

〔 論 文 〕

わが国におけるEVAの展開

三 浦 克 人

はじめに

- I. RIからEVAへ
 - II. 競合する経営指標
 - III. EVAの現実
- おわりに

はじめに

わが国のビジネス誌等で、EVA (Economic Value Added : 経済的付加価値) が紹介されはじめたのは、1997年の後半から1998年の前半にかけてであり、ちょうどこの時期に筆者は前稿¹⁾を公表した。その直後、筆者は企業の企画担当者や財務担当者から、EVAの計算式や実務への適用方法などについて多数の問い合わせをうけた。当時、わが国にはEVAに関する文献がほとんどなかったのである。

周知のとおり、EVAの計算式には資本コストが組み込まれている。また、実務家にとって、資本コストを正しく理解することは容易なことではない。筆者はさまざまなレベルの問い合わせに返答しながら、EVAがわが国に根付くには

キーワード : EVA, MVA, RI

1) 三浦 [1998]

相当の時間を要するのではないかと心配したのであるが、どうやら杞憂に終わったようである。EVAはわずか3年間で急速に日本企業に浸透し、今ではもっともポピュラーな経営指標のひとつとなっている。

EVAがわが国の実業界にひろく受け入れられた理由は、さまざまな角度から考察できると思われるが、本稿では、筆者の専門領域である管理会計の視点から議論を展開してみたい。そこで、まずI章では、RI (Residual Income: 残余利益) と比較しながら、EVAの新規性、有用性を検討する。つづくII章では、EVAのライバルとなる経営指標をいくつかとりあげ、それらとEVAの異同を明らかにするとともに、優劣の比較を行う。さらにIII章においては、EVAの現状について3つの論点をあげ、日本企業の実態と筆者の見解を示したい。

I. RIからEVAへ

EVAは新しい経営指標であるが、その原型は従来から管理会計指標として知られてきたRIに見ることができる。RIは管理会計学者により経営指標としての優位性が指摘されながらも、実務で採用されることはまれであった。一方、EVAは米国や日本ではすでにメジャーな経営指標となっている。きわめて類似する指標でありながら、このような差別的な扱いをうけたことは興味深い事実である。

以下では、まずRIとEVAの異同を明らかにし、その後、EVAがメジャーな経営指標となりえた理由を考察する。

1. RIとEVA

企業全体あるいは事業部門を管理する経営指標として、米国では伝統的にROI (Return on Investment: 投資利益率) が使用されてきた。ROIは事業部制の元祖であるデュポン社が導入した指標であり、同社が開発したデュポンチャートの基本指標としても有名である。ところが、管理会計学者の中には、ROIへの批判を唱えるものも多く、そのような論者はROIの欠点を補う指標と

してROIを主張した²⁾。ROIは1950年代にGE(ゼネラルエレクトリック)社が開発した指標である。このように、管理会計学者が推奨し、GE社という有力企業が採用したにもかかわらず、米国の企業実務においてはROIが優勢であり³⁾、ROIは長い間、忘れ去られた存在であった。

さて、ROIの計算式は以下の通りである。

$$RI = \text{営業利益} - \text{資本コスト}$$

一方、EVAは以下の式で計算される。

$$EVA = \text{NOPAT (Net Operating Profit after Tax: 税引後営業利益)} - \text{資本コスト}$$

ここで、NOPATは通常、(売上高－営業費用－税金)で計算される。利益の測定方法に、若干の違いはあるものの、ROIとEVAの計算構造はきわめて類似している。また、各事業部門に対して測定されたEVA(あるいはROI)の計算結果が意味するところは次の通りであり、そのメッセージは単純明快である。

① EVA (or RI) > 0

当該事業部門は必要とされる利益をあげている。このとき、本社はEVA(あるいはROI)をさまざまな形で処分できる。当該事業部門内での再投資もできるし、事業部門の従業員へ特別ボーナスを支給することも可能である。あるいは全社的な事業ポートフォリオを考慮し、他の事業部門へ投資することも考えられる。

2) ROIへの批判としては、各事業部の投資行動の矛盾があげられる。すなわち、A事業部のROIが10%、B事業部のROIが20%のとき、ROIが15%の新規投資はA事業部では採用されるのに対し、B事業部では棄却されるという矛盾である。なお、ROI批判、RI支持の代表的論者はDearden[1969]、Solomons[1965]である。

3) 米国での調査としては、Mauriel and Anthony[1966]、Reece and Cool[1978]が有名であるが、いずれにおいても、ROIの高い採用率が報告されている。

