

米国会計基準・国際会計基準適用企業のM&Aの実態 分析と評価指標

その他のタイトル	A Study of the Actual Analysis and Valuation Index about M&A of the US-GAAP & IFRS Introduction Companies
著者	大倉 雄次郎
雑誌名	關西大學商學論集
巻	65
号	2
ページ	39-56
発行年	2020-09-25
URL	http://hdl.handle.net/10112/00020722

米国会計基準・国際会計基準適用企業のM&Aの実態分析と評価指標

大倉 雄次郎¹⁾

(問題の所在)

米国会計基準 (US GAAP)・国際会計基準 (IFRS) 適用企業51社のM&Aの実態分析を行い、それが企業価値の向上につながっているのかの評価指標を探索し提案をする。

I 分析対象企業

1. 分析対象企業の概観

分析対象は、米国会計基準適用8社と国際会計基準 (IFRS) 適用の日本企業43社合計51社である。この51社をのれんの取得金額が2千億円以上の企業グループ (上位グループ) 21社とのれんの取得金額が2千億未満の企業グループ (下位グループ) 30社に分類して分析している。上位グループを分母・下位グループを分子にして、のれん取得価額、のれん残高、減損累計額の金額比率は、それぞれ10.4%、9.0%、34.4%で、下位グループが上位グループよりも減損が進んでいることが分かる。

のれん取得価額		のれん取得価額	減損等累計額	のれん残高	減損率	のれん残高比率
2千億円以上の会社グループ (21社)	AVE	995,370	-55,941	939,428	-6.98%	93.02%
	max	4,403,236	-393,535	4,321,467	-49.9%	100%
	MIN	225,864	0	222,721	0.0%	50.1%
2千億円未満の会社グループ (30社)	AVE	103,386	-19,228	84,158	-18.5%	81.5%
	MAX	313,393	-188,518	180,286	-90.4%	100.0%
	MIN	3,353	0	632	0.0%	9.6%
2千億円未満の会社G / 2千億円以上の会社G	AVE比較	10.4%	34.4%	9.0%	265.7%	87.6%

2. のれん取得価額の大小によるグループ分類による財務数値

上位グループと下位グループの各勘定科目の財務数値の金額の平均、最大、最小は次の通り

1) 関西大学名誉教授 商学博士 Dr. Yujiro Okura - Study of the Actual analysis and Valuation index about M&A on the US-GAAP & IFRS introduction companies

である。最下段に、上位グループを分母・下位グループを分子にしての比率を示している。上位グループを1として下位グループの比率は総資産34.0%に比べて自己資本47.0%、利益剰余金47.3%、現金同等物46.0%、株式の時価総額49.1%が高い比率にある。

(百万円)

のれん取得価額		総資産	自己資本	当期純利益	利益剰余金	営業活動CF	現金同等物	売上収益	株式時価総額
2千億円以上の会社グループ (21社)	AVE	8,889,420	2,941,742	349,218	2,187,255	539,586	713,267	5,319,240	3,773,405
	max	36,096,476	9,264,913	1,411,199	5,954,305	2,406,157	3,858,518	16,103,763	9,870,900
	MIN	1,218,986	555,689	40,195	324,628	57,166	57,317	1,059,120	374,900
2千億円未満の会社グループ (30社)	AVE	3,024,721	1,383,849	129,771	1,034,163	173,922	327,852	2,318,489	1,857,790
	max	11,945,779	4,263,166	414,215	3,078,655	533,487	999,697	7,401,256	6,637,000
	MIN	281,767	123,760	341	-40,530	13,620	30,133	194,201	54,100
2千億円未満の会社G/ 2千億円以上の会社G	AVE比較	34.0%	47.0%	37.2%	47.3%	32.2%	46.0%	43.6%	49.2%

II. のれん残高の各勘定科目の財務数値に占める比率

1. のれん取得価額の大小分類によるのれん残高の各勘定科目の財務数値に占める比率

上位グループと下位グループ毎にのれん残高(帳簿価額)を分子に、各勘定科目の財務数値を分母にしての比率の平均、最大、最小は次の通りである。

のれん残高の総資産に占める比率(平均)は上位グループ13.4%に対し下位グループ4.3%である。又のれん残高の自己資本に占める比率(平均)は上位グループ35.3%に対し下位グループ10.3%である。但し下位グループの中に△40,530^{百万円}の利益剰余金がある為、「のれん/利益剰余金」比率が1.6%となっている。

のれん取得価額 グループ分類		のれん残高/ 総資産	のれん残高/ 自己資本	のれん残高/ 当期純利益	のれん残高/ 利益剰余金	のれん残高/ 営業活動CF	のれん残高/ 現金同等物	のれん残高/ 売上収益
2千億円以上の会社グループ (21社)	AVE	13.4%	35.3%	475.2%	54.3%	253.5%	222.5%	30.1%
	max	36.8%	80.6%	3813.4%	265.2%	1266.9%	1230.2%	198.4%
	MIN	2.4%	7.1%	68.4%	9.3%	36.8%	34.8%	2.5%
2千億円未満の会社グループ (30社)	AVE	4.3%	10.3%	230.4%	1.6%	71.2%	40.1%	6.6%
	MAX	16.1%	86.7%	3505.6%	39.3%	369.8%	213.5%	26.8%
	MIN	0.1%	0.2%	2.4%	-264.9%	2.0%	0.8%	0.1%
2千億円未満の会社G/ 2千億円以上の会社G	AVE比較	32.3%	29.3%	48.5%	2.9%	28.1%	18.0%	21.7%

2. のれん残高と自己資本、利益剰余金の相関関係

(1) 「のれん残高/総資産」と「のれん残高/自己資本」の相関関係

正の相関関係があることは、「のれん残高/総資産」が大になれば「のれん残高/自己資本」の比率も大になるということで、経営状況の悪化でのれんの減損が行われた金額が大になった

