

KONAN UNIVERSITY

ファイナンス理論とIFRS : アンケート調査結果に基づいて

著者	馬場 大治, 若林 公美
雑誌名	甲南経営研究
巻	54
号	1
ページ	209-244
発行年	2013-07-30
URL	http://doi.org/10.14990/00002113

ファイナンス理論と IFRS

—アンケート調査結果に基づいて—

馬 場 大 治
若 林 公 美

甲南経営研究 第54巻 第1号 抜刷

平成 25 年 7 月

ファイナンス理論と IFRS

— アンケート調査結果に基づいて —

馬 場 大 治
若 林 公 美

第1節 はじめに

(1) 本稿の問題意識

現在、約90か国において国際財務報告基準 (IFRS) が導入されているという (金融庁, 2012)⁽¹⁾。しかし、その導入状況は国によって大きく異なっている。たとえば、韓国では、2011年から全上場企業に対して、自国基準に代わって IFRS の強制適用 (アドプション) を義務付けている⁽²⁾。一方、わが国では、日本基準と IFRS との差異を縮めるコンバージェンスを進めており、IFRS のアドプションではなく、あくまでも企業による任意適用のみを認めている。そのため、実際に IFRS に基づき財務諸表を作成する企業は、日本電波工業や住友商事、日本たばこ産業などの9社程度に限定されている⁽³⁾。

(1) 連結ベースで IFRS を適用していると回答した企業が83カ国であり、任意適用と回答した国が5カ国あった (金融庁, 2012)。

(2) 韓国会計基準委員会 (KASB) の報告書によれば、2011年12月現在で、上場企業1,783社が、韓国語の翻訳に基づく IFRS (K-IFRS) の適用対象であったという (KASB, 2013)。そのうち、実際には1,639社が K-IFRS に基づき財務諸表を作成している (企業会計審議会, 2013)。

(3) 2月末時点の日本経済団体連合会 (経団連) の調査によると、約60社 (上場企業の約2%) が IFRS の任意適用を行う見通しであるという (日本経済団体連合会, 2013)。また、60社の時価総額は約75兆円 (上場企業の20%) に上ると試算されている (日本経済新聞2013年3月26日)。詳しくは、以下のサイトを参照されたい。

一般に、IFRS を適用すると、企業のディスクロージャーや会計情報の質が向上し、市場の流動性や資本コストの改善、アナリストの予想精度の改善や外国の投資信託による保有比率の向上など、プラスの経済的帰結がもたらされるという⁽⁴⁾。しかし、IFRS の導入がプラスの効果をもたらすかどうかは、企業の適用能力に大きく依存することはいうまでもないだろう⁽⁵⁾。

これまで、IFRS の特徴は、経済的実態を反映するように公正価値による資産と負債の評価を重視した会計システムであるといわれてきた⁽⁶⁾。一般に、公正価値はわが国では時価と呼ばれるが、時価が参照できない場合、将来のキャッシュフローを予測し、現在価値を企業自ら見積もる必要が生じる。コンバージェンスの流れのなかで、わが国でもリース会計や退職給付会計をはじめとして、将来キャッシュフローの割引現在価値に基づき評価される資産や負債の項目が増加してきている。これらの会計処理に際しては、おのずとファイナンス理論の評価技法が援用されることになる。つまり、ファイナンス理論を理解していることは、IFRS の適応能力を占う重要なファクターの1つであるといえるであろう。

http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kigyousiryousoukai/20130326/08.pdf

(4) 詳しくは、Covring et al. (2007), Daske et al. (2008), Li (2010), Hail et al. (2010), DeFond et al. (2011)などを参照されたい。

(5) たとえば、中小企業にIFRSを導入する場合に、十分な人材の確保やIFRS導入教育など含むその適用能力の面で懸念される。

(6) すべての資産と負債が公正価値で評価されるならば、その差額である純資産は企業価値と等しくなることが期待される (Penman, 2007)。Tweedie氏が国際会計基準審議会 (IASB) の議長であった時には、資産・負債のすべてを公正価値で評価し、その差額の純資産が、企業価値を表すことを意図していたといわれる。しかし、2008年の米国発の金融危機により、公正価値の問題点が露呈したことや、Hoogervorst氏がIASBの議長に就任したことを契機に、現在、IFRSは公正価値に偏重しているという印象を払拭しようと努めている。詳しくは、以下、Hoogervorst氏のアジア・オセアニアオフィス開所式のスピーチを参照されたい。

<http://www.ifrs.org/Alerts/PressRelease/Documents/2012/Dispelling-myths-about-IFRS-Hans-Hoogervorst-2012.pdf>

そこで、本稿では、ファイナンス理論に対する理解の程度に基づいて、IFRS に対する見解を分析することを試みている。この種の適用能力と関連した実態調査は、われわれの知る限りでは存在しない。すなわち、本稿は、IFRS の適応能力を考慮し、IFRS 関する理解の程度や導入意識について調査している点で、先行研究とは異なっているといえるであろう。

(2) 本稿の構成

われわれの研究グループは、2011年10月から11月にかけて『IFRS 時代における経営実態調査』と題するアンケート調査を、日韓両国の上場企業の財務担当役員 (CFO) を対象に行⁽⁷⁾った。この調査は、主として IFRS 導入の実態や、その効果に関する見解を調査することを意図したものである。しかし、質問項目は、企業会計のみに限定されておらず、ファイナンス、マネジメント等に関するものも含んでおり、非常に多岐にわたっている。そこで、本稿では、このアンケートの調査結果を用い、ファイナンス理論に対する理解の程度が、IFRS に対する見解に対して、何らかの関連をもっているかに関して考察すること試みた。

第2節では、ファイナンス理論において、資本コストがその中核を占める概念であることが論じられ、われわれのアンケート調査においても、それに対する回答が、ファイナンス理論に対する理解と強い相関があることが示される。その結果、資本コストをファイナンス理論と整合的な形で認識しているサンプルを「ファイナンス理論がよく理解されているグループ (ファイナンス・グループ)」、そうでないサンプルを「ファイナンス理論に対する理解が不足しているグループ (非ファイナンス・グループ)」とみなすことが妥当であることが主張される。

(7) このアンケート調査の結果の概要や、全結果に関しては、若林・馬場・長坂 (2012a; 2012b) を参照されたい。

第3節以降は、このような認識に基づき、上述の両グループのIFRSに対する見解が比較されることにより分析が進められる。まず、第3節では、日本企業に関して、IFRSに対する理解の程度や準備状況といった、より直接的にIFRSに対する理解や取り組みを取り扱った質問に関する調査結果が報告される。続く第4節では、IFRSの導入がもたらす会計基準への影響やそのメリットとデメリットといった、やや間接的な形での質問の調査結果が報告される。そして、第5節では、第3節と第4節で報告された日本企業と同様の分析が、韓国企業に関しても行われる。IFRSの適応に関して、日本では任意適用に留まっており、まだ、その普及は限定的であるのに対し、韓国では2011年から強制適用が行われていることから、この種の日韓比較は、新しい会計制度が適応されるにあたって、その方法に関する含意を有しているといえよう。そして、第6節では、本稿の分析結果の要約と今後の課題について述べる。

第2節 ファイナンス理論と資本コスト概念

(1) 資本コスト概念の重要性

本稿ではファイナンス理論に対する理解の程度の尺度として、企業が株式の資本コストを正しく理解しているかどうかに着目する。資本コストはファイナンス理論において、その中心に位置する、きわめて重要な概念である。

企業が資本提供者に対して与える報酬は、一般に、資本コストと呼ばれるが、これは、ファイナンス理論において、「投資家が期待する収益率」であると、資本提供者の側から定義される。このことは、自己資本の提供にあたって、資本提供者である株主はその報酬として、単に現金配当（インカムゲイン）だけではなく、将来、株価が上昇した際に発生する資本利得（キャピタルゲイン）をも含んだ形で採算を考えているはずであり、単に、企業からの現金支出の観点からのみ、資本コストを考えるべきではないからである。

したがって、企業が資本コストを満たすために行うべきことは、単に配当等の現金支出を行うことではなく、投資家にとって、その期待する収益率が実現されるべく、実物投資において、最低限、それだけの収益率を稼得することになる。すなわち、資本コスト以上の収益率を上げることに成功したならば、それはいわば、超過利潤であると考えられる。つまり、資本コストは、投資決定にあたって最低限必要な収益率、すなわち、ハードルレートにされるべきであり、投資決定の基準となる。一方、資本調達に当たっては、資本コストがより低ければ低いほど、超過利潤を獲得できる機会が増えることになる。したがって、資本コストは、投資決定に当たっても、資本調達に当たっても、意思決定の基準として機能することになる。

