

米国IRレポート(2003年6月23日)
2003年、企業の公表する業績予想の行方

Is Earnings Guidance disappearing in 2003?

William F. Coffin, Crocker Coulson, Coffin Communication Group

以下の文章は米国のIR会社である *Coffin Communication Group* で活躍する両氏の作成したレポートを意訳したものです。

日本語訳は作成元の正式なものではないのでご注意ください。尚、英語の原文は日本語訳の後に全文を掲載しております。

<http://www.coffincg.com/main.html>

Coffin Communications Group

15300 Ventura Blvd., Suite 303

Sherman Oaks, CA 91403-5866

(818) 789 0100

(818) 789 1152 fax

info@coffincg.com

経営者が直面する様々な経営課題のうち、現在のところ業績予想ほど大きな驚きと議論を引き起こすものはない。四半期ごとに行われる企業の決算報告に対してメディアとアナリストが寄せる関心のほとんどは、会社が事前の予想数値を上回る実績を残したかどうか、という点である。

CEO や CFO は “ 予想 EPS のコンセンサス ” というものがなくなったら自社の株価に非常に大きな影響があることを理解している。しばしば四半期決算時点の業績で株価が変動することから、株式市場は理性的ではなく近視眼的な視点で動くという印象を持っている企業経営者も多い。こうしたプレッシャーが、企業経営者が自社に都合のいい会計処理や不正会計処理を行い高い業績予想を発表する、という状況に向かわせる。

最近いくつかの有力企業が、長期的な視野での経営を目指すために予想 EPS の公表を止めると宣言した。

- ・ A T & T は今年 1 月 23 日、通信産業の将来予測は不可能であり、3 月末の第一四半期終了後は利益予想の公表を止めると宣言した。
- ・ その 1 日前、マクドナルドは、当社は長期間に渡りより良い業績を達成することを目標とし、四半期や年間の予想 EPS は公表しないと発表した。

同様の決定を公表した企業としてはコカ・コーラ、ワシントン・ポスト、ジレットなどがある。こうした動きは公開企業の CEO や CFO に次のような疑問を投げかける。

- ・ 業績予想の公表中止は業績が上昇トレンドに入った時に行うべきか
- ・ 時価総額の小さい企業もこれにならうべきか
- ・ 予想がなくなると株価のボラティリティが大きくなるだろうか
- ・ S E C、ナスダック、取引所により導入される新たな規制はこの傾向にどう影響するか

- ・ 予想 EPS を公表しない場合、四半期の業績予想に何か異なる出し方があるか

このレポートでは企業の業績予想に関する選択肢とベストアプローチを探る

米国企業の経営者の責務は株式市場において決まる企業価値について、フェアバリューの実現および維持していくことである。業績予想を意図的に過大なものにすることは一時的に株価を上げることにはなるかもしれない。しかしこうした行為はいずれ明らかになり企業価値を暴落させることになる。

四半期あるいは年間予想 EPS は経営者に対して長期的な成長のための真のドライバーが何かということから目をそらさせる。USA インタラクティブの会長であるバリー・ディラーは、公表予想の中止を発表した際にこう述べている。「予想を作る過程は本来の経営とはなんら関係のないもので、数値はファンダメンタルから乖離してしまう可能性がある。」こうした認識のもと、企業は経営管理を行う際により重要な指標となるものを、投資家が将来の業績を推測するための情報として提供することを考えている。例えば USA インタラクティブは投資家に次年度の予算をできるだけ加工なしで提供している。投資家は経営者の立場で会社が業績をどうみているのか知ることが出来る。さらに四半期業績は社内予算に対比する形で報告している。

有名企業の業績予想の公表廃止が報道されているが、全体的に見ればより予想数値を公表していく傾向にある。最近の NIRI の調査によれば、70%の企業が何らかの形の業績予想を公表している、この数値は 1999 年には 45%であった。

将来の業績予想を公表することはコストを伴う。情報を収集して分析すること自体かなりのエネルギーを必要とする。その上予想が不正確であった場合には企業としての信用を失い、さらに株主から訴えられるリスクも高まる。しかし今のところ多くの企業が、こうしたコストは予想を公表することのメリットより小さいと判断していると言える。

ファイナンス理論によれば、こうした業績予想の公表は市場が効率的に機能することに貢献する。将来の業績に対する投資家の不透明感を減らすことは株主価値の向上につながる。個々の投資家が異なるレベルの情報を保有しているという状況が少なくなるに連れて投資家の不安感は少なくなる。それゆえ予想の公表は株式に対するリスクプレミアムを減らす効果があり、資本コストを下げ、自社株式の市場における競争力を高める。

