

# 株式新規公開企業の利益調整に関する一考察

青淵正幸\*

## I 株式新規公開企業の経営者の利益調整行動

日本証券業協会が1963年に制定した店頭登録制度を前身とするジャスダック市場に加え、1999年から2000年にかけて既存の5証券取引所がベンチャー企業向けの新興市場を次々と開設したこともあり、企業の株式新規公開が増加傾向にある。表1は、2001～2006年度の6年間に株式を新規に公開した企業の推移を示したものである。2002、2003年度の新規株式公開企業の数はその前後の年度に比して少ないものの、平均すると150余社が株式公開会社の仲間入りを果たしている。上場基準が厳しい東証第1部への新規公開企業も存在するが、約8割の企業は東証マザーズ、大証ヘラクレス、ジャスダックといった新興市場への上場であり、中でもジャスダック証券取引所への上場企業数は群を抜いている。

その一方で、業績不振による倒産やM&A、系列企業の完全子会社化などにより上場廃止となる企業もある。東京証券取引所のみを観察しても、2002年4月から2007年3月の5年間で計289社(外国会社を含む)が上場廃止となっており<sup>1</sup>、日本経済新聞によると上場企業は3年で約1割が入れ替わる見通しであるとしている<sup>2</sup>。

株式の新規公開(Initial Public Offerings: IPO)によって、企業は不特定多数の投資家から容易に資金調達を行うことができるようになり、事業の充実や拡大の機会が増大する。また、株式の公開によって企業はこれまで以上に多数の目に触れることとなり、経営者には規律ある経営を行わねば

表1 近年の上場場別株式新規公開企業数

上場別 \ 年度	2001	2002	2003	2004	2005	2006	計
東証第1部	4	5	6	9	10	9	43
東証第2部	17	11	12	13	18	10	81
大証第2部	4	2	2	3	2	2	15
名証第2部	2				1		3
小計	27	18	20	25	31	21	142
東証マザーズ	4	15	37	46	42	41	185
大証ナスダックJ	43	14					57
大証ヘラクレス		1	9	18	21	46	95
名証セントレックス	1		1	5	12	15	34
札証アンビシャス			1		1	7	9
福証Qボード		1		2	2	3	8
ジャスダック	100	74	58	76	61	58	427
小計	148	105	106	147	139	170	815
合計	175	123	126	172	170	191	957

出所：トレーダーズ・ウェブ社ホームページ (<http://www.traders.co.jp/>) をもとに筆者作成。

ならないという自覚も生まれよう。

ATM事業に特化したビジネスモデルで高収益体質を確立したセブン銀行<sup>3</sup>のように、IPO企業の中には、独自の、あるいは次世代向けのビジネスモデルを持つ企業や、急成長を遂げているベンチャー企業も多数存在する。また、成長性のあるIPO企業の増加は投資家の資金流入を促し、既存企業に刺激を与える原動力となる。株式の新規公開はIPO企業にとって最終目的ではなく事業規模拡大のための通過点にすぎない。

企業の財務情報は経営者の発信する決算短信等やアナリストの調査・分析によって公表されており、ステークホルダーはだれでも売上高や利益の予想数値を入手することができる。また、その予想数値はかなりの精度をもっていると思われる。仮に予想数値と決算後に公表された実績値が大きく乖離していたとすれば、それは企業がマスコミ

\* あおぶち まさゆき 立教大学経営学部准教授 buch@rikkyo.ac.jp

やアナリストをミスリードするような情報を意図的に提供したか、あるいは情報の提供後に生じた修正事項を公表していなかったことを意味する。いずれにしても当該企業が発する情報の信頼性は低下し、株価の下落にもつながるだろう。

一般に株式時価総額は株主価値を示すとされている。株価の下落は株主価値の毀損を意味し、追加的な資金の調達に支障を来す可能性がある。経営者は常に自社の株価動向を気にしているであろうが、新規に株式を公開した企業であれば、なおさら上場後初めての決算を迎えた後の株価変動については気になるに違いない。株式の公開によって追加的な資金を得られる環境を整えようとするIPO企業は、実績利益が予測利益を下回ることによる株価への影響を避けようとするであろうし、実績利益が予測利益を大きく上回ってしまうならば次年度にクリアすべき目標値が上昇してしまうため、できるだけ実績利益を予測利益に近づけたいと思うはずである。そのため、予測利益と実績利益の乖離を埋めようとして利益調整を行うようなインセンティブが働くと考えられる。そこで、本研究では、ここ数年のIPO企業を対象とし、上場後初めての決算数値（実績利益）とその直前にアナリストによって公表された予測情報（予測利益）との比較分析を行って、IPO企業の利益調整行動について検討する。

