

わが国における EVA 経営の動向

—IR 資料と報道記事による検証—

三浦克人

1 はじめに

わが国のビジネス誌等で、EVA¹ (Economic Value Added: 経済的付加価値) が紹介されはじめたのは、1997 年後半から 1998 年前半のことであった。つづく 1999 年には、EVA を主要な経営指標として位置づけ、これを中心とした経営システムを導入する企業が徐々に増えはじめ、その後は、あっという間にブームとなった。一説によると、2002 年末時点において、70 社を超える企業がこの経営システムを導入したということである (本合・井上, 2003)。

こうした EVA ブームから 10 年ほどが経過した現在では、各種のビジネス誌上で、EVA に関する話題や記事を目にすることがめっきりと少なくなってしまった。筆者が調べた限りでは、ここ数年間であらたに EVA 経営を導入した企業は見あたらず、他方、多くの企業がこれを廃止している。

もちろん、このような現象は、EVA 経営の価値の低下を直接的に意味するものではない。経営指標としての EVA そのものの欠陥を指摘する見解を聞くことはないし、花王、東京ガス、三菱商事など、EVA 経営を継続する優良企業も存在している。

EVA 経営の実態については、伊藤 (2001) や福田 (2001) のように、先進的な企業の個別事例を詳細に検討した論文がこれまでいくつか公表されてきたが、EVA 導入企業の全体像が示されることはなかった。そこで、本稿では企業が発表する IR 資料や報道記事の集計・整理を通じて、EVA 導入企業における計算手法、数値の公表、意思決定システム等の全般的な傾向や特徴を明らかにし、さらに、将来の研究論点をいくつか提示することを試みることにする。

本論に入る前に、ここで若干の用語の整理をしておく。まず、EVA を中心とした経営システムを「EVA 経営」と名付け、これを導入・実践する企業を「EVA 企業」と呼ぶこととする。3 節以降では、EVA と同様の計算構造をもつ経営指標が多数登場するが、これらは各社が用いている固有名詞であるため、そのまま使用する。ただし、企業価値、事業価値を示す指標について一般名詞的に言及する場合は、すべて EVA と表記する。

本稿における事例や集計結果は、ビジネス誌に掲載されたものを除いては、原則として、企業が公表する各種資料 (有価証券報告書、決算短信、アニュアルレポート、プレスリリース、事業報告書、株主通信など) に基づいている。これらを総称して「IR 資料」と表記する。なお、個別事例に言及する部分については、その所出をすべて示すべきであるが、文面が煩雑になりすぎるため、とくに必要になると思われる場合を除いては、省略した部分もある²。

2 EVA 企業数と導入のタイミング

本稿で議論の対象となる EVA 企業は、下記の 60 社である。これらは、企業が公表する IR 資料、新聞やビジネス誌において、EVA やそれに類似する経営指標を導入したことを確認できた企業である。

この 60 社が EVA 経営を導入した時期を厳密に特定することはそれほど簡単ではない。企業が公式に EVA を測定しはじめた時点、IR 資料で EVA 経営を導入すると発表した時点、あるいは新聞等で EVA 経営を導入したと報道された時点など、さまざまな場合が考えられるからである。どの時点をとるかによって、多少の誤差が生じることになるが、原則として、企業の IR 資料の記述を最優先して作成したものが表 1 である。一見してわかるとおり、1999 年から 2001 年までが導入のピークである。これは EVA に関する新聞・ビジネス誌の報道や研究論文の発表がもっとも活発だった時期とおおむね合致しているといえるだろう。

なお、EVA 経営を導入した 60 社のうち、現在でもこれを継続していることを確認できる企業はわずか 25 社にすぎず、残りの 35 社は EVA 経営をやめている³。また、継続している企業においても、経営指標としての EVA の相対的地位が下降しているものもある。本稿においては、そのような企業の事例についても参照しながら議論を進めていくこととする。

【EVA 企業一覧：全 60 社】

旭化成、旭硝子、アステラス、アドバンテスト、アンリツ、伊藤忠商事、岩井証券、大阪ガス、沖電気工業、オリックス、オリンパス、花王、カシオ、カナモト、川崎製鉄、関西電力、キリンビール、京王電鉄、近畿コカコーラ、小林製薬、三和シャッター、シャープ、商船三井、全日空、双日、ソフトバンク、ダイキン工業、大日本インキ、TDK、帝人、東急グループ、東京ガス、東芝、東北電力、TOTO、巴川製紙所、豊田通商、ニチコン、日本化薬、日本製紙、日本ゼオン、日本たばこ、日本トイザラス、日立製作所、日立電線、日立物流、ピープル、富士通、富士通フロンテック、富士電機、HOYA、松下電器産業、松下電工、丸紅、三井物産、三菱商事、ミネベア、メルシャン、山武、リロ・ホールディングス、

(あいうえお順。社名は原則として導入当時のものによる。)

表 1 EVA経営を導入した時期

導入年	1998年以前	1999年	2000年	2001年	2002年	2003年以降
企業数	4社	20社	18社	11社	3社	4社

(出所：各社の IR 資料をもとに筆者作成)

