

経営指標としての「ROE」

中 井 和 敏

要 旨

近年、ROE (return on equity : 自己資本当期純利益率) を経営目標として重視する傾向がみられる。ROE は企業が保有する自己資本に対し、事業活動で得られた最終損益である当期純利益をどの程度効率的に獲得したかを表示する経営指標である。ROE は収益性を示す売上高営業利益率や売上高経常利益率などと異なり、損益計算書だけでなく貸借対照表をも加味したもので、ROA (return on asset : 総資本利益率) と並び、収益性を示す代表的指標のひとつであるといわれている。ROE を向上させるには、純利益が同一の場合、自己資本を少なくするか、流動負債もしくは固定負債のいずれか、あるいは負債総額を増加させれば事足りる。企業経営にとって、特に財務レバレッジに依存した方法で ROE 向上を図ることが適切かどうか、甚だ疑問である。これに対し、ROA は、「売上高利益率×総資本回転率」で算出され、財務レバレッジ効果は一切効かない。事業自体の収益力と調達した総資本（総資産）の運用効率に関する良否を判断する指標であり、事業活動の見直しや改善の手段として有効活用できる。今後にあっては、ROE とともに、特に ROA を重視する経営姿勢を期待したいのである。

I. はじめに

近年、多くの企業で ROE (return on equity : 自己資本当期純利益率) を経営目標として重視する傾向がみられる。ROE は企業が株主より調達した資本金やこれまでの事業活動によってストックしてきた剰余金などの自己資本に対し、どの程度の純利益を上げたのかを示す経営指標である。売上高営業利益率や売上高経常利益率とは異なり、損益計算書だけでなく貸借対照表をも加味したもので、ROA (return on asset : 総資本利益率) と並び、収益性を示す代表的指標のひとつであるといわれている。

ROE が注目される理由のひとつに、2014年に登場した「JPX 日経インデックス400」(略称:「JPX 日経400」)⁽¹⁾がある。これは株式会社日本取引所グループおよび東京証券取引所と株式会社日本経済新聞社が共同で開発したもので、東京証券取引所に上場している企業(2015年8月18日現在:3,488社)の中から、「投資家に魅力の高い会社」を400社を選び、比較的業績が良く日本の株式市場をリードする動きを示している銘柄(企業)を「株価指数」として公表しているものである。日本取引所グループでは、日本経済新聞社と同様、「資本の効率的活用や投資者を意識した経営観点など、グローバルな投資基準に求められる諸要件を満たした、『投資者にとって投資魅力の高い会社』で構成される新しい株価指数を創生します。これにより、日本企業の魅力を内外にアピールするとともに、その持続的な

企業価値向上を促し、株式市場の活性化を図ります。』⁽²⁾と、この「JPX 日経インデックス400」創生の目的や意義について説明している。

詳細については後述するが、企業選定に際し、重視する「定量的な指標によるスコアリング」の1項目に「ROE」が上げられており、ROE 向上は企業選定に大きな影響を与えるものになっている。また、2014年（平成26年）8月に経済産業省より公表された『「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクト（伊藤レポート）』⁽³⁾の中で「最低限8%を上回るROEを達成することに各企業はコミットすべきである。」と提言しており、この提言も少なからず影響を与えている。

本稿では、近年注目されている「ROE」を取り上げ、経営指標としての意義、あるいは企業経営における有効性の有無について、実践的観点から考察する。

II. 経営指標としての ROE

1. 「JPX 日経インデックス400」について

(1) ㈱日本取引所グループ

「JPX 日経インデックス400」（以下、「日経400」と称する）は、㈱日本取引所グループおよび東京証券取引所と㈱日本経済新聞社が共同で開発した株価指数である。㈱日経新聞社とともに開発に携わった㈱日本取引所グループは、2013年1月、東京証券取引所グループと大阪証券取引所が経営統合して誕生した組織であり、東証1部に上場している。具体的な事業としては「取引所金融商品市場の開設・運営に係る事業」がメインとなっている。同グループのホーム・ページによると、事業の目的および内容について、「株券等有価証券の売買、デリバティブ商品の取引を行うための市場施設の提供、相場の公表、売買等の公正性の確保に係る業務、有価証券債務引受業等を行う体制を整えています。グループ一丸となり、有価証券等の上場、売買、清算・決済から情報配信に至るまで総合的なサービス提供を行うことで、市場利用者の方々にとって、より安全で利便性の高い取引の場を提供できるよう努めています。」⁽⁴⁾との説明がある。

ちなみに、同グループの「決算短信」に示された2015年3月期の実績は、「営業収益106,167百万円、営業利益53,529百万円、税引前利益54,887百万円、当期利益34,716百万円、当期包括利益41,152百万円、資産合計27,746,771百万円、資本合計241,565百万円（うち資本金 11,500百万円）」となっている。なお、同グループの決算書はIFRS（国際会計基準）によって作成されている。

(2) JPX 日経インデックス400

「日経400」は、先述したように、「投資者にとって投資魅力の高い会社」で構成された新しい株価指数である。2015年8月31日現在の「日経400」を構成する400社の銘柄（企業）の業種別区分は次のようになっている（図表1）。

(図表1) 業種別分布 (TOPIX-17シリーズの業種による区分に基づく)

業種区分	銘柄数 (2015 年度)	銘柄数 (2014 年度)
食品	14	15
商社・卸売	18	20
建設・資材	26	25
エネルギー資源	2	5
情報通信・サービスその他	51	47
機械	26	28
不動産	17	14
小売	32	38
素材・化学	36	37
自動車・輸送用機器	31	33
電機・精密	45	38
医薬品	19	19
鉄鋼・非鉄	10	10
金融 (除く銀行)	24	22
銀行	25	25
運輸・物流	21	21
電気・ガス	3	3
合計	400社	400社

(出所) ㈱日本取引所グループHP (<http://www.jpx.co.jp/>)

「JPX 日経インデックス 400 構成銘柄の定期入替について」より。

「日経400」を構成する銘柄 (企業) は定期的に入替えが行われている。銘柄選定については次のような基準を設けている (図表2)。

(図表2) 「日経400」の選定基準等

項目	内容
銘柄選定の母集団	東証上場銘柄 (市場第一部、市場第二部、マザーズ、JASDAQ)
選定基準	<p>(1) スクリーニング</p> <p>①適格基準によるスクリーニング 下記のいずれかに該当する場合は銘柄選定の対象としない。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・上場後3年未満 (テクニカル上場を除く) ・過去3期いずれかの期で債務超過 ・過去3期すべての期で営業赤字 ・過去3期すべての期で最終赤字 ・整理銘柄等に該当 <p>②市場流動性指標によるスクリーニング 上記を除く全対象銘柄の中から、以下の2項目を勘案し、上位1000銘柄を選定。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・直近3年間の売買代金 ・選定基準日時点における時価総額

