

US-GAAP & IFRS適用企業の総合評価指標と事例分析

大倉 雄次郎*

本稿の狙い

米国会計基準 (US-GAAP)・国際会計基準 (IFRS) 適用の日本企業54社の主として2022年3月期の決算のデータをもとに企業の実態分析を行い、総合評価指標を作成することにある。この場合、Aグループ (のれんの金額が2,000億円以上の企業) 24社とBグループ (のれんの金額が2,000億円未満の企業) 30社に分けて分析することで、のれんのご金額の大小が経営にいかなる影響を与えるかを明らかにして、それが経営指標にどのように表れるかを解明することにある。

I. 分析対象企業

1. のれんの減損の全体状況

のれんの減損率はAグループ9.68%に対してBグループ22.7%である。

のれん簿価	2022.3.31期	のれん取得価額	減損等累計額	のれん簿価	減損率	のれん簿価比率
Aグループ 2千億円以上 の会社 24社	AVE	1,152,698	-77,937	1,074,761	-9.68%	90.32%
	max	4,916,317	0	4,897,913	0.00%	100.00%
	MIN	256,308	-405,021	244,517	-33.99%	66.01%
	MEDIAN	666,829	-27,188	605,856	-3.74%	96.26%
	STDEV.S	1,230,625	109,956	1,239,187	11.20%	11.20%
Bグループ 2千億円未満 の会社 30社	AVE	100,855	-25,028	75,827	-22.78%	77.22%
	MAX	377,678	0	191,758	0.00%	100.00%
	MIN	3,441	-211,813	201	-96.52%	3.48%
	MEDIAN	75,310	-5,064	65,432	-15.42%	84.58%
	STDEV.S	92,690	45,795	64,884	25.59%	25.59%

調査対象事業年度2022年3月期 (*印 2021年12月期, 8月など)

2. のれんの大小に分類して分析するのはなぜか

有利子負債に対するのれん残高の比率は、中央値でAグループ54.4%に対しBグループ15.1%である。

Aグループ 2022.3.31期	のれん残高/ 総資産	のれん残高/ 自己資本	のれん残高/ 当期純利益	のれん残高/ 利益剰余金	のれん残高/ 営業活動CF	のれん残高/ 現金同等物	のれん残高/ 売上収益	のれん残高/ 有利子負債
AVE	13.48%	35.28%	211.08%	67.59%	208.52%	292.67%	28.76%	80.57%
max	40.19%	103.34%	1915.92%	334.88%	537.54%	3442.85%	123.50%	272.40%
MIN	2.07%	6.59%	-3455.59%	8.72%	36.83%	10.83%	2.63%	0.00%
MEDIAN	11.54%	29.63%	246.28%	31.22%	170.66%	95.33%	17.73%	54.46%
STDEV.S	10.41%	25.73%	890.11%	85.49%	144.68%	686.03%	31.17%	78.27%

Bグループ 2022.3.31期	のれん残高/ 総資産	のれん残高/ 自己資本	のれん残高/ 当期純利益	のれん残高/ 利益剰余金	のれん残高/ 営業活動CF	のれん残高/ 現金同等物	のれん残高/ 売上収益	のれん残高/ 有利子負債
AVE	3.47%	6.26%	91.17%	9.20%	50.50%	20.86%	4.87%	177.30%
MAX	15.47%	25.61%	546.13%	37.85%	201.14%	88.27%	25.36%	2305.06%
MIN	0.02%	0.04%	0.42%	0.06%	0.60%	-153.72%	0.02%	0.00%
MEDIAN	2.81%	4.90%	29.98%	5.38%	31.28%	13.84%	3.34%	15.15%
STDEV.S	3.62%	6.37%	141.32%	10.14%	54.43%	41.72%	5.42%	540.68%

次に「のれん残高/総資産」と「のれん残高/有利子負債」の相関関係をみるとAグループは5%水準で相関有りに対してBグループは相関無しで、AグループはM&Aの買収資金の捻出が有利子負債に依存しているのに対して、Bグループは依存していないことを示している。

Aグループ 2022年3月期	のれん残高/ 総資産	のれん残高/ 総資産	のれん残高/ 総資産	のれん残高/ 総資産
	のれん残高/ 自己資本	のれん残高/ 利益剰余金	のれん残高/ 営業活動CF	のれん残高/ 有利子負債
相関係数	0.840069	0.379362	0.796805	0.426686
* 1%	*		*	
** 5%	**	**	**	**

Bグループ 2022年3月期	のれん残高/ 総資産	のれん残高/ 総資産	のれん残高/ 総資産	のれん残高/ 総資産
	のれん残高/ 自己資本	のれん残高/ 利益剰余金	のれん残高/ 営業活動CF	のれん残高/ 有利子負債
相関係数	0.95606	0.86837	0.81395	-0.00349
* 1%	*	*	*	
** 5%	**	**	**	

3. のれんの個別企業の状況

(1) Aグループ (のれん簿価2,000億円以上の企業)

Aグループ (百万円)

2022.3.31期	のれん取得価額	減損等累計額	のれんの簿価	減損率	のれん簿価比率
ソフトバンクG	4,916,317	-18,404	4,897,913	-0.37%	99.63%
武田薬品工業	4,407,749	0	4,407,749	0.00%	100.00%
日本たばこ産業*	2,060,965	0	2,060,965	0.00%	100.00%
キャノン*	987,175	-33,325	953,850	-3.38%	96.62%
NTTG	1,319,447	-106,438	1,213,009	-8.07%	91.93%
電通*	884,304	-213,554	670,750	-24.15%	75.85%

ソニーG	1,312,615	-359,720	952,895	-27.40%	72.60%
アサヒGHD*	1,892,850	-76,987	1,815,863	-4.07%	95.93%
富士フィルムHD	824,003	0	824,003	0.00%	100.00%
三菱ケミカルHD	721,686	-16,274	705,412	-2.25%	97.75%
日立製作所	2,210,512	-56,806	2,153,706	-2.57%	97.43%
KDDI	555,733	-14,771	540,962	-2.66%	97.34%
三菱商事	611,971	-158,265	453,706	-25.86%	74.14%
パナソニックHD	1,399,731	-405,021	994,710	-28.94%	71.06%
伊藤忠商事	477,001	-108,012	368,989	-22.64%	77.36%
楽天G*	549,351	-71,581	477,770	-13.03%	86.97%
大塚HD*	300,896	-5,160	295,736	-1.71%	98.29%
日本電産	339,904	0	339,904	0.00%	100.00%
キリンHD*	285,276	-21,051	264,225	-7.38%	92.62%
アステラス製薬	303,030	0	303,030	0.00%	100.00%
NEC日本電気	347,850	-11,872	335,978	-3.41%	96.59%
サントリー食品IN*	387,246	-131,616	255,630	-33.99%	66.0%
住友化学	256,308	-11,791	244,517	-4.60%	95.40%
京セラ	312,828	-49,843	262,985	-15.93%	84.07%
AVE	1,152,698	-77,937	1,074,761	-9.68%	90.32%
max	4,916,317	0	4,897,913	0.00%	100.00%
MIN	256,308	-405,021	244,517	-33.99%	66.01%
MEDIAN	666,829	-27,188	605,856	-3.74%	96.26%
STDEV.S	1,230,625	109,956	1,239,187	11.20%	11.20%

