

Title	合併比率の決定に影響する諸要因の分析
Sub Title	Factors Influencing on the Exchange Ratio of Merger
Author	黒川, 行治(Kurokawa, Yukiharu)
Publisher	
Publication year	1985
Jtitle	三田商学研究 (Mita business review). Vol.28, No.4 (1985. 10) ,p.113- 127
JaLC DOI	
Abstract	
Notes	
Genre	Journal Article
URL	<a href="https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00234698-19851025-04053852">https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00234698-19851025-04053852</a>

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the KeiO Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

三田商学研究  
28 卷 4 号  
1985 年 10 月

研究ノート

## 合併比率の決定に影響する諸要因の分析\*

黒川行治

### I 問題の所在

合併比率を算定する前提として、合併当事会社は、それぞれが自社及び候補となる相手の会社を評価する。企業評価に際し考慮するであろう要因を列挙すれば、経営者の資質、主力製品の種類、シェアおよび伸率、研究開発水準、販売チャネル、当事会社の属する産業の概況、労働組合、企業系列、利益の推移および変動、資金調達必要性、配当水準、資産の経過年数、税制上の利点等、枚挙にいとまがない。

合併当事会社の経営者は、候補となる会社と合併するか否か、あるいはいずれの会社と合併するかを決定する上で、経営者の念頭にある当該合併に関する個々の目標の達成期待度を、上記の企業評価要因個々に照らし、さらに目標達成度を総合化することにより企業の期待評価値を計算するであろう。(1)式は、この目標達成度の総合化による企業評価方法の一般式である。

$$EF_i = \sum_{j=1}^n W_j \cdot Q_{i,j} \quad (1)$$

ただし、

$EF_i$ :  $i$  企業に対する期待評価値

$Q_{i,j}$ :  $i$  企業、 $j$  目標の達成期待度

$W_j$ :  $j$  目標に対するウェイト

\* 当研究ノートは、基本的には、拙稿「合併比率と企業評価——合併比率に影響する要因の分析——」会田義雄編著『企業結合会計——その実態と理論——』第8章、中央経済社、1985年とほぼ同内容のものである。ただし、同稿は、紙幅の制約から分析結果の一部しか掲載していないため、読者の便宜を考え、分析結果の全てをここに掲載することにしたものである。なお、合併比率算定方法等については、同稿の方が詳細である。

$$\sum_{j=1}^n W_j = 1 \quad (2)$$

何を目標と選び、どれに相対的に大きなウェイトを付けるかは、すべて経営者の主観的判断であるが、おそらく企業の弱点を補うような目標には大きなウェイトが付されるであろう<sup>1)</sup>。当然ながら合併比率は、被合併会社の期待評価値が大きければ相対的に大きく、逆に期待評価値が小さければ相対的に小さくなる<sup>2)</sup>。

ところで、ある会社の株価が、当会社の将来の配当流列の割引現在価値によって定まるという古典的な株価形成モデルを前提としつつ、合併会社及び被合併会社相方の株主がともに当該合併によって損害を蒙らないという条件で合併比率を算定しようとする、当該合併によるシナジー効果が大きくなればなるほど、条件に合致する合併比率の幅が広くなるという理論的帰結がある<sup>3)</sup>。この幅が広いほど合併当事会社の交渉力の相違が合併比率に反映されることになる。

1) S. P. Sapienza, "Business Combinations and Enterprise Evaluation" *Journal of Accounting Research*, Vol. 2, No. 1, Spring 1964, p. 54 に具体例がある。

2) 吸収合併を念頭に置きつつ、合併比率を次のように定義する。すなわち、合併比率とは、被合併会社 (acquired entity) の株式1株につき交換のために供される合併会社 (acquiring entity) の株式数である。

3) K. D. Larson-N. T. Conedes, "Business Combinations: An Exchange Ratio Determination Model" *The Accounting Review*, Oct., 1969, pp. 720-728.

B. Lev, "A Comment on "Business Combinations: An Exchange Ratio Determination Model" *The Accounting Review*, July 1970, pp. 522-524.

このように合併比率は、経営者の主観的判断にもとづく企業評価と合併当事会社の交渉力の違いによって大きく影響されるのであるが、ではいかなる要因がどの程度合併比率に影響を与えるものなのかについては残念ながら実証分析の蓄積が少ないようである。そこで不完全なモデルではあるが、実際の合併比率の位置関係——すなわち合併会社株主に有利なのかあるいは被合併会社株主に有利なのか——を測定し、さらにその位置関係に影響を与える要因を定量的に分析してみようと思う。

## II 分析モデル

### 1. 使用するデータと合併比率の位置関係

分析のために使用するデータは、日本会計研究学会の「会社合併分割会計の研究」に関するスタディ・グループが行ったアンケート調査の中から、100%子会社の吸収合併例と株式額面の変更のための合併例を除く45例について抽出したものである<sup>4)</sup>。

合併比率の位置関係について測定目的に照らして妥当性がありかつ信頼できる測定指標は現時点では未だ存在しない。そこで測定目的に完全には合致しないが、しかし客観的な測定値を得るためのサロゲート指標を次のように定義する。

$$RM = AER - NAPS_0 / NAPS_1 \quad (3)$$

$$AER = ER + MPS / 50 \quad (4)$$

ただし、

$RM$ : 合併比率の位置関係指標

$NAPS_0$ : 合併会社の1株(50円換算)当たりの純資産

$NAPS_1$ : 被合併会社の1株(50円換算)当たりの純資産

$AER$ : 合併交付金修正後の合併比率<sup>5)</sup>

$ER$ : 額面50円換算による合併比率

$MPS$ : 1株(50円換算)当たりの合併交付金

(3)式右辺第2項は、合併当事会社の帳簿上の1株当たり純資産の比である。帳簿価額は、資産の含み益が反映されず、しかも会社が選択する会計政策如何によって決算数値が左右される等の問題を含んでいることから、合併比率を算定するための唯一の企業評価額ではない。実際に、帳簿価値基準は、再調達価値基準、清算価値基準、収益力基準、株価基準等と並ぶ複数の合併比率算定方法の中の1つでしかない。しかし現行の会計システムによって作成される会計数値は、他のいかなる合併比率算定方法あるいは企業評価方法を用いるについても、かならずや一度は参照されるに違いない唯一の客観的数値である。我々は利害が相反するエンティティ間の調整を行う場合、調整手段を選択する基準として通常、妥当性と信頼性を考慮する。そして妥当性に照らして明らかなる優劣が不明ならば、可能な限り信頼できる調整手段を選択する。合併比率の決定はまさに、前述したように合併会社株主と被合併会社株主との間の利害調整手段なのである。かかる点で、唯一現実存在する数値としての帳簿価値は、それを使用することについての明らかなる不妥当性が存しかつその事実を顕在化させうる状況にある場合を除いて、調整手段たる基準として重視されるであろう。かくして、実際に決定された合併比率の位置関係を測定するための比較基準として、帳簿上の1株当たり純資産の比を選んだのである。

