

ゼネラル・エレクトリックによる四半期ガイダンスの中止

吉川 浩史

■ 要 約 ■

1. 2008年12月、GEは翌四半期及び翌年の一株当たり利益（EPS）の予想（ガイダンス）を中止した。背景には、業績悪化によるEPS予想の下方修正が株価下落を招いていることや、EPSの前年度比プラス成長を達成できないことがあるといわれている。代わって、今回より“operating framework”というセグメントごとの利益見通しが発表される。
2. ガイダンスとは、企業が投資家向けに発表するEPS等の財務指標に関する予想である。過去数年、ガイダンス実施企業は減少傾向にあり、コカ・コーラやデルといった著名な米国企業も四半期ガイダンスを中止している。
3. 四半期ガイダンスをめぐっては、投資家の業績判断を容易にすると共に経営陣を規律付けるという利点と、経営陣に近視眼的な経営を促すという欠点とが議論されてきた。短期目標の四半期ガイダンスに反対の立場をとる企業や投資家がいる一方、四半期ガイダンスを中止する企業は業績が悪化していることが多いと指摘する実証研究もある。
4. 四半期ガイダンスの是非は、事業の成長性など企業の置かれた状況により異なる。長期的な視点を理由に四半期ガイダンスを中止する場合は、代わりに経営戦略の説明など、投資家に対する十分な情報提供が求められる。今般のGEのケースについては、EPS予想に代わる事業見通しの発表が投資家の理解を得られるかどうか注目される。

I GEによる四半期ガイダンスの中止とその背景

2008年12月16日、ゼネラル・エレクトリック（以下、GE）は投資家向け説明会を開催し、2008年及び2009年の業績見通しと経営方針を発表した。しかし、経営陣から翌四半期及び翌年の一株当たり利益（EPS）の予想（ガイダンス）は示されなかった。

これまでGEは、前年同期比でプラスとなる水準のEPS予想を発表することで知られており、2004年第4四半期から2008年第2四半期までその予想を実現してきた。また、年間EPSでは1993年以降、15年間にわたって前年比プラス成長を達成してきた。前CEOのジャック・ウェルチ氏の在任時は、1993年から10年間にわたり、毎四半期の実績EPS

がウォール街の EPS 予想を下回ることはなかったという¹。

しかし、2008 年第 1 四半期に EPS の実績が 0.44 ドルと、EPS 予想の 0.50～0.53 ドルを下回り、前年同期比でゼロ成長となった。さらに、第 3 四半期の実績 EPS は 0.45 ドルと、前年同期の 0.50 ドルから下落し、16 四半期振りにマイナス成長を記録した。2008 年の年間 EPS も 16 年ぶりに前年比成長率がマイナスになると見られている。

GE の業績悪化の背景には、金融サービス事業の売上高及び純利益に占める割合が、2007 年度時点でそれぞれ 35.4%、35.5%と高いことがあり、金融危機による収益性低下の影響を受けている。GE の株価も 2008 年の 1 年間で 54%の下落を記録し、S&P500 株価指数の下落幅 38%よりも大きい。

GE が四半期ガイダンスを中止した要因として、EPS 予想の下方修正が株価下落を招いていること²や、これまで達成してきた EPS の前年度比プラス成長が達成できなくなったこと³が指摘されている。GE は四半期ガイダンスに代わって、今回より“operating framework”の発表を開始した。これは、GE 全体及びインダストリアル事業 (industrial business)、金融サービス事業の見通しを示すもので、2009 年度については収益に関して、①GE 全体の売上高成長率-5～0%、②インダストリアル事業の利益成長率 0～5%、③金融サービス事業の利益 50 億ドル、という予想を発表している。

