

## 米国における経営者予想開示の推移と わが国へのインプリケーション

太田 浩司  
姜 理恵

### 目 次

- |                                  |                                  |
|----------------------------------|----------------------------------|
| 1. はじめに                          | 4. 経営者利益予想廃止に関するアカデミック・リサーチの検証結果 |
| 2. 米国におけるショート・ターミズムと経営者利益予想廃止の主張 | 5. 終わりに                          |
| 3. 米国における経営者予想開示の動向              |                                  |

本稿では、日本経団連による経営者予想開示の廃止提案の妥当性を、米国における動向および実証研究の結果の2つの観点から検討しているが、その両方において、経団連の提案を支持する証拠は得られていない。さらに、経営者予想廃止時に想定されるわが国アナリストへの影響を考慮すると、日本経団連の経営者予想開示の廃止提案は妥当なものと言い難い。現在のわが国の経営者予想制度は、証券取引所が40年近い年月をかけて、企業側の理解を求めながら苦心して作り上げてきた、わが国が他国に誇れる財務開示制度であり、それを堅持していくことがわが国の資本市場の発展に不可欠であると思われる。

### 1. はじめに

2010年6月18日に、元気な日本復活のシナリオと題する「新成長戦略」が政府によって公表さ

れ、その金融戦略に関する早期実施事項（2010年度に実施する事項）の1つに、「取引所における業績予想開示の在り方の検討」が挙げられた。それに対して日本経団連は、同年7月20日に、「財



太田 浩司（おおた こうじ）

関西大学商学部准教授。1969年奈良県生まれ。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）。(株)青木建設、関西CPA学院、武蔵大学経済学部等を経て、10年4月より現職。米国公認会計士（イリノイ州）。koji\_ota@nifty.ne.jp、[http://www2.ipcku.kansai-u.ac.jp/~koji\\_ota/](http://www2.ipcku.kansai-u.ac.jp/~koji_ota/)



姜 理恵（かん りえ）

1994年名古屋大学経済学部卒業。2007年中央大学大学院国際会計研究科修了。ファイナンス修士（専門職）。ソフトバンクモバイル株式会社、モルガン・スタンレー・キャピタル株式会社等を経て、現在、青山学院大学大学院国際マネジメント研究科博士後期課程在籍。

務報告に関わるわが国開示制度の見直しについて」という意見書を公表し、その中で以下のような提言を行っている。

### 1 取引所における適時開示制度

(一部省略)

業績予想開示については、わが国では既に四半期決算短信や四半期報告に基づくタイムリーな実績情報の開示がなされていることから、従来のような有用性はなくなっている。業績予想開示の今日的意義とそのための実務負荷を総合的に勘案し、廃止あるいは完全な自主開示化および決算短信の様式の見直しを検討すべきである。

日本経団連がこのような要請を行うに至った背景には、業績予想開示が事実上の強制開示となっている日本企業の実務負荷が、自発的開示である外国企業と比して大きいことに対する不満があると思われる。また、近年の米国ビジネス界における経営者利益予想（アーニングス・ガイダンス）廃止の動きも、その要請の背景にあると思われる（注1）。そこで本稿では、業績予想の公表が完全に自発的開示となっている米国の現状に焦点を当て、日本経団連による経営者予想廃止提案の妥当性を検討する。

## 2. 米国におけるショート・ターミズムと経営者利益予想廃止の主張

近年の米国に見られる、経営者による利益予想廃止の動きの根底には、米国ビジネス界におけるショート・ターミズム（Short-termism）批判が存在していると思われる。ショート・ターミズムとは、経営者、投資家そしてアナリストたちの過度

な短期志向、すなわち長期的な成果を犠牲にしても短期的な結果を求めるといった近視眼的傾向のことである。

このショート・ターミズムに関する議論は何も最近始まったものではなく、米国や英国では80年代から行われていた（Moore [1998]、Pearlstein [2009]）。当時の米英では、アクティビストによる敵対的M&Aが盛んで、企業の経営者たちはそのような敵対的買収から身を守るために、短期の利益を増やし、株価を高い水準で維持する必要があったのである。つまり、敵対的買収の脅威に常にさらされている状況では、企業の経営陣は、利益を生み出すまでに時間のかかる長期投資を実施することを躊躇し、おのずと近視眼的な経営方針を取らざるを得なかったのである。そして、当時の米英のショート・ターミズム批判の論拠としては、それが日本やドイツとの企業間競争力の差の源泉となっているというものであった。

