

のれんの本質と被取得企業の評価上の課題
—中国の M&A 会計実践の知見を踏まえて—

2021 年 6 月

城西国際大学大学院 経営情報学研究科

起業マネジメント専攻

崔 暁芳

目 次

目 次	I-IV
付 録：図表リスト	V-VIII
第 I 部 研究の背景と研究の準備	1
序 章 研究の概要と論文の構成	1
第 1 節 研究の背景、目的と方法	1
第 2 節 研究の知見	2
第 3 節 論文の構成	4
第 4 節 各章の概要	5
第 1 章 中国企業における M&A の動向と特徴	10
第 1 節 中国企業における M&A の動向・背景と国際的に見た特徴	10
1.1.1 中国企業の M&A の動向と背景	10
1.1.2 中国企業の M&A の特徴	11
第 2 節 企業の M&A の動機と経営戦略的な機能	17
第 3 節 中国企業の M&A による発生したのれんの概況	19
第 4 節 中国企業におけるのれんの減損の状況	21
第 5 節 中国企業会計制度におけるのれんととのれんの減損	24
1.5.1 会計制度上における企業結合に対する解釈	24
1.5.2 会計制度上における企業結合によるのれん	25
1.5.3 会計制度上におけるのれんの減損	26
第 II 部 のれんの本質に関する概念解明	30
第 2 章 法学的・経済学的・経営学的・会計学的な視点からみたのれんの概念	30
第 1 節 法学的のれん概念	31
第 2 節 経済学的のれん概念	33
第 3 節 経営学によるシナジー効果	34
第 4 節 会計学的のれん概念	35
2.4.1 好感価値観	35
2.4.2 超過収益力観	37
2.4.3 総括的評価勘定観	39
2.4.4 コアのれん観	40
2.4.5 シナジー効果観	42

2.4.6	中国の研究者によるその他ののれん概念	43
第3章	中国の市場経済体制とのれん概念の受容	47
第1節	企業会計制度の修正期(1979年-1992年)とのれんの概念	47
3.1.1	経済的背景：中国企業海外進出の初期ステージ	47
3.1.2	のれん概念の萌芽期	48
第2節	企業会計制度の初期設定期(1993年-2000年)とのれんの概念	49
3.2.1	経済的背景：中国企業海外進出の模索ステージ	49
3.2.2	のれん概念の成長期	49
第3節	企業会計制度の確立期(2001年-2006年)とのれんの概念	50
3.3.1	経済的背景：中国企業海外進出の発展ステージ	50
3.3.2	のれん概念の成熟期	51
第4節	新企業会計制度の実行期(2007年-現在)とのれん概念	53
3.4.1	経済的背景：中国企業海外進出の変革ステージ	53
3.4.2	コアのれん概念の受容	54
第Ⅲ部	中国企業のM&Aによって発生したのれんの事例研究	56
第4章	ジュリカルチャーによる美生元の買収事例	56
第1節	ジュリカルチャーのM&Aの概況	56
第2節	ジュリカルチャーのM&A戦略	57
第3節	ジュリカルチャーの株主構成	59
第4節	ジュリカルチャーの業績及び財政状態	61
第5節	ジュリカルチャーのキャッシュ・フローとのれん	68
第6節	ジュリカルチャーの無形資産の状況	71
第7節	ジュリカルチャーののれんの発生状況	72
第8節	ジュリカルチャーののれんの減損	79
第5章	東方精工による普莱德(プライド)の買収事例	84
第1節	東方精工のM&Aの概況	84
第2節	東方精工のM&A戦略	85
第3節	東方精工の株主構成	86
第4節	東方精工の業績及び財政状態	88
第5節	東方精工のキャッシュ・フローとのれん	95
第6節	東方精工の無形資産の状況	97
第7節	東方精工ののれんの発生状況	99

第 8 節 東方精工ののれんの減損	105
第 6 章 ハイセンスグループによる東芝映像の買収事例	108
第 1 節 ハイセンスの M&A の概況	108
第 2 節 ハイセンスの M&A 戦略	110
第 3 節 ハイセンスの株主構成	111
第 4 節 ハイセンスの業績及び財政状態	113
第 5 節 ハイセンスのキャッシュ・フローとのれん	120
第 6 節 ハイセンスの無形資産の状況	121
第 7 節 ハイセンスののれんの発生状況	123
第 8 節 ハイセンスののれんの減損	127
第 7 章 美的集団(マイディアグループ)による東芝家電の買収事例	131
第 1 節 美的集団(マイディアグループ)の M&A の概況	131
第 2 節 美的集団(マイディアグループ)の M&A 戦略	132
第 3 節 美的集団(マイディアグループ)の株主構成	134
第 4 節 美的集団(マイディアグループ)の業績及び財政状態	136
第 5 節 美的集団(マイディアグループ)のキャッシュ・フローとのれん	143
第 6 節 美的集団(マイディアグループ)の無形資産の状況	144
第 7 節 美的集団(マイディアグループ)ののれんの発生状況	147
第 8 節 美的集団(マイディアグループ)ののれんの減損	151
第 IV 部 総括	155
第 8 章 のれんの本質概念と実務上の課題	155
第 1 節 先行研究—日本企業の M&A の実務的整理	155
8.1.1 日本企業の M&A の概況	155
8.1.2 日本企業の M&A 事例によるのれんとのれんの減損	156
8.1.3 日中企業の M&A の実務的比較による知見	158
第 2 節 中国企業の M&A から観たのれんの本質概念	160
8.2.1 中国企業会計準則における制度上の整備	160
8.2.2 中国企業の M&A 実務上におけるのれんの本質概念	161
8.2.3 実務上ののれんの本質概念に関する知見	162
第 3 節 中国企業の M&A から観た巨額のれんと買収プレミアム	163
8.3.1 のれんと買収プレミアム	163
8.3.2 事例研究から観た巨額買収プレミアムによる知見	165

第4節 中国企業のM&Aから観たのれんの公正価値評価	168
8.4.1 公正価値評価における制度上の整備	168
8.4.2 のれんの公正価値会計に関する実践	173
おわりに 本論文の結論・意義・課題及び展望	177
第1節 本論文の主な結論	177
第2節 各部分の留意点と結論	178
第3節 本論文の主な貢献	182
第4節 本論文に残された課題と将来の展望	183
謝辞	187
【参考文献】	188
(英文文献)	188
(日本語文献)	189
(中国語文献)	194
(各種サイド)	197

付録：図表リスト

第1章

図表 1-1、2014年-2020年 中国企業のM&A 総取引件数と総取引金額(グラフ)	12
図表 1-2、2014年-2020年 中国企業対外M&A 総取引件数と総取引金額	13
図表 1-3、2014年-2020年 中国企業対外M&A 取引件数による投資者性質的分類	13
図表 1-4、2014年-2020年 中国企業対外M&A 取引金額による投資者性質的分類	14
図表 1-5、2018年-2019年 中国企業対外M&A 取引件数による業界分類	14
図表 1-6、2014年-2020年 中国企業のM&A 総取引件数と総取引金額(データ表)	16
図表 1-7、企業のM&Aの一般的な動機	17
図表 1-8、企業のM&A実施の目的	18
図表 1-9、2007年-2014年 中国上場企業におけるのれん及びのれん減損の統計データ	19
図表 1-10、2015年-2018年 のれんとのれんの減損の統計データ	20
図表 1-11、2015年-2018年 全業界におけるのれんと純資産の統計データ	21
図表 1-12、2015年-2016年 業界別ののれんの成長率	21
図表 1-13、2015年 各業界におけるのれんの減損損失対純利潤の影響	23
図表 1-14、2015年-2018年 全業界におけるのれんの減損損失対純利潤の影響	23

第2章

図表 2-1、のれんの概念の整理(法学、経済学及び経営学)	34
図表 2-2、のれんの概念の整理(会計学による好感価値観)	37
図表 2-3、のれんの概念の整理(会計学による超過収益力観)	39
図表 2-4、のれんの概念の整理(会計学による総括的評価勘定観)	40
図表 2-5、Johnson & Petrone (1998)におけるコアのれんに関わる構成要素	41
図表 2-6、のれんの概念の整理(会計学によるシナジー効果観)	43
図表 2-7、のれんの概念の整理(中国の研究者によるその他ののれん概念)	45
図表 2-8、のれんの本質とのれんの構成要素	46

第3章

図表 3-1、中国市場経済の発展とのれん概念の変遷	52
---------------------------	----

第4章

図表 4-1、ジュリカルチャーM&A 前後年度の株主構成(単位：株)	59
図表 4-2、ジュリカルチャーの支配株主とトップマネジメントとの関係図	60
図表 4-3、2015年-2019年 ジュリカルチャー資産総額と営業総収益の変遷(単位：億人民元)	61
図表 4-4、2015年-2019年 ジュリカルチャー連結貸借対照表(単位：億人民元)	64
図表 4-5、2015年-2019年 ジュリカルチャー連結損益計算書(単位：億人民元)	66
図表 4-6、ジュリカルチャー営業収益構成(単位：億人民元)	67
図表 4-7、ジュリカルチャー主な営業コスト構成(単位：億人民元)	67
図表 4-8、ジュリカルチャーのキャッシュ・フロー計算書(単位：万人民元)	70
図表 4-9、2015年-2019年 キャッシュ・フローと長期借入金の関係(単位：億人民元)	70
図表 4-10、ジュリカルチャーの無形資産の耐用年数	71
図表 4-11、ジュリカルチャーによる美生元の買収概況	73
図表 4-12、2016年にジュリカルチャーは発生したのれんの帳簿価額(単位：人民元)	74
図表 4-13、ジュリカルチャーM&Aの取得原価及び発生したのれん(単位：人民元)	75
図表 4-14、美生元の取得日の識別可能資産・負債(単位：人民元)	76
図表 4-15、2008年-2018年 中国ゲーム市場における実際の営業収益	78
図表 4-16、美生元資産グループののれんの減損(単位：万人民元)	79
図表 4-17、美生元資産グループののれんの減損テストに使用されるデータ	80
図表 4-18、美生元資産グループののれんの減損テスト(単位：億人民元)	81

第5章

図表 5-1、東方精工 M&A 前後年度の株主構成(単位：株)	87
図表 5-2、東方精工の支配株主とトップマネジメントとの関係図	88
図表 5-3、2016年-2020年 東方精工の資産総額と営業総収益の変遷(単位：億人民元)	89
図表 5-4、2016年-2020年 東方精工連結貸借対照表(単位：億人民元)	91
図表 5-5、2016年-2020年 東方精工連結損益計算書(単位：億人民元)	92
図表 5-6、2016年-2020年 東方精工営業収益構成(単位：億人民元)	94
図表 5-7、2016年-2020年 東方精工主な営業コスト構成(単位：億人民元)	94
図表 5-8、2016年-2020年 東方精工のキャッシュ・フロー計算書(単位：億人民元)	96
図表 5-9、2016年-2020年 キャッシュ・フローと長期借入金の関係(単位：億人民元)	96
図表 5-10、東方精工の無形資産の耐用年数	98
図表 5-11、東方精工による普萊徳の買収概況	99
図表 5-12、2017年に東方精工は発生したのれんの帳簿価額(単位：人民元)	100
図表 5-13、東方精工 M&Aの取得原価及び発生したのれん(単位：人民元)	100
図表 5-14、普萊徳の取得日の識別可能資産・負債(単位：億人民元)	101

図表 5-15、普萊德資産グループののれんの減損（単位：億人民幣元）	105
図表 5-16、普萊德資産グループの減損テストの概要	107

第 6 章

図表 6-1、ハイセンス M&A 前後年度の株主構成（単位：株）	112
図表 6-2、ハイセンスの支配株主とトップマネジメントとの関係図	113
図表 6-3、2017 年-2020 年ハイセンスの総資産額と営業総収益の変遷（単位：億人民幣元）	115
図表 6-4、2017 年-2020 年 ハイセンス連結貸借対照表（単位：億人民幣元）	117
図表 6-5、2017 年-2020 年 ハイセンス連結損益計算書（単位：億人民幣元）	118
図表 6-6、2017 年-2020 年 ハイセンス営業収益構成（単位：億人民幣元）	118
図表 6-7、2017 年-2020 年 ハイセンス主な営業コスト構成（単位：億人民幣元）	119
図表 6-8、2017 年-2020 年 ハイセンスのキャッシュ・フロー計算書（単位：億人民幣元）	120
図表 6-9、2017 年-2020 年 キャッシュ・フローと長期借入金の関係（単位：億人民幣元）	121
図表 6-10、ハイセンスの無形資産の耐用年数	122
図表 6-11、ハイセンスによる TVS の買収概況	124
図表 6-12、2018 年にハイセンスは発生したのれんの帳簿価額（単位：人民幣元）	125
図表 6-13、ハイセンス M&A の取得原価及び発生したのれん（単位：人民幣元）	125
図表 6-14、TVS の取得日の識別可能資産・負債（単位：億人民幣元）	126

第 7 章

図表 7-1、美的集団 M&A 前後年度の株主構成（単位：株）	135
図表 7-2、美的集団の支配株主とトップマネジメントとの関係図	136
図表 7-3、2015 年-2019 年 美的集団総資産額と営業総収益の変遷（単位：億人民幣元）	137
図表 7-4、2015 年-2019 年 美的集団連結貸借対照表（単位：億人民幣元）	139
図表 7-5、2015 年-2019 年 美的集団連結損益計算書（単位：億人民幣元）	141
図表 7-6、2015 年-2019 年 美的集団営業収益構成（単位：億人民幣元）	142
図表 7-7、2015 年-2019 年 美的集団主な営業コスト構成（単位：億人民幣元）	142
図表 7-8、2015 年-2019 年 美的集団のキャッシュ・フロー計算書（単位：億人民幣元）	144
図表 7-9、2015 年-2019 年 キャッシュ・フローと長期借入金の関係（単位：億人民幣元）	144
図表 7-10、美的集団の無形資産の耐用年数	145
図表 7-11、美的集団による TLSC の買収概況	148
図表 7-12、2016 年に美的集団は発生したのれんの帳簿価額（単位：人民幣元千元）	149
図表 7-13、美的集団 M&A の取得原価及び発生したのれん（単位：人民幣元）	149
図表 7-14、TLSC の取得日の識別可能資産・負債（単位：億人民幣元）	150

第 8 章

図表 8-1、日本企業による M&A の件数推移	156
図表 8-2、日中企業の M&A 戦略の事例研究における減損の発生要因	159
図表 8-3、中国企業の M&A 事例におけるのれん、買収プレミアムと公正価値評価	164
図表 8-4、公正価値概念の体制と取得原価との関係図	170
図表 8-5、公正価値評価アプローチの分類	171
図表 8-6、公正価値の開示ヒエラルキー	172

おわりに

図表 0-1、減損テスト及びのれんに関する IFRS/中国新準則と日本基準の処理の相違と財務的影響	184
---	-----

のれんの本質と被取得企業の評価上の課題 —中国の M&A 会計実践の知見を踏まえて—

第 I 部 研究の背景と研究の準備

序 章 研究の概要と論文の構成

第 1 節 研究の背景、目的と方法

本学位請求論文は、企業の M&A (Mergers and Acquisitions、合併・買収の略称) による発生した企業結合ののれんの本質について、法学的・経済学的・経営学的並びに会計学的な視点から、検討を行った。特に、企業会計分野において、先行研究で取り上げられた好感価値観ののれん観、超過収益力ののれん観、総括的評価勘定観ののれん観、シナジー効果ののれん観並びにコアのれん観におけるのれんの本質的な問題を対象とし、考察したものである。

特に転換期を迎えた中国の市場経済体制の下においても、資本市場に適応するのれんの本質は、共通した又は同様な意味合いをもっているのか、あるいは異なる固有の意味合いを持っているのかを検討した。

さらに、企業会計分野の理論的諸研究を踏まえて、中国企業による実際の買収事例の研究を通して、のれんにおける会計実務上の処理、公正価値評価による買収プレミアムとのれんの関係性などの問題を検討した。理論上と実務上の会計処理の比較研究を通して、企業会計の視点で企業価値の過大評価や結合シナジー効果の過大評価などの問題を考察した。そして、買収プレミアムが企業の M&A 戦略の成否に与える影響について、成功事例や失敗事例の検討を行った。さらに、のれんの本質の問題に立ち返り、コアのれん観が中国の社会主義市場経済に適用することを明らかにしようとした。

本論文の研究の視角・方法論としては、「理論と実践の相互作用」及び「成功と失敗の要因」の比較研究の手法を用いた。まず、企業の経済実態を描写する手段として位置づけている企業会計制度上の理論に依拠しつつ、近年、著しく飛躍的に発展した中国企業の国内 M&A 又は躍進した海外グローバル進出の全体像を把握し、その中に、実際に発生したのれんの件数及びのれんの減損問題に留意するとともに、主に 4 件の中国企業の M&A の事例を取り上げた。のれんの本質に関する理論研究、企業結合時に発生したのれんの認識と会計処理方法などを通して、企業価値の過大評価が M&A 後の企業経営に与えた危険性を検証した。そして、理論上と実践上の相互作用を考察し、事例で明らかになった結果を会計理論上で検討することを通じて、のれんの理論的根拠を再確認した。最終的に、上記のような比較研究を通して、中国の市場経済の下で、企業の M&A 戦略で選択された企業価値評価の方法が、M&A の成功又は失敗に影響を及ぼす重要な要因であることが明らかになった。

その上で、企業経営者の意思決定に役立つ情報提供を目的とする管理会計、そして外部利害関係者の意思決定に役立つ情報提供を目的とする財務会計、及び究極的な利益追求を目的とする企業との関係性、いわゆる、会計は企業の経済実態の写像であることを再確認した。現行の中国の新企業会計準則（2006年新準則、以下「新準則」と略称する）、特に無形資産会計は、中国経済発展の要請又は中国企業のグローバル化に伴い、段階的に変化し、IAS/IFRS¹とのコンバージェンスを図った。新準則は、公正価値の幅広い適用、所得税会計、専門家の判断などの導入によって、伝統的な収益・費用アプローチから企業価値を重視する資産・負債アプローチへと転換した。会計目的も、従来由国家による経営資源の集約のための情報提供から、ステークホルダー²の意思決定に有用な情報の提供へと変化しつつある。このような背景を踏まえ、本論文において行われている企業のM&Aで発生するのれんに関する研究は、非常に有意義なものであると考える。M&Aは、企業にとって重要な経営戦略の一つであり、M&Aを実施する際に、結合シナジーの効果に注目するだけではなく、より適切な企業価値評価方法を選別することが経営戦略上重要な留意事項であると考えている。したがって、企業価値の評価方法がM&Aに関わる企業経営戦略の成否に影響を及ぼすことを事例研究を通して検証する。

第2節 研究の知見

本論文による研究上の主な特色と知見を以下の3点にまとめる。

第一に、先行研究を踏まえて、好感価値観ののれん観、超過収益力ののれん観、総括的評価勘定観ののれん観、シナジー効果ののれん観並びにコアののれん観のの本質的な問題を、法学的・経済学的・経営学的並びに会計学的な視点を区分しながら、中国の市場経済体制の下で、受容された「継続事業のれん」と「結合のれん」というコアのれん観が妥当であることを明らかにした。

第二に、中国企業会計において、伝統的な収益・費用アプローチから企業価値を重視する資産・負債アプローチへと転換する動きを、無形資産会計制度上の変遷とその背景である中国の経済発展の特徴に照らしながら探究した。その結果、萌芽期・発展期及び成熟期の3つのステージを経て、現在の中国市場経済の発展に相応しいコアのれん観が定着したことを明らかにした。ステークホルダーの意思決定に、有用な情報を提供することへ変化したことも、中国企業のグローバル化や国際競争市場の進出に対して、制度や政策上の支

¹ IASは、国際会計基準(International Accounting Standards)の略称で、1973年から現在までの基準であり、2003年のIFRS第1号(IFRS-1)発行によって、IFRS:国際財務報告基準(International Financial Reporting Standards)に改称され、慣習的に古い名称もそのまま使われており、IAS/IFRSのように併記されることも多い。

² ここでいう「ステークホルダー(Stakeholder)」とは、「企業の目的や使命達成に対して影響を与える利害関係者グループもしくは個人のこと」を指す。ステークホルダーは、内部と外部に大別できる。すなわち、内部利害関係者は、経営者と社員が含まれている。外部利害関係者は、顧客や消費者をはじめ、株主・投資家・取引先・業界団体・サプライヤー・メディア・アナリスト・債権者・消費者団体・NPO・地域社会・自治体・政府・政治団体・監督官庁等が挙げられる(徐, 2018, p. 26, 注8)。

援になることが分かった。

第三に、中国企業の M&A 事例研究について、特に取得企業の M&A 戦略、M&A 前後の株主構成、そして、買収前後年度の企業の業績及び財政状態、企業結合のれんの認識、買収プレミアムの評価手法、のれんの減損問題などに基づいて探究した。その結果、取り上げられた失敗と成功の事例には、企業会計の視点による取得企業の企業価値評価の方法に明らかな相違のあることが確認された。

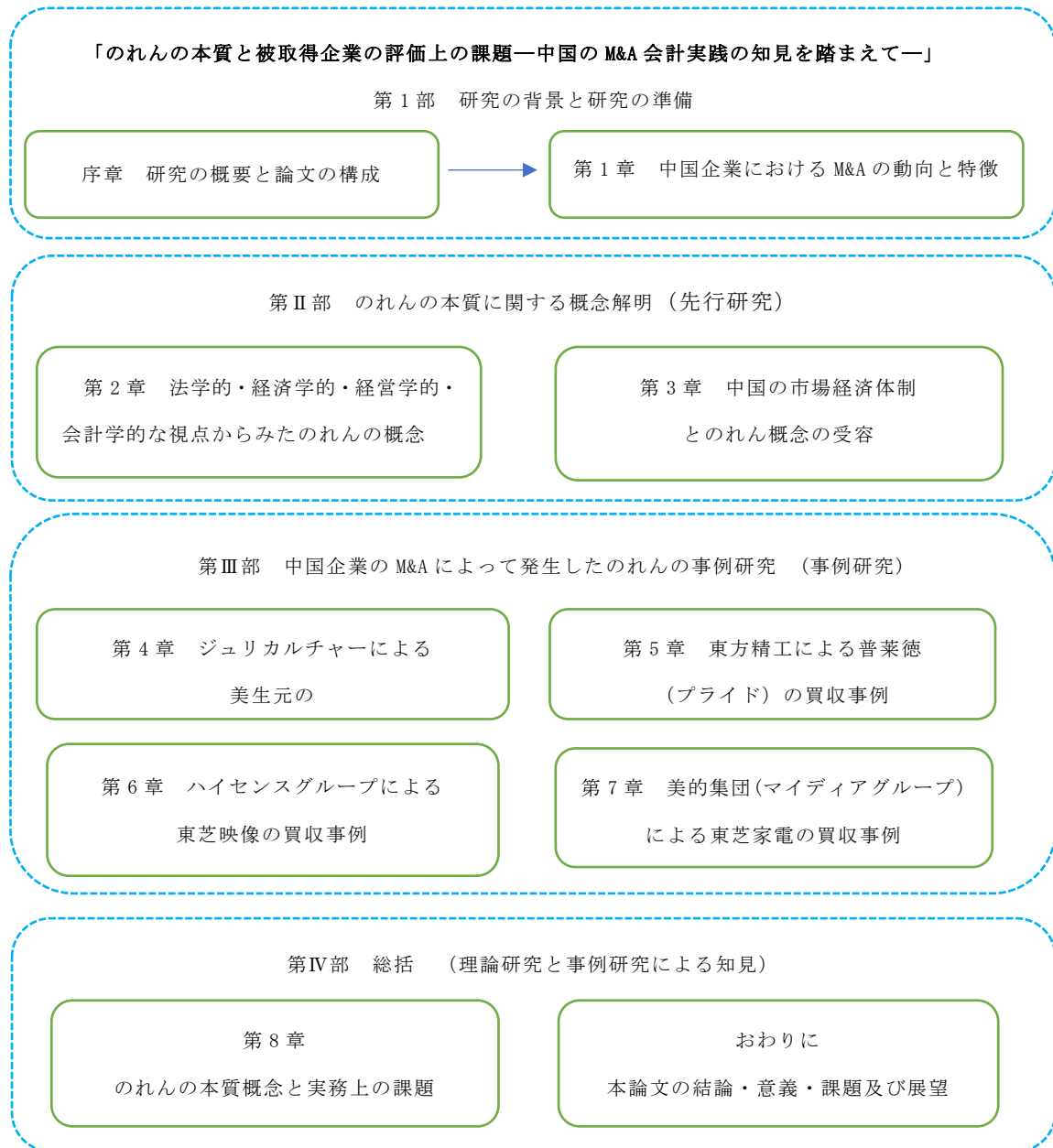
失敗事例の 2 社は、共に多角化経営を目指し、将来的な結合シナジー効果の発現を期待し、異業種買収に踏み入れた。買収対価を算定する際に、将来キャッシュ・フローを注目するインカム・アプローチを選択して、企業価値評価を実施した。その結果、異常な巨額買収プレミアムを受け入れ、巨額ののれんを計上し、結合シナジーの創出不足によって、巨額なのれんの減損損失を認識しなければならない状況に落ち込んで、減損引当金を計上し、M&A の失敗を招いた。

これと対照的に、成功事例の 2 社は、共に同業種の買収で、事業のグローバル化などを目的としている。同業界への理解が深く、M&A 後の事業引継ぎや組織融合がスムーズに進み、結合シナジーが発現しやすい状況であった。また、買収対価を算定する際に、資産の性質に合わせながら、コスト・アプローチ、マーケット・アプローチ及びインカム・アプローチを選別して使用した。資産評価方法の混合使用によって、企業価値の過大評価というリスクを回避することができた。

事例研究で得られた結果は、企業会計の視点から、M&A を実施する際に、インカム・アプローチの危険性を認識し、単一の評価アプローチではなく、多様なアプローチを併用することが重要である。そして、これを踏まえて、本論文は、M&A の成否に役立つ条件を明らかにした。

以上は本論文の研究上の大きな収穫である。これらは中国の経済発展による中国企業のグローバル化及び企業結合の研究と解決提案の一助になると考える。

第3節 論文の構成



第4節 各章の概要

第I部 研究の背景と研究の準備

序章 研究の概要と論文の構成

第1部(序章～第1章)は、本論文全体のはじめ編と位置づけ、「準備研究」として、本研究の概要、研究目的、理論的枠組み及び分析上の視点を示している。ここでは、先行研究のサーベイと方法論の提示を行い、本研究のための論文構成及び研究視点を準備する。

第1章 中国企業におけるM&Aの動向と特徴

第1章では、まず、中国企業におけるM&Aの動向や背景、そして国際的視点から見た特徴を明示した。次に、中国上場企業のM&Aによって発生したのれんの計上と のれんの減損処理の全体像を把握した。各段階の経済状況によって、中国企業のM&Aの動向や、発生した企業結合のれんの計上並びに会計処理状況の検討を通して、中国企業会計上ののれんの発生状況と巨額な のれんの減損損失の計上を明らかにし、研究上の目的と問題意識を明確にした。

第II部 のれんの本質に関する概念解明

第II部は、本論文の理論的基礎研究として、第2章と第3章の二つの章によって構成され、先行研究を踏まえながら、のれんの本質観を中心として検討した。

第2章 法学的・経済学的・経営学的・会計学的な視点からみたのれん概念

第2章では、のれん概念の解明について、各分野の研究者の研究成果を考慮しつつ、法学的・経済学的・経営学的及び会計学的な視点からのれん概念を整理する。のれん概念は、無形資産の出現以前から存在し、無形資産に対する認識ものれんから生まれた。1960年代における無形資産は複合体であり、のれんはこの複合体の一般的な用語である。1970年代以降に、無形資産の認識と測定の必要性に伴い、無形資産は分解・区別され、独立した無形資産項目が形成された。

本論文は、法学的・経済学的・経営学的及び会計学的な多様なのれん観を検討し、特に会計学における好感価値観・超過収益力観・総括的評価勘定観・コアのれん観・シナジー効果観などののれん観を中心に検討した。こうした分野横断的・学説史的な検討を踏まえ、のれんの本質に関する概念の解明を図った。

第3章 中国の市場経済体制とのれん概念の受容

第3章では、閉鎖的から開放的、保守的から革新的、そして単一化から多様化へと変

化してきた中国経済発展に順応して、中国企業会計準則の制度的変遷を整理した。各段階の経済発展の状況、企業の合併・買収の状況及び無形資産会計の変遷を検討することによって、のれん概念の扱いを明らかにした。結果として、欧米や日本などと異なる中国の社会主義市場経済体制の下でも、多様なのれん概念又はのれん観の中で、「継続事業のれん」と「結合のれん」というコアのれん観が妥当であることを究明した。

第Ⅲ部 中国企業の M&A によって発生したのれんの事例研究

第Ⅲ部は、本論文の事例研究として、第4章から第7章までの4つの章より構成されている。4件の中国企業の M&A 事例を取り上げ、主に各企業の M&A 戦略、株主構成、買収前後の業績及び財政状態、のれんの発生及び実務上のれんの減損テストの状況を中心に説明した。

4件の事例の選別は、2014年から2019年までの6年間の中国企業の M&A TOP 10 事例から、取得企業及び被取得企業の両方の計120社以上のデータを整理し、のれんを計上した製造業の事例に絞った。さらに、失敗事例については、高付加価値の情報技術分野の企業で巨額な減損損失を計上することによって注目された事例を取り上げた。各事例の概要は、下記のとおりである。

第4章 ジュリカルチャーによる美生元の買収事例

第4章では、製造企業であるジュリカルチャーの事例を取り上げた。ジュリカルチャーは従来、建築装飾用紙事業だけを展開していたが、その単一的な事業による業績変動のリスクを回避するため、事業拡大による結合シナジー効果の発現を目標とし、異業種のモバイルゲーム産業に参入し、ゲーム開発企業の美生元を買収した。本件の買収において、取得企業であるジュリカルチャーは2016年に、34億人民元（約544億円）³の買収対価で被取得企業である美生元の株式100%を取得し、取得原価と識別可能な純資産の公正価値との差額である30.43億人民元（約487億円）を買入のれんとして認識した。しかし、買収してから後わずか2年間で、2018年の減損テストで、美生元資産グループの回収可能価額は、帳簿価額を下回ったことによって、29.65億人民元（約474億円）ののれん減損損失を計上し、M&A が失敗した事例として取り上げる。

第5章 東方精工による普莱德（プライド）の買収事例

第5章では、東方精工の事例を取り上げた。製造設備の生産を主な事業としている東方精工は、「内部成長＋外部拡張」方式でビジネスモデルの「ダブルエンジン」を図り、異業

³ 本論文を使用する為替レートについて、2020年12月18日に日本銀行国際局が発表した「基準外国為替相場及び裁定外国為替相場（令和3年1月分に適用）」（1ドル＝104円、1人民元＝16円）に参考し換算した。

種の新エネルギー自動車電池産業に参入し、電池システム研究開発企業の普莱德（プライド）を買収した。本件を買収において、取得企業である東方精工は2017年に、47.5億人民元（約760億円）の買収対価で被取得企業である普莱德（プライド）の株式100%を取得し、取得原価と識別可能な純資産の公正価値との差額である41.42億人民元（約663億円）を買入のれんとして認識した。しかし、買収してからわずか1年間で、2018年の減損テストで、普莱德（プライド）資産グループの回収可能価額は、帳簿価額を下回ったことによって、38.48億人民元（約616億円）ののれん減損損失を計上し、M&Aが失敗した事例として取り上げる。

第6章 ハイセンスグループによる東芝映像の買収事例

第6章では、ハイセンスの事例を取り上げた。電気製品を製造するハイセンスは、グローバルブランド事業及び国境を越えた資本事業を展開するため、映像事業を展開する日本の東芝映像ソリューション（TVS）を買収した。本件を買収において、取得企業であるハイセンスは2017年に、4.53億人民元（約72.5億円）の買収対価で被取得企業の日本東芝ソリューションの株式95%を取得し、取得原価と識別可能な純資産の公正価値との差額である4.45億人民元（約71.2億円）を買入のれんとして認識した。買収後から2020年度まで、毎年度末に減損テストを実施し、TVS資産グループには減損の兆候が見当たらず、M&Aが成功した事例として取り上げる。

第7章 美的集団（マイディアグループ）による東芝家電の買収事例

第7章では、美的集団（マイディアグループ）の事例を取り上げた。家電製品を製造する美的集団は、市場の戦略的拡大に着目し、グローバル事業の基盤を強化するため、国境を越えた資本事業を展開し、日本の東芝ライフスタイルグループ（TLSC）を買収した。本件を買収は、取得企業である美的集団は2016年に、30億人民元（約480億円）の買収対価で被取得企業のTLSCの株式80.1%を取得し、取得原価と識別可能な純資産の公正価値との差額である26.97億人民元（約432億円）を買入のれんとして認識した。買収後から2020年度まで、毎年度末に減損テストを実施し、TLSC資産グループには減損の兆候が見当たらず、M&Aが成功した事例として取り上げる。

第IV部 総括

最後の第IV部の2章（第8章、おわりに）は、本論文の結論部分であり、前述各章で行った考察・分析によって得た結果と知見を総括した。

第8章 のれんの本質概念と実務上の課題

第8章では、本論文の結論編として、これまでの理論研究の成果とM&A事例研究から明

らかになった問題点を整理した。

まず、先行研究の一部として、主に日本企業の M&A 事情、大型 M&A の事例概略及び発生したのれん、そしてのれんの償却又は減損の状況について整理した。これによって見えてきた日本企業の M&A の特徴と、第 1 章で確認した中国企業の M&A の全体像及び第 III 部の事例研究で得た知見と照らしながら、それぞれの M&A 戦略の特徴とのれんの減損の発生理由を明らかにした。

次に、中国企業の M&A から観たのれんの本質観を理論と実践を対照しながら論じた。企業価値を重視する今日の企業会計において、のれんの本質を明らかにすることは、財務報告利用者にとって、ますます重要となる。投資者の意思決定の支援機能を目的としている現行会計新準則は、『無形資産』、『企業結合』、『資産の減損』及び『公正価値測定』などの一連の個別準則を導入し、適用することによって、のれんという取引や事象の認識、当初測定、事後測定及び開示などの会計処理問題に対して、会計制度を整えた。そして、企業における実務上の会計処理も、事例研究を通じて明確にした。

そして、特に失敗事例の巨額のものれんと巨額買収プレミアムに焦点を当てる。失敗事例から、ジュリカルチャーによる美生元の買収プレミアム率は、1914.01%で、東方精工による普莱德（プライド）の買収プレミアム率は、1992.83%で、被取得企業を受入れた状況である。先行研究のデータによる平均買収プレミアム率は、アメリカ企業で 36%、日本企業で 20%の中に、中国企業の事例は、遥かに高い買収プレミアムであることが明確になった。M&A の実施時に、経営戦略上留意すべきことは、企業の投資収益率の向上あるいはのれんの経済的資源の特徴に注目するだけでなく、企業価値評価方法の適切な選別と慎重な運用であると考えられる。

最後に、中国企業の M&A から見たのれんの公正価値について、検討した。公正価値で資産又は負債を測定する場合に、主にマーケット・アプローチ、インカム・アプローチ、及びコスト・アプローチを用いて、測定・開示を実施している。なお、会計実務上において、のれんの公正価値は、正当に行われたかどうかの厳密な検証が困難な課題である。本論文は、中国企業会計準則における公正価値の開示ヒエラルキーを用いて、活発な市場の公正価値、観察可能な公正価値及び観察不能な公正価値の視点から、のれんの公正価値測定について検討した。その結果、企業価値の過大評価をしやすいインカム・アプローチの危険性を意識し、企業価値評価方法をより慎重に選別して使用する対策案を提言した。

おわりに 本論文の結論・意義・課題及び展望

おわりにの章、本論文に残された課題と今後の展望について纏めた。まず、のれんの事後処理問題について、IFRS のコアのれん観が妥当とする場合に、中国企業会計新準則に基づいて、のれんの減損アプローチを運用されることが規定している。のれんは、日本の会計基準のように 20 年以内で規則的な償却を行うべきが、欧米又は中国の会計基準のように毎期減損テストを適用すべきかという論争に対する理論上及び実務上の解決策を検討することであり、今後研究する必要がある。

また、21世紀の資本市場の経済基盤は、「プロダクト型経済→ファイナンス型経済→インタangible型経済」と変化しつつある状況の中、特にインタangible型経済では、無形資産の分類、無形資産の測定及び開示に関し、それと企業価値の関係を明らかにする必要がある。中国企業会計新準則『第6号—無形資産』（財政部, 2006, No. 41）において、無形資産に対して、個別的に識別可能な無形資産と個別的に識別不可能な無形資産を分離する方向へ定義を刷新することによって、無形資産の範囲が拡大され、企業価値に影響を与える経営資源である無形資産として、ブランド資産を計上することが概念的に可能となった。ブランド概念とのれん概念を明確に区別し、ブランドの資産性を認識し、無形資産として計上することが可能となれば、のれん概念はより明晰なものとなるものと考えられる。今後において、インタangible型経済重視の企業経営では、現行の会計概念の無形資産から、ブランドを含めた無形の経営資源へと転換し、そして、コアのれん観をより精緻化するためには、ブランド価値評価の問題は、避けて通ることができない重要なテーマである。

第1章 中国企業における M&A の動向と特徴

中国の経済体制は、1978年に発表された改革開放政策によって、閉鎖的から開放的、保守的から革新的、そして単一化から多様化へと変化してきた。本論文では、まず、中国の経済状況に基づき、1978年から現在に至るまでの期間を市場経済への移行期(1978~1991)、市場経済の確立期(1992~2000)、市場経済の成長期(2001~2007)、市場経済の変革期(2008~現在)(福光, 2016, p. 69)の4段階に区分し、各段階の経済状況によって変化してきた中国企業における M&A の動向と背景及び国際的視点から見た特徴を検討した。

次に、企業の M&A の動機と経営戦略上の機能を解析し、第4章から第7章で論じる中国企業の M&A によって発生したのれんの事例研究と対照しながら、事例研究から見た中国企業の経営戦略を確認し、買収プレミアムへの影響を探る。そして、中国上場企業の M&A によって発生したのれんの計上とのれんの減損処理の全体像を把握した。こうして、中国の経済情勢を背景に中国企業の M&A の動向や、発生した企業結合のれんの計上、並びに会計処理状況の検討を通して、中国企業会計上ののれんの発生状況と巨額なれんの減損損失の計上状況を探り、研究上の目的と問題意識を明確にした。

第1節 中国企業における M&A の動向・背景と国際的に見た特徴

1.1.1 中国企業の M&A の動向と背景

中国市場経済への移行期である 1978 年~1991 年の間に、中国の経済体制が計画経済から市場経済へ移行し、企業に自主経営権が与えられ、海外企業が中国市場に進出し始めた。この初期段階では、企業の M&A の事例が少なく、企業結合におけるのれんの問題が企業経営上に大きな影響を与えていなかった。

その後、1992 年~2000 年の間に、経済体制改革の目標として「社会主義市場経済」体制の確立が提唱され、中国は計画経済体制から市場経済体制へ大きく転換することとなった。中国に進出した海外企業と競うため、また、中国経済を世界経済に融合させるため、企業のグローバル化を加速させる必要があると中国政府が認識し、1997 年頃に、「引進來」と「走出去」の結合的な政策を打ち出した。これを受けて、中国企業の海外投資活動が次第に活発になってきた。当時、貿易黒字が拡大し、アメリカとの貿易摩擦が激化し、また、国内賃金が上昇し始め、このような背景からの見方もある(汪, 2014, p. 1)。

続いて、市場経済の成長期とも言える 2001 年~2007 年の間に、中国政府は第十次五ヵ年計画(2001 年~2005 年)を打ち出し、「走出去戦略」(海外進出、Go-Global)⁴は国家戦略としてアップグレードされ、グローバル競争への参加が中国企業の発展の基調となった。

⁴ 改革開放の直後から生まれた「走出去戦略」は、2000 年 3 月の第九回中国全国人民代表大会の第三次会議において、「国家戦略」レベルに引き上げられ、2001 年に『国家経済と社会発展第十次五ヵ年計画』に入れられた(出典: 于・矫, 2011)。

具体的には、海外における加工貿易の展開の奨励、国内で不足している資源の海外開発の奨励、海外での研究開発（Research and Development、R&D と略称）・設計センターの設立の奨励、実力を持つ中国企業の多国籍経営とグローバル展開に対する支持などがあった。これを受けて、数多くの中国企業は海外進出を試み、先端技術の獲得と国際市場の開拓を経験しながら、成長を目指した。トムソン・ロイター社（Tomson-Reuters）の統計によると、中国企業による対外 M&A（IN-OUT）⁵の投資額は、2000 年の 16 億米ドル（約 1.66 兆円）から、2008 年の 703 億米ドル（約 73.11 兆円）へ急増した（汪, 2014, p. 1）。

そして、2008 年に世界的な金融危機が発生した以降、一部の先進国が新興国からの投資に対する審査を強化する状況の中、中国は、開放的・協力的な姿勢で、世界経済への融合を続けた。中国政府は、第十一次五ヵ年計画（2006 年～2010 年）においても、引き続き「走出去戦略」を提起し、資源開発分野における対外投資の促進が付け加えられ、企業グローバル化への支援がさらに強化した。

2009 年に、世界金融危機の影響を受け、中国企業の対外直接投資額（金融投資を除く）も、406 億米ドル（約 42.22 兆円）までに減少した。2010 年に、中国企業は、世界 129 の国と地域にある 3,125 社の企業に対して直接投資を行い（汪, 2014, p. 1）、対外直接投資額が 554 億米ドル（約 57.62 兆円）に回復し、一時的に日本企業の対外直接投資を超えた（乾, 枝村, 譚, 戸堂, 羽田, 2013, p. 2）。

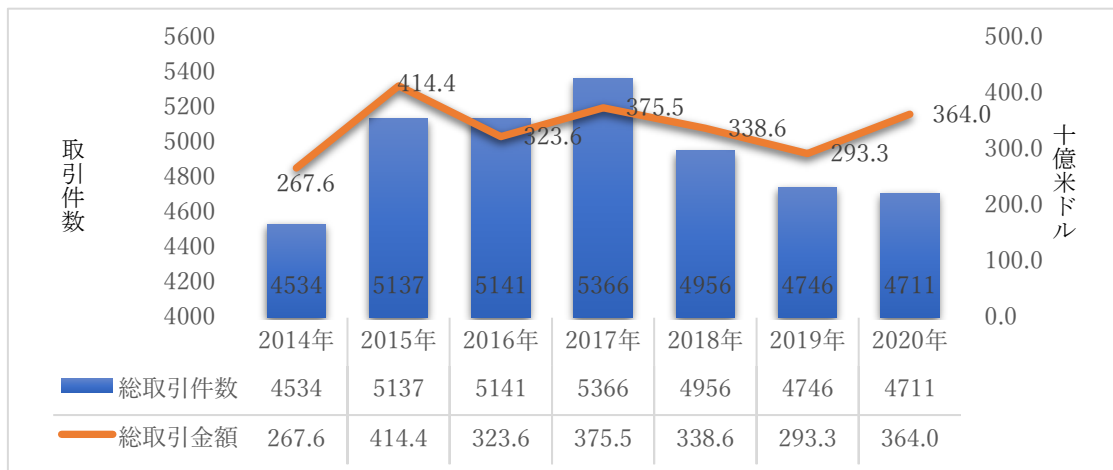
さらに、中国企業の対外直接投資は、2015 年に歴史的な躍進を遂げ、世界 2 位の対外投資額を記録し、資本の純輸出国となった。本論文は主に中国経済が革新発展の段階に入った 2014 年から、2020 年までの 7 年間の中国企業の M&A データ（図表 1-6）を纏めた上で、中国企業の M&A の動向と背景及び国際的視点から見た特徴を分析する。

1.1.2 中国企業の M&A の特徴

まず、2014 年から 2020 年までの 7 年間のデータ（図表 1-1）を利用して、中国企業の M&A 市場の全体像を見てみる。戦略投資に関しては、2014 年と 2015 年の取引総額と取引件数は、それぞれ 2,676 億米ドル（約 278.30 兆円）の 4,534 件と 4,144 億米ドル（約 430.98 兆円）の 5,137 件で、2015 年の取引金額は前年度比 154%の伸びを記録した。2014 年から 2017 年まで、急速に拡大し続けていた中国企業の M&A は、業界再編・投資環境改善・海外投資推進などを目的とする特徴があった。しかし、その勢いが 2018 年から減少に転じ、その背景には、景気後退の悪影響、政府監督の強化、企業のキャッシュ・フローの圧迫による影響である。

⁵ ここでいう「IN-OUT」とは、企業が海外企業を買収対象とする M&A のことを指す（出典：経営ナレッジ）。

図表 1-1、2014 年-2020 年 中国企業の M&A 総取引件数と総取引金額(グラフ)



(出典：PwC⁶グループ、2014 年-2020 年のデータより抜粋した)。

次に、中国企業の対外 M&A 取引件数は、前述した「走出去戦略」の強化を契機に、2006 年頃から増加傾向が顕著となってきた。2014 年から増加ペースが一段と速まった。これは、前年度の 9 月には習近平国家主席が中長期的な対外経済・外交戦略を示す「一帯一路構想」を提唱し、企業の行動に影響を与えた可能性があると思われる。同構想は、①政策面、②インフラ建設、③貿易・投資、④資金面、及び⑤国民間の 5 つの分野で他国との連携を掲げて、このうち貿易・投資の分野で自由貿易協定 (FTA)⁷交渉の加速とともに、中国企業の海外進出を促している(米山, 2017, p. 2)。

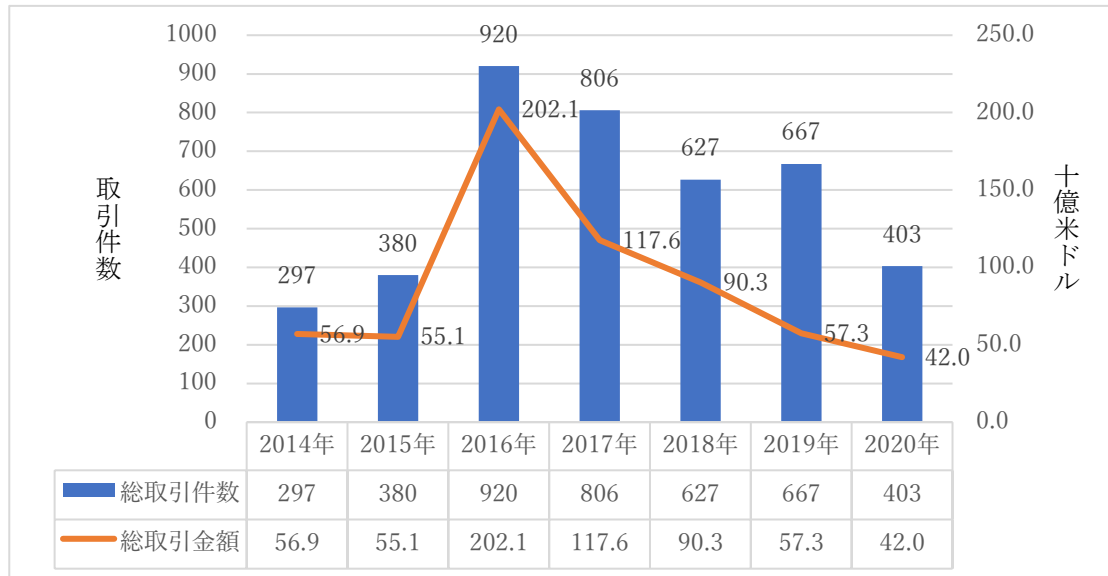
図表 (1-2) のとおり、中国企業の対外 M&A は、2016 年には、過去最高の 2,021 億米ドル (約 210.18 兆円) の 920 件に達した。しかし、政府は資本流出や人民元安への懸念から、2016 年 11 月に一転して対外投資に対する管理を強化したため、2017 年から、取引金額と件数共に減少する傾向に転じた(米山, 2017, p. 1)。

また、2014 年から 2020 年までの中国企業の対外 M&A 活動による投資者性質的分類 (図表 1-3) を見ると、対外投資件数に占める民営企業の割合が高いことがわかる。2018 年の 49.4%以外に、2014 年が 53.3%、2015 年が 54.5%、2016 年が 66.2%、2017 年が 58%、2019 年が 57.6%で、何れも 50%を超えている。また、2016 年から 2020 年まで、総取引金額は継続的に減少し、超大規模 M&A 取引が大幅に減少しものの、依然として中国の民営企業が最も活発な海外事業バイヤーであることがわかった。

⁶ ここでいう「PwC (PricewaterhouseCoopers)」とは、ロンドンを本拠地とし、世界 157 カ国 742 拠点に世界最大級のプロフェッショナルサービスファームである (出典:PwC オフィス HP, 2021)

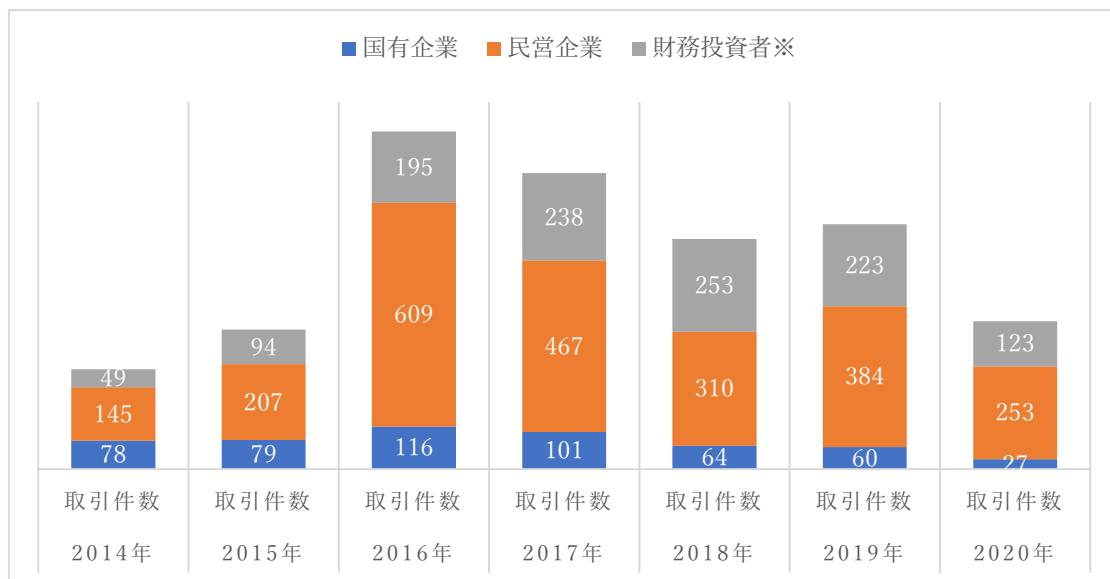
⁷ ここでいう「FTA (Free Trade Agreement)」とは、特定の国・地域の間で、物品の関税やサービス貿易の障壁等を削減・撤廃することを目的とする協定である (出典：清水, 2015)。

図表 1-2、2014 年-2020 年 中国企業対外 M&A 総取引件数と総取引金額



(出典：PwC グループ, 2014 年-2020 年データより抜粋した)。

図表 1-3、2014 年-2020 年 中国企業対外 M&A 取引件数による投資者性質的分類



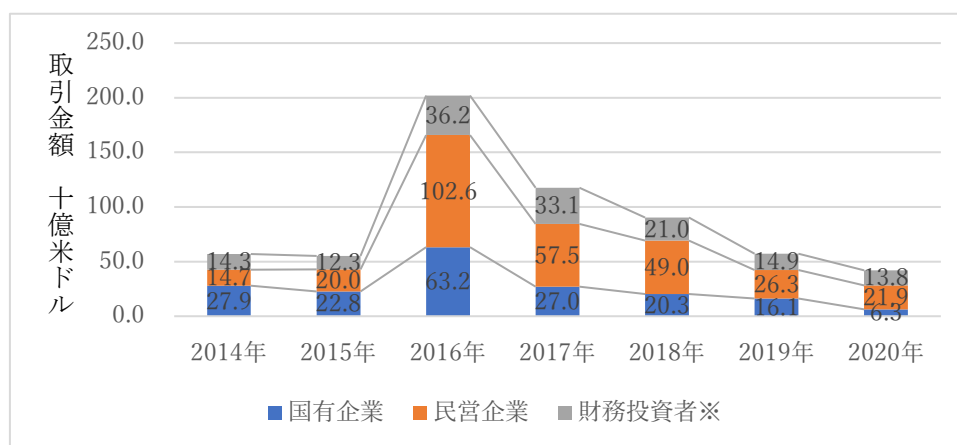
(出典：PwC グループ, 2014 年-2020 年データより抜粋した)。

図表 (1-4) のとおり、中国企業の対外 M&A の総取引金額を見ると、2016 年は、最高額の 2,020 億米ドル(約 210 兆円) を達成し、その中に、民営企業の投資額が全体の 50.8% を占めている。2019 年に全体の投資額が前年度比 63.5% までに減少し、民営企業の投資額が依然に 45.9% を占め、高い割合を占めている。

2018 年から 2019 年までの 2 年間の中国企業の対外 M&A の業界分類データ (図表 1-5)

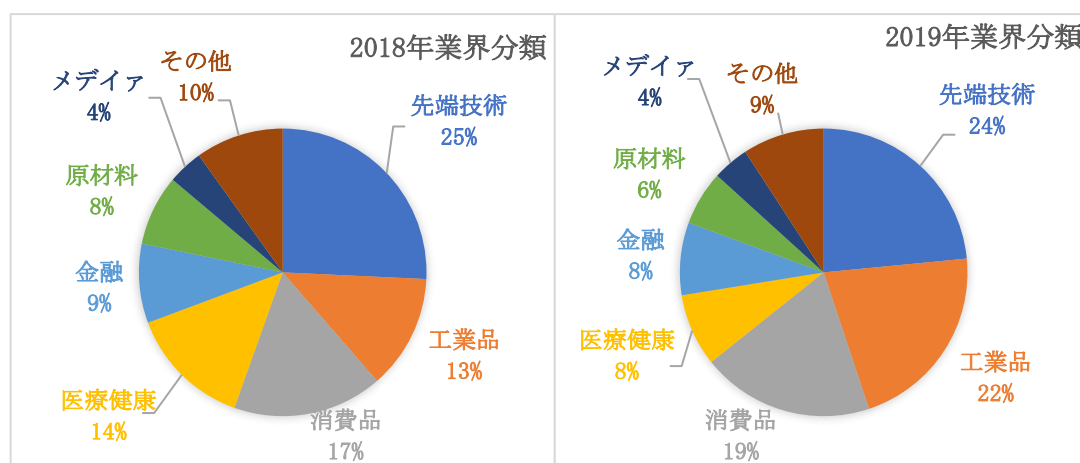
をみると、取引件数の観点で、工業類が高い割合を示し、これは前述した多数の有利な政策が原因であると考えられる。消費品又は先端技術等の業界は、基本的に横ばい又は下落している。PwC の分析によれば、中国企業の対外 M&A と国内 M&A と同様に、工業品・消費品が最も取引件数が多いが、先端技術の大規模対外取引は減少する傾向である。これは、科学・技術の流出抑制が要因である。また、大規模な対外 M&A 取引が全体的に減少しているにもかかわらず、中国国内市場で使用するために、技術、ノウハウ、知的財産及びブランドなどの経営資源の獲得という中国企業の M&A 戦略が続いている。

図表 1-4、2014 年-2020 年 中国企業対外 M&A 取引金額による投資者性質的分類



(出典：PwC グループ, 2014 年-2020 年データより抜粋した)。

図表 1-5、2018 年-2019 年 中国企業対外 M&A 取引件数による業界分類



(出典：PwC グループ, 2018 年-2019 年データより抜粋した)。

次に、中国企業対外直接投資の対象地域の側面をみると、2003 年から 2014 年にかけて、中国本土から香港・ヴァージン諸島・ケイマン諸島向けの対外直接投資は、中国対外直接投資全体に占める割合がピークを迎えた(乾, 2013, p. 2, 李, 2017, p. 23)。この時期に租税回避地 (タックス・ヘイブン、Tax Haven) 向けの中国対外直接投資が多かったことが窺われ

る。一般的に、このような「租税回避地」向けの中国の対外直接投資は、迂回投資 (Roundtrip Investment) と呼ばれている。すなわち、税制が優遇されている租税回避地を迂回して、中国或いはその他の第三国に再投資される投資であると考えられる (李, 2017, p. 23)。中国企業の迂回投資は、2006 年に最高の 86.6% に達し、その後減少傾向が続き、2014 年に最も低い 64.7% まで下がったが、ずっと 6 割以上のシェアを維持していた。

中国企業による租税回避地への迂回投資は、2011 年からは低下しはじめ、ヨーロッパ、アジア、アメリカ、大洋州、アフリカ、ロシア、南米、北米その他の地域が徐々に主な投資先になってきた。PwC のデータによれば、各年度共に、ヨーロッパ、アメリカ、次にアジア向けの投資額は、大きな割合を占めている状況である。

図表 (1-6) (PwC グループ, 2014-2020) に示されているように、2019 年の中国企業の M&A 取引金額は、前年比 14% 減の 5,587 億米ドル (約 581.05 兆円) で、2014 年以後の最低値となっている。総取引金額が減少した主な要因は、中国国内及び対外投資の減少であると分析されている。なお、プライベート・エクイティ・ファンド (Private Equity Fund) は、好調を維持し、国外企業の中国境内のインバウンド M&A は、一部小規模であるが、強い勢いを維持している。2019 年の中国企業の対外 M&A 取引数は、2018 年と並び比較的低い水準であり、取引の活躍度も全体的に 2015 年の水準まで戻っている。

そして、2020 年の状況について、コロナ禍のみならず、米中対立の長期化も相まって、世界の直接投資機運が萎縮しており、さらなる減速が見られる。2020 年の中国企業の M&A 活動の取引金額は 30% を増加し、2016 年以来の最高水準である 7,338 億米ドル (約 763.15 兆円) に達した。取引件数と取引金額の側面から、中国企業の M&A 活動は世界 M&A 市場の約 15% を占めており、世界 M&A 市場で益々重要な役割を果たしている。2020 年の M&A 取引金額の増加は、中国の国有企業が国内の戦略及び国有資産を伴うファンドの M&A 取引に積極的に参加したことによるものである。なお、中国企業による国境を越えた M&A 取引件数は、2019 年と比較して 27% 以上減少し、ほぼすべての業界が影響を受けていることがわかる。

図表 1-6、 2014年-2020年 中国企業のM&A 総取引件数と総取引金額（データ表）（単位：10億米ドル）

	2014年		2015年		2016年		2017年		2018年		2019年		2020年	
	取引件数	取引金額	取引件数	取引金額	取引件数	取引金額	取引件数	取引金額	取引件数	取引金額	取引件数	取引金額	取引件数	取引金額
戦略投資者※ ¹														
国内	4,180.0	243.6	4,821.0	401.5	4,870.0	316.9	5,111.0	361.9	4,778.0	318.8	4,498.0	272.4	4,530.0	349.4
国外	354.0	24.0	316.0	12.9	271.0	6.7	255.0	13.8	178.0	19.8	248.0	20.9	181.0	14.6
戦略投資者合計	4,534.0	267.6	5,137.0	414.4	5,141.0	323.6	5,366.0	375.7	4,956.0	338.6	4,746.0	293.3	4,711.0	364.0
財務投資者※ ²														
プライベート・エクイティ・ファンドPrivate Equity Fund	593.0	73.2	1,062.0	171.0	1,767.0	212.0	1,324.0	174.1	1,920.0	212.9	1,585.0	206.3	2,077.0	332.4
ベンチャー・キャピタル・ファンドVenture Capital Fund	1,334.0	1.4	2,735.0	4.0	3,492.0	5.6	2,338.0	3.0	3,410.0	7.0	2,549.0	2.6	3,361.0	2.8
財務投資者合計	1,927.0	74.6	3,797.0	174.9	5,259.0	217.7	3,662.0	177.1	5,330.0	219.9	4,134.0	208.9	5,438.0	335.2
中国本土企業海外投資※ ³														
国有企業	78.0	27.9	79.0	22.8	116.0	63.2	101.0	27.0	64.0	20.3	60.0	16.1	27.0	6.3
民営企業	145.0	14.7	207.0	20.0	609.0	102.6	467.0	57.5	310.0	49.0	384.0	26.3	253.0	21.9
財務投資者※	49.0	14.3	94.0	12.3	195.0	36.2	238.0	33.1	253.0	21.0	223.0	14.9	123.0	13.8
中国企業海外投資合計	297.0	56.9	380.0	55.1	920.0	202.1	806.0	117.6	627.0	90.3	667.0	57.3	403.0	42.0
香港地域海外投資	215.0	22.4	199.0	23.7	282.0	22.5	234.0	12.4	227.0	23.6	159.0	14.1	122.0	6.4
合計	6,899.0	407.2	9,419.0	655.8	11,407.0	729.6	9,830.0	649.7	10,887.0	651.3	9,483.0	558.7	10,551.0	733.8

（出典：PwCグループ、2014年-2020年データより抜粋した）。

※1：ここでいう「戦略投資者」とは、企業投資者を指し、金融投資家と対照的に、買収した企業を既存の事業範囲に組み込むことを目的としている。

※2：ここでいう「財務投資者」とは、将来の売買を通じて利益を獲得する目的で、主にプライベート・エクイティ・ファンド又はベンチャー・キャピタル・ファンドこれに限定されない合併や買収を行う投資者を指している。

※3：ここでいう「中国本土企業海外投資」は、上記財務投資者を含まれている。なお、取引総額及び総取引件数に重複計上されていない。

(注1：本節の図表データは、PwCの2014年～2020年までに7年間の中国企業のM&A市場レビュー及び展望のデータに基づく、抜粋した内容である。

注2：PwCレポートは、特に記載がない場合に、トムソン・ロイター、投中データ(CVSOURCE)、アジア創業季刊、ニュース及びPwC分析収集データに基づいている)。

第2節 企業のM&Aの動機と経営戦略的な機能

先行研究に対する考察の一部として、まず、企業のM&Aの一般的な動機と経営戦略の機能について検討してみる。「日本企業のM&A戦略-サーベイ調査による分析-」(花枝, 胥, 鈴木, 2010, p. 76)によれば、M&Aの動機と考えられる事項を列挙し、一般論としてそれぞれの事項の重要性を段階的評価した。その調査結果によって、M&Aの動機として最も重要だと考えられているのは、市場シェアの拡大、事業の選択と集中、相手企業の販売ネットワークの活用(図表1-7)である。その次は、相手企業のブランドなど知的財産の活用、相手企業の研究開発力の活用、多角化経営の手段などがある。そして、相手企業の人材の活用、成熟・衰退部門の事業再編もある程度重要視されている。一方、相手企業の保有現金の活用が重要視されていない結果も調査で明らかになった。

図表1-7、 企業のM&Aの一般的な動機

①	市場シェアの拡大
②	相手企業の販売ネットワークの活用
③	事業の選択と集中
④	相手企業のブランド力等知的財産の活用
⑤	多角化経営の手段
⑥	相手企業の研究開発力の活用
⑦	相手企業の人材の活用
⑧	成熟・衰退部門の事業再編
⑨	相手企業の保有現金の活用

(出典：花枝, 胥, 鈴木, 2010, p. 77より参考し、一部抜粋した)。

花枝, 胥, 鈴木(2010, p. 77)が日本の企業を対象にサーベイ調査を行い、実際に過去にM&Aを行ったことがある企業に限定して、どのような目的でM&Aを行ったのかを上記の一般的な動機から3つ以内を選択してもらった。その結果、最も選択の割合が高かったのは市場シェアの拡大で、回答企業の58.75%を占めていた。続いて、事業の選択と集中が44.69%、

経営資源の獲得が 37.50%、多角化経営の手段が 34.69%、成熟・衰退部門の事業再編が 23.13% となっていた。この結果は、M&A の一般的動機の場合と同じだった。これによって、近年の日本における M&A の主な目的は、国内市場が縮小する中で、水平的な M&A を中心とした「市場シェアの拡大」、「事業の選択と集中」及び「成熟・衰退部門の事業再編」であることが裏付けられた。さらに、M&A 実施企業に限定して、M&A の効果或いは成果について、上記の一般的な買収動機とほぼ同じ内容で、どの程度の効果があったかを質問した。その結果、「市場シェアの拡大」、「事業の選択」、「集中や相手企業の販売ネットワークの活用」などの効果は大きいという回答を得た。

一方、「多角化によるシナジー効果」、「相手企業のブランドカ」などの知的財産の活用、「成熟・衰退部門の事業再編」、「相手企業の研究開発力の活用」については、相対的に効果が低かった。被取得企業との組織の融合、販売・人事・総務などの間接部門の費用削減の効果については、さらに評価が低かった。また、「相手企業の保有現金の活用」効果を否定する回答が多い。以上の結果は、市場シェアの拡大などは、統合によって目に見える効果があるが、統合後には部門や人員の調整を含めた組織上の問題が発生することを示唆している（花枝, 胥, 鈴木, 2010, p. 78）。ここでの「多角化によるシナジー効果」が相対的に低い結果について、後述の本論文の事例研究を通して明らかにした。

図表 1-8、企業の M&A 実施の目的

	実施の目的
①	市場シェアの拡大
②	事業の選択と集中
③	経営資源の獲得
④	多角化経営の手段
⑤	成熟・衰退部門の事業再編

(出典：花枝, 胥, 鈴木, 2010, p. 77 より参考、一部抜粋した)。

また、M&A が当初の意図したとおりの買収効果を達成できたかどうかの問題について、調査結果（花枝, 胥, 鈴木, 2010, p. 79）を分析してみると、例えば、「市場シェアの拡大」、「事業の選択と集中」、「市場シェアの拡大」及び「成熟・衰退部門の事業再編」（図表 1-8）を M&A の目的に挙げた企業では、実際の効果や成果があったと答えた企業が多く、「多角化経営の手段」を M&A の目的に挙げた企業では若干低い。また、「経営資源の獲得」を M&A の目的に挙げた企業では、「相手企業のブランドカなど知的財産の活用」、「相手企業の研究開発力の活用」、「相手企業の販売ネットワークの活用」の効果があったと答えた割合は、相対的に少ない。ところで、アメリカの M&A に関する実証研究では、市場シェア拡大・事業再編・事業の選択と集中などの同業他社や関連事業他社との間の水平的な合併は、多角化経営やコングロマリット経営を目的とする M&A と比べて、M&A 後の経営業績や生産性の

改善が大きいことが報告されている。また、水平的 M&A を通じて、供給業者に対する交渉力が増加したことを確認した分析も見られる。「事業の選択と集中」、「市場シェアの拡大」と「成熟・衰退部門の事業再編」を M&A の目的に挙げた企業では、実際の効果や成果があったと答えた企業が多いという花枝、胥、鈴木のサーベイ調査結果は、アメリカのこれらの先行研究の結果と一致する。ここでは、多角化経営やコングロマリット経営を目的とする M&A は、買収効果を達成しにくい分析結果は、本論文の事例研究でも同様な結果を得た。

第3節 中国企業の M&A による発生したのれんの概況

のれんは企業にとって特別な経済的資源で、目に見えない資産であり、企業にとって実際の収益及び企業将来の発展に重要な影響を与えうる要因の一つである。WTO 加盟後、中国企業が国内や国際市場における競争に加わるため、事業のグローバル化が問われたようになった。その手段として、積極的な M&A が効果的な戦略だと考えられていた。

中国企業においても M&A を実施した直後、巨額ののれんの発生と減損リスクを抱えている。会計の機能である利害調整及び意思決定といった2つの観点から、将来の経済的便益を生成する回収可能なのれんを特定すること、すなわち、のれんの本質を見極めることが企業にとって大きな影響を与える可能性がある。

図表 1-9、2007 年—2014 年 中国上場企業におけるのれん及びのれん減損の統計データ
(単位：億人民元)

年度	企業数	企業数比率 ⁸	総金額	のれん 年成長率	単位のれん	減損金額	のれん減損/ のれん総額
2007	470	30.40%	375	-	0.7979	0	0.00%
2008	524	32.41%	705	88.00%	1.3454	0	0.00%
2009	594	33.39%	849	20.43%	1.4293	0	0.00%
2010	713	33.22%	988	16.37%	1.3857	0	0.00%
2011	849	36.04%	1400	41.70%	1.6490	0	0.00%
2012	1000	38.82%	1670	19.29%	1.6700	0	0.00%
2013	1130	43.15%	2140	28.14%	1.8938	530	24.77%
2014	1292	47.22%	3340	56.07%	2.5851	590	17.66%

(出典：張核, 2016, p. 35)。

まずは、2006 年に新準則が適用された後の 2007 年～2014 年までの中国上場企業ののれん計上とのれん減損テストの実施状況を確認してみる。図表 (1-9) のデータより、中国上場企業ののれん計上件数は、2007 年から徐々に上昇していることがわかる。2007 年の 470 社 (30.40%) から、2014 年の 1,292 社 (47.22%) までに上昇し、33%の企業は、結合によって

⁸ ここでいう「企業数比率」とは、のれんを計上する企業数/年度上場企業数である。
ここでいう「単位のれん」とは、のれん総額/のれんを計上する企業数である。

発生した買入のれんを資産として認識していた。のれんの計上金額も、2007年の375億人民元(約6.0兆円)から、2014年の3,340億人民元(約53.44兆円)に増え、最低年成長率16.37%で、最高年成長率88%に達した年度もあった。

張(2016, p. 42)の研究によれば、上場企業の全体数との比較から、のれんを保有する企業件数が同年度の上場企業の全体数の50%以上を占める主な業界は、①健康と社会福祉、②情報伝達・ソフトウェアと情報技術サービス、③水利、環境と公共施設管理、④リース及びビジネスサービス業界であった。のれんの計上金額から、のれんを保有する企業の平均価値で上位5つの産業は、①鉱業、②金融業、③電気・熱供給・ガス・飲用水の生産と供給業、④情報伝達・ソフトウェア開発と情報技術サービス、⑤文化・スポーツ・娯楽業であった。

本章第1節で述べたように、2014年から2016年にかけて、中国企業のM&Aは躍進的な発展を見せた。中国証券監督管理委員会が公表した2014年から2016年までの中国上場企業のM&Aの取引金額は、それぞれ約1.56兆人民元(約249.6兆円)、2.2兆人民元(約352兆円)、2.39兆人民元(約382.4兆円)で、連続的に巨額の取引金額を更新した(趙, 張, 袁, 2020, p. 234)。

図表(1-10)は、2015年から2018年までの中国上場企業ののれん保有件数とのれんの減損損失を認識した企業件数を集計したデータである。2015年から2018年の間に、のれんを保有する上場企業は、それぞれ1,519社、1,732社、1,973社及び2,056社で、全上場企業の53.3%、55.55%、55.51%及び56.18%を占めていた。2007年から2014年のデータと比べて、のれんを計上している上場企業の割合は、約20%が増える傾向が見られる。のれんの計上金額も、2014年の6514.11億人民元(約10.42兆円)から、2016年の10,830.24億人民元(約17.33兆円)と2017年の13,395.89億人民元(約21.43兆円)に増えた。

図表 1-10、2015年—2018年 のれんとのれんの減損の統計データ(単位: 億人民元)

