株式時価総額であり、かつ、前期にのれん減損損失を計上していなければ1、それ以外は0 (ただし、のれん減損損失控除前株主資本簿価 = 期末株主資本簿価 + のれん減損損失額), IDRTO=期末社外取締役比率がサンプルの中央値以上であれば1、それ以外は0, BRDNUM=期末取締役人数がサンプルの中央値以下であれば1、それ以外は0, RES=当期にリストラ関連費用を計上していれば1、それ以外は0。

図表 7-3 相関係数

	CF _{it+1}	CF _{it+2}	CF _{it+3}	GWIM	OIM	CF	ΔAR	ΔINV	ΔAP	DEPR	AMO	OTHER	IDEC	BTM	IDRTO	BRDNUM	RES
CF _{it+1}		0.4747	0.4685	-0.0734	0.1432	0.4148	0.0916	-0.0990	0.0036	0.4901	0.0735	-0.3014	0.0040	0.2047	-0.0539	-0.0667	0.0102
CF _{it+2}	0.5011		0.5334	-0.0702	0.1571	0.4346	0.0683	-0.0505	0.0160	0.4871	0.0759	-0.3135	0.0135	0.1909	-0.0715	-0.0735	0.0066
CF _{it+3}	0.4731	0.5635		-0.0761	0.1444	0.4303	0.1064	-0.0854	0.0446	0.5007	0.0742	-0.3453	0.0418	0.1629	-0.0640	-0.0776	0.0051
GWIM	-0.0308	-0.0239	-0.0222		0.2158	-0.1043	-0.0800	-0.0376	-0.0600	-0.0258	0.0953	0.0503	0.0979	-0.0873	0.0439	0.0731	0.0749
OIM	0.1490	0.1512	0.1230	0.2028		0.1120	-0.0286	-0.0935	-0.0368	0.3022	0.0373	-0.1529	0.0959	0.0200	0.0462	-0.0437	0.1289
CF	0.4469	0.4284	0.4112	-0.0534	0.0926		-0.0385	-0.2945	0.1215	0.4860	0.0805	-0.4863	0.0006	0.2289	-0.0367	-0.0808	0.0020
ΔAR	0.1206	0.0915	0.0919	-0.1047	-0.0395	-0.0661		0.1325	0.6132	-0.0082	-0.0094	-0.4824	-0.0179	-0.1348	0.0645	-0.0183	-0.0432
ΔINV	-0.1743	-0.0834	-0.1339	-0.0591	-0.1104	-0.4113	0.0820		0.2347	-0.1663	-0.0452	-0.0866	-0.0925	-0.1663	-0.0152	-0.0294	-0.1019
ΔAP	0.0301	0.0471	0.0287	-0.0593	-0.0202	0.1325	0.6886	0.2340		-0.0376	-0.0049	-0.6311	-0.0280	-0.1084	0.0485	0.0113	-0.0198
DEPR	0.5180	0.5104	0.5080	0.0617	0.3051	0.5030	0.0393	-0.2102	0.0142		0.0288	-0.5141	0.0652	0.2852	-0.0483	-0.1179	0.1135
AMO	0.1395	0.1559	0.1635	0.1908	0.1078	0.1120	-0.0183	-0.0382	-0.0022	0.1341		-0.1281	0.0745	0.0604	0.0418	0.1336	0.0251
OTHER	-0.3068	-0.3131	-0.3062	0.0201	-0.1346	-0.4647	-0.5751	-0.0866	-0.7665	-0.5200	-0.1868		-0.0254	-0.0805	-0.0146	0.0398	-0.0030
IDEC	0.0541	0.0560	0.0815	0.1129	0.1234	0.0523	-0.0236	-0.0902	-0.0297	0.0956	0.0879	-0.0561		-0.0126	0.0074	0.1214	0.0700
BTM	0.1686	0.1798	0.1538	-0.0199	0.0652	0.1864	-0.1136	-0.1481	-0.1120	0.2444	0.0484	-0.0572	-0.0126		-0.1371	0.0438	-0.0311
IDRTO	-0.0687	-0.0701	-0.0765	0.0096	-0.0145	-0.0537	0.0475	0.0344	0.0565	-0.0662	0.0356	-0.0150	0.0074	-0.1371		-0.1211	0.0961
BRDNUM	-0.0207	-0.0170	-0.0164	0.1188	0.0762	-0.0363	-0.0267	-0.0179	-0.0083	-0.0436	0.1540	0.0130	0.1214	0.0438	-0.1211		-0.0584
RES	0.0072	-0.0190	-0.0154	0.0182	0.0810	-0.0016	-0.0328	-0.0683	-0.0095	0.0962	-0.0005	-0.0211	0.0700	-0.0311	0.0961	-0.0584	

注. 表の左下はピアソンの積率相関係数、右上はスピアマンの順位相関係数である。CF_t=t期の営業キャッシュ・フロー/t期首株式時価総額、GWIM=のれん減損損失/期首株式時価総額、OIM=のれん以外の減損損失/期首株式時価総額、ΔAR=売上債権増加額/期首株式時価総額、ΔINV=棚卸資産増加額/期首株式時価総額、ΔAP=仕入債務増加額/期首株式時価総額、DEPR=(減価償却額+その他の償却額)/期首株式時価総額、AMO=のれん・負ののれん償却額/期首株式時価総額、OTHER=(税引後経常利益/期首株式時価総額)－(CF+ΔAR+ΔINV+ΔAP+DEPR+AMO)（ただし、税引後経常利益＝当期純利益－特別利益＋特別損失）、IDEC=減損税金等調整前利益が負であり、かつ(当期減損税金等調整前利益－前期減損税金等調整前利益)/期首総資産の値について、その値が負である企業の中央値より小さい場合及び、当期減損税金等調整前利益が正であり、かつ(当期減損税金等調整前利益－前期減損税金等調整前利益)/期首総資産の値について、その値が正である企業の中央値より大きい場合1、それ以外は0（ただし、減損税金等調整前利益＝税金等調整前当期純利益＋のれん減損損失）、BTM=当期及び前期において、期末ののれん減損損失控除前株主資本簿価＞期末株式時価総額であり、かつ、前期にのれん減損損失を計上していなければ1、それ以外は0（ただし、のれん減損損失控除前株主資本簿価＝期末株主資本簿価＋のれん減損損失額）、IDRTO=期末社外取締役比率がサンプルの中央値以上であれば1、それ以外は0、BRDNUM=期末取締役人数がサンプルの中央値以下であれば1、それ以外は0、RES=当期にリストラ関連費用を計上していれば1、それ以外は0。

7-4-2 仮説の分析結果

(1)式の推定結果が図表 7-4 である。GWIM の係数はすべて期待通り負の値が示されており、1 期後及び 2 期後のキャッシュ・フローに対して有意な値となっている。したがって、のれん減損損失額には、2 期後のキャッシュ・フローに関する情報までが反映されていることが示された。一方、その他の資産の減損損失額については有意な値が示されておらず、のれん計上企業において、のれん以外の資産の減損損失額が将来キャッシュ・フローに関する情報を反映していることを示す証拠は得られなかった。この結果は、サンプルの選択基準によって、のれん計上企業のみが分析対象となっていることが影響しているものと思われる。よって、のれん減損損失額に関してのみ仮説 1 を支持する証拠が得られた⁶¹。

図表 7-4 仮説 1 の分析結果

期待符号	CF _{t+1}		CF _{t+2}		CF _{t+3}	
	係数	t値	係数	t値	係数	t値
定数項	-0.003	-1.10	0.007 ***	3.08	0.078 ***	11.37
GWIM (－)	-0.427 ***	-4.27	-0.350 **	-2.26	-0.392	-1.00
OIM (－)	0.078	0.41	0.145	0.65	0.021	0.13
CF (＋)	0.416 ***	36.61	0.404 ***	13.92	0.330 ***	7.74
ΔAR (＋)	0.514 ***	49.27	0.322 ***	4.81	0.359 ***	4.92
ΔINV (＋)	0.283 ***	4.65	0.421 ***	5.29	0.268 ***	3.90
ΔAP (－)	-0.144	-0.96	0.072	0.69	-0.081	-0.55
DEPR (＋)	0.999 ***	7.82	1.031 ***	9.65	0.997 ***	5.91
AMO (＋)	1.180 ***	3.31	1.199 ***	8.68	1.174 **	2.47
OTHER (？)	0.157 **	2.17	0.204 ***	4.40	0.144	1.38
<i>Year Dummies</i>	included		included		included	
adjR ²	0.3677		0.3489		0.3395	
サンプル数	6816		5554		4356	

注. 各変数の定義は以下の通りである。CF_t=t期の営業キャッシュ・フロー/t期首株式時価総額, GWIM=のれん減損損失/期首株式時価総額, OIM=のれん以外の減損損失/期首株式時価総額, ΔAR=売上債権増加額/期首株式時価総額, ΔINV=棚卸資産増加額/期首株式時価総額, ΔAP=仕入債務増加額/期首株式時価総額, DEPR=(減価償却額+その他の償却額)/期首株式時価総額, AMO=のれん・負ののれん償却額/期首株式時価総額, OTHER=(税引後経常利益/期首株式時価総額)－(CF+ΔAR+ΔINV+ΔAP+DEPR+AMO) (ただし、税引後経常利益＝当期純利益－特別利益+特別損失), *Year Dummies*=年度ダミー。***、**は、それぞれ1%水準、5%水準で統計的に有意(両側検定)であることを表している。t値は、Petersen(2009)の方法によって企業・年の両方についてクラスター補正した標準誤差によって算定している。

⁶¹ ただし、異常値処理をしなかった場合、OIM の係数は 1 期後及び 2 期後のキャッシュ・フローに対して 10%水準では在るが有意に正の値を示している (Appendix 図表 7-4'参照)。

図表 7-5 は、仮説 2 に関する分析結果である。本章で設定した機会主義的な減損損失計上を行っていると思われる企業を表す 2 つのダミー変数である IDEC と BTM は、それぞれ GWIM との交差項と 1 期後のキャッシュ・フローとの間に期待通り有意に正の関係性を示している。このことは、機会主義的な減損損失計上を行っていると思われる企業は、それ以外の企業に比べて、のれん減損損失額が 1 期後のキャッシュ・フローに関する情報を反映できていないことを表している。また、BTM を用いた分析における GWIM の係数は、3 期後のキャッシュ・フローまでに対して有意に負の値が示されている。この結果は、のれん減損損失の計上が適時に行われていると思われる企業では、のれん減損損失額が 3 期後のキャッシュ・フローに関する情報までを反映しているということを表しており、適時的な のれん減損情報の有用性を示唆する証拠である。しかし、3 期後のキャッシュ・フローに対する GWIM と IDEC との交差項の係数は、期待とは異なり有意に負の値が示された。このことは、利益減少型の利益マネジメントを行う動機のある企業のほうが、3 期後のキャッシュ・フロー情報をより良く反映しているということを表している。この結果の解釈は難しいが、企業が利益減少型の利益マネジメントを行うために将来的な費用部分についても当期に集中して損失計上したことが、このような数期先のキャッシュ・フローとの関係性について影響を与えたのかもしれない。なお、のれん以外の資産に関する交差項係数については有意な値が示されていない。よって、のれん減損損失額と 1 期後のキャッシュ・フローとの間の関係性についてのみ、仮説 2 を支持する証拠が得られた⁶²。

図表 7-6 は、仮説 3 に関する分析結果である。各交差項の係数は、ほとんどが期待通り負の値が示されているものの、有意な値となっているのは、IDRTO を用いた分析における GWIM の交差項と 1 期後のキャッシュ・フローとの関係性及び BRDNUM を用いた分析における OIM の交差項と 3 期後のキャッシュ・フローとの関係性がともに 10%水準で有意となっているのみである。したがって、この結果からは、ガバナンス構造によって減

⁶² ただし、異常値処理をしなかった場合、各交差項の係数に有意に正の値は示されておらず、異常値の影響を受けていることが見て取れる（Appendix 図表 7-5'参照）。

図表 7-5 仮説 2 の分析結果

期待符号	OPP=IDEC								OPP=BTM							
	CF _{t+1}		CF _{t+2}		CF _{t+3}		CF _{t+1}		CF _{t+2}		CF _{t+3}		CF _{t+1}		CF _{t+2}	
	係数	t値	係数	t値	係数	t値	係数	t値	係数	t値	係数	t値	係数	t値	係数	t値
定数項	-0.004	-0.37	0.006	1.34	0.073 ***	9.66	-0.004 **	-2.01	0.046 **	1.98	0.074 ***	10.43	-0.004 **	-2.01	0.046 **	1.98
GWIM (－)	-0.794 ***	-3.89	-0.157	-0.46	-0.087	-0.26	-0.467 ***	-4.84	-0.453 ***	-4.15	-0.613 ***	-3.78	-0.467 ***	-4.84	-0.453 ***	-4.15
OIM (－)	0.242	0.77	0.178	0.79	-0.067	-0.37	0.099	0.50	0.151	0.58	0.083	0.73	0.099	0.50	0.151	0.58
GWIM*OPP (＋)	0.618 **	2.32	-0.325	-0.87	-0.544 ***	-2.58	0.150 ***	2.75	0.409	1.23	0.744	1.12	0.150 ***	2.75	0.409	1.23
OIM*OPP (＋)	-0.328	-0.97	-0.072	-0.52	0.130	0.27	-0.032	-0.15	-0.001	-0.01	-0.136	-1.00	-0.032	-0.15	-0.001	-0.01
OPP (？)	0.003	0.51	0.004	0.40	0.012 *	1.66	0.012	1.28	0.021 ***	2.64	0.011	1.55	0.012	1.28	0.021 ***	2.64
Control Variables	included		included		included		included		included		included		included		included	
GWIM+GWIM*OPP	-0.177	-1.13	-0.483 ***	-4.33	-0.631	-1.42	-0.317 ***	-2.70	-0.044	-0.13	0.131	0.17	-0.317 ***	-2.70	-0.044	-0.13
OIM+OIM*OPP	-0.086	-0.47	0.106	0.44	0.063	0.18	0.067	0.28	0.150	0.51	-0.053	-0.24	0.067	0.28	0.150	0.51
adjR ²	0.3680		0.3487		0.3400		0.3680		0.3508		0.3402		0.3680		0.3508	
サンプル数	6816		5554		4356		6816		5554		4356		6816		5554	

