

[論 文]

EVA 企業の情報開示

三 浦 克 人

- I はじめに
- II 推移・計算差異・増減分析 ——花王の事例
- III 計算式・目標値・増減分析 ——東京ガスの事例
- IV おわりに

I はじめに

わが国の企業が、EVA 経営システム¹を導入しはじめたのは、1999年のことであった。その先鞭をつけたのがソニーや花王といった優良企業であったことと、ビジネスジャーナリズムの喧伝とが相まって、このシステムはすぐにブームとなった。2002年末時点において、すくなくとも70社の大手企業がこれを採用していたということである²。

しかし、そのブームは、2004年ごろにははやくも息切れした。このころまでには、導入が一巡したことで経営指標としてのEVAの目新しさが失われ、また、「企業価値重視の経営」も当たり前のこととして定着してしまったのであろう。

もちろん、ブームの終息がそのままEVA 経営システムの陳腐化を意味するわけではない。たしかに、この指標が主要なビジネス誌の紙面を賑わすことは

キーワード：EVA, NOPAT, 資本コスト

1 EVA (Economic Value Added) は、米国スターン・スチュワート社の登録商標である。本稿では、EVA やこれと類似した指標を経営目標に掲げ、企業価値創造をめざしていく経営手法を総括して「EVA 経営システム」とし、また、この手法を採用する企業を「EVA 企業」と称する。

2 本合・井上 (2003, p.25)

一時期に比べ激減したが、その主たる理由は、ニュースバリューの低下にあり、経営指標としてのEVAは、むしろ一定のポジションを確保したと言ってよい。その証拠に、管理会計や経営分析の分野の新刊テキストの多くは、業績評価や投資評価の指標としてのEVAを詳しく解説している。

筆者はこの10年ほどの間、管理会計研究の視点から、EVAに関する論文をいくつか発表し、また、企業が発表するEVA情報についても、その動向を注視してきた。そこで気づくことのひとつは、EVA企業が発信するEVA関連情報の少なさである。このシステムを導入した企業では、経営活動のさまざまな場面でEVAを活用することを計画しているにもかかわらず、EVAの計算方法やその目標値、実績値などを公表する企業はごく少数にとどまっている。これでは、投資家をはじめとする企業財務情報の利用者が、EVA経営システムの進捗や成果を知ることは不可能である。

もちろん、EVAは強制開示の対象ではないため、有価証券報告書等において公表する義務はない。とはいえ、EVA経営システムを導入している企業が、その中心となる指標であるEVAに関連する情報をほとんど開示しないことは不可思議な現象である。周知のとおり、EVAの計算においては、NOPAT (Net Operating Profit After Tax) や投下資本に対して独自の「調整」を行うことにより、各企業は裁量を発揮できる。このようなやわらかさをもつ指標であるEVAの公表に企業が消極的になる理由はわからなくもない。それにしても、比較的ポピュラーであり、かつ、理論的な基礎も兼ね備えている経営指標でありながら、その実像がなかなかみえてこない指標は他にみあたらないだろう。

幸いなことに、ごく少数ではあるが、EVA情報を継続的に開示している企業も存在する。本稿では、それらのうち、花王と東京ガスの事例をとりあげ、EVA関連情報の開示について現状と問題点を検討する。

II 推移・計算差異・増減分析 ——花王の事例

1 花王のEVA経営

花王とソニーは、1999年度にEVA経営システムをいち早く導入し、わが国での普及に大きく貢献してきたが、その後の歩みは、まったく対照的であった。ソニーのEVA経営は数年後に失速し、現在では、同社がEVAを語ることはなくなっているのに対し、花王はこのシステムをうまく活用しながら、好業績と堅固な財務内容をキープし続けている。

花王のEVA経営については、研究者による事例研究³や、ジャーナリズムでも再三紹介されており、語りつくされた感さえある。ただ、それらにおいても、花王が開示するEVA関連情報については論究されていない。以下ではこの点に関する同社の対応と問題点を明らかにしてみたい。

2 EVAの推移

花王の各年度のアニュアルレポートによれば、同社のEVAは図1の棒グラフのとおり推移している。EVAを導入した1999年度から2005年度までの7年間は順調に伸長してきたが、直近の2006年度にはじめて対前年マイナスとなっている⁴。