年度	2015年	2016年	2017年	2018年
上場企業数(件数)	2,889	3,118	3,554	3,660
のれんを保有する上場企業数(件数)	1,519	1,732	1,973	2,056
のれんの減損損失を認識した上場企業数(件数)	228	337	460	831
のれん総額(億人民元)	6,514.11	10,830.24	13,395.89	13,585.06
のれんの減損損失総額(億人民元)	104.71	152.01	349.48	1,600.10
のれんの平均値	5.78	9.25	9.57	0.77
のれんの減損平均値	0.46	0.48	0.79	1.57
(のれんの減損/のれん)平均値	3.05%	2.03%	3.07%	15.57%

(出典: 趙, 張, 袁, 2020, p. 234)。

統計データから、上場企業の連結財務諸表においてのれんが多数開示されていることがわかる。しかし、純資産に占めるのれんの割合が大きいほど、のれん減損損失が認識された場合、上場企業の利潤などの年次報告書への影響も大きくなる。趙, 張, 袁(2020, p. 235)の研究によれば、2015年には、宿泊業及び飲食サービス業が計上したのれんは純資産の

30%以上を占めた。そして、情報伝達、ソフトウェア及び情報技術サービス、レジデントサービス、修理及びその他のサービス産業、文化・スポーツ及び娯楽産業ののれんは、純資産の20%以上を占めていた。また、その他の業界ののれんは、純資産の20%未満を占めていた。

全業界におけるのれんが純資産に占める割合をみると、2015年-2016年は、ターニングポイントであった。業界全体のデータ（図表1-11）と業界別のデータの何れも、純資産に占めるのれんの割合は、2016年に大幅に増加し、それ以降、業界全体は約18%にとどまっていた。のれんが純資産に占める割合が高くなる理由は、2016年の業界全体ののれんの合計金額が2015年と比較して66.25%増加したことである。2015年と2016年ののれんの成長率が高い産業を図表(1-12)に示している。

図表 1-11、2015 年—2018 年 全業界におけるのれんと純資産の統計データ

(単位：億人民元)

年度	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
のれん総額	6,514.39	10,830.51	13,396.16	13,585.06
純資産	150,679.66	17,550.10	204,718.72	222,546.72
業界(のれん総額/純資産)平均値	11.78%	18.22%	18.43%	15.96%

(出典：趙, 張, 袁, 2020, p. 235)。

図表 1-12、2015 年-2016 年 業界別ののれんの成長率(単位：億人民元)

業界	2015 年のれん総額	2016 年のれん総額	成長率
卸産業、小売り	296.12	846.68	185.92%
宿泊業、飲食サービス業	87.48	266.6	204.76%
不動産業	88.66	200.22	125.83%
科学技術、技術サービス業	24.94	84.99	240.78%
教育	0.49	15.68	3100.00%

(出典：趙, 張, 袁, 2020, p. 235)。

企業の M&A によって発生した巨額ののれんの帳簿計上の激増によって「のれんバブル(商誉泡沫)」が懸念されるようになった。また、巨額ののれんとのれんの減損損失の認識は、市場の資源配分を歪め、企業の正常的な運営を危険にさらし、投資家の利益を大きく侵害する危険性が高まった（趙, 張, 袁, 2020, p. 234）。

第 4 節 中国企業におけるのれんの減損の状況

のれんの計上金額が爆発的に増加した主な原因は、近年中国上場企業が M&A を通して拡大成長を目指すことにあった。中国国泰君安証券のアナリストは、この拡大成長がのれん

の減損リスクをもたらし、企業が将来的に持続的な買収リスクに直面すると指摘した。このため、長期にわたって、巨額ののれんを計上する企業は、将来的に資産の減損が発生する可能性があり、当期純利益が大幅に変動し、株価が長期的に大幅に下落する可能性も高まる。

図表(1-9)に、のれんの減損損失引当金ののれんの総額に占める割合を表した。データから、中国の上場企業におけるのれんの減損損失の認識は、2013年に始まったことがわかる。2007年に中国企業会計新基準が適用された後、上場企業ののれんの認識が増加する一方で、2013年までの6年間に、のれんの減損損失は認識されていなかった。これは主に新基準によるもので、資産の減損損失は一旦認識されたら、将来の会計期間において戻入をしてはならないため、企業の純利潤に取り返しのつかない悪影響を及ぼすことになる。したがって、中国の上場企業がのれんの減損損失の認識に対して非常に慎重な態度をとっていることが見られる(張核, 2016, p. 35)。

しかし、2013年・2014年に、中国の上場企業が2年連続でそれぞれ530億人民元(約8.48兆円)と590億人民元(約9.44兆円)の巨額の資産減損損失を計上し、それぞれのれん全体の24.77%と17.66%を占めていた。40%以上の上場企業がのれんを保有している状況では、なぜ、この2年間、のれんの減損損失の認識がこれほど大幅に増加したのだろうか。

その原因を分析してみると、①企業がM&Aを実施する前に被取得企業が保証した業績保証承諾の約束が実現できず、取得企業がのれんの減損損失を被ることになったため、苦しい結果を耐えなければならない状況に落ちた。②マクロ経済環境の影響で、中国国内経済は生産能力過剰、政策効果減少、構造的インフレ、潜在的な金融リスクに直面しているため、一部の業界の業績が悪くなり、自社の利益が減少し、純利益の伸びが低下したりマイナスになったりする。企業がコントロールできない外部要因として、のれんの減損損失は、企業の業績低下のスケープゴートまたは「大浴場」(ここでいう「大浴場」の意味は、上場企業の年度報告に会計手法を用いて、利益を操作する現象を指している)なる可能性が非常に高いことが指摘されている(張核, 2016, p. 36)。

また、業界分類の視点から、巨額ののれんが発生し、のれんの減損損失の認識可能性が高い業界もデータ分析によって明らかになった。減損損失比率の上位5業種は、①金融業、②建設業、③総合、④農業・林業・漁業・畜産業、⑤水利環境及び公共施設管理業である。したがって、巨額ののれん及びのれんの減損損失の認識は、金融業や情報業などの高付加価値産業と、石炭や電力などの過剰生産の産業の2つの主要産業に集中していることがわかる。付加価値が高い業界でのM&Aは、買収プレミアムが高くなり、のれんやのれんの減損リスクが高くなることを意味する。石炭や電力などのエネルギー産業は、政策調整対象であり、事業構造の調整による大きな減損引当金と見積負債に直面する傾向がある。本論文の事例研究でもこのような結果を得られた。

2015年から2017年のデータ(図表1-10)から、各業界におけるのれんの減損損失に占

める割合の変動幅が2%~3%位を維持していることがわかる。2018年、のれんに対するのれんの減損の比率は突然15.57%に上昇し、すべての業界で大規模なれんの減損損失があったことを意味している。

図表 1-13、2015年 各業界におけるのれんの減損損失対純利潤の影響

(単位：億人民元)

業界	のれんの減損 損失総額	純利潤	のれんの減損損失/ (純利潤+のれんの減損損失)
農業、林業、漁業、畜産業	1.16	-5.13	-29.34%
鉱業	14.31	21.10	40.42%
製造業	49.09	349.72	12.31%
建築業	2.21	233.99	0.93%
卸産業、小売業	3.09	66.05	4.47%
金融業	4.29	290.95	1.45%
不動産業	2.94	906.23	0.32%
リースと商務サービス業	2.99	10.73	21.81%
科学研究と技術サービス業	0.01	1.82	0.78%
レジデントサービスと その他サービス業	—	0.40	0%

(出典：趙，張，袁，2020，p. 236)。

図表 1-14、2015年-2018年 全業界におけるのれんの減損損失対純利潤の影響

(単位：億人民元)

年度	2015	2016	2017	2018
のれんの減損損失総額	104.72	152.01	347.67	1,600.10
純利潤	2,905.15	2,193.39	2,617.51	2,962.70
のれんの減損損失/(純利潤+のれんの減損損失)	3.48%	6.48%	11.73%	35.07%

(出典：趙，張，袁，2020，p. 235)。

2015年の各業界におけるのれんの減損損失対純利潤の影響(図表 1-13)に示されているように、農産業におけるのれんの減損計上は、常に第1位となり、のれんの減損損失の認識も全体の6%~8%を占めている。また、教育産業・鉱業、建設業もれんの減損損失を認識する割合が高い業種となっている。2018年に(図表 1-14)、のれんの減損損失を計上する企業の割合が急激に上昇し、最も高い上昇率は34.14%も達した。そして、リース業界とビジネスサービス業界の何れも過去3年間で突出し、第2位の文化・スポーツ・エンターテインメント業界は、過去3年間でトップ5に入ることがなかった。

第5節 中国企業会計制度におけるのれんとのれんの減損

1.5.1 会計制度上における企業結合に対する解釈

本節では、現行の中国企業会計制度上における、企業結合によるのれんとのれんの減損を考察する。

まず、2006年2月15日に新たに公表された『企業会計準則第20号—企業結合』（以下、『第20号—企業結合』と略称する）が、2007年1月1日から現在まで中国企業会計処理に適用されている準則である。『第20号—企業結合』（财会字, 2006, No. 3）の第一条及び第二条において、企業結合の認識・測定及び関連情報の開示を規範化するために、当基準を設定したと記した。ここでいう企業結合とは、二社以上の単独企業を結合し、一つの報告主体を形成する取引事象であり、またこの会計準則に指す企業結合は、共通支配下の企業結合及び非共通支配下の企業結合に分類した（近藤, 2007, p. 331 の訳を参照）と説明している。当準則の第十条に、非共通支配下の企業結合について、「各結合当事企業が、企業結合の前後で、同一企業又は同一の複数の企業により最終的に支配されていない場合の企業結合は、非共通支配下の企業結合である（财会字, 2006, No. 3, 近藤, 2007, p. 335 の訳を参照）」と述べている。本論文では、第4章から第7章まで取り上げた事例研究の企業のM&Aによる企業結合は、すべて非共通支配下の企業結合に類別されている。

また、『第20号—企業結合』の適用ガイドラインには、企業結合の方式について、下記の三つに区分し、説明している。

① 持株合併

取得企業は企業結合において、被取得企業の支配権を取得し、被取得企業は独立した法人格を維持し、合併後も事業を継続し、取得企業は企業結合によって形成された被取得企業への投資を確認すること。

② 吸収合併

取得企業は企業結合を通じて被取得企業のすべての純資産を取得し、合併後、被取得企業の法人格は取り消され、被取得企業が当初保有していた資産及び負債、権利義務等は、合併後に、すべて取得企業が継承すること。

③ 新設合併

合併後、合併に関与するすべての当事企業は、新しい企業を設立するために、法人格を取り消し、再登録し、当事企業のすべての資産等を新設会社に引き継ぐ合併方式である（企業結合適用ガイドライン, 2006, par. 2）。

そして、取得日又は合併日の確定について、当適用ガイドラインは、当事企業が取得日又は合併日に企業結合によって取得した資産及び負債を確認するものとし、当基準の第五条及び第十条（财会字, 2006, No. 3）によれば、取得日又は合併日とは、企業結合当事企業

又は取得企業が実際に被取得企業の支配権を取得した日、つまり被取得企業の純資産又は生産・経営意思決定権を移管された日である。以下の条件が同時に満たされる場合、通常、支配権の移転が実現されたと見なすことができる。

- ① 企業結合に関する契約又は合意は、株主総会で承認されている。
- ② 企業結合に関する事項が政府又は所管官庁によって承認される必要がある場合は、承認が得られている。
- ③ 企業結合に関与するすべての当事企業は、財産権の譲渡に必要な手続きを経ている。
- ④ 企業結合当事者又は取得企業は、企業結合の取得対価の大半（通常は 50%以上）を支払完了し、残高を支払う能力と支払計画を持っている。
- ⑤ 企業結合当事者又は取得企業は、事実上に被取得企業の財務又は経営意思決定に対する支配を獲得し、相応する利益を享受し、そのリスクを負担することになる（企業結合適用ガイドライン, 2006, par. 2）。

本論文の事例研究で取り上げた 4 社の企業結合は、共に持株合併の方式を用いて M&A を実施した。そして、当事企業が取得日又は合併日に企業結合によって取得した資産及び負債の確認について、本論文の第 4 章から第 7 章の事例研究で、各社の状況を詳細に考察することにする。

1.5.2 会計制度上における企業結合によるのれん

中国企業会計新準則の『第 20 号—企業結合』第十三条に、企業結合によって発生したのれんを下記のとおり述べている。

「取得企業は、実際に被取得企業に対して支配権を獲得した取得日（財政部, 2006, No. 20, 第 10 条）において、企業結合の取得の原価の配分を行うものとし、本準則の第 14 条の規定に基づき、被取得企業から取得した識別可能な各資産、負債及び偶発債務を認識しなければならない。取得企業は、取得の原価が企業結合において、取得した被取得企業の識別可能な純資産の公正価値のうち持分相当額を上回る場合、その差額をのれんとして認識しなければならない。当初認識後ののれんは、取得原価から減損損失引当金累計額を控除した後の金額で測定しなければならない。のれんの減損は、『第 8 号—資産の減損』に基づき処理しなければならない（財政部, 2006, No. 20, 第 13 条, 近藤, 2007, p. 337 の訳を参照）」と規定している。

『第 8 号—資産の減損』について、中国財政部は、2006 年に、企業の減損の認識、測定及び関連情報の開示を規範化するため、『第 20 号—企業結合』と同時に公表し、2007 年 1 月 1 日から適用することを規定した。

『第 8 号一資産の減損』によるのれんの開示について、「資産グループに配分されたのれん（又は耐用年数が確定しない無形資産）の帳簿価額がのれんの帳簿価額総額に占める割合が重要な場合、注記にて①当該資産グループに配分されたのれんの帳簿価額；②当該資産グループの回収可能価額の確定方法の情報を開示すべきである（財政部, 2006, No. 8, 第 28 条）」と規定している。

また、のれんの帳簿価額の全部又は一部を複数の資産グループに配分し、かつ配分したのれんの帳簿価額がのれんの帳簿価額総額に占める割合が重要ではない場合、企業は、その旨及び資産グループに配分したのれんの合計金額を注記にて説明する必要がある。のれんの帳簿価額総額に占める割合が重要である場合、企業は、状況を説明し、①資産グループに配分したのれんの帳簿価額の合計；②採用した主な仮定及びその根拠；③企業の経営者が各主要な仮定の価値を確定する際に、企業の過去の経験又は外部情報源と一致するか否か。一致しない場合には、その理由を説明する必要があると規定している（財政部, 2006, No. 8, 第 31 条, 近藤, 2007, p. 221 の訳を参照）。

企業結合によって発生したのれんの計上事例について、本論文の第 4 章から第 7 章において、各事例ののれんの発生状況で詳細に考察することにする。

1.5.3 会計制度上におけるのれんの減損

『第 8 号一資産の減損』の第二条（財政部, 2006, No. 8）によれば、資産の回収可能価額がその帳簿価額を下回ることを資産の減損であると規定している。また、同基準による資産は、特別に規定された場合を除き、単独の資産及び資産グループを含む。ここでいう資産グループは、企業が識別できる複数の資産を組み合わせた最小単位であり、それが生み出すキャッシュ・フローは、他の資産又は資産グループのキャッシュ・フローから概ね独立していなければならないと規定している（財政部, 2006, No. 8, 第 2 条, 近藤, 2007, p. 195 の訳を参照）。

そして、当基準は、減損の可能性のある資産の識別について、貸借対照表日において、資産が減損している可能性を示す兆候があるか否かを判断しなければならない。企業結合によって発生されたのれんと耐用年数が不明確である無形資産については、減損の兆候があるか否かを問わず、每期減損テストを実施しなければ行わなければならないと規定している。したがって、下記の 7 つの特定の兆候がある場合に、資産に減損が生じている可能性を示されている。

- ① 当期において、資産の市場価格が大幅に下落し、時間を経過又は正常な使用を前提として予測された下落より極めて大きい。
- ② 企業経営を取り巻く経済、技術又は法律等の環境、及び資産が置かれている市場において、当期中に企業にとって悪影響となる著しい変化が生じる、又は近い内に生じる見込で

ある。

- ③ 市場金利又はその他市場投資収益が当期において、上昇し、これらの上昇が資産の見積将来キャッシュ・フローの現在価値の計算に用いられる割引率に影響を及ぼし、資産の回収可能価額を大幅に減少させている。
- ④ 資産に陳腐化又は資産自体が破損されていることを示す証拠がある。
- ⑤ 資産が既に遊休状態、使用中止、又は繰り上げ処分が計画され、又は将来的にこのような状態になる見込である。
- ⑥ 企業の内部報告の証拠によって、資産の経済的効果が予想より低下し、又は低下する見込である。例えば、資産から生じるキャッシュ・フローの純額や営業利益（又は損失）が予定金額を著しく下回る（あるいは上回る）など。
- ⑦ その他、資産の減損が既に生じている可能性を示す兆候がある（財政部, 2006, No. 8, 第 5 条, 近藤, 2007, p. 197 の訳を参照）。

上記のとおり、資産の減損兆候が示された場合、資産の回収可能価額を見積もらなければならない。回収可能価額は、資産の公正価値から処分費用を差し引いた後の純額と資産の見積将来キャッシュ・フローの現在価値の何れが大きい方により確定される。ここでの処分費用は、資産の処分に関する法的費用・関連税金費用・運送費用及び資産が売却可能な状態に達するまでに発生する直接費用などが含まれる。資産の公正価値から処分費用を差し引いた後の純額と見積将来キャッシュ・フローの現在価値の何れが一方を資産の帳簿価額を上回っている場合、その資産には減損が生じていないことを示し、別途で金額を見積もる必要がない（財政部, 2006, No. 8, 第 7 条, 近藤, 2007, p. 199 の訳を参照）と規定している。

さらに、2018年11月16日、中国証券監督管理委員会（以下「証監会」と略称する）は、のれんの減損の会計監査を強化し、上場企業ののれんの減損の会計処理及び情報開示の標準化を推進し、会計士事務所・資産評価機関及びその他実務家が誠実に職務を遂行するように監督し、資本市場における会計情報開示の質を向上させるため、『企業会計準則』、『中国公認会計士実務基準（中国注冊会計師執業準則）』、『資産評価基準（資産評価準則）』、『公開發行証券会社情報開示及び報告規則第15号-財務報告に関する一般規定（公開發行証券的公司信息披露編報規則第15号-財務報告的一般規定）（2014年修正）』（証監会公告, 2014, No. 54）及びその他の関連規制に基づいて、のれん減損の会計の監督管理リスクについて注意を喚起した。今回のリスク提示案は、『会計監管リスク提示第8号-のれんの減損（会計監管風險提示第8号-商誉減値）』と呼ばれ、その要点は下記のとおりである。

第一、企業のM&Aによって発生されたのれんについて、毎年減損テストを行う必要であり、パフォーマンスコミットメント（業績保証承諾）期間内を理由に減損テストを実行しないことは認めないことは明確に規定した。

第二、企業はのれんの減損テストを実施するため、合理的に資産グループまたは資産グループの組み合わせを割り当てるべきである。

第三、年次報告書、半期報告書及び四半期報告書に、のれんの減損に関する重要な情報を開示すべきである。

第四、会計事務所は、のれんの減損の重要性及び不確実性の度合を考慮し、リスクの性質を適切に判断する必要がある。

第五、第三者の資産価値評価機関は、株式・企業価値評価報告書を用いて、財務報告の代替報告として使用することができない（証监会, 2018, No. 8）。

さらに、当証监会は、下記の7つの特定ののれんの減損の兆候も取り上げられた。ただし、これらに限定されるものではない。

第一、営業活動によって生じた損益又はキャッシュ・フローは、悪化し続け、特に被取得企業の業績が予想より大幅に低下した。

第二、関連業界の生産能力が過剰となり、関連する産業政策・製品及びサービスの市場状況又は市場競争が明らかに不利に変化している。

第三、関連業界に参入する技術的なハードルが低く、技術が急速に進歩することによって、製品やサービスの模倣やアップグレードが容易なことで、経営活動の営利状況の維持が困難である。

第四、コアチームには重大な不利な変化が発生し、短期的に回復することは困難である。

第五、特定の行政ライセンス、フランチャイズ資格、特定の契約プロジェクト及びその他の資格、並びに関係する市場慣行と密接に関連するのれんが、行政ライセンス、フランチャイズ、またはビジネス資格をリリースした特定の契約などの資格が期限切れ更新できない状況である。

第六、客観的な環境の変化により、市場投資収益率が当期中に大幅に上昇し、かつこれらの上昇が資産の使用価値の計算に用いられる割引率に影響して資産の回収可能価額を著しく減少させる見込みがある。

第七、事業を展開している国又は地域においては、為替統制・ハイパーインフレーション・マクロ経済の悪化などの顕著なリスクが存在している（証监会, 2018, No. 8）。

企業が外部企業に対して M&A を実行する際に検討すべき項目が多数あり、会計上留意すべき重要なポイントの一つとして上記の会計監査リスクに提示された「のれんの減損」の兆候が挙げられる。その理由は、のれんが減損計上されると、当該のれんが計上される原因となった買収が「失敗した」と見なされることが多いためである（永野, 本間, 2019, p. 10）。

したがって、企業買収時におけるのれんの会計処理に留意すべき事項、又、のれんの減損に繋がる要因として、以下のような事例が挙げられる。

- ① 経済環境の悪化などに伴う被取得企業の業績悪化；
- ② 株式市況の悪化及び被取得企業の株価下落；
- ③ 楽観的なキャッシュ・フロー予測やシナジー効果算定に起因する巨額な買収対価；
- ④ 被取得企業のビジネス戦略及びその実行の失敗；
- ⑤ 買収時のデューデリジェンス（DD）⁹で把握されなかったリスクの顕在化（不正リスク、法務的・財務的・税務的なリスク等）；
- ⑥ 買収後の経営統合（ポスト・マージャー・インテグレーション、Post Merger Integration、PMI と略称）の難航。

これらには、外部要因のゆえに主体的な管理が困難なものでもあり、何れも買収時に見込んでいたシナジー効果或いは超過キャッシュ・フローが見込めなくなった場合だと言える（永野, 本間, 2019, p. 11）。企業におけるのれんの減損テスト又はのれんの減損損失引当金の計上状況について、本論文の第2部である第4章から第7章の事例研究を通して詳細に分析する。

⁹ ここでいう「デューデリジェンス (Due Diligence :DD))とは、投資を行うにあたって、投資対象となる企業や投資先の価値やリスクなどを調査することである（出典：SMBC 日興証券用語集, 2021）。

第Ⅱ部 のれんの本質に関する概念解明

第2章 法学的・経済学的・経営学的・会計学的な視点から見たのれん

会計用語としての英語の「Goodwill」は、12世紀より最初に「善意的な感情及び優しい関心」という感情を表す言葉として使用されていた。社会的な発展・経済的な進歩に伴い「Goodwill」は、「企業がブランドと高い評価を通じて獲得した好意又は利点」、「購入価額の一部として、企業の予測収益を増加する価値」、又は「会計上において、将来の経済的便益を生み出す無形資産」¹⁰と解釈されている。

のれん「暖簾」という日本語は、最初に垂れ布の形として現れ、そして具象化的な「のれん」から、広告媒体とする役割を果たす看板の「のれん」に進化し、これによって、企業の伝統・信用・格式を表徴することを顧客に印象付け、顧客は企業に対して継続的に好意と愛着を保持するようになった。さらに、最初の原意と異なる意味で会計用語として用いられるようになったのは、明治43年(1910年)に吉田良三がその著書『会計学』において、「Goodwill」の訳語として「のれん」を使用してからであると言われている(山本, 2016, p. 3)。吉田は、「暖簾とは、英語の「Goodwill」を譯せる語にして會社の貸借対照表等に其資産を現す勘定科目として使用するには不適當の感あるも、他に適切なる譯語なき故従来世間にて使用し來れる此語に依って説明する(吉田, 1910, p. 97)」と述べている。また、日本ののれん会計研究分野の第一人者であり高瀬莊太郎は、「暖簾なる文字の語源に就きては確定することを得ざるも、後年暖簾を以て特殊なる財産の名称と解せらるるに至れるは、その上に記されたる屋標もしくは屋号が顧客の吸集、營業繁栄のため重要なる機能を有することが一般に認められ、これに確實なる価格の付せられるに至れる結果たることである(高瀬, 1933, p. 11)」と解釈している。

そして、中国語ののれんは、「商譽(Shang Yu)」であり、16世紀中後期にかけて商業信用と表す用語として初めて登場し、「企業の事業活動において、得られるすべての有利の条件」と定義している。中国語ののれん「商譽」は、会計用語として使用したのは、1936年に中国の会計師施仁夫(Shi RenFu)¹¹が楊汝梅(J. M. Yang)¹²の著書『Goodwill and Other Intangibles(中国語著作名:無形資産論)』を翻訳する際において、「Goodwill」の中国語訳語として「商譽」を使用してからである(劉, 2002, p. 3)。楊汝梅によるのれん「商譽」は、「企業にとって、通常のリターンよりも高い超過収益力を生み出すものであれば、のれ

¹⁰ M-W Online DictionaryによるGoodwillの定義より抜粋し、翻訳した。

¹¹ 施仁夫は、1936年に中国立信会計事務所編集ディレクターとして『無形資産論』を翻訳した(出典: 趙, 1993, p. 47)。

¹² 楊汝梅(J. M. Yang)は、中国の出身で、アメリカに渡ってミシガン大学(The University of Michigan)で経済学の博士号を取得し、1926年に著作『Goodwill and Other Intangibles』アメリカで発行され、Goodwill及び無形資産に関する会計理論的論点を提唱し、世界会計史においても非常に重要な役割を果たし、高い評価を受けている(出典: 趙, 1993)。

んと呼ばれる」と定義している。

のれんは多面的な性質を持ち、企業会計分野における難しい課題であると思われる。会計学上ののれん概念は、無形資産の出現より前から存在し、そして、無形資産に対する認識ものれんからである。1960年代における無形資産は、複合体であり、のれんはこの複合体の一般的な用語である。1970年代以降に、無形資産の認識と測定の必要性に伴い、無形資産は、分解・区別されて、独立した無形資産項目が形成された(汪, 2002, p. 29)。また、今もなお、のれんの本質をめぐる議論が混乱している。本章では、のれん概念の概念解明について、各分野の研究者の研究成果を考慮しつつ、法学的、経済学的及び経営学的並びに会計学的の視点からのれん概念を整理する。

第1節 法学的のれん概念

法学的のれん概念について、山内の著書『暖簾の会計』によると、「1810年に、エルドン卿(Lord Eldon)は、クラットウェイル対リー事件に対する判決によって、のれんという用語が法律上初めて明確に使用され、その後に会計上の用語として使用するようになった(山内, 2010, p. 38)」と説明している。のれんは、法律上明確に定義された経緯について、山内によれば、「私は、ジョン・ステフェンに私の採石場の全権利とのれんを譲る」と有名な言葉によって、のれんという用語を最初に商取引的な意味を持つようになった。これは、1571年の採石場売買の事例であった。その後、1743年に裁判においてのれんが初めて資産として取り扱われ、そして前述した1810年の判決によって、のれんが法律上初めて明確に定義されたといわれている。ここでの法学的なのれん概念は、「売却の対象となるのれんは、旧顧客が旧営業所を利用する蓋然性¹³にほかならない(山内, 2010, p. 38)」と述べた。

また、代表的な法学的なのれん概念に関して下記のとおりとなる。

Cardozo(1859)説

1859年に、イギリスの判事であるCardozoは、判例を判断するため、のれんは、「企業が経済活動に従事することで、得られる地理的位置、事業名称等利益を獲得する可能性があるすべての有利な条件である(Sidney I. Simon, 1956, p. 272)」と定義した。

Sander et al. (1938)説

山内は、Sander et al. (1938)における法学的なのれん概念について、「のれんは、昔からの顧客が昔からの場所によくいくという蓋然性である(山内, 2010, p. 23)」と説明している。

¹³ ここでいう蓋然性とは、哲学用語で、何事かが起こり得る確実性の度合の意味である(出典: 新村, p. 344)。

Sidney I. Simon(1956)説

法学的なのれん概念には、Sidney I. Simon(1956)の研究成果も、多くの研究者より支持されている。木下によれば、Sidney I. Simon「Court Decisions concerning Goodwill」においては、「その当時の裁判所におけるのれんの取り扱いについて検討が行われている。概して、当時の判決は、会計における原則や概念に合致しているという見解が示されている（木下, 2015, p. 35）」と述べている。

Sidney I. Simon(1956, p. 272)の研究によると、法学的なのれんはイギリスの判例に基づき構築されて、そのあとにしばしばアメリカの判例に引用された経緯がある。これらの判例によって、のれんとは「顧客が、元の購入先に戻れる可能性」を示している。のれんを顧客の好意の程度を明らかにし、のれんは未記帳の資産であることを意味する。ここで説明した判例は、前述した山内も引用した判例であると推察される。

また、Sidney I. Simonは、顧客がある製品又はサービスに対する好意を地理的な場所以外の理由で、同じ場所又は購入した会社に戻る傾向が含まれているとCardozoによるのれん概念を拡張したと評価している。Sidney I. Simonは、いくつの事案を引用し、のれんは「継続的な事業の過程で、企業が獲得できるあらゆる可能な利点(Sidney I. Simon, 1956, p. 272)」を指すと結論付けた。したがって、法学的なのれん概念には、顧客のれんに加えて、「超過利潤(Super-Profits)」も含まれている。ここでの「超過利潤」は、「従業員ののれん」、「サプライヤーののれん」、及びその他ののれん、特に「継続企業の総資産の価値の超過部分」なども含まれる。Sidney I. Simonの論文では、アメリカ会計士協会(American Institute of Accountants、AIAと略称する)が定義しているのれん概念は下記のとおり言及した。

「アメリカ会計士協会において、のれんは、予想される将来の超過収益を受け取る権利の現在の価値であると述べている。この用語「超過収益」は、受け取るべき将来の収益、増加、又は利益がその生産に付随するすべての経済的支出に加えて、通常利益を超過するものと期待される金額を定義されている(Sidney I. Simon, 1956, p. 272)」¹⁴。

以上Cardozo(1859)、Sander et al. (1938)及びSidney I. Simon (1956)による法学的なのれん概念をまとめると、顧客の愛着、従業員との労使関係、サプライヤーとの継続的な関係など企業にとって有利な条件、又は継続企業の総資産の価値の超過部分、未記帳の資産等であると言える。法学上の定義を整理し以下紹介する会計学上の3つののれん観—好感価値観(閻, 1997, p. 66)、超過収益力観、総括的評価勘定観(山内, 2010, p. 33)に照らし合わせ、法学的なのれん概念は、好感価値観に当てはまると考えられる。

¹⁴アメリカ会計士協会(AIA)によるのれんの定義の翻訳について、山内の著書を参考した(出典: 山内, 2010, p. 23)。

第2節 経済学的のれん概念

経済学と会計学2つの関係を「異質の双子 (Uncongenial Twins)」と呼ばれ、経済学の所得や資本概念と比べ、会計学では、基準と呼ばれるいくつかの前提を設けて、収益・費用・利益・資本等の概念を提起し、経済学の概念と比べ狭く解釈している(藤田, 2005, p. 2)。

以下、代表的な経済学者ののれん概念に関して述べることにする。

Thorstein Bunde Veblen(1904)説

経済学的なのれん概念について、中川(2004, pp. 31-32)によれば、アメリカの経済学者であるVeblenは、のれんの概念を「確立された慣習的業務関係、正直な取引の評判、営業権や特権、商標、銘柄、特許権、著作権、法律や秘密によって守られている特殊工程の排他的な使用、特定の原料資源の排他的な支配等を含んでいる(Thorstein Bunde Veblen, 1904)と定義した。

Alfred Marshall (1961) 説

新古典派の経済学者 Alfred Marshall は、1890年の『経済学原理 (Principles of Economics)』で、複合的準地代を利潤計算の構成要素を導入し、当時ののれんの会計研究に影響を与えたと言う(近藤, 2010, p. 133)。複合的準地代とは、「成功した事業体の稼得額は、実業家自身の視点から見ると、事業者自身の才能、工場及びその他物的資本、又はのれん、つまり事業組織と営業関係、それぞれの稼得の集計にはかならない」と述べている。その後、会計学の文献は、Leake(1921)、Paton(1922)等がのれんについて超過利潤を基礎として定義している(近藤, 2010, p. 133)。また、鄧(2001, p. 5)の著書『商誉会計論 (Accounting for Goodwill)』も、Marshallの「機会価値(Opportunity Value)」理論は、超過収益概念の基礎であると説明している。

H. C. Edey(1962)説

鄧(2001, p. 3)は、H. C. Edey(1962, p. 201)の定義を引用し、「経済学的のれん概念は、経営組織の言い換えでもある」と述べている。会計学上の「継続企業」概念と一致していると説明した。さらに、のれんの価値について、「継続企業と新たに設立された企業組織と比べ、①既に確保した市場で構築された関係、②政府機関及びその他非営利組織の間に構築された関係、③個人的な関係より獲得した経済的利益等の要素であり、実体があり、単独的に購入できる企業の保有する工場の建物や設備等の固定資産と異なり、経済実体から分離し、独自に存在することができない未記帳の資産である(鄧, 2001, p. 3)」と言及している。

以上、H. C. Edeyによる「継続企業と外部関係及び個人との関係」の視点とMarshallに

よる「事業組織と営業関係、それぞれの稼得の集計」と言う視点は、類似していると推察される。

図表 2-1、のれんの概念の整理（法学的、経済学的及び経営学的）

分野	所説	のれんの概念
法学的	Cardozo (1859)	「企業が経済活動に従事することで得られるすべての有利な条件である(Sidney I. Simon, 1956, p. 272)」。
	Sander et al. (1938)	「昔からの顧客が昔からの場所によくいくと言う蓋然性である（山内, 2010, p. 23)」。
	Sidney I. Simon (1956)	「継続的な事業の過程で、企業が獲得できるあらゆる可能な利益(Sidney I. Simon, 1956, p. 272)」。
経済学的	Thorstein Bunde Veblen (1904)	「確立された慣習的業務関係、正直な取引の評判、営業権や特権、商標、銘柄、特許権など排他的な支配といったようなものである（中川, 2004, p. 31)」。
	Marshall (1961)	「事業組織と営業関係、それぞれの稼得の集計である(近藤, 2010, p. 133)」。
	H. C. Edey (1962)	「経済学的ののれん概念は、経営組織の言い換えでもある（鄧, 2001, p. 3)」。
経営学的	Harry Igor Ansoff (1988)	「販売シナジー、投資シナジー、操業シナジー及び経営シナジーの4タイプのシナジーを結合する企業を共同利用することによって生じる効果を表している（西海, 2010, p. 73)」。

（出典：前述した各研究者の所説により抜粋し作成した）。

第3節 経営学によるシナジー効果

経営学的な側面からのれんのシナジー効果について、西海（2010, p. 72）によれば、経営戦略論の父として知られている Harry Igor Ansoff（1988）が提唱した下記の4つタイプのシナジーに分類した。

- ・販売シナジー（Sales Synergy）：
共通の流通経路、販売組織を複数の製品に利用する場合に生じるシナジー；
- ・投資シナジー（Investment Synergy）：
プラント、機械の共通利用、研究開発の効果等によって生じるシナジー；
- ・操業シナジー（Operating Synergy）：
施設と人員の高度な活用、間接費の分散等によって生じるシナジー；
- ・経営シナジー（Managerial Synergy）：
経営者の全体的なシナジーに対する貢献要因等（木下, 2009, p. 114）。

以上によれば、経営学的ののれん観念は、結合する企業のなにかを共同利用すること

によって生じる効果を表している。企業結合により生じるシナジーに類似する概念として、規模の経済、外部効果、協調の失敗等である（西海, 2010, p. 74）」と考えられる。法学的、経済学的及び経営学的ののれん概念は、図表(2-1)にまとめた。

第4節 会計学的のれん概念

会計学的のれん概念は、のれんの本質観が相対的なモノとして限定される傾向があるため、定義が難しく、統一されていない状況である。本節では、「好感価値観」、「超過収益力観」、「総括的評価勘定観」、「コアのれん観」、並びに「シナジー効果観」によるのれん概念を考察することによって、のれんの本質を解明するということを目的としている。

まず、アメリカ会計学者 Eldon S. Hendriksen が、その著書『会計理論』(Accounting Theory, 1965)によって、提唱したのが、上記の5つののれん観のうち「好感価値観」、「超過収益力観」並びに「総括的評価勘定観」の3つののれん観である。この3つの観点は、中国企業会計研究界において、のれんの「三元理論」(閻, 1997, p. 66)と名付けられた。

2.4.1 好感価値観

好感価値観 (Valuation of Favorable Attitudes Toward the Firm Concept) (鄭, 2001, p. 6)によるのれんは、「顧客が経営組織に対する好感で、経営組織側からみると無形的な価値を有する概念」である。ここでの「好感」、「経営組織が保有する優れた地理的位置、優良な商業信誉、独占的な権利、及び良好な労使関係等に由来する可能性がある(徐, 張, 2009, p. 40)」と言及している。

閻(1997, p. 67)は、のれんを「企業に対する好感的な価値」と述べている。山内(2012, p. 196)によれば、「企業に対する好意的態度の評価」と述べている。また、山口(2016, p. 115)によれば、「企業に対する友好的な態度の評価」と説明している。「のれんはしばしば、有利な事業関係、従業員との良好な関係、顧客の友好的な態度から生じると考えられている。これらの友好的な態度は有利な立地、優れた評判及び名声、独占的特権、優秀な企業経営陣によるものである(山口, 2016, p. 115)」と述べている。ここで、のれんにおける好感価値観に対する日中研究者の意見は、おおよそ合致している。

好感価値観によるのれんの形成要素は、目に見えず、無形であり、金額を勘定に記録することができないため、のれんは、経営組織にとって、未記帳の各種の無形資源を指している。このような考え方は、無形資産説や、無形財的なのれん説や、識別不能な無形資産説と一致している。

無形資産説(Intangible Resources Concept)によるのれんの定義について、「その超過支払い額を未識別の無形資産の合計額であると解釈する(作間, 2018, p. 103)」とも呼ばれ、山内による「無形財的なのれん説」の定義と一致している。

無形財的のれん説について、山内によれば、「愛顧など消費者に関する無形財に焦点に当てたのれん概念の議論が 19 世紀後期（山内, 2010, p. 42）であり、この時期は、個人企業やパートシップが経済において重要な地位を占めていた時代で、当時の会計界にも、イギリスで会計士団体の形成期であったため、財産の価値を重視する法学上の影響によって、無形財的のれん説を誕生することとなった（山内, 2010, p. 16）と説明している。そして、20 世紀前半に、大規模な株式会社が増加することによって、消費者のみならず多様な利害関係者に焦点をあてたものとなっていった（山内, 2010, p. 57）。

ここで、無形財的のれん説におけるのれんの定義について、山内が楊汝梅（J. M. Yang, 1927, p. 27）の定義を引用した。山内によると、「初期の時期には、のれんは、店舗の継続的な顧客など、より限定的な意味で用いられていたが、最近では、企業における現代的なビジネス活動のほぼ全領域をめぐる多様な利害関係者（例えば、消費者、労働者、資本家など）に関するのれんという意味に拡張した（山内, 2010, p. 59）」と述べている。

好感価値観は、識別不能な無形資源説（榊原, 2015, p. 5）とも言われている。内藤によれば、「識別不能な無形資源説について、榊原は、APB 意見書第 16 号「企業結合」や 1976 年 FASB 討議資料「企業結合及び購入無形資産の会計処理に関する問題の分析」などを引用し、被取得企業に対する支払対価の金額が、被取得企業の識別可能な純資産の公正価値を超える差額が存在しているという事実は、特定されない無形の資源が存在する証拠であり、それは技術的なスキルや知識、経営、マーケティングリサーチやプロモーションのような領域における水準を超える企業の能力であるとしている。その上で、識別不能な無形資源説は、のれんの本質を特定の種類の無形資産として識別できない無形資源とみなす見解であると結論付けるが、この「識別不能な無形資源説」は、超過収益概念の延長に過ぎないとみなす見解がある（内藤, 2018, p. 40）ことを指摘している。

好感価値観ののれん概念は、肯定的又は否定的な両側面がある。ここでは、好感価値観の否定的な側面を述べる。

第一に、「好感」を貨幣で測定できない。

第二に、好感価値観は、すべてののれんの形成要因を十分に取り上げることができない。

第三に、ブランド、土地使用权等一部ののれんの要因は、その他の無形資産に区分することができる。そのため、のれん及びその他の無形資産との境界線が曖昧になる傾向がある。

最後に、好感価値観は、負ののれんの存在が明確に説明できない。好感価値観によるのれん概念は、図表(2-2)に整理した。

図表 2-2、のれんの概念の整理（会計学的による好感価値観）

分野	所説	のれんの概念
会計学的	好感価値観	「 好感価値観 」：顧客が経営組織に対する好感で、経営組織側からみると無形的な価値を有する概念である（Eldon S. Hendriksen, 1965, 徐, 張, 2009, p. 40）。
		「 無形資源説 」：その超過支払い額を未識別の無形資産の合計額である（作間, 2018, p. 103）。
		「 無形財的のれん説 」：企業における現代的なビジネス活動のほぼ全領域をめぐる多様な利害関係者（例えば、消費者、労働者、資本家など）に関するのれんという意味に拡張した（J. M. Yang, 1927, p. 27, 山内, 2010, p. 59）。
		「 識別不能な無形資源説 」：特定されない無形の資源が存在する証拠であり、それは技術的なスキルや知識、経営、マーケティングリサーチやプロモーションのような領域における水準を超える企業の能力であるとしているため、のれんの本質を特定の種類の無形資産として識別できない無形資源とみなす見解である（榊原, 2015, p. 5, 内藤, 2018, p. 40）。

（出典：前述した各研究者の所説により抜粋し作成した）。

2.4.2 超過収益力観

超過収益力観(Excess Earnings Concept) (鄭, 2001, p. 6) ののれん概念について、「将来期待される超過収益の価値」であり、「この超過収益を企業価値と識別可能な純資産額との差額とみなし、同時に超過収益の源泉として潜在的な無形資産を想定する（梅原, 2000, pp. 9-10）」と述べている。

閻 (1997, p. 67) によれば、期待される将来的の収益（又は保有者への現金払い）の現在価値が正常の収益を超える超過利益であると考えている。超過収益力観を提唱する代表者である G. R. Gatlett と N. O. Olsen は、1968 年により出版された会計研究コレクション第 10 号 (Accounting Research Study No. 10) 「のれん会計 (Accounting for Goodwill)」で、「現代の経営環境では、超過収益に関するのれん概念の考え方が最も現実的である」との見解を示している。この超過収益は、企業全体の価値を通じて、さまざまな資財及び財産権を超える価値を反映している。

超過収益力観は、超過利潤や、超過利益資本還元価値、超過利益期待などとも言われている。本論文では、用語の統一するため、中国会計研究者が使っている「超過収益力観」を用いる。なお、のれんの本質概念を明確するため、超過収益力を基本な発想である各見解を下記のとおり、考察する。

まず、超過利潤の説明について、山内の研究による Leake (1914) の定義が分かりやすく、「商取引的な意味で、のれんは、将来の期待超過利潤を得る権利の現在価値」である。超過利潤とは将来受け取り収益、増価、又は優位性 (Advantage) を意味しており、その生産に伴うあらゆる費用を超過することを期待されているものである (山内, 2010, p. 64) と述べている。

さらに、梅原は、2000 年の著作『のれん会計の理論と制度』に、「超過利益説」と定義

し、そして、超過利益説ののれん概念となる考え方は、1940年代に定着されており、この時期に、企業が大規模化し、複雑な組織関係や利害関係を持つようになってきて、優秀な製造技術や財務的な条件なども企業の優位性をもたらす項目とみなされ、超過収益という会計特有の概念が必要とされるようになった（梅原, 2000, p. 10）と述べている。

梅原によれば、「識別可能な資産・負債として貸借対照表に一般に計上されるのは、現金や商品等のような有形資産か特許権などの法的無形資産である。ブランドやノウハウ等の項目は、企業価値に重要な貢献をするはずであるが、会計上は識別不能であり、通常、貸借対照表には計上されないの潜在的な無形資産と呼ぶことができる。通説では、この潜在的無形資産を超過収益の源泉と見なしている（梅原, 2000, p. 16）」と述べている。

さらに、個別には評価できない複数の潜在的無形資産の総合評価の方法として、超過収益力観が提起された理由として言及している。つまり、前述した好感価値による生成した潜在的無形資産説は、のれんの具体的な測定方法に言及できないので、定義ないし測定というよりは、むしろのれんの構成要素にすぎない（梅原, 2000, p. 17）と説明している。

最後に、超過利益資本還元説と、超過利益期待説について、分析する。内藤（2018, p. 41）によれば、上記2つののれんの本質における観点、榊原の著書『のれん会計と減損会計』で述べた。まず、超過利益資本還元説は、「のれんの本質は、超過利益を資本に還元した現在価値であると説明されることが多いが、この見解は、のれんの本質に関する見解ではなく、のれんを測定する方法に関する見解である（内藤, 2018, p. 41）」と説明している。

次に、超過利益期待説によるのれん概念は、期待される超過利益であるという考え方で、内藤によれば、榊原は、超過利益期待説と識別不能な無形資源ののれん説の差異について、下記のように述べている。

超過利益期待説は、超過利益に対する期待の源泉として、識別不能な無形資産を想定していると考えられるので、超過利益期待説と識別不能資源説の差異は、曖昧なものになるが、識別不能資源説におけるのれんの本質は、将来における超過利益に貢献する「無形資源」であるが、超過利益期待説におけるのれんの本質は、将来における超過利益の「期待」である点で、両説におけるのれんの本質には基本的な差異があると考えられる（内藤, 2018, p. 41）と述べている。

超過収益力観について、中国の会計研究者たちも、下記のように分析している。「一般的に、のれんは企業に超過収益をもたらす可能性があると考えられている。超過収益力の概念は、企業の資産としてののれんの3つの基本要素—「経済的資源、収益性、及び貨幣的測定」を把握している。したがって、超過収益力ののれん観は、のれんの定性的な評価と定量的な評価の両面性が含まれている。なお、それにしても、超過収益ののれん観は、特定の欠陥が存在している。まず、経済学の原理によると、超過収益の存在が短期間、一時的なものに過ぎないという批判がある。さらに、のれんの存在が長期的であるため、「超過収益=のれん」という見解を疑問視する意見もある。次に、経営組織では、超過収益の生成する要因が多く、独自の製造プロセスや新製品の開発の時間などを含むため、すべて

の超過収益をのれんに帰属されることはできない（裘, 柯, 2008, p. 33）。最後に、のれんの直接法による評価方法として確立した超過収益力観は、「超過利益の割引現在価値」が、のれんそのものではなく、単なるのれんを算定するために一般的に用いられる方法の理論的説明にすぎないという批判的な観方（白, 2005, p. 67）もある。超過収益力観によるのれん概念は、図表(2-3)に整理した。

図表 2-3、のれん概念の整理（会計学的による超過収益力観）

分野	所説	のれん概念
会計学的	超過収益力観	「 超過収益力観 」：期待される将来的の収益（又は保有者への現金払い）の現在価値が正常の収益を超える超過利益である（閻, 1997, p. 67）。
		「 超過利潤説 」：商取引的な意味で、のれんは、将来の期待超過利潤を得る権利の現在価値である。「超過利潤」とは将来受け取り収益、増価、又は優位性(advantage)を意味しており、その生産に伴うあらゆる費用を超過することを期待されているものである（Leake, 1914, 山内, 2010, p. 64）。
		「 超過利益資本還元説 」：のれんの本質は、超過利益を資本に還元した現在価値である（榊原, 2015, p. 9, 内藤, 2018, p. 41）。
		「 超過利益期待説 」：のれんの本質は、期待される超過利益である（榊原, 2015, p. 9, 内藤, 2018, p. 41）。

（出典：前述した各研究者の所説により抜粋し作成した）。

2.4.3 総括的評価勘定観

総括的評価勘定観（Master Valuation Account Concept）（鄭, 2001, p. 5）によるのれん概念は、「企業全体の価値の、個別的な有形・無形の資産に付着している評価額を超過する部分一のれんを残余とする（Eldon S. Hendriksen, 1965, 山内, 2010, p. 31）」と定義している。

山内によれば、のれんの総括的評価勘定観が提唱された時代は、20世紀後半会計上において、会計基準設定の地位が確立されて、作成された基準及び公表物が議論の中心であった時代で、特にイギリスの会計基準設定団体は、のれんは残余という側面に重点を置くようになった考え方（山内, 2010, p. 17）である。

ここで、のれんの残余について、Canning(1929)が主張した「配分されなかったような何かを入れる“雑物入れ”」であるという観点が挙げられる。島崎（2016, p. 110）によれば、「のれんが貸借対照表に計上される場合、総合的評価勘定にすぎない。つまり、のれんは、必ずしも法律上の属性ではないが、資産の経済的属性をもつ無数の諸項目や資産として計上された項目についての過小評価分の未配分項目が投げ込まれた包括的な情報にすぎない」とのれんの差額説を述べている。これは、資産の評価額の誤りと企業実体全体の現在価値と識別可能な持分（純資産）との差額を表すものである（島崎, 2016, p. 45）と記述している。

さらに、梅原は、Canning(1929)の差額説の特徴について、「個々の資産の測定属性に着

目して、企業価値の貸借対照表上の資産への配分に恣意性」を指摘している点がある（梅原, 2000, p. 19）。そして、現実の企業会計では、すべての無形資産は識別されず、又は取得原価や市場価格によって資産評価が行っている。それゆえ、企業価値と識別可能純資産額が一致しないために、不可避免的に差額たるのれんが生じることになる（梅原, 2000, p. 21）と解釈している。

総括的評価勘定観に対して、中国の会計研究者も、上記の先行研究とほぼ同じように考えている。のれん自体が単独的に利付資産ではなく、特別な評価勘定にすぎないと考えている。これは、企業自体の資産の合計価値が単独価値の合計を超えていることを示している。総括的評価勘定観は、優秀な管理チーム、忠実な顧客、良好な地理的位置等未記帳の資産の存在を反映し、負ののれんの存在を説明するためにも使用できる。しかし、総括的評価勘定観の欠点は、「のれんの測定可能性のみを考慮し、のれんの定性的評価を含まない（貝, 田, 陳, 2002, p. 67）と説明している。総括的評価勘定観に対して、日中会計研究者は、ほぼ同じように考えている。総括的評価勘定観によるのれん概念は、図表(2-4)に整理した。

図表 2-4、のれん概念の整理（会計学的による総括的評価勘定観）

分野	所説	のれん概念
会計学的	総括的評価勘定観	「 総括的評価勘定観 」：総括的評価勘定—企業全体の価値の、個別的な有形・無形の資産に付着している評価額を超過する部分—のれんを残余とする説である (Eldon S. Hendriksen, 1965, 山内, 2010, p. 31)。
		「 差額説 」：のれんが貸借対照表に計上される場合、総合的評価勘定にすぎない。資産の評価額の誤りと企業実体全体の現在価値と識別可能な持分（純資産）との差額を表すものである (Canning, 1929, 島崎, 2016, p. 110)

（出典：前述した各研究者の所説により抜粋し作成した）。

2.4.4 コアのれん観

20世紀末頃に、企業結合により発生するのれんを幾つの構成要素に分解することによって、本質的なのれんを抽出する考え方が提起された（山内, 2010, p. 110）。具体的に、FASB(Financial Accounting Standard Board)のプロジェクトマネージャー Johnson & Petrone (1998, p. 296) は、発表した“Is Goodwill An Asset?”論文において、「Top-Down Perspective」の視点から、機械設備が工場の構成要素と見なすのと同様に、のれんは取得企業の被取得企業へ投資額の構成要素として、会計実務中に例示されたのれんを分析し、資産の定義を満たす部分はコアのれん (Core Goodwill) として抽出する見解で、図表(2-5)の6つののれん構成要素を例挙した。

図表 2-5、Johnson & Petrone (1998) におけるコアのれんに関わる構成要素

構成要素 1	取得日に、被取得企業の純資産の公正価値が帳簿価格を超える部分；
構成要素 2	取得日時点に、被取得企業が未認識のその他の純資産の公正価値；
構成要素 3	被取得企業の既存事業における継続事業(Going Concern)要素の公正価値；
構成要素 4	取得企業と被取得企業の事業結合により期待されるシナジー要素の公正価値；
構成要素 5	取得企業による被取得企業の測定上の誤りによる支払う対価の過大評価；
構成要素 6	取得企業による過大支払又は過少支払。

(出典：Johnson & Petrone (1998) & 山内, 2010, p. 116 より参考作成した)。

この考え方は、FASB が 1999 年 9 月 7 日に公表した「企業結合及び無形資産 (Business Combinations and Intangible Assets)」の公開草案においても部分的に反映された (FASB, ED1997, pars. 170-179)。FASB によれば、のれんは、取得プレミアム(Acquisition Premium)又は購入プレミアム(Purchase Premium)よって説明することができる。いわゆる、取得企業が被取得企業に支払った購入プレミアムは、被取得企業の純資産の簿価を超える価額である (葛, 2000, p. 4)。このような見解によって、「取得企業によって価値のある他の資源が取得された (山内, 2010, p. 116)」と考えられている。また、FASB より 2001 年 2 月 14 日に公表した「企業結合及び無形資産—のれんの会計 (Business Combinations and Intangible Assets—Accounting for Goodwill)」(FASB, 2001, pars. 55-59)、並びに同年 6 月 30 日に公表した SFAS(Statement of Financial Accounting Standards)第 141 号「企業結合(Business Combinations)」(SFAS, 2001, par. B102)においても同様の 6 つの構成要素が提示されている。

6 つの構成要素のうち、構成要素 1 は、被取得企業の純資産に反映されていなかった利得を表すものであり、構成要素 2 は、概念的には個々の資産として区別して識別され認識する可能性がある無形資産の一部となるため、取得日の公正価値が測定できなくコアのれんの一部でない (ASBJ, DP, 2014, p. 21, par. 51)。また、構成要素 5 は、取得企業による測定上の誤りで、資産の定義を満たさない。構成要素 6 も、概念的に資産ではなく、単に取得企業にとっての損失又は利得を表すものである (ASBJ, DP, 2014, p. 22, par. 52)。したがって、構成要素 1 と 2 又は 5 と 6 ともに概念的に資産ではなく、コアのれんの一部ではない。

構成要素 3 と 4 のみが資産の定義を満たして、概念的にのれんである。Johnson & Petrone (1998, p. 296) によれば、構成要素 3 は、「継続事業のれん (Going Concern Goodwill)」と呼ばれ、「被取得企業が継続企業であることから発生し、内部創設又は被取得企業が以前有していたのれん (板津, 2018, p. 130)」を表し、のれんとして構成すべき要素である。

次に、構成要素 4 は、「結合のれん (Combination Goodwill)」と呼ばれ、事業結合前に存在せず、企業買収によって生成されたものである。被取得企業と取得企業のどちらにも関係し、事業結合により期待されるシナジー効果を表す要素で、取得企業と被取得企業の事業が結びついて、個別に両事業を取得した場合の単純合計を上回る利益が期待される

効果である（板津, 2018, p. 130）と説明している。Johnson & Petrone（1998, p. 296）によれば、コアのれん、継続事業のれん及び結合のれんは、下記の等式で表現できると述べている。

$$\text{「継続事業のれん」} + \text{「結合のれん」} = \text{「コアのれん」}$$

そして、2004年3月31日にIASBがIFRS（International Financial Reporting Standards）第3号「企業結合（Business Combinations）」において、のれんは「企業結合で取得した、個別に識別されず独立して認識されない他の資産から生じる将来の経済的便益を表す資産（IFRS3, 2004, Appendix A）」であると定義した。IFRS第3号でも、のれんの構成要素を取り上げ「被取得企業の継続事業要素の公正価値」と「企業結合による期待されるシナジー効果の公正価値（IFRS, 2004, par. B130）」を本質的なのれんとしてコアのれんで説明している。

2.4.5 シナジー効果観

会計学上のシナジー効果観（Synergistic Benefits Concept）は、山内の研究によるWebster（1973）の定義を引用した。山内は、「会計上において、共同作用を起こす個別の媒体として、識別可能な有形財及び無形財並びに識別不能な無形財が考えられる。つまり、識別可能な有形財及び無形財並びに識別不能な無形財が、相互有機的に結びつき、共同作用のシナジー効果を生み出すのである（山内, 2010, p. 134）」と説明している。

山内は、シナジー効果観と無形財のれん観、超過収益力観、そして総括的評価勘定観という3つののれん観を対照分析によって、下記における現代的なこのれん概念を導き出された。

「このれんとは、シナジーであり、当該シナジーは、識別可能な有形財及び無形財並びに識別不能な無形財の相互有機的な結びつきにより生じる。シナジーを有する結果として、超過利潤が生じるが、この超過利潤は、シナジーを認識しない場合に将来の損益計算において認識されるものである。企業結合によらない場合、企業全体の使用価値から純資産公正価値を控除した残余がシナジーである。一方、企業結合による場合、新たなシナジーが生じるため、取得企業にとっての被取得企業全体の使用価値から純資産公正価値を控除した残余がシナジーである。なお、シナジーを個別に識別して評価することができないため、その評価自体は残余により行われる（山内, 2010, p. 158）」と考えられる。

上記分析したように、山内は、「シナジー効果観は、20世紀末から21世紀にかけて誕生した新たなこのれん観であり、歴史的に存在してきた無形財観、超過利潤観、及び総括的評価勘定観は、現代において消え去ったわけではなく、現代における中心となったシナジー効果観から新たな解釈される可能性がある（山内, 2010, p. 133）」と分析している。

シナジー効果観は、企業における資産構造の無形的な要因を考慮し、マイナスのシナジー効果として、負ののれんの存在を説明できるため、のれんの本質の解明にとってメリットがある。また、のれんが資産のシナジー効果に起因する場合に、企業の資産構造が最適な組み合わせに達している限り、常に最高レベルののれんを維持できるとも発想できる。この考え方は、のれん価値の定額償却を必要としない会計処理の理論的根拠ともなる。一方、企業の資産構造の組み合わせが変化しなくても、企業スキャンダルの発生によってのれん価値が急激に消滅する場合がある。つまり、シナジー効果観は、のれんの急速的な増減現象を説明することが困難であると言える。シナジー効果観によるのれん概念は、図表(2-6)に整理した。

図表 2-6、のれん概念の整理（会計学的によるシナジー効果観）

分野	所説	のれん概念
会計学的	シナジー効果観	「シナジー効果観」：識別可能な有形財及び無形財並びに識別不能な無形財が、相互有機に結びつき、共同作用のシナジー効果を生み出すのである (Webster, 1973, 山内, 2010, p. 134)。

(出典：前述した各研究者の所説により抜粋し作成した)。

2.4.6 中国の研究者によるその他ののれん概念

人的資本(Human Capital)の超額効果

上海財経大会計学院の于越冬は、研究論文「人的資本と企業ののれんの経済実質」において、「のれんの本質は、人的資本の超額効果である」と述べている。また、于は、「人的資本の効果（又は使用価値）は、企業にもたらす価値であり、ここの使用コストには、労働者の報酬と、物理的資本の浪費、効率低下、又は機会的損失による引き起こされる経済的損失を含まれる。両者の差額は、市場平均値より大きい部分が人的資本の超額効果という。市場状況において、資本と労働力が非対等性の関係であり、両者の契約は不完全契約とも言えるため、企業はこれによって人的資本に対して独占的コントロールを形成し、したがって、その超額効果も独占することができる。これは、のれんの本質であると考えられる。また、のれんの形成と維持は、さまざまな内部及び外部の要因によって制約されている。企業ののれんは、期間ごとに変化し、絶えず消費されるため、測定と償却の期間が限定される必要があり、企業におけるのれんの価値向上に取り組む結果は、社会的労働生産性の向上に繋がることである。なお、結果的に、半数ほどの企業ののれんが負ののれんである（于, 2000, p. 40）」と説明している。

共生資源観

高陽宗は、研究論文「共生資源論 (Commercial Reputation Concept) : のれんの本質に対する新たな認識」に、「生物学的共生理論と R. Solow 剰余理論は、技術的の進歩、知識、制度及び人的資源等の無形的な要因によって貢献された部分である(高, 2001, p. 58) の啓示により、(自己創設) のれん本質的観点を踏まえながら、(自己創設) のれんは、共生資源であるとの認識が確立されたと述べた。高は(自己創設) のれんについて、「のれんは、企業が過去の発展プロセスによる企業の人的、財的、物質的な相互作用によって形成され、企業にとって、持続可能な経営を促進でき、さらに、超過収益力をもたらす共生資源であると定義している。また、のれんの共生資源観に対して、それとのれんの本質に関する既存的な見解は、原因と結果、そしてより本質的な見解とより表面的な見解であり、自己創設のれんは共生資源の一項目として、その核心的な表見は、企業文化そのものである(高, 2001, p. 57)」と述べている。

経営者の創造的労働成果

中国南開大学商学院の谷衛は、研究論文「無形資産研究」に、「のれん(商誉)の本質は、実業家又はビジネスパーソンが創り出した創造性のある労働成果である(谷, 2001, p. 338)」と述べている。

コア能力観

中国南京審計大学の董必榮は、研究論文「企業コア能力とのれんの関係」に、「企業能力理論における、“コアコンピタンス¹⁵”の議論に基づいて、企業コア能力とのれんとの関係について議論した。コアコンピタンスは、企業における超過収益力の源泉であり、のれんの本質であると考えられる。のれんは、実際には、企業のコア能力の外的な表見である(董, 2003, p. 21)と述べている。

財産権観(経済学的な)

中国天津商業大学の安暘と傅建設は、研究論文「のれんの財産権観」に、財産権の視点からのれんの本質に対して、分析した。彼らは、「のれんの財産権に関する提起された見解について、のれんの本質は、企業におけるすべての財産権が共同圏(Public Sphere)に置かれる経済的な産物である。さらに、のれんが存在する原因について、のれんの財産権における境界を定めるため、巨額的な取引費用が発生するからである。企業の合併や買収で論争になるのは、この未区分の財産権の価値を指している(安, 傅, 2007, p. 83)と説明している。

¹⁵ ここでいう[コアコンピタンス(Core Competence)]とは、企業の中核(コア)となるビジネス上の強みのことを指す。具体的には、他社と比較して優れた技術や能力のことである。

図表 2-7、のれんの概念の整理（中国の研究者によるその他ののれん概念）

分野	所説	のれんの概念
人的資本の超額効果	(于, 2000, p. 40)	のれんは、人的資本の超額効果である。
共生資源観	(高, 2001, p. 57)	のれんは、企業が過去の発展プロセスによる企業の人的、財的、物質的な相互作用によって形成され、企業にとって、持続可能な経営を促進でき、さらに、超過収益力をもたらす共生資源である。
創造的労働成果	(谷, 2001, p. 338)	のれんは、実業家又はビジネスパーソンは創り出した創造性がある労働成果である。
コア能力観	(董, 2003, p. 21)	のれんは、実際には、企業のコア能力の外部的表見である。
財産権観	(安, 傳, 2007, p. 83)	のれんの本質は、企業におけるすべての財産権が共同圏に置かれる経済的な産物である。

(出典：前述した各研究者の所説により抜粋し作成した)。

本論文の第2章では、法学的、経済学的、及び経営学的そして会計学的なのれん観を検討するにあたり、様々なのれん観の特徴を整理した。19世紀に提起された好感価値観は、先述した「継続事業の過程で、企業が獲得できるあらゆる可能な利益」と定義した法学的なのれん概念に当てはまる。次に、20世紀前半に誕生した超過収益力観は、将来の期待超過利益を得る権利の現在価値と定義し、経済学的な視点による機会価値理論の影響を受けていることが分かる。そして、20世紀後半に、被取得企業の取得原価を純資産の公正価値に配分した後の残余をのれんと定義した総括的評価勘定観は、企業結合等の会計基準の制定によって、残余の側面に重点を置いた。最後に、現代的なシナジー効果観は、識別可能資産と識別不可能資産の組み合わせから生成され、企業の超過収益力を表すものであるとの概念であり、販売、投資、操業、経営の共同利用によって生じる経営学的なシナジー効果と類似概念である。

のれんの本質に関する問題は、企業価値と会計上の識別可能資産と深く関わっている。今日の企業会計における資産・負債アプローチから、「将来の経済的便益をもたらす経済的資源」及び「分離可能性があること」の2つの要件を満たせば、資産として認識できる。コアのれんを本質的なのれんで考得る場合に、「継続事業のれん」と「結合のれん」の2要素が含まれている。

本論文では、企業結合による生じるのれんは、取得のれんの視点から、「継続事業のれん」と「結合のれん」で説明する。「継続事業のれん」は、企業結合という事象の発生する前に、既存するのれんであり、被取得企業内部で発生した自己創設のれん、又は被取得企業が過去の企業結合により取得された被取得企業の取得のれんを反映する。一見、自己創設のれんを資産として認識しているように見得るが、そうではない。ここでは、自己創設のれんの企業価値あるいは将来的な便益をもたらすメリットを認めるだけである。自己創設のれんは企業合併・買収等の企業結合によって、取得企業の取得のれんに転換した時

点で、内部的な創設から外部的な資産として転換し、認識することができる。

図表 2-8、のれんの本質とのれんの構成要素

定 義	のれんの構成要素
継続事業のれん (既存のれん) 被取得企業内部的に発生； 被取得企業以前の企業結合により取得；	被取得企業自己創設のれん 被取得企業の取得のれん
結合のれん (企業結合による) 結合による期待されるシナジー	被取得企業自己創設シナジー 結合に生じるシナジーより 一部又は全部置換

(出典：コアのれん概念より、筆者作成した)。

また、結合のれんについて、被取得企業の自己創設シナジーは、企業結合によって発生するシナジーの一部又は全部に置換され、取得企業の事業と被取企業の事業との結合から生じると期待されるシナジー及びその他の経済的便益 (DP, 2020, p. 11) という形で現れる。のれんの本質及びのれんの構成要素は、図表(2-8)にまとめた。また、中国企業のM&A から見たのれんの本質問題について、本論文の第8章で、詳細に考察する。

第3章 中国の市場経済体制とのれん概念の受容

1949年以來70年の間に、中国の企業会計制度は、不完備から成長し、分散化から統一され、企業会計システムを確立するようになった。中国の市場経済の発展に伴い、徐々に健全化された中国企業会計制度の発展は、主に下記の4段階を経てきた。

- ① 1949年—1978年、企業会計制度の初期設立期；
- ② 1979年—1992年、企業会計制度の修正期；
- ③ 1993年—2006年、社会主義市場経済体制に適応する企業会計制度の初期設定期；
- ④ 2007年—現在（2021年）、社会主義市場経済体制の状況に満たす企業会計制度を基本的に確立され、健全化に向けて進んでいる（財政部HP, 楊, 2019）

そして、企業会計制度の整備と密接に関係する経済発展の背景について、1978年に中国の改革開放政策が発表された後、中国の経済発展は、閉鎖的から開放的、保守的から革新的、そして単一化から多様化へと変化してきた。中国企業にとっても、「走出去（海外進出）」戦略を実践した42年間であった。このような段階的な制度整備の中に、本論文は特に注目する中国企業会計における無形資産会計の変遷と企業のM&Aによって発生したのれんの取り扱い状況について検討する。中国無形資産会計の発展とその経済的背景を明確にすることによって、のれん概念の扱いを明らかにする。

第1節 企業会計制度の修正期(1979年-1992年)とのれん概念

3.1.1 経済的背景：中国企業海外進出の初期ステージ

1978年に、中国第十一期中央委員会第三回全体会議を開き、改革開放政策の道筋¹⁶を確立した。中国と日本は『平和友好条約』（1978年8月12日）¹⁷を締結し、アメリカとの間に、公式的な外交関係（1979年1月1日）¹⁸を確立した。これと同時に、「中国企業」も歴史の舞台—グローバル化へ最初の一步を踏み出した。

中央政府は、全国6,600社以上を及ぶ国営企業に対して、自主経営権を与え、所有権と経営権の分離を実施した(唐, 2017, p. 4)。従来の国営企業から、企業改革を採る現代的な国有企業に変貌し始めた。外国企業に対して、商品販売又は合併・買収を通して中国市場に進出する機会を与えることによって、1979年から1989年までに、21,000社以上の外国企業が中国で会社を設立した。多国籍企業の中国進出によって、中国では、自動車、家電、飲料等の現代産業の発展が始まり、将来的に中国企業の海外進出の基盤が構築された(王, 苗, 2019, p. 12)。しかし、この時期の中国企業の海外投資又は海外進出への意識や実

¹⁶ 1978年12月18日から22日までに、第十一期中央委員会第三回全体会議の決議で、改革開放路線を採用、中国の特色を持つ社会主義市場経済の建設を進めることになった。

¹⁷ 日本外務省「日本国と中華人民共和国との間の平和友好条約」。

¹⁸ 中国駐アメリカ大使館「中米関係概況」。

践等はまた低い状況であった。

3.1.2 のれん概念の萌芽期

1979年から1992年までの中国企業会計の特徴は、中国の経済発展に対応できる独自の会計基準の設定や会計理論の研究を樹立することが中心であった(謝, 2007, p. 89)。1985年1月21日に、最初の会計関係法律『中華人民共和国会計法』(主席令, 1985, No. 21)¹⁹を公表し、根本的な会計の機能、会計人員の権利と義務を規定した。同年3月4日に、対外開放体制の要請に応じて、財政部が『中外合弁事業企業会計制度(中外合資経営企業会計制度)』(财会字, 1985, No. 16)²⁰を公表した。これは、新中国成立以来、初めてIAS/IFRSを大胆に参照した会計制度で、国際的に通用する会計等式、財務諸表の様式及び会計用語(例えば「資本」等の用語)を採用した。同基準の公表は、中国企業会計制度がIAS/IFRSとのコンバージェンスを始めたことを示し、初めて「無形資産」の概念を提起し、同会計制度の第九章第四十三条に、無形資産及びその他の資産の会計について、下記のとおり規定している。

「合弁企業(監, 2008, p. 218)の無形資産及びその他の資産について、専有技術、特許権、商標権、著作権、土地使用権、その他特許権及び開業費(開業準備費)等は、無形資産として認識できる。また、当初測定について、合弁企業各出資者は、無形資産で出資する場合には、契約書又は合意書に基づき取得原価を確定し、買入の無形資産は、取得原価に基づき当初測定を行うこと。事後測定について、使用開始年から耐用年数にわたって、月次償却を行うこと。また、耐用年数が不確定の場合には、10年償却期間を設定することができるが、合弁事業の契約期間を超えることはできない(財政部, 1985, No. 16, par. 43)」。

また、1989年11月8日に公表した『国営工業企業合併及び売却に関する会計処理の暫定規定(関与国営工業企業兼並和出售有関会計处理的暫行規定)』(财会字, 1989, No. 60)の第二章の「会計処理方法」に、「譲渡された企業の譲渡価格と企業の純資産の差額は、のれんとして無形資産に計上する」と規定している。

無形資産概念が資産として取り上げられて、のれんは、企業の財産権移転時の会計処理方法として登場した。1990年までに企業の所有形態の多様化が進められ、持分制度の試行は企業改革の主要な方向であった。合弁企業をはじめとする外資系企業が急速に増えてきて、出資、無形資産、配当等の新しい会計上の課題が提起されて、外資系企業等の会計制度が確立されてきた(謝, 1997, p. 213)。この時期の中国企業会計制度は、国際協調の萌芽期であると言われている(付, 2012, p. 4)。そして、のれん概念の萌芽期であると言え

¹⁹ 1985年1月21日に決議、1985年5月1日に施行した。

²⁰ 1985年3月4日に公表、1985年7月1日に施行、1993年12月13日に失効した。

るだろう。

第2節 企業会計制度の初期設定期(1993年-2000年)とのれんの概念

3.2.1 経済的背景：中国企業海外進出の模索ステージ

1992年に、社会主義市場経済体制という改革の目標を確立し、刺激を受けた中国企業は活気づき、“起業家精神”がその時代の特徴であり、民営企業の活発的な発展が促進された。

