

第4章 生命保険業におけるM&Aと企業会計 —のれんの発生と減損を中心として—

静岡県立大学経営情報学部講師
上野 雄史

I. 業界再編とM&A

日本の大手企業の国際競争力が低下する中で、事業の競争戦略を再構築するための戦略が企業に求められている。それを象徴したM&A (Merger & Acquisition: 合併と買収) による業界再編が、2010年に損害保険業界において生じた。2010年4月に、三井住友海上グループホールディングスと、ニッセイ同和、あいおい損保が経営統合し、「MS&ADインシュアランス・グループ・ホールディングス」(以下、MS&ADという)が、損保ジャパンと日本興亜が統合して「NKSJホールディングス」(以下、NKSJという)が誕生した。損害保険業界は、東京海上日動を傘下に抱える東京海上ホールディングスを含め、3社のホールディングス・カンパニーの体制へと移行した。2010年の大規模な再編は、2000年から2002年にかけて起きた再編に続くものであり、2000年に主要15社であった損害保険会社は主要3社にまで収斂したことになる。一方、生命保険業界においては、損害保険業界のような再編の動きはない。2004年に明治生命と安田生命が合併したことを除けば、大規模なM&A案件はなく、業界再編と呼べるような動きは起きていない。

損害保険業が寡占化の傾向にあるのに対して、生命保険業では、2011年現在、会社数が40社を超えており、過当競争になりつつある⁽¹⁾。破綻した生命保険会社の業務を承継する形で外資系の新規参入、規制緩和に伴う損害保険会社や他業種からの新規参入、インターネットを販売チャネルとする「ネット生保」の新規参入などで、規制緩和後、生命保険契約を取り扱う企業は増加している。多くの新規参入企業の取り扱い契約数は、現時点においては日本生命、第一生命、住友生命、明治安田生命などの4大生保とは比べものにならないとは言え、将来的には、競争が今まで以上に激化する可能性が高い⁽²⁾。

生命保険市場は縮小の傾向にある。1996年には1,496兆円あった生命保険の保有契約高は、

(1) 社団法人生命保険協会のWebサイトには2011年9月1日現在で、47社の決算発表資料が開示されている。詳細は以下を参照されたい。<http://www.seiho.or.jp/data/account/index.html>

(2) 業界内のプレイヤーの数が多いことも再編のきっかけになる可能性がある。PWC (プライスウォーターハウスクーパース) が上場会社および有力上場会社に対して2年ごとに行っているM&Aの実態調査(2009年10~11月に実施)では、2010年以降、国内における業界再編が進む可能性について、62%の回答者が「進展する」と回答し、その理由として、45.3%の回答者が「プレイヤーの数が多すぎる」ことを挙げている。なお、進展する理由として一番多い回答は、「国内市場の縮小」61%であった。

2009年に903兆円とピーク時の約6割の規模に縮小しており、業界を取り巻く環境は厳しい⁽³⁾。今後、国内市場のさらなる縮小が予想される中で、生命保険業においても何かの「きっかけ」で大型のM&Aが進み、業界再編が起きる可能性は高い。M&Aは特定の時期に、特定の産業に集中する傾向がある。Amdrade *et al.* (2001) は、アメリカのデータを用いて、規制緩和、技術革新、海外からの競争などの特定の産業に対する産業ショックが、M&Aの意思決定に影響を及ぼしていることを明らかにしている。日本においても2000年から2005年にかけて都市銀行が、2000年から2002年および2010年にかけて損害保険会社が、大型のM&Aによる業界再編が加速し、3メガ体制となった。

本稿では、生命保険業におけるM&Aに関する諸問題について、企業会計の観点から論じる。金融ビッグバンにより、保険業に対する金融監督行政は財務諸表監査を重視する方向に転換した。保険業法第111条でディスクロージャーに関する規定が設けられ、それまでの各生命保険会社による自主的な開示から法令に基づいた開示へと根拠づけられた⁽⁴⁾。

企業会計は経済主体（企業）の経済的な状態を財務諸表の中で開示することで、利害関係者に有用な情報を提供するための社会システムである。財務諸表は一般に公表され、自由に閲覧ができるため、保険契約者、債権者などの外部の利害関係者にとって非常に重要な意味を持つ。また財務諸表は利害関係者の経済的な意思決定を行う際に利用されるため、企業経営の今後を左右することもありうる⁽⁵⁾。

M&Aは大型の経済取引のため、企業の財務諸表に様々な影響を与える。本稿では、その中でも、「のれん」(Goodwill) に焦点を当てる。「のれん」は、M&Aを通じて発生する無形資産であり、企業会計上ではM&Aによるシナジー効果を示している。大規模なM&Aの案件では、巨額の「のれん」が資産計上されることが多い。タイム・ワーナーとAOLの合併では、2001年に1,464億ドルもの巨額な「のれん」が資産計上された。メディア業界大手のタイム・ワーナーと通信大手のAOLの合併は、2000年に新旧メディアの融合として大きく取り上げられた。このM&Aでは、タイム・ワーナーがAOLを買収する形で行われ、買収価額に1,640億ドルを要する最大規模のM&Aとなった。買収価額および「のれん」の巨額から、両社の合併への期待が大きかったことが伺える。しかしながら、2002年には、AOLタイム・ワーナーは、「のれん」の減損損失額542億ドルを費用計上し、その後、AOL部門の事業低迷に伴い2009年12月にタイム・ワーナーがAOLを再び分離（スピン・オフ）する形で合併は解消された。「のれん」の減損後、合併を解消したのはこの事例だけではない。米電子決済大手のイーベイは、2005年に買収したルクセンブルクのIP電話会社スカイプに対する「のれん」の減損損失13億9000万ドル（「のれん」の60%が減損）を計上し、シナジー効果が得

(3) 詳細については久我（2011）2頁を参照されたい。

(4) 詳細については上野（2010）を参照されたい。

(5) 現在、国内の会計基準は、国際財務報告基準（International Financial Reporting Standards：以下、IFRSという）への収斂（コンバージェンス）に伴い、改訂が進められている。これらの改訂による影響を、保険会社も受けることとなった。詳細については、上野（2010）を参照されたい。

られなかったことを理由に2011年後半にスカイプをスピンオフし、上場する形で合併を解消する計画である。

これらの事例から分かるように、結果的に「のれん」の減損は、M&Aの失敗を判断するためのメルクマールの役割を果たしている。生命保険会社において大規模な再編が生じた際には、この「のれん」はM&Aによる成果を測定する上で、重要な意味を持っている可能性がある。もちろん、「のれん」の減損が、M&Aの失敗を全て表わしている訳ではなく、実際には、複数の要因が働いていると考えられる。しかしながら、内部情報の入手が難しい外部の利害関係者にとって、財務諸表に計上される「のれん」に関する情報は、M&Aの成果を測定する上で有用な尺度の一つとなりうる。例えば、Hirschey and Richardson (2002)は、イベント・スタディを通じた分析により、「のれん」の減損額が株価にネガティブな影響を与えていることを明らかにしている。

「のれん」は、建物や自動車のように目に見える有形資産ではなく、直接測定することは出来ない無形資産である。またその測定には、複雑なプロセスを要するため、企業会計上での会計処理に問題の焦点が当てられることが多い。しかしながら、本稿では、会計処理上の問題については焦点を当てず、「のれん」の発生と減損損失が、経済的な実態をどのように捉えているのかに着目し、論じていく。

II. 買収プレミアムと「のれん」

M&Aにおいては、市場の株価よりもはるかに高い価格で企業を買収するケースがしばしば見受けられる。市場価格を上回るプレミアムの価格は、企業のM&Aの価値を示す潜在的な数値と考えられる。M&Aは企業の新たな成長戦略の一環として、シナジー効果を獲得する目的で行われる。そのため、買収プレミアムは、シナジー効果を表していると言われ、M&Aによる合併の効果が大きければ、その分だけプレミアムが大きくなると考えられる。ところが、シナジー効果を期待されたM&Aがその後、失敗に終わるケースが少なからず存在する。冒頭で述べたAOLとタイム・ワーナー、イーベイとスカイプなどはその代表的な事例である。

企業会計では、買収プレミアム額を「のれん」という形で、無形資産として貸借対照表（財政状態計算書）に計上することを求めている⁽⁶⁾。この「のれん」の計上と減損損失が企業業績に大きな影響を与えた事例は、アメリカだけでなく、日本でも存在する。例えば、2005年10月に三菱東京フィナンシャル・グループ（以下、東京三菱という）とUFJホール

(6) IFRS、U.S.GAAPでは貸借対照表という呼び名を財政状態計算書に変更している。なお、GAAPとは、Generally Accepted Accounting Principlesの略で、「一般に公正妥当な会計基準」と訳される。本稿では、日本で適用されている会計基準のことを日本GAAP、アメリカで適用されている会計基準のことをU.S.GAAPという。

ディングス（以下、UFJという）とが経営統合し、三菱UFJフィナンシャル・グループ（以下、MUFGという）となった際には、UFJの買収に伴い1兆7,300億円という巨額の「のれん」が資産計上された。この「のれん」は、AOLとタイム・ワーナー、イーベイとスカイプの事例と同じく、その後、減損が発生し、多額の損失を計上することになった（MUFGの事例については、詳細はIVで触れる）。

M&Aの計画は大規模な経済取引だけに、買収企業は買収対象企業を統合した際のシナジー効果を慎重に見積もっているはずである。現に合併前にMUFGは自社のWEBを通じて、その詳細を発表している⁽⁷⁾。それにも関わらず、M&A後、見積もられたシナジー効果が喪失（減少）し、巨額の「のれん」の減損損失が計上されることが起こりうる。

