The Japanese Association of Management Accounting

日本管理会計学会誌
管理会計学 2016 年 第 24 巻 第 1 号

論　文

経営者利益予想に見られるラチェット効果と予想誤差への影響

― 管理会計からのアプローチ ―

安酸建二

＜論文要旨＞

日本の証券取引所に上場している企業は，証券取引所の要請に従って決算短信において次期の利益予想を発表する．近年の質問票調査は，この経営者利益予想が組織内部の利益計画や予算と密接に連動していることを明らかにしつつある．これは，予算をはじめとする管理会計の立場から経営者利益予想を研究する必要性を喚起する．本研究の目的は，管理会計の領域で蓄積された利益目標の設定におけるラチェット効果の知見に基づいて，経営者利益予想およびその予想誤差に見られる傾向が説明可能であることを示すことにある．分析の結果，経営者利益予想においてラチェット効果が見られ，さらに，ラチェット効果が経営者利益予想誤差に影響を与えていることも明らかになった．管理会計からのアプローチは，従来，財務会計の研究領域とされてきた経営者利益予想に関する理解を一層深めることに貢献する．

＜キーワード＞

ラチェット効果，経営者利益予想，経営者利益予想誤差，利益目標，予算差異

Management Forecasts Ratcheting and its Effect on Management Forecast Errors: Management Accounting Perspective

Kenji Yasukata

Abstract

The Stock Exchange in Japan requires Japanese firms listed on the exchange to report management earnings forecasts in their annual press releases. Recent questionnaire surveys on management forecasts have revealed that they are closely linked with internal budgets. This finding calls for the management accounting perspective when studying management earnings forecasts. The purpose of this study is to explain the management earnings forecasts and forecast errors based on the idea of budget ratcheting. The empirical analysis indicates that budget ratcheting has an impact on management earnings forecasts and forecast errors, suggesting that management accounting approach enriches our understanding of management earnings forecasts.

Keywords

ratchet effects, management forecasts, management forecast errors, earnings targets, budget variances

2014 年 6 月　9 日　受付
2015 年 5 月 27 日　受理
近畿大学経営学部教授

Submitted : June 9, 2014
Accepted : May 27, 2015
Professor, Faculty of Business Administration, Kinki University

NII-Electronic Library Service

The Japanese Association of Management Accounting

1. はじめに

日本の証券取引所に上場している企業は，証券取引所の要請に従って決算短信において次期の利益予想を発表する．この経営者利益予想に関する会計研究の主要な関心は，予想値と実際額の誤差に向けられている．この誤差は，予想値が実際額を上回るという意味で，全般的に楽観的な傾向にあることが知られている(Ota 2006; Kato et al. 2009; 阿部 2010)．この楽観性は，株価水準を維持したり資金調達を有利に進めたりするために，将来の業績見込みを経営者が恣意的に良く見せる結果であると説明される(円谷 2011; 清水 2007)．こうした見解は，経営者が利益に対する投資家の期待を調整する目的で，意図的にバイアスのかかった業績予想を発表するという「期待調整仮説（expectations adjustment theory）」(Ajinkya and Gift 1984) に根ざしている．

しかし，利益予想の精度が高いほど資本コストが低いという村宮(2005)の研究に基づくならば，予想誤差に観察されるシステマティックな偏りは資本コストを高め，企業価値を損ねる結果につながる．それでも現実に見られる経営者利益予想の偏りは，資本コストよりも優先される予想誤差の原因が，利益予想が行われるプロセスに存在することを示唆する．

経営者利益予想に関する近年の質問票調査は，経営者利益予想が組織内部の利益計画や予算と密接に連動していることを明らかにしつつある．日本 IR 協議会が 2010 年に実施したアンケート調査（全株式上場会社 3,739 社対象，1,122 社回答，回答率 30.0%）では，回答企業の 82.0%で「予想値は，各事業部門などが報告してくる数値を基に決められる」という結果が報告されている [1]．同協会の 2011 年の調査（全株式上場会社 3,644 社対象，1,032 社回答，回答率 28.3%）では，74.1%の企業で「社内の年次予算をベースに」予想値が作成され，70.4%の企業で「各事業部門が報告する数値を基に」予想値が作成されていると報告されている [2]．類似した結果は，円谷(2009)や黒川ほか(2009)でも報告されているし，新興市場上場企業を対象にした中條(2009)よる調査でも，やはり類似した結果が報告されている．これらの調査は，黒川ほか(2009, p.45)が指摘するように，「予想数値は，会社の事業目標や計画を会計数値化したもの」であること，また，柳(2011)が指摘するように，対外的な利益予想開示が社内的な予算管理制度と表裏一体の関係にあり，大多数の企業で予算をベースに利益予想が作成されることを示唆している．

こうした一連の調査結果は，予算をはじめとする管理会計の立場から経営者利益予想を研究する必要性を喚起するが，管理会計の視点から行われた経営者利益予想の研究は驚くほど少ない [3]．本研究の目的は，経営者利益予想が予算を反映すると考え，管理会計の領域で蓄積された予算に関する知見に基づいて，経営者利益予想およびその予想誤差に見られる傾向が説明可能なことを示すことにある．このために本稿では，予算編成における利益目標の設定に見られる「ラチェット効果（ratchet effect）」に注目する [4]．

ラチェット効果とは，一般に，高い業績が達成された後に，達成すべき業績基準が引き上げられる傾向であると説明される(Milgrom and Roberts 1992, 邦訳 p.258)．予算編成という文脈においてラチェット効果を扱った管理会計研究は，今年度の利益目標に関する差異と次年度の利益目標の関係に注目し，今年度の利益目標に有利差異が生じた後の利益目標の引き上げに経営者は積極的である一方，不利差異が生じたとしても，その後の利益目標の引き下げには消極的であることを明らかにし，これをラチェット効果と呼んでいる(Leone and Rock 2002; Bouwens and Kroos 2011)．例えば，Leone and Rock (2002)は，今年度の利益目標に対する 1 ドルの有利差異が 0.90 ドルの次年度利益目標の増大をもたらすのに対して，1 ドルの不利差異は 0.40 ドルの

NII-Electronic Library Service

The Japanese Association of Management Accounting

次年度利益目標の減少しかもたらさないことをある企業の内部データの分析から示している．

従来の経営者利益予想研究とは無関係に管理会計領域で発見された利益目標の設定におけるラチェット効果が，経営者利益予想において観察されるならば，経営者利益予想が予算と密接につながっていることを示す証拠となる．そこで，本研究では，経営者が決算短信で公表する利益予想および報告利益が，組織内部の年度予算上の利益目標額および実際額とそれぞれ一致していることを仮定して分析を行う．本研究の分析は，経営者利益予想にラチェット効果が見られることを示している．さらに，ラチェット効果が経営者利益予想誤差に影響を与えていることも分析から明らかになった．これらの発見は，経営者利益予想とその予想誤差が企業内部の予算の影響を受けていることを示唆している．これが本研究の会計研究に対する主たる貢献である．管理会計からのアプローチは，従来，財務会計研究の領域とされてきた経営者利益予想に関する理解を一層深めることに貢献する．

本稿の構成は以下の通りである．続く第 2 節では，予算編成において利益目標の設定に見られるラチェット効果を定義すると同時に，詳しく検討する．第 3 節では，ラチェット効果が経営者利益予想およびその予想誤差に影響を与えるという仮説を設定する．第 4 節では，仮説検証のための回帰式を示す．第 5 節では，回帰式を推定するためのサンプルを説明する．第 6 節では，推定結果を示す．第 7 節では，分析結果に考察を加え結論を述べると同時に，本研究の限界について触れる．

2. ラチェット効果

2.1. ラチェット効果の定式化とその解釈

次年度の利益目標の設定に見られるラチェット効果は，次の(1)式を通じてその存在が確認されている(Leone and Rock 2002; Bouwens and Kroos 2011).

$$B_{t+1} - B_t = \alpha + \lambda_+(A_t - B_t) + \lambda_- \cdot D \cdot (A_t - B_t) \tag{1}$$

ただし，B_tはt期の予算上の利益目標額，A_tはt期の利益実際額，$(A_t - B_t)$はt期の利益目標に関する差異である．Dは利益目標に関する不利差異を識別するダミー変数であり，$A_t < B_t$の場合（不利差異が生じた場合）に1をとり，他の場合に0をとる[5]．$A_t = B_t$の場合を除けば，$D = 0$はt期の利益目標に有利差異が生じたことを意味する．したがって，$D = 0$の場合，(1)式のλ_+は，t期から$t+1$にかけての利益目標変化額$(B_{t+1} - B_t)$に，t期の有利差異の何%が反映されるのかを表す．同じく，$D = 1$の場合，(1)式の$(\lambda_+ + \lambda_-)$は，t期から$t+1$にかけての利益目標変化額に，t期の不利差異の何%が反映されるのかを表す．定数項αは，t期の有利差異や不利差異とは無関係に生じるt期から$t+1$期にかけての利益目標変化額を表す．次年度の利益目標の設定に見られるラチェット効果とは，(1)式において，$D = 0$の場合$\lambda_+ > 0$，$D = 1$の場合$\lambda_+ + \lambda_- > 0$かつ$\lambda_- < 0$である（つまり，$\lambda_+ > \lambda_+ + \lambda_- > 0$である）ことを言う．

企業の内部データを利用してラチェット効果の存在を確認しようした先行研究は，t期の利益目標に有利差異が生じる場合（$D = 0$の場合）のλ_+と，不利差異が生じる場合（$D = 1$の場合）の$(\lambda_+ + \lambda_-)$が有意に異なり，$\lambda_+ > \lambda_+ + \lambda_- > 0$であることを示している(Leone and Rock 2002; Bouwens and Kroos 2011)．この結果は，$D = 0$の場合，仮に$\lambda_+ = 0.7$であれば，t期の有利差異の70%相当がt期から$t+1$期にかけての利益目標変化額$(B_{t+1} - B_t)$で増加することを意味する．また，$D = 1$の場合，仮に$\lambda_- = -0.2$であれば，t期の不利差異の50%（$\lambda_+ + \lambda_- = 0.7 - 0.2$）相当が

NII-Electronic Library Service

The Japanese Association of Management Accounting

$t+1$期の利益目標変化額で減少することを意味する[6].

