

IFRS 導入は日本企業の投資効率を改善したか？

譚 鵬

要 旨

近年、会計情報の質を向上させるため各国において IFRS を導入する企業は増えている。本稿は、IFRS 導入済の日本企業を対象に、質の高い財務報告が、過小投資および過剰投資の改善にどのような影響を与えるのかについて研究する。研究結果は、両企業群において投資に対する資金制約がそれぞれ存在するものの、IFRS 導入に伴って内部資金に対する投資キャッシュ・フロー感度が低下していることを発見した。この結果は、日本企業における IFRS 導入は情報の非対称性を改め、投資に対する財務上の制約を改善し、投資効率を高めたといえる。

キーワード：国際財務報告基準 (IFRS)、過小投資 (Under-investment)、過剰投資 (Over-investment)、投資効率 (Investment Efficiency)、情報の非対称性 (Information Asymmetry)

I はじめに

近年、会計情報の有用性の低下が多く指摘されており (Collins, Maydew, and Weiss 1997 ; Lev and Zarowin 1999 ; Lev and Gu 2016 ; 薄井 2015 ; 加賀谷 2017 ; 譚 2018)、『会計の終焉 (the end of accounting)』とまで言われている (Lev and Gu 2016)。このような背景のもと、財務報告の質を向上させるため各国において会計制度変革の議論が高まってきた。そして、国際的に認められる高品質な会計基準の開発という目標を掲げる国際会計基準審議会 (International Accounting Standards Board、以下 IASB) が国際財務報告基

準 (International Financial Reporting Standards、以下 IFRS) の開発・策定に精力的に取り組んだ結果、現在、IFRS は世界で最も広く採用されている財務報告基準となっている¹⁾。

日本では、上場企業を中心に IFRS を導入する企業が年々着実に増加している。2021年1月4日までの IFRS 導入済企業は217社、導入決定企業は10社で、合わせて227社が現在または今後 IFRS を採用している/することになる (東京証券取引所 2020a)。また、2020年6月末時点で IFRS 導入済・導入決定・導入予定上場企業の時価総額の合計は東証上場企業の時価総額に占める割合は42%となっている (東京証券取引所 2020b, 7頁)。

IFRS 導入の主たる目的の一つは、会計情報の質の向上であり (De George, Li and Shivakumar 2016; Tan 2020; 野口 2020a)、IFRS 導入が会計情報の質の向上に統計的に有意な正の影響を与えることを立証した先行研究は数多く存在する (Barth, Landsman and Lang 2008; Armstrong et al. 2010; Chalmers, Clinch and Godfrey 2011; Bogstrand and Larsson 2012; Kouki 2018; 向 2013; 譚 2014; 山地 2016; 譚 2017)²⁾。高品質な会計情報の開示は、経営者と外部資本提供者の間に存在する情報の格差、いわゆる情報の非対称性 (information asymmetry) の解消に有効な手段の一つである。高品質の会計情報は、情報の非対称性に伴うモラル・ハザード問題や逆選択問題の影響を緩和することによって、経営者の行動の監視と低コストでの資金調達を可能にし、過小投資 (under-investment) または過剰投資 (over-investment) を減らし、適切な投資を実現することが期待される (Hubbard 1998; Bushman and Smith 2001; Biddle and Hilary 2006; Biddle, Hilary and Verdi 2009; 榎本

- 1) IFRS 財団の調査によれば、現在、世界166の国・地域のうち144 (約87%) の国・地域で国内主要企業に IFRS 適用を要求している。詳細については、IFRS Foundation (2018) を参照されたい。
- 2) 日本において、IFRS 導入済企業は多くないため、実証研究で利用可能なデータも限られている。そのため、IFRS 導入が会計情報の質を改善したとの報告に対し、会計情報の質の向上に対する IFRS 導入の効果は検出されなかったとする研究も存在する (増村 2016; 野口 2020b)。したがって、日本における IFRS 導入による会計情報の質の改善に与える影響に関する評価はまだ不確定であるといえる。

2016)。

Biddle and Hilary (2006) は、高品質な会計情報が、経営者と外部資本投資家の間に存在する情報の非対称性を軽減することによって、企業の投資効率 (investment efficiency) を高める効果を有することを証明した。Schleicher, Tahoun and Walker (2010) は、IFRS 導入前はアウトサイダー・エコノミー (outsider economy)³⁾ よりインサイダー・エコノミー (insider economy)⁴⁾ における投資キャッシュ・フロー感度 (Investment-cash flow sensitivity)、あるいは内部資金に対する投資の依存度が高かったが、IFRS 導入後はインサイダー・エコノミーにおける投資効率が改善されたことを指摘した。Tan (2020) は、日本企業における IFRS 導入は、企業の内部資金に対する投資の依存度を低め、投資効率を高める効果を持つことを立証した。要するに、高品質な会計情報の開示は企業の投資効率を改善する効果を有するといえる。

