

株式市場における投資判断指標に関する考察

松本 昇

キーワード：アベノミクス、ROE、スチュワードシップ・コード、コーポレートガバナンス・コード

1. はじめに

アベノミクス効果により 2012 年 12 月以降、株価は大きく上昇した。アベノミクスの成長戦略は、日本企業の「稼ぐ力」すなわち中長期的な収益性・生産性を高めることを目指している。また、その達成のために、コーポレートガバナンスの強化による、経営者の変革を求めている。具体的には「グローバル水準の ROE の達成等を一つの目安に、グローバル競争に打ち勝つ攻めの経営判断を後押しする仕組みを強化していくこと」が重要だとする。これを受けて、日本の株式市場でも、「資本の効率化」「株主還元」等、ROE を高める動きが活発化している。また、成長戦略の一環として、企業と投資家の関係に関する 2 つの指針が相次いで策定された。

昨今は、新聞の証券欄で「ROE」や「ガバナンス」という文字を見ない日は無くなった。しかし、投資家も企業経営者も ROE について正しく理解されているのだろうか。ROE について、いろいろと問題点も指摘されているからである。

このような背景から、本稿では、ROE についての考察を行って、ROE に関わる問題点を整理することに主眼を置いている。具体的には、まず第 2 節において、本稿における中心的な問題である ROE の概念を確認すると共に、財務諸表等規則による定義を示す。第 3 節において、日本の個人投資家の金融資産残高とポートフォリオの特徴を示しつつ、アベノミクス成長戦略に至るまでの株式市場を概観する。第 4 節において、日本における ROE の歴史を振り返り、ROE と PBR(株価純資産倍率)の関連性や ROE の 3 要素を明らかにした上で、ROE の問題点を整理する。第 5 節において、

「株価と ROE」および、「PBR と ROE」の相関関係を統計学的アプローチにより実証的に考察する。最後に第 6 節において、今後の課題について言及する。

2. ROE の定義

「ROE」とは Return On Equity の略であり、Return は「見返り」、Equity は「株式」ことである。つまり、ROE とは「株主が出資したおカネに対するリターン(見返り)」という意味である。一般的には会計学的に翻訳して、「自己資本純利益率」あるいは、簡便に「自己資本利益率」と言われる。日本の会計基準では、純資産は①株主資本②評価・換算差額(その他包括利益累計額)③新株予約権④少数株主に大別される。

制度上、ROE の分母には、自己資本が採用されている(期中平均値)。制度上というのは有価証券報告書などに用いられる財務諸表等規則や企業内容等の開示府令等の内閣府令の規定のことであり、金融庁から公表されている。純資産との関係で言うと、

$$\text{自己資本} = \text{純資産の部} - \text{新株予約権} - \text{少数株主持分}$$

となる。また、ROE の分子には、当期純利益が採用される。従って、ROE は、

$$\text{ROE} = \text{当期純利益} \div \text{自己資本}$$

となる。なお、現在の当期純利益には少数株主利益は含まれておらず、ROE の分母と分子は少数株主(非支配株主)に帰属する部分を含んでいないという点で整合性がとれている。また、財務諸表等規則では、ROE(自己資本利益率)を

$\text{ROE(自己資本利益率)} = \text{EPS(1株当たり当期純利益)} \div \text{BPS(1株当たり自己資本)}$ 、(但し、自己資本は期中平均)と定義している¹。

3. 日本の個人金融資産の形成

3-1. 金融資産残高とポートフォリオ

日本銀行の「資金循環統計(2014年第4四半期速報)」によれば、家計の金融資産は2014年末現在1,694兆円となっている。日本(一般政府)の歳出(国、地方政府、社会保

¹ 広木隆(2014)pp.44-47による。同書 p.3 で「これだけ注目されているテーマなのに、ROEについて体系的にかかっている日本語の本は皆無と言っていい(2014年秋現在)。過去には何冊もあったが、文字通り“過去のもの”であり役に立たない。昨今の資本市場をめぐる改革の動きと関連して ROE を語らなければ、ほとんど意味がない。」と述べている。

障基金)が約 200 兆円、日本の GDP が約 500 兆円であるから、その大きさが窺える。

家計の金融資産の内訳は現金・預金 890 兆円(構成比 52.5%)、保険・年金準備金 447 兆円(同 26.4%)であり、この 2 つで全体の 80%近くを占める。一方、株式・出資金 162 兆円(同 9.5%)、投資信託 92 兆円(同 5.5%)であり、2 つ合わせても 15%に止まっている。

FRB の「financial Account of the United States」によれば、米国の個人金融資産は 2014 年末現の在 679,922 億ドルであるが、内訳は現預金 91,116 億ドル(構成比 13.4%)、生命保険 12,769 億ドル(同 1.9%)、年金 208,143 億ドル(同 30.6%)の合計で全体の 45.9%に止まるのに対して、株式 133,652 億ドル(同 19.7%)、投資信託 78,042 億ドル(同 11.5%)は合計で 31.2%に達している。

3-2. 株式市場における個人投資家

日本では 1954 年から高度経済成長期に入り、これに伴い証券市場も成長して 1964 年の東京オリンピックを控えた 1961 年には、投資信託残高が 4 年前の約 10 倍となる 1 兆円を突破するに至った。この勢いは当時「銀行よ！サヨウナラ」「証券会社よ！コンニチワ」と言うキャッチフレーズが流行ったことでも分かるが、その後 1964 年の「山一証券に対する日銀特融」に象徴される証券不況や、バブル崩壊とそれに伴う日本経済の低迷もあって、個人の金融資産残高における株式等の構成比は伸長しなかったのである。

現在でも、日本の個人は金融資産を、主として「現預金」等の非リスク資産で運用しており、「株式」等のリスク資産による運用には慎重なことが窺える。

3-3. アベノミクスの成長戦略

「日本再興戦略」(2014 年改訂版)は、「未来への挑戦」と副題がつけられており、鍵となる重要施策として「日本の“稼ぐ力”を取り戻す」ことを挙げている。以下はその部分の抜粋である。日本企業の「稼ぐ力」すなわち中長期的な収益性・生産性を高め、その果実を広く国民家計に均てんさせるには何が必要か。まずは、コーポレートガバナンスの強化により、経営者の変革し、グローバル水準の ROE の達成等を一つの目安に、グローバル競争に打ち勝つ攻めの経営判断を後押しする仕組みを強化していくことが重要である。

また、アベノミクスの成長戦略を受けて、経済産業省が取り組む「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(座長：

伊藤邦男)では、「伊藤レポート」と呼ばれる「最終報告書」を纏めている。そして、「最終報告書」の主要メッセージや提言は、以下の7つのタイトルで纏められている。

- ①企業と投資家の「協創」による持続的価値創造を
- ②資本コストを上回る ROE(自己資本利益率)と資本効率革命を
- ③全体最適に立ったインベストメント・チェーン変革を
- ④企業と投資家による「高質の対話」を追求する「対話先進国」へ
- ⑤「経営者・投資家フォーラム(仮)」の創設

安倍政権の成長戦略の一環として、企業と投資家の関係に関する2つの指針が相次いで策定された。法的拘束力はないが企業や投資家が守るべきだとされている。まず2014年に、年金、保険料、投資した資金等を運用する機関投資家が、投資先企業の価値を引き上げるために果たす役割を定めた日本版「スチュワードシップ・コード」(「責任ある投資家」の諸原則)が策定された。また、2015年6月からは、東京証券取引所に上場する企業には、企業統治指針「コーポレートガバナンス・コード」が適用されている。2つの指針により、上場企業は企業価値向上の観点から、事業や組織の統治体制の改善に取り組む。機関投資家は投資先企業との対話を通じて、企業価値向上を促す。投資資金が循環しつつ企業価値を高めていくのが指針の狙いである。