## II 先行研究

経営者による利益調整は、減益回避、損失回避、予測利益達成といった財務上の目標を達成するために行われる。前年度に利益を計上しているならば減益を回避する目的で利益調整を行い、予想以上の増益となる場合は次年度以降のベンチマークを上昇させないために利益の平準化を試みる。損失を計上するおそれのある時はそれを阻止するために調整を行おうとする。また、決算後約2カ月以内に企業が発表する決算短信には次期の予測情報が含まれており、あるいは東洋経済新報社が発行する『会社四季報』、日本経済新聞社が発行する『日経会社情報』には各社のアナリストによる予測情報が掲載されているため、経営者は予測情報と実績値との差について意識せざるを得ず、予

測利益達成のために利益調整を行うものと考えられる。

このような経営者の利益調整行動に関する研究として、D. Burgstahler と I. Dichev が行った報告利益の分布による研究がある。Burgstahler and Dichev (1997) は、経営者による減益回避および損失回避の行動に注目し、7万超のサンプルを用いて報告利益の分布を示した。その結果、対前年比でわずかに利益が減少している企業数に比べてわずかに利益が増加している企業が多いこと、わずかな損失を計上する企業数は少ない反面わずかな利益を計上する企業はきわめて多く、経営者は減益ならびに損失を回避する目的で利益調整を行っているとの結果を提示した。

Degeorge *et al.* (1999) は、報告利益とアナリストの予測する利益の差である予測誤差の分布を調査し、経営者はアナリストの予測利益と報告利益が大きく乖離しないよう、報告利益を調整しているとの結果を示した。

わが国の企業を対象とした同様の分析結果も蓄積されつつある。首藤 (2000) は Burgstahler and Dichev (1997) に倣い、経営者の減益回避、損失回避を目的とした利益調整行動の有無を検証するため、金融を除く全上場企業における1976年から1998年までの4万超の報告利益を用いて分布分析を行い、経営者は減益回避や損失回避のために利益調整を行っているとの結果を示した。

須田・首藤 (2001) は1991年から2000年までの3月期決算の上場企業（銀行と保険を除く）を対象に15,713のサンプルを用いて予測誤差の分布による分析を行っている。その結果、売上高のヒストグラムはゼロ（予測誤差なし）を唯一の頂上とするユニ・モーダル分布（単峰分布）であり、不規則性のないベル・シャイプ型になっているのに対し、経常利益と当期利益についてはゼロ付近に不規則性が見られることを示した。報告利益が予測利益をわずかに下回るレンジの頻度が不規則的に少なく、一方で報告利益が予測利益をわずかに上回るレンジの頻度が著しく多い結果となった。Degeorge *et al.* (1999) と同様、経営者は報告利益を予測利益に近づけるべく利益調整を行っているという結果を示した。

野間 (2004) も Burgstahler and Dichev (1997) の分析手法に依拠し、2000年3月期から2003年

3 月期の全上場一般事業会社を対象とし、連結財務データに示された当期利益を用いて、減益回避（サンプル数 6,820）、損失回避（同 7,362）、予測利益の達成（同 5,894）の 3 点について経営者の利益調整行動を検証している。その結果、減益回避、損失回避、予測利益の達成のいずれにおいても経営者による利益調整行動が確認できたことを示している。ただし、損失回避についてはヒストグラムのゼロの左側にはっきりとわかる不規則性が視覚的に確認されるのに対し、減益回避の不規則性は若干であり、予測利益の達成については不規則性が見られるもののベル・シャイブ型に近い形となっており、首藤（2000）、須田・首藤（2001）の描いた分布とは形状が異なる。予測利益の達成について、野間はゼロの 1 つ右側の企業数が不規則に多いほか、ゼロの 2 つ右の企業数が不規則的に少ない点が特徴であり、経営者が予測利益を満たすような利益調整を行っているものの予測値を大きく上回るような調整は回避しており、経営者には翌年以降も予測値を達成しようとするインセンティブが働いて利益調整が行われているとしている。