また、資本資産の評価との関連で説明すると、証券の価値は、当該証券を保有することにより得られると予想されるキャッシュフローの流列を、その証券を保有することにより期待される収益率、すなわち、資本コストで割り引いた現在価値であると、原理的には説明され得る。したがって、実物投資において資本コスト以上の収益率を稼得することや、資本調達政策によって、資本コストを下げることに成功することは、企業価値の上昇をもたらすことになる。反対に、企業が資本コストを満たすことができないと市場によって判断される場合には、企業価値が下落し、新規に資本調達を行うことが困難になるばかりでなく、極端な場合は、M&Aの対象ともなりかねない。以上のように、資本コストは、ファイナンス理論において、投資決定や資本調達の基準となり、そしてそれらを企業価値と連結する、きわめて重要な概念である。

(2) 資本コスト概念の理解の実態

実務において資本コストがいかに捉えられているのかに関する欧米における実態調査は、初期の例外的なものを除いて、⁽⁸⁾ 上述のファイナンス理論にお

ファイナンス理論と IFRS (馬場大治・若林公美)

ける資本コスト概念を理解していることを自明として行われている。そして、具体的に、どのようにその数値を求めているかに関して、特に、資本資産評価モデル (CAPM) とその類縁の方法の浸透度に焦点を当てたものが多い。

例えば、Gitman and Vandenberg (2000) では、Fortune 1000 に属する企業を対象に1997年に実施した調査結果が報告されている (観測数117社)。そこでは、自己資本の資本コストを投資家が要求する収益率とする回答が70.3%に上り、そのうち92.3%が具体的な計算方法として CAPM を用いていることが明らかにされている。また、Brounen et al. (2004) は、有名な Graham and Harvey (2001) のアンケート調査と同様の質問項目を用いて、欧州諸国の実態を調査している。彼らの分析結果を要約したものが、図表2.1である。図表2.1に示されているように、ドイツを除いて、自己資本の資本コストを具体的に求める方法として、CAPM が最も優勢であるようだ。⁽⁹⁾

これに対して、日本においては、そもそも自己資本の資本コストに関して、ファイナンス理論が示唆するように、投資決定基準として機能するとの認識がなく、単に資本利用にともなう現金支出のみを資本コストと考える企業が多数派であるとの議論が一般的であった。⁽¹⁰⁾したがって、図表2.1に示されるような選択肢ではなく、「資本コストをどのように考えているのか」を直接質問するような形での調査がいくつか行われている。

例えば、柴田・高田 (1990) は、非金融業の東証一部上場企業を対象とし

(8) Pflomn (1963) は、米国の製造業を対象とした調査 (観測数364社) において、多くの経営者が留保利益による資本調達に資本コストがゼロであると考えていると報告している。なお、後述する自己資本の資本コストとは、株式の資本コストと留保利益の資本コストの両者を含んでいる。

(9) この種の研究に関しては、Kent (2011) が詳しい。

(10) 企業が現金支出のみを資本コストと認識しており、理論的な観点から問題が多いということは、アカデミズムから実務に対して繰り返し指摘されてきたものである。例えば、小宮・岩田 (1973) や森 (1984) といった30年以上前のものから、近年の野間 (2010) や翟 (2012) にいたるまで、この種の論稿は枚挙にいとまがない。

図表2.1 欧米各国企業における自己資本の資本コストの計算方法の実態*

	アメリカ	イギリス	オランダ	ドイツ	フランス
観測数	392	68	52	132	61
(1)明示的に自己資本の資本コストを求めているか	64.2%	57.4%	59.6%	53.0%	59.0%
(2)自己資本の資本コストの具体的な求め方 (1)で yes と答えたサンプルのみ)**					
b)CAPM	73.5%	47.1%	55.6%	34.0%	45.2%
a) 普通株の過去の収益率	39.4%	31.3%	30.8%	18.0%	27.3%
c)CAPM に何らかのリスク要因を付加	34.3%	27.3%	15.4%	16.1%	30.3%
f) 配当利回りの現在の数値にその予想成長率を加えたもの	15.7%	10.0%	10.7%	10.4%	10.3%
d) いかなる数値であれ投資家が主張する収益率	13.9%	18.8%	44.8%	39.2%	34.4%
e) 規制当局により決定	7.0%	16.1%	3.7%	0.0%	16.1%

*Brounen et al. (2004) より馬場作成。ただし、アメリカの調査結果に関しては、Graham and Harvey (2001) の調査結果に基づいている。

** (2)に関しては、5段階のリッカート尺度により、「いつも使う」「ほとんどいつも使う」と答えたサンプルの比率である。

たアンケート調査（観測数327社）において、現金支出コストを前提に資本コストを認識している企業が87.5%を占め、投資家が期待する収益率であると回答する企業がわずかに1.3%に過ぎないことを報告している。また、仁科（1995）は、対象企業は明らかではないが、観測数227社の調査結果として、自己資本の資本コストを配当と考えている企業が80%以上に上ること報告している。さらに、Akaishi et al. (2004) は、1996年に行われた非金融業の全公開企業を対象とした調査（観測数896社）において、株式の資本コストを現金支出コストと答えたものが76.5%に上り、株主が期待する収益率とした企業が21.1%に過ぎなかったとしている。特に、Akaishi et al. (2004) では、「総資産の運用にあたって最低限必要と考える収益率」という形で、投資決

ファイナンス理論と IFRS (馬場大治・若林公美)

定の観点からも資本コスト (この場合は平均資本コスト) について質問しており、ファイナンス理論と整合的である可能性のある、支払利率と株主の期待収益率の加重平均とする回答と金利にリスク・プレミアムを加えたものとする回答の合計が34.1%に過ぎなかったことを報告している。

(3) 現代の日本企業の実態

今回、われわれが行ったアンケート調査には、資本コストの理解の実態を明らかにすることを意図した質問項目が、いくつか含まれている。まず、株式の資本コストに関するアンケート調査結果が、図表2.2に示されている。この質問は、株式の資本コストであると考えられるものを、図表の選択肢の中から選ぶ形で質問されており、時系列的な変化を見るため、Akaishi et al. (2004) と全く同じ質問を、同様の対象に対して行っている。図表を見れば明らかなように、ファイナンス理論と整合的な、③株主が期待する収益率とする回答は、32.1%と少数派であり、今なお、①支払配当率や②支払配当利回りといった、資本コストを現金支出の観点からとらえている企業が、全体で64.7%と多数派であることが示されている。ただし、Akaishi et al. (2004) が報告している15年前の調査結果と比べると、ファイナンス理論と整合的な回答が21.1%から10ポイント以上増加しており、当時と比べて資本コスト概念がやや浸透していることも明らかである⁽¹¹⁾。

(11) このようなファイナンス理論に基づく資本コスト概念の普及の背景には、経営大学院教育の普及や市場の国際化といったことにともない、わが国企業の企業経営が近代化したことがあげられるかもしれない。また、1990年代終わりから2000年代にかけて、資本コスト概念に基づく業績指標である EVA が一種のブームとなり、そのことが資本コスト概念の浸透に影響しているかもしれない。この時期の EVA の普及の実態に関しては、馬場・平尾 (2010a; 2010b) を参照されたい。

なお、小山 (2006) は、2005年に行ったアンケート調査 (観測数66社) において、自己資本の資本コストを「株主は金融機関よりも高いリスクを負担しており、したがって金利率よりもコストが高い」とする、ファイナンス理論と整合的な回答が52%と多数派を占めていたことを報告しており、われわれの調査とはやや異なった結

図表2.2 株式の資本コストについての考え方 (日本企業)

株式の資本コスト	観測数	百分率
①支払配当率	95	38.2%
②支払配当利回り	66	26.5%
③株主の期待収益率	80	32.1%
④その他	8	3.2%
合計	249	100.0%

われわれの調査では、さらに留保利益の資本コストについて質問しており、その結果は、図表2.3に示されている。留保利益は、株主に配当できた利益をそうせず社内に留め置いた資金であり、理論的な観点からはその資本コストは株式の資本コストと同様と考えなければならない。図表2.3に示されているように、留保利益の資本コストを③株式の資本コストと同じであると

図表2.3 留保利益の資本コストについての考え方 (日本企業)*

留保利益の資本コスト	観測数	百分率
①資本コストはゼロ	67	27.9%
②金利相当とみなす	52	21.7%
③株式の資本コストと同じ	116	48.3%
③-1支払配当率	24	10.0%
③-2支払配当利回り	24	10.0%
③-3株主の期待収益率	66	27.5%
③-4その他	2	0.8%
⑤その他	5	2.1%
合計	240	100.0%

