

小売業における売上高予測

平井裕久

1. はじめに

企業が外部に対して公開している情報は、投資家の意思決定やM&Aにおける企業価値の算定などあらゆる場面で非常に重要となる。そして、この公開情報により表面的には見えない企業の様々な経営活動を推測することが可能であろう。また、公開されている情報から企業業績などの将来予測を行うことも、その予測の有用性を考えると非常に興味深いものである。本研究では、とくに売上高予測に焦点を当て、企業外部者の視点から公開情報に基づいた売上高予測を行うことで、経営者自身が行う売上高予測の正確性について考察を行うことを目的とする。その際、経営者による補足的な情報開示がどのような役割を有しているのかについても検討を行う。

日本の公開企業のほとんどは、決算短信において経営者自身による売上高予測が公表されているが、その予測の根拠となる情報については十分に開示されていないことが多い。このような状況を踏まえ、日本の小売企業を対象として、経営者自身による売上高予測、一部の企業で開示されている補足情報を用いた売上高予測、そして過去の売上高のみに基づく売上高予測について精度の比較を行う。このとき、補足情報を用いた売上高予測ではLundholm and McVay(2004)のモデルに基づく売上高予測を行う。このモデルでは、店舗を既存店と新規店に分け、売上高予測の精度を上げることを試みており、企業外部者が入手できる公開情報のみに基づいたシンプルなモデルとなっている。

また、経営者の情報開示行動についてもより詳細な検討を行う。経営者は売上高予測を公表すると同時に、その補足情報を開示するかどうか選択していると考えられることから、両者の間には何らかの因果関係があると思われる。したがって、本研究の検証結果は、2004年3月期決算から導入された「経営者による財務・経営成績の分析(MD&A)」に対して、その重要性を示唆するものであると思われる。すなわち、本研究の結果が、MD&Aによる有用な情報の開示により、経営者が行う将来予測に関する補足情報を継続的に開示することが、企業外部者にとって大きな便益をもたらすことを明らかにするものである。

2. 企業評価と売上高予測

2.1 企業評価における売上高予測

近年、M & Aの増加など企業評価に関する議論が盛んとなっている。この企業評価に関する研究は、古くからおこなわれているが、株主重視の高まりもあってより関心の高いものとなっている。また会計学の領域においても、会計数値に基づく企業評価の研究は注目される分野である¹。このような研究において、企業評価モデルとしては、株主価値を簿価と期待将来残余利益の割引現在価値の総和とする残余利益モデルによるものが多い。この残余利益モデルは、ク

リーン・サープラス条件を仮定することで、割引配当モデルと等しくなることが知られており、株主価値と会計数値を理論上でも直接的に結び付けている。しかし、実際に残余利益モデルによる株主価値の算定を行う場合に、期待将来残余利益をどのようにして扱うかという大きな問題に直面する。この解決策の一つとして、Ohlson(1995)は大きなインパクトを与えた研究である。このOhlson(1995)では、残余利益が一次の自己回帰 (AR(1)) モデルに従うという仮定で、期待将来残余利益の総和を収束させた企業評価モデル (いわゆるオールソン・モデル) を導出している。このOhlson(1995)を展開したモデル²によるアプローチでは、評価時点で既知である情報を利用している。

