

[論 文]

韓国 の EVA

三 浦 克 人

はじめに

- I IMF時代の経済構造改革
 - II 企業会計・財務構造・EVA
 - III EVAの諸相
- おわりに

はじめに

米国で開発されたEVA (Economic Value Added: 経済的付加価値)¹⁾ がわが国で紹介されはじめたのは1997年ごろのことである。その後は、ソニー、花王、三菱商事といった優良企業がこれを採用し、相当の成果をあげたことが新聞、雑誌等でたびたび報じられた。現在、EVAはわが国経済界でひろく認知されている。

これと同じ時期、韓国では1997年末の金融・通貨危機にはじまる大不況と、その後のIMF体制下での急激な経済回復を経験していた。IMF体制下では政府主導による構造改革がさまざまな分野で断行され、また、一方で各企業は新しい経営手法を積極的にとりいれた。EVAが導入され浸透したのも、やはりこの時期であった。

このように、EVAはほぼ同時期に日韓両国に上陸した。しかし、その後の両国経済界におけるEVAへの対応には異なる点がいくつかみられる。たとえ

* キーワード: EVA, IMF体制, 財閥改革5原則, 韓国証券取引所

1) EVAは米国のコンサルティング会社であるスターン・スチュワート社が開発した経営指標であり、同社の登録商標である。その計算式は(税引後営業利益-投下資本×資本コスト率)である。

ば、財務指標としてのEVAを重視する企業は韓国の方が圧倒的に多く、また、韓国では一般投資家がさまざまなEVA情報に容易にアクセスできる環境が整っているのである。

本稿ではこのような事象に着目し、次の2点を議論してみたい。ひとつは、EVAに対する日韓両国の対応に温度差が生じた要因を、近年の韓国経済の構造変化と関連づけて整理することであり、いまひとつは、韓国におけるEVA情報の活用事例がわが国にもたらす示唆を提示することである。

I IMF時代の経済構造改革

韓国経済は1997年末に金融・通貨危機に陥ったことによりIMFの支援をうけ、その管理下に入った。その後はIMFの指導のもと政府主導の経済構造改革が実施された。この間に韓国の経済構造や企業経営はさまざまな方面でいわゆるグローバルスタンダードに接近していった。

1. 漢江の奇跡からIMF時代へ

韓国経済は1953年の朝鮮戦争休戦後の荒廃の中から出発した。戦争によってほとんどの産業インフラや生産設備が破壊されていたため、最初の10年間は生産性が向上せず経済は低迷した。

しかし1960年代に入ると、朴正熙政権のもとで経済復興への道を歩みはじめた。1962年からは経済開発5カ年計画が段階的に策定、推進され、輸出主導型の工業化が進展した。その後、政変や石油危機などにより経済が停滞した時期もあったものの、おおむね順調な拡大を続け、1995年には1人当たりのGDPが1万ドルを突破した。韓国が経験したこのような経済復興は、ソウル市内を流れる大河の名をとって、「漢江（ハンガン）の奇跡」と呼ばれている。

韓国はつづく1996年12月には念願であったOECD加盟をはたした。同年のGDPは世界第11位であり、韓国は名実ともに先進国への仲間入りを実現したのである。

しかしながら、翌1997年には朝鮮戦争以来の最大の国難をむかえる。1月、

韓国第14位の韓宝財閥は、傘下の韓宝鉄鋼工業（韓国第2位の鉄鋼会社）が不渡りをだしたことにより破綻した。これを皮切りに、三美、真露、起亜、ヘテなど財閥の経営破たんが相次いだ。これにより、金融機関の不良債権が増加し、国際的な信用も大きく低下した。政府は金融市場安定化策を講じたものの、ほとんど効果がなかった。

一方で、同年夏にタイではじまったアジア通貨危機は韓国にまで波及し、ウォン安、株安が加速した。金融・通貨危機は深刻さを極め、対外債務不履行の危機に陥ったため、韓国政府は11月にIMFに支援を要請するにいたったのである。

1998年には、生産の落ち込み、倒産の増加、失業率の悪化、物価上昇などにより経済活動はさらに停滞し、実質GDP成長率はマイナス6.7%となった。その一方、韓国政府はIMFの指導のもとで、4つの部門（金融、企業、労働、公共）にわたる抜本的な構造改革を推進し、経済の建て直しをはかった。

