

【研究ノート】

のれんの構成要素と M&A の動機

島 崎 杉 雄

目 次

はじめに

I のれんの構成要素

- 1 会計制度上の構成要素
- 2 会計理論上の構成要素

II M&Aの動機とシナジー理論

- 1 M&Aの動機と価値
- 2 シナジー仮説と過払仮説
- 3 買収プレミアム

おわりに

キーワード：のれん，シナジー，Johnson and Pertrone [1998]，M&A

はじめに

本稿の目的は、のれんの構成要素の概念を M&A の動機と併せて整理することを目的としている。

中野・蜂谷 [2003] では、M&A 研究における論点として、次の 3 点に留意することを指摘している。① M&A の動機、② M&A の効果に影響を与える要因、および M&A の効果の測定である（中野・蜂谷 [2003] 130 頁）。M&A を意思決定する当事者は、当然ながら②および③を考慮して、①の動機または目的が策定される。M&A の動機または目的は、価値を生み出すこと、すなわちシナジー (synergies, 相乗効果) を生むことにある。

のれん概念の中心には、シナジー理論がある⁽¹⁾。したがって、のれんの構成要素と動機または目的を併せて検討することは、のれんの構成要素の検討においては不可分である。本稿では、その一部を整理している。

I のれんの構成要素

1 会計制度上の構成要素

まず、会計制度上の構成要素として、アメリカ財務会計基準審議会（Financial Accounting Standards Board: 以下、FASB とする。）および国際会計基準審議会（International Accounting Standards Board : 以下、IASB とする。）の基準から、のれんの構成要素について整理する。

FASB および IASB による企業結合またはのれんの近年の基準および公開草案の動向は表 1-1 に示す。本論文では、FASB から 2007 年に公表された、ASC 805, Business Combinations (旧 SFAS No.141 Revision, Business Combinations) (以下、ASC805)⁽²⁾ と、IASB から 2008 年に公表された IFRS No.3 Revision, Business Combination (以下、IFRS3) を中心に述べていく。

まず、ASC805 と IFRS3 では、のれんを次の通りに定義している。「のれんとは、企業結合において取得された、個別に認識できず分離して認識できない他の諸資産から生じる将来の経済的便益を示す資産である。」(FASB [2007] para.3 j; IASB [2008] Appendix A) そして、ASC805 および IFRS3 では、のれんの構成要素について次の表 1-2 の通り 6 つあることを指摘している⁽³⁾ (FASB [2007] para.B313; IASB [2008] para.BC313)。これらの構成要素のうち、構成要素 1, 2, 5 および 6 が、概念上のれんではないとの見解を示している。まず、構成要素 1 および 2 について、次のように述べている。

「両審議会（FASB および IASB—筆者加筆）は、最初の 2 つの構成要素が、いずれも、被取得企業に関連するものであり、概念上ののれんの一部ではないことを認めた。構成要素 1 は、本質的に元来、資産ではない。それは、被取得企業によって、その純資産に関して認識されていない利得を反映している。

それはのれんの一部というよりこれら純資産の一部である。構成要素2も、また、少なくとも概念上ののれんの一部ではない。それは、個別の資産として認識される無形資産を基本的に反映するものである。」(FASB [2007] para.BC314; IASB [2008] para.BC314)

表 1-1 FASB・IASB の企業結合またはのれんに関する基準の動向

FASB		IASB	
1999年 公開草案	Proposed Statement of Financial Accounting Standards, Business Combinations and Intangible Assets	2002年 公開草案	Exposure Draft No.3, Business Combinations
2001年 公開草案	Proposed Statement of Financial Accounting Standards, Business Combinations and Intangible Assets – Accounting for Goodwill	2004年 IFRS3 成案	International Financial Reporting Standard No.3, Business Combinations
2001年 SFAS141 成案	Statement of Financial Accounting Standards No.141, Business Combinations		
2005年～ IASB/FASB 共同プロジェクト			
2005年 改訂公開 草案	Business Combinations-A Replacement of FASB Statement No.141. Proposed Statement of Financial Accounting Standards.	2005年 改訂公開 草案	Proposed Amendments to IFRS 3, Business Combinations. Exposure Draft.
2007年 改訂版	ASC 805, Business Combinations (旧SFAS No.141 Revision, Business Combinations)	2008年 改訂版	IFRS No.3 Revision, Business Combination
		2020年 討議資料	Discussion Paper: Business Combinations – Disclosure, Goodwill and Impairment
		2022年 成案	Business Combinations—Disclosures, Goodwill and Impairment

