

経営者予想に関する日米の研究：文献サーベイ

太田 浩 司

要旨

本論文は、経営者予想に関する日米の研究をサーベイし、わが国における経営者予想研究の今後の課題を明らかにしている。なお本論文では、「経営者予想の資本市場における有用性」、「経営者予想の特性」、「経営者予想と他の予想の比較」の三点についてサーベイ結果をまとめている。

「経営者予想の資本市場における有用性」については、経営者予想が資本市場において非常に有用な情報を提供していること、「経営者予想の特性」については、予想誤差に影響を及ぼす様々な要因が存在すること、そして「経営者予想と他の予想の比較」に関しては、経営者予想がアナリスト予想に影響を与えていることを示す結果が、日米両国の研究で報告されている。

経営者予想に関する日本の研究は、今までは先行する米国の研究に依拠した研究が中心であったが、今後は、米国の先行研究のみならず、日本企業固有の特性や制度上の特徴を考慮して、わが国独自の研究を行う必要があるであろう。

1. はじめに

経営者が企業の将来業績の見込みについて自ら公表する予想情報は、一般に経営者予想と呼ばれている。本論文の目的は、この経営者予想に関する日米の

文献をサーベイすることによって、現在までの発見事項を確認するとともに、わが国における経営者予想研究の今後の課題を明らかにすることである。

経営者予想に関する論文は多岐に亘っているが、本論文では主として、「経営者予想の資本市場における有用性」、「経営者予想の特性」、「経営者予想と他の予想の比較」の三点について検討を行う¹⁾。第一に、経営者予想の資本市場における有用性については、経営者予想の公表が株価にどのようなインパクトを与えているかについて検証するイベント・スタディ (event study) 型の研究、そして経営者予想と株価にはどのような関連性があるかについて検証する価値関連性 (value relevance) 型の研究についてサーベイを行う。第二に、経営者予想の特性については、経営者予想が楽観的あるいは悲観的であるといった、予想バイアスに影響を与える要因を調査する研究のサーベイを行う。第三に、経営者予想と他の予想の比較については、経営者予想の精度を、時系列モデルによる予想やアナリスト予想と比較する研究のサーベイを行う。

なお本論文の構成は以下のようなものである。第二節は、経営者予想制度のあらましについて叙述する。第三節は、経営者予想の資本市場における有用性に関する研究のサーベイ、第四節は、経営者予想の特性に関する研究のサーベイ、そして第五節は、経営者予想と他の予想の比較に関する研究のサーベイ結果を示す。最後に第六節では、本論文の総括を行う。

1) 米国における経営者予想に関する研究は、大きく、「経営者予想の資本市場における有用性」「経営者予想の特性」「経営者予想と他の予想の比較」「経営者予想の自発開示」「経営者予想の開示形式」の五つに分類される。しかしながら、日米の経営者予想制度の相違により、わが国の経営者予想と関連すると考えられるのは、これら五項目の中で最初の三項目だけである。最後の二項目は、米国において経営者予想の公表が完全なる自発開示であり、また予想期間や予想形式なども様々であるということから生じる研究分野であり、経営者予想の公表が事実上の強制開示で、予想期間や予想形式なども一律に定められているわが国においては研究対象と成り得ない。そこで、本論文では、わが国の経営者予想とも関連する最初の三項目についての研究のみサーベイを行っている。

2. 経営者予想制度のあらまし

2.1 経営者予想の定期公表

わが国における上場企業の財務開示の時期と範囲は、証券取引法を始めとする関連諸法令ならびに証券取引所の諸規則に影響を受けている。証券取引法は、企業内容の外部への開示資料である有価証券報告書を事業年度終了後から三ヶ月以内に金融庁に提出することを義務付けている。有価証券報告書の形式と内容は「企業内容等の開示に関する内閣府令」等で細かく規定されており、企業の当該事業年度における事業活動や財政状態について詳細な情報が提供されている。有価証券報告書で開示されている情報は非常に包括的なものであるが、事業年度終了からその開示までには三ヶ月間のタイム・ラグが存在する。この証券取引法に基づく法的開示による適時性の欠如を補完するために、自主規制機関であるわが国の証券取引所は、会計監査人から特に問題となるところがないとの事実上の了承を得た段階で、各事業年度の決算内容に係わる適時開示すなわち決算発表を行うことを要請している。この決算発表時に企業が作成公表する、各社共通形式の決算情報を記載した書類が決算短信と呼ばれるもので、当該事業年度における業績や財産の状況を総合的かつ簡潔に表示している²⁾。結果として、企業の決算情報は、有価証券報告書の法的期限である事業年度終了後から三ヶ月以内よりもずっと前に公開されている。企業の決算発表は、通常事業年度終了から25~40営業日後の間に行われることが多い。企業はこの決算短信の中で、次期の業績に関する予想すなわち経営者予想を、当期の実績値と共に公表しているのである。

このわが国独自の財務開示制度は、東京証券取引所が昭和49年末に、決算等の迅速なる公表についての要望文を上場会社に送付したことから始まる（「改正商法等の施行に伴う要望について」東証上管第1007号 昭和49年12月19

2) 決算短信は東京証券取引所のウェブサイトから入手可能である (<http://www.tse.or.jp>)。

日) (久保 1992, 2000)³⁾。その結果、企業は、本決算発表において、次期の売上高、経常利益、当期純利益、一株当たり当期純利益、一株当たり配当の予想値を、当期の実績値と共に公表している。また、中間決算発表においても、期末時の売上高、経常利益、当期純利益、一株当たり当期純利益、一株当たり配当の予想値を、中間決算の実績値と共に公表している。つまり企業は、通年の業績予想値を、期首と期中の二回定期的に公表しているのである⁴⁾。

この経営者予想を含む決算発表は、厳密に言えば、証券取引法や商法による制度開示とは異なり、あくまで証券取引所の指導に基づく法的拘束力のない自発開示である。事実、金融機関とりわけ証券会社の中には、将来の経済情勢の不確実性を理由に、業績予想が困難であるとして経営者予想を提示しない会社も存在する。しかしながら、実際にはほとんど全ての企業が証券取引所の要請に応じて経営者予想を公表している⁵⁾。

図1は、本決算発表時における決算短信の一例を示している⁶⁾。表中のセクション1(1)~(3)までが当期の実績値に関する記述で、表の最下部にあるセクション2が次期の業績予想数値を表しており、経営者予想と呼ばれるものである。

2.2 業績予想の修正

本決算と中間決算時における年二回の定期的な経営者予想の公表に加えて、

- 3) 「日本経済新聞」は、昭和49年3月決算期に関する決算短信の公表から、当期の決算数値と共に、次期の経営者予想の掲載を始めた(昭和49年4月16日付 日本経済新聞)。経営者予想の日本経済新聞への掲載時期は、東京証券取引所からの正式な要請が行われた時期よりも若干早い。この辺りの微妙な経緯については明らかでない。
- 4) 予想は、通常、点予想(point forecast)であるが、一株当たり配当についてのみ、しばしば範囲予想(range forecast)で提示される。詳しくは、後藤(1997)や友杉(1995)を参照されたい。
- 5) 経営者予想に関しては、初期の年度においては、銀行、保険、証券会社などの金融機関は予想を公表しておらず、他の一般企業についても予想の公表率は90%程度であった(清水1982)。現在では、金融機関を含むほとんど全ての企業が予想の公表を行っている。
- 6) 決算短信自体は数十頁にわたるものであり、掲載している表は決算短信の概要を示している頁である。

図1 決算短信の様式



平成 17 年 3 月期 個別財務諸表の概要
平成 17 年 4 月 28 日

上場会社名 松下電器産業株式会社 上場取引所 東・大・名
 コード番号 6752 本社所在地 都道府県 大阪府
 (URL <http://panasonic.co.jp/>)

代表者 役職名 取締役社長 氏名 中村 邦夫
 問合せ先責任者 役職名 財務・IRグループ グループ マネージャー 氏名 河井 英明 TEL (06)6908-1121
 決算取締役会開催日 平成 17 年 4 月 28 日 中間配当制度の有無 有
 配当支払開始予定日 平成 17 年 6 月 30 日 定時株主総会開催日 平成 17 年 6 月 29 日
 単元株制度採用の有無 有 (1 単元 1,000 株)

1. 17 年 3 月期の業績(平成 16 年 4 月 1 日～平成 17 年 3 月 31 日)

(1) 経営成績 (金額表示: 17 年 3 月期は百万円単位四捨五入、16 年 3 月期は百万円単位切り捨て)

	売上高		営業利益		経常利益	
	百万円	%	百万円	%	百万円	%
17 年 3 月期	4,145,654	(1.6)	88,393	(88.1)	116,280	(10.5)
16 年 3 月期	4,081,485	(△ 3.7)	46,993	(△ 11.1)	105,201	(31.2)

	当期純利益		1 株当たり 当期純利益	潜在株式調整後 1 株当たり当期純利益	株主資本 当期純利益率	総資本 経常利益率	売上高 経常利益率
	百万円	%	円 銭	円 銭	%	%	%
17 年 3 月期	73,453	(23.5)	31 90	—	2.6	2.3	2.8
16 年 3 月期	59,499	(106.4)	25 52	25 18	2.1	2.0	2.6

(注)①期中平均株式数 17 年 3 月期 2,294,847,730 株 16 年 3 月期 2,322,212,264 株
 ②会計処理の方法の変更 無
 ③売上高、営業利益、経常利益、当期純利益におけるパーセント表示は、対前期増減率

(2) 配当状況

	1 株当たり年間配当金			配当金総額 (年間)	配当性向	株主資本 配当率
	円 銭	円 銭	円 銭			
17 年 3 月期	15 00	7 50	7 50	34,222	47.0	1.2
16 年 3 月期	14 00	6 25	7 75	32,440	54.9	1.1

(3) 財政状態

	総資産	株主資本	株主資本比率	1 株当たり株主資本
	百万円	百万円	%	円 銭
17 年 3 月期	4,920,540	2,779,749	56.5	1,230 76
16 年 3 月期	5,217,934	2,839,355	54.4	1,224 59

(注)①期末発行済株式数 17 年 3 月期 2,258,357,710 株 16 年 3 月期 2,318,407,612 株
 ②期末自己株式数 17 年 3 月期 194,695,787 株 16 年 3 月期 134,645,885 株

2. 18 年 3 月期の業績予想(平成 17 年 4 月 1 日～平成 18 年 3 月 31 日)

