

企業価値評価指標としてのEVA[®]

中井 和敏

要 旨

企業価値を測定する方法として、発生主義に基づいて作成される財務諸表を分析対象とする伝統的な経営分析技法、現在価値を中心として資産評価を行なう時価会計、あるいはキャッシュの量を価値評価の中心に据えたキャッシュ・フロー会計による評価方法などがあげられる。その中で、有力視されている経営指標としてEVA[®] (Economic Value Added: 経済付加価値)がある。EVA[®]は資本コスト(負債コストと株主資本コスト)を考慮して企業価値を測定するが、資本コストの算定については株主の期待収益率が用いられるため、その評価については主観的期待値が反映される傾向がある。また、EVA[®]を経営管理指標として活用する場合、株式市場における企業価値評価と当該企業内部の業績評価や従業員のインセンティブなどどのようにリンクさせるのか、EVA 経営システムにおける適用範囲や方法などの運営上の諸問題については、全社的な基本的合意あるいは理解が必要である。

なお、EVA[®]はアメリカのコンサルタント会社であるスターン スチュワート (Stern Stewart & Co.) 社が開発したもので登録商標になっていることを付記しておく。

1 はじめに

株主重視経営が注目されるようになり、企業価値をどのように評価すればよいのかという問題が各方面で議論されている。わが国における多くの企業の財務状況は、バブル崩壊以降、資産として計上していた債権や資産の多くが不良化し、特に、土地や有価証券などの大半が取得価額を大幅に下回るものになっていた。このような状況は、一般事業会社ばかりでなく、本来、健全に機能しなければならない金融機関を始め、政府や自治体さらには個人の家計というセクターにおいても同様の状況に陥ったことは周知のとおりである。

近年、わが国を代表する金融機関の相次ぐ経営破綻を契機に、会計制度の見直しが行われ、国際会計基準に準拠する内容に整備された。そのような状況にあって、キャッシュ・フロー計算書の開示を中心とした時価会計や連結会計の導入を契機に、不良化した債権や資産について適切な資産評価を行なうことが義務付けられるようになった。このことは、企業が提供する財務情報をどのように評価すべきか、さまざまな議論が起こるきっかけにもなったのである。企業価値をどのように評価するのかという問題は、単に企業収益や財務の健全性といった領域だけでなく、広義のコーポレート・ガバナンス (corporate governance)¹⁾ に関する諸問題とも関係する。しかしながら、本稿では、あくまでも会計領域から企業評価の問題について論述するものであり、企業のあり方を含めた総合的な問題についての議論は今後の課題にしたい。

2 企業価値をめぐる諸問題

(1) 株主と企業の関係

わが国における多くの企業はこれまで金融機関からの借入れ、いわゆる間接金融によって支えられ事業を発展させてきた。企業からみれば銀行は最大の債権者であり、また、株式の持ち合いとも相俟って、株主としても大きな

発言力を持っていた。このような背景もあり、これまで企業の方にも、一般の株主に配慮するという意識はさほどなかったのが実情であろう。こういった株主に対する企業の認識のあり方に警鐘を鳴らしたのが、(株)M&A コンサルティング (通称：村上ファンド) の(株)東京スタイルに対する株主としての要求であった。

周知のように、2002年4月24日、投資ファンドを主たる事業とし、M & A や各種のコンサルテーションを行っていた村上世彰氏は、当時保有していた(株)東京スタイルの株主として、自社株消却による株式価値の向上策や1株当たり500円の配当を実施するように提案した。村上氏が指摘した主な問題点や要求の概要は次のようなものであった。

①年間配当額を1株当たり500円とする

会社が提案する1株当たりの配当額は12円50銭であり、配当性向が低く、株価および配当額とも低水準である。

②自社株買い3400万株 (発行済み株式数の33%、取得額上限500億円) の実施

東京スタイルが保有している現金・預金や有価証券は、売上高と比較しても極めて多額であり、必要以上の資金を保有している。これによって、株価よりも1株当たりの金額・預金、もしくは換金可能な有価証券²⁾などを多額に保有している。

③社外取締役、奥村有敬氏 (元興銀常務)、三枝和氏 (経営コンサルタント) の就任

村上ファンド側からみた株主の意見を今後の経営に反映させるため、こういった配当³⁾や自社株買い⁴⁾に関する問題点の指摘や要求に対し、(株)東京スタイル側は、特に配当政策に関して、村上ファンド側の要求 (提案) 通り、出来る限り多くの配当を実施すると明言していた。しかし、結果としては、2002年5月23日に開催された株主総会において、(株)東京スタイル側の議案が可決されるにいたった。株主総会で可決された内容は次の通りである。参考までに、村上氏側の議案と議決された内容を示しておく (図表1)。

(図表1) 村上氏側と㈱東京スタイル側の議案内容

項目	㈱東京スタイル側の議案	村上氏側の議案
配当額	年間配当 1株当り20円(含記念配当7円50銭)	年間配当 1株当り500円
自社株買い	自社株買い1030万株(発行済み株式数の10%、取得額上限123億円)	自社株買い3400万株(同約33%、同500億円)
社外取締役の選任	日向隆氏(東京産業信用金庫理事長) 岩崎雄一氏(ルミネ会長)	奥村有敬氏(元興銀常務) 三枝和氏(経営コンサルタント)

3項目についての両者の議案の違いは(図表1)のようになっているが、先述したように、株主総会で可決承認されたのは、すべて東京スタイル側が提案した内容であった。結果としては、東京スタイル側の勝利に終わったが、この大きな要因は、日本的慣行でもあったいわゆる株式の持ち合いを含めた安定株主との関係維持が挙げられよう。いうまでもなく、機関投資家を始めとするこのような安定株主は、株価の向上を目的とする株主利益を追求するよりも、安定的取引の維持や長期的観点での利益確保を重視する傾向がある。また、銀行、生保といった金融機関には独自の企業戦略も背景にある。例えば、大株主の日本生命などは、税制適格年金の運用を委任されることで多額の年間掛け金が入るので、同社の従業員の多くが日本生命の任意加入団体保険に加入している。あるいは、同社の取引先である伊勢丹、高島屋など大手百貨店についていえば、安定的取引先(仕入先)として同社を遇することで、特に、商品開発といった重要な経営課題については、消費者の意見を反映したものを得意先の提案事項として要求することが期待できる。しかし、このような関係はあくまでも当該企業と何らかの形で継続的に関係を持つことを前提としており、グローバルな規模で行動する投資家の見方とはかなり距離がある。

(2) 株主重視の経営

株主とは株式会社に出資し、当該株式会社の株式を保有する個人あるいは法人のことである。株主はたとえ当該企業が不幸にして倒産したとしても、

株主としての責任は出資した額に限定され⁵⁾、なおかつ、保有している株式はある一定の手続きを経ればいつでも他者に譲渡することできる。こういった株主の中で、当該企業の事業について理解を持ち、一過性の企業業績や株価の状況に左右されることなく、長期的に当該企業の株式を保有し続ける株主のことを「安定株主」といつている。

しかしながら、すべての株主がこのような行動形態をとるとは限らない。株価が高騰し、買った時の値段よりも高くなれば、株式を売却し、そのことによって売却益を得るかも知れない。また、株価が下がったとしても、損失(売却損)を少なくするために、保有している株式を売却してしまうかも知れない。このような株主を安定株主とはいわない。しかし、企業はこのような「気紛れな株主」に対しても誠実に対応することが求められる。安定株主か否かにかかわらず、株主には次のような権利⁶⁾が与えられている。

①利益配当請求権

株主は会社が出資した利益を原資とする配当金を受取ることができる。この権利のことを利益配当請求権というが、当該企業が多額の利益を出しているにもかかわらず、株主に対し少額の配当金しか出さない場合は、先述したような、東京スタイルに対する村上ファンド側の行動に示されるようなことになるかも知れない。

②残余財産分配請求権

当該企業の株式を取得することで株主になることができる。このことは部分的にせよその会社の一部を所有することを意味している。すなわち、当該企業が保有している土地や建物、あるいは機械設備など有形固定資産や投資その他の資産など、当該企業が保有している資産の一部を所有することになる。したがって、万が一当該企業が倒産して負債を返済した後、資産が残った場合、これを受け取ることができる。このような権利のことを「残余財産分配請求権」といつている。