出典：筆者作成。

表 1-2 FASB・IASB によるのれんの構成要素

構成要素 1	取得日における被取得企業の純資産の帳簿価額を超える公正価値の超過額
構成要素 2	取得日において被取得企業によって認識されていないその他の純資産の公正価値
構成要素 3	被取得企業が有する既存事業の「継続企業」要素の公正価値
構成要素 4	取得企業の純資産および事業と被取得企業のそれらとの結合から期待される相乗効果やその他の便益の公正価値
構成要素 5	対価を評価する際の誤りから生じる、取得企業によって支払われる対価の過大評価
構成要素 6	取得企業による過大（過小）な支払い

出典：FASB [2007] para.B313; IASB [2008] para.BC313 より筆者作成。

次に、構成要素 5 および 6 について、次のように述べている。「構成要素 5 および 6 は、両要素とも被取得企業に関連するものであり、これらも、また、概念上ののれんの一部ではない。構成要素 5 は、本質的に元来資産ではないし、資産の一部でもない。むしろ、それは測定の見誤りである。構成要素 6 も、本質的に元来資産ではない。むしろ、概念上損失（過大支払の場合）または利得（過小支払の場合）を反映する。したがって、構成要素 5 および 6 のいずれも、概念上ののれんの一部ではない。」（FASB [2007] para.BC315; IASB [2008] para.BC315）

また、ASC805 および IFRS3 は、これら、構成要素 1, 2, 5 および 6 に対して、構成要素 3 および 4 を、概念上ののれんとみなす見解を明らかにしている。構成要素 3 および 4 のことを、「コアのれん」(core goodwill) (FASB [2007] para.BC316 ; IASB [2008] para.BC316) と呼び、新しいのれん概念として提示している。まず、構成要素 3 に対して次のように述べている。「構成要素 3 は、被取得企業に関連し、被取得企業の純資産を超過する全体価値を反映する。それは、被取得企業によって内部的に発生したか、あるいは以前の企業結合により被取得企業によって取得された、既存ののれんを表す。」（FASB [2007] para.BC316; IASB [2008] para.BC316）

次に、構成要素 4 の記述は、次の通りである。「構成要素 4 は、被取得企業

と取得企業の両方に関連し、企業結合によって生み出される超過全体価値、つまり、これらの企業結合から期待される相乗効果を反映する。」(FASB [2007] para.BC316; IASB [2008] para.BC316)

このように、ASC805およびIFRS3では、コアのれんとして、構成要素3および4を挙げ、のれん概念の一部としている。構成要素を6つに分けている点に共通することとして、まず、のれんにおける資産性を考慮していると考えられる。これは、のれんにおける定義において、資産であることを挙げていることによって明らかにされている。

そのうえで、構成要素1, 2, 5および6は、その資産性を満たしていないことから、のれん概念から排除されている。それに対して、構成要素3および4は、被取得企業の全体価値または、被取得企業または取得企業における全体価値であるとの指摘がされている。この文脈における、全体価値とは、図1-1で後述する通り企業の全現在価値である。このことから、ASC805およびIFRS3では、企業価値の測定を主眼とした、コアのれん概念を提示していることが明らかとなる。

2 会計理論上の構成要素

次に、Johnson and Pertrone [1998]を手掛かりとして、のれんの構成要素について、整理する。Johnson and Pertrone [1998]は、のれんの構成要素を検討する際に、2つの観点があると述べる。それは、トップダウンの観点と、ボトムアップの観点である (Johnson and Pertrone [1998] pp.294-298)。それらは、次の通りである。

- (1) トップダウンの観点 (top-down perspective)：より大きな資産の構成要素としてののれん

機械が工場の構成要素としてみられるように、のれんは取得企業の非取得企業への投資の構成要素としてみることができる。それは、被取得企業と企業結合からの将来の純利益 (earning) に対する取得企業の期待である。トップダウンの

