

「経営者予想と株価形成に関する研究」

ビジネス科学研究科 企業科学専攻 システムズ・マネジメントコース

奈良 沙織

主指導教員: 牧本 直樹 教授

副指導教員: 山田雄二准教授, 佐藤忠彦准教授

1. はじめに

本論文は、企業が行うディスクロージャーのうち経営者予想に着目し、経営者予想の特徴や経営者予想が株価に及ぼす影響を明らかにする。その上で、アナミーに代表される株価形成の過程で生じる市場の非効率性について、経営者予想との関係からそのメカニズムについて考察する。

割安株や小型株のようなある特定の特徴を持つグループが高いパフォーマンスを上げる現象は、ファイナンス分野では既存のリスク・リターンの枠組みでは説明できないアナミーとして様々な研究が行われている。アナミーが生じる理由には株式市場の非効率性があり、流動性や取引コスト、アナリスト・カバレッジが少ないことによる情報の伝わりにくさなどが指摘されているが、そのメカニズムについては必ずしも明らかになっていない。

一方、実証会計の分野では株価に大きな影響を及ぼすものとして企業のディスクロージャーに関する研究が行われている。これによるとディスクロージャーは市場の非効率性を解消する手段であるとされているが、これまでアナミーがファイナンスで、ディスクロージャーが会計分野で扱われていたため、ディスクロージャーとアナミーとの関係については言及されてこなかった。

そこで、本論文では企業が行うディスクロージャーのうち経営者予想に着目し、経営者予想の特徴や経営者予想が株価形成に及ぼす影響を3本の研究を通して明らかにする。3本の研究では(1)ディスクロージャーの良し悪し、(2)バリュエーション、(3)企業規模(時価総額)の3点に着目し分析を行う。ディスクロージャーの悪い企業や割安株、小型株はいずれも市場の非効率性が生じやすいグループである。これらの企業の経営者予想の特徴や株価への反応を明らかにし、アナミーを起こしやすい企業は経営者予想のマネジメントができておらず、市場の非効率性を解消するはずのディスクロージャーに問題があることを示す。

本論文は6章から構成される。第1章では研究の目的とその背景について述べ、第2章で先行研究のサーベイを行い、第3章から第5章では3本の研究についてその実証結果を示し、第6章で全体の総括を行う。

2. 先行研究

第2章では、ファイナンスおよび会計分野の「株価形成」と「ディスクロージャー」に関するサーベイを行った。

「株価形成」に関するサーベイでは、株価は短期的にはニュースの影響を受けて変動するが、株式市場には割安株効果などのアナミーが存在し、市場の非効率性は中長期的に見ても解消されないことがわかった。また「ディスクロージャー」に関しては、経営者予想は株式市場に強い影響を持つことを確認すると同時に、経営者予想の信頼性や予想を公表する経営者の

動機は企業により異なることを確認した。なお、これらのサーベイを通し、ディスクロージャーは市場の非効率性解消の手段であるにも関わらず、市場の非効率性から生じるアナミーとの関連を調査した研究はあまりないことも明らかになった。

3. ディスクロージャー優良企業における経営者予想

本研究は、ディスクロージャーに優れた企業の経営者予想に着目し、期初の予測誤差と期中の業績修正行動の特徴について明らかにする。

3.1. ディスクロージャー優良企業の期初経営者予想

経営者は投資家の期待が実際の利益水準から乖離しサプライズが起きるのを防ぐため、予想を用いて投資家の期待をコントロールするインセンティブがある(Ajinkya/Gift[1984])。この予想は所属産業(McDonald[1973])や上場市場(Choi/Ziebart[2004])により楽観性や精度が異なるが、ディスクロージャーに優れた企業(以下、D 優良企業)では予想が適切にマネジメントされており市場にサプライズを与えないような予想の公表を行なっていると考える。