このように、ショート・ターミズムの弊害は、米国では80年代から既に指摘されていたのだが、2000年頃になると、ショート・ターミズムに対する批判が、少し形を変えて、今までになく声高に叫ばれるようになった。それは主として、アナリストやヘッジファンドに代表される一部の機関投資家の度を越えたショート・ターミズムおよびそれに基づく運用手法に対する、実業界や実務家団体からの反旗であった。

例えば、01年から10年までXeroxのCEOや会長を務め、Xeroxを倒産の危機から再建させたことで知られる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する深刻な問題であり、今日の株式市場に機

(注1) 企業の内部者である経営者自らが公表する将来の利益予想は、米国では、通常アーニングス・ガイダンス（Earnings Guidance）と呼ばれているが、わが国では、一般に経営者利益予想と呼ばれている。両者は同じ意味であるので、本稿ではこれ以降、経営者利益予想という語句で統一する。

能不全を引き起こす最たる要因の1つであると非難している。また、次期四半期の業績についてばかり何度もしつこく繰り返し尋ねてくるWall Streetの関係者に対して、他のCEOたちとひそかに、「そんなことはどうでもいいの、私はもっと長期的なことに集中しているのと一度言ってやりたいんだけど、彼らのプレッシャーたるや尋常ではないからね」と言い合っているのだと述懐している。そして、「次世代のリーダーたちには、金融界の人たちとの交わり方を変えてもらいたい」という希望を述べている (Knowledge@Wharton [2005])。

このようなWall Streetからの短期業績達成の圧力は、Graham *et al.* [2005, 2006] が、2003年の秋に米国企業の401人のCFOを対象にして行ったアンケート調査の結果からも伺える。彼らの調査では、四半期の利益目標を達成するために、実に79.9%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」、55.3%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。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（注2）。

それでは、なぜこれほどまでに米国の経営陣は、アナリストや機関投資家に代表されるWall Streetの抱く期待利益を気にするのであろうか。その最大の要因としては、企業の実際利益が彼らの期待利益に達しなかった時の、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、いわゆるEPSシン

ドロームが見られるのである (Skinner and Sloan [2002], Bartov *et al.* [2002])。またそれ以外にも、実際四半期EPSがコンセンサスEPS予想を下回ると、その後のコンファレンス・コールの時間が長くなり、そのトーンも否定的なものになるという、企業のIRコストの増加を示す結果なども報告されている (Frankel *et al.* [2010])。これらの理由で、経営者は、四半期利益予想の開示、すなわち米国というアーニングス・ガイダンスを行って、文字通り市場の利益予想を誘導したり、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して、実際の利益が市場の期待利益に達するように努めるのである。

以上のように、2000年代の米国のショート・ターミズムは、アナリストや一部の機関投資家のショート・ターミズムに應えるために、結果として企業もショート・ターミズムに陥ってしまったというものであった。そして、このような負の連鎖に歯止めを掛けようとする動きの中で近年注目を集めているのが、実業界や実務家団体の提唱する、経営者による四半期利益予想廃止なのである。例えば、実業界では、米国の著名な投資家であるWarren Buffettが、非常に早くから経営者利益予想の開示中止を訴えていた。Buffettは、自らが会長兼CEOを務めるBerkshire Hathawayの2000年のアニュアル・レポートの中で、経営者が利益予想を行うことは、経営者の行動自体に悪影響を及ぼしかねない危険なことであると説いている。そして、「ここ数年にわたって、Charlie（副会長）と私は、経営者が、自らが公表した利益目標を達成するために非経済的な営業操作 (operating maneuvers)

(注2) 利益目標として重要なものは何かという問いに対しては、85.1%のCFOが前年度の同一四半期利益、73.5%のCFOがアナリストの今四半期のコンセンサス予想利益と答えている。ただし、アナリスト・カバレッジの多い会社や経営者利益予想を頻繁に公表している会社については、両者の比率に差は見られなかったという結果を報告している。

に従事する例を多く見てきた。さらにひどい場合には、営業操作をやり尽くしてしまった後で、さまざまな種類の会計操作をしてまでも数値目標を達成しようとするケースがあった」と述べている。この考えに沿う形で、Buffetが役員を務めるCoca-Colaは02年12月に四半期利益予想の開示中止を公表し、その翌年には、PepsiCo、Gillette、McDonald's、AT&T、Safecoといった多くの著名な会社もその例にならったのである。