② EVA (or RI) < 0

当該事業部門は必要とされる利益を稼いでいない。この状態が継続する場合、本社は当該事業部門の廃止も視野に入れたりストラを行わざるを得ない。

2. 発生主義 VS 経済的事実

RI と EVA の計算構造の類似性は否定しようもないが、その類似性の程度、あるいは RI と EVA の関係については見解がわかれている。

たとえば、Horngren らは「EVA は RI 計算の一形態である」⁴⁾ と述べている。つまり RI という基本指標とその計算式がまず存在し、そのバリエーションの一つが EVA であるとみなしている。一方、Atkinson らは「かつて RI と呼ばれていた EVA は……」⁵⁾ と紹介し、EVA と RI を単なる新旧の名称の違いとして認識している。このように、論者によって RI と EVA のとらえ方は多少異なる。ただし、そのような議論は EVA と RI の本質的な相違に言及していないように思われる。

EVA の生みの親であるスターン・スチュワート社のホームページには、「EVA を計算する場合、会計的なアノマリーを取り除き、真の経済的数値に近づけるために、伝統的利益に対し多くの調整をほどこす」⁶⁾ との記述がみられる。ここで、伝統的利益とは、もちろん財務会計上の利益、すなわち発生主義の考え方に基づいて計算された利益をさしている。

スターン・スチュワート社をはじめ、EVA を支持する多くの論者は、発生主義で測定された会計数値と経営の実態の間には相当の乖離があり、それを修正しなければ真の意味での業績測定はできないという。そこで、「真の EVA」を計算するには会計数値を調整する必要があるが、この調整は 100 項目以上にのぼることもある。ただし、実務において EVA を計算する場合には、コスト／ベネフィットのバランス等を考慮して 10 項目以下の調整が行われるのが通例

4) Horngren et al.[1997, p.937]

5) Atkinson et al.[1997, p.586]

6) <http://www.sternstewart.com/evaabout/fourm.shtml>

である。

このように、EVA と RI は計算式が極めて類似しているものの、計算時に使用する数値に対する見方が異なっている。ところで、近年の企業経営者は会計上の利益と同程度、あるいはそれ以上にキャッシュフローを注視している。その背後には、会計上の利益は選択された会計処理方法に影響される恣意性の高い数値であり、キャッシュフローにはそのような恣意性がないという認識がある。企業経営者が EVA に魅力を感じる理由のひとつとして、会計数値をそのまま使用するのではなく、経済的事実に近づけるために適切な修正をほどこすという点をあげることができるだろう。

3. 企業価値，市場とのかかわり

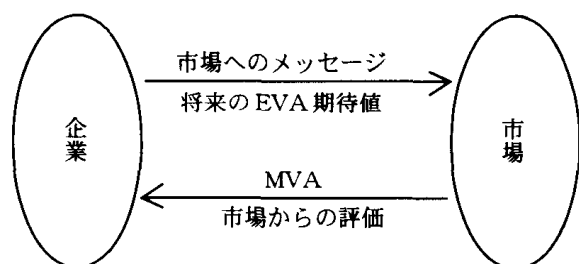
企業価値や市場とのかかわりという点からも、EVA と RI の相違を指摘できる。EVA を開発したスターン・スチュワート社は MVA (Market Value Added : 市場付加価値) という指標により企業価値評価を行っている。MVA は資本市場、あるいは将来の EVA 期待値という 2 つの側面から説明され、その計算式は次の通りである。

MVA = 株式の時価総額 - 株主資本の簿価

MVA = 将来の EVA 期待値の現在価値

この 2 式は効率的な市場のもとで、企業が将来獲得する EVA の期待値が株価に反映され、株式の時価と簿価の差としてあらわれることを示している。このことは、EVA が市場に対する企業からのメッセージであり、MVA は企業に対する市場からの評価であるとみることも可能であろう。図表 1 に示すように、EVA

図表 1 EVA と MVA の関係



は MVA に変換されることにより、企業価値や市場とのかかわりをもつ。企業価値あるいは株主価値を重視する現代の企業経営者が EVA を選択する理由は、このような点にも求めることができるだろう。

ところで、EVA と株価の相関については、これまでいくかの実証研究が行われてきた。しかしながら、それらの検証結果は必ずしも一致していない。比較的あたらしい研究をみると、Biddle らの調査では NOPAT, EVA, 異常項目修正前利益の順で株価説明力が高くなることが示された⁷⁾ものの、Clinton らの調査では、EVA と株価の相関はあまり高くなかったことが報告されている⁸⁾。EVA は理論上では株価と強い相関を示すはずであるが、現状においては、明確には実証されていないのである。

