

〔論 説〕

財務諸表を用いた業績評価に関する研究

—経済的付加価値について—

金 川 一 夫

〔要 旨〕

経済的付加価値（EVA）は企業の経営活動を反映させる指標であり、経営活動から得られた利益から資本費用を差引いて算出される。その計算要素である税引き後営業利益、投下資本、資本コストは事業活動、投資活動、資金調達活動を捉えることを目的としている。本研究の目的は、複数の企業について、日経テレコン21（㈱日本経済新聞デジタルメディア）のデータからEVAを求め、企業が作り出した付加価値を比較し、EVAの計算要素を分析することで、EVAの有用性を明確にすることである。

1 はじめに

企業の資金調達は、銀行からの融資による間接金融から、株式や社債の発行により資金調達を行う直接金融へ移行している。この間接金融から直接金融に移行する流れは、貸し手側である株主と借り手側である企業の求める情報に変化をもたらしている。

株主は、投資先のリスクを直接に負わなければならないので、自らの手で情報を収集し、判断し、自己責任で投資を行わなければならない。これに対して、企業は、直接金融を重視するとき、株主の期待を反映する指標に応じた経営活動を行わなければならない。

EVA（Economic Value Added：経済的付加価値）は、経営活動により獲得した利益から、投下資本にかかる資本コスト相当額を控除することにより算出される。このように、EVAは資本コストを考慮に入れた投下資本に対して、一定期間でどれだけの利益を企業が経営活動で獲得したかを事後的に測定する指標である。

経営活動により獲得した利益から資本費用を差し引くことで、その企業が作り出した付加価値を把握することができる。株価との相関が高いために、投資の際の指標として株主に利用される。この数値が高ければ高いほど、企業は資本費用を越えてより大きな付加価値を生じることになり、より大きな経済的な付加価値を株主にもたらすことになるのである。

本研究では、EVA が企業の経営活動を長期的に測定する指標として有用であるかを明らかにする。

2 先行研究

スチュワート (Stewart, 1991) によれば、利益増加率、資本利益率、フリーキャッシュフローと比較して、EVA は企業が価値創造を可能にする 3つの方法、すなわち、現在の事業の収益性を高めること、収益性の高い事業に資本を投下して成長させること、収益性の低い事業から資本を回収することを計測することができる⁽¹⁾。田中 (田中, 1998) は、欧米の管理方法に対する関心が高まり、海外勤務の経験を持つ企業管理者が増加しているという背景を考慮するならば、EVA やそれとリンクした報奨制度が導入されれば効果的に機能するとして、管理者が EVA の向上に貢献するようなインセンティブ・システムを提案している⁽²⁾。佐藤 (佐藤, 2002) によれば、EVA を業績評価に用いる場合、業績評価指標は EVA の絶対額でなく改善額でなければならないことを明らかにしている。絶対額を業績評価指標にする場合、配属される部署の EVA が大きい小さいか、プラスかマイナスかという初期条件の相違に影響を及ぼされるからであると述べている⁽³⁾。スターン・スチュワート社 (スターン・スチュワート社, 2005) によれば、経営者の視点から EVA を改善させる戦略として、①既存事業の改善、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資本コストの低下の 4つを示している⁽⁴⁾。

このように、EVA を戦略策定、動機づけ、業績評価に用いることが提案され、EVA を改善する方法として収益性改善・追加投資・資本回収・資本コスト低下の 4つを挙げている。本研究の目的は、時系列データをもとに企業の長期にわたる EVA と EVA の累積を求めて、その結果に至った原因を EVA の計算要素との関連から明らかにして、正の値の EVA を維持して、長期的に企業により大きな付加価値をもたらす方法を検討することである。

3 財務データベースのコード体系と EVA の計算方法

3-1 コード体系

日本経済新聞社の企業財務データベースの項目コード⁽⁵⁾について、『貸借対照表』の資産の部は72項目、負債・資本の部は85項目、『損益計算書』は73項目、『財務指標データ』は401項目である。EVA はこの財務データベースの項目をもとに計算することができる。

