

⑤ EVA 会計と企業価値評価

上野清貴

I はじめに

EVA は周知のように **Economic Value Added** の頭文字を取ったものであり、「経済付加価値」と呼ばれている。これは税引後営業利益 (NOPAT, net operating profit after tax) から投下資本にかかる資本費用 (capital charge) を控除して算定され、次式によって求められる。

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - \text{資本費用} \quad (1)$$

ここで、資本費用は資本コスト (cost of capital) に投下資本を乗じて計算され、いま資本コストを c^* で表すと、資本費用は $c^* \times$ 投下資本で算定される。この資本コストとして、負債コストと株主資本コストの加重平均資本コスト (WACC, weighted average cost of capital) が用いられる。

NOPAT は投下資本利益率 (ROIC, return on invested capital) に投下資本を乗じても算定することができるので、いま ROIC を r で表すと、EVA は次式によっても求められる。

$$\text{EVA} = (r - c^*) \times \text{投下資本} \quad (2)$$

NOPAT および投下資本は、現金主義会計をベースとしながら発生主義会計を適宜適用して算定され、具体的には、通常が発生主義に基づく財務諸表 (損益計算書および貸借対照表) を必要な部分に関して現金主義に修正していく方法をとる。その場合、その修正方法には、事業アプローチと財務アプローチという2つのものがある。

事業アプローチは、貸借対照表の借方に着目し、投下資本とは総資産額そのものであるとまず定義する。その上で、EVA 上の投下資本と考えられる項目の追加と投下資本とは考えられない項目の削除を行う。NOPAT については、税引前営業利益 (NOPBT, net operating profit before tax) から始めて所定の修正を行い、修正後の NOPBT を求める。そして、この NOPBT から NOPBT にかかるキャッシュ・ベースの税金額を控除して NOPAT を算定する。

財務アプローチは、貸借対照表の貸方に焦点を当てて、投下資本を有利子負債と普通株主持分の合計と定義し、それに対して調整を行うという考え方を採用している。NOPAT は普通株主持分に帰属する普通株主利益額に税引後有利子負債利息を加えたものとして定義して、投下資本の修正の考え方にしたがって修正を加えるという方法をとる。

事業アプローチおよび財務アプローチに基づいて算定される NOPAT および投下資本は

それぞれ当然一致することになる。

以上が EVA 会計の概要であり、前稿ではこれの業績評価機能に着目してその会計的特質を解明したが、それらはいくまでも株主価値創造および経営者のインセンティブ報酬を主軸とした EVA 会計の過去の思考に基づいたものであった。しかし、EVA の機能はそれだけではない。EVA は将来とも結びつき、資本市場と連携して、将来の業績予測機能および企業価値評価機能を有しているのである。

そこで本稿では、EVA 会計の将来的側面に主眼をおき、企業価値評価の観点からその特質と役割を解明することを目的とする。ところで、一般に、将来事象を取り扱う会計は「現在価値会計」であるので、将来の EVA を対象とする会計をここで「EVA 現在価値会計」と命名することにする。したがって、本稿の目的は EVA 現在価値会計を企業価値評価の観点から考察し、その特質と役割を解明することにある。

本稿は以下のことを論述する。

- (1) まず、EVA 現在価値会計の企業業績予測機能および企業価値評価機能を説明し、市場価値との関連を明らかにする。
- (2) 次に、EVA 現在価値会計による企業価値評価を具体的な数値例によって行い、企業価値を最終的に計算する。
- (3) これによって、EVA 現在価値会計の全容が明らかになると思われるので、これらに基づいて、EVA 現在価値会計を会計構造的および機能的側面から検討し、いくつかの観点からこの会計システムの特質を明らかにする。
- (4) 最後に、これまでの EVA 現在価値会計の論点をまとめるとともに、EVA 現在価値会計の真の役割を解明し、さらに EVA 現在価値会計の可能性を会計システムの一般理論構築に関して示唆する。

II EVA 現在価値会計と企業価値

EVA 現在価値会計の計算構造は過去指向的な EVA 会計と何ら異なるところはなく、EVA は税引後営業利益 (NOPAT) から資本費用を控除して算定される。また、EVA は投下資本利益率 (ROIC) から資本コスト (WACC) を控除した率に投下資本を乗じても算定される。ただ異なることは、EVA 現在価値会計では、将来の各期間の EVA を予測し、それを資本コストで現在価値に割り引くことのみである。

EVA 現在価値会計の主な目的ないし機能は、将来の業績を予測することによって企業価値を評価することであるとされている。そして、この企業価値評価は企業の市場価値と密接に関連するといわれている。そこで、EVA 現在価値会計が企業業績予測および企業価値評価をどのように行い、それが株式市場にどのように関係するかを説明することが本節の課題である。

1 EVA 現在価値会計による企業価値評価

EVA 現在価値会計によって企業価値を評価する場合、企業価値は予測期間の期首の投下資本に将来期間の EVA の現在価値合計を加えたものとなる。すなわち、次のようになる。

$$\text{企業価値} = \text{投下資本} + \text{将来期間の EVA の現在価値} \quad (3)$$

問題は将来期間の EVA をどのように予測するかであるが、これには通常「2 段階アプローチ」がとられる。それは、将来期間を予測期間と予測期間以降に分け、直近の一定期間に対して詳細な EVA 予測を行い、それ以降の長期予測は簡略化するという方法である。これによると、企業価値は次のように表される。

$$\begin{aligned} \text{企業価値} = & \text{投下資本} + \text{予測期間における EVA の現在価値} \\ & + \text{予測期間以降の EVA の現在価値} \end{aligned} \quad (4)$$

予測期間以降の EVA の現在価値は、遠い将来に対して予測が継続すると仮定して算定する価値であるので「継続価値」と呼ばれ、一般に次の式で計算される。

$$\text{継続価値} = \frac{EVA_{T+1}}{WACC} + \frac{(NOPAT_{T+1})(g/ROIC)(ROIC - WACC)}{WACC(WACC - g)} \quad (5)$$

ここで、各記号は次のこと表している。

EVA_{T+1} = 予測期間以降の 1 年目における標準化された EVA

$NOPAT_{T+1}$ = 予測期間以降の 1 年目における標準化された NOPAT

g = NOPAT の永続的な期待成長率

$ROIC$ = 新規投資に対して期待される利益率

$WACC$ = 加重平均資本コスト

この式は、予測期間以後の EVA の価値が、予測期間の次年度の EVA を永遠に稼得し続

けるとした場合の現在価値に、その年度以降の成長が資本コストを超えるようなリターンをもたらした限り、それによる追加的な EVA の現在価値を加えたものに等しいことを示している。ROIC と WACC が同じであるならば、(5)式の右辺第 2 項はゼロであり、継続価値は予測期間以降の 1 年目における EVA の継続価値となる (Copeland, Koller and Murrin [2000] p.272 : 邦訳 321 頁)。

以上が EVA 現在価値会計による企業価値評価の概要であるが、これを実際に行う場合の重要なポイントは、予測期間において EVA をどのように具体的に予測するかである。これに関して、コーブランド等によれば、企業の業績予測は次のステップで行うことになる (Copeland, Koller and Murrin [2000] pp.233 : 邦訳 273 頁) ¹⁾。