そこで、D 優良企業の経営者予想の特徴を明らかにするため、期初予想と実績の差(予測誤差)を計算し、予想の楽観性と精度の分析を行う。なお、ディスクロージャーの優劣を判断する尺度には、日本証券アナリスト協会の「証券アナリストによるディスクロージャー優良企業選定」の評価点を用い、上位30%を優良、下位30%を非優良(以下、D 非優良企業)と定義する。

結果は、D 優良企業は、実績が予想を上回る予想を行う傾向があり、精度もD 非優良企業に比べ高いことがわかった。なお、修正幅をディスクロージャー評価の評価点とコントロール変数で帰したモデルの分析でも、評価点の符号は当期利益で有意にプラスとなり、評価点が高いほど予測誤差がプラスとなる(実績が予想を上回る)傾向があることが確認された(図表①)。

【図表①】帰帰モデルの分析結果。非説明変数: 予測誤差】

変数	予測誤差(売上高)		予測誤差(経常利益)		予測誤差(当期利益)	
	係数	t値	係数	t値	係数	t値
定数項	-0.419	-6.025***	-0.090	-4.338***	-0.092	-3.197***
ディスクロージャー評価点	-0.017	-0.387	0.016	1.229	0.036	1.995**
時価総額の対数	0.023	5.548***	0.005	4.47***	0.006	3.733***
公募増資ダミー	-0.015	-1.065	-0.013	-3.013***	-0.021	-3.483***
PBR	0.003	0.565	0.006	3.877***	0.006	2.982***
前期予測誤差	0.448	3.589***	0.098	2.634***	0.374	7.260***
売上高成長率	0.085	2.280**	0.002	0.158	0.005	0.302
損失ダミー	-0.002	-0.116	0.007	1.561	0.002	0.342
Adj. R2		0.159		0.198		0.222

は5%で有意、*は1%で有意であることを示す。

3.2. ディスクロージャー優良企業の期中の修正行動

次にD 優良企業の期中の予想修正行動を明らかにするため、年間の業績修正の回数と1回当たりの修正幅について示す。株価はGood NewsよりBad Newsに強く反応する傾向がある(Dreman/Berry[1995])ことから、経営者は下方修正を避けるイ

ンセンティブがある。他方、3.1.の分析では、D 優良企業は予想精度が高いことが明らかになっており業績修正余地は大きくないと推測する。このようなことから、D 優良企業は期中に小幅上方修正を複数回行っていると考えられる。

分析の結果、修正回数は D 優良企業と D 非優良企業の間に有意な差はなかった。一方、修正幅は D 優良企業のほうが有意に小幅で符号はプラスとなり、D 優良企業では期中に小幅上方修正を行っていることが明らかになった。

3.3. 期末の経営者予想

最後に期末の予想について実績と予想の乖離を分析した。結果は、D 優良企業が期中に保守的な予想を小幅上方修正し、D 非優良企業が楽観的な予想を大幅下方修正したことから、期末の経営者予測誤差については両グループの間で有意な差は消滅した。

3.4. 結論

本研究の分析から、D 優良企業の期初経営者予想は、実績が予想を上回る予想になっており、かつ予想精度が高い保守的な予想になっていることが明らかになった。また期中の予想修正行動に注目すると、D 優良企業は期中に経営者予想を小幅上方修正していることもわかった。このような予想を保守的に開示し、期中に徐々に上方修正するような経営者予想のマネジメント手法は、投資家の期待値を徐々に上方へ誘導する効果を持つ。このことから、ディスクロージャーに優れた企業の経営者は予想の公表を通し投資家の予期せぬ期待が起こるのを最小限にとどめるだけでなく、投資家の期待を徐々に上方へ誘導するようなディスクロージャーを行っているといえる。一方、ディスクロージャーが優良でない企業は期初予想が楽観的で期中に下方修正する傾向があり、経営者予想のマネジメントに課題が多いことも明らかになった。

