

## 買収企業の利益調整に関する実証分析

島崎 杉雄

## 目次

はじめに

## I 先行研究の整理と仮説の設定

- 1 利益調整モデルと先行研究
- 2 のれん減損と利益調整に関する先行研究
- 3 買収と利益調整に関する先行研究
- 4 仮説の設定

## II リサーチデザイン

- 1 利益調整モデル
- 2 分析モデル
- 3 変数の定義と仮説の関係

## III データおよびサンプル

- 1 サンプルと会計基準の関係
- 2 記述統計量と相関係数

## IV 分析結果と考察

- 1 Dechow et al. [1995] による回帰モデルの結果
- 2 Kasznik [1999] による回帰モデルの結果
- 3 全体の考察

おわりに

参考文献

キーワード： 買収, のれん, のれん減損, 利益調整, Dechow et al. [1995], Kasznik [1999]

## はじめに

本研究の目的は、買収後における買収企業において、買収によって生じる会計情報と、事後的に経営者が行う利益調整行動との関係性を明らかにすることである。

これまで、M&A (mergers and acquisitions, 合併および買収) と利益調整 (earnings management) に関する先行研究は、支払対価の違いに着目し、取得企業もしくは被取得企業と利益調整の関係を明らかにしてきたが、統一的な見解はみられていない。また、のれん減損と利益調整に関する先行研究は多数存在する。そのなかでも、経営者が、裁量的に資産の減損計上を行うこと、そして減損計上に伴う市場の反応について多く検討がなされてきている。しかし、M&A という企業行動とそれによって生じる会計情報が、事後的に経営者の行動に対する影響を観察した研究は、一見して無いように思われる<sup>1)</sup>。

そこで、本研究では、M&A のなかでも買収に焦点を当て、買収企業（または取得企業）を対象とする。そのうえで、総合的・包括的に買収から生じる会計情報（または会計数値）と、事後的な経営者の利益調整行動との関係について実証的に分析することを試みる。ここでの買収から生じる会計情報とは、のれん減損の代理変数として無形資産から生じる減損損失、のれんの金額、対象期間および1期間前の買収回数、および買収の支払対価として株式を用いたかどうかである。また、本研究では、経営者の利益調整行動を測る代理変数として、Dechow et al. [1995] および Kasznik [1999] に依拠した裁量の会計発生高 (discretionary accruals) を用いる。両者による裁量の会計発生高をそれぞれ被説明変数として OLS 回帰推定を行い、買収から生じる会計情報との関係を明らかにする。

本研究における貢献は、経営者の買収後の利益調整行動を分析することで、経営者が買収後に利益増加型の利益調整を行う動機があることを確認することである。経営者の買収の目的・動機は、シナジーの創出による株主資本価値の最大化であることが通説である<sup>2)</sup>。当該目的・動機の達成の有無とは別に、経営者は、買収から生じる会計情報を媒介として利益調整を行うかどうかを検証する。

## I 先行研究の整理と仮説の設定

### 1 利益調整モデルと先行研究

経営者または企業が行う利益調整 (earnings management) (行動) は、多義的な意味でとらえられている<sup>3)</sup>。本研究では、利益調整に対して、経営者の裁量性に着目した代理変数または回帰モデルの観点から整理して記述する。経営者の裁量性に着目したものに、裁量の会計発生高 (discretionary accruals: DA, 裁量的アクルーアルズ) がある。裁量の会計発生高は、(総) 会計発生高 ((total) accounting accruals: TA, 総アクルーアルズ) から非裁量的会計発生高 (non-discretionary accruals: NDA, 非裁量的アクルーアルズ) を差し引くことによって計算される。これを示したものが、(1-1) 式である。

$$DA_t = TA_t - NDA_t \quad (1-1)$$

$DA_t$ :  $t$  期における裁量の会計発生高 (裁量的アクルーアルズ)

$TA_t$ :  $t$  期における総会計発生高 (総アクルーアルズ)

$NDA_t$ :  $t$  期における非裁量的会計発生高 (非裁量的アクルーアルズ)

会計発生高は、Healy [1985] によって提唱され、経営者の利益調整行動を定量化した変数である。会計発生高は、当期純利益 (net income: NI) と営業活動によるキャッシュ・フロー (Cash Flow from Operating Activities: CFO, 以下、営業キャッシュ・フローとする。) との差額として定義される (Dechow et al. [1995] p.203)。これを示したものが、次頁の (1-2) 式である<sup>4)</sup>。

しかし、会計発生高は、すべて経営者の裁量に応じて計上されるのではなく、非裁量的な部分に分け

ることができる (Kaplan [1985])。すなわち、非裁量的な部分は、非裁量的会計発生高として位置づけられ、前述した通り、裁量的会計発生高と区別される。非裁量的会計発生高は、Jones [1991] によって、回帰モデルを利用することで、当該発生高の予測値を推定することが示された。Jones [1991] は、非裁量的会計発生高の推定にあたり、売上高の対前年変化額と有形固定資産額を含めた回帰モデルを提案する。これを示したものが、(1-3)式である。

$$TA_t = NI_t - CFO_t \quad (1-2)$$

$NI_t$ :  $t$ 期における利益 (営業利益)

$CFO_t$ :  $t$ 期における営業キャッシュ・フロー

$$\frac{TA_{i,t}}{A_{i,t-1}} = x_{0,i,t} \frac{1}{A_{i,t-1}} + x_{1,i,t} \frac{\Delta REV_{i,t}}{A_{i,t-1}} + x_{2,i,t} \frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t} \quad (1-3)$$

$TA_{i,t}$ : 企業  $i$  の  $t$ 期における総会計発生高 (総アクルーアルズ)

$A_{i,t-1}$ : 企業  $i$  の  $t-1$ 期における資産合計 (資産総額)

$\Delta REV_{i,t}$ : 企業  $i$  の  $t$ 期における売上高・営業収益の  $t-1$ 期からの変化分 (差分)

$PPE_{i,t}$ : 企業  $i$  の  $t$ 期における有形固定資産

(1-3)式で示される Jones [1991] の回帰モデルでは、売上高の大きさが非裁量的に決定することを仮定している。これを問題視し、モデルの改善を行ったのが、Dechow et al. [1995] である。Dechow et al. [1995] は、Jones [1991] の回帰モデルに対して、売上債権の対前年変化額を含めたモデルを示した (通称: 修正 Jones モデル)。また、Kasznik [1999] は、Dechow et al. [1995] の回帰モデルに加え、営業キャッシュ・フローの対前年変化額を説明変数と追加したモデルを示した (通称: CFO 修正 Jones モデル)。本研究では、Dechow et al. [1995] および Kasznik [1999] による回帰モデルを用いて、経営者の利益調整行動を測る。これについては、「II リサーチデザイン」において後述する。

## 2 のれん減損と利益調整に関する先行研究

減損 (impairment) と利益調整に関する先行研究は、固定資産や棚卸資産を含めた資産の減損または資産の帳簿価額 (簿価) の切下げ (資産評価切下げ, 強制評価減とも呼ばれる) (write-off) として多くの知見の蓄積がある。先駆的なものとして、Strong and Meyer [1987], Elliot and Shaw [1988], Zucca and Campbell [1992], および Rees et al. [1996] がある。Strong and Meyer [1987] および Elliot and Shaw [1988] は、経営者交代と、資産の簿価の切下げの関連性を明らかにし、さらに、市場の反応についての分析も行っている。両研究ともに、日次異常リターンに着目し、資産の簿価の切下げの公表に対して市場が負の反応を示すことを明らかにしている。

また、Zucca and Campbell [1992] は、固定資産の簿価の切下げに対して、利益平準化とビッグ・

バス (big bath) の関係を明らかにしている。Rees et al. [1996] は、1987年から1992年の間に、固定資産の簿価の切下げを行った企業277社を対象として、修正 Jones・モデルによって裁量的発生高を推定した。その結果、簿価の切下げ年度の裁量的発生高は、有意に負の値となった。

このように、減損および資産の簿価の切下げと利益調整に関する研究は、経営者の交代、利益平準化、およびビッグ・バスに起因するものが明らかにされている。日本でも同様に、木村 [2007]、榎本 [2008]、大日方・岡田 [2008]、胡・車戸 [2012]、および藤山 [2014] は、減損とビッグ・バスと利益平準化の両方、または一方と関連があることを明らかにした。

日本では、2002年に企業会計審議会より「固定資産の減損に係る会計基準」が公表され、2003年に、企業基準委員会より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」が公表された。これらにより、早期適用が、2004年4月1日以降から開始される事業年度、そして、強制適用が、2005年4月1日以降から開始する事業年度からとされた。この早期適用に着目した研究としては、山本 [2005]、山本 [2006]、榎本 [2007]、川島 [2007]、および木村 [2007] 等がある。

これらの先行研究に対して、のれん減損と利益調整に関する先行研究<sup>5)</sup>として先駆的なものは、Francis et al. [1996] がある。Francis et al. [1996] は、1988年から1992年の間に行われた、資産評価切下げを調査している (なお、棚卸資産を含んだ調査である)。資産評価切下げの新聞報道を PR Newswire で検索し、すべての企業名と実施日および評価切下げの内容を確認した。そこでは、1991年にピークを迎え、のれんの評価切下げが最も大きな影響を与えていることを示した。

さらに、資産評価切下げ企業と同数のコントロール企業 (金融機関以外の企業で、資産評価切下げを行っていない企業) を対象として、分析を行った結果、経営者交代をした企業ほど、資産評価切下げを行い、かつ評価損が多額になることを明らかにした。また、経営者交代の影響を受け、資産評価切下げを行うもののうち、のれんが最も大きくかつ統計的に5%水準で有意であることを明らかにしている。

また、のれん減損を中心として、経営者の利益調整または計上の適時性に関連付けて分析した研究として、Betty and Weber [2006] および Ramanna and Watts [2012] が挙げられる。Betty and Weber [2006] は、SFAS 142の適用開始時点である2001年12月15日以降に開始される事業年度1年間に注目して、のれんを計上しているアメリカ企業176社のサンプルに対して分析を行った。

その結果、減損を計上することで、契約条項に抵触する企業は、減損の認識を遅らせることを明らかにした。具体的に、契約条項は、財務制限条項、経営者報酬、長期の経営者在任期間、上場廃止基準等が挙げられる。また、株価と利益の連動性が高い場合には、大規模な減損を報告する傾向があることも指摘している。これは、利益反応係数 (earnings response coefficient: ERC) を用いている。