(2) Bグループ (のれん簿価2,000億円未満の企業)

Bグループ (百万円)

2022.3.31期	のれん取得価額	減損損失累計額	のれん帳簿価額	減損率	のれん残高比率
花王*	183,498	0	183,498	0.00%	100.00%
エーザイ	191,758	0	191,758	0.00%	100.00%
丸紅	247,066	-102,812	144,254	-41.61%	58.39%
TDK	186,130	-48,778	137,352	-26.21%	73.79%
豊田自動織機	191,619	0	191,619	0.00%	100.00%
小松製作所	213,754	-26,139	187,615	-12.23%	87.77%
リコー	377,678	-211,813	165,865	-56.08%	43.92%
住友商事	216,485	-110,975	105,510	-51.26%	48.74%
塩野義製薬	9,638	0	9,638	0.00%	100.00%
安川電機	9,472	-2,131	7,341	-22.50%	77.50%
味の素	119,368	-19,529	99,839	-16.36%	83.64%
AGC (旭硝子)*	144,354	-31,438	112,916	-21.78%	78.22%
三井物産	151,599	-72,685	78,914	-47.95%	52.05%
村田製作所	138,011	-19,997	118,014	-14.49%	85.51%
第一三共	83,555	0	83,555	0.00%	100.00%

双日	87,079	-4,557	82,522	-5.23%	94.77%
日本製鉄	81,497	-19,756	61,741	-24.24%	75.76%
三菱電機	69,123	0	69,123	0.00%	100.00%
HOYA	55,788	-16,141	39,647	-28.93%	71.07%
オムロン	50,648	-10,930	39,718	-21.58%	78.42%
富士通	49,426	-1,939	47,487	-3.92%	96.08%
デンソー	25,048	-1,012	24,036	-4.04%	95.96%
ワコールHD	26,046	-3,101	22,945	-11.91%	88.09%
ファーストリテイリング**	15,885	-7,792	8,092	-49.05%	50.94%
日東電工	7,868	-3,058	4,810	-38.87%	61.13%
セイコーエプソン	5,163	0	5,163	0.00%	100.00%
クボタ*	3,441	0	3,441	0.00%	100.00%
日本ハム	5,771	-5,570	201	-96.52%	3.48%
ミネベアミツミ	44,736	-1,871	42,865	-4.18%	95.82%
日清食品HD	34,153	-28,822	5,331	-84.39%	15.61%
AVE	100,855	-25,028	75,827	-22.78%	77.22%
MAX	377,678	0	191,758	0.00%	100.00%
MIN	3,441	-211,813	201	-96.52%	3.48%
MEDIAN	75,310	-5,064	65,432	-15.42%	84.58%
STDEV.S	92,690	45,795	64,884	25.59%	25.59%

II. 評価指標

1. 収益性指標

(1) ROE (自己資本利益率)

ROEは、当期純利益÷自己資本である。ROEは自己資本即ち株主資本に対してどれだけの利益をあげたかという指標である。

ROE2022年3月期	当期純利益/自己資本	
	Aグループ	Bグループ
AVE	8.73%	11.26%
max	19.53%	28.35%
MIN	-17.12%	2.07%
MEDIAN	9.04%	11.02%
STDEV	6.94%	5.23%

ROEは、次のように分解できる。

$$\text{ROE} = \left(\frac{\text{当期純利益}}{\text{売上高}} \right) \times \left(\frac{\text{売上高}}{\text{総資産}} \right) \times \left(\frac{\text{総資産}}{\text{自己資本}} \right)$$

売上高対当期利益率 総資産回転率 財務レバレッジ

第一に、ROEは、現在の利益水準を維持していく方向性をもつ指標であるので、ベンチマ

ークとしての機能を有する。しかし投資を急に増加させる場合、具体的には負債が増加すれば財務レバレッジは大となるのでROEは高くなる。財務レバレッジとは、借入金や社債をはじめとした他人資本を含めた総資産が、自己資本の何倍になるかを示す数値である。

しかし、実際には日本企業のROEは、2014年を前後として8%を、その後も2018年まで上昇傾向にあり、この上昇傾向の要因をマージン率、総回転率、財務レバレッジの要素に分解して検討すると主にマージン率の上昇がそれをけん引している¹⁾。

第二に、当期純利益が大幅に増加・減少したりするので、ROEがベンチマークとしての機能を有しないのではないかとということも指摘もある。具体的には、AグループのROEは、最近の2期間をみてもソフトバンクグループ、電通、三菱ケミカルHD、楽天の4社がマイナスである。BグループのROEは、この2期間をみてもリコー、住友商事、日本製鉄の3社がマイナスである。

表：AグループROE

Aグループ *印は3月期以外	2021年3月期	2022年3月期
	当期純利益/ 自己資本 (ROE)	当期純利益/ 自己資本 (ROE)
ソフトバンクG	48.84%	-17.12%
武田薬品工業	7.27%	4.05%
日本たばこ産業*	12.30%	11.73%
キヤノン*	3.24%	7.47%
NTTG	12.11%	14.26%
電通*	-21.09%	12.83%
ソニーG	21.02%	12.35%
アサヒGHD*	6.12%	8.75%
富士フィルムHD	8.22%	8.44%
三菱ケミカルHD	-0.61%	12.15%
日立製作所	14.23%	13.44%
KDDI	13.69%	13.50%
三菱商事	3.07%	13.63%
パナソニック	6.36%	8.07%
伊藤忠商事	12.10%	19.53%
楽天*	-19.03%	-1.26%
大塚HD*	8.00%	6.24%
日本電産	11.13%	10.58%
キリンHD*	8.58%	6.69%
アステラス製薬	8.70%	8.50%
NEC日本電気	11.44%	9.33%
サントリー食品インターナショナル*	6.30%	7.98%

