

利益予想情報の有用性と特性

太田浩司 ◇ 兵庫県立大学准教授

◆ Summary ◆

わが国の利益予想情報に関する研究論文のサーベイからは、経営者およびアナリストの予想情報は市場に有用な情報を提供しており、またわが国の業績予想においては、経営者予想が中心的な役割を担っているという結果が得られている。このことは、わが国特有の経営者予想制度の意義を支持する証拠といえる。

《はじめに》

本稿の目的は、利益予想情報の有用性および特性を調査する実証研究の、今日までの研究成果をサーベイすることである。紙幅の都合上、今日までの世界における膨大な研究成果を全て網羅することは不可能である。そこで本稿では、主として日本における研究を中心に、現在までの発見事項について議論することとする。また本稿では、サーベイ部分に関する読者の理解を促進するために、最初に、わが国の利益予想情報に関する基本的な知識について概説している。

I 利益予想情報が注目される理由

利益予想に関する実証研究は、国内外の会計・ファイナンスの領域で盛んに行われているが、ではなぜ研究者達は利益予想情報に注目するのであろうか。その最大の理由は、予想利益

が投資指標や企業評価において重要な役割を果たしているからである⁽¹⁾。たとえば金融の世界では、投資判断の基準として、この銘柄は Multiple が同業他社と比べて低いから割安である、あるいは高いから割高であるというような議論をしばしば耳にする。この Multiple というジャーゴンは PER (株価収益率) のことであり、PER には幾つかのバリエーションが存在するが、最も一般的な定義は、

$$PER = \frac{\text{株価}}{\text{一株当たり予想利益}}$$

である。また最近、PER に代わって利益の成長性を考慮した PEG という指標もよく目にするようになったが、その定義は、

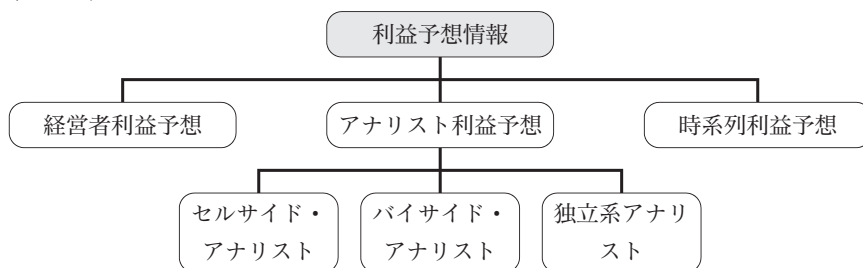
$$PEG = \frac{PER}{\text{一株当たり予想利益成長率}}$$

である。PER や PEG といった、代表的な投資指標に予想利益が用いられていることがわかる。さらに近年、RIM (残余利益モデル) と呼ばれる企業評価モデルが、学術雑誌のみならずビジネス雑誌等でもよく取り上げられているが、その定義は、

$$\text{企業価値} = \text{純資産簿価} + \sum_{i=1}^{\infty} \frac{i\text{期先の予想利益} - \text{割引率} \times i\text{期先の純資産簿価}}{(1 + \text{割引率})^i}$$

である。

〔図表1〕 利益予想情報の種類



このように、予想利益は、投資指標や企業評価モデルには必要不可欠な要素であり、予想利益の変化は、投資判断や企業価値評価の変更に直接結び付くのである。それ故に、研究者達は利益予想情報の情報内容やその特性を解明すべく様々な研究を行うのである。

II 利益予想情報の種類

図表1は、利益予想情報の種類を示したものである。図表にもあるように、利益予想情報には、大きく、経営者利益予想、アナリスト利益予想、時系列利益予想の三種類が存在する。最初に、経営者利益予想とは、企業の内部者である経営者自らが公表する利益予想のことであり、わが国ではその開示を上場企業に事実上義務付けている。次節で詳細に述べるが、この経営者予想の開示を制度化しているのが、わが国の財務開示の最大の特徴である。

