

# M&A における企業の利益調整行動に関する考察<sup>1</sup>

## Earnings management in M&A: Literature review and perspective

矢部 謙 介

### 要旨

本稿の目的は、企業再編において行われる企業の利益調整行動についての実証研究を行う上で検討しておくべき論点を整理し、それを踏まえて先行研究のレビューを行うことである。本稿では、こうした検討を通じて企業再編時の利益調整行動に関する実証研究を行う上で留意すべき点についての示唆を得た。また、利益調整行動が財務業績測定及び企業価値評価に与えるインパクトについても検討を行い、こうした手法の精緻化の必要性についても言及した。

### 1. 本稿の目的と構成

本稿の目的は、M&A に代表される企業再編において行われる企業の利益調整行動に関して、実証研究を行う上での論点を俯瞰し、先行研究のレビューを行うことで今後の研究課題を抽出することにある<sup>1</sup>。こうした利益調整行動研究に関して実証的証拠を蓄積する意義としては、以下の3点が想定される。

まず1点目としては、日本固有の動機に基づく企業再編に関して、その際の利益調整行動を分析することにより、米国をはじめとした先行研究とは異なる、新たな仮説構築及び検証が可能になることが挙げられる。また、企業再編を行う際の利益調整行動を分析することによって、企業が利益調整に向かう動機に関して更に深掘することが可能となると考えられる。特に近年日本国内において多数行われている企業グループ再編を目的とした M&A では、利益調整に向かう動機について新たな仮説が導出できる可能性がある。

2点目は、こうした企業再編に伴う特有の利益調整行動が広く行われているとするならば、アナウンスメント前後における会計上の利益の妥当性を広く市場に対して説明することにより、資本コストを引き下げることにつながる可能性があるということである。Xie (2001) は、利益調整行動と密接に関わる会計発生高 (accruals) の持続性を評価できる情報を開示することによって、投資家に対して便益を提供できると指摘している。こうした点は、企業のディスクロージャーのあり方に対して新たな示唆を加えることにつながる可能性がある。例えば、企業グループ再編において頻用される株式交換契約の締結に関する情報は、適時開示が求められる会社情報の一つである。2006年6月に公表された東京証券取引所の「上場制度総合整備プログラム」によれば、適時開示の充実において直ちに実施する事項として、株式交換に関する開示内容の充実（例えば「株式交換の比率算定根拠」、「第三者機関が交換比率を算定する場合にお

---

<sup>1</sup> 筆者は本研究を行うにあたって文部科学省科学研究費補助金（若手研究（B）、課題番号：21730328）を受けている。この場を借りて感謝したい。

る当該第三者機関との関係]、「上場会社・相手会社間の関係」の記載の充実)を行うとされている。株式交換契約締結に伴う適時開示情報においては、決定した株式交換比率と、その株式交換比率を算出するにあたって用いられた企業価値評価手法について記載されているのが通常である。また、株式交換比率は、複数の企業価値評価手法による算定結果をもとに決定されていることが多い。詳細は後述するが、本研究の対象である利益調整は、これらの手法によって算出される企業価値に対して影響を与えうると考えられる。例えば、マーケット・アプローチによる企業価値算定手法の一つである市場株価法による企業価値算出について考えてみると、会計上の利益が市場との価値関連性を有しており、かつ市場が企業の利益調整行動を見抜けなるとするならば、利益調整の結果は株価に反映される。その結果、市場における株価をもとに算出される株式交換比率は会計上の利益に影響を受ける事になるのである。こうした点に鑑みれば、株式交換比率の妥当性を検証するためには、企業価値算出の手法に加えて、その前提となっている利益の妥当性についても検証を行う必要があると言えるだろう。また、仮に株式交換に先立ってある特定の傾向を持つ利益調整行動が観測されるならば、こうした重要な取引の事前の利益に関してはその妥当性についての情報を自主的に開示することによって、資本コストを引き下げる効果を期待することができる、といった M&A 前後のディスクロージャーのあり方に関する示唆を得られる可能性がある。

3 点目として挙げられるのは、M&A の成果の測定手法の精緻化に対する貢献である。M&A の成果を測定する代表的な手法としては、M&A のアナウンスメント時における株価の反応を測定するアプローチと、財務業績により測定するアプローチがある。このうち、財務業績によって M&A の成果を測定するアプローチに対しては、企業の会計政策によって左右される財務業績が、本当に M&A の実経済的効果を表しているのかという点に関して疑問があるとする指摘も存在する (Healy, Palepu and Ruback, 1992)。M&A 前後の利益調整行動を分析することで、こうした手法の精緻化を進める上でのヒントが得られる可能性がある。

