

別紙 4

報告番号	※	第	号
------	---	---	---

主 論 文 の 要 旨

論文題目 Essays on Management Forecast Error and Value Relevance (経営者予想の誤差及び価値関連性に関する研究)

氏 名 張 曉 白

論 文 内 容 の 要 旨

経営者予想は、特定の期間（通常は四半期、半年、または1年間）における経営陣により予測および発表された会社の将来の業績に関する公式の公示であり、資本市場における財務情報開示の主要な内容として扱われている。

経営者予想に関する調査研究は、1970年代に米国で初めて現れた。株式市場の発展とともに、意思決定に役立つ会計情報に注目が集まってきた。ますます多くの企業が、業績予想とも呼ばれる経営者の予想を開示することを選択したため、研究者はこの情報が資本市場でどのように機能するかを調査し始めた。このトピックを巡って、情報の内容、予想の質、ディスクロージャー規制など様々な問題に焦点を当てたかなりの量の研究が存在する。それから約50年間、経営予測に関する研究は世界の中に常に会計・金融の熱い話題である。しかし残念ながら、経営者予想の意思決定有用性については未だに統一な結論が出ていなく、各研究エリアにおいて多様な視点や手法により行われた研究がまとめられていない。本論文では、先行研究をシステムティックにレビューした上、中国における経営者予想の誤差と価値関連性についての検討を行うことを目的にする。

本論文は3つの研究から構成されている。1つ目の研究では、第2章の経営者予想に関するシステムティックレビューの結果に基づき、予想誤差の影響要素のメタアナリシスを行った。2つ目の研究は、Ohlsonモデル及びFeltham-Ohlsonモデルを駆使して中国の株式市場における経営者予想の価値関連性を検証した。3つ目の研究は同じく中国のデータを使って、強制開示と自主開示の下での経営者予想の違いについて予想誤差と価値関連性の2つの視点から検討を行った。

経営者予想に関するシステムティックレビュー

第2章では、「ナラティブレビュー」と呼ばれる伝統的な先行研究のまとめ方の代わりに、「システムティックレビュー」という系統的レビューを行った。これまでの研究

成果を要約し、潜在的な研究課題を明確にするために、経営者予想に関する文献を系統的に検索した。ナラティブレビューとの違い、システマティックレビューを行う意義、文献レビューの検索プロセス、結果、及び発見について説明が行われている。

経営者予想の誤差の影響要素に関するメタアナリシス

システマティックレビューを行った結果、今までの研究は経営者予想の質の決定要因に焦点を当て、多様な研究がされてきたことが分かった。先行研究は、資本市場が機能するかの視点から経営者予想の質に繋がる様々な説明を示唆していた。一部の研究は同様の結果を確認したが、他の研究は統一な結論に至っていない。このように、この分野で定量的な要約を求める声が出ている。

第3章では、過去の実証研究を対象に調査して、経営者予想の誤差 (MFE) の影響要素をメタ分析している。第2節では、メタアナリシスの発展及び会計学分野での応用、経営者予想誤差の影響要素研究について概説している。第3節では、この章で使用されているメタアナリシスの方法論について説明している。第4節はメタアナリシスの結果をまとめたものである。そして第5節では、異質性に関する追加の分析について説明している。メタ分析は個々の研究からの結果を集めて統合して全体の効果の大きさを推定し、文献蓄積の統合を提供する。本研究では、経営者予想の誤差 (Accuracy と Bias を含む) と既存の論文で報告されている影響要素との間の関連の定量的一般化を締めくくる。

メタ分析は MFE Accuracy の 13 の影響要素と MFE Bias の 5 の影響要素に対して行われていた。すべてのメタアナリシスの中で、ほとんどの場合、影響要素と MFE Accuracy / Bias との関連は有意な結果を示した。企業規模、予測期間、企業の年齢、簿価対時価比率、注目しているアナリストの数、ROA の標準偏差、セグメントの数、収益率、レバレッジ、アナリスト予想の誤差、および成長率は MFE Accuracy に対して確固たる知見を得ている。例えば、会社の規模と予測の正確さとの関係について、会社が大きければ大きいほど、経営者予想が正確であることを示している。企業の年齢と予測の正確さとの関係については、企業が長く存在しているほど予測の正確性が高いと以前の文献を裏付けている。逆に、機関投資家持ち株比率と研究開発費比率の二要素だけが 95%信頼区間で有意ではない結果になっている。MFE Bias については、5つの影響要素のうち、企業規模、予測範囲、および成長率の3つが、多数の研究間で有意な結果を示している。ほとんどの研究が示すように、企業規模と MFE Bias は負の関係にある。予測期間を短くすると、MFE Bias も小さくなる。損失が報告された企業においては、MFE Bias が大きい傾向がある。一方、前期の MFE と損失に関しては、メタアナリシスで確固たる結論を出していない。結論として、メタアナリシスにおいて、ほとんどの影響要素がさまざまな文脈、司法環境、および地域にわたる頑健性が示されている。