次に、アナリスト利益予想とは、株式市場分析の専門家である証券アナリスト達が公表する利益予想のことであり、アナリストの種類によってさらに、セルサイド・アナリストの利益予想、バイサイド・アナリストの利益予想、独立

系アナリストの利益予想の三種類に分類することができる。セルサイド・アナリストとは、証券を売る側であるセルサイドのアナリスト、すなわち投資銀行や証券会社のリサーチ部門に所属するアナリストのことである。一方、バイサイド・アナリストとは、証券を購入する側のバイサイドに属するアナリスト、すなわち投資信託会社や生命保険などの資金運用を行う会社のリサーチ部門に所属するアナリストのことである。また独立系アナリストとは、投資銀行業務に関与せず、調査対象の事業会社から収入を得ていない独立系調査会社に属するアナリストのことである。

最後に、時系列利益予想とは、過去の実際利益データに何らかの時系列モデルを適用することによって得られる将来の利益予想のことである。時系列予想に関する研究は1980年代頃までは盛んに行われ、多くの研究が、予想精度や株式リターンとの関連性について、時系列予想と他の予想とを比較している。しかしながら、明確な結論が出ていないにも拘らず、利益予想としては、時系列利益予想よりも経営者やアナリストの利益予想を用いる方が適切であると暗黙裡にみなされ、時系列モデルによる利益予想に関する研究は、現在では衰退している（太田2006）。

そこで本稿では、経営者利益予想、アナリスト利益予想、時系列利益予想の三種類の利益予想情報の内、経営者とアナリストによる利益予想に関する研究を中心にサーベイすることとする。

Profile

おおた・こうじ◇1969年奈良県生まれ。1994年京都大学文学部卒業。2003年関西大学大学院商学専攻科博士後期課程単位取得。2007年筑波大学大学院ビジネス科学研究科博士後期課程修了。博士（経営学、筑波大学）。㈱青木建設、関西CPA学院、武蔵大学経済学部を経て、2007年4月より現職。2006年から『証券アナリストジャーナル』編集委員。

III 日本の経営者予想とアナリスト予想

1 日本の経営者予想

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制度が制度開示として確立されているという点にある。経営者予想制度の歴史は非常に古く、東京証券取引所が昭和49年6月に、一般投資者が投資判断を行うに当たって影響を受けることが予想される重要な会社情報について、遅延なく、正確かつ公平に開示するようにとの旨の要望文を、上場会社に送付したことから始まる（「会社情報の適時開示に関する要請」東証上管第525号 昭和49年6月7日）（久保1992、土本・飯沼2007）。

ただし当初は、実務上ではほとんど全ての企業が予想を開示していたものの、厳密には企業が証券取引所の要請に自発的に応じるという形式をとっていたので、強制開示ではなかった。投資判断に影響を及ぼす会社情報の適時開示が制度化・義務化され、それに違反する企業に対して罰則的措置がとられるようになったのは、平成11年9月の「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（適時開示規則）」の施行以降のことである。なお適時開示規則は、上場規則体系の見直しに伴って、平成19年11月に「有価証券上場規程」に組み込まれた。

次に、経営者予想の公表には、決算発表時に実績値と共に開示される定期公表と、公表済み予想値に重要な差異が生じた場合に適時に開示される修正公表の2つがある。経営者予想の定期公表は、長らく本決算と中間決算発表時の年2回であったが、金融商品取引法に基づく四半期報告制度の導入に伴って、平成20年4月以降は四半期決算発表時の年4回となった。また修

正公表については、30%ルールというものがあり、公表済み予想利益から30%以上の変動があった場合には、速やかに新規予想利益値を公表しなければならないことが定められている。