中国政府は、企業の海外進出を促進するため、「走出去（海外進出）」の戦略を指導し、融資、減税等の優遇政策も導入した（貿促会, 2007, p. 8）。したがって、中国企業の海外投資活動も活発になって、ハイアール（海爾「Haier」）、ハイセンス（海信「Hisense」）、ファーウェイ（華為「Huawei」）等の代表的な民族系ブランド企業は、90年代頃に、年間23億米ドル（約2.4兆円）の対外直接投資を達成した（王, 苗, 2019, p. 12）。しかし、直接的な輸出貿易は、依然としてこの時期の中国企業の重要な海外事業活動であり、グローバル販売ネットワークの構築やプロジェクト請負、合弁事業等も行われたにもかかわらず、海外市場の開拓の経験や参考となる成功事例は僅少であり、まだ模索段階であった。

3.2.2 のれん概念の成長期

中国財政部は、1992年11月30日に公表、1993年7月1日から実施した『企業財務通則(General Rules on Enterprise Finance) (2006年修正)』（財政部, 1992, No. 4）及び『(旧) 企業会計準則(Accounting Standards for Enterprises Basic Standards)』（財政部, 1992, No. 5）を中心とする新たな会計ルールを公表し、伝統的な企業会計の「資金の運用＝資金の源泉（謝, 1997, p. 157）」から、「資産＝負債+資本」という会計等式を前提とし、会計規制の面で現代企業会計制度へと変質した。「近代的な会計制度」から「現代的な会計制度」に転換させ、画期的な意義を持つ中国企業会計改革であると評価されている（謝, 1997, pp. 147-200）。

1992年6月24日に公表された『外国出資企業会計制度（外商投資企業会計制度）』（财会字, 1992, No. 33）²¹の第七章「無形資産とその他の資産」の第三十六条に、外国出資企業（監, 2005, p. 90）²²の無形資産は、工業資産権（工業産権）、特許技術、土地使用権、及びその他の無形資産であると定義し、又は個別的に会計処理し貸借対照表に個別に記載する必要があると規定した（财会字, 1992, No. 33, par. 36）。この改正は、より広い範囲で

²¹ 1992年7月1日に施行した。これによって、1985年3月4日に公表した前掲注20の『中外合資経営企業財務会計制度』は廃止となった。

²² 外商投資企業とは、外国（香港、台湾、マカオを含む）からの出資比率が25%を超える企業（合弁企業、合作企業、独資企業等の“三資企業”）等の外資系企業の総称である。

IAS/IFRSを受け入れたもので、中国企業会計は新たな発展段階に入ったと評価されている（付, 2012, p. 4）。

さらに、1992年の『企業財務通則』第五章「無形資産、繰延資産及びその他の資産」の第二十条（財政部, 1992, No. 4, par. 20）及び『企業会計準則』第三章「資産」の第三十一条共に、「無形資産は、企業が長期的に使用できる実物形態のない資産である。特許権、商標権、著作権、土地使用権、非特許技術、商誉等を無形資産として認識できる」と定義した。

企業合併・買収に関する包括的な会計基準のガイダンスを欠いているため、1995年2月9日に財政部は『連結財務諸表暫定規定(合並会計報表暫行規定)』²³(財会字, 1995, No. 11)を公表した。翌年8月20日に『企業合併に関する会計処理問題の暫定規定(企業兼併有関財務問題的暫行規定)』という意見書(財工字, 1996, No. 224)²⁴を公表した。暫定規定の第十条に、取得のれんに対して、「被合併企業の法人格が取消される状況では、合併企業の支払う財産権の譲渡価格と被合併企業の純資産価格の差額は、のれんとして無形資産に計上すること」、「10年以内の定額償却法を採用し、各期間の費用として処理する」と規定されている。

この時期は、無形資産が明確に定義され、のれんが無形資産として認識された段階であった。この時期ののれん観は、総括的評価勘定観を沿っていると考えられる。このことは、中国の経済発展又は中国企業の形態と密接に関連していると言える。中国企業にとって、現代的な経済発展に適応し、経済発展のペースを加速するために、無形資産及びのれんの会計処理はタイムリーに検討する必要があったからである。この時期の中国企業会計制度は、形式的なの国際協調であると言われている（付, 2012, p. 7）。

第3節 企業会計制度の確立期（2001年-2006年）とのれんの概念

3.3.1 経済的背景：中国企業海外進出の発展ステージ

2001年12月に、中国は第143番目の国として、世界貿易機関（WTO）に加盟した。2004年7月に公表された『国務院に関する投資体制改革の決定（国務院関与投資体制改革的決定）』（国務院, 2004, No. 20）に基づき、中国企業の海外投資承認制度が廃止され、国際市場競争に参加するためにより便利な政策環境を提供し、中国企業のグローバル化に大きな歴史的機会をもたらした。

中国企業の対外国投資も爆発的な成長を見始めて、実際例からみると、レノボ（聯想「Lenovo」）がIBMのPC事業を買収する事例、ジーリー（吉利汽車「Geely」）がボルボ（Volvo）の自動車事業を買収した事例やTCL（TCL科技集団持株有限公司）がドイツのブ

²³ 中国語の「合並会計報表」は、日本語の「連結財務諸表」に適合する（出典：監, 2005, p. 39）。

²⁴ 1986年8月20日に公表、2008年1月31日に廃止した。

ランドであるシュナイダー社 (Schneider) の買収事例²⁵等によって、中国企業の認知度が高まり、短期間で海外の先端技術を獲得することができた。中国企業は、海外市場進出の経験を得ながら、成長を目指した。

3.3.2 のれん概念の成熟期

2000年代に中国企業は世界の市場に参入し、IAS/IFRSと協調する新しい会計モデルも要求されるようになった。本稿で注目する無形資産について、2001年1月18日から公表した『企業会計準則第6号—無形資産』（财会字, 2001, No. 7）²⁶の第三条において、「企業が製品の生産、サービスの提供、他者への賃貸、組織の管理等の目的のために利用する物質的な実体（物的実在性）を持たない非貨幣性の長期資産である」と無形資産の再定義を行った。さらに、無形資産に対して、識別可能と識別不能の2種類に区別し、識別可能な無形資産は、特許権、非特許技術、商標権、著作権、土地使用権等を指している。識別不能の無形資産はのれんであると規定している。第二条と第七条に、企業結合により発生したのれんは当準則に含まれていなく、企業の自己創設のれんを無形資産として認識されないことも明記している。

さらに、2006年2月15日に新たな『企業会計準則（基本準則及び38項目の個別的準則）（企業会計準則—基本準則及1-38号個別準則）』（財政部, 2006, No. 41）を公表し、2007年1月1日に適用するようになった。『企業会計準則第6号—無形資産』の第二章第三条には、無形資産について、「企業が所有又は支配する物質的な実体のない識別可能な非貨幣性資産である（遠藤, 2007, p. 177の訳を参照）」と定義している。

また、資産は、下記の条件の何れかを満足する場合、無形資産の定義における識別可能性の規定を満たす。

1. 企業から分離又は区別することが可能であり、かつ単独の契約又は関連する契約、資産又は負債と合わせて売却、移転、使用許諾、リース又は交換のために用いることができる。
2. 契約上の権利又はその他法的権利から生じている。これらの権利が、企業又はその他の権利及び義務から移転可能又は分離可能であるか否かに関わらない（遠藤, 2007, p. 177の訳を参照）。

2001年と2006年の『企業会計準則』の無形資産の定義について、明確な違いは、のれんを含むか否かである。2006年の新『企業会計準則』は、IAS/IFRS第38号「無形資産 (Intangible Assets)」と同様に、個別に識別可能な無形資産と個別に識別不可能な

²⁵ 出典：(阿部, 2014)、(胡, 2017, p. 49)、(張, 2002)の新聞記事等によって、例挙した3件の企業買収事例が取り上げられた。

²⁶ 2001年1月18日に公表、「廃止及び失効会計準則制度類規範性文献目録に関する通知（财会字, 2015, No. 3）」によって、廃止した。

無形資産を分離する傾向である。さらに、第二章第十一条に、企業の自己創設のれん及び内部から生じたブランド、刊行物の名称等について無形資産として認識できないと詳細に規定している。

図表 3-1、中国市場経済の発展とのれん概念の変遷

時期	1978年—1992年
企業	海外進出の初期ステージ
国際協調	国際協調を始動した。
無形資産	専有技術、特許権、商標権、著作権、土地使用権、その他特許権及び開業費等は、無形資産である。無形資産の概念を導入した（財政部, 1985, No. 16, par. 43）。
のれん	譲渡された企業の譲渡価格と企業の純資産の差額は、のれんとして無形資産に計上する。企業財産権移転時の会計処理方法として登場した（財政部, 1989, No. 60）。
時期	1993年—2000年
企業	海外進出の探索ステージ
国際協調	形式的な国際協調
無形資産	企業が長期的使用できる実物形態のない資産である（財政部, 1992, No. 4, par. 20）。
のれん	被合併企業の法人格が取消される状況では、合併企業の支払う財産権の譲渡価格と被合併企業の純資産価格の差額は、のれんとして無形資産に計上する（财会字, 1995, No. 11）。
時期	2001年—2006年
企業	海外進出の発展ステージ
国際協調	実質的な国際協調
無形資産	企業が製品の生産、サービスの提供、他者への賃貸、組織の管理等の目的のために利用する物質的な実体を持たない非貨幣性の長期資産である。無形資産の概念を再定義した（财会字, 2001, No. 7）。企業が所有又は支配する物質的な実体のない識別可能な非貨幣性資産である。個別的に識別可能又は識別不能な無形資産を区分した（財政部, 2006, No. 41）。
のれん	取得企業の買収価額が被取得企業の識別可能な純資産の公正価値価額より大きい場合その差額をのれんとして認識されるべきである（財政部, 2006, No. 41）。
時期	2007年—現在
企業	海外進出の変革ステージ
国際協調	市場ニーズに適応し、IAS/IFRSへの収斂を実現する。
無形資産	（財政部, 2006, No. 41）の個別準則に継続的に適用。
のれん	コアのれん概念の受容

（出典：前述した中国の企業会計制度を参考に筆者作成した）。

2006年新準則の第一章第二条の二に、企業結合により発生したのれんは、『企業会計準則第8号—資産の減損（資産減値）』と『企業会計準則第20号—企業結合（企業合併）』を適用すると明記した。『企業結合』第三章第十三条に、のれんは、「取得企業の買収価額

が被取得企業の識別可能な純資産の公正価値価額より大きい場合その差額をのれんとして認識されるべきである」と定義している。そして、当初認識後ののれんの貸借対照表価額は、取得原価から減損損失引当金累計額を控除した後の金額で測定しなければならない。のれんの減損は、上記『企業会計準則第8号—資産の減損』に基づき処理すること（遠藤, 2007, p. 337 の訳を参照に）と規定している。

この時期の中国企業会計制度は、WTO加盟国の間に、会計と財務報告における類似性が要求され、『企業会計準則』の改正は、経済的な一体化とグローバル化の結果にも繋がり、IAS/IFRSとの収斂の原則を深く実施した準則で、実質的な国際協調であると言われている（付, 2012, p. 7）。

中国企業の海外進出の深化に伴い、企業会計上ののれん概念は、萌芽期、発展期及び成熟期までの3ステージに列挙できる。萌芽期は、1991年前に、無形資産の概念を導入したものの、無形資産及びのれんの定義は、明確に規定されていない段階である。1992年から2000年まで、発展期に入って、無形資産が明確に定義され、のれんは無形資産として計上することが要求された。そして、2001年から2007年までに、個別的に認識可能な資産と個別的に認識不能な資産を区分し、無形資産を再定義した。したがって、企業結合で取得した識別可能な無形資産をのれんと区分して認識するようになった。その変化の理由を分析すると、経済発展と特定の国内条件と国際慣行の要請によって、無形資産とのれんの考え方が変貌してきたからであると言える。中国市場経済の発展と無形資産及びのれん概念の変遷は、図表（3-1）にまとめた。

第4節 新企業会計制度の実行期(2007年-現在)とのれん概念

3.4.1 経済的背景：中国企業海外進出の変革ステージ

2008年リーマン・ショックによる世界的金融危機の影響の中で、中国政府は、対外国投資の政策において、開放的かつ協力的な姿勢で、世界的経済環境への融合をし続けた。2018年年末の時点で、中国企業の対外直接投資は1,430.4億米ドル（約148.72兆円）を達成し、世界シェアの14.1%を占め、2003年に対外直接投資に関する年次データを発表以来、最高値を達成した（商務部, 2019, p. 4）。中国企業における「走出去(海外進出)」の戦略は、経済、政治、文化等諸要素のシナジーにより、新たなステージへの発展を遂げた。

中国企業は事業のグローバル化が問われ、国境を越えた企業合併・買収事例が増え、のれんに関する研究課題への注目も高まった。本論文第1章のデータによれば、2014年-2018年の中国上場企業の年次実績統計から、各年度末にのれんを計上した中国の上場企業は1,236社から2,028社に増加し、年平均成長率は13.18%を占め、全上場企業の割合も48.02%から56.85%に上昇した。企業合併・買収の規模も2014年の0.33兆人民元（約52.8兆円）から、2018年までの1.31兆人民元（約209.6兆円）に増加し、年平均成長率は40%を超えた、一方、様々な要因により企業買収後の経営目標を答えられず、

のれんの減損も拡大を続けている。のれんの減損損失を計上した上場企業の数 は 148 社から 479 社に増加し、2017 年ののれん減損損失の合計額は 364 億 8,600 万人民币元（約 5.84 兆円）であった（周, 2019）。企業会計の利害調整機能及び意思決定支援機能の観点から、将来の経済的便益を生成する回収可能なのれんの本質を見極めることで企業に大きな影響を及ぼす。

3.4.2 コアのれん概念の受容

2006 年に新たな『企業会計準則』が公表された後、2014 年までに新たな会計準則は公表されなかった（魏, 2019, p. 82）。中国財政部は、2014 年又は 2017 年に『企業会計準則（基本準則及び 42 項目の個別的準則）（企業会計準則—基本準則及 1-42 号個別準則）』の一部修正と新規個別的準則の公表を実施した（中村, 2017, p. 1）。無形資産及びのれんの概念に関する会計準則の増修正がなく、2007 年に施行した『企業会計準則』を継続的に適用している。2014 年の修正は、新しい会計原則と会計処理が導入され、代表例として、のれんの会計処理と深く関わっている『企業会計準則第 39 号—公正価値測定（公允価値計量）』が注目されている。新準則は、会計処理及び財務報告のみならず、企業のリスク管理、経営戦略、内部統制の整備や運用等についても定めている（丁, 2011, p. 105）。

新準則の特徴について、主に下記の 7 つ列挙されている。

- ① 繰延税金資産・負債の会計処理を修正したこと。
- ② 企業結合や金融商品等に、公正価値で測定をおこなうように、公正価値測定が導入されたこと。
- ③ 企業結合、連絡財務諸表等の会計処理方法が規定されたこと。
- ④ 識別可能な無形資産や金融商品や投資不動産、株式報酬等の新概念が定められること。
- ⑤ 例えば、保険会社等特殊業界に係る準則が設定された。
- ⑥ 資産の減損が認められた。

従来中国企業会計規定では、一定の条件の下では、資産減損の戻し入れが認められていたが、新基準では、資産の回収可能価額が帳簿価額を下回る場合には、有形固定資産や無形資産や、のれん資産グループ等における資産の減損を認識し、その減損を当期損益に計上すること。そして、認識された減損は、翌会計期間に戻し入れることができないと規定している。

- ⑦ 財務報告の利用者に対して、より多くの情報を提供することと定めている。企業は、適用した会計方針、子会社の取引の情報や子会社所在地の情報及び発生した取引の認識、測定及びその開示等の情報を公表しなければならないと規定している（丁, 2011, pp. 106-108）。

新準則は、中国の市場経済発展や中国の国情を十分考慮した上、IFRS へのコンバージェンスのために構築された会計準則であるといつて過言ではない。新準則には、取引や事象の認識・測定・開示の規定と財務報告の規定が含まれている。その他に、新準則は、無形

資産の識別、金融商品、投資不動産、株式報酬等の多くの新概念が導入されている。新基準の個別的準則において、『企業会計準則第 6 号—無形資産』、『企業会計準則第 8 号—資産の減損（資産減値）』と『企業会計準則第 20 号—企業結合（企業合併）』は、企業結合ののれんの認識・測定そして開示について、明記した。

中国企業会計は、中国財政部会合で決議した「中国企業と資本市場の発展における実際の市場ニーズに適応し、中国の企業会計基準と国際財務報告基準との収斂を実現させる」（財政部, 2014, No. 76）に向けて着々と進んでいる姿勢を見せている。

本章は、中国の経済的状況、中国企業の海外進出の状況、そして中国の無形資産会計制度を考察することを通じて、中国会計制度上又は企業経営の視点に当てはまるのれん概念を解明すること目的としている。中国では、のれんの会計問題が当初提起されていない状態から、企業結合による発生したのれんを定義・認識・そして取得後処理等の会計準則の確立、そして IAS/IFRS への収斂と段階的に変化してきた。中国市場経済の発展、企業の海外進出による企業合併・買収の拡大による企業会計制度の修正等の動きに適合するのれん概念は、IFRS の「企業結合で取得した、個別に識別されず独立して認識されない他の資産から生じる将来の経済的便益を表す資産 (IFRS 3, Appendix A) である」という定義が妥当であるとも言える。欧米や日本などの資本主義国家と異なる体制にある中国の社会主義市場経済体制下ののれん概念がどのように受容されていったかが明らかにした。結果、われわれは、多様なのれん概念又はのれん観の中で、「継続事業のれん」と「結合のれん」の 2 要素より構成されたコアのれん観が今日の中国企業会計上、妥当であると結論付けた。

第Ⅲ部 中国企業の M&A によって発生したのれんの事例研究

第 4 章 ジュリカルチャーによる美生元の買収事例

第 1 節 ジュリカルチャーの M&A の概況

浙江ジュリカルチャー発展株式会社（中国語：浙江聚力文化発展股份有限公司²⁷、英語：Zhejiang Juli Culture Development Co., Ltd.、英語略称：Juli Culture、以下「ジュリカルチャー」と略称する）の前身は、2000年に中国の浙江省で設立された「中国語：浙江帝龍新材料股份有限公司（証券コード：002247）」で、2008年6月12日に中国深圳証券取引所に上場した、装飾材の研究開発・設計・製造・販売を行う同業界内のハイテク企業である。中国国内で、成都帝龍新材料有限公司、廊坊帝龍新材料有限公司、帝龍新材料（山東臨沂）有限公司、及び浙江帝龍永孚新材料有限公司などの完全子会社を保有する製造グループ企業である（ジュリカルチャーHP, 2021）。

2016年前には、同社の主な事業は“Dilon”ブランドの印刷装飾材・高性能装飾材・PVC装飾材及びメラミン含浸フィルム紙など4つのシリーズの建築用装飾材の開発や生産・販売を手掛けている。同社はブランド力・技術力・及び経営管理能力などの競争優位性を生かして、中国国内において、装飾材業界のリーディングカンパニーに成長してきた（ジュリカルチャー, 2019, p. 6）。

元々は製造業を営むジュリカルチャーは、2016年に業界を超えて（異業種）中国蘇州美生元情報テクノロジー株式会社（中国語：蘇州美生元信息技術有限公司、英語：Suzhou Meishengyuan Information Technology Co., Ltd.、以下「美生元」と略称する）の株式を100%取得する方式で、モバイルゲーム業界に参入した。今回の M&A によって、ジュリカルチャーの事業内容には、新たにエンターテインメント文化ビジネスが追加され、装飾材の製造とエンターテインメントビジネスの二本柱とするビジネスモデルに経営戦略を変革した。同年、「浙江帝龍新材料股份有限公司」から「浙江ジュリカルチャー発展股份有限公司」に社名を変更した。ジュリカルチャーは、今回の業界を越えた M&A によって、約 30 億人民元（約 480 億日本円）の巨額の買入のれんが発生した。そして、企業買収 3 年後の 2018 年に、合計 29.65 億人民元（約 474.4 億円）ののれん減損引当金を一気に計上した。

2015 年頃、不動産サイクルの影響により、「帝龍新材料」の装飾材業務の業績が低下するようになった。同社の 2015 年次報告書（ジュリカルチャー年報, 2015, p. 14）によると、「帝龍新材料」の装飾材の収益成長率は、前年の 15.87% から 2015 年のマイナス 0.12% に低下した。一方、2015 年度の中国の木質パネル装飾材業界全体の生産・販売の成長率が 2014

²⁷ここでの中国語「股份有限公司（Stock Corporation）」は、日本語では株式会社に対応する用語である。本稿では、中国企業の企業名称を中国語の“股份有限公司”又は“有限公司”を援用する。

年度の 20.4%から 2.68%に低下した状況の中で、同社はようやく純利益を 0.9 億人民元（約 14.4 億円）まで達成し、装飾材業界のトップ 5 の地位を維持した（新浪财经, 2020）。この時期、「帝龍新材料」の経営陣は、装飾材業界の「限界」に気づき、急速な発展の勢いを維持するために、会社が新しい成長の道を見つける必要があると認識したと推測する。

一方、2008 年に中国深圳証券取引所に上場した「帝龍新材料」の株式収益率を見てみる。一般的には、装飾材を製造する企業の株価収益率（PER: Price Earnings Ratio）は、それほど高くない。上場後のジュリカルチャーの株価収益率は 30 倍程度を維持している。株価収益率を向上させるため、近年急成長しているエンターテインメントビジネス業界の会社を買収することは良い選択だと考え、モバイルゲーム事業を主業としている買収目標の美生元に対して、19.4 倍の巨額プレミアムの買収計画を実行したと推測する。確かに、M&A 完了後すぐ効果が出て、2016 年 8 月のジュリカルチャーの株価収益率は 149.38 倍に高まった（同花順財經, 2019）。

ジュリカルチャーは、今回の業界を越えた M&A に対して、「当社の持続的な収益性とリスク対策能力を強化するため、収益性と開発の見通しが強い新興モバイルゲーム事業に資産を投入することにより、当社のコアコンピタンスを強化した（ジュリカルチャー公告, 2016, p. 1）」と説明した。

被取得側の美生元は、2013 年に設立したゲームの開発・配信・運営を専門とする情報処理技術会社である。2015 年末頃に、モバイルゲーム事業を主な事業として、オンラインゲーム事業及びモバイル広告事業体制を構築してきた。同社の収入源は、主に 3 つのカテゴリーに分けられる。

1 つ目は、ゲーム製品の外部使用許諾（ライセンス）によって獲得したパブリッシング契約著作権とゲーム運営期間中の収入である。

2 つ目は、自社開発したゲーム製品の販売又は他社のモバイルゲーム製品の委託販売による獲得した合意された利益分配である。

3 つ目は、モバイル広告による収入である。

被買収される時点で、2.82 億人民元（約 45.12 億円）の収益を上げている（ジュリカルチャー年報, 2016, p. 9）。

2016 年 5 月 13 日に、買収側のジュリカルチャーは、大規模な資産再編を開始し、30.4 億人民元（約 486.4 億円）の取引金額で、業界を超えて美生元を買収した。ジュリカルチャーは、「株式の発行及び購入資産への現金の支払い及び購入資産の譲渡の完了を伴う支う資金の調達に関する発表」において、譲渡手続き及び関連する事業登録について変更手続きを完了したと発表した（ジュリカルチャー公告, 2016, p. 1）。変更登録が完了したことにより、ジュリカルチャーは美生元の唯一の株主となり、美生元がジュリカルチャーの完全子会社になった。この後に、帝龍新材料からジュリカルチャーに社名変更され、新しくエンターテインメント文化ビジネス事業が追加され、装飾材の製造業とエンターテインメントビジネスの「ダブルエンジン(Double Engines)」とするビジネスモデルに経営を変革

した。

第2節 ジュリカルチャーのM&A戦略

厳しい市場競争に直面している中、ジュリカルチャーの経営陣は、市場の開拓とメイン事業の推進を重視し、M&Aを実施した2016年の従来の装飾材製造事業の営業収益は、前年比10.23%の増加を達成し、企業の経営を支える基盤となっていた。ジュリカルチャーの事業方針について、下記の3つが考えられる。

① 単一事業による業績変動リスクを回避し、新規事業市場で展開

ジュリカルチャーは、単一の製造業の業績変動リスクを回避するため、今回の買収によってハイエンドの装飾材製造事業とモバイルゲームの開発・販売事業の2本柱主導のビジネスモデルと業界外多角化戦略を実現した。このような複合的な事業体制の構築によって、幅広い事業分野において、業績変動リスクを軽減し、経営実績の向上を可能にした。一方、M&A取引が完了後、企業の資産総額と純資産の規模が拡大し、上場企業の収益性改善効果とリスク回避能力の向上を期待した（ジュリカルチャー年報, 2016, p. 3）。

② 経営安定性の維持、技術革新、品質向上

ジュリカルチャーは美生元を買収した2016年に、経営目標の安定性を維持するため、技術成果を重視し、品質の向上に注力した。技術研究チームの技術者を増やし、研究開発に力を入れ、生産プロセスにおける技術的なボトルネックの解消を促進し、工業化プロセスを促進する対策を取った。

また、同社は、製品開発の取り組みをさらに強化し、管理層直轄の独立した開発設計部門を設立し、ハイレベルの専門家を招致し、技術の革新及び国際的な先端設計理念との統合を強化することによって、製品設計開発のトレンドをリードし、製品市場のコア競争力とブランド影響力の向上に努めた。

③ 結合シナジー効果の発現、企業全体の収益性向上

さらに、M&Aによって新たに獲得したモバイルゲーム事業の研究・開発及びパブリッシング事業（Publishing、インターネット等を介して、ソフトウェア等を消費者向けの配信・販売）は、安定的に業績を上げ、会社全体の収益性を押し上げることが期待されている。被取得企業の美生元は、事業状況が全体的に良好で、中堅的な市場位置を有するモバイルゲーム事業の運営が順調に進み、収益貢献度は比較的に高く評価されている。さらに、2016年1-6月の間に、共同運営の方式で新たに3つの新規オンラインゲームを発売する予定である。また、多くのゲームチャンネルプロバイダーとの良好な協力関係を生かして、顧客のニーズを掴んで、チャンネルシステムを利用して様々な形式でプロモーションを実施するこ

とによって、ユーザーを獲得し、その結果、広告事業の収益を実現し、新たな収益成長ポイントとして期待できるようになった。

中国企業会計準則に準じて、美生元の営業収益は 2016 年 5 月から、ジュリカルチャーの連結財務諸表の範囲に含まれ、2016 年 5 月から 12 月まで、営業収益は 6.35 億人民元（約 101.6 億円）を実現し、支配株主に帰属する純利益は 2.56 億人民元（約 40.96 億円）で、企業の収益性が向上した（ジュリカルチャー年報, 2016, p. 14）。

第 3 節 ジュリカルチャーの株主構成

被取得企業に対して M&A を実施する場合、取得企業が M&A のメリットを享受すると同時に、そのリスクにも耐えなければならない。ジュリカルチャーが美生元を買収したことによって発生したリスクは、主に大株主の所有権の変更と巨額ののれんの発生という 2 点にある。

図表 4-1、ジュリカルチャーM&A 前後年度の株主構成（単位：株）

株主	M&A 実施前		M&A 実施後	
	持株数 (株数)	割合 (%)	持株数 (株数)	割合 (%)
帝龍ホールディング(帝龍控股)	97,900,000	18.63	97,900,000	11.98
姜飛雄 (Jiang FeiXiong)	36,984,600	7.04	36,984,600	4.52
姜祖功 (Jiang ZuGong)	29,400,000	5.59	29,400,000	3.60
姜筱雯 (Jiang XiaoWen)	26,000,000	4.95	26,000,000	3.18
姜超陽 (Jiang ChaoYang)	26,000,000	4.95	26,000,000	3.18
姜麗琴 (Jiang LiQin)	15,000,000	2.85	15,000,000	1.84
余海峰 (Yu HaiFeng)	—	—	130,436,363	15.96

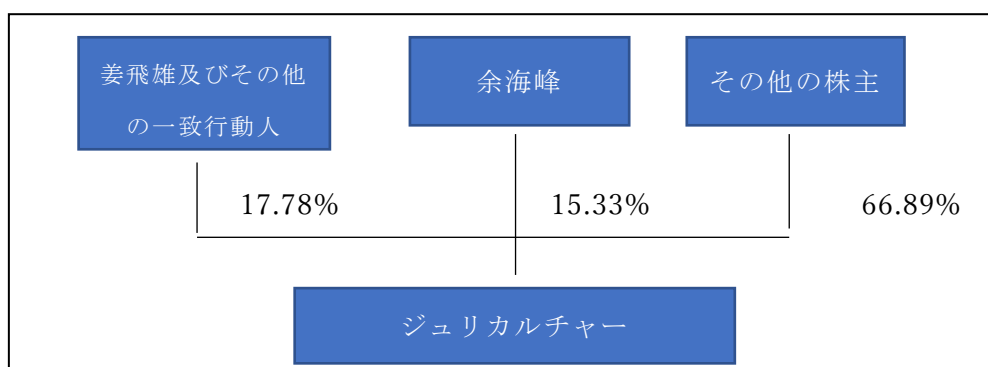
（出典：同花順財經, 2019）。

まず、株主構成（図表 4-1）から、ジュリカルチャーが美生元を買収する前後の大株主の所有権の変さらについて見てみる。ジュリカルチャーの年次報告書によれば、今回の M&A に支払った買収対価 34 億人民元（約 544 億円）のうち、5.1 億人民元（約 81.6 億円）を現金で支払われ、残りは 2.92 億株の普通株を発行することによって支払われた。これによって、買収実施前のジュリカルチャーの筆頭株主は、株式保有率 18.63%の帝龍ホールディングであった。そして、7.04%の株式を保有している第 2 位の株主である姜飛雄が、帝龍ホールディングの 55%の株式を保有しているので、姜飛雄は、実質的支配者であることがわかる。しかし、買収後、ジュリカルチャーの筆頭株主は、美生元の株式を 37.98% 所有している余海峰に変わった。ジュリカルチャーの 2017 年の年次報告書によると、譲渡完了後、余海峰はジュリカルチャーの 15.96%の株式を保有することとなり、支配株主又

は実質的支配者が存在しない状況となった（ジュリカルチャー年報, 2017, p. 72）。この変化が後述の内紛の始まりとなった。

ジュリカルチャーの株式保有構造（図表 4-2）から、実質的支配者が存在しないことによって、経営支配権をめぐる紛争が起きざるを得ない状態になった。買収後、何回の変更を経て、元会長（董事長）姜飛雄を辞任し、取締役会は余海峰を会長に選出した。ジュリカルチャーの株式保有者の構図も図表 4-2 のようになった。ジュリカルチャーの経営支配権の紛争は、2018 年の巨額ののれん減損損失を認識した後に、さらに顕在化し、2019 年 7 月の社外取締役の選任により大株主が対立する局面となった（ジュリカルチャー年報告, 2019, p. 54）。

図表 4-2、ジュリカルチャーの支配株主とトップマネジメントとの関係図



（出典：ジュリカルチャー年報, 2019, p. 54）。

2019年7月24日に、ジュリカルチャーの社外取締役である熊曉萍(Xiong Xiaoping)が辞任報告書を提出した。同日、ジュリカルチャーは取締役会を開催し、「第5回社外取締役の再選に関する提案」を検討し承認した。取締役会は、張世興(Zhang Shixing)を社外取締役に選出することを提案した。しかし、この提案に対して、姜飛雄と2位の大株主である寧波啓垂天道企業管理コンサルティング有限公司（以下、「寧波天道」に略称する）が承認せず、二者は異なる候補者を指名した。これにより、ジュリカルチャーの3大株主間の対立が顕在化となった。そして、2019年8月2日に、ジュリカルチャーが発表した上半期レポートについて、余海峰をはじめとする陣営は、レポートの信頼性・正確性・完全性を保証すると主張したが、姜飛雄をはじめとする陣営は、レポートの信頼性・正確性・完全性が保証できるものではないと反論し、経営陣の内紛が一層深まった。

2019年10月に、両陣営の対立が激化し、ジュリカルチャーの取締役会は、「余海峰会長の解任提案」を審議し可決した。提案には余海峰を解任した理由として、「上場企業の資金を占有していること、業績報酬/持ち株の増加を実現していないこと、仕事に対する責任感がないこと」を挙げている。ジュリカルチャーは記者の取材に対して、「余海峰は、2018年・2019年・2020年に、親会社に帰属する純利益をそれぞれ7億人民元（約112億

円)・8.5億人民元(約136億円)・9.59億人民元(約153.44億円)を達成すると約束し、達成できない場合、2億人民元(約32億円)の市場株式を増加保有することを会社に保証した。しかし、上記の約束は何れも果たされていなかった」と語った。

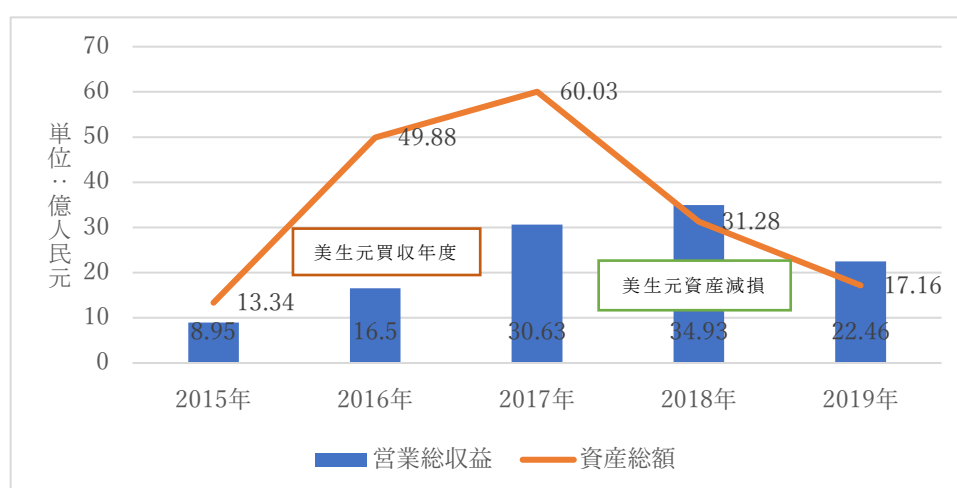
2019年12月10日のジュリカルチャーの広報レポートによれば、12月9日にファクス・電子メールの方式で、第5回取締役会を開催することが通知され、姜飛雄の従弟である陳智劍(Chen Zhijian)が会長に選出された。なお、この会議の正当性を欠席した2人の取締役が疑問視し、共に取締役を辞任することとなった。ジュリカルチャーは2020年1月2日に、深圳証券取引所からの質問に対して、今回の取締役会は「緊急事態に対応するため、できる限り早い段階で開催する必要があった」と説明した。これでジュリカルチャーの経営権は、再び姜飛雄がリードする元の「帝龍新材料」の管理チームに戻った。

第4節 ジュリカルチャーの業績及び財政状態

市場環境、顧客動向、競合の状況、政府の規制や新技術の動向等の外部環境と、企業組織戦略、経営上のビジョン、経営者の資質の内部環境などの企業の経営実態が、財務諸表に数値として表現され、企業の経営者だけではなく、ステークホルダーが様々な意思決定をする場合の重要な参考指標となる。

本件の事例研究は、買収前年度の2015年から、買収後の2019年までの5年間の年次報告書を用いて、ジュリカルチャーの業績及び財政状態、特に2016年に美生元に対する買収状況、企業結合時発生したのれんの認識及びのれんの減損テストの実施状況を分析する。これによって、企業価値評価が企業経営に与える影響について明らかにしようとした。

図表 4-3、2015年-2019年 ジュリカルチャー資産総額と営業総収益の変遷(単位:億人民元)



(出典:ジュリカルチャー2015年-2019年年次報告書を基に筆者作成)。

2015年から2019年までのジュリカルチャーの資産総額と営業総収益の変遷は、図表(4-

3)に示したとおりである。美生元を買収した前年度の2015年の営業総収益が8.95億人民元(約143.2億円)で、2016年が16.50億人民元(約264億円)、2017年が30.63億人民元(約490億円)、2018年が34.93億人民元(約559億円)で、2019年が前年度比35.69%減の22.46億人民元(約362億円)だった。営業利益(図表4-5)は、2015年度が0.86億人民元(約13.76億円)で、2016年度が3.55億人民元(約56.8億円)、2017年度が5.37億人民元(約85.9億円)に上がって、好調だった。しかし、のれんの減損テストを実施し、減損引当金を処理した2018年に、一気にマイナス28.97億人民元(約463.5億円)に低下し、2019年度もマイナス15.11億人民元(約241.8億円)の営業損失が発生したと見られる。

① 2015年度のジュリカルチャーの業績及び財政状態

ジュリカルチャーが美生元を買収した前年度の2015年は、ジュリカルチャーにとって、国内外の経済環境が厳しく、外部需要の低迷、人口ボーナス²⁸減少、生産能力過剰などの影響を受け、経営の圧力に直面した年度であった。

この影響を受けて、ジュリカルチャーをめぐる業界全体の経営状況が厳しく、主力の装飾材に関する成長率が鈍化し続けている。2015年度に、同社の営業総収益が前年比3.24%増の8.95億人民元(約143.2億円)を達成したが、支配株主に帰属する純利益は、前年比13.38%減の0.858億人民元(約13.7億円)で、また、実現した基本的1株当たり利益(Earnings Per Share、EPSと略称)は0.33人民元(約5.28円)で、前年比13.16%減少した。

同報告対象期間中に、ジュリカルチャーの成長の鈍化は、国内外の経済環境によるもの以外に、以下の要因も考えられる。

- ① 報告対象期間中の株式インセンティブプラン実施費用の償却が増加した；
- ② 2015年下半期から、旧生産ラインの廃止と石炭からガス加熱設備への技術革新を実施し、それに伴って費用が増加し、減損引当金を計上した；
- ③ 大規模な資産再編の実施により、仲介機構に支払う費用が増加した。

市場の下方圧力と激化する市場競争に直面するジュリカルチャーの取締役会と経営陣は、企業の成長戦略と事業目標を中心に、企業の経営管理レベルと効率を向上させ、技術革新を強化し、資本市場の好機をしっかりと捉え、戦略的な経営資源配置を実施し、新たな成長分野ポイントを模索することを目標に設定した(ジュリカルチャー年報, 2015, p. 11)。

② 2016年度のジュリカルチャーの業績及び財政状態

そして、M&Aを実施した2016年の経営状況について、ジュリカルチャーの年次報告書(2016, p. 14)によれば、2016年には、前年比84.33%増の16.50億人民元(約264億円)の

²⁸ ここでいう「人口ボーナス(Demographic Dividend)」とは、労働力増加率が人口増加率よりも高くなり、その結果、総人口に占める労働人口の比率が上昇し、その結果経済成長が促進される期間である(出典：東洋経済, 2019)。

営業総収益を達成し、支配株主に帰属する当期純利益は、前年比 341.37%増の 3.79 億人民元(約 60 億円)を実現した。実現した 1 株当たりの基本利益は 0.54 人民元(約 8.64 円)で、前年比で 217.65%増加した。同社の営業総収益と経營業績が大幅に増加した主な理由は、次のとおりである。

① 同報告対象期間中に、大規模な資産再編プロジェクトが完了し、美生元が完全子会社となった。中国企業会計準則に準じて、美生元の経營業績が 2016 年 5 月からの連結財務諸表に含まれた。美生元の営業収益は、スタンドアローン業務及び広告事業の着実な成長を基に、モバイルゲーム事業も増加し、2016 年 5 月から 12 月まで、6.35 億人民元(約 102 億円)の営業収益を実現し、2.56 億人民元(約 41 億円)の支配株主に帰属する当期純利益を実現した。

② 従来の建築装飾材事業は、引き続き良好的な発展を維持し、業績が着実に成長していた。

③ 商業用及び住宅用の 2 区画の土地を処分したことによって、純利益を増加させた。ジュリカルチャーは大規模な資産再編が完了後、従来のハイエンドの建築装飾材事業にモバイルゲームなどの文化・エンターテインメント事業が追加され、デュアルエンジン主導の事業構造変革が実現した。そして、企業の資源配置も、従来の製造産業から文化産業へ傾いて、戦略的な変革が実施された。

③ 2017 年度のジュリカルチャーの業績及び財政状態

そして、M&A を実施した翌年度の 2017 年度の経営状況を見てみると、文化・エンターテインメント事業とモバイルゲーム事業は、依然として比較的に高い成長率を維持していた。同社は、業界での独自の優位性と経験を最大限に発揮し、パブリッシング事業への継続的な投資を通じて高品質の IP リソースを積極的に獲得した。そして、モバイルオンラインゲームパブリッシングビジネスを開発すると同時に、活用した広告ビジネスの開発により、エンターテインメント文化ビジネスの収益と利益が大幅に増加した。同年度期間中に、文化事業の収益は 2016 年に比べ 211.63%増加して 19.79 億人民元(約 316.64 億円)で、営業原価は 16.66 億人民元(約 266.56 億円)で、文化事業の収益は会社の営業総収益のほぼ 65%を占め、会社の利益の創出源になった。

同社の文化・エンターテインメント事業の急速な発展に伴い、報告対象期間中の同社の営業収益と当期純利益が共に大幅に成長した。2017 年が 2016 年に比べて、85.61%増の 30.63 億人民元(約 490 億円)の総営業利益と、45.01%増の 5.5 億人民元(約 88 億円)の支配株主に帰属する当期純利益を実現した。

図表 4-4、2015 年-2019 年 ジュリカルチャー連結貸借対照表(単位：億人民元)

決算年度 (各年度 12 月 31 日)	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年
資産					
流動資産					
貨幣資金	1.86	1.76	6.09	2.96	0.88
受取手形	0.005	0.64	0.42	0.43	0.48
売掛金	2.97	12.09	11.71	5.37	1.23
前払金	0.84	1.61	0.88	0.28	0.13
棚卸資産	1.06	1.14	1.24	1.05	1.12
流動資産合計	10.38	22.32	23.58	14.16	8.76
非流動資産					
無形資産	0.92	1.36	1.67	1.42	0.74
のれん	1.50	2.76	30.43	30.43	--
非流動資産合計	6.78	8.96	36.45	35.72	4.57
資産総額	17.16	31.28	60.03	49.88	13.34
負債及び所有者持分(株主持分)					
流動負債					
短期借入金	3.49	4.0	0.8	--	--
支払手形	1.10	0.68	1.15	0.83	0.49
買掛金	5.13	2.96	5.70	2.10	1.10
前受金	0.33	0.50	0.69	0.20	0.08
流動負債合計	11.79	10.16	9.46	3.92	2.18
非流動負債					
長期借入金	0.84	0.86	--	--	--
負債合計	12.79	11.05	9.50	4.03	2.54
株主持分					
払込資本金(株主資本金)	8.51	8.51	8.51	8.52	2.65
資本剰余金	30.24	30.24	30.29	30.31	4.34
利益剰余金	0.57	0.57	0.57	0.54	0.44
未処分利益	-34.91	-19.08	11.21	6.61	3.44
所有者持分(株主持分)合計	4.37	20.23	50.53	45.85	10.80
負債及び所有者持分(株主持分)総額	17.16	31.28	60.03	49.88	13.34

(出典：ジュリカルチャー2015年-2019年年次報告書を基に筆者作成)。

④ 2018年度のジュリカルチャーの業績及び財政状態

ジュリカルチャー2018年の年次報告書によれば、同年度、同社の建築装飾材事業の収益は基本的に前年と同じで、営業総収益率が低下した。モバイルゲーム業界の減速とゲームライセンス（版号）の発行停止の影響を受けて、同社のオンラインゲーム事業は、期待に応えられなかった。営業総収益率の高いゲーム事業の売上高は、前年同期と比べ大幅に減少し、営業収益は減少した。広告代理店事業の営業収益は、初期の急成長を維持し、営業収益は引き続き拡大した、売上総利益率がゲーム事業と比較して低いため、2018年の同社の業績（のれんの減損引当金を考慮しない）は、2017年と比較して大幅に低下した。さらに、2018年度に、同社は多額ののれん減損損失引当金を計上したことによって、マイナス28.97億人民元（約464億円）の当期純損失を計上した（ジュリカルチャー年報、2018, p. 12）。

⑤ 2019年度のジュリカルチャーの業績及び財政状態

2019年度のジュリカルチャーの経営状況について、年次報告書（2019, p. 12）によれば、同社の全体的な営業収益は22.46億人民元（約359億円）、前年度から35.69%減少し、営業利益はマイナス15.11億人民元（約242億円）で、前年度から47.85%増加し、親会社に帰属する当期純損失は15.83億人民元（約253億円）を計上した。長年にわたって安定だった建築装飾材事業は、営業収益と営業利益が共に2倍の成長を達成し、営業収益が前年度比8.32%増の11.04億人民元（約177億円）、純利益が前年度比63.75%増の0.68億人民元（約11億円）を達成した。

しかし、モバイルオンラインゲームの業界環境は2019年に入っても、成長率が低い不振な状況が続いている。また、同社の文化・エンターテインメント事業の売上債権回収にはトラブルが多発し、延滞債権が多く、一部回収不能な状態が続いている。したがって、営業資金が益々逼迫し、資金調達の問題によって多くの事業が徐々に縮小することを余儀なくされたり、停滞したりする状態となった。2019年に、同社の文化・エンターテインメント事業は、前年度より54.08%大幅減少し、11.34億人民元（約181億円）の営業収益を達成した。同社は、減損引当金に対する会計準則の規定にしたがって文化・エンターテインメント事業の債権に対して比較的多額的な減損損失計上を行い、2019年度において、同社の文化・エンターテインメント事業は、15.52億人民元（約248億円）の損失を被った（ジュリカルチャー年報、2019, p. 12）。

ジュリカルチャー年次報告書（2018, p. 14）によれば、2017年と2018年には、同社の販売費用と管理費用は、それぞれ前年度より38.65%、33.04%が増加し、重大的な変動がなかった。しかし、財務費用部分には、前年度比928.32%増の0.149億人民元（約2.38億円）を計上した。主な原因は、子会社である美生元の銀行融資に伴う支払利息の増加だった。

また、同社は大規模な資産再編を完成した後、同社は資源配分の観点から徐々に文化産業に傾斜し、計画的に文化・エンターテインメント業界に向けた戦略的変革を実施した。ジュリカルチャー年次報告書（2016, p. 18、2017, p. 12、2018, p. 14、2019, p. 15）によれば、主な

営業コスト構成から、文化・エンターテインメント事業への資源配分が、2016年から徐々に上昇し、2018年に文化・エンターテインメントの営業コストが営業総コストの71.34%に占めるほどだった。

次に、企業の利益を生み出すための力である収益性を見てみると、ジュリカルチャーの2015年の営業総収益率が23.91%で、美生元を買収した2016年には31.27%に上昇し、前年比7.36%も向上した結果となった。企業買収後の新規モバイルゲーム事業が経営実績の向上に貢献したことが見られる。

図表 4-5、2015年-2019年 ジュリカルチャー連結損益計算書(単位：億人民元)

項目/ 決算年度	2019年	2018年	2017年	2016年	2015年
営業総収益	22.46	34.93	30.63	16.50	8.95
減算：営業総コスト	24.63	64.37	25.10	13.33	8.26
営業コスト	20.95	30.25	22.32	11.34	6.81
研究開発費用	0.56	0.49	—	—	—
営業税金及び付加	0.11	0.16	0.18	0.13	0.05
販売費用	1.07	1.08	0.81	0.63	0.396
管理費用	1.57	1.19	1.16	1.09	0.94
財務費用	0.37	0.15	0.01	-0.01	-0.02
資産減損損失	--	31.04	0.61	0.15	0.09
営業利益(損失は「—」で記入)	-15.11	-28.97	6.15	3.28	0.87
利益総額(損失は「—」で記入)	-15.50	-29.00	6.10	3.94	0.98
当期純利益(損失は「—」で記入)	-15.83	-28.97	5.59	3.79	0.86
1株当たり利益					
(一) 基本的1株当たり利益(元/1株)	-1.86	-3.41	0.65	0.54	0.33
(二) 希薄化後1株当たり利益(元/1株)	-1.86	-3.41	0.64	0.53	0.32

(出典：ジュリカルチャー2015年—2019年年次報告書を基に筆者作成)。

また、安全性を見ると、ジュリカルチャーの自己資本比率が2015年から2017年まで、それぞれ80.96%・91.36%・85.49%と比較的に高い割合を示していた。一方、のれんの減損テストを実施した2018年に64.67%、2019年に25.67%まで減少した。

業績の面からM&Aの影響を検証した研究は複数存在するが、M&Aが取得企業の業績に与える効果についての統一的な見解はまだ得られていない状況である。例えば、青木(2005)の研究では、製造業と非製造業にサンプルを分けてM&A実施後の3年間の業績を調べた結果、資産回転率とROA(総資産利益率、Return On Assetの略称)が大幅に低下していることが報告されている。ジュリカルチャーのデータもまさか同様な結果を示し、ROAが大幅

に低下した状況であった。

図表 4-6、ジュリカルチャー営業収益構成(単位：億人民元)

項目	年度	2019年		2018年		2017年		2016年		2015年	
		金額	割合	金額	割合	金額	割合	金額	割合	金額	割合
営業収益		22.46	100%	34.93	100%	30.63	100%	16.5	100%	8.95	100%
業界区分											
建築装飾材		11.04	49.15%	10.16	29.08%	10.76	35.13%	10.08	61.10%	8.91	99.58%
モバイルゲーム		11.33	50.49%	24.70	70.72%	19.79	64.60%	6.35	38.48%	0	0%
その他		0.082	0.36%	0.07	0.20%	0.082	0.27%	0.067	0.42%	0.04	0.42%
注：ここでの割合は、各業界区分収益が営業総収益に対する比率となる。											

(出典：ジュリカルチャー2015年—2019年年次報告書を基に筆者作成)。

図表 4-7、ジュリカルチャー主な営業コスト構成(単位：億人民元)

項目	年度	2019年		2018年		2017年		2016年		2015年	
		金額	割合	金額	割合	金額	割合	金額	割合	金額	割合
主な営業コスト		21.36	99.79%	30.22	99.87%	21.35	99.81%	11.34	99.43%	6.81	99.55%
業界区分											
建築装飾材		8.66	41.33%	8.27	27.33%	8.62	40.31%	7.67	67.64%	6.78	99.55%
モバイルゲーム		12.19	58.22%	21.58	71.34%	12.73	59.50%	3.61	31.79%		
その他		0.51	0.24%	0.36	1.2%						

(出典：ジュリカルチャー2015年—2019年年次報告書を基に筆者作成)。

また、安全性を見ると、ジュリカルチャーの自己資本比率が2015年から2017年まで、それぞれ80.96%・91.36%・85.49%と比較的に高い割合を示していた。一方、のれんの減損テストを実施した2018年に64.67%、2019年に25.67%まで減少した。

業績の面からM&Aの影響を検証した研究は複数存在するが、M&Aが取得企業の業績に与える効果についての統一的な見解はまだ得られていない状況である。例えば、青木(2005)の研究では、製造業と非製造業にサンプルを分けてM&A実施後の3年間の業績を調べた結果、資産回転率とROA(総資産利益率、Return On Assetの略称)が大幅に低下していることが報告されている。ジュリカルチャーのデータもまさか同様な結果を示し、ROAが大幅に低下した状況であった。

第5節 ジュリカルチャーのキャッシュ・フローとのれん

企業結合によって発生したのれんに対して、のれんの金額が大幅に増加した企業は、小幅に増加した企業に比べて、将来の業績が一般的に悪化することが示されているが、のれんの金額が大幅に増加した企業でも、組織再編後の業績が良好な状態を維持できるケースも存在することが指摘されている。よって、のれんの増加幅のみが将来の業績を決定する要因ではないことが考えられる。一方、先行研究によると、のれんの金額が大幅に増加した企業の中に将来の業績が悪化するケースが多い要因として、次のことが考えられる。

まず、経営者が超過収益力やシナジー効果を過大評価したり、組織再編を成功させるために買収対価を過剰に支払ったりすることである。また、経営者の利己的動機、経営者の楽観的予想なども要因として考えられる。すなわち、組織再編に関しては経営者が企業価値の最大化に基づいて投資するとは限らず、上記の要因から過剰投資を行うケースがあると推測できる（奥原, 2018, p. 40）。

M&Aによる企業結合の実践においては、買収対価の基礎となる被取得企業の企業価値は、何らかの評価法によって、測定されている。結局のれんの価値を実質的に決定する主要因は、オン・バランスシート項目とこれに加えて考慮されるべきオフ・バランスシート項目の全体を構成要素とする、企業という経営力を秘めた組織体の企業目的達成能力、すなわち企業価値の評価額である。企業の経済的価値は、企業の将来収益力の予測値、すなわち継続事業としての企業が将来にわたって利益を獲得しうる能力であると観念するものである。企業価値評価の原型は、使用価値の系譜に属する割引キャッシュ・フロー法(Discounted Cash Flow Method: DCF法)で、企業の経済的価値を将来において企業が稼得する純利益の流れに基づいて、いわゆる期待されるフリー・キャッシュ・フローを見積、一定の割引率によって現在価値に還元し、対象企業の「事業価値」を算定する企業価値評価方法である（若杉, 2015, pp. 55-56）。

したがって、第三の財務諸表として、キャッシュ・フロー情報が各々の財務諸表を複合的に分析することで、企業外部に公表され、直接的、間接的に多くのステークホルダーに伝達されることによって、より多くの企業の状況を知ることができる（今西, 2017, p. 89）。

キャッシュ・フロー計算書の利用者にとって役立つ利用目的は、主に下記の4つを示している。

- ① 企業が将来の正味キャッシュ・フローを生み出す能力を評価すること。
- ② 企業が債務を返済し、配当を支払う能力、また外部からの資金調達の実現性を評価すること。
- ③ 純利益とそれに関連するキャッシュ・フローの差異の理由を評価すること。
- ④ 企業の一定期間における現金及び現金以外の投資及び財務活動が業績及び財政状態に

与える影響を評価すること（今西, 2017, p. 77）。

また、キャッシュ・フロー計算書から得られる資金情報について、下記のものがある。

- ① 直接法では製品や商品・サービスの提供による収入、製品を製造するために必要な資材や部品等の購入やサービスの提供に必要な材料の購入による支出等営業上の損益計算に
関係する営業活動によるキャッシュ・フロー。
- ② 固定資産の取得及び売却、企業資金の貸付や回収あるいは現金同等物に含まれない短期
的な投資の取得や売却等に関連する投資活動によるキャッシュ・フロー。
- ③ 金融機関等からの短期借入金あるいは長期借入金に関する新たな借入額や返済額、新株
等を発行することによって得られた金額や配当金の支払額等の主な項目として財務活動
を中心とした財務活動によるキャッシュ・フロー（中井, 2003, p. 59）。

①「営業活動によるキャッシュ・フロー」と②「投資活動によるキャッシュ・フロー」
を合わせたものを「フリー・キャッシュ・フロー（Free Cash Flow、FCF と略称）」と呼ぶ
場合がある。一般的には、企業が自由に使得るキャッシュと解釈されている。したがって、
このフリー・キャッシュ・フローが大きければ大きいほど、企業資金が潤沢になり、将来
を見据えた新たな投資等への資金運用が可能になることを意味するといった見解がベース
になっている（中井, 2003, p. 64）。

「営業活動によるキャッシュ・フロー」最終の計算結果がプラスであれば「良好な営業
活動が行われている」と評価できる。しかし、「投資活動によるキャッシュ・フロー」と「財
務活動によるキャッシュ・フロー」については、「プラスであれば良い」とは単純に判断で
きない面もある。したがって、キャッシュ・フロー重視の経営が強調される理由は、短期
的な対応と並んで、長期的な視野に基づく経営が行われるべきであるという意味を含んで
いる（小林, 2002, p. 127）。

これに基づいて、ジュリカルチャーのキャッシュ・フロー計算書（図表 4-8）を確認し
てみる。美生元を買収前年度の 2015 年 12 月期の決算では、営業活動によるキャッシュ・
フローは 1.34 億人民元（約 21.44 億円）で、投資活動によるキャッシュ・フローはマイナ
ス 0.77 億人民元（約 12.32 億円）で、その結果フリー・キャッシュ・フローは 0.57 億人
民元（約 9.12 億円）で、期末に現金及び現金同等物の純増加額は、0.32 億人民元（約 5.12
億円）で、現金及び現金同等物期末残高は、0.76 億人民元（約 12.16 億円）であった。そし
て、買収を実施した 2016 年のフリー・キャッシュ・フローはマイナス 0.0429 億人民元（約
0.69 億円）であった。そして、M&A を実施した翌年度の 2017 年度の決算では、フリー・キ
ャッシュ・フローは 3.01 億人民元（約 48.16 億円）に上昇した。M&A をした後、営業活動
によるキャッシュ・フローとフリー・キャッシュ・フローが共に上昇した結果となった。
上昇したフリー・キャッシュ・フローは、前年度と比べ自由に使用できる資金が増加した

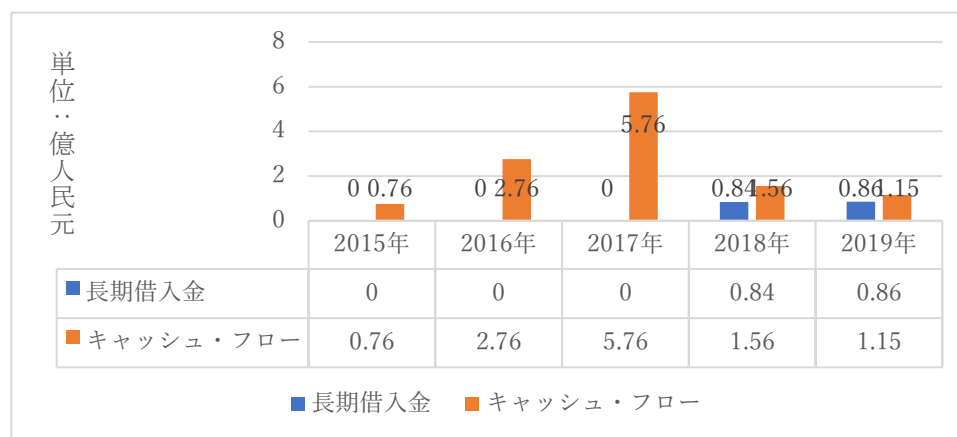
ことを意味し、借入金の返済や事業規模拡大の設備投資など、様々な資金運用が可能になった。しかし、2018年12月期の決算では、フリー・キャッシュ・フローは一気にマイナス7.63億人民元（約122億円）に下落した。これは本章第8節で分析する美生元資産グループの資産の減損損失の計上による影響であると推測する。

図表4-8、ジュリカルチャーのキャッシュ・フロー計算書(単位：万人民元)

項目/決算年度	2019年	2018年	2017年	2016年	2015年
一. 営業活動によるキャッシュ・フロー					
営業活動によるキャッシュ・フロー純額	16,156	-59,810	32,259	30,614	13,429
二. 投資活動によるキャッシュ・フロー					
投資活動によるキャッシュ・イン・フロー	59,201	147,393	342,389	314,832	324,281
投資活動によるキャッシュ・アウト・フロー	64,986	174,691	353,540	362,428	327,424
投資活動によるキャッシュ・フロー純額	-9,809	-16,564	-1,258	-31,043	-7,710
三. 財務活動によるキャッシュ・フロー純額	-10,489	34,288	-732	20,311	-2,548
四. 現金及び現金同等物に対する為替レートの変動の影響額	41	8	-211	121	--
五. 現金及び現金同等物の純増加額	-4,101	-42,077	30,058	20,003	3,172
加算：期首現金及び現金同等物の残高	15,569	57,646	27,588	7,586	4,414
六. 期末現金及び現金同等物の残高	11,467	15,569	57,646	27,588	7,586

(出典：ジュリカルチャー2015年—2019年年次報告書を基に筆者作成)。

図表4-9、2015年-2019年 キャッシュ・フローと長期借入金の関係(単位：億人民元)



(出典：ジュリカルチャー2015年—2019年年次報告書を基に筆者作成)。

また、同社の長期債務を見ると、2015年から2017年までの3年間に、長期借入金の計上がなかった。2018年度に0.86億人民元（約13.76億円）、2019年度に0.84億人民元（約

13.44 億円)がそれぞれ計上された。各年度の期末現金及び現金同等物の残高と比べ、長期負債には大幅な変化がなつたと言える。ジュリカルチャーの各年度の営業総収益及び資産総額、買収後の各年度のフリー・キャッシュ・フローの変化から、企業が将来の正味キャッシュ・フローを生み出す能力を有していることが考えられる。

ジュリカルチャーの年次報告書によれば、2016年12月期末において、のれんの取得原価を30.43億人民元(約487億円)で計上した。この結果、2016年度におけるのれん/総資産(約49.88億人民元、約798億円)の比率61%、のれん/純資産(約45.85億人民元、約734億円)の比率66.36%、のれん/営業利益(約3.28億人民元、約53億円)の比率927%で、のれんが純資産に占める割合が高くなるほど、財務的な健全性が低下し、万一、のれんの回収可能額が帳簿価額を下回る場合に、のれんの減損損失を計上しなければならない状況になる。この影響によって、純資産も大幅に下落することになる。そして、のれんが約9年分の営業利益に相当することを示している。のれんは現金及び現金同等物の期末残高2.75億人民元(約44億円)の11倍の比率から、財務的な健全性が悪化していることはわかる。

第6節 ジュリカルチャーの無形資産状況

ジュリカルチャーの年次報告書(2016, p. 68)によれば、土地使用権・特許権及び非特許技術は、無形資産として認識され、取得原価で当初測定を行う。

また、耐用年数が限定された無形資産は、耐用年数中において、無形資産に合理的なシステムで経済的便益が予測できる場合、合理的に償却される。実質的に決定できない場合は、定額法によって償却する。無形資産の耐用年数は、次のとおりである。

図表 4-10、ジュリカルチャーの無形資産の耐用年数

項目	耐用年数	償却方法
土地使用権	50-70年	定額法
ソフトウェア	1-10年	定額法
商標・特許権	10年	定額法
コピーライト・著作権	2-10年	定額法

(出典：ジュリカルチャー年報, 2016, p. 68, 2017, p. 106)。

ジュリカルチャーの年次報告書(2016, p. 68)によれば、企業内部の研究開発プロジェクトの研究段階における支出は、発生時に当期損益に計上し、以下の条件を満たす場合には、無形資産として認識することができる。

- ① その完成により、使用又は販売が可能となる無形資産を完成させる技術的な実現可能性

を備えている；

- ② 当該無形資産を完成させ、それを使用又は販売する意図を持っている；
- ③ 無形資産が経済的利益を生み出す方法は、当該無形資産によって生産された製品が市場に存在することである。または、無形資産自体が市場に存在することを証明できることである。さらに、無形資産が内部で使用され場合、その有用性を証明できる。
- ④ 無形資産の開発を完成させ、かつ無形資産を使用又は販売する能力を有して、これを完了させるための十分な技術力、財務的及びその他のリソースサポートを持っている；
- ⑤ 当該無形資産の開発に起因する支出を確実に測定することができる（ジュリカルチャー年報, 2016, p. 68）。

例えば、2016年度のジュリカルチャーの年次報告書によれば、同年度に主要な企業再編プロジェクトが完了したことによって、美生元は同社の連結決算対象子会社となった。これによって、無形資産に属する著作権及び著作権使用料が増加することになった（ジュリカルチャー年報, 2016, p. 11）。2016年の期末に0.92億人民元（約14.72億円）の土地使用権、0.006億人民元（約0.096億円）のソフトウェア、0.036億人民元（約0.58億円）の商標・特許権、美生元の買収によって増加した0.45億人民元（約7.2億円）著作権・著作使用権、合計1.42億人民元（約23億円）の無形資産を計上した（ジュリカルチャー年報, 2016, p. 138）。同年度期末に、無形資産の計上額は、総資産の2.8%を占めていたことがわかる。そして、2017年・2018年・2019年度の無形資産の計上額は、それぞれ1.67億人民元（約26.72億円）・1.36億人民元（約21.76億円）・0.92億人民元（約14.72億円）であり、大幅な増加がなかった。なお、2019年の無形資産額は、前年度に比べて32%減少した。これは、文化エンターテインメント産業に関連する無形資産の減損引当金の計上によるものである（ジュリカルチャー年報, 2019, p. 11, 2019, p. 139）。

第7節 ジュリカルチャーののれんの発生状況

ジュリカルチャーの年次報告書によれば、非共通支配下の企業結合によって発生したのれんを、下記のとおり規定している。

「取得企業は、取得日の取得原価が企業結合において取得した被取得企業の識別可能な純資産の公正価値のうち持分相当額を上回る場合に、その差額をのれんとして認識すべきである。

取得原価が、企業結合において取得した被取得企業の識別可能な純資産の公正価値のうち持分相当額を下回る場合、取得企業は、その差額を下記の規定に基づき処理する必要がある。まず、被取得企業の識別可能な各資産・負債・偶発債務の公正価値及び企業結合の取得原価の測定に対して見直しを行う。その後、識別可能な純資産の公正価値のうち持分相当額を下回る場合に、その差額を当期損益に計上すること（ジュリカルチャー年報, 2016, p. 115）」。

また、連結財務諸表の作成方法について、下記のとおり規定している。

「親会社は、その支配下にあるすべての子会社を連結財務諸表の連結範囲に組み入れる。連結財務諸表は、親会社及びその子会社の財務諸表に基づいて、その他の関連情報に基づく『企業会計準則第 33 号-連結財務諸表』にしたがって親会社より作成すること（ジュリカルチャー年報, 2016, p. 115)」。

① 非共通支配下の美生元の買収概況

ジュリカルチャーの年次報告書(2016, p. 154)によれば、2016年5月12日に、同社は株式発行と現金支払いの組み合わせの方式で、美生元の原大株主余海峰を含む 11 名のビジネスパートナーが保有する美生元の 100%の株式を買収した。今回の買収概況は、図表(4-11) のとおり整理した。

今回の M&A に対して支払った取引対価は、34 億人民元（約 544 億円）で、その内 5.1 億人民元（約 81.6 億円）の現金と、美生元の大株主余海峰らに対して、28.9 億人民元の株式発行額（約 462.4 億円）に相当する、1 株当たり 9.90 人民元（約 158.4 円）の普通株を 291,919,186 株を発行した。

図表 4-11、ジュリカルチャーによる美生元の買収概況

被取得企業名称	美生元
持分取得時点	2016年5月12日
持分取得原価	34億人民元（約544億円）
持分所得比率（%） 及び所得方式	100%、買収
取得日	2016年4月30日
取得日確定の根拠	ジュリカルチャーと美生元の原大株主の間に、美生元の株式譲渡手続きが完了した日。
取得日から当期期末まで、 被取得企業の収入	6.35億人民元（約101.6億円）
取得日から当期期末まで、 被取得企業の純利益	2.56億人民元（約40.96億円）

（出典：ジュリカルチャー年報, 2016, p. 158）。

② ジュリカルチャーののれんの帳簿価額

ジュリカルチャーの 2016 年次報告書（2016, p. 11）には、主な資産の重大的な変動状況

について、美生元との企業結合によって発生したのれんを下記のとおり記載している。ジュリカルチャーは2016年5月12日に、非共通支配下の企業結合を34億人民元（約544億円）の取得原価で、美生元の株式の100%を取得した。取得した被取得企業の識別可能な純資産の公正価値のうち持分相当額を上回る場合、その差額をのれんとして認識すべきである。その結果、約30.43億人民元（約487億円）ののれんが2016年度期末に計上した。

図表4-12、2016年にジュリカルチャーは発生したのれんの帳簿価額（単位：人民元）

被取得企業名称及び のれんの発生事象	2016年 期首	2016年当期増加	2016年 当期減少	2016年期末残高
美生元		3,042,526,962.41		3,042,526,962.41
合計		3,042,526,962.41		3,042,526,962.41

（出典：ジュリカルチャー年報, 2016, p. 139）。

③ ジュリカルチャーの取得原価

前述した非共通支配下の企業結合で発生した取得原価を、図表(4-13)のとおり纏めた。ジュリカルチャーは、取得日の2016年5月12日に、被取得企業の美生元に対して、支配権を獲得するために、5.1億人民元(81.6億円)の現金、及び美生元の大株主余海峰らに対して、28.9億人民元の株式発行額（約462.4億円）に相当する、1株当たり9.90人民元（約158.4円）の普通株を291,919,186株発行した。したがって、今回の買収の取得原価は、34億人民元（約544億円）であった。また、企業結合に取得した識別可能純資産の公正価値は、3.57億人民元(約57.12億円)であったため、その差額である30.43億人民元（約487億円）ののれんが発生した。

今回のM&Aに関連する買収合意によれば、余海峰らは、2015年度・2016年度及び2017年度の美生元の純利益（美生元が株式支払によって発生した損益を差し引く。この中、美生元が経営陣のインセンティブを実施するために支払った株式支払手数料、美生元が火鳳天翔科技（北京）有限公司、杭州哲信情報技術有限公司の株式支払処理から生じる無形資産の償却費として、年間償却金額0.043億人民元（約0.69億円）が含まれる）について、それぞれ1.8億人民元（約28.8億円）・3.2億万人民元（約51.2億円）・4.68億人民元（約74.88億円）の実績保証を承諾した。利益保証承諾期間において、美生元が実現した監査済み累積純利益が約束した承諾利益を満たしていない場合、承諾当事者は、会社に現金及び株式の形で利益を補償すると約束した（瑞華核字, 2016, p. 7, ジュリカルチャー年報, 2016, p. 158）。

図表 4-13、ジュリカルチャーM&A の取得原価及び発生したのれん（単位：人民元）

項目	美生元
取得原価	
現金	510,000,058.60
株式発行の公正価値	2,889,999,941.40
取得原価合計	3,400,000,000.00
減：取得した識別可能純資産の公正価値	357,473,037.59
のれん/識別可能な純資産の公正価値のうち持分相当額を下回る場合	3,042,526,962.41

（出典：ジュリカルチャー年報, 2016, p. 154）。

また、具体的な利益補償方式について、下記のとおり規定した。

①美生元の利益補償期間内において、当該会計年度の実際純利益は、承諾した純利益の 85% 以上を達成し、約束した純利益に達していない場合に、当該会計年度の補償金額 (A) は、下記の計算式より算出する。

補償金額 (A) = (当該会計年度累計承諾純利益額-同年度累計実際利益額) × 3-補償済額

②美生元の利益補償期間内において、当該会計年度の実際純利益は、承諾した純利益 85% (本数を含めない) 以下しか達成できない場合に、当該会計年度の補償金額 (B) は、下記の計算式より算出する。

補償金額 (B) = (当該会計年度累計承諾純利益額-同年度累計実際利益額) ÷ 利益補償期間累計承諾純利益額 × 標的資産取得価額-補償済額 (ジュリカルチャー年報, 2016, p. 159)。

2016 年度のジュリカルチャーの監査済連結財務報告 (ジュリカルチャー年報, 2016, p. 159) によれば、美生元は、3.65 億人民元 (約 58.4 億円) の営業収益を実現し、株式支払又は無形資産償却に発生した 0.043 億人民元 (約 0.69 億円) を差引いた後に、親会社に帰属する株主純利益が 3.61 億人民元 (約 57.76 億円) を達成したことで、2016 年度の業績承諾を満たした。