また、首藤（2006）はわが国企業における株式所有構造が、金融機関、一般事業会社、外国法人という 3 つの主体に区分できることに着目し、1991 年から 1999 年までの東証、大証、名証に上場する一般事業会社を対象として、減益回避を目的とした経営者の利益調整行動を分析している。サンプルを金融機関、一般事業法人、外国法人の持株比率が高いサンプルと低いサンプルに分け、持株比率によって経営者の行動が異なるか否かを検証した。金融機関については持株比率下位サンプルで利益調整行動が確認される一方、上位サンプルでは減益回避の利益調整を抑制することが確認され、一般事業法人については持株比率上位サンプルの方が経営者に減益回避の利益調整行動の機会を与えているとしている。外国法人については持株比率上位サンプル、下位サンプルともゼロ付近の標準化差異検定の結果は 1%水準で有意、すなわち不規則であるとの結果が示されているが、視覚的には不規則性に関する大きな違いは観察できないとしている。

### III リサーチ・デザイン

前節で掲げたように、わが国を対象とした研究において、経営者は減益回避、損失回避、予測利益達成といった動機から利益調整を行っているとの結果が示されている。そこで、本研究では対象を IPO 企業とし、当該企業の経営者が上場後初の決算において既存の上場企業と同様に利益調整を行っているかについて、予測利益達成に絞って検討する。分析の手法は首藤（2000）らの先行研究と同様、Burgstahler and Dichev（1997）に倣った分布分析による。分析方法は極めてシンプルで、IPO 企業の実績利益とアナリスト予測利益の差額をヒストグラムで表し、その分布のゼロ付近の不規則性を視覚的に捉えるという方法である。

#### 1 サンプルの選択

サンプルは 2002 年度から 2006 年度の計 5 年間に株式を公開した企業のうち、個別決算を公表している 3 月期決算の一般事業会社とする。分析に必要な財務データおよび株価データは日経 NEEDS-Financial Quest より入手し、アナリスト予測利益は東洋経済新報社が毎年 3 月に発行する『会社四季報（第 2 集）』を用いた。須田・首藤（2001）あるいは野間（2004）は予測情報として企業が公表する決算短信を利用しているが、中間決算期の決算短信と本決算との間には約 5 カ月の開きが存在する。本研究では予測情報の発信者をアナリストとし、しかもその情報開示が決算の約半月前のものを使用するところが、先行研究と異なるところである。ただし、経営者がアナリスト予測情報入手してから決算数値確定までの期間は短く、アナリスト予測利益を基にした利益調整を行うことは極めて困難であることが予想される。

表 1 から計算されるように、サンプル期間に株式を公開した企業は 782 社に上る。そのうち、上場廃止等ですでに消滅している企業や 3 月以外を決算期としている企業を除外した結果、サンプル数は 343 となった。さらに、『会社四季報』に連結ベースのアナリスト予測データしか記されていないものや、同誌が発行される間際の上場であるため予測データそのものが掲載されていない企業

表 2 変数の記述統計量

年度	変数	最小値	最大値	中央値	平均値	標準偏差
2002 (n: 58)	売上高	-0.3905	0.2011	-0.0004	-0.0068	0.0743
	営業利益	-0.1552	0.0225	0.0003	-0.0093	0.0339
	経常利益	-0.2074	0.0313	0.0008	-0.0109	0.0411
	当期利益	-0.8749	0.0183	-0.0014	-0.0207	0.1160
2003 (n: 42)	売上高	-0.1240	0.1444	0.0043	0.0010	0.0419
	営業利益	-0.0206	0.0648	0.0015	0.0040	0.0154
	経常利益	-0.0194	0.0699	0.0012	0.0046	0.0162
	当期利益	-0.0437	0.0491	0.0013	0.0030	0.0133
2004 (n: 70)	売上高	-0.4409	0.2408	0.0013	-0.0047	0.0822
	営業利益	-0.0812	0.0516	0.0014	-0.0016	0.0200
	経常利益	-0.0576	0.0489	0.0015	-0.0001	0.0168
	当期利益	-0.3701	0.0264	0.0013	-0.0057	0.0460
2005 (n: 67)	売上高	-0.4372	0.1843	0.0105	0.0008	0.0874
	営業利益	-0.1991	0.0726	0.0026	0.0003	0.0307
	経常利益	-0.2159	0.0726	0.0028	-0.0006	0.0318
	当期利益	-0.1150	0.0428	0.0014	0.0000	0.0202
2006 (n: 77)	売上高	-0.6565	0.2068	-0.0124	-0.0696	0.1602
	営業利益	-0.3013	0.0543	-0.0020	-0.0098	0.0443
	経常利益	-2.2041	0.0510	-0.0019	-0.0384	0.2537
	当期利益	-0.4118	0.0467	-0.0018	-0.0111	0.0511
計 (n: 314)	売上高	-0.6565	0.2408	-0.0191	0.0024	0.1068
	営業利益	-0.3013	0.0726	-0.0039	0.0012	0.0321
	経常利益	-2.2041	0.0726	-0.0110	0.0013	0.1285
	当期利益	-0.8749	0.0491	-0.0074	0.0006	0.0610

