

2015年10月22日 全10頁

《実践》経営ビジョン・経営計画

# なぜ米国企業は中計を発表しないのか

## 市場、ガバナンス、経営戦略に見る日米の相違と日本企業への示唆

コンサルティング・ソリューション第一部  
コンサルタント  
枝廣 龍人

### [要約]

- 国内の経営・市場関係者にとって馴染みのある中期経営計画であるが、米国では日本のように体系的でまとまった経営計画や財務目標数値を発表する企業は少ない。日本ではTOPIX Core30社のうち25社が中期経営計画を発表しているが、日本型の中期経営計画に形式を限定すれば、米国ではNYダウ30社のうち2社が発表しているのみである。
- このような違いはなぜ生まれるのだろうか。主な要因は(1)米国では業績ガイダンスの形式が厳格には決められていないこと、(2)米国の経営者は未達リスクの高い中長期経営計画を発表しにくいこと、そして(3)産業構造の変化を繰り返してきた米国では中期経営計画は経営戦略のひとつに過ぎないことの3点であると筆者は考える。
- 日本の投資家が企業に対し積極的な将来情報の開示を求める点は今後も変わりないと見られるが、コーポレートガバナンス・コードの導入などにより、日本企業が置かれる環境は米国型に近づいている。中期経営計画は市場関係者にとって重要な投資判断材料であり続けるが、その内容や形式については米国同様に企業独自の形式が広がるであろうし、広がるべきだろう。

## 1. はじめに

国内上場企業が中長期（主に3～5年程度）の経営方針と財務目標数値を社外に発表することは珍しくない。これは一般に中期経営計画と呼ばれており、日本 I R 協議会の調査<sup>1</sup>によれば、I R 活動を実施している企業のうち 63.8%が中期経営計画を発表している。また、足元の筆者の調べでは TOPIX Core30 社のうち 25 社が中期経営計画を発表しており、特に大手企業による発表割合が高い傾向にある。

一方、米国ダウ工業株 30 種平均を構成する企業において、上記の日本企業のような中期経営計画を発表している企業は、筆者の見る限り 3M、ウォルマート・ストアーズの 2 社のみであった。米国企業がホームページ上で開示している I R 資料はカンファレンスコール（決算説明電話会議）の音声記録、議事録および E P S 成長率の長期目標レンジなどが主流であり、いわゆる中期経営計画を開示している企業は少数派である（図表 1）。

（図表 1）日本と米国の I R 活動比較

日本	<ul style="list-style-type: none"><li>・ 半期、通期の年 2 回決算説明会を開催</li><li>・ 売上高、営業利益、経常利益、配当性向などの見通しを開示</li><li>・ <b>非財務情報の伝達に中期経営計画を活用</b></li></ul>
米国	<ul style="list-style-type: none"><li>・ 毎四半期のカンファレンスコールを Web にてリアルタイム配信</li><li>・ カンファレンスコールの議事録を公開</li><li>・ 決算説明会以外のカンファレンス資料を公開</li><li>・ 売上高、E P S などの大まかな成長目標を開示</li></ul>

（出所）大和総研作成

なぜ、このような違いが生まれるのだろうか。その背景は多岐に亘るが、本稿では（1）市場構造、（2）ガバナンス構造、（3）経営戦略の 3 点から考察し、最後に日本企業の中期経営計画に対するインプリケーションを述べたい。

<sup>1</sup> 日本 I R 協議会「I R 活動の実態調査」（2014. 4）

---

## 2. 米国企業が中計を発表しない3つの要因

### (1) 市場構造：米国の業績ガイダンスに決まった型はない

まず米国では、通期においても中長期においても、企業が業績見通しを発表する際の決まった「型」がないことが挙げられよう。全米IR協会（NIRI）<sup>2</sup>によれば、米国上場企業の86%が何らかの形で業績ガイダンスを提供しているものの、その中身は各社によって異なる。対象指標は売上高、税率、EBITDA、キャッシュフロー、設備投資、EPSなどまちまちであり、期間も四半期ベースから通期、あるいは数年先のものまで分かれている。目標数値を具体的に明記する企業もあれば、説明会にて口頭で大まかな予想水準を述べるとどめる企業もある。例えば「今後3～5年間の売上高成長率は1桁台後半を目標とする」といった具合である。また、グーグルやコカ・コーラのように、大手企業であっても業績予想を開示しない、もしくは一部開示を取りやめる企業も少なくない。確かにカンファレンスコールの原稿や投資家とのカンファレンス資料は提供されているが、その中から特定指標の業績ガイダンスを見つけ出すことは容易ではない。

