

## IFRS 任意適用とのれんの関連性

天 野 良 明\*

### I はじめに

IFRS（国際財務報告基準：International Financial Reporting Standards）を任意適用する日本企業が増加している。2016年12月現在で適用済企業数は102社、適用決定企業数は28社に上っている<sup>1)</sup>。

金融庁 [2015] によれば、日本企業がIFRS任意適用を行う主な動機として以下のようなものが存在する。

- (1) 経営管理への寄与：海外子会社等を含めた企業グループ間で会計基準を統一し、業績の正確な測定および比較を行うため
- (2) 比較可能性の向上：海外および国内の同業他社がIFRSを適用しており、投資家が同一の基準で企業間を比較できるようにするため
- (3) 海外投資家への説明の容易さ：海外投資家への説明において必要とされる日本基準との差異の説明のコストを取り除くため

しかし、上記以外にもIFRS任意適用の動機としてのれんの非償却があると指摘されている（吉野 [2014]，山下 [2014]，笠井・姉川 [2015]，大倉 [2016]）。すなわち、日本基準では規則的償却が求められているのれんについて、IFRSでは償却を行う必要がない。このため、のれん償却費分の営業利益の底上げ効果を期待して日本企業がIFRS任意適用を行っているのではないかというものである。

企業ののれんの非償却に対する選好は、最近に始まったことではない。例えば米国では2001年にそれまでの40年以内での規則的償却が廃止されたが、背景には経済界からの強い要望があったとされる。また日本でも、2005年にIT企業グループからのれんの非償却または即時償却への制度変更を求める要望が行われた（西川 [2014]）。こうした企業の主張の根拠としては、のれん非償却の制度のもとで企業は、のれん償却による費用負担を軽減させ、期間利益の悪化を回避することができる点が挙げられる（小形 [2017]）。

こうした背景を踏まえ本稿では、企業ののれん非償却への選好がIFRSの任意適用の要因のひとつとなっており、そのような企業はIFRSの任意適用に伴ってM&Aの実施を増加させるかどうかを検証する。

欧米におけるIFRS任意適用企業を対象とした先行研究ではのれんを要因として検証したものは

---

\* 京都大学大学院経済学研究科博士前期課程

1) 日本取引所グループウェブサイトによる。

存在しない。一方、日本ではのれん対総資産比率をIFRS任意適用の説明変数として検証した実証研究が2本（井上・石川 [2014]、笠井・姉川 [2015]）存在するが、のれん対総資産比率の有意性について結果が異なっている。そこで本稿では、最新のサンプルを使用すると同時に、上記先行研究の手法に改良を加える事により、IFRS任意適用の要因としてののれんが果たす役割についてより頑健な検証結果を導く。

また、企業がM&Aを実施する要因についての先行研究は米国中心に数多く存在するが、IFRS任意適用の意思決定の影響を検証したものはない。本稿では、上記のIFRS任意適用の要因の分析に用いたロジットモデルを用いて算出した傾向スコアにより、IFRS適用企業と非適用企業をマッチングする。そこで得られた適用企業群と非適用企業群について、のれん対総資産比率の変化の差異を検証する。

企業の、のれん非償却への選好およびそれに伴うIFRS任意適用の実施にどのような理論的背景が存在するかについて、井上・石川 [2014] や笠井・姉川 [2015] においては明確に述べられていない。この点について本稿では、双曲割引による近視眼的な価値判断を行う投資家を企業が想定し、短期的な利益の最大化を行う傾向が背景にあるとの前提に基づき、「のれん対総資産比率が高いほどIFRSを任意適用する可能性が高い」「IFRS任意適用を決定した企業はその後、M&Aによってのれんを増加させる」との仮説を設定する。

上述の仮説について、日本の上場企業の2016年11月期までのデータを用いた分析を行った結果、以下の事実が発見された。第一にIFRS任意適用を促す要因として、のれんの対総資産比率が有意に影響を与えていた。また同時に、研究開発費率、海外売上高比率、企業設立年数の影響が大きいことも明らかになった。第二に、IFRS任意適用企業は、任意適用の意思決定と同時並行する形でのれんを増加させていることが観察された。

本稿の貢献は第一に、先行研究で結果が分かれていた、のれん対総資産比率のIFRS任意適用に与える影響について、結果が異なる原因を分析し、より頑健な結果を導いた点である。第二に、IFRS任意適用企業がのれんを増加させる事実を発見することにより、会計基準の変更が実態面で企業経営に影響を及ぼす可能性を示唆した点である。

## II 先行研究の整理

### 1 IFRS任意適用の要因についての研究

#### i. 海外の研究

EUでは2005年にIFRSが強制適用されるまでの期間においてIFRSの任意適用を行った企業の特性的な先行研究が存在する。これらの研究は大きく分けて、IFRSの任意適用の要因の解明のみを行っているものと、第1段階の分析としてIFRS任意適用の要因を明らかにし、その結果を用いてIFRS任意適用の経済的帰結の分析を第2段階として行っているものに区分される。

#### a. 任意適用の要因のみに着目した実証研究

IAS/IFRSの任意適用の要因に関する研究は様々な国を対象に実施されている。例えば、スイス（Dumonitier and Raffournier [1998]）、英国（Ashbaugh [2001]、Andre et al. [2012]）、欧州各国（El-Gazzar et al. [1999]）、欧州およびアジア各国（Tarca [2004]）、韓国（金 [2016]）などであ

る。これらの研究では主に、企業規模、海外売上高比率、海外株式市場への上場、そしてのれん非償却に伴う利益の押し上げ効果といった要因がIAS / IFRSの任意適用の要因となっていることを示す証拠が報告されている。

Dumonitier and Raffournier [1998] はスイスにおいて1994年までにIAS（国際会計基準：International Accounting Standards）を任意適用した上場企業を分析し、企業規模、海外売上高比率、海外株式市場への上場、監査法人の規模、株主構成の分散度が任意適用の要因であると明らかにした。

El-Gazzar et al. [1999] は欧州各国でIASを任意適用した企業を分析し、海外売上高比率、海外株式市場への上場、EU加盟国の企業であること、負債比率が低いことが任意適用の要因であると指摘した。

Ashbaugh [2001] はロンドン証券取引所に上場する非米国企業のIASおよびUS-GAAP（米国会計基準：US-Generally Accepted Accounting Standards）の適用状況を分析し、海外株式市場への上場、自国GAAPからの切り替えによる会計情報の標準化の程度、新規株式発行がIAS任意適用の要因であると結論づけた。

Tarca [2004] はイギリス、フランス、ドイツ、日本、オーストラリアの企業のIASおよびUS-GAAPの適用状況を分析し、海外売上高比率、海外株式市場への上場がIASおよびUS-GAAPの適用要因であり、更に米国市場へ上場する企業でも、OTC（店頭取引）市場で株式が取引される企業はUS-GAAPよりもIASを選好することを明らかにした。

Andre et al. [2012] はイギリスの未上場企業のIFRS任意適用の状況を分析し、企業規模、子会社数、負債比率が高いこと、監査法人の規模、創立直後であることが任意適用の要因であると指摘した。

金 [2016] は韓国において2011年にIFRSが強制適用されるまでの期間に任意適用を行った上場企業を分析し、のれん非償却に伴う利益の押し上げ効果、公正価値による資産再評価、為替レート変動の損益への影響、退職給付債務の増加、公正価値ヘッジ禁止の影響が任意適用の要因であると指摘した。

#### b. 任意適用の要因と帰結に着目した実証研究

任意適用の要因のみならず、その帰結に着目した研究もまた、様々な国を対象に実施されている。例えば、Cuijpers and Buijink [2005]（EU各国）、Gassen and Sellhorn [2006]（ドイツ）、Kim et al. [2011]、Kim and Shi [2012]、Daske et al. [2013]、Barth et al. [2013]（世界各国）、Jung et al. [2016]（韓国）などである。任意適用の要因としては前述の研究と同様、企業規模、海外売上高比率、海外株式市場への上場といった要因が指摘されている。また任意適用の帰結としては、情報の非対称性の改善、利益の質の向上、市場流動性の増加、資本コストの低下、企業固有情報の反映度の増大などをもたらすことが示されている。