- (1) どれだけの期間について、どれほど詳細に将来予測をたてるのかを決定する。上述したように、これには一般に 2 段階アプローチが適用される。
- (2) 将来の業績について、戦略レベルで見通しをたてる。この場合、業界の特徴と企業の競争優位・競争劣位の双方を考慮する。
- (3) 戦略レベルの見通しを、損益計算書、貸借対照表、フリー・キャッシュ・フロー、主要指標等の財務予測に具体化する。
- (4) 上の(2)と(3)で作成したケースに加え、異なったシナリオに基づく予測をたてる。
- (5) 全体として予測に矛盾はないか、戦略レベルの見通しと適合するかをチェックする。

特に、ROIC、売上高および利益成長率の予測結果に注意する。

これらの作業が終了すると、最後に企業価値を算定し評価するために、以下の手順を行う。

- (1) 予測した各期の EVA を、加重平均資本コスト (WACC) を用いて現在価値に割り引く。
- (2) 継続価値を、WACC を用いて現在価値に割り引く。なお、継続価値は EVA を予測する期間の最終時点での価値であるため、現在価値に修正するには、EVA を予測した期間の年数分割り引くことになる。例えば、EVA の予測を行った期間が 10 年であれば、継続価値は 11 年ではなく、10 年で割り引く。
- (3) 各期の EVA の現在価値合計に継続価値の現在価値を加算し、さらに予測を開始する期の期首投下資本を加算して、事業価値とする。次に、事業価値の期中調整を行う。EVA は期末に一度に発生するのではなく、期中を通じて平均的に発生するものである。通常の計算では、EVA が期末に発生したものとして、現在価値を計算しているため、EVA が遅くなりすぎている月数分 (その期の後半に企業価値評価を行っていたら、ほとんどの場合 6 か月かそれ以上) を、WACC を用いて調整する。
- (4) 上で算定したものに、非事業用資産の価値を加算して、企業価値とする。非事業用資産とは、事業価値の算定にあたり、それらの資産からの EVA が算入されていないような資産である。例えば、余剰有価証券や、事業と関連のない子会社に対する投資などがこれにあたる。これらの資産評価には、それらの資産が生み出す将来キャッシ

ュ・フローを適切な割引率に基づいて現在価値に修正したものをを用いるか、もしくは時価が存在する資産については時価を用いる。

- (5) 次に、株主価値を算定するために、(4)で算定した企業価値から、すべての有利子負債、ハイブリッド証券、少数株主持分、その他の債務などの時価を控除する。

2 EVA 現在価値会計と MVA の関係

このようにして、EVA 現在価値会計によって評価された企業価値は、外部評価尺度としての企業の市場価値と密接に関係することになる。そして、この市場価値を表す指標が「市場付加価値」(MVA, market value added)である。これは、企業の市場価値から投下資本を控除した額であり、次のように表される。

$$\text{MVA} = \text{市場価値} - \text{投下資本} \quad (6)$$

企業の市場価値は株主資本の時価と負債の時価の和であり、投下資本は株主資本の帳簿価額と負債の帳簿価額の和であるが、現実には負債の時価が把握しにくいので帳簿価額が用いられ、(6)式の右辺における両者の負債は同額となり、結果として、MVA は株主資本ないし株式の時価と帳簿価額の差額ということになる。

このように、MVA は、投資家が企業に資本として投入した金額と株式の売却により市場価額で投資家が得られる金額との差額であり、この差額が正ならば企業が株主価値および企業価値を創造したことになり、負ならば破壊したことになる。したがって、MVA は株主価値創造および企業価値創造の明確な尺度であり、株主を重視する経営の最も重要な外部指標であるということになる。

MVA の特質は、それが企業の市場価値と投下資本との絶対額の差額であるので、累積的測度であり、企業の最初からの累積的付加価値もしくは喪失価値を測定するということがある。株主の累積的リターン測度として、企業価値が創造または破壊されたことを市場が最初に認識した特定の期間に、MVA は影響されない。さらに、例えば過去 5 年間の期間にわたって MVA の変化を測定することによって、企業価値を創造する最近の進展の示唆が得られる。つまり、MVA によって、現在の業績評価と累積的な業績評価を行うことができるのである。

この MVA は市場の企業に対する長期的な期待価値であり、理論的には、これは将来 EVA の現在価値合計として表される。これは、企業が将来創造する EVA の現在価値だけ企業の市場価値が投下資本の帳簿価額より高くなっているという考えに基づいている。この両者の関係を式で表すと、次のようになる。

$$\text{MVA} = \text{将来 EVA の現在価値合計} \quad (7)$$

したがって、企業の市場価値、投下資本、MVA および EVA の間には、次の関係が成立する。

$$\text{市場価値} = \text{投下資本} + \text{MVA}$$

＝投下資本＋将来 EVA の現在価値合計 (8)

これは、EVA の変化が MVA の変化に影響を及ぼすことを示唆している。MVA は期待価値であるので、EVA と MVA の正確な一致を期待すべきではないが、EVA の変化は MVA の変化に反映されるのである。これを外部指標としての MVA の側から見ると、現在の MVA の変化は将来の EVA の変化を予期しているということもできる。

これらのことを、EVA の提唱者であるスチュワートは次のように述べている。「企業の EVA は MVA を燃焼させる燃料である。EVA は営業利益から資本費用を控除したものと定義されるので、予測と割引を行って現在価値を求める際、暗に現在の資本と新規投資を控除していることになる。事業キャッシュ・フローから残されたものは、過去と将来の資本プロジェクトの正味現在価値である。つまり、EVA は内部的な測度だが、企業の市場価値にプレミアム（またはディスカウント）をつけるという外部的な結果につながるのである。」

(Stewart [1991] p.153 : 邦訳 165 頁) 2)

Ⅲ EVA 現在価値会計の計算

これによって、EVA 現在価値会計の概要が明らかとなり、これが企業業績予測および企業価値評価をどのように行い、株式市場にどのように関係するかが判明したので、本節ではこれらを受けて、EVA 現在価値会計を具体的な数値例によって計算してみよう。ここでの目的は、EVA 現在価値会計をさらに理解することであり、その場合、まず予測 EVA の計算を行い、次に EVA 現在価値と企業価値の計算を行うことにする。計算に際しては、コーブランド等の数値例（Copeland, Koller and Murrin [2000] pp.257-264：邦訳 304-312 頁）を参考とする。

1 予測 EVA の計算

ある企業の予測損益計算書および予測貸借対照表は表 1 および表 2 であったとしよう。ここでは、予測期間が 5 年であり、それらは現在の実績値に基づいて予測されると仮定されている。

表 1 予測損益計算書

	実績	1	2	3	4	5
売上高	13,822	14,796	15,551	16,313	17,406	18,189
売上原価	(7,447)	(7,972)	(8,378)	(8,789)	(9,378)	(9,799)
営業費	(4,101)	(4,390)	(4,614)	(4,840)	(5,164)	(5,396)
減価償却費	(822)	(867)	(911)	(956)	(1,020)	(1,065)
営業利益	1,452	1,567	1,648	1,728	1,844	1,929
受取利息・配当金	189	59	46	27	35	30
支払利息	(117)	(138)	(97)	(79)	(66)	(45)
税引前利益	1,524	1,488	1,597	1,676	1,813	1,914
法人税	(518)	(503)	(539)	(566)	(613)	(647)
少数株主持分	(26)	(42)	(45)	(48)	(52)	(54)
当期利益	980	943	1,013	1,062	1,148	1,213
普通株主持分変動計算書						
期首普通株主持分	5,103	5,066	5,512	5,421	6,112	6,657
当期利益	980	943	1,013	1,062	1,148	1,213
株式配当金・株式買戻し	(254)	(244)	(1,013)	(276)	(304)	(1,213)
評価替え損益	(151)	0	0	0	0	0
のれん償却	(612)	(253)	(91)	(95)	(299)	(108)
期末普通株主持分	5,066	5,512	5,421	6,112	6,657	6,549

