

# のれんの資産性 ～当初認識に焦点を当てて～<sup>1</sup>

## Is Goodwill Assets?: Initial Recognition Excluding Overpayment and Overvaluation Cases

向 伊知郎

Ichiro MUKAI

### 和文要旨：

現在、のれんの会計では、のれんの当初認識後の会計処理において、「減損のみアプローチ」と「償却および減損アプローチ」のいずれが意思決定に有用な情報を提供するかに関する問題が注目されている。しかし、のれんの当初認識後の会計処理の問題は、当初認識が適切に行われていることが前提でなければ解決できないと考えられる。本研究の目的は、合併および取得(M&A)といった企業結合時に認識されるのれんが、将来の経済的便益を創造する資産であるかについて検討することにある。のれんは、当初認識において、被取得企業への支払対価と取得した純資産の公正価値との差額として測定される。これは、のれんが被取得企業への過大支払いおよび被取得企業の過大評価などを含んでいて、正確に測定されていない可能性を生じさせる。本研究では、のれんの当初認識に焦点を当てて、イベント情報と財務情報を用いて、過大支払いおよび過大評価が含まれないのれんと、将来の経済的便益との関連性を実証的に分析する。

### 英文要旨：

Many accounting studies are interested in a topic of the subsequent measurement of goodwill. However, the initial recognition problems make it difficult to resolve the subsequent measurement problems. The purpose of this study is to examine whether the goodwill recognized at the time of M&A is an asset that creates future economic benefits. Accounting standards regulates that goodwill is initially recognized as the difference between the consideration paid to an acquiree and the fair value of the acquired net assets. This measurement method raises the possibility that the amount of goodwill includes the overpayment to and overvaluation of the acquiree. This study focuses on the initial recognition of goodwill. Data is collected from the event of M&A and the financial information of both acquirer and acquiree. The empirically analysis is conducted on the association between goodwill, excluding overpayment and overvaluation, and future economic benefits.

**和文キーワード：** 過大支払い、過大評価、企業結合、経済的便益、将来キャッシュ・フロー、M&A

**英文キーワード：** Business Combinations, Economic Benefit, Future Cash Flows, M&A, Overpayment, Overvaluation,

1 本研究は、英文ジャーナルへの投稿を意図した論文の草稿を日本語で執筆して掲載するものである。

## 目 次

1. はじめに
  2. のれんの定義と当初認識
  3. 先行研究
  4. 仮説とリサーチデザイン
  5. サンプルと記述統計
  6. 分析結果
  7. 追加分析
  8. むすび
- 参考文献

## 1. はじめに

のれんの会計は、多くの国で数十年間にわたって議論されてきた。近年では、のれんの当初認識後の会計処理に関して、のれんを非償却とする「減損のみアプローチ」と償却と減損処理の両方を規定する「償却および減損アプローチ」のいずれが意思決定に有用な情報を提供するかに関する研究が幅広い視点から行われている。しかし、のれんの当初認識後の会計処理は、当初認識が適切に行われていることを前提として検討されなければならない。

本研究の目的は、資産として当初認識されるのれんの金額は、過大支払い（overpayment）および被取得企業の過大評価（overvaluation）などののれん以外の要素を含んでいる場合があり、適切に認識されたのれんは、経済的便益を創造する経済的資源として、将来の正味キャッシュ・インフローと密接に関連することを明らかにすることにある。研究対象は、合併と取得（M&A）といった企業結合でのれんを計上した取得企業と被取得企業とする。分析は、のれんが適切に認識されている場合と過大支払いおよび過大評価等を含んでいる場合とに分けて、のれんと将来の経済的便益との関連を実証的に検証する。当該研究は、のれんを適切に認識することで、当初認識後におけるのれんの減価をどのように会計処理するのかといった問題を検討するための基礎となるものである。

最初に、会計基礎概念としての概念フレームワークとのれんの会計基準から、のれんの当初認識における問題を指摘する。次に、先行研究を参考に、当初認識されるのれんが過大支払いおよび過大評価を含んでいることが、の

れんの当初認識後の会計処理に関連していることを明らかにする。その後、当初認識されるのれんの資産性を検証するための仮説を構築して、分析モデルを提示する。次いで、実証研究で用いるデータと記述統計を示し、実証結果について明らかにする。最後に、本研究からの知見および今後の検討課題について記述する。

## 2. のれんの定義と当初認識

企業結合において認識されるのれんは、①潜在的無形資産説、②超過収益力説、③個別に認識することのできない差額説、および④シナジー説など、その性質から説明されてきた（Paton, 1922, pp.313-314; Canning, 1929, p.42; Yang, 1927, pp.93-94; Miller, 1973, p.281.）。しかし、会計基準では、のれんの性質およびその定義がほとんど検討されることなく、のれんは支払対価と取得した純資産の公正価値との差額を資産として認識するように規定されてきた。2001年にアメリカの財務会計基準審議会（Financial Accounting Standards Board: FASB）が公表した財務会計基準書（Statement of Financial Accounting Standards: SFAS）第141号は、のれんを差額として定義する一方で、それ以前の会計原則審議会（Accounting Principles Board: APB）意見書第16号が、のれんをどのように計算するべきかを説明するだけで、のれんとは何か、または何を表すかといったのれんの本質について議論していないことを指摘している（FASB, 2001a, B106.）。

2001年に国際会計基準審議会（International Accounting Standards Board: IASB）が設立されると、IASBとFASBは短期収斂共同プロジェ

クトを開始して、企業結合会計基準の改訂に取り組んだ。IASB が 2004 年に公表した国際財務報告基準（International Financial Reporting Standards: IFRS）第 3 号は、のれんを測定技法ではなくその性質から定義した（IASB. 2004, Appendix A; BC129.）。IASB が 2008 年に改訂した IFRS 第 3 号（以下、改訂 IFRS 第 3 号）および FASB が 2007 年に改訂した SFAS 第 141 号（以下、改訂 SFAS 第 141 号）では、のれんは、個別に識別できず、独立して認識できない、企業結合で取得した他の資産から生じる将来の経済的便益を表す資産であると定義されている（FASB. 2007, par.3; IASB. 2008, Appendix A; FASB. 2017, 350-20-20; 805-30-20<sup>2</sup>）。その上で、このように定義されるのれんが、当時の概念フレームワークの資産の定義を満たすものであることが説明されている（FASB. 2007, B320-B321; IASB. 2008, B320-B321.）。

IASB および FASB は、のれんについて、取得企業は、取得日に次の①が②を超過する額として認識しなければならないと規定している（FASB. 2007, par.34; 2017, 805-30-30-1; IASB. 2008, par.32.）<sup>3</sup>。

① 以下の総計

- (ア) 移転された対価（通常、取得日における公正価値）
- (イ) a) (IASB) 被取得企業のすべての非支配持分の金額（amount）  
b) (FASB) 被取得企業のすべての非支配持分の公正価値（fair value）
- (ウ) 段階的に達成される企業結合の場合には、取得企業が以前に保有していた被取得企業の持分の取得日における公正価値

② 取得日における識別可能な取得した資産および引受けた負債の正味の金額

2 FASB は、非営利企業による取得の場合についても言及している（FASB. 2017, 805-30-20）。

3 負ののれんは、すべての取得した資産および引受けた負債を正確に識別したかどうかを再評価して、のれんを認識した手続きを確認した後に、依然として超過額が残っている場合に、利益として認識しなければならない（FASB. 2007, pars.36-38; 2017, 805-30-30-4-6; IASB. 2008, pars.34-36.）。

IASB および FASB は、のれんを資産と考えているが、のれんの直接的な測定は不可能であるとして、差額として測定することを規定している（FASB. 2007, B317; B328; IASB. 2008, B317; BC328.）。のれんを差額として測定することで、のれんとして認識される金額には資産および負債の認識要件を満たさない項目を含めて、のれん以外の構成要素が含まれることになる（IASB. 2004, par.36; pars.51-53; BC130.）。

FASB が 2001 年に公表した SFAS 第 141 号は、実務でのれんとして認識されてきた金額には、のれん以外の要素が含まれるとして、のれんを以下の 6 つの構成要素に分けて検討している（FASB. 2001a, B102.）。

構成要素 1：取得日における被取得企業の正味資産の帳簿価額を超える公正価値の超過額

構成要素 2：被取得企業が以前に認識していなかったその他の純資産の公正価値

構成要素 3：被取得企業の既存のビジネスの「継続企業」要素の公正価値

「継続企業」要素は、正味資産を個別に取得する場合に予想されるよりも、正味資産の集合体（assembled collection of net assets）としての高い収益率を獲得する確立されたビジネスの能力を表し、独占利益を獲得する能力および競争企業による市場への参入障壁を含めた市場の不完全性に関連した要素などの他の便益と同様に正味資産のシナジーから生じるものである。