3-2 EVAの計算式の展開

EVAは(1)式で求められる。

$$EVA = \text{税引き後営業利益} - (\text{加重平均資本コスト} \times \text{投下資本}) \dots\dots(1)$$

この場合、(1)式右辺の(加重平均資本コスト×投下資本)を資本費用と呼ぶとき、次のように示すことができる。

$$EVA = \text{税引き後営業利益} - \text{資本費用} \dots\dots(2)$$

3-3 税引き後営業利益の計算

(2)式右辺第1項の税引き後営業利益は、売上高から事業活動に係わる費用、税金を控除することにより計算され、次式で求められる。

$$\begin{aligned} \text{税引き後営業利益} &= \text{調整後税引き前利益} \times (1 - \text{実効税率}) \dots\dots(3) \\ &= (\text{営業利益} + \text{受取利息}) \times (1 - \text{実効税率}) \\ &= (\text{FC006} + \text{FC008}) \times [1 - (\text{FC052} + \text{FC053}) / \text{FC051}] \end{aligned}$$

この場合に、項目コードは『損益計算書』の項目、営業利益(FC006)、受取利息・割引料・有価証券利息(FC008)、法人・住民・事業税合計(FC052)、法人税等調整額(FC053)、税金等調整前当期利益(FC051)である。

ここで、受取利息を計算過程に含めているが、支払利息は含まれていない。支払利息は負債に関するコストであるので、加重平均資本コストの計算過程に含めることになる。

3-4 資本費用の計算

(2)式右辺第2項の資本費用は次式で求められる。

$$\text{資本費用} = \text{加重平均資本コスト} \times \text{投下資本} \dots\dots(4)$$

(4)式右辺第1項の加重平均資本コストは次式で求められる。

$$\text{加重平均資本コスト} = [\text{有利子負債コスト} \times (1 - \text{実効税率}) \times \text{有利子負債の加重値}] + (\text{株主資本コスト} \times \text{株主資本の加重値}) \dots\dots(5)$$

ここで

$$\text{有利子負債の加重値} = \text{有利子負債} / (\text{有利子負債} + \text{株主資本})$$

$$\text{株主資本の加重値} = \text{株主資本} / (\text{有利子負債} + \text{株主資本})$$

であるので、(5)式は次のように示すことができる。

$$\text{加重平均資本コスト} = \{[\text{有利子負債コスト} \times (1 - \text{実効税率})] \times [\text{有利子負債} / (\text{有利子負債} + \text{株主資本})]\} + \{\text{株主資本コスト} \times [\text{株主資本} / (\text{有利子負債} + \text{株主資本})]\} \dots\dots(6)$$

したがって、加重平均資本コストは次式で求められる。

$$\text{加重平均資本コスト} = \{[\text{有利子負債コスト} \times (1 - \text{実効税率}) \times \text{有利子負債}] + (\text{株主資本コスト} \times \text{株主資本})\} / (\text{有利子負債} + \text{株主資本}) \dots\dots(7)$$

(7)式に示されるように、加重平均資本コストは有利子負債コストと株主資本コストを別々に算出して、時価に基づいた資本構成でウェイトづけをすることによって求められる。有利子負債コストは借入れ金利をもとに算定するが、支払利息の節税効果を反映させるために実効税率を考慮に入れる。株主資本コストは個別企業の株式の市場全体に対する相対的なリスクを特定し、リスクとリターンとの関係を示す資本資産評価モデルの式を使用する⁽⁶⁾。

3-5 有利子負債コストの計算

(7)式右辺分子の有利子負債コストは次式で求められる⁽⁷⁾。

$$\begin{aligned} \text{有利子負債コスト} &= \text{支払利息} \cdot \text{割引料} / \text{平均有利子負債} \dots\dots(8) \\ &= \text{FC016} / [(\text{FP01077 (期首)} + \text{FP01077 (期末)}) / 2] \end{aligned}$$