表 2 予測貸借対照表

	実績	1	2	3	4	5
事業用現金	283	302	318	333	356	372
余剰投資有価証券	1,806	1,409	820	1,077	935	530
売上債権	1,218	1,304	1,371	1,438	1,534	1,603
棚卸資産	996	1,067	1,121	1,176	1,254	1,310
その他流動資産	490	524	551	578	617	645
流動資産合計	4,793	4,606	4,181	4,602	4,696	4,460
総有形固定資産	14,200	15,244	16,319	17,431	18,734	19,942
減価償却累計額	(8,459)	(9,183)	(9,941)	(10,733)	(11,577)	(12,454)
純有形固定資産	5,741	6,061	6,378	6,698	7,175	7,488
投資及び前払金	1,080	1,134	1,190	1,250	1,312	1,378
資産合計	11,614	11,801	11,749	12,550	13,165	13,326
短期借入金	474	218	150	257	0	0
買入債務	907	971	1,020	1,070	1,142	1,193
未払配当金	129	138	145	152	162	169
その他流動負債	1,708	1,741	1,830	1,919	2,048	2,140
流動負債合計	3,218	3,068	3,145	3,398	3,352	3,502
長期借入金	1,151	933	783	526	526	526
繰延税金	601	617	634	651	670	690
過去勤務債務	103	103	103	103	103	103
継続的引当金	912	989	1,065	1,142	1,219	1,295
少数株主持分	563	579	598	618	638	661
普通株主持分	5,066	5,512	5,421	6,112	6,657	6,549
負債・資本合計	11,614	11,801	11,749	12,550	13,165	13,326

これらの予測損益計算書および予測貸借対照表に基づいて、予測 EVA を計算するためには、まず予測 NOPAT および予測投下資本を計算する必要がある。そして、これを行ったのが表 3 および表 4 である。ここでは、各々が事業アプローチおよび財務アプローチで計算されており、両者の計算結果はそれぞれ当然一致している。なお、予測 NOPAT を計算する際の実効税率は 35% である。

表3 予測NOPAT

	実績	1	2	3	4	5
事業アプローチ						
税引前営業利益	1,452	1,567	1,648	1,728	1,844	1,929
過去勤務債務に関する調整	5	4	4	4	4	4
継続的引当金の増加	3	77	76	77	77	76
調整後税引前営業利益	1,460	1,648	1,728	1,809	1,925	2,009
税引前営業利益に対する税金	(495)	(531)	(558)	(586)	(625)	(653)
繰延税金の増減	(28)	16	17	17	19	20
N O P A T	937	1,133	1,187	1,240	1,319	1,376
税引前営業利益に対する税金						
納税引当金	518	503	539	566	613	647
支払利息に対する節税額	41	48	34	28	23	16
過去勤務債務に対する節税額	2	1	1	1	1	1
受取利息に対する税金	(66)	(21)	(16)	(9)	(12)	(11)
税引前営業利益に対する税金	495	531	558	586	625	653
財務アプローチ						
当期利益	980	943	1,013	1,062	1,148	1,213
+ 繰延税金の増加	(28)	16	17	17	19	20
+ 継続的引当金の増加	3	77	76	77	77	76
+ 少数株主持分	26	42	45	48	52	54
調整後当期利益	981	1,078	1,151	1,204	1,296	1,363
+ 税引後支払利息	76	90	63	51	43	29
+ 過去勤務債務に対する支払利息	3	3	3	3	3	3
投資家に分配可能な総利益	1,060	1,171	1,217	1,258	1,342	1,395
- 税引後受取利息	(123)	(38)	(30)	(18)	(23)	(19)
N O P A T	937	1,133	1,187	1,240	1,319	1,376

表4 予測投下資本

	実績	1	2	3	4	5
事業アプローチ						
事業用流動資産	2,987	3,197	3,361	3,525	3,761	3,930
事業用流動負債	(2,615)	(2,712)	(2,850)	(2,989)	(3,190)	(3,333)
事業用運転資金	372	485	511	536	571	597
有形固定資産	5,741	6,061	6,378	6,698	7,157	7,488
のれん償却累計額	2,304	2,557	2,648	2,743	3,042	3,150
投下資本	8,417	9,103	9,537	9,977	10,770	11,235
財務アプローチ						
普通株主持分	5,066	5,512	5,421	6,112	6,657	6,549
のれん償却累計額	2,304	2,557	2,648	2,743	3,042	3,150
繰延税金	601	617	634	651	670	690
未払配当金	129	138	145	152	162	169
継続的引当金	912	989	1,065	1,142	1,219	1,295
調整後普通株主持分	9,012	9,813	9,913	10,800	11,750	11,853
少数株主持分	563	579	598	618	638	661
借入金	1,625	1,151	933	783	526	526
過去勤務債務	103	103	103	103	103	103
投資資金合計	11,303	11,646	11,547	12,304	13,017	13,143
余剰投資有価証券	(1,806)	(1,409)	(820)	(1,077)	(935)	(530)
投資及び前払金	(1,080)	(1,134)	(1,190)	(1,250)	(1,312)	(1,378)
投下資本	8,417	9,103	9,537	9,977	10,770	11,235

(1) 事業用流動資産は、事業用現金、売上債権、棚卸資産およびその他流動資産の合計である。

(2) 事業用流動負債は、買入債務とその他流動負債の合計である。

(3) 事業アプローチにおける投下資本は、次の計算によっても行うことができる。

$$\text{投下資本} = \text{資産合計} - (\text{余剰投資有価証券} + \text{投資及び前払金} + \text{買入債務} + \text{その他流動負債}) + \text{のれん償却累計額}$$

以上によって、予測 NOPAT および予測投下資本が判明したので、本項の目的である予測 EVA は容易に計算できることになる。そして、これを計算すると、表5のようになる。

表 5 予測 EVA

	実績	1	2	3	4	5
R O I C	11.95%	13.46%	13.04%	13.00%	13.22%	12.78%
W A C C	7.30%	6.70%	6.70%	6.70%	6.70%	6.70%
スプレッド	4.65%	6.76%	6.34%	6.30%	6.52%	6.08%
投下資本(期首)	7,842	8,417	9,103	9,537	9,977	10,770
E V A	365	569	577	601	651	655
N O P A T	937	1,133	1,187	1,240	1,319	1,376
資本費用	572	564	610	639	668	721
E V A	365	569	577	601	651	655

2 EVA 現在価値と企業価値の計算

これによって、予測 EVA が算定されたので、次に、企業価値評価のために、予測 EVA の現在価値 (MVA) および継続価値の現在価値を計算し、これらに基づいて企業価値を最終的に計算することにしよう。

