

経営者予想を巡るラチェット効果とスラック形成
—ターゲット・ラチェッティングに基づく実証分析—

Ratchet Effect and Slack-building on Management Earnings Forecasts
-Empirical Analysis based on Target Ratcheting-

一橋大学大学院 博士後期課程

ID14F005

内田 浩一

1. 研究背景と問題意識

本論文の目的は、日本の上場企業の経営者予想データを用いて次の2つの論点を実証的に検証することである。1つは、期初予想の達成を目的とした経営者のラチェット効果の証拠を提示することである。いま1つは、経営者予想のスラック形成と外部ガバナンスおよびモニタリングの関係を解明することである。

企業において予算目標は、経営資源を配分するための基準や計画、モチベーション、そして業績評価のための重要な役割を担っている (Merchant and Van der Stede 2012; Indjejikian et al. 2014; Arnold and Artz 2015, 2019)。予算目標の重要な役割の1つに目標を達成する困難さの水準がある (Locke and Latham 2002)。これまで管理会計の分野では、予算目標を設定するプリンシパルと設定されるエージェントの間の情報非対称性が論点の1つであった (Dunk 1993)¹。その上で、目標達成を目的とした組織内マネージャーの努力水準やエージェントのコストを減らす管理手法に焦点を当ててきた (Fisher et al. 2000, 2002)。

これに加えて、近年は財務会計において経営者の業績目標達成に焦点を当てた研究が進みつつある (Indjejikian et al. 2014; Bennett et al. 2017)。業績目標は取締役会の経営者に対する期待を反映しており、報酬最大化を目的とする経営者の基準となる。したがって、それを達成できない経営者は評判を損なう可能性が高い (Bennett et al. 2017; Otomasa et al. 2017; Chen et al. 2018)。こうした背景により、業績目標達成を巡る経営者の機会主義的な利益調整行動についての研究がこれまで多く展開されてきた (Burgstahler and Dichev 1997; Degeorge et al. 1999; Roychowdhury 2006; Cohen and Zarowin 2010; Zang et al. 2012 他)。しかしながら、利益調整行動以外にも、経営者が容易に達成できる業績目標を設定できるとすれば、経営者の目的は果たされる。

本論文の研究目的は、目標水準に経営者の機会主義的な意図が経営者予想に反映されてい

¹ 管理会計研究では一般的に、予算目標を設定する側を上位者、設定される側を下位者と呼ぶ。本論文は財務会計研究として議論を展開するため、特段の断りがない限りは上位者をプリンシパル、下位者をエージェントとして記述する。

るかを検証することにある。経営者の業績目標として本論文で定義する経営者予想は、市場期待を勘案したうえで最終的に経営者によって公表される。このため、経営者予想には経営者の機会主義的な意図が織り込まれる可能性がある。しかし、この点についてはこれまで十分に議論されておらず、実証証拠の積み重ねは必ずしも十分ではない。本論文の貢献は、仮説の検証を通じてこの点を埋めることにある。本論文が明らかにする実証証拠は、今後の利益調整研究や経営者予想研究において多くの研究可能性を提供できる。

本論文は、達成し易い将来目標を設定できるようにするための経営者の裁量的利益調整行動とスラック形成の証拠を、ターゲット・ラチェッティングの分析から解明する。ターゲット・ラチェッティングは、エージェントほど情報を持たないプリンシパルが前年の業績情報を基にエージェントの将来の予算目標を設定することを指す (Weitzman 1980)²。前年に予算目標を上回る業績を計上するほど、もしくは前年の業績情報が将来の予算目標により織り込まれるほど、将来の予算目標はエージェントにとって高水準となり、その達成は困難となる。このため、エージェントは期中に予算目標に到達すると、私的情報を利用してその後の業績計上努力を怠る (Weitzman 1980; Leone and Rock 2002; Bouwens and Kroos 2011)。この負のインセンティブをラチェット効果という。ラチェット効果は、エージェントが自身の報酬最大化を考慮することで生じる。つまり、ラチェット効果の目的は予算目標を永続的に達成し、報酬を最大化することである。

