

T M & A R G

Discussion Paper No. 90

機会主義的な実体的裁量行動が将来の
業績に与える影響に関する実証分析

山口 朋泰

2009年1月

TOHOKU MANAGEMENT & ACCOUNTING RESEARCH GROUP

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

TM & ARG Discussion Papers No.90
機会主義的な実体的裁量行動が将来の
業績に与える影響に関する実証分析

山口 朋泰

東北大学大学院経済学研究科

〒980-8576 仙台市青葉区川内 27-1

t-yamaguchi@hop.ocn.co.jp

2009年1月

〈要約〉

本稿は、経営者の機会主義的な利益増加型の実体的裁量行動 (real discretion) が、企業の将来業績にマイナスの影響を与えるか否かを検証するものである。分析においては、機会主義的な実体的裁量行動を捉えるために、経営者が実体的裁量行動によって利益を増加させたいであろう2つの状況を考慮している。1つは会計発生高 (accruals) を増やす余地に関するものであり、もう1つは目標利益達成のインセンティブに関するものである。すなわち、会計発生高を増やす余地が小さい状況にあり、利益ベンチマークと合致ないしわずかに超過した状況にある企業の経営者が行った実体的裁量行動を機会主義的なものとして捉える。分析の結果は、経営者の機会主義的な利益増加型の実体的裁量行動が、企業の将来の業績 (総資産利益率) にマイナスの影響を与えることを示唆している。本稿の発見事項は、投資意思決定をする際に実体的裁量行動の可能性を念頭において企業の業績見通しを予想することが有用であるという投資家に対するインプリケーション、さらには、わが国企業の経営者の近視眼的行動を抑制するインプリケーションを有している。

〈キーワード〉

実体的裁量行動、利益マネジメント、会計のフレキシビリティ、利益ベンチマーク、将来業績

機会主義的な実体的裁量行動が将来の 業績に与える影響に関する実証分析

東北大学大学院経済学研究科 博士課程後期 山口朋泰

1 はじめに

企業が公表する会計情報は市場の取引や契約において多くの利害関係者に利用され、それは企業の資金調達や経営者の報酬などに影響してくる。そのため、経営者は自己に有利な帰結を導くために、会計数値、特に利益を調整する動機があると言われている。経営者が利益を調整する方法には、会計的裁量行動 (accounting discretion) と実体的裁量行動 (real discretion) の大きく分けて2つがある (岡部 1994a)。前者は、会計方法の変更によって、生じた事実はそのままにして会計利益を変える方法であり、後者は、実際の取引活動の変更によって、測定する事実そのものを動かして会計利益を調整する方法である。

実体的裁量行動に関する実証研究としては、経営者が損失ないし減益を回避するために研究開発費を削減したことを示したもの (Baber et al. 1991; 岡部 1994b; 小嶋 2004 など)、固定資産売却によって利益平準化 (income smoothing) あるいはビッグ・バス (big bath) などが行われたことを明らかにしたもの (Bartov 1993; 乙政 1997 など)、そして利益ベンチマークを達成するために売上高操作、裁量的費用の削減、過剰生産が利用されたことを示唆したもの (Roychowdhury 2006; 山口 2009 など) などがあるが、会計的裁量行動に関するものと比べると少ないのが現状である¹。経営者が会計的裁量行動よりも実体的裁量行動を選好する傾向にあるという最近の調査結果 (Graham et al. 2005; 須田・花枝 2008) を鑑みると、実体的裁量行動に関する研究の蓄積をさらに進めていく必要がある。

以前から、実体的裁量行動は企業に悪い経済的帰結をもたらす可能性が指摘されている。例えば、岡部 (1994a, 54) は「外装を装うだけのための資源配分の変更は、企業価値の最大化にも、資源の効率的利用にも結びついていない可能性が大きい」と論じている。ところが、実体的裁量行動をした企業が果たして本当にマイナスの経済的帰結を迎えるのかを実証したものは、筆者の知る限りわずかである。本稿の目的は、経営者の機会主義的な利

1 その他、実体的裁量行動に関する実証研究として、Dechow and Sloan (1991) は退任直前の経営者が研究開発費を削減したことを示唆する結果を得ている。Bushee (1998) は機関投資家の所有割合が高い企業が、また木村 (2003) は安定株主による所有割合が高い企業が、近視眼的に研究開発費を削減する可能性が低いことを明らかにしている。野間 (2001) はデリバティブ取引による利益平準化の証拠を得ている。そして Thomas and Zhang (2002) は、商品の需要減少に対して収益性の低下が遅れて現れること、棚卸資産が異常に増加した企業の売上原価率が異常に低くなることを発見し、過剰生産による利益マネジメントの可能性を指摘した。Cohen et al. (2007) は、四半期利益を対象に、損失回避、前年同四半期と比べた減益回避、そしてアナリスト予想利益達成のために広告宣伝費を削減したことと整合する結果を得ている。会計的裁量行動との関係性に関して、Zang (2007) は同時方程式を用いて、会計的裁量行動の前に実体的裁量行動が意思決定されること、さらにそれらが代替的に利用されることを明らかにしている。さらに、Cohen et al. (2008) はサーベンス・オクスリー法 (Sarbanes-Oxley Act) 成立後に、会計的裁量行動が減少し、逆に実体的裁量行動が増加したことを示唆する結果を得ている。また、実体的裁量行動が株価に影響を与えることを実証したものに Mizik and Jacobson (2007) がある。そこでは、増資前に当期利益を増やすためにマーケティング費用 (=販売費及び一般管理費-研究開発費) を抑えた企業が、その後の年度にその他の企業と比べて有意に低い異常リターンを示すことを発見し、近視眼的なマーケティング活動は短期的にはより高い利益と株価を得るというベネフィットを有するが、長期的には企業価値にマイナスのインパクトを持つと論じている。

益増加型の実体的裁量行動が企業の将来の業績に与える影響を分析し、その経済的帰結の一端を探ることにある。

実体的裁量行動が将来の業績に与える影響を分析した数少ない先行研究の中で、Gunny (2005) は、利益増加型の実体的裁量行動が 1, 2 年後の総資産利益率及び 1, 2, 3 年後の営業活動によるキャッシュ・フローにマイナスの影響を与えたことと整合する結果を得ている。また、Cohen and Zarowin (2008) は増資した企業を対象に、利益増加型の裁量的会計発生高 (discretionary accruals) と実体的裁量行動の両方が、将来の利益成長にマイナスの影響を与えるが、その程度が実体的裁量行動に関してより大きいことを示唆する結果を得ている。Zhang (2008) はアナリストの 1 株当たりキャッシュ・フローの予想値を達成するために実体的裁量行動が利用されたことを示し、予想値と合致しないしわずかに超過するための実体的裁量行動が 1 年後の利益成長に有意にマイナスの影響を与えることを明らかにしている。さらに、Chen et al. (2008) は会計的裁量行動や実体的裁量行動によってアナリストの予想利益を達成した企業が、会計的裁量行動も実体的裁量行動もせずにアナリストの予想利益を達成した企業と比べて、その後の 4 つの四半期にわたり業績が低くなることと整合的な結果を得ている。Chapman (2008) は米国のスーパーマーケットを対象に、短期的な値引販売による販売促進が売上高を押し上げ、その売上高増大が販売促進終了までは短期的に利益を増加させるが、販売促進終了後には売上高が低下し、結果として長期的な利益を減少させることを示した。

岡部 (1997) によれば、実体的裁量行動には効率的なものや機会主義的なものがある。本稿の特徴は、実体的裁量行動のうち機会主義的なものを特定し、将来業績への影響を検証しようとするところにある。例えば、Gunny (2005) は会計発生高を増やす余地が小さい (会計のフレキシビリティが低い) 企業の実体的裁量行動を機会主義的な意図を持ったものとして捉えている。つまり、会計発生高を増やす余地が小さい企業が機会主義的に利益増加型の実体的裁量行動を選択したと考えたのである。しかしながら、会計のフレキシビリティの高低に関わらず、利益を増加させるインセンティブがなければ、経営者は機会主義的に利益を増やそうとしないだろう。また、Chen et al. (2008) ではアナリストの予想利益を達成するための実体的裁量行動を特定している。ところが、実体的裁量行動には損失回避や減益回避に関する証拠もあるから (Roychowdhury 2006 ; 山口 2009 など)、機会主義的な実体的裁量行動をよりよく捉えるためには、予想利益の他にも利益額ゼロや前期利益などの利益ベンチマークを考慮する必要がある。

本稿では、低い会計のフレキシビリティに配慮した Gunny (2005) やアナリスト予想利益の達成を考慮した Chen et al. (2008) に対して、低い会計のフレキシビリティと利益ベンチマークの両方に留意し、また利益ベンチマークとして利益額ゼロ、前年度利益、経営者の予想利益の 3 つを考慮に入れ、利益増加型の実体的裁量行動の中から機会主義的なものを捉える試みをする。本稿の貢献は、低い会計のフレキシビリティと複数の利益ベンチマークを同時に考慮することで、利益増加型の実体的裁量行動の中から機会主義的なものをより強力に捉え、それが将来業績に与える影響を分析するところにある。

本稿の構成は次のとおりである。第 2 節は仮説の設定、検証方法及びデータについて説明する。第 3 節に検証結果を示している。第 4 節では追加的検証の結果を提示し、第 5 節ではまとめと今後の課題について論じる。

2 仮説の設定、検証方法およびデータ

2.1 仮説の設定

裁量的会計発生高の調整によって機会主義的に利益を増やすと、将来期間に同額だけ利益を減らす「反転 (reversal)」という結果になりやすいが、それは一時的なものと言える (岡部 2004)。これに対して、実体的裁量行動は資源配分の変更を伴うから、それは企業経営そのものに影響を与える。したがって、実体的裁量行動は単なる反転以上に大きく、かつ長期にわたり企業の業績や株価に対して悪影響を及ぼす危険性がある。そこで、利益増加型の実体的裁量行動が将来の業績にマイナスの影響を与えるか否かを検証するために仮説 1 を設定する。

仮説 1 利益増加型の実体的裁量行動が観察された企業は、その他の企業と比べて将来の総資産利益率 (ROA) が低くなる。

次に、実体的裁量行動の中から機会主義的なものを捉える試みをする。実体的裁量行動に機会主義的なものと効率的なものがあるとすると、それらを区別することは重要である。なぜなら、それらのうち機会主義的なものが将来の業績に悪影響を与えられらるからである。例えば短期的な目標利益を達成するためだけに、機会主義的に研究開発費や広告宣伝費を削減した場合、その削減分を上回る将来収益を逃がし、さらには当該企業の技術水準やブランド価値を低下させることなどは十分ありうる。したがって、機会主義的に利益増加型の実体的裁量行動をした企業は、将来の業績により大きな悪影響を受けると予測される。

本稿では、機会主義的な利益増加型の実体的裁量行動を捉えるために 2 つの状況を考慮した。第 1 に、会計発生高を増やす余地が小さい状況である。会計発生高を増やす余地が小さい企業の経営者は会計的裁量行動によって利益を増やすコストが相対的に高くなり、実体的裁量行動によって利益を増やす動機が強くなると予測される。そこで、低い会計のフレキシビリティを示す企業による利益増加型の実体的裁量行動を機会主義的なものと考え、仮説 2 を設定する。

仮説 2 「低い会計のフレキシビリティを示し、かつ利益増加型の実体的裁量行動が観察された企業」は、「低い会計のフレキシビリティを示さず、利益増加型の実体的裁量行動が観察された企業」と比べて将来の ROA が低くなる。

第 2 に、目標利益達成の意図を考慮する。わが国企業の経営者は経営者予想値、前年度利益、黒字などを目標利益として考え、中には企業価値を犠牲にしてもそれらの目標利益を達成したいと考えている経営者も存在する (須田・花枝 2008)。実際に、わが国企業を対象として、首藤 (2000a) は、損失回避の利益マネジメント (earnings management) が疑われるわずかな利益を示した企業が、損失を示した企業と比べて、1, 2 年後の利益成長が有意に低くなることを明らかにしている²。そこで、利益分布に関する多くの先行研究

2 米国企業を対象とした DeGeorge et al. (1999) においても同様の証拠が提示されている。具体的には、

(Burgstahler and Dichev 1997 ; 須田・首藤 2001 など) を踏まえ、利益額ゼロ、前年度利益、経営者予想利益のいずれかと合致ないしわずかに超過 (以下、合致/超過) した企業による利益増加型の実体的裁量行動を機会主義的なものと考え、仮説 3 を設定する。

仮説 3 「利益ベンチマークを合致/超過した状況にあり、かつ利益増加型の実体的裁量行動が観察された企業」は、「利益ベンチマークを合致/超過した状況になく、利益増加型の実体的裁量行動が観察された企業」と比べて将来の ROA が低くなる。

最後に、会計のフレキシビリティが低く、かつ利益ベンチマークを合致/超過した企業による利益増加型の実体的裁量行動を、最も機会主義的動機が強いものと考え、仮説 4 を設定する。

仮説 4 「会計のフレキシビリティが低く、かつ利益ベンチマークを合致/超過した状況にあり、利益増加型の実体的裁量行動が観察された企業」は、「それらの状況になく、利益増加型の実体的裁量行動が観察された企業」と比べて将来の ROA が低くなる。

ここで、図 1 を参照されたい。図 1 は、仮説の理解を容易にするために作成した概念図であり、これにより仮説を視覚的に捉えることができると思われる。

図 1

図 1-1、図 1-2、図 1-3、図 1-4 はそれぞれ仮説 1、仮説 2、仮説 3、仮説 4 と対応している。各図にある 3 つの円はそれぞれ「利益増加型の実体的裁量行動が観察された企業 (RM)」、 「会計のフレキシビリティが低い企業 (LowAccFlex)」、 「利益ベンチマークを合致/超過した企業 (SmallBeater)」を表現しており、それらの円を取り囲む四角がサンプル全体を表す。そして、各図において灰色で塗られた部分に属する企業が、斜線の部分に属する企業と比較して、将来の業績にマイナスの影響を受けることが仮説で予測されている。

2.2 検証方法

2.2.1 実体的裁量行動の測定

本稿では、利益増加型の実体的裁量行動のうち①一時的な値引き、信用条件の緩和等による売上高増大、②研究開発費や広告宣伝費などの裁量的費用の削減、③需要よりも多く製品を製造して売上原価を減らすための過剰生産を対象とし、それらの程度を測定するために Roychowdhury (2006) によるモデルを用いる。モデルは次のとおりである。

一株当たり利益 (EPS) を用いて、1 年後に増益するサンプルに限定して分析を行い、当期にわずかな利益を示した企業がわずかな損失を示した企業と比べて、また当期にわずかな増益を示した企業がわずかな減益を示した企業と比べて、1 年後の利益成長が低くなることを示している。また首藤 (2000a) では、わずかな利益を示した企業の将来利益に対するマイナスの影響のみならず、損失を示した企業がビッグ・バスによって多額の利益を圧縮したために、将来利益が異常に増加したことを示唆する証拠も観察されている。

$$CFO_{i,t}/A_{i,t-1}=\alpha_0+\alpha_1(1/A_{i,t-1})+\beta_1(S_{i,t}/A_{i,t-1})+\beta_2(\Delta S_{i,t}/A_{i,t-1})+\varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$DE_{i,t}/A_{i,t-1}=\alpha_0+\alpha_1(1/A_{i,t-1})+\beta_1(S_{i,t-1}/A_{i,t-1})+\varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$PD_{i,t}/A_{i,t-1}=\alpha_0+\alpha_1(1/A_{i,t-1})+\beta_1(S_{i,t}/A_{i,t-1})+\beta_2(\Delta S_{i,t}/A_{i,t-1})+\beta_3(\Delta S_{i,t-1}/A_{i,t-1})+\varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

CFO＝営業活動によるキャッシュ・フロー。

DE＝裁量的費用³。

PD＝製造原価（売上原価＋期末棚卸資産－期首棚卸資産）⁴。

A＝総資産。

S＝売上高。

ΔS＝売上高の前期との差額。

添え字の i は企業， t は年を表す。

推定は、まず産業一年ごとに各パラメータを最小二乗法で推定し、次に実際の企業一年の値を代入することによって各企業一年の正常水準の値を求める。そして、企業一年の実際の値から、算出されたその企業一年の正常水準の値を控除することで、異常な部分を識別する。この異常部分は、各産業一年における各推定モデルの決定要因の関係を所与とした場合に、産業一年の正常水準から逸脱していることを示す。本稿では、この異常な部分の値をそれぞれ異常営業キャッシュ・フロー、異常裁量的費用、異常製造原価と呼び、実体的裁量行動の代理変数として用いる。売上高操作や過剰生産を行うと、低い異常営業キャッシュ・フロー、高い異常製造原価を示し、裁量的費用を削減すると低い異常裁量的費用を示すと考えられる⁵。

2.2.2 検証モデル

本節では、検証モデルについて説明する。その際、理解を深めるために図2を参照されたい。図2は、図1にモデルの変数名及び係数番号を加筆したものである。

図2

3 Roychowdhury (2006) は、裁量的費用を研究開発費、広告宣伝費、販売費及び一般管理費の合計額としている。岡部 (1994a) は裁量的費用として研究開発費、広告宣伝費、人的資本支出などを挙げている。これらを参考に『日経 NEEDS 企業財務データ』上の項目から、研究開発費、販売費及び一般管理費の中から広告宣伝費、拡販費・その他販売費、役員報酬・賞与、人件費・福利厚生費のデータを収集し、その合計額を裁量的費用とした。

4 この定義は文字どおりの製造原価ではなく、非製造業の企業にも「代理変数としての製造原価」を発生させる。売上原価ではなく製造原価を用いることには2つの利点がある。1つは棚卸資産評価によって売上原価を低く抑えるような会計発生高操作の影響を受けないこと、もう1つは払出単価の計算方法の選択による影響が売上原価と棚卸資産増加額を合計することで相殺されることである (Roychowdhury 2006)。また、製造業に限らず、「ノーマルな営業活動からの利益が少なく、経営者が実体的な利益操作を狙っている状況において、経営者は不必要に大量の資産（たとえば商品）を市価以下の価格で買い込んで、かかる購買利得を当期利益に算入しようとするかもしれない」（中野 2008, 11）ことから、非製造業でも期待される需要よりも多くの商品を仕入れることで、売上原価を低くして、利益を増加させる可能性がある。そのため、本稿では非製造業もサンプルに含めている。

5 Roychowdhury (2006) を参照されたい。

まず、仮説 1 を検証するために、Gunny (2005) を参考にした次の回帰式を最小二乗法で推定する。

$$ROA_{i,t+n} = \alpha_0 + \alpha_1 LOGASSET_{i,t} + \alpha_2 BTM_{i,t} + \alpha_3 ROA_{i,t} + \alpha_4 ACC_{i,t} + \alpha_5 RETURN_{i,t} + \alpha_6 SAF2002_{i,t} + \alpha_7 RM_three_{i,t} + \alpha_8 INDUSTRY + \alpha_9 YEAR + \varepsilon_{i,t+n} \quad (4)$$

ROA = 期首総資産で基準化された利益を示し、総資産営業利益率 (OP)、総資産経常利益率 (OD)、総資産当期純利益率 (NI) の 3 つである (独立変数の ROA には従属変数の ROA と対応する利益率を入れる)。

LOGASSET = 総資産の自然対数。

BTM = 簿価時価比率。

ACC = 期首総資産で基準化された会計発生高⁶。

RETURN = 月次の株式収益率から複利計算で算定された年間保有リターン。

SAF2002 = 白田 (2003) による倒産判別式の値⁷。

RM_three = Roychowdhury (2006) によるモデルで推定された異常営業キャッシュ・フローの第 1 五分位、異常裁量の費用の第 1 五分位、異常製造原価の第 5 五分位に対してそれぞれ 1 を設定し、それらを足し合わせ 3 で割って形成した利益増加型の実体的裁量行動の集約的尺度。

INDUSTRY = 産業ダミー⁸。

YEAR = 年度ダミー。

添え字の i は企業、 t は年度を意味し、 n には 1, 2, 3 を入れて将来の年度を表す。

LOGASSET は規模、BTM は成長機会、ROA は業績、RETURN は株式のパフォーマンスと将来利益の関連、ACC は将来業績に影響するであろう会計発生高のアノマリー、SAF2002 は財務健全性、INDUSTRY は産業効果、YEAR は年度効果をそれぞれコントロールする。注目するのは RM_three の係数 (α_7) であり、この係数がマイナスで有意であれば、利益増加型の実体的裁量行動をした企業がその他の企業と比べて将来の業績にマイナスの影響を受けたことを示唆し、仮説 1 が支持される。

仮説 2 を検証するために、会計のフレキシビリティの代理変数として Barton and Simko (2002) による「前期の売上高で除された期首の純営業資産」(以下、NOA_{t-1}) を利用する⁹。

6 会計発生高 = 税金等調整前当期純利益 - 営業活動によるキャッシュ・フローとした。

7 SAF2002 = 0.01036 * 総資本留保利益率 + 0.02682 * 総資本税引前当期利益率 - 0.06610 * 棚卸資産回転期間 - 0.02368 * 売上高金利負担率 + 0.70773。

8 産業は日経業種分類の中分類 (36 業種) によって分類した。本稿で使用するのは、36 業種中 32 業種である。

9 Barton and Simko (2002) は、純営業資産の水準が過去の会計発生高操作の程度を部分的に反映すると論じ、会計発生高によって利益を増やす余地が、純資産がすでに過大計上されている程度とともに減少することと整合的な結果を得ている。本稿では Barton and Simko (2002) に基づき、次のように純営業資産を計算している。純営業資産 = 純資産 - 現金・預金 - 市場性のある有価証券 + 総負債。(市場性のある有価証券 = 売買目的有価証券 + その他有価証券で時価のあるもの)。なお、純営業資産が会計のフレキシビリティの代理変数として妥当か否かを確認するために、本稿でも Barton and Simko (2002) と同様の検証を行っている。結果については、第 3 節で触れる。

具体的には Gunny (2005) に依拠して、産業一年ごとに NOA_{t-1} が第 5 五分位にある企業一年を会計のフレキシビリティの低い企業と特定し、式 (4) を変化させた式 (5) を最小二乗法で推定する。

$$ROA_{i,t+n} = \beta_0 + \beta_1 LOGASSET_{i,t} + \beta_2 BTM_{i,t} + \beta_3 ROA_{i,t} + \beta_4 ACC_{i,t} + \beta_5 RETURN_{i,t} + \beta_6 SAF2002_{i,t} + \beta_7 RM_three * non-LowAccFlex_{i,t} + \beta_8 RM_three * LowAccFlex_{i,t} + \beta_9 INDUSTRY + \beta_{10} YEAR + \varepsilon_{i,t+n} \quad (5)$$

$non-LowAccFlex = NOA_{t-1}$ が第 5 五分位にない場合は 1, それ以外は 0 とするダミー変数。
 $LowAccFlex = NOA_{t-1}$ が第 5 五分位にある場合は 1, それ以外は 0 とするダミー変数。

交差項の $RM_three * LowAccFlex$ は会計のフレキシビリティが低い企業の利益増加型の実体的裁量行動を反映し、 $RM_three * non-LowAccFlex$ はその状況にない企業の利益増加型の実体的裁量行動を反映する。仮説 2 のもとで、会計のフレキシビリティが低いために利益増加型の実体的裁量行動をした企業は、利益増加型の実体的裁量行動が観察されたその他の企業と比べて将来の ROA が低くなると予測される。そのため、 β_8 がマイナスで有意であり、かつ β_7 より有意に低いことが期待される。これらの相対関係の理解を深めるために、図 2-2 を参照されたい。

本稿では利益ベンチマークを合致/超過した企業を特定するために、わが国企業を対象に実体的裁量行動が観察された山口 (2009) において作成された利益分布のゼロの右の第一区間の区間幅を利用した。具体的には当期純利益が 0 以上 0.005 未満、当期純利益の変化が 0 以上 0.002 未満、当期純利益の予想誤差が 0 以上 0.001 未満 (すべて期首総資産で基準化されている) のいずれか 1 つでも当てはまる企業を、利益ベンチマークを合致/超過した企業として特定する¹⁰。仮説 3 を検証するために、式 (4) を変化させた式 (6) を最小二乗法で推定する。

$$ROA_{i,t+n} = \gamma_0 + \gamma_1 LOGASSET_{i,t} + \gamma_2 BTM_{i,t} + \gamma_3 ROA_{i,t} + \gamma_4 ACC_{i,t} + \gamma_5 RETURN_{i,t} + \gamma_6 SAF2002_{i,t} + \gamma_7 RM_three * non-SmallBeater_{i,t} + \gamma_8 RM_three * SmallBeater_{i,t} + \gamma_9 INDUSTRY + \gamma_{10} YEAR + \varepsilon_{i,t+n} \quad (6)$$