一方で、予測情報を用いるアプローチも存在する³。これは、将来の残余利益を予測して、それを企業評価モデルに用いるというものである⁴。このアプローチでは、将来の残余利益を、予測において、残余利益を中心とした比較的少数の項目を予測するもの⁵や、将来の財務諸表全体を予測するものがある。将来の財務諸表を予測するものでは、そこから将来の残余利益もしくはキャッシュ・フローを算出して企業評価モデルに用いる。しかし、実際にこのような予測を行う場合に、どのようなプロセスで予測するかという問題が起こる。この問題について、絶対的な見解は存在していないと思われるが、Lundholm and Sloan(2004)では、予測のプロセスを体系的に、図表1のように提示している。図表1のプロセスによれば、将来の財務諸表を予測するために、まず売上高を予測し、そこから営業利益率の予測を介して損益計算書へ、また資産回転率の予測を介して貸借対照表を予測する。この図表1にあるような、将来の財務諸表全体を予測して企業評価を行うアプローチは、種々の財務指標の特性を明らかにした Nissim and Penman(2001) や、売上高予測に関する Lundholm and McVay(2004) など、部分的な研究成果の蓄積は行われているものの、未だ包括的な研究成果は見られない。それでも、売上高利益率および資産回転率に関する研究として Fairfield and Yohn(2001) や、レバレッジに関する Nissim and Penman(2003) の研究など、財務諸表全体を予測する際に必要と考えられる財務指標が、それぞれ有益な情報を有していることが明らかとなっており、これらの研究の発展によって、このアプローチの有用性は高まると思われる。そして、Lundholm and Sloan(2004)の手順に従うのであれば、企業評価を行う際、まず行わなければならない重要なことは売上高予測であると考えられる。

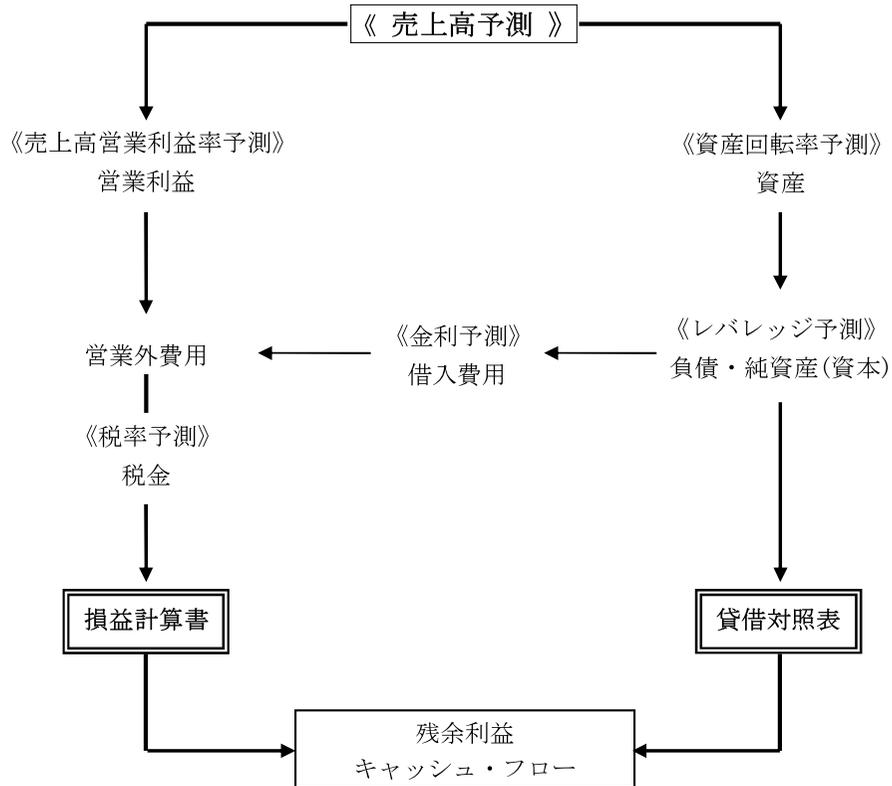
¹ この分野のサーベイは Lee (1999), Lo and Lys (2000), Richardson and Tinaikar (2004) 等に詳しい。

² 例えば、Feltham and Ohlson (1995, 1996) 等を参照のこと。

³ Begley and Feltham (2002) では、残余利益モデルに基づく企業評価研究について、ここでいう前者のアプローチを歴史的な情報を用いるタイプの研究 ("historical" type)、また後者のアプローチを予測情報を用いるタイプの研究 ("forecast" type) と呼んでいる。

⁴ 財務諸表分析あるいは企業評価において、財務諸表を包括的に分析し、その結果として企業評価を行うというアプローチがとられている。例えば、Palepu et al. (2003), Penman (2003), Lundholm and Sloan (2004), 太田 (2004) 等を参照のこと。

