

科学研究費助成事業（科学研究費補助金）研究成果報告書

平成 25 年 4 月 23 日現在

機関番号：14401

研究種目：基盤研究(C)

研究期間：2010 年度～2012 年度

課題番号：22530478

研究課題名（和文）新規株式公開をめぐる会計操作の動機と株式市場の反応に関する総合的研究

研究課題名（英文）Earnings Management and Stock Price Behavior around IPOs

研究代表者

山本 達司 (YAMAMOTO TATSUSHI)

大阪大学・大学院経済学研究科・教授

研究者番号：80191419

研究成果の概要（和文）：

市場は、IPO 直後には一時的に裁量的アクルーアルに誤導されるが、それは持続しない。長期的に市場が評価するのは、経営者による株式の継続保有である。投資家センチメントが大きい場合、IPO 株のアンダープライシングが大きくなる。しかし、都市部の IPO 企業は、都市部でない IPO 企業と比べてアンダープライシングの程度は小さい。

日本のベンチャーキャピタリストは、アメリカのように投資先企業を急成長させるような投資も、強い経営チームの組成も行っていない。

研究成果の概要（英文）：

Stock markets are temporarily misled by discretionary accruals at IPO, but are not in the long term. Markets value how many stocks managers hold after IPO. The more sentimental investors are, the larger under-pricings are. However under-pricings are not so large in IPO firms which are located in a city.

Venture capitals in Japan neither make an investment by which an IPO firm can grow rapidly nor contribute to organize a strong manager team in an IPO firm.

交付決定額

(金額単位：円)

	直接経費	間接経費	合計
2010 年度	1,400,000	420,000	1,820,000
2011 年度	1,000,000	300,000	1,300,000
2012 年度	700,000	210,000	910,000
年度			
年度			
総計	3,100,000	930,000	4,030,000

研究分野：社会科学

科研費の分科・細目：経営学

キーワード：会計学

1. 研究開始当初の背景

(1) IPO は、企業が短期間に多額の資金調達を行うための重要な手段である。そして、近年、ジャスダック、マザーズ、ヘラクレスなどの新興市場が設立され、成長性のある新しい企業に資金調達の機会が提供されている。そして実際にこれらの市場では、ベンチ

ャー企業をはじめとする様々な企業が、株式の新規公開を行っている。日経マーケティング・メディアの統計によると、1992 年から 2008 年までに、日本において 2450 件の IPO が行われ、その件数は近年、増加傾向にある。

(2) しかし、ここ10数年のIPOを観察していると、IPO後の数年以内に、倒産や上場廃止に追い込まれる企業も少なくない。そして、この件数は増加傾向にある。そもそもIPOを行おうとする企業の経営者は、その企業の大株主であるケースが多い。そして経営者は、IPO後に自分の持株を株式市場において高値で売却しようとするインセンティブを持っている。このような状況において、IPO後の数年以内に、IPO企業の倒産や上場廃止が多発することは、IPO前後の期間において、次の2つの会計操作の可能性を示唆している。

- ① 新規株式公開の上場基準を満たすために、IPO前に経営者が行った会計操作
- ② IPO後に持株を高値で売却するために、IPO後に経営者が行った会計操作

(3) 上記のように、IPOを行った企業がIPO後まもなく倒産、上場廃止となるケースが多発すれば、証券市場の信頼は大きく損なわれ、株式市場の不活性化が懸念されるとともに、日本企業（とりわけ、今後の日本経済の発展に大きく貢献する可能性のあるベンチャー企業）の資金調達が困難になると考えられる。

(4) このような事態を避けるためにも、IPO前後における経営者の会計操作行動を説明する理論の構築とその検証は不可欠である。それとともに「株式市場が経営者の会計操作に誤導されているか、それとも株式市場は企業のファンダメンタルズを正しく評価しているのか」という問題について、実証分析を行うことは、極めて重要である。そして、もし短期間ではあれ株式市場が経営者の会計操作に誤導されているのなら、「どのようなコーポレート・ガバナンス・システムが、経営者の会計操作行動を抑止するのか」という問題について解答を提供することは、健全な証券市場を育成し、今後の日本経済の発展に大きく貢献する可能性のある企業に資金調達の機会を提供するという観点から、社会的にも非常に重要であると考えられる。

2. 研究の目的

本研究では、以下の問題について理論モデルを構築するとともに、日本企業のデータを用いて実証分析により検証した。

- (1) 新規株式公開（IPO）前後において、経営者による利益操作が行われているか否か。
- (2) もし利益操作が行われているのなら、それがIPOを行った企業の株価にどのような影響を与えるのか。
- (3) IPO前後の利益操作行動と企業のコーポレート・ガバナンスとの間には、ど

のような関係があるのか。

3. 研究の方法

(1) 本研究において取り組む課題は、会計学とファイナンスの分野にまたがっており、その分析手法は理論モデルの構築と実証分析である。そのため、会計学、ファイナンスそれぞれにおいて、理論、実証を担当する4人の研究者による共同研究を行った。