研究による裏づけはなくても、投資家は質の高い情報が継続的に開示される企業に向かうというのは常識的に期待されることである。株価は将来の利益とキャッシュフローを割り引いたもので決まる部分が大いなので、経営者の予想は投資家の期待と株価の推移を決める上で大きな役割を持つ。多くの投資家が、最善の予想ですら不確かなものであり株主の期待を裏切る結果が出るのがしばしばある、ということを経験しているにも拘らず、である。

最近のトレンド

1970 年から 95 年の 25 年間で、利益予想の取扱は訴訟の問題とセルサイドアナリストと

の関わりにより変化してきた。株式市場が成長するにつれて多くの個人投資家が参加するようになり、それに伴い市場のボラティリティも大きくなった。そうした中で株式がらみの民事訴訟が増加した。1990年には150件であったものが2001年には350件、平均の和解金額は同期間で6百万ドルから16百万ドルに上昇した。高額の和解金と保険料の上昇により、企業は資産保全と訴訟回避のために業績予想の公表に非常に消極的になった。

訴訟の頻発を受けて、1995年に証券関連訴訟改革法というべきものが施行された。これは企業側の業績予想公表にセーフハーバーを与えるものであった。SECによれば、この法案の目的は、企業に対して株主からの訴訟に対する保護策を提供することで、企業が投資家向けに将来に関する情報を提供することを促すものである。

同時に、IPO市場の活性化とラジオやテレビで経済関係の番組が急増したことを受けて、証券会社で働くセルサイドアナリストが増加した。こうした傾向はいわゆる花形アナリスト、(モルガンスタンレーディーンウィッターのマリー・ミーカーやソロモンスミスバーニーのジャック・クラブマンのような)を生み、彼らに株式を調査し、それを公表することにより市場を動かす権力を与えた。

訴訟リスクの高まりとセルサイドアナリストの躍進は多くの企業経営者に、会社からリリースを出して業績予想を伝えるよりも、アナリストとのコミュニケーションを通じて業績予想を社外に伝えていく方法をとらせるようになった。こうした傾向により、会社と緊密なコミュニケーションを築いているアナリストは会社の予想とは関係ない独立した業績予想をレポートしていくようになった。企業経営者はこうした社外アナリストの予想に対して同意する、反論する、あるいは無視するなどを選択する自由を得た。こうした習慣により、個々の投資家が得られる情報の質と量に格差が生じることになり、結果として企業側が機関投資家を優遇することを許すことになった。

このような多くの一般投資家の利益を犠牲にして、特定の投資家を優遇する選別的ディスクロージャーによる弊害が企業ディスクロージャーの改革(レギュレーションFD)に繋がった。2000年に施行されたレギュレーションFDは、企業がアナリストを仲介者として使うのではなく、株主/投資家に向けて直接、同時にコミュニケーションを行うことを義務付けた。その結果、多くの企業が自ら業績予想を公表するようになり、四半期開示やカンファレンスコールによりその予想の内容を直接投資家に説明するようになった。

その業績予想の内容がどれだけ詳細なものかは、企業の予想を作成する能力、業績のボラティリティ、セルサイドアナリストのカバーの度合いなどにより異なる。会社が予想を公表しない場合、アナリストによる予想の上下の幅は次第に大きくなり、株価のボラティリティも大きくなっていく。予想の上下幅が拡大するに連れて、コンセンサス予想(アナリスト予想の平均値)は投資家にとって意味を失っていく。またアナリストにほとんどカバーされないスモールキャップ企業は、自社が業績予想を公表する以外に投資家の関心を引く手段はないことを自覚せざるを得ない。

選別的なディスクロージャーが減る一方で、こうしたコミュニケーションのパターンは、企業が業績予想の公表を株価を操作するための手段として扱うという問題を生じさせた。連邦準備委員会の最近の調査によると、積極的な業績予想開示は、企業価値を損なうよう

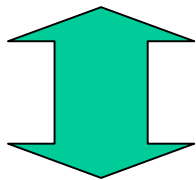
な買収、投資案件に対する非現実的な期待値を強くアピールするような傾向が強い。そうした作り話がいずれ明白になるとき、利益・成長率が大幅に修正され、株価も大きく下落する。