1) 伊藤邦雄『企業価値経営』4頁。

住友化学	4.52%	13.31%
京セラ	3.48%	5.17%
AVE	7.92%	8.73%
max	48.84%	19.53%
MIN	-21.09%	-17.12%
MEDIAN	8.11%	9.04%
STDEV	12.72%	6.94%

表：BグループROE

Bグループ 2022.3.31期 *は3月期以外	2021年3月期	2022年3月期
	当期純利益/ 自己資本 (ROE)	当期純利益/ 自己資本 (ROE)
花王*	13.66%	11.36%
エーザイ	5.99%	6.40%
丸紅	12.39%	28.35%
TDK	9.70%	9.70%
豊田自動織機	4.22%	4.59%
小松製作所	5.56%	10.08%
リコー	-3.56%	3.37%
住友商事	-6.05%	14.50%
塩野義製薬	13.22%	11.70%
安川電機	7.69%	13.17%
味の素	9.58%	11.02%
AGC (旭硝子)*	2.93%	9.42%
三井物産	21.11%	16.32%
村田製作所	12.34%	13.88%
第一三共	5.97%	4.96%
双日	4.36%	11.31%
日本製鉄	-1.18%	18.38%
三菱電機	7.01%	6.84%
HOYA	18.20%	20.57%
オムロン	7.14%	9.23%
富士通	13.98%	11.48%
デンソー	3.21%	6.14%
ワコールHD	3.26%	2.07%
ファーストリテイリング**	9.44%	15.21%
日東電工	9.81%	11.83%
セイコーエプソン	5.61%	13.86%
クボタ*	8.71%	10.47%
日本ハム	7.52%	10.03%
ミネベアミツミ	8.59%	12.80%

日清食品HD	10.63%	8.69%
トヨタ自動車	—————	10.86%
AVE	7.70%	11.24%
max	21.11%	28.35%
MIN	-6.05%	2.07%
MEDIAN	7.60%	11.02%
STDEV.S	5.76%	5.23%

（２）ROIC（Return On Investment）

ROICの算式 = 当期純利益 / (自己資本 + 有利子負債)

ROIC（投下資本利益率）は、事業セグメントにおけるベンチマークでもあり、投資の重要な業績指標となる。投下資本は、金融機関からの借入金や社債発行の有利子負債と増資等の自己資本となる。

Aグループでは大型のM&Aにおいて多額の買収資金の調達のため借入を必要とするので、ROEとROICの間には、高い相関がみられる。またBグループもイノベーションのため開発拠点の整備や多額の開発費を必要とするところから高い相関がみられる。

ROEが企業全体のベンチマークに対して、ROICはその目標を各事業セグメントが達成する目標という構図となる。

	ROE 純利益/自己資本	ROIC投下資本利益率 純利益/（自己資本+有利子負債）	
	相関係数	5%有意水準	1%有意水準
Aグループ	0.9223783	※	※※
Bグループ	0.7886772	※	※※

ROICでは、2021年3月マイナスが3社であったのが2社へと減じている。

Aグループ 2022.3.31期	ROIC投下資本利益率 純利益/（自己資本+有利子負債）
ソフトバンクG	-5.43%
武田薬品工業	2.29%
日本たばこ産業*	8.90%
キヤノン*	6.93%
NTTG	7.55%
電通*	7.90%
ソニーG	8.79%
アサヒGHD*	4.66%
富士フィルムHD	7.16%
三菱ケミカルHD	4.90%

日立製作所	7.81%
KDDI	10.86%
三菱商事	7.49%
パナソニックHD	5.32%
伊藤忠商事	11.54%
楽天G*	-0.33%
大塚HD*	5.84%
日本電産	7.47%
キリンHD*	4.14%
アステラス製薬	7.75%
NEC日本電気	7.21%
サントリー食品IN*	6.69%
住友化学	6.31%
京セラ	5.00%

Bグループ 2022.3.31期	ROIC 純利益/(自己資本+有利子負債)
花王*	10.0%
エーザイ	5.7%
丸紅	13.6%
TDK	6.8%
豊田自動織機	3.4%
小松製作所	7.1%
リコー	2.7%
住友商事	7.5%
塩野義製薬	11.7%
安川電機	11.0%
味の素	7.6%
AGC(旭硝子)*	6.7%
三井物産	8.7%
村田製作所	13.2%
第一三共	4.4%
双日	4.6%
日本製鉄	10.6%
三菱電機	6.4%
HOYA	20.5%
オムロン	9.0%
富士通	10.7%
デンソー	5.0%
ワコールHD	2.0%
ファーストリテイリング**	11.3%
日東電工	11.8%
セイコーエプソン	10.5%
クボタ*	6.3%
日本ハム	7.5%
ミネベアミツミ	8.5%
日清食品HD	7.8%
トヨタ自動車	5.4%

2. 投資家から見た評価

（1）PBR株価純資産倍率

「株式時価/自己資本簿価」比率は、自己資本の簿価と時価を比較するもので、将来の利益の水準と自己資本の簿価の成長率と将来のROE、割引率の決定要因であるリスクに応じて企業ごとによって変わってくるとされている。Aグループでは日本電産は、株式時価総額/自己資本倍率は3.9842で高い。Bグループでは株式時価総額/自己資本倍率がHOYA6.3818、ファストリテイリング5.8524、第一三共4.9934、安川電機4.0933が高い。

	「株式時価総額/自己資本」倍率	
	Aグループ	Bグループ
AVE	1.4959	1.9640
max	3.9842	6.3818
MIN	0.7157	0.5883
MEDIAN	1.4187	1.4425
STDEV	0.7197	1.4958

PBRは1を上回っていれば企業価値を投資家が評価し下回っていれば評価していないといえる。

次に「株式時価総額/自己資本」と「広義のROE」²⁾の相関関係を見るとAグループでは、1%水準5%水準では相関関係はみられなかったが、Bグループでは1%水準で有意はみられなかったが、5%水準では有意有りであった。

	広義のROEと「株式時価総額/自己資本」		
	相関係数	5%有意水準	1%有意水準
Aグループ	0.0324	—	—
Bグループ	0.3784	※※	—

更に「株式時価総額/自己資本」とROEの相関関係を見るとAグループでは、1%水準5%水準では相関関係はみられなかったし、Bグループでは1%水準5%水準でも相関関係はみられなかった

	ROEと「株式時価総額/自己資本」		
	相関係数	5%有意水準	1%有意水準
Aグループ	0.256337769	—	—
Bグループ	0.200796919	—	—

