

## VI-2. 企業価値の拡大均衡に向けた「漸進的MVA経営」の考え方

## 【要約】

- ◆ 経済が縮小均衡を辿る今日、短期的な企業価値最大化を志向する「急進的EVA経営」は投資削減行動に結びつきやすく、そのような縮小均衡的経営は却って長期的な企業価値を毀損する。
- ◆ 本節では、中長期的な企業価値向上に向けたその期の着実な貢献を積極的に評価する「漸進的MVA経営」の考え方を紹介する。「漸進的MVA経営」は、①投下資本の着実な増加、②MOC(資産効率と収益性の変化の組み合わせが前期のそれと等しくなる曲線)を上回る範囲での経営、③資本構成の最適化、の3条件によって経営を拡大均衡へと規律付ける。
- ◆ 拡大志向の経営行動なくして企業価値の永続成長は見込めない。経済全体が「負のスパイラル」から脱却するためにも、今日的環境に即した経営管理のアプローチとして「漸進的MVA経営」の発想が求められている。

## 1. EVAが孕む経営の縮小均衡リスク

## 経済環境の変化とあるべき経営管理

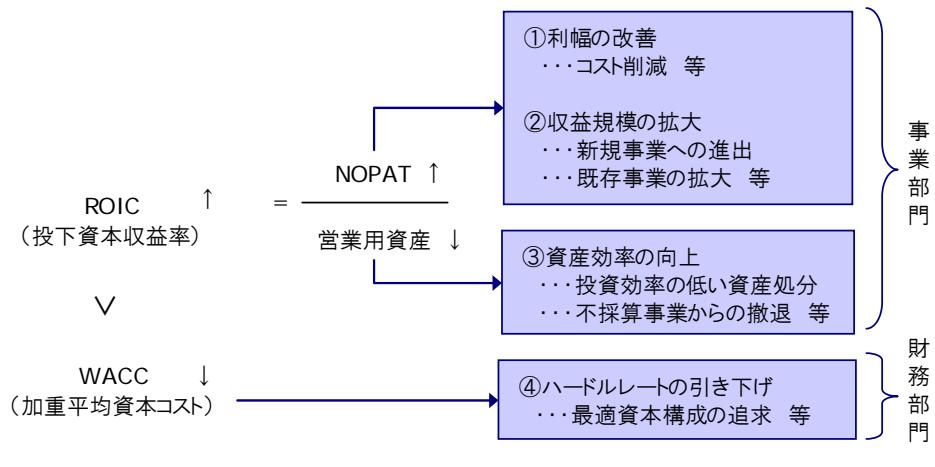
近年「失われた20年」と形容される場面が増えている日本経済だが、向こう10年が「復活の10年」になるのか、或いは「失われた30年」に終わるのか、それは偏り経済が如何にして「負のスパイラル」から「正のスパイラル」に転換し得るかに依存している。その為に求められる視点は何だろうか。適切なマクロ経済政策の計画と実行が大きな役割を占めることは言うまでもないが、マクロ経済がミクロ的な経済活動の集積である点に鑑みれば、個々の経済主体が縮小志向から拡大志向へと転じるようにその行動を規律付けることも重要な課題といえるのではないだろうか。企業のミクロ的行動に関して言えば、それを規律付けるのは経営指標等を中心とする経営管理のフレームワークということになる。つまり、企業行動を縮小均衡から拡大均衡に向かわせるように、あるべき経営管理のフレームワークを構築することが重要であろう。

現代の企業経営においてはEVAの最大化を目指す経営のフレームワークが広く用いられているが、上記のような問題意識からEVA重視の経営を捉えなおすと、企業の投資抑制行動に結びついて中長期的な企業価値を損ない、また設備投資の削減等を通じてマクロ的な負の影響をも惹起するという意味で、今日的環境の下では些か懸念すべき点を内包しているようにも思われる。

## EVA経営の考え方

EVAは、NOPAT(税引後事業利益)から資本コストを控除することで算出されるが、その実践においては【図表VI-2-1】のような考え方が採用されるのが一般的である。すなわち、事業部門は、①利幅の改善、②収益規模の拡大、③投資効率の向上、の3つを意識した事業活動を行うことでROIC(投下資本収益率)の最大化を目指す。一方、財務部門は投資家の要求収益率を踏まえて最適資本構成を追求することでWACC(加重平均資本コスト率)の最小化を図り、最終的に企業としてEVA Spreadの拡大を目指していくのである。

