三田商学研究
第64巻第４号
2021 年 10 月

2021年６月30日掲載承認

中期経営計画の特性と目標達成

―― 日経225企業を対象として ――

吉　田　栄　介
藤　田　志　保
岩　澤　佳　太

＜要　　約＞

本稿の目的は，近年の中期経営計画の実態を調査するとともに，その諸特性（①目標の種類，②目標のストレッチ度，③更新方法）と財務目標の達成度との関係性を解明することである。この目的のため，まず，中期経営計画の特性の１つ目である目標の種類と目標達成度との関係について調査した。その結果，設定する財務目標数の平均は4.61個で，業種別では「電気・ガス」「情報通信・サービスその他」の達成財務目標割合が高かった。財務目標として多用される指標は，営業利益が最も多く，売上高，ROE と続いていた。加えて，中期経営計画の目標の組み合わせについて，P/L 指標のみを用いる企業が53社と最も多く，C/F 指標を用いる企業は少なかった。次に，中期経営計画の特性の２つ目である目標のストレッチ度と目標達成度との関係について調査した。その結果，利益額に関する指標のストレッチ度は高い傾向にあり，多用される財務目標の達成度は総じて高いことを確認した。最後に，中期経営計画の特性の３つ目である更新方法と目標達成度との関係について調査した。その結果，固定方式を採用する企業が最も多いことや，営業利益，売上高，ROE において，ローリング方式を採用する企業の方が，他の更新方法を採用するよりも達成度が高いことを確認した。

＜キーワード＞

中期経営計画，財務目標，非財務目標，目標達成度，目標のストレッチ度，更新方法，実態調査

１．はじめに

多くの大企業が，中長期の経営戦略・ビジョンを策定・開示する際に中期経営計画を活用している。日経225企業では約８割，TOPIX Core30企業でも８割以上の企業が中期経営計画を策定・発表している（枝廣，2015；北平・柿澤，2013）。

先行研究では，中期経営計画の多様性が指摘されてきた[1]。中期経営計画の開示は，強制ではなく自発的なものであるため[2]，財務目標の種類（市野ほか，2012；梶原ほか，2011a，b；北平・柿澤，2013；河野，1986；生命保険協会，2015，2018，2019，2020；中條，2012a；円谷，2017；成岡，2019；林，2014）や，目標のストレッチ度[3]（伊藤，2013），更新方法（河野，1986；梶原ほか，2011a；中條，2012a；成岡，2019）などは企業によって様々である。こうした多様性を前提に，中期経営計画の特性と有効性の関係も探究されてきた（円谷，2017；梶原ほか，2011a，b など）。例えば，梶原ほか（2011a，b）では，ローリング方式によって中期経営計画を更新する企業の方が，他の方式（固定方式，修正方式）をとる企業よりも ROA（Return on Assets：総資産利益率）が高いことを確認している。

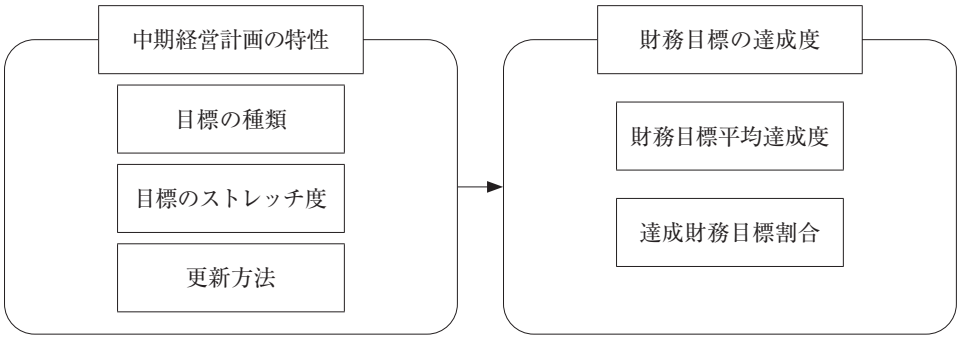
そうしたなか，近年，中期経営計画について２つの変化の可能性がうかがえる。第１に，2015年および2018年のコーポレート・ガバナンス・コードの公表による変化である。従来の中期経営計画の問題点として，目標達成率の低さが指摘されていた。例えば，林（2014）によれば，当時の東証一部上場企業の財務目標達成率は２割を下回る[4]。その後，コーポレート・ガバナンス・コードが公表されたことで，中期経営計画の目標が努力目標から公約に変化するとともに，中期経営計画が目標未達に終わった場合には，その原因を十分に分析し，対応策を株主に説明することが求められるようになっている[5]。

第２に，中期経営計画の役割の変化である。かつては，中期経営計画は３～５年の一定期間における事業別行動計画や収支計画，最終年度の計数目標の設定など，主に目標設定ツールとして活用されてきた（北平・柿澤，2013）。その後，近年になると，中期経営計画に対する投資家の関心の高まりや，コーポレート・ガバナンス・コードも株主との対話手段としての性格を強調していることから[6]，投資家とのコミュニケーションのための外部報告目的としても活用されつつある。実際に，中期経営計画の達成度を重視する投資ファンドも誕生している（日本経済新聞，2019）。

そこで本稿の目的は，近年の中期経営計画の実態を調査するとともに，その諸特性と財務目標の達成度との関係性を解明することである。コーポレート・ガバナンス・コード公表の2015年以降の調査研究はほとんどなく，近年の中期経営計画の実態は十分に明らかになっていない。例えば，中期経営計画が努力目標から必達目標へと変化したことで，財務目標の達成度が変化していることなども想定されるが，推測の域を出ない。また，中期経営計画の諸特性とその有効性に関

