

企業評価とキャッシュ・フロー情報

—EVA[®] 採用企業におけるキャッシュ・フロー分析—

Performance Evaluation and Cash Flow Information:

A Cash Flow Analysis in the Firms Adopting EVA[®]

博士後期課程 商学専攻 2008年度入学

菊 地 智 美

KIKUCHI Tomomi

【論文要旨】

本論文はキャッシュ・フロー (CF) 情報をベースとした企業評価モデルの背景を辿り、CF 情報をベースとする三つのモデル (フリー・キャッシュ・フロー (FCF), 経済的利益, CF 投資利益率) の構成や特徴について、FCF 概念と資本コストに着目して考察した。さらに業績評価モデルに関する実証的な先行研究をサーベイした後、企業評価モデルの中で最も採用例が多い EVA[®] について、日本の採用企業二社 (花王とソニー) の実証研究を行った。その結果、安定した経営を誇る花王は、利益よりもむしろ CF に関して厳格なコントロールを行なう傾向があることが示唆された。一方、事業上のリスクが大きいソニーでは、EVA[®] が CF の変動に加え株式時価総額の変動にも敏感に影響を受けることが示された。ソニーの場合にはリスクの大きい企業特性による変動がそのまま企業評価指標にも反映され、企業経営に影響を与えることが明らかになった。

【キーワード】 フリー・キャッシュ・フロー, キャッシュ・フローのコントロール, 資本コスト, EVA, 事例研究

1. はじめに

収益力は営利企業の要である。第二次大戦後の機関投資家の影響及び投資家の短期的性向という2つの流れが会計にも大きな影響を及ぼしたが (Catlett, 1988), これを背景として、企業の収益

力の測定尺度としてのCFにも注目が集まるようになった。米国財務会計概念書(SFAC)第1号も、「財務会計は、企業の経済的資源、債務および出資者持分に関する情報を提供しなければならない。…かかる情報は、ある資源から将来得られると予測されるCFおよび多くの債務を弁済するのに必要な現金の直接的な指標である…(par. 41)。」とCF情報について言及している。

しかし、財務会計の世界ではCF情報に対する一定の重要性が示されたものの、企業の収益力の尺度は依然として発生主義に基づく利益に重点が置かれ続けている。これに対し1980~90年代になると、実務側からの要請によって一株当たりの利益のような短期的な変動を捉えるのではなく、より長期的なCFベースのリターンに着目し、様々な変数を織り込んだ尺度が使用されるようになった。このような動きに呼応する形で部分的ではあるものの、財務会計においても2000年に、確率によるリスク概念を織り込んだCFの測定概念に関する基準を定めたSFAC第7号が発行されるに至った(FASB, 2000)。

本論文では、企業評価のための尺度としてのCF情報に着目し、CFをベースとする企業評価モデルにおけるCFの概念について、歴史と実証の側面からの考察を行なう。三つの異なる企業評価モデルのFCF概念と割引率に関する議論を取り上げ、最も採用例が多いEVA^①に関する理論と実証の両面から先行研究をサーベイした後に、日本の代表的なEVA採用企業二社の事例研究を通して、CF情報の有効性と問題点についての考察を行なう。

2. 企業評価の沿革と評価モデルの種類

(1) 業績評価尺度の変遷と企業評価

企業評価(valuation)とは、予測を、ある企業全体あるいはその構成部分の価値に変換することである。企業評価の過程は、多かれ少なかれ、企業のあらゆる経営意思決定に関ってくる(Palepu *et al.*, 1996, p. 6-1)。企業またはその構成部分を何らかの形で評価しようという試みは、業績評価のための投資効率尺度という形で、20世紀初頭の米国製造業の複雑化に伴う複合的事業部階層組織が確立する時期に誕生した。事業部の管理者を統制するために、過去の投資に対する利益である投資収益率(Return On Investment: ROI)が、デュポンやゼネラル・モーターなどで使用されたのである(Johnson and Kaplan, 1988, pp. 84-85)。しかし後にSolomons (1965, pp. 60-64)は、ROIについて事業規模の無視や企業価値の過小表示という様々な問題点を指摘し、経営管理者の成功の尺度として最も相応しいのは、資本コストを上回る利益の超過額(the excess of net earnings over the cost of capital)である²として(Solomons, 1965, p. 63)、ゼネラル・エレクトリック(GE)が使用していた残余利益(Residual Income: RI)を称賛した。

¹ 経済的付加価値(Economic Value Added: EVA)はスターン・スチュワートの登録商標である。以下^②は省略する。

² 超過利益という概念は、1930年頃からの文献に散見されるようになる。Canning (1929), Preinreich (1936, 1937, 1938), Edwards and Bell (1961)などはその一例である。

そして1970年代になると資本市場との関係から、利益への批判や財務尺度による企業価値の導出が論じられるようになる。例えば Ferrara (1976, p. 17) は、意思決定の目的の DCF (Discounted Cash Flow) 概念への適応を考えた場合には、従来の発生主義会計から CF 会計へ転換すべきであると主張するが、現実には意思決定における基準を CF に置きながら、業績評価を他の基準である発生主義に委ねることを批判した。Ijiri (1978, p. 332) も同様に、このような不整合を避けるためには投資意思決定を利益フロー (profit flow) で行うか、または業績評価の基準を CF に置くべきであるとした。そして、発生主義に基づく報告財務諸表に対して回収率という概念を用い、投資と資金調達における CF 構造の導出モデルを提示した (Ijiri, 1978, pp. 338-47)。

これらと同じ時期に、CF 情報をベースとして企業評価モデルを直接的に導出しようという試みも出現する。その後の企業価値評価モデルに多大な影響を与えた Rappaport (1978) は、投資意思決定の情報として会計利益の限界について、従来の発生主義会計では無形資産や将来のリスクが適正に反映されていないため、経営者が短期的な利益の最大化を図る近視眼的な行動を誘発する恐れがあることを指摘している。この立場から Rappaport (1998, pp. 44-45) は、CF 情報の重要性を強調し他のモデルの先駆けとなる株主利益モデルを発表したが、このモデルは CF 計算書の三区分と同様に営業、投資、財務という観点からの資金と価値のフローを可視化している。このように意思決定における CF は、外部の利害関係者が株式売買の判断を下す企業価値評価のための有用な情報を提供することが期待されるのである (Palepu *et al.*, 1996, p. 6・1)。

これらの一連の DCF を中心とする企業評価モデルに対して Ohlson (1995) は、会計データを基に伝統的なクリーン・サープラス・ルールを長期的に捉え、割引配当モデルをもとに企業価値を純資産簿価と将来の RI の現在価値の和として表現し、会計情報の株価説明力に対する実証的考察を行なっている。モデルの中で、RI は異常利益 (abnormal earnings) として「利益-資本コスト×期首簿価の変化分」と定義される。実証分析の結果は、企業価値が過去又は将来の期待配当に影響を与えない異常利益の推定によって決定され、富の分配から、富の創造部分を分離することに成功している。しかし Copeland *et al.* (2000, pp. 75-77) が行なった米国大企業340社の1994年から5年間を対象とする利益、利益成長率、経済的利益、経済的利益成長率と株主投資利回りとの相関分析によれば、経済的利益が最も優れた説明力を示し、CF ベースの情報の有効性を示している。

(2) 企業評価モデルの種類

上記の Rappaport (1978) を先駆けとして³、1990年代になると様々な企業評価モデルが誕生する。株主価値経営は「価値の創出」、「価値の維持」、「価値の実現」の三段階によって実現されるが、株主へのリターン的大部分が株式売却益であるため、市場の効率性は情報の入手可能性に依存する

³ EVA の主唱者の一人でもある Stern は、「多くの人が FCF モデルの推進運動に加わったが Rappaport が最初にこれを学会で発表した」と述べ (Stewart, 1991, 序文)、プライス・ウォーターハウスの Black *et al.* (1998, p. 48) は、Rappaport (1998) の7つの価値ドライバーの概念を使って FCF モデルを説明している。

