

T M & A R G

Discussion Paper No. 133

日本版不動産投資信託における配当ベースの利益マネジメント

Dividend-based earnings management: Empirical evidence on J-REIT

木村史彦

2018年6月

TOHOKU MANAGEMENT & ACCOUNTING RESEARCH GROUP

Discussion Paper

GRADUATE SCHOOL OF ECONOMICS AND
MANAGEMENT TOHOKU UNIVERSITY
27-1 KAWAUCHI, AOBA-KU, SENDAI,
980-8576 JAPAN

日本版不動産投資信託における配当ベースの利益マネジメント

Dividend-based earnings management: Empirical evidence on J-REIT

木村史彦*

要旨

2000年11月に投資信託及び投資法人に関する法律が改正され、不動産投資信託 (REIT) の組成が可能となった。2001年3月に東京証券取引所に不動産投資信託市場が開設され、同年9月には2つの法人 (日本ビルファンド投資法人・ジャパンリアルエステイト投資法人) が上場した。その後、REIT市場は様々な政策的な支援を受けつつ成長を続け、2017年12月末時点で59の銘柄が上場、時価総額は11.6兆円となっている。日本版不動産投資信託 (J-REIT) は事業活動 (不動産賃貸事業) を行い、そこから得た収益を出資者に分配する点、証券取引所に上場するクロズド・エンド型の金融商品として金融商品取引法や証券取引所の規制が適用される点、そしてガバナンス構造の点で上場会社と変わらない。一方で、外部委託型スキームが適用されている点 (スポンサー企業の存在) ならびに租税特別措置法により一定の条件の下で、法人税の課税が事実上免除される点で株式会社と異なる。ここで、後者の免除措置を得るためには配当可能利益の90%以上を分配する等の導管性要件を満たす必要があるが、その結果、J-REITでは利益と分配金 (配当) の連動性が高くなり、増益が増配 (減益が減配) につながる構造的な特徴を有することとなる。本稿の目的は、こうしたJ-REITの特徴をふまえ、J-REITにおける分配金 (配当) を動機とした利益マネジメントの存在と、それに影響を及ぼす要因を解明することにある。

2001年から2017年までを分析期間とする検証の結果、会計的利益マネジメントを通じた減益 (減配) 回避行動がとられる傾向にあること、そうした減益回避行動が金融機関、企業、外国人投資家による所有割合が高い、投資法人債による資金調達へのウェイトが大きい場合に促進される一方で、法人規模、投資機会集合が大きい場合には抑制されることが示唆された。また、実体的利益マネジメントを通じた減益 (減配) 回避行動は観察されなかったが、一部の実体的利益マネジメントに対して投資主や債権者が影響を及ぼしていることが見出された。

キーワード

日本版不動産投資信託 (J-REIT)、利益マネジメント、分配金、導管性要件、会計的利益マネジメント、実体的利益マネジメント

* 東北大学大学院経済学研究科 (fkimura@tohoku.ac.jp)

〒980-8577 仙台市青葉区片平2-1-1 東北大学会計大学院

本稿は未定稿のため、筆者の了解無しに引用することを差し控えられるたい。

1 はじめに

不動産投資信託 (Real Estate Investment Trust; REIT) は、不動産および不動産信託受益を主たる投資対象として投資家から集めた資金を運用し、その賃貸収入や売買益を投資家に分配する金融商品であり、日本の国内法に則った REIT は J-REIT と呼称されている (以下、本稿でも J-REIT と表記する)。J-REIT には上場 REIT と非上場の私募 REIT があるが、本稿では前者のみを分析対象とする¹。

REIT は 1960 年に米国で誕生し、その後世界各地に広がりを見せている²。日本では 2000 年 11 月に投資信託及び投資法人に関する法律 (以下、投信法) が改正され、投資信託・法人の運用対象資産が改正前の「主として有価証券」から「主として有価証券、不動産その他の資産で投資を容易にすることが必要であるものとして政令で定めるもの (特定資産)」に拡大されたことから (投信法 2 条 1 項)、J-REIT の組成が可能となった。さらに、2001 年 3 月に東京証券取引所に不動産投資信託市場が開設され、同年 9 月には 2 つの J-REIT (日本ビルファンド投資法人・ジャパンリアルエステイト投資法人) が上場した。その後、サブプライムローンショックに伴う市場の混乱で低迷する時期もあったが、海外不動産投資の解禁 (2008 年 5 月)、不動産安定化ファンドの設立 (2009 年 1 月)、日本銀行による資産買取の基金の創設、その後の買取金額の拡大 (2010 年 10 月; 2014 年 10 月)、といった政策的な支援を受けつつ成長を続け、2017 年 12 月末時点で 59 の銘柄が上場し、時価総額は 11.6 兆円となっている (米国に次いで世界第 2 位)。

J-REIT の制度的な特徴を新家等 (2017) に従い簡潔に言及する。J-REIT は事業活動 (不動産賃貸事業) を行い、そこから得た収益を出資者に分配する点では株式会社 (不動産賃貸会社) と変わらない。また証券取引所に上場するクローズド・エンド型の金融商品として、通常の上場会社 (株式) と同様に金融商品取引法や証券取引所の規制が適用される (その結果、財務報告、財務諸表監査は上場会社とほぼ同様の枠組みで実施される)。J-REIT は会社法ではなく投信法の規制を受ける点は相違するが、現在までに設立された全ての J-REIT では、会社型と呼ばれる形態が採用されており³、信託内の機関が株式会社と類似している⁴。

一方で株式会社と異なる点もある。一つは外部委託型スキームが採用されている点である。投信法の下、J-REIT は資産保有・運用のための器 (ビークル) としての機能を果たすことが徹底されており、その目的を阻害しないよう資産運用以外の業務や使用人 (従業員) の雇用が禁じられ (投信法 63 条 1 項および 2 項)、さらに資産運用、一般事務、資産管理といった各種業務を外部へ委託することが義務づけられている (投信法 198 条、117 条、208 条 1 項)。こうした外部業務は、資産運用会社、一般事務受託者、資産管理会社、プロパティマネジャーによって実施されるが、それらを統括するスポンサー企業が存在する。スポンサー企業は J-REIT の立ち上げや証券取

¹ 上場 REIT のみを J-REIT と呼称するケースも多い。

² 本段落で示した経緯は、日本取引所グループが発行している REIT レポート (<http://www.jpx.co.jp/equities/products/reits/reports/index.html>) に基づく (2018 年 5 月閲覧)。

³ 他に契約型と呼ばれるスキームがある。詳細は新家等 (2017, 第 1 章) を参照のこと。

⁴ J-REIT では、株主に対し投資主、株主総会に対し投資主総会 (投信法 89 条)、役員に対し執行役員 (投信法 109 条)、取締役会に対し執行役員会 (109 条)、社外取締役に対し監督役員 (投信法 11 条 1 項) および会計監査人 (投信法 115 条の 2) と呼称されるが、ほぼ同様の機関となる。ただし、監査役 (あるいは監査委員会) に相当する機関は存在しないが、監督役員が一部その役割を担っている。

引所への上場、そして多くの場合、上場後も大口投資主として法人運営における主導的役割を担う⁵。

もう一つは、租税特別措置法により一定の条件の下で法人税の課税が事実上免除される点にある。J-REITに対しては配当可能利益の90%以上を分配する等の「導管性要件 (conduit requirements)」を満たすことで分配金（株式会社における配当金）を損金算入することが認められる政策的な優遇措置が手当てされており（租税特別措置法 67 条の 15）⁶、投資法人段階での課税に加えて投資家段階で課税される二重課税の回避が可能となる⁷。こうした措置の下、投資家にとって J-REIT は、株式よりも安定的な分配金が期待できかつ分配金利回りが高い投資対象になると指摘されている^{8 9}。

ここまでの議論をふまえると、J-REIT は利益マネジメント (earnings management, 以下 EM) 研究、とりわけ配当を動機とした EM (dividend-based earnings management) の観点から極めて興味深い分析対象である。一般事業会社を分析対象とした研究において（例えば Kasanen et al., 1996; 岡部, 1996）、経営者は安定配当を維持するために利益を操作することが示されてきたが、そこでは、利益と配当の制度的な連動性が高いこと、投資家が安定的な配当を選好し、そのことを経営者も重視することが前提となっている。しかし日本では、2006 年に制定された会社法で分配可能額の制度が設けられるようになり、配当と利益の法律上の結びつきが低下した¹⁰。また、2003 年の商法改正で自己株式の取得が認められており、株主への利益の還元策は多様化している。さらに一般事業会社では、配当以外にも EM に係る重要な動機が数多く存在する。これに対し J-REIT では、制度上の制約から配当性向がほぼ 100% であり、加えて法人税の支払いが実質的にないことから、EM が分配金（配当）額に対して直接的な影響を及ぼす（すなわち、増益は増配に、減益は減配につながる）。また、J-REIT の投資主は分配金を重視するケースが多く、経営者としてはその水準の設定に慎重にならざるを得ない。さらに、内部留保を通じた自己資金の確保が困難な下で、事業に必要な資金を確保することが経営上の重要な課題となる。すなわち、J-REIT の経営者は利益水準と分配水準が同時に決定する状況下で、投資に必要な資金の確保と投資主の分配志向に同時に対応していく必要があるといえる。本稿ではこうした J-REIT の特徴に基づき、J-REIT における配当を動機とした利益マネジメントの存在と、それに影響を及ぼす要因を解明することを目的とする。

本稿の貢献は以下の点にある。第一に、J-REIT の EM に注目する点にある。J-REIT は日本銀行の公開市場操作における買入銘柄であり、さらには年金積立金管理運用独立行政法人 (GPIF) の

⁵ J-REIT の役員はスポンサー企業出身者が就任するケースが多い。こうした構造から、スポンサー企業と J-REIT、スポンサー企業と J-REIT の利害関係者（投資主、債権者等）との間で利害対立が生じる懸念がある。こうした問題は児島 (2016) および永田 (2016) で議論されている。

⁶ 他にも投資法人要件、事業年度要件と呼ばれるものがある。詳細は、新家等 (2017) 参照。

⁷ 森島・小林 (2004) は、こうした点をふまえ、J-REIT を「法人税実質免除という特典を付与された、配当性向 100% の不動産賃貸専門会社の株式」ととらえている。

⁸ 例えば、日本取引所グループは、J-REIT を「安定した分配金、相対的に高い利回り」が得られる金融商品として紹介している（日本取引所グループのサイト (<http://www.jpx.co.jp/equities/products/reits/outline/index.html>) を参照 [2018 年 5 月閲覧])。

⁹ ただし J-REIT 市場について、金 (2015) は 2003 年から 2015 年までのリスク・リターン属性を分析し、J-REIT の市場が株式・債券・不動産市場よりもハイリスク・ハイリターンであることを示している。

¹⁰ Kasanen et al. (1996) が分析対象としたフィンランドにおいても、IFRS の適用に伴い、利益と配当の連動性は低下している。

投資対象となっているなど公益性が高まっている。利益が歪められ、それによって過度な資金流出あるいは過小な分配が生じているならば看過できない問題である。第二に、EM 研究の展開の可能性である。日本における EM 研究の分析対象は、ほとんどの場合上場している一般事業会社（金融業を除く上場会社）であり、それ以外の企業・組織を取り上げた研究は僅少である¹¹。しかし、EM が会計の契約支援機能および情報提供機能に関わって発現するものと位置づけるのであれば、様々な経済主体を対象とした分析が求められることはいうまでもない。

以下、第 2 節で J-REIT の EM 研究を中心にレビューするとともに、仮説を導出する。第 3 節でリサーチデザイン、第 4 節で検証結果、第 5 節で頑健性検証の結果を示す。そして、最後に第 6 節で結論と今後の課題を述べる。

2 仮説の導出

2.1. 先行研究のサーベイ

米国の REIT（以下、US-REIT）は 1960 年に成立したことから、関連するデータの蓄積が進んでおり、経営、会計、ファイナンス領域で多くの US-REIT に関する研究が報告されている¹²。J-REIT は US-REIT と類似した制度・構造を有していることから、その研究を概観することは有用である。

US-REIT も J-REIT と同様、課税所得の 90% 以上の分配を求める等の導管性要件に直面している。Edelstein et al. (2011) はそうした状況の下、資金的な制約が厳しい US-REIT が、実体的利益マネジメント（Real Earnings Management ; 以下、REM）を通じて利益を削減することで資金を確保するか否かについて分析している。ここで REM としては、Roychowdhury (2006) および Gunny (2010)、で適用された営業収益、営業費用の操作に係る指標とともに、REIT における有力な REM の手段となる資産の売却行動にも注目している。2000 年から 2005 年までの US-REIT、330 corporation-years を対象とする検証の結果、資金的に制約のある REIT において営業収益・支出の操作が実施されること、そして REM の規模は、要求される配当実施のための資金調達の実施可能性に依存していることを示した。

Ambrose and Bian (2010) は投資口価格の変動と EM の相互作用を検証している。彼らは、導管性要件に直面する下で財務スラックを維持するためには、利益を下方に調整する必要がある一方で、こうした EM が投資主の利益を損ねるのであれば、市場・投資主から制限されると考えた。その上で、投資口価格の変動によって生成される情報の量が法人間で異なるならば、価格に織り込まれた固有情報が多い法人ほど、市場のモニタリングや情報機能が強くなり、そうした法人では投資主に悪影響を及ぼすような EM が抑制されると予想している。1999 年から 2006 年までの US-REIT 655 corporation-years について、会計的利益マネジメント（Accrual-Based Earnings Management ; 以下、AEM）と REM の両者に対する固有リターン・ボラティリティ（価格に織り込まれた固有情報の代理変数）の影響が検証され、固有リターン・ボラティリティが大きい（価格に内在する情報が多い）ほど利益減少的な REM が促されることが見出された。