	<p>(2) 定量的な指標によるスコアリング 定量的な指標によるスコアリング</p> <p>(1) により選定した 1000 銘柄に対して、以下の各 3 項目にかかる順位に応じたスコアを付与する（1 位：1000 点～1000 位：1 点）。その後、各 3 項目のウェイトを加味した合計点によって総合スコア付けを行う。（ROE と営業利益はスコア付けに際しての取扱いあり）</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 3 年平均 ROE：40% ・ 3 年累積営業利益：40% ・ 選定基準日時点における時価総額：20% <p>(3) 定量的な要素による加点</p> <p>(2) のスコア付けの後、以下の 3 項目を勘案してスコアの加点を行う。 この加点は、(2)の定量的な指標によるスコアリングに対する補完的な位置づけ※。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 独立した社外取締役の選任（2 人以上） ・ IFRS 採用（ピュア IFRS を想定）または採用を決定。 ・ 決算情報英文資料の TDnet（英文資料配信サービス）を通じた開示 <p>※(2)の総合スコアのみによって選定を行った場合との差異が最大でも 10 銘柄程度となるような加点規模。</p> <p>(4) 構成銘柄の決定</p> <p>(3) の加点の後、スコアが高い順に 400 銘柄を選定し、構成銘柄とする。</p> <p>【バッファルール】 前年度採用銘柄に優先採用ルールを設ける。 前年度採用銘柄については、スコアが 440 位以内であれば、継続採用される。</p> <p>【銘柄入替】 毎年 6 月最終営業日を選定基準日とし、毎年 8 月第 5 営業日に入替銘柄を公表のうえ、毎年 8 月最終営業日に銘柄定期入替を実施。</p>
基準値	2013 年（平成 25 年）8 月 30 日（終値）に置き、時価総額を 10,000 とし、その後の時価総額を指数化したもの。

（出所）(株)日本取引所グループHP（<http://www.jpx.co.jp/>）「JPX 日経インデックス 400 構成銘柄の定期入替について」より。一部筆者修正。

（図表 2）に示されているように、選定企業の基準値に「ROE」が使われている。端的に言えば、企業の良否をみる場合、保有している資産の有効活用を図り、いかに効率的に利益を上げているかを重視しているのである。

「日経 400」が目されるのは、「日経平均株価」や「東証株価指数（TOPIX）」に連動する投資信託（ETF：Exchange Traded Funds）があるように、2014 年 3 月、大阪証券取引所が 11 月に「日経 400」で示される指数と連動する先物取引の導入を発表したことによる。先述したように「日経 400」の選定基準に ROE のウェイトの高さが含まれている。企業にとって、「日経 400」に選定されることは、企業業績の好調さを示すだけでなく、長期的にはブランド力の向上につながる事となる。こういう意味でも、企業が経営目標を立てる際、ROE を目標値として設定することは当然のことと言わざるを得ない。

日本経済新聞の 2015 年 8 月 3 日朝刊にも「ROE 重視の株価指数 三菱 UFJ 信託 欧州大手と開発」

という見出しで、次のような記事が掲載されている。記事によると、「三菱UFJ信託銀行は自己資本利益率（ROE）の高い企業に重点を置いた新型の株価指数を、ドイツ証券取引所傘下の指数開発大手ストックと共同開発した。（中略）三菱UFJ国際投信などが指数を使った投資信託などを組成する見通しで、関連商品の運用残高を今後5年間で7千億円増やす計画だ。資本効率の良い企業への資本流入を先取りする狙いがある。新指数は構成銘柄を自動的に抽出する『スマートベータ』という手法を使う。ROEを一定期間高く維持している企業の株式を150銘柄選び年2回入れ替える」とし、「資本に対する収益率を示すROEに着目した資金の動きが今後加速すると予想。株価平均より良い値動きをする指数を作れば、指数を使った運用商品の販売増や、指数の使用料収入が見込める。」とある。このような考え方にに基づき、ROEを重視する金融商品の開発を志向しているのである。

2. 「伊藤レポート」について

(1) 「伊藤レポート」の概要および提言

「伊藤レポート」とは、経済産業政策局企業会計室を企画担当部署として、2013年（平成25年）7月16日、伊藤邦雄一橋大学大学院商学研究科教授（当時）を座長とする「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」について検討するプロジェクトが創設され、幾多の議論を経て、2014年（平成26年）8月6日、最終報告書として公表されたものである。最終報告書の正式名称は「『持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～』プロジェクト」となっているが、取りまとめ役の伊藤教授の名を付し「伊藤レポート」と称されている。

「伊藤レポート」は、2014年（平成26年）2月27日に金融庁から公表された報告書で、企業の株式を保有する機関投資家向けの行動規範である「日本版ステュワードシップ・コード（stewardship code）：正式名称は『責任ある機関投資家』の諸原則』と、2015年（平成27年）6月1日から施行された上場企業が遵守すべき行動規範を示した企業統治の指針である「コーポレートガバナンス・コード（corporate governance code）」の2つの指針（ガイドライン）を統合するような内容になっている。

「伊藤レポート」では、「マクロで見た経済状況が改善する中、日本経済を継続的な成長軌道に乗せていくためには、ミクロの企業レベルでの競争力を強化し、その収益力（稼ぐ力）を高めていくことが急務である」とし、「さらに長期的に見て重要な課題は、日本経済が本格的な人口減少社会に直面する中で、国富を維持・形成することである。そのためには、企業が『稼ぐ力』を高め、持続的に価値を生み出し続けることと併せて、長期的な投資からリターンを得られる仕組み、すなわち経済の『インベストメント・チェーン（注：報告書では「インベストメント・チェーン」とは「資金の拠出者から、資金を最終的に事業活動に使う企業に至るまでの経路及び各機能のつながり」と説明されている）』の全体最適化を図っていく必要がある。これを妨げるインセンティブ構造があれば、それを改善し、より良い均衡に向かっていくような仕組みに転換していかなければならない。本プロジェクトでは、このような基本認識に基づき、企業経営者や投資家、市場関係者、学識経験者等が集まり、世界中と対話を重ねながら議論を行ってきた。2013年（平成25年）7月の開始から約1年間、16回の総会に加え、3つの分科会での集中的な検討と国内外からの情報・エビデンスの提供を受け、本年4月に中間

論点整理を発表。内外からの更なるフィードバックを得て、最終報告をとりまとめた⁽⁵⁾としている。

また特に、「持続的な企業価値創造の観点から、企業と投資家の望ましい関係構築に向けた、産業界と投資家、市場関係者や関係機関等から成る『プラットフォーム（経営者・投資家フォーラム（Management-Investor Forum：MIF）（仮））』を創設すべきである。そこでは、本報告で問題提起した中長期的な情報開示や統合的な報告の在り方、企業と投資家の建設的な対話促進の方策等をさらに深掘りし、実施に移すための継続的な協議が行われる。制度上・実務上の課題についても継続的に検討することが期待される。」⁽⁶⁾とし、「経営者・投資家フォーラム（仮称）」（Management-Investor Forum：MIF）の創設を提言している。

