

日本の IFRS 政策に対する株式市場の反応

譚

鵬

1. はじめに

現在、IFRS (International Financial Reporting Standards、国際財務報告基準) 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。IASB (International Accounting Standards Board、国際会計基準審議会) の調査では、世界で 140 ある法域 (jurisdiction) のうち 116 の法域は既に IFRS をアドプション (adoption) しているが、日本など残る 24 の法域は自国の会計基準と IFRS との差異解消を積極的に検討しているものの、アドプションの段階にはいまだ至っていない¹⁾。

平松 (2013) によると、2006 年以後は、IFRS と日本の会計基準とのコンバージェンス (convergence) が進められるようになった²⁾。さらに 2009 年からは、IFRS のアドプションが、企業会計審議会でも議論されるようになった³⁾。現在日本では、強制的なアドプション (mandatory adoption) をめぐる議論は先送りにされているが、一定の要件を満たす企業については IFRS の任意適用 (voluntary adoption) が容認されている。さらに 2013 年、日本政府は IFRS 任意適用企業を 2016 年末までに 300 社程度にするという中期目標を立て、その実現に向けてあらゆる政策を検討している⁴⁾。本稿の目的は、IFRS の導入に対する日本の政策を時系列で整理し、これらの IFRS 政策を株式市場はどのように評価しているかを調査するこ

とである。

日本において IFRS を採用している企業は、著しく少ないのが現状である。日本電波工業株が 2002 年 3 月期から海外向けアニュアルレポートに国際会計基準を適用して作成した連結財務諸表を掲載した。しかし、それから 13 年経った今年 9 月 30 日までに、IFRS を適用している企業及び今後 IFRS を適用すると正式に公表⁵⁾した企業は、本稿が行った調査結果によれば、わずか 102 社である。この 102 社を時系列と産業別の両面から分析した結果を図 1 と図 2 にまとめている。

図 1 は IFRS を適用している企業及び今後適用する (予定) 企業の数年度別に示している。2013 年を除き、2012 年から IFRS 適用を正式に宣言した企業の数が増加していることは図 1 から読み取れる。特に 2015 年の半年間では既に 42 社が

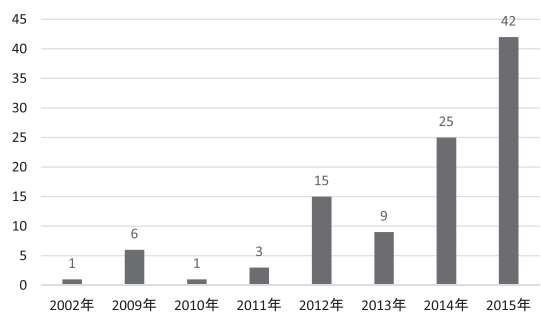


図 1 IFRS 適用 (予定) 企業の現状 (年度別)

1) 詳細については、IFRS ホームページ (IFRS application around the world) を参照すること。

2) コンバージェンスとは、IFRS をベンチマークとした各国・各地域の会計基準の差異の縮小である。藤井 (2014) によれば、コンバージェンスという用語は 2001 年以後に広く使われるようになった。

3) アドプションとは、IASB が設定した IFRS の適用を各国・各地域において可能とするための関連諸法制の整備である。藤井 (2014) によれば、アドプションという用語は 2008 年以後に広く使用されるようになった。

4) 自由民主党政務調査会金融調査会企業会計に関する小委員会 (2013)、6 ページ。

5) ここでの「正式に公表」は、企業が自社のホームページ、または証券取引所のホームページ上で「IFRS 適用」と公告した行為を指す。

IFRS 適用を宣言している。この結果は近年政府が推進している IFRS 任意適用の影響であると言える。

図 2 は IFRS を適用している企業及び今後適用する（予定）企業数を産業別で示している。IFRS 適用企業が多かった上位 3 業種は電気機器産業（17 社）、情報・通信産業（11 社）と医薬品産業（10 社）である。この 3 業種に共通の特徴は海外子会社が多いことである。金融庁（2015）によれば、IFRS 任意適用を決定した理由と移行前に想定していた主なメリットを企業に質問したところ、「海外子会社等が多いことから、経営管理に役立つ」との回答が最多であったという⁶⁾。本稿の分析結果も金融庁（2015）が明らかにした企業による IFRS 任意適用の理由を裏付けている。

目下、政府が IFRS 任意適用拡大促進政策を実施しており、企業も政府の政策に対して積極的に応じているため、今後 IFRS 適用企業はもっと増えると予測されている⁷⁾。現在の IFRS 適用企業は全て上場企業であり、今後も上場企業を中心に

IFRS 適用企業数増加が予測されるため、株式市場は IFRS 導入に対してどのような反応を示すだろうか？ このテーマに関する先行研究は、第 2 節で示すように主に欧米を中心に行われている。そして、その多くは IFRS 導入に対して、株式市場は正の反応を示す結果を報告した⁸⁾。日本における IFRS 導入の影響に関する研究は主に理論研究とアンケート調査による実態調査である。日本では IFRS 導入企業数はまだ少ないため、IFRS 導入による経済効果を実証的に解明する研究は極めて少ないのが現状である。本稿が日本の株式市場に対する IFRS 導入の影響について実証的に解明する理由はここにもある。

本稿の構成は次のとおりである。第 2 節において、IFRS 導入についての先行研究のサーベイを行う。第 3 節において、本研究で用いられるデータの特徴を記述し、イベントスタディ分析の手法について解説を行う。第 4 節において、分析の結果について説明する。第 5 節において、本稿でのまとめについて述べ、今後の課題を示す。

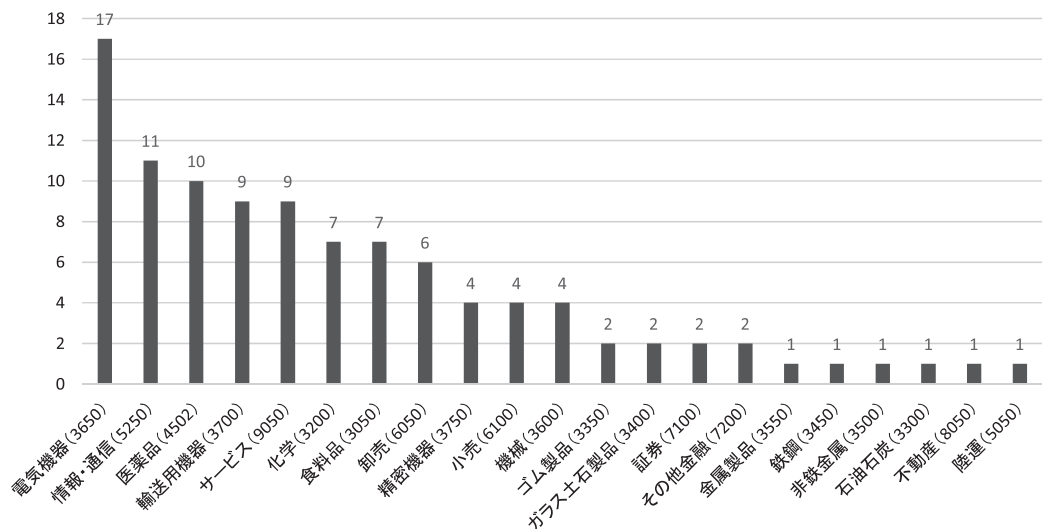


図 2 IFRS 適用（予定）企業の現状（業種別）

6) 詳細について金融庁（2015）を参照すること。

7) 東京証券取引所（2015）によれば、IFRS 適用と正式に宣言した企業以外に、IFRS 適用に関する検討を実施している会社は 194 社ある。

8) 例えば、EU を対象とする代表的な論文は Barth et al. (2008)、Armstrong et al. (2010) がある。結果は、EU での IFRS 導入は企業価値に正の影響をもたらしていると報告した。米国株式市場を対象とする研究は Joos and Leung (2013) が行った。結果は、米国での IFRS 導入について、米国の株式市場は正の反応を示すと報告した。

