

組織再編に関する投資効率性と財務報告の質との関係

－のれんと将来業績に着目した実証分析－

奥原 貴士*

Relationship between Investment Efficiency and Quality of Financial Reporting regarding M&A Firms

－ Empirical Analysis Focusing on Goodwill and Future Performance －

OKUHARA Takashi

要約

本研究は、のれんと将来業績の変化との関係に対する組織再編前後の財務報告の質の影響を実証的に調査した。財務報告の質の指標には会計発生高のクオリティ（accruals quality : AQ）、およびリーダビリティ（readability : 可読性）を用いている。日本会計基準を適用している日本企業のうち、当期ののれん増加に関する数値が上位 20%に入る企業を対象としている。分析結果ではまず、のれんと将来業績の変化との関係に対して、期首の財務報告の質がプラスの影響を及ぼしていることが明らかになった。続いて、のれんと将来業績の変化との関係に対して、期末の財務報告の質がプラスの影響を及ぼしていることも示された。すなわち、財務報告の質が高くなるほど、のれん計上に関する組織再編投資やその後の追加投資・追加買収に対して、より効率的な投資が行われていることが示唆された。よって、のれんを計上した企業において期首と期末の財務報告の質は、将来業績の変化の決定要因の 1 つであるといえる。

〈キーワード〉 のれん、財務報告の質、会計発生高のクオリティ、リーダビリティ、効率的投資

〈Abstract〉

In This study I examine the effect of the quality of financial reporting before and after M&A on the relationship between goodwill and changes in future performance. I use accruals quality and readability as an indicator of financial reporting quality. The target is Japanese companies that apply Japanese GAAP and are in the top 20% in terms of increase in goodwill for the current period. I first find that the quality of financial reporting at the beginning of the period has a positive impact on the relationship between goodwill and changes in future performance. I also find that the quality of financial reporting at the end of the period has a positive impact on the relationship between goodwill and changes in future performance. In other words, it suggests that the higher the quality of financial reporting, the more efficient investments are made in M&A investments related to goodwill recording and subsequent additional investments and acquisitions. Therefore, the quality of financial reporting at the beginning and end of a period for companies that have recorded goodwill is one of the determining factors for changes in future performance.

〈Keywords〉 goodwill, quality of financial reporting, accruals quality, readability, efficient investments

1 はじめに

本研究の目的は、M&A や子会社化などの組織再編によりのれんを計上した企業における、のれんと将来業績との関係に対する、組織再編前後の財務報告の質の影響を検証することである。

新型コロナウイルスの影響により経済が停滞する以前は、日本企業による M&A 件数は増加しており、大型の海外 M&A も積極的に行われていた。そして、多額ののれんを貸借対照表に計上している日本企業が多数存在する。新型コロナウイルスへの対策が進んだ 2021 年度以降には、再び日本企業による M&A が活発に行われるようになった。たとえば 2021 年 12 月 31 日の日本経済新聞電子版の記事によると「2021 年に日本企業が関わった M&A（合併・買収）件数は前年比 15% 増の 4280 件と過去最多になった。コロナ禍に伴い対面での交渉が難しくなる特殊事情を抱えながら過去最高を更新したところに、企業の意欲と現状への危機感がうかがえる。」とのことである¹。次に、2023 年 1 月 3 日の日本経済新聞電子版の記事によると「2022 年 1~12 月に日本企業が関連した M&A（合併・買収）の件数は、前年比 1% 増の 4304 件と過去最多となった。」、また 2024 年 1 月 4 日の日本経済新聞電子版の記事によると「2023 年に日本企業が関わった M&A（合併・買収）の金額は約 17 兆 9000 億円と 22 年から 5 割増えた。」とのことである。そして、2024 年 7 月 11 日の日本経済新聞電子版の記事によると「2024 年 1~6 月に日本企業が買い手となった件数（決議ベース）は前年同期比 20% 増の 2163 件と、2 年ぶりに最高を更新した。」とのことである。

のれんを計上した企業は、その後に良好な業績を達成している企業もあるが、その一方で当初の期待どおりの成果をあげていない企業も存在している。のれんと将来業績との関係を検証している先行研究によると、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、将来業績が悪化する（増村・奥原 2013 など）。しかし、のれん計上企業の将来業績には、追加投資や財務特性が影響を及ぼしていることも明らかにされており、のれんの計上額だけが将来業績の決定要因ではない（奥原 2016; 奥原 2018 など）。

次に、Biddle et al. (2009) は財務報告の質の指標として会計発生高のクオリティやリーダビリティを用いて、財務報告の質が高い企業は効率的な投資を行っていることを発見している。Enomoto et al. (2020) は日本においても、財務報告の質が高いほど投資効率性が向上することを明らかにしている。そして、奥原 (2021)、奥原 (2022) は会計発生高のクオリティを財務報告の質の指標として用いることで、のれんと将来業績との関係に対して、組織再編前後の財務報告の質がプラスの影響を及ぼしていることを明らかにしている。

これらをふまえて本研究では、財務報告の質の指標として会計発生高のクオリティおよびリーダビリティを用いることで、財務報告の質がのれんと将来業績との関係にどのような影響を及ぼしているのかを検証している。その結果は、のれんと将来業績の変化との関

¹ 新聞記事の調査・講読には日経バリュースーチ・日本経済新聞の公式サイトを用いている。

係に対して、組織再編前後の財務報告の質がプラスの影響を及ぼしていることを示している。本研究の貢献は次のとおりである。第一に、のれんと将来業績の変化との関係に対する、財務報告の質の影響を調査している論文はまだ見当たらない。よって、本研究の結果は実証結果の蓄積に貢献しうると考える。第二に、多額ののれんを計上している企業が多数存在する現状において、本研究の結果は投資者が投資意思決定を行う際に参考となるものであると考える。

本論文の構成は次のとおりである。第2節では先行研究のレビューを行い、第3節でリサーチ・デザインを説明する。第4節ではサンプル選択と記述統計量に関して述べる。第5節で分析結果を報告して、最後に第6節で本研究の結論と今後の展望を述べる。

2 先行研究のレビュー

増村・奥原（2013）は日本を対象として、M&A や子会社化などの組織再編に伴って計上されるのれんが将来業績の変化に対して有する含意を実証的に調査している。その結果は、貸借対照表に計上された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に比べて、将来業績が有意に悪化することを示している。これは、経営者が超過収益力やシナジー効果を誤って過大評価したり、組織再編を是非とも成功させるために過大な対価を支払ったりした結果として、多額ののれんが計上されるという見解と一致する結果である。