注. 各変数の定義は以下の通りである。CF_t=t期の営業キャッシュ・フロー/t期首株式時価総額, GWIM=のれん減損損失/期首株式時価総額, OIM=のれん以外の減損損失/期首株式時価総額, IDEC=減損税金等調整前利益が負であり、かつ(当期減損税金等調整前利益－前期減損税金等調整前利益)/期首総資産の値について、その値が負である企業の中央値より小さい場合及び、当期減損税金等調整前利益が正であり、かつ(当期減損税金等調整前利益－前期減損税金等調整前利益)/期首総資産の値について、その値が正である企業の中央値より大きい場合1、それ以外は0 (ただし、減損税金等調整前利益＝税金等調整前当期純利益+のれん減損損失), BTM=当期及び前期において、期末のれん減損損失控除前株主資本簿価>期末株式時価総額であり、かつ、前期にのれん減損損失を計上していなければ1、それ以外は0 (ただし、のれん減損損失控除前株主資本簿価＝期末株主資本簿価+のれん減損損失額), Control Variablesは、ΔAR=売上債権増加額/期首株式時価総額, ΔINV=棚卸資産増加額/期首株式時価総額, ΔAP=仕入債務増加額/期首株式時価総額, DEPR=(減価償却額+その他の償却額)/期首株式時価総額, AMO=のれん・負ののれん償却額/期首株式時価総額, OTHER=(税引後経常利益/期首株式時価総額)－(CF+ΔAR+ΔINV+ΔAP+DEPR+AMO) (ただし、税引後経常利益＝当期純利益－特別利益+特別損失), Year Dummies=年度ダミーである。***、**、*は、それぞれ1%水準、5%水準、10%水準で統計的に有意(両側検定)であることを表している。t値は、Petersen(2009)の方法によって企業・年の両方についてクラスター補正した標準誤差によって算定している。

図表 7-6 仮説 3 の分析結果

期待符号	CG=IDRTO						CG=BRDNUM					
	CF _{t+1}		CF _{t+2}		CF _{t+3}		CF _{t+1}		CF _{t+2}		CF _{t+3}	
	係数	t値	係数	t値	係数	t値	係数	t値	係数	t値	係数	t値
定数項	0.002	0.60	0.013 ***	6.00	0.089 ***	16.91	-0.003	-0.83	0.006 *	1.88	0.076 ***	7.90
GWIM (－)	0.021	0.08	-0.235 ***	-2.80	-0.310	-0.82	0.265	0.53	-0.295	-0.45	-0.293	-0.54
OIM (－)	0.153	0.66	0.136	0.52	0.072	0.41	0.278	0.82	0.175	0.42	0.353	1.04
GWIM*CG (－)	-0.758 *	-1.87	-0.199	-0.96	-0.113	-0.58	-0.800	-1.48	-0.059	-0.06	-0.078	-0.12
OIM*CG (－)	-0.112	-0.64	0.011	0.09	-0.127	-1.05	-0.231	-0.89	-0.044	-0.11	-0.458 *	-1.64
CG (？)	-0.009 *	-1.87	-0.015 ***	-3.56	-0.018 ***	-3.82	0.002	0.59	0.001	0.27	0.004	0.59
<i>Control Variables</i>	included		included		included		included		included		included	
GWIM+GWIM*CG	-0.737 ***	-3.34	-0.434 *	-1.76	-0.423	-0.97	-0.535 ***	-4.09	-0.354	-0.99	-0.370	-0.84
OIM+OIM*CG	0.041	0.23	0.147	0.77	-0.055	-0.31	0.048	0.27	0.132	0.61	-0.106	-0.61
adjR ²	0.3731		0.3505		0.3411		0.3724		0.3493		0.3396	
サンプル数	6550		5537		4350		6550		5537		4350	

注. 各変数の定義は以下の通りである。CF_t=t期の営業キャッシュ・フロー/t期首株式時価総額, GWIM=のれん減損損失/期首株式時価総額, OIM=のれん以外の減損損失/期首株式時価総額, IDRTO=期末社外取締役比率がサンプルの中央値以上であれば1, それ以外は0, BRDNUM=期末取締役人数がサンプルの中央値以下であれば1, それ以外は0, *Control Variables*は、 ΔAR =売上債権増加額/期首株式時価総額, ΔINV =棚卸資産増加額/期首株式時価総額, ΔAP =仕入債務増加額/期首株式時価総額, $DEPR$ =(減価償却額+その他の償却額)/期首株式時価総額, AMO =のれん・負ののれん償却額/期首株式時価総額, $OTHER$ =(税引後経常利益/期首株式時価総額)－(CF+ ΔAR + ΔINV + ΔAP + $DEPR$ + AMO) (ただし、税引後経常利益＝当期純利益－特別利益+特別損失), *Year Dummies*=年度ダミーである。***、**、*は、それぞれ1%水準、5%水準、10%水準で統計的に有意(両側検定)であることを表している。t値は、Petersen(2009)の方法によって企業・年の両方についてクラスター補正した標準誤差によって算定している。

損損失額が将来キャッシュ・フロー情報を伝える能力に違いが存在することについての強い証拠を得ることはできなかった。ただし、1期後のキャッシュ・フローに対する $GWIM+GWIM*CG$ の係数はどちらも1%水準で有意な値が示されていることから、効果的なガバナンス構造を有する企業におけるのれん減損損失額には、将来キャッシュ・フローに関する情報が反映されているということとは示されている⁶³。

図表 7-7 は、仮説 4 に関する分析結果である。GWIM と RES との交差項の係数は、3 期後のキャッシュ・フローに関して期待通り有意に正の値が示された。この結果がリストラクチャリング実施による業績改善の効果によるものかビッグ・バスによる損失の過大計上の影響によるものか判断

図表 7-7 仮説 4 の分析結果

期待符号	CF _{t+1}		CF _{t+2}		CF _{t+3}	
	係数	t値	係数	t値	係数	t値
定数項	0.036 ***	4.49	0.071 ***	11.06	0.069 ***	12.35
GWIM (－)	-0.435	-2.14	-0.353	-1.47	-0.526	-1.31
OIM (－)	0.127	0.71	0.145	0.74	-0.043	-0.22
GWIM*RES (＋)	0.055	0.07	-0.031	-0.16	0.590 **	2.06
OIM*RES (＋)	-0.031	-0.08	0.057	0.23	0.065	0.64
RES (？)	-0.014	-1.03	-0.027 ***	-3.36	-0.028 ***	-4.53
<i>Control Variables</i>	included		included		included	
GWIM+GWIM*RES	-0.380	-0.59	-0.384	-0.61	0.063	0.09
OIM+OIM*RES	0.096	0.24	0.202	0.51	0.023	0.12
adjR ²	0.3560		0.3386		0.3357	
サンプル数	5690		4474		3316	

注. 各変数の定義は以下の通りである。CF_t=t期の営業キャッシュ・フロー/t期首株式時価総額, GWIM=のれん減損損失/期首株式時価総額, OIM=のれん以外の減損損失/期首株式時価総額, RES=当期にリストラ関連費用を計上していれば1、それ以外は0, *Control Variables*は、 ΔAR =売上債権増加額/期首株式時価総額, ΔINV =棚卸資産増加額/期首株式時価総額, ΔAP =仕入債務増加額/期首株式時価総額, $DEPR$ =(減価償却額+その他の償却額)/期首株式時価総額, AMO =のれん・負ののれん償却額/期首株式時価総額, $OTHER$ =(税引後経常利益/期首株式時価総額)－(CF+ ΔAR + ΔINV + ΔAP + $DEPR$ + AMO) (ただし、税引後経常利益=当期純利益-特別利益+特別損失), *Year Dummies*=年度ダミーである。***、**は、それぞれ1%水準、5%水準で統計的に有意(両側検定)であることを表している。t値は、Petersen(2009)の方法によって企業・年の両方についてクラスター補正した標準誤差によって算定している。

⁶³ 異常値処理をしなかった場合、IDRTO との交差項の係数が2つ1%水準で有意な結果が現れたものの、OIMに関する交差項の係数については、期待に反して正に有意な値が示されたものも存在する。そのため、異常値処理をした場合同様、効果的なガバナンス構造を持つ企業ほど、のれんの減損情報が財務諸表上により良く反映されているという強い証拠は示されていないといえる (Appendix 7-6参照)。

することはできない。しかし、リストラ費用との同時計上による効果が3期後になって現れるという証拠は示され、仮説4を支持する証拠が得られた⁶⁴。

これらの結果を総合すると、のれん計上企業について、のれん減損損失額には将来キャッシュ・フローに関する情報が反映されていることが示された一方、その他の資産の減損損失額からはそのような証拠が見出されなかった。また、ガバナンス構造が将来キャッシュ・フローに関する情報をのれん減損損失額に反映させる能力に影響を与えるという強い証拠は得られなかったものの、利益マネジメントを行っていると思われる企業では、1期後のキャッシュ・フローに関する情報を反映する能力が有意に低くなることが明らかとなった。さらに、リストラクチャリングの実施については、のれん減損損失計上の3期後になって、有意にその影響が現れるということが明らかとなった。

7-5 追加検証

前節の分析結果では、期末時点での株主資本簿価が株式時価総額を上回っている場合に減損が生じていることが期待される状態であるとし、そのような企業では減損損失の計上が先送りされている可能性があることを示唆する証拠が得られた。ここでは、期末におけるのれん減損損失額の影響を受ける前の株主資本簿価が株式時価総額を上回る部分を期待減損損失額と定義し、この額から実際に計上された減損損失額を期待部分と期待外部分に分けることによって、それらの将来キャッシュ・フローに対する影響の違いを検証することとする。検証に用いる回帰モデルについては、(1)式における減損損失関連変数を置き換えることにより、以下の(3)式を推定する

$$CF_{it+j} = \alpha + \beta_1 UNEXGWIM_{it} + \beta_2 EXGWIM_{it} + \beta_3 UNEXOIM_{it} + \beta_4 EXOIM_{it} + \beta_5 CF_{it} + \beta_6 \Delta AR_{it} + \beta_7 \Delta INV_{it} + \beta_8 \Delta AP_{it} + \beta_9 DEPR_{it} + \beta_{10} AMO_{it} + \beta_{11} OTHER_{it} + year\ dummies + \varepsilon_{it+j} \quad (3)$$

日本を含む各国の会計基準では、のれんを含む資産グループに減損損失が生じた場合には、その

⁶⁴ 異常値処理をしなかった場合、各交差項の係数に有意な値は示されていない。そのため、本分析の結果は異常値の影響を強く受けている可能性がある (Appendix 7-7参照)。

資産グループの超過収益力が失われたものと考えられることから、減損損失額はのれんに優先的に配分されることとする旨が規定されている。ここでの検証では、この会計処理方法を援用し、企業に生じている期待減損額（EXIM）をまずはのれん減損損失額に配分し、のれんの減損損失額では配分しきれなかった額をその他の資産の減損損失額に配分することとする。このようにして期待減損額が配分された部分の減損損失額が期待減損損失額（EXGWIM 及び EXOIM）となり、それ以外の減損損失額部分が期待外減損損失額（UNEXGWIM 及び UNEXOIM）となる⁶⁵。EXGWIM や EXOIM は、すでに市場から減損が生じていると予想されている部分であるため、過去において既に生じていた減損が当期に計上された部分であると考えられる。したがって、将来キャッシュ・フローとの関係性は低いと思われる。一方、UNEXGWIM や UNEXOIM は市場が予想していなかった減損部分であり、企業の内部情報が伝えられた結果として計上されたものとして考えることができる。この場合、これらの変数の係数は有意に負となることが期待される。

分析の結果が図表 7-8 である。UNEXGWIM の係数は、すべて期待通り有意に負の値が示されている。この結果は、市場が予測していなかった期待外の減損損失額については、企業の内部情報

図表 7-8 追加検証の分析結果

期待符号	CF _{t+1}		CF _{t+2}		CF _{t+3}	
	係数	t値	係数	t値	係数	t値
定数項	-0.002	-0.96	0.008 ***	3.56	0.078 ***	11.57
UNEXGWIM (－)	-1.115 ***	-3.14	-1.066 ***	-3.54	-0.927 ***	-3.20
EXGWIM (？)	-0.426	-1.58	-0.254	-1.18	-0.599	-1.10
UNEXOIM (－)	0.001	0.00	-0.125	-0.50	0.168	0.99
EXOIM (？)	0.250	1.39	0.389	1.26	0.050	0.15
<i>Control Variables</i>	included		included		included	
adjR ²	0.3678		0.3496		0.3396	
サンプル数	6816		5554		4356	

