

# 日本企業のコーポレート・ガバナンスと企業価値評価

The Corporate Governance and the Evaluation of Corporate Values in Japanese Enterprises

乃村 晃  
NOMURA Akira

## 〈目 次〉

- はじめに
1. コーポレート・ガバナンス論の背景
    - 1-1 混乱するコーポレート・ガバナンス論議
    - 1-2 アメリカにみるガバナンス環境の軌跡
    - 1-3 日本型経営とコーポレート・ガバナンス
  2. 日本企業におけるコーポレート・ガバナンス
    - 2-1 日本企業を巡るガバナンス環境の変化
    - 2-2 株主重視経営の根拠
    - 2-3 株主重視経営と企業価値
  3. 企業価値の創造と価値評価の方法
    - 3-1 企業価値を創造する経営メカニズム
    - 3-2 企業価値評価のメルクマール
- 結び～株主重視経営の実現を目指して～

## はじめに

1990年代の日本経済は、「失われた10年」といわれるごとく、バブル経済の崩壊後長びく不況にあって、いまだ先行き不透明な状況におかれている。経済政策の不適切さにその要因の一端を求めることもできようが、その間日本の企業は総体的に元気がなく、業績低迷を続けているのが懸念される。今後、再び「失われた10年」を繰り返すことのないよう、何よりも日本企業の競争力の回復が急務とされている。

他方、アメリカにおいては、80年代、日本とは対照的に双子の赤字（貿易収支・財政収支）に苦しめられるなど、構造的な経済低迷期にあって、競争力の回復が最大の課題とされていた。80年代半ばにおける急激なドル安への転換をはじめとする構造改革を伴って、90年代に入って見事な経済回復を遂げ、その後の長期にわたる未曾有の好況を実現させた。アメリカ企業自身、他国（日本がその代表例）の経営に学びつつ、資本市場の信頼を回復させるために、コーポレート・ガバナンスの本来的なあり方にメスを入れ、経営改革を実践していったことが与って大きいと考えられる。

そもそも、コーポレート・ガバナンスに関する論議は、その目的から、①企業の経営上の不祥事に対処する機能

と、②企業の経営効率を改善し、競争力を強化する機能との2つの内容を含んで行われてきた。従来、企業の続出する不祥事を因として、前者に関わる論議が多くなされてきたきらいがあるが、最近では、むしろ後者に重点をおいた論議に移りつつある。

本論においても、日本企業におけるガバナンス改革の重点を、競争力の回復を目的とする役割において、そのあり方を考察する。さらに、それらと関連して、後段では、企業が本来的に果たすべき価値創造と価値評価の考え方について論じることとしたい。なお、ここでは、考察すべき対象としての企業は、一般的な資本市場において、個人・法人、日本人・外国人のいずれを問わず、広く（潜在的な意味での）不特定多数の出資者から資本提供を受けることのできる株式公開企業を念頭において考えることとする。

## 1. コーポレート・ガバナンス論の背景

### 1-1 混乱するコーポレート・ガバナンス論議

1990年代に入って、日本においても、コーポレート・ガバナンスに関する論議が活発に行われるようになってきた。しかし、その論議に関しては、論者によって視点・内容等捉え方が様々で、混乱状態を呈しているといってもよからう。そもそもコーポレート・ガバナンスは、

特に、1980年代以降のアメリカにおいて、盛んに論議されてきたもので、企業経営者が株主の利害に相反するような行動をとったことに対して、①企業は誰れのものであるのか、②誰れが企業を支配し、③誰れのために貢献するのか、といった問題提起のもとで、いかにして経営者の行う意思決定に影響力を及ぼすことができるか、といった面からなされてきた。

では、コーポレート・ガバナンスとは何か。日本語では「企業統治」という訳が当てはめられているが、平易に理解されるために、国の統治に準えて説明されることが多い。その場合、国の「主権者」である国民に相当するものは、企業の場合においては誰れであるのか。すなわち、問題提起の①企業は誰れのものであるのか、ということが論議の出発点となっている。株式会社の場合においては、株主から資本の提供を受けて事業がスタートする。勿論、事業を行っていくためには、株主以外にも、会社には働く人々（従業員）や生産された商品・サービスを購入する人々（消費者）もいるし、その他取引業者、債権者、地域住民などといった様々なステークホルダー（＝利害関係者）が存在する。その中で、企業経営者の意思決定に影響力を及ぼす主体は誰れであるのかによって、コーポレート・ガバナンスの内容も広狭の定義づけが可

能である。また、経営者に対する影響力の行使に関わる手段・方法の面からも多様な捉え方がなされている。

こうした状況のもとで、コーポレート・ガバナンス論には、ステークホルダーの中、誰れを主権者として捉えるか、株主を唯一の主体と見なす立場から、従来からの日本の経営にみられる「従業員主権」を尊重し、株主と共に従業員も主権者に含めて考えていこうとする説や、さらに広くは全てのステークホルダーを主権者の対象として考えようとするものまで様々な見解が存在する。

## 1-2 アメリカにみるガバナンス環境の軌跡

日本企業がおかれている現在の状況の中において、ガバナンス・システムのあり方についていかに考えていくべきであろうか。それを考えていく1つのモデルとして、ここで、コーポレート・ガバナンス論を提起した先駆者たるアメリカの辿った軌跡から、何故株主重視に到ったのか、概略振り返ってみることとしたい。

表1は、日米のガバナンス環境について、長期トレンドからの特徴を大枠の時期区分の中にまとめて対比させたものである（日本については後述する）。<sup>(1)</sup> 1950年代～60年代前半までのアメリカは、順調な経済成長をバックに、企業も良好な業績を維持し続け、目標とするEPS

