

# 企業の中期経営計画に関する特性及び株主価値との関連性について —中期経営計画データを用いた実証分析—

浅田 一成 CMA  
山本 零 CMA

## 目 次

- |                     |                      |
|---------------------|----------------------|
| 1. 注目が集まる中期経営計画     | 5. 中計の目標数値を達成する企業の特性 |
| 2. 中計データベースの構築      | 6. 中計発表企業の株式市場での評価   |
| 3. 企業の中計開示の概観       | 7. 終わりに              |
| 4. 中計を自発的に開示する企業の特性 |                      |

(株)アイフィスジャパンと協力して中期経営計画（中計）データベースを構築し、中計を開示する企業の特性、株主価値との関連性を検証した。その結果、株価のディスカウントを是正するため低成長企業がより積極的に開示し、競争上の不利益から高収益企業は開示をためらう傾向にあった。また中計開示はエージェンシーコストの削減を通じて株主価値向上に寄与するものの、現実的な目標設定がより重要であることが示唆された。

## 1. 注目が集まる中期経営計画

安倍政権の経済政策や日銀の金融緩和、円安の恩恵により、過去最高の利益を更新する日本企業が増加している。しかし、ROEや配当性向などの収益力、株主還元の大きさを見ると日本企業は欧米と比べて依然として低い。また、日本では四

半期決算の開示が定着して以降、短期的な業績動向に過度に注目が集まると言われている。企業や投資家の短期志向（ショートターミズム）が進んでおり長期的な視点に立った経営や投資ができていないとの声も聞かれる。そのような中で、更なる株主価値向上に向けて、中長期の株主価値向上施策を投資家へ説明し対話を通じて着実に実行し



浅田 一成（あさだ かずなり）

三菱UFJ信託銀行資産運用部国内株式オンツ運用課ファンドマネージャー。2004年大阪大学大学院工学研究科精密科学専攻修士課程修了。同年4月、三菱信託銀行（現・三菱UFJ信託銀行）入社。07年1月より現職。



山本 零（やまもと れい）

武蔵大学経済学部准教授。2004年中央大学大学院理工学研究科経営システム工学専攻修士課程修了。同年4月、(株)エムティービーインベストメントテクノロジー研究所（現・(株)三菱UFJトラスト投資工学研究所）入社。15年4月より現職。07年中央大学大学院理工学研究科経営システム工学専攻博士課程修了（博士（工学））。

ていくことが日本企業の課題の一つとなっている。

企業が中長期の経営戦略・ビジョンを開示する際には、日本では中期経営計画（以下、中計）として開示することが一般的となっている。平成26年度生命保険協会アンケート調査（以下、生保協会調査）の結果によれば、投資家の93.0%が中計を投資判断材料として「最も重視している」「相当程度重視している」あるいは「一定程度重視している」と回答しており、投資家は企業の中計を重要な投資判断材料として利用している。一方、同アンケート調査によれば中計を公表している企業は70.1%であり、更に投資家が求めているROE目標の開示となると35.8%と低い数値にとどまっているのが現状である（生命保険協会[2015]）。

そうした日本企業に企業価値向上を促す目的で、コーポレートガバナンス・コードの原案が2015年3月に公表された（コーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者会議[2015]）。その中の【原則4-1】において、「取締役会・経営陣幹部は、中期経営計画も株主に対するコミットメントの一つであるとの認識に立ち、その実現に向けて最善の努力を行うべきである。仮に、中期経営計画が目標未達に終わった場合には、その原因や自社が行った対応の内容を十分に分析し、株主に説明を行うとともに、その分析を次期以降の計画に反映させるべきである」と述べられており、株主との対話において中計の重要性が今後更に高くなると考えられる。原案の公表と前後して、実際、中計を初めて公表する企業が増えてきており、新たにROE目標を設定し、それを達成するために大幅に資本政策を変更する企業も現れてきた。直近では、15年1月に青山商事が同社としては初めて中計を公表し、3年後のROE

7%を目標として、成長戦略及び総還元性向130%と利益額を上回る積極的な株主還元を発表したことで、株価は大幅に上昇した。このような積極的な成長戦略、資本政策を伴う中計を開示する企業が増えており、株価が上昇する事例が多くなっている。

株式市場において中計の注目度が高まる一方、中計の特徴や、株主価値との関連性に関する実証研究はほとんど存在しない。企業の中計開示は、開示が義務付けられたJASDAQグロス市場を除いて自発的意志に基づいている。また、決算短信で開示される単年度の経営者予想のように定型フォーマットにもなっていない。したがって、売上高やROEなど中計で発表される定量指標は企業によって異なり、また予想期間（3年や5年など）やその更新期間（1年ごとや3年ごとなど）も企業によって大きく異なる。発表する媒体も中計は独自性が強く、TD-NET等で開示する企業や、決算説明会で開示する企業、ホームページのみで開示する企業など様々である。こうしたデータの特異性からデータ整備が非常に難しく、統一的なデータベースが未整備となっており、実証研究を妨げる大きな要因となっている。