2. 先行研究のレビュー

本節では、北川（2010）とスズキ（2012）などで行われている先行研究レビューをもとに、IFRS 適用の経済効果について概観していくこととする。また、これらの研究を海外の先行研究と日本の先行研究に区分し、検討する。前者は、日本以外（海外）の株式市場を対象とするものであり、後者は日本の株式市場を対象とするものである。

2.1. 海外の先行研究

ここでは、諸外国の先行研究に注目し、IFRS 適用の経済的影響について何が発見され、論じられてきたかを整理する。スズキ（2012）が指摘したように、日本を含め諸外国でも IFRS が強制適用される前にその任意適用を認めている場合が多い。そのため本稿は、まず IFRS の自発的適用ないし任意適用に着目した実証的研究に着目する。

2.1.1. IFRS 任意適用の経済効果

Barth et al. (2008) は、1994 年から 2003 年までの 21 カ国を対象に分析を行い、IAS (International Accounting Standards, 国際会計基準) の適用企業は自国基準の適用企業より相対的に会計情報の質 (accounting quality) が高いことを明らかにした。このことは、IAS 適用企業の方が自国基準の適用企業に比べ利益調整 (earning management) が少ない、損失が早期に認識 (loss recognition) され、価値関連性 (value relevance) が高かったことを理由としている。Hung and Subramanyam (2007) の分析対象は 1998 年から 2002 年まで IAS を任意適用したドイツ企業であった。Hung and Subramanyam (2007) は、ドイツ会計基準を適用するより、IAS を適用した方が企業の総資産および純資産簿価が増加したことを発見した。さらに、IAS 適用時の調整額が価値関連的であることも報告している。

2.1.2. IFRS 強制適用の経済効果

EU (European Union, 欧州連合) は 2005 年から上場企業に対して IFRS の強制適用を求めている。それに伴って、IFRS 強制適用がもたらす効果に関する研究も増えている。Landsman, et al. (2012) は 2002 年から 2007 年までの 27 カ国における財務報

告を対象に、IFRS 強制適用企業と自国基準の適用企業との間に利益公表の情報内容 (information content of earnings announcements) にどのような違いがあるのかを分析した。この分析結果は、IFRS を適用する企業の方が相対的に利益公表の情報内容が高いことを明らかにした。Armstrong et al. (2010) は、2002 年から 2005 年までの間に EU 諸国で IFRS 導入と関連する 16 のイベントに対する株式市場の反応について調査した。IFRS 導入の見込みが高くなるイベントに対して、その発生日前後において、正の異常リターンが生じていることを報告した。逆に、IFRS 導入の見込みが低いイベントに対して、イベント発生日前後において負の異常リターンが生じていることを報告した。つまり、この実証研究から IFRS 適用の見込みが高まるイベントに対して株式市場は好意的に反応していることが読み取れる。このような実証結果について、Armstrong et al. (2010) は、IFRS 導入によって、会計情報の質が改善されることを投資家が期待していると解釈した。Joos and Leung (2013) は米国の株式市場を対象に、2007 年から 2009 年までの間に IFRS 導入と関連する 15 のイベントに対する米国株式市場の反応について研究した。Armstrong et al. (2010) の研究結果と同様に、IFRS 導入の可能性が高いイベントに対し、米国株式市場は正の反応を示している。

2.2. 日本の先行研究

日本では IFRS 導入企業数が少ないため、IFRS の導入効果に関する実証研究は海外と比較すると、極めて少ないのが現状である。この数少ない実証研究の中で、IFRS 導入が日本企業に与えた影響を分析した研究として、譚（2014）と井上・石川（2014）を挙げることができる。譚（2014）は、日本における IFRS を既に導入済及び今後導入する予定の企業 29 社を対象に、イベントスタディの研究手法を用いて、IFRS 導入が企業価値にどのような影響を与えるかについて研究を行った。分析結果から、IFRS 導入が企業の短期株価、及び長期的株価を引き上げる効果があったことが確認された。そして、日本企業における IFRS 導入は企業価値に正の影響を与えていると解釈された。井上・石

川（2014）では、IFRS 導入済企業 25 社を対象に、日本企業に対する IFRS 導入の影響についてインプライド資本コストの観点から分析を行っている。分析の結果、IFRS 適用期末時点で IFRS 適用企業のインプライド資本コストはコントロール企業を上回っているものの、この差異は統計的に有意ではなかった。また、IFRS 適用のアナウンスメントを受けてインプライド資本コストは上昇するものの、適用期の決算発表日までにコントロール企業との有意な差異が消滅しているという事実も判明した。

3. リサーチ・デザイン

3.1. サンプルの選択

検証にあたっては、2004 年から 2013 年までの間に IFRS 導入に関するイベント 7 件を用いて、日本の株式市場の反応を検証する。この 7 件のイベントは表 1 にまとめている。分析対象となる標本企業は 2003 年 1 月から 2013 年 12 月まで東京証券取引所（以下、東証）に継続上場している企業である。そして日次株価データは「NEEDS-Financial QUEST2.0」から入手した。

3.2. 3 ファクター・モデルの推定と異常リターン の計算

本稿では、株式市場はセミストロング型の意味において完全に効率的な市場だと仮定して、短期間の株価変動を検証する短期イベントスタディを用いる。また、日本の株式市場でも観察されるバリュー・アノマリーとサイズ・アノマリーを考慮して Fama and French(1992) の 3 ファクター・モデルの異常リターンを測定するモデルを利用する。

まず、イベントの発生日を $t = 0$ 時点とし、推

定期間（252 取引日）⁹⁾ とイベント期間（21 取引日）について図 3 のように設定する。推定期間の日次株式収益率データを使用して、サンプル企業ごとに (1) 式を推定する。

$$R_{i,t} - R_{f,t} = \alpha_i + \beta_{i,t}(R_{m,t} - R_{f,t}) + s_i SMB_t + h_i HML_t + \varepsilon_{i,t} \cdots \cdots (1)$$

ここで、 $R_{m,t}$ は市場ポートフォリオの代理変数としての東証株価指数（TOPIX）の日次リターン、 $R_{f,t}$ はリスク・フリー・レート（代理変数としての無担保コールレート翌日物、 SMB_t は小型株ポートフォリオの日次リターンと大型株ポートフォリオの日次リターンの差、 HML_t はバリュー株ポートフォリオの日次リターンとグロース株ポートフォリオの日次リターンの差である。(1) 式の推定から得られた $\hat{\alpha}_i$ 、 $\hat{\beta}_i$ 、 $\hat{s}_i$ および $\hat{h}_i$ を使って、(2) 式のように $t = -10$ から $t = +10$ までの 21 日間の毎日の異常リターン（abnormal return, $AR_{i,t}$ ）を、サンプル企業 i ごとに計算する。

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - (\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i E_t[R_{m,t} - R_{f,t}]) + \hat{s}_i E_t[SMB_{i,t}] + \hat{h}_i E_t[HML_{i,t}] \cdots \cdots (2)$$