4. 経営者予想の修正発表に対する株価の反応

経営者予想は株価に大きな影響を持つが、割安株が高いパフォーマンスを上げる現象(割安株効果)との関係については研究分野が異なることからあまり研究が行われていない。そこで本研究は、割安株と割高株の経営者予想の修正の特徴を明らかにしたうえで、経営者予想の修正に対する割安株と割高株の反応を明らかにする。その上で、割安株が割高株をアウトパフォーマンスする理由を考察する。

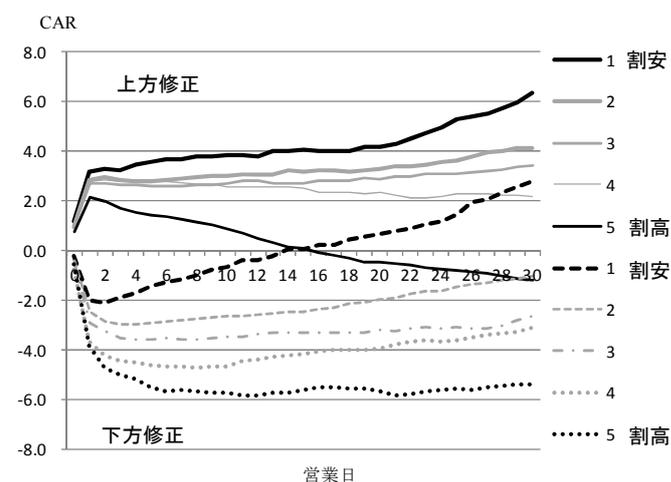
4.1. 検証①経営者予想修正幅と株価の反応

決算発表の際、株価は Good News にプラス、Bad News にマイナスの反応を示し(Ball/Brown[1968])、このとき株価リターンと決算のニュースの大きさは正の関係にある(Bernard/Thomas[1989])。また、割安株は Bad News より Good News に強く反応し、割高株は Good News より Bad News に強く反応する傾向がある(Dreman/Berry[1995])。経営者予想は決算同様に信頼性のある情報として投資家に用いられていることから、経営者予想の修正に対しても決算同様の株価の反応が起こると考えられる。そこで本分析では、割安株と割高株の経営者予想修正の特徴を明らかにし、経営者予想修正に対する割安株と割高株の反応を明らかにする。分析手法は、経営者予想の修正を上方修正と下方修正に分け、さらに PBR で分位したポートフォリオについて経営者予想の修正幅と

累積異常収益(Cumulative Abnormal Return, CAR)を示す。この際、PBR 下位 20%を割安株、PBR 上位 20%を割高株と定義する。

分析の結果、修正方向に関わらず経営者予想の修正幅は割高株に比べ割安株で大きくなっていることが明らかになった。また経営者予想修正に対する株価の反応では、修正発表直後の株価は概ね経営者予想修正の情報内容に従って変動するが、発表後数日経つと予想修正の情報内容から推測される反応とは異なる株価の動きがあることが明らかになった(図表②)。この原因を 4.2.で考察する。

【図表②PBR ポートフォリオの経営者予想修正に対する反応】



4.2. 検証②割安株パフォーマンスの要因分析

本分析では、経営者予想修正の以外の情報を考慮し、経営者予想の修正発表後に割安株が割高株をアウトパフォーマンスする理由を解明する。ここでは予想修正後の株価パフォーマンスに影響を与える要因として、①決算の影響、②アナリスト予想と経営者予想の差、③翌期の予想利益成長率の 3 点を考慮する。結果は、決算やアナリスト予想との差では割安株が割高株をアウトパフォーマンスする要因は得られなかったが、翌期の予想利益成長率については割安株でその値が際立って高くなっていることが明らかになった。以下では本研究に重要な貢献のあった③について説明を行う。

分析手法は、経営者予想の修正を上方修正と下方修正に分け、さらに PBR で分位したポートフォリオについて翌期の予想利益成長率(アナリスト予想)を示す。この際、PBR 下位 20%を割安株、PBR 上位 20%を割高株とする。翌期の予想利益成長率は、経営者予想修正発表時の翌期のアナリスト予想から当期のアナリスト予想を引いた値を時価総額(経営者予想修正日の前月末)で割って求める。