図表1 企業評価モデルの概要

アプローチ	フリー・キャッシュ・フロー	経済価値 (業績スプレッド)	キャッシュ・フロー 投資収益率
支持者	L. E. K. パートナースHIP プライス・ウォーターハウス マッキンゼー	スターン・スチュワート マラコン・アソシエーツ	ブラクストン・アソシエーツ ボストン・コンサルティング ホルト・アソシエーツ
代表モデル	FCF	EVA	CFROI
税引後資本 コスト	名目資本資産評価モデル (CAPM)	名目資本資産評価モデル (CAPM)	実質市場想定レート
キャッシュ・ フロー	名目	名目	実質

出所：Mills (1998, p. 80)。

(Black *et al.*, 1998, pp. 77-79)。このような場合には財務報告 (financial reporting) の信頼性を高めるために、企業には長期戦略に関する明確な記述、戦略実効の有効性について非財務指標を含む詳細、将来の利益および業績予測などの情報の任意開示を促進することが望まれる (Palepu *et al.*, 1996, p. 12・8)。市場の効率化の程度は経営者の態度にも影響を与えるものであり (Palepu *et al.*, 2000, p. 13・4)、市場の効率性と財務報告の信頼性は相互に複雑な関係を持つからである。

経営者が企業価値を創造するためには、長期的なCFベースで見たリターンに着目し、投資が資金の機会費用 (opportunity cost) を超えるリターンを生み出すか否かを見る必要がある (Copeland *et al.*, 2000, p. 17)。これを企業全体の包括的システムとして捉え、より単純化した手法を用い、事業・投資に関する意思決定、業績評価および報酬体系を一つにとりまとめた尺度は、企業評価モデル (valuation models) と呼ばれる。図表1は、Mills (1998, p. 80) によるCFベースの企業評価モデルの一覧表⁴であるが、これらのモデルは共通の経済基盤に根ざしている。

(3) 3つのモデルの理論と特徴

以下、FCFモデル、経済的利益モデルおよびCFROIモデルの理論と特徴について概説する。

① DFC法の延長であるFCFモデル

モデルの基本となるFCF概念についてJensen (1986, p. 323) は、「正のNPV (Net Present Value) を生み出す全てのプロジェクトに資金供給を行なった後の超過CF」と定義する。FCFは、企業の営業活動が生み出す真のCFであり、企業が生み出した税引き後のCFとして、債権者、株

⁴ CFROIはホルトのモデルで、ボストン・コンサルティングはTBR (Total Business Return) というモデルを、マッキンゼーはEP (Economic Profit)、LEKはSVA (Shareholder Value Added) というモデル夫々を持っている (Myers, 1996)。ホルトはボストン・コンサルティングの子会社である。マッキンゼーとLEKはMills (1998) の分類ではFCFモデルになっているが、両社はその後各モデルを発展させ、FCFの特徴を活かしたスプレッド・モデルを展開している。

主など企業への資金提供者全てに帰属する。FCF モデルは、期待 CF の割引現在価値を資本コストで割り引いた金額であり、企業または事業の価値を表示する。評価に用いる CF と割引率との整合を図るために、FCF は正確に定義されなくてはならない (Copeland *et al.*, 2000, p. 167)。

FCF に適用される割引率には、株主および債権者にとっての機会費用を、各々が企業に対し資金を拠出した割合で加重平均した資本と負債の加重平均資本コスト (Weighted Average Cost of Capital: WACC) が使用される (Copeland *et al.*, 2000, p. 134)。これにより資金調達方法は FCF には影響を及ぼさないが、企業の WACC には影響を与えることになる。

② CF のスプレッドを測定する経済的利益モデル

経済的利益モデルは、単年度における資本コストと超過リターンとのスプレッドにより測定される (Black *et al.*, 1998, pp. 57-58)。経済的利益の代表的モデルは、スターン・スチュワートによって開発された EVA である。EVA と関連する重要な概念として、市場付加価値 (Market Value Added: MVA) という概念があげられる (Adler and McClelland, 1991)。MVA は株式の市場価値から投下資本を引いたものに等しく、また将来の EVA の割引現在価値にも等しい (Stewart, 1991, p. 180)。株価は将来の投資家の期待値を含み、負債が一定であることを前提とすれば、MVA は理論上、将来の期待 EVA の現在価値の総和と等しくなる (Stern *et al.*, 2001, pp. 15-23)。

市場的付加価値 (MVA) = EVA の現在価値の総和 + 残存価値

株主価値 = MVA + 初期投資額

このようにして算出される EVA は RI の発展形とも言われるが、RI について Anthony (1973) は、外部の利害関係者が価値評価を行なう上での指標としても有用であると評価している。EVA は、税引後純営業利益 (Net Operating Profit After Tax: NOPAT) から WACC により算出される資本を引き、全ての資本出資者に帰属する利益⁵を計算する (Stewart, 1991, pp. 136-37)。

$$EVA = (r - c^*) \times C = r \times C - c^* \times C = NOPAT - c^* \times C$$

ここで、 r = 資本利益率、 c^* = WACC、 C = 投下資本 (有利子負債 + 株主資本)

上記 NOPAT は売上成長、利息・税金・減価償却前利益 (Earning Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization: EBITDA)、支払税金および運転資本と固定資産の変化額の関数によって決まる。使用資本コストを含むすべてのコストを差し引いた後の利益 (スプレッド) が増えれば、経済的利益も増える。このように EVA は市場価値である MVA と整合することで、投資意思決定に有用な CF 情報を提供することができる。EVA は自己資本の算定にあたり資本資産価格モデル (Capital Asset Pricing Model: CAPM) の期待収益率を使用することによって、業績評

⁵ EVA の経済的利益は、株主資本利益率 (ROE) とは異なり、株主資本と借入資本の両方に対して算出される。

価測度に経済理論上の基礎を与えられている。

③ IRR と整合する CFROI モデル

金額によって企業価値を表現する FCF や経済的価値に対し、CFROI (Cash Flow Return On Investment) は、CF と CF を生み出すために要した資産全体との利益率を比較する尺度であり、内部利益率法 (Internal Rate of Return: IRR) と整合する。CFROI は、DFC の原則であるキャッシュは多く、インフローの時期は早く、不確実性は低い方が良いという三つの概念を共有している (Madden, 1998, pp. 10-11)。一般的に、企業は長期的には競争圧力に晒され、超過収益力は平均的なレベルにまで低減する傾向にあるが⁶、CFROI はインフレ率の調整を厳格に実施するため、国や時期に囚われない実質ベースでの CF 比較が可能となる。

この CFROI のネット受取キャッシュ (Net Cash Receipt: NCR) は、「既存資産からの NCR」と「将来投資からの NCR」という 2 段階に分けて計算される。各 NCR のフローは下記の式で示される通り、別々に割引かれ、既存資産と将来資産それぞれに NPV が算出される (Madden, 1998, p. 88)。

$$\text{適正価値} = \overbrace{\sum_{t=1}^L \frac{\text{NCR}_t}{(1+\text{DR})^t}}^{\text{既存資産の CF}} + \overbrace{\sum_{t=1}^L \frac{\text{NCR}_t}{(1+\text{DR})^t}}^{\text{将来投資の CF}}$$

ところで、企業評価において名目と実質のいずれの CF を重視すべきかに関しては、EVA を主張するスターン・スチュワートと CFROI を支持するボストン・コンサルティングの間で議論が起こっている。Madden (1998, p. 14) は、CFROI における FCF は固定資産の調整とともにインフレ率の調整を厳格に行い、実質ベースでの影響力を計算するモデルであると主張する。CFROI 支持者は、EVA が調整を行わない名目上の数字を使用するため、資産規模とインフレの影響を受ける点に疑問を投じている (Ittner and Larcker, 1998)。さらに Madden (1999, p. 212) は、Jensen (1986) の FCF 概念定義を批判し、企業スタッフによって行なわれる NPV の計算には、経営トップの望むようにしようとするバイアスがかかる可能性があり、成熟産業におけるイノベーションを阻害する危険があると指摘する。しかし反対に Black *et al.* (1998, p. 63) は、CFROI が戦略をあまりに厳格に見すぎるため、成熟事業に対し厳しい結果が出る傾向にあることを問題視している。