③議決権

株式会社という組織において、一番権限を持っているのが株主である。このような株主が集まって議案を審議する「株主総会」が会社組織における最高意思決定機関として位置付けられている。この株主総会において、審議に対して意思表示する権利を議決権といっている。審議は多数決で議決されるため、保有する株式数が多ければ多いほど発言力を増す。したがって、結果として当該企業が発行する株式を大量に保有すればその会社に対し支配権を持つようになる。

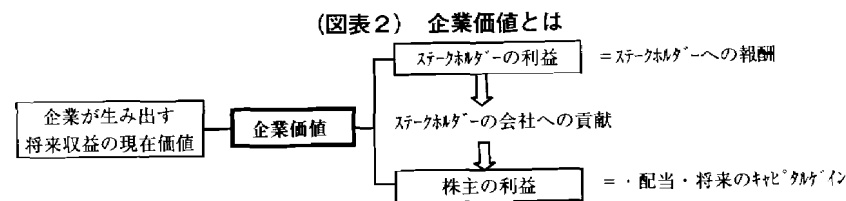
企業には、このような株主に与えられた権利を意識しながら事業活動を行っていかねばならない。さらに、株主の求めるリターン（利益）を実現するためにも、自社の企業価値を高める努力が求められる。

わが国企業の多くは、これまで企業価値を測定する指標として売上高や利益（経常利益や最終損益など）の金額や伸び率、あるいは伝統的な経営分析による各指標を重視してきた。このような方法による測定・評価は現在も継続的に行なわれている。しかしながら、株主にとっては、一般的に言えば、当該企業に投資することによって得られる配当（インカムゲイン）や、株式売買益（キャピタルゲイン）の金額に関心が集まるであろう。当該企業の株価は、企業業績はもとより、このような株主のインセンティブに基づく投資行動にも大きく影響される。したがって、株主にとって株式投資の成否は事業活動の成果としての将来利益をどこまで見積もるのか、あるいは予測するのかが検討の対象になると思われる。

近年、特にライブドアによるニッポン放送株をめぐる買収工作問題を契機に、企業を取り巻くステークホルダー（stakeholder：利害関係者）の中でも、特に株主にとっての企業価値とは何か、あるいは企業価値そのものについての議論が活発に行なわれるようになった。このような背景もあり、経済産業省では平成16年9月より「企業価値研究会」を立上げた。同研究会では、特に、企業価値向上につながる公正な敵対的買収防衛策のあり方を中心に審議がなされ、その成果を、平成17年5月27日に「企業価値報告書～公正な企業社会のルールの形成に向けた提案～」というペーパーにまとめ、公

表した。

同報告書の中で、「企業価値」を「会社の財産、収益力、安定性、効率性、成長力等株主の利益に資する会社の属性又はその程度をいう。換言すると、会社が生み出す将来の収益の合計のことであり、株主に帰属する株主価値とステークホルダーなどに帰属する価値に分配される。企業価値は将来の値の予測値であり、将来の様々な要因によって容易に変化する。したがって、これを正確に測定することは難しい」としながらも、「市場が完全ならば、その資産や負債といったバランスシートを前提として現経営陣の描く戦略の下で会社が将来生み出す収益が企業価値として株価に反映される。株価が現経営陣の生み出す将来収益を正しく予想して形成されているとすれば、買収者がそれよりも高い価格で株式を買い付ける提案をするということは、買収者に将来利益をより高める自信があることにほかならず、こうした時価を上回る買収提案を拒否することは得策ではない。また、ステークホルダーの取り分が一定の場合には、株式価値（株主の取り分）を高めることが企業価値を高めることと同義になる」⁷⁾とし、特に、株価と企業価値との関係、M & A (Mergers and Acquisitions：企業の合併・買収)の問題と株価との関係を中心に説明し、同報告書において、「企業価値とは」という標題を付し、企業価値について(図表2)のように示している。



(出所) 企業価値研究会「企業価値報告書～公正な企業社会のルールの形成に向けた提案～」経済産業省、平成17年5月27日、34頁

さらに、同報告書では「株価は企業価値から乖離する場合もある。また、株主価値は企業価値に一致しないので、株主価値を増やすことが企業価値を

高めることにはならない場合もある」と警告を發し、以下、「株価と企業価値との乖離」という問題について触れているが、同報告書の内容を要約すれば、標題のとおり企業価値をめぐる問題については、日本では特に敵対的M & Aの経験が乏しいということもあり、何が公正な攻撃方法で、何が公正な防衛方法なのか、こういった問題について企業社会におけるコンセンサスが形成されていないため、特に、敵対的買収についての企業社会における公正なルール形成を急ぐ必要があると主張しているのである。

企業価値に対し、一定の共通的な理解が出来ていない理由として、企業を取り巻く利害関係者により、それぞれ企業価値に対する認識が異なっていることが挙げられる。株主からみれば、株価が高くなることや高額配当を実施する企業が価値ある存在になろう。また、原材料や製品などを販売している取引先（企業など）からみれば、安定的に購買してくれる企業が価値あるものになる。また、従業員という立場からすれば、高額賃金を安定的に支払う企業が価値あるものとして認識される、というようにである。また、この問題については次のような見解もある。それは、「企業を取り巻くステークホルダーのうち、いずれのステークホルダーを重要視すべきかという企業経営上の基本的な問題を考えるにあたり、考え方の基本となるものは利益の計上である。従業員を重視すれば利益が計上できるのか、それとも顧客か、社会か、経営者か、株主かという点である」と問題提起を行ない、基本的にはすべてのステークホルダーが満足しない限り、企業が継続的に利益を計上することはできないとしながらも、ステークホルダーの中で、「株主に関する限り、日本企業は株主の満足を得ずして長期的に存在していた。多くの満足できない株主は株式を売却して市場から去って行ったが、幸いにもいまだに株主をどうにか確保しているという場合もあるが、このことは決して株主を軽視してもよいということではない。ステークホルダーを重要な順に並べると、やや情緒的な判断も含めると、従業員、顧客、取引先、銀行等有利子負債提供者、社会（政府）、株主ということになろう。少なくとも企業経営者はこのような順番で経営に当たるべきである。株主は最後の位置付けになる

ステークホルダー（Last Stakeholder）である。」⁸⁾ というものである。ステークホルダーに対し、このような順序付けをするのは、あくまでも、企業経営の命題は「継続性の維持にある」という企業観が根底にあるものと思われる。

3 企業価値の測定および評価

(1) 企業価値の測定

経済産業省企業価値研究会の報告をもとに、企業価値について考えると、企業価値とは「企業が保有している資産を使って生み出すキャッシュ・インフローの総和を現在価値に引き直したもの」と定義することが出来る。そして、このような価値に現在保有している現金・預金や有価証券などの金融資産を加えることによって算出できる。

このような企業価値の測定方法に対し、簡便的な方法として、株価に基づいた測定方法が挙げられる。最もシンプルな方法として、当該企業が発行している株式数に株価を乗じた金額を企業価値とする捉え方（「株価×発行済株式数＝時価総額」）がある。このことを、一般的に「株式時価総額」といっているが、この株式時価総額を「株主価値」とするのである。こういった場合、「株価」が企業価値評価に関して決定的な要因となる。よく、当該企業の株価について「割高」か「割安」という言い方がある。割高か割安かの判断を下す場合、次のように行なう。

- ① 「株主価値」が「時価総額」よりも多い場合に、「割安」と判断する。
- ② 「株主価値」が「時価総額」よりも少ない場合に、「割高」と判断する。

しかしながら、企業価値評価に関する問題は、企業が行なっている事業活動全体の価値をどのように捉えるのかといったことと関係するため、単に、当該企業の株価だけで企業価値評価を行なうことはかなり問題がある。

企業価値評価の測定方法については、これまで行なわれてきた伝統的な経営分析手法により収益性や財務の安全性を算出し、数値の高い企業ほど企業

価値も高いと判断する方法がある。その多くは企業業績に基づき経営指標を算出し、多面的な観点で企業評価を行なうのが一般的である。そして、これらの数値は、同時に、経営管理手法に活用されているという現状がある。