4. ROEへの着目

4-1. ROEの再来

安倍内閣の「日本再興戦略」(2014年改訂版)に「もうかる日本を取り戻す」「自己資本利益率(ROE)で世界水準を目指す」という趣旨の項目が入ったのは4-1. に記した通りである。これまで日本株が振るわなかったのは、日本企業の稼ぐ力が弱かったからで、ROEが低かったから株価も低いままであったと言える。この日本株相場低迷の要因である「低ROEを改善する」と、政府が明確に成長戦略の中で謳ったのである。これを受けて企業によるROE目標の設定が相次いでいる。日本の株式市場でROEはブームとなっており、日経新聞の株式欄を開けばROEの文字を見ない日は無いのである。しかし、実は過去に、日本でもROEが高い時代があった。1960年代後半から1970年代前半にかけての高度成長期である。1960年代に所得倍増計画を掲げて登

場した池田勇人内閣は設備投資を奨励し、戦後の高度成長期が到来した²。これにより、ROE が上昇し株高に繋がった。賃上げで消費が拡大し更なる経済成長を遂げた。1980年代には不動産バブルが生じて、本業をそっちのけで財テクに走る企業も多くなったが、バブル崩壊で日本経済は低迷することになる。

そして、1990年代半ばになると、ちょっとしたROEブームが起きた。「ROEはグローバル経営の必修科目」として脚光を浴びたのであるが、ROEを重視する風潮は日本企業全体には広がらず、定着しなかった。

1990年代末のITバブル期、2000年代の小泉内閣の構造改革期でも株主を意識した経営は広がらずROEは伸び悩み、株高は一時的で終わった。この状況に変化が生じたのは、2000年代も半ばを過ぎた頃からである。この頃になると、米スティール・パートナーズや英TCI等に代表される「積極的に経営に関与する」アクティビストの存在感が日本でも注目される様になった。それまでサイレント・パートナーであった日本の機関投資家の企業への関わり方にも影響を与えたのである。

2006年の会社法改定を踏まえ、企業年金連合会が改訂した「企業年金連合会コーポレートガバナンス原則」で「3年連続で株主資本利益率（ROE）が8%以下に留まる企業の取締役の再任に対し、株主総会で反対票を投じることを決めた。所謂、「ROE8%ルール」の制定である。最早「低ROE」は許されない時代が到来しているである³。

4-2. ROEにまつわる制度改正

企業会計基準 22号「連結財務諸表に関する会計基準」等の改正により、当期純利益には非支配株主持分が含まれることになる。(2015年4月以降開始の事業年度より適用される)これは、IFRSなど、海外の動向に倣うためである。

連結財務諸表の本質を、非支配株主持分(少数株主持分)を含めた企業(非支配株主持分と親会社株主を同等に位置付ける)とする見方がグローバル・スタンダードになっている。「ROA」(総資産利益率：利益を総資産で除したもの。利益は、営業利益、経常利益、当期純利益などが使われる)の算定では、もともと経常利益等の非支配株主持分を含めた利益で計測することが多いが、基本的に親会社の株価と密接に関連づけられるROEについて、「親会社に帰属する当期純利益」をベースに考えるべきかどうか

² 広木隆(2014)pp.16-18による。

³ 広木隆(2014)pp.25-27による。同書は、全般的にROEのポジティブな側面にフォーカスして論述しているが、同書の第4章「ROE革命の死角1」、第5章「ROE革命の死角2」では、ROEのネガティブな側面にも言及している。

という問題である⁴。

今回の変更では、投資家が投資判断を行ううえで重視している「EPS」（1株当たり利益）と、「PER」（株価収益率：株価÷EPS）の数字は変わらない。改正前基準でも改正後も、親会社株主に帰属する純利益を発行済み株式数で割ったものを「EPS」と呼び、株価をEPSで割ったものをPERと呼ぶ。

1株当たりの親会社帰属利益をEPSとし、株価をEPSで割ったものPERとすることについては、過去からの連続性も保たれるし、国際基準とも整合するので、時系列比較で国際比較上も問題ない。「当期純利益」の意味が変わったあとも、旧「当期純利益」と同じ「親会社株主に帰属する当期純利益」を使って、1株当たり利益(EPS)を計算する改正は大きく混乱を招くことはないと考えられる。但し、非支配株主持分を含めてROEを計算する実務家も存在する。また、包括利益を用いてROEを算定することもできるが、その他の包括利益(OCI)との関連性については、明確な結論が得られていない⁵。

現行の財務諸表で企業の最終利益として位置づけられているのは、損益計算書の末尾に記載される当期純利益である。しかし、企業会計基準第25号「包括利益の表示に関する会計基準」は連結財務諸表において、当期純利益とともに包括利益も算定し表示することを指示している。「包括利益の表示に関する会計基準」が求める包括利益の表示規定は、連結財務諸表については2010年4月以降に開始した年度の年度末に係るものから適用されている⁶。

4-3. PBRとROEの関係

PBRとPERは次のように定義され、PBRおよびPERとROEの関係は次のようになる。

「ROE」（自己資本利益率）= 1株純利益(EPS)/1株純資産 (1株純資産：BPS)

「PBR」（株価純資産倍率）= 株価/1株純資産 (1株純資産：BPS)

「PER」（株価収益率）= 株価/1株純利益 (1株純利益：EPS)

従って「株価/1株純資産」= 「株価/1株純利益」×「1株純利益/1株純資産」、即

⁴ 広木隆(2014)pp.48-49による。

⁵ 広木隆(2014)pp.48-49による。

⁶ 桜井(2015)p.299による。同書p300では「包括利益とは、特定期間における純資産の変動額のうち、企業所有者である株主との直接的な取引によらない部分であると定義される」と述べている。さらに、「純資産と包括利益の間にも、次式(期首の純資産+包括利益-剰余金の配当=期末の純資産)が示すように、クリーン・サープラス関係が成立することはいうまでもない」と述べている。

ち、 $PBR=PER \times ROE$ となる。従って PER が一定ならば PBR と ROE は比例し、PBR は ROE の関数でもある。そこで、PBR と ROE の関数をみれば ROE の水準、即ち、株価の水準(PER)を間接的に推測できるのである。

$$PBR \div ROE = PER = \text{株価} \div 1 \text{株純利益}$$

PBR と ROE の関係を見てみると、日本株と米国株の決定的な違いは次の通りである。即ち、1993年7月～2014年8月の米国での PBR と ROE の関係は、「相関係数：0.43」で、正比例の関係にあって、ROE は平均的に 15%で推移している。一方、日本株における同期間での PBR と ROE の関係は、「相関係数：-0.26」で、ほとんど無関係に近い。しかし、日本株における最近(2005年1月～2014年8月)の PBR と ROE の相関係数は、「0.50」で、米国株におけると同様、正の相関となっている。2000年代半ばから、ROE が株式市場で意識される様になってきたことが窺えるのである⁷。

4-4. ROEの3つの要素

既に4-3. で示した様に ROE は3つの要素に分解できる。即ち、「売上高当期純利益率」「総資産回転率」「財務レバレッジ」の3要素である。

ここで、米国と日本での ROE の3要素を比較してみると、表1のように、日米の ROE の差は利益率の差であることが見て取れる。「総資産回転率」や「財務レバレッジ」はたいして違いが無いのである⁸。

表1：日米の ROE を3分解して比較する

	ROE	売上高当期純利益率	総資産回転率	財務レバレッジ
東証1部	8.60%	4.10%	0.37	5.6
米国主要500	15.20%	9.60%	0.34	4.6

(出所：広木(2014)p.79より引用)

宮川壽夫(2015)⁹は、日本企業の ROE と3つの要素について、次のように述べている。「筆者が過去30年間を分析したところ、ROE に影響を及ぼすのは、売上高当期純利益率がほとんどで、総資産回転率や財務レバレッジの説明力は極めて低い。」そして、ROA(総資産利益率)を構成要素である売上高利益率と総資産回転率分解できることから、より本業の成果に近い営業利益率と ROA の関係を分析している。その結果

