

〔レフリー論文 原著〕

利益調整行動の研究に向けて

—新規株式公開企業を中心に—

清松 敏雄

A Perspective of Earnings Management Research :
The Necessity of Earnings Management Research of IPOs

KIYOMATSU, Toshio

本稿では、最初に新規株式公開前における利益調整行動に関する先行研究を概観し、先行研究の傾向を確認する。次に、先行研究のサーベイの結果を受けて、契約に基づく利益調整行動のインセンティブに着目した研究がほとんど行われていないことを指摘するとともに、広い意味での契約に該当する上場審査基準に着目し、近年ジャスダック証券取引所に上場した企業の利益等の会計情報と上場審査基準の関係を調査する。そして、調査の結果を受けて、上場審査基準を考慮に入れた新規株式公開企業の利益調整行動に関する研究が必要であることを指摘する。本稿では具体的な実証を行っていないが、実証に先立ち、上場審査基準に抵触しかねなかった小規模の新規株式公開企業が多数存在することを確認することを通じ、上場審査基準を考慮した仮説を導出することが本稿の目的である。

キーワード：新規株式公開 (initial public offerings), 利益調整行動 (earnings management), 上場審査基準 (criteria for listing)

1. はじめに

新規株式公開 (initial public offering ; IPO) は、ファイナンスの観点から1つの研究対象とされている。ファイナンス研究においては株式の過小評価や異常収益率の発生というアノマリーに関する研究がなされているが、IPO時やIPO後でもアノマリーと考えられる現象が多く観察されているためである。すなわち、IPOについては、IPO時のアンダープライシング (過小値付け) やIPO後の株式のアンダーパフォーマンスというアノマリーが観察されており、その原因に関する研究が続けられているのである (Ritter, 2003; 忽那, 2008 など)¹⁾。

同様に、会計の観点からもIPOは1つの研究対象とされ、IPO前における利益調整行動 (earnings management) についての研究が続けられている。従来から契約を背景とした利益

調整行動の研究や株価と利益調整行動の関係に関する研究等が行われており、これらの研究がIPOに適用されているのである²⁾。

これらの研究は、一見するとファイナンスの観点でも会計の観点でも取り扱っている内容は同じように見える。しかし、同じくIPOの研究ではあるものの、ファイナンスの観点からの研究は意思決定に用いられる情報が歪曲されている可能性を問題としてとりあげていないのに対し、会計の観点からの研究では経営者による利益調整行動によって情報が歪曲されている可能性自体をとりあげているという相違がある³⁾。

また、研究の積み重ねという点でいえば、会計の観点からのIPO前における利益調整行動の研究は、IPOに関連するファイナンス研究に比べて大きく立ち後れている。同様に、IPO前における利益調整行動の研究は、他の利益調整

行動の研究に比べても後発であり、今後さらなる研究が見込まれると思われる。

そこで本稿では、今後IPO前における利益調整行動に関する実証研究を行うのに先立ち、IPO前における利益調整行動の有無に関する先行研究のサーベイを行う⁴⁾。先行研究のサーベイを踏まえて、IPO前における利益調整行動の研究が必要であること、特に、IPOにおける重要な契約に該当する上場審査基準を考慮した研究の必要性を示すことが本稿の目的である。

以下、第2節では、IPO前における利益調整行動に関する先行研究をとりあげる。ここでは、IPO前において利益調整行動が行われている可能性を確認するとともに、先行研究においては、契約ではなく資本市場を念頭においたインセンティブに着目していることを併せて確認する。次に、第3節において、利益調整行動において、契約によるインセンティブといった場合の契約という用語の意味を確認するとともに、IPOについては、上場審査基準が広い意味での契約に該当することを示す。さらに、第4節において、ヘラクレスとの市場統合前のジャスダック証券取引所（以下、JASDAQとする）にIPOを果たした企業のデータを調査することで、上場審査基準をわずかに上回る状態で上場している企業が多数存在することを示す。最後に、第5節においては、第2節から第4節までの内容を踏まえ、上場審査基準を考慮した利益調整行動の研究の必要性を示す。