$non-SmallBeater = 3$ つの利益ベンチマークをいずれも合致/超過していない場合は 1, それ以外は 0 とするダミー変数。

$SmallBeater = 3$ つの利益ベンチマークのいずれかを合致/超過した場合は 1, それ以外は 0 とするダミー変数。

10 予想誤差は「実績値－予想値」で算定されるが、予想値については中間決算短信における通期業績予想の値を用いた。なお、東京証券取引所では 2003 年 4 月 1 日以降に開始する事業年度から「四半期財務・業績の概況」の任意開示を始めているが、本稿では 2000 年から 2008 年という対象期間にわたりサンプルを同列に扱うため、中間決算短信における予想値に統一した。また、実体的裁量行動は期中に行なわれるという時間的制約があるため、期末後に修正される可能性がある最新の修正予想値も用いていない。

RM_three*SmallBeater は利益ベンチマークを合致/超過した企業の利益増加型の実体的裁量行動を反映し、RM_three*non-SmallBeater はその状況にない企業の利益増加型の実体的裁量行動を反映する。仮説 3 のもとで、目標利益達成のために利益増加型の実体的裁量行動をした企業は、利益増加型の実体的裁量行動が観察されたその他の企業と比べて将来の ROA が低くなると予測される。ゆえに、 γ_8 がマイナスで有意で、かつ γ_7 より有意に低いことが期待される。これらの相対関係の理解を深めるために、図 2-3 を参照されたい。

最後に、仮説 4 を検証するために、式 (4) を変化させた式 (7) を最小二乗法で推定する。

$$\begin{aligned} ROA_{i,t+n} = & \delta_0 + \delta_1 LOGASSET_{i,t} + \delta_2 BTM_{i,t} + \delta_3 ROA_{i,t} + \delta_4 ACC_{i,t} + \delta_5 RETURN_{i,t} + \delta_6 SAF2002_{i,t} \\ & + \delta_7 RM_three*non-LowAccFlex_SmallBeater_{i,t} \\ & + \delta_8 RM_three*LowAccFlex_SmallBeater_{i,t} \\ & + \delta_9 INDUSTRY + \delta_{10} YEAR + \varepsilon_{i,t+n} \end{aligned} \quad (7)$$

non-LowAccFlex_SmallBeater = NOA_{t-1} が第 5 五分位にない、または 3 つの利益ベンチマークをいずれも合致/超過していない場合は 1、それ以外は 0 とするダミー変数。

LowAccFlex_SmallBeater = NOA_{t-1} が第 5 五分位にあり、かつ 3 つの利益ベンチマークのいずれかを合致/超過した場合は 1、それ以外は 0 とするダミー変数。

RM_three*LowAccFlex_SmallBeater は会計のフレキシビリティが低く、かつ利益ベンチマークを合致/超過した企業の利益増加型の実体的裁量行動を反映し、RM_three*non-LowAccFlex_SmallBeater はその状況にない企業の利益増加型の実体的裁量行動を反映する。仮説 4 のもとで、会計のフレキシビリティが低く、目標利益を達成するために利益増加型の実体的裁量行動をした企業は、利益増加型の実体的裁量行動が観察されたその他の企業と比べて将来の ROA が低くなると予測される。そのため、 δ_8 がマイナスで有意であり、かつ δ_7 より有意に低いことが期待される。これらの相対関係の理解を進めるために、図 2-4 を参照されたい。

2.3 サンプルとデータ

本稿では次のようにサンプルを選択した。分析対象期間は 2000 年 3 月期から 2008 年 3 月期の間で、わが国におけるすべての上場企業の中から次の①から④の要件を満たすものをサンプルとした。

- ① 一般事業会社 (銀行、証券、保険、その他金融業を除く) である。
- ② 3 月 31 日を決算日とする。
- ③ 決算月数が 12 カ月である。
- ④ 連結財務諸表を公表している。

これら①から④の条件を満たし、必要となるデータがすべてデータベースから入手可能な企業を選択する。なお、財務データは『日経 NEEDS 企業財務データ』(日経メディアマーケティング)、株価は『株価 CD-ROM』(東洋経済新報社)、株式収益率は『株式投資収益率』(日本証券経済研究所)、経営者の業績予想値は『日経 NEEDS 新業績予想データ』(日経メディアマーケティング) から、それぞれ入手した。サンプル数は、NOA_{t-1} が会計フレ

キシビリティの代理変数として妥当か否かを確認する検証に関して 14,674 企業一年, 1, 2, 3 年後の業績に対する回帰分析に関してそれぞれ 8,644 企業一年, 7,258 企業一年, 5,932 企業一年となった。

3 検証結果

3.1 会計のフレキシビリティの代理変数の妥当性

検証に先立ち、本稿のサンプルに関して NOA_{t-1} が会計のフレキシビリティの代理変数として妥当か否かを確認する。表 1 は Barton and Simko (2002) に基づき、産業一年ごとに NOA_{t-1} の五分位を形成し、その五分位ごとに属する企業の裁量的会計発生高の過去 1 年から 5 年の累計の平均値と中央値を示したものである^{11,12}。裁量的会計発生高の推定については産業一年ごとに行った。パネル A, B はそれぞれ Kothari et al. (2005) による ROA 修正ジョーンズ・モデル, ROA ジョーンズ・モデルを用いたものである。また、パネル C, D は Kasznik (1999) による CFO 修正ジョーンズ・モデル, CFO ジョーンズ・モデルをそれぞれ使用したものであり、パネル E は Dechow et al. (1995) による修正ジョーンズ・モデル、パネル F は Jones (1991) によるジョーンズ・モデルを用いた結果を示している。

表 1

表 1 を見ると、モデルによって有意水準にばらつきはあるが、全体的に、 NOA_{t-1} が高い企業ほど過去の裁量的会計発生高の累計値が高い傾向にあることがわかる。また、いずれのモデルを用いても、累積期間が過去 5 年間 ($t-1 \sim t-5$) にわたる裁量的会計発生高の累計の平均値と中央値に関して、 NOA_{t-1} の第 1 五分位と第 5 五分位の間に有意な差がある。これは、 NOA_{t-1} が高い企業ほど高い裁量的会計発生高によって過去に利益を増やしてきたことを示し、当期に会計発生高を増やす余地が小さいことを暗示する。この結果は、本稿において NOA_{t-1} の高い企業を会計のフレキシビリティの低い企業とすることに対して一定の妥当性を付与する。

3.2 基本統計量

表 2 は $t+1$ 年の業績に関する回帰分析で用いる変数の記述統計量である。 $t+1$ 期における総資産営業利益率 (OP_{t+1})、総資産経常利益率 (OI_{t+1})、総資産当期純利益率 (NI_{t+1}) は、 t 期におけるそれらよりも高く、平均的には利益率が上昇傾向にあることがわかる。

表 2

表 3 は $t+1$ 年の業績に関する回帰分析で用いる変数の相関係数表である。同じ回帰式で

11 Barton and Simko (2002) にしたがって、純営業資産との基準化の統一を図るため、また見せかけの相関の可能性を排除するため、裁量的会計発生高を期首総資産で掛け戻し、前期の売上高で再基準化している。なお、再基準化しない場合も同様の結果であった。

12 異常値処理のため、裁量的会計発生高及び回帰分析で用いる LOGASSET, BTM, ROA, RETURN, SAF2002 の各変数については、上下 1%内にある値をそれらの次の値に置き換える処理 (winsorising) をしている。

用いられる独立変数間において、NI と ACC の相関がやや高いが、それ以外の変数間の関係はそれほど強いものではない。ゆえに、多重共線性の懸念は大きくないと言えよう。

表 3

3.3 仮説の検証結果

表 4 は仮説の検証結果を示したものである。検証結果の解釈の一助として、各パネルの下部に描かれた図も参照されたい。それらの図は図 2 をもとに、t+1 期の業績に対する、各パネルにおいて焦点となる係数の推定値を加筆したものである。

表 4-1 は将来の総資産営業利益率に対する実体的裁量行動の影響について回帰分析を行った結果を示したものである。まず、パネル A は仮説 1 の検証結果を示す。RM_three の係数 (α_7) は、1, 2 年後の総資産営業利益率に対してマイナスで有意であり、3 年後の総資産営業利益率に対してはマイナスであるが有意ではない。これは、利益増加型の実体的裁量行動をした企業が 1, 2 年後にその他の企業と比べて総資産営業利益率が低くなっていることを示唆し、仮説 1 を支持する結果である。

次に、パネル B は仮説 2 の検証結果を示す。RM_three*LowAccFlex の係数 (β_8) は 1, 2, 3 年後の総資産営業利益率に対して一貫してマイナスで有意であり、RM_three*non-LowAccFlex の係数 (β_7) よりもマイナスの程度が大きい。 $\beta_7 = \beta_8$ を帰無仮説とした F 検定の結果は、1, 2, 3 年後の総資産営業利益率に関してそれぞれ 1%水準、5%水準、10%水準でその差が有意であった。これは、会計のフレキシビリティが低いために利益増加型の実体的裁量行動をした企業が、利益増加型の実体的裁量行動が観察されたその他の企業と比べ、将来の総資産営業利益率が低くなることを示唆し、仮説 2 を支持する。

パネル C は仮説 3 の検証結果を示す。RM_three*SmallBeater の係数 (γ_8) は 1, 2, 3 年後の総資産営業利益率に対して一貫してマイナスで有意であり、RM_three*non-SmallBeater の係数 (γ_7) よりもマイナスの程度が大きい。 $\gamma_7 = \gamma_8$ を帰無仮説とした F 検定の結果は 1, 2, 3 年後の総資産営業利益率に関してそれぞれ 5%水準、5%水準、1%水準でその差が有意であった。これは、目標利益達成のために利益増加型の実体的裁量行動をした企業が、利益増加型の実体的裁量行動が観察されたその他の企業と比べた場合に、将来の総資産営業利益率が低くなることを示唆し、仮説 3 を支持する。

パネル D は仮説 4 の検証結果を示す。RM_three*LowAccFlex_SmallBeater の係数 (δ_8) は 1, 2, 3 年後の総資産営業利益率に対して一貫してマイナスで有意であり、RM_three*non-LowAccFlex_SmallBeater の係数 (δ_7) よりもマイナスの程度が大きい。また、 $\delta_7 = \delta_8$ を帰無仮説とした F 検定の結果は、1 年後の総資産営業利益率に関してその差は有意ではなかったが、2, 3 年後の総資産営業利益率に関しては両方とも 10%水準でその差が有意であった。この結果は、会計のフレキシビリティが低いために、目標利益を達成するのに実体的裁量行動を行なった企業が、利益増加型の実体的裁量行動が観察されたその他の企業と比べて、将来の総資産営業利益率が低くなることを示唆し、仮説 4 を支持する。なお、RM_three*non-LowAccFlex_SmallBeater の係数 (δ_7) も 1, 2 年後の総資産営業利益率に対してマイナスで有意であるが、これは低い会計のフレキシビリティと利益ベンチマー

クの合致/超過に関して、どちらか一つのみを示す企業の機会主義的な利益増加型の実体的裁量行動の影響が、当該変数に含まれているためであると考えられる。

表 4-1

表 4-2 は将来の総資産経常利益率に関する検証結果を示す。パネル A を見ると、RM_three の係数が 1, 2, 3 年後の総資産経常利益率に対して有意にマイナスであり、仮説 1 が支持される。次に、パネル B を見ると RM_three*LowAccFlex の係数 (β_8) は 1, 2, 3 年後の総資産経常利益率に対してマイナスで有意であり、RM_three*non-LowAccFlex の係数 (β_7) よりもマイナスの程度が大きい。また、 $\beta_7 = \beta_8$ を帰無仮説とした F 検定の結果は 1, 2, 3 年後の総資産経常利益率に関してその差が有意であることから、仮説 2 が支持される。この結果は、米国企業を対象とした Gunny (2005) の検証結果と整合的である¹³。パネル C からは、仮説 3 を支持する結果が観察される。すなわち、RM_three*SmallBeater の係数 (γ_8) は 1, 2, 3 年後の総資産経常利益率に対して一貫してマイナスで有意であり、RM_three*non-SmallBeater の係数 (γ_7) よりもマイナスの程度が大きく、 $\gamma_7 = \gamma_8$ を帰無仮説とした F 検定の結果は 1, 2, 3 年後の総資産経常利益率に関してその差が有意であることを示している。この結果は、利益ベンチマーク達成のための実体的裁量行動が将来の総資産利益率にマイナスの影響を与えることを示した Chen et al. (2008) と整合している¹⁴。また、パネル D からは、2 年後の総資産経常利益率に関してのみ、仮説 4 を支持する弱い証拠が得られている。

表 4-2

表 4-3 は将来の総資産当期純利益率に関する検証結果である。パネル A を見ると、RM_three の係数が 1, 2 年後の総資産当期純利益率に対して有意にマイナスであり、仮説 1 が支持される。パネル B から、1, 2 年後の総資産当期純利益率に関しては、仮説 2 を支持する証拠が観察される。パネル C に関しては、仮説 3 を支持する非常に強い証拠が得られた。RM_three*SmallBeater の係数 (γ_8) は 1, 2, 3 年後の総資産当期純利益率に対して一貫してマイナスで有意であり、RM_three*non-SmallBeater の係数 (γ_7) よりもマイナスの程度が大きく、 $\gamma_7 = \gamma_8$ を帰無仮説とした F 検定の結果は 1, 2, 3 年後の総資産当期純利益率に関してその差がすべて 1%水準で有意であることを示している。この結果は、わが国企業の当期純利益を対象として、損失回避の利益マネジメントが将来利益にマイナスの影響を与えることを示した首藤 (2000a) と整合的である¹⁵。また、パネル D からは 1, 2 年

13 ただし、Gunny (2005) や Chen et al. (2008) では、総資産で基準化された臨時損益項目控除前利益 (income before extraordinary items) が総資産利益率として用いられている。

14 もっとも、Chen et al. (2008) がアナリストの予想利益のみを考慮しているのに対して、本稿では利益額ゼロ、前年度利益、経営者予想利益を達成するための実体的裁量行動を特定している点は異なる。

15 なお、首藤 (2000a) では、損失回避のために主に会計発生高が利用されたことは示されているが、わずかな利益を示す企業の将来利益に対するマイナスの影響に関しては、会計的裁量行動の影響であるか実体的裁量行動の影響であるかは特定されていないことから、利益マネジメント総体の影響を明らかにしたものと考えられる。

後の総資産当期純利益率に関して仮説 4 を支持する結果が観察される。

表 4-3

4 追加的検証

4.1 変数 LowAccFlex を過去の裁量的会計発生高の累計に基づいて形成した検証

本稿では、会計のフレキシビリティの代理変数として「前期の売上高で除された期首の純営業資産」(NOA_{t-1})を使用した。それは、純営業資産の水準が過去の会計発生高操作の程度を部分的に反映し、会計発生高によって利益を増やす余地が、期首の純営業資産がすでに過大計上されている程度とともに減少することを発見した Barton and Simko (2002) に依拠している。ただ、この純営業資産という代理変数は、例えば多額の固定資産を購入・売却することなどによって、過去の会計発生高の操作に関わらず急激にその値が変化する可能性を内包している。そこで本節では、過去の裁量的会計発生高を直接的に累計して、その累計値が高い企業を会計のフレキシビリティの低い企業として特定し、検証を繰り返すことで結果の頑健性をチェックする。具体的には、式 (5) と (7) の変数 LowAccFlex を、「過去 3 年間にわたる裁量的会計発生高の累計値が、属する産業一年の中で第 5 五分位にあれば 1、それ以外は 0 とするダミー変数」に置き換えて推定を行う¹⁶。なお、裁量的会計発生高は Kothari et al. (2005) による ROA 修正ジョーンズ・モデルによって産業一年ごとに推定した。検証結果は表 5 に示す。表 5-1 は将来の総資産営業利益率、表 5-2 は将来の総資産経常利益率、表 5-3 は将来の総資産当期純利益率に関するものであり、それぞれのパネル A は式 (5)、パネル B は式 (7) に関して変数 LowAccFlex を変更した結果である。

表 5-1

表 5-2

表 5-3

表 5-1 のパネル A の結果は 2、3 年後の総資産営業利益率に関して仮説 2 と整合的であり、表 5-3 のパネル B の結果は 1、2 年後の総資産当期純利益率に関して仮説 4 を支持する。その他、 $RM_three*LowAccFlex$ 及び $RM_three*LowAccFlex_SmallBeater$ の係数のほとんどがマイナスで有意である。また、係数の差の F 検定の結果が統計的に有意でないものに関しても、すべての $RM_three*LowAccFlex$ ($RM_three*LowAccFlex_SmallBeater$) の係数は対応する $RM_three*non-LowAccFlex$ ($RM_three*non-LowAccFlex_SmallBeater$) の係数よりもマイナスの程度が大きいことから、仮説検証の結果はおおむね頑健であると言えよう。

4.2 変数 SmallBeater を経常利益に基づいて形成した検証

本稿のこれまでの検証結果は、利益ベンチマークとして当期純利益を考慮したものである。ただし、利益分布による検証では、当期純利益だけでなく経常利益に関しても利益調

16 本稿では 9 年というサンプル期間で、できるだけ長期にわたり裁量的会計発生高を累計し、また将来の業績に関するサンプルをできるだけ確保するため、累積期間を 3 年とした。

整の証拠が報告されている (首藤 2000b ; 須田・首藤 2001 など)。そこで本節では、目標利益の対象を經常利益にした場合の検証を行う。具体的には、式 (6) と式 (7) における変数 **SmallBeater** を、「經常利益の水準が 0 以上 0.01 未満、經常利益の変化が 0 以上 0.002 未満、經常利益の予想誤差が 0 以上 0.001 未満 (すべて期首総資産で基準化されている) のいずれか 1 つでも当てはまる場合に 1、それ以外は 0 とするダミー変数」に入れ替えて回帰分析を繰り返す。結果は表 6 に示す。表 6-1 は将来の総資産営業利益率、表 6-2 は将来の総資産經常利益率、表 6-3 は将来の総資産当期純利益率に関するものであり、それぞれのパネル A は式 (6)、パネル B は式 (7) に関する推定結果を示している。

表 6-1
表 6-2
表 6-3

それぞれの表のパネル A については、「利益ベンチマークを合致/超過した状況にあり、かつ利益増加型の実体的裁量行動が観察された企業」が、「利益ベンチマークを合致/超過した状況になく、利益増加型の実体的裁量行動が観察された企業」と比べて 2 年以上にわたって将来の ROA が低くなることを示唆する。また、パネル B については「会計のフレキシビリティが低く、かつ利益ベンチマークを合致/超過した状況にあり、利益増加型の実体的裁量行動が観察された企業」が、「それらの状況になく、利益増加型の実体的裁量行動が観察された企業」と比べて 1 年後の ROA が低くなることを示唆している。以上から、目標となる利益ベンチマークの対象を純利益から經常利益に変更しても、目標利益達成のための利益増加型の実体的裁量行動が将来の業績にマイナスの影響を与えるという検証結果の解釈に変わりはない。

4.3 変数 **RM_three** から異常営業キャッシュ・フローを除いた検証

過剰生産も裁量的費用の削減も営業活動によるキャッシュ・フローを増減させるため、営業活動によるキャッシュ・フローには雑多な影響が混入され、売上高増大の操作を正しく捉えられないという岡部 (2008) の指摘を踏まえ、営業活動によるキャッシュ・フローに関する代理変数を除いて、裁量的費用と製造原価に関する代理変数のみで実体的裁量行動の集約的尺度を形成して仮説検証を繰り返す。具体的には式 (4) ~ 式 (7) における利益増加型の実体的裁量行動の集約的尺度である **RM_three** を **RM_two** (Roychowdhury 2006 によるモデルで推定された異常裁量的費用の第 1 五分位、異常製造原価の第 5 五分位に対してそれぞれ 1 を設定し、それらを足し合わせ 2 で割って形成した集約的尺度) に変えて回帰分析を繰り返す。結果は、表 7 と表 8 に提示した。表 7 は変数 **SmallBeater** を純利益に基づいて形成した結果を示している。その中で、表 7-1 は将来の総資産営業利益率に関する検証結果であり、全体的に弱い証拠ではあるが仮説 1, 2, 3 を支持する結果が観察される。表 7-2 は将来の総資産經常利益率に関する検証結果であり、仮説 2 は比較的強く支持されるものの、仮説 1 と 3 を支持する証拠は弱いものであり、仮説 4 は支持されていない。また、表 7-3 は将来の総資産当期純利益率に関する検証結果であり、そこからは仮説 1, 2, 3, 4 を支持する証拠が観察される。

表 7-1
表 7-2
表 7-3

また、表 8 は変数 **SmallBeater** を経常利益に基づいて形成し、**RM_two** による検証を繰り返した結果である。表 8-1 は将来の総資産営業利益率、表 8-2 は将来の総資産経常利益率、表 8-3 は将来の総資産当期純利益率に関するものであり、それぞれのパネル A は式 (6)、パネル B は式 (7) に関する推定結果を示している。結果は、変数に **RM_three** を用いて検証した表 6-1、表 6-2、表 6-3 の結果とほぼ同様である。すなわち、各表のパネル A からは、「利益ベンチマークを合致/超過した状況にあり、かつ利益増加型の実体的裁量行動が観察された企業」が、「利益ベンチマークを合致/超過した状況になく、利益増加型の実体的裁量行動が観察された企業」と比べて 2 年以上にわたってその後の **ROA** が低くなること、またパネル B からは「会計のフレキシビリティが低く、かつ利益ベンチマークを合致/超過した状況にあり、利益増加型の実体的裁量行動が観察された企業」が、「それらの状況になく、利益増加型の実体的裁量行動が観察された企業」と比べて 1 年後の **ROA** が低くなることを示唆する結果が観察される。

表 8-1
表 8-2
表 8-3

総じて、有意水準が低くなるケースもいくつか観察されたが、実体的裁量行動の集約的尺度から異常営業キャッシュ・フローを除いても、本稿の結果は頑健である。

4.4 利益増加型の実体的裁量行動が観察された企業を 4 タイプに分割した検証

本節では、利益増加型の実体的裁量行動が観察された企業を、低い会計のフレキシビリティ (NOA_{t-1} の第 5 五分位) と目標利益達成の意図 (利益ベンチマークを合致/超過) に関して、それらのどちらも示さない企業 (**Other**)、低い会計のフレキシビリティのみを示す企業 (**lowaccflex**)、目標利益達成の意図のみを示す企業 (**smallbeater**)、それらの両方を示す企業 (**lowaccflex_smallbeater**) の 4 タイプに分けて **RM_three** との交差項を作成し、検証を繰り返す。検証のために、式 (4) を変化させた以下の式 (8) を最小二乗法で推定する。

$$\begin{aligned}
 ROA_{i,t+n} = & \varphi_0 + \varphi_1 LOGASSET_{i,t} + \varphi_2 BTM_{i,t} + \varphi_3 ROA_{i,t} + \varphi_4 ACC_{i,t} + \varphi_5 RETURN_{i,t} + \varphi_6 SAF2002_{i,t} \\
 & + \varphi_7 RM_three * Other + \varphi_8 RM_three * lowaccflex + \varphi_9 RM_three * smallbeater_{i,t} \\
 & + \varphi_{10} RM_three * lowaccflex_smallbeater_{i,t} + \varphi_{11} INDUSTRY + \varphi_{12} YEAR + \varepsilon_{i,t+n} \quad (8)
 \end{aligned}$$

Other = NOA_{t-1} が第 5 五分位になく、かつ 3 つの利益ベンチマークをいずれも合致/超過していない場合は 1、それ以外は 0 とするダミー変数。

lowaccflex = NOA_{t-1} が第 5 五分位にあり、かつ 3 つの利益ベンチマークのいずれも合致/超過していない場合は 1、それ以外は 0 とするダミー変数。

smallbeater=NOA_{t-1}が第5五分位になく、かつ3つの利益ベンチマークのいずれかを合致/超過した場合は1、それ以外は0とするダミー変数。

lowaccflex_smallbeater=NOA_{t-1}が第5五分位にあり、かつ3つの利益ベンチマークのいずれかを合致/超過した場合は1、それ以外は0とするダミー変数。