1）中期経営計画に関する文献レビューの詳細は，藤田（2021）を参照されたい。
2）例外的に，JASDAQ グロースに上場する会社は中期経営計画の策定および開示が義務づけられている。
3）伊藤（2013）は，「目標のストレッチ度がある」とは「目標と組織の実力を比較したときに，組織の実力に対して目標が高いレベルにある」ことと定義している。また，財務目標だけでなく非財務目標も対象としている。
4）小池（2015）の調査でも，TOPIX100企業の製造業54社のうち，直近の中期経営計画の財務目標達成企業は１割にも満たない（５社のみ）。
5）最近では，大成建設の社長が中期経営計画の目標未達を理由に退任している（日本経済新聞，2020）。
6）伊藤（2017）の2016年調査によれば，大多数の長期的投資家が，企業とのコミュニケーションにおいて重視しているものとして「中期経営計画の内容（策定，達成状況，その見直し）」を挙げている。さらに生命保険協会（2015）の上場企業589社，機関投資家86社を対象にした2014年調査によると，機関投資家の９割以上が，中期経営計画を投資判断に際して「とても重視している」「重視している」と回答している。なお，伊藤（2017，19頁）では「伊藤研究室が2016年に行った調査」と記載されており，母集団は明確ではない。

図表１　分析フレームワーク



筆者作成

する体系的な調査・分析は見当たらない。

２．調査方法

本研究の調査対象は，2020年11月時点での日経平均株価採用銘柄225社（以下，日経225企業）の中期経営計画とする。日経225企業では，約８割の企業が中期経営計画を策定・公表しており（北平・柿澤，2013），日経225企業を対象とする先行研究も多いため，これらの調査・研究と比較することも可能であると考えた。

分析対象の中期経営計画は，計画に対する実績値を調査するため，2020年４月時点で公開されている中期経営計画の１策定期間前（現行の中期経営計画から３～５年前）の中期経営計画とする。

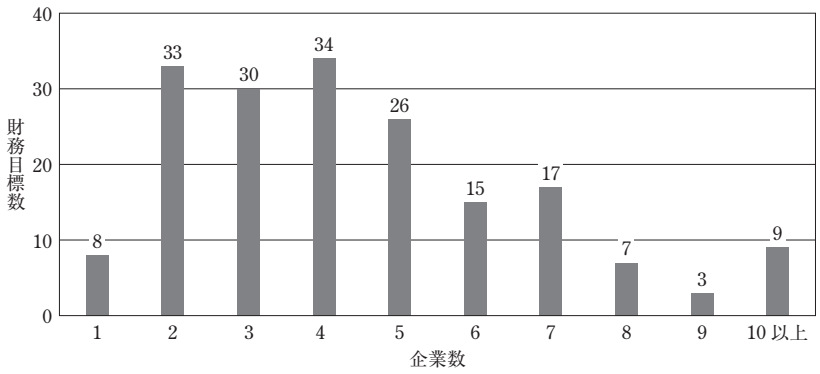
調査方法としては，企業ホームページより中期経営計画，決算説明会資料から中期経営計画における目標値を収集する。加えて，有価証券報告書や決算短信からは，中期経営計画策定年度および終了年度の実績値を収集する。

その結果，日経225企業において，中期経営計画の公表企業は182社（80.9％）であり，先行研究とおおむね同様の公表率であった。また，中期経営計画の対象期間は，「３年」が139社と最も多く，「４年」が16社，「５年」が23社，「６年以上」が４社であった。

本研究の分析フレームワークを図表１に示した。本研究では，中期経営計画の特性として，目標の種類・目標のストレッチ度・更新方法を取り上げる。これらの特性は，先行研究において多様性が指摘され，目標達成度に影響があることが示唆されているためである。

加えて，成果変数として財務目標の達成度を取り上げる。中期経営計画の目標達成度の低さが問題視されてきたためである（小池，2015；林，2014）。なお，中期経営計画の財務目標の達成度は，「財務目標平均達成度」と「達成財務目標割合」の２つの指標で測定する。「財務目標平均達成度」とは「中期経営計画で掲げた複数の財務目標の達成度の平均値」，「達成財務目標割合」とは「中期経営計画で掲げた複数の財務目標数に対する達成数の割合」である[7)]。

図表２　中期経営計画において設定される財務目標数　(n=182)



筆者作成

３．中期経営計画における目標の種類と達成度

本節では，中期経営計画の特性の１つ目である目標の種類と目標達成度について調査結果を報告し，先行研究をふまえて検討を加える。

(1) 財務目標（数・指標・達成度）と非財務目標

まず，中期経営計画で設定される目標数について調査した（図表２）。その結果，財務目標数は平均4.61個（標準偏差2.79）であった。なお，10個以上設定している企業９社のうち２社は，地域別・セグメント別に目標を設定している。

次に，財務目標数と達成財務目標割合について，業種別に調査した（図表３）。その結果，財務目標数について業種による顕著な違いはうかがえないが，達成財務目標割合については，上位２業種を順に挙げると，「電気・ガス」(86.67％)，「情報通信・サービスその他」(77.50％）で，下位の業種を順に挙げると，「小売業」(20.83％)，「鉄鋼・非鉄」(32.82％)，「機械」(33.02％)，「運輸・物流」(34.13％)，「電気・精密」(35.55％）である。

この結果から，インフラ産業である「電気・ガス」業界は，ある程度安定的な需給を予測できたことが考えられる。一方，「情報通信・サービスその他」については，中期経営計画公開企業は23社中８社に過ぎないことも特徴的である。

続いて，20社以上で設定されている９つの財務目標指標を示した（図表４）。その結果，設定企業数の第１位が営業利益であり，売上高，ROE（Return on Equity：自己資本利益率）と続く。

7）例えば，中期経営計画において，売上高1,000億円，営業利益50億円の目標を設定した企業の実績が，売上高1,100億円，営業利益40億円だった場合，財務目標平均達成度は，売上高110％，営業利益80％で，平均値を算出し，95％達成となる。また達成財務目標割合は，２つの目標のうち売上高のみ達成したため，平均値を算出し，50％達成となる。

