

KONAN UNIVERSITY

# 資本コスト概念を用いた経営管理(1) : その実際と効果

著者	馬場 大治, 平尾 敏也
雑誌名	甲南経営研究
巻	51
号	1
ページ	1-27
発行年	2010-07-10
URL	<a href="http://doi.org/10.14990/00002005">http://doi.org/10.14990/00002005</a>

# 資本コスト概念を用いた経営管理（1）

——その実際と効果——

馬 場 大 治  
平 尾 敏 也

甲南経営研究 第51巻 第1号 抜刷

平成 22 年 7 月

# 資本コスト概念を用いた経営管理 (1)

——その実際と効果\*——

馬 場 大 治  
平 尾 敏 也

## 目次

1. はしがき
  2. 経済付加価値の実際
    - 2.1 経済付加価値の計算方法
    - 2.2 経済付加価値の運用の実際 ……………以上本号
  3. 経済付加価値利用の効果……………以下次号
    - 3.1 事業のあり方や社員の意識の変化
    - 3.2 株価にあらわれた効果
    - 3.3 会計数値にあらわれた効果
  4. 結びに代えて
- 参考文献

## 1. は し が き

一昔前のわが国企業においては、「資本コスト」に対する理解は非常に独特であるといわれ、そのことに対する問題点を指摘する議論が多かった。すなわち、わが国の実業界において、資本コストを資本利用にともなう現金支出であると考え、株式の資本コストを単純に支払い配当であるとする理解が多数派であるとされた。そして、この点をめぐって、アカデミズムの世界から実務に対して、種々の提言や、わが国企業の財務行動の諸特徴をこの点に

---

\* 本稿は、2005～2006年にかけて、(株)アタックスの主催で行われた「経営者研究会」での講義内容とそこでのディスカッションの成果をもとにしている。

[図表1 実務家の資本コストについての考え方（1996年調査結果）]

質問：株式の資本コスト（発行費用や税金は考えないでください）  
をどのように捉えていますか。

	%	
1 支払配当率（＝支払配当／額面）	332	37.1
2 支払配当利回り（＝支払配当／株価）	353	39.4
3 株主の期待投資収益率 （＝〔期待配当＋期待資本利得〕／株価）	189	21.1
4 その他	22	2.5
有効回答数	896	

<sup>(1)</sup>  
帰着させて説明する試みがなされてきた。

確かに、我々の研究グループが10年以上前に行ったアンケート調査においても、このような傾向は顕著に現れている。このアンケートは、1996年夏に、非金融業の全上場・店頭登録企業2,805社を対象とし、財務政策に関する一般的な諸問題についての意識を調査したものである（回答数940社）。その結果が、[図表1]に示されているが、株式の資本コストを、投資家からの要求収益率であると考えず、単純に支払配当と関連付けて考えているサンプルが8割近くに上っていることが明らかであろう<sup>(2)</sup>。近代財務理論において、資本コストは、単に資本利用にともなう現金支出ではなく、投資家が要求する収益率であるとされ、資本調達においてのみならず、投資決定においても中心を占める決定的な概念である。この点に関しても、[図表2]で示されているように、現金支出コストを資本コストと考えると答えているサンプルは、投資政策においても、金利水準や支払配当を満たす程度の収益率で十分であると考える傾向が強く、資本コストに対して現金支出だけで考える理解は、

---

(1) 例えば、この種の議論の代表的なものとして、小宮・岩田（1973）、森（1983）があげられる。

(2) 表の出典は、[図表1]は赤石・馬場・村松（1998a）17頁の表1、[図表2]は22頁の表6である。

[図表2 資本コストについての考え方と投資政策 (1996年調査結果)]

質問：総資産の運用にあたって、最低限必要と考える収益率は何ですか。

	全体		現金支払		財務理論	
	件数	%	件数	%	件数	%
1 金利水準	425	47.1	330	48.2	66	35.5
2 支払利率と支払配当率の加重平均	138	15.3	122	17.8	13	7.0
3 支払利率と株主の期待投資収益率の加重平均	106	11.8	56	8.2	47	25.3
4 金利+リスク・プレミアム	215	23.8	145	21.2	59	31.7
5 その他	18	2.0	10	1.5	1	0.5
有効回答数	902		663		186	

\*「現金支出」とは、[図表1]の質問に1と2（現金支出に基づく資本コスト概念）を答えたサンプルで、「財務理論」とは、3（財務理論における資本コスト）を答えたサンプルである。

企業経営全般に対して強く影響を与えていることが明らかになっている。

ところが、1990年代の終わりごろから、企業価値増大を標榜し、資本コスト概念を中核に据えた経営指標が注目を集めたことはよく知られるところであろう。特に、Stern Stewart社によって開発され、同社の「商品」となっているEVAや同様の指標は、一種のブームとなり、多くの企業によってそれらが採用されたとの報道や、この種の指標の紹介記事が、当時の新聞、雑誌ににぎわしている。本稿では、これらの資本コスト概念を中核に据えた指標を総称して「経済付加価値<sup>(3)</sup>」と呼ぶこととするが、これは、極ラフには、「資本コストを越えて稼得された収益」と定義されよう。ここでの「資本コスト」とは、自己資本に関しては、「株主が期待する収益率」であることが

(3) この種の指標として「EVA」が最も一般的であり、その呼称としての一般性も最も高いように思われる。しかしながら、「EVA」はアメリカのコンサルティング会社である、Stern Stewart社によって開発された概念であるとされ、同社の登録商標となっているため、この呼称を用いる場合、少し慎重な取り扱いが必要である。より一般的に同様の指標を表現する際、「経済付加価値」とされるケースが多く、本稿でも、同様にこの呼称を用いることとする。

資本コスト概念を用いた経営管理（1）（馬場大治・平尾敏也）

強調され、直接的に資本コストを考慮する経営指標であることになる。つまり、この種の指標を用いて企業経営を革新することにより、従来、それに対する意識が希薄であった、ないしは、誤った理解がなされていた資本コスト概念を中心に据えた経営管理を行っていかうとすることを意味している。

さて、本稿では、この種の指標の実際や効果について包括的に明らかにすることにより、資本コスト概念の実務への浸透の実態について明らかにすることを意図している。具体的には、この種の経営指標に関して

①実際にどのように計算され、（2.1 節）

②具体的にどのような形で用いられるのか、（2.2 節）

そして

③現実にとどのような効果をあげているのか（3 節）

に関して、新聞記事、雑誌記事、ケース・スタディー、株価、各種の会計数値等の公開情報を利用し、包括的に明らかにすることを試みる。

この種の指標が「ブーム」であったのは2000年代前半であり、近年やそれに陰りがみられるようである。また、2000年代には、多くのケース・スタディーや紹介記事が表れており、本稿の試みはやや「遅きに失し」、「屋上屋を架す」ものであるとの観もないわけではないだろう。<sup>(4)</sup>しかしながら、本稿の意図は、かねてより経営財務論の理論家によって、「資本コスト概念の重要性と実務におけるその浸透度の低さ」が主張されてきた中で、実務においてようやくそれが定着つつある、その実態を子細に検証することにある。「経済付加価値を計算し、それを重視した経営に転換する」ことは、従来、理論家によって、「資本コスト概念を重視するべし」といった、いわば、ス