本稿の構成は以下の通りである。第 2 節では、M&A と利益調整行動に関する論点を整理する。第 3 節においては、海外及び国内における M&A に際しての利益調整行動に関する実証研究の結果についてサーベイを行う。さらに、こうしたサーベイから得られる実証研究及び実務に対する示唆を第 4 節にて論じる。第 5 節は本稿のまとめである。

## 2. M&A と利益調整行動 (Earnings Management) に関する論点

本節では、M&A と利益調整の関わりについて 3 つの視点から検討することとしたい。まず第 1 に、なぜ M&A に当たって利益調整が行われるのかという点を取り上げる。ここでは、M&A に際して行われる利益調整が M&A 取引に対してどのような影響を与えるのかを検討する。第 2 の視点は、どのような M&A においてどの企業が利益調整を行うのかというポイントである。この点については、主に M&A に当たって株主に支払われる対価と買収企業と被買収企業それぞれの立場から見た利益調整行動に対する動機という観点から検討を行う。第 3 は、利益調整行動の測定手法である。米国を中心とした先行研究により、利益調整行動を測定する様々な手法が検討されてきているが、本稿ではその代表的な手法について概括しておくこととする。

## 2.1 なぜ利益調整行動が行われるのか？

M&A に際して行われる利益調整行動に関する研究を行う上で考慮しておかなければならないのが、M&A の際になぜ利益調整が行われるのかという点である。この点を検討するに当たっては、まず M&A に当たって行われる企業価値評価 (valuation) 手法の視点から、企業の利益調整行動が企業価値評価にどのような影響を与えるのかを明らかにしておく必要がある。トーマツ (2005) によれば、企業価値の評価手法は以下の3つのアプローチに分類される。

- ① インカム・アプローチ：Discounted Cash Flow 法 (以下、DCF 法) など
- ② マーケット・アプローチ：市場株価法、類似公開会社法、類似取引法など
- ③ コスト・アプローチ：時価純資産法など

上記のアプローチのうち、3番目のコスト・アプローチは中小企業の企業価値評価を行う際によく用いられる方法であり、株式市場を意識した利益調整が行われるような企業、すなわち上場企業において適用されることは少ない。米国においても、DeAngelo (1990) が指摘しているように、貸借対照表をベースとした資産鑑定のアプローチ (時価純資産法) が用いられるケースは鉱業等の業種に限られるとされている。従って、ここでは①のインカム・アプローチと②のマーケット・アプローチにおいて利益調整行動が企業価値評価の結果にどのような影響を与えるのかを検討することとする。

インカム・アプローチの代表的な手法は DCF 法である。DCF 法は、評価対象となる企業が将来生み出すと予想されるキャッシュフローの現在価値を算出し、それをベースに事業価値ならびに株主価値を算定する手法である<sup>2</sup>。DCF 法では、将来のキャッシュフローを適切な割引率で割引いて現在の事業価値を評価する。DCF 法は、従来は米国で頻用されていた手法であるが、現在では日本における M&A においても一般的に利用されている。DCF 法の割引対象とするのは、フリーキャッシュフロー (FCF) であり、会計上の利益ではないから、一見すると会計利益を調整する利益調整行動によって予想 FCF は影響を受けないように思われる。しかしながら DeAngelo (1990) は、DCF 法を適用するに当たって必要となる将来の予測キャッシュフローは将来の会計利益予想から導き出されるものであるため、DCF 法それ自体が会計的な企業価値評価手法であると指摘している。トーマツ (2005) においても、DCF 法で使用する将来の予測キャッシュフローを算出するためにまず予測損益計算書、予測貸借対照表を作成するという手順を想定しており、実務的にも予測キャッシュフローを作成するに当たって会計上の利益が大きく影響していると考えることができよう。従って、企業が利益調整を行った結果、その利益は将来利益の予想にも反映されると考えられるため、DCF 法を用いた企業価値算定結果に影響を及ぼすと推測される。

次いで、マーケット・アプローチについて取り上げる。マーケット・アプローチには、市場で取引されている当該企業の株価をベースに取引価格を算定する市場株価法と、類似企業や類似取引における事業価値や株主価値と利益の間の倍率 (利益倍率) を用いて価値を算定する類似公開会社法 (類似会社比較法とも呼ばれる) 及び類似取引法 (同じく類似取引比較法とも呼ばれる) に大別される。類似公開会社法及び類似取引法はいずれも利益倍率を用いて理論価値を算出することから、別名「倍率法」とも呼ばれている。ここでは、前者の市場株価法および後