⁷ 広木隆(2014)pp.27-30による。

⁸ 広木隆(2014)p.79による

⁹ 宮川壽夫(2015)「経済教室」日本経済新聞 2015.2.17付朝刊による。同紙上で「ROEを改善しようと思えば、自己資本を縮小すればよいかに見える。しかし、その手法によって企業価値の拡大につながることを期待するのは、明らかに間違っている。企業価値の拡大は獲得する予想キャッシュの現在価値を高める以外に方法はない」と述べている。

から、宮川壽夫(2015)¹⁰は、2ケタの ROE 実現可能性について、次のように述べている。「標準的な日本企業は、総資産回転率 1.0 回がほぼ定常状態であり、営業利益率 5% が当面の壁とすると、ROA は 5%(税引き後で 3%)が限界となる。税引き後の営業利益率ベースで 2 ケタの ROE を達成するための自己資本比率は 30%程度と計算され、これは日本にとってかなりのハードルだ。現状では、日本企業の ROE が平均で 10% に迫ることは、ほぼ不可能であろう。ROE を改善するうえで財務戦略の工夫や資産のリストラは引続き必要な条件だ。しかし、それ以上に売上高利益率という本業のビジネスモデルへの対応が根本問題といえる。」

4-5. ROEと資本コスト

宮川壽夫(2015)¹¹は、ROE と資本コストの関係について、次のように述べている。「ROE は資本コストとの比較に意味がある。リスクを上回るリターンを獲得したとき、企業価値が創造される。」また、宮川壽夫(2015)¹²は、次のように述べている。「結論だけを示せば、株価モデルを展開すると、資本コストと ROE が等しい企業の PBR(株価純資産倍率)は 1 になることが証明できる。つまり、PBR1 倍割れは ROE が資本コストを下回っていることを意味する。筆者の分析では 2014 年 9 月末のデータが取得可能な国内上場企業約 2,300 社のうちほぼ 60%が PBR1 倍割れとなっている。つまり、日本の株式市場にはビジネスリスクに応じたリターンを獲得できていない企業が、それだけ上場しているというわけだ。」更に、宮川壽夫(2015)¹³は、次のように述べている。「筆者の最近の研究によれば、日本企業の場合、PBR1 倍割れの企業は ROE がいくら改善しても株価に反応しないという“PBR1 倍の非対称性”が実証されている。」

4-6. ROEの問題点

「会計学的見地」からは、主として以下のような問題点が指摘されている。(一部、「制度変更」以前からの議論も含めている)

① 継続企業の前提と利益剰余金

企業はゴーイングコンサーン(going concern : 継続企業の前提)であるので、持続的

¹⁰ 宮川壽夫(2015)「経済教室」日本経済新聞 2015.2.17 付朝刊による。

¹¹ 宮川壽夫(2015)「経済教室」日本経済新聞 2015.2.17 付朝刊による。

¹² 宮川壽夫(2015)「経済教室」日本経済新聞 2015.2.17 付朝刊による。

¹³ 宮川壽夫(2015)「経済教室」日本経済新聞 2015.2.17 付朝刊による。同紙では「ROE は、それを高めるための具体的な事業戦略なしに経営目標とするには単純にすぎる。低 ROE が日本企業に突きつけているのは、それぞれのビジネスリスクに応じた社会的欲求を満たすだけの基礎体力がないという現実だ。」と述べている。

に適正な配当を行うために、利益剰余金を蓄積することは、重要であり、利益剰余金の蓄積による ROE のダウンは、むしろ望ましいと考えられる。株主資本の投資効率を計る場合、分子の当期純利益に対して、分母に利益剰余金を株主持分として含めることは、適切ではない¹⁴。

②持分額と投資額

貸借対照表の「株主資本」が株主の持分であることは、間違いないが、この持分が株主の出資額と経営が稼いだ利益剰余金等から形成されていることも事実である。前述した様に、資本と利益を区分すると同時に、その源泉が株主の出資額によるものか、経営が稼いだ稼得利益によるかという木目細かな分析が必要であり、一括して計算される分析方法は、問題があると言わざるを得ない。正確を期すのであれば、「ROIC(投下資本利益率)」を使うべきである¹⁵。

また、「ROE の株価(企業評価)の指標としての見地」から、主として以下の様な問題が指摘されている。なお、「株価と ROE の相関関係」の問題については、5. で述べる。

③ROE 向上が収益力向上に繋がらない

「自社株買い」や配当の実施による利益準備金(又は「資本準備金」)の減少、「減資」による「資本金」の減少等により、分母が減少し ROE は上昇する。自己資本の減少は企業の不安定化要因であり、最悪倒産にも繋がることから、ROE の上昇が、「企業収益力」アップを示すとは言えない¹⁶。

表 2 における A 社と B 社を比較すると、財務内容で優る A 社の ROE(14.3%)が財務内容で劣る B 社の ROE(100.0%)より大幅に低くなっている。優良企業の ROE が高いとは限らないのである。また、表 3 と表 4 は、A 社が「自社株買い」を実施した前後であり、ROE に対する影響を示している。表 3 に示す「自社株買い」前の ROE は 14.3%であり、表 4 に示す「自社株買い」後の ROE は 16.7%にアップしている。しかし、実際上は、「自社株買い」の前と後で A 社の「稼ぐ力(収益力)」は何ら改善していないのである。

業況不振の企業が「DES(Debt Equity Swap)」による金融支援を受けた場合も、同様に、分母(自己資本)増加により ROE はダウンするが、実質的な企業収益力は、金融

¹⁴ 確永悟史(2004)pp.4-12 による。同書 p.1 で「本書は、長年にわたって研究してきた利益剰余金の研究から、米国型主導の ROE が真に企業の市場価値や投資価値を表すものでないことを指摘・論証し、・・・」と述べている。

¹⁵ 確永悟史(2004)pp.4-12 による。

¹⁶ 確永悟史(2004)pp.4-12 による。

支援を受ける前と何ら変わらないと考えられる。

④財務レバレッジの影響

収益的に適切な投資対象があれば、「借入金」による投資(財務レバレッジ)により、分子の「当期純利益」を拡大することが出来る。すなわち、「借入金」等の他人資本を活用している企業では、分子の当期純利益には、他人資本による収益も含まれている。「レバレッジの掛け方」次第で ROE が上下することになる。4-4. で述べたように下記の関係にあるが、「借入金」等の他人資本を使用して得られた利益も純利益に含まれているのである。

$$\text{ROE} = \text{売上高当期純利益率} \times \text{総資産回転率} \times \text{財務レバレッジ}$$

⑤ 時価会計の影響

利益の概念は、収益・費用アプローチ(実現利益と発生費用から期間利益を計算)と、資産・負債アプローチ(当該期間のストックの価値変動から利益を算出)に分かれる。当期純利益は、前者をベースにしていたが、現在では後者の要素も含む。包括利益は後者をベースにしており、これは IFRS でも採択されている概念である。2010 年度から、日本でも IFRS との収斂の過程で導入された。包括利益は、以下のように資産や負債の時価評価から生じる損益をフローの損益と合算する。

$$\text{包括利益} = \text{当期純利益} + \text{その他の包括利益}$$

「その他の包括利益」(OCI)を構成するものは、(i)その他有価証券評価差額金(政策保有株などの有価証券の含み益)、(ii)為替換算調整勘定(外貨建資産・負債について、取得時と決算日の為替相場で計算した円換算価格の差)、(iii)年金負債調整額(年金資産の積立ての過不足)、(iv)繰延ヘッジ損益(ヘッジの評価損益)、(v)持分法適用会社に対する持分相当額(20%以上の非連結子会社の保有分の OCI)である。