永続的に予算目標を達成するためのもう 1 つの手段に、エージェントのスラック形成が挙げられる。スラックとは、予算目標を容易に達成することを意図して予算数値に組み込む余裕部分と定義される (Dunk 1993; 李他 2012)。エージェントは収益を過少に、費用を過大に評価することで予算目標にスラックを形成することを試みる (Schiff and Lewin 1970)。報酬を最大化することを目的として、エージェントは予算編成プロセスにおいて私的情報を利用して予算目標にスラックを形成しようとする (Dunk 1993)。

これまで、ラチェット効果とスラック形成は、組織内部の予算目標を対象に議論されてきた。しかしながら、3つの論理により、これらが経営者予想でも観察されると考えられる。経営者の目標としての期初予想の水準をめぐる、プリンシパルである株主とエージェントである経営者との関係を措定する³。

第 1 に、組織内の予算設定と経営者予想の関係である。Dichev et al. (2013) は、内部の意

² ターゲット・ラチェッティングに関する実証研究では、特定の単一企業の事業部門長、小売店舗マネージャーなどを対象としている。このため、予算目標を設定する主体と設定される主体は上位マネージャーと下位マネージャー、本部マネージャーと支部マネージャーなどさまざまである。したがって、本論文では特段の断りのない限り、設定する主体をプリンシパル、設定される主体をエージェントと総称する。

³ 伊藤 (2019) は、組織の予算目標の設定においては経営者がプリンシパルである一方で、業績予想については株主がプリンシパルであり、経営者はエージェントとして作成・開示すると述べる。

思決定に利用される情報と外部の利害関係者とのコミュニケーションで伝達される情報が同一 (one number) であると報告している。このことは、経営者予想に組織内部の予算設定の情報が織り込まれている可能性を示唆する。また日本 IR 協議会が発表した 2011 年の調査結果では、全上場企業の 74.1% が「社内の年次予算をベースに予測値を開示する」と回答しており、同様の結果は Tsumuraya (2014) でも報告されている。これらの実態は、ラチェット効果やスラック形成の影響が経営者予想にも織り込まれる可能性を含意する。

第 2 に、経営者予想は経営者の報酬契約における利益ベンチマークまたは業績目標として使用されると報告されている (Otomasa et al. 2017)。つまり、経営者予想には組織内部の予算目標を達成し報酬を最大化しようとするエージェントに類似したインセンティブが備わっていると考えられる。

第 3 に、経営者予想と株式市場の関係である。市場関係者は経営者予想が市場期待を反映していることを認識している (Otomasa et al. 2017)。また経営者予想は最終的に経営者が公表するが、上記の理由から組織内部のプリンシパルとエージェントの関係が株主と経営者の関係でも成立している可能性がある。事実、日米の経営者予想データを用いた実証分析で、ターゲット・ラチェッティングが観察されることが報告されている (Indjejikian et al. 2014; 安酸 2016)。

本論文の構成は、以下の通りである。第 2 章では、本論文の中心テーマであるターゲット・ラチェッティング、ラチェット効果およびスラック形成の視点から先行研究を概観する。その上で、本論文の位置づけについて述べる。第 3 章では、経営者予想データを用いて経営者予想でラチェット効果が成立するかを明らかにする。第 4 章は、経営者予想における経営者のスラック形成が機関投資家持株比率によって変化するかを解明する。第 5 章は経営者予想における経営者のスラック形成が、株主と経営者とは異なる第 3 者としての立場であるアナリスト・モニタリングによって変わるかを検証する。最後に、第 6 章は本論文のまとめと結論について述べる。

2. 第 3 章「経営者予想とラチェット効果」

第 3 章では、経営者予想におけるラチェット効果を観察する。最小二乗法で検証した結果、経営者予想のラチェット効果が経営者の収益予測に応じて生じていることが明らかとなった。最初に、日本の上場企業の期初に公表された経営者予想データを採用し、ターゲット・ラチェッティングが成立するかを検証する。実証結果は、 t 期の実績利益対目標利益と t 期から $t+1$ 期への期初予想の改定との間に正の関連があることを示す。このことは t 期の期初予想を大きく超過した業績を計上すると、その後の期初予想の水準が大幅に上方改定される関係を意味しており、経営者がラチェット効果を選択することを想起させる。

