

令和 5 年 6 月 15 日現在

機関番号：12613

研究種目：基盤研究(C) (一般)

研究期間：2020～2022

課題番号：20K02006

研究課題名(和文)取締役の人的資本がM&A取引の評価や会計処理に与える影響

研究課題名(英文)Economic Effects of Directors on M&A Transaction and Accounting Procedures

研究代表者

加賀谷 哲之(KAGAYA, Tetsuyuki)

一橋大学・大学院経営管理研究科・教授

研究者番号：80323913

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 3,400,000円

研究成果の概要(和文)：本研究では、取締役会を構成する取締役の自社および他社における過去のM&Aの取引経験が、その後のM&A取引に対する評価や会計処理にどのような影響を与えるかを検証した。取締役会の経験値を算出するにあたっては、Tuschke et al.(2014, SMJ)を参照し、Board Interlockにフォーカスをあてた。検証の結果、過去におけるM&A取引の経験が、M&A取引に対する株式市場からの評価に影響を与えることは確認できなかったが、取引経験のある企業のほうがのれんの償却期間をより長期で選択する傾向があることが確認された。

研究成果の学術的意義や社会的意義

本研究では、取締役会を構成する取締役の過去のM&A取引の経験の有無が、その後のM&A取引に対する株式市場の評価ならびに経営者によるのれんの償却期間の選択に影響を与えるかどうかを検討している。過去においてM&A取引の経験の有無がその後のM&A取引に与える影響を検討している検証は研究代表者の知る限り存在しないため一定の学術的意義があると考えられる。またのれんの会計処理方法や取締役のスキルマップなど近年、その手続きについての問題が注目を集めているにもかかわらず十分な研究成果が蓄積されていない課題について、その一側面を明らかにする研究成果を蓄積しているという点で社会的な意義もあると考えられる。

研究成果の概要(英文)：This study examines how the experience of the past M&A transactions as a top management or a director affects their subsequent evaluation in the stock market and accounting for M&A transactions. In calculating board experience, we refer to Tuschke et al. (2014, SMJ) that focuses on "board interlock". We set the firms with "Direct Ties" of which top management or directors have some experiences of M&A transaction in their own firms and the firms with "Indirect Ties" of which directors in other firms. The results confirm that those ties didn't affect the stock market's evaluation of M&A transactions, but they did confirm that firms with those ties tend to choose longer amortization periods for goodwill.

研究分野：会計学

キーワード：取締役会 M&A のれん 人的資本 資本配分

1. 研究開始当初の背景

(1)本研究の狙いは、取締役会を構成する取締役それぞれの経験や知識・スキルなどから構成される人的資本が、企業によるM & A取引の評価や会計処理に与える影響を検討することにある。M & A取引時に、貸借対照表の純資産簿価や投資金額のギャップを源泉とする無形資産やのれんは、その市場価額を入手することが困難で、主観的な見積りに依拠せざるをえないことから、取引時にそれをいかに認識、測定し、財務諸表に反映させるべきかについては、長きにわたり議論されてきた。これらの議論は概観すると2つの仮説に基づき整理されてきた。1つは、企業経営者が他のステークホルダーに比べて相対的に情報優位にあり、経営者が保有する私的情報を積極的に開示することで、自社の企業価値を高めていくという「私的情報」仮説に基づくロジックである。いま1つは、企業経営者が自らの利害を優先し、他のステークホルダーを犠牲にする行動を行う「エージェンシーコスト」仮説に基づくロジックである。前者のロジックに基づけば、経営者の私的情報に基づき公正かつ適切な会計処理が実施され、投資家にとって有用性が高い情報が開示される。結果として開示される情報への株式市場の評価も影響を受ける可能性が高い。一方で、後者のロジックに基づけば、経営者が機会主義的に自らの動機・効用を最大化する会計処理が実施され、投資家もそうした情報に必ずしも依拠しない、あるいはそうした評価にペナルティを与えるような株式評価を行う可能性がある。どちらが起こっているかは、実証的に検討されるべき課題であるが、日本ではとりわけM & A取引をめぐる会計処理については十分な研究蓄積があるとは言い難く、また一貫した証拠が導き出されているとは言い難い。