M&Aによるシナジー効果は、あくまでも経済的な見積りに依拠している仮想の数値のため、前提条件の変化によって時に過大に計上され、そして容易に喪失（減少）する。KPMG（2009）の調査によれば、2008年度において「のれん」は米国上場企業（1,600社）における資産総額の1割を占めており、かつその30%がリーマン・ショックに端を発した金融危機時に失われたと報告している。経済環境の悪化は、個々の企業業績の悪化にも直結するため、業績の低迷と「のれん」の減損が同時に生じ、企業業績をより一層低迷させることが起こりうる。

さらに、「のれん」に関する問題は、日本と国際的な会計基準（IFRS・U.S.GAAP）との差異により複雑化している。現在は、日本国内の会計基準（日本GAAP）と国際的な会計基準（IFRS・U.S.GAAP）では、「のれん」の償却方法に違いがある。日本GAAPでは、「のれん」は償却資産として20年以内で定額法により償却する。一方、IFRS・U.S.GAAPでは、「のれん」は非償却資産として、減損テストのみが行われる（減損テストについてはIVで述べる）。IFRS・U.S.GAAPでは、「のれん」の減損が発生しない限り、資産を減額する必要は無く、その分、収益が押し上げられる。しかし、一度、「のれん」の減損が発生すれば、一時に多額の損失額が発生し、収益を圧迫することがある。わが国では、2010年3月期からIFRSの任意適用が開始され、日本電波工業やHOYAなどが採用している。今後、日本国内においてIFRSの適用が広がるか、もしくは、日本GAAPが「のれん」を非償却とすれば、M&Aに伴い発生する「のれん」は、M&A後の企業業績に少なからぬ影響を及ぼすであろう。

本稿では、「のれん」の視点からM&Aについて論じ、生命保険業におけるM&Aに及ぼす影響を考察する。株価の視点から国内のM&Aに関して論じられることは多いが、「のれん」の視点から論じられたものは、筆者の知る限りほとんどない⁽⁸⁾。「のれん」については、会計上の処理が複雑で、一般には理解しにくいことが起因していると考えられる。

本稿は、企業会計上での買収プレミアムとシナジー効果、ならびにその喪失（減少）に

(7) 当時の資料については、MUFGの以下のURLから入手することが出来る。
<http://www.mufg.jp/ir/presentation/>

(8) わが国における株価とM&Aの関係については、先駆的な研究として井上・加藤（2006）がある。

関するメカニズムを、会計処理上の諸問題を整理しながら明らかにし、さらに生命保険業のM&Aにどういった問題が生じるかを考察する。

Ⅲ. シナジー効果

1. M&Aによるシナジー効果の事例

井上・加藤（2006、43頁）は、「M&Aを実施する第1の理由は、シナジー効果であろう。」と述べている。ほとんどのケースで、企業はシナジー効果を期待してM&Aを行っていると考えられる。シナジー効果とは、簡単に言えば「 $1 + 1 = 3$ 」になる効果のことである。一つの企業で達成が困難なことが、別の企業と統合することで、単純な足し算で成し得ない経済的便益をもたらすことがある。具体的なシナジー効果としては、規模の経済性、範囲の経済性、新技術の獲得、時間の節約などの効率性の改善などが挙げられる。これらのシナジー効果の創出を期待して、多少の買収プレミアムを要したとしても、企業はM&Aへの投資を行う動機づけが生じる。シナジー効果を発揮するためのM&Aにはいくつかの選択肢が存在する。主な選択肢を挙げると次の3つであろう。

- ① 水平型・・・同業種でのM&A
- ② 垂直型・・・「原材料－生産－流通」といった縦の流れの業種間でのM&A
- ③ 多角化型・・・異業種あるいは多業種間でのM&A⁽⁹⁾

水平型は、同じ市場における規模の拡大による競争力の強化と、システム統合による効率性の向上などを目的に行われる。垂直型は、川上と川下の企業が同一企業に収まることにより、相互補完によるシナジー効果が期待できる。多角化は、既存事業と新規事業とのシナジー効果が期待できる⁽¹⁰⁾。

M&Aによるシナジー効果が最大限発揮されるのは水平型と言われている。井上・加藤（2006、124頁）は水平型のM&Aについて「買収企業と買収対象企業間の事業重複が大きい水平型統合の方が、非水平型より規模の経済性が発揮される余地が大きいこと、経営資源の効率的使用が可能になる余地が大きいことなどから、事業上のシナジー効果が大きいと期待されている。」と述べている。

規模や効率性による効果を期待して、わが国のM&Aでも水平型M&Aが行われることが多い。百貨店業界における、伊勢丹・三越（三越伊勢丹ホールディングス）、大丸・松坂屋（J.フロント リテイリング）、阪急・阪神（H2Oリテイリング）、銀行業における第一勧業銀行・

(9) 多角化型は、さらに既存事業との関連性の違いに応じて、「水平型」、「垂直型」、「集中型」「集成型」の4つに分類される。詳細についてはAnsoff(2007)を参照されたい。

(10) 多角化の効果は、シナジー効果だけでなく、リスク分散の効果もある。また関連事業の多角化はシナジー効果を得られるが、非関連事業の多角化ではシナジー効果は得られない。

富士銀行・日本興業銀行（みずほフィナンシャル・グループ）、住友銀行・さくら銀行（三井住友フィナンシャル・グループ）、三菱東京フィナンシャル・グループ・UFJホールディングス（MUFG）、損害保険業における三井住友海上グループホールディングス・ニッセイ同和・あいおい損保（MS&AD）、損保ジャパン・日本興亜損保（NKSJ）などが挙げられよう。

国内企業が海外企業を買収するM&A（In-Out）においても水平型のM&Aが多い。最近の事例としては、武田薬品工業のミレニアム・ファーマシューティカルズ（アメリカ・バイオ医薬品会社）、ナイコメッド（スイス・大手製薬会社）の買収、第一三共のランバクシーラボラトリーズ（インド最大手の製薬会社）の買収、東京海上日動火災保険の、キルン（イギリス・ロイズ）、フィラデルフィア・コンソリデイティッド（アメリカ・損害保険会社）の買収などが挙げられる。これらは全て水平型のM&Aである。

生命保険会社は、製造業と業態が異なるため垂直型はありえない。M&Aを行う際の選択肢としては、水平型もしくは多角化型となる。水平型であれば同業種とのM&Aによりシステムの統合や店舗の統廃合などによるシナジー効果を、多角化型であれば、銀行、証券会社などの他の金融業種とのM&Aによりコングロマリット化し、経営の効率化、金融商品の開発力の向上などをシナジー効果として期待できよう。

水平型と多角化型の選択肢があるとはいえ、生命保険会社の選択肢として有力なのは、現段階においては水平型と考えられる。最近では、ドイツのアリアンツが傘下の銀行部門を2008年に売却し、さらに2009年にはオランダのINGが経営再建のために保険事業と資産運用事業を売却するなど、脱コングロマリット化の動きも目立っている。

こうした状況を踏まえた上で、本節では、水平型M&Aにおけるシナジー効果の事例を損害保険業や銀行業を中心に概観する。現段階において2004年の明治生命と安田生命の合併を除けば、生命保険業における大型のM&Aの事例は存在しない。さらに明治安田生命の事例では、シナジー効果について数値を用いた具体的な説明はほとんど行われなかった。そのため、他の業種から生命保険業の水平型M&Aによって得られるシナジー効果を推測する。同じ金融業とは言え、超長期の契約を主とする生命保険業と短期的な契約を主とする損害保険業や貸付業務を主とする銀行業などとの相違点が多い。しかしながら、同じ金融業として金融庁に監督を受ける立場にあり、資本規制を受けている点で他の業種と比べて共通点も多い。また生命保険業における水平型M&Aにおけるシナジー効果は、システムの統合、重複店舗・業務の整理などがあると推察され、他の金融業のM&Aとそれほど大きな違いはないと考えられる。具体的な事例としては、銀行業ではMUFG、損害保険業ではMS&AD、NKSJの計3社を取り上げる⁽¹¹⁾。

(11) シナジー効果に関する情報については、各社のWEBサイトから収集した。

① MUFGの事例

MUFGは、先述したように三菱東京フィナンシャル・グループとUFJホールディングスが2005年に合併して誕生した。両社の合併では、リテール、中小企業を得意とするUFJと、海外や法人取引に強い東京三菱との補完性の高さが強調されている。東京三菱とUFJとの経営統合では、具体的な統合効果の1つとしてコスト・シナジーを挙げている。さらに収益のシナジー効果を約400億円と見込んでいるものの、コスト削減による効果を最も大きく見込んでいる。

<コスト・シナジー効果>

年間経費削減額	約2,400億円
主な内容	<ul style="list-style-type: none">・人件費 約400億円・システム 約800～900億円・店舗統廃合 約200億円・本部経費他 約600億円

2007年に50%のシナジーの発現（約1,200億円）

2008年に100%のシナジーの発現（約2,400億円）

2005年から2008年の間に、一時的統合コストを年平均で約600億円を見込む

<収益シナジー効果>

年間粗利益増加額	約400億円
収益の期待分野	<ul style="list-style-type: none">・リテール・法人・受託財産

2008年にシナジーの発現見込み

② NKSJの事例

NKSJは損保ジャパンと日本興亜損保が2010年4月に共同で設立した持株会社である。将来的な統合も視野に入れているものの、MUFGとは異なり、損保ジャパン、日本興亜損保の両社は、NKSJを親会社とする子会社となり、存続している。両社の統合では、商品・事務、システムの共通化による効果を最も高く見積もっている。次いで高いシナジー効果を見積もっているのは、ノウハウの共有・高度化（約150億円）である。最も大きいシナジー効果として、システムの統合を挙げているのは、銀行業の水平型M&AであるMUFGと同様である。

