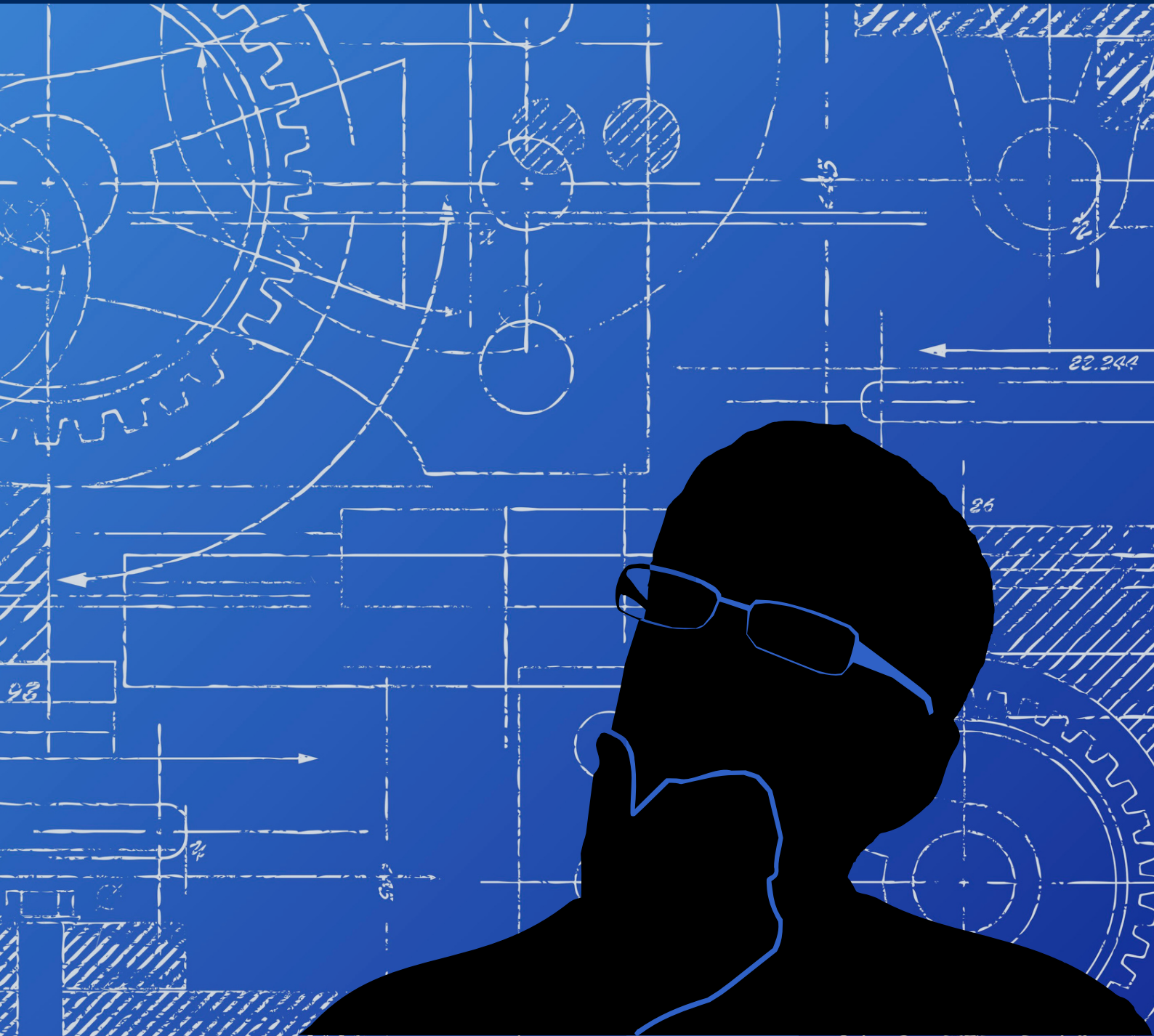


FUTURE VISIONER

— 未来図を描く —



応募区分：大学

チームID：SL2100384

チーム名：部屋の中の象使い

学校名/学部：東京大学/経済学部 3年

メンバー：屋久(リーダー) 谷 周

指導教員：首藤昭信 准教授

基礎学習

1. 私たちの生活に必要な財やサービスを [1] 生産 し、[2] 流通 させ、[3] 消費 することを経済という。財やサービスには、代金を払った人だけが消費を独占できる [4] 私的財 と、政府が税金等を使って提供する [5] 公共財 とがある。
2. 経済の主体には、生産・流通の主体である [6] 企業、消費の主体である [7] 家計、行政サービスや公共財の提供などを通して一国の経済活動を調整する主体である [8] 政府 がある。
3. 通貨には、紙幣や硬貨などの [9] 現金通貨 と、銀行などに預けられており振替などで決済手段として機能する [10] 預金通貨 とがある。
4. 2022 年からの成年年齢の引き下げに関する説明文のうち、誤っているものは？ [11] d
 - a. 成年年齢の引き下げにより、18・19 歳は父母の親権から離れ、親の財産管理権が及ばなくなる。
 - b. 成年年齢の引き下げにより、男女とも 18 歳から結婚が可能になる。
 - c. 親の同意なしで、携帯電話の契約を結んだり、アパートを借りたり、高額商品を買うためのローンを組んだりできるようになる。
 - d. 成年年齢引き下げ後に、いったん結んだ契約を取り消すためには「未成年取消権」の行使が必要になる。
5. 日本では人口減少が進む中、性別や年齢、言語や宗教など多様な視点を有する人たちが構成される組織のほうが強さを増すという [12] ダイバーシティ の重要性が指摘されている。
6. 2020 年に署名された RCEP(地域的な包括的経済連携)は、日本や中国、韓国など東アジアを中心に [13] 15 か国が参加し、世界の人口と GDP のおよそ [14] 3 割を占める世界最大規模の自由貿易圏である。
7. グローバル化の進展に関する次の説明文のうち、正しいものは？ [15] d
 - a. 貿易が自由化され、安い輸入品が国内に入ってくることは、消費者にとっても国内の生産者にとってもメリットになる。
 - b. グローバル化の進展による影響は、経済以外の分野ではあまり見られない。
 - c. 「環太平洋経済連携協定（TPP）」は、FTA（自由貿易協定）の一つである。
 - d. 近年の日本の国際収支をみると「投資収益」が大幅な黒字を計上している。
8. 「持続可能な開発目標（SDGs）」の 17 の目標のうち、今回、グループで設定した投資テーマと特に関連が深い目標を挙げ（3 つ以内）、その主な理由を記述してください。

関連の深い SDGs の目標	その主な理由
12 つくる責任 つかう責任	未来図を持つ企業は、持続可能な「消費と生産」のサイクルを実現できると考えられる。
8 働きがいも経済成長も	インタビューおよびアンケート調査によって、どのように企業の未来図を従業員に共有しているか、という点について検討を行っている。そうした全社的な取り組みは、事業活動の質のみならず、従業員自身のキャリアにも貢献すると考えられる。

9. 「ESG 投資」で重視する 3 つの要素の組み合わせとして、正しいものはどれか？ [16] b
- a. 経済 — 科学 — 成長
 - b. 環境 — 社会 — 企業統治
 - c. 効率 — 公正 — 企業統治
10. GDP(国内総生産)に関する次の説明文のうち、誤っているものは？ [17] a
- a. GDP とは、一定期間に国民全体として生産したモノやサービスの付加価値の合計額をさす。
 - b. GDP とは、一定期間に国内で生産したモノやサービスの付加価値の合計額をさす。
 - c. 実質 GDP とは、名目 GDP から物価の変動による影響を差し引いたものである。
 - d. 2020 年(暦年)の日本の GDP の額は、名目 GDP が実質 GDP を上回っている。
11. 投資のリスクを少なくする方法には、[18] 投資先 を分散させることや、投資する [19] 時間 を分散することなどがある。
12. 「投資信託(ファンド)」に関する次の説明文のうち、誤っているものは？ [20] d
- a. 投資信託では、分散投資の考え方から生まれた金融商品の一つである。
 - b. 投資信託では、多くの投資家から集めた資金をまとめて運用している。
 - c. 投資信託は、元本が保証されている金融商品ではない。
 - d. 投資信託では、それぞれの投資家からの要望を受けて投資先の選定を行っている。
13. 次のうち、資本に対し企業がどれだけの利益を上げているかを表し、数値が高いほど経営効率が良いと言える財務指標はどれか？ [21] a
- a. R O E b. 自己資本比率 c. 純利益 d. P E R
14. 「日経アジア 300」は、アジアの 11 の国・地域を対象に、[22] 時価総額 [23] 成長性 [24] 知名度などを基準に選定した約 300 社の有力企業で構成されている。

要旨

業績予想や中期経営計画など、日本企業は様々な将来予測情報を開示してきた。しかし近年、ショートターミズムへの批判を背景に、四半期決算や短期的な業績予想に関して、その制度を見直すべきであるとする論調が強まっている。また、昨今のコロナ禍のように不確実性が高まった状況においては、将来予測情報の開示が困難になるという問題点も存在する。

このような議論や時代の潮流を踏まえて、我々は「企業の未来」に関する新たな捉え方を提案することとした。それが「未来図 (Future Vision)」である。未来図は、企業の将来の見通しに関する総合的な概念である。未来図の重要な特徴は、それが企業の長期的な成長に貢献するものであることと、不確実性が高まった状況においても有用な情報を提供できるということにある。我々は、伝統的な会計・ファイナンスの財務分析に加え、テキスト分析、任意開示項目の調査、および定量評価が難しいソフト情報の数量化など様々な分析を行うことで、企業が持つ「将来の見通し」に関する、従来の将来予測情報よりも長いスパンによる評価を実現した。

我々は「優れた未来図を描き続けることで長期的な成長を実現する企業」を **Future Visioner** と名付け、Future Visioner を投資対象とする投資戦略を立案した。具体的には、①未来図を描く積極的な姿勢、②優れた未来図の存在、および③未来図を描く体制、という3段階のスクリーニングによって Future Visioner 14 社を選出し、ポートフォリオを構成した。そして、このポートフォリオのパフォーマンスを分析することで、我々の投資テーマの妥当性を確認した。

Future Visioner として選出した 14 社のみならず、全ての日本企業が、その会社なりの未来図を描いているはずである。そうした各企業が持つ「将来の見通し」を評価するにあたって、本稿が幾許かの示唆を与えることができたならば、これ以上ない喜びである。

目次

I 投資テーマ	5
投資テーマの背景・決定	5
スクリーニングの決定	6
II スクリーニング	8
第1スクリーニング：未来図を描く積極的な姿勢	8
第2スクリーニング：優れた未来図の存在	13
第3スクリーニング：未来図を描く体制	17
III ポートフォリオ	20
ポートフォリオ配分の決定	20
ポートフォリオにおける投資比率および企業紹介	21
ポートフォリオの分析	24
IV インタビューおよびアンケート調査	26
V 日経 STOCK リーグを通じて学んだこと	28
VI 終わりに	28
参考文献	29

I 投資テーマ

投資テーマの背景・決定

財務諸表を通じて開示される会計情報が過去の (historical) データである一方、日本企業は独自の制度的背景の下で、様々な**将来予測情報**を開示してきた¹。特に、具体的数値を伴う将来予測情報の開示は、日本の金融市場の特徴であると言える。例えば、日本ではほぼ全ての上場企業が「経営者による業績予想」を開示しており、2019年3月期決算では、全体の約96.2%が開示を行っている（東証, 2019）²。米国では、業績予想について具体的な数字を公表する企業は日本ほど多くなく、将来業績の予想は主にアナリストが担っている（日本経済新聞, 2012年7月25日より）³。また、任意開示である中期経営計画に関しても、質問調査に対する回答企業1,032社のうち、約69.2%もの企業がその開示を行っている（日本IR協議会, 2021）。このように、数値情報を伴う将来予測情報の開示は、日本企業に深く根付いているのである。