一般的に、円安時には株価が上昇し、かつ年金基金で投資している外国証券や日本株も値上がりする。そのため、円安時には、為替換算調整勘定のみならず、その他有価証券評価差額金、年金負債調整額も OCI の増益要因になることが多い。持分法適用会社に対する持分相当額も、株高・通貨安であれば、同様である。日本では、上述の様に包括利益と当期純利益の差が大きい。これが、日本企業にとって、包括利益を利益の尺度にすることに対して抵抗が強い理由である。一方、欧米では、包括利益と当期純利益の差が小さいので、それ自体は大きな議論はない¹⁷。ROE で問題となるのは、自己資本はバランスシートの時価評価額の増加部分が反映されるが、包括利益と異な

¹⁷ 藤田勉(2015)pp.183-184 による。

り、純利益にはそれが部分的にしか反映されないことである¹⁸。即ち、自己資本(ROEの分母)は時価会計の影響が大きい、純利益(ROEの分子)は時価会計の影響が少ないことは、ROEの数値に影響するのである¹⁹。現在の様な株高、円安時には、純利益の増加の内、時価会計の影響による比率が高い企業も多くなる。この様な場合、純利益の増加額以上に自己資本が増えれば、増益でもROEが低下する企業も出てくるのである²⁰。

表2：A社とB社のROE比較

A社		B社	
資産合計	1,000	資産合計	700
負債合計	300	負債合計	600
純資産合計	700	純資産合計	100
(純資産の内訳)		(純資産の内訳)	
資本金	200	資本金	200
資本準備金	100	資本準備金	100
利益剰余金	400	利益剰余金	△200
当期純利益	100	当期純利益	100
ROE	= 100/700 ▽(14.3%)	ROE	100/100 ▽(100.0%)

¹⁸ 藤田勉(2015)pp.183-184による。同書 pp.184-185で、“ROE”に対する疑問の理由として①ROEを高めることが、企業の長期的な成長にとっていいことであるとは限らない②ROEが必ずしも適切な利益指標ではない③自己資本は、保有資産・負債の時価変動の影響を受けることを挙げ、③により減益でもROEが上昇する場合があると述べている。

¹⁹ 藤田勉(2015)p.187による。

²⁰ 藤田勉(2015)p.185による。同書 p.188では、逆に「当期純利益が1兆円あっても、包括損失が巨額であれば、自己資本がなくなり、会社が倒産することもある」つまり、「包括損益は、バランスシートに直接的な影響をもたらす。よって、リスク管理という観点からも、包括利益の重要性は高い」と主張している。

表3：A社の「自社株買い」前のROE

A社:「自社株買い」前			
資産の部		負債の部	
(流動資産)		(流動負債)	
現預金	200	買掛金	100
その他	200	その他	100
		(流動負債合計)	(200)
		(固定負債)	
		長期借入金	100
		(固定負債合計)	(100)
(流動資産合計)	(400)	負債合計	300
(固定資産)		純資産の部	
有形固定資産		(株主資本)	
	400	資本金	200
		資本剰余金	100
無形固定資産	100	利益剰余金	400
		自己株式	0
		(評価・換算差額等)	
投資等	100	(新株予約権)	
		(少数株持ち分)	
(固定資産合計)	(600)	(純資産合計)	(700)
資産合計	1,000	負債・純資産合計	1,000
当期純利益	100	ROE =100/700(14.3%)	

表4：A社の「自社株買い」後のROE

A社:「自社株買い」後			
資産の部		負債の部	
(流動資産)		(流動負債)	
現預金	100	買掛金	100
その他	200	その他	100
		(流動負債合計)	(200)
		(固定負債)	
		長期借入金	100
		(固定負債合計)	(100)
(流動資産合計)	(300)	負債合計	300
(固定資産)		純資産の部	
有形固定資産		(株主資本)	
	400	資本金	200
		資本剰余金	100
無形固定資産	100	利益剰余金	400
		自己株式	△100
		(評価・換算差額等)	
投資等	100	(新株予約権)	
		(少数株持ち分)	
(固定資産合計)	(600)	(純資産合計)	(600)
資産合計	900	負債・純資産合計	900
当期純利益	100	ROE =100/600(16.7%)	

5. 「株価とROE」および「PBRとROE」の相関関係

5-1. 統計学的分析の条件設定

目的変数を「株価」、説明変数を「PER(予)(倍)」「PBR(倍)」「ROE(%)」「ROA(%)」「売上高増減率(予)(%)」「売上営業利益率(予)(%)」として回帰分析を行った。経済のグローバル化に伴い、日本の株式市場においてもROEを重視する傾向が強くなっていることから、今回の分析では、ROEと株価の関係に重点を置いて取り組んだ。当然ながら統計学の基本として、サンプルは「無作為抽出」であることが重要である。しかし、ROEを云々する企業は、ある程度「優良な銘柄」が前提になるとの考えから、敢えて対象とする銘柄は、下記の設定条件(抽出方法)によるスクリーニングにより、573銘柄をサンプルとして抽出した。

具体的な設定条件(抽出方法)は、つぎの通りである。

「PER(予)」：10倍以上、「PBR」：1.2倍以上、「ROE」：制限なし(6区分に階層化)、「ROA」：5%以上「営業利益増減率(予)」：制限なし、「売上営業利益率(予)」：制限なし、にてスクリーニングした「東京証券取引所第1部」上場企業の2015年3月20日付終値を「株価関係サンプル：B」と呼んで使用した。なお、これらの設定条件(抽出方法)一覧表が、表5である。

表5：設定条件(抽出方法)一覧表

区分	設定条件(抽出方法)の内容
市場	東証1部
株価	2015年3月20日終値
PER(予)	10倍以上
PBR	1.2倍以上
ROE	制限なし(6階層に区分する)
ROA	5%以上
売上高増減率(予)	制限なし
売上高営業利益率(予)	制限なし

階層化については、表6により区分している。(「PBRとROEの関係」については、4-3. で考察済みである。)

表 6：株価関係データBの階層区分表

グループ番号	ROEの範囲 (単位: %)		サンプル数
	G1		
G2	7.00超	10.00以下	152
G3	10.00超	13.00以下	133
G4	13.00超	16.00以下	77
G5	16.00超	19.00以下	47
G6	19.00超		72
「サンプル: B」全体(G1～G6)			573

5-2. 分析結果

「分析結果の詳細」は5-3.に記載しているが、結論を先取りすれば次の通りである。

①株価とROEの関係

「株価関係サンプル: B」を使って統計学的に分析した結果によれば、日本の株式市場ではROEと株価について、現状、弱い相関(相関係数: 0.024454)しか見られず、ROEの高低が株価の高低に繋がっていない。相関係数が一番高いのは、「売上高営業利益率(予)」であるが、相関係数は0.233258に止まっている。

また、「階層別サンプル」による、株価とROEの各階層との相関係数は表6に示した通りである。「サンプル: B」全体におけるROEと株価の相関係数は、0.0245であり、米国株と同様(弱い相関だが)正の相関となっているのである。

以上、述べたように、ROEと株価については弱い相関しか認められない。

表 7：階層区分別の株価とROEの相関係数

グループ番号	ROEの範囲 (単位: %)		サンプル数	「株価」と「ROE」 の相関係数
	G1			
G2	7.00超	10.00以下	152	0.1305
G3	10.00超	13.00以下	133	0.0233
G4	13.00超	16.00以下	77	0.1824
G5	16.00超	19.00以下	47	-0.0881
G6	19.00超		72	-0.1076
「サンプル: B」全体(G1～G6)			573	0.0245

②PBRとROEの関係

「株価関係サンプル: B」を使ってPBRとROEとの関係(相関関係)を分析した結

果、PBR と ROE の相関係数は、0.55054 となっている。これは、広木(2014)が、「2005年1月～2014年8月の日本での PBR と ROE の相関係数は 0.50 である²¹。」とする内容と、ほぼ一致しており、この約半年間で少し相関係数が高くなっていることが窺える。また、「階層別サンプル」による PBR と ROE の各階層との相関係数は、表 7 に示した通りである。