一方で、これらの研究結果は、より質の高い財務報告が過剰投資の削減に関連するののか、それとも過少投資の削減に関連するののかというさらなる疑問を提起することとなった。Biddle, Hilary and Verdi (2009) は、高品質な会計情報の開示は、企業の過小投資と過剰投資のいずれをも改善する効果があると報告している。本稿は、IFRS 導入済の日本企業を対象に、質の高い財務報告が、過小投資および過剰投資の改善にどのような影響を与えるのかについて、より具体的に研究・考察するものである。

本稿の構成は次のとおりである。第2節は先行研究をレビューする。第3節はリサーチ・デザインを説明する。第4節は実証研究に利用するサンプルの説明を行う。第5節は、全サンプル企業を対象とした検証結果を報告する。第6節はまとめである。

3) アウトサイダー・エコノミーとは、株式市場の規模が大きく、所有権が分散され、外部投資家の権利が強く、情報の開示水準が高く、強い法的強制力を有する経済である (Schleicher, Tahoun and Walker 2010, p.144)。

4) インサイダー・エコノミーとは、株式市場の規模が小さく、所有権が非常に集中し、外部投資家の権利が弱く、情報の開示水準が低く、弱い法的強制力を有する経済である。(Schleicher, Tahoun and Walker 2010, p.144)。

II 先行研究のレビュー

企業の投資活動に必要な資金を調達する手段としては、事業活動がもたらすキャッシュ・フローと手元資金による内部調達で賄うこと、外部から調達することの2種類に大別することができる(榊原他 2011)。日本では、第2次世界大戦後の復興期から1970年代初頭まで、企業による設備投資資金の需要を賄うために主に外部資金、とくに金融機関からの借入金に依存してきたが、1970年代の半ば以後、証券市場を通じる資金調達手段が多様化し、海外市場での資金調達が活発になった(榊原他 2011, 183頁)。そして、海外からの資金調達の円滑化は日本企業におけるIFRS導入を決定する際の重要な理由の一つである(金融庁 2015)。中村・永田(2017)が実施したアンケート調査の結果でも、資金調達能力の改善が期待されることがIFRS導入に対する積極性に影響する要因であることが示唆されている。

しかし、資金の委託者である外部資本提供者と受託者である経営者の間の情報の非対称性の存在は無視できない。先行研究は、情報の非対称性が企業の内部資金と外部資金の利用に不平等をもたらし、資金調達に「序列(pecking order/financing hierarchy)」が生じると指摘する。この情報の非対称性が原因で、内部資金は投資の意思決定に影響を及ぼす(Fazzari, Hubbard and Petersen 1988; Richardson 2006; 榎本 2016)。結果的に、投資資金のほとんどは、おおむね内部資金で賄われている(Brealey, Myers and Allen 2020)。

つまり、情報の非対称性が原因で資金制約(financing constraints)が生じ、企業にとっては内部資金よりも外部からの資金調達コストの方が高くなるため、企業投資は内部資金に大きく依存することになるのである。このような内部資金に対する投資の依存度、すなわち投資キャッシュ・フロー感度が高い(低い)場合、企業にとっては資金制約が高く(低く)、投資効率が低い(高い)と判断できる(Fazzari, Hubbard and Petersen 1988; Hubbard 1998)。

IFRS導入は、会計情報の質を向上させ、情報の非対称性が改善され、モラル・ハザード問題や逆選択問題も緩和できるため、IFRS導入が投資効率

の改善に影響を与えることが期待されている。近年、このテーマに関する研究はIFRS導入拡大に伴い増えている。

IFRS導入が企業の投資行動に与える影響に関する先駆的研究は、Schleicher, Tahoun and Walker (2010) が挙げられる。Schleicher, Tahoun and Walker (2010) は、2005年よりIFRS強制適用を実施した欧州連合 (European Union, 以下EU) 6か国に着目し、各国の経済状況をインサイダー・エコノミーとアウトサイダー・エコノミーに分類した上で、2000年から2007年まで5,655 firm-years 観察値を対象に投資効率へのIFRS導入の効果分析を行った。IFRS導入前にはアウトサイダー・エコノミーよりインサイダー・エコノミーにおける投資キャッシュ・フロー感度が高かったが、IFRS導入後にはインサイダー・エコノミーにおいて、投資キャッシュ・フロー感度を低下させる効果があった、特にこの効果は小規模企業ほど顕著であったと報告している。また、IFRS導入はアウトサイダー・エコノミーにおける投資効率に対する影響は軽微である。

Lenger, Ernstberger and Stiebale (2011) は、EU10か国の上場と非上場企業142,873社 (951,650 firm-years 観察値) の1998年から2008年までの投資行動を分析した。IFRS導入は上場企業と非上場企業いずれに対しても過剰投資を改善し投資効率を高める効果があったが、過小投資について上場企業では有効な効果は確認できなかったが、非上場企業では増やす効果があったとしている。