1990年代後半に発達したこうした傾向への反省と、最近の不正会計処理問題と2002年に成立した企業改革法の施行に代表される企業統治の強化の動きが重なり、経営陣は過去の業績予想を遡って評価されるような状況になっている。経営者が正確な将来見通しを市場に正しく伝えられないことは、業績予想開示は株主に対して価値を提供するより、むしろ問題を与えることのほうが大きいのではないかという現在の議論になっている。

しかしこうした状況を見て、企業からの業績予想公表がなくなってしまうと考えるのは短絡的過ぎる結論である。むしろ企業からの予想公表は以前より解りやすいものに改善されている。

マクドナルド、コカ・コーラ、AT&A などによる業績予想公表中止のアナウンスメントを注意深く吟味すると、そうした企業は実は二つの点を目指していることがわかる。一つは、四半期ごとのEPS予想を、業績報告のリリースの中にある、より詳細な「当期の概況」あるいは「当社の目標」という部分と置き換えようとしている。これらの項目は、市場のドライバー、営業利益率やキャッシュフローの目標、設備投資計画などを開示する。これにより投資家は企業が公表しない特定事業の収益やEPSなどの数値を予想・算出することができるようになる。第二に、企業はより積極的な業績予想開示を行うことで、短期間での株価上昇を好む成長株投資型・短期志向型の投資家ではなく、長期保有目的の投資家や割安株投資型の投資家を自社のコア株主として優遇していくという姿勢を示していると考えられる。

情報開示の度合い

	情報提供なし	将来に関する情報は一切出さない
		市場環境に付いての定性的なコメントを提供
		主要な経営指標についての定性的なコメントを提供(売上高・利益率・顧客動向)
		経営指標・想定する市場環境についての定量的な情報
		アナリストの業績予想について企業側として受け入れられる水準の表明
		アナリストの業績予想・事業分析についての具体的コメント
		収益の成長目標について数値を公表
	詳細な予想公表	予想収益のレンジ、利益率を公表

利益予想は引き続き有用である

有力企業の業績予想の公表廃止が報道されているが、企業側から将来予想のために有用な情報を提供する動きはなくなることはない。むしろ、今まで以上に注意深く組立て、市場環境の変化に合わせて常に更新し、公表の内容をより充実したものにしていこうという傾向が見られる。一方で安易に予想を公表することをやめた企業は、投資家の注意を引く上で今後不利になり、資本コストの上昇、成長機会の減少といったデメリットを感じるようになる。

企業は、投資家をより満足させて資金調達のために資本市場へのアクセスを容易にする一方で、不正確な予想を出すことにより信用を失うリスクを避ける、ということを如何に両立させるような予想公表を行なうことができるだろうか。

予想公表の基本方針を定めるにあたり、企業は以下の二つの重要な点についての考え方を決める必要がある。それは、どれだけ詳細な情報を提供するか、どのくらいの頻度で情報を出し更新していくかという点である。

業績予想開示について最も重要な要素の一つは、公表の方針が事業戦略、市場環境、オペレーション上のキャパシティ、経営者のコミュニケーションスタイルにマッチしていることである。一般的なルールとして、企業は、投資家にとって有効と思われる情報はすべて開示する、将来の業績を合理的に示す指標を提供する、企業の事業戦略を理解するのに役立つ情報を提供することが重要である。

業績予想公表の方法を決定する上では、経営者・取締役は以下のポイントを慎重に見極める必要がある。

- ・ **売上高の安定性**

売上高に継続性・反復性がどれくらいあるか、代金回収がどのくらいの期間に及ぶのか、受注残高のサイズ・期間・クオリティはどうか、予想される成長のうち新たな顧客を開拓して達成すると見込んでいるのはどれくらいか、顧客の購買予算についてどれくらい把握しているか？

- ・ **支出の予想**

経費支出のうち、固定費用と変動費用の割合はどれくらいか、原材料コスト・労働コスト・間接費が大きく変動するような構造であるか、経費支出構造がどれほど短期間で修正できる構造であるか？

- ・ **事業の統制**

内部の計画と実績の差異を比較して歴史的な変動幅はどれくらいか、事業はどれくらい成熟しているか、会社が最近企業を買収したり経営者を変えたりしたか？

- ・ **センシティブティ分析**

自社は景気循環の強い産業に属しているか、売上高と利益率はGDP成長率・金利の変動・国内設備投資とどれくらい相関性があるか？

- ・ **リスク要因**

予想と実績が乖離するような大きなリスク要因は何か、予想業績を達成するために実現しなければならぬ大きなイベントは何か、こうしたリスクは認識され社内で伝達され対応策やリスク回避策が準備されているか？

