

M&A とその後の利益マネジメントとの関係

1190541 松井一将

高知工科大学 経済・マネジメント学群

第1章 はじめに

1-1 本研究のテーマとその目的

本研究のテーマは「M&A と M&A 後の利益マネジメントとの関係」を検証することである。M&A とは、『Mergers (合併) and Acquisitions (買収)』の略で、企業の合併および買収のことである。つまり、対象企業の株式を取得すること（株主総会における議決権の獲得）によって当該企業の経営に参加すること、あるいは経営を支配することである（岡部・関, 2006）。また利益マネジメントとは、会計理論や法令の範囲内において、利益を過大ないし過小に計上する意図を持った会計上の操作を意味する（一ノ宮, 2003）。詳細は次節で述べるが、人口減少に伴う国内需要の縮小、あるいは国際化が進むビジネスへの対応等の影響から、競争環境が一層厳しくなっている。現在、わが国の企業の M&A 件数は増加傾向にあり、またその規模（買収額）も拡大している。一方で、東芝のケースに代表されるように、M&A を行った後の会計不正の問題に厳しい社会の目が向けられるようになった。

こうした状況を踏まえ、本研究では、日本企業の M&A に内在する問題点について、M&A 後の利益マネジメントという観点からこれを検証する。

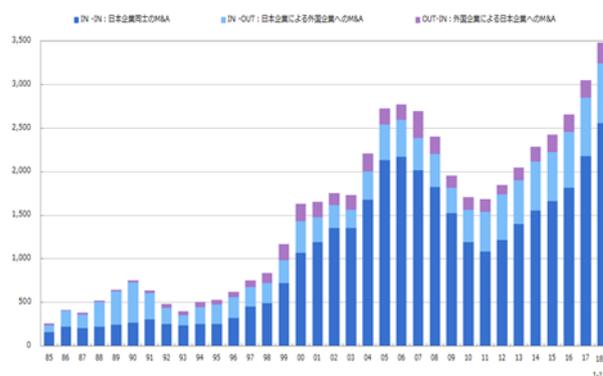
第2章 背景と研究仮説の導出

2-1 背景

古典経済理論に従えば、クールノー市場において、合併後の収益性および効率性の改善が難しいこと、すなわち「合併のパラドクス」が引き起こされることが報告されている（上田, 2004）。例えば、生産設備に制約のない同質財における数量競争（クールノー競争）を行なっている市場を前提にした場合、合併による効率性向上効果が存在しないならば、合併後に市場占有率 80%以上を獲得できないような合併を行う誘因は企業側に生じないことが分かっている（大橋, 2014）。また、参入・退出が起きないような、いわゆるクールノー均衡を前提とすると、同一の費用条件で同質的な財を生産する n 社 (n は社数) において、そのうちの 2 社が合併した場合、合

併が顧客奪取効果を内部化させてしまう。これにより、営業活動へのインセンティブが低下し、したがって合併企業のシェアと利益も低下することになり、最終的には非合併企業のシェアと利益が増加する（Odagiri, 2007）。つまり、合併は顧客奪取効果を内部化させ、合併企業の生産量と利潤が低下する。

上記のように理論上、合併による収益性および効率性の改善を達成することは難しいように見える。しかし現状を見ると日本企業の M&A の件数は増加傾向にある。図1は、わが国における 1985 年以降のマーケット別の M&A 件数の推移を示している。これをみると、リーマンショック（2008 年）後は一時的に減少したが、2011 年以降は年々増加しており、2018 年現在約 3,500 件/年となっている（図1）。



（図1）※出典：MARR Online -M&A 情報・データサイト-
「1985 年以降のマーケット別 M&A 件数の推移」

M&A を行う目的について、橋本（2003）は、戦略的で特殊な資産（自社にない R&D、技術、パテント、ノウハウ、ブランド、地域的許可・免許、販路、サプライヤー網等）の獲得、シナジー効果の発揮、大規模化の実現、多角化とリスクの分散等を挙げている。また、M&A により、経営を安定化させる効果および効率化させる効果が生じ、その意味から、M&A は日本の経済の構造変革を効率的かつ迅速に進めるうえで、有効な手段として位置づけることができる（岡部・関, 2006）。