④ 被取得企業美生元の識別可能資産及び負債

ジュリカルチャーは M&A によって発生した巨額ののれんについて、下記のように述べている。「当社は『株式発行及び現金支払方式による資産購入報告書』に基づいて、34 億人民元 (約 544 億円) の買収対価で美生元の 100% 株式を取得した。取得日における美生元の識別可能な純資産の公正価値は 3.57 億人民元 (約 57.12 億円) で、当社は、取得原価と識

別可能な純資産の公正価値との差額である 30.43 億人民元(約 487 億円)を買入のれんとして認識した(ジュリカルチャー年報, 2016, p. 158)」。被取得企業美生元の取得日の識別可能な資産・負債は図表(4-14)のとおりである。

図表 4-14、美生元の取得日の識別可能資産・負債(単位: 人民元)

項目	美生元	
	取得日 公正価値	取得日 帳簿価額
資産		
貨幣資金	134,574,697.24	134,574,697.24
売掛金	389,356,481.27	389,356,481.27
その他売掛金	178,934.23	178,934.23
その他流動資産	11,971,362.56	11,971,362.56
長期株式投資	826,434.38	826,434.38
固定資産	461,179.97	461,179.97
無形資産	30,152,985.59	15,308,601.74
繰延税金資産	69,713.68	69,713.68
負債		
買掛金	179,882,897.73	179,882,897.73
前受金	17,606,217.93	17,606,217.93
給料	2,735,318.23	2,735,318.23
税金	14,968,959.94	14,968,959.94
その他	2,742,856.15	2,742,856.15
純資産	357,473,037.59	342,628,653.74
減値: 少数株主持分		
取得した純資産	357,473,037.59	342,628,653.74

(出典: ジュリカルチャー年報, 2016, pp. 159-160)。

被取得企業の美生元は、2013年11月11日に蘇州市に設立されたゲームサービス業の企業である。同社及びその子会社の主な経営範囲は、下記4つのカテゴリーに分類されている。①コンピューター分野における技術開発・技術移転・技術コンサルティング及び技術サービス・コンピューターシステムサービス；②コンピューター関連の保守及びリース；③企業経営コンサルティング、企業イメージ計画；④販売関連：コンピューターソフトウェア及び補助機器、文房具、スポーツ用品、家電製品、通信機器。そして、主な製品及び提供できるサービスは、モバイルゲームの研究開発と出版事業である。美生元の法人代表者及び実際の管理者は、前述した筆頭株主の余海峰であった(瑞華核字, 2016, p. 7)。

そして、今回の M&A 取引金額の確定について、瑞華会計士事務所が発行した審査報告書(2016, p. 14)によれば、中国北京中企華資産評価有限責任公司(以下「中企華」と略称する)が発行した中企評価報告字(2015)第 4193 号『浙江帝龍新材料持株有限公司が株式発行及び現金支払による美生元テクノロジー有限公司の 100%株式を購入するプロジェクトに関する評価報告書』に基づいて、中企華は、標的対象となる美生元の企業特徴及び評価基準要件などを検討し、ネットアセット・アプローチ(資産ベース法)とインカム・アプローチを用いて企業価値評価を行った。最終的に、今回の価値評価はインカム・アプローチを選定し、評価を実施した。インカム・アプローチの評価結果によって、2015 年 9 月 30 日に評価基準日と定め、美生元の総資産の簿価は、2.93 億人民元(46.88 億円)で、総負債の簿価は 1.21 億人民元(約 19.36 億円)で、純資産の簿価は 1.72 億人民元(約 27.52 億円)であった。美生元の株式 100%資本の評価価値は、34.72 億人民元(約 555.52 億円)で、これは純帳簿資産の 1.72 億元(約 27.52 億円)から 33 億人民元(約 528 億円)の評価増となり、買収プレミアム率は 1924.01%に達した評価額であった。同評価値に基づいて、交渉によって、34 億人民元(約 544 億円)の M&A 取引価額を確定した経緯である(中企報字, 2015, p. 2)。

⑤ ジュリカルチャーの巨額ののれんの発生要因

前述したように、のれんの当初認識は、M&A によって取得した被取得企業の識別可能な純資産の公正価値との差額である。企業が M&A を戦略的に選択する理由は、合併後の企業が、対象企業との結合によって生じるシナジー効果を実現し、企業の範囲を拡大し、多角化の発展を実現することを望んでいるという事実に基づいている。一般的に、取得企業は被買収された企業の将来的な発展について楽観的な見通しを持ち、買収後にリソースを統合して、価値を創造する能力に自信を持っているため、買収をより楽観的に評価することがよくある。最終的には、巨額の買収プレミアムが発生し、過大な買収費用(のれん)の発生につながる。

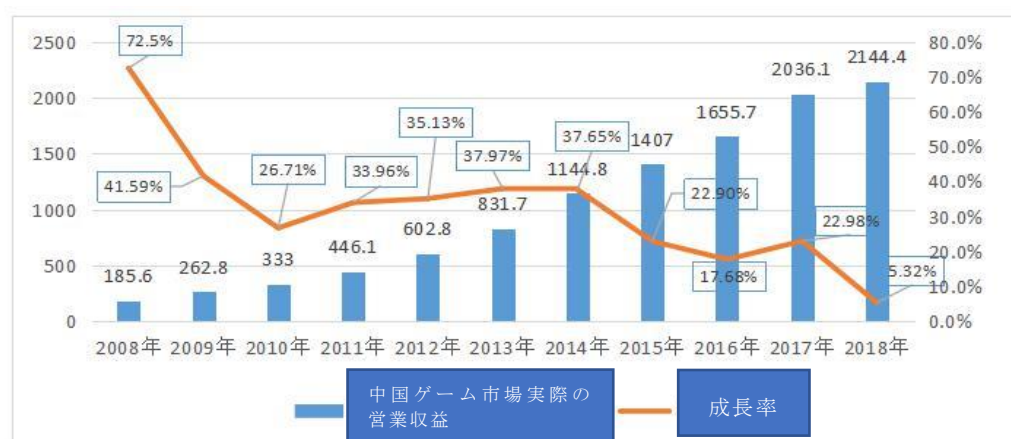
ジュリカルチャーによる美生元の買収事例をみると、中国の同じ業界の同じ期間の同等の M&A 取引の平均買収プレミアム率は、1192.75%に過ぎないが、美生元の買収プレミアム率は 1924.01%に達した(王, 劉, 2020)。ジュリカルチャーによる美生元の買収は、明らかに巨額の買収プレミアムであった。前述で論じたジュリカルチャーの業績及び財政状態及び M&A の戦略等を分析することによって、下記の 2 点は、巨額ののれんが発生した主な原因であると考えられる。

第一に：インカム・アプローチの評価による巨額買収プレミアムの発生

中国の改革開放政策によって、2008 年から、文化事業などの産業発展を積極的に推進するようになった。図表 4-15 に示されている中国ゲーム市場全体における実際の営業収益を見ると、2014 年から 2016 年にかけて、急速に発展したことがわかった。ジュリカルチ

ヤーも同じ時期に、機会に満ちたモバイルゲーム産業発展の波に乗って、市場に参入した。企業の買収と同時に、M&Aによって発生した結合シナジー効果の実現に自信があったように見えた。

図表 4-15、2008年-2018年 中国ゲーム市場における実際の営業収益



(出典：王, 劉, 2020)。

前述したとおり、ジュリカルチャーは買収対象となる美生元の企業価値について、インカム・アプローチを選択して評価を実施した。インカム・アプローチは、将来に生み出すことが期待されるキャッシュ・フローに基づいて、評価対象会社の企業価値を評価することである。将来キャッシュ・フローなどを予測する際に、将来キャッシュ・フローの予測期間、加重平均資本コストにおけるウェイト、評価過程における負債価値や資本構成の変化など（企業価値評価, 2013, pp. 31-38）は、一連の仮定に基づき、これらの仮定は、主に国のマクロ経済政策・産業政策・地域開発政策などの要因をある程度含んでいるため、予測されたパフォーマンスは、実際の運用パフォーマンスよりも大幅に高くなる傾向がある（王, 劉, 2020）。

また、ジュリカルチャーは、美生元に対する売上成長率予測も、2016年から2018年まで3年間、それぞれ56.7%・49.34%・24.78%に達した。この予測成長率は、中国のゲーム市場の全体の利益予測率より高い。ジュリカルチャーがインカム・アプローチの評価方法の選別によって、企業価値の過大評価と収益性の過大評価をさらに膨らませたため、巨額ののれんの発生につながった。

第二に：業績保証承諾

ジュリカルチャーの年次報告書（2016, p. 4）によれば、美生元に対してM&Aを実施する過程で、余海峰、ジュリ-互盈(Juli Huying)、天津樂橙(Tianjin Lecheng)、火鳳天翔(Huofeng Tianxiang)などの大株主との間に、監査完了の累積純利益が約束された純利益を下回る場合に、利益は差額に比率して現金又は株式の形で補償するという業績保証契約

を締結した。より高い業績予想は、取得企業にとって前向きなシグナルとして受け取り、したがって、買収対象となる企業の将来的に期待できるキャッシュ・フローの見通しをより楽観的に予測し、企業買収取引交渉を進める際により高い買収プレミアムを受け入れることが可能となる。業績保証承諾契約は、企業買収当事者の交渉コストを削減すると同時に、取引を促進し、合併の対価の引き上げ効果もある（王, 劉, 2020）。

第8節 ジュリカルチャーののれんの減損

ジュリカルチャーの2017年の年次報告書(2017, p. 75)によれば、美生元の監査済み連結財務諸表における親会社の株主に帰属する純利益は4.89億人民元(約78.24億円)で、株式支払費用の0.043億人民元(約0.69億円)を差し引いた後、4.85億人民元(約77.6億円)となり、2017年の年度業績承諾を達成した。

2016年12月31日及び2017年12月31日のジュリカルチャーの年次報告書によれば、M&Aによって発生したのれんは、何れも30.42億人民元(約486.72億円)を計上し、各年度の期末連結資産総額にそれぞれ62.12%、50.68%を占めている。

買収した子会社は資産グループであるため、企業結合によって発生したのれんは、減損テストのために対応する子会社に割り当てられる。ジュリカルチャーは、予想される将来のキャッシュ・フローの現在価値に基づいて、のれんの回収可能価額を計算し、のれんの減損テストとして使用する。予測キャッシュ・フローは、将来の数年間の会社が承認された営業収益予算の見積もりによって計算する。営業収益予算後の数年間のキャッシュ・フローは、該当する予測平均成長率に基づいて推測される。キャッシュ・フローの現在価値は、適切な割引率を使用して計算される。減損テストで使用されるその他の重要なデータには、予算収益と費用・減価償却費・運転資本及びその他の関連費用が含まれる。2017年の減損テストを実施した結果、のれんの減損損失は認識されなかった（ジュリカルチャー年報, 2017, p. 75）。

しかし、2018年の減損テストでは一転して、図表(4-16)のとおり、29.65億人民元(約474.4億円)の美生元資産グループの減損損失を認識し、減損損失引当金を計上することになった。

図表 4-16、美生元資産グループののれんの減損（単位：万人民元）

被取得企業名称 及びのれんの発生事象	2018 年期首	2018 年当期増加	2018 年当期減少	2018 年期末残高
美生元		296,500		296,500
合計		296,500		296,500

(出典：ジュリカルチャー年報, 2018, p. 132)。

ジュリカルチャーの年次報告書(2018, p. 133)によれば、のれんの回収可能価額は、予想される将来キャッシュ・フローの現在価値に基づいて計算される。将来キャッシュ・フローの見積りは、2019年から2023年まで、同社が承認したキャッシュ・フロー予測に基づいている。ジュリカルチャーが採用した割引率は、貨幣の時間的価値に対する現在の市場評価及び資産の固有特定リスクを反映させた税引前の利率という、資本資産価格モデル(Capital Asset Pricing Model、CAPMと略称する)にしたがって計算された加重平均資本コスト(税引前)である。同社の減損テストで使用される主要なデータは、図表(4-17)のとおりである。

ジュリカルチャーは、中企華に依頼し、美生元と米趣玩資産グループの価値評価を実施した。中企華が発行した『評価報告』(中企華評報告字, 2019, No. 3446)によれば、ジュリカルチャーの買入のれんを含まれる美生元資産グループの回収可能価額を9.99億人民元(約159.84億円)、米趣玩資産グループの回収可能価額を2.26億人民元(約36.16億円)と評価した(ジュリカルチャー年報, 2018, pp. 132)。上記のれんの減損テストを実施することによって、帳簿価額の39.64億人民元(約634.24億円)を下回ることとなったため、2018年度において、29.65億人民元(約474.4億円)ののれんの減損損失を認識し、『企業会計準則第8号—資産の減損』の規定に基づき当期損益に計上しなければならない状況になった。のれんの減損テストを実施した主な内容は、図表(4-18)のとおりとなる。

図表 4-17、美生元資産グループののれんの減損テストに使用されるデータ

項目	予測期	予測期 成長率	安定期 成長率	利潤率	割引率
美生元 資産グループ	2019年—2023 年(後続年度 は安定期)	注1	例年並み	予測収入、コスト、 費用等に基づく、 計算すること。	15.24%
米趣玩 資産グループ	2019年—2023 年(後続年度 は安定期)	注1	例年並み	予測収入、コスト、 費用等に基づく、 計算すること。	14.80%

注1：上記の資産グループは、主にモバイルオンラインゲーム、モバイルスタンドアローンゲーム、広告代理店の配置・配信等の事業を運営している。これらの事業の将来的キャッシュ・フローの特性を考慮し、締結した契約書・経営発展企画・例年経営状況・市場競争などの要因を総合的に分析した。これによって、特定のゲーム業界と広告事業業界のカテゴリに基づいて成長率を予測し、安定期の収益は2023年の収入金額の見積額と一致していると予測した。

(出典：ジュリカルチャー年報, 2018, pp. 132-133)。

そして、同年度に米趣玩資産グループに対しても、のれんの減損テストを実施した。そ

の結果、米趣玩資産グループの回収可能価額は 2.26 億人民元(約 36.16 億円)で、帳簿価額の 2.22 億人民元(約 35.52 億円)を上回っているため、2018 年期末において、米趣玩資産グループののれんの減損損失は認識されなかった(ジュリカルチャー年報告, 2018, pp. 133)。

また、米趣玩の業績承諾期間である 2018 年度において、実際の控除後の純利益が業績承諾に約束された純利益より低く、約束は果たされていない結果となった。しかし、未実現部分が小さいことを考慮し、ジュリカルチャーの経営陣が米趣玩資産グループに対する減損テストの結果と、中企華が発行した『評価報告』(中企華評報告字, 2019, No. 3446)による米趣玩資産グループの期末回収可能価額の評価結果を総合的に判断すると、米趣玩資産グループののれんには減損損失が認識されなかったため、業績承諾未実現がのれんの減損テストに重大な影響を与えていなかったことを推測できる(ジュリカルチャー年報, 2018, pp. 134)。

図表 4-18、美生元資産グループののれんの減損テスト(単位：億人民元)

項 目	美生元資産グループ	米趣玩資産グループ
のれんの帳簿残高 A	30.42	1.98
のれんの減損引当金残高 B		
のれんの帳簿価額 C=A-B	30.42	1.98
少数株主持分に帰属する未確認ののれんの価値 D		
調整後ののれんの帳簿価額 E=C+D	30.42	0.24
資産グループの帳簿価額 F	9.22	2.22
すべてののれんを含む資産グループ帳簿価額 G=E+F	39.64	2.26
のれんの資産グループの回収可能価額 H(注1)	9.99	
減損損失 I=H-G	29.65	
その中：確認すべきのれんの減損損失 J=if(I>E, E, I)	29.65	
同社が保有する株式持分 K	100.00%	100%
同社が確認すべきのれんの減損損失 L=K×J	29.65	

(出典：ジュリカルチャー年報, 2018, pp. 132-133)。

ジュリカルチャーに巨額ののれんの減損を発生した原因について、外部要因である市場成長の鈍化・政策統制と内部要因である業績及び財政状態の下落が考えられる。まず、外部要因について、前述したとおり、中国のゲーム市場の成長は 2015 年から 2017 年まで、不安定な段階にあり、2014 年以後の収益成長率の平均値は前年比約 20%で低下しつつである。このような状況の中で、ジュリカルチャーは買収対象となる美生元に対して、2015 年

-2017年の営業利益成長率を56.7%・49.34%・24.78%と予測し、市場成長率よりはるかに高い予測であることがわかる。そして、外部環境の影響として、中国政府の規制強化の影響も考えられる。

第1章で述べた2018年に中国証券監督管理委員会が公表されたのれんの減損会計監査強化政策に示された「第1に、営業活動から生じる損益またはキャッシュ・フローは、持続的に悪化し続けて、特に被取得企業の業績が予想より大幅に低下したこと。第2に、関連業界の生産能力が過剰であり、関連する産業政策、製品及びサービスの市場状況又は市場競争が明らかに不利な変化が起こっていること」の状況は、まさにジュリカルチャーが直面していった状況である。

次に、ジュリカルチャーに巨額ののれんの減損を発生した内部要因について、ジュリカルチャーの年次報告書を見ると、企業買収後の営業利益の成長率が低迷して、特に2018年に予測値に達しなかったことがわかる。また、同社の実際の営業活動によって生み出されたキャッシュ・フローも予測値に達しなかったことがわかる。これは合併後の財務シナジー効果が期待値に達しなかったことを示している。減損損失は将来キャッシュ・フローの見積りに大きく依存し、かつその見積り自体が、経営計画などの経営者の判断に基づいているため、主観的な要素が多くなっている。ジュリカルチャーの事例を見ると、2017年に減損の兆候を見られたにも関わらず、実際に減損テストを実施せず、2018年になってから、一括して多額な減損引当金を計上することになっている。また、ジュリカルチャーは、減損テストの過程で不規則かつ不正確な行為を行ったことが、経営陣に収益管理の機会を提供したとの見解もあった(王, 劉, 2020)。つまり、ジュリカルチャーが美生元の買収を正式完了したのは2016年5月であるが、業績保証の期限は2015年から2017年までの3年間であった。通常の場合に、買収年度と同様の業績保証年度を設定するが、ジュリカルチャーが買収前年度の2015年に前倒して設定したのは、経営陣は自身の利益を保護するための行為であると推測される。

最後、巨額ののれんの減損損失の計上はジュリカルチャーの企業経営に対する影響について、下記の3つで取り上げられる。

第一に、ジュリカルチャー自身の業績及び財政状態への悪影響

のれんの減損が巨額になると、企業の業績に大きな影響を与えるだけでなく、企業の将来的な発展を阻害する可能性が高くなる。ジュリカルチャーの事例をみると、2018年に29.65億人民元(約474.4億円)ののれんの減損損失を計上し、同社の純利益を大幅に下回った。2018年に発生したのれんの減損損失は、営業総収益の84.91%を占めていた。のれんの減損損失が巨額であったため、企業の業績が飲み込まれ、企業の収益性と債務の支払能力が大幅に低下し、経営活動のリスクが高まった。

第二に、企業の財務能力への悪影響

ジュリカルチャーの年次報告書から、2016年から2019年までの財務コストは、増加したことがわかる。これは、美生元を買収後、拡張戦略を取り、投資規模を拡大し、外部資金調達を増加するなどの対策を採用したことが考えられる。資金調達額の増加に関連して、支払利息が2018年から2019年に段階的に増加していた。負債コストの増加が資金調達額の増加よりも高く、ジュリカルチャーの財務コストが増加していたことを示している。特に、のれんの減損が発生した後の2019年上半期に、支払利息はわずか半年で0.15億人民元(約2.4億円)にも達し、巨額なれんの減損を実施したことが、企業の外部関係者に消極的な情報を発信することとなる。

第三に、投資能力への悪影響

企業投資能力は、企業の経営状況と債権構造に影響される。業績が継続的に悪化し、資金調達コストが増加し、企業の資金調達の制約が強化されるなどのことは、ジュリカルチャーの投資能力にも悪影響を与えた。ジュリカルチャーの2019年上半期の報告書には、企業投資活動による純キャッシュ・フローは、昨年同時期と比べて84.15%が減少した結果が示されている。

ジュリカルチャーは企業買収によって、期待していた財務シナジー・経営シナジーを達成できなかった。業界の規制強化により、買収時の期待に答えられず、巨額の買収プレミアムによって生み出された巨額のれんを減損損失が発生し、企業の業績が大幅に低下し、資金調達の制約が増大した。一方、ゲーム市場は新型コロナの流行によって在宅需要が高まり、好機を迎えたが、ジュリカルチャーのモバイルゲーム部門は資金不足によって停滞し、最終的に業績の急激な低下につながり、巨大なリスクに直面する結果となった。

第5章 東方精工による普莱德(プライド)の買収事例

第1節 東方精工のM&Aの概況

広東東方精工テクノロジー株式会社(中国語：広東東方精工科技股份有限公司、英語：Guangdong Dongfang Precision Science & Technology CO.,Ltd.、以下「東方精工」と略称する)は、1996年に中国広東省佛山市を本拠地とし、唐灼林(Tang Zhuolin)が代表取締役会長²⁹を務め、主に段ボール製造機械を展開する民間企業である。2011年に中国深圳証券取引所に上場し、中国国内では、段ボール製造機械の研究開発・設計・製造に初めて手掛けた企業である。同社は、上場前に単一の機械製造業務を展開していたが、上場後「内部成長+外部拡張」の「ダブルエンジン」ビジネスモデルを展開し、インテリジェント製造を業務展開の主導方向として、主にインテリジェント段ボール製造ラインのサプライヤー、スマートファクトリー・ソリューションプロバイダー、及び小型ガソリンエンジンの3つの事業セグメントを展開する総合的な製造企業に成長してきた。傘下には東方精工(中国)、東方精工(ヨーロッパ)、イタリア Fosber グループ、Fosber アジアなどが含まれ、グローバルな研究開発・製造・販売のレイアウトが形成されている(東方精工年報, 2020, p. 11)。

東方精工が2017年に、異業種の「普莱德(プライド)」(中国語：北京普莱德新能源電池科技有限公司、英語：Beijing Pride New Energy Battery Technology Co.,Ltd.、以下「普莱德」と略称する)に対してM&Aを実施した。このM&Aの背景は、下記のことと考えられる。近年、世界の産業情勢が大きく変動し、中国の経済発展も新たな局面に突入していった。新たな経済発展の波の中で、東方精工の経営陣は、製造業が先進国とその他発展途上国から、両面の圧力を痛感していると同時に、大きな変革の波が来ていることを感じた。こうした状況の中で、東方精工は、グローバル化と新興産業のレイアウトを加速させるため、2016年に、企業の主な事業内容を「インテリジェント製造」と「ハイエンドコア部品」の2大セクションに分けた。ハイエンドコア部品の事業を強化するために、2016年3月に普莱德を買収するための大規模な資産再編プロジェクトを始動し、2017年4月にすべて完了した。

普莱德は、2010年に設立された主に新エネルギー自動車リチウムイオン電池システム(以下「PACK」と略称する)と電池管理システム(Buttery Management System、以下「BMS」と略称する)の開発・製造を行う企業である。今回の買収は、発行済株式の100%に対して、現金対価は18.5億人民元(約296億円)、9.2万株の株式発行対価を約29億人民元(約464億円)で、計47.5億人民元(約760億円)の買収評価額で東方精工に

²⁹ここでの中国語は、董事長(Chairman)という役職であり、日本企業で言われる取締役会設置会社の取締役会長、または最高経営責任者(CEO)に相当する役職である。

譲渡され、買収プレミアム率が 1992.83%である異業種買収となった(華太資本, 2020)。同様の M&A によって、取得企業である東方精工は、2017 年の期末に、41.42 億人民元(約 663 億円)の巨額の買入のれんが発生した。しかし、企業買収 1 年後の 2018 年に、合計 38.48 億人民元(約 615.68 億円)ののれんの減損引当金を一気に計上した。さらに、2019 年の東方精工の公告によると、15 億人民元(約 240 億円)の買収対価で、取得企業の鼎暉瑞翔と鼎暉瑞普に普萊徳の 100%株式を譲渡することを決定した。業界を超えた M&A を実施後、わずか 3 年で、普萊徳を売却し、同社の業務分野から自動車の中核部分であるバッテリー事業を完全に剝離し、「美しいビジョン」という新エネルギー事業の展開は、最終的には実現できなかった(CBEA 電池中国, 2019)。

第 2 節 東方精工の M&A 戦略

東方精工の M&A 戦略について、まず、同社の事業構造及び今後の企業発展の側面から見てみる。2015 年に中国国家戦略として公布された『中国製造 2025』³⁰には、インテリジェント製造と新エネルギー自動車の 2 分野は、共に国家戦略レベルの産業として位置づけられている。「中国を 2025 年までに製造大国に発展させる」という目標を達成するために、インテリジェント製造産業は、情報化・産業化と緊密に連動し、企業の経営改革に転換の機会をもたらす重要な出発点となる。自動車産業は国民経済の基幹産業の一つであり、国の競争力を反映する象徴的な産業であり、このような転換期に、新エネルギー自動車関連事業に参入することは、企業経営にとって、持続可能な重要戦略の一つであると評価されていた(東方精工年報, 2016, p. 34)。

東方精工は上場後に、将来を見据えて経営戦略を強化し続けた。「内部成長+外部拡張」の方針に基づいて、「インテリジェント製造」と「ハイエンドコア部品」の「ダブルエンジン」ビジネスモデルを展開し、「ミッドエンド」から「ハイエンド」へとグレードアップを模索していた(東方精工年報, 2016, p. 34)。東方精工の M&A 戦略も、このような経営変革を中心とした。その特徴は、主に下記の 2 点である。

① グローバル化レイアウト

東方精工の 21 年間の発展の歩みの中で、2011 年の上場は「グローバル化発展」と「産業チェーン全体の拡大」という戦略に基づいて変革の道を歩み始めた画期的な出来事である。同社が、製造するインテリジェントな段ボール製造機械は、中国国内の競合他社の装置と比べて配置されている作業人員が約 60%を減少し、機械設計及び操作管理は、ヨーロッパとアメリカの基準に準拠し、CE 認証(EU 加盟国基準)も獲得している。ヨーロッパ・

³⁰ ここでいう『中国製造 25』とは、2015 年 5 月に中国国務院は発表した国家行動プログラムで、主に次世代情報技術や新エネルギー自動車等 10 の重点分野と 23 の品目を設定し、製造業の高度化を目指す「世界の製造強国の先頭グループ入り」を目指す長期戦略の根幹となる政策である。

アメリカ・東南アジア・インドなど 30 以上の国と地域に輸出され、総合力は世界第 3 位にランクインしている。製造機械事業を拡大する中、2013 年に、イタリアの Fosber Group を対象に、最初の国境を越えた M&A を実施した。当時、Fosber の営業収益は約 10 億人民元（約 160 億円）で、業界では世界 2 位であった。これに対して、東方精工の営業収益はわずか 3 億人民元（約 48 億円）であった（南方日報, 2017）。Fosber Group に対する M&A を完成後、東方精工はさらに 3 年以内に 6 つの合併と買収を実行した。同社は世界的規模でブランドを確立するため、着々と「ダブルエンジン」のビジネスモデルを展開している。

② 合併会社を設立し、「東方」＋モデルの建設

被取得企業の M&A 完了後、M&A 活動に活力づける方法を探究する東方精工は、M&A 当事者両方の初期契約以外に、M&A 後の統合と調整によって、被取得企業と合併事業を設立することで、M&A の効果を拡大している。例えば、イタリア Fosber を買収後、2014 年末に、Fosber と協力し合併会社の広東佛山インテリジェント機器株式会社を設立した。一般的な対外 M&A は「走出去」（海外進出）であるが、東方精工の目標は「走出去」＋「引進來」（国内誘致）であった。研究開発・製造・販売などの共同経営は、国際の先端技術を有効的に応用し、自社の技術力を向上させることができると考えていた（南方日報, 2017）。

第 3 節 東方精工の株主構成

東方精工の前身は、1996 年 12 月 9 日に設立された南海市東方段ボール機械実業株式会社である。2011 年 8 月 30 日に深圳証券取引所に上場した（東方精工年報, 2017, p. 108）。2019 年 12 月 31 日現在、同社が合計 1,838,647,096 株の普通株を発行した（東方精工年報, 2017, p. 131）。

普萊徳を買収前年度の 2016 年 12 月 31 日時点で、東方精工の代表取締役会長である唐灼林(Tang Zhuolin)は、東方精工の株式 2.19 億株、総株数の 34.15%を保有し、取締役の唐灼棉(Tang ZhuoMian)は、1.12 億株、総株数の 17.58%を保有している。上記 2 名の株主は、合計 3.3 億株を保有し、同社の総株数の 51.73%を占めている（東方精工年報, 2016, p. 53）。図表(5-1)に、東方精工は、普萊徳に対する M&A を実施する前後年度において、上位 3 名の株主の株式保有状況を纏めた。

図表(5-1)で示されたように、今回の東方精工による普萊徳の買収がもたらすリスクは、主に大株主が保有株式数の大幅変更と発生した巨額ののれんという 2 つの側面に反映されている。本節は、株主構成の側面から、東方精工が普萊徳に対する買収前及び買収後の大株主の株式保有数の変化について見てみる。

東方精工の年次報告書(2017, p. 167)によれば、今回の M&A の対価は、47.5 億人民元（約 760 億円）の内、18.05 億人民元（約 288.8 億円）は現金で支払われ、残り 29.45 億人民元（約 471.2 億円）は（9.2 人民元/1 株、約 147 円/1 株）の普通株式で、北大先行・寧徳時代・

北汽資投・福田汽車・青海普仁の5つの投資者に、320,108,695の株式を発行し、買収対価を支払った（東方精工年報, 2017, p. 21）。

図表 5-1、東方精工 M&A 前後年度の株主構成（単位：株）

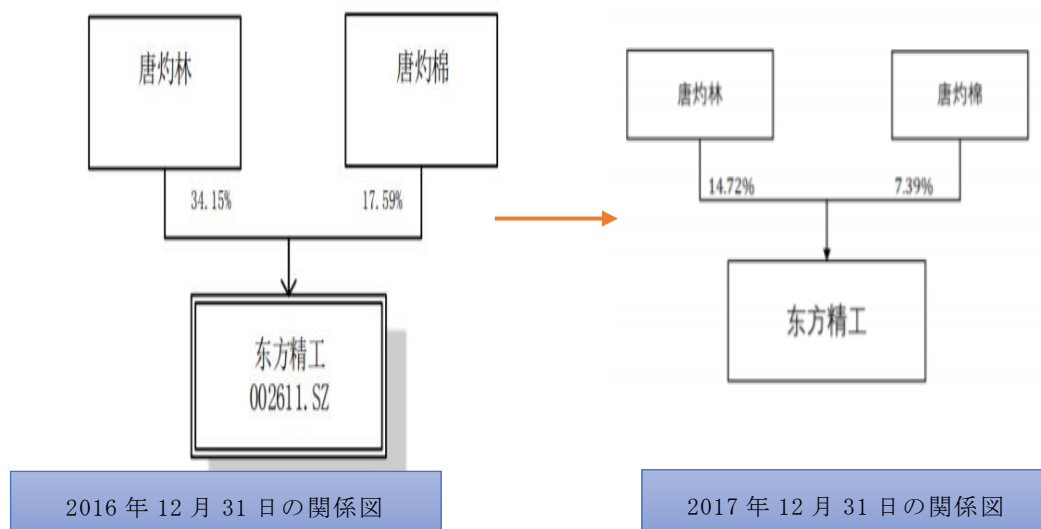
株主	M&A 実施前の 2016 年度		M&A 実施の 2017 年度		M&A 実施後の 2020 年度	
	持株数	割合 (%)	持株数	割合 (%)	持株数	割合 (%)
唐灼林 (境内自然人)	219,210,980	34.15%	169,210,980	14.72%	270,737,568	17.52%
北大先行科技産業有限公司(境内非国有法人)	—	—	117,717,391	10.24%	69,454,378	4.5%
唐灼棉 (境内自然人)	112,928,209	17.58%	84,928,209	7.39%	135,885,134	8.79%
建設投資有限責任会社(国有法人)	24,509,803	3.28%	—	—	—	—

（出典：東方精工年報, 2016, p. 53, 2017. p. 73, 2020, p. 89 を基に筆者作成）。

今回の M&A を実施する前に、前述したとおり、東方精工の実際筆頭株主は、総株式資本の 51.73%を保有している唐灼林と唐灼棉であり、取引の完了後、東方精工における唐氏兄弟の持ち株数は、29.62%に減少した。普萊徳の元株主が東方精工の総株式比率の 27.65%を持つように、ほぼ同じ割合に変化してきた。M&A と同時に、普萊徳の総資産は、東方精工の 1.9 倍になるが、東方精工の実質的支配権を求めないと約束をしたため、株主間において、大規模の株主の地位をめぐる支配権の紛争を回避できた。

しかし、同時に、東方精工も妥協案を提示した。深圳証券取引所への質問回答によると、本件の取引契約では、業績保証承諾期間中において、被取得企業である普萊徳の取締役会は 6 人の取締役で構成され、そのうち 4 人が普萊徳の元株主で、残り 2 人は東方精工より任命すると合意した。財務責任者も東方精工が任命することが決定された。これによって、M&A 後の普萊徳の会長兼社長は、普萊徳の元株主である北大先行・北汽集団・寧徳時代の出身であった（華太資本, 2020）。このような状況で、普萊徳は、東方精工の完全子会社になったにも関わらず、業績保証承諾期間中において、東方精工は実質的支配権を十分に獲得できなかった状況であった。このような局面は、その後の業績悪化に関する争議の発端となって、巨額ののれんの減損損失が発生し、最後に再売却せざるを得ないという状況に落ち込んだ。東方精工の支配株主及びトップマネジメントとの支配関係の変化状況は、図表(5-2)のとおりである。

図表 5-2、東方精工の支配株主とトップマネジメントとの関係図



(出典：東方精工年報, 2016, p. 55, 2017, p. 75)。

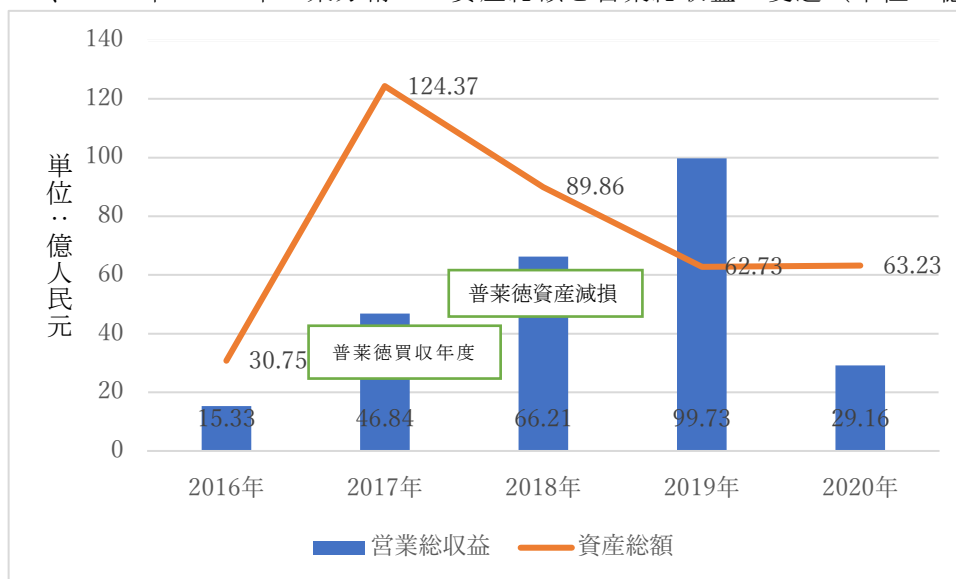
第4節 東方精工の業績及び財政状態

東方精工は、実際発生した取引及び経済事象に基づいて、2006年2月15日に中国財政部が発行した『企業会計準則—基本準則』（財政部令, No. 33 公表、財政部令, No. 76 修正）及び2014年に修正した42項目個別準則、企業会計準則適用ガイドライン、企業会計準則に対する解釈及びその他関連規定（以下、『企業会計準則』と総称する）、及び中国証券監督管理委員会が公表した『公開發行証券の企業における情報開示・財務報告規則第15号—財務報告の一般的な規定』（修正版, 2014）に準じて、年次報告書を編成し、開示している。持続的経営について、同社は、事業継続に影響を与える問題はなく、今後12ヶ月以内に事業を継続できる見込みであるため、財務諸表は継続事業を前提として作成されていると述べている（東方精工年報, 2017, p. 111）。

本件の事例研究は、買収前年度の2016年から、買収後の2020年までの5年間の年次報告書を用いて、東方精工の業績及び財務状態、特に2017年に東方精工による普萊徳の買収状況、企業結合時発生したのれんの認識及びのれんの減損テストの実施状況を分析する。2016年から2020年まで、東方精工の資産総額と営業総収益の変遷は、図表（5-3）に示したとおりである。

普萊徳を買収した2016年度の営業総収益が15.33億人民元（約245億円）で、2017年は46.84億人民元（約749億円、前年比205.5%増）、2018年は66.21億人民元（約1,059億円、前年比41.3%増）だった。これは、被取得企業である普萊徳を買収した効果で、企業業績が好転したことがわかった。

図表 5-3、2016 年-2020 年 東方精工の資産総額と営業総収益の変遷（単位：億人民幣元）



（出典：東方精工 2016 年-2020 年年次報告書を基に筆者作成）。

また、普莱德を買収した 2017 年度の東方精工の資産総額は、一気に 124.37 億人民幣元（約 1,990 億円）に増えた。これは主に 45.55 億人民幣元（約 729 億円）の買入のれんを計上したためである。2019 年には、資産総額が、89.86 億人民幣元（約 1,438 億円）に減少した。これは、巨額ののれんの減損によるものである。2016 年度から 2020 年度までの 5 年間の同社の年次報告書に基づいて、東方精工の業績及び財政状態を図表 5-4（連結貸借対照表）及び図表 5-5（連結損益計算書）に整理した。下記各年度の業績及び財政状態を確認し、のれんの減損損失の原因を考察する。

① 2016 年 東方精工の業績及び財政状態

東方精工は、2015 年から第 2 次「5 カ年戦略」の成長戦略と年間事業計画を積極的に実施し、2015 年には前年比 8.78% 増の 12.95 億人民幣元（約 207 億円）の営業収益を達成し、0.84 億人民幣元（約 13.4 億円）の当期純利益を実現した。親会社に帰属する当期純利益は、前年比 23.02% の減少で、0.64 億人民幣元（約 10 億円）であった（東方精工年報, 2015, p. 10）。そして、2016 年には、前年比 18.37% 増の 15.33 億人民幣元（約 245 億円）の営業収益を達成し、1.28 億人民幣元（約 20 億円）の当期純利益を実現した。2016 年度は、『中国製造 2025』と「第 13 次 5 カ年計画（2016 年～2020 年）」が次々と発表されることによって、同社は、「インテリジェント製造」と「ハイエンドコア部品」の「ダブルエンジン」ビジネスモデルの適用を加速させた。

東方精工の年次報告書（2016, p. 14）によれば、同社は一連の国内及び国際 M&A を実施した。例えば、2015 年 2 月に、イタリアのパートナー Fosber と協力し広東佛山市で南海インテリジェント機器株式会社が設立され、主に、段ボール製造機械の製造業務を行っている。2015 年 7 月に中国蘇州の百勝動力の株式の 80% を買収すること

によって、東方精工は、3番目の事業セグメント「ハイエント小型エンジン事業」の設立に成功した。さらに、2015年10月に、イタリア Ferretto グループの株式を40%保有することによって、インテリジェントロジスティクス倉庫設備業務の構築が加速させた。そして、2016年3月に普萊徳を買収するための大規模な資産再編プロジェクトを開始し、2017年4月にすべての譲渡手続きが完了した。

2016年の統計データによれば、中国国内市場において、自動車PACKシステムのトップ10サプライヤーは、市場需要の77.30%を提供した。普萊徳の供給量は、国内で3番目にランクされ、業界をリードする立場になっている。2016年1月から10月まで、普萊徳の監査済当期純利益は3.21億人民元(約51億円)を達成し、予測より早く同年度の業績保証承諾を果たした。これからは、同社の連結子会社普萊徳は、産業政策の下、PACK分野での研究開発と運用などの利点を発現し、「製品+サービス」の成長戦略を中心に、市場拡大や、業績向上を期待している(東方精工年報, 2016, p. 14)と述べている。

② 2017年 東方精工の業績及び財政状態

2017年の報告期間中においても、同社の経営陣は、引き続き世界市場を見据え、戦略的な展開を強化した。経営革新を課題として懸命に取り組み、特に、国内外におけるM&A戦略による事業セグメントの改革で、「ダブルエンジン」ビジネスモデルを強化した。東方精工は、自動車のPACKシステム事業を追加した。これは、企業業績が飛躍的な発展を達成するために、重要な基盤であると認識した。このように、国内外のM&A戦略を通じて、報告期間中に同社は前年同期比205.52%増の46.84億人民元(約749億円)の営業収益を達成した。また、支配株主に帰属する純利益は4.9億人民元(約78億円)で、前年同期比412.76%の増加となった。

また、東方精工の年次報告書によれば、普萊徳の買収の効果が、下記のとおり述べられた。買収後に、同社の中核となる自動車部品事業は、普萊徳の新エネルギー電池システムを主な事業として展開した。2017年には、補助金の減少、新エネルギー車の適用を促進するための推奨モデルカタログの再承認、また、地方補助金政策の実施の遅れ、及び原材料の高騰などの原因で、同報告期間中の普萊徳の営業収益と当期純利益と前年度と比べ若干減少した。しかし、同時に、普萊徳は報告期間中にコストの削減と効率性の向上という対策によって、売上総利益率が前年度と比較して安定していると評価した(東方精工年報, 2017, p. 17)。

東方精工の収益構成(図表5-6)及び営業コスト構成(図表5-7)から、2017年の買収年度における、普萊徳の営業収益は、28.63億人民元(約458億円)を達成し、営業総収益の61.10%を占める割合になっている。また、営業コストは、23.26億人民元(約372億円)で、18.05%の売上総利益を実現している(東方精工年報, 2017, p. 22)。

図表 5-4、2016 年-2020 年 東方精工連結貸借対照表(単位：億人民元)

決算年度 (各年度 12 月 31 日)	2020 年	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年
資産					
流動資産					
現金、銀行預金及びその他貨幣資金	8.85	23.56	25.47	14.01	5.74
交易性金融資産	16.36	11.64	0.008	0.004	—
受取手形	0.12	—	18.35	18.39	0.76
売掛金	4.69	5.97	14.96	12.73	2.86
前払金	0.29	0.25	0.39	0.25	0.12
棚卸資産	7.34	6.71	9.35	10.05	4.01
流動資産合計	39.57	49.73	70.15	65.44	17.17
非流動資産					
無形資産	3.32	2.49	3.41	3.50	2.36
のれん	3.24	3.06	6.70	45.55	4.17
非流動資産合計	23.65	13.00	19.71	58.93	13.58
資産総額	63.23	62.73	89.86	124.37	30.75
負債及び所有者持分(株主持分)					
流動負債					
短期借入金	0.39	1.17	2.50	4.63	0.98
支払手形	1.04	0.43	25.79	27.26	0.27
買掛金	5.03	4.72	—	—	2.57
前受金	—	2.86	4.03	2.54	1.26
流動負債合計	15.09	15.21	38.88	41.91	11.31
非流動負債					
長期借入金	3.53	2.24	5.36	3.32	1.31
負債合計	20.91	18.71	49.55	47.25	13.61
株主持分					
払込資本金(株主資本金)	15.45	18.38	18.38	11.49	6.41
資本剰余金	40.02	38.62	52.98	56.44	4.85
利益剰余金	0.51	0.51	0.51	0.51	0.35
未処分利益	—8.91	—12.8	—31.18	8.09	3.58
所有者持分(株主持分)合計	42.32	44.02	40.32	77.12	17.14
負債及び所有者持分(株主持分)総額	63.23	62.73	89.86	124.37	30.75

(出典：東方精工 2016 年-2020 年年次報告書を基に筆者作成)。

図表 5-5、2016 年-2020 年 東方精工連結損益計算書(単位：億人民元)

項目/ 決算年度	2020 年	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年
営業総収益	29.16	99.73	66.21	46.84	15.33
減算：営業総コスト	26.27	92.27	105.2	42.12	14.05
営業コスト	20.99	82.86	54.75	36.22	11.30
研究開発費用	0.82	1.56	2.18	1.30	—
営業税金及び付加費	0.10	0.21	0.41	0.16	0.073
販売費用	1.81	4.14	5.20	1.94	0.95
管理費用	2.46	3.65	2.86	1.86	1.59
財務費用	0.079	-0.16	0.23	0.18	-0.028
資産減損損失（損失は「—」で記入）	-0.053	-1.09	-39.55	0.43	0.15
営業利益（損失は「—」で記入）	3.86	20.09	-38.61	6.10	1.32
利益総額（損失は「—」で記入）	4.20	20.13	-38.62	6.46	1.82
当期純利益（損失は「—」で記入）	3.97	18.39	-38.69	5.21	1.28
1 株当たり利益					
(一) 基本的 1 株当たり利益（元/1 株）	0.26	1.01	-2.11	0.31	0.15
(二) 希薄化後 1 株当たり利益(元/1 株)	0.26	1.01	-2.11	0.31	0.15

(出典：東方精工 2016 年—2020 年年次報告書を基に筆者作成)。

③ 2018 年 東方精工の業績及び財政状態

2018 年度では、東方精工は、引き続き「ダブルエンジン」、「グローバル化」、「エクステンション」と「コラボレーション」の成長戦略を堅実に進んでいる。しかし、同年度の決算報告書によれば、66.21 億人民元(約 1,059 億円)の営業収益(図表 5-5)を達成し、前年度比 41.35%を上昇したものの、同社は普萊德資産グループののれん減損損失引当金を計上したことによって、マイナス 38.69 億人民元(約 619 億円)の当期純損失を計上した。

なぜ、買収完了したわずか 1 年で、巨額ののれんの減損損失を計上したのか。東方精工は、下記のとおり述べている。

「2018 年には、新エネルギー自動車業界における補助金の減少と市場競争の激化により、PACK システムの販売価格が下落した。普萊德は自動車バッテリーの単独製造ではなく、主に PACK の設計とユニットに重点を置いている。2018 年の販売台数は約 86,000 台の中に、90%以上に単一の顧客である「北汽新エネルギー」に販売されている状況である。新エネルギー自動車への不正補助金の取り締まりや新エネルギー商用車への補助金の大幅削減などの影響を受けて、普萊德の商用車用 PACK 事業もある程度の影響を受けて、同

年度の営業収益の割合は、2年前約40%から2018年の約5%に減少する結果となった(東方精工年報, 2018, p. 23)。

東方精工は、上記の状況を踏まえ、外部監査法人「立信会計士事務所(特殊普通パートナーシップ)」に2018年度の普萊徳の実際営業収益等の監査業務を依頼した。その結果、普萊徳の実際の営業収益は42.44億人民元(約679億円)で、当期純益はマイナス約2.19億人民元(約35億円)で、業績が大きく落ち込むこととなった。普萊徳資産グループにおけるのれんの減損について、本章第8節で考察する。

④ 2019年 東方精工の業績及び財政状態

2019年の報告期間中において、同社の連結財務諸表(図表5-5)は約99.73億人民元(約1,596億円)の営業総収益を達成した。また、同社は2019年12月に普萊徳を売却し、新エネルギーPACK業務の運営を切り離すことを決定した。そして、2019年1月から11月までの営業収益から約71.06億人民元(約1,137億円)の普萊徳の営業収益を差し引いた後に、現在では、主な事業である「インテリジェント製造」が実現した営業収益(図表5-6)は、約28.66億人民元(約459億円)で、前年度比約20.64%の成長率で、着実な発展を遂げていることがわかる。

また、同社が支配株主に帰属する純利益は、約18.38億人民元(約294億円)を達成し、1年ぶりに黒字化した。そして、2019年の同社の利益総額は、約13.55億人民元(約217億円)に上昇した。この中には、普萊徳の売却収益と業績保証承諾の取消に関する補償株式の収入も含まれている。同社の「インテリジェント製造」事業セグメントは、国内市場及び国際市場の需要の増加によって、安定した営業収益を保っている(東方精工年報, 2019, p. 24)。

そして、東方精工は、15億人民元(約240億円)の買収対価で、取得企業の鼎暉瑞翔と鼎暉瑞普に普萊徳の100%株式を譲渡されることに対して、下記の3点を評価している。

- ① 現金が回収され、業績及び財政状態が効果的に改善され、収益性が向上した。
- ② 株主の権利と利益を保護し、潜在的な主要リスクを解決した。
- ③ 事業レイアウトを調整し、「インテリジェント製造」に焦点を合わせることができた。

図表 5-6、2016 年-2020 年 東方精工営業収益構成(単位：億人民元)

項目	年度	2020 年		2019 年		2018 年		2017 年		2016 年	
		金額	割合	金額	割合	金額	割合	金額	割合	金額	割合
営業収益		29.16	100%	99.73	100%	66.21	100%	46.85	100%	15.33	100%
業界区分											
自動車電池	売却	0.00%	71.06	71.25%	42.44	64.10%	28.63	61.10%	—	—	
インテリア メント製造		29.16	100%	28.66	28.75%	23.76	35.90%	18.22	38.90%	15.33	100%
製品分類											
設備関係		22.45	76.99%	22.31	22.38%	19.71	29.77%	14.69	31.36%	12.12	79.07%
設備サポート		3.26	11.20%	3.36	3.37%	1.89	2.87%	1.56	3.39%	1.26	8.28%
小型エンジン		3.44	11.88%	2.99	3.0%	2.37	3.57%	2.18	4.67%	1.92	12.55%
自動車電池	売却	—	71.06	71.25%	42.24	63.79%	28.39	60.59%	—	—	
注：ここでの割合は、各業界区分収益が営業総収益に対する比率となる。											

(出典：東方精工 2016 年-2020 年年次報告書を基に筆者作成)。

図表 5-7、2016 年-2020 年 東方精工主な営業コスト構成(単位：億人民元)

項目	年度	2020 年		2019 年		2018 年		2017 年		2016 年	
		金額	割合	金額	割合	金額	割合	金額	割合	金額	割合
営業コスト		20.99	100%	82.86	100%	54.74	100%	36.22	100%	11.31	100%
業界区分											
自動車電池	売却	0.00%	62.29	75.18%	37.71	68.88%	23.26	64.22%	—	—	
インテリア メント製造		20.99	100%	20.57	24.82%	17.03	31.12%	12.96	35.78%	11.31	100%
製品分類											
設備関係		16.83	80.18%	16.64	20.07%	14.10	25.75%	10.51	29.0%	9.10	80.45%
設備サポート		1.63	7.82%	1.68	2.03%	1.25	2.27%	0.89	2.48%	0.84	7.44%
小型エンジン		2.52	12.00%	2.25	2.72%	1.70	3.13%	1.56	4.3%	1.37	12.11%
自動車電池	売却	—	62.29	75.18%	37.69	68.85%	23.26	64.22%	—	—	
注：ここでの割合は、各業界区分コストが営業コストに対する比率となる。											

(出典：東方精工 2016 年—2020 年年次報告書を基に筆者作成)。

⑤ 2020年 東方精工の業績及び財政状態

東方精工の2020年年次報告書によれば、2020年上半期には、新型コロナの影響を受けて、企業の成長率が鈍化し、設備投資計画が延期した状況の中でも、同社の連結営業収益は29.16億人民元（約467億円）で、前年同比1.70%の増加となる。支配株主に帰属する純利益は、3.8億人民元（約61億円）で、前年同比126.7%の増加、そして経常外損益を差し引いた後の支配株主に帰属する当期純利益は、2.6億人民元（約42億円）で、前年同比107.94%の増加を達成している（東方精工年報, 2020, p. 23）。

また、同年度東方精工の年次報告書に、今年度連結決算報告書は2019年同期のデータと比較し、主要な財務指標の変化が2016年にM&Aによる取得した子会社の年次報告書が連結計算書及び連結キャッシュ・フロー計算書等から外されたことである（東方精工年報, 2020, p. 9）と述べた。

第5節 東方精工のキャッシュ・フローとのれん

一般に、企業結合による発生したのれんに対して、のれんの金額が大幅に増加した企業は、それが小幅に増加した企業と比較して、将来業績が平均的に悪化することとされている。この要因として、経営者が超過収益力やシナジー効果を過大評価したり、組織再編を成功させるために買収対価を過大に支払ったり、又は経営者の楽観的予想等も考えられる。そして、企業のM&Aの実施状況は、企業経営に対する影響を確認する場合に、会社の財務において重要な「資金の流れ」を表すキャッシュ・フロー情報が、非常に重要で、健全な会社経営には欠かせない有用な情報である（奥原, 2018, p. 40）とされている。

東方精工のキャッシュ・フロー計算書（図表5-8）で確認してみる。2016年12月末の事業年度では、営業活動によるキャッシュ・フローは、2.81億人民元（約45億円）で、投資活動によるキャッシュ・フローは、マイナス3.53億人民元（約57億円）で、その結果フリー・キャッシュ・フローは、マイナス0.72億人民元（約12億円）で、期末に現金及び現金同等物の純増加額は、1.41億人民元（約23億円）で、現金及び現金同等物期末残高は、3.65億人民元（約58億円）である。

そして、普萊徳を買収した2017年のフリー・キャッシュ・フローは、マイナス27.15億人民元（約434億円）で、2018年にマイナスではなく、プラス15.65億人民元（約250億円）に回復した。M&A実施した2年後の2019年12月末の決算では、フリー・キャッシュ・フローは、3.959億人民元（約63億円）になって、普萊徳を売却した2020年度のフリー・キャッシュ・フローは、マイナス9.06億人民元（約145億円）になった。買収そして資産の減損、さらに、再売却等一連の企業運営は、東方精工の自由に使用できるキャッシュへの影響があることがわかる。

次に、東方精工の長期借入金（図表5-9）について、確認してみる。2016年から2020年ま

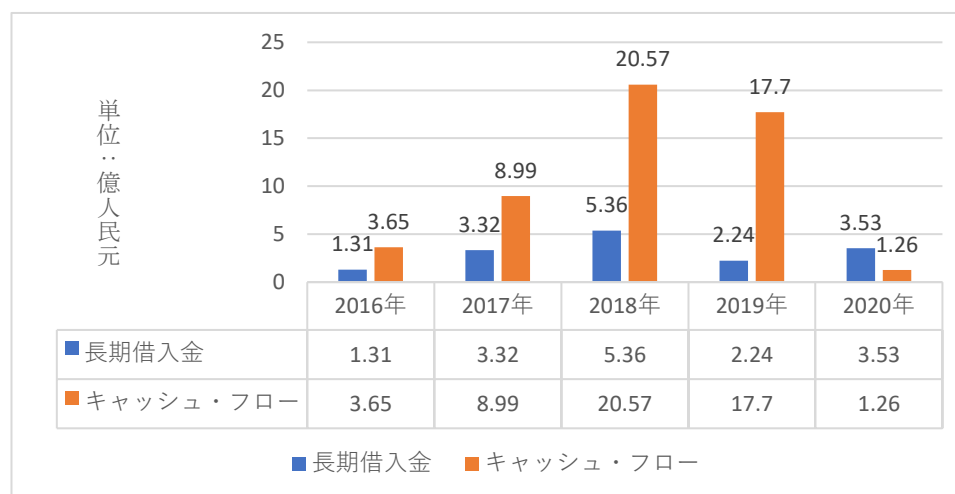
でに各年度の長期借入金は、それぞれ 2016 年の 1.13 億人民元(約 18 億円)、2017 年の 3.32 億人民元(約 53 億円)、2018 年の 5.36 億人民元(約 86 億円)、2019 年の 2.24 億人民元(約 36 億円)、2020 年の 3.53 億人民元(約 57 億円)であった。2019 年度までに、長期借入金と期末現金及び現金同等物の残高から、実質上の無借金経営とも言える。2019 年には、東方精工は普莱德を売却し、2020 年度の連結子会社対象から普莱德を外されることになる。東方精工の 2020 年の期末現金及び現金同等物の残高の減少は、主に、年度期間内の投資活動、財務活動によるキャッシュ・フローの支出である(東方精工年報, 2020, p. 38)。

図表 5-8、2016 年-2020 年 東方精工のキャッシュ・フロー計算書(単位：億人民元)

項目/決算年度	2020 年	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年
一. 営業活動によるキャッシュ・フロー					
営業活動によるキャッシュ・フロー純額	0.15	0.89	7.2	-0.95	2.81
二. 投資活動によるキャッシュ・フロー					
投資活動によるキャッシュ・イン・フロー	23.25	49.25	37.93	30.05	0.72
投資活動によるキャッシュ・アウト・フロー	32.46	45.46	29.48	56.26	-4.26
投資活動によるキャッシュ・フロー純額	-9.21	3.87	8.45	-26.20	-3.53
三. 財務活動によるキャッシュ・フロー純額	-7.38	-1.30	-4.07	32.59	2.05
四. 現金及び現金同等物に対する為替レートの変動の影響額	—	—	-0.0019	-0.097	0.074
五. 現金及び現金同等物の純増加額	-16.44	3.38	11.59	5.33	1.41
加算：期首現金及び現金同等物の残高	17.70	14.32	8.99	3.65	2.24
六. 期末現金及び現金同等物の残高	1.26	17.70	20.57	8.99	3.65

(出典：東方精工 2016 年-2020 年年次報告書を基に筆者作成)。

図表 5-9、2016 年-2020 年 キャッシュ・フローと長期借入金の関係(単位：億人民元)



(出典：東方精工 2016 年-2020 年年次報告書を基に筆者作成)。

東方精工の年次報告書によれば、2017年12月期期末において、普萊德資産グループののれんは、41.42億人民元（約663億円）で計上した。この結果、2017年度におけるのれん/総資産（約124.37億人民元、約1,990億円）の比率33.3%、のれん/純資産（約77.12億人民元、約1,234億円）の比率53.7%、のれん/営業利益（約6.1億人民元、約98億円）の比率679%で、のれんが純資産に占める割合が高くなるほど、財務的な健全性が低下し、万一のれんの回収可能額が帳簿価額を下回る場合に、のれんの減損損失を計上しなければならない状況になる。この影響によって、純資産も大幅に下落することになる。そして、のれんが約7年分の営業利益に相当することを示している。のれんは現金及び現金同等物の期末残高8.99億人民元（約144億円）の4.6倍の比率から、財務的な健全性が悪化していることはわかる。

第6節 東方精工の無形資産の状況

東方精工の年次報告書（2018, p. 138）は、同社の無形資産の当初測定、耐用年数及び減損テスト等の会計処理について、下記のとおり述べている。まずは、無形資産の当初測定は、取得原価に基づくものである。外部から購入した無形資産の取得原価には、購入価額、関連税金費用及び当該資産をその意図された目的に到達するまでに発生した直接帰属するその他支出が含まれている。無形資産の購入価額が通常の信用条件を超えて支払いを遅延し、事実的に資金調達の本質がある場合、無形資産の原価は、購入価額の現在価値に基づいて確定する。債務再編による、取得された債務者が債務を返済するために使用する無形資産の場合に、当該無形資産の公正価値に基づき、再編された債務の帳簿価額と無形資産の公正価値との差額を、当期損益に計上する。非貨幣性資産交換の場合に、取引の実体があり、かつ交換する又はされる資産の公正価値が確実に測定できることを前提として、非貨幣性資産交換で取得した無形資産の取得原価は、公正価値に基づいて帳簿価額と測定するものとする。交換資産の公正価値がより信頼できるという決定的な証拠がない限り、上記の前提を満たさない非貨幣性資産の交換には、交換資産の帳簿価額、及び関連税金費用を取得した無形資産の原価として認識し、当期損益に計上しない（東方精工年報, 2018, p. 138）。

次に、無形資産の事後測定では、取得時に、無形資産の耐用年数を分析・判断し、耐用年数が有限である場合には、企業に経済的利益をもたらす期間内に定額法に基づいて償却する。企業に経済的利益をもたらす無形資産の期間が予測できない場合には、それらは不確定の耐用年数であるため、償却してはならない（東方精工年報, 2018, p. 138）。また、東方精工の無形資産の耐用年数及びその根拠は、図表(5-10)に示す通りである。

東方精工の年次報告書（2018, p. 138）によれば、各年度末に、耐用年数が制限されている無形資産の耐用年数と償却方法が見直され、再見積の結果、当年度末の無形資産の耐用年数及び償却方法には変化がない。

図表 5-10、東方精工の無形資産の耐用年数

項目	耐用年数	根拠
土地使用権	40—50 年	土地使用証明による使用期限
土地所有権	永久	境外土地証明
商標及び特許	5-10 年	耐用年数
ソフトウェア	10 年	予測使用期限

(出典：東方精工年報, 2017, p. 122, 2018, p. 138)。

そして、耐用年数が不確定な無形資産の判断基準及び耐用年数を検討するための手順について、東方精工の 2018 年の年次報告書 (2018, p. 139) は、下記のとおり述べている。

「イタリアの子会社である Fosber S. p. A の土地所有権には、恒久的な耐用期限が有するため、同社は土地所有権が予測できる将来に使用され、会社に予想される経済的利益の流入をもたらすと考えているため、その耐用年数は不確定であると認識している。子会社の Fosber S. p. A 及び Fosber USA によって登録された商標は、法律にしたがって耐用年数があり、法律による保護期間が満了する際に、低い手数料で商標の延長申請ができる。さらに、関連する調査によれば、上記の商標権が依存する製品に対する市場の需要は長期的であり、会社は上記の製品から長期的に利益を得ることが可能となる。したがって、当社は、商標使用権を耐用年数が不確定な無形資産として認識する。毎年度末に、耐用年数が不確的な無形資産の耐用年数が見直され、再確認の結果、上記の無形資産の耐用年数は依然として不確定と認識する(東方精工年報, 2018, p. 139)」。

例えば、2017 年の東方精工の年次報告書によれば、同年度期末に、0.82 億人民元(約 13.12 億円)の土地使用権、0.19 億人民元(約 3.04 億円)の特許権、0.17 億人民元(約 2.7 億円)の非特許技術、2.17 億人民元(約 34.7 億円)の商標、及び 0.15 億人民元(約 2.4 億円)のソフトウェアを合計 3.5 億人民元(約 56 億円)の無形資産を計上した。同年度期末の無形資産の計上額は、総資産の 2.82%を占めし、前年度と比べ 48.23%の増加であった(東方精工年報, 2017, pp. 140-141)。無形資産の期末帳簿価額の増加も、普萊徳の買収による連結財務諸表に計上した結果である(東方精工年報, 2017, p. 13)。

また、2018 年の東方精工の年次報告書によれば、同年度期末に 0.8 億人民元(約 12.8 億円)の土地使用権、0.13 億人民元(約 2.08 億円)の特許権、0.17 億人民元(約 2.72 億円)の土地使用権、2.17 億人民元(約 34.7 億円)の商標、0.14 億人民元(約 2.3 億円)のソフトウェアを合計 3.41 億人民元(約 54.6 億円)の無形資産を計上した(東方精工年報, 2018, pp. 160-162)。同年度期末に、無形資産の計上額は、総資産の 3.79%を占めていることがわかる。そして、2018 年に同社が内部研究開発による形成された無形資産は、無

形資産の 3.11%を占めることを記載している（東方精工年報, 2018, p. 162）。

第 7 節 東方精工ののれんの発生状況

東方精工の年次報告書によれば、非共通支配下の企業結合によって発生したのれんは、下記のとおり規定している。

「非共通支配下の企業結合は、取得日に同社が被取得企業に対して支配権を獲得するために、引き渡した現金及び非現金資産、発生又は引き受けた負債を公正価値に基づいて測定し、公正価値と帳簿価格の差額は、当期損益に計上する。取得原価が取得した被取得企業の識別可能な純資産の公正価値のうち持分相当額を上回る場合に、その差額は、のれんとして認識すべきである。取得原価が取得した被取得企業の識別可能な純資産の公正価値のうち持分相当額を下回る場合に、取得原価の再測定を実施した後、その差額を当期損益に計上する。企業結合のため発生した株式発行の取引費用は、株式と相殺する（東方精工年報, 2017, p. 112）」。

① 非共通支配下の普萊徳の買収概況

東方精工の年次報告書(2017, p. 20)によれば、2017年2月24日に、同社は中国証券監督管理委員会に発行した『広東東方精工科技持株有限公司は北大先行科技産業有限公司等に株式を発行による資産を購入及び資金調達承認』（証監許可, 2017, 第 260 号）を取得した。同報告期間中の 2017年4月6日に普萊徳の株式の 100%を譲渡されたことによって、大規模な資産再編を完了した。今回の買収概況は、図表(5-11)の通り整理した。

図表 5-11、東方精工による普萊徳の買収概況

被取得企業名称	普萊徳
持分取得時点	2017年4月6日
持分取得原価	47.50億人民幣元（約760億円）
持分所得比率（%）及び所得方式	100%、現金支払及び株式発行
取得日	2017年4月6日
取得日確定の根拠	株式譲渡完成
取得日から当期期末まで、被取得企業の収入	28.62億人民幣元（約458億円）
取得日から当期期末まで、被取得企業の純利益	2.74億人民幣元（約44億円）

（出典：東方精工年報, 2017, p. 167）。

2017年4月7日に、普萊徳は今回の取引における資産譲渡のため、工商変更登録手続きを完了し、北京市工商行政管理局が発行した新しい事業許可を取得することによって、普

萊徳は東方精工の完全子会社になった。東方精工は、普萊徳 100%の株式を取得するという重要な資産再編プロジェクトについて、同社の「ダブルエンジン」のビジネスモデルである「自動車コア部品」部分の事業セグメントのレイアウト構築が完了し、新エネルギー自動車のコア部品である PACK システムに迅速に切り込み、自動車消費者市場における競争力を形成し、上場企業の全体的な価値の向上につながると評価した（東方精工年報, 2017, p. 20）。

② 東方精工ののれんの帳簿価額

東方精工の 2017 年次報告書の注記 VI. 16 の 1（図表 5-12）に、2017 年 4 月 6 日に、非共通支配下の企業結合を通じて普萊徳の株式の 100%を取得し、その結果は、4,142,269,073.77 人民元（約 41.42 億人民元、約 663 億円）の普萊徳資産グループののれんが 2017 年度期末に計上した。同年度期末ののれんの残高は、前年度期末と比べ 990.39%の増加であった。これも報告期間中に、連結財務諸表に普萊徳が含まれたためである（東方精工年報, 2017, p. 13）と記載している。

図表 5-12、2017 年に東方精工は発生したのれんの帳簿価額（単位：人民元）

被取得企業名称 及びのれんの発生事象	2017 年 期首	2017 年当期増加	2017 年 当期減少	2017 年期末残高
普萊徳		4,142,269,073.77		4,142,269,073.77
合計		4,142,269,073.77		4,142,269,073.77

（出典：東方精工年報, 2017, p. 142）。

③ 東方精工ののれんの取得原価

前述した非共通支配下の企業結合で、発生した取得原価は、図表 (5-13) の通り纏めた。

図表 5-13、東方精工 M&A の取得原価及び発生したのれん（単位：人民元）

項目	普萊徳
取得原価	
現金	1,805,818,396.23
発行持分証券の公正価値	2,945,000,000.00
取得原価合計	4,750,818,396.23
減：取得した識別可能純資産の公正価値	608,549,322.46
のれん	4,142,269,073.77

（出典：東方精工年報, 2017, p. 167）。

東方精工は取得日の2017年4月6日に、被取得企業の普萊徳に対して、株式譲渡を完了するために、18.05億人民元(約288.8億円)の現金、と発行持分証券の公正価値、29.45億人民元(約471.2億円)で、取得原価合計47.5億人民元(約760億円)であった。今回の企業結合で取得した識別可能純資産の公正価値は、6.08億人民元(約97億円)のため、その差額である41.42億人民元(約663億円)ののれんが発生した。

④ 被取得企業普萊徳の識別可能資産及び負債

被取得企業の普萊徳は、2010年4月7日に北大先行科技産業有限公司、東莞新能徳科技産業有限公司、北京汽車工業ホールディングス有限公司、北汽福田汽車持株有限公司が共同出資して設立された新エネルギー産業の企業である。設立当時の登録資本金は1億人民元(約16億円)で、主な事業内容は、自動車用バッテリーの製造、設計、研究開発、パワーバッテリーシステムの卸売等である(同致信徳評報字, 2016, p. 10)。報告期間中2017年4月-12月までの普萊徳の営業収益は、28.62億人民元(約458億円)を達成し、同社の連結営業収益の60%以上を占めている数値を実現している(東方精工年報, 2017, p. 23)。被取得企業普萊徳における取得日の識別可能な資産・負債は、図表(5-14)示す通りである。

図表 5-14、普萊徳の取得日の識別可能資産・負債 (単位：億人民元)

項目	普萊徳	
	取得日 公正価値	取得日 帳簿価額
資産：	27.68	26.51
貨幣資金	4.89	4.89
売掛金	7.63	7.63
棚卸資産	4.10	4.09
固定資産	0.59	0.53
無形資産	1.12	0.03
負債：	21.59	21.49
借入金	2.53	2.53
買掛金	10.91	10.91
繰延税金負債	1.87	—
純資産	6.08	5.02
取得した純資産	6.08	5.02

(出典：東方精工年報, 2017, p. 168)。

そして、今回のM&Aの取引金額の確定について、同致信徳(北京)資産評価有限公司が発行した審査報告書(同致信徳評報字, 2016, p. 5)によれば、今回資産評価の目的は、東方精

工が計画する株式発行及び現金支払による普萊徳の持分の価値評価に関する参考意見を提出することである。普萊徳が所有するすべての持分の価値が評価対象であり、2016年3月31日現在、監査後の普萊徳のすべて資産及び負債は今回の評価範囲となる。価値の類型は、市場価値と定められている。

同致信徳が発行された資産評価報告字(2016)第206-1号『広東東方精工科技持株有限公司は株式発行及び現金方式で、北京普萊徳新能源電池科技有限公司の買収プロジェクトに関する資産評価報告書』に基づいて、同致信徳は、標的対象となる普萊徳の企業特徴及び評価基準要件等を検討し、①“簿価純資産法”と②“割引キャッシュ・フロー法(DCF法)”を用いて企業価値評価を行った。

① 簿価純資産法：

簿価純資産法を採用して、評価基準日の2016年3月31日現在の普萊徳の資産、負債の評価結果は、下記のとおりである。総資産の帳簿価額は16.21億人民元(約259億円)で、評価価額は17.13億人民元(約274億円)で、評価額の増加額は0.92億人民元(約15億円)で、付加価値率は5.70%であった。負債の帳簿価額は13.94億人民元(約223億円)で、評価価額は13.73億人民元(約220億円)で、評価額の減少額は0.21億人民元(約3.36億円)で、減損率は1.51%であった。株主の総株式価値の帳簿価額は22.69億人民元(約363億円)に対して、評価価額は34.05億人民元(約545億円)で、評価価値の増加額は11.36億人民元(約182億円)で、付加価値率は50.03%である(同致信徳評報字, 2016, p. 5)。

② 割引キャッシュ・フロー法(DCF法)：

割引キャッシュ・フロー法(DCF法)を採用して、将来期待される経済的利益を、その利益実現に見込まれるリスク等を考慮した割引率で割引くことにより企業価値評価方法を用いて、評価基準日の2016年3月31日現在の普萊徳のすべての持分を評価した。その評価の結果は、株主資本の帳簿価額は2.26億人民元(約36億円)に対して、47.5億人民元(約760億円)の評価価額で、買収プレミアム率は1992.83%に達した評価額であった。