時に、自己資本でどれだけカバーできるか、できなければ企業は他人資本の調達に依存することになるので財務基盤が弱体化することを示している。

（２）「のれん残高/総資産」と「のれん残高/利益剰余金」の相関関係

正の相関関係があることは、「のれん残高/総資産」が大になれば「のれん残高/利益剰余金」の比率も大になるということで、利益剰余金でのれん残高をどれだけカバーできるかということを示している。M&Aのシナジー効果で業績の拡大による利益剰余金が多額であれば仮に減損が生じても利益剰余金の減少をカバーできるので負の相関関係になる。尚のれん取得価額 2 千億円未満の会社グループ中に利益剰余金と当期純利益の極端に小（マイナス等） 2 社はこの相関分析から除外した数字としている。

のれん取得価額	相関配列軸	1	のれん取得価額	のれん残高/総資産	のれん残高/総資産	のれん残高/総資産	のれん残高/総資産
		2	のれん残高/総資産	のれん残高/自己資本	のれん残高/利益剰余金	のれん残高/営業活動CF	のれん残高/現金同等物
2千億円以上の会社グループ	相関係数		0.41844	0.81823	0.60835	0.60124	0.68867
	1%有意水準		*	*	*	*	
2千億円未満の会社グループ	相関係数		0.43563	0.92365	0.76178	0.82143	0.78165
	1%有意水準		*	*	*	*	

上記の相関関係はいずれのグループも正の相関にあり望ましくないのであるが、次に本稿の要である個々の企業の実態分析に進むことにする。

Ⅲ のれんの実態分析

1. のれんの取得価額・減損処理の企業別分析

（１）上位グループ21社

上位グループ21社ののれん残高の多い企業のうち、のれん取得金額に対する減損等の累計額の比率（減損率）はソフトバンク1.86%、NTTG11.2%、キヤノン3.4%、ソニー29.3%、アサヒHD7.42%、パナソニック49.9%でばらつきがある。総合商社の減損率は伊藤忠商事14.6%、三菱商事3.7%である。尚のれんの減損累計額零が武田薬品、日本電産等5社である。

2019.3.31 期数値	のれん取得価額	減損等累計額	のれん残高	減損率	のれん残高比率
ソフトバンクG	4,403,236	-81,769	4,321,467	-1.86%	98.14%
武田薬品工業	4,161,403	0	4,161,403	0.00%	100.00%
日本たばこ産業*	2,008,416	0	2,008,416	0.00%	100.00%
キヤノン*	940,939	-32,428	908,511	-3.4%	96.6%
NTTG	998,850	-112,319	886,531	-11.2%	88.8%
電通*	787,121	-269	786,852	-0.03%	99.97%
ソニー	1,087,374	-318,822	768,552	-29.3%	70.7%
アサヒGHD*	761,611	-56,523	705,088	-7.42%	92.58%

富士フイルムHD	655,508	0	655,508	0.0%	100.0%
三菱ケミカルHD	648,806	0	648,806	0.00%	100.00%
日立製作所	568,643	-6,707	561,936	-1.18%	98.82%
KDDI	542,339	-2,645	539,694	-0.49%	99.51%
三菱商事	419,806	-15,493	404,313	-3.69%	96.31%
パナソニック	789,282	-393,535	395,747	-49.86%	50.14%
伊藤忠商事	458,690	-67,130	391,560	-14.64%	85.36%
楽天*	423,727	-70,072	353,655	-16.54%	83.46%
大塚HD*	288,920	-4,823	284,097	-1.67%	98.33%
日本電産	262,311	0	262,311	0.0%	100.0%
コニカミノルタ	235,932	-971	234,961	-0.41%	99.59%
アステラス製薬	225,864	0	225,864	0.00%	100.00%
NEC	233,982	-11,261	222,721	-4.81%	95.19%
社数	21	21	21	21	21
AVE	995,374	-55,941	939,433	-6.98%	93.02%
max	4,403,236	-393,535	4,321,467	0.0%	100%
MIN	225,864	0	222,721	-49.86%	50.14%

*印12月期決算会社 (以下同じ)

(2) 下位グループ30社

下位グループのれん取得金額に対する減損等の累計額比率(減損率)は小松製作所12.2%,京セラ23.9%,リコー60.2%,味の素15.6%,村田製作所13.8%,ファーストリテイリング79.6%である。総合商社の住友商事36.7%,丸紅25.4%,三井物産35.6%,双日5.8%である。尚のれんの減損累計額零が花王, ヤフー, エーザイ等8社である。

2019.3.31 期数値	のれん取得価額	減損等累計額	のれん残高	減損率	のれん残高比率
花王*	180,286	0	180,286	0.0%	100.00%
ヤフー	175,301	0	175,301	0.0%	100.00%
エーザイ	172,157	0	172,157	0.0%	100.00%
丸紅	226,898	-57,606	169,292	-25.4%	74.6%
TDK	172,675	-7,881	164,794	-4.6%	95.4%
豊田自動織機	163,716	0	163,716	0.0%	100.00%
小松製作所	184,361	-22,440	161,921	-12.2%	87.8%
京セラ	196,506	-47,007	149,499	-23.9%	76.1%
リコー	313,393	-188,518	124,875	-60.2%	39.8%
住友商事	174,296	-63,971	110,325	-36.7%	63.3%
日本板硝子	112,965	-5,616	107,349	-4.9%	95.03%
田辺三菱製薬	91,640	0	91,640	0.0%	100.00%
味の素	108,342	-16,968	91,374	-15.6%	84.34%
AGC(旭硝子)*	110,537	-21,460	89,077	-19.4%	80.59%
三井物産	122,046	-43,478	78,568	-35.6%	64.4%
村田製作所	90,898	-12,509	78,389	-13.8%	86.2%