しかし、特に金融ビッグバンを契機としてわが国においても、徐々に国際会計基準の導入が図られるとともに、企業価値をどのように把握するのかといった問題について、さまざまな議論が行なわれるようになった。また、当該企業に投資する株主の期待する投資収益率などを重視するといった傾向もみられ、株主の存在を意識した財務行動がとられるようになった。企業各社が直接金融によって資金調達を図ろうとした場合、資本市場を構成する株主の意向を無視することはできない。むしろ、今後は、このような株主をより意識した経営行動がますます求められるようになるであろう。

このような観点から企業価値についてみた場合、当該企業が将来にわたり、どれだけの量のキャッシュ・フロー（この場合は、「キャッシュ・インフロー」を意味する。以下、同様である。）を生み出すのかがポイントになる。そして、企業が生み出したキャッシュは、株主や投資家への還元、あるいはそれ以外の利害関係者への配分、事業の継続を維持するための投資、あるいは将来事業への投資、そして、リスクの発生に備えるために企業内部に留保（蓄積）されることが考えられる。

(2) 企業価値と株主価値

企業価値について考察する場合、「株主価値」の捉え方の問題があると指摘しておいたが、このことについて触れることにする。まず、この問題の前提として「投資家」について、以下の点について確認しておきたい。それは「投資家を株主と当該企業に融資している金融機関や社債・転換社債などの購入者」と区分し、「当該企業に融資している金融機関や社債・転換社債などの購入者」を一般的な意味で「債権者」と定義しておこう。

このように区分した場合、株主は当該企業に対しリターン（配当）を要求するが、その額については企業業績とも関係するため、場合によっては、

「無配」ということもある。しかし、先述したように「議決権」を保有しているため、その他の経営に関する問題について審議に加わることができる。これに対し、債権者はリターン（配当）を受ける権利や、当然ながら株主総会での議決権もない。但し、債権者たとえば金融機関などに対しては融資額と利子の返済を、また、当該企業が発行した社債や転換社債などの購入者に対しては、設定した金利を含めた社債などの償還が義務付けられることになる。これらは企業業績の良否に関係なく、企業にとっては、すべて債務として扱われ、企業価値は株主価値と債権者価値を最低限保証するものとして認識される。

このような観点からすれば、①「企業価値＝株主価値＋債権者価値」という算式で表現され、そこから、②「株主価値＝企業価値－債権者価値」というように表わすことができる。これら3者の関係が明確になるように（図表3）として示しておく。

(図表3) 企業価値・株主価値・債権者価値の関係

企業 価値	金融資産	債権者価値
	将来収益を 生み出す資産 (事業資産)	株主価値

このように、企業価値は株主価値と債権者価値の総和で構成される。この場合の企業価値は投資家（株主と債権者）からみた価値を示している。したがって、株主は企業価値すべてを所有しているわけではない。また、配当を行なえば株主価値はその分減少する。

そして、「企業価値」を「経済産業省企業価値研究会」の定義を採用すれば、「企業が生み出す将来収益の現在価値」であり、その内容は、「ステークホルダーの利益」と「株主の利益」の総和であるという見解に近いものなる。

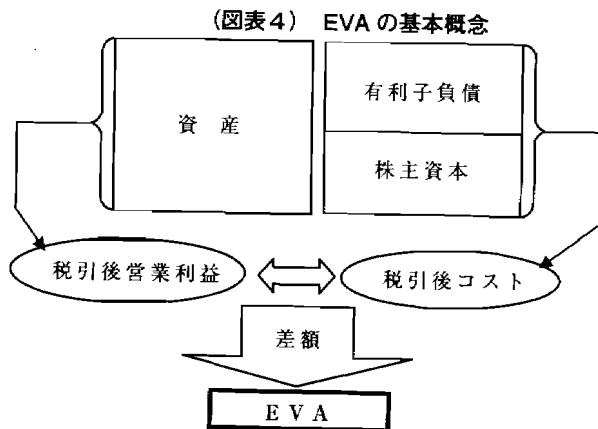
また、「株主価値」については、換言すれば、「株主資本を時価で評価したもの」ということができ、「株主価値÷発行済株式数」によって「理論値としての株価」が算出されることになる。そして、このような「企業価値」は、企業側からみれば、当該企業が保有する現・預金などの「金融資産」と「将来収益を生み出す資産（ちなみに、これを「事業資産」と称することにす）」とによって構成されると言い換えることができるのである。

3 企業価値評価指標としてのEVA[®]

(1) EVA[®]の基本的理解

EVA[®]とは「Economic Value Added」の略であり、「経済付加価値」と訳されている。なお、以下、トレードマークを付けない一般的な表現としての「EVA」と称することをお断りしておく。

EVAを算出するための計算の基本は、企業が本来の企業目的である営業活動からいくらの金額を稼いだのかを計算し、次に、その稼ぎを生み出すために使用した資本のコストをすべて差し引いて、企業が創出した価値額を算出するというものである（図表4）。



(出所) 津森信也「EVA[®]価値創造経営」中央経済社、2001年、134頁より作成

以下、EVAについて、この指標を考案したスターン スチュワート社の説明に沿って、概説することにした⁹¹⁾。

スターン スチュワート社によれば、EVAは次のような算式で求めることができるとしている。

$$EVA = NOPAT - \text{資本費用}$$

そして、「NOPAT」と「資本費用」、および「投下資本と資本コスト」については、次のように定義し、説明している。

①「NOPAT」

「Net Operating Profit After Tax」の略で、企業における事業活動の成果を表わすもので、一般的には「税引後営業利益」と訳されている。しかし、スターン スチュワート社では、このNOPATを「売上高」から「事業活動に係わる費用」と「事業活動に係わる税金」を差し引いて求めるとしている。

(算式1)

$$NOPAT = \text{売上高} - \text{事業活動に係わる費用} - \text{事業活動に係わる税金} \cdots (\text{算式1})$$

この場合のNOPATでは、まず、事業活動に係わる費用が売上高から差し引かれるため、原材料や人件費、減価償却費などが費用として認識される。しかし、支払利息のような資金調達に係わるコストは費用として認識されないため、注意が必要である。また、税金についても、事業活動に係わる税金だけが差し引かれるため、支払利息による節税効果は認識しない。この支払利息は税法上、損金算入の対象となるため、企業が支払う税金は支払利息による節税効果分だけ少なくなるが、NOPATは支払利息を含めないため、その節税効果も反映しないといった特徴がある。

このように、NOPATは売上高から事業活動に係わる費用や税金を控除したもので、かつ、損益計算書の数値に基づいて算出されるため、一般的に使われている用語で示せば、「(税引後)営業利益、あるいは事業利益」に近い

ものでとってもよい。しかし、EVAを求める場合の第一段階としてNOPATを把握する際、経済的な現実を反映するための「調整」を会計上の数字に加えることになるため、NOPATは「税引後営業利益」や「税引後事業利益」とは異なることが多い。

②「資本費用」

スターン スチュワート社では、資本費用とは資本を使用する際にかかる費用であり、投下資本に資本コストを掛けることによって得られるとしている。

(算式2)

$$\text{資本費用(額)} = \text{投下資本} \times \text{資本コスト}(\%) \dots (\text{算式2})$$

この場合の「投下資本」は、当該企業に投下されている資本金額であり、特段の断りがない限り「総資本」のことを示すと定義している。また、「資本コスト」は、投下資本に係わるコストがどの程度かかっているのかを「率」で表したものである。

③「投下資本と資本コスト」

1)「投下資本」

スターン スチュワート社の説明では、企業は負債あるいは株主資本という形で資本を調達する。そして、調達された資本によって資産を購入し、事業活動を行なっている。このため、投下資本は当該企業に投下されている資本の金額であると同時に、事業活動を行なう際に使用している資産の金額と言い替えてもよい。したがって、実際に投下資本を算出する場合は、貸借対照表に示される金額に基づいて算定されることになる。なお、投下資本の算出は、次のような算式(算式3)を用いるとしている。

(算式3)

$$\begin{aligned} \text{投下資本} &= \text{有利子負債} + \text{株主資本} \dots \dots \dots (\text{第1式}) \\ &= \text{正味運転資本} (\text{流動資産} - \text{無利子流動負債}) \\ &\quad + \text{正味有形固定資産} + \text{その他の資産} \dots \dots (\text{第2式}) \end{aligned}$$