*③-1～③-4は、「③株式の資本コストと同じ」と回答したサンプルを、表2.2の株式の資本コストについての質問に対する回答によりその具体的内容で分類した結果である。

果となっている。両者の結果が相違することの理由として、調査対象や選択肢の相違が考えられよう。

ファイナンス理論とIFRS（馬場大治・若林公美）

回答している企業は48.3%を占めている。しかし、その具体的内容を株主の期待収益率（図表2.2の③）であるとする、ファイナンス理論と整合的な回答を行っている企業は27.5%に過ぎない。

ここで興味深いのは、株式の資本コストを株主の期待収益率であると、ファイナンス理論と整合的な回答を行っている企業は、留保利益の資本コストに関しても、株式の資本コストと同様であるとファイナンス理論と整合的な回答をする傾向が明らかに大きいことである。図表2.4において、全体サンプルを、株式の資本コストに関する質問において、ファイナンス理論と整合的な回答をしているサンプル（すなわち、図表2.2の③）とそうでないサンプル（①②④）に分類し、留保利益の資本コストに関する回答をクロス集計した結果が示されているが、明らかに上述の傾向があることが見て取れよう（ χ^2 値58.77）。

図表2.4 留保利益の資本コストに関する回答についてのクロス集計結果（日本企業）*

留保利益の資本コスト	株式の資本コスト			
	ファイナンス理論		非ファイナンス理論	
	観測数	百分率	観測数	百分率
(a)				
①資本コストはゼロ	6	7.6%	61	37.9%
②金利相当とみなす	6	7.6%	46	28.6%
③株式の資本コストと同じ	66	83.5%	50	31.1%
④その他	1	1.3%	4	2.5%
(b)**				
株式の資本コストと同様（③）	66	83.5%	50	31.1%
その他の回答（①②④）	13	16.5%	111	68.9%
合計	79	100.0%	161	100.0%

*(a) χ^2 値：58.77 p値：0.00 (b) χ^2 値：58.47 p値：0.00

** (b)は(a)留保利益に関する回答をファイナンス理論に整合的な③とそれ以外（①②④）に分類した集計結果である。

また、われわれのアンケート調査は、投資決定の観点からも資本コストに対する考え方の実態を探っている。すなわち、総資産に対して必要であると考える収益率に関して質問しているが、上述のように、これは投資決定の観点から、資本コスト（平均資本コスト）について質問していることに他ならない。図表2.5にその結果が示されているが、ファイナンス理論と整合的である可能性のある回答である、③支払利率と株主期待収益率の加重平均と④金利+リスク・プレミアムは、合計で45.8%に上っている。図表2.2で示されている株式の資本コストを直接的に質問している時の結果と比べてやや大きい数値となっているが、過半数を超えるには至っていない。

さらに、図表2.3と同様に、株式の資本コストに対する答え方によってクロス集計した結果を見ると、株式の資本コストをファイナンス理論と整合的な回答をしているサンプルにおいては、投資政策に関しても同様の回答をしているのが77.9%を占め、圧倒的に多数派であることがわかる。一方、株式の資本コストに関してファイナンス理論と整合的でない回答を行っているサンプルにおいては、この種の回答は、30.8%と明らかに少数派である（ χ^2 値46.31）。

図表2.4と図表2.5の結果から明らかなことは、株式の資本コストについてファイナンス理論と整合的な回答を行っているサンプルは、留保利益や投資決定の形での資本コストに関する質問においても、首尾一貫してファイナンス理論と整合的な回答を行う傾向があることである。このこと自体、論理的に当然といえば当然であるが、株式の資本コストに対する回答結果が、その質問に対してだけの場当たりの結果というよりも、むしろファイナンス理論に対する首尾一貫した理解の上に立つものであることを示しているといえるであろう。

株式の資本コストに対する回答によって分けられる2つのグループのこのような傾向は、資本コストに関する直接的な質問だけではなく、他のファイ

図表2.5 必要と考える総資産に対する収益率 (日本企業)*

必要と考える投資収益率	株式の資本コスト				全 体	
	ファイナンス理論		非ファイナンス理論			
	観測数	百分率	観測数	百分率	観測数	百分率
(a)						
①金利水準	10	13.0%	77	8.4%	90	37.5%
②支払利率と支払配当率の加重平均	5	6.5%	26	16.4%	31	12.9%
③支払利率と株主期待収益率の加重平均	36	46.8%	12	7.5%	48	20.0%
④金利+リスク・プレミアム	24	31.2%	37	23.3%	62	25.8%
⑤その他	2	2.6%	7	4.4%	9	3.8%
(b)**						
ファイナンス理論と整合的な回答 (③,④)	60	77.9%	49	30.8%	110	45.8%
ファイナンス理論と整合的でない回答 (①,②,⑤)	17	22.1%	110	69.2%	130	54.2%
合 計	77	100.0%	159	100.0%	240	100.0%

* $(a)\chi^2$ 値: 62.42 p 値: 0.00 (b) χ^2 値: 46.31 p 値: 0.00

** (b) は (a) の収益率に関する回答をファイナンス理論に整合的な③, ④とそれ以外に分類した集計結果である。

ファイナンス理論に関わる質問においても、同様に示されている。図表2.6は、ファイナンス理論において通説的に推奨される各種の手法や投資決定法の利用の程度についての質問に関して、両グループの結果を比較したものである。

まず、平均資本コストそのものである①WACC (Weighted Average Cost of Capital) や、自己資本の資本コストを求めるための技法である③CAPM (Capital Asset Pricing Model) の利用度に関しては、全サンプルの平均値は、資本コスト概念の浸透度の低さを反映して、決して高いとはいえないようである。ただし、株式の資本コスト概念をファイナンス理論と整合的に答えているグループにおいては、そうでないグループと比べて、統計的に有意に高い評価平均点となっている (t 値はそれぞれ3.83, 1.81)。

図表2.6 各種の財務管理技法の浸透度に関する質問の集計結果 (日本企業)*

	全体	観測数	ファイナンス理論	観測数	非ファイナンス理論	観測数	t 値 (p 値)
[各種の手法]							
①WACC	2.56	258	2.95	78	2.38	169	3.83 (0.000)
②EVA	2.20	257	2.22	78	2.17	168	0.31 (0.378)
③CAPM	2.02	257	2.18	77	1.93	169	1.81 (0.035)
④DDM	1.88	258	1.86	78	1.87	169	-0.08 (-0.468)
[投資決定法]							
⑤回収期間法	3.50	254	3.67	79	3.40	166	1.46 (0.073)
⑥会計的利益率法	2.39	250	2.41	79	2.37	164	0.19 (0.425)
⑦正味現在価値法	2.52	251	3.13	79	2.22	165	5.21 (0.000)
⑧内部収益率法	2.30	249	2.80	79	2.07	163	4.20 (0.000)
⑨収益性指数法	1.87	250	1.89	79	1.87	164	0.10 (0.461)
⑩リアル・オプション	1.60	248	1.60	78	1.60	163	0.01 (0.496)

*それぞれの技法に関して、その利用の程度を「1.とてもよく利用する」から、「5.全く利用しない」の5点のリッカート尺度による質問の集計結果である。

また、各種の投資決定の技法に関しても、⑦正味現在価値法 (Net Present Value Method) や⑧IRR法 (Internal Rate of Return Method) といった、貨幣の時間価値や収益性を考慮し、ファイナンス理論において理論的に正しいとされる投資決定の手法に関して、ファイナンス理論と整合的な回答をしているグループのほうが、統計的に有意により高い得点となっている (t 値はそれぞれ5.21, 4.20)。

以上のように、株式の資本コストに対する回答は、各種の資本コストやファ

ファイナンス理論と IFRS (馬場大治・若林公美)

ファイナンス理論の浸透度との間に強い相関関係があるようである。したがって、それに対する答え方の相違が、ファイナンス理論の浸透度の差を典型的に表す尺度ととらえることができよう。

以下では、株式の資本コストに関する質問について、ファイナンス理論と整合的な回答をしたグループを、ファイナンス理論をよく理解しているサンプル群とみなし、そうでないサンプル群をファイナンス理論の理解が十分とはいえないサンプル群と考え、両者を比較して分析を進めることとする。なお、以下では、前者を「ファイナンス・グループ」、後者を、「非ファイナンス・グループ」と呼ぶこととしよう。

(4) サンプルの分布

第3節以降では、IFRS に対する見解について、ファイナンス理論をよく理解しているグループ (ファイナンス・グループ) と理解が十分でないグループ (非ファイナンス・グループ) の比較を行っていくが、株式の資本コストに関する回答は、企業の属性によって偏って分布しており、この点を十分認識して、分析を進めていく必要がある。