このような提言を行う背景のひとつに次の事が挙げられる。それは、日本企業の低収益性に関する問題である。この問題について、「伊藤レポート」では、特にROEと関連付けて、次のような問題提起を行っている。「日本企業のROEの長期低迷の主因は、レバレッジでなく事業収益力の低さ」という項目を設け、「投資家が重視する収益性指標であるROEを国際比較すると、日本企業のROEは、最近上昇しているものの長期にわたり低水準を続け、特に他国に比べてばらつきが少なく低位集中傾向にあった。その要因を探るため、ROEを売上高利益率、資本回転率、レバレッジに分解し、それぞれ日米欧で比較すると、回転率やレバレッジには大きな差がない。日本企業の低ROEは売上高利益率、つまり事業の収益力の低さによるところが大きい」⁽⁷⁾と指摘している。

また、この日本企業のROEの低さについて、「構成要素から見た低ROE」というテーマを掲げ、次のような興味深い資料（統計データ）を提示している（図表3）

（図表3）日米欧の資本生産性の分解

項目		ROE	利益率	回転率	レバレッジ
日本	製造業	4.6%	3.7%	0.92	2.32
	非製造業	6.3%	4.0%	1.01	2.80
	合計	5.3%	3.8%	0.96	2.51
米国	製造業	28.9%	11.6%	0.86	2.47
	非製造業	17.6%	9.7%	1.03	2.88
	合計	22.6%	10.5%	0.96	2.69
欧州	製造業	15.2%	9.2%	0.80	2.58
	非製造業	14.8%	8.6%	0.93	3.08
	合計	15.0%	8.9%	0.87	2.86

注1) 2012年暦年の本決算実績ベース、金融・不動産除く

注2) 対象＝TOPIX500、S&P500、Bloomberg European 500 Index 対象の企業のうち、必要なデータを取得できた企業

出所：みさき投資株式会社分析（メリルリンチ神山氏の初期分析を基に、Bloombergデータを分析加工）

（出所）「伊藤レポート」37頁より。

(図表3)で明らかなように、ROEを構成要素に分け、売上高利益率、資本回転率、レバレッジ(財務レバレッジ)について、日・米・欧における製造業・非製造業とに区分し、それぞれの数値について比較している。報告書では、日本企業の場合、回転率やレバレッジには大差ないが、特に「売上高利益率」(収益力)が極端に低いことを問題視している。

報告書の「概要」の項でも触れたが、日本経済を継続的な成長軌道に乗せていくには、個々の企業レベルの競争力を強化し、「稼ぐ力(収益力)」を高めることが急務であるとし、日本企業は資本効率を意識した経営への転換を図るため、ROE(自己資本利益率)向上を目指す必要があるとしているのである。

(2) ROE に対する見解

「伊藤レポート」では、業績測定を行う際、多くの経営指標があるなかで、特にROEを取り上げ、「企業」と「投資家」の間に、このROEに対する認識の違いがあることに言及している。具体的には、「ROEに対する認識の違い」という項目を設け、「日本企業と投資家の間には、ROEについて認識のミスマッチがある。多くの投資家は企業を評価する際の最も重要な指標の一つとしてROEを捉えているが、企業サイドでは重要な指標であっても、それを必ずしも最重視しているわけではない。実際の経営実務に使いにくい面(現場に落としにくい等)があり、(無借金経営を是とする考え方もあって)レバレッジの考え方が馴染まない面もあるからである。」というように企業サイドの多様な考え方をまとめている。このような両者のROEに対する認識の違いは、企業経営にとって重要な課題であり、将来的にも経営の進め方に参考になることが多い。

また、「投資家が求めているもの」という項目を設け、投資家の立場から、「投資家は何がなんでもROEを最重視すべきと主張しているわけではない。ROE至上主義ではないが、低ROEのままでは価値創造企業と言えないとの認識がある。投資家が重視しているのは内部留保を再投資して成長原資とすることであり、もし有効活用できないのであれば、今後の成長への道筋としてその活用方法を株主還元も含めたビジネスプランとして示し、ステークホルダーと共有することである。」といったコメントや、「特に投資家は、資本コストを意識してROE向上を目指す経営を望む。資本コストは投資家の要求収益率をベースにした価値創造の分岐点であり、その目途を明確に立てて事業に取り組んでほしいと考えている。ROE極大化を目指すかどうかは議論が分かれるが、最低限資本コストを超えるROEを目標にすべきとの考えは共通している。」とし、「その目安として、8~10%、グローバル企業は世界の投資家を引きつけるために欧米並(15%レベル)を目指してほしいとの指摘があった。」とROEに対する投資家サイドの見解をまとめている。そして、「一方、ROEは経営の結果であり目的ではないこと、すなわち、適切な事業領域への進出(会社の経営資産の適切な評価)や適切な商品開発・提供等により、持続的成長への競争力を高め、継続的にキャッシュフローを創出・増加する結果として向上するものとの認識が確認された。ROEを高める素質を持つ企業は数多くあるが、企業価値創造の仕組みを十分に差別化できず、個性が発揮できていないため、低ROEに留まっているとの指摘もある。」⁽⁸⁾としているのである。

「『経営者・投資家フォーラム（仮称）』の創設」という提言は、このような認識の違いを埋めるために、投資家と企業経営者との対話を通して、企業価値の向上や持続的成長を促すという共通の目標の共有化を図ろうとするものと思われる。

Ⅲ. ROE の構成と意義

1. ROE における自己資本・株主資本・純資産の区分

ROE (return on equity) は自己資本当期純利益率もしくは株主資本当期純利益率ともいわれる。ROE は企業が保有している自己資本を有効活用して、どの程度の当期純利益を上げたのかを測定する経営指標であり、ROA と並び収益性を示す代表的指標でもある。また、これまでみてきたように株主や投資家を意識した指標で、証券市場を中心として、注目される経営指標でもある。

ROE を算出する場合、「当期純利益／自己資本（もしくは株主資本）」という算式が使われる。しかし、多くの文献をみると、分母に自己資本あるいは株主資本、場合によっては純資産合計を使用する例もあり、さまざまである。実務的な観点では、自己資本もしくは株主資本、純資産のいずれを使用してもさほど影響はない。しかしながら、自己資本・株主資本・純資産の違いはどこにあるのか、ここで確認しておきたい。