を除外した結果、最終サンプル数は314となった。

## 2 検証方法

分析に使用する『会社四季報』には、アナリスト予測情報として売上高、営業利益、経常利益、当期利益の4つが示されている。須田・首藤(2001)は営業利益を除く3つを、野間(2004)は当期利益を使用して検証を行っているが、本研究では4つの指標全てを使用して分析を行う。

分析の手順は以下の通りである。はじめに、日経NEEDS-Financial Questを用いて入手したサンプルの実績値から『会社四季報(第2集)』に掲載されているアナリスト予測情報を差し引いて予測誤差を算出する。予測誤差を生み出す期間はアナリスト予測利益の公表から本決算の決算短信が発表される約60～75日程度と思われる。

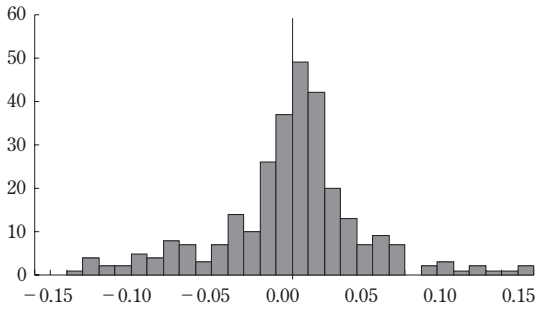
続いて、予測誤差を期末総資産<sup>4</sup>で除して尺度化する。収集された予測誤差(尺度化済み)を用いてヒストグラムを作成し、その分布を観察する。さらに、「売上高および利益の実績値のクロスセクションによる分布は滑らか(smooth)である」という帰無仮説を設定する。もし、利益調整が行

われているならば、ヒストグラムのゼロ、つまり実績値と予測値がほぼ等しい地点で大きな不規則性が観察されるはずである。逆に不規則性が観察されず、ヒストグラムがきれいな単峰分布を示すならば、経営者は利益調整を行っていないことになる。表2は、分析に用いる変数の記述統計量を示している。

上述の帰無仮説は、ヒストグラムの各区間における実績値と期待値の比較によって検定される。利益調整が行われていない場合、1つの区間の期待値は、その前後の区間の実績値の平均値と仮定される。その期待値と実績値の差が統計上有意に大きければ、実績値は異常な分布を示すことになり、帰無仮説は棄却される。

検定にあたっては、実績値と期待値の差を推定された標準偏差で除した標準化差異(standardized difference)を用いる。標準偏差は、Burgstahler and Dichev(1997)に従い以下のように推定される。実績値総数を $N$ 、区間 $i$ における相対度数を $P_i$ とする。滑らかな確率分布になるためには、区間 $i$ における期待値は、 $N((P_{i-1}+P_{i+1})/2)$ となり、区間 $i$ における実績値と期待値の差の分散は

図 1 売上高における予測誤差のヒストグラム



おおよそ  $NP_i(I-P_i) + (1/4)N(P_{i-1}+P_{i+1})(I-(P_{i-1}+P_{i+1}))$  となる。

帰無仮説によれば、標準化差異はおおよそ平均 0、標準偏差 1 で分布するため、1.645 (5%水準) もしくは 2.326 (1%水準) を基準にして有意性を判断する。ヒストグラムのゼロを境にしてその左または右に隣接する最初の区間において帰無仮説が棄却された場合、経営者の利益調整行動が確認されたことになる。