(2) 本研究の準備的な作業として、IPOに関する文献研究と、実証研究のためのIPOデータベースの作成を行った。そして、IPOをめぐる利益操作とそれに対する株価反応について実証分析を行った。

(3) そして、この実証研究の結果を基盤として、企業のガバナンス構造とIPOをめぐる利益操作行動について、理論・実証両面の研究を行った。

4. 研究成果

(1) 店頭市場の入札方式下のIPO企業を対象に、新規店頭公開時の投資家センチメント（応札倍率、価格乖離率）が、価格形成に与える影響を検証した。投資家センチメントが大きい場合、IPO株のアンダープライシングが大きくなることが明らかになった。しかしながら、投資家センチメントが公開後の株価パフォーマンス、ボラティリティに与える影響は限定的である。また、①アンダープライシングが大きい銘柄であるほど応募過多が起る。②応札倍率が大きいほど、公開後の所有構造が分散している。③アンダープライシングが大きくなるほど、公開後の所有構造が分散されている、④公開後の所有構造の分散化が公開後の流動性に影響することが明らかになった。

(2) アカデミックIPO企業を対象に、ベンチャーキャピタルの役割（ハンズオン投資、とりわけVCによる役員派遣）を検討した。アカデミックベンチャーにおいて、VCによる役員派遣は頻繁に行われている。VCのハンズオン投資としての役割は大きいものの、情報通信と医療・バイオという業種の違いによって求められるものは異なる。また、ベンチャーキャピタリストの特徴である①コーチ役としての能力、②専門経営者の採用を含む強い経営チームの組成という2つの論点を、日本の事例を検討することによって、その違いを明らかにした。日本のベンチャーキャピタリストは、コーチ役としての役割を果たしているものの、アメリカのように投資先企業を急成長させるようなハンズオン投資を実践してきたとは評価しにくい。また、強い経営チームの組成という観点でも、ベンチャーキャ

ピタリストが主導的な役割を果たしてきたわけではない。

(3) 金融商品取引法では、IPO 企業の経営者による株式売却禁止期間が定められている。本研究では、IPO 後の最初の決算期が、その期間内か否かに着目した。結論は、次のとおりである。IPO 後の最初の決算期がその期間内にある企業については、企業年齢と監査法人の規模が裁量的アクルーアルを抑制し、そうでない企業については、これらの要因に関係なく、裁量的アクルーアルが計上される。市場は、IPO 直後には一時的に裁量的アクルーアルに誤導されるが、それは持続しない。長期的に市場が評価するのは、経営者が IPO 後も株式を継続保有しようとする態度である。これらの貢献は、次の 2 点である。第一に、日本ではじめて、日本の全株式市場を対象にして、会計操作とそれに対する株式市場の反応について、総合的な検証を行った研究である。第二に、金融商品取引法による経営者の株式売却禁止期間に注目した最初の研究であり、IPO 直後の決算期がこの期間にあるか否かによって、IPO 企業の利益操作、それに対する市場の反応が大きく異なることを発見した。これは、法制度の効果の検証という観点から、重要な貢献である。

(4) ①IPO 企業のコーポレート・ガバナンスについては、大学の研究者が役員に就任している要因とは何か、研究者が役員に就任することによって、業績パフォーマンスにどのような影響があるのかを検証した。大学研究者という名声から一定の保証効果が認められるが、モニタリング効果は限定的であることを明らかにした。②IPO 企業の価格形成については、IPO 企業の所在地に着目することによって、情報の非対称性モデルの再検討と行動ファイナンスの知見を応用し、IPO 企業の価格形成を検証した。不況期において、投資家が情報にアクセスしやすい東京都であれば安心感を受けることから、より人気化する傾向があることが明らかになった。情報に対する投資家の捉え方の違いが、IPO 企業の価格形成にいかにか影響するのかを検討するうえで、興味深い結果を得ている。

(5) 初値が公開価格を上回るアンダープライシング現象は、国際的かつ永続的に生じている。主要なモデルとして情報の非対称性モデル（逆選択モデル、情報顕示モデル、プリンシパル・エージェントモデル、シグナリングモデル）がある。これらのモデルは、投資家、発行企業、主幹事証券会社という三者間での情報の非対称性を検討しており、部分的にアンダープライシング現象を説明している。近年、行動ファイナンスなどの情報の非

対称性モデル以外のモデルも検討され始めている。しかし、上記の情報の非対称性モデルでは、発行企業、アンダーライターのなかでの情報優位者と劣位者の違いは検討されていない。そこで本研究では、発行企業の所在地に着目することによって、情報優位者と劣位者の違いを検証した。

都市部にある IPO 企業は情報優位者であり、そうでない IPO 企業は情報劣位者であると判断できる。そうであれば、より適切な価格形成が実現されるのは、都市部の IPO 企業ということになる。しかし、楽観的な投資家が多い都市部の IPO 企業であれば、アンダープライシングの程度が大きくなることが考えられる。また、IPO 市場の好不況によって楽観的な投資家の数も異なることが考えられる。そのため、好不況期が含まれる 2006-2010 年を分析対象とし、上記の仮説を検証した。