のれんを計上した企業の将来業績に影響を及ぼす要因を調査している先行研究には次のものがある。奥原（2016）は日本を対象として、組織再編によりのれんを計上した企業の将来業績に対する、組織再編後の追加投資（固定資産取得支出）の影響を分析している。その結果では、のれんを計上した企業は、過剰投資を避けつつ積極的に追加投資を行うことで、のれんと将来業績の関係に対してプラスの影響を及ぼすことができることが示唆されている。ただし、追加投資がきわめて多い企業では追加投資が過剰に行われている可能性が高く、のれんと将来業績の関係に対して追加投資がマイナスの影響を及ぼしていることを示す結果も提示している。

奥原（2017）は日本を対象として、のれんが増加した企業における期首のキャッシュ保有量が、のれんと将来業績の変化との関係に対して、どのような含意を有しているのかを調査している。その結果は、期首キャッシュ保有量が比較的大きい企業では、のれんと将来業績の変化との関係がプラスになることを示している。すなわち、当該企業は比較的に効率的投資を行っている と解釈できる結果である。他方、期首キャッシュ保有量がきわめて大きい企業では過剰投資が行われていることが示唆された。

奥原（2020）は日本を対象として、のれんを計上した企業における将来業績と、組織再編後の財務特性との関係を調査している。分析の結果から、期末キャッシュ保有量が組織再編後の追加投資・追加買収の効率性に対して影響を及ぼしていることが示唆された。たとえば、期末キャッシュ保有量が比較的大きい企業が、比較的大きな追加投資や追加買収を行った場合、のれんと将来業績との関係がプラスになる。

Li et al. (2011) は米国を対象として、のれんの減損損失が、市場やアナリストに及ぼす影響、将来の収益性に及ぼす影響などを検証しており、その結果から次の点を明らかにしている。減損損失のアナウンスにより、市場の期待やアナリスト予想は下方修正される。減損損失と将来の売上高および営業利益の成長はマイナスの関連性がある。すなわち、のれんの減損が将来の収益性低下の先行指標であることが示唆される。加えて、のれん減損の要因に関しても検証しており、減損損失の原因の一部が、過去 5 年間の買収に対する過大な支払いであることを示している。

Tahat et al. (2018) はイギリスを対象として、のれん・研究開発投資と、当期業績・将来業績との関係を検証している。そして、のれんは当期 EPS（1 株当たり純利益）および翌期 EPS とプラスの関係があるとの結果を提示している²。他方、研究開発投資は、翌期 EPS とプラスの関係があるが、当期 EPS との有意な関係は示されなかったことから、効果発現には時間がかかることが示唆される。

このように Tahat et al. (2018) では、のれんと業績がプラスの関係があることが示されているが、業績の変化については調査していない。M&A 等の組織再編の成果を検証する際には、その後に業績が改善されているか否かに注目するのがより適切だと考える。

次に、内川・音川 (2013) は日本を対象として、設備投資を大幅に増やした企業は、大幅に減らした企業と比較して、将来業績が悪化することを明らかにしている。そして、このような結果が導かれるシナリオとして、次の点があげられている。すなわち、経営者の利己的動機、投資プロジェクトの収穫逦減、経営者の楽観的予想、資本コストの変動などのもとで巨額の設備投資が行われるから、そのような企業の将来業績はむしろ悪化する。この内川・音川 (2013) は設備投資を対象としているが、組織再編に関しても経営者の利己的動機、経営者の楽観的予想などによる巨額の投資が行われるケースが存在すると推測できる。

経営者と外部資金の提供者との間には情報の非対称性が存在し、逆選択とモラル・ハザードが生じる。それが原因となり投資効率性が低下する (Stein 2013)。逆選択の問題は、経営者が投資者より多くの情報を持つ場合に行われる。経営者は証券が過大評価されている際に証券を発行し、それが過剰投資をもたらす (Baker et al. 2003)。他方、そのような企業の証券を投資者が合理的に割り引いて評価した場合、経営者は証券を発行せずに過少投資につながる (Myers and Majluf 1984)。

Dechow and Dichev (2002) は、運転資本の変化とキャッシュ・フローとの関係から会計発生高のクオリティ (accruals quality : AQ) の算定方法を示しており、この AQ と利益の持続性との間に正の関係があることを発見している。そして、Francis et al. (2005) は、AQ が低いほど資本コストが大きくなることを明らかにしている。

Biddle et al. (2009) は、財務報告の質と投資（研究開発投資、設備投資、企業買収など）の効率性の関係を検証している。この財務報告の質の指標のとして、Dechow and Dichev

² 将来業績の指標には、ROE、ROA も用いられているが、これらに関しては有意な結果は示されていない。ただし、これらの算定する際の利益には純利益が使用されている。

(2002) のモデルを基礎とする会計発生高のクオリティ (accruals quality : AQ), Li (2008) に基づく財務報告の透明性を用いている。財務報告の透明性は、財務報告のリーダビリティ (可読性) に関する FOG インデックスが使用されている。そして、財務報告の質が高い企業は効率的な投資を行っている。他方、財務報告の質が低い企業は過剰投資または過少投資といった非効率的な投資を行っていることを明らかにしている。このような結果の要因として、財務報告の質が高いと情報の非対称性を減らすことができ適切な資金調達ができる。効率的投資を妨げるモラル・ハザードや逆選択の問題を軽減できることなどが述べられている。他方、財務報告の質が低いとモラル・ハザードや逆選択により投資効率性が低下することが示唆されている。

Biddle and Hilary (2006) は、財務報告の質が高いと経営者と外部資金提供者との情報の非対称性を減少させることができ、投資効率性が高まることの結果を提示している。そして、このような財務報告の質の影響について、資金調達に関して株式市場への依存の強い米国では財務報告の質が投資効率性を向上させるが、銀行への依存が強い日本ではそのような影響が見られないことを明らかにしている。すなわち、両国は世界を代表する経済大国で企業が利用できる外部資金が豊富であることや、大規模で多様な企業サンプルと長期間のデータが入手可能であることが共通している。しかし資金調達に関して、米国では株式市場への依存が強いのに対して、日本では分析対象期間において銀行融資や系列への依存が強かったという大きな相違点がある。よって資本取引に関して、米国では財務報告の質がより重要であるが、一方日本では非公表のプライベート情報がより重要であり財務報告の質の重要性は低いことが示唆されたといえる。