Biddle et al. (2016) は、2001年から2008年までIFRS強制適用地域、および任意適用地域における26か国7,220社 (31,476 firm-years 観察値) を対象に、IFRS導入の資本投資効率への効果を検証した。研究結果は、IFRS強制適用地域ではIFRS導入による投資効率の改善を確認できた、特に投資家保護が弱い地域において、改善効果が高いことを証明した。しかし、任意適用地域においてはその改善効果は観察されなかったとしている。

Gao and Sidhu (2018) は、2002年から2018年まで23か国からIFRS強制適用企業を5,438社 (20,396 firm-years 観察値)、およびベンチマークサン

ルとして17か国13,328社（62,328 firm-years 観察値）を選び、IFRS 強制適用が過小投資と過剰投資へ与えた影響に着目した。IFRS 強制適用企業はそうでない企業より設備投資への過小投資が改善され、過剰投資への影響はなかったと報告している。さらに、強力な法律執行システムがある国において、透明な財務報告を提供する高い報告インセンティブを持つ企業ほど、最適投資に近づくことが可能だと指摘した。

日本企業を対象に、IFRS 導入が企業の投資行動に与える影響を定量的に分析するための最初のエビデンスを示したのは Tan（2020）である。Tan（2020）が行った2010年から2019年まで日本における IFRS 導入済上場企業53社（318 firm-years 観察値）を対象とする実証研究によって、IFRS 導入は企業投資効率を段階的に高める効果を有することが立証された。そして、情報の非対称性が IFRS 導入に伴い次第に緩和されるため、IFRS 導入による内部資金に対する投資の依存度を低める効果も段階を経て現れるとしている。

要約すると、IFRS 導入は質の高い会計情報の開示と利用を可能とし、情報の非対称性問題を改善することによって資金制約を緩和し、投資効率の向上を実現するとされている。上記の議論に基づいて、本稿は日本における IFRS 導入済企業を過小投資企業群と過剰投資企業群に区分し、以下の仮説検証を行うことによって、IFRS 導入が企業の過小投資・過剰投資にどのような影響を与えるかについて計量的に分析した結果を報告する。具体的には、下記2つの仮説を立てる。

仮説1：IFRS 導入は、企業の過小投資を改善する効果を有する。

仮説2：IFRS 導入は、企業の過剰投資を改善する効果を有する。

III リサーチ・デザイン

1. 異常投資の検証

本稿は、まず先行研究（Richardson 2006; McNichols and Stubben 2008; Biddle, Hilary and Verdi 2009）に依拠し、モデル（1）を用いて企業の期待投資水準（expected investment level）を推定する。期待投資と実際投資の

差、あるいは、モデル（１）の残差を異常投資（abnormal investment）とする。異常投資は期待投資に対する実際投資の超過であり、その値が正であれば過剰投資とし、負であれば、過小投資とする。つまり、異常投資水準の絶対値が高ければ高いほど過剰投資・過小投資の度合いが大きいと判断できる。

$$Investment_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Cash_{it-1} + \alpha_2 Growth_{it-1} + \alpha_3 Size_{it-1} + \alpha_4 Lev_{it-1} + \alpha_5 ROE_{it-1} + \alpha_6 Age_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

モデル（１）の被説明変数 $Investment_{it}$ は、企業（ i ）の会計年度（ t ）の投資水準であり、 t 期の固定資産に対する投資と研究開発活動への投資の合計額を t 期の期首資産合計で除した値である。説明変数 $Cash_{it-1}$ は、企業（ i ）の会計年度（ $t-1$ ）の現金保有水準であり、 $t-1$ 期の現金及び預金を t 期の期首資産合計で除した値である。企業の潜在投資可能性を表わすために使われる $Growth_{it-1}$ は、企業（ i ）の会計年度（ $t-1$ ）の 3 月期決算時の売上高対前年度比率である。企業規模を表わすために企業（ i ）の会計年度（ $t-1$ ）の 3 月期決算時の総資産規模（対数値）（ $Size_{it-1}$ ）を、財政リスクを表わすために負債比率（負債資本/総資本）（ Lev_{it-1} ）を、それぞれ使用する。 ROE_{it-1} は企業（ i ）の会計年度（ $t-1$ ）の 3 月期決算時の自己資本当期純利益率である。 Age_{it-1} は企業（ i ）の会計年度（ $t-1$ ）の 3 月期決算時までの設立年数である。

2. 過小投資・過剰投資に対する IFRS 導入の影響

本稿は、仮説 1 と仮説 2 を検証するにあたって、企業投資とキャッシュ・フローに関係づける 2 つの線形モデル、モデル（２）およびモデル（３）を使用する。

$$Investment_{it} = \beta_0 + \beta_1 CF_{it-1} + \sum_{3050}^{9050} \beta_{2j} DIndustry_{it} + \sum_{2007}^{2019} \beta_{3y} DYear_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