(2)上述したM & A取引に対する株式市場の評価やそれにかかわる会計処理についての実態解明を期待するいくつかの事象が進展している。その一つは、企業結合の会計基準をめぐる議論がグローバルに活発化している点である。とりわけ近年では、国際会計基準・国際財務報告基準(IFRS)や米国会計基準が選択した、のれんの非償却を原則とし、その価値が減少した場合に減損を適用する会計手続きでは、のれんの減損の適時性が損なわれやすいという批判が大きくなっており、それに伴い、日本基準が選択するのれんの償却手続きを見直す動きも進展している。しかしながら、そもそものれんの償却手続きをめぐる会計処理にどのような特徴があり、その手続きにどのような要因が影響を与えるのかといった点については十分に解明されているとはいえない。

また日本では2014年8月に経済産業省より「持続的成長への競争力とインセンティブ ~企業と投資家の望ましい関係構築~」(伊藤レポート)が公表されたことを契機として、コーポレートガバナンス改革が進展しており、とりわけ取締役会をはじめとしたガバナンス体制を強化し、実質的に経営変革を通じた価値向上を促す取り組みが重視されるようになってきている。M & A取引やそれを支える会計処理はそうした取り組みの中でも中核的な内容であるものの、取締役会を構成する取締役のスキルや経験がそうしたM & A取引やそれに関連した会計処理にどのような影響を与えているのかについては十分に解明されていない。

最後に、企業価値の決定因子が有形資産から無形資産へとシフトする中で、無形資産が企業価値に結びつく経路など無形資産の評価やその会計処理をめぐる研究成果の蓄積が求められているにもかかわらず、無形資産の定量的なデータの捕捉が難しく、その蓄積が十分に進展していない点である。無形資産を計上する重要な機会の一つであるM & A取引などのデータ蓄積やそれに基づく研究成果はそうした現状の課題を解決するための良い機会の一つとなるかもしれない。

本研究ではこれらの背景も意識しながら、取締役会を構成する取締役それぞれの経験や知識・スキルなどから構成される人的資本が、企業によるM & A取引の評価や会計処理に与える影響を検討する。

2. 研究の目的

(1)本研究の目的は、経営者および取締役会メンバーのM & A取引の経験やそれに関する知識・スキルが、M & A取引におけるプレミアムやその後の会計処理に与える影響を検証することにある。M & A取引は、他の資本的支出と比べると、当該投資が将来の成果に結びつく不確実性が高く、その取得価額の決定やその後の会計処理に主観的な見積りの余地が大きい。またM & A取引は自社の事業・地域ドメインとは異なる新規ビジネスの取得などに活用されることから、経営者ですらそれが将来の事業の成果にあたる影響を予測することが難しい事象である。このため、M & A取引に対して株式市場がどのように評価するのか、あるいはM & A取引時においてどのような会計処理を選択するのかといった点については、予測することは容易ではない。仮に経営者も投資家も同様に成果の不確実性が大きい状態にあるのだとすれば、過去にそうした経験のある取締役のいる企業では、その不確実性を低減させるという観点で、M & A取引に対する株式市場の評価やM & A取引をめぐる経営者の会計選択に影響を及ぼす可能性がある。過去におけるM & A取引の経験があることにより、株式市場からの信頼を高めるようであれば、株式市場はプラスに評価することが想定される。一方で、そうした経験は必ずしも市場で認識されていない、あるいは認識されていても意思決定が必ずしも改善すると株式市場で認識されないようであれば、プラスの評価をもたらすとは限らない。