Ramanna and Watts [2012] は、SFAS 142適用後の2003年から2006年を分析期間として、のれんの減損兆候が確認されるアメリカ企業124をサンプルとした。減損の兆候は、簿価時価比率 (Book to Market Ratio: BTM) によって測っている。その結果、減損を認識しない企業の経営者は、企業の将来キャッシュ・フローの改善に関する私的情報である自社株買いおよび経営者の自社株の内部購入などを行わないことを明らかにした。また、減損を認識しないことは、財務制限条項、経営者報酬および経営者在任期間に対して影響があり、経営者は機会主義的にのれんの減損認識を遅らせていることを指摘している。

### 3 買収と利益調整に関する先行研究

合併および買収と利益調整に関する先行研究で、先駆的な分析として、Erickson and Wang [1999] および Heron and Lie [2002] が挙げられる。

まず、Erickson and Wang [1999] は、1985年から1990年にアメリカで実施された株式による合併案件である55サンプルを対象として、合併（取得）企業は、合併合意日以前の期間において、利益を上昇させる操作をおこなっていることを明らかにしている。また、それとは対照的に、現金による合併案件である64サンプルにおいては、利益調整に関する証拠がないことを明らかにした。このように、Erickson and Wang [1999] は、利益増加型の利益調整の程度は、合併の取引の規模と関連があることを示唆している。

次に、Heron and Lie [2002] は、Erickson and Wang [1999] と逆の結果を得ている。Heron and Lie [2002] は、1985年から1997年のアメリカで公表および実施された、859件の買収案件（そのうち、427件が株式による対価のみによる買収）について分析を行った買収（取得）企業で、買収以前にその企業が属する産業と比較して、よりよい営業利益を示した企業は、裁量的会計発生高によって説明される利益調整に対する証拠がないことを明らかにした。この結果は、株式による対価のみによる買収に限定した場合でも同様であった。Heron and Lie [2002] は、Erickson and Wang [1999] と異なる結果を得た原因として、異なるサンプルまたは非期待発生高 (unexpected accruals) にあると指摘している。

具体的には、Erickson and Wang [1999] では、四半期データを用いて、非期待発生高の推定を行っている。その際、Jones [1991] を使用する場合、分析期間である1985年前の1984年からの四半期の時系列データの入手が必要となる。しかし、これが入手できないため、Cahan [1992] および Han and Wang [1998] によるプール・データによって回帰係数の推定を行っている (Erickson and Wang [1999] p.161)。当該モデルでは、対象期間を含む買収の完了日以前の純利益 (earnings) の公表日すべての四半期によって、推定されるものである。

それに対して、Heron and Lie [2002] は、Jones [1991] を修正した Teoh et al. [1998] のモデルを使用している。Teoh et al. [1998] は、非裁量的会計発生高の推定のために、(1-3)式によって回帰係数を計算する。しかし、実際に非裁量的発生高の計算にあたり、Dechow et al. [1995] にならい、右辺の第2項の売上高・営業収益の変化分から売上債権の変化分を差し引いたものを用いている (Teoh et al. [1998] pp.95-96)。

このように、Erickson and Wang [1999] および Heron and Lie [2002] では、利益調整の変数はともに異なるが、合併および買収の対価として、株式によるものか、現金によるものかに着目している。しかし、結果は異なっており、合併および買収が利益調整に対して、統一的な見解があるわけでない。他の研究においても、同様で、例えば、Karim et al. [2016] は、2004年から2015年にかけて30か国における M&A 案件を対象として、その期間の取得企業による利益調整について分析を行った。株式による対価で取得した企業は、取得日近辺の期間で、利益調整を行っているのに対して、現金による支払対価で取得した企業は、そうでないことを明らかにしている。

日本における合併および買収と利益調整に関する研究として、高橋 [2008] を挙げる。高橋 [2008] は、Erickson and Wang [1999] と同様に、買収の対価に着目して、買収（取得）企業とターゲット（被買

収または被取得) 企業に分けて、裁量的発生高の違いを差の検定によって明らかにしている。結果として、買収企業は、株式を対価とする企業の方が、現金を対価とする企業よりも株式交換比率決定日前の決算期において利益増加型の利益調整を行っていることを明らかにした。また、ターゲット企業も、買収対価の支払手段が、経営者の利益調整行動に異なる影響を及ぼすことを明らかにした。

これらの先行研究に対して、Louis [2004] は、市場の反応の観点、異常リターン (abnormal returns) を被説明変数として分析を行っている。Louis [2004] は、1992年から2000年の間に公表および取引が完了したアメリカの上場企業373件の合併 (236件は株式交換のみによる場合) について分析を行った。Louis [2004] は、裁量的運転資本発生高 (discretionary working capital accruals) が、株式交換を契約した合併 (取得) 企業に対して、正に影響を与え、統計的に有意であることを明らかにした。特に、合併公表直前の四半期においては顕著な結果を示しており、また、合併企業が、合併時における対価として現金によった場合でも、同様の結果をもたらしている。

なお、ここでの裁量的運転資本発生高とは、非裁量会計裁量高の推定にあたり、Kothari et al. [2005] を参考として、売上高・営業収益の変化分から売上債権の変化分を差し引いたものを、業種ポートフォリオを用いたクロスセクション・データを用いて推定したものである。

#### 4 仮説の設定

本研究では、冒頭で述べた通り、買収から生じる会計情報と利益調整の関係性を明らかにすることが目的であった。先行研究で示された通り、のれん減損は、経営者の裁量によって計上のタイミングを遅らせる傾向にある。したがって、のれん減損直後の期間であれば、経営者は減損損失を計上を回避するために、利益増加型の利益調整を行うことが予想される。つまりのれん減損を計上する経営者は、利益調整を行い、利益を増加させることが考えられる。これを、次の仮説  $H_1$  として設定する。

仮説  $H_1$ : のれん減損を計上する企業は、利益増加型の利益調整を行う。

次に、のれんと利益調整の関係を仮説  $H_2$ 、対象期間および1期間前の買収回数と利益調整の関係を仮説  $H_3$  としてそれぞれ設定する。

仮説  $H_2$ : のれんの金額が大きい買収企業は、利益増加型の利益調整を行う。

仮説  $H_3$ : 対象期間および1期間前の買収回数が多い企業は、利益増加型の利益調整を行う。

仮説  $H_2$  および仮説  $H_3$  を設定した理由は、3点ある。1点目は、仮説  $H_1$  の前提条件として、のれんが計上されている必要があるからである。2点目は、買収時に計上されるのれん (買収プレミアム) が大きければ多いほど、事後的にのれん減損につながるからである。3点目は、のれんの計上に関わる先行研究に基づき、のれんの金額が大きければ、のれんの償却を通して利益調整が行われることが予想されるためである。以下では、2点目と3点目について記述する。

2点目に関して、買収（取得）企業が計上するのれんは、買収時点に公正価値で評価された被買収（被取得）企業の純資産帳簿価額と、買収企業が支払う支払対価の差額として定義される。買収企業の支払対価は、被買収企業を買収することで見積もられる金額に上乗せした分、すなわち買収プレミアムを基準として決定される。のれんには、本質的に買収プレミアムが含まれている。また理想的には、公正価値評価された被買収企業の純資産帳簿価額が本来あるべき企業価値（株主資本価値）の金額であれば、支払対価と買収プレミアムは一致するため、のれんの金額と買収プレミアムの金額は、一致すると思われる。

そして、買収プレミアムに関する先行研究では、買収プレミアムの過払い（overpayment）は、事後的にのれん減損につながるということが指摘されている（Hyan and Hughes [2006] ; Li et al. [2011] など）。買収プレミアムの金額の決定においては、経営者の動機に基づき裁量的に決定されることが示されていることから<sup>6)</sup>、本研究においても、のれんの金額と経営者の利益調整に関係性があることを想定している。このように、のれんの金額または買収プレミアムと、のれん減損の関係性から見ると、のれんの金額が大きい企業は、仮説  $H_1$  と同様に利益増加型の利益調整を行うことが予想される。また、のれんの金額は、買収回数に比例して金額が増大することも容易に予想されるため、仮説  $H_3$  を設定した。

さらに、仮説  $H_3$  の設定にあたっては、買収後直後の期間だけでなく、1期前の買収に関しても考察を加えることを目的としている。これは、買収における市場の反応の研究で示されている通り、買収が業績与える影響が、短期的に表れるのではなく中長期に及ぶことを想定したためである（井上・加藤 [2006] ; 松尾・山本 [2006] など）。

次に、3点目に関して、のれんの金額と利益調整に関する先行研究においても、仮説  $H_2$  を支持するものがある。アメリカでは、SFAS 141（現在のASC 805）は、2007年の改正時に買収価格配分（Purchase Price Allocation: PPA）が認められ、取得企業は買収価格（支払対価）を、無形資産とのれんに配分することが可能となった。

Churyk [2005] は、経営者は、買収時に、事後的に規則的償却される無形資産として配分し、減損するリスクに晒されるのれんの計上金額を少なくする傾向を明らかにしている。他方で、Shalev et al. [2013] は、経営者（CEO）の報酬が利益ベースである場合、買収価格がより多くののれんとして配分され、報酬が、キャッシュ・フローまたは売上高をベースとした業績指標とされるボーナス制度である場合は、のれんの金額を少なく計上する傾向があることを示している。

日本では、アメリカにおける無形資産への配分と同様、のれんに対して規則的償却が認められている。よって、のれんへの金額の過大計上を行っても、時間の経過とともに、その価値が低減していくため、積極的にのれん減損を行わないことが考えられる。よって上述の通り、結果的に利益増加型の利益調整に繋がるということが予想される。

最後に、仮説  $H_4$  は、次の通りに設定する。既述の通り、合併および買収と利益調整に関する先行研究では、その対価に着目した研究と、異常リターンに着目したものがあることを確認した。本研究では、前者の買収の対価に着目し、Erickson and Wang [1999] や高橋 [2008] で示された結果に従い、仮説  $H_4$  として設定した。

仮説  $H_4$  : 株式により買収を行う買収企業は、利益増加型の利益調整を行う。

## II リサーチデザイン

### 1 利益調整モデル

本論文では、Dechow et al. [1995] および Kasznik [1999] の両モデルによって、それぞれ非裁量的発生高（非裁量的アクルールズ）を推定する<sup>7)</sup>。両モデルを用いる理由は、日本において、Kasznik [1999] による回帰モデルが、説明力が高いことが示されているからである（須田・首藤 [2004]）。