サンプル企業 i の t 時点の異常リターン ($AR_{i,t}$) をサンプル企業 N 社について平均すると、 t 時点の平均異常リターン (AAR_t) が、

$$AAR_t = (\sum_{i=1}^N AR_{i,t}) / N \quad \text{for } t \cdots \cdots (3)$$

として得られる。さらに、平均異常リターン (AAR_t) を τ 期間に亘って累積した累積平均異常リターン ($CAAR_t$) は、

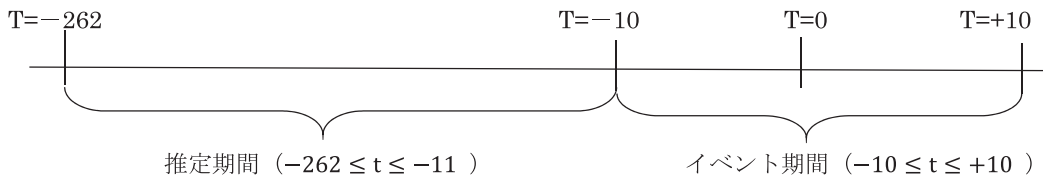


図3 推定期間とイベント期間の設定

9) イベントスタディの推定結果の頑健性のため、Simon(2008)は推定期間の長さを252取引日（trading day）または1年（one calendar year）を推奨している。本稿はSimon(2008)に従い、推定期間を252取引日と設定している。

$$CAAR_t = \sum AAR_t, \dots (4)$$

として得られる。

統計的検定について、帰無仮説「IFRS 導入に関連するイベントの発生は株価への影響はない、平均異常リターンはゼロ」を検定する。具体的には、 AAR および $CAAR$ が正規分布に従うことと仮定して、パラメトリック仮説検定 (t 検定) を行う。また、推定結果の頑健性を確認するために、異常リターンの分布について、分布に特定の仮定をしないノンパラメトリック検定もあわせて行う。ノンパラメトリック検定は Corrado(1989) が提唱する順位検定 (rank test) を利用する。

4. 日本の IFRS 政策とその影響

平松 (2013) によれば、IASB の影響が日本に波及してきたのは 2004 年のことであるという。日本は EU の同等性評価問題に直面していた時期でもあった¹⁰⁾。この同等性評価は、当時 IFRS 導入を迷っていた日本にとって、会計基準の国際化を強く意識させる契機となった。そこで本稿は、まず 2004 年から 2005 年までの期間を第一段階とし、ここで行われた日本会計基準の国際的調和 (Harmonization) について議論の影響を分析する。次に、2006 年から 2008 年までの期間を第二段階

とし、日本の会計基準と IFRS のコンバージェンスについての議論の影響を調べる。最後に、2009 年から現在までの期間を第三段階として、IFRS のアドプションについて議論されている時期に投資家がどのように反応したのかを探る。具体的にこの三段階で発生した IFRS 関連イベントの中から IFRS 導入に重大な影響を与えそうなイベント 7 件を選択し、これらの事件に関する投資家の反応から、日本における IFRS 政策に対する株式市場の評価を明らかにする。

4.1 第一段階—国際的調和の議論 (2004 年～2005 年)

4.1.1 2004 年 4 月 20 日「国際会計基準に関する共同声明」の公表

2004 年 4 月 20 日に日本経済団体連合会 (以下、経団連) と UNICE (欧州産業連盟、2007 年から Business Europe と改名) が「国際会計基準に関する共同声明」を公表した。その中で、資金移動のグローバル化や経済取引の多様化・高度化等を考慮し、財務諸表の比較可能性を確保するため、経団連が UNICE と共に、IASB の活動に積極的に貢献し、日本の会計基準の国際化を支持することを表明した。このイベントを「日経金融新聞」は 4 月 20 日に報道したため、本稿では 2004 年 4 月 20

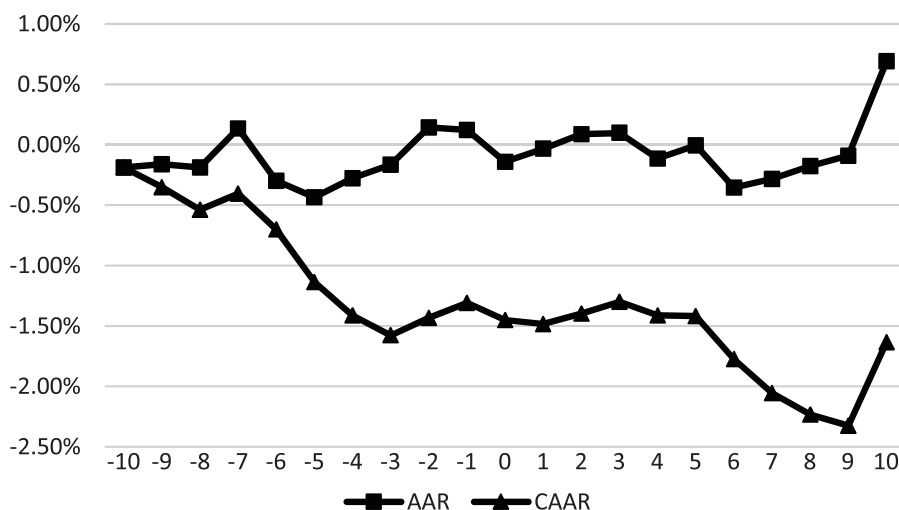


図4 Event1のAAR/CAARの推移

10) EU の同等性評価に関する日本の動きについて、平松 (2013) を参照されたい。

日を「Event1」の発生日 ($t=0$) とする。

表2（左側）ではEvent1発生日 ($t=0$) の10日前 ($t=-10$) から発生10日後 ($t=+10$) までの、3ファクター・モデルを使用した場合の全サンプルの平均日次異常リターン (AAR_t) と累積平均日次異常リターン ($CAAR_t$) が、それぞれの値の有意性検定値と共に示されている。そして、図4では、Event1発生10日前及び10日後の AAR_t と $CAAR_t$ の数値を示している。

経団連とUNICEが共同声明を公表すると、表2が示すように、声明発表日 ($t=0$) の異常リターンの平均値 (AAR_0) はマイナスの値 (-0.0014) を示し、しかも、1%水準で統計的に有意になっている。投資家はこの共同声明の発表をバッド・ニュースと受け止めていると考えられる。声明発表日のマイナスの異常リターンの発生を受けて、発表日 ($t=0$) から発表1日後 ($t=+1$) までの累積異常リターンの平均値 ($CAAR(0,+1)$) は、-0.0017となっている。しかも、10%水準で統計的に有意な値である。

4.1.2 2004年6月11日「企業の国際対応に関する研究会中間報告」について」の公表

2004年6月11日経済産業省が「企業の国際対応に関する研究会中間報告」について」（以下、中間報告）を公表した。「中間報告」では、経済産業省は同等性評価の対応を当面の重要な目標、すなわち、早急な対応が必要であり、今後1年以内の

達成を目指すべきものとして挙げている。また、日本の会計基準の国際的収斂は今後の長期的な目標として明言している。このイベントを「日本経済新聞」は6月11日の朝刊で報告したため、本稿では2004年6月11日をEvent2の発生日 ($t=0$) とする。

表2（右側）ではEvent2発生日 ($t=0$) の10日前 ($t=-10$) から発生10日後 ($t=+10$) までの、3ファクター・モデルを使用した場合の全サンプルの平均日次異常リターン (AAR_t) と累積平均日次異常リターン ($CAAR_t$) が、それぞれの値の有意性検定値と共に示されている。そして、図5では、Event2の発生10日前及び10日後の AAR_t と $CAAR_t$ の数値を示している。

表2が示すように、声明発表日 ($t=0$) の異常リターンの平均値 (AAR_0) がマイナスの値を示し (-0.0015)、しかも、1%水準で統計的に有意な値となっている。さらに、この統計的に有意な負の評価は少なくとも公表3日後まで続いている。投資家はこの共同声明の発表をバッド・ニュースと受け止めていると考えられる。声明発表日のマイナスの異常リターンの発生を受けて、声明発表日 ($t=0$) から発表1日後 ($t=+1$) までの累積異常リターンの平均値 ($CAAR(0,+1)$) は、-0.0037となっている。しかも、1%水準で統計的に有意な値である。