こうした点を注意深く検討し、短期的、定性的予想から、長期的、詳細・個別の数値を含む予想までのうち、自社の予想をどの程度のものとしていくか考える必要がある。

サマリー

業績予想をどう扱うかはこれまでになく重要なテーマとなっている。アナリストのカバーがないスモールキャップ企業は予想を公表することにより、経営者の信用を高め、

株主価値を高めることができるのは明らかである。予想の精度は会社固有の多くの要素による。経営者が短期と中長期それぞれで予想についてどれくらい自信を持っているか、業界全体の状況、継続的に発生する収入がどれくらいの比率を占めるか、事業の成熟度はどれくらいか、予想作成プロセスや内部管理の手法がきちんと整備されているか、などが重要である。フェアバリューを実現、維持していくためには、業績予想を適切に行うことが重要で、以下のような取り組みが求められる。

1. 収益予想のもととなる前提条件を明かす。

予想は特定数値よりもレンジで示すべきである。さらに予想の前提条件を示すべきである。業界の成長率、市場価格や原材料価格のトレンドなどを公表することで、こうした前提条件が変化したときに業績の予想を修正する余地を経営者に与える。

*日本でもACCESS(東証マザーズ上4813)など予想をレンジで公表する例が出てきています。

2. 公表された予想を支える重要指標を示す

予想のもととなる重要な経営管理指標、例えば受注残高、コンペにより勝ちとるべき契約目標の数、消費者在庫水準などを公表することで業績予想の質を高め、投資家が独自に評価・予想するための材料を提供することになる。

3. 予想を公表しない場合、投資家が独自に予想をすることができるように、材料となる個別の情報を提供する

事業部門ごとの数値、生産ラインごとの数値、地域ごとの業績など。さらに設備投資額、自己株買いの規模、市場環境の悪化あるいは回復についての見通しなどの情報を提供することを検討する。

4. 業績予想を正式な業績報告の手法と連動させる

企業改革法の下で、公開企業は業績ディスクロージャー（予想と実績）のプロセスや内部管理、即ちいかに情報を収集し、分析し、伝達しているかという点について評価することが要求されている。これらが十分整備されていない体制から、明確に文書化され、定期的に監査されるような体制に整備していくことが求められている。ディスクロージャーポリシーは明文化され、監査委員会や取締役会の承認をうけたディスクロージャー委員会により運営されることが望ましい。

5. 投資家・アナリストに対してどのような情報が必要かの調査を行う

どのような予想を公表するか決定するにあたり、最終ユーザーのニーズを知ることが重要である。アナリストは経営者に対して、キャッシュフローの予想、設備投資額、自己株買いの内容、オプション付与の内容、その他の株主価値を向上させるような利益以外の指標を公表することを求めている。

6. 市場環境や自社内で大きな出来事が発生した場合、予想を更新する

より詳細な業績予想を公表するとともに、これを頻繁に修正する傾向が高まっている。これはレギュレーションFDを違反することなくアナリストと内容のあるディスカッションをするために同じ情報を投資家に公平に伝える、さらに業績予想について影響を与えるような変化があるときにはこれを速やかに伝える、という企業側の意思によるものである。現在提案されている新しい8-K様式のディスクロージャーが正式に導入されるならば、情報開示はリアルタイムディスクロージャーの方向へ進む。

7. 変動が大きい市場環境下では、経営者のコントロールできる要素についての予想を公表する

2001年にテクノロジーセクターの企業が公表する予想数値は信用できないという認識が投資家に広まってしまった結果、業績予想の公表をやめる企業が増えた。建設的なアプローチとしては、まず現在どういった要素の変動が大きく正確な予想を行うことが難しいかを確認する。その上でそれに対応した公表可能な指標を考える。間接費支出額、設備投資や研究開発費など、経営者によりコントロールが可能な指標について公表を検討すべきである。

8. アナリストや同業他社の公表する予想を注視する

ファーストコール、ザック、ネルソン（日本で言えば会社四季報、日経経営指標、クイックなど）など、上場企業の業績予想を公表する機関による予想レンジを確認し、市場の予想として認識しておくべきである。さらに同業他社の業績予想も業界、市場についての参考数値として確認しておく。

9. 予想を公表しない場合、株主価値を向上させ、リスクを最小化する会社の戦略がアナニュアルレポート、HPのIRサイト、アナリストミーティングなどで説明されているようにする

会社のビジネスモデルのコアとなる部分を強化する活動に関する情報、例えば技術や人材育成への投資の状況報告や、事業効率改善の目標は四半期業績や年度業績のリリース時に見直しを行い、アナリストとのミーティングで議論することが重要である。

経営者は、自社の業績についての予想の欠如は、ふだん情報を十分に与えられていない投資家に対して、四半期ごとに実績を公表することでサプライズを与え、その結果株価が大きく変動することを覚悟しておくべきである。

以 上

(訳フィナンテック深井浩史)



IR Strategy Series

Is Earnings Guidance Disappearing in 2003?