#### IV 実証結果と解釈

##### 1 ヒストグラムによる視覚的判断

図 1 は売上高の実績値からアナリストの予測値を差し引いた予測誤差を総資産で尺度化したもののうち、予測誤差が  $-0.15$  から  $+0.15$  の範囲にある観測値のものを集め、 $0.01$  の階級幅で区間を設定したヒストグラムである。観測数が 0 の区間 ( $+0.07 \sim +0.08$ ) があつたり、一部不連続な区間 ( $-0.06 \sim -0.05$ ,  $-0.03 \sim -0.02$ ,  $+0.04 \sim +0.05$ ) があつたりするが、頂点がゼロの 1 つ右側にある、おおむね裾野が広い単峰分布であるといえよう。すなわち、この図は売上高の実績値は予測値をわずかに上回っていることを示しており、須田・首藤 (2001) が図示したヒストグラムに類似している。

図 2 は営業利益の実績値からアナリストの予測値を差し引いた予測誤差を総資産で尺度化したものである。予測誤差の範囲は  $-0.040$  から  $+0.040$  とし、 $0.004$  の階級幅で区間を設けている。ゼロの 2 つ左側からゼロの 3 つ右側にかけての増加がそれより両端に向けての区間に比して大きいことがわかる。ただし、図 2 全体を俯瞰すると、売上

図 2 営業利益における予測誤差のヒストグラム

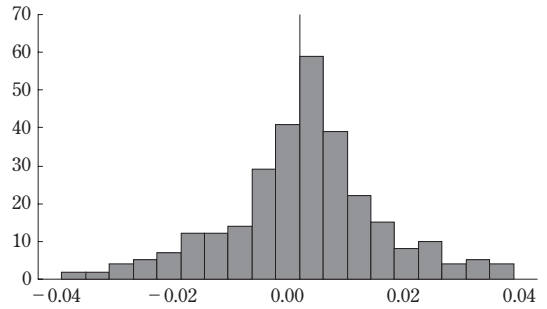
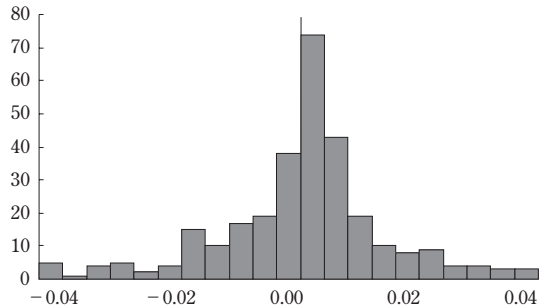


図 3 経常利益における予測誤差のヒストグラム



高のヒストグラムと同様に頂点がゼロの 1 つ右側にある単峰分布であり、視覚的には不規則性の存在を確認できない。須田・首藤 (2001) が示した利益 (経常利益・当期純利益) のグラフはゼロの右側が極めて不規則に大きく、本研究のグラフ形状とは一致しない。野間 (2004) の示した形状とは類似している。

図 3 は経常利益の予測誤差を用いて分布したヒストグラムである。予測誤差の範囲、階級幅の設定は営業利益と同様、 $-0.040 \sim +0.040$ ,  $0.004$  である。営業利益の予測誤差を示した図 2 と比べると、左右の裾野はよりなだらかに広がり、かつ頂点 (ゼロの 1 つ右側) の両側の区間に観測値が集中していることが確認できる。この結果は、IPO 企業の経営者はステークホルダーが営業利益よりも経常利益を重視していると考え、できるだけ予測誤差を小さくしようとして行動したことを意味しているのかもしれない。あるいは、営業外損益の区分は営業損益区分以上に経営者の裁量によって利益が調整できる要素を含んでいるとも考えられる。なお、階級幅の取り方の影響かもしれないが、ゼロの 1 つ左側 ( $-0.002 \sim 0$ ) の観測数が多い点が、須田・首藤 (2001) の結果と異なっている。