第一三共	77,851	0	77,851	0.0%	100.00%
双日	70,345	-4,146	66,199	-5.8%	94.11%
日本製鉄	66,238	-13,435	52,803	-20.2%	79.72%
三菱電機	47,671	0	47,671	0.0%	100.0%
HOYA	51,136	-8,293	42,843	-16.22%	83.78%
オムロン	48,666	-8,134	40,532	-16.7%	83.3%
富士通	43,439	-5,091	38,348	-11.7%	88.28%
デンソー	14,939	-727	14,212	-4.87%	95.13%
ワコールHD	23,157	-11,203	11,954	-48.4%	51.6%
ファーストリテイリング	39,740	-31,647	8,093	-79.6%	20.36%
日東電工	7,592	-758	6,834	-9.9%	90.02%
セイコーエプソン	4,853	0	4,853	0.0%	100.00%
クボタ*	3,353	0	3,353	0.0%	100.0%
日本ハム	6,596	-5,964	632	-90.4%	9.6%
社数	30	30	30	30	30
AVE	103,386	-19,228	84,158	-18.55%	81.45%
MAX	313,393	-188,518	180,286	0%	100%
MIN	3,353	0	632	-90.4%	9.6%

*印12月期決算会社（以下同じ）

2. のれん残高余裕度と株式時価総額自己資本倍率の関係

企業による最も生産的な投資機会につながる活発で且つ豊かな資本市場なくして、経済は成長・繁栄しえない²⁾。投資家の企業評価の指標として「株式時価総額/自己資本」（倍率）がある。

のれん取得価額が2千億円以上のグループと2千億円未満のグループの「株式時価総額/自己資本倍率」と「自己資本/のれん残高（倍率）」の相関係数を見ると夫々-0.15165と-0.05696の負の相関係数であるが有意性（1%水準）はなかった。同じく「株式時価総額/自己資本倍率」と「利益剰余金/のれん残高（倍率）」の相関係数を見ると夫々-0.10662と-0.02458の負の相関係数であるが有意性（1%水準）はなかった。

のれん取得価額でのグループ分類		株式時価総額/ 自己資本（倍率）	自己資本/ のれん残高（倍率）	利益剰余金/ のれん残高（倍率）
A2千億円以上の 会社グループ (21社)	AVE	1.43	3.13	3.50
	max	4.09	2.14	10.78
	MIN	0.67	2.50	0.38
B2千億円未満の 会社グループ (30社)	AVE	1.67	67.63	52.41
	MAX	7.69	634.52	454.01
	MIN	0.43	1.15	-0.38

2) 伊藤邦雄監訳『会計の再生』中央経済社、2018年、7頁

相関係数	相関配列軸	1	株式時価総額/自己資本	株式時価総額/自己資本
		2	自己資本/のれん残高	利益剰余金/のれん残高
	2千億円以上の会社グループ		-0.15165	-0.10662
	2千億円未満の会社グループ		-0.05696	-0.02458

3. 企業別「のれん残高」の企業別余裕度分析

上記ののれんの減損状況を個別企業毎にその「のれん残高」の経営における余裕度を自己資本と利益剰余金との関連でみてみる。自己資本は、払込資本と留保利益の合計で親会社に帰属するもので、「自己資本/のれん残高」(倍)は、のれん残高の財政状態の健全性を判断する指標となる。「利益剰余金/のれん残高」(倍率)は、利益剰余金がのれん残高をどれだけ賄えるかを示している。倍数が高いほど、のれん残高の減損損失の会計処理が経営上の重荷とならず、倍数が低いほど、のれん残高の巨額の減損損失の会計処理があった場合には、経営上のリスクとなる虞が高い。

(1) のれん残高の多い会社ののれん残高の自己資本と利益剰余金との関係

第一に、「自己資本/のれん残高」(倍)は、キヤノン3.11倍、NTTG10.45倍、ソニー5.77倍、富士フイルム3.11倍、日立製作所5.81倍、KDDI7.75倍等である。

第二に、「利益剰余金/のれん残高」(倍)は、キヤノン3.94倍、NTTG6.72倍、ソニー3.02倍、富士フイルム3.83倍、日立製作所4.07倍、KDDI7.68倍等である。

2019.3.31 期数値	株式時価総額/ 自己資本 (倍率)	自己資本/ のれん残高 (倍率)	利益剰余金/ のれん残高 (倍率)
ソフトバンクG	1.29	1.76	1.29
武田薬品工業	1.07	1.24	0.38
日本たばこ産業*	1.66	1.34	1.32
キヤノン*	1.29	3.11	3.94
NTTG	1.07	10.45	6.72
電通*	0.98	1.33	0.96
ソニー	1.69	5.77	3.02
アサヒGHD*	2.29	1.63	1.16
富士フイルムHD	1.14	3.11	3.83
三菱ケミカルHD	0.79	2.12	1.66
日立製作所	1.04	5.81	4.07
KDDI	1.59	7.75	7.68
三菱商事	0.71	14.09	10.78
パナソニック	1.04	4.84	3.79
伊藤忠商事	1.12	7.50	6.66
楽天*	1.77	2.19	1.20
大塚HD	1.43	6.00	4.33

日本電産	4.09	3.80	3.44
コニカミノルタ	0.67	2.37	1.38
アステラス製薬	2.17	5.62	4.39
NEC	1.39	3.86	1.59
社数	21	21	21
AVE	1.44	3.13	3.50
max	4.09	2.14	10.78
MIN	0.67	2.50	0.38

(2) のれん残高の少ない会社ののれん残高の自己資本と利益剰余金との関係

第一に、「自己資本/のれん残高」(倍)は、花王4.56倍、ヤフー4.67倍、エーザイ3.65倍、TDK5.32倍、小松製作所11.21倍、京セラ15.16倍、味の素7.51倍、村田製作所20.46倍である。

第二に、「利益剰余金/のれん残高」(倍)は、花王3.72倍、ヤフー4.75倍、エーザイ2.55倍、TDK5.95倍、小松製作所10.50倍、京セラ10.96倍、味の素6.52倍、村田製作所19.05倍である。

