

特 集 企業評価

EVATMモデルの考え方と日本企業への適用

日興リサーチセンター 投資調査部

研究員 白木 豊
(日本証券アナリスト協会検定会員)

日興リサーチセンター 企画調査部

主任研究員 加藤 直樹
(日本証券アナリスト協会検定会員)

目 次

は じ め に

1. EVAが注目されてきた背景

2. EVAの基本理論

2-1. EVAとは

2-2. FCFとEVA

2-3. EVAの持つ優位性

2-4. EVAとMVA

3. 日本企業のEVA適用の諸問題

3-1. EVAモデルにおける税引後営業利

益、投下資本の基本的定義

3-2. 日本企業適用への注意点

4. 実際の計算とEVAの課題

4-1. 計算での定義

4-2. EVAの推移

4-3. 営業利益との比較

4-4. EVAの問題点

5. わが国企業を取り巻く環境の変化と効率
経営の追求

5-1. 企業を取り巻く外部環境の変化

5-2. 会計基準のグローバル化

5-3. 最近の動向と企業評価

5-4. 効率経営の追求

現在、わが国で一般化しつつあるROEはリスクや資本コストの欠如、営業成果と財務成果の混在といったいくつかの問題点を有する。一方EVATM（注）は、EVAスプレッド（質的要素）と投下資本（量的要素）の両面から企業価値を把握するものである。EVAモデルはFCFモデルと比較して投下資本を資本費用として期間配分することに特徴があり、経営指標としての有用性をさらに高めたものといえる。またMVAとの関連から、業績の目標設定と評価をEVAで行うことは、EVAの向上を通じて企業価値・株主利益の増大を推進する有効な手段になり得る。

わが国企業にEVAを適用する場合、多額の金融資産の保有という日本企業独自の経営スタイルやディスクロージャーの問題がある。分析の結果、EVAは過去一貫してマイナスとなつたが、これはわが国企業の過剰投資本質が影響したものと考えられる。また株価との関係では旧来の指標と比較してEVAの有効性は見いだしにくい。さらに、資本費用の計算上の問題などEVA自体の問題点もあり、他の指標との併用が現実的な利用法と考えられる。

外部環境の変化に伴い効率性を高める経営が強く求められている。会計制度のグローバル化はそれを制度面から支えるものである。わが国においてもEVAが経営指標として有益な指標となる基盤が整ってきたと言える。

（注） EVATMは米国STERN STEWART社の登録商標である。本論文ではタイトル、要約・本文の冒頭個所をEVATMと表示した。残りの個所はすべてEVAに統一した。

白木 豊(しらき ゆたか) 1987年東京大学経済学部卒業。同年日興證券入社後、89年より日興リサーチセンター出向。証券調査部、事業調査部を経て、97年10月より現職。

加藤直樹(かとう なおき) 1989年早稲田大学大学院商学研究科修了後、同大学院研究生を経て日興證券入社、日興リサーチセンター出向。事業調査部にて企業アナリスト担当後、96年8月より企画調査部。97年4月より主任研究員。著書に「企業会計ビッグバン」（東洋経済新報社、共著）がある。

はじめに

最近、新聞紙上で「ROE 重視の経営」といった言葉を多く見かける。ROE という言葉を用いることが一種のブームであるような感じさえ受ける。ROE を重視するという発想は、①株主不在経営からの脱却を表すとともに、②従来重視されてこなかった貸借対照表に目を向けるようになってきたことの表れ、と考えられるため高く評価できるが、一方で経営指標としての有効性という面から見た場合、ROE はいくつかの欠点を有する。そこで、新たな経営指標であり、企業価値評価のツールである EVATMを用いた分析を紹介するのが本論文の目的である。

本論文では、経営指標として重視すべき指標が会計上の利益からキャッシュフローそして EVA に移ってきた背景、EVA の内容および理論的優位性を分析した上で、わが国企業に EVA を適用する上での問題点を指摘し、実証分析を行うものとする。

1. EVA が注目されてきた背景

我々が財務諸表から得られる利益数値はさまざまな会計上の手続きを経て算出される。代表的なものが減価償却手続きである。減価償却は会計上の費用収益対応の原則、費用配分の原則に基づいて行われる手続きであり、適切な期間損益計算の算定のために行われる。したがって、会計上の利益数値に基づく経営指標を用いた場合は、このような会計上のフィルターを通して数値を利用することになる。

しかしある事象に対して複数の会計処理が存在する場合、その会計処理の選択において、経営者の恣意性が介入する危険性が生じる。利益操作の余地が大きければ大きいほど会計上の利益は企業実態と乖離し、それに基づく経営指標は無意味なものとなっていく。そこで、1980年代に入ってアメリカで注目されてきたのがキャッシュフローの考え方である。キャッシュフローとは文字どおり、企業活動をキャッシュの動きで捉えたものである。そして、このようなキャッシュフローの考え方をベースにして投資意思決定や企業価値算定のツールとして開発されたのがフリーキャッシュフローモデルである。

このようなキャッシュフローの考え方を経営指標としてさらに発展させたのが経済利益 (Economic Profit、EP) であり、以下で分析を行う EVA である。なお第1表は、日本と米国における経営指標・投資指標の変遷を見たものであり、会計上の利益からフリーキャッシュフローモデルそして EVA へと重視すべき指標が移っていた様子が窺える。

2. EVA の基本理論

2-1. EVA とは

EVA (Economic Value Added、経済的付加価値) とは、Stern Stewart & Co により提唱されている、企業の経営成果を測定する尺度である。第1式のように、税引後営業利益 (NOPAT: Net Operating Profits After Taxes) から投下資本のコストを控除したものと定義される。なお以下では資本コストの用語を、率は「資本コスト」、額 (= 資本 × 加重平均

第1表 日米経営・投資指標の変遷

日本	米国
1950年代 利益の増減、配当利回りくらいしか評価基準がなかった。企業の経営目標は専らシェア、売上高、利益規模であった。	1950年代 大恐慌の反省を踏まえてバランスシートなど安全性重視の考え方、主要な指標は配当利回り（株式はリスクの高い分、長期金利を配当利回りが上回るものと考えられていた。）
1960～70年代 基本的な変化はなかったが、含み益をバックにした成長志向が一層強化された。株価評価の面では米国からPERやPBRの考え方方が輸入され、徐々に浸透し始めた。	1960～70年代 50年代の終わりに配当利回りが金利を下回り（利回り革命）、配当利回りの効力が薄れた。このため企業の利益の成長性が重視され、PER（株価／1株当利益）が主要な指標となった。経営目標としてはEPSの成長が追求され、EPSを膨らませるコングロマリットが60年代後半にブームとなった。しかし70年代の不況でその脆弱さが露呈されたことから、ROE、ROAなどの経営効率指標が導入された。
1980年代 上昇しすぎた株価を正当化するために、Qレシオ（株式、土地などの含み益を加えた純資産で株価を除したもの）が流行した。 一方、日本企業のシェア、売上至上主義には大きな変化はなかった。	1980年代 70年代のインフレ下で、会計基準による企業ごとの利益にあまりの違いが出たため、比較的差の少ないキャッシュフロー（通常は最終利益に減価償却など現金の支出を伴わない科目を足し戻したもの）の概念が導入された。87年には正式に企業会計にキャッシュフロー計算書が取り入れられた。また、M&Aブームの中で企業の価値の源泉としてキャッシュフロー（EBITDA）が注目された。一方で、年金など機関投資家の力が強まり、株主のリターンであるROE（株主資本利益率＝当期利益／株主資本）の向上を要求するようになった。
1990年代 バブル崩壊により外人投資家のプレゼンスが高まった。これによって、企業評価の面でもグローバルスタンダードが要求されるようになってきた。 会計を欧米同様連結ベースでとらえること、資産などの時価情報を充実させること、欧米との会計による誤差が少ないキャッシュフローを重視すること、 株主のリターンであるROEを改善させること、などが強く要求されるようになった。 これを受けて、企業会計審議会における連結会計を中心制度への転換、一部のROE重視企業の出現など、徐々に国際基準にそり合わせる動きが広まっている。	1990年代 資本の効率化によるROE向上の動きが一層強まった。 また、フリーキャッシュフロー（キャッシュフローからさらに設備投資額などを引いたものでこの部分から、配当、自社株買いなどの株主還元を行う）の増加を経営目標とする考え方やEVA（税引後営業利益から株主資本を部分も含めた資本コストを除いたもの）の増加を経営目標とする考え方も一般化した。結局、株主の利益を最大化することが経営の究極的な目的となってきた。