注. 各変数の定義は以下の通りである。CF_t=t期の営業キャッシュ・フロー/t期首株式時価総額，UNEXGWIM=GWIM－EXIM（ただし、UNEXGWIM<0のときは0），EXGWIM=GWIM－UNEXGWIM，UNEXOIM=OIM－（EXIM－EXGWIM）（ただし、UNEXOIM<0のときは0），EXOIM=OIM－UNEXOIM，なお、EXIM=（期末のれん減損損失控除前株主資本簿価－期末株式時価総額）/期首株式時価総額（ただし、EXIM<0のときは0），*Control Variables*は、ΔAR=売上債権増加額/期首株式時価総額，ΔINV=棚卸資産増加額/期首株式時価総額，ΔAP=仕入債務増加額/期首株式時価総額，DEPR=（減価償却額+その他の償却額）/期首株式時価総額，AMO=のれん・負ののれん償却額/期首株式時価総額，OTHER=（税引後経常利益/期首株式時価総額）－（CF+ΔAR+ΔINV+ΔAP+DEPR+AMO）（ただし、税引後経常利益=当期純利益－特別利益－特別損失），*Year Dummies*=年度ダミーである。***は、1%水準で統計的に有意（両側検定）であることを表している。t値は、Petersen(2009)の方法によって企業・年の両方についてクラスター補正した標準誤差によって算定している。

⁶⁵ なお、UNEXGWIM,EXGWIM,UNEXOIM,EXOIM の平均値は、それぞれ 0.001、0.001、0.004、0.005 である。

に基づく見積りを反映した会計数値として、将来のキャッシュ・フローを予測するのに有用な情報を提供しているものと考えられる。その一方、EXGWIM の係数はすべて有意な値とはなっていない。このことは、市場はのれんの減損をある程度見抜いており、市場の評価に遅れて計上されたのれん減損損失額（つまり、期待のれん減損損失額）は、実際の減損の発生よりも遅れて計上されていることから、将来キャッシュ・フローとの間の関係性が乏しいものとなっていると解釈できる。なお、この分析の結果においても、のれん以外の資産の減損損失額に関しては、有意な結果を得ることができなかった⁶⁶。

7-6 小括

本章では、のれん計上企業において計上された減損損失額が将来のキャッシュ・フロー情報を伝えるのに有用な情報を有しているのかについて実証的な分析を行った。分析の結果、のれん計上企業において、のれん減損損失額は2期後までのキャッシュ・フローと有意に負の関係性があることが示され、のれん減損損失額は将来のキャッシュ・フロー情報を伝える能力を有しているという証拠が得られた。また、経営者による機会主義的な裁量行動やリストラクチャリングの実施がのれん減損損失額と将来キャッシュ・フローとの間の関係性に影響を与えることについても示された。さらに、企業が減損損失の計上を先送りしている可能性が示唆されており、市場評価による減損の兆候よりも遅れて計上されたのれん減損損失額には将来のキャッシュ・フローに関する情報を伝える能力が乏しく、市場は企業の減損をある程度見抜いているということを示す証拠も得られた。

本章の結果は、のれんの規則的償却が行われているために、のれん減損損失額の影響が小さい日本基準適用下においても、のれん減損損失計上企業における減損損失額には、将来キャッシュ・フローの情報が適切に反映されていることを明らかにした。さらに、将来キャッシュ・フロー予測能力に差異を生じさせる要因や市場評価の有用性に関する研究にも寄与する結果を示している。

⁶⁶ 異常値処理をしなかった場合、UNEXGWIM の係数は2期後のキャッシュ・フローに対して有意な値が得られなかったものの、それ以外は有意な値となっており、期待外の減損部分について将来のキャッシュ・フローを予測するのに有用な情報を提供していることの頑健性が示されている。ただし、EXGWIM の係数も1期後のキャッシュ・フローに対して有意な値を示しており、期待された減損部分についても有用な情報が提供されている可能性が示唆されている。なお、のれん以外の資産の減損部分については、期待に反した符号も示されており、予想していた結果は得られていない（Appendix 図表 7-8'参照）。

第8章 結論と展望

8-1 本論文の結論

本論文では、日本基準適用企業を対象として、のれん減損損失の計上要因及びのれんの減損情報の有用性について検証を行った。本論文における分析から得られた発見事項を以下に要約する。

まず、のれん減損損失の計上要因については、経営者が企業取得を行う動機からの分析と利益マネジメントやコーポレート・ガバナンスの状況の観点からの分析とに分けて検証を行っている。

経営者が企業取得を行う動機からの分析については、のれん発生時の会計情報からその後ののれん減損損失の計上要因を探っている。先行研究では、企業取得時の買収プレミアムや取得企業株式の過大評価といった取得の特性に焦点を当ててのれん減損損失の計上要因について調査を行っている（Hayn and Hughes 2006; Li et al. 2011; Gu and Lev 2011）。本論文では、これらの先行研究を拡大し、主にファイナンスの分野で行われている経営者が企業取得を行う動機を探る研究を参考として、のれん減損損失の計上要因についての分析を行った。企業取得を行う動機として考えられる要因としては、自信過剰な経営者によって大きな買収プレミアムを伴った企業取得が行われているとしたもの（自信過剰仮説）、過大評価された自社の株式を用いて企業取得が行われるとしたもの（過大評価仮説）、経営者の私的な便益の追及による投資として企業取得にフリー・キャッシュ・フローが用いられているとしたもの（フリー・キャッシュ・フロー仮説）、効率的な経営を行っている企業による非効率な経営を行っている企業の経営改善を目的として企業取得が行われるとしたもの（経営改善仮説）といった4つの仮説を取り上げている。分析の結果、買収プレミアムが大きく、また株式を対価とした企業取得における取得企業株式が過大評価であるほど、のれん減損損失を計上する可能性が高くなることが示され、自信過剰仮説及び過大評価仮説がそれぞれのれん減損損失の計上に影響を与えていることを示唆する証拠が得られた。また、フリー・キャッシュ・フロー仮説に関しては、ストックベースであるキャッシュ保有高が期待通りのれん減損の発生と正の関係を有することが示されたが、フローベースであるフリー・キャッシュ・フローに関しては反対にのれん減損損失の計上との間に負の関係を持つことが示された。このような結果が示された理由はいくつか

考えられるが、その一つの推測として、フリー・キャッシュ・フローの多い企業は経営状態が良好なので良い投資機会に恵まれているが、キャッシュ保有高の多い企業は効率的な投資機会を有していないために収益性の低い企業取得へ投資を行うことになっているためであると解釈できるだろう。なお、経営改善仮説については、追加的な検証によっても、のれん減損損失の計上との関係性を示す証拠を得ることができなかった。これらの結果は、のれんの規則的償却が行われていることにより、のれん減損の影響が米国基準や国際基準に比べ相対的に小さいと思われる日本基準適用下においても、のれん減損損失の計上に影響を与える要因をのれん発生時の会計情報から得ることができるということを示している。

次に、利益マネジメントやコーポレート・ガバナンスの状況の観点からの分析については、企業を取り巻く経済的要因をコントロールした上で、経営者による利益マネジメント要因やコーポレート・ガバナンスの状況がのれん減損損失の計上にどのような影響を与えるのかを検証した。欧米の企業を対象とした先行研究では、のれんの規則的償却が行われないことが、のれん減損損失の計上における機会主義的な利益マネジメント行動を増加させるのではないかという疑問を生じさせたことから調査が行われている。そして、業績の悪い会計年度に費用や損失を集中的に計上するビッグ・バスや契約ベースの動機を持つ企業などにのれん減損損失の計上が利用されていることを示唆する証拠が示されている (Jordan et al. 2007; Ramanna and Watts 2012 など)。また、効果的なガバナンス構造を持つ企業ほど、のれん減損損失が適切に計上されており、財務報告の質を高めていることについても示されている (Guler 2007; Verriest and Gaeremynck 2009; AbuGhazaleh et al. 2011)。一方、日本基準の適用下では、のれんの評価額が每期切り下げられることとなるため、減損処理のみが行われる場合に比べてのれん減損損失が利益マネジメントに利用されることによる影響は相対的に小さい。しかし、減損会計自体に経営者の裁量的な見積りが多く含まれているということは、米国や国際的な会計基準と同様であり、日本においてものれんが財務諸表に与える影響が大きくなってきていることから、日本企業を対象としたのれん減損損失計上の決定要因についての検証を行うこととした。分析の結果、日本基準適用下においても、経営者交代やビッグ・バス、利益平準化、次期の利益予想数値といった利益マネジメント要因によって、のれん減損損失の計上が

影響を受けていることを示唆する証拠が得られた。また、社外取締役割合、機関投資家持株比率、経営者持株比率がそれぞれのれん減損損失の計上と有意に正の関係性が、取締役会の規模と持合比率がそれぞれのれん減損損失の計上と有意に負の関係性があることが示され、効果的なガバナンス構造を持つ企業ほど、適切なれん減損損失の計上が行われるということを示唆する証拠についても得ることができた。これらの結果は、規則的償却が行われることにより、のれん減損損失の影響が相対的に小さい日本基準の適用下においても、経営者による利益マネジメント要因やコーポレート・ガバナンスの状況がのれん減損損失の計上に影響を与えていることを示している。

続いて、のれん減損情報の有用性については、のれん減損損失計上の適時性と のれん減損損失額の将来キャッシュ・フロー予測能力という 2 つの観点から検証を行った。米国基準や国際基準では、規則的償却を行うよりも減損処理のみでのれんの評価を切り下げたほうが財務諸表利用者により有益な情報を提供できるとして、のれんの規則的償却が廃止された経緯がある。そこで、規則的償却が行われることにより、のれん減損損失額の影響が相対的に小さな日本基準適用下におけるのれん減損情報の有用性を調査することがここでの目的である。

まず、適時性についてであるが、米国や国際的な会計基準の下では、減損処理を行わない限りは当初発生したのれんがそのまま財務諸表上に計上され続けることになる。そのため、欧米企業を対象とした先行研究では、のれんに減損が発生していることが疑われるにもかかわらず減損損失の計上を先送りし、のれんの過大計上がなされていることを示唆する結果が示されている (Ramanna and Watts 2012)。一方、日本の会計基準では、貸借対照表上に計上されるのれんの評価額は毎期切り下げられることになり、米国基準や国際基準を適用した場合に比べると、のれん減損損失の計上を先送りする動機は相対的に小さいものとなる。そのため、減損損失の計上が適時的に行われ、外部投資者に対する有益な情報提供がなされている可能性があることから、本論文で検証を行うこととした。分析の結果、のれん減損損失額は、少なくとも のれん減損損失計上の 3 期以上前から株式リターンと負の関係性があることが明らかとなり、のれん減損損失の計上が適時的に行われていないことを示唆する証拠が示された。また、簿価時価比率やのれん計上額の規模、ROA を基に識別されたのれんに減損の発生が予測される企業は、その他の企業に比べて、のれん減損損失計上前

の会計年度における年次リターンとの負の関係性が有意に大きいことが示された。これらの結果は、規則的償却が行われている場合であっても、のれん減損損失の計上が適時的に行われていないということを示唆するものである。

次に、将来キャッシュ・フローの予測能力については、のれん減損損失額が将来キャッシュ・フローに関する企業の内部情報を適切に反映しているかどうかを調査するために検証を行った。米国の先行研究では、のれん減損損失額が1期先及び2期先のキャッシュ・フローに関する情報を適切に反映しているという結果が示されており、減損処理のみによってのれんの会計処理の有用性を示す証拠を提示している。一方、本論文では、毎期のれん評価額が切り下げられることにより、企業の内部情報が反映される範囲も狭められることが考えられる日本基準適用下におけるのれん減損損失額の将来キャッシュ・フロー予測能力を調査した。分析の結果、のれん減損損失額は2期後までのキャッシュ・フローと有意に負の関係性があることが示され、欧米の企業を対象とした研究と同様、のれん減損損失額は将来のキャッシュ・フロー情報を伝える能力を有しているという証拠が得られた。さらに、本論文では、経営者による利益マネジメント行動やコーポレート・ガバナンスの状況、リストラクチャリング実施の有無による将来キャッシュ・フロー予測能力の違いについても合わせて分析を行った。その結果、経営者による利益マネジメント行動やリストラクチャリングの実施がのれん減損損失額と将来キャッシュ・フローとの間の関係性に影響を与えることについても示された。さらに、市場評価による減損の兆候よりも遅れて計上されたのれん減損損失額は将来のキャッシュ・フロー情報を伝える能力が乏しいという結果が示され、市場が企業の減損をある程度見抜いているということを示す証拠も得られた。これらの結果から、経営者による利益マネジメント行動の結果、のれんの減損情報の有用性が弱められる傾向が示されたものの、そのような影響があってもなお、のれん減損損失の計上は、将来のキャッシュ・フロー情報を外部に伝えるための役割を果たしているということが明らかになった。

本論文の結果によるインプリケーションは以下の通りである。まず、外部の財務諸表利用者に対しては、企業の財務諸表上に計上されたのれんの収益性の低下に関する情報がどのように伝えられているのかについての実証的証拠を提供している。具体的には、のれん発生時の情報から、発生し