(第1式)で示されるように、企業は債権者や株主から資金を調達する。そして、(第2式)で示されるように、事業活動を行なうために、調達した資金で必要な資産を購入し保有する。したがって、貸借対照表に示される資産の保有状況を把握しながら、投下資本について検討することが重要になる。

(第2式)を見ると、正味運転資本を求める場合、流動資産から無利子流動負債差し引いている。これは、無利子流動負債の代表例である買掛金を考えた場合、材料購入費などの支払いが猶予された状態であり、これはすでにNOPATにおいて認識されている。ここで、無利子流動負債分を差し引かなければ、NOPATと資本費用とに二重計上することになる。

また、「正味有形固定資産」は「有形固定資産 - 減価償却累計額」として算出する。減価償却累計額を差し引くのは、減価償却費をNOPATで費用として認識していることによる。「その他の資産」は「無形固定資産」などで構成されている。

以上が、スターン スチュワート社による「投下資本」の捉え方である。

2)「資本コスト」

「資本コスト」は投下資本、すなわち、「調達した資本」に係わるコストのことである。したがって、このコストは資本を提供した投資家がどの程度の「使用料」¹⁰⁾を要求するかに関係する。企業にとっての投資家は、借入金の提供者や社債などの購入者である「債権者」と「株主」である。資本コストはこれら投資家が求めるリターンの規模にかかっている。

資本コストについては、債権者や株主のコストをどのように把握するのか

がポイントになる。まず、債権者が企業に対し、何をリターンとして期待するのであるが、NOPATにおいて費用として認識の対象から外した「支払利息」と「支払利息に係わる節税効果」があげられる。そして、EVAを求める場合、債権者からの借入金として調達する支払利息や社債購入者に支払う利息などを「資金調達に係わる費用」として認識し、「金利」として捉えることができる。

これに対し、株主に対するコスト、すなわち「株主資本コスト」はどうか。スターン スチュワート社はこの問題については極めて特徴的な見解を持っている。それは、株主が期待するリターンが企業にとってコストになるという捉え方をする。このような観点から、単に「配当」だけに止まらず、「期待する株式の値上がり益」も含めるのである。同社の説明では、株主として投資する動機は、配当だけでなく「株式の値上がり益」、すなわち、「インカムゲイン」と「キャピタルゲイン」の両方を期待していると捉えるのである。スターン スチュワート社では、株主が要求するリターンは借入利率のように明示されないため、何らかの方法で推定する必要があるとし、株式のリターンを次のような算式で示している。

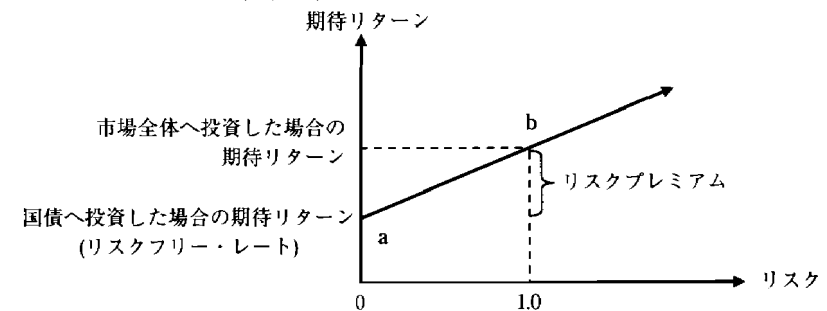
$$\text{株式のリターン} = \text{株式の値上がり益 (キャピタルゲイン)} + \text{配当 (インカムゲイン)}$$

しかし、「株式の値上がり益」をどのように考えるのが問題になると思われるが、スターン スチュワート社は、これを「資本資産評価モデル (CAPM = Capital Asset Pricing Model)」を使って説明している。要約すれば次のようになる。投資に対するリスクとリターンには、投資のリスクが高くなればなるほど、リターンは高くなるという基本的な関係がある。したがって、リスクがゼロという投資を想定した場合、通常は「国債の利率」を使用する。国債に投資した場合は、満期まで保有すれば、よほどのことがない限り、リターンは確定する。そこで、リスクがゼロで、一定の期待リター

ンが確定した点を「a」としよう。また、すべてのリスク資産を表わす証券があると仮定しそれを「1」とし、このリスクに対し期待するリターンは、リスク資産全体に投資した場合の期待リターンになる。この関係を示す点を「b」とする。このa（国債）とb（株式市場全体）の2点を通する直線を求めることができる。そして投資対象とする企業の株式のリスクを特定し、そのリスクとリターンの関係から期待リターンが測定できる。この期待リターンが株主資本コストになる。どの範囲までの値上がり益を期待するのかについては、株式市場全体の傾向を示すインデックス（Index：株価指数）や東証株価指数（TOPIX：Tokyo Stock Price Index）などで代替され、予想期待値を設定することになる（図表5）。

通常、個別銘柄の株式価値と相対的リスクとの関係をβ値で表わし、個別銘柄の株式価値は、概ね、市場全体の値動き（リスク）と相対的に連動していると捉える。換言すれば、β値は個別銘柄の株価の動向とTOPIXなどの株価指数の変動の相対的関係を示したものと見える。たとえば、ある銘柄のβ値が1.2だとすると、仮に市場全体が10%値上がりした場合、その銘柄の株価も「 $10\% \times 1.2 = 12\%$ 」値上がりし、反対に、10%値下がりした場合は、その銘柄の株価は12%値下がりするとみるのである。このことを（図表5）を使って説明すれば、横軸をβ値としてみた場合、その値が0～

(図表5) 資本資産評価モデル (CAPM)



(出所) スターン スチュワート社『EVAによる価値創造経営 その理論と実際』ダイヤモンド社、2001年、51頁（一部、筆者加筆修正）

1.0にある時は株式市場全体よりリスク幅が小さくなり、1.0より大きくなった時は株式市場全体よりリスク幅が拡大すると判断する。

3) 加重平均資本コスト

通常、資本コストという場合、負債（債権者）に対するコストと株主資本コストが混在している。スターン スチュワート社は、このような現状を勘案し、資本コストを算出する場合は、負債コストと株主資本コストの構成比率を把握し、それぞれの比率で加重平均することにより、資本コスト（加重平均コスト、WACC = Weighted Average Cost of Capital）が算出されるとし、次のような算式を提示している。

$$\begin{aligned} \text{資本コスト} = & (\text{負債コスト}) \times (1 - \text{税率}) \times (\text{負債の比率}) \\ & + (\text{株主資本コスト}) \times (\text{株主資本の比率}) \end{aligned}$$

この場合、負債および株主資本の比率、すなわち「資本構成」は「時価ベース」の数値を使用している。この理由として、投資家はあくまでも将来のリターンを期待して投資する。したがって、資本コストを構成する負債コストや株主資本コストについては、当該時点においてこれから資金を調達するということを想定した場合、資本構成は時価ベースで考えなければならない。

4) 資本コストの計算例

参考までに、「資本コストの算出」について、「株式の値上がり益」も仮定した数字を使い、事例として示しておく。

(条件)

1. 負債の利率……………5%
2. 負債の構成比……………40%
3. 税率……………40%
4. 株主の期待収益率……………10%（これ以下では他に投資する）
5. 株主資本の構成比……………60%

このような条件のもとで、算式に基づいて「資本コスト」を算出すると、

(算式)

$$\begin{aligned} \text{資本コスト}(\%) &= 5\% \times (1 - 40\%) \times 40\% + 10\% \times 60\% \\ &= 7.2\% \end{aligned}$$

という計算結果になり、「7.2%」という「資本コスト」を得ることができる。

EVAは、投下資本を使用することによって創造された利益(NOPAT)から投下資本(調達資本)に係わって発生したコストを差し引いて求める。結論的に言えば、EVAの金額が多額になればなるほど、企業自らが新しい価値を生み出したと捉えるのである。

これまでみたように、EVAは、基本的には「貸借対照表」と「損益計算書」を中心にして算出できる。このようなこともあり、経営管理手法として活用することを含め、各社での導入が図られている。

なお、株主の投下資本(株主資本)に対する収益性の程度を測定する方法(指標)として、ROE(Return On Equity 株主資本当期利益率(%)) = 当期純利益 ÷ 株主資本 × 100がある。この指標はReturnには当期利益を充当する場合が多い。しかし、この指標は借入金を増加させたり(借入金に依存する財務体質)、減資(事業の縮小均衡)などによっても数値を高めることができる。すなわち、投下資本(総資本)に対する株主資本比率を相対