さらに，λ_+およびλ_-をより明確に理解する上では，(1)式を次の(2)式のように整理することも有用である．

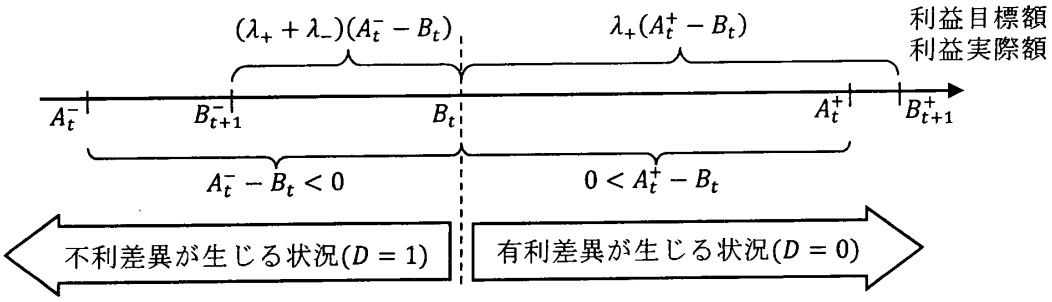
$$B_{t+1} = \alpha + (\lambda_+ + \lambda_- \cdot D) \cdot A_t + [1 - (\lambda_+ + \lambda_- \cdot D)] \cdot B_t \tag{2}$$

$D = 0$の場合，(2)式は，$B_{t+1} = \alpha + \lambda_+ \cdot A_t + (1 - \lambda_+) \cdot B_t$となる．この式が意味するのは，$t+1$期の利益目標額$B_{t+1}$は，$t$期の利益実際額$A_t$と$t$期の利益目標額$B_t$を$\lambda_+$で加重した値の合計に，それとは独立である利益目標の変化αから成ることである(Weitzman 1980)．$D = 0$の場合，例えば，$\lambda_+ = 0.7$であれば，$t+1$期の利益目標額B_{t+1}には，αに加えてt期の利益実際額A_tの70%と利益目標額B_tの30%が組み込まれる．$D = 1$の場合も同様である．$t+1$期の利益目標額は，t期の利益実際額と利益目標額を$(\lambda_+ + \lambda_-)$で加重した値の合計に，それとは独立である利益目標の変化αからなる．(2)式でのラチェット効果も，(1)式同様$\lambda_+ > \lambda_+ + \lambda_- > 0$である．

2.2. ラチェット効果と次年度の利益目標

(1)式であれ(2)式であれ，次年度利益目標の設定に見られるラチェット効果は図1に要約される．図1のB_{t+1}^+とB_{t+1}^-は，それぞれt期に有利差異と不利差異が生じた場合のt+1期の利益目標額を表している．A_t^+とA_t^-は，B_tに対してそれぞれ有利差異と不利差異が生じる場合のt期の利益実際額であることを表している．したがって，$A_t^+ > B_t > A_t^-$である．なお，単純化のため，$|A_t^+ - B_t| = |A_t^- - B_t|$かつ$\alpha = 0$として図1を作成している．

図 1．次年度の利益目標の設定に見られるラチェット効果のイメージ



(注) A_t^+とA_t^-は，それぞれt期に有利差異と不利差異が生じる場合の利益実際額であることを表している．B_{t+1}^+とB_{t+1}^-は，それぞれt期に有利差異と不利差異が生じた場合のt+1 期の利益目標額を表している．また，$\alpha = 0$，$A_t^+ > B_t > A_t^-$，$|A_t^+ - B_t| = |A_t^- - B_t|$として作図している．

次年度利益目標の設定に見られるラチェット効果とは，$\lambda_+ > \lambda_+ + \lambda_- > 0$であり，次年度で達成すべきベンチマークとしての今年度の利益実際額そのものの重要性が一層高まる現象である．図1では，これは$|\lambda_+(A_t^+ - B_t)| > |(\lambda_+ + \lambda_-)(A_t^- - B_t)|$として描かれている．

さらに，ラチェット効果の帰結として，今年度の利益実際額から見て，次年度利益目標がどの程度変化するのかについても図1に表現されている．t期に有利差異が生じる状況での$t+1$期の利益目標の変化額は$(B_{t+1}^+ - A_t^+)$であり，t期の不利差異が生じる状況では$(B_{t+1}^- - A_t^-)$である．

NII-Electronic Library Service

The Japanese Association of Management Accounting

3. 仮説設定

3.1. 事業部門の管理者に対する業績連動報酬制度と予算編成

Leone and Rock (2002)を参考にして，目標設定にラチェット効果が見られる理由を，事業部門の管理者に対する次のような業績連動報酬（ボーナス）制度のモデルを用いて検討しよう．

$$\mathrm{E}_{j,0}[Bonus_j] = \rho(a_{j,0} - b_{j,0}) + \sum_{t=1}^{T} r_t \rho\left(\mathrm{E}_{j,0}[a_{j,t}] - \mathrm{E}_{j,0}[b_{j,t}]\right)$$

$a_{j,t}$と$b_{j,t}$は，それぞれ事業部門jのt期の利益実際額と利益目標額である．$\mathrm{E}_{j,0}[Bonus_j]$は，事業部門$j$の管理者に長期的に与えられる業績連動報酬の割引現在価値の合計の期待値である．この業績連動報酬は，事業部門jに有利差異$(a_{j,t} - b_{j,t} > 0)$が生じた場合のみ，有利差異に報酬係数ρをかけることで算出される．したがって，業績連動報酬の下限はゼロである．$\mathrm{E}_{j,0}[a_{j,t}]$は$t$期の利益実際額の期待値，$\mathrm{E}_{j,0}[b_{j,t}]$は$t$期の利益目標額の期待値である．事業部門$j$の管理者に与えられる$t$期の業績連動報酬の期待値は$\rho(\mathrm{E}_{j,0}[a_{j,t}] - \mathrm{E}_{j,0}[b_{j,t}])$であり，これは割引率$r_t$を通じて現在価値に変換される．また，$t$期の実際利益額$a_{j,t}$が確定した後に，$t+1$期の利益目標額$b_{j,t+1}$は決定される．

3.2. 事業部門の利益目標に有利差異が生じる場合の次年度利益目標

事業部門jの管理者に対するこのような業績連動報酬制度の下で，事業部門jの今年度の利益目標に有利差異が生じる場合（$a_{j,0} > b_{j,0}$）の次年度利益目標$b_{j,1}$の設定問題から検討しよう．

事業部門jの今年度の利益実際額$a_{j,0}$が良好であり，この結果，今年度の利益目標額$b_{j,0}$が達成されたことは，事業部門jの管理者の経営努力が一定であれば，今年度の事業環境が良好であったことを意味する．この時，事業環境に連続性が存在し，$a_{j,0}$と$a_{j,1}$の間に正の相関が存在するならば，次年度の利益$a_{j,1}$も良好になることが予想される[7]．大日方(2013)は，t期の全社的利益実際額と$t+1$期の全社的利益実際額の間には，持続的な関係が存在することを報告している．大日方(2013)は事業部門レベルのデータを用いた研究ではないとはいえ，その発見は事業環境に連続性が存在することを示唆する．したがって，事業部門jの次年度利益目標額$b_{j,1}$の引き上げが行われなければ，事業部門jの管理者に対する報酬は，その経営努力に対してではなく，事業環境に対して支払われることになる．

しかし，今年度の利益実際額$a_{j,0}$から見て，次年度利益目標額$b_{j,1}$の大幅な引き上げが行われると，事業部門の次年度利益目標$b_{j,1}$の達成は困難になる．このような目標設定が将来にわたって繰り返されるならば，t期の利益目標$b_{j,t}$が達成され有利差異が生じる場合，$t+1$期の利益目標$b_{j,t+1}$の達成はさらに困難になる．この結果，事業部門jの管理者が長期的に受け取ると期待する報酬の割引現在価値の合計$\sum_{t=1}^{T} r_t \rho\left(\mathrm{E}_{j,0}[a_{j,t}] - \mathrm{E}_{j,0}[b_{j,t}]\right)$が減少する．したがって，事業部門$j$の利益目標に有利差異が生じた翌年に，事業部門$j$に対して大幅な増益目標を経営者が設定するならば，利益増大に対する十分なインセンティブを事業部門jの管理者に与えることが困難になる．そこで，経営者は，事業部門jのt期の利益実際額$a_{j,t}$と同額，またはそれをわずかに上回る水準に次年度利益目標$b_{j,t+1}$を設定するであろう[8]．これによって，管理者に与えられるインセンティブを大きく減少させることなく，少額とはいえ利益のさらなる増大を事業部門の目標とすることが可能になる．

以上の議論から，事業部門jのt期の利益目標に有利差異が生じる場合（$a_{j,t} > b_{j,t}$），事業部

NII-Electronic Library Service

The Japanese Association of Management Accounting

門jの$t+1$期の利益目標額$b_{j,t+1}$の設定において，t期の利益実際額$a_{j,t}$が相対的に重視され，t期の利益目標額$b_{j,t}$は相対的に軽視されることが予想される．

ここで，m個の事業部門を持つ企業iのt期の全社的な利益目標額と利益実際額をそれぞれ$B_{i,t}$と$A_{i,t}$とすれば，$B_{i,t}=\sum_{j=1}^{m} b_{j,t}$，$A_{i,t}=\sum_{j=1}^{m} a_{j,t}$と表すことができると本研究では仮定する．この時，$t+1$期の全社的利益目標額$B_{i,t+1}$は，事業部門$j$の$t$期の利益目標額$b_{j,t}$に有利差異が生じる場合に設定される$t+1$期の事業部門$j$の利益目標額$b_{j,t+1}$を反映するはずである．したがって，$B_{i,t}=\sum_{j=1}^{m} b_{j,t}$，$A_{i,t}=\sum_{j=1}^{m} a_{j,t}$を念頭に置けば，全社的利益目標額$B_{i,t}$に有利差異が生じる場合，全社的な利益目標額$B_{i,t+1}$の設定において，全社的利益実際額$A_{i,t}$が相対的に重視され，全社的利益目標額$B_{i,t}$が相対的に軽視されることが予想される．なお，この仮定が本研究の結論の一般性に与える影響については，第7節で議論する．

3.3. 事業部門の利益目標に不利差異が生じる場合の次年度利益目標

続いて，事業部門jの今年度の利益目標が未達成で不利差異（$a_{j,0}<b_{j,0}$）が生じる場合の次年度利益目標$b_{j,1}$の設定問題を検討しよう．事業部門jの今年度の利益実際額$a_{j,0}$が良好ではなく，この結果，今年度の利益目標額$b_{j,0}$が未達であることは，事業部門jの管理者の経営努力が一定であれば，今年度の事業環境が良好ではなかったことを意味する．この時，事業環境に連続性が存在し，$a_{j,0}$と$a_{j,1}$の間に正の相関が存在するならば，次年度の利益$a_{j,1}$も良好ではないことが予想される．したがって，事業部門jの次年度利益目標額$b_{j,1}$の引き下げが行われなければ，事業部門jの管理者が受け取る報酬は，自らの経営努力ではなく，事業環境の影響を大きく受けることになる．

事業環境に連続性が存在する状況で，今年度に達成されなかった利益目標$b_{j,0}$より次年度利益目標$b_{j,1}$が低く設定されるならば，次年度の利益目標$b_{j,1}$は，今年度の利益目標$b_{j,0}$より容易に達成されると同時に，次年度の利益目標差異（$a_{j,1}-b_{j,1}$）は管理者の経営努力をより強く反映すると考えられる．この場合，事業部門jの管理者が次年度に受け取る報酬の期待値の割引現在価値$r_1\rho\left(\mathrm{E}_{j,0}[a_{i,1}]-\mathrm{E}_{j,0}[b_{j,1}]\right)$は減少しない．しかし，利益目標の引き下げは，利益の増大を管理者に促す報酬制度自体が機能しない結果につながる．したがって，管理者に利益の増大に対するインセンティブを与える立場にある経営者は，事業部門jの次年度利益目標$b_{j,1}$の引き下げに消極的であると考えられる．

また，事業部門の利益目標に不利差異が生じる状況において，それに合わせて当該事業部門の次年度の利益目標を経営者が引き下げるならば，事業部門に対して不利差異が許容されるというメッセージを経営者は送ることになる．この結果，組織的に合意された達成すべき目標という意味での利益目標の規範性と，それを生み出す予算編成過程の権威が損なわれる．これは，マネジメント・コントロールの主要な手段である予算の機能低下につながる．この点でも，経営者は事業部門の次年度利益目標の引き下げには消極的であろう．

さらに，事業部門jの管理者に与えられるt期の利益目標$b_{j,t}$を中長期の平均で見れば，$b_{j,t}$は当該事業の資本コストを最低限満たす水準に設定されなければならない．これは，利益目標の引き下げには限界があることを意味する．利益目標に対して不利差異が生じる状況において，それに合わせて次年度の利益目標を引き下げることには資本コストの観点からも限界がある．

以上の議論から，事業部門jのt期の利益目標に不利差異が生じる場合（$a_{j,t}<b_{j,t}$），経営者は，事業部門jの$t+1$期の利益目標額$b_{j,t+1}$の引き下げには消極的であると考えられる．これは，(2)式の文脈では，$t+1$期の事業部門jの利益目標額$b_{j,t+1}$の設定において，t期の利益目標額$b_{j,t}$が

