

2012 年 2 月 10 日

Mizuho Industry Focus

Vol. 106

企業価値の拡大均衡に向けた経営管理の考え方 ～急進的 EVA 経営から漸進的 MVA 経営へ～

草場 洋方

hirokata.kusaba@mizuho-cb.co.jp

〈要 旨〉

- 株主のエージェントとしての経営者の役割は株式価値の拡大であり、その為に、経営者には企業の本源的市場付加価値（Justified MVA）を拡大させる行動が求められる。
- 近年一般的な EVA 重視の経営スタイルは、短期的な EVA 最大化行動が Justified MVA の拡大に結びつく場合においてのみ正当化され得る。そうでない場合、EVA 重視の経営は却って株式価値を損なう。
- 経済が縮小均衡経路を辿る今日、短期的な EVA 最大化行動は投資削減に結びつきやすい（このような経営を、本稿では「急進的 EVA 経営」という）。それは将来の EVA 創出の芽を摘むことで Justified MVA を毀損するリスクを孕んでおり、同時に、個々の企業の投資削減行動がマクロ経済的な「負のスパイラル」を助長することで、結果的に経営環境の一段の悪化を齎しかねない。
- 斯かる環境においては、企業経営が拡大均衡を志向するような規律付けの必要性が高まっている。その点、本稿で提示する「漸進的 MVA 経営」の考え方は、①投下資本の着実な増加、②MOC（資産効率の変化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、によって経営を拡大志向へと規律付ける。
- EVA Spread の階差の自己相関は負であり、その傾向は階差の絶対値が大きいほど強まる。つまり、「急進的 EVA 経営」は持続可能性が低いと評価しうる。他方、「漸進的 MVA 経営」の考え方を実践する企業は、そうでない企業に比べて株価のアウトパフォーム傾向が確認され、「漸進的 MVA 経営」が株式市場からも評価される考え方であることが示唆される。
- 企業行動の拡大志向なくして株式価値の永続成長は見込めず、経済全体が「負のスパイラル」から脱却することも困難である。今の時代に即した経営管理のアプローチは、縮小均衡に陥りがちな「急進的 EVA 経営」ではなく、拡大均衡へと経営を規律付ける「漸進的 MVA 経営」である。

目 次

企業価値の拡大均衡に向けた経営管理の考え方
～急進的 EVA 経営から漸進的 MVA 経営へ～

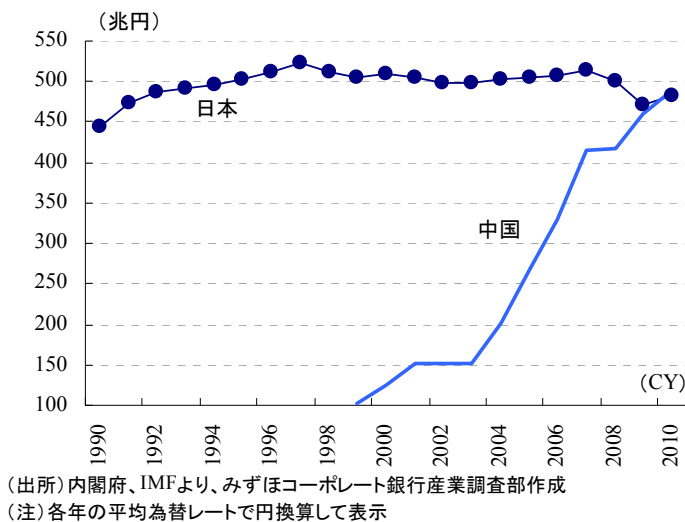
第一節. はじめに		2
第二節. EVA が孕む経営の縮小均衡リスク		4
第三節. 漸進的 MVA 経営の考え方		11
第四節. 実証分析		16
第五節. おわりに		21

第一節. はじめに

「失われた 10 年」
から「失われた 20 年」に

わが国の経済は、1990 年代の「失われた 10 年」から 2000 年代前半の「実感無き景気回復」を経て、近年は「失われた 20 年」と形容される場面が増えてきた。名目所得の停滞が延々と続き、終に 2010 年には国家のアイデンティティの一部を形成していた「世界第二位の経済大国」の座からも滑り落ちたという現実(図表 1)を前にすると、それも強ち誇張された表現とは言えないだろう。

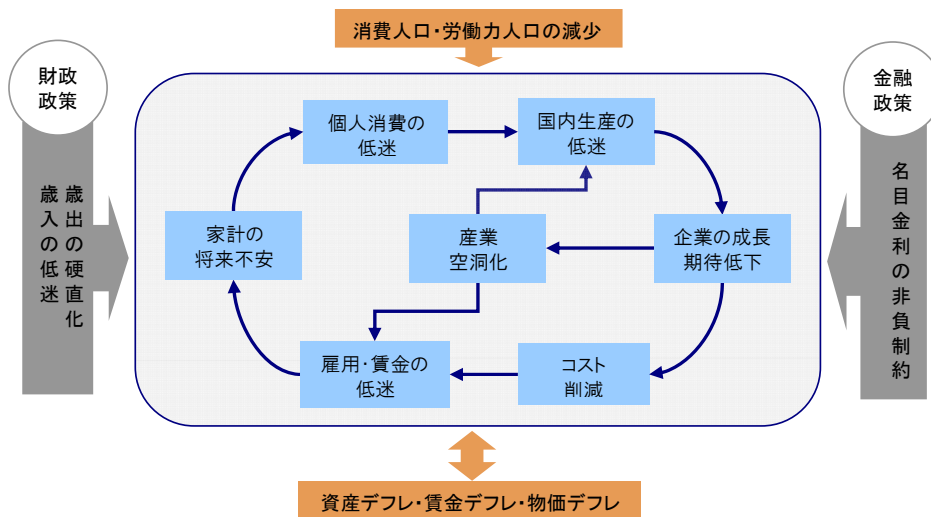
【 図表 1 日本と中国の名目 GDP 推移 】



縮小均衡経路を
辿る日本経済

この間、日本経済は「負のスパイラル」と称される縮小均衡経路を辿ってきた。図表 2 はそれを概念的に示している。人口減少が根本的な成長抑制因子として存在する中、家計部門は資産・賃金デフレの長期化による将来不安の高まり等から消費マインドを萎縮させ、それが内需の柱である個人消費の低迷に結びついている。企業部門は生産の伸び悩みや人口減少に伴う将来の成長期待低下を背景にコスト圧縮に励んでいるが、それが雇用・賃金の低迷を通じて一段と消費マインドを萎縮させ、企業自身の設備投資需要の低迷と相俟って更なる内需縮小を招く悪循環となっている。

【 図表 2 「負のスパイラル」の概念図 】



経済政策も手詰まり

このような厳しいファンダメンタルズに対処すべき経済政策についても、手詰まり感が漂う。財政政策の面では、国債残高の累増に伴う国債費の膨張と高齢化による社会保障費の拡大で裁量的な需要刺激の余地は乏しく、金融政策については、デフレ下で名目金利の非負制約に直面しており、日本銀行はリスク資産の買い取り等の非伝統的な政策領域に踏み込んでいるものの、これまでのところ成果は捗々しくない。