表1 日米のガバナンス環境の推移

		米 国		日 本
米国 高度成長期 1945～1965 日本 高度成長期～安定成長期 1965～1985	経済	貯蓄	・戦時中の消費抑制により潤沢	・潤沢
		技術	・軍事関連技術の民間への応用	・海外からの技術の応用
		成長機会	・豊富な海外進出機会	・豊富な輸出機会
	規制環境	・手数料規制 ・金利規制	・手数料規制 ・金利規制	
	株主	・個人株主が支配的 ・寡黙	・安定株主が支配的 ・寡黙	
経営戦略	・関連事業へ多角化 ・EPS重視 ・ステークホルダー重視	・関連事業への多角化 ・売上高、絶対利益重視 ・ステークホルダー重視		
米国 コングロマリット隆盛期 1965～1980 日本 バブル期～バブル崩壊期 1985～現在	経済	貯蓄	・ベトナム戦争負担により 国民経済的には低下	・財政赤字拡大により 国民経済的には低下
		技術	・軍需技術の応用は一段落	・自ら技術を開拓
		成長機会	・海外との論争激化	・円高により輸出機会低下
	規制環境	・証券手数料自由化 ・金利自由化	・金融ビッグバン ・金利自由化	
	株主	・年金基金等機関投資家の増大 ・個人株主比率の低下	・外国人投資家の増大 ・安定株主比率の低下	
経営戦略	・非関連事業へ多角化 ・EPS重視 ・ステークホルダー重視	・非関連事業へ多角化 ・売上高、絶対利益重視 ・ステークホルダー重視		
米国 株主価値重視時代 1980～現在 日本 ?時代 今後	経済	貯蓄	・貯蓄率は低下の一途	・年金負担増等により 国民経済的には低下?
		技術	・世界の最先端技術を開発	・世界の最先端技術の開発?
		成長機会	・競争力重視	・選択と集中の動き?
	規制環境	・証券手数料自由化 ・金利自由化	・金融ビッグバンの一層の進展	
	株主	・敵対的買収等の外部圧力増大 ・機関投資家の圧力増大	・外国人投資家の圧力増大 ・年金基金も行動する投資家へ?	
経営戦略	・コア事業への集中 ・株主価値重視(特に資本効率性) ・株主重視	・コア事業への集中? ・資本効率性重視? ・誰を重視するのか?		

(注) 野村証券金融研究所資料より

(一株当たり利益)を高めていくことで、株価も一貫して上昇し続け、結果として株主に満足いく価値をもたらすこととなった。株主は、大半が個人株主ということもあって、ことさら株主重視を謳わなくても、好環境の中、全利害関係者に利益をもたらすとする「ステークホルダー重視」の考え方で企業経営を行っていくことで何ら問題は生じなかった。

こうした環境は、60年代後半～70年代においては全く様変わりした。日欧の企業の台頭により、競争環境が厳しくなる中、EPSの増大を、主に異業種への多角化という手段を用いて企業規模を拡大することで達成しようとした。コングロマリットといわれる業態が隆盛を極めた。しかし、結果的には、株価は長期低迷を続け、株主に報いること少なく、株主からの反発を招く素地を生じさせた。また、70年代におけるコングロマリット化による企業規模の拡大は、低収益に加えて、企業に余剰資産をもたらした。80年代以降における企業買収へのインセンティブをも与える要因をつくった。

80年代に入ると、株主の側から利益相反を是正する動きが活発化していった。敵対的買収やジャンク債等の低金利の調達資金をもとにしたLBO(レパレッジド・バイアウト)が盛行した。ファンダメンタルズに比して低株価の企業は敵対的買収の標的となった。買収により、当該企業の経営者は更迭され、大規模なリストラも実施された。70年代以降、個人株主にかわって、年金基金等の機関投資家が株主とし増大してきたことがこういった動きにより拍車をかけることになった。企業経営者の側でも、敵対的買収に対する防衛策を講ずる動きがみられたが、敵対的買収の隆盛は経営者に一定の規律を与えることとなり、これまでの全利害関係者を等分に視野に入れた企業経営から、より株主に重点を移した経営へとガバナンスのあり方をシフトさせることとなった。かくして、80年代末より、敵対的買収の動きは、徐々に鎮静化していったが、買収を巡る株主・経営者の攻防の過程を経て、企業のガバナンス構造を株主価値を重視した仕組みへと改革する動きが強まっていった。

90年代に入って、特に93年以降、アメリカ経済は周知の如く、およそ10年もの長期にわたって、未曾有の好況を享受しているが、これはIT(=情報技術)関連の新規産業の躍進、あるいはITをベースにした経営革新に基づく貢献もさることながら、アメリカ企業において、株主重視のガバナンス構造を確立させたことが与って大きい。機関投資家を中心とする株主からの圧力を受けて、ガバナンス原則の策定や取締役会の独立性などの意思決定構造の改革に本格的に取り組んだ結果、資本市場からの信

頼を回復し、また、ストックオプションの導入、401k(確定拠出型年金)の普及等もあって、株式市場において非常なる活況を呈する状況が生み出された。

### 1-3 日本型経営とコーポレート・ガバナンス

次に、日本のケースについてみていくこととするが、ここでは、いわゆる「日本的経営」なるものについて多少触れながら考察していきたい。<sup>(2)</sup>

表2は、日本企業の経営方式に関わる各側面の特徴点をアメリカ企業との対比において表したものである。表2にみられるようなステレオタイプの分類は、例えば、現在、日本企業においては経営革新が進行中で、変わりつつある状況にあるので、そのままの形では企業実態を反映したものではないとしても、総体的にみれば、従来からの日米における企業像を良く浮き彫りにしているといえよう。

表2 企業観の日米比較

	日 本	アメリカ
1. 資本主義観	カンパニー・キャピタリズム	キャピタリスト・キャピタリズム
2. 企業の目的	永続性の追求	利潤追求
3. 誰のものか	企業員(経営陣+従業員)	株主
4. 株式所有	持ち合い	株主・持ち株会社
5. 戦略・戦術	長期	短期
6. 社長	社員の代表	株主が決定
7. 意思決定	ボトムアップ(集団責任)	トップダウン(個人責任)
8. 人事	定期採用・年功序列・定着型	スカウト・抜擢・流動型
9. 不況対策	配当カット→賃金カット →人員カット	人員カット(レイオフ) →配当カット
10. 労働組合	企業内組合	職能別組合
11. 生産システム	総合的(TOC・CIM)	分業的
12. 労働者観	多能工・成長する生産要素	単能工・成長しない生産要素
13. 利益	投資指向・含み資産重視	配当優先・実現利益重視
14. 資金調達	間接金融→直接金融	自己資金→借入金依存
15. M&A	事業拡大動機 (敵対的M&A反対)	利潤動機 (敵対的M&A賛成)

(注) 日本経済新聞社編「ゼミナール現代企業入門」より

まず第1に、基本思想として、アメリカ企業における「キャピタリスト・キャピタリズム」に対して、日本企業の「カンパニー・キャピタリズム」とが対比されている。アメリカの場合、企業経営の本質は、出資者たる株主・投資家に貢献することを第一義としているのに対して、日本の場合には、企業自体の存続と発展に最も重点がおかれていると考える。

この基本思想を根底におき、それぞれ企業目的、経営方針、マネジメント・システムなどの各側面にその相違点対比されているが、詳細は略し、関係する基本的特徴点にのみ触れる。コーポレート・ガバナンスの基本視点である企業は誰れのものかという点に関しては、アメリカの場合、その主権者は企業への資本提供者である株