ここで M&A に成功している企業の例として、日本電産株式

会社（以下、日本電産）を取り上げる。日本電産は、海外企業を含めた M&A に非常に積極的であり、M&A の巧者である（中野, 2017）。日本電産は、2018 年 4 月 24 日に、アメリカの家電大手ワールプール社から冷蔵庫部品のエンブラコを約 1,170 億円で買収すると発表した（日本経済新聞, 2018）。2017 年に日本電産はアメリカのエマソン・エレクトリックの事業を約 1,225 億円で買収しているが、エンブラコを買収はこれに次ぐ規模である（日本経済新聞, 2018）。日本電産は、2017 年 4 月時点において、52 回の企業買収を行っているが、一度も減損損失を計上していない（日本経済新聞, 2017）。

一方で、多くの企業が M&A に失敗しているという現状もある。M&A に失敗した企業の例として社会問題化したのが株式会社東芝（以下、東芝）のケースである。東芝は 2006 年にアメリカの原子力発電大手であった、ウェスチングハウス社を買収した。東芝不正会計の背景には、ウェスチングハウス社の買収価額が破格であったことに加え、2011 年 3 月の福島原発事故を受けて原子力発電事業による収益が見込めなくなったことにより、減損損失を計上する必要に迫られたことがある（松村, 2017）。このように東芝は M&A に失敗し、その損失の計上を回避するために最終的に会計不正に手を染める事になった。2008 年度から 14 年度の 4~12 月期までの東芝の利益操作の金額は、計 1,562 億円にのぼる（日本経済新聞, 2015）。

日本企業は海外企業と比べて、ROE（自己資本利益率）が低く、赤字企業の比率が少ないことが特徴であると言われている（加賀谷, 2018）。つまり積極的にリスクを取らず、企業の継続性・安定性を志向する経営スタイルが、成長性や ROS（売上高利益率）の低下を助長させている可能性がある。

しかしながら、近年は M&A の買収額（1 件あたり）も増加傾向にある。武田薬品工業株式会社は、2017 年 12 月にアイルランド製薬大手のシャイアー社を約 6 兆 8,000 億円で買収すると発表した（大西, 2018）。これは日本の M&A で過去最高の買収額である。

これらをまとめると、日本企業はこれまで保守的な行動を志向してきたが、近年ではグローバル経営の必要性から大型買収の事例も見られるようになった。しかし M&A は、買収額（1 件あたり）が大きければ、その分失敗した時のリスクが高まり、東芝のような会計不正を引き起こす原因となる。なぜなら、規模の大きい M&A は、経営者にとって過度な増益圧力

をもたらす可能性が高くなるためである。

2-2 先行研究

前節では、日本企業の M&A の現状についてみてきた。これによれば、買収は時として経営者に増益圧力を課す。このような観点から、本節では、M&A に関する先行研究についてレビューする。

米国企業を対象とした先行研究では、M&A を行うと発表した企業が、これに対する市場の反応が否定的な場合、株主からの圧力によって M&A 後に修正再表示をする可能性が高まることを示されている（Daniel A. Bens et al, 2012）。この研究では M&A を行った米国企業をサンプルとし、修正再表示（*RESTATE*）を被説明変数としたモデルに基づいて分析を行っている。また、M&A を実施することに対する市場からの評価については、累積異常収益率（*CAR*）を用いてこれを測定し、説明変数としている。累積異常収益率の高さは、当該 M&A の実施に対する株主の評価の高さを表わしている（高い場合は好意的な評価を受けていることを意味する）。したがって累積異常利益率が低い場合、企業は株主からのネガティブな評価をポジティブなものへと転換させる必要が生じる。ここに経営者の利益マネジメントへの動機が生まれ、結果として財務諸表の事後的な修正の可能性が高くなる。

