

新規株式公開企業の利益調整行動[†]

清松 敏雄^{*1}多摩大学経営情報学部^{*1}

新規株式公開は、新規株式公開企業の創業者等の株主にとっては株式売却により多額の売却収入を得ることができるものであるとともに、当該企業にとっては資金調達を行う重要な場である。このため、少しでも公開価格が高まるように、新規株式公開前において利益を大きく計上するよう、利益増加型の利益調整行動を行うインセンティブが存在する。その一方で、先行研究では利益減少型の利益調整行動についての指摘も行われている。そこで、本稿では、わが国の新規株式公開企業のデータを用いてこれらの行動が行われているかどうか、裁量的発生高を用いた実証分析を行った。実証の結果、利益増加型あるいは利益減少型の利益調整行動がなされていないという結論は得られず、利益調整行動が行われている可能性が指摘できる。

For a company that is willing to be listed, the initial public offering is an important opportunity, since the shareholders of the company can obtain capital gain and the company can finance its money. For this reason, there may be an incentive to make the offering price higher thorough increasing its earnings before the initial public offering. On the other hand, some studies indicate that there is an income-decreasing earnings management. Based on these studies, in this paper, I will hypothesize that there are earnings management towards both income-increasing and income-decreasing. I will also report a piece of evidence that is consistent with the hypothesis.

キーワード: IPO、利益調整、利益増加型、利益減少型

Key Words: PO, Earnings management, Income-increasing, Income-decreasing

1. はじめに

新規株式公開（initial public offering; IPO）をめぐるのは、IPO企業の資金調達や創業者等の株式売却による利益獲得に関連し、利益増加型の利益調整行動（earnings management）が行われる可能性が考えられる。そのため、多くの海外の研究では、利益調整行動のインセンティブとして発行価格の上昇等を念頭におき、利益増加型の利益調整行動を仮説に組み込んでいる。これに

2010年10月16日受理† Toshio KIYOMATSU^{*1} : Earnings Management of IPO FirmsSchool of Management & Information Sciences^{*1}, Tama University, 4-1-1 Hijirigaoka,
Tama-shi, Tokyo, 206-0022, Japan

対し、永田・蜂谷 (2004) にみられるように、わが国では利益減少型の利益調整行動の可能性が指摘されている。ただし、海外の研究では連結ベースのデータを用いているのに対し、わが国の研究では個別ベースのデータを用いているのが通常であり、連結データによる実証はきわめて少数にとどまっている。そこで本稿では、ジャスダック証券取引所（以下、JASDAQ とする。）^{*1}に IPO を果たした企業の連結ベースのデータを用い、利益増加型あるいは利益減少型の利益調整行動が行われているかどうかについて、裁量的発生高を用いた実証分析を行う。裁量的発生高の算定モデルとしては、CF ジョーンズ・モデルを用いてクロス・セクションで分析を行い、裁量的発生高の平均の差の検定を行う。この際、裁量的発生高の符号によってデータを分類して平均の差の検定を行うことにより、利益増加型と利益減少型の利益調整行動のそれぞれについて、実際に行われているかどうかについての示唆を得る。以下では、第 2 章において、IPO 前の利益調整行動についての背景や先行研究について概観し、仮説を導出する。その上で、第 3 章ではリサーチ・デザインを示し、第 4 章で実証結果を示す。最後に、第 5 章において本稿の実証を総括するとともに、今後の課題を示す。