者の倍率法による株主価値算定において利益調整がどのような影響を与えるのか検討する。

まず、市場株価法であるが、これは文字通り当該企業の市場で取引されている株価をベースに価値を算出するアプローチである。通常は、価値算定前の一定期間の平均株価をベースに価値を計算することとなる。当該企業が利益調整を行った際に、この利益調整によって増加した（あるいは減少した）利益が株価に影響を与えるのであれば、利益調整は市場株価法による価値算定結果に反映されると考えられる。企業の利益調整行動と株式市場からの評価について検討した研究である Sloan (1996) は、米国企業の営業利益を営業キャッシュフロー (cash flow from operations) と会計発生高 (accruals) に分解して、その持続性と持続性に対する株式市場の評価を分析している。この研究においては、株式市場は営業キャッシュフローの持続性を実際の利益における持続性よりも過小に評価する一方で、会計発生高の持続性は実際よりも過大に評価しているという検証結果が報告されている。企業の会計政策に伴う利益調整の結果は会計発生高に現れていると考えられることから、市場は利益調整の結果を過大に株価に織り込んでいると解釈される。Sloan (1996) の結果に従うならば、利益調整の結果は実際の株価に大きな影響を与えていると推察することができる。また Xie (2001) は、Sloan (1996) の研究結果を受けてさらに詳細な検証を行っている。この研究では、営業利益を営業キャッシュフローと非裁量的会計発生高と裁量的会計発生高に分解し、それぞれの持続性が株式市場からどのように評価されたのかを検討している<sup>3</sup>。非裁量的会計発生高及び裁量的会計発生高の詳細については 2.3 において詳述するが、企業の利益調整の結果は裁量的会計発生高に主に現れると考えられている。この研究においては、Sloan (1996) と同様に営業キャッシュフローの持続性が市場から過小評価されている一方、非裁量的会計発生高及び裁量的会計発生高の持続性、とりわけ裁量的会計発生高の持続性が市場から過大に評価されているという検証結果が得られている。Xie (2001) の結果も、企業の利益調整の結果が株式市場からの評価（株価）に大きな影響を与えていることを示唆するものである。また、日本においても浅野 (2001) は会計発生高の高低によって分類したポートフォリオごとの長期株式リターンを比較すると会計発生高の低いグループの方が高いグループに比べてリターンが大きいという、Sloan (1996) の主張と整合的な結果を示している<sup>4</sup>。これは、直接的に株式市場が会計発生高の持続性を過大に評価していることを直接的に意味するわけではないが、過大評価が行われている可能性を示唆する証拠である。こうした先行研究を踏まえると、企業による利益調整は株価に影響を与えている可能性が高いと考えられる。従って、増加型の利益調整を行った企業では（少なくとも短期的には）株価が上昇し、逆に減少型の利益調整を行った企業では株価が低下するという影響が発生することとなる。つまり、市場株価法による株価算定に用いられている期間において企業が利益調整行動を行った場合、その利益調整行動は市場株価法による株価算定結果に影響を及ぼす可能性がある結論づけることができる。

では、倍率法の場合はどうだろうか。倍率法を用いた価値算定では、類似会社や類似取引における利益倍率に算定対象企業の利益を乗じることで理論価値を算出する。利益倍率としては、事業価値 (EV) に対する支払利息差引前税引前利益 (EBIT) の倍率 (EV/EBIT 倍率) や償却費支払利息差引前税引前利益 (EBITDA) の倍率 (EV/EBITDA 倍率) 等がよく用いられる。こうした利益倍率に対して、算定対象企業の EBIT あるいは EBITDA を掛けることで事業価値を算出するのである。この時、EBIT および EBITDA は会計上の利益に基づいて計算されるため、倍率法による価値算定結果は利益調整の結果を直接的に受けることとなる。DeAngelo (1990)

が指摘するように、倍率法は明らかに会計数値をベースとした価値算定アプローチであるといえよう。

以上概観してきたように、企業による利益調整行動は企業価値の算定結果に少なからず影響を与えるものと考えられる。概ね増加型の利益調整は価値算定結果を押し上げ、減少型の利益調整は価値算定結果を引き下げる方向に作用する。M&Aの当事者(M&Aを行なおうとする企業あるいはM&Aのターゲットとなっている企業)は、こうした特徴を利用して自社に有利な方向に企業価値算定結果を誘導しようとする可能性がある。こうした点が、M&Aに際して行われる企業の利益調整行動に着目した研究を行う大きな論拠となっている。