また、EVA を重要な経営指標として位置付ける企業が、そうでない企業よりも高いパフォーマンスをあげているという事実にも注目する必要があるだろう。Tully は、5 年以上にわたり EVA を活用している企業は同業他社に比べ、高い株価を維持しているという調査結果や、「EVA を導入する」と発表したある会社の株価が 10% はねあがったという事例を報告している⁹⁾。これらは、市場が EVA を選好しているのとらえることもできるが、一方で、市場が EVA に過剰に反応しすぎている可能性も否定できないだろう。

4. 経営管理のツール

RI は主に事業部制会計の中で議論されてきたため、経営指標としての枠組みから離れることができなかつた。RI を現場レベルにまでさせる方法や RI を基準にしたボーナスプランのあり方などのような「経営に直接かかわる議論」が行われることはなかつたのである。

一方、EVA はコンサルティング会社の商品であるため、単なる経営指標にと

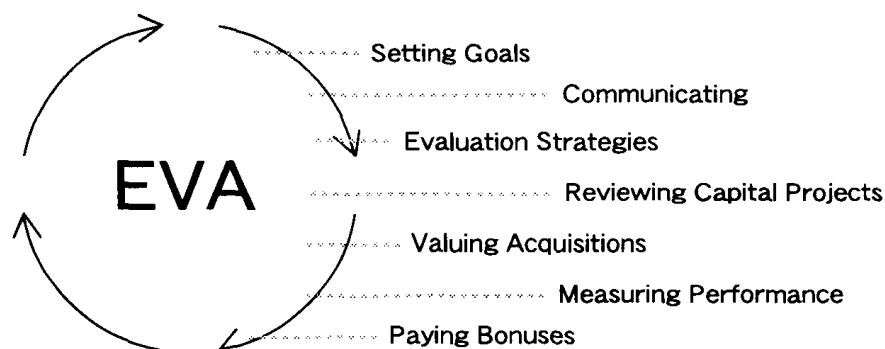
7) Biddle et al.[1997, p.331]

8) Clinton and Chen [1998, p.41]

9) Tully [1999, p.210]

どまることはない。EVAの生みの親であるスターン・スチュワート社は図表2のような「EVA経営システム」を提唱している。

図表2 An EVA Financial Management System :
Consistent Standards, Goals and Terminology



(出所) <http://www.sternstewart.com/evaabout/whatis.shtml>

このシステムはEVAという単一の経営指標が、目標設定、投資評価、業績測定、報酬支払など、経営のさまざまな場面で適用可能であることを示している。従来の経営システムでは、異なる目的には異なる指標が利用されてきた。それでも、1980年代までは、売上高、利益、シェアなど比較的わかりやすい指標が活用されたため、現場が混乱することはなかった。しかしながら、1990年代にはROEやキャッシュフローをはじめとする、やや分かりにくい指標が使用されはじめたため、経営者の多くは混乱してしまったのではないだろうか¹⁰⁾。

そのような時期に輸入されたEVAは、経営者にとってまさに福音だったはずである。

5. RIからEVAへ

ここまでみてきたことを踏まえて、EVAがRIにとって代わることができた理由を整理すると次のようになるだろう。

10) 山田[1998, p.109]は、キャッシュフローについて、次のように解説している。「社長がどこからか聞きつけてきて、社内をまた混乱させる指標。前はROEだった。」

- ①発生主義にこだわらず，経済的事実を反映することを主眼とした
- ②企業価値や資本市場と密接な関係をもった
- ③単一の指標で経営管理が行えることを示した

わが国の企業経営者はこのような EVA の特徴に魅力を感じ，積極的な導入を開始したのである。

II. 競合する経営指標

EVA がわが国に紹介される直前期において，日本企業の経営者がもっとも関心を持った経営指標は ROE であった。また，EVA の導入とほぼ時を同じくして，さまざまな新しい経営指標が米国より導入された。これらはすべて EVA のライバルとなる指標である。本節ではそのような指標をいくつかとりあげ，EVA との相違点あるいは優劣を検討する。

1. ROE

ROE (Return on Equity: 自己資本利益率) はわが国でもポピュラーな経営指標であり，その計算式は以下の通りである。

$$\text{ROE} = \frac{\text{利益}}{\text{自己資本}} = \frac{\text{利益}}{\text{売上高}} \times \frac{\text{売上高}}{\text{総資産}} \times \frac{\text{総資産}}{\text{自己資本}}$$