【図表VI-2-1】EVA拡大に向けた手段



(出所)みずほコーポレート銀行産業調査部作成

#### EVAと企業価値の関係

さて、毎期のEVA最大化を目指すためのこのような企業行動が、何故懸念すべき点を内包しているといえるのか。それを理解するには、まず、EVAと企業価値の関係を整理する必要がある。企業価値は、価値の分配という観点からは株式価値と負債価値に分解できるが、価値の源泉という観点からは、営業用資産、非営業用資産、そしてMVA(市場付加価値)に分解される。ここでMVAとは、保有する営業用資産を利用して将来創出することが期待される付加価値の現在価値の総和であり、要すれば、企業の将来収益力に対する投資家の期待値である。経営者に求められるのは、このMVAの拡大を通じて企業価値を高めることといつてよいだろう。

ところで、負債価値の時価簿価差が無視できると仮定すればMVAの額は株式価値の時価簿価差で示されるが、実際の株価は企業のファンダメンタルズとは異なる要因で変動する場合も多く、経営者は直接MVAを操作することは出来ない。つまり、MVAは、①純粹に企業のファンダメンタルズを反映して変動する「本源的MVA」と②投資家心理やマクロ経済・金融のトレンド等を反映して変動する「ノイズ」によって構成されていると整理出来る。従って経営者の役割は、①本源的MVAを大きくすること、②IR活動等を通じてノイズを小さくすること(株価が企業の本源的価値を正しく評価するように投資家と会話すること)、と言い換える。そして、本源的MVAは「毎年発生するEVAを将来に亘って無限に積み上げた値の現在価値」として定義される。つまり、毎期のEVA最大化を目指す経営は、それが本源的MVAの拡大を通じて企業価値向上に結びつくという文脈で正当化されているのである。

#### EVAで経営が近視眼的となつたソニー

それを逆にいえば、毎期のEVA最大化行動が将来のEVAを毀損する場合、それは本源的MVAの拡大に繋がらないので、正しくないということである。ここで、EVA経営が必ずしも所期の目的を果たせなかつた事例としてしばしば取り上げられるソニーの例について述べよう。

ソニーは、最も早い段階でEVAを経営管理指標として採用した日本企業の一つである。同社では、1990年代後半から経営を担つた出井伸之氏の手により、カンパニー制への移行やEVA重視の経営が企業統治の中心的フレームワー

クとして導入され、組織や個人の評価や報酬は EVA に連動する形となった。

「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 は具体的な施策にも直結する優れた指標」とした出井氏<sup>1</sup>であったが、実際には 2000 年代に入り業績面で苦戦が目立つようになった。そして、出井氏退任後に社長に就任した中鉢良治氏が「EVA 連動評価が、結果的に短期志向と部分最適に陥った」と出井氏の EVA 経営を公に批判<sup>2</sup>したこと、同社において EVA 経営が機能しなかったことが明らかとなった。

ソニーの業績悪化は、IT バブルの崩壊に伴う外部環境の悪化や、「ものづくりからコンテンツへ」、「ハードとソフトの融合」といった事業戦略の転換が十分な果実を得なかつたことなど、複合的な要因に依存しており、必ずしも EVA 重視の経営だけに責があるわけではないと思われる。しかし「各事業の責任者は足元の EVA を極大化するため、先行投資をやめてしまった。そこで、今は金食い虫だが、将来の柱になる技術にカネが回らなくなつた」(同社経営企画部門 OB の森本博行首都大学東京教授<sup>3</sup>)という指摘が実態であったと考えるならば、ソニーは、足許の EVA 最大化行動が将来の EVA を毀損して企業価値を損なつた典型的ケースと言える。

90 年代は EVA 経営が効果を發揮

ソニーの失敗は、EVA 最大化を投資削減という縮小均衡的行動に求めた点に起因していた。では投資削減が常に企業価値を毀損するかといえば、必ずしもそうではない。例えば、日本において EVA が活発に利用され始めた 1990 年代後半は、バブルの後始末が容易に進まず、設備、雇用、債務の「3 つの過剰」を需要に見合う水準までダウンサイ징していくことが課題となっていた。斯かる環境において、将来的にも価値を生む見込みのない事業や資産があったならば、それを圧縮することにより将来の EVA を犠牲にせずに足元の EVA を拡大できるから、資産圧縮は正しい選択肢となり得た。