DCF法を採用し、高い買収プレミアム率が発生した理由について、同致信徳の資産評価報告(2016, pp. 25-26)は、下記の2点を取り上げられている。

「第一に、評価対象である普萊徳のビジネスモデルの特徴によって、普萊徳は技術集約型産業として、PACKシステムの設計・研究開発・製造及び販売に注力しているため、製造・経営が製造ラインや設備・工場建物等の固定資産への依存が少なく、固定資産及び無形資産の規模が少ない状況である。普萊徳の研究開発ベースとするビジネスモデルの特徴で、純資産が比較的小さくなり、これによって企業のビジネスモデルの特性は、普萊徳の純資産が小規模であるという根拠付けた。

第二に、DCF 法の評価結果は、普萊徳の将来的収益性及び企業価値を反映されている。新エネルギー自動車産業の巨額の発展の可能性と、普萊徳の研究開発成果の製品化、商業化、規模化の進展、及び現在の受注状況を組み合わせることで、普萊徳は将来的より高い収益性を発現することを根拠としている(2016, pp. 25-26)。

さらに、同致信徳の資産評価報告(2016, pp. 25-26)は、①簿価純資産法と②DCF 法の評価差異について、下記のとおり分析した。

「DCF 法の評価結果は、簿価純資産法の評価結果よりも 44.09 億人民元(約 705 億円)が高く、差異率は 1294.90%である。これは、アプローチの考え方から生じた差異である。インカム・アプローチは、企業の将来的な収益性の観点から考慮し、普萊徳の資産の総合的な収益性を反映している。コスト・アプローチは、再調達原価の視点で、固定資産、その他の資産及び負債を合計して得られる評価価額で、異なる測定方法によって差異が生じたことである。

普萊徳は、ハイテク企業であるため、現在のパワーリチウム電池が爆発的な成長期にあり、収益性が高く、業界で定期的に評判されて、その全体的な価値は、有形資産ではなく、形成された市場シェア、ブランド、経営陣、技術力、才能等多く将来的要因が無形資産を通じて反映されることである。さらに、普萊徳は、典型的なアセットライト・カンパニー(Light Asset Company) 企業であり、研究開発企業として、帳簿価額はその真の価値を完全に反映することが出来ないため、簿価純資産ベースであるコスト・アプローチの選用在今回の企業価値測定に適合しないことである。

したがって、最終的に、今回の企業価値評価手法は、DCF 法を選定し、評価を実施した。DCF 法の評価結果に基づいて、47.5 億人民元(約 760 億円)の M&A 取引価額を確定した(同致信徳評報字, 2016, p. 27)。

⑤ 東方精工の巨額ののれんの発生要因

東方精工による普萊徳の買収事例をみると、前述した通り、最後選定された DCF 法の評価結果は、簿価純資産法の評価結果よりも 44.09 億人民元(約 705 億円)が高く、差異率は 1294.90%にも関わらず、買収プレミアム率が 1992.83.01%に達した評価方法を選んだ。明らかに、東方精工による普萊徳の買収は、ジュリカルチャーと同様、巨額プレミアム買収であった。前述で論じた東方精工の業績及び財政状態及び M&A の戦略等の分析することによって、下記の 2 点は、巨額ののれんを発生した主な原因であると考えられる。

第一に：インカム・アプローチの評価による巨額の買収プレミアムの発生

2016 年 12 月(普萊徳買収合意した後)に、中国の財政部、産業情報部、科学技術部及び発展改革委員会が共同で『新エネルギー自動車の普及と応用のための財政補助金政策の調整に関する通知』を発行した。これによって、新エネルギー自動車産業に対する政府の

補助金は急速に減少し続けていく状況であった。また、新エネルギー電池業界の第三者研究機構の分析によると、PACK業界の構造的な過剰現象は2017年以降より明らかになって、高品質製品の生産能力が不十分であると同時に、業界で他のメーカーの生産能力を排除される動きによって、大規模な投資の収益率は低下し、事業開発はより大きな課題に直面することになる（東方精工年報, 2018, p. 19）。

東方精工は、普萊徳の将来的収益性及び企業価値をより正確的に反映できるインカム・アプローチを選択する際に、新エネルギー自動車産業の巨大的な発展の可能性と、普萊徳の自身の経営特徴を注目し、新エネルギー産業に参入し、結合シナジー効果の実現に自信があったように見えた。ジュリカルチャーの事例研究で論じたように、将来キャッシュ・フロー等の予測の際に、国のマクロ経済政策、産業政策、地域開発政策などの要因を含んでいるいくつかの仮定に基づいているため、予測されたパフォーマンスは、実際の運用パフォーマンスよりも大幅に高くなる傾向がある。

また、東方精工も、普萊徳に対する予測成長率も、実際の市場状況の影響によって、大幅に変化したのはわかる。「バッテリーチャイナネット」の統計によると、工業情報化部が発行した新エネルギー自動車カタログの1～6バッチでは、サードパーティのPACK企業が関与するモデルは約20%にすぎない。バッテリーセル会社と自動車会社も、自動車バッテリーの生産リンクの統合を強化された。このような一連の市場的な動きによって、普萊徳を属しているサードパーティのPACK業界の市場拡大はますます困難な課題となる可能性がある。したがって、東方精工は、徐々に縮小していく市場状況の中に、インカム・アプローチの評価方法の選別によって、企業価値の過大評価と収益性の過大評価をさらに膨らませることによって、巨額ののれんの発生につながった。

第二に：業績保証承諾

東方精工の年次報告書（2017, p. 51）によれば、普萊徳のM&Aを実施する過程で、普萊徳の元株主と「利益補償契約」を締結した。今回の買収には、普萊徳の株主全員が、2016年、2017年、2018年及び2019年の普萊徳の4年間の業績保証承諾を結んだ。2016年から2019年までの4年間に、それぞれ2.5億人民元（約40億円）、3.25億人民元（約52億円）、4.23億人民元（約68億円）及び5億人民元（約80億円）の当期純利益を達成すること約束した。将来において、約束された業績を達成できない状況が発生した場合、普萊徳の株主は、合意された方法で会社に業績を補償し、のれんの減損のリスクをある程度軽減又は排除することを承諾した。ジュリカルチャーの事例からも分かったように、業績予想は、取得企業が前向きなシグナルを受け取ることによって、買収対象となる会社の将来的に期待されるキャッシュ・フローの見通しにより楽観的になり、企業買収取引を交渉する際により高いプレミアムを受け入れる可能性が高くなる。

第8節 東方精工ののれんの減損

2018年の東方精工の年次報告書（2018, p. 23）によれば、中国立信会計師事務所に依頼し、普萊徳の2018年の業績承諾の実現状況に対して財務的監査を実施した。立信会計師事務所は、発行した『北京普萊徳新エネルギー電子科技有限公司の2018年の業績承諾実現状況に関する監査報告』（信会師報字, 2019, No. ZI10148）によれば、普萊徳は、2016年度、2017年度、2018年を達成した累計純利益は約3.77億人民元（約60億円）であった。これは、被取得側の元株主が保証した2016年から2018年までに実現予定の累計純利益の約9.98億人民元（約160億円）と比べ、大幅に低下した。事実上において、業績保証が達成されていない状況である。

また、先述したように普萊徳の元株主は2016年から2019年までの4年間の普萊徳の業績保証を承諾したため、業績が達成できなかった場合に、契約に従い、東方精工に対して合意された割合で補償するものとする。したがって、2018年において、補償義務者である北大先行、寧徳時代、北汽産投、福田汽車及び青海普仁は、東方精工に対して合計26.44億人民元（約423億円）を補償する必要がある（東方精工年報, 2018, p. 64）。

図表 5-15、普萊徳資産グループののれんの減損（単位：億人民元）

被取得企業名称 及びのれんを発生事象	2018年 期首	2018年 当期増加	2018年 当期減少	2018年 期末残高
百勝動力	0.23	0.38		0.61
普萊徳		38.48		38.48
合計	0.23	38.86		39.09

（出典：東方精工年報, 2018, p. 162）。

また、立信会計師事務所の『2018年度監査報告書』（信会師報字, 2019, No. ZI10144）によれば、2018年度連結子会社の普萊徳は、約42.4億人民元（約678億円）の営業収益を達成し、約2.19億人民元（約35億円）の当期純損失を計上することになった。

同監査報告書によれば、2018年12月31日に、同社が保有する普萊徳と関連する資産グループの回収可能価額は、約5.97億人民元（約96億円）で、同社が保有する普萊徳資産グループの帳簿価額が約3.02億人民元（約48億円）で、普萊徳資産グループののれんの帳簿価額が約41.2億人民元（約659億円）であった。資産減損の兆候に該当し、約38.48億人民元（約616億円）の減損引当金を計上した。さらに、同報告期間中において、普萊徳資産グループののれん以外に、百勝動力の株式の取得により形成されたのれんに対して、約0.38億人民元（約6億円）の減損引当金を計上した。普萊徳資産グループののれんの減損引当金は、図表 5-15 のとおりとなる。

また、のれんの減損テストの実施状況について、東方精工の年次報告書によれば、下記

のとおり、述べている。同社は、年次審査機関である立信会計事務所と、資産評価機構の銀信資産評価有限公司の報告書に基づき、普莱德資産グループに関するのれんの減損テストを実施した。のれんの減損テストの過程及びこれを会社に与える影響は、図表(5-16)のとおりである(東方精工年報, 2018, p. 64)。

さらに、監査法人の立信会計事務所(信会師報字, 2019, No. ZI10144)によれば、2018年12月31日に東方精工の財務報告書の注記7の「連結財務諸表注記」第十三に記載したように、東方精工の連結貸借対照表にのれんの帳簿残高は45.8億人民元(約733億円)で、のれんの減損引当金は39.09億人民元(約625億円)で、のれんととのれんの減損金額とも巨額のため、のれんの減損が発生した場合、当社の財務報告に重大な影響を与える可能性がある。なお、東方精工ののれんの減損テストの過程は複雑であり、東方精工の経営陣が取得子会社の将来予想収益及びキャッシュ・フロー割引率などの仮定に対して、判断・評価を行う必要があるため、のれんの減損引当金の妥当性を重要な監査事項として対応する必要がある。

したがって、下記のとおり、のれんの減損テストの監査を実施した。

- ① のれんの減損テストに関する東方精工の内部統制を確認し、評価を行う。そして、のれんの減損の兆候の分析に関する会社の判断を見直す。
- ② 東方精工における、のれんが所在する資産グループの合理的な分割又は資産グループの組み合わせをレビューし、その適切性を確認すること。
- ③ 東方精工が決定した減損テストの方法及びモデルの適合性をレビューする。
- ④ 経営陣によって招致された外部評価専門家の能力、専門的素質及び客観性を確認する。
- ⑤ 経営者が作成したのれんと関連する資産グループ又は資産グループの組み合わせの2017年利益予想と2018年の実績と比較し、経営陣による将来のキャッシュ・フロー予測の見積りに偏りがあるかどうかを評価する。
- ⑥ 予測将来キャッシュ・フローの現在価値の計算で選択される主要なパラメーターには、予測期間と安定期間の収益成長率と売上総利益率、割引率の合理性と適切性を確認した。割引の現在価値の検証性を分析した(東方精工年報, 2018, pp. 100-101)。

図表 5-16、普萊德資産グループの減損テストの概要

項目	普萊德資産グループののれんの減損テストの概要
発生したのれん	2017年4月（以下「取得日」という）、同社は47.4億人民元（約758億円）の買収対価で、普萊德の100%を取得し、取得日に取得した当社の識別可能な純資産の公正価値は6.08億人民元（約97億円）で、取得原価と買収による取得した識別可能な純資産の持分との差額は41.2億人民元（約659億円）で、連結財務諸表にのれんとして計上する。
資産グループの認識	取得日において、普萊德が保有する「新エネルギー電池事業」を唯一の資産グループとして取得し、年度末において、のれんが所在する資産グループは、のれんの形成日と一致し、変化が見当たらない状況である。
資産グループの回収可能価額	資産グループの将来予測キャッシュ・フローの現在価値に応じて決定する。経営陣が承認した前述の資産グループの5年間の営業収益予算に基づいて、今後5年間の営業収益の年成長率は4.68%~60.69%の範囲になる。 5年後の永続的なキャッシュ・フローは、予測期間の最後年度のレベルに応じて、業界の成長率に合わせながら、決定する。現在価値を計算するための割引率は13.46%で、関連する資産グループの特定のリスクを反映した税引前割引率である。
のれんの減損テストの結果	2018年12月31日をのれんの減損テストの基準日とし、上記の仮定が成立するという前提で、同社が保有する普萊德資産グループの回収可能価額は、約5.97億人民元（約96億円）で、同社が保有する普萊德資産グループの帳簿価額が約3.02億人民元（約48億円）で、普萊德資産グループののれんの帳簿価額が約41.42億人民元（約663億円）であった。資産減損の兆候に該当し、約38.48億人民元（約616億円）の減損引当金を計上した。

（出典：東方精工年報，2018，p. 64）。

第6章 ハイセンスグループによる東芝映像の買収事例

第1節 ハイセンスのM&Aの概況

ハイセンスグループ(中国語:「青島海信電器股份有限公司」、略称:海信電器、英語:Qingdao Hisense Electric Co.,Ltd.、以下「ハイセンス」と略称する)は、1997年4月に中国上海証券取引所(証券コード:600060)で上場した中国山東省青島市経済技術開発区を本拠地とし、主に、家電製品、通信機器、情報機器を製造する電機メーカーである。同社は、中国国内そして海外のアメリカ、ベルギー等に研究センターを建設し、グローバル研究開発体制を確立している中に、「海信 Hisense」、「科龍 Kelon」、「容声 Ronshen」、「Gorenje」、「TOSHIBA/REGZA」等多数のブランドを持つ企業グループである。ハイセンスが製造するテレビ・エアコン・冷蔵庫などの製品は、中国をはじめ、海外を含め14カ所の生産拠点を設置して、世界54カ国に販売法人を有し、160以上の国と地域の消費者に販売されている(ハイセンスHP,2021)。

近年、ハイセンスは、中国国内市場だけではなく、ヨーロッパやアメリカ市場でも急速に成長して、南アフリカとオーストラリアでもテレビの販売台数は1位を獲得し、2015年、2016年のテレビ販売台数が世界ランキングで第3位を獲得し、13年連続で中国市場シェアを占めているトップ企業である。日本においても、テレビ事業を中心に日本の国内メーカーより安価であるため売り上げが急激に伸びている。

一般に、中国家電メーカーが海外でのブランド樹立は困難である。グローバル企業との激しい競争が待っているし、各国の消費者が持つ固定的なブランド認識を改める必要がある。そのため、グローバル戦略においては、自主ブランド育成と同時に、競合他社である国際的なブランドの買収も現実的な選択肢となり得る(M&A Online,2018)。2018年に、ハイセンスによる株式会社東芝(Toshiba Corporation、以下「東芝」と略称する)の完全子会社である東芝映像ソリューション(Toshiba Visual Solution Corporation、以下、TVSと略称する)の買収は、まさにそのような状況であった。

ハイセンスの年次報告書の業界状況調査(ハイセンス年報,2017,p.7)によれば、TVSを買収前年度の2017年には、世界的にテレビの市場需要が低迷した。国際市場調査機関HISマークイット(HIS Markit,2017)が発表したデータによると、2017年に世界のテレビ出荷台数は、前年度比3.4%減少した。また、2017年の北京中怡康時代市場研究有限公司(CMM)(北京中怡,2017)のデータによれば、中国国内のテレビ小売販売量は、前年比8.1%減少した。同年、ハイセンスは、実現した営業収益が約328.7億人民元(約5,259億円)で、前年度比は3.69%の増加であった。しかし、同年度のテレビ市場の低迷とパネル価格の高騰により、同社支配株主に帰属する純利益が9.42億人民元(約151億円)、基本的に1株当たりの利益は、0.72人民元(約12円)であった(ハイセンス,2017,p.8)。

ハイセンスにおけるグローバルの展開について、グローバルブランド事業及び国境を越

えた資本事業を通じてグローバル化を加速させた。海外市場での売上高は前年比 27% の増加であった。2017 年 4 月に、同社は、2018FIFA ワールドカップの公式スポンサー (Official Television Sponsor) になり、これは、ワールドカップの設立以来、ほぼ 100 年ぶりの中国の家電ブランドスポンサーである。世界のトップスポーツイベントを後援することにより、ハイセンスのグローバルブランド認知度を急速に高まれ、2017 年 11 月に、ハイセンスは東芝と正式に TVS の買収を合意した。この国境を越えた買収を通じて、ハイセンスに譲渡される TVS の事業は、生産、研究開発、営業機能、そして、ヨーロッパ、東南アジア、及びその他の市場で展開する TVS 提携先向けに東芝ブランドを 40 年間使用できるライセンスも含んでいる。同買収は、2018 年 2 月 28 日に、株式譲渡することによって正式に完了した (ハイセンス年報, 2017, p. 9)。

142 年の豊かな歴史を持つ被取得企業の TVS は、日本において優れたディスプレイ技術を持つとともに、そのブランドはグローバルな技術ブランドとして世界的に高く評価されている。今回の買収は、発行済株式の 95% が 7.53 億人民元 (約 120 億円) でハイセンスに譲渡され、残り 5% の株式は東芝が引き続き保有する M&A 事例であった (東芝, 2017, p. 4)。

譲渡完了後に TVS は、東芝の連結子会社対象から外れることになる。TVS は主に、業務用ディスプレイと広告ディスプレイ製品を含むテレビとその周辺機器を販売している。また、売却後も TVS が製造・販売する家庭用テレビ等の映像関連機器におけるブランド使用権は東芝が継続して許可される。TVS は 2017 年 3 月末時点で約 118 億円の債務超過となっており、負債も含め譲渡することから、東芝は 2018 年 3 月期連結決算で約 250 億円の売却益を計上する見込みである。同社は 11 月 9 日に開催した上期の決算説明会で、業績不振が続く PC 事業とテレビ事業の撤退を視野に入れていることを示唆した。社会インフラ、エネルギー、電子デバイス、デジタルソリューションを中期的な注力事業に定めて、経営資源を集中させる方針を打ち出していた (東芝, 2017, p. 4)。

また、今回の M&A によって、買収側のハイセンスは、日本に位置する二つの製造工場と何百人の東芝の研究開発担当従業員、そして映像品質と音響のテレビ技術事業の特許に関する有意義な特許ポートフォリオを獲得することになった。

ハイセンス総裁の劉洪新氏は、「ハイセンスは、TVS の研究開発、サプライチェーンあるいは世界的な販売チャンネルを最適化し、ディスプレイ技術でお互いに協力、支援し、世界の市場におけるスマートテレビ向けの競争力のあるコンテンツ運用サービスを提供、日本市場で迅速な成長を達成する」と述べた。

前述した HIS マークイットによれば、2016 年の日本市場での東芝のテレビ販売台数は、第 3 位で、日本のテレビ市場でのハイセンスのシェアはすべての海外ブランドの中でトップである。今回の M&A の後に、トータルとして両社の累計市場シェアは、20% 以上に達する (AsiaNet, 2017)。

ハイセンスは、今回の買収効果によって、複数のブランドの下での運営を通し、研究開発におけるテレビ事業の国際的戦略、ブランド構築、マーケティング開発等を拡大し、そ

して、東芝技術の協力によって、テレビ事業の新しいイメージへと変化を推進し、グローバルブランド・ビジョンと戦略の拡大と実行を続け、グローバルブランド事業及び国境を越えた資本事業を通じてハイセンスグループのグローバル化を加速させることを実現した。

第2節 ハイセンスのM&A戦略

ハイセンスは、コア産業としてマルチメディア、家電、通信機器、IT、不動産等の分野に進出して、事業の多角化戦略を実現している。これまでのハイセンスの事業展開の過程は、「ハイテク、高品質、高レベルのサービス、国際的なブランドの創造」をスローガンに、技術革新、マーケティング戦略をテコとして、急速な発展を実現している。

郝, 王(2013, p. 243)の研究によれば、ハイセンスは、1985年から海外輸出を開始し、グローバル化の第一歩を踏み出した。その後、先進国の同業界企業が足を伸ばしにくいアフリカ地域をはじめ、アメリカ、日本、中東、ブラジル等先進国市場や新興国市場に貿易支社や現地法人を設立、さらには南アフリカ、エジプト、ハンガリーには生産工場を設立、現地生産を実施することで、ハイセンスのグローバル成長を図った。

さらに、2006年から、ハイセンスブランド (Hisense)のグローバル化も企業戦略の一環として計画し始め、ブランド戦略と技術成長戦略を武器に世界での市場開拓を推し進めている。その具体的なグローバル化戦略の柱は、主に下記の三つである。

① 市場拡大戦略

ハイセンスは、積極的な海外進出を果たすために、まず技術力の弱い途上国市場に参入することで当該市場での知名度を高め、消費者の認知を得る。その後、徐々に先進国市場に浸透していくという「先易後難」の市場拡大戦略を実施した(王, 2009, p. 189)。

② 現地市場への適合戦略

ハイセンスは、ヨーロッパ、アフリカ、東南アジア、北米等130カ国や地域に3つの海外市場を分類し、個々の市場に合わせた戦略を実施し、ハイセンス製品を輸出している(王, 2009, p. 191)。例えば、家電製品生産の後進地域の中東、東南アジア、中南米等の新興国市場に、製品の直接販売とブランド力強化に力を入れている。また、アメリカ、オーストラリア、日本、ヨーロッパ等の技術や市場障壁の高い先進国市場において、代理店との協力関係を構築し、同代理店を通してハイセンス製品の販売によって様々なリスク回避を目指している。最後が海外ユーザーの大口受注生産であり、海外家電メーカーからBtoB³¹で注文を受けて生産した製品を北米等の海外市場に輸出する適合戦略である

³¹ここでいう「BtoB (Business to Business)」とは、企業が企業に対してモノやサービスを提供するビジネスモデルである。

(王, 2009, p. 189)。

③ ハイセンスブランドのグローバル化戦略

同社は、ハイセンスのブランド名 (Hisense) を中国語圏以外でも発音が可能となるよう、1994 年に新しいロゴを公募し、それを商標したものである。同社ブランドのグローバル化に関して、ハイセンスブランドを世界的なブランドにする。そして、より多くの海外消費者にハイセンスブランドを知らしめ、同時に、ハイセンスの企業文化を理解してもらう。そして、ハイセンス優れた技術とアフターサービスを体験してもらい、同製品の愛用を目指す。さらに、世界レベルで販売とサービスのネットワークを構築する。又は、資金、技術、管理等のグローバル化を実現する。最後では、ハイセンスのグローバルな成長を実現し、併せて経営のグローバル化を目指すことである (郝, 王, 2013, p. 244)。

今回 TVS の M&A 戦略も、同社によるイノベーションへの投資を増やし続け、製品のユーザー体験を包括的に改善、そして、ディスプレイ品質、インターネット技術、人工知能等の技術革新を通じて、ユーザーのニーズを満たす新製品を継続的に導入すると同時に、グローバルなブランド構築への投資を増やし続けており、国境を越えた合併や買収、資本運用を通じてグローバル化のプロセスを加速した (ハイセンス年報, 2017, p. 8)。

TVS の事業は、主に薄型テレビのレグザ (REGZA) を主軸としている。レグザは、ハードディスクやネットワークと連携し、テレビの映像を簡単に録画できる液晶テレビである。しかし、ここ数年は、海外メーカーとの激しい価格競争が続いており、映像事業を抜本的に見直した。

2016 年から東芝は、映像事業を TVS に移管している。株式譲渡後も TVS は東芝レグザブランド映像商品の自社開発・販売・修理を継続し、今まで以上に強化していく方針であると伝えられている。ハイセンスによる M&A の後に、ハイセンスは TVS と双方の研究開発、サプライチェーンとグローバルルートの資源を統合し、市場規模を早急に向上させ、グローバル化を加速させると表明している (M&AOnline, 2018)。

第 3 節 ハイセンスの株主構成

1996 年 12 月 23 日に、ハイセンスは発起人として、中国青島市発展と改革委員会 (青体改発, 1996, No. 129) の承認によって、資金調達の方法を採用し株式会社を設立した。1997 年 3 月 17 日に、ハイセンスは、中国証券監督管理委員会の承認を受け、2 億株を引き受け、7,000 万株の普通株式を一般発行した。発行後の総株主資本は 2.7 億株で、その中の 6,300 万株の公的株式が 1997 年 4 月 22 に上海証券取引所に上場し、同年 10 月 22 日に同社の会社従業員株式 700 万株も発行した。

TVS を買収前年度の 2017 年 12 月 31 日に、ハイセンスは、グループの株式約 5.17 億株、総株数の 39.53%を保有し、ハイセンス電子産業持株有限公司は、約 6,543 万株、総株数の

5%を保有している。上記2名の株主は、共に青島市人民政府国有資産監督管理委員会が直轄管理する国有法人であり、合計約5.83億株を保有し、同社の総株数の44.53%を占めている（ハイセンス年報, 2017, p. 60）。図表(6-1)に、ハイセンスは、TVS に対する M&A を実施する前後3年間において、上位3名の株主の株式保有状況を纏めた。

図表 6-1、ハイセンス M&A 前後年度の株主構成（単位：株）

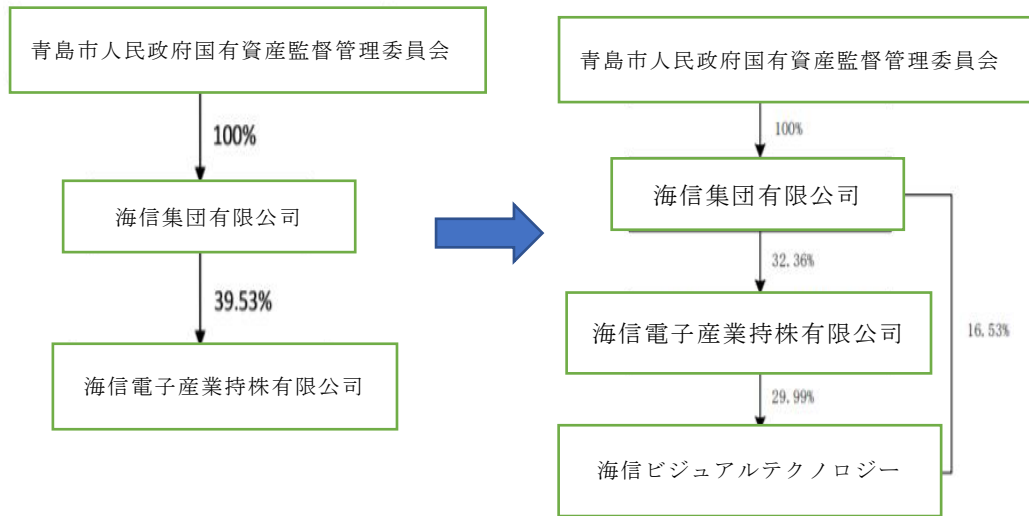
株主	M&A 実施前の 2017 年度		M&A 実施の 2018 年度		M&A 実施後の 2019 年度	
	持株数	割合 (%)	持株数	割合 (%)	持株数	割合 (%)
ハイセンス集団	517,193,231	39.53%	517,193,231	39.53%	517,193,231	39.53%
ハイセンス電子産業持株有限公司	65,436,431	5.00%	65,436,431	5.00%	91,605,971	7.00%
中国証券金融持株有限公司	37,088,803	2.83%	42,691,772	3.26%	42,691,772	3.26%

（出典：ハイセンス年報, 2017, p. 28, 2018. p. 33, 2019, p. 38 を基に筆者作成）。

TVS を買収する年度の 2018 年 12 月 31 日の株主構成から、2017 年と同様、ハイセンスは、同社の株式約 5.17 億株を持続的に保有し、総株主資本の 39.53%を占めている。ハイセンスの一致行動会社であるハイセンス電子産業持株有限公司が保有する株式数と占める割合の変化もなく、両者の累計は、株式総数の 44.53%を占めている（ハイセンス年報, 2018, p. 68）。M&A を実施前後年度において、ハイセンスの株主構成に対する影響が見当たらない。

2019 年 12 月 19 日に、ハイセンスグループは、社名を「青島ハイセンス電子産業持株有限公司」（中国語：青島海信電器股份有限公司、英語名：Qingdao Hisense Electronics Co., Ltd.）から、正式に「ハイセンスビジュアルテクノロジー持株有限公司」（中国語：海信視像科技股份有限公司、英語名：Hisense Visual Technology Co., Ltd.）に変更すると発表した。ハイセンスは、社名変更することによって、本格的に、従来の単一的な家電製品の製造企業から、マルチメディア技術の研究開発とアプリケーション、及びクラウド型プラットフォーム運用を統合する包括的なソリューションプロバイダーに発展することが明らかになった（ハイセンス公告, 2019, No. 60）。ハイセンスの年次報告書(2019, p. 13)によれば、現在、高解像度スマートディスプレイ端末、マルチメディア技術運用サービス等のソリューション業界からの収益は、総営業収益の 90%以上を占めていることがわかる。たしかに、新社名は、主な事業と戦略的な位置付けをよりよく反映し、ハイセンスのブランド管理とブランド構築のニーズを満たした変更案であった。

図表 6-2、ハイセンスの支配株主とトップマネジメントとの関係図



(出典：ハイセンス年報, 2018, p. 30, 2019, p. 41)。

そして、社名変更後の 2019 年 12 月 24 日に、ハイセンスの戦略的な位置づけを促進するため、ハイセンスが保有する 30 万株をハイセンス電子産業持株有限公司に譲渡することを決定した。株式譲渡の詳細内容については、2019 年 12 月 25 日に上海証券取引所 (www.sse.com.cn) による同社のウェブサイト参照することが可能である。今回の譲渡が完了後に、ハイセンス電子産業持株有限公司は、同社の 392,505,971 株を直接保有し、グループ企業の総株主資本の 29.99%を占め、ハイセンスビジュアルテクノロジー持株有限公司の支配株主になる。ハイセンスは、同社の 216,293,231 株、総株主資本の 16.53%を占める株式を直接的に保有し、グループ企業の全株式の 46.53%を管理することによって、依然として間接的支配株主である (ハイセンス年報, 2019, p. 41)。株式の譲渡前と譲渡後に、ハイセンスの支配株主、及びトップマネジメント間の支配関係変化状況が図表 (6-2) の通りとなる。

第 4 節 ハイセンスの業績及び財政状態

ハイセンスは、持続的な経営を基本とし、実際発生した取引及び経済事象に基づいて、2006 年 2 月 15 日に中国財政部が発行した『企業会計準則—基本準則』(財政部令, No. 33 公表、財政部令, No. 76 修正) 及び 2014 年に修正した 42 項目個別準則、企業会計準則適用ガイドライン、企業会計準則に対する解釈及びその他関連規定 (以下、『企業会計準則』と総称する)、及び中国証券監督管理委員会が公表した『公開発行証券の企業における情報開示・財務報告規則第 15 号—財務報告の一般的な規定』(修正版, 2014) に準じて、年次報告

書を編成し、開示している(ハイセンス年報, 2017, p. 61)³²。本件の事例研究は、買収前年度の2017年から、買収後の2020年までの4年間³³の年次報告書を用いて、ハイセンスの業績及び財政状態、特に2018年にハイセンスによるTVSの買収状況及びのれんの発生状況を分析する。

2017年度から2020年度までの4年間の同社の年次報告書に基づいて、ハイセンスの業績及び財政状態を図表6-4(連結貸借対照表)及び図表6-5(連結損益計算書)を整理した。TVSを買収前年度の2017年の営業総収益が328.704億人民元(約5,259億円)で、2018年に351.283億人民元(約5,621億円)、2019年に、341.047億人民元(約5,457億円)、前年度同期比2.91%を減少した。これは、企業が帰属する業界の周期的な不況の影響を受けていると推測される。2019年次報告期間中において、製品構造の改善、コストの最適化、及び被取得企業TVS経営状況の改善の恩恵を受けて、ハイセンス全体の経営状況は、前向きな傾向が示された。同社の主な事業の売上総利益率は19.21%で、前年比3.39%を増加し、支配株主に帰属する純利益は5.56億人民元(約89億円)を達成し、前年比41.71%を増加した結果となった。そして、買収2年後の2020年には、営業総収益は393.15億人民元(約6,290億円)で、前年度同期比15.28%を増加した。これは、国内市場の主導的な地位は引き続き強化され、そして海外市場の開拓や技術革新の改善によって、ハイエンドディスプレイ製品、チップ製品の普及、特に東芝ブランドのテレビ事業が継続的に好調さを維持している。これらの恩恵を受けて、世界経済が圧迫されている中に、同社の経営状況が大幅に改善されている。2017年から2020年まで、ハイセンスの資産総額と営業総収益の変遷は、図表6-3に示したとおりである。

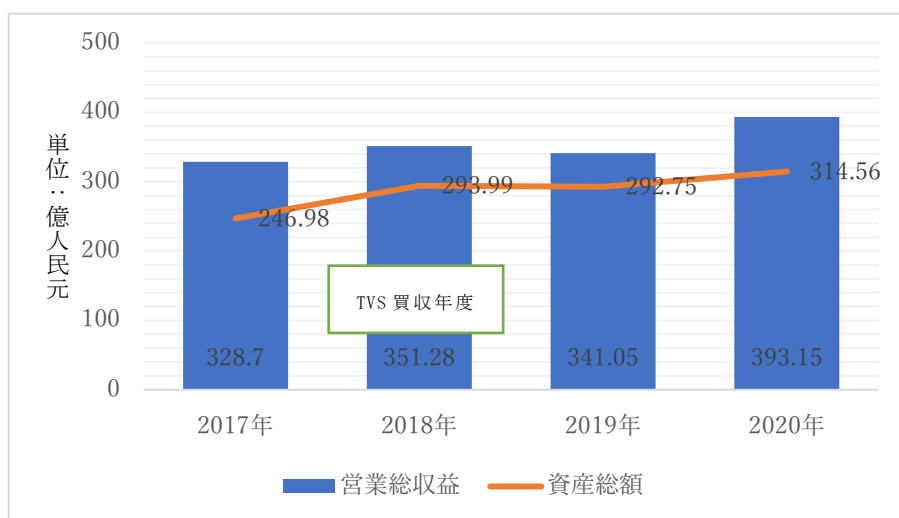
① 2017年 ハイセンスの業績及び財政状態

2017年のハイセンスの年次報告書(2017, p. 7)によれば、同社は主にテレビ製品の研究開発、製造、販売を行っている。図表(6-6)のハイセンスの営業収益構成から、テレビ分野の営業収益は営業総収益の約90%以上に占めていることがわかる。ハイセンスは、「技術重視、安定経営」の経営戦略を確立し、技術革新を通じて、超高品質テレビと4Kレーザーテレビ等のハイエンド差別化製品を開発し、業界の進歩と技術の向上をリードすると同時に、グローバル市場に積極的に展開し、ハイセンスのブランド力の向上が続いている。

³² ハイセンスの年次決算報告書によれば、2017年から2018年までに、瑞華会計士事務所同社の監査法人(2017, p. 2, 2018, p. 2)として外部監査を依頼している。2019年から2020年までに、北京信永中和会計士事務所同社の監査法人(2019, p. 2, 2020, p. 2)として外部監査を依頼している。

³³ ハイセンス公式HPによれば、2021年4月27日時点で、同社2017年から2020年までの4年間の定期公告を正式的に公表している。

図表 6-3、2017 年-2020 年 ハイセンスの資産総額と営業総収益の変遷（単位：億人民幣元）



（出典：ハイセンス 2017 年-2020 年年次報告書を基に筆者作成）。

② 2018 年 ハイセンスの業績及び財政状態

2018 年のハイセンスの年次報告書（2018, p. 8）によれば、同社主な業務は、従来のテレビ分野からディスプレイ製品の研究開発、製造、販売に拡張した。特に、技術面で、画質、音質、インタラクション、コンテンツの 4 つの側面から技術革新を探究している。ハイセンスの営業収益構成（図表 6-6）によれば、テレビ分野の営業収益は、総営業収益の 86.71% を占めて、前年度比やや減少している傾向である。

同報告期間中において、カラーテレビ業界の市場は、熾烈な競争があった。不動産市場の継続的な下落や技術更新の減速等の影響を受け、カラーテレビ業界の外部刺激は弱まり、原材料価格の変動やインターネット市場価格戦争等と相まって、企業の運営に多大な圧力をもたらした。2018 年の北京中怡康時代市場研究有限公司 (CMM) のデータによれば、中国国内のカラーテレビ小売販売量は、前年比 1.61% を減少し、小売売上高は前年比 8.62% を減少した（ハイセンス年報, 2018, p. 8）。

同報告期間中に、カラーテレビ業界の需要は弱く、同社のテレビ市場シェアとブランドの指数の上昇が続いている中、業界全体の落ち込みがハイセンスにも影響を及ぼした。ハイセンスは、持続可能を向上させるため、技術の研究開発及びブランド構築への投資等によって、当期の経常費用が大幅に増加させた。同時に、TVS の営業損失は前年比で、約 3 億人民幣元（約 48 億円）大幅に削減したが、TVS の費用率が高いため、2018 年の報告期間中において、損失を被ることによって、会社の全体的な収益を減少させた。同社は前年比 6.87% 増加の 351.28 億人民幣元（約 5,620 億円）の営業収益を達成し、支配株主に帰属する純利益は 3.92 億人民幣元（約 63 億円）、1 株当たりの収益は、0.30 人民幣元（約 5 円）であった（ハイセンス年報, 2018, p. 9）。

ハイセンスの年次報告書によれば、TVS の買収効果について、下記のとおり述べた。

「2018年2月28日に、同社はTVSの株式取得することによって、買収が正式に完了し、両者各自の調達及び製造コストの利点と規模の効果を組み合わせることで、ディスプレイ技術上において、製品の製造、チャンネル、ブランド等の優越性の統合を実現した。日本のテレビ市場のキャパシティは、昨年と同じ状況の中、ハイセンステレビの販売量は前年比で34.4%を増加し、ハイセンステレビと東芝テレビの市場シェアは20.6%に達し、日本市場で2位にランクインした。ロシアのワールドカップで、同社は公式スポンサーとして、東芝のREGZA(4K)のテレビコマーシャルをリリースして、日本のカラーテレビ市場に大きな影響を与えた。同時に、同社は、北米、ヨーロッパ、南アフリカ、オーストラリア、日本等の主要市場で急速な成長を維持している(ハイセンス年報, 2018, p. 11)」。

③ 2019年 ハイセンスの業績及び財政状態

2019年のハイセンスの年次報告書によれば、同社は、単一的な家電製品の製造企業から、マルチメディアに対応する企業となった。同報告期間中において、不動産販売の減少とディスプレイ製品のアップグレードの減速の影響を受けて、業界の市場規模は依然として減少傾向であった。2019年の北京中怡康時代市場研究有限公司(CMM)のデータによれば、中国国内のカラーテレビ小売販売量は、前年比2.6%を減少し、小売売上高は前年比11.7%減少した。また、インターネットブランドの低価格の影響で、業界の平均価格は9.3%を下落し、業界競争はますます激しくなった(ハイセンス年報, 2019, p. 8)。

ハイセンスの年次報告書によれば、製品構造の改善、コストの最適化、TVS運用の改善の恩恵を受けて、会社の全体的な運営状況は前向きな傾向を示した。2019年度には、同社の売上総利益率は19.21%、前年比3.39%を増加し、支配株主に帰属する純利益は5.56億人民元(約89億円)で、前年比41.71%を増加した。しかし、業界の周期的な低迷によって、同社の営業収益は、約341.05億人民元(約5,457億円)で、前年比2.91%を減少した(ハイセンス年報, 2019, p. 9)。

2019年度報告期間中において、被取得企業のTVSは、独自の販売チャンネルの切り替えを完了し、製品ラインを補完することで製品の競争力を向上させ、コストを削減すると同時に独自のサービスシステムを構築し、ユーザー体験も向上した。これらの一連の対策によって、TVSの経営状況が大幅に改善され、黒字化が実現した。TVSは、前年比39.65%を増加の約37.28億人民元(約597億円)の営業収益を達成し、約0.27億人民元(約4.3億円)の純利益を実現した。同年度、日本市場におけるハイセンスと東芝ブランドの市場シェアは、1月の21.8%から12月の26%までに増加し、第4四半期には、ハイセンスと東芝ブランドが日本テレビ市場での売上高の第1位を獲得し、日本市場で中国ブランドを最高のパフォーマンス生み出した(ハイセンス年報, 2019, p. 12)。

図表 6-4、2017 年-2020 年 ハイセンス連結貸借対照表(単位：億人民元)

決算年度 (各年度 12 月 31 日)	2020 年	2019 年	2018 年	2017 年
資産				
流動資産				
現金、銀行預金及びその他貨幣資金	29.17	33.17	40.43	27.94
交易性金融資産	72.78	79.87		
受取手形	48.89	28.89	81.59	85.84
売掛金	33.01	25.03	25.87	23.48
前払金	0.87	0.92	0.74	0.57
棚卸資産	45.47	30.62	35.27	32.31
流動資産合計	261.56	245.29	249.44	222.89
非流動資産				
無形資産	10.27	10.11	9.57	2.19
のれん	5.31	5.31	4.45	—
非流動資産合計	53.01	47.45	44.54	22.78
資産総額	314.56	292.75	293.99	246.98
負債及び所有者持分(株主持分)				
流動負債				
短期借入金	16.61	18.68	19.51	8.0
支払手形	32.28	26.23	29.68	29.88
買掛金	50.72	43.9	47.08	45.21
前受金	0.026	3.52	4.58	3.46
流動負債合計	127.46	117.12	121.13	102.86
非流動負債				
長期借入金	5.06	5.38	12.08	0.065
負債合計	139.82	130.08	140.42	103.96
株主持分				
払込資本金(株主資本金)	13.08	13.08	13.08	13.08
資本剰余金	24.69	24.68	24.67	22.47
利益剰余金	14.92	14.92	14.92	14.92
未処分利益	103.31	93.01	88.29	87.19
所有者持分(株主持分)合計	174.75	162.67	153.58	143.02
負債及び所有者持分(株主持分)総額	314.56	292.75	293.99	246.98

(出典：ハイセンス 2017 年-2020 年年次報告書を基に筆者作成)。

図表 6-5、2017 年-2020 年 ハイセンス連結損益計算書(単位：億人民元)

項目/ 決算年度	2020 年	2019 年	2018 年	2017 年
営業総収益	393.15	341.05	351.28	328.70
減算：営業総コスト	383.24	338.14	349.93	285.04
営業コスト	322.77	279.79	299.68	283.70
研究開発費用	17.40	14.26	11.94	7.47
営業税金及び付加	1.45	2.09	2.10	2.05
販売費用	35.34	36.05	29.54	22.76
管理費用	5.88	5.78	5.76	4.12
財務費用	0.39	0.16	0.89	1.1
資産減損損失	0.69	0.69	0.78	0.58
営業利益(損失は「－」で記入)	16.30	7.37	6.05	11.44
利益総額(損失は「－」で記入)	16.43	7.63	6.05	11.62
当期純利益(損失は「－」で記入)	15.26	8.07	5.47	10.27
1株当たり利益				
(一) 基本的1株当たり利益(元/1株)	0.91	0.43	0.30	0.74
(二) 希薄化後1株当たり利益(元/1株)	0.91	0.43	0.30	0.74

(出典：ハイセンス 2017 年—2020 年年次報告書を基に筆者作成)。

図表 6-6、2017 年-2020 年 ハイセンス営業収益構成(単位：億人民元)

項目	年度	2020 年		2019 年		2018 年		2017 年	
		金額	割合	金額	割合	金額	割合	金額	割合
営業収益		393.15	100%	341.05	100%	351.28	100%	328.70	100%
業界区分									
マルチメディア		353.67	89.95%	309.97	90.89%	320.09	91.12%	306.13	93.13%
製品分類									
ディスプレイ端末		312.73	88.42%	293.83	86.15%	304.61	86.71%	301.03	91.58%
新ディスプレイ業務		32.63	9.23%	—	—	—	—	—	—
その他		8.29	2.34%	16.14	4.73%	15.48	4.41%	5.09	1.55%
注：ここでの割合は、各業界区分収益が営業総収益に対する比率となる。									

(出典：ハイセンス 2017 年-2020 年年次報告書を基に筆者作成)。

図表 6-7、2017 年-2020 年 ハイセンス主な営業コスト構成(単位：億人民元)

項目	年度	2020 年		2019 年		2018 年		2017 年	
		金額	割合	金額	割合	金額	割合	金額	割合
営業コスト		322.77	100%	279.79	100%	299.68	100%	285.04	100%
業界区分									
マルチメディア		285.31	88.39%	250.41	89.50%	269.45	89.91%	261.80	91.85%
製品分類									
ディスプレイ端末		258.43	90.58%	241.51	86.32%	259.83	86.54%	258.33	90.63%
新ディスプレイ業務		21.05	7.38%	—	—	—	—	—	—
その他		5.82	2.04%	8.89	3.17%	9.62	3.21%	3.46	1.21%
注：ここでの割合は、各業界区分コストが営業コストに対する比率となる。									

(出典：ハイセンス 2017 年—2020 年年次報告書を基に筆者作成)。

④ 2020 年 ハイセンスの業績及び財政状態

2020 年のハイセンスの年次報告書によれば、同社は、主にチップ、ディスプレイテクノロジー、クラウドプラットフォーム、オペレーティングシステム、人工知能テクノロジーに関連する製品の研究開発、製造、販売及び運用サービスを提供している。そしてインテリジェントなディスプレイシステムソリューションをグローバルユーザーに提供することによって、世界的に需要が高まったインテリジェント事業に対応する企業となった。同社は、「どこでもディスプレイ、どこでもサービス、どこでも接続可能」の経営目標を設定している (ハイセンス年報, 2020, p. 7)

ハイセンスの年次報告書によれば、新型コロナウイルスの感染拡大によって、世界経済の減速と業界成長率低下の中に、同社はチップ、ディスプレイテクノロジー等の運用によって、企業の経営状況は前向きな傾向を示した。2020 年度には、同社の主な営業総収益は前年比 15.28%を増加し、支配株主に帰属する純利益は約 11.95 億人民元(約 191 億円)、前年比 114.98%を増加した (ハイセンス年報, 2020, p. 8)。

2020 年の年次報告期間中において、TVS は、前年比 14.1%増の 42.53 億 (約 680 億円)の営業収益を達成し、1.36 億人民元 (約 22 億円)の純利益を実現し、前年同比 401.75%増加の成果を達成した。同年度にハイセンスと東芝ブランドの日本国内シェアは、26.6%を占めて、持続的に第 1 位を保持している (ハイセンス年報, 2020, p. 8)。これから、同社は東芝ブランドのグローバルオペレーションについて、東芝ブランドの認知をさらに活用し、グローバルな東芝ブランドの運営と製品計画を統合し、画質チップや音質等の技術的優位性を用いて、消費者のニーズに応え、世界シェアを拡大する予定である (ハイセンス年報, 2020, p. 15)。

第5節 ハイセンスのキャッシュ・フローとのれん

ハイセンスのキャッシュ・フロー計算書（図表 6-8）を確認してみる。TVS を買収前年度の 2017 年 12 月期の決算では、営業活動によるキャッシュ・フローは 23.68 億人民元（約 379 億円）で、投資活動によるキャッシュ・フローはマイナス 30.38 億人民元（約 486 億円）で、その結果フリー・キャッシュ・フローはマイナス 6.7 億人民元（約 107 億円）で、期末に現金及び現金同等物の純増加額は、マイナス 2.23 億人民元（約 36 億円）で、現金及び現金同等物の期末残高は、10.94 億人民元（約 175 億円）であった。そして、M&A を実施する 2018 年のフリー・キャッシュ・フローは、マイナス 15.82 億人民元（約 253 億円）であった。M&A を実施した翌年度の 2019 年の決算では、マイナスではなく、プラス 1.12 億人民元（約 18 億円）に回復した。さらに、M&A 実施 2 年後の 2020 年 12 月末の決算では、フリー・キャッシュ・フローは、10.12 億人民元（約 162 億円）に上って、M&A 実施後に良好的な営業活動を行っているとは評価できる。

図表 6-8、2017 年-2020 年 ハイセンスのキャッシュ・フロー計算書（単位：億人民元）

項目/決算年度	2020 年	2019 年	2018 年	2017 年
一. 営業活動によるキャッシュ・フロー				
営業活動によるキャッシュ・フロー純額	1.24	17.84	-0.87	23.68
二. 投資活動によるキャッシュ・フロー				
投資活動によるキャッシュ・イン・フロー	190.82	181.33	179.20	105.39
投資活動によるキャッシュ・アウト・フロー	181.93	198.06	194.16	135.78
投資活動によるキャッシュ・フロー純額	8.88	-16.72	-14.95	-30.38
三. 財務活動によるキャッシュ・フロー純額	-17.55	-4.75	26.30	4.63
四. 現金及び現金同等物に対する為替レートの変動の影響額	0.36	-0.009	-0.13	0.16
五. 現金及び現金同等物の純増加額	-0.75	-3.64	10.62	-2.23
加算：期首現金及び現金同等物の残高	17.92	21.57	10.95	13.18
六. 期末現金及び現金同等物の残高	10.86	17.91	21.56	10.94

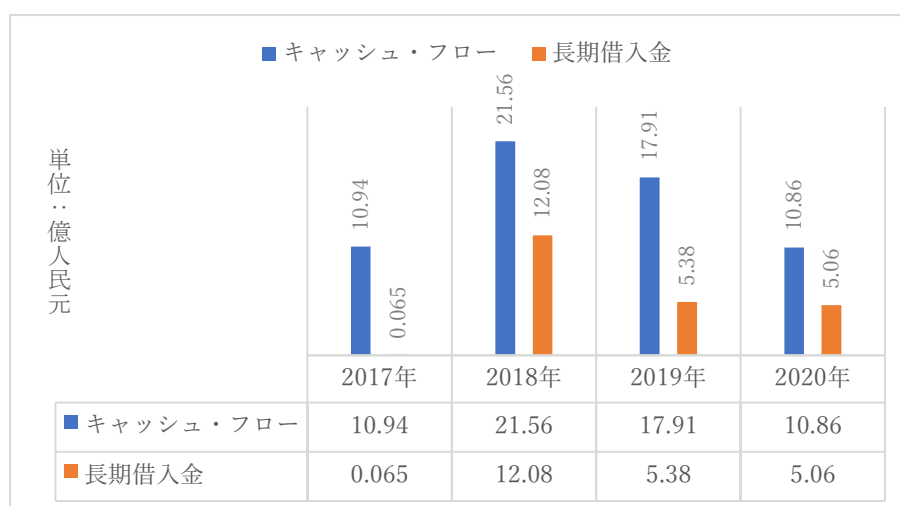
（出典：ハイセンス 2017 年—2020 年年次報告書を基に筆者作成）。

しかも、同社の長期債務は、2017 年の 0.065 億人民元（約 1.04 億円）で、2018 年の 12.08 億人民元（約 193 億円）で、2019 年の 5.38 億人民元（約 86 億円）で、各年度の期末現金及び現金同等物の残高から、実質上の無借金経営も言える。ハイセンスにおけるキャッシュ・フローと長期借入金額の関係（図表 6-9）から、企業が将来の正味キャッシュ・フローを生み出す能力を持ち、企業資金が潤沢であり、将来を見据えた新たな投資等への資金運用

の可能も有していることがわかる。

ハイセンスの年次報告書によれば、2018年12月期末において、のれんの取得原価は、4.45億人民元（約71億円）を計上した。この結果、2018年度におけるのれん/総資産（約293億人民元、約4,688億円）の比率1.51%、のれん/純資産（約153億人民元、約2,448億円）の比率2.90%、のれん/営業利益（約6.05億人民元、約97億円）の比率73.55%で、のれんが約9カ月分の営業利益に相当することを示している。のれんと現金及び現金同等物の期末残高21.56億人民元（約345億円）の20.64%であるため、財務体質の強化により大きな影響がなく、そして、2018年から2020年までに、各年度末にのれんの減損損失が発生していない結果である。ハイセンスの資産減損及びのれんの減損テストの詳細は、本章第8節で考察する。

図表 6-9、2017年-2020年 キャッシュ・フローと長期借入金の関係(単位：億人民元)



(出典：ハイセンス 2017年-2020年年次報告書を基に筆者作成)。

第6節 ハイセンスの無形資産の状況

ハイセンスの年次報告書(2017, p. 77)によれば、無形資産とは、同社が所有又は管理する物理的な形態のない識別可能な非貨幣性資産であると定義している。

また、無形資産の当初測定、耐用年数及び減損テスト等の会計処理は、下記のとおり述べている。無形資産の当初測定は、取得原価に基づき測定すること。無形資産に関連する支出費用は、関連する経済的便益が企業に流入する可能性が高く、その費用を確実に測定できる場合に、無形資産の原価に計上すること。その他の項目の支出は、発生時に当期損益に計上することである。

取得した土地所有権は、通常は無形資産として処理する。同社が自ら開発建設した工場の建物及びその他の建築物については、関連する土地所有権の支出及び建物の建設費が、それぞれ無形資産及び固定資産として会計処理を行う。外部から購入した住宅・建物の場

合には、該当価額は、土地権利と建物との間に合理的に配分し、合理的に配分することが困難な場合は、すべて固定資産として扱う。

耐用年数が限られている無形資産は、取得原価から減損引当金の累計額を差し引いた推定耐用年数にわたって定額法で償却されるものとする。しかし、耐用年数が不確実な無形資産について、償却しないものとする。毎期末には、耐用年数が限定された無形資産の耐用年数と償却方法について、見直しを行い、無形資産の耐用年数と償却方法が従来の見積もり結果と異なる場合、その償却期間及び償却方法を変更すべきである。さらに、毎期末において、耐用年数が不確実な無形資産の耐用年数について見直され、無形資産が企業にもたらす経済的便益の期間が予測可能であるという証拠がある場合に、無形資産の耐用年数は推定され、耐用年数が限定される無形資産として償却処理を行うこと（ハイセンス年報, 2017, p. 77）と規定している。

また、知的財産である無形資産の耐用年数及び償却方法は、図表(6-10)に示す通りである。

図表 6-10、ハイセンスの無形資産の耐用年数

項目	耐用年数	償却方法
商標及びブランド使用権	40年	定額法
特許権及び非特許技術	特許権は、法律で定められた有効期間、又は契約の規定と受益期間に応じて償却する。 非特許技術は、契約又は受益期間にしたがって償却する。	定額法
ソフトウェア	通常は5年間で償却するが、受益期間が5年より短い場合は、受益期間に基づいて償却する。	定額法

(出典：ハイセンス年報, 2019, p. 86)。

例えば、2017年のハイセンス年次報告書によれば、同年度期末に、1.53億人民元(約25億円)の土地権利、0.62億人民元(約10億円)の特許権、0.037億人民元(約0.59億円)の非特許技術を合計2.19億人民元(約35.59億円)の無形資産を計上した(ハイセンス年報, 2017, p. 102)。同年度期末に、無形資産の計上価額は、総資産の0.89%を占めている(ハイセンス年報, 2018, p. 14)ことがわかる。

また、2018年のハイセンスの年次報告書によれば、同年度期末に、1.66億人民元(約27億円)の土地権利、0.0041億人民元(約0.066億円)の特許権、1.77億人民元(約28億円)の非特許技術、5.3億人民元(約85億円)の商標及びブランド使用権、及び0.73億人民元(約12億円)のソフトウェアを合計9.57億人民元(約153億円)の無形資産を計上した。同年度期末に無形資産の計上額は、総資産の3.26%を占めている。前年度同比336.17%の増加であった。無形資産の期末帳簿価額の増加も、TVSの買収による結果であると推測される(ハイセンス年報, 2018, p. 14)。

2019年のハイセンスの年次報告書によれば、同年度期末に、1.63億人民元(約26億円)の土地使用権、5.44億人民元(約87億円)の商標及びブランド使用権、2.37億人民元(約38億円)の特許権、0.04億人民元(約0.64億円)の非特許技術及び0.61億人民元(約9.8億円)のソフトウェアを合計10.09億人民元(約161億円)の無形資産を計上した(ハイセンス年報, 2019, pp. 118-119)。同社は、重要な無形資産の状況について、2018年TVS買収によって発生した2019年期末帳簿価額が5.44億人民元(約87億円)の商標及びブランドの使用期限の残余償却期間は、458ヶ月であると明記している(ハイセンス年報, 2019, p. 120)。

2020年のハイセンスの年次報告書にも、同年度期末に、土地使用権、商標及びブランド使用権、特許権、非特許技術及びソフトウェアを計10.27億人民元(約164億円)の無形資産を計上した(ハイセンス年報, 2020, p. 118-119)。2019年と比べ1.55%の増加で著しく増加されていない状況である。

第7節 ハイセンスののれんの発生状況

ハイセンスの年次報告書によれば、非共通支配下の企業結合によって発生したのれんは、下記のとおり規定している。

「非共通支配下の企業結合は、同社が取得日に被取得企業に対して支配権を獲得するために、引き渡した現金及び非現金資産、発生又は引き受けた負債、及び発行した持分証券の公正価値、並びに企業結合を行うために、発生した各種直接関連費用の合計金額を取得原価として計上する。複数回の交換取引により段階的に実現した企業結合について、その企業結合の取得原価は、個々の取引原価を合計したものである。取得企業が発生した取得原価及び企業結合で取得した識別可能純資産は、取得日の公正価値に基づいて測定する。

取得企業は、取得原価が企業結合において取得した被取得企業の識別可能な純資産の公正価値のうち持分相当額を上回る場合に、その差額は、のれんとして認識すべきである。

取得原価が、企業結合において取得した被取得企業の識別可能な純資産の公正価値のうち持分相当額を下回る場合、取得企業は、その差額を下記の規定に基づき処理する必要がある。まずは、被取得企業の識別可能な各資産、負債及び偶発債務の公正価値及び企業結合の取得原価の測定に対して見直しを行う。見直し後に、識別可能な純資産の公正価値のうち持分相当額を下回る場合に、その差額を当期損益に計上する(ハイセンス年報, 2018, pp. 69-70, 遠藤, 2007, pp. 335-337の訳を参考した)。

① 非共通支配下のTVSの買収概況

ハイセンスは、2018年2月28日にTVSの支配権を獲得することによって、TVSの買収を完了したと発表した。今回の買収概況は、図表(6-11)のとおり整理した。

同社は、2017年11月14日に開催された第7回取締役会第20回取締役会で、承認された『東芝TVS株式取得の提案書に関して』に基づき、東芝が保有するTVSの95%の株式を譲受することである。東芝は、引き続きTVSの5%の株式を保有する。2018年2月28日の取得日時時点で、ハイセンスは、当取引に関連する必要な承認を取得し、中国商務部における独占禁止法に関する審査をクリアし、取引条件に満たした。譲渡契約の関連規定によると、当件の取引金額は、暫定的に76.82億日本円に設定されて、両当事者は、最終決定を行う際に、取得日の購買データに基づいて取引金額を最終調整する。取得日に譲渡手続きを完了することによって、ハイセンスはTVS株式の95%を取得した（ハイセンス年報, 2017, p. 128）。

そして、ハイセンスと東芝との間で締結したTVS株式の購入契約及び関連オプション契約によれば、ハイセンスは、2018年2月28日の契約締結日から今後3年間は、合意価格で残り5%のTVS株式を取得し、その対価は3.15億日本円を東芝に支払うこと。したがって、ハイセンスは、当5%の株式の現在所有権を取得したと考えられ、当事業合併による発生したのれんは100%の株式取得に基づく会計処理を行った。同期末に非共通支配下の企業結合であるため、ハイセンスの連結財務諸表に含まれる会社は、TVSとその子会社を含める4社であった（ハイセンス年報, 2018, p. 136）。

取得原価の公正価値の決定、条件付検討及びその変更の説明について、下記のとおり述べている。

- ① 今回の取引における取得する識別可能純資産の公正価値について、万隆(上海)資産評価有限公司が収益法による評価額を参考にして、取引交渉の根拠となった。
- ② 多額ののれんが形成した主な原因について：同社は、取得原価が企業結合において取得したTVSの識別可能な純資産の公正価値のうち持分相当額を上回る場合の差額をのれんとして計上した（ハイセンス年報, 2018, p. 136）ためである。

図表 6-11、ハイセンスによるTVSの買収概況

被取得企業名称	TVS
持分取得時点	2018年2月28日
持分取得原価	3.53億人民元（約56億円）
持分所得比率（%）及び所得方式	95%、現金支払
取得日	2018年2月28日
取得日確定の根拠	支配権を獲得した。
取得日から当期期末まで、被取得企業の収入	26.69億人民元（約427億円）
取得日から当期期末まで、被取得企業の純利益	-1.7億人民元（約-27億円）

（出典：ハイセンス年報, 2018, p. 136）。

② ハイセンスののれんの帳簿価額

2018年のハイセンスの年次報告書の注記VI.14及び注記VII.1に、下記のとおり記載している。ハイセンスは、2018年2月28日に、非共通支配下の企業結合を通じてTVSの株式の95%を取得し、その結果は、445,238,886.13人民元(4.45億人民元、約71.2億円)ののれんを2018年度期末に計上した。

図表6-12、2018年にハイセンスは発生したのれんの帳簿価額(単位:人民元)

被取得企業名称及びのれんの発生事象	2018年 期首	2018年当期増加	2018年 当期減少	2018年期末残高
TVS		445,238,886.13		445,238,886.13
合計		445,238,886.13		445,238,886.13

(出典:ハイセンス年報,2018,p.114)。

③ ハイセンスののれんの取得原価

ハイセンスによる非共通支配下の企業結合で、発生した取得原価は、図表6-13のとおり纏めた。ハイセンスは、取得日の2018年2月28日に、被取得企業TVSの支配権を獲得するため、3.53億人民元(約56億円)の現金と残余5%の株式の買収対価0.186億人民元(約2.98億円)合計3.72億人民元(約60億円)の取得原価を認識した。今回の企業結合に取得した識別可能純資産の公正価値は、マイナス0.73億人民元(約12億円)のため、その差額である4.45億人民元(約71.2億円)ののれんを発生した。

図表6-13、TVS資産グループの取得原価及び発生したのれん(単位:人民元)

項目	TVS会社
取得原価	
現金	353,485,263.70
残余5%株式の買収対価	18,604,487.56
取得原価合計	372,089,751.26
減:取得した識別可能純資産の公正価値	-73,149,134.87
のれん	445,238,886.13

(出典:ハイセンス年報,2018,p.138)。

④ 被取得企業TVSの識別可能資産及び負債

被取得企業のTVSは、1973年8月27日に設立した株式会社東芝が100%株式を保有する企業で、主な事業内容は、①テレビ及びその周辺機器・業務用ディスプレイ等の開発、設計、製造、販売;②サイネージソリューションに関わるSI、施工、保守サービス;③基板

等の設計及び組立；④修理、コールセンター等のサービス業；⑤特定労働者派遣等である（東芝, 2017, p. 2）。TVSの登記資本金は4.9億日本円であり、報告期間末現在、同社の総資産は24.07億人民元（約400億円）、純資産はマイナス2.55億人民元（約42.38億円）であり、営業収益は、26.69億人民元（約443億円）、営業利益はマイナス1.64億人民元（約27.26億円）、当期純利益はマイナス1.76億人民元（約29.26億円）であり、前年同期比3.41億人民元（約60億円）の減少であった（ハイセンス年報, 2018, p. 15）。

識別可能資産及び負債の公正価値の確定方法について：

「ハイセンスは、資産基礎法（Asset-Based Method）を採用し、TVSの購入日の識別可能資産及び負債の公正価値を評価する。主な資産の公正価値の確定方法は次のとおりです。

- ① 建物は、原価法（コスト・アプローチ）を採用する。
- ② 設備類の固定資産（車両を除く）は、再調達原価法（コスト・アプローチ）を採用する。
- ③ 無形資産-専有技術、商標、ブランドライセンスは、インカム・アプローチの処理方法であるロイヤルティ免除法（Relief-from-Royalty Method）を採用する。
- ④ 繰延所得税資産は、形成原因と基準日以降の推定税控除額により決定する（ハイセンス年報, 2018, p. 137）。

TVSにおける取得日の識別可能資産及び負債は、図表(6-14)に示すとおりである。

図表 6-14、TVSの取得日の識別可能資産・負債（単位：億人民元）

項目	TVS	
	取得日 公正価値	取得日 帳簿価額
資産：	20.41	15.12
流動資産	6.83	7.51
非流動資産	13.57	7.61
負債：	21.14	19.40
流動負債	14.47	14.47
非流動負債	6.66	4.93
純資産	-0.73	-4.28
減値 :少数株主持分		
取得した純資産	-0.73	-4.28

（出典：ハイセンス年報, 2018, p. 137）。

また、東芝は2017年11月14日に発表した「東芝映像ソリューション株式会社の株式

譲渡契約の締結について」によれば、東芝が TVS の株式譲渡の理由について、下記のとおり述べている。

「当社は、2016 年 6 月 30 日から、映像事業を TVS に移管して事業活動を行っている。そして、2016 年 11 月 11 日付 2016 年度第 2 四半期決算(6 ケ月累計)にて、映像事業の今後の継続的な発展に寄与し、かつ当社の財務体制強化に資する構造改革につき、子会社の異動検討を進めている。これまでの検討及び売却候補先との交渉結果、ハイセンスと TVS の株式の譲渡につき、最終合意し、本契約を締結した。

当社は、社会インフラ、エネルギー、電子デバイス、デジタルソリューションを中期的に注力事業領域として定め、集中的に経営資源を投入していくことであるが、その中で、映像事業については、当社単独での更なる経済資源の投入及び競争力強化施策の実行は困難な状況であった。TVS の競争力と企業価値を高め、映像事業を継続的に発展させていくには、優れた経営力と資源を有するハイセンスをパートナーに迎え入れることが最適と判断した。また、当社は、TVS が製造・販売する家庭用テレビ等の映像関連機器等における当社ブランド使用权を継続して許諾すること（東芝, 2017, pp. 1-2)」。

第 8 節 ハイセンスののれんの減損

企業結合において、受け入れる資産及び引き受ける負債の純額を超える何らかの価値を見出して対価を支払っており、のれんに資産価値があると考えられる。なお、のれん発生した後ののれんの減損に関する企業の開示に関して、経営者が用いた主要な仮定や採用した手法に一部の主観性が入っているため、その開示について懸念が示されている。

したがって、のれんの発生及びのれんの減損問題の監査は、重要な問題の一つになっている。2018 年ハイセンスの年次報告書の監査業務を実施した瑞華会計事務所は、同決算年度に提示した監査報告書（『瑞華審字 [2019] 95010026』, p. 45）に、「のれんの発生及びのれんの減損」について、下記のとおり、記載している。

「ハイセンスの 2018 年年次報告書の注記 IV. 19 に記載したように、ハイセンスの経営陣は、各年度の期末にのれんの減損テストを実施し、減損テストの結果に基づいてのれんの帳簿価額を調整する。のれんの減損テストの結果は、経営陣の推測と採用される仮定に大きく依存しているため、のれんの発生とのれんの減損を重要事項として監査業務を決定している」。

そして、監査法人の瑞華会計事務所は、ハイセンスの M&A による発生したのれんについて、下記の監査手続きに従い、実施した。

- ① 契約が有効な合意である条件を確認し、買収対価の支払状況を確認する；

- ② 経営陣によって招致された外部評価専門家の能力、専門的素質及び客観性を確認する；
- ③ 購入日における被取得企業の識別可能資産及び負債の公正価値の合理性を再検討する；
- ④ のれんの計算を再確認する（ハイセンス監査報告書, 2018, p. 46）。

次に、のれんの減損に関して、実施した監査手順には、主に次のものが含まれている。

- ① のれんの減損に関連する経営陣の内部統制の設計と運用の有効性の評価及びテストする；
- ② 経営陣によって招致された外部評価専門家の能力、専門的素質及び客観性を確認する；
- ③ 外部評価専門家と連絡を取り、評価範囲や評価方法等を確認する；
- ④ 当監査法人の評価専門家に、外部評価専門家を評価する際に使用される評価モデル、評価方法の適切性、及び採用された重要な仮定、判断、割引率、及びその他の主要なパラメーターの合理性等を再確認する；
- ⑤ 財務諸表におけるのれんの減損の計上と開示を確認する（ハイセンス監査報告書, 2018, p. 46）。

資産の減損について、ハイセンスの年次報告書（2017, p. 78）によれば、固定資産、建設仮勘定、耐用年数が限られた無形資産、原価モデルに適用する投資不動産、及び子会社、合弁会社、関連会社への長期株式投資等の非流動の非金融資産については、貸借対照表日において、減損の兆候があるかどうかを判断すること。減損の兆候がある場合は、回収可能価額を見積り、減損テストを実施すべきである。また、耐用年数が不確実な無形資産、及び使用可能な状態に達していない無形資産については、減損の兆候の有無にかかわらず、毎期末減損テストを実施する必要がある。

また、減損テストの結果は、資産の回収可能価額が帳簿価額を下回っていることが判明した場合に、その差額に基づいて減損引当金を計上し、減損損失を認識し、当期損益に計上する。回収可能価額は、資産の公正価値から処分費用を差し引いた後の正味価額と資産の見積将来キャッシュ・フローの現在価値のいずれか高い方で確定される。資産の公正価値は、公正取引における販売契約の価格に基づいて決定される。また、販売契約がないが、資産の活発な市場がある場合には、公正価値は、資産の購入者の入札に基づいて決定される。さらに、販売契約がなく、資産の活発な市場の存在もなく、利用可能な適切な情報に基づいて資産の公正価値を見積もらなければならない。

ここで言う処分費用には、資産の処分に関連する訴訟費用、関連する税金、運搬費、及び資産を販売可能な状態にするために発生する直接費用が含まれる。資産の見積将来キャ

ッシュ・フローの現在価値は、資産の継続使用時及び最終処分時に発生する見積将来キャッシュ・フローに基づいて、適切な割引率が選択し、割引後の金額が決定される。資産の減損引当金は、単一の資産に基づいて計算及び確認する。単一の資産の回収可能価額を見積もることが困難な場合は、資産が属する資産グループを使用して、資産グループの回収可能価額が決定すること。ここで言う資産グループは、独立してキャッシュ・イン・フローを生成できる資産の最小の組み合わせである（ハイセンス年報, 2017, p. 78）と明記している。そして、資産の減損損失が一旦確認された後に、将来の会計期間において戻入をしてはならないと規定している。

次に、ハイセンスによるのれんの減損テストのプロセス、主要なパラメーター（将来のキャッシュ・フローの現在価値が予想される場合の予測期間の成長率、安定期間の成長率、利益率、割引率、予測期間等）、及びのれんの減損損失の確認方法について、下記のとおり述べている。

「ハイセンスによる TVS の買収によって発生したのれんは、購入日に TVS 事業の資産グループに反映され、独立してキャッシュ・フローを生み出すことができるため、TVS を一つの資産グループと見なしている。

2018 年 12 月 31 日に、同社は、のれんの減損テストを実施し、回収可能価額を評価した。回収可能価額は、推定将来キャッシュ・フローの現在価値に基づいて決定する。買収後のコスト削減や費用削減等のシナジー効果が十分に発現される段階を考慮し、2025 年末の期間を安定期間として明確な予測期間を選択し、決定した。TVS が依存する主要な資産と人員は比較的安定しているため、資産の面では、所有する不動産と土地は、会社が長期間的に存続運営することができる。また、会社は独立した知的財産権を持っているため、収益期間は永続的に決定する。資産グループの予想されるキャッシュ・フローは、割引された税引前キャッシュ・フローモデルと 13.09%の割引率を使用する。同社の経営陣が選択した将来のキャッシュ・フローの重要な仮定及びその根拠は、基本的に歴史データとマクロ情報と一致している。したがって、上記の仮定を合理的に変更しても、資産グループの帳簿価額が回収可能価額を超えることがなく、のれんの評価損失引当金の準備が必要ないと考えている（ハイセンス年報, 2018, p. 115)」。