2. 先行研究と仮説の導出

2.1 利益調整行動の定義及び利益調整行動の研究の重要性

まず、具体的内容に入る前に、利益調整行動の定義と利益調整行動に関する研究の重要性を確認する。奥村 (2004) によれば、利益調整行動とは「経営者が一定の意図をもって報告利益に対して裁量行使すること」(奥村 (2004)) と表される。利益調整行動は、時として一般に公正妥当と認められる会計原則を逸脱し粉飾決算となる。しかし、上場企業であれば、公認会計士または監査法人による財務諸表監査を受けているため、そのような利益調整は抑止されているはずである。そのため、利益調整行動は、粉飾決算を示すというよりも、むしろ多くの場合、一般に公正妥当と認められる会計原則の範囲内での裁量的な利益の調整行動を想定している。そして、このような利益調整行動に関する実証研究には、いくつかの手法がある^{*2}。たとえば、特定の勘定科目について特化して実証する方法や、利益の分布形状を調査することによって実証する方法もある。しかし、この 30 年程度の間で主たる方法として用いられているのは、裁量的発生高を用いた実証であり、本稿でもこの手法を用いる。

2.2 IPO 前の利益調整行動に関する実証研究の分類と本稿の研究

- a. 利益調整行動の有無を検証する実証研究
- c. 利益調整行動と公開後の株式の長期アンダーパフォーマンスの関係を検証する実証研究

^{*1} 厳密には、ジャスダック証券取引所が設立されるまでは店頭登録であるが、本稿ではこれを含めてジャスダック証券取引所に上場と表記している。

^{*2} 利益調整行動についての実証研究については、須田 (2000) などが詳しい。

これらのうち、本稿でとりあげるのは「a」である。以下では、IPO 前の利益調整行動の有無に関する先行研究を概観する。

2.3 IPO 前の利益調整行動の有無に関する先行研究の特徴

2.3.1 想定する利益調整行動の方向性

IPO 前の利益調整行動に関する先行研究は、役員報酬や財務制限条項等を考慮した利益調整行動の研究^{*3}に比べれば比較的少ないが、Aharony et al. (1993) や Friedlan (1994) を萌芽とし、Teoh, Wong, and Welch(1998) や Teoh, Welch, and Rao(1998) などが有名である^{*4}。これらの海外における先行研究に共通している点は、利益調整行動のインセンティブとして、資本市場を念頭においたインセンティブに注目している点である。すなわち、IPO は創業者等の既存株主が、IPO 時の株式の売出しによってキャピタルゲインを獲得する場であるとともに、IPO 企業にとっては資金調達の間でもある。このため、公開価格を上昇させ、得られるキャピタルゲインや資金調達額を増加させるため、利益調整行動を行うインセンティブが存在すると考えられているのである。そして、このようなインセンティブを想定すれば、利益調整行動の方向性としては、利益増加型の利益調整行動を仮説に組み入れることになる。これに対して、わが国における IPO 前の利益調整行動に関する研究としては、永田・蜂谷 (2004) が代表的である。永田・蜂谷 (2004) の特徴は、海外の先行研究に従って実証を行った上で、サンプル企業の裁量的発生高から、利益減少型の利益調整行動の可能性を指摘している点にある。もちろん、利益減少型の利益調整行動を行うインセンティブについては、いまだ十分に解明されていない部分も多い。しかし、事実の把握という意味で、永田・蜂谷 (2004) はわが国の IPO 企業独自の傾向を発見している可能性もあり、その貢献は大きい^{*5}。いずれにしろ、全体的には、先行研究では利益増加型の利益調整行動のみを想定するのが通常であり、利益減少型の利益調整行動の可能性を指摘するものは永田・蜂谷 (2004) など少数であるのが現状である。

2.3.2 先行研究の実証結果

先行研究のもう 1 つの特徴は、実証結果について統一的な傾向が存在しないことである。すなわち、Aharony et al.(1993) や Beaver et al.(2000) などでは利益増加型の利益調整行動を行っているとする仮説が棄却されているのに対し、Friedlan(1994) や Teoh, Welch, and Rao (1998) などでは同様の仮説が支持されているのである。また、上記のように永田・蜂谷 (2004) では、利益増加型の利益調整行動と利益減少型の利益調整行動の双方が観察できるとしている。このように、

^{*3} 利益調整行動が生じる可能性が検討される状況については、須田 (2000) 等を参照。

^{*4} ただし、Teoh, Wong, and Welch (1998) のように、厳密には IPO 前ではなく IPO を行った期を対象としているものもある。