構成要素 4：取得企業および被取得企業の正味資産とビジネスを結合することから期待されるシナジーおよびその他の便益

構成要素 5：入札された対価の評価の誤りから生じる取得企業が支払った対価の過大評価

構成要素 6：入札過程で価格が引き上げられる場合に生じるような過大支払いおよび投げ売りの場合に生じるような過少支払い（underpayment）

SFAS 第 141 号は、構成要素 3 および構成要素 4 を合わせたものを、「コアのれん」（core goodwill）

と命名している (FASB, 2001a, B103-B106.)。改訂 SFAS 第 141 号および改訂 IFRS 第 3 号も、SFAS 第 141 号での議論を受け継いで、取得企業は、財務報告の目的の達成に向けて、のれん以外の構成要素がのれんの当初認識の金額に含まれないように、以下に関するあらゆる努力が必要であると主張している (FASB, 2007, B313; B317; B328; IASB, 2008, B313; B317; BC328.)。

- ① 対価の正確な測定 (構成要素 5 の除外または減少のため)
- ② 取得した識別可能な純資産の公正価値での認識 (構成要素 1 の除外または減少のため)
- ③ 資産の認識要件を満たすすべての取得した無形資産の認識 (構成要素 2 の減少のため)

### 3. 先行研究

IASB は、2013 年から実施した IFRS 第 3 号「企業結合」の適用後レビュー (Post-Implementation Review: PIR) において、のれんの会計処理に関する多くの先行研究のレビューを行っている。そこでは、IFRS 適用後に、それまで以上にのれんの金額の価値関連性が高まっていること、およびのれんの減損損失が価値関連的であることを指摘したものが多くと記述されている (IASB, 2015, p.31.)<sup>4</sup>。しかし、これらの先行研究は、当初認識後におけるのれんまたは減損損失の金額を用いて分析したもので、のれんの当初認識の問題に焦点を当てていない (Aharony, Barniv, and Falk. 2010; AbuGhazaleh, Al-Hares, and Haddad. 2012; Amel-Zadeh, Faasse, Li, and Meeks. 2013; Martinez, Martinez, and Lin. 2014; Baboukardos and Rimmel. 2014; Chalmers, Clinch, and Godfrey. 2008; Chalmers, Clinch, Godfrey, and Wei. 2012; Oliveira, Rodrigues, and Craig. 2010.)。

Ramanna (2008) および Ramanna and Watts (2012) は、経営者は個人的なインセンティブから、のれんおよびのれんの減損損失の金額を裁量的

に測定していることを明らかにしている。Watts (2003a; 2003b) は、特にのれんの減損テストを例にあげて、公正価値測定が財務報告に検証不可能な見積もり値を含めることになったことを指摘している。Holthausen and Watts (2001) も、市場価格が存在する資産の場合には、公正価値は真の価値 (true value) を表して信頼することができるが、市場価格が入手できない資産の場合には、公正価値の検証は困難であることを明らかにしている。Holthausen and Watts (2001) は、検証不可能な数値を用いて価値関連性研究を行っても、分析結果は脆弱なものになると主張している。

実際に、Henning, Lewis, and Shaw (2000)、Hayn and Hughes (2006)、Li, Shroff, Venkataraman, and Zhang (2011)、Gu and Lev (2011) および Olante (2013) は、企業結合時に過大支払いおよび被取得企業の過大評価が行われていると、次年度以降にのれんの減損損失が計上されることを明らかにしている。これらは、のれんの金額に FASB および IASB が指摘した構成要素 5 あるいは構成要素 6 が含まれていることを指摘したものである。

Henning et al. (2000) は、企業結合の年に、投資家がのれんを識別可能な構成要素に区別して評価しているかについて検討している。Henning et al. (2000) は、のれんの構成要素を被取得企業の正味資産の帳簿価額を超える公正価値、継続企業要素、シナジーおよび残余要素に区別して、それらの構成要素と企業価値との関連を分析している。分析結果は、のれんの構成要素である継続企業要素とシナジーが企業価値と有意に正の関係にあって、特にシナジーのれんがより価値関連的であること、および残余要素は有意に負の関係であったことを明らかにしている。その上で、残余要素は、過大評価の部分である可能性が高いと主張している。

Hayn and Hughes (2006) は、入手可能な情報に基づいてのれんの価値を測定できるかについて、将来の減損損失の予測との関連で検証している。Hayn and Hughes (2006) は、取得後に生じるのれんの減損処理と「取得の特徴」および「取得後に減損が生じるまでの期間の業績指標」との関連を分析している。「取得の特徴」は、企業価値に対する支払対価の割合、入札し

4 IASB (2014) では、IFRS 第 3 号に限定せず、アメリカの SFAS 第 141 号の適用の効果に関するレビューも行っている (IASB, 2014, pp.20-22.)。

た企業の数、のれんに割り当てられた支払対価の割合、および支払対価における株式取得の割合に、追加指標として、取得の発表から取得日までの累積異常リターン (cumulative abnormal returns: CAR) および企業結合前2年間での取得企業が行ったその他の企業結合の数を変数として用いている。「取得後に減損が生じるまでの期間の業績指標」は、のれんが割り当てられたセグメントごとの、総資産利益率 (return on assets: ROA)、ROAの変化、営業損失が生じた場合のダミー変数、および売上高の変化率、報告単位の競争レベルの変化を表すハーフィンダール指数 (Herfindahl index) のほか、企業の年間 ROA と、減損が生じる前数年間の企業の年次 CAR を用いている。分析結果は、業績指標以上に、過大支払いの指標である企業価値に対する支払対価の割合、のれんに割り当てられた支払対価の割合、および支払対価における株式取得の割合が、減損の予測に統計的に有意であることを明らかにしている。

Li et al. (2011) は、のれんの減損損失に関する分析の中で、取得時の過大支払いの指標が将来ののれんの減損を予測できるかについて検証している。Li et al. (2011) は、過大支払いを示す変数として、被取得企業の1株当たり純資産簿価に対する支払対価の割合、被取得企業の取得前株価に対する1株当たり支払対価の割合、支払対価における株式取得の割合を用いて分析している。分析結果は、のれんの減損は、以前行われた企業結合において期待された利益が過大評価されていたためであることを明らかにしている。

Olante (2013) は、Hayn and Hughes (2006) の分析モデルを用いて、取得時の過大支払いの指標が、のれんの減損損失を予測できるかについて検証している。分析結果は、減損損失を計上したサンプルの37.4%において、支払対価における株式取得割合、のれんに割り当てられた支払対価の割合といった過大支払い指標が、減損損失を予測可能であったことを示している。

Gu and Lev (2011) は、取得企業は、被取得企業の株価が過大評価されていることから、取得後のシナジー以上に高い金額によって被取得企業を取得していて、その結果、のれんの過大計上およびその後の減損処理が生じるかについ

て検証している。Gu and Lev (2011) は、事前に株価のミスマーケティングを測定する指標はないことから、産業調整後の株価利益率 (price to earnings ratio: PER)、裁量的発生高および事前株式発行 (prior equity issuance) といった3つの指標から過大評価を識別している。分析結果は、取得時にのれんが過大計上された企業群において、将来の減損損失が生じていることを明らかにしている。

これらの先行研究は、いずれも将来の減損損失の原因が、取得時に認識されたのれんの金額の過大計上にあることを明らかにしている。ここでは、のれんが適切に評価されていないことで、情報利用者の意思決定に有用な情報を提供できていないことが示唆されているが、適切に評価されることで、意思決定に有用な情報が提供されるかは検討されていない。

概念フレームワークは、情報利用者の意思決定に有用な情報は、将来の正味キャッシュ・インフローの金額、時期および不確実性の評価などのリターンへの期待に関する情報であり、リターンへの期待は、報告実体の経済的資源およびそれらの変動などから明らかにされると述べている (IASB, 2018, 1.3-1.16)。概念フレームワークは、資産を将来の経済的便益を創造する現在の経済的資源であると定義していることから (IASB, 2018, 4.2.4.4.)、リターンへの期待は、現在の経済的資源である資産およびその変動によって創造される将来の経済的便益から判断されることになる。のれんが資産の定義を満たして、適切に認識および測定されている場合、のれんは経済的資源として、将来の経済的便益を創造することになる。のれんの評価が将来の経済的便益に関連しているかについて分析したものに、Lee (2011) および Su and Wells (2015) がある。

Lee (2011) は、SFAS 第142号が経営者の裁量を拡張するという批判に対して、のれんの会計に焦点を当てて、原則主義的な目的志向型の会計基準および資産負債観に基づいた会計基準が忠実な表現を実現するものであるかについて検証している。Lee (2011) は、のれんの将来キャッシュ・フローの予測能力を、のれんおよびのれんの減損損失との関連から分析した。分析結果は、SFAS 第142号に従って処理されたのれんの減損処理が、それ以前に規定されてい

