



GRADUATE SCHOOL OF BUSINESS ADMINISTRATION
KOBE UNIVERSITY
ROKKO KOBE JAPAN

201402a

企業取得の動機がその後ののれん減損に与える影響

石井 孝和

Current Management Issues



企業取得の動機がその後ののれん減損に与える影響

石井 孝和

1 はじめに

本稿の目的は、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実証的に分析することである。

現在、のれんの会計処理方法について、日本基準と米国基準及び国際基準との間で大きな差異が存在する。それは、日本基準が規則的償却と減損処理を併用した会計処理を要求しているのに対し、米国基準及び国際基準では規則的な償却を行わずに減損処理のみによる会計処理を要求しているという点である。米国基準や国際基準のように規則的償却が行われない場合、規則的償却が行われている場合と比べて減損が発生したときに計上される減損損失額が相対的に大きくなる。そのため、のれんの減損が財務諸表に与えるインパクトは大きくなることから、欧米ではのれんの減損を扱った実証研究が多く行われている¹。一方、日本基準では、減損発生時にはすでに規則的償却が行われた分だけのれんの帳簿価額が切り下げられているため、財務諸表に与えるインパクトは米国基準や国際基準を適用したときほどには大きくない。とはいえ、のれんの計上額自体が大きくなりやすいということや、のれんそれ自体の価値を客観的に算定することができないという理由により、いったん減損が発生すると、計上される減損損失額は他の資産に比べて大きくなる傾向にある²。また、日本基準においても企業結合基準において持分プーリング法が廃止されたことにより、のれん自体の重要性は増したものと思われる。しかし、日本企業を対象にのれんの減損を扱った実証研究はまだ数少ない。

そこで本稿では、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ると考えられる³。

本稿では、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

¹ 主に、利益マネジメントの観点から行われた研究 (Jarva(2009)、Ramanna and Watts(2012)など) と、証券市場への影響を分析した研究 (Liberatore and Mazzi(2010)、Bens et al.(2011)など) が行われている。

² Francis et al.(1996)は、米国でのれんの償却期間が 40 年以内と規定されていた 1989 年から 1992 年のサンプルから、資産の種類別の評価切り下げ額を示している。そこでは、他の資産に比べてのれんの評価切り下げ額が最も大きく、総資産に占める割合としては有形固定資産や棚卸資産の倍以上であるということを報告している。

³ 例えば、Hirschey and Richardson(2002)、Bens et al.(2011)、島田(2011)。

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、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⁴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。

分析の結果は、企業取得の動機として考えられる4つの要因のうち、自信過剰仮説及び過大評価仮説に関して、その後ののれん減損の発生に有意な影響を与え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、フローベースのフリーキャッシュフローが多い企業はむしろのれん減損の発生する可能性が低く、ストックベースのキャッシュ保有高が多い企業でのれん減損の発生する可能性が高まるという結果が示された。これらの結果は、経営者による企業取得を行う動機がその後ののれん減損の発生を予測するのに有益な情報をもたらすということを示唆している。

本論文の構成は次のとおりである。第2節では、日本基準、米国基準及び国際基準のそれぞれにおけるのれん減損に関する会計処理を説明したうえで、のれん減損の事前予測について調査された先行研究のレビューを行う。第3節では、仮説の設定とリサーチ・デザインを提示している。第4節では、分析結果を示す。第5節では、追加検証を行い、その結果を示す。第6節では、結論と今後の展望について述べる。

2 のれん減損に関する会計処理方法と先行研究

2.1 のれん減損に関する会計処理方法

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、本稿におけるサンプルデータと先行研究におけるサンプルデータとの間に存在するのれんの減損処理方法の違いを明らかにするため、日本基準、米国基準及び国際基準におけるのれん減損の会計処理方法について概説する。

日本基準では、2002年に公表された「固定資産の減損に係る会計基準」(以下、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

⁴ 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。

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⁵。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⁶、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、Accounting Standards Codification（以下、ASC）の 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）。そしてまず、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、国際会計基準第36号「資産の減損」（以下、IAS36）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、毎年の減損テストを実施することが要求されている（IAS36 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⁷。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 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 par.104）。IAS36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 par.104 (a)）。また、IAS36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されているが、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 par.124）。

以上より、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差異は、(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)及び(2)に関して、日本基準は他の会計基準に比べて財務諸表上に計上されるのれん額が小さくなり、また、減損テストが行われる頻度も少なくなることから、結果的に、のれん減損が発生する可能性は相対的に小さくなる。このような会計処理方法の違いが存在する状況下においても、次に示す海外の先行研究と同様、のれ