まず、Dechow et al. [1995] は、非裁量的発生高を最小二乗法（OLS 回帰）によって推定している。推定式は次の（2-1）式の通りである。なお、各変数ともに、総資産（資産合計）によってデフレートしている。

$$\frac{TA_{i,t,j}}{A_{i,t-1}} = \alpha_{0,i,t,j} \frac{1}{A_{i,t-1}} + \alpha_{1,i,t,j} \frac{(\Delta REV_{i,t,j} - \Delta REC_{i,t,j})}{A_{i,t-1}} + \alpha_{2,i,t,j} \frac{PPE_{i,t,j}}{A_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t,j} \quad (2-1)$$

$TA_{i,t,j}$ : 産業  $j$  に属する企業  $i$  の  $t$  期における総会計発生高（総アクルールズ）

$A_{i,t-1}$ : 産業  $j$  に属する企業  $i$  の  $t-1$  期における総資産

$\Delta REV_{i,t,j}$ : 産業  $j$  に属する企業  $i$  の  $t$  期における売上高・営業収益の  $t-1$  期からの変化分（差分）

$\Delta REC_{i,t,j}$ : 産業  $j$  に属する企業  $i$  の  $t$  期における売上債権（売掛金・受取手形）の  $t-1$  期からの変化分（差分）

$PPE_{i,t,j}$ : 企業  $i$  の  $t$  期における有形固定資産

次に、Kasznik [1999] による推定式は、次の（2-2）式の通りである。なお、各変数ともに、総資産（資産合計）によってデフレートしている。

$$\begin{aligned} \frac{TA_{i,t,j}}{A_{i,t-1}} = & \beta_{0,i,t,j} \frac{1}{A_{i,t-1}} + \beta_{1,i,t,j} \frac{(\Delta REV_{i,t,j} - \Delta REC_{i,t,j})}{A_{i,t-1}} \\ & + \beta_{2,i,t,j} \frac{PPE_{i,t,j}}{A_{i,t-1}} + \beta_{3,i,t,j} \frac{\Delta CFO_{i,t,j}}{A_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t,j} \end{aligned} \quad (2-2)$$

$TA_{i,t,j}$ : 産業  $j$  に属する企業  $i$  の  $t$  期における総会計発生高（総アクルールズ）

$A_{i,t-1}$ : 産業  $j$  に属する企業  $i$  の  $t-1$  期における総資産

$\Delta REV_{i,t,j}$ : 産業  $j$  に属する企業  $i$  の  $t$  期における売上高・営業収益の  $t-1$  期からの変化分（差分）

$\Delta REC_{i,t,j}$ : 産業  $j$  に属する企業  $i$  の  $t$  期における売上債権（売掛金・受取手形）の  $t-1$  期からの変化分（差分）

$PPE_{i,t,j}$ : 企業  $i$  の  $t$  期における有形固定資産

$\Delta CFO_{i,t,j}$ : 産業  $j$  に属する企業  $i$  の  $t$  期における営業キャッシュ・フローの  $t-1$  期からの変化分（差分）

Kasznik [1999] では、業種平均を用いた、クロスセクション・データを用いている。本研究も同様に、東京証券取引所の業種中分類34業種のうち、金融・保険業（銀行業、証券・証券先物取引業、保険業、およびその他金融業）を除く30業種（ $j = 1, 2, 3 \dots 30$ ）を用いて、業種平均によるクロスセクション・データによって回帰係数の推定を行っている。

(2-1) 式の回帰係数である  $\alpha_{0,i,t,j}$ ,  $\alpha_{1,i,t,j}$ , および  $\alpha_{2,i,t,j}$  の推定値が,  $\alpha_{0,i,t,j}$ ,  $\alpha_{1,i,t,j}$ , および  $\alpha_{2,i,t,j}$  と算出される。また, (2-2) 式の回帰係数である  $\beta_{0,i,t,j}$ ,  $\beta_{1,i,t,j}$ ,  $\beta_{2,i,t,j}$  および  $\beta_{3,i,t,j}$  の推定値が,  $b_{0,i,t,j}$ ,  $b_{1,i,t,j}$ ,  $b_{2,i,t,j}$  および  $b_{3,i,t,j}$  と算出される。その推定誤差を, (1-1) 式の裁量的会計発生高は  $DA_t$  の代理変数として, それぞれ次の (2-3) 式および (2-4) 式によって, 非裁量的会計発生高の  $NDA_t$  を算出する。

Dechow et al. [1995] および Kasznik [1999], それぞれのモデルによる  $NDA_t$  を,  $NDA Dechow_t$  とし, 後者のモデルによる  $NDA_t$  を,  $NDA Kasznik_t$  とする。なお, それ以外の変数は, 上述したため, ここでは省略する。

$$\frac{NDA Dechow_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \alpha_{0,i,t,j} \frac{1}{A_{i,t-1}} + \alpha_{1,i,t,j} \frac{(\Delta REV_{i,t,j} - \Delta REC_{i,t,j})}{A_{i,t-1}} + \alpha_{2,i,t,j} \frac{PPE_{i,t,j}}{A_{i,t-1}} \quad (2-3)$$

$$\frac{NDA Kasznik_{i,t}}{A_{i,t-1}} = b_{0,i,t,j} \frac{1}{A_{i,t-1}} + b_{1,i,t,j} \frac{(\Delta REV_{i,t,j} - \Delta REC_{i,t,j})}{A_{i,t-1}} + b_{2,i,t,j} \frac{PPE_{i,t,j}}{A_{i,t-1}} \quad (2-4)$$

$$+ b_{3,i,t,j} \frac{\Delta CFO_{i,t,j}}{A_{i,t-1}}$$

$NDA Dechow_{i,t}$ : Dechow et al. [1995] による企業  $i$  の  $t$  期における非裁量的会計発生高

$NDA Kasznik_{i,t}$ : Kasznik [1999] による企業  $i$  の  $t$  期における非裁量的会計発生高

そして, 最終的に Dechow et al. [1995] および Kasznik [1999] の両モデルによる裁量的会計発生高の  $DA_t$  は, 次の (2-5) 式および (2-6) 式の通りとなる。なお, 前者のモデルによる  $DA_t$  を,  $DA Dechow_t$  とし, 後者のモデルによる  $DA_t$  を,  $DA Kasznik_t$  とする。

$$DA Dechow_{i,t} = \frac{TA Dechow_{i,t}}{A_{i,t-1}} - \frac{NDA Dechow_{i,t}}{A_{i,t-1}} \quad (2-5)$$

$$DA Kasznik_{i,t} = \frac{TA Kasznik_{i,t}}{A_{i,t-1}} - \frac{NDA Kasznik_{i,t}}{A_{i,t-1}} \quad (2-6)$$

$DA Dechow_{i,t}$ : Dechow et al. [1995] による企業  $i$  の  $t$  期における裁量的会計発生高

$DA Kasznik_{i,t}$ : Kasznik [1999] による企業  $i$  の  $t$  期における裁量的会計発生高

## 2 分析モデル

次に、本研究の仮説を検証するために上述した裁量的会計発生高である  $DA\ Dechow_t$  および  $DA\ Kasznik_t$  を被説明変数として、次の (1) および (2) の通り、(2-7) 式および (2-8) 式の OLS 回帰モデルを設定する。

### (1) Dechow et al. [1995] による回帰モデル

$$\begin{aligned}
 DA\ Dechow_{i,t} = & \gamma_0 + \gamma_1 Impairment_{i,t} + \gamma_2 Goodwill_{i,t} + \gamma_3 MA_{i,t} + \gamma_4 MA_{i,t-1} \\
 & + \gamma_5 Shares_{i,t} + \gamma_6 Shares_{i,t-1} + \gamma_7 CFO_{i,t} + \gamma_8 ROA_{i,t} + \gamma_9 LEV_{i,t} \\
 & + \gamma_{10} GSales_{i,t} + \gamma_{11} PBR_{i,t} + \gamma_{12} LOSS_{i,t} + \gamma_{13} SIZE_{i,t} \quad (2-7) \\
 & + \sum_{j=14}^{45} \gamma_j INDUSTRY_{i,t,j} + \sum_{k=46}^{52} \gamma_k YEAR_{i,t,k} + \varepsilon_{i,t}
 \end{aligned}$$

$DA\ Dechow_{i,t}$ : Dechow et al. [1995] による企業  $i$  の  $t$  期における裁量的会計発生高

$Impairment_{i,t}$ : 企業  $i$  の  $t$  期における無形資産より発生した減損損失を総資産で割った金額

$Goodwill_{i,t}$ : 企業  $i$  の  $t$  期におけるのれんを総資産で割った金額

$MA_{i,t}$ : 企業  $i$  の  $t$  期における買収の実施回数

$MA_{i,t-1}$ : 企業  $i$  の  $t-1$  期における買収の実施回数

$Shares_{i,t}$ : 企業  $i$  の  $t$  期中に買収を行った際の取得株式数を  $t$  期における発行済株式総数で割った数

$Shares_{i,t-1}$ : 企業  $i$  の  $t-1$  期中に買収を行った際の取得株式数を  $t-1$  期における発行済株式総数で割った数

$CFO_{i,t}$ : 企業  $i$  の  $t$  期における営業キャッシュ・フローを総資産で割った金額

$ROA_{i,t}$ : 企業  $i$  の  $t$  期における ROA (総資産利益率)

$LEV_{i,t}$ : 企業  $i$  の  $t$  期における財務レバレッジ

$GSales_{i,t}$ : 企業  $i$  の  $t$  期における売上高成長率

$PBR_{i,t}$ : 企業  $i$  の  $t$  期における株価純資産倍率 (PBR)

$LOSS_{i,t}$ : 企業  $i$  の  $t$  期における当期純損失の発生の有無を示すダミー変数 (発生が有の場合 1, 無の場合 0)

$SIZE_{i,t}$ : 企業  $i$  の  $t$  期における企業規模の代理変数 (総資産の自然対数)

$INDUSTRY_{i,t,j}$ : 企業  $i$  の  $t$  期における東京証券取引所産業中分類に基づく  $j$  産業を示すダミー変数

$YEAR_{i,t,k}$ : 企業  $i$  の  $t$  期における決算年  $k$  を示すダミー変数

$\varepsilon_{i,t}$ : 誤差項

(2) Kasznik [1999] による回帰モデル

$$\begin{aligned}
 DA\ Kasznik_{i,t} = & \delta_0 + \delta_1 Impairment_{i,t} + \delta_2 Goodwill_{i,t} + \delta_3 MA_{i,t} + \delta_4 MA_{i,t-1} \\
 & + \delta_5 Shares_{i,t} + \delta_6 Shares_{i,t-1} + \gamma_7 ROA_{i,t} + \gamma_8 LEV_{i,t} + \gamma_9 GSales_{i,t} \\
 & + \gamma_{10} PBR_{i,t} + \gamma_{11} LOSS_{i,t} + \gamma_{12} SIZE_{i,t} + \sum_{j=13}^{44} \gamma_j INDUSTRY_{i,t,j} \quad (2-8) \\
 & + \sum_{k=45}^{51} \gamma_k YEAR_{i,t,k} + \varepsilon_{i,t}
 \end{aligned}$$