中計の数少ない実証研究の中で、中條[2011]は、企業へのアンケート調査により、コーポレートガバナンスによる規律付けが中計の自発的開示に有効であることを明らかにした。また、林[2014]は、適時開示から表題に「中期」の言葉が含まれるものを抽出することで、中計発表日とその翌日の株価リターンの関係性を明らかにしている。

今回、われわれは(株)アイフィスジャパンと協力して複数の媒体から中計資料を取得し、それを整理することで、中計データベースを構築した。本稿では、中計のデータを精査することで中計を公

表する企業の目的や意図を明らかにし、その結果として表れる株主価値への影響を調査する。

本稿の具体的な構成を以下に示す。第2章では、中計データベースの構築方法について述べ、第3章では、企業の中計開示について概観する。第4章では、中計開示企業の特性を検証し、中計を自発的に開示する企業の意図を明らかにする。第5章では、中計を達成する企業、未達に終わる企業の違いについて検証し、第6章では、中計の開示と株主価値の関係について検討する。最後に第7章で結論を述べる。

## 2. 中計データベースの構築

前章で述べたように中計を整理したデータは存在しないため、われわれは(株)アイフィスジャパンと協力し、データベースを構築した。データ集計期間は08年1月～14年3月までに発表された中計を対象とした。ユニバースは、社内管理体制が充実していない中小型銘柄は中計の発表が少ないと考えられるため、TOPIX500（金融除く）の採用銘柄とした。

中計は様々な媒体で開示されている。今回、データ取得元はTD-NET及び企業ホームページとした。まずTD-NETの開示の中で「中期経営計画」「中計」「中期」といった単語を含む資料を抽出した。その中で1件ずつ中計の資料であるかを目視で確認し、中計と考えられるものから定量情報を取得した。また、TD-NETで取得できない企業については、企業ホームページで同様に検索することで、ホームページのみで開示している企業の中計についても取得した。

中計は様々な項目が発表されている。売上高や営業利益といった一般的な項目、ROEや自己資本比率など財務の指標、ドル円為替レートや原油

価格などのマクロ経済の前提条件、R&Dや設備投資などの投資額等である。データ取得に当たっては予断を持たずに、定量的に公表されている数字は極力全て取得し、次章で項目別の数など概要を示した。

中計は自主開示であり開示項目の統一がなされていないため、様々な名称で定量情報が開示されている。例えば、同じ指標でも「ROE」と開示する企業や「自己資本純利益率」と開示する企業がある。これら類似していると思われる項目については統一し整理することで、データベースのクリーニングを実施した。

最終的に、08年1月～14年3月の約6年間で開示したTOPIX500（金融除く）企業におけるサンプル数は273銘柄6,003レコードのデータベースとなった。これを用いて、次章以降分析を行った。

## 3. 企業の中計開示の概観

日本の中計は海外企業の長期戦略の開示と比較して特殊であることが知られている。日本では期間を区切った時限目標を設定することが多いが、海外では達成年限を設けない恒常的な目標あるいは複数年にまたがる目標レンジ（ベンチマーク目標）を掲げる企業が多い（杉浦・浦野 [2014]）。本章では、こうした日本独自の中計について特徴を概観する。

まず企業の中計開示比率を確認する。14年5月末のTOPIX500（金融除く）の440銘柄の中で中計開示企業は249社であり、開示比率は56.6%となった。これは生保協会調査における中計開示比率70.1%よりも低い数字である。アンケートは情報開示に積極的な企業が回答する傾向があり、アンケート調査では開示比率が高めに出てい

と考えられる。

業種（東証17業種）ごとに中計開示比率を見たものが図表1である。中計開示比率は業種ごとに大きな差はなく、開示の偏りは小さいことが分かる。

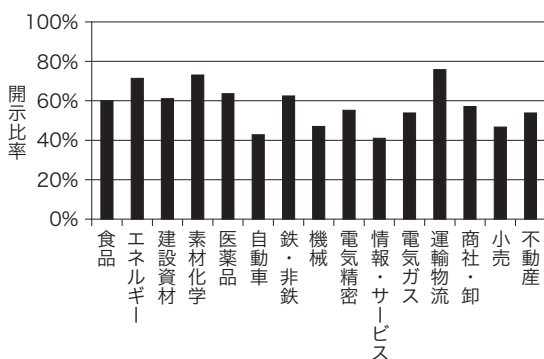
予想期間別に見ると3年先予想を開示する企業が最も多かった（図表2）。中長期で見たときに5年先を見通すのは現実的に難しいことや、社長在任期間と合わせて3年先予想を選択する企業が多いと考えられる。海外では期間を定めずに成長率を開示するケースが多いが、日本企業ではJT（日本たばこ産業）のように一部のグローバル企業で期間を定めない開示があるだけで一般的ではない。今後、企業の海外展開や経営のグローバル