⁵ 「固定資産の減損に係る会計基準の設定に関する意見書」四、2、(8)、③より。

⁶ 企業会計基準第21号「企業結合に関する会計基準」、32項。

⁷ IFRS3号 par.55により規定されている。

ん発生時の情報からその後ののれん減損の発生を事前に予測することが可能であるかについて、本稿で明らかにする。

2.2 先行研究

のれん減損の事前予測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を 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⁸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⁹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¹⁰、契約の中に **termination fee** 条項と呼ばれる契約解除に関する規定¹¹が入っているかどうかである。検証の結果、のれんの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

⁸ 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。

⁹ 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。

¹⁰ **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。

¹¹ 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）。

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¹²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。

本稿では、先行研究で示されたのれん減損を予測するのに有用な情報となり得る要因を経営者による企業取得の動機と関連付けることにより、分析を行うこととする。

3 仮説設定とリサーチ・デザイン

3.1 仮説設定

・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。

・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、

¹² 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。

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ふ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と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。

・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¹³。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。

・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しているということである¹⁴。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

¹³ Jensen(1986) p.1986.

¹⁴ トービンの q については、Damodaran(2002)、Barney(2002)、伊藤(2007)参照。

投資となる可能性が高くなるものと思われる¹⁵。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。

3.2 リサーチ・デザイン

3.2.1 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。

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

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

本稿では、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

¹⁵ 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。

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。本稿では、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。本稿では、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¹⁶。

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。本稿では、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。

¹⁶ 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。

3.2.2 サンプル選択

本稿では、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、のれんを定期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¹⁷。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 月期決算までの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。

3.2.3 記述統計量と各変数間の相関関係

表 1 は各変数の記述統計量である¹⁸。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。表 2 は各変

¹⁷ 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。

¹⁸ 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。

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、本稿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 分析結果

分析の結果が表 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くほど、その後へのれん減損が発生す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、取得対価に占める株式の割合が高くかつ取得企業の株式が過大評価であるほど、その後へ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¹⁹。

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。

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

¹⁹ 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。

はなっていない。

5 追加検証

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²⁰。

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

ここで、 $\text{Rank}(\Delta EP)$ の分布が表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。

表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。さらに、図1は、取得対価の種類別による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。

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

²⁰ 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。

りに用いて追加検証を行う²¹。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 6 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 を支持する証拠を得ることはできなかった。

6 結論と今後の展望

本稿の目的は、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明らかにすることである。

現在、のれんの会計処理方法は、日本基準と米国基準及び国際基準との間で差異が存在する。その差異の中で最も大きな影響を与えていると思われるのが、のれんの償却方法である。つまり、日本基準では、規則的償却と減損処理が併用されているのに対し、米国基準及び国際基準では、規則的償却は行われず、減損処理のみが実施されているということである。この違いは、日本基準のもとでは財務諸表上に計上されるのれん額が相対的に小さくなることを意味し、米国基準や国際基準を適用したときに比べてのれん減損の与える影響が小さいものとなる。本稿では、このような会計処理方法の違いが存在する中においても、主に米国の先行研究で示されているような、のれん発生時の会計情報からその後ののれん減損を予測することが可能であるかについて分析を行っている。のれん減損の公表が株価に負の影響を与えることを示した先行研究も存在することから、のれん減損に影響を与える要因を事前に明らかにすることは投資者の観点からも有益であると思われる。

本稿では、企業取得を行う動機とのれん減損の発生を予測することを結びつけて検証を行った。経営者が企業を取得する際、その動機としては様々な要因が重なり合って企業取得を行う意思決定がなされているものと思われる。そこで、先行研究において企業取得を行う動機として示されてきた要因の中から 4 つを取り上げ、のれん減損の発生との関係性を実証的に分析している。具体的には、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的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経営改善仮説の 4 つである。

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

²¹ 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

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出来なかった。

本稿の結果は、のれんの規則的償却が行われていること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ことを示している。また、のれん減損の発生に影響を与える要因として、新たに企業取得の動機という視点を用いて分析を行った点も特徴として挙げられる。

最後に、本稿には、次のような課題も残されている。まず、使用する代理変数についてである。先行研究においても、仮説を検証するために用いられる代理変数には違いがあった。特に、Hayn and Hughes(2006)で用いられた被取得企業に対する過剰な支払いに関する代理変数は有意な値を示さなかったのに対し、Li et al. (2011)では別の代理変数を用いて有意な値が示された。そのため、どの代理変数を用いて分析することが最も合理的であるのかをさらに検討する必要があるものと思われる。さらに、セグメント業績が有用な情報となり得るという結果も先行研究では示されており、のれん減損の発生に影響を与える他の要因を探ることも今後の重要な課題となるだろう。