NII-Electronic Library Service

The Japanese Association of Management Accounting

相対的に重視され，t期の利益実際額$a_{j,t}$が相対的に軽視されることを意味する．

企業iの全社的利益目標額$B_{i,t}$と全社的利益実際額$A_{i,t}$は，それぞれ事業部門jの利益目標額$b_{j,t}$の合計（$B_{i,t}=\sum_{j=1}^{m} b_{j,t}$）と利益実際額$a_{i,t}$の合計（$A_{i,t}=\sum_{j=1}^{m} a_{j,t}$）であると本研究では仮定している．この仮定の下では，$t+1$期の全社的利益目標額$B_{i,t+1}$は，事業部門jのt期の利益目標額$b_{j,t}$に不利差異が生じる場合に設定される$t+1$期の事業部門jの利益目標額$b_{j,t+1}$を反映するはずである．したがって，t期の全社的利益目標額$B_{i,t}$に不利差異が生じる場合，$t+1$期の全社的利益目標額$B_{i,t+1}$は大きく減少しないはずである．これは，(2)式の文脈では，$t+1$期の全社的利益目標額$B_{i,t+1}$の設定において，t期の全社的利益目標額$B_{i,t}$が相対的に重視され，t期の全社的利益実際額$A_{i,t}$が相対的に軽視されることを意味する．

3.4. 仮説の設定

3.4.1. 仮説 1 の設定

これまでの議論から，事業部門jのt期の利益目標額$b_{j,t}$に不利差異（有利差異）が生じる場合，$t+1$期の事業部門jの利益目標額$b_{j,t+1}$の設定において，t期の利益目標額$b_{j,t}$が相対的に重視（軽視）され，t期の利益実際額$a_{j,t}$が相対的に軽視（重視）されることが予想される．企業iのt期の全社的利益目標額$B_{i,t}$と利益実際額$A_{i,t}$は，それぞれ事業部門jのt期の利益目標額$b_{j,t}$の合計（$B_{i,t}=\sum_{j=1}^{m} b_{j,t}$）と利益実際額$a_{i,t}$の合計（$A_{i,t}=\sum_{j=1}^{m} a_{j,t}$）であるという仮定の下では，$t$期の全社的利益目標額$B_{i,t}$に不利差異（有利差異）が見られる場合，$t+1$期の全社的利益目標額$B_{i,t+1}$の設定において，$t$期の利益目標額$B_{i,t}$が相対的に重視（軽視）され，$t$期の利益実際額$A_{i,t}$が相対的に軽視（重視）されることが予想される．つまり，利益目標の設定におけるラチェット効果の存在が予想される．

このとき，経営者が決算短信で公表する利益予想と企業内部の予算上の利益目標が一致しているのであれば，経営者利益予想においてもラチェット効果の存在が認められるはずである．ここで，第i企業の経営者が決算短信で公表するt期の利益予想額を$E_{i,t}^{f}$，それに対応するt期の報告利益額を$E_{i,t}^{r}$として，それらが企業内部のt期の予算上の利益目標額$B_{i,t}$および実際額$A_{i,t}$とそれぞれ一致していると仮定すれば，$B_{i,t}=E_{i,t}^{f}$，$A_{i,t}=E_{i,t}^{r}$と表すことができる．この仮定が本研究の結論の一般性に与える影響については，第7節において議論する．この仮定の下で，t期の利益目標$B_{i,t}$に不利差異（$A_{i,t}<B_{i,t}$）が生じる場合とは，報告利益が経営者利益予想を下回る（$E_{i,t}^{r}<E_{i,t}^{f}$）場合である．一方，t期の利益目標$B_{i,t}$に有利差異（$A_{i,t}>B_{i,t}$）が生じる場合とは，報告利益が経営者利益予想を上回る（$E_{i,t}^{r}>E_{i,t}^{f}$）場合である．これまでの議論から，t期の報告利益が経営者利益予想を下回る（上回る）場合，$t+1$期の経営者利益予想の設定において，t期の経営者利益予想が相対的に重視（軽視）され，t期の報告利益が相対的に軽視（重視）されることが予想される．以上の考察から，次の仮説1を設定する．

仮説1：t期の報告利益が経営者利益予想を下回る（上回る）場合，$t+1$期の経営者利益予想の設定において，t期の経営者利益予想が相対的に重視（軽視）され，t期の報告利益が相対的に軽視（重視）される．

3.4.2. 仮説 2 の設定

事業部門jのt期の利益目標額$b_{j,t}$に有利差異（$a_{j,t}>b_{j,t}$）が生じる状況下での$t+1$期の利益目標額$b_{j,t+1}$の設定問題から検討しよう．この場合，これまで検討してきたように，$t+1$期の利益

NII-Electronic Library Service

The Japanese Association of Management Accounting

目標額$b_{j,t+1}$の設定では，t期の利益実際額$a_{j,t}$が相対的に重視され，利益目標額$b_{j,t}$が相対的に軽視されることが予想される．これは，利益目標の設定に見られるラチェット効果である．この時，事業部門jの事業環境に連続性が存在し，t期の利益実際額$a_{j,t}$と$t+1$期の利益実際額$a_{j,t+1}$の間に正の相関が存在するならば，事業部門jの$t+1$期の利益目標額$b_{j,t+1}$の達成は相対的に容易なはずである．予算研究の文脈では，利益目標額$b_{j,t+1}$のタイトネス（tightness）は相対的に低い水準にあるともいえる[9]．したがって，事業部門jのt期の利益目標額$b_{j,t}$に有利差異が生じる場合，当該事業部門の$t+1$期の利益目標の達成は比較的容易なはずである．

この一方，事業部門jのt期の利益目標額$b_{j,t}$に不利差異（$a_{j,t} < b_{j,t}$）が生じる場合，$t+1$期の利益目標額$b_{j,t+1}$の設定では，ラチェット効果により，t期の利益実際額$a_{j,t}$が相対的に軽視され，利益目標額$b_{j,t}$が相対的に重視されることが予想される．この時，事業部門jの事業環境に連続性が存在し，事業部門jのt期の利益実際額$a_{j,t}$と$t+1$期の利益実際額$a_{j,t+1}$の間に正の相関が存在するならば，事業部門jの$t+1$期の利益目標額$b_{j,t+1}$の達成は相対的に困難なはずである．予算研究の文脈では，利益目標額$b_{j,t+1}$のタイトネスは相対的に高い水準にあるともいえる．したがって，事業部門jのt期の利益目標額$b_{j,t}$に不利差異が生じる場合，当該事業部門の$t+1$期の利益目標の達成は比較的困難なはずである．以上の考察から，事業部門jの$t+1$期の事業部利益実際額$a_{j,t+1}$が利益目標額$b_{j,t+1}$を上回る程度は，事業部門jのt期の利益目標$b_{j,t}$に不利差異（$a_{j,t} < b_{j,t}$）が生じる場合よりも，有利差異（$a_{j,t} > b_{j,t}$）が生じる場合の方が大きいことが予想される．

本稿では，企業iの全社的利益目標額$B_{i,t}$と利益実際額$A_{i,t}$は，それぞれ事業部門jのt期の利益目標額$b_{j,t}$の合計（$B_{i,t} = \sum_{j=1}^{m} b_{j,t}$）と利益実際額$a_{i,t}$の合計（$A_{i,t} = \sum_{j=1}^{m} a_{j,t}$）であると仮定している．$t+1$期の全社的利益目標額$B_{i,t+1}$と実際利益額$A_{i,t+1}$との差異（$A_{i,t+1} - B_{i,t+1}$）は，事業部門$j$の$t$期の利益目標額$b_{j,t}$に不利差異が生じる場合と有利差異が生じる場合にそれぞれ設定される$t+1$期の事業部門jの利益目標およびそのタイトネスを反映するはずである．したがって，全社的実際利益額$A_{i,t+1}$が全社的利益目標額$B_{i,t+1}$を上回る程度は，企業iのt期の利益目標$B_{i,t}$に不利差異（$A_{i,t} < B_{i,t}$）が生じる場合よりも，有利差異（$A_{i,t} > B_{i,t}$）が生じる場合の方が大きいことが予想される．これは，$t+1$期の全社的利益目標額$B_{i,t+1}$の設定に見られるラチェット効果の帰結に関する予想である．

仮説1の場合と同様，経営者が決算短信で公表する利益予想と企業内部の予算上の利益目標が一致していると仮定すれば，報告利益が経営者利益予想を上回る程度に対してもラチェット効果が影響することが予想される．t期の利益目標$B_{i,t}$に不利差異（$A_{i,t} < B_{i,t}$）が生じる場合とは，t期の報告利益がその予想値を下回る（$E_{i,t}^{r} < E_{i,t}^{f}$）場合である．一方，$t$期の利益目標$B_{i,t}$に有利差異（$A_{i,t} > B_{i,t}$）が生じる場合とは，$t$期の報告利益がその予想値を上回る（$E_{i,t}^{r} > E_{i,t}^{f}$）場合である．したがって，$t$期の報告利益額$E_{i,t}^{r}$が$t$期の経営者利益予想$E_{i,t}^{f}$を下回る場合よりも上回る場合に，$t+1$期の経営者利益予想$E_{i,t+1}^{f}$の達成はより容易であることが予想される．以上の議論から，$t+1$期の経営者利益予想の設定にラチェット効果が見られることを前提として，次の仮説2を設定する．

仮説2：$t+1$期の報告利益$E_{i,t+1}^{r}$が経営者利益予想$E_{i,t+1}^{f}$を上回る程度は，t期の報告利益がt期の経営者利益予想を下回る（$E_{i,t}^{r} < E_{i,t}^{f}$）場合より，$t$期の報告利益が$t$期の経営者利益予想を上回る（$E_{i,t}^{r} > E_{i,t}^{f}$）場合の方が大きい．

NII-Electronic Library Service

The Japanese Association of Management Accounting

4. 分析モデル

4.1. 仮説 1 を検証するための分析モデル

経営者利益予想をデータとして用いてラチェット効果の存在に関する仮説1を検証するため，第i企業t期の利益目標額$B_{i,t}$と利益実際額$A_{i,t}$を，第i企業t期の経営者利益予想額$E_{i,t}^{f}$と報告利益額$E_{i,t}^{r}$にそれぞれ置き換える．これは，$B_{i,t}=E_{i,t}^{f}$，$A_{i,t}=E_{i,t}^{r}$という仮定を本稿では置くことを意味する．この仮定と(1)式に基づいて，次の(3)式を設定する．なお，各変数の右肩の添え字fとrは，それぞれ予想された“forecasted”値と報告された“reported”値であることを意味する．また，(1)式の文脈での利益目標に関する不利差異（$A_{i,t}<B_{i,t}$）を識別するダミー変数Dは，(3)式では報告利益が経営者利益予想を下回ったこと（$E_{i,t}^{r}<E_{i,t}^{f}$）を識別するダミー変数として理解される．Dは，t期の報告利益が経営者利益予想を下回る場合に1をとり，他の場合に0をとる．財務会計領域における経営者利益予想研究の文脈では，このダミー変数は利益予想が楽観的であることを識別するダミー変数である．仮説1の検証は，$\beta_1>\beta_1+\beta_2>0$を確かめることによって行われる．

$$E_{i,t+1}^{f}-E_{i,t}^{f}=\eta+\beta_1\cdot\left(E_{i,t}^{r}-E_{i,t}^{f}\right)+\beta_2\cdot D\cdot\left(E_{i,t}^{r}-E_{i,t}^{f}\right) \tag{3}$$