3 名 称

EVA 企業が、新たに導入する指標の名称は、表2のとおり多彩である。本家である EVA のほか、さまざまなものが考案され、使用されている。EVA は周知のとおり、スターン・スチュワート社の登録商標である。そのため同社のコンサルティングを受けていない企業、あるいは同社の許可を得ていない企業が、この名称を使うことはできない⁴。

EVA 以外で多用されている名称のうち、もっともスタンダードなものは、「*VA」である。*の部分には通常、自社のイニシャルが当てられる。表2に例示した以外には、三菱商事の MCVA (Mitsubishi Corporation Value Added) がよく知られている。ただし、「*VA」であっても、すべてがこのパターンに当てはまるわけではない。たとえば、HOYA や大阪ガスが使用する SVA は、Shareholders' Value Added の略であり、社名とは関係がない。また、「*VA」の A の部分が異なる企業もある。豊田通商の TVA は Toyotsu Value Achievement の略であり、達成した/達成すべき価値という意味が強調されている。

その他にもさまざまな形式があるが、日立製作所の FIV⁵ (Future Inspiration Value) や東芝の TVC (Toshiba Value Creation) のように、Value を入れている企業が多いのが特徴的である。

以上のように、多様な名称が使用されているものの、計算ロジック自体は、(総合商社など一部をのぞいては)「ほぼ同様」である。指導を受けたコンサルティング会社の勧めや、経営トップの思いなどが反映された名称を集約した結果が表2であり、各種の名称と EVA 経営の本質とはほとんど関係がない。ただ、これらの指標は、中期経営計画の発表時などの重要なタイミングで導入されることが多いため、社内における認知と定着の促進をはかる意味では、印象に残る親しみやすい名称を付けることは、それほど無意味ではない。

表2 EVA指標の名称

	EVA	*VA	その他
企業数	16社	11社	33社
例	花王 ソニー 旭化成 旭硝子 など	ダイキン工業 (DVA) アドバンテスト (AVA) オリックス (OVA) 小林製薬 (KOVA) など	東京ガス (TEP : Tokyo Gas Economic Profit) シャープ (PCC : Profit after Capital Cost) 日本たばこ (EVE : Economic Value based Earnings) 松下電器産業 (CCM : Capital Cost Management) など

(出所：各社のIR資料をもとに筆者作成)

4 計算式

EVA の基本計算式は次のとおり、いたってシンプルである。指標の名称にかかわらず、多くの EVA 企業がこの計算式によっている⁶。

$$\text{EVA} = \text{税引後営業利益} - \text{資本コスト率} \times \text{投下資本}$$

EVA の計算過程には、ふたつの特徴がある。ひとつは財務会計数値を経済的事実に修正するための「調整」をほどこすことであり、もうひとつは、資本コストを控除することである。ここでは、前者について簡単に触れ、後者については次節で整理する。

EVA の開発者であるスターン・スチュワート社は、財務会計のルールには EVA 測定を妨げる多くの欠陥があることを指摘し、それらを修正し、経済的事実を反映した「真の EVA」を算出するためには、財務会計上の数値に対するさまざまな「調整」が必要だと説いている。ただし、それら欠陥のすべてを「調整」していたのでは、財務会計上の数値との乖離が大きくなりすぎるし、コスト的にも割があわない。そこで、同社では、「調整項目」を 5～10 程度に絞り込むこと推奨している。調整項目選定の条件としては、経済現実性、重要性、理解可能性をあげ、具体的な調整項目としては、広告宣伝費、研究開発費、非経常項目などを例示している（スターン・スチュワート社、2002）。

しかしながら、項目を絞り込んだとしても、「調整」作業を毎年行うことはそれほど容易ではない。そこで EVA 企業のなかには EVA の厳密性を追求するのではなく、よりシンプルな計算手法を愛好する企業も少なくない。たとえばダイキン工業は、DVA 計算における投下資本としては、総資産から現預金を引いた金額を使い、税率は 40%、資本コストは 6% に固定するなど、財務諸表からすぐに計算できるように工夫している（日経金融新聞 2000 年 2 月 25 日、週刊東洋経済 2000 年 11 月 4 日）。また東芝では、調整項目を単純化し、金利控除前の期間損益から資本コストをマイナスしたものを TVC と定義している（企業研究会、2002 年）。

5 資本コスト

EVA 経営にとって、EVA の目標値や実績値を公表することの意義は大きい。投資家をはじめとする情報利用者は、企業価値との関連が深いとされる EVA の動向を注視しているからである。ただし、EVA の実績値が公表されたとしても、計算過程において使用された資本コストが示されていないと、その妥当性を検証することができないため、その情報価値はおおきく損なわれる。よって、EVA 企業による情報開示に資本コストが含まれるのは、きわめて自然なことだといえる。以下では、EVA 企業が公表する資本コストについて、その全体傾向、計算式の例示、セグメント別の差別化の順に整理していく。

5.1 全体傾向

EVA 企業のうち、その計算で使用する資本コストを公表している企業は表3のとおり少数派であり、21社にすぎない。EVA 企業の代表格である花王でさえも、資本コストを公表しないグループに属している。また、各社の資本コストのレベルは、5%台を中心におおむね前後2%の範囲に設定されており、極端に低い/高い企業はほとんどみられない。10%を超えるのは、後述する東芝の一部の事業セグメントのみである。