モデル（２）は、業種特有の効果および年度特有の効果をコントロールしたうえで、キャッシュ・フローを投資に関係づける基本モデルで、議論の出発点としてキャッシュ・フローの投資説明力を確認するために採用する。そして、先行研究（Fazzari, Hubbard and Petersen 1988; Hovakimian and

Hovakimian 2009; Schleicher, Tahoun and Walker 2010) に依拠し、 t 期における企業 i の投資 ($Investment_{it}$) と一期前のキャッシュ・フロー (CF_{it-1}) との関係を検討する。経験的証拠は、投資決定から投資プロジェクト完了までの平均時間が約 1 年であることを示している。したがって、企業の投資行動とキャッシュ・フローが 1 年のタイムラグを有する場合のほうが投資との相関はより高く、分析対象として適切である (Schleicher, Tahoun and Walker 2010) と考えられる。

回帰分析の結果、回帰係数 (β_1) の値がゼロと有意に異なると判定されるならば、キャッシュ・フロー (CF_{it-1}) は投資に影響を与える変数であるとみなされる。つまり、 β_1 は投資キャッシュ・フローの感度の測定値である。また、この測定値が高ければ高いほどキャッシュ・フローに対する企業投資の依存度が高く、資金制約の影響が高いと判定できる。

モデル (3) は、投資キャッシュ・フロー感度が IFRS 導入によってどのように変化したかを検証するモデルである。

$$\begin{aligned} Investment_{it} = & \gamma_0 + \gamma_1 CF_{it-1} + \gamma_2 DIFRS_{it} + \gamma_3 DIFRS_{it} \times CF_{it-1} \\ & + \gamma_4 Growth_{it-1} + \gamma_5 Size_{it-1} + \gamma_6 Lev_{it-1} + \gamma_7 ROE_{it-1} \\ & + \gamma_8 Age_{it-1} + \sum_{3050}^{9050} \gamma_9 DIndustry_{it} + \sum_{2007}^{2019} \gamma_{10y} DYear_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3) \end{aligned}$$

説明変数 CF_{it-1} は、先行研究 (Biddle and Hilary 2006; Schleicher, Tahoun and Walker 2010; Biddle et al. 2016) に依拠し、企業 (i) の会計年度 ($t-1$) の 3 月期決算時の営業活動によるキャッシュ・フローを t 期の期首資産合計で除した値を用いる。

既述したように、高品質な会計情報は、情報の非対称性に伴うモラル・ハザード問題や逆選択問題を緩和することから、投資効率を改善する。そのため、IFRS が導入されると、投資キャッシュ・フロー感度の変化が生じると期待できる。そのような変化の発生の有無を検証するために、第一にモデル (3) において、IFRS 導入の有無を表現する変数 ($DIFRS_{it}$) を基本モデル ((2) 式) に加える。 $DIFRS_{it}$ は、企業 (i) が IFRS を導入した会計年度 (t) には 1 の値を、導入していない会計年度にはゼロ (0) の値をとるダミー変

数である。 $DIFRS_{it}$ の回帰係数 (γ_2) は、IFRS 導入の有無という企業属性が投資行動に及ぼす効果を捉えている。

第二に、本稿の主たる狙いは、IFRS 導入によって企業投資のキャッシュ・フローへの依存度が変化したかどうかを確認することにある。IFRS 導入の有無を表すダミー変数 ($DIFRS_{it}$) と CF_{it-1} との交差項 ($DIFRS_{it} \times CF_{it-1}$) を基本モデル ((2) 式) に追加する。重回帰分析の結果、交差項の回帰係数 (γ_3) の値がゼロと有意に異なると判定されれば、IFRS 導入は投資キャッシュ・フロー感度に影響を及ぼしたと解釈できる。交差項の回帰係数は、投資とキャッシュ・フローとの一対一の関係の変化 (IFRS 導入が投資キャッシュ・フロー感度に及ぼす直接的影響) をとらえたものである。

第三に、キャッシュ・フローと IFRS 導入のダミー変数以外のファクターが企業投資に及ぼす影響を制御するために、モデル (3) に $Growth_{it-1}$ 、 $Size_{it-1}$ 、 Lev_{it-1} 、 ROE_{it-1} および Age_{it-1} 等のコントロール変数を追加する。 $DIndustry_{it}$ は、証券コード協議会が定めた業種中分類コード (3050~9050) のデータを用い、業種特有の効果を制御するための業種ダミー変数である。 $DYear_{it}$ は年度特有の効果を制御するための年度ダミー変数である。