一方で、近年、企業による**将来予測情報の開示の在り方に関する議論が活発化**しており、日本経団連は、四半期決算の簡素化や業績予想の廃止等の検討を要請している（日本経団連, 2010）。また、岸田首相もその所信表明演説で「四半期決算制度の見直し」に言及しており、企業の長期ビジョンの重要性が議論されている（日本経済新聞, 2021年10月9日より）。この背景には、短いスパンでの業績開示や短期的な将来予測情報の開示が、企業の「短期主義（ショートターミズム）」を助長するのではないか、という懸念があると考えられる。

また、**不確実性が高まると、将来予測情報の開示が困難になる**という問題点も存在する⁴。新型コロナウイルス感染症（COVID-19）が急激に拡大した2020年3月期決算では、全体の約56.4%もの企業が、決算短信における業績予想を「未定」または非開示とした（東証, 2020b）。こうした状況では、投資家が得られる情報が減少することとなる。

我々は、以上のような将来予測に関する議論や、不確実性の高まりという時代の潮流を踏まえて、日本企業に根付く「将来予測」を再検討することとした。そして、我々は、独自の投資戦略を通じて、**企業が持つ「将来の見通し」に関する新しい捉え方を提案する**。

ここに我々は、「**未来図（Future Vision）**」という**新しい概念に基づく投資戦略**を立案する。未来図は、企業の「将来の見通し」に関する総合的な概念であり、将来予測や将来計画を含んだ、より包括的なものである。未来図に関する重要な特徴は、以下の2つである。

¹ 将来予測情報とは、「主要な経営指標（例えば、売上高、利益、ROE など）の見込みや、将来の経営成績に影響を与える財務指標（例えば、設備投資や研究開発に係る支出など）の見込みその他の将来の見通しに係る情報」のことを指す（東証, 2020a）。

² 経営者による業績予想開示は、記者クラブにおける決算発表時の共通質問事項の1つとして行われていたもので、1980年には既に9割強の上場企業が開示を行っていた（林, 2012）。

³ 経営者による業績予想開示は、日米の「財務開示の最大の相違」である（太田, 2002）。

⁴ 本稿における「不確実性」は、いわゆる「ナイトの不確実性（Knightian uncertainty）」である（Knight, 1921）。フランク・ナイトは、不確実性を「確率や統計に基づいた推定が困難である状況」とであると見做し、確率的予測が可能な「リスク」の概念と明確に区別した。

1つ目は、未来図は短期的な予測ではなく、**企業の長期的な成長を意識した将来の見通し**であるということである。我々は、短期的な将来予測情報の分析を、任意開示項目の調査、テキスト情報の定量的な分析、定量的な評価が難しい経営者能力の数量化、および未来図を支えるコーポレート・ガバナンスの分析と組み合わせることで、長期的な視点に基づく未来図の評価を実現している。優れた未来図を持つ企業は、長期的に成長していくことが期待できる。

2つ目は、未来図は**不確実性が高まった状況（不確実性下）においても企業評価に関する有益な情報を提供できる**、ということである。我々は、不確実性下における将来予測情報の開示状況には企業の未来図に対する積極性が表れると想定し、分析を行っている。不確実性下における将来予測情報の分析を、不確実性が低い状況下におけるデータの分析と組み合わせることで、将来予測情報の開示が難しい不確実性下においても有益な情報を提供できる未来図の分析を実現した。未来図は、不確実性下における企業評価に貢献することができる。

我々は、不確実性が高まっていくこれからの時代において、優れた未来図を描く企業の企業価値は向上していくと考えた。そこで「**優れた未来図を描き続けることで長期的な成長を実現する企業**」を"Future Visioner"と名付け、我々の投資対象企業とする。

スクリーニングの決定

次に、Future Visioner を選出するためのスクリーニングについて検討する。まず、Future Visioner であるためには、その企業が**未来図を描く積極的な姿勢**を持っていることが求められる。そこで、まず、第1スクリーニングとして、**不確実性下において将来予測情報を積極的に開示した企業**を選出する。将来予測が難しい不確実性下において、将来予測情報を積極的に開示した企業は、それだけ「未来図を描くこと」に対して積極的であると言えるだろう。ここでは、将来予測情報の分析として、業績予想開示の迅速性、業績予想精度、および業績予想の修正に関する分析や、MD&A テキストの修正度合いに関する定量的な分析を行なった。

次に、第2スクリーニングでは、未来図を描く積極的な姿勢を持つ企業の中から、**優れた未来図を描けている企業**を選出する。我々は、企業の長期的な成長に貢献する未来図の条件として、**将来予測の正確性と将来計画の明確さ**の2つを想定し、分析を行なった。正確な将来予測と明確な将来計画の両方を兼ね備えた未来図こそが、有用な事業活動の指針となりうる。まず、将来予測の正確性に関して、業績予想精度、利益の持続性、独自に考案した配当の予測可能性、および投資効率性を測定した。そして、将来計画の明確さに関して、中期経営計画の開示状況や策定方針の調査と MD&A テキストの読みやすさに関する定量的な分析を行なった。

最後に、第3スクリーニングでは、これからも未来図を描き続けられる企業を選出すべく、**企業の未来図を描く体制**を分析する。具体的には、未来図を描くのに必要な**経営者能力**と、経営者の未来図に関する意思決定を支える**コーポレート・ガバナンス**に着目した。まず、経営者能力に関して、将来の見通しに関する経営者能力を表すことができる MA スコアという指標を用いて、経営者能力の数量化を行なった。そして、コーポレート・ガバナンスに関して、経営者報酬制度、取締役人数、および取締役に占める独立社外取締役の割合の分析を行なった。

スクリーニングおよび分析について

本稿は、東証1部、東証2部、マザーズ、およびJASDAQにおける上場企業のうち、表1に掲げる企業を除いた**2,647社**をスクリーニング対象としている。決算月や新規上場による除外は、分析に用いるデータが入手不可能であることによる（スクリーニング1-1, 1-2を参照）。

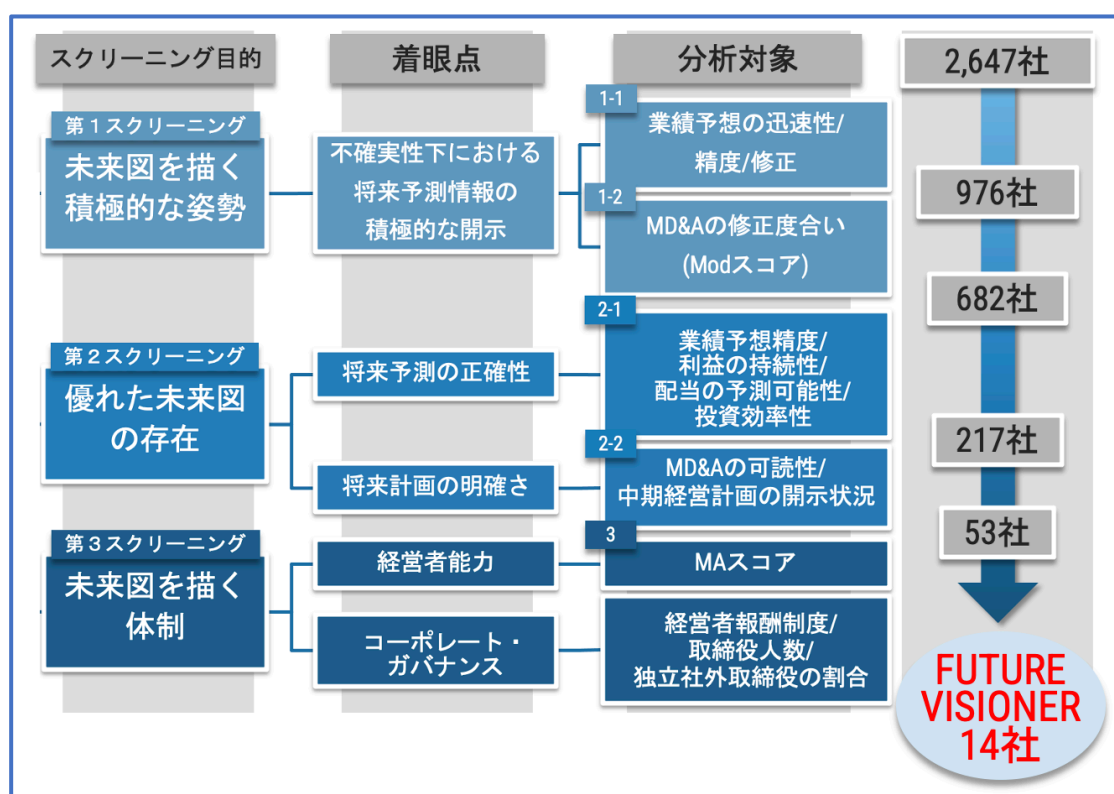
表1 上場企業のうち、スクリーニングの対象外とした企業

- | |
|---|
| ・金融業（東証17業種における「15銀行」「16金融（銀行除く）」）に属する企業 |
| ・2021年度の会計利益がまだ公表されていない企業（10~12月および1月を決算月とする企業） |
| ・2019年や2020年において、有価証券報告書を提出していない新規上場企業 |

スクリーニングの全体図

図1は、スクリーニングの全体図を示している。

図1 スクリーニングの全体図



分析データ

利用データに関して、財務データは「日経 NEEDS Financial Quest」、テキストデータは「総合企業情報データベース eol」から入手した。また、中期経営計画の開示に関しては、各企業のウェブサイトにおけるIRページと「日経会社情報デジタル」を利用し、経営者報酬制度や取締役の人数・属性に関しては、各社のIRページやTDnetを利用した。

Ⅱ スクリーニング

第1スクリーニング：未来図を描く積極的な姿勢

不確実性下における将来予測情報の積極的な開示

第1スクリーニングにおいては、**未来図を描く積極的な姿勢**を持っている企業として、**不確実性が高まった状況（不確実性下）において将来予測情報を積極的に開示した企業**を選出する。不確実性が相対的に低い状況に比べて、不確実性下における将来予測はより困難になる。そのような状況において将来予測情報を積極的に開示した企業は、将来を見通す、つまり未来図を描くことに関して、積極的な企業であると言えるだろう。

では、現実にはどのような時に不確実性が高まったと言えるのだろうか。一般に、大規模な「想定外の事象」が発生すると、社会における不確実性は急激に高まり、マクロ経済は大きな影響を受けるとされる。過去20年間の日経平均ボラティリティ・インデックス（日経平均VI）の推移をみると、金融危機や東日本大震災の発生時期、そしてCOVID-19の感染が急激に拡大した時期に、マクロ経済の不確実性が高まっていることが分かる（図2参照）⁵。そこで、我々は、**COVID-19感染拡大後の2020年に開示された将来予測情報を分析することとした**⁶。



—Investing.com (<https://jp.investing.com>) のデータをもとに作成

1-1 不確実性下における業績予想開示

第1スクリーニングの第1段階（1-1）では、**経営者による業績予想開示**を分析する。具体的には、①**業績予想開示の迅速性**、②**業績予想精度**、および③**業績予想の修正**の評価を行った。