^{*5} ただし、永田・蜂谷 (2004) では個別財務諸表の数値が用いられている一方で、海外の先行研究では連結財務諸表の数値が用いられていることが通常であることを考慮すると、連結財務諸表のデータを用いて再度実証してみなければ、単純に海外の例と比較できない。

先行研究の実証結果からは、特定の傾向を見いだすことはできない。その理由にはさまざまなものが考えられるが、以下で述べるように、利益増加型の利益調整行動と利益減少型の利益調整行動が相殺されてしまっている可能性が考えられる。本稿では、データを分類することで、その可能性を検討する。

2.4 仮説の導出

まず、先行研究に従い創業者利潤や IPO 企業の資金調達額に着目すれば、先行研究と同様に、「IPO 企業は、公開価格を上昇させるため、IPO 前に利益増加型の利益調整行動を行う」とする仮説を設けることができる。しかしその一方で、IPO 企業が IPO を行う目的は、一般に創業者利潤の実現や資金調達だけでないともいわれている。すなわち、人材の獲得や知名度向上を目的として IPO を行うこともあり、その場合には、公開価格を意図的に上昇させるインセンティブは存在しないのである。特に、IPO 後には既存の上場企業と同様に、株主や投資家から株価の向上や配当の増加について厳しい要求がなされる現実を考慮すると、むしろ、経営者は将来のハードルを下げするために、IPO 前の利益を圧縮する動機が考えられる。すなわち、IPO 前の利益を抑制することにより、公開価格や IPO 後の株価が過度に上昇しないように配慮し、IPO 後における成長を演出しようとする可能性も否定できないのである。そして、このことを考慮すると、「IPO 企業は、公開後の業績に関する投資家の過度の期待を避けるため、IPO 前に利益減少型の利益調整行動を行う」という仮説が導出されることになる。そこで、本稿では、以上を組み合わせ、「IPO 前に利益増加型の利益調整行動を行う IPO 企業が存在する一方で、IPO 前に利益減少型の利益調整行動を行う IPO 企業も存在する」という仮説を検証する。

3. リサーチ・デザイン

本稿ではサンプルが利益調整行動を行っているかどうかを検証するため、同業他社（同業他社であるコントロール・サンプルを含む）は利益調整行動を行っていないという仮説をおいた上で、サンプルとコントロール・サンプルの裁量的発生高を比較するという手法を用いている。以下、具体的なリサーチ・デザインを示す。

3.1 サンプルおよびコントロール・サンプルの選定

まず、IPO 前の利益調整行動の有無を検討するといった場合、IPO の何年前を検証するかを決める必要があるが、有価証券届出書において入手できる連結財務諸表のデータは IPO の 2 期前からであることから、IPO の 2 期前と 1 期前（以下では、IPO の 2 期前を $t-2$ 期、1 期前を $t-1$ 期、IPO を行った期を t 期と表記する。）を対象とする。また、本稿では市場として JASDAQ を対象とする。複数の市場をまとめて検証すると市場による相違が影響するおそれがあるため、単一の市場を用いるとすると、IPO の社数が多く、また、人材の獲得や知名度の向上といった動機をもちやすい比較的小規模の企業が多い市場を対象とするのが良いと考えたためである。そして、海

外の先行研究では連結財務諸表のデータが用いられているのに応じて、連結財務諸表のデータを用いる。そこで、2009年8月3日現在JASDAQに上場している企業のうち、2002年7月以降にIPOを行った企業をサンプルとして用いる。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によった。データの開始年を2002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。すなわち、3月決算企業を例にとると、 $t-2$ 期についても連結財務諸表のデータを入手できるよう、敢えて2002年からとしている。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⁴⁶。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、 $t-2$ 期から t 期までの間に決算期を変更している企業等、データとして除外すべきものを除くと、232社になる。さらに、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⁴⁷（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230社となった。なお、サンプルとして選定された企業の業種は、図表1のようにまとめられる。回帰分析および平均の差の検定にあたっては、同業他社の企業数が少ない精密機器・電気機器および輸送用機器を統合し、また、陸運業と情報・通信業を統合しているが、これらの業種の統合にあたっては、日本証券コード協議会の分類に従っている。