まず、EVA および継続価値の現在価値を計算しなければならないが、これを行うためにはこれまでの予測期間は不十分であり、予測期間を延長する必要がある。実務では、10 年から 15 年が適当であるといわれているが、ここでは紙幅の関係上、7 年とし、8 年目の予測数値を継続価値の計算基礎とすることにしよう。これを行ったものが、表 6 である。なお、この表において、これまで行ってきた 5 年間の予測数値と一致していることに注意されたい³⁾。

表6 中期財務予測

	1	2	3	4	5	6	7	8
投下資本の計算								
有形固定資産	6,061	6,378	6,698	7,157	7,488	7,824	8,167	8,516
営業運転資金	485	511	536	571	597	616	636	657
のれん償却累計額	2,557	2,648	2,743	3,042	3,150	3,150	3,150	3,150
投下資本	9,103	9,357	9,977	10,770	11,235	11,590	11,953	12,323
N O P A T の計算								
売上高	14,796	15,551	16,313	17,406	18,189	18,989	19,806	20,638
営業費用	(13,148)	(13,823)	(14,504)	(15,481)	(16,180)	(16,892)	(17,619)	(18,359)
調整後税引前営業利益	1,648	1,728	1,809	1,925	2,009	2,097	2,187	2,279
支払税金	(515)	(541)	(569)	(606)	(633)	(662)	(690)	(719)
N O P A T	1,133	1,187	1,240	1,319	1,376	1,435	1,497	1,560
F C F の計算								
N O P A T	1,133	1,187	1,240	1,319	1,376	1,435	1,497	1,560
営業運転資金増加	(686)	(434)	(440)	(793)	(465)	(356)	(363)	(370)
F C F	447	753	800	526	911	1,079	1,134	1,190
E V A の計算								
投下資本(期首)	8,417	9,103	9,537	9,977	10,770	11,235	11,590	11,953
W A C C	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%
資本費用	564	610	639	668	721	753	777	801
N O P A T	1,133	1,187	1,240	1,319	1,376	1,435	1,497	1,560
資本費用	564	610	639	668	721	753	777	801
E V A	569	577	601	651	655	682	720	759

次に、継続価値を計算する必要があるが、これは(5)式を用いて行うことができる。表6より、新規投資にかかるROICが13%(=1,560/11,953)であり、WACCが6.7%であることが明らかであるので、いまNOPATの成長率を4%であるとする、継続価値は次のようになる⁴⁾。

$$\begin{aligned}
 \text{継続価値} &= \frac{EVA_8}{WACC} + \frac{(NOPAT_8)(g/ROIC)(ROIC - WACC)}{WACC(WACC - g)} \\
 &= \frac{759}{6.7\%} + \frac{1,560(4\%/13\%)(13\% - 6.7\%)}{6.7\%(6.7\% - 4\%)} \\
 &= 11,328 + 16,717 \\
 &= 28,045
 \end{aligned}$$

これによって、EVAの現在価値(MVA)と事業価値を計算することができ、これを行う

と、表7のようになる。なお、ここでの期中調整値の1.033は、1.067の0.5乗である⁵⁾。

表7 EVA 現在価値および事業価値

	EVA	割引率	EVA 現在価値
1	569	0.9372	533
2	577	0.8784	507
3	601	0.8232	495
4	651	0.7715	502
5	655	0.7231	474
6	682	0.6777	462
7	720	0.6351	457
継 続 価 値	28,045	0.6351	17,812
EVA 現在価値 (MVA)			21,242
投 下 資 本			8,417
事 業 価 値			29,659
期 中 調 整			1.033
調 整 後 事 業 価 値			30,638

そして最後に、企業価値および株主価値を計算すると、表8のようになり、これによってEVA 現在価値会計が完了するのである。

表8 企業価値および株主価値

事 業 価 値	30,638
余 剰 投 資 有 価 証 券	1,806
そ の 他 の 非 事 業 用 資 産	1,080
企 業 価 値	33,524
借 入 金	1,625
過 去 勤 務 債 務	103
少 数 株 主 持 分	563
株 主 価 値	31,233
直 近 の 発 行 済 株 式 数	3,123
1 株 当 た り 価 値	10

IV EVA 現在価値会計の特質

これまで、EVA 現在価値会計の概要をその企業業績予測機能、企業価値評価機能および MVA と関連づけて説明し、次にこの会計を具体的な数値例によって解説した。これによって、EVA 現在価値会計の全容が明らかになったことと思われる。そこで、本節ではこれらを受けて、EVA 現在価値会計の特質をいくつかの視点から明らかにしていきたい。その視点とは、会計システム論、利益概念論および企業評価論の視点である。それではまず、会計システム論から考察することとする。

1 成果現在価値会計

前稿で述べたように、一般に、会計システムはすべて測定要素である測定単位と評価基準から構成され、利益が決定される。測定単位とは、資産を測定するための基準単位であり、それは 1 円または 1 ドルのような貨幣単位で表される。資産はこの貨幣単位の量とその資産の関係づけによって測定されることになる。この測定単位には 4 種類があり、それらは(1)名目貨幣単位、(2)一般購買力単位、(3)個別購買力単位および(4)貨幣収益力単位である。

他方、評価基準とは、測定単位によって関係づけられる資産の基準となる測定値のことであり、測定単位たる基準単位を 1 とした場合の貨幣単位量のことである。この評価基準には、その資産を取引する仮定によって 4 つの種類があり、それらは(1)取得原価、(2)購入時価、(3)売却時価および(4)現在価値である。

各会計システムはこれらの測定単位と評価基準を組み合わせることによって導出されることになる。いま、これを 1 表にまとめ、各会計システムに名称を付すと、表 9 のようになる。

表 9 会計システムの諸類型

測定単位 \ 評価基準	取得原価	購入時価	売却時価	現在価値
名目貨幣単位	取得原価 会計	購入時価 会計	売却時価 会計	現在価値 会計
一般購買力単位	実質取得 原価会計	実質購入 時価会計	実質売却 時価会計	実質現在 価値会計
個別購買力単位	実体取得 原価会計	実体購入 時価会計	実体売却 時価会計	実体現在 価値会計
貨幣収益力単位	成果取得 原価会計	成果購入 時価会計	成果売却 時価会計	成果現在 価値会計

そして、これらの各会計システムにおいて算定される利益に名称を付すと、表 10 のようになる。

表 10 利益の諸類型

評価基準 測定単位	取得原価	購入時価	売却時価	現在価値
名目貨幣 単 位	実 現 利 益	経 営 利 益	実 現 可能利益	経 済 的 利 益
一般購買力 単 位	実 質 実現利益	実 質 経営利益	実質実現 可能利益	実質経済 的 利 益
個別購買力 単 位	実 体 実現利益	実 体 経営利益	実体実現 可能利益	実体経済 的 利 益
貨幣収益力 単 位	成 果 実現利益	成 果 経営利益	成果実現 可能利益	成果経済 的 利 益

これらのことを前提としてEVA現在価値会計を考察すると、この会計における評価基準は現在価値であり、測定単位は貨幣収益力単位であることが分かる。まず、評価基準に関してであるが、前述したように、EVA現在価値会計は将来の各期間のEVAを予測し、それを資本コストで現在価値に割り引く会計である。したがって、EVA現在価値会計における評価基準は現在価値であるといえることができる⁶⁾。

