

国民性と国際的会計基準適用企業の資本コスト¹

National Character and Cost of Equity Capital of Firms Applying International Accounting Standards

向 伊知郎

Ichiro MUKAI

和文要旨：

本研究の目的は、先進諸国の企業の株主資本コスト（資本コスト）が、会計基準の相違に加えて、国民性の相違の影響を受けてどのように異なっているかについて検討することにある。資本コストは、残余利益モデルと異常利益成長モデルを用いて期待投資収益率として測定する。国民性は、社会学において利用されているソーシャル・キャピタル概念から定義する。ソーシャル・キャピタル概念は、一般的に信頼、規範およびネットワークの3つの構成要素に分類されることから、それらの構成要素についての測定結果を用いて国民性を評価する。本研究は、自国の会計基準、国際財務報告基準（IFRS）およびアメリカの一般に認められた会計基準（US GAAP）の適用企業の資本コストを測定して、資本コストに対する会計基準の選択と国民性の影響を実証的に検証する。検証結果では、期待投資収益率として資本コストを推定した場合、投資家はIFRSの適用により将来の利益が増加することを期待していて、社会的信頼が高く、宗教的社会規範が低い国の企業において、資本コストが高まることが明らかになった。

英文要旨：

The purpose of this study is to examine whether national character affects cost of equity capital (capital cost) of firms in developed countries. National character is defined by social capital concept that is divided into three factors such as trust, norms, and networks. This study measures each country's capital cost of firms applying domestic accounting standards, International Financial Reporting Standards (IFRS), and the Generally Accepted Accounting Standards in the United States (US GAAP), and empirically examines the effects of accounting standards selection and differences of national character on capital cost using regression analysis. The results of tests show that capital cost of firms applying IFRS results in increases, and is higher in countries with the higher social trust and lower religious social norms.

和文キーワード：国際財務報告基準、国際比較研究、国民性、資本コスト、ソーシャル・キャピタル

英文キーワード：Cost of equity capital (Capital cost) ; National character; International comparative study; International Financial Reporting Standards (IFRS) ; Social capital.

1 本研究は、英文ジャーナルへの投稿を意図した論文を日本語で執筆して掲載するものである。

目 次

1. はじめに
2. 先行研究
 - (1) IFRSの適用が資本コストに及ぼす影響に関する研究
 - (2) 国民性が資本コストに及ぼす影響に関する研究
3. 仮説とリサーチ・デザイン
4. サンプルと記述統計
5. 分析結果
6. むすび
- 参考文献

1. はじめに

本研究は、会計基準の国際的収斂が進行する中で、情報利用者が投資意思決定を行う場合にどのような点に注意が必要であるかについて、国民性の相違から検討することを意図している。

2019年8月現在、国際会計基準審議会 (International Accounting Standards Board : IASB) の調査では、166か国 (法域 (jurisdictions)) 中157か国 (94.6%) において、国際財務報告基準 (International Financial Reporting Standards : IFRS) の適用が強制または容認されている²。IASBは、IFRSが高品質で、透明性があり、かつ比較可能な情報を提供し、投資者、世界の資本市場における他の参加者、およびその他の財務情報の利用者たちの経済的意思決定に役立つものであるという (IASB, 2017)³。高品質な財務情報の提供は、国際的な資本市場における便益とリスクを判断する際に役立つ情報を提供し、投資者の投資リスクを減少する (Tweedie, 2006)。これは、投資者において、新たな投資の機会が拡大されることに加えて、投資に対して要求する投資収益率を引き下げることになり、かつIFRSを適用する企業

が証券市場において資金調達を行う際の資金調達コストを引き下げることとなる。

一方で、国際会計の分野では、各国の文化をはじめとした環境要因が会計制度の発展に影響を及ぼしていることが明らかにされてきた⁴。世界各国は異なった歴史を有し、さまざまな環境要因から異なった国民の意識構造 (国民性) が形成されてきた。異なった国民性は、異なった社会システムを構築する。いわゆるグローバル・スタンダードを世界的に適用しても、異なった国の企業における会計方針の相違は除去されるが、経営方針および経営行動、並びに投資行動は依然として異なったままである。その結果、投資者の要求する投資収益率およびIFRSを適用する企業の資金調達コストには、相違が生じることになる。

本稿の目的は、IFRSおよびアメリカの一般に認められた会計基準 (US GAAP) といった国際的会計基準の適用企業における株主資本コスト (cost of equity capital, 以下、資本コスト) に、各国の国民性がどのような影響を及ぼしているかについて明らかにすることにある。資本コストは、企業側からすれば、株主資本の資金調達に要する利率をいう。一方、投資者側からすれば、それは資金提供する上で要求する収益率である。本稿では、資本コストを投資者が企

2 IFRSの適用をいまだ国内公開企業に対して強制あるいは容認していない国は9か国であるが、それらの国々でもベトナムを除いて、IFRSへの何らかの対応が行われている。IASBのホームページ (<http://www.ifrs.org/Use-around-the-world/Pages/Analysis-of-the-IFRS-jurisdictional-profiles.aspx>) (最終アクセス日2019年8月25日)。

3 IFRS財団の定款より (2016年11月改訂)。

4 例えば、Mueller (1968)、Arpan & AlHashim (1984)、Belkaoui (1985)、Harrison & McKinnon (1986)、大雄・権 (1987)、Gray (1988)、平松一夫 (1990)、AlHashim & Arpan (1992)、Choi & Mueller (1992)、Lawrence, S. (1996)、Radebaugh & Gray (1997)、Saudagaran (2000)、Iqbal (2001) 等がある。詳細については、向 (2002) および向 (2003) を参照。

業に期待する投資収益率として、残余利益モデル (Residual Income Model : RIM) および異常利益成長モデル (Abnormal Earnings Growth Model : AEGM) を用いて推定する。分析対象は、比較的企業規模が類似すると考えられる経済発展諸国の中から、IFRS を強制適用しているオーストラリア、カナダ、フランス、ドイツおよびイギリスと、一部の国内企業に IFRS の適用を容認している日本、並びに IFRS への対応で最も注目を集めるアメリカの上場企業に焦点を当てる。アメリカは、現在、IFRS の適用を外国からの上場企業にだけ容認しており、国内の企業には容認していない。その理由の一つとして、US GAAP が、世界で最も包括的で、高品質な会計基準であると自負している点がある (SEC, 2011)。本研究では、IFRS の適用企業と US GAAP の適用企業との間における資本コストの差異についても併せて検討するため、分析対象国にアメリカを加えることにした。各国の国民性は、文化、民族および宗教の視点から評価するソーシャル・キャピタルの測定結果を利用する。分析は、国別に自国の会計基準、IFRS および US GAAP の適用企業における資本コストを測定して、それら異なった会計基準の適用企業間における資本コストの差異、および IFRS の適用企業間における資本コストの差異について検証した後、資本コストの差異が国民性の相違の影響をどのように受けているかについて実証的に行う。

2. 先行研究

(1) IFRS の適用が資本コストに及ぼす影響に関する研究

IFRS への会計基準の国際的収斂が進行する以前では、国際的会計基準の適用は情報開示を拡大すると仮定して、情報開示レベルが高い国および企業において、資本コストが低くなるということが明らかにされている⁵。これは、IFRS の適用による効果を知る上でも重要な先行研究として位置づけられる。それらの中で、唯一、

Easley & O'Hara (2004) は、開示レベルの拡大によってリスク負担が軽減されることで、資本コストとしての投資収益率が高まることを明らかにしている。

IFRS の適用を強制または容認する国が増加するのに伴って、Daske (2006) は、ドイツの企業を対象として、1993 年から 2002 年の期間において、ドイツの会計基準を適用している企業と、IFRS⁶ あるいは US GAAP といった国際的会計基準を適用している企業との間で、資本コストが相違するかについて分析した。資本コストは、RIM および AEGM に基づいて Gebhardt, Lee & Swaminathan (2001)、Ohlson & Juettner-Nauroth (2005)、Easton (2004) 等を参考に推定した資本コストおよびそれらの平均値である。分析結果では、国際的会計基準を適用することで、資本コストが高まることが明らかになった。