この場合に、分子の支払利息・割引料(FC016)は『損益計算書』、分母の有利子負債(FP01077)は、債権者に対する利息の支払義務のある短・長期借入金、CP、社債・転換社債、従業員預り金、受取手形割引高などの有利子負債の総額であり『財務指標データ』に収録されている。

3-6 株主資本コストの計算

(7)式右辺分子の株主資本コストは次式で求められる⁽⁸⁾。

$$\text{株主資本コスト} = \text{安全資産の利回り} + \text{個別株式リスク} \cdot \text{プレミアム} \dots\dots(9)$$

ここで、右辺第1項の安全資産の利回りは無リスク利率であり、右辺第2項の個別株式リスク・プレミアム⁽⁹⁾は次式で求められる。

$$\text{個別株式リスク} \cdot \text{プレミアム} = \text{個別企業のベータ値} \times \text{市場全体のリスク} \cdot \text{プレミアム}$$

したがって、株主資本コストは次式で求められる。

$$\text{株主資本コスト} = \text{無リスク利率} + (\text{個別企業のベータ値} \times \text{市場全体のリスク} \cdot \text{プレミアム}) \dots\dots(10)$$

(10)式右辺第1項の無リスク利率は、利子の支払いと元金の返済が確実に保証されている証券がもたらす報酬であり、一般的に10年もの国債の利回りを使用している。国債に投資をした場合は、満期までそのまま保有していることを前提とすれば、あらかじめ定められたリターンをほぼ確実に得ることができる。すなわち、国債への投資は無リスク資産への投資とみなされ

る⁽¹⁰⁾。

(10)式右辺第2項の個別企業のベータ値は、市場に対して個別企業の株価の動きを調整する係数である。すなわち、日経平均株価やTOPIXが上昇した時または下落した時に、株価はどのように反応するのかという、連動性を数値化したものがベータ値である⁽¹¹⁾。もし、市場（日経平均株価やTOPIX）と全く同じ変動をするならば、ベータ値は1である。市場が変動しない場合に、値動きする株式のベータ値は1以上になり、市場が急騰や暴落している時に、まったく変動しない株式のベータ値は1以下になる。したがって、ベータ値が1以上の株式はリスクが高く、1以下の株式はリスクが低いとすることができる。個別企業のベータ値は次式で求められる。

$$\text{個別企業のベータ値} = \text{個別株式の変動率と市場変動率の共分散} / \text{市場変動率の分散} \dots\dots\dots (11)$$

(10)式右辺第3項の市場全体のリスク・プレミアムは、市場（日経平均株価やTOPIX）の期待収益率と無リスク利率との差である。換言すれば、同じ投資期間内において、あるリスク資産の期待収益率が無リスク資産の収益率を上回る幅である。例えば、価格が変動する株式に投資をするために、価格の変動しないものへの投資と比較して、どのくらい収益率が高ければ、投資家は投資をするかという程度を示すものであり、次式で求められる。

$$\text{市場全体のリスク・プレミアム} = \text{日経平均株価（またはTOPIX）の年間上昇率} - \text{国債利回り（年利）} \dots\dots\dots (12)$$

株価の変動率は次式で求められる。

$$\text{変動率} = (\text{当月末終値} - \text{前月末終値}) / \text{前月末終値} \dots\dots\dots (13)$$

前述したように、個別企業のベータ値は(11)式で求められる。(11)式右辺の分子は次式で求められる。

$$\text{個別株式の変動率と市場変動率の共分散} = \text{個別株式の変動率の偏差} \times \text{市場変動率の偏差}$$

(11)式右辺の分母は次式で求められる。

$$\text{市場変動率の分散} = \text{市場変動率の偏差} \times \text{市場変動率の偏差}$$

このとき、

$$\text{市場変動率の偏差} = \text{市場変動率} - \text{市場変動率の平均}$$

$$\text{個別株式の変動率の偏差} = \text{個別株式の変動率} - \text{個別株式の変動率の平均}$$

である。

したがって、加重平均資本コストは(5)式より求められる。

$$\text{加重平均資本コスト} = \{ [\text{有利子負債コスト} \times (1 - \text{実効税率}) \times \text{有利子負債}] + (\text{株主資本コ}$$