$DA\ Kasznik_{i,t}$ : Kasznik [1999] による企業  $i$  の  $t$  期における裁量的会計発生高

$Impairment_{i,t}$ : 企業  $i$  の  $t$  期における無形資産より発生した減損損失を総資産で割った金額

$Goodwill_{i,t}$ : 企業  $i$  の  $t$  期におけるのれんを総資産で割った金額

$MA_{i,t}$ : 企業  $i$  の  $t$  期における買収の実施回数

$MA_{i,t-1}$ : 企業  $i$  の  $t-1$  期における買収の実施回数

$Shares_{i,t}$ : 企業  $i$  の  $t$  期中に買収を行った際の取得株式数を  $t$  期における発行済株式総数で割った数

$Shares_{i,t-1}$ : 企業  $i$  の  $t-1$  期中に買収を行った際の取得株式数を  $t-1$  期における発行済株式総数で割った数

$ROA_{i,t}$ : 企業  $i$  の  $t$  期における ROA (総資産利益率)

$LEV_{i,t}$ : 企業  $i$  の  $t$  期における財務レバレッジ

$GSales_{i,t}$ : 企業  $i$  の  $t$  期における売上高成長率

$PBR_{i,t}$ : 企業  $i$  の  $t$  期における株価純資産倍率 (PBR)

$LOSS_{i,t}$ : 企業  $i$  の  $t$  期における当期純損失の発生の有無を示すダミー変数 (発生が有の場合 1, 無の場合 0)

$SIZE_{i,t}$ : 企業  $i$  の  $t$  期における企業規模の代理変数 (総資産の自然対数)

$INDUSTRY_{i,t,j}$ : 企業  $i$  の  $t$  期における東京証券取引所産業中分類に基づく  $j$  産業を示すダミー変数

$YEAR_{i,t,k}$ : 企業  $i$  の  $t$  期における決算年  $k$  を示すダミー変数

$\varepsilon_{i,t}$ : 誤差項

3 変数の定義と仮説の関係

(2-7) 式および (2-8) 式における変数の設定と仮説の関係について整理する。まず、被説明変数は、裁量的会計発生高であり、(2-7) 式においては  $DA\ Dechow_{i,t}$ 、(2-8) 式においては、 $DA\ Kasznik_{i,t}$  とする。これは、経営者の利益調整行動を示す代理変数であり、その導出過程は既述の通りである。

次に、説明変数について記述する。 $Impairment_{i,t}$  は、仮説  $H_1$  を検証するための説明変数であり、のれん減損の代理変数である。のれん減損の金額は、直接財務データから入手することはできない。ま

た、無形資産における減損の対象となっている科目は、のれん、特許権、投資不動産、および長期前払費用などに限られ、計上されているのれんの金額と比較すると少額であるため、無形資産より発生した減損損失をのれん減損としてみなした。無形資産より発生した減損損失は、減損損失の金額から有形資産より生じた固定資産を差し引いて算出している。また、裁量的会計発生高と同様に、総資産でデフレートしている。経営者は、減損損失の計上を回避するために、利益増加型の利益調整を行うことが考えられ、被説明変数の裁量的会計発生高に対して、正の反応を示すことから、期待符号は、プラスである。

$Goodwill_{i,t}$  は、仮説  $H_2$  を検証するための説明変数であり、のれんの金額を総資産でデフレートしたものである。先行研究より、のれん減損の観点から、のれんの金額が大きい場合、その後のれん減損を生じさせることが考えられる。また、のれん償却の観点から、のれんへの金額の過大計上を行っても、時間の経過とともに、その価値が低減していくため、積極的にのれん減損を行わないことが考えられる。よって、 $Impairment_{i,t}$  および仮説  $H_1$  と同様に、経営者は、利益増加型の利益調整を行うことが考えられ、裁量的会計発生高に対して、正の反応を示すことが予想される。よって、期待符号はプラスである。

$MA_{i,t}$  および  $MA_{i,t-1}$  は、仮説  $H_3$  を検証するための説明変数である。前者は、 $t$  期における買収の実施回数を示し、後者は、 $t-1$  期における買収の実施回数を示す。買収の実施回数が多ければ、のれんの金額が増加すること、また、先行研究より買収実施後の期間から時間をかけて影響があることを考慮して、対象期間と、その1期前の期間の買収の実施回数として説明変数に加えた。仮説  $H_2$  と同様に、裁量的会計発生高に対して、正の反応を示すことが予想されるため、期待符号はプラスである。

$Shares_{i,t}$  および  $Shares_{i,t-1}$  は、仮説  $H_4$  を検証するための説明変数である。前者は、 $t$  期中に買収を行った際の取得株式数を  $t$  期における発行済株式総数で割った数である。後者は、 $t$  期中に買収を行った際の取得株式数を  $t-1$  期における発行済株式総数で割った数である。両者は、株式による対価または、株式交換である場合が含まれ、株式による買収をみる代理変数として設定する。なお、買収に際して、必ずしも計上されているわけではないため、買収が行われていても、0である場合が存在する。先行研究にならぬ期待符号は、プラスであることが予想される。

次に、コントロール変数について整理する。 $CFO_{i,t}$  は、営業キャッシュ・フローを総資産でデフレートしたものであり、異業種企業間の業績の違いや利益調整上の経済活動の違いをコントロールする目的で変数に加えている。なお、(2-8)式では、すでに被説明変数の  $DA\ Kasznik_{i,t}$  算出にあたり、営業キャッシュ・フローが含まれているため、(2-8)式のコントロール変数には、加えていない。

$ROA_{i,t}$  は、総資産利益率 (Return on Assets: ROA) を示し、企業の財務業績をコントロールする目的で変数として加えている。Watts and Zimmerman [1990] によると、業績が高い企業は利益減少型の利益調整をする傾向があることから期待符号は、マイナスであることが期待される。 $LEV_{i,t}$  は、財務レバレッジを示し、負債契約コストの代理変数として、企業の資金調達において負債契約をコントロールする目的で変数として加えている。期待符号は、マイナスであることが予想される。

$GSales_{i,t}$  および  $PBR_{i,t}$  は、企業の成長率をコントロールする目的で設定している。前者は、売上

高成長率であり、後者は、株価純資産倍率 (Price to Book-value Ratio: PBR) である。Chih et al. [2008] によると、成長率の高い企業は裁量的発生高を上向きに調整し、利益の増加を報告することが期待される。なお、本研究では、簿価時価比率 (Book to Market Ratio: BTM) の代わりに、PBRを加えている。

$LOSS_{i,t}$  は、当期純損失の発生の有無を示すダミー変数を示し、発生が有の場合 1、無の場合 0 とする。企業の財政状態をコントロールする目的で変数として設定している。Healy [1985] は、財政問題に直面している企業は、収入を増加させるために利益増加型の利益調整を行う傾向があると指摘していることから、期待符号は、プラスであることが予想される。

$SIZE_{i,t}$  は、利益調整に対して、企業の規模が潜在的に与える影響をコントロールするために変数として設定している。 $INDUSTRY_{i,t,j}$  は、産業を示すダミー変数であり、利益調整に対して、産業業種間においての影響をコントロールするために変数として設定している。最後に、 $YEAR_{i,t,k}$  は、会計年を示すダミー変数であり、会計年の影響をコントロールするために変数として加えている。

### Ⅲ データおよびサンプル

#### 1 サンプルと会計基準の関係

本研究のサンプルおよび財務・株式に関わるデータは、すべて Quick 社の Astra Manager より取得した。なお、財務諸表に関わるデータは、連結財務諸表からの金額または数値を用いている。データの取得期間は、2014年から2020年であり、分析対象期間は、2015年から2020年までの6年間とする。当該期間設定には、次の理由がある。

まず、データの取得期間については、利益調整の変数を算出するために、分析対象期間の1期前の期間設定とした。次に、分析対象期間の設定には、企業結合および連結会計の会計基準の改正を考慮したうえでの最長の期間である<sup>8)</sup>。企業結合および連結会計の会計基準は、2008年12月に下記の会計基準の制定および改正が行われた。これらの基準は、2009年4月期以降に開始される会計年度の早期適用と、2010年4月期以降の強制適用が要請された。

企業会計基準第21号「企業結合に関する会計基準」

企業会計基準第22号「連結財務諸表に関する会計基準」

企業会計基準第23号「『研究開発費等に係る会計基準』の一部改正」

改正企業会計基準第7号「事業分離等に関する会計基準」

改正企業会計基準第16号「持分法に関する会計基準」

改正企業会計基準適用指針第10号「企業結合会計基準及び事業分離等会計基準に関する適用指針」

その後、「企業結合に関する会計基準」は、2013年9月に再度改正される。改正の内容は、「少数株主持分」が「非支配株主持分」へと変更される点、また、子会社株式の追加取得時に、「のれん」として計上されていた金額が、「資本剰余金」へ変更される点である。改正「企業結合に関する会計基準」は、2014年4月期以降に開始される会計年度の早期適用と、2015年度4月以降に開始される会計年度の強制適用が要請された。

下記に示す④の通り、「買収」のうちで、「子会社の買収」を含んでいるため、改正「企業結合に関する会計基準」の影響があると考えらえる。このような会計基準の影響を最小限にし、かつ、最長期間とするために、2014年4月期以降の早期適用も含んだ分析対象期間を設定した。

次に、分析対象企業は、東京証券取引所に上場している外国会社を除くすべての企業である。そのなかで、下記の条件を満たすものとする。

- ① 金融・保険業（銀行業、証券・証券先物取引業、保険業、およびその他金融業）に属する企業以外の一般事業会社であること。
- ② 決算月を12ヵ月であり、決算月を変更していないこと。
- ③ 分析に必要な変数がすべて入手可能であること。
- ④ 「買収」、「子会社の買収」、および「事業部門の買収」を単独1社でおこなっている（取得企業が1社）案件の取得企業。
- ⑤ のれんの金額が計上されていること。

上記の条件のうち、データから欠損値およびコントロール変数の上下1%を外れ値として、サンプルから除外した。欠損値の処理にあたり、 $MA$ （買収の実施回数）の数値があるにも関わらず、 $Shares$ （買収を行った際の取得株式数を期中における発行済株式総数で割った数）に欠損がある場合は、0を補っている。