	売上高	経常利益	当期純利益	1 株当たり年間配当金		
				中間	期末	
	百万円	百万円	百万円	円 銭	円 銭	円 銭
通期	4,150,000	135,000	110,000	10 00	10 00	20 00

(参考) 1 株当たり予想当期純利益(通期) 48 円 59 銭
 ※上記の予想は、31 頁に記載した事項等を前提にしています。

(出典) 東京証券取引所 適時開示情報閲覧サービス (<http://www.tse.or.jp/disclosure/index.html>)

さらに企業は、公表済み予想値に重要な差異が生じた場合には、それを適時に開示しなければならない。この不定期の開示を業績予想の修正開示といい、それを行うかどうかの目安は以下のように定められている。

- (i) 売上高については、新規予想値が直近予想値と比べて10%以上変動している。
- (ii) 経常利益については、新規予想値が直近予想値と比べて30%以上変動しており、かつ、その変動額が純資産額の5%以上である。
- (iii) 当期純利益については、新規予想値が直近予想値と比べて30%以上変動しており、かつ、その変動額が純資産額の2.5%以上である。
- (iv) 配当については、新規予想値が直近予想値と比べて20%以上変動している。

なお直近予想値が存在しない場合には、前年度の実績値が代わりに用いられる(平成16年1月30日内閣府令第3号「会社関係者等の特定有価証券等の取引規制に関する内閣府令(平成元年2月3日大蔵省令第10号)」第3条)。

この業績予想の修正に関する開示は、平成元年4月1日に施行されたインサイダー取引規制の一環として規定されているものであり、いわば制度上義務付けられている制度開示である⁷⁾。従って厳密に言えば、本決算と中間決算で定期的に公表される業績予想は証券取引所の要請に基づく企業の自発開示であるが、その公表された予想の修正は証券取引法に基づく制度開示なのである。しかしながら、仮に企業が決算発表時に、次期予想はあくまで自発開示であると主張して予想を公表しなくても、証券取引法で、直近予想値が存在しない場合

7) 業績予想の修正開示に関するインサイダー取引規制は、昭和63年5月に公布された改正証券取引法によって新設された第190条の2に始まり、それを受けて平成元年2月3日に制定・公布された二つの政省令、「証券取引法施行令の一部を改正する政令(平成元年政令第23号)」および「会社関係者等の株券等の取引規制に関する省令(平成元年大蔵省令第10号)」に基づいている。なお現在では、証券取引法第190条の2は、第166条に整理されており、業績予想の修正開示に関する規定は第166条第2項第3号に記載されている。なお、昭和63年改正証券取引法第190条の2については宮沢(1988)、平成元年のインサイダー取引規制に関する二つの政省令については堀本(1989)や神崎(1989)、その後の変遷については神田(1997)を参照されたい。

には公表済みの当期の実績値を代わりに用いるという規定があるので、次期予想が当期の実績値と大きく乖離している場合には、企業には業績予想の修正を公表する義務が生じることになる。また、東京証券取引所が平成11年9月1日に改正施行した「上場有価証券の発行者の会社情報の適時開示等に関する規則」には、業績予想を含む適時開示を適正に行わなかった場合に罰則的効果を伴う規定が盛り込まれている⁸⁾。これらのことから判断して、わが国における経営者予想の開示は、事実上の制度開示といえるであろう。

図2は、業績予想の修正の一例を示している。前回発表した予想と新たな予想との差異が示されている。


2.3 経営者予想制度定着の要因

わが国における財務開示の最大の特徴は、各事業年度の決算内容に係わる適時開示すなわち決算発表において、経営者が当期の実績数値と共に次期の業績予想値を公表するという経営者予想開示制度が古くから確立されているという点にある。この経営者予想の公表は、証券取引法や商法による制度開示とは異なり、あくまで証券取引所の要請に基づく企業の自発開示であるが、実際にはほとんど全ての企業がその要請に応じて経営者予想を公表している。

この経営者予想開示率の高さの背景には、証券取引所側からの度重なる要請、そして業績予想の修正に関する内閣府のガイドラインの存在があると考えられる。企業は、公表済み予想値に重要な差異が生じた場合には（売上高予想値の±10%、経常利益予想値の±30%、当期純利益予想値の±30%、配当予想値の±20%）、それを適時に開示しなければならないが、企業はそのガイドラインに従う限り、実績値が予想値と異なったことによる法的責任は問

8) 不適正な情報開示が認められた場合には、その内容や程度に応じて、「口頭注意」、「当該開示に至る経緯及び改善策を記載した書面の徴求」、「改善報告書の徴求」という三段階の措置がとられる。このうち改善報告書は、特に改善の必要性の高いケースであり、また投資家に改善を約束するという意味も含めて五年間公衆縦覧に供されている。適時開示規則に反した企業の提出した「改善報告書」は以下のウェブサイトで見ることができる。（<http://www.tse.or.jp/listing/kaizen>, http://www.ose.or.jp/rules/rl_tkkh.html）

図2 業績予想修正の様式



平成18年3月10日

各位

会社名 日本アビオニクス株式会社
 代表者名 代表取締役社長 鈴木 泰次
 (コード番号 6946 東証第二部)
 問合せ先 経営企画本部経理部長 露木 満
 (TEL 03-5401-7351)
 当社の親会社 日本電気株式会社
 代表者名 代表取締役執行役員社長 金杉 明信
 (コード番号 6701 東証第一部)

業績予想の修正に関するお知らせ

平成17年10月27日に公表した業績予想を下記のとおり修正いたしましたのでお知らせいたします。

記

1. 平成18年3月期通期業績予想数値の修正(平成17年4月1日～平成18年3月31日)

(単位:百万円、%)

	売上高	経常利益	当期純利益
前回発表予想(A) (平成17年10月27日発表)	29,400	1,100	1,600
今回修正予想(B)	29,400	1,100	2,800
増減額(B-A)	0	0	1,200
増減率	0.0	0.0	75.0
前期(平成17年3月期)実績	25,327	606	1,306

(出典) 東京証券取引所 適時開示情報閲覧サービス (<http://www.tse.or.jp/disclosure/index.html>)

われない。これは、米国における「1995年民事証券訴訟改革法（the Private Securities Litigation Reform Act of 1995）」で規定されている「将来の予想に関する記述（forward-looking statements）」に対する責任免除規則（セーフ・ハーバー）と対照的である（Roake and Davidson 1996）。この改革法は、企業が証券訴訟に対する懸念なしに、誠実なる予測を行うことを勧奨する目的で制定されたが、その解釈の曖昧さゆえに完全に失敗であったと非難されている（Rosen 1998）。さらにわが国では、伝統的に、経営陣に対する株主の代表訴訟が米国ほど一般的ではない。これらの要因が、わが国において経営者予想開示制度が一般に定着することに貢献したものと考えられる。

3. 経営者予想の資本市場における有用性

資本市場における会計情報の有用性を検証する研究には、会計情報の公表が株価にどのようなインパクトを与えているかについて検証するイベント・スタディ（event study）型の研究と、会計情報と株価にはどのような関連性があるかについて検証する価値関連性（value relevance）型の研究が存在する。そこで本節では、経営者予想の資本市場における有用性を検証する研究を、イベント・スタディ型の研究と、価値関連性型の研究に分類して、関連する日米の研究についてサーベイを行っている。

3.1 イベント・スタディ型の研究

資本市場における会計情報の有用性を検証する研究としては、従来、イベント・スタディ型の研究が主流であった。イベント・スタディ型の研究とは、ある会計情報の公表というイベントの発生に対する株価や出来高の変化といった市場の反応を、イベント発生前後の比較的短い期間において調査することによって、その情報の有用性を検証するという手法を用いる研究のことである。そして、もし市場がその会計情報の公表に反応していたら、その情報は新たな情報を市場に伝達したとして、その情報には有用なる情報内容が存在している

と結論付けるのである (Beaver 1998, Kothari 2001)。

米国における経営者予想の研究は、当初このイベント・スタディによるアプローチで経営者予想の情報内容の検証を行い、経営者予想の公表に株価が反応している数多くの証拠を提示している (Foster 1973, Patell 1976, Jaggi 1978a, Nichols and Tsay 1979)。また、市場の出来高の観点からの反応についても、経営者予想の情報内容の存在を示す証拠が提示されている (Foster 1973, Nichols *et al.* 1979)。次に、Waymire (1984) と Ajinkya and Gift (1984) は、公表された経営者予想利益の期待外部分の符号によって、それを Good News と Bad News に識別し、株価は Good News には正に、Bad News には負にそれぞれ正しく反応していることを発見し、さらに Waymire (1984) では、Good News と Bad News の大きさと株価反応の大きさに正の相関を見出している。この経営者予想の情報内容の大きさに関して、経営者予想は自発開示情報であるので、制度開示に基づいて監査を受けて開示されている年次利益情報よりも信頼性が劣り、従って、市場はそれを割り引いて受け止めているのではないかという仮説を検証しているのが Pownall and Waymire (1989) である。そして彼らは、市場は経営者予想情報を割り引いて受け止めてはならず、むしろ仮説とは反対に、経営者予想情報の公表は年次利益情報の公表よりもより大きい株価の反応を伴っているという結果を報告している。

このような米国における研究と同様の結果が、日本の経営者予想を用いた研究においても報告されている。わが国の場合、経営者の次期予想値と当期の実績値が決算発表で同時に公表されるので、それぞれの情報内容を分離するのが困難であるという問題が伴う。しかしながら、当期の実績値の影響をコントロールした後でも、経営者予想には情報内容が存在するという証拠が多くの研究で提示されている (Darrrough and Harris 1991, 後藤・桜井 1993a, Conroy *et al.* 1998)。またこれらの研究では、予想利益と実際利益という異なる二種類の利益の情報内容の大きさを比較し、予想利益の情報内容は当期利益の情報内容に優っているという結果を報告している。

次に、わが国における経営者予想は本決算と中間決算で定期的に公表される

が、それ以外にも、予想に大きな変動が生じた場合には、企業は随時、業績予想の修正を行わなければならない。この場合には、定期公表に見られる予想情報と実績情報の混合が生じないので、より正確に経営者予想の情報内容を検証することができる。そこで、多くの研究がこの業績予想修正の情報内容を検証している。桜井・後藤（1992）は、業績予想修正日前後の株価を検証し、株価は修正日に最も大きく反応していることを示し、後藤・桜井（1993b）と河（1994）は、株価は、予想の上方修正に対しては正に、下方修正に対しては負にそれぞれ反応していることを示している。その他にも、出来高による市場の反応の検証（河 1998）、東証一部企業と二部企業・店頭登録企業による市場の反応の差異（河 1998、音川 2000）、企業規模や所有構造の違いによる市場の反応の差異（後藤 1996）といった様々な観点から業績予想修正の情報内容は検証されている。