とはいえ、このようにして定義される  $RM$  が0より大 ( $AER > NAPS_0 / NAPS_1$ ) の場合、下記のいくつかの要因が合成された結果である。すなわち

① 被合併会社には大きな含み益あるいはのれんが

4) 会田義雄教授ならびに当スタディ・グループ主査の荒川邦寿教授から、データの提供のみならず、分析について貴重なご教示を賜った。両教授ならびに当該スタディ・グループの各教授に対して深く感謝する次第である。

なお、合併例の中には、複数の会社を被合併会社とするものもあったが、個々の合併が同時になされたと解し、それぞれを別個のデータとして取扱った。

なお当アンケートは、当該スタディ・グループが、昭和54年から55年にかけて、調査時点以前の約5カ年間に合併を経験した会社のうち、資本金の大よそ1億円以上の大会社349社に対し行ったもので、116社から回答を得たのであった。その結果の概要についてはすでに雑誌『会計』(第19巻第5号)などに公表されている。

5) 合併交付金修正後の合併比率を(4)式で定義するのは簡便法である。たとえば、合併会社の1株当たり企業評価値が60円、被合併会社のそれが123円であったとしよう。そこで合併会社は実際に、被合併会社株式1株につき合併会社株式2株と合併交付金3円を交付したとする。正確な合併比率は2.05(123/60)である。しかし(4)式では、合併比率は2.06(2+3/50)になる。つまり正確な合併比率を知るには、合併当事会社が設定する合併会社の企業評価値(この例では60円)を知らねばできないのである。しかし、その評価値は企業外部の我々には判らない。

存在する。

- ② 被合併会社には合併会社の弱点を補うような、あるいは合併会社の目標を達成させる強みがある。
- ③ 交渉力が被合併会社の方が強い。
- ④ 合併会社が社会的体面、従業員対策などの政治的な配慮に基づく譲歩を行なった。

等々である。ともかく  $RM$  が 0 より大ならば、かかる要因が顕在化したという点で被合併会社を相対的に大きく評価していることになり、 $RM$  が 0 より小ならば、これらと反対の要因が顕在化したという点で被合併会社を相対的に小さく評価していることになる。

ところで、合併比率の位置関係指標としてもう 1 つ考えられる。それは、上記の  $RM$  の絶対値 ( $|RM|$ ) である。 $RM$  の絶対値は、被合併会社に対する評価の有利・不利を問わずして、前述の客観的数値たる純資産比率と実際の合併比率 (合併交付金修正後の合併比率) とがどの程度カイ離しているかを示すものである。

かくして分析の基本的構想は以下の 2 つである。

- (i) 合併に対する合併会社の目的や意識、あるいは合併当事会社の関係や合併の状況等が如何なる場合に、被合併会社を相対的に大きく (小さく) 評価し、被合併会社株主が有利 (不利) になるのだろうか。
- (ii) 合併当事会社の関係や合併の状況、あるいは合併比率の算定のために採用した方法や合併会計処理方法が如何なる場合に、実際の合併比率と純資産比率とのカイ離が大きくなるのだろうか。

では次に、これらの説明要因の個々の内容とその仮説について述べよう。

## 2. 説明要因とその仮説

前述のアンケートは、合併比率の位置関係を探るために設計されたものではない。そこで、調査項目を整理し、次の 3 つの観点から分析のための仮説を立てることにした。なお、仮説については、先験的に比較的簡単に考えるものについてのみ記述する。

### (1) 合併に対する合併会社の目的・意識

#### (1-a) 合併の目的

合併の目的が、占拠率の拡大や経営の多角化といった前向きの場合には被合併会社をより大きく評価し、二重投資の回避や管理費用の節減といった後ろ向きの場合にはそれほど大きく評価しないのではな

いか。

#### (1-b) 合併の意識

合併会社が当合併をバーチェス (非対等になされた合併で、他企業の買収と解す) と認識する方が、持分プーリング (合併等が対等になされ、株式の交換と解す) と認識するよりも被合併会社に対する評価は小さいのではないか。

### (2) 合併当事会社の関係、合併の状況

#### (2-a) 合併前の増減資の有無

合併前の増減資を行うのは、合併比率を対等に近づけると同時に、欠損金を整理して帳簿価値を調整することから、増減資を行う場合の方が、 $RM$  の絶対値は小さい (純資産比率と修正後合併比率とのカイ離は小さい) のではないか。

#### (2-b) 合併・被合併会社の株式相互持合の有無

#### (2-c) 合併計画の終了までの期間

長期 (1 年以上) の場合の方が、短期間に合併計画が終了した場合よりも交渉が長びき、種々な要素が考慮されたのであろうから、 $RM$  の絶対値は大きい (カイ離が大きい) のではないか。

#### (2-d) 合併会社は、被合併会社の株式の 90% 以上の比率をもって、自社の普通株式を交換したか

#### (2-e) 合併完了後 2 年間、被合併会社の重要な資産の処分計画をもっているか

#### (2-f) 合併会社と被合併会社との関係

被合併会社が合併会社の子会社や関連会社の場合には交渉力が弱くなり  $RM$  は小さくなるのではないか。

#### (2-g) 被合併会社の繰越欠損金の有無

繰越欠損がある会社を合併しようとする場合、当該会社に何らかの利点を見いだすからこそ合併するのであるから、合併比率は、帳簿価値以外の要素が反映され  $RM$  は大きくなるのではないか。