また外れ値は、 $CFO_{i,t}$ （営業キャッシュ・フローを総資産で割ったもの）、 $ROA_{i,t}$ 、 $LEV_{i,t}$ （財務レバレッジ）、 $GSales_{i,t}$ （売上高成長率）および、 $PBR_{i,t}$ （株価純資産倍率）である。なお、各変数間において、VIFをチェックしたが、多重共線性は見られなかった。この時点で、3496サンプルであった。さらに、買収に対する利益調整への影響を見るために、さらに条件を絞るそれは、 $t-1$ 期または、 $t$ 期のいずれかに、買収を実施した企業である。最終的に、1654サンプルとなった。これら、サンプルの各年別に整理したものは、次の表3-1の通りとなる。

表3-1 各年別のサンプルと買収の件数

t=	t期中の買収件数	t-1の買収件数	買収実施企業	すべてのサンプル
2015	237	261	267	537
2016	216	251	251	545
2017	273	320	296	582
2018	248	297	284	580
2019	240	298	286	631
2020	180	291	270	621
計	1394	1718	1654	3496

## 2 記述統計量と相関係数

表3-2は、サンプルの記述統計量を示したものである。また、表3-3は、相関係数を示すものであり、ピアソンの相関係数の数値を示している。まず、表3-2において被説明変数である裁量的会計発生高  $DA\ Dechow_{i,t}$  および  $DA\ Kasznic_{i,t}$  の平均値 (Mean) は、それぞれ -0.024 および -0.022 であり、大きな差はみられなかった。しかし、両者ともに、マイナスの値をとっていることから、買収実施期と次期においては、サンプル全体を通して利益減少型の利益調整を行っていることが分かる。

標準偏差 (Std.Dev) は、0.022 と 0.032 であり、両者に違いがみられた。両モデルの主な差異は、その計算過程において、営業キャッシュ・フローである、 $CFO_{i,t}$  を含んでいるかどうかであるが、(2-8) 式においては、 $CFO_{i,t}$  は、コントロール変数として加えてあるため、この段階でこの差異を検討する必要はないものと思われる。

次に、表3-2において特出して異常と思われる点が、説明変数である  $Shares_{i,t}$  と  $Shares_{i,t-1}$  の数値である。これは、買収を行った際の取得株式数を発行済株式総数で割ったものであるが、平均値が、 $Shares_{i,t}$  が 0.900 であり、 $Shares_{i,t-1}$  が 0.313 であることから、大きな乖離が見られる。さらに、標準偏差の数値が、前者が 24.733 であり、後者が 4.514 であることから、著しく違いが見られた。同様に最大値 (Max) においても前者が 991.262 で、後者が 121.176 である。これらの数値を見る限り、サンプル作成時に欠損値の処理が不適格であったこと、また外れ値が未処理であったことが問題と思われる。

次に、表3-3から、各変数間の関係について特徴を見る。まず、買収の実施回数をみる説明変数である  $MA_{i,t}$  および  $MA_{i,t-1}$  の値において、0.383 と高い数値がみられた。これは、前期に買収を行った企業は、当期においても、買収を行っていることが予想される。そして、 $MA_{i,t}$  と企業規模のコントロール変数である  $SIZE_{i,t}$  の値は、0.178 であり、企業規模にしたがって買収の回数も増加することが考えられる。また、 $MA_{i,t-1}$  と財務レバレッジのコントロール変数である  $LEV_{i,t}$  の値は 0.101 であり、前期の買収実施の回数と当期の負債サイドの資金調達面においても関係性が見られる。

表3-2 記述統計量 (買収実施企業)

N=1654	Mean	Std.Dev	Min	Q1	Median	Q3	Max
DA_Dechow	-0.024	0.022	-0.156	-0.035	-0.023	-0.012	0.295
DA_Kasznic	-0.022	0.032	-0.175	-0.040	-0.024	-0.007	0.361
Impairment	0.004	0.009	0	0.000	0.000	0.003	0.097
Goodwill	0.045	0.062	0.000	0.006	0.018	0.058	0.352
MA_t	0.843	1.193	0	0	1	1	21
MA_t_1	1.039	1.483	0	0	1	1	35
Shares_t	0.900	24.733	0	0	0	0	991.262
Shares_t_1	0.313	4.514	0	0	0	0	121.176
CFO	0.070	0.047	-0.113	0.043	0.070	0.097	0.221
ROA	3.541	4.089	-23.950	1.897	3.475	5.497	17.113
LEV	2.546	1.258	1.168	1.700	2.173	3.002	9.970
GSales	7.066	12.581	-23.095	0.122	4.707	10.655	95.606
PBR	1.963	1.835	0.351	0.915	1.417	2.279	15.929
LOSS	0.096	0.295	0	0	0	0	1
SIZE	11.847	1.911	7.579	10.380	11.873	13.338	16.084

表3-3 相関係数

N=165	DA _Dechow	DA _Kaszniak	Impairment	Goodwill	MA_t	MA_t-1	Shares_t	Shares_t-1
DA_Dechow	1							
DA_Kaszniak	0.635	1						
Impairment	0.102	0.068	1					
Goodwill	0.100	0.097	0.112	1				
MA_t	0.026	0.016	-0.017	0.128	1			
MA_t-1	0.022	0.040	0.023	0.182	0.383	1		
Shares_t	0.013	0.002	-0.012	-0.022	0.029	-0.022	1	
Shares_t-1	-0.012	0.017	0.001	0.044	-0.030	0.035	-0.002	1
CFO	-0.181	-0.473	-0.051	0.058	0.043	-0.059	-0.013	-0.040
ROA	0.022	-0.005	-0.311	-0.023	0.063	-0.050	-0.015	-0.030
LEV	-0.064	-0.029	0.016	0.110	0.043	0.101	0.028	0.005
GSales	0.053	0.093	0.088	0.225	0.003	0.087	-0.024	0.013
PBR	0.058	0.077	0.101	0.297	0.032	0.011	-0.017	-0.013
LOSS	0.017	0.023	0.347	0.081	-0.052	0.039	-0.001	0.032
SIZE	-0.104	-0.124	-0.156	-0.005	0.178	0.150	0.008	-0.025

  

N=1654	CFO	ROA	LEV	GSales	PBR	LOSS	SIZE
DA_Dechow							
DA_Kaszniak							
Impairment							
Goodwill							
MA_t							
MA_t-1							
Shares_t							
Shares_t-1							
CFO	1						
ROA	0.503	1					
LEV	-0.217	-0.362	1				
GSales	0.035	0.113	0.076	1			
PBR	0.256	0.184	0.146	0.269	1		
LOSS	-0.286	-0.648	0.220	0.014	0.034	1	
SIZE	0.071	0.108	0.024	-0.242	-0.210	-0.218	1

注：相関係数の値は、ピアソンの相関係数を示している。

また、 $MA_{i,t}$  および  $MA_{i,t-1}$  とのれんの金額を総資産でデフレートした  $Goodwill_{i,t}$  の値は、それぞれ0.128と0.182であり、仮説  $H_2$  および仮説  $H_3$  で既述した通り、買収実施の回数と計上する金額に関係性が見られる。同様に、のれん減損の代理変数である  $Impairment_{i,t}$  と  $Goodwill_{i,t}$  の値も、0.112であることから、のれん計上の金額の大きさにしたがいのれん減損が計上されていることが考えられる。

しかし、 $MA_{i,t}$  および  $MA_{i,t-1}$  と  $Impairment_{i,t}$  の値は、それぞれ -0.017と0.023であり、買収実施の回数が、のれん減損の実施に繋がっているとは言えない。 $MA_{i,t}$  と  $Impairment_{i,t}$  においては、マイナスの数値であり、買収実施の回数とのれん減損が総合して関連性があるかどうかは、判断することができない。

## IV 分析結果と考察

### 1 Dechow et al. [1995] による回帰モデルの結果

表4-1は、Dechow et al. [1995] による回帰モデルである(2-7)式のOLS回帰分析を実施した結果を示したものである。回帰モデル(1)から(4)は、 $Impairment_{i,t}$ 、 $Goodwill_{i,t}$ 、 $MA_{i,t}$ と $MA_{i,t-1}$ 、そして $Shares_{i,t}$ と $Shares_{i,t-1}$ についてそれぞれ、各仮説に関わる説明変数につき分析を行ったものである。(5)は、 $Impairment_{i,t}$ 、 $Goodwill_{i,t}$ 、 $MA_{i,t}$ 、および $Shares_{i,t}$ について、それぞれ $t$ 期における同一時点における分析を行ったものである。(6)は、 $Impairment_{i,t}$ 、 $Goodwill_{i,t}$ 、 $MA_{i,t-1}$ 、および $Shares_{i,t-1}$ について、 $MA_{i,t-1}$ と $Shares_{i,t-1}$ は、 $t-1$ 期との時点の差を設けたものである。最後に(7)はすべての説明変数を加えて分析を行ったものである。

いずれのモデルにおいても、推定された係数は、上段に、 $t$ 値は括弧内に示されている。なお、各変数の下に示した括弧内の符号は、それぞれ期待符号を示している。まず、回帰モデル(1)では、係数は0.00000であるが、符号はプラスであり期待符号と一致し、 $t$ 値は2.928である。よって、被説明変数の $DA\ Dechow_{i,t}$ に対して、正の反応を示し、1%水準で統計的に有意であることが観察される。これは、回帰モデル(5)、(6)、および(7)においても同様である。

回帰モデル(2)では、係数は0.043で、期待符号と一致し、 $t$ 値は5.177である。よって、被説明変数の $DA\ Dechow_{i,t}$ に対して、正の反応を示し、1%水準で統計的に有意であることが示されている。これは、回帰モデル(5)、(6)および(7)においても同様である。回帰モデル(3)では、 $MA_{i,t}$ と $MA_{i,t-1}$ の係数は0.001と0.0003であり、 $t$ 値が1.152と0.880であり期待符号と一致しており、正の反応を示すことが確認されるが、統計的に有意ではない。

回帰モデル(4)では、 $Shares_{i,t}$ と $Shares_{i,t-1}$ の係数は0.00000と-0.0001であり、 $t$ 値が0.151と-0.580である。 $Shares_{i,t}$ は、期待符号と同じく、正の反応を示すことが確認されるが、統計的に有意ではない。また、 $Shares_{i,t-1}$ は、期待符号に反して、負の反応を示すが、統計的に有意ではない。

回帰モデル(5)および(6)では、 $MA_{i,t}$ と $Shares_{i,t}$ と、 $MA_{i,t-1}$ と $Shares_{i,t-1}$ による回帰結果を示しているが、(3)および(4)同様に、統計的に有意ではないことが示される。最後の回帰モデル(7)では、 $Impairment_{i,t}$ および $Goodwill_{i,t}$ のみ、1%水準で有意な結果をもたらしていることが確認される。