この改革は急速かつ着実に効果を生み、翌1999年には対外債務不履行の危機を完全に脱し、韓国経済は一気に回復にむかった。この年、実質GDP成長率は10.7%となり、年末には金大中大統領がIMF時代の終了を宣言したのである。

表1 韓国のGDPの推移

年 度	1997	1998	1999	2000	2001	2002
実質GDP成長率 (%)	5.0	-6.7	10.7	9.3	3.1	6.3

出所) 韓国統計庁『韓国主要経済指標』各年度版より筆者作成

2. 財閥改革5原則

IMF体制下で韓国政府が断行した4部門の構造改革のうち、本稿との関係が深い企業部門の改革についてみてみよう。

IMFは金融支援の条件としていくつかの項目を提示していたが、なかでも韓国経済に強い影響力をもつ財閥について、その経営体質の改善を強く求めていた。当時の財閥の経営には、同族による閉鎖的かつ不透明なガバナンス、不公正取引による市場の独占・寡占、外部資金による乱脈投資、タコ足的な事業多角化など問題点が山積していた。もちろん、韓国政府も金融・通貨危機以前か

ら、独占禁止法の強化やグループ企業間の相互債務保証による借入の制限などにより、財閥の活動をコントロールしてきたが、経営を健全化するまでにはいたらなかったのである。

金融・通貨危機後、韓国政府はIMFの求めに応じ、財閥の抜本的な改革に着手した。1998年2月、金大中大統領は「財閥改革5原則」を発表し、財閥オーナーたちもこれに合意した。

財閥改革5原則

- 第1原則 企業経営の透明性確保
- 第2原則 系列企業間の相互債務保証の解消
- 第3原則 財務構造の健全化
- 第4原則 多角化事業の整理
- 第5原則 支配株主と経営陣の責任強化

第1原則は企業会計、ディスクロージャーの適正化を求めている。その内容は、会計基準を国際的に容認されるレベルに改正することや、とくに財閥企業に対しては、「結合財務諸表」を作成させることなどを含んでいる。

第2原則と第3原則は財閥のゆがんだ財務構造や資金調達活動の是正を目的としている。第2原則により系列企業間の新規相互債務保証は1998年4月から禁止され、既存のものについても2000年3月までに解消しなければならなくなった。また、500%を超えるといわれていた財閥の負債比率は、第3原則にしたがい200%以下に縮減することを求められた。

第4原則のねらいは過度の多角化により非効率となった諸事業を整理、統合することにある。これにより中核事業への専門化のほか、「ビッグディール」²⁾とよばれる事業交換がおこなわれた。

第5原則は財閥の会長（総帥と呼ばれることもある）を中心とした閉鎖的同族支配を是正することをめざしている。具体的には財閥の司令塔である会長秘書室の解体、社外取締役の設置、少数株主の権利強化などが実施された。

2) ビッグディールとは各財閥が重複して保有している事業（半導体、石油化学など）を交換、統合して、経営の合理化を目指すものである。

II 企業会計・財務構造・EVA

IMF時代の企業部門に関する構造改革は、前節でみた財閥改革5原則を中心にして進められた。そしてその成果は企業会計のグローバルスタンダード化や財務構造の適正化などのかたちで達成されている。以下ではこの2分野での成果を簡単にまとめ、さらにこの時期に韓国企業がEVAを積極的に導入した理由を整理する。

1. 企業会計

金融・通貨危機以前、韓国の会計基準は国際会計基準への準拠が不十分であり、会計監査人の独立性にも問題があった。つまり当時の韓国企業が作成、開示する財務諸表は国際的に容認されるレベルに達していなかったのである。

しかしながら、金融・通貨危機以後の数年間で韓国の会計基準は大きく改善された。この間に新設あるいは改正された会計基準は、企業会計基準をはじめ、リース会計処理準則、原価計算準則、連結財務諸表準則、企業集団結合財務諸表準則³⁾など多岐にわたっている。もちろん、これらは原則的にはグローバルスタンダード、すなわち、国際会計基準への接近を目的としている。