たのれんが収益性を持ったものであるか否かについて事前に把握することや、のれん減損損失の計上が先送りされている可能性がある企業や、逆に過剰なれん減損損失の計上を行っていると思われる企業を見抜くための一助となっていると考えられる。本論文から得られた結果は、のれん計上企業に対して投資等を行う場合に参考となるものであると期待する。さらに、会計基準の設定主体に対しては、のれんの規則的償却を行うか否かで現在議論となっているのれんの会計処理方法に関して、追加的な実証的証拠を提供している。すなわち、規則的償却を行わないほうが有用な情報を提供できると主張する米国基準や国際基準に対して、規則的償却を行っている日本基準の下でものれん減損情報の有用性が確認されたことは、今後国際的にものれんの償却を復活させる動きが出てくる中で重要な証拠となるだろう。

8-2 今後の展望

最後に、本論文の研究テーマに関する今後の研究課題について述べる。まず第1に、各企業のセグメント情報を利用した分析を行うことである。のれん減損損失の認識や測定を行う際、その判定単位は、企業全社単位ではなく、独立したキャッシュ・フローを生み出す最小の単位である資産グループごとに行われることになる。そのため、企業の事業活動ごとに細分化された各セグメントの情報をを用いることにより、本論文における分析の精緻化を図ることができると考えられる。実際、ASBJが2008年に公表した企業会計基準第17号「セグメント情報等の開示に関する会計基準」では、のれんの償却額及び未償却残高に関する報告セグメント別の情報は、財務諸表利用者が企業の報告セグメント別の将来キャッシュ・フローを予測する上で有用な情報であるとの理由により、2010年4月1日以後開始する事業年度より開示されることとなった（97～98項）。また、合わせて固定資産の減損損失に関する報告セグメント別情報についても開示することが義務付けられている（33項）。したがって、これらの情報から得られたのれんの減損情報を活用することで、より有益な企業の将来業績の予測を提供できる可能性がある。Hayn and Hughes(2006)においても、セグメント情報がのれんの減損を予測するのに有用な情報となりうることが示されていることから、のれん減損損失の計上要因に関する研究にそれらの情報を取り入れることも検討していきたい。

第2に、のれん減損損失の計上に影響を与える他の要因について探ることである。本論文では、企業取得を行う経営者の動機や利益マネジメント要因、コーポレート・ガバナンスの状況といった観点から、のれん減損損失の計上要因について調査した。しかし、それ以外にも様々な要因が絡み合っているのれん減損損失の発生や計上に至るものと考えられる。例えば、経営者による将来業績の予測精度のような経営者の特性や被取得企業が国内企業であるか海外企業であるかといった企業取得の特性などについても、計上要因の分析に検討を加える余地があると考えられる。また、本論文における仮説の検証に際しては、多くの代理変数を用いている。先行研究を参考に最良と思われる変数を設定したが、更なる精査を加えることによって、より頑健性のある証拠を提示することも重要であると思われる。

最後に、のれん償却費に関する情報の有用性を調査することも必要となってくるであろう。日本企業を対象にのれん償却費の価値関連性を調査した先行研究の結果は一致した見解が得られておらず、のれんを償却するか否かについての議論が深まりつつある昨今の状況を鑑みると、のれん償却費が財務諸表利用者に対する有益な情報の提供に役立っているかについて更なる検証を行うことは有意義なことであると思われる。このような視点からのれんの会計処理方法に関する会計基準の設定の議論に貢献するような分析を進めていくことは、今後の重要な研究課題である。

Appendix 異常値処理をしなかった場合における分析結果

図表 4-3' 第 4 章の仮説の分析結果（異常値処理なし）

説明変数	期待符号	係数	z値	限界効果
定数項		0.741	0.67	
GW	(+)	0.277 ***	4.33	0.049
ΔEP	(?)	0.589	1.02	0.103
$\Delta EP \cdot STOCK$	(-)	-2.445 *	-1.90	-0.428
STOCK	(?)	-0.224	-1.34	-0.039
FCF	(+)	-0.581	-1.53	-0.102
CASH	(+)	2.206 ***	3.76	0.386
TOBIN	(-)	-0.066 *	-1.86	-0.012
LEV	(-)	-0.327	-0.39	-0.057
SIZE	(?)	-0.272 ***	-3.66	-0.048
GROWTH	(?)	1.046 ***	3.99	0.183
HHI	(?)	-0.615 *	-1.87	-0.108
対数尤度		-404.90		
Wald統計量		85.91***		
Pseudo R ²		0.1251		

注. 被説明変数は、GWI=減損損失計上企業であれば1、それ以外は0とするダミー変数である。各説明変数の定義は以下の通りである。GW=(企業取得時に発生したのれんの金額/取得対価)の自然対数、 ΔEP ={取得前期末のE/P比率(一株当たり当期純利益/株価)－同業種・同会計年度企業のE/P比率中央値}の前年度変化、STOCK=株式を対価として企業取得が行われていれば1、それ以外は0、FCF=取得前期末における(営業活動によるキャッシュ・フローと投資活動によるキャッシュ・フローとの合計額)/総資産、CASH=取得前期末における(現金・預金と有価証券との合計額/総資産)、TOBIN=取得前期末における(株式時価総額と総負債との合計額)/総資産、LEV=取得前期末における(総負債/総負債と株式時価総額との合計額)、SIZE=取得前期末における総資産の自然対数、GROWTH=取得前期の売上高/取得2期前の売上高、HHI=取得前期末における(各事業セグメントの売上高/総売上高)の二乗の総和。***、**、*は、それぞれ1%水準、5%水準、10%水準で統計的に有意(両側検定)であることを表している。z値はPetersen(2009)の方法により企業・年の両方についてクラスター補正した標準誤差によって算定している。限界効果は、各説明変数の平均値で評価している。ただし、STOCKについては、STOCKが1の場合と0の場合におけるGWI=1となる確率の差として計算されている。

図表 4-5' Rank(ΔEP)を用いた場合の分析結果 (異常値処理なし)

説明変数	期待符号	係数	z値	限界効果
定数項		0.416	0.34	
GW	(+)	0.284 ***	4.75	0.049
Rank(ΔEP)	(?)	0.815 ***	2.71	0.144
Rank(ΔEP)*STOCK	(-)	-1.747 ***	-4.35	-0.308
STOCK	(?)	0.734 **	2.31	0.134
FCF	(+)	-0.617	-1.33	-0.103
CASH	(+)	2.001 ***	3.34	0.345
TOBIN	(-)	-0.067 *	-1.69	-0.012
LEV	(-)	-0.497	-0.59	-0.092
SIZE	(?)	-0.273 ***	-3.71	-0.048
GROWTH	(?)	1.062 ***	5.03	0.185
HHI	(?)	-0.625 **	-2.14	-0.111
対数尤度			-402.51	
Wald統計量			84.33***	
Pseudo R ²			0.1303	

注. 被説明変数は、GW=減損損失計上企業であれば1、それ以外は0とするダミー変数である。各説明変数の定義は以下の通りである。GW=(企業取得時に発生したのれんの金額/取得対価)の自然対数、Rank ΔEP ={取得前期末のE/P比率(一株当たり当期純利益/株価)-同業種・同会計年度企業のE/P比率中央値}の前年度変化の値を10分位ポートフォリオに分割し、最も小さい企業群を0、 ΔEP が最も大きい企業群を1に割り当てられるように変換した値、STOCK=株式を対価として企業取得が行われていれば1、それ以外は0、FCF=取得前期末における(営業活動によるキャッシュ・フローと投資活動によるキャッシュ・フローとの合計額)/総資産、CASH=取得前期末における(現金・預金と有価証券との合計額/総資産)、TOBIN=取得前期末における(株式時価総額と総負債との合計額)/総資産、LEV=取得前期末における(総負債/総負債と株式時価総額との合計額)、SIZE=取得前期末における総資産の自然対数、GROWTH=取得前期の売上高/取得2期前の売上高、HHI=取得前期末における(各事業セグメントの売上高/総売上高)の二乗の総和。***、**、*は、それぞれ1%水準、5%水準、10%水準で統計的に有意(両側検定)であることを表している。z値はPetersen(2009)の方法によって企業・年の両方についてクラスター補正した標準誤差により算定している。限界効果は、各説明変数の平均値で評価している。ただし、STOCKについては、STOCKが1の場合と0の場合におけるGW=1となる確率の差として計算されている。

図表 4-7 経営効率を表す代理変数に資本利益率を用いた分析結果（異常値処理なし）

説明変数	期待符号	係数	z値	係数	z値	係数	z値	係数	z値
定数項		0.599	0.57	0.617	0.59	0.879	0.71	0.808	0.67
GW	(+)	0.268 ***	4.12	0.268 ***	4.11	0.266 ***	4.12	0.266 ***	4.13
ΔEP	(?)	0.659	1.29	0.673	1.35	0.751	1.62	0.742	1.61
ΔEP*STOCK	(-)	-2.451 *	-1.87	-2.465 *	-1.87	-3.793 **	-2.43	-3.762 **	-2.42
STOCK	(?)	-0.183	-1.30	-0.181	-1.31	-0.148	-0.74	-0.150	-0.75
FCF	(+)	-0.735	-1.64	-0.739 *	-1.66	-0.709 *	-1.88	-0.703 *	-1.86
CASH	(+)	1.923 ***	3.11	1.915 ***	3.11	1.939 ***	2.88	1.920 ***	2.82
ROA	(-)	0.163	0.51						
adjROA	(-)			0.236	0.59				
ROE	(-)					-0.767	-1.18		
adjROE	(-)							-0.751	-1.15
Control Variables		included		included		included		included	
対数尤度		-406.72		-406.66		-404.35		-404.44	
Wald統計量		87.64***		86.91***		87.77***		87.80***	
Pseudo R ²		0.1212		0.1213		0.1263		0.1261	

注. 被説明変数は、GW=減損損失計上企業であれば1、それ以外は0とするダミー変数である。各説明変数の定義は以下の通りである。GW=(企業取得時に発生したのれんの金額/取得対価)の自然対数、ΔEP={取得前期末のE/P比率(一株当たり当期純利益/株価)－同業種・同会計年度企業のE/P比率中央値}の前年度変化、STOCK=株式を対価として企業取得が行われていれば1、それ以外は0、FCF=取得前期末における(営業活動によるキャッシュ・フローと投資活動によるキャッシュ・フローとの合計額)/総資産、CASH=取得前期末における(現金・預金と有価証券との合計額/総資産)、ROA=(取得前期の営業利益/取得前期末の総資産)、adjROA=ROA-(同業種・同年度の企業におけるROAの中央値)、ROE=(取得前期の当期純利益/取得前期末の自己資本)、adjROE=ROE-(同業種・同年度の企業におけるROEの中央値)、Control Variablesは、LEV=取得前期末における(総負債/総負債と株式時価総額との合計額)、SIZE=取得前期末における総資産の自然対数、GROWTH=取得前期の売上高/取得2期前の売上高、HHI=取得前期末における(各事業セグメントの売上高/総売上高)の二乗の総和である。***、**、*は、それぞれ1%水準、5%水準、10%水準で統計的に有意(両側検定)であることを表している。z値はPetersen(2009)の方法によって企業・年の両方についてクラスター補正した標準誤差によって算定している。限界効果は、各説明変数の平均値で評価している。ただし、STOCKについては、STOCKが1の場合と0の場合におけるGW=1となる確率の差として計算されている。なお、コントロール変数の結果及び限界効果については省略している。

図表 5-3 第5章の仮説の分析結果（異常値処理なし）

説明変数	期待符号	(1)式		(2)式	
		係数	z値	係数	t値
定数項		-2.945***	-8.49	-7.862***	-7.49
ΔMGT_{it}	(+)	0.213	1.62	0.567*	1.76
ΔMGT_{it+1}	(+)	0.310**	2.29	1.042***	3.00
LEV	(-)	-0.007	-0.03	-0.158	-0.26
BATH	(+)	-1.311*	-1.84	-3.153*	-1.86
SMOOTH	(+)	1.259**	2.10	4.279**	2.06
ΔTE	(+)	0.608***	5.89	1.425***	5.28
BRDNUM	(-)	-0.306*	-1.95	-0.842**	-2.43
IDRTO	(+)	1.266***	3.83	3.121***	3.53
INST	(+)	1.096***	2.86	1.977**	2.30
CROSS	(-)	-2.758***	-3.18	-4.896**	-2.69
CEOIR	(+)	1.158***	2.87	2.543**	2.45
COMM	(+)	-1.488***	-3.03	-3.935**	-2.52
ΔGDP	(-)	-3.045*	-1.65	-8.461*	-1.80
ΔINDROA	(-)	-5.784*	-1.65	-17.543**	-1.96
ROA	(-)	-0.986**	-2.20	-3.958***	-2.75
ΔSALE	(-)	-0.421**	-2.04	-1.203*	-1.90
ΔOCF	(-)	-0.052	-0.37	-0.263	-0.75
ΔMV	(-)	-0.416***	-3.76	-1.160***	-4.13
SEG	(+)	0.167***	4.91	0.310***	4.03
GW	(+)	4.058***	4.72	20.539***	4.96
EXWO	(+)	0.054	0.53	-0.084	-0.35
対数尤度		-1985.85		-3177.81	
Wald統計量、F値		292.16***		5.44***	
Pseudo R ²		0.0961		0.0899	