「投資テーマ」でも述べたように、COVID-19の感染が急激に拡大した2020年3月期には、約6割もの企業が例年通りの業績予想開示を実施できなかった。このことは、不確実性が高まると業績予想の開示が困難となること、また、その開示に関して企業間に差異が存在することを示している。我々は、この差が、企業の「未来図を描くこと」に対する積極性の差であると考え、**不確実性下において業績予想開示を積極的に行なった企業**を選出することとした。

⁵ 日経平均VIは日経平均株価の動き幅に関する市場予想を示す指標で、マクロ経済の不確実性の指標として扱われる（北川, 2021）。先物価格や行使価格の幅と連動するように計算される。

⁶ 生存者バイアスの混入を避けるために、金融危機が発生した2008~2009年や、東日本大震災が発生した2011年に開示された将来予測情報の分析は行わないこととした。現存する企業は全て、過去の苦難を乗り越えてきた企業であることを忘れてはならない。

ここでの分析対象は、2020年2月~9月を決算月として開示された業績予想開示である。なお、業績予想精度の算出において、予想に対応する実績値を用いるため、分析段階において実績値である2021年度の会計利益がまだ公表されていない企業（10~12月および1月を決算月とする企業）はスクリーニングの対象外とした。

1-1 ①業績予想開示の迅速性

まず、業績予想開示に対する積極性として、**業績予想開示の迅速性**を評価する。業績予想は原則として決算短信で開示され、通期決算に係る決算短信は「遅くとも決算期末から45日以内の開示が適当」であり「30日以内の開示がより望ましい」とされている（東証, 2020a）⁷。なお、決算短信で業績予想を「未定」とし、期中に遅れて業績予想を開示する企業も存在する。

2020年3月期決算における決算発表所要日数は平均43.4日であり、2019年3月期決算の39.7日や2018年3月期決算の39.2日に比べて急激に伸びている（東証, 2019; 東証, 2020b）。このように、業績予想を含む決算短信の開示に多くの時間を要した状況下で業績予想を迅速に開示した企業は、業績予想開示を積極的行なった企業であると言えるだろう⁸。ここでは、**決算期末から業績予想の公表日までの日数（以下、業績予想所要日数）が短い企業**を選出する⁹。

1-1 ②業績予想精度

業績予想が「予想」である以上は、開示の迅速性のみならず、その精度が要求される。そこで次に、**業績予想精度**を評価する。業績予想精度が高い企業は、業績予想に相対的に多くの労力を費やした企業であり、それだけ業績予想開示に積極的な企業であると言える¹⁰。そこで、Ishida et al.(2021)を参考に、業績予想精度を示すMFEスコアを算出する。MFEスコアは、予想利益と実績利益の乖離度合いとして計算される。

ただし、業績予想を達成するために経営者が利益を操作している場合には、MFEスコアは予想の精度を適切に示さなくなる。そこで、分析上の工夫を行う。まず、会計利益は、現金による裏付けの有無によって、「キャッシュ・フロー」と発生主義会計の下で認識される「会計発生高」に分類される。その会計発生高のうち、経営者の裁量による利益調整部分が「裁量的会計発生高」となる。我々は、利益調整の影響を排除するために、**裁量的会計発生高を控除した利益を用いたMFEスコア（以下、Modified MFEスコア）**を算出することとした。

⁷ また、通期決算に係る決算短信を期末後50日以後に開示する企業は、その理由や次期の開示見込み等を開示することが求められている。

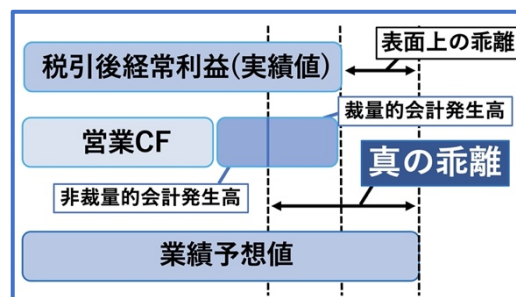
⁸ 我々は、具体的な将来予測を要する業績予想の算出は、決算短信に含まれる他の経営指標（終了年度の実績）の確定よりも多くの時間を要すると想定している。

⁹ 決算短信で業績予想を開示した企業に関しては、決算発表所要日数をそのまま算定する。一方で、決算短信に遅れて後から業績予想を開示した企業に関しては、決算期末から「業績予想を公表した日」までの日数を算定することとなる。

¹⁰ Kitagawa(2021)によれば、不確実性下では楽観的な予想が抑制され、業績予想精度は高くなる傾向があるが、企業間で業績予想精度を比較することの意義は失われたいと考えている。

図3における「表面上の乖離」が、MFEスコアで測定する乖離であり、これは、利益調整部分である裁量的会計発生高を含んだ利益と予想利益の乖離である。一方、Modified MFEスコアは、裁量的会計発生高を控除した利益と予想利益の乖離である「真の乖離」を測定するため、業績予想精度をより適切に示すと考えられる。

図3 MFEスコアと裁量的会計発生高の関係



Modified MFEスコアの算定に当たって、まず、裁量的会計発生高を算定する。ここでは、修正ジョーンズモデル[1]を用いて、東証17業種に従った産業ごとにクロスセクション分析を行い、回帰モデルの残差として裁量的会計発生高を推計する (Dechow et al., 1995)。

[1] 修正ジョーンズモデル (Dechow et al., 1995)

$$TA_i = \alpha + \beta_1(\Delta Sales_i - \Delta AR_i) + \beta_2 PPE_i + \varepsilon_i \quad \dots [1]$$

i : 企業, TA : 会計発生高¹¹/期首総資産額, $Sales$: 売上高/期首総資産額,
 AR : 売上債権/期首総資産額, PPE : 償却性有形固定資産/期首総資産額

次に、MFEスコアの算定式における実績利益を、裁量的会計発生高を控除した利益に置き換えることで、Modified MFEスコア[2]を算定し、スコア（乖離）が小さい企業を選出する。

[2] Modified MFEスコア (参考: Ishida et al., 2021)

$$Modified\ MFE = 100 \times \frac{|(actual\ earnings - DAC) - first\ MF|}{lagged\ market\ value\ of\ equity} \quad \dots [2]$$

$actual\ earnings$: 税引後経常利益, DAC : 裁量的会計発生高, $first\ MF$: 経常利益の当初予想,
 $lagged\ market\ value\ of\ equity$: 期首時価総額

1-1 ③業績予想の修正

最後に、業績予想の修正を評価する。企業は、直近に公表した予想と実績の見込みに重要な差異が生じた際に業績予想の修正を行う。期首に業績予想が一斉に開示される日本において、予想修正は、既に公表した予想の誤りとして捉えることも、適時情報の開示として評価することもできる。我々は「不確実性下における予想修正は、情報の非対称性を緩和させる適時情報の開示である」と仮定し、業績予想開示を積極的行なった企業として、業績予想の修正を公表した企業を選出することとした¹²。ただし、実質的な実績公表の前倒しによって情報開示の安定性を損なう駆け込み修正や、東証の規則に従った大幅修正を行なった企業は、業績予想開示に積極的な企業ではないとして、加対象から除外した^{13,14}。

¹¹ 税引後経常利益と営業キャッシュ・フロー（営業CF）の差分として計算した(直接誘導法)。

¹² 北川(2021)によれば、不確実性下においては、市場における情報の非対称性が拡大する。

¹³ 駆け込み修正は、実績値の公表日前30日以内に行われた予想修正を指す (円谷, 2008)。

¹⁴ 東証は、予想と実績見込みの差異が一定の割合を超えた場合に修正を義務付けており、経常利益に関しては30%をその基準としている。

1-1 におけるスコアリング方法

①から③の各項目に関して、表2の通りにスコアリングを行う。10点満点中6点以上を獲得した企業976社を不確実性下において業績予想開示を積極的行なった企業として選出した。

表2 1-1 におけるスコアリング方法

①業績予想開示の迅速性	業績予想所要日数について、以下の通りにスコアリングを行う ¹⁵ 30日以内：4点；30日超~45日以内：3点；45日超~50日以内：2点 50日超（期中開示含む）：1点；非開示：0点
②業績予想精度	Modified MFE スコアが小さい順に、20%毎に4~0点
③業績予想の修正	業績予想修正を開示：2点 ただし、駆け込み修正 or 大幅修正を行なった企業は0点

1-2 不確実性下における MD&A

1-1 では、未来図を描く積極的な姿勢を評価するために、不確実性下における業績予想開示の積極性を分析した。しかし、業績予想は単年度の数値指標であるため、企業の未来図を描く積極的な姿勢に関して十分な評価を行うことができない。そこで、第1スクリーニングの第2段階（1-2）として、有価証券報告書における「**経営者による財政状態、経営成績及びキャッシュ・フローの状況の分析（MD&A）**」の項目を分析する¹⁶。ソフトな将来予測情報が含まれる MD&A の記載が、不確実性下における企業内外の変化に対応したものであったならば、その企業は、不確実性下において将来予測情報を積極的に開示した企業であると言えるだろう。

ここでは、主にテキストで構成される MD&A の分析を客観的に行うために、Brown and Tucker (2011) (以下, BT) を参考に、「**MD&A 情報の前年度に対する修正度合い**」を示す **MD&A Modification Score (以下, Mod スコア)** を算出する¹⁷。COVID-19 の感染拡大後の MD&A における Mod スコアが高ければ、それは企業が不確実性下の様々な変化に対応して、積極的に MD&A の修正を行なっていることを意味する¹⁸。そこで我々は、**Mod スコアが高い企業**を、不確実性下において将来予測情報を積極的に開示した企業として選出することとした。

ここでは、分析対象として、2019 年期と 2020 年期の MD&A を用いる。なお、当該期間において有価証券報告書を提出していない新規上場企業はスクリーニング対象から除外してある。最終的に、サンプルとして 3,432 社×2=6,864 個の MD&A 情報が得られた¹⁹。

¹⁵ 東証の作成要領、および決算発表所要日数の評価を行なっている記虎(2017)を参考にした。

¹⁶ 首藤(2008)によれば、MD&A における関心の対象は将来予測情報である。

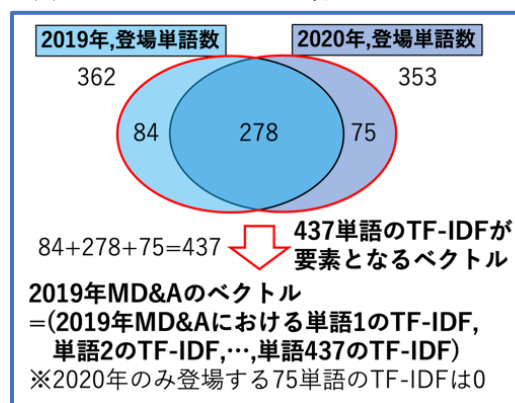
¹⁷ MD&A 項目の設置自体は強制であるが、MD&A の内容には経営者の広い裁量が認められるため、Mod スコアは企業の自発的開示の質を捉えることができる (Roulstone, 2011)。

¹⁸ 伊藤(2016)は、Mod スコアの簡易版を用いた研究で、金融危機の際に日本企業が MD&A の修正を積極的行なっていた可能性を指摘している。

¹⁹ サンプルサイズを確保するために、入手可能な全てのデータを利用した。予想精度の測定に必要な実績利益と異なり、COVID-19 の感染拡大後の MD&A データは全て出揃っている。