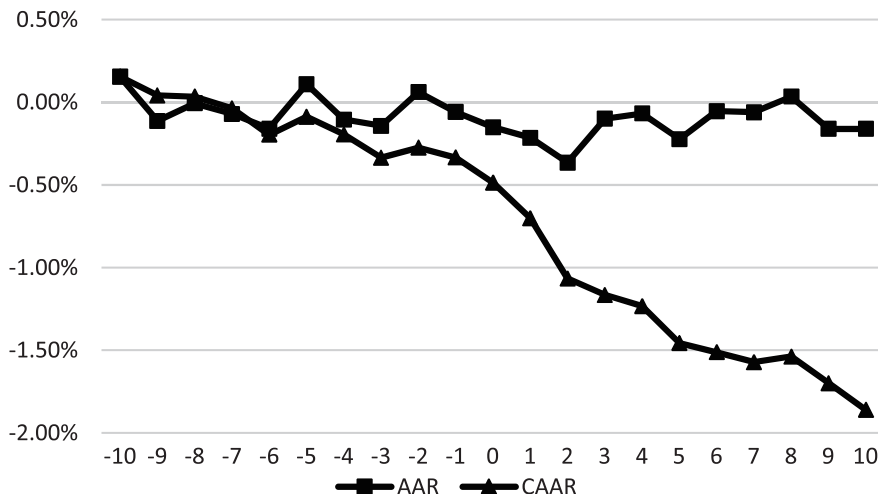


図5 Event2のAAR/CAARの推移

日本の IFRS 政策に対する株式市場の反応

表 1 日本における IFRS 導入に関する重要なイベント

時期	イベント 番号	イベント	イベント日 ($t=0$)	イベントの概要
第一段階 (2004 年～ 2005 年)	Event1	「国際会計基準に関する共同声明」の公表	2004 年 4 月 20 日	IASB の活動に積極的に貢献し、日本の会計基準の国際化を支持することを明示。
	Event2	「『企業の国際対応に関する研究会中間報告』について」の公表	2004 年 6 月 11 日	経済産業省は同源性評価の対応を当面の重要な目標とし、日本の会計基準の国際的収斂は今後の長期的な目標として明言。
第二段階 (2006 年～ 2008 年)	Event3	「我が国会計基準の開発に関するプロジェクト計画について—EU による同源性評価等を視野に入れたコンバージェンスへの取組み—」の公表	2006 年 10 月 12 日	日本基準と IFRS の差異を縮小するため、ASBJ は日本基準の改訂を加速化することを表明。またコンバージェンスに関わる会計基準等の開発プロジェクトに関する具体的な「プロジェクト計画表」も公表。
	Event4	「東京合意」の公表	2007 年 8 月 9 日	ASBJ と IASB は日本基準と IFRS の間の重要な差異を 2008 年までに解消し、残りの差異は 2011 年 6 月 30 日までに解消と宣言。
第三段階 (2009 年～ 現在)	Event5	「我が国における国際会計基準の取扱いに関する意見書（中間報告）」の公表	2009 年 6 月 12 日	2010 年 3 月期の年度の財務諸表から IFRS の任意適用を認める。2012 年を目途に IFRS アドプションの判断を下す。適用する場合に 2015 年または 2016 年から全上場企業の連結財務諸表に IFRS 強制適用が開始される。
	Event6	金融担当大臣「IFRS 適用に関する検討について」の会見	2011 年 6 月 21 日	IFRS 強制適用延期。仮に強制適用する場合であってもその決定から 5 年から 7 年程度の十分な準備期間の設定を行う。
	Event7	「修正 IFRS (J-IFRS) 策定」の公表	2013 年 5 月 28 日	IFRS の強制適用が延期されたため、金融庁は日本の会計基準と IFRS の拆衷案として、修正 IFRS (J-IFRS) 作りに乗り出している。

表 2 第一段階の実証結果

	Event 1	2004 年 4 月 20 日	N=884	Event 2	2004 年 6 月 11 日	N=884
Time	AAR	t-test	rank test	AAR	t-test	rank test
-3	-0.0016	-2.6022***	-0.5569	-0.0014	-2.6005***	-0.7494
-2	0.0014	2.0884**	1.3818	0.0006	1.0446	0.5158
-1	0.0012	1.9526**	1.4438	-0.0006	-1.0948	0.0106
0	-0.0014	-2.5034***	-0.3401	-0.0015	-2.8272***	-0.9289
+1	-0.0003	-0.4204	-0.8127	-0.0022	-4.0705***	-1.1627
+2	0.0009	1.2500	1.1999	-0.0036	-7.0009***	-1.7451*
+3	0.0010	1.3793	1.0263	-0.0010	-1.7118*	0.1403
Time	CAAR	t-test	rank test	CAAR	t-test	rank test
(-1,+1)	-0.0005	-0.4647	0.1680	-0.0043	-4.5356***	-1.2015
(0,+1)	-0.0017	-1.7955*	-0.8151	-0.0037	-4.7693***	-1.4790

注：***、**、および*は、それぞれ有意水準 1%、5%、および 10%を表す。

4.1.3 第一段階の小括

ここまでの検証作業を要約しよう。第一段階において、IFRS 導入に関するイベントの公表に対する株式市場の反応については、

- i Event1 及び Event2 の発表当日 ($t=0$) の平均異常リターン (AAR_0) は、共に有意にマイナス

の数値を取っていたこと、

- ii Event1 及び Event2 の発表当日 ($t=0$) から発表 1 日後 ($t=+1$) の累積平均異常リターン ($CAAR(0,+1)$) は、共に有意にマイナスの数値を取っていたこと、
- iii IFRS 導入について投資家は、この段階では明

らかに慎重な姿勢を示していることを実証結果は示唆している。

4.2 第二段階—コンバージェンスの議論（2006年～2008年）

4.2.1 2006年10月12日「我が国会計基準の開発に関するプロジェクト計画について—EUによる同等性評価等を視野に入れたコンバージェンスへの取組み—」の公表

2006年10月12日にASBJ (Accounting Standards Board of Japan, 企業会計基準委員会) は「我が国会計基準の開発に関するプロジェクト計画について—EUによる同等性評価等を視野に入れたコンバージェンスへの取組み—」と題する報告書（以下、報告書）を公表した。この報告書で、ASBJは日本の会計基準とIFRSのコンバージェンスを最終目標とするIASBとの共同プロジェクトの開始を表明した。また、コンバージェンスに関わる会計基準等の開発プロジェクトに関する具体的な「プロジェクト計画表」も公表した。このイベントを「日経金融新聞」は10月12日に報道したため、本稿では2006年10月12日を「Event3」の発生日($t=0$)とする。

表3（左側）ではEvent3の発生日($t=0$)の10日前($t=-10$)から発生10日後($t=+10$)までの、3ファクター・モデルを使用した場合の全サンプルの平均日次異常リターン (AAR_t) と累積平均日次

異常リターン ($CAAR_t$) が、それぞれの値の有意性検定値と共に示されている。そして、図6では、Event3の発生10日前及び10日後の AAR_t と $CAAR_t$ の数値を示している。

ASBJが報告書を公表すると、表3が示すように、公表日($t=0$)の異常リターンの平均値 (AAR_0) がプラスの値を示し (0.0012)、しかも、1%水準で統計的に有意な値となっている。さらに、この正の評価は少なくとも公表3日後まで続いている。この結果から投資家はこの報告書の公表を歓迎していると考えられる。報告書公表日のプラスの異常リターンの発生を受けて、公表日($t=0$)から公表1日後($t=+1$)までの累積異常リターンの平均値 ($CAAR(0,+1)$) は、0.0037となっている。しかも、1%水準で統計的に有意な値である。

4.2.2 2007年8月9日「東京合意」の公表

2007年8月8日にASBJとIASBは日本基準とIFRSのコンバージェンスを加速化することの合意、いわゆる「東京合意」を公表した。「東京合意」で両者は日本基準とIFRSの間の重要な差異について2008年までに解消し、残りの差異については2011年6月30日までに解消を図ることを明言した。さらに、ASBJは「東京合意」を踏まえて同年の12月6日にプロジェクト計画表（コンバージェンス関連項目）を公表した。この計画表では、プロジェクト項目を短期・中期と中長期の