次に、2つの異なるタイプの収益予測をもつ経営者と t 期の裁量的会計発生高の関連を分析する。1つは Leone and Rock (2002) に倣い、 t 期の期初予想を達成するものの $t+1$ 期を減益と予測する経営者である。いま1つは t 期の期初予想を達成し、また $t+1$ 期を増益と予測する経営者である。 $t+1$ 期を減益と予測する経営者は、増益と予測する経営者よりもラチェット効果を生じる傾向が高いと予想される。分析結果は、いずれの経営者も t 期に利益減少型の裁量的会計発生高を計上する。ただし、前者の経営者は後者の経営者よりも負の裁量的会計発生高を計上する傾向が高いことがわかった。これはラチェット効果のインセンティブと整合する結果である。あわせて、本章の分析では利益平準化仮説も同時に検証したが、結果は利益平準化仮説についても支持することが明らかになった。

最後に、 t 期の裁量的会計発生高と $t+1$ 期への期初予想の改定の関連とを最小二乗法で検証する。実証結果は、 t 期の期初予想を達成しても $t+1$ 期を減益と予測する経営者では両者の間に有意な正の関連が成立するが、 t 期の期初予想を達成し、また $t+1$ 期を増益と予測する経営者では関連はない。つまり、 t 期の期初予想を達成するが $t+1$ 期に減益を予測する経営者にのみ、ラチェット効果は観察される。一連の証拠は経営者予想でラチェット効果が観察される重要な示唆にとどまらず、経営者の収益予測に基づいてラチェット効果が生じていることを意味している。

第3章には、3つの貢献がある。第1にラチェット研究に対する貢献である。本論文は経営者予想においてラチェット効果が成立することを新たに示した。特に、これまでの研究は利益調整行動と将来目標の関連を直接分析しておらずラチェット効果の実証証拠が不足していた。経営者が今期の利益調整行動を通じて翌期の目標水準を引き下げ的事实は、ラチェット効果を示す重要な証拠である。また本論文の実証分析から、経営者のラチェット効果には翌期の収益予測が影響している事実が明らかとなった。これは業績予測に応じて経営者が機会主義的にラチェット効果を選択していることを裏付ける証拠である。

第2に、経営者予想研究への貢献である。既存研究では、経営者が楽観的な期初予想を公表するとの報告が支配的である (Kato et al. 2009; Ota 2011; Otomasa et al. 2017)。これに対し本論文は、ターゲット・ラチェッティングのモデルから経営者が悲観的な期初予想を公表している証拠を提示する。これは経営者予想研究においてもラチェット効果を考慮する必要があることを示している。

第3に、期待マネジメント研究への貢献である。本論文は t 期の利益調整行動によって、経営者が $t+1$ 期初に悲観的な経営者予想を公表する事実を提示した。下方改定の基準となる期初予想がラチェット効果の影響により悲観的である可能性がある。この事実、期待マネジメント研究とラチェット研究の関連を調査する新たな研究可能性を示唆している。

3. 第4章「スラック形成と機関投資家持株比率」

第4章では、機関投資家持株比率と経営者予想のスラックとの関連を解明する。最初に、日本の上場企業の経営者予想データを用いて、ターゲット・ラチェッティングと機関投資家持株比率の関連を最小二乗法および2段階最小二乗法で検証する。Yu (2008) を援用し、外生的な機関投資家持株比率の変動を捉えるために操作変数として、日経225 (NIKKEI) への組み入れを採用する⁴。実証結果から、機関投資家持株比率の変化は非対称型のターゲット・ラチェッティングに影響することがわかる。具体的には、機関投資家持株比率が上昇するほど、 t 期の期初予想を達成する経営者の $t+1$ 期の期初予想は上方改定される。つまり、 $t+1$ 期の期初予想は高くなる。一方、 t 期の期初予想が未達の経営者は、機関投資家持株比率が上昇するにつれて $t+1$ 期の期初予想を下方改定する傾向がある。これは、機関投資家持株比率が上昇するほど、 $t+1$ 期の期初予想は低くなることを意味する⁵。