¹¹ 銀行の EM を取り扱った研究として奥田 (2001)、矢瀬 (2008)、梅澤 (2016)、非営利法人（私立大学）の EM を取り扱った黒木 (2015) などがあげられる。

¹² 米国の REIT に関する研究（利益マネジメント研究を含む）を包括的にサーベイした研究として児島 (2015) がある。

一般事業会社を対象とした研究では、ガバナンスが強い企業においては EM が抑制されることが示されているが(包括的なサーベイとしては Ronen and Yaari (2008) 参照), Anglin et al. (2013) は US-REIT のガバナンス構造と EM の関係に焦点を当てた研究である。彼らは、ガバナンスとして取締役会の質(外部取締役の割合, 規模[人数], 開催回数, 任期, 経歴, 取締役の株式所有割合)と監査委員会の質(規模[人数], 開催回数)を取り上げ, EM (AEM, キャッシュ・フローの操作¹³, REM) との関係进行分析している。2004 年から 2008 年の 158 corporation-years を対象とする分析の結果, ガバナンスが強い企業では REM が抑制されることを見出している。さらに, より EM を実施する可能性が高い US-REIT においては, ガバナンスが強いほど AEM, キャッシュ・フローの操作が抑制されることを示唆した。

Adams et al. (2017) は, US-REIT による修正再表示 (restatement) の実態を調査した上で, それ投資口価格に及ぼす影響を検証している。彼らは REIT の分配金性向が高いこと, そして税務上の恩典を得ていることから, REIT 以外の企業よりも透明性が高く, また, モニタリングが強いと想定し, 修正再表示の分析を通じて解明を試みた。2000 年から 2011 年までの 99 の修正再表示のケースを分析した結果, 費用に関連する項目(減価償却, リース費用)が多い傾向にあることを示した。さらに, REIT 以外の修正再表示をした企業についてのみ分析したところ, 修正再表示公表後の累積異常リターンの減少が小さいが, SEC が関与するか, あるいは規制当局の調査を受ける修正再表示であった場合には大きくなることを見出している。

他方, J-REIT に関する研究の蓄積は進んでいるとは言い難い。会計に関する研究(特に実証研究)は僅少であるが, 児島 (2013) は, キャッシュ・フロー情報・会計利益情報と投資口価格の関連性を比較検討し, 一般事業会社と異なり, キャッシュ・フロー情報の優位性が高いことを示している。また永田 (2016) は, スポンサー企業と J-REIT の間の不動産購入取引がスポンサー企業にとって有利なものとなっている可能性があること, さらに, スポンサー企業が J-REIT の EM に影響を及ぼしていることを見出している。

2.2. J-REIT における利益マネジメントの動機

2.2.1. J-REIT における減配回避と利益マネジメント

Healy and Wahlen (1999, p. 368) は, EM を「経営者が企業の基本的な経済業績について利害関係者をミスリード, あるいは報告された会計数値によって決まる契約上の帰結に影響を及ぼすことを目的として, 財務報告の内容を変更するために, 財務報告および取引の構築において判断を行使する際に実施される」と定義している。前節で述べたように, J-REIT の利害関係者は分配金を重視する環境にあり, 分配金が期待水準よりも低い場合には, 利害関係者(投資主, 債権者, 取引先[不動産の購入先], 顧客[不動産の借主])へのネガティブなシグナルとなり, 投資口価格の下落, さらに追加的な資金調達(増資, 借り入れ)や事業活動への支障を生じさせかねない。一方, 導管性要件の下で利益と分配金はほぼ連動することとなり, 適切な水準の分配を実施するにはそれに相当する利益を計上する必要がある。したがって, J-REIT の経営者にとって, 分

¹³ REIT ではキャッシュ・フローとして, 当期純利益に減価償却費を加算し不動産売買損益を加減算した Funds From Operation (FFO) が重視されることをふまえ, Anglin et al. (2013) は FFO を適用している。

配金（すなわち利益）を強く意識せざるを得ない状況の下で、それを最適な水準に導くことがEMの動機になると予想される。ここで、J-REITがいかなる分配水準（利益水準）を目標とするのかについて、先験的に予想することはできないが、各利害関係者が安定的な配金を求める下で減配回避が選好されると想定し、仮説1を設定する。

仮説1 J-REITでは減配回避のために利益マネジメントが実施される

2.2.2. 投資主からの影響

J-REITの利害関係者のうち、投資主は最も配金の水準に敏感な利害関係者であるが、中でも多くの投資口を保有するケースが多い金融機関（主に投資信託）、国内法人（主にスポンサー企業）、そして外国法人・個人（以下、外国法人等）は、J-REITの経営者に対し強い影響力を有すると考えられる。

まず金融機関について、日本証券取引所グループによる上場不動産投資信託証券（REIT）投資主情報調査（2017年12月に結果を公表）によると¹⁴、2017年8月末時点のJ-REITの投資主の所有割合（平均値）の中で最も高いのは金融機関であるが（53.0%）、その内訳では投資信託が最も高い（35.5%）¹⁵。J-REITを組み込んだ投資信託では配金を重視するものが多く¹⁶、こうしたことがJ-REITの安定的な配金重視志向を促進すると予想される。

スポンサー企業は、J-REITの経営に深くコミットしていることから、経営者に対する影響力が強いと予想される。児島（2016）は制度的枠組みと事例を考察した上で、J-REITに対するスポンサー企業の影響は大きく、利益相反を引き起こしている可能性があることを示している。また、Nagano（2016）は、投資口の発行にあたっては、スポンサー企業の影響が大きい（スポンサー企業からの不動産購入が条件となる）ことを見出している。スポンサー企業が安定的な分配を選好するか否かは必ずしも明確ではないが、分配面でのサプライズを忌避すると予想する。

外国法人等は、地理的な問題から経営や不動産の状態に対するモニタリングに限界がある。また、日本証券取引所グループによるJ-REITの投資部門別不動産投資信託証券売買状況によると¹⁷、2017年度における海外投資家の売買高のシェアは56.42%で最も高く、外国法人等は平均的には短期志向な投資家であるといえる。そうした状況の下で、外国法人等の所有割合が大きいJ-REITでは、利益（分配）を安定させ、分配面でのサプライズの回避を志向すると考えられる。以上から、金融機関、国内法人、そして外国法人等の影響力が強いJ-REITでは、安定的な分配が実施される可能性が高いと想定し、仮説2を立てる。

仮説2 J-REITにおける減配回避のための利益マネジメントは、特定の株主の影響が強い場合、より促進される

¹⁴ 日本証券取引所のサイト（<http://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/examination/03.html>）から入手可能（2018年5月閲覧）。

¹⁵ こうした投資信託は、ファンド・オブ・ファンズと呼ばれる。

¹⁶ J-REITを組み込んだ投資信託では毎月の分配を実施するケースが多く、特に配金が重視される。

¹⁷ 日本証券取引所のサイト（<http://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/investor-type/03-01.html>）からダウンロード可能（2018年5月閲覧）。

2.2.3. 債権者からの影響

J-REIT では内部留保が僅少であることから、投資口の発行と負債が重要な資金調達手段となる。ここで、以下の検証で適用する本稿のサンプルの総資産に対する有利子負債の比率の平均値は44.16%であり、資金調達の相当程度を負債に依存しているといえる。債権者は財務状態や業績に強い関心を有する一方、減益（減配）回避は業績ないし財務状態の安定をシグナリングすると考えられることから、仮説3が導かれる¹⁸。

仮説3 J-REITにおける減配回避のための利益マネジメントは、債権者の影響が強い場合、より促進される

2.2.4. その他の要因

EMに関する先行研究では、投資機会集合および企業規模がEMに影響を及ぼすことが見出されてきた(Watts and Zimmerman, 1986; Skinner, 1993)。前者に関し、J-REITの分配構造から、投資機会集合が大きい状況下では利益（分配）を削減することで内部留保を確保する動機が強まり、減配回避のような短期的な利益（分配）調整が実施されにくくなると予想される¹⁹。

後者に関し、法人規模が大きなJ-REITは投資者数が多いケースが多く²⁰、外部からの注目を集めやすい。また、以下の検証で示されるように規模が大きいJ-REITほど金融機関（主に投資信託）の所有割合が高い傾向にあり（表2を参照、相関係数0.460）、その下では、ファンドの投資家からの注目度も高いと想定される。そこで規模が大きいほど、J-REITの経営者は減配というネガティブなシグナルを出すことを回避し、安定的な分配を選好すると予想する。以下の本稿の分析で適用するサンプルの内、データが得られる641法人一年度の5期にわたる分配金の変動係数（＝標準偏差÷平均値）と総資産の自然対数値の間の相関係数を算定すると-0.2733であり、法人規模が大きいほど分配金の変動性が小さい傾向にあることが窺える。以上の議論をふまえ、仮説4と5を置く。

仮説4 J-REITにおける減配回避のための利益マネジメントは、投資機会集合が大きいほど、抑制される

仮説5 J-REITにおける減配回避のための利益マネジメントは、法人規模が大きい場合、より促進される

2.3. J-REITにおける利益マネジメントの方法

J-REITにおける利益マネジメントの方法について検討する。US-REITを対象とした研究では、AEM（会計発生高の操作）とREM（事業活動の変更）が分析の俎上に載せられてきた。

まず、AEMを通じた利益の操作可能性を考える。J-REITでは不動産（有形固定資産）のウエイ

¹⁸ 債権者の影響力が強い場合、法人財産の充実を図るため保守的な利益マネジメントが実施される可能性もある。

¹⁹ J-REITではその事業特性から投資に必要な資金の大部分を外部から調達することが必要となるが、外部からの資金調達は最適な条件で実施できるとは限らないことから、内部留保を維持するために利益を削減するようなEMが実施されるとも考えられる。

²⁰ 2017年5月末時点で、最も小規模なマリモ地方創生投資法人の時価総額が84億円である一方、最も大規模な日本ビルファンド投資法人の時価総額は8,330億円でありJ-REIT間の規模の差は大きい。また、2017年12月末時点の投資主数が最も少ない法人はマリモ地方創生投資法人（5,525人）、最も投資主数が多い法人は野村不動産マスターファンド投資法人である（33,085人）。

トが高いことから、減価償却費の計上額が大きい傾向にある。不動産投資信託及び不動産投資法人に関する規則で²¹、設備については定額法と定率法の選択的適用が認められているが、主要な資産である建物については定額法の採用が求められている（12条第1項）。そのため減価償却方法の選択における裁量の余地は小さいが、取得原価や耐用年数の選択において裁量の余地は大きく、また新規資産取得のタイミングの選択によっても操作が可能である。こうした減価償却費の操作は外部からの実態の把握が困難であり、J-REITにおける重要なEMの手段になると考えられる。他に、運転資本の操作として賃貸料収入・営業（管理）費用の見越しや繰延、さらに資産の売却・除却に係る損益の計上に係る操作も可能である。こうした点からJ-REITの利益マネジメントの方法として、会計発生高の操作を取り上げることは妥当である。

REMに関する嚆矢的な研究であるRoychowdhury (2006) は、REMとして、販売操作、裁量的費用の操作、そして過剰生産（生産量を増やして製品単位あたりの固定費を削減することで、利益をかさ上げする）を取り上げている。J-REITは不動産賃貸業の専業であることから、過剰生産を通じた利益の操作の可能性は低い一方、値引き（賃料引き下げ）を通じた賃貸料収入の操作、および短期的に実施しなくてもよい修繕活動（管理費用）の抑制や前倒しを通じた利益の操作は可能であり、US-REITを対象としたEM研究でも分析対象となっている（Edelstein et al., 2011; Ambrose and Bian, 2010; Anglin et al., 2013）。そこで、これらの手法にかかるREMを分析していく。

3 リサーチデザイン

3.1. サンプルセレクション

分析対象を東京および大阪証券取引所に上場している（いた）全てのJ-REITとし、分析期間は2001年12月から2017年3月までとする²²。多くのJ-REITは半年（6か月）決算であることから、これを標準的な会計期間とし²³、それ以外の決算期間の場合は変則決算としてサンプルから除外する。ただし、異常会計発生高（以下参照）を適用した分析では、決算期で8法人以上のデータが収集可能であることを条件とするため、2005年以降が分析期間となる。また、J-REITは子会社を有さないことから個別財務諸表を用いた分析となる。さらに、J-REITでは多くの合併が実施されてきたが、合併した法人については新設合併のみならず吸収合併のケースでも合併後に新たな法人が成立したものとして取り扱う²⁴。

J-REITでは利益超過分配金の分配が認められているが、これは資本の払い戻しであり、税法上は「みなし譲渡」となる。利益超過分配金の分配を実施したJ-REITは45法人一年度（corporation-year, 以下CY）あったが、こうしたJ-REITでは分配において異なるインセンティブを有する可能性があることからサンプルから除外する。これに関連して、2015年3月31日に「投資法人の計算に

²¹ 不動産投資信託及び不動産投資法人に関する規則およびその細則は投資信託協会が定めており、日本の投資信託に係る自主規制として機能している。

²² J-REITの最初の決算は日本ビルファンド投資法人の2001年12月決算となる。

²³ 2018年1月現在で存続している59の投資法人のうちジャパン・ホテル・リート投資法人のみ12か月決算である（上場廃止を含めたJ-REITを含め19の法人一年度が12か月決算である）。また、本稿では、1月から6月末日までの決算について上半期、7月から12月末日までの決算を下半期決算として取り扱う。