II 米国企業の四半期ガイダンス

ガイダンスとは、企業が投資家向けに発表する EPS やキャッシュ・フローといった財務指標に関する予想のことである⁴。全米 IR 協会 (NIRI : National Investor Relations Institute) の会員企業に対するアンケート調査⁵によると、64%の企業 (全回答数 361) が利益予想 (Earnings Guidance) を発表しており、その理由として市場の期待を合理的にすることや、期待形成を容易にすることが挙げられている。また、ガイダンス実施企業 (全回答数 227) の 55%が年間ベースで、34%が四半期ベースで発表しており、年間の利益について予想を行う企業が多いようである。その一方で、全体の 36%は利益予想を発表していないが、その多くは長期のパフォーマンスを重視するためと回答している。

正確な比較は難しいが、ガイダンス実施企業が全体の 64%というのは、2003 年の調査開始以降、最も低い水準で、減少傾向にあると思われる (図表 1)。実際にコカ・コーラやデルといった著名な米国企業においても、四半期ガイダンスの実施を中止した例が過去にある。

¹ Emily Chasan and Martin Howell, “As GE gives up guidance game, others may follow”, *Reuters*, 12/17/2008 参照。

² Paul Glader, “GE’s Immelt Lowers Profit Outlook for Industrial Units”, *The Wall Street Journal*, 12/17/2008 参照。

³ 注 1 参照記事。

⁴ 産業の動向や製品の市場環境といった非財務的な予想を指すこともある。

⁵ 2003 年より、2004 年を除いて毎年、会員企業を対象にガイダンスの実施状況に関するアンケートが行われている。

図表1 ガイダンス実施企業の比率

	2003年	2005年	2006年	2008年
ガイダンス実施企業(%)	77	71	66	64
回答企業数(社)	696	527	654	361

(注) 2004年は、調査が実施されていない。2007年は質問方法が異なるため比較できない。

(出所) NIRIの調査より、野村資本市場研究所作成

III 四半期ガイダンスを中止したその他の事例

2002年12月13日、コカ・コーラは四半期及び年間のEPS予想の発表を中止した。企業の間で利益予想の発表が一般的になりつつある中での決定であった⁶。長期的戦略に基づいた経営を行うためとのことであったが、その背景には非炭酸飲料や新興国といった新市場への展開を進める同社の事情が存在した。当時、税引き前利益ベースで北米のシェアは28%に過ぎず、アジアが34%、南米が20%に上っていたため、最終利益が進出先の経済状況に大きく左右される状況にあり、ウォール街の利益予想を下回ると大きく株価が下落することに悩まされていた。長期的な企業価値と短期の利益目標が合致しないと考えた経営陣は、筆頭株主であったパークシャー・ハサウェイのCEOであり著名な投資家のウォーレン・バフェット氏の理解も得た上で、経営目標の変更を行った。同社はEPS予想を発表しない代わりに、長期戦略と事業計画、その実行に関する情報提供を充実させた。その後5年間で同社の純利益は31億ドルから60億ドルに、EPSは1.23ドルから2.59ドルへと成長しており、四半期ガイダンス中止後に業績が向上している例といえる。

業績が悪化する中での四半期ガイダンスの中止例としては、大手ハードウェアメーカーのデルが挙げられる。同社は、2006年5月18日の決算説明会において、四半期の売上高及びEPS予想を示さないことを発表した。四半期の実績EPSが0.33ドルと、当初の予想値0.39~0.41ドルに及ばない中での中止決定で、その理由も長期の収益性を重視するためとしか説明されず、売上高及びEPS予想に代わる目標も設定されなかった。年間でも純利益及びEPSが前年度比で減少しており、これはITバブル崩壊の影響を受けた2002年度以来であった。

また、四半期ガイダンスの中止例ではないが、半導体世界最大手のインテルはガイダンスに特徴がある。1996年より業績予想を発表しているが、EPS予想は提示していない。売上高及び売上高総利益率の予想範囲や投資計画といった最終利益に影響を与える要因について予想を発表し、EPSのみで投資家が判断しないように工夫している。