またこの時期、会計基準の設定主体も変更された。金融・通貨危機以前、韓国の会計基準は政府機関によって制定されていたが、時には政府の政策目的が優先され企業会計の中立性がゆがめられることもあった。この点についてもIMFは改善を要請した。この要請にしたがい、1999年6月、独立した民間の会計基準設定機構として韓国会計研究院 (Korean Accounting Institute : KAI) が設立され、その内部組織である会計基準設定委員会 (Korean Accounting Standards Board : KASB) が実際の会計基準の設定を担当することとなった。この委員会は米国財務会計基準審議会 (Financial Accounting Standards Board : FASB) と同じ役割を持つものである。

3) この準則は「結合財務諸表」の作成に関するものである。その作成主体は公正取引委員会が指定する大規模企業集団であり、結合の範囲は「同一人が単独または同一人関連者とあわせて当該会社の発行済み株式総数の100分の30以上を所有する場合、最多出資者である場合 (同準則第1章の5)」をはじめ、いくつかの実質的支配基準によって定められている。

2. 財務構造

IMF時代における韓国企業の財務構造の改善、変容は、直接金融へのシフト、負債比率の低下、そして外国人投資家の増加の3点に集約することができる。

「第2原則」によりグループ企業間の相互債務保証による借り入れが厳しく規制されたことで間接金融は著しく減少した。新規の資金調達が必要な企業は市場から直接調達する道をえらぶことになり、1998年以降は新株の発行などが活発化した（表2上段）。

また、「第3原則」で負債比率の目標値が示されたため、各企業は資産や子会社の売却、従業員の削減などのリストラ策を講じた。その結果、負債比率は大きく改善し、いわゆる5大財閥（現代、サムソン、LG、SK、大宇）のうち、大宇をのぞく4グループは1999年のうちに負債比率の目標値（200%以下）を達成している⁴⁾。

さらに、IMFの要請に応じ、資本市場の規制が大幅に緩和され、会計基準の大幅な改善との相乗効果により外国人投資家が急増した。時価総額基準での外国人投資家の比率は、現在では全体の3分の1を超えるまでに増加している（表2下段）。

表2 韓国企業の財務構造の変化

(単位: %)

年 度	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
①資金調達に占める株式発行の割合	10.9	7.6	47.7	77.6	31.6	32.0	33.3
②外国人持株比率（時価ベース）	NA	NA	18.0	21.7	30.1	36.6	36.0

出所) ① 韓国銀行「調査統計月報」各年度版5月号より筆者作成（全企業対象）

② 韓国証券取引所「株式投資人口調査」各年度版により筆者作成（上場企業対象）

3. EVA

前項までにみたように、金融・通貨危機とその後のIMF体制下の数年間で、韓国企業の企業会計、財務構造をめぐる改革は急速に進んだ。

しかしながら、そのような改革はIMFや政府の指導による制度面の改革であ

4) 山根眞一「韓国財閥とコーポレート・ガバナンス」『経済論叢（京都大学）』第170巻第4号，2002年10月，p.31

り、それらだけでは韓国企業が伝統的にかかえている「高コスト-低効率」という課題を解決することができなかった。そこで韓国企業はこの課題に対処するため、新しい経営手法を次々と導入した。その多くは米国製であり、6シグマ、ABC/ABM (Activity Based Costing/Activity Based Management)、BSC (Balanced Scorecard)、そしてVBM (Value Based Management) がその代表例である。このうちVBMはEVAを主要な経営指標として位置づけて企業価値を高めていこうとする経営手法である。

日本においては、多くの研究者がすでに報告している通り、EVAは企業経営における重要な経営指標として認知されている。しかしながら、韓国においては、EVAがわが国以上に注目され、そして活用されているのである（その事例は次節で詳述する）。

韓国においてEVAがとくに注目された理由は、IMF時代の構造改革と無関係ではないだろう。韓国の会計基準が国際会計基準への接近したことは、経営者の目をグローバルな市場で通用する経営指標に向かせた。また、直接金融の増加と負債比率の低下（いいかえると自己資本比率の上昇）は、経営者の株主資本に対するコスト意識を高めさせた。さらに、増加した外国人投資家の多くは金融機関や年金基金のような「ものを言う投資家」であったため、経営者は株主価値、企業価値の創造についても敏感にならざるをえなくなっている。

このような状況のもとで、①計算過程に資本コストを組み込む、②欧米で広く認知されている、③株主価値の純増分をダイレクトにあらわす、という特徴をもつEVAが受け入れられたのは必然の流れであったといえるだろう。

