

持続的成長を可能にする意思決定とは

——経営指標 EVA の観点から——

本合 暁 詩 *

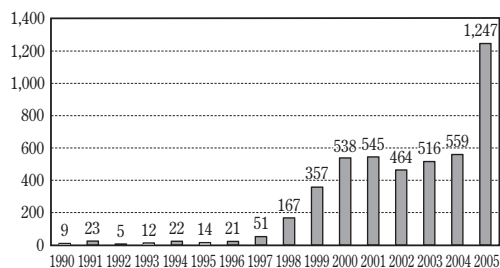
I はじめに

わが国の企業経営において、明示的に価値の創造が重視されるようになってから10年以上が経過した。それ以前には企業価値という言葉はあまり一般的ではなく、また取り上げられる場合でも価値観といった漠然としたものと考えられており、数値的に捉えられることもあまりなかった。しかし、図1が示すとおり、企業価値は経済紙を中心に1990年代末から頻繁に取り上げられるようになってきており、対応するように企業価値に関係の強い経営指標が注目されるようになった。多くの企業でこの間さまざまな経営指標の導入が試みられたが、それらの中でも代表的なものが、ファイナンス理論に基づき、資本コストを加味したEVA（経済付加価値）であろう。しかし、わが国企業の価値創造状況は、現在においても欧米に比べ大きく見劣りする。リクルートマネジメントソリューションズ組織行動研究所（2010）は、2008年秋に発生した金融危機後のデータを分析し、米国企業が価値を創造しているのに対し、日本企業が価値を破壊しているという結果を示している¹。この要因の1つと考えられるのが、資本コストを意識した経営と意思決定が浸透していないことである。例えばEVAにしても、業績評価のための一指標であるという認知にとどまり、企業価値を高めるための意思決定ツールとしての認知は高まっていないと考えられる。価値創造にリンクした指標に基づいて正しく意思決定を行えば、理論

上価値が創造されるはずである。本稿ではEVAの指標としての特性をあらためて整理したうえで、EVAに基づく意思決定が企業価値の創造に結びつくメカニズムを数値例を用いつつ明らかにする。

続く第II節では、EVAの定義をレビューし、第III節ではEVAと企業価値との関連を確認する。第IV節においては、よく使われるROA、ROEとの比較を行い、EVAに基づく意思決定がROAやROEに基づいた場合とどのように異なるのかを議論する。EVAを向上させる意思決定がいかに企業価値を高めるのかについてもここで述べる。最後の第V節では、ウォルマートの成長の推移を例にあげ、持続的成長のための意思決定についての示唆を得る。

図1 「企業価値」の記事件数



注：日経4紙（日本経済新聞、日経産業新聞、日経金融新聞、日経流通新聞）に「企業価値」に関する記事が掲載された件数。

出所：新聞記事の検索システム「日経テレコン21」。

* ほんごう あかし 株式会社リクルートマネジメントソリューションズ組織行動研究所主任研究員
akashi_hongo@recruit-ms.co.jp

II 経営指標 EVA のレビュー

1 EVA の定義

ここではまず EVA とは何かについて簡単にレビューする。EVA (Economic Value Added, 経済付加価値) は、企業が生み出した営業上の利益である NOPAT (Net Operating Profit After Tax) から、資本費用を差し引くことによって求められる。

$$EVA = NOPAT - \text{資本費用}$$

NOPAT は、税引き後の営業利益である。NOPAT は EVA の枠組みでの P/L (損益計算書) の数値にあたり、売上高から売上原価および販売費・一般管理費といった費用を差し引き、また、事業活動の結果として含めるべきその他の損益項目がある場合には、それらも加味した後、対応する税金を控除した数値である。

