

ショート・ターミズム批判と アーニングス・ガイダンス

兵庫県立大学
経営学部 准教授

太田 浩司 Koji OTA

米国における ショート・ターミズム批判

近年、米国ビジネス界では、企業の経営方針が過度な短期志向に陥っているという批判、すなわちショート・ターミズム（Short-termism）批判が声高に叫ばれている。たとえば、Xerox会長兼CEOであるAnne Mulcahyは、短期業績達成に関するWall Streetからの圧力を、長期的な企業価値を毀損（きそん）する深刻な問題であり、「今日の株式市場で機能不全を引き起こす最たる要因の一つである」と非難している*1。事実、Graham, Harvey and Rajgopal（2006）が米国企業の401人のCFOを対象に行ったアンケート調査からは、四半期の利益目標を達成するために、80%のCFOが「裁量的な費用（研究開発費、広告宣伝費、管理費等）を減らす」、55%のCFOが「多少の企業価値を犠牲にしても新規プロジェクトを延期する」と回答している*2。つまり、多くの企業が、短期的な利益目標達成のために長期的な企業価値を犠牲にすると答えているのである。

それでは、なぜ米国企業はこのようなショート・ターミズムに陥ってしまったのであろうか。その最大の要因としては、企業の実際利益が市場の期待利益に達しなかったときの、市場の過剰反応が挙げられる。つまり米国では、企業の実際四半期EPSがアナリストのコンセンサスEPS予想をほんの少し下回っただけで、市場が過剰に反応して株価

が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のである（e.g. Skinner and Sloan 2002; Bartov, Givoly and Hayn 2002）*3。そこで経営者は、アーニングス・ガイダンス（Earnings Guidance）を行って市場の予想を誘導したり、あるいは長期的な企業価値を犠牲にしても、裁量的費用や投資計画を調整するなどして、実際の利益が市場の期待利益に達するように努めざるを得ないのである*4。

米国におけるアーニングス・ ガイダンス廃止の提唱

このようなショート・ターミズム批判の一端として、米国でやり玉に挙げられているのが、経営者による短期利益予想の公表、すなわち四半期アーニングス・ガイダンスである。近年の米国では、経営者による短期の利益予想の公表は、企業のショート・ターミズムを助長し、長期的な企業価値の損失につながるとして、アーニングス・ガイダンスを廃止すべきであるという主張が強くなされている。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、四半期アーニングス・ガイダンスは、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のアーニングス・ガイダンスを廃止し、また役員を務めるCoca-ColaやGilletteもその例にならった*5。

そのような動きに呼応して、CFA Instituteはショート・ターミズム問題を取り上げ、2006年7月に『Breaking the Short-Term Cycle』を公表し、その報告書の中で、投資家や経営者が短期的な成果にばかり執着することは、企業の長期的価値の毀損、市場の効

*1 Knowledge@Wharton. (2005) "The Cow in the Ditch: How Anne Mulcahy Rescued Xerox".

*2 Graham, J., C. Harvey, and S. Rajgopal. (2006) "Value Destruction and Financial Reporting Decisions" Financial Analysts Journal, Vol. 62, No.6, pp.27-39.

*3 Skinner, D., and R. Sloan. (2002) "Earnings Surprises, Growth Expectations, and Stock Returns or Don't Let an Earnings Torpedo Sink Your Portfolio" Review of Accounting Studies, Vol.7, No.2-3, pp. 289-312.
Bartov, E., D. Givoly, and C. Hayn (2002) "The Rewards to Meeting or Beating Earnings Expectations" Journal of Accounting and Economics, Vol.33, No.2, pp.173-204.

率性の低下、投資リターンの減少等の予期せぬ結果を招く恐れがあるということを指摘している。そして、ショート・ターミズム問題への対策として、四半期アーニングス・ガイダンスを廃止すべきである、役員報酬を企業の長期的な目標や戦略と結びつけるべきである、といったことを推奨している。

またU.S. Chamber of Commerceも、2007年3月に『Commission on the Regulation of U.S. Capital Markets in the 21st Century』を公表し、その中で、全上場企業は永久に四半期アーニングス・ガイダンスを廃止し、その代わりに長期的ビジネス戦略に関する追加的情報を提供すべきであると提唱している。

NIRIサーベイ調査に見る アーニングス・ガイダンスの潮流

それでは、CFO InstituteやU.S. Chamber of Commerceの主張するアーニングス・ガイダンス廃止の推奨に対し、実際の企業はどのような行動をとっているのだろうか。NIRIは、企業会員を対象にしたショート・ターミズムに関するサーベイ調査を、現在までに、2003年と2005年-2008年の合計5回行い、それらの結果を報告している。

図1は、アーニングス・ガイダンスを実施している会社の比率を示したグラフである。2003年から2007年までは、アーニングス・ガイダンスを実施している会社の比率は77%から51%へと毎年減少し続けているが、最新の2008年には再び比率が64%に増加している。

