

企業結合をめぐる会計政策の論理

——なぜ経営者は効率的市場で持分プーリング法を選好するのか——

永 田 京 子

1 企業結合をめぐる古くして新しい問題

企業結合会計では、制度上、パーチェス法と持分プーリング法という2つの方法が認められてきた¹⁾。ところがこの状況を一変させる可能性が生じている。国際会計基準委員会 (IASC) やアメリカ財務会計基準審議会 (FASB) をはじめとして、パーチェス法への一本化に向けた動きが世界的な潮流となりつつあるからである²⁾。

こうした動きの背景には、「持分プーリング法濫用の長い悪弊の歴史に決着を付けようとする意図」がある³⁾。一般に、持分プーリング法の方がパーチェス法適用時よりも、報告利益、配当可能利益ともに大きくなる。このため多くの論者が、経営者が取引の実態とは無関係に持分プーリング法を使用するという、いわゆる「ダーティ・プーリング」問題の存在を指摘してきた⁴⁾。これを受けて基準設定主体は、持分プーリング法の適用要件の厳格化等の策を講じてきた。ところが取引の内容そのものを持分プーリング法の要件に合わせて調整するという新たな問題が発生し、悩ましい状況が続いていた。そこで持分プーリング法そのものを排除することによって、問題を一掃しようというわけである。

一方、なぜ基準設定主体をこうした動きへと向かわせるほど、持分プーリング法が選好されるのかという点は、これまで明確にされてこなかった。株価を意識していることを示唆する逸話的証拠は数多いが、これまでのところ市場はほぼ効率的であることが明らかとなっている⁵⁾。投資家が利益数値の背後にある経済的事実を見透かすのなら、持分プーリング法を選択しても所期の効果は得られず、

「無駄な努力」に終わるはずである。

にもかかわらず、なぜ、市場が効率的であることを前提とすれば不合理といわざるを得ない会計政策⁶⁾が後をたたないのか。本稿では先行研究を再解釈し、企業結合の会計政策の論理を探る。

2 持分プーリング法のコストとインセンティブ

現行の企業結合の会計基準は、パーチェス法と持分プーリング法という2つの会計方法を認めている。しかし両者は代替的に利用可能というわけではなく、以前から持分プーリング法の適用には制限が加えられてきた。たとえばアメリカの現行基準である APB 意見書第16号（以下 APBO16）⁷⁾は、持分プーリング法の適用にあたって、12の要件を満たすことを要求している。これらの要件のなかには、株式持分の変動に関するもの等、被結合企業の協力を得ない限り満たすことが難しいものも含まれている⁸⁾。このため持分プーリング法の要件を満たそうとする企業は、調整にかかる費用を負担したり、被結合企業の協力の見返りとしてプレミアム⁹⁾の上乗せを迫られることが多い¹⁰⁾。

たとえば1972年～82年の間に行われた株式交換による企業結合95件を調査した Robinson and Shane [1990]によると、持分プーリング法適用事例のプレミアムは最大で66%、パーチェス法適用事例を上回っていた。また Ayers et al. [2000]は1990年～96年に行われた事例523件を調査し、持分プーリング法適用事例では平均で6,000万ドルも多くのプレミアムが支払われていることを明らかにしている。持分プーリング法の適用には、相当の「追加コスト」が伴うのである。

こうした「追加コスト」にもかかわらず、持分プーリング法に対する経営者の選好は根強い。APBO16発効以降、数の上では持分プーリング法の適用は減少した¹¹⁾。しかし取引金額が100万ドルを超える企業結合では、その9割近くが持分プーリング法によって会計処理されている¹²⁾。また持分プーリング法の排除を提案した FASB 公開草案は、産業界から強い反対を受けている。産業界からの激しい反対は、2000年10月の持分プーリング法廃止を暫定的に猶予するという法案の提出につながった。

なぜ経営者はこれほどまでに、持分プーリング法にこだわるのだろうか。初期の研究では、単純に経営者は利益最大化を志向するという仮説に基づいて検証が行われた。パーチェス法では、支払対価が被結合企業の純資産の公正価値を上回る場合、のれんの計上を行うことになる。のれんの償却により、将来期間では最長40年間にわたって会計利益は大きく減少する¹³⁾。たとえば1995年にABCを買収した際にパーチェス法を適用したWalt Disneyは、買収総額の約85%にあたる160億ドルをのれんとして計上した結果、96年度の1株当たり利益は前年より29%も減少した。