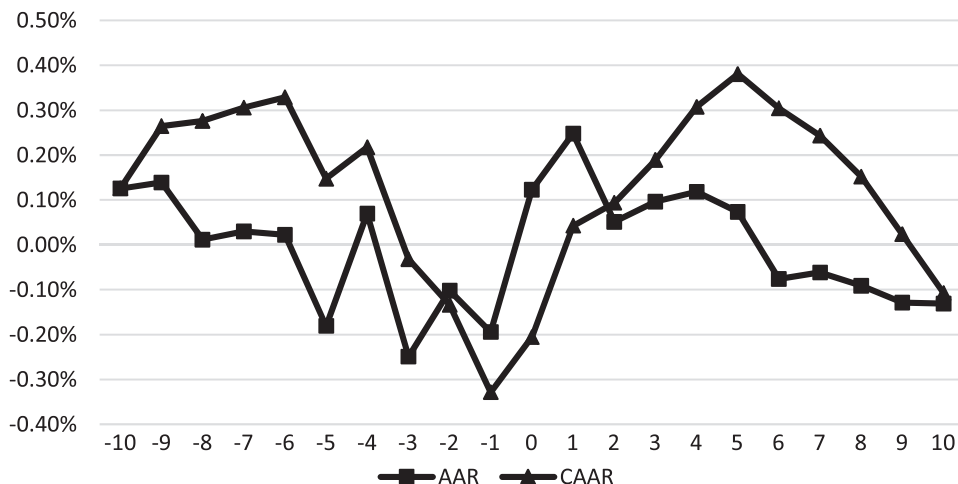


図6 Event3のAAR/CAARの推移

三つに区分し、各時期のスケジュールを示している。このプロジェクト計画表に基づき、ASBJ は高品質な会計基準への国際的なコンバージェンスに向けて、着実に取組みを進めることを宣言した。

「東京合意」の公表について、「日本経済新聞」は 8 月 9 日の朝刊で報道した。しかしその前日に ASBJ が「東京合意」を公表した具体的な時間帯が不明である。もし公表が株式市場の取引時間終了後であれば、翌日の朝刊（8 月 9 日）に「東京合意」に関連するニュースが掲載され、新聞掲載日がイベント公表日 ($t=0$ 時点) となる。多くの投資家は $t=0$ 時点で新聞でニュースを知って売買することになる。以上の実態を鑑み、本稿は 2009 年 8 月 9 日を「Event4」の発生日 ($t=0$) とする。

ASBJ が「東京合意」を公表すると、表 3（右側）が示すように、公表日 2 日前 ($t=-2$) から平均異常リターンは 1% 水準で統計的に有意な正の反応を示し、公表日 ($t=0$) の異常リターンの平均

値 (AAR_0) が最も高く 0.0076 である。しかも、1% 水準で統計的に有意な値となっている。さらに、この正の評価は公表 1 日後まで続いている。この結果から投資家はこの報告書の公表をグッド・ニュースと受け止めていると考えられる。「東京合意」公表日にプラスの異常リターンの発生を受けて、公表日 ($t=0$) から公表日 1 日後 ($t=+1$) までの累積異常リターンの平均値 ($CAAR(0,+1)$) は、0.0037 となっている。しかも、1% 水準で統計的に有意な値である。

4.2.3 第二段階の小括

ここまでの検証作業を要約しよう。第二段階において、IFRS 導入に関する各イベントの公表に対する投資家の反応については、

- i Event3 及び Event4 の発表当日 ($t=0$) の平均異常リターン (AAR_0) は、共に有意にプラスの数値を取っていたこと、

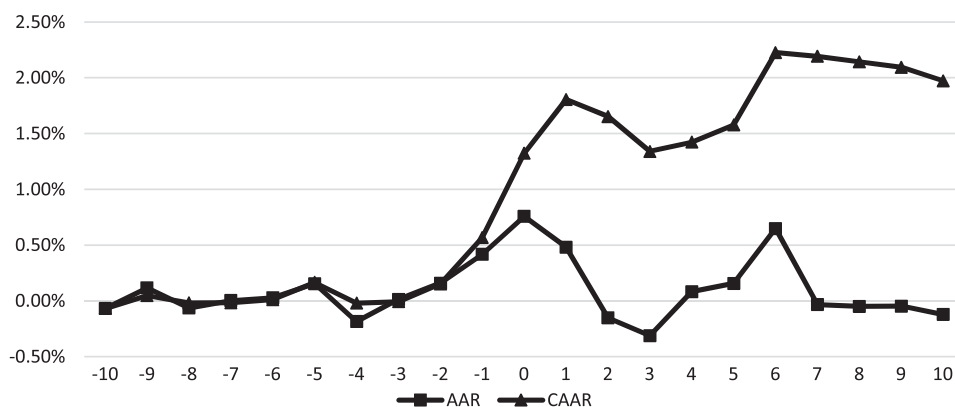


図 7 Event4 の AAR/CAAR の推移

表 3 第二段階の実証結果

	Event 3	2006 年 10 月 12 日	N=1,293	Event 4	2007 年 8 月 8 日	N=1,293
Time	AAR	t-test	rank test	AAR	t-test	rank test
-3	-0.0025	-6.0681***	-1.934	0.0001	0.2245	-0.1937
-2	-0.001	-2.0853**	0.0423	0.0016	2.4718***	1.1442
-1	-0.0019	-3.1857***	-0.6686	0.0042	4.9877***	2.3307**
0	0.0012	2.3672**	0.7731	0.0076	6.2257***	2.6434***
+1	0.0025	4.829***	1.6094	0.0048	5.399***	3.0493***
+2	0.0005	1.0834	0.601	-0.0015	-1.2366	-1.2346
+3	0.001	2.1487**	0.9875	-0.0031	-4.6434***	-2.8189***
Time	CAAR	t-test	rank test	CAAR	t-test	rank test
(-1,+1)	0.0018	2.0811**	0.9895	0.0018	2.0811**	0.9895
(0,+1)	0.0037	5.329***	1.6846*	0.0037	5.329***	1.6846*

注：***、**、および*は、それぞれ有意水準 1%、5%、および 10%を表す。

- ii Even3 及び Event4 の発表当日 ($t=0$) から発表 1 日後 ($t=+1$) の累積平均異常リターン ($CAAR(0,+1)$) は、共に有意にプラスの数値を取っていたこと、
 - iii 日本の会計基準と IFRS のコンバージェンスを、投資家は明らかに評価する姿勢を示していること、
- を実証結果は示唆している。

4.3. 第三段階—IFRS のアドプシオンの議論（2009 年～現在）

4.3.1 2009 年 6 月 12 日「我が国における国際会計基準の取扱いに関する意見書（中間報告）」の公表

日本における IFRS アドプションに向けた動きは、米国における IFRS アドプションへの動き抜きに論じることにはできない。平松・辻山 (2014) が指摘したように、アメリカが米国企業に対して IFRS 採用を義務化した場合には日本も同様に義務化する以外に選択肢はない。そのような認識を背景に、2009 年 6 月 12 日に企業会計審議会が「我が国における国際会計基準の取扱いに関する意見書（中間報告）」（以下、「意見書」）を公表した。この「意見書」において、日本はコンバージェンスの推進のみならず、IFRS 適用は米国をはじめ世界各国において広がっている状況を踏まえて、2012