また、2019 年に、ハイセンスは、TVS 買収により発生したのれんに対して、減損テストを実施した。TVS 資産グループは、固定資産、無形資産、長期繰延費用、及びその他の固定資産が含まれる。2019 年の TVS 資産グループの変更がなく、TVS 資産グループの回収可能価額を評価した。2018 年と同様、2019 年も買収後のコスト削減や費用削減等のシナジー効果が十分に発現される段階であると考慮し、2025 年末の期間を安定期間として明確な予測期間として選択し、決定した。TVS の資産及び人員が安定し、資産の面では、所有する資産と土地は会社を長期間的に存続させることができる。また、TVS は独立した知的財産権を持っているため、収益期間は永続的に確定し、安定期の成長率は「0」と設定した。TVS

資産グループの予想されるキャッシュ・フローは、割引された税引前キャッシュ・フローモデルと15%の割引率を使用する。昨年の13.09%と比較して、今年度の割引率が変更した理由について、主にTVSの法人税率の変更の影響によるものである。ハイセンスの経営陣は、将来のキャッシュ・フローとその根拠の重要な仮定は、マクロ情報及びTVS買収後の管理方法及び管理レベルに基づいていると推定している。経営陣は、上記の仮定に合理的な変更を加えても、TVS資産グループの帳簿価額は、回収可能価額を超えることがなく、のれんの減損兆候が見当たらないと考えている（ハイセンス年報, 2019, p. 120）。

2020年のハイセンス年次報告書によれば、2020年にもTVS資産グループは、固定資産、無形資産、長期繰延費用、及びその他の固定資産が含まれ、資産グループの変更がなく、2020年12月31日に、同社はTVS資産グループに対して、減損テストを実施し、回収可能価額を評価した。資産グループの予想されるキャッシュ・フローは、割引された税引前キャッシュ・フローモデルと13%の割引率を使用した。昨年の15%と比較して、今年度の割引率が変更した理由について、主にTVSの法人税率の変更の影響によるものであると説明した。2020年の減損テストも同様ののれんの減損兆候が見当たらないと判断した（ハイセンス年報, 2020, p. 120）。

第7章 美的集団(マイディアグループ)による東芝家電の買収事例

第1節 美的集団(マイディアグループ)のM&Aの概況

美的集団(中国語「美的集団持株³⁴有限公司」、英語:Midea Group Co., Ltd.、略称:美的集団、以下「美的集団」と略称する)は、1968年に中国広東省で設立し、2013年9月18日に、中国深圳証券取引所(証券コード:SZ.000333)で上場した中国家電メーカーのグループ企業である。同社は、「科学と技術は完璧、人生は完璧」、「テクノロジーを利用してより良い生活を創造する」という経営理念を持つ、53年間の開発を経て、家電製品、HVAC(Heating Ventilation and Air Conditioning、空調システム)、ロボット工学及び自動化システム、デジタルビジネスを統合する企業として成長してきた。日本の東芝、三洋電機、そしてドイツのKUKAグループ等の海外企業に対するM&Aを通して、製品の多様化を推進している。現に、世界中の200カ所を超える国と地域で約4億人のユーザーに貢献し、2019年の総売上高は2,794億人民元(約4.5兆円)で、全世界で15万人を超える従業員を誇り、2019年のフォーチュン・グローバル(Fortune Global 500, 2019)第307位にランクインしている。同時に、世界をリードするロボットインテリジェントオートメーション企業であるドイツのKUKAグループの筆頭株主(約95%)である(美的集団年報, 2019, p. 11)。

本稿は、主に2016年頃に、美的集団による東芝家電の買収事例を取り上げ、今回の買収によって発生した東芝家電資産グループののれん問題について検討する。2016年と2017年初頭に、美的集団は、日本の東芝家電、イタリアのClivet(業務用空調機)、ドイツのKUKAグループ(ロボット工学)、及びイスラエルのServotronic(モーションコントロール自動化ソリューション企業)の買収が完了し、グローバルオペレーションの基盤がさらに構築された。美的集団はグローバルな視点で、産業レイアウトと新産業拡大のため、2016年に、総投資額300億人民元(約4,800億円)を超える3つの国境を越えたM&Aを行った。

2016年の美的集団の年次報告書(2016, p. 8)によれば、同社の総営業収益は、前年比15%増加の1,598.42億人民元(約2.55兆円)で、純利益158.62億人民元(約2,538億円)であった。親会社に帰属する純利益は、前年比16%増加の146.84億人民元(約2,349億円)で、全体の総利益率が前年比1.47%の増加で27.39%を達成した。2016年に、美的集団は、複数の製品カテゴリーの収益性が高水準に達し、効率の指標又はリスク指標が改善され、企業の資産構造がさらに最適化し、海外の収益も全面的に増加し、グローバル化及び新規事業開拓に新たなブレイクスルーがもたらされた。美的集団はグローバル事業と新産業の拡大において、一連の主要な海外企業の合併と買収が行われ、重要な一步を踏み出し、市場競争力とグローバル事業の展開がさらに強化した。

まずは、2016年6月に美的集団は、東芝の戦略的協力により、東芝の家電事業本体「東

³⁴ ここでいう「持株」とは、中国語の「股份」で、日本語の株式、株券の意味と相当する。

芝ライフスタイル株式会社 (Toshiba Lifestyle Products & Services Corporation)、以下「TLSC」と略称する」の 80.1%の株式を取得し、東芝ブランドの 40 年間のグローバルライセンスと 5,000 点以上の特許技術を獲得した。今回の戦略的協力は、東芝との優位性のシナジー効果を通じて、将来的にブランド、テクノロジー、チャネル、製造の面で美的集団のグローバル的な影響力と包括的な競争力を効果的に強化する目的である(美的集団年報, 2016, p. 18)と述べている。

次に、2016 年 10 月末に美的集団は、イタリアの有名な業務用空調機である Clivet と正式に契約を結び、Clivet の 80%の株式を取得し、同社の買収を完了した。今回の M&A によって、Clivet の影響力を発揮し、ヨーロッパ及び世界市場における中央空調市場をさらに強化した。市場シェア・販売チャネルの拡大、完全な大規模中央空調生産ラインと技術的なシナジー効果を獲得することによって、企業全体の価値を高めることを目的としている(美的集団年報, 2016, p. 19)。

さらに、2017 年 1 月に美的集団は、「スマートホーム+スマートマニュファクチャリング」とする経営戦略を加速するため、ロボット工学と自動生産装置を主な産業とするドイツの KUKA グループ (KUKA Aktiengesellschaft) を買収する包括的な提案を始動した。美的集団は、KUKA グループの株式の 94.55%を保有することによって KUKA の買収を完了した。今回の海外 M&A によって、美的集団は中国又は世界のロボット工学及び自動化分野における最先端テクノロジー企業に躍進した(美的集団年報, 2016, pp. 18-19)。

そして、2017 年 1 月に美的集団は、イスラエルの Servotronix の買収を完了し、モーションコントロール及び自動化ソリューションの分野で、企業のテクノロジーと製品の備蓄を引き続き充実し、ロボット業界プラットフォームのレイアウトを展開した(美的集団年報, 2016, p. 19)。

美的集団は、前述した一連の海外 M&A を通して、ロボット工学と自動化分野で確固たる基盤を構築と同時に、世界中の生産拠点により、海外新興市場で急速に拡大し、成熟した海外市場での競争力を強化することができた。

第 2 節 美的集団(マイディアグループ)の M&A 戦略

中国は、対外開放政策による外資の直接投資受入れ、企業の経営・技術力の向上、製品輸出の拡大を図り、外貨を蓄積してきた。WTO 加盟後は、グローバル・スタンダードに基づく市場開放、自由競争を推進し、企業の民営化を実行し、中国企業の「走出去」(海外進出)が著しく増えてきている。しかし、中国企業の弱点は、ブランド力の弱さである。安い労働力の利用により、コスト競争力を高めてきたが、今後はこれだけでは不足である。自社ブランドを海外で確立しなければ、先進資本主義諸国企業の OEM³⁵工場にとどまり、将

³⁵ ここでいう「OEM(Original Equipment Manufacturing)」とは、相手先(顧客)ブランドの製品を

来的に生存競争に勝ち残ることは困難とも言える。そこで、グローバル化へさらなる発展を目指す企業は、これまでのノウハウの蓄積を糧に企業力を強化することを考えている。この手段の一つとして、中国企業の対外 M&A である。1980 年代から日本企業の海外進出は、製品製造、製品開発、企業経営の各方面で日本的なシステムを進出国企業（工場）に移転しようとするものであった。中国企業は、対外開放以来、日本企業の直接投資を受け入れる中で、日本企業の海外進出方式の経験を学んできた(王, 2013, p. 65)。

美的集団の海外進出戦略も先行の海外進出の経験を学んで、自社の発展にあった海外進出戦略を実践した。その第一歩として、中国市場では美的ブランドで市場シェアを高めていきながら、海外市場では OEM 製品を中心に輸出する。次に、直接的な海外企業の M&A によって、ローカルな企業を実際に経営することにより、海外の経営経験を積み、海外市場の販売を拡大する。それによって、美的ブランドを海外市場で少しずつ浸透させる。続いて、世界規模で美的という家電ブランドとして確立し、「美的ブランド」の家電製品をグローバルに販売を実施することである(王, 2013, p. 66)。

特に、前述した一連の海外企業の M&A を実施した 2016 年～2017 年の美的集団の成長戦略から、「世界をリードする家電、HVAC、ロボティクス、産業オートメーション技術グループになる」という戦略的なビジョンと、事業拡大戦略として、大きく 3 つの柱を掲げている。これは、「プロダクトリーダーシップ、オペレーションとイノベーション、グローバルオペレーション」を戦略的主軸として、企業の革新発展を目指していくこと(美的集団年報, 2016, p. 30)を確立されている。

① 「プロダクトリーダーシップ」

最初が技術革新、品質向上及び高質プロジェクトを通じてプロダクトリーダーシップを実現することである。これは、メーカーなのでモノづくり又は製品を提供する力を高めていく、製造業の原点に立ち返る。製品とユーザーに焦点を当て、製品構造を最適化し続け、製品力の強さを着実に向上させることである。

② 「オペレーションとイノベーション」

オペレーションとイノベーションは、いわゆる企業の効率経営を実現することである。美的集団は、管理効率、製造効率、及び資産効率の向上を通じて、効率性に牽引された新たなコスト競争力の優位性を生み出す目的とする。特に、「1 つの美的、1 つのシステム、1 つの標準」という美的集団の企業経営と運営の基盤を強化した。

③ 「グローバルオペレーション」

グローバルな業界の M&A 活動に焦点を当て、戦略的な市場地域の拡大に注目し、グロー

受託し製造すること。

バル事業の基盤を強化する。そして、研究開発投資を継続的に増やし、グローバルな研究開発力を強化する。また、グローバルな視点で産業レイアウトと新産業拡大を実施する。特に新産業拡大の側面から、ロボット工学と産業オートメーションの分野における産業レイアウト、及び産業戦略に関する新しい研究を強化し、新しい成長ポイントと産業プラットフォームを育成することもこれから企業の戦略的な発展方向として確立されている(美的集団年報, 2016, p. 30)。

2016年に美的集団は TLSC に対する買収も、今までの海外ビジネスが OEM を中心とする方式から、ブランドビジネスをグローバル化に展開する方式に変更した模索であった。

このような一連の海外進出戦略によって、美的集団は、複数の製品カテゴリーで世界最大規模のメーカー又はブランド製品を所有する企業の1つとして成長してきた。生産規模、海外市場の競合、又は他社では再現することが難しい効率とコストの優位性等によって、美的集団の海外売上高は、同社の総売上高の約50%を占められ、世界200ヵ国以上に製品を輸出している。同社は、グローバルな合併事業と協力の機会を捉え、美的ブランドの構築、又は地域拡大によって、製品体制は「OEM」から「OBM」³⁶に転換し、組織形態も従来の「中国からの輸出」から、「現地事業」への転換を実現している(美的集団年報, 2016, p. 14)。

第3節 美的集団(マイディアグループ)の株主構成

美的集団は、2000年4月7日に広東美的集団有限公司の労働組合委員会が発起人として、広東省佛山市順徳区市場安全監督局に法人登録によって設立した家電メーカーである。2012年8月30日に、組織形態を株式会社に変更した。そして、2013年7月29日に、承認を受け、従来に深圳証券取引所で上場した広東美的有限公司を吸収・合併することによって、2013年9月18日に、美的集団は、深圳証券取引所に上場した。2019年12月31日に同社の株式資本金は69.72億人民元(約1,116億円)で、総株式数は69.72億株であった。その中には、販売条件が制限された取引可能なA株が165,402,513株で、販売条件が制限されない取引可能なA株が6,806,497,061株である(美的集団年報, 2019, p. 122)。

下記の図表(7-1)に、美的集団は、TLSCに対するM&Aを実施する前後4年間において、上位3名(4名)の株主の株式保有状況を纏めた。TLSCの買収実施年度の2016年12月31日に、美的集団は、グループの株式22.44億株、総株数の34.75%を保有している。中国国内の国有法人中国証券金融持株有限公司は、1.8億株、総株数の1.80%を保有し、そして2012年から美的集団のCEO兼総裁を就任した国内自然人の方洪波(Fang Hongbo)は、1.36億株、総株数の2.12%を占め、上記3名の株主は、合計25.6億株を保有し、同社の総株数の39.66%を占めている(美的集団年報, 2016, p. 58)。

³⁶ ここでいう「OBM(Original Brand Manufacturing)」とは、自社のブランドの製品を自社製造すること。

図表 7-1、美的集団 M&A 前後年度の株主構成（単位：株）

株主	M&A 実施の 2016 年度		M&A 実施後の 2017 年度		M&A 実施 2 年後 2019 年度	
	持株数	割合 (%)	持株数	割合 (%)	持株数	割合 (%)
美的持株有限公司 (非国有法人)	22.44 億	34.75%	22.12 億	33.71%	22.12 億	31.73%
香港中央結算有限公司 (境外法人)	—	—	6.26 億	9.56%	11.77 億	16.89%
中国証券金融持株有限公司 (国有法人)	1.80	2.79%	2.22 億	3.39%	1.98 億	2.84%
方洪波(国内自然人)	1.36	2.12%	1.36 億	2.09%	1.36 億	1.96%

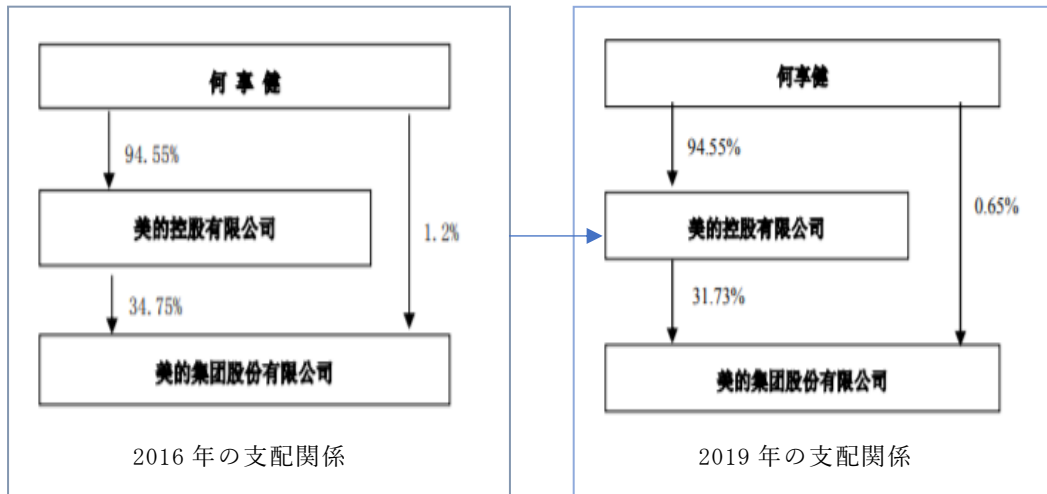
(出典：美的集団年報, 2016, p. 58, 2017. p. 63, 2019, pp. 91-92 を基に筆者作成)。

TLSC を買収後の 2017 年及び 2019 年の株主構成状況から、美的持株有限公司は、同グループの株式 22.12 億株を持続的に保有し、2017 年と 2019 年各年度の総株式資本の 33.71%、31.77%を占めている。そして、美的集団の CEO 兼総裁を就任した国内自然人の方洪波は、2017 年と 2019 年にもっている株式数は共に 1.36 億株で、占める割合は、2017 年の 2.09%から 1.96%に微小変化した。株数保有の第 2 位は、2017 年から境外法人の香港中央結算有限公司が追加された。上位大株主の累計株数は、株式総数の 44.53%を占めている（美的集団年報, 2018, p. 68）。2016 年からの一連の海外 M&A 活動は、美的集団の株主構成に対する影響が見当たらない結果である。

そして、美的集団におけるトップマネジメントと支配関係（図表 7-2）を確認してみる。同社の年次報告書によれば、2016 年のトップマネジメントは、何享健(He Xiangjian)で、美的ホールディングスの 94.55%を占める株式を保有し、間接的に、美的集団持株有限公司の 34.75%の株式を保有し、境内自然人として直接に美的集団持株有限公司の 1.2%の株式を保有している。2019 年にも同様直接に 0.65%の株式、間接的に 31.73%の美的集団の株式を保有していることによって、美的集団の事実的な支配株主であることがわかる。

何享健は、1968 年 5 月に 5,000 人民元(現に約 10 万円)を調達し「順徳北滘街為プラスチック生産組」を設立し、1980 年に電気ファンの製造を開始することによって家電業界に参入した。1992 年に美的の株式改革を推進し始め、2001 年に完成させた。2012 年に美的集団の創始者として美的ホールディングス株式会社の代表取締役会長に就任し、信託又はその他の資産管理方式で、美的集団の事実上の支配人として勤めている（美的集団 HP, 2021）。

図表 7-2、美的集団の支配株主とトップマネジメントとの関係図



(出典：美的集団年報, 2016, p. 60, 2019, p. 94)。

第4節 美的集団(マイディアグループ)の業績及び財政状態

美的集団は、持続的な経営を基本とし、実際発生した取引及び経済事象に基づいて、2006年2月15日に中国財政部が発行した『企業会計準則—基本準則』(財政部令, No. 33 公表、財政部令, No. 76 修正)及び2014年に修正した42項目個別準則、企業会計準則適用ガイドライン、企業会計準則に対する解釈及びその他関連規定(以下、『企業会計準則』と総称する)、及び中国証券監督管理委員会が公表した『公開発行証券の企業における情報開示・財務報告規則第15号—財務報告の一般的な規定』(修正版, 2014)に準じて、年次報告書を編成し、開示している(美的集団年報, 2019, p. 122)。

本件の事例研究は、買収前年度の2015年から、買収後の2019年までの5年間の年次報告書を用いて、特に2016年に美的集団による日本家庭用電気家電のTLSCの買収状況及びのれんの発生状況を分析する。2015年度から2019年度までの5年間の同社年次報告書に基づいて、美的集団の業績及び財政状態を図表7-4(連結貸借対照表)及び図表7-5(連結損益計算書)を整理した。

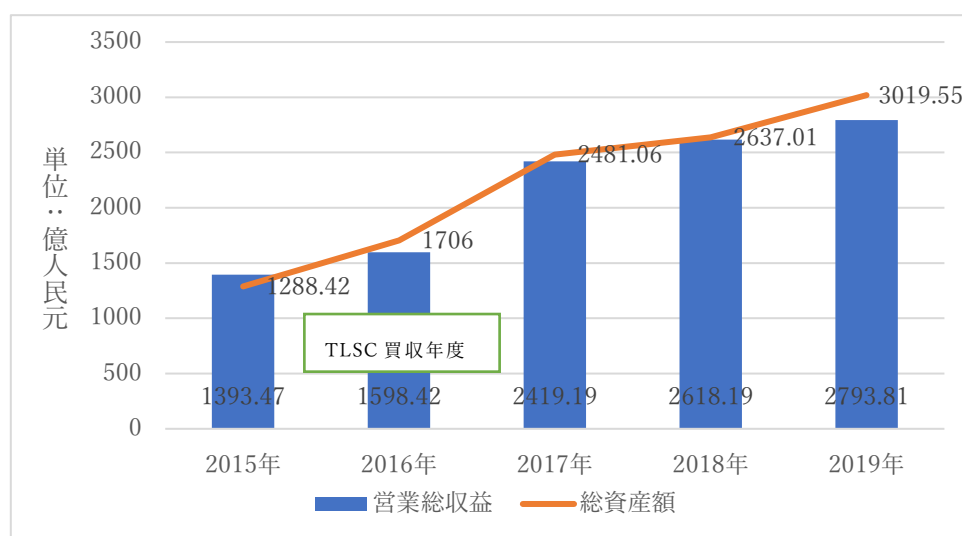
美的集団の年次報告書によれば、2014年と比較して、2015年の資産総額は、前年比7.11%増加の1,288.4億人民元(約2.06兆円)で、負債総額は、前年比2.35%減少の728億人民元(約1.17兆円)であった。2015年の美的集団の営業総収益は、前年比2.28%減少の1,393.47億人民元(約2.23兆円)で、営業利益は前年比10.90%増加の149億人民元(約2,384億円)で、当期純利益は、前年比16.99%増加の136億人民元(約2,176億円)であった。

2015年の美的集団の年次報告書によれば、美的集団の製造業の営業収益が91.67%、他の物流輸送が1.19%を占めて、製造分野が同社の主な事業内容であることがわかる。また、

製品別の区分について、大型家電が 63.52%、小型家電が 25.6%、モーター類が 4.67%、ロジスティクスが 2.9%を占めている。地域別の営業収益について、国内が 57.17%、海外が 35.7%を占めている（美的集団年報, 2015, p. 23）。

2015 年から 2019 年まで、美的集団の資産総額と営業総収益の変遷は、図表 7-3 に示したとおりである。買収年度の 2016 年の営業総収益が 1,598 億人民元（約 2.56 兆円）、2017 年が 2,419 億人民元（約 3.87 兆円）、2018 年が 2,618 億人民元（約 4.19 兆円）、2019 年が 2,793 億人民元（約 4.47 兆円）、前年比 6.68%増加した結果となった。

図表 7-3、2015 年-2019 年 美的集団の資産総額と営業総収益の変遷（単位：億人民元）



（出典：美的集団 2015 年-2019 年年次報告書を基に筆者作成）。

① 2015 年 美的集団(マイディアグループ)の業績及び財政状態

2015 年の家電業界には、市場の低迷、競争の激化が進む中で、持続的な変革を問われるようになった。中国工業情報化部が発表したデータによれば、2015 年の家電業界の主な営業収入は 1.4 兆人民元（約 22 兆円）で、累計で前年比 0.4%減少した。また、北京中怡康時代市場研究有限公司(CMM)のデータによれば、同年のエアコンの年間小売の売上高は、前年比 5%減少し、冷蔵庫が 2.2%減少し、3つの家電製品（エアコン、冷蔵庫、洗濯機）のうち、洗濯機のみがわずかに増加し、約 1.8%伸びの結果となった（美的集団年報, 2015, p. 13）。

このような状況の中に、美的集団は、製品力と経営効率の向上、海外レイアウトの最適化、自社ブランドの構築及び効率経営をより高いレベルに引き上げられた。2015 年度に、美的集団は、フォーチュンチャイナ 500 の第 32 位にランクインし、家電業界で第 1 位に躍進した（美的集団年報, 2015, p. 2）。

2015 年の美的集団の年次報告書(2015, p. 18)によれば、同社の総営業収益は、前年比マイナス 2%減少の 1,393.47 億人民元（約 2.23 兆円）であり、営業収益減少した要因について、主に製品構造のアップグレード、コスト管理、原材料価額高騰等を挙げられている。

また、支配株主に帰属する純利益は 136.25 億人民元（約 2,180 億円）で、前年比 21%の増加となり、大手家電グループとしては、好調に推移している。全体の売上総利益率は、前年同期比 25.92%の増加で、営業活動によるキャッシュ・フローは 267.64 億人民元（約 4,282 億円）を達成し、前年比 8%の増加であった（美的集団年報, 2015, p. 17）。

② 2016 年 美的集団(マイディアグループ)の業績及び財政状態

2016 年には、美的集団における年度経営目標を全面的に達成した経営年度であった。家電製品業界の地位を着実に改善され、経営効率も引き続き改善され、資産構造も効果的に最適化された。特に注目したいグローバルな事業展開と資産配分は実りある結果をもたらし、海外事業が全面的に成長した年度とも言える。2016 年から 2017 年上半期にかけて、美的集団は、日本の東芝家電、ドイツの KUKA、イタリアの Clivet、イスラエルの Servotronic 等の一連の国境を越えた M&A を完成した。これによって、美的集団は、家電、HVAC、ロボット工学、産業オートメーションの分野でリードするテクノロジーグループに向けて重要な一歩を踏み出し、株主と資本市場の支持と認識も獲得し、年間時価評価額は 34%増加し、初めて 2,000 億人民元（約 3.2 兆円）を超えた。2016 年の美的集団の年次報告書(2016, p. 16)によれば、同社の総営業収益は、前年比 15%増加の 1,598.42 億人民元（約 2.56 兆円）で、当期純利益は 158.62 億人民元（約 2,538 億円）で、親会社に帰属する純利益は前年比 16%増加の 146.84 億人民元（約 2,349 億円）であった。全体の売上総利益率は 27.39%で、前年比で 1.47%を増加した。

③ 2017 年 美的集団(マイディアグループ)の業績及び財政状態

2017 年には、美的集団は、コアビジネス、バリューチェーン及びビジネスフローの再構築等の構造改革を加速し、引き続き東芝の家電製品のグローバルビジネス戦略を推進した。特に、美的集団の独立したブランド戦略をサポートできる社内環境を創造するため、東芝ブランド及びテクノロジーのクロスライセンス、社内外のサプライチェーンの分類、チャンネルの承認、及び法人管理統合等の政策を取り上げた。

2017 年に、東芝家電 TLSC は、下記の 3 つの対策によって、企業の構造調整を中心とする経営改革を推進・深化した。

対策その 1：美的集団の関連家電製品事業部と完全に連携し、東芝ブランド製品のグローバルレイアウトを促進した。特に、美的集団の家電製品事業部において、ブランド、チャンネル、R&D イノベーション、サプライチェーン、高品質の製造等のシナジー効果の創出を加速した。

対策その 2：グローバル IT 基本プラットフォーム及び内部システムプロセスへのアクセスを強化し、オペレーションとイノベーションを向上させる。

対策その 3：日本と海外市場を深く注力するという経営戦略を実行し、E コマース事業を積極的に展開し、2018 年の経営目標を確実に実現できるため、市場、製品、システム、メ

カニズム等の側面から万全の準備を整えた（美的集団年報, 2017, p. 24）。

図表 7-4、2015 年-2019 年 美的集団連結貸借対照表(単位：億人民元)

決算年度（各年度 12 月 31 日）	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年
資産					
流動資産					
現金、銀行預金及びその他貨幣資金	709.16	278.88	482.74	271.69	169.73
交易性金融資産	10.87	—	3.53	4.12	1.58
受取手形	47.68	125.56	108.54	74.27	128.89
売掛金	186.63	193.91	175.28	134.54	103.71
前払金	22.46	22.16	16.72	15.87	9.88
棚卸資産	324.43	296.45	294.44	156.27	104.48
流動資産合計	2164.83	1826.89	1698.11	1206.21	933.68
非流動資産					
無形資産	154.84	161.87	151.67	68.68	33.92
のれん	282.07	291.00	289.03	57.31	23.93
非流動資産合計	854.72	810.11	782.96	499.79	354.74
資産総額	3019.55	2637.01	2481.06	1706.0	1288.42
負債及び所有者持分(株主持分)					
流動負債					
短期借入金	57.02	8.70	25.84	30.24	39.21
支払手形	238.92	233.25	252.07	184.84	170.78
買掛金	425.36	369.02	351.44	253.56	174.48
前受金	162.32	167.82	174.09	102.52	56.16
流動負債合計	1443.18	1302.31	1190.91	891.84	720.03
非流動負債					
長期借入金	412.98	320.91	329.86	225.43	0.9
負債合計	1944.59	1712.46	1651.82	1016.24	728.10
株主持分					
払込資本金(株主資本金)	69.72	66.63	65.61	64.58	42.66
資本剰余金	196.40	184.51	159.11	135.96	145.11
利益剰余金	64.47	50.79	38.82	28.04	18.47
未処分利益	727.13	587.62	476.27	381.05	295.30
所有者持分(株主持分)合計	1074.96	924.54	829.25	689.76	560.31
負債及び所有者持分(株主持分)総額	3019.55	2637.01	2481.06	1706.0	1288.42

(出典：美的集団 2015 年-2019 年年次報告書を基に筆者作成)。

このような一連の経営革新によって、M&A 実施後の 2017 年には、東芝家電 TLSC の営業収益は 150 億人民元（約 2,400 億円）を超えた。為替レートの変動、原材料価格の上昇、世界的な複雑な経済情勢等の外的要因の影響により TLSC は、2017 年の収益目標を達成できなかったが、それにしてもコア事業である家電製品の市場規模が拡大した。特に競争が激しい日本市場において、東芝の冷蔵庫、洗濯機、エアコンのシェアは着実に伸びている（美的集団年報, 2017, p. 22）。

2017 年の美的集団の年次報告書(2017, p. 2)によれば、同社の総営業収益は、前年比 51.35%増加の 2,419.19 億人民元(約 3.9 兆円)で、当期純利益は 186.11 億人民元(約 2,977 億円)で、親会社に帰属する純利益は前年比 17.71%増加の 172.84 億(約 2,765 億円)を達成した。2017 年の美的集団の時価評価額は、3,630 億人民元(約 5.8 兆円)を達成し、全年度の成長率が 100%を超えた。

④ 2018 年 美的集団(マイディアグループ)の業績及び財政状態

中国家庭用電化製品協会が発表したデータによると、2018 年に中国国内の家電業界の主な営業収益は、前年比 9.9%増の 1.49 兆人民元(約 23 兆円)で、営業利益は、1,225.5 億人民元(約 1.9 兆円)で、前年比 2.5%の増加であった。中国国内家電市場の小売規模は、前年比 1%増加の 8,204 億人民元(約 13 兆円)に達し、成長率は鈍化する一方、家電産業の海外輸出額は、686.3 億米ドル(約 7.1 兆円)に達し、前年比 9.9%の増加で、安定的な成長率であった（美的集団年報, 2018, p. 11）。

2018 年の美的集団の年次報告書(2018, p. 2)によれば、同社は総営業収益が前年比 8.23%増加の 2,618.19 億人民元(約 4.1 兆円)を達成し、親会社に帰属する当期純利益は、前年比 17.05%増加の 202.31 億人民元(約 3,237 億円)を実現し、安定的な経営効率を維持し、競争力の向上と同時に、研究開発投資をさらに増やし、製品力の強化、販売チャネルの改革、シナジー効果の有効利用、産業用インターネットと IoT³⁷の実践、及びマルチブランドシステムの構築などを前向きな進歩と結果をもたらした。

2018 年のフォーチュン・グローバル 500 (Fortune Global 500) ランキングに、美的集団は、第 323 位にランクインし、中国の家電業界で第 1 位の成果を果たした。また、「BrandZ[™]2018 トップ 100 最も価値のある中国ブランド」ランキングでは、第 26 位にランクインし、ブランド価値が 40%を上昇し、中国国内の家電ブランドをリードするハイテク企業に成長した。イギリスの評価機関である Brand Finance 社が発表した Global Value Brand 500 に、第 138 位にランクインしている（美的集団年報, 2018, p. 2）。

³⁷ ここでいう「IoT (Internet of Things)」とは、日本語では「モノのインターネット」と訳され、「モノ」をインターネットに接続することで、離れた場所から対象物を計測・制御し、モノ同士の通信を可能にする技術である。

図表 7-5、2015 年-2019 年 美的集団連結損益計算書(単位：億人民元)

項目/ 決算年度	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年
営業総収益	2793.81	2618.19	2419.19	1598.42	1393.47
減算：営業総コスト					
営業コスト	1979.13	1881.65	1804.61	1156.15	1026.63
研究開発費用	96.38	83.77	—	—	—
営業税金及び付加費	17.21	16.17	14.17	10.77	9.11
販売費用	346.11	310.85	267.38	176.78	147.99
管理費用	95.31	95.71	147.80	96.21	74.41
財務費用	22.31	18.23	8.16	10.05	1.39
資産減損損失	8.71	4.47	2.69	3.81	0.048
営業利益(損失は「—」で記入)	296.83	255.64	216.28	173.24	149.17
利益総額(損失は「—」で記入)	299.29	257.73	218.55	189.14	160.51
当期純利益(損失は「—」で記入)	252.77	216.50	186.11	158.62	136.25
1株当たり利益					
(一) 基本的1株当たり利益(元/1株)	3.60	3.08	2.66	2.29	2.00
(二) 希薄化後1株当たり利益(元/1株)	3.58	3.05	2.63	2.28	1.99

(出典：美的集団 2015 年-2019 年年次報告書を基に筆者作成)。

⑤ 2019 年 美的集団(マイディアグループ)の業績及び財政状態

2019 年には、世界経済と貿易成長が大幅に減速し、中米貿易紛争の激化、中国国内経済成長の低下、不動産市場の低迷等の複合的な内外の要因の影響によって、家庭用電化製品の成長率も減速した。中国家庭用電化製品研究所と国立家庭用電化製品産業情報センターのデータによれば、中国の国内市場における家電産業の小売規模は、前年比 2.2%減の 8,032 億人民元(約 13 兆円)で、家電産業の輸出規模は、前年比 0.9%増の 3,034 億人民元(約 4.9 兆円)であった(美的集団年報, 2019, p. 17)。

2019 年の美的集団の年次報告書(2019, p. 2)によれば、同社は、前年比 6.71%増の 2793.81 億人民元(約 4.7 兆円)の総営業収益を達成し、親会社に帰属する当期純利益は、前年比 19.68%増の 242.11 億人民元(約 4,085 億円)を達成した。そして、2019 年フォーチュン・グローバル 500 (Fortune Global 500) ランキングに、美的集団は、第 312 位にランクインし、2016 年にランクインに入ってから 169 位の上昇であり、そして、フォーチュンチャイナ 500 ランキングでは、第 36 位にランクインし、5 年連続で中国の家電業界で第 1 位を維持している。「BrandZ™2019 の最も価値のある中国のブランドトップ 100」によると、美的集団は、第 33 位にランクインし、ブランド価値は 20%も上昇した。イギリスの評価機関である Brand Finance 社が発表した Global Value Brand 500 に、中国のテクノロジー

ブランドで第 27 位にランクインし、中国国内ブランドをリードする地位を確立できた（美的集団年報, 2018, p. 2）。

図表 7-6、2015 年-2019 年 美的集団営業収益構成(単位：億人民元)

項目	年度	2019 年		2018 年		2017 年		2016 年		2015 年	
		金額	割合	金額	割合	金額	割合	金額	割合	金額	割合
営業収益		2782	100%	2596	100%	2407	100%	1590	100%	1384	100%
業界区分											
製造業		2542	91.40%	2380	91.68%	2211	91.87%	1452	91.34%	1269	91.67%
物流運送業		—	—	—	—	—	—	19	1.20%	16	1.19%
製品分類											
暖通空調		1196	42.99%	1093	42.13%	985	39.61%	—	—	—	—
消費電器		1094	39.35%	1029	39.66%	987	41.02%	—	—	—	—
ローボード		251	9.05%	256	9.89%	270	11.23%	—	—	—	—
家庭用電気		—	—	—	—	—	—	978	61.53%	879	63.52%
小型家電		—	—	—	—	—	—	432	27.21%	354	25.6%
電機		—	—	—	—	—	—	72	4.54%	64	4.67%
物流		—	—	—	—	—	—	50	3.16%	40	2.90%
注：ここでの割合は、各業界区分収益が営業総収益に対する比率となる。											

(出典：美的集団 2015 年-2019 年年次報告書を基に筆者作成)。

図表 7-7、2015 年—2019 年 美的集団主な営業コスト構成(単位：億人民元)

項目	年度	2019 年		2018 年		2017 年		2016 年		2015 年	
		金額	割合	金額	割合	金額	割合	金額	割合	金額	割合
営業コスト		1979	100%	1881	100%	1804	100%	1156	100%	1026	100%
業界区分											
製造業		1765	89.16%	1686	89.95%	1625	73.49%	1032	89.27%	932	90.84%
製品分類											
暖通空調		816	46.23%	758	44.95%	676	41.60%	—	—	—	—
消費電器		750	42.49%	729	43.23%	712	43.81%	—	—	—	—
ローボード		199	11.27%	198	11.74%	231	14.21%	—	—	—	—
家庭用電気		—	—	—	—	—	—	694	67.24%	637	68.34%
小型家電		—	—	—	—	—	—	304	29.45%	266	28.54%
注：ここでの割合は、各業界区分コストが営業コストに対する比率となる。											

(出典：美的集団 2015 年—2019 年年次報告書を基に筆者作成)。

第5節 美的集団(マイディアグループ)のキャッシュ・フローとのれん

美的集団のキャッシュ・フロー計算書(図表7-8)を確認してみる。TLSVを買収前年度の2015年12月期の決算では、営業活動によるキャッシュ・フローは267.64億人民元(約4,282億円)で、投資活動によるキャッシュ・フローはマイナス179.89億人民元(約2,878億円)で、その結果フリー・キャッシュ・フローは、87.75億人民元(約1,404億円)で、期末に現金及び現金同等物の純増加額は、マイナス2.23億人民元(約35.68億円)で、現金及び現金同等物の期末残高は、51.87億人民元(約830億円)である。そして、M&Aを実施した2016年のフリー・キャッシュ・フローは、69.14億人民元(約1,106億円)であった。さらに、M&Aを実施した3年後の2019年12月末の決算では、フリー・キャッシュ・フローは、154.9億人民元(約2,478億円)に昇り、M&A後に良好的な営業活動を行っているとは評価できる。

また、同社の長期債務の側面から、2015年の0.9億人民元(約14億円)で、2016年の225.43億人民元(約3,607億円)で、そして2019年の412.98億人民元(約6,877億円)であった。各年度の期末現金及び現金同等物の残高と比べ、長期負債の方が上昇している傾向である。美的集団の各年度の営業総収益及び資産総額、買収後各年度のフリー・キャッシュ・フロー(2015年,87.75億人民元→2016年,69.14億人民元→2017年,マイナス102.97億人民元→2018年,92.19億人民元→2019年,154.9億人民元)の変化から、企業が将来の正味キャッシュ・フローを生み出す能力を持ち、企業の経営活動によって企業資金の創出が順調であり、将来を見据えた新たな投資等への資金運用の可能も有していることがわかる。

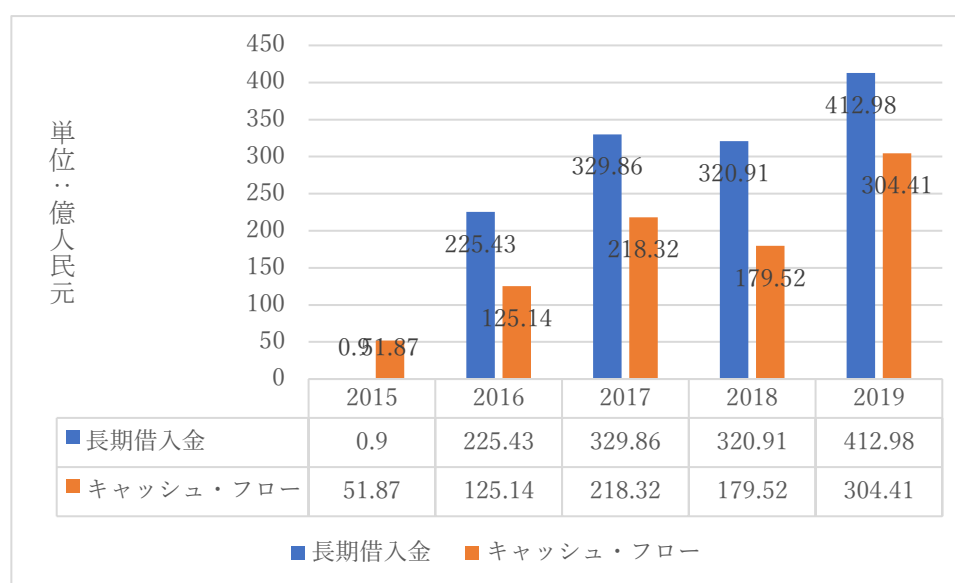
美的集団の年次報告書によれば、2016年12月期末において、のれんの取得原価は、57.3億人民元(約916億円)で計上した。この結果、2016年度におけるのれん/総資産(約1,706億人民元、約2.73兆円)の比率3.35%、のれん/純資産(約689億人民元、約1.1兆円)の比率8.31%、のれん/営業利益(約173億人民元、約2,768億円)の比率33.12%で、のれんが約3カ月分の利益に相当することを示している。のれんは現金及び現金同等物の期末残高125.14億人民元(約2,002億円)の45.78%であるため、財政体質の強固により大きな影響がなく、そして、2017年から、2019年までに、各年度末にのれんの減損損失が発生していない結果である。美的集団の資産減損及びのれんの減損テストの詳細は、本章第8節で分析する。

図表 7-8、2015 年-2019 年 美的集團のキャッシュ・フロー計算書(単位：億人民元)

項目/決算年度	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年
一. 営業活動によるキャッシュ・フロー					
営業活動によるキャッシュ・フロー純額	385.90	278.61	244.42	266.95	267.64
二. 投資活動によるキャッシュ・フロー					
投資活動によるキャッシュ・イン・フロー	890.05	679.98	892.96	763.23	447.41
投資活動によるキャッシュ・アウト・フロー	-1121.12	-866.40	-1240.36	-961.04	-627.30
投資活動によるキャッシュ・フロー純額	-231.0	-186.42	-347.39	-197.81	-179.89
三. 財務活動によるキャッシュ・フロー純額	-32.73	-133.87	196.52	1.59	-88.76
四. 現金及び現金同等物に対する為替レートの変動の影響額	2.8	2.8	-0.36	2.52	0.16
五. 現金及び現金同等物の純増加額	124.89	-38.79	93.17	73.26	-0.84
加算：期首現金及び現金同等物の残高	179.52	218.31	125.14	51.87	52.72
六. 期末現金及び現金同等物の残高	304.41	179.52	218.32	125.14	51.87

(出典：美的集團 2015 年—2019 年年次報告書を基に筆者作成)。

図表 7-9、2015 年-2019 年 キャッシュ・フローと長期借入金の関係(単位：億人民元)



(出典：美的集團 2015 年-2019 年年次報告書を基に筆者作成)。

第 6 節 美的集團(マイディアグループ)の無形資産の状況

美的集團の年次報告書(2015, p. 25)によれば、無形資産は、土地使用権、特許権及びその他同形態のない非貨幣性資産を含まれている。無形資産の当初測定は、取得原価に基づ

き測定すること。また、無形資産の耐用年数及び減損テスト等の会計処理は、下記のとおり述べている。

① 土地使用权について

土地使用权は、40～50年の耐用年数に基づいて均等に償却する。土地及び建物の購入価額を土地使用权と建物との間で合理的に配分することが困難な場合に、固定資産とみなされる。

② 特許及び非特許技術について

特許権は、法律で定められた有効期間、契約で定められた耐用期間、又は収益期間に応じて均等に償却する。

③ 耐用年数及び償却方法に対して定期的に見直し、耐用年数が限られている無形資産の見積耐用年数及び償却方法は、各年度末に見直され、適切に調整する（美的集団年報、2015, p. 25）。

無形資産の減損問題について、下記のとおり述べている。

無形資産の回収可能価額が帳簿価額を下回る場合に、帳簿価額は回収可能価額まで評価減される。そして、固定資産、建設仮勘定、耐用年数が限られている無形資産、原価モデルで測定した投資不動産、及び子会社、合併会社、関連会社等への長期株式投資等には、貸借対照表日に減損の兆候が見られる場合に、減損テストを実施すること。なお、減損の兆候があるかどうかに関係なく、まだ使用可能な状態に達していない無形資産は、少なくとも年に一度減損テストを実施する。

図表 7-10、美的集団の無形資産の耐用年数

項目	耐用年数	償却方法
土地使用权	40年～50年	定額法
特許権、非特許技術	特許権は、法律で定められた有効期間、又は契約の規定と受益期間に応じて償却する。 非特許技術は、契約又は受益期間にしたがって償却する。	定額法
商標権	30年	定額法
商標使用权	40年	定額法

（出典：美的集団年報、2019, p. 86）。

減損テストの結果は、資産の回収可能価額が帳簿価額を下回っていることが判明した場合に、その差額に基づいて減損損失を確認し、減損引当金を計上する。回収可能価額は、資産の公正価値から処分費用を差し引いた正味価値と資産の予想将来キャッシュ・フローの現在価値のいずれか高い方である。資産の減損引当金は、単一の資産に基づいて、計算及び確認する。単一の資産の回収可能額を見積もることが困難な場合には、資産が属する

資産グループを使用して、資産グループの回収可能額が決定される。ここでの資産グループは、独立してキャッシュ・イン・フローを生成できる資産の最小の組み合わせである。

そして、2016年の美的集団の年次報告書(2016, p. 98)によれば、土地使用権、特許権及び非特許技術及びその他以外に、商標権及び商標使用権が追加され、無形資産の項目を増えることとなった。これは、2016年のM&A活動によって、取得した東芝ブランド等の商標権及び商標使用権の部分であると推測される。商標権及び商標使用権の当初測定及び償却方法(図表7-10)について、下記のとおり述べている。

「取得した商標権は、取得時の原価で測定され、見積耐用年数が30年に基づいて、均等に償却する。非共通支配下の企業結合で取得した商標権は、評価された公正価値で計上すること。取得した商標使用権は、取得時の原価で測定する。非共通支配下の企業結合で取得した商標使用権は、評価された公正価値で計上する。また、商標使用権の耐用年数は、40年間平均償却に基づいて処理する(美的集団年報, 2019, p. 86)」。

例えば、2015年の美的集団の年次報告書(2015, p. 102)によれば、同年度期末に33億人民元(約528億円)の土地使用権、0.54億人民元(約8.6億円)の非特許技術、0.38億人民元(約6億円)のその他無形資産、合計33.92億人民元(約542億円)を無形資産として計上した。同年度期末に無形資産の計上額は、総資産の2.63%を占めていることがわかる。

TLSCを買収した2016年の年次報告書(2016, p. 126)によれば、同年度期末に31.76億人民元(約508億円)の土地使用権、0.87億人民元(約1.39億円)の非特許技術、1.66億人民元(約26.6億円)の特許権、5.54億人民元(約88.6億円)の商標権、25.25億人民元(約404億円)の商標使用権、及びその他3.6億人民元(約57.6億円)の無形資産、合計68.68億人民元(約1,099億円)を無形資産として計上した。同年度期末に無形資産の計上額は、総資産の4%を占めていることがわかる。前年度同と比べ102%の増加であった。無形資産の期末帳簿価額の増加も、TLSC等の買収による結果である。

2017年の美的集団の年次報告書(2017, p. 137)によれば、同年度期末に31.10億人民元(約498億円)の土地使用権、16.1億人民元(約258億円)の非特許技術及び特許技術、49.09億人民元(約786億円)の商標権、23.34億人民元(約373億円)の商標使用権、及びその他32.04億人民元(約513億円)の無形資産、合計151.67億人民元(約2,427億円)を無形資産として計上した。同年度期末無形資産の計上額は、総資産の6.08%を占めていることがわかる。前年度同と比べ220%の増加であった。無形資産の期末帳簿価額の増加も、2017年によるKATU等の買収による結果である。

そして、2018年、2019年の年次報告書によれば、それぞれ計161億人民元(約2,576億円)、154億人民元(2,464億円)の無形資産を計上し、前年度と比べそれぞれ1.06%の増加、と0.96%の減少であった。

第7節 美的集団(マイディアグループ) ののれんの発生状況

美的集団の年次報告書(2016, p. 83)によれば、非共通支配下の企業結合によって発生したのれんは、下記のとおり規定している。

「非共通支配下の企業結合は、取得原価及び企業結合で取得した識別可能純資産は、取得日の公正価値に基づいて測定すること。企業結合において、取得した被取得企業の識別可能な純資産の公正価値のうち持分相当額を上回る場合に、その差額は、のれんとして認識すべきである。

取得した被取得企業の識別可能な純資産の公正価値のうち持分相当額を下回る場合、その差額を当期損益に計上すること。企業結合を実行するため発生した直接関係費用は、発生時に当期損益に計上すること。企業結合において、発生又は引き受けた債務性証券、及び発生した持分証券の費用は、持分証券及び債務性証券の取得金額に計上する。

複数回の交換取引により段階的に実現した企業結合について、連結財務諸表において、購入日より前に保有した購入当事者の資本は、購入日に同資本の公正価値で再測定され、公正価値とその帳簿価額との差額は、当期投資収益に計上すること。購入日前に、保有する被取得者の持分が、持分法により計算されたその他の包括利益及び純損益以外の所有者の持分、及びその他所有者權益の変動は、購入日に当期の収益に計上する。なお、取得側が新たに測定した受益計画による純負債・純資産の変動で発生したその他包括収益を除くこと。のれんは、被取得企業の以前に保有していた株式の公正価値と購入日に支払われた対価の公正価値の合計、と購入日の被取得子会社の識別可能な純資産の公正価値の差額である(美的集団年報, 2016, p. 83)。

① 非共通支配下の TLSC の買収概況

美的集団は、2016年3月30日に、第二期第七回董事会を開催し、『東芝との戦略的協力の深化に関する議案』を検討した上、承認した。美的集団と東芝との戦略協力関係を深化するために、東芝との間に、株式譲渡契約を締結した。同株式譲渡契約によれば、美的集団は、東芝の家電事業の本体である東芝家電 TLSC の 80.1% の株式を約 537 億円で取得し、東芝が 19.9% の株式を保留する。これと同時に、美的集団は、東芝ブランドの 40 年間のライセンス及び家庭用電気家電に関連する 5,000 件以上の特許を取得することになる。

2016年6月30日(取得日)現在、美的集団は、日本の公正取引委員会(Japan Fair Trade Commission)に関する独占禁止審査、及び中国国家發改委³⁸(National Development and Reform Commission)の届出等、この取引に必要とするすべて承認を取得した。また、株式譲渡契約及び関連取引契約に基づき、株式引渡し条件を満たし、美的集団と東芝は、取引

³⁸ ここでいう“發改委”とは、中華人民共和国国家發展及改革委員会(National Development and Reform Commission)である。

契約に関する事項について合意に達し、取得日においてこれらの契約の調印を完了した。今回の取引の買収対価は、東芝及び関連会社に支払完了し、総取引対価は約 514 億円（約 5 億米ドル）である。今回の取引総額は、取引契約に基づく基本的な取引対価である 537 億円に基づいての調整額であり、両当事者は、株式譲渡及び引渡し手続きを完了した。美的集団は、子会社である美的国際ホールディングス（Midea International Corporation Company Limited）を通じて、東芝家電 TLSC の 80.1% 株を保有することとなった（美的集団年報, 2016, p. 53）。

図表 7-11、美的集団による TLSC の買収概況

被取得企業名称	TLSC
持分取得時点	2016 年 6 月 30 日
持分取得原価	約 514 億円（約 5 億ドル、約 30 億人民元）
持分所得比率（%）及び所得方式	80.1%、現金支払
取得日	2016 年 6 月 30 日
取得日確定の根拠	支配権を獲得した
取得日から当期期末まで、被取得企業の収入	163 億人民元（約 2,608 億円）
取得日から当期期末まで、被取得企業の純利益	マイナス 50.12 億人民元（約 802 億円）

（出典：美的集団年報, 2016, p. 53）。

② 美的集団(マイディアグループ) ののれんの帳簿価額

2016 年の美的集団の年次報告書の注記 VI. 15 に、下記のとおり（図表 7-12）記載されている。美的集団は、2016 年 6 月 30 日に、非共通支配下の企業結合を通じて東芝の家電事業である TLSC の 80.1% の株式を取得した。その結果、2016 年 12 月 31 日に、美的集団は、26.97 億人民元（約 432 億円）の TLSC 資産グループののれんを計上した。

③ 美的集団(マイディアグループ) ののれんの取得原価

前述した非共通支配下の企業結合で、発生したのれんの取得原価は、図表 (7-13) に示したとおりである。美的集団は、取得日の 2016 年 6 月 30 日に、支配権を獲得するために、被取得企業の TLSC に対して、33.14 億人民元（約 530 億円）の現金と未来支払対価 6.66 億人民元（約 107 億円）で、取得原価合計 39.80 億人民元（約 637 億円）であった。今回の企業結合に取得した識別可能純資産の公正価値は、10.61 億人民元（約 170 億円）のため、その差額である 29.19 億人民元（約 467 億円）の TLSC 資産グループののれんが発生したことである。

図表 7-12、2016 年に美的集団は発生したのれんの帳簿価額（単位：人民元千元）

被取得企業名称 及びのれんの発生事象	2015 年期末 12 月 31 日	2016 年 当期増加	外貨為替 損失	2016 年期末残高 12 月 31 日
無錫小天鵝 持株有限公司	1,361,306	—	—	1,361,306
Clivet	—	507,092	△8,368	498,724
Carrier corporation	472,813	—	141,915	614,728
TLSC	—	2,919,081	△221,791	2,697,290
その他	558,947	—	—	558,947
合計	2,393,066	3,426,173	△88,244	5,730,995

（出典：美的集団年報, 2016, p. 127）。

図表 7-13、美的集団 M&A の取得原価及び発生したのれん（単位：人民元）

項目	TLSC
取得原価	
現金対価	3,314,708,000
取得日に従来保有する株式の公正価値	不適用
未来支払対価（注 1）	666,013,000
取得原価合計	3,980,721,000
減：取得した識別可能純資産の公正価値	-1,061,640,000
のれん	2,919,081,000

（出典：美的集団年報, 2016, p. 156）。

2016 年の美的集団の年次報告書の付録注記 (5) の 1 (b) によれば、美的集団は、主に、インカム・アプローチ、マーケット・アプローチ、及びコスト・アプローチ等の評価方法を用いて、譲渡された非現金資産の公正価値及び発生した負債の公正価値を算定している。

同社は、2016 年の M&A による取得した被取得企業の識別可能な純資産の公正価値のうち持分相当額を上回る差額は、TLSC 資産グループののれんと Clivet 資産グループののれんとして資産計上した。また、図表 (7-13) に表記した「未来支払対価（注 1）」は、その他非流動負債として計上する（美的集団年報, 2016, p. 156）と説明した。

④ 被取得企業 TLSC の識別可能資産及び負債

被取得企業の TLSC は、2014 年 4 月 1 日に東京都青梅市に設立した東芝が 100%株式を保有する企業である。主な事業内容は、家庭用電気機械器具（冷蔵庫、洗濯機、テレビ等）

の開発、製造、販売等である。TLSCの登記資本金は13,500百万日本円で、2015年3月期に、同社の純資産額はマイナス654.33億円(約40.9億人民元)、総資産額は949億円(約59.3億人民元)であり、営業収益は、2,673億円(約167億人民元)、営業利益はマイナス604億円(約37.75億人民元)、当期純利益はマイナス846億円(約52.88億人民元)である(株式会社東芝譲渡契約, 2016, p. 2)。

美的集団は、下記の評価方法を用いて、TLSCの識別可能資産及び負債の公正価値を評価した。主な評価方法及び重要な仮説は、下記のとおりである。

「土地の評価方法は、マーケット・アプローチを採用し、公開市場における最近の取引価格又は類似資産の販売価格を比較することによって、評価資産と類似資産の実際の差を調整し、評価企業価値を見積る。

建物、機械設備の評価方法は、コスト・アプローチを採用し、評価時において固定資産の現在交換価値から各項目のロスバリューを差し引いて評価企業価値を決定する。基本計算公式は、設備評価値＝全額×総合減価償却率である。

無形資産(商標及び特許)の評価方法は、インカム・アプローチを採用し、商標又は特許の残余耐用期間において、関連する資産を使用する権利の取得によって、毎年節約されたライセンス料の割引現在価値を計算する(美的集団年報, 2016, p. 157)。

TLSCの取得日の識別可能資産及び負債は、図表(7-14)に纏めた。

図表 7-14、TLSCの取得日の識別可能資産・負債(単位：億人民元)

項目	TLSC	
	取得日 公正価値	取得日 帳簿価額
資産：		
流動資産	50.06	50.06
非流動資産	56.79	9.85
負債：		
流動負債	-397.03	-397.03
非流動負債	-543.38	-391.98
純資産		
減値：少数株主持分	-2.2	-0.512
取得した純資産	10.61	-194.85

(出典：美的集団年報, 2016, p. 157)。

また、東芝は2016年3月30日に発表した「東芝ライフスタイル株式会社の株式譲渡

に関する株式譲渡契約締結について」によれば、全資子会社 TLSC の株式譲渡の理由について、下記のとおり述べている。

「当社は、当社グループの家電電器事業につきまして、事業運営のさらなる効率化を図ると同時に、他社との事業再編も視野に入れ、構造改革を進めることとし、本件譲渡の可能性を模索した。(中略)

家電電器事業は、当社単独でのさらなる経営資源の投入及び競争力強化施策の実行は困難な状況であることを鑑み、TLSC の競争力・企業価値を高めることができるパードナーを迎え入れることが事業の継続性の観点から最適と判断した(株式会社東芝譲渡契約, 2016, p. 2)。

同社は公表した株式譲渡契約(2016, p. 3)によれば、譲渡前の所有株式数計 342,060 株であり、本件の株式譲渡の株式数は、273,990 株(所有割合: 80.1%)である、発生する譲渡対価の概算価額は 537 億円であり、TLSC の財務数値の変動等により、事後的に調整される可能性もあると説明している。また、東芝は引き継ぎ TLSC 株式の 19.9% (68,070 株)を保有し、株式譲渡日から 8 年経過以後に当該持分について行使可能なプット・オプション(同社保有)及びコール・オプション(美的保有)に関する契約を本件譲渡日に美的集団と締結する予定である。これからの見通しとして、会計処理について、慎重に検討し、本件譲渡により、2016 年度第 1 四半期に約 900 億円の税引前連結利益の概算額を計上する見込みであると述べた。同社 2016 年度第 1 四半期決算によれば、家庭電器事業の税引き前売却益 839 億円を含む非継続事業からの利益を計上したことにより、当期純損益は、対前年同期で 921 億円の改善となる 798 億円であった(東芝決算報告, 2016, p. 5)。

第 8 節 美的集団(マイディアグループ) ののれんの減損

のれん発生した後ののれんの減損に関する企業の開示に関して、経営者が用いた主要な仮定や採用した手法に一部の主観性が入っているため、その開示について懸念が示されている。

美的集団も、のれんの発生及びのれんの減損問題の監査は、重要な問題の一つとして、外部監査法人に委託して、各会計年度の重要な会計問題に対して、監査の意見表明を実施している。TLSC における M&A を実施後の 2017 年に、美的集団の年次報告書の監査業務を実施した普華永道中天会計事務所(PwC)は、同決算年度に提示した監査報告書(普華永道中天審字, 2018, 第 10017 号, p. 79)に、のれんの発生及びのれんの減損について、下記のとおり述べている。

「重要な監査事項は、当社が専門的な判断に基づき、当期の財務諸表の監査にとって、最も重要である事項として考えている。これらの対応は、財務諸表全体の監査及び監査意見の形成

を背景として、独立した意見を表明するものではない。

当社の監査で特定された主要な監査事項は、以下のように要約する。

- ① 家電製品の販売による収益の認識；
- ② M&A と関係する識別可能な純資産の公正価値の評価及びのれんの確認；
- ③ のれんの減損テスト（普華永道中天審字, 2018, 第 10017 号, p. 79)」。

したがって、監査法人普華永道中天会計事務所は、美的集団の識別可能純資産の公正価値とのれんについて、下記の監査手続きを従い、実施した。

1. 経営陣によって招致された外部評価専門家の能力、専門的素質及び客観性を確認する；外部評価専門家の評価結果を入手し、美的集団の経営陣及び外部評価専門家に対してインタビューを実施した。
2. 外部評価専門家の協力を得ながら、経営陣が使用する評価方法の適切性を評価する；識別可能資産及び負債の公正価値、及びのれん計算プロセスの計算精度をテストする；買収に関連する公開市場の公告、被取得企業に関する外部アナリストの分析レポート、及び被取得企業の財務情報を参照して、識別可能資産及び負債の完全性を評価する；経営陣による将来的事業計画の買収シナジー効果の考慮及びのれん認識の商業的合理性を評価する。経営陣へのインタビューを通じて、被取得企業の過去の経営データを参照し、対象企業のリスク要因、市場リスクプレミアム等を外部業界の動向と比較分析し、そして経営陣が対象企業の将来的キャッシュ・フローと加重平均資本コストの予測合理性の分析を行う。

上記の分析の合理性に基づいて、経営陣が採用した主な仮定、例えば収益成長率、税引前利益、減価償却前利益率、資産拋出、ロイヤルティ、及び決定された無形資産の剰余耐用年数等の適切性を評価する（普華永道中天審字, 2018, 第 10017 号, p. 81)。

実施された監査手順によれば、識別可能な純資産の公正価値評価及びのれんの確認において、経営者が採用した方法及び主要な仮定は、同監査法人が入手した監査証拠によって、裏付けられることがわかった（普華永道中天審字, 2018, 第 10017 号, p. 81)。

次に、のれんの減損に関して、実施した監査手順には、主に以下の内容が含まれている。

1. 当社は、のれんの減損テストに関連する内部統制の設計、及び使用された重要な仮定のレビューの有効性を確認した。この中に、割り当てられた資産グループの回収可能額の計算を含む内部統制と重要な仮定の再確認並びに審査を実施した。
2. 内部評価専門家の協力を得ながら、経営陣が採用したのれんの減損テスト方法の適切性を評価し、及び業界又は市場のデータと比較して、のれんの減損テストで使用される割引率を再計算する。
3. のれんの減損テストの計算プロセスの計算精度を測定する。

4. 予測における歴史的な精度も評価した。例えば、昨年度又は買収時の予測将来キャッシュ・フローを今年度実際の業績と比較し、経営者ののれんの減損テスト評価プロセスに対する偏見があるかどうかを検討する。
5. 経営陣へのインタビュー、及び市場の発展を考慮して、のれんの減損テストで使用される予想収益成長率、売上総利益率、及び永続的な年間成長率等の主要な仮定の妥当性を評価した（普華永道中天審字, 2018, 第 10017 号, p. 82）。

実施された監査手順によれば、のれん減損テストにおいて、経営者が採用した方法及び主要な仮定は、同監査法人が入手した監査証拠によって、裏付けられることがわかった（普華永道中天審字, 2018, 第 10017 号, p. 82）。

のれんの減損テストについて、美的集団の年次報告書（2017, p. 78）によれば、財務報告書における単独で計上したのれんについて、減損の兆候の有無にもかかわらず、毎年減損テストを実施する必要がある。減損テストに、のれんの帳簿価額は、企業結合のシナジー効果から収益を得ることが期待される資産グループ又は資産グループの組み合わせに割り当てられる。減損テストの結果、資産グループ又は配分されたのれんを含む資産グループの組み合わせの回収可能額が帳簿価額を下回る場合に、減損損失が認識される。減損損失額は、まず資産グループ又は資産グループの組み合わせに割り当てられたのれんの帳簿価額から差し引かれ、次に資産グループ又は資産の組み合わせにおけるのれん以外の各資産の帳簿価額の比率に基づいて差し引かれる。資産減損損失が一旦確認された後に、将来の会計期間において戻入をしてはならないと規定している。

のれんの減損テストを実施する際、美的集団は、関連する資産又は資産グループの組み合わせ（のれんを含む）の帳簿価額をその回収可能価額と比較する。回収可能価額が帳簿価額を下回る場合に、当該差額は当期損失として計上する。2016 年から、2019 年までに各資産グループにおけるのれんの配分は、変更されてない状況である（美的集団年報, 2019, p. 175）。

美的集団による TLSC の買収事例から発生したのれんの減損テストの実施について、2016 年 12 月 31 日に、同グループは、のれんの減損テストを実施した。TLSC 資産グループの回収可能価額は、経営陣が承認した 5 年間の予算に基づき、キャッシュ・フロー予測法を用いて計算する。5 年間を超えるキャッシュ・フローは、推定成長率を使用して計算する。経営陣が採用した加重平均成長率は、業界の予測データと一致し、各製品の長期平均成長率を超えることない。経営陣は、過去の経験と市場動向の予測に基づいて、予算売上総利益率を決定し、関連する資産グループの特定のリスクを反映する税引前金利を割引率として使用した。経営陣は、これらの仮定に基づいて各資産グループの回収可能額を分析し、2016 年において、のれんの減損を認識する必要がないという結論を達した（美的集団年報, 2016, p. 127）。

そして、M&A を実施 3 年後の 2019 年 12 月 31 日の美的集団の年次報告書によれば、同グ

グループは、のれんの減損テストを実施し、のれん資産グループの回収可能価額は、経営陣が承認した予算期(資産グループによって5年又は6年に異なる)に基づき、キャッシュ・フロー予測法を用いて計算する。予算期を超える将来キャッシュ・フローは、持続可能な年間成長率を使用して計算される。経営陣が採用した持続可能な年間成長率(主に1%~2%)と業界の予測データと一致し、各製品の長期平均成長率を超えることない。経営陣は、過去の経験と市場動向の予測に基づいて、予算売上総利益率(主に2.27%~11.90%)、及び税引前利益と償却費前利益率(主に2.65%~11.30%)を決定し、関連する資産グループの特定のリスクを反映する税引前金利を割引率(主に9.35%~15.43%)として使用した。経営陣がこれらの仮定に基づいて、各資産グループの回収可能額を分析した後に、2019年12月31日に、美的集団は、SMC(美的集団の子会社であり、イスラエルに位置する Servotronic Motion Control Ltd. 「SMC」と略称する)資産グループに対して5.52億人民元(約88億円)の減損引当金を計上し、その他の資産グループは、減損引当金を計上する必要はないと判断した(美的集団年報, 2019, p. 175)。

第IV部 総括

第8章 のれんの本質概念と実務上の課題

第1節 先行研究—日本企業のM&Aの実務的整理

本節は、先行研究の一部として、日本企業のM&Aの実務的事情を検討する。特に日本企業のM&A概況、大型M&Aの事例概略及び発生したのれん、そしてのれんの償却又は減損の概況について整理する。

8.1.1 日本企業のM&Aの概況

まずは、日本企業のM&A取引件数データから確認してみる。日本の少子高齢化等の社会的背景の影響によって、市場シェアが縮小し、企業間の競争もさらに激しくなって、多くの日本企業は、継続的な成長を目指している中に、日本国内や海外企業のM&Aを一つの経営戦略として、更なる発展を遂げることを目標としている。図表(8-1)、株式会社レコフデータが運営する「マールオンライン」というウェブサイトは、日本企業のM&Aに関する件数などのデータを公表している。同サイトによれば、M&Aは、日本企業にとって新たな成長戦略として定着されている。日本企業が実施されたM&Aの取引件数は、1990年代後半以降増加の一途を辿ってきた。2008年のリーマン・ショック、そして2011年東日本大震災に、一時的に減少傾向がみられたが、2012年12月に発足した第2次安倍政権が、「アベノミクス3本の矢」と呼ばれる①大胆な金融政策、②機動的な財政政策及び③民間投資を喚起する成長戦略の一連の経済政策を展開することによって、日本市場の株価、マクロの経済成長、企業業績、雇用等多くの経済指標は、著しい改善を見せている(首相官邸, 2014)。

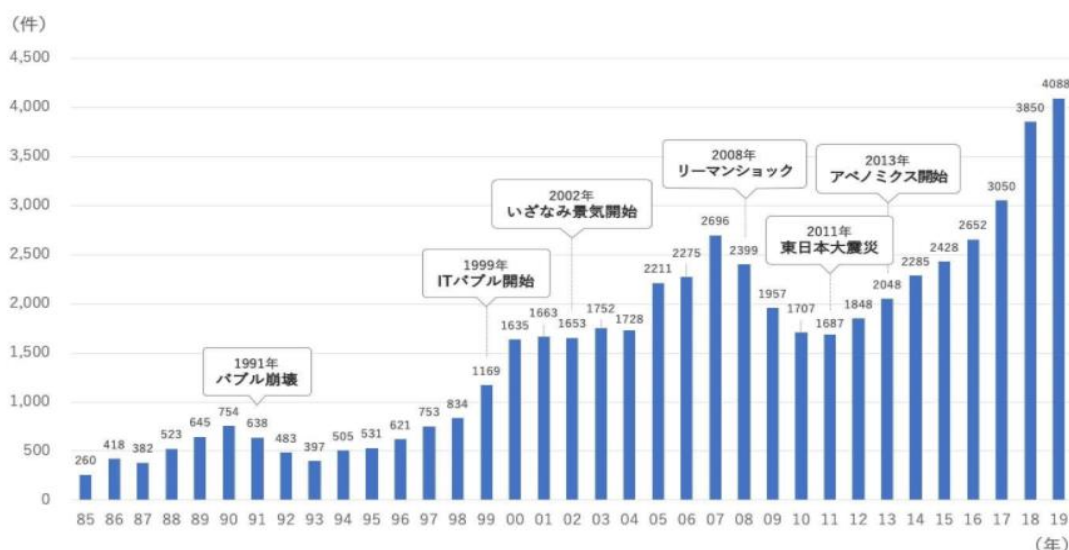
したがって、日本企業のM&A活動も再び増加に転じている。マールオンラインの調査より、2017年の日本企業のM&A取引件数は、前年度比15%増加の3,050件となった。そして、翌々年度の2019年には、M&A件数が前年比6%増の4,088件と、わずか2年の間に約1,000件を増えた。2019年は、日本企業間の投資(IN-IN)のM&Aと、日本企業による海外企業(IN-OUT)のM&Aの両方が過去最高を記録した。そして、日本国内でM&Aが増加している背景について、下記の2点が考えられる。

一つ目は、国内市場の成熟化に、日本は高度成長期のように、人口が増える中で作ればモノが売れるような時代は過ぎ去り、逆に人口が減少に転じていることから国内市場は「パイの奪い合い」の様相を呈している。「パイの奪い合い」として一番分かりやすい事例は、スーパーマーケットやコンビニエンスストアで、小売業界では過当競争から中小のチェーンが、M&Aによって大手に買収されていくことである。例えば、コンビニ業界では、am/pmはファミリーマートに、スリーエフはローソンにそれぞれ吸収されている(M&A事業継承, 2021)。

二つ目は、中小企業庁の調査によると、経営者の高齢化が進む中で、多くの経営者がいづれ自身の引退と会社を次世代へ承継する場面に直面する。中小企業・小規模事業者の中には、経営者の親族や役員・従業員に事業承継していこうとする経営者もいれば、第三者に事業を譲渡・売却・統合(M&A)を選択することで次世代に引き継ぐ経営者もいる(中小企業庁, 2017, Part2, p. 230)。