注. (1)式の被説明変数は、GWIP=減損損失を計上していれば1、それ以外は0とするダミー変数であり、(2)式の被説明変数は、GWIS=（のれん減損損失/期首総資産）（%）である。各説明変数の定義は以下の通りである。 ΔMGT =経営者の交代が行われていれば1、それ以外は0、LEV=期末総負債/（期末総負債+期末株式時価総額）、BATH=減損税金等調整前利益が負であり、かつ（当期減損税金等調整前利益-前期減損税金等調整前利益）/期首総資産の値について、その値が負である企業の中央値より小さければその値の絶対値、それ以外は0、SMOOTH=減損税金等調整前利益が正であり、かつ（当期減損税金等調整前利益-前期減損税金等調整前利益）/期首総資産の値についてその値が正である企業の中央値より大きければその値、それ以外は0、 ΔTE =（のれん減損損失控除前当期純利益-業績予想利益）/期首総資産の値について、その値が正である企業の中央値より大きい、または、負である企業の中央値より小さければ1、それ以外は0、BRDNUM=取締役会人数の自然対数、IDRTO=社外取締役人数/取締役会人数、INST=機関投資家持株比率、CROSS=持合比率、CEOIR=経営者持株比率、COMM=委員会設置会社であれば1、それ以外は0、 ΔGDP =年間のGDP変化率、 ΔINDROA =属する産業の（営業利益/期末総資産）の中央値-属する産業の（前期営業利益/前期末総資産）の中央値、ROA=（営業利益/期末総資産）-同年度同業種の（営業利益/期末総資産）の中央値、 ΔSALE =（当期売上高-前期売上高）/前期売上高、 ΔOCF =（当期営業キャッシュ・フロー-前期営業キャッシュ・フロー）/期首総資産、 ΔMV =（当期末株式時価総額-前期末株式時価総額）/前期末株式時価総額、SEG=報告セグメント数、GW=期首のれん計上額/期首総資産、EXWO=（期末株主資本-期末株式時価総額>0のとき、（期末株主資本-期末株式時価総額）/（期末のれん計上額+のれん減損損失）、ただし、（期末株主資本-期末株式時価総額）>（期末のれん計上額+のれん減損損失）のとき1、それ以外は0、***、**、*は、それぞれ1%水準、5%水準、10%水準で統計的に有意（両側検定）であることを表している。z値及びt値は、企業ごとにクラスタ補正されたロバスト標準誤差によって算定されている。限界効果は、紙幅の関係により省略した。

図表 5-4 利益マネジメント変数と CG 変数の交差項の z 値：(1) 式（異常値処理なし）

	期待符号	BRDNUM	CROSS	期待符号	IDRTO	INST	CEOIR	COMM
ΔMGT_{it}	(+)	-0.110	-0.349	(-)	0.263	-0.168	0.690	2.509***
ΔMGT_{it+1}	(+)	-0.687**	-4.748**	(-)	1.013	-1.952**	0.799	0.050
LEV	(-)	-0.537	0.996	(+)	-0.675	0.426	0.178	4.334**
BATH	(+)	-1.382	-32.634**	(-)	2.515	-3.736	-5.730	16.021***
SMOOTH	(+)	1.173	-5.828	(-)	-3.461	-0.106	-2.550	-3.227
ΔTE	(+)	-0.321	-3.696**	(-)	-0.542	-1.247**	-0.189	1.113

注. 被説明変数は、GWIP=減損損失を計上していれば1、それ以外は0とするダミー変数である。各利益マネジメント変数の定義は、 ΔMGT_{it} =経営者の交代が行われていれば1、それ以外は0、LEV=期末総負債/（期末総負債+期末株式時価総額）、BATH=減損税金等調整前利益が負であり、かつ（当期減損税金等調整前利益－前期減損税金等調整前利益）/期首総資産の値について、その値が負である企業の中央値より小さければその値の絶対値、それ以外は0、SMOOTH=減損税金等調整前利益が正であり、かつ（当期減損税金等調整前利益－前期減損税金等調整前利益）/期首総資産の値についてその値が正である企業の中央値より大きければその値、それ以外は0、 ΔTE =（のれん減損損失控除前当期純利益－業績予想利益）/期首総資産の値について、その値が正である企業の中央値より大きい、または、負である企業の中央値より小さければ1、それ以外は0である。各コーポレート・ガバナンス変数の定義は、BRDNUM=取締役会人数の自然対数、IDRTO=社外取締役人数/取締役会人数、INST=機関投資家持株比率、CROSS=持比率、CEOIR=経営者持株比率、COMM=委員会設置会社であれば1、それ以外は0である。***、**、*は、それぞれ1%水準、5%水準、10%水準で統計的に有意（両側検定）であることを表している。

図表 5-5' 利益マネジメント変数と CG 変数の交差項の t 値：(2) 式（異常値処理なし）

	期待符号	BRDNUM	CROSS	期待符号	IDRTO	INST	CEOIR	COMM
ΔMGT_{it}	(+)	0.13	0.22	(-)	0.17	0.13	0.49	3.44***
ΔMGT_{it+1}	(+)	-2.42**	-2.72***	(-)	1.98**	-2.15**	-0.89	0.35
LEV	(-)	0.10	0.46	(+)	0.32	0.91	-0.31	2.70***
BATH	(+)	0.38	-1.97**	(-)	0.36	0.14	-1.17	3.44***
SMOOTH	(+)	-0.02	-0.54	(-)	-1.24	-0.28	-0.99	0.29
ΔTE	(+)	-1.49	-2.90***	(-)	-0.12	-1.73*	-0.36	1.28

注. 被説明変数は、GWIS=（のれん減損損失/期首総資産）（%）である。各利益マネジメント変数の定義は、 ΔMGT_{it} =経営者の交代が行われていれば1、それ以外は0、LEV=期末総負債/（期末総負債+期末株式時価総額）、BATH=減損税金等調整前利益が負であり、かつ（当期減損税金等調整前利益－前期減損税金等調整前利益）/期首総資産の値について、その値が負である企業の中央値より小さければその値の絶対値、それ以外は0、SMOOTH=減損税金等調整前利益が正であり、かつ（当期減損税金等調整前利益－前期減損税金等調整前利益）/期首総資産の値についてその値が正である企業の中央値より大きければその値、それ以外は0、 ΔTE =（のれん減損損失控除前当期純利益－業績予想利益）/期首総資産の値について、その値が正である企業の中央値より大きい、または、負である企業の中央値より小さければ1、それ以外は0である。各コーポレート・ガバナンス変数の定義は、BRDNUM=取締役会人数の自然対数、IDRTO=社外取締役人数/取締役会人数、INST=機関投資家持株比率、CROSS=持比率、CEOIR=経営者持株比率、COMM=委員会設置会社であれば1、それ以外は0である。***、**、*は、それぞれ1%水準、5%水準、10%水準で統計的に有意（両側検定）であることを表している。

図表 5-8' 合成変数と利益マネジメント変数との交差項の z 値及び t 値（異常値処理なし）

	(1)式：z値						(2)式：t値					
	CG1		CG2		CG3		CG1		CG2		CG3	
ΔMGT_{it}	-0.07	(+)	1.68*	(-)	-1.17	(-)	0.47	(+)	1.28	(-)	-1.06	(-)
ΔMGT_{it+1}	-2.25**	(+)	0.86	(-)	-1.88*	(-)	-2.16**	(+)	1.77*	(-)	-2.40**	(-)
LEV	-0.67	(-)	0.96	(+)	-0.43	(+)	0.43	(-)	1.26	(+)	-0.58	(+)
BATH	-0.51	(+)	1.78*	(-)	-0.76	(-)	0.47	(+)	0.81	(-)	-0.12	(-)
SMOOTH	0.71	(+)	-0.98	(-)	0.23	(-)	0.42	(+)	-0.92	(-)	-0.38	(-)
ΔTE	-1.68*	(+)	-0.13	(-)	-0.92	(-)	-1.72*	(+)	0.37	(-)	-0.46	(-)

注．(1)式の被説明変数は、GWIP=減損損失を計上していれば1、それ以外は0とするダミー変数、(2)式の被説明変数は、GWIS=（のれん減損損失/期首総資産）（%）である。各変数の定義は以下の通りである。 ΔMGT =経営者の交代が行われていれば1、それ以外は0、LEV=期末総負債/（期末総負債+期末株式時価総額），BATH=減損税金等調整前利益が負であり、かつ（当期減損税金等調整前利益－前期減損税金等調整前利益）/期首総資産の値について、その値が負である企業の中央値より小さければその値の絶対値、それ以外は0、SMOOTH=減損税金等調整前利益が正であり、かつ（当期減損税金等調整前利益－前期減損税金等調整前利益）/期首総資産の値についてその値が正である企業の中央値より大きければその値、それ以外は0、 ΔTE =（のれん減損損失控除前当期純利益－業績予想利益）/期首総資産の値について、その値が正である企業の中央値より大きい、または、負である企業の中央値より小さければ1、それ以外は0、CG1=第1主成分、CG2=第2主成分、CG3=第3主成分である。**、*は、それぞれ5%水準、10%水準で統計的

図表 5-9 多項ロジット回帰モデルの分析結果（異常値処理なし）

説明変数	減損損失非計上企業			のれん以外の減損損失計上企業		
	期待符号	係数	z値	期待符号	係数	z値
定数項		3.508***	9.14		1.062***	2.83
ΔMGT_{it}	(-)	-0.260*	-1.84	(-)	-0.171	-1.25
ΔMGT_{it+1}	(-)	-0.436***	-2.98	(-)	-0.214	-1.51
LEV	(+)	-0.907***	-3.04	(?)	0.913***	3.15
BATH	(-)	2.683***	2.73	(-)	0.580	0.89
SMOOTH	(-)	-1.604**	-2.23	(-)	-0.907	-1.43
ΔTE	(-)	-0.637***	-5.90	(-)	-0.581***	-5.40
BRDNUM	(+)	0.120	0.71	(?)	0.470***	2.86
IDRTO	(-)	-1.396***	-3.71	(?)	-1.179***	-3.39
INST	(-)	-2.316***	-5.37	(?)	-0.142	-0.35
CROSS	(+)	3.398***	3.65	(?)	2.258**	2.56
CEOIR	(-)	-1.048**	-2.41	(?)	-1.402***	-2.98
COMM	(-)	1.812***	3.39	(?)	1.190**	2.39
ΔGDP	(+)	4.957***	2.60	(?)	1.534	0.79
ΔINDROA	(+)	2.907	0.77	(?)	8.436**	2.29
ROA	(+)	1.552***	3.05	(?)	0.529	1.17
ΔSALE	(+)	0.558***	2.58	(?)	0.276	1.23
ΔOCF	(+)	0.254*	1.69	(?)	-0.113	-0.75
ΔMV	(+)	0.353***	3.04	(?)	0.480***	4.23
SEG	(-)	-0.259***	-6.86	(?)	-0.097***	-2.75
GW	(-)	-4.257***	-4.18	(-)	-3.817***	-4.34
EXWO	(-)	-0.031	-0.28	(-)	-0.078	-0.72
対数尤度			-5658.86			
Wald統計量			578.29***			
Pseudo R ²			0.0805			

注：被説明変数は、のれん減損損失計上企業を基準としており、減損損失非計上企業ならば0、のれん減損損失計上企業ならば1、のれん以外の減損損失計上企業ならば2である。各説明変数の定義は以下の通りである。 ΔMGT =経営者の交代が行われていれば1、それ以外は0、LEV=期末総負債/（期末総負債+期末株式時価総額）、BATH=減損税金等調整前利益が負であり、かつ（当期減損税金等調整前利益-前期減損税金等調整前利益）/期首総資産の値について、その値が負である企業の中央値より小さければその値の絶対値、それ以外は0、SMOOTH=減損税金等調整前利益が正であり、かつ（当期減損税金等調整前利益-前期減損税金等調整前利益）/期首総資産の値についてその値が正である企業の中央値より大きければその値、それ以外は0、 ΔTE =（のれん減損損失控除前当期純利益-業績予想利益）/期首総資産の値について、その値が正である企業の中央値より大きい、または、負である企業の中央値より小さければ1、それ以外は0、BRDNUM=取締役会人数の自然対数、IDRTO=社外取締役人数/取締役会人数、INST=機関投資家持株比率、CROSS=持比率、CEOIR=経営者持株比率、COMM=委員会設置会社であれば1、それ以外は0、 ΔGDP =年間のGDP変化率、 ΔINDROA =属する産業の（営業利益/期末総資産）の中央値-属する産業の（前期営業利益/前期末総資産）の中央値、ROA=（営業利益/期末総資産）-同年度同業種の（営業利益/期末総資産）の中央値、 ΔSALE =（当期売上高-前期売上高）/前期売上高、 ΔOCF =（当期営業キャッシュ・フロー-前期営業キャッシュ・フロー）/期首総資産、 ΔMV =（当期末株式時価総額-前期末株式時価総額）/前期末株式時価総額、SEG=報告セグメント数、GW=期首のれん計上額/期首総資産、EXWO=（期末株主資本-期末株式時価総額>0のとき、（期末株主資本-期末株式時価総額）/（期末のれん計上額+のれん減損損失）、ただし、（期末株主資本-期末株式時価総額）>（期末のれん計上額+のれん減損損失）のとき1、それ以外は0。***、**、*は、それぞれ1%水準、5%水準、10%水準で統計的に有意（両側検定）であることを表している。z値は、企業ごとにクラスタ補正されたロバスト標準誤差によって算定されている。限界効果は、紙幅の関係により省略した。