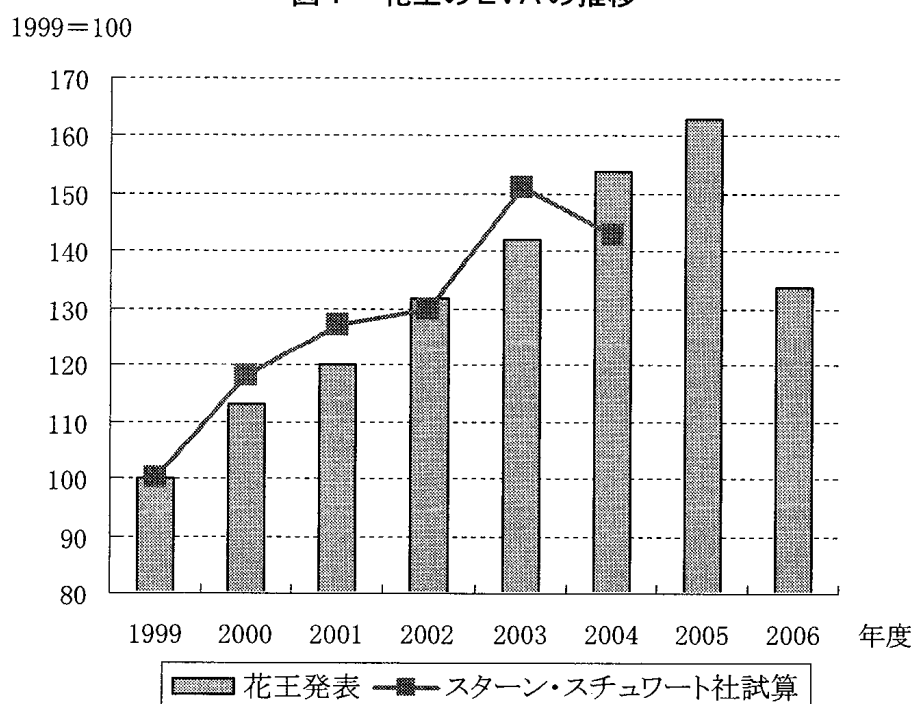
なお、図1にはEVAの実額は示されていない。これは、そもそも花王がEVAの実額を開示していないためである。同社が公表しているのは、1999年度のEVAを100として指数化したものだけであり、図1はそれにしたがって作成したものである。

アニュアルレポートに掲載されたこの数値は、花王の社内ルールによって厳密に計算されたものとして信用に値する。しかしながら、EVAは、NOPATの計算に含める特別損益の項目や、WACC (Weighted Average Cost of Capital) の

3 代表的な例としては、伊藤 (2001)、福田 (2001) など。

4 その主たる原因は、カネボウ化粧品の買収に伴う臨時的な支出である。

図1 花王のEVAの推移



(出所) 花王のアンニュアルレポート (英文), 週刊東洋経済により, 筆者作成

算定方法などにより数値が変動するという「やわらかさ」をもつ経営指標であるので、EVAの実額とそれを計算するための諸条件が示さなければ、指標としての価値が著しく損なわれてしまう。

花王の場合、指数化したEVAを毎年公表しているので、EVAの計算ロジックの継続性は確保されているとみるのが妥当であろう。また仮に、EVA計算上のいくつかの諸条件に若干の変更があったとしても、EVAの増減トレンドが「おおむね」正しければ、指数によるEVAであっても、情報利用者にとって一定の価値はある。しかしながら、その価値は「未公表の計算方法により算出されたEVA」という枠内にとどまる。

3 EVAの計算差異

つぎに、花王のEVAの推移について、スターン・スチュワート社が毎年試算してきたEVAの「実額の推移」⁵と比較し、その増減トレンドの差異を確認

5 スターン・スチュワート社が試算したEVAは、1998年度から2004年度分までが、週刊東洋経済に掲載された。図1の折線グラフが途中で終わっているのはそのためである。各年度分の掲載号については、参考文献を参照のこと。

してみたい。

図1のうち、折れ線グラフで示してあるのは、スターン・スチュワート社が試算した花王のEVAである(ただし、花王の発表と同様に、1999年度を100としてその推移を指標化した)。これによると、花王の発表とスターン・スチュワートの試算は、ほぼ同様の傾向(上昇基調)にあることを確認できる。しかし一点だけ、重大な食い違いが見られる。それは、2004年度のEVAが、花王の発表では対前年でプラスとなっているのに対し、スターン・スチュワートの試算ではマイナスとなっている点である。この差異が意味するものはそれほど小さくはない。というのも、EVAはその絶対額と同程度に、対前年での増減が注目されるからである。花王自身、そのことを充分意識しており、各年度のAnnualレポートにおいては、EVAが対前年で着実に伸びてきていることをアピールしている。

つづいて、EVAの絶対額の「かたさ」に目を向けてみたい。花王の1999年度のEVAについて、日本経済新聞社、日経メディアマーケティング社、スターン・スチュワート社はそれぞれ、295億円、377億円、385億円、と見積もっている⁶。このように計算結果が異なっても、それはEVAの算定方法の違いによるものであるため、各社の試算に間違いはなく、それぞれが「正しい」といえる。