「正のスパイラル」に向けて求められること

向こう10年の日本経済が「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、それは偏に経済がこのような縮小均衡経路から如何にして脱し、「負のスパイラル」から「正のスパイラル」に転換し得るかどうかに依存している。その為に求められる視点は何だろうか。まず、マクロ経済政策に必要な視点は、端的に言えば、家計の将来不安の払拭と人口問題の解決であろう。将来不安に基づく流動性選好の緩和によって消費性向が高まり、且つ消費人口が増えれば、内需に対する企業の成長期待も自ずと回復し、設備投資需要も盛り上がっていくと考えられる。他方、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、マクロ経済政策や産業政策だけでなく、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等、ミクロへの直接的な働きかけも必要であろう。

拡大均衡に向けた経営管理のあり方を検討

本稿は、このような問題認識を基盤として、特にミクロ的な企業行動を律する経営管理のあり方について検討するものである。次の第二節では、まずこれまでの経営管理指標の変遷を振り返り、その後、現在の代表的管理指標であるEVA^{®1}の概念を整理すると共に、現下の経済環境におけるEVA経営が縮小志向の企業行動を惹起して長期的な企業価値を損なうリスクがあることを指摘する。続く第三節では、縮小志向ではなく拡大志向へと企業行動を規律付ける「漸進的MVA[®]経営」の考え方を紹介し、それを実践するための三つの条件を提示する。第四節では、内外の企業財務データ及び株価データを基に幾つかの実証分析を実施し、本稿の提示する「漸進的MVA経営」が企業価値の向上に結びつくことを示す。最後に第五節にてまとめを行う。

¹ EVA[®]及びMVA[®]は米スターン・スチュワート社の登録商標である。以下、EVA、MVAと記す。

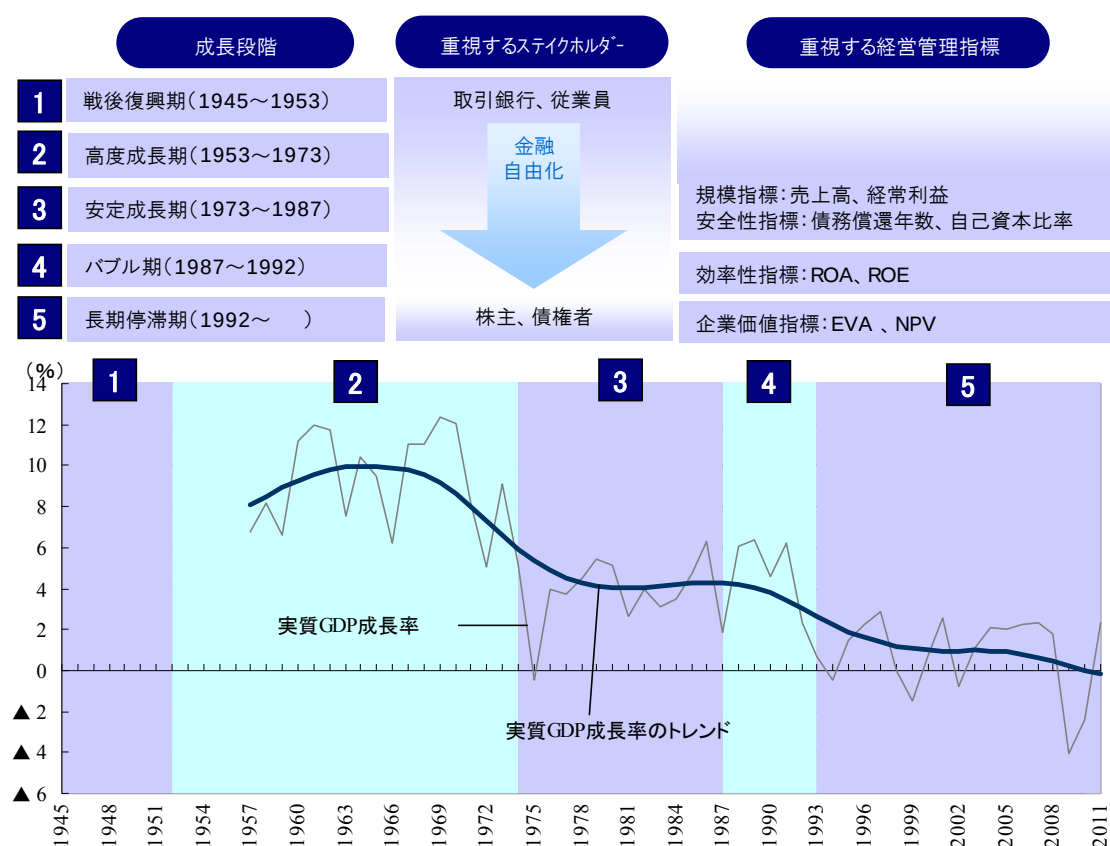
第二節. EVAが孕む経営の縮小均衡リスク

1. 環境の変化と重視される経営管理指標の変遷

経営管理指標は
環境依存

プリンシパルがエージェントを管理・評価する基準が「管理指標」であることを踏まえれば、投資家等のステイクホルダーをプリンシパル、経営者をエージェントとした場合、ステイクホルダー毎に望ましい経営管理指標は自ずと異なってくる。また、企業の目線に立てば、どのようなステイクホルダーを重視するかによって重視する経営指標も異なるだろう。日本の場合、1980年代からの金融・資本の自由化の進展と共に重視されるステイクホルダーが次第に変化し、結果として重視される経営管理指標も変遷してきたといえる。

【図表3 戦後日本の経済発展と経営管理指標の変遷】



(出所) 内閣府「国民経済計算」より、みずほコーポレート銀行産業調査部作成
(注) 成長率のトレンドはHPフィルターによって抽出

金融規制と経営
管理指標の変遷

図表3に沿って述べれば、③安定成長期あたりまでは、貸出金利の水準や社債の発行が厳しく規制され、株式についても「右へ倣え」の5円配当という時代であり、経営者をガバナンスするのは主としてメインバンクを中心とする銀行であった。このため、経営管理指標についても、売上高や自己資本比率など、債務償還の確実性を裏付ける規模や安全性に関する指標が重視された。しかしながら、「フリー、フェア、グローバル」の名の下に金融の自由化が進展すると、企業にとっては資金調達の見込みが増えた反面、新たに重要な資金提供者となった社債や株式の投資家の立場からは、どの企業に投資するのが最も投資効率が高くなるのかを判断する必要が自然と生ずる。その結果、ROAやROEといった効率性指標で企業や経営者を評価するというアプロー

チが一般化してゆき、その後、資本コストの概念が実務的にも一般化していくにつれて、企業価値指標がそれにとって代わることとなった。わが国では、花王等を嚆矢として、現在でも高度な経営管理を実施しているとされる企業の多くで EVA (或いはその概念を自社流にアレンジした類似指標) が経営管理の代表的枠組みとして利用されている。