2 日本のアナリスト予想

わが国において最も一般的なアナリスト予想としては、東洋経済新報社の刊行する「会社四季報」に掲載されている予想がある。会社四季報の歴史は古く、その創刊は昭和11年であり、四季報に予想の掲載が始まったのが昭和37年である。わが国では、従来、この四季報予想を筆頭に、「週刊東洋経済」「日経会社情報」「日本経済新聞」「日経金融新聞」といった独立系アナリストによる利益予想を、アナリスト予想として用いていた。

また例外的に、セルサイド・アナリストの予想である証券会社の利益予想を用いた研究もあったが（城下1984, Elton and Gruber 1990）、これらは何れも筆者と証券会社との個人的な繋がりによって入手されたものであり、一般には利用不可能であった。

さらに、米国では、「I/B/E/S」「Zacks」「First Call」といった複数のアナリスト予想の平均値であるコンセンサス予想が古くから利用可能であったので、アナリスト予想にはこのコンセンサス予想を用いるのが一般的であったが、わが国では、四季報予想をはじめとする単独のアナリスト予想が用いられていた。そして1987年になってI/B/E/S インターナショナル・データベースがようやく日本市場のカバーを始め、それに伴ってアナリストのコンセンサス予想が入手可能となった。現在では、「I/B/E/S」以外にも「IFIS」「QUICK」といった金融情報ベンダーからコンセンサス予想が入手可能となっており、多くの研究がこれらのコンセンサス予想を用いるようになってきている。なお、コンセンサス予想は、通常セルサイド・アナリストの予想の平均である。

最後に、バイサイド・アナリストによる予想

〔図表 2〕 日本の経営者予想とアナリスト予想の比較

	経営者予想利益情報	アナリスト予想利益情報
作成者	・上場企業の経営者	・セルサイド・アナリスト（証券会社に所属） ・バイサイド・アナリスト（資金運用会社に所属） ・独立系アナリスト（ビジネス系出版社や新聞社に所属）
作成理由	・証券取引所が、「有価証券上場規程」に基づく制度開示の一環として公表を要求している。	・投資情報のひとつとして販売，あるいは自社で利用するため。
掲載場所	・決算短信の「サマリー情報」に記載されている。	・アナリスト・レポート，投資雑誌，経済新聞等に記載されている。
入手方法	・東京証券取引所が運営する TDnet 等を通じて，無償で一般の公衆縦覧に供されている。	・セルサイドおよび独立系アナリストによる予想情報，またそれらの予想を集計しているコンセンサス予想は，投資家に有償で提供されている。 ・バイサイド・アナリストによる予想情報は，通常入手不可能である。
カバレッジ	・全上場企業	・大企業に偏重している
予想期間	・半期と通期のみである。	・半期や通期といった中短期予想から，2期先以上の長期予想まで多種多様である。
更新頻度	・四半期決算発表時に定期的に更新される。 ・公表済み予想値に重要な差異が生じた場合には適時に開示される。	・新しい情報が入手される度に更新されるが，更新を年4回程度と定めている会社も多い。

であるが，基本的にバイサイド・アナリストの予想とは，資金運用会社がインハウスで用いるために自社のアナリストに作成させているものであるため，一般には入手不可能である。

以上，日本の経営者予想とアナリスト予想について述べたが，両者の比較をまとめたものを図表 2 に示している。

IV 経営者予想利益情報に関する研究

1 資本市場における有用性を検証する研究

資本市場における経営者予想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・スタディ型の研究と，会計情報と株価にはどのような相関があるかについて検証する価値関連性型の研究が存在する。これらの研究結果を要約すると以下のようである。

証するイベント・スタディ型の研究と，会計情報と株価にはどのような相関があるかについて検証する価値関連性型の研究が存在する。これらの研究結果を要約すると以下のようである。

- (i) 決算発表では，経営者予想利益と実際利益の2種類の利益情報が同時に公表されるが，株価は，実際利益情報よりも経営者予想利益情報の公表に対してより顕著に反応する (Darrough and Harris 1991, Conroy et al. 1998)，
- (ii) 株価は業績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する (後藤・桜井1993, 河1994)，
- (iii) 業績予想の修正に関して，市場は株価のみならず出来高においても反応する (河1994)，