---

(4) ケース・スタディーに関しては、管理会計や経営財務論の研究者、実際に実務に携わった実務家等により数多く執筆されており、参考文献に示しているように枚挙に暇がない。また、三浦（2002）や平福（2001）では、本稿と同様にわが国におけるこの種の指標の実態を包括的に報告している。

ローガンや標語程度の形で主張されてきたことが、実際の企業経営において、具体的に取り込まれていくことを意味している。つまり、経済付加価値を重視した経営の実際や効果を包括的に詳らかにすることは、理論が実務に浸透することに関する、一種のケース・スタディーを試みることを意味しており、そのような問題意識に立っているという点に関して、本稿の貢献を主張することができるものと考えられる。

## 2. 経済付加価値の実際

ここでは、このような経済付加価値が実際にどのように計算され、運用されているのかに関して、各種の公開資料を用いて包括的に明らかにすることを試みる。まず、2.1で具体的な計算方法について明らかにし、続いて2.2でその運用の実際<sup>(5)</sup>についての考察を行う。

### 2.1 経済付加価値の計算方法

最も一般的な形で示すべく、きわめてラフに表現すると、経済付加価値は、以下のように定義されよう。

$$\begin{aligned} \text{経済付加価値} &= \text{税引き後事業利益 (NOPAT)} - \text{資本コスト額} \\ &= \text{税引き後事業利益 (NOPAT)} \\ &\quad - \text{投下資本} \times \text{平均資本コスト (\% WACC)} \end{aligned}$$

---

(5) 本稿の議論は各種の公開資料を用いて行いが、その際、特に参考にしてるのは日経4誌の新聞記事である。記事の収集にあたっては、「日経テレコン21」を用いて、1998～2007年の日経4誌の記事を、「経済付加価値」「EVA」「資本コスト」のキーワードで検索し、ヒットした記事の中から、約120の記事を選別した。

以下、本稿の記述において、論文・ケース・スタディーや署名入りの雑誌記事に関して参照した場合は、出典を明示するが、日経4誌の記事の場合は、記事の文言を直接引用する場合は除いては、出典を明示していない。したがって、出典のない事実の記述に関しては日経4誌の記事に負っていると理解されたい。

資本コスト：株式の資本コスト（株主が期待する収益率）と負債の資本コストの加重平均—————①式

さて、現実はこの指標がいかに計算されているかに関して、ここでは明らかにしていくが、その際、以下の2つの論点があるといえよう。まず、①式そのものに関して、実際に計算されるに当たって、各社が工夫した各種のバリエーションが存在する。さらにもう1点は、株式の資本コストに関して、それがどのように求められ、取り扱われているかという点である。

### 2.1.1 計算式のバリエーション

この種の指標の元祖ともいべきものは、Stern Stewart社によるEVAであろう。まずは、各社の計算式の工夫を詳らかにするため、比較の基準として、EVAの計算式の説明を試みた。ところが、Stern Stewart社自身の著書における説明でも、その計算式はあまり明瞭ではなく、各文献で微妙に違う。とりあえずはスターン・スチュワート社（2001）による以下の式を比較の基準としよう。<sup>(6)</sup>

---

(6) 以下のEVAの求め方に関する記述は、スターン・スチュワート社（2001）に負っている。本文でも述べているように、EVAの計算式はスターン・スチュワート社による著作の中でも多様であり、定式化しにくい。たとえば、EVAの「聖典」ともいべきStewart（1991）においては、

$$\text{NOPAT} = \text{普通株に対する利益} + \frac{\text{株主等価項目の増加額}}{\text{調整後純利益}} + \text{優先配当} \\ + \text{少数株主持分引当額} + \text{税引後支払利息}$$

$$\text{資本} = \text{普通株主資本} + \frac{\text{株主資本等価項目}}{\text{調整後普通株}} + \text{優先株} + \text{少数株主持分} + \text{全負債}$$

と定義されており（Stewart（1991）邦訳書105頁）、優先株や少数株主持分といった調整を行った計算式となっている。さらに、本文の記述を念頭に置いて②式と比較すると、この定義においては、

- ・NOPATを求めるにあたって営業外収入を考慮している
- ・投下資本を求めるにあたって無リスク負債を考慮していない

スターン・スチュワート社 (2001) によると、EVAは基本的には①式によって求められるが、その各項は、以下の②式で定義されている。

$$\left\{ \begin{array}{l} \text{NOPAT} = \text{売上高} - \text{事業活動にかかわる費用} \\ \qquad \qquad \qquad - \text{事業活動にかかわる税金} \qquad \qquad \qquad \text{②-1 式} \\ \text{投下資本} = \text{有利子負債} + \text{株主資本} \\ \qquad \qquad \qquad = \text{正味運転資本} \quad (= \text{流動資本} - \text{無利子流動負債}) \\ \qquad \qquad \qquad + \text{正味有形固定資本} + \text{その他の資本} \qquad \qquad \qquad \text{②-2 式} \end{array} \right.$$

ここでNOPATを求めるにあたって支払い利息が考慮されないのは、資本コスト額を控除するとき、これは考慮されるからであり、投下資本に無利息の負債が含まれないのは、その利用はそれが売上高や費用に影響を与える形で、すでにNOPATに影響を与えている（資本利用のコストがその形ですでに算入される）からである。さらに、この両者を求めるにあたって、①広告宣伝費や研究開発費、②非経常項目、③営業権、④リース等の取り扱い、等々に関して、各種の調整が行われるべきであるとされる。

キリンビール、旭化成、花王といった、Stern Stewart社とコンサルティング契約を結んでいる企業は同社の指導のもと経済付加価値（この場合はまさしくEVA）を計算しているものと予想されるが、そうでない各社はそれぞれ工夫を凝らし、それぞれの呼称をつけた経済付加価値を計算するための指標を開発している。<sup>(7)</sup> [図表3] は、その意図がある程度理解できる程度の

---

という点で劇的に違っている。このように、Stern Stewart社によるEVAの定義自体非常にあいまいであり、②式の定義はあくまでも他との比較の基準として、スターン・スチュワート社 (2001) による定義を掲載しているものとして理解される必要がある。

(7) 各社が独自の方法で経済付加価値を計算している場合、それぞれの社名や力点を置く点を強調して、独自の名称で呼んでいるようである。[図表3] に示した他にも、以下のような名称がそれぞれ用いられている。

日本製紙：NEP 東洋インキ：TIVC 大日本インキ：DVA  
 コニカ：KVA 日立グループ：FIV 東芝：TVC アンリツ：ACE  
 TDK：TVA 日本製紙：NEP カシオ計算機：CEP

[図表３ 各社の経済付加価値を求めるにあたっての変更点]