ROE はバブル崩壊後の一時期，非常に注目されたが，現在では ROE の欠点が指摘されることもある。たとえば，HOYA は 1990 年代の半ばには，ROE を主要な経営指標として位置付けていた。しかしながら，ROE には資本コスト概念がなく，またファイナンシャルレバレッジの影響により大幅に変動するなどの欠陥が指摘されたため，現在は EVA を採用している¹¹⁾。

11) 鈴木 [1997, p.18]。HOYA では EVA を自社流にアレンジし，SVA (Shareholder Value Added) という指標を使用している。

さらに、ROEの一般的な欠点としては、目標値を定めにくいということがあげられる。たとえば、ROEが30%の企業と20%の企業の優劣を単純に論じることはできないのである。EVAのわかりやすいメッセージとくらべ、ROEは経営指標としての明確さにやや難点があるといえるだろう。

また、ROEの計算には自己資本がからんでくるため、通常であれば、分権管理の経営指標とはなりえない。ただし、社内資本金制度を採用し、各事業部門に社内資本金を割り当てている場合には、ROEを事業部門の評価指標とすることは可能である。実際、カンパニー制を導入した当時、ソニーでは各カンパニーをROEで評価している¹²⁾。しかしながら、このようなやり方はあまり洗練された評価方法ではないと考えられる。

現状の社内資本金制度においては、社内資本金を各事業部門に配分するための理論的基準が存在しない。そのため実務では、各事業部門の総資産（あるいは固定資産）の比率で社内資本金を按分するなどの簡便な方法が採用されている。このような方法で配分された社内資本金を基準とするROEにはほとんど意味がないのである。

2. フリー・キャッシュフロー

フリー・キャッシュフロー (Free Cash Flow, 以下FCF) は「営業キャッシュフローから、現在の事業を維持・継続するために必要な諸費用をさしひいたもの」として定義される。ただし、「現在の事業を維持・継続するために必要な諸費用」の解釈のしかたにより、FCFの計算には、さまざまなバリエーションが存在する (図表3)。EVAと同様、FCFも企業価値と密接な関係を持ち、以下の関係が成立することが知られている¹³⁾。

企業価値 = 将来の FCF 期待値の現在価値

12) 日経ビジネス 1994年5月30日, p.17

13) FCFによって企業価値を測定することを、フリー・キャッシュフロー・バリュエーションという。数値例を用いた式の証明は、井出・高橋[2000, pp.381-388]に詳述されている。

また、企業価値、MVA、EVA については、次の式が成り立つ。

$$\text{企業価値} = \text{将来の EVA 期待値の現在価値 (MVA)} + \text{投下資本}$$

このように、FCF と EVA は企業価値評価に使用することができるため、投資家やアナリストにとっては同程度に有用である。しかしながら、事業部門の経営指標として使用するとき、両指標には明らかな優劣が発生する。

EVA では投資に伴って発生するコストを複数の期間に適切に配分することにより各年度の経済的利益をとらえる。一方、FCF は投資時にキャッシュフローを認識するので、大型投資を行った場合、当該年度の業績が極端に悪化してしまう。このため、FCF を事業部門の経営指標として採用した場合、部門長は投資に消極的になり、価値創造につながる成長投資の機会をつぶしかねないである。この点において、事業部門に対する経営指標としては、EVA のほうが優れているといえる。

図表3 フリー・キャッシュフローの類型

営業 キャッシュ フロー	フリー キャッシュ フロー		フリー キャッシュ フロー		フリー キャッシュ フロー		フリー キャッシュ フロー
					必要な 有価証券 投資		必要な 有価証券 投資
	投資 キャッシュ フロー (全体)		設備投資 (全体)		生産維持に 必要な 設備投資		生産維持に 必要な 設備投資
				配当金 支払い			

(出所) 菊池 [1998, p.187]

3. CFROI

CFROI (Cash Flow Return on Investment : キャッシュフロー投資利益

率) は米国のホルト社¹⁴⁾ が提唱する経営指標である。n年間の CFROI は次の式で計算される。

$$\text{投下資本} = \sum_{k=1}^n \frac{\text{営業キャッシュフロー}}{(1+r)^k} + \frac{\text{非償却資産}}{(1+r)^n}$$

(上式を満たす $r = \text{CFROI}$)