同様の動きは実務家団体にも波及し、CFA Instituteは06年7月にショート・ターミズム問題を取り上げた報告書『Breaking the Short-Term Cycle』を公表し、その中で、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、市場の効率性の低下、投資リターン減少等の予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、経営者の四半期利益予想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付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、07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、上場企業は四半期利益予想を廃止し、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。そして、四半期利益予想廃止がもたらす悪影響を心配する経営者は、セント単位の厳密な四半期利益予想ではなく、多くの欧州企業の慣行にならって、範囲を持たせた年次利益予想を開示すべきであるという提案を行っている。

### 3. 米国における経営者予想開示の動向

本章では、近年の米国ビジネス界におけるショ

ート・ターミズム批判の高まりや実務家団体からの経営者利益予想廃止の推奨を受け、実際の企業がどのような予想開示行動を取っているのかをNIRI（全米IR協会）のサーベイ調査を中心に検証する。最初に、米国における経営者予想開示の歴史的背景について述べ、次に、NIRIのサーベイ調査から近年の経営者予想の開示動向を検討する。最後に、CFA InstituteとNIRIが共同で行ったサーベイ調査から、アナリストの求める予想情報と実際に企業が開示している予想情報とを比較する。

#### 3.1 米国における経営者利益予想開示の歴史的背景

米国における経営者利益予想開示の歴史は古く、70年代まで遡ることができる。当初、SECは、不確実性を伴う業績予想情報をその開示報告書内に記載することを認めていなかった。しかしながら、予想情報が盛り込まれていないことによるSEC開示報告書の価値の低下や、経営者が特定のアナリストや投資家にのみ私的に業績予想情報を漏えいしているということが社会的問題となり、70年代末にその方針を転換して、その開示を積極的に容認するようになった（盛田 [1987]、Warner [2005]）。ところが、予想が外れた場合の訴訟に対する懸念から、その後も多くの企業は経営者予想の開示に消極的なままであった。

それが、95年12月に、米国議会でThe Private Securities Litigation Reform Act of 1995（PSLRA）が可決され、企業の将来予測情報開示に関する訴訟リスクを大幅に軽減するセーフ・ハーバー条項が制定されたことによって、状況が大きく変化するのである。さらに90年代末に、企業の経営者が、決算の見通しなどの重要な未公開情報を一部のアナリストのみを集めたスモール・ミーティングや個別ミーティング等で漏えいしているといったこ



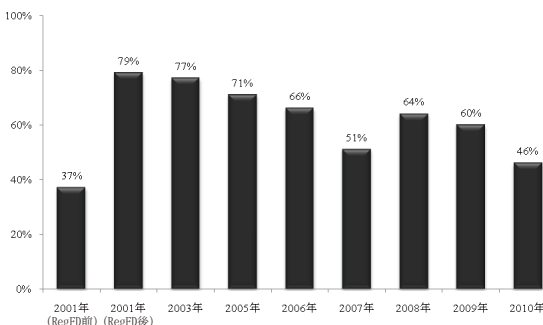
とが問題となり、SECは、企業の重要な未公開情報を全ての投資家に公平に開示することを義務付けるRegulation Fair Disclosure (Reg FD) を2000年10月に施行するに至った(北川 [2007])。

このPSLRAとReg FDが引き金となり、米国企業による経営者利益予想の開示は飛躍的に増加するのである。例えば、McKinseyが売上高5百万ドル以上の企業約4,000社を対象にして行った調査からは、経営者利益予想開示企業は、PSLRA制定前の94年には僅か92社であったのが、Reg FD後の01年には約1,200社に急増しているという結果が報告されている(Hsieh *et al.* [2006])。

### 3.2 NIRIサーベイ調査に見る経営者予想開示の趨勢

NIRIはこれまで、01年、03年と05～10年の毎年、合計8回、企業会員を対象にした利益予想に関するサーベイ調査を行い、その結果を報告している。最初に、**図表1**は、利益予想を開示している企業の比率を示したグラフである。01年のサーベイ調査では、2000年10月に施行されたReg FD前後の期間における利益予想開示状況に関する質問がなされている。Reg FD施行前に利益予想を開示していた企業が全体の37%にすぎない

