

平成 21 年 5 月 29 日現在

研究種目：若手研究 (B)

研究期間：2006～2008

課題番号：18730291

研究課題名（和文） 新規株式公開企業の会計行動と資本市場

研究課題名（英文） Accounting choice and the pricing of initial public offerings

研究代表者

永田 京子 (NAGATA KYOKO)

東京工業大学・大学院社会理工学研究科・准教授

研究者番号：10345366

研究成果の概要：

本研究ではファイナンスの理論に立脚すると同時に、会計行動という視点からアプローチすることで、長年、国内外で論争点となっていた IPO アノマリーの解明に取り組んだ。所有構造をはじめとする株式公開前の詳細な情報を整理し、日本企業の IPO としては最大規模のデータベースを構築し、実証分析を行った。その結果、所有構造と会計行動（株式公開前数期間における業績推移および利益調整）の関係ならびに会計行動と公開価格の関係が明らかになった。

交付額

(金額単位：円)

	直接経費	間接経費	合計
2006 年度	1,400,000	0	1,400,000
2007 年度	800,000	0	800,000
2008 年度	700,000	210,000	910,000
年度			
年度			
総計	2,900,000	210,000	3,110,000

研究分野：社会科学

科研費の分科・細目：経営学・会計学

キーワード：新規株式公開、利益調整行動、IPO アノマリー

1. 研究開始当初の背景

1990年代初頭のバブルの崩壊後、急速にデフレーションが進行するとともに、日本経済は失われた10年とも言われる苦境を経験してきた。ようやく日本経済が真の活力を回復するためには、政府主導の「構造改革」のみならず、経済の基盤となるさまざまな領域で問題の解決に取り組む必要がある。

特に日本の国際競争力を高めるためには、成長性の高いベンチャー企業の育成が急務であり、そうした企業に潤沢な成長資金を

供給することが必要であることは論を待たない。しかし、一般に規模が小さく、経営基盤も不安定で、資金を提供する投資家との間の情報の非対称性が大きいベンチャー企業への投資はリスクが高く、効率的かつ効果的な資金供給を実現するために解決すべき課題は数多い。

こうしたベンチャー企業による新規株式公開 (Initial Public Offerings、IPO) をめぐる問題解決は長年にわたり、重要な社会的課題となっていた。新規株式公開市

場を整備することで、ベンチャーの起業を促進し、新たなビジネスチャンスを創出することで、真に活力ある経済を実現することが常にわが国の課題となっている。本研究は、株式公開市場の問題を解明することを通じ、こうした社会的課題に応えるものである。

2. 研究の目的

新規株式公開の実績が豊富な米国を中心として、既に IPO に関する膨大な研究が蓄積され、各国市場で共通して大きく 3 つのアノマリーが存在することが明らかとなっている。しかし、その原因の解明は十分に進んでいない状況にある。

本研究は日本市場における事例を中心として IPO アノマリーの実証的な解明に取り組むことで、経済の持続的成長に不可欠な IPO 市場の整備へのインプリケーションを得ることを目的とする。

前述のとおり、IPO をテーマとする研究は国内外で数多く行われているが、その大部分はもっぱらファイナンスの視点から行われている。しかし、ファイナンスの視点のみから行われる研究では企業評価に大きな影響を与えると考えられる会計行動を考慮していないという限界がある。これに対して本研究は、会計行動も変数に取り入れて実証的に分析することで、より現実に即したアノマリーの解明を目指すことを目的としている。

3. 研究の方法

本研究は IPO アノマリーの実証的解明を目指すものであるため、実証モデルおよびデータベースを構築することから着手する必要がある。そのために、まず、自らが行ってきた研究成果、現在までに構築しているデータベースの分析から得られる知見を整理するとともに、国内外で展開されている IPO や無形資産などに関する研究を幅広くサーベイする。これにより、主にファイナンス領域で蓄積されてきた IPO に関する研究成果、会計の領域で行われてきた無形資産に関する研究成果、およびこれまで自ら進めてきた、わが国における IPO 企業の利益調整行動の研究成果を融合させた仮説の設定、および実証モデルの構築を行う。さらに世界各国から多くの会計・ファイナンス分野の研究者が参加する学会 (Asian Academic Accounting Association Conference ならびに

Asian-Pacific Conference on International Accounting Issues) に出席し、最新の研究成果を収集するとともに、構築した仮説および実証モデルをもとに各国の研究者と議論し、研究内容のブラッシュアップを図る。

同時に基本となる財務データおよび株価データ、分析のためのソフトウェアを入手し、データベース作成を進める。その際、大量のデータを用いて統計的に検証を進める場合に欠如しがちな定量的情報についても、手作業で目論見書などをもとに収集し、非財務データを検証可能なデータ形式に変換して追加する。こうして作成されたデータベースを用いて、記述統計量や単変量の分析など予備的な分析を行う。これらの作業を通じてさらに実証モデルの精緻化に役立てるとともに、不足のデータのチェックを行い、さらにデータベースをブラッシュアップする。

このようにして構築した実証モデル、データベースを用いて、仮説の検証に着手する。主に IPO アノマリーを表す代理変数を従属変数とし、財務、非財務変数を説明変数として用いた多変量解析を行い、両者の関連性を統計的に明らかにする。

4. 研究成果

まず、日本市場における IPO 研究では過去最大規模となるデータベースを構築したことである。より日本市場全般の特徴を的確に分析できるよう、JASDAQ における IPO だけでなく、日本を代表する市場である東京証券取引所における IPO も研究対象に加え、1989 年～2005 年までのデータを収集し、その際、ベンチャーキャピタルや創業者の所有割合の詳細についても、一つ一つ紙ベースのデータを収集し入力作業を行うことで、時間は消費したものの、先行研究にはない、より踏み込んだ研究を可能とするデータベースを完成させることができた。