マクロ経済と経営管理指標

また、経営管理指標に変遷をもたらしたのは金融・資本の自由化という制度要因だけではない。日本経済は、戦後の復興期から高度成長期にかけて極めて高い成長を記録したが、その後実質成長率は緩やかなダウントレンドに転じ、とりわけバブル崩壊以降は長期的に停滞している。一般に、経済が右肩上がりであれば、金利水準は高く、株価の上昇も期待できることから、投資家は経営者を厳しくガバナンスせずとも相応のリターンを得られ易い。しかし、経済が停滞し、金利は雀の涙、株価は下がる一方となれば、投資家としても厳しい環境下でもリターンを生み出す企業を探すインセンティブが増してくる。他方、企業の側も競争的な市場環境の中で出来るだけ良い条件で資金調達したいと考えるわけであり、投資家目線で評価されるような指標を重視するようになる。NPV や EVA といった企業価値指標が重視されるようになった背景には、このようなマクロ経済の環境変化も大きな背景として指摘できよう。

2. 企業価値と EVA の関係

EVA が正当化される論理

現在、経営管理指標として広く活用されている EVA だが、そもそもなぜ EVA を重視する経営が是とされるのか。はじめにその論理を簡単に確認してみよう。t 期の EV: 会社総価値 (Enterprise Value) を、資金の源泉、或いは企業価値の分配先という側面からみると、

$$EV_t = EQV_t + DV_t \cdots (1)$$

と書ける。但し、EQV: 株式価値 (Equity Value)、DV: 負債価値 (Debt Value) である。(1) 式は、企業価値が資金の出し手である株式投資家と債券投資家のいずれかに帰属することを示していると同時に、株式と負債の時価評価額として企業価値が認識されることを表している。また、EV を資金の運用先、或いは企業価値の源泉という側面からみると、

$$EV_t = NOA_t + OA_t + MVA_t \cdots (2)$$

と書ける。但し、NOA: 非事業用資産 (Non-operating Asset)、OA: 事業用資産 (Operating Asset)、MVA: 市場付加価値 (Market Value Added) である。NOA は余資運用に回している流動性などその有無が事業活動に影響しない資産、OA は機械設備や在庫など事業活動に不可欠の資産であり、NOA と OA の和は t 時点で適切に評価された総資産価値である。(2) 式を変形すると、

$$MVA_t = EV_t - (NOA_t + OA_t) \cdots (3)$$

となり、MVA は EV から総資産を控除した差額である。従って、投資家が総資産価値以上の価値をその企業に認めていれば MVA は正となり、逆に MVA が負というのは、投資家がその企業の価値を資産価値未満と評価していることを意味する。

ここで、資産の含み損益が存在せず将来の負債返済に懸念がないことなど DV、NOA、OA を所与と仮定できるケースでは、(1)式と(3)式より、MVA は EQV の関数となる。つまり、MVA は株式市場の評価によって決定され、経営者が自分の努力で直接増減させることは出来ない概念である。

ところで、日々の株式の市場価格は、当該株式の本源的な価値変動だけでなく、それ以外の様々なノイズによって変動するから、MVA にも様々なノイズが含まれることになる。ここで、ノイズの影響を除いて考えると、投資家が総資産価値以外の価値(=MVA)を企業に見出すとき、本源的には、それは OA の利用によって将来生み出される価値の内、投資家に帰属する付加価値の割引現在価値を意味する。このノイズの影響を除いた MVA を Justified MVA: 本源的市場付加価値とすると、

$$\text{Justified MVA}_t = \frac{EVA_{t+1}}{(1+WACC_{t+1})} + \frac{EVA_{t+2}}{(1+WACC_{t+2})^2} + \dots \quad \dots (4)$$

と書ける。但し、EVA: 経済付加価値 (Economic Value Added)、である。また WACC: 加重平均資本コスト (Weighted Average Cost of Capital) は、

$$WACC_t = \frac{EQV_t}{EV_t} \times r_E + \frac{DV_t}{EV_t} \times r_D \quad \dots (5)$$

である(但し、 r_E : 株式投資家の要求収益率、 r_D : 債券投資家の要求収益率)。(4)式より、EVA は「ある将来の一定期間内に生み出される投資家に帰属する付加価値」であり、その将来に亘る永続的流列の割引現在価値の総和が Justified MVA である。

以上より、経営者の役割は以下のように位置付けられる。株主のエージェントとしての経営者に求められるのは EQV の向上であるが、直接株価を操作することは出来ないので、Justified MVA の増加を通じて間接的に株価に働きかけることが第一の役割となる。また第二の役割は、IR 活動を通じて投資家と企業の間に横たわる情報の非対称性を緩和し、MVA を Justified MVA に接近させる努力を行うことである。

さて、ここまでの議論を踏まえ、EVA を増加させる経営がなぜ正当化されるのかを改めて整理しよう。まず、経営者の役割は EQV の最大化である。そして、将来の負債返済に懸念がない環境では DV の価格変動は大きくないので、(1)式より EQV の最大化 $\equiv$ EV の最大化である。また、EV の構成要素のうち、NOA と OA は評価時点で所与なので、(2)式より EQV の最大化 $\equiv$ MVA の最大化となる。MVA は株式市場で決定されることから、経営者は Justified MVA の増加と IR 活動によって間接的に MVA の最大化を図る必要があり、(4)式より、Justified MVA の最大化に向けては各期の EVA を増加させる経営が是となる。以上が、EVA が正当化される論理である。

3. EVA の構造と EVA 経営の実践

EVA の構造

以上のような考え方にに基づき、各年度の EVA 最大化を通じて間接的に MVA の拡大を図る経営を一般に「EVA 経営」と称するが、そこで具体的に行われることは、事業、財務活動を通じて EVA を構成する各要素を変化させることである。EVA の構造は、

$$EVA_t = NOPAT_t - (OA_{t-1} \times WACC_t) \quad \cdots (6-1)$$

と書ける。但し、NOPAT: 税引後事業利益 (Net Operating Profit After Tax) である。NOPAT は事業活動によって得られた収入のうち中間投入や労働分配、租税が控除された後に残る利益であり、債権者と株主に分配可能な利益を意味する²。WACC は株式と負債方々に関する投資家の (他の類似リスク企業への投資を諦める為の) 機会費用率を資本構成で加重平均したものであり、投資家はその企業に投資する見返りとして当然に期待する利益率といえる。つまり EVA は投資家の期待を上回る利益水準を達成しているかどうかを計る指標であり、その増加のためには利益の拡大と資本コストの圧縮を同時追求することが必要となる。(6-1) 式は以下のようにも書ける。

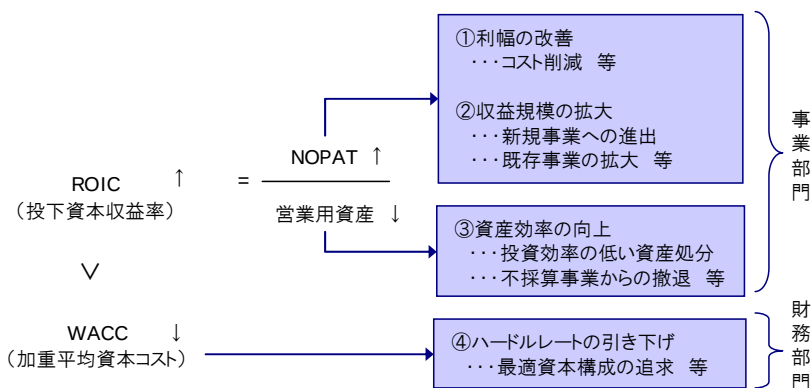
$$\begin{aligned} EVA_t &= \left(\frac{NOPAT_t}{OA_{t-1}} - WACC_t \right) \times OA_{t-1} \\ &= (ROIC_t - WACC_t) \times OA_{t-1} \quad \cdots (6-2) \\ &= EVA_Spread \times OA_{t-1} \end{aligned}$$