図 4 当期利益における予測誤差のヒストグラム

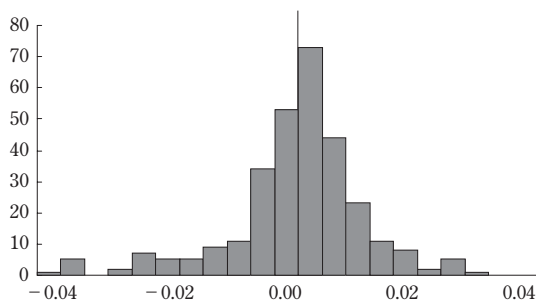


図 4 は当期利益の予測誤差を用いて分布したヒストグラムである。予測誤差の範囲、階級幅の設定は営業利益や経常利益と同様、 $-0.040 \sim +0.040$ ,  $0.004$  である。経常利益の予測誤差を示した図 3 と比べると、左右両側の裾野部分に広がる観測数が減少し、それがゼロを境に左の 2 区間と右の 2 区間（もしくは 3 区間）に集中していることが確認できる。経常利益の分布以上に観測値が中心部に集約しており、経営者は 3 つの利益の中で当期利益を最も重視して予測誤差を減じる努力をしているように映る。一般に当期利益は株主に帰属する残余利益であることから考えると、IPO 企業の経営者が株主を意識し、当期利益を意識するのは、ごく自然のことと思われる。なお、先行研究との比較においては、経常利益の分布と同様、須田・首藤 (2001) のヒストグラムとは視覚的に大きく異なるが、頂点（ゼロの 1 つ右側）に向けてそそり立つようなグラフ形状を示した野間 (2004) の結果とは類似性があるように思われる。

## 2 標準化差異の検定による分析

ヒストグラムによる視覚的な判断に続き、標準化差異を計算することでゼロ付近の不規則性についての有意性検定を行う。その結果の要約が表 3 に示されている。それぞれ、ゼロの 1 つ左側と右

側にある区間の標準化差異と、それ以外のすべての区間における標準化差異の平均値、中央値、最小値および最大値を示している<sup>5</sup>。

表 3 によると、売上高、営業利益、経常利益、当期利益においてゼロの右側に隣接する区間の標準化差異が 2.6179, 4.2391, 7.5824, 5.5454 であり、1%水準で有意であることがわかる。他の区間における標準化差異の最小値と比較すると、売上高については同等の値を示す区間 ( $-0.03 \sim -0.02$ ) が存在するが、各利益についてはその異常性が明らかである。一方でゼロの左側に隣接する区間の標準化差異はいずれも統計的に有意ではないが、ゼロの部分で有意な不規則性が確認されたことになる。この結果は、野間 (2004) と同様、経営者が予測値の水準を超えるような利益を報告するよう利益調整を行っていることを物語っており、IPO 企業も既存の上場企業と同様に予測情報へ到達するための利益調整を行っていることを示している。

## V 総 括

前節の結果からもわかるように、本研究が対象とした IPO 企業の分析結果は、DeGeorge *et al.* (1999) や須田・首藤 (2001)、野間 (2004) などすでに上場している企業をサンプルとした結果と同様のものとなった。しかしながら、本研究の結果をさらに頑健なものとするためには、以下のような追試を行わねばならないだろう。

### 1 分析対象のサンプル数

本研究が多くの先行研究と決定的に異なる点は、サンプル数である。須田・首藤 (2001) が 15,713、野間 (2004) が 5,894 のサンプルを用いて検証し

表 3 標準化差異の検定

	検定区間の値		他の区間における標準化差異			
	ゼロの 1 つ左側 (マイナス側) の 標準化差異	ゼロの 1 つ右側 (プラス側) の 標準化差異	平均値	中央値	最小値	最大値
売上高	-0.1378	2.6179	-0.0970	-0.1378	-2.7557	2.0667
営業利益	-0.6693	4.2391	-0.1706	-0.1116	-1.4502	0.8925
経常利益	-1.9239	7.5824	-0.3595	-0.5659	-1.9239	1.8107
当期利益	-0.1132	5.5454	-0.2929	-0.3395	-2.3766	1.0185

ているのに対し、本研究はわずか314にすぎない。サンプル数が少ないことが、視覚的な不規則性を十分に表現できなかったのかもしれない。2001年度から2006年度における年平均のIPO企業数が150余社であることからすると、先行研究のようなサンプル数を用いて分析するならば、対象を2002年度より前へ拡張するか、今後のIPO企業のサンプルが蓄積されるのを待つしかない。特に、新興市場へ新規に上場した企業の利益調整行動を観察するならば、後者を選択することになろう。もっとも、本研究では3月期決算のIPO企業を対象としたが、決算期を3月以外とするIPO企業数も多く、そのスクリーニングがサンプル数の減少につながっている。決算期というフィルターを取り除いた追試を行い、本研究の結果との比較分析を行わなければならない。