今は EVA が「負のスパイラル」を助長も

しかし、今はそのような環境ではない。リーマン・ショック、欧州ソブリン危機、そして東日本大震災と強い負の外生ショックが相次ぎ、結果として需給ギャップが埋まらない環境にはあるが、それは主としてディマンドサイドの萎縮を起点とするものであり、サプライサイドに本質的なムダがあつた 1990 年代後半とは状況は異なる。今は寧ろ、冒頭に述べたように「負のスパイラル」を断ち切るための需要創造に向けて、一人ひとりの経済主体に拡大均衡志向の経済行動が求められている時期であるといえる。

拡大均衡に向けた経営管理が求められる

需要減少トレンドが継続し、縮小均衡経路に陥っている経済環境において、EVA 最大化に向けた企業行動は、投資抑制に結びつき、企業価値を毀損しやすい状況を生み出す結果となっているように思われる。斯かる状況においては、経営者の眼を縮小志向から拡大志向へ、また、短期志向から中長期志向へと転じさせることが重要な課題であろう。つまり、現在の経済・経営において必要なのは、短期的な EVA 最大化のために安易な投資削減を許容しかねない経営(これを本節では「急進的 EVA 経営」と呼ぶ)ではなく、経営を拡大均衡へと規律付けることで、長期的な視野で着実に本源的 MVA(=企業価値)拡大を目指すという視点である。

<sup>1</sup> 出井伸之(2006)『迷いと決断』

<sup>2</sup> 文芸春秋(2007 年 2 月号)等

<sup>3</sup> 日本経済新聞(2011 年 10 月 16 日)

次項では、そのような視点を重視した経営を「漸進的 MVA 経営」と位置付け、その考え方について議論しよう。

## 2. 漸進的 MVA 経営の考え方

本源的 MVA の 経営者の役割が本源的 MVA の拡大を通じた企業価値の向上にあることは既に述べた。そして、EVA 経営が孕むリスクは、本来は本源的 MVA 拡大に向けた手段に過ぎない各期の EVA 拡大が自己目的化することである。それは、目先の EVA 確保のために投資が削減されることで将来の EVA が犠牲となり、結果的に本源的 MVA を毀損するリスクを意味しており、取り分け現下の経済環境においてはそのリスクが顕現化しやすい。

以上の議論から、経営管理のあり方を考える際に以下のようなインプリケーションが得られるだろう。すなわち、①経営者の役割が EVA 拡大ではなく MVA 拡大にある点を明示的に認識できるよう、経営指標は MVA を直接の目的関数とするのが望ましい、②縮小均衡ではなく拡大均衡に向けて企業行動を規律付けるのが望ましい、③短期的利益の最大化行動ではなく長期的利益最大化に向けた着実な貢献が評価されるのが望ましい、である。

本源的 MVA を EVA の関数として書くと、

$$\begin{aligned} Justified \ MVA_0 &= \frac{EVA_1}{(1 + WACC_1)} + \frac{EVA_2}{(1 + WACC_2)^2} + \frac{EVA_3}{(1 + WACC_3)^3} + \dots \\ &= \sum_{n=1}^{\infty} \frac{EVA_n}{(1 + WACC_n)^n} \\ &= \sum_{n=1}^{\infty} \frac{OA_{n-1} \times \left( \frac{NOPAT_n - WACC_n}{OA_{n-1}} \right)}{(1 + WACC_n)^n} \end{aligned}$$

である。ここで OA(営業用資産)と NOPAT の定率成長を想定すると、

$$Justified \ MVA_0 = \sum_{n=1}^{\infty} \frac{OA_0 (1 + g_{OA})^{n-1} \times \left( \frac{NOPAT_0 (1 + g_{NOPAT})^n}{OA_0 (1 + g_{OA})^{n-1}} - WACC_n \right)}{(1 + WACC_n)^n}$$

と書ける。但し、 $g_{OA}$  : OA 成長率、 $g_{NOPAT}$  : NOPAT 成長率、である。変数は  $g_{OA}$ 、 $g_{NOPAT}$ 、 $WACC_n$  であるから、これらに依存して本源的 MVA が決定される。本源的 MVA 拡大への条件について、この式の右辺を

$$\text{Part A: } OA_0 (1 + g_{OA})^{n-1}$$

$$\text{Part B: } \frac{NOPAT_0 (1 + g_{NOPAT})^n}{OA_0 (1 + g_{OA})^{n-1}} - WACC_n$$

$$\text{Part C: } (1 + WACC_n)^n$$

の三つに分けて考えよう。 $WACC_n$  には非負制約があるので Part C は常に正となり、従って分子である Part A と Part B の積は正で且つ増加していくのが望ましい。また、Part A が負、Part B が負であってもその積は正となるが、Part A に非