- (iv) 業績予想の修正に関して、株価は、東証1部企業よりも東証2部企業や店頭企業に対してより大きく反応する(河1998, 音川2000),
- (v) 業績予想の修正に対する株価の反応は、企業規模や所有構造の違いによって異なる(後藤1996),
- (vi) 経営者予想利益は株価と密接に関連しており、高い価値関連性を有している(石川2007),
- (vii) 株主資本簿価、実際利益、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、実際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有さない(太田2002)。

2 特性を検証する研究

経営者予想の精度や誤差(バイアス)といった特性には、それに影響を与える様々な要因が存在することが報告されている。これらの研究結果を要約すると以下のようである。

- (i) 経営者予想は全体的に楽観的であるが、景気拡大期にはその度合いが弱まるあるいは悲観的となり、景気後退期には楽観的度合いが強くなる(Ota 2006)²⁾,
- (ii) 経営者予想誤差は産業セクターによって異なっており、特に規制産業の予想は悲観的となる傾向がある(Ota 2006, 乙政・榎本2007b),
- (iii) 大規模企業よりも小規模企業の方が、予想精度が低くより楽観的である(太田2005, Ota 2006),
- (iv) 店頭企業や新興市場企業の経営者予想は、一部・二部上場企業の予想よりも楽観的である(Ota 2006, 円谷2007),
- (v) 成長企業の予想は悲観的となる傾向がある(Ota 2006, Kato et al. 2006, 乙政・榎本2007b),
- (vi) 倒産企業の公表する予想は、コントロール企業(非倒産企業)の予想と較べて過度に楽観的であり、その楽観度は倒産期が近づくに

- 連れてさらに増加する(須田・太田2004),
- (vii) 前期赤字企業や財務的困窮企業の予想は楽観的である(Ota 2006),
- (viii) 経営者予想は実際利益が増益である場合には悲観的であり、減益である場合には楽観的である(國村1984),
- (ix) 経営者予想は実際利益が赤字である場合に非常に楽観的である(乙政・榎本2007a, 2007b),
- (x) 経営者予想は前期利益よりも増益の予想である割合が過度に多い(後藤1997, Kato et al. 2006, 浅野2007, 乙政・榎本2007b),
- (xi) 前期の予想が楽観的(悲観的)であった企業は、今期の予想においても楽観的(悲観的)であるというように、経営者予想誤差には持続性がある(Ota 2006, Kato et al. 2006, 清水2007)。

V アナリスト予想利益情報に関する研究

1 資本市場における有用性を検証する研究

アナリストの予想利益情報を用いて、資本市場における有用性を検証する研究からは、次のような結果が得られている。

- (i) 株価はアナリスト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(坂本1996, 石川1996, 阿部1999),
- (ii) アナリスト予想の修正が公表される前に、株価はその情報の大部分をすでに織り込んでおり、公表後にはもはや超過リターンは得られない(坂本1996, 石川1996, 阿部1999)。

2 特性を検証する研究

アナリスト予想の精度や誤差(バイアス)といった、アナリスト予想の特性を調査する研究からは、次のような結果が報告されている。

- (i) アナリスト予想は全体的に楽観的であるが、景気拡大期にはその度合いが弱まるあるいは

- 悲観的となり、景気後退期には楽観的度合いが強くなる（石川1996、木下・久保1999、松村2001）、
- (ii) アナリストの予想精度および誤差は産業セクターによって異なる（木下・久保1999、太田2005）、
 - (iii) アナリスト予想は、小規模企業よりも大規模企業に関して精度が高い（木下・久保1999、阿部2000、太田2005）、
 - (iv) フォローするアナリストの人数が多い企業ほどアナリストの予想精度が高い（阿部2000、太田2005）、
 - (v) アナリスト予想の修正は同一方向にかつ少しずつ段階的に行われる（松村2001）。