⁵ 例えば、Frankel and Lee (1998), Penman and Sougiannis (1998), Francis et al. (2000) 等を参照のこと。

図表 1 将来の財務諸表を予測するための手順⁶

2.2 小売企業の売上高予測

本研究では、Lundholm and McVay(2004)と同様に売上高予測に関する実証を行う。Lundholm and McVay(2004)では、米国の小売企業の売上高予測についてモデルの精度を検証している。この売上高予測モデルでは、企業外部者が入手可能である公開情報として、特に店舗に関して、既存店と新規店に分けられた情報を用いている。この情報をもとに、売上高予測の精度の向上を図るとともに、比較的単純なモデルを提示している。

Lundholm and McVay(2004)による売上高予測モデルは、小売業界や医薬品業界のように、特定の資産から生み出される売上高を個別に識別することが可能な状況において適用が可能である。本研究では、Lundholm and McVay(2004)と同様に、店舗販売を主とする小売企業を対象としたモデルを適用する。

このLundholm and McVay(2004)の売上高予測モデルでは、店舗を新規店舗、準新規店舗、既存店舗の3種類に分類し、それぞれの売上高に分割して予測するもので、以下のように定義される^(*)。

⁶ Lundholm and Sloan(2004) Equity Valuation and Analysis With Eval. pp.125のFigure7.1を簡略化している。

$$\Delta \text{売上高}_{T-\tau} = \left[\frac{(1+C_{T-\tau})(O_{T-\tau} + M_{T-\tau}) - (O_{T-\tau-1} + M_{T-\tau-1})}{\prod_{i=T-\tau}^T (1+C_i)} \right] R_T^O + \left[\frac{(1+C_{T-\tau})N_{T-\tau} - N_{T-\tau-1}}{\prod_{i=T-\tau}^T (1+C_i)} \right] R_T^N$$

$$\Delta \text{売上高}_{T+1} = [(1+C_{T+1})(O_{T+1} + M_{T+1}) - (O_T + M_T)] R_T^O + [(1+C_{T+1})N_{T+1}N_T] R_T^N$$

T : 特定の企業のデータセットにおいて最新の期

N_t : t 期に開店した店舗数

$M_t = N_{t-1}$: t-1 期に開店した店舗数

O_t : t-1 期期首において存在し、かつ t 期期末においても存在している店舗数

D_t : t 期に閉店した店舗数

R_t^O : t 期における既存店一店舗当たりの平均売上高

R_t^M : t 期における準新規店一店舗当たりの平均売上高

R_t^N : t 期における新規店一店舗当たりの平均売上高

C_t : 既存店売上高成長率

2.3 情報の違いによる売上高予測とその精度

さまざまな予測を行う際、利用する情報が多ければより精度の高い予測が可能となる。もちろん、単に情報が多いだけではなく、その情報が有用なものでなければ精度には影響を及ぼさない。売上高予測においても同様で、過去の売上高の情報のみで行う売上高予測に対して、Lundholm and McVay(2004)に基づく店舗に関する補足情報を用いた売上高予測の方が、精度は高くなると考えられる。また、経営者は企業に関する有用な私的情報を有しており、最も精度の高い予測情報を開示していると考えられる。すなわち、経営者自身による売上高予測（経営者予測）が、他の予測と比べ最も精度が高いはずである。このことから、仮説1を設定する。

仮説1：経営者予測、補足情報を用いた売上高予測、過去の売上高のみに基づく売上高予測の順に予測の精度は高い。

次に、仮説1の通り経営者予測が最も精度の高い売上高予測となるのであれば、補足情報を用いた売上高予測が有益であるとはいえないであろう。経営者自身が会計数値などの様々な情報に関する予想を行うのであれば、その根拠となる補足的情報を開示する必要が主張されない。しかし、MD&A(Management Discussion & Analysis)に関する実証研究を行った Clarkson and Richardson(1999)では、MD&Aによる情報の有用性が支持されており、重要で質の高い情報となり得ることを明らかにしている。