(日興リサーチセンター作成)

特

集

（資本コスト）は資本費用と統一する。

EVA = 稅引後營業利益

-投下資本×加重平均資本コスト*1………(1)

この尺度の特徴は

1. 会計上の費用である利子だけでなく、機会費用である株主の要求リターンを費用認識していること、
 2. 会計上の数値を修正し、収益・費用を基本的には現金ベースで認識していること、

等であり、キャッシュ・ベースで測定した本業の成果を資本提供者の要求収益を基準に評価する指標である。定義上EVAは資本費用と税金を控除した残余価値であり、リスク負担者の株主に帰属し、株主利益重視の経営を促す評価指標として期待されている。

2-2. FCF と EVA

企業財務の視点からは、EVA モデルは割引フリー・キャッシュフロー・モデル（以下 FCF モデル）と基本的には同一の理論に成り立つ。

単純化すれば FCF は税引後営業利益から投下資本の増加分を控除したものが、投下資本にかかる資本費用の現在割引価値は投下資本と等しくなるため、第 2 式のように FCF モデルによる企業価値は EVA モデルと同じ結論になる*2。つまり、EVA モデルの FCF モデルとの違いは、新規投資のキャッシュ・アウトフロー

$$\begin{aligned}
 V &= \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCF_t}{(1+c_w)^t} \\
 &= \sum_{t=1}^{\infty} \frac{NOPAT_t - I_t}{(1+c_w)^t} \\
 &= \sum_{t=1}^{\infty} \frac{CP_t * (r-g)}{(1+c_w)^t} \\
 &= \sum_{t=1}^{\infty} \frac{CP_1 * (1+g)^{t-1} (c_w - g)}{(1+c_w)^t} \\
 &\quad + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{CP_t * (r - c_w)}{(1+c_w)^t} \\
 &= CP_1 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{EVA_t}{(1+c_w)^t} \quad \dots \dots \dots (2)
 \end{aligned}$$

c^w : 加重平均コスト (WACC)

I：投下資本增加額

CP：期首の投下資本

r：投下資本利益率

g ：投下資本增加率

を含め投下資本を各期の資本費用として分割して認識している点にある。いわば EVA モデルは、企業評価や投資政策などの理論として活用されてきた FCF モデルを、経済的効果の視点で期間区分したものである（第 1 図）。

EVA モデルは、この特徴ゆえ FCF モデルでは不向きな業績評価にも応用ができる。実際、構造不況業種でも、設備投資等の負担が大きい初期の成長企業でもマイナスになり得る各期の FCF は、期間業績の評価には不向きである。EVA モデルは、業績評価などにも投資決定論

*脚注1. 負債コスト r_d と株主資本コスト r_s を資本構成で加重平均することで計算される。株主資本コストはCAPMやAPTなどの評価モデルから推定することが多い。

$$WACC \equiv (1-t) * r_d * \{D/(D+E)\} + r_s * \{E/(D+E)\}$$

CAPMでの基本的な株主資本コストの定義

$$r_s \equiv r_0 + (r_M - r_0) * \beta$$

WACC：加重平均資本コスト

r_f : リスクフリーレート

D：負債、E：株主資本、t：税率

と同一な企業財務理論の導入を可能にし、企業を統一した理論で経営できる。この点に最大の特徴がある。

2-3. EVA のもつ優位性

企業財務理論に裏付けされた EVA は、他の指標に比べ多くの優位性を持つ。

第 1 式を第 5 式へ変形することで、投下資本利益率 (ROIC) と加重平均資本コスト (C_w) の差である EVA スプレッド (質的要素) と、投下資本 (量的要素) の両面から、EVA は企業価値を把握できることが分かる。

$$\begin{aligned} EVA &= NOPAT - CP * C_w \\ &= (ROIC - C_w) * CP \quad \dots \dots \dots (5) \end{aligned}$$

わが国で人気が高まっている ROE はリスクや資本コストの欠如、営業成果と財務成果の混

在などの欠点を持つが、EVA は加重平均資本コストの導入によりクリアしている。しかも ROIC の内包で、ROE や ROA 分析で一般的な各指標（例えば売上高利益率、回転率など）への展開性も保持している。

また ROE を経営目標とすると、現在の米国のような高水準になると投資案件を絞り込みすぎて収益機会を見逃す懸念がある。これに対し EVA では「額」が目標のため、ROE が低下するような案件でも資本コストを超過する限り投資が促されるため収益機会を逸することはない。資本コストの概念を取り込むことで、ROE 等の旧来の財務指標と違い、EVA は次のように企業価値最大化の指針を明確に与え、それゆえ投資決定機能を備えていると言える。

*脚注 2. 第 2 式は MM 理論の企業価値の公式（第 3 式）と同値となる。EVA 理論からみると、第 3 式の右辺第 2 項は t 期の EVA の増加分である $I_t * (r - c_w)$ を c_w で割ることで t 期時点での永久流列の価値を求め、さらに $(1 + c_w)^t$ で除すことによって現在価値を求めるに等しい。つまり第 2 項は、将来の EVA 増加額の累積額の現在価値と等しくなる。

$$\text{企業価値 } V = \frac{NOPAT}{c_w} + \sum I_t * \frac{(r - c_w)}{c_w * (1 + c_w)^t} \quad \dots \dots \dots (3)$$

c_w : 加重平均コスト (WACC)

r : 投下資本利益率 (ROIC)

これをもとに「Quest for Value」には T 期で FCF および EVA の成長が止まるケースでの企業価値モデルとして第 4 式が紹介されている。この T は投下資本利益率 r が加重平均資本コストを上回る期間であり、競争優位期間とも呼ばれている。この期間は企業の競争力や市場構造などにより、数年から 20~30 年と対象企業により相当変化させるべきものである。ただし、この式は投下資本の成長率が加重平均コストと等しいことを前提としており、あくまでも概算式に過ぎない。

企業価値の概算モデル

第 3 式の右辺第 2 項は投下資本増加額 (I) が加重平均資本コストと同率で T 期まで成長すると、以下のように第 4 式の右辺第 2 項と等しくなる。

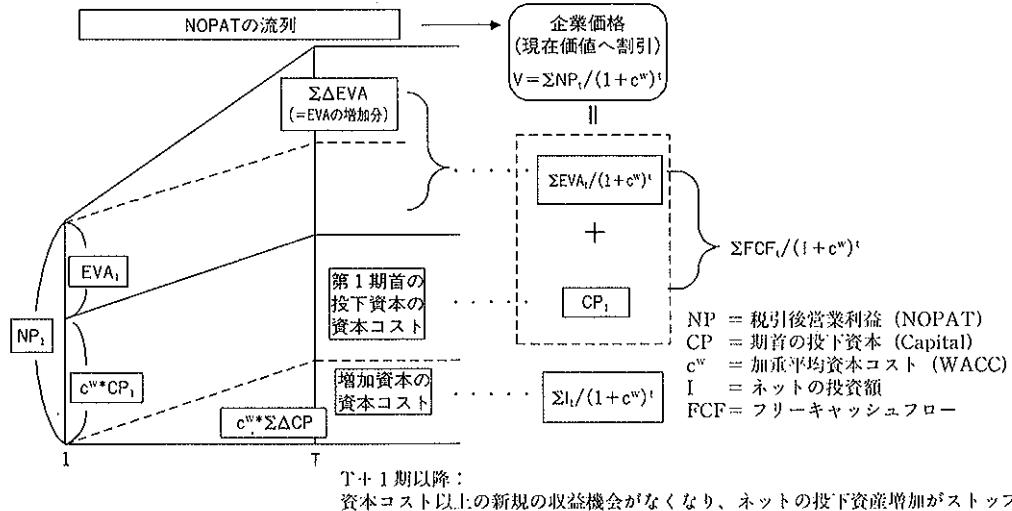
$$\sum I_t * \frac{(r - c_w)}{c_w * (1 + c_w)^t} = \frac{I_1 * (r - c_w)}{c_w * (1 + c_w)} + \frac{I_1 * (1 + c_w) * (r - c_w)}{c_w * (1 + c_w)^2} + \dots + \frac{I_1 * (1 + c_w)^{t-1} * (r - c_w)}{c_w * (1 + c_w)^t} = \frac{I_1 * (r - c_w)}{c_w * (1 + c_w)} * T$$