的に低下させることによって数値を向上させることができるので、単純に ROE だけをみて経営の良否を判断することはできないのである。EVA は ROE や ROA といった比率によって得られる数値によって経営の良し悪しを測定するという方法はとらない、あくまでも、当該企業が創出した経済価値（金額）の大きさを測定基準としているのである。

では、これまで概説してきた EVA の算出方法に問題はないのか、次節ではこの点について、実務的観点を織り込みながら検討してみたい。

(2) EVA[®]の算出上の問題点

①投下資本と最適資本構成に関する問題

EVA では「投下資本」の規模とその運用効率（投資効率）を測定する。投下資本に資本コスト（%）を乗じ、「資本費用」を算出する。そして、NOPAT から資本費用を控除して EVA を算出する。つまり、同程度の NOPAT を獲得したとしても、投下資本の規模によって EVA の数値が異なる。

しかし、投資から得られるキャッシュ・フローについては、内部収益率が高く、調達コストの低い方法が EVA の数値を極大化させる。EVA を算出する基本的な考え方は理解できるが、実務的観点では、企業が行なう投資と資金調達は密接に関係している。バブル後遺症が徐々に改善される中、特に内部留保の厚い企業ほど、他人資本（負債）に依存しない投資行動がみられる。このことは、資本構成のあり方においてもさまざまな意思決定がなされていることに表われている。たとえば、設備の償却期間が長くなる装置産業や製造業などは、資金調達や資本構成のあり方を長期的スパンで考える¹¹⁾。先述したように、設備投資は内部留保を充当すべきという考え方があるかと思えば、低金利政策が行なわれている今日では、できるだけ借入金依存した方が得策であるとする考え方もある。しかし、長期的スパンで投資と資金調達を考える場合は、短期的なそれと大きく異なる資金調達を行なうことも考えられる。EVA の極大化を目標とする経営を志向するとしても、最適資本

構成については当該企業の業態特性や金融情勢を考慮した財務行動がみられる。したがって、企業によっては、最適資本構成と考える資金調達がなされたとしても、場合によっては、EVA を毀損する結果になることも考えられる。

また、EVA では、わが国を代表する優良企業各社にみられるような多額の現金・預金の保有を想定していない。ちなみに、2006年3月期の連結ベースでの「現金・預金（連結会計では「現金及び現金同等物」と称する）」の保有高について、同期の『有価証券報告書』による保有金額の多い順は（図表6）のようになる。

特に、任天堂の「現金及び現金同等物」は、1兆円近い保有金額もさることながら、総資産の約70%を占めている。それにもまして注目すべきは、総資本に対する株主資本の割合の高さである。これについても、任天堂は83.92%となっており、上記6社のなかでも最も高い比率を示している。いうまでもなく、ここに挙げた各社は、収益性の高さ、財務的な安定度、さらには戦略的経営の推進という点でもわが国を代表する優良企業ばかりである。このような優良企業の資産保有、特に現金・預金資産の保有の現状を、EVA はどのように判断するのであろうか。

この問題に対する EVA の立場は明確である。それは、株主が出資した資金を当該企業が事業活動に活用しないで、預金（現金保有は金利がつかない

（図表6） 2006年3月期における主要企業の「現金及び現金同等物」保有高
（単位：億円）

社名および項目	現金及び現金同等物	総資産	株主資本	株主資本比率
松下電器産業	16,673	79,640	42,891	53.85%
トヨタ自動車	15,693	287,315	111,499	38.81%
任天堂	8,120	11,607	9,741	83.92%
武田薬品工業	4,507	30,422	23,955	78.74%
京セラ	3,008	19,315	13,539	70.01%
富士写真フイルム	2,186	30,274	20,829	68.80%

（注1）株主資本比率は株主資本を資本合計に少数株主持分を加算した数値とし算出している。

（注2）億円未満切捨てで表示している。

（出所）各社「有価証券報告書」（2006年3月期）より作成

ため問題外である)として保有している状態であれば、何も、その企業に投資しなくても株主自身が自分で預金すればよいと判断する。EVAの基本には、事業活動を行なっている企業に対して投資する株主あるいは投資家は、預金金利よりも高いリターンを期待しているはずであると想定しているのである。

このような見解に対し、企業は、たとえば設備投資を行なう場合は、金利負担を伴う他人資本よりも全額自己資金で行ないたいと考えているかも知れない。あるいは、将来的な事業の拡大をM & A(企業の合併・買収)によって達成しようとするために多額の資金を保有していることも考えられる。(図表6)にあげた企業のなかに、こういった目的のために多額の現・預金を保有しているとすれば、このような財務行動は株主の期待する収益を上げることの妨げになるのであろうか。これについて筆者は、将来的な事業展開を考慮すれば、決して株主の期待を裏切らないように思えるのである。このような観点からも、EVAに対して、いささか疑問を持たざるを得ないのである。

②負債コストに関する問題

EVAでは、負債コストとは企業が支払う金利であると定義し、企業が支払う借入利率は、当該企業に適用される「長期の利率」でなければならないとしている。これは、事業活動における投資やプロジェクトなどは中・長期にわたるものが多い。このような性格を持つ投資に対し、短期の借入金利を適用すると負債コストを低く見積もることになるため、長期金利でのコスト計算を求めている。また、投資家が期待するリターンはあくまでも将来に関するものであるので、当該企業がすでに負っている借入金利ではなく、現時点で借入れした場合のコストで見積もる必要があると主張する。

確かに、企業が行なう投資やプロジェクトは短期的成果ではなく、長期的観点での投資が多い。しかし、先述したように、企業が行なう事業活動には短期で成果を求める事業や、長期的視点で事業展開を図るものもある。多種

多様な事業形態をすべて長期金利でコスト計算を行なうことは、業績評価との関連においても慎重に扱う必要がある。

また、金融機関からの借入金利などについても、過去に設定した利率ではなく現時点での金利水準に基づいてコスト計算すべきであると主張している。しかし、現在適用されている金利は、債権者という投資家である金融機関が了解のもとで設定した金利(負債コスト)である。これを別のレートに変えることは問題ではないのかという疑問を持つ。また、絶えず変動する金利を、常時、現時点での金利に基づいて負債コストの計算を行なうことは、次のような点が問題になる。

過去の金利水準よりも現行の金利水準の方が高くなった場合は、負債コストの負担が多くなり、EVAの数値が低下する。この場合は負債コストを多く見積もることによって、より多くのEVAを獲得する必要に迫られるため、より多くの経営成果を求める努力がなされることが期待できるかも知れない。しかし、もし、現時点の金利が過去に設定した利率よりも低くなった場合は、負債コストを低く見積もることになり、実際よりも少ないコストでEVAを算出することになる。このように、すでに債権者(投資家)との間の相互了解のもとで確定している負担すべきコストを、債権者(投資家)の了解を得ないままコストを低く見積もることは、特に問題になるであろう。

③株主資本コストに関する問題

EVAで使用する株主資本コストは、「配当(インカムゲイン)」だけでなく、株主が企業に対して求める「株式値上がり益(キャピタルゲイン)」も含めるとしている。ただし、この値上がり益は株主がこれくらいのリターンを期待するであろうとする予測数値である。もしも、当該企業よりも高いリターンが期待できる株式があればそちらを選択してしまうので、そのような期待値をも考慮したリターン(機会費用)を設定する必要があるとしている。しかし、株主はそのような投資行動をとるのかどうか。

また、株式市場の値動きが「資本資産評価モデル(CAPM = Capital

Asset Pricing Model)」のように、リスクの無い投資（国債など）を基準にし、リスクの程度が高まれば高まるほど、株主が期待するリターンは高くなるという考え方をもとに、株主資本コストを把握しようとしている。