た規則的な償却以上に将来キャッシュ・フローの予測に役立ち、のれんを適切に評価することを明らかにしている。

Su and Wells (2015) は、オーストラリアにおいて IFRS が適用されることで、企業結合および無形資産に関する会計処理の変更が財務業績に関する適切な情報を提供するかについて検証している。財務業績として、企業結合後の税引前当期純利益および営業活動によるキャッシュ・フローを取り上げて、企業結合後3年間にわたる財務業績およびその変化と、IFRS の適用で会計処理の変更が生じた企業結合で取得したのれんおよび識別可能な無形資産との関連が分析されている。分析結果は、のれんは企業結合後の財務業績と密接に関連していて、むしろ企業結合時に計上されるべき無形資産に経営者の裁量が介入していることを明らかにしている。

#### 4. 仮説とリサーチデザイン

本研究は、のれんが適切に公正価値評価されれば、概念フレームワークにおける資産の定義を満たして、財務報告の目的に適した情報提供を行うものであることを検証する。これは、のれんの当初認識後における会計処理において、規則的償却を導入することが望ましいわけではなく、のれんを含む資産の適切な評価の必要性を主張するものである。概念フレームワークにおける財務報告の目的に適した情報提供として、情報利用者のニーズであるリターンへの期待に焦点を当てる。

先行研究をもとに、現行ののれんの会計処理が、企業結合時におけるのれんの当初認識において、過大支払いおよび被取得企業の過大評価の金額を含んだものであると考えて、以下の対立仮説が構築される。

仮説1：過大計上されていないのれんは、将来の経済的便益の予測に役立つ。

この仮説を検証するために、最初に、のれんに過大支払いおよび過大評価の要素が含まれているケースと含まれていないケースとを識別する。これは、先行研究を参考に過大支払いおよび過大評価を予測する指標を用いて、主成分分

析によって主成分得点を計算することによる。

過大支払いを示す指標は、Henning et al. (2000)、Hayn and Hughes (2006) および Li et al. (2011) を参考に、企業結合時点のデータを用いて、被取得企業の純資産の公正価値に対する企業価値の割合 (GC)、取得公表日を中心とした取得企業および被取得企業の CAR の合計額 (SYNERGY)、のれんに割り当てられた支払対価の割合 (GWP) および支払対価における株式取得の割合 (STOCK) とする。GC および SYNERGY は、コアのれんの部分であり、コアのれんを超えた金額が過大支払いの部分に関連する指標である。GWP は、支払対価に占めるのれんの割合が高ければ、過大支払いの可能性がある生じると考える指標である。STOCK は、株式で企業結合の対価を支払うことで、現金支払いによる潜在的なリスクが回避されて、過大支払いになる可能性が生じると考える指標である。

被取得企業の過大評価を示す指標は、Gu and Lev (2011) を参考に、取得企業の産業調整後の PER (AdPER)、裁量的発生高 (DACC) および事前株式発行 (PEI) とする。Gu and Lev (2011) は、AdPER は、投資家が株価のミスプライシングの判定で最も利用する指標であり、多額の DACC は、Sloan (1996) によって株価のミスプライシングを示す指標として証明されている指標であり、PEI は Daniel and Titman (2006) によって株式発行がその後の株式リターンを押し下げることが証明されていることから、株価の過大評価の指標となるという。過大支払いおよび過大評価を示す指標は、表1に示したように測定する。

主成分分析から計算された主成分得点をもとに、企業結合を行った企業は五分位に分類される。Gu and Lev (2011) を参考に、第1五分位のカテゴリーの企業群が、のれんを過大計上している企業群と仮定される。その後、以下に示す重回帰分析によって、サンプル企業全体と第1五分位以外の企業群、すなわち「のれんが過大計上されていない企業群」を対象に、のれんの資産性を検証する。

のれんの資産性は、概念フレームワークにおける資産の定義を参考に、被説明変数を経済的便益を表す将来の営業活動に伴う正味キャッシュ・フロー (CFO) とのれんおよび無形資産

表 1 各種指標の計算方法

過大支払いを示す指標	
<i>WRITE-UP</i>	被取得企業の純資産簿価に対する公正価値の割合
<i>GC</i>	取得日 6 日前の被取得企業の純資産の公正価値に対する企業価値の割合
<i>SYNERGY</i>	取得公表日を中心とした 11 日間のウィンドウでの取得企業および被取得企業の CAR の合計
<i>GWP</i>	のれんに割り当てられた支払対価の割合
<i>STOCK</i>	支払対価における株式取得の割合
被取得企業の過大評価を示す指標	
<i>AdPER</i>	取得企業の PER を世界産業分類基準(Global Industry Classification Standard: GICS) の 4 桁コードでの PER の平均値で除した値 (損失計上企業は除く。)
<i>DACC</i>	企業結合を行った t 年の裁量的発生高を総資産額でデフレートした値 裁量的発生高は、総発生高から非裁量的発生高を控除して測定する。 総発生高は、税引前当期純利益から営業活動からのキャッシュ・フローを控除して測定する。 非裁量的発生高は、企業結合を行った t 年の売上高に、企業結合の前年 t-1 年から t-5 年までの間の総発生高合計を売上合計で除した値を乗じて測定する。
<i>PEI</i>	事前株式発行 t 年の企業価値を t-5 年の企業価値で除した比率の対数から、t-5 年から t 年までの株式リターンの対数を控除して測定する。

の償却費控除前の税引前当期純利益 (*EBITA*) とする。ここで、のれんの資産性を経済的便益との関連から分析する理由は、Barth, Cram, and Nelson (2001) が、株価あるいは企業価値がのれんの有用性を検証する最善の指標であるとは限らないと指摘していること、および Holthausen and Watts (2001) が、市場価格以外の検証不可能な公正価値を用いて価値関連性研究を行っても、分析結果は脆弱なものになると主張していることによる。

【分析モデル (1a)】

$$EB_{it+1,2,3,4,5} = \alpha_0 + \alpha_1 (BV-GWa)_{it} + \alpha_2 GWa_{it} + \alpha_3 GWb_{it} + \alpha_4 Part_i + \alpha_5 (Part * GWb)_{it} + \sum_{j=6}^{12} \alpha_j Country_i + \sum_{k=13}^{32} \alpha_k Industry_i + \varepsilon_{it} \quad (1a)$$

【分析モデル (1b)】

$$\Delta EB_{i(t+1,2,3,4,5-t+0,1,2,3,4)} = \beta_0 + \beta_1 (BV-GWa)_{it} + \beta_2 GWa_{it} + \beta_3 GWb_{it} + \beta_4 Part_i + \beta_5 (Part * GWb)_{it} + \sum_{j=6}^{12} \beta_j Country_i + \sum_{k=13}^{32} \beta_k Industry_i + \varepsilon_{it} \quad (1b)$$

t : 企業結合の会計年度

*EB* : 経済的便益 (営業活動に伴う正味キャッシュ・フローまたはのれんおよび無形資産の償却費控除前の税引前当期純利益) を期首の総資産額でデフレートした金額

*EB*<sub>it+1,2,3,4,5</sub> : 取得企業 i の t+1 期、t+2 期、t+3 期、t+4 期、および t+5 期、における *EB*

$\Delta EB_{i(t+1,2,3,4,5-t+0,1,2,3,4)}$  : 取得企業 i の各期間における *EB* の変化

*BV* : 持分 (純資産) の簿価を期首の総資産額でデフレートした金額

*GWa* : 財務諸表で計上されているのれんの金額を期首の総資産額でデフレートした金額

*GWb* : 取得に伴ってのれんに割り当てられた金額を期首の総資産額でデフレートした金額

*Part* : のれんに関する主成分得点が上位20%企業群以外の場合に1、上位20%企業群の場合に0のダミー変数

*Country* : 国のダミー変数

*Industry* : GICS4 桁コードでの産業ダミー変数

分析モデル (1a) および (1b) は、財務諸表上に計上されているのれんから、新規の取得に伴って生じたのれんを分離して、その新規の取得に伴って生じたのれんが、将来の経済的便益を生じさせているかについて分析するものである。分析モデル (1a) は、実際に計上された経済的便益に対する新規の取得に伴って生じたのれんの影響について検証する。分析モデル (1b) は、経済的便益の変化額に対する新規の取得に伴って生じたのれんの影響について分析する。

分析モデル (1a) の結果において、 $\alpha_3$  が統計的に有意であれば、サンプル企業全体において、新規の取得に伴って生じたのれんが、資産の定義を満たして、将来の経済的便益と関連していることを表すことになる。 $\alpha_5$  が統計的に有意であれば、サンプル企業の中で、「のれんが過大計上されていない企業群」において、新規の取得に伴って生じたのれんが、資産の定義を満たして、将来の経済的便益と関連していることを表すことになる。

分析モデル (1b) の結果において、 $\alpha_3$  が統計的に有意であれば、サンプル企業全体において、新規の取得に伴って生じたのれんが、資産の定義を満たして、将来の経済的便益の創造に関連していることを表すことになる。 $\alpha_5$  が統計的に有意であれば、サンプル企業の中で、「の