ところで、企業会計や財務構造をめぐる一連の改革は、近年のわが国経済界でもみられた現象である。しかしながら、韓国における諸改革は、非常に短期間にしかも網羅的に行われた点でわが国の場合とは異なる。このことは韓国経済界へのEVAの導入の潤滑剤として十分に機能したはずである。実際、EVAの浸透については、韓国の方が進んでいる事例がいくつか存在している。

Ⅲ EVAの諸相

EVAは韓国経済界にひろく浸透している。本節ではまずこの点を確認する。また、EVA情報の活用事例についてはわが国と異なる点がいくつかあるので、それらを紹介し、さらに、わが国への適用の可能性について検討する。

1. EVAへの期待

表3は大手企業の財務目標に関する調査結果である。

1996年の調査ではEVAに関する選択肢がなかったとはいえ、2つの調査結果はIMF時代の前後で韓国企業の財務目標が劇的に変化したことを物語っている。1996年の調査では、企業グループ規模（すなわち売上高）や利益というフローの極大化を主要な財務的目標としていたのに対し、2001年の調査では売上や利益に関する項目はほとんど重要視されず、韓国企業の視点はEVAや株価の極大化など、より企業価値の増大に直結した指標に向いている。

このような志向の変化は、この間の企業会計、企業財務の考え方に相当の変化があったことの証左であり、また、EVAに対する韓国企業の期待の大きさを示すものでもある。

この点をより明確化するために、日本企業を対象とした類似の調査と比較してみよう（表4）。日本企業はROE, ROA, フリーキャッシュフローなど、

表3 財務意思決定目標の変化

①通貨危機以前（1996年）		→	②通貨危機以後（2001年）	
項 目	%		項 目	%
グループ規模の極大化	72		EVAの極大化	59.5
会計利益の極大化	26		株価の極大化	21.5
株価の極大化	2		会計利益の極大化	12.7
			売上高の極大化	3.8
			市場占有率の極大化	2.5

出所) ① 국찬표・박영석・이정진 「韓国企業集團の投資決定と資本費用」『財務研究』第13号, 1997年。
調査対象は50大企業集團に属する企業。

② 이한득・박상수・최수미 「韓国企業の財務活動力サーベイ」LG経済研究院, 2001年。
調査対象は60大企業集團に属する企業。

バブル経済の崩壊後に注目されはじめた指標を強く意識してはいるものの、一方では、売上高や利益に関する伝統的な指標も相変わらず重視しているようである。またEVAは「その他」も含めた選択肢の中で最低であり、驚くことに市場占有率よりも軽い扱いを受けている⁵⁾。

表4 日本企業が重視する経営指標（複数回答）

順位	経営指標	%
1	ROE	61.8
2	売上高利益率	45.7
3	利益の増加率	38.0
4	ROA	36.4
5	フリーキャッシュフロー	30.9
6	売上高の増加率	22.6
7	その他	18.3
8	市場シェア	16.1
9	EVA	11.2

出所) 生命保険協会【株主への利益還元状況等に関するアンケート】2003年12月

2. 一般投資家向けのEVA情報

EVAを積極的に評価する韓国経済界の姿勢は、一般投資家むけの情報誌にも反映されている。

一般の投資家が上場企業の経営情報、財務情報等を得る手段としては、わが国では日本経済新聞社の『日経会社情報』と東洋経済新報社の『会社四季報』が長年にわたり活用されてきた。インターネットが発達した現在においては、その他の方法でも上場企業の財務情報を容易に入手できるようになっている。しかしながら、両書は依然として信頼性のある情報誌としての地位をたもって

5) 生命保険協会の調査は毎年行われており、EVAに対する「不当な」扱いはここ数年間続いている傾向である。また、財務省財務総合政策研究所の調査（『進展するコーポレート・ガバナンス改革と日本企業の再生』2003年6月）においてもこの傾向は変わらない。

いる。韓国においてもこれらに類似する情報誌がいくつかあり、その代表例は韓国経済新聞社が発行する『上場・コスダック⁶⁾企業分析』である。

『日経会社情報』『会社四季報』と『上場・コスダック企業分析』が掲載する情報には、会社概要、株価の推移、株主構造、会計情報、財務指標、経営展望など、多くの項目が重なっている。しかしながら、財務指標の項においては、EVAの取り扱いについて明らかな相違がある。『日経会社情報』『会社四季報』ではEVAに関する記載がまったくないのに対し、『上場・コスダック企業分析』ではEVAを重要な経営指標と位置づけ、独立した表によりその詳細な情報を提供しているのである。たとえば、現代重工業のページには表5のとおり記載されている。