一方で、資本費用は、企業が事業活動に投下する資本 (資産) に、その資本に期待されるリターンである (加重平均) 資本コストを掛け合わせたものである。

$$\text{資本費用} = \text{投下資本} \times \text{資本コスト}$$

企業は事業活動から利益 (NOPAT) を生み出すわけだが、この際に使用している資産は銀行・債権者や株主などの投資家から提供された資本ともいえ、企業が事業活動を行うために投下されている。これが投下資本であり、投下資本は EVA の枠組みにおける B/S (貸借対照表) である。投下資本と B/S は概念としては同じだが、B/S とは異なり、投下資本は買掛金や引当金に代表される無利子の負債を含まない。投下資本を貸方サイドから見ると、資本を使用することにコストがかかる有利子負債と株主資本で構成される。これは負債コストおよび株主資本コストからなる加重平均資本コストの構成要素に対応している。また、投下資本の左右はバランスするため、買掛金のような無利子負債は B/S の借方からも同額差し引かれる。これにより流動資産から買掛金が差し引かれ、投下資本の借方には運転資本と固定資産が残

る。

この投下資本に、投資家が要求するリターンである (加重平均) 資本コストを掛け合わせたものが資本費用である。B/S の貸方に注目すれば、資本費用は、調達した資本にかかる絶対額の費用であり、B/S の借方に注目すれば、資本費用は、企業が保有する資産にかかる絶対額の費用ということになる。ファイナンスにおける価値評価において、資本コストは将来の価値を現在価値に割引く際に使用されるが、EVA においては毎期の投下資本に対して掛け合わせて資本費用とし、毎期のコストとして認識する。企業が価値を創造するためには、NOPAT が資本費用を上回る必要があり、資本費用は一定期間に企業が生み出すべき最低限の利益ハードルともいえる²。

EVA の意味することを要約すれば、以下のようになる。NOPAT は事業活動によって生み出された利益である。この利益を生み出すために企業は資産を使っている。資産は企業のものだが、これは銀行や株主から提供された資金 (資本) によって成り立っている。そして銀行や株主などの資金提供者はただで資本を提供してくれるはずはなく、一定の見返りを求めるため、資本を使用することにはコストが掛かっている。この資本にかかわるコストを、資本を使用して生み出した利益である NOPAT から差し引いたものが真の経済的利益、EVA である。

2 経済的意義

EVA は、投資家が提供する資本に対し要求する最低限のリターンを払った後に残った利益であり、企業の経済的な意味での利益を表している。経済学では、市場の均衡点において限界利益と限界費用が一致し、企業は追加的な利益を上げることができないとする。ここでいう利益とは資本コストが加味された経済的利益であり、EVA と本質的に同じものである。市場の均衡点においても、企業は会計利益を上げることは可能である。しかし、会計利益は経済的な意味での価値を生み出す利益ではない。たとえ会計利益がプラスであったとしても、資本にかかるコストを上回るような利益を生み出さないかぎりには、その事業は損失を出しているといえ、企業価値を棄損しているからである。

資本コストの概念を含んだEVAは、資金を調達すれば会計上の費用がどうであれ、必ずコストがかかることを明示している。例えば、時価発行増資を行っても会計上の費用は増加しないが、株主資本に対してはリターンが要求されているのであり、これを資本費用というコストとしてEVAでは反映する。

また、内部留保が増えた場合にも会計上費用は増加しない。しかし、内部留保は一度投資家に全て利益を返還した後に再度調達した金額であると経済的には考えられるから、やはりコストを意識すべきである。さらに、最近は利息費用が少ないということがメリットとされ、転換社債（一定の期間において一定の数の株式に転換する権利のついた債券）の発行も増えている。転換社債の利息は通常小さく、利息ゼロの転換社債も珍しくない。しかしながら、投資家が要求するリターンが小さいわけではない。投資家が株式転換を行って期待リターンを得るためには、企業は低い利息をカバーするだけでなく、投資家からの期待リターンに見合った業績を上げなければならない。それらのコストもEVAには反映されており、ただで使える資本は存在しないことを明確にしている。

3 EVAの計算例

では簡単なEVAの計算を示そう（図2参照）。A社は150のNOPATを生み出し、そのために1,000の投下資本を使用している。資本コストが5%であるとする、資本費用は $1,000 \times 5\% = 50$ であり、EVAはNOPATの150から資本費用50を差し引いて100と計算できる。