Li (2010) は、ヨーロッパ連合 (European Union : EU) 諸国の企業を対象として、1995 年から 2006 年の期間において、IFRS の強制適用が資本コストにどのように影響を及ぼしているかを分析した。資本コストは、RIM と AEGM に基づいて Gebhardt et al. (2001)、Easton (2004) 等を参考に推定した資本コストの平均値である。分析結果では、IFRS の強制適用が、開示レベルの拡大および財務情報の比較可能性を高めることで、資本コストを低下させることが明らかになった。

Kim, Shi & Zhou (2014) は、34 か国を対象として、1998 年から 2004 年までの期間において、IFRS の自発的な採用と資本コストとの関係について検討した。資本コストは、AEGM に基づいて Easton (2004) を参考に推定した株価利益成長 (Price Earnings Growth : PEG) レシオである。分析結果では、IFRS を自発的に採用している企業の資本コストの方が、各国のガバナンスや執行メカニズムといった制度的インフラに関わりなく低いことが明らかになり、特に制度的インフラの弱い国では、資本コストの削減効果が大きいことが指摘されている。

5 例えば、Botosan (1997)、Easley & O'Hara (2004)、Francis, LaFond, Olsson & Shipper (2005)、Hail & Leuz (2006) 等がある。

6 IFRS 以前の国際会計基準 (International Accounting Standards : IAS) を含む。

Cuijpers & Buijink (2005) は、EU で上場または本社を置く企業を対象として、EU で IFRS が強制適用される以前に、それらの企業が自発的に IFRS または US GAAP といった国際的会計基準を適用する決定要因とその影響について検討している⁷。国際的会計基準を採用する決定要因は、アナリストのフォロワー数、アナリストの利益予想のばらつきおよび異常株式リターンを用いて、情報の非対称性への影響から分析した。資本コストは、AEGM に基づいて Easton (2004) を参考に推定した PEG レシオである。分析結果では、国際的会計基準の適用企業の資本コストは、情報の非対称性が低いことから、現地国の会計基準の適用企業に比較して低いことが明らかになった。

Daske, Hail, Leuz & Verdi (2008) は、2001 年から 2005 年の期間において、26 か国の IFRS の適用企業を、IFRS の強制適用時期が公表される以前からの自発的採用企業、公表されて以降の自発的採用企業、および強制適用以降の採用企業の 3 つに分けて、IFRS の採用時期によって経済的効果が異なるかについて検討した。資本コストは、Hail & Leuz (2006) と同様に、RIM および AEGM から推定した資本コストとそれらの平均値である。分析結果では、IFRS の強制適用は、情報の透明性を高め、財務情報の質を高めることから、資本コストは低下することが明らかになった。

Mihai, Ionascu & Ionascu (2012) は、ルーマニアの企業を対象に、IFRS を強制適用する前後の 1999 年と 2005 年のデータを用いて、IFRS の適用が経済的利益としての資本コストを低下させるかについて検討した。資本コスト

は、株式の本源的価値に対する期待収益率として計算した。分析結果では、IFRS の適用が情報の透明性を高め、情報の非対称性と投資リスクを軽減することから、資本コストは低下することが明らかになった。

Patro & Gupta (2014) は、中国、香港、イスラエルおよびフィリピンの企業を対象に、2002 年から 2011 年の期間において、IFRS の適用が資本コストを低下させるかについて分析した。資本コストは、Easton (2004) を参考に推定した PEG レシオである。分析結果では、香港とフィリピンの企業では、IFRS の適用によって資本コストが低下したが、中国とイスラエルの企業では、資本コストは増加した。Patro & Gupta (2014) は、このような結果について、IFRS を適用することによる経済的帰結が国によって異なることを指摘している。

IFRS の適用が強制または容認されて以降、Daske (2006) および Patro & Gupta (2014) を除いた多くの研究結果が、IFRS の適用によって資本コストが低下することを明らかにしている。その原因は、IFRS の適用が情報開示レベルを拡大するため、情報の透明性が高まり、情報の非対称性が緩和されることから説明されている。一方で、Patro & Gupta (2014) は、IFRS の適用による資本コストへの影響が国によって異なることを明らかにしている点で興味深い。

(2) 国民性が資本コストに及ぼす影響に関する研究

国民性⁸を形成する要因でもある文化が会計制度の発展に影響を及ぼすと考えた研究では、Harrison & McKinnon (1986) および Gray (1988) が有名であり、かつ嚆矢と考えられる。Gray (1988) は、国の制度は環境要因の影響を受けると考えられているが、それまでの研究において文化の影響については十分に検討されていないことに着目して、世界の多くの国々を対象に

7 Cuijpers & Buijink (2005) は、IFRS と資本コストの関係だけでなく、国際的会計基準を採用する企業の特徴についても明らかにしている。そこでは、各国の会計基準の質として CIFAR (Center for International Financial Analysis and Research) による開示レベルの測定値を用いて、IFRS の適用企業はブラッセルの証券市場に上場する傾向にあり、US GAAP の適用企業はアメリカの証券市場に上場する傾向にあること、および会計基準の質が低い国の企業において、国際的会計基準を採用する傾向にあることが明らかにされた。

8 国民性という用語は、これまでほとんど定義されておらず、さまざまな形で用いられてきた。Inkeles (1997) によると、多くの先行研究から、「ある特定の社会において共通な、あるいは標準化された特性」という共通項が指摘されている。

異文化調査を行った Hofstede (1980) および Hofstede (1984) で特定された 4 つの社会的価値 (societal values) から、各国の会計制度を比較研究する理論モデルを提案した。その後、Gray (1988) の理論モデルに基づいて、ホフステッドの社会的価値をはじめとして、文化と各国のさまざまな特性を環境要因とした分析的枠組みが構築され、会計制度の発展についての比較研究が行われるようになった⁹。

その後、国の文化は、コーポレート・ガバナンス、資本構造、経営者報酬、対外直接投資、会計制度等を含めた企業の経営環境に影響を及ぼしていることが明らかにされてきたが¹⁰、資本コストとの関係は明らかにされていない。そこで、Gray, Kang & Yoo (2013) は、1992 年から 2006 年の期間において、32 か国を対象として、国の文化が投資者の企業リスク評価にどのように関連しているかについて、資本コストに焦点を当てて検討した。国の文化は、Hofstede (1980) の 4 つの社会的価値を用いている。資本コストは、RIM および AEGM から推定した資本コストとそれらの平均値である。分析結果は、より個人主義 (リスクの高い) 社会では高く、不確実性回避 (リスクの低い) 社会において、資本コストが低い傾向にあることを示している。

Góis, Franco de Lima, Alves de Sousa & Malacrida (2018) は、2002 年から 2007 年までの期間において、31 か国の企業を対象として、IFRS の適用国と資本コストとの関係への国民性の影響について検討した。国民性は、Hofstede (2011) の 6 つの社会的価値を用いている。資本コストは、資本資産株価モデル

(Capital Assets Pricing Model : CAPM) を用いている。分析結果では、IFRS の適用国の資本コストが、非適用国よりも低いことを示している。そのうえで、Hofstede (2011) の 6 つの社会的価値と資本コストとの関係では、不確実性の回避と放縦の強い国において資本コストが低く示された。また、IFRS の適用国では、特に、個人主義、長期的志向、放縦が強い国において資本コストが低く、権力の格差の強い国において資本コストは高いことが明らかにされた。

ホフステッドの調査を用いた研究結果は、不確実性の回避という国民性が資本コストを低下させることを明らかにしているが、個人主義の強さが資本コストに及ぼす影響は必ずしも整合した結果となっていない。

Gupta, Raman & Shang (2018) は、国民性の評価として、Putnam (2000) のソーシャル・キャピタルの測定値を用いている。Gupta et al. (2018) は、1980 年から 2012 年の期間において、アメリカに本社を置く企業を対象に、アメリカの各州のソーシャル・キャピタルのレベルと資本コストとの関係について分析した。資本コストは、RIM および AEGM から推定した資本コストの平均値である。分析は、ソーシャル・キャピタルの低い州と高い州との間で、差の差分分析により資本コストについて比較している。分析結果では、ソーシャル・キャピタルが高い (低い) 地域に本社を置く企業の場合、資本コストは低くなる (高くなる) ことが明らかになった。