主というのがその答えとなっている。これに対して、日本は、企業内で働く従業員（含む経営者）としている点が極めて対照的である。

さらに、日本企業の場合、従業員は企業にとっては「人的資源」とみなされ、労働力を提供するだけの単純な商品ではなくて、教育し訓練することで付加価値を上げ、企業に利益をもたらす特別な商品としての「バリュー・クリエーター（＝価値創造者）」と位置づけられている。経営者は、永年勤めた従業員の中から選ばれた者で、従業員の代表としての地位にあるとみなされ、企業内で働く者は経営者を含めて全て仲間うちという意識が強い。企業は経営者・従業員の共同体組織としての性格をもっている。したがって、「カンパニー・キャピタリズム」としての長期にわたる企業の成長・発展こそ、共同体組織の全構成員にとって利益をもたらすこととなる。

一方、株主に対しては、これとは対照的に、例えば株主総会の運営、配当政策等にみられるように、極めて低い評価にとどまっている点が逆の意味での異なる特徴点である。

かくして、このステークホルダーに対する重点のおき方の違いが、従来「人本主義」ともいわれている日本の経営の特質であり、戦後の高度経済成長の過程の中で定着化したガバナンスの枠組みを構成する基本的な考え方となっている。

次に、特にガバナンス構造の面から、日米のシステムを類型化し、その特徴を対比したものを紹介したい。表3は、ポール・シェアードの所説を要約したものである。<sup>(3)</sup>

表3 日米のガバナンス・システムの特徴

	インサイダー型(日本)	オープン型(アメリカ)
特徴	<ul style="list-style-type: none"> <li>担い手は特定の限られた主体—その企業と継続的な取引関係にある企業</li> <li>事前、途中経過、事後的な監視を同じ主体のメインバンクや親企業が担う</li> <li>情報開示はよくない</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>担い手は多様—資本市場のすべての参加者</li> <li>株主は広く分散し、流動性が高い</li> <li>監視主体は多様</li> <li>情報開示や価格システムが重要</li> </ul>
長所	<ul style="list-style-type: none"> <li>経営と雇用の安定</li> <li>監視・介入コストの節約</li> <li>社会的コストの内部化</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>経営者に強いインセンティブ効果が働く</li> <li>企業売買が企業再編成の促進に効果がある</li> </ul>
短所	<ul style="list-style-type: none"> <li>システムが不透明でかつ恣意的</li> <li>経営をめぐる不確実性が低いときには有効性が下がる</li> <li>経営の硬直化をもたらす、事業再編成を妨害</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>監視・介入コストの増大</li> <li>レント追求型行動の氾濫</li> <li>社会的コストの外部化</li> </ul>

(注) ポール・シェアード「メインバンク資本主義の危機」(1997年)より作成

シェアードによれば、日米におけるガバナンス構造の最大の特徴点は、アメリカの場合、オープン型システムと捉え、誰れでもが自由かつ対等な取引に参加できるオープン・マーケットを前提としているのに対して、日本

の場合には、インサイダー型システムとして捉え、マーケットはクローズされた性格が強く、特定の関係者との限定された取引を主に成り立っているとみている点であろう。

日本企業、特に株式公開の大規模企業の場合、その取引は、製品市場、労働市場、資本市場いずれも市場参加者の長期的な信頼関係のうえに成り立っているケースが多い。資本市場における資本取引についても、メインバンク、関係事業会社等の長期継続取引関係のある者が資本提供者の中心になっており、企業相互間の信頼関係の中でガバナンスが発揮されると捉えられている。

それでは、このようなオープン型システム、インサイダー型システムのどちらが優れたガバナンスシステムであろうか。表3にみられる如く、どちらもメリット・デメリット共に有する。これらのシステムは、その国の国民性や慣習などといった文化的要因を背景に歴史的に形成されたものであって、一概にその優劣を断定することはできない。しかしながら、次の2つの面からこれを捉えていく必要があるのではないか。

1つは、現在の資本主義経済体制を成り立たせている基本原理に関してである。

現在における株式会社制度には、内包された問題点は多々あるものの、この株式会社制度に支えられて、今日の資本主義経済の発展があり、現在でも、その中心的な企業制度として資本主義経済体制の基礎を成しているということを考えねばならない。したがって、法律に規定されているからということとは別に、「株式会社制度の基本原理」にのっとってガバナンス・システムのあり方を問題にする必要があるのではないか。

それと共に、資本主義経済の基礎には、「市場主義」といわれ、自由かつオープンなマーケットを前提とし、市場参加者はお互いの欲求を満足させることで取引を成立させる、という基本的な考え方がある。この市場主義を通じて、経済システムの公平性と経済性が確保される。当然のことながら、企業は、市場の求めるもの（＝需要、あるいは市場ニーズ）をベースに考えて、企業経営を行っていかねばならない。

2つは、企業を取り巻く環境の変化を考慮に入れる必要があるだろうということである。1990年代を通じての日本企業の業績不振は、この上に挙げた「株式会社制度の基本原理」や「市場主義」をなおざりにした結果としての「ガバナンス不況」と受け止めることもできるのではないか。企業を巡る環境の中で、どのようなガバナンス・システムを確立していけば市場の受容にこたえられるかを考えていくべきであろう。

## 2.日本企業におけるコーポレート・ガバナンス

### 2-1 日本企業を巡るガバナンス環境の変化

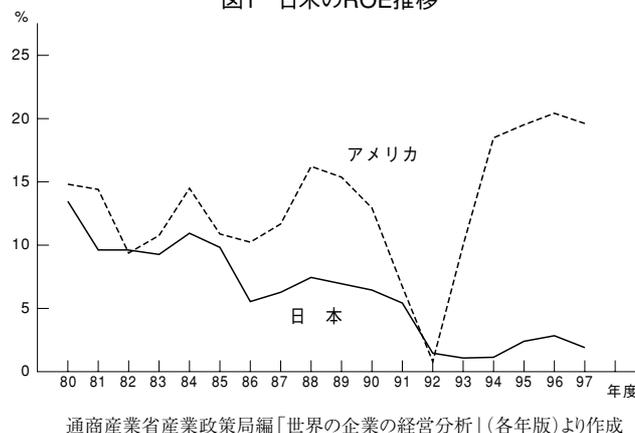
では、今何故、日本企業にとって株主重視経営を指向すべきなのか。もともと、日本においては、コーポレート・ガバナンスが論議されるようになったのは80年代～90年代へかけて、バブル崩壊後の企業の低収益、株価の大幅下落をきっかけとしてであった。その間、企業の相次ぐ不祥事の発生によって、日本の社会全体としてガバナンス確立への緊急の必要性が叫ばれる状況となったが、近年では、企業の競争力回復のための意思決定構造の改革という面に力点が移りつつある。その中で、従来の日本的経営から、株主重視経営を指向した経営方式への改革が求められているということである。