当該先行研究の結果は、経営者が株主を重視していることおよび株主からの圧力が強いことを前提として生じるものである。このように経営者が株主を重視する現状はわが国も例外ではなく、日本型の従業員重視のコーポレート・ガバナンスから、アメリカ型の株主重視のコーポレート・ガバナンスへの転換の必要性が叫ばれている（門脇, 2002）。しかし、このような転換は実質的に機能していない可能性がある。例えば、東芝は、1998 年に執行役員制を導入し、また 1999 年には社内カンパニー制を導入した。さらに 2001 年には社外取締役を導入し、2003 年には委員会等設置会社へ移行した。（松村, 2017）このように東芝はアメリカ型のコーポレート・ガバナンスを導入してきたが、東芝の監査委員会の委員長は元財務担当の社内取締役であり、さらに社外取締役が財務・経理に十分な知見を有していなかった。そのため、外部の目で経営を監視する社外取締役がその役割を果たせず、統治体制が形骸化し、その結果巨額の利益水増しが横行した（汪, 2016）。

また、オリンパス株式会社では最高意思決定機関である取締役会が実質的な権限を十分に持っておらず、社外取締役が

責任を果たせなかったこと、さらに取締役会が代表取締役を牽制できなかったことが問題となった(柴田, 2012)。以上のことから、日本企業において外部圧力が有効に実質的に機能していない可能性があると考えることができる。

M&A およびコーポレート・ガバナンスに関する先行研究を外観すると、企業買収が業績の向上につながらないこと(Aloke Ghosh, 2001)、また M&A を行うと発表した企業が、これに対する市場の反応が否定的な場合、株主圧力によって後に修正再表示をする可能性が高まること(Daniel A. Bens et al, 2012) が明らかになっている。しかし、日本型企業統治は「建前は株主主権、本音は従業員主権」(伊丹, 2000) と主張されるように、日本では、株主への配当を削ってでも従業員の雇用の確保をし、従業員や債権者を重視してきた(小山, 2006)。

以上をまとめると、日本企業は米国企業のように経営者が株主のみを重視した経営を行っているとは考えにくく、したがって M&A に付随する利益マネジメントを行う動機は相対的に小さいのではないかと。また、グローバル化により米国型のコーポレート・ガバナンスを導入している企業がある中、東芝やオリンパスなど近年のガバナンスに関連する問題から見て、日本企業において外部圧力は有効に機能していないのではないかと。これらが本研究の本質的な問題意識である。

2-3 仮説

これまでの議論から以下の仮説が導出される。

仮説

「日本企業において、M&A は利益マネジメントと関連しない。」

もしこの仮説が支持される検証結果が得られれば、本研究の主張は正当性を有する。

第3章 実証方法

本研究では、日本の全上場企業(日経業種分類による)4,080社を取り上げる。このうち、財務諸表の構成が異なる銀行(88社)、証券(21社)、保険(12社)、その他金融業(376社)および財務データが取得できなかった企業(253社)を合わせた750社を除外する。結果として本研究で分析の対象となるサンプルは3,330社(9,990 firm-year)で構成される。対象期間は2015年から2017年の3年とする。M&Aの実施については各企業が各会計年度中に行われたか否かで判断する。また、M&A後の財務諸表の修正再表示の有無と回数を被説明

変数とする。これは、先行研究にあるように、M&Aを行った会計期間中に利益マネジメントをしているため、翌期に修正を迫られる、すなわち事後的な修正を行うといった研究結果に基づいている。ここで修正再表示とは、過去に遡及して誤謬の訂正を財務諸表に反映することである(奥村, 2009)。

本研究で取り上げる各変数は、修正再表示の有無、修正再表示の回数、企業規模(総資産、従業員数)、取引の複雑性(子会社数、海外売上率)会計基準、所有構造(外国人投資家比率)、収益性(売上高当期純利益率、ROA)、監査の質(日本4大監査法人、監査報酬額)、安全性(負債比率、流動比率)、取締役会の独立性(社外取締役比率)である。なお総資産、子会社数、監査報酬額、従業員数に関しては自然対数を用いている。

被説明変数は *RESTATE* (修正再表示) の有無と回数である。本研究では以下に示す2つのモデルに基づいて回帰分析を行う。それぞれのモデルにおける、説明変数は M&A の有無であり、統制変数は日本4大監査法人、会計基準、外国人投資家比率、総資産、子会社数、監査報酬額、従業員数、当期純利益率、海外売上率、ROA、負債比率、流動比率、社外取締役比率とした。以下のモデルは、Daniel A. Bens et al. (2012)、Jagadison K. Aier et al. (2005)、奥村 (2009) のモデルに基づいている。なお各年度のダミー変数および各業種のダミー変数を含める。