Of all the issues facing senior management, few provoke as much consternation and debate as that of earnings guidance. Each quarter, media and analyst coverage of corporate financial performance fixates on a single issue – Did the company make, miss or beat The Number?

CEOs and CFOs recognize that missing the “consensus” earnings per share target can have devastating impacts on their share price. Some companies feel that wild fluctuations in firm value caused by a single quarterly data point confirm that the market is short-sighted, if not irrational. And many commentators have opined that the pressure to make inflated earnings estimates led companies down the slippery slope from earnings management to aggressive accounting practices and outright fraud.¹

Recently a small but highly visible number of blue-chip companies have declared that they will no longer provide EPS guidance so as to “focus on the long term.”

- On January 23, 2003, AT&T announced that beyond the March 31, 2003 first quarter they would stop providing earnings per share estimates because of “the unpredictability of the telecommunications industry these days.”
- The day before, McDonald’s Corporation reported that “the company is focused on delivering improved results over the long term. Therefore, the company will not be providing earnings per share targets by quarter or for the year.”

Other notable companies announcing similar decisions recently include the Coca-Cola Co., The Washington Post, and Gillette. These developments raise several

important questions for CEOs, CFOs and the directors of public companies:

- Is the reduction or elimination of earnings guidance the beginning of a growing trend?
- Will small-cap companies follow the lead of those large-cap examples?
- If guidance is reduced, will this reporting approach contribute to increased share price volatility?
- How will the new regulations being promulgated by the SEC, Nasdaq and the Exchanges change the climate of guidance?
- And, what other variations to quarterly earnings guidance are available to companies that don’t provide EPS guidance?

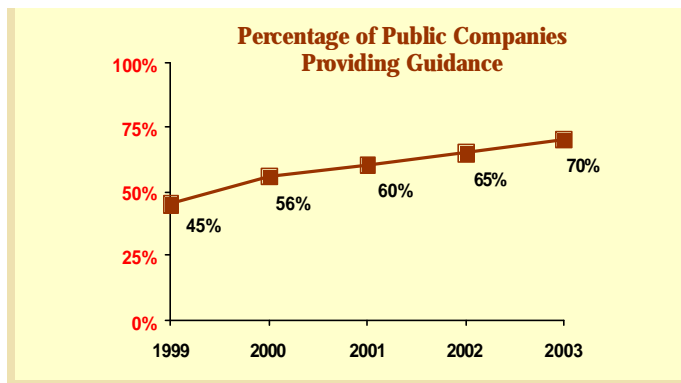
In this paper, we review the current literature and some alternative approaches that are being taken to providing guidance so as to identify the range of options and best practices in the important subject of “managing earnings expectations.”

It is an undisputed principle of American corporate governance that management’s primary responsibility is to achieve the highest *sustainable* value for the company’s shareholders. Sustainable is italicized to emphasize its importance. Overstating earnings or inflating a company’s business prospects may drive up stock value in the short-term, but these actions inevitably result in the destruction of shareholder value once unmasked. This distinction was missed by commentators who suggested that efforts to maximize shareholder value led to the excesses that produced Enron and WorldCom.

Several prominent executives have taken the point of view that traditional forecasts of quarterly and annual EPS figures can blind management to the true drivers of long-term shareholder value. Barry Diller, Chairman of

USA Interactive, said when announcing the elimination of guidance, “The process [of guidance] has little to do with running a business, and the numbers can become distractingly and dangerously detached from fundamentals.”² As a result, these companies have developed alternative modes of providing forward-looking information that hew more closely to the key operating metrics they use to run the business. For example, USA Interactive has moved towards providing investors with a detailed, unfiltered budget for the coming year, so that analysts can see how the company looks from the driver’s seat. Quarterly results are then reconciled against management’s own internal plan.