次に、EVA 現在価値会計における測定単位であるが、前稿の EVA 会計の場合と同様に、これを考察するためには EVA の原点にまで戻る必要がある。既述のように、EVA は税引後営業利益 (NOPAT) から資本費用を控除して算定され、この資本費用は投下資本に資本コストを乗じて計算される。そして、この資本コストは資本に価値を付加するために企業が最低限稼得しなければならない収益率であり、企業の収益力ないし貨幣収益力を考慮したものにはほかならない。この企業収益力を考慮した測定単位がまさに貨幣収益力単位であり、資本コストは実は貨幣収益力単位であったのである。

そして、測定単位として貨幣収益力単位を採用し、評価基準として現在価値を用いる会計が成果現在価値会計であるので、EVA 現在価値会計の原型は成果現在価値会計であり、そこで算定される利益は成果経済的利益であるといえることができるのである。

2 個別期間的利益概念

このように、EVA 現在価値会計の原型は成果現在価値会計であり、そこで算定される利益は成果経済的利益であるといえることができるので、ここで改めて、本来の成果現在価値会計における成果経済的利益と対比することによって、EVA 現在価値会計の利益概念の特質を考えてみよう。

本来の成果現在価値会計における成果経済的利益の特質は、次のように表すことができ

る（上野 [1993] 338 頁）。

- (1) 成果経済的利益は、将来の収入・支出基調的利益である。
- (2) 成果経済的利益は、知覚の時点で認識される将来先取りの利益である。
- (3) 成果経済的利益は、現在価値を企業全体として測定する全体企業利益である。
- (4) 成果経済的利益は、全体期間の収入・支出を見越した全体期間的利益である。
- (5) 成果経済的利益は、貨幣の時間的価値を考慮した利益である。
- (6) 成果経済的利益は、同一の貨幣収益力水準で利益決定要素を測定する統一的な貨幣収益力水準利益である。
- (7) 成果経済的利益は、成果資本維持利益である。

これらを解説すると、以下ようになる。まず、成果経済的利益は資産と負債の評価基準として現在価値を適用して決定される利益であり、この現在価値は将来の収入および支出と密接に結びついた評価基準である。したがって、これによって算定される成果経済的利益は将来の収入と支出に基づいた利益であるといえることができる。

成果現在価値会計では、利益は取引の時点ではなく、知覚の時点で認識される。具体的には、計画期間の初めにおいて取引がないにもかかわらず「主観のれん」が認識され、計画期間の初期において、収入が少なくとも利益が多く認識される。このことは、将来の利益が先取りされて認識されることを意味し、この意味で、成果経済的利益は知覚の時点で認識される将来先取りの利益である。

成果経済的利益は 2 つの意味で「全体的利益」であるといえることができる。まず、成果現在価値会計では資産や負債を評価する場合に将来の収入や支出を割り引くことによって企業全体としての現在価値を測定する。そしてさらに、成果現在価値会計は他の利益決定要素の現在価値も企業全体として測定する。したがって、成果経済的利益は現在価値を企業全体として測定する全体企業利益であり、このことから、この会計特有の「主観のれん」が生じることになる。

しかも、この現在価値は計画期間末までの全体期間の収入と支出を見越した価値であり、これに基づいて成果経済的利益が算定されることになる。確かに、成果経済的利益は期間利益として認識されるが、その認識期間は全体期間の収入と支出に基づく現在価値であることに注意しなければならない。この意味で、成果経済的利益は全体期間の収入・支出を見越した全体期間利益であるといえることができる。

成果現在価値会計は、利益の認識に「時間的要素」を一貫して導入している。この時間的要素を導入することによって、将来の収入や支出に割引率を考慮する「貨幣の時間的価値」が認識されることになり、現在価値が算定されることになる。そして、これによって上記の成果経済的利益における諸特質、すなわち、将来の収入・支出基調性、将来先取り性および全体性が生じるのである。したがって、成果経済的利益の最も重要な特質は、貨幣の時間的価値を考慮した利益であるといえることになる。

成果現在価値会計において、測定単位として貨幣収益力単位を用いることによって、利

益決定要素の各測定値はすべて期末における同一の貨幣収益力水準に統一され、この貨幣収益力水準に関して比較可能になる。このことから、成果経済的利益は同一の貨幣収益力水準で利益決定要素を測定する統一的な貨幣収益力水準利益であるといえることができる。

最後に、資本維持に関して、成果現在価値会計では測定単位として貨幣収益力単位が用いられるので、維持すべき資本は成果資本となる。そして、成果経済的利益の算定に際して、この額が期末資本から控除されるので、成果現在価値会計では、これによって成果資本が維持されるということになる。それゆえ、成果経済的利益は成果資本維持利益であるといえるのである。

以上が本来の成果現在価値会計における成果経済的利益の特質であるが、EVA 現在価値会計における利益はこれらのうち貨幣の時間的価値を考慮した利益であり、統一的な貨幣収益力水準利益であり、成果資本維持利益であるといえることができる。しかしながら、それは将来の収入・支出基調的利益ではなく、将来先取りの利益でもなく、全体企業的利益でも全体期間的利益でもない。

EVA 現在価値会計では、すべての予測項目に現金主義を適用するのではなく、現金主義をベースとしながら発生主義を適宜適用して、予測 NOPAT および予測資本費用を算定することになる。具体的には、通常が発生主義に基づく予測損益計算書および予測貸借対照表を適宜現金主義に修正していく方法をとる。したがって、EVA 現在価値会計における利益は、将来の収入・支出基調的利益ではない。

しかし、このことよりもさらに重要なことは、EVA 現在価値会計における利益は全体的利益ではなく、したがって将来先取りの利益ではないということである。EVA 現在価値会計は予測損益計算書および予測貸借対照表を出発点としており、そこでは、企業全体としての現在価値を測定するものでもなければ、全体期間に基づいて現在価値を計算するものでもない。

EVA 現在価値会計では、将来の各期間に対して EVA を予測し、予測した EVA を現在価値に割り引くのである。ここでの利益はあくまでも予測損益計算書および予測貸借対照表に基づいた個別期間の利益であり、それゆえ「主観のれん」は認識されないのである。この意味で、EVA 現在価値会計における利益は個別期間的利益であるといえることができ、これによって EVA 現在価値会計は将来における企業の期間業績予測を可能とするのである。

3 市場指向性

それでは最後に、企業評価論との関連で、EVA 現在価値会計を考えてみよう。前述したように、EVA 現在価値会計によって評価された企業価値は、外部評価指標としての企業の市場価値と密接に関係することになる。そして、この市場価値を表す指標が MVA であった。この MVA は市場の企業に対する長期的な期待価値であり、理論的には、これは将来 EVA の現在価値合計として表される。

したがって、既述のように、企業の市場価値、投下資本、MVA および EVA の間には、次の関係が成立する。

$$\text{市場価値} = \text{投下資本} + \text{MVA}$$

$$= \text{投下資本} + \text{将来 EVA の現在価値合計}$$

これは、EVA の変化が MVA の変化に影響を及ぼすことを示唆している。すなわち、EVA の変化は MVA の変化に反映されるのである。これを外部指標としての MVA の側から見ると、現在の MVA の変化は将来の EVA の変化を予期しているということもできる。このように、EVA と MVA は密接に関係しているのである。そして、将来 EVA の現在価値を示すのが EVA 現在価値会計であってみれば、EVA 現在価値会計は資本市場に密接に関連づけることを目指した会計であるといえることができる。すなわち、EVA 現在価値会計は市場を指向した会計であるといえるのである。