2006年5月、従来の商法の「第二編 会社」から分離した形で「会社法」が施行された。この会社法の細目において計算書類（財務諸表）に関する表示方法が示されている。日本経団連（正式名称：一般社団法人日本経済団体連合会）は、旧商法の時も同様であるが、新たに制定された会社法に基づき、「会社法施行規則及び会社計算規則による株式会社の各種書類のひな型」を公表してきた。参考までに、2006年（平成18年）の新会社法施行に合わせて2007年（平成19年）2月9日に公表された「ひな型」と、2015年（平成27年）5月1日に予定されていた改正法務省令の施行、企業結合に関する会計基準の改正等を踏まえ、2015年（平成27年）4月10日に改正事項に即した改訂版を公表したものなから、連結貸借対照表における「純資産の部」を取り上げ、新会社法施行時当初のひな型と改訂分のひな型の両方を示しておく（図表4）⁽⁹⁾。

(図表4) 会社法による「純資産の部」の構成比較

2007年2月9日公表		(改訂版) 2015年4月10日公表	
(純資産の部)		(純資産の部)	
株主資本	×××	株主資本	×××
資本金	×××	資本金	×××
資本剰余金	×××	資本剰余金	×××
利益剰余金	×××	利益剰余金	×××
自己株式	△×××	自己株式	△×××
評価・換算差額等	×××	その他の包括利益累計額	×××
その他有価証券評価差額金	×××	<u>(注) 評価・換算差額等</u>	
繰延ヘッジ損益	×××	その他有価証券評価差額金	×××
土地再評価差額金	×××	繰延ヘッジ損益	×××
為替換算調整勘定	×××	土地評価差額金	×××
新株予約権	×××	為替換算調整勘定	×××
少数株主持分	×××	退職給付に係る調整累計額	×××
		新株予約権	×××
		少数株主持分	×××
純資産合計	×××	純資産合計	×××

(注) 「純資産の部」においては、「評価・換算差額等」または「その他の包括利益累計額」のいずれかの項目に区分する。ただし、企業会計基準第25号「包括利益の表示に関する会計基準」が適用される会社については、「その他の包括利益累計額」として区分することが義務付けられる。

(出所) 日本経団連による「会社法施行規則及び会社計算規則による株式会社の各種書類のひな型」より。一部筆者修正。

日本経団連から公表される財務諸表の様式は「経団連ひな型」と呼ばれている。日本経団連は、この「経団連ひな型」の公表に関して、「本ひな型は、経済界全体としての統一的なフォームを定めたものではありません。各社各位におかれましては、それぞれの事情に応じて、本ひな型を参考資料のひとつとしてご活用いただき、創意工夫を凝らした適切な開示により株主・債権者等への説明責任を果たし、もって企業価値向上に繋げていただければ幸甚に存じます。」⁽¹⁰⁾と、「ひな型」を公表する目的や意義について述べている。

会社法に基づいて公表される「経団連ひな型」(連結貸借対照表の様式における「純資産の部」)をみると、株主資本という項目を設け、その内容は「資本金・資本剰余金・利益剰余金・自己株式」であることを明記している。これらの勘定科目には、株主から拠出された出資金とそれを元手にして行った事業を通して新たな利益を獲得したものが利益剰余金として含まれている。さらに、その利益剰余金から株主への還元(配当金)する原資も含まれている。こういう意味でも株主資本といえるものと思われる。では、「評価・換算差額等(改訂版では「その他の包括利益累計額」という項目と同等としている)」、「新株予約権」、「少数株主持分」はどのように考えればよいのであろうか。

(1) 「評価・換算差額等」

「評価・換算差額等」は、「会社計算規則（会社法の規定）第53条」で定義されているが、要約すれば、貸借対照表における「純資産の部」に計上される項目のひとつで、「その他有価証券評価差額金」「繰延ヘッジ損益」「土地再評価差額金」「為替換算調整勘定（連結貸借対照表の場合）」および「退職給付に係る調整額」という項目で構成されている。「その他有価証券評価差額金」では売買目的ではない株式を取得した場合、売買目的有価証券のように時価と取得価額には差額が発生することもある。これらは評価差額として計上する。「繰延ヘッジ損益」も同様で、リスクヘッジとしてデリバティブを利用した場合、損益が確定するまでの調整額を「純資産の部」に計上しなければならない。土地についても同様である。また、海外子会社などはドル建て等で財務諸表を作成するケースが多いが、決算時に円建てに換算しなければならない。この時、差額調整が必要となる。「退職給付に係る調整額」は、例えば、当期に発生した退職給付に係る費用が未認識項目（税効果調整後）として把握された場合など、会計処理上対応しなければならない多くのケースがある。これらの問題に対応するために「退職給付会計基準」が改正され、「評価・換算差額等」の一部を構成するようになった。なお、これは、2013年（平成25年）4月1日以後に開始する事業年度から、連結財務諸表にだけ適用されるようになった。これらの項目は、その内容からみて、株主資本の範疇に入るとは言い難く、企業サイドの資金の具体的な運用等が反映されるため、「株主資本」に「評価・換算差額等（その他の包括利益累計額）」を含めたものを「自己資本」として扱うのが妥当である。

(2) 「新株予約権」

「新株予約権」とは、当該会社の株式をある金額で買うことができる権利のことで、会社の取締役や従業員などに付与するものをストックオプションとっている。ちなみに、権利の発行時の会計処理は、発行に伴って払込みされた金額を、「新株予約権」として「純資産の部」に計上する。そして、例えば、新株予約権が行使された場合の会計処理は、新株発行に伴って払い込まれた金額と新株予約権の行使に伴って払い込まれた金額を、①資本金、②資本金および資本準備金に振り替える。したがって、権利が行使されない限り、株主資本を含めた自己資本ともいえないことは明らかである。

(3) 「少数株主持分」

「少数株主持分」とは、非支配株主持分ともいわれ、連結子会社の資本のうち連結親会社の持分に属しない部分である。例えば、連結親会社A社100%の資本のうち連結子会社B社が30%保有している場合、この30%分が「少数株主持分」になる。「少数株主持分」も「新株予約権」と同様、株主資本を含めた自己資本ともいえない。したがって、「純資産」は、「株主資本」・「評価・換算差額等（その他の包括利益累計額）」・「新株予約権」・「少数株主持分」の「純資産の部」を構成するすべての項目（勘定科目）とすることができる。

貸借対照表の「純資産の部」はこのような項目で構成されている。それでは、ROEを算出する際、分母に「株主資本」「自己資本」「純資産合計」のいずれを使用すればよいか、この問題について、東

京ディズニーリゾートを運営している株式会社オリエンタルランドの貸借対照表を参考にして考察してみたい。(図表5)は同社の『有価証券報告書』から「連結貸借対照表」の「純資産の部」だけを表示したものである。

(図表5) (株)オリエンタルランドの貸借対照表における「純資産の部」

(単位：百万円)