図表2.7に、(a)売上高、(b)業種、(c)売上高の海外比率に関し、両グループのサンプルの分布の状況が示されている。(a)売上高に関しては、それがより大きいサンプルにおいて、明らかにファイナンス・グループの比率が高くなっている。特に、売上高1兆円以上のサンプルにおいては、実に、71.4%がファイナンス・グループであり、全サンプルにおいて非ファイナンス・グループが多数派であるのと際立った対照を見せている。(b)業種や(c)海外での売上高の比率に関しては、(a)売上高ほど極端な分布の偏りはないが、それでも製造業において、また、海外での売上高の比率が高いほど、ファイナンス・グループの比率がより高い傾向にある。

このような両グループの分布の偏りに関し、その理由を探ることそのもの

図表2.7 両グループのサンプルの分布 (日本企業)

(a)売上高 (単位100万円)	ファイナンス理論		非ファイナンス理論		合計
	観測数	百分率	観測数	百分率	観測数
～10,000	6	11.5%	46	88.5%	52
10,000～50,000	24	24.7%	73	75.3%	97
50,000～100,000	13	39.4%	20	60.6%	33
100,000～200,000	10	41.7%	14	58.3%	24
200,000～500,000	14	63.6%	8	36.4%	22
500,000～1,000,000	3	42.9%	4	57.1%	7
1,000,000～	10	71.4%	4	28.6%	14
合計	80	32.1%	169	67.9%	249
(b)業種	ファイナンス理論		非ファイナンス理論		合計
	観測数	百分率	観測数	百分率	観測数
製造業	46	35.9%	82	64.1%	128
商業	13	24.5%	40	75.5%	53
その他	21	30.9%	47	69.1%	68
合計	80	32.1%	169	67.9%	249
(c)海外売上高比率	ファイナンス理論		非ファイナンス理論		合計
	観測数	百分率	観測数	百分率	観測数
0%	19	21.8%	68	78.2%	87
0～20%	25	32.1%	53	67.9%	78
20%～50%	18	40.9%	26	59.1%	44
50%～	10	43.5%	13	56.5%	23
合計	72	31.0%	160	69.0%	232

*海外売上高に関しては、われわれのアンケート調査における、質問の結果を用いている。

も、非常に興味深い研究テーマであるが、紙幅の関係もあり、これ以上ここでは論じない。しかしながら、第3節以降のIFRSに関わる調査結果を分析するに当たり、ここで示された分布の偏りを念頭に置いて議論を進めることが必要であろう。

第3節 IFRS に対する理解や導入に向けた取り組み

(1) IFRS の理解の程度

さて、われわれのアンケート調査において、IFRS に対する理解の程度を、「どの程度 IFRS を理解しているか」という直接的な形で尋ねている質問項目がある。上述のように、ファイナンス理論をよく理解していることが、IFRS 導入に際しての適用能力の高さを表すと考えられることから、ファイナンス・グループのほうが、IFRS に対して、より理解が進んでいると予想される。この質問項目に関する分析結果が、次の図表3.1に示されている。

図表3.1 ファイナンス理論の理解と IFRS の理解 (日本企業)

IFRS の理解の程度	ファイナンス理論	百分率	非ファイナンス理論	百分率	検定統計量	P 値
①IFRS についてよく知らない	0	0.0%	7	4.2%		
②IFRS についてある程度の内容を把握している	31	40.3%	92	55.8%		
③IFRS の基準書や解釈書を確認して、会計基準の違いを分析した	44	57.1%	60	36.4%		
④IFRS の基準書や解釈書に基づき、財務諸表を作成してみた	1	1.3%	4	2.4%		
⑤IFRS について十分理解し、適用している	1	1.3%	2	1.2%		
合計	77	100.0%	165	100.0%		
①, ②の回答数	31	40.3%	99	60.0%	χ^2 値	
③, ④, ⑤の回答数	46	59.7%	66	40.0%	8.23	0.004
IFRS の理解の程度 (1~5 を得点化)	2.64		2.41		t 値	
	(観測数: 77)		(観測数: 165)		2.59	0.005

図表から明らかのように、ファイナンス・グループでは、①IFRS についてよく知らないと回答した企業は一社もなく、全体の57.1% (44社) がすでに③IFRS の基準書や解釈書を確認して、会計基準の違いを分析したと回答している。つまり、③以上に IFRS を理解していると認識している企業が、

合計で59.7% (46社) と多数派を占めている。一方、非ファイナンス・グループにおいては、①IFRS についてよく知らないと回答する企業が4.2% (7社)、②IFRS についてある程度の内容を把握していると回答する企業が55.8% (92社) であり、IFRS への理解の程度が③に達していない企業が過半数を超えている。このように、両グループ間で回答の分布に明らかな違いがあり、IFRS に対する理解の程度に対する認識が異なっていることが析出された (χ^2 値8.23)。また IFRS の理解の程度を①から⑤の回答に従って、1点から5点に得点化した場合についても、評価平均点に有意な差が生じている (t 値2.59)。

以上のように、非常に素朴な質問結果の分析ではあるが、ファイナンス理論をより理解していると考えられるファイナンス・グループのほうが、IFRS に対する理解もより進んでいると自負していることが確認されたといえよう。

(2) IFRS 検討開始時期

図表3.1で示された結果は、「どの程度 IFRS を理解していると思うか」という形の、IFRS への理解に対する CFO の主観的な見解に関する分析結果であった。われわれのアンケート調査には、「いつから IFRS 導入を検討し始めたか」という形の、もう少し客観的に IFRS への取り組みを確認することを意図した質問も含まれている。この IFRS 導入の検討時期に関する質問の分析結果を示したのが、次の図表3.2である。

図表3.2からわかるように、ファイナンス・グループでは2009年までに IFRS の検討を開始した企業が37.2% (29社) を占めている。一方、非ファイナンス・グループでは、2009年までに IFRS の検討を開始したとする回答が23.5% (39社) にとどまっており、その比率は統計的にも有意に小さくなっている (χ^2 値4.94)。また、2010年度までに IFRS の検討を開始したと回答

図表3.2 ファイナンス理論の理解と IFRS 検討開始時期 (日本企業)

開始時期	ファイナンス理論	百分率	非ファイナンス理論	百分率	検定統計量	P 値
2004	1	1.3%		0.0%		
2005		0.0%		0.0%		
2006		0.0%		0.0%		
2007	2	2.6%		0.0%		
2008	2	2.6%	9	5.4%		
2009	24	30.8%	30	18.1%		
2010	36	46.2%	83	50.0%		
2011	3	3.8%	14	8.4%		
いまだ開始せず	10	12.8%	30	18.1%		
合計	78	100.0%	166	100.0%		
2009年までに開始	29	37.2%	39	23.5%	χ^2 値	
2010年以降開始、もしくは、まだ開始せず	49	62.8%	127	76.5%	4.94	0.026
2010年までに開始	65	83.3%	122	73.5%	χ^2 値	
2011年以降開始、もしくは、まだ開始せず	13	16.7%	44	26.5%	2.87	0.090

している企業は、ファイナンス・グループでは83.3%であるのに対して、非ファイナンス・グループでは73.5%にとどまっている (χ^2 値2.87)。さらに、非ファイナンス・グループでは、驚くべきことに26.5% (44社) が2011年以降になって検討を開始した、もしくは、まだ検討を開始していないと回答している。

以上の結果は、ファイナンス理論を理解している企業のほうが、IFRS 導入の検討時期がより早いことを示しているに過ぎないが、その含意は非常に興味深いといえよう。すなわち、IFRS 導入の検討時期がより早いということを、より長期間にわたって IFRS に関して研究し、それへの理解が進んでいることであると解釈すれば、ファイナンス理論を理解している企業ほど、IFRS への理解も深まっていることになり、図表3.1と整合的な結果であると解釈できるであろう。また、IFRS 導入の検討時期がより早いことを、IFRS

導入のメリットを強く感じ、より早く導入しようという姿勢の表れであると解釈すると、次節において後述される、ファイナンス・グループのほうが、IFRS 導入のメリットがより多くあると考えているとする分析結果と整合的であることになる。

第4節 IFRS 導入の影響に関する認識

(1) IFRS 導入の影響

前節では、IFRS に対する理解の程度やその導入に対する取り組みに関して、直接的に質問した調査結果を分析した。ここでは、より詳しく、その理解のあり方や、IFRS 導入に対する認識に関する質問の分析結果を報告する。

われわれのアンケート調査において、日本の会計基準とIFRSの違いがもたらす影響をどのようにとらえるのかという形で、IFRSに対する認識について調査している。すなわち、IFRSを適用するにあたって、わが国基準とIFRSの差が解消されていない基準や、依然としてその差があると思われる項目について、5段階のリッカート尺度で質問を行った結果が、次の図表4.1である。

