

新規株式公開をめぐる会計操作と株式市場の反応

山本達司^a , 加藤英明^b

1. はじめに

新規株式公開 (Initial Public Offering : 以下, 「IPO」と記す) を行う企業の経営者は, IPO 後の株価を高騰させ, 所有株を高値で売り抜けようとする動機があると考えられる. そして, IPO 後の株価を高騰させる 1 つの手段として近年注目されているのが, 経営者による会計操作である. つまり, 経営者は会計操作によって利益を大きくし, 市場にシグナルを与えることによって株価を高めようとするのである.

アメリカでは IPO をめぐる会計操作と市場の反応に関する研究文献は, 非常に多い. しかし日本では, この分野の研究の蓄積は少なく, 分析対象市場も JASDAQ が中心となっている.

そこで本研究では, 日本の全株式市場の IPO について, ①利益操作とその動機, ②利益操作と株式市場の反応について, 総合的な検証を行うことにしたい.

本研究で主として検討する問題は, 次のとおりである.

- ① 日本では, IPO 周辺で経営者による会計操作が行われているのか.
- ② 会計操作を行う企業の特徴は何か.
- ③ 市場は会計操作にどのように反応するのか.
- ④ 会計操作に対する市場の反応は持続するのか.

2. 先行研究

2. 1 海外の先行研究

Teoh et al.(1998)は IPO をめぐる会計操作と株式市場の反応についての先駆的な研究である. この研究では, 1974 年-1992 年に IPO を行ったアメリカ企業 1649 社を対象とし, IPO 直後の決算期に多額の裁量的アクルーアル (Discretionary Accruals : 以下, 「DA」と記す) を計上している企業は, DA が少ない企業に比べて, CAR が低いという結果を報告している. つまり, DA はいずれ反転するので, 会計操作により IPO 直後の決算期の利益を大きくしても, その後利益は低下し, それとともに株価も下落するという結果を示している.

Ball and Shivakumar(1998)は, 1992 年-1999 年に IPO を行ったイギリス企業 393 社

^a 所属先 名古屋大学大学院経済学研究科
メールアドレス yamamoto@soec.nagoya-u.ac.jp

^b 所属先 名古屋大学大学院経済学研究科
メールアドレス kato@soec.nagoya-u.ac.jp

について分析を行っている。そして①IPO 企業は、IPO 直前の決算期においては利益増加的な利益操作を行わず、②財務諸表はむしろ保守的であり、これは企業が上場する準備であるという結論を導いている。これは、Teoh et al.(1998)と正反対の結論である。

Fan(2007)は、1987年－1997年にIPOを行ったアメリカ企業2629社について分析を行っている。そして、DAはIPO直後の決算期に最も高く、その後の利益低下に対して強い説明力を持っているという結果を示している。しかし一方、DAとその後の株式超過リターンとの間に強い負の相関関係はなく、株式市場がDAにシステムティックにだまされていないと結論している。さらに、将来利益の不確実性が大きい企業ほど、利益増加的な会計操作を行い、経営者がIPO後も株式を継続する保有する傾向も低いという結果を示している。

2. 2 日本の先行研究

永田(2004)は、1989年－2004年にJASDAQに株式公開を行った831社について分析を行っている。修正Jones modelを用いてDAを推定し、①創業者がIPO時点で大量の売出を行うとき、IPO直前の決算期に利益増加的な会計操作を行い、②創業者がIPO後も株式の継続保有を行うとき、公開後の株価上昇をねらって、IPO直前の決算期に利益減少的な会計操作を行うという結果を報告している。

永田・蜂谷(2004)は、1989年－2004年にJASDAQに株式公開を行った555社について分析を行っている。DA= ΔTA としてDAを推定し(DeAngelo(1986)の推定方法)、IPO企業はIPO直前の決算期において、目標公開価格を実現できるような目標利益を達成するために会計操作を行うと結論している。

薄井(2007)は、2001年－2004年に東証、大証、名証、札証、福証、JASDAQに株式公開を行った665社について分析を行い、①若い企業ほど、IPO直前の決算期における総アクルーアスの絶対値、DAの絶対値が大きい、②大手監査法人の監査は、過度に保守的な利益報告の抑制には機能するが、過剰に利益を増加させる攻撃的会計操作には十分機能しないという分析結果を報告している。

3. 仮説

前節で示した先行研究によれば、IPOをめぐる利益操作研究で注目すべき重要な問題は、次の問題であると考えられる。

- ①IPO直前・直後の決算期におけるDAに大きな変化があるか。
- ②企業年齢、監査法人の質が、IPO直前・直後の決算期におけるDAにどのような影響を与えるか。
- ③DA、経営者のIPO後の株式継続保有傾向がその後の超過リターンにどのような影響を

与えるか.