3. 仮説とリサーチ・デザイン

本研究では、国際的会計基準、特に IFRS の適用企業の資本コストが、自国の会計基準の適用企業に比較して低くなっているかについて検証した後、国民性の相違が資本コストの差異に影響を及ぼしているかについて分析する。最初に、IFRS または US GAAP の適用企業の資本コストは、自国の会計基準の適用企業の資本コストよりも低くなっているかに関して、以下の仮説を構築して、自国の会計基準の適用企業と国際的会計基準の適用企業との間における資本コストの差異について検証する。

9 例えば、Doupnik & Salter (1995)、Zarzeski (1996)、Hope (2003)、Nabar & Boonlert-U-Thai (2007)、Han, Kang, Salterm & Yoo (2010)、Riahi & Omri (2013) 等がある。詳細については、向 (2017a) を参照。

10 例えば、Schuler & Rogovsky (1998)、Chui, Lloyd & Kwok (2002)、Stultz & Williamson (2003)、Doupnik & Tsakumis (2004)、Tosi & Greckhamer (2004)、Kwok & Tadesse (2006)、Radebaugh, Gray & Black (2006)、Chui & Kwok (2008)、Han et al. (2010) 等がある。

【仮説1】 H_{1-1} ：国際的会計基準の適用企業の資本コストは、自国の会計基準の適用企業の資本コストよりも低い。

上記の仮説は、資本コストに対する会計基準選択の影響に焦点を当てており、国民性の影響を考慮していない。そこで、第2の検証は、資本コストにどのような国民性がどのように影響を及ぼしているかに関連して行う。以前の研究は、資本コストに影響を及ぼす要因としてホーフステッドの調査における社会的価値を使用している。しかし、ホーフステッドの調査を用いた先行研究では、社会的価値と資本コストとの関係について整合的な結果が得られていない。そこで、本研究は、ソーシャル・キャピタル概念から国民性を評価して、国民性と資本コストとの関係について検討する。

ソーシャル・キャピタルは、国民性を評価する上で注目されてきた概念である。これは、社会学の分野において、社会的関係が人間の活動をよりよくするために必要な資源であるという考え方から研究されるようになった(Dasgupta & Serageldin, 1999)。企業経営や企業投資を行うのは人間であることから、ソーシャル・キャピタル概念を用いた国民性の評価がどのように資本コストに影響を及ぼすかについて研究することは重要である。ソーシャル・キャピタルの定義はさまざまであるが、有名な研究の1つである Putnam (1993) は、「協調的行動を容易にすることにより社会の効率を改善しうる信頼(Trust)、規範(Norms)、ネットワーク(Networks)のような社会的組織の特徴」と定義している。ここから、多くのソーシャル・キャピタル研究が、信頼、規範、ネットワークをソーシャル・キャピタルの構成要素としている。

Putnam (1993) は、信頼を「厚い信頼」(thick trust) と「社会的信頼」(social trust) の2つに分けて説明する。厚い信頼は、個人との親密さに関わる信念を意味する。社会的信頼とは、より広い分野の他のメンバーとの一般的な信頼関係を意味する。社会的信頼は、その地域の他のメンバーとのより幅広い協力を生み出すため、その地域のソーシャル・キャピタルの発展に役立つ。現代のような複雑な環境では、社会的信頼が、互酬性(reciprocity)の規範や市民

参加のネットワークなどからもたらされる可能性がある。

Putnam (1993) は、さまざまなタイプの規範の中で、特に互酬性の規範に注目する。互酬性の規範は、相互依存的な交換であり、「均衡のとれた互酬性」(balanced reciprocity) と「一般化された互酬性」(generalized reciprocity) に分類される。均衡のとれた互酬性の規範は、同等の品目を同時に交換することである。一般化された互酬性の規範は、ある時点では不均衡な交換であるが、将来的には均衡が達成されるという相互の期待に基づく交換の持続的な関係である。一般化された互酬性の規範は、短期的には他者に効用を提供するであろうという利他主義に基づいており、長期的にはすべての当事者の効用を高めるであろうという利己主義になる。したがって、一般化された互酬性の規範が、ソーシャル・キャピタルを生み出す重要な生産的要素となる。

Putnam (1993) は、市民参加ネットワークを、「水平的ネットワーク」(horizontal networks) と「垂直的ネットワーク」(vertical networks) に分類する。水平的ネットワークは、個人の日常的な結びつきや、相互活動の幅を意味する。垂直的ネットワークは、地域活動やさまざまな組織の結成状況など、地域や組織に対する階層的・従属的な結びつきの程度に関係する。例えば、組織における部下は、搾取されることを嫌い、あまり多くの情報を開示しないことで身を守るため、垂直的ネットワークは水平的ネットワークよりも信頼性が低くなる。

本研究では、国民性の評価に関して、Putnam (1993) のソーシャル・キャピタルの3つの構成要素を用いる。Gupta et al. (2018) は、アメリカの企業のみ焦点を当てており、ソーシャル・キャピタルを3つの構成要素に分類していない。本研究では、対象とする7か国に関してソーシャル・キャピタルの3つの構成要素について測定した向 (2017b) の測定結果を参照する。向 (2017b) は、ソーシャル・キャピタルの3つの構成要素は、社会的信頼、宗教的社会規範および政治的ネットワークであることを明らかにしている。

Gupta et al. (2018) は、高いソーシャル・キャピタルと低い資本コストとの関係を明らかにし

ている。しかし、Easley & O'Hara (2004) が指摘しているように、投資リスクが軽減された場合、投資者が企業に要求する投資収益率は高まり、資本コストが高まるとも考えられる。そこで、資本コストとソーシャル・キャピタルの3つの構成要素との関係を予想すると、以下のようになる。

ソーシャル・キャピタルの3つの構成要素の中での社会的信頼は、より広い分野の他のメンバーとの一般的な信頼関係を意味する。社会的信頼が強ければ企業の成長の可能性が高まり、投資者は企業に対して高い収益性を期待する。宗教による社会的規範は、一般化された互酬性の規範である。一般的互酬性の規範が高ければ、投資者は企業に対して高い収益性を期待しない。政治的ネットワークは、垂直的ネットワークである。垂直的ネットワークが強ければ、地域や組織に対する階層的・従属的な結びつきが強いことから、投資者は企業に対して高い収益性を期待する。

したがって、2番目の仮説は、ソーシャル・キャピタルの3つの構成要素から、下記のように構築される。

【仮説2】 H_{21} ：社会的信頼の高い国では、資本コストは高い。

H_{22} ：宗教的社会規範の高い国では、資本コストは低い。

H_{23} ：政治的ネットワークの強い国では、資本コストは高い。

資本コストの推定では、これまでさまざまな方法が提案されてきた。それらは、事後的に実現した総資産利益率（Return on Assets：ROA）から推定する方法と、将来情報を用いて推定する方法に大別される。

事後的に実現した ROA から推定する方法には、CAPM や、Fama & French (1992) の3ファクターモデル等がある。CAPM は、ある資産のリスクを考慮して、その資産から得られる将来キャッシュ・フローの期待値を見積もることによって当該資産の価格を決定するモデルである。CAPM による資本コストの推定では、期待リターンおよびリスク・プレミアムの計算が必要となる。しかし、期待リターンの推定は実

際には困難であり、期待リターンの代わりに事後的な実現リターンが利用される。また、リスク・プレミアムの計算も困難であることから、CAPM における資本コストの企業間比較は、ベータ値だけに依存する。Fama & French (1992) の3ファクターモデルは、CAPM がベータ値という1つのファクターに依存することから、サイズ・ファクターとバリュース・ファクターを追加して、資本コストを推定する。しかし、ここでも CAPM と同様に、リスク・プレミアムの計算が必要となる。そこで、本稿は、将来情報を用いて資本コストを推定する。

将来情報を用いて資本コストを推定する方法には、資本コストを投資収益率として企業価値評価モデルから推定する Ohlson (1995) における RIM に基づいた方法と Ohlson & Juettner-Nauroth (2005) における AEGM に基づいた方法がある。投資収益率は、現在の株価に対する期待将来キャッシュ・フローの現在価値に等しいとして計算される。