CFROI は資本コスト率と比較され、 $\text{CFROI} > \text{資本コスト率}$ であれば、株主価値の創造を意味する。また、式の構造から明らかなように、CFROI では企業または事業部門をひとつのプロジェクトととらえており、これは設備投資計算における IRR (Internal Rate of Return: 内部収益率) の概念の援用とみなすことができる。

CFROI は現在の企業価値あるいは事業価値を正確に示しているといわれるが、一方では、概念的な分かりにくさを指摘されることがある。また、CFROI は現時点における事業部門の価値を示すことはできるが、各年度の事業部門の業績を評価する場合には、あまり適切な指標とはならない。CFROI の計算は EVA などに比べ、必要とされるデータ (特に将来の営業キャッシュフロー) の収集が困難であるため、毎度ごとの業績評価にはなじまないのである。そこで、モンサント社では企業買収や設備投資の意思決定においては CFROI を利用し、上級管理職のボーナスプランには EVA を連動させるなど、CFROI と EVA を使い分けている¹⁵⁾。

このように、CFROI と EVA は有効な経営指標として共存可能であるが、現在、わが国の実業界における CFROI の認知度は相当低いのではないかとと思われる。EVA に比べ計算式が分かりにくいのが CFROI の欠点である。

14) ホルト社は米国の有力な経営コンサルティング会社である BCG 社 (ボストンコンサルティンググループ) の子会社でもある。

15) 日本経済新聞 1998 年 4 月 27 日, 日経ビジネス 1999 年 5 月 3 日, p.39

4. REVA

REVA (Refined Economic Value Added : 修正 EVA) は文字通り, EVA の改良版であり, その計算式は次の通りである¹⁶⁾。

$$\text{REVA} = \text{NOPAT} - \text{投下資本の時価} \times \text{資本コスト率}$$

EVA と REVA の違いは, EVA が投下資本を簿価で計算するのに対し, REVA は時価 (市場価値) で評価する点にある。投資家は時価で資本を提供するので, それに対する見返り (投資家の必要収益率 = 資本コスト) も, 時価ベースで計算すべきであると考えるのが, REVA の基本コンセプトである。通常は, (投下資本の時価 > 投下資本の簿価) となるので, 同一企業においては, (REVA < EVA) となる。

EVA よりも REVA が優れているとする研究者や実務家も少なくないが, 現状では両者の優劣は明確になっていない。ただし, REVA の前提条件には重要な誤りがあると指摘する研究者もいる。その論拠は, 資本コストには投資家が証券投資に対して要求する収益率と, 企業が事業からあげる必要収益率という2つの側面があるが, REVA の計算式は両者を混同している¹⁷⁾ というものである。筆者もこの見解を支持しており, 現時点では EVA の優位性を認めている。しかしながら, EVA と REVA の優劣については今後とも注視していく必要があるだろう。

Ⅲ. EVA の現実

1. 発生主義の修正

既述の通り, EVA の計算においては, 計算結果を経済的事実に近似させるために, 発生主義に基づく会計数値に適切な調整をほどこす。これに関し, スタ

16) Bacidore et al.[1997]

17) 井手・高橋[2000, pp.398-399]

ーン・スチュワート社の創始者であるスターン氏らは「GAAP (generally accepted accounting principles: 一般に認められた会計基準) にはEVA測定を妨げる120の欠陥がある」¹⁸⁾と述べている。もちろん、日米の会計基準は異なる部分が多いため、そのすべてがわが国に当てはまるわけではない。しかしながら、わが国の会計基準が徐々にグローバルスタンダードに近づきつつある状況を考えると、日本企業が「真のEVA」を算出するためには、やはり100以上の項目について修正が必要となるであろう。

ただし実務においてEVAを算出する場合には、修正項目を10以下にとどめるのが現実的である。実際、多くの論者が、修正項目を絞っても「真のEVA」に近似する数値を得られることを指摘している¹⁹⁾。修正項目の選択においては、金額的なインパクト、データ収集の容易性など考慮する必要がある。以下では代表的な修正項目を検討してみよう。

(1) 引当金

引当金が計上される条件は、①将来において特定の費用または損失の発生する可能性が高いこと、②その発生が当期以前の事象に起因していること、③その金額を合理的に見積もることができることである。これに基づいて計上される引当金は、発生主義、保守主義のような会計上の考え方によるものであり、現金支出を伴わない費用である。したがって、現金収支をその経済的事実に合わせるため、引当金については当期の計上額をNOPATに加える必要がある。