これに対して持分プーリング法ではのれんの計上は行われなため、利益に対する影響を回避することができる。そこで利益最大化仮説の下で、正ののれんが生じる企業結合では持分プーリング法に対する選好が強くなると説明されたのである¹⁴⁾。しかしながら、ここでは経営者がなぜ利益最大化を志向するのかという、より根本的な点については問われていなかった。また他の条件にして等しければ、利益が圧迫されない方を好むことは論ずるまでもないとしても、「追加コスト」を負担してまで選択するのはなぜか、という疑問が残った。そこで次に注目されたのが、利益最大化仮説の下では自明とされていた会計数値の変動のもたらす影響であった¹⁵⁾。より具体的にいえば、コストを上回る持分プーリング法のベネフィットは何かという点に焦点が当てられるようになったのである。こうした問題意識から行われた研究は、大きく次の2つに分けることができる。

1つは契約の視点に基づく研究である。たとえばAboody et al. [2000]は、1991年～97年の間の合併687件を調査し、正ののれんが生じ、かつ会計数値に連動した経営者報酬制度を有する企業ほど、持分プーリング法を用いる傾向があるという結果を得ている¹⁶⁾。持分プーリング法の選択が経営者にとって重要である理由の1つは、報酬制度などの契約に求めることができる。

いま1つは株価に対する影響に焦点を当てた研究である。1960年代前後のアメリカでは、利益額を大きく報告する持分プーリング法適用時の方が株価が高い、あるいは利益が圧迫されるパーチェス法適用時に株価が下落するという見方が一般化していた¹⁷⁾。当然、経営者もこうした株価に対する影響を考慮して、会計方

法の選択を行っていると考えられていたのである。

3 効率的市場仮説のインプリケーション

はたして市場では、会計方法の違いがもたらす利益額の差異がそのまま株価に反映されているのか、1960年代後半から市場の効率性をめぐって一連の実証研究が始められた¹⁸⁾。

こうした問題意識から、企業結合に焦点を当てて行われた先駆的研究の1つが Hong et al. [1978] である。彼らは、1954年～64年の間に行われた正ののれんが生じる企業結合159件を対象として、持分プーリング法適用企業とパーチェス法適用企業に分けて株価変動を調査した。なかでも持分プーリング法の下でインフレートされた利益に対して、株価が反応しているかに焦点が当てられた。もし通説通りであれば、株価は持分プーリング法によって急激に増大した利益に反応し、プラスの異常変動をみせるはずである。同様にパーチェス法適用企業の株価は、利益が圧迫されたことを受けて下落するだろう。しかし結果は通説とは異なっていた。持分プーリング法適用企業の異常な株価変動は観察されなかったのである。

後に Davis [1990] が1971年～82年に行われた企業結合177件を対象にして同様の検証を行った際にも、同じ結果が得られた。報告利益は増大するものの、キャッシュ・フローは変化しない持分プーリング法を選択しても、株価の上昇にはつながらないことが改めて示されたのである。これらの結果は、株式市場が会計方法の違いによる報告利益の表面的な差異にミスリードされないという他の実証結果と一致していた¹⁹⁾。

こうした効率的市場仮説 (Efficient Market Hypothesis, 以下 EMH) をめぐるとの研究成果は、会計政策に対して次のようなインプリケーションを有している。すなわち、市場の効率性は表面的な会計数値の変動によって市場がミスリードされないことを示唆する。さらにいえば株価に影響を与えることを目的とした会計政策の無効を含意している。したがって「追加コスト」を負担して持分プーリング法を恣意的に選択しても、結果として得られるベネフィットがない以上、そう

した行動は経済合理性を欠いているということになる。

4 持分プーリング法選択の非合理性と合理性

ところが現実には、こうしたEMHのインプリケーションとは矛盾するような会計政策が少なくない。持分プーリング法に対する選好は依然強く、しかもその理由として、経営者は株価への影響をしばしば口にしている。