V むすび

以上、本稿では EVA 現在価値会計を企業価値評価の観点から考察し、その特質を解明することを目的として、まず EVA 現在価値会計の概要を明らかにした後で、EVA の現在価値および企業価値を具体的な数値例によって計算した。

そして、これに基づいて、EVA 現在価値会計を会計システム論、利益概念論および企業評価論の視点から検討し、この会計システムの特質を明らかにした。いま、その結論を要約すると、次のようになる。

- (1) EVA 現在価値会計は、測定単位として貨幣収益力単位を採用し、評価基準として現在価値を用いる成果現在価値会計であり、そこで算定される利益は成果経済的利益である。
- (2) EVA 現在価値会計の利益概念は成果経済的利益概念であるが、その本質は個別期間的利益概念であり、これによって、将来における企業の期間業績予測を可能にする。
- (3) EVA 現在価値会計は、資本市場の外部指標としての MVA と密接に関係した会計であり、市場を指向した会計である。

このように、EVA 現在価値会計の大きな特質は、市場価値と密接な関係を有し、MVA と連動して企業価値を評価するという点であり、その背後には MVA が企業価値の最良の指標であるという考えが存在している。しかし、現実には必ずしもそうではない。MVA にはいくつかの問題点が内在しているからである。そこで、この問題を考察し、EVA 現在価値会計と MVA との関係が後退するとするならば、果たしてこの会計の真の役割はどこにあるのかをここで改めて解明していきたい。

前述したように、MVA は市場の企業に対する長期的な期待値であり、理論的には、これは将来 EVA の現在価値合計に等しい。しかしながら、現実には EVA は必ずしも MVA に連動しない。というのは、MVA は個別企業の業績に関わりなく、市場の金利の変動や株式市場全体の変化によっても変動しうるからである。つまり、MVA は外部環境の変化によっても変動し、必ずしも企業の業績を反映する指標ではないのである。

このほかに、MVA にはいくつかの問題点がある。まず、MVA は、企業の株式が上場され、市場価格を有している場合にのみ算定することができる。市場価格がない場合には、算定することができないのである。また、上場企業であっても、MVA は連結ベースでしか計算できない。事業部門や事業単位、子会社、あるいは生産ラインのための MVA は存在しない。このように、MVA は企業全体を構成する多くの部分の業績を認識する手段にはならない。

MVA はさらに重大な問題点を有している。それは、前述したように、MVA が企業の市場価値と投下資本との絶対額の差額であるので、累積的測度であり、企業の最初からの累積的付加価値もしくは喪失価値を測定するという点である。株主の累積的リターンの測

度として、企業価値が創造または破壊されたことを市場が最初に認識した特定の期間に、MVA は認識されない。すなわち、MVA はストック測度であり、ある一定期間の業績もしくは価値創造について、それ自体何も語らないのである。

MVA は以上のような問題点を有しており、EVA 現在価値会計が MVA と必ずしも連動しないし、よしんば連動したとしても、MVA を最良の企業業績指標とすることはできず、EVA 現在価値会計の MVA に対する関係づけの必要性は後退するのである。MVA はあくまでも外部指標であり、外部指標であるがゆえに重大な問題点が内在しているのである。

このように見てくると、少なくとも理論的には、EVA 現在価値会計が MVA の指標となるという役割は減少し、むしろ内部指標として、EVA 現在価値会計の独自の役割を改めて考察する必要がある。その場合、これまでの論述から容易に推測される EVA 現在価値会計の役割は、将来の企業業績予測および企業価値評価である。

企業は予測損益計算書および予測貸借対照表に基づいて予測 NOPAT および予測投下資本を計算し、予測 EVA を導出する。これによって、企業の将来の業績予測が行われることになる。そして、将来の各期間の予測 EVA を資本コストで割り引くことによって、EVA の現在価値合計を算定し、これに投下資本を加えることによって、企業価値を導出する。これによって、EVA 現在価値会計は企業価値評価を行うのである。

しかし、EVA 現在価値会計の真の役割はここにあるのではなく、これらの延長線上にあることに注意しなければならない。そして、それは、将来の企業業績予測および企業価値評価に基づいて、企業の将来の意思決定に役立つことにほかならない。すなわち、EVA 現在価値会計の真の役割は企業活動の意思決定にあるのである。

EVA の提唱者であるスチュワートによれば、EVA が増加するのは次の場合であり、企業はこれに基づいて経営されなければならない (Stewart [1991] p.137 : 邦訳 147-178 頁) 7)。

- (1) 現在の資本から稼得される投下資本利益率が改善する場合。すなわち、より多くの営業利益が事業への追加投資なしに生み出される場合。
- (2) 新規資本の資本コストを上回るプロジェクトに追加投資がなされる場合
- (3) 不十分な収益率しか稼得できない水準以下の事業から資本が除去されるか、これ以上の投資が削減される場合

これらはまさに企業の意思決定であり、EVA 現在価値会計は、将来の企業業績予測および企業価値評価を行うことによって、これらの意思決定に貢献するのである。

最後に、EVA 現在価値会計のさらに重要な可能性をここで述べておく必要がある。それは、会計システムの一般理論構築に関する EVA 現在価値会計の可能性である。

既述のように、会計システムはすべて測定要素である測定単位と評価基準から構成され、利益が決定される。測定単位には 4 種類があり、それらは(1)名目貨幣単位、(2)一般購買力単位、(3)個別購買力単位および(4)貨幣収益力単位である。他方、評価基準にも 4 種類があり、それらは(1)取得原価、(2)購入時価、(3)売却時価および(4)現在価値である。各会計シス

テムはこれらの測定単位と評価基準を組み合わせることによって導出されることになる。

したがって、最適な会計システムないし会計システムの一般理論を構築するためには、これらの測定単位および評価基準のうち、一般概念としての最適な測定単位および評価基準を導出する必要がある。これらが導出できるならば、それらを組み合わせることによって最適な会計システムが必然的に導き出されるからである。

これに関して、まず評価基準から考察することにしよう。上述したように、資産の評価基準として取得原価、購入時価、売却時価および現在価値があるが、近年、資産の評価基準の一般概念として「公正価値」が提唱され、定着しつつある。しかし、その具体的な内容を見てみると、それは購入時価、売却時価および現在価値の混合概念であり、1つの思考のもとに統一された概念ではない。そこで、公正価値概念を論理的に統合された純粋な概念として説明しておく必要がある。

スミス＝パールによれば、公正価値には2つの定義がある。第1の定義では、公正価値は資産の交換という概念を具体化したものであり、資産の交換条件を表したものである。したがって、それらの条件が変われば、公正価値も変わることになる。公正価値は、次の状況のもとで資産が取引されるときに金額である (Smith and Parr [2000] pp.155-156)。

- (1) 取引の当事者は、貨幣で資産を交換する目的で集まる。評価は貨幣によって行われる。
- (2) 取引は、購入したいと考える者と販売したいと考える者との間でなされ、両者は交換する意思をもっている。
- (3) 取引は強制されるものではない。両者とも、相手もしくは状況によって取引を強制されるものではない。
- (4) 両者とも関連する事実についてすべて熟知している。両者とも、取引されるものの内容、資産の状態、歴史、可能な利用方法、負債などについて十分な知識を有している。
- (5) 両者は平等であり、取引は両者にとって公平に行われる。