れんが過大計上されていない企業群」において、新規の取得に伴って生じたのれんが、資産の定義を満たして、将来の経済的便益の創造に関連していることを表すことになる。

## 5. サンプルと記述統計

サンプル企業数は、表2のとおりである。企業結合に関するイベントデータは、S&P Capital IQ データベースから取得した。企業選択は、企業結合を行った企業で、取得企業がオーストラリア証券取引所 (Australian Securities Exchange: ASX)、カナダのトロント証券取引所 (The Toronto Stock Exchange: TSX)、フランスのユーロネクスト・パリ証券取引所 (Euronext Paris: ENXPA)、ドイツ証券取引所 (Deutsche Börse AG: DB)、日本の東京証券取引所 (TSX)、イギリスのロンドン証券取引所 (London Stock Exchange: LSE)、およびアメリカのニューヨーク証券取引所 (New York Stock Exchange: NYSE) に上場していて、被取得企業が世界のいずれかの国の証券取引所に上場している企業とした。1995年1月1日以降のデータ取得が可能であったが、最終的に残ったサンプルは、1996年度決算から2020年度決算までの企業であった。

表3は、サンプル企業の詳細についてまとめたものである。Panel A は、国別のサンプル企業数と、それらの国の企業の平均取得金額を示している。国別のサンプルでは、日本の企業が最も多く、次いで、アメリカ、カナダ、イギリス、オーストラリア、ドイツ、およびフランスの企業の順に多い。被取得企業の取得金額では、アメリカの企業が最も高く、次いでイギリス、フランス、ドイツなど、ヨーロッパの国で高い。Panel B は、産業別のサンプル企業数を示している。産業分類は、GICSの4桁コードを用いて、銀行 (Banks: 4010)、各種金融 (Diversified Financials: 4020)、

表2 サンプル企業数

	No.Firms
企業結合を行った企業数	1,728
GICS Code が不明の企業	-308 1,420
GICS Code 4010(Banks)、4020(Diversified Financials)、4030(Insurance)の企業	-398 1,022
取得金額が不明の企業	-338 684

表3 サンプル企業の内訳

Panel A: 取得企業の国および被取得企業の平均取得金額			Panel B: 取得企業の産業別企業数		
Country	No.Firms	\$ million	Industry	Code	No.Firms
Japan	263	564.70	Energy	1010	36
United States	158	1,942.75	Materials	1510	100
Canada	60	151.17	Capital Goods	2010	103
United Kingdom	47	1,206.74	Commercial & Professional Services	2020	26
Australia	44	132.77	Transportation	2030	25
Germany	40	993.18	Automobiles & Components	2510	39
France	38	1,051.32	Consumer Durables & Apparel	2520	15
China	8	414.70	Consumer Services	2530	17
Hong Kong	6	270.18	Retailing	2550	31
Argentina	3	0.06	Food & Staples Retailing	3010	10
Sweden	3	494.87	Food, Beverage & Tobacco	3020	28
Taiwan	3	1.87	Household & Personal Products	3030	8
Thailand	2	84.54	Health Care Equipment & Services	3510	16
New Zealand	2	3.34	Pharmaceuticals, Biotechnology & Life Sciences	3520	32
Philippines	2	1.26	Software & Services	4510	28
Greece	1	12.95	Technology Hardware & Equipment	4520	13
Israel	1	0.61	Semiconductors & Semiconductor Equipment	4530	6
Italy	1	1.34	Telecommunication Services	5010	22
Switzerland	1	2.97	Media & Entertainment	5020	52
United Arab Emirates	1	14.17	Utilities	5510	33
Total	684	896.80	Real Estate	6010	44
			Total		684

Panel C: 決算期別企業数

FY	No.Firms
FY1996	1
FY1997	4
FY1998	9
FY1999	11
FY2000	16
FY2001	8
FY2002	11
FY2003	18
FY2004	30
FY2005	41
FY2006	49
FY2007	41
FY2008	40
FY2009	27
FY2010	32
FY2011	36
FY2012	30
FY2013	35
FY2014	30
FY2015	26
FY2016	43
FY2017	56
FY2018	46
FY2019	37
FY2020	7
Total	684

Panel D: 取得企業の適用会計基準別企業数

Accounting Standards	No.Firms
IFRS	254
Japan GAAP	201
US GAAP	168
Canada GAAP	24
UK GAAP	14
France GAAP	12
Australia GAAP	8
Germany GAAP	3
Total	684

Panel E: 被取得企業の取得金額別企業数

US\$ million	No.Firms	Total
- 10,000	12	12
10,000 - 5,000	10	22
5,000 - 1,000	52	74
1,000 - 500	62	136
500 - 400	11	147
400 - 300	26	173
300 - 200	22	195
200 - 100	71	266
100 - 50	66	332
50 - 10	166	498
10 - 5	59	557
5 - 0	127	684
Total	684	



大支払いおよび被取得企業の過大評価に関する指標についての標準化前の記述統計である。表6は、それらの指標を標準化した後のPearsonおよびSpearmanの相関係数を示している。表7は、重回帰分析を行う分析モデル(1a)および(1b)で用いる各変数の記述統計である。外れ値は、平均値に標準偏差の2.5倍を加減して計算した。

## 6. 分析結果

表8は、過大支払いおよび被取得企業の過大評価に関する指標についての主成分分析の結果

である。主成分1では、のれんの構成要素であるGCとSYNERGYの符号がマイナスであるが、それら以外はプラスとなっている。これは、のれんの構成要素であるコアのれんの金額が大きければ、過大支払いは小さくなることを示している。ここから、主成分1は、「過大支払いおよび過大評価に関する総合指標」と命名することができる。そこで、主成分1の主成分得点を用いて、サンプル企業をのれんの過大計上企業群とそれ以外に区分する。のれんの過大計上企業群は、主成分得点をもとに五分位に区分して、第1五分位に属する企業を「のれんが過大計上

表6 のれんの過大計上に関する指標の相関係数

		Pearson							
		WRITE-UP	GC	SYNERGY	GWP	STOCK	AdPER	DACC	PEI
S e a r m a n	WRITE-UP	1.00	-0.15	-0.11	-0.03	-0.01	-0.01	0.02	-0.02
	GC	-0.16	1.00	0.20	-0.12	-0.13	-0.04	-0.02	-0.09
	SYNERGY	-0.23	0.48	1.00	-0.09	0.04	-0.07	-0.07	0.13
	GWP	-0.09	-0.11	-0.02	1.00	0.06	-0.03	-0.06	0.02
	STOCK	-0.02	-0.22	-0.14	0.17	1.00	0.01	0.15	0.14
	AdPER	-0.06	-0.03	-0.01	0.08	0.01	1.00	0.02	0.01
	DACC	0.14	-0.02	-0.18	-0.03	0.03	-0.08	1.00	0.05
	PEI	-0.06	-0.10	-0.09	-0.02	0.17	0.10	-0.04	1.00

表7 重回帰分析での変数

	CFO <sub>t+1</sub>	CFO <sub>t+2</sub>	CFO <sub>t+3</sub>	CFO <sub>t+4</sub>	CFO <sub>t+5</sub>	EBITA <sub>t+1</sub>	EBITA <sub>t+2</sub>	EBITA <sub>t+3</sub>
AVE.	0.09	0.07	0.08	0.06	0.04	5.33	4.78	6.51
MED.	0.05	0.06	0.06	0.05	0.04	0.08	0.07	0.07
StDEV.	0.39	0.24	0.31	0.18	0.32	23.11	24.52	34.25
MAX.	6.47	2.35	3.32	1.78	2.60	254.15	258.80	474.58
MIN.	-1.06	-1.47	-2.16	-1.10	-5.67	-18.87	-137.67	-6.23

  

	EBITA <sub>t+4</sub>	ΔCFO <sub>t1-t0</sub>	ΔCFO <sub>t2-t1</sub>	ΔCFO <sub>t3-t2</sub>	ΔCFO <sub>t4-t3</sub>	ΔCFO <sub>t5-t4</sub>	ΔEBITA <sub>t1-t0</sub>	ΔEBITA <sub>t2-t1</sub>
AVE.	6.41	0.03	0.01	0.02	0.00	-0.01	-2.44	1.03
MED.	0.08	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
StDEV.	32.20	0.28	0.18	0.22	0.38	0.30	37.59	11.61
MAX.	347.89	4.60	2.93	2.17	4.68	3.00	349.19	144.93
MIN.	-12.64	-1.04	-0.91	-2.13	-3.32	-4.57	-468.94	-68.20

  

	ΔEBITA <sub>t3-t2</sub>	ΔEBITA <sub>t4-t3</sub>	BV	GW <sub>a</sub>	GW <sub>b</sub>
AVE.	0.92	-0.27	0.52	0.03	0.06
MED.	0.00	0.00	0.43	0.00	0.00
StDEV.	10.07	18.21	0.86	0.19	0.55
MAX.	165.43	169.19	18.52	3.49	11.24
MIN.	-42.75	-307.49	-2.80	0.00	0.00