<統合シナジー効果>

2014年度の統合シナジー計 約500億円	
・商品・事務、システムの共通化	約340億円
・インフラの共同利用、共同発注	約30億円
・ノウハウの共有・高度化	約150億円

一時的コスト累計（5年間）：約600億円

③ MS&ADの事例

MS&ADは、2010年4月に三井住友海上グループホールディングス、あいおい損保、ニッセイ同和損保が経営統合して誕生した。2010年10月に、あいおい損保とニッセイ同和損保は統合し、あいおいニッセイ同和損保となっている。MS&ADにおいても他の事例と同様に、システム統合や運営コストの効率化などによるシナジー効果を次のように見込んでいる。

<2013年度の年間シナジー効果>

年間計約400億円以上	
・システム統合によるシステム開発・運営コストの効率化	約120億円
・営業拠点、損害サービス拠点の統合や不動産の有効活用 ・物流・印刷コストの効率化	約100億円
・業務運営・態勢の見直し等による外注費・活動費・人件費等の効率化	約150億円
・成長市場への経営資源の重点配分と緊密得意先マーケットの深耕 ・各社の引受・損害予防ノウハウ共有による損害率改善・海外ネットワークの相互活用等	約50億円

<2015年度の年間シナジー効果>

システム統合によるシステム開発・運営コストの効率化	約200億円
---------------------------	--------

これまでのシナジー効果と合わせて約500億円規模を見込む

<統合コスト>

システム統合等の一時的なコスト：2015年までに累計で約700億円

2. 金融業における水平型M&Aのシナジー効果の特徴

水平型M&Aはシナジー効果として、コスト削減効果の他に生産や販売面等でスケール・メリット（規模の経済性）をもたらす。しかし、それ以上に3社の事例を見て分かるように、重複業務の削減によるコスト削減に大きな効果を見込んでいる点に特徴がある。損害保険業、あるいは銀行業は国内市場が飽和し、急激な成長は見込めない。そうした中で、統合により重複業務を削減することに、メリットを見出している。これは国内の同業種における水平型M&Aの特徴と言えるかもしれない。

ただし、スケール・メリットをまったく期待していないのかと言えば、そうとは言い切れない。NKSJとMS&ADは、スケール・メリットについて自社のWEBページで次のように述べている⁽¹²⁾。

NKSJ：「規模拡大によるスケール・メリットを活かすとともに、それぞれの顧客基盤を維持し、さらなる拡大・発展を目指します。」

MS&AD：「事務・システムの本体化、シェアードサービスの推進を含め、グループベスタの観点からあらゆるオペレーションを見直し、スケール・メリットを発揮する。」

グローバル化の進展とともに、鉄鋼、エネルギー、金融、自動車製造などの分野では、規模・範囲の経済性の重要性が高まり、あらためて重要なM&Aの動機となりつつある⁽¹³⁾。両社においては具体的な数値では示していないものの、シナジー効果としてスケール・メリットも見込んでいる。そのため、統合的なシナジー効果の数値に織り込まれている可能性もある。

3つの事例では、シナジーの発現にある一定の期間を見込んでいる点で共通している。シナジーの発現は、MUFGは統合から4年後の2008年、NKSJは統合から4年後の2014年、MS&ADは統合から3年後の2013年を見込んでいる。これはシステム統合や人員削減、店舗数の削減などにある一定の期間を要するためである。コスト・シナジーを得るための支出をMUFGは累計で2,400億円、NKSJは600億円、MS&ADは700億円と見込んでおり、これと統合に要した買収費用を考えれば、M&Aのために大規模な投資をしていることが分かる。M&Aは、シナジー効果を得る目的で行われるものであるが、その効果を得るために企業は多額の費用を投じている。

これらの事例から、生命保険会社同士の水平型M&Aにおいて期待されるシナジー効果は、スケール・メリット、コスト・シナジーにあると推測される。しかしながら、同時にそのシナジー効果を得るためには、システムの統合などが不可欠であり、そのための費用が膨

(12) 詳細については、以下のURLを参照されたい。

NKSJ:<http://www.sompo-j-saiyo.com/company/nksj.html>（閲覧日2011年9月3日）、

MS&AD:<http://www.ms-ad-hd.com/company/managementplan/index.html>（閲覧日2011年9月3日）

(13) 宮島（2007）7頁

大にかかると考えられる。

IV. のれんの発生過程

1. シナジー効果と「のれん」

先の事例で分かるようにM&Aによって得られるシナジー効果は、多額の経済的便益をもたらすことが期待されている。ただし、それと同時にそれを得るために要する費用も多額を要する。

財務諸表上では、M&Aによるシナジー効果が「のれん」(Goodwill)という項目で資産として計上される。資産を「将来の収益またはキャッシュ・フローを得られるための資源」と定義するならば、「のれん」はM&Aによる将来のキャッシュ・フローの見込額と言えよう。しかしながら、会計上で計上される「のれん」は、企業自身が見込んだシナジー効果を直接計上したものではない点に注意が必要である。「のれん」は以下の算定式により計上される。

$$\text{「のれん」} = \text{買収対象企業の買収価額} - \text{買収対象企業の純資産の公正価値}$$

企業会計では、企業自身が見積もったM&Aによるシナジー効果を、直接、資産計上すること(自己創設の「のれん」の計上)は禁じられている。そのため必ずしも「高いシナジー効果=高額なのれん」とはならない。買収価額に応じて「のれん」の計上額は変動する。つまり、M&Aに要した費用を資産化していると言える。ただし、シナジー効果を得るための直接的な支出(システム統合に要する費用など)は発生時に費用処理され、資産計上はされない。

2. 簿価と市場価値

「のれん」に関する計算過程について述べる前に、企業会計の基本的な考え方について触れる。M&Aは、シナジー効果を期待して行われる経済取引である。しかしながら、企業会計の特性から、企業自ら測定したシナジー効果を、直接、資産計上することは出来ず、取引価格(買収価額)を基準に測定する。

企業会計は、報告主体(企業)の経済的状态を反映し、利害関係者が意思決定に有用な情報を提供するための情報を提供することを目的としている。財務諸表には、財政状態を表わす貸借対照表(財政状態計算書)、経営成績などを表わす包括利益計算書(損益計算書を含む)、キャッシュの流出入などを表わすキャッシュ・フロー計算書などがある。

さらに、昨今の企業会計では、意思決定有用性を満たすための情報として将来キャッシュ・フロー情報が重視され、さらに将来キャッシュ・フロー情報の代理変数として、公正価値(現在出口価値)が重視される傾向にある。公正価値は測定において市場価格もしくは

はそれが難しい場合は市場価格に近い変数を用いる。「公正価値＝時価」とも呼ばれるのは、そのためである。

経済的な実態を表すための最適な概念として、公正価値の測定対象は拡大している。しかしながら、全ての資産・負債について、公正価値で測定することはその客観性、信頼性を確保することが難しく、また公正価値測定を導入した場合の未実現損益（評価損益）の取り扱いの問題などから、全ての資産・負債に公正価値測定が導入されていないのが現状である。図表4-1は、わが国の企業会計における有価証券の分類と測定方法である。有価証券の測定は、その保有目的別に方法が異なる。売買取引を通じて運用益を稼ぐ目的の有価証券については公正価値で測定されるものの、継続的な保有を目的とする債券（満期保有目的）や子会社・関連会社株式については公正価値で測定されない⁽¹⁴⁾。

【図表4-1 有価証券の分類と測定方法】

有価証券の分類（保有目的別）	測定方法
売買目的有価証券	公正価値
満期保有目的債券	償却原価法
子会社・関連会社株式	取得原価
その他有価証券	公正価値(含み損益は資本直入できる)

(出所) 筆者作成

さらに、企業の保有する資産のうち、無形資産については測定の客観性、信頼性の確保が難しいため、その計上が厳しく制限されている。例えば、ある企業が他社よりも優れた高いブランド力、または高い研究開発能力を有しており、それらにより期待される将来キャッシュ・フローが存在していたとしても、それらの無形資産が財務諸表上で資産として計上されることはない。

このように企業会計上では、企業の保有する全ての資産・負債が公正価値（時価）で測定されておらず、かつ無形資産の全てが資産として計上される訳ではない。企業会計では、意思決定有用性を満たすための情報として将来キャッシュ・フロー情報を重視しているものの、実際に計上されている資産と負債の帳簿価額（簿価）が、企業の経済的な実態を忠実に表わしているとは限らない。

(14) 取得原価は、取得に要した金額を帳簿価額として計上する方法である。一方、償却原価法は、取得時は取得原価で計上し、その後、「取得価額－額面金額」の差額を満期までの期間に配分し、帳簿価額を減少（または増加）させる方法である。

【図表 4 - 2 企業会計での経済的実態と公正価値に基づいた経済的実態⁽¹⁵⁾】

＜企業会計での経済的実態＞		＜公正価値に基づいた経済的実態＞	
資 産 (公正価値)	負 債 (公正価値)	資 産 (公正価値)	負 債 (公正価値)
資 産 (取得原価)	負 債 (取得原価)		無形資産 (公正価値)
	純資産	純資産	
無形資産			