⁶ Betsy McKay and Ken Brown, "Coke to Abandon Profit Forecasts, Provide Data on Long-Term Goals", *The Wall Street Journal*, 12/16/2002 参照。

IV 四半期ガイダンスをめぐる議論

四半期ガイダンスについては、以前からメリットとデメリットが指摘されてきた。ガイダンスで収益目標を設定することにより、投資家の業績判断を容易にすると共に経営陣を規律付けるという利点と、経営陣に近視眼的な経営を促すという欠点である。企業側は、研究開発投資など長期的な業績向上に貢献する行動を抑制しかねないことや、目標達成のために優良資産の売却といった行動を招きかねないことなどから、四半期ガイダンスに反対の立場をとることも少なくない。足元では、経済状況が不安定になる中で、四半期ごとの収益目標は意味がなくなりつつあるという声もある⁷。

また、コンサルティング・ファームのマッキンゼーやバフェット氏も同様の理由で四半期ガイダンスに異議を唱えている⁸。パークシャー・ハサウェイが大株主で、同氏が取締役を務める大手新聞社のワシントン・ポストは四半期ガイダンスを実施していない。

その一方で、研究者の間には四半期ガイダンスの中止に否定的な見方もある。例えば、四半期ガイダンスの中止を発表し、その理由を合理的に説明している企業は一部であるという⁹。また、短期的な収益目標から解放されたにもかかわらず、設備や研究開発投資を増やした企業は少なく、アナリストによる利益予想精度の悪化という弊害が見られるという指摘もある¹⁰。そもそも四半期ガイダンスを中止する企業には業績の悪化している企業が多く、その影響もあり、中止の発表に対する株価の反応はネガティブになる傾向があると示している実証研究もある¹¹。

V 終わりに

四半期ガイダンスは、実施する企業の置かれた状況により、プラスにもマイナスにもなるといえる。以前の GE のように、安定的な事業環境の下で着実に収益性を高めていく企業であれば、四半期ガイダンスは投資家に対し、経営状態に関する情報を提供する重要な手段となる。しかし、成長産業に属する、あるいは新市場へ進出する企業などは、短期的には収益の変動が大きく、また長期的な経営戦略に基づいて事業を推進する必要があるため、短期的な収益目標である EPS 予想は判断基準として適していない。その場合は、EPS 予想に代わり、長期の経営戦略及び計画とそれらへのコミットメントに関する情報を十分に投資家に提供することが求められる。業績の悪化する状況下で、単に四半期ガイダンスを中止してしまうと、市場からは収益性の低下を明らかにしたくないためと見られる恐れ

⁷ 注 1 参照記事。

⁸ 注 1 参照記事及び注 6 参照記事。

⁹ Joel Houston, Baruch Lev and Jennifer Tucker, "To Guide or Not to Guide? Causes and Consequences of Stopping Quarterly Earnings Guidance", New York University, working paper (2008)

¹⁰ 注 9 参照論文。

¹¹ Shuping Chen, Dawn Matsumoto and Shiva Rajgopal "Is Silence Golden? An Empirical Analysis of Firms that Stop Giving Quarterly Earnings Guidance", University of Washington, working paper (2006)

がある。

今般の GE による四半期ガイダンス中止については、経営判断が短期利益を重視しすぎていたことの是正として評価する声がある一方で、EPS 予想を達成できなくなる中での決定であり、同様にガイダンスを中止する企業が後に続くのではないかという懸念もある¹²。また、四半期ガイダンスを中止しても、アナリストによる EPS 予想を下回れば株価下落は避けられないという指摘もある¹³。GE は四半期の EPS 予想に代わり、“operating framework”として各事業の見通しを発表しているが、今後投資家の理解を十分に得られるか注目される。

¹² 注 1 参照記事及び、“General Electric Co. to stop issuing quarterly forecasts”, *Associated Press*, 12/16/2008 参照。

¹³ 注 1 参照記事。