この分析に用いるモデルは以下のとおりである。

$$\begin{aligned} RESTATE = & \alpha_0 + \alpha_1(M\&A) + \alpha_2(TARG_BIG4) + \alpha_3(ACC_STA) \\ & + \alpha_4(FOR_INV) + \alpha_5(LNSIZE) \\ & + \alpha_6(LNSUB) + \alpha_7(LNAUD_FE) \\ & + \alpha_8(LNEMP) + \alpha_9(NPM) + \alpha_{10}(OSR) \\ & + \alpha_{11}(ROA) + \alpha_{12}(DEBT_RAT) \\ & + \alpha_{13}(CURAT) + \alpha_{14}(OUTSIDE) \\ & + \alpha_{15}(Yeardummy_{2015 \rightarrow 2017}) \\ & + \alpha_{16}(Industrydummy) + \varepsilon \quad (1) \end{aligned}$$

各変数の定義は以下のとおりである。

RESTATE = 修正再表示の有無 有れば1、無ければ0

RESTATE_NUM = 修正再表示の回数

M&A = M&Aを行っていれば1、そうでなければ0

TARG_BIG4 = 日本 4 大監査法人(あずさ・EY 新日本・トーマツ・PwC あらた)であれば 1、そうでなければ 0

ACC_STA = 国際会計基準もしくは米国会計基準を採用していれば 1、日本基準であれば 0

FOR_INV = 外国人投資家比率

LNSIZE = LN 総資産

LNSUB = LN 子会社数

LNAUD_FE = LN 監査報酬額

LNEMP = LN 従業員数

NPM = 売上高当期純利益率 当期純利益 ÷ 売上高

OSR = 海外売上率 海外売上高 ÷ 売上高

ROA = 総資産利益率 当期純利益 ÷ 総資産

DEBT_RAT = 負債比率 負債 ÷ 自己資本

CURAT = 流動比率 流動資産 ÷ 流動負債

OUTSIDE = 社外取締役比率 社外取締役人数 ÷ 全取締役人数

Year dummy = 年度ダミー

Industry dummy = 業種ダミー

全てのデータは各社の有価証券報告書 (EDINET) から得たものである。

第 4 章 結果

	Average	Median	Std. Dev.	Average	Median	Std. Dev.	t or χ^2
<i>RESTATE</i>	0.108	0	0.310	0.183	0	0.387	56.792 ***
<i>RESTATE NUMBER</i>	0.302	0	1.100	0.513	0	1.358	5.948 **
<i>TARG_BIG4</i>	0.720	1	0.449	0.730	1	0.444	0.565
<i>ACC_STA</i>	0.028	0	0.164	0.119	0	0.324	232.496 ***
<i>FOR_INV</i>	0.107	0.056	0.149	0.158	0.125	0.146	11.059 ***
<i>LNSIZE</i>	10.371	10.238	1.726	11.073	10.860	2.060	12.695 ***
<i>LNSUB</i>	1.670	1.609	1.353	2.767	2.639	1.403	25.818 ***
<i>LNAUD_FE</i>	3.508	3.367	0.742	3.951	3.689	1.022	18.186 ***
<i>LNEMP</i>	6.653	6.540	1.631	7.456	7.260	1.927	15.405 ***
<i>NPM</i>	-0.045	0.035	2.503	0.031	0.038	0.219	1.042
<i>OSR</i>	0.148	0	0.237	0.172	0	0.254	3.160 ***
<i>ROA</i>	0.033	0.035	0.370	0.037	0.039	0.081	0.391
<i>DEBT_RAT</i>	1.347	0.827	7.083	1.648	0.958	10.186	1.282
<i>CURAT</i>	2.680	1.929	3.215	2.315	1.767	2.916	-3.667 ***
<i>OUTSIDE</i>	0.266	0.250	0.127	0.301	0.286	0.133	8.825 ***
<i>DA</i>	0.061	0.030	0.315	0.063	0.030	0.221	0.152

*p<0.1 **p<0.05 ***p<0.01

表 1 記述統計量 (筆者作成)