Enomoto et al. (2020) は、2001 年に銀行やその他金融機関の株式保有制限に関する法律が施行され、日本において企業と銀行との関係や系列関係が大幅に弱まった期間を主な対象として財務報告の質と有形固定資産への投資効率性との関係を調査している。この対象期間以前は Biddle and Hilary (2006) でも示されているとおり、日本企業は米国企業より銀行との関係が緊密で長期的な関係であった。そして、銀行は企業の将来の見通しに関して十分なプライベート情報を持っており、顧客企業の株式等を保有していることが多かった。すなわち、経営者と主な外部資金提供者との情報の非対称性の問題は軽度だったと考えられる。しかし、銀行の株式保有が制限されて以降、企業の銀行借入への依存が大幅に減少し市場での資金調達が必要となった。よって、対象期間では財務報告の質が投資効率性に影響を及ぼしていると予想される。分析結果は、予想のとおり 2000 年代前半以降、財務報告の質 (AQ) が高くなるほど過剰投資が抑制されるという意味で投資効率性が向上することを示している³。そして、この財務報告の質の影響は特に、銀行借入への依存が低い企業や持合株式が少ない企業において見られる。

Cheng et al. (2013) によると、財務報告に重大な内部統制の脆弱性がある企業は非効率的な投資を行っているが、内部統制の脆弱性の問題が開示された後は投資効率性が改善さ

³ 2001 年以前のサブサンプルを用いた分析では、財務報告の質と投資効率性との間に有意な結果は示されていない。

れる。すなわち、問題が開示されることで株主等の監視が強まり、財務報告の質が向上する。よって、逆選択やモラル・ハザードの問題が緩和され、投資効率性が向上していると考えられる。

奥原（2021）、奥原（2022）は、日本を対象として、のれんと将来業績の変化との関係に対して、当期首および当期末の財務報告の質がどのような影響を及ぼしているのかを調査している。財務報告の質の指標には、Biddle et al.（2009）が用いている AQ を使用している。その結果によると、のれんと将来業績の変化との関係に対して、期首と期末の財務報告の質がプラスの影響を及ぼしている。ただし、これらの研究では Biddle et al.（2009）のようなリーダビリティに関する指標を用いた分析は行っていない。

リーダビリティに関する先行研究には次のものがある。まず、Li（2008）は、FOG インデックスと財務報告の文章の長さ（単語数）をリーダビリティの指標として用いている。そして、収益性が低い企業の財務報告はリーダビリティが低いこと、財務報告のリーダビリティが高い企業ほど良好な業績の持続性が高いことを明らかにしている。そして、経営者は機会主義的に財務報告を構成して、投資者に不利な情報を隠す可能性があることが示唆されたと述べている。

日本では、柴崎・玉岡（2010）が平仮名の割合と文の平均述語数による文章難易学年判定式を構築している。李（2016）は、平均文長・漢語率、和語率、動詞率、助詞率に基づいてリーダビリティ公式を作成している⁴。

そして、石井（2020）は、柴崎・玉岡（2010）による文章難易学年判定式を用いて、のれん計上額が大きいほど「企業結合の理由」注記のリーダビリティが低下することを明らかにしている。また金他（2022）は、李（2016）によるリーダビリティ公式によるリーダビリティ・スコアを用いて、経営者交代により有価証券報告書における MD&A・事業等のリスク・対処すべき課題のリーダビリティが向上することを明らかにしている。また、李（2016）の方法を使用する理由として次の見解を述べている。和文を対象とする研究では柴崎・玉岡（2010）や李（2016）の日本語難易度判定モデルが用いられている。前者は、テキストに含まれる平仮名の割合と述語の数のみで難易度を判定するのに対し、後者は一文当たりの単語数と文章に含まれる漢語・和語・動詞・助詞の割合に基づき、より詳細に難易度を判定する。

以上のとおり、のれんの金額が大幅に増加した企業ほど将来業績が悪化している。そして、のれんと将来業績の変化との関係には追加投資やキャッシュ保有量が影響を及ぼしており、のれん計上額のみがのれん計上企業の将来業績の決定要因ではないことが分かる。

投資効率性に関する先行研究では、企業の投資行動に対して財務報告の質が影響を及ぼしており、財務報告の質が高いほど投資効率性が向上することが示されている。そして日本でも、企業と金融機関との関係や系列関係が大幅に弱まった 2000 年代前半以降、財務報告の質が投資効率性を改善することが示されている。よって、組織再編およびその後の追

⁴ 具体的な算定式は次のとおりである。リーダビリティ・スコア = (平均文長×-0.056) + (漢語率×-0.126) + (和語率×-0.042) + (動詞率×-0.145) + (助詞率×-0.044) + 11.724

加投資の投資効率性に対して財務報告の質が影響を及ぼしている可能性が考えられる。奥原（2021）、奥原（2022）は、のれんと将来業績の変化との関係に対して、財務報告の質がプラスの影響を及ぼしていることを明らかにしているがリーダビリティに関する指標は使用していない。米国を対象としたリーダビリティに関する先行研究では、財務報告のリーダビリティと業績が関連しており、両者に正の関係があることが示唆されている。

これらをふまえて本研究では、Biddle et al.（2009）が用いた AQ とリーダビリティを財務報告の質に関する指標として、のれんと将来業績との関係に対する、組織再編前後の財務報告の質の影響を検証する。

3 リサーチ・デザイン

3.1 仮説設定

本研究の主たる分析に先立って、先行研究と同様の分析を行う。増村・奥原（2013）等は、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（将来3年間）が悪化することを明らかにしている。すなわち、超過収益力やシナジー効果を過大評価したり、過大な対価を支払ったりした結果として、多額ののれんが計上されると解釈される結果である。また、先述のとおり、組織再編に関しても経営者の利己的動機、経営者の楽観的予想などにより巨額の投資が行われるケースが存在する可能性がある。本研究のサンプルにおいてもこれらのことが行われていれば、のれん計上額が大きいほど将来業績が悪化すると考えられる。他方、本研究のサンプルでは組織再編に関して効率的投資が行われていれば、のれんは超過収益力やシナジー効果の適切な評価を表し、将来業績は改善すると考えられる。

これらを踏まえて、のれんと将来業績の変化との関係を検証するために、次の帰無仮説を設定する。

仮説1 のれんと将来業績の変化との間には統計的に有意な関係がない。

次に先行研究では、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、のれんの増加額のみが将来業績の決定要因ではないといえる。Li（2011）が提示している結果からは、買収への過大な支払いがのれん減損の要因となっており、それが将来の収益性の低下につながっている可能性が推測できる。そして投資効率性に関しては、Biddle et al.（2009）が、AQ やリーダビリティを指標とした財務報告の質が企業買収等の投資効率性とプラスの関係があることを示している。奥原（2021）、奥原（2022）は、のれんと将来業績との関係に対して、AQ がプラスの影響を及ぼしていることを示しており、本研究のサンプルにおいてもそのような影響が示される可能性がある。そして、Enomoto et al.（2020）は2000年代前半以降、財務報告の質（AQ）が高くなるほど投資効率性が向上することを明らかにしている。また、米国では財務報告のリーダビリティと業績との間に正の関係があることが示されている。日本では財