結果、割安株の翌期の予想利益成長率は割高株を上回る傾向があり、このことから割安株で株価がアウトパフォーマンスする理由に翌期の利益成長に対する高い期待があることがわかった(図表③)。

【図表③翌期の予想利益成長率】

		割安					1と5の差	
		1	2	3	4	5	1-5	統計量
全体	平均値	3.316	1.897	1.661	1.711	1.714	1.603	6.674 ***
	中央値	1.829	1.378	1.200	1.174	1.196	0.633	9.062 ***
	サンプル数	1,531	1,532	1,532	1,532	1,532		
上方修正	平均値	2.508	1.591	1.458	1.353	1.363	1.145	6.479 ***
	中央値	1.552	1.195	1.169	1.101	1.113	0.439	6.845 ***
	サンプル数	864	865	864	865	865		
下方修正	平均値	4.192	2.166	1.943	2.190	2.433	1.759	3.537 ***
	中央値	2.077	1.589	1.280	1.406	1.473	0.604	3.993 ***
	サンプル数	667	667	667	667	668		

統計量は、平均の差の検定である Welch の検定、中央値の差の検定であるマン・ホイットニーの U 検定の統計量である t 値と z 値を示す。

4.3. 結論

本研究の分析結果から、割安株では経営者予想の修正幅が大きいことが明らかになった。また割安株・割高株ともに修正発表直後は概ね修正の情報内容に沿って反応するが、修正発表後数日経つと割安株は別なニュースを織り込むように上昇する傾向があることがわかった。この理由には、投資家の翌期の利益成長率に対する高い期待があり、割安株がアウトパフォームするのは翌期の利益成長に対する高い期待が一因であることが明らかになった。

5. 企業規模による予想利益の精度と価値関連性

本研究は、企業規模に着目し、企業規模別に経営者予想とアナリスト予想の予想精度と価値関連性を調査することで、予想の信頼性と有用性の調査を行う。

5.1. 企業規模による予想利益の精度

経営者予想とアナリスト予想は比較時点により精度が異なるが、期初時点は経営者予想のほうが精度は高いことが明らかになっている(太田[2005])。一方、経営者予想の予想精度は企業規模によっても異なるとされる(Baginski/Hassell[1997])。そこで分析では、はじめに経営者予想とアナリスト予想について企業規模別に精度の比較を行う。分析の手法は、各サンプルについてアナリスト予想と経営者予想の予想精度を計算する。

$$MFACC_{i,t} = \frac{|E_{i,t} - MF_{i,t}|}{MVE_{i,t}} \quad (5-1)式$$

$$AFACC_{i,t} = \frac{|E_{i,t} - AF_{i,t}|}{MVE_{i,t}} \quad (5-2)式$$

ただし、MFACC_{i,t}はi社のt期の経営者予想の予想精度
 AFACC_{i,t}はi社のt期のアナリスト予想の予想精度
 E_{it}はi社のt期の実際の当期利益
 MF_{it}はi社のt期の5月末時点の経営者予想(当期利益)
 AF_{it}はt期の6月末時点のアナリスト予想(当期利益)
 MVE_{it}はt期末である3月末の時価総額

その上で、全サンプルと時価総額別に予想精度の平均値と中央値を求める。時価総額別の予想精度については、3月末の時価総額の大小により各分位のサンプル数なるべく均等になるように5分位にし、各分位の予想精度を求める。この際時価総額が最も小さい第1分位を小規模企業、最も大きな第5分位を大規模企業とし、第2~4分位を中規模企業とする。

分析の結果、全体では経営者予想のほうがアナリスト予想より精度が高いという弱い証拠が得られた。また企業規模別には、小規模企業ではアナリスト予想より経営者予想のほうが予想精