分析結果は、①都市部の IPO 企業は、都市部でない IPO 企業と比べてアンダープライシングの程度が大きくなり、②好況期でも同様の傾向が示された。分析結果より、不況期では、投資家は情報にアクセスしやすい東京都であれば安心感を受けることからより人気化する傾向があるものと考えられる。日本の IPO 市場では、個人投資家が約 8 割を占めており、ローカルバイアスが好況期ではなく不況期にこそ強まるものと考えられる。

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 11 件）

- ①木村史彦、山本達司、倒産企業の資金調達と会計操作、現代ディスクロージャー研究、査読無、第 11 号、2013、印刷中
- ②山本達司、加藤英明、新規株式公開をめぐる会計操作と株式市場の反応、Discussion Papers in Economics and Business, Graduate School of Economics and Osaka School of Public Policy, Osaka University、査読無、12-12、2012、1-25
- ③Takahashi, Y.、IPO Pricing and Firm Location: Evidence from Japan、Proceedings of 2012 International Conference on Business and Information (Published in CD-ROM)、査読有、volume 9、2012、CD-ROM
- ④高橋陽二、IPO 企業の価格形成と地域性、証券経済学会年報、査読無、第 47 号、2012、151-156
- ⑤朴恩芝、中條良美、張鳳元、環境会計情報の企業価値関連性について、香川大学経済論叢、査読無、83 卷 4 号、2011、229-242
- ⑥山本達司、加藤英明、新規株式公開をめぐる会計操作と株式市場の反応、行動経済学、

査読無、Vol. 4、2011、101-104

- ⑦加藤英明、鈴木健嗣、再考日本における公募増資時のアナウンスメントリターン、神戸大学経営学研究科ディスカッション・ペーパー、査読無、2011・42、2011、1-40
- ⑧中條良美、奥田真也、残余利益モデルによる過剰分散制約の検証、阪南論集・社会科学編、査読有、47巻1号、2011、1-10
- ⑨高橋陽二、山田和郎、新規店頭公開時の投資家センチメントと価格形成、証券経済学会年報、査読無、46、2011、200-205
- ⑩奥田啓司、山田和郎、高橋陽二、新規店頭公開時の投資家需要と所有構造の分散化、証券経済学会年報、査読無、第45号、2010、249-254
- ⑪Yamada, K and Y. Takahashi、Effects of Investor Sentiment on IPO Pricing: Evidence from the Japanese Auction Method、The 6th International Conference on Asian Financial Markets (Published in CD-ROM)、査読有、2010号、2010、CD-ROM

[学会発表] (計11件)

- ① Yamasaki, Y. and H. Kato、Managerial Overconfidence: Evidence from Japanese CEOs、Midwest Finance Association Annual Meeting、2013年3月14日、Chicago
- ② Park, E. and Y. Chujo、The Determinants of Environmental Investments by Japanese Firm、韓国会計学会、2012年6月21日、韓国江原道
- ③ 山崎尚志、加藤英明、Managerial Overconfidence: Evidence from Japanese CEOs、日本ファイナンス学会第20回大会、2012年5月27日、一橋大学
- ④ 鈴木健嗣、加藤英明、需要曲線右下がり自社株買い、日本ファイナンス学会第20回大会、2012年5月26日、一橋大学
- ⑤ 山本達司、加藤英明、新規株式公開をめぐる会計操作と株式市場の反応、行動経済学会、2011年12月11日、関西学院大学
- ⑥ 高橋陽二、IPO企業の価格形成と地域性、証券経済学会第76回全国大会、2011年11月26日、京都産業大学
- ⑦ 高橋陽二、大学研究者が役員に就任する要因とその影響、企業家研究フォーラム第9回年次大会、2011年7月17日、大阪大学中之島センター
- ⑧ Yamamoto, T.、Relationship between Accounting Manipulation around IPO and Market Reaction、The Japanese Accounting Workshop、2011年5月28日、Kobe University
- ⑨ Takahashi, Y.、Effects of Investor Sentiment on IPO Pricing: Evidence from the Japanese Auction Method、The 6th International Conference on Asian

Financial Markets、2010年12月12日、ACROS Fukuoka

- ⑩加藤英明、Anomalies、行動経済学会、2010年12月4日、上智大学
- ⑪高橋陽二、日本のアカデミックベンチャー創出・成長におけるベンチャーキャピタルの役割、企業家研究フォーラム第8回年次大会、2010年7月18日、大阪大学中之島センター

[図書] (計1件)

- ①加藤英明、岡田克彦、講談社、人生に失敗する18の錯覚、2010、220

6. 研究組織

(1) 研究代表者

山本 達司 (YAMAMOTO TATSUSHI)
大阪大学・大学院経済学研究科・教授
研究者番号：80191419

(2) 研究分担者

加藤 英明 (KATO HODEAKI)
名古屋大学・大学院経済学研究科・教授
研究者番号：80177435

中條 良美 (CHUJO YOSHIMI)
阪南大学・経営情報学部・准教授
研究者番号：00387383

高橋 陽二 (TAKAHASHI YOJI)
岐阜聖徳学園大学・経済情報学部・准教授
研究者番号：20566533