またのれんの会計処理で特に償却期間の選択にフォーカスを当てる。M & A取引の経験がある取締役の在籍する企業においては、成果の不確実性に対する寛容度がそうではない場合に比べれば高くなる可能性があることから、のれんの償却期間の選択にあたって、より長期での償却を選択する可能性もある。一方で、過去の経験からむしろのれんを貸借対照表に計上し続けることのリスクをそうした経験がない取締役から構成される企業より大きく認識している場合には、短期での償却期間を選択する可能性もある。

後述するように日本では無形資産に関わる投資には相対的に消極的である傾向がある。それを前提とすれば、全社業績に大きな影響を与えるようなM & A取引は相対的に実施されていない可能性が高く、また経営者ものれんの償却期間が長期にわたるようなM & A取引に消極的である可能性が高い。それらを前提とすれば、過去におけるM & A取引の経験の有無が株式市場からの評価に影響を与えない可能性が高い一方で、のれんの償却期間についてはより長期になる可能性が高いと推測する。

(2)本研究の特徴は以下の2つである。第1に、トップマネジメントやその他取締役会メンバーの経験や知識・スキルがM & A取引の価格付けおよび関連する会計処理の決定因子としてどのような影響を与えているかを検討する点である。将来業績やターゲット企業とのシナジーの大きさ、買収の方法などの経済要因のみならず、経営者報酬や経営者の交代など経営者の動機付け、株式所有構造や企業統治構造などの企業固有の状況などに依りて影響をうけることは先行研究で明らかにされている一方で、経営者および取締役メンバーの経験や知識・スキルがどのような影響を与えるかについては研究成果が十分に蓄積されていない。

第2に、のれんの償却期間の選択に与える決定因子の一つを検討している点である。米国基準や国際会計基準とは異なり、日本基準のもとで企業は、のれんを20年以内の期間で償却する会計手続きを求められる。しかしながら、こののれんの償却期間の選択に取締役会などのガバナンス構造が与える影響についての研究成果は十分に蓄積されていない。

本研究では、上記の2つの特徴を検討することで、M & A取引をめぐる会計処理やコーポレートガバナンスに関わる制度設計に対する示唆を得ることを狙いとした。

3. 研究の方法

本研究では、(1)M & A取引や開示・ガバナンス行動に関する先行関連研究の整理、(2)近年の日本企業による資源配分の動向や開示・ガバナンスをめぐる制度が与える影響の検討、(3)経営者や監査法人、投資家に対するインタビュー、(4)関連データの収集、(5)アーカイバルデータを活用した検証の4つのプロセスに基づき検討を行った。

第1にM & A取引をめぐる評価およびM & A取引をめぐる会計処理をめぐる経営者の裁量的な会計判断についての先行研究に関して、包括的にレビューを行った。そのうえで、M & A取引をめぐる株式市場の評価や価格プレミアムへの影響やその後の会計処理に与える影響を検討した。M & A取引に対する評価には、買収ターゲットに対する需要（競争環境等）、買収会社と被買収会社の知識の非対称性（被買収会社の技術集約度の高さ等）、被買収会社の業績、買収会社と被買収会社の関係性（取締役等を通じた相互関係の有無）、CEOの特徴（報酬形態や年齢、知名度等）、会計処理に与える影響として経済条件（製品・サービス市場の特徴や買収事業の収益力・成長性等）、取引条件（買収取引の内容やシナジーの程度等）、経営者の動機（報酬や任期、交代等）、統治状況（株式所有構造（大株主・家族）やCEO/取締役会議長の分離等）、制度的特徴（法的強制力等）について取り上げ、その影響を検証している傾向があった。一方で、取締役会における人的資本にフォーカスを当てている研究は十分に検討されていなかった。

