

論 文

日本版不動産投資信託における利益マネジメント —減価償却費の調整に注目して—

木村史彦

<論文要旨>

日本版不動産投資信託 (J-REIT) は、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。こ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。また、J-REIT はその事業内容から償却性有形固定資産のウエイトが高く、その結果、減価償却費が利益に対して大きな影響を及ぼす。本稿はこうした J-REIT の特徴をふまえ、J-REIT における減価償却費の調整を通じた利益マネジメントに対する影響要因について解明を試みた。2005 年から 2017 年までを分析期間とする検証の結果 (1) 個人以外の投資主の所有割合が高い法人および債権者の影響力が高い法人ほど、減価償却費の調整を通じた利益増加的な EM が実施される、(2) 投資機会集合が大きい法人および規模が大きい法人ほど、減価償却費の調整を通じた利益減少的な EM が実施され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、減価償却費の調整

Earnings Management in J-REIT

Fumihiko Kimura

Abstract

The Japan Real Estate Investment Trust (J-REIT) is practically exempt from corporate taxation as it satisfies certain conditions under the Act on Special Measures Concerning Taxation. For J-REIT to receive this preferential treatment, it is necessary to satisfy the conduit requirements that it distributes 90% of its taxable income as dividends to common shareholders. In addition, because J-REIT has a high proportion of depreciable tangible fixed assets owing to the nature of its business, the depreciation expenses have a significant impact on its income. Given such characteristics of J-REITs, I investigate the factors influencing earnings management through an adjustment of the depreciation expenses of J-REITs. Using a sample of J-REITs for the period 2005–2017, I find that (1) income-increasing earnings management through the management of depreciation expenses is implemented as the share of non-individual shareholders increases and the influence of creditors increases and (2) income-decreasing earnings management through the management of depreciation expenses is implemented as the investment opportunity sets and the corporation's size increases.

Keywords

J-REIT, earnings management, dividends, conduit requirements, management of depreciation

2019 年 9 月 28 日 受付
2019 年 12 月 31 日 受理
東北大学大学院経済学研究科 教授

Submitted: September 28, 2019
Accepted: December 31, 2019
Professor, Graduate School of Economics and Management, Tohoku University

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、J-REIT と表記)。J-REIT には上場 REIT と私募 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 (2010 年 10 月)、その後の買取金額の拡大 (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 (特に不動産賃貸会社) 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、財務報告、財務諸表監査は上場会社とは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、信託内の機関は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、上場、そして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。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) を満たすことで配当金 (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)⁵、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。これらの措置の下、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⁶。

以上の特徴をふまえると、J-REIT は利益マネジメント (earnings management, 以下 EM)、と

りわけ分配（配当）を動機とした EM の観点から極めて興味深い分析対象であるといえる。本稿では EM を Healy and Wahlen (1999, p. 368) に従い「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誤導、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」ものとして定義する。J-REIT では分配が重視され、投資口価格に影響を及ぼす可能性が高く、そして分配金が利益と連動しつつ法人財産や内部資金による投資水準に直接的に影響する構造を有している。こうした状況において J-REIT の経営者は最適な分配・投資水準を考慮して利益を計上することが求められ、EM を実施する強い動機を有していると考えられる。

一般事業会社を分析対象とした研究においても、配当を動機とする EM に注目した研究がある（例えば Kasanen et al., 1996）。そこでは、利益と配当の連動性が高いこと、そして、投資家が安定配当を選好し、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弱まった。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、制度上の制約から分配金性向がほぼ 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 が分配金額に対して直接的な影響を及ぼす。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の制約が厳しい下で、事業戦略上必要な資金確保と財務的な安全性の維持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において、最適な投資水準および財務的な安全性の維持に必要な資金の確保と投資主の分配志向に対応していく必要があると想定される。

本稿の目的は、このような J-REIT の特徴に基づき、J-REIT における分配を視野に入れた EM 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。本稿では、J-REIT の EM の手段として三つの理由から減価償却費の調整に注目する。第一は、減価償却費は種々の見積もりを通じて経営者が裁量的に調整可能な項目であることによる。例えば Keating and Zimmerman (2000) は、減価償却費に関する会計上の選択、および見積もりの変更に注目している。第二は、会計発生高の特定項目に注目する研究は、会計発生高全体に注目する研究よりも信頼性の高い裁量部分の推定が可能となるからである (Ronen and Yaari, 2008)。第三は、J-REIT においては資産に占める償却性有形固定資産のウエイトが高く、それにより費用に占める減価償却費の割合が高いことと、さらに期中の投資に伴う減価償却費の計上額も大きいことによる。会計発生高の特定項目に注目した研究では、当該項目が分析対象の利益に相当程度の影響を及ぼすことが前提となるが、J-REIT における減価償却費はその条件を満たしている。

本稿の貢献として以下の点を挙げる。一つは、J-REIT 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) の投資対象となる等公益性が高まっている。J-REIT で計上される利益が歪められ、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、看過できない問題といえる。もう一つは、EM 研究の展開につながる点にある。日本における EM 研究の主要な分析対象は、上場一般事業会社（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。しかしながら、J-REIT のような異なる規制下に置かれた経済主体を分析すること

によって新たな視角を得ることが可能になると考える。

以下、第2節では、先行研究およびJ-REITの基本的な財務・収益・分配構造を概観した上で、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 先行研究のレビュー

米国のREIT（以下、US-REIT）に関する会計研究は、関連するデータの蓄積が進んでいることもあり、数多く報告されている⁷。J-REITはUS-REITと類似した制度・構造を有しており、それらを概観することは有用である。

US-REITもJ-REITと同様、法人税課税の免除を得るためには課税所得の90%以上の分配を実施する等の導管性要件を満たす必要がある。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た研究である。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、営業費用の調整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330法人—会計期間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、営業費用の調整が実施されること、そしてREMの規模が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の相互作用の解明に取り組んでいる。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655法人—会計期間をサンプルとして、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）の影響を検証し、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が促されることを見出した。