2. IPO前における利益調整行動に関する先行研究

IPO前の利益調整行動について、役員報酬や財務制限条項等に関する利益調整行動の研究に比べ後発であるものの、徐々に研究がなされてきている。以下では、今後の課題を見出すべく、IPO前の利益調整行動の有無に関する先行研究のサーベイを行う。

2.1 インセンティブに着目したサーベイ

利益調整行動に関する研究においては、利益調整行動のインセンティブは資本市場を念頭においたインセンティブと契約に基づくインセンティブに大別される⁵⁾。たとえば、株価を上昇させることを意図して利益増加型の利益調整行動を行うとする仮説を検証したり、あるいは、財務制限条項に抵触することを回避することを意図して利益増加型の利益調整行動を行うとする仮説を検証したりしているのである。

そこで、IPO前の利益調整行動に関する先行研究についても同様に資本市場を念頭においたインセンティブと契約に基づくインセンティブがともにとりあげられているのか、それとも、片方のインセンティブのみがとりあげられているのかをサーベイする。とりあげるインセンティブが異なれば、実証にあたり考慮すべき事項も変わるはずであり、リサーチ・デザインに大きく影響すると思われるからである。

サーベイの結果、IPO前の利益調整行動に関する萌芽であるAharony et al. (1993) やFriedlan (1994)、利益調整行動の有無だけでなくアンダーパフォーマンス等との関係まで考慮に入れたTeoh, Welch, and Wong (1998) やTeoh, Wong, and Rao (1998)、先行研究を踏まえて幅広く検証しているArmstrong et al. (2009) など、多くの先行研究において想定しているのは資本市場を念頭においたインセンティブであった^{6), 7)}。すなわち、具体的なインセンティブについて細かく分類してはいないが、さしあたり公開価格の上昇を通じた創業者利潤の実現額の増加や資金調達額の増加というインセンティブに着目し、利益調整行動の有無について実証が行われているのである⁸⁾。

2.2 利益調整の方向に着目したサーベイ

利益調整行動に関する研究においては、利益調整の方向が非常に重要となる。すなわち、利益増加型の利益調整行動を行うとする仮説を検証するのか、それとも利益減少型の利益調整行

動を行うとする仮説を検証するのが重要となるのである。これに関し、2.1で述べたように、先行研究では公開価格の上昇等を意図して利益調整行動を行うことが想定されている。当然ではあるが、公開価格を上昇させることを意図するのであれば、IPO前において利益を大きく算定しようとするはずである。このため、先行研究における仮説は、IPO前に利益増加型の利益調整行動を行うとする仮説となっている⁹⁾。

3. 利益調整行動の研究における契約の意味と上場審査基準

3.1 利益調整行動の研究における契約の意味

すでに述べたように、従来、利益調整行動に関する研究の多くは、資本市場を念頭においたインセンティブと契約に基づくインセンティブのいずれかに着目して行われてきた。この点、IPO前の利益調整行動の先行研究は、資本市場を念頭においたインセンティブに着目したものがほとんどであり、契約に着目した研究がほぼ見あたらない。

もちろん、IPOに関連し、会計情報が直接的にまたは間接的に影響する契約が一般に存在しないのであれば、契約に着目した研究がなされないのは当然であり、問題となることはない。しかし、利益調整行動の研究でいう契約が非常に広い意味で用いられており、IPOに関連した契約も数多く存在するはずである。そこで、ここではIPOに関連した利益調整行動を検討する前に、利益調整行動の研究における契約の意味について確認する。

利益調整行動の研究において、契約という用語は、経営学等の古典的な考え方に基づいて用いられている。そこで、まずは組織についての考え方を確認した上で、契約という用語の意味を確認する。

まず、「会計の役割を分析するのに役立つ企業のモデルの起源は、バーリーとミーンズ、コース、バーナード、サイモン、そしてサイアートとマーチの研究にさかのぼ

る。」(Sunder, 1996; 山地・鈴木・松本・梶原, 1998)。20世紀前半における彼らの組織に関する理論展開が、後のいわゆる契約理論、ひいては会計の研究に大きく影響しているのである。