項 目	前連結会計年度 (平成26年3月31日)	当連結会計年度 (平成27年3月31日)
純資産の部		
株主資本		
資本金	63,201	63,201
資本剰余金	111,860	111,911
利益剰余金	358,955	418,716
自己株式	△46,684	△46,863
株主資本合計	487,332	546,966
その他の包括利益累計額		
その他有価証券評価差額金	6,014	15,107
繰延ヘッジ損益	—	4
退職給付に係る調整累計額	350	2,051
その他の包括利益累計額合計	6,365	17,162
純資産合計	493,697	564,129

(注1)「評価・換算差額等」は「その他の包括利益累計額」として表示している。

(注2)「新株予約権」および「少数株主持分」の記載はない。

(注3)小計や合計が合わないのは百万円未満を切り捨て表示してあることによる。

(出所) (株)オリエンタルランド『有価証券報告書』(2015年3月期)より(筆者一部修正)。

「(注1)～(注3)」はすべて筆者が付記したものである。

新会社法では、「資本金・資本剰余金・利益剰余金・自己株式」の合計金額を「株主資本」とし、これに「評価・換算差額等(その他の包括利益累計額)」を加えたものを「自己資本」と称し、そして、この「自己資本」に「新株予約権」と「少数株主持分」を加算した金額を「純資産合計」とするのである。内容としては、「株主資本」の金額は「自己資本」より少なく、「自己資本」の金額は「純資産」よりも少ないという関係になる。

しかしながら、(図表5)で明らかなように、(株)オリエンタルランドの「株主資本合計の金額」と「その他の包括利益累計額」を含めた「自己資本合計の金額」の差は僅かである。なお、同社には「新株予約権」と「少数株主持分」の記載がないため、「自己資本合計の金額」と「純資産合計の金額」は同額になる。

他の多くの企業でも、特殊な財務戦略を採らない限り、「評価・換算差額等(その他の包括利益累計額)」、「新株予約権」、「少数株主持分」の金額は比較的少額である。したがって、ROEを算出する際、「純資産合計の金額」を分母として使用しても、分析上はさほど問題ないといえよう。

2. ROEの算出プロセス

では、これほどまで重要視されるROEとは、どのような経営指標で、その意義は何なのか。改めてROEについて検証してみたい。先述したように、ROEは自己資本当期純利益率もしくは株主資本当期純利益率といわれるように、企業が保有している自己資本（≡株主資本：純資産合計でも構わない）を有効活用して、どの程度の当期純利益を上げたのかを測定する経営指標である。なお、本稿では「自己資本」という名称を分母として使用して考察を進める。

ROEを求める算式は「当期純利益／自己資本」で、百分率で表示する。評価としては「高ければ高いほど良い」ということになる。しかし、この算式だけで数値を算出しても、経営管理という観点では意味がない。周知のように、ROEそのものは、3つの要素で構成されている。先の算式をブレイクダウンすれば、

$$\textcircled{1}(\text{当期純利益} / \text{売上高}) \times \textcircled{2}(\text{売上高} / \text{総資本 or 総資産}) \times \textcircled{3}(\text{総資本 or 総資産} / \text{自己資本})$$

ということになる。この算式で得られる数値は、結果として、先述した「当期純利益／自己資本」で求める数値と一致することはいうまでもない。

算式に示される個別経営指標の意味内容であるが、①の（当期純利益／売上高）は「売上高当期純利益率（売上高に対する当期純利益の割合）」であり、②の（売上高／総資本 or 総資産）は「総資本（＝総資産）回転率（企業が保有する総資本あるいは総資産が1年間に何回売上高として実現したのかを何回転したのかという形で捉え、回転数で示す数値）」である。また、③の（総資本 or 総資産／自己資本）は「財務レバレッジ（自己資本1に対して何倍の総資本（総資産）を保有し事業を行っているかを示す数値）」で、換言すれば、負債を梃子（レバレッジ）としてどの程度利用（自己資本の倍数：単位は「倍」）し、事業規模を拡大させながら総資産を増やすことができたのかを把握するもので、各経営指標は企業経営における個別的側面に関する経営問題の良否を表している。しかしながら、ROEには、総資本が一定の場合、他人資本の割合が多ければ多いほど高い数値になるという問題がある。

参考までに、実際の数値を使って示しておく（図表6）。

(図表 6) ROE の算出事例

(事例 1) 売上 1 億円、当期純利益 1,000 万円、総資産 2 億円、自己資本 5,000 万円
の場合の ROE は次のように算出される。

$$\begin{aligned} \text{ROE} &= \text{売上高当期純利益率} \times \text{総資本回転率} \times \text{財務レバレッジ} \\ &= 10.0 \times 0.5 \times 4 \\ &= 20.0\% \end{aligned}$$

$$\text{* 売上高当期純利益率} = (1,000 \text{ 万円} / 10,000 \text{ 万円} \times 100) = 10\%$$

$$\text{* 総資本回転率} = (10,000 \text{ 万円} / 20,000 \text{ 万円}) = 0.5 \text{ 回}$$

$$\text{* 財務レバレッジ} = (20,000 \text{ 万円} / 5,000 \text{ 万円}) = 4 \text{ 倍}$$

(事例 2) 売上 1 億円、当期純利益 1,000 万円、総資産 2 億円、自己資本 1 億円
の場合の ROE は次のように算出される。

$$\begin{aligned} \text{ROE} &= \text{売上高当期純利益率} \times \text{総資本回転率} \times \text{財務レバレッジ} \\ &= 10.0 \times 0.5 \times 2 \\ &= 10.0\% \end{aligned}$$

$$\text{* 売上高当期純利益率} = (1,000 \text{ 万円} / 10,000 \text{ 万円} \times 100) = 10\%$$

$$\text{* 総資本回転率} = (10,000 \text{ 万円} / 20,000 \text{ 万円}) = 0.5 \text{ 回}$$

$$\text{* 財務レバレッジ} = (20,000 \text{ 万円} / 10,000 \text{ 万円}) = 2 \text{ 倍}$$

(出所) 筆者作成。

(図表 6) で示した事例は、ROE の特徴をみるために、売上高・当期純利益・総資本が同一条件で、自己資本の金額だけが異なる(事例 1 は 5,000 万円、事例 2 は 1 億円と、単純に 2 倍の差がある)場合を仮定して、ROE を算出したものである。

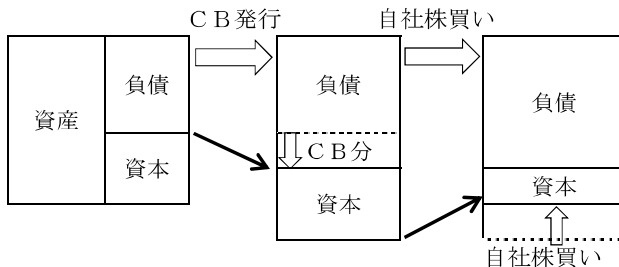
これによると、事例 1 の ROE は 20%、事例 2 の ROE は 10% と、実に 2 倍の差がみられる。この要因は財務レバレッジの作用によるものである。すなわち、収益率が一定の場合、他人資本すなわち借入に依存する方が ROE は高くなる。(図表 6) では事例 1 の方が事例 2 に比べ、ROE は 2 倍高いということになる。