## 2 分析に用いた予測情報と開示のタイミング

わが国の企業を対象とした先行研究と本研究の1つの違いは、予測情報の取扱いである。須田・首藤(2001)や野間(2004)は予測情報として決算短信を用いている。その情報は本決算の約5カ月前(中間決算の短信の場合)のものであると同時に、経営者自身が公表する情報である。それに対し、本研究で使用した予測情報は、社外のアナリストが収集した企業情報をベースに予測された値であり、しかもそのリリースは決算日の約15日前である。アナリスト予測情報の入手から決算短信の公表までは約60~75日しかなく、その間に経営者が裁量の範囲内で利益調整を行うのは困難であるかもしれない。統計的な手法を用いることで、IPO企業の経営者もまた実績値を予測情報に近づけるべく利益調整行動を行っていることは確認できたが、その調整は最小限にとどまっている可能性もある。よって、経営者が実績利益を予測利益に近づけるために行う利益調整でベンチマークとされる情報は、決算直近のものではなく数カ月前のものかもしれない。それを1つの仮説として、経営者が基準と考える予測情報の時期について検証する必要があるだろう。その結果如何によっては、決算直近のアナリスト予測情報は本決算を迎える経営者にとって参考程度の情報にすぎないのか否かが判明する。同時に予測情報ソースの発信源(企業かアナリストか)の別について

も検討すべきであろう。

## 3 情報の非対称性

これまでの先行研究や関連のある研究のサーベイより、会計処理選択による経営者の裁量が認められる場合、経営者はそれを用いて利益調整行動を行っていることが示されている。そもそも経営者が利益調整を行う動機は、ステークホルダーを出し抜いて企業もしくは経営者個人の利益を追求することではなく、企業とステークホルダーにおける情報の非対称性を縮小することにある。例えば、利益変動の要因が一時的なものであったとしても、それもステークホルダーに伝達する手段を持ち合わせていないとき、経営者は彼らがミスリードしないように裁量の範囲内で利益調整を行うに違いない。しかし、IPO企業の場合、既存の上場企業に比して情報の流出量は少なく、企業とステークホルダーとの間の情報の非対称性は比較的大きいとされる。Teoh *et al.* (1998)は、IPO企業と投資家との間で情報の非対称性が大きい場合に経営者が利益調整を行うと、投資家をミスリードするとの結果を示している。IPO企業の経営者は投資家のミスリードによって上場後の企業価値が毀損されることを恐れて、利益調整行動を控える可能性があることを念頭に置いておく必要がある。

また、上場から決算までの期間についても考慮する必要があるだろう。例えば、同じ3月期決算のIPO企業であったとしても、前年の4月に上場した企業と、決算直前の2月もしくは3月に上場した企業とでは、ステークホルダーに対して公開される情報(財務情報、財務予測情報、非財務情報)に大きな差があることは容易に想像できる。同じ日に上場後初めての決算を迎えるといっても、両者ではステークホルダーとの情報の非対称性の度合いが異なってくる。IPO企業をサンプルとする際、上場から決算日までの期間でセグメントを行うなどの精緻な分析も検討すべきである。ただし、IPO企業のセグメントはサンプル数の減少につながりかねないので要注意である。

## 4 減益回避や損失回避の動機

本研究では、経営者に利益調整行動をもたらすであろう3つの動機(減益回避、損失回避、予測利

益達成)のうち、予測利益達成のみにフォーカスを当てて分析を行っている。残り2つの動機についても分析を行い、既存企業と同様に減益回避や損失回避を行っているか否かを特定する必要がある。新規株式公開後は株価が上昇すると言われていたが、前年より減益であったとなれば投資家の関心は薄らぐであろうし、ましてや赤字決算になったならば、出資者は上場初年度から自己の持ち分が毀損されることになる。経営者にとっては予測数値に達したか否かより減益回避や損失回避の方が切実な問題のはずであり、経営者による利益調整行動の結果がヒストグラム上にも鮮明に現れるかもしれない。

### 5 経営者の利益調整の方法

経営者が種々の目的を達成するために利益調整を行っていることが判明したならば、次のステップは利益調整の方法を探ることになる。経営者が利益調整を行う際に用いられるのが裁量的会計発生高と考えられる。企業業績をフローの側面から測定する尺度には現金主義ベースのキャッシュフローと発生主義ベースの会計利益がある。会計上の認識の相違によって両者の間には accruals (会計発生高、会計認識額)と呼ばれる差額が生じる。また、会計発生高は減価償却計算の方法など経営者の裁量によって決定される裁量的会計発生高と、会計制度などから生じる非裁量的会計発生高に分類できる。この裁量的会計発生高が経営者の利益調整行動に利用されていると考えられるのである。Jones (1991) を嚆矢とする裁量的会計発生高による利益調整の研究は、須田・首藤 (2001)、野間 (2004) の後半部分や永田・蜂谷 (2004) の研究などがある。