企業名	名称	計算方法
基本的には②式と同様であるが各項に独自の変更を加えたもの		
第1項（NOPAT）を変更		
J T	E V E	税引き後営業利益
巴川製紙	T V A	税引き後営業利益
日本ゼオン	Z V A	税引き後営業利益
大阪ガス	S V A	税引き後営業利益
日産化学	—	税引き後営業利益＋受取利息
沖電気	—	経常利益＋支払利子－税金
松下電工	M E P	利払い前税引き後利益
関西電力	K V C	営業利益＋受取利息・配当－法人税
全日空	A V C	税引き後事業利益（経常利益から金融収支やクレジットメモを除いたもの）
第2項（投下資本）を変更		
H O Y A	S V A	総資産
ダイキン	D V A	総資産－手元資金（NOPATは税引き後営業利益を利用）
松下電産	C C M	総資産－金融資産（NOPATは営業利益＋受取配当を利用）
三井物産	P A C C	社内格付けや事業期間に基づき、売掛金、未収金、投融資が抱える損失リスクを独自に計算し、引当金として反映
三菱商事*	M C V A	V a R（バリュー・アット・リスク）により最大想定損失（リスク負担する資本の最大総定額）を計算し、それを投下資本として利用
②式から式の形そのものを変更したもの		
株主資本にのみに注目したもの		
テイジン	T S V A	税引き後利益－株式の資本コスト額
富士電機	F E P	税引き後利益－株主の資本コスト額
オリックス	O V A	各部門の税引き前利益－株主資本コスト額 株式の資本コスト額＝リスク調整後資本×株式の資本コスト リスク調整調整後資本：過去5年間の利益変動率で調整する形でリスクを加味
比率として表現したもの		
旭硝子	経済付加価値率	(税引き後営業利益＋持分法対象会社投資損益)／資本コスト額 資本コスト額＝営業資産×W A C C 営業資産＝日常の営業活動にかかわる資産（現金および持分法対象会社以外の有価証券は除く）

\*三菱商事のMCVAに関して、出典は渡辺（2003）である。

詳しく報道されている報道記事によって知ることができた、経済付加価値を求める計算式の、②式に対する各種のバリエーションを一覧表にしたものである。<sup>(8)</sup>

まず、①式の第1項(NOPAT)に関する変更は、最も典型的には、それを税引き後営業利益としているケースであり、上述のStern Stewart社流のEVAを計算する際の複雑な調整を簡便化するものであるといえよう(JTや巴川製紙等)。一方、沖電気、松下電工、関西電力のように経常利益を出発点とし、それに支払利息を足す形にしているケースに関しては、より実質的な意図が感じられる。つまり、資本コスト額を求めるための前提となる投下資本が②式のように定義される場合、事業活動そのものに関係しない各種の運用資産等に対する資本コストも控除されることになるのに対して、控除されるべき収益に営業外収益が含まれていないことの矛盾を解消しようとするものである。

一方、第2項(投下資本)に関しては、HOYAのようにシンプルに総資産とするケースもあれば、<sup>(9)</sup>ダイキンや松下電産のように手元資金や金融資産

(8) 上述のように、以下のこの種の議論の情報源は、主として新聞記事である。そのため、記事の力点の置き方により完全な情報が盛り込まれていない可能性があることを念頭に置いておく必要がある。たとえば、[図表3]の1行目のJTがNOPATに代わって税引後営業利益を用いていることは記事により把握されたが、記事には投下資本に関しては言及されていないため、それに関して変更を加えている可能性もそうでない可能性もある。

(9) この点に関して、HOYAでは単に計算を簡便化したのではなく、「哲学が違う」と主張されているようである。すなわち、「現場の人たちは日常、機械や設備、店舗などを見て働いているため、総資産を分母にするほうが社員にとってはわかりやすい」(江間常務、『週聞東洋経済』2000年2月19日号、34頁)と述べられている。ちなみに、我々が参加した研究会において、小売業において買掛金で商品を仕入れ、それを販売することにより現金化できたならば、短期的には無コストで(実質的には仕入れ費用の上昇としてコストは発生しているはずであるが)簡単に、運転資金の調達できることを意味しており、資金繰りが悪化した企業が新規出店を連発することの理由であるため、総資産から無利子負債を控除することに対する非常に興味深い問題提議が行われた。

資本コスト概念を用いた経営管理（1）（馬場大治・平尾敏也）

を控除しているケースが目される。後者は、いわば、上述の沖電気や松下電光において②-1式に営業外収益を考慮することにより、②式における投下資本と稼得された収益の間の矛盾を解消しようとしているのに対し、資本コスト算定の前提を直接事業にかかわる資産だけに限定することにより、②式を首尾一貫したものにすることを意味している。しかしながら、この場合は、それだけではなく、非常に強い戦略的な意図が存在することに注意する必要がある。つまり、金融資産や手元現金を除外する形で、経済付加価値を計算するということは、これらの資産に対する資本コストを考慮しないということである。

ごく素朴に財務理論を援用すると、このような形で経済付加価値を計算するのは問題があると考えられよう。すなわち、企業が保有する資産がどのような形をとっているにせよ、それは出資者によって出資されたものであり、当然それに対して収益を上げることを要求されている<sup>(10)</sup>。したがって、このような形で経済付加価値を計算することは、「企業が手元現金を保有すること」が無コストで行えるとの前提に立っていることを意味しており、まさに資本コストの概念を正しく理解していないといわざるをえない。しかしながら、ベッキング・オーダー仮説のような市場の不完全性を前提にした議論によると、企業の現金の保有や、無リスクの借り入を行える可能性を有していることそのものが価値を生んでいるとの議論もあるため、一概に問題であるとは主張しきれない。ただし、①式で定義される経済付加価値に対する、上記の単純化等を意図した各種の変更とは、質的に違う変更を加えている点は、強調しておかなければならないだろう。

---

(10) かつて、このような考え方の極端なケースとして「留保利益は無コストの資金である」との誤解があり、実際に、1996年に我々が行った調査では、47.4%のサンプルが「留保利益の資本コストはゼロである」と回答している（赤石・馬場・村松（1998）51頁、図表35）。

第2項に関しては、三井物産や三菱商事のように、よりリスクな事業の評価に関しては、より多額の投資をしているように投資額を調整することにより、各事業ごとのリスクを勘案して、経済付加価値を求めているケースもあるようである。このような利用法においては、資本コスト概念を強調して事業を評価することよりも、各事業のリスクを勘案して事業を評価することに力点が置かれているように思われる。

さらに、①式そのものを修正した形で経済付加価値を求めているケースもある。テイジンや富士電器は、支払利子を控除後の税引後利益から株式の資本コスト額を引いて経済付加価値を求めており、実質的には①式と同様の(ただし、営業外収益を利益に算入させているので上述の日産化学や沖電気と同様の)数値を計算している<sup>(11)</sup>。また、オリックスも支払利子控除後の利益を出発点に経済付加価値を求めているが、上述の三井物産等と同様に、投下資本の額の算出においてリスクを調整することによって、各事業リスクを勘案することを行っている。