もうひとつの議論は、資本コストに対する CAPM によるベータ (β) 値の使用である。 β を使用しない CFROI は、個別企業の割引率をモデルの予測プロセスに組み込んでおり、個別企業の割引率は市場平均値に各企業のリスク・プレミアムを加減して調整され、市場全体の平均割引率は全

⁶ Palepu *et al.* (2000, pp. 10・5-10・6) の実証研究によれば、企業の超過収益力は、5~10年で一般レベルまで収束する。

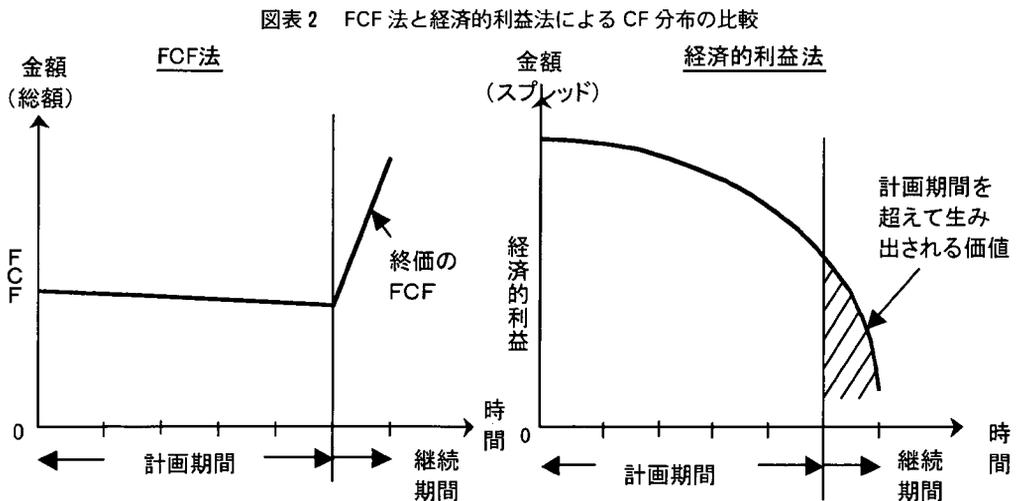
企業の時価総額とその企業の予測データから計算される。なお、企業のリスク・プレミアムの差異は企業規模と財務レバレッジから推定される。Madden (1998, p. 10) は、EVA の割引率に対し、過去の実績である CAPM の β を基礎とすることは、将来の予測にはふさわしくないと批判する。これに対しては EVA を支持する Myers (1996, p. 42) が、CFROI で使用する資本コストのファイナンス理論における正当性の欠如を疑問視し、厳しい反論を行なっている⁷。

3. 3つのモデルの FCF 概念と業績評価モデルの先行的実証研究

(1) 3つのモデルの FCF 概念

ここでは企業価値モデルにおける FCF 概念について考察する。Mills (1998) は、同一の前提を置いて様々な企業評価モデルの試算を行なっている。FCF モデルは短期的に見ると終価部分の割合が相対的に大きくなり、将来の期待値が価値全体の相当部分を占める。図表 2 左は、ある企業を例として Mills (1998, p. 74) が行なった FCF モデルによるシミュレーションの結果を簡略化したものであるが、競争優位期間の FCF の NPV が 3 割弱であるのに対し、継続価値の NPV は全体の 7 割強を占める。

これに対し経済的利益アプローチは、初期の投下資本を強く意識し超過リターンの発生を見るモデルで、「期首投下資本」「計画期間の経済価値の現在価値」「継続価値部分」の三部分に分かれる。図表 2 右のシミュレーションでは左図と同じ企業を対象としているが、経済的利益モデルでは「期首投下資本」が 86%、「計画期間の経済価値の現在価値」が 11%、「継続価値部分」が 3% を占



出所：Mills (1998, pp. 74, 76) を基に筆者が作成。

⁷ CAMP を巡っては、ファイナンス理論においてもその有効性に賛否両論が存在する。例えば、Fama and French (1992) では β の有効性に疑問が投げかけられているが、Kothari *et al.* (1995) では、Fama and French (1992) の先行研究を踏まえた上で β リスクに対して有意のリターンを認めている。

める (Mills, 1998, pp. 75-76)。経済的利益モデルは計画期間の価値をスプレッドとして認識するため相対的に小さくなるが、これには投下資本簿価の価値が維持されるという前提が必要となる。EVA ではリターンの価値が NOPAT によって測定され、「固定資産取替投資 = 減価償却費」という仮定を置く。「EVA の NOPAT は FCF である (スターン・シュワート社, 2001, 134ページ)」と主張されているが、EVA における再投資見込額はファイナンス理論よりもむしろ伝統的財務会計の概念に近いのである。

(2) 業績評価の実証に関する先行研究

企業評価モデルの中で最も使用頻度が高い会計代替的指標は EVA である (Garvey and Milbourn, 2000)。米国管理会計士協会 (IMA) が1996年に実施した調査では、35%の企業が EVA 又は類似指標を既に使用し、45%が今後の使用を検討したというデータが存在する (Ittner and Larcker, 1998)⁸。株主投資リターンなどの価値の変化は、業績よりも期待の変化と密接に結びつき、価値創造のレベルは投下資産利益率と成長率に結びつく (Copeland *et al.*, 2000, pp. 74-75)。さらに市場は、利益操作効果を見抜き、根底にある経済的帰結を注視し、短期のみならず長期的な業績を重視する。

実務界の EVA への高い関心については、Milunovich and Tseui (1996) が、1990~95年の MVA が一般的な利益指標や CF 指標よりも EVA と高い相関関係にあることを発見しており、Lehn and Makhija (1997) もまた、最高経営責任者 (CEO) の交代が、利益指標よりも EVA と高い正の相関にあることを指摘している。Bacidore *et al.* (1997) は、EVA が純資産の調整簿価に WACC を乗じた会計上の投下資本を使用する点に疑問を呈し、負債と株主資本を時価評価した修正 EVA を使用する method との比較による異常利益の分析を行ったが、彼らの実証分析では、EVA と修正 EVA の両方が高い説明力をもつ一方で、修正 EVA の方がより優れた説明力を示すことが発見された。

株価の値上がりに対する EVA の説明力の高さは、EVA 支持者の主張の一つである (Ittner and Larcker, 1998)。これについて O'Byrne (1996) は、EVA および NOPAT と株価収益との関係を調査し、EVA の変化が利益指標の変化に対して、5~10年間の株価売却益の変動を良く説明することを発見した。しかし Chen and Dodd (1997) が実施した EPS (一株当たり利益)、ROA (総資産利益率)、ROE、RI、EVA の株価説明力の比較分析では、EVA よりも利益ベースの指標の方が株価売却益の漸増的部分の説明力を多く持つ結果となった。

より詳細に EVA および関連する5つの要素 (営業CF、営業発生勘定、税・利子費用、資本的支出、調整項目) 並びに利益指標 (非経常項目前利益) の包括的な株価説明力について実証分析を

⁸ 但し、その後代表的な EVA 採用企業であった AT & T が EVA から撤退するなど、ネガティブな事例も報告されている (Ittner and Larcker, 1998)。

行った Biddle *et al.* (1997) によれば、利益の漸増的な株価説明力が EVA および RI のそれを上回った。彼らは、将来フローではなく実現ベースにおいては、EVA の示す経済的価値は株価に対し限定的な説明力しか持ち得ず、反対に利益は、アクルーアルズ (accruals) の中に将来のフローを包摂するため株価の変動部分との相関を増大させるとしている。しかし Feltham *et al.* (2004) による Biddle *et al.* (1997) と同一モデルを用いた別の実証分析では、反対に EVA の説明力が高くなり、EVA の株価説明力が支持される結果となった。

さらに EVA および利益と EVA の株価説明力との比較を行なった Garvey and Milbourn (2000) は、EVA に代表される代替的指標のシグナルの内容を直接的に観察することは難しいため、使用可能な代替指標の有用性が全て既知ではないという前提を置いて、分析を行った。その結果、EVA と株価との緊密な相関関係が事後的に発見されている。このように EVA の株価説明力に対する実証研究については見解が分かれるが、企業価値尺度として最も多くの企業から支持を受けており、外部株主に対する影響力も強いいため、本論文では日本の EVA 採用企業を対象とした実証研究を行なう。