*企業会計ではほとんどの無形資産
は計上されず
(出所) 筆者作成

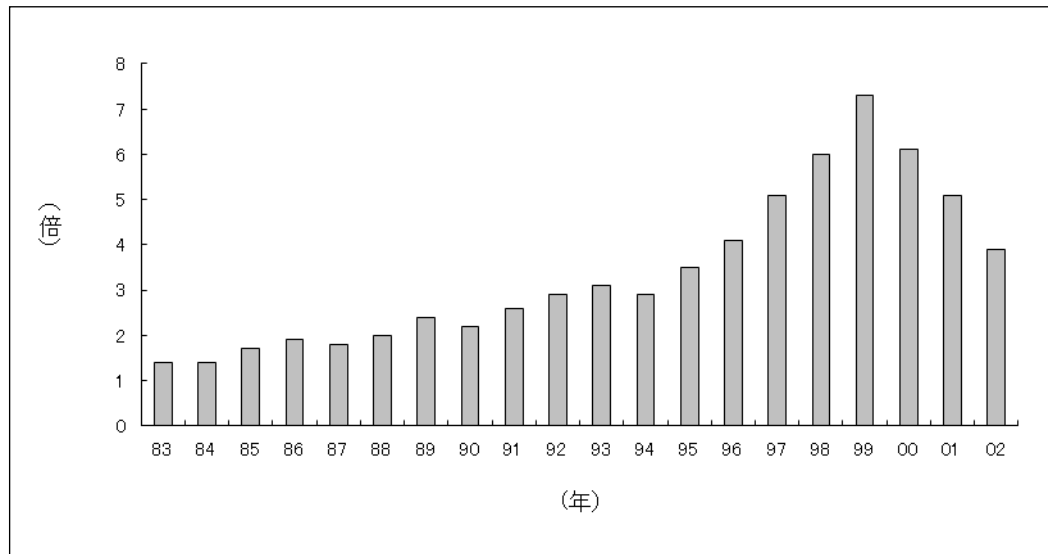
図表 4 - 3 は、S&P社が選ぶ500社 (S&P500) をサンプルに、1983年から2002年にかけて各社の純資産の市場価値 (株式時価総額) を簿価で割ったものである⁽¹⁶⁾。1983年から徐々に、簿価と市場価値との乖離が広がっていることが読み取れる。株式市場が効率で、純資産の市場価額が企業の将来キャッシュ・フローを代理していると仮定すれば、簿価と市場価格との乖離は、企業会計上での実態と経済的な実態との差を表していると言えよう。企業会計は経済的な実態を表すことを目的としているものの、簿価が市場価額と一致しているとは限らない⁽¹⁷⁾。

(15) わが国においては負債の公正価値測定はまだ導入されていない。

(16) S&P社とは、アメリカの投資情報会社である。S&P500は、アメリカの代表的な株価指数である。

(17) 無形資産の計上については、経済的な実態との差異を理由に積極的に行うべきと主張する論者もいる。例えば、Tollington (2002) を参照されたい。

【図表 4-3 純資産の簿価と市場価値との差】



(出所) Knowles (2003) p.41の図を一部修正

3. 企業結合の会計処理とのれん

「のれん」は、企業結合における一連の会計処理の中で発生する。企業結合とは、「ある企業又はある企業を構成する事業と他の企業又は他の企業を構成する事業とが1つの報告単位に統合されることをいう。」(企業結合会計基準4)。

買収企業と買収対象企業の会計処理は、企業結合の会計基準に従い会計処理が行われる。企業結合の会計基準は、別々の報告単位であった両企業が結合し、1つの報告単位になるプロセスを示している。「のれん」は、このプロセスの中で認識され、測定される。その手続きは以下の3つに要約できる。

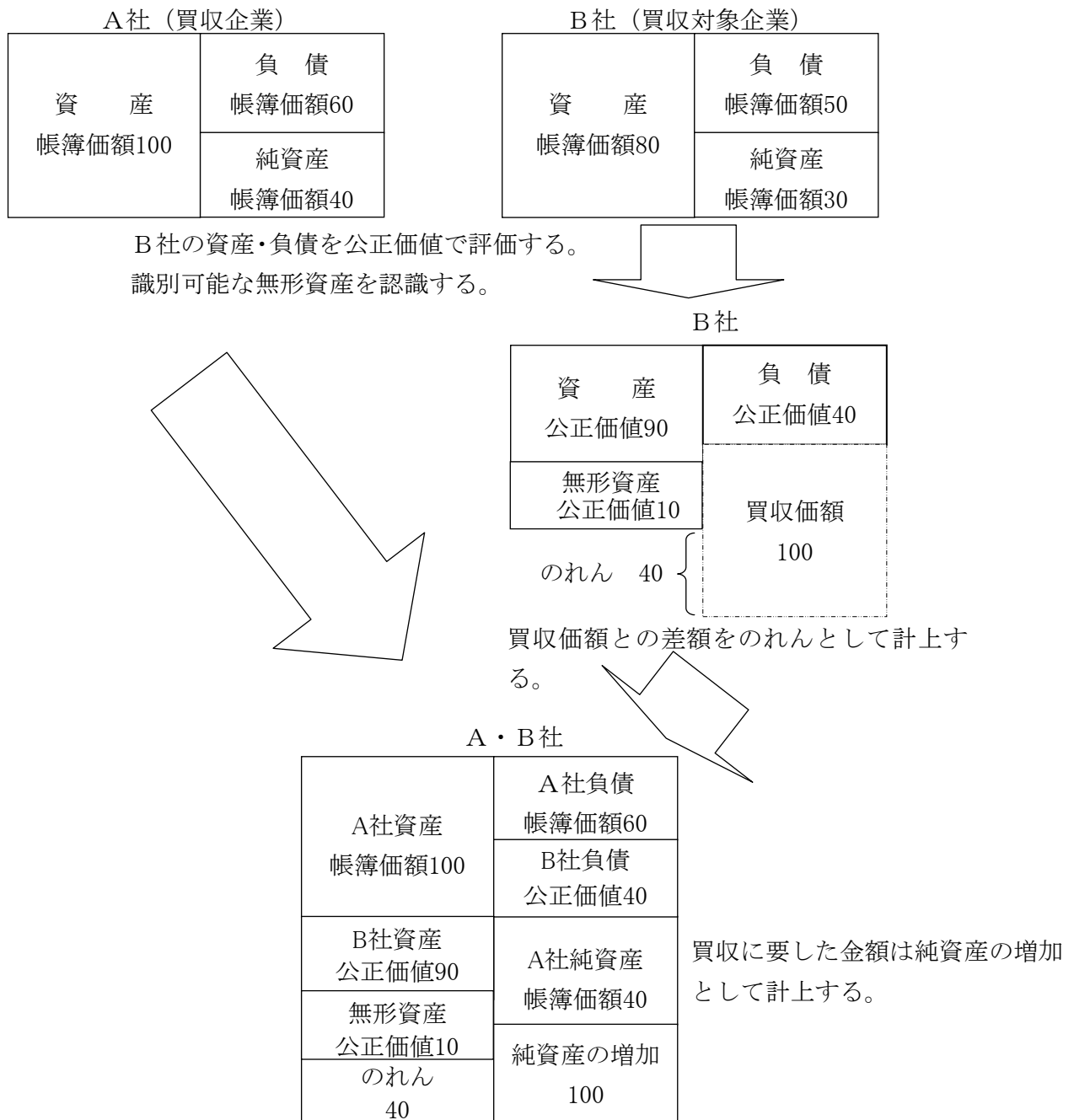
<企業結合の会計処理(買収法)のポイント>

- ① 買収対象企業と買収企業を決定する(対等合併としている場合でも例外はない)。
- ② 買収対象企業の全ての資産・負債を公正価値により再評価する(買収した日の評価額で測定)。さらに識別可能な無形資産についても認識、測定する。
- ③ 公正価値で測定した資産と同じく公正価値で測定した負債の差額から、純資産の公正価値を求める。買収価額と純資産の公正価値の差額が「のれん」となる。ただし、識別可能な無形資産については、のれんとは分離して計上することが必要になる。

会計処理全体の流れは、図表4-4に示す通りである。企業結合の手続きでは、買収企業と買収対象企業を決定しなければならない。企業間で対等合併(合併比率が50対50)という条件を決めていたとしても例外ではない。さらに買収対象企業の保有する資産・負債を全て公正価値で再評価する。公正価値で測定した資産と負債の差額が純資産の公正価値

となる。買収価額と純資産額の公正価値との差額が「のれん」として計上される。ただし、識別可能な無形資産については、「のれん」とは分離して計上する。先述したように自己創設の無形資産はその測定の客観性、信頼性の問題から資産計上が制限されている。しかしながら、企業結合時には、こうした無形資産についても公正価値で測定し、資産計上しなければならない。

【図表4-4 買収法の流れ】



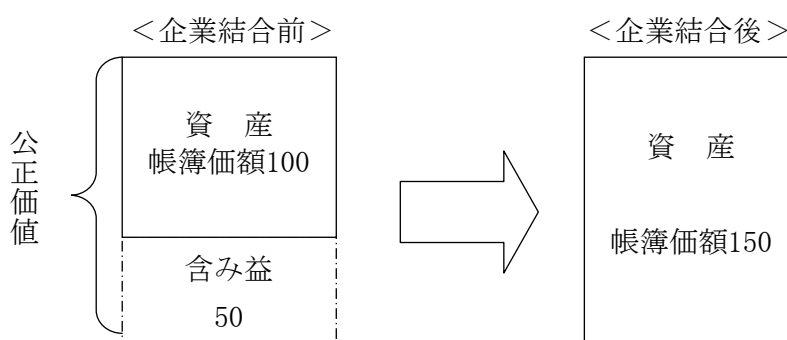
(出所) 筆者作成

4. 公正価値測定の意義

企業結合時には、買収対象企業の全資産・全負債が買収企業へと移転する。その際には、買収対象企業の全資産・全負債を公正価値で再評価しなければならない。先述したように企業会計では、全資産・全負債が公正価値で測定されている訳ではない。企業結合時には、通常では求められない処理が求められる。