（2）PSR（Price to Sales Ratio）：株価売上倍率

「株式時価総額/売上高」倍率は、株式時価総額を売上高で割った指標である。

2) 広義のROEとは、(当期純利益+研究開発費)/自己資本をいう。

この倍率は株価収益率と売上高利益率とが合成されたものとみることができ、そのため「株式時価総額/売上高」倍率は、PER倍率の水準を決定する要因に加えて、売上利益率の予想によっても変わってくる³⁾。

具体的にPSRを見てみよう。製薬会社では、売上総利益率が他業種に比べて高い特徴があり、その結果としてEBTIDAが高いことによるといえる。

Aグループでは、アステラス製薬2.8930、武田薬品1.6598、大塚HD1.6236、他方Bグループでは、第一三共6.4557、塩野義製薬6.3363、エーザイ2.1164である。

製薬会社以外の会社で研究開発能力、技術力、ブランド力により、「株式時価総額/売上高」倍率の高い企業は、Aグループでは、日本電産2.6864、Bグループでは、HOYA7.7555、村田製作所3.0749、ファストリテリング3.0633、安川電機2.4883である。

	株式時価総額/売上高倍率	
	Aグループ	Bグループ
AVE	1.1641	1.7254
max	2.8930	7.7555
MIN	0.2373	0.2483
MEDIAN	1.1661	1.1154
STDEV	0.7345	1.8762

	EBTIDA/売上	
	Aグループ	Bグループ
AVE	15.48%	16.60%
max	33.03%	42.58%
MIN	-0.52%	16.60%
MEDIAN	14.93%	14.46%
STDEV	8.04%	8.26%

上記で述べたように株価収益率（PER）は株価÷一株当たり当期純利益の倍率の水準を決定する要因に加えて、売上利益率の予想によっても変わってくる。より高い利益率が期待できる企業は売上高が同じでもより高い価値があるとしている⁴⁾。

そこでこの仮説を検証した結果、「株式時価総額/売上高」倍率と利益率を示す「EBTIDA/売上」の相関は、Aグループ0.5413、Bグループ0.7059で高い相関係数となりこれを裏付けている。

株式時価総額/売上高倍率		
EBTIDA/売上		
相関係数	5%有意水準	1%有意水準

3) 斎藤静樹監訳『企業分析入門』194頁。

4) 『企業分析入門』194頁。

Aグループ	0.5413	※	※※
Bグループ	0.7059	※	※※

（3）EBITDA倍率：「EV（株価時価総額＋有利子負債）/EBITDA」

EBITDA（Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization）は、支払利息、法人税、減価償却費を控除する前の営業利益である。

これを検討すると、第一にEBITDAは、分母が利子費用前の利益であるので、借入金の多い企業も借入金の少ない企業も同一のステージで分析しており、特にAグループで借入金の多い企業にとって有用な情報ではない。

第二に、EV（Enterprise Value）は株主資本の時価である株式時価総額と有利子負債の簿価の合計で、これは投資家にとって曖昧な指標である。株式時価総額は株主の評価の結果であり、有利子負債の簿価は金融機関の評価であるという見解があるが本当にそうであろうか。有利子負債の簿価はまさしく会社が背負っている重荷である。従ってこのEVの数値は何を示しているかが判然としないためこれをもって投資家や金融機関の意思決定にどのように影響を及ぼすかを予見することは難しい課題である。

第三に、「株式時価総額÷EBITDA」は投資家の企業評価として有益な情報の一つである。

	株式時価総額/EBITDA	
	Aグループ	Bグループ
AVE	7.9114	9.6898
max	19.5815	50.5130
MIN	2.0692	1.8029
MEDIAN	6.3595	7.5970
STDEV.S	4.8460	8.9361

ここでは、EBITDAがマイナスの企業を除外して算出している。

（4）トービンのq

トービンのq＝企業の総価値（EV）/総資産である。

分子の企業の総価値（EV）は、株式時価総額と有利子負債の和であるのは、資金調達面での投資家の評価と有利子負債の銀行等の信用を実額であらわした企業の市場価値と解することができる。分母の総資産は、企業が保有する資本ストックの再取得価格を表している。⁵⁾

トービンのqが1より大きい場合、企業が所有する資本ストック市場で売却した金額よりも、その資本ストックを使って企業が生み出す利益の方が大であることを示している。

従って、企業は追加的な投資をすることによって投資を上回る収益への期待から、企業は投資の実行を行う。資本設備の予想収益が大の時、企業の市場価値は大きくなる。市場価値が投

5) 伊藤邦雄『企業価値経営』271頁。

資費用よりも大の時は、トービンの q は1よりも大となるため企業は新規の投資を実行する。

トービンの q は中央値はAグループの1.0997に対して、Bグループは2.5829である。

	トービンの q	
	Aグループ	Bグループ
AVE	1.1958	1.6560
max	2.4313	5.3723
MIN	0.8082	0.6872
MEDIAN	1.0997	2.5829
STDEV.S	1.0997	2.3211

(5) EV/Sales倍率

EV (Enterprise Value) は株主資本の時価である株式時価総額と有利子負債の簿価の合計である。これを売上高で割ることによって、投資家と金融関係者がその収益力を市場がどれだけ評価しているかを見ることができるといわれている。

株主資本の時価は投資家の評価で、有利子負債の簿価は金融機関の評価でこれを合算して分子において売上高を分母で倍率を出すものである。

真にそうであろうか。この考えは有用な情報を提供していないので次のように改善する。

第一に、「有利子負債の簿価/売上高は、有利子負債が売上高に対して何倍(何年)あるのかを目安にできる。

第二に、「有利子負債の簿価/年間キャッシュフロー」のほうが投資家や金融機関等の利害関係者の意思決定に寄与する。「キャッシュフロー = 当期純利益 + 減価償却費」であれば投資家にとっても金融機関の立場からも有用な情報である。

第三に、「株式時価総額/売上高」は投資側からは投資の意思決定に役立つ情報である。

	EV/SALES倍率	
	Aグループ	Bグループ
AVE	1.6757	1.9544
max	4.5965	7.7581
MIN	0.3374	0.4885
MEDIAN	1.5793	1.4535
STDEV	1.0050	1.8013

(6) PER (株価収益率)

株価の1株あたり純利益であるが、一般的には株式時価総額を当期純利益で割って算出する。従って、その結果は株式時価総額が当期純利益の何倍であることを示している。これは将来の超過利益に対する期待に応じて高くなる一方で、リスクに応じて低くなる。株価収益率を変化させるのが利益そのものではなく超過利益の変化に対する期待であることはあまり理解されてい