務報告のリーダビリティと業績や投資効率性との関係は明らかにされていないが、本研究ではこれについて検証を行う。

以上から AQ・リーダビリティが、のれんが計上される M&A 等の組織再編に関する投資効率性に影響を及ぼしている可能性が考えられる。また、組織再編後の追加投資・追加買収に関しても影響を及ぼしている可能性が考えられる。これらに関して検証を行うために次の帰無仮説を設定する。

仮説 2 当期にのれんを計上した企業におけるのれんと将来業績との関係に対して、期首財務報告の AQ は統計的に有意な影響がない。

仮説 3 当期にのれんを計上した企業におけるのれんと将来業績との関係に対して、期首財務報告のリーダビリティは統計的に有意な影響がない。

仮説 4 当期にのれんを計上した企業におけるのれんと将来業績との関係に対して、期末財務報告の AQ は統計的に有意な影響がない。

仮説 5 当期にのれんを計上した企業におけるのれんと将来業績との関係に対して、期末財務報告のリーダビリティは統計的に有意な影響がない。

3.2 財務報告の質に関する指標

本研究では、Biddle et al. (2009) を参考として財務報告の質の指標に会計発生高のクオリティ (AQ)、およびリーダビリティを用いる。

まず、AQ に関して Biddle et al. (2009) と同様に、Dechow and Dichev (2002), McNichols (2002) を参考として、売上高の変化・有形固定資産に関する変数を加えることで修正した Dechow and Dichev (2002) のモデル⁵により、キャッシュ・フローと会計発生高の関連性を算定する⁶。

このモデルは、会計発生高によるキャッシュ・フローの予測誤差が小さいほど、利益の質が高くなるとの考えに基づいている。そして、このモデルによる回帰の 5 期分の ε (残差) の標準偏差を AQ とする。本研究では、期首時点の AQ (BAQ) は t-1 期～t-5 期のもの、期末時点の AQ (EAQ) は t 期～t-4 期のもの、で算定する。

⁵ 具体的には次のモデルを使用している。[$\Delta WC_t = \beta_0 + \beta_1 CFO_{t-1} + \beta_2 CFO_t + \beta_3 CFO_{t+1} + \beta_4 PPE_t + \beta_5 \Delta SALES_t + Id + Yd + \varepsilon$]。そして、 ΔWC : 運転資本に関する会計発生高、 CFO : 営業活動によるキャッシュ・フロー、 PPE : 有形固定資産、 $\Delta SALES$: 売上高の対前年度変化、 Id : 日経業種分類 (中分類) に基づく業種ダミー、 Yd : 年次ダミーである。ただし、 ΔWC は [Δ 売上債権 + Δ 棚卸資産 + Δ その他流動資産 - Δ 仕入債務 - Δ 未払法人税等 - Δ その他流動負債] で算定しており、 Δ は対前年度変化を表している。なお、 ΔWC を次の 2 とおりの方法で算定した場合も分析結果は概ね一致している。[$\Delta WC = \Delta$ 売上債権 + Δ 棚卸資産 - Δ 仕入債務 - Δ 未払法人税等]、[$\Delta WC = \Delta$ 売上債権 + Δ 棚卸資産 - Δ 仕入債務]。

⁶ Biddle et al. (2009) が用いている Wysocki (2008) の方法については、当該論文が現在ダウンロードできない状態であるため入手できなかった。よって、Biddle et al. (2009) の説明を基に Wysocki (2008) の方法による AQ を用いた場合の分析も行ったが有意な結果は示されなかった。

リーダビリティに関する指標には、有価証券報告書における「事業の状況」のリーダビリティを用いる。そして、そのリーダビリティには李（2016）によるリーダビリティ・スコアを使用する。李（2016）では、平均文長・漢語率・和語率・動詞率・助詞率によりリーダビリティ・スコアを算定する。このリーダビリティ・スコアが高いほどリーダビリティが高い。本研究では、期首時点のリーダビリティ・スコア（BREAD）は前期の有価証券報告書から算定する。そして、期末時点のリーダビリティ・スコア（EREAD）は当期の有価証券報告書から算定する。

次に、期首 AQ（BAQ）、期末 AQ（EAQ）の数値に関して、マイナス 1 をかけることで数値が大きい企業ほど AQ が高い企業としている。そして、期首 AQ、期末 AQ について、それぞれの順位（5 分位）を 0 から 1 までのランクに変換する。期首 AQ に関するランクが RBAQ、期末 AQ に関するランクが REAQ である。

続いて、期首リーダビリティ・スコア（BREAD）、期末リーダビリティ・スコア（EREAD）について、それぞれの順位（5 分位）を 0 から 1 までのランクに変換する。期首リーダビリティ・スコアに関するランクが RBREAD、期末リーダビリティ・スコアに関するランクが REREAD である。そして、これらのランクと、のれんの変化に関する変数との交差項を用いることで、のれんと将来業績との関係に対して、財務報告の質がどのような含意を有するのかを検証する。

3.3 回帰式的設定

最初に本研究の主たる分析に先立って、先行研究と同様の分析を行い本研究のサンプルにおいても先行研究と同様に、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に比べて、将来業績が悪化することが示されるか否かを確認する。したがって、仮説 1 を検証するために増村・奥原（2013）などと同様のモデルである（1）式を設定する。

$$\Delta ROA = \beta_0 + \beta_1 \Delta GW + \beta_2 PM + \beta_3 ATO + \beta_4 \Delta PM + \beta_5 \Delta ATO + Id + \varepsilon \quad (1) \text{ 式}$$

続いて、本研究の主たる分析として仮説 2 から仮説 5 を検証するために、(2) 式から (5) 式を設定する。(2) 式が仮説 2、(3) 式が仮説 3、(4) 式が仮説 4、(5) 式が仮説 5 を検証するための回帰式である。

$$\Delta ROA = \beta_0 + \beta_1 \Delta GW + \beta_2 RBAQ + \beta_3 \Delta GW \times RBAQ + \beta_4 PM + \beta_5 ATO + \beta_6 \Delta PM + \beta_7 \Delta ATO + Id + \varepsilon \quad (2) \text{ 式}$$

$$\Delta ROA = \beta_0 + \beta_1 \Delta GW + \beta_2 RBREAD + \beta_3 \Delta GW \times RBREAD + \beta_4 PM + \beta_5 ATO + \beta_6 \Delta PM + \beta_7 \Delta ATO + Id + \varepsilon \quad (3) \text{ 式}$$

$$\Delta ROA = \beta_0 + \beta_1 \Delta GW + \beta_2 REAQ + \beta_3 \Delta GW \times REAQ + \beta_4 PM + \beta_5 ATO + \beta_6 \Delta PM + \beta_7 \Delta ATO + Id + \varepsilon \quad (4) \text{ 式}$$

$$\Delta ROA = \beta_0 + \beta_1 \Delta GW + \beta_2 REREAD + \beta_3 \Delta GW \times REREAD + \beta_4 PM + \beta_5 ATO + \beta_6 \Delta PM + \beta_7 \Delta ATO + Id + \varepsilon \quad (5) \text{ 式}$$