情報の利用者の立場でみると、上記の差異は看過しがたい程度に大きいものの、EVAの算定が各社の計算ロジックに左右されることを考えると、今後、この差異が埋まることは想定しにくい。このことを前提とするならば、投資家等が有用な企業価値指標としてEVAを活用するための近道は、花王自身によるEVAの計算方法や実額の開示にあると考えても筋違いではないだろう。

6 数値の出所は順に、日経金融新聞2007年11月15日、井手・高橋(2005, p.250)、週刊東洋経済2000年11月4日号。このうち、日経金融新聞にはEVAの計算式が掲載されていないため、各数値の算定方法についての比較検討は省略する。

4 EVAの増減要素分析

花王は各年度のアニュアルレポートにおいて、EVAに関するセクションをもうけ、当該年度におけるEVAの増減についてコメントしている。その概要は、次ページの表1にまとめたとおりである。

これによると、同社では、各年度のEVAの増減に貢献したオペレーションを3あるいは4区分して説明・分析している。EVA導入当初と現在とでは、項目の名称が異なるものの、各項目が意味するところは、ほとんど変わっていない。項目の名称とその内容が直感的にわかりにくいのは、当初の2年間のみにてくる「収穫 (harvest)」であるが、その内容をみると、この項目では、余剰資産の削減と、収益性の低い事業の合理化などを意味していることがわかる。

直近の4年間でみると、「利益の増加」「成長への投資」「財務の改善」の3分野による分析が定着している。しかしながら、ここで開示されているのは、各分野において、EVAの改善にインパクトをあたえたオペレーションの概要のみであり、さらにその金額が示されているのは、TCR (Total Cost Reduction) 活動と自社株買いの2点にとどまっている。

また、金額が開示されているオペレーションに関しても、それらが最終的にEVAに与えたインパクトは不明である。たとえば、自社株買いは、余剰資産の削減とWACCの低減という2つの側面からEVAの改善に寄与するが、「自社株買いの金額=余剰資産の削減」として直接的に把握できるものの、WACCに対するインパクトについてはわからないのである。

さらに、現在の開示内容では、当該年度のEVAに対する貢献と将来のEVAへの源泉が混在している点にも、注意が必要である。開示内容をおおきくとらえると、「利益の増加」「財務の改善」は、当該年度のEVAの増減に直接言及しているのに対して、「成長への投資」では、当該年度よりもむしろ将来のEVAの源泉という視点で分析されていることがわかる。

一方、情報の利用者にとっては、当年度のEVAに影響をあたえた項目と、将来のEVAの増加に貢献する項目が明確に区分されている方がわかりやすい。そもそも、EVAは年度ごとに計算するのが基本であるため、その増減要因の分

表 1 花王のEVA増加要因分析

【1999年度】

総括：1999年4月にEVA経営システムを導入。EVAを増加させるには、次の4つの方法があり、当社はそのすべてを実施する。
投資：EVAを増加させる最も重要なもので、資本コスト率を上回る投資から構成される。健康エコナクッキングオイルの導入に成功し、将来にむけた投資も実施。
改善：追加投資なしで利益を増加させることに注力した。TCR活動と各事業における利益管理が、EVA改善に貢献。
収穫：サプライチェーンマネジメントと国内での脂肪酸の生産統合により147億円の在庫削減。
財務：295億円の自社株買いを実施。

【2000年度】

総括：2年連続のEVA増加を達成。NOPATの増加と資産の有効利用が貢献。
改善：追加投資を行なうことなく収益性を改善。TCR活動が収益性の改善に貢献。製品構成の見直しと購買活動の効率化も実施した。
投資：国内では、洗剤と食用油の生産設備に投資。海外では、化学品のビジネスに投資。また、将来有望な油脂アルコール、トナー関連製品などにも投資。
収穫：資産の圧縮に努めた。国内では、洗剤やクリーニング製品の製造設備を移設・統合した。
財務：286億円の自社株買いを実施。

【2001年度】

総括：3年連続のEVA増加を達成。NOPATの増加と資産の有効利用が貢献。
利益の増加：追加投資を最小化しつつ、既存事業で利益をあげた。追加投資を最小化した。TCR活動（包装材や製造工程の改善など）も収益性向上に貢献。
成長への投資：国内では洗剤と食用油の製造設備に投資。フィリピンとマレーシアで油脂アルコールを含む化学品関連のビジネスに投資。トナー関連製品については、日本とスペインで投資。これらの投資は、将来のEVAに貢献する。
余剰資産の削減：サプライチェーンの改善に注力し、消費者向け製品で在庫削減。ASEAN地域での資本効率改善のため、台湾とマレーシアの工場を移設・統合。
財務の改善：576億円の自社株買いを実施。