資本コストは、EVA を利用した意思決定における重要な計算要素となるため、これを公開しないことは、企業の競争戦略上の観点からは、容認されるかもしれない。EVA 企業それぞれが、資本コストの公表/非公表の損得を計算した結果が表3のように集約されたと考えるならば、企業経営における資本コストは、それほど重い存在であるというメッセージとして受け取れるであろう。

ただし、そう解釈したとしても、企業が使用する資本コストがCAPM (Capital Asset Pricing Model: 資本資産評価モデル) にもとづくものであるならば、これを隠す理由は見当たらなくなる。CAPM による資本コストであれば、外部の者でも比較的容易に推計することができるからである。言い換えると、資本コストを公表しない企業が多いという事実は、CAPM による推計値とは異なるレベルの資本コストを使用している可能性が高いことを示唆しているといえるだろう。

表3 EVA計算における資本コスト

	未公表	公表	
		全社一律	セグメントで異なる
企業数	39社	19社	2社
備考	資本コストに対する考え方を示す企業もある オリックス：CAPMを参照 大阪ガス：業種のリスクを反映	4%未満……4社 4%台 ……1社 5%台 ……5社 6%台 ……4社 7%以上……5社	東芝：カンパニーごとに6～18%の間に設定 HOYA：5%または8%に設定

(出所：各社のIR資料等をもとに筆者作成)

5.2 計算例

公表された資本コストの算定条件を示す企業はさらに少なく、筆者が調べた限りでは、その詳細を公表している企業は、日立電線と東京ガス⁷のみである。

日立電線では、表4のとおり、資本コストを算出する過程で参照したリスクフリーレート、ベータ、株式のリスクプレミアム、実効税率等をすべて示している。ただ、このような計算は、CAPM に基づくものであり、誰が計算しても同じレベルに落ち着くため、その情報の価値はあまり高くない。もちろん、だからと言ってこのような情報が不要だということではなく、資本

表4 日立電線の資本コスト計算

No.	項目	適用値	備考
1	リスクフリーレート	1.5%	国債利回りより
2	β 値	1.31	Bloomberg社より
3	株式プレミアム	4.5%	国内株式過去40年の推移より
4	株式リスクプレミアム [2×3]	5.9%	
5	株主資本コスト [1+4]	7.4%	
6	株主資本	200,950 (百万円)	01年度末の値
7	株主資本比率 [6/(6+9)]	64.1%	
8	負債コスト	2.2%	98～01年度の平均値
9	有利子負債	112,723 (百万円)	01年度末の値
10	負債比率 [9/(6+9)]	35.9%	
11	実効税率	42.0%	
12	資本コスト [5×7+8×10×(1-0.42)]	5.0%	

(出所：日立電線「中期経営計画説明資料(2003.7.25)」より)

コストの算出根拠を明示したという点では、他のEVA企業の手本となるべきものである。

5.3 セグメントの資本コスト

EVA企業では、企業全体の目標としてEVAを利用するほか、各事業セグメントの評価指標としてもこれを活用している。多角化企業の各事業セグメントは、異なる事業リスクのもとで活動している。このとき、各セグメントの資本コストは異なるはずであり、企業全体の資本コストはその加重平均にすぎない⁹。しかしながら、事業セグメントごとに差別化された資本コストを使用することを公表する企業は極めて少なく、確認できるかぎりでは、東芝とHOYAのみである。

東芝では、事業セグメントのリスクに応じて、資本コストを課しており、その変動幅は6～18%である。具体的には、半導体や携帯電話のようなボラティリティの高い事業には高い資本コストを、また重電のような成熟事業には低い資本コストを課している(企業研究会, 2002)。

このような東芝のやり方は、もちろん各事業セグメントの資本コストを厳密に測定したものではない。しかしながら、事業リスクを反映させようとする試みは、理にかなったものであり、評価すべきであろう。

東芝、HOYAを除く19社は、全社一律の資本コストのみを公表しているが、もちろん、これら企業のすべてが単一の事業セグメントで活動しているわけではない。実際には、19社とも事業別のセグメント情報を開示している。この19社すべてが、社内実務において全社一律の資本コストを使用しているとは考えにくい。実務においては、セグメント別の資本コストを使用しつつも、「競争戦略上の観点」から個別セグメントの資本コストを開示しない企業が相当数あ

ると考えるのが妥当であろう。

6 数値（実績，予想，目標）の公表

各企業が公表するさまざまな EVA 関連情報のうち、投資家にとってもっとも有益なものは、EVA それ自体の数値である。以下では、その全体傾向、先進事例、目標値と実績値、EVA の符号、セグメント別 EVA について概観する。

6.1 全体傾向

EVA の値を公表する企業は少数派であり、表 5 のとおりわずか 16 社にとどまっている。表 5 においては、各決算期の EVA の実績値のほか、次期の予想値、中期経営計画等における 3～5 年後の目標値という 3 つの区分で集計しているが、そのすべてを公表しているのはわずか 5 社である。また、この 3 区分の EVA の値を公表している企業であっても、それらを継続的かつ規則的な方法によって公表している例は、ほとんど見られない。唯一の例外が、次項で紹介する東京ガスである。