表 8 : 階層区分別の PBR と ROE の相関係数

グループ番号	ROEの範囲 (単位: %)		サンプル数	「PBR」と「ROE」の 相関係数
G1		7.00以下	92	-0.4908
G2	7.00超	10.00以下	152	0.0821
G3	10.00超	13.00以下	133	0.0318
G4	13.00超	16.00以下	77	0.0248
G5	16.00超	19.00以下	47	-0.0074
G6	19.00超		72	0.4035
「サンプル: B」全体(G1～G6)			573	0.5505

5-3. 「株価とROE」の分析結果の詳細

①説明変数(6個)の基本統計量

目的変数である「株価」と6個の説明変数の基本統計量は、表9および、表10の通りである。

²¹ 広木隆(2014)p.30による。

表 9 : 「株価」「PER(予)」「PBR」「ROE」の基本統計量

基本統計量(1/2)							
株価		PER(予)		PBR		ROE	
平均	3326.826	平均	26.39878	平均	2.82541	平均	12.3241
標準誤差	202.3954	標準誤差	2.024805	標準誤差	0.110054	標準誤差	0.29895
中央値(メジアン)	2274	中央値(メジアン)	19.1	中央値(メジアン)	1.95	中央値(メジアン)	10.909
最頻値(モード)	885	最頻値(モード)	15.1	最頻値(モード)	1.54	最頻値(モード)	0
標準偏差	4844.824	標準偏差	48.4686	標準偏差	2.634402	標準偏差	7.15603
分散	23472324	分散	2349.206	分散	6.940075	分散	51.2088
尖度	75.2983	尖度	186.4985	尖度	31.44621	尖度	10.9715
歪度	7.306905	歪度	12.93458	歪度	4.750371	歪度	2.30522
範囲	67865	範囲	797.2	範囲	27.92	範囲	68.259
最小	135	最小	10.1	最小	1.2	最小	0
最大	68000	最大	807.3	最大	29.12	最大	68.259
合計	1906271	合計	15126.5	合計	1618.96	合計	7061.7
標本数	573	標本数	573	標本数	573	標本数	573
信頼区間(95.0%)	397.5289	信頼区間(95.0%)	3.97696	信頼区間(95.0%)	0.216159	信頼区間(95.0%)	0.58717

表 10 : 「ROA」「売上高増減率(予)」「売上営業利益率(予)」の基本統計量

基本統計量(2/2)					
ROA		売上高増減率(予)		売上高営業利益率(予)	
平均	11.02723	平均	6.980944	平均	11.454712
標準誤差	0.235032	標準誤差	0.390546	標準誤差	0.3745346
中央値(メジアン)	9.66	中央値(メジアン)	5.8	中央値(メジアン)	9.17
最頻値(モード)	5.57	最頻値(モード)	0	最頻値(モード)	10
標準偏差	5.62606	標準偏差	9.34051	標準偏差	8.9653912
分散	31.65255	分散	87.24512	分散	80.378239
尖度	8.710038	尖度	15.9061	尖度	9.7124488
歪度	2.357005	歪度	1.850351	歪度	2.6212397
範囲	44.05	範囲	131	範囲	72.44
最小	5.01	最小	-36.4	最小	0
最大	49.06	最大	94.6	最大	72.44
合計	6318.6	合計	3993.1	合計	6563.55
標本数	573	標本数	572	標本数	573
信頼区間(95.0%)	0.461631	信頼区間(95.0%)	0.767083	信頼区間(95.0%)	0.7356309

②株価と説明変数(6個)の相関関係

表 11によると、「株価」と説明変数である「PER(予)」「PBR」「ROE」「ROA」「売上高増減率(予)」「売上高営業利益率(予)」との相関係数は、「PBR」が 0.15308、「売上高営業利益率(予)」が 0.23326 である他は、「0.1 未満」であり、いずれも弱い相関

関係しか見られない。

表 1 1 : 「株価」と「PER(予)」「PBR(倍)」「ROA」「売上高増減率(予)」「売上高営業利益率(予)」の相関関係

相関関係							
	株価	PER(予)	PBR	ROE	ROA	売上高増減率(予)	売上高営業利益率(予)
株価	1						
PER(予)	0.01354	1					
PBR	0.15308	0.15718	1				
ROE	0.02445	-0.0532	0.55054	1			
ROA	0.08433	-0.0084	0.63411	0.65218	1		
売上高増減率(予)	0.09482	-0.088	0.35743	0.22689	0.24022	1	
売上高営業利益率(予)	0.23326	-0.042	0.42899	0.33922	0.49894	0.22319	1

③株価と説明変数(6個)による重回帰分析と重回帰式

株価と説明変数(6個)、即ち「PER(予)」「PBR」「ROE」「ROA」「売上高増減率(予)」「売上高営業利益率(予)」による回帰分析と重回帰式は下記の通りである。

表 1 2 によると、重相関係数(重相関R)は 0.264867 である。また、寄与率(重決定R²)は 0.070155、自由度調整済寄与率(補正R²)は 0.060298 と 0.1 未満に止まっている。これは、6 個の説明変数について、「説明変数としての妥当性が小さい」ことを示している。

表 1 2 : 寄与率と標準偏差

寄与率と標準偏差	
回帰統計	
重相関 R	0.264867
重決定 R ²	0.070155
補正 R ²	0.060298
標準誤差	4696.488
観測数	573

表 1 3 によると、「観測された分散比」は 7.11724 であり、「有意 F」も 2.5E-07 であることから、「回帰は低度の有意性しかない」ことを示している。

表 1 3 : 分散分析表

分散分析表					
	自由度	変動	分散	観測された分散比	有意 F
回帰	6	9.4E+08	1.6E+08	7.11724	2.5E-07
残差	566	1.2E+10	2.2E+07		
合計	572	1.3E+10			

表 1 4によると、

「PER(予)」の t 値：-0.0034(P 値=99.728%)

「PBR」の t 値：2.26534(P 値=2.387%)

「ROE」の t 値：-1.7074(P 値=8.829%)

「ROA」の t 値：-0.9952(P 値=32.004%)

「売上高増減率(予)」の t 値：0.77631(P 値=43.789%)

「売上高営業利益率(予)」の t 値：4.86102(P 値=1.5E-06)

であり、「PBR」と「売上高営業利益率(予)」の2つだけが、有意5%水準で、有意であることを示している。

また、重回帰式は

「株価」

$=2455.807-0.01447x_1+244.2568x_2-64.0511x_3-53.3813x_4+17.72742x_5+125.3419x_6$
となる。

表 1 4 : 回帰係数と回帰係数の有意性

回帰係数と回帰係数の有意性								
	係数	標準誤差	t	P-値	下限 95%	上限 95%	下限 95.0%	上限 95.0%
切片	2455.8	489.383	5.01817	7E-07	1494.58	3417.03	1494.58	3417.03
PER(予)	-0.014	4.23463	-0.0034	0.99728	-8.332	8.30304	-8.332	8.30304
PBR	244.26	107.823	2.26534	0.02387	32.4742	456.039	32.4742	456.039
ROE	-64.05	37.5133	-1.7074	0.08829	-137.73	9.63117	-137.73	9.63117
ROA	-53.38	53.6366	-0.9952	0.32004	-158.73	51.9698	-158.73	51.9698
売上高増減率(予)	17.727	22.8355	0.77631	0.43789	-27.125	62.5801	-27.125	62.5801
売上高営業利益率(予)	125.34	25.7851	4.86102	1.5E-06	74.6957	175.988	74.6957	175.988