株主資本コストの算出に当り、国債の利回りを基準にして、株式のリスクプレミアムを考慮し、株主の投資対象となる個別銘柄の値動きと市場全体の値動きとがどのように連動しているのかということについて、「 β 値」からみることは基本的に異論はない。しかし、株式のリスクプレミアムをどのように見積るのかが明確でない。また、わが国で起こったバブル経済破綻後の株式市場の低迷をこの考え方に援用した場合、どのように株主の投資行動を把握し、株主資本コストを算定すればよいのか。こういった経済状況にあっては、値上がりする銘柄と値下がりする銘柄が市場全体の平均値と大きくかけ離れてしまう場合もある。このような場合、株式市場全体のリスクプレミアムをどのようにみればよいのかといった問題がある。極端な例でいえば、株式市場の低迷により、株式投資によるリターンが国債へ投資するリターンよりも低くなった場合である。長期にわたる平成不況時、現に、株式市場は低迷しダウ平均も値下がりするばかりであったが、投資家すべてが株式市場から撤退したわけではなかった。現に、このような状況にあっても、ハイリターンの恩恵を受けた投資家もいたはずである。このような場合、株式のリスクプレミアムをどのように見積もり、結果として株主資本コストを算定するのか、この点について、説明不足という印象を受けるのである。

4 EVAを業績測定を中心に据える経営システム

(1) 経営システムの運用方法

経営指標をどのように企業経営に活かしていくのかという基本的問題がある。多くの企業では収益性や安全性、あるいは生産性など、会計利益をベースとした伝統的経営分析手法で得られる「資本利益率 (ROA: Return on Assets)」や「株主資本利益率 (ROE: Return on Equity)」といった多くの基本的な指標がある。しかし、たとえば、ROEは株主資本に対する効率的

経営を重視するという点では株主を意識した重要な指標ではあるが、その計算式の分子は会計上の利益であり、その利益は発生主義に基づいて作成される財務諸表の数値がベースになるため、現行会計制度の影響を受ける。また、ROAやROE、あるいは売上高経常利益率といった経営指標は、比率によって示される指標であり、当該企業が創造した新しい価値（「付加価値」といってもよい）を金額としては表示しない。この点、先述したように「キャッシュ・フロー」、「MVA (Market Value Added: 市場付加価値)」あるいは「EBITDA (Earnings before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization: 税金、支払利息及び減価償却費控除前利益)」といった経営指標は、具体的な利益額や当該企業が新たに創造した価値を金額で表示するという特徴がある。

また、近年、新しい経営管理手法として導入されているBSCやSCM¹²⁾など、財務数値を経営目標の中心に据えながら、その他、非財務的活動についても包括する経営管理手法もある。さらに、企業評価を直接計数として把握するのではなく、企業の社会的存在という観点から企業のあり方や経営管理のあり方を追求するCSR (Corporate Social Responsibility: 企業の社会的責任)¹³⁾という考え方もある。このように、多様な管理手法がある中、スターン スチュワート社はEVAの持つ意義や役割、あるいは特徴を次のように捉え、EVAを経営管理システムとして機能させることを提唱する¹⁴⁾。

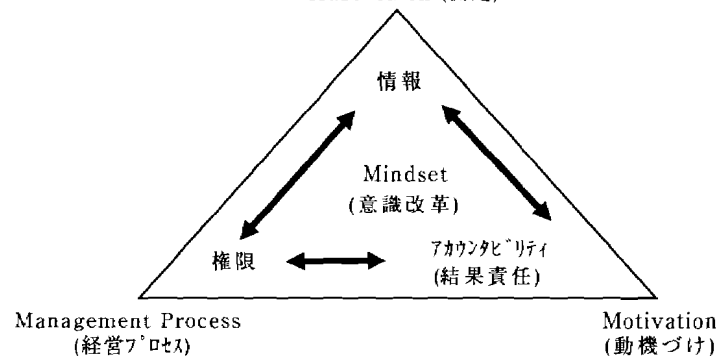
- ① 損益計算書や貸借対照表の数値をすべて内包した指標である。
- ② EVAだけを注視することで、財務諸表に基づくすべての指標をバランスよく高めることができる。
- ③ 目標設定、計画策定、投資評価、報酬など、すべての段階においてEVAに基づいた意思決定が行なわれる。
- ④ EVAを経営上の「共通言語」として位置付けることによって全員参加型の価値創造運動を目指すためのものになる。

スターン スチュワート社は、EVAが共通言語に成り得る理由として、次のような例を挙げて説明する。企業経営は日々何らかの意思決定が必ず行

なわれている。しかし、たとえば、販売価格の設定については、利益額や利益率を意思決定の判断基準として利用するが、プロジェクトへの投資についての意思決定は、目標利益額を始めとし、内部収益率 (IRR)、投資利益率 (ROI)、正味現在価値 (NPV) といったものが利用されることが多い。あるいは、報酬などはキャッシュ・フローに基づいて決定されるといったようにである。そして、仮に、投資利益率を基準にプロジェクトを実施しようとしたところ、キャッシュ・フローが悪化することが予想されたといった例を挙げ、こういった場合、プロジェクトを実施することで報酬が下がってしまうので、このようなプロジェクトを実施すべきかどうかわからなくなる。このように局面ごとに重視される指標が異なるということは好ましい状況とはいえないと結論付け、EVA を唯一の経営指標とすることを提案している。

このような経営システムを「EVA 経営システム」と名付け、この経営システムにおいては、目標設定、計画策定、投資評価、報酬など、すべての段階において EVA に基づいた意思決定が行なわれることになると説明している。そして、EVA 経営システムは、EVA を経営上の「共通言語」として位置付けることによって全員参加の価値創造運動を目指すものとなると提唱するのである¹⁵⁾。

(図表7) EVA 経営における4つのM
Measurement(測定)



(出所) スターン スチュワート社「EVAによる価値創造経営 その理論と実際」ダイヤモンド社、2001年、99頁

スターン スチュワート社は、さらに、EVA を経営に中核に据えた「EVA 経営システム」は4つの要素から構成されるとしている (図表7)。

さらに、スターン スチュワート社は、(図表7) で示されているように、「EVA 経営システム」におけるこれらの4つの要素は「4つのM」と称され、それぞれの機能や役割について、次のように説明している¹⁶⁾。

① Measurement (測定)

事業業績を EVA によって測定することが必要で、企業の価値創造に結びつくような意思決定を行なうためには、価値創造の状況を正しく反映した情報を得る必要がある。そのためには、価値創造の状況を的確に表わす EVA を測定する必要がある。

② Management Process (経営プロセス)

計算された EVA をもとに事業遂行上の意思決定を行なうことで、担当者は EVA の情報をもとにどのような行動をとればよいのかについて決定を下す権限が与えられる。

③ Motivation (動機づけ)

EVA の情報を持ち、それをもとに実際の意思決定を行なったならば、次に意思決定の結果に対する評価を受け、その結果に対する責任が問われる。評価に基づいて報酬を支払う制度を導入することによって、価値創造につながるような意思決定を行なったかどうか、結果責任を問うことになる。

④ Mindset (意識改革)

これまで触れた3つのMを実践することにより、人々の意識に変化が生じることになるが、さらに、意識の改革を徹底するためには、従業員に対する研修を行ない、EVA に対する理解を深める必要がある。

スターン スチュワート社では、このような経営システムを導入することによって、企業価値創造に向けた事業活動が全社的な合意のもとで推進されたとしているのである。そして、さらに、仕組みとしてどれだけ優れた

EVA 経営システムを導入したとしても、従業員がその中身について理解していなければ、その効果は半減してしまうとして、EVA 経営システムの理解を目的とする「研修の重要性」について強調している。この点は、BSC (Balanced Scorecard: バランスド・スコアカード) も同様である。BSC では、経営活動について「財務的視点」を最高の目標値と置き、これを達成するために「学習と成長の視点」「顧客の視点」「社内ビジネス・プロセスの視点」という4つの視点で捉え、それぞれの視点に目標を設定し、相互のバランスをとりながら実行していく経営手法である。その中で、「学習と成長の視点」において、従業員（経営者層も含めた全社員といってもよい）に対するBSCの理解を求めているのである。

(2) EVA 経営システムの運用上の諸問題

EVA 経営システムを効率よく運用するためには、EVA を唯一の共通言語（経営目標）として設定し、さらに、EVA を高めるために各部門における現行業務についての改善、あるいは投資活動による価値創造などにより、NOPATの極大化を図る経営努力が求められる。と同時に、資本コストの低減努力も必要である。これについて、スターン スチュワート社は象徴的に次の4つの項目を挙げている。