表 5 EVA 値の公表状況

	未公表	公表（①実績値，②予想値，③目標値）			
		①+②+③	①+②	①+③	①のみ
企業数	44社	5社	2社	6社	3社

（出所：各社の IR 資料をもとに筆者作成）

6.2 先進事例

筆者は別稿（三浦，2008）において、EVA 情報を規則的かつ継続的に公表している企業として花王と東京ガスの例を紹介した。その概略は以下のとおりである。

花王は、EVA の実額について「資本コストの置き方や、調整項目次第で額がぶれるので公表しない」（週刊東洋経済 2000 年 11 月 4 日）と説明し、2000 年度の EVA の実額を 100 とした場合の指数変動を示すのみであるが、每期ほぼ同様の方法で公表しつづけている点は評価できる。また、各年度の EVA の増減を「成長への投資」「利益の増加」「財務の改善」という 3 つのカテゴリーにより説明している点は、同社独自のユニークで分かりやすいやり方である。

一方、東京ガスでは、中期経営計画において最終年度の EVA 目標値を設定し、また、4 半期ごとの決算報告会では、EVA の実績値と当期（または次期）の予想値を公表している。このようなやり方であれば、目標値と実績値・予想値を対比させながら、中期経営計画の進捗を確認できるため、投資家にとって好都合である。

6.3 目標値と実績値

EVA を内部管理指標として明確に位置付けている企業（キリンビール、豊田通商など）や、前述の通り、EVA を公表しない理由を明示する花王のような企業が、EVA の額を開示しないことはある程度、容認できるかもしれない。しかしながら、中期経営計画等でEVA の目標値を設定する企業が、その結果を示さないのは、明らかに一貫性を欠いている。

三和シャッターは、中期経営計画（2003-2006 年度）において、全社 SVA（Sanwa Value Added）の目標値（70 億円または 64 億円+ α ）をかかげ、さらに事業セグメントごとの目標額の内訳と達成手段を公表していた。三和シャッター本体で 43 億円（達成手段：ビジネスモデルの再構築による既存事業の利益拡大）、国内子会社で 4 億円+ α （達成手段：隣接事業領域への展開による成長）、その他の 4 セグメントで 17 億円+ α という具合である（同社「中期経営計画説明資料」2003.12.4）。このように中期経営計画で EVA の目標値の内訳を詳細に示す企業は例外的であり高く評価できるが、残念ながら、その結果については、全社の EVA 実績値（2006 年度で 24 億円）を報告するにとどまっている（同社「2006 年度決算説明会資料」）。

一方、EVA の目標値を掲げながらも、目標年度における実績値を公表していない企業は 7 社ある。表 5 においては、EVA の実績値と目標値の両方を公表する企業が 11 社（「①+②+③」「①+③」の合計）があるが、そこで公表される実績値は、中期の目標値として設定した年度とは異なるものがほとんどであり、中期の目標値と実績値の対応関係が確認できるのは、東京ガスのほか、関西電力、ダイキン工業、三和シャッターのみである。

6.4 EVA の符号

EVA 企業が断片的に公表する EVA の値をみてすぐに気がつくことは、マイナスの数値の多さである。ある年度において経常利益等がプラスであっても、EVA がマイナスとなってしまうのは、資本コストを控除するという EVA の計算構造を考えると十分にありうる現象である。実際、関西電力は、PCA（Profit after Cost of Asset）を公表していた 1999 年度から 2006 年度までの 8 年間において、当期純利益はすべてプラスであったが、PCA は一貫してマイナスを計上している（同社「2006 年度決算説明会資料」2007.4.27）。また、メルシャンでは、2001 年度から 2007 年度までの EVA が常にマイナスであり、現時点での目標は、2012 年度にわずか 1 億円のプラスの EVA を計上するというものである（同社「中期経営計画（2008-2012 年）資料」2007.9.27）。

EVA を比較的長期にわたって公表している企業においても、このような状況であることを考えると、公表しない企業が、よりひどい状況にあることは想像に難くない。そのような企業の EVA こそ、投資家等がより知りたい数値であるが、マイナスの EVA を公表することから想定される負の側面（企業業績に対するイメージの悪化、株価への直接的な悪影響、従業員の士気の低下など）を考えると、公表しないという選択肢も、きわめて消極的にはあるが、容

認されるかもしれない。

6.5 セグメントの EVA

EVA の金額をセグメント別に公表する例は皆無であった。これは、前節でみたセグメントの資本コストの状況を考えて、予想された結果である。

セグメント別の EVA に関連する情報としては、7 節で紹介する三菱商事において、事業収益 (MCVA の計算における株主資本コスト控除前の数値) が黒字のセグメントの合計値と赤字のセグメントの合計値が示されている程度である。

7 戦略的意思決定

EVA 経営の導入理由として頻繁に使用される決まり文句には「選択と集中」「経営資源の再配分」「事業再編」などがある。実際、EVA 企業の多くが、個別の投資案件の意思決定や事業の収益性評価のため指標として、あるいはより戦略的な観点からは、既存事業からの撤退を検討するための判断材料としての EVA を活用し、具体的な成果をあげている。ここではそのような事例についてみていくことにしたい。