ない。もし利益の成長が正常な収益率を産む追加投資によるものだけとしたら、それは現時点の企業の価格にも、したがって株価収益率にも影響を与えない。⁶⁾

中央値で比較するとAグループ14.1525、Bグループ16.4242でBグループが2.25高い。

PER株価収益率		
	株式時価総額/当期純利益	
	Aグループ	Bグループ
AVE	11.4894	20.2170
max	37.6489	100.7212
MIN	-85.3898	3.3073
MEDIAN	14.1525	16.4242
STDEV	22.5797	17.5657

(7) PCFR（株価キャッシュフロー倍率）

株式時価総額/CF総額 比率 但し、「CF = 当期純利益 + 減価償却費」である。

設備投資に伴う減価償却費を利用することで

	株式時価/CF総額比率	
	Aグループ	Bグループ
AVE	7.7468	11.5515
max	21.3115	53.8705
MIN	-8.3449	2.1776
MEDIAN	7.3550	9.4419
STDEV	5.6304	9.7676

1株当たりキャッシュフローは（当期純利益 + 減価償却費）÷発行済株式数で計算するが、一般的には時価総額を使って計算する場合は、時価総額÷キャッシュフロー総額になる。

中央値で比較するとAグループ7.3550、Bグループ9.4419でBグループが2.09高い。

Ⅲ. 事例分析

1. 伊藤忠商事

伊藤忠商事は、ROEが2021年3月期（前期）12.1%、2022年3月期（当期）19.5%で、5.4ポイント上昇し、ROICも当期11.54%でいずれもAグループトップの業績を上げている。それはどのように達成されているか見ていく事にする。

第一に、中期経営計画Brand New Deal 2023において、マーケットインによる事業改革と

6) 『企業分析入門』203頁, Patricia Fairfield, "P/E, P/B, and the Present Value of Future Dividends", Financial Analyst Journal (July/August 1944:23-31) 等。

SDGsへの貢献・取り組み強化を基本方針としている。SDGsへの貢献・取り組みは、バリューチェーンと関連する。

「バリューチェーンは、採掘、原料加工、物流、部品加工、生産、使用、消費、廃棄のプロセスである。サステナビリティ報告はバリューチェーンに関連する重要な影響、リスクを含める。バリューチェーンは、投入資源に価値を付加して産出物に転換する諸活動であり、組織と直接または間接的にビジネス関係を有するため、i. 組織自体の製品またはサービスに貢献する製品・サービスを供給する事業者 ii. 組織から製品やサービスを受領する事業者の活動を含む。」⁷⁾としている。

第二に、伊藤忠商事の戦略は9つのカンパニー（事業セグメント）の活発な事業開発が行われているが、その中には世界的な課題を企業としての責任で解決するための指標であるSGDs (Sustainable Development Goals) の手段が組み込まれている。

①繊維カンパニー

- i. 世界有数のスポーツ「アンダーアーマー」の日本総代理店（株）ドームの発行済み株式の過半数を確保して子会社とした。米国Under Armour Incと協業により、スポーツ関連ビジネスの拡大をしていく。
- ii. 繊維業界が抱える、繊維製品の廃棄問題を解決するために、RENUプロジェクト発足でサーキュラーエコノミー（循環型経済）の実現を目指す。

②機械カンパニー

- i. 日立建機株26.0%（議決権ベース）を約1,825億円で、伊藤忠商事と国内の投資ファンド（日本産業パートナーズ）が設立する特別目的会社の株を取得し、持分法適用会社とする。
- ii. ドバイ酋長国で世界最大級の廃棄物処理プラント（廃棄物の45%、年間190万トンの焼却処理）の建設と焼却時に発生する熱利用による発電を行う。この運営を35年間行う。

これにより埋立処分量の削減、持続可能な環境への廃棄物管理、化石燃料に依存しない代替エネルギーの開発促進の政策目標達成に貢献していく。

③金属カンパニー

伊藤忠商事がオーストラリアに本拠を置く資源会社BHP Group Limited他と保有する西豪州鉄鉱石事業ではサウス・フランク鉄鉱山が2021年5月より操業し、臨接のマック鉱山と合わせて年産1億4,500万トンの世界最大級の鉄鉱石生産を誇っている。

④エネルギー・化学品カンパニー

- i. 太陽光発電の余剰電力余循環モデルの取り組み開始
- ii. フィンランドのNESTE社の石油代替航空燃料（SAF）の国内航空会社への販売及びリニューアブルディーゼル（RD）の輸入により国内初の給油拠点の運用を開始した。

7) 上妻京子「合理的保証に向かうサステナビリティ報告の保証・バリューチェーンベースの開示」(United Nation 2012) 4頁:2023年7月 日本監査研究学会 統一論題での同氏の報告資料集から引用。

RDは廃食油を原料とし、ライフサイクルアセスメントベースの温室効果ガス排出量を石油由来燃料比SAFで最大8割、RDで約9割削減し、脱炭素化社会の実現を目指している。

⑤食料カンパニー

関連会社CCG ENTERPRISES, INC（CG社）の搾油事業の大豆油は食用に加え、再生可能エネルギーのバイオ燃料の原料としても活用しクリーンエネルギーの普及に貢献する。

⑥住生活カンパニー

英国でタイヤ卸・小売事業を展開する子会社European Tyre Enterprise Limitedは2021年12月にMurfitts Group Limitedを買収したことでタイヤ卸・小売・廃タイヤの回収事業を展開して循環型社会を目指している。

⑦情報・金融カンパニー

米国セキュリティ事業者Silver Sky Inc（持分法適用会社化）と伊藤忠テクノソリューション（株）が連携して顧客企業のサイバーセキュリティへの懸念を最小化でデジタル時代の成長を支援していく。

第四に、イノベーションは画期的な新製品（又は新サービス）を市場に導入する場合と、開発製造から流通更に消費者に至るまでの製品の生産活動や販売活動の提供に係るプロセス革新を目指して実施される場合の2通りがある。ここに各企業の長期・中期計画で新たなビジネスモデルの再構築がありそれに基づいた事業の推進が進行している。更に、ここ10年間では人間の活動によって地球温暖化で自然環境の破壊が深刻であることが意識され、2016年12月にCOP21パリ協定が2020年以降の温室効果ガス排出削減のために発効した。我が国が強みを有するエネルギー・環境分野において革新的なイノベーションを創出し、社会実装可能なコストを実現、これを世界に広めていくために「革新的環境イノベーション戦略」を策定している。そのためカーボンニュートラル⁸⁾を目指すことが企業の長期的課題になるとして、伊藤忠商事は各カンパニーでこれを大きく掲げているところに注目したい。