表5 現代重工業のEVA

(単位:千ウォン,%)

区 分	1999.12	2000.12	2001.12	2002.6
税引後営業利益	4,883.9	5,970.0	6,365.6	5,908.2
平均投下資本	56,404.3	54,891.0	57,775.0	60,038.9
投下資本利益率	8.6	10.9	11.0	9.8
加重平均資本コスト率	8.7	9.4	7.5	6.7
EVA	-64.9	803.2	2,052.3	1,915.0

出所) 韓国経済新聞社『上場・コスダック企業分析(2002年秋号)』, p.1592

表5においてとくに注目すべきことは、EVAの計算要素が提示されていることとそれらが時系列で示されていることである。

各年度のEVAは、[税引後営業利益-平均投下資本×加重平均資本コスト率]あるいは、[(投下資本利益率-加重平均資本コスト率)×平均投下資本]で求められる。『上場・コスダック企業分析』ではこれらの式における計算要素を示すことにより、投資家がEVAの増減分析を行うためのデータを提供し

6) コスダック(Korea Securities Dealers Automated Quotation: KOSDAQ)は韓国証券業協会が運営する流通市場であり、取引所はなくネットワークシステムにより取引が行われる。開設は1996年7月。

ているのである。

一方、わが国において一般の投資家が手軽に入手可能なEVA情報としては、東洋経済新報社が『週刊東洋経済』の誌上で毎年公表する企業ランキングがある⁷⁾。ただし、このランキングではEVAの計算要素は示されているものの、単年度の数値のみであるため時系列比較ができない。

3. 証券取引所が提供するEVA情報

つぎに、韓国証券取引所におけるEVAの扱いをみてみよう。

韓国証券取引所は投資家に対する有益な企業評価指標として、あるいは、株式市場の動向をしめすトレンド指標のひとつとしてEVAを重視している。IMF体制下の1998年にEVAの計算手法を確立し、その後毎年、上場企業のEVAを公表している。また「2001年の重要業務推進計画」のなかでは「資本市場の知識情報センターの機能構築」を掲げ、その情報基盤構築の項目として「上場企業のEVA分析」をあげるほど力を入れている。一方、わが国の東京証券取引所のウェブサイトや各種の印刷物（調査報告書、プレスリリース等）においては、EVAに関する情報は全く提供されておらず、韓国証券取引所とは対照的である。

以下では、韓国証券取引所が提供するさまざまなEVA情報の中から、2003年7月24日付けの報道資料にあるデータ（2002年度決算ベース）について、若干のコメントを付しながら紹介する。なお、各種のEVA情報をもつ意義等については、次の項（4. わが国への示唆）においてまとめて整理する。

①調査対象企業と市場全体のEVA

韓国証券取引所には2002年末時点で683社が上場しているが、このうち金融機関や新規上場企業などをのぞく531社が今回のEVA計算の対象となっている。また、調査対象企業全体のEVAの動向は表6の通りである。

7) ランキングが掲載されているのは、『週刊東洋経済』のつぎの各号である。2000年2月19日号、2000年11月4日号、2001年10月20日号、2002年11月2日号、2003年11月8日号、2004年1月10日号。

表6 市場全体のEVA

(単位：社，億ウォン)

区 分	会社数	市場のEVA	平均	標準偏差	中央値
2001年	487	-5,706	-12	1,650	-5
2002年	531	61,842	116	2,560	-8
差 異	44	67,548	128	-	-

出所) 韓国証券取引所報道資料 (2003年7月24日), p.2

このように2002年は前年よりも市場全体のEVAが大幅に改善している。その要因について韓国証券取引所は、「投下資本利益率が7.1%から10.3%に改善したことと、借入金利の下落（3年満期の社債金利が7.1%から6.6%へ）により加重平均資本コスト率が8.9%から8.3%に低下したこと」をあげている。

なお、韓国証券取引所は1992年にまでさかのぼってEVAデータを保有しているが、その最低額は1997年のマイナス146,668億ウォンであり、最高額は2002年の61,842億ウォンである。