④株価と説明変数(1個)による回帰式

表 1 1 より「PBR」は「ROE」との相関係数が 0.55054、「ROA」との相関係数が

0.63411 と高く、「売上高増減率(予)」(0.357428)「売上高営業利益率(予)」(0.428991)との相関も認められるので、説明変数から外すことにする。また、表 1 4 より「PER(予)」「PBR」「ROE」「ROA」「売上高増減率(予)」については、有意 5%水準で、有意ではないので、説明変数から外すことにする。この結果、説明変数としては、「売上高営業利益率(予)」1 個のみが残ることになる。

表 1 5 によると、説明変数が、「売上高営業利益率(予)」1 個の場合の回帰分析でも、当然ながら「株価」と「売上高営業利益率(予)」の相関係数は 0.233258 と不変であり、弱い相関関係しか認められないことに変わりはない。

表 1 5 : 「株価」「売上営業利益率(予)」の相関関係

株価と売上高営業利益率(予)の相関関係		
	株価	売上高営業利益率(予)
株価	1	
売上高営業利益率(予)	0.233258	1

表 1 6 によると、重相関係数(重相関R)は 0.2.33258 である。また、寄与率(重決定 R²)は 0.05441、自由度調整済寄与率(補正 R²)は 0.052753 に止まっている。これは、説明変数である「売上高営業利益率(予)」について、「説明変数としての妥当性が小さい」ことを示している。なお、6 個の説明変数の場合と比べて、重相関係数、寄与率、自由度調整済寄与率の数値が低下しているのは、説明変数が 5 つ減っているためと考えられる。目的変数と全く関係のない説明変数であっても、それを重回帰式に取り入れると数値が高くなるからである。

表 1 6 : 寄与率と標準偏差

寄与率と標準偏差	
回帰統計	
重相関 R	0.233258
重決定 R ²	0.05441
補正 R ²	0.052753
標準誤差	4715.302
観測数	573

表 1 7 によると、「観測された分散比」が、32.8555 であり、「有意 F」が 1.6E-08 であることから、やはり「回帰は低度の有意性しかない」ことを示している。

表 17 : 分散分析表

分散分析表					
	自由度	変動	分散	観測された分散比	有意 F
回帰	1	7.3E+08	7.3E+08	32.8555	1.6E-08
残差	571	1.3E+10	2.2E+07		
合計	572	1.3E+10			

表 18 によると、「売上高営業利益率(予)」の t 値 : 5.732(P 値=1.6E-08) であり、「売上高営業利益率(予)」が、有意 5%水準で、有意であることが分かる。また、回帰式は下記の通りである。

$$\text{「株価」} = 1882.948 + 126.051x_1$$

表 18 : 回帰係数と回帰係数の有意性

回帰係数と回帰係数の有意性								
	係数	標準誤差	t	P-値	下限 95%	上限 95%	下限 95.0%	上限 95.0%
切片	1882.95	319.775	5.8884	6.7E-09	1254.87	2511.03	1254.87	2511.03
売上高営業利益率(予)	126.051	21.99086	5.732	1.6E-08	82.8581	169.244	82.8581	169.244

⑤説明変数 6 個による回帰の残差分析

得られた重回帰式の妥当性を検討するために、残差分析を行った。重回帰分析では複数(6 個)の説明変数を取り上げているため、残差の検討は重要である。検討方法は、残差を誤差分散の推定値によって標準化した標準化残差を求め、残差の値が±3 を超えていないかを見ると共に、図 1 の「残差の散布図」により、曲線的な構造がないか等を確認した。表 19 は「標準残差と標準化残差」を示したものである。

その結果、標準化残差は±3 を超える銘柄がかなり認められ、また、それ以外銘柄は概ね±3 の範囲内にあるものの「標準化残差小さくない」数値となっている。これは、回帰式による「株価の推計値」と「実際の株価」との乖離からも窺える。

この様に説明変数 6 個による重回帰式では「標準化誤差」が少なからず認められた。当然ながら、「株価」は使用した 6 個の「説明変数」だけでなく、日本は勿論、世界の経済情勢や政治情勢等様々との要因が絡んで構成されていることから、単純なモデル化は難しいことを改めて痛感した。

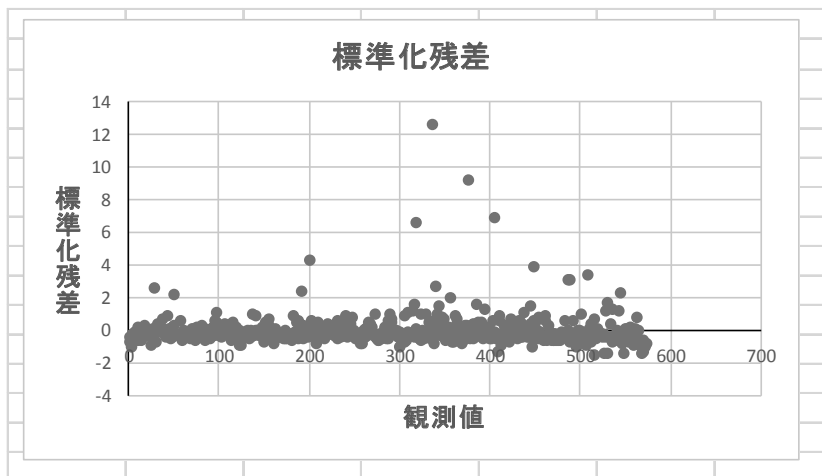


図 1 : 残差の散布図

表 19 : 「標準残差」および標準化残差」一覧表

残差出力		\sqrt{Ve} (分散: 3589176) 4715.302		残差 $\div \sqrt{Ve}$	
観測値	予測値: 株価	残差	標準残差	観測値	標準化残差
1	8185.497	-3210.5	-0.68146	1	-0.68087
2	3240.517	-1959.52	-0.41593	2	-0.41557
3	2779.17	-1730.17	-0.36725	3	-0.36693
4	5267.417	-4618.42	-0.98031	4	-0.97945
5	4738.003	-1073	-0.22776	5	-0.22756
6	2815.725	-221.725	-0.04706	6	-0.04702
7	2519.505	-1077.51	-0.22871	7	-0.22851
8	2317.824	-1584.82	-0.3364	8	-0.3361
9	3549.342	-1674.34	-0.3554	9	-0.35509
10	4640.943	-2815.94	-0.59772	10	-0.59719

この間(観測値 11~563)の数値は省略する

564	5428.762	11.23792	0.002385	564	0.002383
565	2577.489	-2442.49	-0.51845	565	-0.51799
566	8471.633	-4431.63	-0.94066	566	-0.93984
567	4212.37	-3218.37	-0.68313	567	-0.68254
568	6982.971	-6672.97	-1.41641	568	-1.41517
569	4020.773	-3827.77	-0.81249	569	-0.81178
570	7857.765	-5857.76	-1.24338	570	-1.24229
571	6027.504	-2772.5	-0.58849	571	-0.58798
572	7285.493	-4561.49	-0.96823	572	-0.96738
573	4552.708	-3759.71	-0.79804	573	-0.79734

5-4. 「PBRとROE」(「サンプル:B」全体)分析結果の詳細

4-3. で述べたように、PERが一定ならばPBRとROEは比例するので、PBRはROEの関数である。PBRとROEの相関関係(相関係数)をみれば「ROE」の水準、即ち「株価」の水準(PER)を間接的に推測できるのである。

$$PBR \div ROE = PER = \text{株価} \div 1 \text{株純利益}$$

「株価関係サンプル::B」全体におけるPBRとROEの相関係数は0.55054と正の相関関係が認められる。これは、5-5. で述べるPBRとROEの階層別サンプルとの相関係数について、ROEが一番高い階層である「階層G6」が0.4035である以外は、正の相関関係がほとんど見られないことと対照的な結果になっている。「株価関係サンプル::B」全体におけるPBRとROEの散布図と回帰式は図2の通りである。