²⁴ A投資法人とB投資法人が合併してA投資法人が存続法人となる場合、旧A投資法人、B投資法人、そして、新A投資法人を各々独立した法人として取り扱う。

関する規則」が改正され、2015年4月1日以後に開始する事業年度からは、利益超過分配金額のうち「一時差異等調整引当額」として計上した金額については、税務上の「配当等の額」とすることが可能となった²⁵。一時差異等調整引当額とは、投資法人が当期の利益を超えて投資主に金銭の分配をする場合に、当該利益超過分配金額のうち「所得超過税会不一致」等の範囲内で当期の利益処分に充当するものであり（投資法人の計算に関する規則2条2項30号）、減損損失や正ののれんなど、J-REITで計上されるケースが多い所得超過税会不一致項目が含まれる。一時差異等調整引当額が計上される場合には、利益と分配の関係が変化する可能性があることからサンプルから除外する。ただし一時差異等調整引当額が計上されているCYは僅少で（8CYのみ）²⁶、他の基準でサンプルから除外されているケースが多く、この基準のみでサンプルから除外されたCYは1件のみである。その他データが得られない法人、分配金性向が90～100%の水準にない法人を除外する結果、767CYでサンプルが構成される。ただし投資主体別所有割合を用いる分析では、当該データの入手上の制約から551CYで構成される。

財務・属性に関するデータは『NEEDS-CD ROM 企業財務データ』、投資口価格のデータは『NEEDS 株価・指標データ』（ともに日本経済新聞社）、J-REITに関する種々の情報（運用資産の概要）は、一般社団法人不動産証券化協会のサイトを参照する²⁷。

3.2. 検証手法

3.2.1. 利益の変化額の分布形の分析

本稿では二つの分析を実施する。一つは、利益の変化額の分布形の分析である。Burgstahler and Dichev (1997) は、米国企業の利益額ならびにその変化額の分布形において、0を境とする分布の不連続を観察しており、これを経営者による損失ないし減益回避によって生じるものであると解釈している。前節で検討したように大部分のJ-REITは分配金性向が100%に近いことから、減配を回避するためには減益を回避する必要がある。その結果、僅かな減益を計上する法人数が僅かな増益の法人数と比べて少なくなりJ-REITの利益変化額の分布形にゼロ付近で不連続が観察されると予想される。

分析にあたり、利益の変化額を前期末の純資産および時価総額で基準化された当期純利益の変化額として算定する（1・2式）。

$$\Delta ROE_{i,t} = NI_{i,t} / BV_{i,t-1} - NI_{i,t-1} / BV_{i,t-2} \quad (1)$$

$$\Delta Yield_{i,t} = NI_{i,t} / MV_{i,t-1} - NI_{i,t-1} / MV_{i,t-2} \quad (2)$$

（ ΔROE : 純資産で基準化した利益の変化額、 $\Delta Yield$: 時価総額で基準化した利益の変化額、 NI : 当期純利益、 BV : 純資産、 MV : 時価総額、 i : 法人、 t : 時点を示す）

利益と分配が近似していることから、前者は簿価ベース、後者は時価ベースの利回りの変化と解することができる。先行研究では、 t 期と $t-1$ 期の間の利益の変化額を $t-2$ 期の純資産・時価総額

²⁵ PwC 税理士法人のWEBサイト（金融部ニュース）（<https://www.pwc.com/jp/ja/knowledge/news/tax-financial-services.html>）の「投資法人の税会不一致に係る2015年度税制改正について」を参照した（2018年5月閲覧）。

²⁶ 合併に伴う負ののれん発生益の計上、あるいは無償減資による欠損填補に伴って計上されることから、合併、業績不振などに陥っており、サンプルから除外されるケースが多い。

²⁷ 一般社団法人不動産証券化協会のサイト（<https://j-reit.jp/>）参照（2018年5月閲覧）。

等で基準化するケースが多いが（例えば、Burgstahler and Dichev, 1997）、本稿では利益がほぼ全額分配に回される状況の下で、投資主にとっての利回りの観点を重視することから、こうした算定方法を用いる。

3.2.2. EM と分配金維持の関係に係る回帰分析

もう一つの検証は、回帰分析を通じた EM と分配金維持（減配回避）の関係の分析である。

利益マネジメントの代理変数

EM の推定にあたっては Edelstein et al. (2011) および Ambrose and Bian (2010) を援用する。AEM の代理変数を、利益と営業活動によるキャッシュ・フロー（以下、営業 CF）の差額である会計発生高 (accounting accruals; AC) の異常部分（異常会計発生高 [abnormal accounting accruals; AAC]）とする。J-REIT で計上される会計発生高の主要な項目は減価償却費、減損損失、資産売却（除却）損益、引当金の増減、運転資本の変化額であるが、他に半期決算であることとその事業特性から、多額の不動産取得に係る未収消費税の増減額²⁸、前受金・前払金の変化額、信託有形固定資産の売却収入も含まれる²⁹。これらの項目は EM と無関連の項目であると推定されることから除外して算定し AC1 とする（頑健性検証では異なる定義で算定した AC2 を適用する）。AAC の推定にあたっては、AC の実際値から推定された正常値を控除する（残差を異常値とする）アプローチを適用する（AC1 に基づくものを AAC1、AC2 に基づくものを AAC2 とする）。正常値を推定するモデルとしては、Dechow et al. (1995) で提案された Jones (1991) のモデルを修正した式 3 を用い³⁰、各年で最小二乗法を通じて係数を推計する（すなわち、J-REIT 全体を一業種として取り扱うクロスセクション分析を実施する）。

$$AC_{i,t} / A_{i,t-1} = \beta_0 + \beta_1 (1 / A_{i,t-1}) + \beta_2 ((\Delta REV_{i,t} - \Delta AR_{i,t}) / A_{i,t-1}) + \beta_3 (PPE_{i,t} / A_{i,t-1}) + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

(A: 総資産, REV: 営業収益, AR: 営業債権, PPE: 償却性有形固定資産, ε : 誤差項, Δ : 前期からの変化額)

REM に関しては式 4 および式 5 を設定した上で、正常な活動によって計上される営業収益および営業費用を推定する³¹。そして、実際の営業収益・費用から推定された正常値を控除することで、実体的裁量を通じて計上された営業収益ならびに営業費用を推定する（以下、異常営業収益 [AREV]、異常営業費用 [ACOGS] とする）。前者は販売活動、後者は主に管理活動の変更による EM によって計上された金額として考えることができる。ここで、ACOGS が利益増加的な EM（費用の抑制）がなされた場合に正值となるように -1 を乗じる。

$$REV_{i,t} / A_{i,t-1} = \beta_0 + \beta_1 (1 / A_{i,t-1}) + \beta_2 (REV_{i,t-1} / A_{i,t-1}) + \beta_3 (\Delta REV_{i,t-1} / A_{i,t-1}) + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

²⁸ 不動産取得において支払う消費税は仕入税額控除の対象となり、還付がある場合には未収消費税勘定が計上され、それがない場合には計上されないことから、運転資本会計発生高（運転資本の変化額）がシステムティックに変化する。

²⁹ 信託有形固定資産の売却に伴う収入（キャッシュ・イン）は、一般事業会社と異なり営業 CF として計上される。

³⁰ Ambrose and Bian (2010) では定数項を含まないモデルとしているが、近年の発生高の推計を適用した研究の傾向をふまえ、定数項を含めたモデルとした。ただし定数項を含まないモデルを適用した場合でも、検証結果は変わらなかった。

³¹ Roychowdhury (2006) では 4 式の被説明変数として営業活動によるキャッシュ・フローを用いているが、Edelstein et al. (2011) および Ambrose and Bian (2010) は REIT の属性をふまえて営業収益を用いている。

$$COGS_{i,t} / A_{i,t-1} = \beta_0 + \beta_1 (1 / A_{i,t-1}) + \beta_2 (REV_{i,t} / A_{i,t-1}) + \beta_3 (\Delta REV_{i,t} / A_{i,t-1}) + \beta_4 (\Delta REV_{i,t-1} / A_{i,t-1}) + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

(COGS: 営業費用)

説明変数の特定化と検証モデル

仮説 1 では J-REIT では減益（減配）回避が選好されると予想した。検証にあたっては、先行研究（例えば、Roychowdhury (2006)）に基づき、少額の増益を計上した法人において減配回避のための EM が実施された可能性が高いと予想する。純資産で基準化した利益の変化額を *NI1*、時価総額で基準化した利益の変化額を *NI2* とし、わずかに増益した *CY* を 1、そうでない *CY* を 0 とするダミー変数を置く (*Suspect_ΔNI1* or *Suspect_ΔNI2*)。僅かな増益の水準としては、0 から 0.0005 (0.05%) の範囲内とする。

仮説 2 の投資主に係る変数として、金融機関の所有割合 (*Fin_OWN*)、事業法人の所有割合 (*Firm_OWN*)、外国法人等の所有割合 (*Foreign_OWN*) を設定する。仮説 3 に係る債権者からの影響に関する変数としては、借入金と投資法人債（一般事業会社における社債）で異なる影響があると考えられることから、各々の期末残高の期末総資産に対する割合を *Loan*, *Bond* とする。仮説 4 について、投資機会集合に関する変数としては時価・簿価比率（期末時価総額 ÷ 期末純資産総額, *MTB*）を、法人規模に係る変数としては総資産の自然対数値 (*Size*) を用いる。仮説 2~4 では、減配回避行動とこれらの影響要因の交互作用を想定することから、各要因の変数とともに、*Suspect_ΔNI* との交差項 (*Interactions*) を導入して、それらの変数の有意性に注目する。

その他のコントロール変数として、年度ダミー（各年の上半期〔1月から6月〕と下半期〔7月から12月〕の決算を各々1会計期間とする）と、J-REIT の投資対象（タイプ）に関するダミー変数 (REIT にかかるコンサルティング会社であるアイビー総研株式会社が定める 8 分類) を含める³²。

以上から検証モデルは式 6 となり、最小二乗法で係数を推計する。被説明変数 (*EM*) は、*AEM*, *REM* に関する変数 (*AAC1*, *AREV*, *ACOGS*) である。ここでは、*EM* の規模に関心を寄せることから絶対値をとる一方、利益増加的行動あるいは減少的行動への影響を析出するために、*EM* の符号別の分析をあわせて実施する。

$$|EM_{i,t}| = \beta_0 + \beta_1 Suspect_ΔNI1\ or\ 2_{i,t} + \beta_2 Fin_OWN_{i,t} + \beta_3 Firm_OWN_{i,t} + \beta_4 Foreign_OWN_{i,t} + \beta_5 Loan_{i,t} + \beta_6 Bond_{i,t} + \beta_7 MTB_{i,t} + \beta_8 Size_{i,t} + Interactions + Year\ Dummies + Type\ Dummies + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

4 検証結果

4.1. 記述統計量

表 1 では記述統計量を示す。J-REIT の概要を把握するために分析で用いない変数についても含めた。本稿では、分配金性向が 90~100% の法人でサンプルを構成していることから、業績指標と分配指標はほぼ一致しており、さらに利益指標 (*ROA*) は最小値でも正 (0.0033) となっている。

³² 事務所主体型、住居主体型、商業施設主体型、ホテル主体型、物流施設主体型、ヘルスケア施設主体型、総合型、複合型の 8 分類である。総合型、複合型は、複数のタイプの投資先を有する J-REIT である。本稿では、この 8 分類を適用するとともに、総合型および複合型については、最も投資先が多い分類に割り当てて（例えば、ホテルが最も多い場合はホテル主体型に分類する）、6 分類とする 2 つの分析を実施したが、両者間で分析結果の大きな差異は観察されなかった。以下の分析では 8 分類を用いる。

また、会計発生高 (AC1・AC2) と減価償却費 (DEP) の平均値は近似しており、平均的には会計発生高の大部分を減価償却費が占めていることがわかる。有利子負債比率 (Debt) の平均値は 0.4416 であり、平均的に負債への依存度が高い水準にある。ここで総資産に対する投資法人債の残高 (Bond) の平均値は 0.0532 であるが、第 1 四分位でも 0.0000 であり、投資法人債を発行していない法人も相当数ある。ただし最大値は 0.2765 であり、相当程度の投資法人債を発行している法人もある。一方、Loan の平均値は 0.3884 であり、多くの法人で借入による資金調達を実施しているとみられる。所有割合につき、金融機関の所有割合 (Fin_OWN) が高い傾向にある一方 (51.11%)、事業法人 (Firm_OWN)、外国法人等 (Foreign_OWN) の所有割合は低い水準にあるが (13.17%; 19.71%)、最大値は高い傾向にあり (71.69%; 48.23%)、一部の法人に対しては強い影響力を有していると想定される。僅かな増益となった法人に関するダミー変数である Suspect_ΔNI1 の平均値は 0.0894、Suspect_ΔNI2 の平均値は 0.0568 であった。

(表 1 を挿入)

表 2 では回帰分析で用いる変数のピアソン積率相関係数を示す。EM 関連指標を見ると、AEM と REM が異なる方向・規模で実施されているといえる。また、借入金比率 (Loan) と投資法人債の残高 (Bond) の間の相関係数は -0.640 であり、借入と投資法人債による資金調達が代替的な関係となっているといえる。さらに、法人規模 (Size) について時価簿価比率 (MTB) の間では比較的強い負の相関係数 (-0.467)、金融機関の所有割合 (Fin_OWN) の間では比較的強い正の相関係数 (0.460) が観察されており、法人規模が大きいほど投資機会集合が相対的に小さいこと、そして、金融機関 (主に投資信託) が大規模 J-REIT を購入する傾向にあると考えられる。