但し、ROIC: 投下資本税引後事業利益率である。

EVA 経営の実践

EVA 経営の実践においては、(6-2) 式を踏まえて図表 4 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、主として事業部門は、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 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 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 4 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

² 同様の考え方にに基づき、株式投資家に帰属する付加価値を直接求める考え方が残余利益 (Residual Income) アプローチである。EVA と残余利益の関係は、割引キャッシュフロー法を用いた企業価値評価で利用される FCFF (Free Cash Flow to Firm) と FCFE (Free Cash Flow to Equity) の関係と似ている。

4. EVA 最大化≠MVA 最大化のリスク

ケース・スタディ
～Y氏のサラリー
最大化行動～

さて、上述のように、EVA 経営が正当化されるのは、毎期の EVA 最大化が間接的に MVA を増加させ、最終的に企業価値の向上に資するという文脈においてのみである。従って、毎期の EVA 最大化行動が常に MVA 拡大を意味にするならば全く問題ないが、場合によってはそうならない場面もある。それを図表 5 のケースを用いて考えよう。以下を想定する。

- ① Z 社では、各事業部門長の賞与を当期の EVA に連動して決定している
- ② Z 社の X 部門には、A、B、C の三つの既存事業があり、新規事業として D が計画されている
- ③ X 部門の部門長には、A、B、C の各事業及び D 事業計画について、その継続・廃止を決定する権利がある

このとき、0 期末(1 期初)に新たに X 部門長として着任した Y 氏は、自身のサラリー最大化のためにどのような行動を取るであろうか。

【 図表 5 Z 社のケース 】

	0期	1期	2期	3期	4期	5期	6期	7期	8期	9期	10期
《既存事業》											
EVA(既存事業計)	5	15	30	35	50	50	50	30	20	0	0
－A事業	20	15	10	5	0						
－B事業	5	10	15	20	30	20	10	0			
－C事業	-20	-10	5	10	20	30	40	30	20	0	
《D事業計画》											
OA: 営業用資産	500	450	400	350	300	250	200	150	100	50	0
税引前償却前営業利益		20	40	60	80	100	200	250	250	200	100
減価償却費		50	50	50	50	50	50	50	50	50	50
税引前営業利益		-30	-10	10	30	50	150	200	200	150	50
税金(40%)		12	4	-4	-12	-20	-60	-80	-80	-60	-20
NOPAT: 税引後営業利益		-18	-6	6	18	30	90	120	120	90	30
OA(t-1)×WACC(10%)		-50	-45	-40	-35	-30	-25	-20	-15	-10	-5
EVA(D事業)		-68	-51	-34	-17	0	65	100	105	80	25
MVA											
－A事業		27									
－B事業		95									
－C事業		132									
－D事業		39									

(出所)みずほコーポレート銀行産業調査部作成

Y 氏にとって、1 期のサラリー最大化は 1 期の EVA 最大化を意味する。従って、本来は、商品の高付加価値化によって利幅を拡大したり、戦略的なマーケティングによって販売シェアを拡大したり、いわば正攻法で各事業の EVA を高めていく行動が期待される。しかし、Y 氏はより容易に 1 期の EVA を増やすことも出来る。それは、▲10 の EVA が予想される C から撤退し、同じく▲68 の EVA が予想される D 計画を白紙撤回することである。A、B、C、D の全事業を行った場合の EVA は全体で▲53 だが、A、B だけ行う場合は 25 である。サラリーを最大化したい Y 氏が 1 期の時点で不採算となる C や D から撤退する判断を行う可能性は低くない。

さて、C、Dを行わないことで1期のEVAが最大化したとして、それは喜ばしいことなのだろうか。図表5をみると、2期以降、Cは数年間に亘って正のEVAが期待できる事業であることがわかる。また、Dについても、向こう数年は負のEVAが続くものの、やがて収益化して正のEVAを創出するようになる。各期のEVAの割引現在価値の総和であるJustified MVAをみると、CもDも正である。つまり、Y氏が短期的なEVA最大化のために不採算事業に資本を投下しないという判断をすることは、将来のEVA創出機会を失わせ、結果的に現時点でのMVA(≡企業価値)を毀損するリスクを内包しているのである。

5. ソニーの失敗

EVAで経営が近視眼的に

このように、本来企業価値を増進させるための経営管理指標であるEVAが却って企業価値を毀損するというケースは、現実の経済においても起こりうることである。例えば、ソニーはEVA経営が必ずしも所期の目的を果たせなかった事例としてしばしば採り上げられる。

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っ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は具体的施策にも直結する優れた指標」とした出井氏(図表6)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経営を公に批判したことで、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ったことなど、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った」(同社経営企画部門OBの森本博行首都大学東京教授)という指摘が実態であったならば、ソニーの失敗はY氏のケースと全く同じといえるだろう。

【図表6 EVA経営に関するソニー関係者の発言】

①出井伸之氏	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
②中鉢良治氏	カンパニー制とEVA連動評価が、結果的に短期志向と部分最適に陥った
③森本博行氏	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った

(出所)①出井伸之(2006)『迷いと決断』、②文芸春秋(2007年2月号)、③日本経済新聞(2011年10月16日)より
みずほコーポレート銀行産業調査部作成

6. 現下経済における「急進的 EVA 経営」の弊害

90 年代は EVA 経営が効果を発揮

Y 氏とソニーの失敗は、EVA 最大化を投資削減という縮小均衡的行動に求めた点で共通している。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。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ジングしていくことが課題となっていた。斯かる環境においては、将来的にも価値を生む見込みのない事業や資産を圧縮することにより将来の EVA を犠牲にせず足元の 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。2000 年代前半にかけてのリストラクチャリングを経て、日本企業は相応に筋肉質となっている。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った 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、企業価値を毀損し易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（これを本稿では「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、着実に長期的な MVA（≒企業価値）拡大を目指すという視点である。

次節では、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。

第三節. 漸進的MVA経営の考え方

1. MVA の永続成長に向けた条件の導出

Justified MVA の永続成長

経営者の役割が Justified 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 Justified 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 Justified 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 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の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。

これらの望ましい性質を表現できる形に (4) 式を変形することを考える。t=0 と置くと

$$\begin{aligned} \text{Justified MVA}_0 &= \frac{EVA_1}{(1+WACC_1)} + \frac{EVA_2}{(1+WACC_2)^2} + \frac{EVA_3}{(1+WACC_3)^3} + \dots \\ &= \sum_{n=1}^{\infty} \frac{EVA_n}{(1+WACC_n)^n} \\ &= \sum_{n=1}^{\infty} \frac{OA_{n-1} \times \left(\frac{NOPAT_n}{OA_{n-1}} - WACC_n \right)}{(1+WACC_n)^n} \end{aligned}$$