⁴⁶ ただし、7月や8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もあるため、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、本稿で用いるサンプルに2002年7月から8月に上場した企業は含まれていない。

⁴⁷ サンプル企業がIPOを行った期間において、JASDAQの上場審査基準では、{1} $t-1$ 期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5億円以上であることと{2}直前事業年度末において純資産の額が2億円以上であることを上場の要件としていた。このように、利益の額についていえば、 $t-1$ 期の当期純利益がマイナスであっても、経常利益が5億円以上であれば、上場が認められていた。

表1 サンプルの業種分類

製造業	サンプル企業数	製造業以外	サンプル企業数
化学	8	建設	5
機械	17	不動産	11
金属製品	4	陸運業	2
食料品	5	小売業	38
精密機器	6	卸売業	29
電気機器	19	情報・通信業	33
輸送用機器	1	サービス業	43
その他製品	9	合計	230

次に、コントロール・サンプルは、2002年6月までにJASDAQに上場している同業他社の中から、サンプル企業と総資産事業利益率（以下、ROAとする。）および規模（総資産）が類似している企業を選定した。先行研究は、ROAの類似性のみで選定しているものと、ROAおよび規模の類似性で選定しているものに大別されるが、IPO企業には非常に規模の小さいものもあり、ROAのみでコントロール・サンプルを選定すると、たとえ総資産で基準化を行ったとしても、サンプルとコントロール・サンプルで財務データの類似性が確保できるか疑問がある。そのため、少しでも両社の類似性を高めることができるよう、本稿ではROAおよび規模の両方の類似性を考慮した。

3.2 モデル

同業他社データの回帰分析およびサンプルとコントロール・サンプルの非裁量的発生高の算定に用いるモデルには、さまざまなものがある。このうち、IPO前の先行研究で多く用いられているのは、ディアンジェロ・モデル、ジョーンズ・モデルおよび修正ジョーンズ・モデルであるが、一般にはCFジョーンズ・モデル等の方が検定力が強いとされている。そこで、本稿ではCFジョーンズ・モデルを用いることとする。CFジョーンズ・モデルは、次のように示される。

$$ACC_t = \beta_0 + \beta_1 \times \Delta Sales_t + \beta_2 \times PPE_t + \beta_3 \times \Delta CFO_t$$

(ACC:会計発生高、 $\Delta Sales$:売上高の増加、PPE:有形固定資産残高、 ΔCFO :営業キャッシュ・フローの増加、 t :年度)

なお、CFジョーンズ・モデルの適用にあたっては、上記の回帰式を業種ごとかつ年度ごとに適用し、クロス・セクションで回帰分析を行った。また、規模の相違による影響を排除するための基準化は、期首期末の平均総資産を用いることとする。期首期末の平均総資産で基準化する方法の他には、期首の総資産で基準化する方法もあるが、Aharony et al.(1993)で示されているように、

IPO 企業は成長性が高いことが多く、期首から期末にかけて総資産が大きく増加することもあるため、規模の影響をより適切に排除すべく、期首期末の平均総資産を用いた方がよいと考えられるからである。

3.3 会計発生高等のデータの入手

CF ジョーンズ・モデルの独立変数については財務データをそのまま利用すればよいが、従属変数である会計発生高については、いくつかの算定方法がある。会計発生高は、利益と営業キャッシュ・フローの差額であるが、その算定方法としては、

- a. 当期純利益または税引後の継続事業からの利益 (income from continuing operations) とキャッシュ・フロー計算書の営業キャッシュ・フローの差額として求める方法
- b. 税引後の経常利益とキャッシュ・フロー計算書の営業キャッシュ・フローの差額として求める方法
- c. 「利益-(Δ 流動資産- Δ 現金預金)+(Δ 流動負債- Δ 資金調達項目)+(Δ 長期性引当金 + 減価償却費)」として求める方法 (浅野・首藤,2007)^{*8}