4. 日本の EVA 採用企業に関する先行研究

本節および次節では、日本の代表的な EVA 採用企業である花王とソニーの事例を取り上げる。花王とソニーはいずれもスターン・スチュワートの EVA を採用している点を大きくアピールしている (週刊東洋経済, 2000, 32-33 および 38-39 ページ)。

(1) 花王の EVA 導入の概要

日本企業の多くがバブルの後遺症で苦しんでいた1990年代に、直接金融の重要性の高まりに伴う外国人投資家比率の上昇⁹ に対し、適切な IR (Investor Relations) 活動によって株主との信頼関係を築く必要性を感じていた花王は、その対応策として EVA を導入した。同社の米国子会社であるアンドリュー・ジャーケンズ社が1997年から EVA を導入し成功を取めたことも、EVA 導入を後押しした (伊藤, 2001)。

花王は1999年に日本で始めて EVA を導入したが、その際にスターン・スチュワートに期待したのは EVA のカスタマイズと教育・普及活動であった。スターン・スチュワートは160もの EVA の調整メニューを用意するが、花王では、①事業撤退などに起因する特別損益項目、②買収のれん (連結調整勘定)、③買入商標権が選択された。また2000年6月からは、EVA を経営管理および従業員の賞与と連動させる新報酬制度も導入された。報酬算定基準は、①職位、②事前に決定された職務評価部分、③会社の EVA 改善度と連動する EVA 改善部分からなり、EVA 連動部分は、一般社員レベル2%から上位管理者レベル10%の間で、職位が上がるほど高くなっている (伊藤,

⁹ 花王の外国人投資家比率は、1999年度末の28.6%から2008年度末には45.1%まで上昇している。

2001)。

従来から花王は、1986年に導入された TCR (Total Cost Reduction) 活動による強みを持っていて、年間50~100億円のコストダウンを図っていた (週刊ダイヤモンド, 2008, 114ページ)。新たに導入された EVA は TCR と相互に補完しあう形となった。EVA 導入に伴って資本コストの意識が社員に定着したことにより、効果的な TCR 活動に資源を振り向けることが可能となった (伊藤, 2001)。

花王では今や、EVA を設備投資、M & A、不採算事業の整理・回収などのあらゆる意思決定の拠り所としている。社員の活動を確実に EVA の改善に結び付けるために「EVA ドライバー」と呼ばれる KPI (Key Performance Indicator) を社員一人ひとりに設定して、業績を管理する仕組みを設定している (日経情報ストラテジー, 2005, 75-77ページ)。花王の EVA 導入の推進を図った後藤は、改革のスピードと成長のための CF の重要性を強調している。花王における EVA の基本は豊富な CF にあるが、その根底にはしっかりした商品作り、恒常的なコストダウン意識、現状の商品に満足しない危機意識がある。こうした経営手法の精度の高まりによって、合理的な生産体制が敷かれ、在庫の減少によるコストダウンに結びつき、豊富な CF をさらに潤沢にしている (フォーブス日本版, 2000, 83ページ)。

(2) ソニーの EVA 導入の概要

ソニーの出井は1999年3月に、VCM (Value Creation Management) を宣言し、経営の尺度として EVA を導入した。VCM 宣言の目的は「統合と分権の経営」であり、組織を主力のエレクトロニクス分野の四つのネットワーク・カンパニー (NC) とソニー・コンピュータ・エンタテインメントの五つに分割し、各 NC に対し大幅に権限を委譲した (週刊東洋経済, 2000, 32ページ)。

ソニーでは業績評価尺度として2000年に EVA が適用され¹⁰、各 SBU (Strategic Business Units) に対し達成すべき目標として EVA 改善値が設定された。田中 (2001) によれば、ソニーは EVA の算出にあたって、各 SBU から将来3年間の中期計画の提出を受け、これをもとにグループ全体の企業価値を算出し¹¹、現在の市場価値と比較している。ソニーの資本コストは CAPM に基づいて計算されたが、その際の β はブルンバークのデータが用いられた。EVA は業績評価と報酬の基準としても用いられたが、ソニーでは、カンパニー¹²、販売会社、製造会社、国内

¹⁰ 花王とソニーはスターン・スチュワートと正式にコンサルティング契約を結んでいる。一方で HOYA、パナソニック、TDK、オリックス、リコー、東芝はスターン・スチュワートとは提携せず、独自の EVA 類似指標を展開する。

¹¹ 直近10日~1ヶ月の株価の平均から時価総額を求め、負債の時価を加えている (田中, 2001)。

¹² 田中 (2000) によれば、これに先駆けソニーでは1983年から導入した事業部制に代えて、1994年4月から日本で最初のカンパニー制を導入した。旧組織の19事業本部・7営業本部は、新組織では8つのカンパニーに再編され、4つの研究所は本社に帰属した。この時のカンパニー制はいわゆるリストラ型であり、肥大した組織をシンプルな組織に改革し、収益性を改善するためのものであった。

関係会社およびエンタテインメントの5つのグループ別に異なる基準が適用された。ソニーにおけるEVAは、製品カテゴリー別の業績評価や投資プロジェクト評価にも利用され、プロジェクトの採否や製品カテゴリーの選別の基準にもなったのである。

ソニーのEVAをベースとしたVCMは、製造部門の分離¹³、および子会社の業績に連動させることを意図した子会社運動株式（日本版トラッキング・ストック）¹⁴の発行という2つの大きな経営手法の展開を促した（田中，2001）。EVAの陣頭指揮を取った出井は、バランスシートの正確な分析によって、投資の妥当性を検討し、投資は利益と償却の範囲内に留めて優先順位を決めて投資するという方針を提示したのである（出井，2006，81-82ページ）。

5. 花王とソニーの実証研究

(1) EVAの計算式とデータ

ここでは花王とソニーについて、主に会計データを使用してEVA導入後の2000年3月以降のEVAおよび他の財務実績を分析し、EVAによる二社の財務状況の変化やEVAドライバーの影響などについて考察する。EVAは公開されていないため、計算する必要がある。EVAの公式は、

$$EVA = NOPAT - WACC \times (D + E)$$

$$WACC = (1 - t)b \times D / (D + E) + y \times E / (D + E)$$

$$y = rf + \beta(rm - rf).$$

ここで、 t は実行税率、 b は負債の利率、 y は株主資本コスト、 D は有利子負債、 E は株主資本である。また、 rf は無リスクの利率、 rm は株式市場全体のリスク、 β は株式市場全体に対する個別株式リスク、 $(rm - rf)$ は株式市場のリスク・プレミアムを示す。

上記の変数について、スターン・スチュワートはNOPATに対し160ものEVA調整項目を用意しているが、そのほとんどは発生主義会計の歪みをCFに修正するものである。花王およびソニーは、設立から相当期間を経た企業であり、典型的なEVA調整項目である研究開発支出に目を向けると、二社ともに安定した支出を行なっているので、ここでは営業CFを基点にCFベースのFCFを求める。スターン・スチュワートのNOPATは減価償却を費用と考え、同額が再投資されたものとして相殺するが、営業CFは減価償却費修正済みの数字なので、ここから固定資産に投下した投資純額を差し引き、すなわち「営業CF - 固定資産投資支出 + 固定資産売却収入 = FCF」とする。

¹³ 具体的には、日本と台湾の工場を米国ソレクトロン社（世界最大のEMS）に売却し、生産部門を切り離れた。

¹⁴ トラッキング・ストックは特定の事業部門に対する支配権を維持しながら、その価値を顕在化させることを目的とし、部門の独立性が高まることで、会社分割や子会社株式公開に類似する効果を期待できる。ソニーは種類株式として、ソニー・コミュニケーション・ネットワーク㈱の業績と連動させた新株の発行を計画した。詳細は田中（2001）を参照されたい。