買収対象企業の全資産・全負債を公正価値で測定することで、企業結合時に存在する資産・負債の含み損益が一旦消去され、企業結合後の企業評価が容易になる。この処理は、企業経営者の立場からは、M&Aによる成果を含み益に頼らず挙げていかなければならないことを意味する。例えば、仮に企業結合時に含み益のある資産が公正価値評価されなければ、その後の売却時に（評価額が下がっていなければ）、利益が発生する。この場合、企業結合前の資産の含み益が実現しただけにも関わらず、企業結合後の利益として計上されることになる。企業結合後の企業評価を適正に行うためには、企業結合前の資産・負債の含み損益を全て消滅させる必要がある。

【図表 4－5 企業結合前と企業結合後の資産評価の違い】



*企業結合後には存在していた含み益は消滅する。

(出所) 筆者作成

公正価値とは移転価格（売却価格）である⁽¹⁸⁾。直接、売却価格のデータが入手できない場合は、他のデータを用いて、仮想的に見積ることになる。公正価値測定に使用するインプットには、レベル1からレベル3までの優先順位が存在する。測定のインプットとして、活発な市場における価格を用いるレベル1が最も優先順位が高く、次に市場価格以外で観察可能なインプットを用いるレベル2、観察不能なインプットを用いるレベル3となる。この優先順位は、そのまま測定の信頼性、客観性を表している。公正価値測定では、極力、市場から得られるデータを活用することが求められる。

(18) 公正価値とは、測定日における市場参加者の秩序だった取引において資産の売却により受領する、または負債の移転により支払う価格（すなわち、出口価格）である。

【図表4-6 公正価値測定の高階層キー】

レベル1	活発な市場における同一の資産・負債の市場価格 (例) 活発な市場で取引される株式
レベル2	レベル1の市場価格以外の、観察可能な市場におけるインプット (例) 活発でない市場で取引される株式
レベル3	観察不能なインプット (例) 自社のみで使われているデータ

(出所) 筆者作成

5. 無形資産の計上

M&Aはシナジー効果だけでなく、しばしば企業が保有する特許権などの知的財産を取得する目的でも行われる。業種によっては、保有する特許がその企業の競争力を左右する場合もある。例えば、インターネット検索最大手のグーグルが2011年8月15日、通信機大手のモトローラ・モビリティを125億ドル(約9,600億円)で買収することを発表した。その買収理由として、特許数の増加を挙げている。また製薬業界では、武田薬品工業が2011年5月19日にスイスに本社を置くナイコメッドを買収した際に、年間約300億円のシナジー効果の他に、重症慢性閉塞性肺疾患(COPD)治療薬Daxas[®]による売上高の増加を見込んでいる。

現行の企業会計では、研究開発費のうち研究に分類されるもの、内部で創出されるブランド、題字、出版表題、顧客名簿および実質的にこれに類似する項目は、資産として計上することは認められていない。しかしながら、企業結合時に、買収対象企業の資産・負債が買収企業へ移転する際に、自己創設の無形資産は、「自己創設」ではなくなる。そのため、無形資産のうち識別可能なものについては、企業結合時に資産計上する必要がある。識別可能な無形資産とは以下の2つの要件を満たすものである。

- ・ 契約・法的要件：契約または法律上の権利によって生じる資産
- ・ 分離可能性要件：分離・分割が可能で、売却、譲渡、ライセンスの付与、貸与または交換が可能な資産

図表4-7は、企業結合時に認識された無形資産の事例である。企業結合時には、特許権などの技術に基づく無形資産や契約に基づく無形資産だけでなく、顧客に関連した無形資産やブランド(商標権)など多様な無形資産が認識されていることが分かる。

【図表4-7 無形資産の計上事例】

買収企業	買収対象企業	無形資産
日本たばこ産業	ガラハー	商標権
武田薬品工業	ミレニアム・ファーマシューティカルズ	特許権
東芝	ウエスチングハウス	技術関連無形資産・ブランドネーム
日本板硝子	ピルキントン	顧客との関係・ブランド・技術資産
第一三共	ランバクシー・ラボラトリーズ	商標関連・借地権
住友商事	住商リース	顧客との関係・商標権・リース契約
塩野義製薬	サイエルファーマ	販売権

(出所) デロイトトーマツFAS (2009) 374頁より作成

仮にこうした無形資産の計上を行わない場合、「のれん」は、「買収価額—買収企業の純資産時価」で求められるため、認識されない無形資産が「のれん」の中に含まれることになる。企業会計では、無形資産と「のれん」の混同を避けるため、識別可能な無形資産については、「のれん」とは分離して計上することが求められている。

【図表4-8 識別可能な無形資産と「のれん」の分離】

<識別可能な無形資産を計上しない場合> <識別可能な無形資産を計上する場合>



(出所) 筆者作成

6. 「のれん」とは何か？

Sirower (1997) によれば、買収対象企業に期待される成果を達成できる場合、M&A戦略による正味現在価値 (Net Present Value : 以下、NPVという) は以下の公式で示される。

$$NPV = \text{シナジー} - \text{買収プレミアム}$$

さらに、シナジーは以下の式で表わされる。

$$\text{シナジー} = NPV + \text{買収プレミアム}$$

買収プレミアムは、企業財務では「買収価格—M&A公表前の株価」によって計算される。

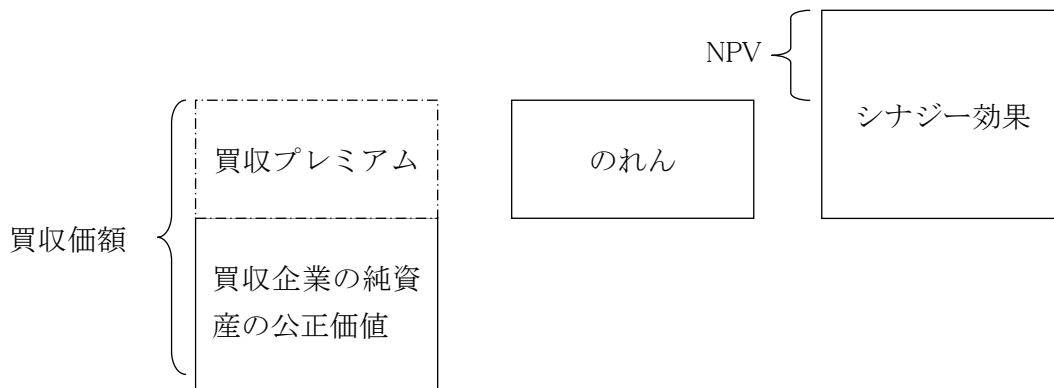
買収プレミアムをどの程度支払うかは、個別の事例によっても異なるが、米国のケースでは、20~30%のプレミアムを付け、市場価額を上回る額で買収するのが一般的である。そのためM&A公表時には、買収プレミアムを期待して買収対象企業の株価は上昇する。一

方で、買収企業の株価は、買収プレミアムの支払負担に伴う富の流出への懸念から株価は下落することが多い。

買収企業が買収プレミアムを支払ってでも、M&Aを行うのは、別々の集合体ではなく、結合した集合体になることにより、シナジー効果を創出することを期待しているために他ならない。このシナジー効果を創出できれば、企業価値も増大することになる。ただし、買収プレミアムが高ければ高いほど、M&A後のリスクは上昇する。なぜならば、買収プレミアムは、M&Aによって期待されるシナジー効果の最低値であり、少なくとも買収プレミアムを上回るだけの将来キャッシュ・フローを生み出さなければ、NPVはプラスにならず、支払った対価を回収することはできない。買収プレミアムは、M&Aにおける期待値でもあり、リスクを表わしていると言えよう。

企業会計では、この買収プレミアムは「のれん」として計上される。企業結合時に買収対象企業の全資産・全負債は公正価値測定され、純資産の公正価値は「資産－負債」で求められる。仮に株式市場が効率的で、買収対象企業の将来キャッシュ・フローを適正に評価しているとすれば、「純資産の公正価値＝M&A公表前の時価総額」となり、「のれん」と買収プレミアム額は一致する⁽¹⁹⁾。こうした前提に基づけば、「のれん」はシナジー効果を表わしているが、その一部が計上されているに過ぎない。つまり、「シナジー効果＝のれん」ではなく、『のれん＝買収プレミアム』となる。

【図表4-9 買収企業の純資産の公正価値、のれん、シナジー効果の関係】



(出所) 筆者作成

図表4-9は、買収企業の純資産の公正価値、のれん、シナジーの関係を表わしている。図表4-9で示しているように「のれん」の額が小さければ小さいほど、企業が得られるNPVは大きくなる。逆に「のれん」が大きければ、得られるNPVは小さくなる。のれんは、

(19) ただし、市場が買収対象企業を過大（もしくは過少）に評価している場合は、一致しないことがある。特にバブル時には、企業のファンダメンタルズを上回るエクスペクテーション・プレミアムが生じることが多い。

「買収価額—買収企業の純資産の公正価値」で、買収プレミアムと同額となる（市場が効率的で、企業の評価を適正に行っていれば）。一方で、シナジー効果は別に存在しているが、その全額が計上されず、「のれん」の額を限度として資産計上される。