表 1 は分析に含まれる変数に対する記述統計量を、2015 年から 2017 年の間に M&A を行った企業群と M&A を行っていない企業群とに分けて示している。本研究で取り上げた各変数間の平均値の差が統計的に有意かどうかを検証するために、有意水準 5% で両側検定を行った。これを見ると、修正再表示の有無と修正再表示の回数の平均値は、M&A を行った企業の

方が大きい。この結果は先行研究で示される結果と整合的である。他の変数では、会計基準、外国人投資家比率、総資産、子会社数、監査報酬額、従業員数、海外売上率、流動比率、社外取締役比率の 11 項目が 1%水準で有意であった。したがって M&A を行っている企業は企業規模 (*LNSIZE*, *LNEMP*) が大きく複雑な組織 (*LNSUB*, *OSR*) を有する企業であると言える。

次に各項目同士の相関を調べるために相関行列を示す (付録)。これを見ると、修正再表示の有無、修正再表示の回数と M&A の有無との間に正の相関がみられた (1%水準で有意)。この結果は先行研究で示される結果と整合的である。なお、M&A の有無と、会計基準、外国人投資家比率、総資産、子会社数、監査報酬額、従業員数、海外売上率、社外取締役比率との間には正の相関がみられた (1%水準で有意)。また、M&A の有無と流動比率との間には負の相関がみられた (1%水準で有意)。検証モデルに含まれるすべての変数間の相関行列は付録に示している。

	Coef.	Std. Err.	z
<i>M&A</i>	0.400	0.092	4.37 ***
<i>Big4</i>	-0.190	0.077	-2.48 **
<i>ACC_STA</i>	0.144	0.162	0.89
<i>FOR_INV</i>	0.301	0.201	1.5
<i>LNSIZE</i>	-0.216	0.052	-4.15 ***
<i>LNSUB</i>	0.210	0.047	4.49 ***
<i>LNAUD_FE</i>	0.438	0.092	4.75 ***
<i>LNEMP</i>	-0.114	0.050	-2.28 **
<i>NPM</i>	0.051	0.026	1.97 **
<i>OSR</i>	0.389	0.177	2.19 **
<i>ROA</i>	-1.028	0.356	-2.88 ***
<i>DEBT_RAT</i>	0.002	0.003	0.76
<i>CURAT</i>	-0.023	0.014	-1.63
<i>OUTSIDE</i>	0.570	0.249	2.29 **
定数項	-1.418	0.294	-4.82 ***

LR $\chi^2(47)=260.51***$ Pseudo $R^2=0.036$
 *p<0.1 **p<0.05 ***p<0.01 n=9990

表 2 ロジスティック回帰分析の結果 修正再表示の有無と M&A との関係 (筆者作成)

	Coef.	Std. Err.	t
M&A	0.132	0.037	3.55 ***
Big4	-0.061	0.027	-2.25 **
ACC_STA	0.044	0.067	0.66
FOR_INV	-0.022	0.092	-0.24
LNSIZE	-0.068	0.018	-3.76 ***
LNSUB	0.065	0.016	4.08 ***
LNAUD_FE	0.214	0.034	6.2 ***
LNEMP	-0.077	0.018	-4.31 ***
NPM	0.003	0.005	0.63
OSR	0.243	0.066	3.67 ***
ROA	-0.044	0.035	-1.27
DEBT_RAT	0.002	0.002	1.18
CURAT	-0.009	0.004	-2.23 **
OUTSIDE	0.357	0.092	3.88 ***
定数項	0.517	0.107	4.83 ***
F=5.75*** R-squared=0.027 Adj R-squared=0.022			
*p<0.1 **p<0.05 ***p<0.01 n=9990			

表 3 重回帰分析の結果 修正再表示の回数と M&A との関係 (筆者作成)

表 2 は修正再表示の有無を被説明変数として (1) 式に基づいた回帰分析の結果を示している。当該モデル式における擬似決定係数(Pseudo R2)は 0.036 である ($LR\ chi2 = 260.51$ 、1%水準で有意)。第 1 に、M&A の有無は修正再表示の有無と有意な正の相関を有している。この結果は、本研究の仮説を棄却するものである。

