

科学研究費助成事業 研究成果報告書

令和 5 年 6 月 22 日現在

機関番号：14301

研究種目：研究活動スタート支援

研究期間：2021～2022

課題番号：21K20148

研究課題名（和文）会計情報とM&Aのパフォーマンスに関する実証研究

研究課題名（英文）An empirical study on accounting information and M&A performance

研究代表者

天野 良明（Amano, Yoshiaki）

京都大学・経営管理研究部・講師

研究者番号：40910914

交付決定額（研究期間全体）：（直接経費） 2,400,000円

研究成果の概要（和文）：本研究の目的は、企業が開示する会計情報のうち、どのような情報が合併・買収（M&A）のパフォーマンスとどのように関連するのを実証分析により解明することである。本研究の主要な成果は以下のとおりである。M&A時の買収価格が対象企業の純資産を下回る際に生じる「負ののれん」の発生は、M&A後の企業業績と関連を持つ。企業がM&A公表時に開示する「M&Aを行う目的」に関する定性情報は、短期的に株式市場へ影響を及ぼす。以上の分析の結果、M&A時に企業が開示する定量情報および定性情報が、その後の企業業績や投資家の意思決定と大きく関連していることが明らかとなった。

研究成果の学術的意義や社会的意義

本研究の学術的意義は、M&A時に開示される定量情報および定性情報とその後の企業業績および株価について新たな証拠を提示している点である。本研究は、負ののれんやM&Aの目的に関する情報が、その後の企業業績や株価と関連していることを明らかにし、新たな学術的知見を提供している。また、本研究の社会的意義は、様々な会計情報の利用者へ示唆を有する点である。本研究は負ののれんやM&Aの目的に関する開示に関する会計基準が、経営者や投資家の行動へ影響を及ぼす可能性を示唆しており、経営者、投資家、会計基準設定主体の実務において重要な証拠を提示している。

研究成果の概要（英文）：The purpose of this study is to investigate what accounting information is related to performance of mergers and acquisitions (M&A). The main findings of this study are as follows: (1) negative goodwill, generated when the cost of an acquisition is less than the fair value of the acquired net assets, is related to post-M&A firm performance. (2) qualitative information regarding M&A objectives disclosed around M&A announcement affects short-term stock returns. These analyses revealed that quantitative and qualitative information disclosed around M&A announcement is related to firm performance and investors' decision-making after M&A.

研究分野：会計学

キーワード：会計情報 合併・買収（M&A） M&Aのパフォーマンス 非財務情報

1. 研究開始当初の背景

日本の M&A 市場は拡大を続けており、過去 10 年間でその件数は倍増している。M&A はもはや一部の大企業だけではなく、あらゆる日本企業にとって成長のための身近な選択肢として定着しつつあると言える。

企業が M&A を行う主な理由は、シナジー効果や経営改善効果が期待されるためである(井上・加藤, 2006)。しかしながら、日本企業がこれらの効果を楽しんでいるのかは明らかではなく、大型の M&A を実施したものの、その後の業績向上に繋がっていない例は後を絶たない。

学術研究においても、M&A は必ずしも買い手企業にプラスの効果をもたらさないとする結果が数多く報告されている(Jensen and Ruback, 1983; Jarrell et al., 1988)。また、投資家が M&A のパフォーマンスを正しく予測できているか、という点でも多くの先行研究による検証では、M&A 公表直後の株式リターンと、長期的なパフォーマンスは必ずしも一致しないという結果が得られている(Agrawal et al., 1992; Zollo and Meier, 2008)。これらの研究結果は、経営者と投資家が必ずしも合理的・効率的に意思決定を行っていない可能性を示唆しており、M&A の理論と実務における大きな課題である。

本研究ではこれらの課題に対し、「会計情報」という切り口から解決を試みる。M&A のパフォーマンスに影響する因子については多くの研究の蓄積が存在するが、いまだに決定的な要因は示されていない(King et al., 2004)。これらの先行研究の多くは経営学やファイナンス領域の研究であり、会計情報との関連性を扱ったものは少数であるが、会計情報は本来、経営者や投資家の意思決定を支援する重要な役割を持つ。よって、会計情報と M&A のパフォーマンスの関連性が明らかになれば、M&A を実施する企業の経営者や株主がより正確に将来のパフォーマンスを予測して意思決定を行うことが可能となる。特に近年では国際会計基準審議会(IASB)が、M&A を行う企業がその目的や成果の測定方法を詳細に開示することを提案するなど、会計情報が担う役割の重要性に一層の注目が集まっている。