図表３　業種別の財務目標

業　種	財務目標公開企業数（非策定・非公開企業数）	財務目標数			達成財務目標割合（%）
		平均	最小	最大	
医薬品	8（1）	3.50	1	6	53.96
食品	11（2）	5.18	2	9	66.77
エネルギー資源	2（1）	4.00	4	4	62.50
建設・資材	15（2）	5.20	1	11	58.69
素材・化学	22（1）	4.63	2	11	46.83
自動車・輸送機器	10（3）	3.20	1	5	43.19
鉄鋼・非鉄	13（1）	5.77	2	13	32.82
機械	14（3）	5.86	2	12	33.02
電機・精密	26（7）	3.46	2	7	35.55
情報通信・サービスその他	8（15）	2.75	1	5	77.50
電気・ガス	4（1）	3.75	1	6	86.67
運輸・物流	14（1）	7.64	2	22	34.13
商社	5（2）	5.40	3	9	56.67
小売業	6（1）	3.33	2	5	20.83
銀行	10（1）	5.00	3	7	44.71
金融（銀行を除く）	9（1）	3.33	1	7	46.73
不動産	5（0）	3.40	2	5	64.33
全業種	182（43）	4.61	1	22	50.88

筆者作成

設定する財務目標について，東証一部上場企業を対象とした林（2014）の調査では，財務目標の上位９指標（順に，売上高，営業利益，経常利益，当期純利益，ROA，ROE，自己資本比率，有利子負債残高，D/E レシオ（Debt Equity Ratio：負債資本倍率））が示されているが，本調査結果では，自己資本比率，有利子負債残高が含まれない一方，営業利益率と配当性向が含まれる点が異なる。吉田・岩澤（2018）においても，企業が重視する財務指標について，近年，売上高から利益へシフトする傾向を確認していることから，中期経営計画で設定される財務指標が変化している可能性がある。生命保険協会（2020）の調査[8]でも，中期経営計画で企業が重視する財務目標は，利益額や売上高およびその成長率で，投資家が重視する財務目標は ROE や ROIC（Return on Invested Capital：投下資本利益率），資本コストであるという。本調査においても，上位９指標のなかに利益関連指標が多くを占めていた。

加えて，これら９つの財務目標の達成度についても示した（図表４）。その結果，財務目標の

8）調査対象は，上場企業1,200社，機関投資家196社である。

図表 4　財務目標の達成・未達成企業間の比較　(n=182)

財務目標	設定企業数	財務目標平均達成度（%）	達成企業			未達成企業			達成企業割合（%）
			企業数	平均値（%）	標準偏差	企業数	平均値（%）	標準偏差	
営業利益	119	100.33	51	144.55	1.08	68	67.17	0.44	42.86
売上高	108	96.07	37	109.02	0.18	71	89.32	0.11	34.26
ROE	92	93.16	46	126.29	0.31	46	60.03	0.49	50.00
営業利益率	60	97.20	24	132.44	0.66	36	73.71	0.23	40.00
当期純利益	55	80.37	25	134.21	0.54	30	35.50	1.49	45.45
D/Eレシオ	38	120.79	25	141.78	0.88	13	80.42	0.16	65.79
経常利益	32	90.95	13	134.48	0.50	19	61.17	0.42	40.63
ROA	30	109.96	12	174.48	0.87	18	66.95	0.23	40.00
配当性向	23	115.81	23	115.81	0.27	0	—	—	100.00

筆者作成

上位 9 指標の達成企業割合は，7 指標が 3 割強（売上高：34.26%）から 5 割（ROE：50.00%）の間で，残りの 2 指標は，D/E レシオ（65.79%）と，配当性向（100.00%）が高かった。

特に，配当性向はすべての企業が目標を達成していた。2016年 6 月時点ですでに終了している直近の日経225企業の中期経営計画を対象に調査した円谷（2017）では，その他の財務目標（売上高，営業利益，当期純利益）の達成度にかかわらず，配当関連目標を達成した企業は69%と多かったが，本調査の結果からも，そうした株主重視の安定配当の傾向は強まっていると言えよう。

これらの 9 つの財務目標指標間で，目標平均達成度について差の検定（Bonferroni 法による多重比較）を実施したが，統計的に有意な差は確認されなかった[9)]。

さらに，財務目標達成企業と未達成企業間で，各財務目標の平均達成度を比較した（図表 4 ）。財務目標によって，その重視度や予想精度，達成状況などが異なるのではないかと考えたためである。その結果，ROA の差が107.53%と最も大きく，次に当期純利益が98.71%と続いた。一方，売上高は，その差が19.70%と最も小さかった。この結果から，損益計算書のトップラインである売上高は未達成企業においてもある程度は計算できるのに対して，ボトムラインに位置する当期純利益については，計画通りに達成することの難易度は上がり，達成企業と未達企業でその達成度に大きな差が出たと思われる。

以上の財務目標に関する調査に加え，非財務目標についても調査した。その結果，非財務目標を掲げている企業は13社あった。特徴的な取り組みとして，㈱三菱ケミカルホールディングスは

9）図表 4 を見ると，達成度最上位の D/E レシオと最下位の当期純利益では40ポイント以上の差があるが，当期純利益には実績値がマイナス（目標達成度もマイナス）の企業が 4 社含まれ，これらを除くと平均値は106.72（標準偏差0.48）となっている。

図表５　財務目標の４分類

財務目標の４分類	目標（指標）の例
①　P/L	売上高，営業利益，売上高営業利益率，経常利益，当期純利益，事業利益，EBITDA（Earning before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization：支払利息・税金・減価償却控除前利益），EPS（Earnings Per Share：１株当たり当期純利益），研究開発費，減価償却費
②　B/S	自己資本比率，D/E レシオ，設備投資額，総資産額，純資産額
③　C/F	営業 CF，FCF（Free Cash Flow：フリーキャッシュフロー），FCEF（ファイナンス事業を除くフリーキャッシュフロー）
④　資本効率	ROA，ROE，ROIC，配当性向，総還元性向，１株当たり配当金，DOE（Dividend on Equity Ratio：株主資本配当率），EV（Enterprise Value：事業価値）/EBITDA 倍率