年を目途に IFRS アドプションの判断を下すとされていた。そして、IFRS のアドプションが決まった場合には、2015 年ないし 2016 年から全上場企業の連結財務諸表に強制適用が開始される方向が示された。さらに、強制適用の前に、企業及び市場の競争力強化の観点からできるだけ早期に IFRS 適用を容認できるよう、具体的には 2010 年 3 月期の年度の財務諸表から IFRS の任意適用を認めることにした。スズキ (2012) によれば、多くの国では IFRS 強制適用前に任意適用を行うのが一般的である。したがって、日本でも同じような政策をとるのは、実際の企業の動きを 2012 年の強制適用判断の参考にするためである¹¹⁾。このイベントを、「日本経済新聞」は 6 月 12 日の朝刊で報道したため、本稿では 2009 年 6 月 12 日を「Event5」の発生日 ($t=0$) とする。

表 4（左側）は、この「意見書」公表日 ($t=0$) の異常リターンの平均値 (AAR_0) はプラスの値 (0.0002) を示しているものの、統計的に有意ではないと判定している。この正の評価は公表 3 日後まで続いている。公表日 ($t=0$) から公表 1 日後 ($t=+1$) までの累積異常リターンの平均値 ($CAAR(0,+1)$) は、0.0019 となっているが、統計的に有意な値ではない。この結果から投資家は「意見書」の公表を必ずしも歓迎しているとは言えない。

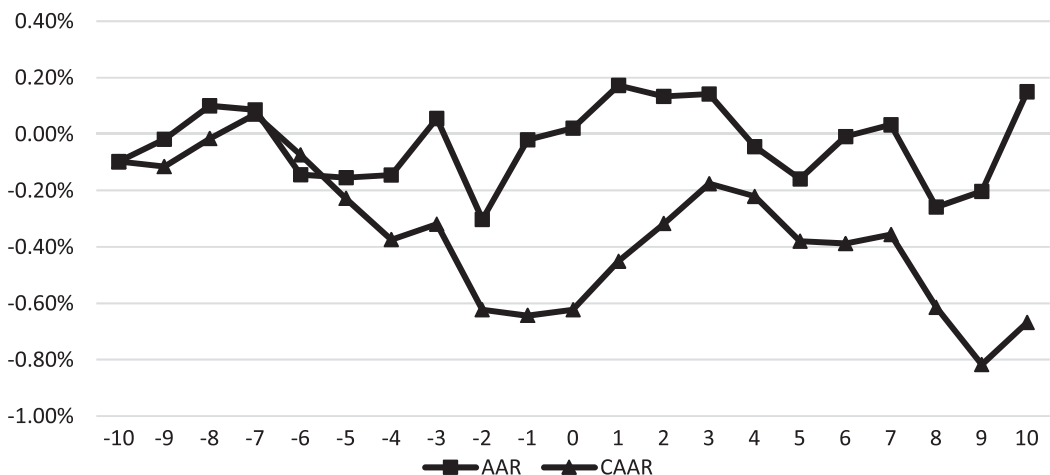


図 8 Event5 AAR・CAAR の推移

11) 平松・辻山 (2014)、54 ページ。

日本の IFRS 政策に対する株式市場の反応

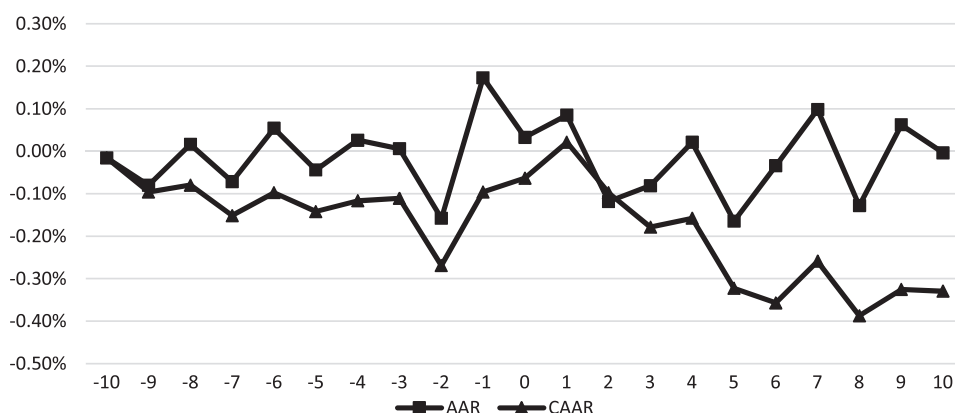


図9 Event6のAAR/CAARの推移

4.3.2 2011年6月21日金融担当大臣「IFRS 適用に関する検討について」の会見

2009年6月12日企業会計審議会が「意見書」を公表した後、2010年2月には米国ワークプランの公表、2011年3月に未曾有の災害である東日本大震災が発生、また2011年4月にIASBとFASBがコンバージェンスの作業の数か月延期を発表する等々、日本国内外で様々な状況変化が生じている。そのような中、2011年6月21日に当時の金融担当大臣が、「少なくとも2015年3月期についての強制適用はない」と明言した。その上で「仮に強制適用する場合であってもその決定から5年から7年程度の十分な準備期間の設定を行う」と表明した。それまでのIFRSの強制適用に関する政府の積極的な姿勢から一転して、IFRSアドプションに対して慎重な姿勢を見せ始めたのである。このイベントを、「日本経済新聞」は6月21日の朝刊で報道したため、本稿では2011年6月21日を「Event6」の発生日 ($t=0$) とする。

金融担当大臣がIFRS強制適用の延期を表明すると、表3(中央)が示すように、会見日 ($t=0$) の異常リターンの平均値 (AAR_0) がプラスの値 (0.0003) を示しているが、統計的に有意ではないと判定されている。また会見の前日 ($t=-1$) の異常リターンの平均値 (AAR_{-1}) がプラスの値 (0.0017)、しかも、1%水準で統計的に有意である。さらに、この正の評価は公表1日後 ($t=+1$) まで続いている。そして、会見日前日 ($t=-1$) 時点から会見1日後 ($t=+1$) までの累積異常リターンの

平均値 ($CAAR(-1, +1)$) は、0.0029となっている。しかも、1%水準で統計的に有意な値と判定されている。また、会見日 ($t=0$) から会見1日後 ($t=+1$) までの $CAAR(0, +1)$ の値も10%水準で統計的に有意な正の値 (0.0012) である。これらの結果から投資家は金融担当大臣の会見をグッド・ニュースと受け止めていると言える。つまり、株式市場はIFRS強制適用延期の政策を歓迎していることをこの結果から読み取れる。

4.3.3 2013年5月28日「修正IFRS(J-IFRS)策定」の公表

日本経済新聞は2013年5月28日の朝刊で「金融庁、拆衷案作り」と題する記事を掲載した。記事ではIFRSの強制適用が延期されたため、金融庁は日本の会計基準とIFRSの拆衷案として、修正IFRS(J-IFRS)作りに乗り出していることを報道した。この記事によると、今後、修正IFRSはIASBが設定したIFRS(ピュアIFRS)を基本としつつも、日本として受け入れにくい個別の項目は日本基準を適用するものになりそうだとしている。そして、2013年6月19日に金融庁の企業会計審議会が「国際会計基準(IFRS)への対応のあり方に関する当面の方針」(以下、「当面の方針」)を公表した。この「当面の方針」では日本において「あるべきIFRS」あるいは「日本に適したIFRS」といった観点から、今後個別基準を一つ一つ検討し、必要があれば一部基準を削除又は修正して採択するエンドースメントの仕組みを設けることを正式