CFO: 営業活動に伴う正味キャッシュ・フローを期首の総資産額でデフレートした金額

EBITA: のれんおよび無形資産の償却費控除前税引前当期純利益を期首の総資産額でデフレートした金額

ΔCFO: CFOの変化額

ΔEBITA: EBITAの変化額

BV: 持分(純資産)の簿価を期首の総資産額でデフレートした金額

GW<sub>a</sub>: 財務諸表で計上されているのれんの金額を期首の総資産額でデフレートした金額

GW<sub>b</sub>: 取得に伴ってのれんに割り当てられた金額を期首の総資産額でデフレートした金額

表8 主成分得点係数行列

	1	2	3	4
WRITE-UP	0.27	-0.24	0.16	-0.63
GC	-0.54	0.05	0.15	0.06
SYNERGY	-0.38	0.45	-0.08	-0.14
GWP	0.23	0.01	-0.67	0.31
STOCK	0.31	0.46	0.04	0.03
AdPER	0.12	-0.07	0.42	0.67
DACC	0.21	0.22	0.52	-0.01
PEI	0.14	0.53	-0.06	-0.11

されている企業群」として、残りの企業を「のれんが過大計上されていない企業群」とした。

分析結果は、表9のとおりである。Panel Aは、分析モデル(1a)の分析結果である。Panel Bは、分析モデル(1b)の分析結果である。資産が創造する将来の経済的便益であるCFOは、利益の金額とタイムラグが生じる可能性があることから、企業結合5年後までの期間で検証した。もう1つの経済的便益を示す指標であるEBITAは、企業結合4年後までの期間で検証した。

Panel Aは、のれんと将来の経済的便益との関連を示している。サンプル企業全体を対象とした場合、新規の取得に伴って生じたのれん(金額)が、企業結合4年後のCFOとの関係を除いて統計的に有意でない。「のれんが過大計上されていない企業群」に焦点を当てた指標(Part\*GWb)は、企業結合1年後および3年後のCFOとの関係を除いて、CFOおよびEBITAと統計的に有意となっている<sup>5</sup>。これは、「のれんが過大計上されていない企業群」ののれんが、将来の経済的便益の創造に関連していることを示している。

Panel Bは、のれんと将来の経済的便益の変化との関連を示している。サンプル企業全体を対象とした場合、新規の取得に伴って生じたのれん(金額)が、すべてにおいて将来の経済的便益の変化と統計的に有意でない。「のれんが過大計上されていない企業群」に焦点を当てた指標(Part\*GWb)は、複数の期間のCFOおよびEBITAの増加と統計的に有意となるケースが多い。これは、「のれんが過大計上されていない企業群」ののれんが、将来の経済的便益の創造に関連していることを示している。

5 企業結合4年後では10%で有意である。

## 7. 追加分析

分析モデル(2a)および(2b)は、分析モデル(1a)および(1b)に若干の変更を加えたものである。分析モデル(1a)および(1b)は、財務諸表上に計上されているのれん(金額)を別個の変数として分析したが、分析モデル(2a)および(2b)は、新規の取得に伴って生じたのれん(金額)だけに焦点を当てている。

### 【分析モデル(2a)】

$$EB_{it+1,2,3,4,5} = \alpha_0 + \alpha_1 (BV-GWb)_{it} + \alpha_2 GWb_{it} + \alpha_3 Part_i + \alpha_4 (Part * GWb)_{it} + \sum_{j=5}^{11} \alpha_j Country_i + \sum_{k=12}^{31} \alpha_k Industry_i + \varepsilon_{it} \quad (2a)$$

### 【分析モデル(2b)】

$$\Delta EB_{i(t+1,2,3,4,5-t+0,1,2,3,4)} = \beta_0 + \beta_1 (BV-GWb)_{it} + \beta_2 GWb_{it} + \beta_3 Part_i + \beta_4 (Part * GWb)_{it} + \sum_{j=5}^{11} \beta_j Country_i + \sum_{k=12}^{31} \beta_k Industry_i + \varepsilon_{it} \quad (2b)$$

分析結果は、表10のとおりである。ここでも、Panel Aは、分析モデル(2a)の分析結果であり、Panel Bは、分析モデル(2b)の分析結果である。

Panel Aは、サンプル企業全体を対象とした場合、企業結合1年後および4年後を除いて、新規の取得に伴って生じたのれん(金額)が、将来の経済的便益と統計的に有意でないことを示している。「のれんが過大計上されていない企業群」に焦点を当てた指標(Part\*GWb)は、企業結合1年後および3年後のCFOとの関係<sup>6</sup>、並びに企業結合1年後のEBITAとの関係<sup>7</sup>を除いて、統計的に有意となっている。

Panel Bは、のれんと将来の経済的便益の変化との関連を示している。ここでは、サンプル企業全体を対象とした場合、新規の取得に伴って生じたのれん(金額)と経済的便益と

6 企業結合4年後では10%で有意である。

7 企業結合2年後では10%で有意である。

表9 のれんの過大計上企業群以外の企業結合後ののれんの資産性 (Model 1)

## Panel A: EBとの関連性

		非標準化	標準誤差	標準化係	t-value	有意確率	共線性の統計量		調整済み
		係数 $\beta$		数 $\beta$			許容度	VIF	
CFO <sub>t+1</sub>	const.	0.28	0.11		2.48 **	0.01			0.02
	BV-GWa	0.08	0.04	0.10	2.13 **	0.03	0.69	1.44	
	GWa	0.36	0.10	0.18	3.79 ***	0.00	0.74	1.36	
	GWb	0.02	0.05	0.04	0.48	0.63	0.28	3.51	
	Part	0.06	0.05	0.06	1.27	0.21	0.77	1.30	
	Part*GWb	-0.03	0.06	-0.04	-0.52	0.60	0.29	3.41	
CFO <sub>t+2</sub>	const.	0.28	0.06		4.56 ***	0.00			0.23
	BV-GWa	0.00	0.02	0.00	-0.05	0.96	0.79	1.26	
	GWa	0.33	0.08	0.17	4.25 ***	0.00	0.80	1.26	
	GWb	0.03	0.03	0.06	0.95	0.34	0.29	3.49	
	Part	0.01	0.02	0.01	0.33	0.74	0.78	1.28	
	Part*GWb	0.13	0.03	0.26	3.92 ***	0.00	0.29	3.44	
CFO <sub>t+3</sub>	const.	0.25	0.09		2.64 ***	0.01			0.09
	BV-GWa	-0.06	0.03	-0.08	-1.82	0.07	0.81	1.23	
	GWa	-0.29	0.26	-0.06	-1.12	0.26	0.67	1.48	
	GWb	0.05	0.04	0.10	1.30	0.20	0.28	3.60	
	Part	0.05	0.04	0.07	1.48	0.14	0.77	1.29	
	Part*GWb	0.04	0.05	0.06	0.81	0.42	0.28	3.52	
CFO <sub>t+4</sub>	const.	0.03	0.05		0.72	0.47			0.08
	BV-GWa	0.01	0.01	0.04	0.89	0.37	0.86	1.16	
	GWa	-0.02	0.04	-0.02	-0.59	0.56	0.86	1.17	
	GWb	0.06	0.02	0.11	2.49 **	0.01	0.75	1.33	
	Part	0.03	0.02	0.06	1.48	0.14	0.77	1.31	
	Part*GWb	0.11	0.06	0.08	1.85 *	0.06	0.81	1.24	
CFO <sub>t+5</sub>	const.	0.03	0.08		0.41	0.68			0.17
	BV-GWa	-0.01	0.01	-0.04	-0.89	0.37	0.86	1.16	
	GWa	0.02	0.07	0.01	0.32	0.75	0.84	1.18	
	GWb	0.06	0.04	0.10	1.51	0.13	0.29	3.50	
	Part	0.09	0.03	0.11	2.75 ***	0.01	0.77	1.30	
	Part*GWb	0.18	0.05	0.26	3.83 ***	0.00	0.29	3.40	
EBIT <sub>t+1</sub>	const.	-0.68	6.41		-0.11	0.92			0.14
	BV-GWa	2.67	2.73	0.05	0.98	0.33	0.64	1.56	
	GWa	25.71	5.49	0.22	4.68 ***	0.00	0.67	1.49	
	GWb	0.94	4.67	0.02	0.20	0.84	0.13	7.76	
	Part	2.66	2.92	0.04	0.91	0.36	0.71	1.41	
	Part*GWb	8.20	4.93	0.18	1.66 *	0.10	0.14	7.28	
EBIT <sub>t+2</sub>	const.	-3.74	7.38		-0.51	0.61			0.07
	BV-GWa	4.11	3.14	0.06	1.31	0.19	0.74	1.36	
	GWa	-10.31	9.05	-0.05	-1.14	0.25	0.76	1.31	
	GWb	-2.57	5.21	-0.06	-0.49	0.62	0.13	7.85	
	Part	3.57	3.26	0.05	1.09	0.27	0.73	1.38	
	Part*GWb	11.13	5.55	0.23	2.00 **	0.05	0.13	7.52	
EBIT <sub>t+3</sub>	const.	-3.73	10.69		-0.35	0.73			0.19
	BV-GWa	13.79	4.19	0.15	3.29 ***	0.00	0.75	1.33	
	GWa	-9.39	15.42	-0.03	-0.61	0.54	0.80	1.25	
	GWb	-7.71	6.85	-0.13	-1.13	0.26	0.13	7.92	
	Part	-3.84	4.41	-0.04	-0.87	0.38	0.73	1.36	
	Part*GWb	24.74	7.28	0.38	3.40 ***	0.00	0.13	7.57	