筆者作成

サステナビリティの貢献度合いを数値化し，可視化した Management of Sustainability（MOS）という指標を2011年度から公表している。MOS 指標は，「地球環境」，「ヘルスケア」，「社会から信頼される企業としての取り組み等」に関連する３つの項目に区分され，各指標の進捗状況を独自のポイント換算により定量的にモニタリングして管理している。

また，味の素㈱は，18か月にわたり ESG（Environment, Social, Government）の非財務目標について議論し，「世界に類を見ないユニークな目標」（日経ビジネス，2018，p.62）を掲げている。具体的には，「肉や野菜の摂取量」や「共食（食事を共にする）の場を増やす」といった独自の非財務目標を掲げ，中核事業の社会への貢献度を数値化している。また，財務指標と非財務指標を統合することで，持続可能な開発目標（SDGs: Sustainable Development Goals）への貢献を明確に打ち出している。

(2) 財務目標の組み合わせ

中期経営計画における財務目標の組み合わせについても調査した。

まず，財務目標（指標）を，P/L（損益計算書），B/S（貸借対照表），C/F（キャッシュフロー）関連，資本効率の４種類に分類した（図表５）。日本企業は，高度経済成長期以降，売上高を中心とした P/L 重視の経営を行ってきた。その後，株式市場よりも銀行からの借入金を原資としてきた日本企業の特徴を背景に，銀行への借金返済の必要性から，企業の安全性を測るための指標として B/S 指標への注目が増してきた。さらには，発生主義会計の限界からキャッシュフロー重視の経営へと転換する機会が幾度か訪れており，最終的には，株式市場の成熟とともに，資本効率を重視する経営と発展するモデルが理論的には想定される。なお，非財務目標（構造改革効果や MOS 指標，販売台数，ESG 関連指標など）を掲げている企業（13社）もあったが，財務目標を基準に分類した。

図表６　財務目標分類に基づく企業分類（n=172）

財務目標の組み合わせ	P/L のみ	P/L+B/S	P/L+資本効率	P/L+B/S+資本効率（+C/F）	その他
企業数	53	21	45	48	5
達成財務目標割合（%）	49.78	37.43	49.54	46.42	60.00

筆者作成

次に，この財務目標の４分類に基づき，企業を分類した（図表６）。なお，金融機関10社は，経費率や普通株式 Tier１比率といった金融業特有の指標を設定しているため除外し，172社を対象とした。

その結果，P/L 指標のみの企業が53社と最も多く，次に P/L 指標＋B/S 指標＋資本効率指標（＋C/F 指標）の企業が48社（そのうち C/F 指標設定企業は９社），P/L 指標＋資本効率指標の企業が45社，P/L 指標＋B/S 指標の企業が21社と続く。また，その他に分類された企業は，B/S 指標のみが１社，資本効率指標のみが１社，B/S 指標＋資本効率指標が１社，P/L 指標＋C/F 指標が１社，P/L 指標＋B/S 指標＋C/F 指標が１社であった。

つまり，中期経営計画で掲げる財務指標をもとに企業を分類した結果，P/L 指標，B/S 指標，資本効率指標を設定する企業が多い一方，C/F 指標を設定する企業はわずかであった。P/L 指標，B/S 指標，C/F 指標，資本効率指標の順となることを想定していたが，キャッシュフロー重視経営よりも株主重視の経営（資本効率）の方が受け入れられているようである。

財務目標の組み合わせについて，本調査と同じく日経225企業を対象にした北平・柿澤（2013）では，売上高，営業利益の絶対額を重視する一方，C/F 指標や資本効率指標を掲げる割合は低かった[10)]。本調査では，企業分類時には除外した金融機関10社を含めた182社のうち ROE は92社で設定されている（図表４）など，資本効率指標を掲げる割合は北平・柿澤（2013）と比べて高くなっている。

資本効率指標の設定企業が多かったのは，2014年の通称「伊藤レポート」で提唱された「ROE ８％目標」の影響もあると考えられる。櫻井（2020）でも，「伊藤レポート」前までは中期経営計画に ROE を目標とする企業はほとんど見られなかったが，その後，増加していることが指摘されている。さらに，資本効率指標は，P/L 指標とは異なり，企業の自主的な判断で，自己株式の消却や配当金額の設定ができるといった性質もあり，目標達成可能性の高い指標と言える。

なお，５つの企業分類間で分散分析を実施したが，達成財務目標割合について，統計的に有意な差は確認されなかった。

10）北平・柿澤（2013）の調査では，売上高は67%，営業利益は63%と高い割合で設定されているのに対し，C/F 指標の営業 CF は５％，FCF は６％，その他 CF は２％，資本効率指標の ROE は37%，ROA は18%，ROIC は６％と低くなっている。

図表７　財務目標のストレッチ度と達成度（n=170）

財務目標	平均ストレッチ度		平均達成度（%）
	（%）	標準偏差	
営業利益　（108社）	146.25	0.54	98.65
売上高　（100社）	121.88	0.96	94.36
ROE　（79社）	142.11	1.35	92.67
営業利益率　（58社）	138.20	0.65	95.95
当期純利益　（47社）	172.95	1.46	75.13
D/Eレシオ　（31社）	114.27	1.33	125.55
経常利益　（31社）	144.23	0.53	90.83
ROA　（22社）	134.22	0.59	107.97
配当性向　（19社）	92.09	0.27	114.58

筆者作成

４．中期経営計画における目標のストレッチ度と達成度

本節では，中期経営計画の特性の２つ目である目標のストレッチ度と達成度について，調査結果を報告し，先行研究をふまえて検討を加える。

本研究における目標のストレッチ度とは，「中期経営計画策定時の実績に対する中期経営計画終了年度の目標値の設定水準」とする。すなわち，目標のストレッチ度が100％以上（100％未満）の場合，中期経営計画策定年度よりも高い（低い）目標を設定したことを意味する。

中期経営計画の財務目標水準に関する先行研究は見当たらないが，2015年にコーポレート・ガバナンス・コードが公表されて以降，中期経営計画の目標が「努力目標」から「公約」に変わったため，例えば，目標のストレッチ度を低くし，現実的に達成可能な水準に目標設定するといった変化も考えられる。