である。ここで OA と NOPAT の定率成長を想定すると、

$$\text{Justified MVA}_0 = \sum_{n=1}^{\infty} \frac{OA_0(1+g_{OA})^{n-1} \times \left(\frac{NOPAT_0(1+g_{NOPAT})^n}{OA_0(1+g_{OA})^{n-1}} - WACC_n \right)}{(1+WACC_n)^n} \quad \dots (7)$$

と書ける。但し、 g_{OA} :OA 成長率、 g_{NOPAT} :NOPAT 成長率、である。(7) 式において変数は g_{OA} 、 g_{NOPAT} 、 $WACC_n$ であるから、これらに依存して Justified MVA が決定される。Justified MVA 拡大への条件について、(7) 式を、

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

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

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

の三つに分けて考えよう。 $WACC_n$ に非負制約があると仮定すると 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、MVA の永続成長に向けた条件は、

$$g_{OA} > 0 \quad \cdots (8)$$

$$g_{NOPAT} > g_{OA} \quad \cdots (9)$$

$$WACC_n \rightarrow 0 \quad \cdots (10)$$

の三つとなる。

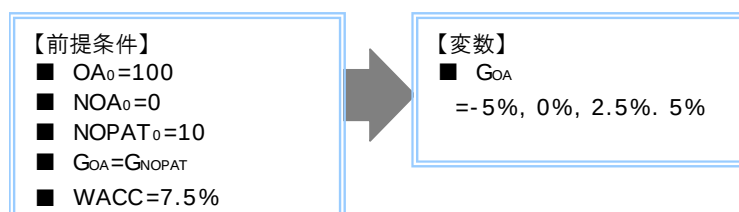
2. 資産成長による拡大均衡

資産拡大が企業
価値向上に繋がる

(8) 式は、資産を増やすことが Justified MVA の永続成長に必要であることを示している。この条件によって、縮小均衡ではなく拡大均衡に向けて経営者を規律付ける点がポイントである。

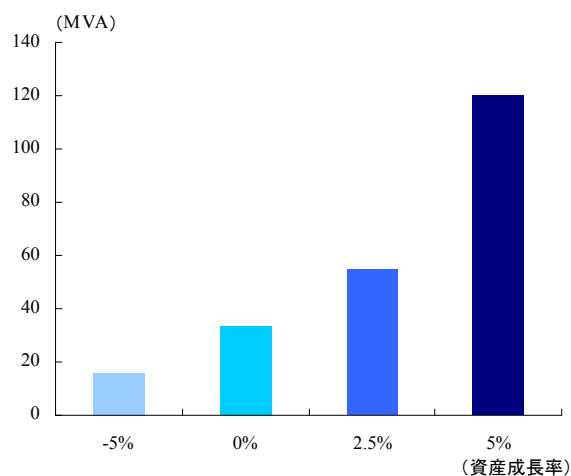
簡単なシミュレーションによって、資産を増やす行動が Justified MVA を増加させることを確かめてみよう。図表 7 の前提条件を(7)式に代入したときの Justified MVA を図表 8 に示しているが、資産成長率が拡大するに従って Justified MVA が拡大することがわかる。他の条件が満たされることを前提にすれば、償却を上回る投資を行って資産を拡大させることは企業価値を増やすことに繋がり、償却未満の投資しか行わない経営は企業価値を損ねる。

【図表 7 第一条件のシミュレーション前提】



(出所)みずほコーポレート銀行産業調査部作成

【 図表 8 資産成長率毎の MVA 】



(出所) みずほコーポレート銀行産業調査部作成

3. Minimum Obligation Curve

「資産成長を上回る
収益成長」の別の
表現

(9)式は、Justified 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。

「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、

$$(1 + g_{NOPAT}) = (1 + g_{OA}) \times (1 + g_{SALE/OA}) \times (1 + g_{NOPAT/SALE}) \quad \cdots (11)$$

である。右辺の $(1 + g_{OA})$ を左辺に移項すると、

$$\frac{(1 + g_{NOPAT})}{(1 + g_{OA})} = (1 + g_{SALE/OA}) \times (1 + g_{NOPAT/SALE}) \quad \cdots (12)$$

となり、ここで(9)式を利用すると、

$$\frac{(1 + g_{NOPAT})}{(1 + g_{OA})} > 1 \quad \cdots (13)$$

であるから、

$$(1 + g_{SALE/NOPAT}) \times (1 + g_{NOPAT/SALE}) > 1 \quad \cdots (14)$$

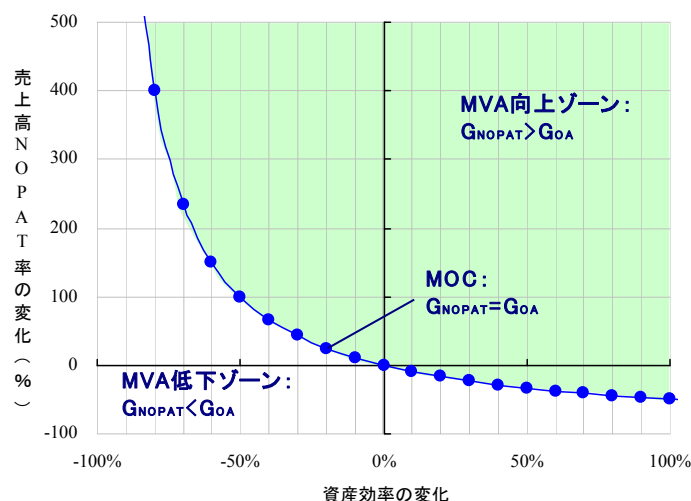
が成り立つ。但し、 $g_{SALE/OA}$: 事業用資産回転率の変化率、 $g_{NOPAT/SALE}$: 売上高 NOPAT 率の変化率、である。つまり「利益成長が資産成長を上回る経営」とは「資産効率の変化と収益性の変化の“組み合わせ”がわずかでも前期より改善するような経営」を意味する。

MOCを上回る経営

図表 9 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(9)式を満たさず、Justified 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そのときの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 9 Minimum Obligation Curve】



(出所)みずほコーポレート銀行産業調査部作成

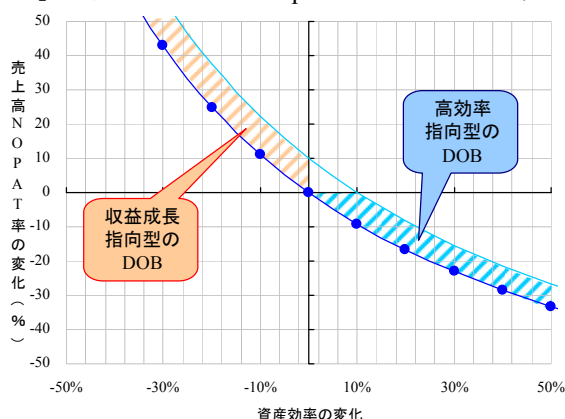
4. Directive Operation Band

持続可能な成長
に向けた視点

MOC は(14)式を満たす組み合わせの“Floor”と位置付けることが出来る。一方、図表 9 において、概念的には右上にいくほど成長速度が増すから、 $g_{SALE/OA}$ と $g_{NOPAT/SALE}$ の同時的急拡大こそが好ましいように見える。しかし同時に、右上にいくほどそのような経営は持続可能性が低下するに違いない。