ΔROA には次の ΔROA_{t+1} , ΔROA_{t+2} , ΔROA_{t+3} を用いる。

- ΔROA_{t+1} : t 期から t+1 期にかけての ROA の変化, すなわち $ROA_{t+1} - ROA_t$
 ΔROA_{t+2} : t 期から t+2 期にかけての ROA の変化, すなわち $ROA_{t+2} - ROA_t$
 ΔROA_{t+3} : t 期から t+3 期にかけての ROA の変化, すなわち $ROA_{t+3} - ROA_t$
 ΔGW : (当期末ののれん額 - 期首ののれん額) / 期首資産合計
 ただし, 期末のれんに関しては, 当期のれん償却額差引前の金額を用いている。
 $RBAQ$: 期首 AQ に関する 0 から 1 までのランク
 $RBREAD$: 期首 READ に関する 0 から 1 までのランク
 $REAQ$: 期末 AQ に関する 0 から 1 までのランク
 $REREAD$: 期末 READ に関する 0 から 1 までのランク
 PM : 売上高営業利益率 (営業利益 / 売上高)
 ATO : 資産合計回転率 (売上高 / 期首資産合計)
 ΔPM : 売上高営業利益率の対前年度変化
 ΔATO : 資産合計回転率の対前年度変化
 Id : 日経業種分類 (中分類) に基づく業種ダミー

図表 1 のれん増加, 将来業績の変化および財務報告の質

当期	翌年	2 年後	3 年後
t 期	t+1 期	t+2 期	t+3 期
期首財務報告の質			
ΔGW	ΔROA_{t+1}	ΔROA_{t+2}	ΔROA_{t+3}
期末財務報告の質			

まず本研究における, 組織再編によるのれん増加, 将来業績の変化および財務報告の質 (AQ・READ) に関して図示すると図表 1 のとおりである。本研究では, 先行研究と同様に業績の指標として ROA を使用している。この ROA は当期営業利益を期首資産合計で除すことで算定している。ただし, 資産合計からのれんを除外し営業利益にのれん償却額を加算するという修正を行っている。そしてこの ROA の変化を業績の変化としてとらえて ΔROA を算定し従属変数に用いている。この ΔROA に関しては, t 期から t+1 期, t 期から t+2 期, t 期から t+3 期までの ROA の変化の 3 つを用いている。

次に独立変数に関して, 当期におけるのれん増加に関する変数として ΔGW を用いている。財務報告の質に関する変数に関しては, (2) 式には $RBAQ$ (期首 AQ のランク), (3) 式には $RBREAD$ (期首 READ のランク), (4) 式には $REAQ$ (期末 AQ のランク), (5)

式には REREAD（期末 READ のランク）を用いており、それぞれ ΔGW との交差項も使用している。

続いて、先行研究において業績変化の説明要因として指摘されている、売上高営業利益率 (PM)、資産合計回転率 (ATO) とこれらの対前年度変化に関する変数である ΔPM 、 ΔATO を用いている (Soliman 2008)。さらに、業種ダミー変数および年次ダミー変数を加えている。

最初に記載した (1) 式で特に注目する変数は ΔGW である。この係数が有意なマイナスの値になった場合、先行研究と同様の結果が示されといえる。(2) 式で特に注目する変数は ΔGW と RBAQ の交差項、(3) 式で特に注目する変数は ΔGW と RBREAD の交差項である。これらの係数が有意なプラスの値になった場合、当期のれん増加に関する投資に対して期首の財務報告の質がプラスの影響を及ぼしていることが示されたといえる。次に、(4) 式で特に注目する変数は ΔGW と REAQ の交差項、(5) 式で特に注目する変数は ΔGW と REREAD の交差項である。これらの係数が有意なプラスの値になった場合、のれん増加の翌期以降の追加投資・追加買収に対して財務報告の質がプラスの影響を及ぼしていると考えられる。

4 サンプル選択と記述統計量

4.1 サンプル選択

本研究では、分析のために 2020 年度までのデータを入手した⁷。そして、のれんと将来業績との関係に対する組織再編前後の財務報告の質の影響に関して、将来 3 年までの業績変化を調査するため、対象となる最新の年度は 2017 年である。リーダビリティに関するデータを手作業で入手・入力するため 2017 年度のみを対象とする。そして、のれん増加に関する数値が上位 20%に入る企業を対象として分析を行う。

その他のサンプル抽出要件は次のとおりである。①日本のいずれかの証券市場に上場している。②日本会計基準により財務報告を行っている。③金融関係の業種に属していない。④決算月数が 12 か月である。⑤必要なデータがすべて入手できる。⑥のれんが正の値で期首に比べて期末のその値が増加している。そして、この値が上位 20%に入る企業年が分析対象となる。ただし、期末の値に関しては、当期のれん償却額差引前の金額を使用している。

4.2 記述統計量

図表 2 がサンプルの基本統計量、図表 3 が変数の相関である。これらに関して BAQ, EAQ, BREAD, EREAD はランク変数ではなく連続変数を用いている。まず図表 2 では、当期から将来期間にかけての ROA の変化を表す変数である $\Delta ROAt+1$ 、 $\Delta ROAt+2$ 、 $\Delta ROAt+3$ の平均値はすべてマイナスの値となっている。そして、 $\Delta ROAt+1$ 、 $\Delta ROAt+2$ 、 Δ

⁷ 本研究では 2020 年の間に開始した事業年度を 2020 年度とする。他の年度も同様である。

ROAt+3 の順により小さな値へ減少しており、平均的な業績が年々悪化していく様子がうかがえる。また、中央値に関しても同様のことが示されている。他方、 $\Delta ROAt+1$, $\Delta ROAt+2$, $\Delta ROAt+3$ に関して第 3 四分位はすべてプラスの値となっていることから、業績が向上した企業も存在することがわかる。

次に、図表 3 では、 $\Delta ROAt+1$, $\Delta ROAt+2$, $\Delta ROAt+3$ と、 ΔGW との間にマイナスの相関が示されている。 ΔGW と $BAQ \cdot EAQ$ との間にはマイナスの相関がある。同様に ΔGW と $BREAD \cdot EREAD$ との間にもマイナスの相関があることが示されている。