$$\text{スト} \times \text{株主資本} \} / (\text{有利子負債} + \text{株主資本}) \dots\dots(5)$$

このとき、(5)式分母の株主資本は株価に株式数を掛けることにより求められる。

$$\text{株主資本} = \text{株価} \times \text{株式数} \dots\dots(14)$$

3-7 期首投下資本の計算

投下資本は期首の数値を用いる。これは、その期の最初にある資本を使用してどれほどの税引き後営業利益を1期間で獲得することができたのかという考え方をするためである⁽¹²⁾。期首投下資本は『貸借対照表』のデータをもとに算出することができる。投下資本は、正味運転資本、有形固定資産からなる。正味運転資本は流動資産から、買掛金・未払費用等の無利子流動負債を控除して求める。

期首投下資本は次式で求められる。

$$\begin{aligned} \text{期首投下資本} &= \text{正味運転資本 (期首)} + \text{有形固定資産合計 (期首)} \dots\dots(15) \\ &= \text{流動資産合計 (期首)} - \text{無利子流動負債 (期首)} + \text{有形固定資産合計 (期首)} \\ &= \text{FB001} - (\text{FB069} + \text{FB080}) + \text{FB032} \end{aligned}$$

この場合、流動資産合計 (FB001)、支払手形・買掛金 (FB069)、未払金・未払費用・未払消費税 (FB080)、有形固定資産合計 (FB032) である。

3-8 EVAの計算

EVAは(1)式より求められる。

$$\text{EVA} = \text{税引き後営業利益} - (\text{加重平均資本コスト} \times \text{投下資本}) \dots\dots(1)$$

右辺に投下資本/投下資本を掛けると、

$$\text{EVA} = (\text{税引き後営業利益} / \text{投下資本} - \text{加重平均資本コスト}) \times \text{投下資本}$$

となる。税引き後営業利益/投下資本は税引き後営業利益率であるので、EVAは次式により求められる。

$$\begin{aligned} \text{EVA} &= (\text{税引き後営業利益率} - \text{加重平均資本コスト}) \times \text{投下資本} \dots\dots(16) \\ &= [((3)\text{式}/(15)\text{式}) - (7)\text{式}] \times (15)\text{式} \end{aligned}$$

4 企業間におけるEVAの比較

4-1 指標としてのEVA

EVAは企業が作り出した付加価値を把握する指標として利用されるが、規模の異なる企業

間で比較する場合には、標準化を行う必要がある。標準化は次式によって行われる。

$$\begin{aligned} & \text{標準化された期首投下資本 (第 } n \text{ 年度)} \\ & = \text{期首投下資本 (第 } n \text{ 年度)} / \text{期首投下資本 (第 } 1 \text{ 年度)} \times 100 \cdots \cdots (17) \end{aligned}$$

この標準化により、最初の年度の標準化された期首投下資本は（第1年度の期首投下資本／第1年度の期首投下資本×100）で計算され100である。第2年度の標準化された期首投下資本は（第2年度の期首投下資本／第1年度の期首投下資本×100）で計算され第2年度の期首投下資本により値が変化する。したがって、この標準化された期首投下資本を(16)式に代入することにより、比較のためのEVAを求める式は次のようになる。

$$\text{EVA} = (\text{税引き後営業利益率} - \text{加重平均資本コスト}) \times \text{標準化された期首投下資本} \cdots \cdots (18)$$

この標準化を利用して、業種コード「27261」業種名「自動車」のうち、日産自動車、トヨタ自動車、三菱自動車工業（以下、三菱と略す）、マツダ、本田技研工業（以下、本田と略す）、スズキ、富士重工業の7社の2001年3月期から2007年3月期（以下、3月期を略す）までの7期を対象として、日経テレコン21の財務データベースからEVA、累積EVA、EVAの回帰直線の傾きと切片を求めて、図表1に示している。