たとえば、1989年にParamount CommunicationsがTimeの買収を中止した理由は、当該取引が実現すれば92億ドルという莫大なのれんが生じることであった。のれんの償却費が利益を圧迫する結果、株価が下落すると考えられ、取引そのもの中止につながった²⁰⁾。また1991年のAT&TによるNCRの買収のケーススタディを行ったLys and Vincent [1995]は、AT&Tの経営陣が持分プーリング法を選択した理由として株価への影響を挙げた点を指摘している。AT&TのNCR買収では、当初、NCRが数百万株の自社株式の買戻しを行っていたため、プーリング法適用の要件を満たしていなかった。このためAT&TはNCRに持分プーリング法適用の要件に合わせるよう協力を求め、5,000万ドル(推定)のプレミアムを追加した。莫大な「追加コスト」を負担してまで持分プーリング法の適用を強行した最大の理由は、株価に影響が生じるという懸念だったのである。

なぜ経営者は、市場の効率性を前提にすると不合理といわざるをえない会計行動をとるのだろうか。これには大きく2つの可能性が考えられる。

1つは、経営者はそもそも市場が効率的であるとは考えていないという可能性である。これについては、少なくとも1970年代では実際にそうであったことが明らかにされている。大企業の会計担当者等を対象にアンケート調査を実施したMayer-Sommer [1979]によると、彼らのなかでEMHをめぐる研究成果を受容していたのは10%にも満たなかったのである。

たしかに市場の効率性は、経営者が市場を効率的であると考えているか否かとは無関係に成立するため、現在でも市場の効率性が受け入れられていない可能性はある。ではもしそうであるとしたら、その理由は何だろうか。単にアカデミズ

ムと企業実務は別という見方もあろう。しかし、EMH が提示されて間もない70年代とは異なり数多くの研究成果が蓄積された現在でも、本当に経営者は市場の効率性を完全に否定し、無視しているのだろうか。むしろ、経営者が市場の効率性を認識しつつも、何らかの理由からあえて矛盾する行動をとっていると考えるべきではないだろうか。EMH を支持する研究成果を前提に、持分プーリング法にこだわる経営者行動を説明すること、これがもう1つの可能性である。

この可能性について、Wyatt [1983] は市場の効率性に懐疑的な立場から説明を試みた。経営者がEMH と矛盾する行動をとり続けている数々の事例から、EMH の現実妥当性に疑問があるとしたのである。なかでも持分プーリング法に対する強い選好がみられる企業結合について、こうした経営者の行動に何らかの「経済合理性」があるはずだと主張した。

また Walter [1999] は市場の効率性を前提とする立場から、持分プーリング法の選択は、現在までその利点は明白でないものの、合理的である可能性を指摘している。すなわち、持分プーリング法には現在考えられる範囲ではパーチェス法に比べて明らかな利点はなく、持分プーリング法にこだわる経営者の行動は「ミステリー」といわざるをえない。しかしまったく意味がないのであれば、そうした行動は市場から制裁を受け、やがては駆逐されると考えられる。にもかかわらず、いまだに行われつづけているのはなぜか。それは持分プーリング法の適用には、その要件を満たすために被る「追加コスト」を上回る、「コスト・セービング効果」が存在する可能性があるからだと言及している。

両者はともにこうした可能性を示唆するのみで、具体的な解を示していない。しかし彼らの議論を再度検討してみると、両者は何か同じものを別の角度から論じているように感じられる。つまり、彼らがいう「経済合理性」ないし「効果」が意味するのは、実は同一のものなのではないか。そしてそれは、いまだ実証的に明らかにされていないものの、経営者が経験的に知っている市場の特性に求められるのではないだろうか。もし経営者がそうした市場の特性を織り込んで会計政策を行っているのであれば、それはすぐれて合理的という解釈も成り立つ。経営者の持分プーリング法に対する強い選好は、現在われわれが前提としている市

場の効率性とは一見対立するようにみえて、実は一貫している可能性がある。

5 長期的視点に基づく会計政策の合理性

では実際に経営者は市場をどのようにみて会計政策を実施しているのだろうか。これについて、ケース・スタディが重要な示唆を与えてくれる。そのような研究の1つがPalepu [1987]である。ここでケース・スタディの対象とされたのは、会計方法の変更が回数、金額的影響ともに著しかったHarnischfeger Corporationである。同社は1984年と1985年にかけて、減価償却方法を加速償却法から定額法に変更したことをはじめ、合計6種類、約1,800万ドル利益を増大させる会計方法の変更を行っていた。