図表 2 基本統計量

	平均値	標準偏差	最小値	第 1 四分位	中央値	第 3 四分位	最大値	サンプル数
$\Delta ROAt+1$	-0.016	0.050	-0.174	-0.031	-0.006	0.008	0.065	90
$\Delta ROAt+2$	-0.035	0.075	-0.242	-0.053	-0.017	0.004	0.102	90
$\Delta ROAt+3$	-0.050	0.110	-0.366	-0.078	-0.028	0.005	0.159	90
ΔGW	0.071	0.074	0.018	0.026	0.036	0.075	0.291	90
BAQ	-0.034	0.030	-0.165	-0.043	-0.025	-0.014	-0.006	90
EAQ	-0.041	0.052	-0.317	-0.043	-0.030	-0.015	-0.006	90
BREAD	0.959	0.382	0.000	0.750	0.920	1.160	2.020	90
ERead	0.958	0.376	-0.020	0.720	0.938	1.190	1.860	90
PM	0.084	0.068	-0.032	0.038	0.064	0.122	0.284	90
ATO	1.669	1.045	0.381	0.940	1.342	2.187	4.816	90
ΔPM	0.004	0.028	-0.067	-0.006	0.001	0.008	0.087	90
ΔATO	0.112	0.382	-0.599	-0.035	0.042	0.151	1.407	90

(注) 本分析のサンプルに関して異常値の影響を避けるため、上下 0.5% を 0.5 パーセンタイル値, 99.5 パーセンタイル値に置換している。

図表 3 変数の相関

	$\Delta ROAt+1$	$\Delta ROAt+2$	$\Delta ROAt+3$	ΔGW	BAQ	EAQ	BREAD	ERead	PM	ATO	ΔPM	ΔATO
$\Delta ROAt+1$	1.000											
$\Delta ROAt+2$	0.822	1.000										
$\Delta ROAt+3$	0.632	0.729	1.000									
ΔGW	-0.348	-0.382	-0.304	1.000								
BAQ	0.249	0.229	0.072	-0.150	1.000							
EAQ	0.471	0.423	0.327	-0.458	0.650	1.000						
BREAD	-0.081	-0.071	0.040	-0.113	-0.043	-0.067	1.000					
ERead	-0.023	-0.018	0.115	-0.133	-0.023	-0.052	0.893	1.000				
PM	-0.291	-0.471	-0.486	0.114	0.033	-0.064	0.028	-0.005	1.000			
ATO	-0.346	-0.190	-0.162	0.357	-0.222	-0.329	0.073	0.068	-0.315	1.000		
ΔPM	-0.228	-0.146	-0.141	0.261	-0.102	-0.205	0.019	0.023	0.108	0.046	1.000	
ΔATO	-0.136	-0.059	-0.054	0.550	-0.128	-0.448	-0.074	-0.006	-0.201	0.494	0.371	1.000

5 分析結果

5.1 のれんと将来業績の変化

図表4が、予備調査としてののれんと将来業績の変化の関係を検証するための仮説1に関する(1)式を用いた分析結果である。図表の左から順に従属変数に $\Delta ROAt+1$, $\Delta ROAt+2$, $\Delta ROAt+3$ を用いた場合の結果を記載しており、これ以降の図表も同様である。

当期ののれん増加に関する変数である ΔGW の回帰係数はすべてマイナスの値であり、従属変数が $\Delta ROAt+1$ および $\Delta ROAt+3$ の場合が5%水準で有意、 $\Delta ROAt+2$ の場合が1%水準で有意となっている。よって、本分析のサンプルにおいても、のれんの金額が大幅に増加した企業ほど将来業績が悪化することが示されたといえる。そして ΔGW の係数は、従属変数が $\Delta ROAt+1$, $\Delta ROAt+2$, $\Delta ROAt+3$ の順に小さくなっており、のれんが増加するほど将来業績を悪化させる影響が次第に大きくなっていくことが示唆されている。

図表4 のれんと将来業績との関係 (1) 式

	$\Delta ROAt+1$	$\Delta ROAt+2$	$\Delta ROAt+3$
切片	0.067*** (3.25)	0.081*** (3.05)	0.130*** (4.51)
ΔGW	-0.145** (-2.02)	-0.341*** (-3.01)	-0.367** (-2.57)
PM	-0.376*** (-3.03)	-0.576*** (-3.61)	-0.896*** (-4.05)
ATO	-0.027*** (-3.26)	-0.027** (-2.55)	-0.043*** (-3.44)
ΔPM	-0.440 (-1.53)	-0.164 (-0.59)	-0.455 (-1.03)
ΔATO	0.033 (1.37)	0.048 (1.52)	0.050 (1.33)
Id	Included	Included	Included
Adj.R ²	0.281	0.282	0.336
N	90	90	90

(注) 弧内の数値は、Whiteの方法で修正した標準誤差によるt値である(White, 1980)。***は1%, **は5%, *は10%水準で有意(両側検定)である。

5.2 のれんと期首財務報告の質(BAQ・BREAD)

図表5が、のれんと将来業績の変化との関係に対する期首AQの影響を検証するための、仮説2に関する(2)式を用いた分析結果である。

特に注目する変数である $\Delta GW \times RBAQ$ の係数はすべてプラスの値であり、従属変数が $\Delta ROAt+1$ の場合が10%水準で有意、 $\Delta ROAt+2$ および $\Delta ROAt+3$ の場合が5%水準で有意となっている。すなわち、のれんと将来業績の変化との関係に対して、期首のAQがプラスの影響を及ぼしていることが示された。

図表 5 のれんと期首財務報告の質 (BAQ) (2) 式

	$\Delta ROAt+1$	$\Delta ROAt+2$	$\Delta ROAt+3$
切片	0.058** (2.28)	0.068* (1.81)	0.138*** (4.21)
ΔGW	-0.337** (-2.02)	-0.651*** (-2.97)	-0.581* (-1.98)
RBAQ	-0.019 (-0.91)	-0.034 (-1.10)	-0.067 (-1.43)
$\Delta GW \times RBAQ$	0.488* (1.96)	0.915** (2.48)	0.671** (2.15)
PM	-0.294*** (-3.09)	-0.536*** (-4.46)	-0.924*** (-4.30)
ATO	-0.020** (-2.60)	-0.017 (-1.64)	-0.038*** (-2.78)
ΔPM	-0.436 (-1.41)	-0.185 (-0.46)	-0.308 (-0.69)
ΔATO	0.040* (1.90)	0.064** (2.04)	0.067 (1.47)
Id	Included	Included	Included
Adj.R ²	0.345	0.374	0.342
N	90	90	90

(注) 弧内の数値は、White の方法で修正した標準誤差による t 値である (White, 1980)。***は 1%, **は 5%, *は 10%水準で有意 (両側検定) である。