## 2.2 どのようなM&Aにおいてどの企業が利益調整を行うのか？

では、どのようなM&Aの場合に企業は利益調整を行うのだろうか。Erickson and Wang (1999)、Louis (2004)といった米国企業を対象とした先行研究では、買収にあたって支払われる対価に着目している。買収企業は、株式を対価とした買収が行われる場合、自社あるいは自社の株主にとって有利な株式交換比率を実現すべく、増加型の利益調整行動を選択する一方で、現金を対価とした買収の場合には自社の株価を高めに誘導するインセンティブを持たないため、有意な利益調整行動を行わないとの仮説を検証している。また、Erickson and Wang (1999)では、被買収企業もまた株式交換比率を自社に有利なものにすべく、増加型の利益調整行動を採るインセンティブを有するという仮説を提示している。これらの先行研究における前提は、買収企業と被買収企業が互いに独立しており、自社の株価を高めることで自社やその株主に有利な取引を実現しようとするという前提に基づく仮説が提示されている。

一方で、日本国内におけるM&A、とりわけ株式を対価とした企業グループ再編(完全子会社化など)の場合には、その多くが親子会社間やグループ会社間で行われるため、取引当事者同士が独立ではないケースも多い。このような場合、米国における先行研究とは異なる仮説を提示することができる可能性がある。その一つが、ターゲット企業(被買収企業)による利益調整の可能性である。米国における先行研究は、基本的に買収企業、ターゲット企業がそれぞれ自社にとって有利な株式交換比率となるよう利益調整を行うことが仮説の前提とされているが、前述のように買収企業とターゲット企業がグループ関係にある場合には、ターゲット企業が自社の株価を低めに誘導するよう減少型の利益調整を実施し、買収企業にとって有利な株式交換比率を設定しようとする可能性がある。通常、経営者は株主に対する信託義務(fiduciary duty)を負っていることから、自社の株主にとって可能な限り良い条件を引き出すことが求められるが、このようなグループ会社間の取引の場合、ターゲット企業の経営者は株主に対する信託義務と、なるべく安く買いたいとする買収企業からの要求の板挟みになる。その結果、DeAngelo (1990)で指摘されているように、信託義務は買収企業からの要求で相殺されるか、あるいは自社の業績に対して肯定的な内部情報の開示時期を調整することで、公正価値(fair value)よりも低い価格で取引されるように仕向ける可能性すらあるわけである。さらにDeAngelo (1986)は、MBOのように上場廃止(going private)を伴う取引の場合、上場廃止の対象となる企業においては廃止後のディスクロージャーが不要となるため、自社にとって肯定的な内部情報の開示を遅らせることが比較的容易になるとも述べている。株式交換による完全子会社化もターゲット企業の上場廃止を伴うため、買収企業とターゲット企業を比較すると、ターゲット企業の方が利益調整を行ないやすい環境にあるといえよう。以上のような推論を踏

まれば、日本国内のグループ会社間の取引の場合、買取側の企業よりもそのターゲットとなっている会社において減少型の利益調整が行われているのではないかと仮説が提示できる<sup>5</sup>。また、Defond and Park (2001) においても指摘されているように、利益調整によって発生する会計発生高は時系列で反転する性質があることから、買取企業が M&A に先立って増加型の利益調整を行った場合には M&A 後にその反転から利益が減少する可能性が高い。こうした反転による事後の利益減少を買取企業が嫌うとすれば、この点もターゲット企業に減少型の利益調整を行わせる動機のひとつになりうるであろう。

### 2.3 利益調整行動をどのように測定するか？

M&A における利益調整行動に関する実証研究を行うためには、企業の利益調整行動を測定する手法が必要となる。現在、利益調整行動を測定するに当たっては、キャッシュフローと会計上の利益の差額である会計発生高 (accruals) をベースとしたモデルを用いることが一般的である。このモデルにおいては、まず会計上の利益からキャッシュフロー部分を取り除き、会計発生高を求める。この時、会計発生高には経営者の裁量に依らない部分 (非裁量的会計発生高) と経営者の裁量に依る部分 (裁量的会計発生高) の双方が含まれると考えられるため、利益調整行動の有無を判断するには、会計発生高から裁量的会計発生高のみを抽出する必要がある。しかしながら、この裁量的会計発生高の算出を行うための手法としては、先行研究において数多くのモデルが提示されており、現在もモデルの改良が研究されている段階であることから、ここでは Jones モデル、修正 Jones モデル及び Kothari et al. (2005) のモデルといった代表的な手法について概観するととどめておく<sup>6</sup>。