Despite the well publicized instances of major companies that have discontinued providing guidance, the broad trend in corporate disclosure is towards more, not less, forward-looking information. A recent survey by the National Investor Relations Institute found that 70% of companies are now providing some form of guidance, up from 45% in 1999.



NIRI Survey of S&P 500 Public Companies, 2003

Providing forecasts of future financial performance entails a number of costs, including the effort to gather and analyze the information, damaged credibility if the forecasts prove inaccurate, and the perceived increased risk of securities litigation. Evidently, the majority of public companies have decided that these costs are outweighed by the benefits of providing guidance.

Finance theory suggests that such information contributes to the efficient functioning of the capital markets: “Reducing investor uncertainty about future corporate performance can contribute to increased shareholder value. Reduced investor uncertainty occurs when information asymmetries, which is when different market participants have different levels of information, is reduced. Therefore, enhanced public disclosure has

the effect of reducing the risk premium for securities, which in turn lowers the cost of capital and allows the company to be more competitive in its marketplace.”³

Even without the benefit of research studies, common sense suggests that investors will gravitate toward equities when high-quality information is consistently delivered into the marketplace. Because equity prices largely discount future earnings and cash flows, management estimates can play a powerful role in determining investor expectations and stock performance. However, even the best forecasts are inherently uncertain and open the possibility for disappointed expectations.

Recent Trends in Guidance

In analyzing the seemingly conflicting approaches to providing guidance, it would be helpful to review some of the recent trends in corporate disclosure.

During the 25-year period from 1970 to 1995, the process of managing earnings expectations was largely driven by legal considerations and the influence of the sell-side security analyst. As the markets grew in size during this period, they attracted greater numbers of individual shareholders and became inherently more volatile. The plaintiffs’ bar capitalized on such volatility with increased levels of class-action lawsuits. The number of class-action lawsuits increased from 150 cases in 1990, with an average settlement of \$6 million, to 350 in 2001, with an average settlement of \$16 million. The combination of large settlements and rising insurance rates had the effect of sharply reducing the practice of public guidance as an “asset protection” and “litigation avoidance” strategy.

In response to the tide of frivolous lawsuits, the Private Securities Litigation Reform Act of 1995 was passed, providing a disclosure safe harbor for companies. As described by the Securities and Exchange Commission, “an important goal of the Act was to encourage companies to disclose forward-looking information to investors while affording considerable protection from shareholder lawsuits.”

At the same time, the ranks of sell-side security analysts working for broker-dealers ballooned, supported by a very active IPO market and significant increase in business-oriented programming on radio and television. This created the “celebrity analysts” such as Mary Meeker of Morgan Stanley Dean Witter and Jack

Grubman of Salomon Smith Barney, who had the power to move markets for company securities through their research and public announcements.

The combination of fear of litigation and a well-oiled sell-side machine led many corporate managers to provide earnings forecasts primarily through their interaction with analysts, rather than by offering public guidance. This enabled well connected security analysts to disseminate “independent” projections of future performance that were not directly attributable to the company. Management then had the flexibility to agree, disagree or ignore such outside forecasts. This practice also allowed management to bestow favors on institutional investors by shading the quantity and quality of information from one investor to another.

The abuse of this practice of “selective disclosure,” which favored certain investment professionals at the expense of broad investing public, led to an important reform of corporate disclosure—Regulation Fair Disclosure (Reg FD). Adopted in 2000, Reg FD mandated approved ways for companies to communicate directly and/or simultaneously with shareholders, instead of using analysts as intermediaries. As a result, the vast majority of companies began to provide public earnings guidance and communicated such guidance directly to the investment community in quarterly releases and conference calls.

The specificity of such guidance reflected the company’s own predictive capability, volatility in earnings and the depth of sell-side coverage. Companies that provided no guidance whatsoever soon found that the range of high and low analyst estimates for future periods began to drift further and further apart – with a corresponding increase in share price volatility. The further the spread between high and low estimates, the less meaningful the “consensus,” or mean estimate, reported by First Call becomes to investors. And small-cap companies with little or no analyst coverage found they had no other practical way to issue corporate disclosure except to provide direct guidance.

However this pattern of communication, while reducing selective disclosure, created an abuse all its own, in which guidance announcements were used as a mechanism for stock promotion. A recent study by the Federal Reserve suggested that aggressive guidance practices during this period resulted in “ill-advised actions aimed at fulfilling these unrealistic

expectation(s)—notably value-destroying acquisitions and investments. When the fiction finally became obvious, the result was massive adjustments in earnings and growth projections and consequently in equity valuations.”⁴

This reversal of the excesses developed in the late 1990’s, combined with the poor business climate that followed and the character-building process following the passage of the Sarbanes-Oxley Act in 2002, often put management in the embarrassing position of backtracking on or changing guidance within the quarter and/or within the year. This embarrassing inability to communicate credible future trends in markets and earnings has led to the current debate as to whether guidance creates more problems than value.