米国企業がこのようにそれぞれの情報開示の型を選択できる背景には、米国証券取引委員会（SEC）の公平開示原則（レギュレーションFD）がガイダンスの形式を厳格には定めていないことが要因だろう。これは、米国に約6万人存在するCFA（米国証券アナリスト）<sup>3</sup>が業績予想の主導的役割を担っていることも影響していると思われる。日本にも約2万5千人のCMA（日本証券アナリスト協会検定会員）がいるが、その全てが国内に居住しているとしても、その数は米国には及ばない。

日本では、ほぼ全ての上場企業が来期業績見通しを開示しており、東京証券取引所によれば、97%の企業が「売上高」「営業利益」「経常利益」「当期純利益」「EPS」及び「1株当たり配当金（DPS）」の6項目を発表している。加えて、既に発表しているこれらの将来予測情報に大きな変化が生じかねない場合には、企業は速やかに数値の見直しを検討し、必要に応じて修正開示を行わなければならない。このように日本では、企業が業績見通しを発表し、必要な際にはアップデートするシステムが定着している。

こうした仕組みを支える東京証券取引所は、将来予測情報について「自社の状況及び将来の経営方針に関して最も詳細かつ正確な情報を有する上場会社自身によって開示される将来予測情報は、投資者にとって有用な投資判断情報である」と「業績予想開示に関する実務上の取扱いについて」に定めている。

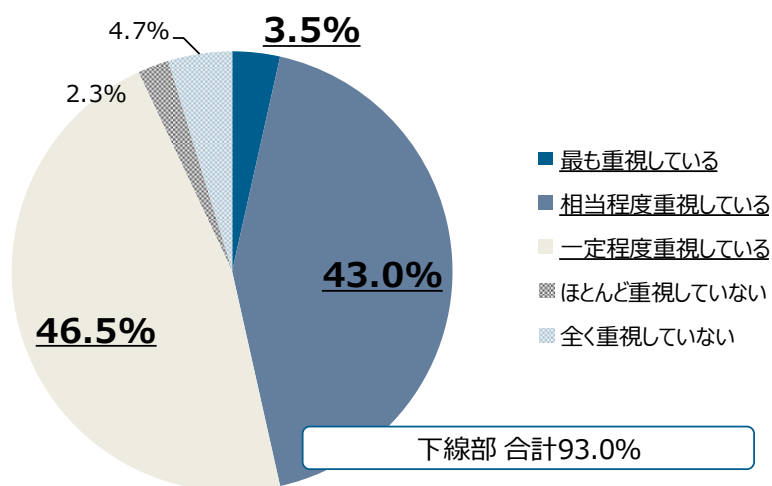
---

<sup>2</sup> 全米IR協会「NIRI Guidance Practices Survey - 2014 Report」（2014.10.22）

<sup>3</sup> CFA資格保有者は世界に約11万6千人存在し（2014年7月時点）、うち半数程度が米国在住と言われる。このため、米国には約6万人のCFA資格保有者がいると推計している

このようにほぼ全ての上場企業が制度として業績ガイダンスの開示を行っている日本では、投資家が企業に中期経営計画を求める土壌があると言えるだろう。投資家が中期経営計画を投資判断材料として重要視していることは、企業にとっても中期経営計画を発表するインセンティブになっているとも考えられる。生命保険協会の調査において機関投資家の9割以上が、中期経営計画を投資判断の材料として程度の差こそあれ「重視している」と答えていることからそれは明らかであろう（図表2）。