Mod スコアは、テキスト分析の手法を用いて算出する²⁰。まず、各企業の2年度分のテキストを、それぞれTF-IDF[3]を用いてベクトル化する(図4参照)²¹。TF-IDFは、ある文章における特定の単語の重要度を示す指標であり、当該単語の出現頻度と単語自体の珍しさによって算出される。例えば、ある企業のMD&Aに「経営」という単語が多く登場したとしても、「経営」という単語は他社のMD&Aにも多く登場するため、重要な単語であるとは評価されない。

図4 テキストのベクトル化



[3] TF-IDF

$$TF-IDF_{w,d} = TF (Term Frequency)_{w,d} \times IDF (Inverse Document Frequency)_w$$

$$= \frac{\text{文書}d \text{における単語}w \text{の出現回数}}{\text{文書}d \text{に含まれる総単語数}} \times \log \frac{\text{サンプルに含まれる総文書数}(6,864)}{\text{サンプルのうち、単語}w \text{が含まれる文書数}} \quad \dots [3]$$

次に、各企業に関してそれぞれ、2年度分のベクトルのコサイン類似度[4]を算出する。コサイン類似度は、ベクトルの類似度を示す指標で、2つのベクトルがなす角の大きさのコサイン値で表される(図5参照)。ここでは、ベクトルの要素がTF-IDF値(非負)であるため、コサイン類似度は0~1の値を取る。最後に、Modスコアを「修正度合い」つまり「似ていない度合い」として算出するために、[1-コサイン類似度]がModスコアとして定義される。

図5 コサイン類似度とベクトルの類似度

コサイン類似度が1(0)に近い
→なす角の角度が小さい(大きい)
→ベクトルが似ている(似ていない)



[4] コサイン類似度

$$\text{cosine similarity} = \frac{V_1 \cdot V_2}{|V_1| \times |V_2|} \quad (\text{各ベクトルの要素数は等しい}) \quad \dots [4]$$

ここでは、スコアが下位30%となった企業を除外し、残った682社を不確実性下においてMD&Aを積極的に修正した企業として選出した。そして、この682社が不確実性下において将来予測情報を積極的に開示した企業、つまり未来図を描く積極的な姿勢を持つ企業となる。

²⁰ 本分析においては、工藤拓氏が開発した形態素解析エンジン MeCab、および MeCab 上の辞書として、mecab-ipadic-NEologd (LINE(株)の佐藤敏紀氏が開発)を使用した。

²¹ BTでは、TFを単語の出現回数としているが、本稿ではより一般的な定義に従い、単語の出現頻度とした。その結果、本稿におけるModスコアと総単語数の相関はほぼ0となったため、BTにおける総単語数の影響を排除する操作(回帰分析)を省略している。

第2スクリーニング：優れた未来図の存在

将来予測の正確性と将来計画の明確さ

第2スクリーニングにおいては、未来図を描く積極的な姿勢を持つ企業の中から、実際に「**優れた未来図を描けている企業**」を選出する。我々は、企業の長期的な成長に貢献する未来図の要件として、「**将来予測の正確性**」と「**将来計画の明確さ**」の2つを分析する。

第1スクリーニングで分析した不確実性下の情報は、将来予測が困難であるという不確実性の影響を大きく受けている。ここでは、企業の未来図により迫るために、**不確実性の影響が相対的に小さい2013~2019年のデータ**を用いた²²。なお、単年度で測定する指標は2013~2019年の各年で算出し、その単純平均を比較している。また、新規上場等により、一部の年度のデータが入手できない企業に関しては、データが入手可能な年度分のみで分析を行なった。

2-1 将来予測の正確性

まず、第2スクリーニングの第1段階(2-1)では、企業の長期的な成長に貢献する未来図の条件として、**将来予測の正確性**を評価する。どれだけ高尚なビジョンを持っていたとしても、誤った将来予測に基づく計画は計画倒れとなってしまう、長期的な成長が実現することはないだろう。ここでは、企業による将来予測の正確性を、様々な指標により測定する。

2-1 ①業績予想精度

まず、将来予測の正確性を評価するにあたって、1-1と同様に**業績予想精度**の分析を行う。ただし、本分析では、**利益調整部分である裁量的会計発生高を考慮しない従来のMFEスコア**を算出する(1-1 ②を参照)。利益調整は、発生主義会計の性質を利用した有限期間内の利益の移し替えであり、長期間で見た場合に利益額に与える影響は一定である(首藤, 2010)²³。よって、経営者が業績予想を達成するために報告利益を操作している場合においても、**長期に渡ってMFEスコアが小さい企業**は、正確な将来予測を行なっていると言える。ここでは、観測期間の各年におけるMFEスコア[5]の平均値が小さい企業を選出する。

[5] MFEスコア (Ishida et al., 2021)

$$MFE_t = 100 \times \frac{|(\text{actual earnings}_{t+1} - \text{first MF}_t)|}{\text{lagged market value of equity}_t} \quad \dots [5]$$

t: 年度, *actual earnings*: 税引後経常利益, *first MF*: 経常利益の当初予想,
lagged market value of equity: 期首時価総額

²² 東日本大震災の発生時期を考慮している。

²³ 会計発生高は「反転」するため、利益を無制限に増加(減少)させることはできない。報告利益を増加(減少)させた場合には、利益調整を行なった分だけ、将来利益が減少(増加)することとなる。

2-1 ②利益・配当の安定性

企業が開示する情報の中でも、投資家はとりわけ利益や配当に注目する。そこで次に、**利益・配当の安定性**を分析する。企業は、投資家の反応が大きい利益や配当に関して、安定的な報告を行うことが求められる²⁴。それにも関わらず、利益や配当の推移が不安定な場合、それは、企業の将来予測が誤っている可能性を示唆する。そこで、長期にわたって**利益や配当金額が安定している企業**を選出する²⁵。

②-1 利益の持続性

まず、利益の安定性の指標として、**利益の持続性**を算出する。利益の持続性は、「報告利益の翌期の利益に対する説明力」を示す指標である (Francis et al., 2004)²⁶。企業が、将来予測を誤った場合、年度ごとの利益の変動が大きくなってしまい、利益の持続性は低くなる。そこで、**利益の持続性が高い企業**を選出することとした。利益の持続性は、ラグを1とした税引後経常利益の自己回帰モデル[6]における自己回帰係数として算出される。

[6] 利益の持続性 (Francis et al., 2004; Dechow et al., 2010)

$$earnings_t = \alpha + \beta earnings_{t-1} + \varepsilon_t \quad \dots [6]$$

$earnings_t$: t 期の税引後経常利益/ t 期の期首総資産

②-2 配当の予測可能性

次に、配当の安定性を分析する。観測期間に渡って配当額が一定である場合、配当額の自己回帰係数は0となるため、配当の「持続性」によって、配当の安定性を評価することは難しい。そこで我々は、配当の自己回帰モデル[7]の決定係数を算定することとした (以下、「**配当の予測可能性**」という)²⁷。配当の予測可能性が高ければ、配当水準が維持されていることを意味し、それだけ企業の将来予測が正確であることを示唆していると考えられる。

用いるデータは、1株あたりの配当金額 (DPS) である。ただし、DPSは、株式分割や株式無償割当、株式併合 (以下、分割等) に大きな影響を受けるため、これらの影響を緩和する必要がある (石川, 2010)。我々は、 t 期に「1株→ x 株」の分割等を行なった場合に、 $t-1$ 期以前のDPSを $1/x$ 倍して調整することで、分割等による影響を緩和した。

[7] 配当の予測可能性 (参考: 音川・北川, 2007)

$$DPS_t = \alpha + \beta DPS_{t-1} + \varepsilon_t \quad \dots [7]$$

DPS_t : t 期の1株あたり配当金額 (分割等に関する調整後)

²⁴ 配当金額の公表は、将来業績に関するシグナリング効果を持つため、安易な減配は避けるべきであり、将来的に維持可能な配当水準を見定めることが重要であるとされる (石川, 2007)。

²⁵ ここでは、自己回帰モデルを用いるため、4期間以上のデータが入手できない企業は、分析対象外とした。また、4期間以上無配であった企業も、配当に関しては分析対象外とした。

²⁶ 利益の持続性が高ければ、企業評価モデルに安定的な利益情報を提供できることとなり、投資家による企業価値の評価に資するため、利益の質の代理変数として用いられる。

²⁷ 利益の自己回帰モデルにおける決定係数は「利益の予測可能性」と称され、利益の持続性と同様に、利益の質の代理変数として用いられる (音川・北川, 2007)。

2-1 ③投資効率性

企業は、その事業活動において様々な投資活動を行う。投資とは、将来におけるリターンを期待して行うものに他ならず、効率的な投資を行なっている企業は、それだけ正確な将来予測を行なっていると考えられる。そこで我々は、**投資効率性の高い企業**を選出することとした。

ここでは、Biddle et al.(2009)の投資効率性に関するモデルを用いる。Biddle et al.(2009)は、産業内における平均的な投資金額がその産業に最も適した投資金額であり、その平均的な金額からの乖離、つまり回帰モデルにおける残差が小さければ小さいほど、企業は効率的な投資を行なっていると仮定した。Biddle et al.(2009)のモデルにおいて、正の残差は過大投資、負の残差は過少投資を意味する。過大投資と過少投資はいずれも投資効率性の低さを示すため、我々は、**観測期間における「残差の絶対値」の平均値が小さい企業**を選出することとした。

具体的な計算としては、Biddle et al.(2009)の投資効率性のモデル[8]を用いて、東証 17 業種に従った産業ごとにクロスセクション分析を行なった。回帰モデルの残差として、産業内における平均的な投資金額からの乖離度合いを推計する。

[8] 投資効率性の算出 (Biddle et al., 2009)

$$Investment_{i,t} = \alpha + \beta SalesGrowth_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad \dots [8]$$

i : 企業, t : 年度, $Investment$: 総投資額 (有形固定資産および無形資産の純増加額) / 期首総資産額,
 $SalesGrowth$: 売上高成長率 (前期売上高に対する変化率) / 期首総資産額

2-1 におけるスコアリング方法

①から③の各項目に関して、表 3 の通りにスコアリングを行う。12 点満点中 8 点以上を獲得した企業 **217 社** を**将来予測が正確な企業**として選出した。

表 3 2-1 におけるスコアリング方法

①業績予想精度	MFE スコアが小さい順に、20%毎に 4~0 点
②-1 利益の持続性	利益の持続性が高い順に、1/3 毎に 2~0 点
②-2 配当の予測可能性	配当の予測可能性が大きい順に、1/3 毎に 2~0 点
③投資効率性	残差の絶対値が小さい順に、20%毎に 4~0 点

2-2 将来計画の明確さ

2-1 では、企業の長期的な成長に貢献する未来図の条件として、将来予測の正確性を分析した。しかし、正確な将来予測を行なっているだけでは、優れた未来図を描いているとは言えない。正確な将来予測を前提とし、その予測に基づいた明確な計画を描いて初めて、その企業は事業活動の指針となりうる「優れた未来図」を描いていると言えるのである。よって、第 2 スクリーニングの第 2 段階 (2-2) では、企業の**将来計画の明確さ**を分析する。だが、直接的に企業の内部計画を評価するのは難しい。そこで我々は、**①MD&A の可読性**と**②中期経営計画の開示状況**の分析を通じて、明確な将来計画を持つ企業を選出することとした。

2-2 ①MD&A の可読性

まず、将来予測情報が含まれる MD&A の分かりやすさに着目する。MD&A の記載が分かりやすい場合は、その背後にある将来計画も明確であることが示唆される。ここで、主にテキストで構成される MD&A の分かりやすさは、MD&A テキストの読みやすさ（可読性）であると仮定し、テキスト分析の手法により **MD&A の可読性**を測定することとした²⁸。