同社の経営陣は、インタビューのなかで会計政策を行った理由として次の3点をあげた。まず同社が同業他社と同じ会計方法を採用することで、外部関係者が適切に企業間比較を行うことを可能にすること、次に債務契約の財務制限条項への抵触を回避すること、そして内部管理上使用するデータの改善であった。注目されるのは、同社は外部者が企業評価を行う際に役立つ情報の提供を意識していた点である。この点についてPalepu [1987]は、同社の経営陣が会計政策によって市場をビートしているとは考えていなかったことを指摘し、次のように述べている。

「同社は、会計上の変更が行われた時点では、アナリストが企業の報告する数値にその変更が及ぼす影響を調整するであろうことを認識していた。しかし経営者は、これらの変更が後の期間に対して与える影響をアナリストが追跡することは困難であるため、将来の期間でも利益に調整が加えられるとは到底考えられなかったのである。」²¹⁾

つまり経営者は市場の効率性を無視していたわけではなく、むしろ理解を示していた。経営者は、少なくとも会計政策の実施時点では、アナリストが会計政策の影響を見抜き、そうした会計政策がなかった場合に得られたはずの利益へと調整するであろうことを認識していた。その意味で、経営者はEMHをめぐる研究成果を受容していたといえる。同社の経営者が市場の効率的反応を

予想しているにもかかわらず会計政策を実施したのは、時間が経過するにしたがい、アナリストや投資家が過去の会計政策の影響を識別し、調整を加えることが困難になると考えたからである。言い換えれば、経営者は将来期間に対する影響を考慮して、会計政策を実施していたのである。

Palepu [1987] が示した経営者の「市場観」は、前出の Lys and Vincent [1995] からも裏付けられる。彼らは AT&T の経営陣に電話によるインタビューを行い、多額の「追加コスト」を負担してまで同社が持分プーリング法にこだわった理由を質問した。これに対して AT&T の経営陣は、アナリストや投資家が、時間が経過するにしたがって会計方法による違いを識別し調整することが困難になり、結果として会計方法の違いが将来期間では株価に影響を与えるとの考えを示したというのである。持分プーリング法を使用した場合でも、企業結合を行った期間では、アナリストや投資家は、パーチェス法を適用した場合に得られたであろう利益額へと調整を加えるだろう。したがって、いずれの会計方法を使用しても、企業結合を行った期間では株価に違いは生じないと考えられる。しかし企業結合の会計方法は、当期だけでなく、将来期間の利益にも影響する。企業結合が行われてから何年も経過した時点では、他にも考慮すべき事項が少なくないなかで、多忙なアナリストや投資家が過去の会計政策の影響についてまで、調整を加えるとは考えにくい。もし将来の期間において、アナリストや投資家が、持分プーリング法によって算定された利益をそのまま企業評価に用いるなら、株価はパーチェス法適用時よりも高くなるだろう。将来の株価への影響を考慮するなら、長期にわたって利益をより高く維持することのできる持分プーリング法を用いるべきだ、という論理である。

もちろん、Palepu [1987] や Lys and Vincent [1995] のケースは逸話的であり、即座に一般化することはできない。けれどもこうした経営者の意識は、効率的市場で株価に対する影響を考慮して行われる会計政策を考えるうえで、重要な示唆を与えてくれる。経営者は、少なくとも会計政策を実施した時点では、市場がそれを調整することを認識している。その点では、経営者は市場の効率性を受容しているといってよい。しかし経営者は、将来の期間では株式市場がそれより

以前に行われた会計政策の影響を調整しなくなると想定している。つまり経営者は、将来の株価を視野に入れた会計政策を行っていたと考えることができる。とすれば、一見、不合理な持分プーリング法の選択も、少なくとも経営者の立場からは合理的に説明することが可能となるからである。

このような経営者の「市場観」は、情報の獲得や処理にかかるコストは決して些細なものではなく、そうしたコストが市場の効率性に影響するという Sloan [1996] の指摘とも一致する。これらのコストは期間を重ねるほど増大すると考えられるから、将来の期間では市場は「より効率的でなくなる」可能性がある。現時点では適切に織り込むことができていたものでも、将来期間ではできなくなる、あるいは得られるベネフィットを超えるほど調整コストが大きくなるかもしれない。とりわけ企業結合の会計方法の選択は、最長40年間という長期にわたって影響する。したがって経営者が、将来期間ではアナリストや投資家が過去の会計方法の違いの影響を調整しないと考えて会計政策を行うことは、決して不合理ではないと考えられる。