Jones モデルは Jones (1991) において提示されたモデルであり、現在使用されている多くの裁量的会計発生高を推定するモデルの原型となっているものである。Jones モデルにおいては、まず正常な会計発生高を算出するための式を推定し、それに基づいて算出された (理論上の) 会計発生高を経営者の裁量に依らない部分 (非裁量的会計発生高) とみなす。そして、実際の会計発生高から (理論上の) 非裁量的会計発生高を差し引くことにより、裁量的会計発生高を算出するのである。Jones モデルでは、まず以下の (1) 式の係数を推定することで、非裁量的会計発生高の推定式を作成する。(1) 式の右辺から、Jones モデルにおいては、正常な会計発生高は売上高の変化額と有形固定資産によって説明されることがわかる。有形固定資産がモデルに組み込まれているのは、会計発生高の一部が減価償却費によって構成されているからであり、売上高の変化は売上債権の金額の変化を通じて会計発生高に影響を与えるためである<sup>7</sup>。さらに推定された係数に基づく (1) 式を用いて測定対象企業の理論上の会計発生高 (すなわち非裁量的会計発生高) を算出し、実際の会計発生高から差し引くことで裁量的会計発生高を計算するのである。

$$TAC_t = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta S_t / A_{t-1} + \alpha_2 \Delta S_t / A_{t-1} + \alpha_3 PPE_t / A_{t-1} + \epsilon_t \quad (1)$$

但し、 $TAC_t$  は  $t$  期の会計発生高、 $A_{t-1}$  は  $t-1$  期の総資産、 $\Delta S_t$  は  $t$  期における売上高の変化額、 $PPE_t$  は  $t$  期の有形固定資産である。

修正 Jones モデルは、上述の Jones (1991) に基づくモデルを Dechow et al. (1995) が改良したものである。修正 Jones モデルでは、まず (1) 式を用いて各係数を推計した上で、非裁量的

会計発生高を算出する際には以下の (2) 式を用いる。(2) において  $\Delta S_t$  から  $\Delta REC_t$  を差し引いているのは、利益調整が行われていると考えられる期間においては、掛売りによって裁量的な売上高が計上されている可能性が高いとの仮説に基づいている。すなわち修正 Jones モデルは、 $\Delta S_t$  から  $\Delta REC_t$  を差し引くことで、経営者の裁量的な部分を取り除いた正常な売上高の変化額を求め、それに基づく非裁量的会計発生高を求めようとするモデルであるといえる。

$$TAC_t = \alpha_0 + \alpha_1 1/A_{t-1} + \alpha_1 (\Delta S_t/A_{t-1} - \Delta REC_t/A_{t-1}) + \alpha_3 PPE_t/A_{t-1} + \varepsilon_t \quad (2)$$

但し、 $TAC_t$  は  $t$  期の会計発生高、 $A_{t-1}$  は  $t-1$  期の総資産、 $\Delta S_t$  は  $t$  期における売上高の変化額、 $\Delta REC_t$  は  $t$  期における売上債権の変化額、 $PPE_t$  は  $t$  期の有形固定資産である。

Kothari et al. (2005) は、Jones モデル及び修正 Jones モデルに基づいて裁量的会計発生高を算出し、さらに同年同業種で最も ROA が近いサンプルの裁量的会計発生高を差し引くことで、裁量的発生高の検出精度をより高めることを提案している (matched-firm approach)<sup>8</sup>。裁量的発生高を推定するアプローチとしてはいくつかの方法が提案されているが、太田 (2007) においても指摘されているように、いずれの方法を採用するにしても推定された裁量的会計発生高には測定誤差が含まれている。Kothari et al. (2005) が提案しているような、業績の近い企業の裁量的会計発生高を測定対象企業の裁量的会計発生高から差し引くアプローチは、こうした測定誤差を軽減するための手法であると解釈することができるが、いずれにしても裁量的会計発生高を測定する研究においては、その結果に多かれ少なかれ測定誤差が含まれていることには留意しておく必要がある。

### 3. M&A時の利益調整行動に関する実証研究

#### 3.1 欧米における実証研究

以上の検討から、企業は M&A に先立って利益調整行動を採るインセンティブを有していると推察される。ここでは、M&A と利益調整行動に関する実証研究のうち、欧米における先行研究の結果をレビューする。

裁量的会計発生高 (discretionary accruals: DAC) を用いて M&A 前後の利益調整行動を実証的に検証しようとした先駆的な研究が、Erickson and Wang (1999) である。この研究では、1985 年～1990 年に株式交換による M&A を実施した米国企業 55 社をサンプルとし、M&A 前後の DAC の測定を行っている。この研究では、買収企業は、M&A の合意前に増加型の利益調整を行っており、相対的な取引規模 (利益調整によって得られる経済的便益の大きさ) が、そうした利益調整行動に影響を与えていることを明らかにしている。なお、この研究ではターゲット企業の利益調整行動についても検証しているが、有意な結果は得られていない。