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と監査委員会の質を取り上げ、EM（AEM、キャッシュ・フローの調整、REM）との関係を分析した。2004年から2008年の158法人—会計期間を対象とする分析の結果、ガバナンスが強い法人ではREMが抑制されること、さらに、よりEMを実施する可能性が高いUS-REITでは、ガバナンスが強いほどAEM、キャッシュ・フローの調整が抑制されることを示唆した。

一方J-REITに関する会計研究の蓄積は進んでいるとはいえない。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

価格の間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。

2.2 J-REIT の財務構造、収益・分配構造と利益マネジメントの手法

以下の検証で用いるサンプルから 2016 年上半期（1 月から 6 月）の決算 ($N = 26$) を抽出して、J-REIT における平均的な財務構造およびキャッシュ・フローと利益と分配金の関係を概観し、EM の手法としての減価償却費の調整の重要性について検討する。

2.2.1 財務構造

図 1 パネル A では平均的な百分率貸借対照表を示した。資産について見ると、固定資産のウェイトが極めて高く、その内訳として償却性有形固定資産（信託建物・構築物等）が 33.0%、非償却性有形固定資産（土地等）が 58.3% となっている。一方、資金調達については、総資本に占める純資産のウェイトが 5 割程度である。一般事業会社と比較して流動資産および流動負債のウェイトが低い⁸、J-REIT において不動産賃貸以外の事業が実施されていないことに起因すると考えられる。

2.2.2 収益・分配構造

次に収益および分配構造を概観する（図 1 パネル B）。期首総資産で基準化した営業活動によるキャッシュ・フロー（以下営業 CF）の平均値は 0.0186⁹、利益と営業 CF の差額として定義される会計発生高 (AC) と減価償却費 (DEP) は近似している（各々 -0.0057 と -0.0058）。したがって、平均的には会計発生高は減価償却費でほぼ構成されており、運転資本の変化額（運転資本会計発生高）や資産売却損益は僅少であるといえる。

固定資産の取得による支出（設備投資）は平均的には営業 CF を若干上回る程度であるが、範囲は大きい傾向にある。これは新規設備投資（不動産購入）の有無が影響している¹⁰。また内部資金投資比率（設備投資額 ÷ 減価償却費）を算定したところ、平均値は 461.68% であるが中央値は 87.85% であり、外部資金に依存した大規模な投資を実施している法人がある一方で、半数以上の法人は内部資金（減価償却費）の範囲内で投資を実施していると解される。これらの傾向から J-REIT においては減価償却費を計上することで生じる内部留保が設備投資の重要な財源となり、分配と内部資金による投資のバランスとして減価償却費の金額が重要な役割を果たしていると考えられる。そこで、本稿では減価償却費の調整を通じた EM に注目する¹¹。

2.2.3 減価償却費の調整を通じた利益マネジメント

減価償却費の調整を通じた EM の具体的な方法について、減価償却費の主要な決定要因である (1) 取得原価、(2) 償却方法、(3) 残存価値、(4) 耐用年数の観点から検討する。

(1) につき J-REIT の信託建物等の物件の取得原価の決定においては裁量の余地があり、とりわけスポンサー企業からの取得の場合には、取得額の調整余地が大きい (Nagano, 2016)。ただし、取得額は取得先の利害にも関わることから、取得原価の決定において利益・分配に及ぼす影響を考慮して調整される部分は限定的であるとみられる。(2) 償却方法に関し、不動産投資信託及び不動産投資法人に関する規則で、設備に対しては定額法と定率法の選択的適用が認められているものの、主要な資産である信託建物ならびに構築物に対しては定額法の採用が強制

図1 J-REITの財務構造, 収益・分配構造

パネルA 2016年上半期(1月から6月)決算の
百分率貸借対照表(平均値) (N=26)

百分率貸借対照表(%)

流動資産	6.2	7.9	流動負債
償却性有形固定資産	33.0	41.6	固定負債
非償却性有形固定資産	58.3	50.5	純資産
投資その他・繰延資産	2.4		

* 端数処理の関係で借方の合計値は100%とならない

パネルB 2016年上半期(1月から6月)決算のキャッシュ・フロー,
利益, 配当, 減価償却費, 設備投資の傾向 (N=26)

CFO (0.0186)	
NI $\div$ Dividend (0.0129)	AC (-0.0057)
DEP (-0.0058)	
Investment (0.0230, range: 0.00054~0.0790)	

CFO: 修正済みの営業活動によるキャッシュ・フロー, NI: 純利益, Dividend: 配当額, AC: 会計発生高 (NI - CFO), DEP: 減価償却費, Investment: 固定資産の取得による支出. * 明記していない数値は平均値. また, 各数値は期首総資産額で基準化している.

されており(12条第1項), 選択の余地はない. また, (3) 残存価値が開示されるケースはほとんどないが, 概ね税法基準に従っており, 恣意的に設定される可能性は低い. (4) 耐用年数について, J-REITでは経済的耐用年数が採用されているケースが多い. 不動産の耐用年数は取得後の資本的支出, 修繕, そして他の環境要因の影響を強く受けるものであり, その妥当性を設定時に判断することは困難である. 以上から, 取得原価と耐用年数の設定に対し経営者が調整する余地がある可能性が高いと考えられる.

減価償却費は過年度の投資と会計方針によって決定付けられ, 当期に調整できる部分は小さい可能性もあるが, 先に見たとおりJ-REITにおいては設備投資が高い頻度で実施されるため, 新たな減価償却費を調整する余地がある. また, 減価償却費に係る取得原価と耐用年数の設定を通じた調整は, 償却方法の選択を通じた調整と異なり将来において反転(reversal)するものではないことから, 中・長期的な利益・分配に関する選好を反映すると想定する.