**図表1 経営者利益予想の開示企業比率の推移**



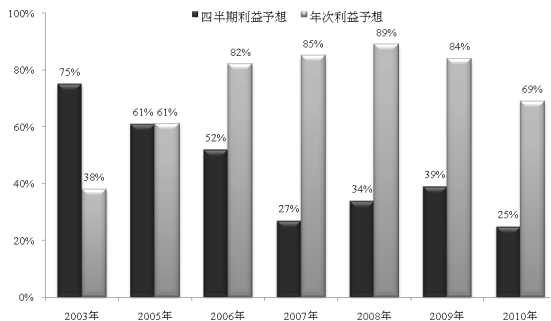
(出所) NIRI [2001] [2003] [2005]-[2010] より著者作成。

のに対し、Reg FD施行後には79%に急増している。しかし、これをピークに、その後おおむね一貫して利益予想開示企業は減少を続け、10年では開示企業は46%に留まっている。

次に、**図表2**は、利益予想を開示している企業が、四半期あるいは年次のどちらの予想期間の利益情報を公表しているかについて調べた03～10年のサーベイ結果である。四半期利益予想については、03年の75%から徐々に減少し、10年には僅か25%の企業しか四半期利益予想を公表していない。一方、年次利益予想については、03年の38%から毎年増加して、08年には89%の企業が年次利益予想を公表している。その後、09、10年にはその比率が下がってはいるが、それでも年次利益予想を公表する割合は四半期利益予想を公表する割合の2倍以上となっている。

最後に、**図表3**は、利益予想を開示している企業と財務予想を開示している企業の比率の直近3年間の推移を表したものである。なお財務予想とは、売上、キャッシュフロー、資本的支出、税率、売上総利益、減価償却費等の最終利益以外の財務情報に関する予想のことである。利益予想について

**図表2 四半期利益と年次利益予想の開示企業比率の推移**



(図表注) 2007年、2008年、2010年は、質問形式の都合上、四半期利益予想を行っている会社は年次利益予想も行っているものとみなしている。

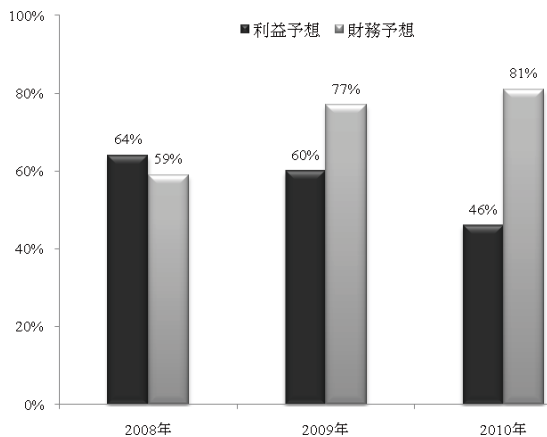
(出所) NIRI [2003] [2005]-[2010] より著者作成。

ては、**図表 1**にもあるように、08年には64%の企業が開示していたのが10年には46%へと減少している。一方、財務予想開示企業は、利益予想開示の減少による情報量の不足を補うかのよう

に、08年の59%から10年の81%へと大幅に増加している。

以上、NIRIのサーベイ調査の結果に見られる米国における経営者予想開示の近年の趨勢としては、企業は利益予想の開示を減らす傾向にあり、開示企業も四半期ではなく年次利益予想にシフトしているといえる。また、利益予想開示の減少を補う形で、利益以外の財務予想開示を増加させているといえる。

**図表 3 利益予想と財務予想の開示企業比率の推移**



(図表注) 利益予想とは最終利益のEPS予想のことであり、財務予想とは、売上、キャッシュフロー、資本的支出、税率、売上総利益、減価償却費等のEPS予想以外の予想のことである。

(出所) NIRI [2008] - [2010] より著者作成。

### 3.3 アナリストの求める予想情報と企業の提供する予想情報

CFA InstituteとNIRIは、08年に各々の協会の会員である証券アナリストと公開企業に対して、経営者予想に関する共同サーベイ調査を行った。**図表 4**は、その調査の中で、利益予想、財務予想そして非財務予想に関して、開示を希望すると回答したアナリストの比率とそれらの予想情報を開示していると回答した企業の比率を対比させたも