3 複数のアナリスト予想利益を比較する研究

複数のアナリスト予想利益を比較する研究からは、セルサイド・アナリストの楽観的バイアスや、日本系証券会社に属するアナリストの独立性の欠如を示唆する次のような結果が報告されている。

- (i) 独立系アナリストの予想である四季報予想の方が、セルサイド・アナリストのコンセンサス予想である I/B/E/S 予想よりも精度が高く、I/B/E/S 予想は過度に楽観的である（Conroy and Harris 1995）、
- (ii) 日本企業に関する予想であるにも拘らず、日本系証券会社に属するアナリストの予想よりも米国系証券会社に属するアナリストによる予想の方が精度が高く、また日本のアナリストによる予想は過度に楽観的である（Higgins 2002）。

VI 経営者予想利益情報とアナリスト予想利益情報とを比較する研究

経営者予想利益とアナリスト予想利益を比較する研究からは、次のような結果が報告されている。

- (i) 本決算および中間決算発表時に公表される経営者予想とその直後の四季報予想とでは、実に80%以上が同一である（太田2002、2007）、
- (ii) 多くのアナリストは経営者予想公表から数日以内に、経営者予想に近い値に予想を修正する（野間2008）、
- (iii) 期中における四季報予想の変動の95%以上が経営者予想の変動によって説明され、わが国の業績予想においては、経営者予想が中心的な役割を担っている（太田2007）、
- (iv) I/B/E/S 予想は経営者予想や四季報予想よりも予想精度および価値関連性が劣り、経営者予想と四季報予想では予想精度および価値関連性に大差は見られない（太田2005）。
- (v) 経営者は直前のアナリスト予想を僅かだけ上回る予想を多く公表する傾向がある（野間2008）。

《おわりに》

本稿における、わが国の利益予想情報に関する研究論文のサーベイからは、わが国の経営者およびアナリストの予想情報には情報内容および価値関連性があり、市場に有用な情報を提供しているということを支持する多数の証拠が提示されている。しかしながら、これらの予想情報は、必ずしもバイアス・フリーなものではなく、予想精度や誤差に影響を与える様々な要因が存在しているという結果も報告されている。また、経営者予想とアナリスト予想を比較する研究からは、アナリストは企業の開示する予想から多大な影響を受けており、わが国の業績予想においては経営者予想が中心的な役割を担っているという結果が示されている。

以上のサーベイ結果は、わが国の利益予想情報の価値を肯定するものであり、またそれは同時に、わが国特有の経営者予想開示制度を肯定するものでもある。一方、近年の米国では、経営者による短期の利益予想の公表は^③、企業の

短期指向 (Short-termism) を助長し長期的な企業価値の損失につながるとして、経営者予想の公表を廃止すべきであるという主張が声高に叫ばれている (CFA Institute 2006)。その提唱者の一人が、米国の著名な投資家である Warren Buffett である。Buffett は、四半期利益予想の公表は、経営者の貴重な時間の無駄遣いであると論じて、自らが CEO を務める Berkshire Hathaway の経営者予想の公表を中止し、また役員を勤める Coca-Cola や Gillette もその例にならった。

本稿では最後に、このような米国における経営者利益予想の公表に対する批判が、わが国の経営者予想にもあてはまるかについて議論したい。確かに米国では、四半期 EPS が市場の予想 EPS を 1 セント下回っただけで、株価が過剰に反応して大きく下落してしまうというような現象が見受けられる。そこで経営者は、市場の予想を誘導したり裁量的費用や投資計画を調整するなどして、利益サプライズが起こらないように努めざるを得ない。Buffett が主張するように、このような利益ゲームに四半期毎に従事するのは、確かに経営者の時間の無駄であると思われる。しかしながら、日米では投資環境や経営者予想の在り方が異なっており、米国における議論がそのまま日本の経営者予想制度にあてはまるとは考え難い。