Cuijpers and Buijink [2005] はEU各国の企業のIASおよびUS-GAAPの適用状況を分析し、米国株式市場またはEASDAQへの上場、積極的な海外事業展開、自国の会計基準の質の低さ、および自国でIASがGAAPの代替基準として明確に認められていることが適用の要因であるとした。また、IASおよびUS-GAAP適用の帰結として情報の非対称性が改善されたかについて複数の指標を用いて検証を行ったが、結果は混在していた。その理由としては、投資家がIASないし

US-GAAP への変更への変化を学習するのに時間を要することが影響している可能性が指摘された。

Gassen and Sellhorn [2006] はドイツの上場企業の IFRS 任意適用状況を分析し、企業規模、海外売上高比率、株主構成の分散度、海外株式市場への上場、直近の IPO が任意適用の要因であるとした。次に、適用要因の決定モデルを基に傾向スコアによる IFRS 適用企業と非適用企業のマッチングを行い、任意適用が利益の質と情報の非対称性へ与える影響を分析した。その結果、IFRS 任意適用は利益の質を向上させ、情報の非対称性を低下させたと結論づけた。

Kim et al. [2011] は世界 40ヶ国の IFRS 任意適用企業を分析し、IFRS 任意適用は銀行借り入れの利率引き下げ、コベナンツ等の借り入れに関する非金銭的な契約条件の改善、銀行からの信用の増大、海外の金融機関からの借り入れ増大といった効果を適用企業にもたらすとした。

Kim and Shi [2012] は世界 34ヶ国の IFRS 任意適用企業を分析し、企業規模、海外売上高比率、海外株式市場への上場が任意適用の要因であるとした。次にヘックマンの二段階推定法を用い、IFRS 任意適用が株価の同調性 (Synchronicity) へ与える影響を検証した。その結果、IFRS 任意適用企業は株価の同調性が低く、任意適用が企業固有情報の株価への反映を促していることが示された。

Daske et al. [2013] は世界 30ヶ国の IAS/IFRS 任意適用企業を分析し、任意適用が市場流動性と資本コストに与えた影響を検証した。その結果、サンプル全体では任意適用前後で市場流動性と資本コストに変化は見られなかった。しかし、任意適用の前後で任意適用の動機 (企業規模、レバレッジ、収益性、成長性、海外売上高比率、株式所有構造の集中度)、会計政策 (会計発生高)、外的環境 (アナリスト数) が変化した企業を “Serious adopters”, 変化が小さい企業を “Label adopters” と区分したところ、Serious adopters は市場流動性が高まり、資本コストが低下したことを明らかにした。

Barth et al. [2013] は世界 27ヶ国の IFRS 任意適用企業を分析し、任意適用が IFRS 適用済み企業との比較可能性を高めるとともに、市場流動性、株式売買回転率、企業固有情報の反映度の向上に繋がることを明らかにした。

Jung et al. [2016] は韓国の未上場企業の IFRS 任意適用の状況を分析し、企業規模、負債比率が低いこと、成長率、監査法人の規模、創業年数が短いこと、社債による資金調達を行っていることが任意適用の要因であることを明らかにした。次に、傾向スコアによるマッチングにより IFRS 適用企業と非適用企業を比較し、任意適用を行った企業は適用後に社債価格付けが上昇していることを指摘した。

## ii. 日本の研究

### a. IFRS 適用企業の記述的な研究

少数の IFRS 適用企業の財務諸表を分析し、これらの企業に共通する特性の観察を通じて IFRS 適用の動機を考察した研究として以下が存在する。

山下 [2014] は、IFRS 任意適用を行った日本企業 8 社の初度適用における注記に着目し、のれんの非償却が連結財務諸表へ与える影響を分析した。その結果、8 社中 6 社で営業利益に対するのれん償却費の比率が 10% 前後と大きいことから、のれん非償却が IFRS 任意適用の動機である可能性を間接的に示唆した。

吉野 [2014] は、IFRS 任意適用企業 23 社を分析し、業種が医薬品や商社に偏っていること、のれん残高対総資産比率、海外売上高比率、外国人投資家比率が高い企業が多いことを指摘した。

大倉 [2016] は、医薬品製造業において IFRS を任意適用した 5 社の財務諸表を分析し、のれん非償却による利益の底上げ、研究開発費の一部資産計上、海外売上高比率、外国人投資家比率が IFRS 任意適用の動機となっている可能性を示唆した。

#### b. 実証研究

次に、海外での先行研究と同様にロジットモデル等を用いて IFRS 任意適用の要因を分析した実証研究として以下が存在する。

井上・石川 [2014] は、IFRS 任意適用を行った日本企業 25 社と、業種と資産規模でマッチングした非適用企業 25 社を比較し、研究開発費率、負債比率、外国人投資家比率が高い企業が IFRS 任意適用を行っていることを指摘した。また、IFRS 適用の公表後にインプライド資本コストは上昇するが、適用期の決算発表日までには低下し、非適用企業との差は消滅したことを明らかにした。

笠井・姉川 [2015] は、IFRS 任意適用を行った日本企業 49 社と、業種と資産規模でマッチングした非適用企業 49 社を比較し、のれん比率、外国人投資家比率が高い企業および米国会計基準を適用している企業が IFRS 任意適用を行っていることを指摘した。また、IFRS 任意適用は株価に短期的なプラスの影響を与えるものの長期的には効果は消滅することを明らかにした。

#### iii. まとめ

海外における先行研究では、サンプルや手法によって違いが見られる点も存在するものの、多くの研究に共通して IFRS 任意適用の要因として指摘されているものとして、企業規模、海外売上高比率、海外株式市場への上場、創業年数が挙げられる。のれんを任意適用の要因として指摘したものは韓国企業を分析した金 [2016] のみであり、欧米の研究には見られない。また、傾向スコアによるマッチングやヘックマンの二段階推定法により任意適用の帰結を分析した研究も存在するが、それは株式市場や社債市場における経済的帰結に着目したものであり、本稿の検証対象であるのれんの増加への影響を分析したものは、筆者の知る限り存在しない。

次に日本における研究を海外の研究と比較すると、海外の事例では見られない日本独自の IFRS 任意適用の要因として、のれんの非償却、研究開発費率、外国人投資家比率が挙げられる。このうちのれん非償却について、2つの実証研究のうち、井上・石川 [2014] ではのれんが IFRS 任意適用に与える影響は有意でないとの結果を導いている一方、笠井・姉川 [2015] では有意であるとの結果が出ている。

この結果の差異を生じさせている要因として、サンプル数の違いが考えられる。井上・石川 [2014] では 14 年 3 月期までのデータ (IFRS 適用企業 25 社)、笠井・姉川 [2015] では 15 年 3 月期までのデータ (IFRS 適用企業 49 社) を用いている。この点について本稿では更に新しい 16 年 11 月期までのデータ (IFRS 適用企業 65 社) を用いて、より頑健な結果を導く。

また、2 研究で用いられている分析手法にはいくつかの改良の余地が存在する。第一に、IFRS 任意適用の説明変数の観察期間として両研究とも IFRS 適用直前期を用いている。しかしながら、IFRS 任意適用の意思決定には数年間の期間を要することを考慮すると、この点は再考の余地があ

る。本稿では第IV節で詳述するように、IFRS適用6期前の数値を説明変数に用いる。

第二に、2研究は業種と規模でIFRS適用企業と非適用企業をマッチングしたうえで、IFRS任意適用の要因を推定するモデルを検証している。しかし第V節にて後述するように、この方法は結果に偏りを生じさせる可能性がある。本稿では業種と規模によるマッチングを行わず、全サンプルを対象としてIFRS任意適用の要因を推定する。

以上の先行2研究および本稿のサンプル、手法、そして結果の相違について、第V節において再度詳細な検討を行い、のれんがIFRS任意適用に与える影響について、現時点で最も頑健なインプリケーションを導出する。

## 2 のれんの増加要因についての研究

IFRS任意適用が、M&Aを通じたのれんの増加をもたらすか否かを検証する上で、M&Aを生起させる他の要因をコントロールする必要がある。そこで以下では、M&Aの生起要因を扱った実証研究を整理する。

### i. 海外の研究

#### a. 産業ショックを要因とするもの（新古典派）

特定の年度に特定の産業で生じた規制緩和や技術革新等の産業ショックによってM&Aが生起するとする立場を新古典派と呼ぶ。Mitchell and Mulherin [1996]は1980年代の米国において生じたM&Aを分析し、これらの多くは産業ショックにより生じたものであると指摘した。Mulherin and Boone [2000]およびAndrade et al. [2001]は1990年代のM&Aについて同様の結論を導いている。また、Harford [2005]は産業ショックに加えて、マクロレベルでの資金流動性（金利スプレッド）がM&Aを生じさせたとした。