3.2 価値関連性型の研究

会計情報の公表に伴う市場の反応を調査するイベント・スタディ型の研究とは対照的に、近年における会計研究の多くは、資本市場における会計情報の有用性をイベント・スタディとは異なるアプローチで検証している。それが、価値関連性と呼ばれる検証方法で、1990年代における会計研究の中で最も頻繁に用いられた手法のひとつである。価値関連性の定義は必ずしも明瞭ではなく、研究者によって幾分異なっているが、現在における共通理解としては、調査対象の会計数値と何らかの市場価値の測定値との間の統計的に有意な相関関係であると考えられる（Barth 2000, Lo and Lys 2000, Holthausen and Watts 2001, Barth *et al.* 2001）。そして、価値関連研究（value relevance study）とは、企業評価における様々な会計数値の有用性を検証する目的で、株式市場価値（またはその価値の変化）とそれらの数値との間の実証的関係を調査する研究のことである。

次に、企業価値と会計数値との間の価値関連性を調査するには、理論的企業評価モデルに基づく実証的に検証可能なモデルが必要である。残余利益モデ

ル (residual income valuation model: RIV) に Ohlson (1995) 線型情報ダイナミックス (linear information dynamics) を組み込むことによって導出される評価モデル (以後「Ohlson/RIV モデル」と言及する) は、一般に広く受け入れられており、それを理論的根拠とする株価ならびにリターンモデルは、近年の価値関連研究において最も普及している回帰モデルである (Barth 2000, Barth *et al.* 2001)。Ohlson/RIV モデルは、企業価値を、株主資本簿価、当期利益、他の情報の三つの変数の関数で表現しており、この分析に基づいて、株価モデルは、株価を株主資本簿価、当期利益およびその他の会計変数に回帰している⁹⁾。一方、リターンモデルは、株価モデルに一階の階差をとった差分型の回帰モデルである。

米国においては、この Ohlson/RIV モデルに基づく株価ならびにリターンモデルを用いて、様々な会計数値の価値関連性が検証されている (Holthausen and Watts 2001, Barth *et al.* 2001)。その中でも、会計数値の価値関連性の経年変化を検証することによって、財務諸表の有用性の変遷を検証する研究は、価値関連研究の代表的なものである (Collins *et al.* 1997, Francis and Schipper 1999, Ely and Waymire 1999, Lev and Zarowin 1999)。日本においても米国同様、近年価値関連研究は非常に盛んで、会計数値の価値関連性の経年変化についての検証も、薄井 (1999) や Yakekura (2003) などで行われている。

このように、価値関連研究は、Ohlson/RIV モデルに基づく回帰モデルを用いて検証されるのだが、Ohlson/RIV モデルで現われる変数「他の情報」については、その使用がアド・ホックであった。Ohlson (2001) ではこの点を取り上げ、次期予想利益を用いて「他の情報」の合理的算定方法を示し、企業価値が、株主資本簿価、当期利益、次期予想利益の三変数の関数で表現されることを示した。この分析に基づいて、米国では、Dechow *et al.* (1999) が、株価を株主資本簿価、当期利益そしてアナリスト予想利益の三変数に回帰し、予想

9) Ohlson (1995) において、「他の情報」とは、現在の財務諸表には反映されていないものの、株式評価において価値関連性があると考えられる情報を表している。

利益が企業価値と密接に関連している証拠を示している。また、予想利益の存在する下では当期利益の価値関連性が著しく低下すると報告している。Hand and Landsman (2005) においても、その研究の目的は配当の価値関連性の検証ではあるが、Ohlson (2001) に基づいてアナリスト予想利益を変数に加えた回帰モデルを用いて、予想利益の価値関連性を見出している。また Ou and Sepe (2002) では、予想利益の存在下における株主資本簿価と当期利益の価値関連性が検証されており、アナリスト予想利益が当期利益と近似（乖離）している場合には、株主資本簿価の価値関連性は減少（増加）し、当期利益の価値関連性は増加（減少）するという結果を報告している。

米国における研究が、次期予想利益の代理変数としてアナリスト予想利益を用いるのに対し、わが国では決算発表で経営者の次期予想利益が公表されるので、それを次期予想利益の代理変数として利用可能である。また、経営者予想利益は当期利益と同時に公表されるので、イベント・スタディ型の研究では情報内容の混合として問題であったが、クロスセクションで回帰分析を行う価値関連研究では逆に好都合である。石川 (2001, 2002) は、Hand and Landsman (2005) と同様の研究を日本のデータを用いて行い、その際に次期予想利益として経営者予想利益を用いている。そして、経営者予想利益が株価と密接に関連している証拠を示している。また太田 (2002) は、Ohlson (2001) で示されている企業評価に関する三つの主要な会計変数、株主資本簿価、当期利益そして経営者予想利益の各々の価値関連性を検証し、三変数の中で経営者予想利益の価値関連性が最も高く、当期利益は経営者予想利益の存在する下ではほとんど価値関連性を持たないという結果を報告している。

3.3 本節の要約と今後の課題

本節では、資本市場における経営者予想の有用性に関する日米の研究のサーベイを行っている。イベント・スタディ型の研究からは、経営者予想情報の公表に市場が反応している証拠が、価値関連性型の研究からは、経営者予想利益が企業価値と強い関連性を持っている証拠が多数提示されている。さらに、経

営者予想利益に対する市場の反応は当期利益に対する反応よりも顕著であり、価値関連性についても、経営者予想利益の価値関連性は当期利益の価値関連性よりも高いという結果が報告されている。これらの証拠から、経営者予想は、資本市場において、実績値情報にも優る非常に有用な情報を提供しているといえるであろう。

なお、資本市場における経営者予想の有用性に関する研究については、現時点では、日米の研究水準にそれ程大きな隔たりは見られない。しかしながら、米国における最新の研究では、これまで研究の中心であった予想利益以外の、売上高予想といった補助的な予想情報の果たす役割についての研究が行われている (Hutton *et al.* 2003, Mercer 2004)。わが国においても、経営者が公表する予想項目は、当期利益以外に、売上高、経常利益、配当などが存在する。今後は、これらの予想項目の果たす役割などについても、詳細に検証する必要があるであろう。

最後に、表1パネルAとパネルBは、それぞれ米国と日本において、経営者予想の資本市場における有用性を検証している主要な論文の概要をまとめたものである。

4. 経営者予想の特性

前節では、経営者予想の情報内容や価値関連性に関する日米の研究のサーベイを行い、経営者予想が資本市場に有用な情報を提供していることを示す多くの証拠を提示している。このような、経営者予想情報の資本市場における有用性を示す研究と並行して、経営者予想は予測情報であるので、その精度やバイアスといった、経営者予想の特性を検証する研究も盛んに行われている。本節では、この経営者予想の特性に関する研究のサーベイを、米国における研究と日本における研究とに分けてサーベイを行っている。

表1 経営者予想の資本市場における有用性を検証している研究

パネル A：米国における研究			
論文	サンプル	特徴	主要な発見事項
Foster (1973)	1968-1970 年 68 個	経営者予想の情報内容を週次で調査, 会計期末後の経営者予想を使用	会計期末後に公表される年次 EPS 経営者予想に対して市場の株価と取引高は有意に反応している。
Patell (1976)	1963-1967 年 336 個	経営者予想の情報内容を週次で調査, 長期の経営者予想を使用	第 3 四半期までに公表される年次 EPS 経営者予想に対して株価は有意に反応している。
Jaggi (1978a)	1971-1974 年 144 個	経営者予想の情報内容を日次で調査	会計期末の 8 ヶ月前までに公表される年次 EPS 経営者予想に対して株価は有意に反応している。
Nichols and Tsay (1979)	1968-1973 年 83 個	経営者予想の情報内容を週次で調査, 他のニュースが同時公表されている経営者予想を除去	会計期末の 6 ヶ月前までに公表され, なおかつ他のニュースを伴っていない年次 EPS 経営者予想に対して株価は有意に反応している。
Nichols <i>et al.</i> (1979)	1971-1973 年 74 個	経営者予想の情報内容を週次で調査, 出来高を調査	会計期末の 9 ヶ月前までに公表され, なおかつ他のニュースを伴っていない年次 EPS 経営者予想に対して出来高は有意に増加している。
Ajinkya and Gift (1984)	1970-1977 年 259 個	経営者予想の情報内容を月次で調査, 経営者予想の期待外部分算定にアナリスト予想を使用, 市場期待調整仮説を検証	市場の事前の期待にアナリスト予想を用いて経営者予想を Good News と Bad News に分類すると, 株価は Good News には正に Bad News には負に正しく反応している。
Waymire (1984)	1969-1973 年 479 個	経営者予想の情報内容を日次で調査, 経営者予想の期待外部分算定にアナリスト予想を使用	株価は Good News には正に Bad News には負に反応しており, さらにその News が大きいほどより大きく反応している。
Pownall and Waymire (1989)	1969-1973 年 経営者予想 313 個, 年次利益 524 個	経営者予想利益と年次利益の情報内容の大きさを比較, 日次で調査, 期待外部分算定にアナリスト予想を使用	市場は監査を受けている年次利益情報の公表よりも, 監査を受けていない経営者予想情報により大きく反応している。