度は高い一方、大規模企業では経営者予想とアナリスト予想に有意な差がないことも明らかになった(図表④)。

【図表④経営者予想とアナリスト予想の予想精度比較】

パネルA: 全サンプル									
サンプル数	平均値		平均値の差の検定		中央値		中央値の差の検定		z値
	MFACC	AFACC	MFACC	t値	MFACC	AFACC	MFACC	z値	
7,833	0.142	0.145	-0.003	0.170	0.020	0.021	-0.001	1.933	*

パネルB: 時価総額別									
サンプル数	平均値		平均値の差の検定		中央値		中央値の差の検定		z値
	MFACC	AFACC	MFACC	t値	MFACC	AFACC	MFACC	z値	
1: 小規模	1,566	0.418	0.440	-0.022	0.228	0.053	0.062	-0.009	2.117 **
2: 中規模	1,567	0.124	0.121	0.003	-0.151	0.025	0.027	-0.002	1.219
3: 中規模	1,566	0.072	0.069	0.003	-0.307	0.018	0.019	-0.001	0.236
4: 中規模	1,558	0.056	0.057	-0.001	0.146	0.014	0.015	-0.001	0.662
5: 大規模	1,576	0.039	0.039	0.000	0.056	0.013	0.013	0.000	0.185

これに加え年度別、業種別の分析も行ったが、年度や業種による予想精度の差はあるものの、経営者予想とアナリスト予想では有意な差は確認されなかった。

5.2. 企業規模による予想利益の価値関連性

実証会計の分野では、何らかの会計数値が株価や時価総額などの市場価値と関係していることを示す分析に価値関連性の研究がある(Olson[2001], 太田[2005])。ここでは Olson[2001], 太田[2005]に倣い企業価値を株主資本簿価、当期利益、次期予想利益の3変数に回帰することで、経営者予想とアナリスト予想の価値関連性を示す。その際、次期予想利益に経営者予想を用いたモデルとアナリスト予想を用いたモデルの2種類の回帰モデルを作成し、両モデルのあてはまりの良さを比較する。

$$\frac{MVE_{i,t}}{MVE_{i,t-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \frac{B_{i,t-1}}{MVE_{i,t-1}} + \alpha_2 \frac{E_{i,t-1}}{MVE_{i,t-1}} + \alpha_3 \frac{MF_{i,t}}{MVE_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t} \quad (5-3)式$$

$$\frac{MVE_{i,t}}{MVE_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{B_{i,t-1}}{MVE_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{E_{i,t-1}}{MVE_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{AF_{i,t}}{MVE_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t} \quad (5-4)式$$

ただし、MVE_{it}はt期の6月末の時価総額、
 B_{t-1}はt-1期の株主資本簿価、
 E_{t-1}はt-1期の当期利益、
 MF_{it}はt期の5月末時点の経営者予想(当期利益)
 AF_{it}はt期の6月末時点のアナリスト予想(当期利益)
 モデルの変数は前年6月の時価総額で割り基準化している

本分析では、全サンプルの分析に加え時価総額別にも同様の分析を行う。時価総額別については、6月末の時価総額の大小により各分位のサンプル数なるべく均等になるように5分位にし、分位ごとにモデルのあてはまりの良さを比較する。この際、時価総額の最も小さい第1分位を小規模企業、最も大きな第5分位を大規模企業とし、第2~4分位を中規模企業とする。

さらに、年度や業種の影響をコントロールした分析を行うため、(5-3)式、(5-4)式に年度・業種ダミーを加えた(5-5)式、(5-6)式についても推定を行う。

図表⑤は年度・業種ダミーありの分析結果である。これによると、次期予想利益の係数は有意にプラスとなり、経営者予想、アナリスト予想ともに価値関連性があることが確認された。また、パネルCの Vuong 検定¹の結果より小規模企業では経営者予想の価値関連性が高く、大規模企業ではアナリスト予想の価値関