（図表2）株式投資における中期経営計画の重要度（投資家）



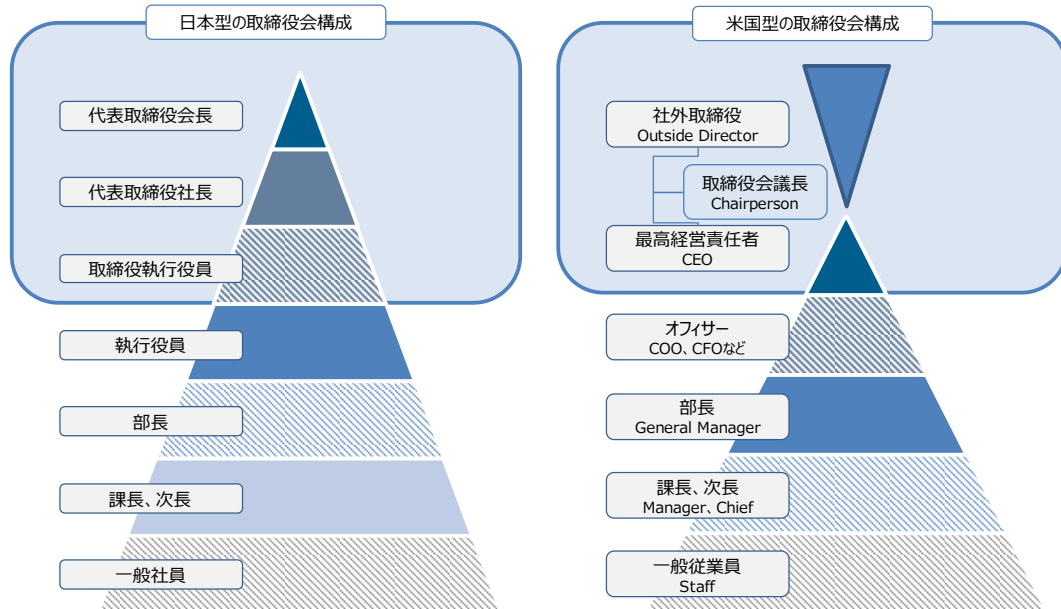
（出所）生命保険協会「株式価値向上に向けた取り組みについて」（2014.10）より大和総研作成

## （2）ガバナンス構造：ストレッチ目標は未達・下方修正のリスクが高い

次に、取締役会の過半数を社外取締役が占める米国では、業績ガイダンスが未達となるか業績そのものが振るわない場合、経営者（CEO）は取締役会からの原因追及および責任追及を免れず、場合によっては解任されるリスクもあることが挙げられる。このため不確実性の高い中長期の経営計画を発表することは、経営者にとってリスクが大きい。

一方、日本の取締役会は経営者を頂点としたピラミッド型構造である傾向が強く、代表取締役以外の取締役も、業務執行部門の責任者として経営者から任命されていることが多い。このため、中期経営計画が未達で業績が振るわないことのみをもって、経営者が取締役会からその責任を追及されることは日本型の取締役会では起こりにくい（図表3）。

(図表 3) 日米の取締役会構成の違い



日米における取締役会の構成ルール

日本	2人以上の独立した社外取締役を選任 or 説明 (東京証券取引所)
米国	過半数の社外取締役を義務付け (NYSE)

(出所) 一般社団法人日本CFO協会HPを参考に大和総研作成

日経ヴェリタスによれば、日本の中期経営計画の約4割は未達に終わっているようだ<sup>4</sup>。これは中期経営計画においてストレッチ目標が掲げられやすいことが大きな要因と考えるが、経営者に対する監視機能が強い米国では、未達率4割の経営計画は許容されないだろう。経営者が必達の決意を述べた日本の中期経営計画としては1999年にカルロス・ゴーン氏が発表した「日産リバイバルプラン (NRP)」が有名であるが、このNRPのように経営陣全員が目標達成に強いコミットメントを表明することは日本では極めて稀である<sup>5</sup>。為替など外部環境の影響を受けやすい中期経営計画へのコミットには賛否両論があろうが、いずれにしても、多くの日本企業がストレッチ度の高い中期経営計画を発表できるのは、未達となった際に経営者が責任を追及されるリスクが低いことが影響していると考えられる。

<sup>4</sup> 日経ヴェリタス「中期計画4割守れず 上場会社100社「公約」の信頼度」(2008.2.17)

<sup>5</sup> カルロス・ゴーンCOO(当時)は、①初年度の黒字化、②自動車事業における実質有利子負債の削減(7,000億円以下)、③営業利益率4.5%以上という3つの目標を設定し、いずれか1つでも達成できなかった場合には自らを含む取締役全員が辞任するとの公約を発表し当時話題を呼んだ

---

### (3) 経営戦略：中期経営計画は数ある経営戦略類型のひとつ

最後に、米国を中心に発展を遂げてきた経営学の歴史において、中期経営計画が数ある経営戦略のひとつに過ぎないという点を指摘したい。

米国の調査研究機関であるカンファレンス・ボードによると、中長期の経営計画が米国企業内に定着したのは1960年代に入ってからであると言われる。1960年代といえば、戦略経営の父と呼ばれるイゴール・アンゾフが『企業戦略論』（1965）を発表した時代であり、続く1970年代にも、アンゾフを代表とするプランニング学派は経営学の世界において非常に強い影響力を持った。