2019.3.31 期数値	株式時価総額		自己資本		利益剰余金	
	/自己資本	(PBR)	/のれん残高	(倍率)	/のれん残高	(倍率)
花王*		4.48		4.56		3.72
ヤフー		2.14		4.67		4.75
エーザイ		2.50		3.65		2.55
丸紅		0.59		11.68		6.87
TDK		1.20		5.32		5.95
豊田自動織機		0.75		15.15		7.20
小松製作所		1.19		11.21		10.50
京セラ		1.04		15.16		10.96
リコー		0.78		7.47		4.60
住友商事		0.70		25.12		18.68
日本板硝子		0.44		1.15		-0.38
田辺三菱製薬		0.73		9.79		4.23
味の素		1.55		7.51		6.52
AGC(旭硝子)*		0.60		12.77		8.69
三井物産		0.67		54.26		39.18
村田製作所		1.84		20.46		19.05
第一三共		3.90		16.05		14.81
双日		0.65		9.34		3.09
日本製鉄		0.43		61.19		43.56
三菱電機		1.12		50.34		41.12
HOYA		5.20		14.55		14.41
オムロン		2.16		12.44		11.24
富士通		1.50		29.52		15.04

デンソー	0.96	253.00	196.64
ワコールHD	0.76	18.11	16.16
ファーストリテイリング	7.69	106.63	100.72
日東電工	1.10	102.49	91.02
セイコーエプソン	1.04	111.31	78.90
クボタ*	1.38	399.60	338.62
日本ハム	1.02	634.52	454.01
社数	30	30	30
AVE	1.67	67.63	52.41
MAX	7.69	634.52	454.01
MIN	0.43	1.15	-0.38

4. 有利子負債・ネット有利子負債との関連

買収企業の資金調達形態で被買収企業の株式を取得する上で借入金・社債をその主たる対価とするケースでは買収によって買収企業の財務レバレッジは上昇し、財務危機のリスクを増加させるため、買収企業の株主の価値を減少させる可能性もある。³⁾

(1) 有利子負債・ネット有利子負債の状況

企業においては、M&Aのための資金、有形固定資産の取得資金、海外展開に伴う資金等の投資資金そして運転資金の調達をするために借入金や社債発行をする。この有利子負債と手持ちの現金及び現金同等物（以下「現金同等物」）で、財務の健全性を分析する。上位グループの有利子負債を分母に下位グループの有利子負債を分子にすると前者1に対して後者は34.6%となり、ネット有利子負債では28.8%となり、下位グループの方が有利子負債が少ないことを示している。

のれん取得価額	(百万円)	有利子負債	ネット有利子負債
2千億円以上の 会社上位グループ (21社)	AVE	2,095,905	1,382,637
	max	13,709,030	9,850,512
	MIN	0	-356,124
2千億円未満の 会社下位グループ (30社)	AVE	726,193	398,341
	max	4,558,335	3,602,228
	MIN	0	-502,954
2千億円未満の会社G /2千億円以上の会社G	AVE比較	34.6%	28.8%

(2) のれんの取得金額と有利子負債の相関関係

のれんの取得金額と有利子負債の相関関係が上位グループでは正の有意があり下位グループ

3) Krishna G.Palepu "Introduction to Business Analysis & Valuation" 斎藤静樹監訳『企業分析入門』東京大学出版会、1999年 278頁。

では、この相関関係に有意性はなかった。これは上位グループではのれんの取得価額が大になるほど有利子負債による資金調達が増えることを示している。一方の下位グループでは、のれんの取得価額の増加と有利子負債での調達の増加がみられないことを示している。

のれん取得価額	相関配列軸 1	のれん取得価額：	のれん取得価額：
	相関配列軸 2	有利子負債	ネット有利子負債
2千億円以上の会社グループ	相関係数	0.79147	0.79270
	1%有意水準	*	*
2千億円未満の会社グループ	相関係数	0.28283	0.28821
	1%有意水準		

(3) 企業別「有利子負債/自己資本」(倍)・「ネット有利子負債/自己資本」(倍)の状況
個々の企業の実態分析で次のことが判明した。

第一に、「有利子負債/自己資本」(倍数)は、1未満の低い倍数ほど財政状態は優良である。借入金や社債等のない場合には0となる。この倍数が1を超えると自己資本より有利子負債の方が大のため、財政状態は極めて苦しくなってくる。

第二に、ネット有利子負債は有利子負債から期末現金同等物を差し引いた金額である。有利子負債がマイナスになるのは、有利子負債よりも手持ちの期末現金同等物の方が大であることを示している。従って「ネット有利子負債/自己資本」の倍数ではマイナスの数値が高いほど、更に1未満の数値が小であるほど優良である。

第三に、のれん残高の多い会社(上位グループ21社)では、まず「有利子負債/自己資本」(倍)は、キャノン0.14倍、NTTG0.41倍、ソニー0.25倍、富士フィルム0.26倍、日立製作所0.29倍、KDDI0.28倍等である。次に、「ネット有利子負債/自己資本」(倍)は、キャノン-0.04倍、NTTG0.30倍、ソニー-0.08倍、富士フィルム-0.06倍、日立製作所0.05倍、KDDI0.24倍等である。

2019.3.31 期基準数値	有利子負債/自己資本 (倍) 1以下	ネット有利子負債/自己資本 自己資本 (倍)：1以下
ソフトバンクG	1.80	1.29
武田薬品工業	1.11	0.98
日本たばこ産業*	0.37	0.26
キャノン*	0.14	-0.04
NTTG	0.41	0.30
電通*	0.51	0.12
ソニー	0.25	-0.08
アサヒGHD*	0.90	0.85
富士フィルムHD	0.26	-0.06
三菱ケミカルHD	1.63	1.40
日立製作所	0.29	0.05
KDDI	0.28	0.24
三菱商事	0.89	0.69
パナソニック	0.51	0.11

伊藤忠商事	1.02	0.82
楽天*	1.59	0.31
大塚HD*	0.12	-0.05
日本電産	0.49	0.25
コニカミノルタ	0.48	0.26
アステラス製薬	0.00	-0.25
NEC	0.64	0.32
社数	21	21
AVE	0.65	0.37
max	1.80	1.40
MIN	0.00	-0.25