そして、稲葉(2003)にあるように、契約理論にもいくつかの下位理論があり、具体的にはそれぞれの下位理論の土台となる研究にAlchian and Demsets (1972), Jensen and Meckling (1976), Williamson (1975)がある。これらの理論はそれぞれ異なっているが、総称して契約理論といわれるように、契約に着目している点では共通である。特に、Alchian and Demsets (1972)では、企業を「契約の束(nexus of contracts)」と捉えており、他の研究に広く受け継がれている。さらに、Jensen and Meckling (1976)等のエージェンシー理論でも、同様に企業は契約の束と捉えられている。すなわち、企業はエージェント間の契約の集合体にすぎず、企業自体が目的をもって行動するものと捉えるのではなく、株主や債権者、従業員、取引先および当局等の利害関係者がエージェントであり、各エージェントが契約によって組織化される場として捉えられているのである。

このような考え方を背景とすると、会計は企業がさまざまな契約の履行を効率的に強制するのに役立つものとして捉えられ、契約の中に会計情報が盛り込まれていると考えることができる。このため、会計情報、特に利益情報を調整することによって、契約に関連する経済的帰結が異なることが予測され、利益調整行動を行うことが想定されるのである。

次に、契約は、公式的なものであるか、非公式的なものであるかを問わず、相互理解と捉えられる(Sunder, 1996)。すなわち、明示的であるか黙示的であるかは問われず、相互に合意している場合は当然のこと、暗黙のルール等も契約の一種となる。そして、各エージェントは、それぞれの目的を達成すべく、契約に参加する。当然、それぞれの目的を達成するためには、

お互いに何らかの得るものがなければならぬため、各エージェントは、互いに資源を提供し、また資源請求権を得ることになる (Sunder, 1996)。

3.2 上場審査基準と契約

上記のように、利益調整行動の研究において想定されている契約という用語は、非常に広い意味となっている。たとえば、当局や政府というエージェントについて考えてみると、当局や政府からは公共財の資源提供を受ける代わりに、彼らは租税を受け取るという資源の請求権を得ることになる。一見、契約という用語が適さないようにも感じられるが、上記のように契約の意味を広く捉えれば、当局や政府もエージェントの1つとなるのである。

同様のことは、証券取引所についても言うことができる。すなわち、企業がIPOを果たす場合、避けて通れないのは、証券取引所の上場審査基準を満たすとともに、上場手数料を納めることである。また、上場後においては、証券取引所に上場賦課金を納める必要がある。これらは、一見支払うだけのようにも感じられるが、証券取引所は証券取引を行う場を提供するとともに、不適切な取引の有無等についてのモニタリングも行っており、サービス提供がなされている。つまり、証券取引所からサービスという資源の提供を受けるかわりに、証券取引所には上場賦課金や上場手数料という資源請求権が発生するため、それらの支払いが行われるのである。このように考えると、証券取引所とIPO企業との間には契約が存在しているといえる。特に、上場手数料に着目すると、まさにIPOを果たす際に生じるものであり、IPO時に生じる契約が存在するといえる。

そして、その契約内容は、上場審査基準という形であられる。すなわち、企業が上場審査基準を満たすのであれば、証券取引所との間に契約を生じさせることができるのであり、逆に上場審査基準を満たさなければ契約は生じな

い。上場審査基準こそ、IPO時の証券取引所との契約の柱になっているといえるのである。

4. JASDAQにおけるIPO企業の実態 —上場審査基準の観点から—

4.1 JASDAQの上場審査基準

わが国においては、新興市場としてJASDAQ、東証マザーズ（以下、マザーズとする）、ニッポン・ニュー・マーケット・ヘラクレス（以下、ヘラクレスとする）等が存在するが、例年IPO企業数が最も多いのはJASDAQである¹⁰⁾。

そこで、ここではJASDAQの上場審査基準を確認する。JASDAQに上場するために満たさなければならない上場審査基準には、次のように会計数値が利用されている^{11), 12)}。