我々は、MD&A 等のテキスト分析を行っている矢澤・伊藤・金(2021)に従って、李(2016)が提案した可読性指標[9]を測定した²⁹。李(2016)の可読性指標は、国語教科書の大規模なコーパスに基づいた推定式であるが、その変数は会計文書にも適用しうると考えられる³⁰。

[9] 可読性指標（李, 2016）

$$\text{可読性} = \text{平均文長} \times (-0.056) + \text{漢語率} \times (-0.126) + \text{和語率} \times (-0.042) \\ + \text{動詞率} \times (-0.145) + \text{助詞率} \times (-0.044) + 11.724 \quad \dots [9]$$

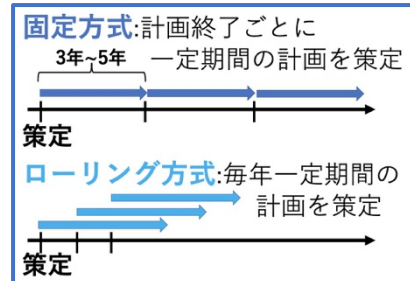
平均文長: 総単語数/総文章数, 漢語率: 漢語数/総単語数 (和語率, 動詞率, 助詞率についても同様)

2-2 ②中期経営計画の開示状況

企業の将来計画に関する重要な資料として中期経営計画が挙げられる。任意開示である中期経営計画には企業の中長期的な将来計画に関する情報が豊富に含まれている。我々は、**中期経営計画の開示は企業に内部計画を明確にする機会をもたらす**と考え、分析を行うこととした。

中期経営計画の策定方式は「固定方式」と「ローリング方式」の2つに分かれる（図6参照）³¹。ローリング方式の場合、企業は中期的な経営方針を毎年見直すことができる（成岡, 2019）。我々は、開示を毎年行なっている場合は将来計画を明確にする機会が多いと仮定し、より高く評価した。

図6 中期経営計画の策定方法



2-2 におけるスコアリング方法

①、②の各項目について、表4の通りにスコアリングを行う。4点満点中3点以上を獲得した企業 **53社**を**明確な将来計画を持つ企業**として選出した。そして、この53社が**優れた未来図を描けている企業**となる。

表4 2-2 におけるスコアリング方法

MD&A の可読性	可読性指標の値が大きい順に、1/3 毎に 2~0 点
中期経営計画	ローリング方式：2点, 固定方式：1点（開示を行っていない企業は0点）

²⁸ 会計学における可読性研究の嚆矢となった Li(2008)は、有価証券報告書の可読性が高い企業は、業績悪化の可能性が低く、また利益の持続性が高い傾向にあることを示した。

²⁹ MeCab 上の辞書として「現代書き言葉 UniDic (v3.1.0)」(国立国語研究所)を使用した。

³⁰ 例えば、柴崎・玉岡(2010)の指標では、「平仮名が多ければ多いほど文章は読みやすくなる」としているが、大人にとっては「かいしゃ」より「会社」の方が読みやすいであろう。

³¹ 成岡(2019)に従って、本稿では「修正方式」を区分に含めていない。

第3スクリーニング：未来図を描く体制

経営者能力とコーポレート・ガバナンス

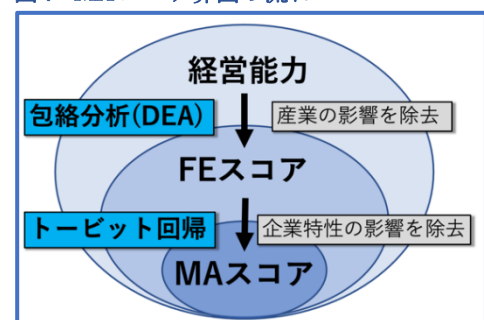
第3スクリーニングにおいては、未来図を描く積極的な姿勢を持ち、優れた未来図を描いている企業の中から、**未来図を描く体制が備わった企業**を選出する。第1，第2スクリーニングでは、主に「過去にどうであったか」ということについて検討してきた。しかし、企業がこれからの時代において長期的な成長を続けるためには、これからも優れた未来図を描き続ける必要がある。そこで我々は、企業の「未来図を描く体制」を分析することとした。具体的には、①**経営者能力**と②**コーポレート・ガバナンス**の2つを分析した。なお、現在の企業に備わった体制を検討するため、ここでの分析においては、**最新年度のデータ**を用いている。

3-① 経営者能力

まず、未来図を描くのに必要な**経営者能力**の分析を行う。企業がこれからも優れた未来図を描き続けるためには、経営者が将来予測や将来計画の策定に長けている必要がある。経営者能力が高い企業こそが、これからも未来図を描いていけると言えるだろう。

ここでは、経営者能力の指標として、Demerjian et al.(2012)が提案した**MAスコア**を算定する。MAスコアは、企業の経営能力から、産業の影響、経営者能力以外の企業特性の影響を順に除去していくことによって算定される（図7参照）。MAスコアにおける経営能力は、資源の変換効率（投資の効率性）として測定されるため、MAスコアは、**未来図を描くのに必要な経営者能力の測定に適した指標**であると言える³²。

図7 MAスコア算出の流れ



まず、意思決定主体の生産能率を計算する手法である包絡分析（DEA）により、経営の効率性を示すFE（Firm Efficiency）スコアを算出する。具体的には、企業ごとにEfficiencyスコア θ の最大化問題[10]を解き、そして、東証17業種に従った産業ごとに、産業内で最もスコアが高い企業の「重み付け」によって産業内の他の企業のFEスコアを算出する。こうして、産業内の相対的な資源変換効率として、産業の影響が除去されたFEスコアが算出される。

[10] Efficiency スコア θ の最大化問題

$$\begin{aligned} \max_{v_1, v_2, \dots, v_7} \theta = & \frac{\text{Sales}}{v_1 \text{CoGS} + v_2 \text{SG\&A} + v_3 \text{PPE} + v_4 \text{OpeLease} + v_5 \text{R\&D} + v_6 \text{Goodwill} + v_7 \text{OtherIntan}} \\ \text{s.t. } & \theta \leq 1; v_1, v_2, \dots, v_7 \geq 0 \end{aligned} \quad \dots [10]$$

Sales: 売上高, CoGS: 売上原価, SG&A: 販管費, PPE: 期首の償却性有形固定資産(純額),

OpeLease: 期首オペレーティングリース資産 (Kusano et al., 2015),

R&D: 期首研究開発資産 (Lev and Sougiannis, 1996), Goodwill: 期首のれん, OtherIntan: 期首その他無形資産

³² MAスコアは、業績予想精度や利益の持続性と正の相関を持つことが実証されており (Ishida et al., 2021; Demerjian et al., 2013), 本稿の趣旨に沿った指標であると言える。

次に、FE スコアを被説明変数としたトービット回帰により、その残差として、MA スコアを推計する³³。企業規模や企業年齢など、FE スコアに影響を与える経営者能力以外の企業特性を説明変数とした回帰モデル[11]によって、それらの影響を除去した部分が算出される。

[11] MA スコア (Demerjian et al., 2012)

$$FE_i = \alpha + \beta_1 \log(TotalAssets_i) + \beta_2 MarketShare_i + \beta_3 FCF_D_i + \beta_4 \log(FirmAge_i) + \beta_5 BSC_i + \beta_6 ForeignCurrency_D_i + \varepsilon_i \quad \cdots [11]$$

i : 企業, $TotalAssets$: 総資産額, $MarketShare$: 産業内の売上高シェア,
 FCF_D : 期末フリー・キャッシュフローが非負の場合に 1 をとるダミー変数, $FirmAge$: 企業年齢,
 BSC : 「総売上高に対する各事業セグメント売上高の割合」の平方和 (Bushman et al., 2004),
 $ForeignCurrency_D$: 期末の為替換算調整勘定が 0 でない場合に 1 を取るダミー変数

3-② コーポレート・ガバナンス

次に、経営者の意思決定を支えるコーポレート・ガバナンスの分析を行う。能力が高い経営者でも、意思決定を誤る可能性は常に存在する。そうした場合に力を発揮するのがコーポレート・ガバナンスである。我々は、経営者のみでは客観的な未来図を描くことができないと考え、経営者による将来予測や将来計画の策定を支えるコーポレート・ガバナンスの分析を行なった。具体的には、**経営者報酬制度**、**取締役人数**、および**独立社外取締役の割合**に着目した。

②-1 経営者報酬制度

経営者と株主はエージェンシー関係にあり、情報の非対称性によるモラルハザードが発生する可能性を孕んでいる。株主は経営者の行動を完全に監視することができないため、経営者は自身の短期的な利益を優先した機会主義的行動をとり、企業の長期的な利益を損なう可能性があるのである。経営者がこのような行動を取ってしまった場合には、企業は短期的な将来予測・将来計画に囚われてしまい、長期的な構想である未来図を描けなくなってしまう。

このようなモラルハザードを抑制するための方策の 1 つが、**経営者報酬制度の設計**である。まず、年次の利益連動型報酬のみが導入されている場合、経営者は短期的思考に陥る可能性がある。そこで、中期経営計画に基づく利益連動型報酬やストックオプション (SO)、株式ベースの報酬制度を利用することで、経営者に企業の長期的な成長を意識させることができる。

ここでは、経営者報酬制度に関する評価を行い、**経営者報酬制度が長期的な観点から適切に設計されている企業**を選出する。具体的には、業績連動報酬の評価基準として中期経営計画等に基づいた利益目標を採用している企業や、SO や株式ベースの報酬制度が導入されている企業を選出した。なお、業績連動報酬の割合が 10%を下回る場合は、モラルハザード抑制の効果が小さいと仮定して、加対象から除外している。

³³ トービット回帰は、被説明変数に制約条件がある場合に用いられる回帰モデルである。ここでは、被説明変数である FE スコアが 0~1 の値を取るため、トービット回帰が用いられる。

②-2 取締役人数

次に、経営者に対する取締役会のモニタリング機能（監督機能）に関連して、**取締役人数**に着目する。取締役の人数と取締役会の監督機能は負の相関を持ち、取締役が多すぎると取締役会の監督機能が低下するとされる³⁴。なお、その理由として、取締役人数が多すぎると、取締役会の時間が浪費されやすくなることや、経営者が取締役会を支配しやすくなることが挙げられている（Lipton and Lorsch, 1992; Jensen, 1993）。

我々は、取締役会の監督機能が低下している場合、経営者が描く未来図の検討が十分に行われないと考えた。以上を踏まえて、ここでは、**取締役人数が少ない企業**を選出する。具体的には、Lipton and Lorsch(1992)を参考に、取締役人数が9人以下である企業を選出した³⁵。

②-3 独立社外取締役の割合

最後に、取締役会の監督機能に大きな影響を及ぼす存在として、**独立社外取締役**に着目する。まず、会社法における独立性要件を満たす取締役のことを社外取締役という³⁶。経営者から独立した社外取締役は強い監督機能を持つとされる。そして、東証が定めた独立性基準を満たす「独立役員」として届け出が出されている社外取締役のことを、独立社外取締役という。

社外取締役、ひいては独立性がより高い独立社外取締役は、将来予測や将来計画の立案に関して、厳格なモニタリングと客観的なアドバイスを行うことが期待できる³⁷。以上を踏まえて、ここでは、**取締役に占める独立社外取締役の割合が高い企業**を選出する。具体的な評価基準は、2022年4月から始まる新しい最上位市場「プライム市場」の上場基準を参考にした³⁸。