その他では、子会社数、監査報酬額、当期純利益、海外売上率および社外取締役比率は修正再表示の有無と有意に正の相関を有している。また日本 4 大監査法人、総資産、従業員数および ROA は修正再表示の有無と有意に負の相関を有している。

表 3 は修正再表示の回数を被説明変数として (1) 式に基づいた回帰分析の結果を示している。当該モデル式における自由度調整済決定係数は 0.022 である ($F = 5.75$ 、1%水準で有意)。第 1 に、M&A の有無は修正再表示の回数と有意な正の相関を有している。この結果は、仮説を棄却するものである。その他では、子会社数、監査報酬額、海外売上率および社外取締役比率は修正再表示の回数と有意に正の相関を有している。また 4 大監査法人、総資産、従業員数および流動比率は修正再表示の回数と有意に負の相関を有している。

第 5 章 追加検証

前章の回帰分析の結果は、修正再表示の有無および修正再表示の回数と、M&A の有無との間には有意に正の相関を有することを示している。これは本研究の仮説を棄却するもので

ある。しかし、財務諸表の事後的修正は、修正の対象として経営者が意図した利益マネジメントだけではなく、誤謬等も含む。すなわち、経営者が意図した利益マネジメントのみを測定することができない。本研究ではこの問題に対処するために、利益の質を測定する代理変数として裁量的会計発生高を用いて追加検証を行う。なお裁量的会計発生高については、須田・首藤 (2001) に倣って以下の (2) 式により総会計発生高を算出する。

$$\begin{aligned} \text{総会計発生高(TotalAcc)} = & [\Delta \text{流動資産} - \Delta \text{現金預金}] \\ & - [\Delta \text{流動負債} - \Delta \text{短期借入金} \cdot \text{社債合計}] \\ & - [\Delta \text{貸倒引当金} + \Delta \text{賞与引当金} \cdot \text{未払賞与} \\ & + \Delta \text{その他の短期引当金} \\ & + \Delta \text{退職給付引当金} \\ & + \Delta \text{その他の長期引当金}] \\ & - \text{減価償却費} \cdot \text{無形資産の償却額} \quad (2) \end{aligned}$$

多くの会計発生高に関する先行研究 (例えば, Healy, 1985) では、経営者が裁量的に収益の認識を早期化させる、あるいは費用の認識を繰り延べる裁量的会計発生高と、システムティックに発生する非裁量的会計発生高とに区分して分析を行っている (島田, 2011)。本研究においても、機会主義的な利益数値の調整額を測定するため、裁量的会計発生高を代理変数とする。ここでは、Dechow et al. (1995) により提唱された修正ジョーンズ・モデル (3) 式によって裁量的会計発生高を推定する。

■修正ジョーンズ・モデル

$$\begin{aligned} \text{TotalAcc}_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 (\Delta \text{Sales}_{i,t} - \Delta \text{AccRec}_{i,t}) + \alpha_2 \text{PPE}_{i,t} \\ & + \varepsilon_{i,t} \quad (3) \end{aligned}$$

各変数はつぎの通りであり、企業 i の会計期間 t における総資産額 $TA_{i,t}$ によってデフレートされている。

$\Delta \text{Sales}_{i,t}$: 企業 i の $t-1$ 期から t 期にかけての売上高の変化額

$\Delta \text{AccRec}_{i,t}$: 企業 i の $t-1$ 期から t 期にかけての売上債権の変化額

$\text{PPE}_{i,t}$: 企業 i の t 期末における償却性固定資産

(2)式について、クロスセクションで日経業種分類に基づく業種ごとに1年ごとに行い、会計発生高を推定する。この推定値から企業の正常な会計発生高である非裁量会計発生高(non-discretionary accruals; NDA)を推定する。ここでは(4)式のように実際の総会計発生高から非裁量的会計発生高を差し引いた予測誤差を裁量的会計発生高(discretionary accruals; DA)とする。