IV サンプル企業とデータの出所

本稿は、IFRS 導入の3年前 ($T-3$) から IFRS 導入年度 (T) を含めて3年後 ($T+2$) までの6年間 ($T-3 \sim T+2$) のデータが全て揃う IFRS 導入済上場企業のみを検証対象とした。本稿の執筆時点で入手可能な最新財務データは2020年3月期決算データであるが、2020年1月に発生した新型コロナウイルスは企業経営にイレギュラーな影響を与え続けているため、2020年度最新データの利用は避けることにした。そのため、本稿が利用する最新財務データは2019年3月期のデータである。よって、IFRS 導入年度 (T) を含めて3年間 ($T \sim T+2$) のデータが揃う企業は遅くとも2017年度中に IFRS 導入済の企業である。

金融庁は、2010年3月期以後に終了する連結会計年度から、IFRS の任意

適用を認めた。本稿は2010年から2017年までにIFRSを導入した企業117社から、非3月決算企業29社と継続的な財務データの収集が不可能な企業32社を除いた56社を検証対象とした。利用可能な全データ数は336 firm-yearsである。必要な各種データは日本経済新聞社が提供するNEEDS-FinancialQUEST 2.0から取得した。

V 検証結果とその解釈

1. 基本統計量と相関関係

第1表は分析に使用された主要変数とコントロール変数の6年間の基本統計量である。第2表は主要変数間の6年間の相関マトリックスである。対角線より上の(下の)数値はスピアマン(Spearman)の(ピアソン(Pearson)の)相関係数である。相関係数の値は全て深刻な多重共線性の問題の発生を疑わせる値(0.8)を下回っている(Gujarati and Porter 2009, p.338)。

第1表 基本統計量

	平均値	中央値	標準偏差	最小値	最大値
$Investment_{it}$	0.085	0.084	0.052	0.000	0.268
CF_{it-1}	0.084	0.080	0.058	-0.102	0.377
$Cash_{it-1}$	0.159	0.127	0.116	0.008	0.628
$Growth_{it-1}$	0.063	0.041	0.187	-0.603	1.784
ROE_{it-1}	0.077	0.077	0.120	-1.415	0.413
$Size_{it-1}$	13.115	13.175	1.522	8.308	15.951
Lev_{it-1}	0.475	0.470	0.195	0.063	0.943
Age_{it-1}	62.160	66.000	26.546	5.000	121.000
N			336		

2. 検証結果の報告と解釈

第3表は重回帰分析の結果を示している。

まず、過小投資企業群および過剰投資企業群を対象とする基本モデル((2)式)の回帰結果を見ると、全てのケースにおいて、キャッシュ・フロー

第 2 表 変数間の相関係数

	$Investment_{it}$	CF_{it-1}	$Cash_{it-1}$	DIFRS	$Growth_{it-1}$	ROE_{it-1}	$Size_{it-1}$	Lev_{it-1}	Age_{it-1}
$Investment_{it}$	1	0.351***	0.077	-0.160***	0.000	0.063	-0.034	-0.291***	0.182***
CF_{it-1}	0.280***	1	0.391***	0.055	0.054	0.579***	-0.182***	-0.490***	-0.175***
$Cash_{it-1}$	-0.060	0.481***	1	0.094*	0.113**	0.337***	-0.491***	-0.451***	-0.079
DIFRS	-0.179***	0.000	0.045	1	-0.171***	0.093*	0.076	0.018	0.077
$Growth_{it-1}$	-0.045	0.062	0.201***	-0.114**	1	0.101*	-0.146***	-0.147***	-0.198***
ROE_{it-1}	0.043	0.446***	0.287***	-0.023	0.166***	1	-0.071	-0.330***	-0.133**
$Size_{it-1}$	-0.030	-0.175***	-0.507***	0.074	-0.134**	0.011	1	0.253***	0.231***
Lev_{it-1}	-0.259***	-0.483***	-0.455***	0.024	-0.075	-0.301***	0.234***	1	0.062
Age_{it-1}	0.165***	-0.232***	-0.255***	0.056	-0.205***	-0.168***	0.252***	0.096*	1

注 1：上部の数値は、Spearman 相関係数、下部の数値は Pearson 相関関数である。

注 2：***, **, * は、それぞれ統計的に 1%水準、5%水準、および 10%水準で有意であることを示す。

(CF_{it-1}) の係数の値は統計的に少なくとも 10%水準の有意性をもって企業投資とプラスに結びついており、キャッシュ・フローが企業投資にプラスの影響を与えることが確認できる。したがって、過小投資企業群および過剰投資企業群においては資金制約の存在が認められる。この結果から、過小投資企業群および過剰投資企業群においては、投資に対する資金制約が存在するため、豊富な内部資金を持つ企業ほど投資に有利で、内部資金が乏しい企業は投資を抑えがちであることが日本企業の投資傾向として捉えられる。