(2) リース

リースにはファイナンス・リースとオペレーティング・リースがある。このうち、ファイナンス・リースは会計規則により、原則として同額の資産と負債が貸借対照表上で認識される。よって、投下資本の計算もそのまま行うことが

18) Stern et al.[1995, p.41]

19) たとえば、Stern et al.[1995, p.4]は5~10、川野[2000, p.14]は4~5以下の修正を適当としている。

できる。一方、オペレーティング・リースについては、リース料が損益計算書に反映されるだけである。しかしながら、オペレーティング・リースもその経済的事実はファイナンス・リースと同様であるため、これも貸借対照表上で認識し、投下資本に含めるべきである。

(3) 減価償却

固定資産の減価償却については、耐用年数と償却方法について検討する必要がある。耐用年数は通常、税法上のものが使用されているが、これと当該固定資産の経済命数が著しく異なる場合には修正が必要となる。また、償却方法についても、固定資産減耗の経済的事実を反映した調整を行うべきである。

(4) 研究開発

研究開発費は会計上、原則として当期の費用として認識される。しかし、研究開発型の企業の場合、そのような処理をするとEVAにゆがみが生じる。一般に研究開発の効果は数年後に発現し、その後、数年間にわたって効果を発揮する。よって、このような費用はいったん繰延資産として貸借対照表上で認識し、効果の発現に応じて費用化すべきである。また、新製品ための市場調査、販路開拓など、多額のマーケティング費用が生じた場合にも同様の処置が考えられる。

(5) 非経常項目

非経常的な項目、異常項目なども修正の対象となる。しかしながら、これらについては経営者の管理可能性を考慮する必要がある。すなわち、リストラに伴う資産の売却損であれば、これは経営者の管理可能な項目であるため、いったん資産に計上し、その後、数年間かけて徐々に費用化していくことで、NOPATに反映させるべきである。また、震災などによる損失はあきらかに管理不能であるため、NOPATの計算からは除外することになる。

企業の個別事情によってはその他の項目も検討する必要があるが、最大公約数的な項目としては以上の5項目があげられるだろう。この5項目でさえも、各事業部門まで展開し修正すると最初の段階ではかなりのコストがかかるはずである。しかしながら、導入時に明確なルールを決定し、そのルールどおりに運用すれば、各年度のEVA計算にはそれほど困難は伴わないと考えられる。

2. EVAの浸透

事業部門別のEVA計算はテクニカルな作業であるため、時間とコストをかければ必ずできるはずである。そこで、次のステップとしては、EVAをいかにして社内の各レベルにまで浸透させるかがポイントとなる。

この点について、スターン・スチュワート社のスチュワート氏は、「売上高10億ドル以上の企業であれば約2年かかる」²⁰⁾と述べている。また、EVAを軸としたVCM (Value Creation Management) を1999年に導入したソニーでは、出井社長(当時)が、責任者に対して「3年やるから(ソニーに合った)EVAを完成させろ」と命じている²¹⁾。

新しい経営手法をとり入れることに長けているソニーでさえ、EVAの完成までに3年もの期間をかけるのである。「普通の大企業」がEVAを社内に浸透させるには、それなりの覚悟が必要であろう。

また、EVAの導入を決定した企業では、役員、上級管理職から一般従業員にいたるまで、社内のあらゆる階層に対して、徹底したEVA教育を施している。EVAをいち早く導入したコカ・コーラ社では、全社員にEVAを分かりやすく解説したパンフレット『Accountability for EVA』を配付しており²²⁾、日本企業の多くもこれになっている。たとえば、ソニーでは『Value Creation Management - 企業価値創造を目指して』、旭化成では『やってみよう! EVA』

20) Stewart[1995, p.85]