などがある。これについては、IPO 前には特別損益項目の計上が多いこと、わが国では継続事業からの利益が開示されていないこと、Hribar and Collins(2002) が指摘しているように、c. の方法は測定誤差が大きくなるおそれがあること等から、本稿では b. を用いる^{*9}。なお、財務データは、日経 NEEDS-Financial Quest を用いて収集している。

3.4 回帰分析、非裁量的発生高の算定、裁量的発生高の平均の差の検定

データを入手した上で行う手続は、図 1 のようにまとめられる。

^{*8} Δ は前期から当期にかけての増加額を示している。また、ここでいう資金調達項目とは、短期借入金、コマーシャル・ペーパー、一年内返済予定長期借入金および一年内返済予定社債・転換社債であり、長期性引当金とは、売上債権以外に関する貸倒引当金、退職給付(給与)引当金および役員退職慰労引当金等の固定負債に計上される引当金である。

^{*9} Hribar and Collings (2002) は、資産・負債の増減等から総発生処理高を計算する方法には測定誤差の問題があり、特に組織再編や会計方針の変更の影響を行った場合の影響が大きいかを指摘している。

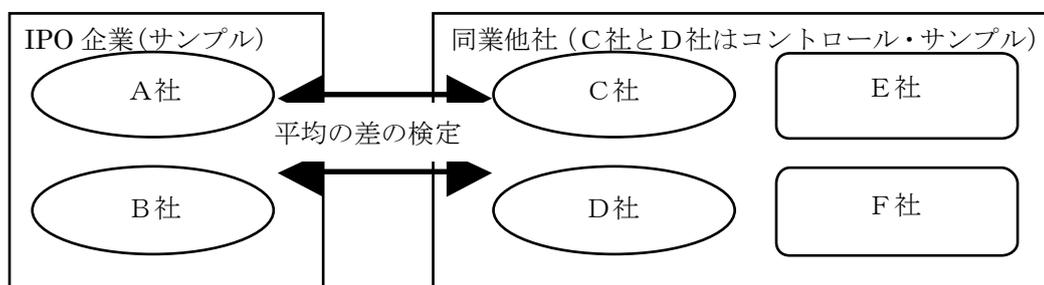


図1 リサーチ・デザインの概要

※平均の差の検定は、A~D社で行う。 ※回帰分析はC~F社で行う。

まず、仮説においては、コントロール・サンプルを含む同業他社は利益調整行動を行っていないと仮定している。そこで、同業他社のデータより、利益調整行動を行っていない場合の回帰係数を得て、サンプルおよびコントロール・サンプルについて、その係数 ($\beta_0, \beta_1, \beta_2, \beta_3$) を用いて会計発生高の推定値である非裁量的発生高を算定する。

$$NDACC_t = \beta_0 + \beta_1 \times \Delta Sales_t + \beta_2 \times PPE_t + \beta_3 \times \Delta CFO_t,$$

(NDACC：非裁量的発生高)

そして、サンプルとコントロール・サンプルについて、会計発生高と非裁量的発生高の差を求めると、それが裁量的発生高である。

$$DACC_t = TACC_t - NDACC_t,$$

ここに文字 (DACC：裁量的発生高)

上記のように、回帰係数は、利益調整行動を行っていないとする同業他社のデータから得ているのであるから、仮にサンプル企業が利益調整行動を行っていたら、サンプルの裁量的発生高はゼロと大きく異なり、コントロール・サンプルの裁量的発生高はゼロと近似することが期待される。そこで、t-2期、t-1期およびt期のそれぞれについてサンプルとコントロール・サンプルの裁量的発生高について平均の差の検定を行い、統計的に有意な差が生じていれば、サンプルについて裁量行動の可能性が指摘されるというわけである。