参考文献

- 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.
- 薄井彰. 2001. 『バリュウ経営の M&A 投資』 中央経済社.
- 企業会計基準委員会. 2008. 企業会計基準第 21 号『企業結合に関する会計基準』 .
- 企業会計審議会. 2002. 『固定資産の減損に係る会計基準』 .
- 島田奈美. 2011. 「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.
- 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) .
- 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.
- Chung, K. H., and S. W. Pruitt. 1994. A Simple Approximation of Tobin's q. *Financial Management* 23(3) : 70-74.
- 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).
- 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.
- Harford, J. 1999. Corporate Cash Reserves and Acquisitions. *The Journal of Finance* 54 (6) : 1969-1997.
- Hayn, C., and P. J. Hughes. 2006. Leading Indicators of Goodwill Impairment. *Journal of Accounting, Auditing & Finance* 21 (3) : 223-265.
- Hirschey, M., and V. J. Richardson. 2002. Information Content of Accounting Goodwill Numbers. *Journal of Accounting and Public Policy* 21 : 173-191.
- 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) .
- 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.
- Jensen, M. C. 1986. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review* 76 (2) : 323-329.
- 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.

- 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.
- 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.
- Morck, R., A. Shleifer, and R. W. Vishny. 1990. Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisition? *The Journal of Finance* 45 (1) : 31-48.
- 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., and R. L. Watts. 2012. Evidence on the Use of Unverifiable Estimates in Required Goodwill Impairment. *Review of Accounting Studies* 17 (4) : 749-780.
- Roll, R. 1986. The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers. *The Journal of Business* 59 (2) : 197-216.

表 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

表 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。

表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
ΔEP*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 ***		
疑似R ²		0.1303		

注.***、**、*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GWI=1となる確率の差として計算されている。

表4 ΔEPのランク別サンプル分布

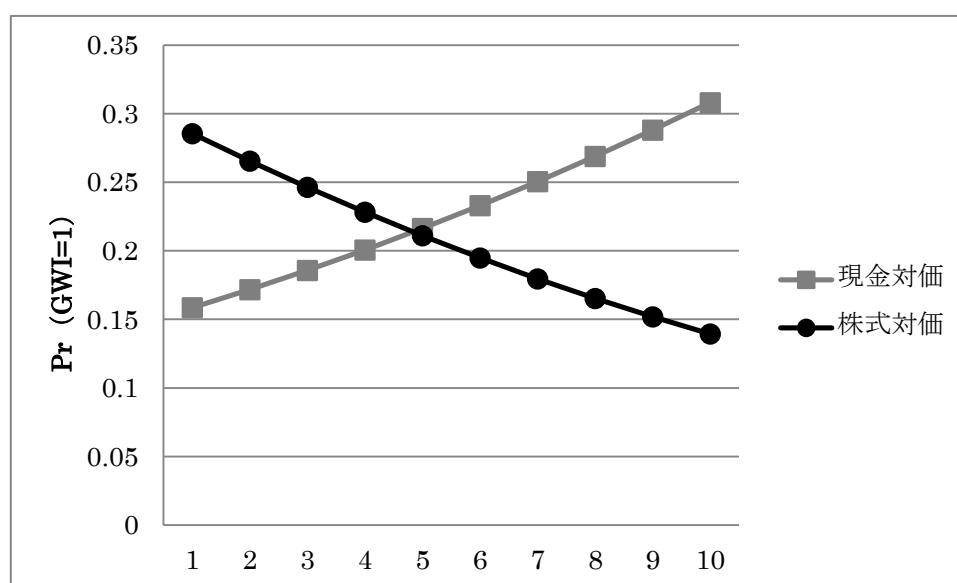
ランク	全体		現金対価		株式対価	
	サンプル数	割合	サンプル数	割合	サンプル数	割合
1(過大評価)	45	5.55	41	5.76	4	4.04
	72	8.88	63	8.85	9	9.09
	74	9.12	66	9.27	8	8.08
	102	12.58	89	12.5	13	13.13
	104	12.82	90	12.64	14	14.14
	85	10.48	73	10.25	12	12.12
	101	12.45	88	12.36	13	13.13
	84	10.36	80	11.24	4	4.04
	76	9.37	62	8.71	14	14.14
10(過小評価)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

表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 ***	
疑似R ²			0.1296	

注.***、**、*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GWI=1となる確率の差として計算されている。

図1 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。

表6 経営効率を表す代理変数として 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*STOC	(-)	-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 ***	
疑似R ²		0.1271		0.1265		0.1265		0.1264	

注.***、**、*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GWI=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。