結果は表9に示した。表9-1は将来の総資産営業利益率に対して、表9-2は将来の総資産経常利益率に対して、表9-3は将来の総資産当期純利益率に対して利益増加型の実体的裁量行動の影響を検証したものである。なお、検証結果の解釈の際には、前節同様、各表の下部に描かれたt+1期の業績に関する図も参照されたい。

表9-1
表9-2
表9-3

すべての表において、RM_three*Otherの係数(ϕ_7)は有意ではなく、機会主義的な意図を持たない利益増加型の実体的裁量行動が将来の業績に対して影響を与えないことを示唆する。また、RM_three*lowaccflexの係数(ϕ_8)、RM_three*smallbeaterの係数(ϕ_9)、RM_three*lowaccflex_smallbeater(ϕ_{10})の係数のほとんどはマイナスで有意であり、係数の差のF検定の結果はRM_three*Other(ϕ_7)の係数と比べてそれらの係数が有意に低いことを示している。この結果は、何らかの機会主義的な意図を持った利益増加型の実体的裁量行動が、いずれの意図も持たない実体的裁量行動と比べて将来の業績にマイナスの影響をもたらすことを示唆する。さらに、表9-3におけるt+1年の総資産当期純利益率に関して、係数の差のF検定の結果はRM_three*lowaccflexの係数(ϕ_8)やRM_three*smallbeaterの係数(ϕ_9)と比べてRM_three*lowaccflex_smallbeaterの係数(ϕ_{10})が有意に低いことを示している。この結果は、低い会計のフレキシビリティと目標利益達成の意図の両方を示す企業による利益増加型の実体的裁量行動が、それらのうちどちらか1つのみを示す企業による利益増加型の実体的裁量行動よりも1年後の総資産当期純利益率にマイナスの影響を及ぼすことを示唆している。

5 まとめと今後の課題

本稿では、機会主義的な利益増加型の実体的裁量行動が企業の将来業績にマイナスの影響を与えるか否かを検証した。調査された実体的裁量行動は売上高操作、裁量的費用の削減、及び過剰生産である。検証においては、機会主義的動機による実体的裁量行動を捉えるために、会計発生高を増やす余地が小さい企業及び目標利益と合致しないしわずかに超過した企業を特定した。分析結果は、機会主義的な利益増加型の実体的裁量行動をした企業が、実体的裁量行動をしていない企業や機会主義的な意図を持たずに実体的裁量行動をした企業と比較して将来の業績が有意に低くなることを示唆している。

会計発生高を増やす余地の小さい企業が行った利益増加型の実体的裁量行動が、将来の業績にマイナスの影響を与えるという結果は、米国企業を対象とした検証の結果と首尾一貫するものである。また、目標利益達成のための実体的裁量行動が将来の業績にマイナス

のインパクトを与えているという実証結果は、サーベイ調査の結果を裏付けるものである。つまり、須田・花枝 (2008) において明らかにされた、目標利益達成のためには企業価値を犠牲にしても良いというわが国企業の一部の経営者の考えが、現実の経済的帰結として表面化していることを示すものであった。また、追加的検証によって、考えられるその他の代理変数を用いても、本稿の仮説検証の結果がおおむね頑健であることが示された。

本稿は特に2つのインプリケーションを有する。第1に、投資家に対するインプリケーションである。すなわち、実体的裁量行動の可能性を念頭において会計情報を見るのが、投資意思決定の際に有用であるという示唆を提供する。第2に、企業の経営者に対するインプリケーションであり、本稿の発見事項は経営者に対して近視眼的なビジネスの意思決定を抑制する効果が期待できよう。

今後の課題としては、本稿では対象としなかった、例えば資産売却などの将来業績への影響について分析することがある。また、個々の実体的裁量行動が将来業績に与える影響、実体的裁量行動が将来の株価に与える影響を検証することで、実体的裁量行動の経済的帰結がより明確になるだろう。最後に、実体的裁量行動に関する研究全般の課題として、測定モデルの精緻化及び開発を挙げる。実体的裁量行動はビジネス活動の操作であるから、経営者の「適切な意思決定」と「機会主義的な意思決定」をより厳密に区別できる測定モデルが求められる。さらには、未だ解明されていない実体的裁量行動を明らかにして、それを測定するモデルを開発することはチャレンジングな課題である。

参考文献

- 岡部孝好. 1994a. 『会計報告の論理－日本の会計の探求－』 森山書店.
- 岡部孝好. 1994b. 「会計情報のブーメラン効果と研究開発費」『JICPA ジャーナル』470 : 23-27.
- 岡部孝好. 1997. 「利害調整会計における意思決定コントロールの役割」『企業会計』 49 (5) : 4-10.
- 岡部孝好. 2004. 「裁量的会計行動研究における総発生処理高アプローチ」神戸大学ディスカッション・ペーパーシリーズ 2004. 14.
- 岡部孝好. 2008. 「公表利益を歪める実体的裁量行動の識別と検出」『会計』 174 (6) : 1-12.
- 乙政正太. 1997. 「日本企業の利益圧縮行動－ビッグバスの実証分析に向けて－」『会計』 151 (4) : 67-79.
- 木村史彦. 2003. 「経営者の近視眼的投資行動と企業のガバナンス構造－研究開発投資水準の決定をめぐる－」『管理会計学』 11 (1) : 43-55.
- 小嶋宏文. 2004. 「研究開発費における裁量的調整行動の実証分析」『六甲台論集－経営学編－』 50 (4) : 59-73.
- 白田佳子. 2003. 『企業倒産予知モデル』 中央経済社.
- 須田一幸・首藤昭信. 2001. 「経営者の利益予測と裁量的会計行動」『産業経理』 61 (2) : 46-56.
- 須田一幸・花枝英樹. 2008. 「日本企業の財務報告－サーベイ調査による分析－」『証券アナリストジャーナル』 46 (5) : 51-69.
- 首藤昭信. 2000a. 「会計利益情報と利益調整－減益・損失回避の利益調整行動－」『千里山商学』 50 : 37-80.
- 首藤昭信. 2000b. 「日本企業の利益調整行動」『産業経理』 60 (1) : 128-139.
- 中野勲. 2008. 『企業会計情報の評価－社会的信頼性の観点から－』 中央経済社.
- 野間幹晴. 2001. 「利益平準化の二つの方法と資本コストの関係－デリバティブと会計政策の相対的影響－」『一橋論叢』 125 (5) : 527-544.
- 山口朋泰. 2009. 「利益ベンチマークの達成と実体的裁量行動」『研究年報経済学』 (近刊).
- Baber, W. R., P. M. Fairfield, and J. A. Haggard. 1991. The effect of concern about reported income on discretionary spending decisions: the case of research and development. *The Accounting Review* 66 (4) : 818-829.
- Barton, J. and P. J. Simko. 2002. The balance sheet as an earnings management constraint. *The Accounting Review* 77 (Supplement) : 1-27.
- Bartov, E. 1993. The timing of asset sales and earnings manipulation. *The Accounting Review* 68 (4) : 840-855.
- Burgstahler, D. and I. Dichev. 1997. Earnings management to avoid earnings decreases and losses. *Journal of Accounting and Economics* 24 (1) : 99-126.
- Bushee, B. 1998. The influence of institutional investors on myopic R&D investment behavior. *The Accounting Review* 73 (3) : 305-333.
- Chapman, C. J. 2008. The effects of real earnings management on the firm, its competitors and subsequent reporting period. *Working paper*.
- Chen, J., L. Rees, and K. Sivaramakrishnan. 2008. On the use of accounting vs. real earnings management to meet earnings expectations - A market analysis. *Working paper*.

- Cohen, D., R. Mashruwala, and T. Zach. 2007. The use of advertising activities to meet earnings benchmarks: Evidence from monthly data,” *Working paper*.
- Cohen, D., A. Dey, and T. Lys. 2008. Real and accrual based earnings management in the pre and post Sarbanes Oxley periods. *The Accounting Review* 83 (3) : 757-787.
- Cohen, D. A. and P. Zarowin. 2008. Accrual-based and real earnings management activities around seasoned equity offerings. *Working paper*.
- Dechow, P. M. and R. Sloan. 1991. Executive incentives and the horizon problem : An empirical investigation. *Journal of Accounting and Economics* 14 (1) : 51-89.
- Dechow, P. M., R. G. Sloan, and A. P. Sweeney. 1995. Detecting earnings management. *The Accounting Review* 70 (2) : 193-225.
- DeGeorge, F., J. Patel, and R. Zeckhauser. 1999. Earnings management to exceed thresholds. *Journal of Business* 72 (1) : 1-33.
- Graham, J. R., C. R. Harvey, and S. Rajgopal. 2005. The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of Accounting and Economics* 40 (1-3) : 3-73.
- Gunny, K. 2005. What are the consequences of real earnings management? *Working paper*.
- Jones, J. 1991. Earnings management during import relief investigations. *Journal of Accounting Research* 29 (2) : 193-228.
- Kaszniak, R. 1999. On the association between voluntary disclosure and earnings management. *Journal of Accounting Research* 37 (1) : 57-81.
- Kothari, S. P., A. J. Leone, and C. E. Wasley. 2005. Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics* 39 (1) : 163-197.
- Mizik, N. and R. Jacobson. 2007. Myopic marketing management : Evidence of the phenomenon and its long-term performance consequences in the SEO context. *Marketing Science* 26 (3) : 361-379.
- Roychowdhury, S. 2006. Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting and Economics* 42 (3) : 335-370.
- Thomas, J. K., and H. Zhang. 2002. Inventory changes and future returns. *Review of Accounting Studies*, 7 (2-3) : 163-187.
- Zang, A. 2007. Evidence on the tradeoff between real manipulation and accrual manipulation. *Working paper*.
- Zhang, W. 2008. Real activities manipulation to meet analysts' cash flow forecasts. *Working paper*.

図1 概念図による仮説の理解

図1-1 仮説1に関する概念図

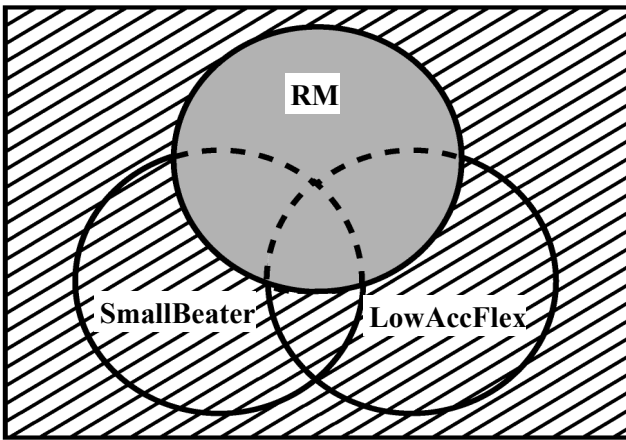


図1-2 仮説2に関する概念図

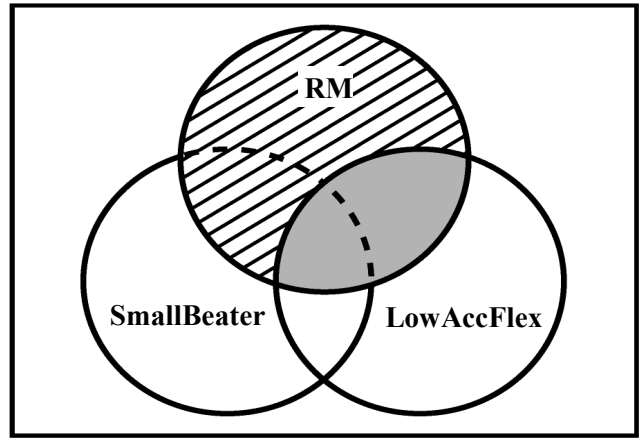


図1-3 仮説3に関する概念図

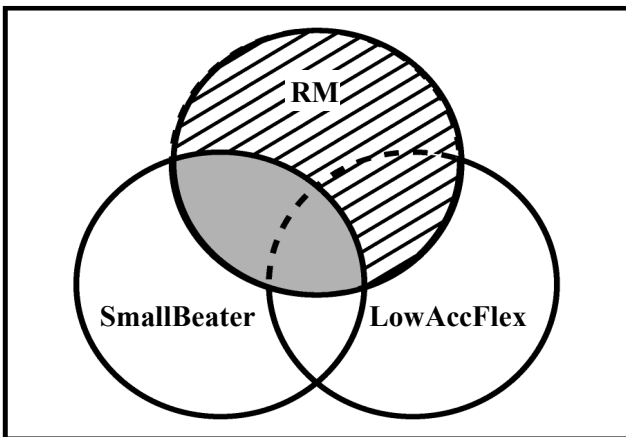
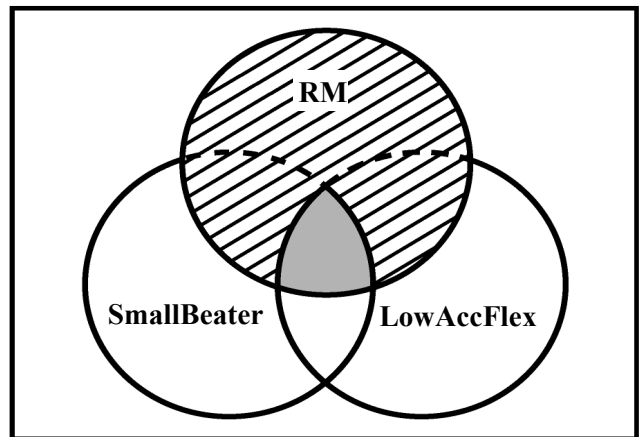


図1-4 仮説4に関する概念図



注)

各図にある3つの円に関して、RMは「利益増加型の実体的裁量行動が観察された企業」、LowAccFlexは「会計のフレキシビリティが低い企業」、SmallBeaterは「利益ベンチマークと合致ないしわずかに超過した企業」をそれぞれ表現しており、それらの円を取り囲む四角がサンプル全体を表している。仮説では、灰色で塗りつぶされた部分に属する企業が、斜線の部分に属する企業と比べて、将来の業績にマイナスの影響を受けることが予測されている。

図2 概念図による変数の理解

図2-1 仮説1に関する概念図

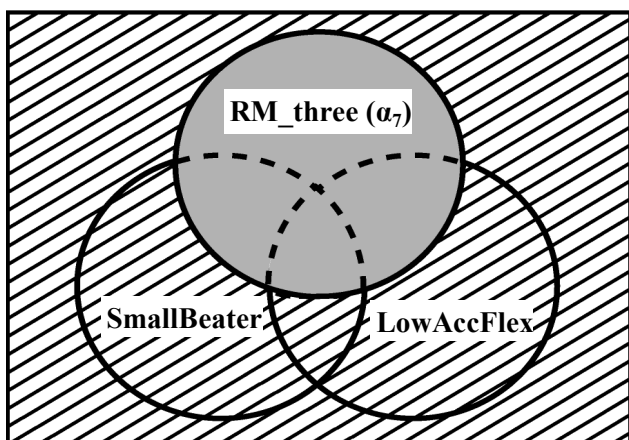
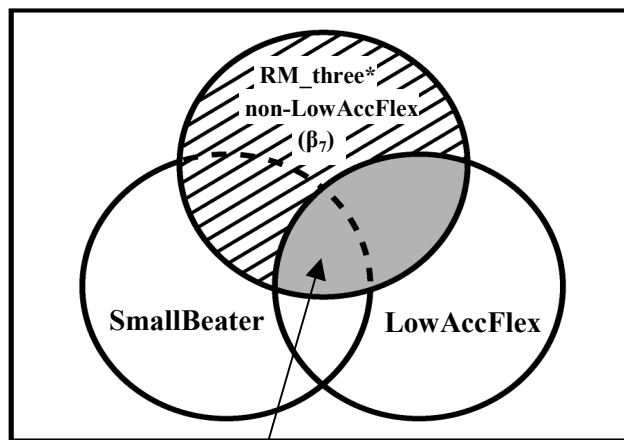
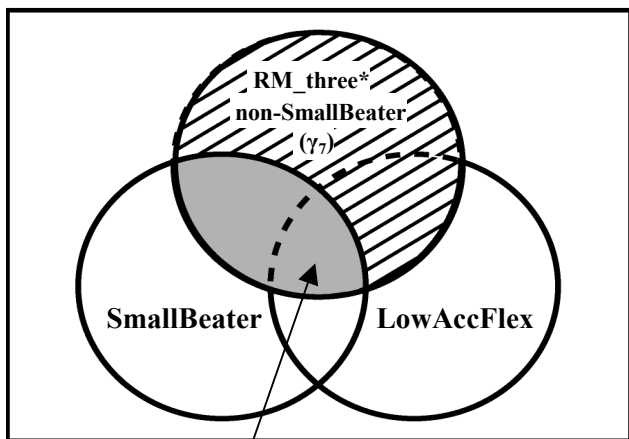


図2-2 仮説2に関する概念図



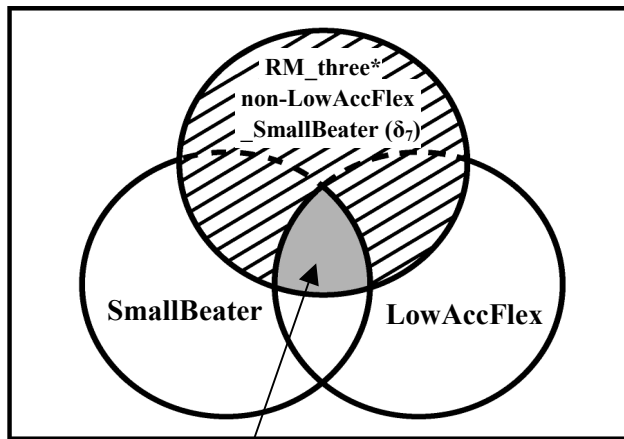
RM_three*LowAccFlex (β_8)

図2-3 仮説3に関する概念図



RM_three* SmallBeater (γ_8)

図2-4 仮説4に関する概念図



RM_three*LowAccFlex_SmallBeater (δ_8)

注)

RM_threeは3タイプの利益増加型の実体的裁量行動を反映する。RM_three*LowAccFlexは会計のフレキシビリティが低い企業の利益増加型の実体的裁量行動を反映し、RM_three*non-LowAccFlexはその状況にない企業の利益増加型の実体的裁量行動を反映する。RM_three*SmallBeaterは利益ベンチマークを合致/超過した企業の利益増加型の実体的裁量行動を反映し、RM_three*non-SmallBeaterはその状況にない企業の利益増加型の実体的裁量行動を反映する。

RM_three*LowAccFlex_SmallBeaterは会計のフレキシビリティが低く、かつ利益ベンチマークを合致/超過した企業の利益増加型の実体的裁量行動を反映し、RM_three*non-LowAccFlex_SmallBeaterはその状況にない企業の利益増加型の実体的裁量行動を反映する。

表1 会計のフレキシビリティの代理変数の妥当性に関する検証

パネルA: ROA修正ジョーンズ・モデルを用いた結果

NOA _{t-1} の五分位		1		2		3		4		5		t値	z値	n
裁量的会計発生高		平均値	中央値	平均値	中央値	平均値	中央値	平均値	中央値	平均値	中央値			
累積期間	[t-1]	-0.0047	-0.0029	-0.0030	-0.0022	-0.0015	-0.0024	0.0007	0.0007	0.0127	0.0059	10.74 ***	10.78 ***	14,674
	[t-1~t-2]	-0.0078	-0.0048	-0.0071	-0.0042	-0.0024	-0.0031	0.0010	0.0009	0.0245	0.0122	12.05 ***	11.25 ***	12,528
	[t-1~t-3]	-0.0111	-0.0067	-0.0103	-0.0057	-0.0030	-0.0017	0.0020	0.0005	0.0331	0.0177	11.78 ***	10.81 ***	10,475
	[t-1~t-4]	-0.0136	-0.0094	-0.0125	-0.0087	-0.0027	-0.0011	0.0021	0.0016	0.0408	0.0270	11.00 ***	10.63 ***	8,498
	[t-1~t-5]	-0.0167	-0.0126	-0.0164	-0.0138	-0.0033	0.0001	0.0052	0.0024	0.0477	0.0311	10.03 ***	9.29 ***	6,625

パネルB: ROAジョーンズ・モデルを用いた結果

NOA _{t-1} の五分位		1		2		3		4		5		t値	z値	n
裁量的会計発生高		平均値	中央値	平均値	中央値	平均値	中央値	平均値	中央値	平均値	中央値			
累積期間	[t-1]	-0.0057	-0.0034	-0.0038	-0.0021	-0.0013	-0.0014	0.0013	0.0012	0.0137	0.0080	12.08 ***	12.85 ***	14,674
	[t-1~t-2]	-0.0098	-0.0056	-0.0084	-0.0047	-0.0021	-0.0022	0.0023	0.0015	0.0265	0.0153	13.74 ***	13.52 ***	12,528
	[t-1~t-3]	-0.0139	-0.0084	-0.0120	-0.0069	-0.0023	-0.0019	0.0038	0.0018	0.0363	0.0216	13.66 ***	12.96 ***	10,475
	[t-1~t-4]	-0.0169	-0.0105	-0.0144	-0.0099	-0.0018	0.0000	0.0040	0.0018	0.0449	0.0287	12.83 ***	12.52 ***	8,498
	[t-1~t-5]	-0.0207	-0.0136	-0.0186	-0.0146	-0.0022	0.0029	0.0074	0.0062	0.0527	0.0337	11.79 ***	10.93 ***	6,625

パネルC: CFO修正ジョーンズ・モデルを用いた結果

NOA _{t-1} の五分位		1		2		3		4		5		t値	z値	n
裁量的会計発生高		平均値	中央値	平均値	中央値	平均値	中央値	平均値	中央値	平均値	中央値			
累積期間	[t-1]	0.0011	0.0010	0.0011	0.0013	0.0009	0.0018	0.0024	0.0037	0.0019	0.0049	0.43	2.81 ***	13,145
	[t-1~t-2]	0.0016	0.0003	0.0010	0.0021	0.0006	0.0030	0.0038	0.0045	0.0056	0.0036	1.22	1.56	11,015
	[t-1~t-3]	-0.0009	-0.0003	0.0003	0.0009	0.0022	0.0022	0.0049	0.0026	0.0101	0.0064	2.33 **	1.95 *	8,973
	[t-1~t-4]	-0.0030	-0.0032	-0.0016	-0.0045	0.0047	0.0028	0.0087	0.0017	0.0139	0.0106	2.59 ***	2.21 **	7,011
	[t-1~t-5]	-0.0045	-0.0044	-0.0046	-0.0066	0.0029	0.0033	0.0140	0.0037	0.0212	0.0136	2.93 ***	2.38 **	5,146

パネルD: CFOジョーンズ・モデルを用いた結果

NOA _{t-1} の五分位		1		2		3		4		5		t値	z値	n
裁量的会計発生高		平均値	中央値	平均値	中央値	平均値	中央値	平均値	中央値	平均値	中央値			
累積期間	[t-1]	0.0004	0.0007	0.0006	0.0012	0.0009	0.0022	0.0026	0.0043	0.0032	0.0064	1.48	4.44 ***	13,145
	[t-1~t-2]	0.0001	0.0000	0.0000	0.0002	0.0008	0.0034	0.0042	0.0050	0.0085	0.0056	2.60 ***	3.42 ***	11,015
	[t-1~t-3]	-0.0028	-0.0027	-0.0016	-0.0010	0.0025	0.0032	0.0057	0.0042	0.0142	0.0120	3.66 ***	3.70 ***	8,973
	[t-1~t-4]	-0.0054	-0.0060	-0.0041	-0.0050	0.0047	0.0055	0.0095	0.0062	0.0191	0.0168	3.85 ***	3.80 ***	7,011
	[t-1~t-5]	-0.0074	-0.0082	-0.0077	-0.0084	0.0027	0.0044	0.0151	0.0074	0.0280	0.0225	4.12 ***	3.82 ***	5,146