ただし、本稿では、仮説において利益増加型のみならず利益減少型の利益調整行動をも想定している。そのため、サンプルとコントロール・サンプルの比較にあたっては、サンプル全体についての検定に加えて、サンプルの裁量的発生高がプラスのものとマイナスのものとで分けた上での平均の差の検定も行う。すなわち、サンプルを分類せずに行った平均の差の検定の結果、有意でない場

合であっても、それは利益増加型の利益調整行動と利益減少型の利益調整行動が相殺された結果である可能性が考えられるため、敢えてサンプルの裁量的発生高がプラスのもののみ、またはマイナスのもののみを取り上げ、再度平均の差の検定を行うのである。

4. 実証結果

4.1 回帰分析の結果

まず、回帰分析の結果であるが、業種と年度のよりバラツキはあるものの、平均すると表2のようになった。

表2 回帰分析の結果

$\hat{\beta}_0$	$\hat{\beta}_1$	$\hat{\beta}_2$	$\hat{\beta}_3$	R^2
0.0151318	0.0317907	-0.0928006	-0.5240868	0.500

4.2 全体での平均の差の検定

回帰分析の結果を受け、サンプルの裁量的発生高について、コントロール・サンプルの裁量的発生高と平均の差の検定を行うが、平均の差の検定にあたり、裁量的発生高の記述統計量を示すと、図表3のようになる。図表3のように、サンプルとコントロール・サンプルともに平均値と中央値が標準偏差に照らして近似しており、さらに、本稿では度数分布表等は示していないが、度数分布表の形状も著しく歪んでいるわけではない。

表3 裁量的発生高（全体）の記述統計量

対象	値	サンプルの裁量的発生高	コントロール・サンプルの裁量的発生高
t-2期（229件）	平均値	0.0342286	-0.0094039
	中央値	0.0272914	-0.0045327
	標準偏差	0.1165612	0.0674256
t-1期（228件）	平均値	0.0155414	-0.0050181
	中央値	0.0115346	-0.0050173
	標準偏差	0.1071884	0.0783217
t期（223件）	平均値	0.0065490	0.0073832
	中央値	0.0088183	0.0049912
	標準偏差	0.0637459	0.0430776

そこで、以上のデータに基づき平均の差の検定を行った結果、表4のようになった。

表4 裁量的発生高（全体）の平均の差の検定結果

対象	平均	t 値	有意確率（両側）
t-2 期	0.0436325	5.081	0.000
t-1 期	0.0205595	2.350	0.020
t 期	-0.0008342	-0.161	0.872

図表4より、t-2期については、1%水準で有意であり、t-1期については、5%水準で有意になっている。これに対し、t期は有意とはいえない結果である。以上の実証結果からは、t-2期およびt-1期については利益増加型の利益調整行動を行っており、t期は行っていないといえる。しかし、すでに述べたように、このような実証結果は利益増加型の利益調整行動と利益減少型の利益調整行動が相殺された結果が表れているおそれがある。つまり、利益減少型の利益調整行動が判別できない状態になっている可能性が考えられるのである。そこで、以下ではサンプルの裁量的発生高の符号によって分類した場合の記述統計量と平均の差の検定の結果を示す。

4.3 サンプルを分類した上での平均の差の検定

サンプルを、その裁量的発生高の符号により「裁量的発生高がプラスのグループ」と「裁量的発生高がマイナスのグループ」に分類して平均の差の検定を行うが、記述統計量を確認すると、表5のようになる。

表5 サンプルを分類した場合の裁量的発生高の記述統計量

	サンプルの DACC がプラスのみ			サンプルの DACC がマイナスのみ		
	対象	サンプルの DACC	コントロール・サンプルの DACC	対象	サンプルの DACC	コントロール・サンプルの DACC
平均値	t-2 期	0.0715130	-0.0038996	t-2 期 (69 件)	-0.0522279	-0.0221674
中央値	(160 件)	0.0408284	-0.0025161		-0.0280367	-0.0104063
標準偏差		0.1127123	0.0643940		0.0706693	0.0728758
平均値	t-1 期	0.0617794	0.0012194	t-1 期 (88 件)	-0.0580190	-0.0149414
中央値	(140 件)	0.0377441	-0.0022358		-0.0269317	-0.0077879
標準偏差		0.0827044	0.0759958		0.1006773	0.0813391
平均値	t 期	0.0438573	0.0070356	t 期 (96 件)	-0.0428067	0.0078431
中央値	(127 件)	0.0346050	0.0057674		-0.0277158	0.0034648
標準偏差		0.0427554	0.0386883		0.0524301	0.0484856