パネルB：日本における研究

論文	サンプル	特徴	主要な発見事項
Darrrough and Harris (1991)	1979-1987年 1,300個	経営者予想利益と年次利益の情報内容を単体と連結について日次で調査	経営者予想利益については単体と連結の両方で株価は正しく反応している。年次利益については単体には株価は正しく反応しているが連結には反応が一様でない。
後藤・桜井 (1993a)	1977-1991年 8,424個	経営者予想利益と年次利益の情報内容を年次リターンを用いて調査	経営者予想利益と年次利益は互いに他方を所与としても株価変動に対して追加的な説明能力を有している。
Conroy <i>et al.</i> (1998)	1985-1993年 5,928個	経営者予想利益と年次利益の情報内容を日次で調査, 期待外部分算定にアナリスト予想を使用	経営者予想利益に対する株価の反応は年次利益に対する反応よりも顕著に大きい。
桜井・後藤 (1992)	1989-1990年 619個	業績予想修正の情報内容を日次で調査	業績予想修正公表日に株価は大きく反応している。
後藤・桜井 (1993b)	1989-1992年 994個	業績予想修正の情報内容を日次で調査, 修正内容を加味	株価は業績予想修正公表日に, 上方改訂には正に下方改訂には負に正しく反応している。
河 (1994)	1989-1992年 1,945個	業績予想修正の情報内容を日次で調査, 東証二部企業もサンプルに加味	株価は業績予想修正公表日に大きく反応しており, また上方修正には正に下方修正には負に正しく反応している。
河 (1998)	1989-1993年 2,769個	業績予想修正の情報内容を日次で調査, 出来高, 上場部別等の反応の相違を調査	株価および出来高は業績予想修正公表日に大きく反応しており, またその反応は東証一部企業よりも二部企業の方が大きい。
音川 (2000)	1995-1997年 3,642個	業績予想修正の情報内容を日次で調査, 東証上場企業と店頭登録企業の反応の相違を調査	株価は業績予想修正公表日に大きく反応しており, またその反応は東証上場企業よりも店頭登録企業の方が大きい。
太田 (2002)	1979-1999年 27,939個	経営者予想利益の価値関連性を Ohlson (2001) 企業評価モデルを用いて調査	株主資本簿価, 当期利益, 経営者予想利益の三変数の中で経営者予想利益の価値関連性が最も高く, 当期利益は経営者予想利益の存在する下ではほとんど価値関連性を持たない。

4.1 米国における研究

経営者予想利益の特性に関する研究は、米国では1970年代初期から行われており、当初は、経営者予想利益が実際利益と比較して楽観的（optimistic）か悲観的（pessimistic）かというような比較的単純なものであった。しかしながらその後の研究では、そのような予想誤差の決定要因として、マクロ経済的影響、財務的困窮、産業、企業規模など様々な要因が存在することが報告されている。そこで以下では、各要因別に先行研究をまとめている。

マクロ経済的影響

経営者予想のバイアスに関する研究では、検証期間によって異なる結果が得られている。1960年代から1970年代初期に公表された経営者予想を用いる研究では、経営者予想利益は実際利益と比べて楽観的であるという結果が報告されている（McDonald 1973, Basi *et al.* 1976, Penman 1980, Ajinkaya and Gift 1984）。しかしながら、1970年代後期から1980年代初期の経営者予想データを用いる研究では、経営者予想利益の楽観性は検出されていない（McNichols 1989, King *et al.* 1990, Frankel *et al.* 1995）。さらに最近の研究では、Bamber and Cheon (1998) は1981–1991年の期間、Irani (2000) は1990–1995年の期間における経営者予想をサンプルとして検証し、経営者予想利益の楽観性を見出している。

このように、経営者の公表する予想利益が、実際利益と比較して楽観的であるか悲観的であるかという調査の結果は、その検証期間によって異なっている（Coller and Yohn 1998）。その理由としては、予想が公表された時点のマクロ経済的影響を受けていることが考えられる。つまり、景気が拡大しているときに公表された経営者予想は悲観的であり、逆に景気が衰退しているときの経営者予想は楽観的になっているのである（Gray 1974, Penman 1980, Porter 1982, McNichols 1989)¹⁰。

財務的困窮

米国における研究では、財政状態が悪化している企業の経営者は、過度に楽観的な予想利益を公表するという証拠が報告されている。例えばFrost (1997)

は、「限定意見監査報告書」(modified audit reports)を受け取った81の英国企業をサンプルとして調査を行い、財政状態が悪化している企業の経営者は、企業の将来業績の見込みについて、実際の財務結果と較べて過度に楽観的な開示を行っているという証拠を提示している。また Koch (2002) では、財政状態の悪化した企業の公表する予想利益は、そうでない企業の予想利益よりも過度に楽観的であり、またそれらはアナリストに信用性の低い情報であるとみなされていると報告している。さらに、先の二つの研究が単変量分析を行っているのに対して、Irani (2000) は多変量分析を行い、関連する他の要因をコントロールした後も、経営者予想利益の楽観度と財務的困窮の度合いの間には正の相関があるとしている。その他にも、Betker *et al.* (1999) では、日本の民事再生法に相当する、米連邦破産法第11章を申請した企業の「破産情報開示書」(Bankruptcy Disclosure Statement)に含まれる将来財務予想の数字には、企業の再建に有利な運びとなるように楽観的なバイアスが存在すると報告している。

その他の要因

米国の先行研究では、経営者の公表する予想利益誤差の決定要因として、先のマクロ経済的影響、財務的困窮といった要因の他に、産業、市場、企業規模、外部資金調達など様々な要因が検証されている。

最初に、企業の属する産業と予想誤差の関連を調査しているのが、McDonald (1973), Basi *et al.* (1976), Jaggi (1978b), Porter (1982) などである。これらの研究では、電力・ガス業といった規制産業に属する公益企業とそれ以外の非公益企業の公表する経営者予想利益の誤差を検証し、公益企業の経営者予想は、非公益企業の経営者予想と比較して、精度が高くまた悲観的で

10) McNichols (1989) では、1979-1983年の期間に公表された経営者予想データを用いて経営者予想利益の予想誤差を検証し、経営者予想が楽観的とは言えないという結論を導いている。ただし、1982年に公表された経営者予想に関しては、統計的に有意な楽観性を見出している。米国経済は1982年に、実質GDP成長率で-2.0%という過去半世紀で最低の成長率を記録しており、McNicholsは、それが予想の楽観性に結び付いたものと解釈している。

あるという結果を報告している。この結果は、公益企業の利益変動が小さく予想が容易であることに起因しているとも解釈できるが、それ以外にも、規制産業に属する企業の経営者には過度に儲けていると思われるのを避ける動機があるとする、Watts and Zimmerman (1986) の実証的会計理論 (Positive Accounting Theory) の考えとも整合している。

次に、企業の属する市場および企業規模と予想誤差の関連を調査しているのが、Basi *et al.* (1976), Jaggi (1980), Choi and Ziebart (2000) などである。Basi *et al.* (1976) は、ニューヨーク証券取引所 (NYSE) に上場している企業と、アメリカ証券取引所 (AMEX) に上場している企業の公表する経営者予想利益を比較し、NYSE 企業の予想利益は AMEX 企業の予想利益よりも精度が高くまた悲観的であると報告している¹¹⁾。また、AMEX 企業は NYSE 企業よりも若くて小さい企業が多いので、Basi *et al.* (1976) の結果は、企業規模に関しても当てはまると推測される。Jaggi (1980) では、大企業の公表する経営者予想と小企業の公表する経営者予想の精度を比較し、大企業の経営者予想の精度は小企業よりも高いという弱い証拠を、Choi and Ziebart (2000) では、大企業の経営者予想が悲観的であるという証拠をそれぞれ示している。

その他にも、利益成長率が産業平均を上回る企業は、その競争力を保持するために、他社の参入を避けようと悲観的な予想を公表する (Irani 2000)、赤字企業の公表する予想は楽観的である (Choi and Ziebart 2000)、市場が予想の真偽を見抜くことが困難である企業ほど楽観的な経営者予想を公表する (Rogers and Stocken 2005) などといった要因が報告されている。

最後に、Frankel *et al.* (1995) は、資本市場で資金調達を行う企業の経営者予想には、資金調達が有利にするために楽観的なバイアスがあるという仮説を立て、それらの企業の経営者予想のバイアスを検証している。しかしながら、その経営者予想には統計的に有意なバイアスは観察されず、彼らは、資本市場で資金調達を行う企業の経営者は、楽観的な予想を公表することから生じる企

11) アメリカ証券取引所は、1998年にNASDAQに吸収合併されている

業の潜在的な法的責任と、企業の評判を傷つけることに対する潜在的な損失をより強く意識しており、それが楽観的な予想を公表する抑制となっていると結論付けている。なお Irani (2000) も、Frankel *et al.* (1995) と同様に、資本市場で資金調達を行う企業の経営者予想のバイアスを検証しているが、やはりその予想に楽観的なバイアスを発見できていない。

4.2 日本における研究

マクロ経済的影響

日本における経営者予想の特性を検証する研究は、米国と比べると非常に数が少ない。最初に、日本の経営者が公表する予想利益は、実際利益と比較して楽観的か悲観的かという点については、わが国においても米国同様、検証期間によって異なる結果が得られている。石塚 (1987) は、1974–1978 年の間に公表された経営者予想の誤差を調査し、予想利益は楽観的であるという証拠を示している。一方、國村 (1984) は、1977–1982 年の間に公表された経営者予想の誤差を調査し、予想利益は平均値で見ると楽観的であるが、これは一部の異常値の影響によるもので、異常値の影響を除いたり中央値で見ると、予想利益はやや悲観的であると報告している。同様に、香村 (1987) は 1975–1984 年、城下 (1984) は 1980–1982 年、高橋 (1990) は 1988–1989 年の間に公表された経営者予想の誤差を調査し、予想利益は悲観的であるとしている。しかしながら、後藤 (1997) では、1978–1992 年の間に公表された経営者予想を用いて、予想利益は楽観的であるとしている。

このように、わが国においても、経営者予想利益のバイアスについては、検証期間によって異なる結果が得られており、その理由としては、予想公表時点におけるマクロ経済的影響が考えられる。Ota (2006) はこれらの結果を受けて、1979–1999 の間に公表された各年度の経営者予想誤差平均値と実質 GDP 成長率との相関を調査し、両者の間には高い正の相関 ($r = 0.863$) があるという証拠を示している。Ota (2006) の結果は、経営者予想は景気の上向きな時期には悲観的になり、逆に景気が下降している時期には楽観的になるという

ことを意味しており、これは経営者が次期のマクロ経済的状况を正確に予測することができず、利益予想を現在の経済状况に基づいて行っていることを示唆するものといえる。

財務的困窮

財務的困窮が経営者予想に与える影響については、Ota (2006) が、Ohlson (1980) 倒産確率モデルを用いて企業の財務的困窮度を測定し、経営者予想の楽観度と財務的困窮度の間には正の相関があるという結果を示している。

また須田・太田 (2004) では、企業の財務的困窮の最も端的な事例である倒産企業 101 社をサンプルに用いて、その予想の特性を調査している。そして、倒産企業の公表する経営者予想は、コントロール企業 (非倒産企業) の経営者予想と比べて過度に楽観的であり、その楽観度は財務的困窮度が高まる倒産期が近づくに連れて更に増加するという証拠を示している。さらに太田 (2006) では、倒産企業 123 社が公表する、本・中間決算時の経営者予想および期中に随時公表する業績修正予想を収集し、経営者予想の楽観度は期首から期末に向けて小さくなるものの、最も期末に近い予想でも以前有意に楽観的であると報告している。