これを第 3 式に代入することで、以下の企業価値の概算モデルが求められる

$$V = \frac{NOPAT}{c_w} + \frac{I * (r - c_w) * T}{c_w * (1 + c_w)} \quad \dots \dots \dots (4)$$

T : 競争優位期間

第1図 企業評価でのEVAとFCFの関係



T+1期以降：
資本コスト以上の新規の収益機会がなくなり、ネットの投下資産増加がストップ

1. 資本コストを超過する収益が期待できる案への積極投資、
2. 不採算事業からの撤退を含めた既存事業における投下資本利益率の改善、
3. 財務自由度を損なわない程度までの負債活用による加重平均資本コストの引き下げ*3

2-4. EVAとMVA

EVAモデルを特徴づけるもう一つの指標は、MVA (Market Value Added、市場的付加価値) と呼ばれる指標である。これは、企業価値から投下資本を控除した指標で、資本市場によるプレミアムである。株主にとっての付加価値であるが、第2式の両辺から投下資本 (CP) を引くことで、MVAがEVAの累積現在価値と同じものであることが分かる（第2図）。

$$MVA = V - CP_1$$

$$= \sum_{t=1}^{\infty} \frac{EVA_t}{(1 + c^w)^t} \quad (6)$$

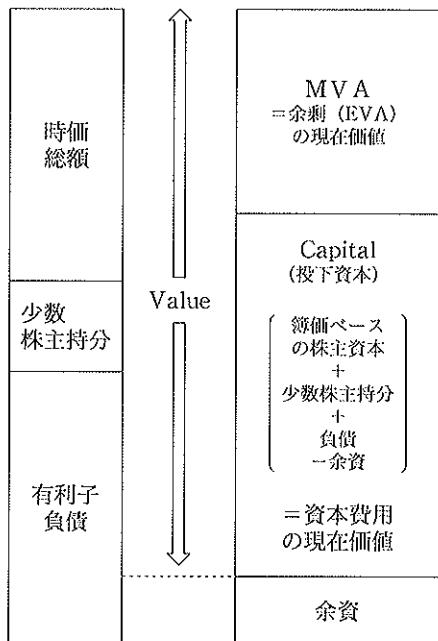
従って、業績の目標設定と評価をEVAで行い報酬に連動させることは、EVAの向上により企業価値・株主利益の増大を推進する有効な手段となりうる。特に、株価と報酬が直結するストック・オプション制度を適用しない幹部社員や非上場企業等には、株主利益増大の意識を与える有効な手法となりうる。

EVAは上述の投資決定機能に加え、このような業務管理への応用性も備えており、総合的な経営管理ツールといえる。投資決定から業績評価等まで、EVAという統一指標で経営を一元管理するのが、EVA理論が目指す経営スタイルである。

なお、負債は時価と簿価の乖離が小さいため MVAは株式時価総額から簿価の株主資本を引

*脚注3. 税率と同様、株主資本と負債の資本コスト自体は基本的には資本市場が決定するため、企業にとり所与である。したがって加重平均資本コストのうち経営者の可変項目は負債比率のみである。

第2図 EVAとMVAの概念図



いたものと実質的に等しくなる。したがって、MVAに簿価の株主資本を加え、それで除すとPBRとなる。それゆえ、PBRの水準は超過収益力を示すEVAの現在価値で決定されることが分かる。

$$\begin{aligned}
 PBR &= \frac{B + MVA}{B} \\
 &= \frac{B + V - CP_1}{B} \\
 &= 1 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{EVA_t}{(1+c^w)^t} \quad \dots \dots \dots (7)
 \end{aligned}$$

B : 簿価の株主資本

3. 日本企業のEVA適用の諸問題

3-1. EVAモデルにおける税引後営業利益、投下資本の基本的定義

EVAは多くの点で従来の財務指標より優れ

投下資本、税引後営業利益の基本的な定義

1. 投下資本（貸方ベースの表記）
 - = 総資本 - 利子負担なしの流動性負債
 - = 株主資本 + 有利子の短期債務 + 固定債務
 - (主な修正項目)
 - 有価証券と建設仮勘定
 - + B/S未計上のリースの現在価値
 - + 引当金勘定
 - + 後入先出法による在庫勘定減少効果
 - + のれんの累積償却額
 - + R&D費や新製品のマーケティング費用など経済効果が多年度にわたる費用の現在価値
 - + 税引後の特別損失（利益なら控除）
 - 注1. (2)は負債、(3)～(6)は株主資本同等物で株主資本の加算項目。
2. 期首数値だが資産が急増する場合は期中平均
3. 税引後営業利益（営業利益からの表記）
 - = 営業利益 (net operating profits)
 - (修正項目)
 - + リース料および投下資本の(3)～(6)の増減額
 - R&D費など資本還元項目のP/L費用計上額
 - 上記の計算で得られた営業収支に対する税額
 - 注. 税額は利払いや特別損益による増減を調整
線延税率の増加分は控除

ているが、実際の計算では会計上の営業利益や資本に多くの修正を必要とする。ただしこれらは、会計数値から企業価値を推計するには不可避な作業であり、本質的にはFCFモデルにも共通する。

まず、投下資本は貸方項目で定義すると、総資本から利子負担のない流動負債を控除したものがベースであり、基本的には株主資本に短期債務と固定債務を加えたものになる。

ただし、EVAは本業の成果を測定する尺度のため、営業活動と無関係な有価証券などの余裕資金や建設仮勘定を控除する。さらに、会計数値を現金ベースに引き直すためや項目の経済的性格などから、リース物件と評価性の引当金を資産計上し、後入先出法の場合には、在庫勘

定を修正する。のれんなど営業権の累積償却額も資本に加算する。また会計上は一括して費用計上されるR&D費や新製品のマーケティング費用なども、経済的効果が長期にわたるため、資本還元が求められる。なお、修正項目のうちリース物件の現在価値は負債に、引当金などは株主資本の同等物として扱う。

次に、税引後営業利益は会計上の利益を現金ベースに修正するため、株主資本や負債への修正項目の変化額を加算する。これに対応し、R&D費など営業利益の計算過程で費用処理された項目は戻し入れ、ダブルカウントを避ける。税金は、営業利益に対応させるため利払いの節税効果を戻し入れ、さらに現金収支がベースのため税効果会計を採用している場合は繰延税金を控除する*4。

修正項目のうちR&D費などの資本還元化は、投下資本の認識方法と合わせ、EVAモデルがFCFを経済的効果の視点から期間按分した指標であることをよく示している。

3-2. 日本企業適用への注意点

わが国の企業にEVAを期待するには、1.日本企業の経営スタイル、2.会計情報のディスローズ、などの面でいくつかの問題がある。

まず、経営実体面では、金融資産の取り扱いが主な問題となる。わが国の企業は多額の現預金や長短の有価証券を保有するため、金融資産の取り扱いいかんでEVA計測値がかなり変化する。第2表は金融・保険を除く東証1部の主要企業の96年度連結貸借対照表を要約したもの