②個別企業のランキング（単年度および累積EVA）

個別企業のEVAランキングは表7左列のとおりである。2002年度は電機、通信、自動車、化学関連企業などが上位を占めている。

また、韓国証券取引所は累積（直近5年間）EVAのランキングも公表（表7右列）している。2002年度は主要企業の多くが過去最高のEVAを計上しており、そのため、2002年度の単年度と累積5年間の両方にランクインしている企業が15社にのぼっている。各社は直近5年間の累積EVAのうちの概ね3分の1を2002年度に計上しているようである。

③連続EVAプラス企業

韓国証券取引所がEVAデータをもつ1992年以降、11年連続してプラスのEVAを計上している企業はSKテレコムとサムソン空調の2社のみである。また、このリストと表6の両方にでてくるのは、SKテレコム、太平洋、サムソン電

表7 EVAの上位20社

(単位:百万ウォン)

単年度EVAのランキング			累積(5年間)EVAのランキング		
順位	企業名	EVA	順位	企業名	EVA
1	サムソン電子	5,178,087	1	サムソン電子	15,510,019
2	SKテレコム	1,545,571	2	SKテレコム	4,120,328
3	KT	905,641	3	KT	2,346,456
4	POSCO	524,980	4	POSCO	2,104,180
5	現代自動車	473,495	5	現代自動車	1,693,120
6	起亜自動車	263,317	6	サムソンSDI	891,182
7	現代モービス	209,503	7	韓進海運	878,401
8	韓国電力公社	178,839	8	KT&G	472,556
9	サムソンSDI	173,248	9	LG建設	461,038
10	KT&G	166,291	10	LG	396,083
11	LG化学	164,243	11	起亜自動車	349,702
12	韓国ガス公社	158,894	12	韓国ガス公社	340,548
13	新世界	141,580	13	S-Oil	310,313
14	LG建設	121,711	14	韓国電気硝子	271,536
15	現代産業開発	93,249	15	太平洋	248,014
16	CJ	88,122	16	LG化学	240,356
17	太平洋	77,163	17	LG商事	222,375
18	大宇造船海洋	73,051	18	現代モービス	215,092
19	韓国電気硝子	71,286	19	CJ	213,580
20	金剛高麗化学	63,615	20	ハイト麦酒	211,913

出所) 韓国証券取引所報道資料(2003年7月24日), pp.3-4

子の3社のみである。このことは、長期にわたってプラスのEVAを計上し続けることの難しさを物語っている。

表8 連続してプラスのEVAを計上した企業

年数	企業名	社数
11	SKテレコム, サムソン空調	2
10	大徳GDS	1
9	ウンジンドットコム	1
8	栗村化学	1
7	東洋高速建設, 新興, 泰栄, 農心	4
6	韓織, F & F, 光電子, 東一ファブリック, 太平洋	5
5	サムソン電子, 現代自動車, サムソンSDIなど	23
	合計	37

出所) 韓国証券取引所報道資料 (2003年7月24日), p.3

④ 1株あたりEVA

EVAを発行済みの株式数で除して算出された1株あたりのEVAのランキングをあらわしたのが表9である。1株あたりのEVAランキングによれば、発行済み株式の多寡、すなわち企業規模の大小にかかわらず、投資家が投下した資本に対するEVAの大きさをみることができる。

表9 1株あたりEVA

(単位: ウォン)

順位	企業名	EVA	順位	企業名	EVA
1	SKテレコム	182,215	11	太平洋	9,077
2	ロッテ製菓	40,483	12	韓織	9,072
3	サムソン電子	34,343	13	ロッテ三岡	8,852
4	ロッテ七星飲料	33,984	14	韓国電気硝子	8,830
5	クムビ	17,508	15	アジアセメント	8,411
6	ペンテック	13,514	16	三一製薬	7,549
7	韓国端子工業	11,792	17	F & F	7,253
8	大熊	10,100	18	泰栄	6,866
9	新世界	9,527	19	ウンジンコーウェイ	6,620
10	光州新世界百貨店	9,369	20	第一企画	6,581