表4-1 Dechow et al. [1995] による回帰モデルの結果

		Dependent variable:						
		DA Dechow						
		(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
Impairment	0.0000***					0.0000***	0.0000***	0.0000***
(+)	(2.928)					(2.713)	(2.753)	(2.708)
Goodwill		0.043***				0.041***	0.042***	0.041***
(+)		(5.177)				(4.976)	(4.994)	(4.945)
MA_t				0.001		0.0003		0.0003
(+)				(1.152)		(0.816)		(0.654)
MA_t_1				0.0003			0.0002	0.0001
(+)				(0.880)			(0.534)	(0.287)
Shares_t					0.0000	0.0000		0.0000
(+)					(0.151)	(0.215)		(0.222)
Shares_t_1					-0.0001		-0.0001	-0.0001
(+)					(-0.580)		(-0.873)	(-0.850)
CFO	-0.078***	-0.078***	-0.076***	-0.077***	-0.079***	-0.079***	-0.079***	-0.079***
	(-6.303)	(-6.367)	(-6.154)	(-6.223)	(-6.450)	(-6.436)	(-6.436)	(-6.445)
ROA	0.0003	0.0003*	0.0003	0.0003	0.0003*	0.0003*	0.0003*	0.0003*
(-)	(1.540)	(1.832)	(1.439)	(1.461)	(1.879)	(1.924)	(1.924)	(1.898)
LEV	-0.002***	-0.002***	-0.002***	-0.002***	-0.002***	-0.002***	-0.002***	-0.002***
	(-4.836)	(-5.004)	(-4.803)	(-4.731)	(-5.111)	(-5.108)	(-5.108)	(-5.113)
GSales	-0.00001	-0.0001	-0.00002	-0.00001	-0.0001	-0.0001	-0.0001	-0.0001
(+)	(-0.349)	(-1.338)	(-0.490)	(-0.332)	(-1.322)	(-1.359)	(-1.359)	(-1.334)
PBR	0.001***	0.001***	0.001***	0.001***	0.001***	0.001***	0.001***	0.001***
	(4.640)	(3.518)	(4.612)	(4.632)	(3.536)	(3.534)	(3.534)	(3.525)
LOSS	0.002	0.002	0.003	0.003	0.002	0.002	0.002	0.002
(+)	(0.880)	(1.123)	(1.142)	(1.198)	(0.828)	(0.837)	(0.837)	(0.838)
SIZE	-0.001***	-0.001***	-0.001***	-0.001**	-0.001***	-0.001***	-0.001***	-0.001***
	(-2.991)	(-2.896)	(-2.676)	(-2.290)	(-3.631)	(-3.602)	(-3.602)	(-3.658)
Constant	0.031***	0.030***	0.030***	0.028***	0.033***	0.033***	0.033***	0.033***
	(5.758)	(5.609)	(5.499)	(5.295)	(6.097)	(6.087)	(6.087)	(6.120)
Observations	1,654	1,654	1,654	1,654	1,654	1,654	1,654	1,654
R <sup>2</sup>	0.292	0.300	0.290	0.288	0.303	0.304	0.304	0.304
Adjusted R <sup>2</sup>	0.274	0.282	0.271	0.270	0.284	0.285	0.284	0.284
Residual Std. Error	0.019 (df = 1612)	0.019 (df = 1612)	0.019 (df = 1611)	0.019 (df = 1611)	0.019 (df = 1609)	0.019 (df = 1609)	0.019 (df = 1609)	0.019 (df = 1607)
F Statistic	16.210*** (df = 41; 1612)	16.835*** (df = 41; 1612)	15.635*** (df = 42; 1611)	15.540*** (df = 42; 1611)	15.931*** (df = 44; 1609)	15.941*** (df = 44; 1609)	15.941*** (df = 44; 1609)	15.244*** (df = 46; 1607)

Note:

\*p&lt;0.1; \*\*p&lt;0.05; \*\*\*p&lt;0.01

表4-1全体を通して、係数の値が低いことが挙げられる。これは、表3-2で確認した通り、被説明変数である  $DA\ Dechow_{i,t}$  の値が低いことが原因にあると考えられる。また、コントロール変数である、 $ROA_{i,t}$  および  $GSales_{i,t}$  は、先行研究に反して、期待符号とは逆の結果となった。以上の結果から、仮説  $H_1$  および仮説  $H_2$  は支持され、のれん減損とのれんの金額の計上にともない、共に利益増加型の利益調整を行うことが示される。

## 2 Kasznik [1999] による回帰モデルの結果

表4-2は、Kasznik [1999] による回帰モデルである(2-8)式のOLS回帰分析を実施した結果を示したものである。回帰モデル(1)から(7)は、コントロール変数の  $CFO_{i,t}$  を除き、表4-1と同様のモデルである。また、いずれのモデルにおいても、推定された係数は、上段に、 $t$  値は括弧内に示されている。なお、各変数の下に示した括弧内の符号は、それぞれ期待符号を示している。

回帰モデル(1)では、係数は0.00000であるが、期待符号と一致し、 $t$  値は1.731である。よって10%水準で統計的に有意であることが観察される。しかし、回帰モデル(5)、(6)、および(7)では、 $t$  値はそれぞれ、1.551、1.546、および1.534であり、正の反応を示すものの、統計的に有意ではない。

回帰モデル(2)では、係数は0.050で、期待符号と一致し、 $t$  値は3.861である。よって、正の反応を示し、1%水準で統計的に有意である。これは、回帰モデル(5)、(6)および(7)においても同様である。回帰モデル(3)では、 $MA_{i,t}$  と  $MA_{i,t-1}$  の係数は0.0003と0.001であり、 $t$  値が0.407と2.126である。ともに期待符号と一致しており、正の反応を示すことが確認される。 $MA_{i,t-1}$  は、1%水準で統計的に有意である。

回帰モデル(4)では、 $Shares_{i,t}$  と  $Shares_{i,t-1}$  の係数は-0.00000と0.0002であり、 $t$  値が-0.098と1.036である。 $Shares_{i,t}$  は、期待符号に反して、負の反応を示すが、統計的に有意ではない。また、 $Shares_{i,t-1}$  は、期待符号と同じく、正の反応を示すことが確認されるが、統計的に有意ではない。

回帰モデル(5)および(6)では、 $MA_{i,t}$  と  $Shares_{i,t}$  と、 $MA_{i,t-1}$  と  $Shares_{i,t-1}$  による回帰結果を示している。(5)は、(3)の  $MA_{i,t}$  と(4)の  $Shares_{i,t-1}$  同様に、統計的に有意ではないことが示される。しかし、(6)の  $MA_{i,t-1}$  では、係数が0.001で  $t$  値が1.796であり、期待符号と同様に正に反応を示し、かつ10%水準で統計的に有意であった。回帰モデル(7)は、 $Goodwill_{i,t}$  と  $MA_{i,t-1}$  において、それぞれ1%水準と10%水準で、統計的に有意な結果をもたらしていることが確認される。

表4-2においても、表4-1同様、係数が低く、 $DA\ Kasznik_{i,t}$  の数値が低いことが挙げられる。また、コントロール変数である、 $GSales_{i,t}$  と  $LOSS_{i,t}$  は、先行研究に反して、期待符号とは逆の結果となった。以上の結果から、仮説  $H_2$  は支持され、のれんの金額の計上にともない、利益増加型の利益調整を行うことが示される。また、仮説  $H_3$  においては、前期の買収実施の回数に伴い、利益増加型の利益調整を行うことが示され、支持されている。

表4-2 Kasznik [1999] による回帰モデルの結果

Dependent variable:							
DA Kasznik							
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
Impairment	0.00000*				0.00000	0.00000	0.00000
(+)	(1.731)				(1.551)	(1.546)	(1.534)
Goodwill		0.050***			0.049***	0.046***	0.046***
(+)		(3.861)			(3.706)	(3.457)	(3.441)
MA_t			0.0003		0.0005		0.0001
(+)			(0.407)		(0.703)		(0.122)
MA_t_1			0.001**			0.001*	0.001*
(+)			(2.126)			(1.796)	(1.648)
Shares_t				-0.00000	-0.00000		-0.00000
(+)				(-0.098)	(-0.067)		(-0.006)
Shares_t_1				0.0002		0.0001	0.0001
(+)				(1.036)		(0.791)	(0.794)
ROA	-0.001**	-0.0005*	-0.001*	-0.001**	-0.0005*	-0.0004*	-0.0005*
(-)	(-1.980)	(-1.753)	(-1.939)	(-2.015)	(-1.748)	(-1.681)	(-1.684)
LEV	-0.002***	-0.002***	-0.002***	-0.002***	-0.002***	-0.002***	-0.002***
	(-2.912)	(-3.040)	(-2.983)	(-2.865)	(-3.093)	(-3.166)	(-3.164)
GSales	0.0001	0.00004	0.0001	0.0001	0.00004	0.00003	0.00003
(+)	(1.403)	(0.641)	(1.086)	(1.373)	(0.653)	(0.458)	(0.462)
PBR	0.002***	0.001***	0.002***	0.002***	0.001***	0.001***	0.001***
	(3.720)	(2.846)	(3.754)	(3.746)	(2.843)	(2.946)	(2.941)
LOSS	-0.002	-0.001	-0.001	-0.001	-0.002	-0.002	-0.002
(+)	(-0.481)	(-0.359)	(-0.374)	(-0.322)	(-0.527)	(-0.582)	(-0.581)
SIZE	-0.002***	-0.002***	-0.002***	-0.002***	-0.002***	-0.002***	-0.002***
	(-3.627)	(-3.736)	(-3.760)	(-3.235)	(-4.091)	(-4.275)	(-4.251)
Constant	0.035***	0.034***	0.035***	0.032***	0.037***	0.038***	0.038***
	(4.076)	(4.040)	(4.102)	(3.784)	(4.322)	(4.416)	(4.407)
Observations	1,654	1,654	1,654	1,654	1,654	1,654	1,654
R <sup>2</sup>	0.155	0.161	0.156	0.154	0.162	0.164	0.164
Adjusted R <sup>2</sup>	0.134	0.140	0.135	0.132	0.140	0.142	0.141
Residual Std. Error	0.030 (df = 1613)	0.030 (df = 1613)	0.030 (df = 1612)	0.030 (df = 1612)	0.030 (df = 1610)	0.030 (df = 1610)	0.030 (df = 1608)
F Statistic	7.377*** (df = 40; 1613)	7.729*** (df = 40; 1613)	7.280*** (df = 41; 1612)	7.138*** (df = 41; 1612)	7.261*** (df = 43; 1610)	7.357*** (df = 43; 1610)	7.022*** (df = 45; 1608)