次に、 $t+1$ 期首の機関投資家持株比率と $t+1$ 期のスラックとの関連をトービット・モデルおよび操作変数トービット・モデルで検証する。実証分析の結果は、 t 期の期初予想を達成した経営者および未達の経営者のいずれにおいても、 $t+1$ 期首の機関投資家持株比率と $t+1$ 期のスラックの間に負の関連を示す。つまり、機関投資家持株比率の上昇に伴い $t+1$ 期のスラックは小さくなる。仮説1の分析結果に照らすと、この証拠は t 期の期初予想を達成した経営者では $t+1$ 期に期初予想が上方改定されることでスラックが小さくなることを意味する。一方、 t 期の期初予想が未達の経営者では、 $t+1$ 期の期初予想が下方改定されるにもかかわらず、スラックは小さくなる。したがって、これらの経営者の $t+1$ 期の実績利益は、 $t+1$ 期首の機関投資家持株比率の上昇によって悪化する可能性が疑われる。

最後に、 $t+1$ 期首の機関投資家持株比率と $t+1$ 期の裁量的利益調整の影響を控除した実績利益との関連を最小二乗法および2段階最小二乗法で分析する。実績利益から裁量的な利益調整の影響を控除する理由は、利益目標を達成するために経営者が利益調整行動を選択することが、多くの先行研究で明らかとなっているからである (Burgstahler and Dichev 1997; Degeorge et al. 1999; Roychowdhury 2006; Cohen and Zarowin 2010; Zang 2012 他)。実証分析の結果は、 t 期の期初予想を達成した経営者では、両者の間に有意な関連はないことを示す。一方、 t 期の期初予想が未達の経営者では、両者の間に有意な負の関連が成立する。つまり、 t 期の期初予想が未達だった経営者は $t+1$ 期首の機関投資家持株比率が上昇するほど $t+1$ 期の期初予想を下方へ改定するが、同時に $t+1$ 期の実績利益も悪化している。その結果、スラック

⁴ 各変数間の相関を分析したところ、従属変数である $t+1$ 期への期初予想の改定とNIKKEIとの間の相関係数は-0.0003であり、 t 検定の結果も10%有意水準で棄却できない。これに対して、機関投資家持株比率とNIKKEIとの間の係数は0.4841と1%水準で有意に正の関連がある。

⁵ 結果の頑健性を担保するため傾向スコアマッチングの手法でも検証したが、実証結果は一貫して2段階最小二乗法で得た結果と整合的であった。

クが小さくなる。

本論文の実証証拠は、機関投資家のガバナンスが強まると経営者が公表する経営者予想の Slack は小さくなることを支持する。しかしながら、Slack が小さくなる過程は、 t 期の期初予想を達成した経営者と未達の経営者で異なることが明らかとなった。

第 4 章の貢献として、次の 3 点が挙げられる。第 1 に、ラチェット研究への貢献である。本論文は非対称型のターゲット・ラチェッティングが機関投資家のガバナンスによって変化するとの実証証拠を示した。これはラチェット研究における新たな試みである。

第 2 に、Slack 研究における貢献である。株主をプリンシパル、経営者をエージェントとする関係で、機関投資家持株比率の上昇は経営者予想の Slack を小さくするとの実証証拠を本論文は初めて提示した。経営者予想の Slack が機関投資家のガバナンスによって変化すると的事实は、今後の財務会計分野において多くの研究可能性があることを示している。

第 3 に、ガバナンス研究への貢献である。本論文は、Slack 形成の程度が機関投資家のガバナンスによって小さくなるとの証拠を得た。管理会計分野では、エージェントとプリンシパルとの間の情報非対称性に関連する複数の要因と Slack との関連が検証されてきた。これに対し本論文は、経営者予想における経営者のモラル・ハザードが機関投資家のガバナンスによって抑制される事実を初めて提示した。これは、コーポレート・ガバナンスと Slack の関連における新たな試みである。

4. 第 5 章「Slack 形成とアナリスト・カバレッジ数」

第 5 章は、決算短信で公表される経営者予想に織り込まれる Slack と企業をカバーするアナリスト数の関連とを分析する。本章の分析から、次の 4 点が明らかになった。