第3スクリーニングにおけるスコアリング方法

①、②の各項目について、表5の通りにスコアリングを行う。6点満点中4点以上を獲得した企業**14社**を**未来図を描く体制が備わった企業**として選出した。そして、この14社が「**優れた未来図を描き続けることで長期的な成長を実現する企業**」たる **Future Visioner** となる。

表5 第3スクリーニングにおけるスコアリング方法

①経営者能力		MAスコアが大きい順に、25%毎に3~0点
②コーポレート・ガバナンス	経営者報酬制度	報酬制度が長期的な視点から適切に設計されている：1点
	取締役人数	取締役人数が9人以下：1点
	独立社外取締役割合	取締役に占める独立社外取締役の割合が1/3以上：1点

³⁴ Yermack(1996)は、業績に対するCEOの解任や報酬の感応度を取締役会の監督機能の代理変数として、取締役人数と取締役会の監督機能に負の関係が存在することを示している。また、日本では、鈴木・胄(2000)が取締役人数と経営成績に負の関係が見られることを示しており、先行研究と整合的な結果を得ている。

³⁵ Lipton and Lorsch(1992)は、取締役は9人以下が望ましいと述べている。

³⁶ 日本では、令和元年会社法改正により、上場企業に社外取締役の法的設置義務が課された。

³⁷ 実際に、社外取締役の存在は業績予想精度を向上させる（Ajinkya et al., 2005; 円谷, 2013）。

³⁸ プライム市場は、取締役の1/3以上が独立社外取締役であることを上場要件の1つとする。

Ⅲ ポートフォリオ

ポートフォリオ配分の決定

ここでは、3段階に渡るスクリーニングを経て、Future Visioner として選出された企業 14 社により、ポートフォリオを構成する。我々は、各企業に対する投資比率を決定すべく、まず、過去の期待リターンと期待リスクに基づいて、最適ポートフォリオを算定した。

具体的には、過去 5 年間の株価データを用いて月次リターンを算出し、期待リターン[12]と期待リスク[13]に基づく効率的フロンティアを算出した。

[12] 期待リターンの算定式 [13] 期待リスクの算定式

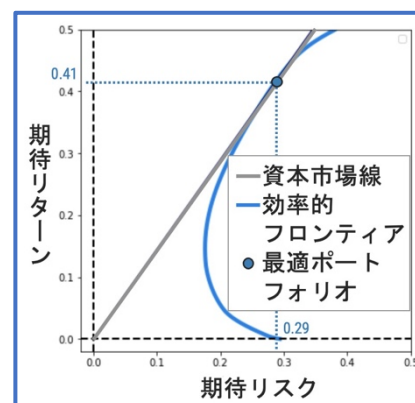
$$ER = \frac{1}{60} \sum_{m=1}^{60} R_m \quad \dots [12]$$

$$Risk = \left(\frac{1}{60} \sum_{m=1}^{60} (R_m - ER)^2 \right)^{0.5} \quad \dots [13]$$

m : 月, R : 月次リターン³⁹, ER : 期待リターン, $Risk$: 期待リスク

図 8 における青色の曲線が、効率的フロンティア、すなわち「任意のリターン水準に対して、リスクを最小に抑えた場合のポートフォリオ配分」の集合を示している。ここで、無リスク資産の点から効率的フロンティアに引いた接線（資本市場線）が、最適ポートフォリオの集合を示す⁴⁰。そして、効率的フロンティアと資本市場線の接点が、無リスク資産への投資配分を 0 とし、有リスク資産（株式）にのみ投資する場合における最適ポートフォリオを示す⁴¹。

図 8 効率的フロンティアと資本市場線



しかし、我々の目的は「優れた未来図を描き続けることで長期的な成長を実現する企業」たる Future Visioner に投資を行うことである。そして、3段階にわたるスクリーニングを経て選出された 14 社は、その全てが投資対象として相応しい企業である。この点から我々は、過去の株価データに基づいて算定され、一部の企業に配分が集中してしまう最適ポートフォリオは適切でないと考え、我々の**投資テーマに沿った配分比率の決定方法**を検討することにした。

³⁹ 月次リターンは、当月末の株価と前月末の株価の差分を前月末の株価で除して計算される。

⁴⁰ 無リスク資産は、日本国債の 10 年物を想定することが多い。日本国債 10 年物の現在の利回りを月次換算すると 0 に近似されるため、本稿では、リスクフリーレートを 0 としている。

⁴¹ Future Visioner 14 社を投資対象として算定した「最適ポートフォリオ」における投資配分は、ベネフィット・ワンが 56.4%、デサントが 24.2%、フジテックが 10.8%、TOWA が 6.5%、ZOZO が 0.2% となり、残りの企業が 0% となった。

投資対象の 14 社は、未来図に関する分析・評価によって、高く評価されてきた企業である。そこで我々は、スクリーニングにおける分析結果こそが、**未来図という視点に基づく各企業の評価**を示しており、それをポートフォリオの配分にも反映すべきなのではないか、と考えた。以上を踏まえ、我々は、各スクリーニングにおける分析結果に基づき各企業に 100 点満点の総合点数をつけ、その比率を配分比率として採用することとした（表 6 参照）。

表 6 総合得点のスコアリング方法

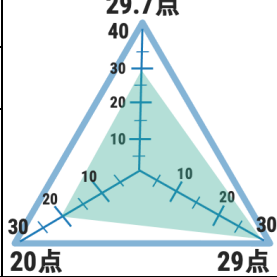
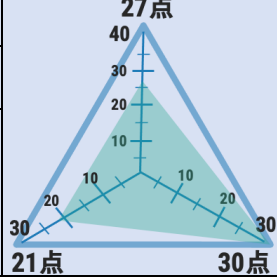
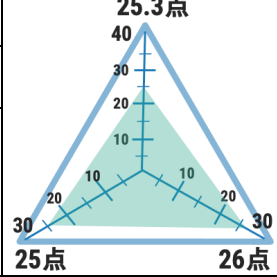
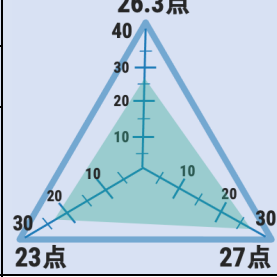
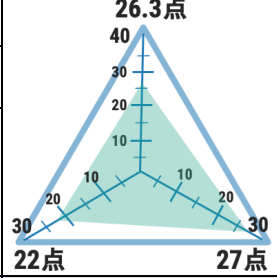
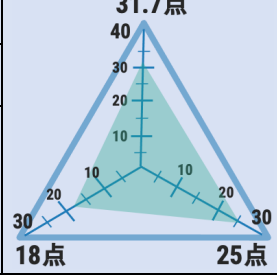
第 1 スクリーニング (30 点) 未来図を描く積極的な姿勢 (不確実性下における将来予測情報)	1-1 不確実性下の業績予想(20 点)	10 点満点を 20 点満点に換算
	1-2 不確実性下の MD&A(10 点)	対象の 682 社を Mod スコアで 11 分位, 大きい順に 10~0 点
第 2 スクリーニング (40 点) 優れた未来図の存在 (将来予測の正確性と将来計画の明確さ)	2-1 将来予測の正確性(20 点)	12 点満点を 20 点満点に換算
	2-2 ①MD&A の可読性(10 点)	対象の 217 社を可読性数値で 11 分位, 大きい順に 10~0 点
	2-2 ②中期経営計画の開示(10 点)	2 点満点を 10 点満点に換算
第 3 スクリーニング (30 点) 未来図を描く体制 (経営者能力とコーポレート・ガバナンス)	①経営者能力(15 点)	対象の 53 社を MA スコアで 16 分位, 大きい順に 15~0 点
	②コーポレート・ガバナンス(15 点)	3 点満点を 15 点満点に換算

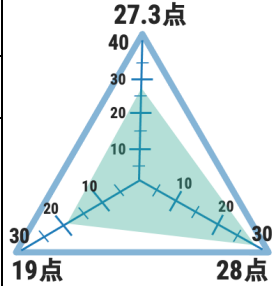
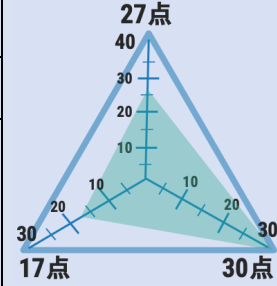
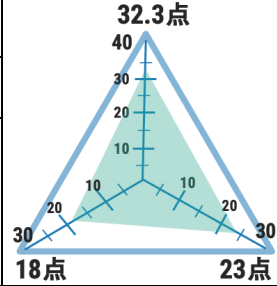
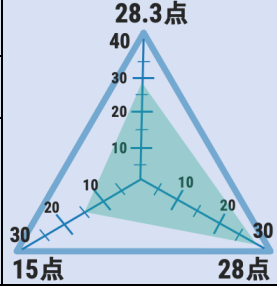
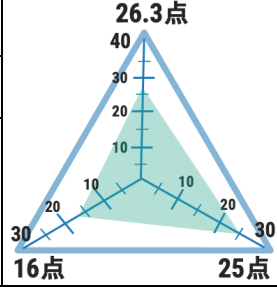
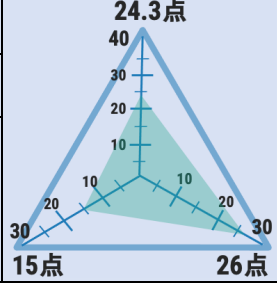
ポートフォリオにおける投資比率および企業紹介

表 7 に、ポートフォリオにおける各企業の配分比率を企業紹介とともに掲載した。

表 7 各企業の投資比率・企業紹介

コード	企業名	業種	第 2 40 30 20 10 0 第 1 第 3
得点	購入金額	配分比率	
企業とその未来図の紹介			
T8806	ダイビル	不動産業	
81.33 点	384,285 円	7.77%	
オフィスビルの開発・賃貸・管理等。求める人物像として「長期目線で変化を起こせる人材」を掲げ、2024 年には 100 周年を迎える。総額 1200 億円の投資を主軸に据えた 5 ヶ年の中期経営計画を実行中。			
T9303	住友倉庫	倉庫・運輸関連業	
80.00 点	378,634 円	7.66%	
国内と国際をいずれも手がける物流大手。次代を見据えて、物流の高付加価値化を目指す。有事の際においても質の高いサービスを提供すべく、自然災害への対策等の BCP（事業継続計画）を強化している。			

T4095	日本パーカライジング	化学	29.7点
78.67 点	372,300 円	7.53%	
防錆・メッキの受託加工，薬品販売等。金属の損耗に関する製品開発やサービス提供を行ってきたが，近年は金属以外への対象の拡大および機能の多角化を進め，事業環境の変化への対応を図っている。			
T4726	S Bテクノロジー	情報・通信業	27点
78.00 点	368,420 円	7.45%	
ソフトバンク株式会社の子会社。クラウド，セキュリティ関連の技術に長け，それらを付加価値の高いサービスとして広く提供する。現代社会の人手不足問題を背景に，働き方改革への取り組みに参画する。			
T4220	リケンテクノス	化学	25.3点
76.33 点	360,680 円	7.30%	
研磨剤やフィルムなどの化学品製造。高度な加工技術を活かし，環境に優しい素材の開発を行う。中期経営計画では，市場を意識した新セグメントを設定し，各事業にてグローバルな展開を目指す。			
T4626	太陽ホールディングス	化学	26.3点
76.33 点	360,720 円	7.30%	
化学製品の製造・販売。2018 年に 8 年ぶりの中期経営計画を発表した。プリント配線板用部材に依存する従来の経営体制からの脱却と，その高い技術を活かす総合化学企業への飛躍を目指す。			
T6315	TOWA	機械	26.3点
75.33 点	355,300 円	7.19%	
建設機械や農業機械の製造・販売。半導体の樹脂加工技術に秀でる。新事業の成功を背景に，現在は収益力強化や財務基盤の強靱化を計画中。環境負荷を考慮した製品開発や，勤務環境の改善に取り組む。			
T6406	フジテック	機械	31.7点
74.67 点	352,800 円	7.14%	
昇降機の開発・製造・販売。主要な進出先である中国市場での建設業の不振に対応すべく，新設事業の拡大や価格競争力の強化を掲げる。配当に関して，維持や増配といった安定傾向が続く。			