Note:

\*p<0.1; \*\*p<0.05; \*\*\*p<0.01

### 3 仮説の考察

表4-1および表4-2の結果から共通して、まず、被説明変数の裁量的会計発生高に対して、のれん減損の代理変数である  $Impairment_{i,t}$  は、正の反応を示すことが明らかとなった。これは、仮説  $H_1$  を支持し、のれん減損の計上は、利益増加型の利益調整につながることを示される。Betty and Weber [2006] および Ramanna and Watts [2012] では、経営者は、のれん減損に際して計上の時期を遅らせることを明らかにしている。経営者は、のれん減損計上の期間に際して、それを相殺するために利益増加型の利益調整を行うか、もしくは、回避または当該情報を伏せるために、必然的に利益増加型の利益調整となるのかのいずれかが考えられる。

次に、被説明変数の裁量的会計発生高に対して、のれんの金額にあたる  $Goodwill_{i,t}$  は、正の反応を示し、統計的に1%で有意であり、仮説  $H_2$  を支持する結果となった。よって、のれん金額の大きさに比して、利益増加型の利益調整が行われることが明らかとなる。Churyk [2005] で示されている通り、経営者は、資産計上にあたり将来的に規則的償却または配分することを指向する。日本では、のれんは規則的償却がとられることから、Churyk [2005] の結果と整合的である。

他方で、のれんの金額の過大な計上と減損という面から考察すれば、のれんの金額の過大な計上は、のれん減損のリスクを高める。よって、仮説  $H_1$  と同様に、経営者が利益増加型の利益調整を行うことが考えられる。

そして、裁量的会計発生高に対して、ほとんど影響を及ぼさなかったものが、取得株式数にあたる  $Shares_{i,t}$  と  $Shares_{i,t-1}$  である。これは、表3-2で確認した通り、サンプル作成時に欠損値の処理が不適格であったこと、また外れ値が未処理であったことが問題と思われる。裁量的会計発生高に対して、正か負かの反応も、明らかではなく、仮説  $H_4$  は検証することができなかった。

表4-1および表4-2で異なる結果を示したのが、仮説  $H_3$  と裁量的会計発生高に対して、同一期間における買収の実施回数である  $MA_{i,t}$  は、正の反応があるものの統計的に有意とは言えない。それに対して、前期における買収の実施回数である  $MA_{i,t-1}$  は、正の反応を示し、統計的に有意である場合もある。つまり、仮説  $H_3$  は、部分的には検証されている。

仮説  $H_3$  において、前期における買収の実施回数である  $MA_{i,t-1}$  に限定して解釈すると、経営者は、買収後の次期においては、利益増加型の利益調整を行っている。これは、買収後において、業績の悪化・好転の条件は除き、少なくとも利益を増加させる動機があることは明らかである。

最後に、異なる結果となった原因は、 $CFO_{i,t}$  であることは予想がつく。Kaszniak [1999] が、非裁量的会計発生高の算出にあたり営業キャッシュ・フローを含めた理由は、示されておらず理論的背景はない。その反面、日本においては、Kaszniak [1999] による回帰モデルが、説明力が高い点で、この結果につながったものと思われる。とくに、買収に際して、営業キャッシュ・フローは、そのまま買収の資金にも直結することが考えられるため、被説明変数に  $CFO_{i,t}$  を加えたことで、有意な結果をもたらすことになったのではないかとと思われる。

## おわりに

本研究の目的は、買収後における買収企業において、買収によって生じる会計情報と、事後的に経営者が行う利益調整行動との関係性を明らかにすることであった。買収によって生じる会計情報とは、のれん減損の代理変数として無形資産から生じる減損損失、のれんの金額、対象期間および1期間前の買収回数、および買収の支払対価として株式を用いたかどうかである。

本研究では、利益調整行動を測るために、Dechow et al. [1995] のモデルおよびKasznik [1999] のモデルに依拠して、裁量的会計発生高を推定した。両モデルによる裁量的会計発生高を被説明変数として、OLS 回帰推定を行った結果、のれん減損およびのれんの金額は、先行研究と同様、経営者の利益調整行動に対して、正の反応を示し、統計的に有意であった。

これは、のれん減損が、経営者にとってネガティブな情報であり、それを回避または伏せるために利益増加型の利益調整を行うことが考えられる。また、のれんの金額または買収プレミアムの過大計上は、のれん減損の発生リスクを高めることが考えられるため、のれんの金額の大きさが大きければ、利益増加型の利益調整につながるのではないと思われる。

また、経営者は、買収後の次期において、実施回数が大きさに比して、利益増加型の利益調整を行っている。これは、買収後において、業績の悪化・好転の条件は除き、少なくとも利益を増加させる動機があることが示される。しかしながら、その動機が、上記ののれん減損にあるのか等は、本研究においては、明らかにされていないため、今後の検討課題の1つである。

最後に、買収の支払対価として株式に関しては、結果を示すことができなかった。本研究では、サンプル・セレクション・バイアスがあったことが否定できないため、改善が望まれる。また、支払対価としての情報として、現金による場合等の考慮の必要性もある。

## 注

- 1) M&A 以前の経営者の利益調整に着目したものとしては、Zhu and Lu [2013] や Farooqi et al. [2017] がある。これらの研究は、市場価値を高めることを意図として、経営者が実体的裁量行動 (real discretion; real activities manipulation) を行い、利益調整を行った証拠を示している。
- 2) この考え方は、のれんがシナジーであるという「差額説」の1つの形態として位置づけられ、島崎 [2018] において詳細に述べている。
- 3) Ronen and Yaari [2010] は、利益調整を次のように定義する。「経営者が、財務報告および組織構造的な契約に基づく判断を用いる際、財務報告を変更することである。それは、企業の経済的成績が乏しいことについて、利害関係者を誤らせるか、会計数値の報告に基づく契約上の成果に影響を与えるか、のいずれかの場合である。」(Ronen and Yaari [2010] p.26)  
また、首藤 [2010] では、「何らかの特定目的を達成するために、経営者によって行われる会計数値を対象とした裁量行動である」(首藤 [2010] 17頁) とされる。また、奥村 [2004] では、「経営者が一定の意図をもって報告利益に対して裁量を行使用すること」(奥村 [2004] 263頁) とされる。
- 4) 会計発生高の計算について、例えば、岡部 [2004] では、McNichols [2000] および Beaver [2002] を取り上げ、次の3つのアプローチを提示している (岡部 [2004] 34頁)。

- ① 総発生処理高のアプローチ
- ② 個別発生処理高のアプローチ
- ③ 分布テストのアプローチ

また、浅野・首藤 [2008] では、2000年3月期以降にキャッシュ・フロー計算書が、連結財務諸表の一部として公表されるのを契機として、直接的に計算されることができるようになったと指摘し、これを、「直接導出法」と呼ぶ。「直接導出法」は、損益計算書項目とキャッシュ・フロー計算書項目の金額を用いた計算方法であり、次の式によって導かれる (浅野・首藤 [2008] 91頁)。

$$\text{会計発生高} = \text{税引後経常利益} - \text{営業活動によるキャッシュ・フロー}$$

$$\text{税引後経常利益} = \text{当期純利益} - \text{特別利益合計額} + \text{特別損失合計額}$$

それに対して、2000年3月以前のデータを扱う場合は、次の「間接導出法」による算出方法を示している (浅野・首藤 [2008] 92頁)。「間接導出法」は、貸借対照表および損益計算書項目の金額によって計算される方法である。なお、 $\Delta$  (デルタ) は、期中変化額を示す。

$$\begin{aligned} \text{会計発生高} &= (\Delta \text{流動資産} - \Delta \text{現金預金}) - (\Delta \text{流動負債} - \Delta \text{資金調達項目}) \\ &\quad - (\Delta \text{長期性引当金} + \text{減価償却費}) \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{資金調達項目} &= \Delta \text{短期借入金} + \Delta \text{コマーシャル・ペーパー} + \Delta \text{1年内返済の長期借入金} \\ &\quad + \Delta \text{1年内返済の社債} \cdot \text{転換社債} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{長期性引当金} &= \Delta \text{売上債権以外の貸倒引当金} + \Delta \text{退職給付引当金} + \Delta \text{役員退職慰労引当金} \\ &\quad + \Delta \text{その他の長期性引当金} \end{aligned}$$

それ以外にも、租税負担削減行動に着目する大沼 [2015] では、会計発生高のなかで、税金部分に着目した計算を行っており、具体的には、次の計算で会計発生高を算出している (大沼 [2015] 74頁)。

$$\text{会計発生高} = \text{経常利益 (特別損益控除前当期純利益)} + \text{法人税等}$$

$$\begin{aligned} &- (\text{営業キャッシュ・フロー} + \text{キャッシュ・フロー計算書における法人税等実際支払額}) \\ &+ \text{キャッシュ・フロー計算書における特別支出} \end{aligned}$$

- 5) のれん減損に関する先行研究は、島崎 [2019] において整理されている。また、のれんの会計処理および実証研究のレビューを行ったものとして、宮宇地 [2019] がある。
- 6) 例として、Berkovitch and Narayanan [1993] は、経営者が、買収プレミアムを過剰に計上する要因として、自信過剰 (hubris)、シナジー (synergy)、およびエイジェンシー (agency) であることを指摘している。
- 7) またその他にも、Roychowdhury [2006] による回帰モデルがあるが、これは、利益調整行動のうち、実体的裁量行動 (real discretion; real activities manipulation) を測るためのものであるため、本研究の目的とは合致しないため、用いていない。
- 8) 正確には、2016年1月期から2016年3月期の企業のデータは、企業結合の基準の改正前のものとなっているが、本研究では考慮していない。

## 参考文献

- 浅田克己 [2018] 「日本企業の買収動機と株主価値」『産研論集』関西学院大学, 45号, 91-105頁。
- 浅野信博・首藤昭信 [2008] 「会計操作の検出方法」須田一幸・山本達司・乙政正太編著『会計操作』ダイヤモンド社, 86-108頁。
- 井上光太郎・加藤英明 [2006] 『M&A と株価』東洋経済新報社。
- 榎本正博 [2007] 「減損会計基準の適用における利益マネジメント—早期適用企業を用いた分析—」『管理会計学』日本管理会計学会, 第15巻, 第2号, 41-56頁。
- 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GRESS』日本会計研究学会, 第9号, 23-38頁。
- 岡部孝好 [2004] 「裁量的会計行動研究における総発生処理高アプローチ」『Discussion Paper Series 2004.14』神戸大学大学院経営学研究科。
- 岡部孝好 [2013] 「I 発生処理高をどう捉まえるか—発生処理高の測定方法を学ぶ—愉快的会計学教室」『OBE Accounting Research Lab』最終更新日: 2013年11月3日, [http://www.obenet.jp/yukaina/accruals\\_nol](http://www.obenet.jp/yukaina/accruals_nol)。

