

## 論文審査の結果の要旨および担当者

報告番号	※	第	号
------	---	---	---

氏 名 張 晁白

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)

### 論文審査担当者

主 査 名古屋大学大学院経済学研究科准教授 仙場胡丹  
名古屋大学大学院経済学研究科教授 根本二郎  
名古屋大学大学院経済学研究科教授 野口晃弘

## 論文審査の結果の要旨

## 1. 本論文の概要

## (1) 論文の目的

本論文は、「経営者予想」の会計学的意義について、「予測誤差」と「価値関連性」の2つの視点から、研究を行うことを目的としている。経営者予想は、定期的に経営者が企業の将来の業績に関する予測情報を資本市場に開示するものであるが、当該情報は、資本市場に影響を及ぼす重要な情報の1つとなっている。経営者予想に関する研究は、1960年代終わりに米国で出現したが、現代においてもそのテーマの重要性から、研究成果が蓄積されている。また経営者予想というトピックを巡って、①情報の内容、②予想の質、③ディスクロージャー規制など様々な分野に焦点を当てた研究が数多く存在する。本論文は、具体的に「経営者予想の予測誤差」と「経営者予想の価値関連性」の2つのキーワードを視野に入れながら、上記の①に対応して第2章、②に対応して第3章と第4章、そして③に対応して第5章の研究を行い、「経営者予想」について、包括的に研究を進めようとしている。

## (2) 論文の構成と内容

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、第3章で経営者予想の予測誤差の影響要素のメタアナリシスを行っている。2つ目の研究は、Ohlson モデルおよび 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ている。3つ目の研究は同じく中国のデータを使って、強制的開示と自主的開示の下での経営者予想の違いについて予測誤差と価値関連性の2つの視点から検討を行っている。

第1章では本論文の背景と目的、構成および内容を紹介している。

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ている。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。また、ナラティブ・レビューとの違い、システムティック・レビューを行う意義、文献レビューの検索プロセス、結果、および発見についても説明が行われている。

第3章では、過去の実証研究を対象に経営者予想の予測誤差(MFE)の影響要素をメタアナリシスしている。第2節では、メタアナリシスの発展および会計学分野での応用、経営者予想の予測誤差の影響要素についての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(homogeneity)に関する追加の分析について説明している。メタアナリシスは個々の研究から結果を集めて統合し、全体の効果の大きさを推定するものである。本研究では、経営者予想の予測誤差(AccuracyとBiasを含む)と先行研究において報告されている影響要素との間の関連の定量的一般化(メタアナリシス)を試みる。具体的には、MFE Accuracyに対して13個の影響要素、そしてMFE Biasに対して5個の影響要素との間の関連の定量的一般化を行っている。その結果として、まずほとんどの場合、影響要素とMFE Accuracy / Biasとの関連は有意な結果を示している。次に企業規模、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、アナリスト予想の予測誤差、および成長率はMFE Accuracyに対して影響を及ぼしていることがメタア

## 論文審査の結果の要旨

ナリシスで確認できている。逆に、機関投資家持ち株比率と研究開発費比率の 2 個の要素だけが 5% 有意水準で有意ではない結果になっている。MFE Bias については、5 個の影響要素のうち、企業規模、予測範囲、および成長率の 3 個が、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が得られていない。予測範囲、および成長率の 3 つが、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が得られていない。

第 4 章では Ohlson モデルおよび Feltham-Ohlson モデル (F0 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。最後の節では、検証結果と残された問題について説明している。分析結果によれば、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様であるが、F0 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ことがわかる。さらに、会計情報を使用した Ohlson モデルおよび F0 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にあることもわかる。これらの知見は、実証的証拠を提供することにより、Ohlson モデルおよび F0 モデルに関する研究や経営者予想に関する研究の蓄積に貢献している。

第 5 章では、中国の株式市場における経営者予想の質について、経営者予測の予測誤差 (MFE) と価値関連性という 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。強制的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的開示に関する文献では、自主的開示の賛否両論が論じられていた。本研究は、中国の特定の制度の下での強制的開示 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に劣る傾向がある。自主的に開示された経営者予想は、予想の予測誤差が小さい (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的開示の経営者予想の質が強制的開示より高いという結論と一致している。