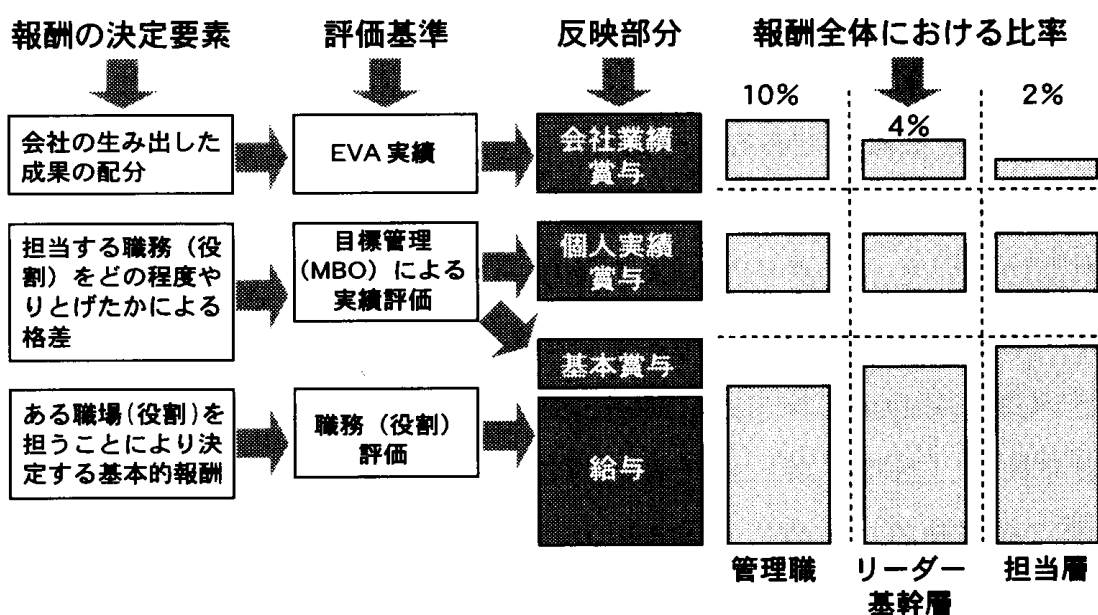
21) 週刊東洋経済 2000年11月4日, p.32

22) コカ・コーラ社は、このパンフレットを主要な海外子会社でも配布しており、全社をあげてEVAの浸透につとめている。なお、日本法人においても、『EVAに対する責任』という邦訳冊子が配布されている。

という名称のパンフレットを従業員に配付している。それらは数ページから十数ページの小冊子であるが、EVAの仕組みや考えかた、また現場従業員が自部門のEVAを向上させる方法にいたるまで、非常に分かりやすく解説されている。

しかしながら、EVAを社内に浸透させるには、教育だけでは不十分である。そこで、いくつかの企業ではEVAと報酬制度をリンクさせようと試みている。

図表4 花王のEVA連動型報酬



(出所) 週刊東洋経済 2000年11月4日, p.37

たとえば、EVAの先端企業である花王では図表4のようなEVA連動型報酬体系を構築している。同社の報酬体系においては、管理職では全報酬の10%、リーダークラスでは4%、一般従業員レベルでは2%がEVAと連動している。その他の企業でも、EVA連動型の報酬体系を導入する例はあるものの、幹部職員や管理職のみが対象となっている場合が多い。一方、花王の報酬体系は全社員が対象となっており、先進的な事例として注目されている。

3. 資本コスト概念

従来からある伝統的な経営指標と比べたとき、EVAに特徴的なのはその計算式に資本コストを含むという点である。このため、EVAには容易に理解しがたい指標というイメージが付きまとう。その一方で、EVAは直感的に分かりやす

い指標であるとする論者も少なくない。

EVA を難しいと感じる者は、EVA 計算における資本コストを厳密な意味での加重平均資本コストと考えるため、そこで行き詰まってしまうのである。加重平均資本コストは次の式で計算される。このうち株主資本コストの計算には高度な財務的知識が要求されるため、一般の実務家が加重平均資本コストを理解するのは容易ではない。

$$\text{加重平均資本コスト} = \frac{D}{D + E} r_D (1 - T) + \frac{E}{D + E} r_E$$

ただし、 D = 負債の価値、 E = 株主資本の価値、 r_D = 負債コスト率

r_E = 株主資本コスト率、 T = 法人税率

アナリストや投資家が企業評価のために EVA を計算する場合は、資本コストを厳密に計算する必要があるが、内部の経営管理指標として EVA を計算する場合の資本コストは概算でよい。その概算の資本コストも部門管理者が自ら計算する必要はなく、財務担当部門から所定の率で計算するように指示があるのが通例である。よって、資本コストについては「自部門が使用している資産の購入には現金が投入されており、その現金の調達には所定の利子がかかっている。この利子が、自部門の資本コストである」程度の理解でもいっこうに構わないのである。

ただし、財務担当者の場合はこのようなナイーブな理解では困る。財務担当者は、まず自社の加重平均資本コストを計算し、これをベースに各事業部門の EVA を計算しなければならない。よって彼らには資本コストについての正確な知識が要求される。ところが、わが国企業の財務担当者は、少なくとも数年前までは資本コスト（特に株式の資本コスト）に関してきわめて無知であった。