仮説1の検証は，(3)式の推定を通じて行われるのではなく，(3)式の説明変数と被説明変数をそれぞれt期末の総資産額でデフレートし，さらに複数のコントロール変数を加えた次の(4)式の推定を通じて行われる．

$$\frac{E_{i,t+1}^{f}-E_{i,t}^{f}}{Ast_{i,t}}=\beta_1\cdot\left(\frac{E_{i,t}^{r}-E_{i,t}^{f}}{Ast_{i,t}}\right)+\beta_2\cdot D\cdot\left(\frac{E_{i,t}^{r}-E_{i,t}^{f}}{Ast_{i,t}}\right)+\delta_1\cdot Loss_{i,t}+\delta_2\cdot GDP_t$$
$$+\delta_3\cdot SalesGrowth_{i,t}+\delta_4\cdot lnMktValue_{i,t}+\sum_{t=1999}^{2011}\delta_t\cdot FY_t+\sum_{i=1}^{n}\eta_i\cdot FE_i+\varepsilon_{i,t} \tag{4}$$

(4)式は，固定効果モデルとして定式化される．固定効果モデルの定式化にはいくつかの方法があるが，ここではLSDV（Least-Squares Dummy-Variable）モデルを採用し推定を行う．したがって，企業の個別効果FE_iをダミー変数として扱う．FE_iは，第i企業（$i=1,2,3,\cdots,n$）のデータである場合に1，他の場合に0を取るダミー変数である．固定効果モデルとして(4)式を定式化する理由は，観察不可能かつ時間を通じて変化しない企業の個別効果FE_iに，個々の企業に固有の業績予想開示戦略ないし開示方針や，予算管理能力や目標達成能力が含まれると考えられるためである[10]．この場合，説明変数であるt期の報告利益と経営者利益予想の差異$\left(E_{i,t}^{r}-E_{i,t}^{f}/Ast_{i,t}\right)$は，個別効果$FE_i$の影響を受けると考えられる．個別効果$FE_i$の影響を分析から取り除く目的で，固定効果モデルを採用する．

また，次のコントロール変数を(4)式に組み込む．$Loss_{i,t}$は，第i企業のt期の純利益が赤字である場合に1をとり，他の場合に0をとるダミー変数である．これは，前年度利益が赤字の場合に次年度の報告利益が経営者利益予想を下回る傾向にある（経営者利益予想が楽観的になる）という先行研究の結果に基づく(Rogers and Stocken 2005; Ota 2006)．GDP_tは，t期の対前年度GDP成長率である．Ota (2006) は1979年から1999年の期間においてGDP成長率と経営者利益予想の誤差が強い相関関係にあることを発見している．この研究では，GDPが上昇する場合，報告利益が経営者利益予想を上回る傾向にある一方，GDPが減少する場合，報告利益が経営者利益予想を下回る傾向にあることが示されている．これは経営者がマクロ経済のトレンドを正確に予想できず，過去の経済状況に基づいて予想を行う結果であると解釈されている(Ota 2006, p.274).

NII-Electronic Library Service

The Japanese Association of Management Accounting

$SalesGrowth_{i,t}$は，第i企業のt期の対前年度売上高成長率である．Ota (2006) は，高成長企業において報告利益が経営者利益予想を上回る傾向にあることを発見している．これは，Skinner and Sloan (2002)が報告しているように，高成長企業が予想値を達成できなかった場合の市場の反応は特に大きいため，控えめな予想を行うことで経営者が予想値の未達を避けようとする結果だと解釈されている[11]．$lnMktValue_{i,t}$は，第i企業のt期末時点の株式時価総額を対数変換した値であり，企業規模を示す変数である．Ota (2006)では，大企業の経営者が公表する予想値は，利害関係者に対するコミットメントとみなされるため，控えめな予想を行うことで予想値の未達を経営者は避けようとするという仮説が立てられ，これを支持する証拠が得られている．FY_tは年度に関するダミー変数である．これは，利益予想誤差を年度毎に分析すると報告利益が経営者利益予想を上回る年度もあれば，下回る年度もあるという先行研究に基づく(乙政・榎本 2007).

4.2. 仮説2を検証するための分析モデル

経営者利益予想をデータとして仮説2を検証するため，(3)式の被説明変数を，$t+1$期の報告利益額と経営者利益予想額の差異$(E^r_{i,t+1}-E^f_{i,t+1})$に置き換え，次の(5)式を得る．

$$E^r_{i,t+1}-E^f_{i,t+1}=\theta+\gamma_1\cdot(E^r_{i,t}-E^f_{i,t})+\gamma_2\cdot D\cdot(E^r_{i,t}-E^f_{i,t}) \tag{5}$$

ラチェット効果の存在を前提として，$t+1$期の報告利益$E^r_{i,t+1}$が経営者利益予想$E^f_{i,t+1}$を上回る程度は，t期の報告利益がt期の経営者利益予想を下回る（$E^r_{i,t}<E^f_{i,t}$）場合より，t期の報告利益がt期の経営者利益予想を上回る（$E^r_{i,t}>E^f_{i,t}$）場合の方が大きいという仮説2の検証は，γ_1とγ_2の関係を確かめることによって行われる．

まず，(5)式を経営者利益予想誤差$(E^r_{i,t}-E^f_{i,t})$に関する自己回帰モデルとして見ることも可能である．自己回帰モデルを用いて経営者利益予想誤差の特徴を分析した先行研究によれば，t期の予想誤差の大きさが$t+1$期の予想誤差に影響を与えること，つまり，予想誤差に持続性が存在することが報告されている(Ota 2006; 清水 2007)．したがって，$\gamma_1>0$であることが予想される[12]．仮説2の検証は，図2が示すように，$\gamma_1>0$として，$-\gamma_1<\gamma_1+\gamma_2$，つまり$0<2\gamma_1+\gamma_2$であることを確かめることで行われる．なお，単純化のため，$\theta=0$として図2は描かれている[13]．

もっとも，$-\gamma_1<\gamma_1+\gamma_2$であるとしても，$(\gamma_1+\gamma_2)$の関係について図2にあるような3つ場合を事前に検討しておくことが，(6)式の推定結果を解釈する上で不可欠である．以下では，それぞれの場合を検討しておこう．

まず，仮説2が予想する通り$-\gamma_1<\gamma_1+\gamma_2$であるとしても，図2の(1)が示すように，$-\gamma_1<\gamma_1+\gamma_2<0$となるかもしれない．$\gamma_1+\gamma_2<0$であることは，組織内部の予算編成において$t+1$期の利益目標の設定にラチェット効果が見られるとしても，$t+1$期の利益目標が達成可能な水準に設定されることで，$t+1$期の利益目標に有利差異が生じることを意味する．予算研究の文脈では，$t+1$期の利益目標のタイトネスは相対的に低い水準にあるとも解釈できる．

続いて，図2の(2)が示すように，$\gamma_1+\gamma_2=0$となることも考えられる．これは，$t+1$期の報告利益と経営者利益予想の差異がゼロとなることを意味する．この時，$t+1$期の報告利益と経営者利益予想の差異は，t期の報告利益と経営者利益予想の差異では説明されない．

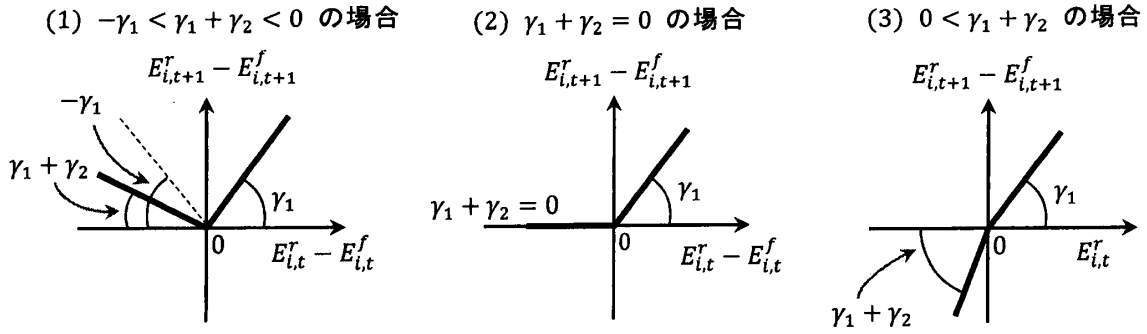
最後に，図2の(3)が示すように，$0<\gamma_1+\gamma_2$となることも考えられる．$0<\gamma_1+\gamma_2$は，$t+1$期の報告利益は$t+1$期の経営者利益予想を下回ることを意味する．この原因は，組織内部の予算編成において$t+1$期の利益目標の設定にラチェット効果が働いたことにより，$t+1$期の利益目標が達成可能な水準にまで引き下げられないことにあると考えられる．予算研究の文脈では，

NII-Electronic Library Service

The Japanese Association of Management Accounting

$t+1$期の利益目標のタイトネスは相対的に高い水準にあるとも解釈できる．

図 2．(5)式の係数と仮説 2 の検証



仮説2の検証は，(5)式の推定を通じて行われるのではなく，(5)式の各変数をそれぞれt期末の総資産額でデフレートし，(4)式と同様のコントロール変数を加えた次の(6)式を通じて行われる．また，(4)式と同様の理由で，(6)式も固定効果モデルとして定式化されている．

$$\frac{E^r_{i,t+1} - E^f_{i,t+1}}{Ast_{i,t}} = \gamma_1 \cdot \left(\frac{E^r_{i,t} - E^f_{i,t}}{Ast_{i,t}}\right) + \gamma_2 \cdot D \cdot \left(\frac{E^r_{i,t} - E^f_{i,t}}{Ast_{i,t}}\right) + \delta_1 \cdot Loss_{i,t} + \delta_2 \cdot GDP_t$$
$$+\delta_3 \cdot SalesGrowth_{i,t} + \delta_4 \cdot lnMktValue_{i,t} + \sum_{t=1999}^{2011} \delta_t \cdot FY_t + \sum_{i=1}^{n} \theta_i \cdot FE_i + \varepsilon_{i,t} \qquad (6)$$

5．サンプル

(4)式と(6)式を推定するために収集した財務データは，1997 年から 2012 年の期間に，少なくとも 3 年以上東京証券取引所一部または二部に上場していた企業の連結財務データである．3 年以上という条件は，被説明変数がt期のデータに加え$t+1$期のデータを必要とすること，コントロール変数である売上高成長率の計算にt期と$t-1$期の売上高が必要であることに由来する．また，日本の会計基準を適用している企業に限定してデータの収集を行った．銀行業，証券業，保険業についてはデータ収集の対象から除いた．これらの条件を満たすデータを，日経 NEEDS Financial QUEST を利用して収集した．

ある事業年度の経営者利益予想として本研究で利用する予想値は，ある事業年度の利益予想として決算短信で最初に公表される連結経常利益と連結純利益の通年予想である．この利益予想は，ある事業年度の期初時点での予算目標とのかい離が最も小さいと考えられる．営業利益予想を用いないのは，この予想が 2007 年からの公表であるため，十分なサンプル数が確保できないためである．

(4)式および(6)式のダミー変数と GDP 成長率を除く各変数について，その上下 0.25%を異常値とみなしてサンプルから除外した．決算期の変更に伴って，決算期間または経営者利益予想が 12 ヶ月と異なる観測値についてもサンプルから除外した．この結果，(4)式の推定において，経常利益（純利益）については 28,383（28,321）企業－年の観測値からなるサンプルが得られた．また，(6)式の推定において，経常利益（純利益）については 28,293（28,237）企業－年の観測値からなるサンプルが得られた．表 1 にサンプルの記述統計量を示す．