図表 6-4 第6章の仮説の分析結果（異常値処理なし）

	期待符号	モデル1		モデル2					
		係数	t値	DELAY=BTMG1		DELAY=HGTA		DELAY=LROA	
				係数	t値	係数	t値	係数	t値
定数項		0.033	5.50	0.029 ***	5.08	0.027 ***	5.29	0.025 ***	4.68
R	(-)	-0.007 *	-1.89	-0.005 **	-2.18	-0.005 *	-1.92	-0.005 **	-2.22
R _{t-1}	(-)	-0.012	-0.77	-0.006	-0.43	-0.003	-0.27	-0.003	-0.25
R _{t-2}	(-)	-0.001	-0.08	0.003	0.31	0.003	0.24	-0.020	-1.51
R _{t-3}	(-)	-0.009	-0.95	-0.004	-0.65	-0.004	-0.52	-0.002	-0.41
R _{t-4}	(-)	0.003	0.40	0.002	0.47	0.001	0.27	0.000	0.02
R _{t-5}	(-)	-0.002	-0.86	-0.005 *	-1.82	-0.003	-1.01	-0.007 **	-2.39
R*DELAY	(?)			-0.033	-1.02	-0.027	-1.62	-0.033	-1.10
R _{t-1} *DELAY	(-)			-0.084 ***	-3.11	-0.095 ***	-3.51	-0.068 ***	-2.81
R _{t-2} *DELAY	(-)			-0.086 ***	-2.92	-0.035 ***	-8.45	0.028 ***	3.95
R _{t-3} *DELAY	(-)			-0.079 ***	-3.50	-0.035 ***	-4.99	-0.041 ***	-3.40
R _{t-4} *DELAY	(-)			0.015	0.51	0.008	0.56	0.030 ***	2.98
R _{t-5} *DELAY	(-)			-0.003	-0.58	-0.004	-0.54	0.006	1.11
DELAY	(?)			0.001	0.18	0.015 **	2.47	0.019 ***	3.67
		R+R*DELAY		-0.039	-1.17	-0.032 *	-1.89	-0.038	-1.27
		R _{t-1} +R _{t-1} *DELAY		-0.090 ***	-4.82	-0.098 ***	-4.51	-0.071 ***	-3.78
		R _{t-2} +R _{t-2} *DELAY		-0.083 ***	-3.08	-0.032 ***	-2.98	0.007	0.81
		R _{t-3} +R _{t-3} *DELAY		-0.083 ***	-3.21	-0.039 ***	-5.87	-0.043 ***	-3.00
		R _{t-4} +R _{t-4} *DELAY		0.017	0.53	0.009	0.56	0.030 **	2.29
		R _{t-5} +R _{t-5} *DELAY		-0.008 **	-2.04	-0.007	-0.81	-0.001	-0.33
adjR ²		0.0023		0.0342		0.0284		0.0447	
サンプル数		713		713		713		713	

注. 被説明変数は、GWIM=のれん減損損失額/期首株式時価総額である。各説明変数の定義は以下の通りである。R_t=t期末3ヵ月後まで12ヶ月間の規模調整済バイ・アンド・ホールド異常リターン、BTMG1=当期及び前期において、期末ののれん減損損失控除前株主資本簿価>期末株式時価総額であり、かつ、前期にのれん減損損失を計上していなければ1、それ以外は0（ただし、のれん減損損失控除前株主資本簿価=期末株主資本簿価+のれん減損損失額）、HGTA=当期末及び前期末における(のれん計上額+のれん減損損失額)/(期末のれん減損損失控除前総資産)がいずれもサンプルの中央値よりも大きく、かつ、前期にのれん減損損失を計上していなければ1、それ以外は0、LROA=当期末及び前期末におけるのれん減損損失控除前ROAがいずれも同業種・同年度に属する企業ののれん減損損失控除後ROA平均値よりも低く、かつ、t-1期にのれん減損損失を計上していなければ1、それ以外は0。なお、のれん減損損失控除前ROA=営業利益/(期末のれん減損損失控除前総資産)、のれん減損損失控除後ROA=営業利益/期末総資産として算定している。***、**、*は、それぞれ1%水準、5%水準、10%水準で統計的に有意(両側検定)であることを表している。t値は、Petersen(2009)の方法によって企業・年の両方についてクラスター補正した標準誤差によって算定している。

図表 6-5' 期待外のれん減損損失と当期以前の株式リターンとの関係性 (異常値処理なし)

期待符号	被説明変数=UNEXGWIM ^{BTM}			被説明変数=UNEXGWIM ^{ROA}		
	係数	t値	限界効果	係数	t値	限界効果
定数項	-1.968 ***	-3.39		-0.977 ***	-4.04	
R _t	(?)	0.010	0.07	0.098	1.47	0.061
R _{t-1}	(?)	0.480 *	1.79	0.054	0.24	0.034
R _{t-2}	(?)	1.410 **	2.56	-0.033	-0.20	-0.021
R _{t-3}	(?)	0.682 **	2.26	-0.047	-0.31	-0.029
R _{t-4}	(?)	0.689 ***	2.81	0.020	0.10	0.012
R _{t-5}	(?)	0.231	0.97	0.011	0.09	0.007
Pseudo R ²		0.0102			0.0003	
サンプル数		713			713	

注. 各変数の定義は以下の通りである。UNEXGWIM^{BTM} = (GWIM - EXIM^{BTM}) × 100 (ただし、UNEXGWIM^{BTM} < 0 のときは 0) , なお、EXIM^{BTM} = (期末のれん減損損失控除前株主資本簿価 - 期末株式時価総額) / 期首株式時価総額 (ただし、期末のれん減損損失控除前株主資本簿価 < 期末株式時価総額 のときは 0) , UNEXGWIM^{ROA} = (GWIM - EXIM^{ROA}) × 100 (ただし、UNEXGWIM^{ROA} < 0 のときは 0) , なお、EXIM^{ROA} = 期末のれん減損損失控除前総資産 - (営業利益 / のれん減損損失控除後産業平均ROA) (ただし、のれん減損損失控除後産業平均ROA < のれん減損損失控除前ROA のときは 0) , R_t = t 期末3ヵ月後まで12ヶ月間の規模調整済パイ・アンド・ホールド異常リターン。***, ** は、それぞれ1%水準、5%水準で統計的に有意(両側検定)であることを表している。t値は、企業ごとにクラスター補正されたロバスト標準誤差によって算定されている。限界効果は、各説明変数の平均値で評価している。

図表 6-6' 期待のれん減損損失と当期以前の株式リターンとの関係性 (異常値処理なし)

期待符号	被説明変数=EXGWIM ^{BTM}			被説明変数=EXGWIM ^{ROA}		
	係数	t値	限界効果	係数	t値	限界効果
定数項	-3.343 ***	-3.78		-3.645 ***	-3.98	
R _t	(-)	-2.359	-1.46	-2.815	-1.30	-1.678
R _{t-1}	(-)	-7.637 **	-2.21	-2.402	-1.20	-1.431
R _{t-2}	(-)	-2.219	-1.46	-0.737	-0.36	-0.439
R _{t-3}	(-)	-5.467 ***	-3.91	-1.361	-0.93	-0.811
R _{t-4}	(-)	-1.151	-1.27	0.184	0.31	0.110
R _{t-5}	(-)	-0.576	-1.33	-0.449	-0.88	-0.267
Pseudo R ²		0.0123			0.0039	
サンプル数		713			713	

注. 各変数の定義は以下の通りである。EXGWIM^{BTM} = (GWIM - UNEXGWIM^{BTM}) × 100, EXGWIM^{ROA} = (GWIM - UNEXGWIM^{ROA}) × 100, R_t = t 期末3ヵ月後まで12ヶ月間の規模調整済パイ・アンド・ホールド異常リターン。***, ** は、それぞれ1%水準、5%水準で統計的に有意(両側検定)であることを表している。t値は、企業ごとにクラスター補正されたロバスト標準誤差によって算定されている。限界効果は、各説明変数の平均値で評価している。

図表 7-4' 第 7 章の仮説 1 の分析結果 (異常値処理なし)

期待符号	CF _{t+1}		CF _{t+2}		CF _{t+3}	
	係数	t値	係数	t値	係数	t値
定数項	0.007	1.11	0.010 **	2.47	0.082 ***	7.62
GWIM (－)	-0.422 ***	-2.80	-0.189 **	-2.50	-0.119	-1.63
OIM (－)	0.508 *	1.85	0.141 *	1.88	0.086	0.80
CF (＋)	0.361 ***	5.00	0.542 ***	6.45	0.470 ***	7.43
ΔAR (＋)	0.344 ***	4.05	0.406 ***	2.90	0.501 ***	8.32
ΔINV (＋)	0.018	0.22	-0.351 ***	-5.34	-0.275 ***	-8.15
ΔAP (－)	-0.244	-0.86	0.529 **	2.31	0.077	1.08
DEPR (＋)	0.732 ***	2.59	1.344 ***	6.83	1.187 ***	9.84
AMO (＋)	0.677 **	2.14	1.159 ***	2.95	0.834 ***	3.87
OTHER (？)	0.046	0.31	0.470 ***	2.88	0.325 ***	4.91
<i>Year Dummies</i>	included		included		included	
adjR ²	0.3711		0.3239		0.3162	
サンプル数	6816		5554		4356	

注. 各変数の定義は以下の通りである。CF_t=t期の営業キャッシュ・フロー/t期首株式時価総額, GWIM=のれん減損損失/期首株式時価総額, OIM=のれん以外の減損損失/期首株式時価総額, ΔAR=売上債権増加額/期首株式時価総額, ΔINV=棚卸資産増加額/期首株式時価総額, ΔAP=仕入債務増加額/期首株式時価総額, DEPR=(減価償却額+その他の償却額)/期首株式時価総額, AMO=のれん・負ののれん償却額/期首株式時価総額, OTHER=(税引後経常利益/期首株式時価総額)－(CF+ΔAR+ΔINV+ΔAP+DEPR+AMO) (ただし、税引後経常利益＝当期純利益－特別利益＋特別損失), *Year Dummies*=年度ダミー。***、**は、それぞれ1%水準、5%水準で統計的に有意(両側検定)であることを表している。t値は、Petersen(2009)の方法によって企業・年の両方についてクラスター補正した標準誤差によって算定している。

図表 7-5' 第 7 章の仮説 2 の分析結果 (異常値処理なし)

		OPP=IDEC						OPP=BTM					
		CF _{t+1}		CF _{t+2}		CF _{t+3}		CF _{t+1}		CF _{t+2}		CF _{t+3}	
		係数	t値	係数	t値	係数	t値	係数	t値	係数	t値	係数	t値
期待符号													
定数項		0.006	1.38	0.005	0.65	0.074 ***	6.28	0.004	1.53	0.007 *	1.88	0.081 ***	8.17
GWIM	(－)	-0.435 **	-2.11	-0.124	-0.49	0.010	0.05	-0.498 ***	-5.55	-0.257 ***	-3.37	-0.241 ***	-2.60
OIM	(－)	0.660 *	1.75	-0.006	-0.13	0.103 ***	2.99	0.681 ***	2.72	0.252 **	2.49	0.167	1.62
GWIM*OPP	(＋)	0.093	0.35	-0.169	-0.50	-0.266	-1.18	0.243	1.47	0.211	0.69	0.452	1.32
OIM*OPP	(＋)	-0.728	-0.87	0.300	1.35	-0.032	-0.20	-0.740 ***	-2.78	-0.295 *	-1.67	-0.276	-1.59
OPP	(？)	0.001	0.14	0.014	0.98	0.022 **	2.34	0.016 **	2.14	0.022 ***	3.72	0.003	0.36
Control Variables		included		included		included		included		included		included	
GWIM+GWIM*OPP		-0.342 ***	-2.72	-0.293 **	-2.28	-0.256 ***	-4.01	-0.255	-1.56	-0.047	-0.18	0.211	0.76
OIM+OIM*OPP		0.232	0.95	0.294	1.36	0.072	0.51	-0.059	-0.36	-0.043	-0.37	-0.109	-0.85
adjR ²		0.3731		0.3256		0.3173		0.3758		0.3256		0.3170	
サンプル数		6816		5554		4356		6816		5554		4356	

注. 各変数の定義は以下の通りである。CF_t=t期の営業キャッシュ・フロー/t期首株式時価総額, GWIM=のれん減損損失/期首株式時価総額, OIM=のれん以外の減損損失/期首株式時価総額, IDEC=減損税金等調整前利益が負であり、かつ(当期減損税金等調整前利益-前期減損税金等調整前利益)/期首総資産の値について、その値が負である企業の中央値より小さい場合及び、当期減損税金等調整前利益が正であり、かつ(当期減損税金等調整前利益-前期減損税金等調整前利益)/期首総資産の値について、その値が正である企業の中央値より大きい場合1、それ以外は0 (ただし、減損税金等調整前利益=税金等調整前当期純利益+のれん減損損失), BTM=当期及び前期において、期末のれん減損損失控除前株主資本簿価>期末株式時価総額であり、かつ、前期にのれん減損損失を計上していなければ1、それ以外は0 (ただし、のれん減損損失控除前株主資本簿価=期末株主資本簿価+のれん減損損失額), Control Variablesは、ΔAR=売上債権増加額/期首株式時価総額, ΔINV=棚卸資産増加額/期首株式時価総額, ΔAP=仕入債務増加額/期首株式時価総額, DEPR=(減価償却額+その他の償却額)/期首株式時価総額, AMO=のれん・負ののれん償却額/期首株式時価総額, OTHER=(税引後経常利益/期首株式時価総額)-(CF+ΔAR+ΔINV+ΔAP+DEPR+AMO) (ただし、税引後経常利益=当期純利益-特別利益+特別損失), Year Dummies=年度ダミーである。***、**、*は、それぞれ1%水準、5%水準、10%水準で統計的に有意(両側検定)であることを表している。t値は、Petersen(2009)の方法によって企業・年の両方についてクラスター補正した標準誤差によって算定している。