【2002年度】

総括：4年連続のEVA増加を達成。NOPATの増加と資産の有効利用が貢献。
利益の増加：追加投資を最小化しつつ、既存事業で利益をあげた。TCR活動で110億円のコスト削減が収益性向上に貢献。
成長への投資：米国とヨーロッパでのヘアケアビジネスを強化のための企業を手元現金により買収。国内における生産能力強化のため、新工場へ投資。また物流設備の拡張と情報システムへも投資。これらの投資は、将来のEVAに貢献する。
余剰資産の削減：米国やメキシコでの事業構造見直しのため、繊維加工用薬剤の事業を売却。
財務の改善：772億円の自社株買いを実施。4年間の累計では1,920億円となり、これは当期首の発行済み株式の10%以上にあたる。

【2003年度】

総括：5年連続のEVA増加を達成。NOPATの増加と資産の有効利用が貢献。
利益の増加：追加投資を最小化しつつ、既存事業で利益をあげた。消費者向け製品の国内売上拡大で利益が増加。TCR活動では80億円のコスト削減。
成長への投資：国内ではヘルシア緑茶の工場に投資。ASEANの消費者向け製品ビジネスの拡大のため、タイに新工場建設。これらの投資は、将来のEVAに貢献する。ヨーロッパでは、化学メーカーより香料ビジネスを、現金・現金同等物により買収。
財務の改善：367億円の自社株買いを実施。過去5年間の累計では2,287億円となり、これは当期首の発行済み株式の8.5%以上にあたる。

【2004年度】

総括：6年連続のEVA増加を達成。NOPATの増加と資産の有効利用が貢献。
利益の増加：追加投資を最小化しつつ、既存事業で利益をあげた。消費者向け製品の国内売上拡大で利益が増加。TCR活動では80億円のコスト削減。
成長への投資：ヘルスケア部門の将来R&Dを強化のため、国内に研究拠点を設置。化学品分野において、国内で新製品の工場を新設し、ドイツではコンクリート用高性能減水剤の工場に投資。これらの投資は、将来のEVAに貢献する。
財務の改善：716億円の自社株買いを実施。過去5年間の累計では2,987億円となり、これは当期首の発行済み株式の18%にあたる。

【2005年度】

総括：7年連続のEVA増加を達成。NOPATの増加と資産の有効利用が貢献。
利益の増加：既存事業で利益をあげた。カネボウ化粧品品の知的財産権償却の影響を除けば、主に海外事業で利益が増加。TCR活動では60億円のコスト削減。
成長への投資：国内外で、新製品の工場へ投資。タイの工場はASEAN地域の基幹工場となる予定。これらの投資は、将来のEVAに貢献する。将来の成長を加速させるためカネボウ化粧品を買収したが、今年度は連結対象ではない（EVAの計算上は調整済み）。
財務の改善：戦略的買収に多額の資金を要し、自社株買いは減少。過去7年間の累計では3,037億円となり、これは当期首の発行済み株式の18%以上にあたる。

【2006年度】

総括：EVAは対前年で減少した（163→134）。カネボウ化粧品品の買収による資本コスト増加がNOPATの増分を上回った。
成長への投資：カネボウ化粧品を買収（事業価値は4,100億円と試算）。これにより化粧品事業の成長を期待できるが、資本コストの増加はNOPATの増分を上回った。国内では新製品の生産設備に投資し、海外では、フィリピンで油脂アルコール製品の工場を増設。これらの投資は、将来のEVA改善に寄与する予定。
利益の増加：原油価格高騰で原材料価格も上昇。既存ビジネスで売上が伸長した。カネボウ化粧品品の買収に伴う知的財産権の償却の影響を除けば、NOPATは増加。TCR活動では50億円のコストを削減。
財務の改善：カネボウ化粧品品の買収はすべて有利子負債による。カネボウ化粧品が加わることで、フリーキャッシュフローが増加し、1,018億円に。これは、配当や有利子負債を削減に使用された。

（出所）花王の各年度のアニュアルレポート（英文）より、筆者作成

析においても、原則として当該年度のEVAに対するインパクトに限定して記述した方が整合的である。

もちろん、「成長への投資」で語られる将来のEVAに関する事項にも、一定の意味はある。EVAを経営目標とする場合の問題点としてしばしば指摘されるのは、短期志向に陥りやすいという点である。すなわち、長期的視野での投資を抑制することで、短期のEVAを向上させることができるのである。このような批判に対し、「成長への投資」で語られるトピックスは、同社が単年度だけではなく、将来のEVA改善を見据えて経営をおこなっているというメッセージとしても機能しているといえる。