図表1 自動車7社のEVAと累積EVA (上段：EVA, 下段：累積EVA)

	2001/3	2002/3	2003/3	2004/3	2005/3	2006/3	2007/3	傾き	切片
日産	-1.70 -1.70	25.88 24.18	14.77 38.94	0.40 39.34	12.50 51.84	-10.82 41.02	10.16 51.18	-1.43	13.04
トヨタ	10.90 10.90	11.85 22.74	19.48 42.22	-2.21 40.01	10.64 50.65	-17.07 33.58	13.23 46.81	-2.13	15.21
三菱	-2.50 -2.50	1.32 -1.18	6.47 5.29	-22.00 -16.70	-8.89 -25.60	-12.45 -38.04	0.63 -37.41	-1.20	-0.56
マツダ	2.33 2.33	12.10 14.44	8.27 22.71	-17.93 4.78	4.28 9.06	18.32 27.37	8.76 36.13	0.99	1.20
本田技	9.20 9.20	22.55 31.75	31.85 63.60	-0.82 62.78	15.27 78.05	3.88 81.93	22.50 104.43	-0.50	16.92
スズキ	11.48 11.48	21.06 32.54	17.91 50.46	4.98 55.44	11.22 66.66	-55.23 11.43	13.34 24.77	-5.49	25.50
富士重	7.87 7.87	14.88 22.75	21.42 44.17	-13.17 31.00	5.13 36.13	-15.15 20.98	3.69 24.67	-3.18	16.22

4-2 EVAの分析

図表1に示されるように、期間末の2007年の累積EVAで最も大きい値を示しているのは本田の104.43である。逆に最も小さい値を示しているのは三菱の-37.41である。さらに、回帰

直線の傾きが正の値を示しているのはマツダ1社である。EVAの値をみると、2006年はほとんどの企業が負の値を示しているのに対して、マツダと本田の2社が正の値を示している。

これらの点についてEVAの計算要素との関係から調べるために、図表2に三菱・マツダ・本田の税引き後営業利益、投下資本、投下資本利益率、加重平均資本コストの値を示し、そしてEVAの値との相関係数を表の右側に示している。

図表2 三菱・マツダ・本田のEVAの内訳

三菱	2001/3	2002/3	2003/3	2004/3	2005/3	2006/3	2007/3	相関
税引き後営業利益	-46,986	-16,141	83,108	-261,402	-130,440	10,525	22,598	0.839
投下資本	1,743,823	1,587,640	1,590,760	1,217,013	1,075,548	877,737	832,918	0.419
投下資本利益率	-2.69%	-1.02%	5.22%	-21.48%	-12.13%	1.20%	2.71%	0.823
加重平均資本コスト	-0.19%	-2.47%	-1.87%	10.04%	2.29%	25.93%	1.39%	-0.661
マツダ	2001/3	2002/3	2003/3	2004/3	2005/3	2006/3	2007/3	相関
税引き後営業利益	-7,735	22,768	46,622	48,796	51,705	84,038	107,154	0.249
投下資本	1,025,541	1,205,096	1,025,594	1,015,320	1,058,341	1,005,644	1,007,165	0.231
投下資本利益率	-0.75%	1.89%	4.55%	4.81%	4.89%	8.36%	10.64%	0.240
加重平均資本コスト	-3.09%	-8.41%	-3.72%	22.92%	0.74%	-10.32%	1.72%	-0.952
本田	2001/3	2002/3	2003/3	2004/3	2005/3	2006/3	2007/3	相関
税引き後営業利益	224,680	375,595	437,787	369,493	381,118	547,286	574,105	0.197
投下資本	2,395,958	2,493,957	2,958,982	3,078,540	3,363,815	3,665,501	4,379,450	0.019
投下資本利益率	9.38%	15.06%	14.80%	12.00%	11.33%	14.93%	13.11%	0.409
加重平均資本コスト	0.17%	-6.60%	-11.00%	12.64%	0.46%	12.39%	0.80%	-0.924