サンプルを分類しない場合と比較してやや分布に偏りができるものの、サンプルのみ歪んでいるわけではない。仮に利益調整行動が行われていないとするのであれば、サンプルの裁量的発生高とコントロール・サンプルの裁量的発生高はともにゼロに近いはずである。しかし、記述統計量をみる限り、コントロール・サンプルの裁量的発生高は比較的ゼロに近いのに対し、サンプルの裁量的発生高はややゼロから乖離しているように見える。そこで、統計的に両者が有意に異なるかどうかを確かめるため、4.2. と同様に平均の差の検定を実施する。その結果は、表6のようにまとめられる。

表6 サンプルを分類した場合の裁量的発生高の平均の差の検定結果

対象	サンプルの DACC がプラスのみ			サンプルの DACC がマイナスのみ		
	平均	t 値	有意確率 (片側)	平均	t 値	有意確率 (片側)
t-2 期	0.0754126	7.366	0.000	-0.0300605	-2.558	0.007
t-1 期	0.0605599	6.032	0.000	-0.0430776	-3.164	0.001
t 期	0.0368218	7.102	0.000	-0.0506498	-7.004	0.000

サンプルを符号によって分類した場合、すべてのケースで1%水準で有意になっている。このため、全体での実証では両者が一部相殺され、データ数が多い利益増加型の利益調整行動のみがあらわれていると考えられ、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とがあることを示している。以上の結果は、第2章で示した仮説と整合的であり、インセンティブまでは解明できないものの、仮説が妥当である可能性が示された。

5. おわりに

本稿では、IPO 企業の IPO 前における利益調整行動を中心にとりあげ、CF ジョーンズ・モデルを用いて算定した裁量的発生高について、サンプルと同業他社を比較することで、利益調整行動の有無を統計的に実証した。本稿ではサンプルの裁量的発生高の符号によってデータを分類し、利益増加型の利益調整行動をとっている企業と利益減少型の利益調整行動をとっている企業とがあることを指摘した。先行研究では、利益増加型の利益調整行動のみを想定して実証分析が行われ、統一的な結論が得られていないが、本稿ではデータを分類して検討することを通じ、利益減少型の利益調整行動をとっている企業も存在することが指摘した。これは、先行研究で統一的な結論が得られないのは、利益増加型の利益調整行動と利益減少型の利益調整行動とが相殺されていることに端を発している可能性を示唆している。しかし、本稿では、どのような企業が利益増加型の利益調整行動を行い、またどのような企業が利益減少型の利益調整行動を行うのかといった傾向や要因の分析までは行っていない。本稿での実証があくまでも全体的な動向を把握するのにと

どまるものであり、傾向や要因の分析は今後の課題である。

参考文献

- [1] 首藤昭信 (2007) 「会計操作の検出方法」『会計操作』中央経済社。
- [2] 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.
- [3] 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.
- [4] Friedlan, J. (1994) :Accounting Choices by Issuers of Initial Public Offerings, *Contemporary Accounting Research*, Vol.11 No.1, pp.1-31.
- [5] Hribar, P. and D.W. Collins (2002):Errors in Estimating Accruals: Implications for Empirical Research, *Journal of Accounting Research*, Vol. 40, No. 1, pp.105-134.
- [6] 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、pp.91-105。
- [7] 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。
- [8] 須田一幸 (2000) 『財務会計の機能』白桃書房。
- [9] 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.
- [10] 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.