#### (2-h) 株価の有無

株価が存在する方が、 $RM$  の絶対値は大きく (カイ離が大きく) なるのではないか。

### (3) 合併比率の算定方法および合併会計処理方法

#### (3-a) 合併比率の算定方法

合併会社が「帳簿価額法」を用いていると回答した場合の方が、他の方法を用いていると回答した場合よりも  $RM$  の絶対値は当然ながら小さいのではないか。

#### (3-b) 資産価額の受入基準

帳簿価額のまま記帳した場合の方が、再調達価額で記帳した場合よりも  $RM$  の絶対値は小さいのではないか。もしこの仮説が検証されるのならば、資産の受入基準と合併比率とが連動するということになる。

(3-c) 利益剰余金をそのまま引きつぐかそれを資本準備金とするか

利益剰余金をそのまま引きつぐという処理は、資本準備金を少しでも小さくしておこうとするためであるから、それに該当する場合には資本準備金と同性質の資本金も小さくしたいために、合併比率を小さくする ( $RM$  が負となる) のではないか。

(3-d) 合併会計処理上重視した基準

企業会計原則は現物出資説に近く、商法・税法は人格承継説に近いとする意見が多数説であるとされるが、合併比率と上記のいずれを重視したかとの関係では明確な仮説はたてられない<sup>6)</sup>。

### 3. 分析方法

#### (1) 説明要因個々の分析

上記の先験的な仮説には、 $RM$  が説明要因の内容によって異なるのではないかというものもあれば、 $RM$  の絶対値 ( $|RM|$ ) が説明要因の内容によって異なるのではないかというものもある。前述したように、それらの仮説は比較的たやすく考えうるものを列挙したにすぎない。そこで、各サンプルの  $RM$  と  $|RM|$  の値を測定し、すべての説明要因について  $RM$  と  $|RM|$  の平均値と標準偏差を計算し、ウエルチの  $T$  検定を行った。ウエルチの  $T$  検定は、2つのグループの標準偏差が等しいとは仮定せずに行う平均値の差の検定である。また、検定の信頼度を高めるためにウィルコクソンの順位検定 ( $W$  検定) を行った。なお、有意水準 1% (片側検定の場合に換算) で有意な差が認められた場合には“○”，有意水準 5% (片側検定の場合に換算) で有意な差が認められた場合には“\*”，有意水準 10% (片側検定の場合に換算) で有意な差が認められ

6) 税法規定の影響として考えられるのは次の2点である。①被合併会社に欠損金がある場合、当該欠損金の引継ぎが税務上損金として認められないので、資産の評価益を計上して相殺することが多くなる。したがって  $RM$  は正となる。②上記とは反対に被合併会社が優良会社で純資産比率が高いような場合、合併比率をそれ以上大きくして清算所得を発生させることはないであろう。したがって  $RM$  が正となることはまずないであろう。

た場合には“△”を表中所定の欄に付した。

なお有意差検定は、①各説明要因に該当する質問に対する回答の有・無によってサンプルを2分し、それらの2グループ間について行うとともに、②質問に対する回答のカテゴリーが2つ以上からなる質問の場合には、各カテゴリーに対して有(当)と回答したサンプル間についても行った。(これを「項目間の検定」と呼ぶことにする)。ただし、厳密な排反カテゴリーとはなっていない質問もあり、回答合計が45件を越えることもある。

#### (2) 説明要因の総合的分析

各説明要因間の交互作用を考え、数量化理論 I 類 (ダミー変数による重回帰分析) による総合的分析を行った。なお、独立的な説明変数によるモデルを作るため、説明変数間の独立性の検定 (分割表による適合度検定) を併せて行った。

## III 分析結果

合併例45件の基本統計量は、1株当たり純資産比率が、平均1.097、標準偏差2.976、合併交付金修正後の合併比率が、平均1.084、標準偏差1.397、合併比率の位置関係指標 ( $RM$ ) が、平均-0.013、標準偏差1.939、 $RM$  の絶対値が、平均1.008、標準偏差1.649であった。説明要因ごとに順次結果を検討してみよう。

### 1. 合併に対する合併会社の目的・意識

#### (1-a) 合併の目的

回答した項目すべてをカウントした場合と、そのうち第一順位と思われるもの<sup>7)</sup>のみをカウントした場合とで結果が異なった。「占拠率の拡大」や「経営の多角化」といった前向きな目的がある場合に、被合併会社をより大きく評価するのではないかという仮説は、複数回答では妥当するが、第一順位のみでは否定された。「二重投資の回避または排除」や「子会社、分割会社等の吸収のため」といった前向きとはいえない目的の場合には、被合併会社の評価は小さくなるという仮説はほぼ妥当するようである。「事業不振会社の整備のため」という目的を有する場合には、被合併会社の評価は大きくなるという結果を得たが、これはある

7) 順位を付して回答していない合併例では、その他の質問事項から判断して第1順位であろう項目を見いだす努力をしたが、それでも不明の場合には回答した項目をすべて第一順位として取扱った。

表1 合併の目的

合併の目的	回答	複数回答				第1順位					
		件数	RM	T/W	RM	T/W	件数	RM	T/W	RM	T/W
a 占拠率の拡大または販売力の強化	有	24	0.299		0.805		16	-0.268		0.463	*
	無	21	-0.369		1.240	Δ	29	0.128	*	1.309	*
b 経営の多角化	有	6	0.578		0.941	*	2	-0.544	*	0.544	*
	無	39	-0.104		1.018	*	43	0.012	Δ	1.030	
c 二重投資の回避または排除	有	12	-0.571	Δ	0.843		8	-0.430		0.827	
	無	33	0.190	*	1.068		37	0.077		1.047	
d 技術開発力の強化	有	4	-0.779	Δ	0.930		0	—		—	
	無	41	0.062	*	1.016		45				
e 資金調達力または企業信用の増大	有	9	0.084		0.599	Δ	3	0.865		0.865	
	無	36	-0.037		1.110		42	-0.075	*	1.018	
f 管理費用の節減	有	8	-0.399	*	0.497	*	2	0.045		0.174	○
	無	37	0.071	*	1.119	*	43	-0.015		1.047	Δ
g 子会社、分割会社等の吸収のため	有	11	-0.685		1.316		11	-0.685		1.316	
	無	34	0.205		0.908		34	0.205		0.908	
h 事業不振会社の整備のため	有	10	1.308	*	1.434		10	1.308	*	1.434	
	無	35	-0.390	○	0.886		35	-0.390	○	0.886	