次に、モデル (3) の回帰結果に目を転じよう。過小投資企業群を対象とした分析結果によると、IFRS 導入の有無を表すダミー変数 ($DIFRS$) の係数の値は、正かつ 1%水準で統計的に有意である。IFRS 導入を実施した結果、過小投資企業群における投資が押し上げられたといえる。しかし、過剰投資企業群では、 $DIFRS$ の係数の値は、統計的に有意ではないため、IFRS 導入が、過剰投資企業群における投資行動に影響を与えていないことがわかる。

また、 $DIFRS_{it} \times CF_{it-1}$ の交差項の回帰係数の値からは、IFRS 導入の効果を読み取れる。過小投資企業群において CF_{it-1} の回帰係数は統計的に有意であるが、IFRS 導入後、 $DIFRS_{it} \times CF_{it-1}$ の交差項の回帰係数の値は統計的に有意ではなくなった。過剰投資企業群では、 CF_{it-1} の回帰係数は統計的に有

第3表 実証結果

	過小投資群		過剰投資群	
	モデル(2)	モデル(3)	モデル(2)	モデル(3)
<i>constant</i>	0.026 [5.219]***	0.032 [1.417]	0.121 [15.921]***	0.163 [5.810]***
<i>CF_{it-1}</i>	0.054 [1.686]*	0.069 [1.713]*	0.184 [3.028]***	0.190 [2.264]**
<i>DIFRS_{it}</i>		0.015 [2.620]***		0.016 [1.407]
<i>DIFRS_{it} × CF_{it-1}</i>		-0.054 [-1.014]		-0.265 [-2.705]***
<i>Growth_{it-1}</i>		-0.010 [-1.070]		-0.021 [-1.573]
<i>ROE_{it-1}</i>		-0.039 [-1.412]		0.012 [0.665]
<i>Size_{it-1}</i>		0.001 [0.832]		0.002 [0.865]
<i>Lev_{it-1}</i>		-0.072 [-4.530]***		-0.060 [-2.804]***
<i>Age_{it-1}</i>		0.000 [2.184]**		0.000 [-2.899]***
<i>DIndustry</i>	yes	yes	yes	yes
<i>DYear</i>	yes	yes	yes	yes
<i>Adj.R²</i>	0.679	0.730	0.414	0.481
N		155		181

注：括弧内はt値である。***, **, * は、それぞれ統計的に1%水準、5%水準、および10%水準で有意であることを示す。

意であるが、IFRS導入後、 $DIFRS_{it} \times CF_{it-1}$ の交差項の回帰係数の値は1%水準で統計的に有意な負となっている。したがって、仮説1と仮説2は支持されている。

これらの実証結果は、過小投資企業群および過剰投資企業群において、IFRSの導入に伴って内部資金に対する投資キャッシュ・フロー感度（依存度）が低下しているとの解釈と一致する。導入されたIFRSは高品質な会計

情報を提供しているため、経営者は市場に投資プロジェクトに関する質の高い有用な判断材料を提供することが可能となった。資本提供者は高品質な会計情報を元に、より正確に投資プロジェクトによる将来キャッシュ・フローを予測することができる。つまり、日本における IFRS 導入は情報の非対称性を改め、投資に対する財務上の制約を改善し、投資効率を高めたといえる⁵⁾。

VI 結びにかえて

本稿は、日本における IFRS 導入企業を過小投資企業群と過剰投資企業群とに区分した上で、IFRS 導入が企業の投資行動にどのような影響を与えたのかを IFRS 導入のダミー変数とキャッシュ・フローの交差項を織り込んだ投資モデルを使って統計的に検証し、以下の事実を明らかにした。

第1に過小投資企業群および過剰投資企業群において、投資に対する資金制約がそれぞれ存在すること。

第2に過小投資企業群では、IFRS 導入は企業投資を高める効果を持つ一方で、過剰投資企業群では、IFRS 導入による企業投資向上の効果が確認できないこと。

第3に IFRS 導入のダミー変数とキャッシュ・フローの交差項の回帰係数が、IFRS 導入前の統計的に有意な正の値から、過小投資企業群では統計的

5) 実証結果の頑健性について、本稿は次の検証を行った。まず、リーマン・ショックの影響で2008年と2009年の企業投資額が著しく低下したため（財務省 2019）、2008年と2009年を異常期間とし、この2年間に含まれる企業3社（18 firm-years 観察値）を分析対象56社から除いた。分析に利用した企業53社（318 firm-years 観察値）を対象とした実証結果は、概ね同様の結果が得られている。また、Bernardi and Stark（2018）に依拠し、IFRS 導入の有無を表すダミー変数（ $DIFRS_{it}$ ）と CF_{it-1} との交差項（ $DIFRS_{it} \times CF_{it-1}$ ）の代わる変数として、IFRS 導入前のキャッシュ・フロー（ $PreIFRS_{it-1}$ ）と IFRS 導入後のキャッシュ・フロー（ $PostIFRS_{it-1}$ ）をモデル3に加えて分析を行ったが、同様の結果が得られている。

