

学位請求論文要旨

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

1. 論文題目：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—

2. キーワード：コアのれん、継続事業のれん、結合のれん、結合シナジー、 買収プレミアム、公正価値評価

3. 論文内容の要旨：

本学位論文の問題意識は、第一に、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。

第二に、転換期を迎えた中国の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。

第三に、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。

本論文は、上記の 3 つの問題意識を持ちながら、「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の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。次に、のれんの本質に関する理論研究について、分野横断的学説史的な検討を踏まえ、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。

会計実践上には、中国企業の M&A の成功と失敗事例を取り上げ、発生した巨額ののれんとのれんの減損損失の計上要因を明らかにした。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は、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。

4. 本論文主な結論：

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。

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更に問題を深く追求した。

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検討した。まず、第 2 章ののれんの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、経営学的並びに会計学的な視点からのれんの概念を整理した。法学的分野によるのれんの概念は、「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」である。経済学的分野によるのれんの概念は、「経営組織の言い換えでもある」である。経営学的分野によるのれんの概念は、「販売、投資、操業及びマネジメントによるシナジー効果」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並びに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の解明を図った。

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、中国財務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。更に、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が取り上げた。各事例の概要は、下記のとおりである。

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な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。

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、前述各章で行った考察・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損失を計上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、減損損失を計上し、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、中国企業のM&Aから観たのれんの本質観を、理論と実務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、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。

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、被買収事業を切り離し、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。

おわりにでは、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、日本方式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、今後研究しつつする必要がある。

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する。今後において、インタンジブルズ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。

5. 本論文主な貢献：

理論的貢献

本論文の発見事実は、既存ののれん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。

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となることを考えている。

【参考文献】:

1. International Financial Reporting Standard, “Business Combinations” (2004) No. 3, AppendixA.
2. L. Todd Johnson and Kimberley R. Petrone, “Is Goodwill an Asset?”
Accounting Horizons, (September, 1998) , p. 296.
3. Sidney I. Simon, “Court Decisions concerning Goodwill” , *The Accounting Review*,
Vol. 31, No. 2, (1956) , pp. 272-277.
4. Statement of Financial Accounting Standards, “Business Combinations” ,
No. 141, (2001) , par. B102.
5. 遠藤 弘 監修、『中国企業会計準則』（中央経済社、2007）。
6. 服部 暢達、『日本の M&A』（日経 BP 社、2015）。
7. 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。
8. 菊谷 正人、「IASB・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。
9. 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。
10. 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。
11. 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)をめぐって」『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。
12. 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。
13. 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。
14. 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。
15. 謝 少敏、『中国の企業会計制度』（株式会社創成社、1997）。
16. 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。
17. 肖 朝陽、「我国無形資産会計制度之変遷」『财会月刊』Vol. 10、(2004)、pp. 59-60。
18. 中国財政部、『企業財務通則』財務部令、第 4 号、第 41 号、(2006)。
19. 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 修訂、(2006)。