化にしたがって、開示方法も変わってくる可能性があるだろう。

中計の項目別に発表数を見たものが図表3である。開示項目で最も多かったのは売上高であり、次に営業利益が多い。一般的に、日本企業は利益よりも売上を重視すると言われているが、それがこの結果にも表れている。また全体的には営業利益、経常利益、純利益といった損益計算書の一般的な項目が多い一方で、キャッシュフローに言及したものは少なかった。配当性向など株主還元やROEなど収益力に対する言及もそれほど多くない。海外企業はキャッシュフローや株主還元に力点を置く企業が多いが日本企業はまだそこまで株主重視の姿勢となっていないことが表れている（杉浦・浦野 [2014]）。

中計の達成企業の比率を見たものが図表4である（注1）。予想期間が長くなるにつれて不確実性

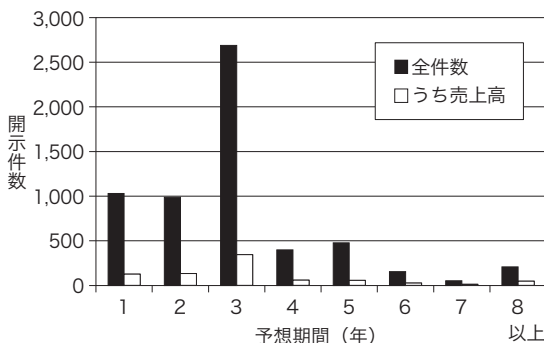
図表1 業種別の中計開示比率



（図表注）金融を除く15業種。

（出所）㈱アイフィスジャパンのデータより筆者作成。以下同じ

図表2 予想期間別の開示件数



図表3 中計の項目別発表件数

順位	発表項目	件数
1	売上高	801
2	営業利益	707
3	経常利益	378
4	当期純利益	356
5	営業利益率	352
6	ROE	293
7	米ドル	183
8	ROA	163
9	配当性向	137
10	設備投資額	136
11	有利子負債	130
12	自己資本比率	127
13	D/Eレシオ	116
14	研究開発費	111
15	海外売上高比率	95
16	設備投資	90
17	減価償却費	82
18	EPS	79
19	海外売上高	76
20	ユーロ	74

図表4 中計の項目、予想期間別の達成銘柄比率

項目		1期先	2期先	3期先	4期先	5期先
売上高	達成率	43.4%	31.4%	19.0%	14.3%	16.7%
	開示数	122	105	216	28	18
営業利益	達成率	52.6%	27.6%	18.2%	16.7%	20.0%
	開示数	114	87	192	24	20
経常利益	達成率	62.0%	32.8%	17.8%	14.3%	0.0%
	開示数	79	67	101	14	6
営業利益率	達成率	58.1%	42.4%	19.6%	22.2%	27.3%
	開示数	43	33	92	9	11
当期純利益	達成率	40.8%	29.8%	15.7%	28.6%	14.3%
	開示数	76	57	89	7	7
ROE	達成率	37.1%	26.9%	21.1%	14.3%	42.9%
	開示数	35	26	76	7	7

が高まるため、達成銘柄比率は徐々に低下している。開示数の最も多い3期先の予想においては売上高や営業利益等のほとんどの項目で達成銘柄比率は20%を下回っており、よく言われている通り中計を達成する企業はかなり少ないことが分かる。これは測定期間がリーマンショックや東日本大震災の時期を含んでいることも影響していると考えられるが、その影響を考慮しても低い数字である。株価を高くするために成長性を過大に見積もった予想を開示しているのかもしれない。実際、生保協会調査では、中計の内容について、「達成確度の高い現実的な目標設定」は回答企業の20.8%しか重視していない。また、41.9%の企業が社員の士気向上を中計公表のメリットとして挙げている。社員を鼓舞するために、社内に向けて高い目標を掲げている企業が多いと考えられる。

もし、今後もこのように中計の未達が続くようであれば、中計が株式市場において軽視されるようになり、積極的に開示したとしてもエージェンシーコストの削減に寄与しない可能性が高まる。そうならないためにも、企業は実現性をしっかり

考えた定量的な目標を開示する必要があるだろう。

#### 4. 中計を自発的に開示する企業の特性

企業が開示する将来の見通しで最も一般的なものは決算短信で開示される単年度の業績予想である。開示は義務ではないものの、単年度業績予想は特段の理由がなければほとんどの企業が開示している。一方で、中計は開示が義務付けられているJASDAQグロース市場の企業を除けば、企業の自発的開示であり、前章で見たように開示していない企業も多い。