三菱の投下資本は2002年から2007年まで継続して減少している。税引き後営業利益は2001年から2005年までのうち4期で負の値を示しているが、2006年・2007年は正の値を示している。そのため、投下資本利益率は2006年・2007年において正の値を示している。加重平均資本コストは後半4期で正の値を示している。2006年の投下資本利益率は1.20%と正の値であるが、加重平均資本コストが25.93%であるために、EVAが負の値を示している。

マツダの投下資本は2001年から2007年まで変動が少ないが、税引き後営業利益は每期増加している。そのため、投下資本利益率は2002年から2007年まで每期増加しており、2007年には10%以上になっている。加重平均資本コストは後半4期のうち3期で正の値を示している。2006年の投下資本利益率は8.36%であり、加重平均資本コストが-10.32%と負の値であるために、EVAが正の値を示している。

本田の投下資本は2002年から2007年まで每期増加している。そして、税引き後営業利益は2004年に減少したが、それ以外は増加傾向にある。そのため、投下資本利益率は2002年から2007年まで常に10%以上を維持している。加重平均資本コストは最初の1期と後半4期で正の値を示している。2006年の投下資本利益率は14.93%であり、加重平均資本コストが12.39%とより低

い値であるために、EVA が正の値を示している。

EVA との相関について、三菱は税引き後営業利益と投下資本利益率が強い正の相関 (0.839, 0.823) を示している。マツダは加重平均資本コストが強い負の相関 (-0.952), 本田も強い負の相関 (-0.924) を示している。

加重平均資本コストが正の値になる主な理由は、(12)式の市場全体のリスク・プレミアムの計算において市場全体の上昇率が国債利回り (年利) より高いことと、(10)式の個別企業のベータ値が正の場合である。企業ごとに異なる理由は、(10)式の個別企業のベータ値が企業ごとに異なる値をとるためである。図表3に、三菱・マツダ・本田のEVAの結果に対するベータ値、株主資本コスト、市場全体の上昇率、国債利回りの変動を示し、EVA との相関係数を表の右側に示している。

図表3 三菱・マツダ・本田の加重平均資本コストの内訳

三菱	2001/3	2002/3	2003/3	2004/3	2005/3	2006/3	2007/3	相関
ベータ値	45.73%	192.70%	137.09%	23.44%	113.66%	99.44%	85.29%	0.619
株主資本コスト	-15.57%	-30.47%	-38.43%	11.76%	-0.66%	45.94%	1.40%	-0.734
市場全体の上昇率	-36.08%	-15.19%	-27.68%	46.94%	-0.40%	46.20%	1.34%	-0.842
国債利回り	1.71%	1.29%	1.28%	0.99%	1.50%	1.36%	1.75%	0.488
マツダ	2001/3	2002/3	2003/3	2004/3	2005/3	2006/3	2007/3	相関
ベータ値	39.41%	183.81%	60.34%	135.62%	90.43%	-45.13%	80.67%	-0.434
株主資本コスト	-36.08%	-15.19%	-27.68%	46.94%	-0.40%	46.20%	1.34%	-0.246
市場全体の上昇率	-36.08%	-15.19%	-27.68%	46.94%	-0.40%	46.20%	1.34%	-0.246
国債利回り	1.71%	1.29%	1.28%	0.99%	1.50%	1.36%	1.75%	0.444
本田	2001/3	2002/3	2003/3	2004/3	2005/3	2006/3	2007/3	相関
ベータ値	5.10%	78.50%	80.10%	57.00%	42.80%	52.80%	139.80%	0.528
株主資本コスト	-0.22%	-11.64%	-21.93%	27.19%	0.69%	25.03%	1.17%	-0.927
市場全体の上昇率	-36.08%	-15.19%	-27.68%	46.94%	-0.40%	46.20%	1.34%	-0.701
国債利回り	1.71%	1.29%	1.28%	0.99%	1.50%	1.36%	1.75%	0.268