そこでまず，日経225企業182社の前・中期経営計画のうち，目標のストレッチ度を算定できた170社から，９指標（図表４）の平均ストレッチ度と平均達成度を算定した（図表７）[11]。なお，財務目標の達成度は，「財務目標平均達成度」を使用する。

その結果，目標のストレッチ度の最高は当期純利益（172.95％），最低は配当性向（92.09％）であった。当期純利益，経常利益，営業利益といった利益額指標は，すべて140％を超えており，目標のストレッチ度が高い傾向にある。

目標の達成度については，取り上げた９指標の目標のストレッチ度の高低にかかわらず，当期

11）中期経営計画策定時の実績値がゼロ以下の場合には平均ストレッチ度が算定できないため，営業利益２社，ROE４社，当期純利益３社，ROA２社を，分析に際して除外した。

図表 8　財務目標のストレッチ度の高低グループ間の比較　(n=170)

財務目標	中央値	目標のストレッチ度が高いグループ			目標のストレッチ度が低いグループ			*t* 値
		企業数	平均達成度（%）	標準偏差	企業数	平均達成度（%）	標準偏差	
営業利益	132.79	54	96.44	1.22	54	100.85	0.39	0.25
売上高	96.22	50	102.97	0.07	50	85.75	0.10	−9.47***
ROE	115.94	41	77.41	0.65	38	109.13	0.34	2.73***
営業利益率	125.71	28	95.22	0.69	28	96.69	0.36	0.10
当期純利益	129.03	24	59.95	1.85	23	90.97	0.37	0.80
D/E レシオ	90.91	16	140.94	1.16	15	109.14	0.24	−1.08
経常利益	132.59	15	75.06	0.61	16	105.61	0.55	1.47
ROA	130.46	11	88.00	0.85	11	127.93	0.82	1.13
配当性向	99.67	10	116.71	0.33	9	112.22	0.14	−0.40

***$p \leqq 0.01$　　筆者作成

純利益（75.13%）を除き，9割を超えており，総じて高いことを確認した。

また，9指標すべてを合算した目標のストレッチ度と達成度の相関分析の結果，負の相関関係が確認された（Pearson の積率相関係数0.821，有意水準1%）。すなわち，当然の結果ではあるが，目標のストレッチ度が高い指標ほど，その達成度は低かった。

次に，各指標の平均ストレッチ度の中央値を基準として，目標のストレッチ度が高い企業グループと低い企業グループとに分けて，目標達成度に差があるのかを *t* 検定により検証した。その結果，売上高（有意水準1%），ROE（有意水準1%）について，統計的に有意な差が確認された（図表8）。

特徴的な結果として，売上高は，目標のストレッチ度が高い企業グループの方が達成度も高かった。目標のストレッチ度と業績との関係については予算研究（Blochen et al., 1999; Hofstede, 1967; Simons, 1988）の蓄積が豊富である。予算目標としての売上高は比較的保守的に設定される傾向にあり，達成されやすいとされている（内田，2008）。しかし，本調査の結果からは，中期経営計画の目標では逆の関係を確認した。

この結果について，「業績予想」における売上高の必達性が影響している可能性がある。業績予想は，中期経営計画と同様に，経営者が自発的に開示するが，その修正に関しては，日本取引所が定める適時開示制度により規制されている。有価証券上場規程施行規則第407条において，売上高は，予想値と決算値との間に10%以上の差異があった場合に修正の必要があり，他の指標[12)]

12）営業利益，経常利益，純利益については，予想値と決算値との間に30%以上の差異があった場合に修正が必要と定められている。

と比べて高い予想精度が求められている。そのため，売上高は，目標のストレッチ度が高い場合であっても，他の指標と比べて比較的達成可能な水準（裏づけを伴う予測値）に設定される可能性がある。中條（2012a）の調査でも，東証上場（一部，二部，マザーズ）企業の90.25％が，業績予想を決定する際に中期経営計画で示された財務目標を意識すると回答している[13)]。

配当性向についても，統計的な有意差は確認されなかったものの，売上高と同様に目標のストレッチ度が高いほど達成度も高いという結果を得た。この結果に関連して，全上場企業を対象にした花枝・芹田（2008）の調査では，日本企業は減配回避の傾向が強く，一時的な利益の変動で配当を変化させない特徴が示されている。つまり，配当性向は，短期的な業績ではなく，経営者の意向の影響が大きいため，目標のストレッチ度と達成度との関係は薄いと考えられる。

5．中期経営計画の更新方法と達成度

本節では，中期経営計画の特性の３つ目である更新方法と達成度について，調査結果を報告し，先行研究をふまえて検討を加える。

中期経営計画には固定方式，修正方式，ローリング方式の３つの更新方法がある。固定方式とは，一定期間ごとに計画を作成し，期間中は更新を予定しない方法である。修正方式とは，計画期間あるいは内容の修正を，毎年あるいは必要に応じて行うことをあらかじめ決めている方法である。ローリング方式とは，一定期間の計画を毎年作成し直す方式である。

まず，日経225企業の更新方法については，固定方式が136社，修正方式が30社，ローリング方式が16社と，固定方式を採用している企業が多数を占めた。

この結果について，修正方式が最多とされていた梶原ほか（2011a）の調査[14)]とは異なるものとなった一因として，調査時期・対象の違いだけでなく，調査方法の違いが考えられる。梶原ほか（2011a）は郵送質問票調査を行っているため，修正方式をとっていると回答した企業においても，結果的に修正されなかった場合がありえる。こうした場合，本研究では，公表されている中期経営計画を調査しているため，結果的に修正しなかった企業を固定方式として集計している。

なお，修正方式採用企業（30社）のうち，29社がM&A（合併・買収）や為替変動などの事業環境の変化を理由に，１社が経営体制刷新により中期経営計画を修正していた。つまり，経営体制・事業構成の変更と為替変動といった修正を避けられない要因にのみ対応している実態がうかがえる。

修正方式採用企業（30社）をさらに分類すると，①財務目標を上方修正および前倒達成した企業[15)]（７社），②財務目標を下方修正した企業（11社），③その他の企業（12社）の３つに分けられ