#### b. 株価の過大評価を要因とするもの（行動経済学派）

行動経済学派は非効率な株式市場を前提とし、株式が過大評価された企業が株式交換を利用して買収を行う傾向がM&Aの生起要因であると考えられる。Rhodes-Kropf et al. [2005]は1980-90年代のM&Aを分析し、産業ショックの影響をコントロールした上でも、株式の過大評価がM&Aの主要な生起要因であると指摘した。またDong et al. [2006]は、過大評価された企業は株式交換によるM&Aを多用し、高額な買収プレミアムを支払う傾向にあることを明らかにした。さらにGu and Lev [2011]は、株式が過大評価された企業は、買収の件数・金額とも多く、のれんの増加率も高いと指摘した。

#### c. 余剰資金を要因とするもの

Jensen [1986]は、企業が多額のフリーキャッシュフローを生み出している際には、経営者はこれをM&Aに用いる誘因を持つと主張する。なぜならば、フリーキャッシュフローは経営者の裁量によって使用できる余地が大きく、配当や自社株買いで株主還元を行うよりも、たとえ資本コストを下回る案件であってもM&Aに投資して規模を拡大することが、経営者のコントロール可能な資産の増大や報酬増加に繋がるからである。Jensen [1986]は1970年代の石油産業の例を挙げて、フリーキャッシュフローがM&Aの増加に繋がることを指摘した。また、こうした経営者の

裁量的行動を抑制する上で、負債比率を高めることが債権者による規律付け効果を持つとした。

## ii. 日本の研究

蟻川・宮島 [2006] は 1990 年代以降の日本の M&A 案件を分析し、産業ショック（代理変数として収益性と成長性を用いている）に加え、負債比率が低いことが M&A の発生要因であるとした。

宮島 [2007] は、海外での M&A と比較した日本の M&A に特有の生起要因として、1990 年代からの長期不況下における過剰設備処理の必要性が生じたこと、メインバンク制の後退、機関投資家の増大、有利子負債の削減と低金利による負債支払いの減少などがあり、海外に比べると株式ブームの影響は小さいとしている。

## iii. まとめ

以上の先行研究をまとめると、主要な M&A の生起要因としては、産業ショック、株式の過大評価、余剰資金、低い負債比率などが示されている。日本での研究の蓄積は多くないものの、蟻川・宮島 [2006] において海外の先行研究と類似した結果を得ていることを踏まえると、上記の変数を考慮に入れて分析を行えば良いと考えられる。

## Ⅲ 仮説構築

本節では、のれん非償却が IFRS 任意適用の要因となり、さらに任意適用がのれんの増加に繋がるとすれば、そこにはどのような理論的背景があるのかを検討し、本稿で検証すべき仮説を構築する。

金 [2016] でも述べられているように、のれんの償却・非償却は会計処理上の差異であり、事業のキャッシュフローに直接的には影響を与えない<sup>2)</sup>。したがって、市場が効率的であり株主が将来キャッシュフローの現在価値として企業価値を見積もるならば、償却・非償却の違いは株主価値に影響を与えない。

また、IFRS 任意適用後の企業の成長機会として、自社事業への投資を通じた内部成長と M&A を通じた成長のいずれも存在する場合、両者の事業価値が等しければその選択は株主価値に影響を与えない。

したがって、のれんの非償却を動機として IFRS を任意適用し、その後 M&A を通じてのれんを増加させるという企業行動を想定するうえでは、市場が非効率的であり株主が非合理的な意思決定を行っている、経営者が想定していることを仮定しなければならない<sup>3)</sup>。

ここで、経営者が想定する株主の価値判断の尺度として Ainslie [2001] が提示した双曲割引モ

---

2) Watts and Zimmerman [1986] が提示するボーナス制度仮説、負債比率仮説、規模仮説のいずれかが成立する場合、会計処理の差異に起因して経営者が恣意的に利益またはキャッシュフローを操作する可能性は存在する。

3) ここでは、実際に市場が非効率的であるか否かは問題としていない。あくまで経営者の想定として、株主の非合理性が前提とされていることを仮定する。

デルを考える。これは、将来の利得や損失に対する時間割引の程度が、利得や損失の実現までの期間が長いほど低下するというものである。このモデルのもとでは、人は直近の利得に対する割引の程度が高いため、長期的な利益を犠牲にしてでも短期的な利益を早く実現しようと行動する。よって、株主が双曲割引モデルに基づき意思決定を行うと仮定すると、株主は長期的な企業価値の最大化ではなく、短期的な利益の最大化を選好する。

前提：経営者は、株主は企業価値の最大化よりも短期的な利益の最大化を選好すると想定する

上述の通り、のれんの償却・非償却の差異は企業価値に影響を与えない。しかしながら、償却が行われる場合はのれん計上直後から費用が計上されるのに対し、非償却の場合、将来減損損失が計上されるまでは費用が計上されない。したがって、企業はのれん非償却のIFRSを適用することが、直近の利益の最大化を選好する株主にとって好ましい選択となる。そしてこの効果は総資産に占めるのれんの割合が高いほど大きいと考えられる。

また、のれん非償却の会計基準のもとでは、内部成長を目指す場合は継続した投資としての費用（研究開発費、広告宣伝費等）が必要となる一方で、M&Aによる成長を目指す場合は将来的なのれんの減損損失計上まで、費用は発生しない。したがって、IFRSを適用した企業は内部成長ではなくM&Aによる成長を選択することが、近視眼的な株主からの評価を高めることに繋がる。よってIFRS適用企業はM&Aを増加させ、それに伴いのれんも増加することが予想される。

以上の前提と議論に基づき、以下の仮説が導かれる。

仮説1：のれん対総資産比率が高いほどIFRSを任意適用する可能性が高い

仮説2：IFRS任意適用を決定した企業はその後、M&Aによってのれんを増加させる

## IV リサーチデザイン

### 1 観察期間

企業がIFRSによる有価証券報告書の開示を初めて行う際には、その1会計期間前の期首を移行日と定め、移行日における開始財政状態計算書を作成する（大北 [2009]）。そしてこの開始財政状態計算書を起点としてIFRSに準拠した会計処理を開始し、移行日に始まる会計期間（T期とする）とその翌期（T+1期とする）のIFRSに準拠した財務諸表を、T+1期末に開示する。ここで、T期末まではIFRS以前の会計基準に準拠した財務諸表が開示されていることから、T+1期末の時点ではT期の財務諸表について、両基準に準拠した財務諸表を比較することが可能になる（図1）。



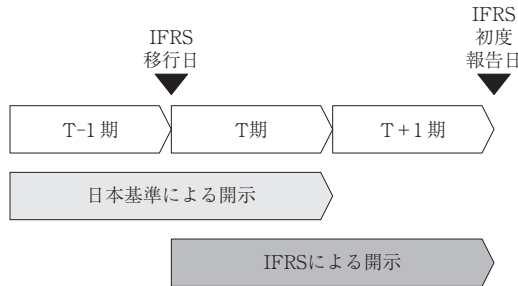


図1 IFRS移行時における財務諸表の開示期間

出所：大北 [2009] に基づき筆者作成

IFRS 任意適用の要因を検証する上で、先行研究の多くは IFRS 報告日の前期末（T 期末）の財務数値を説明変数として用いている（例えば井上・石川 [2014]、笠井・姉川 [2015]、金 [2016] など）。しかしながらこの方法は、IFRS 任意適用と説明変数の因果関係を考察する上で問題がある。なぜならば、IFRS 任意適用の意思決定は T 期よりも前に行われており、T 期の財務数値は IFRS 任意適用の意思決定が完了したことによる企業の性質の変化を含んでしまう可能性があるからである。例えば、T 期におけるのれん対総資産比率が高い企業が IFRS を任意適用する可能性が高いという結果が出たとしても、これが「のれんを多く抱える企業が IFRS 適用を決定した」のか、「IFRS 適用を決定した企業がのれんを増加させた」のか、明確に区別することはできない。

実際に、金融庁 [2015] によれば IFRS への移行期間（社内のキックオフミーティングから IFRS による有価証券報告書の開示までの期間）の平均は 3 年 8 ヶ月であり、90%以上の企業は 1 年以上 6 年未満の期間を要している（図 2）。