T8007	高島	卸売業	
74.33 点	352,188 円	7.12%	
建材や繊維製品等を扱う専門商社。2020 年を最終年度とする中期経営計画では、M&A の実施や監査等委員会の設置を行い、新体制の構築を進めた。現在も路線を継続し、コロナ禍からの立ち直りを狙う。			
T2412	ベネフィット・ワン	サービス業	
74.00 点	349,440 円	7.07%	
官公庁や企業の福利厚生サービスの代行。パソナグループの子会社。DX による人事のデジタル化を推進する。ヘルスケア領域にも長け、『新型コロナワクチン職域摂取支援サービス』で企業を支援する。			
T8114	デサント	繊維製品	
73.33 点	345,000 円	6.98%	
スポーツウェアの製造・販売。2016 年には人事制度を刷新し、約 550 名の契約社員を正社員とすることで、従業員のキャリア形成を支援した。コロナ禍でも「スポーツ」という強みを意識した戦略をとる。			
T3092	ZOZO	小売業	
71.33 点	336,260 円	6.80%	
ファッション通販サイトの運営など。10 年以内の時価総額 5 兆円達成を目標とし、BtoB 事業の強化を計画する。コロナ禍の急激なデジタルシフトにも対応し、アクティブ会員数を大きく伸ばした。			
T2337	いちご	不動産業	
67.33 点	318,198 円	6.44%	
不動産事業やリート事業等。不動産における多様な付加価値を生み出す「サステナブルインフラ企業」を目指す。配当政策に関して、減配を行わない累進的配当政策を掲げる。			
T6294	オカダアイヨン	機械	
65.33 点	308,794 円	6.25%	
建設機械の製造・販売。2021 年からローリングプランに移行。南星機械の取得に伴い、国内・海外の分類に基づく明快な事業区分に変更した。安定的な配当政策を掲げ、来期には 12 期連続増配を見込む。			

ポートフォリオの分析

次に、我々の投資テーマ、スクリーニング、および投資ポートフォリオ（以下、本ポートフォリオ）の妥当性を示すために、**本ポートフォリオのパフォーマンス**を分析する。ここでは、比較対象として、我が国における代表的なベンチマークである日経 225 と TOPIX を採用した。

まず、直近 1 年間の年次リターン、年次リスク、シャープレシオ[14]、およびソルティノレシオ[15]を算出する。

[14] シャープレシオの算定式 [15] ソルティノレシオの算定式

$$\text{Sharpe Ratio} = \frac{R - R_0}{\text{Risk}} \quad \dots [14]$$

$$\text{Sortino Ratio} = \frac{R - R_0}{\text{Downside Risk}} \quad \dots [15]$$

R : 年次リターン, R_0 : リスクフリーレート⁴²,

Risk : 年次リスク (日次リターンの標準偏差 $\times$ 営業日^{0.5})

Downside Risk : 年次の下方リスク (日次リターンの下方偏差 $\times$ 営業日^{0.5})

表 8 に、各指標の算出結果を示した。まず、本ポートフォリオのリターンが、日経 225 や TOPIX のリターンと比べて、著しく大きいことが分かる。ただし、本ポートフォリオのリスクは、日経 225 や TOPIX のリスクの約 2 倍となっている。これは、本ポートフォリオがわずか 14 社で構成されており、分散投資によるリスク分散効果が小さいことが要因であると考えられる。

そこで、リスクに対するリターンの大きさを示すシャープレシオを比較すると、本ポートフォリオのシャープレシオは日経 225 や TOPIX を上回っていることが分かる。また、負のリターンのみで算出される下方リスクを用いたソルティノレシオに関しても、本ポートフォリオは日経 225 や TOPIX を上回っている。以上のように、リスクに対して一定以上のリターンをあげることができる本ポートフォリオは、**効率的なポートフォリオ**であると言えるだろう。

表 8 直近 1 年間のパフォーマンス分析

2020/11/30~2021/11/30	本ポートフォリオ	日経 225	TOPIX
年次リターン	30.90%	5.25%	9.88%
年次リスク	32.86%	17.88%	15.47%
シャープレシオ	0.94	0.29	0.64
ソルティノレシオ	1.73	0.49	1.09

⁴² ここでは、最適ポートフォリオの算定時と同様に、リスクフリーレートを 0 としている。

我々が選出した Future Visioner は「優れた未来図を描き続けることで長期的な成長を実現する企業」である。よって、本ポートフォリオは、長期的に見ても優れたポートフォリオになっていると考えられる。そこで次に、5 年間における累積リターン[16]の推移を分析した。

[16] 累積リターン (D 日間) の算出方法

$$Cumulative\ Return_D = \prod_{d=1}^D (1 + R_d) - 1 \quad \dots (16)$$

d: 日, R: 日次リターン

図 9 は、過去 5 年間における本ポートフォリオ、日経 225、および TOPIX の累積リターンの推移を示している。図 9 から、本ポートフォリオは長期にわたって安定的なリターンを生み出し、そのリターンは定常的に日経 225 や TOPIX を大きく上回っていることが分かる。

また、COVID-19 の感染が急激に拡大した 2020 年 3~4 月ごろには、本ポートフォリオの累積リターンも、各指標の累積リターンと同様に急落している。そして、その後の累積リターンの回復度合いは、各指標と比べて著しく大きくなっている。

これらの分析結果は、我々が選定した「優れた未来図を描き続けることで長期的な成長を実現する企業」たる Future Visioner が、実際に、**長期的な成長を実現していける**ことを示唆する分析結果であると言えるのではないだろうか。

図 9 過去 5 年間の累積リターンの推移



以上のポートフォリオ分析により、我々のポートフォリオが、**短期および長期両方の観点から優れたポートフォリオ**であることが確認できた。もちろん、未来図の観点から重要なのは、これからの企業の成長である。引き続き、本ポートフォリオのパフォーマンスを追っていきたい。

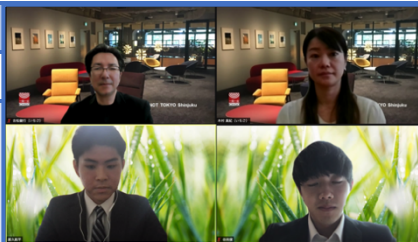
IV インタビューおよびアンケート調査

最後に、我々の想定する「未来図」に関して、投資対象企業へのインタビューおよびアンケート調査を行なった。具体的には、我々の投資テーマを各企業様にご説明した上で、以下の項目にお答えいただいた。Zoom によるインタビューに 1 社、アンケート調査に 1 社お答えいただき、我々の投資テーマの観点から、調査結果をまとめている。

- ① どのような自社の「将来に関する見通し」を持っているか
- ② 「将来に関する見通し」を、従業員の方を含め会社全体に共有できているか
- ③ 「将来に関する見通し」を外部の利害関係者に共有することの意義をどう捉えているか

調査結果（表 9 参照）から、実際に、企業が「将来予測に基づいた将来計画」を持っていることが分かった。また、開示情報を用いた分析を行うことが難しかった「内部における共有」や「外部に対する共有の姿勢」といった点に関しても、様々な取り組みがなされていることが分かった。我々の想定する未来図という概念が企業に根付いていることを確認するとともに、会計的分析のみでは十分に検討できない「未来図の事業活動への反映」という点の重要性について再認識することができ、有意義なフィールドワークとなった。

表 9 各企業に関する調査結果

会社名：いちご株式会社	
日時：12 月 22 日 11 時～12 時	
ご担当者様：	
常務執行役 コーポレート本部管掌 吉松健行様 コーポレート本部 ブランドコミュニケーション部 木村真紀様	
①<u>どのような自社の「将来に関する見通し」を持っているか(自社の将来あるべき姿、自社の将来像など)</u> 中期経営計画の策定のみでは、不動産業の周期的な波に合わせた、単なる目標設定になってしまう可能性がある。そこで、2019 年に「長期ビジョン 2030」を策定した。不動産を人や企業と関連づけることで、不動産のサステナブルインフラとしての価値向上を実現する「サステナブルインフラ企業」として新たな市場形成を目指している。具体的な取り組みとして、秋葉原の不動産に関連したアニメーション事業が挙げられる。 また、心を込めて現存の不動産の価値を向上させていく「心築」という考え方を重視している。現在は不動産単体のみならず、不動産間の連携を重視した「インフラとしての価値向上」の実現を目指している。「100 年不動産」という考え方にに基づき、物理的耐久といったハード面と、新たな価値の創造というソフト面の両方を重視した現存不動産の有効活用というサステナブルな事業展開により、社会に貢献していく。	
②<u>「将来に関する見通し」を、従業員の方を含め会社全体に共有できているか</u> ・社内の説明会では、外部に開示している情報のみならず、「どのような事業展開がサステナブルインフラとなりうるか」といった理論的なアプローチも共有している。 ・積極的に「サステナブル」という言葉を用いることで、長期ビジョンの全社的な浸透を目指している。また、ある程度浸透した段階で、サステナブルという言葉が事業部の名称にも取り入れた。	

・計画倒れとならぬように、長期ビジョンの達成に向けたロードマップの作成に多くの時間を割いている。また、全ての従業員が全社的な目標を身近なものとして捉えられるように、各事業部における全員参加の議論を活発化させ、様々な意見を吸い上げるようにしている。

③「将来に関する見通し」を外部の利害関係者に共有することの意義をどう捉えているか

IR による伝達が難しい情報や、市場が求める「長期的なビジョン」を共有するために、「そもそもどのような会社なのか」「何を考えているのか」ということを、分かりやすく伝えるための取り組みを行なっている。例えば、HP 上の「Ichigo in the Community」やブランドサイトは、一般の方々が理解しやすいように作成している。具体的な取り組みを知ってもらい、一般顧客からの相談や課題提起が増加することでマーケットインの実現を目指している。

会社名：株式会社ベネフィット・ワン

日時：12 月 17 日

経営企画室 ご担当者様

①どのような自社の「将来に関する見通し」を持っているか(自社の将来あるべき姿、自社の将来像など)

新型コロナウイルス感染症の感染拡大により、人事における働き方改革、健康経営、デジタル化等の取り組みが加速している状況を事業機会ととらえて、以下の取り組みに力を入れている。

1. 企業の HRDX (人事領域における DX) 支援の取り組み

今後、人事労務におけるアウトソーシングサービスの活用が進み、人事・健康データを整理してマネジメント活用する HRDX への対応が重要な経営課題となると考えられる。そうした状況を背景に、多様なアウトソーシングサービスと連携して、人事・健康データの管理・活用の基盤「ベネワン・プラットフォーム」を開発している。今後は同基盤の普及・利用促進を中長期戦略の中核に据え、人と組織のパフォーマンス向上を通じて社会に貢献していく。

2 サービス流通の進化、決済事業収益化への取り組み

福利厚生アウトソーシングサービス提供を通じ、顧客企業社員とサプライヤ（福利厚生サービス提供事業者）をマッチングすることでサービス流通を成立させてきたが、「ベネワン・プラットフォーム」の普及、利用促進に伴い、サービス流通規模は飛躍的に増大すると考えている。

