

日本における利益調整行動と IPO の失敗リスク

孫乃立(江蘇師範大学)

利益調整とは、経営者が一定の意図を持って、報告利益の調整を目的とした合法的な裁量行動である。経営者が利益調整する動機は数多くあるが、新規株式公開(IPO)はそのひとつである。株式を新規公開する際に、IPO 前の株主である企業の経営者と IPO 後の外部の投資家の間に、大きな情報の非対称性が存在している。外部の投資家は利用可能な情報の質と量が限られていて、真の企業価値を観測することができない。そのため、企業の経営者は企業の価値を操作する機会を持っている。経営者は創業者利益を得るため、または新しい投資家を引きつけるために、公開価格とその後の株価を高く維持する動機があり、IPO 前後で利益調整を行う可能性が高い。しかし、株式パフォーマンスの低下を引き起こすようなことは常に利益調整の後に発生するとよく観察される。さらに、アメリカ市場では、IPO 前後において、利益調整行動は IPO 企業の上場廃止を招くと報告されている。企業の上場廃止はマーケットにとっては大きな出来事であり、投資家や関連企業などに莫大な損失を与える。

日本においては、利益調整行動の有無や利益調整と株式のパフォーマンスを目的とする研究が多く存在しているが、筆者の知る限り、IPO 企業の利益調整が企業の失敗、所謂上場廃止になる危険性に繋がるかについてはまだ検証されていない。従って、本研究は日本の IPO 企業を対象とし、IPO 前後の会計的裁量行動と実体的裁量行動の有無の検証結果を踏まえて、2 つの裁量的行動が IPO の失敗リスク及び IPO 生存確率へどのように影響を及ぼしているかを分析する。

本研究は 2003 年から 2012 年まで日本市場における IPO 企業 593 社をサンプルとし、Alhadab et al. (2015)のアプローチに基づいて会計的裁量行動と実体的裁量行動を測り、回帰分析と Kaplan・マイヤー(Kaplan-Meier)生存分析を行い、以下の結果を導いている。

第一に、日本においては、継続している IPO 企業と既に上場廃止した IPO 企業の経営者は両方とも IPO 当期に会計的裁量行動を行う傾向があるが、上場廃止した企業の方が会計的裁量行動の程度が高い。また、実体的裁量行動について、全体的に見ると IPO 企業は、IPO 前後に実体的裁量行動が行われていないが、継続している IPO 企業と既に上場廃止した IPO 企業に分けてみると、継続している IPO 企業は実体的裁量行動を行わないものの、上場廃止した IPO 企業は実体的裁量行動を行う傾向がある。

第二に、会計的裁量行動と実体的裁量行動を行うと、企業は IPO 後の一定の期間に失敗するリスクが高くなる。

第三に、会計的裁量行動と実体的裁量行動を行うと、企業は IPO 後の生存確率が低くな

る。

本研究の結果は、次のような意義があると考えられる。一つ目は、国際比較の視点から、欧米市場と類似し、日本においても、IPO 企業の利益調整は企業の失敗に招くことが明らかにした。二つ目は、投資家の視点から、利益調整を行う IPO 企業への投資は将来により大きな損失を招く可能性が高いことを明らかにした。三つ目は、IPO 企業の利益調整は将来の失敗に繋がるのが分かり、法制度と GAAP の改善に向けた証拠を提供した。