企業が費用をかけて自発的開示を行う理由については、様々な先行研究が存在する。FASB[2001]は、企業にとっての自発的開示のコスト／ベネフィットをまとめ、ベネフィットとしては資本コストの低減、意思決定の改善、訴訟リスクの低下を挙げ、コストとしては情報開示の直接費用、競争上の不利益、訴訟コスト発生の可能性を挙げている。Healy and Palepu [2001]では、理論研究や実証研究が示唆してきた自発的開示に影響を及ぼす決定要因について包括的にまとめられている。日本では、須田他[2004]が、中間連結財務諸表を自発的に開示した企業の特性を分析し、自発的開示企業は外国人持株比率の高さ、増資比率、ストックオプション制度の導入有無の影響が大きく、コーポレートガバナンスが開示状況に影響を与えていることを示している。

本章では、中計の自発的開示を行う企業の特徴を検証することで、企業の中計開示目的を明らかにする。そこで今回、先行研究を踏まえ企業が中計を開示する目的として以下の仮説を立てた。

仮説1：成長性が高い企業ほど逆選択の問題を

(注1) 業績のデータは日経NEEDSから取得した。これ以降の分析で利用する財務、株価データも同様である。



回避するため、投資家へのシグナリング効果を期待して中計を自発的に開示する。

証券市場において企業と投資家の間には、情報の非対称性が存在し、それが大きくなると逆選択が発生する。その際、企業は情報の非対称性を緩和するため、自発的に情報開示を行う動機が生まれる(Healy and Palepu[2001])。成長性が高く、大きな投資機会集合を持つ企業は将来投資を行う裁量余地を多く持つ。将来行う投資は企業の内部情報になるため、詳細な内容は公開されず、投資家と経営者の間に情報の非対称性が生じることになる。この結果、情報の少ない投資家は、投資機会を有効に活用して成長する企業とそうでない企業の判別ができなくなり、将来の成長性が望める企業へ適切な投資が行われない逆選択の問題が生じる。

この逆選択を回避するため、成長性の高い企業は、中長期の戦略を示した中計を自発的に開示し投資家へシグナルを送ることで、情報の非対称性を緩和しようと考えられる。

この仮説を実証するための変数として、業績の成長性には売上高成長率を利用し、投資機会集合の大きさにはPBRを選択した。

仮説2：収益性が高い企業ほど競争上の不利益を生じさせないために自発的開示を行わない。

情報の開示にはコストが存在する。FASB[2001]やHealy and Palepu[2001]は、企業が重要な情報を開示すれば、戦略を模倣されるなど競合他社に利するものになる、また取引先、顧客、従業員に交渉上の有利な状況を与えることになるため、企業は競争上の不利益の観点から自発的開示がコストになり得ると述べている。実際、須田・花枝[2008]のサーベイ調査では、財務情報の自発的開示のデメリットとして「企業秘密

の漏洩」を多くの企業が挙げている。

重要な経営情報を多く持つ企業ほどその情報を開示したときの競争上の不利益が大きいため、情報開示に関するコストは大きくなる。またそのような情報を多く持つ企業は、その情報を生かすことにより高い収益性を生み出すことができる。つまり収益性が高い企業は有益な経営情報を持つため、それを公開することによる不利益が多く生じる。そのため経営情報を公開することになる中計の公表を行わない傾向があると考えられる。

この仮説を実証するための収益性の高さを表す変数としては、ROE、売上高営業利益率を選択した(注2)。

仮説3：コーポレートガバナンスに優れた企業は、利害関係者との対話の充実の観点から積極的に情報を開示する。

生保協会調査において、87.2%の企業が、「株主・投資家との対話の活性化」を中計開示メリットとして挙げている。つまり、ガバナンス、株主重視に優れた企業の方が、株主と経営ビジョンを共有するために中計を積極的に開示すると考えられる。

この仮説を検証するために2種類の変数を用意した。1点目は外国人持株比率、金融機関保有比率である。これらは外部からの経営者に対するモニタリングの度合いに関する指標であり、これらの指標が高いほど経営者に対するモニタリングが働いていると考えられる。2点目は負債比率である。融資を行う金融機関は融資先企業と密接な関係を維持し、内部情報を用いてモニタリングを行う。つまり、負債の多さが経営者にとってガバナンスへの強制力となると考えられる。

実証分析は以下の手法で行った。ユニバースはTOPIX500(金融除く)の企業とした。その中で

(注2) ROAやその他の収益性指標も傾向は変わらなかった。

中計を開示している企業と開示していない企業を年度ごとに分類した。例えば11年5月に中計を発表し、3年先の13年度までの業績予想を開示した企業は11～13年度を中計開示期間としている。開示、非開示の企業特性の平均値について差の検定を行うことで、企業特性にどのような差が存在するのかを分析した。なお、用いた企業ごとの指標値は、サイズや業種の偏りを調整するため、年度ごとにサイズ、業種別に基準化を行い、それを全期間プールしたデータによって統計量を計算している（注3）。

図表5が分析の結果である。成長性に関連した仮説1において、PBRは統計的に有意な結果となったが、売上高成長率は有意にはならなかった。また、予想符号と平均値の差の符号は両方とも逆となった。つまり、成長性が低い企業ほど中計を