¹ パネルCは経営者予想モデルとアナリスト予想モデルの優劣について統計的な検定を行う Vuong 検定の結果であり、小規模企業では経営者予想モデルが、大規模企業ではアナリスト予想モデルが有意に優れていることを示す。

連性が高いこともわかった。価値関連性が高いということは、市場にとってその情報がより重視されていることを意味する。このことから、市場は小規模企業では経営者予想を大規模企業ではアナリスト予想よりを重視する傾向があることがわかる。

【図表⑤経営者予想とアナリスト予想の価値関連性の分析】

パネルA: 全サンプル						
	切片	$B_{i,t-1}/MVE_{i,t-1}$	$E_{i,t-1}/MVE_{i,t-1}$	$F_{i,t-1}/MVE_{i,t-1}$	Adj.R2	サンプル数
(5-5)式(経営者予想)	0.772 ***	0.004 ***	-0.049 ***	2.531 ***	0.407 ***	7,980
(5-6)式(アナリスト予想)	0.769 ***	0.004 ***	-0.041 ***	2.380 ***	0.407 ***	7,980

パネルB: 時価総額別							
	切片	$B_{i,t-1}/MVE_{i,t-1}$	$E_{i,t-1}/MVE_{i,t-1}$	$F_{i,t-1}/MVE_{i,t-1}$	Adj.R2	サンプル数	
(5-5)式 (経営者予想)	1: 小規模	0.590 ***	0.018 **	-0.073 **	2.147 ***	0.443 ***	1,595
	2: 中規模	0.746 ***	0.015 **	-0.177 **	2.835 ***	0.382 ***	1,596
	3: 中規模	0.628 ***	0.033 **	-0.079 **	2.800 ***	0.407 ***	1,596
	4: 中規模	0.548 ***	0.062 ***	0.095 ***	3.194 ***	0.480 ***	1,594
	5: 大規模	0.654 ***	0.108 ***	0.130 ***	2.977 ***	0.535 ***	1,599
(5-6)式 (アナリスト予想)	1: 小規模	0.615 ***	0.020 **	0.042 **	1.786 ***	0.425 ***	1,595
	2: 中規模	0.735 ***	0.018 **	-0.186 **	2.691 ***	0.392 ***	1,596
	3: 中規模	0.620 ***	0.035 **	-0.152 **	2.745 ***	0.410 ***	1,596
	4: 中規模	0.508 ***	0.058 ***	0.012 ***	3.414 ***	0.497 ***	1,594
	5: 大規模	0.648 ***	0.104 ***	-0.006 ***	3.094 ***	0.546 ***	1,599

パネルC: モデル選択決定の結果		
	統計量z	
全サンプル	0.094	
企業規模別	1: 小規模	2.726 ***
	2: 中規模	-1.573
	3: 中規模	-0.444
	4: 中規模	-2.438 **
	5: 大規模	-2.064 **

最後に、企業規模ごとの経営者予想とアナリスト予想の価値関連性をより明確に示すため、市場が経営者予想とアナリスト予想を参照しているウェイトに関して分析を行う。分析は予想利益に経営者予想とアナリスト予想に足して1になるように α 、 $1-\alpha$ でウェイト付けをして求めた加重平均予想利益をOhlson[2001]のモデルに代入し、 α を $0 \leq \alpha \leq 1$ の間で0.01刻みで動かし尤度が最大となる α を推定する。

分析の結果、年度・業種ダミーありのモデルでは小規模企業では経営者予想のウェイトは0.86、アナリスト予想のウェイトは0.14、大規模企業では経営者予想のウェイトは0.17、アナリスト予想のウェイトは0.83となった。この結果から、小規模企業では経営者予想が参照されるウェイトが0.86と高く、大規模企業ではアナリスト予想が参照されるウェイトが0.83と高いことが明らかになり、前述の分析と整合的な結果が得られた。