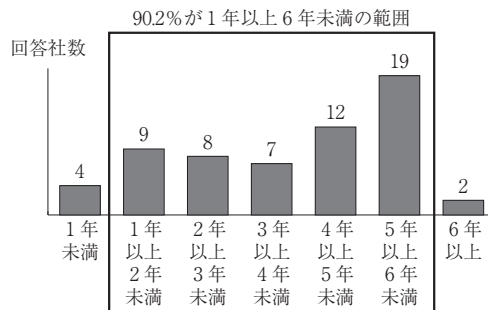


図2 IFRSへの移行期間別の企業数

(回答社数：61社)

出所：金融庁 [2015] に基づき筆者作成

したがって、IFRS 任意適用の意思決定を行う前の企業の性質を説明変数に用いるためには、この意思決定のタイミングよりも前の財務数値を用いなければならない。そこで本稿では、IFRS 初度報告日（T + 1 期末）から 6 年前の T - 5 期末の財務数値を説明変数として用いる。

また、IFRS 任意適用が企業の性質に変化をもたらしたかどうかを検証する上でも、同様にこの意思決定のタイミングを考慮し、その前後で比較を行わなければならない。そこで本稿では、T - 5 期末と T 期末の財務数値を比較することにより、IFRS 任意適用の意思決定が企業の性質に与え

た影響を検証する（図3）。

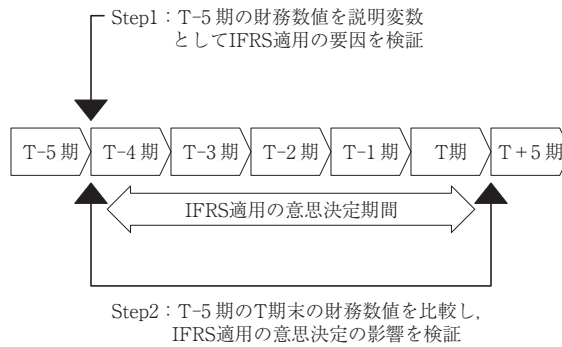


図3 観察期間

「意思決定後」の期間としてT期を用いるのは、T期が日本基準による財務数値が入手できる最後の会計期間であるためである<sup>4)</sup>。T+1期以降のIFRSによる財務数値を用いた場合、「意思決定前」の日本基準の数値との比較が困難になる。例えばのれんについて言えば、日本基準とIFRSとでは償却・非償却の相違に加え、減損の認識の基準も異なる。このため、純粋に企業の成長戦略の変化を通じた影響以外の要因がのれん計上額の変化に現れてしまうことになる。したがって本稿では、T-5期とT期の日本基準による数値を比較することで、IFRS任意適用の意思決定前後における企業戦略の変化を検証する。

## 2 検証モデル

### i. IFRS任意適用の要因

第一に、仮説1「のれん対総資産比率が高いほどIFRSを任意適用する可能性が高い」を検証するために、IFRS任意適用の要因を以下のロジットモデルを用いて推定する。

#### Model 1a

$$Adoption_{i,t} = \text{Logit} (\beta_0 + \beta_1 GW_{i,t-5} + \beta_2 RD_{i,t-5} + \beta_3 FS_{i,t-5} + \beta_4 FI_{i,t-5} + \beta_5 \text{LogTA}_{i,t-5} + \beta_6 \text{Age}_{i,t-5} + \text{Industry\_dummy} + \text{Year\_dummy})$$

Adoption = IFRS適用企業は1、非適用企業は0をとるダミー変数

GW = のれん対総資産比率

RD = 研究開発費対売上高比率

FS = 海外売上高比率

FI = 外国人投資家比率

LogTA = log (総資産)

LogAge = log (創業年数)

4) 利益に関してはT期およびT+1期いずれでも日本基準、IFRS双方の数値が開示されるが、のれん等の数値が日本基準、IFRS双方で入手可能なのはT期のみである。

GW 以外の説明変数を含める根拠は以下の通りである<sup>5)</sup>。まず RD であるが、日本基準では一括費用計上が求められる研究開発費について、IFRS では開発費の一部を資産計上することが認められるため、のれんの非償却と同様に営業利益の底上げ効果が期待される。このため、研究開発費率が高い企業は IFRS を任意適用する可能性が高いと考えられる（井上・石川 [2014]、大倉 [2016]）。

FS は、海外売上高の比率が高い企業ほど、海外子会社との会計基準統一による経営効率化の必要性から、IFRS を任意適用する可能性が高いと考えられるためである（Dumonitier and Raffournier [1998]、El-Gazzar et al. [1999]、Tarca [2004]、Gassen and Sellhorn [2006]、Kim and Shi [2012]、吉野 [2014]、大倉 [2016]）。

FI は、外国人投資家比率の高い企業ほど、海外競合他社との比較可能性および外国人投資家への説明の容易さの観点から IFRS を任意適用する可能性が高いと考えられるためである（井上・石川 [2014]、笠井・姉川 [2015]、吉野 [2014]、大倉 [2016]）。なお、海外の先行研究では外国人投資家比率ではなく、海外上場の有無や上場市場数を用いている場合が多い。しかしながら日本においては、海外上場を行っている企業数が極めて少ない。例えば日本の上場企業約 3500 社のうち、ニューヨーク証券取引所へ上場している企業はわずか 14 社である（松本 [2016]）。このため、日本企業の海外の投資家への情報開示の必要性を表す指標としては外国人投資家比率の方が適していると考えられる<sup>6)</sup>。

LogTA は、IFRS 任意適用に要するコストには固定費部分が存在し、企業規模が大きいほど相対的な利益への影響は小さくなるため、IFRS 任意適用の可能性が大きくなると考えられるためである（Dumonitier and Raffournier [1998]、Andre et al. [2012]、Gassen and Sellhorn [2006]、Kim and Shi [2012]、Jung et al. [2016]）。

LogAge は企業設立から間もない企業ほど資金調達へのニーズが大きく、幅広い投資家への情報提供の観点から IFRS 任意適用の可能性が高まると考えられるからである（Andre et al. [2012]、Jung et al. [2016]）。

## ii. IFRS 任意適用がのれんに与える影響

次に、ロジットモデルの推定結果により IFRS 任意適用の傾向スコアを算出し、年度ごとに傾向スコアを用いて IFRS 適用企業と非適用企業をマッチングする。マッチングで得た処置群（IFRS 適用企業）と対照群（非適用企業）について、図 3 に示すように IFRS 任意適用の意思決定期間前後（T-5 期末と T 期末）における、のれん対総資産比率の変化を差分の差分法で検証するため、以下の式を用いる。

---

5) この他にいくつかの先行研究で用いられた説明変数として監査法人の規模（Big 4 か否か）があるが、上記ロジットモデルに組み込んだところ係数は有意ではなかった。また、この変数を含めるとデータ利用可能性の問題から大きくサンプル数が減少することも踏まえ、本稿ではモデルから除外した。

6) 加えて後述するように、本稿では米国基準適用企業をサンプルから除外している。このため米国株式市場へ上場する企業の多くが含まれていないことも、海外株式市場への上場を考慮しない理由である。

## Model 2a

$$GW_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Post_t + \beta_2 Adoption_i + \beta_3 (Post_t * Adoption_i) + \beta_4 TAINC_{i,t-1} + \beta_5 LEV_{i,t-1} + \beta_6 ROA_{i,t-1} + \beta_7 PBR_{i,t-1} + \beta_8 FCF_{i,t-1} + Industry\_dummy + Year\_dummy$$

GW = のれん対総資産比率

Post = T 期末は 1, T-5 期末は 0 をとるダミー変数

Adoption = 処置群は 1, 対照群は 0 をとるダミー変数

(Post \* Adoption) = 二群の変化の差を表す交差項

TAINC = 前期からの総資産成長率

LEV = 負債総額対総資産比率

ROA = 営業利益対総資産比率

PBR = 株式時価総額対純資産比率

FCF = フリーキャッシュフロー対総資産比率

Adoption, Post 以外の説明変数を含める根拠は以下の通りである。まず TAINC と ROA は、収益性と成長性を産業ショックの代理変数と想定し（蟻川・宮島 [2006]）、産業ショックが M&A に影響を与えるという新古典派の仮説に基づいている。また、産業ショックは年度・産業に固有の事象であるため、年度ダミーと産業ダミーも加えている。

LEV は、負債比率が M&A に与える影響をコントロールするためである。蟻川・宮島 [2006]、宮島 [2007] では低い負債比率が M&A を促すとされている。また、Jensen [1986] では高い負債比率は債権者による規律付け効果をもたらし、非効率な M&A の抑制に働くとする。