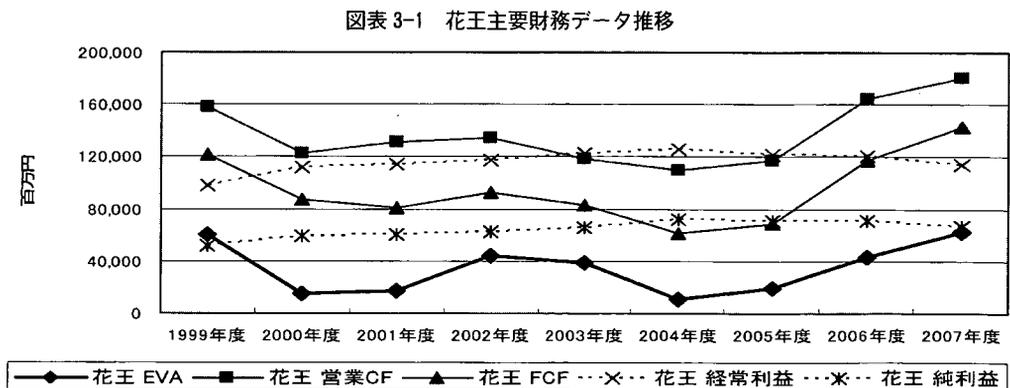
Eで使用する株式時価総額は、各年度末日の発行済株式総数に、同日の株価終値を乗じて求める。負債利率に相当する b には、この二社が最近発行した普通社債の近似値である2%を使用する¹⁵。また rf には一般的に償還期間10年の国債利率を使用するため、ここでもこれに準ずる。

次にリスク・プレミアム ($rm-rf$) についてであるが、金融ビジネス (2004, 75ページ) によれば、花王では自社の資本コストを計算する際に市場のリスク・プレミアムを4%、 β を0.5として計算している。また、非上場企業などで、株主資本コストの測定にCAPMを利用できない場合に、欧米の実務では、無リスク利率に5%程度のリスク・プレミアムを加算して株主資本コストとすることが多いようである (山本, 2008a, 176ページ)。このような状況を踏まえ、本研究においては、花王とソニーの株主資本コストのリスク・プレミアムを5%と置いて計算する。以上のように算出された数値を、以降の実証研究では便宜上EVAと呼ぶ。

これらのデータは、 β は『会社四季報 CD-ROM』から¹⁶、有利子負債、期末の発行済株式総数および研究開発費は『会社四季報』から、前期末の株価終値は日本経済新聞から、その他の財務データはelo ESPerから各々取得される。なお会計基準については、花王は日本基準、ソニーは米国SEC基準を採用している。日本では正常な企業活動から生み出される利益の尺度としては経常利益が一般的であるが、SEC基準には経常利益が存在しないため、ソニーについては、日本の経常利益に近い概念をもつ営業利益を使用する。

(2) 花王とソニーのEVAおよび主要財務指標の推移

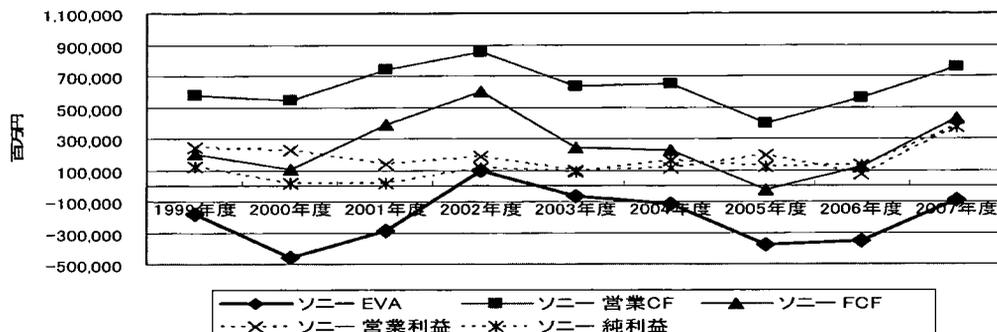
図表3-1は花王、図表3-2はソニーについて、EVA、営業CF、FCF、経常利益 (ソニーは営業利益) および当期純利益の、1999年度から2007年度までの推移を示しており、また図表4は二社のEVA、営業CF、純利益および資本コストの数字を載せている。花王の9年間におけるEVAの



¹⁵ 花王が2006年に発行した1000億円の普通社債の利率は年限7年で1.9%である。また、ソニーが2008年12月に募集した無担保普通社債は年限10年で2.0%である。

¹⁶ 『会社四季報 CD-ROM 2009年春号』による β 値は、花王が0.396、ソニーが1.347である。

図表 3-2 ソニー主要財務データ推移



図表 4 花王とソニーの EVA, 営業 CF, 純利益, 資本コストの推移

(単位: 億円)

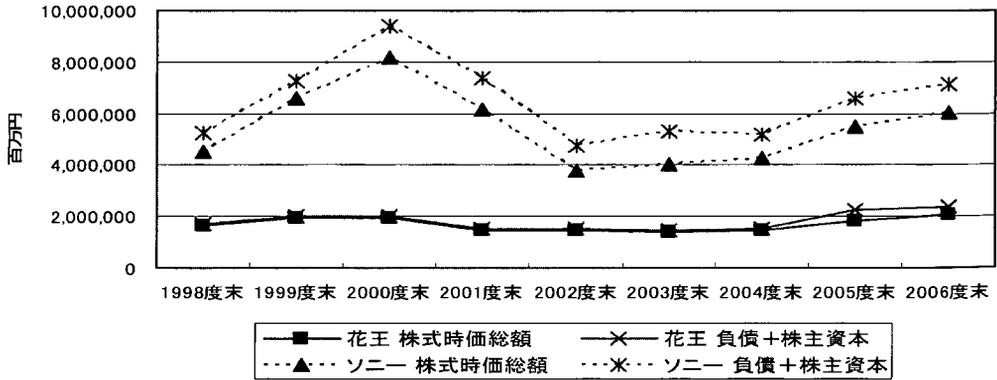
		1999年度	2000年度	2001年度	2002年度	2003年度	2004年度	2005年度	2006年度	2007年度
花王	EVA	605	149	169	438	391	110	196	432	628
	営業CF	1,576	1,230	1,309	1,342	1,179	1,096	1,173	1,650	1,803
	純利益	521	594	603	624	654	722	711	705	666
	資本コスト※	613	726	640	482	438	502	496	742	801
ソニー	EVA	-1,835	-4,626	-2,849	961	-652	-1,198	-3,801	-3,557	-919
	営業CF	5,795	5,448	7,376	8,538	6,326	6,470	3,999	5,610	7,577
	純利益	1,218	167	153	1,155	885	1,638	1,236	1,263	3,694
	資本コスト※	3,891	5,661	6,715	5,081	3,044	3,476	3,556	4,766	5,197

※資本コストは、EVA に対応させて前期末の数字を表示している。

平均値は346億円であり、他の財務指標と同様に比較的安定している。年度別の EVA を見ると、改革開始直後の1999年度の EVA は605億円であるが、2000～01年度の EVA は営業 CF の下落と株価の値上がりによって下落する。2002～03年度には回復するが、2004～05年度は低調で、2006～07年度に再び上昇し、2007年度には628億円の EVA を達成している。一方で利益は安定しているものの、純利益と経常利益は共に2004年度を頂点にそれ以降は減少している。EVA とその他の財務指標との相関係数については、営業 CF (0.8267), FCF (0.8828), 売上高 (0.4776) が正の相関であるのに対し、経常利益 (-0.4806) と当期純利益 (-0.3185) が負の相関である。

これに対しソニーの EVA は変動が大きく、9年間の平均値はマイナス2053億円である。年度別では、1999年度のマイナス1835億円からスタートし、2002年度にはプラス961億円の付加価値を生み出すが、その後再びマイナスに転じ、2005年度の EVA ではマイナス3801億円と低い水準に戻った。2005～06年度の EVA 悪化の原因は CF の低迷と考えられる。2005年度の営業 CF は3999億円で、これは2002年度と比較すると半分以下の数字であり、FCF もマイナス244億円まで悪化した。しかしその後は CF および利益とともに EVA も改善している。一方ソニーの EVA と営業 CF との間の相関係数は0.7582, FCF では0.7921であり、花王よりもやや低い。また売上高との相