2006年のマツダのベータ値が負であるために加重平均資本コストが負の値になっている。EVA との相関について、三菱は市場全体の上昇率が強い負の相関 (-0.842) を示している。マツダは強い相関を示している値はないが、国債利回りが正の相関 (0.444) を示している。本田は株主資本コストが強い負の相関 (-0.927) を示している。

4-3 分析の要約

以上のことから、3企業のEVAとその計算要素との関係について要約する。経営不振が続いている三菱は投下資本を減少している。それにもかかわらず、税引き後営業利益が増加しないために、投下資本利益率は負の値または低い値を示している。そのため加重平均資本コスト

の変動にかかわらず、EVA も負の値または低い値を示している。

経営が好調なマツダ・本田の投下資本利益率はともに正の値を示しているが、加重平均資本コストの変動によって、両社の EVA の値に異なる影響を及ぼしている。投下資本の変動が少ないマツダは、毎期税引き後営業利益が増加しているため、投下資本利益率が増加傾向にある。そして、加重平均資本コストが負の値か、または低い値を示しているために、長期間にわたり EVA が正の値を示している。

投下資本を継続的に増加している本田の加重平均資本コストは株主資本コストの変動によって影響を及ぼされている。株主資本コストが高くなる場合に、加重平均資本コストが高い値を示している。その場合に、これを上回るほどの投下資本利益率を維持することで、長期間にわたり EVA を正の値に保ち、累積 EVA を増大している。

5 おわりに

本稿では、日経テレコン21の項目コードをもとに EVA の計算方法を明確にしたあとで、日経テレコン21の財務データを利用していくつかの企業の EVA と累積 EVA を求めて、EVA の計算要素との関係から分析した。

EVA は、経営活動から得られた利益から、資本費用を控除することにより算出される。計算方法の説明で示したように、EVA は貸借対照表、損益計算書、株価等のデータを使用して求められ、企業の経営活動を反映させる指標である。経営活動は、株式の発行や銀行からの借り入れ等により資金を手に入れ（資金調達活動）、その資金を使って事業を行うのに必要な機械設備、工場等の資産を購入し（投資活動）、その資産を使って事業を行う（事業活動）といえる。EVA の計算要素である税引き後営業利益、投下資本、加重平均資本コストは、それぞれ事業活動、投資活動、資金調達活動を捉えることを目的としている。株主の期待する EVA を企業の経営活動で実現することにより、株主は期待どおりのリターンを得ることができる。残余価値を受け取る立場にある株主が、期待どおりのリターンを得ることで満足するならば、従業員、取引業者、銀行等の他の全てのステーク・ホルダーも満足することになる。比較した7つの企業の中で最も高い累積 EVA の値を示していた本田は、全てのステーク・ホルダーにより大きな経済的な付加価値をもたらしているということになる。

本研究では、注目すべき EVA の値を示した三菱・マツダ・本田の3社について、EVA の計算要素である税引き後営業利益、投下資本、投下資本利益率、加重平均資本コストとの関係から分析した。その結果、税引き後営業利益の長期的な増減の傾向に応じて投下資本利益率が

変化すること、そして、投下資本の長期的な増減の傾向に応じて加重平均資本コストが変化すること、それらの差としてのEVAの値に影響を受けるということが示され、経営活動を長期的に測定する指標として有用であることが明らかにされた。

(注)