ここでは、日本企業にとって、株主重視経営を指向すべきという状況に到った背景について、少しブレイクダウンして考察する。いくつかの要因が指摘されようが、その1つは、80年代のバブル期における転換社債、ワラント付き社債などによる新株発行を伴う資金調達、すなわちエクイティファイナンスの隆盛によって、企業の資金調達方法がこれまでの間接金融中心から直接金融へと重点が移ってきたことである。これによって、貸借対照表の貸方にみる資本構成比は、負債から自己資本へとそのウェイトがシフトした結果（自己資本比率の著しい向上）、企業としては必然的に株式市場を注視せざるを得ない状況が生まれた。

加えて、2つ目は、株式市場においても、これまでの相互持ち合いの形態が減少し、よりオープンな市場へと変わりつつあることである。これを企業の株式所有構造の変化で捉えると（表4）、これまで株式所有の大部分を占めていたメインバンク、関係事業会社等のウェイトが減少し、個人、外国人、年金基金等の機関投資家による株式

所有の増大傾向が顕著になっている。この傾向は、今後も引き続くことが予想されている中で、特に、外国人、機関投資家は、より資本の論理、すなわちインカムゲイン（＝配当）とキャピタルゲイン（＝株式値上り益）の合計を最大化することを第一の目的として株式を所有していることに留意せねばならない。

図1 日米のROE推移



その3つは、90年代に入って、日本の企業は総じて業績不振に陥ったが、ROA（＝Return on Asset、総資産利益率）をはじめとする資本効率性を表わす指標が軒並み低下し、同時に、株価も連動して低迷している状況が挙げられる。資本効率の低下をROE（＝Return on Equity、株主資本利益率）の推移によってみてみると（図1）、傾向的な低下を続けている中で、特に、バブル崩壊後の落ち込みが顕著に表われている。さらに、アメリカとの対比でみると、日米両国における会計手続きに関わる方針、慣行、制度等の相違によって単純な比較は難しいが、日本は相対的に劣位にある中、近年、日米の乖離は一層拡大し、グローバル化した市場における日本企業の競争力が低下し、資本調達などに及ぼす影響が問題視されている。国内的にも、株式所有構造が変わり、株主の側からの要請として、資本効率を高め、株主への利益還元により注力していくことが強く求められている。

さらに、以上のことと関連して、4つ目は、近年におけるM&A（＝Merger & Acquisition、企業の合併・買収）の盛行がある。日本企業も対象となって、M&Aが活発化しているが、資本効率が悪く、株価が低迷しているような企業は、M&Aの対象になり易いということである。バブル期を通じた過剰投資は、企業に余剰資産を生み、企業買収を誘発する要因となっており、この面からも、資本効率を高めるための経営が緊急の課題とされる。

以上、全てのステークホルダーに等しく報いるということは、理想としては正しいといえようが、日本企業を巡る現実の環境変化は、それを非常に困難なものとし、ステークホルダーに対するプライオリティをつけること

表4 株式所有者構成の推移 (単位%)

	1990年	1995年	2000年
政府・地方公共団体	0.6	0.6	0.4
金融機関	45.2	41.4	37.0
うち銀行	24.6	23.9	22.3
投資信託	3.4	2.0	1.9
年金信託	0.8	1.7	3.8
生・損保	16.3	13.8	9.0
事業法人等	25.2	23.6	22.3
証券会社	1.7	1.4	0.8
個人	23.1	23.6	26.3
外国人	4.2	9.4	13.2
計	100	100	100

(注) 東京証券取引所第一部上場企業の株式所有者分布状況  
 全国証券取引所協議会「株式分布状況調査」  
 (1991年,96年,2001年版)より作成

が企業経営として肝要と受け止められる。特に、株主・投資家に一番のプライオリティをおき、ガバナンス・システムを再構築することが日本企業の経営を立て直し、再生へ導く道と考える。

最後に、付け加えるならば、先の表1、日米のガバナンス環境の長期トレンドにみる如く、両国には多くの共通点がみられるが、特に、低収益、過大な余剰資産の存在が問題となっている現在の日本企業と、コングロマリット化による規模の不経済の影響下にあった70年代のアメリカ企業とは、その状況が非常に類似しており、この点からも、今後日本企業が歩むべき道が示唆されており、大変興味深い。

## 2-2 株主重視経営の根拠

これまでは、環境の側面からみて、日本企業のガバナンスの主眼は、株主を中心としたものに移らざるを得ないだろうという背景について触れたが、以下、多少ロジック面から株主重視経営であるべきという点を論じたい。

前述のように、コーポレート・ガバナンスの考え方には、諸説があつて、各国・各関係諸団体・各論者において論じたものには、それぞれに相違点がみられ、グローバル・スタンダードとして統一された基準となり得るのが求められている。そうした中で、日本でも、コーポレート・ガバナンス論議の沸騰を受けて、政界・財界を中心にコーポレート・ガバナンス原則を策定しようとする動きが現れた。企業経営者の自発的な団体である日本コーポレート・ガバナンス・フォーラム（CGFJ）においても、98年に「コーポレート・ガバナンス原則（最終報告）」、2001年に「改訂コーポレート・ガバナンス原則」を策定、現在、1つの模範として意義づけられている。

コーポレート・ガバナンス原則については、海外でも、特に、英米を中心に策定・公表されているが、国際機関でも、例えばOECDにおいて、99年、事実上のグローバル・スタンダードとなるべきコーポレート・ガバナンス原則を策定、その後の先進7ヶ国首脳会議等で支持を受けている。その前提となる基本的な考え方として、前年に諮問委員会の委員長のメッセージが表明されている。この考え方に沿って、コーポレート・ガバナンス・システムを構築すべきという共通の論点を提供するものとして、多少長くなるが、以下に引用し、紹介したい。<sup>4)</sup>

その論点として、コーポレート・ガバナンス慣行は、「常に変化していくべきものである」、したがって、「唯一の普遍的モデルというものはいない」とし、「多くの経験の積み重ねから多様性が生まれ」、「今後も国や文化を超えて多様化していく」ので、「他国の経験から学ぶべきことは多い」としたうえで、「(企業の) 所有構造、事

業環境、競争条件、ライフスタイル、その他、無数の要因によって変化する」と指摘している。

それらを受けて、しかし、「いくつかの基本的な要素もあげることができる」とし、企業の目的は、「株主価値の最大化を図ることであると受け止められ」るが、「他のステークホルダーの要望や期待にも順次応えていくべき」として、「経営における透明性の向上、取締役会における独立した経営監視機能は、コーポレート・ガバナンス改革の中心課題である」と主張している。そうしたなかで、「世界共通のルールとして取り上げることが望ましい分野に、会計基準など」を挙げている。

この中で、特筆すべき点は、企業の目的について、他のステークホルダーの要望や期待にも順次応えていくべきとしながらも、株主価値を最大化することにあると断定、すなわち、ステークホルダーのうち、株主を重視すべきことを第一に挙げ、そのために、①経営における透明性の向上と②取締役会における独立した経営監視機能の2つが必要不可欠な要件としていることであろう。これらを共通理解に持たうえで、今後、ガバナンス・システムの改革に取り組んでいくべきと考える。