積極的に開示する傾向が見られたことになる。中條[2011]でも同様の傾向が見られ、業績の振るわない企業が捲土重来を期して中計を開示した可能性が述べられている。また、Healy and Palepu[2001]では、企業の支配権争奪仮説(Corporate control contest hypothesis)として、業績不振で株価が低迷している企業の経営者が経営権を失うことを回避するために、積極的に情報開示を行う可能性を述べている。今回の結果は、業績不振企業の経営者の方が将来の成長戦略を開示することで、情報の非対称性を緩和させ株価のディスカウントを解消するインセンティブを有することを示しており、この企業の支配権争奪仮説を支持している可能性がある。

次に自発的開示のコスト面に注目した仮説2では、予測符号と平均値の差の符号は一致し、かつ

図表5 中計の開示・非開示の特性比較

統計量	企業	仮説1：成長性		仮説2：収益性		仮説3：ガバナンス		
		売上高成長率	PBR	ROE	売上高経常利益率	外国人持株比率	金融機関保有比率	負債比率
サンプル数	開示	1120	1120	1120	1120	1120	1120	1120
	非開示	1927	1927	1927	1927	1927	1927	1927
平均値	開示	-0.022	-0.055	-0.048	-0.166	-0.112	0.095	0.074
	非開示	0.021	0.058	0.044	0.106	0.159	0.000	-0.049
標準偏差	開示	0.930	0.907	0.904	0.787	0.938	0.963	0.948
	非開示	0.971	0.961	0.972	1.044	0.992	0.975	0.936
最大値	開示	4.000	4.000	3.709	3.216	3.910	2.769	4.000
	非開示	4.000	4.000	4.000	4.000	4.000	2.744	4.000
最小値	開示	-3.204	-1.764	-4.000	-3.885	-2.727	-2.552	-1.736
	非開示	-4.000	-1.870	-4.000	-4.000	-2.442	-3.031	-2.227
t 値		-1.203 (-)	-3.243 (***)	-2.632 (***)	-8.135 (***)	-7.532 (***)	2.598 (***)	3.482 (***)
予想符号		正	正	負	負	正	正	正

（図表注1）検定は開示企業－非開示企業の平均値の差に対して行った。

（図表注2）\*\*\*は1%有意、\*\*は5%有意、\*は10%有意を示す。

（注3） 具体的には、東証1部上場銘柄を時価総額で5分位に分割し、その中をそれぞれ東証17業種分類で分割した計75グループ（銀行・金融を除く15業種×5）に分割した。その中で各指標値をクロスセクションで基準化することでサイズ、業種の偏りを調整した。

両方の指標で統計的に有意な結果が得られた。これは、収益性の高い企業が重要な情報を積極的に開示すると競争上の不利益があると考えており、それを回避するために中計の開示を行わない可能性を示唆している。

仮説3のコーポレートガバナンスの結果に関しては、負債比率は予測符号と一致した一方、外国人持株比率は予想と逆符号となり統計的に有意であった。つまり、外国人持株比率が低い企業の方が中計開示に積極的となっている。これは日本特有の中計が海外では一般的ではないため外国人株主からの開示圧力が少ないこと、一方で負債比率の高さや日本の金融機関保有比率が高い企業が中計開示に積極的であることを見ると、国内の投資家に多く保有されている企業の方が中計開示を求められている可能性があることを示唆している。

## 5. 中計の目標数値を達成する企業の特徴

第3章で示した通り、中計を開示する企業は半数を超えていても、その中で売上高や利益の目標値を達成する企業は3期先で2割に満たない。また企業の中計開示目的として、社員の士気を高めることを多くの企業が理由の一つとして挙げており、現実的な目標設定はあまり重視していないことも第3章で述べた。このことから成長性を過度に高く見積もった楽観的な中計を掲げる企業が多いことが想像できる。一方で、着実に中計を達成している企業も存在している。例えばセイノーホールディングスは08年と11年に開示した両方の中計で売上高目標を達成しており、同期間の株価リターンは高い。このような中計を着実に達成する企業、非現実的な目標により未達成となる企業はどのような違いに起因するのだろうか。本章では以下の3点の仮説を立てて検証を行った。

仮説1：成長性の低い企業が中計を公表する場合、経営目標として現状の企業の収益力に対し高い水準を掲げる必要があり、その結果中計が未達に終わる可能性が高い。

業績が低迷している成長性の低い企業は、株主からの業績改善に対する圧力が強くなるため、当然ながら現状の企業の収益力よりも高い経営目標を掲げざるを得ない (Kato *et al.* [2009])。その結果、企業の現状を踏まえて経営目標を掲げることができるその他の企業に比べ、中計の達成率が低くなると予想される。