図表4.1のとおり、ファイナンス・グループも非ファイナンス・グループも、すべての項目において、平均評価点が3を超えている。このように、両グループともに、IFRSの導入によって、影響を受ける会計基準について十分認識していることがわかる。とりわけ、②有形資産の減価償却と⑥収益認識に関する回答の平均値が、いずれのグループも3を大きく上回っていることから、両グループともにその影響が大きいと考えているようである。

これまで、日本企業の多くは、建物を除く有形固定資産に関して、法人税法の規定に則って、耐用年数、残存価格を決めてきただけでなく、早期に損金算入できるという税務上のメリットから、定率法を採用してきた。しかし、IFRSでは将来に経済的便益を消費すると予想されるパターンに即して、減

図表4.1 ファイナンス理論の理解と IFRS 導入の影響に関する認識 (日本企業)

項目	ファイナンス理論	非ファイナンス理論	グループ別観測数	平均値の差	t 値 (p 値)
①企業結合 (M&A)	3.28	2.89	79/168	0.39	2.55 (0.006**)
②有形資産の減価償却 (耐用年数の変更も含む)	3.96	3.96	80/170	0.00	0.03 (0.489)
③有形資産に関する公正価値の評価	3.49	3.67	80/170	-0.18	-1.26 (0.105)
④金融商品の認識及び測定 (デリバティブを含む)	3.23	3.30	80/170	-0.07	-0.55 (0.290)
⑤資産の減損 (のれんを含む)	3.63	3.36	80/170	0.26	1.83 (0.034*)
⑥収益認識	3.80	3.79	80/171	0.01	0.07 (0.471)
⑦財務諸表の表示	3.69	3.64	80/169	0.04	0.32 (0.373)
⑧従業員給付 (退職給付制度を含む)	3.53	3.35	80/170	0.18	1.21 (0.113)

償却することが義務付けられている。このことから、IFRS 導入後は、税法の規定によらず、実態に即した償却が求められることになり、製造業に大きな負担をかけることが懸念される (日本経済新聞2011年7月8日)⁽¹²⁾。

また、収益認識に関しても、IFRS では商品を発送した時点で売上を計上する出荷基準から、実際に取引先に商品が届いた時点で売上を計上する着荷基準が義務付けられる。売上の表示額に関しても、百貨店や総合商社などは在庫リスクや与信リスクを負担しないことから、IFRS では売上と仕入を総額で表示するのではなく、その差額である純額で売上計上しなければならない。そのため、IFRS の適用により売上金額が大きく低下することが予想される。⁽¹³⁾

(12) 例えば、ホンダは2015年3月決算からIFRSの適用を目指していることから、2013年3月期から固定資産の減価償却を定率法から定額法に変更している (日本経済新聞2012年8月17日)。

一方、本稿の問題意識に照らして興味深いのは、両グループで以下の2つの項目において、有意な差が生じていることである。1つ目は、①企業結合(M&A)であり、その平均値はファイナンス・グループでは、3.28であるのに対して、非ファイナンス・グループでは、2.89であり、統計的にも有意な差が生じている(t値2.55)。また、⑤資産の減損(のれんを含む)に関しても、ファイナンス・グループの平均値は3.63であるが、非ファイナンス・グループの平均値は、3.36にとどまっている(t値1.83)。

M&Aに際しては、買収企業の企業価値を見積もる必要があり、その際にファイナンスの評価技法が用いられる。また、M&Aの結果として計上されるのれん代について、IFRSでは毎期償却費を計上するのではなく、減損処理が適用されるが、減損の判定およびその見積りに際しては、割引現在価値計算が必要になる。⁽¹⁵⁾

つまり、これら2つの項目は、IFRSの導入によって、ファイナンス理論に基づく割引現在価値計算と深く関わった形で会計処理の方法が影響を受ける項目である。これらの項目に関して、ファイナンス・グループがより強く影響を感じていること背景には、ファイナンス理論に対する理解が進んでいることがあると思われる。一方、残りの諸項目は、直接的にファイナンス

(13) 例えば、2011年3月決算によると、たばこ税を取り除いた結果、日本たばこ産業の売上は6兆1945億円から2兆593億円へと3分の1まで減額している。

(14) わが国でIFRSを任意適用する企業には、M&Aに積極的な企業が多く、その動機の一つがのれんの定期償却が廃止され、利益の増加が見込める点にあるといわれる(日本経済新聞2012年4月5日)。たとえば、日本たばこ産業は、IFRS導入によって、88,033百万円ののれんの償却費を計上する必要がなくなり、利益がその分増加している(音川、2012)。武田薬品工業やソフトバンクなど、IFRSの任意適用を表明している企業において、M&Aが積極的に推進されていることは単なる偶然とは思えない。

(15) のれん以外の資産の減損に関して、日本では減損処理のハードルを高く設定しているため、いったん計上した減損の戻し入れを認めていないのに対して、IFRSではそれを認めている点が大きく異なっている。

ファイナンス理論と IFRS（馬場大治・若林公美）

理論との関係が希薄な変更点であり、ファイナンス理論に対する理解に基づいて分けられたグループ間で、差が生じていないことは、当然であるといえよう。⁽¹⁶⁾

(2) IFRS 導入のメリット

われわれのアンケート調査では、IFRS 導入のメリットに関しても質問している。その結果が、図表4.2に示されている。

図表4.2 ファイナンス理論の理解と IFR 導入のメリットに関する認識（日本企業）

項目	ファイナンス理論	非ファイナンス理論	グループ別観測数	平均値の差	t 値 (p 値)
「IFRS はメリットをもたらす」	2.59	2.21	80/169	0.37	2.59 (0.005*)
①米国等で上場している場合、財務諸表の作成負担が軽減される	2.66	2.50	73/167	0.15	1.09 (0.139)
②海外での上場や資金調達が有利になる	3.18	2.72	80/167	0.45	3.08 (0.01**)
③格付けが良くなる	2.31	2.32	80/166	-0.01	0.06 (0.477)
④企業イメージが向上する	2.59	2.41	79/168	0.18	1.47 (0.071)
⑤財務諸表の透明性が高まる	2.94	2.73	80/165	0.21	1.42 (0.078)
⑥企業価値評価に有用となる	2.96	2.72	80/167	0.24	1.67 (0.048)
⑦資本コストが低下する	2.44	2.37	78/166	0.07	0.60 (0.276)

平均点：5（強く思う）～1（あまり思わない）

まず、単純に、「メリットをもたらすか」とする質問に関しては、全体の

(16) 従業員給付においても、割引現在価値計算が必要であることから、ファイナンス理論の理解が求められる。しかし、IFRS と日本基準の相違は、数理計算上の差異など未認識債務のオンバランス処理に関するものであった。そのため、ファイナンス・グループと非ファイナンス・グループの間で従業員給付の影響について、認識に大きな相違がみられないのかもしれない。

評価平均点は3を下回っており、わが国企業は全体としてあまりメリットを感じていないことが示されている。しかし、両グループを比較すると、ファイナンス・グループのほうが統計的に有意に高得点となっており、より強くメリットを感じているようである (t 値2.59)。

続いて、①から⑦の項目は、通説的にIFRS導入のメリットであると主張される諸点を羅列的に並べたものであり、メリットがあると感じるならば、具体的に何を想定しているのかを探ることを意図したものである。それぞれの項目の含意は、以下のとおりである。まず、IFRS導入により、会計基準が画一化されることによる財務諸表の作成負担の軽減(①)や、海外からの資金調達の促進(②)が期待される⁽¹⁷⁾。例えば、日本電波工業では、他の日本企業に先駆ける形でのIFRSの導入が、ロンドン市場における転換社債による資金調達の拡大につながったという(日本経済新聞2011年2月5日)。日本電波工業のように、IFRSに積極的な企業に対して、投資家やアナリストはディスクロージャーに積極的な企業であるという、良いイメージを持つかもしれない(④)、さらには、社債の格付けにもプラスに働くかもしれない(③)。

また、IFRSは各国の基準と比べて、より包括的でタイムリーかつ透明性の高い財務情報を提供すること(⑤)から、会計情報の質や情報格差が緩和されるといわれる⁽¹⁸⁾。さらに、先行研究では、異なる国家間の企業が同じ基準で財務諸表を作成することによって、その比較可能性が高まることを検証している⁽¹⁹⁾。IFRSの導入により比較可能性が改善することは、マルチプルズのような企業価値評価においても重要である(⑥)といわれる(Wang, 2011)。

(17) この点を検証した先行研究に、Hail et al. (2010), Covrig et al. (2007), Byard et al. (2010), DeFond et al. (2011) などがある。