(表 2 を挿入)

4.2. 検証結果

4.2.1 利益の分布形分析の検証結果

図 1 では、純資産ならびに時価総額で基準化した純利益の変化額の分布を示した³³。両者ともゼロを僅かに超える階級の度数 (0 から 0.0005 [0.05%]) が、隣り合う階級よりも顕著に大きくなっている。ここで、Burgstahler and Dichev (1997) で適用された標準化差異を用いた検定を実施する。純資産で基準化した利益のゼロを僅かに超える階級の標準化差異は 3.422、時価総額で基準化した利益のそれは 1.986 となる。標準化差異は分布が滑らかであるという帰無仮説の下で、標準正規分布に従うと予想され、検定のための臨界値は 1.645 (5%水準)、2.326 (1%水準) となる (片側検定)。したがって、純資産で基準化した場合には 1%水準、時価総額で基準化した場合には 5%水準で、ゼロ近隣で利益の変化額の分布が滑らかである (連続的である) とする帰無仮説が棄却される。このことから、減益 (減配) 回避が実施されていると解することができ、分布形分析では仮説 1 が支持されたといえる。ただし、分布に見られる不連続は純資産で基準化した場合の方

³³ -1%から 1%までの CY に限定して分布形を示している。純資産で基準化した場合で 692CY (サンプルの 90.22%)、時価総額で基準化した場合で 662CY (サンプルの 86.31%) がカバーされる。

が顕著である。このことは、投資口価格が下落している場合には分配水準を低下させることを忌避しないケースがあることを示しているとも考えられる。

(図1を挿入)

次に、ゼロを僅かに超える階級に属するCYのEM関連指標の符号を分析する(表は無し)。ここで、利益増加的なEMによって僅かな利益を計上した場合にはその期において減益(減配)となることを回避したと、利益減少的なEMによって僅かな利益を計上した場合には次期以降の減配回避を視野に入れ利益を平準化させたとみなすことができる。AAC1(異常会計発生高)が正值となったCYは、純資産で基準化した場合43(74CYの内の58.1%)、時価総額で基準化した場合33(50CYの内の66.0%)である。利益増加的なAEMによって減益を回避したケースの方が多い傾向にあるといえるが、AREV(異常営業収益)が正值となったCYは、純資産で基準化した場合29(39.2%)、時価総額で基準化した場合21(42.0%)、ACOGS(異常営業費用)が正值となったCYは純資産で基準化した場合30(40.5%)、時価総額で基準化した場合25(50.0%)であり、利益増加的なREMによって減益回避がなされたケースはAEMよりも少ない。以上より、J-REITにおける短期的な減益回避は主にAEMを通じて実施されていると解される。

4.2.2 回帰分析の検証結果

表3では回帰分析の結果を示す(法人と年度をクラスターとするロバスト標準誤差を用いている。以下同様)。パネルAでは|AAC1|を被説明変数とする検証の結果を示した。Suspect_ΔNI1(僅かに増益[純資産で基準化]となったCYに関するダミー変数)は、サンプル全体およびAAC1<0の分析では有意な変数とならず、AAC1>0のCYで分析した場合のみ正で有意($p<0.01$)となった。この結果は、増益(増配)となる場合に翌期に利益計上を繰り越すような利益減少的なEMが実施されない一方で、当期における減配を回避するために利益増加的なAEMが実施される可能性が高いことを示しており、短期的な減益回避の観点からは仮説1が支持されたといえる。また、AAC1>0の場合のSuspect_ΔNI1とその他の変数の交差項をみると、Fin_OWN, Firm_OWN, Foreign_OWN, Bondの交差項が正となっており、金融機関、事業会社、外国法人等による所有割合、そして総資産に対する投資法人債の割合が高まるほど、減益回避のために利益増加的なAEMが促進されることを示している(仮説2は支持、仮説3は一部支持)。Suspect_ΔNI1とMTB・Sizeの交差項の係数は負で有意となっており($p<0.01$)、投資機会集合・法人規模が大きいほど減配回避が抑制されると解される(仮説4は支持、仮説5は不支持[予想と逆])。法人規模が大きい場合には外部からのモニタリングが強まり、それによって減配回避のような行動が困難となつているとも解される。ただし、Suspect_ΔNI1およびその交差項以外の変数につき、サンプル全体の分析(ALL)では、すべて有意とはならなかった。AAC1>0のCYで分析した場合には、Fin_OWNのみが負で有意となり($p<0.05$)、事業会社による投資口保有が利益増加的なAEMの抑制要因となっていることが窺える。さらに、Loan, Bond, MTB, Size単独の係数についてすべて正で有意となっており($p<0.01$)、法人規模、負債による資金調達、投資機会集合自体が、AEMの促進要因となっていることが示された。AAC1<0のCYで分析した場合には、Fin_OWN, Firm_OWN, Foreign_OWNの係数が正で有意となり、金融機関、事業会社、外国法人等の影響力の強い投資主は、利益水準とは関わりなく、利益減少(保守)的なAEMを促していることが解することができる。

ただし、 $AAC1 > 0$ の場合とは逆に、 $Size$ につき負で有意 ($p < 0.05$) となっており、規模が大きいほど、利益増加的な AEM が促進される一方、利益減少的な AEM は抑制される傾向にあるといえる (分配圧力が強いと解される)。

(表 3 を挿入)

$Suspect_ANI2$ (僅かに増益 [時価総額で基準化] となった CY に関するダミー変数) を適用した場合、その係数は有意とならず、諸変数との交差項も有意とならなかった (仮説は不支持)。この結果に対し、 $J-REIT$ では、時価ベースの利回りの低下ではなく、簿価ベースでの利回りの低下を回避する傾向にあると解することもできる³⁴。それ以外の変数の結果については、全体サンプルの Fin_OWN , $Size$, $Bond$ が有意となり (Fin_OWN の符号は負, 他は正), $AAC1 < 0$ のサンプルで Fin_OWN が有意とならなかった以外は $Suspect_ANI1$ を適用した場合と首尾一貫している。

パネル B は異常営業収益の絶対値 ($AREV$) を適用した REM に関する結果である。 $Suspect_ANI1$ および $Suspect_ANI2$ は $AREV$ の符号にかかわらず有意とはならず、 REM を通じた減益 (減配) 回避行動は観察されず、他の要因との交差項についてもほぼ有意とならなかった (仮説は不支持)。その他の変数を見ると、サンプル全体の分析および $AREV < 0$ の場合に Fin_OWN が負値で有意な変数となっており ($p < 0.05$), 金融機関による投資口保有が利益減少的な REM の抑制をもたらしているといえる。利益減少的な REM (ここでは賃料引き下げなどが想定される) は、長期的な減収要因となることから、金融機関がこうした行動を忌避しているとも考えられる。 MTB は全体サンプルで有意 (符号は正) となり³⁵, 投資機会集合を多く有するほど、販売活動の変更を通じた REM が促進される傾向にあると解することができる。さらに、 $Suspect_ANI1$ を適用し、 $AREV < 0$ の場合、 $Bond$ は正で有意となっており ($p < 0.05$), 投資法人債の発行が、利益減少的な REM を促進している可能性もあるが、 $Suspect_ANI2$ を適用した場合にはこうした傾向が見出されておらず、頑健な結果とは言い難い。

パネル C では異常営業費用の絶対値 ($ACOGS$) を適用した REM に関する分析結果を示す。ここでも、 $Suspect_ANI1$ or 2 およびその交差項の係数は有意とはならず、管理活動の変更を通じた減配回避に係る仮説は支持されなかった。その他の変数のうち、 Fin_OWN , $Foreign_OWN$, $Loan$, $Bond$, MTB について、 $ACOGS < 0$ の場合に、負値で有意となっている ($p < 0.01$ ないし $p < 0.05$, $Foreign_OWN$ は全体でも有意)。この結果は、影響力のある投資主や債権者による外部からのモニタリングが強い、あるいは投資機会集合が大きい状況では、過剰な管理活動の実施 (例えば、本来は次期に実施すべき活動の前倒しのような行動が想定される) による利益削減が抑制される傾向にあると解することができる。ただし $Firm_OWN$ については、 $ACOGS$ が正の場合には正、負の場合には負で有意となった ($p < 0.01$)。この結果は、事業会社の所有割合が高いほど管理活動の抑制を通じた利益のかさ上げが促されている一方、過剰な管理活動の実施による利益削減が抑制

³⁴ 投資口価格よりも純資産の方が比較的安定していると仮定するならば、分配額自体の減少を回避しているとも考えられる。

³⁵ 符号別の分析では有意な係数となっていないものの、符号は首尾一貫しており、自由度が小さいことに起因していると考えられる。

されることを意味しており³⁶、事業会社（主にスポンサー企業と想定される）の J-REIT に対する影響に対して、分析で把握されていない別の要因が作用しているとも考えられる。

ここまでの知見をまとめると以下のとおりとなる。(1) J-REIT においては、AEM を通じた減益（減配）回避行動がとられるが、そこでは、投資口価格に対する分配（利回り）の減少の回避ではなく、簿価に対する分配の減少が回避されている。(2) (1) の簿価に対する減配回避行動は、金融機関、事業会社、外国法人等による所有割合が高い、投資法人債による資金調達のウエイトが大きいほど促進される一方、法人規模・投資機会集合が大きい場合には抑制される。(3) REM を通じた減益（減配）回避行動については観察されなかったが、こうした回避行動と関わりなく、一部の影響力のある投資主、負債による資金調達、そして投資機会集合の多寡が REM に影響を及ぼしている。

5 頑健性検証

先の分析では AEM の指標として異常会計発生高を用いたが、その算定にあたり会計発生高 (AC1) を純利益と営業活動によるキャッシュ・フローの差額（未収消費税の増減額、前受金・前払金の変化額、信託有形固定資産の売却収入は除く）として定義した。ここで、AC1 には減価償却費、不動産売却損益、減損損失、繰延資産の償却費、資産売却（除却）損益、引当金の増減、運転資本の変化額が含まれるが、REIT では、以下のように定義される FFO (Funds From Operation) と呼ばれる指標が重視されている (7 式)。

$$FFO = \text{当期純利益} + \text{減価償却費} \pm \text{不動産売却損益} \quad (7)$$

そこで、営業活動によるキャッシュ・フローの代わりに FFO を適用した会計発生高を AC2 とし (8 式)、AC2 を用いて AAC に関する分析を繰り返す。ここで、AC2 は J-REIT において重要度の高い項目のみで構成されていると考える。

$$AC2_{i,t} = NI_{i,t} - FFO_{i,t} \quad (8)$$

表 4 で検証結果を示した。Suspect_ΔNI1 を適用した場合に、先の分析で有意に正となった Suspect_ΔNI1 が AAC2 の符号にかかわらず有意とならず、減益（減配）回避が AEM の要因となっていないと解される（仮説 1 は不支持）。AAC2>0 の場合の Suspect_ΔNI1 とその他の変数との交差項をみると、Firm_OWNS、Bond については正で有意な変数 (AAC1 と同様)、また、AAC1 では有意とならなかった Loan との交差項が正で有意となっており、仮説 2・3 は一部支持されたといえる。一方、AAC1 では有意であった Fin_OWNS、Foreign_OWNS の交差項が有意となっていない。AAC1 を適用した分析において MTB は AAC1>0 の場合に正で有意、AAC1<0 の場合には非有意であったが、AAC2 を適用した分析では AAC2<0 の場合のみ負で有意となった。AAC1 と 2 の相違は、AAC1 に減損損失、繰延資産の償却費、引当金の増減、運転資本の変化額が含まれる点にあり、こうした項目を通じた EM の実施と諸要因が関連している、あるいは、AAC の推定の妥当性が分析結果

³⁶ J-REIT では建物、施設等に対する営繕が重要なものとなるが、こうした活動の多少の前倒し、繰延べは可能であり、さらに、J-REIT のほとんどが 6 か月決算であることをふまえると、管理活動のタイミングの調整による EM の余地は大きいと考えられる。

に影響を及ぼしている可能性がある。ただし、事業会社による投資口の保有、法人規模、負債による資金調達、投資機会集合が、減益（減配）回避行動に影響を及ぼしている点については、首尾一貫した結果が得られた。

(表 4 を挿入)

Suspect_ΔNI2 を適用した分析につき、*Suspect_ΔNI2* および他の変数との交差項が有意とならなかった点は変わらなかったが（仮説 1~4 は不支持）、それ以外の変数では概ね類似した傾向が見出された。ただし、*AAC1* を用いた場合 *Fin_OWN* について *AAC1*>0 の場合に有意な負の変数となっていたが、*AAC2* を用いた場合には *AAC2*<0 の場合に有意な正の変数となっており³⁷、首尾一貫した結果となっていない。この点につき、EM の方向は一致しており（保守的な EM が実施されている）、AEM で用いられる項目と関係しているとも考えられる。*Size*、*Loan*、*Bond* については *AAC2*>0 の場合は正で有意、*AAC2*<0 の場合は負で有意となっており、利益増加的な AEM が促進され、利益減少的な AEM が抑制されることを意味する（*Size* は *AAC1* を用いた場合も同様の傾向が見出されている）。したがって、J-REIT では法人規模が大きい、負債のウエイトが高いほど、利益（分配）がかさ上げされる傾向にある（分配によるシグナリングが重視される）といえる。