“Companies that refuse to provide guidance will be at a permanent disadvantage in the competition for investor attention and be forced to operate with a higher cost of equity capital and reduced opportunities for growth. Thus the question facing small and mid-cap companies is not whether to provide guidance, but at what level to provide guidance.”

However, it is far too early to report that corporate guidance has died. Rather, guidance practices are simply evolving.

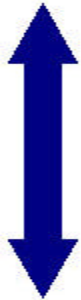
A careful analysis of the “no guidance” announcements suggests that McDonald’s Corp., Coca-Cola, AT&T and others are really targeting two goals. First, they are replacing specific (often missed) quarterly earnings-per-share guidance targets with more detailed Outlook or Goals sections in their earnings releases. These disclosures identify market drivers, operating margin and cash flow targets, and capital expenditure plans, thus allowing investors to extrapolate specific revenue and earnings-per-share numbers for future results that the company is unwilling to disclose. Second, they have made the decision to favor longer-term or “value” investors as their core shareholder constituency, as opposed to growth or momentum investors who might afford a higher valuation in return for more aggressive guidance policy.

The following diagram depicts the current range of options available to companies that wish to provide

forward-looking information to investors.

Informational Spectrum of Earnings Guidance

No Information



No forward-looking statements
Qualitative statements about market conditions
Qualitative statements about high-level performance measures (revenues, margins, customers)
Quantitative information on business measures, assumptions
Statements expressing "comfort" level with analyst earnings estimates
Review and commentary on analyst earnings models
Expected percentage growth in earnings from current levels
Revenue and earnings forecasts in a range or point estimate

Specific Guidance

Earnings Guidance Still Valuable

Despite the media attention accorded to the select number of blue-chip stocks that have opted out of the "guidance game," the practice of providing meaningful forward-looking information to analysts and investors is not going away any time soon. In fact, the broad trend in corporate disclosure is towards a richer mix of forward-looking information that is carefully constructed and frequently updated as market conditions change. Companies that refuse to provide guidance will be at a permanent disadvantage in the competition for investor attention and be forced to operate with a higher cost of equity capital and reduced opportunities for growth. Thus the question facing small and mid-cap companies is not whether to provide guidance, but at what level to provide guidance.

So how can a company optimize its guidance policy so as to balance the benefits of having more satisfied investors and access to growth financing with the risks of damaged credibility should the forecasts prove inaccurate?

In setting guidance policy, companies have two important decisions to make: **how specific** to be in providing forward-looking information and **how frequently** to issue and update it.

As one of the most critical aspects of a company's disclosure practices, guidance policy should be precisely tailored to fit with the overall business strategy, market conditions, operational realities and management's communication style. As a general rule, companies should provide whatever level of information they consider to be useful to investors, to provide a reasonable indicator of future performance, and to be useful in understanding or supporting the company's business strategy.

In making this determination, senior management and the board should look carefully at the following issues:

- **Revenue stability** – How much of the company's revenues are recurring or long-term in nature? What is the size, duration and quality of backlog? What component of forecasted growth depends on new customer wins? How much visibility does the company have into customer budgeting decisions?
- **Expense predictability** – What proportion of expenses is variable versus fixed? Is the company subject to major swings in materials costs, labor or overhead

expense? How quickly can the expense structure be adjusted?

- **Operational controls** – What has been the historical variance of actual revenues from internal plan? How mature are the lines of business? Has the company recently completed an acquisition or changed management?
- **Sensitivity analysis** – Does the company operate in a cyclical industry? How sensitive are revenues and margins to growth in GDP, changes in interest rates or capital spending?
- **Risk factors** – What are the major risks or contingencies that could cause actual results to vary from forecasts? What material events must occur for guidance to be realized? Can these risks be identified, communicated, managed for and/or hedged?

By carefully working through these questions, companies can determine where they belong on the continuum from short-term, qualitative guidance to longer-term, more detailed, highly specific forecasts of future results.