第五に、赤字会社を黒字会社にして、黒字会社はさらに事業損益の底上げである。その結果、当連結会計年度の売上は12兆2,933億円、当期純利益は前連結会計年度比4,188億円（104.3%）増益の8,203億円である。

④主たる子会社及び持分法適用会社の業績

当連結会計年度の事業会社利益は、前連結会計年度に比べ3,492億円増加の7,089億円である。黒字会社損益は2,557億円増加、赤字会社損益も大幅に改善され936億円増加である。

8) カーボンニュートラルでの、「排出を全体としてゼロ」というのは、二酸化炭素をはじめとする温室効果ガスの「排出量」から、植林、森林管理などによる「吸収量」を差し引いて、合計を実質的にゼロにすることを意味している。カーボンニュートラルの達成のためには、温室効果ガスの排出量の削減並びに吸収作用の保全及び強化をする必要がある。このため革新的環境イノベーション戦略 令和2年1月21日 統合イノベーション戦略推進会議が持たれている。

	事業会社損益	(海外現地法人を含む)	
	黒字会社 (億円)	赤字会社 (億円)	合計 (億円)
前連結会計年度	4,638	△1,042	3,596
当連結会計年度	7,195	△ 106	7,089
増 減	2,557	936	3,492

㊤連結子会社の黒字会社比率

連結子会社の黒字会社比率は、前連結会計年度82.4%、当連結会計年度93.7%へと上昇し連結子会社192社のうち180社が黒字、赤字12社と改善されている。

		黒字会社	赤字会社	合計
連結子会社	前連結会計年度	164社 (82.4%)	35社 (17.6%)	199社 (100%)
	当連結会計年度	180社 (93.7%)	12社 (6.3%)	192社 (100%)
	増減	16社 (11.3%)	△23社 (-11.3%)	△ 7社
持分法適用会社	前連結会計年度	66社 (82.5%)	14社 (17.5%)	80社 (100%)
	当連結会計年度	69社 (84.1%)	13社 (15.9%)	82社 (100%)
	増減	3社 (1.6%)	△ 1社 (-1.6%)	2社
合計	当連結会計年度	230社 (82.4%)	49社 (17.6%)	279社 (100%)

2. オムロン

(1) オムロンが解決すべき社会的課題

目指すべき社会のために、オムロンが解決すべき社会的課題は何か。社会に大きなインパクトを与える「カーボンニュートラルの実現」、「デジタル化社会の実現」、「健康寿命の延伸」を設定している。企業価値・組織能力のトランスフォーメーションでは、3つの取り組みを加速させるとしている。

第一は「ダイバーシティ&インクルージョンの加速」による人財能力開発である。

今後、社会的課題がより複雑化、広範化していく中で、課題解決には様々な専門性を持った多様な人財がグローバルで連携して取り組むことが必要で国や組織に捉われず、社員一人ひとりが志を実現し、自由に社会的課題の解決に挑戦できる風土の醸成である。DX研修など、人財への投資を従来に比べ3倍に増やすとしている。

第二はオムロンと日本IBMは、オムロンがグループ全社で取り組む、DXによるデータドリブンな企業運営（データドリブン経営とは、膨大かつさまざまな種類の情報、即ちビッグデータを活用した分析結果をもとに、ビジネス上の課題解決のための施策立案や意思決定を行うこと）に向け、両社のパートナーシッププログラムに関する契約を締結した。グローバルに基幹システムを一つのシステムに刷新・統合し、これを完成させる過程で、事業運営のスピードアップと、効率化を実現し、最終的には販管費の圧縮につなげていくとしている。

第三は、「サプライチェーンのレジリエンス向上」である。不測の事態に備え、サプライチ

エーンの強靱化・複線化に取り組んでいる。事業機会の観点では、コロナ禍に加え、地政学リスクや自然災害リスクの顕在化は、同社の制御機器事業にとっては、お客様の課題克服に向けて貢献できるチャンスでもあります。なぜなら選択と分散に伴う複線化によって、新設される生産拠点には必ずAIやロボットなどを使った最新の生産ラインが導入されるからである。

（2）長期ビジョン獲得のための具体的一注力する4コア事業の進化

ROICを基準としたポートフォリオマネジメントを徹底し、車載事業の売却や低収益事業の収束を実行し、事業ポートフォリオを利益率とシェアが高い制御機器事業とヘルスケア事業に絞り込み経営資源を集中させてきた。その結果、全売上高に占める両事業の構成比を2011年度の54%から2021年度は74%と大きく引き上げた。稼ぐ力の向上を表す指標としてこだわってきた売上総利益率は、2021年度36.8%から2021年度45.5%へと、8.7ポイント向上させた。

また、ROICは、2011年度の4.8%から2021年度は9.6%へと、4.8ポイント向上させた。営業利益は、2011年度の401億円から2021年度は893億円と、年率8.3%伸ばし、過去最高を達成した。営業利益率は、2011年度の6.5%から2021年度は11.7%と、5.2ポイント向上させた。

（3）事業セグメントの収益力向上

オムロンの収益力は、この11年間で着実に高まった。

それは、具体的な数字の目標を掲げているからである。

第一に、制御機器事業では、この注力事業の売上4,300億円（2021年度見通し）から5,300億円（2024年度）へ伸ばす。そのためにi-Automationの採用顧客数を5,000社（2021年度比2倍）とする目標を掲げている。

第二に、ヘルスケア事業では、血圧計の普及と遠隔診療サービスの拡大である。この注力事業の売上1,340億円（遠隔診療サービス2021年度見通し）から1,800億円（2024年度）へ伸ばす。そのためには、グロー血圧計販売台数9,400万台（3年累計）遠隔診療サービス利用者数60万人（累計）を目標としている。

第三に、社会システム事業では、再生可能エネルギー制御事業の拡張と鉄道関連事業のビジネスモデルの変革で、この注力事業の売上900億円（2021年度見通し）から1,000億円（2024年度）へ伸ばすとしている。

3. 花王

（1）長期経営計画（2030年までのあるべき姿）

持続的な利益ある成長と社会のサステナビリティへの貢献との両立によって『グローバルで存在価値のある企業「Kao」』目指し、ESGを通じて将来にわたって人・社会・地球にとって価値のある存在になっていくとしている。環境（E）においてカーボンゼロを目指し、社会（S）において無駄な消費がなくなることを願い、ガバナンス（G）をしっかりと効かせながら志を共にする仲間と正道を歩んでいくとしている。