最初に、ターゲット・ラチェッティングのモデルでアナリスト数と $t+1$ 期への期初予想の改定との関連を最小二乗法および 2 段階最小二乗法で検証する。Yu (2008) を援用し、外生的なアナリスト数の変動を捉えるための操作変数として、日経 225 への組み入れ (NIKKEI) を採用している。推定の結果、アナリスト数が増えるほど t 期の期初予想を達成した経営者が公表する $t+1$ 期への期初予想は高水準となる一方、 t 期の期初予想が未達の経営者が公表する $t+1$ 期への期初予想は、アナリスト数が増えるほど下方へ改定される。

次に、 $t+1$ 期首のアナリスト数と $t+1$ 期の Slack の関連をトービット・モデルおよび操作変数トービット・モデルで推定した。実証結果は t 期の期初予想を達成した経営者、未達の経営者ともに $t+1$ 期首のアナリスト数と $t+1$ 期の Slack との間に有意な負の関連があることを示す。

t 期の期初予想が未達の経営者は $t+1$ 期への期初予想が下方修正されるのにもかかわらず、 $t+1$ 期の Slack が小さくなる。これは、 $t+1$ 期の実績利益が小さくなっている可能性を示唆

する。そのため、 $t+1$ 期首のアナリスト数と $t+1$ 期の実績利益の関連を検証する。分析に用いた実績利益は、経営者の裁量的な利益調整の影響を除いている。なぜなら、経営者は裁量的な利益調整を通じて実績利益を過大、もしくは過少に報告できるからである。裁量的な利益調整として裁量的会計発生高と実体的裁量行動の 2 つを考慮する。実体的裁量行動については先行研究を援用し、3 つの実体的裁量行動のうち、2 つを組み合わせた合成尺度を作成し、それぞれ $RM1$ および $RM2$ とする (Cohen and Zarowin 2010; Zang 2012)。最小二乗法および 2 段階最小二乗法で推定した結果、 t 期の期初予想を達成した経営者、未達の経営者のいずれも $t+1$ 期首のアナリスト数と $t+1$ 期の裁量的な利益調整前の実績利益との間に有意な負の関連がある。

これまでの結果を踏まえると、 t 期の期初予想を達成した経営者、未達の経営者のいずれも $t+1$ 期首のアナリスト数が増えるほどスラックは小さくなる。一方、これらの経営者では $t+1$ 期の裁量的利益調整前の実績利益も同時に悪化するため、 $t+1$ 期への期初予想は達成しにくくなることが予想される。このことは、 t 期の期初予想を達成した経営者、未達の経営者のいずれも $t+1$ 期首のアナリスト数が増えるほど、 $t+1$ 期に増加型の利益調整行動をとる可能性を想起する。

最後に、 $t+1$ 期首のアナリスト数と $t+1$ 期の裁量的会計発生高および実体的裁量行動との関連を最小二乗法および 2 段階最小二乗法で分析する。実証結果は、 t 期の期初予想を達成した経営者では $t+1$ 期首のアナリスト数と $t+1$ 期の裁量的会計発生高の間には有意な関連はないが、 $t+1$ 期の $RM1$ または $RM2$ との間に有意な正の関連を示す。アナリスト数の増加によって経営者が利益増加型の実体的裁量行動を選択する傾向が強まるとの結果は、先行研究の報告とも整合的である (He and Tian 2013; Irani and Oesch 2016)。この証拠は t 期の期初予想を達成した経営者が、利益増加型の実体的裁量行動によって達成を試みるほど高水準の期初予想を公表していることを意味する。つまり、アナリスト数の増加によってスラックは次第に小さくなり、やがて消滅する。これに対して、 t 期の期初予想が未達の経営者では $RM2$ との間のみ有意な正の関連が確認された。これは、 t 期の期初予想が未達の経営者では、スラックが残っている可能性があることを意味する。

第 5 章には、スラック研究に対する 2 つの貢献がある。第 1 に、アナリスト・モニタリングが強まると期初予想のスラックが小さくなることを示した点である。このことは、経営者の形成するスラックが外部モニタリングで変化することを意味する。