ROE の向上を目指すならば、自己資本を小さくすれば事足りる。ROE 上のために社債などを発行し自社株を取得する方法が採られる場合がある。リキャップ CB によって、ROE の向上を図る事例があるので紹介しておきたい。リキャップ CB とは新株予約権付社債 (CB) の発行によって獲得した資金で自社の株式を購入する財務手法のひとつである。CB の発行によって負債が増加し、自社株取得により自己資本が圧縮され、結果として自己資本比率が低下し、ROE 向上が可能となる。

ベビーケア・フェミニンケア・ヘルスケア関連製品等を製造・販売する大手企業のユニ・チャーム株式会社は、新株予約権付社債 (転換社債 = CB) 発行と自社株買いを同時に行うことによって ROE 向上を図っている。同社が採った財務手法は、「CB の発行で 547 億円を獲得し、同時に 130 億円を上限に手元資金で自社株を買う」(日本経済新聞 2015 年 9 月 16 日朝刊) というものである。すなわち、CB 発行で資金を調達し、それを元手に市場で自社の株式を取得することによって、自己資本を減らし、負債を増加させるという手法であり、それによって ROE 向上を図ることを目的としたものである。

参考までに、この手法を（図表7）として示しておく。

（図表7）リキャップCBでROEが高まる仕組み



ROE = 利益 / 資本・・・利益が一定でも分母の資本が減れば数値は大きくなる

（出所）日本経済新聞 2015年9月16日朝刊より。

確かにユニ・チャームのように、社債（同社の場合はCB）を発行し、自己株を取得することで自己資本が圧縮され、他人資本である負債が増大することによってROEの数値は高くなる。さらにいえば、自己株式取得によって、市場で流通する株式数が減少するため、1株利益、すなわちEPS(Earnings Per Share：1株当たり当期純利益)の金額も増加する。

しかし、このような財務手法が最善の策なのか甚だ疑問である。例えば、このような手法でROEに向上がみられ企業ブランドも高まったとしよう。その場合、株主からはROEの向上によってより多額の配当金の分配要求が高まることになり、負債の増額による支払利息などの他人資本コストの増加とともに、株主資本コストの増加が予想される。このように自社株取得によって資本構成が変わったとしても企業価値向上には寄与しないこともある。企業価値の向上はROEという数値の向上と直接的には連動しない。企業価値の向上は保有する資産をいかに効率的に活用し、キャッシュ・インフローの増大化を図るかである。

IV. ROAの構成と意義

1. ROAの算出プロセス

ROEと同様、貸借対照表と損益計算書の両方の財務データを加味して算出する経営指標にROAがある。ROA(return on asset)は総資本利益率あるいは総資産利益率と称され、この指標こそ収益性を示す代表的指標ともいわれている。ROAはROEと異なり、分母に総資本（総資産）を使用し、分子には利益を用いる。この場合、利益は、営業利益や当期純利益を使用しても構わないが、経常利益を使用するのが一般的である。ROAを求める算式は、 $ROA = \text{経常利益} / \text{総資本} \times 100$ である。総資本は期末の総資本ではなく期首と期末の平均総資本を使用するケースが多い。しかし、期末残高を使用しても一向に差し支えない。但し、どちらを使用するにしても、どちらかに統一し、同一条件の下で継

統的に使用することが重要である。

ROA を求める算式をブレイクダウンすると、 $ROA = (\text{経常利益} / \text{売上高}) \times (\text{売上高} / \text{総資本})$ となる。表示する単位は百分率である。ROA は、ROE と同様、数値が高ければ高いほど収益性が良好であると判断する。(経常利益/売上高) は、「売上高経常利益率 (売上高に対する経常利益の割合)」であり、(売上高/総資本) は、ROE の算出の場合と同様、「総資本回転率 (企業が保有する総資本が1年間に何回売上高として実現したのかを何回転したのかという形で捉え、回転数で示す数値)」である。

算式で明らかなように、ROA は売上高利益率が良好でも資本回転率が悪化すれば数値は低下する。反対に、資本回転率が良好であっても売上高利益率が悪化すれば ROA の数値は低下する。このように、ROA は、単に売上高に対する利益の割合の程度を把握するだけでなく、同時に、保有する資本 (資産) をどのように効率的に使い売上高を上げたのかを回転率 (利用度) で把握する。すなわち、事業そのものの収益力だけでなく資本 (資産) の運用効率という両面から、当該企業の良否について判別できるのである。

2. ROA の特徴と事業展開への活用

ROA と ROE を比べた場合、大きく異なる点は、ROA は財務レバレッジがまったく効かないことが挙げられる。ROE では売上高利益率 (利益は当期純利益) や資本回転率 (資本は自己資本) の数値が悪くても、財務レバレッジによって、すなわち、総資本と自己資本を比較し、総資本が自己資本の何倍保有しているのかをみることにより、倍率が高ければ高いほど、ROE の数値が良くなるという側面がある。極端なことを言えば、売上高利益率と総資本回転率のいずれの数値が低下していても、財務レバレッジによって、ROE の数値を高めることができる。

これに対し、ROA は、売上高利益率もしくは総資本回転率のいずれか一方の数値が悪化すれば、ROA そのものの数値も悪化する。したがって、企業経営という観点からすれば、ROA の良否に関する原因を、製品や商品の販売やサービスの提供によって得られる事業本来の収益力によって ROA の数値が良くなったのか、あるいは資本 (資産) を効率的に運用したことによって ROA が良くなったのかを把握することができるのである。この点について、簡単な事例を示しておく (図表 8)。

(図表 8) ROA のバリエーション

ROA 10.0%の場合			
①	売上高利益率	2%	総資本回転率 5 回転
②	売上高利益率	5%	総資本回転率 2 回転
③	売上高利益率	10%	総資本回転率 1 回転
④	売上高利益率	1%	総資本回転率 10 回転

(出所) 筆者作成。

(図表8)で明らかのように、ROAを10.0%得たとしても、それが「売上高利益率」によるものか、あるいは「総資本(資産)回転率」によるものなのか、その要因が明確になる。