観点での論点は、より大きな項目—すなわち、投資—が資産として適格であるかどうかということである。もしもそれが資産として適格である場合には、それと一体をなす構成要素はより大きな資産の一部としてみなされ、それ自体も資産として説明される。

より大きなこの資産は、その構成要素に分類され、取得された多様な識別可能な純資産が記録された後の残余がのれんに割り当てられる。このように、のれんは「残り物」(left over) である。それは本質的には、APB が 1970 年に公表した APBO16「企業結合」(para.70) において述べられている方法、すなわち、「被取得企業の原価が識別可能な取得資産から引受負債を差し引いた総額を超過した額」として説明されている方法である (Johnson and Pertrone [1998] p.294)。

(2) ボトムアップの観点 (bottom-up perspective) : のれんの構成要素

ボトムアップの観点は、トップダウンの観点とは反対のアプローチであり、のれんをその構成要素の観点からみる。この観点によると、もしも取得企業による支払対価が、被取得企業の識別可能純資産の公正価値を超過した場合、おそらく取得企業にとって価値ある他の資源が取得されたと考えられる。のれんの構成要素かもしれない資源を識別する際に、最も大きい潜在的な構成部分をとらえるために、のれんをより広く解釈することは、有用である。

最も広く解釈した場合、のれんは「買入プレミアム」(purchase premium)、つまり、被取得企業の純資産の簿価を超える取得企業により支払われたプレミアムとして解釈することができる。この解釈は、APBO16 における解釈より広いにも関わらず、特に、取得された純資産に関する信頼可能な公正価値数値を得ることが困難な場合に、実務においてのれんがたびたび計算される方法を反映している。(Johnson and Pertrone [1998] p.294)

このように、Johnson and Pertrone [1998] は、2つののれんの構成要素の観点を提示し、(2) ボトムアップの観点を採用している。そこで提示された、のれんの構成要素は、次の表 1-3 の通りである。これを手掛かりとして、のれん

の構成要素を整理したものが、図 1-1 となる。

のれん (goodwill) は、図 1-1 に示した通り会計理論上において、純資産の評価基準 (測定属性または測定基礎) 間の差額または株主価値の観点から導出される概念である。 G_1 は連結会計上、全面時価評価法において、評価差額とされる部分である。 G_2 は、Edwards and Bell [1961] において、客観のれんとされる部分である。また、 G_2' は、企業結合時 (買収時) に取得企業が被取得企業に支払う対価であり、買収プレミアム (P) を上乗せして決定され、制度会

表 1-3 のれんの構成要素

構成要素 1	取得日において、被取得企業の純資産の公正価値が帳簿価額を超えるその超過額
構成要素 2	取得日において、被取得企業が認識していなかった他の純資産の公正価値
構成要素 3	被取得企業の既存のゴーイングコンサーン要素の公正価値
構成要素 4	取得企業と被取得企業の純資産および事業が統合することによる期待されるシナジー効果の公正価値
構成要素 5	取得企業が支払った対価の過大評価
構成要素 6	取得企業による過大支払や過少支払

出典：Johnson and Pertrone [1998] p.298 より筆者作成。

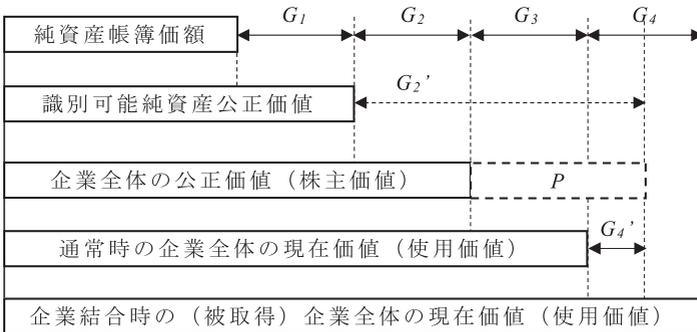


図 1-1 のれんと評価基準

(注) 説明の便宜上、図中の各価値の大きさはそのまま大小関係を示し、負ののれん等は、考慮しない。

出典：筆者作成。

計上の（買入）のれんとして貸借対照表に計上される部分に相当する。

のれん (goodwill) は、図 1-1 に示した通り会計理論上において、純資産の評価基準（測定属性または測定基礎）間の差額または株主価値の観点から導出される概念である。 G_1 は連結会計上、全面時価評価法において、評価差額とされる部分である。 G_2 は、Edwards and Bell [1961] において、客観のれんとされる部分である。また、 G_2' は、企業結合時（買収時）に取得企業が被取得企業に支払う対価であり、買収プレミアム (P) を上乗せして決定され、制度会計上の（買入）のれんとして貸借対照表に計上される部分に相当する