以上のように、EVA企業の代表格である花王では、さまざまなEVA関連情報を開示しているが、よくみると、EVAの具体的な計算式や実額などの基本的情報がまったく開示されておらず、投資家をはじめとする市場関係者のニーズを満たしているとはいいがたい。

Ⅲ 計算式・目標値・増減分析 — 東京ガスの事例

1 東京ガスのEVA経営

電気、ガス、鉄道などの公益企業には、EVA経営システムを導入している企業が比較的多い⁷。近年の一連の規制緩和の流れの中で、競争環境が激化している公益企業には、巨額の保有資産を効率的に活用することがよく求められており、資本効率を重視するEVA経営システムは、この経営課題に対処する方策として好適である。しかしながら残念なことに、そのような企業においても、EVAの実額等を公表する企業はほとんどみあたらない。以下で紹介する東京ガスは、継続的にEVAとその関連情報を開示している事例である。

7 たとえば、東京電力、関西電力、東北電力、大阪ガス、京王電鉄などがあげられる。

東京ガスでは、2002年4月に中期経営計画「フロンティア2007」を発表した。この計画において同社は、「TEP⁸ (Tokyo Gas Economic Profit = 東京ガス版EVA)」「フリー・キャッシュフロー」「ROA」「有利子負債残高」の4つを主要経営指標と位置づけ、それぞれについて2007年度の目標値をさだめている。このうち、TEPについては、2003-2007年度の5事業年度では年平均60億円とし、経営計画の最終年度である2007年度では100億円を目標としている。

また、2006年に新たに策定した新中期経営計画においても、引き続きTEPを経営指標として採用し、2010年度の目標値を500億円レベルに設定している。このように東京ガスでは、比較的長期にわたってEVAを主要な経営指標としており、企業価値重視への一貫した姿勢をみてとることができる。

2 T E P の計算式と推移

東京ガス版EVAであるTEPの計算式は、つぎのとおりである。

$$\text{TEP} = \text{税引後・利払前利益} - \text{投下資本} \times \text{WACC}$$

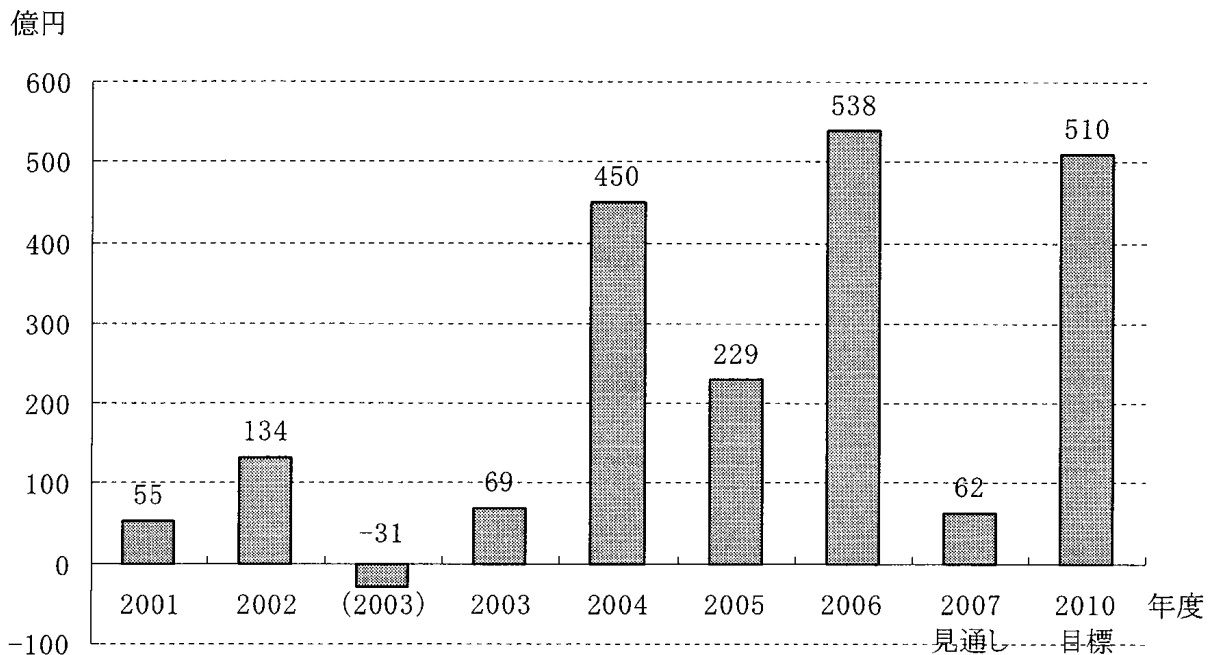
税引後・利払前利益はいわゆるNOPATと同等のものであり、同社では、特別損益項目もこれに加えている。また、EVAの計算における独自の調整は行っていない模様である。WACCの算定方法は、中期経営計画の中途である2004年度に一度変更されている。その内容は、①株主資本コストの計算ベース（株主資本額を簿価で計算→当年度平均時価総額で計算）、②有利子負債コスト率（3.5%を固定値として使用→当年度実績金利を使用）、③リスクフリーレート（3.5%を固定値として使用→10年国債利回りを使用）の3点である。これは、従前の簡便な計算方法から、より厳密な方法への変更として評価できる。ちなみに、直近の2006年度のWACCは3.8%である。