第 2 に、 t 期の期初予想を達成した経営者は、アナリスト数が増えると最終的にスラックが無くなることを示した点である。これはスラックの観点では、アナリストが経営者のモラル・ハザードを規律づける一方、利益調整行動の観点においては、経営者の近視眼的行動を促していることを示唆する。

6. 本論文のまとめと結論

本論文は将来目標の達成を目的とする経営者の2つの機会主義的な行動を解明した。1点目は、達成し易い将来目標を得るための経営者による裁量的な減少型の利益調整行動、すなわちラチェット効果である。いくつかの先行研究は、期中に予算目標を達成する組織内のエージェントが減少型の利益調整行動をとることを明らかにしつつある (Leone and Rock 2002; Bouwens and Kroos 2011)。しかしながら、裁量的な利益調整行動が将来の収益予測によって生じたものであるか、また裁量的な減少型の利益調整行動と将来目標の関連については直接解明されていない。本論文はこの両者の関連について分析し、新たな実証証拠を提示する。

2点目は、達成し易い目標そのものを経営者が設定することである。これはスラック形成と呼ばれる。いくつかの先行研究では、組織内のエージェントがプリンシパルとの間で予算目標の交渉を通じて、スラックを形成すると報告している (Lowe and Shaw 1968; Schiff and Lewin 1970; Waller 1988)。しかしながら株主をプリンシパル、経営者をエージェントとして注目したスラック研究はこれまでになく、経営者のスラック形成の程度とコーポレート・ガバナンスの関連については解明されてこなかった。このミッシング・リンクを埋めるため、本論文では株主のガバナンスとして機関投資家持株比率を使用し、機関投資家持株比率とスラックの関連を分析する。また経営者と株主とは異なる第3者の立場として、本論文は情報仲介機能をもつアナリスト・モニタリングとスラックの関連についても検証する。これまでのスラックに関する議論は、組織内のプリンシパルとエージェントの2者間が主体であった。経営者のスラック形成に対して、株主とは異なる立場のアナリストが与える影響を解明することは、スラック研究における新たな試みとなる。

ラチェット効果とスラック形成は管理会計分野での研究が中心であり、また組織内部のマネージャーを対象としているため経営者に関する実証証拠は十分に揃っていない。本論文は経営者の予算目標として経営者予想を採用し、経営者と株主の間のエイジェンシー問題から分析を試みる。ラチェット効果とスラック形成の背景には、目標達成によって自身の報酬最大化を図ろうと試みるエージェントと、スラックのない挑戦的な目標水準をエージェントに設定しようとするプリンシパルの異なるインセンティブが存在する。したがって、本論文はターゲット・ラチェッティングのモデルを援用し、双方のインセンティブを検証したうえで議論を進める。

第1の研究では、経営者予想においてラチェット効果が存在することを確認した。最初に、経営者の予算目標として決算短信で公表される期初の経営者予想値を採用し、ラチェット効果を検証した。分析の結果、ラチェット効果は経営者の翌期の収益予測によって成立している可能性があることがわかった。具体的には、 t 期の期初予想を達成するが $t+1$ 期が減益と予想する経営者は、 t 期の期初予想を達成し $t+1$ 期を増益と予想する経営者よりも t 期に負の

裁量的会計発生高を計上する傾向が強い。また前者の経営者が計上する t 期の裁量的会計発生高と $t+1$ 期への期初予想の改定との間には有意な正の関連があるものの、後者の経営者には有意な関連はない。これまでの研究では、裁量的会計発生高と将来目標との関連は直接分析されてこなかった。本論文は、裁量的会計発生高と期初予想の改定との関連を明らかにした点で、経営者予想においてラチェット効果が成立する重要な証拠を提示する。また、ラチェット効果の成立には、経営者の翌期の業績見通しが影響している事実についても明らかにした。