<項目間の検定>

(複数回答)

	b	c+f	d	e	g	h
a	*	* Δ	Δ * Δ			* Δ
b		* * Δ	* *		* Δ	.
c+f				Δ	Δ	○ Δ ○
d				Δ Δ		○ ○
e					Δ Δ	○* *
g						○ * Δ

(第1順位)

	b	c+f	e	g	h
a	*		* ○ Δ		* ○*
b			Δ Δ	Δ	Δ *
c+f			Δ *		○ Δ * Δ
e				* *	
g					○ * Δ

(注)  $RM$  の  $T$  検定 |  $|RM|$  の  $T$  検定  
 $RM$  の  $W$  検定 |  $|RM|$  の  $W$  検定

程度の株式を被合併会社の株主に交付する必要性があることや企業の体面・従業員対策などの政治的配慮に基づくものであろう。

なお、 $RM$  の絶対値についてみると、「子会社、分割会社等の吸収のため」と「事業不振会社の整備のため」という目的を有する場合に、合併比率と純資産比率とのカイ離が大きい。かかる目的を有する場合には、帳簿価値にこだわらずに合併比率が決定されるこ

とが多いということであろうか。

(1-b) 合併の意識

仮説とは正反対の結果であり、買収方式と認識する場合の方が持分プーリングと認識する場合よりも、被合併会社に対する評価は大きくなった。前者の場合には合併会社は被合併会社の帳簿価額以外の種々な企業評価要因を考慮していると解すべきなのかもしれない。

表2 合併の意識

合併の意識	回答	件数	RM	T/W	RM	T/W
買収方式が妥当 a するケースと考 える	有	13	1.126	*	1.275	
	無	32	-0.476	*	0.899	
持分プーリング b 方式が妥当する ケースと考える	有	28	-0.313		0.730	
	無	17	0.481	*	1.466	

&lt;項目間の検定&gt;

	b
a	* o

(注)

RMのT検定	RM のT検定
RMのW検定	RM のW検定

## 2. 合併当事会社の関係、合併の状況

## (2-a) 合併前の増減資の有無

合併前に増減資を行った方が、RMの絶対値は小さくなるのではないかという仮説は、若干その傾向はあるものの有意な差はなかった。

表3 合併前の増減資の有無

	回答	件数	RM	T/W	RM	T/W
合併前の増減資	有	15	-0.024		0.792	
	無	30	-0.007		1.116	

## (2-b) 合併・被合併会社の株式相互持合の有無

株式の相互持合がある場合には、相互持合がない場合に比べ、被合併会社の評価は小さくなるという結果が得られた。合併比率が小さいということは増加資本金が小さく被合併会社の株主が軽視されたことになる。公平な合併比率算定が、企業の密接な関係(株式持合による経営者支配といえなくもない)のために株主軽視という形で阻害されているという重大な示唆を与えるものかもしれない。

なお、RMの絶対値についてみると、株式の相互持合がある場合の方がいない場合よりも、合併比率と純資産比率のカイ離が小さく、株式持合がある場合には帳簿価値以外の要素が積極的に反映されにくい傾向にあるといえよう。

表4 株式相互持合

	回答	件数	RM	T/W	RM	T/W
合併・被合併会社 相互間における10 %を越える株式の 相互持合	有	20	-0.550	*	0.788	
	無	25	0.417	*	1.184	*

## (2-c) 合併計画の終了までの期間

交渉が長びくということは、種々な要素が考慮されたのであろうから、RMの絶対値は大きいのではないかという仮説とは反対の結果となった。

表5 合併計画終了までの期間

	回答	件数	RM	T/W	RM	T/W
合併は計画の開始 から1年以内に完 了した	当	41	0.008		1.063	*
	否	4	-0.223		0.445	

## (2-d) 合併会社は、被合併会社の株式の90%以上の比率をもって、自社の普通株式を交換したか

特筆すべき結果はない。

表6 普通株式の交換

	回答	件数	RM	T/W	RM	T/W
合併会社は、被合 併会社の株式の90 %以上の比率をも って、自社の普通 株式を交換した	当	19	-0.139		0.966	
	否	26	0.080		1.017	

## (2-e) 合併完了後2年間、被合併会社の重要な資産の処分計画をもっているか

被合併会社の重要な資産の処分計画をもっている方が被合併会社に対する評価が高く、かつカイ離も大きかった。おそらく、当該資産は不要だから処分するのではなく、むしろ処分することにより含み益やのれん相当分が顕現するような内容だったのであろう。

表7 重要な資産の処分計画

	回答	件数	RM	T/W	RM	T/W
合併完了後2年間 被合併会社の重要 な資産の処分計画 をもっている	当	5	1.568		1.968	
	否	40	-0.210		0.888	

## (2-f) 合併会社と被合併会社との関係

仮説どおり、被合併会社の交渉力が弱い立場にあるほど(交渉力は $a < b < c < d$ になろう)、被合併会社の価値は小さく評価されるという結果が得られた。

なお、RMの絶対値についてみると、被合併会社が合併会社の関連会社である場合にカイ離が小さく、帳簿価値が非常に重視されるという結果になった。

表8 合併会社と被合併会社との関係

	回答	件数	RM	T/W	RM	T/W
a 被合併会社は合併会社の子会社	有	12	-0.831	△	1.083	△
	無	33	0.285			
b 被合併会社は合併会社の関連会社	有	8	-0.018		0.386	○
	無	37	-0.011			
c 持株関係はないが経済上密接な関係がある	有	10	-0.091		1.098	
	無	35	0.010			
d 両社は兄弟会社または競争会社の関係がある	有	22	0.404	△	0.981	
	無	23	-0.412			

<項目間の検定>

	b	c	d
a		△	*
b		*	△ △
c			

(注)  $RM$  の  $T$  検定 |  $RM$  | の  $T$  検定  
 $RM$  の  $W$  検定 |  $RM$  | の  $W$  検定

(2-g) 被合併会社の繰越欠損金の有無

被合併会社に繰越欠損金があり、帳簿上の純資産比率で算定するほどには、合併比率に較差をつけられないという前述した種々な政治的配慮、ならびに税法規定の影響で繰越欠損金を相殺するために資産の含み益が顕在化しやすい結果、繰越欠損金がある場合に  $RM$  が大きくなるのであろう。