パネルE: 修正ジョーンズ・モデルを用いた結果

NOA _{t-1} の五分位		1		2		3		4		5		t値	z値	n
裁量的会計発生高		平均値	中央値	平均値	中央値	平均値	中央値	平均値	中央値	平均値	中央値			
累積期間	[t-1]	0.0006	0.0002	0.0007	0.0012	0.0001	0.0003	0.0014	0.0028	0.0008	0.0056	0.74	2.79 ***	14,674
	[t-1~t-2]	0.0012	0.0007	-0.0011	0.0000	-0.0005	0.0004	0.0015	0.0023	0.0043	0.0026	0.91	1.39	12,528
	[t-1~t-3]	-0.0017	-0.0006	-0.0028	0.0000	-0.0008	0.0000	0.0011	-0.0013	0.0081	0.0039	2.14 **	1.42	10,475
	[t-1~t-4]	-0.0043	-0.0027	-0.0041	-0.0052	-0.0009	0.0003	0.0024	-0.0014	0.0104	0.0042	2.45 **	1.49	8,498
	[t-1~t-5]	-0.0071	-0.0036	-0.0082	-0.0119	-0.0019	0.0000	0.0068	0.0004	0.0151	0.0093	2.85 ***	2.08 **	6,625

パネルF: ジョーンズ・モデルを用いた結果

NOA _{t-1} の五分位		1		2		3		4		5		t値	z値	n
裁量的会計発生高		平均値	中央値	平均値	中央値	平均値	中央値	平均値	中央値	平均値	中央値			
累積期間	[t-1]	-0.0008	-0.0001	-0.0004	0.0006	0.0003	0.0009	0.0018	0.0036	0.0027	0.0073	1.73 *	5.08 ***	14,674
	[t-1~t-2]	-0.0016	-0.0007	-0.0032	-0.0013	-0.0003	0.0013	0.0026	0.0038	0.0082	0.0071	2.97 ***	3.99 ***	12,528
	[t-1~t-3]	-0.0053	-0.0035	-0.0057	-0.0026	-0.0004	-0.0001	0.0026	0.0017	0.0137	0.0093	4.21 **	3.91 ***	10,475
	[t-1~t-4]	-0.0086	-0.0050	-0.0078	-0.0073	-0.0007	0.0008	0.0037	0.0021	0.0174	0.0121	4.42 ***	4.01 ***	8,498
	[t-1~t-5]	-0.0120	-0.0080	-0.0128	-0.0120	-0.0018	0.0004	0.0085	0.0041	0.0235	0.0226	4.65 ***	4.38 ***	6,625

注)

***, **, *はそれぞれ1%水準, 5%水準, 10%水準で, NOA_{t-1}の第1五分位と第5五分位の差が有意。

t値はNOA_{t-1}の第1五分位と第5五分位における裁量的会計発生高累計値の平均値の差のt検定による値である。

z値はNOA_{t-1}の第1五分位と第5五分位における裁量的会計発生高累計値の中央値の差のウィルコクソンの順位和検定による値である。

表2 基本統計量

	平均値	中央値	標準偏差
OP _{t+1}	0.0508	0.0429	0.0481
OI _{t+1}	0.0493	0.0410	0.0511
NI _{t+1}	0.0208	0.0206	0.0517
LOGASSET	11.4903	11.2650	1.4191
BTM	1.0460	0.8756	0.8387
OP	0.0497	0.0419	0.0474
OI	0.0482	0.0397	0.0506
NI	0.0194	0.0189	0.0510
ACC	-0.0160	-0.0172	0.0661
RETURN	0.1747	0.0614	0.5464
SAF2002	0.6054	0.6230	0.0926
RM_three	0.1810	0.0000	0.2694
RM_three*non-LowAccFlex	0.1449	0.0000	0.2508
RM_three*LowAccFlex	0.0361	0.0000	0.1419
RM_three*non-SmallBeater	0.1451	0.0000	0.2509
RM_three*SmallBeater	0.0358	0.0000	0.1416
RM_three*non-LowAccFlex_SmallBeater	0.1745	0.0000	0.2667
RM_three*LowAccFlex_SmallBeater	0.0065	0.0000	0.0611

注)

n=8,644。変数の定義は本文を参考のこと。

表3 相関係数表

	OP _{t+1}	OI _{t+1}	NI _{t+1}	LOG ASSET	BTM	OP	OI	NI	ACC RETURN	SAF 2002	RM _{three} non-LowAccFlex	RM _{three} non-SmallBeater	RM _{three} non-LowAccFlex_SmallBeater	RM _{three} non-LowAccFlex_SmallBeater
OI _{t+1}	0.973													
NI _{t+1}	0.799	0.823												
LOGASSET	0.067	0.043	0.063											
BTM	-0.374	-0.344	-0.281	-0.213										
OP	0.800	0.790	0.624	0.067	-0.412									
OI	0.774	0.803	0.634	0.040	-0.379	0.973								
NI	0.625	0.651	0.554	0.070	-0.298	0.792	0.815							
ACC	0.216	0.253	0.197	-0.073	-0.124	0.350	0.393	0.545						
RETURN	0.245	0.251	0.241	0.000	-0.225	0.198	0.191	0.224	0.087					
SAF2002	0.143	0.179	0.151	-0.083	-0.055	0.184	0.215	0.188	0.014	0.015				
RM _{three}	-0.153	-0.141	-0.117	-0.143	0.025	-0.164	-0.146	-0.130	0.195	-0.045	0.032			
RM _{three} *non-LowAccFlex	-0.092	-0.078	-0.058	-0.093	0.004	-0.098	-0.080	-0.066	0.206	-0.037	0.087	0.854		
RM _{three} *LowAccFlex	-0.129	-0.130	-0.121	-0.106	0.041	-0.137	-0.136	-0.130	0.006	-0.020	-0.093	0.390	-0.147	
RM _{three} *non-SmallBeater	-0.112	-0.104	-0.086	-0.151	0.002	-0.126	-0.113	-0.124	0.157	-0.033	0.028	0.854	0.720	0.349
RM _{three} *SmallBeater	-0.093	-0.084	-0.071	-0.004	0.045	-0.088	-0.078	-0.028	0.092	-0.028	0.012	0.389	0.348	0.124
RM _{three} *non-LowAccFlex_SmallBeater	-0.142	-0.131	-0.107	-0.141	0.020	-0.153	-0.136	-0.126	0.191	-0.042	0.043	0.974	0.876	0.300
RM _{three} *LowAccFlex_SmallBeater	-0.054	-0.052	-0.051	-0.013	0.024	-0.054	-0.052	-0.022	0.025	-0.014	-0.045	0.158	-0.061	0.409
														-0.061
														0.410
														-0.069

注)

n=8,644。変数の定義は本文を参考のこと。

表4 仮説の検証結果

表4-1 実体的裁量行動が将来の総資産営業利益率に与える影響

表4-1 パネルA：仮説1の検証結果

	予測 符号	OP _{t+1}		OP _{t+2}		OP _{t+3}	
		推定値	t値	推定値	t値	推定値	t値
定数項	±	0.0075	1.11	-0.0264**	-2.54	0.0141	1.15
LOGASSET	+	0.0005**	2.34	0.0012***	3.93	0.0014***	3.74
BTM	-	-0.0026***	-5.34	-0.0041***	-6.44	-0.0055***	-7.72
OP	+	0.7796***	98.57	0.6463***	58.90	0.5689***	42.29
ACC	-	-0.0498***	-8.92	-0.0538***	-7.11	-0.0526***	-5.73
RETURN	+	0.0080***	10.92	0.0017*	1.82	-0.0013	-1.11
SAF2002	+	0.0021	0.53	-0.0026	-0.48	-0.0103	-1.57
RM_three	-	-0.0021*	-1.85	-0.0034**	-2.15	-0.0025	-1.27
Adj-R ²		0.6847		0.4908		0.3912	
n		8644		7258		5932	

注)

***, **, *はそれぞれ1%水準, 5%水準, 10%水準で有意(両側)。

RM_threeの値がゼロではないサンプルは, t+1期, t+2期, t+3期のOPに対してそれぞれ3,189企業一年, 2,645企業一年, 2,106企業一年である。

産業ダミー, 年度ダミーに関する係数の表示は省略している。

変数の定義は本文を参考のこと。

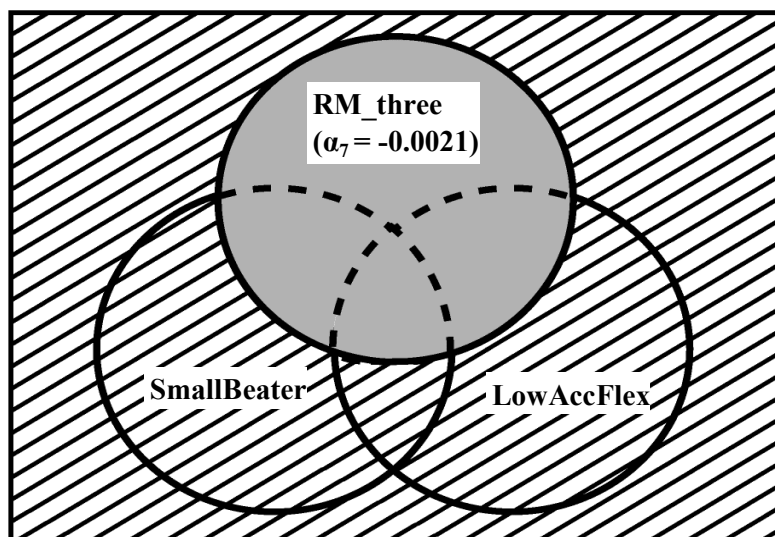


表4-1 パネルB : 仮説2の検証結果

予測 符号	OP _{t+1}		OP _{t+2}		OP _{t+3}	
	推定値	t値	推定値	t値	推定値	t値
定数項 ±	0.0090	1.33	-0.0247**	-2.36	0.0159	1.29
LOGASSET +	0.0005**	2.15	0.0011**	3.78	0.0013**	3.62
BTM -	-0.0026***	-5.32	-0.0041***	-6.43	-0.0055***	-7.70
OP +	0.7788***	98.44	0.6455***	58.82	0.5683***	42.24
ACC -	-0.0506***	-9.07	-0.0545***	-7.20	-0.0532***	-5.79
RETURN +	0.0080**	10.96	0.0018*	1.86	-0.0012	-1.06
SAF2002 +	0.0004	0.11	-0.0044	-0.79	-0.0122*	-1.84
RM_three*non-LowAccFlex ±	-0.0010	-0.84	-0.0022	-1.33	-0.0011	-0.54
RM_three*LowAccFlex -	-0.0067***	-3.28	-0.0083***	-2.92	-0.0080**	-2.30
Adj-R ²	0.6850		0.4910		0.3915	
n	8644		7258		5932	
F-value: F-test of $\beta_7 = \beta_8$	7.31***		4.29**		3.67*	

注)

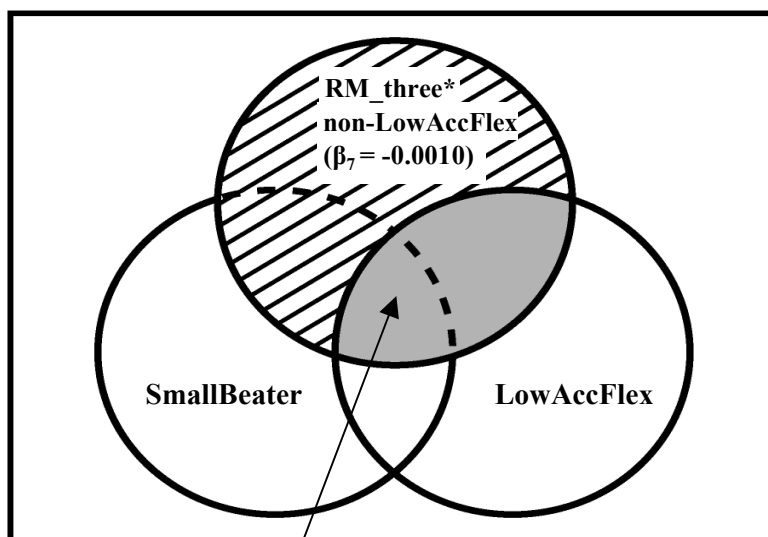
***, **, *はそれぞれ1%水準, 5%水準, 10%水準で有意 (t検定の場合は両側, F検定の場合は片側)。

RM_three*non-LowAccFlexの値がゼロではないサンプルは, t+1期, t+2期, t+3期のOPに対してそれぞれ2,571企業一年, 2,124企業一年, 1,694企業一年である。

RM_three*LowAccFlexの値がゼロではないサンプルは, t+1期, t+2期, t+3期のOPに対してそれぞれ618企業一年, 521企業一年, 412企業一年である。

産業ダミー, 年度ダミーに関する係数の表示は省略している。

変数の定義は本文を参考のこと。



RM_three*LowAccFlex (β₈ = -0.0067)

F-value = 7.31 (F-test of $\beta_7 = \beta_8$)

表4-1 パネルC : 仮説3の検証結果

予測 符号	OP _{t+1}		OP _{t+2}		OP _{t+3}	
	推定値	t値	推定値	t値	推定値	t値
定数項 ±	0.0071	1.05	-0.0272***	-2.61	0.0133	1.08
LOGASSET +	0.0005**	2.48	0.0012**	4.10	0.0014**	3.93
BTM -	-0.0026***	-5.27	-0.0040***	-6.37	-0.0055***	-7.64
OP +	0.7793***	98.52	0.6457***	58.86	0.5684***	42.28
ACC -	-0.0495***	-8.87	-0.0534***	-7.06	-0.0523***	-5.69
RETURN +	0.0080**	10.94	0.0017*	1.83	-0.0013	-1.10
SAF2002 +	0.0022	0.54	-0.0025	-0.46	-0.0104	-1.59
RM_three*non-SmallBeater ±	-0.0012	-0.99	-0.0020	-1.20	-0.0005	-0.24
RM_three*SmallBeater -	-0.0057***	-2.85	-0.0090***	-3.21	-0.0100***	-2.92
Adj-R ²	0.6849		0.4911		0.3919	
n	8644		7258		5932	
F-value: F-test of $\gamma_7 = \gamma_8$	4.75**		5.84**		7.16***	

注)

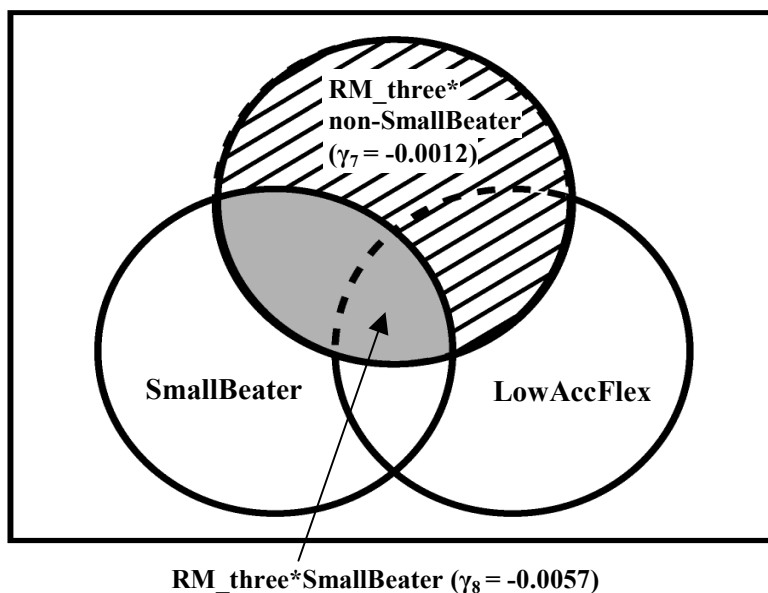
***, **, *はそれぞれ1%水準, 5%水準, 10%水準で有意 (t検定の場合は両側, F検定の場合は片側)。

RM_three*non-SmallBeaterの値がゼロではないサンプルは, t+1期, t+2期, t+3期のOPに対してそれぞれ2,569企業一年, 2,124企業一年, 1,684企業一年である。

RM_three*SmallBeaterの値がゼロではないサンプルは, t+1期, t+2期, t+3期のOPに対してそれぞれ620企業一年, 507企業一年, 422企業一年である。

産業ダミー, 年度ダミーに関する係数の表示は省略している。

変数の定義は本文を参考のこと。



F-value = 4.75 (F-test of $\gamma_7 = \gamma_8$)

表4-1 パネルD : 仮説4の検証結果

	予測 符号	OP _{t+1}		OP _{t+2}		OP _{t+3}	
		推定値	t値	推定値	t値	推定値	t値
定数項	±	0.0077	1.14	-0.0262**	-2.52	0.0145	1.18
LOGASSET	+	0.0005**	2.36	0.0012**	3.97	0.0014**	3.78
BTM	-	-0.0026***	-5.31	-0.0041	-6.41	-0.0055***	-7.69
OP	+	0.7793***	98.51	0.6458***	58.85	0.5683***	42.25
ACC	-	-0.0497***	-8.92	-0.0536***	-7.09	-0.0524***	-5.71
RETURN	+	0.0080**	10.93	0.0017*	1.83	-0.0013	-1.09
SAF2002	+	0.0018	0.44	-0.0031	-0.57	-0.0111*	-1.69
RM_three*non-LowAccFlex_SmallBeater	±	-0.0019*	-1.67	-0.0031*	-1.94	-0.0020	-1.03
RM_three*LowAccFlex_SmallBeater	-	-0.0083*	-1.85	-0.0135**	-2.16	-0.0152**	-2.08
Adj-R ²		0.6848		0.4909		0.3915	
n		8644		7258		5932	
F-value: F-test of $\delta_7 = \delta_8$		2.05		2.81*		3.27*	

注)

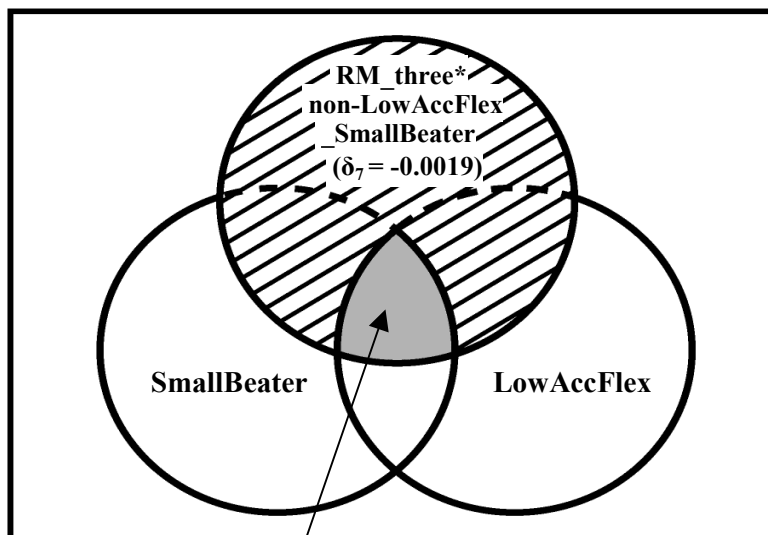
***, **, *はそれぞれ1%水準, 5%水準, 10%水準で有意 (t検定の場合は両側, F検定の場合は片側)。

RM_three*non-LowAccFlex_SmallBeaterの値がゼロではないサンプルは, t+1期, t+2期, t+3期のOPに対してそれぞれ3,076企業一年, 2,553企業一年, 2,025企業一年である。

RM_three*LowAccFlex_SmallBeaterの値がゼロではないサンプルは, t+1期, t+2期, t+3期のOPに対してそれぞれ113企業一年, 92企業一年, 81企業一年である。

産業ダミー, 年度ダミーに関する係数の表示は省略している。

変数の定義は本文を参考のこと。



RM_three*LowAccFlex_SmallBeater ($\delta_8 = -0.0083$)

F-value = 2.05 (F-test of $\delta_7 = \delta_8$)

表4-2 実体的裁量行動が将来の総資産経常利益率に与える影響

表4-2 パネルA：仮説1の検証結果

	予測 符号	OI _{t+1}		OI _{t+2}		OI _{t+3}	
		推定値	t値	推定値	t値	推定値	t値
定数項	±	0.0064	0.90	-0.0380 ^{***}	-3.50	0.0002	0.01
LOGASSET	+	0.0005 ^{**}	2.25	0.0013 ^{***}	4.31	0.0016 ^{***}	4.29
BTM	-	-0.0021 ^{***}	-4.17	-0.0036 ^{***}	-5.52	-0.0051 ^{***}	-6.89
OI	+	0.7898 ^{***}	99.65	0.6584 ^{***}	60.03	0.5779 ^{***}	42.72
ACC	-	-0.0533 ^{***}	-9.00	-0.0578 ^{***}	-7.20	-0.0554 ^{***}	-5.65
RETURN	+	0.0084 ^{***}	11.04	0.0022 ^{**}	2.22	-0.0007	-0.54
SAF2002	+	0.0070	1.64	0.0052	0.90	-0.0023	-0.33
RM_three	-	-0.0025 ^{**}	-2.05	-0.0038 ^{**}	-2.28	-0.0034 [*]	-1.68
Adj-R ²		0.6924		0.5014		0.3933	
n		8644		7258		5932	

注)

^{***}, ^{**}, ^{*}はそれぞれ1%水準, 5%水準, 10%水準で有意 (両側)。

RM_threeの値がゼロではないサンプルは, t+1期, t+2期, t+3期のOIに対してそれぞれ3,189企業一年, 2,645企業一年, 2,106企業一年である。

産業ダミー, 年度ダミーに関する係数の表示は省略している。

変数の定義は本文を参考のこと。

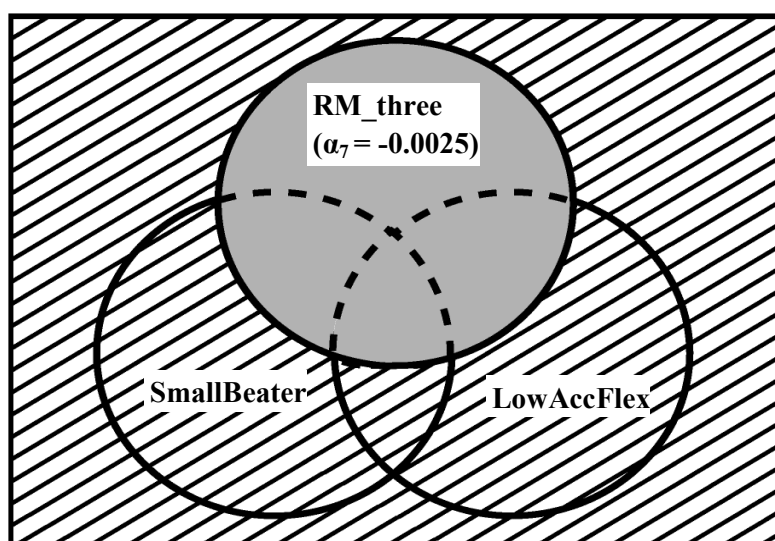


表4-2 パネルB：仮説2の検証結果

予測 符号	OI _{t+1}		OI _{t+2}		OI _{t+3}	
	推定値	t値	推定値	t値	推定値	t値
定数項 ±	0.0081	1.14	-0.0361***	-3.32	0.0019	0.15
LOGASSET +	0.0005**	2.05	0.0013***	4.16	0.0016***	4.17
BTM -	-0.0021***	-4.14	-0.0036***	-5.50	-0.0051***	-6.87
OI +	0.7888***	99.49	0.6575***	59.94	0.5772***	42.66
ACC -	-0.0542***	-9.14	-0.0585***	-7.28	-0.0559***	-5.70
RETURN +	0.0084***	11.09	0.0022**	2.26	-0.0006	-0.49
SAF2002 +	0.0051	1.19	0.0032	0.56	-0.0041	-0.59
RM_three*non-LowAccFlex ±	-0.0012	-0.98	-0.0025	-1.42	-0.0021	-0.97
RM_three*LowAccFlex -	-0.0076***	-3.53	-0.0091***	-3.07	-0.0089**	-2.42
Adj-R ²	0.6927		0.5017		0.3935	
n	8644		7258		5932	
F-value: F-test of $\beta_7 = \beta_8$	8.26***		4.71**		3.22*	

注)