第 2 の研究では、機関投資家持株比率と経営者のスラック形成の程度について検証した。まず、 $t+1$ 期首の機関投資家持株比率と $t+1$ 期への期初予想の改定との関連をターゲット・ラチェッティングのモデルで分析した。実証結果は、機関投資家持株比率が上昇するほど、 t 期の期初予想を達成する経営者は $t+1$ 期に期初予想を上方改定し、 t 期が未達の経営者は下方改定する傾向があることがわかった。次に、 $t+1$ 期首の機関投資家持株比率と裁量的利益調整の影響を控除した $t+1$ 期のスラックとの関連を分析した。利益調整行動として、裁量的会計発生高および実体的裁量行動を考慮し、実体的裁量行動に関しては合成尺度として $RM1$ および $RM2$ の 2 つを考慮する。実証結果は、 t 期の期初予想を達成した経営者では裁量的会計発生高との間に有意な関連はないが、 $RM1$ または $RM2$ を控除したスラックとの間にいずれも有意な負の関連があることを示す。一方、 t 期の期初予想が未達の経営者では、裁量的会計発生高を控除したスラックおよび $RM2$ を控除したスラックとの間に有意な負の関連が確認された。最後に $t+1$ 期首の機関投資家持株比率と $t+1$ 期の裁量的利益調整前の実績利益との関連を分析したところ、 t 期の期初予想を達成した経営者では、両者の間に有意な関連はない。一方、 t 期が未達の経営者では、裁量的会計発生高計上前の実績利益および $RM2$ を控除した実績利益との間に有意な負の関連があることがわかった。つまり、 t 期を達成する経営者は $t+1$ 期の期初予想を上方改定することでスラックは小さくなるが、 t 期が未達の経営者は $t+1$ 期の期初予想を下方改定しても、 $t+1$ 期の実績利益も同時に悪化するためスラックは小さくなる。経営者のスラックとコーポレート・ガバナンスの観点で、本論文の分析は次の 2 つを明らかにしている。第 1 に、機関投資家のガバナンスは経営者のモラル・ハザードの抑制に有効であることである。第 2 に、 $t+1$ 期のスラックが小さくなるプロセスは、 t 期の期初予想を達成した経営者と未達の経営者の間で異なることである。

第 3 の研究では、株主と経営者とは異なる第 3 者の立場としてのアナリストとスラックの関連とを分析した。はじめに、 $t+1$ 期首のアナリスト数と $t+1$ 期の期初予想の関連について、ターゲット・ラチェッティングのモデルで検証した。実証結果は、アナリスト数が増加するほど、 t 期の期初予想を達成した経営者は $t+1$ 期の期初予想を上方改定するが、 t 期の期初予想が未達の経営者では $t+1$ 期の期初予想を下方に改定することを示す。このアナリスト数を

用いた分析結果は、第2の分析課題である機関投資家持株比率を用いた検証で得られた結果と傾向が類似している。次に、 $t+1$ 期首のアナリスト数と $t+1$ 期のスラックの関連とを裁量的利益調整の影響を控除して検証した。利益調整行動として、裁量的会計発生高と実体的裁量行動の合成尺度 ($RM1$, $RM2$) を考慮する。分析結果から、 t 期の期初予想を達成した経営者では $RM1$ または $RM2$ を控除したスラックとアナリスト数の間にいずれも有意な負の関連があることがわかった。一方、未達の経営者では裁量的会計発生高の影響を控除したスラックおよび $RM2$ を控除したスラックとの間に有意な負の関連が確認された。続いて、 $t+1$ 期首のアナリスト数と $t+1$ 期の利益調整行動前の実績利益との関連を分析したところ、 t 期の期初予想を達成した経営者では、 $RM1$ または $RM2$ を控除したスラックとの間にいずれも有意な負の関連がある。一方、 t 期の期初予想が未達の経営者では、 $RM2$ を控除したスラックとの間にのみ、有意な負の関連があることが明らかになった。アナリスト数が増えるほど $t+1$ 期のスラックおよび実績利益が悪化するとの証拠は、アナリスト数の増加によって経営者の $t+1$ 期の期初予想の達成が困難になる可能性を意味する。したがって、最後に $t+1$ 期首のアナリスト数と $t+1$ 期の裁量的な利益調整の関連を分析した。実証結果は、 t 期の期初予想を達成した経営者では、一貫してアナリスト数と $RM1$ または $RM2$ との間にいずれも有意な正の関連があることを示す。また t 期の期初予想が未達の経営者では、 $RM2$ との間にのみ有意な正の関連が確認された。本論文の結果から、アナリストのモニタリングにより経営者のスラックは小さくなる一方で、経営者の近視眼的行動が増加している事実が浮き彫りとなった。つまり、アナリストのモニタリングは、スラックの観点においては経営者のモラル・ハザードを抑制するが、利益調整行動の観点で見た場合には経営者の近視眼的行動を誘発する側面がある。本論文が提示した実証証拠は、ラチェット研究ならびにスラック研究に留まらず、経営者予想研究やガバナンス研究に対して有用なインプリケーションを提供する。とりわけ、株主としての機関投資家、ならびに、外部モニタリングとしてのアナリストのいずれも経営者のスラック形成を抑制するとの結果は、今後の経営者予想研究やガバナンス研究にとって新たな視座をもたらす可能性がある。