そして、新型コロナウイルス感染症が流行した2020年のM&A件数について、日本経済新聞電子版は2020年10月5日に、同年1-9月の日本企業に関わるM&Aの件数が、前年同期比12%減の2,686件と9年ぶりに減少したと報じた。減少の理由について、新型コロナ禍で先行きの見通しが不透明な中、多くの日本国内企業は海外企業との再編を手控えている(日経新聞, 2020)と分析している。

図表 8-1、日本企業による M&A の件数推移



(出典：マールオンライン, 2020)。

8.1.2 日本企業の M&A 事例によるのれんとのれんの減損

次に、日本企業の M&A による発生した巨額ののれん、のれんの減損等の実際事例を概略で見してみる。上記の通り、日本企業を取り巻く外部環境の変化等により、日本企業の M&A 活動は、今後も活発に増加する傾向にある。しかし、M&A 活動を増加する反面、M&A 後に、取得企業と被取得企業と共にシナジーを創出し、持続的な成長を実現する M&A 事例が多くないようである。西尾の研究(2016, pp. 5-6)によれば、日本企業の M&A の失敗事例を下記 3 社の概況を取り上げられている。

2009 年のパナソニックによる三洋電機の買収では、リチウムイオン電池事業の不振等の原因で、2011 年度と 2012 年度に、2 期連続して 7,500 億円を超える巨額の減損を計上し、最終には連結赤字に転落した。そして、2011 年、約 100 億円で三洋電機の家電事業を行う子会社 9 社を中国のハイアールに売却することが発表し、複数の事業を切り離し、事業ポートフォリオのリストラクチャリングを余儀なくされた。パナソニックの事例以外にも、

2008 年の第一三共によるランバクシーの買収や、2013 年の丸紅によるガビロンの買収等は、M&A の失敗事例として取り上げられている。さらに、M&A の失敗原因として、買収プレミアムを超えるシナジーの創出不足、取得企業の経営能力不足、M&A 後の戦略的構造の不十分さ等を分析している。

さらに、石井の研究（2016, p. 925）によれば、近年、日本企業による大型海外 M&A の事例も報じられている。2011 年の武田薬品工業株式会社によるナイcomed社の買収や、2013 年のソフトバンク株式会社によるスプリント・ネクステル社の買収、さらに 2014 年のサントリーホールディングス株式会社によるビーム社の買収など、何れも兆円単位の大きな M&A 事例として注目を集めた。

そして、日本の企業における、巨額ののれん及びのれんの減損が発生した最近の事例を確認する。2019 年の楽天グループ株式会社は、投資先であるアメリカライドシェア大手のリフト社 (Lyft) について、約 1,030 億円ののれんの減損損失を四半期連結損益計算書の「持分法による投資損失」に計上することを決定した。楽天グループ株式会社は、リフト社の筆頭株主で、同社の株式について市場価格が著しく下落したことから減損しているという客観的な証拠があると判断し、当第 3 四半期連結会計期間の末日の株式の市場価格に基づいて回収可能価額を測定し帳簿価額と比較した結果によるものである(楽天, 2019, p. 1)。

また、三菱 UFJ フィナンシャル・グループ (MUFG) は、2019 年 4~12 月期の連結決算で 2,074 億円の特別損失を計上すると発表した。4 月末に買収したインドネシア中堅銀行バンクダナモンの株価が下落し、減損処理が必要になった。MUFG は会計ルールに沿って、買収金額と対象企業の純資産の差額である「のれん」を前倒しで一括償却することを決定した(日経新聞, 2019)。

上記のように、決算期になるとさまざまな上場企業でのれんの減損処理が実施している。ただ、日本では、M&A の失敗を厳しく追及する風潮があまり強くないため、のれん減損の事例は、海外ほどには多くないようである。逆に、減損を回避するための条項を最終契約書に盛り込むことがあると言っている。例えば、ある WEB 制作会社の M&A 事例では、売手の経営者が 1 年間残るという条件で M&A 契約を締結した。初年度の営業収益の目標額を設定し、その目標を達成できなかった場合、差額の数年分の損害賠償を行うという契約を取り交わした事例がある(依田, 2019)。

契約を取り交わした事について、本稿の第 2 部の事例研究で取り上げられた中国の「ジュリカルチャー」による「美生元」の事例、と「東方精工」による「普莱德 (プライド)」の事例で説明した「業績保証承諾」と同様なシナリオであるとわかる。業績保証承諾を結んでいるのであれば、目標達成の自信があるように見える。取得企業は、前向きなシグナルを受け取ることで、被取得対象となる会社の将来的に期待されるキャッシュ・フローの見通しがより楽観的になり、企業買収取引を交渉する際により高いプレミアムを受け入れることが可能となる。業績保証承諾契約は、企業買収当事者の交渉コストを削減すると共に、取引を促進し、合併の対価の引き上げ効果もある。中国企業の M&A 失敗事例から、取引時に「業績保証承諾」を締結することは、最終的に、減損回避、取得企業の買収成功に導く

ことができないことが明らかになっている。

次に、日本企業の資生堂が減損損失を計上した例を見てみる。資生堂は、2010年に米ベアエッセシャル社を約1,700億円で買収して多額ののれんを計上したが、直近の2017年7～9月期に655億円の特別損失を計上すると発表した。これも伴い、2017年12月期通期の純利益を8月時点の325億円から100億円に下方修正した（資生堂, 2017, p. 1）。ベア社に関わる特別損失の計上は、2回目となる（村井, 2017）。

資生堂の同年度第3四半期決算短信（日本基準・連結）では、当該減損は状況を総合的に勘案し、主としてインカム・アプローチに基づく公正価値により算定された結果であると示されている。今回の資生堂の減損は、他の事業セグメントの状況を考慮した「絶好のタイミング」で行われたと評価する。この見方から、のれんの評価額算定や減損損失計上の決定が客観的に行われているのかという問題が提起される（岡本, 2017, p. 9）。

そして、実際日本企業会計実務上において、M&Aによる発生したのれんの減損又は償却問題について、のれんを規則償却すべきか、減損テストを適用すべきかが、論争になっている。IFRSにおけるのれんは、非償却とされ、少なくとも年に一度の減損テストが要求されている。IFRSに収斂されている中国企業会計準則にも、企業買収により発生したのれんに対して、各事業年度の減損テストで、減損の兆候がある場合に、減損損失を当期損益に計上し、資産減損引当金を計上することを規定している。実務上も、事例研究で分析した通りに、M&A失敗事例企業と成功企業共に、準則通りで、減損テストを実施し、処理を行っていることが明らかになっている。

一方で、日本の企業会計基準では、企業は取得したのれんを20年以内に、その効果の及ぶ期間にわたって、定額法又はその他の合理的な方法を用いて規則的に償却することが要求されると同時に、一定の目安を満たす場合には減損損失を認識することが要求されている（償却及び減損アプローチ）（企業会計基準委員会 RP, 2015, p. 4）と規定している。企業のM&A、特に買収プレミアムが巨額な場合、のれんが多額となるため、のれんの償却費の計上が期間損益を下方に押し下げM&Aの効果を小さく見せるために、経営者の投資意欲を減退させる影響があるといわれる。一方、減損テストの処理方法は、償却費の計上を除くことで、経営者に積極的なM&A投資をさせ、経済成長の要素の一つになるともいわれる。しかし、のれんの非償却処理は、期間損益の毎期の変動を大きくし、その結果、株価のボラティリティを大きくするので、健全な資本市場に有効なのかといった見方もある（花村, 2014, p. 78）。このように、日本基準の償却及び減損アプローチ法と、欧米方式又は中国企業会計準則の執行する減損アプローチのどちらが社会経済情勢の下で、合理的であるのかは、議論となっている。

8.1.3 日中企業のM&Aの実務的比較による知見

本章は、本論文の結論編として、これまで論じた理論的根拠とM&A事例研究から発見した問題点を比較・検討し筆者の意見を述べることとする。本節は、第1章で論じた中国企業のM&Aの動向・背景と国際的に見た特徴を比較研究し、同時に日本企業のM&Aの実務的事情、主に日本企業全体のM&Aの概況及び大型M&Aの事例の概況や発生したのれんの状況、

そしてのれんの償却又は減損の状況について整理した。

その結果、まず、M&A 全体の動向として、中国の M&A は、2014 年から業界再編、投資環境促進、海外投資推進政策のため、徐々に増加し 2017 年（総件数：5,366 件、総取引金額：3,755 億米ドル）までに達した。2016 年の対外投資規制政策及び米中関係悪化、そして 2020 年の新型コロナウイルスの影響によって、2018 年から現在まで減少し続けている。

図表 8-2、日中企業の M&A 戦略の事例研究における減損の発生要因

項目	中国企業事例	日本企業事例
M&A 戦略	<ul style="list-style-type: none"> ・新規事業参画 ・結合シナジー効果の発現、企業全体の収益性向上 ・グローバル化発展 ・産業チェーン全体的拡大 ・市場拡大 ・現地市場への適合 	<ul style="list-style-type: none"> ・垂直統合 ・地域拡大 ・製品・経営資源獲得 ・自社変革 ・新規事業参画
減損の理由	<ul style="list-style-type: none"> ・巨額の買収プレミアム ・シナジー創出の不足 ・実績保証承諾未達成 ・業界実績悪化 	<ul style="list-style-type: none"> ・シナジー創出の不足 ・経営能力の不足 ・M&A 後の戦略構造不十分

（出典：本稿の各章のデータを基に筆者作成）。

日本における M&A 全体の動向は、2017 年（総件数：3,050 件、総取引金額：1,226 億米ドル）においては、「パイの奪い合い」又は経営者の高齢化等の背景によって、11 年ぶりに過去最多となり、2018 年、2019 年にも順調に成長した。中国と同様に、2020 年には先行きの見通しが不透明な中、多くの国内企業が海外企業との再編を手控えたため、日本企業の M&A も 9 年ぶりに減少した。

M&A の先行研究としては、花枝, 胥, 鈴木等 (2010, p. 69) の研究、M&A の決定要因に関する研究 (蟻川, 宮島, 2007)、外資による M&A (深尾 et al, 2007)、合併後のメガバンクの効率性の変化 (家森 et al, 2007)、敵対的買収のターゲット企業の実証研究 (晋, 2007)、買収プレミアムを中心とした実証研究 (井上, 加藤, 2006)、敵対的買収の攻防 (千島, 中嶋, 佐々木, 2008) 及び日本企業の M&A に対する意識調査 (花枝, 胥, 鈴木, 2010) 等がある。

本論文の注目点は、M&A による発生したのれんである。したがって、M&A に関する研究も、のれんの発生に影響する経営者意思決定、それと関連する M&A 戦略、又は M&A 後の会計処理問題を注目点とする。前掲各章の理論的研究又は事例研究から、日中企業の M&A 戦略及びのれんの減損の発生要因について、図表 8-2 に纏めた。

M&A の戦略的目的について、中国企業の M&A の場合は、本論文の第 1 章又は事例研究で確認した、「新規事業参画」、「結合シナジー効果の発現」、「グローバル化発展」、「産業チェ

ーン全体的拡大」等である。日本企業の場合には、「垂直統合」、「地域拡大」、「製品・経営資源獲得」、「自社変革」（経産省, PwC, 2019, p. 28）等である。

また、減損を計上し、M&A の失敗原因として、日本企業の場合は、買収プレミアムを超えるシナジーの創出不足、取得企業の経営能力不足、M&A 後の戦略的構造の不十分等が列挙されている。中国企業の場合は、実績保証承諾の未達成によって、結合シナジーの創出が不足していることが事例で明らかになった。又は、巨額な買収プレミアムについて、日本企業の平均買収プレミアム（約 20%）と比較して、中国企業「ジュリカルチャー」と「東方精工」のような 1000%以上の異常な巨額買収プレミアムは、企業価値の過大評価の要因である。そして、巨額なのれんの計上によって、M&A の失敗確立率が高まる。

第 2 節 中国企業の M&A から観たのれんの本質概念

8.2.1 中国企業会計準則における制度上の整備

本論文の第 3 章で論じたように、WTO へ加盟後、中国の経済発展に伴い、中国企業のグローバル化が進み世界的な資本市場への進出が加速した。これに伴い、企業の経営実態の写像である企業会計における IFRS へのコンバージェンスの努力も、必要となった。このような状況において、2005 年後半から、中国企業会計新準則（以下、新準則と略称する）に関する審議を行い、2006 年 2 月 15 日に新たな『企業会計準則（基本準則及び 38 項目の個別的準則）（企業会計準則—基本準則及 1-38 号個別準則）』（財政部, 2006, No. 41）を公表し、2007 年 1 月 1 日以後、特に、上場企業に対して強制適用され、その他の企業には任意適用と規定された。また、2014 年又は 2017 年に『企業会計準則（基本準則及び 42 項目の個別的準則）（企業会計準則—基本準則及 1-42 号個別準則）』の一部修正と新規個別的準則の公表を実施した。

上記のような一連の会計準則の修正によって、中国経済発展の需要に適応し、IAS/IFRS とのコンバージェンスが図った。中国では従来会計の目的は、情報開示に対応するだけのものではなく、国家管理の一つの手段でもあった。これに対して、情報利用者に企業の業績及び財政状態、経営成績及びキャッシュ・フロー等に関する会計情報を提供し、企業管理層の受託責任の履行状況も反映しつつ、会計報告利用者の意思決定に役立つ情報の提供としている（財政部, 2006, No. 4）。つまり、投資者の意思決定や利害調整の機能を目的としている。また、新準則の構成要素である資産・負債・所有者持分・収益・費用・利益概念の定義は、利益要素を除いて、IASB³⁹の概念フレームワークを参考に作成している。資産・負債重視の立場から、資産及び負債を「発生する可能性の高い将来の経済的便益」と「発生する可能性の高い将来の経済的犠牲」として捉えて、資産と負債の差額は、「持分」で、「収益」は、「企業の日常の経済活動における所有者持分の増加」で、「費用」は「企業

³⁹ IASB は、国際会計基準審議会（International Accounting Standards Board）の略称で、国際会計基 IFRS の取りまとめを行う民間機関である。

の日常の経済活動における所有者持分の減少」と定義している。また、初めて「利得」と「損失」の概念も導入されている(蔣, 2009, p. 133)。新準則は、伝統的な収益・費用アプローチから、企業価値を重視する資産・負債アプローチへと転換した。このような制度上の国際基準のコンバージェンスは、中国企業の M&A により発生するのれんの計上やのれんの減損処理等に対して会計制度を整えた。

8.2.2 中国企業の M&A 実務上におけるのれんの本質概念

前述した中国『企業会計準則第 20 号—企業結合』第三章第十三条に、取得企業は、取得日において、企業結合の取得原価の配分を行うこととし、本準則の第十四条の規定に準じて、被取得企業から取得した識別可能な各資産、負債及び偶発債務を認識しなければならない。取得企業は、取得原価が企業結合において取得した被取得企業の識別可能な純資産の公正の内持分相当額を上回る場合、その差額をのれんとして認識する(遠藤, 2007, p. 337 の訳を参照に)」と規定している。

本論文の第 4 章から第 7 章までに、中国企業の M&A の事例研究を実施した。各企業の年次報告書によれば、のれんの計上について、取得原価が被取得企業の識別可能な純資産の公正価値のうち持分相当額を上回る場合に、その差額をのれんとして計上している。例えば、前述した美的集団による TLSC の買収事例によれば、「同社は、企業結合の取引金額は、買収で取得された TLSC 会社の識別可能な純資産の公正価値との差額を当期ののれんとして計上された(美的集団年報, 2016, p. 53)。事例から見てみる、今回の買収対価は、約 671 億円で、被取得企業 TLSC の識別可能資産・負債の公正価値は、約 179 億円であり、その差額である約 492 億円の TLSC 資産グループののれんを計上された(美的集団年報, 2016, pp. 156)。ここで、理論上ののれん認識と実務上の処理は、一致していることがわかる。のれんは、企業 M&A に伴って発生し、企業の経営・会計実務に密着した存在である。単独で識別不能なのれんは、物理的な実体のない抽象的なモノであることから、理論的な研究にもなじみやすいものである。実務の場で取り上げられたのれんの現実の姿と、理論的なアプローチにより取り上げられるのれんの理論上の姿とが一致する(藤井, 2006, p. 51)。

ここでは、のれんの資産性を認識し、実務上の処理よりのれん観を検討する。本論文の第 2 部で論じたように、資本主義国家の欧米や日本などと異なる経済体制を持っている中国企業会計は、IAS/IFRS へと収斂し、企業買収により発生したのれんの定義・認識・そして取得後処理等の会計基準を段階的に確立された。中国の市場経済の変化によって、企業の海外進出に伴い企業合併・買収活動も拡大してきた。これらの動きに合わせながら、企業会計制度は一連の修正を実施した。現行企業会計に適合するのは、コアのれん観であり、IFRS の「企業結合で取得した、個別に識別されず独立して認識されない他の資産から生じる将来の経済的便益を表す資産(IFRS 3, AppendixA)」であるという定義が妥当である。

IFRS (IFRS, No. 3, para. BC131) によるコアのれん観は、「継続事業のれん」と「結合のれん」の 2 つの構成要素が含まれている。「継続事業のれん」は、被取得企業に関連し、被取得企業の純資産を超過する全体価値を反映するものである。企業結合という事象の発生前に、既存するのれんであり、被取得企業内部で発生した自己創設のれん、又は被取得企業

が過去の企業結合により取得された被取得企業の取得のれんを反映されている。「継続事業のれん」は、既存事業の利益獲得の能力、つまり、資産及び負債が個別に取得される場合に、期待される利益を超える部分で、純資産の組織化された集合体に基づく、より高い利益を獲得する既存事業の能力を表す。この価値は、優良企業としての企業の市場価値に基づく。言い換えれば、その価値は、企業結合や連結を想定するのではなく、被取得企業を優良企業としてそのまま継続することを予定している取得企業によって受け入れる買収価額である（榊原, 2011, p. 13）。

そして、「結合のれん」について、企業結合前には、存在せず、企業結合によって生じる部分である。被取得企業の自己創設シナジーは、企業結合によって、発生するシナジーの一部又は全部に置換され、結合から生じる期待されるシナジー及びその他経済的便益（DP, 2020, p. 11）という形で、現れる。

コアのれん観のうち「継続事業のれん」は、伝統的なのれん概念に相当するのれん概念であると考えられる。したがって、コアのれん観は、伝統的なれん観と比べて、「結合のれん」を含んでいる点にその特徴があると考えられる。換言すれば、コアのれん観は、差額としてののれんを「継続事業のれん」と「結合のれん」の2つの要素から構成されるものと理解している点で、伝統的なれん概念をより精緻化した概念であると考えられる（内藤, 2018, p. 43）。

8.2.3 実務上ののれんの本質概念に関する知見

前述した通り、中国企業会計新準則は、公正価値が幅広く適用され、税務会計、専門家の判断等の導入によって、伝統的な収益・費用アプローチから企業価値を重視する資産・負債アプローチへと転換した。会計目的も、従来の国家が経営資源の実施に関する情報提供から、ステークホルダーの意思決定に有用な情報の提供へと変化しつつある。新準則に基づいて作成された財務報告書は、従来のものよりも海外の投資家等にも理解されやすくなり、また国際的な証券取引所で資金調達する際にも、中国企業の財務報告が信用されるようになるであろうと言われた（丁, 2011, p. 106）。

このような会計制度の整備を踏まえた上で、企業価値を重視する今日の企業経営において、のれんの本質観の認識は、財務報告利用者にとって、益々重要となる。そして、企業のM&Aの事例から、M&A戦略の実施前では、買収による結合シナジーが期待され、M&A戦略の実施後にシナジー効果の創出を速め、事実上、企業の営業収益や親会社に帰属する純資産及び企業の企業価値等も向上し、買収効果を表していると評価されている。したがって、取得のれんは、「継続事業のれん」と「結合のれん」から構成され、取得企業と被取得企業が組織的融合し、新たな相互作用が生じるものと期待され、結果的に企業価値あるいは将来的な便益をもたらすメリットが認められ、コアのれんとしての効果を発現していることが明らかである。

第3節 中国企業のM&Aから見た巨額ののれんと買収プレミアム

8.3.1 のれんと買収プレミアム

M&A を実施時において、企業の投資収益率の向上の源泉である市場価値を超える将来キャッシュ・フローを生み出される能力を期待し、「継続事業のれん」と「結合のれん」というコアのれんの経済的資源に注目するだけではなく、より適切な企業価値評価方法の選別が経営戦略上の重要な留意事項である。本節は、まず、のれんと買収プレミアムの関係性等から、買収時に発生した取得対価の留意点を確認する。

のれんは、取得原価と被取得企業の識別可能純資産額の公正価値との差額である。ここでの取得原価は、取得企業が支払う取得対価と被取得企業の純資産額（公正価値）や、被取得企業の株主価値を参考にして、それを上乗せして決定する。この上乗せ分は、一般に買収プレミアム(Acquisition Premium)、又は支配（権）プレミアム(Control Premium)と呼ばれる。島崎(2019, p. 119)によれば、支配プレミアムは、取得企業が被取得企業を子会社とするため、必要な株式取得する場合の必要となる対価であり、マーケット・アプローチ（売却時価）による評価と、インカム・アプローチ（現在価値）による評価の差額として導かれる。

それに対して、買収プレミアムは、マーケット・アプローチによる評価と、取得企業と被取得企業による契約交渉によって決定される買収価格の差額であり、必ずしも理論的に記述できるものではない。本論文では、島崎による「買収プレミアムと支配権プレミアム」は、理論的には異なるものだが、区別的に討論せず統一して「買収プレミアム」として記述するという見解を援用する。買収プレミアムは、企業及び事業の買収時において、取得企業と被取得企業の契約交渉によって決定されるものだが、その金額の決定要因を明らかにすることは困難であることが指摘されている。また、買収プレミアムは、その特殊性から非公表である場合が多い（福部, 2015, 島崎, 2019, P. 119）。通常、買収プレミアムは取得企業が買収後に期待する将来キャッシュ・イン・フローの見積もりを含んで算定される。これが一般に言うシナジー効果である。上述の通り、買収プレミアムは、非公表である場合が多いが会計上では、これを（客観）のれんとして認識する。

本論文は、中国企業のM&A事例研究より買収プレミアムの高騰は、M&Aを失敗に繋がった重要な要因であると確認した。事例研究によって得た主なデータは、図表8-3の通り、纏めた。事例研究では、買収プレミアムを公表したのは失敗した「ジュリカルチャー」と「東方精工」の2社であった。この2社とも、M&Aを実施前に、第三者である会計士事務所又は資産評価企業に依頼し、被取得企業の資産評価を実施し、報告書に、買収プレミアム率を公表した。

一般に、買収プレミアムは、M&A取引の条件に関わる取得企業と被取得企業の重要な交渉点とも言われる（井上・加藤, 2006, 平田, 2017, p. 72）。被取得企業の企業価値は、現経営陣による現在の経営方針が継続することを前提とした場合に、将来的に生み出され

る株主に帰属するキャッシュ・フローの現在価値（スタンドアロンバリュー、Stand-Alone Value）である。

図表 8-3、中国企業の M&A 事例におけるのれん、買収プレミアムと公正価値評価

事例分類	失敗事例		成功事例	
取得企業名	ジュリカルチャー	東方精工	ハイセンス	美的集団
被取得企業名	美生元(100%)	普萊德(100%)	東芝映像(100%)	東芝家電(80.1%)
M&A 実施年度	2016 年	2017 年	2017 年	2016 年
被取得企業業種	異業種（製造→モバイルゲーム）	異業種（製造→新エネルギー）	同業種（テレビ・映像関係）	同業種（家電）
M&A 後株主構成の変化	大株主構成変化有	大株主構成変化有	大株主構成変化無	大株主構成変化無
被取得企業企業価値評価方法	インカム・アプローチ	インカム・アプローチ	土地(マーケット) 固定資産(コスト) 無形資産(インカム)	土地(マーケット) 固定資産(コスト) 無形資産(インカム)
取得対価	34 億人民元 (約 544 億円)	47.5 億人民元 (約 760 億円)	3.72 億人民元 (約 60 億円)	39.80 億人民元 (約 637 億円)
被取得企業純資産公正価値	3.57 億人民元 (約 57 億円)	6.08 億人民元 (約 97 億円)	△0.73 億人民元 (約△12 億円)	10.61 億人民元 (約 170 億円)
のれん計上額	30.43 億人民元 (約 487 億円)	41.42 億人民元 (約 663 億円)	4.45 億人民元 (約 72 億円)	29.19 億人民元 (約 467 億円)
買収プレミアム率	1924.01%	1992.83%	—	—
業績保証承諾	2015-2017、 3 年間	2016-2019、 4 年間	無	無
減損発生年度	2018 年	2018 年	毎年度減損テスト 実施	毎年度減損テスト 実施
減損損失計上額	29.65 億人民元 (約 474 億円)	38.48 億人民元 (約 616 億円)	減損の兆候なし (2021 年 4 月時点)	減損の兆候なし (2021 年 4 月時点)

(出典：各取得企業の年次報告書・公告を基に筆者作成)。

また、取得企業の経営陣による、被取得企業への評価は、新たな経営方針の下で、活動する中で期待される買収後の経営改善効果やシナジー効果を見込み、スタンドアロンバリュより高いと予想される将来キャッシュ・フローの現在価値の総和となる。被取得企業の株主は、保有する株式がより高く評価されることを期待するだろう。一方、取得企業の経営陣は、買収に関わる費用対効果を最大限にするために買収対価を下げたいと考得ることが一般的である (Gaughan, 2015, 平田, 2017, p. 72)。

こうした構造の中で、決められる買収対価は、取得企業の経営陣が、被取得企業をこれまでとは異なる経営方針で、経営する場合に生み出されると予想されるキャッシュ・フローの現在価値の総和よりも低く、かつ被取得企業の株主と合意できる程度の買収プレミアムを含んだ金額ということになる (服部, 2015, 平田, 2017, p. 72)。上場企業間の M&A における、買収プレミアム価額と買収後の取得企業への影響に関する先行研究では、被取得企業の株式には高いプレミアムが付与されており、それが買収後に取得企業の株主に損失を与えるということが指摘されている (Bradley, Desai and Kim, 1988, Lubatkin, 1983, Varaiya and Ferris, 1987, Sirower, 1997 など, 平田, 2017, p. 72)。平田によれば、先行研究中に、アメリカで、多額の買収プレミアムを支払った取得企業が、1年後、買収に関わる債務を支払うことができず倒産したケースもあると述べている。今回、中国企業の事例が、倒産に至ってないが、企業経営に大きなダメージを与え、結果として、多額な繰上減損損失を計上し、最終的に、経営陣の内部紛争を起し、事業を切り離し、再売却等という選択肢も考慮せざるをえない状況になった。

大規模な買収案件が長期的に取得企業の業績を低下させるため、買収時に体系的に算出された買収プレミアムは、過払いであるとしている。このように、買収プレミアムは、買収取引自体の付加価値に影響を与えるのではなく、買収後の取得企業の付加価値の分配に影響を与える要因となる。したがって、慎重な買収価額の設定が求められる (平田, 2017, p. 73)。

8.3.2 事例研究から見た巨額買収プレミアムによる知見

中国企業の失敗事例からみると、買収価額の非常に割高感がみられている。「ジュリカルチャー」による「美生元」買収プレミアム率は、1914.01%で、そして、同様「東方精工」による「普莱德 (Pride)」の買収プレミアム率は、1992.83%で、2社とも、非常に高い買収プレミアム率で、M&A を実施した状況である。

日米の買収プレミアムの先行研究における調査データを見てみる。1997年から2006年までの10年間の平均は、米国企業で36%、日本企業で20%になるという (服部, 2015) 2005~2016年に、日本企業における500億円以上の海外M&A案件のうち買収プレミアムを判明した34件の調査では、平均48.5%であるという結果が出ている (宮島, 2017, 中村, 2019, p. 158)。この期間の日本で最高の買収金額は、2016年のソフトバンクグループのイギリスの半導体設計大手アーム・ホールディングスの買収の約240億ポンド (約3兆

2,300億円)であり、買収プレミアムは42.9%である。買収プレミアムが最大の案件は、大日本住友製薬によるカナダの医薬品ベンチャー、シナプサス・セラピューティクスの買収で123%になっている(買収金額は約6.2億ドル、約643億円)(中村,2019,p.158)であった。

そして、先行研究による買収プレミアム価額高騰の原因について、合併シナジー仮説や、思い上がり仮説や、経営者裁量権極大化仮説等である。

① 合併シナジー仮説

取得企業の優れたマネジメント能力の被取得企業への導入による経営効率性の向上、買収後に発生する諸種のシナジーへの期待、市場支配力の増大等からもたらされるとする。つまり、被取得企業は、買収されることにより、その市場価値を超えるキャッシュ・フローが生み出されると捉える。しかし、この将来の源泉は、期待や可能性に過ぎない(中村,2019,p.158)と述べられている。

② 思い上がり仮説

経営者の思い上がりが買収プレミアムを支払う原因で、市場価値を超えた価額を付けて買収申し込みをする企業行動は、取得企業の経営者の評価エラーの結果であると考得る。この評価エラーの発生について、期待利得を過大評価又は過小評価、被取得企業の支配権を巡る競争等が考えられる。これは、取得企業の経営者が被取得企業の市場価値は、買収後の企業の経済価値を完全には表していないと確信し、自分の評価の方が正しいと判断した結果である。多くの場合は過剰に評価してしまい、買収プレミアムの平均値は買収後に期待されるシナジーよりも高い価額になる(中村,2019,p.166)と説明している。

③ 経営者裁量権極大化仮説

M&Aの動機が企業規模の拡大によるM&Aの動機としている。なお、ここでの企業規模の拡大とは、成長戦略において意味するものとは異なる。経営者自身の権力や名声を高めるための手段として考えて、企業の意思決定において経営者が自由裁量権の拡大を望むということを指す(中村,2019,p.167)。

以上では、買収プレミアムに関係する仮説をみてきたが、それぞれ異なった見方から説明されており、完全に説得力を持つものではない。M&A戦略からみると、合併シナジー説の視点から買収プレミアムを考得ることが適切である。買収プレミアムが巨額になる要因は、取得企業の経営者がM&Aの意思決定の際の問題としても考えられる。買収プレミアムは、M&Aによって創造していく価値を具体的な数字で示したものである。したがって、買収を実行前の目的意識や事業戦略を明確にする必要がある。そして、企業買収が成功したかどうかは、買収時点で決めるのではなく、買収後の資産価値の創造によって判定される。つまり、被取得企業の買収価格を上回る資産価値を事後的に創造することである。買収プレミアムが支払われたとしても、それ以上のシナジーを創出させることができれば問題はない(中村,2019,p.171)。

中国企業の M&A 事例を見てみる。「ジュリカルチャー」と「東方精工」とともに、事業拡大のため、本業と異なる業種となる新規事業に参画した。「ジュリカルチャー」は、単一事業の業績変動リスクを回避するため、新規事業市場を展開した。従来の装飾材の製造業に新しくエンターテインメントビジネスを追加され、2 つ主業となるビジネスモデルの経営戦略的な変革が行われた。「東方精工」は、事業構造及び今後の企業発展の側面から、「内部成長＋外部拡張」の指針で、「ダブルエンジン」と言う企業戦略を展開する中に、「製造業＋新エネルギー」の M&A 戦略を踏み出した。たしかに、資本市場を通じた分散投資がより効率的かつ安定性が高まり、業績の変動リスクの分散を図る経営戦略となる。しかし、異業種の市場成長率に対する認識の不足や経営能力の不足等によって、異業種間のシナジー効果を得ることが困難でもある。

また、取得対価の算定について、「ジュリカルチャー」は、北京中企華資産評価有限責任会社に依頼して、ターゲットとなる美生元のすべての持分に対して、企業の特性及び評価基準等の買収を行う際に重要な確認事項を検討した。コスト・アプローチ（簿価純資産法）とインカム・アプローチを用いて、企業価値評価を行った。その結果、美生元が所属するモバイルゲーム産業の高い市場成長率を重視し、インカム・アプローチを選定した。これによって、異常に巨額な買収プレミアムを選択することであった。その後、被取得企業との取得対価交渉によって、最終の取得対価を算定した経緯である。

「東方精工」の事例も同様、同社は、同致信徳資産評価有限公司に依頼して、ターゲットとなる普萊徳のすべての持分に対して、企業の特徴及び各資産評価基準等を検討した。①コスト・アプローチ（簿価純資産法）と②インカム・アプローチ（DCF 法）を用いて、企業価値評価を行った。その結果、将来の収益性を重視するインカム・アプローチを採用した。その理由について、被取得企業の普萊徳は、技術集約型ハイテク産業であり、普萊徳の将来的収益性及び企業価値をより発現できること重視し、将来の収益性を重視するインカム・アプローチが適切であると判断したからである。

対照的に、成功事例の「ハイセンス」と「美的集団」2 社の M&A 戦略は、共に同業種による買収で、結合シナジー効果の発現や、製品・経営資源（東芝 40 年間ブランドライセンスの使用許可等）の獲得や、グローバル化発展等を目的としている。戦略上の特徴から観れば、同業種買収で、事業や業界への理解が深く、M&A 後の事業引継ぎや組織融合がスムーズに進むことが期待され、M&A 前に想定されていた事業シナジーを発現しやすい状況である。さらに、被取得企業の資産評価時において、調べた限りで、2 社共に買収プレミアムを公表されていない状況である。なお、前述した通り 2 社共に、年次報告書に、被取得企業の識別可能資産及び負債の公正価値の評価方法と重要な仮定を明記している。単一の価値評価方法の選定ではなく、各評価結果の合理性を考慮し、現在の状況における資産の公正価値を最もよく表す公正価値の測定方法を選択した。例えば、土地の評価方法は、マーケット・アプローチを採用し、建物、機械設備はコスト・アプローチを採用し、商標及び特許等の無形資産は、将来の収益性を重視するインカム・アプローチを採用した。

中国企業の M&A 事例研究より買収プレミアムの高騰は、M&A を失敗に繋がった重要な要

因であると確認された。資産又は負債の公正価値測定の場合に、将来的の収益力を重視するインカム・アプローチを単一的に選択すると、資産の収益性の過大評価を M&A に危険にさらすことになり、この危険性を意識すべき、資産の性質に合う評価アプローチを選別して使用するが事例研究を通して、明らかとなった。

これを踏まえて、本論文は、以下の 2 つの課題が明らかになった。

一つは、買収対価の規模が大きい M&A 案件に対して、取得企業と被取得企業がほぼ同規模である場合の異業種への参入は、単一のインカム・アプローチの企業価値評価方法を用いて買収対価を算出すると、企業価値を過大評価し、M&A が失敗してしまう危険性が高い。

もう一つは、買収対価の規模が平均水準の M&A 案件に対して、取得企業と被取得企業がほぼ同じ規模、又は、被取得企業の規模が取得企業よりやや小さい垂直買収の場合、資産の特性を考慮しながら、コスト・アプローチ、マーケット・アプローチ及びインカム・アプローチを複合的に使用して買収対価を算出することで、M&A を成功させる確率を高める。今後、上記の課題についても、継続して研究を進めていきたい。

第 4 節 中国企業の M&A から見たのれんの公正価値評価

8.4.1 公正価値評価における制度上の整備

国際会計基準審議会（IASB）が設定する国際財務報告基準（IFRS）の特徴の一つとしてしばしば指摘されるのは、公正価値会計の重視である。企業結合による発生したのれんの会計処理に関する IASB 及び FASB 基準の変遷を概観すると、IASB が設定した IFRS3 と FASB が設定した SFAS141 及び 142（ASC350 及び 805）が重要である。本論文の第 2 部で論じたのれんの概念解明でわかるように、両基準は、2 つののれんの構成要素を提示した。それらは、「被取得企業が有する既存事業における継続事業（ゴーイングコンサーン）要素の公正価値」と「取得企業と被取得企業の純資産及び事業を結合することで期待される相乗効果及びその他便益の公正価値」である（IASB, 2008, para. BC313 及び 316；FASB, 2007, para. B313 及び 316）（岡本, 2017, p. 10）。

本論文でも論じたように、のれんを構成要素の捉え方が様々であるため、その評価にも困難が伴う。その原因について、のれんは、期待以上の収益力がどの程度持続できるという判断が困難であり、のれんの耐用年数の決定が難しい問題である。したがって、客観的な将来キャッシュ・フローの見積りや割引率の選定が容易ではないとのことである（岡本, 2017, p. 10）。

したがって、公正価値会計の観点から、のれんの評価に対して、いかに行われていることが注目されている。本論文第 8 章第 2 節で述べた通り、中国企業会計準則は、一連の修正によって、中国経済発展の要求に応じ、IAS/IFRS とのコンバージェンスが図られた。特に、2014 年の修正が代表的である。のれんの会計処理と深く関わっている『企業会計準則第 39 号—公正価値測定（公允価値計量）』が注目されている。新準則は、会計処理及び財務報告のみならず、企業のリスク管理、経営戦略、内部統制の整備や運用等についても定

めていると評価されている。

本節では、中国企業会計準則におけるのれんの公正価値評価における制度上の整備について纏める。

まず、2006年に、新たに公表した中国『企業会計準則第20号—企業結合』（財政部, 2006, No. 41)第十二条によれば、非共通支配下の企業結合は、取得企業は、取得日に企業結合の対価として引き渡した資産、発生また引き受けた負債について、公正価値に基づき測定しなければならない。公正価値とその帳簿価額との差額を当期損益に計上する。また、第十三条に、取得企業は、取得の原価が企業結合において取得した被取得企業の識別可能な純資産の公正価値のうち持分相当額を上回る場合に、その差額をのれんとして認識することを規定している。事例研究を通して、各企業結合によって発生したのれんは、公正価値評価を実施していることがわかる。

そして、中国の企業会計準則において、公正価値の測定と開示等の会計実務問題を標準化するため、公正価値の優先順位を明確にし、測定方法と開示要件を改善し、中国財政部は、2014年1月26日に新たな『企業会計準則第39号—公正価値』（财会字, 2014, No. 6)を公表した。『第39号—公正価値』準則も『企業会計準則—基本準則』にしたがって策定されている。同準則は、2014年7月1日より、すべての企業の範囲内で実施される予定で、特に海外に上場している企業は、事前に実施することを勧められている。公正価値における規定が企業結合に適用されることを明確に規定した。

(1) 公正価値の定義上の整備

まず、中国企業会計準則における公正価値の定義について、同準則第二条に、公正価値(Fair Value)について、「測定日において、市場参加者が発生する秩序ある取引において、資産の売却のために受け取ることができる価格、又は負債の移転に対して支払うことができる価格をいう(财会字, 2014, No. 6, p. 1)」と定義している。

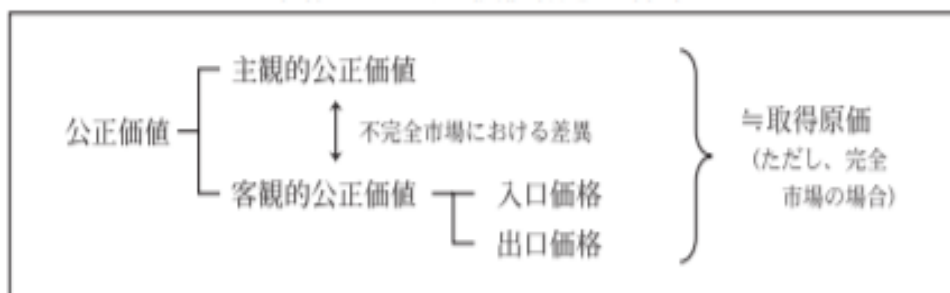
また、国際財務報告基準IFRS第13号『公正価値測定』による、公正価値の定義について、「測定日における、市場参加者間(Market Participants)の秩序ある取引(Orderly Transaction)において、資産の売却により受領する、又は負債を移転により支払う価格(出口価額)(IFRS, No. 13. 9)」と定義している(牧野, 2011, p. 4)。公正価値の定義から、中国企業会計準則の定義は、IFRSとのコンバージェンスが図ったことがわかる。

同準則の第六条に、企業が関連する資産又は負債を公正価値で測定する場合に、資産又は負債の特性を考慮すべきである。ここで、関連する資産又は負債の特性とは、測定日に資産又は負債の価格を決定する際に市場参加者が考慮する特性を指し、資産の状態と場所、資産の販売又は使用の制限等である(财会字, 2014, No. 6, p. 2)。また、公正価値で測定される物品関連の資産又は負債は、単独資産又は負債(例えば、金融商品、非金融資産等である)、又は資産グループ、負債グループも可能である(特定資産グループは、『企業会計準則第8号—資産の減損』に規定した資産グループである)。

次に、公正価値の当初測定について、同準則第五章第十六条に、企業は、取引の性質及び関連する資産又は負債の特性等に基づいて、当初測定の公正価値が取引価格と等しいかどうかを判断する必要がある。

また、公正価値概念の体系と取得原価との関係について、吉良(2014, p. 88)の研究によれば、図表 10-4 の通り、「主観的公正価値」と「客観的公正価値」を区分できる。公正価値はまず、公正価値に主観的な要素を反映する「主観的公正価値」をとるか、客観的な情報のみを反映する「客観的公正価値」をとるかという観点から分類することができる。主観的公正価値は経営者の主観的な評価を基礎とする公正価値概念であり、複雑で市場が不完全で流動性が低い金融商品に用いられると述べている。

図表 8-4、公正価値概念の体制と取得原価との関係図



(出典：吉良, 2014, p. 88)

企業が資産を取得する、又は負債を引き受ける取引では、取引価格は、資産を取得するために支払われるか、負債を引き受けるために受け取られる価格（つまり、入口価格：Entering Price）である。公正価値は、資産の売却のために受け取ることができる、又は負債の移転のために支払うことができる価格（すなわち、売却価格いわゆる出口価格：Exit Price）である。概念上、出口価格と入口価格とは異なるものの、多くの場合において、取引価格は出口価格に等しく、当初認識時の公正価値を表すとされている。しかし、例えば、関連当事者間の取引の場合、強制取引等の場合、取引価格と会計単位又は参照市場が異なる場合などでは、取引価格が当初認識時における公正価値を表さないとされている。

(2) 公正価値の評価アプローチ

さらに、同準則第六章第十八条に、公正価値の評価方法について、下記のとおり規定している。

「企業が関連する資産又は負債を公正価値で測定する場合に、現在の状況下で、適用可能な十分な情報データ又はその他の情報を備えた評価方法を使用するものとする。企業が評価方法を使用する目的は、測定日において、市場参加者が現在の市況の下で、秩序ある取引で資産を売却したり、負債を譲渡したりする価格を見積もることである。

企業は、公正価値を使用して関連する資産又は負債を測定する場合に、主にマーケット・アプローチ（市場法）、インカム・アプローチ（収益法）、コスト・アプローチ（資産法）であり、これらの評価手法の一つ又は複数を使用して公正価値を測定する必要がある。企業が複数の評価方法を使用して公正価値を測定する場合に、各評価結果の合理性を考慮し、現在の状況にお

ける公正価値を最もよく表す公正価値の測定方法を選択する必要がある（財会字, 2014, No. 6, pp. 6-7)」。

図表 8-5、公正価値評価アプローチの分類

①マーケット・アプローチ (市場法)	②インカム・アプローチ (収益法)	③コスト・アプローチ (資産法)
・ 売買取引比較法 ⁴⁰	・ ロイヤルティ免除法 ⁴¹ ・ 超過収益法 ⁴² ・ 利益差分法 ⁴³ ・ 利益分割法 ⁴⁴	・ 複製原価法 ⁴⁵ ・ 再調達原価法 ⁴⁶

(出典：長谷部, 2019, p. 39)

また、それぞれの評価アプローチの特徴は、次のとおりである。

①マーケット・アプローチ（市場法）は、同一若しくは比較可能な資産又は負債に関する市場取引により生成される、価格その他の情報を用いる評価技法である。

この評価技法には、マトリックス・プライシング（比準価格方式の一種）も含まれるが、これは主として債券の評価に用いられる技法であり、個々の証券の市場価格に完全に依拠するのではなく、ベンチマーク証券との関係に依拠する評価技法である。

②インカム・アプローチ（収益法）は、将来の金額（利益やキャッシュ・フロー等）を割引現在価値に変換する評価技法である。この評価技法には、現在価値技法及びブラック・ショールズ・モデルや二項モデル等のオプション価格モデルなどが含まれる。

③コスト・アプローチは、資産の用役能力を再調達するために現在必要な金額に基づく評価技法であり、売り手にとっての資産の価格は、同等の効用を有する代替資産を買い手

⁴⁰ ここでいう「売買取引比較法」とは、評価の対象となる無形企業価値を、取引事例に基づいて評価する手法である（M&A Online）。

⁴¹ ここでいう「ロイヤルティ免除法」とは、ロイヤリティ・レートを使用して、無形資産が貢献した利益を求めることによって無形企業価値を評価する方法である（長谷部, 2017, p. 26）

⁴² ここでいう「超過収益法」とは、対象無形資産を活用している事業より生み出される利益から、事業活動において使用する資産が通常獲得すると想定される利益を差引いた残余の利益が、無形資産に帰属する利益であると考えて、当該超過収益を基に無形資産価値を評価する方法である（長谷部, 2017, p. 25）。

⁴³ ここでいう「利益差分法」とは、評価対象無形資産を使用しない場合のキャッシュ・フローと使用した場合のキャッシュ・フローとの差額を用いて、評価対象無形資産に帰属するキャッシュ・フローを見積もる方法である（長谷部, 2017, p. 26）。

⁴⁴ ここでいう「利益分割法」とは、評価対象無形資産が使用される事業全体のキャッシュ・フローのうち、評価対象無形資産が寄与する割合を見積もることで評価する方法である（長谷部, 2017, p. 26）。

⁴⁵ ここでいう「複製原価法」とは、現在の価格で、評価対象無形資産と全く同じ複製を製作するのに要するコストに基づいて無形企業価値を算定する方法である（長谷部, 2019, p. 40）。

⁴⁶ ここでいう「再調達原価法」とは、現在の価格で、評価対象無形資産と同じ効用を要するコストに基づいて無形企業価値を算定する方法である（長谷部, 2019, p. 40）。

が購入又は構築するために必要なコストを劣化分について調整した金額となる。

この劣化分には、物理的劣化、機能的(技術的)劣化、さらには経済的劣化が含まれ、財務報告や税務申告における減価償却よりも広い概念である(财会字, 2014, No. 6, pp. 6-7, 企業会計基準委員会, 2009, P. 19)。

3つの評価アプローチを細分すると、図表 8-5 の通りである。

(3) 公正価値の開示ヒエラルキー

公正価値の評価技法のヒエラルキーについて、同基準第七章第二十四条に、公正価値測定の際のインプットの優先順位を3つ段階に区分することを定めている。公正価値の開示ヒエラルキーは、図表 8-6 の通り纏められた。ここで、インプットとは、測定日に取得できる資産又は負債が活発な市場において、未調整の相場価格である。活発な市場には、関連する資産又は負債の取引量及び取引頻度が継続的に価格情報を提供するのに十分である市場を指す。

インプットには、「観察可能なインプット」と「観察不能なインプット」がある。「観察可能なインプット」とは、保有企業(報告主体)から独立した市場データに基づき開発された、市場参加者が資産・負債の価格算定にあたり用いる仮定を反映したインプットをいう。

図表 8-6、公正価値の開示ヒエラルキー

レベル 1	同一の資産又は負債について活発な市場における無修正の公表価格を用いた公正価値
レベル 2	他の観察可能なインプットを主に用いた公正価値
レベル 3	観察不能なインプットを主に用いた公正価値

(出典：财会字, 2014, No. 6, par. 24, 吉井, 2007, p. 3 に参考)

「観察不能なインプット」とは、その状況において用いることのできる最善の情報に基づいて、開発された、市場参加者が資産・負債の価格設定する際に用いるであろう仮定について、保有企業(報告主体)自身の仮定を反映したインプットをいう。公正価値の評価技法は、「観察可能なインプット」を最大限に利用し、「観察不能なインプット」を最小限にするものでなければならない。即ち、保有者(報告企業)の恣意を可能な限り排除した客観性のある公正価値を用いることを求めている(吉井, 2007, p. 3)。

同準則第二十四条に、公正価値の評価技法が属するレベルは、公正価値測定全体にとって非常に重要な意義を持っているインプットの最低レベルによって決定される。企業は、関連する資産又は負債の特性に基づいて、使用されるインプットが重要であるかどうかを判断する必要がある。また、公正価値の評価技法のレベルは、評価技法自体ではなく、評価技法のインプットに依存すること(财会字, 2014, No. 6, par. 24)と述べている。

8.4.2 のれんの公正価値会計に関する実践

企業がのれんを公正価値で測定することを選択する場合、最初に取得原価と取引価格、及び識別可能な純資産を区別する必要がある。次に、関連する資産の主な市場又は最も有利な市場を特定し、市場参加者の仮定を取得するために十分な考慮を実施すること。そして、合理的に取得できる市場のデータ及び優良な有用情報にしたがって、インプットを段階的に区分し、最終に最も公正か評価技法を選択することが重要である。

(1) 識別可能純資産及び新增無形資産

ほとんどの企業買収は、企業の全体的な価値によって価値評価を実施するため、識別可能純資産は、M&A 取引における単なる一部であるため、取得原価に割り当てる前に企業全体の価値と認識可能純資産を区別する必要がある。

無形資産等の資産の認識条件は、当該資産に関連する将来の経済的便益が企業流入する可能性が高く、かつ公正価値で信頼性を持って測定可能とみなされる資産であることである。したがって、のれんと識別可能純資産を認識する前に、被取得企業において、上記の要件を満足できる無形資産の有無、又は上記の条件を満たした識別不能の無形資産をあるか否を判断する必要がある。いわゆる、のれん＝取得原価－無形資産－その他識別可能純資産(王, 杜, 2016, p. 68)である。また、企業の全体的な価値と認識可能な純資産の差額を確認する場合において、識別可能な要因（例えば特許権など）が有する場合に、のれんと区分し、無形資産として別途確認する必要があると述べている。これは、無形資産とのれんを区別するために必要な要素とされており、規定される無形資産概念の拡大によって、識別可能性のあるものが無形資産、識別可能性のないものがのれんに分類され、のれんをより明晰なものにする。

(2) 主な市場及び市場参加者の識別について

公正価値の測定においては、企業は、被買収資産の最善の用途を判断する必要がある。M&A を実施時において、資産の売却又は負債の移転は、主な主要市場で行われる、又は市場参加者などを仮定しなければならない。主要市場とは、資産又は負債に関して、取引量が多く、取引額が最も大きい市場である。また、主要な市場がない場合には、取引費用及び輸送費用を考慮した上で、資産の売却により受領する金額が最大となる、もしくは負債の移転により支払う金額が最小となる最も有利な市場で仮定する必要がある(牧野, 2011, p. 4)。したがって、企業は、資産の用途、政策上の参入障壁、業界の市場細分化の差異等の要因に基づいて、総合的に参入しようとする主要市場又は最も有利な市場を評価し、かつ、市場参加者の仮定を用いて、公正価値評価を実施することである。企業は、公正価値評価を行う場合に、独自の仮定を考慮せずに共通の特性とリスクを考慮する必要がある。また、継続的な事業を維持する状態の下での評価のみ行う必要があり、結合後に

において用途の変化による収益を考慮すると、資産価値の過大評価に繋がり危険性が生じる。

(3) 公正価値の評価方法の優先順位

王、杜 (2016, p. 68) の先行研究によれば、2010 年から 2015 年までに、M&A を実施した中国企業において、60%以上に協議契約の方式を用いて買収・合併を実施した。その中の大半は、レベル 3 の「観察不能なインプットを主に用いた公正価値」のみを用いて、価値評価を実施している。また、内部的な業績予想や、業績承諾のみに基づいて、評価を行っている企業もある。明らかに、このように算定された取引価格は、公正な価格ではないことがわかる。レベル 1 とレベル 2 の「観察可能なインプット」を優先的に使用する場合のメリットは、巨額ののれんが発生した場合に、のれんの取得後の測定が常に公正価値を用いて観察され、のれんの「真の状態」を反映されている可能性が高まる。

また、近年、平均的な買収プレミアムを遥かに超過する評価価格や、業績予想を超える業績承諾等は、オンラインゲーム業界、文化エンターテインメント産業等の新興産業やアセットライト・カンパニー (Light asset company) 産業によく表した状況とも言える。このような産業は、製品の回転期間が短く、利益変化が激しく、リスクによる影響を受けやすく、そして、取引価格は人的要因によって影響を受けやすい特徴をもっている。これらの原因によって、被取得企業の識別可能純資産の公正価値を何倍も超えるプレミアムの発生も他の産業と比べて高い傾向になっている。やはり、識別可能と識別不能によって、資産を区別した上で、主要市場又は最も有利な市場と市場参加者の仮定を実施した方がより公正な価格を算出することが可能となる。例えば、2016 年 5 月のデータから、中国国内の証券取引市場において、新規上場したオンラインゲーム企業は 49 社で、文化エンターテインメント企業は 76 社で、このような直接取引市場によって、レベル 2 の観察可能なインプットの仮定を獲得し、最後に、合理的に取得した市場データと最優良な情報を用いて、公正価値測定のレベルを決定すること。

また、市場データの収集が困難である特殊産業は、レベル 3 の観察不能なインプットを主に用いた公正価値を算定することができるが、リスクを十分考慮し、信頼できるデータを最大限に活用することを要求される。例えば、オンラインゲームの場合は、オンライン時刻、ダウンロード等に基づいて、ゲームのライフサイクルを分析する。それにしても、チャネルリスク、メンテナンス及びアップグレード等の同業の競争に基づいて評価されるべきである。さらに、国家政策制約、研究開発等異なるリスクの特性を考慮する必要もある。また、取得企業の立場からみれば、被取得企業の業績保証承諾は、公正価値の判断基準になることも、高いリスクを伴うことを認識すべきである。

岡本 (2018, p. 10) の先行研究によれば、Ramana and Watts (2012) は、のれんの公正価値で測定する場合に、特に問題となるのは、のれんの公正価値評価が正当に行われたかの厳密な検証が困難であるという問題を指摘している。経営者（もしくは会計担当者）の裁量的判断が介入する余地である。一方で私的情報仮説によれば、経営者（もしくは会計担当

者)は、のれんの公正価値に関する私的情報を伝達すると期待されるが、他方でエイジェンシー仮説に依拠すれば、経営者(もしくは会計担当者)は自身の私的利益を追求すべく、のれんの評価に伴う不確実性を恣意的に利用すると考えられる。この二元的仮説で描写される傾向は、相互排他的ではなく、企業(経営者や会計担当責任者)や事例ごとに多様であると考えられる。

そして、問題として指摘される企業結合によって発生したのれんを公正価値で測定する場合に、のれんの公正価値評価が正当に行われたかどうかを厳密な検証について、会計実務上においても中々困難な課題であるとわかる。前述した中国企業のM&Aによる発生のにれんの公正価値評価から、公正価値を測定する場合に、各評価結果の合理性を考慮し、現在の状況に最もよく表す公正価値の測定方法を選択することが非常に必要であることが明らかになった。成功事例から、美的集団による東芝白物家電事業の買入のれんの公正価値評価、ハイセンスグループによる東芝ソリューションの買入のれんの公正価値評価が選択された評価方法は、単一の方法ではなく、資産及び負債の特徴を合わせながら、混合の評価方法を選別している。

また、失敗事例から、ジュリカルチャーによる美生元の買入のれんの公正価値評価、東方精工による普莱德(プライド)の公正価値評価が選択された評価方法は、単一のインカム・アプローチ(収益法)を選択した。これらの理由も、両者共に被取得企業の新興産業のビジネスモデルの特徴に重視し、将来的収益性及び企業価値をより発現できることを注目した。その結果、将来の収益性の観点を重視するインカム・アプローチは選別されることになった。二つの失敗事例から、見た特徴は、両者共に業績保証承諾を契約したことと、使用される関連市場の予測営業成長率が所属する中国の産業市場の全体的利益予測よりも高いことである。また、東方精工の事例から、被取得企業の普莱德(プライド)は、新エネルギー産業のパワーリチウム電池産業に属しており、国内流通市場において、キャッシュ・フロー、予測成長率、リスク等の側面で類似している上場企業のデータを収集することが困難であり、比較される同等な条件に満たされないことが事実である(同致信徳評報字, 2016, p. 19)。

公正価値とインプットの各レベルの定義を比較すれば、三つのレベルの中で、問題となってくるのはレベル3の公正価値である。レベル1とレベル2の公正価値については、その資産・負債そのものの相場価格、あるいは資産・負債について直接又は間接に観察可能なインプットが存在するので客観性、ひいては信頼性の面で大きな問題はない。しかし、レベル3の「観察不能なインプットを主に用いた公正価値」に関しては市場が存在しない(吉良, 2014, p. 90)。また、公正価値評価アプローチから、将来キャッシュ・フロー又は収益を注目するインカム・アプローチは、観察可能不能な見積数値を用いる必要があるので、客観性に欠けるところがあり、経営者の恣意性の混入も避けられない。つまり、レベル3の公正価値についての完備なモデルは存在しないのが現状である。

事例研究で明らかになった結果から、インカム・アプローチによる資産価値評価の評価技法は、被取得企業の資産に対して、将来的収益性の過大評価をしやすく、評価価格そのものが忠実に表現されていることという保証がなく、恣意性が介入しやすく、リスクを

高まる傾向がある。本論文の結論は、レベル3によるインカム・アプローチの公正価値評価は、信頼性がないという批判的な立場をとることではない。できる限りリスクを最小限にとどめ、保守主義の観点から、予測される将来の危険に備えて慎重な判断に基づく会計処理を採用することである。つまり、単一な評価アプローチではなく、個々の資産及び負債の特性に合わせながら、コスト・アプローチ、マーケット・アプローチ及びインカム・アプローチの中からそれぞれ適切な評価方法を選別し組み合わせて使用することが大切である。そして、財務報告書本体以外の評価アプローチに使用される各仮定等の妥当性を証明するための情報の開示が必要である。

IASB と FASB が公正価値評価の拡大を進める背後には、投資家の意思決定に有用な会計情報を提供することを財務報告の目的とすることから、意思決定支援機能に基づいて会計基準の作成を進めている。今後、中国における、IFRS とコンバージェンスへの対応が進むにつれ、現行企業会計準則も投資意思決定に有用な情報の提供へ移行していくであろう。

おわりに 本論文の結論、意義、課題及び展望

第1節 本論文の主な結論

本論文は、中国企業に対する M&A の事例研究の知見を踏まえながら、企業の M&A によって発生したのれんの歴史的な及び学説的な概念解明を通して、のれんの本質を明らかにし、被取得企業の評価上の課題を検討するものであった。法学的・経済学的・経営学的並びに会計学的の視点から多様なのれん観を検討してきた。こうした分野横断的・学説史的な検討を踏まえ、のれんの本質に関する概念の解明を図った。そして、中国では市場経済が進んでいる中、海外進出「走出去」戦略という政策が提起され、これに伴って急速に進行する中国企業のグローバル化に対応するため、企業の経済実態の写像である財務報告を規定する中国会計準則は、IRFS へのコンバージェンスの努力が必要とあった。これに伴い、2006 年に公表された新会計準則は、伝統的な収益・負債アプローチから、企業価値を重視する資産・負債アプローチへと転換した。このような制度上の IFRS へのコンバージェンスは、中国企業の M&A によって発生するのれんの計上やのれんの減損処理等に対する会計制度を整えたこととなった。本論文は、中国の企業会計制度上におけるのれん概念の扱い、特に無形資産会計の変遷から見たのれん概念の扱いを明らかにした。理論研究の結果として、欧米や日本などと異なる体制にある中国の社会主義市場経済体制においても、多様なのれん概念又はのれん観がある中、「継続事業のれん」と「結合のれん」というコアのれん観が妥当であることを解き明かした。

さらに、理論研究を踏まえて、中国企業 4 社による M&A の事例を取り上げ、それぞれの M&A 戦略の特徴、株主構成、企業の業績及び財政状態、特に識別可能な無形資産の計上状況、買収によって発生したのれんの計上、のれんの減損の認識などの会計問題を考察した。先行研究との比較研究を行い、企業会計の視点から、中国企業の M&A の成功または失敗を左右する要因について考察した。最後に、巨額の買収プレミアムの算出方法、業績悪化によるシナジー創出の不足、実績保証承諾の未達成などが、のれんの減損を生じさせる重要な理由であることを明らかにした。

次に、のれんと買収プレミアムの関係性から、買収時に発生した取得対価の留意点を確認した。買収プレミアムが高騰する原因について、先行研究では合併シナジー仮説、思い上がり仮説、経営者裁量権極大化仮説などがある。買収後に発生する諸種のシナジーへの期待、市場支配力の増加などの理由で、巨額な買収プレミアムを受入れ M&A を実施して、そして失敗した中国企業 2 社の M&A 事例を通して、合併シナジー仮説の妥当性を明らかにした。

最後に、中国企業の M&A から見たのれんの公正価値評価について考察した。公正価値の評価技法のヒエラルキーから、企業価値評価を実施する際に、第 3 レベルの「観察不能なインプットを主に用いた公正価値」のみを使用すると、企業価値は、「真」の状態を反映していない可能性が高まる。その結果、被取得企業に対して、将来的収益性を過大評価

しやすく、恣意的判断が介入しやすく、買収のリスクを高める傾向がある。本論文の結論は、レベル3によるインカム・アプローチの公正価値評価は信頼性がないという批判的な立場をとるものではない。できる限りリスクを最小限にとどめ、予測される将来の危険に備えて慎重な判断に基づく保守主義の観点から、インカム・アプローチの企業価値評価方法の危険性を認識し、適切な企業価値評価方法を選別する必要がある。つまり、単一の評価アプローチではなく、個々の資産及び負債の特性に合わせながら、コスト・アプローチ、マーケット・アプローチ及びインカム・アプローチを並列的に、利用し、評価額の低い方を採用することが望ましい。そして、財務報告書本体以外の評価アプローチに使用される各仮定等の妥当性を証明するための情報の開示が必要である。

第2節 各部分の留意点と結論

前述した注目点を考察するため、本論文は主に4つの部分に分けて、計8章の構成で、「理論と実践の相互作用」及び「成功と失敗の要因」を比較する研究手法を用いて、理論的分析による知見、及び実務上の反映について研究した。本論文が導いた主な結論は、以下のとおりである。

第I部分の留意点と結論について

第I部(序章～第1章)は、本論文全体のはじめ編と位置づけ、「準備研究」として、本研究の概要、研究目的、理論的枠組み及び分析上の視点を示している。第1章では、中国企業におけるM&Aの動向や背景、そして国際的視点から見た特徴を明示した。次に、中国上場企業のM&Aによって発生したのれんの計上とのれんの減損処理の全体像を把握した。各段階の経済状況によって、中国企業のM&Aの動向や、発生した企業結合のれんの計上、並びに会計処理状況の検討を通して、中国企業会計上ののれんの発生状況とのれんの減損損失の巨額な計上が明らかになった。そして、研究上の目的と問題意識を明確にした。

中国経済の発展状況に基づき、国内投資(IN-IN)と海外投資(IN-OUT)件数に対する分析から、工業製品や消費財業界の取引量が多いが、対外投資規制や中米関係悪化の影響で、先端技術に関わる取引件数が大きなダメージを受けていることがわかった。そして、2018年から、中国上場企業ののれん保有件数の激増は、のれんバブル(商誉泡沫)が発生することが懸念されている。また、巨額なのれんが発生し、のれんの減損損失の認識可能性が高い業界は、金融業や情報業等の高付加価値の業界であり、M&Aを行う場合に、買収プレミアムが発生し、のれんやのれんの減損リスクも高まる。ここで、把握された全体像をより精緻な研究を進めるため、第III部のケーススタディでさらに問題を深く追求した。

第II部分の留意点と結論について

第II部では、本論文の理論的基礎研究として、第2章と第3章の二つの章によって構成され、先行研究を踏まえながら、のれんの本質観を中心として考察した。

まず、第2章ののれん概念の概念解明について、各分野の研究者の研究成果を考慮しつつ、法学的、経済学的及び経営学的そして会計学的の視点からのれん概念を整理した。法学的分野によるのれん概念は、「継続的な事業の過程で、企業が獲得できるあらゆる可能な利益(Simon, 1956, p. 272)」である。次に、経済学的分野によるのれん概念は、「経営組織の言い換えでもある(H. C. Edey, 1962, 鄧, 2001, p. 3)」である。経営学的分野によるのれん概念は、「販売、投資、操業及びマネジメントによるシナジー効果(H. I. Ansoff, 1988, 西海, 2010, p. 73)」である。特に、会計学的分野による、好感価値観(企業に対する好感の価値)、超過収益力観(将来の期待超過利潤を得る権利の現在価値)、総括的評価勘定観(個別的な有形・無形の資産に付着している評価額の超過部分)、コアのれん観(継続事業のれん+結合のれん)、シナジー効果観(識別可能な有形財及び無形財ならび識別不能な無形財の相互有機的結び付け)などののれん観を中心に検討した。こうした分野横断的学説史的な検討を踏まえ、のれんの本質に関する概念解明を図った。

次の第3章では、中国の企業会計における、特に外資企業が中国市場に進出した後、提起されるようになった無形資産及び企業のM&Aによって発生したのれんについて、無形資産会計制度上の変遷とその背景である中国の経済発展の特徴に照らしながら探究した。その結果、萌芽期・発展期及び成熟期の3つのステージに分けて、のれん概念を考察することにするが出来た。

萌芽期は1991年以前(市場経済の移行期)の段階で、無形資産の概念が導入されたものの、無形資産及びのれんの定義は、明確に規定されていなかった。のれんの会計処理は、当時の合併企業だけに適用される会計処理方法に過ぎなかった。

発展期は1992年から2000年(市場経済の確立期)までの段階で、無形資産に対する明確な定義が生まれ、のれんは無形資産として計上することが明確に規定された。この時期ののれん観は、総括的評価勘定観を継承していた。

成熟期は2001年以降の段階で、個別的に認識可能と個別的に認識不可能の無形資産が再定義され、企業結合で取得した識別可能な無形資産をのれんと区分して認識されるようになった。中国企業会計準則は、中国財政部が主導することによって、IRFSへのコンバージェンスが着々と進む、無形資産とのれんの考え方も変化し、「継続事業のれん」と「結合のれん」の2つの構成要素が含まれるIRFSのコアのれん観が妥当するようになった。

第Ⅲ部分の留意点と結論について

第Ⅲ部は、本論文の事例研究として、第4章から第7章までの4つの章より構成されている。4件の中国企業のM&A事例を取り上げ、主に各企業のM&A戦略、株主構成、買収前後の業績及び財政状態、のれんの発生及び実務上のれんの減損テストの状況を中心に説明した。

4件の事例の選別は、2014年から2019年までの6年間の中国企業のM&A TOP 10事例か

ら、取得企業及び被取得企業の両方の計 120 社以上のデータを整理し、のれんを計上した製造業の事例に絞った。さらに、失敗事例については、高付加価値の情報技術分野の企業が巨額の減損損失を計上することによって注目された事例として取り上げた。

第 4 章と第 5 章は、「ジュリカルチャー」と「東方精工」の事例を分析した。2 社とも「新規事業参画（多角化経営）」と「結合シナジー効果の発現」を期待して、異業種の企業を買収した。M&A によって、2 社の株主構成又は株主持分は変化し、被取得企業を完全子会社にしたものの、業績保証承諾期間中に、実際に支配権を完全に把握できず、結果業績争議まで発展し、巨額な のれんの減損損失が発生した。最終的に、事業縮小・再売却を選択せざるを得なかった。

この 2 つの事例研究で明らかになったことは、2 社とも被取得企業の将来期待できるキャッシュ・フローを楽観的に見通して、高いプレミアムを受け入れたことであった。しかし、買収後、当初約束された業績保証承諾が達成できなかったことによって、結合シナジーの創出が不十分になってしまった。さらに、2 社とも被取得企業の持分に対して、第三者の資産評価企業に依頼し、企業の特性及び評価基準等を検討し取得対価の算定を行った。2 社とも新興産業の高い市場成長率に着目し、高いプレミアム率が発生しやすいインカム・アプローチを選定した。その結果、異常に巨額の買収プレミアムが発生し、被取得企業の資産価値の過大評価の要因となり、買収失敗の危険性を高めることになった。最終的に、失敗事例の 1 社は、被取得企業が再売却され、もう 1 社は、余儀なく関連事業を縮小した。

第 6 章と第 7 章は、「ハイセンス」と「美的集団」の事例を分析した。失敗事例と対照的に、成功事例の M&A 戦略は、共に同業種に対する買収で、結合シナジー効果の発現、製品・経営資源の取得、グローバル化などを目的としていた。戦略上の特徴を見れば、何れも同業種に対する買収で、業界への理解が深く、M&A 後の事業継承や組織融合がスムーズに進むことが期待でき、想定されていた事業シナジーを発現しやすい状況であった。その上、被取得企業の資産評価をする際に、調べた限りは、2 社の何れも買収プレミアムを公表していなかったが、2 社の年次報告書で、被取得企業の識別可能資産及び負債の公正価値の評価方法と重要な仮定を明記していた。成功事例の 2 社は、単一の価値評価方法を選定したのではなく、例えば、土地の評価方法はマーケット・アプローチを採用し、建物、機械はコスト・アプローチを採用し、商標及び特許等の無形資産は将来の収益性を重視するインカム・アプローチを採用し、多様な評価方法を採用した。成功事例の場合は、資産評価方法の混合使用によって、資産価値過大評価のリスク回避をすることができた。

第Ⅳ部分の留意点と結論について

最後の第Ⅳ部は、第 8 章とおわりにより構成され、本論文の結論部分であり、前述各章で行った探究・分析によって得た結果と知見を総括した。

まず、日中企業の M&A の比較研究によって、日中企業の M&A 戦略の動機と のれんの減損が発生した理由を明確した。M&A 戦略の動機について、中国企業の場合、「新規事業参画（多

角化経営)」、「結合シナジー効果の発現」、「グローバル化」などが挙げられる。一方、日本企業の場合、「垂直統合」、「地域拡大」、「製品・経営資源獲得」が比較的が多い。また、減損を計上し、M&A が失敗した原因として、日本企業の場合、シナジーの創出不足、経営能力不足などが挙げられる。これに対して、中国企業の場合、巨額買収プレミアムの受け入れによる資産価値の過大評価と、業績保証承諾の未達成によるシナジー創出不足が主な失敗要因であった。

次に、中国企業において M&A を通してのれんの本質観を理論上と実践上に対比しながら論じた。資産価値を重視する今日の企業会計では、のれんの本質の解明は、財務報告利用者にとって、ますます重要となる。投資者の意思決定の支援機能を目的としている現行中国会計新準則は、『無形資産』、『企業結合』、『資産の減損』及び『公正価値測定』などの一連の個別準則を導入し、適用することによって、企業結合による発生したのれんの認識、当初測定、事後測定及び開示などの会計処理問題に対して、会計制度を整えた。

事例研究で取り上げた 4 社の何れも、M&A において、取得原価が被取得企業の識別可能な純資産の公正価値のうち、持分相当額を上回った場合、その差額をのれんとして認識し、計上していた。また、M&A の実施前に、買収による結合シナジーを期待し、M&A の実施後に結合シナジー効果の創出が加速することで、企業営業収益、親会社に帰属する純資産及び企業の時価評価などが向上し、買収の効果を現れると評価した。したがって、取得のれんの視点から、コアのれんは「継続事業のれん」と「結合のれん」より構成され、取得企業と被取得企業が組織的に融合し、新たな相互作用が生じることが期待された。結果的に企業価値或いは将来的な便益をもたらすメリットが認められ、コアのれんとしての効果を発現することが明らかになった。