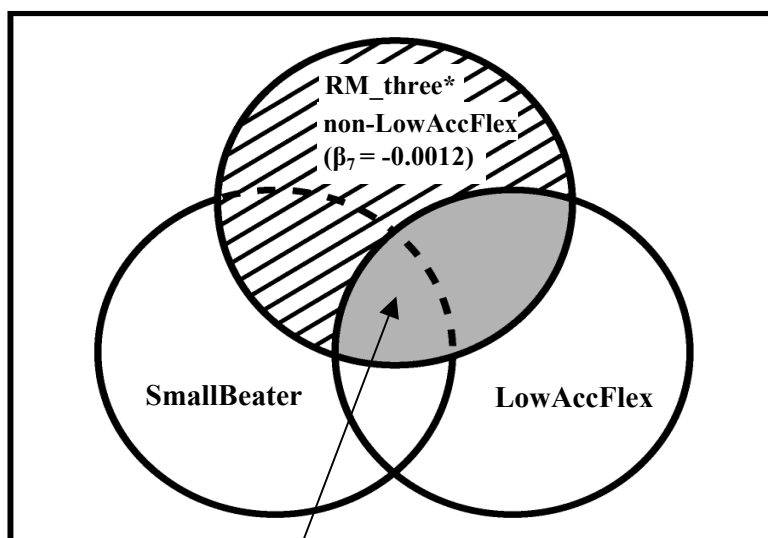
***, **, *はそれぞれ1%水準, 5%水準, 10%水準で有意 (t検定の場合は両側, F検定の場合は片側)。

RM_three*non-LowAccFlexの値がゼロではないサンプルは, t+1期, t+2期, t+3期のOIに対してそれぞれ2,571企業一年, 2,124企業一年, 1,694企業一年である。

RM_three*LowAccFlexの値がゼロではないサンプルは, t+1期, t+2期, t+3期のOIに対してそれぞれ618企業一年, 521企業一年, 412企業一年である。

産業ダミー, 年度ダミーに関する係数の表示は省略している。

変数の定義は本文を参考のこと。



RM_three*LowAccFlex ($\beta_8 = -0.0076$)

F-value = 8.26 (F-test of $\beta_7 = \beta_8$)

表4-2 パネルC : 仮説3の検証結果

予測 符号	OI _{t+1}		OI _{t+2}		OI _{t+3}	
	推定値	t値	推定値	t値	推定値	t値
定数項 ±	0.0060	0.85	-0.0387***	-3.57	-0.0007	-0.06
LOGASSET +	0.0005**	2.38	0.0014***	4.47	0.0017***	4.48
BTM -	-0.0021***	-4.11	-0.0035***	-5.45	-0.0051***	-6.82
OI +	0.7894***	99.61	0.6578***	59.99	0.5774***	42.71
ACC -	-0.0530***	-8.95	-0.0574***	-7.15	-0.0550***	-5.61
RETURN +	0.0084***	11.06	0.0022**	2.22	-0.0006	-0.53
SAF2002 +	0.0070*	1.65	0.0053	0.92	-0.0024	-0.35
RM_three*non-SmallBeater ±	-0.0016	-1.26	-0.0024	-1.38	-0.0014	-0.63
RM_three*SmallBeater -	-0.0059***	-2.78	-0.0092***	-3.14	-0.0113***	-3.15
Adj-R ²	0.6925		0.5017		0.3939	
n	8644		7258		5932	
F-value: F-test of $\gamma_7 = \gamma_8$	3.85**		5.05**		7.14***	

注)

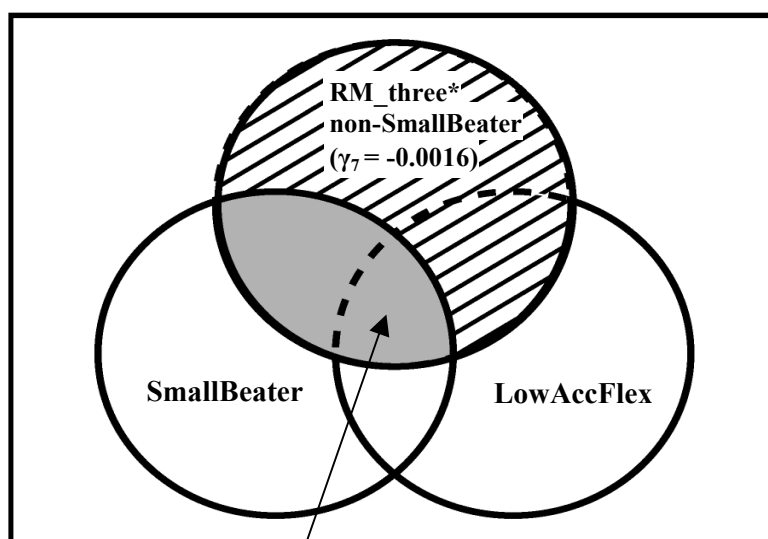
***, **, *はそれぞれ1%水準, 5%水準, 10%水準で有意 (t検定の場合は両側, F検定の場合は片側)。

RM_three*non-SmallBeaterの値がゼロではないサンプルは, t+1期, t+2期, t+3期のOIに対してそれぞれ2,569企業一年, 2,124企業一年, 1,684企業一年である。

RM_three*SmallBeaterの値がゼロではないサンプルは, t+1期, t+2期, t+3期のOIに対してそれぞれ620企業一年, 507企業一年, 422企業一年である。

産業ダミー, 年度ダミーに関する係数の表示は省略している。

変数の定義は本文を参考のこと。



RM_three*SmallBeater ($\gamma_8 = -0.0059$)

F-value = 3.85 (F-test of $\gamma_7 = \gamma_8$)

表4-2 パネルD : 仮説4の検証結果

予測 符号	OI _{t+1}		OI _{t+2}		OI _{t+3}	
	推定値	t値	推定値	t値	推定値	t値
定数項 ±	0.0066	0.93	-0.0377***	-3.48	0.0005	0.04
LOGASSET +	0.0005**	2.27	0.0013***	4.35	0.0016***	4.32
BTM -	-0.0021***	-4.14	-0.0036***	-5.49	-0.0051***	-6.87
OI +	0.7895***	99.58	0.6579***	59.97	0.5773***	42.67
ACC -	-0.0532***	-8.99	-0.0576***	-7.17	-0.0551***	-5.62
RETURN +	0.0084***	11.05	0.0022**	2.22	-0.0006	-0.53
SAF2002 +	0.0066	1.56	0.0046	0.81	-0.0030	-0.44
RM_three*non-LowAccFlex_SmallBeater ±	-0.0023*	-1.89	-0.0034**	-2.07	-0.0030	-1.47
RM_three*LowAccFlex_SmallBeater -	-0.0082*	-1.75	-0.0143**	-2.19	-0.0151**	-1.97
Adj-R ²	0.6924		0.5015		0.3934	
n	8644		7258		5932	
F-value: F-test of $\delta_7 = \delta_8$	1.61		2.77*		2.50	

注)

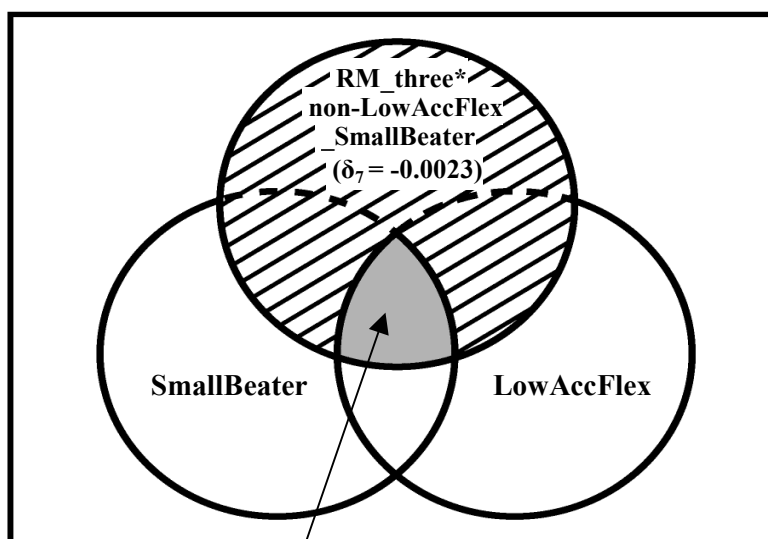
***, **, *はそれぞれ1%水準, 5%水準, 10%水準で有意 (t検定の場合は両側, F検定の場合は片側)。

RM_three*non-LowAccFlex_SmallBeaterの値がゼロではないサンプルは, t+1期, t+2期, t+3期のOIに対してそれぞれ3,076企業一年, 2,553企業一年, 2,025企業一年である。

RM_three*LowAccFlex_SmallBeaterの値がゼロではないサンプルは, t+1期, t+2期, t+3期のOIに対してそれぞれ113企業一年, 92企業一年, 81企業一年である。

産業ダミー, 年度ダミーに関する係数の表示は省略している。

変数の定義は本文を参考のこと。



RM_three*LowAccFlex_SmallBeater ($\delta_8 = -0.0082$)

F-value = 1.61 (F-test of $\delta_7 = \delta_8$)

表4-3 実体的裁量行動が将来の総資産当期純利益率に与える影響

表4-3 パネルA：仮説1の検証結果

	予測 符号	NI _{t+1}		NI _{t+2}		NI _{t+3}	
		推定値	t値	推定値	t値	推定値	t値
定数項	±	-0.0135	-1.53	-0.0510***	-4.46	-0.0110	-0.88
LOGASSET	+	0.0004	1.44	0.0009***	2.75	0.0012***	3.32
BTM	-	-0.0062***	-10.12	-0.0055***	-8.14	-0.0053***	-7.49
NI	+	0.5261***	43.60	0.4149***	29.93	0.3380***	21.45
ACC	-	-0.0844***	-10.12	-0.0922***	-9.56	-0.0691***	-6.37
RETURN	+	0.0089***	9.31	0.0038***	3.61	0.0003	0.26
SAF2002	+	0.0266***	5.02	0.0203***	3.38	0.0085	1.26
RM_three	-	-0.0046**	-3.06	-0.0042**	-2.43	-0.0024	-1.20
Adj-R ²		0.3789		0.2594		0.1824	
n		8644		7258		5932	

注)

***, **, *はそれぞれ1%水準, 5%水準, 10%水準で有意 (両側)。

RM_threeの値がゼロではないサンプルは, t+1期, t+2期, t+3期のNIに対してそれぞれ3,189企業一年, 2,645企業一年, 2,106企業一年である。

産業ダミー, 年度ダミーに関する係数の表示は省略している。

変数の定義は本文を参考のこと。

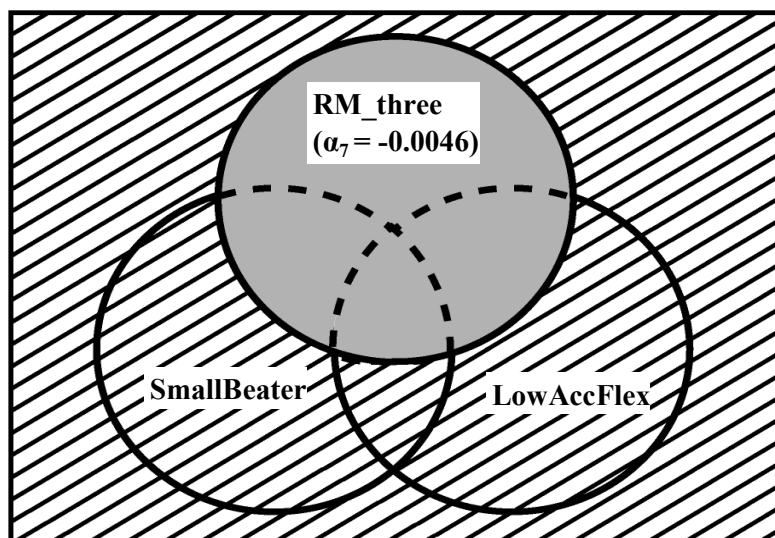


表4-3 パネルB：仮説2の検証結果

予測 符号	NI _{t+1}		NI _{t+2}		NI _{t+3}	
	推定値	t値	推定値	t値	推定値	t値
定数項 ±	-0.0103	-1.16	-0.0495***	-4.31	-0.0107	-0.85
LOGASSET +	0.0003	1.16	0.0009***	2.63	0.0012***	3.29
BTM -	-0.0062***	-10.06	-0.0054***	-8.11	-0.0053***	-7.48
NI +	0.5247***	43.51	0.4144***	29.89	0.3379***	21.44
ACC -	-0.0861***	-10.32	-0.0928***	-9.61	-0.0692***	-6.38
RETURN +	0.0090***	9.38	0.0038***	3.64	0.0003	0.27
SAF2002 +	0.0230***	4.29	0.0186***	3.06	0.0081	1.19
RM_three*non-LowAccFlex ±	-0.0023	-1.43	-0.0031*	-1.70	-0.0021	-1.01
RM_three*LowAccFlex -	-0.0142***	-5.32	-0.0087***	-2.80	-0.0034	-0.96
Adj-R ²	0.6850		0.4910		0.3915	
n	8644		7258		5932	
F-value: F-test of $\beta_7 = \beta_8$	18.94***		3.01*		0.13	

注)

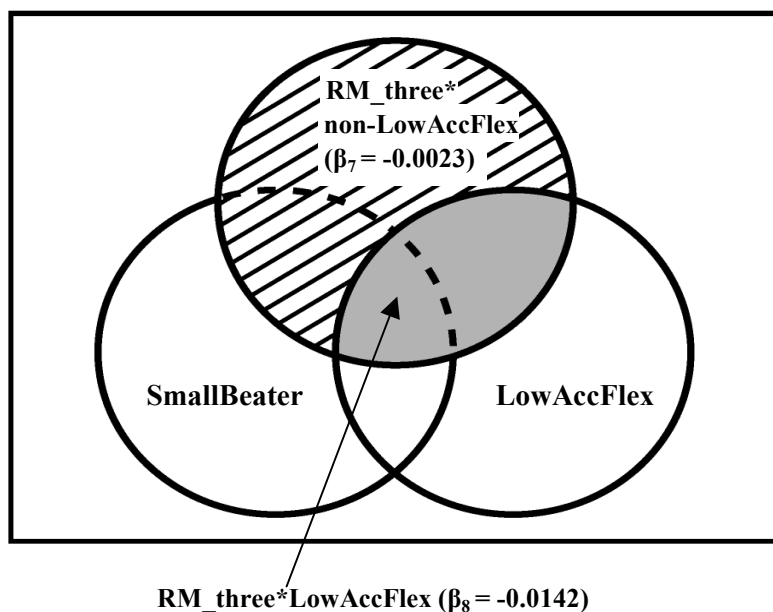
***, **, *はそれぞれ1%水準, 5%水準, 10%水準で有意 (t検定の場合は両側, F検定の場合は片側)。

RM_three*non-LowAccFlexの値がゼロではないサンプルは, t+1期, t+2期, t+3期のNIに対してそれぞれ2,571企業一年, 2,124企業一年, 1,694企業一年である。

RM_three*LowAccFlexの値がゼロではないサンプルは, t+1期, t+2期, t+3期のNIに対してそれぞれ618企業一年, 521企業一年, 412企業一年である。

産業ダミー, 年度ダミーに関する係数の表示は省略している。

変数の定義は本文を参考のこと。



F-value = 18.94 (F-test of $\beta_7 = \beta_8$)

表4-3 パネルC : 仮説3の検証結果

予測 符号	NI _{t+1}		NI _{t+2}		NI _{t+3}	
	推定値	t値	推定値	t値	推定値	t値
定数項 ±	-0.0144	-1.63	-0.0520***	-4.54	-0.0117	-0.93
LOGASSET +	0.0005*	1.71	0.0010***	2.96	0.0013***	3.51
BTM -	-0.0061***	-9.95	-0.0054***	-8.01	-0.0052***	-7.38
NI +	0.5278***	43.75	0.4165***	30.04	0.3403***	21.57
ACC -	-0.0846***	-10.15	-0.0926***	-9.59	-0.0698***	-6.43
RETURN +	0.0089***	9.31	0.0037***	3.60	0.0003	0.24
SAF2002 +	0.0265***	4.99	0.0202***	3.36	0.0081	1.21
RM_three*non-SmallBeater ±	-0.0022	-1.40	-0.0023	-1.22	-0.0002	-0.11
RM_three*SmallBeater -	-0.0134***	-5.14	-0.0117***	-3.83	-0.0101***	-2.91
Adj-R ²	0.3800		0.2602		0.1833	
n	8644		7258		5932	
F-value: F-test of $\gamma_7 = \gamma_8$	16.99**		8.87**		7.36***	

注)

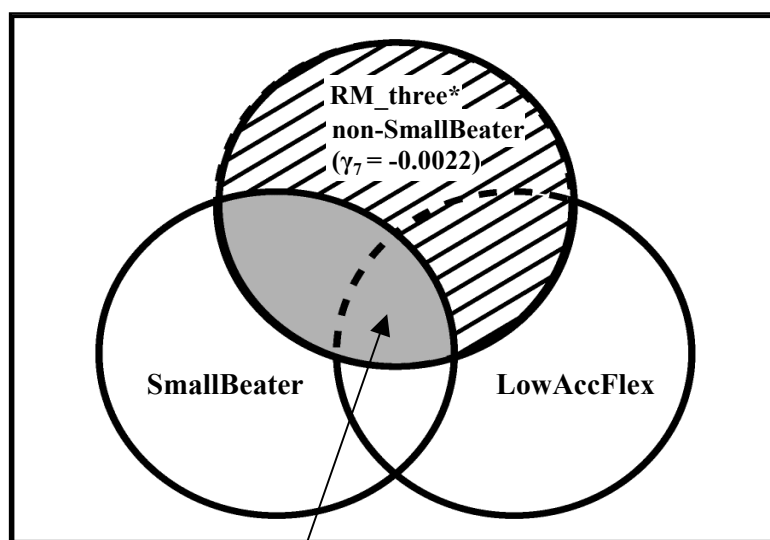
***, **, *はそれぞれ1%水準, 5%水準, 10%水準で有意 (t検定の場合は両側, F検定の場合は片側)。

RM_three*non-SmallBeaterの値がゼロではないサンプルは, t+1期, t+2期, t+3期のNIに対してそれぞれ2,569企業一年, 2,124企業一年, 1,684企業一年である。

RM_three*SmallBeaterの値がゼロではないサンプルは, t+1期, t+2期, t+3期のNIに対してそれぞれ620企業一年, 507企業一年, 422企業一年である。

産業ダミー, 年度ダミーに関する係数の表示は省略している。

変数の定義は本文を参考のこと。



RM_three*SmallBeater ($\gamma_8 = -0.0134$)

F-value = 16.99 (F-test of $\gamma_7 = \gamma_8$)

表4-3 パネルD : 仮説4の検証結果

予測 符号	NI _{t+1}		NI _{t+2}		NI _{t+3}	
	推定値	t値	推定値	t値	推定値	t値
定数項 ±	-0.0127	-1.44	-0.0506***	-4.43	-0.0108	-0.86
LOGASSET +	0.0004	1.49	0.0009***	2.80	0.0012***	3.34
BTM -	-0.0062***	-10.02	-0.0054***	-8.07	-0.0053***	-7.46
NI +	0.5266***	43.66	0.4153***	29.97	0.3382***	21.46
ACC -	-0.0847***	-10.15	-0.0923***	-9.57	-0.0692***	-6.37
RETURN +	0.0089***	9.31	0.0038***	3.61	0.0003	0.26
SAF2002 +	0.0254***	4.78	0.0193***	3.21	0.0080	1.18
RM_three*non-LowAccFlex_SmallBeater ±	-0.0039**	-2.62	-0.0036**	-2.09	-0.0021	-1.05
RM_three*LowAccFlex_SmallBeater -	-0.0233***	-4.00	-0.0210***	-3.07	-0.0096	-1.28
Adj-R ²	0.3796		0.2600		0.1824	
n	8644		7258		5932	
F-value: F-test of $\delta_7 = \delta_8$	11.07**		6.45**		1.00	

注)

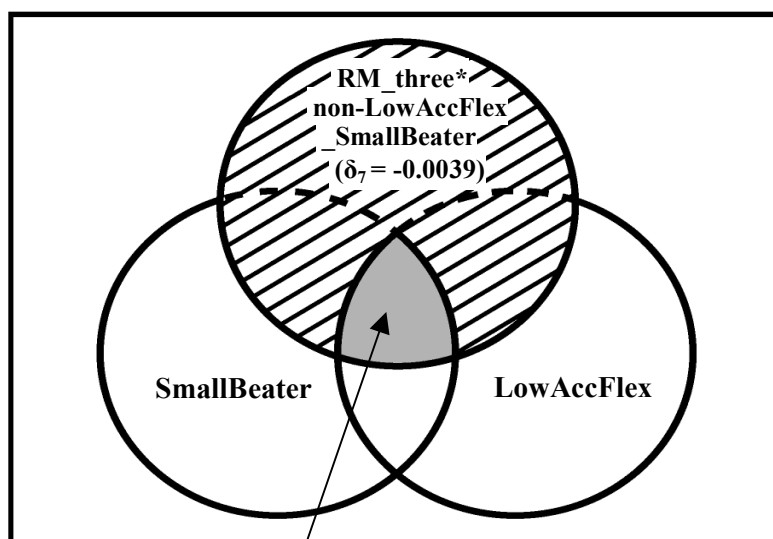
***, **, *はそれぞれ1%水準, 5%水準, 10%水準で有意 (t検定の場合は両側, F検定の場合は片側)。

RM_three*non-LowAccFlex_SmallBeaterの値がゼロではないサンプルは, t+1期, t+2期, t+3期のNIに対してそれぞれ3,076企業一年, 2,553企業一年, 2,025企業一年である。

RM_three*LowAccFlex_SmallBeaterの値がゼロではないサンプルは, t+1期, t+2期, t+3期のNIに対してそれぞれ113企業一年, 92企業一年, 81企業一年である。

産業ダミー, 年度ダミーに関する係数の表示は省略している。

変数の定義は本文を参考のこと。



RM_three*LowAccFlex_SmallBeater ($\delta_8 = -0.0233$)

F-value = 11.07 (F-test of $\delta_7 = \delta_8$)

表5 変数LowAccFlexをROA修正ジョーンズ・モデルに基づき形成した検証

表5-1 実体的裁量行動が将来の総資産営業利益率に与える影響

表5-1 パネルA：仮説2に関する検証結果

	予測 符号	OP _{t+1}		OP _{t+2}		OP _{t+3}	
		推定値	t値	推定値	t値	推定値	t値
定数項	±	0.0163*	1.89	0.0212*	1.65	0.0131	0.78
LOGASSET	+	0.0004	1.62	0.0013***	3.63	0.0020***	4.21
BTM	-	-0.0052***	-7.68	-0.0061***	-6.51	-0.0063***	-5.63
OP	+	0.8165***	89.18	0.7027***	51.57	0.6278***	34.93
ACC	-	-0.0356***	-5.43	-0.0452***	-4.70	-0.0485***	-3.83
RETURN	+	0.0055***	7.01	0.0009	0.89	-0.0010	-0.73
SAF2002	+	-0.0022	-0.46	-0.0099	-1.42	-0.0174*	-1.93
RM_three*non-LowAccFlex	±	-0.0019	-1.38	-0.0022	-1.04	-0.0001	-0.05
RM_three*LowAccFlex	-	-0.0040**	-1.99	-0.0075**	-2.45	-0.0076*	-1.86
Adj-R ²		0.7173		0.5330		0.4282	
n		5997		4692		3432	
F-value: F-test of $\beta_7 = \beta_8$		1.00		2.80*		3.05*	

注)

***, **, *はそれぞれ1%水準, 5%水準, 10%水準で有意 (t検定の場合は両側, F検定の場合は片側)。

RM_three*non-LowAccFlexの値がゼロではないサンプルは, t+1期, t+2期, t+3期のOPに対してそれぞれ1,664企業一年, 1,297企業一年, 941企業一年である。

RM_three*LowAccFlexの値がゼロではないサンプルは, t+1期, t+2期, t+3期のOPに対してそれぞれ564企業一年, 434企業一年, 292企業一年である。

産業ダミー, 年度ダミーに関する係数の表示は省略している。

変数の定義は本文を参考のこと。

表5-1 パネルB：仮説4に関する検証結果

	予測 符号	OP _{t+1}		OP _{t+2}		OP _{t+3}	
		推定値	t値	推定値	t値	推定値	t値
定数項	±	0.0159*	1.85	0.0202	1.57	0.0117	0.70
LOGASSET	+	0.0004*	1.68	0.0014**	3.75	0.0021***	4.34
BTM	-	-0.0051***	-7.64	-0.0060***	-6.44	-0.0062***	-5.56
OP	+	0.8169***	89.30	0.7035***	51.66	0.6289***	35.00
ACC	-	-0.0358***	-5.46	-0.0458***	-4.77	-0.0491***	-3.87
RETURN	+	0.0055***	7.03	0.0010	0.92	-0.0010	-0.71
SAF2002	+	-0.0020	-0.43	-0.0093	-1.34	-0.0165*	-1.84
RM_three*non-LowAccFlex_SmallBeater	±	-0.0021	-1.63	-0.0030	-1.56	-0.0012	-0.47
RM_three*LowAccFlex_SmallBeater	-	-0.0074*	-1.89	-0.0103*	-1.77	-0.0129*	-1.65
Adj-R ²		0.7173		0.5329		0.4280	
n		5997		4692		3432	
F-value: F-test of $\delta_7 = \delta_8$		1.77		1.54		2.19	