第2表 主要企業の連結B/S(96年度)

単位：兆円

流动資産	202	流动負債	176
余資	55	固定負債	130
固定資産	214	引当金	16
有形資産	153	(有利子負債)	(176)
投資等	58	少数株主持分	5
その他	3	株主資本	108
総資産	419	総資本	419

注1. 対象企業は、金融・保険を除く東証主要企業448社。

2. 連結決算未導入企業は単独決算で代用。

3. 有利子負債は長短の合計、引当金は固定負債計上分のみ。

なお、貸倒引当金は3兆円。

だが、現預金と有価証券の合計が総資産の13.2%を占め、投資有価証券などの「投資その他の資産」を加えると27%に達している。一方、米国では手元資金を抑制する傾向が強く、特に有価証券の保有はわずかである。好調な企業収益を背景に増加傾向にあるとはいえ、S&P500産業株の現預金の対総資産比は96年で5.5%にとどまっている。

営業活動の成果を測定するEVAモデルの原則を額面通り解釈すれば、EVAの計算では投下資本から金融資産を除外すべきである。金融資産は、投下資本とEVAの現在価値から推計された評価額に追加されることで、最終的な企業価値に反映させる。遊休地なども同様である。

企業価値=EVAモデルの評価額+金融資産等

しかし関連会社への投融資はもちろん、株式の持合いなどは決して「営業」と無関係に行われてきたわけではない。営業上の長期取引や系列関係を維持するための手段である。流动資産項目でも、有価証券に持合株式を計上する企業も少なくない

*脚注4. わが国では、97年6月改定の連結財務諸表原則で、従来任意であった税効果会計が原則全面採用となった。また同改定で、連結範囲が支配力基準に変更となり、グループ内の利益移転の問題は、かなりの解消が期待される。

いし、預金と借入れの両建ても銀行に緊急融資や顧客紹介などを期待している場合は「保険料」や販売促進など営業費用の一部が資金運用・調達に転嫁されているとみなせる。また有価証券保有に伴う含み益の蓄積も株式同等物^{*5}であり、実体面でも事業リスクを積極的にとるためのバッファーとして機能してきた。

極論すれば、資金運用と営業活動の区分が不明瞭なため、EVA の基本的思想である本業の成果に焦点を合わせた会計科目の厳密な絞り込みは難しいといえる。

さらに、余裕資金の扱いは、資本コストの計算にも影響する。株式投資家の要求収益率は低リスクである余資の保有を前提に形成されているため、これが存在しない場合よりも小さいと考えられるからである。このため、投下資本から余資を控除する場合には、株式リターンをもとに計算される要求収益率は修正しないと資本コストを過小推計することになりかねない。また、潜在株式が多額なことも注意が必要である。本来は普通社債とオプションに分離して計算することが望ましいが、相当煩雑になってしまう。

ディスクローズ面では、EVA 定義の修正項目である後入先出法による利益留保額やリース物件のデータなどは米国に比べ、わが国の公開は劣っている。R&D 費の資本還元化も外部情報のみでは難しい。

年金に関しても情報が不足している。年金データを開示している事業会社24社の合計では積立不足(=年金資産の公正価額 - 累積給付債務)は2.1兆円で総資産の3%程度だが、10%を超え

る企業も1社あり企業によっては無視し得ない問題になっていよう(96年度決算より)。積立不足は経営者のコントロール外の運用環境悪化によるところが大きいとはいえ、負債の一種であり格付けなどにも影響する。不足状態が無視しえない場合には、コスト相当分を EVA から減算するか、積立不足の総額を企業価値から減算する必要がある。

なお、系列関係が強い場合には、協力企業からの利益移転もまま指摘されるが、形式基準を採用する現在の連結会計ではグループ内のキャッシュフローの移転が十分相殺されない。これもディスクローズ面の不備による問題である^{*4}。

4. 実際の計算と EVA の課題

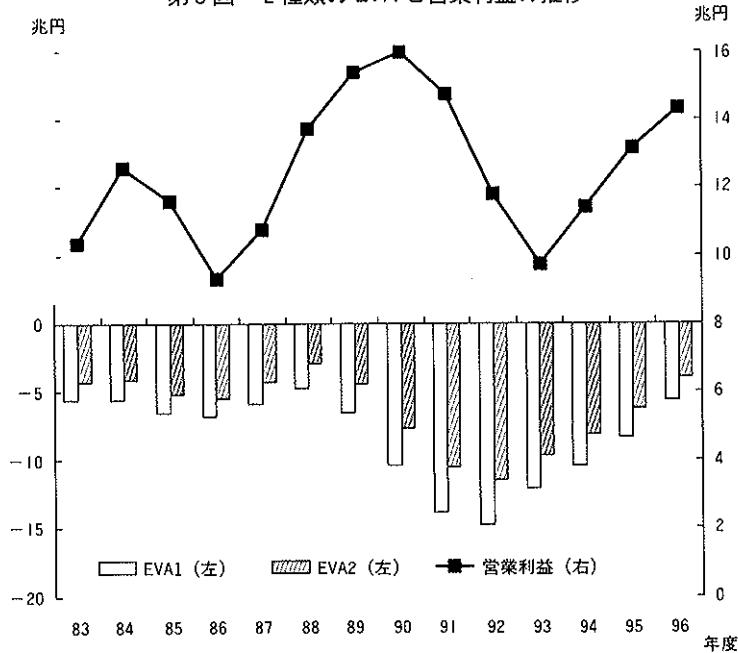
4-1. 計算での定義

金融資産が営業的な色彩を帯びているため、現預金と有価証券を余資とし、投資有価証券など投資その他の資産は投下資本に算入した上で、余裕資金の取り扱いで2通りの EVA を連結ベースで計算した(詳細は第3図の定義を参照)。

余資を含めた投下資本は、貸方定義(=総資本 + 貸倒引当金 - 利子負担のない短期負債)と借方定義(=総資産 + 貸倒引当金 - 余資および棚卸資産を除く流動資産)の大きい方とした。本来は貸方側の定義でも借方によても同一の結果が得られるはずだが、実際には余資が貸方側定義を上回る企業もあり投下資本の過小算定

*脚注 5. SEC 基準の連結財務諸表を公表している事業会社26社の直近決算を合計すると、売却可能有価証券の含み益は3兆6,400億円で総資産を3.8%、税効果会計後の株主資本を7.8%増加させる。

第3図 2種類のEVAと営業利益の推移



注：EVA1は余資を投下資本に算入、EVA2は算入しない場合の計測値。

定義

1. 余裕資金を投下資本に含める場合

- ・投下資本 = a と b のいずれか大きい方

a = 総資本 + 貸倒引当金 - 短期債務以外の流動負債

b = 総資産 + 貸倒引当金 - 現預金・有価証券、棚卸資産以外の流動資産

注：a は実質的には、

有利子負債 + 少数株主持分 + 株主資本 + 連結調整勘定（負債）

b は実質的には、

現預金・有価証券 + 棚卸資産 + 固定資産 + 連結調整勘定（資産）

- ・ NOPAT = (営業利益 + 受取利息・配当金) × (1 - 税率) + 引当金残高増減額 + 持分法投資損益

注：「引当金」は本来営業段階で処理されている繰入額のみを戻し入れるべきだが、データベースの制約から全額戻し入れた。

2. 金融資産を投下資本に含めない場合

- ・投下資本 = 上記の投下資本 - 現預金・有価証券

- ・ NOPAT = 上記 NOPAT 定義式に受取利息・配当金を含めず計算

注1. 資産側の為替換算調整は、SEC基準にあわせ株主資本から控除。

2. 連結決算未発表の会社は単独決算で代用。

3. 対象は金融・保険を除く東証1部上場の主要企業419社。

3. 加重平均資本コスト

- ・有利子負債（含む少数株主持分）と時価総額による加重平均。

- ・負債の資本コストは前期の有利子負債利子率を使用。

- ・株主資本コストは、長期金利 + β 値 × リスクプレミアムから算出。

- ・長期金利は前年度3月平均の10年国債利回りを使用。

- ・ β 値は当該証券と日経平均の過去5年間の月次データで作成。

- ・リスクプレミアムは63～96年までの日経平均のリターンと長期金利の差の平均値3.42%を参考に3.5%と一定にした。

を避けるためである。余資を投下資本に含めない場合は、上述で定義した投下資本から現預金と有価証券を控除している。なお、Stewart 社によるオリジナルの定義では、期中の急増がない限り期首の投下資本を使用するが、今回は期首期末の平均を使用した。