6 効率的市場仮説をめぐる研究の死角

実はこれまでの研究では、もっぱら会計政策が行われた期間を対象としていた。将来の期間において、市場がそれより以前の期間に行われた会計政策の影響をどう株価に織り込むのかについては、ほとんど明らかになっていない²²⁾。会計政策が行われた期間と同様に、将来の期間においても市場が効率的であるという証拠は、提示されていないのである。会計政策は、それが行われた期では株価に対して影響しないだろう。しかし、将来期間では株価に影響を与える可能性は残っている。会計政策と将来の株価との関係に関する証拠が欠如しているなかで、経営者が株価へのネガティブな影響が生じるリスクのより低い選択を行うことは、賢明な行動ということになる。

逆にいえば、これまで将来期間という視点を考慮せず、言い換えれば、これまでの実証研究の多くが「イベント・スタディ」というスタイルをとっており、検証の焦点がもっぱら会計政策が行われた期にのみ当てられていたために、企業結

合をめぐる会計政策を合理的に説明することができなかつたのではないだろうか。会計政策と将来の期間における株価形成との関連は、いわば EMH をめぐる研究の死角になっていたとすることができる。

もちろん、こうした会計政策が本当の意味で合理的であるかは別問題である。この点は、実際に市場が将来期間において過去の会計政策をどう織り込むかという点に依存しているからである。そこで次に、経営者の「市場観」がどの程度現実妥当性を有しているか、検討することにしよう。これまでの研究が支持してきた市場の効率性のインプリケーションとしては、会計政策が行われた後の期間でも、市場がその影響を調整するであろうと予想される。しかしそうした予想の正しさは、先験的に判断することはできない。

たとえば Hand [1990] は「機能的固定化拡張仮説」(extended functional fixation hypothesis, EFFH) を検証し、市場が常に効率的であるとは限らないことを明らかにしている。伝統的な「機能的固定化仮説」(functional fixation hypothesis) では、常に会計方法による違いを識別することのできない、洗練されていない投資家が価格を決定していると考える。つまりナイーブな投資家によって価格決定されるため、表面的な会計数値の違いにミスリードされる市場を想定する。一方の EMH では、常に洗練された投資家が価格を決定すると考える。これらに対して EFFH では、どちらの投資家が価格決定者となるかは、取引や情報の違いによって異なるとされる。Hand [1990] は、1981年～84年の間に株式と負債のスワップを行ったアメリカの公開企業を対象として検証し、EFFH を支持する結果を得ている。

また Sloan [1996] も、これまでの市場の効率性のインプリケーションとは矛盾する結果を提示している。Sloan [1996] は、株価が当期利益を構成するキャッシュ・フローと会計発生高 (accruals) の利益の持続性 (earnings persistence) をめぐる違いを反映しているか調査した。利益の持続性とは、「現在の利益創出力が将来にいたるまでどれほど維持できるか」を表す²³⁾。Sloan [1996] は、利益に占めるキャッシュ・フローが多い方が利益の持続性が高く、会計発生高部分が多いほどそれが低いことをまず明らかにした²⁴⁾。現在われわれ

が想定している市場の効率性を前提とすれば、株価は両者の違いを反映し、キャッシュ・フローをより重視して形成されると予想される。そこで Sloan [1996] はそうした仮説の下、株価との関係を調べた。ところが、実際には会計発生高をより重視しているかのように株価が形成されていることを示唆する、予想外の結果が得られた。株式市場では、少なくともキャッシュ・フローと会計発生高が、同程度の持続性を有すると評価されていることが明らかになったのである。