その他, 資産除去債務の計上, 資産の売却, 除却, そして減損も減価償却費に影響を及ぼす. ただし, これらが計上されるケースは少ないことから, 頑健性検証においてこれらを計上した法人を除外したサブ・サンプルで分析を繰り返すことで対応する.

2.3 J-REIT における利益マネジメントの影響要因

J-REIT は利益水準と分配水準が同時に決定する状況において、適切な投資水準および財務的な安全性を維持するために必要な資金の確保と投資主の分配志向に対応していく必要があるが、そうした状況の下における減価償却費を通じた EM に影響を及ぼす要因について検討する。

2.3.1 投資主

J-REIT の投資主は分配水準に強い関心を有するが、個人以外の投資主（機関投資家等）は、比較的大量の投資口を保有しており、経営への関与や投資口の売却によって影響を及ぼしうる。そこで、有価証券報告書上の分類に依拠しつつ、個人以外の投資主である金融機関、事業法人（主にスポンサー企業であると想定）、そして外国法人・個人（以下、外国法人等）の各々について、利益および分配に対する選好を考察する。

日本証券取引所グループ「上場不動産投資信託証券投資主情報調査（2017 年 12 月）」によると、2017 年 8 月末時点の J-REIT 全体の投資主としては、金融機関の所有割合が最も高いが（53.0%）、そのうちの 67%程度は投資信託（ファンドオブファンズ）である¹²。したがって、金融機関の所有割合が高い場合には投資信託のウェイトが高いとみられ、J-REIT を組み込んだ投資信託では分配金を重視するものが多い¹³。そこで、金融機関の所有割合が高い場合には、J-REIT の経営者はより強い分配圧力を受けると予想する。なお、投資信託以外としては銀行、信託銀行、生命保険会社等が含まれる。これらの投資口の保有は独占禁止法で 5%以内に制限されていることから、相対的に大きな所有割合とはならない。しかしながら、貸し付けを同時に実施しており、債権者として一定の影響力を有する可能性もあるが、その点については以下で検討する。

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。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力が強く、利益相反を引き起こしている可能性が高いとの結論を示している。また、Nagano (2016) は、J-REIT の投資口発行にあたりスポンサー企業からの不動産購入が条件となる等、スポンサー企業の影響力が強いことを明らかにした。ここでスポンサー企業が J-REIT の分配にいかなる選好を有しているのかについて先験的に予想できないが、分配志向が強いものとする。

外国法人等は、地理的な問題によって経営および不動産の状態に対するモニタリングに限界があることから¹⁴、利益および分配が重要なシグナルになると考えられる。また、日本証券取引所グループ「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、2017 年度の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短期志向な投資主であるといえる。そうした状況の下で、外国法人等の所有割合が高い J-REIT では、より積極的な分配を実施し、外国法人等の要求に応えようと考えられる。以上の議論から仮説 1 が導かれる。

仮説1 個人以外の投資主（事業法人、金融機関、外国法人等）による投資口の所有割合が高い法人ほど減価償却費の調整を通じた利益増加的なEMが実施される

2.3.2 債権者

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、J-REITは資金調達の相当程度を負債に依存しているといえる。ここで一般事業会社の場合には、債務契約における財務制限条項に利益維持が含まれるケースが多いことから、条項への抵触の回避がEMの動機になるとされる。しかしながらJ-REITの財務制限条項においては、利益ではなく有利子負債比率および元利金返済カバー率（元利金返済前キャッシュ・フローが当該会計期間の元利金支払所要額の何倍かを示す比率）の維持が組み込まれるケースが多いことから（新家等，2017）、財務制限条項への抵触回避がEMの動機となる可能性は低い。

その一方、債権者は財務状態に強い関心を有し、法人財産の流出につながる分配の抑制を求めると予想し、仮説2を設定する。

仮説2 債権者の影響が強い法人ほど減価償却費の調整を通じた利益減少的なEMが実施される

2.3.3 投資機会集合

先に見たとおりJ-REITの内部留保の大部分は減価償却費に帰すものであり、外部資金によらない投資を実施するためには、減価償却費のコントロールが重要となる¹⁵。企業における資金調達方法の選好に関するパッキングオーダー理論(Myers, 1984)によれば、様々な制約や外部からの影響力を高める外部資金よりも、まずは内部資金が選好される。そこで、投資機会集合が大きい法人ほど多くの資金が必要となり、内部資金を増やすためにより多額の減価償却費が計上されると予想し、仮説3を置く。

仮説3 投資機会集合が大きい法人ほど減価償却費の調整を通じた利益減少的なEMが実施される

2.3.4 法人規模

第1節で概観したように、J-REITの投資主は構造的に安定的な分配を重視するが、大規模な法人に対しては、こうした期待がより高まると予想される。その理由として、大規模な法人ほど公益性の高い投資主が多い可能性が高いことが挙げられる。例えば、2010年度以降、日本銀行によるJ-REITの購入が進んでいるが、銘柄の選定条件の一つとして「売買の累計額が200億円以上であること」が設定されており、日本銀行が保有するJ-REITは大規模法人に偏る傾向がある。ここで公益性の高い投資主体が投資主である場合、より健全な経営と安定的な分配が志向されると考えるのが妥当であろう。また、大規模な法人ほど、様々なランキングで取り上げられるなど、外部からの注目が高まり、そうした状況が法人に対するモニタリングとして機能する可能性もある。これは一般事業会社を対象とするEM研究における「政治コスト仮説」(Watts and Zimmerman, 1986)で想定される状況であるが、大規模な企業ほど利益減少的なEM（保守的な経理）が実施されることが示唆されてきた。これらの議論から、仮説4が導かれる。