8 EVA経営システムを導入する多くの日本企業で見られるように、東京ガスでも、EVAにかわりTEPという独自の名称をもちいている。その他の例としては、日立のFIV (Future Inspiration Value)、東芝のTVA (Toshiba Value Added)、松下電器産業のCCM (Capital Cost Management) などが有名である。

東京ガスでは、前章でみた花王と異なり、TEPの実額を公表しており、その推移は図2のとおりである。図2においては、2003年度のTEPがふたつ表示されている。これは2003年度までの旧基準で算定されたTEPがマイナス31億円であり、2004年度に採用された新基準で再計算された2003年度のTEPがプラス69億円であったことを意味する。WACCの算定方法が変更されたことにより、2003年度のWACCが4.5%から3.8%に低下し、その結果、TEPが「マイナスからプラスに好転した」のである。このように、WACCのわずかな変動が、計算結果に大きく影響をあたえるのは、EVAの計算上、さけられない現象である。

アニュアルレポート等で公表するEVA情報は、企業の自発的な情報開示であるため、上記のようなWACC算定式の変更があっても、情報の利用者に知らされない可能性がある。その点、東京ガスのように、計算方法の変更を明示し、さらに、前年度にさかのぼってTEPを再計算したことは評価できる。また、逆にみると、EVAの計算方法と、各年度の計算ベースの情報（とくにWACC）を公表していない企業のEVA数値は、とくに注意してみる必要がある。前章でみた花王の例はこれに該当する。

図2 東京ガスのTEPの推移



(出所) 東京ガスの各年度のアニュアルレポート（和文）により、筆者作成

3 TEPの目標値と見通し

東京ガスの中期経営計画におけるTEPの目標値は、前述のとおり2007年度に100億円であったが、図2をみてわかるように2004-2006年度までの3年間は、これを大幅に上回っている一方、2007年度には見通し値ではあるが、これを下回ることが予想されている。すなわち、中期経営計画の中途において、目標を達成しているが最終年度には未達となっており、中期的な目標値としての意義がおおきく損なわれていることがわかる。

また、最新の中期経営計画においては、2010年度に500億円レベルというTEPの目標値を掲げているが、このレベルを2006年度に達成してしまっていることも見すごせない点である（なお、最新の中計が公表されたのは、2006年度決算が行われる前の2006年1月である）。

このように、東京ガスは、はじめの中期経営計画の段階で目標TEPを「誤算」している。新中期経営計画で、あらためて目標TEPを設定する際には、より慎重な検討を行っているはずであるが、結果は上記のとおりである。このことから、3~5年後をみすえた中期経営計画においては、TEPの目標値を設定することの難しさをうかがい知ることができる。

中期経営計画においては、規模の指標である売上高や経常利益を目標値のひとつとして掲げることが一般的である。EVAもそれらと同じく、最終的には金額の大きさを示される指標である。しかしながら、EVAは、利益、投下資本、資本コスト率という要素が、複合的に作用して計算されるため、これを目標値として設定することはもともと難しい。よって、単年度の企業価値創造額をあらわすEVAは、数年後の目標値として設定するよりも、まずは、「毎年プラスであること」さらには「対前年でプラスであること」などを目標として運用する方が現実的であろう。前章でみた花王が目標を定めず、対前年でプラスのEVAを達成したことを強調しているのも、このアイデアと矛盾しない。