その他の要因

わが国における研究では、経営者予想誤差に影響を与えるその他の要因として、企業の所属産業などが調査されている。國村 (1984) は、サンプルを建設業、製造業、第三次産業の三つに分類してその予想誤差を調査し、建設業や第三次産業の予想誤差は製造業の予想誤差よりも小さく、またそのバラつきも小さいという結果を示している。そしてそれは、建設業が受注産業であることや第三次産業の業績は景気変動に緩やかに反応することによるものと解釈している。また森・関 (1997) でも、製造業のサンプルを六業種に細分し、同じ製造業でも業種によって予想利益の精度やバイアスが異なるという結果を報告している。

一方、Ota (2006) では、Watts and Zimmerman (1986) の実証会計理論 (Positive Accounting Theory) に基づいて、規制産業の経営者には過度に儲かっている予想を公表することを回避するインセンティブがあるという仮説を

立て検証している。Ota は、金融業を除く一般事業会社 29 業種の予想誤差を調査し、規制産業である電気・ガス業と通信業の 2 業種の経営者予想が最も悲観的であることを発見している。

またそれ以外の要因についても、Ota (2006) において、企業規模、上場市場、外部資金調達、成長性、過去の経営者予想誤差、赤字、経営者配当予想などが検証されている。その結果は、(1)小企業および店頭企業の経営者予想は楽観的である、(2)新株発行による資金調達を行っている企業や成長企業の経営者予想は悲観的である、(3)赤字企業の経営者予想は楽観的である、(4)過去の経営者予想が悲観的（楽観的）であった企業は当期の経営者予想においても悲観的（楽観的）である、(5)増配予想である企業の経営者予想利益は悲観的である、というものである。

4.3 本節の要約と今後の課題

本節では、経営者の公表する予想利益の精度やバイアスといった、経営者予想の特性に関する日米の研究のサーベイを行っている。米国においては、経営者予想情報の特性に関する研究は、資本市場における有用性を示す研究とほぼ並行して始められ、予想誤差に影響を与える数多くの決定要因が調査されている。そして、経営者予想はマクロ経済的影響を受けている、財務的困窮企業の公表する予想は楽観的である、公益企業の公表する予想は悲観的である、大企業の経営者予想は悲観的である、といった様々な発見事項が報告されている。

一方、わが国においても、米国の先行研究に基づいて経営者予想誤差に影響を与える様々な要因が調査され、米国同様の結果が報告されている。しかしながら、企業の所有構造やガバナンスといった、わが国企業固有の特性が経営者予想に与える影響については未だ検証が行われていない。今後は、米国の先行研究のみならず、日本企業固有の特性を考慮して、わが国の経営者予想の特性を解明していく必要があるであろう。

最後に、表 2 パネル A とパネル B は、それぞれ米国と日本において、経営者予想の特性を検証している主要な論文の概要をまとめたものである。

表2 経営者予想の特性に関する研究

パネル A：米国における研究			
論文	サンプル	特徴	主要な発見事項
McDonald (1973)	1966-1970年 201個	経営者予想誤差を業種別に分析	公益企業の経営者予想は他の産業の予想よりも予想誤差が小さい。
Basi <i>et al.</i> (1976)	1970-1971年 88個	公益企業と非公益企業、NYSE企業とAMEX企業の経営者予想誤差や精度を比較	公益企業の経営者予想は非公益企業の予想よりも精度が高く、NYSE企業の経営者予想はAMEX企業の予想よりも精度が高い。
Porter (1982)	1972-1974年 325個	利益の分散、業種、マクロ経済的影響という要因が経営者予想の精度に与える影響を調査	利益の分散が小さいほど経営者予想の精度は高くなる。公益企業の経営者予想は製造業の予想よりも精度が高い。経営者予想公表時の経済状況は予想精度に影響を与えている。
Frost (1997)	1982-1990年 81個 (英国企業)	財務的困窮企業の経営者予想の特性を調査	「修正監査報告書」を受けた企業の財政状態はそのコントロール企業よりも有意に悪化しており、それらの企業が公表する将来業績予想は過度に楽観的である。
Irani (2000)	1990-1995年 242個	異常利益成長率や財務的困窮などの要因が経営者予想誤差に与える影響を調査	利益成長率が産業平均を上回る企業の経営者予想は悲観的であり、財務的に困窮している企業の経営者予想は楽観的である。
Choi and Ziebart (2000)	1993-1998年 1,147個	予想期間、Good/Bad News、規模、赤字、簿価時価比率といった要因が経営者予想誤差に与える影響を調査	経営者の長期予想は楽観的で短期予想は悲観的である。経営者予想がアナリスト予想を上回るGood Newsは楽観的でその反対のBad Newsは悲観的である。赤字企業の経営者予想は楽観的で成長企業の経営者予想は悲観的である。
Rogers and Stocken (2005)	1996-2000年 925個	訴訟環境、インサイダー取引、財務的困窮、市場の競合度といった要因に市場の予想の真偽を見抜く能力という要因を加味	市場が予想の真偽を見抜くことが困難である企業ほど楽観的な経営者予想を公表する。

パネル B：日本における研究

論文	サンプル	特徴	主要な発見事項
國村 (1984)	1982 年 415 個	経営者予想誤差を業種別に分析	製造業の経営者予想は建設業と第三次産業の予想と比べて予想誤差平均が若干大きくバラつきはかなり大きい。
森・関 (1997)	1994 年 107 個	製造業を六業種に細分して経営者予想誤差と精度を調査	同じ製造業でも業種によって経営者予想誤差や予想精度に差がある。
須田・太田 (2004)	1980-2002 年 473 個 (倒産企業)	倒産企業の経営者予想の特性ををコントロール企業と比較	倒産企業の公表する経営者予想は、コントロール企業の経営者予想と較べて楽観的であり、その楽観度は倒産期が近づくに連れて更に増加する。
Ota (2006)	1979-1999 年 28,593 個	マクロ経済的影響、業種、規模、上場市場、財務的困窮、赤字、外部資金調達など計 10 個の要因が経営者予想誤差に与える影響を調査	年次経営者予想誤差平均値は年次 GDP 成長率と高い相関がある。規制産業に属する企業は悲観的な予想を公表する。小企業および店頭企業の予想は楽観的である。財務的困窮企業および赤字企業の予想は楽観的である等々。
太田 (2006)	1991-2004 年 2,104 個 (倒産企業)	本・中間決算時の経営者予想および業績修正予想も含めてその特性を分析	倒産企業の公表する経営者予想の楽観度は期首から期末に向けて小さくなるが、最も期末に近い予想でも以前有意に楽観的である。

5. 経営者予想と他の予想の比較

市場において利用可能な利益予想は経営者予想だけではなく、それ以外にも、過去の実際利益になんらかの時系列モデルを用いることによって推定される予想や、アナリストが公表する予想などが存在する。本節では、経営者予想を、時系列モデルによる予想やアナリスト予想といった他の予想と比較してい

る研究のサーベイを行っている。なお、前節同様に本節においても、米国における研究と日本における研究とを分けてサーベイを行っている。

5.1 米国における研究

経営者予想と時系列モデルによる予想の比較

経営者の公表する予想利益と時系列モデルによる予想利益の精度を比較する研究では、相違する結果が報告されている。Green and Segall (1967) は、経営者予想利益とナীবな時系列モデルによる予想利益を比較し、経営者予想よりも時系列モデルによる予想の方が正確であると報告している。しかしながら、Green and Segall の研究は、そのメソドロジーやサンプル選択について批判を浴び (Brown and Niederhoffer 1968), Copeland and Marioni (1972) では Green and Segall の研究をレプリケートし、経営者予想はナীবな時系列モデルによる予想よりも正確であるという証拠を示している。またこれと同様の結果が、Ruland (1978) においても示されている。一方、Lorek *et al.* (1976) は、経営者予想を Box-Jenkins モデルによる予想と比較し、経営者予想よりも Box-Jenkins モデルによる予想の方が正確であると報告している。さらに、Nichols and Groomer (1979) は、経営者予想を、Copeland and Marioni (1972) で用いられているナীবな時系列モデルによる予想および Elton and Gruber (1972) で用いられている高度な指数平滑モデルによる予想と比較し、経営者予想と Copeland and Marioni モデルについては年度によって異なる結果を、経営者予想と Elton and Gruber モデルとでは、Elton and Gruber モデルの方が統計的に有意に精度が高いという証拠を提示している。

このように、経営者予想と時系列モデルによる予想とでは、予想に用いられる時系列モデル、検証期間、サンプル数などによって得られる結果が異なっている。しかしながら、全体的傾向としては、ナীবな時系列モデルを用いた場合には経営者予想の方が精度が高いが、高度な時系列モデルを用いた場合には、時系列モデルの予想の方が経営者予想よりも精度が高いといえる。これらの研究の後、経営者予想と時系列モデル予想の精度比較の研究はあまり行われ

ていないが、アナリスト予想と時系列モデル予想の精度比較の研究は引き続いて行われ、その優劣についてもやはり曖昧な結果が報告されている (Brown *et al.* 1987, O'Brien 1988)。そして、明確な結論が出ていないにも拘らず、最近の研究では、市場の期待利益としては、時系列モデルによる予想よりもアナリスト予想を用いる方が適切であると暗黙裡にみなされており、時系列モデルによる予想に関する研究は、現在では衰退している (Kothari 2001)。

経営者予想とアナリスト予想の比較

経営者の公表する予想利益とアナリスト予想利益の精度を比較する研究についても、初期の研究では異なる結果が得られている。Basi *et al.* (1976) と Imhoff (1978) は、経営者予想とその公表前のアナリスト予想との精度を比較し、経営者予想はその公表前のアナリスト予想よりも若干正確ではあるが、その差は統計的に有意でないという証拠を示している。Ruland (1978) も、経営者予想とその公表前後のアナリスト予想との精度を比較し、経営者予想はその公表前後両方のアナリスト予想よりも精度が高いが、その差は共に統計的に有意ではないと報告している。また Imhoff and Paré (1982) においても、経営者予想をその公表日に最も近い時期に出されているアナリスト予想と比較しているが、やはり両者の精度に有意な差を見出せていない。