V. のれんの減損リスク

1. シナジー効果とリスク

先述したようにM&Aによって得られるNPVは、「シナジー—買収プレミアム」となる。企業財務の視点で見れば、M&Aによる投資は最終的にNPVが必ずプラスにならなければならず、M&Aを計画した段階で、その事を予想（期待）して行っているはずである。しかしながら、M&Aへの投資では、プレミアムは先払いで支払うのに対して、シナジーが具現化し、キャッシュを獲得（回収）できるまでに一定の時間を要する。先の3社の事例でも各社はシナジーの発現（創出）まで3～5年を想定していた。仮に想定していたシナジー効果が得られず、買収プレミアム分の投資額を回収できなければ、企業財務の視点からはM&Aは失敗ということになる⁽²⁰⁾。

M&Aでは、当初予想していたシナジー効果が表れないケースもしばしば見受けられる。その例としては、繰り返しになるがAOLとタイム・ワーナー、イーベイとスカイプなどが挙げられよう。各社は一旦M&Aにより企業結合したものの、シナジー効果が得られないことを理由に、再び分離している。M&Aは企業の行う経済取引の中でも取引額が大きく、かつ頻繁に行われるものではない。またM&Aを行う対象の企業の個別性も強いため、予想したシナジー効果が発現出来ないことも多い。

当初見込まれたシナジー効果が失われた（減少した）場合、企業に経済的損失を与えることになる。企業会計上では、この経済的損失を「のれん」の減損損失という形で計上する。「のれん」の減損損失では、「のれん」の公正価値と帳簿価額（買収時点での価格）を比較し、公正価値が帳簿価額を下回るならば、その差額を損失として計上する。

しかしながら、「のれん」の減損額は、シナジーの経済的損失をそのまま表わしている訳ではない。「のれん」はシナジー効果の一部が計上されているに過ぎず、「のれん」の減損損失は、「のれん」の計上額を限度とするため、予想したシナジー効果が喪失したとしてもその全額が会計上の損失とはならない。これまで述べてきたように企業会計上で描写されている実態が、常に忠実に経済的実態を反映しているとは限らない。また、会計処理に関する国家間の違いにも注意する必要がある。わが国では、「のれん」は償却資産として帳簿

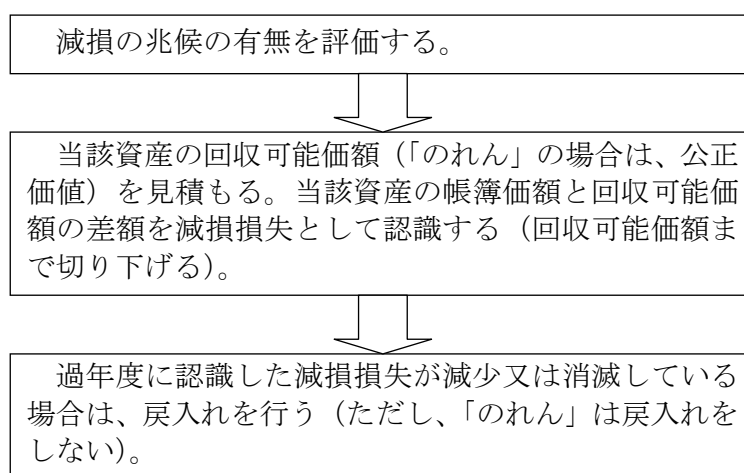
(20) この議論は、買収対象企業が、M&A以前に予想された将来キャッシュ・フローを実現できると前提としている。仮に買収対象企業が、買収以前に予想された利益水準さえも達成できなければ、M&Aを通じて価値が失われたことになる（M&Aによる価値の破壊）。M&Aの失敗については、Sirower（1997）などが詳しい。

価額が年々減少していくのに対して、IFRS、U.S.GAAPでは非償却資産なので帳簿価額を減少させない。そのため減損時の損失計上額に差が生じることになる。本節では、「のれん」の減損リスクの構造を明らかにする⁽²¹⁾。

2. 「のれん」の減損損失の仕組み

減損は、「のれん」を含む全ての有形・無形の資産に対して要求される会計処理である。減損は、保有している資産の将来キャッシュ・フローが低下した場合に行われ、減損認識時には、価値下落分が減損損失として費用計上される。減損の基本的な手続は以下の3つに集約される。

【図表 4-10 減損の手続きの流れ】



(出所) 筆者作成

市場環境や企業業績の悪化、資産の毀損等の理由により、資産を保有することで得られる将来の経済的便益が減少した場合（または全くなかった場合）、こうした現状を減損の会計処理により財務諸表上に反映させる。減損の対象になるのは、工場や本社ビル、福利厚生施設などの有形固定資産、借地権や企業結合の際に計上する「のれん」などの無形資産まで幅広い。

(21) 特にわが国では、国際的な基準とは異なる処理がなされていた。M&A時に買収企業の資産・負債を公正価値ではなく帳簿価額で引き継ぐ（持分プーリング法）が容認されていたため、過去のM&Aにおいて「のれん」を発生させていないケースも多い（現在では、持分プーリング法の使用は禁止されている）。生命保険業界の事例で言えば、明治生命と安田生命の合併時には、この持分プーリング法が用いられたため、明治安田生命の貸借対照表には「のれん」は発生していない。そのため、両社の合併によりどの程度のシナジー効果が存在し、それが発現したのかを確かめることは出来ない。

企業は期末日現在で減損テストを行い、減損兆候の有無を判断しなければならない。もし減損兆候が存在していた場合、企業は該当する資産の回収可能価額を算定しなければならない。減損の兆候の有無を判断する際には、少なくとも図表4-11に挙げられる内部情報と外部情報の各要素を考慮する。

【図表4-11 減損の兆候—外部情報と内部情報】

外部情報	・市場価額が著しい下落していること
	・技術的、市場的、経済的もしくは法的環境の著しい変化が発生した、もしくは将来発生すると見込まれていること
	・市場利率又は投資についてのその他の市場収益率の上昇が、資産の使用価値の計算に用いられる割引率に影響すること
	・企業の純資産の帳簿価額が、その企業の株式の時価総額を超過していること
内部情報	・資産の陳腐化又は物的損害の証拠がある
	・資産の使用状況の変化
	・資産の経済的成果の悪化

(出所) 筆者作成

減損の兆候の判定は、こうした経済環境の変化に伴う市場価値の減少（外部情報）と資産の陳腐化や使用状況の変化（内部情報）を総合的に判断して行われる。こうした検討に基づき、「のれん」の減損があると判定されれば、次の算定式に基づき減損損失額を測定する。

$$\text{「のれん」の減損損失額} = \text{「のれん」の帳簿価額} - \text{「のれん」の公正価値}$$

ただし、「のれんの帳簿価額 > のれんの公正価値」の場合に限り減損損失を認識する。

「のれん」の公正価値は、直接測定することは出来ないため、減損テスト時に買収対象企業の資産・負債を公正価値測定して求める。「のれん」の公正価値が、帳簿上の「のれん」の額を下回る場合、その差額が減損損失として計上される⁽²²⁾。

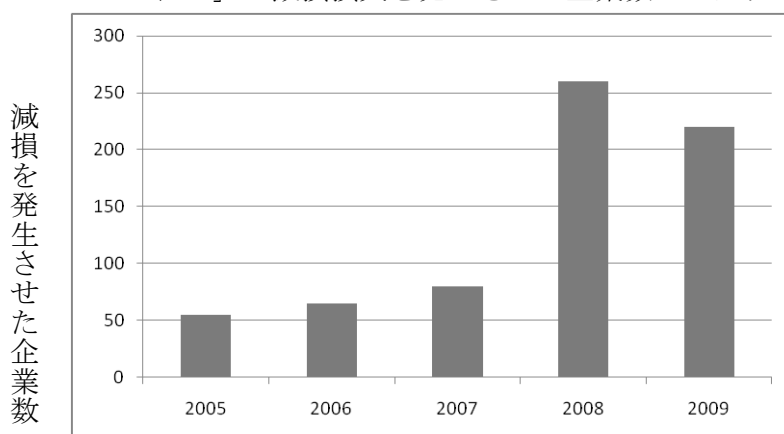
M&A時のシナジーが喪失（減少）すれば、計上していた「のれん」（買収プレミアム）も減損損失という形で費用処理しなければならない。「のれん」の公正価値を測定することは、企業結合時におけるプロセスをもう一度再評価することを意味する。公正価値測定におけるインプット情報は、市場で得られる情報が選好される。そのため、株価が低迷したり、収益の見通しが悪くなった場合に、インプット情報として用いられている市場変数が

(22) 本稿では述べていないが、「のれん」の発生時に現金生成単位に振り分ける処理が必要になる。「のれん」の減損は、各現金生成単位で行われる。

低下し、減損損失は発生し易くなる。

M&Aが盛んに行われているアメリカでは、景気後退時には、多くの企業が「のれん」の減損損失を発生させることが多い。上記はアメリカの上場企業における減損損失の発生数を表わしたグラフである。2005年から2007年にかけては減損損失を発生させた企業数は100社以下に対して、リーマン・ショックに端を発した金融危機後は、2008年と2009年において200社を超え、倍以上に増加している。

【図表 4-12 「のれん」の減損損失を発生させた企業数—アメリカのケース—】



(出所) KPMG (2010)、1頁

3. のれんに関する会計処理：償却資産 V.S. 非償却資産

企業会計上では、買収プレミアムは「のれん」として資産計上される。買収対象企業の純資産の公正価値を意図的に操作しない限り、計上される「のれん」の額は、買収価額に依拠することになる。つまり、高額な買収プレミアムを支払えば、その分だけ計上される「のれん」の額は大きくなり、逆に買収プレミアムが低額であれば小さくなる。