【図表⑥加重平均予想利益を用いた価値関連性の分析】

	パネルA: 年度・業種ダミーなし		パネルB: 年度・業種ダミーあり	
	経営者予想	アナリスト予想	経営者予想	アナリスト予想
	α	$1-\alpha$	α	$1-\alpha$
全体	0.61	0.39	0.52	0.48
1: 小規模	0.96	0.04	0.86	0.14
2: 中規模	0.24	0.76	0.30	0.70
3: 中規模	0.40	0.60	0.41	0.59
4: 中規模	0.44	0.56	0.15	0.85
5: 大規模	0.48	0.52	0.17	0.83

5.3. 結論

本分析より、小規模企業ではアナリスト予想の精度が低く、経営者予想以外の情報が十分でないため、経営者予想の価値関連性が高いことがわかった。一方、大規模企業では経営者予想とアナリスト予想の間に精度の差がなく、より多くの予想情報が

取得可能なアナリスト予想の価値関連性が高くなっていることが明らかになった。加えて、本分析では小規模企業ではアナリスト予想が十分でないため市場は経営者予想に依拠せざるを得ないにも関わらず、小規模企業では経営者予想の精度が低いという問題点があることも明らかになった。

6. おわりに

本論文では、株価形成の過程で生じる市場の非効率性について経営者予想を始めとするディスクロージャーとの関係から明らかにするため、(1)ディスクロージャーの良し悪し、(2)バリュエーション、(3)時価総額の3点から経営者予想の特徴や市場への影響を分析した。これらの研究を通して、市場で非効率性が生じにくいディスクロージャー優良企業、割高株、大規模企業は共通点があり、経営者予想の公表をマネジメントすることで市場に大きなインパクトを与えないような経営者予想のマネジメントを行っていることが明らかになった。一方、市場で非効率性を起こしやすいディスクロージャー非優良企業、割安株、小規模企業は、経営者予想のマネジメントができておらず、本来ならば市場の非効率性を解消する手段であるはずのディスクロージャーに問題があることがわかった。

しかし、ディスクロージャーが悪く市場で非効率性を起こしている企業のなかには一時的に業績が悪化しているだけの企業や本来は成長性のある企業であることも多く、高い評価を得る可能性のある企業も多く含まれる。これらの企業で精度が高く下方修正のない経営者予想のマネジメントが行われていれば市場で非効率性は生じず、アノマリーも発生していなかった可能性も高い。このようなことから、市場の非効率性やアノマリーが起こる要因には、市場の非効率性を解消するはずの経営者予想のマネジメントが効いていないことがあると考えた。

これまでの研究では、市場の非効率性に起因するアノマリーは流動性や取引コスト、アナリストの調査に偏りがあることなどの問題が指摘されてきた。本論文の実証結果は既存研究の指摘を覆すものではないが、企業のディスクロージャーが改善されればこれらのアノマリーもかなり解消すると考える。

【主要参考文献】

- Ajinkya, B., and M. Gift [1984], "Corporate Managers' Earnings Forecasts and Symmetrical Adjustments of Market Expectations," *Journal of Accounting Research* 22, 425-444.
- Baginski, S. P., and J. M. Hassell [1997], "Determinants of Management Forecast Precision," *The Accounting Review* 72 (2), 303-312.
- Bernard, V. L., and J. K. Thomas [1989], "Post-Earnings-Announcement Drift: Delayed Price Response or Risk Premium?" *Journal of Accounting Research* 27 (supplement), 1-36.
- Choi, J., and D. Ziebart [2004], "Management Earnings Forecasts and the Market's Reaction to Predicted Bias in the Forecast," *Asia Pacific Journal of Accounting and Economics* 11 (2), 167-192.
- Dreman, D. N., and M. A. Berry [1995], "Overreaction, Underreaction, and the Low-P/E Effect," *Financial Analysts Journal* 51 (4), 21-30.
- Olson, J. [2001], "Earnings, Book Values and Dividends in Equity Valuation: An Empirical Perspective," *Contemporary Accounting Research* 18 (1), 107-120.
- 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-I」『現代ファイナンス』18, 141-159.