RIM に基づいた資本コストは、(1) 式で示される Ohlson (1995) の企業価値評価モデルをもとに推定する (Gebhardt et al., 2001)。

$$P_t = BPS_t + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{(EPS_t - r_e BPS_{t-1})}{(1 + r_e)^t} \quad \dots\dots(1)$$

P_t ： t 期末株価

BPS_t ： t 期 1 株あたり純資産簿価

EPS_t ： t 期 1 株あたり純利益

r_e ：資本コスト

Gebhardt et al. (2001) は、(1) 式を (2) 式に置き換えて、ターミナル・バリュー（最終価値）を (3) 式から推定する。

$$P_t = BPS_t + \frac{FROE_{t+1} - r_{RIM}}{(1 + r_{RIM})} BPS_t + \frac{FROE_{t+2} - r_{RIM}}{(1 + r_{RIM})^2} BPS_{t+1} + TV \dots\dots(2)$$

$$TV = \sum_{i=3}^{T-1} \frac{FROE_{t+i} - r_{RIM}}{(1 + r_{RIM})^i} BPS_{t+i-1} + \frac{FROE_{t+T} - r_{RIM}}{r_{RIM}(1 + r_{RIM})^{T-1}} BPS_{t+T-1} \dots\dots(3)$$

$FROE_t$: t 期 予 想 自 己 資 本 当 期 純 利 益 率
(Return on Equity : ROE) ¹¹

TV : 予測期間を T 期とするとときの T 時点におけるターミナル・バリュー

r_{RIM} : 資本コスト

RIM では、将来の利益および純資産簿価を用いたターミナル・バリューの計算が必要となる。Gebhardt et al. (2001) は、データベースから2期先までの利益予想を利用して、3期先の利益は、2期先の利益に長期成長率を乗じて計算している。4期先から12期先までは、その企業の業種中央値まで、3期先の予測値から每期一定の大きさだけ増減させて計算する。次期以降の純資産簿価は、クリーン・サープラス関係を仮定して、(4)式を用いて期首純資産簿価に予想利益を加算して、配当金を控除することで算出する。Gebhardt et al. (2001) は、(2)式に(3)式および(4)式を代入して逆算することで、RIMに基づいた資本コストを推定している。

$$BPS_{t+1} = BPS_t + (1 - k_{t+1})EPS_{t+1} \dots\dots(4)$$

k_{t+1} : $t+1$ 期の配当性向 ¹²

11 通常、日本の会計制度では、自己資本は株主資本とその他の包括利益の合計金額として計算される。しかし、本稿では、海外の企業との比較を行うため、ROEは純資産当期純利益率として計算する。

12 $t+1$ 期の配当性向は予測できないことから、 t 期の配当性向が将来期間にわたって維持されるものと仮定する。

本稿では、Capital IQ データベースにおいて示されている範囲で予想利益から予想 ROE を計算して、それ以降の予想 ROE は10年間で業種中央値に回帰するものと仮定する¹³。一方で、(2)式を展開すると最大10個の解が得られることから、3期先までの予想利益を用いて(2)式を展開して、正の値の中の最大値を資本コストとする。

AEGM に基づいた資本コストは、(5)式で示される Ohlson & Juettner-Nauroth (2005) の企業価値評価モデルをもとに、Easton (2004) が提示した方法により推定される PEG レシオおよび株価利益 (Price Earnings : PE) レシオである。

$$P_t = \frac{EPS_{t+1}}{r_e} + \frac{1}{r_e} \sum_{t=1}^{\infty} \frac{agr_t}{(1+r_e)} \dots\dots(5)$$

agr_t : 予想異常利益成長額

$$(EPS_{t+1} + Div_t - (1 + r_e)EPS_t)$$

Easton (2004) は、利益予想が2期間で可能である場合に、(5)式を(6)式として置き換えている。その上で、(6)式の予想異常利益成長率がゼロであるとする、(6)式は(7)式となり、かつ配当金もゼロとすることで、(8)式から PEG レシオは計算される。

$$P_t = \frac{EPS_{t+1}}{r_{PEG}} + \frac{agr_{t+1}}{r_{PEG}(r_{PEG} - \partial agr)} \dots\dots(6)$$

$$P_0 = \frac{(EPS_2 + Div_1 - EPS_1)}{r_{PEG}^2} \dots\dots(7)$$

$$r_{PEG} = \sqrt{\frac{EPS_2 - EPS_1}{P_0}} \dots\dots(8)$$

∂agr : 予想異常利益成長率 $(\frac{agr_{t+1}}{agr_t} - 1)$

Div_t : t 期 1 株あたり配当金

r_{PEG} : 資本コスト

13 実際の企業では赤字企業が存在することから、Gebhardt et al. (2001) と同様に、赤字企業は除外する。

さらに、Easton (2004) は、将来の利益成長もゼロと仮定して、PE レシオを (9) 式により測定する。

$$r_{PE} = \frac{EPS_1}{P_0} \dots\dots\dots(9)$$

r_{PE} ：資本コスト

本稿では、Hail & Leuz (2006)、Daske (2006)、Li (2010) 等を参考に、資本コストを RIM および AEGM から推定した資本コストの平均値（以下、平均資本コスト (r_{AVE})）として分析に用いる。

【仮説 1】に関して、IFRS および US GAAP といった国際的会計基準の適用が r_{AVE} へ及ぼす影響は、(10) 式により分析する。分析は、自国の会計基準、IFRS および US GAAP の適用企業のデータをまとめて、7 か国のプールデータを用いて行った後に、国別のデータを用いて会計基準の選択が資本コストに及ぼす影響を検証する。

$$\begin{aligned} r_{AVE} = & \alpha_0 + \alpha_1 Beta + \alpha_2 LnAssets \\ & + \alpha_3 BtoM + \alpha_4 Lev + \alpha_5 RetVar \\ & + \alpha_6 DummyIFRS + \alpha_7 DummyUSGAAP \\ & + \sum_{i=1}^{20} \alpha_{7+i} DummyInd \dots\dots\dots(10) \end{aligned}$$

r_{AVE} ：資本コスト

$Beta$ ：過去 1 年間の月次ベータ

$LnAssets$ ：期末総資産額の自然対数

$BtoM$ ：純資産簿価時価比率（純資産簿価 ÷ 純資産時価）

Lev ：レバレッジ（負債 ÷ 総資産）

$RetVar$ ：月次株式リターン年の年次標準偏差

$DummyIFRS$ ：IFRS 適用企業は 1、それ以外はゼロのダミー変数¹⁴

$DummyUSGAAP$ ：US GAAP 適用企業は 1、それ以外はゼロのダミー変数¹⁵

$DummyInd$ ：業種ダミー変数¹⁶

(10) 式は、Daske (2006) をもとに、推定された資本コストが適切に計算されているかについても同時に判定できる。説明変数の符号予想は、以下のとおりである。

ベータ値 ($Beta$)：＋

企業の規模 ($LnAssets$)：－

純資産簿価時価比率 ($BtoM$)：＋

レバレッジ (Lev)：＋

月次株式リターンの年次標準偏差 ($RetVar$)：＋

次に、【仮説 2】に関して、資本コストが会計基準の相違の影響以外に、国民性の相違の影響を受けているかに関して分析する。分析は、(10) 式の分析モデルに、国民性をソーシャル・キャピタルの構成要素である信頼、規範およびネットワークから測定した向 (2017b) の測定値を変数に加えた (11) 式を用いる。その後、資本コストへの影響要因を会計基準の選択と国民性の相違だけに焦点を当てて、(12) 式を用いて検証する。

$$\begin{aligned} r_{AVE} = & \beta_0 + \beta_1 Beta + \beta_2 LnAssets \\ & + \beta_3 BtoM + \beta_4 Lev + \beta_5 RetVar \\ & + \beta_6 DummyIFRS + \beta_7 DummyUSGAAP \\ & + \beta_8 TRU + \beta_9 NOR + \beta_{10} NET \\ & + \sum_{i=1}^{20} \beta_{10+i} DummyInd \dots\dots\dots(11) \end{aligned}$$