<i>EBITA t+4</i>	<i>const.</i>	-13.46	9.33		-1.44	0.15			0.02
	<i>BV-GWa</i>	18.43	3.10	0.25	5.95 ***	0.00	0.82	1.22	
	<i>GWa</i>	6.17	23.36	0.01	0.26	0.79	0.67	1.49	
	<i>GWb</i>	-5.02	6.21	-0.09	-0.81	0.42	0.11	8.71	
	<i>Part</i>	-2.99	3.83	-0.03	-0.78	0.44	0.77	1.30	
	<i>Part*GWb</i>	32.62	6.59	0.54	4.95 ***	0.00	0.12	8.53	

Panel B:  $\Delta EB$ との関連性

		非標準化 係数 $\beta$	標準誤差	標準化係 数 $\beta$	t-value	有意確率	共線性の統計量		調整済み R <sup>2</sup>
							許容度	VIF	
$\Delta CFO t1-t0$	<i>const.</i>	0.067	0.082		0.824	0.410			-0.015
	<i>BV-GWa</i>	0.030	0.028	0.052	1.044	0.297	0.693	1.444	
	<i>GWa</i>	0.064	0.069	0.045	0.933	0.351	0.734	1.363	
	<i>GWb</i>	0.020	0.037	0.043	0.547	0.585	0.284	3.525	
	<i>Part</i>	0.029	0.034	0.040	0.853	0.394	0.774	1.292	
	<i>Part*GWb</i>	-0.020	0.044	-0.035	-0.460	0.646	0.292	3.421	
$\Delta CFO t2-t1$	<i>const.</i>	-0.085	0.048		-1.762 *	0.079			0.164
	<i>BV-GWa</i>	0.049	0.017	0.128	2.938 ***	0.003	0.768	1.302	
	<i>GWa</i>	0.050	0.062	0.035	0.810	0.418	0.787	1.270	
	<i>GWb</i>	0.008	0.021	0.025	0.349	0.727	0.286	3.495	
	<i>Part</i>	-0.007	0.020	-0.016	-0.361	0.718	0.779	1.284	
	<i>Part*GWb</i>	0.142	0.026	0.391	5.542 ***	0.000	0.290	3.446	
$\Delta CFO t3-t2$	<i>const.</i>	0.091	0.066		1.363	0.173			0.076
	<i>BV-GWa</i>	-0.047	0.023	-0.095	-2.080 **	0.038	0.805	1.242	
	<i>GWa</i>	-0.261	0.183	-0.071	-1.429	0.154	0.673	1.485	
	<i>GWb</i>	0.007	0.028	0.021	0.263	0.792	0.278	3.603	
	<i>Part</i>	0.041	0.026	0.073	1.564	0.118	0.780	1.282	
	<i>Part*GWb</i>	-0.097	0.034	-0.221	-2.868 ***	0.004	0.284	3.519	
$\Delta CFO t4-t3$	<i>const.</i>	-0.150	0.113		-1.328	0.185			0.093
	<i>BV-GWa</i>	-0.158	0.036	-0.196	-4.410 ***	0.000	0.830	1.205	
	<i>GWa</i>	0.118	0.311	0.019	0.381	0.703	0.675	1.481	
	<i>GWb</i>	0.038	0.048	0.061	0.791	0.429	0.278	3.599	
	<i>Part</i>	0.056	0.045	0.057	1.244	0.214	0.776	1.288	
	<i>Part*GWb</i>	0.177	0.057	0.233	3.076 ***	0.002	0.285	3.515	
$\Delta CFO t5-t4$	<i>const.</i>	-0.008	0.080		-0.098	0.922			0.002
	<i>BV-GWa</i>	-0.007	0.015	-0.020	-0.472	0.637	0.864	1.157	
	<i>GWa</i>	0.039	0.068	0.025	0.577	0.564	0.846	1.182	
	<i>GWb</i>	-0.003	0.040	-0.005	-0.071	0.943	0.286	3.503	
	<i>Part</i>	0.058	0.035	0.076	1.680 *	0.093	0.775	1.290	
	<i>Part*GWb</i>	-0.045	0.047	-0.070	-0.954	0.340	0.294	3.397	
$\Delta EBITA t1-t0$	<i>const.</i>	-21.054	10.439		-2.017 **	0.044			0.159
	<i>BV-GWa</i>	34.482	4.395	0.389	7.846 ***	0.000	0.630	1.587	
	<i>GWa</i>	32.949	8.892	0.178	3.706 ***	0.000	0.666	1.501	
	<i>GWb</i>	-4.204	7.693	-0.061	-0.547	0.585	0.124	8.045	
	<i>Part</i>	0.290	4.744	0.003	0.061	0.951	0.715	1.398	
	<i>Part*GWb</i>	-16.435	8.097	-0.219	-2.030 **	0.043	0.133	7.545	
$\Delta EBITA t2-t1$	<i>const.</i>	-7.886	3.027		-2.605 ***	0.009			0.252
	<i>BV-GWa</i>	5.993	0.523	0.456	11.454 ***	0.000	0.884	1.131	
	<i>GWa</i>	3.702	3.714	0.041	0.997	0.319	0.819	1.221	
	<i>GWb</i>	-0.276	2.213	-0.013	-0.125	0.901	0.128	7.825	
	<i>Part</i>	3.646	1.401	0.115	2.603 ***	0.010	0.719	1.392	
	<i>Part*GWb</i>	-2.696	2.362	-0.117	-1.141	0.254	0.133	7.533	

$\Delta$ EBITA t3-t2	const.	-4.862	2.077	-2.341 **	0.020				0.631
	BV-GWa	7.407	0.326	0.658	22.744 ***	0.000	0.890	1.123	
	GWa	6.375	2.977	0.064	2.142 **	0.033	0.841	1.188	
	GWb	-0.887	1.356	-0.050	-0.654	0.513	0.127	7.902	
	Part	0.022	0.898	0.001	0.025	0.980	0.728	1.373	
	Part*GWb	8.916	1.446	0.464	6.165 ***	0.000	0.131	7.606	
$\Delta$ EBITA t4-t3	const.	6.080	4.007	1.517	0.130				0.601
	BV-GWa	-14.427	0.616	-0.722	-23.46 ***	0.000	0.897	1.115	
	GWa	-9.666	10.149	-0.034	-0.952	0.341	0.682	1.466	
	GWb	1.108	2.714	0.035	0.408	0.683	0.115	8.709	
	Part	-2.682	1.700	-0.053	-1.578	0.115	0.752	1.331	
	Part*GWb	12.012	2.882	0.355	4.167 ***	0.000	0.117	8.533	

10% \*

5% \*\*

1% \*\*\*

CFO:	営業活動に伴う正味キャッシュ・フローを期首の総資産額でデフレートした金額
EBITA:	のれんおよび無形資産の償却費控除前税引前当期純利益を期首の総資産額でデフレートした金額
$\Delta$ CFO:	CFOの変化額
$\Delta$ EBITA:	EBITAの変化額
BV:	持分(純資産)の簿価を期首の総資産額でデフレートした金額
GWa:	財務諸表上に計上されているのれんの金額を期首の総資産額でデフレートした金額
GWb:	取得に伴ってのれんに割り当てられた金額を期首の総資産額でデフレートした金額
Part:	のれんに関する主成分得点が上位20%企業群以外の場合に1、上位20%企業群の場合に0のダミー変数

の関連は、複数の期間で統計的に有意となっているが、マイナスで有意のケースもあり、必ずしも明らかでない。「のれんが過大計上されていない企業群」に焦点を当てた指標(*Part\*GWb*)は、企業結合が行われた2年後から4年後にかけてのCFOおよびEBITAの増加と統計的に有意となっている。これは、特に「のれんが過大計上されていない企業群」におけるのれんが、企業結合が行われて2年後以降にCFOおよびEBITAといった経済的便益を生じさせて、その効果が複数期間に及ぶことを示している。

## 8. むすび

本稿では、のれんの当初認識後の会計処理が注目を集める中、当初認識後の会計処理を検討する場合、当初認識時にのれんが適切に評価されている必要があると考えて、当初認識時ののれんと将来の経済的便益との関連性について分析した。分析は、先行研究を参考に、のれんが当初認識時に過大計上されている可能性があると考えて、企業結合を行った時点でのれんに過大支払いおよび過大評価の要素が含まれている