**図表 4 アナリストの求める予想情報と企業の提供する予想情報**

予想の種類	経営者予想の項目	開示を希望するアナリストの比率 (CFAI)	開示している企業の比率 (NIRI)
利益予想	利益予想 (EPS予想)	89%	64%
	売上	86%	68%
財務予想	資本的支出	84%	66%
	キャッシュフロー	73%	32%
	売上総利益	71%	31%
	EBITDA	67%	20%
	税率	54%	68%
	会社の事業に影響を与えるかもしれないトレンド情報	85%	70%
非財務予想	業界固有の情報	84%	64%
	収益を左右するような要因の見積もりまたは予想	77%	37%
	マーケットコンディションについての定性的報告書	76%	76%
	非財務指標または主要業績評価指標 (KPIs)	57%	32%
	高レベルのパフォーマンス測定に関する定性的報告書	53%	34%
	環境・社会・ガバナンス要因	37%	17%

(出所) CFA Institute [2008] およびNIRI [2008] より著者作成。

のである。

最初に、利益予想については、「利益予想（EPS予想）」の開示を希望するアナリストの比率が89%であるのに対して、実際にそれを開示している企業の比率は64%と、比較的アナリストの要求と企業の開示レベルが一致している。次に、財務予想についても、「売上」と「資本的支出」に関しては、予想開示を望むアナリストの比率が80%台で、予想開示企業の比率が60%台と、アナリストの要求レベルと企業の提供レベルは比較的一致している。一方、「キャッシュフロー」「売上総利益」「EBITDA」に関しては、アナリストの要求レベルを満たす開示は行われていない。最後に、非財務情報については、「会社の事業に影響を与えるかもしれないトレンド情報」、「業界固有の情報」、「マーケットコンディションについての定性的報告書」に関しては、企業サイドの提供レベルとアナリストの要求レベルがほぼ一致しているが、「収益を左右するような要因の見積りまたは予想」等に関しては、企業の開示レベルはアナリストの要求レベルを満たしていない。この点に関しては、「収益を左右するような見積りまたは予想」は本来アナリストが行うべきとの企業サイドの見解も踏まえた上で、両者のギャップを埋める必要があるであろう。

以上、08年のCFA InstituteとNIRIの共同調査からは、多くのアナリストが欲する予想情報項目は、おおむね企業サイドから提供されているといえる。これは、企業の経営者やIR担当者が、アナリストが実際に望む予想情報が何であるかを理解した上で、それらの情報を積極的に開示していることを示す証左であるといえる。

#### 4. 経営者利益予想廃止に関するアカデミック・リサーチの検証結果

米国における経営者利益予想廃止の提唱は、主として、企業の経営陣、CFA Institute、U.S. Chamber of Commerceといった、企業情報の発信者およびその分析に携わる専門家から行われているものである。そこで本章では、アカデミック・サイドの実証研究から経営者利益予想廃止に関してどのような議論がなされているのかを検証するために、経営者利益予想廃止企業の動機、廃止後の影響、廃止公表に対する市場の反応などを調査している、Houston *et al.* [2010] およびChen *et al.* [2011] の2本の論文について詳細に見ていく。

最初に、Houston *et al.* [2010] は、02年1月～05年3月の期間に四半期利益予想の開示を中止した222社をサンプル企業、継続して公表を続けた676社をコントロール企業として、サンプル企業が利益予想の開示を中止するに至った動機、開示中止前後の期間における長期投資額の変化、代替的将来予想情報開示量の変化、アナリスト活動への影響といったことを調査している。

第1に、四半期利益予想の開示を中止した動機に関する検証からは、サンプル企業はコントロール企業と比較して、中止前の期間において、利益が減少している、アナリスト利益予想の未達頻度が高い、赤字の頻度が高い、株式リターンが低いといった、企業の財務状況の悪化や株価の低迷が利益予想開示中止の動機となっていることを示す結果が得られている。また中止後の期間においても、事後的ではあるが、利益の減少および変動の増加が見られ、予想開示中止企業が将来業績を予想するのに困難な状況であったということを示す結果が得られている（注3）。これら以外にも、同業他社が四半期利益予想の開示を行っていない比

率が高い、訴訟リスクが高い、カバーしているアナリストの人数が低い、もともと株価の変動が小さい、経営者の交代があったといった、企業内外の環境が開示中止の動機となっていることを示す結果が報告されている。

第2に、四半期利益予想の開示中止前後の期間における長期投資額の変化に関する検証からは、予想開示を中止したサンプル企業は、継続して予想開示を行っているコントロール企業と比べて、開示中止後に長期投資額を増加させていないという結果を得ている。また研究開発費に関しては、サンプル企業がコントロール企業よりも開示中止後に研究開発費を有意に増加させているという結果を得ているが、所属する産業全体の研究開発費支出の動向などを考慮した頑健性テストでは、有意な結果が得られていない。