## 2. 本論文の評価

本論文について具体的に特に評価すべき点として、次の事項が挙げられる。

第 1 に、会計学研究領域における重要な研究テーマである「経営者予想」に対する包括的な知見をシステムティック・レビューによって得ようと試みた点である。経営者予想が企業の経営者が外部に開示する重要な経営活動に関する情報であり、当該情報の市場に対するインパクト (価値関連性) およびその正確性が重要であると考えられる。本論文では、「経営者予想」をキーワードにしている日米中の文献 401 件がシステムティック・レビューされ、文献を 5 つのカテゴリーへの分類が行われている。分類の仕方について先行研究

## 論文審査の結果の要旨

を参考にしている部分があったが、本研究は、日米中の多くの文献を渉猟し、新しい知見をシステマティック・レビューによって得ようとした意欲的な試みであることについては評価できる。

第2に、会計学全体を見ても研究方法としてメタアナリシスを用いたものの数がまだ限られている中で、メタアナリシスによる「経営者予想の予測誤差」の研究には、新規性が認められる。本論文では、過去の実証研究を対象に経営者予想の予測誤差(MFE)への影響要素をメタアナリシスしている。メタアナリシスは個々の研究から統計量を集めて統合し、全体の効果の大きさを推定するもので、これまでの研究の蓄積を統合して評価する手法である。本論文では、経営者予想の予測誤差(AccuracyとBiasを含む)と先行研究で明らかにされている影響要素との関連のメタアナリシスが行われ、統合された結論が導かれている。

第3に、ディスクロージャー規制という分野と「経営者予想」との結合点のところで研究(第5章)が進められている点に学術的・政策的意義があると考えられる。中国の証券取引所の規則により、経営者予想について一定の要件が満たされれば「強制的開示」が行われることになっている。一方、それらの要件を満たしていないものの「自発的開示」を選択した企業グループが存在する。本研究は、この中国市場の特徴に着目し、強制的開示 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からは、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が示されており、つまり、強制的に開示された経営者予想は正確さに劣る傾向があり、また価値関連性の観点からの分析からも、自主的開示の経営者予想の質が強制的開示より高いという結論が出ている。加えて、本研究では Heckman の 2 段階モデルを用いて開示に関わる選択バイアスに対処した分析も行い、結論の頑健性を確認している。

以上のように、本論文はいくつかの学術的貢献を有するものであるが、改善すべき課題が残されていることも指摘しておきたい。

第1に、メタアナリシスに関しては、高レベルの異質性(homogeneity)が残されている点について指摘しなければならない。それは部分的には、情報の欠如により、異質性に影響を及ぼすような変数がすべてカバーされていないことによるものであるとも考えられる。この課題を解決するには、サンプルとなる文献にメタアナリシスに必要な情報が十分に記載されることが前提となるが、現状ではそれが必ずしも満たされていないことから、今後の実証研究では、そのような情報が記載されることが期待される。

第2に、第5章の分析では、選択バイアスと内生性の問題への更なる制御が課題として挙げられる。前述のように、中国市場では、経営者予想について「強制的開示」と「自発的開示」が観察できる。しかし、「自発的開示」項目が発生したが「開示しない」という選択を行ったグループも存在すると考えられる。本論文では、中国企業の経営者予想における強制的・自発的開示、または非開示を決定するメカニズムを完全には制御できていないとまでは言えない。加えて企業が経営者予想の開示を選択するとき、利益調整を行うモチベーションも考慮に入れなければならない。ゆえに、利益調整の研究領域と開示選択のメカニズムを同時に検証することも将来の研究課題として考えられる。

しかしながら、以上の課題は今後の研究を進める上での指針として指摘したものであり、本論文の学術的価値を損なうものではなく、本論文に対するわれわれの評価を変えるものではない。

別紙 1-2

## 論文審査の結果の要旨

### 3. 結論

以上の評価に基づき、われわれは本論文が博士（経済学）の学位を授与するに値するものであることを認める。

2019年7月10日

#### 論文審査担当者

主査	名古屋大学大学院経済学研究科准教授	仙場胡丹
委員	名古屋大学大学院経済学研究科教授	根本二郎
委員	名古屋大学大学院経済学研究科教授	野口晃弘