ケースと含まれていないケースとに分けて行った。分析結果では、サンプル企業全体を対象とした場合、新規の取得に伴って生じたのれんの金額と将来の経済的便益および経済的便益の増加との関連性は必ずしも明らかでなく、「のれんが過大計上されていない企業群」において、新規の取得に伴って生じたのれんの金額が、企業結合後比較的長期間にわたって、将来の経済的便益および経済的便益の増加と関連していて、資産として評価されることが明らかになった。

これは、企業結合時に当初認識されるのれんの金額には、経営者の裁量が介入して過大支払いあるいは被取得企業の過大評価が行われるという先行研究の結果と一致している。本研究は、先行研究の結果を支持することに加えて、当初認識においてのれんが適切に評価されていれば、それが将来の経済的便益を創造する資産として、情報利用者の意思決定に有用な情報を提供するものであることを明らかにしている。この分析結果は、のれんの当初認識後の会計処理の検討にも有益である。今回の分析では、サンプルにIFRSの適用企業が多く含まれていて、それらの企業ではのれんの償却が行われていな

表10 のれんの過大計上企業群以外の企業結合後ののれんの資産性 (Model 2)

Panel A: EBとの関連性

		非標準化	標準誤差	標準化係	t-value	有意確率	共線性の統計量		調整済み
		係数 $\beta$		数 $\beta$			許容度	VIF	R <sup>2</sup>
CFO <sub>t+1</sub>	const.	0.28	0.11		2.48 **	0.01			0.00
	BV-GWb	0.08	0.04	0.15	2.13 **	0.03	0.33	3.07	
	GWb	0.12	0.06	0.18	1.94 *	0.05	0.19	5.37	
	Part	0.04	0.05	0.04	0.90	0.37	0.78	1.28	
	Part*GWb	-0.03	0.06	-0.03	-0.44	0.66	0.29	3.41	
CFO <sub>t+2</sub>	const.	0.27	0.06		4.39 ***	0.00			0.20
	BV-GWb	0.00	0.02	0.00	0.00	1.00	0.35	2.89	
	GWb	0.03	0.03	0.08	0.96	0.34	0.19	5.28	
	Part	0.00	0.03	0.00	-0.04	0.96	0.79	1.27	
	Part*GWb	0.14	0.03	0.29	4.23 ***	0.00	0.29	3.41	
CFO <sub>t+3</sub>	const.	0.25	0.09		2.67 ***	0.01			0.09
	BV-GWb	-0.06	0.03	-0.13	-1.75	0.08	0.31	3.22	
	GWb	-0.01	0.05	-0.02	-0.19	0.85	0.18	5.57	
	Part	0.06	0.04	0.07	1.51	0.13	0.77	1.29	
	Part*GWb	0.03	0.05	0.05	0.61	0.54	0.29	3.42	
CFO <sub>t+4</sub>	const.	0.03	0.05		0.72	0.47			0.08
	BV-GWb	0.01	0.01	0.04	0.88	0.38	0.78	1.27	
	GWb	0.06	0.02	0.12	2.61 ***	0.01	0.67	1.49	
	Part	0.03	0.02	0.07	1.58	0.12	0.77	1.29	
	Part*GWb	0.11	0.06	0.08	1.89 *	0.06	0.81	1.24	
CFO <sub>t+5</sub>	const.	0.03	0.08		0.41	0.68			0.17
	BV-GWb	-0.01	0.01	-0.04	-0.84	0.40	0.64	1.56	
	GWb	0.05	0.04	0.08	1.18	0.24	0.26	3.92	
	Part	0.09	0.03	0.11	2.71 ***	0.01	0.78	1.28	
	Part*GWb	0.18	0.05	0.26	3.81 ***	0.00	0.29	3.40	
EBIT <sub>t+1</sub>	const.	-0.58	6.54		-0.09	0.93			0.11
	BV-GWb	3.07	2.78	0.08	1.11	0.27	0.29	3.50	
	GWb	6.56	5.28	0.15	1.24	0.21	0.10	9.52	
	Part	0.91	2.96	0.01	0.31	0.76	0.72	1.38	
	Part*GWb	7.04	5.03	0.15	1.40	0.16	0.14	7.27	
EBIT <sub>t+2</sub>	const.	-3.34	7.39		-0.45	0.65			0.07
	BV-GWb	3.76	3.12	0.10	1.20	0.23	0.27	3.64	
	GWb	1.39	5.85	0.03	0.24	0.81	0.10	9.85	
	Part	4.17	3.25	0.06	1.28	0.20	0.74	1.36	
	Part*GWb	10.41	5.54	0.22	1.88 *	0.06	0.13	7.46	
EBIT <sub>t+3</sub>	const.	-3.13	10.70		-0.29	0.77			0.19
	BV-GWb	13.62	4.17	0.26	3.26 ***	0.00	0.27	3.77	
	GWb	5.80	7.72	0.10	0.75	0.45	0.10	10.04	
	Part	-3.73	4.42	-0.04	-0.85	0.40	0.73	1.36	
	Part*GWb	24.36	7.26	0.37	3.35 ***	0.00	0.13	7.51	
EBIT <sub>t+4</sub>	const.	-13.36	9.33		-1.43	0.15			0.33
	BV-GWb	18.17	3.08	0.39	5.89 ***	0.00	0.32	3.09	
	GWb	13.06	6.81	0.23	1.92 *	0.06	0.10	10.49	
	Part	-2.89	3.82	-0.03	-0.76	0.45	0.77	1.30	
	Part*GWb	33.09	6.51	0.55	5.08 ***	0.00	0.12	8.32	

Panel B:  $\Delta EB$ との関連性

		非標準化	標準誤差	標準化係	t-value	有意確率	共線性の統計量		調整済み
		係数 $\beta$		数 $\beta$			許容度	VIF	
$\Delta CFO$ t1-t0	const.	0.07	0.08		0.83	0.41			-0.01
	BV-GWb	0.03	0.03	0.08	1.06	0.29	0.32	3.08	
	GWb	0.05	0.05	0.11	1.14	0.26	0.19	5.40	
	Part	0.03	0.03	0.04	0.79	0.43	0.78	1.27	
	Part*GWb	-0.02	0.04	-0.03	-0.42	0.67	0.29	3.41	
$\Delta CFO$ t2-t1	const.	-0.08	0.05		-1.75 *	0.08			0.16
	BV-GWb	0.05	0.02	0.19	2.89 ***	0.00	0.32	3.12	
	GWb	0.06	0.03	0.19	2.09 **	0.04	0.18	5.46	
	Part	-0.01	0.02	-0.02	-0.37	0.71	0.78	1.28	
	Part*GWb	0.15	0.03	0.40	5.68 ***	0.00	0.29	3.41	
$\Delta CFO$ t3-t2	const.	0.09	0.07		1.37	0.17			0.07
	BV-GWb	-0.04	0.02	-0.14	-1.91 *	0.06	0.31	3.27	
	GWb	-0.04	0.04	-0.11	-1.17	0.24	0.18	5.62	
	Part	0.04	0.03	0.08	1.62	0.11	0.78	1.28	
	Part*GWb	-0.11	0.03	-0.24	-3.17 ***	0.00	0.29	3.43	
$\Delta CFO$ t4-t3	const.	-0.15	0.11		-1.35	0.18			0.09
	BV-GWb	-0.16	0.04	-0.31	-4.47 ***	0.00	0.34	2.95	
	GWb	-0.11	0.06	-0.18	-1.95 *	0.05	0.19	5.35	
	Part	0.05	0.04	0.06	1.22	0.22	0.78	1.29	
	Part*GWb	0.18	0.06	0.23	3.10 ***	0.00	0.29	3.42	
$\Delta CFO$ t5-t4	const.	-0.01	0.08		-0.10	0.92			0.00
	BV-GWb	-0.01	0.01	-0.02	-0.41	0.68	0.65	1.54	
	GWb	-0.01	0.04	-0.01	-0.15	0.88	0.26	3.91	
	Part	0.06	0.03	0.07	1.62	0.11	0.78	1.27	
	Part*GWb	-0.05	0.05	-0.07	-0.97	0.33	0.29	3.40	
$\Delta EBITA$ t1-t0	const.	-21.03	10.43		-2.02 **	0.04			0.19
	BV-GWb	34.26	4.37	0.58	7.84 ***	0.00	0.29	3.49	
	GWb	29.90	8.49	0.43	3.52 ***	0.00	0.10	9.82	
	Part	0.38	4.70	0.00	0.08	0.94	0.73	1.37	
	Part*GWb	-14.45	8.08	-0.19	-1.79 *	0.07	0.13	7.52	
$\Delta EBITA$ t2-t1	const.	-7.89	3.02		-2.61 ***	0.01			0.25
	BV-GWb	5.99	0.52	0.52	11.46 ***	0.00	0.67	1.49	
	GWb	5.74	2.25	0.27	2.54 **	0.01	0.12	8.13	
	Part	3.73	1.39	0.12	2.68 ***	0.01	0.73	1.37	
	Part*GWb	-2.51	2.35	-0.11	-1.07	0.29	0.13	7.46	
$\Delta EBITA$ t3-t2	const.	-4.87	2.08		-2.34 **	0.02			0.63
	BV-GWb	7.38	0.33	0.76	22.66 ***	0.00	0.66	1.51	
	GWb	6.49	1.38	0.37	4.69 ***	0.00	0.12	8.21	
	Part	0.02	0.90	0.00	0.02	0.98	0.73	1.37	
	Part*GWb	9.27	1.44	0.48	6.43 ***	0.00	0.13	7.53	
$\Delta EBITA$ t4-t3	const.	6.15	4.00		1.54	0.12			0.60
	BV-GWb	-14.42	0.61	-0.84	-23.46 ***	0.00	0.66	1.51	
	GWb	-13.27	2.76	-0.42	-4.81 ***	0.00	0.11	9.03	
	Part	-2.72	1.69	-0.05	-1.60	0.11	0.75	1.33	
	Part*GWb	11.43	2.85	0.34	4.02 ***	0.00	0.12	8.33	