以上、上述の追試を行うこと、および本研究の結果や追試の結果を用いて IPO 企業の経営者が用いる利益調整の方法について論を進め、さらには IPO 企業の経営者が採る利益調整行動が当該企業の株主価値 (もしくは企業価値) の向上にいかに関与しているかについて検討することが今後の課題である。

注

- 1 東京証券取引所ホームページ参照。http://www.tse.or.jp/listing/haishi/list.html
- 2 日本経済新聞 2004 年 10 月 15 日朝刊参照。
- 3 セブン銀行は、2008 年 2 月 29 日にジャスダック証券取引所へ上場した。
- 4 須田・首藤 (2001) や野間 (2004) はいずれも予測誤差を期首総資産で除しているが、IPO 企業であることを鑑み、本研究は期末総資産を用いることにした。
- 5 他の区間における標準化差異はゼロに隣接する 2 区間と正・負両端の区間の計 4 区間を除いて計算している。

### 参考文献

- 浅野信博 (2001), 「資本市場における会計発生高のプライシングについて」『会計』第 160 巻第 1 号, 80-95 頁。
- 奥村雅史 (1997), 「電力企業における報告利益管理」『会計』第 152 巻第 2 号, 177-187 頁。
- 音川和久 (2001), 「新規株式公開と経営者の業績予想」『産業経理』第 61 巻第 3 号, 50-58 頁。
- 首藤昭信 (2000), 「日本企業の利益調整行動」『産業経理』第 60 巻第 1 号, 128-139 頁。
- 首藤昭信 (2006), 「わが国の株式所有構造と利益の情報量」『専修商学論集』第 83 号, 115-134 頁。
- 須田一幸 (2000), 『財務会計の機能』白桃書房。
- 須田一幸・首藤昭信 (2001), 「経営者の予測利益と裁量的会計行動」『産業経理』第 61 巻第 2 号, 46-56 頁。
- 須田一幸編著 (2004), 『ディスクロージャーの戦略と効果』白桃書房。
- 田中隆雄 (2004), 「経営者による利益数値の管理と会計利益の質」『企業会計』第 56 巻第 4 号, 18-27 頁。
- 富田知嗣 (2004), 『利益平準化のメカニズム』中央経済社。
- 中條祐介 (1999), 「業績低迷企業の会計政策」『会計』第 155 巻第 1 号, 39-54 頁。
- 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』第 166 巻第 6 号, 86-99 頁。
- 永田京子・蜂谷豊彦 (2004), 「新規株式公開企業の利益調整行動」『会計プロGRESS』第 5 号, 91-106 頁。
- 野間幹晴 (2004), 「アクルーアルズによる利益調整——ベンチマーク達成の観点から」『企業会計』第 56 巻第 4 号, 49-55 頁。
- Burgstahler, D. and I. Dichev (1997), "Earnings Management to Avoid Earnings Decreases and Losses," *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 24, No. 1, pp. 99-126.
- DeAngelo, L. E. (1986), "Accounting Numbers as Valuation Substitutes," *The Accounting Review*, Vol. 61, No. 3, pp. 400-420.
- Dechow, P. M., R. Sloan and A. P. Sweeney (1995), "Detecting Earnings Management," *The Accounting Review*, Vol. 70, No. 2, pp. 193-225.
- DeGeorge, F., J. Patel and R. Zechauser (1999), "Earnings



- Management to Exceed Thresholds," *Journal of Business*, Vol. 72, pp. 1-33.
- Guay, R., S. P. Kothari and Ross L. Watts (1996), "A Market-Based Evaluation of Discretionary Accrual Models," *Journal of Accounting Research*, 34 (Supplement), pp. 83-105.
- Healy, P. M. (1985), "The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decisions," *Journal of Economics*, Vol. 7, pp. 85-107.
- Jones, J. (1991), "Earnings Management During Import Relief Investigations," *Journal of Accounting Research*, Vol. 29, pp. 193-228.
- Kaznik, R. (1999), "On the Association between Voluntary Disclosure and Earnings Management," *Journal of Accounting Research*, Vol. 37, pp. 51-87.
- 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*, Vol. 53, pp. 1935-1974.

**[付記]**

本稿は独立行政法人日本学術振興会科学研究費補助金・基盤研究 (C) (課題番号:19530412) の助成を受けて進行している研究成果の一部である。