④DAの超過リターンへの影響は持続するか.

また,これらの問題以外にも,上場市場,主幹事証券会社がIPO後のリターンの及ぼす影響も,IPOに対する株式市場の反応を考える上で,重要であると考えられる.そこで本研究では,次の仮説を設定し検証することにする.

◆ IPO 周辺の会計操作について

H1(a) : 経営者は IPO 周辺の決算期において,アクルーアルによる会計操作を行う.

◆ IPO 直前の決算期におけるアクルーアルの決定要因について

H1(b) : 若い IPO 企業ほど, IPO 直前に利益増加的会計操作を行う.

H1(c) : 監査法人が大手であるほど,IPO 直前の利益増加的会計操作は抑制される.

◆ IPO 企業の初期リターンについて

H2(a) : IPO 直前決算のアクルーアルが大きいほど, IPO 月のリターンは大きい.

H2(b) : IPO 後の経営者の株式保有が大きいほど,IPO 月のリターンは大きい.

H2(c) : 上場市場が小規模・新興市場であるほど, IPO 月のリターンは大きい.

H2(d) : IPO 企業の主幹事証券会社が大手であるほど, IPO 月のリターンは大きい.

◆ アクルーアルによる超過リターンの持続性

H3 : アクルーアルに起因する超過リターンは,時間の経過とともに消滅する.

4. 実証分析

4. 1 サンプルと分析対象期間

サンプルは,1992年-2006年に行われたIPO 2122件から,次に該当するIPOを除いたIPO1465件とする.

①金融・証券・保険業のIPO

②持株会社のIPO

③分析に必要なデータが入手できない企業のIPO

④分析期間周辺で決算月の変更があった企業のIPO

各IPOにおける分析対象期間は[year=-2,year=+3]とする(year=0がIPO直前の決算期).

4. 2 変数

◆ IPO 関連の変数

retention=1-売出株数/IPO 前発行済株式総数

age=企業設立年からの企業年齢

market=1(新興市場),2(地方市場),3(主要市場)

underwriter=1(大手主幹事証券会社) or 0(その他)

auditor=1(大手監査法人) or 0(その他)

企業設立年からの企業年齢についてはデータベース「NEXT 有報革命」から,その他の情報については有価証券届出書から入手した.

◆ 会計関連の変数

tacc=総アクルーアル

nda=非裁量的アクルーアル

da=裁量的アクルーアル

leverage=負債比率

非裁量的アクルーアルは,修正 Jones model によって推定し,総アクルーアルと非裁量的アクルーアルとの差額として裁量的アクルーアルを算定している.これらの変数の算定基礎となる会計数値は,Nikkei Financial Quest から入手した.

◆ リターン関連の変数

リターン関連の変数は,次に示す月次リターンを用いる.

$r_t = \text{raw return}_t$

$AR_t = r_t - m_t$

$ABHAR_t = (1/N) \sum_i [\Pi_t(1+r_i)^t - \Pi_t(1+m_i)^t]$

$m_t = \text{index return}_t$, $N = \text{サンプルサイズ}$, $t = 1, 2, \dots, 24$ ($t=1$ が IPO 月)

4. 3 分析デザイン

◆ H1(a)について

IPO 直前年の決算と IPO 直後年の決算について,総アクルーアル,非裁量的アクルーアル,裁量的アクルーアルの平均値・中央値の検定を行う.