2003年4月に施行された内閣府令に基づき、日本においても「経営者による財務・経営成績の分析(MD&A)」の開示が義務付けられている。しかし、MD&A導入から20年以上が経つ米国でも、未だMD&Aの開示内容が十分ではないとされ、2003年12月に米国証券取引委員会(SEC)からMD&Aのガイダンスが公表されている。そこでは、分かりやすい記述のあり方や記載すべき重要情報に加え、資金の流動性と財源などの記述の留意点についても指摘されている。これは、開示項目を増やすことを推奨しているのではなく、真に有用である情報を開示することが重要であることを強調しているのである。MD&Aは経営者の経営方針などを知るうえで

基礎となる情報であり、また投資判断などで非常に重要な情報となるので、企業は自主的により質の高い情報を開示していくことが必要である。これらのことから、補足情報を開示している企業は、企業外部者がより精度の高い予測を行うことが可能であるので、そのような企業の経営者自身による予測は、補足情報を開示していない企業の経営者と比べて、より精度の高い予測情報を開示していると考えられる。すなわち、補足情報に基づく売上高予測は、経営者予測よりも精度は低いものの、補足情報を開示することは経営者による予測を規律する役割があると考えられる。このことから、仮説2を設定する。

仮説2：補足情報を開示している企業の方が、補足情報を開示していない企業と比べて、より精度の高い経営者予測をおこなう。

これら2つの仮説に基づき、売上高予測に関して開示情報がどのような影響を持っているのか、また経営者自身による売上高予測や開示情報に基づく売上高予測が、どの程度の有用性をもっているのか次章において明らかにする。

3. 実証分析

3.1 サンプルと売上高予測モデル

本研究では、2001年度⁷から2003年度まで⁸の東京証券取引所1部上場企業のうち、店舗販売を行っていると考えられる小売企業を対象としている。データは各企業の財務諸表等⁹から入手し、その結果サンプル数は87であり、そのうち補足情報に基づく売上高予測を行うことが出来るだけの店舗数や既存店売上高もしくは既存店売上高成長率の詳細な情報を公開している企業は14社であった。

検証に際しては、Lundholm and McVay(2004)に基づく店舗に関する補足情報を用いた売上高予測モデルをモデル1とする。次に経営者自身による売上高予測として、決算短信において開示されている経営者予測を売上高予測とするモデルをモデル2とする。ここで、比較を行う際のベンチマーク・モデルとして、前期と当期の売上高が等しいとするモデル3と、前期における売上高増加率が当期においても継続するとしたモデル4についても検証を行う。すなわち、各モデルは以下として比較、検討を行っていく。

$$\text{モデル1: } \Delta \text{売上高}_{T+1} = [(1 + C_{T+1})(O_{T+1} + M_{T+1}) - (O_T + M_T)]R_T^O + [(1 + C_{T+1})N_{T+1}N_T]R_T^N$$

$$\text{モデル2: } \Delta \text{売上高}_{T+1} = \text{経営者予測} - (\text{実績}) \text{売上高}_T$$

$$\text{モデル3: } \Delta \text{売上高}_{T+1} = 0$$

$$\text{モデル4: } \Delta \text{売上高}_{T+1} = \Delta \text{売上高}_T$$

⁷ 本研究では、例えば2001年4月1日以降2002年3月31日までに開始される会計期間を2001年度と呼んでいる。

⁸ MD&A導入前の2003年度について予測して検証を行っている。また、店舗に関する情報を収集する際、これ以前についても対象期間とするとサンプル数が大幅に減ってしまう。

⁹ 店舗に関する情報については、各企業のホームページなどからも収集を行っている。

また、各モデルによる精度の比較を行うために、売上高予測と（実績）売上高の差を（実績）売上高で除したものを誤差として、補足情報が入手できた企業と出来なかった企業でそれぞれ図表2のような記号で定義する。