Summary

The question of guidance has become more complex and more important than ever before. Clearly, small-cap companies without broad analyst coverage will enhance management credibility and shareholder value by providing guidance. The degree of guidance is based on a number of company-specific factors, including: the confidence management has in its short- and long-term internal forecasts; industry conditions: the degree of recurring versus non-recurring business: and the maturity of business forecasting processes and internal controls.

The following best practices will aid in effectively managing guidance expectations so as to achieve the highest sustainable shareholder value.

1. **Disclose assumptions along with earnings forecasts.** If a forecast is provided, use a range rather than a specific number. Further, provide the underlying assumptions – such as industry growth rates, pricing trends and materials costs – that will allow management the flexibility to adjust if conditions change.
2. **Identify key indicators that support guidance provided.** By disclosing reliable forward-looking indicators such as book-to-bill ratio, backlog, design wins, customer inventory levels, and qualified pipeline, companies can enhance the credibility of their forecasts and provide investors with components to reach accurate independent assessments.
3. **With non-specific guidance, provide sufficient detail for investors to reach credible conclusions.** This information should include data on business units, product lines and global geographies. Additional information should be provided on capital expenditures, share buybacks, and assumptions regarding the deterioration or recovery of market conditions.
4. **Integrate guidance with formal disclosure practices.** Under provisions of Sarbanes-Oxley, public companies are now required to evaluate and certify the adequacy of the “disclosure controls and procedures” they use to gather, analyze and disseminate material information. For most companies this has meant moving from an informal process to one that can be described, documented and tested for reliability. The corporate guidance policy should be formally documented and formulation of guidance should be administered by the Disclosure Committee in consultation with the Audit Committee and the board.
5. **Survey analysts and investors as to their informational needs.** In deciding what type of forward-looking information to disclose, it is a good idea to survey the end users of that information as to their needs. For

example, an increasing number of analysts may expect management to provide forecasts of cash generation, capital expenditure, share repurchases, option issuance and other non-earnings metrics that drive shareholder value.

6. **Update guidance as market conditions or corporate events dictate.**

In addition to providing greater detail in the guidance they provide, many companies are updating this guidance more frequently in order to communicate material changes in the company's outlook or to create an atmosphere for meaningful discussions with securities analysts without violating Reg FD. If the proposed expansion of 8-K disclosure items becomes law, this can be expected to accelerate the trend towards "real-time" disclosure.

7. **In volatile market conditions, provide guidance for elements that are within management's control.**

As demand for many segments of technology sector collapsed in 2001, many companies responded by withdrawing guidance altogether. A more constructive approach is to identify which elements of the business are currently too volatile to forecast accurately and then provide targets for those aspects, such as overhead expense, capital spending and research and development, which are clearly within management's ability to plan and influence.

8. **Monitor earnings estimates of analysts and peers.**

Estimate providers such as First Call, Zack's and Nelson's offer the basis to determine the range of estimates and therefore the range of uncertainty regarding future performance. Management should monitor such estimates in the context of the accuracy of estimates and/or the dispersion or range of estimates. It is also helpful to be aware of the estimates of competitor or peer companies.

9. **If guidance is not provided, make sure that the company's strategy to build value and minimize risk is clearly delineated in the annual report, investor website and conference calls.**

Increasingly, information reinforcing the key elements of the company's business model, investments in technology and training, and operational targets are being reviewed in quarterly and annual earnings releases and discussed in conference calls.

In the absence of any form of guidance, be prepared for the market volatility that is likely to accompany the release of quarterly results in the context of uninformed investors.



William F. Coffin
President
bill.coffin@coffincg.com



Crocker Coulson
Partner
crocker.coulson@coffincg.com

15300 Ventura Blvd., Suite 303 · Sherman Oaks, CA 91403
(818) 789-0100 · fax (818) 789-1152

Website: www.coffincg.com

Coffin Communications Group is a leading national investor relations agency providing a full range of investor relations services to publicly held corporations, as well as privately held corporations intending to go public.

© Coffin Communications Group, March 2003

¹ Dr. Min Wu, "Earnings Restatements: A Capital Market Perspective," CFO.com, February 2003

² Joseph Fuller, Michael Jensen, "Just Say No to Wall Street: Putting a Stop to the Earnings Game," *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 14, No. 4, Winter 2002

³ Christine Botosan, "Evidence That Greater Disclosure Lowers the Cost of Equity Capital," *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 12, No. 4, Winter 2000

⁴ Gene D'Avolio, Efi Gildor and Andrei Shleifer, "Technology, Information Production, and Market Efficiency," Federal Reserve Bank of Kansas City Symposium, 2001