- ① 利益の額：直前事業年度において当期純利益金額が計上されていること又は経常利益金額が5億円以上¹³⁾
- ② 純資産の額：直前事業年度末において2億円以上

なお、上場審査基準はたびたび改正されてきてはいるが、連結財務諸表が導入された点を除き、会計数値を利用しているものは近年では変更されていない¹⁴⁾。

表1 IPO企業数

(単位：社)

	JASDAQ	マザーズ	ヘラクレス
2000年	45	13	18
2001年	65	6	41
2002年	47	4	18
2003年	33	19	9
2004年	62	43	18
2005年	54	23	21
2006年	53	35	34
2007年	42	20	27
2008年	14	12	9
2009年	2	3	2

4.2 JASDAQ への IPO 企業の利益等の調査

4.2.1 調査の目的

上記のように上場審査基準を満たすことが IPO にあたっての重要な契約であるにしても、上場審査基準において会計情報が用いられていないのであれば、利益調整行動を行うことには直接はつながらない。しかし実際には、JASDAQ の上場審査基準にみられるように、多くの証券取引所では上場審査基準の内容に利益や純資産の額といった会計情報を織り込んでいる。

とはいえ、JASDAQ に IPO を果たす企業について、このような会計情報を用いた上場審査基準を大幅に上回る利益や純資産が計上されていけば、上場審査基準からんで利益調整行動を行うとする可能性は低いであろう。上場審査基準からんで利益調整行動が行われるには、利益調整行動を行わなければ上場審査基準を満たせない企業が存在していることが前提となる。そこで以下では、実際に近年 JASDAQ に上場した企業の社数や利益等の水準を調査し、上場審査基準を大きく上回る利益や純資産を計上している企業ばかりが IPO を行っているのか、それとも、上場審査基準に近似した利益や純資産を計上しつつ IPO を果たした企業が多く存在するのかを把握する。

4.2.2 サンプルの選定

サンプルとして用いるのは、2009 年 8 月 3 日現在 JASDAQ に上場している企業のうち、2000 年 7 月以降に IPO を行った企業である。サンプル企業の選定は、JASDAQ のホーム

ページより取得できる上場企業および上場日の一覧を用いている。

ここで、データの開始年を 2000 年としているのは、連結財務諸表が主たる財務諸表として制度化されたのが 2000 年 3 月期からであることによる。また、7 月以降としたのは、有価証券届出書の記載内容を考慮したためである¹⁵⁾。このような条件のもと、選定された企業は 404 社であった。

ただし、すでに JASDAQ に上場していたものの組織再編によって持株会社を設立して再公開した場合、すでに他の市場に上場していた企業が JASDAQ に重複して公開した場合、NEO に公開した場合、対象会社が金融機関である場合等、データとして除外すべきものを除くと、371 社になる。さらに、全体的に見れば異常値といえるほど飛び抜けて規模が大きい会社（日本マクドナルドホールディングス株式会社）およびサンプルの中で唯一当期純利益がマイナスであり経常利益の基準で上場を果たした会社（株式会社エス・ディー・エスバイオテック）の 2 社を除き、最終的なサンプルは 369 社となった。

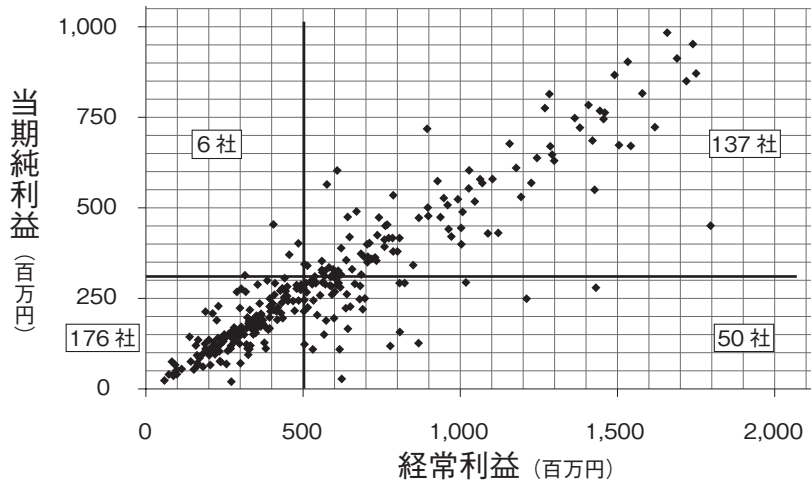
4.2.3 サンプルのデータの取得

サンプルのデータは、上場審査基準に従い、連結財務諸表を作成している場合には連結財務諸表のデータを、連結財務諸表を作成していない場合には個別財務諸表のデータを用いる。また、財務データは日経 NEEDS-Financial QUEST より入手した。