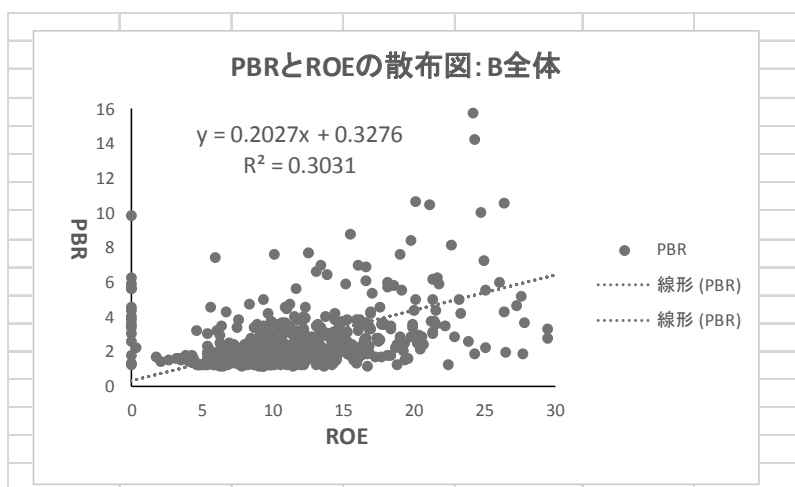


図2:「サンプルB」全体の散布図と回帰式

PBRとROEの相関係数:0.55054

5-5. 「PBRとROE」(階層区分別)分析結果の詳細

表6で示した様に、ROEの水準によって、「株価関係サンプル::B」を6階層(G1~G6)に区分している。図3から図8は、階層G1~階層G6のサンプルに関して、階層ごとに回帰分析した結果を「散布図と回帰式」により示したものである。特徴的なことは、ROEが一番低い階層である「階層G1」の相関係数が-0.4908で負の相関関係にあるのに対して、一番高い階層である「階層G6」の相関係数が0.4035で正の相関関係を示していることである。これは、「 $ROE \div PBR = PER = \text{株価} \div 1 \text{株純利益}$ 」の関係から、次の様に考えられる。即ち、「階層G1」では業績不振企業が多く、「1株純利益」がマイナス(純損失)になる場合がある。この様な場合には、通常ROEは算出

されないが、今回の分析では「ROE=0」として処理しており、PBRとROEが「負の相関」にあるとの結果に繋がったと考えられる。一方、「階層G6」では業績優良企業が多く、「1株純利益」と株価の関係が安定的なことが、PBRとROEが「正の相関」にあるとの結果に繋がっていると考えられる。

①階層G1(ROE：7.00%以下、サンプル数92)、

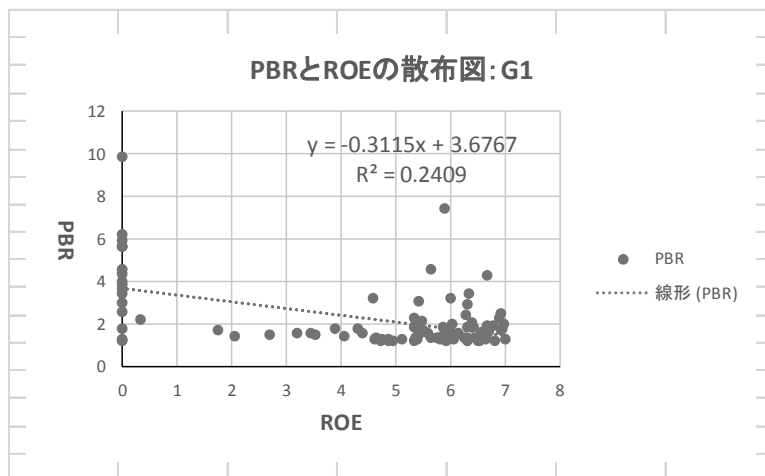


図3：階層G1の散布図と回帰式

PBRとROEの相関係数：-0.4908

②階層G2(ROE：7.00%超10.00%以下、サンプル数152)

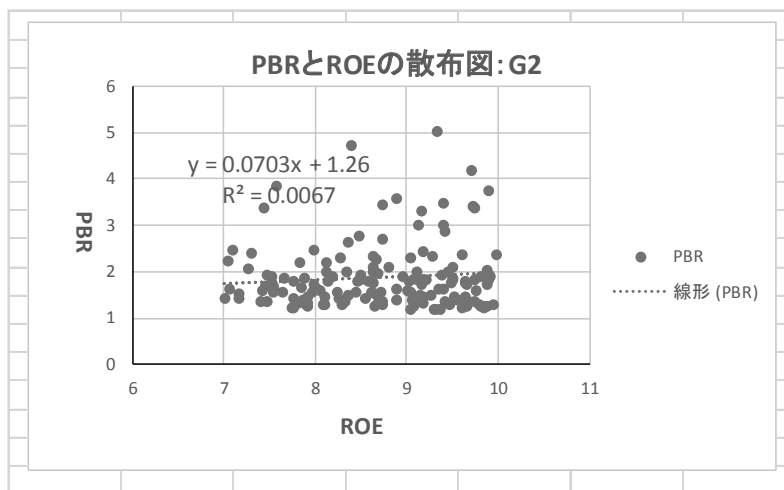


図4：階層G2の散布図と回帰式

PBRとROEの相関係数：0.0821

③階層 G3(ROE : 10.00%超 13.00%以下、サンプル数 133)

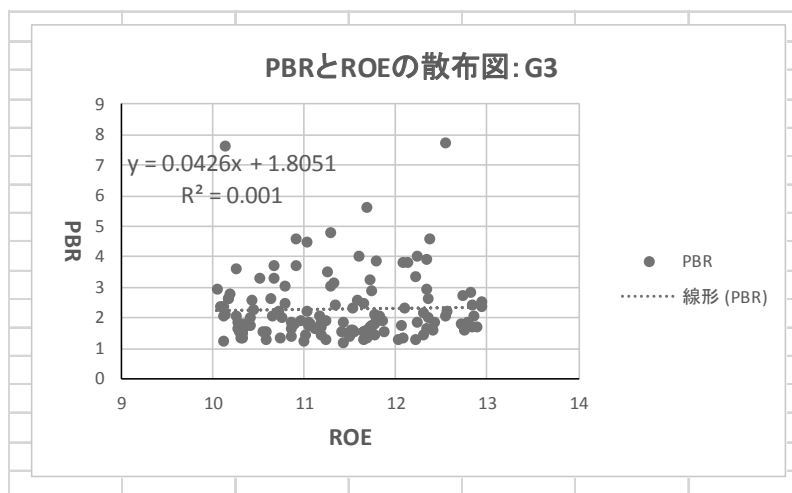


図 5 : 階層 G3 の散布図と回帰式

PBR と ROE の相関係数 : 0.03179

④階層 G4(ROE : 13.00%超 16.00%以下、サンプル数 77)

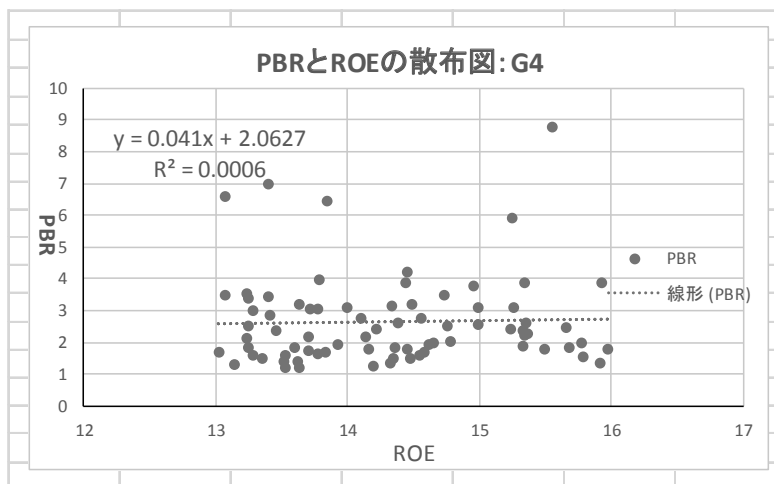


図 6 : 階層 G4 の散布図と回帰式

PBR と ROE の相関係数 : 0.02482

⑤階層 G5(ROE : 16.00%超 19.00%以下、サンプル数 47)