注)

***, **, *はそれぞれ1%水準, 5%水準, 10%水準で有意 (t検定の場合は両側, F検定の場合は片側)。

RM_three*non-LowAccFlex_SmallBeaterの値がゼロではないサンプルは, t+1期, t+2期, t+3期のOPに対してそれぞれ2,117企業一年, 1,646企業一年, 1,173企業一年である。

RM_three*LowAccFlex_SmallBeaterの値がゼロではないサンプルは, t+1期, t+2期, t+3期のOPに対してそれぞれ111企業一年, 85企業一年, 60企業一年である。

産業ダミー, 年度ダミーに関する係数の表示は省略している。

変数の定義は本文を参考のこと。

表5-2 実体的裁量行動が将来の総資産経常利益率に与える影響

表5-2 パネルA：仮説2に関する検証結果

	予測 符号	OI _{t+1}		OI _{t+2}		OI _{t+3}	
		推定値	t値	推定値	t値	推定値	t値
定数項	±	0.0093	1.04	0.0101	0.75	-0.0010	-0.06
LOGASSET	+	0.0005*	1.95	0.0016***	4.17	0.0023***	4.46
BTM	-	-0.0049***	-7.10	-0.0057***	-5.94	-0.0061***	-5.32
OI	+	0.8284***	90.54	0.7228***	52.87	0.6436***	35.29
ACC	-	-0.0405***	-5.83	-0.0493***	-4.83	-0.0513***	-3.79
RETURN	+	0.0056***	6.87	0.0009	0.81	-0.0006	-0.44
SAF2002	+	0.0011	0.21	-0.0059	-0.81	-0.0120	-1.26
RM_three*non-LowAccFlex	±	-0.0023	-1.57	-0.0027	-1.26	-0.0016	-0.55
RM_three*LowAccFlex	-	-0.0046**	-2.16	-0.0075**	-2.37	-0.0078*	-1.82
Adj-R ²		0.7215		0.5372		0.4256	
n		5997		4692		3432	
F-value: F-test of $\beta_7 = \beta_8$		1.05		2.13		1.95	

注)

***, **, *はそれぞれ1%水準, 5%水準, 10%水準で有意 (t検定の場合は両側, F検定の場合は片側)。

RM_three*non-LowAccFlexの値がゼロではないサンプルは, t+1期, t+2期, t+3期のOIに対してそれぞれ1,664企業一年, 1,297企業一年, 941企業一年である。

RM_three*LowAccFlexの値がゼロではないサンプルは, t+1期, t+2期, t+3期のOIに対してそれぞれ564企業一年, 434企業一年, 292企業一年である。

産業ダミー, 年度ダミーに関する係数の表示は省略している。

変数の定義は本文を参考のこと。

表5-2 パネルB：仮説4に関する検証結果

	予測 符号	OI _{t+1}		OI _{t+2}		OI _{t+3}	
		推定値	t値	推定値	t値	推定値	t値
定数項	±	0.0089	1.00	0.0092	0.69	-0.0022	-0.12
LOGASSET	+	0.0005**	2.01	0.0016**	4.28	0.0023**	4.57
BTM	-	-0.0049***	-7.07	-0.0056***	-5.88	-0.0061***	-5.27
OI	+	0.8287***	90.64	0.7235***	52.94	0.6444***	35.34
ACC	-	-0.0407***	-5.87	-0.0499***	-4.88	-0.0517***	-3.82
RETURN	+	0.0056***	6.90	0.0009	0.84	-0.0006	-0.42
SAF2002	+	0.0013	0.25	-0.0054	-0.73	-0.0113	-1.18
RM_three*non-LowAccFlex_SmallBeater	±	-0.0026*	-1.92	-0.0034*	-1.70	-0.0026	-0.95
RM_three*LowAccFlex_SmallBeater	-	-0.0067*	-1.65	-0.0111*	-1.81	-0.0109	-1.33
Adj-R ²		0.7215		0.5371		0.4254	
n		5997		4692		3432	
F-value: F-test of $\delta_7 = \delta_8$		1.00		1.54		1.01	

注)

***, **, *はそれぞれ1%水準, 5%水準, 10%水準で有意 (t検定の場合は両側, F検定の場合は片側)。

RM_three*non-LowAccFlex_SmallBeaterの値がゼロではないサンプルは, t+1期, t+2期, t+3期のOIに対してそれぞれ2,117企業一年, 1,646企業一年, 1,173企業一年である。

RM_three*LowAccFlex_SmallBeaterの値がゼロではないサンプルは, t+1期, t+2期, t+3期のOIに対してそれぞれ111企業一年, 85企業一年, 60企業一年である。

産業ダミー, 年度ダミーに関する係数の表示は省略している。

変数の定義は本文を参考のこと。

表5-3 実体的裁量行動が将来の総資産当期純利益率に与える影響

表5-3 パネルA：仮説2に関する検証結果

	予測 符号	NI _{t+1}		NI _{t+2}		NI _{t+3}	
		推定値	t値	推定値	t値	推定値	t値
定数項	±	0.0037	0.33	0.0108	0.77	0.0029	0.17
LOGASSET	+	0.0003	0.79	0.0011 ^{***}	2.67	0.0019 ^{***}	3.89
BTM	-	-0.0102 ^{***}	-12.33	-0.0092 ^{***}	-9.45	-0.0081 ^{***}	-7.50
NI	+	0.5413 ^{***}	38.82	0.4665 ^{***}	27.08	0.4104 ^{***}	19.43
ACC	-	-0.0707 ^{***}	-7.29	-0.0867 ^{***}	-7.10	-0.0901 ^{***}	-6.10
RETURN	+	0.0056 ^{***}	5.45	0.0025 ^{**}	2.14	-0.0002	-0.12
SAF2002	+	0.0159 ^{**}	2.54	0.0075	0.98	-0.0046	-0.50
RM_three*non-LowAccFlex	±	-0.0044 ^{**}	-2.43	-0.0024	-1.06	0.0007	0.26
RM_three*LowAccFlex	-	-0.0067 ^{**}	-2.52	-0.0050	-1.51	-0.0023	-0.54
Adj-R ²		0.3786		0.2777		0.2163	
n		5997		4692		3432	
F-value: F-test of $\beta_7 = \beta_8$		0.67		0.58		0.47	

注)

^{***}, ^{**}, ^{*}はそれぞれ1%水準, 5%水準, 10%水準で有意 (t検定の場合は両側, F検定の場合は片側)。

RM_three*non-LowAccFlexの値がゼロではないサンプルは, t+1期, t+2期, t+3期のNIに対してそれぞれ1,664企業一年, 1,297企業一年, 941企業一年である。

RM_three*LowAccFlexの値がゼロではないサンプルは, t+1期, t+2期, t+3期のNIに対してそれぞれ564企業一年, 434企業一年, 292企業一年である。

産業ダミー, 年度ダミーに関する係数の表示は省略している。

変数の定義は本文を参考のこと。

表5-3 パネルB：仮説4に関する検証結果

	予測 符号	NI _{t+1}		NI _{t+2}		NI _{t+3}	
		推定値	t値	推定値	t値	推定値	t値
定数項	±	0.0034	0.30	0.0104	0.74	0.0024	0.14
LOGASSET	+	0.0003	0.86	0.0011 ^{**}	2.74	0.0019 ^{**}	3.94
BTM	-	-0.0102 ^{***}	-12.29	-0.0092 ^{***}	-9.40	-0.0081 ^{***}	-7.47
NI	+	0.5424 ^{***}	38.97	0.4677 ^{***}	27.18	0.4116 ^{***}	19.50
ACC	-	-0.0712 ^{***}	-7.35	-0.0873 ^{***}	-7.16	-0.0907 ^{***}	-6.14
RETURN	+	0.0056 ^{***}	5.45	0.0025 ^{**}	2.14	-0.0002	-0.12
SAF2002	+	0.0159 ^{**}	2.55	0.0075	0.99	-0.0044	-0.48
RM_three*non-LowAccFlex_SmallBeater	±	-0.0042 ^{**}	-2.47	-0.0022	-1.03	0.0005	0.20
RM_three*LowAccFlex_SmallBeater	-	-0.0161 ^{***}	-3.18	-0.0159 ^{**}	-2.48	-0.0072	-0.91
Adj-R ²		0.3790		0.2783		0.2164	
n		5997		4692		3432	
F-value: F-test of $\delta_7 = \delta_8$		5.42 ^{**}		4.48 ^{**}		0.92	

注)

^{***}, ^{**}, ^{*}はそれぞれ1%水準, 5%水準, 10%水準で有意 (t検定の場合は両側, F検定の場合は片側)。

RM_three*non-LowAccFlex_SmallBeaterの値がゼロではないサンプルは, t+1期, t+2期, t+3期のNIに対してそれぞれ2,117企業一年, 1,646企業一年, 1,173企業一年である。

RM_three*LowAccFlex_SmallBeaterの値がゼロではないサンプルは, t+1期, t+2期, t+3期のNIに対してそれぞれ111企業一年, 85企業一年, 60企業一年である。

産業ダミー, 年度ダミーに関する係数の表示は省略している。

変数の定義は本文を参考のこと。

表6 変数SmallBeaterを経常利益に基づいて形成した検証

表6-1 実体的裁量行動が将来の総資産営業利益率に与える影響

表6-1 パネルA：仮説3に関する検証結果

	予測 符号	OP _{t+1}		OP _{t+2}		OP _{t+3}	
		推定値	t値	推定値	t値	推定値	t値
定数項	±	0.0073	1.08	-0.0271 ^{***}	-2.59	-0.0128	-1.14
LOGASSET	+	0.0006 ^{**}	2.52	0.0012 ^{***}	4.09	0.0015 ^{***}	3.95
BTM	-	-0.0026 ^{***}	-5.26	-0.0040 ^{***}	-6.37	-0.0055 ^{***}	-7.69
OP	+	0.7785 ^{***}	98.32	0.6452 ^{***}	58.66	0.5676 ^{***}	42.14
ACC	-	-0.0500 ^{***}	-8.97	-0.0539 ^{***}	-7.11	-0.0530 ^{***}	-5.77
RETURN	+	0.0080 ^{***}	10.91	0.0018 [*]	1.85	-0.0013	-1.12
SAF2002	+	0.0019	0.46	-0.0029	-0.54	-0.0105	-1.60
RM_three*non-SmallBeater	±	-0.0006	-0.51	-0.0017	-0.99	-0.0003	-0.15
RM_three*SmallBeater	-	-0.0085 ^{***}	-4.10	-0.0099 ^{***}	-3.48	-0.0098 ^{***}	-2.80
Adj-R ²		0.6851		0.4908		0.3916	
n		8622		7240		5917	
F-value: F-test of $\gamma_7 = \gamma_8$		13.66 ^{***}		7.89 ^{***}		6.90 ^{***}	

注)

***, **, *はそれぞれ1%水準, 5%水準, 10%水準で有意 (t検定の場合は両側, F検定の場合は片側)。

RM_three*non-SmallBeaterの値がゼロではないサンプルは, t+1期, t+2期, t+3期のOPに対してそれぞれ2,572企業一年, 2,106企業一年, 1,660企業一年である。

RM_three*SmallBeaterの値がゼロではないサンプルは, t+1期, t+2期, t+3期のOPに対してそれぞれ603企業一年, 528企業一年, 435企業一年である。

産業ダミー, 年度ダミーに関する係数の表示は省略している。

変数の定義は本文を参考のこと。

表6-1 パネルB：仮説4に関する検証結果

	予測 符号	OP _{t+1}		OP _{t+2}		OP _{t+3}	
		推定値	t値	推定値	t値	推定値	t値
定数項	±	0.0080	1.18	-0.0266 ^{**}	-2.54	-0.0126	-1.12
LOGASSET	+	0.0005 ^{**}	2.36	0.0012 ^{***}	3.98	0.0014 ^{***}	3.83
BTM	-	-0.0026 ^{***}	-5.24	-0.0040 ^{***}	-6.38	-0.0056 ^{***}	-7.73
OP	+	0.7791 ^{***}	98.43	0.6462 ^{***}	58.76	0.5690 ^{***}	42.25
ACC	-	-0.0501 ^{***}	-8.98	-0.0537 ^{***}	-7.08	-0.0527 ^{***}	-5.72
RETURN	+	0.0080 ^{***}	11.00	0.0018 [*]	1.91	-0.0013	-1.12
SAF2002	+	0.0014	0.33	-0.0031	-0.56	-0.0101	-1.53
RM_three*non-LowAccFlex_SmallBeater	±	-0.0015	-1.30	-0.0029 [*]	-1.81	-0.0022	-1.12
RM_three*LowAccFlex_SmallBeater	-	-0.0131 ^{***}	-3.49	-0.0089 [*]	-1.82	-0.0016	-0.26
Adj-R ²		0.6849		0.4903		0.3909	
n		8622		7240		5917	
F-value: F-test of $\delta_7 = \delta_8$		9.46 ^{***}		1.48		0.01	

注)

***, **, *はそれぞれ1%水準, 5%水準, 10%水準で有意 (t検定の場合は両側, F検定の場合は片側)。

RM_three*non-LowAccFlex_SmallBeaterの値がゼロではないサンプルは, t+1期, t+2期, t+3期のOPに対してそれぞれ3,035企業一年, 2,509企業一年, 1,992企業一年である。

RM_three*LowAccFlex_SmallBeaterの値がゼロではないサンプルは, t+1期, t+2期, t+3期のOPに対してそれぞれ140企業一年, 125企業一年, 103企業一年である。

産業ダミー, 年度ダミーに関する係数の表示は省略している。

変数の定義は本文を参考のこと。

表6-2 実体的裁量行動が将来の総資産経常利益率に与える影響

表6-2 パネルA：仮説3に関する検証結果

	予測 符号	OI _{t+1}		OI _{t+2}		OI _{t+3}	
		推定値	t値	推定値	t値	推定値	t値
定数項	±	0.0063	0.89	-0.0384***	-3.52	-0.0263**	-2.24
LOGASSET	+	0.0005**	2.40	0.0014***	4.42	0.0017***	4.40
BTM	-	-0.0021***	-4.11	-0.0036***	-5.46	-0.0051***	-6.86
OI	+	0.7887***	99.43	0.6571***	59.80	0.5768***	42.58
ACC	-	-0.0535***	-9.03	-0.0577***	-7.19	-0.0556***	-5.67
RETURN	+	0.0084***	11.02	0.0022**	2.22	-0.0007	-0.56
SAF2002	+	0.0067	1.57	0.0048	0.84	-0.0026	-0.38
RM_three*non-SmallBeater	±	-0.0009	-0.75	-0.0020	-1.14	-0.0014	-0.65
RM_three*SmallBeater	-	-0.0090***	-4.15	-0.0107***	-3.61	-0.0107***	-2.93
Adj-R ²		0.6929		0.5017		0.3939	
n		8622		7240		5917	
F-value: F-test of $\gamma_7 = \gamma_8$		13.03***		8.08***		6.08**	

注)

***, **, *はそれぞれ1%水準, 5%水準, 10%水準で有意 (t検定の場合は両側, F検定の場合は片側)。

RM_three*non-SmallBeaterの値がゼロではないサンプルは, t+1期, t+2期, t+3期のOIに対してそれぞれ2,572企業一年, 2,106企業一年, 1,660企業一年である。

RM_three*SmallBeaterの値がゼロではないサンプルは, t+1期, t+2期, t+3期のOIに対してそれぞれ603企業一年, 528企業一年, 435企業一年である。

産業ダミー, 年度ダミーに関する係数の表示は省略している。

変数の定義は本文を参考のこと。

表6-2 パネルB：仮説4に関する検証結果

	予測 符号	OI _{t+1}		OI _{t+2}		OI _{t+3}	
		推定値	t値	推定値	t値	推定値	t値
定数項	±	0.0070	0.98	-0.0379***	-3.47	-0.0261**	-2.22
LOGASSET	+	0.0005**	2.25	0.0013***	4.31	0.0017***	4.29
BTM	-	-0.0021***	-4.10	-0.0036***	-5.47	-0.0052***	-6.91
OI	+	0.7893***	99.53	0.6582***	59.91	0.5784***	42.71
ACC	-	-0.0535***	-9.02	-0.0576***	-7.17	-0.0553***	-5.63
RETURN	+	0.0085***	11.10	0.0023**	2.28	-0.0007	-0.56
SAF2002	+	0.0063	1.47	0.0046	0.80	-0.0021	-0.31
RM_three*non-LowAccFlex_SmallBeater	±	-0.0020	-1.61	-0.0033**	-1.98	-0.0033	-1.61
RM_three*LowAccFlex_SmallBeater	-	-0.0120***	-3.06	-0.0099*	-1.93	-0.0013	-0.20
Adj-R ²		0.6926		0.5012		0.3933	
n		8622		7240		5917	
F-value: F-test of $\delta_7 = \delta_8$		6.53**		1.63		0.10	

注)

***, **, *はそれぞれ1%水準, 5%水準, 10%水準で有意 (t検定の場合は両側, F検定の場合は片側)。

RM_three*non-LowAccFlex_SmallBeaterの値がゼロではないサンプルは, t+1期, t+2期, t+3期のOIに対してそれぞれ3,035企業一年, 2,509企業一年, 1,992企業一年である。

RM_three*LowAccFlex_SmallBeaterの値がゼロではないサンプルは, t+1期, t+2期, t+3期のOIに対してそれぞれ140企業一年, 125企業一年, 103企業一年である。

産業ダミー, 年度ダミーに関する係数の表示は省略している。

変数の定義は本文を参考のこと。

表6-3 実体的裁量行動が将来の総資産当期純利益率に与える影響

表6-3 パネルA：仮説3に関する検証結果

	予測 符号	NI _{t+1}		NI _{t+2}		NI _{t+3}	
		推定値	t値	推定値	t値	推定値	t値
定数項	±	-0.0135	-1.53	-0.0512***	-4.45	-0.0235**	-2.05
LOGASSET	+	0.0005	1.59	0.0009***	2.79	0.0013***	3.34
BTM	-	-0.0061***	-10.00	-0.0054***	-8.03	-0.0053***	-7.46
NI	+	0.5257***	43.57	0.4148***	29.87	0.3381***	21.44
ACC	-	-0.0852***	-10.21	-0.0925***	-9.57	-0.0694***	-6.39
RETURN	+	0.0089***	9.26	0.0037***	3.59	0.0003	0.25
SAF2002	+	0.0260***	4.91	0.0198***	3.29	0.0083	1.23
RM_three*non-SmallBeater	±	-0.0023	-1.46	-0.0027	-1.46	-0.0014	-0.66
RM_three*SmallBeater	-	-0.0139***	-5.16	-0.0103***	-3.34	-0.0057	-1.60
Adj-R ²		0.3800		0.2598		0.1825	
n		8622		7240		5917	
F-value: F-test of $\gamma_7 = \gamma_8$		17.36***		5.72**		1.36	

注)

***, **, *はそれぞれ1%水準, 5%水準, 10%水準で有意 (t検定の場合は両側, F検定の場合は片側)。

RM_three*non-SmallBeaterの値がゼロではないサンプルは, t+1期, t+2期, t+3期のNIに対してそれぞれ2,572企業一年, 2,106企業一年, 1,660企業一年である。

RM_three*SmallBeaterの値がゼロではないサンプルは, t+1期, t+2期, t+3期のNIに対してそれぞれ603企業一年, 528企業一年, 435企業一年である。

産業ダミー, 年度ダミーに関する係数の表示は省略している。

変数の定義は本文を参考のこと。

表6-3 パネルB：仮説4に関する検証結果

	予測 符号	NI _{t+1}		NI _{t+2}		NI _{t+3}	
		推定値	t値	推定値	t値	推定値	t値
定数項	±	-0.0124	-1.39	-0.0507***	-4.41	-0.0237**	-2.07
LOGASSET	+	0.0004	1.40	0.0009***	2.70	0.0012***	3.29
BTM	-	-0.0061***	-9.98	-0.0054***	-8.06	-0.0053***	-7.53
NI	+	0.5263***	43.61	0.4155***	29.91	0.3382***	21.44
ACC	-	-0.0853***	-10.22	-0.0924***	-9.55	-0.0688***	-6.34
RETURN	+	0.0090***	9.37	0.0038***	3.64	0.0003	0.22
SAF2002	+	0.0252***	4.74	0.0197***	3.26	0.0091	1.35
RM_three*non-LowAccFlex_SmallBeater	±	-0.0036**	-2.35	-0.0039**	-2.19	-0.0028	-1.37
RM_three*LowAccFlex_SmallBeater	-	-0.0222***	-4.56	-0.0096*	-1.78	0.0056	0.90
Adj-R ²		0.3798		0.2593		0.1826	
n		8622		7240		5917	
F-value: F-test of $\delta_7 = \delta_8$		14.47***		1.12		1.79	

注)

***, **, *はそれぞれ1%水準, 5%水準, 10%水準で有意 (t検定の場合は両側, F検定の場合は片側)。

RM_three*non-LowAccFlex_SmallBeaterの値がゼロではないサンプルは, t+1期, t+2期, t+3期のNIに対してそれぞれ3,035企業一年, 2,509企業一年, 1,992企業一年である。

RM_three*LowAccFlex_SmallBeaterの値がゼロではないサンプルは, t+1期, t+2期, t+3期のNIに対してそれぞれ140企業一年, 125企業一年, 103企業一年である。

産業ダミー, 年度ダミーに関する係数の表示は省略している。

変数の定義は本文を参考のこと。

表7 RM_twoによる検証 (SmallBeaterは純利益に基づいて形成)

表7-1 実体的裁量行動が将来の総資産営業利益率に与える影響

表7-1 パネルA: 仮説1に関する検証結果

	予測 符号	OP _{t+1}		OP _{t+2}		OP _{t+3}	
		推定値	t値	推定値	t値	推定値	t値
定数項	±	0.0070	1.04	-0.0271 ^{***}	-2.61	0.0137	1.11
LOGASSET	+	0.0005 ^{**}	2.40	0.0012 ^{**}	4.00	0.0014 ^{**}	3.79
BTM	-	-0.0026 ^{***}	-5.30	-0.0040 ^{***}	-6.40	-0.0055 ^{***}	-7.70
OP	+	0.7822 ^{***}	102.78	0.6506 ^{***}	61.53	0.5726 ^{***}	44.11
ACC	-	-0.0520 ^{***}	-9.66	-0.0573 ^{***}	-7.81	-0.0553 ^{***}	-6.19
RETURN	+	0.0080 ^{**}	10.95	0.0018 [*]	1.86	-0.0013	-1.11
SAF2002	+	0.0023	0.57	-0.0024	-0.43	-0.0103	-1.56
RM_two	-	-0.0015 [*]	-1.72	-0.0022 [*]	-1.83	-0.0011	-0.74
Adj-R ²		0.6847		0.4907		0.3911	
n		8644		7258		5932	

注)
^{***}, ^{**}, ^{*}はそれぞれ1%水準, 5%水準, 10%水準で有意 (両側)。
 RM_twoの値がゼロではないサンプルは, t+1期, t+2期, t+3期のOPに対してそれぞれ2,143企業一年, 1,761企業一年, 1,384企業一年である。
 産業ダミー, 年度ダミーに関する係数の表示は省略している。
 変数の定義は本文を参考のこと。