表9 被合併会社の繰越欠損金の有無

	回答	件数	RM	T/W	RM	T/W
被合併会社の繰越欠損金の有無	有	12	1.464	○	1.491	
	無	33	-0.550	○		

(2-h) 株価の有無

仮説と反対に、株価が存在する方が  $RM$  の絶対値は若干小さくなっているが、明確な有意差はなく、特筆すべき結果ではない。

表10 株価の有無

	回答	件数	RM	T/W	RM	T/W
株価の有無	有	9	-0.306		0.821	
	無	36	0.061			

3. 合併比率の算定方法および合併会計処理

(3-a) 合併比率の算定方法

① 表11は、株価の有無による区分をし、複数回答をともに認める(併用法の場合に、併用法と、その内容それぞれをカウントする)場合である。

株価が存在する場合に、帳簿価額法以外の株式市価基準法、再調達価額法、平均収益率法、併用法等を採用したと回答した例では、すべて純資産比率よりも合併比率は小さく、したがって  $RM$  が負になり被合併会社の株主は不利になっている。非常に興味深いことだが、株価が存在する場合の帳簿価額法以外の方法を採用する理由は、もしかすると  $RM$  を負にするためのものかもしれない。

株価が存在しない場合には、上記とは逆に、再調達価額法、収益還元価値法、将来収益を加味した方法、併用法を採用したと回答した例では、純資産比率よりも合併比率が大きくしかも純資産比率はすべて負である。つまり、株価が存在しない場合に帳簿価額法以外の方法を採用しようとするのは、純資産比率を用いたのでは妥当な合併比率が測定できず、政治的考慮を払うための方便なのかもしれない。

なお、株価の有無にかかわらず帳簿価額法を採用した場合には、他の方法を採用した場合よりも  $RM$  の絶対値は相対的に小さいという仮説どおりの結果となった。

② 表12は、株価の有無を区分せず、複数回答をカウントしない(併用法の場合に、併用法のみをカウントする)で測定したものである。

再調達価額法、収益還元価値法、併用法を採用したと回答した例では、被合併会社を相対的に大きく評価しており、逆に株式市価基準法、平均収益率法を採用したと回答した例では被合併会社を相対的に小さく評価している。

帳簿価額法を採用したと回答した例では、 $RM$  の絶対値は小さく仮説どおりである。

すべての合併比率算定方法に共通していえることは、純資産比率よりも合併比率の方が1対1に近いということである。政治的配慮が反映され合併比率は1対1に収れんする傾向にあるといえよう。そしていずれの方法もその調整のために採用されているといえなくもないのである。

(3-b) 資産価額の受入基準

資産価額の受入基準として、原則として帳簿価額を採用したと回答した例では、純資産比率と合併比率の



表11 合併比率の算定方法—1  
(株価の有無による区分をし、複数回答をともに認める場合)

合併比率の算定方法	回 答	件 数	純資産比率		合併比率		RM		RM		
			平均値	T W	平均値	T W	平均値	T W	平均値	T W	
株 価 有	株式市価基準法	有	9	1.356		0.855		-0.501		0.726	
		無	36	1.032		1.141		0.109		1.079	
	帳簿価額法	有	4	0.886		0.903		0.017		0.250	○
		無	41	1.117		1.101		-0.016		1.082	△
	再調達価額法	有	2	2.411	*	1.000		-1.411	*	1.411	
		無	43	1.035	*	1.088		0.052	*	0.989	△
	収益還元価値法	有	0	—		—		—		—	
	無	45	—		—		—		—		
平均収益率法	有	3	1.790		0.863		-0.927	△	0.954		
	無	42	1.047	△	1.100		0.053	*	1.012		
将来収益を加味した方法	有	0	—		—		—		—		
無	45	—		—		—		—			
併用法	有	6	1.394		0.935		-0.459		0.637		
	無	39	1.051		1.107		0.056	△	1.065		
その他	有	1	1.965		1.500		-0.465		0.465		
	無	44	1.077		1.074		-0.003		1.020		
株 価 無	帳簿価額法	有	22	1.455		1.337		-0.118		0.807	
		無	23	0.754		0.841		0.088		1.200	
	再調達価額法	有	12	-0.101	*	0.890		0.991	*	1.247	
		無	33	1.532	△	1.154		-0.378	△	0.921	
	収益還元価値法	有	6	-0.425		0.828		1.252		1.586	
		無	39	1.331		1.123		-0.207		0.919	
平均収益率法	有	3	1.635		0.663	△	-0.972		1.117		
無	42	1.058		1.114	△	0.056		1.000			
将来収益を加味した方法	有	3	-1.114	*	0.400	△	1.514	△	1.514		
	無	42	1.254	○	1.133	*	-0.122	*	0.972		
併用法	有	8	-0.259	△	0.858		1.117		1.451		
	無	37	1.390		1.133		-0.257		0.912		

表12 合併比率の算定方法—2  
(株価の有無を区分せず、併用法の内容個々はカウントしない場合)

合併比率の算定方法	回 答	件 数	純資産比率		合併比率		RM		RM	
			平均値	T W	平均値	T W	平均値	T W	平均値	T W
a 株式市価基準法	有	5	1.732		0.817		-0.916		1.107	
	無	40	1.017		1.117		0.100	△	0.996	
b 帳簿価額法	有	22	1.455		1.337		-0.118		0.807	
	無	23	0.754		0.841		0.088		1.200	
c 再調達価額法	有	12	-0.101	*	0.890		0.991	*	1.247	
	無	33	1.532	*	1.154		-0.378	△	0.921	
d 収益還元価値法	有	6	-0.425		0.828		1.252		1.586	
	無	39	1.331		1.123		-0.207		0.919	

合併比率の算定方法	回答	件数	純資産比率		合併比率		RM		RM	
			平均値	T/W	平均値	T/W	平均値	T/W	平均値	T/W
e 平均収益率法	有無	3 42	1.635 1.058		0.663 1.114	△ △	-0.972 0.056		1.117 1.000	
f 将来収益を加味した方法	有無	2 43	-1.226 1.205	*	0.100 1.130	○	1.326 -0.075		1.326 0.993	
g 併用法	有無	13 32	0.442 1.362		0.914 1.153		0.472 -0.210		1.184 0.937	
h その他の方法	有無	0 45	—		—		—		—	