財務目標：売上高2兆5千億円，営業利益4千億円，連続増配継続41期

(2) 中期経営計画「K25」(2021年から2025年までの5年間)

a. ビジョンでは，豊かな持続的社會への道を歩む。

b. コンセプトの新ESG戦略KLP(きれいLifestyle)では心豊かに過ごすことを積極的に進め，無駄なモノは極力つくらない。KLPに関する投資を財務的な成果「未来財務」に繋げる。

財務目標：売上高1兆8千億円，営業利益2千5百億円，連続増配継続36期

c. 方針(目的)

目的①持続的社會に欠かせない企業になる為サステナブルな自走社會をリードしてゆく

主要成果：・カーボンリサイクル(炭酸ガスを原料に転換する) ・ポジティブリサイクル(再利用により新事業を創出する) ・ストップパンデミック(感染症発生源を絶つ)

目的②投資して強くなる事業への変革でもうひとつの花王と基盤花王を強くする。

主要成果：・新事業：高精度生体解析と恒常性ソリューション) ・既存事業：ダントツ商品づくりへの投資と面事業の拡大 ・化粧品サニタリー事業：次のイノベーション

目的③活動生産性2倍による社員活力の最大化

主要成果：・挑戦と貢献度に応じたフェアな報酬 ・花王外人材の活用と協業 ・デジタル花王への抜本的改革

(3) 目標とする財務指標

花王は永年EVA(Economic Value Added経済的付加価値)を継続的に増加させていくことは企業価値の増大につながり全てのステークホルダーの長期的な利益とも合致するとして採用してきた。売上増大やコストダウンにより投下資本を増やさずにNOPAT(Net Operating Profit After Taxes税引後営業利益)を増加させることや資本構成などを改善して資本コストを下げる経営の指針「Maximum with minimum(最小限の資源で最大価値)」がEVAの増加となり，企業価値の向上につながるのでEVAを主要な経営指標の一つとして財務施策の先取りで成長し続ける。

IV. 総合評価

1. 総合評価指数の算定方法

総合評価をするにあたっては，①ROE，②ROIC，③「株式時価総額/自己資本」比率，④「株式時価総額/EBITDA」比率，⑤トービンのq，⑥「EV/SALES」倍率，⑦PER「株式時価総額/当期純利益」，⑧「株式時価総額/Cf(=当期純利益+減価償却費)」比率の8つの指標を用いた。この場合分析対象企業の総合指数もAグループとBグループに分けて行い，8つの指標の指数を算定するにあたっては，評価方法をそろえるために，実績値を標準値(今回の場合中央値)で割り算した数値としている。

2. 総合評価指数の利用方法

今回は、経営分析による指標の指数化であるため各企業の経営行動の違いが投資家、金融機関、消費者等の利害関係者の評価につながっているといえる。企業単位で8つの指数を検討することで、各企業の強みと弱み、さらに伸ばすべき課題等が明らかになる。大きなマイナスのため総合指標に歪みの生じる企業を全体では入れているが、総合表示において一社外している。

Aグループ	①	②	③	④	⑤	⑥	⑦	⑧	総合評価
2022.3.31期	ROE	ROIC	株式時価 総額/ 自己資本	株式時価 総額/ EBITDA	トービンの q	EV/ SALES 倍率	株式時価 総額/ 当期純利 益PER	株式時価 総額/ CF総額	
ソフトバンクG	-1.893100	-1.296669	1.982129	2.941431	0.821943	2.910526	-0.295373	-1.134591	4.036296
武田薬品工業	0.447551	3.071515	1.361124	0.896063	0.925889	1.821948	1.819434	0.990424	11.333947
日本たばこ産業*	1.296755	0.791976	0.867470	1.044674	1.198102	1.535756	0.985290	1.221086	8.941109
キヤノン*	0.826108	1.016312	0.935649	1.247819	1.150265	0.825574	1.433926	1.358916	8.794569
NTTG	1.576674	0.933427	0.815989	0.635349	1.114386	1.133651	0.861489	0.713952	7.784917
電通*	1.418181	0.891335	0.961150	1.996957	0.991868	0.213629	0.813118	0.925353	8.211590
ソニーG	1.365233	0.801149	0.671245	1.157788	1.145056	1.147902	1.209451	1.195415	8.693240
アサヒGHD*	0.967931	1.511435	1.128469	0.955326	1.005884	1.062357	1.014710	1.040539	8.686651
富士フィルムHD	0.932979	0.984203	0.989989	1.360551	1.153328	1.011207	1.199979	1.416741	9.048976
三菱ケミカルHD	1.343417	1.438933	1.773457	0.311305	0.798709	0.529618	0.465205	0.369981	7.030626
日立製作所	1.485818	0.901892	0.938324	0.701209	0.988485	0.597836	0.794982	0.794265	7.202812
KDDI	1.492276	0.648626	0.679687	0.868341	1.310398	1.349490	1.092742	1.009576	8.451136
三菱商事	1.506615	0.941184	1.460298	0.527731	0.860627	0.452116	0.503770	0.612985	6.865326
パナソニックHD	0.891992	1.323330	1.526778	0.615510	0.863261	0.391767	0.813841	0.672601	7.099079
伊藤忠商事	2.159720	0.610322	1.010216	0.559248	0.994116	0.453432	0.508001	0.654828	6.949881
大塚HD*	0.689804	1.205522	1.168487	1.460308	1.037083	1.089184	1.375076	1.578389	9.603852
日本電産	1.170071	0.943131	0.356077	2.754821	2.210750	1.878874	2.660232	2.897548	14.871504
キリンHD*	0.739307	1.703617	0.695370	1.479717	1.158084	0.825849	2.155934	1.760109	10.517987
アステラス製薬	0.939505	0.908694	0.552490	2.404534	1.801880	1.900245	2.135271	2.501980	13.144598
NEC日本電気	1.032069	0.976601	1.496197	0.646428	0.824327	0.394903	0.717759	0.606304	6.694588
サントリー食品IN*	0.882323	1.052577	0.810539	1.194953	1.214233	0.834167	1.549795	1.483490	9.022079
住友化学	1.471637	1.116260	1.973403	0.310824	0.734904	0.509747	0.381645	0.373471	6.871890
京セラ	0.571450	1.409096	1.468000	1.262432	0.880711	0.988793	1.321209	1.360282	9.261974