G_3 は、Johnson and Pertrone [1998] によれば、継続企業のれん (going-concern goodwill) とされ、すなわち市場に反映されていない被取得企業の企業価値に相当する。 G_2 と G_3 を合算した部分は、Edwards and Bell [1961] によれば、主観のれんとされる部分である。 G_4 は、Johnson and Pertrone [1998] により、企業結合のれん (combination goodwill) とされ、企業結合時に新たに生じるシナジー (synergy; 相乗効果) である。また G_3 と G_4 は、ASC 805 および IFRS 3 では、コアのれん (core goodwill) とされている部分である (FASB [2007] para. BC316; IASB [2008] para. BC316)。

シナジーには、被取得企業自体に生じるシナジー、取得企業自体に生じるシナジー、および被取得企業と取得企業の間を生じるシナジーが含まれる。これは、Ma and Hopkins [1988] によって検討されている。Ma and Hopkins [1988] は、被買収企業が合併後独立の企業として存続する場合、または買収企業の組織の一部となる場合、次の 3 つのシナジーが生まれることを指摘する (Ma and Hopkins [1988] p.79)。

- ① 被買収企業および買収企業の資産と組織の相互作用から生じたシナジーの現在価値
- ② 被買収企業の取得から生じたシナジーの現在価値
- ③ 結合後の企業とその企業環境の相互作用から生じたシナジーの現在価値

このように、Johnson and Pertrone [1998] は、6 つののれんの構成要素からのれんの本質を分析する観点を、ボトムアップの視点と呼び、すなわち、制度会

計上ののれん (G_2') の中心にコアののれんを起く。そのうえで、のれんは、買収プレミアム (P) と企業全体の公正価値 (株主価値) の関係から記述される。

II M&A の動機とシナジー理論

1 M&A の動機と価値

M&A 研究は、動機 (motivation; motive) を価値から、記述することが一般的である。ここでは、代表的なものとして、Palepu et al. [2001] を挙げる。Palepu et al. [2001] は、M&A は新たな価値を生み出すとし、次の6点を動機として挙げている⁽⁴⁾。(Palepu et al. [2001] pp. 15-2-3)

- ① 規模の経済の活用
- ② ターゲット企業 (被買収企業) の経営の改善
- ③ 補完的な資源の結合
- ④ 税制上の優遇措置の獲得
- ⑤ 財務的な制約があるターゲット企業に対する低コストな資金の提供
- ⑥ 製品市場のレントの増加

まず、①規模の経済の活用である。合併 (mergers) は、しばしば2つの参加企業に規模の経済を提供する手段として正当化される。規模の経済は、1つの企業である方が、2つの企業であるよりもより効率的な機能による成果を生じさせる。結合した企業は、会計・コーポレートファイナンス機能および企業経営を含む経営コストを節約することができる。

次に、②ターゲット企業 (被買収企業) の経営の改善である。買収 (acquisitions) は、ターゲット企業の経営を改善することである。ある企業が、属する産業平均よりも業績が下回っている場合、その企業は、ターゲットになる可能性がある。

③補完的な資源の結合において、合併 (mergers) は、2つのパートナー企業の補完的な資源の結合により価値を生み出す。企業が別々に各部門を強化することも可能である。しかし、合併を通して、資源の結合を行う方が、より安価

で済む。

④税制上の優遇措置の獲得では、アメリカにおいて、1986年の税法改正により、合併と買収 (mergers and acquisitions) による多くの税制上の優遇措置が廃止された。しかし、いくつかの合併による税制上の優遇措置は存続している。