表7-1 パネルB: 仮説2に関する検証結果

	予測 符号	OP _{t+1}		OP _{t+2}		OP _{t+3}	
		推定値	t値	推定値	t値	推定値	t値
定数項	±	0.0080	1.18	-0.0258 ^{**}	-2.47	0.0154	1.25
LOGASSET	+	0.0005 ^{**}	2.26	0.0011 ^{**}	3.87	0.0013 ^{**}	3.64
BTM	-	-0.0026 ^{***}	-5.29	-0.0040 ^{***}	-6.39	-0.0055 ^{***}	-7.70
OP	+	0.7817 ^{***}	102.63	0.6500 ^{***}	61.43	0.5719 ^{***}	44.05
ACC	-	-0.0525 ^{***}	-9.74	-0.0577 ^{***}	-7.87	-0.0557 ^{***}	-6.24
RETURN	+	0.0080 ^{**}	10.98	0.0018 [*]	1.89	-0.0012	-1.05
SAF2002	+	0.0013	0.33	-0.0036	-0.65	-0.0119 [*]	-1.80
RM_two*non-LowAccFlex	±	-0.0009	-0.94	-0.0015	-1.12	-0.0000	-0.02
RM_two*LowAccFlex	-	-0.0043 ^{**}	-2.48	-0.0056 ^{**}	-2.36	-0.0059 ^{**}	-1.99
Adj-R ²		0.6848		0.4908		0.3914	
n		8644		7258		5932	
F-value: F-test of $\beta_7 = \beta_8$		3.47 [*]		2.75 [*]		3.48 [*]	

注)
^{***}, ^{**}, ^{*}はそれぞれ1%水準, 5%水準, 10%水準で有意 (t検定の場合は両側, F検定の場合は片側)。
 RM_two*non-LowAccFlexの値がゼロではないサンプル数は, t+1期, t+2期, t+3期のOPに対してそれぞれ1,729企業一年, 1,419企業一年, 1,120企業一年である。
 RM_two*LowAccFlexの値がゼロではないサンプル数は, t+1期, t+2期, t+3期のOPに対してそれぞれ414企業一年, 342企業一年, 264企業一年である。
 産業ダミー, 年度ダミーに関する係数の表示は省略している。
 変数の定義は本文を参考のこと。

表7-1 パネルC : 仮説3に関する検証結果

	予測 符号	OP _{t+1}		OP _{t+2}		OP _{t+3}	
		推定値	t値	推定値	t値	推定値	t値
定数項	±	0.0068	1.00	-0.0276***	-2.65	0.0131	1.07
LOGASSET	+	0.0005**	2.47	0.0012***	4.11	0.0014***	3.92
BTM	-	-0.0026***	-5.27	-0.0040***	-6.37	-0.0055***	-7.68
OP	+	0.7819***	102.67	0.6499***	61.42	0.5717***	44.04
ACC	-	-0.0519***	-9.63	-0.0571***	-7.79	-0.0551***	-6.17
RETURN	+	0.0080***	10.96	0.0018*	1.86	-0.0013	-1.10
SAF2002	+	0.0024	0.59	-0.0022	-0.41	-0.0103	-1.57
RM_two*non-SmallBeater	±	-0.0010	-1.09	-0.0014	-1.03	0.0003	0.17
RM_two*SmallBeater	-	-0.0034**	-2.03	-0.0057**	-2.45	-0.0062**	-2.22
Adj-R ²		0.6847		0.4908		0.3915	
n		8644		7258		5932	
F-value: F-test of $\gamma_7 = \gamma_8$		1.75		3.06*		4.66**	

注)

***, **, *はそれぞれ1%水準, 5%水準, 10%水準で有意 (t検定の場合は両側, F検定の場合は片側)。

RM_two*non-SmallBeaterの値がゼロではないサンプル数は, t+1期, t+2期, t+3期のOPに対してそれぞれ1,730企業一年, 1,427企業一年, 1,108企業一年である。

RM_two*SmallBeaterの値がゼロではないサンプル数は, t+1期, t+2期, t+3期のOPに対してそれぞれ413企業一年, 334企業一年, 276企業一年である。

産業ダミー, 年度ダミーに関する係数の表示は省略している。

変数の定義は本文を参考のこと。

表7-1 パネルD : 仮説4に関する検証結果

	予測 符号	OP _{t+1}		OP _{t+2}		OP _{t+3}	
		推定値	t値	推定値	t値	推定値	t値
定数項	±	0.0071	1.05	-0.0270***	-2.59	0.0140	1.14
LOGASSET	+	0.0005**	2.41	0.0012***	4.02	0.0014***	3.80
BTM	-	-0.0026***	-5.28	-0.0040***	-6.39	-0.0055***	-7.70
OP	+	0.7820***	102.70	0.6502***	61.46	0.5720***	44.05
ACC	-	-0.0520***	-9.66	-0.0573***	-7.80	-0.0552***	-6.18
RETURN	+	0.0080***	10.96	0.0018*	1.86	-0.0013	-1.09
SAF2002	+	0.0021	0.53	-0.0026	-0.48	-0.0108*	-1.65
RM_two*non-LowAccFlex_SmallBeater	±	-0.0014	-1.57	-0.0020*	-1.66	-0.0008	-0.53
RM_two*LowAccFlex_SmallBeater	-	-0.0053	-1.37	-0.0084	-1.54	-0.0104	-1.61
Adj-R ²		0.6847		0.4907		0.3913	
n		8644		7258		5932	
F-value: F-test of $\delta_7 = \delta_8$		1.00		1.34		2.17	

注)

***, **, *はそれぞれ1%水準, 5%水準, 10%水準で有意 (t検定の場合は両側, F検定の場合は片側)。

RM_two*non-LowAccFlex_SmallBeaterの値がゼロではないサンプル数は, t+1期, t+2期, t+3期のOPに対してそれぞれ2,070企業一年, 1,703企業一年, 1,334企業一年である。

RM_two*LowAccFlex_SmallBeaterの値がゼロではないサンプル数は, t+1期, t+2期, t+3期のOPに対してそれぞれ73企業一年, 58企業一年, 50企業一年である。

産業ダミー, 年度ダミーに関する係数の表示は省略している。

変数の定義は本文を参考のこと。

表7-2 実体的裁量行動が将来の総資産経常利益率に与える影響

表7-2 パネルA：仮説1に関する検証結果

	予測 符号	OI _{t+1}		OI _{t+2}		OI _{t+3}	
		推定値	t値	推定値	t値	推定値	t値
定数項	±	0.0059	0.84	-0.0386 ^{***}	-3.56	-0.0003	-0.02
LOGASSET	+	0.0005 ^{**}	2.32	0.0013 ^{***}	4.39	0.0017 ^{***}	4.35
BTM	-	-0.0021 ^{***}	-4.14	-0.0036 ^{***}	-5.49	-0.0051 ^{***}	-6.89
OI	+	0.7930 ^{***}	104.28	0.6634 ^{***}	62.89	0.5834 ^{***}	44.78
ACC	-	-0.0561 ^{***}	-9.85	-0.0620 ^{***}	-7.98	-0.0593 ^{***}	-6.24
RETURN	+	0.0084 ^{***}	11.07	0.0022 ^{**}	2.24	-0.0007	-0.55
SAF2002	+	0.0071 [*]	1.67	0.0053	0.93	-0.0025	-0.36
RM_two	-	-0.0016 [*]	-1.70	-0.0023 [*]	-1.80	-0.0011	-0.70
Adj-R ²		0.6924		0.5013		0.3930	
n		8644		7258		5932	

注)

^{***}, ^{**}, ^{*}はそれぞれ1%水準, 5%水準, 10%水準で有意(両側)。

RM_twoの値がゼロではないサンプルは, t+1期, t+2期, t+3期のOIに対してそれぞれ2,143企業一年, 1,761企業一年, 1,384企業一年である。

産業ダミー, 年度ダミーに関する係数の表示は省略している。

変数の定義は本文を参考のこと。

表7-2 パネルB：仮説2に関する検証結果

	予測 符号	OI _{t+1}		OI _{t+2}		OI _{t+3}	
		推定値	t値	推定値	t値	推定値	t値
定数項	±	0.0070	0.99	-0.0372 ^{***}	-3.42	0.0016	0.12
LOGASSET	+	0.0005 ^{**}	2.17	0.0013 ^{***}	4.25	0.0016 ^{***}	4.20
BTM	-	-0.0021 ^{***}	-4.13	-0.0036 ^{***}	-5.49	-0.0051 ^{***}	-6.90
OI	+	0.7923 ^{***}	104.09	0.6626 ^{***}	62.78	0.5826 ^{***}	44.71
ACC	-	-0.0566 ^{***}	-9.92	-0.0624 ^{***}	-8.03	-0.0597 ^{***}	-6.29
RETURN	+	0.0085 ^{***}	11.11	0.0022 ^{**}	2.28	-0.0006	-0.50
SAF2002	+	0.0059	1.38	0.0040	0.69	-0.0042	-0.60
RM_two*non-LowAccFlex	±	-0.0008	-0.85	-0.0014	-1.04	0.0000	0.03
RM_two*LowAccFlex	-	-0.0048 ^{***}	-2.66	-0.0061 ^{**}	-2.44	-0.0062 ^{**}	-1.99
Adj-R ²		0.6925		0.5014		0.3933	
n		8644		7258		5932	
F-value: F-test of $\beta_7 = \beta_8$		4.34 ^{**}		3.15 ^{**}		3.60 [*]	

注)

^{***}, ^{**}, ^{*}はそれぞれ1%水準, 5%水準, 10%水準で有意(t検定の場合は両側, F検定の場合は片側)。

RM_two*non-LowAccFlexの値がゼロではないサンプル数は, t+1期, t+2期, t+3期のOIに対してそれぞれ1,729企業一年, 1,419企業一年, 1,120企業一年である。

RM_two*LowAccFlexの値がゼロではないサンプル数は, t+1期, t+2期, t+3期のOIに対してそれぞれ414企業一年, 342企業一年, 264企業一年である。

産業ダミー, 年度ダミーに関する係数の表示は省略している。

変数の定義は本文を参考のこと。

表7-2 パネルC : 仮説3に関する検証結果

	予測 符号	OI _{t+1}		OI _{t+2}		OI _{t+3}	
		推定値	t値	推定値	t値	推定値	t値
定数項	±	0.0057	0.81	-0.0391***	-3.60	-0.0009	-0.07
LOGASSET	+	0.0005**	2.38	0.0014***	4.49	0.0017***	4.49
BTM	-	-0.0021***	-4.12	-0.0036***	-5.46	-0.0051***	-6.87
OI	+	0.7927***	104.17	0.6627***	62.79	0.5826***	44.71
ACC	-	-0.0560***	-9.82	-0.0617***	-7.95	-0.0591***	-6.22
RETURN	+	0.0084***	11.07	0.0022**	2.24	-0.0007	-0.55
SAF2002	+	0.0071*	1.68	0.0054	0.95	-0.0025	-0.36
RM_two*non-SmallBeater	±	-0.0011	-1.13	-0.0015	-1.06	0.0004	0.25
RM_two*SmallBeater	-	-0.0033*	-1.90	-0.0055**	-2.30	-0.0066**	-2.28
Adj-R ²		0.6924		0.5014		0.3935	
n		8644		7258		5932	
F-value: F-test of $\gamma_7 = \gamma_8$		1.39		2.53		5.11**	

注)

***, **, *はそれぞれ1%水準, 5%水準, 10%水準で有意 (t検定の場合は両側, F検定の場合は片側)。

RM_two*non-SmallBeaterの値がゼロではないサンプル数は, t+1期, t+2期, t+3期のOIに対してそれぞれ1,730企業一年, 1,427企業一年, 1,108企業一年である。

RM_two*SmallBeaterの値がゼロではないサンプル数は, t+1期, t+2期, t+3期のOIに対してそれぞれ413企業一年, 334企業一年, 276企業一年である。

産業ダミー, 年度ダミーに関する係数の表示は省略している。

変数の定義は本文を参考のこと。

表7-2 パネルD : 仮説4に関する検証結果

	予測 符号	OI _{t+1}		OI _{t+2}		OI _{t+3}	
		推定値	t値	推定値	t値	推定値	t値
定数項	±	0.0060	0.85	-0.0385***	-3.54	-0.0000	-0.00
LOGASSET	+	0.0005**	2.33	0.0014***	4.41	0.0017***	4.37
BTM	-	-0.0021***	-4.12	-0.0036***	-5.48	-0.0051***	-6.89
OI	+	0.7928***	104.19	0.6629***	62.82	0.5829***	44.72
ACC	-	-0.0561***	-9.84	-0.0619***	-7.97	-0.0592***	-6.23
RETURN	+	0.0084***	11.07	0.0022**	2.25	-0.0007	-0.54
SAF2002	+	0.0069	1.62	0.0050	0.88	-0.0029	-0.43
RM_two*non-LowAccFlex_SmallBeater	±	-0.0015	-1.56	-0.0021	-1.63	-0.0008	-0.52
RM_two*LowAccFlex_SmallBeater	-	-0.0053	-1.33	-0.0088	-1.56	-0.0095	-1.41
Adj-R ²		0.6924		0.5013		0.3931	
n		8644		7258		5932	
F-value: F-test of $\delta_7 = \delta_8$		0.92		1.40		1.63	

注)

***, **, *はそれぞれ1%水準, 5%水準, 10%水準で有意 (t検定の場合は両側, F検定の場合は片側)。

RM_two*non-LowAccFlex_SmallBeaterの値がゼロではないサンプル数は, t+1期, t+2期, t+3期のOIに対してそれぞれ2,070企業一年, 1,703企業一年, 1,334企業一年である。

RM_two*LowAccFlex_SmallBeaterの値がゼロではないサンプル数は, t+1期, t+2期, t+3期のOIに対してそれぞれ73企業一年, 58企業一年, 50企業一年である。

産業ダミー, 年度ダミーに関する係数の表示は省略している。

変数の定義は本文を参考のこと。

表7-3 実体的裁量行動が将来の総資産当期純利益率に与える影響

表7-3 パネルA：仮説1に関する検証結果

	予測 符号	NI _{t+1}		NI _{t+2}		NI _{t+3}	
		推定値	t値	推定値	t値	推定値	t値
定数項	±	-0.0139	-1.57	-0.0514***	-4.49	-0.0112	-0.89
LOGASSET	+	0.0004	1.50	0.0009***	2.79	0.0012***	3.34
BTM	-	-0.0062***	-10.15	-0.0055***	-8.16	-0.0053***	-7.51
NI	+	0.5357***	46.64	0.4235***	32.01	0.3427***	22.76
ACC	-	-0.0916***	-11.57	-0.0988***	-10.72	-0.0727***	-7.01
RETURN	+	0.0089***	9.29	0.0037***	3.59	0.0003	0.24
SAF2002	+	0.0266***	5.01	0.0203***	3.37	0.0084	1.26
RM_two	-	-0.0023**	-2.01	-0.0023*	-1.70	-0.0013	-0.85
Adj-R ²		0.3785		0.2591		0.1823	
n		8644		7258		5932	

注)

***, **, *はそれぞれ1%水準, 5%水準, 10%水準で有意(両側)。

RM_twoの値がゼロではないサンプルは, t+1期, t+2期, t+3期のNIに対してそれぞれ2,143企業一年, 1,761企業一年, 1,384企業一年である。

産業ダミー, 年度ダミーに関する係数の表示は省略している。

変数の定義は本文を参考のこと。

表7-3 パネルB：仮説2に関する検証結果

	予測 符号	NI _{t+1}		NI _{t+2}		NI _{t+3}	
		推定値	t値	推定値	t値	推定値	t値
定数項	±	-0.0114	-1.28	-0.0503***	-4.38	-0.0107	-0.84
LOGASSET	+	0.0003	1.23	0.0009***	2.69	0.0012***	3.29
BTM	-	-0.0062***	-10.11	-0.0055***	-8.15	-0.0053***	-7.50
NI	+	0.5344***	46.53	0.4231***	31.97	0.3425***	22.74
ACC	-	-0.0927***	-11.70	-0.0991***	-10.75	-0.0729***	-7.02
RETURN	+	0.0090***	9.36	0.0038***	3.61	0.0003	0.26
SAF2002	+	0.0238***	4.46	0.0192***	3.17	0.0079	1.17
RM_two*non-LowAccFlex	±	-0.0006	-0.48	-0.0016	-1.13	-0.0010	-0.59
RM_two*LowAccFlex	-	-0.0098***	-4.36	-0.0051*	-1.93	-0.0028	-0.93
Adj-R ²		0.3795		0.2591		0.1822	
n		8644		7258		5932	
F-value: F-test of $\beta_7 = \beta_8$		15.03**		1.55		0.33	

注)

***, **, *はそれぞれ1%水準, 5%水準, 10%水準で有意(t検定の場合は両側, F検定の場合は片側)。

RM_two*non-LowAccFlexの値がゼロではないサンプル数は, t+1期, t+2期, t+3期のNIに対してそれぞれ1,729企業一年, 1,419企業一年, 1,120企業一年である。

RM_two*LowAccFlexの値がゼロではないサンプル数は, t+1期, t+2期, t+3期のNIに対してそれぞれ414企業一年, 342企業一年, 264企業一年である。

産業ダミー, 年度ダミーに関する係数の表示は省略している。

変数の定義は本文を参考のこと。

表7-3 パネルC : 仮説3に関する検証結果

	予測 符号	NI _{t+1}		NI _{t+2}		NI _{t+3}	
		推定値	t値	推定値	t値	推定値	t値
定数項	±	-0.0146*	-1.65	-0.0522***	-4.56	-0.0117	-0.93
LOGASSET	+	0.0005*	1.67	0.0010***	2.95	0.0013***	3.46
BTM	-	-0.0062***	-10.07	-0.0054***	-8.09	-0.0053***	-7.46
NI	+	0.5357***	46.65	0.4236***	32.03	0.3432***	22.80
ACC	-	-0.0915***	-11.55	-0.0987***	-10.73	-0.0729***	-7.03
RETURN	+	0.0089***	9.29	0.0037***	3.58	0.0003	0.24
SAF2002	+	0.0266***	5.02	0.0203***	3.38	0.0083	1.23
RM_two*non-SmallBeater	±	-0.0009	-0.69	-0.0008	-0.55	0.0001	0.07
RM_two*SmallBeater	-	-0.0079***	-3.66	-0.0079***	-3.13	-0.0064**	-2.26
Adj-R ²		0.3791		0.2597		0.1828	
n		8644		7258		5932	
F-value: F-test of $\gamma_7 = \gamma_8$		9.32***		6.95***		4.55**	

注)

***, **, *はそれぞれ1%水準, 5%水準, 10%水準で有意 (t検定の場合は両側, F検定の場合は片側)。

RM_two*non-SmallBeaterの値がゼロではないサンプル数は, t+1期, t+2期, t+3期のNIに対してそれぞれ1,730企業一年, 1,427企業一年, 1,108企業一年である。

RM_two*SmallBeaterの値がゼロではないサンプル数は, t+1期, t+2期, t+3期のNIに対してそれぞれ413企業一年, 334企業一年, 276企業一年である。

産業ダミー, 年度ダミーに関する係数の表示は省略している。

変数の定義は本文を参考のこと。

表7-3 パネルD : 仮説4に関する検証結果

	予測 符号	NI _{t+1}		NI _{t+2}		NI _{t+3}	
		推定値	t値	推定値	t値	推定値	t値
定数項	±	-0.0135	-1.53	-0.0511***	-4.47	-0.0110	-0.87
LOGASSET	+	0.0004	1.53	0.0009***	2.81	0.0012***	3.35
BTM	-	-0.0062***	-10.09	-0.0054***	-8.13	-0.0053***	-7.49
NI	+	0.5356***	46.64	0.4234***	32.01	0.3427***	22.76
ACC	-	-0.0917***	-11.58	-0.0988***	-10.72	-0.0727***	-7.01
RETURN	+	0.0089***	9.30	0.0037***	3.59	0.0003	0.25
SAF2002	+	0.0257***	4.85	0.0197***	3.28	0.0080	1.19
RM_two*non-LowAccFlex_SmallBeater	±	-0.0018	-1.58	-0.0019	-1.45	-0.0011	-0.70
RM_two*LowAccFlex_SmallBeater	-	-0.0169***	-3.38	-0.0122**	-2.06	-0.0080	-1.21
Adj-R ²		0.3790		0.2593		0.1824	
n		8644		7258		5932	
F-value: F-test of $\delta_7 = \delta_8$		9.01***		2.96*		1.09	

注)

***, **, *はそれぞれ1%水準, 5%水準, 10%水準で有意 (t検定の場合は両側, F検定の場合は片側)。

RM_two*non-LowAccFlex_SmallBeaterの値がゼロではないサンプル数は, t+1期, t+2期, t+3期のNIに対してそれぞれ2,070企業一年, 1,703企業一年, 1,334企業一年である。

RM_two*LowAccFlex_SmallBeaterの値がゼロではないサンプル数は, t+1期, t+2期, t+3期のNIに対してそれぞれ73企業一年, 58企業一年, 50企業一年である。

産業ダミー, 年度ダミーに関する係数の表示は省略している。

変数の定義は本文を参考のこと。

表8 RM_twoによる検証 (SmallBeaterは経常利益に基づいて形成)

表8-1 実体的裁量行動が将来の総資産営業利益率に与える影響

表8-1 パネルA: 仮説3に関する検証結果

	予測 符号	OP _{t+1}		OP _{t+2}		OP _{t+3}	
		推定値	t値	推定値	t値	推定値	t値
定数項	±	0.0069	1.02	-0.0276 ^{***}	-2.64	-0.0129	-1.15
LOGASSET	+	0.0006 ^{**}	2.53	0.0012 ^{***}	4.11	0.0015 ^{***}	3.96
BTM	-	-0.0026 ^{***}	-5.27	-0.0040 ^{***}	-6.36	-0.0055 ^{***}	-7.70
OP	+	0.7811 ^{***}	102.43	0.6497 ^{***}	61.23	0.5712 ^{***}	43.91
ACC	-	-0.0521 ^{***}	-9.68	-0.0571 ^{***}	-7.77	-0.0552 ^{***}	-6.18
RETURN	+	0.0080 ^{***}	10.93	0.0018 [*]	1.88	-0.0013	-1.13
SAF2002	+	0.0021	0.52	-0.0026	-0.48	-0.0105	-1.60
RM_two*non-SmallBeater	±	-0.0004	-0.44	-0.0012	-0.88	0.0005	0.32
RM_two*SmallBeater	-	-0.0066 ^{***}	-3.72	-0.0062 ^{***}	-2.59	-0.0065 ^{**}	-2.23
Adj-R ²		0.6849		0.4904		0.3913	
n		8622		7240		5917	
F-value: F-test of $\gamma_7 = \gamma_8$		10.88 ^{**}		3.95 ^{**}		5.10 ^{**}	

注)

***, **, *はそれぞれ1%水準, 5%水準, 10%水準で有意 (t検定の場合は両側, F検定の場合は片側)。

RM_two*non-SmallBeaterの値がゼロではないサンプルは, t+1期, t+2期, t+3期のOPに対してそれぞれ1,753企業一年, 1,425企業一年, 1,115企業一年である。

RM_two*SmallBeaterの値がゼロではないサンプルは, t+1期, t+2期, t+3期のOPに対してそれぞれ378企業一年, 327企業一年, 261企業一年である。

産業ダミー, 年度ダミーに関する係数の表示は省略している。

変数の定義は本文を参考のこと。

表8-1 パネルB: 仮説4に関する検証結果

	予測 符号	OP _{t+1}		OP _{t+2}		OP _{t+3}	
		推定値	t値	推定値	t値	推定値	t値
定数項	±	0.0074	1.09	-0.0274 ^{***}	-2.62	-0.0130	-1.15
LOGASSET	+	0.0005 ^{**}	2.40	0.0012 ^{***}	4.05	0.0014 ^{***}	3.89
BTM	-	-0.0026 ^{***}	-5.23	-0.0040 ^{***}	-6.35	-0.0056 ^{***}	-7.72
OP	+	0.7815 ^{***}	102.50	0.6504 ^{***}	61.30	0.5725 ^{***}	44.01
ACC	-	-0.0520 ^{***}	-9.64	-0.0569 ^{***}	-7.74	-0.0551 ^{***}	-6.16
RETURN	+	0.0081 ^{***}	11.03	0.0018 [*]	1.93	-0.0013	-1.12
SAF2002	+	0.0017	0.42	-0.0026	-0.47	-0.0101	-1.53
RM_two*non-LowAccFlex_SmallBeater	±	-0.0012	-1.31	-0.0020	-1.61	-0.0009	-0.58
RM_two*LowAccFlex_SmallBeater	-	-0.0093 ^{***}	-2.75	-0.0045	-1.01	-0.0001	-0.02
Adj-R ²		0.6847		0.4901		0.3908	
n		8622		7240		5917	
F-value: F-test of $\delta_7 = \delta_8$		5.66 ^{**}		0.30		0.02	

注)