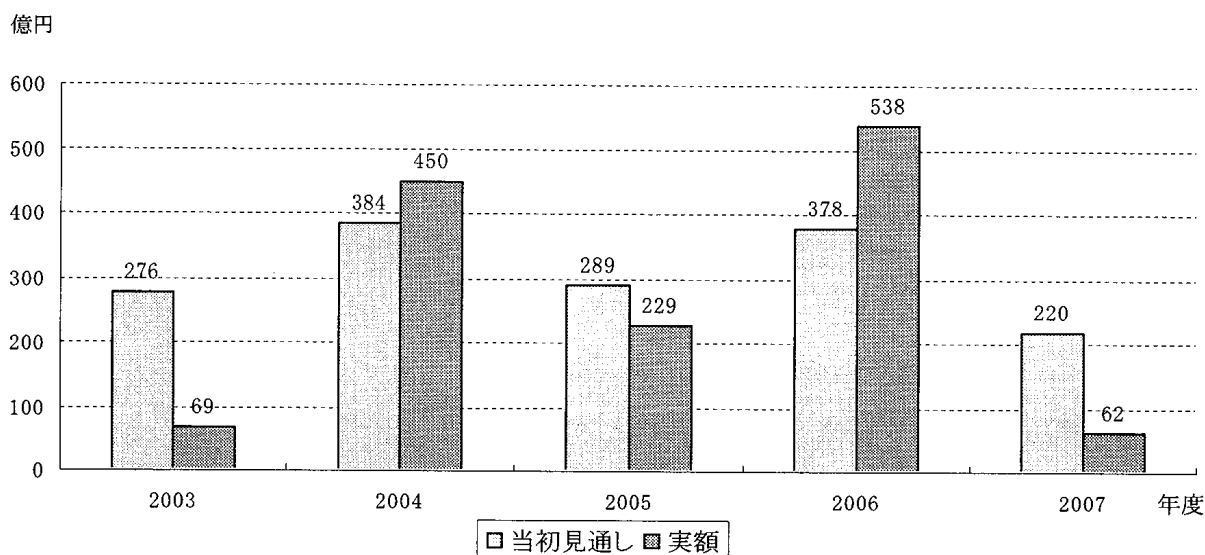
ところで東京ガスでは、決算説明会において、当該年度のTEPの見通しを公表している。2003-2007年の各年度について、年初における見通しと決算での実額を比較すると図3のとおりである。年度によって多少のばらつきはみられ

るものの、単年度においてもTEPの見通しの精度を高めることは難しいことがわかる⁹。とくに、2003年度については、当初見通し276億円に対し、決算においては69億円と大幅に下方修正されている。

ただ、単年度における、このような見通しの困難さの一因は、東京ガスのTEP計算のやり方に帰することができるかもしれない。通常、EVAの計算においては、財務会計の数値を「適切に調整」することを通じて、企業が当該年度に生み出した企業価値が計算される¹⁰。しかしながら、TEPにおいては、そのような調整をおこなっている形跡は認められず、前述のとおり特別損益項目さえも各年度のTEP計算に加味しているのである。

単年度におけるEVAの見通し値と実績値のギャップを埋める有効策のひとつは、EVA計算において「適切な調整」を行い、イレギュラーな損益項目を排

図3 TEPの当初見通しと実額



(出所) 東京ガスの各期の決算報告会資料により、筆者作成
(2007年度は、当初見通しと、中間決算における通年見通しとの比較)

9 なお、東京ガスでは、単年度のTEPの見通し額を4半期ごとの決算説明会において、毎回見直している。通常であれば、当初見通しよりも第3四半期における見通しの方が精度が高まるはずであるが、同社の場合、必ずしもそのような傾向にはなっていない。

10 スターン・スチュワート社(2001, pp.117-119)は、理解可能性をはじめとする4つの基準で利益調整をすることを推奨している。

除することである。しかしながら、そのような調整をおこなうと、企業側は、EVA関連情報の開示にこれまで以上に神経を使わざるを得なくなる。このように、「適切な調整」による見通しの精度の向上とEVA関連情報の開示の充実には、部分的にはあるが相反関係がみとめられる。

4 TEPの増減分析

東京ガスでは2004年度以降、アニュアルレポートの中で、TEPの増減要因にも言及している。その要約は、表2のとおりである。

TEPの増減要因について、同社では、その構成要素であるNOPATと資本コスト（とくにWACC）に区分して説明している。この区分は、TEPの計算にダイレクトに結びつくため、前章でみた花王の区分（「成長への投資」「利益の増加」「財務の改善」）に比べると理解しやすい。また、分析内容が当該年度のTEPへの影響額についてのみ言及されている点も明解さという観点からは評価できる。

表2 TEPの増減要因

年度	項目	対前年でみたおもな増減要因
2004	NOPAT	前期の年金債務一括償却処理による特別損失（589億円） キャッシュ・バランス・プランへの移行に伴う特別利益（57億円）
	資本コスト	WACCの低減
2005	NOPAT	原油価格高騰に伴う原材料費の大幅増、ガス料金の引下げ
	資本コスト	WACC（3.7%）は不変
2006	NOPAT	原材料費調整制度に伴う料金単価の上昇 退職給付数理計算上の差異償却の減少
	資本コスト	WACCの上昇（3.7%→3.8%）