<項目間の検定>

	b	c	d	e	f	g	h
a	△	**	△			△	
b		*	△				
c				*		△	
d				*		△	
e					△	△	
f							
g							

(注)  $\frac{RMのT検定}{RMのW検定} \quad \frac{|RM|のT検定}{|RM|のW検定}$

表13 資産価額の受入基準

資産価額の受入基準	回答	件数	純資産比率		合併比率		RM		RM	
			平均値	T/W	平均値	T/W	平均値	T/W	平均値	T/W
a 帳簿価額	有無	39 6	1.288 -0.150	* *	1.164 0.562	△ *	-0.124 0.712	△ △	1.045 0.766	
b 再調達価額	有無	7 38	-1.422 1.560	* ○	0.589 1.175	* *	2.010 -0.385	* ○	2.057 0.815	
c のれんの計上	有無	1 44	-0.156 1.125		0.200 1.104		0.356 -0.021		0.356 1.023	

<項目間の検定>

	b+c
a	* ○

(注) 回答が複数の項目に亘っている例、ならびに回答の選択肢が a, b, c 以外にもあるの  
でそれらに回答した例もある。

$\frac{RMのT検定}{RMのW検定} \quad \frac{|RM|のT検定}{|RM|のW検定}$

表14 資産価額の受入基準と合併比率の算定方法  
 (株価の有無を区別せず、併用法の内容個々はカウントしない場合)

	資産価額の 受入基準	合併比率の 算定方法	回 答	件 数	純資産比率		合併比率		RM		RM	
					平均値	T W	平均値	T W	平均値	T W	平均値	T W
a	帳簿価額	株式市価基準法	当 否	3 42	2.630 0.987	*	0.944 1.094		-1.686 0.107	△ *	1.686 0.960	△
b	〃	帳簿価額法	当 否	20 25	1.561 0.725		1.375 0.851		-0.186 0.126		0.814 1.163	
c	〃	再調達価額法	当 否	10 35	-0.200 1.467	△ △	0.875 1.143		1.075 -0.324	△ △	1.350 0.910	
d	〃	収益力基準 (その他の方法含む)	当 否	10 35	-0.032 1.419	△	0.676 1.200	* *	0.708 -0.219		1.535 0.858	
e	〃	併用法	当 否	13 32	0.442 1.362		0.914 1.153		0.472 -0.210		1.184 0.937	
f	再調達価額 (のれんの計上含む)	株式市価基準法	当 否	1 44	-0.156 1.125		0.200 1.104		0.356 -0.021		0.356 1.023	
g	〃	帳簿価額法	当 否	2 43	0.390 1.129	△	0.960 1.090		0.570 -0.040		0.733 1.021	
h	〃	再調達価額法	当 否	4 41	-1.836 1.383	△ ○	0.930 1.099		2.767 -0.284	△ *	2.848 0.829	*
i	〃	収益力基準 (その他の方法含む)	当 否	6 39	-0.797 1.388	*	0.498 1.174	* ○	1.295 -0.214		2.340 0.803	
j	〃	併用法	当 否	2 43	-4.062 1.336	*	0.900 1.092		4.962 -0.244	○	4.962 0.824	*

## &lt;項目間の検定&gt;

	b	c	d	e	f	g	h	i	j
a	△ **	* *	* *	△ *		△ △	○ *	○ *	△ △
b	/	○	*△				○* *△	**	△△ **
c		/					** △	△	△△ △△
d			/				**	△	*△ △△
e				/			*		**
f					/				
g						/	△△		** **
h							/	*	△△
i								/	*△ △

(注)

RMのT検定	RM のT検定
RMのW検定	RM のW検定

カイ離は小さいが、再調達価額を採用したと回答した例では、カイ離が大きく、しかも負の純資産比率を少しでも1に近づける方向で合併比率が決められていることがわかる。換言すれば、再調達価額によって資産を受入れるのは、被合併会社の帳簿上の純資産が負であるような場合に多いということである(表13)。

この点をもう少し詳細に分析するため、資産価額の受入基準と合併比率の算定方法とのクロス分析を試みよう。

資産の受入基準としては、帳簿価額と再調達価額(のれんの計上を含む)を対立するものとして選択した。さて、表14をみると、合併比率の算定方法として再調達価額法、収益力基準および併用法を用いた場合には、資産価額の受入基準が帳簿価額、再調達価額いずれの方法にせよRMは正であり、純資産比率で算定する場合よりも被合併会社株主に少しでも有利になるような合併比率に調整されている。しかもその調整の幅(RMおよび|RM|の大きさ)は、資産の受入基準が再調達価額の場合の方が帳簿価額の場合よりもかなり大きい。

また、資産価額の受入基準として帳簿価額を採用し、合併比率の算定方法として株式市価基準法を用いた場合、RMは負であり、被合併会社株主にとっては純資産比率よりもかなり不利な合併比率に決定されていることがわかる。

(3-c) 利益剰余金をそのまま引きつぐかそれを資本準備金とするか

利益剰余金を資本準備金として引きつぐ場合もそのまま利益剰余金として引きつぐ場合もともにRMは負であった。しかし前者は後者に比べ純資産比率がかなり大きくかつそのために調整の幅(RMおよび|RM|の大きさ)も大きい。裏を返せば、純資産比率によって合併比率を決定する場合よりも実際にはかなり小さい合併比率に決定している(RMが負)ために、資本金および資本準備金の増加部分が相対的に小さくなっており、これを修正するために、合併会社は被合併会社の利益剰余金をすべて資本準備金としたと解せなくもない(そのために現物出資的処理をする)。

(3-d) 合併会計処理上重視した基準

税法規定、企業会計原則を重視した場合RMの絶対値は小さい。

表16 合併会計処理上重視した基準

	回答	件数	RM	T/W	RM	T/W
商法規定	有無	33	-0.277		0.888	
		12	0.715		1.339	
税法規定	有無	19	0.057		0.492	*
		26	-0.064	△	1.385	○
企業会計原則	有無	8	-0.083		0.438	*
		37	0.002		1.131	