第2に、日本におけるM & A取引に対する評価や開示などの特徴を検討するため、日本企業のM & Aを含めた資本配分の実態や近年の開示状況の変化についての検討を行った。整理の結果、日本企業は他国企業と比べて、そもそもアグレッシブな資本配分を行っている企業の割合が低いことが確認された。また必ずしも収益性が高くなく、成長性に対する期待が低い企業が資本的支出やM & A投資を担っている傾向があることが確認された。また四半期開示、公正開示規制、サステナビリティ開示など近年の開示環境の変化やその経済的影響などについても併せて検討した。

第3に、経営者や監査法人、投資家などに対して、M & A取引やそれに関する会計処理についてインタビューを行った。特にのれんの償却がM & A取引の実態にどのような影響を与えているのか、企業におけるのれんの償却期間の選択がどのような観点から実施されているのかなどについての実態を確認した。

第4に、関連データの集計を行った。M & A取引に関するデータはThomson ReuterやRecofのM & Aディールデータなどをベースに行った。M & A取引で生じるのれんの償却についての情報は、eolデータベースからの検索にて収集した。

一方、取締役会における取締役それぞれの経験値については、東洋経済新報社の役員四季報などを活用し、整理を行った。取締役の経験値の定量化にあたっては、Tuschke et al. (2014, SMJ)を参照した。同研究では、Board Interlockというコンセプトに基づき、取締役が他社のトップマネジメントとして経験しているか、あるいは取締役として経験しているかによって、新興国への市場参入の意思決定が異なってくることを示している。本研究では当該研究を援用し、当社で

トップマネジメントあるいは取締役として過去にM & A取引を経験したものがいるケースを Direct Ties、他社でトップマネジメントあるいは取締役として過去にM & A取引を経験したものがいるケースを Indirect Ties としてそれぞれのケースで、M & A取引に対する株式市場の評価やのれんの償却期間に与える影響を検証するためのデータベースを構築した。

4. 研究成果

(1) M & A取引に対する株式市場の評価やそれに関する会計処理について検討するにあたって、まず日本企業の資本配分の特徴を整理するところからスタートした。個社ベースであれば資本配分については測定されるケースがあるが、本研究では上場企業の個社の集計値をベースに各国上場企業の資本配分の特徴を整理することにした。具体的には、Tobin Q比率やROICを基礎として、5×5の25ポートフォリオに企業を分類したうえで、価値創造(Tobin Q高-ROIC高)、成長(Tobin Q高-ROIC低)、還元・回収(Tobin Q低-ROIC高)、再生・改革(Tobin Q低-ROIC低)それぞれに属する企業数や各ポートフォリオにおける資本配分の傾向について検討を行った。検証の結果、日本では過去30年間にわたって相対的に再生・改革のグループに所属する企業の割合が高く、加えてそれらのグループが他のグループに比べて、資本的支出や他資産への拠出(M & A取引なども含む)に大きく投資をしていることが確認されている。一方で、他国ではむしろ価値創造のグループに所属する企業が長期投資を担っていることが確認された。

ではなぜ日本では、再生・改革のグループが長期投資の中核を担う一方で、他国ではむしろ価値創造のグループが長期投資を担うことになっているのだろうか。

資本市場が経済や企業のイノベーションに貢献するのだとすれば、それは、再生・改革や還元・回収に属しているグループから資金を回収し、それをより価値創造できる、あるいは成長できる主体に資金を集中させることによって実現されることが推測される。資本市場のメカニズムが機能していれば、国家経済全体での資本配分がより効率的に実現できることになるだろう。一方で、仮に資本生産性が低く、成長性が期待されなくとも、各企業が継続するための安定化装置がさまざまなかたちで作用しており、資本市場からの資金調達に依存せずすむ事業体制を整えることができているようであれば、資本配分の機動的な移転が難しくなり、結果として経済成長にネガティブな影響を与える可能性もある。本研究では、安定配当政策、銀行による融資の下支え、多角化など景気の大きな変化を緩和するメカニズムが日本経済に組み込まれており、それらは収益性が低く、成長性が低い企業の投資を支えてきた側面がある傍証を示したうえで、それらを解消するために資本コストを意識した経営を実践していくことが必要であることを示している。