本稿では、純資産および時価総額で基準化した僅かな利益の変化額の範囲を 0 から 0.0005 (0.05%) として設定した。この範囲に含まれる CY は、純資産で基準化した場合、サンプルの 8.94%、時価総額で基準化した場合には 5.68% であるが（表 1 参照）、この水準はこうした分析を適用する先行研究と比べてやや低いことから、僅かな利益の変化額の範囲を 0 から 0.001 (0.1%) と設定して分析を繰り返した（純資産で基準化した場合にはサンプルの 14.37%、時価総額で基準化した場合にはサンプルの 9.90% が含まれる）。結果を表 5 パネル A から C で示した。パネル A は AEM に関する頑健性検証の結果であるが、仮説 1, 3, 4 に係る変数である *Suspect_ΔNI1* と *Loan*、*Bond*、*MTB* との交差項の結果は変わらなかった一方、仮説 2 に係る変数（*Suspect_ΔNI1* と各所有割合の交差項）は頑健性検証では有意とならなかった。パネル B では販売操作による REM（被説明変数：*|AREV|*）の頑健性検証を示したが、概ね結果は首尾一貫していた³⁸。パネル C は管理活動を通じた REM（被説明変数：*|ACOGS|*）に係る結果であるが、表 3 の検証で有意とはならなかったサンプル全体の *Suspect_ΔNI2* と *Loan*・*MTB* の交差項が正で有意となった（*Loan* は $p<0.05$ 、*MTB* は $p<0.01$ ）。したがって、借入金が多い場合および投資機会集合が大きい場合に減配回避が促されている可能性もある（前者は仮説を支持する結果であるが、後者は反している）。これらの相違は見られるものの、全体的には *Suspect_ΔNI* の定義変更による結果への影響は大きなものではなかった。

(表 5 を挿入)

³⁷ 他に *Firm_OWN* について、*AAC1* 適用時は *AAC1*<0 の場合のみ有意となったが（符号は正）、*AAC2* 適用時にはサンプル全体でも有意となった（符号は正）。

³⁸ *Suspect_ΔNI1* を適用し *AREV*<0 の場合の、*Suspect_ΔNI1* と *Fin_OWN*、*Suspect_ΔNI1* と *Size* の交差項が有意（符号はそれぞれ正、負で 10%水準）となった。また *Suspect_ΔNI2* を適用し *AREV*<0 の場合、*Firm_OWN* が正で有意（10%水準）となったものの、*Suspect_ΔNI1* と *MTB* の交差項は有意とはならなかった。

6 結論と今後の課題

J-REIT は、上場会社（不動産賃貸会社）とほぼ同様の事業構造，ガバナンス構造を有するが，外部委託型スキームが採用されている点（スポンサー企業の存在），そして，租税特別措置法の下，一定の条件を満たすことで法人税の課税が事実上免除される点で相違する．ここで後者の優遇措置を得るためには，配当可能利益の 90%以上を分配する等の導管性要件を満たすことが必要となるが，この状況の下では利益と分配金の連動性が高く，増益が増配（減益が減配）につながるごととなる．本稿はこうした J-REIT の特徴をふまえ，J-REIT における分配金を動機とした EM の存在とそれに影響を及ぼす要因の解明を目的とした．

2001 年から 2017 年までを分析期間とする検証の結果，AEM を通じた減益（減配）回避行動がとられる傾向にあること，そしてこうした行動は，金融機関，事業会社，外国法人等による所有割合が高い，投資法人債による資金調達ウェイトが大きいほど促進される一方，法人規模・投資機会集合が大きい場合には抑制されることが示唆された．また，REM を通じた減益（減配）回避行動は観察されなかったが，管理活動の抑制による REM を影響力のある投資主や債権者が抑制していることが見出された．ただし，こうした結果は，利益水準の基準化の方法，会計発生高の算定方法の影響を受けるものであり，結果の頑健性には懸念がある．

本稿には多くの課題が残されているが，三点を挙げる．第一は利益マネジメントの推定方法ならびに影響要因の特定化の問題である．J-REIT の EM に関する会計研究の蓄積が少ない下で，本稿では前者については米国の REIT に関する研究を参照しつつ，後者については一般事業会社を対象とした EM 研究を援用したが，さらなる枠組みを考察することが必要である．第二は分配政策と投資政策の関係を含めた考察である．J-REIT では分配と内部留保が表裏一体となる一方，内部留保の水準と投資水準は密接な関係を有することから，投資に係る意思決定の面から分配が決定される可能性もある．その場合には分配水準，投資，そして EM に関する意思決定が同時に実施されると考えられる．第三は，スポンサー企業と J-REIT の関係が EM に及ぼす影響の考察である．本稿ではスポンサー企業を特定化した詳細な分析を実施していないが，児島 (2016)，永田 (2016)，そして Nagano (2016) はスポンサー企業が J-REIT の経営に影響を及ぼすことを示唆している．これらの課題については稿を改めて取り組みたい．

参考文献

- Adams, J. C., D. K. Hayunga, and S. J. Rasmussen. 2017. The Restating of Financial Statements by REITs. *Journal of Accounting, Auditing and Finance* 32 (3), 350-371.
- Alcock, J., J. Glascock, and E. Steiner. 2013. Manipulation in U.S. REIT Investment Performance Evaluation: Empirical evidence. *Journal of Real Estate Finance and Economics* 47(3), 434-465.
- Ambrose, B. W. and X. Bian. 2010. Stock Market Information and REIT Earnings Management. *Journal of Financial Economics* 32(1), 101-137.
- Anglin, P., R., Y. Edelstein, Y. Gao, and D. Tsang. 2013. What is the Relationship between REIT Governance and Earnings Management? *The Journal of Real Estate Finance and Economics* 47 (3), 538-563.
- Boudry, W. I. 2011. An Examination of REIT Dividend Payout Policy. *Real Estate Economics*, 39 (4), 601-634.
- Burgstahler, D. and I. Dichev. 1997. Earnings Management to Avoid Earnings Decreases and Losses. *Journal of Accounting and Economics* 24 (1), 99-126.

- Capozza, D. R. and P. J. Seguin. 2000. Debt, Agency, and Management Contracts in REITs: The External Advisor Puzzle. *The Journal of Real Estate Finance and Economics* 20(2), 91-116.
- Dechow, P. M., R. G. Sloan, and A. P. Sweeney. 1995. Detecting Earnings Management. *The Accounting Review* 70 (2), 193-225.
- Edelstein, R., P. Liu, and D. Tsang. 2011. REIT Dividend Regulation and Real Earnings Management: The Impact of External Financing, Capital Investment and Financial Distress. *Working Paper*: University of California at Berkeley, Cornell University and McGill University.
- Gunny, K. 2010. The Relation between Earnings Management Using Real Activities Manipulation and Future Performance: Evidence from Meeting Earnings Benchmarks. *Contemporary Accounting Research* 27 (3), 855-888.
- Healy P. M. and J. M. Wahlen. 1999. A Review of the Earnings Management Literature and Its Implications for Standard Setting. *Accounting Horizons* 13 (4), 365-383.
- Jones, J. 1991. Earnings Management during Import Relief Investigations. *Journal of Accounting Research* 29 (2), 193-228.
- Kasanen, E., J. Kinnunen, and J. Niskanen. 1996. Dividend-Based Earnings Management: Empirical Evidence from Finland. *Journal of Accounting and Economics* 22 (1-3), 283-312.
- Nagano, M. 2016. Financing Patterns and Property Acquisitions of Sponsor-Backed REITs: Evidence from J-REIT Markets. *International Real Estate Review* 19 (2), 223-248.
- Ronen, J. and V. Yaari. 2008. *Earnings Management: Emerging Insights in Theory, Practice, and Research*. Springer.
- Roychowdhury, S. 2006. Earnings Management through Real Activities Manipulation. *Journal of Accounting and Economics* 42 (3), 335-370.
- Skinner, D. J. 1993. The Investment Opportunity Set and Accounting Procedure Choice: Preliminary Evidence. *Journal of Accounting and Economics* 16 (4), 407-445.
- Watts, R. L. and J. L. Zimmerman. 1986. *Positive Accounting Theory*. Prentice Hall.
- 梅澤俊浩. 2016. 「地方銀行の貸倒引当金繰入額に係る裁量的行動」『現代ディスクロージャー研究』15, 41-84.
- 岡部孝好. 1996. 「日本企業の安定配当政策と会計上の選択」シャム・サンダー・山地秀俊 編著『企業会計の経済学的分析』（中央経済社）第5章, 81-115.
- 奥田真也. 2001. 「銀行の貸倒引当金設定をめぐる会計政策: 税務政策・自己資本比率規制への対応の観点から」『一橋論叢』126 (5), 553-565.
- 金静之. 2015. 「J-REITのパフォーマンスに関する実証分析: 株式市場, 債券市場, 不動産市場との比較視点から」『社会科学』45 (3), 55-80.
- 黒木淳. 2015. 「私立大学における裁量行動の分析: 利益分布アプローチによる検証」『YCU Discussion Paper Series』No.15-M-01.
- 児島幸治. 2013. 「不動産投資信託 (J-REIT) のキャッシュ・フロー情報と会計利益情報の比較優位性の研究」『ジャレフ実務ジャーナル』10, 19-29.
- 児島幸治. 2015. 「米国における REIT (投資不動産信託) 研究の最近の動向」『国際学研究』4 (1), 65-81.
- 児島幸治. 2016. 「日本版不動産投資信託 (J-REIT) における利益相反問題」『商學論究』63 (3), 359-375.
- 首藤昭信. 2000. 「日本企業の利益調整行動」『産業経理』60 (1), 128-139.

- 永田光. 2016. 「日本の不動産投資信託における裁量的会計行動について」東北大学会計大学院リサーチ
ペーパー (2016年1月提出).
- 新家寛・上野元・片上尚子編. 2017. 『REITのすべて (第2版)』(民事法研究会).
- 森島義博・小林亨. 2004. 『J-REIT投資のすべて』(金融財政事情研究会).
- 矢瀬敏彦. 2008. 「日本の銀行における裁量的会計行動の分析: BIS規制導入以降の銀行の行動」『オイコ
ノミカ』45(2), 65-88.

表1 記述統計量

	平均値	標準偏差	最小値	第1四分位	中央値	第3四分位	最大値	N
ROA	0.0135	0.0051	0.0033	0.0108	0.0130	0.0156	0.0315	767
ROE	0.0270	0.0102	0.0068	0.0223	0.0264	0.0303	0.0670	767
Yield	0.0277	0.0190	0.0122	0.0185	0.0227	0.0309	0.1166	767
CFO	0.0215	0.0145	0.0085	0.0167	0.0194	0.0227	0.0746	767
FFO	0.0214	0.0143	0.0089	0.0166	0.0193	0.0225	0.0737	767
DEP	-0.0079	0.0125	-0.0575	-0.0076	-0.0064	-0.0052	-0.0030	767
Div1	0.0134	0.0051	0.0033	0.0108	0.0129	0.0156	0.0315	767
Div2	0.0269	0.0102	0.0068	0.0222	0.0263	0.0302	0.0670	767
Div3	0.0276	0.0190	0.0122	0.0185	0.0227	0.0308	0.1166	767
Δ ROA	-0.0472	0.9189	-0.0253	-0.0013	-0.0001	0.0009	0.0232	767
Δ ROE	-0.0613	1.2042	-0.0545	-0.0028	0.0001	0.0025	0.0407	767
Δ Yield	0.0007	0.0224	-0.0819	-0.0034	0.0000	0.0031	0.0939	767
AC1	-0.0064	0.0019	-0.0133	-0.0074	-0.0064	-0.0052	-0.0030	767
AC2	-0.0080	0.0127	-0.0574	-0.0078	-0.0065	-0.0052	-0.0022	767
REV	0.0363	0.0084	0.0228	0.0322	0.0353	0.0385	0.0617	767
AR	0.0009	0.0010	0.0000	0.0003	0.0006	0.0009	0.0048	767
PPE	0.3496	0.1260	0.1653	0.2737	0.3345	0.4115	0.7225	767
COGS	0.0190	0.0050	0.0076	0.0164	0.0187	0.0210	0.0326	767
AAC1	0.0002	0.0062	-0.0380	-0.0007	0.0005	0.0016	0.0191	767
AAC2	0.0002	0.0058	-0.0370	-0.0006	0.0004	0.0014	0.0190	767
AREV	-0.0001	0.0042	-0.0103	-0.0023	-0.0002	0.0014	0.0181	767
ACOGS	0.0000	0.0021	-0.0052	-0.0014	-0.0001	0.0012	0.0058	767
AAC1	0.0027	0.0056	0.0000	0.0005	0.0012	0.0021	0.0380	767
AAC2	0.0025	0.0053	0.0000	0.0005	0.0010	0.0020	0.0370	767
AREV	0.0028	0.0031	0.0000	0.0008	0.0018	0.0038	0.0181	767
ACCOGS	0.0017	0.0013	0.0000	0.0006	0.0014	0.0024	0.0058	767
Suspect_ΔNI1	0.0894	0.2855	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	1.0000	767
Suspect_ΔNI2	0.0568	0.2315	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	1.0000	767
Fin_OWN	0.5111	0.1463	0.1126	0.4386	0.5476	0.6153	0.7169	551
Firm_OWN	0.1317	0.0999	0.0123	0.0705	0.1017	0.1596	0.4823	551
Foreign_OWN	0.1971	0.1161	0.0205	0.1137	0.1697	0.2530	0.5300	551
Debt	0.4416	0.0862	0.0820	0.4120	0.4531	0.4986	0.5718	767
Loan	0.3884	0.1006	0.0820	0.3410	0.4045	0.4602	0.5526	767
Bond	0.0532	0.0626	0.0000	0.0000	0.0395	0.0830	0.2765	767
MTB	4.6744	3.2215	1.4011	2.8950	3.9614	5.4575	17.5516	767
Size	12.1620	0.7462	10.1317	11.7788	12.1775	12.5961	13.8377	767