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指標が望ましいという視点を踏まえると、MOC による“Floor”の設定と同時に、経営環境や当該事業の特性に応じた“Cap”を設定するのが望ましいと考えられる。図表 10 は、中長期的な永続成長に向けた着実な貢献を被評価者に意識させるための DOB: 指示的行動範囲 (Directive Operation Band) による管理の仕組みを示している。DOB の目的は、MOC 上の位置(収益成長志向か高効率志向か)と“Cap”による事業範囲を設定することで「どのよう(効率性と収益性のどちらを重視して)MVA を向上させていくのか」という評価者の意思を明らかにすることである。

【 図表 10 Directive Operation Band による管理 】



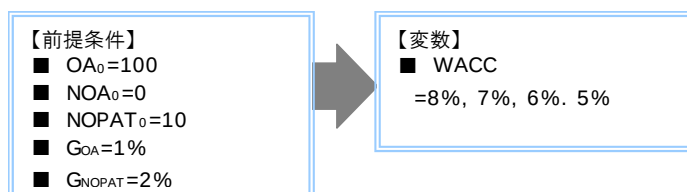
(出所)みずほコーポレート銀行産業調査部作成

5. 資本構成の最適化

WACC の決定は
内生的な側面が
強い

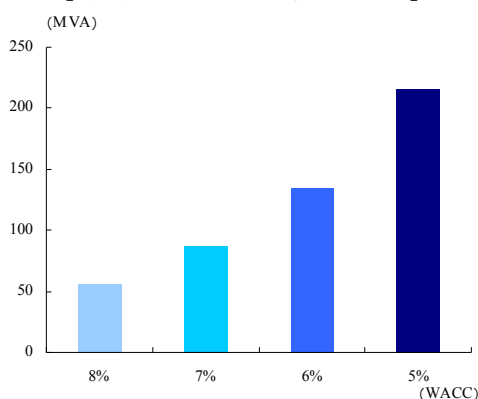
(10)式は財務活動に関する条件であり、WACC を最小化することで企業価値が高まるという点は、資本コストの概念を用いた様々な企業価値評価手法や経営管理指標と同じ考え方である。図表 11 の前提に基づいた図表 12 のシミュレーションにおいても、WACC が低下するほど MVA にプラスとなることが確認される。尤も、WACC の水準はマクロ経済・物価動向やマーケットセンチメントといった外部環境の他、 g_{OA} や g_{NOPAT} 等にも依存して内生的に決定される側面が強く、事業活動と独立に財務的な努力だけで全てが定まるものではない。例えば、高い g_{NOPAT} の実現によって事業構造が高収益(そして、その分高リスク)体質に変化すれば、投資家の期待収益率もそれに伴い高まる可能性がある。従って、第三の条件は、闇雲なレバレッジングによるのではなく「所与の事業環境の下で資本構成を最適化すること」によって達成されるべきである。

【 図表 11 第三条件のシミュレーション前提 】



(出所)みずほコーポレート銀行産業調査部作成

【 図表 12 WACC 毎の MVA 】



(出所)みずほコーポレート銀行産業調査部作成

第四節. 実証分析

1. EVA Spread の時系列分析

「急進的 EVA 経営」の弊害と「漸進的 MVA 経営」の妥当性を実証

EVA Spread の階差には負の自己相関

ここまで、企業価値向上の観点からみた急進的 EVA 経営が孕む問題点と漸進的 MVA 経営の考え方について、概念的な説明や仮定に基づくシミュレーションを中心に議論を進めてきた。しかし、いわば理屈だけで企業経営を議論したところで、そのような考え方が実際の財務や株価に影響するのかがどうか不明なままでは、経営の現場にとっては詮無いことかも知れない。そこで本節では、実際の財務データ・株価データを用いて幾つかの実証分析を行い、本稿の主張が絵に描いた餅でないのかどうかを確認したい。

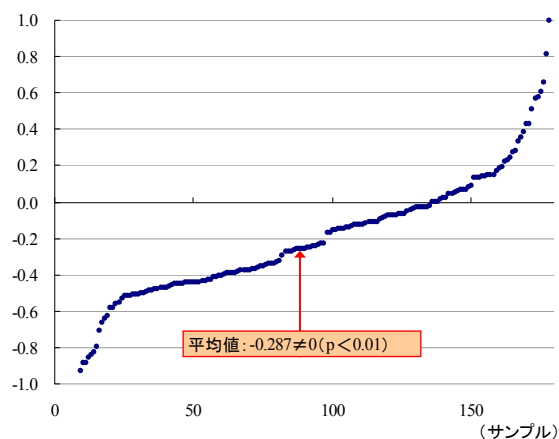
はじめに、「急進的 EVA 経営」の弊害について検討しよう。足許の経済環境においては、目先の EVA 拡大のために有望プロジェクトへの投資抑制等が発生して将来の EVA を毀損するリスクがある、というのが主な論点であった。その考え方が正しいならば、現在の EVA 拡大は将来の EVA 縮小に結びつきやすくなるはずである。実証的には、EVA Spread の階差の自己共分散(自己相関)が傾向的に負となることが想定されるだろう。つまり企業 i の t 時点の EVA Spread の階差を $\Delta EVAS_{i,t}$ とすると、以下が期待される。

$$\rho_{t,t+1}(\Delta EVAS_{i,t}) < 0 \quad \cdots (15) \text{ 式}$$

実証データは次のように作成した。まず、標本は 2000 年から 2010 年まで連続して連結財務データが取得可能な日経平均株価を構成する事業法人とし、Pacific Data 社のデータベースより 179 社分を得て ROIC を算定した。WACC 算定に関しては、株式資本コストは Barra 社提供の β 値を基に無リスク利子率を 1.5%、マーケットリスクプレミアムを 5% として CAPM により推定し、負債コストはその時点の平均負債利子率と 40% の税率を想定して推定した。

図表 13 は、以上のデータに基づいて計算した $\rho_{t,t+1}(\Delta EVAS_{i,t})$ を、全ての標本について昇順にプロットしたものである。平均的標本の自己相関係数は▲ 0.287 であり、負の自己相関が有意に確認される。また、自己相関が正なのは 43 標本、負なのは 136 標本であり、標本の 76% について、 $\Delta EVAS_{i,t}$ の自己相関は負である。つまり、図表 13 の結果より、平均的な企業では、EVA Spread を継続的に高めていくのは困難であることが示唆される。

【 図表 13 EVA Spread の階差の(1 次)自己相関 】

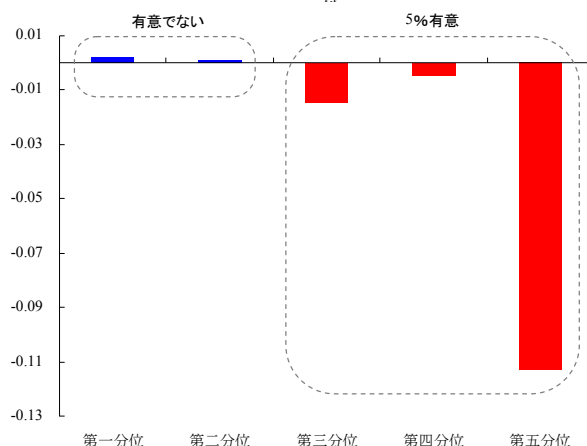


(出所) みずほコーポレート銀行産業調査部作成

EVA Spread の急拡大は、特に将来の EVA を毀損する

続いて、全標本 (firm-year) の t 期と $t+1$ 期の $\Delta EVAS_{i,t}$ の組み合わせについて、 $\Delta EVAS_{i,t}$ の絶対値を基準に小さい順から 5 分位に分け、夫々の分位毎に $\Delta EVAS_{i,t+1}$ を $\Delta EVAS_{i,t}$ に回帰させる作業を行った。図表 14 に各分位毎の回帰係数を示しているが、 $\Delta EVAS_{i,t}$ の絶対値が小さい第一、第二分位については回帰係数が有意でなく、第三分位以降は有意に負である。その中で、 t 期に最も大きな EVA Spread の変動があった第五分位に関しては、回帰係数の絶対値が他分位に比べて目立って大きい。