税引後営業利益は、営業利益と受取利息・配当金の合計に「(1-税率)」を乗じ、これに引当金残高増減額と持分法損益を加算した。持分法損益を加えるのは、「投資その他の資産」を投下資本に含めたことへの対応である。余資を投下資本としない場合には、受取利息・配当金を含めず計算した（第3図のEVA 2に対応）。

なお資本コストは、株式時価総額、簿価ベースの有利子負債と、株主資本コスト、有利子負債利子率から計算し、CB・ワラント債および少數株主持分は単なる有利子負債とした。株主資本コストは、10年国債利回りとリスクプレミアム3.5%、および対TOPIXのベータ値(60カ月)で算出した。

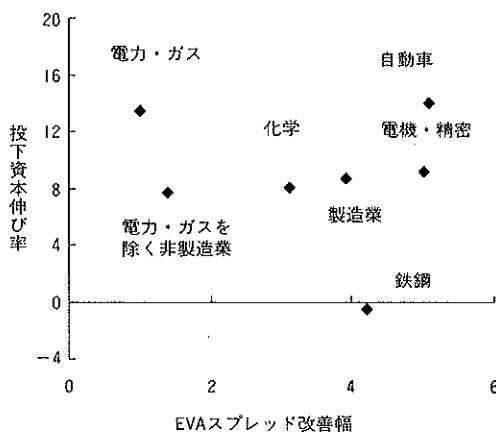
4-2. EVA の推移

第3図は、営業利益とEVAの推移を示したものである。対象会社は、日興リサーチセンターが選定した東証1部上場の非金融主要企業のうち、83年度以前の上場で、かつ上場会社の子会社でない419社である。

定義上、正の EVA は投資家の要求する以上の収益の獲得を意味し、逆に負の EVA は企業の収益が投資家の要求水準に満たないことを示す。

この図によると EVA は一貫してマイナスであり、営業利益は黒字だが、わが国の企業は資本コストを下回る事業活動続けており、株主の

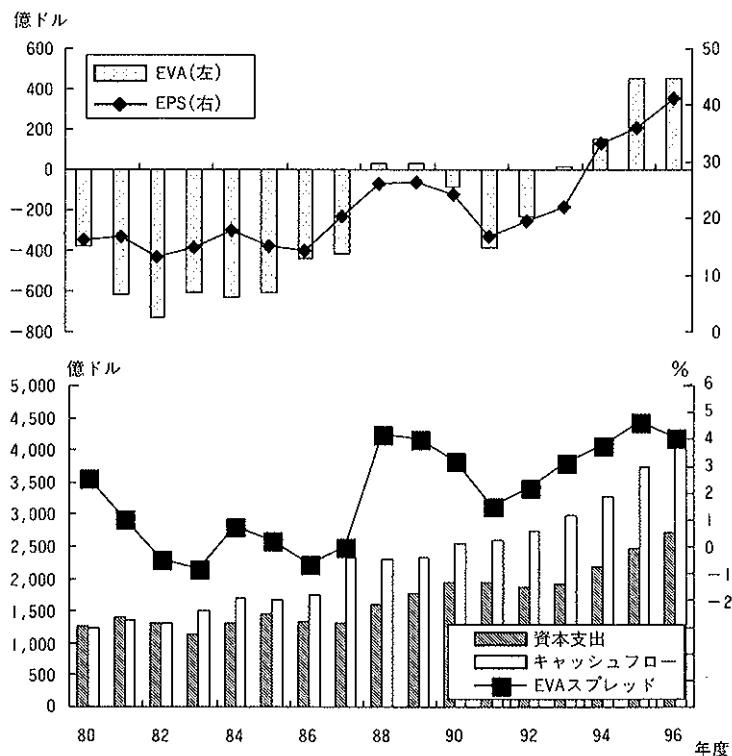
第4図 93年度から96年度への変化



価値を破壊してきたことになる。余資を投下資本としない「EVA 2」でも幅は縮小されどマイナスで推移しており、巨額の余資の存在は収益性の要因の1つとはいえ、本業自体にかなり問題があることが分かる。そこで以下では、余資を投下資本に含めないケース(EVA 2)を基本に論議を進める。

第4図は、93年度から96年度にかけての投下資本の伸び率とEVAスプレッドの改善幅を示したものである。これによると、企業収益の回復を牽引した自動車、電機・精密こそEVAスプレッド（＝投下資本利益率－資本コスト）を約5%ポイント改善させているが、非製造業の低迷で全産業では2.4%ポイントしか改善していない。長期金利の低下などで資本コストが1.3%低下していることや収益の大底からの比較である点を考慮すると収益力の回復はあまり大きくない。経常利益こそ対93年度比で74%増加しているが、その回復は利益率のあまり高くない投下資本の増大と金利低下によるところが大きかった、と判断できる。リストラに邁進し投下資本を縮小させた鉄鋼は例外的存在で、政策的要

第5図 米国のEVAとEPS、および設備投資動向



請もあり電力・ガスでは収益性を改善させぬまま高水準の資本投下を行い、投下資本利益率自体は悪化した。このような過剰投資体質が、わが国のEVAを一貫してマイナスにしてきた主因といえる。第5図のように、米国企業がマクロ経済の好転に加え、設備投資を事業キャッシュフロー内に抑制することで投下資本率を改善し、収益やEVAを増加してきたのとは対照的である。

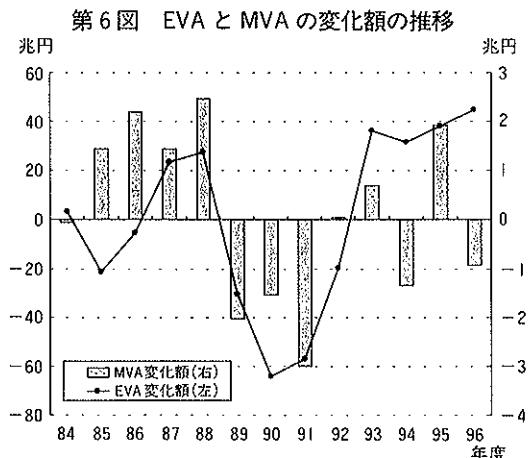
なお、自動車と電機・精密について、経常利益とEVAの改善度合いを「変化幅／93年度平均投下資本」で比較すると、経常利益では自動車が3.9%と電機・精密の2.3%を引き離しており、営業利益では一段と差が開く。しかし、EVAでは電機・精密の方がEVAスプレッドが大き

いため両業種とともにほぼ5%で等しくなっている。会計上の利益と、資本費用を内包するEVAの差を示す事例といえよう。

4-3. 営業利益との比較

EVAが株主利益を反映する業績評価指標や投資尺度として有効であるには、MVAや株価当落率などとの間に有意な関係が必要である。なおMVAは、株式時価総額から株主資本の簿価と引当金残高を引いて計算した。