7.1 意思決定基準としての EVA

沖電気工業では、既存事業の場合、EVA とフリーキャッシュフローがともに每期プラスであること、新規事業の場合、売上高伸長率が 20% 以上で、3 年間累積で EVA がプラスであることを事業継続のためのハードル指標としている (同社「中期経営計画『フェニックス 21 飛翔』」2001.3.29)。また、旭硝子では、各ビジネスユニットの EVA をプラスにすることを目標としているが、新規事業については EVA がマイナスでも戦略的観点から育成する場合もあるとしている (同社「1999 年度年次報告書」)。

このような例は、EVA 企業の多くにみられるものである (東芝、アドバンテスト、松下電器産業など) が、もちろん、EVA はあくまで重要な目安のひとつであって、基準を下回っているからといって自動的に投資が却下されたり、事業撤退が決まるわけではない。

このあたりのニュアンスについて、オリックスの担当者は「他の指標でみても悪いとき、『株主のために利益を上げていない』ことを確認する“ダメ押し”みたいな、背中をポンと押してくれるような指標」(週刊東洋経済 2000 年 2 月 19 日) と述べている。一方、HOYA では、投資案件の採択や M & A の意思決定について「SVA が判断基準のすべてではないが、SVA のパフォーマンスが悪いと、最終的に承認されないことが多い」(週刊東洋経済 2000 年 11 月 4 日) とされている。

両社の内部で使用する他の指標に対する相対的な位置づけとしては、「なくても困らないポ

ジションにいる OVA」よりも、「他の指標を否定する力をもつ SVA」の方が上位にあるといえるであろう。このように、EVA 企業においても、EVA に対する信頼感には明確な差がみとめられる。なお、HOYA は、現在でも EVA 経営を継続しているが、オリックスはすでに EVA を使用していない。

7.2 成果とその公表

前項でみたように、意思決定場面における EVA の重みは各社まちまちであるが、このことは投資家にとっては、さほど重要ではない。投資家にとってより重要なことは、EVA を参照したうえで、なんらかの意思決定が行われ、さらに、当初の目的が達成されたか否かにある。ただ、上に紹介した企業の例示からもわかるとおり、EVA に加え、他の定量的指標や定性的な要素が複合的に検討された結果として最終的な意思決定にたどり着くのが一般的なやり方であるため、EVA 経営とその成果を、直接的に関連させて公表する例はそれほど多くない。以下に述べる東芝や三菱商事はその少数派である。

東芝では、①事業目標を $TVC > 0$ とし、TVC が 2 半期（1 年間）連続してマイナスであった事業を「要注意事業」に指定し、②「要注意事業」がさらにもう 2 半期たっても改善しない場合には「選択事業」に再格付けし、撤退を視野に入れて精査する、というプロセスできびしく事業の選別を行っている。そして、TVC による事業再編の具体的成果としては、①汎用 DRAM 事業からの撤退、②液晶およびブラウン管事業に関する松下電器との再編、③系統・変電事業における三菱電機との合併会社設立の 3 点が報告されている（週刊東洋経済 2001 年 10 月 20 日、および同社「中期経営計画資料」2003.7.10）。

また、三菱商事は、EVA 経営のお手本として頻繁に紹介される企業であるが、実際、その成果も着実にでており、また、分かりやすい形で公表もしている。同社では、EVA 経営の導入と同時に組織を再編し、さらに各ビジネス・ユニット（BU）を成長型、拡張型、再構築型の 3 つのミッションに分類した。このうち、再構築型は縮小、撤退、再編の対象となる BU である。その後も同社は、各ミッションに応じた BU 管理を続け、その成果は、図 1、図 2 のとおり、黒

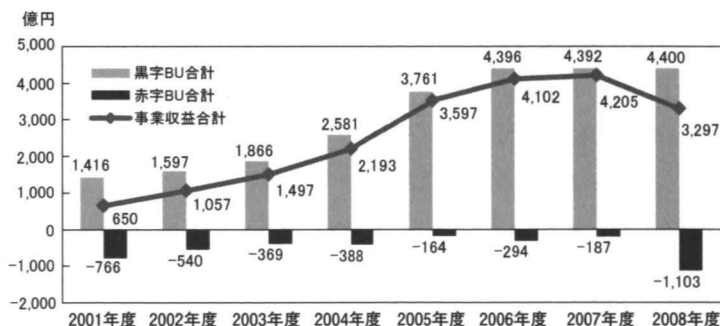


図 1 黒字・赤字 BU の事業収益合計の推移(三菱商事)

(出所：三菱商事「アニュアルレポート 2009」)

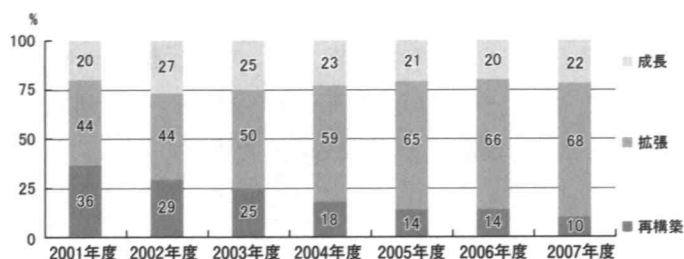


図2 BUの割合の推移(三菱商事)