仮説4 規模が大きい法人ほど減価償却費の調整を通じた利益減少的なEMが実施される

3. リサーチデザイン

3.1 サンプルセクション

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とする（2001年から2017年3月まで）。多くのJ-REITは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¹⁶、それ以外の決算期間を変則決算としてサンプルから除外する。ただし経営者によって調整された減価償却費（後述）の推定にあたり、特定の会計期間内で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った。また、J-REITは子会社を有さず、連結財務諸表を公表してい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¹⁷。

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会計期間（fiscal period, 以下FP）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¹⁸。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等、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たFPは僅少で（8FPのみ）、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FPは1件のみである。その他データが得られないFP、分配金性向が90～100%の水準にないFPを除外した結果、767FPでサンプルが構成され、このサンプルで経営者によって調整された減価償却費額を推定する。ただし、仮説の検証においては投資主体別所有割合のデータが必要となるが、当該データの入手上の制約から551FPが分析対象となる。

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（運用資産の概要等）は、一般社団法人不動産証券化協会のサイトを参照する¹⁹。

3.2 検証モデル

本稿では、経営者によって調整された減価償却費（以下、異常減価償却費（ADEP）とする）の推定値を従属変数、仮説に関する変数およびコントロール変数を独立変数とする回帰式の推計を通じて仮説を検証する。

3.2.1 経営者によって調整された減価償却費の推定方法

ADEP の推定にあたり、正常な会計発生高を推定する枠組み（いわゆる会計発生高モデル）を援用する。代表的な会計発生高モデルは Jones (1991) が提案した枠組みを修正、展開したものであり（例えば、Dechow et al., 1995）、会計発生高を従属変数、売上高の変化額（ないしは現金売上高の変化額）および償却性有形固定資産を独立変数とする回帰式を設定している。ここで、売上高の変化額は主に運転資本会計発生高に、償却性有形固定資産は主に減価償却費部分を推定するために含まれる。

本稿ではこの枠組みに依拠し、式 1 に最小二乗法を適用して係数を推定し、残差を *ADEP* とする。一般事業会社を対象とする研究では業種・年ごとに係数を推定するケースが多いが、本稿ではサンプルサイズの問題から各会計期間での推定を実施し、主要投資先（住居、商業施設、ホテル等）を含めた年・タイプごとの推計は実施しない。それによって主要投資先が減価償却費の算定に及ぼす影響をコントロールできない懸念があるが、検証モデルに主要投資先に関するコントロール変数を含めることで対応する。

$$DEP_{i,t}/A_{i,t-1} = \alpha_0 + \alpha_1(PPE_{i,t}/A_{i,t-1}) + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

(*DEP*: 減価償却費, *A*: 総資産, *PPE*: 償却性有形固定資産残高,
 ε : 誤差項, *t* は期間, *i* は法人を示す)

3.2.2 独立変数

投資主の変数（仮説 1）としては、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（各々の係数の予想符号は正）。仮説 2 に係る債権者からの影響は、借入金と投資法人債（一般事業会社における社債）で異なる可能性もあることから、各々の期末残高の期末総資産に対する割合 (*Loan*, *Bond*) を代理変数とする（予想符号は負）。仮説 3 の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、仮説 4 の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（両者とも予想符号は負）。

コントロール変数として業績水準に関する変数 (*ROA*, 当期純利益を期首総資産で基準化) および減益（減配）回避に関する変数 (*Suspect_ΔNI1~3*) を含める。前者は業績（分配）水準が *EM* に及ぼす影響をコントロールするための変数であるが、この影響の方向については先験的に予想できないことから係数の予測符号を設定しない²⁰。後者は、減益回避のために *EM* が実施される結果、僅かな減益を計上する企業数が僅かな増益の企業数と比べて少なくなることを見出した Burgstahler and Dichev (1997) の知見に基づいて置くものであり、基準化した利益について僅かに増益となった *FP* を 1、そうでない *FP* を 0 とする（予測符号は正）。ここで、純資産で基準化した場合には *Suspect_ΔNI1*, 時価総額で基準化した場合には *Suspect_ΔNI2*, 総資産で基準化した場合には *Suspect_ΔNI3* とし、僅かな増益の範囲を 0~0.0005 (0.05%) とする。

その他のコントロール変数として会計期間ダミー (*FP Dummies*, 各会計期間の上半期〔1月から6月〕と下半期〔7月から12月〕の決算に対して設定), および J-REIT の投資対象（タイプ）に関するダミー変数 (*Type Dummies*) を含める²¹。以上から検証モデルは式 2 となる。

$$\begin{aligned}
ADEP_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 Fin_Own_{i,t} + \beta_2 Firm_Own_{i,t} + \beta_3 Foreign_Own_{i,t} + \beta_4 Loan_{i,t} \\
& + \beta_5 Bond_{i,t} + \beta_6 MTB_{i,t} + \beta_7 Size_{i,t} + \beta_8 ROA_{i,t} + \beta_9 Suspect_ \Delta NI1 \text{ or } 2 \text{ or } 3_{i,t} \\
& + FP \text{ Dummies} + Type \text{ Dummies} + \varepsilon_{i,t}
\end{aligned} \tag{2}$$

(*ADEP*: 異常減価償却費, *Fin_Own*: 金融機関の所有割合, *Firm_Own*: 事業法人の所有割合, *Foreign_Own*: 外国法人等の所有割合, *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*: 時価簿価比率, *Size*: 資産総額の自然対数値, *ROA*: 当期純利益 (期首総資産で基準化), *Suspect_ΔNI1~3*: 基準化した当期純利益の前期からの変化額が 0 から 0.0005 (0.05%) の範囲内にある法人－会計期間であれば 1, そうでなければ 0 とするダミー変数 (1 は期首純資産, 2 は期首時価総額, 3 は期首総資産で基準化))