最後に、旭硝子は、獲得された経済付加価値額そのものを求めるのではなく、それを必要な資本コスト額で除した経済付加価値率を求めている。ただし、このケースでも松下電産やダイキンと同様に、投下資本としては日常の業務活動に関わる営業資産だけを念頭に置いているところに注意する必要があるだろう。

### 2.1.2 資本コストの実際の計算

④式で示されるように、資本コストは、株式の資本コストと負債の資本コストの加重平均によって求められる。負債の資本コストは、社債の市場利回りや実際の支払い金利等によって比較的容易であることは明らかであろう。

---

(11) 変更の理由として、富士電器は「EVAのままでは従業員にはわかりにくい」(『日本経済新聞』2001年4月6日朝刊)としている。

資本コスト概念を用いた経営管理（1）（馬場大治・平尾敏也）

実際に測定する場合、問題となるのは、株式の資本コストであろう。

上述の通り、株式の資本コストは、株主に対して支払われる配当だけではなく、資本利得も含んだ形での、投資家が要求する収益率であるとされ、きわめて抽象的な概念である。負債の資本コストのように可視化できる数値でなく、人々の思いを推測することが必要となる。株式の資本コストに関して、理論的には、投資家がリスク嫌悪者であるならば、最低限、以下の関係があることは主張されうる。

株式の資本コスト＝無危険利子率＋リスク・プレミアム——③-1 式  
問題は、リスク・プレミアムをいかに把握するかであるが、そのための手段として、資本資産評価モデル（CAPM）が、経営財務論のテキスト・ブックや経済付加価値を紹介した文献において、紹介されているケースが多い。これは、一群の仮定を前提として、市場の均衡下におけるリスクとリターンとの関係を、理論的に導いたモデルであるが、実用に際しては、それを簡便化した、以下の式が紹介されるのが一般的である。

$$\text{株式の資本コスト} = \text{無危険利子率} + (\text{市場収益率} - \text{無危険利子率}) \times \beta_i$$

ただし、 $\beta_i = \frac{\text{市場収益率と当該株式の収益率の共分散}}{\text{市場収益率の分散}}$  ——③-2 式

さて、実際に企業は資本コストをどのように計測しているのだろうか。公開報道において、それを具体的に示している例は少なく、「無危険利子率にリスク・プレミアムを勘案して」といった程度の、すなわち、③-1 式に該当する記述にとどまっているケースが多く、リスク・プレミアムの計算に関する記述はあまり多く見つけられなかった。[図表 4] は、資本コストの計算方法や実態に関して、公開資料によって、ある程度の詳しさを把握することができた企業の一覧を示しているが、その最上段に、リスク・プレミアムの測定に関して具体的に把握できた、数社の実例を挙げている。各社とも、基本的には、資本資産評価モデルを用いて株式の資本コストを計測している

[図表4 各社資本コストの計算方法]

企業名	資本コストの計算方法・資本コストの取り扱いに関するコメント
<b>全社一律の資本コストを用いている企業の資本コストの計算方法</b>	
資本コストの計算方法に関して	
花王	CAPMに基づく理論値は3.4%になるが、5%の資本コストを長期的に適用。「市場の実勢に合わせて頻繁に見直すわけにはいかない」
旭硝子	CAPMに基づいて、計算された資本コスト5.2%に基づき、5%の資本コストを利用。
松下電産	過去10年間の平均値を利用し、CAPMをもとに計算。市場の実勢よりも高めの設定(8%台)。
TDK	国債の金利が異常に低いので、参考にならないと判断。過去の日本国債や主要国の国債の利回りを考慮して決定(8%)
<b>事業ごとに資本コストを計算しない理由</b>	
キリンビール	複雑な計算によって事業別資本コストを求めるより、全社目標をそのまま適用することにより、EVAをわかりやすく、受け入れやすくするべく、全カンパニー一律5%の資本コストを適用。
旭硝子	事業ごとの資本コストに関しては、試算しても顕著な違いが出なかったため考慮していない。
松下電産	複雑にしてまで、各分社の事業に応じたリスクを考慮する必要が認められなかった。
<b>事業ごとに資本コストを変えている企業</b>	
事業ごとに資本コストを変更している企業	
日立グループ	日立グループの中で、日立製作所と日立建機は5%、その他のグループ企業は3.5%を利用。
東芝	事業ごとのリスクに応じて、6%(オールド・エコノミー)から18%(モバイル・インターネット事業、半導体事業)の幅を持たせて設定。ベンチマーキングに基づく同種事業のリスクを反映して算出。
富士電器	持ち株会社化を機に、各社の特性に応じた資本コストを設定。長期国債利回りや、外国企業を含む同業他社の株価を参考に、4つの事業会社ごとに株式の資本コストを独自に試算(電器システム事業:6.39%、機器・制御事業:6.6%、電子事業:7.25%、流通機器事業:6.6%、グループ全体では6.56%)。
HOYA	事業ごとに異なるハードル・レート設定。成長事業のエレクトロニクスとホトニクスは8%、それ以外の事業は5%とする。連結では6.4%。
三菱商事	各グループごとの同業他社の資本コストをCAPMで推定し、それを基準に設定。
大阪ガス	CAPMを利用して、株式の資本コストを計算(3.2%)。ただし、ビジネスの性質が異なる関係会社には、それぞれのビジネスリスクに応じた資本コストを、業界から類似企業を選び出し、各社の資本コストを推定して、その平均値を利用。
<b>海外事業の資本コストを変更している企業</b>	
キリンビール	海外事業に関しては、現地の金利水準をもとに資本コストを計算
旭硝子	現地の資本市場の数値をもとに計算(ex.)米国:7%、インドネシア:16%)

\*日経4紙の記事以外の出典は、それぞれ、キリンビールが藤野・挽(2004)、荒井(2002)、花王が大坂(2004)、旭硝子が山田(2005)、松下が塘(1999)、大阪ガスが砂川・川北・杉浦(2006)、東芝が門坂(2002)、HOYAが『週刊東洋経済』2000年2月19日号、三菱商事が渡辺(2003)である。

資本コスト概念を用いた経営管理（1）（馬場大治・平尾敏也）

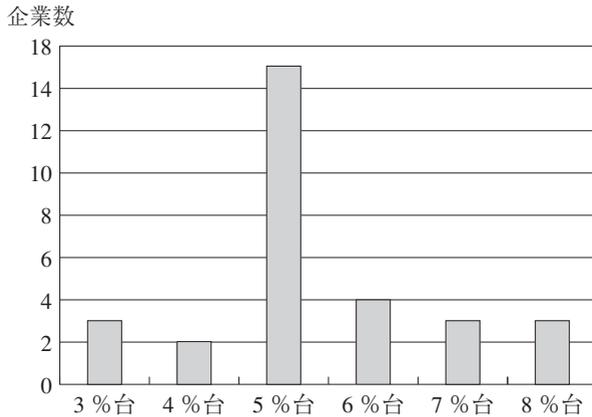
ようである。しかし、ここで興味深いのは、資本資産評価モデルの結果をシンプルに援用するのではなく、それに基づきながらも、各種の要因を考慮して決定している点である。たとえば、花王は、理論値は3.4%になるが、頻繁にこの数値を見直すわけにはいかないと、それより高い5%を設定している。また、松下電産のように「市場の実勢より高めに設定」しているケースや、TDKのように、国債金利が異常に低いことを考慮し、過去の金利や諸外国の国債金利を参考にして決定しているとしている。つまり、資本コストを純粹に与件として、つまり、市場から与えられた客観的な数値として把握しようとしているよりも、事業運営にあたっての主観的な目標としての色合いを込めて設定しているように思われる。