(出所:三菱商事「持続的成長を目指して」2009.6)

字BUの黒字合計の増加と赤字BUの赤字合計の減少、および全BUに占める再構築BUの割合の減少という形で達成されている。

8 EVA報酬制度

EVA経営の導入は、EVAを組み込んだ報酬制度(以下、EVA報酬制度)を構築することで完成する。このことは、EVA経営の基本テキストでも言及されており、また実際、花王、旭化成、日本たばこなど、EVA企業の多くがEVA報酬制度を整備している。しかしながら、EVA報酬制度の導入についての発表はあっても、その詳細な仕組みが示されることはほとんどないといつてよい。これまでにみてきように、資本コスト、EVAの実額などの実態が公表されない場合が多いことを考えると、EVA報酬制度の詳細が語られないのも致し方ないことである。

8.1 事例

ここでは、EVA報酬制度について、比較的多くの情報を開示している企業として、花王、リロ・ホールディングス、ピープルの例を簡単に紹介しておく。

花王では、全従業員にEVA報酬制度を導入しているが、報酬全体に占めるEVA連動部分の割合が、階層ごとに異なっている。管理職では、報酬のうち10%がEVAに連動し、リーダー層では4%、一般従業員では2%となっている。花王の特徴としてあげられる点はふたつある。ひとつは全従業員を対象にしている点であり、もうひとつは従業員の所属するセグメントではなく全社のEVAを適用している点である。EVAは通常、セグメントごとに測定されるため、報酬制度においても各自が所属するセグメントのEVAを適用すべきである。しかし、花王はこの点を「将来の課題」とし、先送りしている(週刊東洋経済2000年11月4日)。

リロ・ホールディングスのEVA報酬制度は、全社員(230人)を対象としたこと、最低目標額である「標準EVA」と努力目標である「期待EVA」という2種類のEVAを設定した点で、ユニークであった(週刊東洋経済2000年11月4日)。また、ピープルは、取締役賞与をEVA

と株式の時価総額に連動させる制度を運用し、有価証券報告書にもその計算ロジックの詳細を開示していた（同社「有価証券報告書」各年度版より）。いずれも2000年前後の話であり、現在では両社ともに上記のやり方をやめている。両社のチャレンジは、当時としては「先進事例」ではあったが、他のEVA企業の模範とはなりえなかったようである。

8.2 報酬制度のためのEVA

EVA経営の総仕上げであるEVA報酬制度を導入する場合、対象となる階層、適用するEVAの値、EVA連動させる報酬の割合など、さまざまな要素を検討する必要がある。このうち、本稿でのこれまでの議論と深くかかわるのは「適用するEVAの値」である。すなわち、資本コストの置き方、調整項目の処理、セグメント別EVAの適用の可否などを十分に整理し、全従業員、労働組合が納得するような「EVAを作り込む」ことが、EVA報酬制度の大前提となるのである。しかしながら、筆者の調べた範囲では、この「EVAの作り込み」に成功した事例は皆無である。現状では、いくつかのEVA企業が、役員報酬にEVA連動部分を組み込んだ制度を採用しつづけている（花王、アステラス、岩井証券など）ことを確認できる程度である。

9 EVA経営の展開

EVA経営はまったくあたらしいやり方ということではないが、EVAという単一の指標をベースとして、意思決定システムや報酬制度を全面的に見直すというプロセスを考えると、その導入に多くの困難が伴うのは、必定であったと思われる。よって、その導入や定着が当初の計画通りにすすむことは少なく、各企業はさまざまな調整を行いながら、EVA経営を展開してきた。もちろん、EVA経営を廃止してしまった企業も少なくない。ここでは、各企業がEVA経営をどのように展開し、継続し、また廃止したのかをみていく。

9.1 EVAの重さ

まず、EVA経営における重要指標としてのEVAの位置づけの変化をみてみよう。

大阪ガスは、2002年度からEVA経営を導入したが、当初の「主要経営指標」としては、上から順に、経常利益、純利益、ROE、ROA、フリーキャッシュフローとつづき、最後の指標としてSVAが掲げられていた。この時点では、SVAの位置づけがその程度であったことが推察される。ところが、その翌年に策定された中期経営計画では、主な経営指標の筆頭にSVAが掲げられ、つづいて売上高、営業利益、経常利益、当期利益などが掲載されている。売上高よりもさきにSVAの目標値を掲げるのは、かなり違和感のある配置であるが、これもSVAに対する同社の思いが反映された結果であろう。この順列はその3年後に策定された中期経営計画

でも踏襲されている。また、2009 年度の収支計画においても連結、個別それぞれの SVA が売上高や各種利益とともに列挙されている。このように、大阪ガスでは、SVA のプレゼンスを徐々に高めながら、EVA 経営を展開していったのである(同社「マネジメントメッセージ(2003 年)」「中期経営計画(2006-2008 年度)」「2009 年度収支計画」より)。