図表5 花王、ソニーの投下資本推移



関係数は0.0287と極めて低く、EVAが売上とリンクしていない。EVAと利益間の相関係数も、営業利益との相関が0.1077、当期純利益との相関が0.4003と、低い数値である。

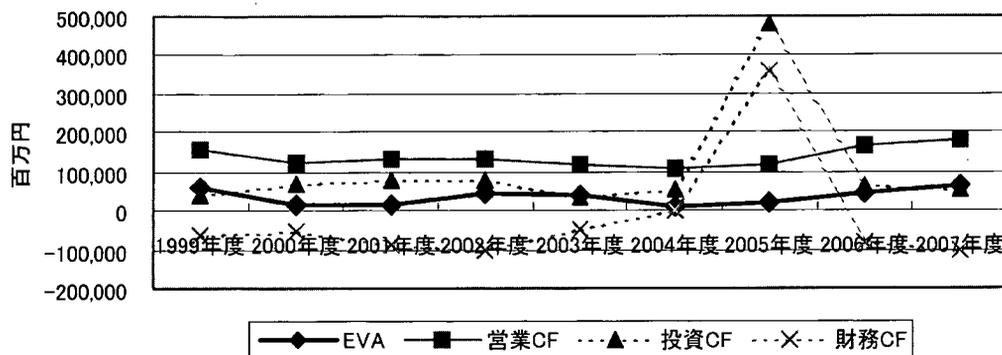
さらに図表4のEVAと資本コストの関係に焦点を当てると、花王に対してソニーの資本コストの変動は、最高値と最低値の差額および割合ともに大きく、ソニーの資本コストがEVAに大きな影響を与える可能性があることを示唆している。資本コストとEVAとの相関係数を見ると、花王の場合は正の相関(0.2932)であるのに対し、ソニーは負の相関(-0.2332)となっている。

次に図表5は、花王とソニーの資本コスト計算の元となる前期末の株式時価総額と資本全体(有利子負債簿価+株式時価総額)の変動を示している。花王は、資本全体の変動が少なく、かつ負債をほとんど使用していないことが読み取れる。これに対してソニーは資金調達の一量を負債で賅っていて、株式時価総額の変動も大きい。花王のEVAと資本全体の相関係数は0.2332と正の相関であるのに対し、ソニーの資本全体との相関は-0.8621と負の相関となっており、EVAと資本コストの相関と同じ傾向を示している。花王は資本をコントロールしEVAの動きと連動させているのに対し、ソニーは資本の変動にEVAが振り回されている姿が浮き彫りになる。なお、花王とソニーのEVAが期末の株価に与えているEVAの影響を推測するために、同一事業年度におけるEVAと期末株式時価総額との相関係数を調べると、花王は0.2130という正の係数を示すが、ソニーは-0.8325という負の強い係数を示す。同一年度のEVAと株式時価総額の相関においても、この二社の間では反対の動きをしているのがわかる。

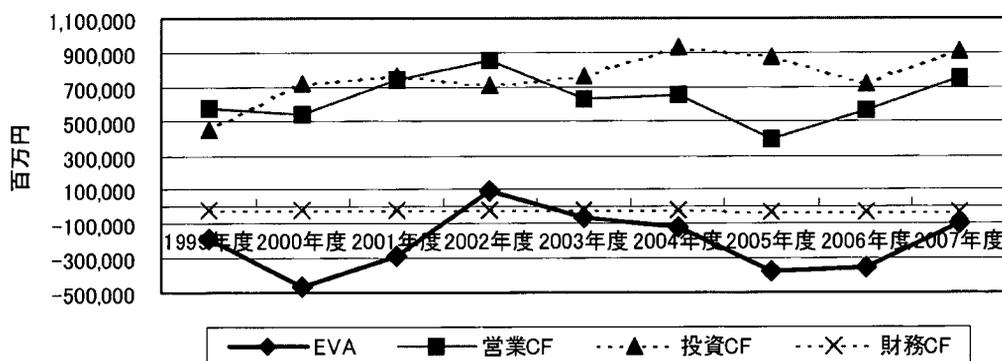
(3) 花王とソニーのCF動向

さらにCF計算書の区分別のCFの動向について、図表6-1は花王、図表6-2はソニーのEVAとCF計算書上の営業、投資、財務の三区分における推移を示している。本来、投資CFは負であるが、図表上は正負反転して表示している。ここでも花王は安定したCF推移を誇っており、基本的に無借金経営を行っていることが判る。2005年度の財務CFの変動はカネボウ化粧品買収のため

図表 6-1 花王の CF 動向推移



図表 6-2 ソニーの CF 動向推移



の資金調達が原因で、4100億円は全て銀行借入れと普通社債で賄われた。格付けが下がるのにも関わらず、花王が M & A の資金を負で調達した理由は、公募増資の場合の資本コストが 5% に対し、借入れの場合は 4.2% で済むからである (週刊ダイヤモンド, 2008, 113 ページ)。それ以外は一貫して財務 CF がマイナスで、営業と投資の両 CF を安定的に保ちながら、資本コストを意識した厳格な CF 管理が行なわれていることをうかがわせる。

これに対しソニーの場合は、財務 CF に対し営業 CF と投資 CF の変動が大きい。ソニーには競争が激しい分野での開発を推進するために多くの投資が必要とされるのだろう。また、ソニーの資本コストの変動を時価ベースで見ると、株価の変動や高い β のため花王に比べて大きく変動しており、これが同社の CF の動向および EVA の変動に大きな影響を与えている。2000 年度末にソニーの有利子負債が増加した理由は、エリクソン社買収の資金調達が原因である。ソニーはこの時に、併せて株式による調達 (増資) も行なったが、株価が著しく下落し¹⁷、その後も株価は低迷し

¹⁷ ソニーの 2000 年 3 月末の発行株式時価総額は、14500 円 \times 4.6 億株で約 6.6 兆円、2001 年 3 月末は 8900 円 \times 9.2 億株で約 8.2 兆円となっている。有利子負債は 2000 年 3 月には約 0.6 兆円から約 1.2 兆円に増えており、投下資本全体では 2000 年 3 月末の約 7.2 兆円から 2001 年 3 月末には約 9.4 兆円になっている。

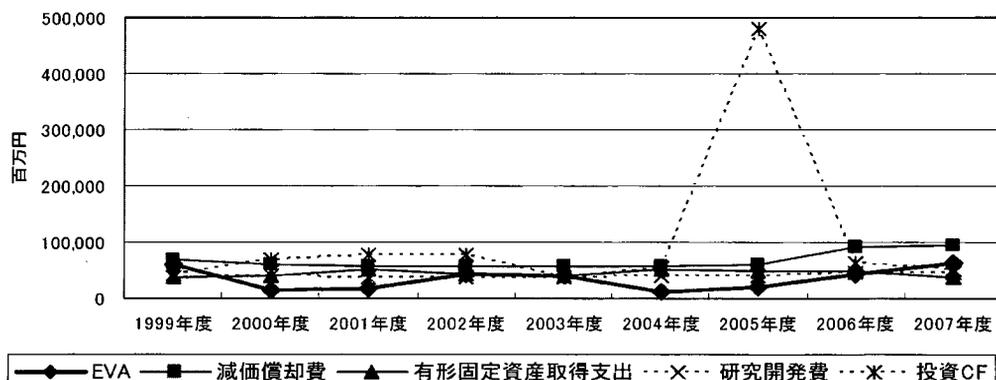
ている。

二社の投資CFと財務CFとの相関では、花王の相関係数が -0.9611 の強い負の相関であるのに対し、ソニーは 0.7129 という正であり、これも対照的である。二社の資本全体と営業CFとの相関係数については、花王の資本全体と営業CFとの相関係数が 0.8089 （株式時価総額は 0.5971 ）と正で高めの係数を示すのに対し、ソニーの投下資本と営業CFとの相関は 0.0651 （株式時価総額は -0.0001 ）と低くなっている。