図表 7-6' 第 7 章の仮説 3 の分析結果 (異常値処理なし)

	期待符号	CG=IDRTO						CG=BRDNUM					
		CF _{t+1}		CF _{t+2}		CF _{t+3}		CF _{t+1}		CF _{t+2}		CF _{t+3}	
		係数	t値	係数	t値	係数	t値	係数	t値	係数	t値	係数	t値
定数項		0.012 **	2.48	0.016 ***	4.80	0.088 ***	7.64	0.014 ***	6.19	0.009	1.51	0.078 ***	5.66
GWIM	(－)	-0.322 *	-1.68	-0.024	-0.38	-0.097	-0.65	-0.214	-1.07	-0.211	-0.88	-0.315 **	-2.40
OIM	(－)	0.604	1.63	0.010	0.10	0.256 ***	5.77	-0.034	-0.15	0.035	0.12	0.241	1.10
GWIM*CG	(－)	-0.249	-0.55	-0.532 ***	-4.07	0.093	0.37	-0.189	-0.84	0.031	0.09	0.236	1.37
OIM*CG	(－)	-0.579	-0.51	0.680 ***	2.78	-1.027 ***	-4.02	0.595 ***	5.03	0.123	0.37	-0.200	-0.97
CG	(？)	-0.039	-1.52	-0.062 ***	-4.41	-0.045 **	-2.42	-0.013 ***	-2.59	0.002	0.37	0.007	1.14
Control Variables		included		included		included		included		included		included	
GWIM+GWIM*CG		-0.571 *	-1.83	-0.556 ***	-5.74	-0.004	-0.03	-0.403 ***	-3.21	-0.179	-1.28	-0.080	-0.74
OIM+OIM*CG		0.025	0.03	0.690 ***	2.81	-0.771 ***	-3.38	0.562 **	2.05	0.158 **	2.07	0.041	0.44
adjR ²		0.3901		0.3262		0.3179		0.3898		0.3241		0.3158	
サンプル数		6550		5537		4350		6550		5537		4350	

注. 各変数の定義は以下の通りである。CF_t=t期の営業キャッシュ・フロー/t期首株式時価総額, GWIM=のれん減損損失/期首株式時価総額, OIM=のれん以外の減損損失/期首株式時価総額, IDRTO=期末社外取締役比率がサンプルの中央値以上であれば1、それ以外は0, BRDNUM=期末取締役人数がサンプルの中央値以下であれば1、それ以外は0, Control Variablesは、ΔAR=売上債権増加額/期首株式時価総額, ΔINV=棚卸資産増加額/期首株式時価総額, ΔAP=仕入債務増加額/期首株式時価総額, DEPR=(減価償却額+その他の償却額)/期首株式時価総額, AMO=のれん・負ののれん償却額/期首株式時価総額, OTHER=(税引後経常利益/期首株式時価総額)-(CF+ΔAR+ΔINV+ΔAP+DEPR+AMO) (ただし、税引後経常利益=当期純利益-特別利益+特別損失), Year Dummies=年度ダミーである。***、**、*は、それぞれ1%水準、5%水準、10%水準で統計的に有意(両側検定)であることを表している。t値は、Petersen(2009)の方法によって企業・年の両方についてクラスター補正した標準誤差によって算定している。

図表 7-7 第7章の仮説4の分析結果（異常値処理なし）

期待符号	CF _{t+1}		CF _{t+2}		CF _{t+3}	
	係数	t値	係数	t値	係数	t値
定数項	0.052 ***	4.26	0.062 ***	7.74	0.067 ***	7.01
GWIM (－)	-0.376 **	-2.56	-0.234 ***	-4.14	-0.171 ***	-2.81
OIM (－)	0.617 *	1.78	0.062	1.28	0.025	0.38
GWIM*RES (＋)	-0.251	-0.57	0.225	1.00	0.416	1.03
OIM*RES (＋)	-0.363	-0.59	0.267	1.38	0.261	1.07
RES (？)	-0.013	-1.12	-0.037 ***	-3.73	-0.031 ***	-4.00
<i>Control Variables</i>	included		included		included	
GWIM+GWIM*RES	-0.627 *	-1.93	-0.009	-0.03	0.246	0.59
OIM+OIM*RES	0.254	0.63	0.329	1.55	0.286	1.02
adjR ²	0.3766		0.3192		0.3142	
サンプル数	5690		4474		3316	

注. 各変数の定義は以下の通りである。CF_t=t期の営業キャッシュ・フロー/t期首株式時価総額，GWIM=のれん減損損失/期首株式時価総額，OIM=のれん以外の減損損失/期首株式時価総額，RES=当期にリストラ関連費用を計上していれば1、それ以外は0，*Control Variables*は、ΔAR=売上債権増加額/期首株式時価総額，ΔINV=棚卸資産増加額/期首株式時価総額，ΔAP=仕入債務増加額/期首株式時価総額，DEPR=(減価償却額+その他の償却額)/期首株式時価総額，AMO=のれん・負ののれん償却額/期首株式時価総額，OTHER=(税引後経常利益/期首株式時価総額)－(CF+ΔAR+ΔINV+ΔAP+DEPR+AMO)（ただし、税引後経常利益=当期純利益-特別利益+特別損失），*Year Dummies*=年度ダミーである。***、**は、それぞれ1%水準、5%水準で統計的に有意（両側検定）であることを表している。t値は、Petersen(2009)の方法によって企業・年の両方についてクラスター補正した標準誤差によって算定している。

図表 7-8 第7章の追加検証の分析結果（異常値処理なし）

期待符号	CF _{t+1}		CF _{t+2}		CF _{t+3}	
	係数	t値	係数	t値	係数	t値
定数項	0.006 **	1.98	0.010 ***	2.64	0.082 ***	7.68
UNEXGWIM (－)	-0.493 ***	-2.89	-0.119	-1.37	-0.064 **	-1.99
EXGWIM (？)	-0.363 **	-2.35	-0.207	-1.26	-0.170	-1.13
UNEXOIM (－)	0.644 **	2.21	-0.038	-1.33	0.090	0.71
EXOIM (？)	0.105	0.52	0.370 **	2.00	0.090	0.63
<i>Control Variables</i>	included		included		included	
adjR ²	0.3736		0.3253		0.3160	
サンプル数	6816		5554		4356	

注. 各変数の定義は以下の通りである。CF_t=t期の営業キャッシュ・フロー/t期首株式時価総額，UNEXGWIM=GWIM－EXIM（ただし、UNEXGWIM<0のときは0），EXGWIM=GWIM－UNEXGWIM，UNEXOIM=OIM－(EXIM－EXGWIM)（ただし、UNEXOIM<0のときは0），EXOIM=OIM－UNEXOIM，なお、EXIM=(期末のれん減損損失控除前株主資本簿価－期末株式時価総額)/期首株式時価総額（ただし、EXIM<0のときは0），*Control Variables*は、ΔAR=売上債権増加額/期首株式時価総額，ΔINV=棚卸資産増加額/期首株式時価総額，ΔAP=仕入債務増加額/期首株式時価総額，DEPR=(減価償却額+その他の償却額)/期首株式時価総額，AMO=のれん・負ののれん償却額/期首株式時価総額，OTHER=(税引後経常利益/期首株式時価総額)－(CF+ΔAR+ΔINV+ΔAP+DEPR+AMO)（ただし、税引後経常利益=当期純利益-特別利益+特別損失），*Year Dummies*=年度ダミーである。***は、1%水準で統計的に有意（両側検定）であることを表している。t値は、Petersen(2009)の方法によって企業・年の両方についてクラスター補正した標準誤差によって算定している。

引用文献

- AbuGhazaleh, N. M., O. M. Al-Hares, and C. Roberts. 2011. Accounting Discretion in Goodwill Impairments : UK Evidence. *Journal of International Financial Management & Accounting* 22 (3) : 165-204.
- AbuGhazaleh, N. M., O. M. Al-Hares, and A. E. Haddad. 2012. The Value Relevance of goodwill impairments: UK Evidence. *International Journal of Economics and Finance* 4 (4) : 206-216.
- American Institute of Certified Public Accountants (AICPA) . 1970. Statement of the Accounting Principles Board No.4. *Basic Concept and Accounting Principles Underlying Financial Statement of Business Enterprises* (川口順一訳. 1973. 『アメリカ公認会計士協会 企業会計原則』 同文館出版.) .
- Atiase, R., D. Platt, and S. Tse. 2004. Operational Restructuring Charges and Post-restructuring Performans. *Contemporary Accounting Research* 21 (3) : 493-522.
- Barney, J. B. 2002. *Gaining and sustaining competitive advantage*, 2nd ed. Prentice Hall : (岡田正大訳. 2003. 『企業戦略論 上』 ダイヤモンド社) .
- Barth, M. E., D. P. Cram, and K. K. Nelson. 2001. Accruals and the Prediction of Future Cash Flows. *The Accounting Review* 76 (1) : 27-58.
- Batrov, E., F. W. Lindahl, and W. E. Ricks. 1998. Stock Price Behavior Around Announcements of Write-Offs. *Review of Accounting Studies* 3 (4) : 327-346.
- Beasley, M.S. 1996. An Empirical Analysis of The Relation between The Board of Director Composition and Financial Statement Fraud. *The Accounting Review* 71 (4) : 443-465.
- Beatty, A., and J. Weber. 2006. Accounting Discretion in Fair Value Estimates : An Examination of SFAS 142 Goodwill Impairments. *Journal of Accounting Research* 44 (2) : 257-288.
- Beaver, W. H., R. A. Lambert, and S. G. Ryan. 1987. The Information Content of Security Prices: A Second Look. *Journal of Accounting and Economics* 9 (2) : 139-157.
- Bens, D. A., W. Heltzer, and B. Segal. 2011. The Information Content of Goodwill Impairments

- and SFAS 142. *Journal of Accounting, Auditing and Finance* 26 (3) : 527-555.
- Betton, S., and B. E. Eckbo. 2000. Toeholds, Bid Jumps, and Expected Payoffs in Takeovers. *The Review of Financial Studies* 13 (4) : 841-882.
- Biddle, G. C., G. Hilary, and R. S. Verdi. 2009. How does Financial Reporting Quality Relate to Investment Efficiency? *Journal of Accounting and Economics* 48 (2-3) : 112-131.
- Bunsis, H. 1997. A Description and Market Analysis of Write-Off Announcements. *Journal of Business Finance and Accounting* 24 (9-10) : 1385-1400.
- Byrd, J. W., and K. A. Hickman. 1992. Do Outside Directors Monitor Managers? Evidence from Tender Offer Bids. *Journal of Financial Economics* 32 (2) : 195-221.
- Chen, C., M. Kohlbeck, and T. Warfield. 2008. Timeliness of Impairment Recognition: Evidence from the Initial Adoption of SFAS 142. *Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting* 24 : 72-81.
- Chung, R., M. Firth, and J. Kim. 2002. Institutional Monitoring and Opportunistic Earnings Management. *Journal of Corporate Finance* 8 (1) : 29-48.
- Chung, K. H., and S. W. Pruitt. 1994. A Simple Approximation of Tobin's q. *Financial Management* 23 (3) : 70-74.
- Cowan, A. R., W. N. Dilla, and C. Jeffrey. 2006. Goodwill Testing and Earnings under SFAS 142. *Working paper*, Iowa State University.
- Cready, W. M., T. J. Lopez, and C. A. Sisneros. 2012. Negative Special Items and Future Earnings: Expense Transfer or Real Improvements? *The Accounting Review* 87 (4) : 1165-1195.
- Damodaran, A. 2002. *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*, 2nd ed. Jhon Wiley & Sons : (山下恵美子訳. 2008 『資産価値測定総論 2』 パンローリング) .
- Eckbo, B. E. Horizontal 1983. Mergers, Collusion, and Stockholder Wealth. *Journal of Financial*

- Economics* 11 (1-4) : 241-273.
- Eisenberg, T., S. Sundgren, and M. Wells. 1998. Larger Board Size and Decreasing Firm Value in Small Firms. *Journal of Financial Economics* 48 (1) : 35-54.
- Elliott, J. A. and W. H. Shaw. 1988. Write-Off as Accounting Procedures to Manage Perception. *Journal of Accounting Research* 26 (Supplement) : 91-119.
- Financial Accounting Standards Board (FASB) . 1975. Statement of Financial Accounting Standards No.5. *Accounting for Contingencies*.
- Financial Accounting Standards Board (FASB) . 1995. Statement of Financial Accounting Standards No.121. *Accounting for the Impairment of Long-Lived Assets and for Long-Lived Assets to Be Disposed of*.
- Financial Accounting Standards Board (FASB) . 2001. Statement of Financial Accounting Standards No.142. *Goodwill and Other Intangible Assets*.
- Financial Accounting Standards Board (FASB) . 2009. Accounting Standards Codification Topic350. *Intangibles—Goodwill and Other*.
- Financial Accounting Standards Board (FASB) . 2011. Accounting Standards Update No. 2011-08. *Intangibles—Goodwill and Other (Topic 350) : Testing Goodwill for Impairment*.
- Financial Accounting Standards Board (FASB) . 2014. Accounting Standards Update No. 2014-02. *Intangibles—Goodwill and Other (Topic 350) : Accounting for Goodwill (A Consensus of the Private Company Council)* .
- Francis, J., J. D. Hanna and L. Vincent. 1996. Causes and Effects of Discretionary Asset Write-Off. *Journal of Accounting Research* 34 (Supplement) 117-134.
- Gu, F., and B. Lev. 2011. Overpriced Shares, Ill-Advised Acquisitions, and Goodwill Impairment. *The Accounting Review* 86 (6) : 1995-2022.
- Guler, L. 2007. Goodwill Impairment Charges under SFAS 142 : Role of Executives' Incentives and Corporate Governance. *Working Paper*, Texas A&M University.