本論文の貢献は次の3点である。第1に、ターゲット・ラチェッティングのモデルを使用した分析から、経営者予想においてラチェット効果やスラック形成のインセンティブを経営者が有している証拠を得たことである。期初予想に経営者の負のインセンティブが観察された点は、これまでの管理会計分野の研究と異なる新たな実証証拠である。これは、今後の財務会計分野においてラチェットに関連する多くの研究機会をもたらす。また、日本の経営者予想データを用いたこれまでの分析では、日本の期初予想値は楽観的で、期中に予想値を下方改定するとの報告が支配的であった(浅野 2007; Kato et al. 2009; Ota 2011; Otomasa 2017)。これに対して本論文は、経営者が悲観的な期初予想を公表していることをターゲット・ラチ

エッチェイニングの文脈で明らかにした。この証拠は今後の期待マネジメント研究において、ターゲット・ラチェットエッチェイニングの視点を考慮すべきであることを示唆している。

第2に、機関投資家のガバナンスやアナリスト・モニタリングが経営者のスラックに影響する証拠を得た点である。スラックに関する既存研究では、組織内部の予算参加やプリンシパルとエージェントの情報非対称性を埋めるいくつかの要因とスラックの関連が検証されてきた。これに対して本論文は新たに、株主のガバナンスやアナリストのモニタリングが経営者のスラックに与える影響を提示する。このことは、株主と経営者の間の情報非対称性に影響する要因と経営者のスラックとの関連において、研究余地があることを意味する。本論文が示した証拠は、今後のコーポレート・ガバナンス研究における重要な論点の1つとなりうる。

第3に、機関投資家のガバナンスとアナリストのモニタリングは、経営者予想の公表に対して異なる影響を与えることを解明した点である。機関投資家は経営者に予測誤差の小さい期初予想の公表を促すことでスラックは小さくなる。一方、アナリストは機関投資家と同じくスラックを小さくするが、同時に経営者の利益増加型の実体的裁量行動がより実施される。スラックの観点において、両者はいずれも経営者のモラル・ハザードを抑制する点で共通している。しかしながら、利益調整行動の観点では、アナリストは経営者のモラル・ハザードを助長している。経営者予想に対する両者の異なる影響は、今後の経営者予想研究やアナリスト研究に新たな視座を提供する。

最後に、本論文に残された課題について述べる。既に第2章で述べたとおり、目標設定と組織モチベーションの観点では、目標設定理論と気晴らし理論の異なる2つの主張が存在する。目標設定理論はエージェントにとっての挑戦的な目標がエージェントに最終的に望ましい結果をもたらすとの主張である。これに対して、気晴らし理論はエージェントにとっての挑戦的な目標はエージェントにプレッシャーや不安を生じさせることでエージェントの生産性は減少するとの主張である。本論文が示した、株主としての機関投資家や第三者のアナリストが経営者のスラックを小さくするとの実証証拠は、目標設定理論と整合的な結果である。しかしながら、機関投資家持株比率やアナリスト数が増加した場合に、スラックが最終的に無くなるかの点については明らかにしていない。いずれの主張が支持されるかの結論を得るためには、さらなる追加検証が必要である。

本論文はコーポレート・ガバナンスが経営者予想に与える影響の一側面を示したにすぎない。これらの残された論点については、今後の研究課題としたい。

以上