ところで、株式会社における「所有と経営の分離」された状態で、企業を巡る株主・経営者間の関係については、「エージェンシー理論」を適用して理論づけがなされている。現代の大規模企業においては、業務内容が複雑化し、より専門的な能力をもった者でないと、適切な経営を行うことが難しくなっている。そこで、企業への出資者である株主（＝プリンシパル、依頼者）は、経営の執行を専門能力を持った経営者（＝エージェンシー、代行者）に委託することとなるが、株式の代行者たる経営者は、自己の責任において、依頼者たる株主の利益に沿うように、経営の執行を行う。その結果に対して、経営者は株主にアカウントビリティ（＝説明責任）を負うこととなる。一方で、株主は、自分らの利益に沿うように、経営者が業務執行を行っているかどうか、監視者（＝取締役会）を通じて、自分らの意思を経営の意思決定に反映させようとする。

株式会社の基本原理に則った経営が行われているかどうかと、このエージェンシー理論に基づいたガバナンスが適切に行われているかどうかは、まさに同意義であり、日本における株主軽視の風土は、エージェンシー理論に立脚した経営が行われているとはいいい難く、このことが、日本企業のガバナンス不在といわれる最大の問題点であると強く認識し、今後の改革への注力点としていかねばならない。

以上、コーポレート・ガバナンス論について縷々展開してきたが、結論としては、今後日本企業が目指すべき

コーポレート・ガバナンスのモデルは、「株主価値の最大化の実現を目的としつつ、その中で、企業競争力の強化を図り、他のステークホルダーの利益にも配慮し得るガバナンス・システムの構築<sup>6)</sup>」,といったものになるであろう。

### 2-3 株主重視経営と企業価値

そこで、株主重視経営を指向する場合、企業が創造すべき価値は、株主価値の最大化につながるものでなければならぬ。

では、企業価値とは何か。企業価値はどのような尺度で測定することができるか。企業価値を高めるには、どのようにすればよいか。これらの問いについて、以下、考察を進めていくが、ここでは、まず、企業価値について、株主価値との関連で考えたい。

資本市場は、資本の論理にしたがって機能する（または、すべきと考える）。株主・投資家もまた、資本の論理にしたがって思考し、行動することが前提と考える。日本の株式市場は、従来、相互持ち合いが大きなウェイトを占め、資本の論理が貫徹しなかった。今後は、よりオープンなマーケットが形成されていくであろうし、また、形成されていかねばならない。

企業に提供された資本は、資本投下→営業活動→資本回収の流れの中で、投下資本より以上の多くの資本を回収し、さらに、その一部を再投資して、事業を永続的に発展させていくことで、将来的により多くの資本回収を図っていくことが株主の利益に直結する。このことが、株主価値を最大化するということの意義である。

一方、株主・投資家の利害からみれば、いくつかの可能性のあるポートフォリオの中から、他の機会を犠牲にして当該企業に投資しようとすることは、その出資分以上のリターンが得られるということでは不足であって、他の投資機会から得られるであろう利益を上回るリターンが得られることを期待して、投資決定をしているということである。企業経営者は、この点に十分配慮をして、他の投資機会に資本が逃げないようにしなければならない。したがって、当該企業にとっては、資本回収を図る際、株主が他の投資機会を犠牲にしたリスクをどのように評価するか。これが、1つのポイントとなる。

ここで、投資家の中には、株価に過度に反応し、短期的な売買を繰り返す者もいて、彼らのような投資家に煩わされると、企業の価値を損なうという見方が一方にはある。この点についてはどうであろうか。株式市場がよりオープンになれば、このような投資家も存在し、より市場の論理にしたがって、株式は動くことになるが、彼らにしても、実際に投資するかどうかの基準は、株価と

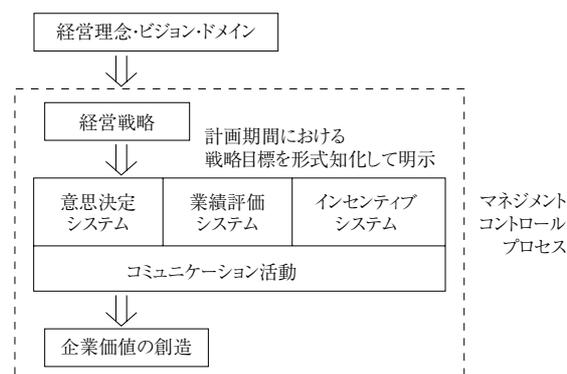
の連動性をもった成長性や収益性を代表する指標の動向をもとに、その企業への投資判断を行っており、その意味で、企業としては、長期的な視点から、企業価値を高めていくことがより重要であり、投資家からの高評価に結びつく。そのように考えれば、短期的な売買によるマイナス面は、余り大きな影響をもつことなく、むしろ、市場に流動性をもたらすことによって、株式市場の活性化が期待される面が大きい。

## 3. 企業価値の創造と価値評価の方法

### 3-1 企業価値を創造する経営メカニズム

株主にとっての企業価値とは、当該企業が株主の求める期待収益（率）を上回る経済価値を生み出すことにある。企業の立場からは、株主重視経営を実践していくためには、この株主の期待に添えていかねばならない。

図2 企業価値創出のメカニズム



では、どのようにすれば、これに添えていけるか。図2は、企業価値経営論の視点から、企業価値の創造につながる経営メカニズムを図示したものである。

まずは、経営戦略の策定からはじまる。企業を取り巻く環境の変化は、不透明でかつ急激であるが、これに適応していくためには、しっかりとした経営理念・ビジョン・ドメインの確立が不可欠である。経営理念・ビジョン・ドメインに基づいて、企業の将来の方向性を予測し、何をなすべきかの戦略目標を策定する。ここでは、全社戦略が対象となるが、日本企業がおかれている状況は、株主重視経営の確立が緊急の課題であることを勧告し、達成すべき戦略目標として、いかなる企業価値を創造すべきかを決定する。それと共に、企業価値を創造する仕組みとして必要なマネジメント・システムを構築することが何より欠かせない。

マネジメント・システムとしては、次の4つの活動領域が含まれる。1つは意思決定システムであり、限られた投資案件に対して、いかに効率よく投下資本を運用していくかを決める。その判断基準は戦略性と効率性であり、