負制約があることは明らかなので、Part B も正でなければならない。以上より、全ての Part は正であり、Part A、Part B が増加し、Part C が縮小するのが望ましいことになる。

### 3 つの条件

さて、Part A の変数は  $g_{OA}$  のみであるから、Part A の増加条件は  $g_{OA} > 0$  である。続いて、Part B は第一項と第二項の相対的な関係に依存して増減するが、 $WACC_n > 0$  より第二項は負とならないので、Part B が増加するには、第一項が拡大する一方で第二項が縮小することが望ましい。第一項の変数は  $g_{NOPAT}$ 、 $g_{OA}$  である。 $g_{OA} > 0$  より分母は次第に大きくなるので、第一項が拡大する条件は分子の拡大テンポが分母の拡大テンポを上回ること、つまり  $g_{NOPAT} > g_{OA}$  である。最後に、Part B の第二項及び Part C の変数である  $WACC_n$  は  $WACC_n > 0$  という制約のもとで出来るだけ小さくなる ( $WACC_n \rightarrow 0$ ) のが望ましい。

以上を纏めると、本源的 MVA の永続成長に向けた条件は次の 3 つである。

$$g_{OA} > 0 \quad \cdots (1)$$

$$g_{NOPAT} > g_{OA} \quad \cdots (2)$$

$$WACC_n \rightarrow 0 \quad \cdots (3)$$

### 「資産成長を上回る収益成長」の別の表現

(1)と(3)は容易に理解されようが、(2)はやや解釈しにくいかも知れない。(2)は、本源的 MVA の永続成長に向けて、資産成長を上回る収益成長が必要であることを示している。これは「資産成長=企業価値向上」を担保する条件でもある。では、「資産成長を上回る収益成長」は、具体的にはどのような経営によって達成されるのだろうか。この条件をもう少し日々実践しやすくなる形に捉えなおしてみよう。収益成長をデュポン分解すると、

$$(1 + g_{NOPAT}) = (1 + g_{OA}) \times (1 + g_{SALE/OA}) \times (1 + g_{NOPAT/SALE})$$

である。ここで

$$\frac{(1 + g_{NOPAT})}{(1 + g_{OA})} > 1$$

であるから、

$$(1 + g_{SALE/NOPAT}) \times (1 + g_{NOPAT/SALE}) > 1$$

が成り立つ。但し、 $g_{SALE/OA}$  : 事業用資産回転率の変化率、 $g_{NOPAT/SALE}$  : 売上高 NOPAT 率の変化率、である。つまり「利益成長が資産成長を上回る経営」とは「資産効率の変化と収益性の変化の“組み合わせ”がわずかでも前期より改善するような経営」を意味する。