ただし、シナジーの喪失が必ずしも「のれん」の多額の減損損失を発生させ、企業業績に影響を及ぼすとは限らない。発生した「のれん」に対する捉え方には、二つの考え方が存在する。「のれん」を償却資産とする考え方と、非償却資産とする考え方である。「のれん」が償却資産として処理されていた場合、計上される「のれん」の減損損失は、非償却資産として処理されていた場合と比較して小さくなる。

通常、建物や備品、車両などの有形固定資産は、その使用、陳腐化などに伴い経年劣化をする。そこで企業会計上では、この価値の減少を毎年度償却（費用処理）していく。償却資産とは、毎年度、価値を減少させる資産をいう。図表 4-13は償却費と帳簿価額の関係を表わしている。初期の帳簿価額は1,000が、年数を経るに従い減少していき、最終的には0になっている。

【図表 4-13 償却費と帳簿価額の関係】

年度	1	2	3	4	5
資産の帳簿価額（期首）	1,000	800	600	400	200
償却費	200	200	200	200	200
資産の帳簿価額（期末）	800	600	400	200	0

（出所）筆者作成

無形資産については、有形固定資産のような劣化が生じないため、経済的価値の減少を把握するのが困難なケースもある。そのため、無形資産を償却資産とするか、非償却資産とするかについては、その捉え方によって異なる。「のれん」については、日本GAAPでは償却資産として20年以内で毎期、償却処理することを求められるが、IFRSやU.S.GAAPでは非償却資産として捉え、償却処理を行わない。その一方で減損処理は、非償却資産、償却資産の有無を問わずに適用される。そのため、U.S.GAAP・IFRSと日本GAAPにおいては、のれんに関する会計処理で次のような違いが生じる。

【図表 4-14 日本GAAPとアメリカ基準・IFRSとの「のれん」に関する会計処理の違い】

	日本GAAP	U.S.GAAP・IFRS
資産としての捉え方	償却資産	非償却資産
会計処理	20年以内で定額法により償却・減損処理	減損処理

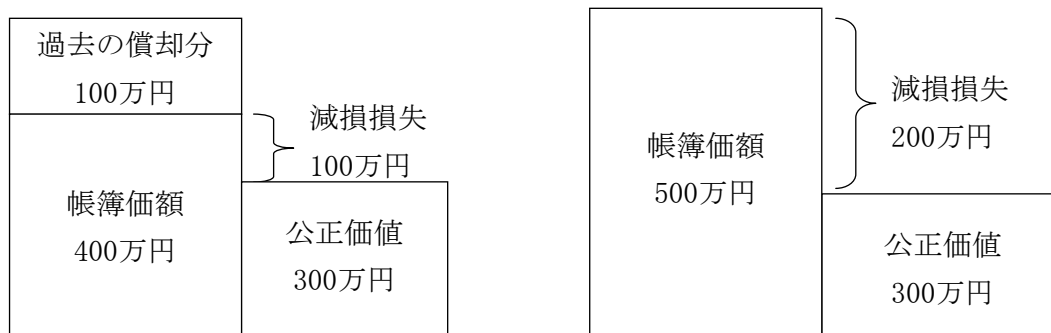
（出所）筆者作成

「のれん」を償却資産とするか、非償却資産で処理するかで、減損時の費用処理額は大きく変わることがある。図表 4-15は償却資産と非償却資産での減損損失の違いを示している。公正価値300万円で減損損失を計上しなければならない場合でも、償却資産の場合は、過去の償却分100万円を既に計上し、帳簿価額が400万円まで減少しているため、減損損失は100万円で済む。一方で、非償却資産の場合は、償却処理していないため、200万円の減損損失を計上しなければならない。減損時の企業業績に与える影響は、償却資産と非償却資産とでは大きく異なる場合がありうる。

日本GAAPとU.S.GAAP・IFRSの「のれん」に関する会計処理の相違は、その後の企業業績に違いをもたらす可能性がある。日本GAAPでは償却資産である「のれん」は毎期の費用処理で、他の固定資産と同様に帳簿価額が減少していく。一方で、U.S.GAAPとIFRSでは「のれん」の減損が発生しない限り、費用処理を行う必要はない。そのため減損が発生しない限り、U.S.GAAPとIFRSでは、日本GAAPと比べて費用償却をしない分、収益が押し

上げられる。ただし、費用償却を行わない分、減損発生時には多額の損失を計上する可能性も高い。

【図表 4-15 償却資産と非償却資産の減損損失の違い】



(出所) 筆者作成

4. 買収プレミアムと「のれん」

買収プレミアムが高ければ高いほど、M&Aのリスクは高いと言われる。なぜならば、それに相当するシナジー効果が得られなければ、NPVは大幅にマイナスとなり、企業は大きな損失を被ることになるからである。

企業会計は、こうしたM&Aに関するリスクを、「のれん」という形で計上している。シナジー効果の一部でもあり、買収プレミアムを表す「のれん」は、資産に計上されている額が過大になればなるほど、企業業績に及ぼす影響は大きくなる。これは「のれん」に関する捉え方によって、及ぼす影響に違いはあるものの、基本的には変わらない。企業業績を「のれん」を償却資産と捉え、定期償却される場合には、毎期の償却費の負担が企業業績を押し下げる。非償却資産と捉える場合は、毎期の業績に与える影響はないものの、減損時に一気に「のれん」の減損損失が認識されることになる。

M&Aにおいては、競争相手が存在し、コンテスト性が高い場合、買収プレミアムは高くなる傾向にある。M&Aに限らず他の多くの取引がそうであるように、競売相手がいればその分だけ買収価格は上昇する。逆にM&A市場におけるコンテスト性が低ければ、買収プレミアムは小さくなると推察される。わが国のM&Aにおいては、井上・加藤（2007、133頁）が指摘するように、日本の買収プレミアムは、そのコンテスト性の低さが起因して小さい。

【図表 4-16 買収プレミアムの平均値～1990年4月から2002年4月～】

	サンプル数	買収プレミアム
非救済	107	7.90%
救済	37	-3.30%
合計	144	5.10%

(出所) 井上・加藤（2007）133頁より作成

日本のM&Aにおける買収プレミアムの平均値は、企業の救済目的の場合は-3.3%、非救済目的の場合は7.9%となっている。アメリカでは、1973年から1998年の25年間で、平均で約38%の買収プレミアムを報告していることを考えれば、日本の買収プレミアムは相当程度低いことになる。買収プレミアムが低ければ、「のれん」の計上額は小さくなる。「のれん」の減損損失は、帳簿価額を超えては行われなため、M&A後にシナジー効果が喪失（減少）したとしても、損失は計上されない。

大型のM&Aにも関わらず「のれん」の計上額が少額で済んだ事例としては、NKSJとMS&ADが挙げられる。NKSJの買収事例では、図表4-17に示したように日本興亜損保に対する買収プレミアムは発生せず、逆にバーゲンプライス（負の「のれん」）が1.5億円発生している。負の「のれん」は発生した年度に収益として計上されるため、逆に企業業績を押し上げる効果がある。さらにMS&ADの事例においては、あいおい損保では「のれん」328億円、ニッセイ同和では負の「のれん」135億円を計上している。あいおい損保では買収プレミアム（のれん代／純資産の公正価値）が若干割高で9.96%を計上しているものの、ニッセイ同和では6.7%とマイナスの買収プレミアムとなっており、M&Aに伴う「のれん」の合計額は203億円と少額で済んでいる。

【図表4-17 NKSJの事例（日本興亜損保）】

純資産の公正 価値 4,452億円	買収価額 4,450億円	負ののれん 1.5億円

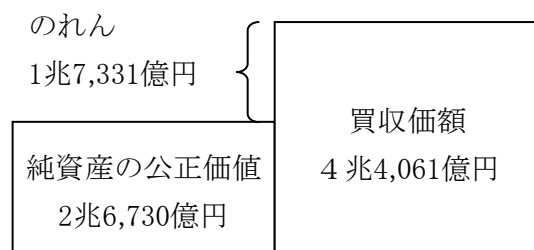
【図表4-18 MS&ADの事例】

<あいおい損保>		<ニッセイ同和>	
のれん 328億円	買収価額 3621億円	純資産の公正 価値 2,017億円	負ののれん 135億円
純資産の公正 価値 3.293億円			買収価額 1882億円

一方で、国内同士のM&Aにおいても、コンテスト性が高ければ、「のれん」の計上額は大きくなる。UFJの買収を巡っては、三菱東京ホールディングスと三井住友フィナンシャル・グループとの買収合戦が繰り広げられた。その結果、図表4-19に示しているように、MUFGはUFJの買収の際に、買収価額4兆4,061億円に対して純資産の公正価値を2兆6,730

億円と見積もり、「のれん」代1兆7,331億円を計上した⁽²³⁾。これは、純資産の公正価値に対して64.84%の計上額に相当する。

【図表 4-19 MUFGの事例】



MUFGのケースにおいては、計上された「のれん」は減損損失という形で2008年3月期と2009年3月期の両年度で全額損失計上された。図表4-20はその推移を表したものである。2008年3月期は、「のれん」の減損損失額が8,937億円、当期純損失は約5,400億円となっており、仮に「のれん」の減損損失が発生しなかった場合は、当期純利益3,521億円と逆に黒字の決算となっていた。