PBR は株式の過大評価が M&A を促すという行動経済学派（Rhodes-Kropf et al. [2005]、Dong et al. [2006]、Gu and Lev [2011]）の仮説に基づいている。

FCF は、フリーキャッシュフローが大きいほど経営者は裁量的に M&A を増加させるとする仮説（Jensen [1986]）を踏まえている。

### 3 サンプル

サンプルは日本の全上場企業を対象とし、そこから以下を除外する。

- ・ 上述の観察期間におけるデータが入手できない企業
- ・ 金融業および「その他」業種（主に投資法人）に属する企業
- ・ 米国会計基準を適用している企業
- ・ 各年時点からみて、前年以前に既に IFRS を適用した企業

米国会計基準適用企業を除外するのは、米国基準では IFRS と同様ののれんが非償却のため、それを理由とした IFRS 適用は行われないと考えられるためである。

また観察期間は上述の通り、IFRS 移行年を T 期、最初の IFRS による開示年を T + 1 期とした時、T-5 期における財務数値を説明変数として IFRS 任意適用の要因を推定する。次に傾向スコアでマッチングをした後、T-5 期と T 期の間でのれん対総資産比率の変化を観察する。なお、この際に用いるコントロール変数は翌期以降ののれんの増加に影響を与えうるものであるため、一期前、すなわちそれぞれ T-6 期と T-1 期のものを用いる。

日本における最初の IFRS 任意適用は、日本電波工業の 2010 年 3 月期（上述の T + 1 期に相当）であり、本稿執筆時点で入手可能なデータは 2016 年 11 月期までである。したがって、2009 年 12 月期から 2016 年 11 月期までを観察対象期間とし、この期間に含まれるそれぞれの年度（2009 年～2016 年）を T + 1 期としたときに、対応する T-1 期（2007 年～2014 年）、T-5 期（2003 年～2010 年）、T-6 期（2002 年～2009 年）のデータがサンプルに含まれる。

以上の条件を満たすサンプルを日経 NEEDS Financial Quest より抽出し、18,742 社・年のデータを使用する。なお、この中で IFRS 適用企業は 65 社である。また、異常値処理として各説明変数の上下 1% をウィンザライズしている。

## V 結果と考察

### 1 IFRS 任意適用の要因

まず、IFRS 任意適用の要因をロジットモデルにより推定する。各説明変数の記述統計量と相関係数は表 1、表 2 の通りである。

表 1 記述統計量

	平均	標準偏差	最小値	25%点	中央値	75%点	最大値	n
GW	0.01	0.02	0.00	0.00	0.00	0.00	0.16	18,742
RD	0.02	0.03	0.00	0.00	0.00	0.02	0.16	18,742
FS	0.12	0.20	0.00	0.00	0.00	0.18	0.81	18,742
FI	0.08	0.10	0.00	0.01	0.04	0.12	0.46	18,742
LogTA	10.42	1.56	7.17	9.34	10.28	11.34	14.73	18,742
LogAge	3.72	0.65	1.39	3.47	3.93	4.13	4.56	18,742

GW = のれん対総資産比率

RD = 研究開発費対売上高比率

FS = 海外売上高比率

FI = 外国人投資家比率

LogTA = log（総資産）

LogAge = log（創業年数）

表2 ピアソンの相関係数

	GW	RD	FS	FI	LogTA
RD	0.011				
FS	0.028	0.355			
FI	0.064	0.161	0.340		
LogTA	-0.018	0.035	0.276	0.531	
LogAge	-0.223	0.013	0.175	0.053	0.384

GW = のれん対総資産比率

RD = 研究開発費対売上高比率

FS = 海外売上高比率

FI = 外国人投資家比率

LogTA = log (総資産)

LogAge = log (創業年数)

ここで、説明変数間の相関係数のうち、FIとLogTAの係数のみ0.5を超えており、多重共線性が発生する恐れがある。そこで、以下の推定では前述のModel 1aに加え、FIとLogTAのいずれか一方を外したModel 1b, 1cでも推定を行い、それぞれの推定結果を比較、考察する。

#### Model 1a

$$Adoption_{i,t} = \text{Logit} (\beta_0 + \beta_1 GW_{i,t-5} + \beta_2 RD_{i,t-5} + \beta_3 FS_{i,t-5} + \beta_4 FI_{i,t-5} + \beta_5 \text{LogTA}_{i,t-5} + \beta_6 \text{Age}_{i,t-5} + \text{Industry\_dummy} + \text{Year\_dummy})$$

#### Model 1b

$$Adoption_{i,t} = \text{Logit} (\beta_0 + \beta_1 GW_{i,t-5} + \beta_2 RD_{i,t-5} + \beta_3 FS_{i,t-5} + \beta_4 FI_{i,t-5} + \beta_5 \text{LogAge}_{i,t-5} + \text{Industry\_dummy} + \text{Year\_dummy})$$

#### Model 1c

$$Adoption_{i,t} = \text{Logit} (\beta_0 + \beta_1 GW_{i,t-5} + \beta_2 RD_{i,t-5} + \beta_3 FS_{i,t-5} + \beta_4 \text{LogTA}_{i,t-5} + \beta_5 \text{LogAge}_{i,t-5} + \text{Industry\_dummy} + \text{Year\_dummy})$$

Adoption = IFRS適用企業は1, 非適用企業は0をとるダミー変数

GW = のれん対総資産比率

RD = 研究開発費対売上高比率

FS = 海外売上高比率

FI = 外国人投資家比率

LogTA = log (総資産)

LogAge = log (創業年数)

推定結果は表3の通りである。3つのモデルを比較すると、FIとLogTAのいずれかを外したModel 1b, Model 1cではFIとLogTAはいずれも有意であるが、共に含んだModel 1aではFIの

係数が有意ではない。この結果は、FI と LogTA の相関係数が高い事に起因すると考えられる。

外国人投資家比率と企業規模に正の相関が見られる傾向は、ホームバイアスとして説明される (Kang and Stulz [1997], 宮島ほか [2017])。すなわち、外国人投資家は投資国の企業に関する十分な情報を持たないため、規模が大きく、流動性が高く、収益性の高い企業を選択する傾向がある。本稿における推定結果もこのホームバイアスと整合的である。FI と LogTA の相関係数が高いために Model 1a では FI の係数が有意とならず、一方を除外した 1b, 1c では他方の係数が有意となっている。

表3 分析結果

	Model 1a	Model 1b	Model 1c
GW	6.694*** (1.986)	7.031*** (1.573)	6.630*** (1.913)
RD	6.881** (2.686)	6.574*** (2.308)	7.372*** (2.857)
FS	2.580*** (0.738)	2.474*** (0.696)	2.719*** (0.658)
FI	0.850 (0.752)	4.906*** (1.181)	-
LogTA	0.664*** (0.144)	-	0.697*** (0.163)
LogAge	-0.520*** (0.144)	-0.169 (0.212)	-0.516*** (0.142)
(Intercept)	-13.646*** (1.588)	-7.769*** (1.433)	-13.975*** (1.695)
Year Dummy	Included	Included	Included
Industry Dummy	Included	Included	Included
Nagelkerke R-sq	0.313	0.254	0.312
AIC	687	736	686
N	18,742	18,742	18,742

GW = のれん対総資産比率

RD = 研究開発費対売上高比率

FS = 海外売上高比率

FI = 外国人投資家比率

LogTA = log (総資産)

LogAge = log (創業年数)

括弧内は年度に関する One-way Cluster-robust の標準誤差

\*10%水準/\*\*5%水準/\*\*\*1%水準で有意

Model 1a, 1b, 1c いずれでも、GW の係数は 1%水準で有意に推定された。したがって仮説 1 「のれん対総資産比率が高いほど IFRS を任意適用する可能性が高い」は支持された。また同時に、研究開発費率、海外売上高比率、企業規模、創業年数<sup>7)</sup>が IFRS 任意適用の要因となっていることも明らかになった。

## 2 先行研究との比較

第2節で述べた通り、日本におけるIFRS任意適用の要因を検証した実証研究として井上・石川[2014]と笠井・姉川[2015]が存在するが、前者ではのれんの係数は有意ではない<sup>8)</sup>一方、後者では有意であるとの結果が出ている。これらの結果と本稿における分析結果の整合性をどの様に解釈すべきかを検討する。