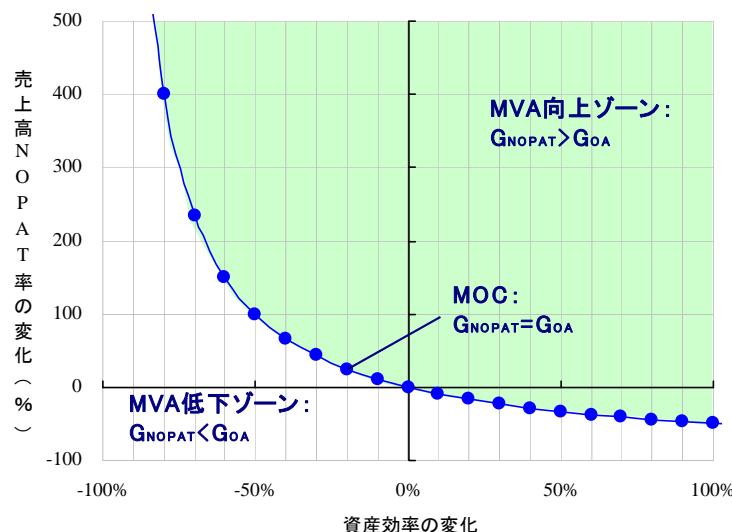
### MOC を上回る経営

【図表 VI-2-2】に示す曲線は、 $g_{NOPAT} = g_{OA}$  となる  $g_{SALE/OA}$  と  $g_{NOPAT/SALE}$  の組み合わせを示している。この曲線以下の範囲で経営が行われると、 $g_{NOPAT} \leq g_{OA}$  となって(2)を満たさず、本源的 MVA の永続成長は不可能となるから、経営者はこの曲線を上回る範囲で事業活動を行うことが求められる。曲線を MOC: 最低義務曲線 (Minimum Obligation Curve) と名付けるならば、経営者は MOC を上回る  $g_{SALE/OA}$  と  $g_{NOPAT/SALE}$  の組み合わせという制約条件下で経営を行わなければならない。

しかし同時に、MOC を上回っていれば、 $g_{SALE/OA}$  と  $g_{NOPAT/SALE}$  の組み合わせについては自由である。つまり、設備投資によって資産効率が低下する時期には

収益性の改善でその分を補えばよいし、シェア拡大を狙った値引き戦略により収益性が低下しても、資産効率の改善でその分を補えばよい。 $g_{SALE/OA}$ と $g_{NOPAT/SALE}$ のいずれを重視するかは経営環境や経営者の裁量に依存する問題であり、必要なのは選択した組み合わせがMOCを上回ることである。

【図表VI-2-2】 Minimum Obligation Curve



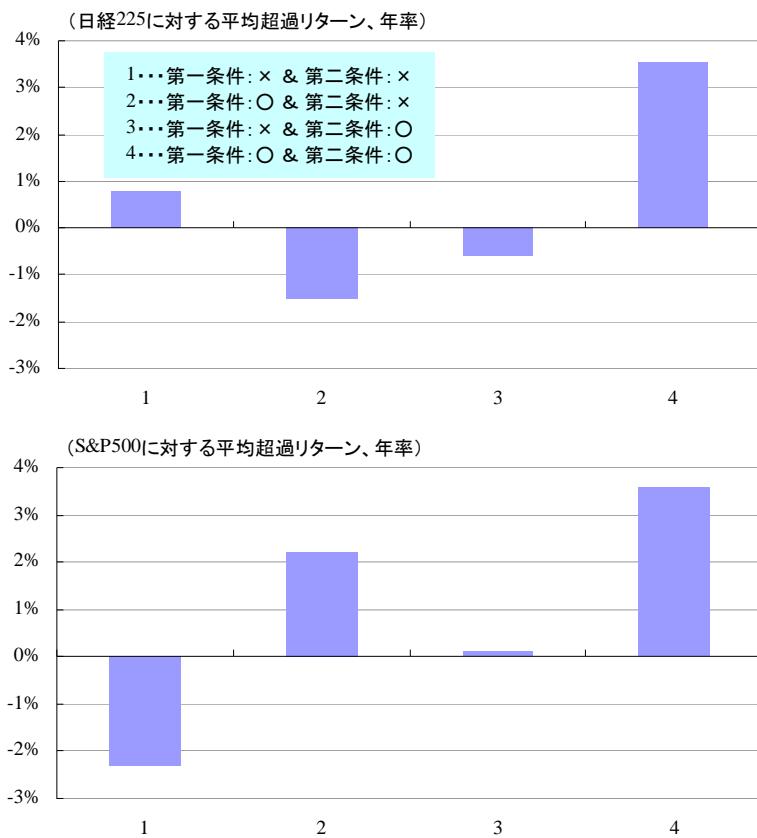
(出所)みずほコーポレート銀行産業調査部作成

#### 漸進的MVA経営は株価に好影響

【図表VI-2-3】は、日本と米国の代表的企業<sup>4</sup>を標本に、MVA永続成長に向けた第一条件である「正の資産成長率」と第二条件である「MOCを上回る経営」について、1群:標本期間を通じてどちらも達成出来なかった企業、2群:第一条件のみ達成した企業、3群:第二条件のみ達成した企業、4群:どちらも達成した企業の4群に分けた上で、各標本の株価に関してマーケットリターンに対する超過収益率を計算し、夫々の群毎の平均値を取ったものである。上段が日本企業、下段が米国企業に関する結果となっている。各群に振り分けられた企業の属性(業種や規模、業歴等)が共通していないこと等のノイズが存在することから、必ずしも日米で完全に一致した実証結果にはなっていないが、その中にはあっても、第一条件と第二条件のいずれも満たしている4群の超過リターンが顕著に高いことがわかる。つまり「漸進的MVA経営」は、株式市場からも評価される考え方であるといえよう。