4. 検証結果

4.1 記述統計量

表 1 では以下の分析で用いる変数と分配金に関する記述統計量を示す (回帰分析で適用する FP を対象とする)。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、利益 (*ROA*) は分配金 (*Div*) と近似している。*ADEP* の平均値は 0.0001, 最小値は -0.0064, 最大値は 0.0024 である。*ADEP* の推定段階における、各会計期間の決定係数の平均値は 52.88%, 係数は全ての会計期間において負で有意となっており (表は未掲載, 有意水準 1%, 符号が負なのは減価償却費について負値としているため), 正常な減価償却費が適切に推定されていると考える。

債権者関連の指標について投資法人債の残高 (*Bond*) の平均値は 0.0597, 第 1 四分位は 0.0000, 最大値は 0.3341 であった。したがって、投資法人債の発行が無い法人も相当数ある一方、投資法人債が資金調達において相当程度のウェイトを占めている法人もあるといえる。借入金残高 (*Loan*) の平均値は 0.3877 で、*Bond* で観察されるような分布の偏りは観察されず、多くの法人が借入による資金調達を実施しているといえる。投資主関連の指標についてみると、金融機関の所有割合 (*Fin_Own*) が高い傾向にある (平均値, 51.37%)。事業法人および外国法人等の所有割合 (*Firm_Own*, *Foreign_Own*) の平均値は低い水準にあるが (各々 13.17%; 19.74%), 最大値は高い水準にあり (各々 62.03%; 68.03%), 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。*MTB* と *Size* を見ると範囲は大きい傾向にある (*MTB* は 0.9234～20.8388, *Size* は 10.0967～13.9070)。

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した。利益 (*ROA*) と減価償却費 (*DEP*) の相関が高く (-0.913), 減価償却費は利益水準に相当程度の影響を及ぼしているといえる。借入金残高 (*Loan*) と投資法人債の残高 (*Bond*) の間の相関係数は -0.635 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。また、法人規模 (*Size*) について時価簿価比率 (*MTB*) の間で比較的強い負の相関係数 (-0.466), 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 (0.459) が観察されている。したがって、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。ただし全体として、独立変数間で顕著に高い相関関係は観察されず、多重共線性の問題はないと判断する。

表1 記述統計量 ($N = 516$)

	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
<i>DEP</i>	-0.0062	0.0018	-0.0180	-0.0071	-0.0060	-0.0049	-0.0030
<i>ADEP</i>	0.0001	0.0012	-0.0064	-0.0005	0.0003	0.0010	0.0024
<i>PPE</i>	0.3366	0.1142	0.1575	0.2600	0.3099	0.4161	1.0870
<i>Fin_Own</i>	0.5137	0.1464	0.0454	0.4446	0.5494	0.6182	0.7326
<i>Firm_Own</i>	0.1317	0.1014	0.0106	0.0696	0.1007	0.1596	0.6203
<i>Foreign_Own</i>	0.1974	0.1168	0.0044	0.1150	0.1685	0.2510	0.6803
<i>Loan</i>	0.3877	0.0955	0.0000	0.3477	0.3995	0.4575	0.5622
<i>Bond</i>	0.0597	0.0659	0.0000	0.0000	0.0458	0.0911	0.3341
<i>MTB</i>	4.2441	2.5173	0.9234	2.6815	3.6542	5.1017	20.8388
<i>Size</i>	12.2242	0.7004	10.0767	11.8488	12.2193	12.6519	13.9070
<i>ROA</i>	0.0130	0.0050	0.0006	0.0103	0.0124	0.0149	0.0620
<i>Suspect_ΔNI1</i>	0.0877	0.2831	0	0	0	0	1
<i>Suspect_ΔNI2</i>	0.0662	0.2488	0	0	0	0	1
<i>Suspect_ΔNI3</i>	0.1342	0.3411	0	0	0	0	1
<i>Div</i>	0.0130	0.0050	0.0006	0.0103	0.0124	0.0150	0.0620
<i>ROE</i>	0.0263	0.0105	0.0011	0.0215	0.0252	0.0289	0.1337
<i>Yield</i>	0.0271	0.0175	0.0026	0.0183	0.0227	0.0309	0.2099

DEP: 減価償却費 (−1 を乗じている), *ADEP*: 異常減価償却費, *PPE*: 償却性有形固定資産残高, *Fin_Own*: 金融機関の所有割合, *Firm_Own*: 事業法人の所有割合, *Foreign_Own*: 外国法人等の所有割合, *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*: 時価簿価比率 (期末時価総額 ÷ 期末純資産), *Size*: 期末総資産の自然対数値, *ROA*: 期首総資産で基準化した当期純利益, *Suspect_ΔNI1*~3: 基準化した当期純利益の前期からの変化額が 0 から 0.0005 (0.05%) の範囲内にある法人-会計期間であれば 1, そうでなければ 0 とするダミー変数 (1 は期首純資産, 2 は期首時価総額, 3 は期首総資産で基準化), *Div*: 期首総資産で基準化した期末現金配当額, *ROE*: 期首純資産で基準化した当期純利益, *Yield*: 期首時価総額で基準化した当期純利益.