図表 6 のれんと期首財務報告の質 (BREAD) (3) 式

	$\Delta ROAt+1$	$\Delta ROAt+2$	$\Delta ROAt+3$
切片	0.098*** (4.43)	0.114*** (3.65)	0.139*** (3.93)
ΔGW	-0.332** (-2.54)	-0.589*** (-3.66)	-0.521** (-2.15)
RBREAD	-0.054** (-2.22)	-0.056** (-2.05)	-0.010 (-0.21)
$\Delta GW \times RBREAD$	0.394* (1.68)	0.549* (1.72)	0.385* (1.69)
PM	-0.358*** (-2.84)	-0.559*** (-3.66)	-0.894*** (-4.22)
ATO	-0.030*** (-3.59)	-0.032*** (-2.75)	-0.047** (-3.40)
ΔPM	-0.306 (-1.08)	-0.034 (-0.11)	-0.300 (-0.53)
ΔATO	0.033 (1.39)	0.048 (1.52)	0.051 (1.31)
Id	Included	Included	Included
Adj.R ²	0.314	0.300	0.330
N	90	90	90

(注) 弧内の数値は、White の方法で修正した標準誤差による t 値である (White, 1980)。***は 1%, **は 5%, *は 10%水準で有意 (両側検定) である。

次に図表 6 が、のれんと将来業績の変化との関係に対する期首リーダビリティの影響を検証するための、仮説 3 に関する (3) 式を用いた分析結果である⁸。特に注目する変数である $\Delta GW \times RBREAD$ の係数はすべてプラスの値であり、3 つとも 10%水準であるが有意な値となっている。よって、のれんと将来業績の変化との関係に対して、期首のリーダビリティがプラスの影響を及ぼしていることが示されたといえる。

以上から、期首の財務報告の質が高くなるほど、当期ののれん計上に関する M&A 等の組織再編投資に対してより効率的な投資が行われていると解釈できる。

5.3 のれんと期末財務報告の質 (EAQ・EREAD)

図表 7 が、のれんと将来業績の変化との関係に対する期末 AQ の影響を検証するための、仮説 4 に関する (4) 式を用いた分析結果である。特に注目する変数である $\Delta GW \times REAQ$ の係数はすべてプラスの値であり、従属変数が $\Delta ROAt+1$ 、 $\Delta ROAt+2$ の場合が 1%水準で有意、 $\Delta ROAt+3$ の場合が 5%水準で有意となっている。すなわち、のれんと将来業績の変化との関係に対して、期末の AQ がプラスの影響を及ぼしている。

図表 7 のれんと期末財務報告の質 (EAQ) (4) 式

	$\Delta ROAt+1$	$\Delta ROAt+2$	$\Delta ROAt+3$
切片	0.058** (2.40)	0.066* (1.95)	0.125*** (3.59)
ΔGW	-0.283** (-2.20)	-0.541*** (-3.23)	-0.636*** (-3.21)
REAQ	-0.026 (-1.36)	-0.045 (-1.43)	-0.081* (-1.81)
$\Delta GW \times REAQ$	0.598*** (3.00)	1.090*** (3.09)	1.346** (2.19)
PM	-0.297*** (-3.24)	-0.524*** (-4.95)	-0.918*** (-4.84)
ATO	-0.021** (-2.64)	-0.018* (-1.77)	-0.033** (-2.43)
ΔPM	-0.501* (-1.68)	-0.310 (-0.85)	-0.348 (-0.75)
ΔATO	0.041* (1.91)	0.064** (2.10)	0.075* (1.70)
Id	Included	Included	Included
Adj.R ²	0.356	0.386	0.389
N	90	90	90

(注) 弧内の数値は、White の方法で修正した標準誤差による t 値である (White, 1980)。***は 1%、**は 5%、*は 10%水準で有意 (両側検定) である。

続いて図表 8 が、のれんと将来業績の変化との関係に対する期末リーダビリティの影響を検証するための、仮説 5 に関する (5) 式を用いた分析結果である。特に注目する変数で

⁸ リーダビリティ・スコアに関して本研究では、科研費 (課題番号 25370573) の成果物である「日本語文章難易度判別システム」 (<http://jreadability.net>) を利用した。

ある $\Delta GW \times REREAD$ の係数はすべてプラスの値であり、従属変数が $\Delta ROAt+1$ の場合が 10%水準で有意、 $\Delta ROAt+2$ の場合が 5%水準で有意となっている。他方、従属変数が $\Delta ROAt+3$ の場合では有意な値が示されていない。よって、のれんと将来 2 年間までの業績の変化との関係に対して、期末のリーダビリティがプラスの影響を及ぼしていることが示されたといえる。

以上から、期末の財務報告の質が高くなるほど、のれんを計上した翌期以降の追加投資・追加買収に対してより効率的な投資が行われている可能性が考えられ、期末の財務報告の質はプラスの影響を有していると推測できる。ただし、期末リーダビリティの影響に関しては将来 2 年間までである。

図表 8 のれんと期末財務報告の質 (EREAD) (5) 式

	$\Delta ROAt+1$	$\Delta ROAt+2$	$\Delta ROAt+3$
切片	0.089*** (3.67)	0.106*** (3.35)	0.104*** (2.74)
ΔGW	-0.309** (-2.44)	-0.596*** (-3.73)	0.361* (1.69)
REREAD	-0.038* (-1.67)	-0.044 (-1.63)	0.047 (1.01)
$\Delta GW \times REREAD$	0.333* (1.69)	0.554** (2.24)	0.107 (1.27)
PM	-0.365*** (-3.34)	-0.557*** (-3.73)	-0.888*** (-4.32)
ATO	-0.324 (-1.08)	-0.030*** (-2.80)	-0.045*** (-3.30)
ΔPM	-0.325 (-1.08)	-0.053 (-0.16)	-0.343 (-0.67)
ΔATO	0.034 (1.43)	0.048 (1.52)	0.047 (1.18)
Id	Included	Included	Included
Adj.R ²	0.296	0.311	0.351
N	90	90	90

(注) 弧内の数値は、White の方法で修正した標準誤差による t 値である (White, 1980)。***は 1%, **は 5%, *は 10%水準で有意 (両側検定) である。

6 結論と展望

本研究は、のれんを計上した企業の将来業績の決定要因を明らかにするために、のれんと将来業績の変化との関係に対する財務報告の質の影響を調査した。財務報告の質に関する指標には AQ とリーダビリティを用いている。

最初に、本分析のサンプルにおいても先行研究と同様に、のれんの金額が大幅に増加した企業ほど将来業績が悪化することが示された。次に、のれんと将来業績の変化との関係に対して、期首の財務報告の質 (AQ とリーダビリティ) がプラスの影響を及ぼしていることが示された。続いて、のれんと将来業績の変化との関係に対して、期末の財務報告の