ROA: 当期純利益 (前期末総資産で基準化), ROE: 当期純利益 (前期末純資産で基準化), Yield: 当期純利益 (前期末時価総額 [前期末投資口価格×前期末発行済投資口総数] で基準化), CFO: 調整後営業活動によるキャッシュ・フロー (前期末総資産で基準化, 調整内容は本文参照), FFO: Funds From Operation (当期純利益+減価償却費±不動産売却損益, 前期末総資産で基準化), DEP: 減価償却費 (前期末総資産で基準化), Div1: 分配金額 (前期末総資産で基準化), Div2: 分配金額 (前期末純資産で基準化), Div3: 分配金額 (前期末時価総額で基準化), Δ ROA: ROA の前期からの変化額, Δ ROE: ROE の前期からの変化額, Δ Yield: Yield の前期からの変化額, AC1: 会計発生高 (税引前当期純利益-調整後営業活動によるキャッシュ・フロー, 前期末総資産で基準化), AC2: 会計発生高 (税引前当期純利益-FFO, 前期末総資産で基準化), REV: 営業収益 (前期末総資産で基準化), AR: 営業債権 (前期末総資産で基準化), PPE: 償却性有形固定資産 (前期末総資産で基準化), COGS: 営業費用 (前期末総資産で基準化), AAC1: AC1 に基づく異常会計発生高, AAC2: AC2 に基づく異常会計発生高, AREV: 異常営業収益, ACOGS: 異常営業費用 (推定段階で-1 を乗じている), Suspect_ΔNI1: ROE の前期からの変化額が 0 から 0.0005 (0.5%) の範囲内にある法人一年度であれば 1, そうでなければ 0 とするダミー変数, Suspect_ΔNI2: Yield の前期からの変化額が 0 から 0.0005 (0.5%) の範囲内にある法人一年度であれば 1, そうでなければ 0 とするダミー変数, Fin_OWN: 金融機関の所有割合, Firm_OWN: 事業法人の所有割合, Foreign_OWN: 外国法人・個人の所有割合, Debt: 有利子負債残高 (期末総資産で基準化), Loan: 借入金残高 (期末総資産で基準化), Bond: 投資法人債残高 (期末総資産で基準化), MTB: 簿価時価比率 (期末純資産÷期末時価総額), Size: 期末総資産の自然対数値.

表 2 相関分析表

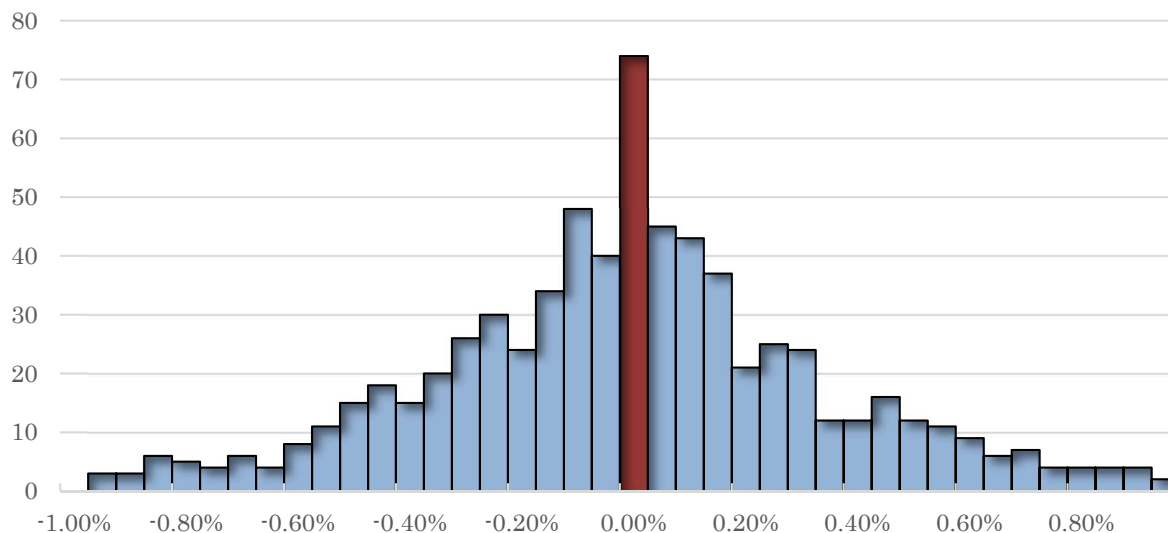
	<i> AAC1 </i>	<i> AAC2 </i>	<i> AREV </i>	<i> ACCOGS </i>	<i>Suspect_ΔNI1</i>	<i>Suspect_ΔNI2</i>
<i> AAC2 </i>	0.922					
<i> AREV </i>	0.178	0.167				
<i> ACCOGS </i>	0.018	0.020	0.206			
<i>Suspect_ΔNI1</i>	-0.055	-0.043	-0.080	-0.029		
<i>Suspect_ΔNI2</i>	-0.017	-0.011	<i>-0.086</i>	-0.052	0.012	
<i>Fin_OWN</i>	-0.057	-0.042	-0.127	-0.036	0.010	0.137
<i>Firm_OWN</i>	0.029	0.030	<i>0.097</i>	0.152	0.026	-0.081
<i>Foreign_OWN</i>	0.049	0.047	-0.008	-0.113	-0.081	-0.071
<i>Loan</i>	-0.126	-0.157	0.004	0.057	0.069	<i>-0.090</i>
<i>Bond</i>	0.143	0.181	-0.037	-0.173	-0.020	-0.002
<i>MTB</i>	0.075	0.050	0.156	0.148	-0.016	-0.008
<i>Size</i>	-0.049	-0.033	-0.080	-0.047	-0.028	0.054

	<i>Fin_OWN</i>	<i>Firm_OWN</i>	<i>Foreign_OWN</i>	<i>Loan</i>	<i>Bond</i>	<i>MTB</i>
<i>Firm_OWN</i>	-0.424					
<i>Foreign_OWN</i>	-0.248	-0.411				
<i>Loan</i>	0.460	-0.135	0.254			
<i>Bond</i>	0.460	-0.135	0.254	0.255		
<i>MTB</i>	0.219	-0.263	0.149	0.110	-0.198	
<i>Size</i>	0.137	-0.081	-0.071	<i>-0.090</i>	-0.002	-0.008

Bold は $p < 0.01$, Italic は $p < 0.05$ を示す。回帰分析で適用されるサンプル ($N = 551$) に基づく。各変数の定義については表 1 を参照のこと。

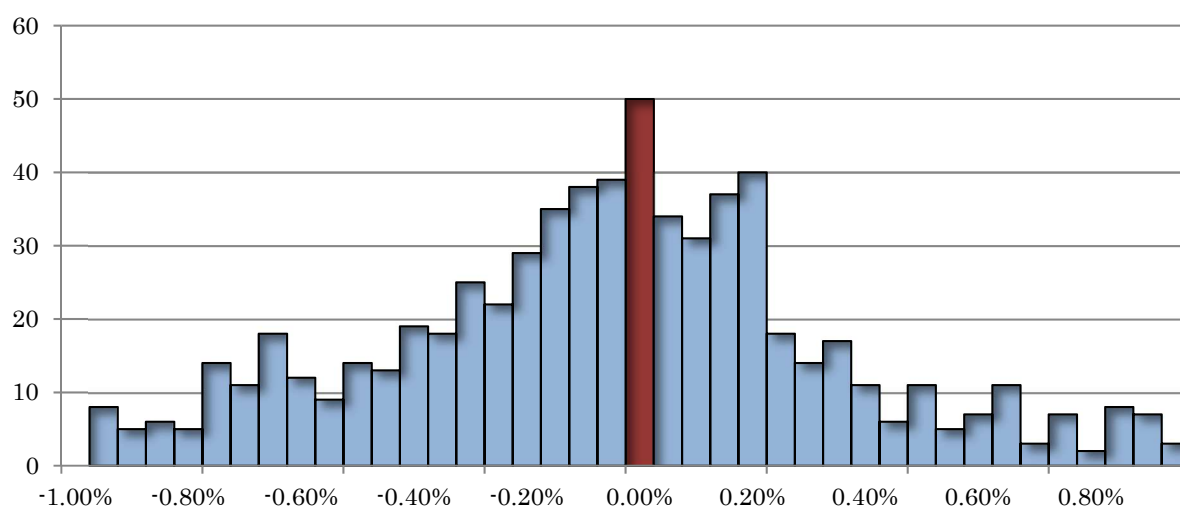
図1 利益の変化額の分布形

パネルA 期首純資産で基準化した当期純利益の変化額の分布 (N = 692)



(縦軸は度数, 横軸は純利益の水準を示す. 各階級の幅は 0.05% である. 濃色の階級は, 0.00%~0.05%を示す)

パネルB 期首時価総額で基準化した当期純利益の変化額の分布(N = 662)



(縦軸は度数, 横軸は純利益の水準を示す. 各階級の幅は 0.05% である. 濃色の階級は, 0.00%~0.05%を示す)

表3 検証結果

パネルA AEMに関する検証結果(被説明変数: |AAC1|)

Variables	Predicted Sign	AAC1 ALL	AAC1 AAC1>0	AAC1 AAC1<0	AAC1 ALL	AAC1 AAC1>0	AAC1 AAC1<0
<i>Constant</i>	?	-0.000 (-0.043)	-0.008*** (-3.278)	0.021* (1.657)	-0.007** (-2.342)	-0.008*** (-3.247)	0.020 (1.592)
<i>Suspect_ΔNI1</i>	+	0.008 (0.484)	0.040*** (4.159)	-0.016 (-0.371)			
<i>Suspect_ΔNI2</i>	+				0.011 (1.057)	0.014 (1.411)	0.071 (0.223)
<i>Fin_OWN</i>	+	-0.001 (-0.345)	-0.002** (-1.983)	0.009* (1.669)	-0.002* (-1.758)	-0.002** (-2.063)	0.007 (1.430)
<i>Firm_OWN</i>	+	0.004 (1.196)	-0.000 (-0.251)	0.019** (2.177)	-0.000 (-0.115)	-0.000 (-0.377)	0.018** (2.163)
<i>Foreign_OWN</i>	+	0.000 (0.151)	-0.001 (-0.564)	0.013* (1.943)	-0.000 (-0.308)	-0.001 (-0.459)	0.012* (1.897)
<i>Loan</i>	+	0.003 (1.283)	0.003*** (3.415)	-0.000 (-0.038)	0.002 (1.629)	0.004*** (3.986)	-0.002 (-0.217)
<i>Bond</i>	+	0.003 (0.727)	0.004*** (2.755)	-0.010 (-0.824)	0.004** (2.319)	0.006*** (3.624)	-0.008 (-0.670)
<i>MTB</i>	-	-0.000 (-0.377)	0.000*** (2.951)	-0.000 (-1.457)	0.000 (0.809)	0.000** (2.289)	-0.000 (-1.401)
<i>Size</i>	+	-0.000 (-0.132)	0.001*** (3.091)	-0.002** (-2.076)	0.001** (2.417)	0.001*** (2.831)	-0.002* (-1.963)
<i>Fin_OWN</i> × <i>Suspect_ΔNI1or2</i>	+	0.002 (0.316)	0.020*** (3.605)	-0.023 (-1.372)	0.006 (1.543)	0.006 (1.581)	-0.019 (-0.381)
<i>Firm_OWN</i> × <i>Suspect_ΔNI1or2</i>	+	-0.001 (-0.074)	0.024*** (3.850)	-0.013 (-0.328)	0.005 (0.867)	0.002 (0.427)	-0.287 (-0.248)
<i>Foreign_OWN</i> × <i>Suspect_ΔNI1or2</i>	+	0.001 (0.090)	0.026*** (3.906)	-0.010 (-0.456)	0.009 (1.335)	0.008 (1.249)	-0.014 (-0.131)
<i>Loan</i> × <i>Suspect_ΔNI1or2</i>	+	-0.001 (-0.113)	0.005 (1.129)	-0.028 (-0.493)	0.001 (0.149)	-0.001 (-0.395)	0.109 (0.212)
<i>Bond</i> × <i>Suspect_ΔNI1or2</i>	+	0.008 (0.566)	0.019*** (3.108)	-0.004 (-0.054)	-0.006 (-0.844)	-0.011 (-1.578)	0.143 (0.248)
<i>MTB</i> × <i>Suspect_ΔNI1or2</i>	-	-0.000 (-0.207)	-0.001*** (-3.953)	0.000 (0.273)	-0.000 (-0.573)	-0.000 (-0.683)	0.000 (0.065)
<i>Size</i> × <i>Suspect_ΔNI1or2</i>	+	-0.001 (-0.522)	-0.005*** (-4.833)	0.003 (0.930)	-0.001 (-1.620)	-0.001* (-1.793)	-0.007 (-0.213)
<i>Adjusted R²</i>		0.347	0.834	0.365	0.343	0.823	0.356
<i>Type Dummies</i>		<i>included</i>	<i>included</i>	<i>included</i>	<i>included</i>	<i>included</i>	<i>included</i>
<i>Year Dummies</i>		<i>included</i>	<i>included</i>	<i>included</i>	<i>included</i>	<i>included</i>	<i>included</i>
<i>Sample Size</i>		551	357	194	551	357	194