第一に、日米ではアナリストの人数に大きな隔りがある。投資先進国の米国では CFA Institute に所属しているアナリストは約 95,000 人、日本の SAAJ に属しているアナリストは約 21,000 人である。それに対してカバーすべき上場企業の数、米国では NYSE と NASDAQ をあわせて約 5,400 社、日本では東証と JASDAQ をあわせて約 3,400 社である。もちろん、日米では企業規模等が異なるので単純な比較は出来ないが、日本のアナリストが平均的により多くの企業をカバーしているのは事実であり、それを可能にしているのが、わが国の経営者予想制度である。なぜなら、わが国の

アナリストは、経営者予想をたたき台にして企業の業績予想を形成できるので、予想を一から作り上げる必要がないからである。もし仮に、わが国で経営者予想制度が廃止されれば、それはアナリストの企業カバレッジの減少を引き起こし、投資情報環境の悪化をきたすと思われる。

第二に、米国の批判は、四半期利益予想の公表に対してであり、年次利益予想に対してではない。事実、米国で四半期利益予想の公表を中止した企業の多くが、年次利益予想は公表し続けている。わが国の経営者予想制度では、原則的には半期と年次利益予想の公表のみが要求されており、各四半期の利益予想については公表する必要がない。

第三に、米国における経営者予想廃止の提唱は、主として実務サイドから行われているものであり、アカデミック・サイドからはその反証事例が報告されている。たとえば、Chen et al. (2006) は、四半期利益予想の廃止を公表した企業の公表日前後 3 日間の累積異常リターンは -4.8% であり、市場は経営者予想開示の中止を Bad News として捉えているという証拠を示している。また Houston et al. (2007) は、四半期利益予想を廃止した企業は、それが企業の長期指向への一助となるということを標榜しているにも拘らず、実際には資本投資や研究開発費などの長期投資を増加させていない、また予想廃止企業の 31% は 1 年半後には再び予想の公表を開始しているという結果を報告している。

これらの現状を鑑みると、米国における経営者予想廃止の潮流が、そのまま日本の経営者予想廃止の議論につながると思われる。現在のわが国の経営者予想制度は、証券取引所が 30 年以上の年月をかけて、企業側の理解を求めながら苦心して作り上げてきたものである。予想の項目、形式、開示の時期、方法、そして修正の取り決め等々、実に詳細な規定が存在しており、わが国が他国に誇れる財務情報のひとつである。今後ともこの制度を維持し改善していくことは、わが国の投資インフラの整備に貢献

することであろう。

(注)

- (1) Kothari (2001)では、利益予想研究の動機として、(i)企業評価モデルに予想利益が組み込まれているため、(ii)資本市場研究における期待外利益の算定のため、(iii)効率的市場仮説の反証として、株式リターンの予測可能性と予想利益の時系列特性との関係を調査するため、(iv)利益調整研究において通常利益として用いるため、(v)予想利益の特性が資本市場における様々な指標に与える影響を調査するための5つを挙げている。
- (2) 経営者予想が楽観的であるか悲観的であるかは、検証期間によって異なる結果が報告されている。詳細は、経営者予想についてのサーベイ論文である太田(2006)を参照されたい。
- (3) 米国では、経営者が公表する利益予想のことを、利益ガイダンス (Earnings Guidance) と呼んでいる。

[引用文献]

CFA Institute (2006) "Breaking the Short-Term Cycle."

Chen, S., D. Matsumoto, and S. Rajgopal. (2006) "Is Silence Golden? An Empirical Analysis of Firms that Stop Giving Quarterly Earnings Guidance." Working Paper, University of Washington.

Conroy, R. and R. Harris. (1995) "Analysts' Earnings Forecasts in Japan: Accuracy and Sell-side Optimism." *Pacific-Basin Finance Journal*, 3 (4), 393-408.

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*, 14 (2), 227-244.