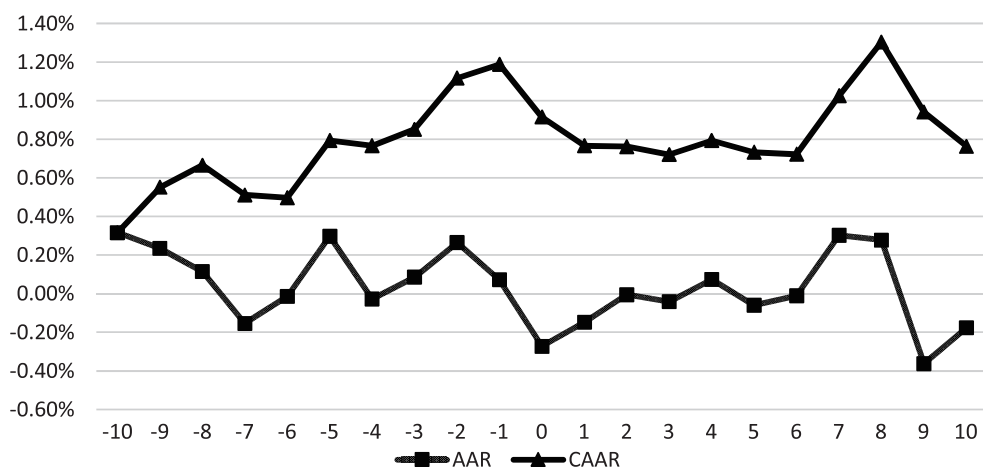


図 10 Event7 の AAR/CAAR の推移

表 4 第三段階の実証結果

Event5	2009 年 6 月 12 日 N=1,293			Event 6	2011 年 6 月 21 日 N=1,609			Event 7	2013 年 5 月 28 日 N=1,280		
Time	AAR	t-test	rank test	AAR	t-test	rank test	AAR	t-test	rank test		
-3	0.0005	0.6078	-0.2089	0.0001	0.1273	-0.3307	0.0009	0.9341	0.5231		
-2	-0.0030	-4.0317***	-2.1248***	-0.0016	-2.7038***	-0.6820	0.0026	3.953***	0.8083		
-1	-0.0002	-0.2688	-1.5477	0.0017	3.6662***	1.9258**	0.0007	1.0180	-0.1387		
0	0.0002	0.3079	-0.1344	0.0003	0.7438	0.1152	-0.0027	-4.2422***	-2.0186**		
+1	0.0017	2.0146**	0.0124	0.0008	1.9246**	0.6803	-0.0015	-1.2714	-1.1431		
+2	0.0013	1.7767*	0.5211	-0.0012	-2.6797***	-0.9160	0.0000	-0.0735	-0.2161		
+3	0.0014	1.8163*	0.0119	-0.0008	-1.8899*	-0.5116	-0.0004	-0.5669	-0.1980		
Time	CAAR	t-test	rank test	CAAR	t-test	rank test	CAAR	t-test	rank test		
(-1,+1)	0.0017	1.2161	-0.964	0.0029	3.597***	1.5711	-0.0035	-2.6612***	-1.9055*		
(0,+1)	0.0019	1.5686	-0.0863	0.0012	1.9173*	0.5625	-0.0042	-3.4882***	-2.2356**		

注：***、**、および* は、それぞれ有意水準 1%、5%、および 10%を表す。

に表明した。「日本経済新聞」がいち早く修正 IFRS 策定を報道したため、その報道日である 2013 年 5 月 28 日を「Event7」の発生日 ($t=0$) とする。

企業会計審議会が修正 IFRS 作りを表明すると、表 4 (右側) が示すように、発生日 ($t=0$) の異常リターンの平均値 (AAR_0) がマイナスの値 (-0.0027) を示し、しかも、1%統計的に有意であると判定されている。またこの負の評価は少なくとも公表 3 日後まで続いている。その影響で、公表日前日 ($t=-1$) から公表日 1 日後 ($t=+1$) までの累積異常リターンの平均値 ($CAAR (-1,+1)$) は、-0.0035 となっている。しかも、1%水準で統計的に有意な値と判定されている。また、公表日 ($t=0$) から公表日 1 日後 ($t=+1$) までの $CAAR (0,+1)$ の値も 1%水準で統計的に有意な負の値 (-0.0042) である。これらの結果から投資家は修正 IFRS 策

定をバッド・ニュースと受け止めていると言える。つまり、株式市場はこの政策を否定的に評価していることが読み取れる。

4.3.4 第三段階の小括

ここまでの検証作業を要約しよう。第三段階は IFRS アドプシオンについて検討する時期である。IFRS アドプシオンに関する各イベントの公表に対する投資家の反応については、

- i Event5 は IFRS 強制適用の表明である。イベント発表当日 ($t=0$) の平均異常リターン (AAR_0) は、プラスの値を示しているが、統計的に有意ではない。また公表日前後短期間の異常リターンの累積値 ($CAAR(-1,+1)$ と $CAAR(0,+1)$) も、統計的に有意ではない正の値を示している。

- ii Event6 は IFRS 強制適用の延期の発表である。イベント発表当日 ($t=0$) の平均異常リターン (AAR_0) は、プラスの値を示しているが、統計的に有意ではない。また公表日 1 日前後において、(AAR_{-1}) と (AAR_{+1}) の値は共に統計的に有意な正の値を示しているため、短期間の異常リターンの累積値 ($CAAR(-1,+1)$ と $CAAR(0,+1)$) も、少なくとも 10%水準で統計的に有意な正の値を示している。
 - iii Event7 はピュア IFRS の代わりに修正 IFRS 策定の発表である。イベント発表当日 ($t=0$) の平均異常リターン (AAR_0) はマイナスの値を示し、しかも 1%水準で統計的に有意である。また公表後においても、各日の平均異常リターン (AAR) が負の値を示している。そのため、短期間の異常リターンの累積値 $CAAR(-1,+1)$ と $CAAR(0,+1)$ も、1%水準で統計的に有意なマイナスの値を示していること、
- を実証結果は示唆している。

第三期の実証結果から、株式市場は基本的に日本での IFRS 強制適用の政策実施を評価していないこと、そして、IFRS 強制適用の延期の決定を好感していることがわかる。なぜ株式市場は IFRS 強制適用にこのような評価を下すのだろうか？ まず、IFRS 強制適用によるコスト増への懸念が考えられる。Koga and Rimmel(2007) は IFRS 導入のコストはベネフィットを上回ることを明らかにした。さらに、2011 年 5 月に産業界を代表する 21 社・団体が「我が国の IFRS 対応に関する要望」(以下、「要望」)を提出したが、この「要望」の中で IFRS 強制適用に対する強い懸念が表明されている。その上で「上場企業の連結財務諸表への IFRS の適用の是非を含めた制度設計の全体像について、早急に議論を開始すること」、「結論を出すのに時間を要する場合には、産業界に不要な準備コストが発生しないよう、十分な準備期間、猶予措置を設けること」を求めている。次に、IFRS 導入が企業にどのような影響を与えるのか不明という投資家を持つ不信感が挙げられる。例えば、2012 年にリース事業協会が実施した機関投資家向けのアンケート調査の結果によれば、IFRS 導入によって財務諸表は利用しやすくなるかとの質問について、

「どちらともいえない」と答えた人は 52%、「いいえ」と答えた人は 34%であった。つまり、回答者全体の 86%が、IFRS 導入がもたらす効果に対して必ずしも適切に評価できているとは言えない状態にある。上記の 2 点から株式市場は IFRS アドプションについて慎重かつ保守的な態度を取るようになっていると考えられる。

修正 IFRS の策定について、金融庁は「あるべき IFRS」あるいは「日本に適した IFRS」といった点を主張している。しかし、IASB が修正 IFRS を認めるかどうかという問題より、もっと重要なことがある。それは、もし修正 IFRS が適用開始になると、日本では米国基準、日本基準、ピュア IFRS、及び J-IFRS という 4 つの異なる会計基準が並存することになることである。この状態は投資家に更なる混乱を与えることが考えられる。したがって、修正 IFRS 策定に対するマイナスな評価はこの政策に対する投資家の態度の表れでもあろう。