図表2 各売上高予測モデルの誤差

	(予測値－実績値) ÷ 実績値	誤差
補足情報 入手可 (14社)	(モデル1 売上高予測－(実績)売上高) ÷ (実績)売上高	r1
	(モデル2 売上高予測－(実績)売上高) ÷ (実績)売上高	r2
	(モデル3 売上高予測－(実績)売上高) ÷ (実績)売上高	r3
	(モデル4 売上高予測－(実績)売上高) ÷ (実績)売上高	r4
補足情報 入手不可 (73社)	(モデル2 売上高予測－(実績)売上高) ÷ (実績)売上高	R2
	(モデル3 売上高予測－(実績)売上高) ÷ (実績)売上高	R3
	(モデル4 売上高予測－(実績)売上高) ÷ (実績)売上高	R4

3.2 売上高予測の精度比較

サンプルより、2001年度と2002年度のデータから2003年度の売上高予測を行い、その予測値と2003年度の売上高の実績値との誤差を求めた。この結果を図表3に示している。図表3の結果では、ベンチマーク・モデルである過去の売上高のみに基づく売上高予測のモデル3およびモデル4の精度に対して、補足情報を用いた売上高予測のモデル1と経営者予測のモデル2の方が、明らかに高い精度を有していることが分かる。また、r1とr2については平均値と中央値が共に負となっており、実績と比べて予測がネガティブとなっていることが伺われる。このことについては、より詳しい検証により確認が必要であろう。

図表3 各売上高予測モデル誤差の結果

誤差	平均値	中央値
r1	－0.37%	－0.85%
r2	－0.27%	－0.78%
r3	4.71%	3.24%
r4	1.35%	－1.34%
R2	－1.19%	－1.21%
R3	4.57%	3.45%
R4	6.26%	5.62%

設定された仮説については、図表3の結果から、それぞれの誤差について平均値および中央値の絶対値において、 $|r2| < |r1| < |r4| < |r3|$ となっていることが分かる。すなわち、これは仮説1の「経営者予測、補足情報を用いた売上高予測、過去の売上高のみに基づく売上高予測の順に予測の精度は高い。」を支持する結果であると考えられる。ただし、この結果のように経営者予測が最も精度の高い予測であるのならば、補足情報を用いた売上高予測を行う価値があるか疑問である。しかし、経営者の情報開示行動により経営者予測を規律する役割があるのならば、補足情報の開示の必要性が主張される。そこで仮説2についての検証を行う。

経営者予測に関して、それぞれの誤差について平均値および中央値の絶対値において、 $|r2| < |R2|$ となっている。これは仮説2の「補足情報を開示している企業の方が、補足情報を開示していない企業と比べて、より精度の高い経営者予測をおこなう。」を支持する結果であると考えられる。このことは、補足情報に基づく売上高予測は、経営者自身が行う売上高予測よりも精度は低いものの、企業外部者により補足情報に基づいた売上高予測が可能になることによって、経営者にはそれよりも精度の高い予測を行うインセンティブが生じ、その結果、経営者予測の精度が高まるのではないかと思われる。これはまた、経営者予測により企業評価を行う際においても、その予測に帰する情報を開示させる仕組みを構築することが必要であることを意味していると考えられる。すなわち、2004年3月期決算からのMD&Aの導入の意義が明らかとなるものである。

4. おわりに

本研究では、企業評価において必要となる項目の一つとして売上高予測に注目した。その際、経営者自身による売上高予測と企業外部者が入手し得る補足情報を用いた売上高予測、そして経営者や企業の補足的な情報に関係なく過去の売上高を用いる売上高予測について分析し検討を行った。今回は、特に店舗販売を主とする小売企業を対象とし、店舗について新規店と既存店に分け、そのような店舗に関する補足情報を用いた売上高予測を行った。結果は、企業外部者には知りえない情報をもっている経営者による売上高予測が最も精度が高かった。補足情報に基づいた売上高予測は、経営者予測ほどの精度の高さは何もないものの、それでも過去の売上高を用いる売上高予測よりは大いに精度が高いものであった。そして、補足情報を開示している企業の経営者予測が高い精度を有していることも明らかとなった。これは、補足情報を開示することが、経営者の予測に対して正確性を要求することとなり、結果として、企業の開示情報の信頼性を問われるものと考えられる。このことは、2004年3月期決算から導入されたMD&Aの有用性を主張できるものであろう。