以上の背景を踏まえ、本研究が取り組む学術的「問い」は、「どのような会計情報が、M&A のパフォーマンスと関連性を持つのか」というものである。この問いを解明することで、M&A の買い手企業が期待される効果を楽しんでおらず、また投資家も M&A のパフォーマンスを予測できていないという M&A の理論・実務における大きな課題の解決が期待できる。

2. 研究の目的

本研究の目的は、企業が開示する会計情報のうち、どのような情報が M&A のパフォーマンスとどのように関連するのかを実証分析により解明することである。会計情報の質と量が M&A に及ぼす影響が明らかになれば、M&A に関して経営者と投資家が非合理的・非効率的な意思決定を行う理由について新たな学術的証拠を提示することが可能である。また実務上は、M&A に関する経営者や投資家の意思決定の精度を改善するとともに、上述の IASB の提案に対応する、会計基準設定実務における有用な証拠を提供する点で貢献が期待できる。

本研究の学術的独自性は、M&A のパフォーマンスを予測するための材料として会計情報に焦点を当てている点である。M&A は学術的にも実務的にも大変高い関心を集めるテーマであり、これまで多くの先行研究の蓄積がある。本研究では有価証券報告書内外の様々な定量的・定性的な会計情報と M&A のパフォーマンスとの関連性を分析し、「M&A」というテーマに対して「会計」という学術的切り口から新たな知見を提供することを目指している。

3. 研究の方法

本研究が想定する会計情報は大きく、(1)売上高や利益のような定量情報、(2)M&A を行う目的の記述などの定性情報、に分けられる。本研究ではこれらの会計情報が、M&A のパフォーマンスとどのような相関関係を持つのかについて実証分析を行う。

分析手法としては、M&A のパフォーマンスを表す変数(買い手企業の短期および長期の株式リターンや、利益やキャッシュフローなど会計数値の変化)を被説明変数、広義の会計情報を説明変数とした重回帰分析を用いて、有価証券報告書やプレスリリースなどで開示される会計情報が、M&A のパフォーマンスとどのように関連しているのかを明らかとする。

4. 研究成果

主に下記(1)(2)二つのテーマについて検証を行った。

(1) 定量情報と M&A のパフォーマンス

本テーマでは、M&A 時の買収価格が対象企業の純資産を下回る際に生じる「負ののれん」の発生と M&A 後の企業業績の関連性について検証を行った。現行の会計基準では、日本基準、米国基準、国際財務報告基準(IFRS)のいずれにおいても、負ののれんは即時に利益として認識される。このような会計処理が行われる根拠は、負ののれんが買収対象企業の「割安購入(バーゲン・パーチェス)」によって生じると考えられるためである。しかしながら、先行研究は必ずしも負ののれんの発生原因を割安購入のみに帰しているわけではなく、現行会計基準の前提が正

しいかどうかは定かではない。そこで本研究では、負ののれんが発生する M&A が行われた後の企業業績と、複数の潜在的な負ののれんの発生原因との関連性を検証している。

日本の上場企業が行った M&A のうち、負ののれん、または正ののれんが生じたサンプルを用いた分析の結果、以下のことが明らかとなった。第一に、負ののれんが発生した M&A ではその後の企業業績が低い。第二に、負ののれんの発生とその後の低業績との関連性は、買収実施企業の経営者が利益調整の動機を持つ時や、対象企業の M&A 前の業績が低い時に、より強くなる。第三に、日本における負ののれんの会計処理の変更の前後で、前述の関連性に変化が見られる。

本研究の主な貢献は、第一に現行会計基準における会計処理の前提となる、負ののれんの発生原因について、新たな証拠を提示している点である。負ののれんの発生原因と M&A 後の企業業績の関連性を検証した先行研究は少数であり、いずれも負ののれんと買収後の低業績の関連性を、主に経営者の利益調整の動機に帰着していた。これに対し本研究の分析結果は、買収対象企業の低業績もまた、負ののれんの発生と関連していることを示している。第二に、本研究では日本で負ののれんの会計基準が変更される前後の比較分析を行っている。分析結果は会計基準の変更が、負ののれんの発生原因と企業業績の関連性に変化をもたらした可能性を示しており、学術的知見のみならず、会計基準設定の実務に対する示唆を有している。

(2) 定性情報と M&A のパフォーマンス

本テーマでは、M&A を実施する企業が開示する定性情報と、M&A 後の業績及び株価の関連性を検証した。企業は M&A 公表時にプレスリリースおよび有価証券報告書の中で、M&A を行う目的を記述することが求められる。国際会計基準審議会 (IASB) は 2020 年にディスカッションペーパーを公表し、M&A 実施企業が M&A の目的やその後の企業業績についてより詳細な開示を行うことを要求する基準改訂の提案を行った。本提案には様々な実務家から、投資家の意思決定に有用であるとの賛成意見や、企業にとっての開示コストを懸念する反対意見が寄せられた。こうした現状を踏まえ、本研究では現行の会計基準のもとでの M&A の目的に関する定性情報開示の有用性を検証している。