5. 終わりに

5.1 考察

日本の会計基準の国際化の過程は「調和期」から「コンバージェンス期」へ、さらに「アドプション期」へ変わってきた。この過程に従い、本稿は日本の IFRS 導入を三段階に分け、まず各段階において公表された IFRS 導入に関する各政策を整理した。次に、各政策の公表日前後の短期間において企業の短期異常リターンがどの程度変化したかについてイベントスタディの研究手法を用いて統計的に調査した。最後に本稿をまとめ、今後の課題を述べ、本稿を終えたい。

第一段階 (2004 年～2005 年) は日本の会計基準の国際化について議論されている時期である。この時期に日本は EU 同等性評価問題に直面しており、IFRS 導入への意識も高まり始めた。しかしこの時点では、政府や会計基準設定機関が必ずしも積極的に IFRS について前向きに検討したわけでもなかった。まだ IFRS に関する投資家の認識は十分に浸透しているとは言えない時期でもある。したがって、IFRS に関する各イベントの発生前後に、市場は概ねマイナスの反応を示している傾向

が確認できる。第二段階（2006年～2008年）は日本の会計基準とIFRSのコンバージェンスについて検討された時期である。この時期に日本は自国基準とIFRSの差異を極力なくし、ほぼ同一内容の会計基準とするために積極的に活動し、EU同等性評価でひとまず決着を見た。この段階においてIFRSのコンバージェンスをプラスに評価していることが確認できる。第三段階（2009年～現在）はIFRSアドプションについて検討されている時期である。この段階では、IFRSアドプションに関する各政策について株式市場は慎重な姿勢を示していることがわかる。また修正IFRSの作成についても投資家はマイナスの評価を行うことが本稿の分析結果から読み取れる。

5.2 残された課題

最後に本稿に残された課題について、次の二点を挙げたい。第一に、産業別研究の必要性である。スズキ（2012）は、製造業を中心に成り立ってきた日本経済界において、IFRS導入は有益であるかどうかに関する懸念が多数存在すると指摘した。したがって、今後の研究の客観性を強化するために、産業別に、特に製造業を中心とした研究を行う必要がある。第二に、IFRS導入効果に関する実証研究の必要性である。今後IFRS導入企業が増えることは予測される。しかし第2節で示したように、海外の先行研究はIFRS導入がもたらす効果を多く紹介しているにもかかわらず、日本ではIFRS導入による効果の実証研究は極めて少ないのが現状である。したがって、さらなる理論的・実証的研究による科学的証拠の蓄積が今後のIFRS導入において極めて重要である。

参考文献

- Armstrong, C. S., Barth, M. E., Jagolinzer, A. D., and Riedl, E. J., (2010) "Market reaction to the adoption of IFRS in Europe," *The Accounting Review*, Vol. 85, No. 1, pp. 31-61.
- Barber, B. M. and Lyon, J. D., (1997) "Detecting Long-Run Abnormal Stock Returns. The Empirical Power and Specification of Test Statistics," *Journal of Financial Economics*, Vol. 43, No. 3, pp. 341-372.
- Barth, M. E., Landsman, W. and Lang, M., (2008) "International Accounting Standards and Accounting Quality," *Journal of Accounting Research*, Vol. 46, No. 3, pp. 467-498.
- Boehmer, E., Masumeci, J. and Poulsen, A. B., (1991) "Event-Study Methodology under Conditions of Event-Induced Variance," *Journal of Financial Economics*, Vol. 30, No. 2, pp. 253-272.
- Christensen, H. B., Lee, E. and Walker, M., (2007) "Cross-sectional variation in the economic consequences of international accounting harmonization: The case of mandatory IFRS adoption in the UK," *The International Journal of Accounting*, Vol. 42, Issue 4, pp. 341-379.
- Corrado, C. J. (1989), "A Nonparametric Test for Abnormal Security-Price Performance in Event Studies," *Journal of Financial Economics*, Vol. 23, Issue 2, pp. 385-395.
- Cowan, A. R., (1992) "Nonparametric Event Study Tests," *Review of Quantitative Finance and Accounting*, Vol. 2, Issue 4, pp. 343-358.
- Daske, H., Hail, L., Leuz, C. and Verdi, R., (2008) "Mandatory IFRS Reporting around the World: Early Evidence on the Economic Consequences," *Journal of Accounting Research*, Vol. 46, No. 5, pp. 1085-1142.
- Fama, E. F. and French, K. R., (1992) "The Cross-section of Expected Stock Returns," *The Journal of Finance*, Vol. 47, No. 2, pp. 427-465.
- Hung, M. and Subramanyam, K. R., (2007) "Financial statement effects of adopting international accounting standards: the case of Germany," *Review of Accounting Study*, Vol. 12, No. 4, pp. 623-657.
- IFRS application around the world, <http://www.ifrs.org/use-around-the-world/pages/analysis-of-the-ifrs-jurisdictional-profiles.aspx>, accessed 2015-09-20).
- Joos, P. P. M. and Leung, E., (2013) "Investor Perceptions of Potential IFRS Adoption in the United States," *The Accounting Review*, Vol. 88, No. 2, pp. 577-609.
- Koga, C. and Rimmel, G., (2007) "Accounting Harmonisation and Diffusion of International Accounting Standards: The Japanese Case" in Godfrey, J. M. and Chalmers, K., ed., *Globalisation of Accounting Standards*, Edward Elgar. (古賀智敏監修 (2009)『会計基準のグローバル化—IFRSの浸透化と各国の対応』同文館出版。)
- Landsman, W. R., Maydew, E. L. and Thornock, J. R., (2012) "The Information Content of Annual Earnings

- Announcements and Mandatory Adoption of IFRS,” *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 53, Issue 1-2, pp. 34-54.
- Lyon, J. D., Barber, B. M. and Tsai, C., (1999) “Improved Methods for Tests of Long-Run Abnormal Stock Returns,” *The Journal of Finance*, Vol. 54, No. 1, pp. 165-201.
- Simon, B., (2008) *Financial Modeling*, The MIT Press.
- 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』第 52 巻第 9 号、28-40 ページ。
- 北川教央 (2010) 「国際会計基準の適用に関する実証的評価」『国民経済雑誌』第 202 巻第 6 号、65 - 91 ページ。
- 金融庁 (2015) 『IFRS 適用レポート』<http://www.fsa.go.jp/news/26/sonota/20150415-1.html>、(参照：2015-06-10)。
- 社団法人リース事業協会 (2012) 『「IFRS 導入と流動化への影響」に関する調査研究報告』(<http://www.leasing.or.jp/chosa/tyudouka/07/02.pdf>)、(参照：2015-09-20)。
- 自由民主党政務調査会金融調査会企業会計に関する小委員会 (2013) 『国際会計基準への対応についての提言』https://www.jimin.jp/policy/policy_topics/pdf/pdf111_1.pdf、(参照：2015-07-19)。
- スズキ・トモ (2012) 「日本の経済社会に対する IFRS の影響に関する調査研究」(<http://www.fsa.go.jp/common/about/research/20120614.html>)、(参照：2015-09-01)。
- 譚鵬 (2014) 「IFRS 導入が企業価値に及ぼす効果」『商学論究』第 62 巻第 2 号、33-47 ページ。
- 東京証券取引所 (2015) 『「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』<http://www.jpx.co.jp/news/1020/20150901-01.html>、(参照：2015-09-18)。
- 日本証券アナリスト協会 (2010) 「会計基準アンケート調査の集計結果」<http://www.saa.or.jp/account/account/enquete.html>、(参照：2015-04-15)。
- 平松一夫 (監修) (2013) 『IFRS 国際会計基準の基礎 (第 3 版)』中央経済社。
- 平松一夫・辻山栄子 (編集) (2014) 『会計基準のコンパジェンス』中央経済社。
- 藤井秀樹 (2014) 『国際財務報告の基礎概念』中央経済社。