そして、特に失敗事例の巨額ののれんと巨額買収プレミアムに焦点を当てた。買収プレミアムの高騰は、M&A において、創出する必要がある結合シナジーが大きくなることを意味する。M&A の戦略、経営者の意思決定、買収プレミアム算出時の価値評価方法などは、M&A の成敗を左右する。M&A を成功するには、結合シナジーが買収プレミアムより大きく創出されることが必要となる。しかし、失敗事例の何れも、高騰した買収プレミアムによって、巨額なれんを発生し、M&A 成約後、期待していた収益が達成できず、結局減損処理を実施し、純資産を減少させた。その結果、業績が低下し、経営陣の内紛も生じ、最後、取得事業を切り離し、再売却するなど、大失敗に終わった。したがって、取得企業はプレミアムを支払う前に、企業の能力を鑑みて、予想している結果が達成できるかどうかを十分に判断する必要があることを明らかにした。

最後に、中国企業の M&A から観たのれんの公正価値について、検討した。会計実務上において、のれんの公正価値評価は正当に行われたかどうかの厳密な検証が困難な課題である。本論文は、中国の企業会計準則における、観察可能なインプット（レベル 1 とレベル 2）を主に用いた公正価値、観察不能なインプット（レベル 3）を主に用いた公正価値及び活発市場による公正価値の視点から、のれんの公正価値について考察した。その結果、三

つのレベルの中で、問題となってくるのはレベル3の公正価値である。レベル1とレベル2の公正価値については、その資産・負債そのものの相場価格、あるいは資産・負債について直接又は間接に観察可能なインプットが存在するので客観性、ひいては信頼性の面で大きな問題はない。しかし、レベル3の「観察不能なインプットを主に用いた公正価値」に関しては市場が存在しないため、客観性に欠けるところがあり、経営者の恣意性の混入も避けられない。のれんの持続的収益力の測定が困難であるため、客観的に将来のキャッシュ・フローを見積もることや割引率を選定することが容易ではない。レベル3によるインカム・アプローチの公正価値評価の危険性を意識し、資産又は負債の特性をよく表見できる公正価値の測定方法を選択することが非常に重要である。

第3節 本論文の主な貢献

理論的貢献

本論文の発見事実は、既存ののれんの概念的研究に対して、理論的貢献を果たした。

第一に、先行研究を踏まえて、好感価値観ののれん観、超過収益力ののれん観、総括的評価勘定観ののれん観、シナジー効果ののれん観並びにコアのれん観ののれんの本質的な問題を、法学的・経済学的・経営学的並びに会計学的な視点を区分しながら、中国の市場経済体制の下で、受容された「継続事業のれん」と「結合のれん」というコアのれん観が妥当性であることを究明した。

第二に、中国企業会計において、伝統的な収益・費用アプローチから企業価値を重視する資産・負債アプローチへと転換する動きを、本論文の第3章による無形資産会計の段階的な変遷を通して、のれん概念は、萌芽期・発展期及び成熟期の3つのステージを経て、現在の中国市場経済の発展に相応しいコアのれん概念が定着したことを明らかにした。ステークホルダーの意思決定に、有用な情報を提供することへ変化したことも、中国企業のグローバル化や国際競争市場の進出に対して、制度や政策上の支援になることが分かった。

実務的貢献

本論文の事例研究の結果から得られた発見では、会計実務上に対してもいくつかの提言を与えることが出来た。事例研究で得られた結果は、企業会計の視点から、M&Aを実施する際に、インカム・アプローチの危険性を認識し、単一の評価アプローチではなく、多様なアプローチを併用することが重要である。

これを踏まえて、本論文は、以下の二つの課題が明らかになった。

一つは、買収対価の規模が大きいM&A案件に対して、取得企業と被取得企業がほぼ同規模である場合の異業種への参入は、単一のインカム・アプローチの企業価値評価方法を用いて買収対価を算出すると、資産価値を過大評価し、M&Aが失敗してしまう危険性が高い。

もう一つは、買収対価の規模が平均水準のM&A案件に対して、取得企業と被取得企業がほぼ同じ規模、又は、被取得企業の規模が取得企業よりやや小さい同業種買収の場合、資

産の特性を考慮しながら、コスト・アプローチ、マーケット・アプローチ及びインカム・アプローチを複合的に使用して買収対価を算出することで、M&A を成功させる確率を高める。

今後、上記の課題についても、継続して研究を進めていきたい。

第4節 本論文に残された課題と将来の展望

本論文に残された課題

本論文は、企業の M&A による発生したのれんの本質問題に注目し、特に中国の企業会計準則制度上の変遷と中国企業の会計実務問題を中心に検討してきた。そして、のれんの事後処理問題についても、中国企業会計準則は、IAS 第 36 号『資産の減損』に参考し、新準則の『第 8 号—資産の減損』を設定した。新準則『第 8 号—資産の減損』は、のれんに対して、各事業年度の減損テストで、減損の兆候がある場合に、減損損失を当期損益に計上し、資産減損引当金を計上することを規定している。そして、事例研究で考察した中国企業の実務的処理は、失敗事例と成功事例の何れも、新準則に基づいて減損テストを実施し、のれんの減損処理を行っていることが明らかになっている。

一方で、日本の企業会計基準では、企業は取得したのれんを 20 年以内に、その効果の及ぶ期間にわたって、定額法又はその他の合理的な方法を用いて規則的に償却することが要求されていると同時に、一定な目安を満たす場合には減損損失を認識することが要求されている（償却及び減損アプローチ）（企業会計基準委員会 RP, 2015, p. 4）と規定している。

前述したように、企業の M&A、特に買収プレミアムが巨額となる場合、のれんも多額となるため、のれんの償却費の計上が期間損益を下方に押し下げ M&A の効果を小さく見せるために、経営者の投資意欲を減退させる影響があると言われている。

一方、IFRS による減損テストの処理方法では、償却費の計上を除くことで、経営者の M&A 投資意欲を高め、経済成長を促す要因の一つだと言われている。しかし、のれんの非償却処理は、期間損益の毎期の変動を大きくし、その結果、株価のボラティリティを大きくするので、健全な資本市場に有効であるかどうかといった懐疑的な見方もある（花村, 2014, p. 78）。

このように、日本基準の償却及び減損アプローチ法と欧米方式、又は中国企業会計準則に基づいて運用される減損アプローチのどちらが社会経済情勢を鑑みて合理的なのか、議論となっている。また、近年において、利害関係者が懸念するのれんの事後処理の「のれんの減損損失のタイミングが遅すぎる、又はその金額が少なすぎる」（以下『「too little, too late」の問題』という）（PR, 2020, p. 7）に対処する上で考えられる方策に関する議論も行っている。そして、日本の会計実務上において、企業価値の最大化と経営者の効用の最大化の観点からは、減損リスクを考慮しても、のれんを相対的な利益ルール（RBR: Relative Benefit Rule）にしたがって規則償却することが両者にとって最適となるという見方もある。

本論文は、中国企業の実務上におけるのれんの減損問題を検討してきた。IFRS のコアの

れん観が妥当とする場合に、のれんの事後処理問題は、新準則に基づいて、のれんの減損アプローチを運用されることが規定している。のれんは、日本基準の規則的償却すべきか、欧米又は中国方式の減損会計を適用すべきかという論争に対する理論上及び実務上の解決策を検討することであり、本論文における残された課題として、今後研究しつつする必要がある。

本論文では、減損テスト及びのれんに関する IFRS と中国新準則と日本会計基準の処理の相違や財務的な影響を図表(0-1)に纏めた。

図表 0-1、

減損テスト及びのれん償却に関する IFRS/中国新準則と日本基準の処理の相違と財務的影響

会計処理方法	IFRS/中国新準則(2006, 資産の減損)	日本基準
減損テスト	のれんなどが資金生成単位に含まれる場合は、原則として、減損の兆候の有無に関わらず、每期減損テストを実施必要がある。	減損の兆候がある場合など一定の場合に減損テストを実施する。
財務的影響	減損の兆候の検討をせず、每期減損テストが実施される結果、減損損失が計上されるリスクが相対的に高いことである。	減損テストの実施の前提として、減損の兆候などが検討を実施するため、減損損失が計上されるリスクは相対的に低いことである。
のれんの償却	償却処理されない。	投資の効果の期間にわたり均等的に償却する。
財務的影響	買収の結合シナジー効果がそのまま経營業績に営業利益として反映されやすい一方、減損損失が計上する場合相対的に多額となる。	買収の結合シナジー効果を相殺する形でのれんの償却費が計上されるため、一般に当初見込んだシナジー効果以上の効果を得られない限り、営業利益が計上されにくい。償却の結果のれんの簿価が減少するため、減損損失が計上される場合に、相対的に少額となる。

(出典：会計アドバイザー、2017)。

将来の展望

21 世紀の資本市場の経済基盤は、「プロタクト型経済→ファイナンス型経済→インタンジブルズ型経済（櫻井, 2011, p. 42, 片岡, 2013, p. 59）」と変化しつつある。このような状況の中、企業の物的資本財から、金融資本さらに、無形的な資本財に、大きく変わって来ている。このような激変する経済状況に対応するには、企業価値の決定要因も、従来の機械

装置・建物・土地などの有形資産ではなく、ヒト・モノ・カネ・情報に次ぐ、第5の経営資源である無形の資産へとシフトしている（片平, 1999, p. 4, 伊藤, 2001, p. 35）。

また、会計における開示情報の価値関連性が急速に低下しつつであると言われている（伊藤, 2004, p. 3）。こうした中で、企業価値評価は非常に重要な課題になってくる。無形資産を如何に測定・開示し、それを企業価値に結び付けていくことは、企業にとって、経営目標を達成するためのシナリオで、重要な経営戦略上のテーマである。

そして、見えざる資産（無形資産：Intangible Asset）の中に、ブランド資産（Brand Assets）は、他の物的資産及び他の無形資産が代替出来ない特性及び企業価値を持っていることがインターブランド社の調査研究によって明らかになった。企業経営史上初めて、企業の経営資源とするブランドを資産として認識し、貸借対照表に「ブランド」という勘定科目を計上したイギリスの企業も、企業買収の防衛策を目的として利用したものである（吉田, 大橋, 2003, p. 20）。

ブランド価値評価のアプローチは2つに大別する。まずは、製品に対する消費者の評価や市場におけるパフォーマンスへの影響力というマーケティングの視点であり、一方、貨幣額によって、ブランドの資産価値を測定し、貸借対照表に計上しようという前述した会計の視点による評価アプローチである（守口・佐藤, 2014, p. 1, 成松, 2019, p. 76）。

欧米諸国や日本と比べ、中国企業におけるブランドの会計・報告に関わる研究の蓄積は十分とは言えない。これは、中国でブランド資産会計研究に対する本格的な取り組みが始まった時期が欧米や日本と比べると遅れているからである。また、従来の無形資産の定義が曖昧で、無形資産に属する資産の全貌の把握が困難だったからである。

1995年後半から、外資系企業が中国で合弁会社・工場を設立し、市場を拡大し、M&Aを通して中国現地の民族系ブランドを吸収するような状況が急増した。外資系企業は先端的な管理手法とマーケティング戦略によって、中国現地の「中華老字号」⁴⁷又は民族系ブランドに大きな影響を与えた。中国企業は自社のビジネス戦略又はブランド資産価値への理解を深め、さらに市場経済への重要性などを新たに認識する段階へ至った。

その結果、中国企業は中華老字号又は民族系ブランド戦略の探索・保護・開発などを実施し、ブランドの管理・向上に注目するようになってきた。中国の新聞「経済日報」が1991年から、「中国著名商標」の選定を始め、また、北京のブランド資産価値評価事務所が1995年から、「Financial World」の評価システムに基づいて、「中国におけるブランド価値調査報告書」を発行するようになった（顧, 2015, p. 29）。このような一連の動きによって、中国ブランドの発展過程が国内ブランド啓蒙期（1980年代）、国内ブランド成長期（1990年代）、国内ブランドのグローバル化の模索期（2000年から現在）（葉, 2021, p. 13）を経て、ブランドの理論的な概念が徐々に定着してきた。

⁴⁷ ここでいう「中華老字号（China Time-honored Brand）」とは、主に製品・スキルまたはサービスが世代を超えて受け継がれ、独特の中国の伝統的背景と繋がる文化遺産を有し、高い評価を形成した中国民族系ブランド企業を指している（出典：商改発, 2008, No. 104）。

また、中国企業会計新準則『第6号—無形資産』（財政部, 2006, No. 41）において、無形資産に対して、個別的に識別可能な無形資産と個別的に識別不可能な無形資産を分離する方向へ定義を刷新することによって、無形資産の範囲が拡大され、企業価値を表す経営資源とする無形資産として、ブランド資産を計上することが可能となった。

ブランド概念とのれん概念を明確に区別し、ブランドの資産性を認識し、無形資産として計上することが可能となれば、のれん概念はより明晰なものとなるものと考えられる。今後において、インタangible型経済重視の企業経営では、現行の会計上の無形資産から、ブランドを含めた無形の経営資源へと展開し、そして、コアのれん観をより精緻するためには、ブランド価値評価の問題は、避けて通ることができない重要な研究テーマである。

謝辞

本論文は筆者が城西国際大学大学院経営情報研究科起業マネジメント専攻博士後期課程特別研究生に所属する際の研究成果をまとめたものです。本論文を執筆するにあたり、指導教官である染谷芳臣教授（城西国際大学大学院経営情報学研究科）が常に熱心にご指導と激励を賜り、心より厚く御礼申し上げたいと思います。染谷芳臣教授は、会計論や管理会計論などの専門知識のみならず、研究に対する考え方や論文の構成・書き方まで細かくご教示くださいました。染谷芳臣教授のご指導・ご鞭撻があったからこそ、博士論文を完成するまでのさまざまな困難を乗り越えることができたと思います。染谷芳臣教授の学問探究に対する真剣さ、研究指導に対する熱心さ、学生に対する優しさは、私にも伝わり、学問の「学ぶ」及び「問う」に対する姿勢と思考力・分析力の形成などに大いなる影響を与えています。

また、博士論文の主査・副査をお引き受けくださった同専攻の孫根志華教授、葉剛教授、及び同校メディア学部メディア情報学科の袁福之教授並びに小淵究教授に、深く感謝を申し上げたいと思います。当論文を進める過程において、先生たちはアジア経済・マーケティング論・強いブランドと企業組織の関係・企業会計の国際的調和化・中国の企業会計制度など専門分野の視点から、経済学的思考、そして経営学的実践など多大な貴重なアドバイスやご指導を賜り、本論文の完成にとって非常に有益なご教示をいただきました。

また、淑徳大学大学院国際経営専攻（博士前期課程）、及び日本大学大学院経済学研究科（博士後期課程）在籍中においては、私にのれんの会計問題及び無形資産会計への関心を持たせてくださった恩師の村田直樹教授（日本大学経済学部）に心より御礼を申し上げたいと思います。入学当時、僅かの専門知識しか持たなかった私を寛容な心でご指導を賜り、企業会計の基礎や、経済活動に欠かせない「会計」の役割などを教えてください、私に研究の道を案内してくださいました。

そして、城西国際大学名誉教授で在日中国企業協会の王家馴会長には、同校起業マネジメント専攻課程特別研究生への入学に当たりご推薦を頂き、心より感謝を申し上げたいと思います。また、この場をお借りして、研究中にお世話になったすべての先輩や友人に、厚謝いたします。

最後に、今日に至って、精神的にも私を支えてくださった母国にいる父親（地質学教授）に感謝を表したいと思います。中国におけるのれん（商誉）の歴史的レビューの資料や、中国企業の情報収集などを大いに助けてくださいました。そして、本稿を通読してアドバイスを下さって、私を支援してくれた日本にいる家族にも感謝いたします。

皆様、本当にありがとうございました。

2021年6月

崔 暁芳

【参考文献】

(英語文献)

1. Eldon S. Hendriksen, "Accounting Theory", *Homewood, Ill., R. D. Irwin*, (1965).
2. Financial Accounting Standard Board, "Business Combination and Intangible Assets" ED(1997. 9. 7), pars. 170-179.
3. Financial Accounting Standard Board, "Business Combinations and Intangible Assets-Accounting for Goodwill", (2001), pars. 55-59.
4. H. C. Edey, "Business Valuation, Goodwill and the Super-Profit Method", *Studies in Accounting Theory, Richard D. Irwin*, (1962) p. 201.
5. H. Igor Ansoff, Edward J. McDonnell, "The New Corporate Strategy", *New York, NY : John Wiley & Sons, Inc*, (February 22, 1988).
6. IHS Markit <https://ihsmarkit.com/index.html> (本社：英ロンドン、NYSE：INFO)
7. International Financial Reporting Standard, "First-time Adoption of International Financial Reporting Standards", (June 19, 2003).
8. International Financial Reporting Standard, "Business Combinations" (2004) No. 3, Appendix A.
9. L. Todd Johnson and Kimberley R. Petrone, "Is Goodwill an Asset?" *Accounting Horizons*, (September, 1998), p. 296.
10. Naoki Murata, "Trends of Accounting For Brands" *Cross-cultural business and cultural studies* Society for the Studies of Cross-cultural Communication and Business, Vol. 9, No. 2 (2005), pp. 85-94. 『淑徳大学国際コミュニケーション学部学会機関誌』国際コミュニケーション学会 国際経営・文化研究。
11. Patrick A. Gauchang, "Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings", *John Wiley & Sons Inc.*, 6th ed., (2015).
12. Ramana, K. and Watts, R., "Evidence on the Use of Unverifiable Estimates in Required Goodwill Impairment" *Review of Accounting Studies*, Vol. 17, No. 4, (2012), pp. 749-780.
13. Sidney I. Simon, "Court Decisions concerning Goodwill", *The Accounting Review*, Vol. 31, No. 2, (1956), pp. 272-277.
14. Statement of Financial Accounting Standards, "Business Combinations", No. 141, (2001), par. B102.
15. Staff of the Accounting Standards Board of Japan Staff of the Hong Kong Institute of Certified Public Accountants, "Goodwill: Improvements to Subsequent Accounting and an Update of the Quantitative Study" *Hong Kong Institute of Certified Public Accountants, Research Paper*, (March, 2020).

(日本語文献)

1. 青木 幸弘、「ブランド研究における近年の展開価値と関係性の問題を中心に」『商学論究』第 58 巻第 4 号、(関西学院大学、2011)pp. 43-68。
2. CNET JAPAN、「ハイセンスが東芝のテレビ事業を買収」AsiaNet71042(1826)、(2017)。
3. 遠藤 弘 監修、『中国企業会計準則』(中央経済社、2007)。
4. 藤田 敬司、「カール・メンガー『一般理論経済学』と現代会計」『立命館経営学』第 44 巻第 2 号、(立命館大学経営学会、2005)、pp. 1-21。
5. 藤井 保紀、「のれんの実務とその理論的背景」『環境と経済』第 12 巻第 2 号、(2006)、pp. 43-68。
6. 福光 寛、「中国経済入門—「図解中国経済」を読む—」『経済研究』、Vol. 206、(成城大学経済学部紀要、2014)、pp. 65-115。
7. 服部 暢達、『日本の M&A』(日経 BP 社、2015)。
8. 広瀬 義州 他訳、『ブランド価値評価入門—見えざる富の創造』(中央経済社、2002)。
9. 白 在龍、「のれんの本質、評価及び構成要素」『国際会計研究学会年報』(福岡大学大学院、2005)、pp. 65-74。
10. 花枝 英樹、胥 鵬、鈴木 健嗣、「日本企業の M&A 戦略—サーベイ調査による分析—」現代ファイナンス No. 28、(2010)、pp. 69-100。
11. 花村 信也、「のれんは償却すべきか、減損すべきか—株主効用と経営者インセンティブの観点からの考察—」『産業経営』第 50 号、(早稲田大学産業経営研究所、2014)、pp. 77-90。
12. 橋本 浩介、「サントリーによるオレンジーナ買収の事例研究」『日仏経営学会誌』第 32 巻、(日仏経営学会、2015)、pp. 31-46。
13. 平田 博紀、「非上場企業の買収プレミアム—経営者のオーナーシップと負債、情報の非対称性の影響—」『経営財務研究』第 37 巻第 1.2 合併号、(日本経営財務研究学会、2017)、pp. 70-89。
14. 長谷部 智一郎、「無形資産評価の実務シリーズ (3)」『会計情報』、Vol. 488、4 月、(テクニカルセンター、2017)、pp. 24-26。
15. ————。「無形資産評価に関する一考察」『特許研究 PATNET STUDIES』第 67 巻、(2019)、pp. 34-46。
16. 伊藤 邦雄、「真の競争力の源泉は無形資産にある」『週刊東洋経済』9 月号 (2001)。
17. ————。「無形資産会計・報告研究の課題と視点」『無形資産会計・報告の課題と展望』(日本会計研究会特別委員会中間報告、2004)。
18. 井上 光太郎、加藤 英明、『M&A と株価』(東洋経済新報社、2006)。
19. 石井 康之、「見えざる資産の出現—無形資産と制度会計」『情報管理』Vol. 58、No. 12 (国立研究開発法人科学技術振興機構、2016)、pp. 924-928。
20. 今西 義行、「わが国におけるキャッシュ・フロー情報の発展と有用性」『大阪学院大学商・経営学論集』第 42 巻第 2 号、(2017)、pp. 61-91。
21. 板津 直孝、「M&A における巨額な「のれん」の本質—のれんと密接な関係にある知的資産—」『野村資本市場クォーターリー』、(Winter、2018)、pp. 122-135。

22. 徐 誠敏、李 美善、「中小企業がブランド創発型企業を構築するための基盤づくりに関する理論的考察」『経済経営論集』第 26 巻第 1 号、(名古屋経済大学経済・経営研究所、2018)、pp. 18-31。
23. 片平 秀貴、『パワー・ブランドの本質—企業とステークホルダーを結合させる「第五の経営資源」』(ダイヤモンド社、1999)。
24. 片岡 洋人、「原価計算制度の再検討と資産・負債アプローチ」『会計論叢』第 8 巻、(明治大学、2013)、pp. 57-71。
24. 経済産業省企業法制研究会、『ブランド価値評価研究会報告書』(中央経済社、2002)。
25. 小林 哲夫、「キャッシュフロー管理会計—VBM についての一つの覚え書き—」『桃山学院大学経済経営論集』第 44 巻第 3 号、(2002)、pp. 127-151。
26. 川本 淳、「のれんの償却をめぐる論点」『学習院大学 経済論集』第 43 巻第 3 号、(2006)、pp. 283-293。
27. 監査法人トーマツ 編、『中日・日中会計財務投資用語辞典』(中央経済社、2008)。
28. 近藤 真司、「初期ケンブリッジ学派研究:アルフレッド・マーシャルを中心として」博士論文、(大阪府立大学学術情報リポジトリ、2010) pp. 1-211。
29. 菊谷 正人、「IASC・IASB の変遷の歴史と IAS・IFRS の特徴」『経営志林』第 47 巻第 4 号、(法政大学経営学会、2011)、pp. 17-31。
30. 木下 貴博、「のれんの会計におけるシナジー概念の意義」『立教経済学研究』第 62 巻第 3 号、(立教大学、2009)、pp. 113-126。
31. ———、「のれん概念の展開に関する一考察—1930 年代以降 1970 年代までの議論を追って—」『松本大学研究紀要』第 13 号、(松本大学、2015)、pp. 31-39。
32. 乾 友彦、枝村 一磨、譚 篠霏、戸堂 康之、羽田 翔、「中国企業の対外 M&A は成功しているか」RIETI Policy Discussion Paper Series 13-P-005、(2013)、pp. 1-28。
33. 郝 燕書、王 鳳、「アフリカの日本型ハイブリッド工場シリーズ(Q)海信南アフリカー中国企業におけるグローバル化能力形成に関する一考察—」『ものづくり紀行第 79 回』第 12 巻 3 号、(赤門マネジメント・レビュー、2013)、pp. 219-260。
34. 草野 真樹、「公正価値評価の拡大と会計の契約支援機能」第 1 期、(金融研究、2014)、pp. 61-110。
35. 吉良 友人、「公正価値の概念と測定上の課題」『関西学院商学研究』第 68 巻、(2014)、pp. 83-100。
36. 北村 史郎、「世界の M&A 事情中国」(デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザー合同会社、2015)、pp. 1-6。
37. 小西 圭介、「顧客と直接つながる時代のブランディング—なぜブランドはコミュニティになるのか—」『AD・STUDIES』Vol. 55、(2016)、pp. 20-24。
38. 金 哲敏、「中国の対外直接投資の発展経路と戦略指向」博士論文、(桜美林大学大学院、2017)、pp. 1-222。
39. 胡 雪瑩、「吉利汽車のボルボ買収からみた中国自動車企業の海外経営資源利用戦略」『国際学研究』第 8 号、(桜美林大学大学院、2017)、pp. 49-70。
40. 魏 巍、「中国の概念フレームワークに関する一考察—「企業会計準則」(基本準則)をめぐる—」『経

- 営学論集』最終号、(九州産業大学経営学会経営学論集、2019)、pp.73-91。
41. 小林 靖、杉原 健太郎、福田 菜々子、松本 英樹、溝上 瑛里「M&Aは取得企業の企業価値を高めるか—長期的定量分析によるアプローチ—」pp.1-25。
 42. 企業会計基準委員会、『公正価値測定及びその開示に関する論点の整理』(2009)、pp.1-49。
 43. 企業会計基準委員会、『のれんの減損及び償却に関する質問票及び意見交換会に関するフィードバック文書』(2013)、pp.1-32。
 44. 企業会計基準委員会、『のれんの償却に関するリサーチ』リサーチペーパー第1号のれんの償却』(2015)、pp.1-22。
 45. 株式会社東芝、「東芝ライフスタイル株式会社の株式譲渡に関する株式譲渡契約締結について」(2016) pp.1-4。
 46. —————。「東芝ライフスタイル株式会社の株式譲渡完了に関するお知らせ」(2016)、pp.1-3。
 47. —————。「2016年度第1四半期決算」(2016)、pp.1-37。
 48. —————。「東芝映像ソリューション株式会社の株式譲渡契約の締結について」(2016)、pp.1-4。
 49. 株式会社資生堂、「通期連結業績予想の修正、特別利益及び特別損失の計上に関するお知らせ」(2017)、pp.1-3。
 50. 呂 姣鶯、「中国企業による日本企業の買収に関する実証研究」修士課程学位論文、(慶応義塾大学大学院経営管理研究科、2013) pp.1-73。
 51. 李 石、「中国の対外直接投資及びその立地決定要因 についての実証分析」博士後期課程学位請求論文、(早稲田大学大学院・アジア太平洋研究科、2017)、pp.1-174。
 52. 楽天株式会社、「減損損失の計上についてのお知らせ」(2019)、p.1。
 53. 牧野 崇博、「IFRS第13号『公正価値測定』の公表」情報センサー、Vol.62、7月号、(2011)、pp.4-5。
 54. 村田 直樹、「Trends of Accounting For Brands」『淑徳大学国際コミュニケーション学部学会機関誌』、Vol.9 No.2、(国際コミュニケーション学会 国際経営・文化研究、2005)、pp.85-94。
 55. 村田 貴広、「「時価の算定に関する会計基準」等のポイント」(企業会計ナビ、会計情報トピックス、2006)。
 56. 宮崎 裕士、「わが国におけるのれん会計の背景：19世紀と20世紀の世紀転換期を中心として」『熊本学園商学論集』第19巻第1号、(熊本学園大学、2014)、pp.97-119。
 57. 三好 高志、「世界のM&A事情～中国～中国M&A・インバウンド投資市場動向」(デロイト トーマツファイナンシャルアドバイザー合同会社、2019) pp.1-3。
 58. 中井 和敏、「キャッシュ・フロー分析の実用性に関する諸問題」『東洋学園大学紀要』第11号、(2003)、pp.57-68。
 59. 中川 淳平、「経済学と企業資産」『駒澤大学経営学部研究紀要』第33号、(2004)、pp.23-36。
 60. 西口 敏宏、天野 論文、趙 長祥「中国家電企業の急成長とグローバル化—中国青島の家電企業の研究を通じて—」MMRC Discussion Paper No.18、(東京大学 COE ものづくり経営研究センター、2004)、pp.1-35。

61. 日本企業会計基準委員会、『企業会計基準適用指針第 6 号—固定資産の減損に係る会計基準の適用指針』（2009）、pp. 1-86。
62. 西海 学、「企業結合における暖簾とシナジーとの関係に係る一考察」『経営管理研究所紀要』第 1 号（愛知学院大学、2010）、pp. 71-77。
63. 日本公認会計士協会、『企業価値評価ガイドライン』経営研究調査会研究報告第 32 号、(2013)、pp. 1-160。
64. 西尾 龍二、「日本企業による M&A においてどの M&A アドバイザー会社を選択すべきか：累積超過収益率を用いて検証」（慶応義塾大学学術情報リポジトリ、2016）、pp. 1-38。
65. 中村 剛、「中国企業会計準則アップデートと中国子会社における法定決算留意」Vol. 180、November、（デロイトトーマツチャイナニュース、2017）、pp. 1-5。
66. 内藤 高雄、「のれんの会計処理と会計観～収益費用観と資産負債観の会計制度上の混乱～」『杏林社会科学研究』第 33 巻第 3 号、(2018)、pp. 29-54。
67. 日本貿易促進機構、「ジェトロ、対米外国投資委員会 (CFIUS) と外国投資リスク審査現代化法 (FIRMA) に関する報告書を発表」、(2019)、pp. 1-33。
68. 日本経済産業省、PWC「海外 M&A と日本企業～M&A の最前線に立つ国内外の企業の声からひもとく課題克服の可能性～」(2019)、pp. 1-145。
69. 永野 隆一、本間 正彦、「企業買収時におけるのれんの会計処理に際し留意すべき事項」『特集ディールにおける会計・財務報告の重要性』Vol. 21、July、(PwC's View、2019)、pp. 10-13。
70. 中村 公一、「買収プレミアムとシナジー—なぜ M&A 価格が高騰しているのか—」駒大経営研究第 50 巻第 3・4 号、(駒澤大学、2019)、pp. 157-175。
71. 中村 久人、「中国多国籍企業の対日直接投資 (FDI) に関する一考察 —中国対外直接投資の背景と対日企業の M&A を中心として—」『現代社会研究』2020 巻第 18 号、(東洋大学現代社会総合研究所、2020)、pp. 37-48。
72. 大倉 雄次郎、「キヤノンのキャッシュフロー経営における事業・会計システムの研究」『關西大學学論集』第 59 巻第 4 号、(2015)、pp. 83-105。
73. 奥原 貴士、「のれん計上企業の将来業績と財務特性—組織再編成功企業の財務特性に関する実証分析—」『四日市大学論集』第 30 巻第 2 号、(2018)、pp. 37-55。
74. 岡本 紀明、「のれんの公正価値会計に関する実践の探究と国際比較」『立教ビジネスレビュー』第 11 巻、(2018)、pp. 9-20。
75. 謝 少敏、『中国の企業会計制度』（株式会社創成社、1997）。
76. 桜井 久勝、石光 裕、「ブランド価値の株価関連性と超過収益の獲得可能性」『国民経済雑誌』第 189 巻第 5 号、(神戸大学経済経営学会、2004)、pp. 17-32。
77. 櫻井 通晴、「IFRS が及ぼす日本企業の原価計算への影響—「原価計算基準」との関係で—」第 1 巻第 1・2 号、(専修マネジメント・ジャーナル、2011)、pp. 41-50。
78. 榊原 英夫、「のれんの資産性に関する研究 (2) のれんは資産の認識基準に満たすか—」『立正経営論集』第 41 巻第 1 号、(立正大学、2008)、pp. 71-91。

79. ———. 『のれん会計と減損会計』(同文館出版、2015)。
80. 作間 逸雄、「暖簾と国民経済計算」『経済学論纂』第 58 号巻第 2 号、(中央大学、2018)、pp. 101-119。
81. 蔣 飛鴻、「中国会計基準のコンバージェンスへの対応と選択」『会計論叢』第 4 巻、(明治大学学術成果リポジトリ、2009)、pp. 127-144。
82. 繁本 知宏、吉岡 佐和、「公正価値概念の整理と IFRS における公正価値の論点」(日本銀行金融研究所、2011) pp. 1-10。
83. 若杉 明、「企業価値及び ‘のれん’」『LEC 会計大学院紀要』第 13 号、(2015)、pp. 51-58。
84. 島崎 杉雄、「現在価値測定による企業価値とのれんの研究—現在価値会計の史的展開を中心として—」中央大学大学院商学研究科商学専攻 博士学位請求論文、(中央大学大学院、2016) pp. 1-152。
85. ———. 「のれん減損に関する先行研究の整理」『経営論叢』第 9 巻第 1 号、(国士舘大学、2019)、pp. 117-134。
86. 園部 哲史、「保護主義的反グローバルゼーションポピュリズムと新興国」『新興国の政治と経済』新学術領域研究(研究領域提案型)「新興国の政治と経済」事務局 2017 年 3 月 10 日掲載、(2017)。
87. 高瀬 荘太郎、『暖簾の研究』(東京森山書店、1930)。
88. 田端 哲夫、「M&A と企業結合会計～のれん償却の問題点と企業価値評価～」東海学園大学研究紀要 第 11 号、(東海学園大学、2006)、pp. 43-58。
89. 丁 嵐、「中国会計制度の変遷に踏えた IAS/IFRS との調和化の考察」『アドミニストレーション大学院紀要』第 8 号、(公立大学法人熊本県立大学、2011)、pp. 73-112。
90. 陶 静、「中国会計基準における「減損会計」」『同志社商学』第 65 巻第 6 号、(同志社大学商学会、2014)、pp. 1105-1119。
91. 唐 実、「中国企業による対外直接投資の決定要因—先兵効果及び所有制の観点から」東京大学大学院新領域創成科学研究科 国際協力学専攻 修士論文、(2017)、pp. 1-57。
92. 中小企業庁、「中小企業白書」(2017 White Paper on Small and Medium Enterprises in Japan) 第 2 部第 2 章、(2017)、pp. 230-341。
93. 豊岡 隆、「キャッシュ・フロー計算書の再構築—国際会計基準への準拠性—」産業総合研究 Vol. 27 Mar、(2019)、pp. 81-100。
94. 梅原 秀継、『のれん会計の理論と制度—無形資産及び企業結合会計基準の国際比較』(株式会社白桃書房、2000)。
95. 汪 志平、「海外 M&A と中国多国籍企業の競争優位創造」『経済と経営』第 44 巻第 1・2 号、(2014)、pp. 1-13。
96. 浦崎 直浩、「公正価値測定の意義と構造」『商学論纂』(中央大学、2016) 第 57 巻第 3・4 号、pp. 1-40。
97. 王 丹霞、「中国における炊飯器市場をめぐるパナソニックと美的集団のマーケティング戦略の比較分析」『大阪産業大学経営論集』第 15 巻第 1 号、(2013)、pp. 57-91。
98. 吉田 良三、『会計学』(同文館、所蔵：国立国会図書館デジタルコレクション、1910)

99. 吉田 和夫、大橋 昭一 編著、『基本経営学用語辞典』三訂版、(同文館出版、2003)。
100. 山内 暁、『暖簾の会計』(中央経済社、2010)。
101. 山口 幸三、「国際会計基準におけるのれん会計の問題点」明星大学経営学研究紀要 第 11 号、(2016) pp. 109-120。
102. 山本 誠、「会計用語としてののれん概念について」大阪商業大学論集 第 12 巻、第 1 号 (通号 181 号)、(2016)、pp. 1-11。
103. 葉 剛、「新興国企業のブランドづくり—中関村グループを事例に—」『城西国際大学紀要』第 29 巻 第 1 号抜刷、(2021)、pp. 1-15。
104. 吉井 一洋、「米国の SFAS157 「公正の測定」 の概略」(大和総研、2007)、pp. 1-6。
105. 米山 洋、「転機を迎える中国企業の対外直接投資」日本貿易振興機構地域・分析レポート、(2017) pp. 1-6。

(中国語文献)

1. 安 陽、傅 建設、「のれんの財産権観 (中国語：浅議商誉「財産権」観)」『現代無形資産専門研究』(于 玉林、吉 全貴主編、天津人民出版社、2007)、pp. 81-84。
2. 貝 裕文、田治威、陳麗榮、「のれんの本質の再認識 (中国語：重識商誉性質)」『北京林業大学学报 (社会科学版)』Vol. 1、No. 2・3、(2002)、pp. 67-71。
3. 杜 林遠、鄒 進文、「世界経済思想文明進程中の民国経済思想—無形資産理論、貨幣理論及び発展経済学を中心とする考察 (中国語：世界経済思想文明進程中的民国経済思想—無形資産理論、貨幣理論和発展経済学为中心的考察)」『河北経貿大学学报』、Vol. 37、No. 3、(中国河北経済貿易大学、2016)、pp. 119-128。
4. 董 必榮、「企業コア能力とのれんの関係 (中国語：論企業核心能力与商誉的关系)」『北京工商大学学报』第 18 巻第 5 期、(北京工商大学学报編集部、2003)、pp. 21-26。
5. 付 磊、「企業制度変遷及会計発展 (中国語：企業制度変遷与会計発展)」『会計研究』Vol. 7、(中南財経政法大学会計学院、2012)、pp. 3-8。
6. 葛 家澍、「会計に関する思考—のれんとデリバティブの認識と測定 (中国語：関与会計的思考—兼論商誉及衍生金融工具的确認与計量)」『财会通信』Vol. 1、(湖北省会計学会、2000)、pp. 3-12。
7. 高 陽宗、「共生資源論：のれんの性質に対する新たな認識 (中国語：共生資源論：对于商誉性質的新認知)」『河北経貿大学学报』第 22 巻第 1 期 (総第 104 期)、(河北経貿大学、2001)、pp. 57-64。
8. 郭 新、「中外のれん会計比較研究 (中国語：中外商誉会計比較研究)」会計学修士学位請求論文 (瀋陽工業大学、2002)。
9. 谷 衛、「無形資産研究」『全国第 2 回無形資産理論与実務研究会論文集』無形資産研究論文集編委会 (中国財政経済出版社、2001)、p. 338。
10. 『広東東方精工科技持株有限公司は株式発行及び現金方式で、北京普莱德新能源電池科技有限公司の買収プロジェクトに関する資産評価報告書』(中国語：広東東方精工科技股份有限公司拟發行持株及支付現金方式收購北京普莱德新能源電池科技有限公司持分株的項目資産評価報告書) 同致信德

- 評報告字第 206-1 号、(2016)、pp. 1-43。
11. 顧 雷雷、「中国におけるブランド資産理論の発展段階及び特徴—拡散モデルの研究に基づいて(中国語: 品牌資産理論在中国的発展段階区分与特徴—基于拡散模型的研究)』『経済学家 (Economist)』第 12 期、(西南財経大学、2015)、pp. 24-33。
 12. 海信、「ハイセンス 2018 年監査報告書(中国語: 海信集団 2018 年監査報告書)』『瑞華審字 [2019] 95010026』(瑞華會計士事務所、2019)、pp. 44-49。
 13. 海信、「海信視像科技股份有限公司関与変更公司名称完成工商登記的公告」公告编号、臨 2019-060、(2019)。
 14. 李 忠凡 「論請負経営責任制 (中国語: 論承包經營責任制)』『中国工業經濟研究』Vol. 4、(中国工業經雜誌社、1991)、 pp. 55-59。
 15. 劉 栄仙「のれん評価理論と方法(中国語: 商誉評価理論和方法)』河北農業大学 大学院修士課程請求論文、(2002)
 16. 美的集団、「東芝戦略的協力に関する公告」美的集団持株有限公司董事会、第 2016-030 号、(2016)、pp. 1-7。
 17. 美的集団、「関与東芝家電業務 80.1%株式の取得に関する進展状況の公告(中国語: 関与取得東芝家電業務 80.1%股权進展情况的公告)』美的集団持株有限公司董事会、第 2016-082 号、(2016)、pp. 1-2。
 18. 美的集団、「監査報告書』『普華永道中天審字[2018]第 10017』普華永道中天會計事務所(PwC)、(2017)、pp. 79-84。
 19. 潘 秀芹、「企業會計準則第 20 号—企業結合に関する解釈 (中国語: 解讀企業合併)』『現代會計』Vol. 5、(2006)、pp. 32-35。
 20. 裘 宗舜、柯 東昌「自己創設のれん—會計の難しい課題の一つ(中国語: 會計難題之一: 自創商誉)』『會計之友』Vol. 3、(山西省社会科学院、2008)、pp. 32-34。
 21. 青島市人民政府、『青島發展和改革委員会、青体改發』第 129 号、(1996)。
 22. 紹 耿宣、「知名會計学専門家—立信の先驅者施仁夫 (中国語: 知名會計家老一代立信人—施仁夫)』『财会月刊』Vol. 10、(武漢出版社、1993)、pp. 47-48。
 23. 孫 婕、「商誉本質に関する検討(中国語: 関与商誉本質探討)』『合作經濟与科技』合作經濟与科技雜誌社、Vol. 319、(2007)、pp. 28-29。
 24. 浙江帝龍文化發展有限公司、「帝龍新材: 株式発行及び現金支払方式で蘇州美生元情報科技有限公司の 100%株式取得に対する評価報告」中企華評報字(2015)第 4193 号、(2015)、pp. 1-44。
 25. 浙江帝龍文化發展有限公司、「蘇州美生元情報科技有限公司における 2017 年度業績承諾完成状況の説明」(2016)、pp. 1-2。
 26. 浙江帝龍文化發展有限公司、「関与蘇州美生元情報科技有限公司 2015 年度業績承諾實現状況の専門審査報告」瑞華會計士事務所、瑞華核字【2016】第 48440016 号、(2016)、pp. 1-17。
 27. 浙江帝龍文化發展有限公司、「関与重組資産減損テストの専門報告」(2018)、pp. 1-5。
 28. 鄧 小洋、『商誉會計論 (Accounting for Goodwill)』立信會計出版社、(2001)。

29. 汪 海栗、『無形資産評価』中国人民大学出版社、(2002)。
30. 吳 茁苗、「商誉の確認について（中国語：浅談商誉の確認）」『商情』湘潭大学、Vol. 49、(2012)、pp. 43-44。
31. 王 誠、『海信集团考察：競争力与自主創新動力機制研究』经济管理出版社、(2009)。
32. 王 志宏、杜 麗麗、「のれんの疑惑：のれんの公正価値測定（中国語：商誉之惑：商誉的公允価値計量）」『财会月刊』第 31 卷、(2016)、pp. 66-69。
33. 王 奥、「美的集团による東芝家電買収実例研究」華南理工大学修士学位請求論文、(2017)。
34. 王 輝耀、苗 緑、「中国企業“出海 40 年”」『中国中小企業期刊』国家發展と改革委員会、Vol. 3、(2019)、p. 12。
35. 徐 文麗、張 敏、「商誉本質に対する新認識（中国語：对商誉本質的新認識）」『上海大学学报（社会科学版）』Vol. 16、(上海大学、2009)、No. 1、pp. 39-44。
36. 許 家林、「商誉会計研究の八十年：レビュー及び思考（中国語：商誉会計研究 80 年：掃描及思考）」『会計研究』中南財經政法大学会計学院、Vol. 8、(2006)、pp. 49-58。
37. 閻 徳玉、「論商誉会計理論重構—兼評商誉会計之「三元理論」」『中南財經大学学报』Vol. 1、(1997)、p. 66。
38. 楊 汝梅著、施 仁夫訳、『無形資産論』立信会計出版社、第 2 版、(2009)。
39. 肖 朝陽、「我国無形資産会計制度之變遷」『财会月刊』Vol. 10、(2004)、pp. 59-60。
40. 于 越冬、「人的資本と企業のれんの経済実質（中国語：人力資本与企業商誉的經濟実質）」『会計研究』第 2 期、(中国会計学会、2000)、pp. 40-45。
41. 于 曉、矯 磊、「“走出去” 戰略概述」『研究与探讨』第 2 期、(國務院僑務オフィス、2011)。
42. 趙 友良、「会計先驅者楊汝梅（中国語：我国最早列入世界名人録的會計学者—楊汝梅）」『上海會計』Vol. 5、(上海會計学会、1991)、p. 38。
43. 鄭 磊、『企業合併財務管理（中国語：企業併購財務管理）』（清華大学出版社、2004)。
44. 周 強龍、「“龍子対ノミ” —商誉—のれんの本質に関する解明（中国語：龍子对蚤—揭開商誉本質）」『復旦金融評論』復旦大学泛海国際金融学院、第 4 期、(2019)。
45. 張 核、「我が国の上場企業ののれん及びのれんテストの現状分析（中国語：我国上場公司商誉及び商誉減値現状分析）」『内モンゴル技術及經濟（Inner Mongolia Science Technology & Economy）』第 21 期総第 367 期、11 月、(2016)、pp. 35-42。
46. 趙 可軼、張 彤、袁 柵柵、「2015-2018 年我が国の上場企業ののれん及びのれん減損の状況分析（中国語：2015—2018 年我国上場公司商誉及其減値狀況分析）」『Business Collection』DOI : 10.19699/j.cnki.issn2096-0298、2020.03.234、(2020)、pp. 234-236。
47. 中国國務院、『中華人民共和國會計法』國務院主席令、第 21 号、2017 年 11 月 4 日第 2 次修正、(1985)。
48. 中国財政部、『中外合資經營企業会計制度』财会字、第 16 号。1993 年 12 月 13 日廢止、(1985)。
49. 中国財政部、『関与国营工業企業兼併出售有關会計处理的暫行規定』财会字、第 60 号。財法字、1997、第 57 号により廢止、(1989)。
50. 中国財政部、『企業財務通則』財政部令、第 4 号、(1992)。
51. 中国財政部、『企業会計準則』財政部令、第 5 号、(1992)。

52. 中国財政部、『合併会計報表暫行規定』财会字、第 11 号。(财会字, 2015, No. 3) により失効、(1995)。
53. 中国財政部、『企業兼併有關財務問題的暫行規定』財工字、第 224 号、(1996)。
54. 中国財政部、『企業会計準則第 6 号—無形資産』财会字、第 7 号、(2001)。
55. 中国國務院、『國務院關於投資体制改革的決定』国發、第 20 号、(2004)。
56. 中国財政部、『企業財務通則』財政部令、第 4 号、第 41 号、(2006)。
57. 中国財政部、『企業会計準則—基本準則』財政部令, No. 33 公表、財政部令, No. 76 修正、(2006)。
58. 中国財政部、『企業会計準則第 8 号—資産の減損』財政部令、第 4 号、第 41 号、(2006)。
59. 中国財政部、『企業会計準則第 8 号—資産の減損』適用ガイドライン、(2006)。
60. 中国財政部、『企業会計準則第 20 号—企業結合』財政部令、第 3 号、(2006)。
61. 中国財政部、『企業会計準則第 20 号—企業結合』適用ガイドライン、(2006)。
62. 中国財政部、『中国企業会計準則—第 39 号公正価値』财会字第 6 号、(2014)。
63. 中国商務部、『「老字号振興プロジェクト」に関する通知 (中国語: 関与印發「振興老字号工程」的
通知)』商務部、第 171 号、(2006)。
64. 中国商務部、『老字号の保護及促進・発展に関する意見書 (中国語: 関与保護及促進老字号發展的若
乾意見)』商改發、第 104 号、(2008)。
65. 中国商務部、『中国對外投資發展報告』、(2019)。
66. 中国國務院、『中国製造 2025 (Made in China 2025)』国發 [2015] 第 28 号、(2015)。
67. 中国証券監督管理委員会、『公開発行証券会社情報開示及び報告規則第 15-財務報告に関する一般規
定 (2014 年修正)』証監会公告、第 54 号、(2014)。
68. 中国証券監督管理委員会、『会計監管リスク提示第 8 号—のれんの減損 (中国語: 会計監管風險提示
第 8 号—商誉減値)』、(2018)。
69. 中国国際貿易促進委員会經濟情報部「我が国“走出去”戰略の形成及び推進政策体系に関する分析
(中国語: 我国“走出去”戰略的 formation 及推動政策体制分析、貿促会“走出去促進計画”調查研究資
料之一)、(2007)、pp. 1-22。

(各種サイト)

1. 阿部 哲也 (2014)「レノボ、IBM の PC サーバー事業買収 2400 億円で」日本經濟新聞、最終アクセ
ス 2020 年 7 月 16 日、https://www.nikkei.com/article/DGXNASGM2305H_T20C14A1FF2000/
2. 北京中怡康時代市場研究有限公司 (China Market Monitor Co., LTD. 略称: CMM) ホームページ、最終
アクセス、<https://www.monitor.com.cn/about.aspx>
3. 蔡 淑敏 (2018)「ハイセンス社名変更の原因」『國際金融報』2019 年 12 月 8 日掲載、最終アクセス
2021 年 4 月 23 日。
4. CBEA 電池中国 (2019)「47 億元で買収、15 億元で売却、東方精工の自動車バッテリー業務の折載」、
2019 年 11 月 26 日掲載、最終アクセス 2020 年 4 月 30 日、
https://www.sohu.com/a/356566644_618917
5. 徳勤 (Deloitte)「中国会計法規」最終アクセス 2020 年 9 月 22 日、

- <http://www.casplus.com/rules/rules.asp>
6. 東方財富データセンター、最終アクセス 2020 年 4 月 30 日、
<http://data.eastmoney.com/notices/stock/002611.html>
 7. ファイナンス用語集、みずほ証券、一橋大学大学院経営管理研究科 研究ノート「図解でわかる一財務諸表分析の 5 つの視点」、最終アクセス 2021 年 2 月 28 日、
https://glossary.mizuho-sc.com/category/show/37?site_domain=default
 8. 東方精工 (2016)「広東東方精工科技持株有限公司 上場公告書」、2016 年 4 月掲載、最終アクセス 2021 年 4 月 30 日、
http://pg.jrj.com.cn/acc/CN_DISC/STOCK_NT/2011/08/29/002611_ls_59883796.PDF
 9. 東方精工 (2015)「広東東方精工科技持株有限公司 2015 年次報告書」、2016 年 4 月掲載、最終アクセス 2021 年 4 月 30 日、
https://pdf.dfcfw.com/pdf/H2_AN201604250014528978_1.pdf?1461619099000.pdf
 10. 東方精工 (2016)「広東東方精工科技持株有限公司 2016 年次報告書」、2017 年 4 月掲載、最終アクセス 2021 年 4 月 30 日、
https://pdf.dfcfw.com/pdf/H2_AN201704270536513911_1.pdf?1493328922000.pdf
 11. 東方精工 (2017)「広東東方精工科技持株有限公司 2017 年次報告書」、2018 年 4 月掲載、最終アクセス 2021 年 4 月 30 日、https://pdf.dfcfw.com/pdf/H2_AN201804251130432683_1.pdf
 12. 東方精工 (2018)「広東東方精工科技持株有限公司 2018 年次報告書」、2019 年 4 月掲載、最終アクセス 2021 年 4 月 30 日、https://pdf.dfcfw.com/pdf/H2_AN201904161319722532_1.pdf
 13. 東方精工 (2019)「広東東方精工科技持株有限公司 2019 年次報告書」、2020 年 4 月掲載、最終アクセス 2021 年 4 月 30 日、https://pdf.dfcfw.com/pdf/H2_AN202004281378802321_1.pdf
 14. 東方精工 (2020)「広東東方精工科技持株有限公司 2020 年次報告書」、2021 年 4 月掲載、最終アクセス 2021 年 4 月 30 日、
ps://pdf.dfcfw.com/pdf/H2_AN202103291478159833_1.pdf?1617057043000.pdf
 15. 海通研究投資組合 (2018)「海通証券：五大業界における顕著な商誉問題 (附解析) (中国語：海通証券：五大業界商誉問題最顕著 (附測評)」新浪財經、2018 年 11 月 19 日掲載、最終アクセス 2021 年 1 月 21 日、
<http://finance.sina.com.cn/stock/marketresearch/2018-11-19/doc-ihnyuqhi3324393.shtml>
 16. 華太資本 (2020)「資本運用の事例分析：東方精工による普萊徳の買収」、2020 年 10 月 15 日掲載、最終アクセス 2021 年 4 月 30 日、
<https://weibo.com/ttarticle/p/show?id=2309404560327328268420>
 17. 華太資本 (2020)「資本運用の事例分析：東方精工による普萊徳の買収総合分析」、2020 年 10 月 16 日掲載、最終アクセス 2021 年 4 月 30 日、https://www.sohu.com/a/425133534_120631890
 18. ハイセンスグループ (海信集団 HP)、最終アクセス 2021 年 1 月 7 日 <http://visual.hisense.com/>
 19. ハイセンスグループ (2017)「海信集団が東芝のテレビ事業を買収」2017 年 11 月 15 日掲載、最終アクセス 2021 年 1 月 8 日、<https://jp.prnasia.com/story/24703-3.shtml>

20. ハイセンスグループ (2018)「海信電器集団 2017 年年次報告書」2018 年 4 月掲載、最終アクセス 2021 年 1 月 7 日、
<http://visual.hisense.com/upload/accessory/20203/20203271955419874145.PDF>
21. ハイセンスグループ (2018)「海信電器集団 2018 年年次報告書」2019 年 4 月掲載、最終アクセス 2021 年 1 月 7 日、<https://q.stock.sohu.com/newpdf/201935594771.pdf>
22. ハイセンスグループ (2019)「海信電器集団 2019 年年次報告書」2020 年 4 月掲載、最終アクセス 2021 年 1 月 7 日、https://pdf.dfcfw.com/pdf/H2_AN202004141377998102_1.pdf
23. ハイセンスグループ (2020)「海信電器集団 2020 年年次報告書」2021 年 4 月掲載、最終アクセス 2021 年 4 月 27 日、
<http://visual.hisense.com/upload/accessory/20214/20214281547124468934.PDF>
24. IFRS 基準ディスカッション・ペーパー (2020)「企業結合—開示、のれん及び減損」最終アクセス 2020 年 9 月 7 日、<https://www.asb.or.jp/wp-content/uploads/DP20200508.pdf>
25. IT 情報マネジメント用語辞典「コアコンピタンス」の定義について、最終アクセス 2020 年 10 月 1 日、<http://www.atmarkit.co.jp/aig/04biz/corecompetence.html>
26. 会計之友 (2006)「新中国会計大記事」中国会計視野、最終アクセス 2020 年 10 月 28 日、www.esnai.com
27. 会計アドバイザー (2017)「のれんの減損に関する基本的な考え方と実務上の留意点」2017 年 6 月 23 日掲載、最終アクセス 2021 年 5 月 23 日、<https://www.plutuscon.jp/reports/196>
28. 経済観察網 (2020)「ジュリカルチャー法人印波瀾：企業買収、業績下落、内部紛争」、新浪財經 2020 年 1 月 4 日掲載、最終アクセス 2021 年 3 月 30 日、
<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1654786497519822961&wfr=spider&for=pc>
29. M&A Online 編集部 (2018)「ハイセンス：中国のテレビ最大手が東芝のテレビ事業を買収」2018 年 6 月 14 日掲載、最終アクセス 2021 年 4 月 27 日、<https://maonline.jp/articles/china0415?page=2>
30. M-W Online Dictionary による Goodwill の定義について、最終アクセス 2020 年 6 月 1 日、
<https://www.merriam-webster.com/dictionary/goodwill#h1>
31. 美的集団 HP 「美的集団持株有限公司 企業概況」、最終アクセス 2021 年 1 月 8 日、
<https://www.midea.com/cn/About-Us>
32. 美的集団 HP 「美的集団持株有限公司 企業発展史」、最終アクセス 2021 年 1 月 8 日、
<https://www.midea.com/cn/About-Us>
33. 美的集団 「美的集団持株有限公司 投資家レポート」、最終アクセス 2021 年 1 月 8 日、
<https://www.midea.com/cn/Investors/reports>
34. 美的集団 (2014)「美的集団持株有限公司 2014 年年次報告書」2015 年 3 月 31 日掲載、最終アクセス 2021 年 1 月 12 日、
<file:///C:/Users/dukanan/Downloads/%E7%BE%8E%E7%9A%84%E9%9B%86%E5%9B%A2%EF%BC%9A2014%E5%B9%B4%E5%B9%B4%E5%BA%A6%E6%8A%A5%E5%91%8A.PDF>
35. 美的集団 (2015)「美的集団持株有限公司 2015 年年次報告書」2016 年 3 月 26 日掲載、最終アクセス 2021 年 1 月 12 日、

- file:///C:/Users/dukanan/Downloads/%E7%BE%8E%E7%9A%84%E9%9B%86%E5%9B%A2%EF%BC%9A2015%E5%B9%B4%E5%B9%B4%E5%BA%A6%E6%8A%A5%E5%91%8A.PDF
36. 美的集団 (2016)「美的集団持株有限公司 2016 年年次報告書」2017 年 3 月 31 日掲載、最終アクセス 2021 年 1 月 12 日、
- file:///C:/Users/dukanan/Downloads/%E7%BE%8E%E7%9A%84%E9%9B%86%E5%9B%A2%EF%BC%9A2016%E5%B9%B4%E5%B9%B4%E5%BA%A6%E6%8A%A5%E5%91%8A.PDF
37. 美的集団 (2017)「美的集団持株有限公司 2017 年年次報告書」2018 年 3 月 31 日掲載、最終アクセス 2021 年 1 月 12 日、
- file:///C:/Users/dukanan/Downloads/%E7%BE%8E%E7%9A%84%E9%9B%86%E5%9B%A2%EF%BC%9A2017%E5%B9%B4%E5%B9%B4%E5%BA%A6%E6%8A%A5%E5%91%8A.PDF
38. 美的集団 (2018)「美的集団持株有限公司 2018 年年次報告書」2019 年 4 月 20 日掲載、最終アクセス 2021 年 1 月 12 日、
- file:///C:/Users/dukanan/Downloads/%E7%BE%8E%E7%9A%84%E9%9B%86%E5%9B%A2%EF%BC%9A2019%E5%B9%B4%E5%B9%B4%E5%BA%A6%E6%8A%A5%E5%91%8A%20(11).PDF
39. 美的集団 (2020)「美的集団持株有限公司 2019 年年次報告書」2020 年 4 月 30 日掲載、最終アクセス 2021 年 1 月 12 日、
- file:///C:/Users/dukanan/Downloads/2020%E5%B9%B4%E5%B9%B4%E5%BA%A6%E6%8A%A5%E5%91%8A%E5%85%A8%E6%96%87.pdf
40. 村井 七緒子 (2017)「資生堂 655 億円の特別損失米国子会社の販売不振」朝日新聞デジタル 2017 年 11 月 1 日掲載、最終アクセス 2021 年 6 月 3 日、
- <https://www.asahi.com/articles/ASKC15S2ZKC1ULFA02S.html>
41. 南方日報 (2017)「3 年 6 回 M&A、東方精工は業界の「隠れたチャンピオン」からグローバル企業へと成長した」、2017 年 11 月 12 日掲載、最終アクセス 2021 年 4 月 30 日、
- <http://www.foshankj.com/69842529.html>
42. 日本外務省「日本国と中華人民共和国との間の平和友好条約」、最終アクセス 2020 年 9 月 8 日、
- https://www.mofa.go.jp/mofaj/area/china/nc_heiwa.html
43. 日本金融庁 (2000)「企業会計審議会第 2 回第一部会議事録」、最終アクセス 2020 年 7 月 2 日、
- https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kigyuu/gijiroku/dail/f-20001108-1.html
44. 日本企業会計基準委員会 (ASBJ)、欧州財務報告諮問グループ (EFRAG) 及びイタリアの基準設定主体 (OIC) (2014)「のれんはなお償却しなくてよいかーのれんの会計処理及び開示」、Accounting Standard Board of Japan, European Financial Reporting Advisory Group and Organismo Italiano di Contabilità (Italian Standard Setter -OIC)、最終アクセス 2020 年 9 月 20 日、
- https://www.asb.or.jp/jp/wp-content/uploads/discussion_20140722.pdf
45. 日本企業会計基準委員会スタッフ及び香港公認会計士協会スタッフによる共同リサーチ・ペーパー (2020)「のれん：企業結合後の会計処理の改善及び定量的調査の更新」の公表企業会計基準委員会公益財団法人会計基準、最終アクセス 2020 年 7 月 2 日、

- <https://www.asb.or.jp/jp/ifrs/discussion/2020-0324.html>
46. 日本経済新聞 (2017)「東芝、テレビ事業を中国ハイセンスに売却 129 億円」2017 年 11 月 14 日掲載、最終アクセス 2021 年 4 月 19 日、
<https://www.nikkei.com/article/DGXMZ023482260U7A111C1TI1000/>
47. 日本経済新聞 (2018)「中国製造 25 とは、重点 10 分野 23 品目に力」2018 年 12 月 7 日掲載、最終アクセス 2021 年 4 月 30 日、<https://www.nikkei.com/article/DGXXKZ038656320X01C18A2EA2000/>
48. 日本経済新聞 (2019)「三菱 UFJ、2000 億円特別損インドネシア銀の株価下落」2019 年 12 月 30 日掲載、最終アクセス 2021 年 6 月 3 日、
<https://www.nikkei.com/article/DGXMZ053993670Q9A231C1NN1000/>
49. 日本経済新聞 (2020)「日本企業の M&A 件数、9 年ぶり減、1~9 月」2020 年 10 月 5 日掲載、最終アクセス 2020 年 5 月 6 日、<https://www.nikkei.com/article/DGXMZ064643480V01C20A0DTA000/>
50. 「2015 中国企業海外買収レポート：民間企業が主導的な役割を果たす、ヨーロッパがアメリカに取って代る」、2016 年 1 月 2 日掲載、最終アクセス 2020 年 11 月 24 日、
<http://www.eePwCom.cn/article/201601/285169.htm>
51. 「2016 年中国企業海外買収トップ 10 事例」、最終アクセス 2020 年 11 月 23 日、
http://www.360doc.com/content/17/0410/22/3175779_644536361.shtml
52. 「2014 年 PWC グループにおける企業買収市場のレビュー及び 2015 年展望」2015 年 1 月掲載、最終アクセス 2020 年 12 月 8 日、
<https://www.PwCcn.com/zh/mergers-and-acquisitions/ma-press-briefing-jan2015.pdf>
53. 「2015 年 PWC グループにおける企業買収市場のレビュー及び 2016 年展望」2016 年 1 月掲載、最終アクセス 2020 年 12 月 8 日、
<https://www.PwCcn.com/zh/mergers-and-acquisitions/ma-press-briefing-jan2016.pdf>
54. 「2016 年 PWC グループにおける企業買収市場のレビュー及び 2017 年展望」2017 年 1 月掲載、最終アクセス 2020 年 12 月 8 日、<https://www.PwCcn.com/zh/deals/ma-press-briefing-jan2017.pdf>
55. 「2017 年 PWC グループにおける企業買収市場のレビュー及び 2018 年展望」2018 年 1 月掲載、最終アクセス 2020 年 12 月 8 日、http://pdf.dfcfw.com/pdf/H3_AP201802111090467494_1.pdf
56. 「2018 年 PWC グループにおける企業買収市場のレビュー及び 2019 年展望」2019 年 2 月掲載、最終アクセス 2020 年 12 月 8 日、
<https://www.PwCcn.com/zh/deals/publications/ma-2018-review-and-2019-outlook.pdf>
57. 「2019 年 PWC グループにおける企業買収市場のレビュー及び 2020 年展望」2020 年 2 月掲載、最終アクセス 2020 年 12 月 18 日、
<https://www.PwCcn.com/zh/deals/publications/ma-2019-review-and-2020-outlook.pdf>
58. 「2020 年 PWC グループにおける企業買収市場のレビュー及び 2021 年展望」2021 年 2 月掲載、最終アクセス 2020 年 12 月 7 日、
<https://www.PwCcn.com/zh/deals/publications/ma-2020-review-and-2021-outlook.pdf>
59. 「2019(Hurun China Cross-Border M&A Report) 中国企業海外買収 Top100 リスト-民間企業は依然と

- して国境を越えた企業買収の主力」、2019年4月25日掲載、最終アクセス2020年11月23日、
<http://www.yunzb.cn/news/html/?566.html>
60. 「2019年に最も影響力のある中国企業海外買収 Top10」、2020年1月7日掲載、最終アクセス2020年11月24日、<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1655051555135405409&wfr=spider&for=pc>
61. 「ポジショニングとは・意味」グロービス経営大学院 MBA用語解釈、20200809最終アクセス、
https://mba.globis.ac.jp/about_mba/glossary/
62. 彭 梅蕾 (2020)「楊汝梅:中国会計界における世界初の有名人(楊汝梅:中国会計走向世界第一人)」暨南大学経済学院、最終アクセス2020年9月7日、
<https://ec.jnu.edu.cn/2020/0819/c24921a508751/page.htm>
63. 全国会計工作会議会計百科、最終アクセス2020年9月8日、<http://baike.esnai.com/default.aspx>
64. 「光栄と夢想:2014年中国企業海外買収 Top10」、2015年1月28日掲載、最終アクセス2020年11月24日、www.dealglobe.com
65. ハルンレポート(Rupert Hoogewerf) (2017)「2017中国企業海外買収特別レポート」、2017年6月6日掲載、最終アクセス2020年11月23日、
<https://www.hurun.net/CN/Article/Details?num=661F96AFBDF5>
66. ハルンレポート(Rupert Hoogewerf) (2018)「2018中国企業海外買収特別レポート」、2018年3月23日掲載、最終アクセス2020年11月23日、
<https://max.book118.com/html/2018/0323/158288176.shtm>
67. 首相官邸 (2014)「アベノミクス「3本の矢」内閣官房内閣広報室HP、最終アクセス2021年5月6日、<https://www.kantei.go.jp/jp/headline/seichosenryaku/sanbonnoya.html>
68. 佐伯 真也 (2017)「中国・美的が東芝の家庭用電気家電を買ったワケー買収から1年、元美的幹部の林南氏に聞くー」日経ビジネス、2017年10月10日掲載、最終アクセス2021年4月22日、
<https://business.nikkei.com/atcl/report/16/100500169/100500002/>
69. SUCCEED M&A・事業継承 (2020)「2020年最新のM&A件数、コロナ禍以降の推移を振り返る」2020年12月28日掲載、2021年5月5日更新、最終アクセス2021年5月6日、
<https://br-succeed.jp/content/knowledge/post-2690>
70. 中小企業庁 (2017)「中小企業白書」2018年4月21日掲載、最終アクセス2021年6月5日、
https://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/H29/PDF/h29_pdf_mokujityuu.html
71. 同花順財經 (2019)「ジュリカルチャー34億円で買収した“恩知らず企業:被取得企業大株主の反乱”(中国語:聚力文化34億買来“白眼狼:被收買公司大株主欲控制上場公司)」、2019年12月26日掲載、最終アクセス2021年3月26日、
<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1648428642482615475&wfr=spider&for=pc>
72. 東洋経済 ONLINE (2019)「2065年日本の人口ピラミッドはどうなるか-中低所得国では増えるが日本は1億人を切る-」、野口悠紀雄「経済最前線の先を見る」2019年12月22日掲載、最終アクセス2021年6月30日、<https://toyokeizai.net/articles/-/318805?page=4>
73. 王 艶、劉 昆 (2020)「聚力文化—巨額ののれんのメリットとデメリット(中国語:高額商誉对企

- 業是福还是祸？-以聚力文化为例)」2020年4月3日掲載、最終アクセス2021年1月6日、
https://www.sohu.com/a/392203759_718007
74. Waibe (2018)「企業のM&A政策動向による2018年ののれん減損発生値は、約420億元に上る(中国語：分析並購重組政策動向2018年可能商譽減值420億)」2018年11月26日掲載、最終アクセス2021年2月5日、<http://www.wabei.cn/Home/News/35895>
75. 依田 真輔 (2019)「M&Aにおいて、必ず知って置くべき「のれん」について徹底的に解説」M&A・事業継承総合センター専門家コラム、2019年12月16日掲載、最終アクセス2020年10月27日、
<https://rbsp.jp/media/article/1560/>
76. 張 国良 (2002)「TCL買収シュナイダー(TCL收購德国施耐德)」『南方都市报』南方日報報業集団
最終アクセス2020年9月1日、<http://business.sohu.com/>
77. 中国証券監督管理委員会、最終アクセス2021年2月5日、www.csrc.gov.cn
78. 中国中央人民政府 (2007)「中共第十一界歴代中央全会」中央政府ネットワーク、2007年08月28日
掲載、最終アクセス2020年9月8日、www.gov.cn
79. 中国駐米大使館「中米関係概況」、最終アクセス2020年9月8日、
<http://www.china-embassy.org/chn/zmgx/gxjk2/>
80. 中国会計学会(Accounting society of China:ASC) (2009)「中国会計学会紹介」、最終アクセス2020
年9月8日、http://www.asc.net.cn/News/Index.aspx?newsCode=MENU_AE_AE
81. 中国人大網 (1985)『中華人民共和國會計法』主席令、第二十一号、最終アクセス2020年9月9日、
www.npc.gov.cn
82. 中国財政部 (1992)『中華人民共和國外商投資企業會計制度』中国対外經濟法律法規、最終アクセス
2020年9月9日、<http://www.people.com.cn/zixun/flfgk/item/dwjf/falv/5/5-1-09.html>
83. 中国ゲーム産業報告について、最終アクセス2020年11月11日、<http://www.joynews.cn/>
84. ジュリカルチャーHP(浙江聚力文化發展持株有限公司)、最終アクセス2020年11月11日、
<http://www.dilong.cc/>
85. ジュリカルチャー (2015)「浙江聚力文化發展持株有限公司2015年次報告書」、最終アクセス
2021年3月31日、
http://file.finance.sina.com.cn/211.154.219.97:9494/MRGG/CNSESZ_STOCK/2016/2016-3/2016-03-10/2238903.PDF
86. ジュリカルチャー (2016)「浙江聚力文化發展持株有限公司2016年次報告書」最終アクセス年2021
年2月15日、
http://file.finance.sina.com.cn/211.154.219.97:9494/MRGG/CNSESZ_STOCK/2017/2017-4/2017-04-28/3339312.PDF
87. ジュリカルチャー (2017)「浙江聚力文化發展持株有限公司2017年次報告書」最終アクセス2021年
2月15日、
http://file.finance.sina.com.cn/211.154.219.97:9494/MRGG/CNSESZ_STOCK/2018/2018-4/2018-04-26/4350572.PDF

88. ジュリカルチャー (2018)「浙江聚力文化發展持株有限公司 2018 年次報告書」最終アクセス 2021 年 2 月 15 日、http://www.dilong.cc/attached/file/20160826/20160826083616_27751.pdf
89. ジュリカルチャー (2019)「浙江聚力文化發展持株有限公司 2019 年次報告書」最終アクセス 2021 年 2 月 15 日、http://www.dilong.cc/attached/file/20180524/20180524102448_85167.pdf
90. ジュリカルチャー (2019)「浙江聚力文化發展持株有限公司、2019「2018 年資産減損引当金に関する公告」No.010、最終アクセス 2021 年 2 月 15 日、
http://www.dilong.cc/attached/file/20190411/20190411163150_91469.pdf
91. ジュリカルチャー (2019)「浙江聚力文化發展持株有限公司 2019 年第 3 四半期報告書」2019 年 10 月掲載、最終アクセス 2021 年 2 月 15 日、
http://www.dilong.cc/attached/file/20191101/20191101172152_70393.pdf
92. ジュトロ (日本貿易新興機構, JETRO) (2021)「WTO・他協定加盟状況」2021 年 6 月 18 日更新、最終アクセス 2021 年 7 月 20 日、https://www.jetro.go.jp/world/asia/cn/trade_01.html