$PreIFRS_{it-1}$ は、IFRS 導入前における企業（ i ）の会計年度（ $t-1$ ）の3月期決算時の営業活動によるキャッシュ・フローを t 期の期首資産合計で除した値である。 $PostIFRS_{it-1}$ は、IFRS 導入後における企業（ i ）の会計年度（ $t-1$ ）の3月期決算時の営業活動によるキャッシュ・フローを t 期の期首資産合計で除した値である。

に有意ではない負の値に転じ、過剰投資企業群においては1%水準で統計的に有意な負の値をとっていることである。これらの結果は、IFRS導入という条件下のキャッシュ・フローのいわゆる主効果にマイナスの交互作用効果が付け加わり、内部資金の投資との結びつきが弱くなっていたのを示している。

IFRSに基づく高品質な会計情報が公表されることによって、IFRS導入前に存在していた情報の非対称性も次第に緩和される。その結果、投資家による投資プロジェクトの将来キャッシュ・フロー予測精度も向上し、外部資本提供者から資金調達環境づくりも次第に整うことになる。いずれ、IFRS導入による、内部資金への投資の依存度を改善する効果も現れてくるであろう。

サンプル数の増加を待って本稿で得られた発見を強固なものとするのが今後の課題である。

(筆者は中部大学経営情報学部講師)

(謝辞) 本研究はJSPS科研費JP19K13871の助成を受けたものです。

参考文献

- Armstrong, C. S., M. E. Barth, A. D. Jagolinzer and E. J. Riedl (2010), "Market Reaction to the Adoption of IFRS in Europe," *The Accounting Review*, Vol. 85, No. 1 (January), pp. 31-61.
- Barth, M. E., W. Landsman and M. Lang (2008), "International Accounting Standards and Accounting Quality," *Journal of Accounting Research*, Vol. 46, No. 3 (June), pp. 467-498.
- Bernardi, C. and A. W. Stark (2018), "Environmental, Social and Governance Disclosure, Integrated Reporting, and the Accuracy of Analyst Forecasts," *The British Accounting Review*, Vol. 50, pp. 16-31.
- Biddle, G. C. and G. Hilary (2006), "Accounting Quality and Firm-Level Capital Investment," *The Accounting Review*, Vol. 81, No. 5 (October), pp. 963-982.
- Biddle, G. C., G. Hilary and R. S. Verdi (2009), "How Does Financial Accounting Quality Relate to Investment Efficiency?" *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 49, pp. 112-131.
- Biddle, G. C., C. M. Callahan, H. A. Hong and R. L. Knowles (2016), *Do Adoptions of Interna-*

- tional Financial Reporting Standards Enhance Capital Investment Efficiency?* SSRN Working Paper, 30 December 2020, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2353693.
- Bogstrand, O. and E. A. Larsson (2012), *Have IFRS Contributed to an Increased Value-Relevance?: The Scandinavian Evidence*, Uppsala University Department of Business Studies Working Paper. 30 December 2020, <https://www.diva-portal.org/smash/get/diva2:546324/FULLTEXT01.pdf>.
- Brealey, R. A, S. C. Myers and F. Allen (2020), *Principles of Corporate Finance*, 13th ed. New York: McGraw-Hill Education.
- Bushman, R. M. and A. J. Smith (2001), “Financial Accounting Information and Corporate Governance,” *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 32, pp. 237-333.
- Chalmers, K., G. Clinch and J. M. Godfrey (2011), “Changes in Value Relevance of Accounting Information upon IFRS Adoption: Evidence from Australia,” *Australian Journal of Management*, Vol. 36, Issue3 (August), pp. 151-173.
- Collins, D. W., E. L. Maydew and I. S. Weiss (1997), “Changes in the Value-Relevance of Earnings and Book Values over the Past Forty Years,” *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 24, pp. 39-67.
- De George, E. T., X. Li and L. Shivakumar (2016), “A Review of the IFRS Adoption Literature,” *Review of Accounting Studies*, Vol. 21, pp. 898-1004.
- Fazzari, S. M., R. G. Hubbard and B. C. Petersen (1988), “Financing Constraints and Corporate Investment,” *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 1, pp. 141-206.
- Gao, R. and B. K. Sidhu (2018), “The Impact of Mandatory International Financial Reporting Standards Adoption on Investment Efficiency: Standards, Enforcement, and Reporting Incentives,” *ABACUS*, Vol. 54, Issue3 (April), pp. 277-318.
- Gujarati, D. N. and D. C. Porter (2009), *Basic Econometrics*, 5th ed. New York: McGraw-Hill Education.
- Hovakimian, A. and G. Hovakimian (2009), “Cash Flow Sensitivity of Investment,” *European Financial Management*, Vol. 15, No. 1, pp. 47-65.
- Hubbard, R. G. (1998), “Capital-Markets Imperfects and Investment,” *Journal of Economic Literature*, Vol. 36, No. 1 (March), pp. 193-225.
- International Financial Reporting Standards (IFRS) Foundation (2018), *Use of IFRS Standards around the World*. 30 December 2020, <https://www.ifrs.org/-/media/feature/around-the-world/adoption/use-of-ifrs-around-the-world-overview-sept-2018.pdf>.
- Kouki, A. (2018), “IFRS and Value Relevance: A Comparison Approach before and after IFRS Conversion in the European Countries,” *Journal of Applied Accounting Research*, Vol. 19, Issue1 (February), pp. 60-80.
- Lev, B. and P. Zarowin (1999), “The Boundaries of Financial Reporting and How to Extend Them,” *Journal of Accounting Research*, Vol. 37, No. 2 (Autumn), pp. 353-385.