この仮説を検証するための指標として、第4章の成長性の仮説と同様に売上高成長率とPBRを選択した。

仮説2：規模の大きい企業は保守的な予想を出すため、その結果中計を達成する可能性が高い。

Ota [2006] では単年度の業績予想の経営者バイアスに関する検証を行っており、規模の大きい企業は利益予想を利害関係者へのコミットメントであるとする意識が強いため保守的な予想を行う傾向があることを示している。このことは同じ利益予想である中計にも適用できるものと考えられる。

この仮説を検証するための指標としては、対数時価総額を採用した。

仮説3：ガバナンスに優れた企業は、株主との対話に積極的であり、確度の高い中計を開示するため中計達成比率が高い。

常日頃から株主に対するIRに積極的でガバナンスに優れた企業は、株主への説明責任を意識して実現可能性の高い現実的な目標設定を行う。その結果、中計達成比率が高くなると考えられる。

この仮説を検証するための指標として、第4章と同様に外国人持株比率、金融機関保有比率、負債比率を選択した。



実証分析は以下の手法で行った。ユニバースは作成したTOPIX500（金融除く）の中計データベースの企業とした。そして最も開示数の多い予想として3期先の売上高予想を用いて、3年後の実績値との差によって、中計の達成企業と未達成企業に分類した。分析期間は08年以降に開示した企業のデータであるため、11年3月期から15年3月期の予想と実績値の比較となる。その達成、未達成の企業特性の平均値について差の検定を行うことで、企業特性の差を分析した。各指標は前章同様に、年度ごとにサイズ、業種別に基準化を行い、それを全期間プールしたデータによって統計量を計算している。

図表6が分析の結果である。仮説1に関しては、売上高成長率が統計的に有意となっており、PBRに関しても有意にはなっていないまでもt値が予想と同じ符号となっている。このことからおおむね仮説1を支持しているといえ、成長性の低い企業が中計を未達に終わる可能性が高い。

仮説2については、対数時価総額が予想と同じ符号で統計的に有意になっており、規模の大きい企業の方が中計を達成し易いことが分かる。

仮説3について、外国人持株比率に関しては符号が予想と同方向になっているものの、達成率には有意なほど強い関係性は見いだせなかった。乙政・榎本[2008]は外国人持株比率が高いほど単年度業績予想の精度が高いことを明らかにしており、ガバナンスの強さについては、中計の保守性よりも予想と実績の誤差について関連性があるのかもしれない。

また今回の結果で興味深いのは、同じ予想利益である単年度の業績予想との類似性である。Ota[2006]では、単年度の経営者予想のバイアスについて実証分析を行い、成長性が低く規模の小さい企業は楽観的な予想を行っていることを示している。本稿の結果から成長性が低く、規模の小さい企業の達成率が低く楽観的な予想を行っていることが分かるため、このバイアスを示す企業特性

図表6 中計の達成・未達成の特性比較

統計量	企業	仮説1：成長性		仮説2：規模	仮説3：ガバナンス		
		売上高成長率	PBR	対数時価総額	外国人持株比率	金融機関保有比率	負債比率
サンプル数	達成	108	108	108	108	108	108
	未達成	406	406	406	406	406	406
平均値	達成	0.154	0.022	0.106	-0.030	0.065	-0.102
	未達成	-0.057	-0.105	-0.087	-0.128	0.148	0.000
標準偏差	達成	0.914	1.049	0.805	0.924	0.905	0.816
	未達成	0.936	0.846	0.856	0.831	0.999	0.944
最大値	達成	3.124	3.869	2.076	1.835	1.980	4.000
	未達成	3.681	3.546	2.652	2.993	2.747	4.000
最小値	達成	-2.286	-1.611	-1.487	-2.200	-2.363	-1.019
	未達成	-3.204	-1.764	-1.842	-2.727	-2.552	-1.653
t 値		2.122 (**)	1.156 (-)	2.183 (**)	1.002 (-)	-0.829 (-)	-1.112 (-)
予想符号		正	正	正	正	正	正

(図表注1) 検定は開示企業－非開示企業の平均値の差に対して行った。

(図表注2) \*\*\*は1%有意、\*\*は5%有意、\*は10%有意を示す。

は単年度業績予想と中計で類似していると言える。

一方、浅野〔2009〕で指摘されている通り、平均的な達成率については、単年度業績予想が保守的で、中計は第3章で示した通り楽観的である（達成率が低い）。単年度業績予想は投資家からの注目度が高く、経営者は下方修正を避けるために保守的な予想を行う傾向にある。しかし、第3章で述べたように中計は社内の士気向上の目的が強い。そのため、各企業の経営者バイアスは単年度業績予想と同様に存在しているものの、平均的に見れば楽観的な予想を掲げる傾向にあると考えられる。今後、コーポレートガバナンス・コードへの理解の深まりとともに、中長期の目標、つまり中計の達成度に投資家の注目が高まれば、この中計の楽観的な傾向は変わっていく可能性があるだろう。