(2)続いて日本企業の無形資産投資の特徴について検討した。M & A取引は企業の無形資産のスケールを大きくさせる投資行動と位置付けることができる。日本では必ずしも資本市場を媒介とした資本配分が十分に行われていないことを前提とした場合、日本企業は無形資産投資をどのように取り組むことになるのだろうか。こうした点を検討するため、日本、米国、欧州で上場する企業の投下資本に対する研究開発費、販管費やM & A時に発生する傾向のあるのれんや無形固定資産などについての水準について比較検討を行った。検討の結果、投下資本に対する研究開発費、販管費やのれん・無形固定資産の比率は相対的に低水準であることが確認された。

ではなぜ研究開発費、販管費やのれん・無形固定資産に対する投資が日本企業は相対的に低い水準にあるのだろうか。そもそも上述した研究開発費、販管費、のれん・無形固定資産といった無形資産に対する投資は成果の不確実性が高いことから、それに対する巨額の投資を行うハードルが高い。そこで超えるべき課題の一つは、投資家からの理解を得て、それらに対する投資に寛容な姿勢を持っていただくことである。そこで、日本企業に対して投資家がどのような評価をしているのかについて検討するため、ROICとEBITDA倍率を軸に投資家の投資スタンスそのものを分類した。具体的には、双方とも高い「サステナブル・グロース/バリュウ」、ROICのみが高い「バリュウ(割安)」、EBITDA倍率のみが高い「グロース(成長)」、双方とも低いが、PSR(時価総額/売上高)1倍以上の「アグレッシブ・グロース(超成長)」、双方とも低い「アクティビスト」の5つのグループに区分した。

日本企業は「アクティビスト」が関心を寄せる企業の割合が4割存在する一方で、「グロース(成長)」「アグレッシブ・グロース(超成長)」はあわせても2割前後にとどまる。一方、米国企業と欧州企業は「グロース(成長)」「アグレッシブ・グロース(超成長)」が4.5割と日本企業の倍以上存在する。米国企業や欧州企業は、そもそも市場から成長を期待されている企業の割合が高く、市場で活動する投資家は知財・無形資産投資へも寛容である可能性が高い。一方、日本ではそもそも市場から成長することを期待されている企業の割合が低いことが、積極的な知財・無形資産投資を行うことを困難にさせている可能性がある。結果として、企業の競争優位に結びつく取り組みを進めることができなくなると、さらにそれらに対する投資が困難になるなど、知財・無形資産投資の縮小均衡に入ってしまう可能性もあることが確認された。

(3)本研究の基盤となる会計環境など日本における開示・ガバナンスの動向について検討するため、会計・開示規制やガバナンス改革などに応じて、現在、日本でどのような会計・開示規制や

ガバナンス改革が行われているのか、それにどのような特徴があるのかという点についても検討を加えた。四半期決算、公正開示規制、サステナビリティ開示規制、リース会計などを取り上げ、その変革の背景にある動向やその経済的影響について検討を行った。四半期決算の導入を契機に投資家の保有期間が短縮しており、さらに投資家の保有期間の短縮化が投資行動を消極的なものとさせているなどが確認されている。またリース会計基準の国際的統合化・収れん化が企業の信用評価やリース取引の活用などに影響を与えている可能性があることも確認している。

(4)これらの研究を前提として、日本企業は海外企業と比べると相対的に不確実性の高い投資に対しては消極的である点、また会計・開示規制の変革などが企業の投資行動に大きな影響を与えることがあることを前提として、取締役会を構成する取締役それぞれの経験や知識・スキルから構成される人的資本が、企業によるM & A取引やその会計処理に与える影響を検討した。本研究では、こうした人的資本の中でも特に各取締役の経験値にフォーカスをあて、自社および他社におけるM & Aの経験が、その後のM & Aに対する評価や会計処理にどのような影響を与えるかを検証した。