第3に、四半期利益予想の開示中止に伴う代替的将来予想情報開示量の変化に関する検証では、サンプル企業の将来予想情報を、決算発表時のプレスリリース、四半期報告書 (Form 10-Q) における「経営者による財務・経営成績の分析 (MD&A)」セクション、コンファレンス・コール、ニュースワイヤーによるプレスリリースから収集している。結果は、サンプル企業は、四半期利益予想の開示中止後に、将来予想に関する代替的情報開示量を有意に減少させているというものであった。

第4に、四半期利益予想の開示中止前後の期間におけるアナリスト活動の変化に関する検証からは、サンプル企業はコントロール企業と比較して、フォローするアナリスト数が減少する、アナリスト利益予想のばらつきが増加する、アナリスト利益予想の精度が低下するといった、情報環境の悪

化を示す結果が得られている。

Houston *et al.* [2010] の研究は、CFA InstituteやU.S. Chamber of Commerceの主張する、経営者による四半期利益予想廃止の議論が、実際にその意図する帰結を生み出しているかを実証的に検証するものである。しかしながら、得られた結果は、企業が四半期利益予想開示を中止する最大の理由は、過去の利益低迷ならびに将来見通しの暗さといった、企業の業績悪化であるというものであった。また、予想開示中止企業は、中止後に長期投資額を増加させたり代替的な将来予想情報の開示量を増やすといったことは行っておらず、CFA InstituteやU.S. Chamber of Commerceが意図する、短期志向から長期志向への転換や代替的予想情報開示の促進といったことは、実際には実現されていなかった。むしろ、予想開示中止後に、アナリストによるカバレッジの減少、予想のばらつきの拡大、予想精度の低下といった、情報環境の悪化に伴う弊害を引き起こしていた。

次に、Chen *et al.* [2011] も、Houston *et al.* [2010] と同様に、2000年10月～06年1月の期間に四半期利益予想の開示を中止した225社をサンプル企業、継続して公表を続けた818社をコントロール企業として、サンプル企業が利益予想の開示を中止するに至った要因、予想開示中止に対する市場の反応、予想開示中止後の影響といったことを調査している。Chen *et al.* [2011] とHouston *et al.* [2010] の最大の違いは、Chen *et al.* [2011] が、四半期利益予想開示を中止した企業を、さらに、その中止を正式に公表した企業と、特別の公表なしに中止した企業に分類して分析を行っている点である。つまりChen *et al.* [2011] の研究では、

(注3) その他にも、予想開示中止前のアナリスト利益予想のばらつきが大きい企業ほど、予想開示中止を行う傾向があるという結果が得られており、これも、予想開示中止企業が将来業績を予想するのに困難な状況であったということを示す1つの証拠として挙げられている。



予想開示中止の公表日を特定することによって、その公表に対する市場の反応を検証することが可能となっているのである。

第1に、四半期利益予想の開示を中止した要因に関する検証からは、サンプル企業はコントロール企業と比較して、中止前の期間において、株式リターンが低い、アナリスト利益予想の達成頻度が低下している、アナリスト利益予想のばらつきが大きくなっている、長期保有の機関投資家の持ち株比率が低下しているといった、パフォーマンスの悪さや不確実性の増加が予想開示中止の要因となっていることを示す結果が得られている。

第2に、予想開示中止の公表に対する市場の反応についての検証からは、他の影響をコントロールした後で、公表日前後1日を含む3日間の異常リターンが平均で-5.3%であるという結果を得ている。さらに、予想開示中止公表に対する市場の負の反応が、開示中止後の市場の期待将来キャッシュフローの減少および資本コストの増加と有意に関連しているという結果を報告している(注4)。

第3に、予想開示中止後の影響に関する検証からは、サンプル企業はコントロール企業と比べて、中止後の期間において、アナリスト利益予想のばらつきが増加し予想精度も低下するという結果を得ている。ただし、フォローするアナリストの人数については、Houston *et al.* [2010] の結果とは異なって、中止前後の期間でコントロール企業との間に有意な差は見られないと報告している。

Chen *et al.* [2011] の研究は、四半期利益予想開示の中止に対する市場の評価に焦点を当てたものである。得られた結果は、市場が予想開示の中止公表をバッド・ニュースとして捉えており、予想開示の中止に伴って資本コストやアナリスト予