第四に、のれん残高の少ない会社(下位グループ30社)では「有利子負債/自己資本」(倍)が、花王0.15倍、ヤフー-0.26倍、エーザイ0.22倍、TDK0.59倍、小松製作所0.51倍、京セラ0.00倍、味の素0.48倍、村田製作所0.08倍、三菱電機0.11倍である。次に「ネット有利子負債/自己資本」(倍)は、花王-0.18倍、ヤフー-0.41倍、エーザイ-0.24倍、TDK0.26倍、小松製作所0.43倍、京セラ0倍、味の素0.26倍、村田製作所-0.06倍、三菱電機-0.10倍である。

2019.3.31 期数値	有利子負債/自己資本 (倍) : 1 以下	ネット有利子負債/自己資本 (倍) : 1 以下
花王*	0.15	-0.18
ヤフー	0.26	-0.41
エーザイ	0.22	-0.24
丸紅	1.20	0.94
TDK	0.59	0.26
豊田自動織機	0.52	0.43
小松製作所	0.51	0.43
京セラ	0.00	-0.22
リコー	1.00	0.74
住友商事	1.12	0.88
日本板硝子	2.93	2.52
田辺三菱製薬	0.00	-0.12
味の素	0.48	0.26
AGC (旭硝子) *	0.47	0.36
三井物産	1.07	0.84
村田製作所	0.08	-0.06
第一三共	0.21	0.01
双日	1.41	0.95
日本製鉄	0.72	0.67
三菱電機	0.11	-0.10

HOYA	0.00	-0.47
オムロン	0.00	-0.22
富士通	0.26	-0.11
デンソー	0.15	-0.04
ワコールHD	0.04	-0.10
ファーストリテイリング	0.63	-0.53
日東電工	0.00	-0.42
セイコーエプソン	0.26	-0.06
クボタ*	0.63	0.46
日本ハム	0.34	0.22
社数	30	30
AVE	0.51	0.22
MAX	2.93	2.52
MIN	0.00	-0.53

IV. 主たる企業のM&Aの評価

1. M&Aの目的は達成できているか

デロイトトーマツコンサルティングのM&Aの目的調査⁴⁾によれば、M&Aを活用する目的は、業界内でのシェア拡大（51%）と異業種への参入（18%）の二つである。具体的には、同業他社の国内海外でのM&Aによる販売網の獲得によるシェアの拡大（38%）である。次に生産活動におけるスケールメリットの追求によるコストパフォーマンスのためのM&A（31%）である。更にノウハウ・技術・無形資産の獲得（34%）や設備・IT・研究開発等の投資効率の向上（5%）のためのM&Aである。これらM&Aの各目的の根底にあるのが、上流から下流にいたる迄のバリューチェーンの強化・補完のため（31%）である。バリューチェーンの強化・補完のためには、自社のバリューチェーンの各段階の棚卸で強味・弱味分析を現状だけではなく、将来の変化も予測してその上でM&Aの案件の検討に取り組まなければならない。同時にM&Aの目的が達成されているかが減損の判断基準である。

2. 主たる企業のM&Aの評価指標 5項目の提案

M&Aのプロセスを見るとM&Aによる合併対価・買収価額（資金の流出）が手元の現金同等物又は有利子負債で行われ、識別可能純資産（純取得資産－引受負債）と支払対価の差額がのれんとなり、そのM&Aによるシナジー効果が当期利益を通じてその後利益剰余金と自己

4) デロイトトーマツコンサルティング株式会社「M&A経験企業に見るM&A実態調査」2013年の数字を引用

資本に反映される。

このプロセスから「利益剰余金/のれん残高」(3倍以上)「自己資本/のれん残高」(3倍以上)「有利子負債/自己資本」(比率1以下), 「ネット有利子負債/自己資本」(比率1以下)の4項目である。それに、投資家の企業評価の指標として「株式時価総額⁵⁾/自己資本」(倍率1超)の5つがM&Aの評価指標となることが明らかになった。

3. 主たる企業の評価指標とM&Aの実態分析

IASBの予備的見解では、企業結合時に戦略的な根拠を示して企業結合の目的を開示する事、企業結合の成果を評価する方法、シナジーが期待される場合にはシナジーにより何がもたらされるか、期待されるシナジーの金額又は金額の範囲、シナジーを達成するために必要なコストを開示する事を企業に要求している。更に企業結合後には、企業結合時に開示した企業結合の目的が達成されつつあるかどうかを示唆した情報の開示を企業に要求している。⁶⁾ このIFRSの見解をもとに、主たる企業の企業結合開示内容を経営戦略面から見ていくことにする。

(1) のれん残高の多い会社(上位グループ)の主たる企業の評価指標

	有利子負債 /自己資本	ネット有利子負債 /自己資本	株式時価総額 /自己資本	自己資本 /のれん残高	利益剰余金 /のれん残高
2019.3.31 期数値	(倍) 1以下	(倍): 1以下	(倍率) 1超	(倍率) 3倍以上	(倍率) 3倍以上
キャノン	0.14	-0.04	1.29	3.11	3.94
NTTG	0.41	0.30	1.07	10.45	6.72
ソニー	0.25	-0.08	1.69	5.77	3.02
富士フイルムHD	0.26	-0.06	1.14	3.11	3.83
日立製作所	0.29	0.05	1.04	5.81	4.07
KDDI	0.28	0.24	1.59	7.75	7.68

①キャノンのM&A戦略

キャノンは、ネットワーク監視カメラ事業を新規事業の大きな柱の一つと捉えて2015年4月15日にスウェーデン(Nasdaq Stockholm証券取引所に上場)のネットワークビデオソリューション業界のグローバルリーダーのAxis AB(以下「アクシス社」という。)の発行済普通株式の85.1%をTOBで取得した。支配獲得日の取得資産及び引継負債の見積公正価値は、流動資産31,365百万円 無形固定資産60,992百万円 のれん259,863百万円 その他固定資産2,053百万円取得資産計354,273百万円 引受負債計32,462百万円 取得純資産321,811百万円である。その後アクシス株を追加取得し完全子会社化して効率的な経営の意思決定を図っている。