表4に、三者の主要な相違点を示している。第一の相違点は、サンプルの年度とサイズである。井上・石川[2014]は14年3月期までにIFRSによる開示を行った25社のみを対象としているため、初期に任意適用を行ったこれらの企業特有の性質、およびサンプルサイズの小ささが、のれんの係数が有意でないという結果に繋がっている可能性がある。

表4 先行研究との比較

		井上・石川 [2014]	笠井・姉川 [2015]	本稿
結果	のれんの係数	有意でない	有意	有意
サンプル	対象年度	14年3月期まで	15年3学期まで	16年11学期まで
	サイズ	IFRS適用 企業25社	IFRS適用 企業49社	IFRS適用 企業65社
手法	説明変数の 観察期間	IFRS適用の1期前	IFRS適用の1期前	IFRS適用の6期前
	分析手順	業種と規模でマッチングしてからプロビット推定	業種と規模でマッチングしてからロジット推定	マッチングせずにロジット推定
	変数	業種ダミーを含まず	業種ダミーを含む	業種ダミーを含む

第二の相違点は手法に関するものである。まず、第4節で述べたように、観察期間の相違が存在する。先行2研究はIFRS適用直前期の数値を説明変数として用いているが、本稿ではIFRS任意適用の意思決定に要する期間を考慮し、適用6期前のデータを用いている。したがって、先行研究の結果は「のれんを多く抱える企業がIFRS適用を決定した」「IFRS適用を決定した企業がのれんを増加させた」という因果の双方向性を含んでいる可能性がある一方で、本稿の結果は、「のれんを多く抱える企業がIFRS適用を決定した」という一方向のみに着目したものである。

次に、本稿では上場全企業のデータを用いてロジット推定を行っているが、先行2研究では先に業種と規模でマッチングを行ってから、抽出された処置群と対照群に対して、ロジットないしプロビット推定を行っている。先にマッチングを行うか否かの差は、コントロールする変数が同じであっても異なる結果をもたらす可能性がある。先にマッチングを行う場合、処置を受ける確率が最も高い共変量をもつサンプルに最も重くウェイトがつけられる(Angrist and Pischke [2008])。す

7) LogAgeの係数はModel 1bにおいて有意でない。これは、LogAgeとLogTAの相関係数が比較的高く(0.384)、LogTAを除外したModel 1bではLogTAのプラスの影響とLogAgeのマイナスの影響が相殺されたことによると考えられる。したがって、企業規模をコントロールすれば創業年数はIFRS任意適用に対して有意なマイナスの影響を持つ可能性が高い。

8) ただし井上・石川[2014]ものれんの係数は正であり、(z値=1.39)、のれんとIFRS任意適用の関連性を強く否定しているわけではない。



なわちここでは、IFRSを適用する可能性が最も高いと考えられるサンプルの影響が大きく出ることになる。こうした「IFRSを適用しそうな」企業は、仮に観察年度においてIFRSを適用していないとしても、近い将来IFRSを適用する可能性を秘めた企業である。そのような企業が分析時点で「IFRSを適用していない企業群」に含まれている場合、説明変数の推定値の有意性を引き下げる要因になりうると考えられる。この点については井上・石川[2014]も、「(のれんの係数が有意でないという)この結果は慎重に解釈する必要がある。本稿のコントロール企業は、(中略)将来のIFRS適用予備軍という見方もできるからである」(pp. 35-36)と述べている。

また、井上・石川[2014]ではマッチング後にプロビット推定をする際、業種ダミーを含めていない。これに対し笠井・姉川[2015]では、業種ごとにのれん比率の偏りがある場合には信頼性のある結果とならない可能性があるとして、マッチング後のロジット推定にも業種ダミーを含めている。この違いがのれんの係数の推定結果に影響を与えている可能性もある。

以上のように、先行2研究と本稿の結果の違いには、サンプルおよび手法のいくつかの相違点が影響していると考えられる。これらを総合的に判断すれば、本稿が最新、最大のサンプルを利用している点、また共にマッチングによる方法をとっている先行2研究のうち、より新しいサンプルを用いている笠井・姉川[2015]においてのれんが有意という結果が出ている点、そして本稿がIFRS任意適用に要する期間を考慮して観察期間について改良を加えている点を踏まえると、現時点ではのれん対総資産比率がIFRS任意適用を促す要因であると解釈することが妥当であると考えられる。しかしながら、こうした性質は今後IFRS適用企業が増加するとともに変化する可能性も考えられる。よって、今後も新しいデータと様々な分析手法を用いてその性質の変化を研究することには大きな意義があると考えられる。

### 3 IFRS 任意適用がのれんに与える影響

次に、IFRS任意適用の要因を推定したモデルによって算出される傾向スコアを用いて、IFRS適用企業65社に対して1社ずつIFRS非適用企業をマッチングする。モデルは1a、1b、1cの中でAICが最小となる1cを用いる。マッチングの手法は、ペア内の傾向スコアの差の合計が最小となるようにマッチングを行うOptimal Matchingを用いる<sup>9)</sup>。これらの65組130社に対し、T期(説明変数はT-1期)には1、T-5期(説明変数はT-6期)には0をとるダミー変数Postを与え、計260サンプルを得る。表5、表6に記述統計量、相関係数を示している。

---

9) マッチングの手法としてはこの他に、処置群の企業それぞれにもっとも傾向スコアの近い対照群の企業を割り当てる、Nearest Neighbor Matchingも考えられる。この方法を用いる場合、傾向スコアの差が一定の閾値(Caliper)を超えるサンプルを除外することが望ましいとされるが、それによりサンプル数が減少し、推定の精度が低下するというデメリットが存在する(Austin [2014])。また、処置群の中でペアを割り当てる順番によっては特異なサンプル効果が発生する可能性があり、Optimal Matchingを用いることでこのデメリットも回避することができる(Shipman et al. [2017])。本稿では、処置群のIFRS適用企業が65社と少数であることから上記のNearest Neighbor Matchingによるデメリットが大きいと判断し、Optimal Matchingを採用している。

表5 記述統計量

	平均	標準偏差	最小値	25%点	中央値	75%点	最大値	n
GW	0.03	0.05	0.00	0.00	0.01	0.04	0.16	260
RD	0.03	0.05	0.00	0.00	0.01	0.04	0.16	260
FS	0.31	0.29	0.00	0.00	0.27	0.59	0.82	260
LogTA	12.43	1.74	7.13	11.45	12.67	13.82	14.85	260
LogAge	3.73	0.72	1.10	3.43	4.00	4.17	4.61	260
TAINC	0.06	0.19	-0.36	-0.03	0.03	0.10	1.11	260
LEV	0.50	0.24	0.08	0.32	0.52	0.69	0.94	260
ROA	0.07	0.07	-0.18	0.03	0.05	0.10	0.26	260
PBR	1.99	1.84	0.25	0.88	1.46	2.40	11.65	260
FCF	0.01	0.08	-0.33	-0.02	0.02	0.05	0.24	260

GW = のれん対総資産比率

RD = 研究開発費対売上高比率

FS = 海外売上高比率

LogTA = log (総資産)

LogAge = log (創業年数)

TAINC = 前期からの総資産成長率

LEV = 負債総額対総資産比率

ROA = 営業利益対総資産比率

PBR = 株式時価総額対純資産比率

FCF = フリーキャッシュフロー対総資産比率

表6 ピアソンの相関係数

	GW	RD	FS	LogTA	LogAge	TAINC	LEV	ROA	PBR
RD	0.100								
FS	-0.015	0.333							
LogTA	-0.076	0.051	0.169						
LogAge	-0.162	0.156	0.177	0.203					
TAINC	0.145	-0.146	-0.116	0.021	-0.286				
LEV	-0.054	-0.431	-0.161	0.277	0.045	-0.051			
ROA	0.010	-0.033	-0.078	0.059	-0.097	0.341	-0.408		
PBR	0.247	0.003	-0.130	-0.181	-0.364	0.399	-0.126	0.455	
FCF	-0.082	-0.043	-0.083	0.011	-0.037	-0.193	-0.183	0.417	0.317

GW = のれん対総資産比率

RD = 研究開発費対売上高比率

FS = 海外売上高比率

LogTA = log (総資産)

LogAge = log (創業年数)