表 1 パネル A は，経常利益と純利益についての経営者予想の全サンプルの記述統計量である．

NII-Electronic Library Service

The Japanese Association of Management Accounting

t期末の総資産額で調整された報告利益と経営者予想との差異$(E^r_{i,t} - E^f_{i,t})/Ast_t$の平均値は，経常利益（純利益）で－0.79%（－1.39%）である．経営者利益予想は，予想が報告利益を上回るという意味で楽観的傾向にあるといえる．(4)式の被説明変数である経営者による経常利益（純利益）予想の変化$(E^f_{i,t+1} - E^f_{i,t})/Ast_t$の平均値は+0.16%（+0.12%）である．利益予想はわずかながら増大する傾向にある．

パネルBは，報告利益が経営者利益予想を上回った場合（全社的利益目標に有利差異が生じた場合）に注目する記述統計量である．t期末の総資産額で調整された報告利益と経営者予想との差異$(E^r_{i,t} - E^f_{i,t})/Ast_t$の平均値は，経常利益（純利益）で+1.31%（+1.01%）であり，経営者によって予想される経常利益（純利益）の変化$(E^f_{i,t+1} - E^f_{i,t})/Ast_t$の平均値は+1.47%（+0.98%）である．パネルCは，報告利益が経営者利益予想を下回った場合（全社的利益目標に不利差異が生じた場合）に注目する記述統計量である．t期末の総資産額で調整された報告利益と経営者予想との差異$(E^r_{i,t} - E^f_{i,t})/Ast_t$の平均値は，経常利益（純利益）で－2.52%（－2.90%）であり，経営者によって予想される経常利益（純利益）の変化$(E^f_{i,t+1} - E^f_{i,t})/Ast_t$の平均値は－0.92%（－0.43%）である．

パネルBとパネルCの結果から，t期の報告利益が経営者利益予想を上回った場合に見られるt+1期の利益予想の増加の程度$(E^f_{i,t+1} - E^f_{i,t})/Ast_t$は，$t$期の報告利益が経営者利益予想を下回った場合に見られる$t+1$期の利益予想の減少の程度$(E^f_{i,t+1} - E^f_{i,t})/Ast_t$よりも大きいことが読み取れる．これは，ラチェット効果の存在を示唆すると同時に，ダミー変数を通じて，t期の報告利益が経営者利益予想を下回ったかどうかを識別する必要性を示唆している．

表1．経営者利益予想に関する記述統計量

	経常利益				純利益			
パネルA：サンプル全体	Mean[d)]	SD[d)]	Med[d)]	N[d)]	Mean[d)]	SD[d)]	Med[d)]	N[d)]
t期の報告利益と予想値の差異[a)]	-0.79	3.59	-0.16	28,383	-1.39	4.94	0.29	28,321
利益予想の変化[b)]	0.16	2.79	0.19	28,383	0.12	2.35	0.10	28,321
$t+1$期の報告利益と予想値の差異[c)]	-0.80	3.73	-0.13	28,293	-1.47	5.35	0.27	28,237
パネルB：$E^r_{i,t} > E^f_{i,t}(D=0)$の場合	Mean[d)]	SD[d)]	Med[d)]	N[d)]	Mean[d)]	SD[d)]	Med[d)]	N[d)]
t期の報告利益と予想値の差異[a)]	1.31	1.45	0.83	12,838	1.01	1.25	0.57	10,984
利益予想の変化[b)]	1.47	2.30	0.98	12,838	0.98	2.07	0.65	10,984
$t+1$期の報告利益と予想値の差異[c)]	-0.09	2.88	0.20	12,799	-0.58	3.83	0.01	10,958
パネルC：$E^r_{i,t} < E^f_{i,t}(D=1)$の場合	Mean[d)]	SD[d)]	Med[d)]	N[d)]	Mean[d)]	SD[d)]	Med[d)]	N[d)]
t期の報告利益と予想値の差異[a)]	-2.52	3.89	-1.30	15,545	-2.90	5.74	1.12	17,337
利益予想の変化[b)]	-0.92	2.70	-0.42	15,545	-0.43	2.35	0.19	17,337
$t+1$期の報告利益と予想値の差異[c)]	-1.38	4.23	-0.47	15,494	-2.03	6.05	0.49	17,279

a) $(E^r_{i,t} - E^f_{i,t})/Ast_t$として計算される．
b) $(E^f_{i,t+1} - E^f_{i,t})/Ast_t$として計算される．
c) $(E^r_{i,t+1} - E^f_{i,t+1})/Ast_t$として計算される．
d) Mean は平均値，Med は中央値，SD は標準偏差を表す．平均値と中央値は%で表示されている．N の単位は企業－年である．

NII-Electronic Library Service

The Japanese Association of Management Accounting

続いて，(6)式の被説明変数である $t+1$ 期の報告利益と経営者予想との差異 $(E_{i,t}^{r}-E_{i,t}^{f})/Ast_t$ を見ておこう．経常利益（純利益）についての平均値は，パネル B の t 期の報告利益が経営者利益予想を上回った場合で−0.09%（−0.58%），パネル C の t 期の報告利益が経営者利益予想を下回った場合で−1.38%（−2.03%），パネル A のサンプル全体でも−0.80%（−1.47%）である．特に，経常利益，純利益ともに，報告利益が経営者利益予想を下回った年度の翌年に，報告利益が経営者利益予想を下回る程度が大きいことがわかる．これもやはり，ダミー変数を通じて，t 期の報告利益が経営者利益予想を下回ったかどうかを識別する必要性を示唆している．

6. (4)式と(6)式の推定結果

6.1. (4)式の推定結果

表 2 は，固定効果モデルによって(4)式を推定した結果を要約した表である[14]．ベース・モデル（base model）は，コントロール変数が追加される前のモデルであり，フル・モデル（full model）は，コントロール変数が追加された後のモデルである．以下では，フル・モデルに注目して議論を展開する．

表 2. (4)式の推定結果

$$\frac{E_{i,t+1}^{f}-E_{i,t}^{f}}{Ast_{i,t}}=\beta_1\cdot\left(\frac{E_{i,t}^{r}-E_{i,t}^{f}}{Ast_{i,t}}\right)+\beta_2\cdot D\cdot\left(\frac{E_{i,t}^{r}-E_{i,t}^{f}}{Ast_{i,t}}\right)+\delta_1\cdot Loss_{i,t}+\delta_2\cdot GDP_t$$
$$+\delta_3\cdot SalesGrowth_{i,t}+\delta_4\cdot lnMktValue_{i,t}+\sum_{t=1999}^{2011}\delta_t\cdot FY_t+\sum_{i=1}^{n}\eta_i\cdot FE_i+\varepsilon_{i,t}$$

	経常利益		純利益	
	Base model	Full model	Base model	Full model
$\hat{\beta}_1$	0.999***	0.985***	0.875***	0.832***
	[46.59]	[46.24]	[30.68]	[29.12]
$\hat{\beta}_2$	-0.567***	-0.558***	-0.795***	-0.728***
	[-17.36]	[-16.98]	[-24.85]	[-22.81]
$\hat{\delta}_1$		0.010***		0.014***
		[20.64]		[21.94]
$\hat{\delta}_2$		0.002***		0.002***
		[13.44]		[11.70]
$\hat{\delta}_3$		0.005**		0.014***
		[3.00]		[8.92]
$\hat{\delta}_4$		0.000		0.001**
		[0.32]		[3.07]
$adj\ R^2$	0.408	0.459	0.120	0.202
N	28,383	28,383	28,321	28,321
$\hat{\beta}_1+\hat{\beta}_2=0$	0.432	0.427	0.080	0.104
$\beta_1+\beta_2=0$ を帰無仮説とするF統計量と有意確率	F(1, 25414) = 632.94	F(1, 25397) = 497.91	F(1, 25357) = 79.36	F(1, 25340) = 92.27
( )内は自由度	P = 0.000	P = 0.000	P = 0.000	P = 0.000

1%水準で有意，*0.1%水準で有意．
[ ]内は不均一分散（heteroscedasticity）に対して頑健な White の t 値である．
パネル分析の通常の報告様式に従って，年度の固定効果および個別効果の係数は省略した．
$\sum_{i=1}^{n}\eta_i\cdot FE_i$ について，経常利益（純利益）を被説明変数とする分析での企業数は，$n=2967$（$n=2962$）である．

NII-Electronic Library Service

The Japanese Association of Management Accounting

利益を経常利益（純利益）とする分析では$\hat{\beta}_1 = 0.985$（$\hat{\beta}_1 = 0.832$）であり，統計上も0.1%水準で有意である．総資産額で調整されてはいるが，この結果は，保守的なt期の経営者経常利益（純利益）予想に見られる誤差の98.5%（83.2%）程度が，$t+1$期の経営者経常利益（純利益）予想で増加することを意味する．また，$\hat{\beta}_2 = -0.558$（$\hat{\beta}_2 = -0.728$）であり，統計上も0.1%水準で有意である．$\hat{\beta}_1 + \hat{\beta}_2 = 0.427$（$\hat{\beta}_1 + \hat{\beta}_2 = 0.104$），0.1%水準で有意であることから，楽観的な$t$期の経営者経常利益（純利益）に見られる誤差の42.7%（10.4%）程度が，$t+1$期の経営者経常利益（純利益）予想で減少すると言える．(4)式の推定結果は，$\beta_1 > \beta_1 + \beta_2 > 0$であることを示しており，仮説1と整合的である．これは，$t+1$期の経営者利益予想にラチェット効果が働いている証拠である．

6.2. (6)式の推定結果

表3は，固定効果モデルによって(6)式を推定した結果を要約した表である．

表3. (6)式の推定結果

$$\frac{E^r_{i,t+1} - E^f_{i,t+1}}{Ast_{i,t}} = \gamma_1 \cdot \left(\frac{E^r_{i,t} - E^f_{i,t}}{Ast_{i,t}}\right) + \gamma_2 \cdot D \cdot \left(\frac{E^r_{i,t} - E^f_{i,t}}{Ast_{i,t}}\right) + \delta_1 \cdot Loss_{i,t} + \delta_2 \cdot GDP_t$$
$$+\delta_3 \cdot SalesGrowth_{i,t} + \delta_4 \cdot lnMktValue_{i,t} + \sum_{t=1999}^{2011} \delta_t \cdot FY_t + \sum_{i=1}^{n} \theta_i \cdot FE_i + \varepsilon_{i,t}$$

	経常利益		純利益	
	Base model	Full model	Base model	Full model
$\hat{\gamma}_1$	0.220***	0.234***	0.391***	0.309***
	[7.92]	[8.75]	[8.23]	[6.51]
$\hat{\gamma}_2$	-0.236***	-0.206***	-0.423***	-0.356***
	[-5.97]	[-5.33]	[-7.08]	[-5.98]
$\hat{\delta}_1$		0.000		-0.004**
		[0.72]		[-3.11]
$\hat{\delta}_2$		-0.002***		-0.001***
		[-6.80]		[-4.16]
$\hat{\delta}_3$		-0.007**		0.003
		[-2.68]		[0.72]
$\hat{\delta}_4$		-0.008***		-0.002*
		[-10.93]		[-2.18]
$adj\ R^2$	0.295	0.367	0.305	0.341
N	28,293	28,293	28,237	28,237
$\hat{\gamma}_1 + \hat{\gamma}_2$	-0.016	0.028	-0.031	-0.047
$\gamma_1 + \gamma_2 = 0$を帰無仮説とするF統計量と有意確率	F(1, 25335) = 0.61	F(1, 25318) = 1.68	F(1, 25279) = 1.96	F(1, 25262) = 2.95
(　)内は自由度	P = 0.435	P = 0.195	P = 0.161	P = 0.086
$2\hat{\gamma}_1 + \hat{\gamma}_2$	0.204	0.262	0.359	0.262
$2\gamma_1 + \gamma_2 = 0$を帰無仮説とするF統計量と有意確率	F(1, 25335) = 56.34	F(1, 25318) = 80.91	F(1, 25279) = 64.89	F(1, 25262) = 28.15
(　)内は自由度	P =0.000	P =0.000	P = 0.000	P = 0.000