想の不確実性が増加するというものであった。

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、経営者による四半期利益予想を廃止することが、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、企業が四半期利益予想を中止する最大の理由は直近の業績の悪化であり、予想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、市場は四半期利益予想の中止をバッド・ニュースとして捉えており、利益予想開示中止企業は中止後に、資本コストの増加、アナリスト予想精度の低下およびばらつきの拡大といった情報環境の悪化に伴う弊害をきたしているのである。

---

## 5. 終わりに

---

本稿は、日本経団連が10年7月に公表した意見書の中で提案している経営者の業績予想廃止の妥当性を、米国における動向および実証研究の結果に基づいて検討している。最初に、この日本経団連の提案の背景には、業績予想開示が自発的開示である外国企業と比べて事実上強制開示である日本企業の実務負荷の大きさに対する不満、そして、近年の米国ビジネス界における経営者利益予想開示の消極化の動きの2つがあると思われるので、この点について論じる。

第1に、業績予想開示に伴う日本企業の実務負荷についてであるが、確かに日本とは異なって、諸外国では業績予想の開示は自発的なものである。しかしながら、実際には大多数の外国企業がさまざまな財務予想情報を公表しており、業績予

---

(注4) 実際の分析では、市場の期待将来キャッシュフローおよび資本コストの代理変数として、それぞれアナリストの予想利益とベータ値を用いている。

想開示コストは何も日本企業だけが負担しているものではない。例えば、米国企業を対象にしたNIRIの10年度サーベイ調査では、81%の企業が何らかの財務予想情報を開示していると回答している(図表3)。さらに、BNY Mellonが世界企業を対象に毎年実施しているサーベイ調査『Global Trends in Investor Relations』の10年度版でも、西欧で89%、北米で86%、EEMEA(東欧・中東・アフリカ)で83%の企業が何らかの財務予想情報を開示しており、「財務予想情報を投資コミュニティに提供することは標準(Norm)である」と述べている。このように、業績予想の開示コストは必ずしも強制開示である日本企業だけが負担しているわけではなく、自発的開示である諸外国でも、大多数の企業が負担しているコストなのである。

第2に、近年の米国企業に見られる経営者利益予想廃止の動きについてであるが、そもそも経営者利益予想の廃止は、米国ビジネス界におけるショート・ターミズム批判の高まりを受け、CFA InstituteやU.S. Chamber of Commerceといった実務家団体が推奨しているものである。そして彼らがショート・ターミズムの元凶であると指摘しているのは、四半期利益予想の開示であり、わが国における利益予想の中心である年次利益予想ではない(注5)。むしろ、U.S. Chamber of Commerceなどは、四半期利益予想から年次利益予想への転換を提案している。またNIRIのサーベイ調査によれば、利益予想開示は減少傾向にあるが(図表1)、一方で、その利益予想情報の減少を補うかのようになり利益以外の財務予想開示が増加しているため(図表3)、全体で見れば経営者予想の開示情報は減少していないのである。

次に、米国の経営者利益予想廃止に関する、ア

カデミック・サイドからの実証研究結果について述べる。第1に、企業が四半期利益予想を廃止する動機については、予想廃止企業の多くは長期的な経営方針への転換を唱えているが、実際には当面の業績悪化が予想廃止の最大の要因であり、廃止後に長期投資を増加させていないという結果が得られている。第2に、市場の反応については、四半期利益予想廃止の公表に対して市場は負に反応し、廃止後には資本コストが上昇するという証拠が示されている。第3に、アナリストへの影響については、四半期利益予想廃止後に、フォローするアナリスト数が減少する、利益予想のばらつきが増加する、利益予想精度が低下するといった結果が報告されている。このように、米国における実証研究の検証結果からは、情報精度の悪化に伴う否定的な証拠が一貫して提示されている。

最後に、米国の実証結果を踏まえて、わが国企業が実際に経営者予想を廃止した場合の影響について考察する。米国では経営者予想廃止に伴って情報環境が悪化するという結果が報告されているが、日米では情報仲介者であるアナリストのマンパワーに大きな隔りがあるので、この影響は日本においてより深刻であろうと考えられる。投資先進国の米国では、証券会社が約4千7百社でその従業員が約78万人、そしてCFA Instituteに属するアナリストが約10万3千人いる。一方、日本では、証券会社が約3百社でその従業員が約9万2千人、そして日本証券アナリスト協会に所属するアナリスト(検定会員)は約2万4千人である。それに対してカバーすべき上場企業数は、米国ではNYSEとNASDAQをあわせて約5千2百社、日本では東証とJASDAQをあわせて約3千3百社である。もちろん、日米では企業規模