全社的にそのバランスをどのように保つかが課題となる。2つは業績評価システムで、目標がどの程度実現されたか、投資を行った結果に対していかに評価付けをするかである。この業績評価が経営者・従業員の報酬を決めるベースともなる。3つはインセンティブ・システムであるが、得られた成果をどのように各ステークホルダー間に配分するかである。株主と共に、株主以外のステークホルダーの理解と納得を得ることも肝要であり、特に経営者・従業員のモチベーションを高めるための公正な成果配分が求められる。最後は、これら3つのシステムを円滑に機能させるためのコミュニケーション活動である。企業価値を創造するための戦略目標を社内外の関係者に明示し、その結果に対して責任をとるという姿勢を明らかにすることが特に重要である。また、社内においては、トップマネジメントである経営者が主導することによって、株主重視経営を浸透させるための社内コンセンサスの形成が不可欠であろう。社外に対しては、アカウンタビリティの確立が求められる。経営実態を的確に伝えるためのディスクロージャー (= 情報開示)、適切なIR (インベスターズ・リレーションズ) 活動などにより、外部のステークホルダーの理解と協力を得ることが何よりも必要とされる。

こうした4つの活動領域が有機的に関係を保ちつつ協働することによって、企業価値創造の実現が図られることになる。

### 3-2 企業価値評価のメルクマール

近年、日本においても、企業価値評価の基準として、より株主価値を反映させた指標を採用する企業が増えてきた。日本企業が重視する代表的な経営指標は、これまで、(1) 経常利益 → (2) ROE → (3) EVA、の流れにしたがって進展してきていると、概括的には捉えることができよう。

現在、EVAが脚光を浴びている。何社かの先進的な日本企業において、既にEVAを企業評価の基準として採用し、経営革新を実践している。<sup>(6)</sup> これらの経営指標が重用される背景には、それぞれ個々にその理由が存在する。以下において、(1) (2) (3)のプロセスにしたがって、このことをみていきたい。

#### (1) 経常利益

経常利益は、高度成長期を通じて、1980年代までに、日本企業で重視された最もポピュラーな経営指標であり、損益計算書(P/L)上、営業利益に財務関連の収支 (= 営業外損益) を加算して求められる。

バブル期に至るまでの日本企業は、高度経済成長をバックに、ともかくも、規模の拡大を通じて、企業の成

長・発展を図ることに主眼があった。したがって、重視する経営指標には、「増収増益」の言葉に表わされているように、経常利益の他、売上げ、マーケットシェア、売上高利益率などといった規模に関わるものが中心となっていた。規模拡大のために要する投資資金は膨大であり、自己資本のみでは賄えず、専ら金融機関からの借入金に依存せざるを得ない状態が長く続いた。その場合、金利負担が経営上の大きな課題であり、(営業外費用として)金融機関に利息を支払う後の利益である経常利益が、企業の手元に残る自由裁量の可能な利益という意味で重用された。

財務諸表では、P/Lを中心として捉え、貸借対照表(B/S)は軽視された。特に、株主資本の視点は、せいぜいコストとして配当を考える程度で、株主資本に対する効率性—株主のリスクに見合うリターンを獲得—という考え方は、全く欠除していたといつてよい。

しかしながら、バブル期におけるエクイティ・ファイナンス中心の資金調達、この条件を一変させた。すなわち、自己資本の不足が長い間の日本企業の問題点であったが、解消に向かうと共に(自己資本比率は日銀、主要企業ベースで、79年15.8% → 91年26.7%と10ポイント以上も上昇)、過剰投資による余剰資産の発生が新たな問題として浮上し、成長指向から効率指向へと経営の舵取りを転換せざるを得ない状況となった。自己資本比率の飛躍的向上によって、従来軽視されていたB/S上の資本の部も、費用対効果の面から注視せざるを得なくなった。ここに至り、経常利益に替えて重視すべき経営指標を模索することとなった。

#### (2) ROE

こうした状況の変化を受け、90年代に入って、多くの日本企業で採用されるようになったのがROEである。

ROEは、比率指標として、

$$ROE = \frac{\text{利益}}{\text{株主資本}}$$

で表わされる。

分母の株主資本は、従来自己資本と呼称されていたものであるが、実質的内容として、株主から直接提供された資本と(本来株主に帰属すべき)内部留保として年々積立てられた利益との合計である。よって、ROEは、株主から委託された資本に対して、いかに効率よく運用したか、その結果を明らかにするものである。

ROEの長所は、計算が簡便でかつ分かりやすいという点にある。しかも、次式に示す通り、

$$ROE = \frac{\text{利益}}{\text{売上高}} \times \frac{\text{売上高}}{\text{総資本}} \div \frac{\text{株主資本}}{\text{総資本}}$$

売上高利益率、回転率、資本構成比率といった経営管理

にとっても有効な指標を含んでいる。しかも、比率指標でもあるので、規模の大小に関係なく、企業間比較が可能であるというメリットもある。

しかし、いくつかの欠点も指摘されている。1つは、分子の利益は会計上の利益であり、企業の会計政策の影響を受けることである。会計処理方法の選択の相違によって、利益の額は変動し、さらに、そこに経営者の恣意性が介入する余地もあって、利益操作が行われる危険性もある。2つとしては、利益率指標の限界はもともと成長性を表わすことが困難な点にある。したがって、その利用の仕方によっては、企業を縮小均衡に陥らせる恐れがある。例えば、自社株買いによって、意図的に分母の株主資本を減少させることも可能で、そのことによってもROEを高められる。このようなことを繰り返せば、企業の経営活動自体をシュリンクさせることになりかねない。3つは、株主資本コスト（株主の期待収益率）の概念が欠落していることである。資本リスクに対する視点を欠くままに、ただROEを高めるだけの目的で、負債資本構成比の操作が行われやすい。すなわち、次式に示すように、

$$ROE = ROA + \frac{D}{E} (ROA - i)$$

$$\left( \begin{array}{l} ROA \text{ (事業利潤率)} = \\ \frac{\text{経常利益} + \text{支払利息}}{\text{株主資本} + \text{有利子負債}} \\ D = \text{有利子負債} \\ E = \text{株主資本} \\ i = \text{負債利率} \end{array} \right)$$

財務レバレッジの効果を利用して、負債比率を高めれば、ROEを高めることも可能である。4つとして、比率指標としての長所はあるものの、あくまでも相対的なものを表わし、ROEをどこまで高めればよいのか、絶対的な基準としての目標にはなりにくいということも挙げられる。

但し、このようないくつかの欠点があるにもかかわらず、日本企業のROEが過去のレベル、諸外国との対比でみて、極めて低位にある現状においては、ROEを高めていくことは重要な課題である。資本効率性を高め、ROEを不断に上げていくことこそが、株主からの理解と納得を得る道であり、その意味でROEの目標としての価値は減じるものではない。<sup>(7)</sup> 例えば、次に述べるEVAなどの補足指標として活用していけば、十分に目標としての価値は存する。

### (3) EVA

EVA (=Economic Value Added, 経済付加価値) は、米スターン・スチュアート社によって株主価値に直結する評価指標として開発され、現在アメリカを中心に広く普及しつつある。<sup>(8)</sup>