*5%水準で有意，**1%水準で有意，***0.1%水準で有意．
[　]内は不均一分散（heteroscedasticity）に対して頑健なWhiteのt値である．
パネル分析の通常の報告様式に従って，年度の固定効果および個別効果の係数は省略した．
$\sum_{i=1}^{n} \theta_i \cdot FE_i$について，経常利益，純利益を被説明変数とする分析ともに，$n = 2956$である．

NII-Electronic Library Service

The Japanese Association of Management Accounting

フル・モデルに基づいて(4)式の推定結果を検討したように，(6)式についてもフル・モデルに基づいて推定結果を検討しよう．利益を経常利益（純利益）とする分析では$\hat{\gamma}_1 = 0.234$（$\hat{\gamma}_1 = 0.309$）であり，統計上も 0.1%水準で有意である．また，$\hat{\gamma}_1$がプラスであることは，経営者利益予想誤差の持続性に関する先行研究とも整合的である(Ota 2006; 清水 2007). 総資産額で調整されているとはいえ，この結果は，t期の報告利益が利益予想を上回る場合，$t+1$期においても報告利益が利益予想を上回る傾向にあることを示している．具体的には，t期の経常利益（純利益）の報告額と予想額の差異の 23.4%（30.9%）程度，$t+1$期の経常利益（純利益）の報告額が予想額を上回ることを意味する．

また，経営者利益予想が楽観的な場合に推定される$\hat{\gamma}_2$に注目すると，経常利益（純利益）について$\hat{\gamma}_2 < 0$であり，$\hat{\gamma}_1 + \hat{\gamma}_2 = 0.028$（$\hat{\gamma}_1 + \hat{\gamma}_2 = -0.047$）である．$\gamma_1 + \gamma_2 = 0$を帰無仮説とする F 検定の結果は，F(1, 25318)=1.68，p=0.195（F(1, 25262)=2.95，p=0.086）であり 5%水準でも帰無仮説を棄却できない．この結果は，t期の報告利益がt期の経営者利益予想を下回る場合，$t+1$期の報告利益$E^r_{i,t+1}$が経営者利益予想$E^f_{i,t+1}$を上回るとも下回るともいえないことを意味する．

$2\gamma_1 + \gamma_2$の値に目を向けると，いずれの分析でもその値はプラスであり，F 検定の結果は 0.1%水準で統計上も有意であることを示している．このことから，(6)式の推定結果は，$t+1$期の報告利益$E^r_{i,t+1}$が経営者利益予想$E^f_{i,t+1}$を上回る程度は，t期の報告利益がt期の経営者利益予想を下回る（$E^r_{i,t} < E^f_{i,t}$）場合より，t期の報告利益がt期の経営者利益予想を上回る（$E^r_{i,t} > E^f_{i,t}$）場合の方が大きいことを示している．これは，仮説 2 を支持する証拠である．

6.3. 追加的分析

表 4 は，1990 年代のデータと 2008 年のデータを除外した分析結果を要約した表である．

表 4. フル・モデルによる(4)式のβ_1とβ_2，(6)式のγ_1とγ_2についての推定結果

	(4)式の推定結果			(6)式の推定結果	
	経常利益	純利益		経常利益	純利益
$\hat{\beta}_1$	0.969***	0.846***	$\hat{\gamma}_1$	0.182***	0.250***
	[43.74]	[27.67]		[6.70]	[5.06]
$\hat{\beta}_2$	-0.530***	-0.738***	$\hat{\gamma}_2$	-0.127**	-0.268***
	[-15.20]	[-21.53]		[-3.25]	[-4.40]
$\hat{\beta}_1 + \hat{\beta}_2$	0.439	0.108	$\hat{\gamma}_1 + \hat{\gamma}_2$	0.055	-0.018
$\beta_1 + \beta_2 = 0$を帰無仮説とする F 統計量と有意確率 ( )内は自由度	F(1, 21272) =447.43 P = 0.000	F(1, 21216) = 82.01 P = 0.000	$\gamma_1 + \gamma_2 = 0$を帰無仮説とする F 統計量と有意確率 ( )内は自由度	F(1, 21209) = 6.64 P = 0.010	F(1, 21153) = 0.40 P = 0.525
			$2\hat{\gamma}_1 + \hat{\gamma}_2$	0.237	0.232
			$2\gamma_1 + \gamma_2 = 0$ を帰無仮説とする F 統計量と有意確率 ( )内は自由度	F(1, 21209) = 65.29 P = 0.000	F(1, 21153) = 19.43 P = 0.000
$adj\ R^2$	0.474	0.211		0.374	0.356
N	24,207	24,148		24,135	24,078

1%水準で有意，*0.1%水準で有意．
[ ]内は不均一分散（heteroscedasticity）に対して頑健な White の t 値である．

NII-Electronic Library Service

The Japanese Association of Management Accounting

1997年から2012年のサンプル期間は，いわゆる1990年代後半の金融危機，2008年のリーマン・ショックを含んでいる．年度に関するダミー変数FY_tが，(4)式と(6)式には組み込まれているとはいえ，経済の混乱期において，利益目標の設定そのものが影響を受ける可能性を否定できない．そこで，1990年代のデータと2008年のデータを除外した分析も実施した．フル・モデルに基づく(4)式と(6)式それぞれの推定結果の主要な部分のみを表4に示す．表4の結果は，係数の大小関係および符号条件の点で，表(2)および表(3)の結果と概ね一致している[15]．仮説検証という点でも，(4)式の推定結果は，$\beta_1 > \beta_1 + \beta_2 > 0$であることを示しており，仮説1は支持される．(6)式の推定結果は，$-\gamma_1 < \gamma_1 + \gamma_2$（$0 < 2\gamma_1 + \gamma_2$）であることを示しており，仮説2も支持される．年度ダミーFY_tが，経済環境の影響を十分に吸収していると考えられる．

7. 結　論

7.1. 発見事項の要約と考察

7.1.1. 発見事項の要約

仮説1と仮説2に関連する部分のみに注目して，利益を経常利益とする(4)式の推定から得られる$\hat{\beta}_1$および$\hat{\beta}_2$，(6)式の推定から得られる$\hat{\gamma}_1$および$\hat{\gamma}_2$をそれぞれ図3と図4に要約する．$\hat{\gamma}_1 + \hat{\gamma}_2 = 0.028$であるが，$\gamma_1 + \gamma_2 = 0$をF検定から棄却できないため，$\hat{\gamma}_1 + \hat{\gamma}_2 = 0$として図4を作図している．また，図3と図4ともに，定数項をゼロとして作図している．なお，被説明変数を純利益とする推定結果に基づいても結論は変わらないことも指摘しておく．

図3. (4)式の推定結果の要約

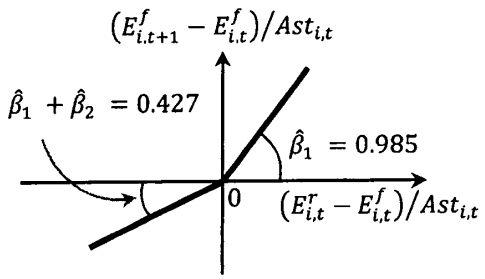
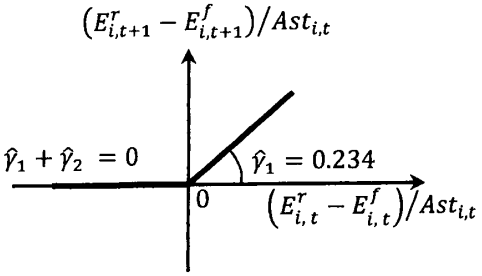


図4. (6)式の推定結果の要約



7.1.2. 仮説1の検証結果とその考察

図3が示すように，t期から$t+1$期にかけての経常利益予想変化額は，t期の経常利益が予想値を上回る場合と下回る場な場合とで，非対称な動きを見せることがわかる．これはラチェット効果の影響であり，仮説1を支持する証拠である．(2)式を念頭に，t期の経常利益が予想値を上回る場合に観察される$\hat{\beta}_1 = 0.985$を解釈すれば，この推定値は，全般的傾向として，t期の報告利益額$E^r_{i,t}$が$t+1$期の経営者経常利益予想$E^f_{i,t+1}$としてほぼそのまま使われることを意味する．

まず，経営者利益予想が組織内部の全社的利益目標と一致する（$E^f_{i,t} = B_{i,t}$）と同時に，事業部門の予算上の利益目標を反映する（$B_{i,t} = \sum_{j=1}^{m} b_{j,t}$）と考える本稿の立場からこの発見を検討しよう．この発見は，事業部門jのt期の利益目標額$b_{j,t}$に有利差異が生じる場合，経営者は当該事業部門の$t+1$期の利益目標額$b_{j,t+1}$をt期の利益実際額$a_{j,t}$とほぼ同額に設定することで，$t+1$期の利益目標額$b_{j,t+1}$が容易に達成可能な水準に置かれることを意味する．3.2節で検討したよ

NII-Electronic Library Service

The Japanese Association of Management Accounting

うに，このような利益目標の設定によって，事業部門の管理者に与えられるインセンティブを大きく減少させることなく，利益のさらなる増大を事業部門の目標とすることが可能になる．

もっとも，他の解釈も可能である．経営者に対する利益目標の達成圧力の存在が知られている(Burgstahler and Dichev 1997; Degeorge et al. 1999; 須田・首藤 2000; 野間 2004; 首藤 2005; 2010; Burgstahler and Eames 2006)．この圧力は，利益に関する市場の期待を形成するベンチマークあるいは閾値（threshold）として現れる．須田・花枝(2008)の質問票調査によれば，日本企業の経営者は，業績のベンチマークとして自らが公表する経営者利益予想を最も重視し，それに次いで前年度利益を重視するという[16]．また，利益平準化行動[17](earnings smoothing)に関する研究から，増益が継続している企業の株価は高い水準にあるが，連続増益が途切れた時点で株価が大幅に下落するというペナルティを経営者が受けることも明らかになっている(Myers et al. 2007; 首藤 2010, 第5章)．

このとき，今年度の報告利益$E_{i,t}^{r}$が経営者利益予想$E_{i,t}^{f}$を上回る状況（$E_{i,t}^{r} > E_{i,t}^{f}$）では，経営者は連続増益を狙って，$t$期の報告利益$E_{i,t}^{r}$から見れば小幅な増益予想$E_{i,t+1}^{f}$を発表すると考えられる．これによって，$t+1$期の増益目標$E_{i,t+1}^{f}$を$t+1$期の実際額$E_{i,t+1}^{r}$が容易に上回るならば，利益のベンチマークとしての前年度利益と経営者利益予想が同時に達成される（$E_{i,t}^{r} < E_{i,t+1}^{f} < E_{i,t+1}^{r}$）．さらに，$E_{i,t+1}^{r}$に対して小幅な増益目標$E_{i,t+2}^{f}$を設定するというサイクルを繰り返していけば，連続増益が達成される．したがって，経営者利益予想に関する本研究の発見は，利益のベンチマークとしての前年度利益と経営者利益予想の同時達成を目指す経営者行動の結果であるとも理解できる．さらに，このように考えた場合，次年度利益の経営者予想に見られるラチェット効果とは，今年度の報告利益$E_{i,t}^{r}$が経営者利益予想$E_{i,t}^{f}$を下回る（上回る）場合より上回る（下回る）場合に，次年度で達成すべきベンチマークとしての今年度の報告利益$E_{i,t}^{r}$の重要性が，今年度の予想利益額$E_{i,t}^{f}$と比べて相対的に高くなる（低くなる）現象としても理解できる．