1点目の主要な優遇措置が、営業損失に対する税務上の欠損金 (operating tax losses) の獲得である。ある企業が、営業損失の繰越による優遇措置をすべて利用したとしても、十分な利益の稼得が期待できない場合、当該企業は、利益を稼得している他の企業を購入するかもしれない。取得企業 (acquirer) の営業損失および繰越欠損金は、その際、ターゲット企業 (被取得企業) の課税所得と相殺することができる⁽⁵⁾。

2点目の税制上の優遇措置は、しばしば合併がターゲット企業によるレバレッジの増加から生じる節税効果が原因であるとされる。これは、特に1980年代におけるLBO (leveraged buyout) に関連するものである⁽⁶⁾。

⑤財務的な制約があるターゲット企業に対する低コストな資金の提供とは、おそらく経営者と外部の投資家の間に情報の非対称性が原因で、資本市場が不完全である場合、企業が資本的な制約に直面する。情報の非対称性の問題は、新規設立の高成長企業にとって、特に厳しい可能性がある。公開資本市場は、このようなタイプの企業への高コストな資金源であるかもしれない。したがって、ビジネスを理解し、喜んで安定的な資金源を提供する取得企業は、価値を加えることができる⁽⁷⁾。

最後に、⑥製品市場のレントの増加についてである。企業は、製品市場のレントを増加させるために、合併する動機をもつことがある。合併し、産業内で優越的な企業になることによって、より小さい2つの企業は、製品供給量を制限し、価格を値上げするために結託し、利益が増加する。これにより、独占的な企業によるカルテルが生じる問題は回避され、そこでは企業が、カルテルによる不正行為をする動機が無くなり、製品供給量は増加する。

このように、Palepu et al. [2001] は、「学術分野」および「対象となる主体」から、考察していると考えられる⁽⁸⁾。対象となる主体は、取得企業および被取

得企業であり、学術分野は、経済学、経営学・ファイナンス、および法学（税法）である。これらを整理すると、次の表 2-1 の通りとなる。

まず、経済学的な観点からすれば、①は、規模の経済を指し、③は、範囲の経済に基づくと考えられる。両者は、ともに、取得企業および被取得企業に対して作用し、最終的にその効果は、取得企業の価値（株主価値・企業価値）の増加に帰結する。

表 2-1 学術分野と対象となる主体による動機のカテゴリ

学術分野	対象となる主体	
	取得企業	被取得企業
経済	①規模の経済 ③範囲の経済	
経営・ ファイナンス	②経営効率・効果 ⑤資金提供 ⑥製品市場	②経営効率・効果 ⑤資金調達 ⑥製品市場
法学（税法）	④税金	

出典：筆者作成。

次に、経営学的な観点から、②、⑤および⑥が分類されると考えられる。②は、すなわち経営効率または効果に焦点が当てられるものである。⑤は、それぞれ資金提供者、または資金調達の側面をみている。⑥は、製品市場に着眼している。最後に、法学（税金）の観点から、④である。これは、国家によって、異なるため、一概には言えないが、被取得企業にも税制優遇が与えられるケースも想定できる。

①および③は、総じて、シナジー理論（またはシナジー仮説）として集約される⁽⁹⁾。また、それ以外は、他者からの所得移転の理論として集約する解釈もある（Copeland et al. [2013]；落合・深尾 [2006]）。前者は、直接的に価値の増加をもたらす、後者は、M&A の効果が経済的に影響を与え、間接的に価値が増加する。

2 シナジー仮説と過払仮説

M&A においてシナジーに視点を置く理論は、会計・ファイナンスの分野においてシナジー仮説と呼ばれ、M&A の主要な動機または目的の 1 つである。シナジー仮説は、両者に対称性があることを前提とした際、買収プレミアム（制度会計上ののれん）と株式アブノーマル・リターンが、正の関係で示される仮説であり、Bradley et al. [1988] や Berkovitch and Narayanan [1993] によって明らかにされた。逆に、両者が負の関係で示される仮説は、過払 (overpayment) 仮説であり、Sirower [1997] や Grullon et al. [1997] らによって明らかにされた。