TRU ：社会的信頼

NOR ：宗教的社会規範

NET ：政治的ネットワーク

$$\begin{aligned} r_{AVE} = & \gamma_0 + \gamma_1 DummyIFRS \\ & + \gamma_2 DummyUSGAAP \\ & + \gamma_3 TRU + \gamma_4 NOR + \gamma_5 NET \dots\dots(12) \end{aligned}$$

4. サンプルと記述統計

本稿では、資本コストが国民性の影響をどのように受けているかについて検証するため、多くの情報利用者が投資意思決定において関心を

金融業に含まれる銀行・各種金融・保険を除いた 21 業種とする。

14 アメリカの企業の分析では、 $DummyIFRS$ は除外される。

15 $DummyUSGAAP$ は、カナダと日本の企業にだけ含まれる。

16 業種ダミーは、GICS の産業グループ 24 業種から、

示す経済発展諸国に焦点を当てる。具体的には、アングロ・サクソン系のオーストラリア、イギリス、カナダおよびアメリカ、フランコ・ジャーマン系のフランスおよびドイツ、並びに日本である。アメリカは、現在、IFRSの適用を外国からの上場企業にだけ容認しており、国内の企業には容認していない。その理由の一つとして、US GAAPが、世界で最も包括的で、高品質な会計基準であると自負している点があげられる(SEC, 2011)。本稿では、国際的会計基準の1つであるUS GAAPを適用する企業の資本コストが、IFRSの適用企業の資本コストと近似するかについても併せて検討するため、分析対象国にアメリカを加えることにした。

分析対象企業は、7か国における主要証券取引所への上場企業である。分析対象期間は、IFRSの適用が規定される以前の1997年から2017年までとする。各企業の財務データは、Capital IQ データベースから取得した。業種は、世界産業分類基準 (Global Industries Classification Standard : GICS) の産業グループ (Industry Group) 24業種から、金融業 (Financials) に含まれる銀行 (Banks)・各種金融 (Diversified Financials)・保険 (Insurance) を除いた21業種とする。各年度のはずれ値を除外した後の国別および会計基準別のサンプル企業数は、表1のとおりである。カナダおよび日本では、US GAAPの適用企業が比較的多いことから、US GAAPの適用企業についても分析対象としている。

資本コストは、(2) 式から推定された r_{RIM} 、(8) 式から推定された r_{PEG} 、(9) 式から推定された

r_{PE} の平均値 r_{AVE} である。表2は、国別および会計基準別に資本コストを推定した結果を表している。自国の会計基準の適用企業について推定した r_{AVE} は、オーストラリア、カナダ、フランスおよびドイツにおいて相対的に高く、アメリカ、イギリスおよび日本において相対的に低い。IFRSの適用企業について推定した r_{AVE} は、日本が最も高く、それに次いでオーストラリア、カナダおよびフランスの順に高い。自国の会計基準とIFRSの適用企業との間での r_{AVE} の変化は、ドイツにおいて低下したのに対して、オーストラリアおよび日本において上昇している。US GAAPの適用企業における r_{AVE} は、平均値および中央値において、カナダの企業が最も低く、アメリカの企業が最も高い。US GAAPの適用企業の資本コストは、IFRSの適用企業のものよりも低い。

表3は、 r_{AVE} への影響要因の記述統計を示している。 $Beta$ および $LnAssets$ は、アメリカ、カナダおよび日本において大きく、 $BtoM$ は、フランスおよび日本の企業において1以上の数値を示している。これらは、会計基準の相違に加えて、各国の経済環境、特に投資家の行動に差異があることを表している。

表4は、ソーシャル・キャピタル概念から国民性を評価した向 (2017b) の測定結果である。社会的信頼、宗教的社会規範および政治的ネットワークのいずれにおいても最も低い数値を示したのが、日本である。フランスは、政治的ネットワーク指数において若干の相違があるが、3つの指数全般において、日本に次ぐ低い数値となっている。3つの指数で全般的に高い数値を

Table 1 サンプル企業数

AcStand	Local GAAP	IFRS	US GAAP	Total
Australia	4,040	6,996	---	11,036
Canada	3,906	3,753	361	8,020
France	1,068	4,744	---	5,812
Germany	702	2,678	---	3,380
Japan	27,069	396	98	27,563
UK	1,225	4,575	---	5,800
US	14,988	---	14,988	14,988
Total	52,998	23,142	15,447	76,599 ¹⁾

1) Adjusted figures for the number of US GAAP firms.

Table 2 平均資本コスト

Country		(L)	(I)	(U)	Difference ¹⁾	
		Local GAAP	IFRS	US GAAP	(I)-(L)	(U)-(L)
Australia	Ave.	0.112	0.147	---	0.035	---
	Med.	0.081	0.104	---	0.023	---
	StDev.	0.108	0.131	---	0.023	---
Canada	Ave.	0.106	0.116	0.057	0.011	-0.049
	Med.	0.085	0.088	0.058	0.003	-0.027
	StDev.	0.080	0.094	0.010	0.015	-0.070
France	Ave.	0.106	0.112	---	0.006	---
	Med.	0.085	0.090	---	0.005	---
	StDev.	0.066	0.075	---	0.009	---
Germany	Ave.	0.107	0.095	---	-0.012	---
	Med.	0.097	0.084	---	-0.013	---
	StDev.	0.047	0.053	---	0.006	---
Japan	Ave.	0.089	0.167	0.087	0.078	-0.003
	Med.	0.079	0.137	0.077	0.058	-0.002
	StDev.	0.051	0.117	0.048	0.066	-0.003
UK	Ave.	0.091	0.100	---	0.009	---
	Med.	0.079	0.082	---	0.003	---
	StDev.	0.057	0.074	---	0.017	---
US	Ave.	0.093	---	0.093	---	---
	Med.	0.081	---	0.081	---	---
	StDev.	0.049	---	0.049	---	---

1) (I)-(L) : Differences between IFRS and Local GAAP

(U)-(L) : Differences between US GAAP and Local GAAP

示しているのが、カナダおよびオーストラリアである。宗教的社会規範はすべての国においてマイナスの数値となっている。これは、経済発展諸国における宗教的社会規範が、相対的に低いことを表している。

5. 分析結果

表5は、【仮説1】に関して、(10)式によって国際的会計基準の適用が資本コストに及ぼす影響について分析した結果を表している。すべての説明変数が統計的に有意である。会計基準の選択に関するダミー変数では、IFRS適用のダミー変数の符号はプラスで有意であり、US GAAP適用のダミー変数の符号はマイナスで有意である。これは、他の会計基準の適用企業のものよりも、IFRSの適用企業の資本コストが高く、US GAAPの適用企業の資本コストが低

いことを表している。

表6は、国別に分析した結果を表している。会計基準の選択に関するダミー変数を除いて、その他の説明変数の符号は、統計的に有意でないものもあるが、予想に一致している。会計基準の選択に関して、IFRS適用のダミー変数の符号は、統計的に有意であるオーストラリア、フランス、日本およびイギリスにおいてプラスである。ここから、会計基準の選択が資本コストに及ぼす影響では、カナダとドイツを除いて、IFRSの適用企業の資本コストが高いことが明らかになる。US GAAP適用のダミー変数の符号は、カナダでは統計的に有意でないが、日本ではプラスで有意である。ここから、日本のUS GAAP適用企業では、資本コストが高くなっていることが明らかになる。