このような状況は、資本コストを5%に設定していることに関して、記者から「低すぎないか」との指摘に対する、以下の松下電工の西田常務（当時）のコメントに典型的に表れている。

——計算上の根拠のある数字ではあるが、株主の期待という面では確かにもっと高くてもいい。しかし今はまだ社内に浸透させることを重視する時期。ハードルが高すぎると、それこそほとんどの投資がMEPの上では赤字になり踏み切れなくなる。5%はがんばれば実現できる数字だ。収益力が高まればハードルは上げていく。（日経金融新聞1999年8月6日）  
本来、資本コストは市場から与えられる数字であり、財務政策や投資政策の変更により市場が要求する収益率を変化せしめるという形で変えることは可能であるが、このコメントはそういうことを意味しておらず、目標利益率としての資本コストを、将来、変更するとの意味で用いている。

また、実際に資本コストとしてどのような数値を実際に用いているかに関して、具体的な数値を把握できた30社に関して、全社で統一的に用いている資本コストの分布を〔図表5〕に示しているが、ここでも上と同様の感想を持たざるを得ないだろう。図表から明らかなように、実際に企業において用

[図表5 実際に用いられている資本コストの分布 (全社単独で用いられる資本コスト)]



いられている資本コストは、5%台に集中して設定されているようである。上述の複雑な計算結果の分布にしては、やや分布が集中しすぎており、「横並び」的に決定しているとの観がある。実際に各社のコメントを見ると、アンリツは、資本コストの数値に関して、「総合電機各社がEVAを採用する場合に使うことが多い5%に設定した(日経金融新聞2001年7月18日)」とコメントしている。また、日本ゼオンは、7%の資本コストを設定しているが、その点に関して「EVAを導入している他社を見ると、7%の部分が4,5%の数値である。当社は、株価を1,000円以上にしたいという願望があり、株価1,000から逆算して7%を設定した<sup>(12)</sup>」としている。

このように理論をそのまま援用するのではなく、企業の目標の要素を混入しながら資本コストを設定していることに関しては、「理論を杜撰に運用している」と評価するよりも、むしろ健全に運営されていると考えるべきであろう。つまり、上述のように資本コストはそもそもは投資家の思いの中にあ

(12) 出典は、平松(2006)104頁。

資本コスト概念を用いた経営管理（1）（馬場大治・平尾敏也）

る、非常に把握しにくいものであり、かつ、資本資産評価理論もそのような資本コストを推定する仮説の一つであり、絶対的なものであるとはいえないことを勘案すると、「理論そのまま」であるより、このような決定の仕方の方がむしろ常識的であるように思われる。

さて、[図表4]の下段では、事業ごとに資本コストを変えている企業の実態を示している。幅広く多角化された各事業や、本業から離れた事業に関して、それぞれの事業のリスクを勘案した、それぞれの資本コストを計算し、それに基づいて経済付加価値を求めているようである。このような多角化企業においては、事業ごとにリスクが違うため、それぞれの事業の業績評価を単一の資本コストで行うよりも、より正確に業績評価を行うことが可能であろう。各社とも、同業他社の資本コストを参考にする等、苦心して事業ごとの資本コストを計算しているようである。一方、キンビールや松下電産のコメントに示されているように、複雑にしてまで事業別資本コストを求める必要を認めないとする企業もある。どちらであるべきかに関しては、一概には決められず、事業のタイプや多角化の程度、後述する経済付加価値の用途によって考えていくべき問題であろう。

最後に、[図表4]の最下段に示しているように海外事業に関しても、国内事業とは違う資本コストを用いて経済付加価値を求めている企業も多いようである。<sup>(13)</sup> 海外事業の資本コストを計算する際には、現地の資本市場の数値をもとに計算しているようである。

---

(13) 公開情報で海外事業の資本コストの計算の実態がある程度把握できたのは [図表4]にある通り2社だけであるが、実態はかなりの企業が海外事業に関して、国内事業とは異なった資本コストを用いているようである。山田（2005）において、資本コストの実際の計算例の数社のインタビュー調査の報告が掲載されており、非常に興味深い。ただし、山田（2005）では、旭硝子を除いて、会社名が伏せられているため、その内容に関しては、[図表4]には掲載していない。

## 2.2 経済付加価値の運用

さてここでは、前節のような形で計算される経済付加価値の運用の実際について明らかにすることを試みるが、経済付加価値の導入の意図や用途の実態に関して論じるのに先立ち、まず、経済付加価値の計算単位の実態に関して議論することから始める。

### 2.2.1 計算単位の実態

経済付加価値は全社的に求められているばかりでなく、各部門ごとにも計算されており、それが、いわば経済付加価値によって業績評価される組織単位となる。つまり、経済付加価値の計算単位は、経営管理上それがどのように利用されるのかの枠組みを決定していといえるであろう。

[図表6]は、今までの表と同様に、新聞記事を中心とする公開情報により、ある程度の精度で実態の把握ができた、各社の状況を要約したものである。表より一見して明らかなように、最も一般的には、経済付加価値は各事業ごとに分かれた、事業部やカンパニーごとに計算されているようである。ここで興味深いのは、経済付加価値による業績評価の採用が、カンパニー制や持株会社制の採用と同時に<sup>(14)</sup>行われているケースが多いことであろう。①式に示されているように、経済付加価値を計算するためには、営業利益だけではなく、投下資本が把握される必要がある。つまり、経済付加価値を高めるためには、営業利益を拡大することだけではなく、投下資本を抑える必要があり、したがって、経済付加価値での業績評価が意味があるためには、その部門が投下資本のあり方に関しても、少なからぬ権限を持っている必要であろう。したがって、カンパニー制や持株会社への組織変更、すなわち、事業部門により大きな権限を委譲し、より独立採算的に運営する組織構造への変

(14) [図表6]に示されている以外にも、マルハ、コニカ、オリンパスが経済付加価値の導入と同時にカンパニー制や持株会社化への組織変革が報道されている。

資本コスト概念を用いた経営管理（1）（馬場大治・平尾敏也）

[図表 6 各社の経済付加価値の計算単位]