検証にあたっては、取締役の経験値を定量化することが求められる。本研究では、Tuschke et al. (2014, SMJ)を参照しながら、定量化を進めた。同研究では、ある企業の取締役が別の企業の取締役に就任するBoard Interlockにフォーカスをあてた定量化を進めている。具体的には、自社の取締役が他社の取締役として関与しているのか、あるいは他社のトップマネジメントあるいは取締役が自社の取締役として関与しているかという点に注目し、新興国への市場参入への意思決定への過去の関与の経験がその後の関与先企業の新興国への市場参入に影響を与えているかを検討している。本研究では、当該研究を援用し、当社でM & Aを経験した取締役がいる場合をDirect Ties、他社でM & A取引を経験した取締役が当社にいる場合にはIndirect Ties、他社でM & A取引を経験したトップマネジメントがいる場合にはIncoming Tiesとしてその人数を変数化したうえで、それらの経験が株式市場からのM & A取引に与える評価や企業によるのれんの償却期間の選択に与える影響を検討した。

検討の結果、過去における自社および他社のM & A経験がある取締役が所属している場合におけるM & A取引に対して、株式市場がポジティブないしはネガティブな評価をしているという結果を導き出すことはできなかった。一方で、のれんの償却期間の選択という観点でいえば、Direct Ties、Indirect Ties、Incoming Tiesがある場合には、長期間で選択される傾向があることが確認された。M & A取引は成果に結び付けるうえでの不確実性が高く、事前にそうした経験値のある取締役メンバーが取締役会構成メンバーにいない場合には、償却期間が長期におよぶM & A取引は許容されない可能性があることを本研究は示唆している可能性がある。

5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕 計8件（うち査読付論文 1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 加賀谷哲之	4. 巻 73(11)
2. 論文標題 新リース基準導入が借手企業に与える影響	5. 発行年 2021年
3. 雑誌名 企業会計	6. 最初と最後の頁 1462-1468
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
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 加賀谷哲之	4. 巻 1
2. 論文標題 四半期開示 制度改革のもたらす経済的影響	5. 発行年 2022年
3. 雑誌名 金融ジャーナル	6. 最初と最後の頁 98-99
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
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 加賀谷哲之	4. 巻 60(7)
2. 論文標題 サステナビリティ開示研究の新展開	5. 発行年 2022年
3. 雑誌名 証券アナリストジャーナル	6. 最初と最後の頁 -
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
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 加賀谷哲之	4. 巻 421
2. 論文標題 日本企業の資本配分と資本コスト経営	5. 発行年 2020年
3. 雑誌名 月刊資本市場	6. 最初と最後の頁 4-14
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
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 加賀谷哲之	4. 巻 1
2. 論文標題 四半期開示制度の導入・廃止をめぐる論理と影響	5. 発行年 2020年
3. 雑誌名 河崎照行編著『会計研究の挑戦 理論と制度における「知」の融合』	6. 最初と最後の頁 235-250
掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子) なし	査読の有無 無
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 堀江優希・加賀谷哲之	4. 巻 59
2. 論文標題 公正開示規制がアナリストによる業績予想行動に与える影響	5. 発行年 2021年
3. 雑誌名 証券アナリストジャーナル	6. 最初と最後の頁 74-85
掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子) なし	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 加賀谷哲之	4. 巻 2
2. 論文標題 フェア・ディスクロージャー導入が情報開示および株式市場に与える影響	5. 発行年 2020年
3. 雑誌名 JSDAキャピタルマーケットフォーラム (第2期) 論文集	6. 最初と最後の頁 79-114
掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子) なし	査読の有無 無
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 加賀谷哲之	4. 巻 333
2. 論文標題 知的・無形資産投資と価値創造	5. 発行年 2022年
3. 雑誌名 MARR:Mergers & acquisitions research report	6. 最初と最後の頁 26-31
掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子) なし	査読の有無 無
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0件

〔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
---------	---------