このように、初期の研究においては、経営者予想とアナリスト予想の精度に統計的に有意な差は観察されず、両者の予想に優劣はないとする結果が数多く報告されている。それに対して、Jaggi (1980) と Waymire (1986) は、経営者予想とその公表前後のアナリスト予想との精度を比較し、経営者予想とその公表前のアナリスト予想では経営者予想の方が統計的に有意に精度が高いという証拠を示している。そしてその理由について、Waymire (1986) は、過去の研究のサンプル数の少なさが原因であると説明している。また、Jaggi (1980) と Waymire (1986) では、経営者予想とその公表前のアナリスト予想の間には有意な差を検出しているが、公表後のアナリスト予想の間には有意な差を検出できていない。Hassell and Jennings (1986) はこの点を取り上げ、アナリスト予想と経営者予想が公表される時点の差を詳細にコントロールして、

両者の予想精度を比較している。そして、経営者予想は、その公表前のアナリスト予想よりも統計的に有意に精度が高く、公表後でも4週間目までに出されたアナリスト予想とでは、依然経営者予想の方が有意に精度が高い。しかしながら、経営者予想公表後9週目以降に出されたアナリスト予想とでは、経営者予想よりもアナリスト予想の方が有意に精度が高いという証拠を示している。さらに、Gift and Yohn (1997) では、経営者予想公表後に修正されたアナリスト予想だけを用いて、経営者予想公表後の2週間目にはアナリスト予想の方が正確であると報告している。

以上、経営者予想とアナリスト予想の精度を比較する研究では、初期の研究においては両者の予想精度について明確な結論が得られていない。しかしながらその後の研究によって、現在では、経営者予想はその公表前や公表時点のアナリスト予想よりも精度が高く、公表後ある一定の期間を経過すると、アナリスト予想の精度が経営者予想の精度を上回ると一般に理解されている (Coller and Yohn 1998)。

5.2 日本における研究

日本においては、経営者予想と他の予想の比較を行っている研究はあまり多くない。経営者予想と時系列モデルによる予想を比較する研究としては、香村 (1987) が、上場企業 100 社の 1975-1984 年の間に公表された経営者予想を用いて、その予想誤差を、当期の実際利益を次期予想利益とするランダム・ウォーク予想や他のナイーブな時系列モデルによる予想と比較し、経営者予想の誤差が有意に最も小さいという証拠を示している。

一方、経営者予想とアナリスト予想を比較する研究としては、國村 (1980) が、3月決算の東証上場企業で1977-1979年に公表された405個の経営者予想利益をサンプルとして、その精度を、ランダム・ウォーク予想および『週刊東洋経済』6月号と『会社四季報』9月号に掲載されているアナリスト予想と比較している。そして、経営者予想は、ランダム・ウォーク予想よりも統計的に有意に精度が高いが、経営者予想公表直後の6月アナリスト予想とでは精度

に差は見られず、9月アナリスト予想と比較すると精度が劣るという結果を報告している。次に、國村（1984）では、3月決算の東・大・名証一部上場会社で1982年に公表された421個の経営者予想利益について、その精度を、ランダム・ウォーク予想、『会社四季報』の6月アナリスト予想、9月アナリスト予想、12月アナリスト予想、そして翌年3月のアナリスト予想の、計5つの予想利益と比較している。そして、予想精度は、ランダム・ウォーク予想、経営者予想、6月アナリスト予想、9月アナリスト予想、12月アナリスト予想、翌年3月アナリスト予想と期末に近づくに連れて高くなり、とりわけ、12月アナリスト予想と翌年3月アナリスト予想は他の予想よりも顕著に精度が高いと報告している。そしてその理由として、9月と12月の間に中間決算があるからであろうとしている。また、経営者予想と6月アナリスト予想では予想精度にほとんど差が見られないと報告している。この経営者予想と『会社四季報』の6月アナリスト予想との近似は、大量サンプルを用いた太田（2002）においても示されている。太田（2002）は、3月決算の全上場および店頭登録企業で1979-1999年に公表された27,939個の経営者予想利益を6月アナリスト予想と比較し、実にその81.5%が同一であると報告している。

その他にも、太田（2005）では、3月決算企業で1987-1999年の間に公表された17,116個の経営者予想利益の精度を、その直後に公表された二種類のアナリスト予想と比較している。二種類のアナリスト予想とは、一つが米国における研究で通常用いられる、アナリスト予想の平均であるI/B/E/Sコンセンサス予想で、もう一つが『会社四季報』6月号のアナリスト予想である。そして、I/B/E/S予想は四季報予想や経営者予想よりも精度が劣り、四季報予想と経営者予想では精度に大差は見られないと報告している。またこの結果は、サンプルを年度別、業種別、I/B/E/Sアナリスト人数別、規模別などで分割しても大きく変化しないことを示している。

最後に、太田（2006）は、倒産企業123社が期中に公表した全ての経営者予想を収集し、その予想誤差を経営者予想公表前後の『会社四季報』のアナリスト予想と比較している。そして、経営者予想はその公表前のアナリスト予想よ

りは有意に誤差が小さいが、公表後のアナリスト予想よりは有意に誤差が大きいという結果を示している。

5.3 本節の要約と今後の課題

本節では、経営者予想と他の予想の比較を行っている日米の研究をサーベイしている。市場において利用可能な利益予想には、経営者予想の他にも、時系列モデルによる予想やアナリスト予想などがある。米国における初期の研究では、経営者予想と時系列モデル予想およびアナリスト予想の精度を比較し、両者の優劣について異なる結果が報告されている。経営者予想と時系列モデルの比較については、その後の研究でも明確な結論が得られていないが、ナイーブな時系列モデルによる予想よりは、経営者予想の方が精度が高いという結果が報告されている。一方、経営者予想とアナリスト予想の比較については、その後の研究で、経営者予想は、その公表前や公表時点のアナリスト予想よりも精度が高いが、公表後ある一定の期間を経過すると、アナリスト予想の方が精度が高くなるという証拠が示されている。これは、経営者が新たに公表した予測情報が、アナリストがそれまで抱いていた予想に影響を与え、結果として、アナリストが自らの予想を改訂していることを示すものと考えられる。

一方、わが国においては、経営者予想を他の予想と比較する研究は未だ非常に少ないが、経営者予想を時系列モデルと比較する研究については、経営者予想はナイーブな時系列モデルによる予想よりは精度が高いという結果が報告されている。また経営者予想とアナリスト予想の比較については、経営者予想はその公表直後に出版される『会社四季報』のアナリスト予想と非常に精度が近く、その後に出されるアナリスト予想よりは精度が劣るという結果が報告されている。しかしながらこれらの研究では、経営者予想公表前後のアナリスト予想を調査しているわけではないので、経営者予想がアナリスト予想に与える影響は必ずしも明確ではない。太田（2006）では、経営者予想公表前後のアナリスト予想を調査し経営者予想がアナリスト予想に影響を与えているという結果を示してはいるが、サンプルが倒産企業に限定されているのでこの結果を一般

表3 経営者予想と他の予想を比較する研究

パネル A：米国における研究			
論文	サンプル	特徴	主要な発見事項
Copeland and Marioni (1972)	1968年 50個	経営者予想の精度を六つのナイーブな時系列モデルによる予想と比較	経営者予想はナイーブな時系列モデルによる予想よりも精度が高い。
Lorek <i>et al.</i> (1976)	1966-1970年 40個	経営者予想の誤差を高度な時系列モデルによる予想と比較	経営者予想は Box-Jenkins モデルによる予想よりも有意に誤差が大きい。
Basi <i>et al.</i> (1976)	1970-1971年 88個	経営者予想の精度や誤差などをその公表前のアナリスト予想と比較	経営者予想はその公表前のアナリスト予想よりも精度や誤差などの点で優れているがその差は有意ではない。
Ruland (1978)	1969-1973年 65個	経営者予想の精度をナイーブな時系列モデルによる予想および経営者予想公表前後のアナリスト予想と比較	経営者予想はナイーブな時系列モデルによる予想よりも有意に精度が高い。経営者予想はその公表前後のアナリスト予想よりも精度が高いがその差は有意ではない。
Imhoff (1978)	1971-1974年 95個	経営者予想の精度と誤差をその公表前のアナリスト予想と比較	経営者予想はその公表前のアナリスト予想よりも精度と誤差の点で若干優れているがその差は有意ではない。
Nichols and Groomer (1979)	1968-1970年 87個	経営者予想の精度や誤差などをナイーブな時系列モデルおよび高度な時系列モデルによる予想と比較	経営者予想とナイーブな時系列モデルによる予想では年度により結果が異なる。経営者予想は指数平滑モデルによる予想よりも精度や誤差などの点で有意に劣っている。
Jaggi (1980)	1971-1974年 156個	経営者予想の精度をその公表前後のアナリスト予想と比較、業種や規模の影響も調査	経営者予想はその公表前のアナリスト予想よりも有意に精度が高いが、公表後のアナリスト予想とでは精度に有意な差はない。業種や規模は両予想の精度差に影響を与えない。
Waymire (1986)	1970-1973年 334個	経営者予想の精度をその公表前後のアナリスト予想と比較	経営者予想はその公表前のアナリスト予想よりも有意に精度が高いが、公表後のアナリスト予想とでは精度に有意な差はない。過去の研究のサンプル数の少なさを指摘している。
Hassell and Jennings (1986)	1979-1982年 124個	経営者予想の精度をその公表前後のアナリスト予想と比較、アナリスト予想の公表時期を詳細にコントロール、アナリストの人数の影響も調査	経営者予想はその公表前および公表後4週間までのアナリスト予想よりも有意に精度が高く、公表後9週間以降のアナリスト予想よりも有意に精度が低い。多くのアナリストがフォローしている企業ではアナリスト予想の優位が経営者予想公表後早い時期に生じる。

パネル B：日本における研究			
論文	サンプル	特徴	主要な発見事項
國村 (1980)	1977-1979 年 405 個	経営者予想の精度をナイーブな時系列モデルによる予想および経営者予想公表後のアナリスト予想と比較	経営者予想はランダム・ウォークモデルによる予想よりも有意に精度が高く、予想公表直後のアナリスト予想（週刊東洋経済6月号）とは精度に差が見られず、公表3ヶ月後のアナリスト予想（四季報9月号）よりも有意に精度が低い。
國村 (1984)	1982 年 421 個	経営者予想の精度をナイーブな時系列モデルによる予想および経営者予想公表後のアナリスト予想と比較	経営者予想はランダム・ウォークモデルによる予想よりも有意に精度が高く、予想公表直後の四季報6月号とは精度に差がない。その後の四季報9月号、12月号、翌年3月号よりは有意に精度が低い。
香村 (1987)	1975-1984 年 1,000 個	経営者予想の誤差をナイーブな時系列モデルによる予想と比較	経営者予想はナイーブな時系列モデルによる予想よりも誤差が有意に小さい。
太田 (2002)	1979-1999 年 27,939 個	経営者予想の誤差をその公表後のアナリスト予想と比較	経営者予想とその公表直後のアナリスト予想（四季報6月号）とでは81.5%が同一である。
太田 (2005)	1987-1999 年 17,116 個	経営者予想の精度をその公表後の I/B/E/S コンセンサス予想と四季報予想という二種類のアナリスト予想と比較	経営者予想は四季報予想と精度に大差が無い。I/B/E/S 予想は経営者予想や四季報予想よりも精度が低い。サンプルを年度別、業種別、アナリスト人数別、規模別などで分割しても結果は同じである。
太田 (2006)	1991-2004 年 2,104 個 (倒産企業)	経営者予想の誤差をその前後に公表されたアナリスト予想と比較	経営者予想はその公表前のアナリスト予想よりも有意に誤差が小さいが、公表後のアナリスト予想よりは有意に誤差が大きい。