EVAとMVAの変化額を示した第6図では、必ずしも両者の方向性は一致していない。89年度や92・93年度ではEVAの転換を反映しMVAも反転しているが、85、96年度では明らかに両者は反対方向を示している。計測したEVAは単年度の数値だが、MVAは将来の



注1. EVAは余資を投下資本に余資を含めないEVA2を使用
 2. 対象は、金融・保険を除く東証1部上場の主要419社
 EVAの現在価値を反映するため、両者の一致には限界があると直感される。

そこでEVAの有効性をみるために、MVAの変化および株価騰落率に対して、91年度から年々との相関関係を調べたものが第3表である。対象会社は、第3図と同じく、金融・保険を除く東証1部上場の主要419社である。

ただEVAは規模のバイアスを受けるため、当期のEVAおよびEVAの変化額を平均投下資本で割っている^{*6}。また同表では、比較対照として平均総資産で除した営業利益およびその

変化額を掲載している。

まずEVAと、株価騰落率および平均投下資本で除したMVAの変化額の関係をみると、変化額を投下資本で割った「変化額／投下資本」、当期のEVAを投下資本で割った「対資産比」とともに、本来は正の関係にあるはずが実際には負の場合もあり、安定した関係は見いだせない^{*7}。一方、株価騰落率との関係では、両者とも符号が一貫して正となっている。特に、「変化額／投下資本」と株価騰落率の相関係数は全期で有意である。

しかし、相関係数自体は0.3に達していない。さらに、営業利益とEVAの高い運動性からすれば当然だが、営業利益と株価騰落率の関係も比較的安定しており、係数の水準自体ではむしろEVAを上回ることが多い。また第7、8図は、EVAおよび営業利益について、「変化額／投下資本」の指標で上下約20%の銘柄（80銘柄）を抽出し、それぞれの株価パフォーマンスを計測したものである。各グループとも銘柄入れ替えは3月時点で年1回行い、全銘柄による株価指数で相対化している。これによると、上位、下位とともに営業利益とEVAの両グループに属する重複銘柄の比率は、50～60%となっ

*脚注6. 当期のEVAを投下資本で割るとEVAスプレッドになるため、EVAで重要な構成要因である投下資本が抜け落ちる。これに対し、変化額を投下資本で除する指標は資本増加分も考慮されるため、変化額の指標の方がEVAモデルの考え方には合致している。

*脚注7. 株価騰落率とEVAの相間に比べ、MVAの変化指標とEVAの相関関係が悪い。MVAの変化と株価騰落率は高い相関関係を示しているが、MVAが株価に直接関係する指標であることを考慮すると、ノイズは少なくないといえる。1つには株式同等物を株主資本とした定義上の問題が考えられる。また、株価上昇率が小額で、時価総額の増加が内部留保など株主資本の増分を相殺できないケースではMVAは減少するため、株価上昇率とMVA変化額は逆相関となる。さらに、投下資本で割ることの影響もある。時価発行や潜在株式の転換・行使が進むとMVAそのものが変化しなくても投下資本の増大で「MVA変化額／投下資本」は低下する。これらの要因が複合して、MVAの変化と株価騰落率の相関関係を弱めていると思われる。

第3表 EVAと株価の相関

1. 株価当落率、MVAとの関係

1-1 「変化額／資産」

指標	年度	EVA	営業利益
株価当落率	91	0.10 *	0.21
	92	0.24 *	0.19 *
	93	0.23 *	0.29 *
	94	0.10 *	0.27 *
	95	0.23 *	0.40 *
	96	0.24 *	0.31
MVA変化額／平均投下資本	91	-0.08	0.08
	92	0.20 *	0.12 *
	93	0.36 *	0.30 *
	94	-0.02	0.07
	95	0.17 *	0.31 *
	96	0.14 *	0.15 *

1-2. 対資産比

指標	年度	EVA	営業利益
株価当落率	91	0.08	0.20
	92	0.18 *	0.13 *
	93	0.13 *	0.21 *
	94	0.02	0.05
	95	0.07	0.08
	96	0.57 *	0.52 *
MVA変化額／平均投下資本	91	-0.55 *	-0.38 *
	92	0.05	-0.01
	93	-0.04 *	0.10 *
	94	-0.43 *	-0.42 *
	95	0.24 *	0.26 *
	96	0.42 *	0.25 *

2. 営業利益とEVAの関係

指標	年度	相関係数
変化額／資産	91	0.37 *
	92	0.60 *
	93	0.59 *
	94	0.52 *
	95	0.63 *
	96	0.60 *
対資産比	91	0.79 *
	92	0.69 *
	93	0.79 *
	94	0.71 *
	95	0.73 *
	96	0.68 *

3. 株価当落率とMVAの変化の関係

91	0.50 *
92	0.77 *
93	0.72 *
94	0.57 *
95	0.65 *
96	0.68 *

定義：

「変化額／資産」

営業利益：営業利益増減額／平均総資本

EVA：EVA増減額／平均投下資本（除く余資）

「対資産比」

営業利益：営業利益／平均総資本

EVA：EVA／平均投下資本（除く余資）

注1. 「MVA変化額／投下資本」は対前年のMVA変化額を平均投下資本で除したもの。

2. 「*」は5%水準で有意なもの。

3. 対象は、金融・保険を除く東証1部上場の主要企業（419社）。

4. 連結決算数値を使用だが、連結決算未発表企業は単独決算で代用。

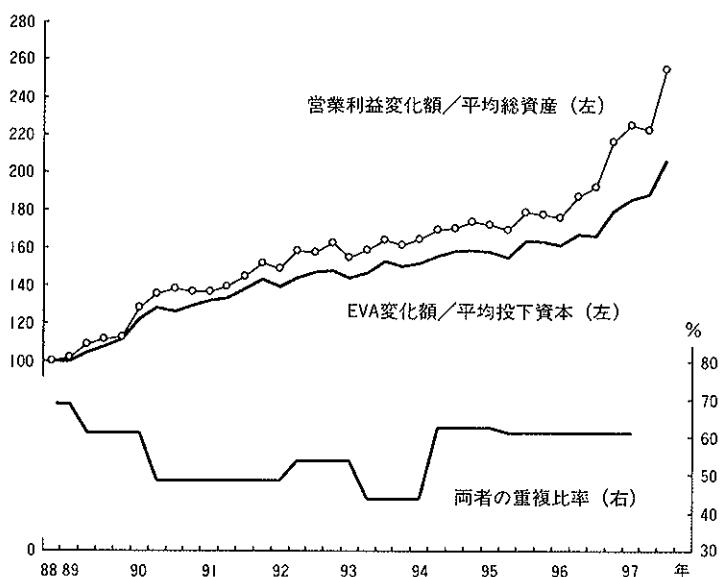
ており、第3表にみられた両者の相関関係の高さを裏付けている。相対株価も、上位、下位とともにEVAグループと営業利益グループはほぼ同じ傾向をたどっている。しかも結果的には営業利益の変化を基準に銘柄選択を行った方が、投資効率が良かったことになる。

第3図ではEVAが88年度にピーク、92年度にボトムをつけており、営業利益に1～2年度

先行しているため、会計利益への先行性が持続すればEVAは先行指標としての役割が期待されるが、株価のパフォーマンスに代表される株主利益との連動性という本来の視点からは営業利益に対する有効性は見いだせない。また米国でも81～82年を除けばEVAとEPSがほぼ同じ変化を示している。実証分析においても、旧来の財務指標と比べ際だってEVAが優位とな