最近では、キャノンは東芝のコンピューター断層撮影装置システムを獲得してメディカル事

5) 各社の株式時価総額:「会社四季報」2019年季刊秋号、東洋経済新報社、2019.10.15より引用

6) 「IFRSセミナー・IFRSをめぐる最新動向」『会計監査ジャーナル』(2020年6月号) vol.32 日本公認会計士協会55頁

業基盤を大きな柱にするため、2016年3月17日に、株式等譲渡契約を締結し、東芝メディカルシステムズ株式会社（2018年1月4日にキヤノンメディカルシステムズ株式会社に商号変更）の全普通株式の取得を目的とする新株予約権を、現金665,498百万円を対価として取得した。支配獲得日における取得資産及び引継負債の見積公正価値は、現金及び現金同等物25,301百万円 その他流動資産167,583百万円 無形固定資産228,127百万円 その他固定資産42,975百万円 取得資産計463,986百万円 流動負債198,346百万円 固定負債91,182百万円 引受負債計289,528百万円 非支配持分1,047百万円 識別可能純資産173,411百万円 のれん492,087百万円 取得対価の額665,498百万円である。

次に減損損失の状況では、2010年のオセ買収により商業印刷事業に本格参入して以降、当該事業環境は競争が激化し、また技術潮流の変化もあり、積極的な研究開発投資が必要となっている。減損テストにおいて、事業の収益性が当初の想定よりも低下し、インカムアプローチに基づいて算定した商業印刷事業の見積公正価値が報告単位の帳簿価額を下回り、のれんの減損損失339億円を計上している。

キヤノンは、活発なM&A投資にもかかわらずキャッシュフロー戦略により、2017年12月期に1,200億円返済するなど、前倒しで負債の圧縮を進めた結果、2018年12月期ネット有利子負債（有利子負債－現金・現金同等物）は△122,796百万円、「ネット有利子負債/自己資本」（倍）△0.04倍で財務面の健全性指標も高い。

キヤノンが米国特許商標庁（USPTO）に2018年に登録された特許数は、世界3位（33年連続で5位以内を獲得）、日本では毎年1位を獲得している。今後は特許戦略で得た多くの知見をM&Aで獲得した各セグメントの研究開発に結び付けシナジー効果を深化させるプロジェクトの展開でさらなる飛躍が期待される。

②富士フィルムHDのM&A戦略

富士フィルムは、2000年当時、売上の6割、利益の7割を占めていたカメラの銀塩の時代のビジネスを、4～5年であつという間に失い、次にフルデジタルのカメラを最初に開発したが、複数のメーカーがデジタルカメラ市場に参入してきた事、更にデジタルカメラ市場がスマートフォンの写真機能の爆発的な機能にとって代われカメラ市場の縮小が生じた。

そこで同社はフィルム事業で得た知見をもとに化粧品分野への進出を皮切りに果敢に新分野への開拓に挑んでいる。

M&Aは、ヘルスケアやデジタルイメージングなどを注力事業に絞り多額の投資を実施している。M&Aの重点事業分野策定に当たっては①成長市場か②技術はあるか（社員に市場への知識があるか）③継続的に競争力を持ち続けることができるかを基準としている。その結果ヘルスケアやデジタルイメージングなどを注力事業に絞り多額のM&Aによる投資を実施している。

ヘルスケアの分野では富士フィルムの画像診断等の特異な技術により診断及び予防であつ

たが治療の分野へ算入した。まず、医薬品メーカー富山化学工業の2008年3月のTOBによる買収である。富山化学工業の普通株式66%の取得の支配獲得日における取得資産及び負債の見積公正価値は、流動資産16,145百万円 有形固定資産20,923百万円 技術関連無形資産43,178百万円 顧客関連無形資産3,745百万円 投資及びその他16,979百万円 流動負債12,866百万円 固定負債42,947百万円 非支配持分16,488百万円 のれん71,768百万円 取得純資産97,858百万円である。同社は抗インフルエンザ薬「アビガン」を開発し、新型コロナウイルスの治療薬として期待されるため原薬を増産などで注目を集めている。

次いで試薬メーカー和光純薬を2017年4月のTOBによる連結子会社化である。和光純薬の普通株式をそれまでの14.82%からTOBによる取得で93.50%の保有となった。追加取得前株式の再測定により公正価値21,163百万円と簿価の差額20,838百万円をその他利益として計上している。取得の支配獲得日における取得資産及び負債の見積公正価値は、流動資産 76,097百万円 有形固定資産39,563百万円 技術関連無形資産15,158百万円 顧客関連無形資産43,221百万円 その他無形資産3,868百万円 投資及びその他の資産8,140百万円 流動負債26,165百万円 固定負債83,867百万円 のれん98,031百万円 取得純資産174,046百万円である。

富士フィルムは、活発なM&A投資にもかかわらず2019年3月期ネット有利子負債（有利子負債一現金・現金同等物）が△130,625百万円「ネット有利子負債／自己資本」（倍）△0.06倍で財務健全性も高い。

③日立製作所のM&A戦略

日立製作所は、成長分野をモビリティ、ライフ、インダストリー、エネルギー、ITと定めて、情報・通信システム、社会・産業システム、電子装置・システム、建設機械、高機能材料、オートモーティブシステム、生活・エコシステム、その他の8セグメントを通じて、AI・IOTを駆使して価値創造先行のグローバル企業である。

2019年3月期に社会・産業システムの英国原子力発電所建設プロジェクトの凍結に伴う資産の減損損失277,208百万円を含む事業構造改革関連費用294,613百万円を計上している。このうち、のれんの減損損失43,853百万円で、のれん及び無形資産の減損損失合計は70,409百万円である。全額を減損損失として認識したのれんについては減損損失累計額から除かれている。