B社もまったく同じNOPATを生み出しているが、150というNOPATを生み出すために、A社の10倍の投下資本を必要とする（10,000）。すると、資本費用もA社の10倍の500となり、EVAはマイナスの350となる。（ここではB社の資本コストはA社と同じ5%であるとする。）たとえ同レ

図2 EVAの計算

	A社	B社
NOPAT	150	150
投下資本	1,000	10,000
×資本コスト	5%	5%
- 資本費用	50	500
= EVA	100	-350

ベルの利益（NOPAT）を生み出したとしても、資本の使い方、つまり資本活用の効率性によって、EVAの値は異なり、場合によってはマイナスになることもあることをこの例は示している。

同じ利益を上げるためにどれだけ資本が必要なのかということを考えれば、A社とB社の業績は大きく異なり、A社の方が優れていることは明らかである。わが国では歴史的に売上高や営業利益などのP/L情報のみが業績として重視されてきたが、P/Lのみならず、B/S上の資本効率もEVAは加味している。EVAはP/L、B/Sの2つの財務諸表を統合し、1つの数値として業績を表しているのである。

III EVAと企業価値

1 姉妹指標 MVA

本節ではEVAと企業価値との関係性を論じていくが、その準備としてMVAを紹介する。企業には、大きく分けて2つの価値があると考えられることができる。1つは企業の市場価値で、株式時価総額と負債の時価の合計であり、一般にファイナンス・経済学の文脈における企業価値である。一方で、企業には帳簿上の価値（簿価）があり、企業が調達し事業に使用している資本の額を表す。これはEVAの計算に使用した投下資本にあたる。

この2つの価値の差がMVA（Market Value Added, 市場付加価値）である。すなわち、

$$MVA = \text{企業価値} - \text{投下資本}$$

となる³（図3参照）。

MVAは企業が調達した資本の価値を市場においてどれだけ増やしたのかを表す。企業の市場価値への注目が高まるにつれ、最近ではビジネス雑誌において株価ランキングや時価総額ランキングといった記事も目にする事が多い。MVAは株式時価総額だけではなく、どれだけの元手（調達した資本）が必要だったのかも同時に加味しているのが特徴である。企業の価値創造状況を捉えるためには、現時点での価値だけではなく、その価値の中身が重要である。すなわち、投下資本に加えてどれだけの価値を創造したのかを考える必要

図 3 MVA の定義



がある。例えば、現時点の企業価値が 100 万円だったとして、この 100 万円を得るために、10 万円必要だったのか、1,000 万円必要だったのかによって、経営の巧拙はまったく異なるはずである。MVA はこの点を加味している。

企業が価値を大きくすることは比較的簡単に可能である。例えば、借金を 10 億円増やせば、企業にお金が 10 億円入り、企業の市場価値は 10 億円増加する。同様に、時価発行増資を 100 億円分行えば、企業の市場価値は 100 億円増加する。企業が資金調達を行えば、調達した金額分の企業価値は増大するが、MVA は変化しない。同額投下資本も増加するからである。このことは、資金調達自体が企業の価値を大きくしたとしても、企業価値を創造するものではないことを表している。資金調達を行うだけでは、企業は経済的に貢献しているわけではなく、その資金を使用してどれだけ増やせるのが重要である。MVA はこの増加させた分の価値を表している。資金調達の時点では市場価値と投下資本が同額だから MVA は 0 となる。しかし、ほとんどの企業においては市場価値と投下資本の間に乖離が発生しており、MVA はプラスあるいはマイナスとなっている⁴。ではなぜ、MVA が存在するのであろうか。

MVA は企業の将来の業績に対する投資家の予測に基づいている。資金調達したもともとの額は、投下資本である。投資家は企業がこの投下資本を使用し、将来にわたって経済的な利益 EVA を生み出していつくれるかどうかを考える。この期待がプレミアムとして投下資本に上乗せされ（あるいはディスカウントされ）、市場価値となるので