他方、EVA の位置づけが軽くなった企業もある。キリンビールでは、EVA 経営導入の当初、2000 年度に策定した中期経営計画では、EVA の目標値や資本コストを公表し、事業評価等に積極的に活用していくことを表明していた。しかし、2004 年度の中期経営計画では、「EVA に基づくグループ内事業評価は、内部管理指標として継続」とだけ言及し、大きくトーンダウンしてしまっている。ただ、同社では、現在も EVA 経営を継続している模様である(同社「中期経営計画 KG21 アクション・プラン」2000.9.21、「中期経営計画(2004-2006 年)」2004.1、「コーポレートガバナンス報告書」2009.8.27)。

また、日本ゼオンでも、キリンビールと同様な動きがみられ、同社の中期経営計画の代替わり時において、ZVA (Zeon Value Added) を「業績目標」の指標から、「参考指標」へと大きく格下げしている(同社「中期経営計画 PZ-3」2005.5.19)。なお、同社でも、EVA 経営は現在も継続されている。

9.2 廃止理由

上述のように、EVA 企業は、経営指標としての EVA の位置づけを柔軟に変更しながら、この間の EVA 経営を進めてきた。しかし、本稿の冒頭でもすでに述べたとおり、EVA 経営をやめてしまった企業が多いのもまた現実である。そのような企業の大半は、EVA 経営を総括することなく、また、やめた理由を説明することもなく、EVA 経営からフェードアウトしている。EVA 経営をやめたタイミングさえ、はっきりと特定できない企業も多い。唯一の例外と言ってよいのは、前節においても若干言及したりロ・ホールディングスであろう。

先進的な EVA 報酬制度を採用した同社であったが、2004 年には「当社では従来 EVA を経営指標として用いてまいりましたが、各ステイクホルダーにおける浸透度や取り扱いの簡便性を考慮し、株主資本当期純利益率 (ROE) を重視してまいりの方針であります(同社「2003 年度決算短信」)と発表し、EVA 経営を廃止している。

この文面は EVA の欠陥について、ふたつの点を示唆している。ひとつは、EVA が各ステイクホルダーに浸透しなかったこと、もうひとつは、取り扱いが簡単ではなかったことである。同社が言う「各ステイクホルダー」が具体的に示す対象や、どのような意味で取り扱いが簡単でなかったのかは不明であるが、本稿におけるこれまでの文脈からあるていど察することは可能であろう。すなわち、EVA は、中級レベル以下の従業員や労働組合にとっては、なじみにくい指標であるし、資本コストや「調整」を必要とする点で、扱いにくい指標なのである。EVA に対するこのような感想は、従業員の教育・啓蒙活動の徹底によりある程度解消できるかもしれない。しかしながら、売上高や利益をベースとする「硬い指標」との比較において、分かり

やすさ、扱いやすさの点でEVAが優るということは永遠にないであろう。

9.3 廃止のタイミング

EVA経営をやめた企業の多くにみられる傾向のひとつは、新たな中期経営計画を策定するタイミングを利用することである。中期経営計画の策定においては、しばしば従前のものとは異なった戦略がとられる。このタイミングでEVA経営をやめるのは、場合によっては、理にかなっているともいえるだろう。

かつて「ダボハゼ」流とも揶揄された多角化を推進した旭化成は、1999年度からはじまる中期経営計画において、「選択と集中の実行」「負の遺産を整理」とのテーマのもと、EVA経営を推進した。しかしながら、2003年度からの新たな中期経営計画では、「選び抜かれた多角化へ」「キャッシュフローを稼ぐ」という成長路線に転換し、EVAについて言及されることはほとんどなくなってしまった。さらに、2006年度からの中期経営計画では「拡大・成長への事業ポートフォリオ転換」とのテーマのもとで、EVAは表舞台から姿を消している（同社「中期経営計画資料『ISHIN2000』、『ISHIN-05』、『Growth Action-2010』より」）。

また、1999年にEVA経営をはじめた旭硝子では、中期経営計画「Shrink to Grow 2001」において、EVA経営の導入と啓蒙を行い、Shrinkのテーマとして「固定費の削減」をあげている。つづく「Shrink to Grow 2003」では、EVA経営の定着と活用をうたい、Shrinkのテーマとしては、「低収益事業の抜本的構造改革」を掲げている。また、「2001」と「2003」双方においては、Shrink項目の方がGrow項目よりもさきに言及されている。ところが、つづく中期経営計画「Shrink to Grow 2005」では、Shrink項目とGrow項目の記載順序が逆転し、拡大路線が強調され、同時にEVAに関する言及もなくなっている（同社「中期経営計画資料『Shrink to Grow 2001』『Shrink to Grow 2003』『Shrink to Grow 2005』より」）。

旭化成と旭硝子のEVA経営のたどった道には、わかりやすい共通点がある。事業の整理・再編をめざす時期にEVA経営を推進し、事業拡大期においては、EVA経営がなりをひそめるという点である。

10 小 括

本稿では、IR資料やビジネス誌等の報道を参照しながら、約10年におよぶ日本企業のEVA経営の傾向や特徴を整理してきた。本稿で紹介した項目は多岐にわたっている。各項目においては、単にEVA企業の実態を紹介しただけのものもあるが、筆者の見解を付記したものもある。ここでは、本稿でみてきた諸項目のうちのいくつかをピックアップしながら、日本企業によるEVA経営の反省点や今後の研究論点をあげておきたい。