企業名	経済付加価値の計算単位	同時に実行された組織構造の変更・経済付加価値を計算するための管理会計上の仕組み
<b>事業部・カンパニー・グループ会社ごとに計算</b>		
メルシャン	酒類・加工用酒類・医薬・飼料の4カンパニーごとに計算	カンパニー制の採用とともに実施 持株会社への移行を機に導入
ニチレイ	6つのカンパニー	
テイジン	事業部門・事業会社別	
旭化成	11の事業ごとに測定・評価	
花王	事業部ごと	
大日本インキ	事業部ごと	
TOTO	事業部ごと	
ダイキン	8つの疑似カンパニーごと	
沖電気	18ある事業単位ごとに計算	
松下電器	14の分社ごとに計算	
アンリツ	10事業部門ごとに計算	
ソニー	カンパニーごとに計算	
TDK	約20の事業部ごとに算出	
松下電工	各分社ごとに計算	
凸版印刷	10事業本部、事業部ごと	社内分社制と同時採用。社内に5分社に分け、それぞれの保有資産を一旦、本社に返還させ、時価評価。各分社に内部資本金として割り当てる。各分社は研究開発から販売までをそなえた、完全な独立採算制へ。
全日空	航空事業本体、ホテル、不動産、商社の4事業部ごとに計算。	
JR西日本	事業分野ごとに算出。	駅売店の資産価値等を設定する等、各事業が実際に使用している資産を明示化
王子製紙	グループ会社280社中の「独立型関係会社」（運送や緑化、ホテル・不動産）	本体との商取引は市場価格とし、親子会社による低価格での取引は原則やめる
<b>事業部・カンパニー・グループ会社よりも細かい単位で計算</b>		
キリンビール*	31の事業グループを対象	カンパニー制の採用とともに実施 それぞれの小単位に人員や設備、原材料などの経営資源を割当 従来は事業部の管理下にあった子会社を、本社の事業部門に準じて取り扱う体制に変更
日本ゼオン	工場や支店の各事業部を製品や工程ごとに約120の小単位に分割	
旭硝子	2000年度までは、11の戦略事業単位ごとに計算。2001年度以降は、70の事業単位ごとに計算	
ミネベア	営業・製造部門別に計算するとともに、製品群別にも計算する	
三井物産	管理部門を除く42の事業部門	
三菱商事	社内に200以上ある部やチーム	
<b>職能ごとに計算</b>		
JT	タバコ部門を職能ごとに5つの部門に分割して計算	各部門が所有する資産を時価評価。部門間取引も数値化し、各部門の取支に計上。本社や他部門に対するオフィス使用料、賃料等も計上。 個別の営業所や発電所、支社・支店などを対象にした管理会計システムを導入 個々の事業分野ごとに使用している資産を算出。
関西電力	100か所強の事業所ごと	
大阪ガス*	本社各事業部、関係会社ごと。ただし、2007年度よりは本社各事業部ごとの計算はとりやめた。	

\*キリンビールに関しては荒井（2002）、大阪ガスに関しては、砂川・川北・杉浦（2008）が出典である。

更と同時に、経済付加価値による業績評価を開始するのは、理論的には、整合性のある組織変更であるといえよう。

キリンビールや旭硝子のように、事業部やカンパニーといった、組織図上の単位よりも、より細かい事業単位で経済付加価値を計算しているケースもあるようである。旭硝子は従来は10の戦略事業単位ごとに計算していたが、「どの事業が足を引っばっているか見えにくい」(日経金融新聞2001年3月23日)とし、より細かい事業単位で経済付加価値を計算するとしている。三井物産や三菱商事といった総合商社は、独立性の高い小さな事業の集合体である性格をもった事業体であり、そのことを反映して、非常に細かく事業部門を分けて計算しているようである。また、[図表3]に示されているように、資本コストのみならず、それらの事業のリスクを勘案して業績評価することに力点を置いていることを反映しているといえよう。

[図表6]の最後には、事業ごとではなく職能別の部門ごとに経済付加価値を計算しているケースを挙げている。ここで挙げられている各企業は、全事業の中で本業の占める割合が圧倒的に大きい企業である。この種の企業の場合、各部門ごとの業績評価を行おうとする場合、職能別の方が実質的であろう<sup>(15)</sup>。ただし、実際の運営においては、職能別に経済付加価値を計算するのは、管理会計上、非常に大きな苦勞があるようである。表にあるように大阪ガスにおいては2002年に、経済付加価値を導入した際には、本体事業も事業部別(実質的には職能別)に経済付加価値の計算を行っていたのに、2007年にそれをやめている。砂川・川北・杉浦(2008)によると、その理由として、本体事業においては、営業利益と経済付加価値の連動性が高く、資本コスト意識が浸透した後は、計算が煩雑な割にあまり意味がないことを挙げている。

---

(15) 実際、国内唯一のタバコメーカーであるJTの新貝企画部長は、「このようにバリューチェーンごとに分解すれば、他の業界、事業との比較、ベンチマークが容易になります」と、その効果を説明している(新貝(2002))。

資本コスト概念を用いた経営管理（1）（馬場大治・平尾敏也）

この種の、本業の比率が大きいタイプの企業においては、多角化事業のみに経済付加価値を適用している王子製紙や、導入の理由を「雇用創出の色彩が残っていた関連分野の収益性の改善」（日経金融新聞2000年12月29日）としているJR西日本のように、主として多角化した部門や関係会社の管理にスポットを当てているケースと、JTのように本体事業にのみ適用しているケースの両極端のタイプが存在し、それぞれの企業の多角化分野への考え方の違いが鮮明になって、非常に興味深い。

### 2.2.2 経済付加価値の利用の実際

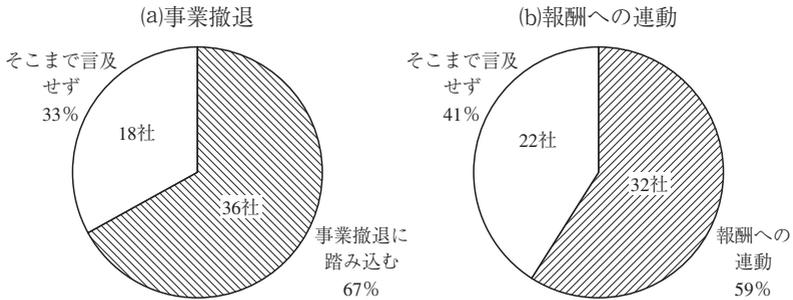
続いて、ここでは、経済付加価値がどのように利用されているかの実態を明らかにする。もちろん、この種の新しい指標が企業経営に導入される目的は、全社的な、そして、各事業部門の「業績評価」に用いられるためであるが、その結果が具体的にどのような形で反映されるのかとの観点から、経済付加価値の利用の実態を整理することを試みた。経済付加価値導入の理由として、「企業価値を重視する」や「資本コスト意識を社内に根付かせる」といった抽象的なものも多かったが、より具体的な目的の中で、多数派を形成していたのは、

- ①事業の存続の見直しや新規事業の評価
- ②社員の報酬への連動

であり、[図表7]に示されているように、それぞれ67%と59%の企業がこれらの目的に言及していた。以下では、この2点を中心に経済付加価値の実際の運用に関して議論していくこととしよう。