化することは出来ない。今後はもっと拡大されたサンプルを用いて、経営者予想がアナリスト予想に与える影響を検証する必要があるであろう。

最後に、表3パネルAとパネルBは、それぞれ米国と日本において、経営者予想と他の予想を比較している主要な論文の概要をまとめたものである。

6. おわりに

本論文は、経営者予想に関する日米の研究のサーベイを行い、わが国における経営者予想研究の今後の課題を明らかにしている。なお、経営者予想に関する研究は多岐に亘っており、本論文ではサーベイを行うに際して、「経営者予想の資本市場における有用性」、「経営者予想の特性」、「経営者予想と他の予想の比較」、の三点を中心に検討を行っている。

第一に、「経営者予想の資本市場における有用性」については、日米のイベント・スタディ型の研究からは、経営者予想情報の公表に市場が反応している証拠が、日本の価値関連性型の研究からは、経営者予想利益が企業価値と強い関連性を持っている証拠が提示されている。第二に、「経営者予想の特性」に関する研究では、経営者予想誤差に影響を与える数多くの決定要因が日米で調査されており、経営者予想はマクロ経済的影響を受けている、財務的困窮企業の公表する予想は楽観的である、公益企業の公表する予想は悲観的である、大企業の経営者予想は悲観的である、といった様々な発見事項が両国の研究で報告されている。第三に、「経営者予想と他の予想の比較」に関する研究では、経営者予想はナイーブな時系列モデルより精度が高く、また経営者予想はアナリスト予想に大きな影響を与えていることを示唆する結果が日米両国で報告されている。

以上、経営者予想に関する研究では、現在のところ日米間の研究水準にそれ程大きな隔たりはみられず、また実証結果も比較的類似した結果が報告されている。これは今まで日本の研究者が、主に先行する米国の研究に依拠した研究を行ったきたことに因るものと考えられる。しかしながら日米間では、企業の所有構造やガバナンスなどの企業特性が異なっており、経営者予想の公表についても、わが国では事実上の制度開示であるのに対し、米国では自発開示である。今後は、米国の先行研究のみならず、日本企業固有の特性や制度上の特徴を考慮して、わが国の経営者予想の特性やアナリスト予想に与える影響を解明

していく必要があるであろう。

最後に、米国では企業の業績予想情報などを一部のアナリストのみに発表するといった慣行が古くから存在していたが、アメリカ証券取引委員会（SEC）はこれを選択的情報開示によるインサイダー取引につながりかねないとし、そのような情報を広く一般に公表することを定めた公平開示規則（Regulation Fair Disclosure）を2000年10月に施行した。それに伴って、2001年には経営者予想の公表数が前年の二倍に増加しており、経営者予想の重要性は近年高まっている（McCarthy 2003）。一方、わが国では、他国に先駆けて経営者予想開示制度が古くから確立されており、企業が公表する予測情報に関しては、その頻度や量において、米国のみならず他の諸外国を圧倒している¹²⁾。今後、この豊富な情報量を上手く生かせるリサーチ・デザインを構築できれば、他国に先んずる研究も可能であり、またその研究結果は他国にも貴重な示唆を与え得るものと考えられる。

引用文献

- 石川博行 [2001] 「利益の時系列特性と配当に対する市場の評価」『会計』第160巻第6号, 854-869頁。
- 石川博行 [2002] 「企業価値評価における配当の役割 (2)」大阪市立大学経営学会『経営研究』第52巻第4号, 125-154頁。
- 石塚博司 [1987] 『実証会計情報と株価』同文館。
- 薄井彰 [1999] 「クリーンサープラス会計と企業の市場評価モデル」『会計』第155巻第3号, 394-409頁。
- 太田浩司 [2002] 「経営者予想利益の価値関連性およびアナリスト予想利益に与える影響」『証券アナリストジャーナル』第40巻第3号, 85-109頁。
- 太田浩司 [2005] 「予想利益の精度と価値関連性 - I/B/E/S, 四季報, 経営者予想の比較 -」, 『現代ファイナンス』第18号, 141-159頁。

12) 各国の予測情報開示の現状については、古賀（1995）を参照されたい

- 太田浩司 [2006] 「倒産企業の公表する経営者予想の特性とアナリストの反応」, Working Paper, 武蔵大学。
- 音川和久 [2000] 「店頭登録企業の業績予想修正に対する株価反応」『財務公開制度論の新展開 第3章』桜井久勝・加藤恭彦編著, 中央経済社, 35-45頁。
- 神崎克郎 [1989] 「インサイダー取引の未然防止」『企業会計』第41巻第5号, 38-48頁。
- 神田秀樹 [1997] 『注解証券取引法』有斐閣。
- 國村道雄 [1980] 「利益予測と会計情報」『企業会計』第32巻第4号, 494-500頁。
- 國村道雄 [1984] 「わが国企業の決算予想情報の特徴」『証券アナリストジャーナル』第22巻第8号, 9-30頁。
- 久保幸年 [1992] 『適時開示の理論と実務』中央経済社。
- 久保幸年 [2000] 『マーケットサイド・ディスクロージャー』中央経済社。
- 香村光雄 [1987] 『現代企業会計と証券市場—わが国財務会計の機能分析』同文館。
- 古賀智敏 [1995] 『予測財務情報論』同文館, 152-158頁。
- 後藤雅敏 [1996] 「日本企業の経営者が公表する利益予測改訂情報と株価の変動」『企業会計の経済学的分析 第3章』シャム・サンダー・山地秀俊編著, 中央経済社, 36-53頁。
- 後藤雅敏 [1997] 『会計と予測情報』中央経済社。
- 後藤雅敏・桜井久勝 [1993a] 「利益予測情報と株価形成」『會計』第143巻第6号, 77-87頁。
- 後藤雅敏・桜井久勝 [1993b] 「利益予測の改訂情報とインサイダー取引規制」『企業会計』第45巻第9号, 127-132頁。
- 桜井久勝・後藤雅敏 [1992] 「利益予測改訂情報に対する株価反応—インサイダー取引規制の実証分析—」『會計』第141巻第6号, 43-57頁。
- 清水寿二 [1982] 「わが国証券市場における業績予想の概況」『経理情報』第304号, 26-30頁。

- 城下賢吾 [1984] 「利益予測の正確性の比較」『六甲台論集』第31巻第1号, 17-27頁。
- 須田一幸・太田浩司 [2004] 「倒産企業の会計操作 (三)—経営者による利益予想の分析—」『會計』第165巻第6号, 121-134頁。
- 高橋史郎 [1990] 「経営者予想の設定とその株価への影響」『産業経理』第50巻第3号, 118-125頁。
- 友杉芳正 [1995] 「わが国における予測財務情報の開示」『予測財務情報論 第13章』古賀智敏編著, 同文館, 152-158頁。
- 河榮徳 [1994] 「ファイリング制度の実証分析—業績予想修正の情報効果—」『企業会計』第46巻第6号, 83-92頁。
- 河榮徳 [1998] 「業績予想の修正と資本市場の反応」『早稲田商学』第377号, 63-89頁。
- 堀本修 [1989] 「インサイダー取引規制関係政省令の制定について」『企業会計』第41巻第5号, 31-37頁。
- 宮沢洋一 [1988] 「内部者取引の規制」『企業会計』第40巻第7号, 17-23頁。
- 森久・関利恵子 [1997] 「経営者予想利益の正確性の業種別比較」『會計』第152巻第2号, 99-112頁。
- Ajinkya, B. and M. Gift. (1984). "Corporate Managers' Earnings Forecasts and Symmetrical Adjustments of Market Expectations." *Journal of Accounting Research*, Vol. 22, No. 2, pp. 425-444.
- Bamber, L. and Y. Cheon. (1998). "Discretionary Management Earnings Forecast Disclosures: Antecedents and Outcomes Associated with Forecast Venue and Forecast Specificity Choices." *Journal of Accounting Research*, Vol. 36, No. 2, pp. 167-190.
- Barth, M. (2000). "Valuation-based Accounting Research: Implications for Financial Reporting and Opportunities for Future Research." *Accounting and Finance*, Vol. 40, No. 1, pp. 7-31.
- Barth, M., W. Beaver, and W. Landsman. (2001). "The Relevance of the

- Value Relevance Literature for Financial Accounting Standard Setting: Another View.” *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 31, No. 1-3, pp. 77-104.
- Basi, B., K. Carey, and R. Twark. (1976). “A Comparison of the Accuracy of Corporate and Security Analysts’ Forecasts of Earnings.” *The Accounting Review*, Vol. 51, No. 2, pp. 244-254.
- Beaver, W. H. (1998). *Financial Reporting: An Accounting Revolution 3rd ed.* Prentice Hall, Upper Saddle River, NJ.
- Betker, B., S. Ferris, and M. Lawless. (1999), “‘Warm with Sunny Skies’: Disclosure Statement Forecasts.” *American Bankruptcy Law Journal*. Vol. 73, pp. 809-835.
- Brown, L., R. Hagerman, P. Griffin, and M. Zmijewski. (1987). “Security Analyst Superiority Relative to Univariate Time-Series Models in Forecasting Quarterly Earnings.” *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 9, No. 1, pp. 61-87.
- Brown, P. and V. Niederhoffer. (1968). “The Predictive Content of Quarterly Earnings.” *The Journal of Business*. Vol. 41, No. 4, pp. 488-497.
- Choi, J. and D. Ziebart. (2000). “A Reexamination of Bias in Management Earnings Forecasts.” Working Paper, University of Illinois.
- Coller, M. and T. Yohn. (1998). “Management Forecasts: What Do We Know?” *Financial Analysts Journal*, Vol. 54, No. 1, pp. 58-62
- Collins, D., E. Maydew, and I. Weiss. (1997). “Changes in the Value-Relevance of Earnings and Book Values over the Past Forty Years.” *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 24, No. 1, pp. 39-67.
- Conroy, R., R. Harris, and Y. Park. (1998). “Fundamental Information and Share Prices in Japan: Evidence from Earnings Surprises and Management Predictions.” *International Journal of Forecasting*, Vol. 14, No. 2, pp. 227-244.