2019年3月期現在ののれんの帳簿価額は561,936百万円である。重要なのれんが配分されている資金生成単位グループは、情報・通信システムセグメントに属するシステム&サービス統括本部でそののれんの帳簿価額は200,282百万円である。のれんの減損テストに用いた回収可能価額は、使用価値で算定している。使用価値は経営者承認の事業計画を基礎とした将来キャッシュフローの見積額を、加重平均資本コストをもとに算定した割引率で現在価値に割引いて算定している。キャッシュフローの予測期間は3年間、税引前の割引率7.69%、成長率1.0%を用いている。この減損テストに用いた主要な仮定が合理的な範囲で変動があった場合にも、帳簿価額が回収可能価額を上回る可能性は低いと判断している。

④ソニーのM&A戦略

ソニーはテクノロジーに裏打ちされたクリエイティブエンタテインメントカンパニーである。

ソニーは、音楽出版ライブラリの強化の実現を指して、2018年11月14日、ソニーの完全子会社Sony Corporation of Americaは、EMI Music Publishingを所有し運営するDH Publishing, L.P.（以下「EMI」）について、ムバダラインベストメントカンパニーが主導するコンソーシアムが保有する60%の持分全てを取得して、EMIをソニーの完全子会社とした。その持分の現金対価として、新株予約権及びマネジメントインセンティブの対価と合わせて合計257,168百万円（2,269百万米ドル）を支払った。

EMIの資産及び負債に割り当てられた公正価値は、現金・預金及び現金同等12,971百万円 受取手形、売掛金及び契約資産32,287百万円 前払費用及びその他の流動資産10,220百万円 投資有価証券その他1,476百万円 無形固定資産420,534百万円 その他10,023百万円 取得資産合計487,511百万円 支払手形及び買掛金1,731百万円 未払金・未払費用70,675百万円 未払法人税及びその他の未払税金3,082百万円 長期借入債務148,621百万円 未払退職・年金費用1,947百万円 繰延税金負債94,849百万円 その他負債5,564百万円 引受負債合計326,469百万円である。この取得前は、ソニーはEMIの持分を持分法で会計処理していたので、ソニーは既に保有していたEMIの持分約40%を公正価値141,141百万円（1,245百万米ドル）で再評価し116,939百万円（1,032百万米ドル）の評価益を計上した。今回の営業権237,271百万円は、新たな収益の流入による将来の成長やソニーの既存の資産や事業とのシナジー等の識別不能無形固定資産を表しており、取得した有形資産や無形固定資産の見積公正価値に対する購入価格の超過する部分として計算され、税務上損金不算入である。ソニーは、セグメント管理しており今回取得の営業権は音楽分野である。ソニーの「ネット有利子負債／自己資本」は△0.08倍で財務健全性も優れている。

（2）のれん残高の少ない会社（下位グループ）の主たる企業の評価指標

	有利子負債/自己資本	ネット有利子負債/自己資本	株式時価総額/自己資本	自己資本/のれん残高	利益剰余金/のれん残高
2019.3.31 期数値	(倍)：1以下	(倍)：1以下	倍率	倍率	倍率
花王*	0.15	-0.18	4.48	4.56	3.72
ヤフー	0.26	-0.41	2.14	4.67	4.75
エーザイ	0.22	-0.24	2.50	3.65	2.55
TDK	0.59	0.26	1.20	5.32	5.95
小松製作所	0.51	0.43	1.19	11.21	10.50
京セラ	0.00	-0.22	1.04	15.16	10.96
味の素	0.48	0.26	1.55	7.51	6.52
村田製作所	0.08	-0.06	1.84	20.46	19.05

①花王のM&A戦略

花王はESG (Environmental Social Governance) 経営に大きな舵を切った経営を志向している。

花王は、化粧品分野の拡大のために、2005年12月にカネボウ化粧品の連結子会社化買収金額(特許権の譲渡を含む)は408,947百万円、のれん210,706百万円である。最近ではヘアサロン向け製品の強化のため2018年1月にも米国Oribe Hair Care社(ヘルスケア製品の開発製造販売)の買収でのれん24,266百万円等が発生している。自社の技術開発を強化できるM&A戦略を世界的に展開している。

花王は2018年12月期ネット有利子負債(有利子負債—現金・現金同等物)が△145,151百万円、「ネット有利子負債/自己資本(倍)」が△0.18倍で財務面の健全性指標も高い。

②小松製作所のM&A戦略

小松製作所は、コムトラックス(KOMTRAX)、無人運行システム、ハイブリッド建機等のAI・IT戦略で成長している企業である。

小松製作所は2017年4月5日コマツアメリカ株(米国の完全子会社)を通じて、鉦山機械の製造・販売・サービスを行うJoy Global Inc.(NY証券取引所上場)を発行済株式のすべてを取得し買収した。識別可能取得資産及び引受負債は現金及び現金同等物42,991百万円 受取手形及び売掛金59,012百万円 たな卸資産116,752百万円 その他の流動資産12,076百万円 有形固定資産85,376百万円 無形固定資産129,951百万円 その他の固定資産17,198百万円 取得資産合計463,356百万円、短期債務 △33,355百万円 買掛金△27,601百万円 その他の流動負債 △71,256百万円 長期債務 △81,568百万円 退職給付債務 △23,531百万円 繰延税金及びその他の負債 △42,782百万円 引受負債合計 △280,093百万円 取得純資産183,263百万円 営業権132,865百万円 取得の対価の公正価値(現金同等物)316,128百万円である。Joy Global Incの買収により、コマツグループが保有していない超大型の露天掘り向け鉦山機械及び坑内掘り向け鉦山機械等を新たに製品ラインナップに加えることで、コマツグループの主要事業である鉦山機械事業の体制を大幅に拡充し、販売、サービスでの相乗効果を見込んでいる。営業権132,865百万円は建設機械・車両事業セグメントに割当てられている。のれん(営業権)は税務上損金算入されない。

小松製作所は、「ネット有利子負債/自己資本(倍)」が0.43と0.5以下で財務健全性も良好である。

V. 結語

今回はのれんを中心としたM&Aの在り方について、次のような結論となる。

第一に、M&Aのプロセスを見ると、まずM&Aによる合併対価・買収価額(資金の流出)が手元の現金同等物・有利子負債で行われる。次にM&Aのシナジー効果の金額と減損損失処