$$DA_{i,t} = TotalAcc_{i,t} - NDA_{i,t} \quad (4)$$

DA = 裁量的会計発生高

以下、裁量的会計発生高(DA)を被説明変数とした以下のモデルに基づき回帰分析を行う。

$$DA = \alpha_0 + \alpha_1(M\&A) + \alpha_2(TARG_BIG4) + \alpha_3(ACC_STA) + \alpha_4(FOR_INV) + \alpha_5(LNSIZE) + \alpha_6(LNSUB) + \alpha_7(LNAUD_FE) + \alpha_8(LNEMP) + \alpha_9(NPM) + \alpha_{10}(OSR) + \alpha_{11}(ROA) + \alpha_{12}(DEBT_RAT) + \alpha_{13}(CURAT) + \alpha_{14}(OUTSIDE) + \alpha_{15}(Yeardummy_{2015 \rightarrow 2017}) + \alpha_{16}(Industrydummy) + \varepsilon \quad (5)$$

	Coef.	Std. Err.	t
M&A	0.009	0.010	0.9
Big4	-0.018	0.007	-2.45 **
ACC_STA	0.014	0.018	0.76
FOR_INV	0.056	0.025	2.26 **
LNSIZE	-0.019	0.005	-3.82 ***
LNSUB	-0.006	0.004	-1.46
LNAUD_FE	0.030	0.009	3.2 ***
LNEMP	-0.002	0.005	-0.51
NPM	-0.009	0.001	-6.03 ***
OSR	0.023	0.018	1.29
ROA	-0.006	0.009	-0.69
DEBT_RAT	0.000	0.000	-0.07
CURAT	0.002	0.001	2.04 **
OUTSIDE	-0.005	0.025	-0.22
定数項	0.169	0.029	5.83 ***
F = 4.31*** R-squared=0.02			A _d R-squared=0.015
*p<0.1 **p<0.05 ***p<0.01			n=9990

表4 重回帰分析の結果 裁量的会計発生高とM&Aとの関係 (筆者作成)

表4は(5)式に基づいた回帰分析の結果を示している。当該モデル式における自由度調整済決定係数は0.015である(F

=4.31、1%水準で有意)。これを見ると、M&Aの有無と裁量的会計発生高との相関は統計的に有意なものとは言えない。この結果は、本研究の仮説を支持するものである。すなわち、日本企業において、M&Aに付随した利益調整を行う可能性は高いものとは言えない。

第6章 結論と今後の課題

本研究では、日本企業のM&Aに内在する問題点について、M&A後の利益マネジメントという観点からこれを検証した。検証の結果は、M&Aの有無は、M&A後の修正再表示と有意に正の相関を有していることを示している。しかし、追加検証を行った結果、M&Aの有無と裁量的会計発生高との相関は、統計的に有意なものではなかった。この結果は、本研究の仮説を支持するものである。つまり、M&Aに付随した利益調整を行う可能性は高いものとは言えない。

一方で、社外取締役比率は修正再表示の有無および修正再表示の回数と有意に正の相関を有している。しかし、社外取締役比率と裁量的会計発生高との間に統計的に有意な相関はみられなかった。すなわち、取締役会の独立性(社外取締役比率)は、利益の質に影響しない可能性がある。

本研究にはいくつかの限界がある。第1に、取締役会の独立性を測る変数として、社外取締役比率の一つしか取り上げていない。ガバナンスの独立性が有効に機能しているかを判断するためには、他のガバナンスに関する変数も考慮する必要がある。第2に、所有構造に関する変数についてである。これについて本研究では、外国人投資家比率のみを分析モデルに含めているが、経営層の持ち株比率、あるいはメインバンクの持ち株比率等を考慮する必要がある。最後に本研究では、M&Aの有効性について、利益マネジメントの観点からこれを検討したが、投資家の評価といった側面からこれを検討する必要もある。これらは今後の研究課題である。

日本企業はこれまで継続性、安定性を求め、積極的にリスクをとることが少ないと言われてきた。しかし、近年、グローバル化が進み、M&Aの件数およびM&Aの買収額(1件あたり)も増えている。したがって、日本企業が成長するための一つ的手段として、M&Aは有効なものと考えられる。しかし、M&Aを有効なものとするためには、M&Aを適切に評価できるような日本企業独自のコーポレート・ガバナンス体制を構築していく必要がある。