Louis (2004) は、1992 年～2000 年に M&A を実施した米国企業 373 社をサンプルとして、株式交換による買収を行った企業の利益調整行動について DAC を用いて検証している。これによれば、買収企業は M&A の公表前に増加型の利益調整を行っているとされており、Erickson and Wang (1999) と整合的な結果を得ている。また、M&A 後に取得企業の株価が低迷する理由の 1 つとして、M&A 以前に増加型の利益調整を行った結果、M&A 後に会計発生高が反転し、報告利益が減少していることが影響しているのではないかと指摘している。

米国以外の先行研究についても触れておくこととする。Botsari and Meeks (2008) は、英国企業を対象に株式交換による M&A と利益調整行動の間の関係を検証した研究であり、1997 年～2001 年に株式交換による M&A を実施した英国企業 147 社をサンプルとして検証を行っている。この研究においては、買収企業が M&A の公表前に増加型の利益調整を行っている事を示唆する証拠が得られている。

以上のように欧米における先行研究においては、株式交換による M&A アナウンスメントの事前に関係企業が概ね増加型の利益調整行動を採ることが報告されている<sup>9</sup>。一方、ターゲット企業に関しては、有意な利益調整行動が測定されたとする証拠は筆者がサーベイする限り報告されていない。ターゲット企業において有意な結果が得られていない理由として、Erickson and Wang (1999) は、ターゲット企業も増加型の利益調整を行うインセンティブを有するものの、事前に関係企業の情報を得ることができないことから、実際には利益調整を行うことができないためではないかと述べている。

### 3.2 日本における実証研究

近年、日本企業においても M&A が増加してきていることに伴い、M&A に先立つ日本企業の利益調整行動に関して検証した研究がいくつか報告されている。ここでは、それらの先行研究で得られた結果と、未だ明らかにされていない点について概観する。

浅野ほか (2007) では、1999 年～2004 年に株式交換を公表した日本企業 110 社 (うちグループ再編は 77 社) をサンプルとし、裁量的会計発生高 (DAC) を用いて株式交換公表前後の買収会社による利益調整行動について検証している。この研究では、買収会社は株式交換、なかでもグループ再編に伴う株式交換の公表前に増加型の利益調整を行っているという証拠を得ている。また、利益調整が株価および交換比率に与える影響についても検証を行っているが、有意な結果は得られていない。

北川 (2007) は 2002 年 4 月～2005 年 3 月に企業再編を実施した日本企業 97 社を対象として買収会社の利益調整行動について検証している。本研究では、株式交換を行おうとする買収会社は、企業再編の公表直前の決算期に増加型の利益調整を行うこと、そして株式市場は、利益調整を概ねネガティブに評価していることが報告されている。

さらに、高橋 (2008) は 1999 年～2006 年に M&A を実施した日本企業 298 社を対象として買収会社及び被買収会社の利益調整行動を検証している。この研究によれば、株式交換において買収会社は、M&A の公表前に増加型の利益調整を行っている。また、被買収会社についても、一部で増加型の利益調整を行っていることを示唆する証拠を得たとされている。

以上のように、日本国内においては、欧米における先行研究にならって買収会社側の利益調整行動を検証している研究が多く、買収会社は増加型の利益調整行動を採ることが報告されている。その一方で、被買収会社に関しては未だ検証が十分に行われているとは言い難い状況にある。前述のように、日本における M&A では被買収会社側が利益調整を行っている可能性があることから、この点について仮説の検証を進めていくことが望まれる。

## 4. サーベイから得られる示唆

第 2 節及び第 3 節では、企業再編に伴う利益調整行動に関する実証研究を行う上での論点と、

国内外において行われた実証研究の結果についてサーベイを行った。これらを受けて、本節では今後 M&A に関する実証研究を行う上での示唆及びディスクロージャーなどの企業実務に対する示唆について論ずることとする。

今後の実証研究に対しては、以下の2点を指摘することができる。1点目は、とりわけ日本国内において、独自の仮説に基づいて企業再編に伴う利益調整行動に関する実証研究を進めていく必要があるということである。第3節で検討したように、これまでの日本国内における研究では、海外における実証研究に依拠した仮説を中心に検証してきた。しかしながら、第2節において論じたように、日本国内において多数行われているグループ内での企業再編では、買収企業のみならずターゲット企業も買収企業にとって有利な取引になるような利益調整行動を採っている可能性がある。このように、日本企業によって行われる企業再編の特徴を踏まえた上で独自の仮説を構築し、それを検証することが今後求められると考えられる。2点目には、こうした利益調整行動を踏まえた上で財務業績測定手法の精緻化の必要性を指摘することができる。これまで、会計情報を用いた財務業績の測定には、業種平均を考慮した ROA（例えば 矢部、2008）や営業キャッシュフローを時価ベース総資産で除した指標（例えば Healy, Palepu, and Ruback, 1992）等が用いられてきた。しかしながら、企業再編に際して測定される裁量的会計発生高に対して一定の傾向が見られるのであれば、それを補正することによって、こうした財務業績の測定結果が異なるものになる可能性がある<sup>10</sup>。