図2は、アーニングス・ガイダンスを実施している会社の中で、四半期利益予想と年次利益予想を公表している会社の比率を示したグラフである。四半期利益予想の公表は、2003年の75%から2006年には52%に減少している。一方、年次利益予想の公表は、2003年の38%から2006年には82%に増加している。2007年以降は2006年までと若

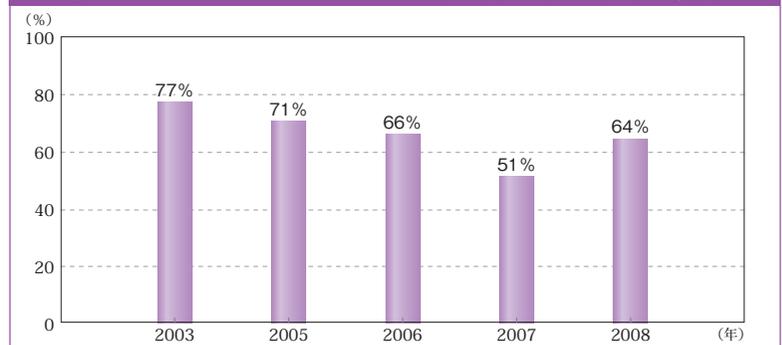
*4 アーニングス・ガイダンスとは、企業の内部者である経営者自らが公表する利益予想のことである。わが国では、通常、経営者利益予想と呼ばれている。

*5 Warner, J.(2005) "Quitting the Guidance Game: Why Are More CEOs Keeping Silent on Earnings?" Chief Executive.

干質問の内容が異なっているため、両期間にまたがる比較は困難である。しかしながら、2007年と2008年の結果を比較すると、四半期利益予想を公表した企業は、2007年の27%から2008年の34%に増加している。その一方で、年次利益予想を公表した企業は2007年の58%から2008年の55%に微減している。

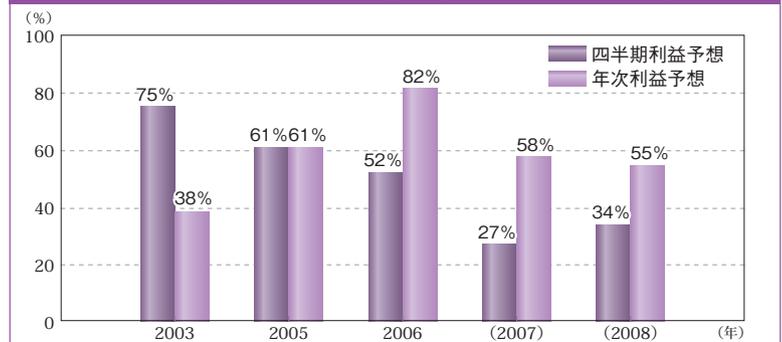
これらNIRIのサーベイ調査に見られる、アーニングス・ガイダンスの全体的な潮流としては、2007年までは、アーニングス・ガイダンスそのものを廃止したり、またアーニングス・ガイダンスを行っても四半期利益予想は取りやめて、代わりに年次利益予想を公表する企業が増えているといえる。しかしながらこの傾向は、2008年には反転し、アーニングス・ガイダンスを実施したり、四半期利益予想を公表する企業が再び増加している。従って、CFO InstituteやU.S. Chamber of Commerceの提唱する短期のアーニングス・ガイダンスの廃止は、2007年までは功を奏しているが、2008年になってその揺り

図1 アーニングス・ガイダンスを実施している会社の比率



(出典) NIRI Survey Results on Earnings Guidance Practices 2003, 2005-2008より作成

図2 四半期利益予想と年次利益予想を公表している会社の比率



(注) 2007年以降は質問の仕方がそれまでと若干異なっているため、2006年までの結果と単純な比較はできないことに注意されたい。

(出典) NIRI Survey Results on Earnings Guidance Practices 2003, 2005-2008より作成

戻しが生じているといえる。

アーニングス・ガイダンス廃止に関する アカデミック・リサーチの検証結果

米国におけるアーニングス・ガイダンス廃止の提唱は、主として実務サイドから行われているものであるが、アカデミック・サイドの実証研究からはどのような検証結果が報告されているのであろうか。

最初に、Chen, Matsumoto and Rajgopal (2006)は、2000年10月～2006年1月の間に、四半期アーニングス・ガイダンスを廃止する、または四半期アーニングス・ガイダンスを取りやめて年次アーニングス・ガイダンスのみを提供するということを、ニュース・リリースで正式に公表した75社をサンプルとした調査を行っている^{*6}。主要な結果は、(i) 四半期アーニングス・ガイダンスを廃止した企業は廃止前の業績が悪い、(ii) 四半期アーニングス・ガイダンスの廃止公表日前後3日間の累積異常リターンは-4.8%であり、市場はガイダンスの廃止をBad Newsとしてとらえている、(iii) 四半期アーニングス・ガイダンスの廃止後にアナリスト予想のバラつきが大きくなり予想精度も低下している、というものである。