(18) この論点に焦点を当てた研究として、Daske et al. (2008), Hail et al. (2010), Armstrong et al. (2010) などがある。

(19) たとえば、DeFond et al (2011), Horton et al (2012) などが詳しい。

これらのことから、財務諸表の比較可能性や透明性が改善されることにより、情報処理コストが低下し、流動性が改善し、資本コストが低下する (⑦) ともいわれる (Daske et al., 2008; Li, 2010)。

①から⑦の項目で、明らかにファイナンス・グループが高い評価平均点となっているのは、②の海外での上場や資金調達が有利になるとする項目である (ファイナンス・グループ: 3.18, 非ファイナンス・グループ: 2.72, t 値 3.08)。この点に関しては、ファイナンス理論に対する理解の差の観点からは説明しにくい。しかし、第2節(4)の図表2.7の(a)と(c)で示されているように、ファイナンス・グループは、より大規模な企業、あるいは、海外売上高比率のより高い企業に多く、これらの企業は海外での資金調達を行う可能性が高いことが予想される。アンケートの回答結果は、このことを反映しているのかもしれない。

一方、本稿の問題意識に照らして興味深いのは、⑥企業価値評価に対する有用性に関して、ファイナンス・グループが2.96であるのに対して、非ファイナンス・グループが2.72で、5%水準にすぎないものの、統計的に有意な差が生じていることであろう (t 値1.67)。このことは、ファイナンス・グループのほうが、企業価値に対する意識がより高いことを含意しており、かかる点から IFRS を評価しているものと解釈できよう⁽²⁰⁾。

(2) IFRS 導入のデメリット

前節で取り上げたように、IFRS の導入は、企業や投資家にメリットをも

(20) ⑦資本コストの低下は、上述のようにファイナンス理論に基づく理論的な見解に基づくものであり、この項目に関して、ファイナンス・グループがより高い評価平均点となっていないことに、やや違和感を覚えるのかもしれない。ただし、IFRS の導入が資本コストの低下をもたらすとする議論はやや理論的に過ぎる観もあり、先行実証研究の結果も首尾一貫していない (Daske, 2006; Daske et al., 2008; Li, 2010) ため、通説とは呼びにくいとも考えられる。

たらずことを検証する先行研究も多いが、むしろデメリットをもたらすという批判も多い (Ball, 2006; Sunder, 2011)。われわれは、IFRS 導入のデメリットに関しても、メリットと同様の形で意識調査を行っており、その結果が、次の図表4.3に示されている。

図表4.3 ファイナンス理論の理解と IFRS 導入のデメリットに関する認識 (日本企業)

項目	ファイナンス理論	非ファイナンス理論	グループ別観測数	平均値の差	t 値 (p 値)
「IFRS はデメリットをもたらす」	3.41	3.56	80/169	-0.15	-1.12 (0.132)
①測定誤差が増える	3.31	3.40	80/165	-0.09	-0.64 (0.262)
②注記情報が増える	4.35	4.25	80/167	0.10	0.88 (0.190)
③監査コストが上昇する	4.11	4.05	78/167	0.59	1.09 (0.139)

平均点：5 (強く思う)～1 (あまり思わない)

まず、単純に、「デメリットをもたらすか」とする質問に関しては、全体の評価平均点は3を上回っており、メリットに関するものとは逆に、わが国企業は全体として、かなりのデメリットを感じていることが示されている。また、両グループを比較すると、メリットとは違い、両者の間で有意な差は生じていない (t 値-1.12)。

続く、①から③の項目は、具体的なデメリットとして通説的に主張されるものを羅列しているが、それぞれの含意は、以下のとおりである。①測定誤差が増えるということは、公正価値には、測定誤差や経営者のバイアスなどが含まれる可能性が高い (Ball, 2006) との主張を念頭に置いたものである。このことから、公正価値による測定範囲を拡大することが、必ずしも投資家に対して有用な情報を提供することにつながるとは限らず、かえって測定誤差を拡大する結果をもたらす可能性がある。さらに、公正価値はタイムリーな情報ではあるが、その評価差額が利益計算に含まれると、利益のボラティ

ファイナンス理論と IFRS (馬場大治・若林公美)

リティが高まり、投資家の業績予測を難しくする可能性も高い。その他の IFRS 導入のデメリットとしては、財務諸表本体をシンプルに表示する結果、②注記情報が増加することや、会計処理が複雑になる結果、③監査コストが上昇することが指摘される (De George et al., 2012)。これらは、企業と投資家のいずれにとってもコスト負担につながる。

これらの項目の中で、②注記事項の増加や③監査コストに関しては、両グループとも 4 を超える高い評価平均点となっているが、会計処理の煩雑さや支出コストといった、直感的に理解しやすい項目であることが反映されているのかもしれない。

また、両グループ間で 3 つの項目すべてに関して、有意な差が生じていないが、②と③に関しては、ファイナンス理論とあまり親和性がないことを勘案すると、当然の結果であるといえよう。①に関しては、評価の問題とも関連しているため、ファイナンス理論と関係している部分も大きく、両者の間でしかるべく差が出て当然であるとも考えられよう。しかしながら、この質問に関して、両グループの間で有意な差が観察されなかったことは、ファイナンス理論に対する理解の程度、すなわち、評価方法に対する理解の程度と関係なく、測定誤差が生じる可能性に関しては、同様に懸念が持たれていることを含意している。つまり、ファイナンス・グループに属している企業は、評価方法に対してより理解が深いにもかかわらず、その結果の信憑性に関しては、非ファイナンス・グループと同様に疑念を持っていることになり、非常に興味深い結果であったとも考えられる。

第 5 節 韓国における調査結果

(1) 韓国における資本コスト概念の理解の実態

第 1 節で述べているように、われわれの調査は、日韓で同時に、同様の質

問票を用いて行われている。⁽²¹⁾そこで、本節では、韓国企業のデータを用いて、第3節や第4節と同様の分析結果を示すこととしよう。図表2.2に該当する株式の資本コストに関する韓国企業の回答の分布は、図表5.1のとおりであり、ファイナンス・グループが日本企業では全体の32.1%であったのに対して、韓国企業では24.0%とやや少なくなっている。

図表5.1 株式の資本コストについての考え方（韓国企業）

株式の資本コスト	観測数	百分率
支払配当率	40	40.0%
支払配当利回り	28	28.0%
株主の期待収益率	24	24.0%
その他	8	8.0%
合計	100	100.0%

(2) IFRS の検討開始時期

まず、図表3.2と同様のIFRS導入の検討開始時期に関する調査結果が、図表5.2に示されている。韓国では、2011年12月決算からIFRSの適用が義務付けられたため、当然のことながら、調査時点である2011年10月において、日本企業においては16.4%の企業がそう回答している、「いまだ開始せず」との回答は存在しない。また、日本企業において、2010年に開始したとするのが多数派であるのに対して、韓国企業においては2009年とする回答が最も多く、韓国企業が強制適用に備え、一足早く検討に着手した様子がうかがえる。

さて、本稿の問題意識に基づいて、ファイナンス理論に対する理解の程度で分類した両グループを比較すると、日本企業のようにファイナンス・グルー

(21) ただし、アンケートを実施した時点で、韓国ではすでにIFRS導入直前であったため、図表3.1に該当する、IFRSに対する理解の程度に関する質問は行っていない。

図表5.2 ファイナンス理論の理解と IFRS 検討開始時期 (韓国企業)

開始時期	ファイナンス理論	百分率	非ファイナンス理論	百分率	検定統計量	P 値
2004		0.0%		0.0%		
2005		0.0%		0.0%		
2006		0.0%		0.0%		
2007	1	4.2%	2	2.6%		
2008	3	12.5%	6	7.9%		
2009	10	41.7%	37	48.7%		
2010	10	41.7%	26	34.2%		
2011		0.0%	5	6.6%		
いまだ開始せず		0.0%		0.0%		
合計	24	100.0%	76	100.0%		
2009年までに開始	14	58.3%	45	59.2%	χ^2 値	
2010年以降開始, もしくは, まだ開始せず	10	41.7%	31	40.8%	0.01	0.939
2010年までに開始	24	100.0%	71	93.4%	χ^2 値	
2011年以降開始, もしくは, まだ開始せず	0	0.0%	5	6.6%	1.66	0.197

プにおいてより検討開始時期が早いといった傾向は見られず、両グループ間で差は生じていないようである。

(3) IFRS 導入の影響

続いて、図表4.1に該当する、IFRS 導入の影響に関して調査した結果を示しているのが、図表5.3である。全般的な傾向としては、日本企業より、④金融商品の認識や⑧従業員給付に関してより大きい影響があるとしている反面、⑥収益認識に関しては、より影響が少ないと考えているようである。