- Copeland, R. and R. Marioni. (1972). "Executives' Forecasts of Earnings per Share versus Forecasts of Naïve Models." *The Journal of Business*, Vol. 45, No. 4, pp. 497-512.
- Darrough, M. and T. Harris. (1991). "Do Management Forecasts of Earnings Affect Stock Prices in Japan?" In *Japanese Financial Market Research*, edited by W. T. Ziemba, W. Bailey, and Y. Hamano, pp. 197-229, North Holland, Amsterdam.
- Dechow, P., A. Hutton, and R. Sloan. (1999). "An Empirical Assessment of the Residual Income Valuation Model." *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 26, No. 1-3, pp. 1-34.
- Elton, E. and M. Gruber. (1972). "Earnings Estimates and the Accuracy of Expectational Data." *Management Science*, Vol. 18, No. 8, pp. 409-424.
- Ely, K. and G. Waymire. (1999). "Accounting Standard-Setting Organizations and Earnings Relevance: Longitudinal Evidence from NYSE Common Stocks, 1927-93." *Journal of Accounting Research*, Vol. 37, No. 2, pp. 293-317.
- Foster, G. (1973). "Stock Market Reaction to Estimates of Earnings per Share by Company Officials." *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 11, No. 1, pp. 25-37.
- Francis, J. and K. Schipper. (1999). "Have Financial Statements Lost Their Relevance?" *Journal of Accounting Research*, Vol. 37, No. 2, pp. 319-352.
- Frankel, R., M. McNichols, and P. Wilson. (1995). "Discretionary Disclosure and External Financing." *The Accounting Review*, Vol. 70, No. 1, pp. 135-150.
- Frost, C. (1997). "Disclosure Policy Choices of UK Firms Receiving Modified Audit Reports." *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 23, No. 2, pp. 163-187.
- Gift, M. and T. Yohn. (1997). "Analysts Response to Management Forecasts."

Working Paper, Georgetown University.

- Gray, W. (1974). "The Role of Forecast Information in Investment Decisions." in *Public Reporting of Corporate Financial Forecasts* edited by P. Prakash and A. Rappaport, pp. 47-79, Commerce Clearing House, Inc., Chicago, Illinois.
- Green, D. and J. Segall. (1967). "The Predictive Power of First-Quarter Earnings Reports." *The Journal of Business*, Vol. 40, No. 1, pp. 44-55.
- Hand, J. and W. Landsman. (2005). "The Pricing of Dividends in Equity Valuation." *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 32, No. 3-4, pp. 435-469.
- Hassell, J. and R. Jennings. (1986). "Relative Forecast Accuracy and the Timing of Earnings Forecast Announcements." *The Accounting Review*, Vol. 61, No. 1, pp. 58-75.
- Holthausen, R. and R. Watts. (2001). "The Relevance of the Value Relevance Literature for Financial Accounting Standard Setting." *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 31, No. 1-3, pp. 3-75.
- Hutton, A., G. Miller, and D. Skinner. (2003). "The Role of Supplementary Statements with Management Earnings Forecasts." *Journal of Accounting Research*, Vol. 41, No. 5, pp. 867-890.
- Imhoff, E. (1978). "The Representativeness of Management Earnings Forecasts." *The Accounting Review*, Vol. 53, No. 4, pp. 836-850.
- Imhoff, E. and P. Paré. (1982). "Analysis and Comparison of Earnings Forecast Agents." *Journal of Accounting Research*, Vol. 20, No. 2, pp. 429-439.
- Irani, A. (2000). "Determinants of Bias in Management Earnings Forecasts." *Accounting Enquiries*, Vol. 10, No. 1, pp. 33-86.
- Jaggi, B. (1978a). "A Note on the Information Content of Corporate Annual Earnings Forecasts." *The Accounting Review*, Vol. 53, No. 4, pp. 961-967.

- Jaggi, B. (1978b). "Comparative Accuracy of Management's Annual Earnings Forecast." *Financial Management*, Winter 78, pp. 24-32.
- Jaggi, B. (1980). "Further Evidence on the Accuracy of Management Forecasts Vis-à-Vis Analysts' Forecasts." *The Accounting Review*, Vol. 55, No. 1, pp. 96-101.
- King, R., G. Pownall, and G. Waymire. (1990). "Expectations Adjustment via Timely Management Forecasts: Review, Synthesis, and Suggestions for Future Research." *Journal of Accounting Literature*, Vol. 9, pp. 113-144.
- Koch, A. (2002). "Financial Distress and the Credibility of Management Earnings Forecasts." Working Paper, Carnegie Mellon University.
- Kothari, S. (2001). "Capital Markets Research in Accounting." *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 31, No. 1-3, pp. 105-231.
- Lev, B. and P. Zarowin. (1999). "The Boundaries of Financial Reporting and How to Extend Them." *Journal of Accounting Research*, Vol. 37, No. 2, pp. 353-385.
- Lo, K. and T. Lys. (2000). "Bridging the Gap between Value Relevance and Information Content." Working Paper, University of British Columbia.
- Lorek, K., C. McDonald, and D. Patz. (1976). "A Comparative Examination of Management Forecasts and Box-Jenkins Forecasts of Earnings." *The Accounting Review*, Vol. 51, No. 2, pp. 321-330.
- McCarthy, E. (2003). "Regulation FD: Coping in the Trenches." *Journal of Accountancy*, Vol. 195, No. 6, pp. 53-59.
- McDonald, C. (1973). An Empirical Examination of the Reliability of Published Predictions of Future Earnings. *The Accounting Review*, Vol. 48, No. 3, pp. 502-510.
- McNichols, M. (1989). "Evidence of Informational Asymmetries from Management Earnings Forecasts and Stock Returns." *The Accounting Review*, Vol. 64, No. 1, pp. 1-27.

- Mercer, M. (2004), "How Do Investors Assess the Credibility of Management Disclosures?" *Accounting Horizons*, Vol. 18, No. 3, pp. 185-196.
- Nichols, D. and J. Tsay. (1979). "Security Price Reactions to Long-Range Executive Earnings Forecasts." *Journal of Accounting Research*, Vol. 17, No. 1, pp. 140-155.
- Nichols, D., J. Tsay, and P. Larkin. (1979). "Investor Trading Responses to Differing Characteristics of Voluntarily Disclosed Earnings Forecasts." *The Accounting Review*, Vol. 54, No. 2, pp. 376-382.
- Nichols, D. and M. Groomer. (1979). "A Study of the Relative Accuracy of Executives' Estimates of Earnings." *ABACUS*, Vol. 15, No. 2, pp. 113-127.
- O'Brien, P. (1988). "Analysts' Forecasts as Earnings Expectations." *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 10, No. 1, pp. 53-83.
- Ohlson, J. (1980). "Financial Ratios and the Probabilistic Prediction of Bankruptcy." *Journal of Accounting Research*, Vol. 18, No. 1, pp. 109-131.
- Ohlson, J. (1995). "Earnings, Book Values and Dividends in Equity Valuation." *Contemporary Accounting Research* Vol. 11, No. 2, pp. 661-687.
- Ohlson, J. (2001). "Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation: An Empirical Perspective." *Contemporary Accounting Research*, Vol. 18, No. 1, pp. 107-120.
- Ota, K. (2006). "Determinants of Bias in Management Earnings Forecasts: Empirical Evidence from Japan." in *International accounting: Standards, Regulations, and Financial Reporting*, edited by Gregoriou, G. N. and M. Gaber, pp. 267-294, Elsevier Press, Burlington, MA.
- Ou, J. and J. Sepe. (2002). "Analysts Earnings Forecasts and the Roles of Earnings and Book Value in Equity Valuation." *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 29, No. 3-4, pp. 287-316.
- Patell, J. (1976). "Corporate Forecasts of Earnings Per Share and Stock Price Behavior: Empirical Tests." *Journal of Accounting Research*, Vol. 14, No. 2,

- pp. 246-276.
- Penman, S. (1980). "An Empirical Investigation of the Voluntary Disclosure of Corporate Earnings Forecasts." *Journal of Accounting Research*, Vol. 18, No. 1, pp. 132-160.
- Porter, G. (1982). "Determinants of the Accuracy of Management Forecasts of Earnings." *Review of Business and Economic Research*, Vol. 17, No. 3, pp. 1-13.
- Pownall, G. and G. Waymire. (1989). "Voluntary Disclosure Credibility and Securities Prices: Evidence from Management Earnings Forecasts, 1969-73." *Journal of Accounting Research*, Vol. 27, No. 2, pp. 227-245.
- Roake, T. and G. Davidson. (1996). *The Private Securities Litigation Reform Act of 1995*. Fenwick & West LLP, Silicon Valley, CA.
- Rogers, J. and P. Stocken. (2005). "Credibility of Management Forecasts." *The Accounting Review*, Vol. 80, No. 4, pp. 1233-1260.
- Rosen, R. (1998). "The Statutory Safe Harbor for Forward-Looking Statements after Two and a Half Years: Has It Changed the Law? Has It Achieved What Congress Intended?" *Washington University Law Quarterly*, Vol. 76, No. 2, pp. 645-681.
- Ruland, W. (1978). "The Accuracy of Forecasts by Management and by Financial Analysts." *The Accounting Review*, Vol. 53, No. 2, pp. 439-447.
- Watts, R. and J. Zimmerman. (1986). *Positive Accounting Theory*. Prentice-Hall, Englewood Cliffs, NJ. (須田一幸訳『実証理論としての会計学』白桃書房, 1991年)
- Waymire, G. (1984). "Additional Evidence on the Information Content of Management Earnings Forecasts." *Journal of Accounting Research*, Vol. 22, No. 2, pp. 703-718.
- Waymire, G. (1986). "Additional Evidence on the Accuracy of Analyst Forecasts before and after Voluntary Management Earnings Forecasts."

The Accounting Review Vol. 61, No. 1, pp. 129-142.

Yaekura, T. (2003). "Time Series Property of the Value Relevance of Accounting Numbers in Japan." Working Paper, University of Tsukuba.