【図表 14 分位毎の $\Delta EVAS_{i,t}$ の (1 次) 自己回帰係数】



(出所)みずほコーポレート銀行産業調査部作成

EVA Spread の変動が大きいほど翌期の EVA Spread が反対方向に動き、特に急激な変化が起こるケースではその傾向が顕著になるという実証結果は、短期的な EVA 急拡大が将来の EVA 減少に繋がるということを示唆している。その一方で、EVA Spread の変化が小さい場合は、翌期の EVA Spread との間に有意な関係が認められないという実証結果は、少しずつ着実に EVA を向上させようとする漸進的アプローチであれば、必ずしも将来の EVA を毀損するものではないということを示唆している。

2. 漸進的 MVA 経営に対する株式市場の評価

漸進的 MVA 経営を実践すると株価にどう影響するのかを確認

続いて、「漸進的 MVA 経営」と株価の関係について検討しよう。正の資産成長率や MOC を上回る経営を実現している企業の株価が、そうでない企業の株価に対してアウトパフォームしているならば、「漸進的 MVA 経営」を実践することの意義はより明確になるだろう。

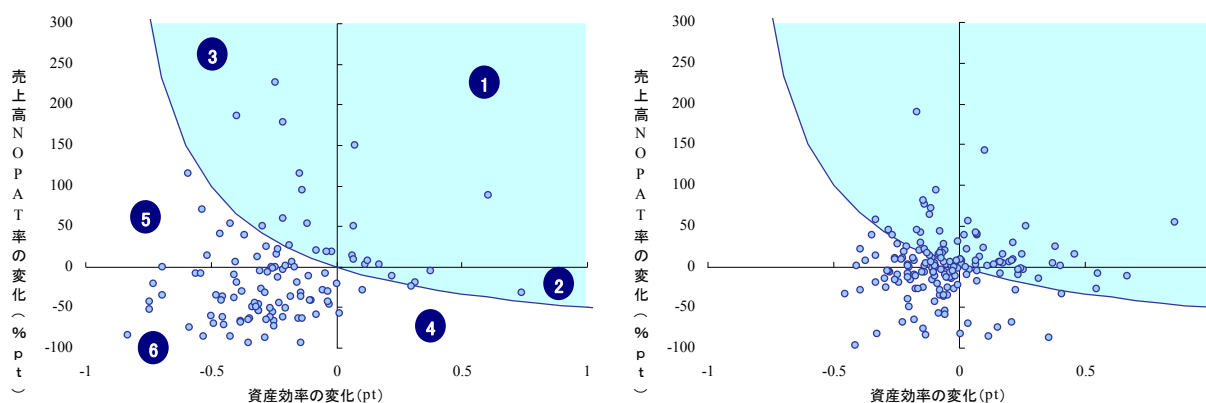
標本は、上述した日本企業に加え、「漸進的 MVA 経営」の国際的な普遍性を点検する観点から、ニューヨーク証券取引所に上場している企業のうち、時価総額が 2010 年末時点で 10 億ドルを越える事業会社を合わせて対象とした。標本期間は 2008 年～2010 年とし、赤字継続などで収益性の変化が正しく認識できない企業は除外した。結果、最終的に日本企業 117 社、米国企業 182 社が抽出された。

まずファクトファインディングとして、「漸進的 MVA 経営」の視点から日米企業のポジショニングを確認してみよう。図表 15 は、MOC に関して標本をマッピングしたものであり、左側が日本企業、右側が米国企業である。日米を比較する

と、まず企業の散らばりの観点から、米国企業はどちらかといえば原点の周りに密集している一方、日本企業は相対的に散らばり度合いが大きく、資産効率や収益性の変化に関する企業毎の個性が強いことが窺われる。また、その中で、日本企業は母集団が全体として左下に偏っており、この間の経営は「漸進的 MVA 経営」の観点からみると米国企業に劣る結果であったことが示唆される。

なお、日米企業の共通項としては、いずれも母集団が全体として左寄りであり、この間、資産効率が向上した企業の割合が少なかったことが指摘できる。図表 16 は、図表 15 の①～⑥のエリアにある企業の数と代表的な企業例を示したものである。MOC を上回る経営を実践している企業は、日本については全体の約 26%、米国については約 41%であり、MOC の観点からみると米国企業がより優れた経営を行ってきたと判断される。

【 図表 15 MOC を巡る企業のマッピング(左:日本企業、右:米国企業) 】



(出所)みずほコーポレート銀行産業調査部作成

【 図表 16 MOC の観点からみた日米企業群 】

		日本企業			米国企業		
		社数	構成比率	主な企業	社数	構成比率	主な企業
①	資産効率:○ 収益性:○	8	6.8%	富士通 京成電鉄	33	18.1%	P&G IBM
②	資産効率:○ 収益性:×	7	6.0%	信越化学 ヤマトHD	12	6.6%	Home Depo Time Warner
③	資産効率:×	15	12.8%	東レ パナソニック	29	15.9%	Honeywell Walt Disney
④	資産効率:○ 収益性:×	4	3.4%	セコム JR東日本	13	7.1%	Kellogg Bristol Myers
⑤	資産効率:×	13	11.1%	KDDI 三井物産	26	14.3%	PepsiCo Chevron
⑥	資産効率:×	70	59.8%	キヤノン 三菱重工業	69	37.9%	Hewlett-Packard Pfizer
		117	100%		182	100%	