◆ H1(b), H1(c)について

次の回帰分析を行う.予測符号は $\beta_1 < 0$, $\beta_2 < 0$ である.

$$\begin{aligned}
DA_{\text{year}=0} = & \beta_0 + \beta_1 \cdot \ln \text{age} + \beta_2 \cdot \text{auditor} + \beta_3 \cdot \text{leverage}_{\text{year}=0} \\
& + \beta_4 \cdot \text{market} + \beta_5 \cdot \text{underwriter} \\
& + \sum \beta_k \cdot \text{industry_dummy}_k + \sum \beta_k \cdot \text{year_dummy}_k + \varepsilon
\end{aligned} \tag{1}$$

◆ H2(a), H2(b), H2(c), H2(d) について

次の回帰分析を行う。係数の予測符号は $\beta_1 > 0$, $\beta_2 > 0$, $\beta_3 < 0$, $\beta_4 > 0$ である。

$$\begin{aligned}
AR_1 = & \beta_0 + \beta_1 \cdot \text{ipo_acc}_{\text{year}=0} + \beta_2 \cdot \text{retention} + \beta_3 \cdot \text{market} \\
& + \beta_4 \cdot \text{underwriter} + \beta_5 \cdot \text{leverage}_{\text{year}=0} \\
& + \sum \beta_k \cdot \text{industry_dummy}_k + \sum \beta_k \cdot \text{year_dummy}_k + \varepsilon
\end{aligned} \tag{2}$$

◆ H3 について

次の回帰分析を行う。予測結果は, t が大きくなるにつれて $\beta_1 > 0$ の有意性は減少することである。

$$\begin{aligned}
ABHAR_t = & \beta_0 + \beta_1 \cdot \text{ipo_acc}_{\text{year}=0} + \beta_2 \cdot \text{retention} + \beta_3 \cdot \text{market} \\
& + \beta_4 \cdot \text{underwriter} + \beta_5 \cdot \text{leverage}_{\text{year}=0} \\
& + \sum \beta_k \cdot \text{industry_dummy}_k + \sum \beta_k \cdot \text{year_dummy}_k + \varepsilon
\end{aligned} \tag{3}$$

($t=1, 2, \dots, 24$)

5. 分析結果

◆ H1(a)について

IPO 直前の決算期, 直後の決算期ともに, 裁量的アクルーアルの平均値・中央値が統計的に有意な正の値であった。

◆ H1(b), H1(c)について

(1)式の回帰分析の結果, 予測符号どおりの回帰係数が推定され, それらが統計的に有意であった。

◆ H2(a), H2(b), H2(c), H2(d)について

(2)式の回帰分析の結果, 予測符号どおりの回帰係数が推定され, それらが統計的に有意であった。

◆ H3 について

(3)式の回帰分析の結果, IPO 月から IPO 後 11 カ月後までは, β_1 は有意水準 1% の正の値で

あり,13カ月後までは,有意水準5%の正の値であった.しかし,その後 β_1 は統計的に有意でなくなっている.

6. 結論

本研究の結論を要約すると,次のとおりである.

- ① 日本企業は IPO 直前・直後の決算期において,裁量的アクルールによる利益増加的な会計操作を行っている.
- ② 伝統ある企業ほど,監査法人が大手であるほど,利益増加的な裁量的アクルールが抑制される傾向がある.
- ③ IPO 企業の初期リターンは,裁量的アクルールが大きいほど,IPO 後の経営者の株式保有が大きいほど,主幹事証券会社が大手であるほど,上場市場が小規模・新興市場であるほど,大きくなる.
- ④ 裁量的アクルールは IPO 直後の初期リターンに大きな影響を与えるが,時間の経過とともにその影響は消滅する.

引用文献

Ball,R. and L.Shivakumar, 1998, Earnings quality at initial public offerings, *Journal of Accounting & Economics*, 45, 324-349.

DeAngelo, L.E., 1986, Accounting numbers as market valuation substitutes : A study of management buyouts of public stockholders, *The Accounting Review*, 61-3, 400-420.

Fan,Q, 2007, Earnings management and ownership retention for initial public offering firms : Theory and evidence, *The Accounting Review*, 82-1, 27-64.

永田京子, 2004, 新規株式公開の目的と利益調整インセンティブ, 会計, 166-64, 86-99

永田京子・蜂谷豊彦, 2004, 新規株式公開企業の利益調整, 会計プロGRESS, 5, 91-106.

薄井彰, 2007, 監査の品質とコーポレート・ガバナンス : 新規公開市場の実証的証拠, 現代監査, 17, 50-57.

Teoh,S.H., I.Welch and T.J.Wong, 1998, Earnings management and the long-run market performance of initial public offerings, *Journal of Finance*, 53, 1935-1974.