本研究でデータ収集を行う際、MD&Aの導入前ということもあり、店舗に関する情報を入手できる企業は非常に少なかった。また、一時的に情報を開示していても、ある程度過去の情報から継続的には開示を行っていない企業も存在していた。このような理由により、サンプル数が少ない検証となっている。このことは、統計的な有意性を示すには不十分となっており、仮説の支持を強くはできていない。今後、多くのデータサンプルを入手することで、より頑強な実証結果を示したい。また、店舗販売を中心とした小売業に限らず、他の業界企業についても店舗数以外の補足情報に基づく売上高予測について考えてみたい。本研究においては、2003年度時点での実証結果であるが、これ以降MD&Aの導入によりどのような質や量の情報が開示され、また経営者予測の精度がどのように変わったのか、今後より詳細に実証研究を行うことで明らかにできるであろう。

謝辞

本稿は、日本管理会計学会 2004年度第1回関西・中部部会における報告内容を加筆・修正したものである。報告に際して、浅田孝幸先生（大阪大学）ほか発表会場の皆様からは有益なご

意見を、また共同研究者の椎葉淳先生（大阪大学）からは貴重なご意見と多大なるご協力を頂いた。ここに記して感謝の意を表する。

（付記）本研究は、平成 19 ～ 20 年度文部科学省科学研究費補助金若手研究（B）（課題番号 19730313）による研究成果の一部である。

（*）Lundholm and McVay(2004) の売上高予測モデル導出

まず店舗数に関しては次式が成立する。

$$O_t = O_{t-1} - M_{t-1} - D_t \quad (i)$$

N_t : t 期に開店した店舗数

$M_t = N_{t-1}$: t-1 期に開店した店舗数

O_t : t-1 期首において存在し、かつ t 期末においても存在している店舗数

D_t : t 期に閉店した店舗数

なお、t-1 期か t 期に開店して、t 期において閉店した店舗は存在しないと仮定する。

また、各々の店舗の平均売上高から、t 期の売上高については次式が成立する。

$$\text{売上高}_t = O_t R_t^O + M_t R_t^M + N_t R_t^N \quad (ii)$$

R_t^O : t 期における既存店一店舗当たりの平均売上高

R_t^M : t 期における準新規店一店舗当たりの平均売上高

R_t^N : t 期における新規店一店舗当たりの平均売上高

実際の推定においては、各企業の売上高の時系列データを用いると、誤差項が定常性を満たさない可能性が考えられるため、次の (iii) 式の売上高変化額を基礎とする。

$$\Delta \text{売上高}_t = (O_t R_t^O - O_{t-1} R_{t-1}^O) + (M_t R_t^M - M_{t-1} R_{t-1}^M) - (N_t R_t^N - N_{t-1} R_{t-1}^N) \quad (iii)$$

次に既存店売上高成長率 C_t について、次のように定義する。

$$1 + C_t = \frac{O_t R_t^O}{(O_{t-1} - D_t) R_{t-1}^O + M_{t-1} R_{t-1}^M} \quad (iv)$$

ここで、右辺の分子は t 期の既存店売上高であり、分母は t 期の既存店の t-1 期における売上高である。

次に以下の二つの仮定をおく。

$$(a) \quad R_t^M = R_t^O \quad \text{for any } t$$

$$(b) \quad R_t^N = R_{t-1}^N (1 + C_t) \quad \text{for any } t$$

仮定(a)は準新規店と既存店の平均売上高は等しいことを意味する。このとき、(iv) 式の既存店売上高成長率は次のように表すことができる。

$$1 + C_t = \frac{R_t^O}{R_{t-1}^O} \quad (v)$$

一方、仮定(b)は既存店売上高成長率と新規店売上成長率が等しいことを意味する。これらを (iii) 式に代入すると次の式が得られる。なお、T は特定の企業の最新の期を表す。