Bグループ	①	②	③	④	⑤	⑥	⑦	⑧	総合評価
2022.3.31期	ROE	ROIC	株式時価 総額/ 自己資本	株式時価 総額/ EBITDA	トービンの q	EV/ SALES 倍率	株式時価 総額/ 当期純利 益PER	株式時価 総額/ CF総額	
花王*	1.030443	1.325862	1.793241	7.229965	0.730872	1.272643	1.386472	1.342374	16.111873
エーザイ	0.580907	0.751182	1.481687	12.417802	0.613126	1.542472	2.032105	2.024702	21.443983
丸紅	2.571907	1.794968	0.727248	2.351560	1.369208	0.387396	0.225281	0.319898	9.747466
TDK	0.915944	0.898278	0.915057	3.351616	0.439692	0.849252	0.795932	0.589582	8.755351
豊田自動織機	0.416334	0.453576	0.477223	3.948071	0.320284	1.024886	0.913221	0.708897	8.262494
小松製作所	0.913919	0.934865	0.970582	4.579732	0.455684	1.000000	0.846099	0.916330	10.617211
リコー	0.305416	0.352883	0.521744	3.394119	0.339759	0.357718	1.361012	0.594976	7.227629
住友商事	1.315340	0.985401	0.509462	2.080586	0.345502	0.672548	0.308582	0.392553	6.609972

塩野義製薬	1.061622	1.541092	1.508943	10.316436	0.767541	4.367192	1.132399	1.723070	22.418295
安川電機	1.194617	1.456174	2.837588	11.249076	1.006314	1.793666	1.892419	2.258204	23.688058
味の素	1.000000	1.000000	1.708181	6.110639	0.640357	1.201101	1.360913	1.262791	14.283982
AGC (旭硝子) *	0.854815	0.887244	0.592077	2.029590	0.335035	0.670014	0.551826	0.409070	6.329670
三井物産	1.480327	1.146783	0.647546	2.403480	0.372648	0.595269	0.348505	0.457864	7.452422
村田製作所	1.258816	1.749131	1.706868	6.564120	0.843288	2.157339	1.080275	1.256704	16.616541
第一三共	0.449717	0.584504	3.461614	35.017209	1.327393	4.549250	6.132481	5.705462	57.227629
双日	1.025865	0.611061	0.496681	2.211086	0.351925	0.515605	0.385731	0.473738	6.071692
日本製鉄	1.667591	1.394755	0.421482	1.249853	0.308020	0.472914	0.201366	0.230635	5.946616
三菱電機	0.620243	0.842223	0.709506	4.318037	0.383256	0.501474	0.911362	0.786222	9.072321
HOYA	1.865585	2.712328	4.424055	13.996093	2.079958	5.337696	1.889305	2.607850	34.912871
オムロン	0.837256	1.184266	1.595766	9.623826	0.746335	1.398979	1.518474	1.913257	18.818159
富士通	1.041802	1.411409	1.759105	6.517277	0.656845	0.797288	1.345250	1.158350	14.687327
デンソー	0.556798	0.659228	1.000000	5.841629	0.476369	0.897311	1.430866	1.076046	11.938247
ワコールHD	0.187438	0.259312	0.407848	6.731705	0.266065	0.569378	1.733551	1.287454	11.442751
ファーストリテイ リング**	1.379712	1.497134	4.057066	10.048647	1.215773	2.231055	2.342718	1.990157	24.762262
日東電工	1.072945	1.562808	1.174420	5.266512	0.588483	1.121724	0.872052	1.000000	12.658945
セイコーエプソン	1.257690	1.383437	0.896915	3.666517	0.446922	0.656518	0.568165	0.581391	9.457555
クボタ*	0.949500	0.837269	1.191787	6.132411	0.500000	1.246268	1.000000	1.235235	13.092471
日本ハム	0.909801	0.985285	0.590682	3.178557	0.352524	0.336075	0.517254	0.511552	7.381729
ミネベアミツミ	1.160981	1.125730	1.292740	5.063946	0.549498	0.780416	0.887120	0.931772	11.792203
日清食品HD	0.787975	1.034133	1.501045	7.854241	0.635360	1.120219	1.517672	1.468727	15.919372
トヨタ自動車	0.985051	0.719942	0.828824	3.491444	0.411331	1.260098	0.670347	0.711351	9.078389

(参考文献)

- ・IASB Discussion Paper “Business Combinations-Disclosures, Goodwill and Impairment” 2020.
- ・Krishna G Palepu, Victor L Bernardad, Paul M Healy “Introduction to Business Analysis & Valuation” (斎藤 静樹監訳, 筒井智彦, 川本淳, 村瀬安紀子訳『企業分析入門』東京大学出版会 1999年).
- ・Henry Mintzberg, Bruce Ahlstrand, Joseph Lampel “Strategy Safari : A guided Tour through the wild of Strategic management” (斎藤嘉則監訳『戦略サファリ』東洋経済新報社 2011年).
- ・Baruch Lev and Feng Gu “The End of Accounting and Managers” (伊藤邦雄監訳『会計の再生』中央経済社, 2018年).
- ・William H. Beaver “Financial Reporting : An Accounting Revolution, 3rd Edition” (伊藤邦雄『財務報告革命』白桃書房, 2010年).
- ・Banwari Mittal, Jagdish Sheth “Winning the Battle for Market Leadership” (陶山計介, 梅本春夫, 北村秀実訳『バリュースペース戦略』ダイヤモンド社 2004年).
- ・伊藤邦雄『新・現代会計入門』日本経済新聞出版, 2022年.
- ・伊藤邦雄『企業価値経営』日本経済新聞出版, 2021年.
- ・上妻京子「合理的保証に向かうサステナビリティ報告の保証」, 日本監査研究学会第46回西日本部会統一論題『サステナビリティ報告—開示と保証の今後の潮流資料集』2023年7月.
- ・大倉雄次郎『企業評価入門』(第2版)中央経済社, 2003年.
- ・大倉雄次郎『戦略的経営分析』(初版2刷)税務研究会出版局, 1998年.
- ・有価証券報告書(主として2022年3月期)54社.
- ・『会社四季報』東洋経済新報社, 2022年夏号.

- ・オムロン株式会社総合レポート，2021年。
- ・国際会計基準委員会財団編 企業会計基準委員会 財務会計基準機構監訳『国際財務報告基準 Part A・B』中央経済社，2018年版。
- ・PwCあらた監査法人『アメリカの会計原則』東洋経済新報社，2017年。