企業実務に関しては、以下の2点が指摘できよう。1つ目は、企業再編にあたって利益の持続性に関する情報を開示することの必要性である。Xie (2001) が指摘しているように、市場が裁量的会計発生高の持続性を正しく評価することができないのであれば、こうした利益の持続性に関する情報開示は投資家にベネフィットを与えることとなる。従って、企業再編を行う企業は、こうした利益の持続性に関する情報を投資家に開示することによって、投資家に便益を与えたとともに、資本コストを引き下げることができる可能性がある。ここで留意すべきは、情報開示の対象は買収企業だけではなく、ターゲット企業にも及ぶということである。DeAngelo (1986) が指摘するように、上場廃止 (going private) を伴う取引の場合、上場廃止後のディスクロージャーが不要となることから、むしろ利益調整の温床となりうるのは、上場廃止の対象となるターゲット企業である。従って、企業はグループ再編を行うにあたり、特に上場廃止後のディスクロージャーが不要となるターゲット側についてのディスクロージャーを意識する必要があると言えるだろう。もう1点は、企業価値評価手法に対する示唆である。第2節において検討したように、利益調整行動によってマネジメントされた報告利益は、インカム・アプローチ並びにマーケット・アプローチによって算出された企業価値に影響を与えられよう。従って、企業価値評価手法に関してもこうした影響を極力排除し、精度の高い算定結果が得られるよう、その手法を精緻化していく必要があると思われる。

## 5. おわりに

本稿では、M&A に先立って行われる企業の利益調整行動に着目し、こうした利益調整行動を実証的に検証していくに当たって検討すべき論点の整理と、先行研究のレビューを行った。これらの検討の結果、M&A 時における企業の利益調整行動を検証するに当たっては、その動機に関する仮説を慎重に検討する必要がある明らかとなった。第3節において検討したように、こ

れまでの我が国における実証研究は、欧米における先行研究において提示された仮説を基に検証を行ったものが多いが、日本企業による M&A の特徴（グループ内での企業再編がサンプルに多く含まれることなど）を踏まえた日本独自の仮説を掲げて検証していくことが非常に重要であるといえる。

また、本稿における検討を通じて、M&A 時の財務業績測定や企業価値算定手法の精緻化に対する示唆も得ることができた。その経済的インパクトから考えれば、利益調整を行っている企業の業績をいかにして測定するのか、さらには企業価値を算定するに当たって利益調整行動の結果をいかにして補正するのかといったテーマは学術的あるいは実務的に見て非常に重要であると考えられる。日本における M&A に伴う利益調整行動に関する実証結果の蓄積に加え、こうした新たな研究手法及び実務的手法の確立についても、今後に残された課題であることを付記しておきたい。