4. 数量化理論I類モデル

上述した個々の説明要因に若干の整理を施し、総合的に分析した結果が表17である。

表15 利益剰余金の処理

利益剰余金の処理	回答	件数	純資産比率		合併比率		RM		RM	
			平均値	T/W	平均値	T/W	平均値	T/W	平均値	T/W
a 被合併会社に利益剰余金はない	有無	10	-0.944	○	0.712	△	1.656	*	1.689	
		35	1.680	○	1.190	*	-0.490	○	0.814	△
b 利益剰余金をすべて資本準備金とした	有無	8	3.745	△	2.068		-1.678	*	1.995	
		37	0.524	*	0.871		0.347	△	0.795	*
c 利益剰余金をそのまま引きついだ	有無	25	1.129		0.975		-0.153	*	0.496	*
		20	1.057		1.220	△	0.163	*	1.648	*

<項目間の検定>

	b	c
a	○ ○	○* ○*
b	△	* *

(注) RMのT検定 |RM|のT検定  
RMのW検定 |RM|のW検定

表17 数量化理論I類モデル1

説明変数		RM			RM		
		係数	範囲	偏相関係数	係数	範囲	偏相関係数
(1) 合併の目的	占拠率の拡大または販売力の強化	0.377	3.237	0.610	0.250	3.736	0.481
	経営の多角化	-0.603			-2.502		
	二重投資の回避または排除および管理費用の節減	-0.473			-0.571		
	資金調達力または企業信用の増大	0.726			1.086		
	子会社・分割会社等の吸収	-1.498			-0.145		
	事業不振会社の整備	1.738			1.234		
	その他	-0.545			-1.112		
(2) 合併意識の	買収方式が妥当と考える	0.763	2.353	0.448	0.019	2.716	0.496
	持分プーリング方式が妥当と考える	-0.127			-0.347		
	その他	-1.589			2.368		
(3) 合併前の増減資	有無	-0.077 0.039	0.116	0.052	-0.077 0.039	0.116	0.046
(4) 株式相互持合	有無	0.301 -0.241	0.542	0.205	-0.024 0.019	0.044	0.014
(5) 合併は計画の開始から1年以内に完了した	当否	0.084 -0.864	0.948	0.184	0.287 -2.940	3.227	0.518
(6) 合併会社は、被合併会社株式の90%以上の比率をもって、自社の普通株式と交換した	当否	-0.214 0.156	0.370	0.156	-0.353 0.258	0.610	0.237
(7) 被合併会社の重要な資産の処分計画がある	当否	2.396 -0.300	2.696	0.574	3.317 -0.415	3.731	0.615
(8) 合併会社との関係	被合併会社は合併会社の子会社	-0.152	0.854	0.219	0.099	1.326	0.309
	被合併会社は合併会社の関連会社	0.406			0.715		
	持株関係はないが経済上密接な関係あり	0.552			0.599		
	両社は兄弟会社または競争会社	-0.302			-0.610		
(9) 被合併会社の繰越欠損金	有無	0.032 -0.012	0.044	0.015	0.113 -0.041	0.154	0.047
(10) 株価の有無	有無	-1.169 0.292	1.461	0.457	-0.708 0.177	0.885	0.253
(11) 合併率法併算比定	株式市価基準法	-1.110	0.393	0.134	0.316	1.119	0.301
	帳簿価額法	-0.226			-0.685		
	併用法	0.167			0.434		
	その他	0.138			0.164		
(12) 資産価額の受入基準	帳簿価額 再調達価額	-0.180 0.831	1.010	0.287	-0.067 0.311	0.378	0.100
(13) 利益剰余金の処理	被合併会社に利益剰余金はない	0.908	1.981	0.458	-0.860	3.659	0.607
	利益剰余金をすべて資本準備金とした	-1.073			1.997		
	利益剰余金をそのまま引きついだ	0.169			0.208		
	利益剰余金の一部をそのまま引きついだ	-0.881			-1.662		
(14) 税法規定を重視した	当否	0.737 -0.538	1.275	0.453	0.014 -0.011	0.025	0.009
定数項		-0.013			1.008		
重相関係数 (R <sup>2</sup> )		0.8725 (0.7613)			0.7615 (0.5799)		

① 被説明変数として  $RM$  を用いた「モデル 1- $RM$ 」の説明力は約76%、被説明変数として  $RM$  の絶対値を用いた「モデル 1- $|RM|$ 」の説明力は約58%であり、前者の方がかなり高かった。

「モデル 1- $RM$ 」の中で偏相関係数の大きいいわゆる  $RM$  に対して説明力の高い説明変数は、「合併の目的」、「合併の意識」、「被合併会社の重要な資産の処分計画」、「株価の有無」、「利益剰余金の処理」、「税法規定の重視」である。

説明変数個々の係数の符号あるいは効果が、前述の個別的分析の結果と一致しているならばより説得力がある。係数の符号あるいは効果が反対の変数は、「占拠率の拡大または販売力の強化」、「株式相互持合」、「被合併会社は合併会社の関連会社」、「合併当事会社間に持株関係はないが、経済上密接な関係がある」、「両社は兄弟会社または競争会社」である。

「モデル 1- $|RM|$ 」の中で偏相関係数の大きな説明変数は、「合併の目的」、「合併の意識」、「合併計画完了までの期間」、「被合併会社の重要な資産の処分計画」、「利益剰余金の処理」である。

係数の符号あるいは効果が反対の変数は、「合併の

目的に関する諸変数」、「会社の関係に関する諸変数」、「利益剰余金の処理に関する諸変数」、「税法規定の重視」である。

両モデルともいくつかの説明変数の係数の符号あるいは効果が、個々の分析結果と反対となる。残念ながら、変数の数に比べてサンプルの数が相対的に小さいことおよび説明変数がすべて独立とはいえないので、安定した多変量解析の結果を示すには無理があるう。

② そこで、説明力の比較的大きかった「モデル 1- $RM$ 」について、説明力の減少を押しえながらモデルに組み込む説明変数の数をサンプル数の約 1/3 にまで減らすことを目標に、比較的安定したモデルを作ることとした。

表19の「モデル 2」は、「モデル 1- $RM$ 」で偏相関係数が大きく、かつ個々の説明要因の分析でも有意な結果があり、しかも互いに独立的であるような4項目を説明変数として選択したモデルである。当モデルの説明力は約62%と「モデル 1- $RM$ 」と比べ約14%の減少にとどまった。しかし、係数の符号あるいは効果が、「経営の多角化」ならびに「資金調達力または企