公正価値の第2の定義は、公正価値は、保有することによって将来得ることのできる経済的便益の現在価値に等しいというものである。これは、近年公正価値概念にとってきわめて重要なものとなっており、実際の評価の過程でも、有用な指針となっている。

公正価値に関するこれら2つの定義は、米国財務会計基準審議会 (FASB) の考えにも合致しているように思われる。FASBでは、資産 (または負債) の公正価値は、独立した当事者間による競売または清算による処分以外の現在の取引において、資産 (または負債) の購入 (または負担) または売却 (または弁済) を行う場合のその価額 (FASB [2000] glossary of terms) と定義されている。これは市場価格を意味しており、具体的には購入時価および売却時価にほかならない。

ただ、これは、資産もしくは負債に対する価格を市場で入手することができる場合に限られる。この場合には、現在価値による測定を行う必要がなく、市場における現在価値に

対する評価が、そのような価格の中にすでに織り込まれているからである。すなわち、この場合には、購入時価および売却時価の市場価格と現在価値が一致するので、現在価値で評価する必要がないのである。

しかし、客観的な価格を入手することができない場合には、価格をいくらに見積もるかを決めるうえで、現在価値による測定が利用可能な最適方法である (FASB[2000] par.68)。この場合には、市場価格を利用することはできず、現在価値が唯一の利用可能な評価基準となるからである。すなわち、この場合、現在価値が唯一の公正価値となるのである。

このように見てくると、公正価値については評価基準の一般概念が現在価値であり、購入時価および売却時価は特殊概念であることが明らかとなる。資産もしくは負債の市場価格が存在する場合にも存在しない場合にも、現在価値が評価基準として共通に適用されるからである。市場価格が存在しない場合はもちろんのこと、市場価格が存在する場合には、購入時価もしくは売却時価に現在価値が内在しているのである。

EVA 現在価値会計の評価基準が現在価値であり、この現在価値が評価基準の一般概念であることからすれば、**EVA** 現在価値会計はまず評価基準に関して最適な会計システムたりうることになる。

次に、測定単位であるが、既述のように、**EVA** 現在価値会計における測定単位は貨幣収益力単位である。かかる測定単位としての貨幣収益力単位は、会計システムにおいて、測定単位の一般概念としての役割を担う可能性がある。前稿で述べたように、かかる測定単位を有する **EVA** 現在価値会計の基本的思考は株主を重視した経営を行うことであり、その基本的目的は株主価値を創造することである。そしてその背後には、株主価値を創造することによって、すべての利害関係者のニーズを満たし、企業価値を創造するという考えが存在する。このように見ると、貨幣収益力単位は他の測定単位を統合し、代表し得るものであり、ここに、測定単位の一般形態が貨幣収益力単位であるということができるのである。

すなわち、**EVA** 現在価値会計における貨幣収益力単位は、会計システムにおいて一般概念としての測定単位を構成しているのである。そして、上述したように、この会計システムは評価基準の一般概念としての現在価値をも有しているのであり、これらのことから、**EVA** 現在価値会計は最適な会計システムの候補となりうるのである。

[注]

1) これらを彼らの所論にしたがってさらに詳細に説明すると以下のようなになる (Copeland, Koller and Murrin [2000] pp.234-245 : 邦訳 274-287 頁)。

まず、最初のステップは、何年先まで、どれほど詳細に業績予測をたてるかを決定することである。前述したように、通常、最初の数年間分は厳密な業績予測をたて、その後の価値は単純な公式に基づいて算定する。この一定期間経過後の価値が継続価値であり、算定期間の業績が安定しているとの前提によるものである。そのため、少なくとも業績が安定するまでの十分な期間について、詳細な業績予測を行う必要がある。業績が次のような特徴を示したら、安定期に入ったといえる。

- (1) 新規の投資された資本の回転率が一定になる。
- (2) 企業全体の投下資本回収率が一定になる。
- (3) 企業の成長率が一定になり、毎年営業利益のうち一定割合を再投資する。

第 2 のステップでは、戦略的な見通しをたてるために、企業の将来の業績について現実性のあるストーリーを構築する。そして、企業の将来についてストーリーができれば、それを財務予測に転換するのが第 3 のステップである。その際、まず損益計算書と貸借対照表の予測から始め、そこからフリー・キャッシュ・フローや ROIC を導き出す。業績予測の典型的な手順は以下のとおりである。

- (1) 売上を予測する。売上予測は数量の増加と価格変動から計算する。
- (2) 営業項目を予測する。営業項目とは、営業費用、運転資金、有形固定資産などの項目で、この予測は売上額または数量から導く。
- (3) 営業外項目を予測する。連結対象外の関連会社への投資や関連収入、支払利息、受取利息などである。
- (4) 資本の部の合計額を予測する。これは前期の資本の部の合計に、当期の税引後利益と株式発行額を加算し、支払配当額と株式買戻し額を減算したものとなるようにする。
- (5) 現金および負債項目でキャッシュ・フローと貸借対照表の過不足を調整する。
- (6) ROIC ツリーと主要指標を計算し、全体像を把握するとともに、矛盾がないか確認する。

第 4 のステップにおいて、上記のステップに基づいて複数のシナリオを作成し、それらを実現確率で加重平均することにより、全体の企業業績を推定する。そして、企業業績予測の最後のステップでは、全体として予測に矛盾がないかをチェックするために、損益計算書と貸借対照表から主要なバリュー・ドライバーを導き出し、これらに着目して、以下の点を検討する。

- (1) バリュー・ドライバーの動きは対象企業の業績や業界の競争状況と矛盾しないか。
- (2) 売上高成長率は業界の成長率からかけ離れていないか。対象企業の売上高が、業界の成長率よりも高い増加率を示している場合には、どの競合企業のシェアを奪っているのか。シェアを奪われた企業は反撃に出ないのか。また、対象企業には、それだけ成長できる経営資源があるか。
- (3) 資本収益率は、その業界の競争状況と矛盾しないか。参入障壁が崩れつつある場合には、利益率が低下しているのではないか。逆に業界内での対象企業の地位が大幅に上昇しているとすれば、収益率が向上するのではないか。予測した収益率および成長率は競合企業に比べてどうか。
- (4) 技術革新は収益率にどう影響するか。リスクにはどう影響するか。
- (5) 対象企業は手掛けている投資案件すべてを実現できるか。

2) スチュワートは別の個所で、次のようにも表現している。「MVA 促進のための最高の内部ガイドは、経済付加価値、すなわち EVA である。……。これは MVA 増加のための燃料になる。理論上は、市場付加価値はどの時点でも、企業が将来生み出すことを期待されるすべての EVA の割引現在価値に等しい。」(Stewart [1991] p.222 : 邦訳 219 頁)

3) この表においてフリー・キャッシュ・フロー（FCF）が算定されているが、これは以下の企業価値計算が正しく行われているかどうかをチェックするためである。というのは、FCF と EVA との間に次の関係があるからである。