(注5) わが国でも第2四半期累計期間の業績予想開示が求められてはいるが、業績管理を年次でのみ行っている等の理由により予想値がない場合には、記載を省略することが可能である。

やカバー率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なければならない状況にあるというのは事実である。そして、その困難な状況を緩和してくれているのが、わが国の経営者予想制度なのである。というのも、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、予想を一から作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・カバレッジの減少をもたらし、深刻な投資情報環境の悪化を引き起こすと推測される。

以上、日本経団連の行っている経営者予想廃止の要請は、諸外国における予想開示の実態、予想廃止に関する実証研究の結果、そして予想廃止時に予期される影響の全ての観点から検討して、妥当なものであると言いき難い。現在のわが国の経営者予想制度は、証券取引所が40年近い歳月をかけて、企業側の理解を求めながら苦心して作り上げてきた、わが国が他国に誇れる財務開示制度の1つである。もちろん諸外国の経営者予想の実態や開示方法等を参考にして、現在のわが国の経営者予想制度を改めていくことは必要であるが、制度の根幹自体は堅持していくことが、わが国の資本市場の発展にとって不可欠であると思われる。

筆者は、本稿の作成に当たり、青山学院大学の北川哲雄先生から大変貴重なコメントを頂きました。ここに記して、感謝申し上げます。

〔参考文献〕

北川哲雄 [2007] 『資本市場ネットワーク論—IR・アナリスト・ガバナンス—』、文眞堂。  
 盛田良久 [1987] 『アメリカ証取法会計』、中央経済社。  
 Bartov, E., D. Givoly and C. Hayn [2002] “The Rewards to Meeting or Beating Earnings Expectations,” *Journal of Accounting and Economics* 33 (2), pp. 173-204.  
 Berkshire Hathaway Inc. [2000] *2000 Annual Report*.

BNY Mellon [2010] *Global Trends In Investor Relations: A Survey Analysis of IR Practices Worldwide-6th Edition*.  
 CFA Institute [2006] *Breaking the Short-Term Cycle*.  
 ——— [2008] *Short-Termism Survey: Practices and Preferences of Investment Professionals*.  
 Chen, S., D. Matsumoto and S. Rajgopal [2011] “Is Silence Golden? An Empirical Analysis of Firms that Stop Giving Quarterly Earnings Guidance,” *Journal of Accounting and Economics* 51 (1-2), pp. 134-150.  
 Frankel, R., W. Mayew and Y. Sun [2010] “Do Pennies Matter? Investor Relations Consequences of Small Negative Earnings Surprises,” *Review of Accounting and Finance* 15 (1), pp. 220-242.  
 Graham, J., C. Harvey and S. Rajgopal [2005] “The Economic Implications of Corporate Financial Reporting,” *Journal of Accounting and Economics* 40 (1-3), pp. 3-73.  
 ——— [2006] “Value Destruction and Financial Reporting Decisions,” *Financial Analysts Journal* 62 (6), pp. 27-39.  
 Houston, J., B. Lev and J. Tucker [2010] “To Guide or Not to Guide? Causes and Consequences of Stopping Quarterly Earnings Guidance,” *Contemporary Accounting Research* 27 (1), pp. 143-185.  
 Hsieh, P., T. Koller and S. R. Rajan [2006] “The Misguided Practice of Earnings Guidance,” *McKinsey on Finance* (19), pp. 1-5.  
 Knowledge@Wharton. [2005] “*The Cow in the Ditch: How Anne Mulcahy Rescued Xerox.*”  
 Moore, R. [1998] “The Problem of Short-Termism in British Industry,” *Economic Notes* (81).  
 NIRI [2001, 2003, 2005-2010] *Survey Results on Earnings Guidance Practices*.  
 Pearlstein, S. [2009] “Wall Street’s Mania for Short-Term Results Hurts Economy,” *The Washington Post*, September 11.  
 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* 7 (2-3), pp. 289-312.  
 U. S. Chamber of Commerce [2007] *Commission on the Regulation of U.S. Capital Markets in the 21st Century*.  
 Warner, J. [2005] “Quitting the Guidance Game: Why Are More CEOs Keeping Silent on Earnings?” *Chief Executive*, June 2005.