質（AQ とリーダビリティ）がプラスの影響を及ぼしていることが示された。

以上から、財務報告の質（AQ とリーダビリティ）が高くなるほど、のれん計上に関する組織再編投資やその後の追加投資・追加買収に対して、より効率的な投資が行われていることが示唆された。すなわち、のれんを計上した企業において期首と期末の財務報告の質は、将来業績の変化の決定要因の 1 つであるといえる。これに関しては先行研究でも述べられていた次の点が影響していると考えられる。財務報告の質が高い企業は、情報の非対称性を減らすことができ、投資について適切な資金調達が行われる。効率的投資を妨げるモラル・ハザードや逆選択の問題を軽減できるため、過剰投資や過少投資を抑制できる。そして、M&A 等によりのれんを計上した企業の将来業績を予測することは投資者にとって非常に重要となっているが、当該企業の財務報告の質は株式等への投資を検討する際の有効な判断材料であるといえる。

最後に今後の研究課題として次の点が挙げられる。第一に、本研究で示された財務報告の質の影響に関して、市場がどのような評価をしているのかを明らかにするために株価データを用いた分析を行うことが研究課題である。第二に、本研究では追加投資・追加買収に対する財務報告の質の影響を直接には検証していない。よって、これらに対する財務報告の質の影響に関して検証を行う。第三に、のれんの減損損失と財務報告の質との関係を検証することも今後の研究課題である。

参考文献

- 石井孝和. 2020. 「企業結合の理由」注記に関するリーダビリティの決定要因と将来業績への影響」『佐賀大学経済論集』53（3）：1-18.
- 内川正夫・音川和久. 2013. 「設備投資と将来業績の関連性」桜井久勝・音川和久編著. 2013. 『会計情報のファンダメンタル分析』中央経済社. 31-54.
- 榎本正博. 2016. 「投資の効率性と財務報告の質の関係：サーベイと今後の展開可能性」『早稲田商学』446: 215-244.
- 奥原貴士. 2016. 「のれん計上後の業績に影響を及ぼす要因—のれんと組織再編後の投資に着目した実証分析—」『四日市大学論集』28（6）：131-149.
- 奥原貴士. 2017. 「のれん計上企業の将来業績の決定要因—のれんと組織再編前の財政状態に着目した実証分析—」『四日市大学論集』30（1）：25-38.
- 奥原貴士. 2020. 「組織再編成功企業の財務特性—のれんと財務特性に着目した実証分析—」日本会計研究学会（北海道大学・北星学園大学）.
- 奥原貴士. 2021. 「組織再編に関する投資の効率性と財務報告の質」国際会計研究学会第 38 回研究大会（於関西学院大学）.
- 奥原貴士. 2022. 「組織再編成功企業の投資効率性と財務報告の質—のれんと将来業績に着目した実証分析—」国際会計研究学会第 39 回研究大会（於日本大学）.
- 金鉉玉・矢澤憲一・伊藤健頭. 2022. 「経営者交代が記述情報の変化に与える影響——有価証券報告書における記述情報を用いて——」『会計プロGRESS』23：49-67.
- 柴崎秀子・玉岡賀津雄. 2010. 「国語科教科書を基にした小・中学校の文章難易学年判定式の構築」『日本教育工学会論文誌』33（4）：449-458.
- 日経バリューサーチ（<https://valuesearch.nikkei.com/>）.
- 日本経済新聞電子版「日本企業、M&A 最多 4280 件、今年、DX や脱炭素けん引」2021 年 12 月

- 31 日.
- 日本経済新聞電子版「日本企業の M&A、22 年最多 4304 件 投資会社が存在感」2023 年 1 月 3 日.
- 日本経済新聞電子版「日本企業の M&A 件数、1～6 月最高 物流で人材奪い合い」2024 年 7 月 11 日.
- 日本経済新聞電子版「日本企業関わる M&A、23 年金額 5 割増 東芝など大型多く」2024 年 1 月 4 日.
- 増村紀子・奥原貴士 (2013)「のれんと将来業績の関連性」桜井久勝・音川和久編著. 2013. 『会計情報のファンダメンタル分析』中央経済社. 55-74.
- 李在鎬. 2016. 「日本語教育のための文章難易度に関する研究」『早稲田日本語教育学』21: 1-16.
- Baker, M., J.C. Stein, and J. Wurgler. 2003. When Does the Market matter? Stock Prices and the Investment of Equity-Dependent Firms. *The Quarterly Journal of Economics* 118 (3) : 969–1005.
- Biddle, G. C., and G. Hilary. 2006. Accounting Quality and Firm-Level Capital Investment. *The Accounting Review* 81 (5) : 963–982.
- Biddle, G. C., G. Hilary, R. S. Verdi. 2009. How does Financial Reporting Quality relate to Investment Efficiency?. *Journal of Accounting and Economics* 48 (2-3) : 112-131.
- Cheng, M., D. Dhaliwal, and Y. Zhang. 2013. Does Investment Efficiency Improve after the Disclosure of Material Weaknesses in Internal Control over Financial Reporting?. *Journal of Accounting and Economics* 56 (1) : 1–18.
- Dechow, P., I. D. Dichev. 2002. The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors. *The Accounting Review* 77: 35-59.
- Enomoto, M., B. Jung, S. G. Rhee, A. Shuto. 2020. Accounting Quality and Investment Efficiency in a Bank-Centered Economy: Evidence from the 2001 Bank Shareholding Limitation Act of Japan. (https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3650677) .
- Francis, J., R. LaFond, P. Olsson, and K. Schipper. 2005. The Market Pricing of Accruals Quality. *Journal of Accounting and Economics*. 39 (2) : 295–327.
- Li, F. 2008. Annual Report Readability, Current Earnings, and Earnings Persistence. *Journal of Accounting and Economics*. 45 (2–3) : 221-247.
- Li, Z., P. K. Shroff, R. Venkataraman, I. X. Zhang. 2011. Causes and Consequences of Goodwill Impairment Losses. *Review of Accounting Studies*. 16: 745–778.
- McNichols, M. F. 2002. Discussion of The Quality of Accrual Estimation Errors. *The Accounting Review*. 77 (Supplement) : 61-69.
- Myers, S. C., and N. S. Majluf. 1984. Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors do not Have. *Journal of Financial Economics*. 13 (2) : 187–221.
- Stein, J.C. 2003. Agency, Information and Corporate Investment. *Handbook of the Economics of Finance* edited by Constantinides, G., M. Harris, and R. Stulz. 111–65.
- Tahat, Y. A., A. H. Ahmed, M. M. Alhadab. 2018. The Impact of Intangibles on Firms' Financial and Market Performance: UK Evidence. *Review of Quantitative Finance and Accounting*. 50 (4) : 1147-1168.

(付記) 本研究は、科学研究費（学術研究助成基金助成金 若手研究 課題番号 18K12908）による研究成果の一部である。