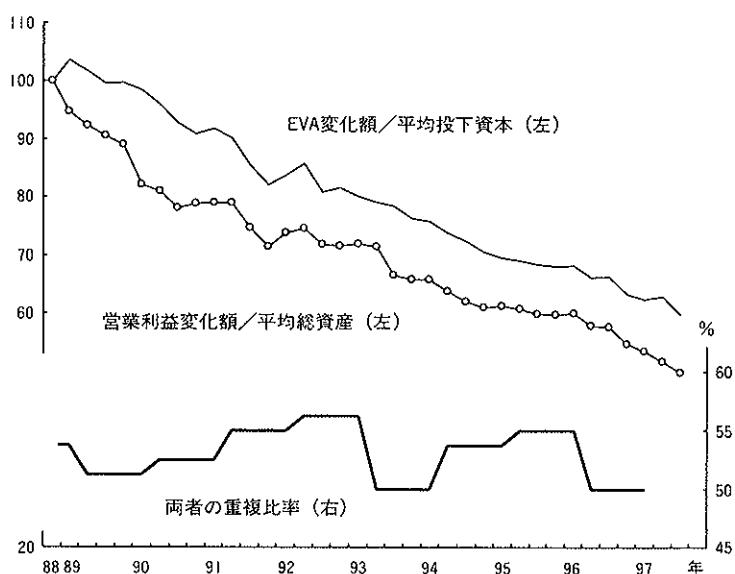
第7図 指標上位グループの株価推移（対全銘柄株価指数）

88年末=100



第8図 指標下位グループの株価推移（対全銘柄株価指数）

88年末=100



注1. 時価総額ウェイトのリターンインデックスを作成し、各グループの指標を全銘柄419社の指標で割ったもの。

注2. 株価と財務指標の時間的関係は同時、例えば96年度のパフォーマンスは96年度の営業利益およびEVAを基準に銘柄選択されている。つまり、営業利益やEVAを正確に予想したことを前提とすることになる。なお、97年度は銘柄入れ替えせず、96年度と同じ銘柄を対象としている。

特 集

る結果は必ずしも得られていないようだ(Peterson、97年)。

4-4. EVA の問題点

またEVAモデルは、資本費用の計算で問題を持っている。同モデルでは、投下資本は基本的に簿価で評価する一方、資本コストは時価で加重平均する。この不整合より「投下資本×加重平均資本コスト」が投資家の要求収益と一致しなくなる。整合性を保つには、投下資本と加重平均コストの評価ベースを一致させる必要がある。PBRが、わが国は2倍、米国では4倍にも達する現在、簿価評価と時価評価では資本費用の水準が相当違う。簿価ベースでのEVAがプラスでも時価基準ではマイナスと評価が逆転する懸念もあるため、時価と簿価のいずれを基準とするかは大きな問題である。

投資指標としてのEVAであれば、投資家の要求利益率は時価ベースで形成されるため、投下資本、資本コストともに時価基準で計測すべきである。これは、REVA(Refined economic value added)として提唱されている(Bacidore、97年)。

ただ、資本費用は使用目的などで幅広い解釈が可能であろう。経営指標としEVAを導入する場合、特にわが国の企業であれば、必ずしも時価基準である必要はなかろう。従来の財務指標とEVAの最大の差は株主資本のコストを認識する点にあり、バランスシートも十分意識した経営に転換することである。財務面では資金コストの意識が強く、シェアや経常利益など損益計算書中心の経営が主流であったわが国の企業にすれば、株主資本に対し獲得すべき収益を目標に織り込むことでさえ大変革であろう。実

際問題として簿価の投下資本と時価加重の資本コストで計算したEVAでさえ大半の企業がマイナスであり、時価基準のEVAではハードルが高すぎる。

さらに、株価は経営のコントロール外の要因で変動することも少なくなく、しかも企業組織の階層を下るほど株価へのコントロール性が弱まる。経営陣の評価には株価という株主利益を直接示す尺度があり、EVAの真価はむしろ管理指標として直接株価を利用しにくい階層にも適用して、組織全体に株主利益の思想を広める点にある。その点で、簿価ベースの投下資本と加重平均資本コストから計算するEVAにも十分意味があると思われる。

また、資本費用での不整合の他に、EVAモデルに限らずFCFモデルなど他の割引モデルに共通する注意点もある。まず第1点は、株主資本コストの適切な認識である。今回では株主の要求リターンを単純な β を用いて計算した。しかし株式市場では、小型株効果、低PBR効果など、リスク以上のリターンを示す各種のアノマリーが確認されている。例えば小型株効果を無視して計測すると、小規模企業の株式資本コストを過小推計しEVAを過大に評価することになる。これを避けるには、規模やPBRなどで細分化しアノマリーの影響を除去した株主資本コストを計算する必要がある。

第2点は、財務効果の把握である。EVAモデルも含め、一般に割引モデルでは、加重平均資本コストを割引率に使用することで、税効果額や資本構成など財務効果を自動的に吸収している。

しかし、財務効果を明示する方が、EVAの本

質である営業成果の評価という点では望ましいと思われる。特に、リストラなどでEVAを経営ツールとして使用する場合には、補助金や税額控除などを含め部門ごとに税効果を把握することが重要と思われる^{*8}。

理論面で優れるEVAだが、株価との関連では営業利益と比べ格段に優れた関係は確認できなかった。さらに、EVA算出には数多くの修正や適切な資本コストの推定が必要なため誤差が不可避であり、資本費用の不整合の問題もある。株式投資の指標としては、他に比べ特段優位性を持っているとはいえないであろう。

経営指標の側面でも、投資決定機能や経営評価さらに報酬制度などをEVAという統一指標で一元管理するEVA経営の理想には、いくつもの課題があると思われる。ただし、理論面では旧来の財務指標より優れており、業績管理や報酬制度などに資本費用というEVA的発想を取り入れることは、全社的に効率経営を推進する誘因となろう。

5. 我が国企業を取り巻く環境の変化と効率経営の追求

5-1. 企業を取り巻く外部環境の変化

バブル崩壊後の景気低迷のなかで、企業は売上拡大に基づく利益増加を追求することが困難になっている。このような経済環境のなかで、例えば日興500株価指数採用銘柄(除金融)ベースで見ると、1994年度において売上高は前年比

0.8%減と減収が続いているが経常利益は同8.1%増と増益に転じた。これは、企業が経営の効率化を推進してきた結果であろう。そして今後さらに経営の効率化を推進することができるかどうかが、企業の差別化要因となってきていると考えられる。

また、わが国の株式市場の参加者を見ると外国人投資家のウェイトが高まっている。例えば所有者別の持株比率を全国上場会社ベースで見ると、外国人投資家の比率は1970年度～1990年度が2.1～6.3%であったのに対して95年度は9.4%となっている。このような市場参加者のグローバル化の動きは、企業に対して経営効率の向上を強く求めることになる。これは特に米国の機関投資家の運用方針をみれば明らかであろう。もしも企業に潜在的な成長力がありながら企業経営が非効率的であるならば、その企業はM&Aの格好の対象となる。

次に企業の資金調達の変化を見てみよう。法人企業統計による1980年3月末と1997年3月末のデータを比較すると(資本金10億円以上)、全産業ベースでは株主資本比率が16.7%→28.7%、総資産に占める長・短借入金合計が35.1%→29.4%となっている。この傾向は製造業においてさらに顕著であり、株主資本比率が20.8%→41.5%、長・短借入金合計は32.8%→16.3%となっている。このような間接金融から直接金融という企業の資金調達行動におけるウェイトの変化は、高い流動比率や高い株主資本比率をむやみに求めるような過度の安全性重視の思考

*脚注8. 割引キャッシュフローモデルの改良である修正現在価値法(APV: Adjusted Present Value)では、割引率に株主資本100%の企業の資本コストを用い、営業の収益力によるベースケースの価値と税効果など財務面における副次的効果の価値を区分して把握している。

特 集

からの転換を企業に求ることになるはずである。

5-2. 会計基準のグローバル化

現在、わが国では企業会計審議会（蔵相の諮問機関）を中心に、連結財務諸表制度、金融商品の会計処理および企業年金会計の導入といった一連の会計制度の改正作業が進められている。企業の決算にこれらの改正がすべて反映される時期は未定だが、日本版ピックパンの進展等から判断して2000年初頭になる可能性が高いと考えられる。