注目されるのは、Hand[1990] や Sloan[1996] 等の研究は、これまでの EMH をめぐる研究成果から当然に予想される結果とは、必ずしも一貫しない事実を明らかにしつつある点である。Hand [1990] は、ある会計事象について特定のサンプルを用いて検証した結果が、そのまま他の事象やサンプルについても該当するわけではないことを強く示唆している。また Sloan [1996] のような研究は、EMH のインプリケーションとは矛盾する市場の特性があることを示している。したがって企業結合をめぐる会計政策についても、それが行われた時点で株価に影響しないことを示す証拠が、そのまま将来の期間にも当てはまるとはいいい切れないであろう。現実には将来期間で、それより前の期間で行われた企業結合をめぐる会計政策の影響がどのように株価に織り込まれるかは、現状では明らかでないのである。

さらに経営者がアナリストによる企業評価に関して抱いている考えを裏付けるかのような調査結果もある。Hopkins et al. [2000] は、企業結合を行った企業に対するアナリストの評価が、用いられた会計方法と企業結合からの経過年数によって影響を受けているか実験を行った²⁵⁾。113名のバイサイドのアナリストに直近の財務資料と3年前の資料を渡し、彼らにこれらの資料を基に分析を行わせた。その結果、パーチェス法を適用してのれんを計上し償却していた場合の方が低く評価され、のれんのうち研究開発資産 (in process R&D) に多くを配分し、これを一括償却していた場合に高い評価が与えられる傾向があることが示された。そして企業結合から時間が経過するにしたがって、使用された会計方法の影響を識別しなくなる傾向がみられたのである。この結果は、少なくとも間接的に、経

営者の企業結合をめぐる会計政策の合理性を支持するものといえるであろう。

7 結語

本稿では、先行研究の再解釈を通じて、企業結合の会計政策をめぐり、なぜ効率的な市場では不合理といわざるをえない会計政策が行われ続けているのか検討してきた。その結果、経営者は、投資家が将来の期間では過去に行われた会計政策の影響を調整しなくなることを予想して、将来利益をより高く維持することのできる持分プーリング法を選択している可能性が明らかとなった。会計政策と将来の株価との関係に関する証拠が欠如しているなかで、経営者のとった会計行動には一定の合理性があると解されるのである。

しかしながら本稿では、企業結合をめぐる会計政策と将来の株価との関係の検証を行っていない。この点については今後の課題である。

- 1) ニュー・ベシス法あるいはフレッシュ・スタート法と呼ばれる会計方法もあるが、もっぱら理論上主張されてきた方法であるため、ここでは言及していない。
- 2) 1998年12月にG4+1のポジション・ペーパー「企業結合の会計処理を1つに収斂させるための勧告」が公表されたのに続き、FASBは1999年9月公表の公開草案「企業結合と無形資産」(以下、FASB公開草案)でパーチェス法の統一適用を提案した。IASCも会計方法の統一について検討段階にある。こうした動きは、会計の「2つの職能」のうち、主として情報提供機能から説明される。会計の「2つの職能」については万代 [2000] 参照。
- 3) 黒川 [2000], p. 21.
- 4) たとえば Wyatt [1963], Briloff [1967] 等。
- 5) Beaver [1998], 桜井 [1991] 等参照。
- 6) 会計政策とは「一般的には、企業経営者が一定の目的を達成するために会計変数を戦略的に制御することと定義できる」(伊藤 [1996], p. 550)。
- 7) Accounting Principles Board, Accounting Principles Board Opinion No. 16, Business Combinations, American Institute of Certified Public Accountants, 1970.