図表5 株式資本コストの認識

	回答数	%
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
合計	896	100.0

(出所) 赤石他 [1996, p.96]

図表5は、わが国企業の財務・経理担当役員の株式資本コストについての認識を調査したものである。もちろん正解は③であるが、正答率はわずか2割強である。これ以降、同様の調査は行われていないようであるが、EVAの普及にともない、財務担当者の資本コストへの理解度も向上しているものと思われる。

おわりに

本稿ではわが国におけるEVAの展開について検討した。

I章では、計算構造がきわめて類似するRIとEVAが別々の道をたどり、EVAのみが経営指標として企業に受け入れられた理由を明らかにした。RIの歴史は非常に不幸であったが、これは管理会計学者の視点が実業界に向いていなかったことの証左であり、大いに反省すべき点である。

つづくII章においては、比較的あたらしい経営指標をいくつかとりあげて、EVAとの比較を行った。経営管理のための経営指標としては、EVAの優位性がほぼ例証されたのではないかと思う。ところで、米国においては、経営コンサルティング会社があたらしい経営指標をつぎつぎと開発し、それをCFOのもとに売り込みにくると聞く。このような状況のもとでは、今後も多くの経営

指標がわが国にも輸入されてくるはずである。我々は、そのような経営指標の真贋を見きわめる能力を養っておく必要があるだろう。

Ⅲ章では、EVAに関連する3つの論点について検討した。そのなかで、筆者が現在関心をもっているのは「実務家の資本コスト概念」である。EVAの上陸前後で、実務家の資本コストに対する意識がどのように変わったのか。この点について、こんご注目していきたいと考えている。

(参考文献)

- 赤石雅弘, 馬場大治, 村松郁夫「構造変革期における我が国企業の財務行動」『甲南経営研究』第37巻第2号, 1996年, pp.77-111
- 井手正介, 高橋文郎『経営財務入門』日本経済新聞社, 2000年
- 川野克典「EVAに必要な数値を洗い直す - 日本的導入のすすめ」『経理情報』2000年11月1日, pp.13-17
- 菊地誠一『連結経営におけるキャッシュフロー計算書』中央経済社, 1998年
- 鈴木哲夫「HOYAの経営革新」『証券アナリストジャーナル(別冊)』1997年11月, pp.16-30
- 三浦克人「EVAによる経営革新」『SRICレポート』, Vol.3, No.2, 1998年3月, pp.13-20
- 山田英夫『ビジネス版 悪魔の辞典』メディアファクトリー, 1998年
- Atkinson, A.A., Banker, R.D., Kaplan, R.S. and Young, S.M., *Management Accounting, 2/e*, Prentice Hall, 1997
- Bacidore, J.M., Boquist, J.A., Milburn, T.T. and Thanker, A.V., "The Search for the Best Financial Performance Measure", *Financial Analysts Journal*, May/June 1997, pp.11-20
- Biddle, G.C., Bowen, R.M. and Wallace, J.S., "Does EVA Beat Earnings? Evidence on Association with Stock Returns and Firm Values," *Journal of Accounting and Economics*, Dec. 1997, pp.301-336
- Clinton, B.D. and Chen, S., "Does New Performance Measures Measure UP?," *Management Accounting*, Oct. 1998, pp.38-43
- Dearden, J., "The Case Against ROI Control," *Harvard Business Review*, May-June 1969, pp.124-135
- Hornigren, C.T., Foster, G. and Datar, S.M., *Cost Accounting: A Managerial Emphasis, 9/e*, Prentice Hall, 1997
- Mauriel, J.J. and Anthony, R.N., "Misevaluation of Investment Center Profit Performance," *Harvard Business Review*, March-April 1966, pp.98-105
- Reece, J.S. and Cool, W.R., "Measuring Investment Center Performance" *Harvard Business Review*, May-June 1978, pp.28-176
- Solomons, D., *Divisional Performance: Measurement and Control*, Richard D. Irwin, 1965
- Stern, J.M., Stewart, III, G.B. and Chew, Jr, D.H., "The EVA Financial Management System", *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol.8, No.2, 1995, pp.32-46
- Stewart, III, G.B., *The Quest for Value*, HarperCollins, 1991
- Stewart, III, G.B., "EVA Works - But Not If You Make These Common Mistakes", *Fortune*, May.1, 1995, pp.85-86
- Tully, S., "The EVA Advantage", *Fortune*, Mar.29, 1999, p.210