EVAは、下記の算式に示すように、

$EVA = NOPAT - \text{投下資本} \times WACC$  NOPAT (=Net Operating Profit After Tax, 税引後営業利益) から資本コスト [投下資本  $\times$  WACC (=Weighted Average Cost of Capital, 加重平均資本コスト率)] を差し引いて算出される。理論上、企業価値評価のための割引フリー・キャッシュフロー・モデル (FCFモデル) と基本的に同一のモデルといえる。

ROEの箇所でも触れたように、会計上の利益は、会計手続きの違いや利益操作の可能性も存在するので、経営にとっては、現実性の保証される「事実」としてのキャッシュフローを捉えることが重要視される。FCFモデルはそういった背景をもとに生み出された。次式に示されるように、

$FCF = \text{税引後営業利益} + \text{減価償却費等非現金支出費用} - \text{設備投資等} - \text{正味運転資本増加額}$   
(財務活動に関係なく) 純粋に営業活動から得られたキャッシュを意味し、資本提供者に自由に分配可能なキャッシュとなる。FCFモデルは、キャッシュフローをベースに投資意思決定や企業価値評価のツールとして案出されたもので、EVAはこの考え方を経済利益 (=Economic Profit) と捉え、さらに発展させたものである。

図3 FCFとEVAの等価性

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCF_t}{(1+c)^t} : \text{企業の価値} = [\text{営業フリー・キャッシュフローの現在価値}]$$

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{NOPAT_t - I_t}{(1+c)^t}$$

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \left( \frac{CAP_t \times (r-g)}{(1+c)^t} \right)$$

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \left( \frac{CAP_t \times (c-g)}{(1+c)^t} + \frac{CAP_t \times (r-c)}{(1+c)^t} \right)$$

$$V = CAP_t + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{EVA_t}{(1+c)^t}$$

すなわち、[企業の価値] = [期首の投下資本] + [予想EVAの現在価値] ただし、

$$\sum_{t=1}^{\infty} \frac{CAP_t \times (c-g)}{(1+c)^t} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{CAP_t \times (1+g)^t}{(1+c)^t} \times (c-g) = \frac{CAP_t}{(c-g)} \times (c-g) = CAP_t$$

V	: 企業の価値
NOPAT <sub>t</sub>	: t期のNOPAT
CAP <sub>t</sub>	: t期の投下資本
r	: 投下資本利益率
C	: 加重平均資本コスト率 (=WACC)
I <sub>t</sub>	: t期の純投資額
g	: 投下資本の増加率
FcF <sub>t</sub>	: t期の営業キャッシュフロー = (NOPAT <sub>t</sub> - I <sub>t</sub> )
EVA <sub>t</sub>	: t期のEVA = CAP <sub>t</sub> (r - c)

単純化すると、図3に示す如く、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であり、投下資本にかかる資本費用の割引現在価値は投下資本に等しくなると、FCFとEVAは同一の企業価値となる。すなわち、営業フリー・キャッシュフローの現在価値＝期首の投下資本＋予想EVAの現在価値、である。(もしも、企業の株価が、将来予想されるEVAの期待値として形成されるとすれば、理論上、株式と有利子負債の時価総額＝投下資本の累積額＋予想EVAの現在価値、となる。)但し、EVAモデルでは、投下資本は各期の資本費用に期間配分し、単年度の企業価値を評価しようとする。

では、株主価値に直結するEVAの特徴は何か。1つは、資本コストの概念を導入していることである。債権者に対するコストとしての利子のみでなく、株主にとってのコストである株式資本コストを含め、加重平均資本コスト率として算定する。債権者はいうまでもなく、株主に対しても、そのリスクに見合うリターン(＝要求収益)(当然ながら債権者資本に比し高リスク高リターン)を算定し、それを達成して責任を全うすることを表明したモデルといえる。この点にこそ、画期的な意義があり、EVA使用の価値が存する。EVAは簡単にいうと営業利益から資本費用を控除した残余利益であり、それは株主価値を最大化し、ステークホルダー間の成果配分を公正に行った後の残余利益という意味で、コーポレート・ガバナンスの原理にも即したモデルといえよう。このように、EVAは論理一貫性を有し、何をすべきかが明確であるという特徴をもっている。

2つは、経営にとってみれば、投資意思決定に際し、資本コストを上回るリターンが期待される事業機会には積極的に投資をし、逆に、資本コストを下回る低収益の部門からは事業撤退を考えるなど、意思決定が明確化されるというメリットがある。このように、EVAの最大化を目指すことによって、資本投下の選択と集中を行うことができる。これと関連して、当面利益を生むことの期待できない戦略的投資については、「仮勘定」項目によって調整し、戦略的投資が漏れることの内容に工夫されている。

3つは、さきのEVA算式を変形すると、 $EVA = NOPAT - 投下資本 \times WACC = (ROIC - WACC) \times 投下資本$ となり、EVAには、ROIC(＝Return on Invested Capital, 投下資本利益率)とWACCとの比率指標同士の差であるEVAスプレッドと呼ばれる要素を含んでいる点である。量的要素としてのEVAの絶対額と質的要素としてのEVAスプレッドの両面から企業価値にアプローチできる。EVAを最大化することは、このEVAスプレッドを最大化することであり、そのためには何をすべ

きか、EVAスプレッドにおける各比率指標の分子・分母の要素について、その改善策を考えていくことで、経営政策への展開が明らかになる。また、ROICの内包によって、例えば売上高利益率、回転率といった一般的な経営指標への展開も可能で、ROEとの関連づけも行ないやすい。

以上、EVAは、コーポレート・ガバナンスの原理に則って株主価値を高めていくのに有効なツールであり、大きな利点があることを述べてきた。しかし、EVAにも、その限界として、企業(又は事業)規模の差をコントロールできない、財務指向、短期指向、結果指向であるなどの点が指摘されている。<sup>(9)</sup>こうした欠点は伴っているけれども、経営として株主に報いるには何をすべきか、という基礎概念が示され、財務上の目標指標として、究極の価値があるといってもよからう。

### 結び～株主重視経営の実現を目指して～

日本企業がコーポレート・ガバナンス・システムを改革し、株主重視経営へ転換を図っていく中で、株主価値をどう高めていくかという評価方法のあり方について論じてきた。

従来の日本型経営方式が全て悪いということではなくて、バブル期から90年代へかけての企業を取り巻く環境の変化は、これまでの成長経済の下における経営方式において、資本主義の本質―株式会社制度と市場原理―を疎かにしてきた結果の付けが問われていると解したい。今一度、資本主義の原点に戻った経営とは何かということを実撃に省み、グローバル・スタンダードに立脚した経営改革を実践していくことが望まれる。