10% \*

5% \*\*

1% \*\*\*

- CFO: 営業活動に伴う正味キャッシュ・フローを期首の総資産額でデフレートした金額  
EBITA: のれんおよび無形資産の償却費控除前税引前当期純利益を期首の総資産額でデフレートした金額  
 $\Delta CFO$ : CFOの変化額  
 $\Delta EBITA$ : EBITAの変化額  
BV: 持分(純資産)の簿価を期首の総資産額でデフレートした金額  
GWb: 取得に伴ってのれんに割り当てられた金額を期首の総資産額でデフレートした金額  
Part: のれんに関する主成分得点が上位20%企業群以外の場合に1、上位20%企業群の場合に0のダミー変数

い。日本の会計基準の適用企業の場合には、のれんの規則的償却が行われるが、将来の経済的便益の変数としてののれんの償却費控除前の税引前当期純利益を用いている。ここから、のれんの事後測定での償却を禁じた会計処理は、のれんと将来の経済的便益との関連性を継続的に維持するもので、IFRSが規定する「減損のみアプローチ」に一定程度の意義が見いだされると考えられる。

今後は、本研究でも用いた「のれんが過大計上されていない企業群」に焦点を当てて、当初認識後ののれんと将来の経済的便益との持続的な関連性あるいは企業価値との関連性について分析することで、事後測定での「償却および減損アプローチ」と「減損のみアプローチ」のいずれが適切かを検討する必要がある。

#### 参考文献

- AbuGhazaleh, N. M., Al-Hares, O. M., and Haddad, A. E. (2012). The Value Relevance of Goodwill Impairments: UK Evidence. *International Journal of Economics and Finance*, 4 (4), pp.206-216.
- Accounting Principles Board (APB) (1970). APB Opinion No.16. Business Combinations. APB.
- Aharony, J., Barniv, R., and Falk, H. (2010). The Impact of Mandatory IFRS Adoption on Equity Valuation of Accounting Numbers for Security Investors in the EU. *European Accounting Review*, 19 (3), pp.535-578.
- Amel-Zadeh, A., Faasse, J., Li, K., and Meeks, G. (2013). Has Accounting Regulation Secured More Valuable Goodwill Disclosures? SSRN 2306584.
- Baboukardos, D., and Rimmel, G. (2014). Goodwill under IFRS: Relevance and Disclosures in an Unfavorable Environment. *Accounting Forum*, 38 (1), 1-17.
- Barth, M., Cram, D., and Nelson, K. (2001). Accruals and the Prediction of Future Cash Flows. *The Accounting Review*, 76, pp.27-58.
- Canning, J. B. (1929). *The Economics of Accountancy: A Critical Analysis of Accounting Theory*. Ronald Press.
- Chalmers, K., Clinch, G., and Godfrey, J. M. (2008). Adoption of International Financial Reporting Standards: Impact on the Value Relevance of Intangible Assets. *Australian Accounting Review*, 18 (3), 237-247.
- Chalmers, K., Clinch, G., Godfrey, J. M., and Wei, Z. (2012). Intangible Assets, IFRS and Analysts of Earnings Forecasts. *Accounting and Finance*, 52 (3), 691-721.
- Daniel, K., and Titman, S. (2006). Market Reactions to Tangible and Intangible Information. *Journal of Finance*, 61 (4), pp.1605-1643.
- Financial Accounting Standards Board (FASB) (2001a). Statement of Financial Accounting Standards (SFAS) No.141. Business Combinations. FASB.
- FASB (2001b). SFAS No.142. Goodwill and Other Intangible Assets. FASB.
- FASB (2007). SFAS No.141 (revised 2007). Business Combinations. FASB.
- FASB (2017). Accounting Standards Codification (ASC) 2017-2018. FASB.
- Gu, F., and Lev, B. (2011). Overpriced Shares, Ill-Advised Acquisitions, and Goodwill Impairment. *The Accounting Review*, 86 (6), pp.1995-2022. DOI: 10.2308/accr-10131.
- Hayn, C., and Hughes, P. J. (2006). Leading Indicators of Goodwill Impairment. *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 21 (3), pp.223-265.
- Henning, S. L., Lewis, B. L., and Shaw, W. H. (2000). Valuation of the Components of Purchased Goodwill. *Journal of Accounting Research*, 38 (2), pp. 375-386.
- Holthausen, R. W., and Watts, R. L (2001). The Relevance of the Value -Relevance Literature for Financial Accounting Standards Setting. *Journal of Accounting and Economics*, 31, pp. 3-75.
- International Accounting Standards Board (IASB) (2004). International Financial Reporting Standards (IFRS) No.3. Business Combinations (「企業結合」) IASB.
- IASB (2008). IFRS No.3 (revised). Business Combinations (「企業結合」) IASB.
- IASB (2014). Staff Paper. Post-implementation Review IFRS 3 Business Combinations. Agenda Reference 12A. December. IASB.

- IASB (2015). Report and Feedback Statement, Post-implementation Review of IFRS 3 Business Combinations. IASB.
- IASB (2018). Conceptual Framework for Financial Reporting (「財務報告に関する概念フレームワーク」) IASB.
- Johnson, L. T., and Petrone, K. R. (1998). Is Goodwill Assets? *Accounting Horizons*, 12 (3), pp.293-303.
- 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, 236-255.
- Li, Z., Shroff, P. K., Venkataraman, R., and Zhang, I. X. (2011). Causes and Consequences of Goodwill Impairment Losses. *Review of Accounting Studies*, 16, pp.745-778.
- Martinez, J. A., Martinez, D. A., and Lin, H. (2014). The Value Relevance of Accounting Numbers under International Financial Reporting Standards. *Australian Accounting Review*, 24 (3), 237-254.
- Miller, M. C. (1973). Goodwill -An Aggregation Issue. *The Accounting Review*. Vol.48 No.2, pp.280-291.
- Olante, M. E. (2013). Overpaid Acquisitions and Goodwill Impairment Losses -Evidence from the US. *Advances in Accounting*, 29, pp.243-254.
- Oliveira, L., Rodrigues, L. L., and Craig, R. (2010). Intangible Assets and Value Relevance: Evidence from the Portuguese Stock Exchange. *The British Accounting Review*, 42 (4), 241-252.
- Paton, W. A. (1922). *Accounting Theory: with Special Reference to the Corporate Enterprises*. Ronald Press.
- Ramanna, K. (2008). The Implications of Unverifiable Fair-Value Accounting: Evidence from the Political Economy of Goodwill Accounting. *Journal of Accounting and Economics*, 45, pp.253-281.
- Ramanna, K., and Watts, R. L. (2012). Evidence on the Use of Unverifiable Estimates in Required Goodwill Impairment. *Review of Accounting Studies*, 17, pp.749-780. DOI: 10.1007/s11142-012-9188-5.
- Sloan, R. (1996). Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows about Future Earnings? *The Accounting Review*, 71 (3), pp.289-315.
- Su, W. H., and Wells, P. (2015). The Association of Identifiable Intangible Assets Acquired and Recognised in Business Acquisitions with Postacquisition Firm Performance. *Accounting and Finance*, 55, pp.1171-1199.
- Watts, R. L. (2003a). Conservatism in Accounting part I: Explanations and Implications. *Accounting Horizons*, 17 (3), pp.207-221.
- Watts, R. L. (2003b). Conservatism in Accounting part II: Evidence and Research Opportunities. *Accounting Horizons*, 17 (4), pp.287-301.
- Yang, J. M. (1978); (1927). *Goodwill and Other Intangibles*. Arno Press.
- 本研究は、2021 年度科学研究費・基盤研究(C)一般・課題番号 19K02001 の助成金および愛知学院大学経営管理研究所の個人研究プロジェクトの研究助成を受けた研究成果の一部である。