(1) 「売上高経常利益率」の改善に向けて

例えば、(図表8)のなかで①や④のように「売上高利益率」が「総資本回転率」より低い場合、「売上高利益率」の利益を「経常利益」と想定すると、経常利益率はその前段階で捉えられる「売上総利益」が悪化したのか、あるいは「営業利益」に問題があるのか、あるいはこの場合の最終損益である「経常利益」の出方に問題があるのか、その原因を個別に捉えることができる。その場合、まずは算出の際のスタートとなる売上高について、経年と比べ低下がみられたり、売上高そのものの伸び率に問題があれば、製品や商品等の機能や利便性等に関わる改善や改良、あるいはマーケティング戦略の見直し等が必要になる。また、売上高にさほど経営上の問題がなく、むしろ「売上総利益」の金額、あるいは経年の伸び率などに悪化がみられるとすれば、売上原価に問題があり、結果として売上総利益率(マージン率)が低下したことになる。このような場合、小売業や卸売業といった商業の場合は、仕入原価の見直し、もしくは販売数量の拡大による売上総利益の絶対額を増加させる努力が求められる。製造業の場合は、製造原価の見直しが必要になる。そのためには、製造原価を構成する材料費・労務費・経費の見直し、あるいは内製か外注かといった製造工程に係わる様々なコストについて検討する必要がある。このように売上原価に関するコストの見直しを行うことによって「売上総利益率」の改善を図るのである。

さらに、「売上営業利益率」や「売上高経常利益率」に問題があるとすれば、「売上営業利益率」の場合は、「販売費及び一般管理費」を構成する各費用(人件費・広告宣伝費・通信費・旅費交通費など)の対売上高に関する効果の程度を検討する必要がある。当面の指標である「売上高経常利益率」に問題があるとすれば、マイナス項目となる「営業外費用」を構成している「支払利息」や「有価証券評価(売却)損」といった、主として財務活動に関わる各費用の発生要因を追求し、必要な改善策を講じることによって数値の向上が可能になる。

(2) 「総資本回転率」の改善に向けて

(図表8)のなかで、②や③のように「総資本回転率」が「売上高利益率」よりも低い場合は、投下資本の運用効率の見直しが求められる。いうまでもなく、企業が調達した資本は資産という具体的な形態で運用される。企業が保有する資産には「現金・預金」などの「当座資産」や「棚卸資産」を中心とした「流動資産」と、事業を展開する上で必要な「有形固定資産」や「無形固定資産」などの「固定資産」で構成されている。それら資産の効率的運用が適切性を有しているかどうかの問題となる。企業は、基本的に「少ない資本で多くの収益を得る」ことを事業目的としている。そのためには、まず「流動資産」のなかで、特に「売上債権」や「棚卸資産」を過剰に保有しているかどうかの問題になる。「受取手形や売掛金」といった「売上債権」が増加したとすれば、折角、商品や製品を販売したとしても「現金化されていない」ことを意味している。現金化が遅れば遅れるほど、債権回収のり

スクが高まるばかりでなく、「売上債権」が増えることは立て替え払いをしているようなもので、資金繰りに重大な影響をもたらすことになる。また、「棚卸資産」が増えることで流動資産が増加することは、折角、仕入れた商品や製造した製品が「倉庫に眠っている」ことを意味している。これは単に「在庫が増えた」ということではなく、仕入れや製造にともなって発生した資金がそのまま企業外部に入出し、それに見合う資金の流入がまったくないことを示している。仕入れた商品や製造した製品がデッド・ストックになることは、売上債権の増加同様、企業資金にとって重大な事態（資金ショート）に陥りかねないのである。「売上債権」や「棚卸資産」の増加は「資産の運用効率」を低下させる要因となり、それは、結果として「資本回転率の低下」になる。したがって、「売上債権管理」と「棚卸資産管理」は、特に短期の資金繰りに直接影響を与えるため、適切な管理が求められるのである。

「固定資産」については、保有している建物、構築物や土地といった有形固定資産、あるいは無形固定資産や投資その他の資産が本当に有効に活用されて、その成果として、規模に見合った売上高を実現しているのかが問題となる。過剰な設備はその他の資産、あるいは遊休資産といわれるような資産の保有の仕方は運用効率を損なうことになる。

「資本回転率」では保有する資産総額（流動資産＋固定資産等）と売上高を対比し、売上高が資産総額の何倍に当たるかを算出し回転率（単位は回）で、言い換えれば資産の利用度として表すのである。例えば、売上高と資産総額が同額であれば1回転として把握する。もし、その数値が小数になった場合は、実現した売上高が保有している資産総額より少ないか、もしくは資産を過剰に保有しているかである。この場合は、売上高や利益を拡大させるか、あるいは過剰な資産を減少させる諸方策を講じる必要がある。

(3) 資本コストについて

このように、ROA は事業そのものの収益性と資本の運用効率の両面から現在の経営状況を把握し、経営上の問題点を具体的に抽出できるため、ROA の細部にわたる詳細な分析を通して経営改善に向けた意思決定を行うことが可能となる。ROA を問題にする場合、単に収益性や資産の運用効率だけでなく、調達する資本についての検討も必要である。

調達資本については自己資本と他人資本に大別できる。自己資本では、株主資本を構成する株主からの出資に対し、そのリターンが問題になる。株主へのリターンは配当であり、この株主へ支払った配当金がコストとして認識される。他人資本は、いうまでもなく金融機関からの借入れ、社債等の発行が代表的なものであり、それらにかかる金利がコストになる。他人資本コストは比較的容易に把握することができるため、金利を吸収し得るそれ以上の利益確保が目標となるが、自己資本コストについては配当金の支払い以上のリターンを念頭に置く必要がある。それは、株主や投資家は単に配当金というインカム・ゲイン（income gain）によるリターンだけでなく、株価の変動によって得られるキャピタル・ゲイン（capital gain）といわれる利益も期待する。株主や投資家にとって、当該企業に提供する資金はいわばリスクである。これらのリスク以上のリターン、具体的には、支払配当金に加えキャピタル・ゲインの分もコストとして認識しておかなければ、自己資本による企業資金の増額は期

待できなくなる。企業にとっては、配当金の支払いに加え、キャピタル・ゲインの原資となる当該企業の株価向上に結び付く経営施策が求められる。

ROA を問題する場合、利益率の面だけでなく、資産を保有するための原資としての資本調達の方法について、企業が負担すべき資本コストの側面、すなわち他人資本と自己資本のそれぞれの調達コストをどのように負担すべきか検討しておく必要がある。資本構成は ROE の数値とも関係する。すなわち総資本に対する他人資本の割合が多ければ財務レバレッジが効く状態になるが、反対に自己資本比率が高くなれば財務レバレッジの倍率は低下し、レバレッジ効果も低下する。財務レバレッジを求める算式は「総資本／自己資本」であり、自己資本を求める算式は「自己資本／総資本」である。このように財務レバレッジと自己資本比率とは逆数の関係にある。資本調達についてはこのような点も考慮した方法について検討しておく必要がある。一般的には、資本構成と呼んでいるが、企業価値の極大化を図るための、自己資本と他人資本という資本構成のバランスに対する配慮が求められるのである。