すべての国の企業をプールして分析した場合には、会計基準の選択が資本コストに及ぼす影

Table 3 記述統計

Country	AcStand		<i>Beta</i>	<i>LnAssets</i>	<i>BtoM</i>	<i>Lev</i>	<i>RetVar</i>
Australia	AU GAAP	Ave.	0.337	3.358	0.802	0.408	0.186
		Med.	0.306	2.953	0.563	0.340	0.143
		StDev.	0.918	2.143	0.968	0.636	0.204
	IFRS	Ave.	0.469	3.769	1.137	0.431	0.202
		Med.	0.455	3.393	0.733	0.299	0.161
		StDev.	0.910	2.291	1.462	1.422	0.220
Canada	CA GAAP	Ave.	0.716	4.818	0.868	0.650	0.176
		Med.	0.604	4.944	0.570	0.401	0.122
		StDev.	1.032	2.730	1.616	3.293	0.459
	IFRS	Ave.	0.955	5.988	0.993	0.509	0.126
		Med.	0.781	6.047	0.700	0.432	0.100
		StDev.	1.061	2.015	1.423	1.661	0.135
	US GAAP	Ave.	1.004	6.696	0.539	0.538	0.119
		Med.	0.834	6.815	0.456	0.541	0.090
		StDev.	0.919	3.080	0.422	0.501	0.091
France	FR GAAP	Ave.	0.613	5.754	1.006	0.617	0.121
		Med.	0.498	5.359	0.702	0.614	0.093
		StDev.	0.777	2.502	1.346	0.295	0.106
	IFRS	Ave.	0.582	6.094	1.078	0.603	0.108
		Med.	0.518	5.776	0.732	0.603	0.082
		StDev.	0.610	2.279	2.011	0.256	0.453
Germany	GE GAAP	Ave.	0.322	3.852	0.825	0.548	0.121
		Med.	0.238	3.670	0.634	0.576	0.097
		StDev.	0.685	2.316	0.883	0.266	0.104
	IFRS	Ave.	0.554	5.894	0.883	0.577	0.100
		Med.	0.519	5.240	0.619	0.591	0.086
		StDev.	0.600	2.653	1.591	0.227	0.056
Japan	JP GAAP	Ave.	0.595	10.970	1.292	0.507	0.097
		Med.	0.548	10.829	1.117	0.513	0.083
		StDev.	0.478	1.487	0.824	0.206	0.066
	IFRS	Ave.	1.086	13.424	2.377	0.503	0.014
		Med.	1.086	13.601	1.695	0.504	0.006
		StDev.	0.528	2.137	2.100	0.197	0.070
	US GAAP	Ave.	0.864	14.904	0.999	0.604	0.086
		Med.	0.885	15.475	0.950	0.684	0.078
		StDev.	0.383	1.402	0.342	0.220	0.031
UK	UK GAAP	Ave.	0.437	5.803	0.869	0.575	0.110
		Med.	0.387	5.676	0.630	0.553	0.098
		StDev.	0.606	2.087	1.013	0.309	0.063
	IFRS	Ave.	0.593	6.557	0.767	0.585	0.092
		Med.	0.561	6.543	0.525	0.564	0.077
		StDev.	0.490	1.930	1.070	0.639	0.058
US	US GAAP	Ave.	1.182	8.174	0.507	0.584	0.089
		Med.	1.123	8.090	0.436	0.577	0.076
		StDev.	0.622	1.532	0.387	0.235	0.054

Table 4 ソーシャル・キャピタルの測定値

Social Capital / Country	Australia	Canada	France	Germany	Japan	UK	US
社会的信頼	0.269	0.307	0.105	0.238	0.102	0.209	0.149
宗教的社会規範	-0.158	-0.029	-0.177	-0.176	-0.204	-0.115	-0.018
政治的ネットワーク	0.667	0.683	0.589	0.564	0.337	0.662	0.628

出典: 向 (2017b)

Table 5 資本コストの推定

Variables	Non-st.coef.	St.error	St.coef.	t-value	p-value	Multi-collinearity test	
						TOL ¹⁾	VIF ²⁾
<i>Constant</i>	0.079	0.003	---	27.276 **	0.000	---	---
<i>Beta</i>	0.002	0.001	0.014	2.399 *	0.016	0.747	1.339
<i>LnAssets</i>	-0.005	0.000	-0.205	-26.255 **	0.000	0.447	2.237
<i>BtoM</i>	0.040	0.000	0.448	82.142 **	0.000	0.911	1.098
<i>Lev</i>	0.030	0.002	0.080	13.994 **	0.000	0.824	1.214
<i>RetVar</i>	0.261	0.007	0.214	36.373 **	0.000	0.787	1.271
<i>DummyIFRS</i>	0.010	0.001	0.065	8.756 **	0.000	0.485	2.062
<i>DummyUSGAAP</i>	-0.015	0.002	-0.050	-8.388 **	0.000	0.776	1.289

*Adj.R*² 0.331

1) Tolerance

2) Variance Inflation Factor

*: 5%

**: 1%

響が統計的に有意であるが、国別に分析した場合には必ずしも統計的に有意でない場合がある。これは、Patro & Gupta (2014) が指摘したように、IFRS の適用による資本コストへの影響は国によって異なることを支持したものとなる。

そこで、【仮説 2】に関して、会計基準の選択の影響だけでなく、国民性の相違が資本コストにどのような影響を及ぼしているかについて分析した結果が表 7 である。表 7 の Panel A では、国民性の 3 つの構成要素の中の政治的ネットワークが、その他の説明変数と多重共線性を生じさせる可能性があったことから除外されている。分析結果では、会計基準選択のダミー変数に関して、IFRS および US GAAP の適用が資本コストを有意に増加させることが明らかになっている。また、国民性の中の社会的信頼が資本コストを統計的に有意に増加させて、宗教的社会規範が資本コストを統計的に有意に低下させることが明らかになる。

資本コストへの影響要因を、会計基準の選択と国民性の相違だけに焦点を当てて分析した結果は、表 7 の Panel B のとおりである。Panel B においても、Panel A と同様に、会計基準選択のダミー変数に関して、IFRS および US GAAP の適用が資本コストを有意に増加させ、国民性の中の社会的信頼が資本コストを有意に増加させて、宗教的社会規範が資本コストを有意に低下させることが明らかになる。

【仮説 1】および【仮説 2】に関する分析結果は、国民性の相違を変数として加えることで、異なったものとなった、これらは、まさに企業経営や企業投資を行うのは人間であることから、会計基準の選択だけが投資家の期待投資収益率である資本コストの決定に影響を及ぼすのではなく、各国の国民性も資本コストの決定に影響していることを示している。具体的には、資本コストは、国民性における社会的信頼が高いほど高く、宗教的社会規範が低いほど高いことが明らかになった。

Table 6 国別資本コストの推定

	Variables	Coeff.	St.Error	t-value	VIF ¹⁾	Adj.R ²
Australia	<i>Constant</i>	.308	.014	21.919		
	<i>Beta</i>	.003 +	.010	.817	1.085	.260
	<i>LnAssets</i>	-.035 —	-.382	-24.519 **	1.624	
	<i>BtoM</i>	.052 +	.247	18.861 **	1.145	
	<i>Lev</i>	.035 +	.038	2.394 *	1.670	
	<i>RetVar</i>	.000 +	.000	0.005	1.255	
	<i>DummyIFRS</i>	.018 +	.028	2.157 *	1.112	
Canada	<i>Constant</i>	.139	.009	15.209		
	<i>Beta</i>	.003 +	.002	1.480	1.390	.296
	<i>LnAssets</i>	-.014 —	.001	-13.720 **	1.809	
	<i>BtoM</i>	.030 +	.001	20.559 **	1.091	
	<i>Lev</i>	.072 +	.008	8.520 **	1.666	
	<i>RetVar</i>	.146 +	.023	6.413 **	1.550	
	<i>DummyIFRS</i>	-.004 —	.003	-1.240	1.114	
France	<i>Constant</i>	.060	.008	7.394		
	<i>Beta</i>	.002 +	.002	0.988	1.479	.424
	<i>LnAssets</i>	-.005 —	.001	-9.820 **	1.811	
	<i>BtoM</i>	.036 +	.001	33.495 **	1.238	
	<i>Lev</i>	.077 +	.006	12.467 **	1.303	
	<i>RetVar</i>	.188 +	.020	9.484 **	1.403	
	<i>DummyIFRS</i>	.011 +	.003	3.571 **	1.062	
Germany	<i>Constant</i>	.049	.012	4.230		
	<i>Beta</i>	.004 +	.003	1.183	1.382	.401
	<i>LnAssets</i>	-.007 —	.001	-6.069 **	4.565	
	<i>BtoM</i>	.038 +	.005	7.997 **	1.254	
	<i>Lev</i>	.044 +	.011	3.911	2.259	
	<i>RetVar</i>	.239 +	.035	6.830 **	1.291	
	<i>DummyIFRS</i>	-.005 —	.005	-1.033	1.687	
Japan	<i>Constant</i>	.080	.006	12.489		
	<i>Beta</i>	.002 +	.001	2.069 *	1.256	.397
	<i>LnAssets</i>	-.005 —	.000	-14.353 **	1.711	
	<i>BtoM</i>	.042 +	.001	66.596 **	1.247	
	<i>Lev</i>	.044 +	.002	18.138	1.401	
	<i>RetVar</i>	.181 +	.009	20.051 **	1.349	
	<i>DummyIFRS</i>	.028 +	.003	9.800 **	1.474	
	<i>DummyUSGAAP</i>	.012 +	.005	2.587 **	1.073	
UK	<i>Constant</i>	.074	.007	10.013		
	<i>Beta</i>	.006 +	.002	2.806 **	1.376	.362
	<i>LnAssets</i>	-.005 —	.001	-7.295 **	1.577	
	<i>BtoM</i>	.038 +	.001	33.450 **	1.206	
	<i>Lev</i>	.043 +	.006	7.676	1.344	
	<i>RetVar</i>	.256 +	.021	12.245 **	1.353	
	<i>DummyIFRS</i>	.018 +	.003	6.777 **	1.044	
US ²⁾	<i>Constant</i>	.026	.008	3.093		
	<i>Beta</i>	.000 +	.002	.245	1.493	.401
	<i>LnAssets</i>	-.003 —	.001	-3.724 **	1.501	
	<i>BtoM</i>	.064 +	.003	20.638 **	1.083	
	<i>Lev</i>	.065 +	.008	8.161	1.521	
	<i>RetVar</i>	.107 +	.023	4.738 **	1.504	