13）「業績予想を決定する際に中期経営計画で示された財務目標をどの程度意識するか」という問いに対して，「非常に意識する」46.54％，「まあ意識する」43.71％の合計を示した。

14）東証一部上場企業を対象にした梶原ほか（2011a）の調査では，固定方式9.5％，修正方式75.2％，ローリング方式15.2％であった。

15）「前倒達成」とは，当初の目標を早期に達成したことで，当初の目標年度を切り上げて，次の中期経営計画を立てることを意味しており，本調査では１社が該当した。

図表９　更新方法と財務目標平均達成度　(n=182)

財務指標	更新方法	固定方式	修正方式			ローリング方式
			上方修正	下方修正	その他	
営業利益	企業数	90	3	6	8	10
	平均達成度（%）	92.31	92.07	107.32	83.43	192.13
	標準偏差	0.57	0.04	0.46	0.36	2.33
売上高	企業数	80	4	6	8	10
	平均達成度（%）	93.33	101.15	100.61	95.04	112.41
	標準偏差	0.13	0.04	0.08	0.12	0.35
ROE	企業数	71	5	8	2	5
	平均達成度（%）	94.54	104.03	88.59	−13.93注)	109.16
	標準偏差	0.45	0.10	0.56	2.39	0.29

注)「達成度」に負の数は馴染まないが，三菱マテリアル㈱−182.86%，大和ハウス工業㈱155.0%からの算定結果である。

筆者作成

る。③は，中期経営計画全体を変更した企業（４社）や内容変更はあるが財務目標の変更はない企業（５社），財務目標の上方修正と下方修正が混在している企業（１社），新たな財務目標をつけ加えた企業（２社）である。

次に，財務目標９指標（図表４，７，８）のうち，採用企業数の上位３指標（営業利益，売上高，ROE）について，更新方法（固定方式，修正方式，ローリング方式）と財務目標平均達成度との関係を調査した（図表９）。

その結果，３指標すべてにおいて，目標達成度が最も高かったのはローリング方式であった。好業績により数値目標を上方修正した修正方式よりもローリング方式の方が，財務目標平均達成度が高いという結果は意外であった。

この結果からは，ローリング方式を採用する企業の計画策定・実行能力の高さが示唆される。梶原ほか（2011b）においても，更新方法ごとのROAの平均値には統計的に有意な差異（１%水準）が確認されており，ローリング方式を採用した企業のROAの高さが際立っていた（固定方式5.3%，修正方式5.3%，ローリング方式9.3%）。同論文は，マネジャーに毎年向こう３年程度の計画を策定する作業負荷をかけることの効果の可能性を指摘している。長期的な見通しと迅速な環境適応の両立が可能なローリング方式が，他の更新方法に対して，達成可能な目標設定において優位性を持っているのかもしれない。

続いて，更新方法と達成財務目標割合との関係を調査した（図表10）。その結果，固定方式を採用する企業が多くサンプルサイズに偏りがあるため分散分析は実施しなかったが，達成財務目標割合もローリング方式が最も高かった（69.57%）。以下，固定方式（47.04%），修正方式（下方修正43.51%，上方修正37.72%，その他23.61%）と続く。

図表10　更新方法と達成財務目標割合　(n=182)

更新方法	固定方式	修正方式			ローリング方式
		上方修正	下方修正	その他	
企業数	136	7	11	12	16
達成財務目標割合（%）	47.04	37.72	43.51	23.61	69.57
標準偏差	0.35	0.34	0.34	0.34	0.39

筆者作成

固定方式と修正方式を比べると，修正方式は中期経営計画の対象期間中に目標値や内容を現状に合わせて変更しているため，達成財務目標割合は高くなることが想定されるが，実際には固定方式の方が高かった。さらに，修正方式の中でも，数値を上方修正した企業よりも，数値を下方修正した企業の方が達成財務目標割合は高かった。

修正方式よりも固定方式，修正方式の中でも上方修正よりも下方修正の方が，達成財務目標割合が高いという結果は，意外に思われるかもしれない。ただし，修正方式よりも固定方式の方が達成財務目標割合が高い理由については，固定方式の場合，目標に対する強いコミットメント意識が推察されるという指摘もあり（梶原ほか，2011a），そのことが達成財務目標割合を高めているのかもしれない[16)]。

一方，修正方式の中でも上方修正よりも下方修正の方が達成財務目標割合が高い理由については，企業ホームページを丹念に調べてみると説明ができそうである。調査したすべての修正方式（上方修正）の企業（7社）において，複数目標を掲げていても目標間には重視度に差があり，企業が重視度の高い KPI（Key Performance Indicator：重要業績指標）について中期経営計画の途中で目標達成した場合，他の未達の目標も含めて上方修正している。加えて，全社とも，業績好調で目標を上方修正したものの，結果的に，上方修正後の多くの財務目標が未達に終わり，本調査結果のように達成財務目標割合を算定してみると，低調な結果となっている。

また，修正方式（その他）の達成財務目標割合は，次の通りである。中期経営計画全体を変更した企業（4社）は29.17%，内容変更はあるが財務目標の変更はない企業（5社）は20.0%，財務目標の上方修正と下方修正が混在している企業（1社）は0%，新たな財務目標をつけ加えた企業（2社）は33.33%であった。

更新方法にかかわらず，達成財務目標割合が低くなる要因として，再設定した数値目標が現場にまで細分化して伝達されていなかったり，業績評価や予算の目標変更が伴わなかったり，実効性が伴わない計画変更であることも想定される。

16）修正方式（上方修正）よりも固定方式の方が高い理由は，本文に記述した修正方式（上方修正）よりも修正方式（下方修正）の方が高い理由でも説明できるかもしれない。一方，修正方式（下方修正）よりも固定方式の方が高い理由は，サンプルサイズの問題もあり，普遍的な結果であるのか，今後の調査が望まれる。