- 8) APBO16, par. 47-b.
- 9) 支払対価と被結合企業の時価総額との差額を指す。
- 10) Nathan [1988], p. 187. この他にも議決権付き株式の発行が要件とされたことから、議決権の希薄化といった「機会コスト」も生じることになる。
- 11) APBO16発効前の1970年には25%の事例で持分プーリング法が用いられていたのに対し、20年後の1990年には5%にまで低下した (Davis [1996], p. 51).
- 12) たとえば MacDonald [1997] は、1992年～97年までに行われた企業結合で取引金額が100万ドルを超える取引のうち、357件が持分プーリング法で処理された一方、わずかに36件がパーチェス法が適用されたことを指摘している。
- 13) のれんの償却については、APB 意見書第17号「無形資産」(Accounting Principles Board, Accounting Principles Board Opinion No. 16, Business Combinations, American Institute of Certified Public Accountants, 1970.) par. 9によって指示されている。
- 14) こうした研究として Anderson and Louderback III [1975] 等がある。
- 15) わが国で会計政策のインセンティブの解明に光を当てた研究として、伊藤・会計政策研究会 [1992], 岡部 [1994], 須田 [2000], 中條 [1999] 等がある。
- 16) この他 Dunne [1990] も1983年～85年の間に買収を行った公開企業158社を対象に調査し、同様の結果を報告している。
- 17) たとえば Lintner [1971] は、「『ダーティ・プーリング』等の会計手段によって合併時点の資産の取得原価を抑制し、後の期間における利益を水増しすることは、おそらく多くの株主をミスリードする。これは現実問題としてきわめて深刻である」と指摘している。またこうした指摘は、持分プーリング法の濫用実態を明らかにした Wyatt [1963] にもみられる。
- 18) 効率的市場とは「常に価格が入手可能な情報を『完全に反映している』市場」を指す (Fama [1970], p. 383). あるいは「あらゆる人があたかも当該情報システムを観察しているかのように価格が動くならば、またそのときのみ、市場は当該情報システムに関して効率的である」(Beaver [1998], p. 127) とされる。
- 19) 単なる会計数値の変動であっても、契約コストの変動を通じて株価に影響することがある (たとえば Leftwich [1981] 等). しかし Lev and Ohlson [1982] が指摘するように、持分プーリング法の選択と有意な関係が実証されている報酬契約のコストの変動は相対的に少額であるため、ここでは株価がそうした違いを反映することは想定していない。また Vincent [1997] は、持分プーリン

グ法適用企業がパーチェス法適用企業より高株価を享受していることを示唆しているが、現段階ではこうした結果は限定的であり、一般化は難しいと考えられる。

- 20) McGoldrick [1997], p. 145.
- 21) Palepu [1987], p. 88.
- 22) 例外として, Dharan and Lev [1993], Bishop and Eccher [2000] がある。これらの研究は、会計方法の選択および変更が行われた期以降の期間を対象としているが、以下の2点で本稿の問題意識とは異なっている。まず Dharan and Lev [1993] が取上げた裁量的な会計方法の変更には、本稿が焦点をあてている企業結合とは異質の費用の期間配分に関わるものが含まれていること、そして Bishop and Eccher [2000] は、期間が2年間ときわめて限定的であることである。いずれにしても、こうした研究はまだほとんど行われていない (Kothari [2000], p. 103).
- 23) 加賀谷 [1999], p. 679.
- 24) わが国においても加賀谷 [1999] が同様の結果を報告している。
- 25) 同様に、財務諸表利用者が適切にのれんを分析し調整を行うことができるか実験を行った研究として Duvall et al. [1992] がある。

参考文献

- Aboody, D., R. Kasznik and M. Williams, "Purchase versus Pooling in Stock-for-Stock Acquisitions: Why Do Firms Care?" Working paper, Stanford University, January 2000.
- Anderson, J.C. and J.G. Louderback III, "Income Manipulation and Purchase Pooling: Some Additional Results," *Journal of Accounting Research*, Vol. 13, No. 2, Autumn 1975.
- Ayers, B.C., C.E. Lefanowicz and J.R. Robinson, "Do Firms Purchase the Pooling Method?" Working paper, University of Texas at Austin, January 2000.
- Beaver, W.H., *Financial Reporting, An Accounting Revolution*, 3rd edition, Prentice Hall, 1998. (第1版, ビーバー著, 伊藤邦雄訳『財務報告革命』白桃書房, 1986年).
- Bishop, M.L. and E. Eccher, "Do Markets Remember Accounting Changes? An Examination of Subsequent Years," Working paper, The Wharton School, University of Pennsylvania, March 2000.