ある。多くの投資家はこのようなことを日々意識してはいないかも知れない。しかし、株価の判断をする際には、無意識のうちにこのプロセスをたどっているのである。

企業が将来にわたって EVA をあげていくだけの潜在力を持ち、その潜在力を株主が評価したならば、MVA は高まることになる。MVA の増加は株価上昇につながるから、将来にわたり持続的に EVA を高めていくことは、株価の上昇をもたらすということである。このように、EVA は MVA を介して企業価値・株式市場とつながっている。

2 NPV との関係

ところで、ファイナンス理論の大原則は、企業が生み出すフリー・キャッシュフロー (FCF) の現在価値が市場価値だというものである。前節では企業の市場価値は MVA と投下資本に分けられ、MVA は EVA の現在価値であることを述べた。このことと、FCF の現在価値が市場価値であるという原則とはどのような関係があるのだろうか。簡単な例で示していこう。

NOPAT と FCF については以下の関係にある。

$$\text{NOPAT} + \text{減価償却費} - \text{投資額}^5 = \text{FCF}$$

ここで、ゼロ成長を仮定する。ゼロ成長のもとでは、定義上、同じ生産性が継続し、同じ利益を生み出すためには同じだけの資本が必要となるから、減価償却費分を再投資することが必要となる⁶。すなわち

$$\text{減価償却費} = \text{投資額}$$

となり、ゼロ成長のもとでは、

$$\text{NOPAT} = \text{FCF}$$

が成立する。では、1,000 の初期投資を行うことにより、その後毎年 250 という NOPAT が生み出されるゼロ成長のプロジェクトの価値および正味現在価値 (NPV : Net Present Value) を計算してみよう。ただし、資本コスト (WACC) は 10% とする。

まず割引キャッシュフロー (DCF) 法により

図4 DCFによる価値算定

	1年度	2年度	3年度……
FCF	250	250	……
FCFの現在価値合計 (=250÷10%)	← 2,500		
- 初期投資	1,000		
= NPV	1,500		

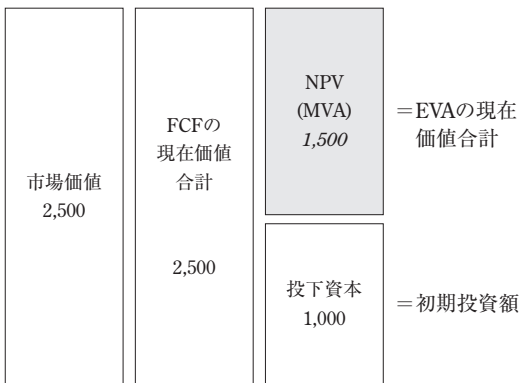
図5 EVAによる価値算定

	1年度	2年度	3年度……
NOPAT	250	250	……
投下資本	1,000	1,000	……
× 資本コスト	10%	10%	……
- 資本費用	100	100	……
= EVA	150	150	……
EVAの現在価値合計 (=150÷10%)	← 1,500		

NPVを計算する(図4参照)。ゼロ成長を前提としているから、前述のとおりFCFはNOPATと同額の250であり、これが永続することとなる。永久年金式により、将来のFCFの現在価値は $250 \div 10\% = 2,500$ と計算される。ここから初期投資額の1,000を差し引くとNPVは1,500となる。

次に、EVAの現在価値を算出する(図5参照)。NOPATは250である。初期投資額の1,000は250というNOPATを生み出すために投じられた資本なので、投下資本は1,000である。資本コストは10%であるから、資本費用は $100 (= 1,000 \times 10\%)$ となり、EVAは $250 - 100 = 150$ と計算できる。2年目以降もゼロ成長のもとでは投下資本は一定であるため、EVAは150で変わらず永続する。永久年金式によりEVAの現在価値は

図6 EVA, FCF, NPV, MVAの関係



$150 \div 10\% = 1,500$ と計算され、FCFのNPVと完全に一致することがわかる。NPVと将来のEVAの現在価値合計とは、使用するデータが同じならば必ず一致するのである。