また、「給与天引きの仕組みを活用して顧客企業ごとに購買情報をまとめ、決済を代行することで流通コストを低減させる」という新たな取り組みを始め、顧客企業社員、サプライヤ双方の満足向上を実現するとともに、その決済手数料を新たな収益の柱としていく。中長期的には、当該収益を原資にした福利厚生サービスの会費単価引き下げも視野に入れ、一層の会員獲得とサービス流通拡大に取り組む。

②「将来に関する見通し」を、従業員の方を含め会社全体に共有できているか

年 1 回、グループ全社員が集まるキックオフイベントでは、代表取締役社長が、中期経営計画や今後の成長戦略等に関する講和を行っている。また必要に応じて社長メッセージ動画の配信も行っている。

V 日経 STOCK リーグを通じて学んだこと

我々は、約9ヶ月間に渡るレポート作成を通じて、様々な学びや気づきを得た。その中で、特に強調したいのは以下の2つである。

1つ目は「**先人への敬意**」である。本稿の執筆にあたって、膨大な量の学術論文に目を通し、また、様々な分析ツールを利用した。いわば、先人達が積み上げてこられた「知」という共有財産の恩恵に与った。本稿を完成させられたのは、ひとえに環境に恵まれたからである。巨人の肩に立っているからこそ、遠くの景色が見えていることを努々忘れないようにしたい。

2点目は、月並みな表現ではあるが「**チームワークの重要性**」である。ここでは、少しでもチームの話をさせていただこうと思う。我々は3人チームである。ゼミの過去のチームと比べても少人数であり、一人一人の負担は少なくなかった。だが、だからこそ、各人が自分の役割を自覚し、お互いに助け合いながら取り組むことができた。1人でも欠けたら、出場要件すら満たせなくなってしまう中で、3人で最後まで走り切れたことは、何にも代え難い財産である。今後、3人がどのような道を進むこととなっても、この経験は必ずや糧になるであろう。

VI 終わりに

「シカゴ学派の長老」と呼ばれた経済学者フランク・ナイトは、ちょうど100年前の1921年に、その著作『Risk, Uncertainty and Profit』で「予測困難な不確実性に直面するのが企業であり、**不確実性の対処に対する報酬こそが企業の利潤**なのである」と主張した。企業は常に不確実性に直面しており、完全な将来予測ができないからこそ、企業は大きな利潤を得る可能性があるということである。この「不確実性の対処」とは、予測が困難である状況においても、できる限り、将来の見通し、つまり未来図を描くことなのではないだろうか？

近年、企業の短期主義（ショートターミズム）を助長するとして、四半期決算や業績予想開示が槍玉に挙げられている。岸田首相の所信表明演説での言及も記憶に新しい。だが、だからといってそれらを廃止しようというのは些か短絡的ではなからうか。日本企業に根付く将来予測情報の開示は、本当にその価値を失ってしまったのであろうか。我々は、そんな問題意識のもと、「未来図」という概念を提案し、短期的な将来予測情報を様々な開示情報と組み合わせることによって、企業の**長期的な将来の見通し**を分析してきた。

ほとんどの動物が今を生きることしか考えない中、人間は未来のことを考えて行動する稀有な動物である。我々が選定したFuture Visionerは、まさに「**未来を考える**」企業である。ただ、我々が選定した14社以外の企業ももちろん、その企業なりの未来を考えていることだろう。不確実性が高まる時代において、未来を考え続けている全ての企業に敬意を表したい。

最後に、様々なコメントをくださった先輩方、長期にわたって丁寧なご指導をしてくださった首藤先生に御礼申し上げます。また、お忙しい中私たちの取材に応じてくださった、いちご株式会社様、株式会社ベネフィット・ワン様、このような貴重な機会を設けてくださった日本経済新聞社様、野村ホールディングス様に改めて深く感謝申し上げます。

参考文献

- Ajinkya, B., S. Bhojraj and P. Sengupta. 2005. The association between outside directors, institutional investors and the properties of management earnings forecasts. *Journal of Accounting Research* 43(3): 343-376.
- Biddle, G. C., Hilary, G., and Verdi, R. S. 2009. How does financial reporting quality relate to investments efficiency?. *Journal of Accounting and Economics* 48(2): 112-131.
- Brown, S., and J. W. Tucker. 2011. Large-sample evidence on firms' year-over-year MD&A modifications. *Journal of Accounting Research* 49(2): 309-346.
- Bushman, R., Q. Chen, E. Engel., and A. Smith. 2004. Financial accounting information, organizational complexity and corporate governance systems. *Journal of Accounting and Economics* 37(2): 167-201.
- Dechow, P. M., R. G. Sloan, and A. P. Sweeney. 1995. Detecting earnings management. *The Accounting Review* 70(2): 193-225.
- Dechow, P. M., W. Ge, and C. Schrand. 2010. Understanding earnings quality: a review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of Accounting and Economics* 50(2): 344-401.
- Demerjian, P. R., B. Lev, and S. E. McVay. 2012. Quantifying managerial ability: a new measure and validity tests. *Management Science* 58(7): 1229-1248.
- Demerjian, P. R., B. Lev, M. F. Lewis, and S. E. McVay. 2013. Managerial ability and earnings quality. *The Accounting Review* 88(2): 463-498.
- Francis, J., R. LaFond, P. M. Olsson, and K. Shipper. 2004. Cost of equity and earnings attributes. *The Accounting Review* 79(4): 967-1010.
- Ishida, S., T. Kochiyama, and A. Shuto. 2021. Are more able managers good future tellers? learning from japan. *Journal of Accounting and Public Policy* 40(4): 106815.
- Jensen, M. C. 1993. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *The Journal of Finance* 48(3): 831-880.
- Kitagawa, N. 2021. Macroeconomic uncertainty and management forecast accuracy. *Journal of Contemporary Accounting and Economics* 17(3): 100281.
- Knight, Frank H. 1921. *Risk, Uncertainty and Profit*. Houghton Mifflin(奥隅榮喜訳(1959)『危険・不確実性および利潤』文雅堂書店).
- Kusano, M., Y. Sakuma, and N. Tsunogaya. 2015. Economic impacts of capitalization of operating leases: evidence from japan. *Corporate Ownership & Control* 12(4), 838-850.
- Lev, B. and T. Sougiannis. 1996. The capitalization, amortization, and value-relevance of R&D. *Journal of Accounting and Economics* 21(1): 107-138.
- Li, F. 2008. Annual report readability, current earnings, and earnings persistence. *Journal of Accounting and Economics* 45(2): 221-247.
- Lipton, M. and J. W. Lorsch. 1992. A modest proposal for improved corporate governance. *Business Lawyer* 48(1): 59-77.
- Roulstone, D. T. 2011. Discussion of large-sample evidence on firms' year-over-year MD&A modifications. *Journal of Accounting Research* 49(2): 347-357.
- Yermack, D. 1996. Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics* 40(2): 185-211.
- 石川博行 (2007)『配当政策の実証分析』中央経済社。
- 石川博行 (2010)『株価を動かす配当政策 コロボレーション効果の実証分析』中央経済社。
- 伊藤健頭 (2016)「SEC 基準採用企業の MD&A 情報と株式市場の反応」『年報 経営ディスクロージャー研究』第 14 号, 53-62 頁。

- 太田浩司 (2002)「経営者予想利益の価値関連性およびアナリスト予想利益に与える影響」『証券アナリストジャーナル』第 40 巻, 第 3 号, 85-109 頁。
- 音川和久, 北川教央 (2007)「株式持合と利益の質に関する実証研究」『会計』第 172 巻, 第 6 号, 780-792 頁。
- 北川教央 (2021)「マクロ経済の不確実性と経営者による損失回避行動」『会計プロGRESS』第 22 号, 33-49 頁。
- 記虎優子 (2017)「内部統制システムの構築が決算発表時期の改善に与える影響—内部統制システム構築の基本方針についての適時開示に着目して—」『社会情報学』第 6 巻, 第 1 号, 1-18 頁。
- 柴崎秀子, 玉岡賀津雄 (2010)「国語教科書を基にした小・中学校の文章難易学年判定式の構築」『日本教育工学会論文誌』第 33 巻, 第 4 号, 449-458 頁。
- 首藤昭信 (2008)「リスク情報開示と企業価値」『専修ビジネス・レビュー』第 3 巻, 第 1 号, 61-67 頁。
- 首藤昭信 (2010)『日本企業の利益調整: 理論と実証』中央経済社。
- 鈴木誠, 胥鵬 (2000)「取締役人数と企業経営」『証券アナリストジャーナル』第 38 巻, 第 9 号, 47-65 頁。
- 円谷昭一 (2008)「経営者業績予想の駆け込み修正の研究—その実態と実証会計学への影響」『証券アナリストジャーナル』第 46 巻, 第 5 号, 70-81 頁。
- 円谷昭一 (2013)「社外取締役の存在と業績予想バイアスの関係」『証券アナリストジャーナル』第 184 巻, 第 4 号, 521-532 頁。
- 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』第 108 号, 47-61 頁。
- 林謙太郎 (2012)「上場会社の業績予想開示に関する実務上の取扱いの見直しの概要」『月刊資本市場』第 320 号, 23-29 頁。
- 矢澤憲一, 伊藤健顕, 金鉉玉 (2021)「テキストマイニングを用いた MD&A、リスク、ガバナンス情報の分析」『青山経営論集』第 56 巻, 第 1 号, 61-84 頁。
- 李在鎬 (2016)「日本語教育のための文章難易度に関する研究」『早稲田日本語教育学』第 21 号, 1-16 頁。
- 一般社団法人 日本 IR 協議会 (2021)「IR 活動の実態調査」2021 年 4 月 21 日
https://www.jira.or.jp/download/newsrelease_20210421.pdf (2022 年 1 月 3 日閲覧)
- 一般社団法人 日本経済団体連合会 (2010)「財務報告に関わるわが国開示制度の見直しについて」2010 年 7 月 20 日
<https://www.keidanren.or.jp/japanese/policy/2010/069.html> (2021 年 1 月 3 日閲覧)
- 株式会社東京証券取引所 (2019)「2019 年 3 月期決算発表状況の集計結果について」2019 年 6 月 21 日
<https://www.jpx.co.jp/news/1023/nlsgeu0000043h2j-att/nlsgeu0000043h54.pdf> (2021 年 1 月 3 日閲覧)
- 株式会社東京証券取引所 (2020a)「決算短信・四半期決算短信 作成要領等」2020 年 11 月版
<https://www.jpx.co.jp/equities/listed-co/format/summary/tvdivq0000004wuh-att/tvdivq000000up10.pdf> (2022 年 1 月 3 日閲覧)
- 株式会社東京証券取引所 (2020b)「2020 年 3 月期決算発表状況の集計結果について」2019 年 6 月 2 日
<https://www.jpx.co.jp/news/1023/nlsgeu000004rbjm-att/nlsgeu000004rbm7.pdf> (2021 年 1 月 3 日閲覧)
- 「米企業はなぜ今期予想業績を公表しないのか」, 『日本経済新聞』2012 年 7 月 25 日
https://www.nikkei.com/article/DGXNMSFK2800O_Y2A620C1000000/ (2021 年 1 月 3 日閲覧)
- 「岸田首相、四半期開示「見直す」 投資家は継続希望」, 『日本経済新聞』2021 年 10 月 9 日
<https://www.nikkei.com/article/DGXZQOUB08DJV0Y1A001C2000000/> (2021 年 1 月 3 日閲覧)