- (1) Stewart (1991), p.177, 日興リサーチセンター (1998), p.183。
- (2) 田中隆雄 (1999), p.116。
- (3) 佐藤絏光他 (2002), p.60。
- (4) スターン・スチュワート社 (2005), p.125。
- (5) 日本経済新聞デジタルメディア (2007)。
- (6) スターン・スチュワート社 (2005), p.104-105。
- (7) 有利子負債コストは、借入金や社債の金利である。これを求めるには3つの方法がある。1つ目は当該企業の社債の市場の利回りを利用する方法、2つ目は債権格付け機関が当該企業と同程度の格付けを付けている他社の社債の市場利回りを利用する方法、3つ目は有価証券報告書のデータから求める方法である (渡辺茂 (2006), p.70)。
- (8) 株主は株式へ投資するリスクに見合うリターンを要求する。リスクとリターンとの関係は、リターンの変動性、すなわちリスクが高くなるほど投資家の要求するリターンは高くなる。ここで、特定の企業の株式のリスクがどの程度であるかと、リスクとリターンの具体的な関係がどのようなものであるかという点が問題である。これらを説明するために資本資産評価モデル (Capital Asset Pricing Model: CAPM) が利用される (スターン・スチュワート社 (2005), p.50)。
- (9) リスク・プレミアム (Risk Premium) とは、証券の期待収益率と無リスク利率との差である。同じ投資期間内において、あるリスク資産の期待収益率が、無リスク資産の収益率を上回る幅である。例えば、投資家は、価格が変動する株式に投資をするために、価格の変動しないものへの投資と比較して、どのくらい収益率が高ければ、投資をするかという程度を示している。
- (10) スターン・スチュワート社 (2005), p.51。
- (11) 日経平均株価、国債利回り、個別企業の株価については、日経テレコン21の「マクロ&マーケット」「指数・債券・為替」「指数」に日経平均株価の日次・週次・月次時系列表、「マクロ・経済統計」「金利・為替」「国債利回り・公社債インデックス」に10年国債利回り、専門情報の「企業情報シーブレイン (cBRAIN)」「個別企業」「株価とイベント」に個別企業の日次・週次・月次株価が表示される。
- (12) 投下資本を算出する際、広告宣伝費、研究開発費、非経常項目、営業権、リース料等を調整する場合もあるが、調整することによるEVAへの影響が十分に大きくなければならない (スターン・スチュワート社 (2005), pp.108-118)。

[参 考 文 献]

- [1] 金川一夫 (2007) 『EVAを利用した企業比較とEVAドライバー』日本経済新聞デジタルメディア。
- [2] 桜井久勝著 (2006) 『財務諸表分析』中央経済社。
- [3] 佐藤絏光・飯泉清・斎藤正章 (2002) 『株主価値を高めるEVA経営』中央経済社。
- [4] スターン・スチュワート社著 (2005) 『EVAによる価値創造経営-その理論と実態』ダイヤモンド社。
- [5] 田中隆雄 (1998) 「EVAの理論的基礎および実務における有用性」会計, 154巻6号, 815~826頁。
- [6] 田中隆雄 (1999) 「EVAの理論的基礎および実務における有用性 (2・完)」会計, 155巻1号, 106~116

頁。

- [7] 渡辺茂編著 (2006) 『ケースと図解で学ぶ企業価値評価』 日本経済新聞社。
- [8] 日興リサーチセンター, 河田剛・長掛良介・須藤亜里訳 (1998) 『EVA 創造の経営』 東洋経済新報社。
- [9] 日本経済新聞デジタルメディア (2006) 『NEEDS 企業財務データベース財務指標データコードブック』 日本経済新聞デジタルメディア。
- [10] 日本経済新聞デジタルメディア (2007) 『企業財務データベース業種別集計値-集計対象会社一覧-(2007年版)』 日本経済新聞デジタルメディア。
- [11] 日本経済新聞デジタルメディア (2007) 『NEEDS-FinancialQUEST コードブック企業財務データベース』 日本経済新聞デジタルメディア。
- [12] 前田貞芳・金承子・申洪哲 (2007) 「経営管理技法の国際移転に関する研究-グローバル環境下での日韓における EVA の実例を中心として-」 会計, 172巻5号, 722~733頁。
- [13] Stewart, III, G. Bennett (1991), *The Quest for Value: A Guide for Senior Managers*, Harper Collins.