- Harford, J. 1999. Corporate Cash Reserves and Acquisitions. *The Journal of Finance* 54 (6) : 1969-1997.
- Harris, T. S., M. Lang, and H. P. Moller. 1994. The Value Relevance of German Accounting Measures: An Empirical Analysis. *Journal of Accounting Research* 32 (2) : 187-209.
- Hayn, C., and P. J. Hughes. 2006. Leading Indicators of Goodwill Impairment. *Journal of Accounting, Auditing & Finance* 21 (3) : 223-265.
- Healy, P. M., K. G. Palepu, and R. S. Ruback. 1992. Does Corporate Performance Improve after Mergers? *Journal of Financial Economics* 31 (2) : 135-175.
- Hirschey, M., and V. J. Richardson. 2002. Information Content of Accounting Goodwill Numbers. *Journal of Accounting and Public Policy* 21 : 173-191.
- Hulzen, P. V., L. Alfonso, G. Georgakopoulos, and I. Sotiropoulos. 2011. Amortisation Versus Impairment of Goodwill and Accounting Quality. *International Journal of Economic Sciences and Applied Research* 4 (3) : 93-118.
- International Accounting Standards Committee (IASC) . 1998. International Accounting Standards No.36. *Impairment of Assets* (企業会計基準委員会 財団法人 財務会計基準機構監訳, 国際会計基準委員会財団編. 2009. 『国際財務報告基準 (IFRS) 2009』 中央経済社.) .
- International Accounting Standards Board (IASB) . 2008. International Financial Reporting Standards No.3 (R). *Business Combinations* (企業会計基準委員会 財団法人 財務会計基準機構監訳, 国際会計基準委員会財団編 『前掲書』.) .
- Jarva, H. 2009. Do Firms Manage Fair Value Estimates? An Examination of SFAS 142 Goodwill Impairments. *Journal of Business Finance and Accounting* 36 (9) : 1059-1086.
- Jarva, H. 2014. Economic Consequences of SFAS 142 Goodwill Write-offs. *Accounting and Finance* 54 : 211-235.
- Jensen, M. C. 1986. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review* 76 (2) : 323-329.

- Jensen, M. C. 1993. The Modern Industrial Revolution, Exit and The Failure of Internal Control System. *Journal of Finance* 48 (3) : 831-880.
- Jensen, M. C., and W. H. Meckling. 1976. Theory of The Firm : Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure. *Journal of financial Economics* 3 (4) : 305-360.
- Jordan, C. E., S. J. Clark, and C. E. Vann. 2007. Using Goodwill Impairment to Effect Earnings Management during SFAS No.142's Year of Adoption and Later. *Journal of Business and Economic Research* 5 (1) : 23-30.
- Klein, A. 2002. Audit Committee, Board of Director Characteristics, and Earnings Management. *Journal of Accounting and Economics* 33 (3) : 375-400.
- Lang, L. H. P., R.M. Stulz, and R. A. Walkling. 1989. Managerial performance, Tobin's Q, and the gains from successful tender offers. *Journal of Financial Economics* 24 : 137-154.
- Lang, M., J. S. Ready, and M. H. Yetman. 2003. How Representative are Firms that Are Cross-listed in the United States? An Analysis of Accounting Quality. *Journal of Accounting Research* 41 (2) : 363-386.
- Lapointe-Antunes, P., D. Cormier, and M. Magnan. 2009. Value Relevance and Timeliness of Transitional Goodwill-Impairment Losses: Evidence from Canada. *The International Journal of Accounting* 44 (1) : 56-78.
- Lee, C. 2011. The Effect of SFAS 142 on the Ability of Goodwill to Predict Future Cash Flows. *Journal of Accounting and Public Policy* 30 (3) : 236-255.
- Li, Z., P. K. Shroff, R. Venkataraman and I. X. Zhang. 2011. Causes and Consequences of Goodwill Impairment Losses. *Review of Accounting Studies* 16 (4) : 745-778.
- Li, K. K., and R. G. Sloan. 2012. Has Goodwill Accounting Gone Bad? *Working Papers*, University of California Berkeley.
- Liberatore, G., and F. Mazzi. 2010. Goodwill Write-Off and Financial Market Behaviour: An Analysis of Possible Relationships. *Advances in Accounting* 26 (2) : 333-339.

- Maddala, G. S. 2001. *Introduction to Econometrics*, 3rd ed. John Wiley and Sons : (佐伯親良訳, 2004. 『マダラ 計量経済分析の方法 改訂3版』エコノミスト社) .
- Maloney, M. T., R. E. McCormick, and M. L. Mitchell. 1993. Managerial Decision Making and Capital Structure. *Journal of Business* 66 (2) : 189-217.
- Masters-Stout, B., M. L. Costigan, and L. M. Lovata. 2008. Goodwill Impairments and Chief Executive Officer Tenure. *Critical Perspectives on Accounting* 19 (8) : 1370-1383.
- Morck, R., A. Shleifer, and R. W. Vishny. 1990. Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisition? *The Journal of Finance* 45 (1) : 31-48.
- Murphy, K. J., and J. L. Zimmerman. 1993. Financial Performance Surrounding CEO Turnover. *Journal of Accounting and Economics* 16 (1-3) : 273-315.
- Oler, D. K. 2008. Does acquirer cash level predict post-acquisition returns? *Review of Accounting Studies* 13 (4) : 479-511.
- Palepu, K. G. 1986. Predicting Takeover Targets: A Methodological and Empirical Analysis. *Journal of Accounting and Economics* 8 (1) : 3-35.
- Perfect, S. B., and K. W. Wiles. 1994. Alternative Construction of Tobin's q: An Empirical Comparison. *Journal of Empirical Finance* 1 (3-4) : 313-341.
- Petersen, M. A. 2009. Estimating Standard Errors in Finance Panel Data Sets: Comparing Approaches. *Review of Financial Studies* 22 (1) : 435-480.
- Ramanna, K. 2008. The Implications of Unverifiable Fair-Value Accounting: Evidence from the Political Economy of Goodwill Accounting. *Journal of Accounting and Economics* 45 (2-3) : 253-281.
- Ramanna, K., and R. L. Watts. 2012. Evidence on the Use of Unverifiable Estimates in Required Goodwill Impairment. *Review of Accounting Studies* 17 (4) : 749-780.
- Rees, L., S. Gill, and R. Gore. 1996. An Investigation of Asset Write-Downs and Concurrent Abnormal Accruals. *Journal of Accounting Research* 34 (Supplement) : 157-169.

- Riedl, E. J. 2004. An Examination of Long-Lived Asset Impairments. *The Accounting Review* 79 (3) : 823-852.
- Roll, R. 1986. The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers. *The Journal of Business* 59 (2) : 197-216.
- Strong, J. S., and J. R. Meyer. 1987. Asset Writedowns: Manageral Incentives and Security Returns. *Journal of Finance* 42 (3) : 643-661.
- Verriest, A., and A. Gaeremynck. 2009. What Determines Goodwill Impairment? *Review of Business and Economics* 54 (2) : 106-128.
- Warfield, T. D., and J. J. Wild. 1992. Accounting Recognition and the Relevance of Earnings as an Explanatory Variable for Returns. *The Accounting Review* 67 (4) : 821-842.
- Watts, R. L., and J. L. Zimmerman. 1986. *Positive Accounting Theory*. Englewood Cliffs, New Jersey : Prentice-Hall (須田一幸訳. 1991. 『実証理論としての会計学』 白桃書房) .
- Xu, W., A. Anandarajan, and A. Curatola. 2011. The Value Relevance of Goodwill Impairment. *Research in Accounting Regulation* 23 (2) : 145-148.
- Yermack, D. 1996. Higher Valuations of Companies with a Small Board of Directors. *Journal of Financial Economics* 40 (2) : 185-211.
- Zucca, L. J., and D. R. Campbell. 1992. A Closer Look at Discretionary Writedowns of Impaired Assets. *Accounting Horizons* 6 (3) : 30-41.
- 伊藤邦雄. 2007. 『ゼミナール企業価値評価』 日本経済新聞出版社.
- 伊藤迪子・Michael O.Braun 監修、モリソン・フォースターLLP・伊藤 見富法律事務所編. 2001. 『アメリカの M&A 取引の実務』 有斐閣.
- 稲村由美. 2009. 「利益マネジメント研究における負債比率仮説の前提に関する分析」『企業会計』 61 (6) : 160-166.
- 薄井彰. 2001. 『バリュー経営の M&A 投資』 中央経済社.
- 梅原秀継. 2000. 『のれん会計の理論と制度 一無形資産及び企業結合会計基準の国際比較一』 白桃

書房.

榎本正博. 2008. 「減損会計基準の適用時期の選択と経営者の会計行動に関する実証分析」『会計プログ
レス』 9 : 23-38.

海老原崇. 2009. 「収益と費用の対応,利益のボラティリティ,利益の将来キャッシュフロー予測能力
の関係」『武蔵大学論集』 57 (1) : 95-142.

大日方隆. 2013. 『利益率の持続性と平均回帰』 中央経済社.

勝田英紀・馬文傑・大川雅也. 2008. 「減損会計基準の早期適用の株価効果分析」『大阪大学経済学』
57 (4) : 46-61.

企業会計基準委員会. 2003. 『企業会計基準適用指針第 6 号 固定資産の減損に係る会計基準の適用
指針』.

企業会計基準委員会. 2009. 『企業結合会計の見直しに関する論点の整理』.

企業会計基準委員会. 2013. 企業会計基準第 21 号『企業結合に関する会計基準』.

企業会計基準委員会. 2014. 企業会計基準委員会による修正会計基準公開草案第 1 号『のれんの会
計処理 (案)』.

企業会計審議会. 2002a. 『固定資産の減損に係る会計基準の設定に関する意見書』.

企業会計審議会. 2002b. 『固定資産の減損に係る会計基準』.

菊谷正人. 2007. 「企業結合会計基準の国際的収斂 ―国際財務報告基準第 3 号を中心にして―」『経
営志林』 43 (4) : 17-30.

木村晃久. 2007. 「減損会計基準の早期適用による利益マネジメントー基準設定主体が早期適用期間
を設けた趣旨は達成されたかー」『産業経理』 67 (2) : 122-129.

減損会計研究委員会. 1998. 『減損会計をめぐる論点』 企業財務制度研究会.

胡丹・車戸祐介. 2012. 「日本における減損会計に関する実証分析」『会計プロGRESS』 13 : 43-58.

佐久間義浩. 2008. 「財務報告に係る内部統制の検証 -委員会設置会社と監査役設置会社における裁
量的発生高の比較をつうじて-」『産業経理』 68 (2) : 96-106.

島田奈美. 2011a. 「会計の政治化とのれん会計」『流通科学大学論集 ―経済・経営情報編―』 19 (2) :

109-119.

島田奈美. 2011b. 「のれん減損情報に対する証券市場の反応」『現代社会と会計』5 : 37-49.

島田奈美. 2013. 「のれんの減損処理における定性的評価について」『流通科学大学論集 一経済・経営情報編一』21 (2) : 55-72.

首藤昭信. 2010. 『日本企業の利益調整 理論と実証』中央経済社.

須田一幸. 2001. 「減損会計の実務と情報内容」『会計プロGRESS』2 : 23-35.

新美一正. 2012. 「委員会設置会社のパフォーマンス分析 -コーポレート・ガバナンス、市場の評価、利益の質、および実体的裁量行動-」『Business & Economic Review』22 (1) : 77-140.

早川優, 田中弘. 2009. 「企業結合における『のれん』の会計」『商経論集』44 (1・2) : 1-27.

林田浩. 2007. 「米国における無形資産会計の変遷とその背景 -ARB24 号から APB17 号における会計処理の整理および検討を目的として-」『共栄大学研究論集』5 : 65-79.

菱山淳. 2001. 「減損会計(1)-減損会計基準の制度的動向」『企業会計』53 (9) : 94-96.

方芳. 2011. 「コーポレート・ガバナンスと利益調整 -委員会設置会社制度の有効性-」『年報 経営分析研究』27 : 51-60.

向伊知郎. 2008. 「減損会計基準の適用に伴う市場の反応と財務情報への影響」『会計』174 (4) : 584-594.

山内暁. 2010. 『暖簾の会計』中央経済社.

山本卓. 2005. 「減損会計基準早期適用企業にみる裁量行動」『不動産研究』47 (3) : 33-43.