Johnson and Pertrone [1998] による、のれんを買収プレミアムまたはシナジーを基礎としてとらえることは、アブノーマル・リターン（市場の反応）との関連から、シナジー仮説および過払仮説に結び付く。シナジー仮説に基づき、Johnson and Pertrone [1998] を理論的基礎として実証的にのれんの検討を行った研究として、Hennings et al. [2000] がある。これは、Johnson and Pertrone [1998] によるのれんの構成要素と、Bradley et al. [1988] のシナジー利得とそれに関わる前提条件を基礎として代理変数を設定し、のれんの構成要素のうち、企業結合ののれんを含め、他ののれんの構成要素が有意に正の関連性があることを明らかにしている。

3 買収プレミアム

買収プレミアム (purchase premium; acquisition premium) は、既述の通り、取得企業が被取得企業に対して支払う対価のうち、被取得企業の株主価値を上回る部分である。図 1-1 の通り、制度会計上の (客観) のれん (G_2') は、「識別可能純資産公正価値」を基礎としているのに対し、買収プレミアムは、「企業全体の公正価値 (株主価値)」を基礎としている違いを除けば、本質的には、支払対価という観点から同義のものである。

さらに測定属性が買収プレミアムと類する概念に、支配 (権) プレミアム (control premium) がある。これは、図 1-1 における「通常時の企業全体の現在価値 (使用価値)」と「企業全体の公正価値 (株主価値)」の関係から導かれる。

図1-1で示した通り、現在価値測定（インカム・アプローチ）を基礎とした「通常時の企業全体の現在価値（使用価値）」、すなわち企業の内在（本源的）価値（intrinsic value）または理論（スタンドアロン）価値（stand-alone value）を基礎として導かれる。すなわち、内在価値（または理論価値）は、市場に反映されていない部分も含んだ本来的または理想的な企業価値であり、企業が将来的に生み出すキャッシュ・フローに基づく。

また、「企業全体の公正価値（株主価値）」は、売却時価（マーケット・アプローチ）を基礎とし、市場の評価額である時価総額を示している。服部〔2015〕によれば、M&Aは、「支配権の移動」と解釈される（服部〔2015〕42頁）。それを踏まえると、株価は、あくまで僅かな持分の株式を市場で購入する場合の1株あたりの価格であり、時価総額はその総和に過ぎず、時価増額には企業の所有権（または支配権）は含まれないとされる（服部〔2015〕46頁）。

さらに、仮にある買手が市場価格で、対象企業の株式を支配権が行使できるまで、発行済株式の過半数まで買い続けたとすれば、需要と供給の関係から当該株価は高騰し、現在の株価のままでは過半数の株式を取得することはできないことが予想される。ここで生まれる差額は、内在価値（または理論価値）を前提とした支配（権）プレミアムと呼ぶ（服部〔2015〕46頁）。これは、すなわち、買手が取得企業となるために、対象となる売手（被取得企業）を取得するために必要となる対価そのものを指し、会計理論または会計測定上において説明可能な概念である。

それに対して、買収プレミアムは、「実際のM&A取引価値」であり、「新たな経営者が支配権を獲得して従来と異なる経営方針で経営する場合に予想されるキャッシュ・フローの現在価値」よりは低い値であり、「売り手である株主と合意できる程度のプレミアムを含んだ値」として定義される（服部〔2015〕47頁）。買収プレミアムの金額は、通常平均して30～40%とされるが、上場企業のM&Aで測定される金額のばらつきは非常に大きいものである。また、売手となる企業が非上場である場合は、第3者が容易に測定することはできず、また、その金額を公開していない場合も多くある（服部〔2015〕47頁）。

このように、買収プレミアムと、支配（権）プレミアムは、厳密には異なるものである。前者は、M&A内で買収審査(due diligence)における契約交渉によって決定されるため、理論的な過程から算出することはできない。後者は、被取得企業の内在価値と株主価値から理論的に算出することが可能である。

買収プレミアムに関する先行研究は限られており、また、その決定要因は特定されていないのが現状である。例として、海外では、Anderson and Dyl [2004] があり、国内では、服部 [2015] が挙げられる。