両グループ間の差に注目すると、統計的に有意な差が生じている項目は存在せず、①M&A や⑤資産の減損といったファイナンス理論と親和性が高い項目において、ファイナンス・グループがより大きな影響があると答えている日本企業と比べて、対照的な結果となっている。特に、①M&A に関して、

図表5.3 ファイナンス理論の理解と IFRS 導入の影響に関する認識 (韓国企業)

項 目	ファイナンス理論	非ファイナンス理論	グループ別観測数	平均値の差	t 値 (p 値)
①企業結合 (M&A)	2.88	3.07	24/76	-0.19	-0.83 (0.205)
②有形資産の減価償却 (耐用年数の変更も含む)	3.96	3.66	24/76	0.30	1.31 (0.097)
③有形資産に関する公正価値の評価	3.58	3.74	24/76	-0.15	-0.72 (0.236)
④金融商品の認識及び測定 (デリバティブを含む)	3.54	3.71	24/76	-0.17	-0.91 (0.183)
⑤資産の減損 (のれんを含む)	3.42	3.42	24/76	0.00	0.02 (0.492)
⑥収益認識	3.17	3.33	24/76	-0.16	-0.90 (0.185)
⑦財務諸表の表示	3.83	3.87	24/76	-0.04	-0.22 (0.414)
⑧従業員給付 (退職給付制度を含む)	4.00	3.79	24/76	0.21	1.02 (0.156)

平均点: 5 (強く思う) ~ 1 (あまり思わない)

ファイナンス・グループにおいて、最低のスコアとなっていることは、日本企業と大きく異なり、注目に値すると思われる。

(4) IFRS 導入のメリットとデメリット

図表4.2と4.3に該当する、IFRS 導入のメリットとデメリットに関する韓国における調査結果が、図表5.4と5.5である。まず全般的なメリットに関しては、日本企業よりも韓国企業のほうがより強く感じているようである。特に、日本企業と比較すると、①米国等で上場している場合、財務諸表の作成負担が軽減されるや③格付けがよくなるといった項目が、より高い平均評価点となっている。

ここで本稿の問題意識と関連して興味深いのは、韓国企業においては、全般的なメリットに関しても、また、具体的な各項目に関しても、両グループ

図表5.4 ファイナンス理論の理解と IFR 導入のメリットに関する認識 (韓国企業)

項 目	ファイナンス理論	非ファイナンス理論	グループ別観測数	平均値の差	t 値 (p 値)
「IFRS はメリットをもたらす」	2.88	2.67	24/76	0.20	0.98 (0.165)
①米国等で上場している場合、財務諸表の作成負担が軽減される	3.21	3.24	24/76	-0.03	0.15 (0.441)
②海外での上場や資金調達が有利になる	3.13	3.09	24/76	0.03	0.15 (0.439)
③格付けが良くなる	2.67	2.75	24/76	-0.08	-0.41 (0.341)
④企業イメージが向上する	3.13	2.87	24/76	0.26	1.23 (0.110)
⑤財務諸表の透明性が高まる	3.00	2.82	24/76	0.18	0.87 (0.192)
⑥企業価値評価に有用となる	2.67	2.75	24/76	-0.08	-0.37 (0.357)
⑦資本コストが低下する	2.63	2.37	24/76	0.26	1.36 (0.088)

平均点：5 (強く思う)～1 (あまり思わない)

間で有意な差が生じていないことである。図表4.2に示されているとおり、この結果は、日本企業では、ファイナンス・グループにおいて、メリットがより強く感じられており、その具体的内容として⑥企業価値評価に有用であるといったファイナンス理論志向的な項目において有意な差が出ていたのとは異なっている。

このように、両グループ間で回答に差が出ない傾向は、図表5.2から図表5.4まで首尾一貫しており、日本企業において、両グループ間を比較した際に、ファイナンス理論をよく理解していることの影響が、論理的に予想される形で回答結果に反映されているのとは、対照的である。

最後に、デメリットに関する調査結果を見ると (図表5.5)、デメリット全般に関しては、ほぼ日本企業と同様の傾向が見て取れる。すなわち、両国とも、メリット以上のデメリットを感じており、その感じ方に関しては、両グ

図表5.5 IFRS 導入のデメリットに関する認識 (韓国企業)

項 目	ファイナンス理論	非ファイナンス理論	グループ別観測数	平均値の差	t 値 (p 値)
「IFRS はデメリットをもたらす」	3.33	3.42	24/76	-0.09	0.51 (0.304)
①測定誤差が増える	3.17	3.32	24/76	-0.15	-0.77 (0.223)
②注記情報が増える	4.13	4.22	24/76	-0.10	0.50 (0.309)
③監査コストが上昇する	4.00	3.92	24/76	0.08	0.43 (0.336)

平均点：5 (強く思う)～1 (あまり思わない)

グループ間で有意な差は存在していない。

第7節 本稿の要約と今後の課題

本稿では、われわれが行った上場企業の CFO に対するアンケート調査に基づき、IFRS 導入に関する企業の意識について、ファイナンス理論に対する理解の点から分析を行った。すなわち、ファイナンス理論を理解していることを IFRS 導入に当たっての重要な適用能力の1つであるにとらえ、その理解の程度が IFRS 導入に対する意識に及ぼす影響に関して検証してきた。具体的には、株式の資本コストに関して、それをファイナンス理論と整合的にとらえているサンプルとそうでないサンプルに分け、前者はファイナンス理論をよく理解しているサンプル群 (ファイナンス・グループ)、後者はそうでないサンプル群 (非ファイナンス・グループ) とみなして、両者の IFRS に対する考え方の比較を行ってきた。

非常にシンプルな分析方法ではあるにもかかわらず、日本企業の分析結果はかなり明瞭な形で示されている。すなわち、日本企業において、ファイナンス・グループは、非ファイナンス・グループと比較して、次のような特徴を有していた。

ファイナンス理論と IFRS (馬場大治・若林公美)

- (1)IFRS をよりよく理解していると自ら認識している。
- (2)より早くから IFRS 導入に向けての研究を開始している。
- (3)IFRS 導入の影響に関して、M&A や減損処理について強く感じている。
- (4)メリットを、特に、企業価値評価における有用性について評価している。

これらの発見事項は、ファイナンス理論が IFRS 導入の適用能力の1つを構成するというわれわれの前提に立つならば、論理的にきわめて当然の結果であるといえよう。

また、因果関係を逆にとらえると、第2節で示されているように、日本企業において、近代的なファイナンス理論の考え方が、従来よりもやや浸透してきているようであるが、そのことの背景に IFRS 導入に代表される、会計制度の変更があるとの解釈も可能であろう。すなわち、IFRS 導入に向け、企業がその内容を検討する過程で、日本企業のファイナンス理論に対する理解が深まったと解釈できる可能性もあり、このことは、制度変更と理論の浸透という観点から、誠に興味深い。

一方、韓国では、ファイナンス理論に対する理解の程度で分けた2つのグループの間で、分析結果に有意な差はみられず、日本企業において、両者の間に上述のような差が出たことを勘案すると、きわめて対照的な結果が析出されたといわざるを得ない。この結果が導かれた理由の1つとして、両国の IFRS の導入方法の違いがあげられるかもしれない。日本では緩やかに IFRS の導入が図られ、その影響や導入効果を各企業が十分検討した上で IFRS を自発的に導入することができる。一方、韓国では企業的意思と関係なく、強制的に IFRS の導入が義務付けられたという可能性を否定できない。このような日韓両国の状況の相違が、分析結果の相違を生み出しているのかもしれない。

本稿と同様のデータに基づく分析の結果、韓国企業においては、資本コスト概念、すなわち、ファイナンス理論が十分理解されていないことを示唆す

る結果が報告されていることから (馬場, 2012), 韓国では, IFRS の適用能力を十分に備えていない企業に対しても, 強制的に IFRS を適用させていることが懸念される。

また, IFRS の適用により, 企業のディスクロージャーや会計情報の質が改善するためには, 規制環境やガバナンスの整備が必要である。極端な場合には, あくまでも形式的に IFRS を導入した「振り」をして, 旧来と変わらない財務報告を続ける企業が混在する可能性もある (Daske et al., 2013)。

今後の課題としては, IFRS の適用能力のみならず, IFRS を実質的に適用しているのか, あくまでも形式上適用した振りをしているのかの尺度とあわせて, 企業が IFRS を導入する上でのインセンティブについても分析する必要がある。