Darrrough, M. and T. Harris. (1991) "Do Management Forecasts of Earnings Affect Stock Prices in Japan?" in *Japanese Financial Market Research*, edited by W. Ziemba, W. Bailey, and Y. Hamao, 197-229, North-Hol-

land.

Elton, E., and M. Gruber. (1990) "Analysts' Expectations and Japanese Stock Prices." in *Japanese Capital Markets*, edited by E. Elton and M. Gruber, 283-297, Harper & Row.

Higgins, H. (2002) "Analysts' Forecasts of Japanese Firms' Earnings: Additional Evidence." *The International Journal of Accounting*, 37 (4), 371-394.

Houston, J., B. Lev, and J. Tucker. (2007) "To Guide or Not to Guide? Causes and Consequences of Stopping Quarterly Earnings Guidance." Working Paper, University of Florida.

Kato, K., D. Skinner, and M. Kunimura. (2006) "When Voluntary Disclosure Isn't Voluntary: Management Forecasts in Japan." Working Paper, Osaka University of Economics.

Kothari, S. (2001) "Capital Markets Research in Accounting." *Journal of Accounting and Economics*, 31 (1-3), 105-231.

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. Gregorou and M. Gaber, 267-294, Elsevier Press.

浅野敬志 (2007) 「経営者の業績予想における期待マネジメントと利益マネジメント」『年報経営分析研究』第23号, 33-42。

阿部圭司 (1999) 「アナリストによる利益予測と株価」『高崎経済大学論集』第42巻第1号, 33-49。

阿部圭司 (2000) 「アナリストによる企業業績予測に関する調査」『産業研究 (高崎経済大学附属産業研究所紀要)』第35巻第2号, 54-66。

石川貴志 (1996) 「わが国における業績予想データの特性と市場の効率性の検証—利益予想データの活用法—」『証券アナリストジャーナル』第34巻第4号, 19-37。

石川博行 (2007) 『配当政策の実証分析』中央経済社。

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。
- 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。
- 太田浩司 (2006) 「経営者予想に関する日米の研究: 文献サーベイ」『武蔵大学論集』第54巻第1号, 53-94。
- 太田浩司 (2007) 「業績予想における経営者予想とアナリスト予想の役割」『証券アナリストジャーナル』第45巻第8号, 54-66。
- 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」桜井久勝・加藤恭彦編著『財務公開制度論の新展開 第3章』, 中央経済社, 35-45。
- 乙政正太・榎本正博 (2007a) 「日本企業における経営者の業績予想の動向」『産業経理』第67巻第1号, 47-57。
- 乙政正太・榎本正博 (2007b) 「経営者の業績予想に関するデータ分析」Working Paper No. 22, 関西大学。
- 木下俊宏・久保直也 (1999) 「企業業績予測値のバイアス」『証券アナリストジャーナル』第37巻第10号, 77-93。
- 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。
- 久保幸年 (1992) 『適時開示の理論と実務』中央経済社。
- 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」シャム・サンダー・山地秀俊編著『企業会計の経済学的分析 第3章』, 中央経済社, 36-53。
- 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 (1993) 「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。
- 坂本なおみ (1996) 「コンセンサス利益予想の変化と株価」『証券アナリストジャーナル』第34巻第3号, 24-41。
- 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』第45巻第8号, 80-96。
- 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。
- 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, 913-927。
- 土本清幸・飯沼和雄 (2007) 「東京証券取引所における適時開示政策の変遷」『現代ディスクロージャー研究』第7号, 23-30。
- 円谷昭一 (2007) 「インベスター・リレーションズ (IR) と業績予想の関係」『會計』第172巻第4号, 541-556。
- 野間幹晴 (2008) 「経営者予想とアナリスト予想—期待マネジメントとハーディング」『企業会計』第60巻第5号, 116-122。
- 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。
- 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。
- 松村尚彦 (2001) 「アナリスト予想の保守的バイアス—業績予想の非効率性と投資戦略への応用—」『証券アナリストジャーナル』第39巻第9号, 28-45。