これらの改正は、わが国会計制度のグローバル化を推進するものであり、その目的は企業から投資家に向けた情報発信を充実させることに他ならない。米国やイギリスといったアングロサクソン流の考え方方が世界規模での会計制度の潮流となっていることに鑑みると、わが国会計基準のグローバル化とは、アングロサクソン流の考え方をわが国に取り込む過程であるとも言えよう。

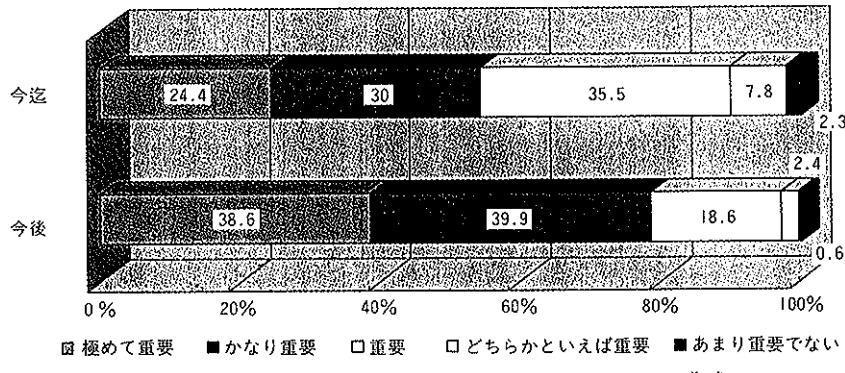
現在のアングロサクソン流の会計思考では貸借対照表が重視される。例えば、1970年後半か

ら80年代にかけてFASB（米国財務会計審議会）より公表された一連の概念基準書では、貸借対照表の純資産の変動に基づいて利益概念を説明する包括利益という概念が登場する。このような貸借対照表重視の姿勢は、経営指標として貸借対照表から導き出される資本コストを考慮した効率性の向上を求める思考に通じるものである。これに対してわが国では制度面でも貸借対照表よりも損益計算書を重視する思考が支配的であったと考えられる。そして分析上も売上高利率を重視することはあっても、資本コストの概念はなかったといつていい。このように、会計制度のグローバル化とは、貸借対照表の分析を背景とした、効率性を追求する企業経営および企業評価を制度面からバックアップするものと考えることができよう。

5-3. 最近の動向と企業評価

最近の企業経営をめぐる動き（第9図）の中で、ストックオプションと自社株償却に注目してみよう。これらは貸借対照表、特に負債と株主資本という資金調達側に注目したものであり、米国を中心とする株主重視かつ資本効率の

第9図 企業経営にあたって株主・投資家との関係をどのように考えるか



(出所) 経済同友会「第12回企業白書」96年5月より日興リサーチセンター作成

向上を追求する思考がわが国にもたらされてきたことに伴って注目されてきたものと考えられる。

ストックオプションを導入している場合には、オプション評価モデルを利用して市場価値を算定し投下資本に算入する。ストックオプションは、株価の推移と報酬をリンクさせた制度であり、経営者の利害と株主の利害を一致させるメリットがあるが、一方で従業員に対して付与した場合は人件費の先送りであり、オーバーランスの債務となる。米国では手元の資金が少ないベンチャー企業が人材確保のために従業員に対してストックオプションを付与するケースが多いが、今後日本においても企業評価にあたって充分な注意が必要であろう。なお、日本の制度では、ストックオプションの実施にあたっては自己株式を用いる場合と新株を発行する場合の両方があり、自己株式を用いる場合は発行済株式数の10%が上限とされている。

EVA を経営者の報酬制度に用いる場合には、EVA の上昇が株価の上昇に結びつくという点で、経営者に対してストックオプションを付与する場合と同様の効果が得られる。むしろ、ストックオプションのように将来の企業収益を圧迫する可能性のある潜在的債務を発生させないから、より優れた制度であると言うことができよう。わが国では株主不在の経営が長期間にわたって行われた結果、資本コストを無視したエクイティファインансが盛んに行われてきた。結果として株主不在の経営が日本企業の資本コストの上昇を引き起こしたとも考えられる。したがって、EVA を経営者の報酬制度に用いる場合には、経営者にインセンティブを付与

するばかりでなく、株主重視の経営を行うことによって結果的に資本コストを引き下げ、採算性を重視した設備投資を行うなど、企業経営の効率化に結びつくと考えられよう。

自社株消却は、過去のエクイティファインansの実施により増加した株主資本を減少させる効果がある。わが国ではまだ自社株消却を実施する企業が少なく、またその規模も発行済み株式数に対して非常に少ないため、アナウンス効果の域を出ないと考えられる。自社株消却自体は株価に中立であるが、自社株消却が企業に最適資本構成をもたらし、その結果として企業価値を高めるための重要な手段であることは確かであり、今後企業経営における大きな武器になると思われる。

5-4. 効率経営の追求

金融資産の時価評価や企業年金会計の導入といった会計制度のグローバル化によって、経済環境の変化や株式市場の変化は従来以上に企業の貸借対照表に影響を及ぼすと考えられる。EVA は資本コストの概念を導入することによって、貸借対照表の資産側だけでなく、負債・資本側の管理を求めるものである。同時に、EVA は企業経営の効率性を隨時チェックできるシステムであるから、EVA は貸借対照表を通じて外部環境の変化と企業評価を結び付けることを可能としているということができよう。EVA に与える外部環境の変化を小さくするには含み益の規模を小さくするなどの手段を含む貸借対照表のコントロールが求められるし、これが結果として企業経営を効率化し、EVA の向上に結びつくと考えられる。

外部環境の変化に伴い、効率性を追求し企業

特 集

価値を高める経営が強く求められるようになってきた。企業経営においても株主・投資家との関係を重視していく姿勢はますます強くなりつつある。会計制度のグローバル化はそれを制度面からバックアップするものである。わが国においても、EVAが企業経営において、そして株式市場において有益な指標となる時代が訪れたと言えよう。

参考文献

- 1) 井手正介、高橋文郎、「企業財務入門」、日本経済新聞社、1997年
- 2) 大村和夫、「企業分析と投資価値評価」、東洋経済新報社、1996年
- 3) 井手正介、『資本コストと国際競争力』、証券アナリストジャーナル、1992年3月号
- 4) 西村清彦・三輪芳郎編、「日本の株価・地価」、東京大学出版会、
- 5) 堀彰三、「最適資本コストの理論」、中央経済社、1986年
- 6) 田中英富、「企業財務の近代化とEVA」、YRI證券月報、1995年5月号
- 7) 平沼亮、石井宏和、「フリー・キャッシュ・フロー・バリュエーションによる日米主要企業の株主価値比較」、証券アナリストジャーナル、

1992年9月

- 8) Tom Copeland, Tim Koller, Jack Murrin, 「(邦訳)企業経営と戦略経営」、日本経済新聞社、1993年
- 9) Timothy A. Luehrman『(邦訳)戦略的マネージャーのための事業価値評価ツール(1)、(2)』、ハーバード・ビジネス、1997年9月号
- 10) Jeffrey M. Bacidore, John A. Boquist, Todd T. Milbourn, Anjan V. Thakor "The Search for the Best Financial Performance Measure", Financial Analysts Journal". May, 1997
- 11) G. Bennett Stewart, III "The Quest for Value", Haper Business, 1991年
- 12) Pamela P. Peterson, David R. Peterson, "Company Performance and Measures of Value Added
- 13) Stephen F. O'Byrne, "EVA AND MARKET VALUE", JOURNAL OF APPLIED CORPORATE FINANCE, Spring, 1996
- 14) Richard A. Brealey, Stewart C. Myers "Principles of Corporate Finance", McGraw-Hill
- 15) FASB, "Statements of Financial Accounting Concepts",『FASB財務会計の諸概念』(広瀬義州、平松一夫訳)、中央経済社、1990年