参考・引用文献

- Akaishi, M., T. Baba and I. Muramatsu. 2004. Capital Cost and Financial Policy in Japan, *Asian Business & Management* 3(2): 263-276.
- Ahmed, A., M. Neel, and D. Wang. 2012. Does Mandatory Adoption of IFRS Improve Accounting Quality? Preliminary Evidence. *Contemporary Accounting Research Forthcoming*.
- Armstrong, C., M. Barth, A. Jagolinzer, and E. Riedl. 2010. Market Reaction to the Adoption of IFRS in Europe. *The Accounting Review* 85(1): 31-61.
- Baker, H. Kent, J. Clay Singleton and E. Theodore Veil. 2011. Survey Research in Corporate Finance: Bridging the Gap between Theory and Practice, Oxford University Press, New York.
- Ball, R. 2006. International Financial Reporting Standards (IFRS): Pros and Cons for Investors. *Accounting and Business Research* 36 (Special Issue): 5-27.
- Barth, E., W. Landsman, M. Lang, and C. Williams. 2012. Are IFRS-based and US GAAP-based Accounting Amounts Comparable? *Journal of Accounting and Economics* 54(1): 68-93.
- Brounen, D., A. de Jong, and K. Koedijk. 2004. Corporate Finance in Europe: Confronting Theory with Practice, *Financial Management* 33(4): 71-101.
- Byard, D., Y. Li, and Y. Yu. 2010. The Effect of Mandatory IFRS Adoption on Financial Analysts' Information Environment. *Journal of Accounting Research* 49(1): 69-96.
- Christensen, H., E. Lee, and M. Walker. 2009. Do IFRS Reconciliation Convey Informa-

- tion? The Effect of Debt Contracting. *Journal of Accounting Research* 47(5): 1167-1199.
- Covrig, V., M. DeFond, and M. Hung. 2007. Home Bias, Foreign Mutual Fund Holdings, and the Voluntary Adoption of International Accounting Standards. *Journal of Accounting Research* 45(1): 41-70.
- Daske, H. 2006. Economic Benefits of Adopting IFRS or US-GAAP? Have the Expected Costs of Equity Capital Really Decreased? *Journal of Business Finance and Accounting* 33(3-4): 329-373.
- Daske, H., L. Hail, C. Leuz, and R. Verdi. 2008. Mandatory IFRS Reporting around the World: Easy Evidence on the Economic Consequences. *Journal of Accounting Research* 46(5): 1085-1142.
- Daske, H., L. Hail, C. Leuz, and R. Verdi. 2013. Adopting a Label: Heterogeneity in the Economic Consequences around Voluntary IAS/IFRS Adoptions. *Journal of Accounting Research* 51(3): 495-547.
- DeFond, M., X. Hu, M. Hung, S. Li. 2011. The Impact of Mandatory IFRS Adoption on Foreign Mutual Fund Ownership: The Role of Comparability. *Journal of Accounting and Economics* 51(3): 240-258.
- De George E., C. Ferguson, and N. Spear. 2012 How Much Does IFRS Cost? IFRS Adoption and Audit Fees. *The Accounting Review Forthcoming*.
- Gitman, L., and P. Vandenberg. 2000. Cost of Capital Techniques Used by Major U. S. Firms: 1997 vs. 1980. *Financial Practice and Education* 10(2): 53-68.
- Graham, J. and C. Harvey. 2001. The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field. *Journal of Financial Economics* 60(2-3): 187-243.
- Hail, L., C. Leuz, and P. Wysocki. 2010. Global Accounting Convergence and the Potential Adoption of IFRS by the U.S. (Part I): Conceptual Understandings and Economic Analysis. *Accounting Horizons* 24(3): 355-394.
- Horton, J., G. Serafeim, and I. Serafeim. 2012. Does Mandatory IFRS Adoption Improve the Information Environment? *Contemporary Accounting Research*, forthcoming.
- Jermakowicz, E. and S. Gornik-Tomaszewski. 2006. Implementing IFRS from the Perspective of EU Publicly Traded Companies. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation* 15(2): 170-196.
- KASB. 2013. IFRS Adoption and Implementation in Korea, and the Lessons Learned, IFRS Country Report. KASB
- Landsman, W., E. Maydew, and J. Thornock. 2012. The Information Content of Annual Earnings and Announcements and Mandatory Adoption of IFRS. *Journal of Accounting and Economics* 53(1-2): 34-54.
- Lang, M., M. Maffett, and E. Owens. 2010. Earnings Comovement and Accounting Comparability: The Effects of Mandatory IFRS Adoption. Working Paper, University of Rochester.

- Leuz, C. 2010. Different Approaches to Corporate Reporting Regulation: How Jurisdictions Differ and Why. *Accounting and Business Research* 40(3): 229-256.
- Li, S. 2010. Does Mandatory Adoption of International Financial Reporting Standards in the European Union Reduce the Cost of Equity Capital? *The Accounting Review* 85 (2): 607-636.
- Penman, S. 2007. Financial Reporting Quality: Is Fair Value A Plus Or A Minus? *Accounting and Business Research* 37(Special Issue): 33-44.
- Pfomn, N. 1963 *Managing Capital Expenditures*, New York: Natinal Industrial Conference Board.
- Sunder, S. 2011. IFRS Monopoly: the Pied Piper of Financial Reporting. *Accounting and Business Research* 41(3): 291-306.
- Wang C. 2011. Accounting Standards Harmonization and Financial Statement Comparability: Evidence from Transnational Information Transfer. Working paper, ssn-id1754199.
- 小津稚加子・梅原秀継編著 (2011) 『IFRS 導入のコスト分析』中央経済社。
- 音川和久 (2012) 『国際会計基準適用企業の事例分析』Business Insight (現代経営学研究所), 第20巻第3号, 4-10頁。
- 企業会計審議会 (2013) 『韓国における IFRS の適用状況』企業会計審議会。
http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kigyousiryousoukai/20130326/03.pdf
- 金融庁 (2012) 『各国の IFRS 適用状況調査結果』金融庁。
http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kigyousiryousoukai/20120417/03.pdf
- 小宮隆太郎・岩田規久生 (1973) 『企業金融の理論』日本経済新聞社。
- 小山泰弘 (2006) 「わが国上場企業の経営財務政策に関するアンケート調査の結果」岡山大学経済学会雑誌, 第38巻第2号, 47-81頁。
- 柴田典男・高田義幸 (1990) 「エクイティ・ファイナンスと持ち合い」企業会計第42巻第7号, 964-970頁。
- 杉本徳栄・趙盛豹 (2011) 『韓国企業のIFRS 導入』中央経済社。
- 仁科一彦 (1995) 『財務破壊: 市場メカニズムの浸透と財務戦略』東洋経済新報社。
- 日本経済団体連合会 (2013) 『国際会計基準 (IFRS) への当面の対応について』金融庁。
http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kigyousiryousoukai/20130326/08.pdf
- 野間幹晴 (2010) 「「通説」と異なる日本企業」日本経済新聞, 2010年8月5日朝刊。
- 翟林瑜 (2012) 「株式市場再生の視点」日本経済新聞, 2012年10月30日朝刊。
- 馬場大治 (2012) 「企業目的に関する日韓企業の実態比較」BI研究所編『ビジネス・イノベーションのプラットフォーム: 東アジアの連携に向けて』同文館出版, 163-181頁。
- 馬場大治・平尾敏也 (2010a) 「資本コスト概念を用いた経営管理: その実際と効果(1)」甲南経営研究, 第51巻1号, 1-27頁。
- 馬場大治・平尾敏也 (2010b) 「資本コスト概念を用いた経営管理: その実際と効果(2)」

ファイナンス理論と IFRS (馬場大治・若林公美)

甲南経営研究, 第51巻2号, 115-139頁。

森昭夫(1984)「日本的経営財務の特質」神戸大学経営学部編『経営学のフロンティア』千倉書房, 59-84頁。

若林公美(2012)「IFRS 導入意識に関する日韓企業の実態比較」『ビジネス・イノベーションのプラットフォーム: 東アジアの連携に向けて』同文館出版, 183-198頁。

若林公美・馬場大治・長坂悦敬(2012a)「IFRS 時代における日本企業の実態調査」BI Annual Research Report (甲南大学ビジネス・イノベーション研究所) 第7巻, 47-78頁。

若林公美・馬場大治・長坂悦敬(2012b)「IFRS 時代における韓国企業の実態調査」BI Annual Research Report (甲南大学ビジネス・イノベーション研究所) 第7巻, 79-103頁。

(付記) 本稿のアンケート調査は、文部科学省・私立大学戦略的研究基盤形成事業「関西地域発イノベーション・プラットフォームの構築」プロジェクトの一環として実施している。また、甲南学園平生記念人文・社会科学研究奨励助成金、村田学術振興財団の研究助成金、科学研究費補助金(課題番号: 22730376)の助成を受けた研究成果の一部である。