また、IPO アノマリーとわが国における IPO 企業の会計行動の研究成果を融合させた、独自の仮説の設定、および実証モデルの構築を行うことができた。そしてこれらの仮説をオリジナルのデータベースを用いて、予備分析に続き、具体的な検証作業を行った。その結果、いくつかの興味深い点が明らかとなった。

まず、取締役等、インサイダーの持ち株割合の高い企業ほど、利益を大きく見せるような会計行動を積極的に行っているという点である。これは IPO に際して、所有する株式が多いほど、そのプライシングによって富が影響を受けるため、経営者は自己の富の最大化を図ることを目的とする会計行動をとるとい仮説と一致する結果である。

しかし、その一方で、当初設定された仮説とは逆に、インサイダーの持ち株割合とアンダープライシングの間には正の相関関係がみられ、結果的に利益を大きく見せる会計行動は公開価格の最大化にはつながっていないことを示唆する結果が得られた。この結果は経済的実態は同一であるにもかかわらず、利益を大きく見せるという、表面的な行動が公開価格の設定においては、かえってプライシングの不確実性を増大する要因としてとらえられていることを示唆している。これまでの IPO 企業の利益調整行動を対象とした研究では、利益を大きく見せる会計行動は公開価格の引き上げにつながるという暗黙の前提ですめられてきたことを考えると、非常に興味深い結果であるといえる。

このうち、一部の成果として、株式公開前数期間における業績推移および利益調整行動と公開価格の関係に関する分析については雑誌論文として公表することができた。

また、IPO 研究の最大のテーマとなっているアンダープライシング（初期収益率）についても新たに分析対象に加え、所有構造、利益調整行動との関係についても新たに仮説を構築し、記述統計料や単変量分析など予備的な分析を行った。

さらに、これらの分析結果をもとに本課題最終年度では、具体的な成果として論文（ワーキングペーパー）2本の執筆を行うことができた。また執筆したワーキングペーパーをさらに頑健なものとするために、国際的に活躍する研究者が出席する国際会議やセミナーで英語による口頭発表を合計3回行った。具体的には、2008年7月に横浜で開催された Asian Financial Association-Nippon Financial Association 2008 International Conference、同9月に開催された SKKU Business school（韓国）でのセミナー、同11月に開催されたパリで開催された The 20th Asian-Pacific Conference on International Accounting Issue において発表し、新たな視点から貴重なコメントや質問を受けることができた。これらのコメントをもとに再度、論文の構成から見直しを行い、上場企業の子会社の株式公開がサンプルの相当多くを占めるという、日本の IPO に特有の所有構造がアノマリーにも影響を与えているという可能性について、より焦点をしばって論文を完成させるという方向性を明確にすることができた。そうした方向性のもとで、さらに株式公開前の詳細な株主データを追加し、さらに論文の完成度を高め、投稿準備に入ることができた。また、このうち1つのワーキングペーパーについて、2009年7月にオーストラリアで開催される Asian Financial Association Conference において、査読により発表が採択された。

5. 主な発表論文等

（研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線）

〔雑誌論文〕（計 2 件）

- ① Nagata, K. and T. Hachiya, Earnings Management and the Pricing of Initial Public Offerings, Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies 10, 541-559, 2007, 査読有
- ② 永田京子、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 45 巻、57-67、2007 年、査読無

〔学会発表〕（計 5 件）

- ① Nagata, K., T. Hachiya, and S. G. Rhee. 2008. Inside Blockholdings and Earnings Management in Initial Public Offerings, The 20th Asian-Pacific Conference on International Accounting Issues, November 10, 2008, Paris, France.
- ② Guan, L., D. He, K. Nagata, S. G. Rhee, Earnings Management and the Performance of Seasoned Equity Offerings: Evidence from Japanese Issuers, Asian Financial Association-Nippon Financial Association 2008 International Conferences. July 8, 2008, Kanagawa, Japan.
- ③ Nagata K., T. Hachiya, Competing Motives for Earnings Management in Initial Public Offerings, The 18th Asian-Pacific Conference on International Accounting Issues. October 16, 2006, Hawaii, USA.
- ④ Nagata K., T. Hachiya, Competing Motives for Earnings Management in Initial Public Offerings, The 7th Annual Conference of the Asian Academic Accounting Association. September 19, 2006, Sydney, Australia.
- ⑤ 永田京子、新規株式公開企業の利益調整行動、第 65 回日本会計研究学会、2006 年 9 月 8 日、東京、日本。

〔図書〕(計 3 件)

- ① 永田京子、中央経済社、無形資産会計の国際的動向-アメリカ、伊藤邦雄編著「無形資産の会計」2006年、59-71。
- ② 永田京子、中央経済社、無形資産会計の国際的動向-国際会計基準-、伊藤邦雄編著「無形資産の会計」2006年、112-120。
- ③ 永田京子、中央経済社、無形資産会計をめぐる制度上の個別論点-無形資産と「不確実性」、伊藤邦雄編著「無形資産の会計」2006年、237-250。

〔その他〕海外大学でのセミナー発表

- ① Nagata K., T. Hachiya, Competing Motives for Earnings Management in Initial Public Offerings, University of Hawaii, October 20, 2006.
- ② Nagata, K., T. Hachiya, and S. G. Rhee. 2008. Inside Blockholdings and Earnings Management in Initial Public Offerings, SKKU Business School, Seoul, Republic of Korea.

6. 研究組織

(1) 研究代表者

永田 京子 (NAGATA KYOKO)
東京工業大学・大学院社会理工学研究科・准教授
研究者番号：10345366

(2) 研究分担者

なし

(3) 連携研究者

なし