***は $p < 0.01$, **は $p < 0.05$, *は $p < 0.1$ を示す。括弧内は法人および年度クラスターによって補正された標準誤差に基づいた t 値を示す。各変数の定義については表1を参照のこと。

パネル B REMに関する検証結果 (被説明変数: |AREV|)

Variables	Predicted Sign	AREV ALL	AREV AREV>0	AREV AREV<0	AREV ALL	AREV AREV>0	AREV AREV<0
<i>Constant</i>	?		-0.003	0.004	0.001	-0.001	0.005
		(0.058)	(0.035)	(0.788)	(0.215)	(-0.132)	(0.959)
<i>Suspect_ΔNI1</i>	+	0.014	0.022	0.007			
		(1.081)	(0.629)	(0.426)			
<i>Suspect_ΔNI2</i>	+				0.000	-0.017	0.005
					(0.010)	(-0.247)	(0.225)
<i>Fin_OWN</i>	+	-0.005**	-0.005	-0.005**	-0.005**	-0.004	-0.004**
		(-2.544)	(-1.132)	(-2.186)	(-2.437)	(-1.037)	(2.123)
<i>Firm_OWN</i>	+	0.001	-0.002	0.004	0.001	-0.002	0.003
		(.468)	(-0.314)	(1.526)	(.546)	(-0.260)	(1.358)
<i>Foreign_OWN</i>	+	-0.003	-0.003	-0.002	-0.002	-0.002	-0.002
		(-1.145)	(-0.504)	(-0.764)	(-0.889)	(-0.334)	(-0.981)
<i>Loan</i>	+	-0.002	-0.001	-0.001	-0.003	-0.000	-0.003
		(-0.678)	(-0.159)	(-0.528)	(-1.052)	(-0.021)	(-1.151)
<i>Bond</i>	+	0.004	0.001	0.008**	0.001	0.002	0.004
		(1.090)	(0.133)	(2.243)	(0.377)	(0.202)	(1.152)
<i>MTB</i>	-	0.000*	0.000	0.000	0.000**	0.000	0.000
		(1.765)	(1.162)	(0.153)	(2.042)	(1.085)	(0.683)
<i>Size</i>	+	0.000	0.000	-0.000	0.000	0.000	-0.000
		(0.646)	(0.383)	(-0.078)	(0.538)	(0.114)	(-0.181)
<i>Fin_OWN</i> × <i>Suspect_ΔNI1</i> or2	+	0.006	0.005	0.009	0.005	0.005	0.005
		(1.155)	(0.458)	(1.521)	(0.735)	(0.355)	(0.635)
<i>Firm_OWN</i> × <i>Suspect_ΔNI1</i> or2	+	0.006	-0.009	0.001	-0.002	0.007	-0.010
		(0.812)	(-0.299)	(0.070)	(-0.192)	(0.250)	(-0.847)
<i>Foreign_OWN</i> × <i>Suspect_ΔNI1</i> or2	+	0.008	0.004	-0.005	-0.002	-0.018	0.012
		(1.197)	(0.272)	(-0.502)	(-0.218)	(-0.597)	(1.086)
<i>Loan</i> × <i>Suspect_ΔNI1</i> or2	+	-0.004	0.009	0.001	-0.001	0.000	-0.001
		(-0.491)	(0.491)	(0.091)	(-0.134)	(0.006)	(-0.210)
<i>Bond</i> × <i>Suspect_ΔNI1</i> or2	+	-0.015	0.012	-0.013	-0.014	-0.012	-0.019
		(-1.457)	(0.298)	(-1.052)	(-1.033)	(-0.292)	(-1.348)
<i>MTB</i> × <i>Suspect_ΔNI1</i> or2	-	-0.000	-0.001	0.000	-0.001	-0.001	-0.001*
		(-0.809)	(-0.651)	(0.420)	(-1.435)	(-0.520)	(-1.751)
<i>Size</i> × <i>Suspect_ΔNI1</i> or2	+	-0.001	-0.002	-0.001	0.000	0.002	-0.000
		(-1.184)	(-0.786)	(-0.648)	(0.021)	(0.322)	(-0.216)
<i>Adjusted R²</i>		0.108	0.024	0.201	0.105	0.020	0.191
<i>Type Dummies</i>		<i>included</i>	<i>included</i>	<i>included</i>	<i>included</i>	<i>included</i>	<i>included</i>
<i>Year Dummies</i>		<i>included</i>	<i>included</i>	<i>included</i>	<i>included</i>	<i>included</i>	<i>included</i>
<i>Sample Size</i>		551	228	323	551	228	323

***は $p < 0.01$, **は $p < 0.05$, *は $p < 0.1$ を示す。括弧内は法人および年度クラスターによって補正された標準誤差に基づいた t 値を示す。各変数の定義については表 1 を参照のこと。

パネル C REM に関する検証結果 (被説明変数: |ACOGS|)

Variables	Predicted Sign	ACOGS		ACOGS		ACOGS	
		ALL	ACOGS > 0	ACOGS < 0	ALL	ACOGS > 0	ACOGS < 0
<i>Constant</i>	?	-0.001 (-0.226)	-0.000 (-0.027)	0.009 (2.834)	0.000 (0.104)	-0.002 (-0.493)	0.009*** (2.844)
<i>Suspect_ΔNI1</i>	+	0.006 (0.995)	-0.002 (-0.141)	0.009 (0.983)			
<i>Suspect_ΔNI2</i>	+				-0.010 (-1.093)	0.005 (0.313)	-0.005 (-0.270)
<i>Fin_OWN</i>	+	-0.001 (-1.520)	0.002 (1.397)	-0.002** (-2.182)	-0.001 (-1.411)	0.002 (1.340)	-0.002* (-1.803)
<i>Firm_OWN</i>	+	0.001 (0.927)	0.007*** (3.559)	-0.005*** (-3.930)	0.000 (0.248)	0.005** (2.593)	-0.005*** (-4.042)
<i>Foreign_OWN</i>	+	-0.002** (-2.289)	0.001 (0.541)	-0.004*** (-3.394)	-0.002** (-2.399)	0.001 (0.300)	-0.004*** (-3.444)
<i>Loan</i>	+	0.000 (0.211)	0.000 (0.021)	-0.004** (-2.399)	-0.000 (-0.274)	-0.001 (-0.378)	-0.003** (-2.126)
<i>Bond</i>	+	-0.001 (-0.622)	-0.000 (-0.069)	-0.006*** (-2.899)	-0.002 (-1.087)	-0.002 (-0.938)	-0.005*** (-2.755)
<i>MTB</i>	-	0.000 (0.653)	0.000 (0.976)	-0.000** (-2.589)	0.000 (0.371)	0.000 (1.407)	-0.000*** (-2.942)
<i>Size</i>	+	0.000 (0.681)	-0.000 (-0.568)	-0.000 (-1.197)	0.000 (0.498)	0.000 (0.052)	-0.000 (-1.474)
<i>Fin_OWN</i> × <i>Suspect_ΔNI1or2</i>	+	-0.000 (-0.034)	-0.008 (-0.984)	0.004 (1.157)	0.000 (0.082)	0.013 (1.425)	-0.003 (-0.589)
<i>Firm_OWN</i> × <i>Suspect_ΔNI1or2</i>	+	-0.005 (-1.618)	-0.013 (-1.566)	0.001 (0.246)	-0.001 (-0.260)	0.017 (1.305)	-0.009 (-1.090)
<i>Foreign_OWN</i> × <i>Suspect_ΔNI1or2</i>	+	-0.001 (-0.213)	0.002 (0.329)	0.002 (0.457)	-0.004 (-0.849)	0.004 (0.317)	-0.009 (-0.952)
<i>Loan</i> × <i>Suspect_ΔNI1or2</i>	+	-0.001 (-0.338)	-0.004 (-0.589)	-0.003 (-0.480)	0.006 (1.619)	0.004 (0.655)	-0.000 (-0.007)
<i>Bond</i> × <i>Suspect_ΔNI1or2</i>	+	0.000 (0.019)	-0.005 (-0.483)	0.000 (0.029)	0.007 (0.990)	0.016 (0.987)	0.003 (0.262)
<i>MTB</i> × <i>Suspect_ΔNI1or2</i>	-	-0.000 (-0.542)	-0.000 (-0.071)	-0.000 (-0.682)	0.000 (1.474)	-0.000 (-0.612)	-0.000 (-0.025)
<i>Size</i> × <i>Suspect_ΔNI1or2</i>	+	-0.000 (-0.680)	0.001 (0.419)	-0.001 (-1.056)	0.001 (0.742)	-0.001 (-1.142)	0.001 (0.509)
<i>Adjusted R²</i>		0.133	0.246	0.237	0.219	0.189	0.235
<i>Type Dummies</i>		<i>included</i>	<i>included</i>	<i>included</i>	<i>included</i>	<i>included</i>	<i>included</i>
<i>Year Dummies</i>		<i>included</i>	<i>included</i>	<i>included</i>	<i>included</i>	<i>included</i>	<i>included</i>
<i>Sample Size</i>		551	271	280	551	271	280

***は $p < 0.01$, **は $p < 0.05$, *は $p < 0.1$ を示す。括弧内は法人および年度クラスターによって補正された標準誤差に基づいた t 値を示す。ACOGS (異常営業費用) は推定段階で-1 が乗じられており、正値が利益増加的 (費用の抑制)、負値が利益減少的 (費用のかさ上げ) であることを示す。それ以外の変数の定義については表 1 を参照のこと。

表 4 頑健性検証 1 の結果 (AAC2 を適用した分析)

Variables	Predicted Sign	AAC2 ALL	AAC2 AAC2>0	AAC2 AAC2<0	AAC2 ALL	AAC2 AAC2>0	AAC2 AAC2<0
<i>Constant</i>	?	0.000 (0.008)	-0.006** (-2.484)	0.034** (2.366)	0.000 (0.033)	-0.006** (-2.560)	0.035** (2.402)
<i>Suspect_ΔNI1</i>	+	-0.001 (-0.064)	0.010 (1.298)	-0.003 (-0.066)			
<i>Suspect_ΔNI2</i>	+				-0.007 (-0.350)	0.016 (1.585)	-0.031 (-0.313)
<i>Fin_OWN</i>	+	0.002 (1.119)	-0.000 (-0.022)	0.019*** (3.176)	0.002 (1.098)	0.000 (0.201)	0.017*** (3.080)
<i>Firm_OWN</i>	+	0.008*** (2.818)	0.001 (0.675)	0.037*** (4.395)	0.007*** (2.828)	0.001 (1.078)	0.037*** (4.506)
<i>Foreign_OWN</i>	+	0.003 (1.440)	0.001 (0.954)	0.020*** (3.153)	0.003 (1.469)	0.002 (1.412)	0.019*** (3.325)
<i>Loan</i>	+	0.002 (0.721)	0.002* (1.802)	-0.019* (-1.840)	0.001 (0.564)	0.002** (2.167)	-0.024** (-2.210)
<i>Bond</i>	+	0.002 (0.483)	0.003** (2.194)	-0.018 (-1.431)	0.002 (0.553)	0.005*** (3.165)	-0.022* (-1.712)
<i>MTB</i>	-	-0.000 (-0.892)	-0.000 (-0.389)	-0.001** (-2.524)	-0.000 (-0.720)	-0.000 (-0.515)	-0.001** (-2.523)
<i>Size</i>	+	-0.000 (-0.603)	0.000** (2.151)	-0.003*** (-2.703)	-0.000 (-0.573)	0.000** (2.021)	-0.003** (-2.611)
<i>Fin_OWN</i> × <i>Suspect_ΔNI1or2</i>	+	-0.001 (-0.122)	0.010 (1.429)	-0.006 (-0.245)	0.002 (0.217)	0.003 (0.734)	0.009 (0.170)
<i>Firm_OWN</i> × <i>Suspect_ΔNI1or2</i>	+	-0.003 (-0.416)	0.014* (1.889)	0.019 (0.164)	-0.003 (-0.30)	-0.002 (-0.397)	0.069 (0.394)
<i>Foreign_OWN</i> × <i>Suspect_ΔNI1or2</i>	+	-0.003 (-0.440)	0.011 (1.458)	0.002 (0.049)	-0.003 (-0.266)	-0.003 (-0.627)	0.009 (0.094)
<i>Loan</i> × <i>Suspect_ΔNI1or2</i>	+	-0.001 (-0.072)	0.008** (2.106)	-0.017 (-0.375)	0.002 (0.204)	-0.003 (-0.848)	-0.018 (-0.419)
<i>Bond</i> × <i>Suspect_ΔNI1or2</i>	+	0.006 (0.487)	0.019*** (3.491)	0.025 (0.339)	-0.004 (-0.241)	-0.001 (-0.197)	-0.015 (-0.193)
<i>MTB</i> × <i>Suspect_ΔNI1or2</i>	-	0.000 (0.243)	-0.000** (-2.112)	-0.000 (-0.031)	0.000 (0.125)	-0.000 (-0.203)	0.000 (0.108)
<i>Size</i> × <i>Suspect_ΔNI1or2</i>	+	0.000 (0.086)	-0.002** (-2.246)	0.001 (0.228)	0.001 (0.318)	-0.001 (-1.590)	0.002 (0.195)
<i>Adjusted R²</i>		0.440	0.861	0.459	0.438	0.857	0.460
<i>Type Dummies</i>		<i>included</i>	<i>included</i>	<i>included</i>	<i>included</i>	<i>included</i>	<i>included</i>
<i>Year Dummies</i>		<i>included</i>	<i>included</i>	<i>included</i>	<i>included</i>	<i>included</i>	<i>included</i>
<i>Sample Size</i>		551	360	191	551	360	191