- ① 既存業務の改善
- ② 新規投資による価値創造
- ③ 資産売却による価値創造
- ④ 資本コストの低下

そして、それぞれの経営努力の効果によって、EVAは向上するとしている。しかしながら、EVAによる経営システムを導入するにあって、各部門の管理職や構成メンバーなど、全社的な理解が必要になってくる。

EVAは、これまでの伝統的な経営分析によって得られる経営指標と異なる点も多く、最終的に全社的な経営評価指標として活用することは、EVAについての正確な理解とともに、全社的な合意が必要になる。仮に、EVA

を経営目標に設定することができたとしても、財務会計ベースでの利益よりも、EVAの金額がそれよりも少なく算出された場合、株主価値を損なうという判断がされることもある。反対に、会計上の利益が少額であっても、それよりも多くEVAが算出された場合、株主価値が創造されたと評価されることが考えられる。また、新規事業の投資や将来を見据えた設備投資を行なうことを考えた場合、先行投資により資本コストが増大したり、将来のキャッシュ・インフローに長く時間がかかると見込まれた場合は、結果としてEVAが少なく算定される。このことは、結果として株主価値を低下させることになる。このような理由で、EVAを重視するあまり、中・長期的に必要な新規投資であっても、それを断念することも考えられるのである。

このような誤解を生むことを避けるためには、経営者・管理者は当然として、各部門や構成メンバー全員がEVA算出の際に必要なNOPATや資本コスト、あるいは企業価値向上のために何を行なわなければならないのか理解しておく必要がある。EVAは当該企業の株式価値や市場価値の向上を目的とする経営手法であるとも位置付けられている。このような手法を有効的に活用するためにも、スターン スチュワート社が主張しているように、EVAによる業績評価は、報酬制度とリンクさせ「Motivation（動機づけ）」を高めるシステム（インセンティブ制度）を構築しなければ、その効果は期待できないであろう。したがって、業績評価を部門はもとより従業員一人ひとりの個人レベルまでどのようにブレイクダウンするのか、あるいはEVAを高めるためには部門や個々の従業員の個別の業務上の課題を経営システム全体にどのように組み込ませるのか、その場合、各部門の管理者や責任者に対し、業務における権限をどの程度移譲し責任を持たせるのか、根本的なシステム設計が必要になる。

このことはよく指摘されることであるが、新しい経営システムの導入、大幅なシステム改善、あるいは変革を実行する場合、米国では株主の意向を受けた経営トップ層からのトップ・ダウンによる実施形態が多くみられる。これに対し、わが国ではどちらかといえばボトム・アップの要素を多く取り入

れた形態で導入を図る方法がとられるといわれている。その場合、経営トップ層が直接陣頭指揮をとるといったやり方ではなく、社長室、経営企画部、管理部門などといったいわば参謀的役割を果たす部門のミドル層が中心となり、製造部門や営業部門などのライン部門と共同して経営トップ層に導入を提言しながら実行するケースが多く見受けられる。この場合、株主を始めとする投資家を視野に置くというよりも、まずは、自社内の合意を形成し株主や債権者などの投資家に承認を得るといったプロセスが多い。こういったこともあり、会社全体と債権者や株主などの投資家とに意思の疎通が十分行なわれないことや株主の意見が反映されないといったことが問題として指摘されていた。このため、特に、株主を中心とした投資家を意識することが少なかったわが国には、EVA経営システムの導入に際しては、少なくとも、株主を中心とした投資家、経営者、従業員といった企業を構成する3者がそれぞれの立場を尊重した運営のあり方が求められるのである。

5 おわりに

会計制度の国際化やわが国証券市場への外国資本の流入などが、企業情報の正確なディスクロージャー（情報開示）はもとより、企業価値評価のあり方にもさまざまな問題を提起している。企業各社はこのような要請に対し、特に、投資家や他のステークホルダー（利害関係者）に対し、従来にも増して、より正確な情報を伝えなければならない環境下にある。このような状況にあって、2003年（平成15年）1月、経済産業省は「知的財産報告書制度」の概要を発表し、当該企業にとって中核となる技術に対する研究投資額や特許権などについて、これまで以上に詳しい情報の開示を積極的に促すように求めている。これまで、人的能力や技術やノウハウといった、また、ブランドという目に見えない、計量化が難しい資産に注目が集まる機会が少なかった。しかし、経済のソフト化やサービスの提供といったビジネス・モデルに多額の資金が流入する現状にあって、このようなビジネスを展開するための必要不可欠な経営資源でもある「見えない資産」をどのように評価すれ

ばよいのか、今後は、こういった「知的財産」あるいは「ブランド」などの無形固定資産に関する情報についても、積極的な開示が求められることになるものと思われる。この無形固定資産に関する問題に対し、スターン・スチュワート社では、次のような会計処理の方法についてしか言及していない。企業を買収した際に生じる営業権（のれん代）について、会計上は無形固定資産として貸借対照表に計上され、買収後の一定期間にわたって償却し、最終的には営業権の残高をゼロになるという会計処理が行なわれる。しかし、この営業権（のれん代）はブランド価値として長年にわたり利益獲得に貢献する性格を有しており、償却する必要はないと主張しているのである¹⁷⁾。当然ながら、費用として計上しない会計処理のもとでは、その金額分だけ利益が増えることになる。会計処理については、このように多様な方法がある。しかし、それ以前の問題として無形固定資産については、その資産価値自体の捉え方の相違によって、総資産や利益の金額が大きく異なってくる。EVA算出については、無形固定資産そのものをどのように評価するのか、より詳細な検討が必要であろう。

また、EVAは、スターン・スチュワート社によれば、損益計算書だけでなく貸借対照表の情報も考慮するため、会計上の数値に調整を加える必要があるとしている。たとえば、広告宣伝費や研究開発費などは、その効果は長期にわたって事業利益の獲得に貢献するものである。このような費用は一括して償却するのではなく、資産として計上し、数年間にわたって費用を配分していくべきであると提言している。無形資産に関する問題も含め、現行会計制度のもとで算出される会計上の利益とEVAとの間には金額そのものに相違が生ずる。さらに、これまでの検討でも明らかなように、EVAを経営指標として活用する場合は、現行会計制度のもとで算出される対象勘定科目に対し、さまざまな調整を行わなければならない。EVAを業績評価の中心に据える「EVA経営システム」の導入を図る際は、これらの点についても全社的な基本的合意あるいは理解が必要である。しかしながら、EVAは、このような課題を抱えながらも、株主期待価値をも資本コストとして考慮す

るなど、これまでにないユニークな視点で企業価値を捉えようとしている。このようなこともあり、将来的には、これまで以上に有力な企業価値評価の方法のひとつに位置付けられるかも知れないのである。

注

- 1) コーポレート・ガバナンス (corporate governance) は日本語では「企業統治」と訳されるのが一般的である。この問題は法律論を始めとして経済、経営等多くの領域で活発な議論がみられる。様々な議論を集約すれば「当該企業と当該企業の利害関係者 (ステークホルダー) とに生ずる諸問題の妥当性について調整を図ること」ということになるかも知れない。
- 2) 有価証券には売買目的のために短期に保有する「有価証券」と、売買目的でなく当該企業との関係を長期にわたって維持するために保有する「投資有価証券」がある。東京スタイルの場合は流動負債に多くの有価証券が計上されていたため、政策的な株式の保有ではなく単にキャピタルゲインを得る目的だけに保有していると見なされたと思われる。
- 3) 配当とは、株式会社が決算期ごと (中間配当と期末配当がある) に株主に対して行なう利益の分配のことである。かつては株式を株主に配る株式配当という形式もあったが、現在は株式分割の一種とみなされており、株主に現金を分配する現金配当のことを配当と呼んでいる。但し、本年 (2006年) 5月より施行された「会社法」では「配当はいつでもできる」ように改正された。また、記念配当は、ある決算期に通常行われる配当のほかに、会社創業〇〇周年などといった特別な事業を記念し増配されるもので、このような引き上げられた配当額を継続的に行なうものではなく、あくまでも一時的なものである。
- 4) これまで、会社が自己株式を取得することは禁止されていた。自社買いが禁止されていた理由として、「①出資の払い戻しとなる。②会社の資産状態が悪化すれば、自己株の株価も下落する恐れがあり、資産が毀損の危険性が高くなる。③株価の相場操縦に利用される可能性がある。④株主平等原則に反する買い付けが行われる可能性がある。⑤会社経営者の支配権維持のために使われる恐れがある。」などといった理由が挙げられていたが、そういった問題への対応策は、証券取引法の適用や取締役の忠実義務など、現行法での個別適用で対応できることもあり、平成6年および13年の商法改正によって、自己株式の取得が認められるようになった。
- 5) このことを「有限責任」といっている。これに対し、たとえば社団法人や