表 2 IPO 企業の記述統計量

(単位：百万円)

	最小値	最大値	平均値	中央値	標準偏差
直前年度売上高	467	175,021	12,900	7,392	16,560
直前年度経常利益	57	9,295	805	502	1,063
直前年度純利益	20	5,573	439	266	664
直前年度純資産	201	66,446	3,119	1,602	5,740



出所：JASDAQ 新規上場企業のデータより筆者作成。

図 1 経常利益と当期純利益によるサンプル企業の分類

4.2.4 サンプルの分析

まず、4.2.2 で選定したサンプル 369 社について経常利益や当期純利益、純資産の最小値や平均値・中央値を求めた（売上は上場審査基準に含まれていないが参考値として記載している）。表 2 から明らかなように、経常利益や当期純利益の最小値は非常に小さく、純資産の最小値は上場審査基準をかなり上回っている状態である。また、最大値は非常に大きいものの、平均値や中央値は最大値に比べて非常に小さく、最大値よりも最小値に近い値になっている。さらに、平均値よりも中央値の方が大幅に小さいことから、サンプルには比較的小規模の企業が多く含まれていることがわかる。

そこで、具体的に経常利益や当期純利益などがどのように分布しているかを散布図によって示し、さらに社数を求めたところ、図 1 のようになった。

図 1 のように、当期純利益がプラスであるために上場審査基準は満たしているものの、経常利益が 5 億円未満の企業数は 182 社（全体の 49.3%）であった。また、当期純利益がプラスであれば上場審査基準を満たすことになるため、サンプル企業はすべて当期純利益の値がプラスであるが、選択する形式で求められている

経常利益の水準が 5 億円であり、特別利益や特別損失がなければ、単純に一般に概算で想定される実効税率 40% を用いると、当期純利益の水準は 3 億円となる。実際には一時的に特別損失が計上されることがあるため、上場審査基準では 3 億円という数値は用いられていないが、仮に 3 億円を基準とすると、当期純利益が 3 億円未満の企業数は 226 社（全体の 61.2%）であった。そして、以上を組み合わせると、図 1 のように、経常利益が 5 億円未満で当期純利益が 3 億円未満の企業数が最も大きく 176 社であった¹⁶⁾。

5. むすびー IPO 企業に関する利益調整行動研究の新たな課題ー

前節のサンプル企業の調査より、JASDAQ に近年 IPO を果たした企業には、特に経常利益および当期純利益は比較的低水準の企業が多く、一過性の特別損失の計上等によっては上場審査基準に抵触して上場時期を延期せざるを得ない可能性が高い小規模な企業が多いことが確認された。つまり、上場している企業を対象とする以上、上場審査基準を満たしていることは当然ではあるものの、仮に一過性の損失が生じるようなことでもあれば、上場審査基準に抵触

しかねなかった企業が多数存在したのである。

ここで、上場審査基準を満たすことができなければIPOが認められず、創業者等が株式の売却による利益を獲得できなくなってしまうたり、企業が資金調達を逃したりすることを考えれば、IPO企業は予定していた通りの時期にIPOを果たせるよう、会計数値を一般に公正妥当と認められる会計基準等に抵触しない範囲内で調整するインセンティブが存在するといえる。すなわち、確実に上場審査基準を満たすよう、利益増加型の利益調整行動を行う可能性が高いと考えられるのである。

よって、以上の調査の結果と上場審査基準から、「利益の額に関する上場審査基準に抵触しそうな企業ほど、IPOにあたって利益増加型の利益調整行動を行う（可能性が高い）」といった仮説が導ける¹⁷⁾。