次に、Houston, Lev and Tucker (2007)では、より多くのサンプル数を確保するために、2002年1月～2005年3月の間に、四半期アーニングス・ガイダンスの廃止をニュース・リリースで正式に発表したかどうかにかかわらず、実際に四半期アーニングス・ガイダンスを行うことをやめてしまった222社をサンプルとして調査を行っている^{*7}。主要な結果は、(i) 四半期アーニングス・ガイダンスを中止した企業は中止前後の業績が悪い、(ii) 四半期アーニングス・ガイダンスの中止後にアナリスト予想のバラつきは大きくなり、アナリスト・カバレッジとアナリスト予想精度は低下している、(iii) 四半期アーニングス・ガイダンスを中止した企業は、中止後に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、(iv) 四半期アーニングス・ガイダンス中止企業の31%が、1年半後には再びガイダンスを再開している、というものである。

これらのアカデミック・リサーチの結果は、CFA InstituteやU.S. Chamber of Commerceが標榜する、短期のアーニングス・ガイダンスを廃止することが、ショート・ターミズムの弊害を排し、企業の長期的価値を高めることにつながるのだという高邁(まい)な主張とは相いれないものである。現実には、企業が四半期アーニングス・ガイダンスを中止する最大の理由は直近の業績の悪化であり、ガイダンス中止企業は中止後に資本投資や研究開発費などの長期投資を増加させてはいない。さらに四半期アーニングス・ガイダンスを廃止した企業は、廃止後にアナリスト予想精度の低下やバラつきの拡大といった情報環境の悪化をきたしており、市場もガイダンスの廃止をBad Newsとしてとらえている。また、四半期アーニングス・ガイダンスを中止した企業の3割以上が1年半後にはガイダンスを再開しているという結果は、四半期アーニングス・ガイダンスに対する市場の要求が、依然、根強く存在しているということを如実に物語っているといえよう。

米国におけるアーニングス・ ガイダンス廃止の今後の趨勢

以上、米国における、ショート・ターミズム批判に端を発する、アーニングス・ガイダンス廃止の潮流についての議論を見てきたが、実務サイドとアカデミック・サイドでは意見に食い違いが見られる。

実務サイドのCFA InstituteやU.S. Chamber of Commerceは、アーニングス・ガイダンスは企業のショート・ターミズムを助長するとして、そのような慣習を廃止すべきであるというスタンスを公式に表明している。一方、アカデミック・サイドの研究は、アーニングス・ガイダンスの廃止は情報環境の悪化をきたし、市場はその廃止をBad Newsとしてと

*6 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.

*7 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.

らえているという検証結果を報告している。さらに、アーニングス・ガイダンスを廃止した企業の多くが、長期志向への経営方針の転換を標榜しているにもかかわらず、現実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として、実務サイドの理想論的な主張に反駁(ばく)を加えている。

また、NIRIのサーベイからは、今年になってアーニングス・ガイダンスを行う企業が再び増加しているという調査結果が報告されており、実証研究からも、ガイダンス中止企業の相当数がしばらくするとガイダンスを再開しているという証拠が示されている。

これらのことを総合して考えるとき、米国におけるアーニングス・ガイダンス廃止の動きが今後どのように展開していくのかを判断することは、現時点では非常に困難であるといわざるを得ない。

わが国の経営者予想制度へのインプリケーション

最後に、米国におけるアーニングス・ガイダンス廃止の議論が、全上場企業に利益予想を公表することを事実上義務付けている、わが国の経営者予想制度にもあてはまるかについて述べたい。確かに、米国で議論されているように、アーニングス・ガイダンスが企業のショート・ターミズムを助長しているという側面は否定できない。しかしながら、日米では投資環境や経営者予想のあ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。

最初に、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9万5,000人、日本のSAAJに属しているアナリストは約2万1,000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できないが、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、予想を一からつく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。

次に、米国における批判は、短期のアーニングス・ガイダンス、すなわち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。

これらの事情を考慮するとき、米国におけるアーニングス・ガイダンス廃止の潮流が、わが国の経営者予想制度廃止の議論に直結するとは思われない。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つくり上げてきた、わが国が他国に誇れる財務情報の一つである。しかしながら、米国における動きを、対岸の火事として見てしまうことは早計浅慮と思われる。わが国は、米国の議論を詳細に吟味して、それを今後の経営者予想制度の改善に役立てるように努めるべきであろう。



太田 浩司(おおた・こうじ)

1969年奈良生まれ。94年京都大学文学部卒業。2003年関西大学大学院商学研究科博士後期課程単位取得。07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、07年4月より現職。06年から『証券アナリストジャーナル』編集委員。米国公認会計士(イリノイ州)。

http://homepage2.nifty.com/koji_ota/koji_ota@nifty.ne.jp