Anderson and Dyl [2004] は、1979 年から 1999 年の 399 サンプルの自社株の公開買付に対して、買収プレミアムの規模が、対象となる企業の株式価格の弾力的供給曲線に関連するかどうか分析を行った。その結果は、自社株買いを行った企業の買収プレミアムは、当該企業の特性に関連し、それらは、キャピタル・ゲインおよびアナウンスされた情報内容によって説明されるものであった。すなわち、株式価格は、弾力的ではなく、税金が一つの要因として挙げられ、買付の規模と買収プレミアムには相関関係が見られないことを示した。その他にも、買収の動機と関連付けて、Comment and Schwert [1995] は、買収防衛策 (Poison-Pill) が買収プレミアムを上昇させる点を指摘している。

おわりに

コアのれんに関する議論は、Johnson and Pertrone [1998] が示したボトムアップ・アプローチに基づくのれん概念に基づいており、「継続企業のれん (going-concern goodwill)」と「企業結合のれん (combination goodwill)」によって構成されていた。コアのれんの本質は、シナジーにあり、M&Aにおける主要な動機および目的である。

しかし、現実的に、シナジーの失敗となる M&A も多くあり、これは、のれんの当初認識時に対価としての支払いに過大評価を含む点に課題があると指摘される (IASB [2020] para. BC317)。過大評価は、買収プレミアムの論点も併せて検討する必要がある、のれん減損の計上にも繋がる。

したがって、のれんの構成要素の研究は、M&Aの動機および目的と効果の検討と同様に、のれんの当初認識と、事後的な減損の包括的な検討が含まれており、今後の研究の課題とすることである。

注

- (1) のれん概念をシナジーにあるとする見解の代表的なものが、Johnson and Pertrone [1998] である。
- (2) SFAS No.141 と、ASC 805 (SFAS No.141 Revision) の違いについては、Miller et al. [2008] において詳しく整理されている。
- (3) これらの6つの要素は、FASB から1999年に公表された公開草案から記述されており、この点について、ASC805 および IFRS3 でも次のように述べている。「FASB の1999年および2001年の公開草案は、その時点での有効な権威ある指針に準拠して、実務においてのれんとして認識されてきた金額について6つの権威ある要素を列挙していた。IASB の公開草案第3号は、完全にこれと同じというわけではないが、類似した論述を含んでいた。FASB の公開草案から引用した当該構成要素およびその説明が再表示されている。」(FASB [2007] para.BC313; IASB [2008] para.BC313)
- (4) Palepu et al. [2001] は、M&A (Mergers and Acquisitions), すなわち合併と買収を、“Merger or Acquisition” とし、区別していることが推察される。しかし、斎藤 [2001] は、「企業買収」とし、訳中においても、合併と買収を区別していない記述がみられる(斎藤 [2001] 400-402頁)。石井 [2010] も、M&A の動機として区別がなされていない(石井 [2010] 28頁)。本論文では、その点を区別して訳出している。
- (5) もちろん、他の可能性は、収益をあげている企業が、収益をあげていない企業を取得することもある。しかし、アメリカにおけるアメリカ国内歳入庁 (Internal Revenue Service: IRS) は、取得企業が、取得が税による動機であるとみられる場合、取得企業による税務上の繰越欠損金の利用を認めていない。(Palepu et al. [2001] p. 15-20)
つまり、損失を補填する目的で、合併することは認められているが、節税効果を目的とした合併は、認められていない。
- (6) Kaplan [1989] にて検討されている。
- (7) Palepu [1986] にて検討されている。

- (8) これに対して、Brealey et al. [2022] は、シナジーの創出という点から、5 点の動機を挙げている (Brealey et al. [2022] pp. 920-922)。
- ①規模および範囲の経済 (economies of sale and scope)
 - ②垂直的統合の経済 (economies of vertical integration)
 - ③補完的な資源 (complementary resources)
 - ④企業支配の変化 (changes in corporate control)
 - ⑤産業における連結 (industry consolidation)
- (9) Bradley et al. [1988] は、シナジーの要因として、次の点を挙げる。それは、需要と供給の変化、技術上のイノベーション、取得企業の目的にかなった投資、規模の経済、範囲の経済、生産技術の改善、補完的な資源の組み合わせ、より収益性の高い利用目的に資源を移転する、市場競争力の開拓である。