- Lev, B. and F. Gu (2016), *The End of Accounting and the Path Forward for Investors and Managers*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.. (伊藤邦雄監訳 (2018)『会計の再生：21世紀の投資家・経営者のための対話革命』中央経済社.)
- Lenger, S., J. Ernstberger and J. Stiebale (2011), *The Impact of IFRS on Firms' Investment Efficiency-European Evidence on Private and Public Firms*, Working paper, 30 December 2020, <https://pdfs.semanticscholar.org/cdb0/b31cd7f847dbde9a4b9dbc0df9b5d94fbc0b.pdf>.
- McNichols, M. and S. Stubben (2008), "Does Earning Management Affect Firms' Investment Decisions?" *The Accounting Review*, Vol. 83, No. 6 (November), pp. 1571-1603.
- Richardson, S. (2006), "Over-Investment of Free Cash Flow," *Review of Accounting Studies*, Vol. 11, pp. 159-189.
- Schleicher, T., A. Tahoun and M. Walker (2010), "IFRS Adoption in Europe and Investment-Cash Flow Sensitivity: Outsider versus Insider Economies," *The International Journal of Accounting*, Vol. 45, pp. 143-168.
- Tan, P. (2020), "IFRS Adoption and Investment Cash Flow Sensitivity-An Evidence from Japan," *International Review of Business*, Vol. 20, pp. 39-56.
- 薄井彰 (2015)『会計制度の経済分析』中央経済社。
- 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』第446号, 215-244頁。
- 加賀谷哲之 (2017)「財務情報の有用性は低下しているか」『企業会計』第69第9号, 37-44頁。
- 金融庁 (2015)「IFRS 適用レポート」https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kigyousiryou/kaikei/20150415/01.pdf (2020年10月30日参照)。
- 榎原茂樹・菊池誠一・新井富雄・太田浩司 (2011)『現代の財務管理〔新版〕』有斐閣アルマ。
- 財務省 (2019)「法人企業統計調査結果(平成30年10~12月期)」<https://www.mof.go.jp/pri-reference/ssc/update.htm> (2020年10月30日参照)。
- 譚鵬 (2014)「IFRS 導入が企業価値に及ぼす効果」『商学論究』第63巻第2号, 33-47頁。
- 譚鵬 (2017)「IFRS 導入が会計情報の質に与える影響」『年報経営分析研究』第33号, 79-86頁。
- 譚鵬 (2018)『研究開発費の会計一制度・理論・実証一』中央経済社。
- 東京証券取引所 (2020a)「IFRS 適用済・適用決定会社一覧」<https://www.jpx.co.jp/listing/others/ifrs/index.html> (2021年1月5日参照)。
- 東京証券取引所 (2020b)「「会計基準の選択に関する基本的な考え方」の開示内容の分析」<https://www.jpx.co.jp/news/1020/20200907-02.html> (2020年10月30日参照)。
- 中村美保・永田京子 (2017)「わが国上場企業における IFRS 適用に関する事前エフェクト分析」小津稚加子編著『IFRS 適用のエフェクト研究』中央経済社, 175-193頁。
- 野口倫央 (2020a)「財務報告の質および比較可能性」中野貴之編著『IFRS 適用の知見一

- 主要諸国と日本における強制適用・任意適用の分析一』同文館出版, 22-47頁.
- 野口倫央 (2020b) 「IFRS の任意適用が価値関連性に及ぼす影響」中野貴之編著『IFRS 適用の知見—主要諸国と日本における強制適用・任意適用の分析—』同文館出版, 365-382頁.
- 増村紀子 (2016) 「国際会計基準の適用と会計情報の品質—日本の任意適用企業を中心に」『会計』第190巻第6号, 58-70頁.
- 向伊知郎 (2013) 「IFRSs の適用による財務諸表分析の課題」『年報経営分析研究』第29巻, 12-20頁.
- 山地範明 (2016) 「わが国における IFRS 適用企業に関する利益情報の価値関連性」『商学論究』第63巻第3号, 315-328頁.