10.1 EVA 企業の情報開示

本稿では、EVA 企業の IR 資料を参照してきた。総じて、「情報が少なすぎる」というのが率直な感想である。導入時には、鳴り物入りであったのに、その進捗状況については、ほとんど開示せず、いつのまにか撤退している企業が多数派であった。

「企業価値を高めるため」に導入した EVA 経営であるので、投資家の期待を裏切らないための第一段階として、EVA 情報を発信し続けるのは、EVA 企業に課せられた責任である。本稿で紹介した、東京ガスや三菱商事の例は、完全ではないものの、EVA 経営の進捗と結果を十分に公開しており、このような企業の模倣をするだけでも、EVA 情報の開示は格段に進歩するのではないかと思われる。

10.2 セグメントの資本コストと EVA

本稿では、EVA 企業におけるセグメント別の資本コストと EVA の値に言及したが、いずれもほとんど情報が開示されていないことが明らかになった。EVA が個別事業の評価指標として機能することを考えると、これは不思議な現象である。しかし、この点については、EVA 企業を責めるわけにはいかないだろう。実際、セグメントの資本コストの計算方法には、実務で耐えうるような定番といえる手法が存在しないのである⁹。

また、セグメントの資本コストについては、本当にこれを開示できないのか、また、開示した場合、具体的にはどのような不都合や不利益が生じるのかについても、各ステイクホルダーの視点で整理しておく必要があるだろう。

10.3 EVA の相対的重み

本稿でみたとおり、EVA 経営においても、EVA が絶対的な経営指標として機能している例はまれであり、他の指標との組み合わせで使用される例がほとんどであった。また、EVA が主役級から脇役に変わったり、あるいは、その逆の動きをする例もあった。EVA 経営を継続する企業では、経営上のなんらかの転換点で EVA の重みを調整しているように思われるが、この点については、EVA のライバルとなる経営指標との競争・組合せの問題として議論され、解決されるべきものであろう。

10.4 業種・戦略・組織との相性

スターン・スチュワート社はじめとするコンサルティング会社の著作等において、特定の業種、経営戦略、経営組織と EVA との相性が語られることはほとんどない。彼らにとっては、EVA 経営の導入支援が商売のタネであるから、「なんらかの相性」が認められたとしても、そ

れを公表するような自縄自縛な行為を行うはずがない。

一方、本稿での検討結果の全体をながめてみると、EVA 経営にマッチする業種、経営戦略、組織構造が存在するように思えてくる。たとえば、大手総合商社のすべてが、EVA に類似した経営指標を導入しており、それを継続して使用し続けている。また、HOYA のように、異なるセグメントに多角化した企業でも EVA 経営は成功している。旭化成や旭硝子の例をみると、事業再編期のような、縮小均衡が必要な場面で EVA 経営がより機能すると考えることもできるだろう。

このように、EVA 経営は、どんな状況にもフィットする万能の手法ではなく、いくつかの条件のもとで、より高いパフォーマンスを発揮する手法なのかもしれない。この点については、これまでほとんど言及されてこなかったが、有望な研究領域であり、また、企業経営者の関心を引くテーマでもあるだろう。

(本研究は、2008 年度愛知淑徳大学研究助成費研究の一環として行われたものである。)

(注)

- 1 EVA は米国スターン・スチュワート社の登録商標である。
- 2 例えば、EVA の名称に言及する部分がこれにあたる。
- 3 本稿では、IR 資料において、過去3年以上 EVA に関する言及がない企業については、原則として、EVA 経営をやめたものとして扱った。ただし、その判定が困難な企業については、IR 担当者等に問い合わせ確認した。
- 4 EVA 企業のうち、ソニー、花王、ミネベアなどは、EVA 経営の導入に際し、スターン・スチュワート社のコンサルティングを受けたことを公表している。
- 5 これは同社のスローガンである、Inspire the Future から連想した名称である。
- 6 総合商社やオリックスが使用する計算式は、リスク資産の概念を含むため、事業会社のものとは、やや異質であるが、一般には EVA の一種として認識されている。
- 7 東京ガスは、株主資本を時価で計算している(同社、2009 年度中間期「決算短信」より)。これは REVA (Refined EVA) といわれる計算方法であるが、あまり一般的ではない。
- 8 厳密に言えば、各事業間のシナジーや本社機能の価値などが影響するため、各セグメントの資本コストの加重平均(通常は、売上高または資産が基準となる)が全社の資本コストと完全に一致することはない。
- 9 この点については、三浦(2009)で検討しているので参照していただきたい。

(参考文献)

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
企業研究会『経営構造改革と事業評価・管理システムの実例』2002 年
佐藤紘光・飯泉清・齋藤正章『株主価値を高める EVA 経営(第 2 版)』中央経済社, 2008 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
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「わが国における EVA の展開」『商経論叢 (鹿児島県立短期大学)』第 51 号, 2001 年, pp. 133-152

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

三浦克人「EVA 企業の情報開示」『商経論叢 (鹿児島県立短期大学)』第 58 号, 2008 年, pp. 145-160

三浦克人「事業部資本コストの計算と適用に関する一考察」『商経論叢 (鹿児島県立短期大学)』第 60 号, 2009 年, pp. 47-65

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