- pdf, 最終参照日：2021年1月26日。
- 奥村雅史 [2004] 「報告利益管理に関する実証的研究の方法と課題について」『早稲田商学』早稲田商学同公会, 第400号, 263-282頁。
- 大日方隆・岡田隆子 [2008] 「減損計上企業の会計行動」『経済学論集』東京大学大学院経済学研究科, 第74巻, 第1号, 2-77頁。
- 川島健司 [2007] 「回収可能価額の測定に関する実証分析—平成17年3月期の減損会計・早期適用企業を中心に—」齋藤真哉編著 [減損会計の税務論点] 中央経済社, 288-301頁。
- 金融庁 [2002] 「固定資産の減損に係る会計基準」金融庁企業会計審議会。
- 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—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—」『産業経理』産業経理協会, 第67巻, 第2号, 122-128頁。
- 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』日本会計研究学会, 第13号, 43-58頁。
- 首藤昭信 [2010] 『日本企業の利益調整—理論と実証』中央経済社。
- 島崎杉雄 [2018] 「のれんと経済的利益の関係—Canningによる差額説を手掛かりとして—」『産業経理』産業経理協会, 第78巻, 第3号, 158-171頁。
- 島崎杉雄 [2019] 「のれん減損に関する先行研究の整理」『経営論叢』国士舘大学経営学会, 第9巻, 第1号, 117-134頁。
- 須田一幸・首藤昭信 [2004] 「経営者の利益予想と裁量的会計行動」須田一幸編著『ディスクロージャーの戦略と効果』白桃書房, 211-229頁。
- 高橋邦丸 [2008] 「買収対価の支払手段と利益調整」『管理会計学』日本管理会計学会, 第16巻, 第2号, 53-68頁。
- 藤山敬史 [2014] 「減損損失計上の意思決定に及ぼす経営者交代の影響」『産業経理』産業経理協会, 第74巻, 第2号, 157-168頁。
- 松尾浩之・山本健 [2006] 「日本のM&A—イベントスタディによる実証研究—」『経済経営研究』日本政策投資銀行設備投資研究所, 第26巻, 第6号, 1-63頁。
- 宮宇地俊岳 [2019] 「のれんの会計処理をめぐる実証研究の棚卸しと展望」『国際会計研究学会年報 2019年度』第1・2合併号, 29-44頁。
- 山本卓 [2005] 「減損会計早期適用企業にみる裁量行動」『不動産研究』日本不動産研究所, 第47巻, 第3号, 33-43頁。
- 山本卓 [2006] 「減損会計早期適用企業の財務的特性」『経済科学論究』埼玉大学経済学会, 第3号, 53-65頁。
- ASBJ [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 (Accounting Standards Board of Japan, ASBJ)。
- ASBJ [2008] 『企業会計基準第16号 持分法に関する会計基準』企業会計基準委員会 (Accounting Standards Board of Japan, ASBJ)。
- ASBJ [2008] 『企業会計基準第21号 企業結合に関する会計基準』企業会計基準委員会 (Accounting Standards Board of Japan, ASBJ)。
- ASBJ [2008] 『企業会計基準第23号『研究開発費等に係る会計基準』の一部改正』企業会計基準委員会 (Accounting Standards Board of Japan, ASBJ)。
- ASBJ [2013] 『企業会計基準第22号 連結財務諸表に関する会計基準』企業会計基準委員会 (Accounting Standards Board of Japan, ASBJ)。
- ASBJ [2013] 『企業会計基準第7号 事業分離等に関する会計基準』企業会計基準委員会 (Accounting Standards Board of Japan, ASBJ)。
- ASBJ [2013] 『企業会計基準適用指針第10号 企業結合会計基準及び事業分離等会計基準に関する適用指針』企業会計基準委員会 (Accounting Standards Board of Japan, ASBJ)。
- Beaver, W. H. [2002] “Perspective on Recent Capital Market Research,” *The Accounting Review*, Vol. 77, No. 2, pp. 453-474.
- Berkovitch and Narayanan [1993] “Motives for Takeovers: An Empirical Investigation,” *The Journal of*

*Financial and Quantitative Analysis*, Vol.28, No.3, pp.347-362.

- Botsari, A and G. Meeks [2008] "Do Acquirers Manage Earnings Prior to a Share for Share Bid ?," *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 35, Issue 5-6, pp. 633-670.
- Botsari, A. and L. Goh [2014] "Earnings Management Ahead of M&A: Can Corporate Governance Make The Difference ?," *European Financial Management Association, 2014 Annual Meeting, June 25-28, Rome, fullpaper, No. 0529*.
- Cahn, S. F. [1992] "The Effect of Antitrust Investigations on Discretionary Accruals: A Refined Test of the Political-Cost Hypothesis," *The Accounting Review*, Vol.67, No.1 pp. 77-95.
- Churyk, N. T. [2005] "Reporting Goodwill: Are the New Accounting Standards Consistent with Market Valuations ?," *Journal of Business Research*, Vol. 58, Issue 10, pp. 1353-1361.
- Chih, H. L., C. H. Shen and F. C. Kang [2008] "Corporate Social Responsibility, Investor Protection, and Earnings Management: Some International Evidence," *Journal of Business Ethics*, Vol. 79, Issue 1, pp. 179-198.
- Dechow, P. M., R. G. Sloan and A. P. Sweeney [1995] "Detecting Earnings Management," *The Accounting Review*, Vol. 70, No. 2, pp. 193-225.
- Erickson, M. and S. Wang [1999] "Earnings Management by Acquiring Firms in Stock for Stock Mergers," *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 27, Issue 2, pp.149-176.
- Farooqi, J., T. Ngo and S. Jory [2017] "Real Activities Manipulation by Bidders Prior to Mergers and Acquisitions," *Review of Accounting and Finance*, Vol. 16, Issue 3, pp. 322-347.
- FASB [2001] *Statement of Financial Accounting Standards No. 142, Goodwill and Other Intangible Assets*, Financial Accounting Standards Board.
- FASB [2007] *Accounting Standards Codification No.805, Business Combinations*, Financial Accounting Standards Board.
- Han, J. C. Y. and S. Wang [1998] "Political Costs and Earnings Management of Oil Companies during the 1990 Persian Gulf Crisis," *The Accounting Review*, Vol. 73, No. 1, pp.103-117.
- Healy, P. M. [1985] "The Effect of Bonus Schemes on Accounting Procedure and Accruals Decisions," *Journal of Accounting Economics*, Vol. 7, Issues 1-3, pp. 85-107.
- Heron, R. and E. Lie [2002] "Operating Performance and the Method of Payment in Takeover," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.37, No.1, pp.137-155.
- Hyan, C. and P. J. Hughes [2006] "Leading Indicators of Goodwill Impairment," *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, Vol. 21, Issue 3, pp. 223-265.
- Jones, J. J. [1991] "Earnings Management During Import Relief Investigations," *Journal of Accounting Research*, Vol. 29, No.2, pp. 193-228.
- Kaplan, R. S. [1985] "Comment on Paul Healy: Evidence on the Effect of Bonus Schemes on Accounting Procedure and Accruals Decisions," *Journal of Accounting Economics*, Vol. 7, Issues 1-3, pp. 109-113.
- Karim, M. A., S. Sarkar and S. Zhang [2016] "Earnings Management Surrounding M&A: Role of Economic Development and Investor Protection," *Advance in Accounting*, Vol. 35, pp. 207-215
- Kaszniak, R. [1999] "On the Association between Voluntary Disclosure and Earnings Management," *Journal of Accounting Research*, Vol. 37, No. 1, pp. 57-81.
- Kothari, S. P., A. J. Leone and C. E. Wasley [2005] "Performance Matched Discretionary Accrual Measures," *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 39, Issue 1, pp. 163-197.
- Li, Z., P. K. Shroff, R. Venkataraman and I. X. Zhang [2011] "Causes and Consequences of Goodwill impairment Loss," *Review of Accounting Studies*, Vol.16, Issue 4, pp.745-778.
- Louis, H. [2004] "Earnings Management and the Market Performance of Acquiring Firms," *Journal of Financial Economics*, Vol. 74, Issue 1, pp. 121-148.
- McNichols, M. F. [2000] "Research Design Issues in Earnings Management Studies," *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol.19, Issues 4-5, pp. 313-345.

- Njah, M. and A. Jarboui [2013] "Institutional Investors, Corporate Governance, and Earnings Management around Merger: Evidence from French Absorbing Firms," *Journal of Economics Finance and Administrative Science*, Vol. 18, Issue 35, pp. 89-96.
- Ronen, J. and V. Yaari [2010] *Earnings Management: Emerging Insights in Theory, Practice, and Research*, Springer Series in Accounting Scholarship, Springer.
- Roychowdhury, S. [2006] "Earnings Management through Real Activities Manipulation," *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 42, Issue 3, pp. 335-370.
- Strong J. S. and J. R. Meyer [1987] "Asset Writedowns: Managerial Incentives and Security Returns," *The Journal of Finance*, Vol. 42, No.3, pp.643-661.
- Teoh, S. H., I. Welch and T. J. Wong [1998] "Earnings Management and the Underperformance of Seasoned Equity Offerings," *Journal of Financial Economics*, Vol. 50, Issue 1, pp. 63-99.
- Watts, R. L. and J. L. Zimmerman [1990] "Positive Accounting Theory: A Ten Year Perspective," *The Accounting Theory*, Vol. 65, No. 1, pp. 131-156.
- Zadeh, A. A-. and Meeks G. [2019] "Bidder Earnings Forecasts in Mergers and Acquisitions," *Journal of Corporate Finance*, Vol. 58, pp. 373-392.
- Zhu, X. and S. Lu [2013] "Earnings Management Through Real Activities Manipulation Before Mergers and Acquisitions", *Journal of Finance and Accountancy*, Vol. 13, pp.1-16.

<付 記>

本研究は、独立行政法人日本学術振興会交付の科学研究費補助金若手研究（課題番号：20K13647）「のれんとシナジーに関する研究」（研究代表者：島崎杉雄）（2020年度から2023年度）の助成を受けた研究成果の一部である。