## 6. 中計発表企業の株式市場での評価

前章までで企業の中計を開示する目的、中計を達成する企業の特徴を明らかにしてきた。本章では、そうした中計開示企業が、狙い通りに株主価値を高めることができているのかを実証分析によって明らかにする。

分析は以下のように行った。ユニバースはTOPIX500（金融除く）の企業とした。それぞれの企業について、中計を開示した翌月以降の株価リターンを6カ月、1年、2年、3年に区切り、マーケット、サイズ、スタイルのファクターリターンで回帰分析することで、それぞれのリスクを調整した調整後リターンを計測した（注4）。そして中計開示銘柄全てで短期から長期までその超過

リターンの統計量を算出した。

図表7が分析の結果である。中計の自発的開示による調整後リターンの平均値は全期間でプラスとなり、1年先以上では統計的に有意な結果となった。企業が中計を自発的に開示することによって、情報の非対称性が緩和されることや、エージェンシーコストが削減されることで資本コストの低減に寄与しリスク調整後でもリターンが得られる可能性を示唆している。

次に中計の3年後の売上高目標の達成率ごとに調整後リターンを見たものが図表8である。長期的には達成率の高い企業の調整後リターンが高い。また興味深いのは6カ月など短期的に見ても達成率の高い企業の調整後リターンが高く、達成率の低い企業の調整後リターンが低いことである。企業は中計で高い成長性を自発的に開示することにより情報の非対称性の緩和を意図しているが、投資家はそれが達成可能な目標なのかを冷静に判断しており、過度に楽観的な目標は株式市場において全く評価されていないことが分かる。中計の開示によって株主価値を高めるためには、単に高い目標を立てるのではなく、実現可能で投資家に納得感のある目標を立てることが重要であろう。

図表7 中計開示企業の調整後リターンの統計量

統計量	6カ月先	1年先	2年先	3年先
平均	0.22	0.40	0.23	0.21
標準偏差	5.39	2.87	1.67	1.28
最大	33.67	11.78	7.14	7.23
最小	-27.86	-12.37	-7.61	-5.33
銘柄数	594	594	548	440
t 値	0.99 (-)	3.41 (***)	3.19 (***)	3.44 (***)

（図表注）\*\*\*は1%有意、\*\*は5%有意、\*は10%有意を示す。

（注4） マーケット、サイズ、スタイルのファクターリターンは久保田・竹原〔2007〕に倣い作成した。

図表8 中計の売上高目標（3期先）の達成率別の調整後リターン統計量

達成率 期間	80%未満（48銘柄）				80%以上～90%未満（73銘柄）			
	6カ月先	1年先	2年先	3年先	6カ月先	1年先	2年先	3年先
平均	-1.09	0.23	-0.36	-0.11	0.92	0.40	0.25	0.06
標準偏差	5.89	3.32	1.72	1.14	5.74	3.23	1.50	1.03
最大	20.96	8.92	3.43	3.45	18.35	10.71	5.33	2.90
最小	-14.72	-7.43	-7.61	-2.82	-12.01	-8.54	-3.09	-1.99
t 値	-1.28 (-)	0.48 (-)	-1.44 (*)	-0.66 (-)	1.37 (*)	1.06 (-)	1.43 (*)	0.47 (-)

達成率 期間	90%以上～100%未満（54銘柄）				100%以上（43銘柄）			
	6カ月先	1年先	2年先	3年先	6カ月先	1年先	2年先	3年先
平均	0.56	0.45	0.23	0.20	1.45	0.68	0.32	0.51
標準偏差	5.01	3.23	1.53	1.58	4.63	2.45	1.55	1.34
最大	15.96	11.58	6.51	7.23	16.23	8.58	4.98	3.16
最小	-9.85	-5.37	-2.17	-2.34	-7.17	-3.45	-3.42	-2.93
t 値	0.83 (-)	1.03 (-)	1.09 (-)	0.9 (-)	2.05 (***)	1.83 (***)	1.35 (*)	2.46 (***)

（図表注）\*\*\*は1%有意、\*\*は5%有意、\*は10%有意を示す。

## 7. 終わりに

本稿では、日本独自の開示方法である中計についてデータベースを構築することで、中計の概観、中計の開示目的、中計達成企業の特徴を明らかにし、また中計の自発的開示が株主価値を高める可能性が高いことを示した。

中計の概観では、中計で目標とする定量指標は売上高や営業利益などの一般的な損益計算書の項目が多く、ROE、EPSや配当など株主重視の視点からの指標は開示が少ないことが分かった。また、中計の達成銘柄比率は20%以下にとどまっていることや先行研究の企業アンケート結果からも、中計発表企業は短期的な株価向上や社員の士気向上のための非現実的な目標設定を行っており、中計の実現可能性をあまり重要視していないことが分かった。