財団法人などの公益法人の理事などは「無限責任」であり、仮に当該法人が解散せざるを得ない事態に陥り多額の負債を背負った場合、それら負債の全額に対し弁済等の義務を負うことになる。

- 6) 株主の持つ権利について、①共益権 (会社の経営に参加する権利のことで、株主総会において会社から提案された議案に対して、賛否について議決権を行使することができる。議決権は持株数に応じた投票数を保有するため、出資額が多ければ多いほど経営に対し、多大な影響力を持つことになる。)、②自益権 (経済的な利益を得る権利のことで、会社が利益を出した時に株数に応じて配当金を受取る権利や、会社が倒産あるいは清算されたりした場合、負債分を差し引いて残った財産の分配を受けることができる。) という区分で説明する場合もある。
- 7) 企業価値研究会「企業価値報告書～公正な企業社会のルールの形成に向けた提案～」経済産業省経済産業政策局産業組織課、平成17年5月27日公表、34頁
- 8) 津森信也「EVA[®] 価値創造経営」中央経済社、2001年、34頁～36頁の「第1部 価値創造経営の基本第3章 株主価値創造経営とコーポレート・ガバナンス 4 株主価値創造経営の意味」に詳しい。津森は株主を重視することに異論はないとしながらも、従業員を始めとし顧客、取引先、金融機関など、すべてのステークホルダーが満足を得るような経営を志向しなければならないと主張している。しかし、ステークホルダーに優先順位を付けるとしたら、株主は最後のステークホルダーになると主張している。この問題について、スターン スチュワート社自身の著作でもある『EVAによる価値創造経営—その理論と実際』(ダイヤモンド社、2001年発行)の「第4章 企業の価値 1. 企業の役割」59頁～62頁に述べられている。津森はスターン スチュワート社とほぼ同じ見解を示しており、津森がこのような主張をする背景には、豊富な実務経験 (丸紅㈱取締役などを歴任) があると思われる。
- 9) スターン スチュワート社『EVAによる価値創造経営—その理論と実際』ダイヤモンド社、2001年、13頁～24頁にかけて、EVAに関する基本的な考え方、求める算式などについて詳しく述べている。
- 10) 「使用料」とは資金を提供してくれた投資家に対し企業が支払うコストのことである。債権者についていえば、たとえば、金融機関からの融資派設定された支払利息が使用料になる。ただし、株主からの資金提供については、単に配当だけでなく、株式の値上がり益も考慮しなければならないとしている。この

点は、いままでにない考え方である。

- 11) 林原行雄「企業の投資と資本構成及び金融政策に関わる一考察」『学習院大学 経済論集』第40巻第1号, 2003年4月, 88頁~89頁
- 12) 1990年代初頭に米国で開発され, 米国の製造業, サービス業に広く浸透し, わが国でも紹介された業績評価あるいは業績管理の有効な手法として「BSC: Balanced Scorecard (バランスト・スコアカード)」がある。これは, ハーバード・ビジネススクールの R.S. キャプラン教授とコンサルタントの D.P. ノートン氏によって提唱された企業経営マネジメントのツールである。これについては, 近年, 大企業を中心に導入が図られている。BSCでは, 企業活動を「学習と成長の視点」「顧客の視点」「社内ビジネス・プロセスの視点」「財務的視点」という「4つの視点 (The Four Perspective)」で捉え, 「財務的視点」を優先しながら, 各視点に達成目標を設定し, 長期的な「企業ビジョンと戦略」にリンクさせ事業活動を行なっていくという経営手法である。

BSC (バランスト・スコアカード) の「バランス」とは, 財務的指標と非財務的指標のバランス, 社内と社外とのバランス, 過去と将来とのバランスなど, ささまざまな意味があるが, これら4つの視点はそれぞれ独立ではなく, 各指標間の因果関係に基づいて設定され, 短期的利益と長期的利益, 全社目標と部門目標, 株主・顧客・従業員などの利害関係者 (スタークホルダー) の間のバランスを取りながら, 統一的な戦略策定とその戦略 (会社目標) と整合性のある各部門における実践が求められるのである。

また, 主に製造業や流通業において, 原材料や部品の調達から製造, 流通, 販売という, 生産から販売にいたる商品供給の流れを「供給の鎖 (供給連鎖管理)」「サプライチェーン」ととらえ, それに関係する部門あるいは協力会社など関係する企業間で情報を共有することで, ビジネス・プロセスの最適化を目指す戦略的な経営手法で, これを SCM (supply chain management) と称している。

- 13) 企業の社会的責任『CSR (Corporate Social Responsibility)』とは, 一般的には「企業が法令遵守にとどまらず, 市民・地域及び社会を利するような形で, 経済・環境・社会問題においてバランスの取れたアプローチを行なうこと。また, その結果を主体的に公表し, 説明責任を果たしていくこと。」と解釈されている。
- 14) スターン スチュワート社『前掲書』98頁
- 15) スターン スチュワート社『前掲書』96頁~98頁

- 16) スターン スチュワート社『前掲書』98頁~110頁
- 17) スターン スチュワート社『前掲書』108頁~109頁, 114頁~115頁

参考文献

- 井上貴裕・矢崎芽生・藤森裕司・本合暁詩『CFOのためのバリュエーションと企業価値創造』税務経理協会, 2004年
- 上野清貴『公正価値会計と評価・測定』中央経済社, 2005年
- 大津広一『企業価値を創造する会計指標入門』ダイヤモンド社, 2005年
- スターン スチュワート社『EVAによる価値創造経営その理論と実際』ダイヤモンド社, 2001年
- 田中雅康・石崎忠司・原田昇編著『最新業績評価会計多元・多様な評価の展開』中央経済社, 2006年
- 津森信也『エコノミック・プロフィットEVA®経営入門』中央経済社, 1999年
- 津森信也『EVA®価値創造経営』中央経済社, 2001年
- 林原行雄「企業の投資と資本構成及び金融政策に関わる一考察」『学習院大学 経済論集』第40巻第1号, 2003年4月
- 門田安弘「企業価値重視の経営に関する理論と実務」『企業会計』VOL.53 NO.1, 中央経済社, 2001年1月
- Erich A. Helfert "Techniques Financial Analysis ; A Guide to Value Creation" The McGraw-Hill Companies, Inc., 2000 (岸本光永監訳『ヘルファート企業分析』中央経済社, 2002年)
- Ehrbar, A. "EVA: The Real Key to Creating Wealth" John Wiley & Sons, Inc. 1998 (河田剛訳『富を創造するEVA経営』東洋経済新報社, 1999年)
- G. Bennet Stewart III "The Quest for Value" Harper Business, 1991 (日興リサーチセンター・河田剛・長掛良介訳『EVA創造の経営』東洋経済新報社, 1998年)
- James L. Grant "Foundation of Economic Value Added" Frank J. Fabozzi Associates New Hope, Pennsylvania, 1997 (兼広崇明訳『EVAの基礎』東洋経済新報社, 1998年)
- Joel M. Stern, Jhon S. Shiely, Irwin, Ross "The EVA Challenge: Implementing Value-Added Change in an Organization" John Wiley & Sons, Inc. 2001 (伊藤邦雄訳『EVA価値創造への企業変革』日本経済新聞社, 2002年)
- John D. Martin and J. William Petty "Value Base Management" Harvard

Business School Press, 2000

S. David Young and Stephen F. O'byrne "EVA and Value-based Management"
McGraw-Hill, 2001

Tom Copeland, Tim Koller, Jack Murrin "VALUATION Measuring and
Managing the Value of Companies" McKinsey & Company, Inc., 1996 (伊藤邦
雄訳『企業評価と戦略経営』日本経済新聞社, 1993年)

Zimmerman, J. "EVA and Divisional Performance Measurement: Capturing
Synergies and Other Issues," *Journal of Applied Corporate Finance* (Summer),
1997

(なかい・かずとし／東洋学園大学現代経営学部教授)