予算編成過程に注目する解釈も可能である．特に，事業部門の管理者が関与する参加型の予算編成過程を想定すれば，事業部門jの$t+1$期の利益目標額$b_{j,t+1}$とt期の利益実際額$a_{j,t}$がほぼ同額であることは，事業部門の管理者がスラックを予算に組み込むことに成功した結果であるという解釈も可能である．中長期的に達成すべき利益目標の上昇を抑制するため，3.1節で述べたような報酬制度の下で，利益目標を大きく上回るような利益が達成され，t期の$(a_{j,t} - b_{j,t})$がプラス方向に大きくなると，事業部門の管理者が受け取るt期の業績連動報酬$\rho(a_{j,t} - b_{j,t})$は増大する．しかし，t期の利益実際額$a_{j,t}$が，ラチェット効果により$t+1$期の利益目標額$b_{j,t+1}$の設定において重視されると，将来の利益目標額$b_{j,t+n}$が上昇する．この結果，$b_{j,t+n}$の達成が困難になり，将来の報酬の割引現在価値の総額$\sum_{t=1}^{T} r_t \rho\left(\mathrm{E}_{j,0}[a_{j,t}] - \mathrm{E}_{j,0}[b_{j,t}]\right)$が減少する．これは，結局，事業部門の管理者の報酬である$\mathrm{E}_{j,0}[Bonus_j]$の減少につながるとされる[18]．そこで，事業部門jの管理者は，t期の利益目標額$b_{j,t}$に有利差異が生じる状況（$a_{j,t} > b_{j,t}$）では，$t+1$期の利益目標額$b_{j,t+1}$にスラックを織り込み，利益目標額$b_{j,t+1}$を可能な限り低い水準に抑えるよう行動するであろう．事業部門の利益目標額が全社的な利益目標額に反映され，全社的な利益目標額が経営者利益予想として公表されるならば，経営者利益予想に見られるラチェット効果は，事業部門の予算スラック行動の結果であるかもしれない．

もっとも，t期の報告利益額$E_{i,t}^{r}$と$t+1$期の経営者経常利益予想$E_{i,t+1}^{f}$がほぼ等しいことからは経営者，事業部門の管理者ともに利益が得られる，あるいはペナルティを回避できるため，利益目標の設定主体が経営者なのか部門管理者なのかについては，部門レベルではなく企業レベルで集約された財務データを利用する本研究では扱うことができない．利害が一致した両者の

NII-Electronic Library Service

The Japanese Association of Management Accounting

協調行動である可能性もある．この問題は，本稿の範囲を超える．

この一方，$\hat{\beta}_1 + \hat{\beta}_2 = 0.427$であることは，$t$期の経常利益が予想値を下回る場合，その差異の42.7%相当しか$t+1$期の経常利益予想が減少しないことを意味する．換言すれば，t期の報告利益額から見て，高い利益予想値が$t+1$期に設定される傾向にあると言える．経営者利益予想が組織内部の全社的利益目標と一致する（$E_{i,t}^f = B_{i,t}$）と同時に，事業部門の予算上の利益目標を反映する（$B_{i,t} = \sum_{j=1}^{m} b_{j,t}$）と考える本稿の立場からは，事業部門$j$の$t$期の利益目標$b_{j,t}$に不利差異が生じる場合，経営者は事業部門$j$の$t+1$期の利益目標額$b_{j,t+1}$の引き下げに消極的あることをこの発見は示唆している．これは，事業部門の管理者に対して利益の増大を促す立場にある経営者行動として自然である．仮説設定において検討したように，不利差異は許容されないというメッセージを，経営者が事業部門の管理者に対して発しているといえよう．

7.1.3. 仮説2の検証結果とその考察

図4に示されるように，t期の経常利益が予想値を上回る場合には，$t+1$期の経常利益は予想値を上回る傾向にあるが，t期の経常利益が予想値を下回る場合には，$t+1$期の経常利益は予想値からかい離するとは言えない．この発見は，仮説2を支持する．引き続き，経営者利益予想が組織内部の利益目標と一致する（$E_{i,t}^f = B_{i,t}$）と考える本稿の立場から，仮説2の検証結果を考察しよう．

固定効果モデルによる(6)式の定式化において，個々の企業に固有の業績予想開示戦略ないし開示方針や，予算管理能力や目標達成能力が含まれると考えた．この仮定に基づいて，個別効果FE_iを(6)式に組み込み，(6)式を推定した．したがって，個々の企業に固有の要因が除去された後の結果として，係数の推定値$\hat{\gamma}_1 = 0.234$（0.1%水準で統計上有意）と$\hat{\gamma}_1 + \hat{\gamma}_2 = 0.028$（統計上の有意性は認められない）が得られたと考えることができる．このとき，$\hat{\gamma}_1 = 0.234$と$\hat{\gamma}_1 + \hat{\gamma}_2 = 0.028$は，少なくとも組織内部で設定される利益目標のタイトネスを反映するはずである．

したがって，組織内部のt期の経常利益目標に有利差異が生じる場合，$\hat{\gamma}_1 = 0.234$は，$t+1$期の経常利益目標のタイトネスが相対的に低い水準にあることを意味する．これは，(4)式の推定結果が示すように，利益目標の設定にラチェット効果が見られ，$t+1$期の利益目標がt期の利益実際額とほぼ同額であるためであろう．事業環境に連続性が存在し，今年度の利益と次年度の利益の間に正の相関が存在するならば，次年度の利益も良好になることが予想される．経常利益目標の設定にラチェット効果が影響することよって，$t+1$期の利益目標の達成が容易になる結果，経常利益についてt期の有利差異の23.4%程度，$t+1$期の利益に有利差異が生じると解釈できる．

一方，t期の経常利益目標に不利差異が生じる場合，(4)式の推定結果が示すように，不利差異の42.7%相当しか$t+1$期の利益目標が減少しない．t期の純利益目標に不利差異が生じる場合については，10.4%相当しか$t+1$期の利益目標が減少しない．換言すれば，t期の利益実際額から見て，高い利益目標が$t+1$期に設定される傾向にある．事業環境に連続性が存在し，今年度の利益と次年度の利益の間に正の相関が存在するならば，$t+1$期の利益目標のタイトネスはt期のそれから大きく低下せず，相対的に高い水準にあることを意味する．しかし，$\hat{\gamma}_1 + \hat{\gamma}_2 = 0.028$に統計上の有意性が認められないことから，$t+1$期の利益目標に不利差異も有利差異も生じるとはいえない．

これは，経営者または事業部管理者（あるいは両者）が，2期連続の利益目標の未達を回避しようとした結果であると解釈できる．また，本稿が想定する事業部管理者に対する業績連動

NII-Electronic Library Service

The Japanese Association of Management Accounting

報酬制度の下では，事業部利益目標に不利差異が生じる場合，事業部管理者は報酬を得ることができない．しかも，$t+1$期の利益目標はt期の利益目標から大きく減少せず，達成が困難である．$\hat{\gamma}_1+\hat{\gamma}_2=0.028$は，事業部管理者が報酬を得ようと利益目標の達成をより強く動機づけられた結果かもしれない．

このような発見とそれに対する解釈は，経営者利益予想誤差に関する研究蓄積に対して新たな知見を提供する．例えば，経営者利益予想に関する先行研究では，予想値が実際値を上回る（下回る）という意味でのt期の経営者利益予想の楽観的（保守的）が，$t+1$期も継続する傾向にあることが報告されている(Ota 2006; 清水 2007)．しかし，本稿の発見は，$t+1$期の予想の楽観性あるいは保守性が，t期の予想が楽観的である場合と保守的である場合とで大きく異なることを示している．(6)式を経営者利益予想誤差に関する自己回帰モデルとして見るならば，$\hat{\gamma}_1=0.234$（0.1%水準で統計上有意）と$\hat{\gamma}_1+\hat{\gamma}_2=0.028$（統計上の有意性は認められない）は，$t$期の利益予想が保守的な場合（$D=0$の場合），$t+1$期の予想の保守性は持続的である一方，$t$期の利益予想が楽観的な場合（$D=1$の場合），$t+1$期の予想の楽観性は持続的であるとは言えないことをそれぞれ意味する．こうした特徴が経営者利益予想に見られる理由は，ラチェット効果とその帰結としての利益目標のタイトネスによって説明可能である．

7.2. 本研究の会計研究への貢献と限界

予算編成では利益は予想されるものではない．利益は目標として設定されるものである．こうした発想に立つ管理会計研究から発見されたラチェット効果が，経営者利益予想の変化および報告利益と利益予想との差異を説明する上で一定の説明力を持つことは，経営者利益予想が予算編成と密接につながっていることを示す証拠となる．管理会計からのアプローチは，従来，財務会計研究の領域とされてきた経営者利益予想に関する理解を一層深めることに貢献すると言える．

最後に，本研究の限界について述べておかなくてはならない．第1に，本稿では，企業iの全社的利益目標額$B_{i,t}$と全社的利益実際額$A_{i,t}$は，それぞれ事業部門jの利益目標額$b_{j,t}$の合計（$B_{i,t}=\sum_{j=1}^{m} b_{j,t}$）と利益実際額$a_{i,t}$の合計（$A_{i,t}=\sum_{j=1}^{m} a_{j,t}$）であると仮定した．事業部門が子会社として設置されている場合は，この仮定はある程度の妥当性を持つかもしれない．しかし，親会社内部の事業部門を考える場合，例えば，経常利益の計算過程に含まれる受取利息や支払利息などの金融活動から生じる損益が，事業部門の収益と費用に組み込まれているかどうかは定かではない．この仮定が常に成立すると考えるだけの証拠は，これまでのところ存在しないといえる．したがって，事業部門に対する利益目標の設定に見られるラチェット効果，その帰結としての利益目標のタイトネスという観点から，利益予想額の変動や実際額と予想額との差異を完全には説明できない．事業部門の利益額の合計と全社的な利益額の差額について十分な情報がない以上，この差額の影響を分析から取り除くことは今のところ不可能である．

第2に，企業iの経営者が決算短信で公表する利益予想および報告利益が，企業内部の予算上の利益目標および実績値とそれぞれ一致している（$B_{i,t}=E_{i,t}^{f}$，$A_{i,t}=E_{i,t}^{r}$）と本研究では仮定した．第1節で述べたように，経営者利益予想に関するアンケート調査は，およそ7割の予想が組織内部の予算目標と一致していることを示しているが，これは同時に，約3割の予想はそうではないことも示している．この約3割の予想には，何らかの経営者バイアスがかかっていると解釈できる．どの予想値にどの程度のバイアスがかかっているのかを知る術がない以上，このバイアスの影響を取り除くことは今のところ不可能である．

NII-Electronic Library Service

The Japanese Association of Management Accounting

ラチェット効果が経営者利益予想の変化や報告利益と利益予想との差異に対して一定の説明力を持つことは，本稿の分析から明らかである．しかし，本研究の仮定が現実と食い違うことに起因して，ラチェット効果が経営者利益予想に対して持つ真の説明力は，本稿の分析では十分に取り出すことができていないかもしれない．逆に，分析結果から読み取ることができる説明力は過大に評価されているかもしれない．こうした問題は確かめようがないため，分析結果の一般化にはなお慎重な姿勢が求められる．

謝辞

レフェリーのお二人から大変丁寧なコメントをいただいた．記して感謝申し上げたい．また，学会や研究会の参加者からも多くの貴重なコメントをいただいた．特に，神戸大学管理会計研究会，青山学院大学管理会計研究会，早稲田大学会計研究所セミナー，日本組織会計学会研究会の参加者にお礼申し上げたい．なお，本研究は，JSPS 科研費 26380637 の助成を受けたものである．

注

1 日本 IR 協議会のウエブサイトを参照されたい．https://www.jira.or.jp/
また，この調査の報告書「第 17 回『IR 活動の実態調査』（2010 年度）」は次の URL からダウンロードできる．https://www.jira.or.jp/jira/jsp/usr/activities/pdf/gaiyou2010.pdf

2 この調査の報告書「第 18 回『IR 活動の実態調査』（2011 年度）」は次の URL からダウンロードできる．https://www.jira.or.jp/jira/jsp/usr/activities/pdf/newsrelease_20110419.pdf

3 数少ない例外の一つは，安酸(2012)である．この研究ではコストの下方硬直性の観点から経営者業績予想が研究されている．

4 ラチェット（ratchet）とは，歯車が逆転しないようにするための歯止めを意味する．

5 ラチェット効果に関する初期の文献では，有利差異の場合のみを対象に考察が展開されている(Weitzman 1980).