- Briloff, A.J., "Dirty Pooling," *The Accounting Review*, Vol. 42, No. 2, July 1967.
- Dharan, B.G. and B. Lev, "The Valuation Consequence of Accounting Changes: A Multi-Year Examination," *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, Vol. 8, No. 4, Fall 1993.
- Davis, M.L. "Differential Market Reaction to Pooling and Purchase Method." *The Accounting Review*, Vol. 65, No. 3, July 1990.
- Dunne, K.M., "An Empirical Analysis of Management's Choice of Accounting Treatment of Business Combinations," *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 9, No. 2, September 1990.
- Duvall, L., Jennings, R., J. Robinson, and R.B. Thompson II, "Can Investors Unravel the Effects of Goodwill Accounting?" *Accounting Horizons*, Vol. 6, No. 2, June 1992.
- Fama, E.F., "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work," *Journal of Finance*, Vol. 25, No. 2, May 1970.
- Hand, J.R., "A Test of the Extended Functional Fixation Hypothesis," *The Accounting Review*, Vol. 65, No. 4, October 1990.
- Hong, H., Kaplan, R.S., Mandelker, "Pooling vs. Purchase: the Effects of Accounting for Mergers on Stock Prices," *The Accounting Review*, Vol. 53, No. 1, January 1978.
- Hopkins P.E. R.W. Houston and M.F. Peters, "Purchase, Pooling, and Equity Analysts' Valuation Judgements," *The Accounting Review*, Vol. 75, No. 3, July 2000.
- Kothari, S.P., "Capital Markets Research in Accounting," Working paper, Sloan School of Management, Massachusetts Institute of Technology, December 2000.
- Leftwich, R., "Evidence of the Impact of Mandatory Changes in Accounting Principles on Corporate Loan Agreements," *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 3, No. 1, March 1981.
- Lev, B. and J.A. Ohlson, "Market-Based Empirical Research in Accounting: A Review, Interpretation, and Extension," *Journal of Accounting Research*, Vol. 20, Supplement, 1982.
- Lintner, J., "Expectations, Mergers and Equilibrium in Purely Competitive Securities Markets," *The American Economic Review*, Vol. LXI, No. 2, May

1971.

Lys, T. and L. Vincent, "An Analysis of Value Destruction in AT&T's Acquisition of NCR," *Journal of Financial Economics*, Vol. 39, No. 2 and 3, October -November 1995.

MacDonald, E., "Merger-Accounting Method Under Fire," *The Wall Street Journal*, April 15, 1997.

McGoldrick, B., "Goodwill Games," *Institutional Investor*, March 1997.

Mayer-Sommer, A.P., "Understanding and Acceptance of the Efficient Markets Hypothesis and Its Accounting Implications," *The Accounting Review*, Vol. 54, No. 1, January 1979.

Nathan, K., "Do Firms Pay to Pool?: Some Empirical Evidence," *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 7, No. 3, Fall 1988.

Palepu, K., "The Anatomy of an Accounting Change," Bruns, W.J. Jr. and R.S. Kaplan, *Accounting & Management: Field Study Perspectives*, Harvard Business School Press, 1987.

Robinson, J.R. and P.B. Shane, "Acquisition Accounting Method and Bid Premia for Target Firms," *The Accounting Review*, Vol. 65, No. 1, January 1990.

Sloan, R.G., "Do Stock Price Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows About Future Earnings?" *The Accounting Review*, Vol. 71, No.3, July 1996.

Walter, J.R., "Pooling or Purchase: A Merger Mystery," *Economic Quarterly*, Winter 1999

Wyatt, A.R., *A Critical Study of Accounting for Business Combinations*, Accounting Research Study No. 5, American Institute of Certified Public Accountants, 1963.

———"Efficient Market Theory: Its Impact on Accounting," *Journal of Accountancy*, February 1983.

伊藤邦雄・会計政策研究会「会計政策の実態とインセンティブ—鉄鋼業の実証分析を中心として—」『一橋大学研究年報 商学研究』第31号, 1992年.

———『会計制度のダイナミズム』岩波書店, 1996年.

岡部孝好『会計報告の理論』森山書店, 1994年.

加賀谷哲之「裁量的発生処理額と市場評価」『一橋論叢』第122巻第5号, 1999年11月.

(64) 一橋論叢 第125巻 第5号 平成13年(2001年)5月号

黒川行治「企業再編と企業結合・分割会計の検討」『企業会計』Vol.52 No.9,
2000年9月.

桜井久勝『会計利益情報の有用性』千倉書房,1991年.

須田一幸『財務会計の機能』白桃書房,2000年.

中條祐介「業績低迷企業の会計政策」『会計』第155巻第1号,1999年1月.

万代勝信『現代会計の本質と職能』森山書店,2000年.

〔2000年12月14日受稿

2001年2月9日レフェリーの審査をへて掲載決定〕

(一橋大学大学院博士課程)