TAINC = 前期からの総資産成長率

LEV = 負債総額対総資産比率

ROA = 営業利益対総資産比率

PBR = 株式時価総額対純資産比率

FCF = フリーキャッシュフロー対総資産比率

モデルは前述の Model 2a に、ロジット推定で用いた Model 1c に含んだ変数 RD, FS, LogTA, LogAge を加えた Model 2b を使用する<sup>10)</sup>。

#### Model 2a

$$GW_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Post_t + \beta_2 Adoption_i + \beta_3 (Post_t * Adoption_i) + \beta_4 TAINC_{i,t-1} + \beta_5 LEV_{i,t-1} + \beta_6 ROA_{i,t-1} + \beta_7 PBR_{i,t-1} + \beta_8 FCF_{i,t-1} + Industry\_dummy + Year\_dummy$$

#### Model 2b

$$GW_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Post_t + \beta_2 Adoption_i + \beta_3 (Post_t * Adoption_i) + \beta_4 RD_{i,t-1} + \beta_5 FS_{i,t-1} + \beta_6 LogTA_{i,t-1} + \beta_7 LogAge_{i,t-1} + \beta_8 TAINC_{i,t-1} + \beta_9 LEV_{i,t-1} + \beta_{10} ROA_{i,t-1} + \beta_{11} PBR_{i,t-1} + \beta_{12} FCF_{i,t-1} + Industry\_dummy + Year\_dummy$$

GW = のれん対総資産比率

Post = T 期末は 1, T-5 期末は 0 をとるダミー変数

Adoption = IFRS 適用企業は 1, 非適用企業は 0 をとるダミー変数

10) IFRS 任意適用の傾向をコントロールするために傾向スコアによるマッチングを行っているが、傾向スコアは一次元の尺度であるため、個別の変数 1 つずつの影響をコントロールすることは出来ない。よって、IFRS 適用に影響を及ぼしうるコントロール変数を 2 段階目のモデルにも加える。

(Post\* Adoption) = 二群の変化の差を表す交差項

RD = 研究開発費対売上高比率

FS = 海外売上高比率

LogTA = log (総資産)

LogAge = log (創業年数)

TAINC = 前期からの総資産成長率

LEV = 負債総額対総資産比率

ROA = 営業利益対総資産比率

PBR = 株式時価総額対純資産比率

FCF = フリーキャッシュフロー対総資産比率

表7に Model 2b の推定結果を示している。IFRS 適用企業群と非適用企業群における、のれん対総資産比率の変化の差を示す交差項 (Post\* Adoption) の係数は1%水準で有意な正の値を示した。すなわち、IFRSを任意適用した企業は、適用しなかった非適用企業に比べ、有意にのれん対総資産比率を増加させたことがわかる。

表7 分析結果

	Model 2b
Post	- 0.002 (0.004)
Adoption	- 0.003 (0.002)
(Post * Adoption)	0.017*** (0.003)
RD	0.040 (0.193)
FS	0.036 (0.023)
LogTA	- 0.003 (0.002)
LogAge	0.001 (0.004)
TAINC	0.003 (0.017)
LEV	0.011 (0.016)
ROA	0.041 (0.040)
PBR	0.003 (0.002)
FCF	- 0.113*** (0.031)
(Intercept)	0.010 (0.043)
Year Dummy	Included
Industry Dummy	Included
Adjusted R-sq	0.320
N	260

GW = のれん対総資産比率

Post = T 期末は 1, T-5 期末は 0 をとるダミー変数

Adoption = IFRS 適用企業は 1, 非適用企業は 0 をとるダミー変数

(Post \* Adoption) = 二群の変化の差を表す交差項

RD = 研究開発費対売上高比率

FS = 海外売上高比率

LogTA = log (総資産)

LogAge = log (創業年数)

TAINC = 前期からの総資産成長率

LEV = 負債総額対総資産比率

ROA = 営業利益対総資産比率

PBR = 株式時価総額対純資産比率

FCF = フリーキャッシュフロー対総資産比率

次に、図4はIFRS適用企業群と非適用企業群の、のれん対総資産比率の推移を示している。IFRS意思決定前の期間（T-7からT-5）では両群の値に大きな差は見られない（t検定のp値＝0.910, 0.900, 0.743）が、意思決定期間（T-4からT）と並行してIFRS適用企業群の数値は増加する一方、非適用企業群の数値は微減している。結果として、T期末においては二群の間に有意な差が見られる（p値＝0.036）。

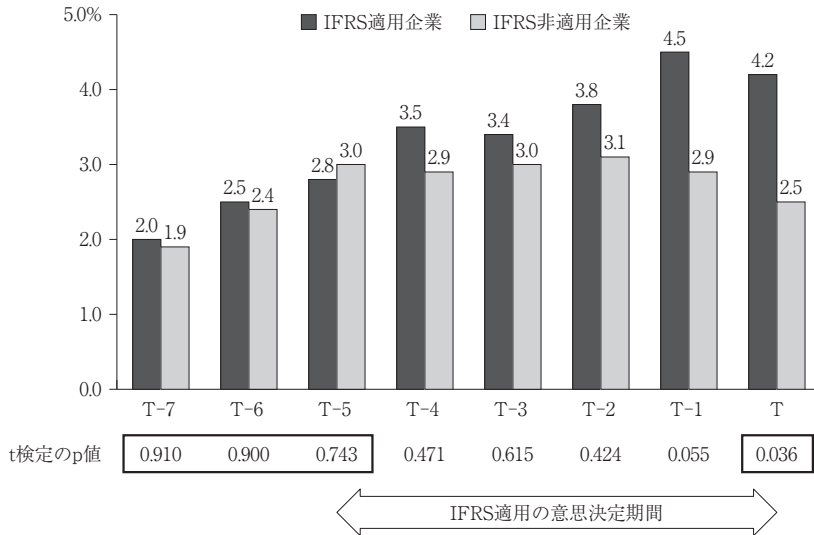


図4 IFRS適用企業・非適用企業ののれん対総資産比率の推移

以上より、仮説2「IFRS任意適用を決定した企業はその後、M&Aによってのれんを増加させる」は支持された。仮説1の検証結果と併せて考えると、IFRSのもとでのれんが非償却となっている点が、企業がIFRSを任意適用するひとつの動機となっており、それだけにとどまらず企業が実際にM&Aを増加させている可能性を示している。

## VI 結論

本稿では、日本の上場企業18,742社・年のデータを用い、企業ののれん非償却への選好がIFRSの任意適用の要因のひとつとなっており、そのような企業はIFRSの任意適用に伴ってM&Aの実施を増加させるかどうかを検証した。

本稿の貢献は第一に、IFRS任意適用の要因としてののれんの影響が大きいことを明らかにした点である。本来企業価値に影響を与えないのれんの償却・非償却を動機とする研究は欧米の先行研究では見られず、また日本の先行研究でも結果が分かれていた。本稿は、先行研究において異なる結果が生じた理由を明らかにしつつ、最新のデータを用いてのれんの影響が有意にプラスであることを示した。また同時に、研究開発費率、海外売上高比率、企業規模、創業年数がIFRS任意適用に影響を与えていることも明らかにした。

第二の貢献は、IFRSの任意適用を行った企業は、その意思決定のプロセスと並行する形でのれんを増加させることを明らかにした点である。これまでIFRS任意適用の経済的帰結を取り上げた

欧米の先行研究は、情報の非対称性や利益の質といった、市場の効率性への影響を確認するものであった。一方で本稿が示した、IFRS 任意適用企業におけるのれんの増加は、内部成長または M&A という企業の経営戦略の変化を示唆しており、会計基準の変更が実態面で企業経営へ影響を及ぼす可能性を示している点で、IFRS の任意適用に着目したアーカイバル研究としてはこれまでに見られない発見である。

一方で本稿が残した今後への課題は、第一に IFRS 任意適用がのれんの増加へ与える影響に関して、因果関係の双方向性を含んでいる点である。前述の通り IFRS 任意適用の意思決定は開示の 1 年前～6 年前という広い幅で行われており、本稿が示したのれんの増加は、その意思決定期間と並行する形での変化が観察されたのみである。したがってこの事象には、のれんの増加が任意適用を促した側面と、任意適用がのれんの増加を促した側面の双方が含まれていると理解しなければならない。この双方向性を取り除き、純粋に IFRS 任意適用の帰結を検証する上では、IFRS 適用後数年間のデータを用いて分析を行う必要があるであろう。しかし現時点においては、多くの企業が IFRS を適用してから年数が経っておらず、十分なサンプル数を確保するのが難しい。よって、現在の適用企業の今後数年間の財務数値が公表された後に追加的な分析を行う必要がある。またその際には、本稿と異なり、適用前の日本基準の財務数値と適用後の IFRS の財務数値を比較することになる。したがって、のれんの償却や減損に関する影響を取り除いた上で純粋な企業行動の変化を観察しなければならないという難しさも残っている。