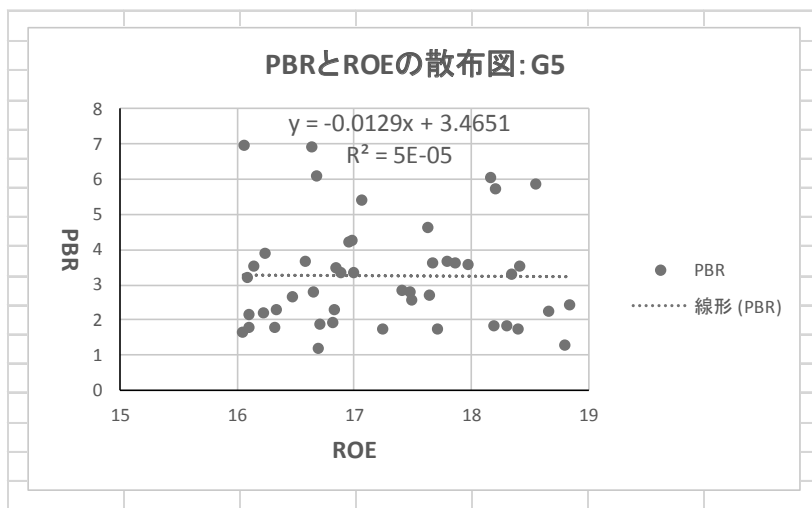


図7：階層 G5 の散布図と回帰式

PBR と ROE の相関係数：-0.0074

⑥階層 G6(ROE : 19.00%超、サンプル数 72)

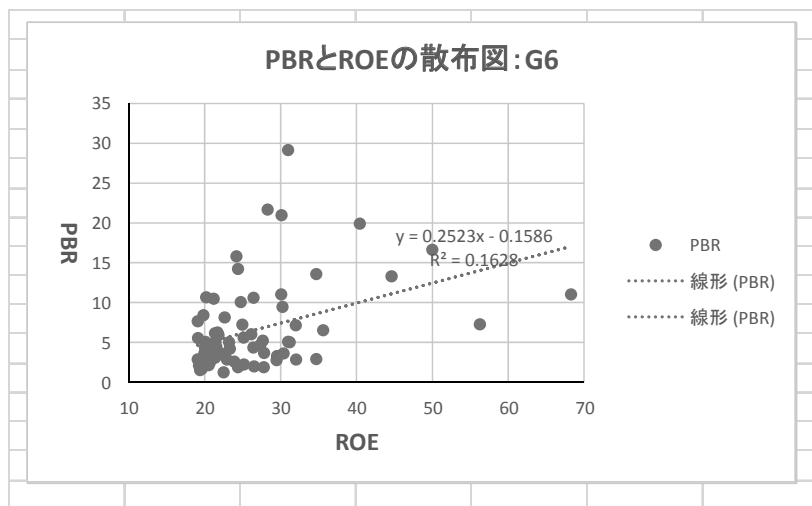


図8：階層 G6 の散布図と回帰式

PBR と ROE の相関係数：0.40354

6. 今後の課題

ROE(自己資本収益率)は、投資判断指標の1つに過ぎず、企業の目的ではない。企業の目的は、企業価値の最大化である。収益還元方式に沿って言えば、企業価値とは企業が将来獲得すると予想されるキャッシュフローを、資本コストで割引いた現在価値である。従って、投資家は資本コストに見合うリターンを企業に要求する。企業は資本コスト以上の利回りで、投資家に還元する責務を負うのである。4-6. で述べた様に、「自社株買い」等によって、自己資本(ROEの分母)を減らすことで、ROEを改善したとしても、収益力(稼ぐ力)が改善するわけではない。資本コストを上回る収益率を獲得できる、ビジネスモデルの確立こそが重要なのである。

企業経営者は、単に「ROEの目標値」を公表するだけではなく、「どのようなビジネスモデルによってROEの目標値を実現するのか」を示す必要があるのである。

投資家も、「自社株買い」等による一時的なROEの改善に目を奪われるのではなく、中・長期的な観点から、企業の収益力を総合的に判断する必要がある。つまり、ROEの数値だけでなく、他の指標も含め多面的に捉えることが重要である。

7. むすびにかえて

2015年3月期の決算発表では「ROEの目標値」を掲げるのが一般化している。「ROEの目標値」を設定すること自体は好ましいことである。ROE重視は世界的に主流となっており、これを無視することはできない。

しかし、本稿で述べたように「自社株買い」等でROEの数値を操作することも可能である。また、増益でもROEが低下する場合もある。従って、投資家は、ROEの変動が何に起因しているか見極める必要がある。また、企業は、策定する成長戦略の中でROEをどう位置付けるかを明確にする必要がある。

筆者としては、ROEに関わる主要な問題点の整理に努めたが、能力的な限界もあり、重要な問題の指摘がもれているかも知れない。本稿で問題点を網羅できたとは考えていない。従って、今後とも、ROEに関連する問題に対する知識と理解を深める共に、その動向に注目して行きたい。今後の日本経済を左右する、重要な問題と考えるからである。

以上

<参考文献>

- 渡辺 茂 (1994) 『ROE [株主資本利益率] 革命』 東洋経済新報社
- 目崎美和子 (2002) 『ROE を活用する企業評価・財務戦略』 中央経済社
- 碓氷悟史 (2004) 『ROE 不用論』 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
- 「山を動かす」研究会(中神康議、小林慶一郎、堀江貞之、杉浦秀徳、柳良平、上田亮子) (2014) 『ROE 最貧国日本を変える』 日本経済新聞出版社
- 坂本恒夫・佐久間信夫 (1998) 『企業集団支配とコーポレート・ガバナンス』 文眞堂
- 井村進哉、福光寛、王東明 (2002) 『コーポレート・ガバナンスの社会的視座』 日本経済評論社
- 石崎忠司・中瀬忠和 (2007) 『コーポレート・ガバナンスと企業価値』 中央大学出版部
- 宮川壽夫 (2013) 『配当政策とコーポレート・ガバナンス』 中央経済社
- 花崎正晴 (2014) 『コーポレート・ガバナンス』 (岩波新書) 岩波書店
- 藤田勉 (2015) 『日本企業のためのコーポレートガバナンス講座』 東洋経済新報社
- Justin Pettit (2009) 『戦略的コーポレート・ファイナンス』 中央経済社
- Mary Buffett&David Clark (2009) 『バフェットの財務諸表を読む力』 徳間書店
- Lawrence A. Cunningham (2014) 『バフェットからの手紙』 パンローリング(株)
- 渡辺茂 (2003) 『企業価値評価』 日本経済新聞社
- 山本昌弘+東洋経済新報社財務・企業評価チーム (2009) 『実証会計学で考える企業価値と株価』 東洋経済新報社
- 手塚仙夫、稲見誠一、西村美智子 (2007) 『純資産の部の会計と税務』 清文社
- 島田佳憲 (2013) 『自社株買いと会計情報』 中央経済社
- 桜井久勝 (2015) 『財務会計講義(第 16 版)』 中央経済社
- 宮川壽夫 (2015) 『経済教室』 「財務戦略より利益拡大を～ROE、万能にあらず～」 日本経済新聞 2015.2.17 付朝刊

【 謝 辞 】

本稿の執筆にあたり、本大学院経営研究科地域イノベーションコースの先生方には、各般にわたって大変お世話になりました。とりわけ、貝瀬徹教授には丁寧かつ熱心なご指導を賜りました。ここに感謝の意を表します。