第7章 参考文献・引用

- ・Aloke Ghosh (2001) 「Does operating performance really improve following corporate acquisitions?」
- ・伊丹敬之 (2000) 「日本型コーポレート・ガバナンス-従業員主権企業の論理と改革-」 日本経済新聞社,
- ・一ノ宮士郎 (2003) 「利益操作の研究 —不当な財務報告に関する考察—」
- ・上田雅弘 (2004) 「日本の製紙業界再編とシュタツケルベルク競争」 松山大学論集 第16巻 第1号
- ・汪志平 (2016) 「東芝の不正会計と日本の企業統治改革の課題」
- ・大西富士男 (2018) 「武田薬品、巨額買収承認後に待ち構える不安」 東洋経済オンライン
<https://toyokeizai.net/articles/-/253564>
- ・大橋弘 (2014) 「経済学と競争政策 企業合併の経済学 (2)」
- ・岡部光明・関晋也 (2006) 「日本における企業 M&A (合併および買収) の効果-経営の安定化と効率化に関する実証分析-」
- ・奥村雅史 (2009) 「財務諸表の修正再表示の発生要因について」 早稲田商学第422号
- ・加賀谷哲之 (2018) 「日本のコーポレート・ガバナンス改革の現状と課題」
- ・門脇延行 (2002) 「日本のコーポレート・ガバナンスと従業員主権 -伊丹敬之の所説を中心に-」 富田光彦教授退官記念論文集 第334号
- ・小山明宏 (2006) コーポレート・ガバナンスの経済分析 (1) —『経営効率とガバナンス構造』研究の系譜— 『学習院大学 経済論集』第43巻 第2号
- ・Jagadison K. Aier, Joseph Comprix, Matthew T. Gunlock, and Deanna Lee (2005) 「The Financial Expertise of CFOs and Accounting Restatements」 Accounting Horizons P.129
- ・柴田英樹 (2012) 「オリンパスの粉飾は何故、発見されなかったか」
- ・島田佳憲 (2011) 「自社株買い公表前における利益数値制御に関する実証研究」
- ・週刊ダイヤモンド (2017) 「日本電産のM&Aが過去57件すべて大当たりした理由【永守会長に聞く (2)】」
<https://diamond.jp/articles/-/154356>
- ・須田一幸, 首藤昭信 (2001) 「経営者の利益予測と裁量的会計行動」 『産業経理』
- ・Daniel A. Bens Theodore H. Goodman Monica Neamtii (2012) 「Does investment-Related Pressure Lead to Misreporting? An Analysis of Reporting Following M&A Transactions」 American Accounting Association
- ・中野友貴 (2017) 「日本電産のM&Aに迫る」
https://ma-jouhouhiroba.jp/procmmt_column/20170510/2444/
- ・日本M&Aセンター
<https://www.nihon-ma.co.jp/service/aboutma/>
- ・日本経済新聞 2015/7/21 「東芝、不適正会計問題を読み解く」
<https://www.nikkei.com/article/DGXZZ089536830R20C15A700000/>
- ・日本経済新聞 2017/4/25 「日本電産、買収53件目 永守流に3つの秘訣」
https://www.nikkei.com/article/DGXLASDZ25HSN_V20C17A4T15000/
- ・日本経済新聞 2018/4/24 「日本電産、米ワールプールの冷蔵庫部品事業を買収」
https://www.nikkei.com/article/DGXMZ029783240U8A420C1TJ2000/?n_cid=SPTMG002
- ・橋本輝彦 (2003) 「M&A ブームと企業システムの変化」 『立命館経営学』 第41巻 第6号
- ・Patricia M. Dechow, Richard G. Sloan and Amy P. Sweeney (1995) 「Detecting Earnings Management」
- ・Hiroyuki Odagiri (2007) 「The Impact of Mergers on Economic Performance and the Role of Competition Policy 合併の経済効果と競争政策の意義」
- ・Healy, Paul M. (1985) 「The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decisions」
- ・MARR Online -M&A情報・データサイト- (2018) 「1985年以降のマーケット別M&A件数の推移」
<https://www.marr.jp/genre/graphdemiru>
- ・松村勝弘 (2017) 「東芝不正会計事件はなぜ起こったのか」 『証券経済学会年報』 第51号