6 有利差異とは$A_t - B_t > 0$の状況である．したが(Ota 2006)って，$\lambda_+ > 0$の場合，(1)式の$\lambda_+(A_t - B_t)$はプラスの値をとるため，t期から$t+1$期にかけての利益目標変化額$(B_{t+1} - B_t)$は増加する．同じく，不利差異とは$A_t - B_t < 0$の状況である．したがって，$\lambda_+ + \lambda_- > 0$の場合，(1)式の$(\lambda_+ + \lambda_-)(A_t - B_t)$はマイナスの値をとるため，$t$期から$t+1$期にかけての利益目標変化額$(B_{t+1} - B_t)$は減少する．

7 この点については，佐藤(2009)を参照されたい．

8 Fisher et al. (2006, p.514)は，この状態を“full ratcheting”と呼んでいる．

9 タイトな予算コントロール（tight budgetary control）については，例えば Van der Stede (2001)を参照されたい．また，望ましい予算目標のタイトネス（tightness）については様々な見解や研究結果がある．この点に関する包括的な議論については，李ほか(2010)を参照されたい．

10 例えば，Ota (2006)や清水(2007)は，経営者利益予想誤差に対する自己回帰分析から，経営者利益予想誤差に持続性が見られることを示している．また，鈴木(2013)は，management forecasts innovation（MFI）の自己回帰分析から，MFI には持続性が見られることを発見している．この発見に基づいて，鈴木(2013, p.8)は，「日本企業は平均的には継続的にある方向性をもって業績予想情報を開示すること」が示唆されると述べている．

11 ベンチマークの未達成に対するペナルティとして，経営者報酬の減額や経営者交代の可能性が高まることや(首藤 2000; 乙政 2004)，株価の著しい低下が生じること(Bartov et al. 2002; Skinner and Sloan 2002; 浅野 2009a; 2009b)が明らかにされている．

12 $\gamma_1 < 0$の場合も検討することは可能であるが，$\gamma_1 < 0$は経営者利益予想誤差の持続性に関する先行研究の結果と矛盾する．(5)式あるいは(6)式を推定した結果$\gamma_1 < 0$が得られるならば，

NII-Electronic Library Service

The Japanese Association of Management Accounting

本研究に重大な瑕疵があると判断される．したがって，$\gamma_1 < 0$の場合の検討は行わない．

[13] $\gamma_1 > 0$であるとしても，θの大きさによっては$t+1$期の報告利益は経営者利益予想を下回ることもあり得る．γ_1 ($\gamma_1 + \gamma_2$) は，あくまでもt期の有利差異（不利差異）のどの程度が，$t+1$期に継承されるのかを意味する．

[14] (4)式および(6)式に対して，ランダム効果モデルによる推定も行ったが，Hausman 検定により固定効果モデルが支持された．また，固定効果モデルに対する F 検定の結果は，個別効果の導入に統計上の意味があることを示していた．「誤ったモデルを残さない，あるいは誤ったモデルに基づいて結論を導くことを回避するという仮説検定の哲学(北村 2005, p.59)」に従うという点でも，固定効果モデルによる推定結果を本稿では採用する．

[15] 表 4 が示すように(6)式の推定結果は，経常利益について$\hat{\gamma}_1 + \hat{\gamma}_2 = 0.055$（1%水準で有意）である．この一方，全期間をサンプルとする表 3 の分析結果は，$\hat{\gamma}_1 + \hat{\gamma}_2 = 0.028$（統計上の有意は認められない）である．表 4 に基づくならば，t期に不利差異が生じる場合，$t+1$期にも不利差異が観察されるといえる．この点のみが，全期間をサンプルとする表 3 の分析結果と異なる．

[16] 須田・花枝(2008)の質問票調査によれば経営者が重視するのは，上位から順に，1)自社が公表した予想値（「とても重視する」と「重視する」の合計の回答率 97.09%），2)前年度利益（同 87.23%），3)黒字の確保（同 74.95%）である

[17] 利益平準化とは，連続増益のような安定的かつ持続的な利益成長を実現するために，企業業績が好調な場合は利益減少型の調整が行われ，反対に業績が不調な場合には利益増加型の調整が行われることを指す(首藤 2010, p.138)．この背後には，「変動が少ないスムーズな利益流列は，会社がスムーズな発展を実践している証左である(黒川 2009, p.116)」という市場関係者の見方があると言われる．

[18] これは，“dynamic incentive problem”と呼ばれる(Weitzman 1980).

参考文献

阿部圭司. 2010.「経営者による利益予想(1) (2) －予想誤差に関する実証分析－」『産業研究（高崎経済大学附属研究所紀要）』 45 (2):40-58; 46 (1):16-36.

Ajinkya, B. B., and M. J. Gift. 1984. Corporate Managers' Earnings Forecasts and Symmetrical Adjustments of Market Expectations. *Journal of Accounting Research* 22 (2):425-444.

浅野敬志. 2009a.「経営者の業績予想と市場の評価」（黒川行治編著　『日本の会計社会－市場の質と利益の質－』　第 7 章所収，中央経済社．）

———. 2009b.「経営者の利益予想バイアスと市場反応」『会計・監査ジャーナル』21 (12):81-88.

Bartov, E., D. Givoly, and C. Hayn. 2002. The Rewards to Meeting or Beating Earnings Expectations. *Journal of Accounting and Economics* 33 (2):173-204.

Bouwens, J., and P. Kroos. 2011. Target Ratcheting and Effort Reduction. *Journal of Accounting & Economics* 51 (1/2):171-185.

Burgstahler, D., and I. Dichev. 1997. Earnings Management to Avoid Earnings Decreases and Losses. *Journal of Accounting and Economics* 24 (1):99-126.

Burgstahler, D., and M. Eames. 2006. Management of Earnings and Analysts' Forecasts to Achieve Zero and Small Positive Earnings Surprises. *Journal of Business Finance & Accounting* 33 (5-6):633-652.

Degeorge, F., J. Patel, and R. Zeckhauser. 1999. Earnings Management to Exceed Thresholds. *Journal of Business* 72 (1):1-33.

Fisher, J. G., J. R. Frederickson, and S. A. Peffer. 2006. Budget Negotiations in Multi-Period Settings.

NII-Electronic Library Service

The Japanese Association of Management Accounting

Accounting, Organizations and Society 31 (6):511-528.

Kato, K., D. J. Skinner, and M. Kunimura. 2009. Management Forecasts in Japan: An Empirical Study of Forecasts That Are Effectively Mandated. *The Accounting Review* 84 (5):1575-1606.

北村行伸. 2005. 『パネルデータ分析』一橋大学経済研究叢書 53 岩波書店.

黒川行治. 2009. 「利益の質と非効率な市場」（黒川行治編著『日本の会計社会－市場の質と利益の質－』 第2章所収，中央経済社．）

黒川行治・内藤文雄・柴　健次・林　隆敏. 2009.「企業内容開示において開示される利益情報が有すべき情報内容は何か」『週刊経営財務』 2911:41-50.

Leone, A. J., and S. Rock. 2002. Empirical Tests of Budget Ratcheting and Its Effect on Managers' Discretionary Accrual Choices. *Journal of Accounting and Economics* 33 (1):43-67.

李　建・松木智子・福田直樹. 2010. 「予算管理」（加登　豊・松尾貴巳・梶原武久編著『管理会計研究のフロンティア』第5章所収，中央経済社．）

Milgrom, P. R., and J. Roberts. 1992. *Economics, Organization and Management*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall.　奥野正寛・伊藤秀史・今井晴雄・西村理・八木 甫訳　1997. 『組織の経済学』NTT 出版.

村宮克彦. 2005. 「経営者が公表する予想利益の精度と資本コスト」『証券アナリストジャーナル』 43 (9):83-97.

Myers, J. N., L. A. Myers, and D. J. Skinner. 2007. Earnings Momentum and Earnings Management. *Journal of Accounting, Auditing & Finance* 22 (2):249-284.

中條祐介. 2009. 「中小規模企業の IR・財務報告に関する実態調査－新興市場を中心に－」『信金中金月報』 8 (11):4-23.

野間幹晴. 2004.「アクルーアルズによる利益調整－ベンチマーク達成の観点から」『企業会計』 56 (4):49-55.

Ota, K. 2006. Determinants of Bias in Management Earnings Forecasts: Empirical Evidence from Japan. In *International Accounting: Standards, Regulations, and Financial Reporting*, edited by G. N. Gregoriou and M. K. A. G. Gaber: Elsevier, 267-294.

大日方　隆. 2013. 『利益率の持続性と平均回帰』中央経済社.

乙政正太. 2004. 『利害調整メカニズムと会計情報』森山書店.

乙政正太・榎本正博. 2007. 「日本企業における経営者の業績予想の動向」『産業経理』 67 (1):47-57.

Rogers, J. L., and P. C. Stocken. 2005. Credibility of Management Forecasts. *The Accounting Review* 80 (4):1233-1260.

佐藤紘光. 2009. 「ダイナミック・インセンティブ－ラチェット効果の分析－」（佐藤紘光編著『契約理論による会計研究』第6章所収，中央経済社．）.

Skinner, D. J., and R. G. Sloan. 2002. Earnings Surprises, Growth Expectations, and Stock Returns or Don't Let An Earnings Torpedo Sink Your Portfolio. *Review of Accounting Studies* 7 (2):289-312.

清水康弘. 2007. 「経営者予想に含まれるバイアスの継続性とミスプライシング」『証券アナリストジャーナル』 45 (8):80-96.

首藤昭信. 2000. 「コーポレート・ガバナンスと会計利益－経営者交代と企業業績に関する実証研究－」『千里山商学』 52:83-123.

NII-Electronic Library Service

The Japanese Association of Management Accounting

———. 2005. 「利益調整研究の新展開」『専修大学会計学研究所報』 12:1-47.

———. 2010. 『日本企業の利益調整－理論と実証－』中央経済社.

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.

須田一幸・首藤昭信. 2000. 「日本企業の利益調整行動」『産業経理』 60 (1):128-139.

鈴木智大. 2013. 「業績予想の開示戦略と経済的帰結」 『研究所レポート プロネクサス総合研究所』 (7):5-16.

円谷昭一. 2009.「会社業績予想における経営者バイアスの影響」『証券アナリストジャーナル』 47 (5):77-88.

———. 2011. 「業績予想コミュニケーションの重要性—IR 実態調査の結果を踏まえて」『企業会計』 63 (11):44-50.

安酸建二. 2012. 「経営者業績予想におけるコスト予想に関する実証研究 －管理会計からのアプローチ－」『会計プログレス』 13:29-42.

柳　良平. 2011. 「業績予想に係る投資家サーベイと脱予算経営による改善」『企業会計』 63 (11):1635-1641.

Van der Stede, W. A. 2001. Measuring 'Tight Budgetary Control'. *Management Accounting Research* 12 (1):119-137.

Weitzman, M. L. 1980. The "Ratchet Principle" and Performance Incentives. *The Bell Journal of Economics* 11 (1):302-308.

https://www.jira.or.jp/　（日本 IR 協議会）

NII-Electronic Library Service