6．おわりに

本研究の目的は，近年の中期経営計画の実態を調査するとともに，その諸特性と財務目標の達成度との関係性を解明することであった。

まず，中期経営計画の特性の１つ目である目標の種類と達成度について調査した。その結果，設定する財務目標数の平均は4.61個で，業種別では「電気・ガス」「情報通信・サービスその他」の達成財務目標割合が高かった。財務目標として多用される指標は，営業利益が最も多く，売上高，ROE と続いていた。財務目標の上位９指標の達成企業割合は，７指標が３割強（売上高：34.26％）から５割（ROE：50.00％）の間で，残りの２指標は，D/E レシオ（65.79％）と，配当性向（100.00％）が高かった。

加えて，中期経営計画の財務目標の組み合わせについて，P/L，B/S，C/F 関連，資本効率の４種類に指標を分類し，企業を分類した。その結果，P/L 指標，B/S 指標，資本効率指標を設定する企業は多い一方，C/F 指標を設定する企業はわずかであった。また，非財務目標を掲げる企業もあり，特徴的な取り組みも紹介した。なお，５つの企業分類間で分散分析を実施したが，達成財務目標割合について統計的に有意な差は確認されなかった。

次に，中期経営計画の特性の２つ目である目標のストレッチ度と達成度について調査した。その結果，当期純利益，経常利益，営業利益といった利益額に関する指標は，すべて140％を超え，目標のストレッチ度が高い傾向にあった。目標達成度については，取り上げた９指標のストレッチ度の高低にかかわらず，当期純利益（75.13％）を除き，９割を超えており，総じて高いことを確認した。

また，財務目標の平均ストレッチ度と平均達成度には負の相関関係を確認した。すなわち，ストレッチ度が高い指標ほど，その達成度は低かった。

さらに，目標の平均ストレッチ度の高低グループ間の比較では，各指標の平均ストレッチ度の中央値を基準に，目標のストレッチ度の高い企業グループと低いグループとに分け，平均達成度に差があるのかを調べた。その結果，売上高と ROE について，統計的に有意な差が確認された。その中でも，売上高は，目標のストレッチ度が高い企業グループの方が達成度も高いという結果になったことは特徴的であった。

最後に，中期経営計画の特性の３つ目である更新方法と達成度について調査した。その結果，固定方式を採用する企業が多数を占めた。さらに，修正方式を上方修正，下方修正，その他の３通りに区分し，更新方法と財務目標平均達成度との関係を分析した。その結果，採用企業数の上位３指標（営業利益，売上高，ROE）のすべてにおいて，ローリング方式を採用する企業の方が，他の更新方法を採用する企業よりも達成度が高いことを確認した。同様に，更新方法と達成財務目標割合の関係についても，ローリング方式を採用している企業の方が，他の更新方法を採用している企業よりも達成財務目標割合が高いことを確認した。加えて，修正方式の中でも，目標値を上方修正した企業の方が下方修正した企業よりも達成財務目標割合が低かった。

本研究の貢献は，次の３点である。

第１に，コーポレート・ガバナンス・コード公表後の中期経営計画の特徴を明らかにした。コーポレート・ガバナンス・コード公表などの影響で，近年，中期経営計画に変化の可能性がうかがえるにもかかわらず，その実態は不明であった。実態調査の結果については，既述の通りである。

加えて，財務目標の組み合わせという視点から企業を分類した。その結果，P/L 指標，B/S 指標，資本効率指標を設定する企業は多い一方，C/F 指標を設定する企業はわずかであることが分かった。また，更新方法については先行研究との相違がみられたものの，ローリング方式の目標達成に対する優位性については先行研究と調査結果が一致した。

第２に，目標のストレッチ度と達成度との関係を調査・分析した。その結果，広く利用されている９指標のストレッチ度は，配当性向を除き，総じて高かった。目標のストレッチ度と達成度との関係について，９指標を総合した分析からは，ストレッチ度の高低にかかわらず，その達成度も総じて高いことや，想定された通りの負の相関が確認された。特徴的な結果として，売上高に限っては，目標のストレッチ度が高い企業グループの方が低い企業グループよりもその達成度は高かった。

第３に，郵送質問票調査ではなく，中期経営計画や実績値を企業ホームページから直接，入手する調査方法をとった。公表データから，設定される目標や実績値，その運用実態を研究者が直接，確認することで，客観性の高いデータを収集することができた。先行研究が実施してきた郵送質問票調査は，外部からは不透明な内部プロセスや組織内の志向性が調査できる一方で，理想やあるべき姿を意識した回答になったり，説明変数と被説明変数の関係性が強調されてしまったりする一定の限界がある。

特に，この調査方法により，更新方法について，固定方式，すなわち当初掲げていた目標を堅持し続ける企業が，中期経営計画を策定・発表している日経225企業のほぼ４分の３におよぶことを確認したことは興味深かった。東証一部上場企業を対象にした梶原ほか（2011a）では，修正方式を採用する企業が４分の３以上を占めていたのとは対照的である。

また，中期経営計画を直接，比較することで，修正方式を上方修正と下方修正とに区分することも試みた。その結果，修正方式よりも固定方式，修正方式の中でも上方修正よりも下方修正の方が，達成財務目標割合が高いことを確認した。その要因についても，企業ホームページを丹念に調べることで，上方修正した全社において，複数目標間の重視度には差があり，中期経営計画の途中で重視度の高い KPI 目標を達成した場合，他の未達の目標も含めて上方修正していることが分かった。加えて，全社とも，業績好調で目標を上方修正したものの，結果的に，上方修正後の多くの財務目標が未達に終わり，達成財務目標割合を算定すると，低調な結果となっていた。

最後に，将来の研究課題として，次の２点を挙げておきたい。

第１に，調査対象企業の拡大である。本研究は，日経225企業を対象としたが，目標のストレッチ度や更新方法の分析から得られた結果が，日経225企業に特徴的なものである可能性は否定できない。つまり，株式市場における流動性の高さから選定される日経225企業は，株主との

コミュニケーションを最も重視しうる企業群であり，その他の中期経営計画を公表している企業も対象とした調査が望まれる。

第２に，企業内の意思決定プロセスを観察するために，インタビュー調査や郵送質問票調査によるフォローアップが必要である。例えば，企業が重視する中期経営計画の策定目的によって，中期経営計画の特性や目標達成度への影響が異なることも想定できる。また，中條（2012a）の調査では，東証上場（一部，二部，マザーズ）企業の約18％が，複数の中期経営計画を策定していることが明らかにされており，内部管理用と外部公表用で異なる中期経営計画が用いられているようである。こうした点については，外部公表情報・データからだけでは，うかがい知ることはできない。

参 考 文 献

Blocher, E. J., Kung H. C. and Tohmas, W. L.（1999）*Cost Management: A Strategic Emphasis*, McGraw-Hill, NY.