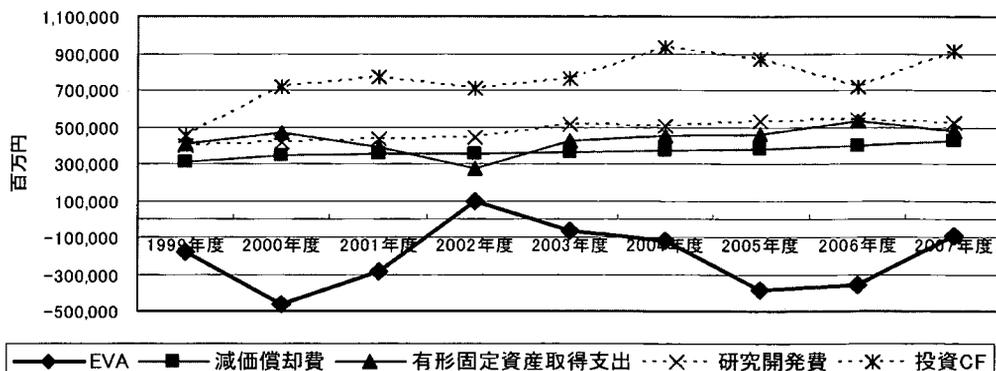
(4) ソニーと花王の投資動向

図表7-1は花王、7-2はソニーのEVAと投資関連指標の推移を示している。花王は、固定資産取得支出および研究開発とともに安定した投資を行なっている。減価償却費と固定資産取得支出の関係から、花王では投資が減価償却費の範囲内で行われる堅実なCF経営が行われていることが判る。大型M & Aを実施した2005年度以外では、その他の投資も抑えられていて、本業に基礎を置いた堅実な経営が行なわれている。花王はCFについて、営業、投資、財務の三区分のいずれにも目を配った厳格なCF経営を行っているが、これに対し利益については、2004年度の純利益722億

図表 7-1 花王の EVA と投資の推移



図表 7-2 ソニーの EVA と投資の推移



円を頂点に2005年以降は毎年減少する傾向にある。花王は EVA を有効な手段として活用し、利益よりも CF を積極的にコントロールしているのではないかと推測される。

これに対しソニーの投資動向は、本業に直結する固定資産取得支出や研究開発費には大きな変動は見られない。一方で投資 CF の区分で大きい CF が発生しているのが「金融ビジネスにおける投資および貸付」と「投資および貸付（金融ビジネス以外）」であり、その額は固定資産投資支出額の2倍以上である。これらの投資から上がる利益は営業利益とは別に「その他の収益・費用」として開示されて、本業外で236～950億円の利益を生み出しているが、EVA への寄与には疑問が残る。

このように花王とソニーは、EVA を中心とする経営改革を目指したが、公表財務諸表と株価情報から垣間見られる二社の姿はまったく別物である。花王は安定性が高い本業の特色を踏まえ、営業、投資、財務の各 CF を手堅くかつ厳格に管理していると考えられる。それは利益よりもむしろ CF のコントロールに主眼を置き、営業 CF と投資 CF のバランスを図り、資本コストに配慮した財務 CF を管理することによって実現されていると推察され、その結果 EVA と株式時価総額は正の相関を保っている。

これに対しソニーは、高い企業リスクにすべての尺度が振り回されている感がある。山本(2008b, 32ページ)によれば、資本コストの公式中の時価総額が増加すると、株主資本コストのウェイト（時価総額/(有利子負債+時価総額)）が高くなって資本コストが上昇し、資本コスト控除後の残余額が小さく算出される。ソニーのような企業はさらに、株価変動に対し高い β の影響も加わるため、非常に難しい EVA コントロールを余儀なくされる。このような企業を取り巻く環境の違いがソニーの株式時価総額や資本コストの管理を難しくしていることが考えられる。ソニーに EVA を導入した出井は、EVA に関する社内の理解が芳しくなかったことを指摘している¹⁸。EVA による企業価値の実現に対しては、会社内のコンセンサスが重要であるが、ソニーの場合にはコンセンサスがうまく図れなかった可能性がある。そこに、開発競争が激しくリスクが大きい事業特性と、大きく変動する資本コストの要因が加わり、シナリオ通りの EVA を生み出せなかったのではないかと推察される。

先行研究の中で、EVA の株価説明力に対し相反する実証結果が存在するのは、株価説明力を決定するのは EVA の採否ではなく、EVA が描くシナリオ通りに CF をコントロールできるか否かにかかっているからではないかと考えられる。EVA を高めるためには、営業の結果として生み出される FCF に加えて、そのために投下された資本コストをコントロールすることも重要である。

¹⁸ 出井(2006, 186ページ)は2005年に会長兼 CEO を退任したが、EVA に関する当時の社内の反応について、「大規模な投資が必要な事業では資本回収のスピードを早くするなど、EVA は具体的施策にも直結する優れた指標なのです。…ところが、この基本が理解されずに、『ソニーは EVA を指標に使っているから長期的な投資ができなくなった』などと、頓珍漢な批判が内部からも出されたりしたのは残念なことでした。」と振り返っている。

投資案件を精査した上で営業 CF と投資 CF のバランスを図る経営は無論のこと、常に資本コストを意識し、負債と株主資本のバランスを調和させるよう、財務 CF を通した的確なコントロールが要求される。このような CF コントロールが当を得ていれば、結果として株式資本の価値にも好ましい影響が及ぼされるのではないか。企業価値を高めるためには、高度な技術をもって積極的に三区分のすべての CF をコントロールすることが重要であるというメッセージが、CF ベースの企業評価の含意と言えるだろう。

6. むすび

本論文では CF 情報の企業評価における側面に着目し、歴史的、理論的考察を行なうとともに、CF 情報をベースとした企業評価モデルについて、実証的側面からの検討を加えた。CF 情報をベースとする評価モデルは、FCF と資本コストの関数として企業価値を導出するが、評価モデルによって FCF および資本コストの推計方法が異なる。また企業評価モデルは理論上、企業資本の時価と整合するため、企業価値モデルを使った投資家とのコミュニケーション手段としての意味合いが増すに従って、経営者の行動にも様々な影響を与える。

本論文では先行研究を踏まえ、EVA 採用企業である花王とソニーの CF 情報を分析した。結果は、花王が経営の効率化を図るため EVA の特徴を活かし、利益よりもむしろ CF に重点をおいた厳格なコントロールを行なっていることが推察された。これに対しソニーは、企業特性のため CF と株式時価総額の変動が大きく、企業活動が振り回されている感さえある。CF や時価と整合性のある EVA のような尺度は、組織や事業の特質にも大きく影響を受けかねないため、営業、投資、財務という全区分の CF 情報に目配りをしなければ、自らを傷つけかねない諸刃の剣になる可能性がある。

日本に CF 計算書が導入されたのは2000年3月期であるが、企業価値の最大化を見据え、花王のように利益よりも CF を積極的にコントロールする企業が現れたことは、CF 情報の重要性が企業側にも認知されてきたことの顕れであろう。企業の経営の優劣を見分ける上で、CF 計算書の三区分の関係に注目した実証分析は、今後も有意義な情報を提供することが期待される。

引用文献一覧

- Adler, R. and L. McClelland, "EVA: Re-inventing the Wheel", *Chartered Accountants Journal*, May 1995, pp. 35-39.
- Anthony, R. N., "Accounting for the Cost of Equity", *Harvard Business Review*, Vol. 51, November-December 1973, pp. 88-102.
- Bacidore, J. M., J. M. Boquist, T. T. Milbourn and A. V. Thakor, "The Search for the Best Financial Performance Measure", *Financial Analysts Journal*, Vol. 53, May-June 1997, pp. 11-20.
- Biddle, G. C., M. Bowen and J. S. Wallace, "Dose EVA Beat Earnings?: Evidence on Associations with Stock Returns and Firm Values", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 24, 1997, pp. 301-336.
- Black, A., P. Wright and J. E. Backman, *In Search of Shareholder Value*, Financial Times, 1998. 井手正介監