また、経常利益と当期純利益の両方が小さい企業は、上場審査基準を考慮して利益調整行動を行うとともに公開価格や株価を念頭において利益調整行動を行う可能性がある一方で、経常利益と当期純利益がともに大きい企業は、公開価格や株価のみを念頭において利益調整行動を行う可能性はあるが、上場審査基準を考慮して利益調整行動を行うことはないであろう。そうであれば、経常利益や当期純利益の大きさによって利益調整行動のインセンティブが異なっていると考えられる。そこで、上記の基本的仮説をさらに細分化しより具体的な仮説を導くことも可能であろう。

以上を受け、JASDAQに上場した企業の連結ベースの数値を用いて具体的な実証を行うことが今後の課題となる。

また、利益調整行動については、裁量的発生高を用いた実証研究だけでなく、近年では研究開発費等の削減等による実体的な利益調整行動に関する研究が行われ始めている。本稿では裁量的発生高を用いた利益調整行動のみを想定しているが、実体的な利益調整行動の可能性をどのように考慮するかを検討することも今後の課

題である。

注

- 1) アンダープライシングは、市場取引初日の価格である初値が公開価格を大幅に上回る現象であり、このような事例が頻繁にあることが指摘されている (Ritter, 2003; 辰巳, 2006; 忽那, 2008 など)。また、公開後の株式の長期パフォーマンスの低迷 (アンダーパフォーマンス) もアノマリーとして世界各国で観察され、研究されている (Ritter, 2003; 忽那, 2008 など)。
- 2) 利益調整行動に関する著名な論点については須田 (2000) 等を参照。
- 3) たとえ情報が歪曲されていたとしても、合理的投資家は誤った情報を見抜くなど、情報の使い分けが可能と仮定されており、そのために考慮していないのであろう。なお、行動ファイナンスの観点からは、情報が歪曲されていないものの、情報の非対称性が存在するケースを想定した研究が行われている。
- 4) IPOの局面における利益調整行動に関する先行研究は、利益調整行動の有無のみをとりあげる研究と、利益調整行動と公開価格やIPO後の株価リターンとの関連をとりあげる研究に大別される。本稿では、これらのうち前者の利益調整行動の有無に関する先行研究のみをとりあげる。このため、IPO後の株価リターンに関する先行研究で、利益調整行動の有無自体をとりあげていない先行研究は除いている。また、公開価格やIPO後の株価リターンに関連する先行研究であっても、それらと切り離して利益調整行動の有無のみをとりあげている部分がある先行研究については、その部分のみを本稿でとりあげている。
- 5) Healy and Wahlen (1999) によれば、利益調整行動のインセンティブは資本市場を念頭においたインセンティブ (株価操作など)、会計数値を用いた契約に関するインセンティブ、政府規制に関するインセンティブに分類されている。ただし、もともと利益調整行動に関する研究が、効率的市場を前提とした場合になぜ経営者は利益調整行動を行うのかという疑問に端を発し、組織を契約の束と捉える立場から発展してきたことを踏まえると、政府自体も契約当事者の1つであり、資本市場を念頭においたインセンティブ以外は広い意味で契約に基づくインセンティブと考えることができる。なお、契約の捉え方については、本文第3節を参照。
- 6) 厳密には、Teoh, Wong, and Welch (1998) お