- <sup>1</sup> 本稿においてレビューした利益調整行動研究の対象は上場企業である。これは、財務会計データの入手性によるものであるが、倍率法による理論株価算定プロセス等を考慮すれば、未上場企業でも利益調整が行われている可能性はある点には留意が必要であろう。
- <sup>2</sup> 本稿では、こうした企業価値評価手法の概念的な部分のみを取り上げて検討する。具体的な適用方法については、トーマツ（2005）や伊藤（2007）等を参照。
- <sup>3</sup> Xie（2001）では、非裁量的会計発生高および裁量的会計発生高の推計を Jones（1991）に準拠したモデル（Jones モデル）に基づいて行っている。
- <sup>4</sup> 但し、浅野（2001）で得られた結果は Sloan（1996）に比べると明確な超過リターンが每期観察されるというものではない。また、浅野（2001）では会計情報に対する株式市場の効率性に対する直接的な検証は行われていない。
- <sup>5</sup> ターゲット企業の減少型の利益調整により株価が低下すると取引当事者が認識しているならば、株式交換による取引だけでなく、現金による取引においても減少型の利益調整が行われている可能性がある。この点も米国における仮説とは異なることになる。
- <sup>6</sup> 利益調整研究における会計発生高モデルの理論的背景に関しては、太田（2007）において詳細に検討されている。
- <sup>7</sup> 例えば、売上高が増加している局面においては、（売上債権額が売上高に比例するとすれば） $t$  期末における売上債権額は  $t-1$  期末の売上債権額よりも増加する。その結果、キャッシュフローは会計上の利益よりも売上債権の増加額分だけ小さくなるため、会計発生高は大きくなる。
- <sup>8</sup> 北川・後藤（2009）では、Kothari et al.（2005）の追加的検証を行っている。この研究では 1962-2006 年の米国企業 74,681 社をサンプルとして matched-firm approach と regression-based approach を比較しており、当期 ROA を用いた matched-firm approach が定式化の問題を緩和することを示唆する結果が報告されている。なお、太田（2007）は、Kothari et al.（2005）において採用されているアプローチについては理論的根拠に欠けると指摘しているが、M&A に際して行われる利益調整行動を測定する際には、しばしば用いられる方法であることを付記しておく。
- <sup>9</sup> 但し、Heron and Lie（2002）のように、買収会社に関して利益調整を行っている証拠は得られないと報告する先行研究も存在する。
- <sup>10</sup> Gong, Louis, and Sun（2008）では、ROA（総資産営業利益率）から異常会計発生高（abnormal accruals）を差し引くことにより、利益調整前営業利益（pre-managed operating income）ベースの ROA を算出するアプローチを提案している。

## 参考文献

- Botsari, A., Meeks, G., 2008. Do acquirers manage earnings prior to a share for share bid? *Journal of Business Finance & Accounting* 35 (5-6), 633-670.
- DeAngelo, L., 1986. Accounting numbers as market valuation substitute: A study of management buyouts of public

- stockholders. *The Accounting Review* 61(3), 400-420
- DeAngelo, L., 1990. Equity valuation and corporate control. *The Accounting Review* 65(1), 93-112.
- Dechow, P., Sloan, R., Sweeney, A., 1995. Detecting earnings management. *The Accounting Review* 70(2), 193-225.
- DeFond, M., Park, C., 2001. The reversal of abnormal accruals and the market valuation of earnings surprises. *The Accounting Review* 76(3), 375-404.
- Erickson, M., Wang, S., 1999. Earnings management by acquiring firms in stock for stock mergers. *Journal of Accounting and Economics* 27, 149-176.
- Gong, G., Louis, H., Sun, A., 2008. Earnings management and firm performance following open-market repurchases. *The Journal of Finance* 63(2), 947-986.
- Healy, P., Palepu, K., Ruback, R., 1992. Does Corporate Performance Improve after Mergers? *Journal of Financial Economics*, Vol.31, NO.2, 135-175.
- Heron, R., Lie, E., 2002. Operating performance and the method of payment in takeovers. *Journal of financial and qualitative analysis* 37(1), 137-155.
- Jones, J., 1991. Earnings management during important relief investigation. *Journal of Accounting Research* (29), 193-228.
- Kothari, S., Leone, A., Wasley, C., 2005. Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics* 39, 163-197.
- Louis, H., 2004. Earnings management and the market performance of acquiring firms. *Journal of Financial Economics* 74, 121-148.
- Sloan, R., 1996. Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings? *The Accounting review* 71(3), 289-315.
- Xie, H., 2001. The mispricing of abnormal accruals. *The Accounting Review* 76(3), 357-373.
- 浅野敬志・石井康彦・中山重穂・田代樹彦 (2007)、「企業再編における利益管理行動と株価効果」『証券経済学会年報』第 42 号、253-259。
- 浅野信博 (2001)、「会計利益の質的差異と資本市場」『マクロ会計政策の評価』神戸大学経済経営研究所、43-79。
- 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。
- 太田浩司 (2007)、「利益調整研究における会計発生高モデルについて」『企業会計』第 59 巻第 4 号、114-120。
- 北川教央 (2007)、「再編企業による利益調整行動と市場の評価」『六甲台論集—経営学編—』第 53 巻第 4 号、61-80。
- 北川教央・後藤雅敏 (2009)、「業績の影響をコントロールした裁量的発生高の有効性に関する検証」『国民経済雑誌』第 199 巻第 2 号、53-88。
- 高橋邦丸 (2008)、「買収対価の支払手段と利益調整」『管理会計学』第 16 巻第 2 号、53-68。
- トーマツ (2005)、『M&A の企業価値評価』中央経済社。
- 東京証券取引所 (2006)、「上場制度総合整備プログラム」。
- 矢部謙介 (2008)、「グループ企業再編の役割と財務業績への影響」『一橋ビジネスレビュー』第 56 巻第 3 号、44-61。