参考文献

- Anderson, A. M. and E. A. Dyl [2004], “Determinants of Premiums on Self-Tender Offers,” *Financial Management*, Vol. 33, No. 1, pp. 25-45.
- Berkovitch, E. and M. P. Narayanan [1993], “Motives for Takeovers: An Empirical Investigation,” *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.2 8, No. 3, pp. 347-362.
- Bradley, M., A. Desai and E. H. Kim [1988], “Synergistic Gains from Corporate Acquisitions and Their Division between the Stockholders of Target and Acquiring Firms,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 21, Issue 1, pp. 3-40.
- Brealey, R., S. Myers, F. Allen and A. Edmans [2022], *Principles of Corporate Finance*, 14th Edition, McGraw-Hill Education.
- Comment, R. and G. W. Schwert [1995], “Poison or Placebo? Evidence on the Deterrence and Wealth Effects of Modern Antitakeover Measures,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 39, Issue1, pp. 3-43.
- Copeland, T. E., J. F. Weston and K. Shastri [2013], *Financial Theory and Corporate Policy*, 4th Edition, Pearson.
- Edwards, E. O. and P. W. Bell [1961], *The Theory and Measurement of Business Income*, University of California Press.
- FASB [2007], *Accounting Standards Codification No. 805, Business Combinations*, Financial Accounting Standards Board.
- IASB [2008], *IFRS No. 3 Revision, Business Combination*, International Accounting

Standards Board.

IASB [2020], *Discussion Paper: Business Combinations-Disclosure, Goodwill and Impairment*, International Accounting Standards Board.

IASB [2022], *Business Combinations-Disclosure, Goodwill and Impairment*, International Accounting Standards Board.

Johnson, L. T. and K. R. Pertrone [1998], “Is Goodwill an Asset?,” *Accounting Horizons*, Vol. 12, No. 3, pp. 293-303.

Kaplan, S. [1989], “Management Buyouts: Evidence on Taxes as a Source of Value,” *The Journal of Finance*, Vol. 44, Issue 3, pp. 611-632.

Ma, R. and R. Hopkins [1988], “Goodwill-An Example of Puzzle -Solving in Accounting,” *ABACUS*, Vol. 24, Issue 1, pp. 75-85.

Miller, P. B. W., P. R. Bahnson and B. P. Mcallister [2008], “A New Day for Business Combinations,” *Journal of Accountancy*, Vol. 205, No. 6, pp. 34-40.

Palepu, K. G. [1986], “Predicting Takeover Targets: a Methodological and Empirical Analysis,” *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 8, Issue 1, pp. 3-35.

Palepu, K. G., P. M. Healy and V. L. Bernard [2001], *Business Analysis and Valuation: Using Financial Statements 2nd ed.*, South-Western College Publishing (斎藤静樹監訳 [2001], 『企業分析入門 [第 2 版]』東京大学出版会).

Renneboog, L., T. Simons and M. Wright [2007], “Why Do Public Firms Go Private in the UK? The Impact of Private Equity Investors, Incentive Realignment and Undervaluation,” *Journal of Corporate Finance*, Vol. 13, Issue 4, pp. 591-628.

Ross, S., R. Westerfield, J. Jaffe and B. Jordan [2022], *Corporate Finance, 13th Edition*, McGraw-Hill Education.

石井宏宗 [2010], 『M&A と株主価値—Does M&A pay?—』森山書店。

落合誠一・深尾京司 [2006], 「総論」落合誠一編著『わが国 M&A の課題と展望』商事法務, 1-24 頁。

企業会計基準委員会 [2019], 『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。

中野誠・蜂谷豊彦 [2003], 「戦略ファイナンスへの招待 第 3 回: 事業の再構築と企業価値」『一橋ビジネスレビュー』, 第 51 巻, 第 2 号, 124-139 頁。

服部暢達 [2015], 『日本の M&A—理論と事例研究』日経 BP。

吉富優子 [2023], 「2022 年の M&A 回顧(2022 年 1-12 月の日本企業の M&A 動向): マーケット動向」『MARR Online』, 最終更新日: 2023 年 1 月 4 日, https://www.marr.jp/menu/ma_statistics/ma_markettrend/entry/41398, 最終参照日: 2023 年 1 月 10 日。