4.2 検証結果

表3では式2に係る検証結果を示す。以下の検証で用いる t 値は、法人および会計期間クラスターによって補正された標準誤差に基づいたものである。なお、*ADEP* の算定にあたり *DEP* に −1 を乗じていることから、正 (負) の係数は当該変数が利益増加 (減少) の要因となっていることを示す。

投資主関連の変数 (*Fin_Own*・*Firm_Own*・*Foreign_Own*) の係数は1%ないし5%水準で有意となった (符号は正)。この結果は、個人投資主以外の投資主の影響力が強い法人において、減価償却費が相対的に抑制されている (積極的な分配が実施されている) ことを示唆しており、仮説1が支持されたといえる。一方仮説2に反し、債権者関連の変数 (*Loan*・*Bond*) の係数は正で有意な変数となっており (有意水準1%)、負債による資金調達への依存度が高い法人ほど、相対的に減価償却費を抑制傾向にある (利益増加的なEMが実施されている) ことが示された。これについては、債権者に対して資本維持よりも安定的な経営を示すために分配をかさ上げしているとも解釈される。*MTB* の係数は負値で有意となり (有意水準1%)、投資機会集合をより多く有する法人では、減価償却費の調整を通じて利益減少的なEMが実施されているといえ、仮説3と首尾一貫している。また、法人規模 (*Size*) に係る係数についても仮説4で予想した通り、負値で有意となった (有意水準1%)。

コントロール変数について見ると、*ROA* および *Suspect_ΔNI1*~3 とも有意とはならず、業績

表2 相関行列 ($N = 516$)

	<i>DEP</i>	<i>ADEP</i>	<i>PPE</i>	<i>Fin_Own</i>	<i>Firm_Own</i>	<i>Foreign_Own</i>	<i>Size</i>
<i>ADEP</i>	0.159						
<i>PPE</i>	-0.322	-0.055					
<i>Fin_Own</i>	-0.082	-0.155	-0.044				
<i>Firm_Own</i>	0.199	0.155	-0.156	-0.431			
<i>Foreign_Own</i>	0.038	-0.019	-0.027	-0.254	-0.401		
<i>Size</i>	0.073	-0.210	-0.303	0.459	-0.140	0.243	
<i>Loan</i>	0.092	0.249	0.085	-0.257	0.232	-0.180	-0.284
<i>Bond</i>	0.103	0.095	-0.038	0.218	-0.262	0.139	0.249
<i>MTB</i>	-0.196	0.047	0.300	-0.139	0.223	-0.119	-0.466
<i>ROA</i>	-0.913	-0.146	0.289	0.217	-0.049	-0.104	0.042
<i>Suspect_ΔNI1</i>	0.018	-0.074	-0.032	0.011	0.032	-0.082	-0.028
<i>Suspect_ΔNI2</i>	0.015	-0.016	-0.024	0.138	-0.081	-0.072	0.054
<i>Suspect_ΔNI3</i>	0.023	-0.058	-0.077	0.029	0.009	-0.087	0.004

	<i>Loan</i>	<i>Bond</i>	<i>MTB</i>	<i>ROA</i>	<i>Suspect_ΔNI1</i>	<i>Suspect_ΔNI2</i>
<i>Bond</i>	-0.635					
<i>MTB</i>	0.106	-0.191				
<i>Suspect_ΔNI1</i>	0.069	-0.020	-0.016			
<i>Suspect_ΔNI2</i>	-0.094	-0.003	-0.008	-0.013	0.035	
<i>Suspect_ΔNI3</i>	0.038	0.006	-0.050	-0.021	0.335	0.058

Bold は $p < 0.01$, Italic は $p < 0.05$ を示す。各変数の定義については表1を参照のこと。

水準および減益（減配）回避と減価償却費の調整との間の関係は見出されなかった。

5. 頑健性検証

前節の検証結果の頑健性を確認するために、以下の追加的な検証を実施する。まず、特別損益項目の影響のコントロールである、J-REITでは特別損益項目が計上されるケースは少ないが（516 FPのうち43 FPが該当）、資産の除却、売却に係る損益、あるいは減損損失等が含まれる。これらを計上した場合には、減価償却費が影響を受けている可能性もあることから、当該FPをサンプルから除外した分析（ $N = 473$ ）を実施したが、係数の符号および有意水準は表3の結果と変わらなかった（表は省略）。また、資産除去債務を計上している法人についても多くはなく（516FPのうち32Pが該当）、当該FPをサンプルから除外して分析を繰り返しても（ $N = 484$ ）、係数の符号および有意水準は表3の結果と変わらなかった（表は省略）。

先の検証では、*Suspect_ΔNI*の定義にあたり僅かな利益の範囲を0.05%としたが、そこに含まれるFPの数が少ない懸念があるため、これを0.1%に変更して分析を繰り返す（表は省略）。仮説検証に関連する係数に対する影響はないものの、*Suspect_ΔNI3*（総資産で基準化）の係数は正で有意となった（有意水準5%）。僅かな利益の範囲を0.1%とした場合の*Suspect_ΔNI3*の平均値は0.238であり、含まれるFP数が多いことが影響していると考えられるが、J-REITにおいて減益（減配）回避志向があるとも考えられる。

表 3 検証結果 (OLS)

	Predicted Sign	ADEP	ADEP	ADEP
<i>Constant</i>		0.001 (0.839)	0.001 (0.917)	0.001 (0.815)
<i>Fin_Own</i>	+	0.001** (2.265)	0.001** (2.225)	0.001** (2.259)
<i>Firm_Own</i>	+	0.003*** (4.290)	0.003*** (4.279)	0.003*** (4.337)
<i>Foreign_Own</i>	+	0.002*** (3.430)	0.002*** (3.389)	0.002*** (3.515)
<i>Loan</i>	-	0.004*** (6.349)	0.004*** (6.317)	0.004*** (6.311)
<i>Bond</i>	-	0.007*** (8.990)	0.007*** (8.974)	0.007*** (8.948)
<i>MTB</i>	-	-0.000*** (-3.512)	-0.000*** (-3.480)	-0.000*** (-3.432)
<i>Size</i>	-	-0.000*** (-3.868)	-0.000*** (-3.876)	-0.000*** (-3.934)
<i>ROA</i>	?	-0.009 (-0.993)	-0.010 (-1.002)	-0.009 (-0.898)
<i>Suspect_ΔNI1(0.05%)</i>	+	-0.000 (-1.340)		
<i>Suspect_ΔNI2(0.05%)</i>	+		-0.000 (-1.185)	
<i>Suspect_ΔNI3(0.05%)</i>	+			0.000 (1.012)
<i>Adjusted R²</i>		0.501	0.501	0.501
<i>Type Dummies</i>		<i>included</i>	<i>included</i>	<i>included</i>
<i>Fiscal Period Dummies</i>		<i>included</i>	<i>included</i>	<i>included</i>
<i>Observations</i>		516	516	516