Hofstede, G. H.（1967）*The Game of Budget Control*, Tavistock, London, UK.（藤田忠監訳（1976）『予算統制の行動科学』ダイヤモンド社）

Simons, R.（1988）Analysis of Organizational Characteristics Related to Tight Budget Goals, *Contemporary Accounting Research*, 5(1), pp. 267-283.

市野初芳・井上博文・大槻晴海・山田庫平（2013）「わが国予算制度の実態調査（平成24年度・２）企業予算制度の基礎的事項に関する分析」『産業経理』73(2)，pp. 199-225.

伊藤邦雄（2017）「コーポレート・ガバナンス改革の PDCA」『一橋ビジネスレビュー』Win.，pp. 8-31.

伊藤武志（2013）「目標のストレッチ度と高い達成可能性を両立させる計画段階の経営管理」『原価計算研究』37(2)，pp. 148-159.

内田昌利（2008）「財務的業績目標と文化的要因：予算管理論との関連において」『北海学園大学経営論集』6(1)，pp. 49-67.

枝廣龍人（2015）「なぜ米国企業は中計を発表しないのか」『大和総研　重点テーマレポート』pp. 1-10. URL: https://www.dir.co.jp/report/consulting/vision/20151022_010244.html（閲覧日：2021.5.31）.

加護野忠男・野中郁次郎・榊原晴朗・奥村昭博（1983）『日米企業の経営比較』日本経済新聞社.

梶原武久・新井康平・福嶋誠宣・米満洋己（2011a, b）「日本企業の経営計画の実態（上）（下）」『企業会計』63(11)(12)，pp. 72-79，pp. 110-120.

北平至・柿澤健一朗（2013）「中長期的な企業戦略のあり方について：投資家の期待を踏まえたあるべき姿」『Mizuho Industry Focus』URL: 126.https://www.mizuhobank.co.jp/corporate/bizinfo/industry/sangyou/pdf/mif_126.pdf（閲覧日：2021.5.31）.

小池貴之（2015）「中期経営計画に潜む落とし穴と処方箋：グローバル製造業における成功・失敗例を踏まえて」『知的資産創造』９月号，pp. 42-57.

河野豊弘（1986）『長期経営計画の実例』同文舘出版.

櫻井通晴（2020）「コーポレートガバナンス・コードの制定と ROE 活用の是非」『管理会計学』28(2)，pp. 3-24.

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』URL: https://www.seiho.or.jp/info/news/2014/pdf/20150323_2.pdf（閲覧日：2021.5.31）.

生命保険協会（2018）「株主価値向上に向けた取り組みについて」『平成29年度生命保険協会アンケート調査』URL: https://www.seiho.or.jp/info/news/2018/pdf/20180420_3.pdf（閲覧日：2021.5.31）.

生命保険協会（2019）「企業価値向上に向けた取り組みに関するアンケート集計結果一覧（2018年度版）投資家様向けアンケート」https://www.seiho.or.jp/info/news/2019/pdf/20190419_3-all.pdf（閲覧日：2021.5.31）

生命保険協会（2020）「生命保険会社の資産運用を通じた「株式市場の活性化」と「持続可能な社会の実現」に向けた取組について」URL: https://www.seiho.or.jp/info/news/2020/pdf/20200417_4-all.pdf（閲覧日：2021.5.31）.

円谷昭一（2017）『コーポレート・ガバナンス「本当にそうなのか？」大量データからみる真実』同文舘出版.

中條祐介（2011）「中期計画情報の自発的開示行動とその企業特性」『會計』180(6)，pp. 805-819.
中條祐介（2012a）「中期経営計画の策定・開示に関するサーベイ・リサーチ」『横浜市立大学論叢社会学系列』63（1・2・3）合併号，pp. 83-119.
中條祐介（2012b）「中期経営計画の目標達成と会計政策」（伊藤邦雄編著（2012）『企業会計研究のダイナミズム』第8章，pp. 113-129，中央経済社）.
成岡浩一（2019）「中期経営計画における財務目標」『専修商学論集』108，pp. 47-61.
花枝英樹・芹田敏夫（2008）「日本企業の配当政策・自社株買い：サーベイ・リサーチ」『現代ファイナンス』24，pp. 126-160.
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の検証：投資家は中期経営計画のどこを評価しているのか」『企業会計』66(7)，pp. 1112-1120.
福嶋誠宣・米満洋己・新井康平・梶原武久（2011）「経営計画が企業業績に与える影響」『管理会計学』21(2)，pp. 3-21.
藤田志保（2021）「中期経営計画研究の現状と課題：戦略計画研究との比較・考察から」『慶應商学論集』30(1)，pp. 17-36.
吉田栄介・岩澤佳太（2018）「日本企業の管理会計利用実態（2）：近年10年の実態調査研究の文献サーベイを中心として」『三田商学研究』61(5)，pp. 31-45.

「シリーズ5 味の素 西井孝明社長の世界に「正射必中」No.3 Lecture「サステイナブル」を経営の軸に据える」『日経ビジネス』2018年10月15日号，pp. 62-65，日経BP社.
「中計達成度重視の投信」日本経済新聞，2019年12月16日夕刊.
「大成建設社長に相川氏」日本経済新聞，2020年5月14日朝刊.

藤田志保［大学院商学研究科後期博士課程］
岩澤佳太［立教大学］