<sup>4</sup>日経225及びS&P500を構成する事業会社の中で過去3年の連続した財務・株価データが取得できた企業で、赤字等でデータ測定が困難であった企業を除く企業

【図表VI-2-3】「漸進的MVA経営」と株価の関係(上段:日本、下段:米国)



(出所)みずほコーポレート銀行産業調査部

(注)第一条件:資産成長率が正である、第二条件:MOCを上回る範囲で経営している

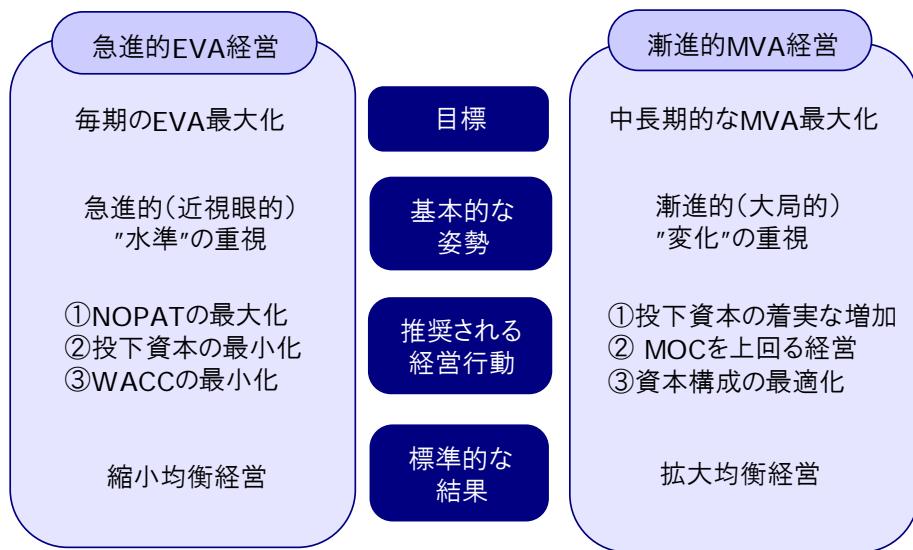
### 3. おわりに

最後に本節のエッセンスを纏めよう(【図表VI-2-4】)。「急進的EVA経営」は、毎期のEVA最大化が目的であるため、経営は近視眼的になりがちであり、また稼ぎ出すEVAの「水準」が評価対象となるから、その時点で負のEVAを有する事業は排除されやすい。NOPATの最大化、投下資本の最小化、WACCの最小化等の選択肢の中で、足許の事業環境の中では特に投下資本の最小化が選択されやすくなり、結果的に経営が縮小均衡に陥るリスクを孕む。

他方、「漸進的EVA経営」は、将来に亘って永続するEVAの総和を拡大することが目的である。経営者は今期のEVAだけでなく将来のEVAにも責任を持つ姿勢が求められることから、縮小均衡的な企業行動は許容され難くなる。また、持続可能性を担保するため漸進的な「変化」が評価対象となるため、その時点で負のEVAを有する事業であっても、排除するのではなく、規模を大きくしながら少しづつでも負のEVAを縮めていくような行動が選択されやすくなる。投下資本の着実な増加、MOCを上回る範囲での経営、資本構成の最適化によって、企業経営は拡大均衡に向けて規律付けされる。

経営管理手法の是非は環境依存であると考えられるから、本節は「漸進的MVA経営」が常に「急進的EVA経営」より優れていると主張するものではない。例えば、生産資源が水膨れしており可及的速やかなスリム化が必要な環境においては、「漸進的」で「拡大志向」のアプローチは水膨れ状況を徒に長引かせることになりかねず、寧ろ大胆なコストカットを許容するEVA的発想の方がファイットするかもしれない。しかし、個々の企業行動の拡大志向なくしてわが国経済全体が「負のスパイラル」から脱却することは困難であるという環境認識に立脚するならば、今の時代に求められるのは、経営を拡大志向へと規律付ける「漸進的MVA経営」の発想ではないだろうか。

【図表VI-2-4】「急進的EVA経営」と「漸進的MVA経営」の比較



(出所)みずほコーポレート銀行産業調査部作成

(事業金融開発チーム 草場 洋方)  
hirokata.kusaba@mizuho-cb.co.jp