*** は $p < 0.01$, ** は $p < 0.05$ を示す。括弧内は法人および会計期間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。

各法人はそれぞれ固有の属性を有している可能性があることから、そうした効果をコントロールして分析を繰り返す²²。分析は式 2 に法人固定効果を含める最小二乗ダミー変数推定 (least square dummy variables) を実施し、法人内の要因の変化にともなう影響を観察する。検証結果を表 4 で示した。*Firm_Own*, *Foreign_Own*, *Loan* の結果は先の検証 (表 3) と変わらなかったが (いずれも符号は正, 有意水準 1%), *Fin_Own*, *Bond*, *MTB*, *Size* の係数は有意とはならなかった (*Size* の一部の係数のみ有意 [符号は負, 有意水準 10%])。これらの結果から事業法人, 外国法人等の所有割合が高い, そして借入金への依存度が高い法人ほど減価償却費が抑制的に計上される可能性が高く, さらに, 法人内においてこれらの水準が変化すると, 減価償却費が抑制的に計上され, 積極的な分配がなされる傾向にあると解釈される。一方で金融機関の所有割合, 投資法人債, 投資機会集合, 法人規模については, 法人間の各要因の差異が減価償却費の調整に影響を及ぼすといえるものの, 法人内の各要因の差異 (変化) は影響を及ぼしていない, すなわち, これらの要因は法人に帰する属性 (各法人の設立の経緯, スポンサー企業との関係等) によって決定付けられているとも解釈される²³。本稿の仮説はクロスセクションでの差異に注目することから, 表 3 の結果を重視すべきと考えるが, 後者の変数に係る先の検

表4 検証結果（頑健性検証：法人固定効果を含める最小二乗ダミー変数推定）

	Predicted Sign	ADEP	ADEP	ADEP
<i>Constant</i>		-0.001 (-1.633)	-0.001 (-1.644)	-0.001 (-1.621)
<i>Fin_Own</i>	+	0.000 (0.687)	0.000 (0.651)	0.000 (0.644)
<i>Firm_Own</i>	+	0.003*** (4.953)	0.003*** (4.901)	0.003*** (4.874)
<i>Foreign_Own</i>	+	0.003*** (4.052)	0.003*** (4.023)	0.003*** (4.014)
<i>Loan</i>	-	0.002*** (3.409)	0.002*** (3.342)	0.002*** (3.335)
<i>Bond</i>	-	-0.001 (-1.056)	-0.001 (-1.114)	-0.001 (-1.165)
<i>MTB</i>	-	-0.000 (-0.681)	-0.000 (-0.690)	-0.000 (-0.651)
<i>Size</i>	-	-0.000 (-1.647)	-0.000* (-1.662)	-0.000 (-1.594)
<i>ROA</i>	?	-0.008 (-0.988)	-0.008 (-0.994)	-0.008 (-0.995)
<i>Suspect_ΔNI1 (0.05%)</i>	+	-0.000 (-1.326)		
<i>Suspect_ΔNI2 (0.05%)</i>	+		-0.000 (-0.977)	
<i>Suspect_ΔNI3 (0.05%)</i>	+			-0.000 (-0.126)
<i>Adjusted R²</i>		0.500	0.500	0.504
<i>Type Dummies</i>		<i>included</i>	<i>included</i>	<i>included</i>
<i>Fiscal Period Dummies</i>		<i>included</i>	<i>included</i>	<i>included</i>
<i>Corporation Dummies</i>		<i>included</i>	<i>included</i>	<i>included</i>
<i>Observations</i>		516	516	516

*** は $p < 0.01$, * は $p < 0.1$ を示す。括弧内は法人および会計期間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。

証結果の頑健性について留意すべきである。

6. 結論と今後の課題

J-REIT（日本版不動産投資信託）は、上場会社とほぼ同様の制度が適用されるが、外部委託型スキームの採用、そして、租税特別措置法の下、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で法人税の課税が事実上免除される点で相違する。また、J-REITはその事業内容から償却性有形固定資産のウェイトが高く、会計発生高のほとんどを減価償却費が占める。本稿はこうしたJ-REITの特徴をふまえ、J-REITにおける減価償却費の調整を通じたEMに対する影響要因について検討した。

2005年から2017年までを分析期間とする検証の結果、(1)個人以外の投資主（金融機関、事

業法人、外国法人等)の所有割合が増えるほど減価償却費の調整を通じた利益増加的なEMが実施される、(2)債権者の影響力が高まるほど減価償却費の調整を通じた利益増加的なEMが実施される、(3)投資機会集合が大きい法人、規模が大きな法人ほど減価償却費の調整を通じた利益減少的なEMが実施されることが明らかとなった。こうした行動が利益の調整のみを意図したものか、あるいは分配金の調整をも意図したものかを特定化することはできないが、利益が分配金とほぼ一致する状況であることを鑑みれば、分配金を視野に入れたEMであると考えられる。以上の結果から、J-REITの経営者は利害関係者の意向と自社の状況をふまえて、減価償却費を調整していると結論付けることができる。ただし、法人固定効果を含めた分析では一部変数が有意となっておらず、検証結果の頑健性には懸念もある。