まず①については、事業の在り方に関して、どの部分まで経済付加価値が利用されるかという点から論評されるべきであろう。きわめてラフに分類すると、企業で行われる意思決定に関して、

[図表7 経済付加価値の用途]



- (a)全社的な事業構造に関わる意思決定：トップマネジメント層で行われる意思決定
- (b)各事業の管理・運営に関わる意思決定：ミドルマネジメント層で行われる意思決定
- (c)各事業の実行に関わる意思決定：ローアマネジメント層で行われる意思決定

の3つの段階があるといえるだろう。これらの各段階に対して、経済付加価値がどのように利用されるかという点に関して、[図表8]で示されているキリンビールや東芝の例が参考になろう。これらの企業は、資本コストに対する考え方を浸透させるために、一種のガイドラインを社内で発表しているが、キリンビールのドライバの④⑤は、(a)の意思決定に該当し、①②③は(b)(c)の意思決定に該当しているといえるだろう。

事業の評価に経済付加価値を利用する際に、「事業の存続の見直しや新規事業の評価」にまで踏み込むということは、それを行うとした意思決定までを問題とすることであり、企業において行われる意思決定の最上位の部分まで評価の対象とすることを意味している。資本コストを考慮することは、投下資本を考慮することを含意しており、単に事業の管理・運営の問題を超え、その事業に投資してきたことそのものが問題となる可能性が高く、このよう

[図表8 資本コスト概念を社内に浸透させるためのガイドライン]

キリンビール：EVAを上げるための5つのドライバ（作用因）

- ①売掛金の回収サイトの短縮。
- ②在庫の削減。
- ③余剰資金の有効活用（子会社は余剰資金を貯め込まず、投資案件がない場合は配当金を増やして本社に還元する）。
- ④EVAマイナス事業からの撤退。
- ⑤EVAプラス事業のM&A。

東芝：TVCビジネスドライバ（五カ条の御誓文）

- ①粗利を改善する。
- ②コストを下げて、リターンを増やす。
- ③投下資本のコスト、つまり資本コストを下げるアクティビティーとして資産を圧縮する。
- ④投資のハードルレートを守って投資を峻別する。
- ⑤TVCがマイナスが続くようであれば、撤退を決断し投下資本を回収する。

\* 出典は、キリンビールは『週刊東洋経済』2000年11月4日号、東芝は門坂(2002)である。

な運用の実態は、「資本コストを考慮する」以上、当然の結果であるといえるであろう。

[図表9] は、実際に事業の撤退や新事業への投資に関する、公開記事で把握できた各社の経済付加価値を用いた意思決定のルールを要約したものである。一般的に、「経済付加価値が2，ないし，3期連続で赤字の事業からは原則撤退」や「撤退検討の俎上に乗せる」といった、非常に厳格な形でルール化が行われているようである。2～3期の経済付加価値の赤字をもって撤退検討の引き金にするというのは、ややラディカルすぎる観もあるが、[図表7] で示されているように、経済付加価値の採用の目的に「事業の存続の見直しや新規事業の評価」をあげている企業が6割以上に上ることを勘案すると、むしろ、経済付加価値の採用の本当の目的が、事業構造の見直しのためのためのきっかけにすることにあると考えることもできるだろう。

[図表9 経済付加価値を用いた事業の見直し、新事業や新投資に関するルール]

企業名	計算方法
<b>既存の事業の見直しに関するルール</b>	
キリンビール*	以下の条件の事業を「再検討制度」の組上に載せ、その存廃を含めて検討する。 ・当年度のEVAがマイナスで、その前年度から悪化している ・キャッシュ・フローが2期続けてマイナスで、債務超過になっている。
旭化成	各事業会社は持株会社が全社戦略に基づき配分した範囲内で、独自に経営を行う。ただし、EVAが2年連続でマイナスになり、3年目を降もプラスになるめどが立たない場合は、持株会社が「再建事業」に指定し、分社と撤退に向けた協議を始める。
日立電線	FIVを黒字化できない事業は今期中に撤退を決める。
東芝	TVAが二半期連続したマイナスの事業は「要注意事業」に指定され、さらに2半期たっても改善が見られなければ、撤退の組上に乗せられる。
松下電産	CCMとフリー・キャッシュ・フローが3年連続赤字の事業からは原則撤退
アドバンテスト	ハードルレートを8%に設定し(資本コストは5.6%)、それを4%以上下回る事業を管理ポスト(B)、さらに下回る事業を整理ポスト(C)とし、撤退の検討の組上に乗せる。
三菱商事	3年でMCVAの改善の見込みが立たない事業に関しては、撤退を含めて見直す。
大阪ガス	先行投資が膨らんで赤字になっている場合や早期に黒字回復が見込める事業を除き、SVAが赤字の事業からは原則として撤退する。
<b>新事業や新投資に関するルール</b>	
日立建機	以下の条件を満たさない事業には投資しない。 ・投資開始から3年以内にFIVを黒字化 ・5年以内に累積FIVの現在価値が黒字化
アンリツ	DCF法を利用する
松下電工	従来は回収期間法を利用していたが、経済付加価値の利用にともないDCF法を採用
大阪ガス	SVAの導入に先行して、投資決定にNPV法を採用

\* 日経4紙の記事以外の出典は、キリンビールが荒井(2002)、東芝が『週刊東洋経済』2001年10月20日号である。

なお[図表9]の下段には、経済付加価値の採用とともに行われた投資決定のルール変更の事例を挙げている。従来、我が国企業において、財務理論の観点からは問題が多いとされる回収期間法や会計の利益率法が一般的であるといわれてきたの<sup>(16)</sup>に対して、経済付加価値の導入と同時に、より理論的には正しいとされるDCF法が採用されているケースがあることは、資本コス

資本コスト概念を用いた経営管理（1）（馬場大治・平尾敏也）

ト概念とともに投資決定の理論が実務に浸透してきている状況を示しており、財務理論の実務への浸透という観点から、非常に興味深い。

〔図表7〕で示されているように、経済付加価値の具体的な利用法として多くの企業があげているもう1つの用途は、社員の報酬の決定に、経済付加価値を利用するというものであった。経済付加価値、すなわち、EVAの「伝道書」であるStewart（1991）やスターン・スチュワート社（2001）では、EVA経営システムは、「4M」と呼ばれる

測定：Measurement,  
経営プロセス：Management Process  
動機づけ：Motivation  
意識改革：Mindset

の4つの構成要素からなるものとしており、経済付加価値の報酬への連動は、「動機づけ」のための主たる手段として、「マネージャーのオーナー化」といった非常に刺激的な惹句でその導入の重要性が主張されている<sup>(17)</sup>。