***, **, *はそれぞれ1%水準, 5%水準, 10%水準で有意 (t検定の場合は両側, F検定の場合は片側)。

RM_two*non-LowAccFlex_SmallBeaterの値がゼロではないサンプルは, t+1期, t+2期, t+3期のOPに対してそれぞれ2,036企業一年, 1,667企業一年, 1,307企業一年である。

RM_two*LowAccFlex_SmallBeaterの値がゼロではないサンプルは, t+1期, t+2期, t+3期のOPに対してそれぞれ95企業一年, 85企業一年, 69企業一年である。

産業ダミー, 年度ダミーに関する係数の表示は省略している。

変数の定義は本文を参考のこと。

表8-2 実体的裁量行動が将来の総資産経常利益率に与える影響

表8-2 パネルA：仮説3に関する検証結果

	予測 符号	OI _{t+1}		OI _{t+2}		OI _{t+3}	
		推定値	t値	推定値	t値	推定値	t値
定数項	±	0.0060	0.84	-0.0389***	-3.57	-0.0265**	-2.26
LOGASSET	+	0.0006**	2.42	0.0014***	4.45	0.0017***	4.44
BTM	-	-0.0021***	-4.12	-0.0036***	-5.46	-0.0051***	-6.90
OI	+	0.7919***	103.94	0.6625***	62.62	0.5824***	44.61
ACC	-	-0.0561***	-9.84	-0.0616***	-7.93	-0.0592***	-6.23
RETURN	+	0.0084***	11.03	0.0022**	2.25	-0.0007	-0.58
SAF2002	+	0.0069	1.61	0.0050	0.88	-0.0028	-0.40
RM_two*non-SmallBeater	±	-0.0005	-0.46	0.0012	-0.90	0.0004	0.26
RM_two*SmallBeater	-	-0.0069***	-3.70	-0.0064**	-2.58	-0.0066**	-2.15
Adj-R ²		0.6927		0.5012		0.3935	
n		8622		7240		5917	
F-value: F-test of $\gamma_7 = \gamma_8$		10.70***		3.83*		4.65**	

注)

***, **, *はそれぞれ1%水準, 5%水準, 10%水準で有意 (t検定の場合は両側, F検定の場合は片側)。

RM_two*non-SmallBeaterの値がゼロではないサンプルは, t+1期, t+2期, t+3期のOIに対してそれぞれ1,753企業一年, 1,425企業一年, 1,115企業一年である。

RM_two*SmallBeaterの値がゼロではないサンプルは, t+1期, t+2期, t+3期のOIに対してそれぞれ378企業一年, 327企業一年, 261企業一年である。

産業ダミー, 年度ダミーに関する係数の表示は省略している。

変数の定義は本文を参考のこと。

表8-2 パネルB：仮説4に関する検証結果

	予測 符号	OI _{t+1}		OI _{t+2}		OI _{t+3}	
		推定値	t値	推定値	t値	推定値	t値
定数項	±	0.0063	0.90	-0.0386***	-3.54	-0.0266**	-2.26
LOGASSET	+	0.0005**	2.30	0.0014***	4.39	0.0017***	4.37
BTM	-	-0.0021***	-4.09	-0.0036***	-5.46	-0.0052***	-6.92
OI	+	0.7925***	104.01	0.6632***	62.69	0.5838***	44.72
ACC	-	-0.0560***	-9.81	-0.0615***	-7.91	-0.0591***	-6.21
RETURN	+	0.0085***	11.11	0.0023**	2.30	-0.0007	-0.58
SAF2002	+	0.0066	1.55	0.0050	0.87	-0.0023	-0.33
RM_two*non-LowAccFlex_SmallBeater	±	-0.0013	-1.42	-0.0021	-1.61	-0.0010	-0.64
RM_two*LowAccFlex_SmallBeater	-	-0.0078**	-2.20	-0.0050	-1.07	0.0009	0.16
Adj-R ²		0.6925		0.5010		0.3930	
n		8622		7240		5917	
F-value: F-test of $\delta_7 = \delta_8$		3.27*		0.38		0.12	

注)

***, **, *はそれぞれ1%水準, 5%水準, 10%水準で有意 (t検定の場合は両側, F検定の場合は片側)。

RM_two*non-LowAccFlex_SmallBeaterの値がゼロではないサンプルは, t+1期, t+2期, t+3期のOIに対してそれぞれ2,036企業一年, 1,667企業一年, 1,307企業一年である。

RM_two*LowAccFlex_SmallBeaterの値がゼロではないサンプルは, t+1期, t+2期, t+3期のOIに対してそれぞれ95企業一年, 85企業一年, 69企業一年である。

産業ダミー, 年度ダミーに関する係数の表示は省略している。

変数の定義は本文を参考のこと。

表8-3 実体的裁量行動が将来の総資産当期純利益率に与える影響

表8-3 パネルA：仮説3に関する検証結果

	予測 符号	NI _{t+1}		NI _{t+2}		NI _{t+3}	
		推定値	t値	推定値	t値	推定値	t値
定数項	±	-0.0139	-1.57	-0.0514***	-4.47	-0.0236**	-2.05
LOGASSET	+	0.0005	1.59	0.0009***	2.81	0.0013***	3.35
BTM	-	-0.0062***	-10.09	-0.0054***	-8.09	-0.0053***	-7.49
NI	+	0.5350***	46.54	0.4233***	31.92	0.3426***	22.72
ACC	-	-0.0920***	-11.60	-0.0989***	-10.71	-0.0728***	-7.01
RETURN	+	0.0088***	9.23	0.0037***	3.57	0.0003	0.23
SAF2002	+	0.0261***	4.92	0.0199***	3.30	0.0082	1.22
RM_two*non-SmallBeater	±	-0.0007	-0.58	-0.0011	-0.77	-0.0004	-0.23
RM_two*SmallBeater	-	-0.0095***	-4.10	-0.0070***	-2.70	-0.0045	-1.50
Adj-R ²		0.3793		0.2593		0.1825	
n		8622		7240		5917	
F-value: F-test of $\gamma_7 = \gamma_8$		12.74***		4.56**		1.64	

注)

***, **, *はそれぞれ1%水準, 5%水準, 10%水準で有意 (t検定の場合は両側, F検定の場合は片側)。

RM_two*non-SmallBeaterの値がゼロではないサンプルは, t+1期, t+2期, t+3期のNIに対してそれぞれ1,753企業一年, 1,425企業一年, 1,115企業一年である。

RM_two*SmallBeaterの値がゼロではないサンプルは, t+1期, t+2期, t+3期のNIに対してそれぞれ378企業一年, 327企業一年, 261企業一年である。

産業ダミー, 年度ダミーに関する係数の表示は省略している。

変数の定義は本文を参考のこと。

表8-3 パネルB：仮説4に関する検証結果

	予測 符号	NI _{t+1}		NI _{t+2}		NI _{t+3}	
		推定値	t値	推定値	t値	推定値	t値
定数項	±	-0.0129	-1.45	-0.0512***	-4.45	-0.0238**	-2.07
LOGASSET	+	0.0004	1.43	0.0009***	2.74	0.0012***	3.31
BTM	-	-0.0062***	-10.02	-0.0054***	-8.11	-0.0053***	-7.52
NI	+	0.5351***	46.55	0.4239***	31.96	0.3429***	22.74
ACC	-	-0.0917***	-11.57	-0.0987***	-10.69	-0.0727***	-7.00
RETURN	+	0.0090***	9.38	0.0038***	3.61	0.0003	0.22
SAF2002	+	0.0252***	4.73	0.0200***	3.31	0.0088	1.30
RM_two*non-LowAccFlex_SmallBeater	±	-0.0015	-1.32	-0.0022	-1.59	-0.0014	-0.87
RM_two*LowAccFlex_SmallBeater	-	-0.0188***	-4.29	-0.0043	-0.88	0.0019	0.35
Adj-R ²		0.3795		0.2589		0.1823	
n		8622		7240		5917	
F-value: F-test of $\delta_7 = \delta_8$		15.22***		0.19		0.35	

注)

***, **, *はそれぞれ1%水準, 5%水準, 10%水準で有意 (t検定の場合は両側, F検定の場合は片側)。

RM_two*non-LowAccFlex_SmallBeaterの値がゼロではないサンプルは, t+1期, t+2期, t+3期のNIに対してそれぞれ2,036企業一年, 1,667企業一年, 1,307企業一年である。

RM_two*LowAccFlex_SmallBeaterの値がゼロではないサンプルは, t+1期, t+2期, t+3期のNIに対してそれぞれ95企業一年, 85企業一年, 69企業一年である。

産業ダミー, 年度ダミーに関する係数の表示は省略している。

変数の定義は本文を参考のこと。

表9 RM_threeを4タイプに分割した検証

表9-1 実体的裁量行動が将来の総資産営業利益率に与える影響

係数	予測 符号	OP _{t+1}		OP _{t+2}		OP _{t+3}	
		推定値	t値	推定値	t値	推定値	t値
定数項 (φ ₀)	±	0.0087	1.28	-0.0254**	-2.44	0.0151	1.23
LOGASSET (φ ₁)	+	0.0005**	2.29	0.0012***	3.95	0.0014***	3.81
BTM (φ ₂)	-	-0.0026***	-5.25	-0.0040***	-6.35	-0.0055***	-7.62
OP (φ ₃)	+	0.7785***	98.39	0.6450***	58.77	0.5678***	42.22
ACC (φ ₄)	-	-0.0504***	-9.03	-0.0541***	-7.14	-0.0529***	-5.75
RETURN (φ ₅)	+	0.0080***	10.98	0.0018*	1.87	-0.0012	-1.05
SAF2002 (φ ₆)	+	0.0005	0.11	-0.0044	-0.79	-0.0123*	-1.86
RM_three*Other (φ ₇)	±	0.0001	0.06	-0.0007	-0.41	0.0009	0.40
RM_three*lowaccflex (φ ₈)	-	-0.0063***	-2.85	-0.0071**	-2.32	-0.0062	-1.62
RM_three*smallbeater (φ ₉)	-	-0.0052**	-2.37	-0.0081***	-2.63	-0.0087**	-2.34
RM_three*lowaccflex_smallbeater (φ ₁₀)	-	-0.0085*	-1.89	-0.0137**	-2.18	-0.0153**	-2.09
Adj-R ²		0.6851		0.4913		0.3921	
N		8644		7258		5932	
F-value: F-test of	φ ₇ =φ ₈	7.57***		3.91**		3.09*	
	φ ₇ =φ ₉	5.22**		5.15**		5.93**	
	φ ₇ =φ ₁₀	3.58*		4.19**		4.78**	
	φ ₈ =φ ₉	0.15		0.06		0.25	
	φ ₈ =φ ₁₀	0.47		0.68		0.67	
	φ ₉ =φ ₁₀	0.20		0.95		1.30	

注)
 ***, **, *はそれぞれ1%水準, 5%水準, 10%水準で有意 (t検定の場合は両側, F検定の場合は片側)。
 RM_three*Otherの値がゼロではないサンプルは, t+1期, t+2期, t+3期のOPに対してそれぞれ2,064企業一年, 1,709企業一年, 1,353企業一年である。
 RM_three*lowaccflexの値がゼロではないサンプルは, t+1期, t+2期, t+3期のOPに対してそれぞれ505企業一年, 429企業一年, 330企業一年である。
 RM_three*smallbeaterの値がゼロではないサンプルは, t+1期, t+2期, t+3期のOPに対してそれぞれ507企業一年, 415企業一年, 341企業一年である。
 RM_three*lowaccflex_smallbeaterの値がゼロではないサンプルは, t+1期, t+2期, t+3期のOPに対してそれぞれ113企業一年, 92企業一年, 81企業一年である。
 産業ダミー, 年度ダミーに関する係数の表示は省略している。
 変数の定義は本文を参考のこと。

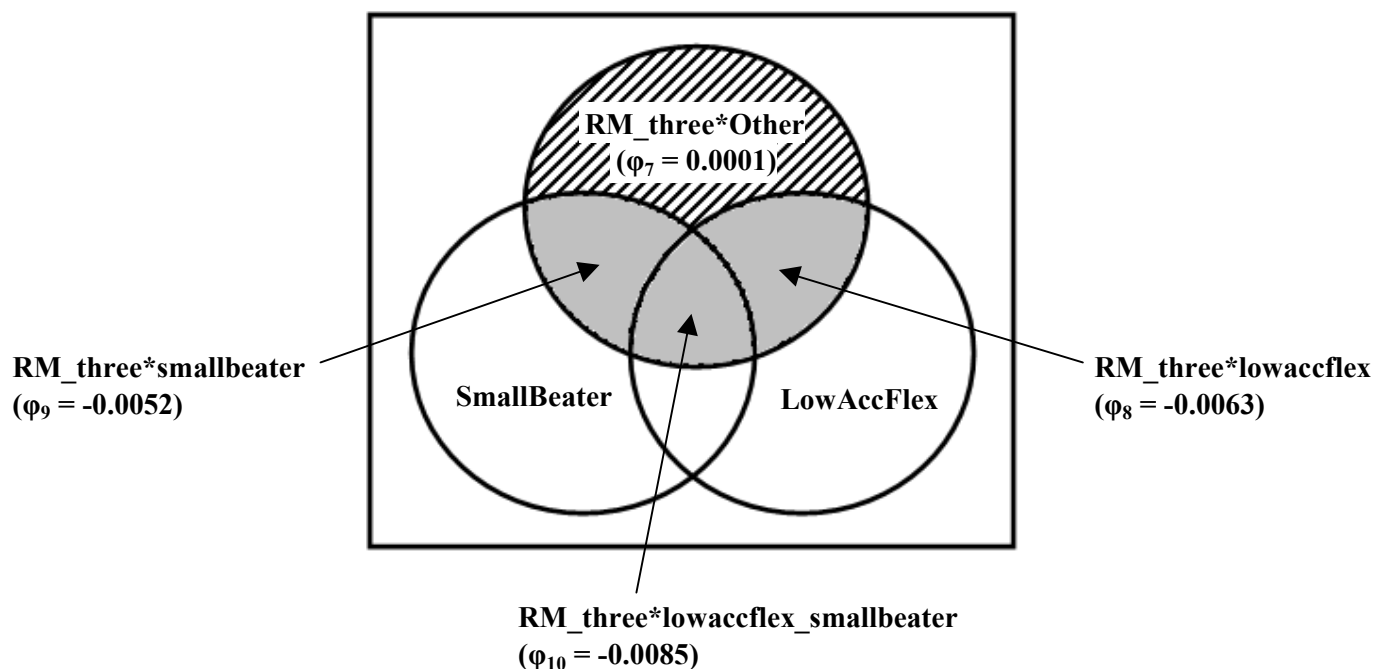


表9-2 実体的裁量行動が将来の総資産経常利益率に与える影響

係数	予測 符号	OI _{t+1}		OI _{t+2}		OI _{t+3}	
		推定値	t値	推定値	t値	推定値	t値
定数項 (φ ₀)	±	0.0077	1.09	-0.0368 ^{***}	-3.38	0.0011	0.08
LOGASSET (φ ₁)	+	0.0005 ^{**}	2.17	0.0013 ^{***}	4.31	0.0017 ^{***}	4.35
BTM (φ ₂)	-	-0.0021 ^{***}	-4.08	-0.0035 ^{***}	-5.43	-0.0051 ^{***}	-6.79
OP (φ ₃)	+	0.7885 ^{***}	99.44	0.6570 ^{***}	59.88	0.5768 ^{***}	42.64
ACC (φ ₄)	-	-0.0540 ^{***}	-9.11	-0.0581 ^{***}	-7.23	-0.0556 ^{***}	-5.67
RETURN (φ ₅)	+	0.0085 ^{***}	11.11	0.0022 ^{**}	2.27	-0.0006	-0.48
SAF2002 (φ ₆)	+	0.0051	1.19	0.0033	0.57	-0.0043	-0.61
RM_three*Other (φ ₇)	±	-0.0001	-0.11	-0.0011	-0.56	0.0001	0.03
RM_three*lowaccflex (φ ₈)	-	-0.0074 ^{***}	-3.18	-0.0079 ^{**}	-2.49	-0.0073 [*]	-1.81
RM_three*smallbeater (φ ₉)	-	-0.0053 ^{**}	-2.35	-0.0081 ^{**}	-2.55	-0.0104 ^{***}	-2.65
RM_three*lowaccflex_smallbeater (φ ₁₀)	-	-0.0084 [*]	-1.79	-0.0144 ^{**}	-2.21	-0.0152 ^{**}	-1.98
Adj-R ²		0.6928		0.5019		0.3940	
N		8644		7258		5932	
F-value: F-test of							
	φ ₇ =φ ₈	8.83 ^{***}		4.22 ^{**}		3.04 [*]	
	φ ₇ =φ ₉	4.70 ^{**}		4.46 ^{**}		6.37 ^{**}	
	φ ₇ =φ ₁₀	3.05 [*]		4.12 ^{**}		3.88 ^{**}	
	φ ₈ =φ ₉	0.44		0.00		0.34	
	φ ₈ =φ ₁₀	0.04		0.85		0.89	
	φ ₉ =φ ₁₀	0.36		0.79		0.33	

注)
 ***, **, *はそれぞれ1%水準, 5%水準, 10%水準で有意 (t検定の場合は両側, F検定の場合は片側)。
 RM_three*Otherの値がゼロではないサンプルは, t+1期, t+2期, t+3期のOIに対してそれぞれ2,064企業一年, 1,709企業一年, 1,353企業一年である。
 RM_three*lowaccflexの値がゼロではないサンプルは, t+1期, t+2期, t+3期のOIに対してそれぞれ505企業一年, 429企業一年, 330企業一年である。
 RM_three*smallbeaterの値がゼロではないサンプルは, t+1期, t+2期, t+3期のOIに対してそれぞれ507企業一年, 415企業一年, 341企業一年である。
 RM_three*lowaccflex_smallbeaterの値がゼロではないサンプルは, t+1期, t+2期, t+3期のOIに対してそれぞれ113企業一年, 92企業一年, 81企業一年である。
 産業ダミー, 年度ダミーに関する係数の表示は省略している。
 変数の定義は本文を参考のこと。

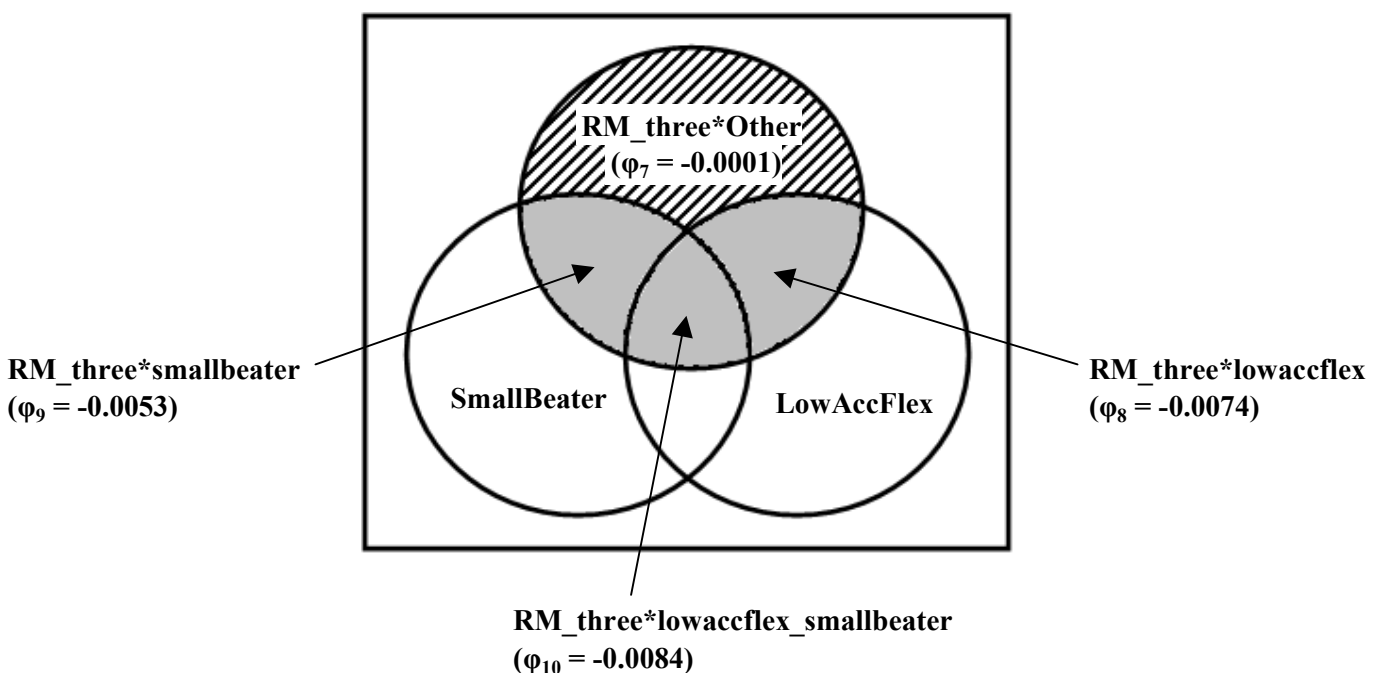


表9-3 実体的裁量行動が将来の総資産当期純利益率に与える影響

係数	予測 符号	NI _{t+1}		NI _{t+2}		NI _{t+3}	
		推定値	t値	推定値	t値	推定値	t値
定数項 (φ ₀)	±	-0.0111	-1.25	-0.0504 ^{***}	-4.39	-0.0113	-0.90
LOGASSET (φ ₁)	+	0.0004	1.43	0.0009 ^{***}	2.85	0.0013 ^{***}	3.47
BTM (φ ₂)	-	-0.0061 ^{***}	-9.88	-0.0053 ^{***}	-7.97	-0.0052 ^{***}	-7.37
OP (φ ₃)	+	0.5263 ^{***}	43.66	0.4160 ^{***}	30.00	0.3402 ^{***}	21.56
ACC (φ ₄)	-	-0.0863 ^{***}	-10.35	-0.0930 ^{***}	-9.64	-0.0699 ^{***}	-6.44
RETURN (φ ₅)	+	0.0090 ^{***}	9.39	0.0038 ^{***}	3.62	0.0003	0.26
SAF2002 (φ ₆)	+	0.0228 ^{***}	4.25	0.0184 ^{***}	3.03	0.0077	1.14
RM_three*Other (φ ₇)	±	0.0002	0.12	-0.0014	-0.69	0.0001	0.06
RM_three*lowaccflex (φ ₈)	-	-0.0120 ^{***}	-4.16	-0.0059 [*]	-1.77	-0.0018	-0.45
RM_three*smallbeater (φ ₉)	-	-0.0112 ^{***}	-3.98	-0.0098 ^{***}	-2.93	-0.0102 ^{***}	-2.70
RM_three*lowaccflex_smallbeater (φ ₁₀)	-	-0.0235 ^{***}	-4.04	-0.0210 ^{***}	-3.07	-0.0094	-1.26
Adj-R ²		0.3813		0.2604		0.1831	
N		8644		7258		5932	
F-value: F-test of	φ ₇ =φ ₈	16.37 ^{***}		1.68		0.21	
	φ ₇ =φ ₉	14.69 ^{***}		5.64 ^{**}		6.58 ^{**}	
	φ ₇ =φ ₁₀	16.28 ^{***}		8.07 ^{***}		1.60	
	φ ₈ =φ ₉	0.04		0.73		2.69	
	φ ₈ =φ ₁₀	3.36 [*]		4.17 ^{**}		0.89	
	φ ₉ =φ ₁₀	3.80 [*]		2.30		0.01	

注)
^{***}, ^{**}, ^{*}はそれぞれ1%水準, 5%水準, 10%水準で有意 (t検定の場合は両側, F検定の場合は片側)。
 RM_three*Otherの値がゼロではないサンプルは, t+1期, t+2期, t+3期のNIに対してそれぞれ2,064企業一年, 1,709企業一年, 1,353企業一年である。
 RM_three*lowaccflexの値がゼロではないサンプルは, t+1期, t+2期, t+3期のNIに対してそれぞれ505企業一年, 429企業一年, 330企業一年である。
 RM_three*smallbeaterの値がゼロではないサンプルは, t+1期, t+2期, t+3期のNIに対してそれぞれ507企業一年, 415企業一年, 341企業一年である。
 RM_three*lowaccflex_smallbeaterの値がゼロではないサンプルは, t+1期, t+2期, t+3期のNIに対してそれぞれ113企業一年, 92企業一年, 81企業一年である。
 産業ダミー, 年度ダミーに関する係数の表示は省略している。
 変数の定義は本文を参考のこと。