(出所)Pacific Data、Reutersより、みずほコーポレート銀行産業調査部作成

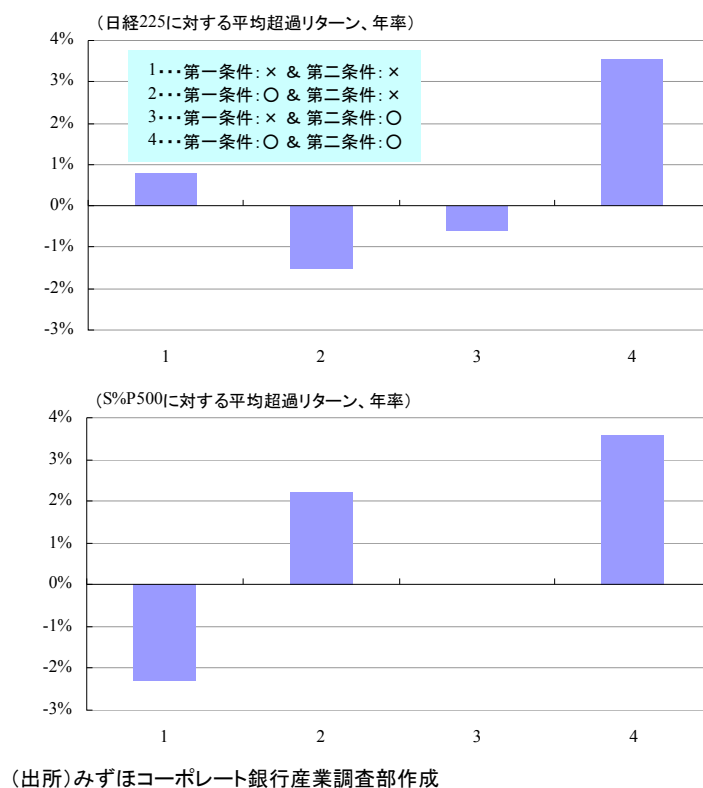
漸進的 MVA 経営は株価に好影響

さて、図表 17 は、各標本を、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」に関して、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。また、図表18に代表的な企業名を示している。

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、その中にあるだけでも、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考えることが出来る。

【 図表 17 「漸進的 MVA 経営」と株価の関係(上段:日本企業、下段:米国企業) 】



【 図表 18 「漸進的 MVA 経営」の観点からみた日米企業群 】

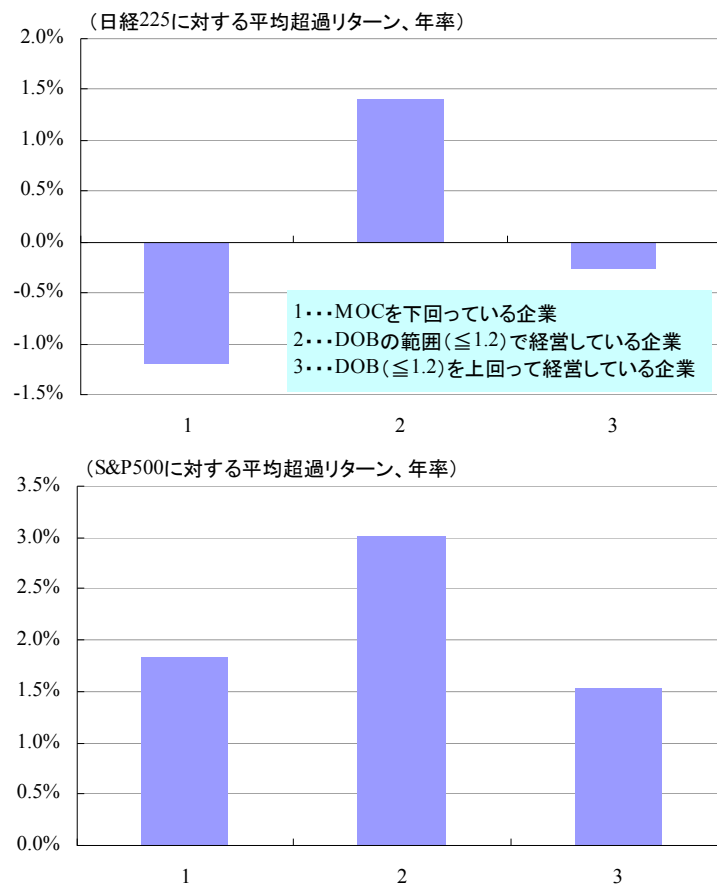
		日本企業			米国企業		
		社数	構成比率	主な企業	社数	構成比率	主な企業
1群	第一条件: × 第二条件: ×	14	12.0%	三菱自動車 日本通運	24	13.2%	NIKE General Mills
2群	第一条件: ○ 第二条件: ×	73	62.4%	京セラ アサヒビール	84	46.2%	Merck Xerox
3群	第一条件: × 第二条件: ○	21	17.9%	武田薬品 ソフトバンク	17	9.3%	United Parcel Service International Paper
4群	第一条件: ○ 第二条件: ○	9	7.7%	資生堂 日清製粉	57	31.3%	Wal-Mart Stores Kimberly-Clark
		117	100%		182	100%	

(出所)Pacific Data、Reutersより、みずほコーポレート銀行産業調査部作成

DOB の設定も株価に好影響

最後に、株価への影響という観点から DOB の設定に意味があるかどうかを確認した。具体的には、「漸進的 MVA 経営」の第二条件に関して、1 群:MOC 未満の経営を行った企業、2 群:DOB の範囲内で経営を行った企業、3 群:DOB を上回る経営を行った企業、という基準で分類を行い、夫々の群について、各標本の株価超過リターンの平均を比較した(DOB の“Cap”は 1.2 に設定)。図表 19 に結果を示しているが、日米共に DOB の範囲内での経営を実践している 2 群が最もパフォーマンスがよく、DOB を上回る経営を実践した 3 群はそれに劣っている。この結果からは、株式市場が速過ぎる成長の持続可能性を疑っている様子、そして寧ろ持続可能なテンポで着実に成長する企業を評価している様子が窺われ、DOB の設定に意味があることを示唆している。

【 図表 19 DOB の設定と株価の関係(上段:日本企業、下段:米国企業) 】



(出所)みずほコーポレート銀行産業調査部作成

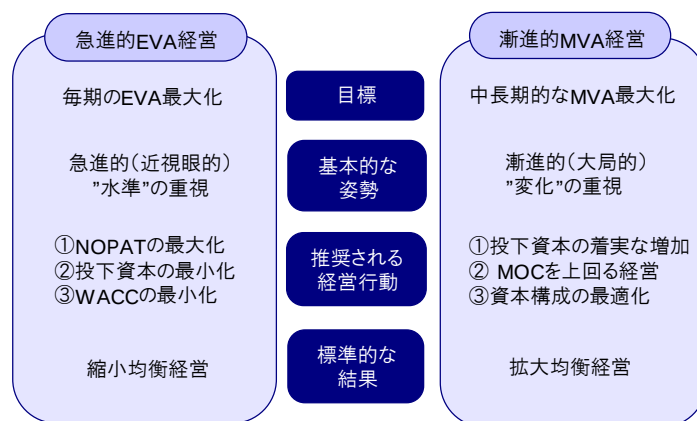
第五節. おわりに

最後に本稿のエッセンスを纏めよう(図表 20)。「急進的 EVA 経営」は、毎期の EVA 最大化が目的である為、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ない。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ずつでも負の 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、本稿は「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 的発想の方がフィ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 20 「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

以 上

(本稿に関する問い合わせ先)

みずほコーポレート銀行産業調査部
事業金融開発チーム
草場 洋方
Tel : 03-5252-6029

©2012 株式会社みずほコーポレート銀行

本資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、弊行が信頼に足り且つ正確であると判断した情報に基づき作成されておりますが、弊行はその正確性・確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、貴社ご自身の判断にてなされますよう、また必要な場合は、弁護士、会計士、税理士等にご相談のうえお取扱い下さいますようお願い申し上げます。

本資料の一部または全部を、①複写、写真複写、あるいはその他如何なる手段において複製すること、②弊行の書面による許可なくして再配布することを禁じます。

MIZUHO

Channel to Discovery