1980年代に入ると、マイケル・ポーターが『競争優位の戦略』（1985）を発表しコンテンツ学派（ポジショニング派）が主流となるが、1980年代後半からはケイパビリティ派に属するジェイ・B・バーニーの内部資源論（RBV）<sup>6</sup>も台頭し、この2つの学派の対立が顕在化した。そして1990年代後半には、より具体的かつ実践的な戦略論を説き、独自のマネージャー論にも定評のあるヘンリー・ミンツバーグがこれまでの学派に対する激しい批判を展開<sup>7</sup>し、現在でも激しい経営学派同士の主導権争いが続いている。

2000年以降は、ハーバード大学のクレイトン・クリステンセンに代表されるイノベーション戦略論が盛り上がっている点が特徴的である。1990年代後半に創業したグーグルやアマゾン、2000年代創業のフェイスブックが一気に米国のリーディングカンパニーに駆け上がったことに象徴されるように、近年の米国企業はイノベーションをドライバーとして成長を遂げるケースが多く、これがイノベーション戦略論への注目度を高める要因となっている（図表4）。

---

<sup>6</sup> ポジショニング派が競争優位性の源泉を産業の魅力度など企業外部の環境に求めた一方、ケイパビリティ派はそれを組織構造や模倣困難性など企業内部の資源に求めた。このことからケイパビリティ派は内部資源論（RBV：Resource Based View）とも呼ばれる

<sup>7</sup> ミンツバーグは、1つの理論によって全ての経営現象や経営戦略を説明すること自体が誤りであり、企業は発展段階に合わせて戦略を組み換えるべきと主張した。また実際の経営には実務経験（クラフト）、分析（サイエンス）、および直観（アート）のバランスが存在するとし、分析に偏重するプランニング学派や当時のMBA教育を激しく批判した

(図表4) 米国の時価総額上位10社

	会社名	創業年	時価総額 (億ドル)
1	アップル	1976	6,488
2	グーグル	1998	4,566
3	マイクロソフト	1975	3,815
4	エクソンモービル	1870	3,370
5	パークシャー・ハサウェー	1955	3,309
6	ゼネラル・エレクトリック	1892	2,906
7	フェイスブック	2004	2,735
8	ウェルズ・ファーゴ	1852	2,725
9	ジョンソン・エンド・ジョンソン	1886	2,702
10	アマゾン・ドット・コム	1995	2,623

注：ハイライトは1970年以降の創業企業（創業年は前身を含む）、時価総額は2015年10月20日時点、  
(出所) Bloomberg より大和総研作成

クリステンセンは持続的な競争優位の確立を目指したポジショニング派とも、企業の内部資源に着目したケイパビリティ派とも一線を画し、いかに連続して競争優位を生み出せるかに着目した点で画期的であった。クリステンセンは代表作『イノベーションのジレンマ』(1997)において「破壊的イノベーションに直面したときにマネージャーが打ち出す戦略と計画は、実行するための計画というより、学習し、発見するための計画であるべき」と述べており、1970年代に盛り上がった意図的で効率性重視(⇔創発的で柔軟性重視)の中期経営計画には否定的なスタンスを採る。

近年ではコロンビア大学のリタ・マグレイスによる『競争優位の終焉』(2013)がベストセラーとなったが、マグレイスの主張はクリステンセンと近い。彼女は同書のなかで、「持続する競争優位」という考え方が今や有害であると切り捨て「一時的優位性の世界ではイノベーションは専門的に構築され管理されなければならない」と述べたうえ、現代企業における外部資源の活用方法やリーダーシップの在り方について独自の理論を展開した。

このように、産業構造が大きく変化してきた米国では経営戦略そのものが多様であり、特にハイテク企業が急速な発展を遂げている昨今の環境においては、アンゾフが有効性を説いた戦略的計画(strategic planning)はやや劣勢に立たされている感がある。ミンツバークらが主張するように、経営計画は比較的安定的な経営環境を前提に、企業内の資源配分などを再考し経営の効率性を高める際には有効に機能するが、ダイナミックな環境の変化に対応しにくく、革新的な新しい取り組みには不向きという側面もあろう。このようにプランニング派の経営戦略論に対してやや逆風が吹いている米国の状況も、米国企業が中期経営計画を公表しない、あるいは作成しない要因の1つとなっていると考えられる。