企業が中計を自発的に開示する目的について、コスト／ベネフィットの観点で分析を行った。その結果、中計を自発的に開示する企業は低成長、

低収益性の企業が多い傾向が見られた。低成長の業績不振企業は中計開示によって将来の成長性をアピールして株価のディスカウントを解消しようとする一方、収益性の高い企業は重要な戦略を開示することによる競争上の不利益という自発的開示のコスト面を重視して中計開示をためらう傾向にあることをこの結果は示唆している。

中計開示企業の株価リターンを見るとリスク調整後も非開示企業と比較して高い株価リターンが確認できた。中計の自発的開示によって情報の非対称性の緩和、エージェンシーコストの削減を通じた資本コストの低減や、定量的な目標開示で経営の規律が向上することによる業績改善が寄与していると考えられるだろう。

中計の開示目的や達成率の実証分析で興味深いことは、中計を自発的に開示する企業が成長機会に乏しく、負債比率の高い企業である一方、そうした企業は株式市場でのディスカウント要因の解消を目的として過度に楽観的な目標を掲げるため、中計が未達に終わる傾向にあった。更に達成

率と株価リターンの関連性を見ると、中計が大きく未達となる企業は、中計を開示しても楽観的見通しを株式市場から見透かされ短期的にも株主価値は向上しなかった。

中計を自発的に開示し投資家と積極的に対話を進めることは、エージェンシーコストを低下させ株主価値を高めるために重要であるがそれが全てではない。長期的に株主価値を高めるためには中計の開示を目的化するのではなく、各企業に合わせた現実的な目標設定とその目標を着実に達成していくことがより重要であると考えられる。

最後に本稿の分析は、データ取得の問題でTOPIX500の構成銘柄のみで行っている。それ以外の小型銘柄や東証1部外の銘柄にも中計の開示を行っている企業はあり、それらの企業はまた異なる特性を持つ可能性もある。このデータの制約が本研究の限界の一つである。

今後の課題として、中計の予想誤差に関する特性分析、または経営者予想やアナリスト予想など他の予想値との関連性分析が考えられる。また日米の長期予想に関する特性を比較することも重要な意義を持つと思われる。

本稿の作成に当たり、編集委員長、匿名のレフェリーから貴重なコメントを頂いた。また㈱アイフィスジャパンには中期経営計画のデータを提供していただいた。記して感謝申し上げます。  
本稿の内容は筆者らが所属する組織を代表するものではなく、全て個人的な見解である。また、当然のことながら、本稿における誤りは全て筆者らの責に帰するものである。

#### 〔参考文献〕

- 浅野敬志 [2009] 「経営者の利益予想バイアスと市場の反応」『会計・監査ジャーナル』653、81-88頁。
- 乙政正太・榎本正博 [2008] 「株式の所有構造と経営者の業績予想」『産業経理』68（3）、75-85頁。
- 久保田敬一・竹原均 [2007] 「Fama-Frenchファクターモデルの有効性の再検証」『現代ファイナンス』22、3-23頁。
- コーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者会議 [2015] 「コーポレートガバナンス・コード原案」
- 杉浦秀徳・浦野大介 [2014] 「企業価値向上を目指す中期経営計画の構造と今後のあり方」『証券アナリストジャーナル』52（12）、18-29頁。
- 須田一幸・乙政正太・松本祥尚 [2004] 「中間連結財務諸表を任意開示した企業の特性」『ディスクロージャーの戦略と効果』森山書店。
- 須田一幸・花枝英樹 [2008] 「日本企業の財務報告－サーベイ調査による分析－」『証券アナリストジャーナル』46（5）、51-69頁。
- 生命保険協会 [2015] 「株主価値向上に向けた取り組みについて」『平成26年度 生命保険協会アンケート調査』。
- 中條祐介 [2011] 「中期経営計画情報の自発の開示行動とその企業特性」『会計』180（6）、805-819頁。
- 林寿和 [2014] 「中期経営計画の開示行為に対する株式市場の反応と検証」『企業会計』66（7）、1112-1120頁。
- Financial Accounting Standard Board (FASB) [2001] “Improving Business Reporting: Insights into Enhancing Voluntary Disclosures,” *Steering Committee Report, Business Reporting Research Project*.
- Healy, P., and K. Palepu [2001] “Information Asymmetry, Corporate Disclosure, and the Capital Markets: A Review of the Empirical Disclosure Literature,” *Journal of Accounting and Economics* 31, pp.405-440.
- Kato, K., D. J. Skinner, and M. Kunimura [2009] “Management Forecasts in Japan: An Empirical Study of Forecasts that are Effectively Mandated,” *The Accounting Review*, 84, 5, pp.1575-1606.
- Ota, K. [2006] “Determinants of Bias in Management Earnings Forecasts: Empirical Evidence from Japan,” In Gregoriou, G. N., and M. Gaber (Eds.) *International Accounting: Standards, Regulations, and Financial Reporting*. Elsevier Press, Burlington, pp.267-294.

(この論文は投稿論稿を採用したものです。)