本稿には多くの課題が残されている。第一は、J-REITの会計に関する様々な側面の分析である。本稿では会計発生高の大部分を占める減価償却費の調整に注目したが、実体的利益マネジメント、会計上の保守主義、利益の質、そして利益公表時の証券市場の反応に係る分析は重要なテーマとなる。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、投資意思決定の面から分配水準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いえ、こうした観点からの同時推定は興味深い課題である。第三は、J-REITにおける重要なステークホルダーとされるスポンサー企業がEMに及ぼす影響である。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)および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。最後に、コーポレートガバナンスがEMに及ぼす影響である。第2節で概観したように、US-REITにおいては取締役会や監査委員会といった法人内のガバナンスが影響していることが示されており(Anglin et al., 2013)、こうした議論をJ-REITに適用することが可能である。また、梅澤・海老原(2016)は、一般事業会社の分析においてメインバンクからのモニタリングが裁量的(異常)会計発生高の計上に影響を及ぼすことを見出している。J-REITが一般事業会社と同様の法規制が適用されること、そして借入への依存度が高いことをふまえれば、こうした要因が影響している可能性もある。これらの課題については稿を改めて取り組みたい。

謝辞

本稿の執筆にあたり、2名の匿名レフェリーの先生方からは数多くの丁寧かつ建設的なコメントを頂き、論文の改善につながりました。ここに記して深く感謝申し上げます。なお本稿は、JSPS 科研費(18K01906)および平成29年度信託研究奨励金(一般社団法人 信託協会)の助成を受けた研究成果の一部です。

注

- 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 (2020 年 1 月確認)。
- 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 (投信法 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せず、監督役員が一部その役割を担っている。
- ⁵ 他に投資法人要件、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。
- ⁶ 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」が期待でき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 [2020 年 1 月確認])。ただし、金 (2015) は、2003 年から 2015 年までの J-REIT 市場のリスク・リターン属性を分析し、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。
- ⁷ US-REIT にかかる会計研究のサーベイとしては、児島 (2015) を参照のこと。
- ⁸ 同年度の不動産業の上場会社における流動資産、流動負債のウエイトは 3 割程度である。
- ⁹ ここでは、J-REIT 独自のキャッシュ・フロー計算に伴って生じる項目 (動産取得に係る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が計上される) について修正している。
- ¹⁰ ほとんどの J-REIT の会計期間は短期間 (6 か月) であることから、会計期間内で新規の設備投資が実施されないことも多い。
- ¹¹ US-REIT では不動産賃貸以外の事業を営むことから、運転資本金発生高の重要性が高くなる。そのため、US-REIT を分析対象とする研究では運転資本金発生高にも注目するケースが多い。一方、J-REIT では運転資本金発生高がほとんど計上されていないので、EM の手段として利用される可能性は低いと想定する。
- ¹² 上場不動産投資信託証券投資主情報調査は 2014 年度より実施されているが、この傾向は変わらない。
- ¹³ J-REIT を組み込んだ投資信託では分配を毎月実施するケースが多く、分配金が重視される。
- ¹⁴ これはホームバイアスと呼ばれる問題である。詳細は、Kang and Stulz (1997) を参照。
- ¹⁵ 実務上、減価償却費の計上は内部金融の手段として捉えられている。岩佐 (2016) を参照。
- ¹⁶ 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 - 会計期間が 12 か月決算である)。
- ¹⁷ 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。
- ¹⁸ 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

て」を参照した（2020年1月確認）。

- ¹⁹ 一般社団法人不動産証券化協会のサイト (<https://j-reit.jp/>) を参照（2020年1月確認）。
- ²⁰ 分配の平準化が実施されている場合には、利益増加、減少いずれのEMも想定される。
- ²¹ 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分類を適用する。そこでは事務所主体型、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つのタイプに分類しているが、複数のタイプの投資先を有する総合型、複合型については、最大の投資先の分類に割り当てて（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。
- ²² 本稿のサンプルでは法人間の観測数の差異が大きく（最小値は1、最大値は27、平均値は10.8である）、サンプルセクションバイアスを有している懸念がある。
- ²³ *Fin_Own*, *Bond*, *MTB*, *Size* は、本稿で想定していない法人固定効果と関係の強い属性（例えば、*Fin_Own*, *Bond* であればメインバンクの影響、*MTB* は企業の成長性や保守的経理の傾向、そして *Size* であれば外部からのモニタリング等）を反映している結果、法人固定効果を含めることで有意とならなかった可能性もある。

参考文献

- 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.
- Burgstahler, D. and I. Dichev. 1997. Earnings Management to Avoid Earnings Decreases and Losses. *Journal of Accounting and Economics* 24 (1): 99–126.
- 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.
- 岩佐浩人. 2016. 「減価償却費を活用したJ-REITの内部成長率」『ニッセイ基礎研究所 基礎研レポート』2016-10-27.
- Jones, J. 1991. Earnings Management during Import Relief Investigations. *Journal of Accounting Research* 29 (2): 193–228.
- Kang, J. K. and R. M. Stulz. 1997. Why Is There a Home Bias? An Analysis of Foreign Portfolio Equity

- Ownership in Japan. *Journal of Financial Economics* 46 (1): 3–28.
- 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.
- Keating, A. S. and J. L. Zimmerman. 2000. Depreciation-Policy Change: Tax, Earnings Management, and Investment Opportunity Incentive. *Journal of Accounting and Economics* 28 (3): 359–389.
- 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.
- 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』63 (3): 359–375.
- Myers, S. C. 1984. The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance* 39 (3): 574–592.
- 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.
- 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.
- 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.
- 梅澤俊浩・海老原崇. 2016. 「メインバンク関係が財務報告の質に及ぼす影響」『早稲田商学』446: 463–513.
- Watts, R. L. and J. L. Zimmerman. 1986. *Positive Accounting Theory*. Prentice Hall.