理が当期の損益となって現れ、それが利益剰余金と自己資本に累積される。このプロセスから「利益剰余金/のれん残高」（倍）「自己資本/のれん残高」（倍）「有利子負債/自己資本」（比率）、「ネット有利子負債/自己資本」（比率）の4項目と投資家の企業価値評価指標としての「株式時価総額/自己資本」（倍率）の5指標で企業別のM&Aを評価できることを提案した。

第二に、取得した資産の公正価値から引受負債の公正価値を差し引いた純資産価値とM&Aの支払対価の差額がのれんである。従ってのれんは、経営者従業員の人的資産、シナジーによる研究開発能力、生産力の向上というそれ単独では分離できない実体のない無形資産であり、それ単独で売却による投資回収をすることはできない。のれんは収益獲得に貢献して、ある一定時点でそのシナジー価値が減少し費用化される資産という収益費用対応の原則にのっとっているという観点から見れば、のれん残高はのれんの減損損失処理を通じて費用化された残高（未償却残高）である。

従って企業別実態分析でも明らかにしたように、M&Aに成功している健全企業ほど減損損失処理が適切に行われている。それにも拘らず減損情報の開示が当該企業の経営成績の負の先行指標と捉える風潮がToo Little, Too Lateという議論を誘発しているのではないかと思慮する。

第三に、IFRSの減損テストはコストがかかりすぎ複雑である。使用価値の算定方法を簡素化するために、税引前の割引率を使用するという要求事項を削除する事、将来のリストラチャリング又は拡張から生じると見込まれるキャッシュフローを含めることを予備的見解とする方向にある。⁷⁾

第四に、経営者側からののれんとKAMの関係についての次のような注目すべき発言がある。資産の評価という観点からのれんはKAMの候補となる。M&Aの規模がだんだん大きくなり、数が増えてくると、のれんの価値どのように評価するのかという問題に直面する。減損を行った場合に、減損=M&Aの失敗と捉えられることがあるが、必ずしもそのすべてが失敗であったと言い切ることはできない。例えば買収から10年が経過して減損した場合に、その事業を買収し市場占有率を増やした結果、累積した利益と減損が同程度の水準であれば失敗とは言えない。のれんの評価にあたっては買収の目的とそれによって得られた利益をしっかりと見ていかなくてはならない。減損にナーバスになっている世界の市場では戦っていくことは難しい。KAMを例にとると、経営側は、ある事業を1つ買収したという認識ではなく、企業グループ全体を見渡してあるソリューションやビジネスをグローバルで成長させていくためのパーツと

7) 「IFRSセミナー・IFRSをめぐる最新動向」『会計監査ジャーナル』vol.33 日本公認会計士協会21頁

8) 「KAM適用にあたっての留意事項について—監査役視点から」『会計監査ジャーナル』vol.33 日本公認会計士協会、中村豊明（日立製作所取締役監査委員・志村さやか（日本公認会計士協会常務理事）対談8～13頁主として中村豊明氏の発言）

して買収している。最終的に業績が計画通りになっていない場合に買収してよかった事項と悪かった事項の両方が出てくるがそれらすべてを平均してコメントしても経営側の心には響かない。⁸⁾と個別のM&Aの目的が達成されているかどうかの検証が問われると提起している。

この為には多くの企業が採用しているのれんの各事業セグメントへの紐づけによる管理が必要である。

第五に、のれんの償却は、本来は税務上損金算入されることから、又のれん償却の営業キャッシュフローの創出の観点からものれん償却は必要である。この点は別稿で議論している。

(参考文献)

- ・ Baruch Lev and Feng Gu “The End of Accounting and Managers” (伊藤邦雄監訳『会計の再生』中央経済社、2018年)
- ・ E.R.Arzac “Valuation for Mergers, Buyouts and Restructuring” (齋藤進監訳『合併買収再編の企業評価』中央経済社 2008年)
- ・ William H. Beaver “Financial Reporting : An Accounting Revolution, 3rd Edition” (伊藤邦雄『財務報告革命』白桃書房、2010年)
- ・ PwCあらた監査法人『アメリカの会計原則』東洋経済新報社 2017年
- ・ あずさ監査法人編山田辰巳責任編集『IFRS実務適用ガイドブック』中央経済社 2017年
- ・ 伊藤邦雄先生還暦記念論文編集委員会編『企業会計研究のダイナミズム』中央経済社、2012年
- ・ 伊藤邦雄『新・現代会計入門』第3版 日本経済新聞出版社、2018年
- ・ 黒川行治『会計と社会 公共会計学論考』慶応義塾大学出版会、2017年
- ・ 有価証券報告書50社 (主として2019年3月期、2018年12月期)
- ・ 国際会計基準委員会財団編 企業会計基準委員会 財務会計基準機構監訳『国際財務報告基準 Part A』中央経済社、2015年版
- ・ 国際会計基準委員会財団編 企業会計基準委員会 財務会計基準機構監訳『国際財務報告基準 Part B』中央経済社、2015年版
- ・ 白須信弘『新版アメリカ法人税法詳解』中央経済社 平成14年
- ・ 長谷川茂男『米国財務会計基準の実務』第10版 中央経済社 2018年
- ・ 大倉雄次郎「米国会計基準ののれんの処理が経営に及ぼす影響—事例分析」『関西大学商学論集』(第57巻第4号) 関西大学商学会2013年3月号
- ・ 大倉雄次郎「日本の企業組織再編の課題の検討」『会計』176巻第6号 森山書店2009年12月
- ・ 大倉雄次郎「IFRS導入会社ののれんの実態分析とその課題」『会計』197巻第3号 森山書店2018年11月
- ・ 大倉雄次郎「IFRS導入会社ののれんの減損処理の実態分析とその課題」『会計』194巻第5号 森山書店2020年3月
- ・ 『会社四季報』(2019年秋号) 東洋経済新報社、2019年10月