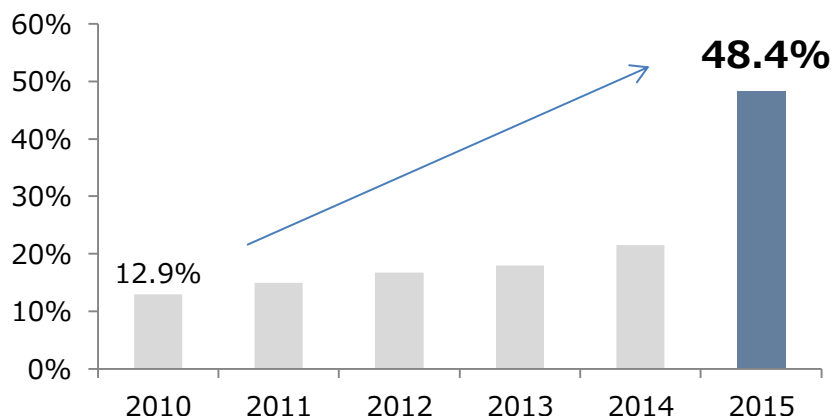
### 3. 日本企業へのインプリケーション

以上、米国企業が中期経営計画を発表しない理由について、市場構造、ガバナンス構造、経営戦略という 3 つの観点から考察した。これらから導かれる日本企業が目指すべき中期経営計画に対するインプリケーションとして、以下に指摘したい。

まず、日本において市場が中期経営計画を求める構造は今後も変わらないと筆者は考える。企業による予測情報の開示は日本の資本市場の制度および文化として根付いていることがその理由である。また、業界や事業構造がますます複雑化している昨今、わが国のアナリスト 1 人が担当する企業数を増やすことに限界があることも遠因として挙げられよう。

一方、近年、日本のガバナンス構造がベクトルとして米国型に近づいていることも見逃せない。周知の通り、日本再興戦略の一環として機関投資家向けの行動原則である「スチュワードシップ・コード」、上場会社が守るべき行動規範である「コーポレートガバナンス・コード」が導入され、既に企業価値の向上に向けた社会全体の取り組みが動き出している。東京証券取引所の発表によれば、2 名以上の独立社外取締役を選任する東証一部上場会社の比率は 2010 年から 2015 年までに 12.9% から 48.4% まで上昇した（図表 5）。

（図表 5） 2 名以上の独立社外取締役を選任している東証一部企業の割合



出所：東京証券取引所「東証上場会社における社外取締役の選任状況」（2015. 7. 29）より大和総研作成

日本企業を取り巻く環境もまた、1980 年代の米国と重なる部分がある。当時は破壊的イノベーションの担い手であったソニーやキヤノンなどの日の丸ブランドが米国を席卷したが、昨今は韓国のサムスン電子や LG をはじめ、中国の小米科技（シャオミ）、阿里巴巴（アリババ）、騰訊（テンセント）、Ctrip（シートリップ）、台湾の鴻海（ホンハイ）などアジア



---

ア系企業の躍進が目覚ましく、日本にとっての脅威ともなっている。ポーターやバーニー、クリステンセンが当時の日本企業の躍進を深く研究したように、日本もこれらの新しい企業の行動から学びつつ、独自の経営戦略を切り拓いていく姿勢が求められるだろう。

こうしたことから、日本企業による中長期業績見通しの発表は今後も続けられると見られるが、その中身については、米国における情報開示方針や経営戦略のように、独自のスタイルが広がる可能性が高いと思われる。

コーポレートガバナンス・コードを他律的な規範と捉えている限り、それ自体は企業を変えるものではない。しかしコードを正しく理解し、自律的にコードを経営変革に活かそうとする努力は、改めて経営の原点、そして自社の原点に立ち帰るきっかけとなるだろう。このことは中期経営計画の策定や運用にも当てはまる。

I R優良企業として知られるオムロンが2016年3月期から中間期の業績予想の開示を取りやめ、中長期の情報開示および投資家との対話をより重視すると発表したことは、コーポレートガバナンス・コードを起点とした行動変革の好例であろう。中期経営計画に関しても、企業独自の戦略やスタイルが着実に生み出されることを期待したい。

—以上—

---

## 参考文献

- カンファレンス・ボード編 日本能率協会訳「アメリカ企業にみる経営計画の実際 83社の経営計画策定要領」（日本能率協会、1978年）
- ヘンリー ミンツバーグ「戦略計画 創造的破壊の時代」（産能大出版部、1997年）
- クレイトン・クリステンセン「イノベーションのジレンマ」（翔泳社、2001年）
- 新保博彦「日米コーポレート・ガバナンスの歴史的展開」（中央経済社、2006年）
- 三谷宏治「経営戦略全史」（ディスカバー・トゥエンティワン、2013年）
- リタ・マグレイス「競争優位の終焉」（日本経済新聞社、2014年）
- ラム・チャラン「取締役会の仕事」（日経BP社、2014年）