- 訳『株主価値追求の経営—キャッシュフローによる企業改革—』東洋経済新報社, 1998年。
- Canning, J. B., *The Economics of Accountancy*, New York, Ronald Press, 1929.
- Catlett, G. R., "Effect of Changes in Investor Attitude", *Accounting Horizons*, September 1988, pp. 117-120.
- Chen, S. and J. L. Dodd, "Economic Value Added: An Empirical Examination of a New Corporate Analysis of a New Corporate Performance Measure", *Journal of Managerial Issues*, Vol. 9 No. 3, 1997, pp. 319-333.
- Copeland, T., T. Koller and J. Murrin, *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies 3rd ed.*, New York, John Wiley & Sons, 2000. マッキンゼー・コーポレート・ファイナンス・グループ訳『企業価値評価バリエーション—価値創造の理論と実践—』ダイヤモンド社, 2002年。
- Edwards, E. O. and P. W. Bell, *The Theory and Measurement of Business Income*, Berkeley, University of California Press, 1961. 中西寅雄・森五郎・高田馨・松田武彦・宇野正雄・宮下藤太郎監修『意思決定と利潤計算』日本生産性本部, 1964年。
- Fama, E. and K. French, "The Cross-Section of Expected Stock Returns", *Journal of Finance*, June 1992, pp. 427-465.
- Ferrara, W. L., "Accounting for Performance Evaluation and Decision-Making", *Management Accounting*, December 1976, pp. 13-19.
- Feltham, G. A., G. E. Isaac, C. Mbagwu and G. Vaidyanathan, "Perhaps EVA Dose Beat Earnings: Revisiting Previous Evidence", *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 16 No. 1, 2004, pp. 83-88.
- FASB, *SFAC No. 1: Objectives of Financial Reporting by Business Enterprise*, FASB, November 1978. 平松一夫・広瀬義州訳『FASB 財務会計の諸概念 増補版』中央経済社, 2002年。
- FASB, *SFAC No. 7: Using Cash Flow Information and Present Value in Accounting Measurements*, FASB, February 2000. 平松一夫・広瀬義州訳『FASB 財務会計の諸概念 増補版』中央経済社, 2002年。
- フォーブス日本版「7つの指標で選んだ日本のビジネスモデル企業ベスト100社はこれだ!」『フォーブス日本版』2000年8月, 83ページ。
- Garvey, G. T. and T. T. Milbourn, "EVA versus Earnings: Does It Matter Which Is More Highly Correlated with Stock Returns?", *Journal of Accounting Research*, Vol. 38 Supplement, 2000, pp. 209-245.
- 出井伸之『迷いと決断—ソニーと格闘した10年間の記録—』新潮新書, 2006年。
- Ijiri Y., "Cash-Flow Accounting and Its Structure", *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 1978, pp. 331-347.
- 伊藤克容「花王㈱における EVA 経営の展開」『企業会計』第53巻2号, 2001年, 35~41ページ。
- Ittner, C. D. and D. F. Larcker, "Innovations in Performance Measurement: Trends and Research Implications", *Journal of Management Accounting Research*, Vol. 19, 1998, pp. 205-238.
- Jensen, M. C., "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers", *American Economic Review*, Vol. 76 No. 2, 1986, pp. 323-329.
- Johnson, T. H. and R. S. Kaplan, *Relevance Lost: The Rise and Fall of Management Accounting*, Harvard Business School Press in Boston, 1988. 鳥居宏史訳『レレバンス・ロスト—管理会計の盛衰—』白桃書房, 1992年。
- 金融ビジネス「財務革命への挑戦 花王—導入4年 EVA は末端まで浸透した—」『金融ビジネス』2004年1月, 74~77ページ。
- Kothari, S. P., J. Shanken and R. G. Sloan, "Another Look at the Cross-Section of Expected Returns", *Journal of Finance*, March 1995, pp. 185-224.
- Lehn, J. H. and A. K. Makhija, "EVA, Accounting Profit and CEO Turnover: An Empirical Examination 1985-1994", *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 10, Summer 1997, pp. 90-97.
- Madden, B. J., *CFROI Valuation*, Oxford, Butterworth-Heinemann, 1988. 福島毅, 小柴正浩, 杉岡秋美訳『CFROI キャッシュフロー企業評価』エコノミスト社, 2000年。
- Mills, R. W., *The Dynamic of Shareholder Value*, Global Alliance Ltd., 1988. 前田俊一訳『SVA—戦略価値分析による企業価値評価法—』東洋経済新報社, 2002年。

- Milunovich, N. and A. Tsuei, "EAV in the Computer Industry", *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 9, Spring 1996, pp. 104-115.
- Myers, R., "The Metrics Wars", *CEO Magazine*, Vol. 12, October 1996, pp. 41-50.
- 日経情報ストラテジー「経営管理を徹底する！花王」『日経情報ストラテジー』2005年4月, 74~77ページ。
- O'Byrne, S. F., "EVA and Market Value", *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 9, Spring 1996, pp. 116-125.
- Ohlson, J. A., "Earnings, Book Value, and Dividends in Security Valuation", *Contemporary Accounting Research*, Spring 1995, pp. 661-687.
- Palepu, K. G., P. M. Healy and V. L. Bernard, *Business Analysis and Valuation 2nd ed.*, Ohio, South-Western College Publishing, 2000. 齊藤静樹監訳『企業分析入門 第二版』東京大学出版会, 2001年。
- Palepu, K. G., V. L. Bernard and P. M. Healy, *Introduction to Business Analysis and Valuation*, Ohio, South-Western Publishing Co., 1996. 齊藤静樹監訳『企業分析入門』東京大学出版会, 1999年。
- Preinreich, G. A. D., "The Law of Goodwill", *The Accounting Review*, Vol. 12, 1936, pp. 317-329.
- Preinreich, G. A. D., "Goodwill in Accountancy", *The Journal of Accountancy*, July 1937, pp. 28-50.
- Preinreich, G. A. D., "Annual Survey of Economic Theory", *Econometrica*, January 1938, pp. 219-231.
- Rappaport, A., "Executive Incentives vs. Corporate Growth", *Harvard Business Review*, July-August 1978, pp. 81-88.
- Rappaport, A., *Creating Shareholder Value (2nd ed.)*, New York, The Free Press, 1998. 古倉義彦訳『株式公開と経営戦略』東洋経済新報社, 1989年。
- 週刊ダイヤモンド「花王一強さの秘密は『凡庸の経営』後藤前会長の改革の真実—」『週刊ダイヤモンド』2008年8月2日, 112~117ページ。
- 週刊東洋経済「EVA & MVA 最強の会社」『週刊東洋経済』2000年11月4日, 30~39ページ。
- Solomons, D., *Divisional Performance: Measurement and Control*, Financial Executives Research Foundation, Inc., 1965. 櫻井通晴・鳥居宏史監訳『事業部制の業績評価』東洋経済新報社, 2005年。
- Stern, J. M., J. S. Shiely and I. Ross, *The EVA Challenge: Implementing Value-Added Change in an Organization*, New York, John Wiley, 2001. 伊藤邦雄訳『EVA 価値創造への企業変革』日本経済新聞社, 2002年。
- スターン・シュワート社『EVAによる企業価値経営—その理論と実際—』ダイヤモンド社, 2001年。
- Stewart III, B. G., *The Quest for Value: The EVA Management Guide*, HarperCollins Publishers Inc, 1991. 河田剛・長掛良介・須藤亜里訳『EVA 創造の経営』東洋経済新報社, 1998年。
- 田中隆雄「企業価値経営の戦略と組織—ソニーにおけるカンパニー制・執行役員制と業務管理—」『研究年報・経済学』第61巻1号, 2000年5月, 1~28ページ。
- 田中隆雄「ソニー㈱における企業価値経営—EVAの導入と新報酬システム—」『企業会計』第53巻2号, 2001年, 27~34ページ。
- 山本昌弘『国際会計論—国際財務会計と国際管理会計—』文眞堂, 2008a年。
- 山本昌弘「企業価値を高めるSVA(株主付加価値)」『東洋経済統計月報』第68巻12号, 2008b年12月, 30~33ページ。