$$\begin{aligned} \Delta \text{売上高}_T &= (O_T R_T^O - O_{T-1} R_{T-1}^O) + (M_T R_T^M - M_{T-1} R_{T-1}^M) + (N_T R_T^N - N_{T-1} R_{T-1}^N) \\ &= (O_T + M_T) R_T^O - (O_{T-1} + M_{T-1}) R_{T-1}^O + N_T R_T^N - N_{T-1} R_{T-1}^N \\ &= \left[(O_T + M_T) - \frac{(O_{T-1} + M_{T-1})}{(1 + C_T)} \right] R_T^O + \left[N_T - \frac{N_{T-1}}{(1 + C_T)} \right] R_T^N \end{aligned} \quad (vi)$$

より一般的に、 $T-\tau$ 期の Δ 売上高について、次式が成り立つ。

$$\Delta \text{売上高}_{T-\tau} = \left[\frac{(1+C_{T-\tau})(O_{T-\tau}+M_{T-\tau}) - (O_{T-\tau-1}+M_{T-\tau-1})}{\prod_{i=T-\tau}^T (1+C_i)} \right] R_T^O + \left[\frac{(1+C_{T-\tau})N_{T-\tau} - N_{T-\tau-1}}{\prod_{i=T-\tau}^T (1+C_i)} \right] R_T^N \quad (\text{vii})$$

なお、推定の際には、この(vii)式の両辺に $\prod_{i=T-\tau}^T (1+C_i)$ を乗じた式を推定する。

次に、(vii)式に基づき R_T^O 、 R_T^N を推定した後、 T 期時点の公開情報に基づき、 $T+1$ 期の売上高を予測を行う際には、次の(viii)式に基づく。

$$\begin{aligned} \Delta \text{売上高}_{T+1} &= \left[(O_{T+1}+M_{T+1}) - \frac{(O_T+M_T)}{(1+C_{T+1})} \right] R_{T+1}^O + \left[N_{T+1} - \frac{N_T}{(1+C_{T+1})} \right] R_{T+1}^N \\ &= [(1+C_{T+1})(O_{T+1}+M_{T+1}) - (O_T+M_T)] R_T^O + [(1+C_{T+1})N_{T+1} - N_T] R_T^N \quad (\text{viii}) \end{aligned}$$