V. おわりに

先述したように、ROE を向上させるには、当期純利益が同一の場合、自己資本を少なくするか、流動負債もしくは固定負債のいずれか、あるいは総額としての負債の金額を増加させれば事足りる。すなわち、分母の極小化を図るか、財務レバレッジ（総資本／自己資本）を活用すれば ROE は向上する。しかし、このような方法によって ROE の数値だけを向上させることが企業経営にとって有効かどうかは甚だ疑問である。自己資本の極小化についていえば、減資もしくは赤字経営による利益剰余金の減少によっても自己資本は減少する。また、財務レバレッジによる ROE の拡大は、借入金や社債等を増額させるなど、借金経営（他人資本依存型）を行うことでも可能である。このような財務面だけの方策による ROE 向上は、企業経営の将来性という観点からすれば適切な処置であるとは言い難い。他人資本に依存する資金調達の方法には、調達した元本（借入金や社債等）とそれに伴う金利を含めた返済や償還の負担が必ず生じる。他人資本による企業資金の調達はこの問題を十分考慮しておく必要がある。したがって、ROE という経営指標の近視眼的な絶対視、なかでも特に財務レバレッジを活用する経営の進め方には、必ず財務的リスクが伴うため、企業経営にとってかなり問題があるといわざるを得ない。ROE における財務レバレッジにはこのような問題がある。

これに対し、ROA は「売上高利益率×総資本回転率」で算出され、事業そのものの収益性と調達した総資本（総資産）の運用効率の両面を捉える指標として有効利用できる。もしも、ROA の数値が低下する事態に陥ったら、調達資本コストにおける自己資本と他人資本の構成バランスの問題とともに、

- ① 事業の収益性（扱っている製品・商品やサービスの市場へのマッチング）に問題があるのか
- ② 資本の運用効率（売上高が足りないか、売上高の規模に比べ過剰資本（資産）になっているのか
- ③ あるいは、事業の収益性と資本の運用効率の両方に問題があるのか

という、まずはこの3点についての経営上の改善に向けた見直しが必要になる。

ROA には ROE のような財務レバレッジは一切考慮しない。ROA の数値を検証することは事業活

動そのものを直接的に取り挙げ、効率的な経営の在り方を追求することになる。したがって、ROA 向上を目標にした経営の進め方には、ROE とは異なる、企業活動の収益力向上と資産の効率的運用についての継続的な経営努力が期待できるのである。

注

- (1) 「日経電子版」(<http://indexes.nikkei.co.jp/>)の「日経平均プロフィール」に「日経インデックス400は、資本の効率的活用や投資者を意識した経営観点など、グローバルな投資基準に求められる諸条件を満たした、『投資者にとって投資魅力の高い会社』で構成される株価指数です。日本経済新聞社と日本取引所グループおよび東京証券取引所が、共同で開発しました。」との説明がある。
- (2) ㈱日本取引所グループ HP (<http://www.jpx.co.jp/>) を参照のこと。
- (3) 伊藤邦雄一橋大学大学院商学研究科教授(当時)を座長とし、第1回を2013年7月16日に開催し、2014年7月25日の第16回まで会合を持ち、その他に「総会の他に、企業価値創造の実態分科会、投資コミュニティ分科会、ショートターミズムと開示分科会を2013年10月10日から、2014年1月23日まで開催」し、表題にある「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～(「伊藤レポート」)」のための提言を取りまとめた報告書である。
- (4) ㈱日本取引所グループ HP (<http://www.jpx.co.jp/>) を参照のこと。
- (5) 「伊藤レポート」10頁。
- (6) 「伊藤レポート」20頁。
- (7) 「伊藤レポート」11頁。
- (8) 「伊藤レポート」40頁～41頁。
- (9) 2007年2月9日および2015年4月10日に公表された「会社法施行規則及び会社計算規則による株式会社の各種書類のひな型」を参照のこと。
- (10) 2015年4月10日に公表された「『会社法施行規則及び会社計算規則による株式会社の各種書類のひな型』(改訂版)」における「公表にあたって」を参照のこと。

参考文献

- 岩村 充 (2013) 『コーポレート・ファイナンス』中央経済社
- 碓氷悟史 (2004) 『ROE 不用論』中央経済社
- 大津広一 (2005) 『企業価値を創造する会計入門』ダイヤモンド社
- 大津広一 (2010) 『ファイナンスと事業数値化力』日経ビジネス文庫
- 川野克典 (2012) 『管理会計の理論と実務』中央経済社
- 経済産業省 (2014. 8) 「伊藤レポート『持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～』プロジェクト『最終報告書』」
- ジェレミー・ホープ(著)・米田(監訳)・菊地・佐久間・吉田(訳) (2007) 『CFO 最高財務責任者の新しい役割』(HARVARD BUSINESS SCHOOL PRESS), ㈱ファーストプレス
- 砂川伸幸・杉浦秀徳・川北英隆 (2008) 『日本企業のコーポレートファイナンス』日本経済新聞出版社
- 砂川伸幸・川北英隆・杉浦秀徳・佐藤淑子 (2013) 『経営戦略とコーポレートファイナンス』日本経済新聞出版社
- 高田直芳 (2007) 『戦略会計入門』日本実業出版社
- 高田直芳 (2014) 『経営分析入門』日本実業出版社
- 西内 翔・春日俊介・小見山奈々 (2014. 10) 「JPX 日経インデックス400のパフォーマンス特性について」『証

- 券アナリストジャーナル』(VOL. 52 NO. 10), 日本証券アナリスト協会
- 西村 明・大下丈平(2007)『ベーシック管理会計』中央経済社
- 広木 隆(2014)『勝てる ROE 投資術』日本経済新聞出版社
- 廣本敏郎(2008)『原価計算論(第2版)』中央経済社藤井智朗・笹本和彦(監修), ニッセイアセットマネジメント株式会社(編)(2014)『企業価値を高める経営戦略』中央経済社
- 藤田純孝(2015)『CFOの挑戦』ダイヤモンド社
- 宮川壽夫(2014.12)「ROE重視は日本の企業価値を拡大するのか」『月刊資本市場』(No. 352) 公益財団法人資本市場研究会
- 柳 良平(2015)『ROE革命の財務戦略』中央経済社
- 「山を動かす」研究会編(2014)『ROE最貧国日本を変える』日本経済新聞出版社
- ロバート・サイモンズ(著), 伊藤邦雄(監訳)(2003)『戦略評価の経営学』ダイヤモンド社
- (株)オリエンタルランド『有価証券報告書』(2015年3月期)
- 経済産業省 HP (<http://www.meti.go.jp/>)
- 一般社団法人日本経済団体連合会 HP (<http://www.keidanren.or.jp/>)
- (株)日本取引所グループ HP (<http://www.jpx.co.jp/>)