（出所）東京ガスの各年度のアニュアルレポート（和文）より、筆者作成

しかしながら、東京ガスにおいても、NOPATと資本コストそのものについては、金額が不明である。このように、TEPに関する同社の情報開示は、花王と同様に不十分であり、改善の余地は大きい。

IV おわりに

本稿では、花王と東京ガスのEVA情報の開示例を紹介しながら、その問題点をいくつか指摘した。両社は、EVAに関する情報を比較的に豊富に開示しているものの、現状においては投資家を中心とした情報利用者のニーズを満たすレベルには達していないといえるだろう。

本文中でも言及したとおり、EVA情報のいくつかについては、開示しづらい側面があることを否定はしないが、一方で、競争上の不利益になる情報がそれほど多く含まれているとも思えない。EVA経営を標榜し、経営指標としてEVAを導入したからには、これに関連する情報を可能なかぎり開示し、EVAを通じた市場や投資家とのコミュニケーションを図るのはごく自然な流れである。

本稿での検討結果をふまえて、EVA企業に求められる開示項目をあらためて整理すると、①EVAの計算式に関する情報（NOPATの計算における「調整」項目、投下資本の範囲、WACCの算定方法など）、②EVAの実額、単年度の予想値、中期的な目標値、③各年度のEVAの増減分析の3点に集約できる。なお、本稿は、公表された資料のみににもとづいた事例研究であり、EVA情報の開示に関する両社の姿勢・戦略については踏み込んでいない。この点については、EVA企業やコンサルティング会社等に対するインタビュー調査等を通じて明らかにする必要があると考えている。この点が明らかにされれば、企業と市場とをつなぐ経営指標であるEVAの本質がより明確になるだろう。

最後に、EVA経営の実践とEVA情報の開示について、筆者が最近注目している企業の事例を紹介し、本稿を結びたい。

日立製作所は、2001年にEVA経営システムを導入したが、その成果は、いっこうにあがらず、ここ数年間は業績不振にあえいでいる。その原因は、事業分野の「選択と集中」に失敗したことに集約される。EVA経営システムにおいては、資本コスト率以下の収益性しかあげられない事業からは撤退するのが原則であり、同社にも類似のルールが存在したが、結局は実行できなかったの

ある。

この反省をふまえ、日立製作所は、2006年に発表した新しい中期経営計画の中で、EVA経営システムの継続を公表し、「FIV（日立版EVA）が2年連続でマイナスの事業は撤退を検討」とあらためて明言した。しかし、市場関係者は懐疑的である。あるアナリストは「4期連続営業赤字に陥っているHDD事業は、FIVのルールにより撤退すべきであるのに、同社は成長性や他事業とのシナジーを理由に投資を続けてきた。これは経営戦略の不徹底である」と厳しく批判している（週刊エコノミスト2007年10月30日号）。このような批判をさける手段としてEVA企業に求められることのひとつは、EVA経営システムを計画どおりに実践していることの証として、EVA関連情報の積極的な開示をおこない、EVAを通じた市場とのコミュニケーションを図ることである。

【参考文献】

- 井手正介・高橋文郎『ゼミナール証券分析入門』日本経済新聞社，2005年
- 伊藤克容「花王(株)における EVA 経営の展開」『企業会計』，Vol.53， No.2， 2001年 2 月， pp. 35-41
- 佐藤紘光・飯泉清・齋藤正章『株主価値を高める EVA 経営』中央経済社，2002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
- 津森信也『EVA 価値創造経営』中央経済社，2001年
- 福田哲也「花王(株)における EVA マネジメント・システム」『経済系（関東学院大学）』208 集，2001年 7 月， pp. 12-26
- 本合暁詩・井上淳「EVA が日本企業にもたらしたもの ―価値創造経営の現状と今後の課題―」『証券アナリストジャーナル』2003年 1 月， pp. 24-32
- 三浦克人「価値創造経営における EVA の測定と活用」『商経論叢（鹿児島県立短期大学）』第52号，2002年， pp. 85-102
- 週刊東洋経済「EVA で見る強い会社」2000年 2 月19日， pp. 26-48
- 週刊東洋経済「EVA & MVA 最強の会社」2000年11月 4 日， pp. 30-72
- 週刊東洋経済「実践 EVA 最強経営」2001年10月20日， pp. 28-59
- 週刊東洋経済「EVA & MVA で見る最強の会社」2002年11月 2 日， pp. 92-106
- 週刊東洋経済「EVA で見る最強の会社」2003年11月 8 日， pp. 94-110
- 週刊東洋経済「EVA で見る価値を最強の会社」2004年11月 6 日， pp. 108-117
- 週刊東洋経済「EVA で見る企業の価値」2005年12月 3 日， pp. 118-131