【図表 4-20 MUFGの損益推移】

(単位：百万円)

年度	2005年3月期	2006年3月期	2007年3月期	2008年3月期	2009年3月期
資金運用収益	1,438,701	2,530,682	3,915,729	4,366,811	3,895,794
資金調達費用	469,606	882,069	1,585,963	2,087,094	1,599,389
資金運用収支	969,095	1,648,613	2,329,766	2,279,717	2,296,405
のれん減損	0	0	0	893,721	845,842
当期純利益	415,155	363,511	581,288	△ 542,436	△ 1,468,040

(出所) 各年のアニュアル・レポート (米国GAAPに基づく) により筆者作成

VI. 生命保険業における M&A

本節では、生命保険会社同士でM&Aを行う場合の仕組みを検討し、その買収プレミアムがどの程度発生するかを考察する。複数の買い手が存在する場合、必然的に買収価額は上昇し、買収プレミアムも高額になる傾向にある。Sirower (1997) は、M&Aブーム時に多額の買収プレミアムを支払っている実態を明らかにしている。先の事例でも見たように買収

(23) 買収時、UFJの外国人投資家の比率は30%を超えており、持株の構成が買収価額の上昇に影響を与えた可能性もある。

プレミアムは国内企業同士の合併では買収プレミアムは低額で済むことが多い。M&A市場が米国と比べて活発でないわが国においては、コンテスト性が低く、買収プレミアムは低くなりがちである。特に国内同士の合併ではその傾向は顕著であり、買収価額が純資産の公正価値を下回る負ののれんが発生することも多い。

ただし、生命保険会社では、相互会社形態を採用している場合、買収プレミアムに関する考え方は異なる。買収プレミアムは、M&Aによるシナジー効果の一部を、買収対象企業の株主に対して支払う行為である。そのため、相互会社のように株主が存在していない場合、保険契約者に対して買収プレミアムを支払う必要は必ずしもない。

生命保険会社において考えられるM&Aのパターンは次の4つである。

- ① 相互会社同士で合併するパターン
- ② 相互会社と株式会社で合併し、相互会社が存続会社となる場合
- ③ 相互会社と株式会社で合併し、株式会社が存続会社となる場合
- ④ 株式会社同士で合併する場合

このうち、④については既にこれまで株式会社同士のM&Aを前提に論を進めてきたので、触れない。①から③の特徴を概観する。

① 相互会社同士で合併するパターン

新設合併と吸収合併に分けられる。ただし、手続きにおける実質的な違いはほとんどなく、消滅する相互会社の社員に対して交付すべき金銭の額を定めた時は、それを通知し、合併後の権利に関する事項を通知する必要がある（保険業法第161条）。例えば明治生命と安田生命の合併では、明治生命が存続会社、安田生命が消滅会社となった。

その際に、両社は、権利関係の通知として、合併を理由とした保険約款上の権利に関する不利益な変更は行っていないということを、各保険契約者に通知するとともに、ディスクロージャー誌でもその旨を公示している。さらに安田生命の社員（保険契約者）は、合併により明治安田生命に入社し、新会社の社員としての地位を有していることもディスクロージャー誌で公示している。

相互会社間の合併の場合でも、買収対象企業の保険契約者が合併のプレミアムを金銭で受け取ることは出来る。ただし、上場企業の場合と異なり、相互会社の企業価値は見えにくく、実際の価値は分かりにくいいため、保険契約者が対価の支払を強く主張する可能性は低いと考えられる。そのため、買収プレミアムはほとんど発生しないと推測される。

② 相互会社と株式会社で合併し、株式会社が存続会社となる場合

この場合、消滅企業である相互会社は、株式会社へと移行することになる。その際に、消滅会社の相互会社に対して、存続会社となる株式会社の株を交付する必要がある（保

険業法第164条)。つまり、相互会社の保険契約者に対して、株式を割り当てることになる。これは実質的には相互会社の株式会社化と同様プロセスを経ることになる。相互会社の株式会社化では、保険契約ごとの寄与分を保険業法の定めに従って計算され、決定される。株式の割り当て分が買収価格となる。相互会社同士の合併とは異なり、買収対価が必要なため、買収プレミアム（のれん）が発生する可能性がある。

買収プレミアムが発生するかどうかは、株式会社同士の合併と同じくコンテスト性にも左右されよう。しかしながら、非上場会社のM&Aにおいてしばしば問題とされるように、非上場会社の買収価格は、基準となる市場価格（株式の時価）が存在しないために算定が難しい。NPVやDCF（ディスカウント・キャッシュ・フロー）などを用いて市場価額を推定すると考えられるが、前提条件の違いで数値が大きく変化する可能性がある⁽²⁴⁾。

③ 相互会社と株式会社で合併し、相互会社が存続会社となる場合

これは株式会社を合併し、相互会社が存続会社となるケースである。この場合、株式会社は上場廃止となるため（株式上場をしていた場合）、株価に相当する金額を支払う必要がある（保険業法第162条）。M&Aの手法としては、金銭の支払いを伴う株式公開買付（TOB）の他に、株式交換など現金の支払いを伴わないものもある。しかしながら、このケースでは、実質的にはMBO（Management Buyout：経営者による買収）の形となり、現金の支払いを株主に対して行う必要がある。河西ほか（2010）は、2000年度から2008年度にかけて行われた非公開型MBOにおいては、TOB発表前20日や40日の株価に比べ50%以上の買収プレミアムは発生していることを明らかにしている⁽²⁵⁾。上場になる株主に対して相応の対価を支払わなければならない、買収価額は株式会社同士の合併に比べて高くなる可能性が高い。

VII. 終わりに

「のれん」は、企業結合のシナジー効果の表わしているものの、買収価額に依拠しているため、その一部が計上されているに過ぎない。高いシナジー効果があるからといって、高額なのれん代が発生するとは限らない。買収価額はコンテスト性に左右されるからである。

買収プレミアムは、買収企業が得られると期待される将来キャッシュ・フローの一部を、買収対象企業の株主に支払う行為である。そのため、株主が存在しない相互会社の場合、

(24) 実現しなかったものの、相互会社と株式会社の合併の検討された事例として、東京海上と朝日生命の事例がある。

(25) MBOにおける買収プレミアムの具体的な数値については、河西ほか（2010）を参照されたい。

買収プレミアムはほとんど発生しないか、低くなると予想される。株式会社の場合だと相応のプレミアムが発生することも考えられるが、その場合もコンテスト性に左右されることになる。

高額な「のれん」は、経営のリスクを高める。リーマン・ショック後に米国の多くの企業が「のれん」の減損を発生させた。企業業績の低迷とのれんの減損は同時に生じることが多いため、企業にとっては「ダブル・パンチ」となる。しかしながら、少額な「のれん」で済む可能性が高い国内同士の合併は、リスクが低く、シナジー効果を享受し易い環境にある。さらに生命保険業における相互会社同士の合併では、発生するシナジー効果を全て享受することができる。

しかしながら、日本市場が米国型に近づき、プレミアムが高騰した場合はその限りではない。さらに買収案件によってはコンテスト性が高くなり、多額の買収プレミアムが発生することもありうる。M&Aは個別性が強いいため、「のれん」の発生額の程度は、個々の事例によっても変わってこよう。

ただし、「のれん」が低額で済んだとしても、M&A後は持続的な成長をし、その成果を出していくことに変わりはない。買収対象企業の含み益は、公正価値による評価でリセットされており、買収後の成果を出さなければ、利益は計上されないからである。合併後の明確な戦略、持続的な経営努力、効率化への取り組みにより、シナジー効果を発現させていくことがM&A後には求められる。それは例え「のれん」の計上が少額で済んだとしても、変わらない。

【参考文献】

- ・井上光太郎・加藤英明『M&Aと株価』東洋経済新報社、2006年。
- ・上野雄史「規制緩和後の保険業における企業会計と情報開示」『保険学雑誌』（日本保険学会）第611号、2010年、41－61頁。
- ・河西卓弥・齋藤隆志・川本真哉「買収プレミアムの源泉は何か？－MBO とステークホルダーからの富の移転に関する実証分析－」WIAS Discussion Paper No.2010-007、2010年、1－20頁。
- ・久我尚子「少子高齢社会における生命保険マーケットの推計」ジェントロジージャーナル（ニッセイ基礎研究所）、No.10-021、2011年、1－14頁。
- ・デロイトトーマツFAS（編集）「M&A無形資産評価の実務」清文社、2009年。
- ・宮島英昭「日本のM&A—企業統治・組織効率・企業価値へのインパクト」東洋経済新報社、2007年。
- ・Andrade, G., M. Mitchell, and E. Stafford, "New Evidence and Perspectives on Megers," *Journal of Economic Perspective*, Vol.15, No.2, 2001, pp.103-120.
- ・Ansoff, H.I., *Strategic Management—Classic edition*, Palgrave Macmillan, 2007. 中村元一監訳

「アンゾフ 経営戦略論」中央経済社、2007年.

- Hirshey, M. and V. J. Richardson, "Information Content of Accounting Goodwill Numbers," *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol.21, 2002, pp.173-191.
- Knowles, J., Value-based brand measurement and management, *Interactive Marketing*, Vol.5, No.1.2003, pp.40-50.
- Sirower, M.L. *The Synergy Trap: How Companies Lose the Acquisition Game*, Free Press, 1997.
宮腰秀一訳「シナジー・トラップ：なぜM&Aゲームに勝てないのか」プレンティスホール出版、1998年.
- Tollington, T., *Brand Assets*, John Wiley & Sons Ltd, 2001.