表18 説明変数間の独立性

説明変数	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)
(1) 合併の目的			○				○			*			
(2) 合併の意識	/							*			*		
(3) 合併前の増減資		/											
(4) 株式相互持合			/				○	*			*		*
(5) 計画完了期間				/		○	*						
(6) 株式交換が90%以上					/								
(7) 資産処分計画						/						*	
(8) 会社の関係							/						*
(9) 繰越欠損金の有無								/			○	○	
(10) 株価の有無									/	○			
(11) 合併比率算定方法										/			
(12) 資産価額の受入基準											/	○	
(13) 利益剰余金の処理												/	
(14) 税法規定の重視													/

(注) ○：有意水準1%で変数間の独立性が否定されるもの  
\*：有意水準5%で変数間の独立性が否定されるもの

業信用の増大」の2つの説明変数において、個別的分析の結果と反対であった。

③ 最後に、モデルに組み込む説明変数の数がサンプル数の約1/3で、しかも、係数の符号あるいは効果が個別的な分析と全て一致することを目標に、相互に独立である変数の組み合わせにより作成したのが「モデル3」である。当然ながらモデルの説明力は約45%と大幅に落ちている。

当分析で用いたサンプルに関する限り、「モデル3」は比較的安定していると解し、係数の符号・大きさを考慮することにより、典型的解釈をしてみよう。

- ア 事業不振会社の整備を当合併の目的とし、かつ被合併会社を買収するという意識をもち、また税法規定を重視し、そして株価は存在しないような状況においては、被合併会社株主にとって純資産比率と比較して相対的に有利な合併比率となる。
- イ 子会社・分割会社等の吸収を当合併の目的とし、当合併を持分プーリングであると意識し、ま

た税法規定を重視せず、株価が存在するような状況では、被合併会社株主にとって相対的に不利な合併比率となる。

#### 5. 説明変数間の関係

表18は、説明変数間の関係を調べるために分割表による適合度検定を行った結果である。そのなかで、比較的興味深いものだけを列挙する。

- ①被合併会社に繰越欠損金がある場合には資産を再調達価格で受入れる例が多く、繰越欠損金が無い場合には資産を帳簿価額で受入れる例が多い(変数(9)―(12))。
- ②資産を再調達価額で受入れる場合には株式の相互持合は無い例が多い(変数(4)―(12))。
- ③被合併会社の重要な資産の処分計画がある場合、利益剰余金の一部をそのまま引きついでと回答する例が多い(変数(7)―(13))。
- ④株式の相互持合が有る場合に、被合併会社に繰越欠損金がある例は少ない(変数(4)―(9))。

表19 数量化理論I類モデル2・モデル3

説明変数		モデル2			モデル3		
		係数	範囲	偏相関係数	係数	範囲	偏相関係数
(1) 合併の目的	占拠率の拡大または販売力の強化	-0.140	2.089	0.487	-0.226	2.966	0.558
	経営の多角化	0.270			-0.930		
	二重投資の回避または排除および管理費用の節減	-0.131			-0.084		
	資金調達力または企業信用の増大	-0.546			1.236		
	子会社・分割会社等の吸収	-0.824			-1.142		
	事業不振会社の整備	1.264			1.824		
	その他	0.092			-0.298		
(2) 合併意識の	買収方式が妥当と考える	0.970	3.024	0.563	1.229	3.149	0.531
	持分プーリング方式が妥当と考える	-0.157			-0.296		
	その他	-2.054			-1.920		
(10) 株価の有無	有無						
					-0.773 0.193	0.967	0.255
(13) 利益剰余金の剰余理	被合併会社に利益剰余金はない	1.552	3.313	0.646			
	利益剰余金をすべて資本準備金とした	-1.761					
	利益剰余金をそのまま引きついで	-0.133					
	利益剰余金の一部をそのまま引きついで	-0.044					
(14) 税法規定を重視した	当否	0.357 -0.261	0.619	0.247	0.358 -0.262	0.620	0.206
	定数項	-0.013			-0.013		
重相関係数 (R <sup>2</sup> )		0.7878(0.6207)			0.6676(0.4456)		

- ⑤被合併会社の重要な資産の処分計画がある場合、合併が計画の開始から1年以内に完了しない例が多い(変数(5)―(7))。
- ⑥株式の相互持合が有る場合には税法規定を重視したと回答する例が多く、相互持合が無い場合には、税法規定を重視したと回答しない例が多い(変数(4)―(4))。

#### IV 結 語

合併比率は画一的に定まるものではなく、合併当事会社が互いに行う企業評価に、交渉力の違いや政治的配慮が加味されて決定されるのである。当研究は、この関係を定量的に分析するために、はなはだ不完全ではあるが、合併比率の位置関係指標 (*RM*) を定義し、それに影響を与えるであろう説明要因として、合併の目的や合併に対する意識、合併当事会社の関係、合併の状況、合併比率の算定方法および合併会計処理方法等に関する諸変数を用いて分析を行ったのである。

合併比率は合併当事会社の株主にとって、彼らの持分を調整する重要な指数である。それが上記のように合併当事会社の判断・政治的配慮によって決定される。たとえば被合併会社に欠損金があるような場合、

合併比率は純資産比率で算定した場合と比べ、被合併会社株主にかなり有利な合併比率になるよう調整されている。そのために、資産を再調達価額で受け入れたら、再調達価額法や収益力基準を用いて合併比率を算定するようにみえる。しかし、残念ながら当分析でわかるのはここまでである。上記のような場合、その背後にある経営者の判断が、従業員・株主等に対する政治的配慮なのか、被合併会社には実際に帳簿には計上されない優れた長所が多いからなのか、あるいは税法規定を考慮した結果なのかは識別できない。経営者が合併の交渉過程で合併比率を決定するために考慮した諸事項が、具体的な形で詳細に開示されるならば、合併比率決定のメカニズムはもっと明確に定量化できるであろう。

なお、当研究は、かような研究を行うためのデータがほとんど存在しないことから、その分析サンプルとして、わずか45例を用いたにすぎない。しかも、その調査データも、かかる合併比率の決定要因を定量的に分析することを意図してなされたものではない。しかし、前述したように、このような実証研究の蓄積が少ない現状を考え、今後発展していくであろう実証研究の序説と位置づけていただければ幸いである。