第二の課題は、仮に IFRS 任意適用がのれん増加を促すという仮説が正しいとして、そうした企業行動の変化は長期的に見て企業や株主にプラスの影響を及ぼしているのかを検討することである。すなわち、のれんの償却負担がなくなったことで生じた企業買収が、これまで活用されてこなかった効率的な投資機会を有効活用した結果なのか、それとも経営者が必要以上に積極的な投資を行う誘因を持ち、非効率な買収を行ってしまった結果なのか、ということである。この点について明確な結論を出すことができれば、実態面への影響という観点から、日本での IFRS 強制適用が望ましいかどうかを議論する上で大きな判断材料の一つとすることができるであろう。この点についても、今後のデータの蓄積と更なる研究の登場を待たなければならない。

## 参考文献

- Ainslie, George [2001], "Breakdown of Will", New York: Cambridge University Press
- Andrade, G., M. Mitchell and E. Stafford [2001], "New Evidence and Perspectives on Mergers", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 15, No. 2, pp. 103-120
- Andre, P., P. Walton and D. Yang [2012], "Voluntary adoption of IFRS: A study of determinants for UK unlisted firms", *Comptabilites et Innovation*, May 2012, France. pp. cd-rom
- Angrist, J. D. and Jorn-Steffen Pischke [2008], "Mostly Harmless Econometrics", Princeton University Press, (大森 義明他訳『ほとんど無害な計量経済学』NTT 出版, 2013 年, 第 3 章)
- Ashbaugh, H. [2001], "Non-US Firms' Accounting Standard Choices", *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 20, pp. 129-153
- Austin, P. C. [2014], "A comparison of 12 algorithms for matching on the propensity score", *Statistics in Medicine*, Vol. 33, No. 6, pp. 1057-1069
- Barth, M. E., W. R. Landsman, M. H. Lang and C. D. Williams [2013], "Effects on Comparability and Capital Market Benefits of Voluntary Adoption of IFRS by US Firms: Insights from Voluntary Adoption of IFRS by Non-US Firms", Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Working Paper No. 133
- Cuijpers, R. and W. Buijink [2005], "Voluntary Adoption of Non-local GAAP in the European Union: A Study of Determinants and Consequences", *European Accounting Review*, Vol. 14, No. 3, pp. 487-524
- Daske, H., L. Hail, C. Leuz and R. Verdi [2013], "Adopting a Label: Heterogeneity in the Economic Consequences Around IAS/IFRS Adoptions", *Journal of Accounting Research*, Vol. 51, No. 3, pp. 495-547
- Dong, M., D. Hirshleifer, S. Richardson and S. H. Teoh [2006], "Does Investor Misvaluation Drive the Takeover Market?", *The Journal of Finance*, Vol. 61, No. 2, pp. 725-762
- Dumonitier, P. and B. Raffournier [1998], "Why Firms Comply Voluntarily with IAS: an Empirical Analysis with Swiss Data", *Journal of International Financial Management and Accounting*, Vol. 9, No. 3, pp. 216-245
- El-Gazzar, S. M., P. M. Finn and R. Jacob [1999], "An Empirical Investigation of Multinational Firms' Compliance with International Accounting Standards", *The International Journal of Accounting*, Vol. 34, No. 2, pp. 239-248
- Gassen and Sellhorn [2006], "Applying IFRS in Germany—Determinants and Consequences", *Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis*, Vol. 58, No. 4, pp. 365-386
- Gu, F., and Lev, B. [2011], "Overpriced shares, ill-advised acquisitions, and goodwill impairment", *The Accounting Review*, Vol. 86, No. 6, pp. 1995-2022
- Harford, J. [2005], "What drives merger waves?", *Journal of Financial Economics*, Vol. 77, No. 3, pp. 529-560
- Jensen, M. C. [1986], "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", *The American Economic Review*, Vol. 76, No. 2, pp. 323-329
- Jung, W. O., S. O. Park and H. Chung [2016], "Debt Financing and Voluntary Adoption of the International Financial Reporting Standards: Evidence from Korean Unlisted Firms", *Emerging Markets Finance and Trade*, Vol. 52, pp. 39-51
- Kang, J. and R. Stulz [1997] "Why is there a home bias? An analysis of foreign portfolio equity ownership in Japan", *Journal of Financial Economics*, Vol. 46, pp. 3-28
- Kim, JB, J. S. L. Tsui and C. H. Yi [2011], "The voluntary adoption of International Financial Reporting Standards and loan contracting around the world", *Review of Accounting Studies*, Vol. 16, No. 4, pp. 779-811
- Kim, JB and H. Shi [2012], "IFRS reporting, firm-specific information flows, and institutional environments: international evidence", *Review of Accounting Studies*, Vol. 17, No. 3, pp. 474-517
- Mitchell, M. L. and J. H. Mulherin [1996], "The impact of industry shocks on takeover and restructuring activity", *Journal of Financial Economics*, Vol. 41, No. 2, pp. 193-229
- Mulherin, J. H. and A. L. Boone [2000], "Comparing acquisitions and divestitures", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 6, No. 2, pp. 117-139



- Rhodes-Kropf, M., D. T. Robinson and S. Viswanathan [2005], "Valuation waves and merger activity: The empirical evidence", *Journal of Financial Economics*, Vol. 77, No. 3, pp. 561-603
- Shipman, J. E., Q. T. Swanquist and R. L. Whited [2017], "Propensity Score Matching in Accounting Research", *The Accounting Review*, Vol. 92, No. 1, pp. 213-244
- Tarca, A. [2004], "International Convergence of Accounting Practices: Choosing between IAS and US GAAP", *Journal of International Financial Management and Accounting*, Vol. 15, No. 1, pp. 60-91
- Watts, R.L. and J.L. Zimmerman [1986], "Positive Accounting Theory", Prentice Hall
- 蟻川靖浩・宮島英昭 [2006], 「M&A の経済分析：M&A はなぜ増加したのか」, RIETI Discussion Paper, Series 06-J-034
- 井上謙仁・石川博行 [2014], 「IFRS が資本市場に与えた影響」, 『証券アナリストジャーナル』, 52 巻, 9 号, 28-40 ページ
- 大北尚史 [2009], 「IFRS 第 1 号『国際財務報告基準の初度適用』について」, 『会計・監査ジャーナル』, 651 巻, 29-37 ページ
- 大倉雄次郎 [2016], 「IFRS 導入会社の実態」と課題—医薬品製造業—, 『関西大学商学論集』, 60 巻, 4 号, 103-141 ページ
- 小形健介 [2017], 「米欧におけるのれん会計の政治化問題」, 『企業会計』, 69 巻, 3 号, 29-36 ページ
- 笠井優雅・姉川知史 [2015], 「IFRS 適用の決定要因と株価および管理会計に与える影響」, 慶應義塾大学学術情報リポジトリ
- 金鐘勲 [2016], 「K-IFRS を自発的に適用した韓国企業の特徴」, Working paper; No.202, 一橋大学機関リポジトリ
- 金融庁 [2015], 「IFRS 適用レポート」
- 西川郁生 [2014], 「のれんの会計処理の変遷と最近の動向」, 『企業会計』, 66 巻, 12 号, 16-24 ページ
- 松本雅之 [2016], 「日本企業における海外市場への重複上場の状況と意義」, 麗澤大学経済社会総合研究センター Working Paper = RIPPSS Working Paper 74, 37-45 ページ
- 宮島英昭 [2007], 「日本の M&A の国際的特徴と経済的機能は何か」, 『日本の M&A』, 東洋経済新報社, 331-380 ページ
- 宮島英昭・保田隆明・小川亮 [2017], 「海外機関投資家の企業統治における役割とその帰結」, 宮島英昭編著『企業統治と成長戦略』第 2 章, 東洋経済新報社
- 山下奨 [2014], 「日本企業の IFRS の初度適用とのれんの影響」, 『跡見学園女子大学マネジメント学部紀要』, 17 号, 131-173 ページ
- 吉野征宏 [2014], 「IFRS 任意適用会社の傾向分析」, 『KPMG Insight』, Vol. 4, 1-8 ページ