M&A 実施企業が開示する「M&A の目的」の記述の中で「収益性」「効率性」「成長性」に言及がある場合とない場合で、M&A 後の業績と株価がどのように異なるのかを比較した分析の結果、「言及あり」のサンプルは、有価証券報告書開示後の短期間のみ、「言及なし」のサンプルに比べて有意に高い株式リターンを得ていた。すなわち株式市場は、有価証券報告書における M&A の目的に関する記述を短期的には高く評価していると考えられる。しかしながら、「収益性」「効率性」「成長性」を表す財務指標は M&A 後に改善しておらず、株式リターンも長期的には「言及なし」のサンプルと有意な差が見られなくなっていた。すなわち、有価証券報告書で言及された M&A の目的は平均的には実現されておらず、株式市場も長期的には評価を下方修正していることが示唆された。

本研究の主な貢献は、IASB が提案する新基準の是非について重要な示唆を有する点である。分析結果は現行の会計基準のもとでの M&A の目的に関する定性情報が企業業績の実態を反映しておらず、さらに短期的には投資家の意思決定をミスリードしている可能性を示唆している。これらの結果は、M&A の目的やその後の業績についてより詳細な開示を求める IASB の提案を部分的には支持するものと考えられる。

以上のように、研究期間全体を通じた分析の結果、M&A 時に企業が開示する(1)定量情報および(2)定性情報が、その後の企業業績や投資家の意思決定と大きく関連していることが明らかとなった。

参考文献

- Agrawal, A., J. F. Jaffe and G. N. Mandelker[1992] "The Post-Merger Performance of Acquiring Firms: A Re-Examination of an Anomaly," *The Journal of Finance* 47(4), pp.1605-1621.
- Jarrell, G. A., J. A. Brickley and J. M. Netter[1988] "The Market for Corporate Control: The Empirical Evidence Since 1980," *Journal of Economic Perspectives* 2(1), pp.49-68.
- Jensen, M. C. and R. S. Ruback[1983] "The market for corporate control: The scientific evidence," *Journal of Financial Economics* 11(1-4), pp.5-50.
- King, D. R., D. R. Dalton, C. M. Daily and J. G. Covin[2004] "Meta-analyses of post-acquisition performance: indications of unidentified moderators," *Strategic Management Journal* 25(2), pp.187-200.
- Zollo, M. and D. Meier[2008] "What Is M&A Performance?," *Academy of Management Perspectives* 22(3), pp.55-77.
- 井上光太郎・加藤英明[2006] 『M&A と株価』東洋経済新報社。

5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕 計2件（うち査読付論文 2件 / うち国際共著 0件 / うちオープンアクセス 0件）

1. 著者名 Amano Yoshiaki	4. 巻 62
2. 論文標題 Do acquiring firms achieve their mergers and acquisitions objectives? Evidence from Japan	5. 発行年 2022年
3. 雑誌名 Accounting & Finance	6. 最初と最後の頁 2905 ~ 2945
掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子) 10.1111/acfi.12909	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 Amano Yoshiaki	4. 巻 30
2. 論文標題 Negative goodwill and postmerger operating performance: evidence from Japan	5. 発行年 2022年
3. 雑誌名 Asian Review of Accounting	6. 最初と最後の頁 381 ~ 397
掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子) 10.1108/ara-02-2022-0033	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

〔学会発表〕 計2件（うち招待講演 0件 / うち国際学会 2件）

1. 発表者名 Yoshiaki Amano
2. 発表標題 Do acquiring firms achieve their mergers and acquisitions objectives? Evidence from Japan
3. 学会等名 The International Accounting Standards Board (IASB) Research Forum in conjunction with Accounting and Finance 2021 (国際学会)
4. 発表年 2021年

1. 発表者名 Yoshiaki Amano
2. 発表標題 What Causes Investors' Misvaluation? Evidence from a Post-Merger Underperformance Anomaly
3. 学会等名 American Accounting Association (AAA) Southwest Region Meeting (国際学会)
4. 発表年 2023年

〔図書〕 計0件

〔産業財産権〕

〔その他〕

-

6. 研究組織

	氏名 (ローマ字氏名) (研究者番号)	所属研究機関・部局・職 (機関番号)	備考
--	---------------------------	-----------------------	----

7. 科研費を使用して開催した国際研究集会

〔国際研究集会〕 計0件

8. 本研究に関連して実施した国際共同研究の実施状況

共同研究相手国	相手方研究機関
---------	---------