- よび Teoh, Welch, and Rao (1998) は、IPO を行った期以降について実証しており、IPO 前の利益調整行動について実証しているわけではない。
- 7) このほかに、代表的な先行研究として Beaver et al. (2000), Marquardt and Wiedman (2004), Darrough and Rangan (2005), Morsfield and Tan (2006), Singer (2008) などがあるが、いずれも同様に、資本市場を念頭においたインセンティブを前提としている。なお、Ball and Shivakumar (2008) においては、IPO にあたって、直面する株式市場が非公開の市場から公開市場に変化することや、会計基準が非公開企業と公開企業と相違していることに着目した研究を行っているが、契約に基づくインセンティブを示しているわけではない。
 - 8) 細かいインセンティブに分類し、具体的なインセンティブに注目した研究としては永田 (2004) が挙げられる。
 - 9) 利益減少型の利益調整行動について検討した先行研究がまったくないわけではない。非常に少数であるが、永田・蜂谷 (2004) のように、利益減少型の利益調整行動を示唆する実証もある。具体的には、永田・蜂谷 (2004) では、IPO の3期前から4期後までの各期における裁量的発生高を計算し、各期の裁量的発生高の絶対値を用いて検証を行うことで、IPO 期の前3期間において、企業は利益調整行動を行っており、利益増加型の利益調整行動を行う企業と利益減少型の利益調整行動を行う企業がほぼ同数存在することを発見しているのである。
 - 10) 各年の IPO 企業数については、各証券取引所のホームページより取得している。
 - 11) これ以外に、監査意見や時価総額（公募価格×流通株式数）等の審査基準があるが、会計数値を直接的に用いているわけではないのでここでは除いている。
 - 12) 上場審査基準は JASDAQ のホームページより取得可能である。なお、本文および注釈に記載した会計数値を用いた基準は、『上場審査基準』（平成16年12月13日最終改訂版）の第3条に記載されている。
 - 13) ただし、上場日における上場時価総額が50億円以上（見込み）である場合には、当期純利益金額及び経常利益金額は問われず、赤字でもかまわないとされている。
 - 14) 2010年10月12日付けで、ヘラクレス、JASDAQ および NEO を統合し、新「JASDAQ」市場が開設されており、この際に上場審査基準が大きく改訂されているが、本稿ではサンプルとする

データ収集期間の対象外である。

- 15) IPO を果たしたのが第1四半期である場合には、IPO 直前期の株主総会が終了していない以上、有価証券届出書に記載される最新の財務諸表は IPO の2期前のものとなる。このため、サンプルを2000年（4月以降ではなく）7月以降に上場した企業とすることで、2000年の第1四半期に上場し、連結財務諸表が入手できない可能性を排除している（ただし、7月に上場している場合、有価証券届出書は6月に提出されていることが多いため、厳密には有価証券届出書の提出日によって判断すべきといえる）。なお、2000年に限らず、IPO を果たしたのが第1四半期である場合には、有価証券届出書に記載される最新の財務諸表は IPO の2期前のものであるため、経常利益や当期純利益のデータについて IPO の2期前のデータを用いている。
- 16) なお、176社の内訳は、当期純利益が1億円未満の企業が29社、1億円以上2億円未満の企業が94社、2億円以上3億円未満の企業が53社であった。
- 17) JASDAQ に上場したサンプル企業の純資産については、IPO 直前期末において2億円以上であることが条件であるが、サンプルのデータでは2億円～3億円が3社、3億円～4億円が10社、4億円～5億円が10社（以上あわせても全体の約6%）であり、上場審査基準に抵触しかねなかった会社は少数であった。このため、仮説の提示にあたって純資産の額は除いている。

参考文献

- Aharony, J., C.-J. Lin, and M. Loeb (1993) "Initial Public Offerings, Accounting Choices, and Earnings Management", *Contemporary Accounting Research*, Vol.10, No.1, pp.61-81.
- Alchian, A.A., Demsetz, H. (1972) "Production, Information, Costs, and Economic Organization," *American Economic Review*, No.62, pp. 777-795.
- Armstrong, C. S., G. Foster, and D. J. Taylor (2009) "Earnings Management around Initial Public Offerings: A Re-Examination", *Working Paper*.
- Ball, R. and L. Shivakumar (2008) "Earnings quality at initial public offerings", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 45, No. 2-3, pp.324-349.
- Barnard, C. (1968) *The Functions of the Executive*, 30th anniversary ed., Cambridge, Mass.: Harvard University Press (山本安次郎・田杉競・飯野春樹訳 (1968) 『経営者の役割—新訳版—』ダイヤ