本研究では、ほとんどの場合に均質性仮説は棄却される、すなわちサンプルとして使われている研究間には異質性が存在している。したがって、異質性の緩和要因に関するさらなる分析が求められている。特に、異質性を減らすために、サンプル研究は国別に分類されている。Q 統計量はサブグループで有意に減少し、異質性が緩和要因に起因することが確認されている。

中国における経営者予想の価値関連性についての検証 (Ohlson モデル及び Feltham-Ohlson モデルに基づき)

この章では Ohlson モデル及び Feltham-Ohlson(FO)モデルを駆使して中国の株式市場における経営者予想の価値関連性を検証している。最初の節に、研究の背景、目的、および研究の主旨を紹介している。第2節では、以前の文献のモデルを検討し、2つの仮説を立てている。第3節では、研究の設計、変数の定義、およびサンプルの選択について説明している。続いて、推定株価と実際の株価の差(相対誤差と正確性)、および将来の収益率の2つの観点から価値関連性を分析している。最後の節では、テスト結果と残された問題について説明している。

分析結果によると、経営者予想は価値関連性と有意に関連しており、モデルの精度を向上させるのに明らかに役立っていると結論付けることができる。先行研究の結論と同じく、FO モデルは価値関連性の観点から Ohlson モデルより正確である。言い換えれば、財務諸表における金融資産と営業資産の分離は、会計情報の価値関連性の改善につながると検証されている。さらに、会計情報を使用した Ohlson モデルおよび FO モデルによって推定された企業価値は過大評価される傾向がある。これらの知見は、実証的証拠を提供することにより、この論文の重要性に貢献している。同時に、これらの調査結果はまた、予測情報の価値関連性と予測情報の品質を向上させる方法についてのさらなる研究への呼び出しがあることを示している。

中国における経営者予想の強制開示 vs. 自主開示

経営者予想は個人投資家および機関投資家の双方にとって重要な情報源である。以前の文献によると、企業のマネージャは、情報の非対称性を減らすために、企業の将来のパフォーマンスに関する予測を市場に公開するという経営予測を発行している。ただし、このメカニズムの機能は、経営者予想が正しい情報を提供するかどうかによって異なる。したがって、経営者予想の質に注目を集めてきている。本稿では、中国の株式市場における経営者予想の質について、経営予測誤差 (MFE) と価値の関連性という2つの観点から検討することを試みる。

ディスクロージャー規制と経営者予想との関連性は、会計研究者からかなり関心を集めている研究課題である。義務的な開示の結果についての議論が話題となっている。

一方、資本市場における経営者予想の自主開示に関する文献は、自主開示の賛否両論を論じていた。この研究は、中国の特定の制度の下での強制開示 vs. 自発的開示に基づく経営者予想の質の違いに焦点を当てている。

本研究の分析の結果は、異なる開示アプローチ間で経営者予想の質に差があることを示している。開示アプローチは予測の正確性と有意に関連していた。強制的に開示された経営者予想は正確さが劣る傾向がある。自主的に開示された経営者予想は、予想の誤差が小さい（すなわち、精度が高い）可能性が高い。価値関連性の観点からの分析も、中国の株式市場における自主開示の経営者予想の質が強制開示より高いという結論と一致している。

この研究は、複数の強力な証拠を提供することによって結論の強さに関する先行文献を補完している。投資家が強制開示と自主開示との間に質の差があることを意識に保つべきであることを示唆し、株式市場の意思決定プロセスに貢献する。次に、本研究では先駆的研究手法（Heckman の二段階モデル）を用いて従来の研究手法を更新している。Heckman の 2 段階モデルは、サンプルの自然選択問題と企業の財務的特徴によって生じる内生的問題をある程度解くことによって、以前の研究よりも説明力が強い。さらに、本研究の結果は開示義務規制の影響に関して当局への有意義なインプリケーションも提供できる。