評価指標との関連でいえば、EVAは先進的な日本企業において徐々に採用する社が増加し、普及をみているが、そういった企業はまだ例外的な存在である。EVAを採用している企業は、何をすべきかが明確であり、株主に重心をおく経営を目指しながら、企業の競争力強化を図っている。要は、株主重視経営を社内に徹底させることであろう。そのための手段として、EVAの利点を活かし、評価基準の軸に据えて経営展開を行うことである。意思決定システム、業績評価システム、インセンティブ・システムの各経営プロセスにおいて、意思決定基準、業績評価基準、成果配分基準としてEVAを使用することによって、経営に一貫性、整合性をもたせることもでき、全社的に株主重視経営を徹底させることもできよう。経営者は株主に直接責任を負っているけれども、直接責任のない一般の従業員にどれだけ株主重視経営の意義を浸透させるかが鍵となる。

EVAにも、既述の通り欠点はある。近年では、財務指

標のもつ一面性、遅効性などの欠点を補うツールも開発されている。バランスト・スコアカード (= Bllanced Scorecard, BSC) と呼ばれるものがそれで、株主価値を高めるという企業の戦略目標がいかにか達成されたかを評価しようとするものである。BSCは、財務、顧客、業務システム、学習と革新の4つの視点から株主価値との関連性を捉え、企業の方策を株主価値向上と矛盾なく統合しようとする。欧米の企業では、BSCのもつ非財務的な側面をインテレクトチュアル・キャピタルとして捉え、株主価値と結び付けて組織能力を高めていこうとする動きもあるという。<sup>(10)</sup>

BSCのような多面的な評価方法が望ましいという考え方もある。しかしながら、多くの日本企業がおかれている現状を考えると、評価方法は、単純化された財務的、定量的な評価基準に絞って決めた方が関係者の理解も得やすく、経営を実践していくうえでもより効果的と思わ

れる。

ともかく、経営指標が何であれ、一旦採用した基準に基づいて、あらゆる可能性の中から蓋然性をもって決定した目標数値を公表し、株主をはじめとするステークホルダーの理解と納得のもとで、業務執行の結果責任を果たすことが肝要である。なお、関係者の理解と納得を得る方策は、企業側による経営の意思決定に関わる合理的な説明にある。将来は不確定であり、目標数値は、予測あるいは予定の要素が入らざるを得ないものではあっても、経営者が自らの意思で関係者に目標として公表した以上、その達成に対する責任を生ずることは当然である。日本企業は、このアカウンタビリティへの対応が十分とはいえず、現今においては、制度上の改革もさることながら、経営者の経営責任に対する自己規律がより求められているのではなかろうか。

#### 注：

- (1) 野村証券金融研究所経営調査部「米国大企業の財務管理～歴史的、実務的視点からの考察～」『財界観測』野村総合研究所、第64巻第1号、1999年1月、77-81頁をベースに展開。
- (2) 日本経済新聞社編『ゼミナール現代企業入門（第2版）』日本経済新聞社、1995年8月、17-20頁を参考に私論を展開。
- (3) ポール・シェアード『メインバンク資本主義の危機』東洋経済新報社、1997年7月、43-60頁を要約。
- (4) OECD, the Business Sector Advisory Group on Corporate Governance, Corporate Governance Improving Competitiveness and Access to Capital in Global Markets, OECD, 1998年4月、奥島孝康監訳『OECDのコーポレートガバナンス原則』（財）金融財政事情研究会、2001年7月、50-51頁より引用。
- (5) 稲上毅・連合総合生活開発研究所編著『現代日本のコーポレート・ガバナンス』東洋経済新報社、2000年6月、11-13頁では、ガバナンス・モデルを3つの類型に分類している。①伝統的株主価値モデル、②洗練された株主価値モデル、③多元主義モデルの3つである。このうち、②は株主価値の最大化を企業の目的とみなしているが、他のステークホルダーとの良好な関係、「企業の繁栄」にも配慮したモデルとし、英ハンベル委員会、米法律協会、日本CGFJの報告は②のモデルに基づいてのものとみる。筆者の見解も基本的にこれを支持する。
- (6) ソニー、花王、武田薬品工業、松下電工などにおいて、既にEVAを経営システムの中核として導入し、実績をあげている。
- (7) 例えば、土志田征一・田村秀男 日本経済研究センター編『検証・株主資本主義』日経BP社、2002年6月、79頁では、マクロ分析ではあるが、90年代に入ってからの日経平均株価とROEとの連動が実証され、株価を上昇させるには、ROEを高める必要があるとしている。
- (8) EVA™は、米コンサルティング会社、スヌーン・スチュ

アート社の登録商標となっている。

- (9) Brewer, P. C., Chandra, G., Hock, C. A., “Economic Value Added (EVA) :Its Uses and Limitations”, SAM Advanced Management Journal, Spring 1999, PP7-9.
- (10) 金融研究所 小谷野薫、宮下修「市場型ガバナンス実践への視座—ROE,EVAを越えて—」『財界観測』野村総合研究所、第63巻第6号、1998年6月、79頁。

#### 参考文献：

- 渡辺茂、山本功「日本企業のコーポレート・ガバナンス—戦後最低のROEから—」『財界観測』野村総合研究所、第57巻第9号、1992年9月、2-25頁
- 経済企画庁経済研究所編『日本のコーポレート・ガバナンス—構造分析の観点から—』大蔵省印刷局、1998年3月
- 田村達也『コーポレート・ガバナンス』中央公論新社、2002年2月
- 松村勝弘『日本的経営財務とコーポレート・ガバナンス（第2版）』中央経済社、2001年10月
- 幸島祥夫『バランスシートによる日本経済分析』シーエーピー出版、2002年10月
- 清水紀彦、阿部直彦、神谷高保、河原茂晴、矢内裕幸「日本企業のコーポレート・ガバナンス」『一橋ビジネスレビュー』第48巻第4号、2001年SPR.6-24頁
- Stewart, III. G. B., The Quest for Value— The EVA™ Management Guide— Harper Business 1991. (日興リサーチセンター/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)
- Copeland, T., Koller, T., Murrin, Valuation :Measuring and Manging the Value of Companies, John Wiley & Sons, Inc., 1994. (伊藤邦雄訳『企業評価と戦略経営』日本経済新聞社、1999年)
- 白木豊、加藤直樹「EVA™ モデルの考え方と日本企業への適用」『証券アナリストジャーナル』日本証券アナリスト協会、1997年11月、17-36頁、

Tully, S., "The Real Key to Creating Wealth", Fortune,  
20. September. 1993. PP38-50.

渡辺茂『ROE 革命』東洋経済新報社, 1994年9月

井手正介, 高橋文郎『ビジネス・ゼミナール 経営財務入門』  
日本経済新聞社, 2000年4月