***は $p < 0.01$, **は $p < 0.05$, *は $p < 0.1$ を示す。括弧内は法人および年度クラスターによって補正された標準誤差に基づいた t 値を示す。各変数の定義については表 1 を参照のこと。

表5 頑健性検証2の結果

パネルA AEMに関する頑健性検証の結果 (被説明変数: |AAC1|)

Variables	Predicted Sign	AAC1 ALL	AAC1 AAC1>0	AAC1 AAC1<0	AAC1 ALL	AAC1 AAC1>0	AAC1 AAC1<0
<i>Constant</i>	?	0.001 (0.282)	-0.008*** (-2.659)	0.031* (1.729)	0.002 (0.224)	-0.008** (-2.427)	0.027 (1.517)
<i>Suspect_ΔNI1</i>	+	0.004 (0.647)	0.019*** (2.688)	-0.011 (-0.260)			
<i>Suspect_ΔNI2</i>					-0.004 (-0.204)	0.011 (1.40)	-0.006 (-0.093)
<i>Fin_OWN</i>	+	0.001 (0.350)	-0.002* (-1.762)	0.015** (2.140)	0.001 (0.526)	-0.002* (-1.684)	0.013** (2.087)
<i>Firm_OWN</i>	+	0.007 (0.872)	0.000 (0.035)	0.027*** (2.912)	0.007** (1.999)	0.000 (0.041)	0.026*** (2.881)
<i>Foreign_OWN</i>	+	0.003 (0.667)	-0.000 (-0.378)	0.022*** (2.744)	0.004 (1.241)	-0.000 (-0.157)	0.019*** (2.711)
<i>Loan</i>	+	0.002 (0.368)	0.002 (1.616)	-0.017 (-1.291)	0.001 (0.299)	0.002* (1.736)	-0.020 (-1.536)
<i>Bond</i>	+	0.001 (0.124)	0.004** (2.078)	-0.029* (-1.832)	0.001 (0.142)	0.004** (2.449)	-0.029* (-1.859)
<i>MTB</i>	-	-0.000 (-0.392)	0.000 (1.105)	-0.001 (-1.427)	-0.000 (-0.448)	0.000 (0.812)	-0.001 (-1.612)
<i>Size</i>	+	-0.000 (-0.664)	0.001*** (2.719)	-0.004** (-2.428)	-0.000 (-0.507)	0.001** (2.463)	-0.003** (-2.081)
<i>Fin_OWN</i> × <i>Suspect_ΔNI1or2</i>	+	0.001 (0.740)	0.002 (0.611)	-0.021 (-1.398)	0.004 (0.527)	0.007* (1.881)	-0.005 (-0.190)
<i>Firm_OWN</i> × <i>Suspect_ΔNI1or2</i>	+	-0.002 (-0.533)	0.003 (0.696)	-0.022 (-0.756)	-0.001 (-0.124)	0.004 (0.837)	0.001 (0.022)
<i>Foreign_OWN</i> × <i>Suspect_ΔNI1or2</i>	+	-0.001 (-0.349)	0.002 (0.456)	-0.012 (-0.788)	-0.001 (-0.145)	0.004 (0.924)	0.004 (0.095)
<i>Loan</i> × <i>Suspect_ΔNI1or2</i>	+	-0.005 (-1.218)	0.001 (0.243)	-0.009 (-0.268)	-0.000 (-0.008)	-0.001 (-0.324)	-0.023 (-0.541)
<i>Bond</i> × <i>Suspect_ΔNI1or2</i>	+	0.003 (0.409)	0.009* (1.924)	0.030 (0.696)	-0.000 (-0.007)	-0.004 (-0.676)	0.003 (0.057)
<i>MTB</i> × <i>Suspect_ΔNI1or2</i>	-	-0.000 (-0.587)	-0.000** (-2.605)	-0.000 (-0.301)	0.000 (0.001)	-0.000 (-0.369)	0.000 (0.063)
<i>Size</i> × <i>Suspect_ΔNI1or2</i>	+	-0.000 (-0.635)	-0.002*** (-2.767)	0.002 (0.699)	0.000 (0.056)	-0.001* (-1.851)	0.001 (0.235)
<i>Adjusted R²</i>		0.420	0.832	0.372	0.339	0.827	0.358
<i>Type Dummies</i>		<i>included</i>	<i>included</i>	<i>included</i>	<i>included</i>	<i>included</i>	<i>included</i>
<i>Year Dummies</i>		<i>included</i>	<i>included</i>	<i>included</i>	<i>included</i>	<i>included</i>	<i>included</i>
<i>Sample Size</i>		551	357	194	551	357	194

***は $p < 0.01$, **は $p < 0.05$, *は $p < 0.1$ を示す。括弧内は法人および年度クラスターによって補正された標準誤差に基づいた t 値を示す。*Suspect_ΔNI1* および 2 の設定にあたり、僅かな利益の変化額の範囲を 0 から 0.001 (0.1%) と設定して表 3 と同じ分析を実施している。各変数の定義については表 1 を参照のこと。

パネル B REM に関する頑健性検証の結果 (被説明変数: |AREV|)

Variables	Predicted Sign	AREV	AREV	AREV	AREV	AREV	AREV
		ALL	AREV>0	AREV<0	ALL	AREV>0	AREV<0
<i>Constant</i>	?	0.000 (-0.066)	-0.004 (-0.356)	0.002 (0.430)	0.002 (0.387)	0.000 (0.031)	0.007 (1.235)
<i>Suspect_ΔNI1</i>	+	0.011 (1.098)	0.013 (0.476)	0.015 (1.390)			
<i>Suspect_ΔNI2</i>	+				-0.001 (-0.113)	-0.021 (-0.601)	-0.008 (-0.571)
<i>Fin_OWN</i>	+	-0.006*** (-2.710)	-0.005 (-1.257)	-0.006** (-2.520)	-0.004** (-2.187)	-0.003 (-0.826)	-0.004* (-1.904)
<i>Firm_OWN</i>	+	0.001 (0.310)	-0.003 (-0.505)	0.003 (1.350)	0.002 (0.921)	-0.000 (-0.047)	0.004* (1.798)
<i>Foreign_OWN</i>	+	-0.003 (-1.399)	-0.004 (-0.729)	-0.003 (-1.130)	-0.001 (-0.636)	0.000 (-0.056)	-0.002 (-0.798)
<i>Loan</i>	+	-0.002 (-0.792)	0.000 (-0.062)	-0.001 (-0.510)	-0.003 (-1.187)	0.000 (0.104)	-0.004 (-1.282)
<i>Bond</i>	+	0.003 (1.037)	0.001 (0.144)	0.008** (2.360)	0.001 (0.442)	0.003 (0.432)	0.005 (1.270)
<i>MTB</i>	-	0.000* (1.804)	0.000 (1.252)	0.000 (0.430)	0.000* (1.926)	0.000 (0.973)	0.000 (0.575)
<i>Size</i>	+	0.000 (0.832)	0.000 (0.515)	0.000 (0.330)	0.000 (0.317)	-0.000 (-0.109)	-0.000 (-0.422)
<i>Fin_OWN</i> × <i>Suspect_ΔNI1or2</i>	+	0.005 (1.292)	0.005 (0.573)	0.009* (1.810)	0.002 (0.294)	0.001 (0.111)	0.006 (0.829)
<i>Firm_OWN</i> × <i>Suspect_ΔNI1or2</i>	+	0.006 (1.042)	0.008 (0.313)	0.003 (0.600)	-0.006 (-0.783)	-0.003 (-0.144)	-0.005 (-0.635)
<i>Foreign_OWN</i> × <i>Suspect_ΔNI1or2</i>	+	0.007 (1.634)	0.009 (0.655)	0.003 (0.690)	-0.002 (-0.248)	-0.026 (-1.262)	0.007 (0.929)
<i>Loan</i> × <i>Suspect_ΔNI1or2</i>	+	0.000 (0.032)	0.000 (-0.024)	0.003 (0.490)	0.001 (0.214)	0.003 (0.184)	0.003 (0.455)
<i>Bond</i> × <i>Suspect_ΔNI1or2</i>	+	-0.009 (-1.065)	-0.005 (-0.198)	-0.010 (-1.280)	-0.008 (-0.781)	-0.026 (-0.854)	-0.008 (-0.877)
<i>MTB</i> × <i>Suspect_ΔNI1or2</i>	-	-0.000 (-1.378)	-0.001 (-0.801)	-0.000 (-0.550)	-0.000 (-1.083)	-0.001 (-0.841)	-0.000 (-0.710)
<i>Size</i> × <i>Suspect_ΔNI1or2</i>	+	-0.001 (-1.411)	-0.001 (-0.628)	-0.002* (-1.780)	0.000 (0.155)	0.002 (0.869)	0.000 (0.194)
<i>Adjusted R²</i>		0.110	0.030	0.199	0.358	0.034	0.203
<i>Type Dummies</i>		<i>included</i>	<i>included</i>	<i>included</i>	<i>included</i>	<i>included</i>	<i>included</i>
<i>Year Dummies</i>		<i>included</i>	<i>included</i>	<i>included</i>	<i>included</i>	<i>included</i>	<i>included</i>
<i>Sample Size</i>		551	228	323	551	228	323

***は $p < 0.01$, **は $p < 0.05$, *は $p < 0.1$ を示す。括弧内は法人および年度クラスターによって補正された標準誤差に基づいた t 値を示す。*Suspect_ΔNI1* および 2 の設定にあたり、僅かな利益の変化額の範囲を 0 から 0.001 (0.1%) と設定して表 3 と同じ分析を実施している。各変数の定義については表 1 を参照のこと。

パネルC REMに関する頑健性検証の結果（被説明変数：|ACOGS|）

Variables	Predicted Sign	ACOGS		ACOGS		ACOGS	
		ALL	ACOGS>0	ACOGS<0	ALL	ACOGS>0	ACOGS<0
Constant	?	-0.001 (-0.448)	-0.001 (-0.242)	0.009*** (2.854)	0.000 (0.093)	-0.001 (-0.333)	0.009*** (2.938)
Suspect_ΔNI1	+	0.008 (1.743)	0.009 (1.220)	0.003 (0.471)			
Suspect_ΔNI2	+				-0.006 (-1.003)	-0.004 (-0.356)	0.002 (0.183)
Fin_OWN	+	-0.002 (-1.962)	0.001 (0.853)	-0.002** (-2.163)	-0.001 (-1.541)	0.002 (1.163)	-0.002* (-1.821)
Firm_OWN	+	0.001 (0.720)	0.007*** (3.268)	-0.005*** (-3.641)	0.000 (0.050)	0.005** (2.443)	-0.005*** (-3.645)
Foreign_OWN	+	-0.003** (-2.619)	0.000 (0.185)	-0.004*** (-3.255)	-0.002** (-2.506)	0.000 (0.236)	-0.004*** (-3.274)
Loan	+	0.000 (0.019)	-0.000 (-0.039)	-0.004** (-2.356)	-0.000 (-0.344)	-0.001 (-0.303)	-0.003* (-1.970)
Bond	+	-0.001 (-0.762)	-0.000 (-0.077)	-0.006*** (-2.799)	-0.002 (-1.063)	-0.002 (-0.803)	-0.005** (-2.531)
MTB	-	0.000 (0.790)	0.000 (0.984)	-0.000** (-2.596)	0.000 (0.254)	0.000 (1.249)	-0.000*** (-2.893)
Size	+	0.000 (1.059)	-0.000 (-0.215)	-0.000 (-1.281)	0.000 (0.570)	-0.000 (-0.052)	-0.000 (-1.305)
Fin_OWN ×Suspect_ΔNI1or2	+	0.002 (1.020)	0.001 (0.356)	0.003 (1.136)	0.001 (0.266)	0.008 (1.303)	-0.002 (-0.384)
Firm_OWN ×Suspect_ΔNI1or2	+	-0.003 (-1.137)	-0.003 (-0.739)	-0.002 (-0.513)	0.003 (.737)	0.011* (1.731)	-0.006 (-1.074)
Foreign_OWN ×Suspect_ΔNI1or2	+	0.001 (0.464)	0.003 (0.720)	0.001 (0.253)	0.001 (0.376)	0.008 (1.141)	-0.002 (-0.274)
Loan ×Suspect_ΔNI1or2	+	0.001 (0.307)	0.003 (0.587)	-0.000 (-0.123)	0.006** (2.140)	0.005 (1.056)	-0.002 (-0.358)
Bond ×Suspect_ΔNI1or2	+	0.004 (0.951)	0.009 (1.266)	0.001 (0.196)	0.007 (1.380)	0.009 (1.147)	-0.004 (-0.608)
MTB ×Suspect_ΔNI1or2	-	-0.000 (-1.386)	-0.000 (-1.265)	-0.000 (-0.388)	0.000* (1.783)	-0.000 (-0.145)	0.000 (0.415)
Size ×Suspect_ΔNI1or2	+	-0.001 (-1.842)	-0.001 (-1.326)	-0.000 (-0.607)	0.000 (0.180)	-0.000 (-0.535)	0.000 (0.045)
Adjusted R ²		0.144	0.252	0.232	0.118	0.179	0.237
Type Dummies		included	included	included	included	included	included
Year Dummies		included	included	included	included	included	included
Sample Size		551	271	280	551	271	280

***は $p < 0.01$, **は $p < 0.05$, *は $p < 0.1$ を示す。括弧内は法人および年度クラスターによって補正された標準誤差に基づいた t 値を示す。ACOGS は推定段階で-1 が乗じられており、正値が利益増加的（費用の抑制）、負値が利益減少的（費用のかさ上げ）であることを示す。それ以外の変数の定義については表 1 を参照のこと。