- モンド社).
- Beaver, W. H., M. F. McNichols, and K. K. Nelson (2000) "Do firms issuing equity manage their earnings? Evidence from the property-casualty insurance industry", *Stanford University Research Paper Series*, No.1605, pp.1-38.
- Darrough, M. and S. Rangan (2005) "Do insiders manipulate earnings when they sell their shares in an initial public offering?", *Journal of Accounting Research*, Vol.43, No.1, pp.1-33.
- Fan, Q. (2007) "Earnings Management and Ownership Retention for Initial Public Offering Firms: Theory and Evidence", *The Accounting Review*, Vol.82, No.1, pp.27-64.
- Friedlan, J. (1994) "Accounting Choices by Issuers of Initial Public Offerings", *Contemporary Accounting Research*, Vol.11, No.1, pp.1-31.
- Healy, P. and J. Wahlen (1999) "A Review of the Earnings Management Literature and Its Implications for Standard Setting", *Accounting Horizons*, Vol.13, No.4, pp.365-383.
- Jensen, M. C. and W. H. Meckling (1976) "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, Vol.3, pp. 305-360.
- Marquardt, C. A. and C. I. Wiedman (2004) "How are earnings managed? An examination of specific accruals", *Contemporary Accounting Research*, Vol.21, No.2, pp.461-491.
- Morsfield, S. G. and C. E. L. Tan (2006) "Do venture capitalists influence the decision to manage earnings in initial public offerings?", *The Accounting Review*, Vol.81, No.5, pp.1119-1150.
- Ritter, J. R. (2003) "Investment Banking and Securities Issuance", *Chapter 5 of Handbook of the Economics of Finance* edited by George Constantinides, Milton Harris, and René Stulz, Elsevier B.V.
- Simon, H. (1947) *Administrative Behavior*, New York: Macmillan (二村敏子・桑田耕太郎・高尾義明・西脇暢子・高柳美香訳 (2009) 『新版経営行動：組織における意思決定プロセスの研究』ダイヤモンド社).
- Singer, Z. (2008) "Discretionary Financial Reporting: Items Manipulated by IPO Firms, and Investors' Increased Awareness", *CAAA*, pp.1-63.
- Sunder, S. (1996) *Theory of Accounting and Control*, South-Western College Pub (山地秀俊・鈴木一水・松本祥尚・梶原 晃訳 (1998) 『会計とコントロールの理論』勁草書房).
- Teoh, S. H., T. J. Wong, and G. Rao (1998) "Are accruals during initial public offerings opportunistic?", *Review of Accounting Studies*, No.3, pp.175-208.
- Teoh, S. H., I. Welch, and T. J. Wong (1998) "Earnings management and the long-term market performance of initial public offerings", *Journal of Finance*, No.53, pp.1935-1974.
- Williamson, O. E. (1975) *Markets and Hierarchies*, Free Press/Macmillan (浅沼万里・岩崎 晃訳 (1980) 『市場と企業組織』日本評論社).
- 稲葉元吉 (2003) 「企業の経営理論」『成城大学経済研究』第 163 号, pp.139-163.
- 岡部孝好 (2004) 「裁量の会計行動研究における総発処理高アプローチ」『神戸大学大学院経営学研究科ディスカッションペーパー』pp.1-39.
- 岡室博之・比佐優子 (2007) 「ベンチャーキャピタルの関与と IPO 前後の企業成長率」『証券アナリストジャーナル』第 45 巻第 9 号, pp.68-78.
- 奥村雅史 (2004) 「報告利益管理に関する実証的研究の方法と課題について」『早稲田商学』第 400 号, pp.263-282.
- 忽那憲治 (2008) 『IPO 市場の価格形成』中央経済社。
- 須田一幸 (2000) 『財務会計の機能』白桃書房。
- 辰巳憲一 (2006) 「IPO 初取引日前後の株価推移と投資家の行動—米国の研究の展望—」『学習院大学 経済論集』第 42 巻第 4 号, pp.231-249。
- 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」『會計』第 166 巻第 6 号, pp.86-99。
- 永田京子 (2007) 「新規株式公開における利益調整とプライシング」『証券アナリストジャーナル』第 45 巻第 9 号, pp.57-67。
- 永田京子・蜂谷豊彦 (2004) 「新規株式公開企業の利益調整行動」『會計プロGRESS』第 5 号, pp.91-105。