出所) 韓国証券取引所報道資料 (2003年7月24日), pp.4-5

4. わが国への示唆

これまで、日韓企業におけるEVAの位置づけや一般投資家向けのEVA情報の提供の現状などを紹介してきた。EVAを重要な財務指標としてあげている企業は韓国のほうが圧倒的に多く、またEVA関するにさまざまな情報は韓国の方が充実していることが確認された。

『上場・コスダック企業分析』のように、個人の一般投資家が容易に入手可能な出版物にまでEVAデータが掲載されていることは、EVAが韓国経済に深く根付いていることの証左である。また、韓国証券取引所が提供するさまざまな形式のEVAは、今後、わが国で会計や財務の研究や実務にたずさわる者にとっても参考にすべき点がいくつかあるように思える。

まず、市場全体のEVAについては、本稿でも紹介したように、その変動要因を分析することによって、当該年度の企業経営の成果（投下資本利益率）や資金調達市場の動向（資本コスト率）、あるいはその接点であるEVAスプレッド（投下資本利益率と資本コスト率の差）のトレンドを俯瞰することが可能となる。もちろん、市場全体のEVAを長期間にわたって測定すること⁸⁾は、EVAと株価の連動性を検証するためにも必要不可欠である。

EVAは特別損益や会計処理の変更などの利益操作に影響されない指標である（一方、会計上の利益は含み益のはきだしや会計処理の変更などにより「合法的に」操作できる）ため、その動きを時系列で測定することにより、企業の真の経営成績のトレンドが可視化される。この点において、連続してプラスのEVAを計上している企業や累積EVAが多い企業は、投資対象を選択する場合の有力かつ簡明な材料になると考えられる。

1株あたりEVAは、いわゆるEPS（Earnings per Share）のEVA版である。EPSは1株あたりの配当余力をあらわし、また、その成長率は理論株価を算出するために使用される（いわゆる配当割引モデル）など、一定の評価を受けている指標である。EPSはその株価説明力について、その他の財務指標との競争

8) 本稿では紹介しなかったが、韓国証券取引所の報道資料のなかには、市場全体のEVAに関する過去10年分のトレンドも示されている。

を続けてきたが、いまだにその結論はでていない。EVAと1株あたりEVAの株価説明力も現時点では不明である（韓国証券取引所もこの点には言及していない）が、今後は両指標とも株価に関連する指標間競争に巻き込まれていくものと予想される。

さて、EVAが現実の企業価値評価や投資対象の選別においてどの程度有用性をもつかについては、論者の意見が分かれており、現在のところ一般に認められるような結論はでていない。しかしながら、EVAはその理論的基礎がしっかりと構築されている⁹⁾ので、年次変化を慎重に分析することで、投資対象となる個別企業が、投資家にとってどれほどの価値（超過利益）を生み出しているのかを把握するための有力な材料になることは間違いないはずである。よって、投資家が容易にEVA情報にアクセスでき、また証券市場の監督者がEVA情報を積極的に提供している韓国の事例は、わが国も見習う点があると考えられる。

おわりに

本稿では、韓国経済をとりまく近年の状況、とくに、IMF体制下における企業部門の構造改革に触れながら、韓国におけるEVAの位置づけやEVA情報の提供に関する現状を確認し、さらにそれらがわが国にもたらす示唆を整理してきた。また、それらはEVAを韓国経済あるいは韓国企業全般との関連でとらえるものであった。しかしながら、コンサルティング会社が開発した指標であるEVAの本質は、むしろ個別企業における経営管理上のツールその機能を発揮することにある。

筆者もこれまでわが国の個別企業におけるEVAの活用事例についていくつかの論文を発表してきた。そしてもちろん、韓国においても先進企業がEVAを基本指標とした価値創造経営を導入し業績向上を達成した事例は多数存在している。このような事例については、別稿にてあらためて検討したいと考えて

9) 企業が「将来計上するEVA」の現在価値は、市場付加価値（Market Value Added : MVA）、すなわち、株式の時価総額から株主が提供した資本を引いた金額に一致する。この点はEVAと市場を結びつける重要なポイントである。

いる。

なお、本稿は筆者が2002年9月から2003年9月まで、韓国の光州大学経商福祉研究所に客員研究員として滞在した期間に調査・研究した成果の一部である。指導教官であった吳鍾鎭教授をはじめとする光州大学のスタッフには韓国の経済、経営、会計の事情についてさまざまな情報、資料を提供していただいた。記して謝意を表したい。