1) Variance Inflation Factor

2) All firms apply US GAAP.

*: 5%

**: 1%

Table 7 資本コストへの影響要因分析

Panel A

Variables	Non-st.coef.	St.error	St.coef.	t-value	p-value	Multi-collinearity test	
						TOL ¹⁾	VIF ²⁾
<i>Constant</i>	0.024	0.005		4.889 **	0.000		
<i>Beta</i>	0.004	0.001	0.034	5.633 **	0.000	0.719	1.391
<i>LnAssets</i>	-0.005	0.000	-0.229	-26.396 **	0.000	0.356	2.806
<i>BtoM</i>	0.040	0.000	0.447	82.169 **	0.000	0.905	1.105
<i>Lev</i>	0.033	0.002	0.090	15.624 **	0.000	0.814	1.228
<i>RetVar</i>	0.249	0.007	0.204	34.775 **	0.000	0.780	1.282
<i>DummyIFRS</i>	0.011	0.001	0.073	9.624 **	0.000	0.468	2.135
<i>DummyUSGAAP</i>	0.017	0.003	0.055	6.569 **	0.000	0.382	2.621
<i>TRU</i>	0.130	0.010	0.134	12.624 **	0.000	0.239	4.192
<i>NOR</i>	-0.242	0.014	-0.211	-17.565 **	0.000	0.186	5.366

Adj.R² 0.339

Panel B

Variables	Non-st.coef.	St.error	St.coef.	t-value	p-value	Multi-collinearity test	
						TOL ¹⁾	VIF ²⁾
<i>Constant</i>	0.033	0.005		6.237 **	0.000		
<i>DummyIFRS</i>	0.024	0.002	0.162	15.656 **	0.000	0.340	2.939
<i>DummyUSGAAP</i>	0.030	0.003	0.097	9.790 **	0.000	0.373	2.678
<i>TRU</i>	0.191	0.013	0.194	14.568 **	0.000	0.204	4.899
<i>NOR</i>	-0.202	0.017	-0.174	-12.225 **	0.000	0.180	5.564
<i>NET</i>	-0.009	0.008	-0.020	-1.226	0.220	0.140	7.149

Adj.R² 0.038

1) Tolerance

2) Variance Inflation Factor

*: 5%

**: 1%

6. むすび

本稿は、会計基準の国際的収斂が進行する中で、いわゆるグローバル・スタンダードを世界的に適用した場合、期待投資収益率としての資本コストが国民性の影響をどのように受けているかについて検証した。先行研究では、国際的会計基準を適用することによって、資本コストは低下することが明らかにされているが、国際会計研究では、各国の会計制度には各国の異なった国民性が影響を及ぼして発展を遂げてきたと言われていて、仮に IFRS という単一の会計基準を世界的に適用しても、その経済的帰結

には異なった国民性が影響を及ぼして異なったものになると考えられる。

本稿では、比較的企業規模が類似する経済発展諸国7か国に焦点を当てた。資本コストは、将来情報を用いた期待投資収益率として推定する方法から複数の資本コストの平均値を利用した。分析結果では、国際的会計基準の適用企業の資本コストへの影響が国によって異なったものとなることが明らかになった。

これは、仮に会計基準が統一されても、投資者の行動は国民性の影響を受けて異なることから一律ではないという考え方から支持される。そこで、資本コストが異なる原因について、国

民性が資本コストに及ぼす影響から分析した。国民性は、ソーシャル・キャピタルの3つの構成要素と言われる信頼、規範およびネットワークから測定した向(2017b)を参照して、社会的信頼指数、宗教的社会規範指数および政治的ネットワーク指数を用いた。分析結果では、社会的信頼が高い国において資本コストは高くなり、宗教的社会規範が低い国において資本コストが高くなることが明らかになった。なお、政治的ネットワークが資本コストに及ぼす影響は必ずしも明らかでなかった。

このような分析結果は、以下のように解釈される。本稿では、資本コストを、投資者が資金提供する上で要求する投資収益率として推定している。社会的信頼が高ければ企業の成長の可能性が高まり、投資者は企業に対して高い収益性を期待する。宗教による社会的規範が高い国では、投資者は企業に対して高い収益性を期待しないことになる。したがって、社会的信頼が高く、宗教的社会規範が低い国において、資本コストは高くなる。

本研究の貢献は、基準設定主体、規制当局、情報利用者等に、会計基準のIFRSへの国際的収斂による経済的帰結は国によって異なっている、基準設定を行う場合および財務情報を意思決定に利用する場合に、国民性の相違に注意する必要があることを主張している点にある。

参考文献

- AlHashim, D. D., & J. S. Arpan (1992) *International Dimensions of Accounting*, PWS-Kent Publishing Company.
- Arpan, J. S., & D. D. AlHashim (1984) *International Dimensions of Accounting*, Kent Publishing Company.
- Belkaoui, A. R. (1985) *International Accounting Issues and Solutions*, Qurum Books.
- Botosan, C. A. (1997) Disclosure Level and the Cost of Equity Capital. *The Accounting Review*, 72 (3), pp.323-349.
- Choi, F. D. S., & G. G. Mueller (1992) *International Accounting*, Prentice-Hall.
- Chui, A. C. W., & C. C. Y. Kwok (2008) National Culture and Life Insurance Consumption. *Journal of International Business Studies*, 39 (1), pp.88-101.
- Chui, A. C. W., A. E. Lloyd, & C. C. Y. Kwok (2002) The Determination of Capital Structure: Is National Culture A Missing Piece to the Puzzle? *Journal of International Business Studies*, 33 (1), pp.99-127.
- Cuijpers, R., & W. Buijink (2005) Voluntary Adoption of Non-local GAAP in the European Union: A Study of Determinants and Consequences. *European Accounting Review*, 14 (3), pp.487-524.
- Daske, H. (2006) Economic Benefits of Adopting IFRS or US-GAAP, Have the Expected Cost of Equity Capital Really Decreased? *Journal of Business Finance & Accounting*, 33 (3 & 4), pp.329-373.
- Daske, H., L. Hail, C. Leuz, & R. Verdi (2008) Mandatory IFRS Reporting around the World: Early Evidence on the Economic Consequences. *Journal of Accounting Research*, 46 (5), pp.1085-1142.
- Dasgupta, P., & I. Serageldin (1999) *Social Capital: A Multifaceted Perspective*, The World Bank.
- Doupnik, T. S., & S. B. Salter (1995) External Environment, Culture, and Accounting Practice: A Preliminary Test of a General Model of International Accounting Development. *The International Journal of Accounting*, 30, pp.189-207.
- Doupnik, T. S., & G. T. Tsakumis (2004) A Critical Review of Tests of Gray's Theory of Cultural Relevance and Suggestions for Future Research. *Journal of Accounting Literature*, 23, pp.1-48.
- Easley, D., & M. O'Hara (2004) Information and the Cost of Capital. *The Journal of Finance*, 59(4), pp.1553-1583.
- Easton, P. (2004) PE Ratios and Estimating the Implied Expected Rate of Return on Equity Capital. *The Accounting Review*, 79, pp.73-95.
- Fama, E. F., & K. R. French (1992) The Cross-section of Expected Stock Returns. *Journal of Finance*, 47 (2), pp.427-465.
- Francis, J. R. LaFond, P. Olsson, & K. Shipper (2005) The Market Pricing of Accruals Quality. *Journal of Accounting and Economics*, 39 (2),