参考文献

- Baginski, S. P. and J. M. Hassell. 1997. "Determinants of Management Forecast Precision." *The Accounting Review* 72(2), pp. 303-312.
- Baginski, S. P., J. M. Hassell, and M. D. Kimbrough. 2004. "Why Do Managers Explain Their Earnings Forecasts?" *Journal of Accounting Research* 42(1), pp. 1-29.
- Begley, J., and G. A. Feltham. (2002). "The Relation between Market Values, Earnings Forecasts, and Reported Earnings." *Contemporary Accounting Research* 19(1), pp. 1-48.
- Clarkson, P. M., J. L. Kao, and G. D. Richardson. 1999. "Evidence That Management Discussion and Analysis (MD&A) is a Part of a Firm's Overall Disclosure Package." *Contemporary Accounting Research* 16(1), pp. 111-134.
- Fairfield, P., and T. L. Yohn. 2001. "Using Asset Turnover and Profit Margin to Forecast Changes in Profitability." *Review of Accounting Studies* 6, pp. 371-385.
- Feltham, G. A. and J. A. Ohlson. 1995. "Valuation and Clean Surplus Accounting for Operating and Financial Activities." *Contemporary Accounting Research* 11(2), pp. 689-731.
- Feltham, G. A. and J. A. Ohlson. 1996. "Uncertainty Resolution and the Theory of Depreciation Measurement." *Journal of Accounting Research* 34(2), pp.209-234.
- Francis, J., P. Olsson, and D. R. Oswald. 2000. "Comparing the Accuracy and Explainability of Dividend, Free Cash Flow, and Abnormal Earnings Equity Value Estimates." *Journal of Accounting Research* 38(1), pp.45-70.
- Frankel, R., and C. M. C. Lee. 1998. "Accounting Valuation, Market Expectation, and Cross-Sectional Stock Returns." *Journal of Accounting and Economics* 25, pp.283-319.
- Hong, H., and J. C. Stein. 2003. "Simple Forecasts and Paradigm Shifts." Mimeo.
- Hutton, A. P., G. S. Miller, and D. J. Skinner. 2003. "The Role of Supplementary Statements with Management Earnings Forecasts." *Journal of Accounting Research* 41(5), pp. 867-890.
- Lee, C. M. C. 1999. "Accounting-Based Valuation: Impact on Business Practices and Research." *Accounting Horizons* 13(4), pp.413-425.
- Lev, B., and S. H. Penman. 1990. "Voluntary Forecast Disclosure, Nondisclosure, and Stock Prices." *Journal of Accounting Research* 28(1), pp. 49-76.
- Lo, K., and T. Lys. 2000. "The Ohlson Model: Contributions to Valuation Theory, Limitations, and Empirical Applications." *Journal of Accounting, Auditing and Finance* 15, pp.337-367.
- Lundholm, R. J., and S. E. McVay. 2004. "Forecasting Sales: A Model and Some Evidence from the Retail Industry." Mimeo.
- Lundholm, R. J., and R. G. Sloan. 2004. *Equity Valuation and Analysis With Eval*. McGraw Hill Text.
- Nissim, D., and S. Penman. 2001. "Ratio Analysis and Equity Valuation: From Research to Practice." *Review of Accounting Studies* 6, pp. 109-154.

- Nissim, D., and S. Penman, S. 2003. "Financial Statement Analysis of Leverage and How It Informs About Profitability and Price-to-Book Ratios." *Review of Accounting Studies* 8, pp.531-560.
- Ohlson, J. A. 1995. "Earnings, Book Values, and Dividends in Security Valuation." *Contemporary Accounting Research* 11(2), pp. 661-687.
- Ohlson, J. A. 2001. "Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation: An Empirical Perspective." *Contemporary Accounting Research* 18(1), pp. 107-120.
- Palepu, K. G., P. Healy, and V. Bernard. 2003. *Business Analysis and Valuation Text and Cases, 3e*. Thomson Learning.
- Penman, H. 2003. *Financial Statement Analysis and Security Valuation, 2nd Edition*. McGraw-Hill Irwin.
- Penman, S. H. and T. Sougiannis. 1998. "A Comparison of Dividend, Cash Flow, and Earnings Approaches to Equity Valuation." *Contemporary Accounting Research* 15(3), pp. 343-383
- Richardson, G., and S. Tinaikar. 2004. "Accounting Based Valuation Models: What Have We Learned?" *Accounting and Finance* 44(2), pp. 223-255.
- Securities Exchange Commission. 2003. SEC, Interpretation: Commission Guidance Regarding Management's Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operations. Release Nos.33-8350; 34-48960; FR-72.
- 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, pp.85-109.
- 太田浩司, 2004, 「残余利益モデルに基づく財務比率分析」, 『証券アナリストジャーナル』, 第42巻第6号, pp.23-34.
- 太田浩司, 2005, 「予想利益の制度と価値関連性－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巻, pp.141-159.
- 太田浩司, 2006, 「経営者予測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, pp.53-94.
- 音川和久, 2001, 「新規株式公開と経営者の業績予想」, 『産業経理』, 第61巻第3号, pp.51-58.
- 金融庁, 2002, 金融審議会第一部会報告『証券市場の改革促進』.
- 後藤雅敏, 1997, 『会計と予測情報』, 中央経済社.
- 古市峰子, 2003, 「非会計情報の開示の意義と開示規制のあり方」, 『金融研究』(日本銀行金融研究所), pp.41-75.
- 松尾聿正, 2003, 「MD&A 導入の意義」, 『会計』第164巻第4号, pp.117-129.