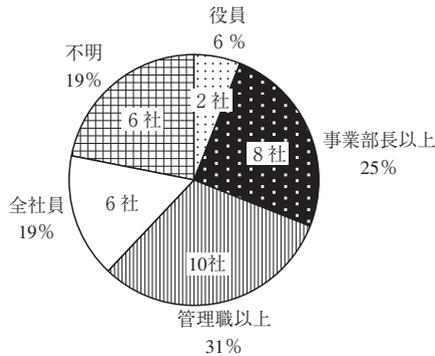
〔図表10〕は、〔図表7(b)〕の、経済付加価値を報酬へ連動させると報道されていた企業32社について、その適用職位の分布を示したものである。経済付加価値を全社員の報酬に連動させるとする企業も若干あるが、多数派は管理職以上にとどまっているようである。報道記事の中に、「ゆくゆくは全従業員に波及させたい」とするコメントが多くみられるが、当面は、非組合員である管理職のみを対象とするケースが多いようである。

---

(16) 我々が1996年に行ったアンケート調査では、公開企業の43.4%が回収期間法を10.4%が会計定期利益率法を用いているとしているのに対して、DCF法は10.5%（内訳は正味現在価値法が4.2%、内部利益率法が6.3%）に過ぎなかった。詳しくは、赤石・馬場・村松（1998）67～69頁を参照されたい。

(17) この「4M」を用いて表現すると、この節の2.1、2.2.1での議論は、4Mの中の「測定」に関する、そして、2.2.2の前半は「経営プロセス」に関する実態把握を意図したものであるといえよう。

[図表10 経済付加価値を報酬への連動する職位の分布]



報酬との連動に関して、新聞記事を中心とする公開情報により、ある程度の精度で実態の把握ができた、数社の実態の要約を [図表11] にまとめている。カンパニー長以上を対象とするものから、全社員を対象としたものまで多様であるが、一般的に表現すると、経済付加価値に連動する報酬は

- ・ 賞与の中の成果報酬部分のある一定の割合を
- ・ 期首に設定された経済付加価値の目標改善額の達成度合いによって変動させる

形をとっていると要約できるであろう。J Tのように賞与の6割を経済付加価値に連動させる極端なケースもあるが、連動の仕方が「目標改善額」の達成度合いに応じたものであり、全体の印象としては、あまり劇的な報酬体系の変更が行われているようには思われない。

たとえば、旭化成のように、特別加算賞与の形をとり、それは「あくまでもプラスアルファ。EVAが減ったからといって、賞与をマイナスにするような使い方はしない (宮坂慎也常務)」(『週刊東洋経済』2000年11月4日号) とする、非常にマイルドな運用を行っているケースもある。また、[図表11] の下段にある、花王は他企業に先駆けて Stern Stewart 社とコンサルティング契約を結び、EVA経営の「お手本的企業」として知られており、報酬の

〔図表11 経済付加価値と報酬との連動の仕方〕

企業名	経済付加価値と報酬との連動の方法
<b>役員・カンパニー長・事業部長以上を対象としたもの</b>	
キリンビール	カンパニー長以上を対象。カンパニー長の賞与の10～20%がEVA連動賞与となり、前年度実績に対する改善度により評価される。
東芝	カンパニー社長、副社長、事業部長など上級管理職104人を対象にTVC連動報酬を導入。成果報酬部分は100%部門業績に連動し、その80%がTVCの目標達成度合いで決定される。目標を達成すれば業績連動部分が35%増額され、そうでなければ35%減額される。対象者の年棒格差は最大で800万円にのぼる。
<b>管理職以上を対象としたもの</b>	
メルシャン	全人員の3割を占める管理職以上を対象。基本部分、個人評価賞与、業績連動賞与からなる賞与の中で、業績連動賞与を、業績賞与基本金額（本給の1.5カ月）に期首に設定された経済付加価値の改善目標の「達成度（改善実績額／改善目標額）」を乗じて決定。達成度は全社と各カンパニーごとに計算されるが、間接部門では全社の経済付加価値を用い、各カンパニーでは、カンパニーごとの達成度に大きなウェイトが置かれる。
J T	上級管理職以上、300人を対象。標準賞与の3割を1年間のEVEの増減率を反映した業績連動賞与に、3割を3年間のEVEの増減率を反映した中期インセンティブとする。理論的には、部門によって4倍の差がつく可能性がある。
旭化成	非組合員の管理職、4000人を対象。11の各事業部門ごとに、期首に設定されたEVAの改善の目標の達成度に応じランク分けし、管理職賞与を加算。目標を大きく上回った場合（Sランク）は平均20万円、上回った場合（Aランク）は5万円、達した場合（Bランク）は5万円加算され、達しなかった場合は、加算はない。
旭硝子	部課長以上1300人を対象。事業別の経済付加価値改善額（対前年）を評価して賞与に反映。
松下電産	グループの経営幹部（約400人）に関して、CCMとフリーキャッシュ・フローの2項目を評価基準とし、賞与に関して40%の格差（年収の20%）がつく見通し。
ソニー	中間管理職以上に関し、Annual Bonusの財務指標連動部分がEVAターゲットと実績との比較の上に決定される。CEO、COOは全グループの連結EVAが、事業ユニットのトップ以下はそのユニットのEVAが用いられる。
<b>全社員を対象としている企業</b>	
花王	全社員を対象に、全社のEVAの改善度に応じて変動するEVA連動賞与を設定。管理職で全報酬の10%、リーダー基幹層で4%、担当層で2%を占める。
リロ・ホールディング	全人件費の2割を占める業績連動年俸を、全社員を対象に（年収の13～35%を占め、より上位にいくほど比率が高くなる）、導入し、その原資の計算にEVAを利用。努力目標的な期待EVA目標と市場からの期待を満たす標準EVA目標を設定し、期待EVA目標を上回った分の6割、標準EVAを上回った分の2割を業績連動年俸の原資に組み入れ、標準EVAに達しなかった場合は、未達分の1割を原資から除く。また、各個人の業績連動年俸の決定において、各部門ごとの経済付加価値の目標達成度を勘案。

\*日経4紙の記事以外の出典は、それぞれ、キリンビールが藤野・挽（2004）、メルシャンが『資金実務』2002年6月1日号、花王が『週刊東洋経済』2000年11月4日号37頁、東芝とリロ・ホールディングは『週刊東洋経済』2001年10月20日号、ソニーが田中（2001）である。

決定に際しても、全社員を対象にEVAを用いている。その方法は、「全社的なEVAの改善度に応じて変動する「EVA連動賞与」を、職位に応じて、年収の2~10%設定する」というものである。一見、全社員を対象に経済付加価値を報酬に連動させるというのは非常にラディカルな報酬体系の変更に聞こえるが、そもそも賞与の一部は全社の業績に連動する部分があり、その業績を経済付加価値をもって測定しているだけであると考えれば、さして劇的な変更ではないように思われる。

このように経済付加価値の報酬への連動は、直接的に金銭的な形で人々を動機づけるというよりは、経済付加価値の重要性を認識させ、人々の、特に、幹部社員の意識を変える、上述の4Mでいうところの「意識改革」を起こすための、シンボリックな意味合いも強いように思われる。

(次号に続く)