- pp.295-327.
- Gebhardt, W. R., C. M. C. Lee, & B. Swaminathan (2001) Toward an Implied Cost of Capital. *Journal of Accounting Research*, 39 (1), pp.135-176.
- Góis, A. D., G. A. S. Franco de Lima, N. Alves de Sousa, & M. J. C. Malacrida (2018) The Effect of National Culture on the Relationship between IFRS Adoption and the Cost of Equity Capital. *Journal of International Accounting Research*, 17 (3), pp.69-85.
- Gray, S. J. (1988) Towards a Theory of Cultural Influence on the Development of Accounting Systems Internationally. *Abacus*, 24, pp.1-15.
- Gray, S. J., T. Kang, & Y. K. Yoo (2013) National Culture and International Differences in the Cost of Equity Capital. *Management International Review*, 53, pp.899-916.
- Gupta, A., K. Raman, & C. Shang (2018) Social Capital and the Cost of Equity. *Journal of Banking and Finance*, 87, pp.102-117.
- Hail, L., & C. Leuz (2006) International Differences in the Cost of Equity Capital: Do Legal Institutions and Securities Regulation Matter? *Journal of Accounting Research*, 44 (3), pp.485-531.
- Han, S., Kang, T., S. Salterm, & Y. K. Yoo (2010) A Cross-country Study on the Effects of National Culture on Earnings Management. *Journal of International Business Studies*, 41, pp.123-141.
- Harrison, G. L., & J. L. McKinnon (1986) Culture and Accounting Change: A New Perspective on Corporate Reporting Regulation and Accounting Policy Formulation. *Accounting, Organizations and Society*, 11, pp.233-252.
- 平松一夫 (1990) 「会計制度の国際的類型に対する文化の影響」『会計』137 (6), pp.94-109。
- Hofstede, G. (1980) *Culture's Consequences: International Differences in Work-Related Values*, SAGE. (萬成博・安藤文四郎監訳 (1984) 『経営文化の国際比較』産業能率大出版部。)
- Hofstede, G. (1984) *Culture's Consequences: International Differences in Work-Related Values*. Abridged Ed., SAGE.
- Hofstede, G. (2001) *Culture's Consequences: Comparing Values, Behaviors, Institutions, and Organizations Across Nations*. Second Ed., SAGE.
- Hope, Ole-Kristian (2003) Firm-level Disclosures and the Relative Roles of Culture and Legal Origin. *Journal of International Financial Management and Accounting*, 14 (3), pp.2018-248.
- IASB (2017) *IFRS*, IASB. (企業会計基準委員会訳 (2017) 『IFRS 基準』中央経済社。)
- Inkeles, A. (1997) *National Character*, Transaction Publishers. (吉野諒三訳 (2003) 『国民性論』出光書店。)
- Iqbal, M. Z. (2001) *International Accounting: A Global Perspective*. Second Ed., South-Western.
- Kim, J.-B., H. Shi, & J. Zhou (2014) International Financial Reporting Standards, Institutional Infrastructures, and Implied Cost of Equity Capital Around the World. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 42 (3), pp.469-507.
- Kwok, C. C. Y., & S. Tadesse (2006) National Culture and Financial Systems. *Journal of International Business Studies*, 37 (2), pp.227-247.
- Lawrence, S. (1996) *International Accounting*, Thomson Business Press.
- 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), pp.607-636.
- Mihai, S., M. Ionascu, & I. Ionascu (2012) Economic Benefits of International Financial Reporting Standards (IFRS) Adoption in Romania: Has the Cost of Equity Capital Decreased?. *African Journal of Business Management*, 6 (1), pp. 200-205.
- Mueller, G. G. (1968) Accounting Principles Generally Accepted in the United States Versus Those Generally Accepted Elsewhere. *International Journal of Accounting*, Spring, pp.91-103.
- 向伊知郎 (2002) 「会計環境の国際比較分析」『経営学研究』(愛知学院大学) 11 (3), pp.67-86。
- 向伊知郎 (2003) 『連結財務諸表の比較可能性』中央経済社。

- 向伊知郎 (2017a) 「IFRS 適用企業における財務情報の分析的枠組み」『会計・監査ジャーナル』29 (6), pp.83-89。
- 向伊知郎 (2017b) 「世界価値観調査に基づいたソーシャル・キャピタルの測定～国際会計研究の分析モデル構築に向けて～」『経営管理研究所紀要』(愛知学院大学) 24, pp.89-106。
- Nabar, S., & K. K. Boonlert-U-Thai (2007) Earnings Management, Investor Protection, and National Culture. *Journal of International Accounting Research*, 6 (2), pp.35-54.
- 大雄令純・権泰殷 (1987) 「比較会計論のフレームワーク」『會計』132 (2), pp.42-61。
- Ohlson, J. A., (1995) Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation. *Contemporary Accounting Research*, 11 (2), pp.661-687.
- Ohlson, J. A., & B. E. Juettner-Nauroth (2005) Expected EPS and EPS Growth as Determinants of Value. *Review of Accounting Studies*, 10, pp.349-365.
- Patro, A., & V. K. Gupta (2014) Impact of International Financial Reporting Standards on Cost of Equity Capital for Asian Countries. *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, 4 (2), pp.148-170.
- Putnam, R. D. (1993) *Making Democracy Work*. Princeton University Press. (河田潤一訳 (2001) 『哲学する民主主義』NTT 出版。)
- Putnam, R. D. (2000) *Bowling Alone: The Collapse and Revival of American Community*, Simon & Schuster.
- Radebaugh, L. H., & S. J. Gray (1997) *International Accounting and Multinational Enterprises*. Fourth Ed., John Wiley & Sons, Inc.
- Radebaugh, L. H., S. J. Gray, & E. L. Black (2006) *International Accounting and Multinational Enterprises*. 6th Edition, Wiley.
- Riahi, R., & A. Omri (2013) Cultural Relativism in Earnings Management. *International Journal of Business Research*, 3 (3), pp.281-295.
- Saudagaran, S. M. (2000) *International Accounting: A User Perspective*. South-Western.
- SEC (2001) *Work Plan for the Consideration of Incorporating International Financial Standards into the Financial Reporting System for U.S. Issuers: Exploring a Possible Method of Incorporation*, SEC.
- Schuler, R. S., & N. Rogovsky (1998) Understanding Compensation Practice Variations Across Firms: The Impact of National Culture. *Journal of International Business Studies*, 29 (1), pp.159-177.
- Stulz, R., & R. Williamson (2003) Culture, Openness, and Finance. *Journal of Financial Economics*, 70 (3), pp.313-349.
- Tosi, H. L., & T. Greckhamer (2004) Culture and CEO Compensation. *Organization Science*, Dec., pp. 617-734.
- Tweedie, D. (2006) *Prepared Statement of Sir David Tweedie, Chairman of the International Accounting Standards Board before the Economic and Monetary Affairs Committee of the European Parliament* (<http://www.iasplus.com/resource/0601tweedieeuspeech.pdf>) .
- Zarzeski, M. T. (1996) Spontaneous Harmonization Effects of Culture and Market Forces on Accounting Disclosure Practices. *Accounting Horizons*, 10 (1), pp.18-37.

本研究は、平成31年度(令和元年度)科学研究費・基盤研究(C)一般・課題番号19K02001の助成金を受けた研究成果の一部である。