FCF の現在価値合計 = EVA の現在価値合計 + 投下資本

いま、表 6 の基礎となったこれまでの 5 年間の予測損益計算書および予測貸借対照表から詳細なフリー・キャッシュ・フロー計算を行うと次の表のようになる。

予測フリー・キャッシュ・フロー

	実績	1	2	3	4	5
営業 C F の計算						
N O P A T	937	1,133	1,187	1,240	1,319	1,376
減 価 償 却 費	822	867	911	956	1,020	1,065
営業 C F	1,759	2,000	2,098	2,196	2,339	2,441
－ 運転資本の増加（減少）	224	(113)	(26)	(25)	(35)	(26)
－ 設 備 投 資	(1,009)	(1,187)	(1,228)	(1,276)	(1,479)	(1,396)
総 投 資	(785)	(1,300)	(1,254)	(1,301)	(1,514)	(1,422)
の れ ん 加 算 前 F C F	974	700	844	895	825	1,019
の れ ん 投 資	(612)	(253)	(91)	(95)	(299)	(108)
F C F	362	447	753	800	526	911
営業外 C F	(286)	(54)	(56)	(60)	(62)	(66)
税 引 後 受 取 利 息	123	38	30	18	23	19
余剰投資有価証券の減少（増加）	(211)	397	589	(257)	142	405
投資家に分配可能な C F	(12)	828	1,316	501	629	1,269
財 務 C F の 計 算						
税 引 後 支 払 利 息	76	90	63	51	43	29
過去勤務債務に対する支払利息	3	3	3	3	3	3
借入金の減少（増加）	(240)	474	218	150	257	0
過去勤務債務の減少（増加）	54	0	0	0	0	0
少 数 株 主 持 分	(136)	26	26	28	32	31
配 当 金	231	235	1,006	269	294	1,206
財 務 C F	(12)	828	1,316	501	629	1,269

(1) 設備投資は、有形固定資産の増加と減価償却費の合計である。

(2) 営業外 CF は、評価替えの影響と投資及び前払金の増加を加算したものである。

(3) 少数株主持分は、少数株主持分利益から少数株主持分の増加を控除したものである。

(4) 配当金は、支払配当金から未払配当金の増加を控除したものである。

4) ちなみに、フリー・キャッシュ・フローによって企業価値評価を行う場合、継続価値は次の式によって計算される。

$$\text{継続価値} = \frac{\text{NOPAT}_{T+1}(1-g/\text{ROIC})}{\text{WACC} - g}$$

そして、これによって継続価値を計算すると、次のようになる。

$$\begin{aligned} \text{継続価値} &= \frac{\text{NOPAT}_8(1-g/\text{ROIC})}{\text{WACC} - g} \\ &= \frac{1,560(1-4\%/13\%)}{6.7\% - 4\%} \\ &= 40,000 \end{aligned}$$

5) フリー・キャッシュ・フローによって事業価値を計算すると、次の表ようになる。ここでの事業価値が表7の事業価値と一致することに注意されたい。

フリー・キャッシュ・フローによる事業価値

	FCF	割引率	FCF 現在価値
1	447	0.9372	419
2	753	0.8784	661
3	800	0.8232	659
4	526	0.7715	406
5	911	0.7231	659
6	1,079	0.6777	731
7	1,134	0.6351	720
継 続 価 値	40,000	0.6351	25,404
事 業 価 値			29,659
期 中 調 整			1.033
調 整 後 事 業 価 値			30,638

6) ただ、EVA 現在価値会計における現在価値と他の会計システムにおける現在価値との違いは、他の会計システムの現在価値は資産等の利益決定要素の評価基準であるが、ここでの現在価値は利益決定要素の計算結果としての EVA の現在価値であるということである。この意味で、EVA 現在価値会計における現在価値は計算レベルが1段階進んだメタ現在価値であるということが出来る。しかし、EVA を算定する基礎は資産等の通常の利益決定要素であり、これらの現在価値に基づいて、つまり各利益決定要素の現在価値に基づいて EVA の現在価値を算定することは、理論的には可能であるので、両者は基本的に同じ現在価値であるということができる。

7) 同様に、アーバーは、EVA を増加させるためには、企業は次の4つの方法を行うしかないと述べている (Ehrbar [1998] pp.134-135 : 邦訳 168 頁)。

- (1) 資本の追加なしに NOPAT を増加させるため、コストや税を削減する。すなわち、事業にすでに投下された資本に対しより高いリターンを稼得するため、効率的に業務を運営する。
- (2) 資本費用の増加より、NOPAT の増加が大きい投資はすべて実行する。すなわち、資本コストを上回る資本利益率を生むことが見込まれるプラスの正味現在価値のプロジェクトをすべて実施することによって、採算のとれる成長に投資する。
- (3) NOPAT におけるコストの削減よりも、資本コストの削減による節約分を上回るような業務から資本を引き揚げる。すなわち、資本コストに等しいか、それを上回るリターンを生まない資産や活動はやめるか清算する。
- (4) 企業の資金調達を、資本コストが最小化するような方法で構成する。

<参考文献>

- Black, A., P. Wright and J. E. Bachman [1998] *In Search of Shareholder Value*, Price Waterhouse (井出正介監訳『株主価値追求の経営』東洋経済新報社, 1998年).
- Copeland T., T. Koller and J. Murrin [2000] *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, 3rd Edition, Mckinsey & Company, Inc. (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』ダイヤモンド社, 2002年).
- Ehrbar, A [1998] *EVA: The Real Key to Creating Wealth*, John Wiley & Sons, Inc. (河田剛訳『富を創造する EVA 経営—スターン・ステュワート企業再生コンセプト—』東洋経済新報社, 1999年).
- FASB [2000] Statement of Financial Accounting Concepts No.7, *Using Cash Flow Information and Present Value in Accounting Measurements*, FASB (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).
- Grant, J. L. [1997] *Foundations of Economic Value Added*, Frank J. Fabozzi Associates New Hope (兼広崇明訳『EVA の基礎』東洋経済新報社, 1998年).
- Martin, J. D. and J. W. Petty [2000] *Value Based Management: The Corporate Response to the Shareholder Revolution*, Harvard Business School Press.
- Rappaport, A. [1998] *Creating Shareholder Value, A Guide for Managers and Investors*, Revised and Updated, The Free Press.
- Smith, G. V. and R. L. Parr [2000] *Valuation of Intellectual Property and Intangible Assets*, 3rd Edition, John Wiley & Sons, Inc.
- Stern, J. M. and J. S. Shiely with I. Ross [2001] *The EVA Challenge, Implementing Value-Added Change in an Organization*, John Wiley & Sons, Inc. (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).
- Stewart, G. B. III [1991] *The Quest for Value*, Harper Collins Publishers (日興リサーチセンター訳『EVA 創造の経営』東洋経済新報社, 1998年).
- Young, S. D. and S. F. O'Byrne [2001] *EVA and Value-Based Management, A Practical Guide to Implementation*, McGraw-Hill.
- アーサーアンダーセン [1999]『株主価値重視の企業戦略』東洋経済新報社。
- 上野清貴 [1993]『会計利益測定の構造』同文館。
- 井出正介・高橋文郎 [1998]『株主価値創造革命』東洋経済新報社。
- 櫻井通晴編著 [2002]『EVA, ABC, BSC』中央経済社。
- 佐藤紘光・飯泉清・齋藤正章 [2002]『EVA 経営』中央経済社。
- スターンステュワート社 [2002]『EVA による価値創造経営 その理論と実践』ダイヤモンド社。
- 津森信也 [2001]『EVA 価値創造経営』中央経済社。