MVAは市場価値と投下資本の差として定義されていた。初期投資額は、EVAの計算上の投下資本となる。したがって、市場価値から初期投資額を引いて求められるNPVは、市場価値と投下資本の差であるMVAと全く同じである。この関係を図示したのが図6である。

すなわち、

$$\begin{aligned} \text{NPV} &= \text{FCFの現在価値合計} - \text{初期投資額} \\ &= \text{EVAの現在価値合計} = \text{MVA} \\ &= \text{企業・投資の市場価値} \\ &= \text{FCFの現在価値合計} = \text{EVAの現在価値合計} + \text{投下資本 (初期投資額)} \end{aligned}$$

となる⁷。

つまり、将来のFCFの現在価値が投資や企業の価値を決めるというファイナンスの大前提が崩れないかぎり、将来のEVAの現在価値合計はMVAであるという関係は成立するのである。そして、MVAはNPVと同等のものであるわけだから、EVAを持続的に高めていくことは企業価値の創造と結びついているということである。

IV EVAによる意思決定

1 ROA (ROE) を包含するEVA

EVAはP/L、B/Sを統合した指標であり、そのため利益の額だけではなく、資本効率も加味していることは既に述べた。ところで、一般にP/L、B/Sを統合した指標というと、利益を総資産で割ったROA (Return on Asset, 総資産利益率) や、利益を株主資本で割ったROE (Return on Equity, 株主資本利益率) を思い浮かべる人が多いのではないだろうか。確かにP/Lの数値である利益を分子にとり、B/Sの値を分母にとるこれらの指標は、P/L、B/Sの双方を考慮に入れている指標である。EVAは以下のように表すことができる。

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - \text{投下資本} \times \text{資本コスト}$$

$$\begin{aligned} \text{EVA} &= (\text{NOPAT} \div \text{投下資本} - \text{資本コスト}) \\ &\quad \times \text{投下資本} \\ \text{EVA} &= \text{EVA スプレッド} \times \text{投下資本} \end{aligned}$$

NOPAT ÷ 投下資本は、投下資本からどの程度利益が上がっているのかを表す投下資本利益率 (ROC: Return on Capital) であり、ROA や ROE と概念的に非常に近い数値である。このことから、使用している資本に対する利益率を表す指標も EVA には包含されていることがわかる。

投下資本利益率と資本コストの差を EVA スプレッドと呼ぶ。EVA スプレッドは企業があげるリターンが投資家からの期待リターンを上回っているのか否かを表す。事業に使用されている投下資本は通常はプラスなので、EVA のプラス、マイナスを決めるのは、EVA スプレッドだけということができる。すなわち、企業があげるリターンが投資家から期待されるリターンを上回っていれば EVA はプラスであり、期待リターンを下回っていれば EVA はマイナスである。この関係は、期待リターンを上回る成果 (利益率) を上げることが価値創造に結びつくことと整合している。

2 ROA と EVA の意思決定の違い

EVA と ROA は関連しているが、両指標に基づく意思決定の結果が整合しないこともあることには注意が必要である。ROA のような率指標のみに基づいた意思決定は、正しい意思決定にならない場合があることの例を示そう。ここでは EVA と ROA を単純に比較するために EVA における投下資本と総資産とを同額とし (つまり ROA と ROC は同額となる)、資本コストは全て 5% とする (図 7 参照)。

ある企業で、既存の事業が 230 の利益 (NOPAT) を上げており、そのために 1,000 の資産 (投下資本) を使用しているとする。資本コストが 5% だから、資本費用は 50 であり、EVA は $230 - 50 = 180$ である。既存事業は価値を創造している。ここで、新規事業に進出する機会が訪れたとする。新規事業からは 170 の利益が見込まれ、そのために使用する投下資本は既存事業と全く同じ 1,000 である。資本コストが同じなので新規事業の資本費用は 50 であり、EVA は $170 - 50 = 120$ となる。新規事業も価値を創造する。その結果として、新

図 7 逆方向に動く EVA と ROA

	既存事業	+	新規事業	=	投資実施後の結果
利益(NOPAT)	230		170		400
総資産(投下資本)	1,000		1,000		2,000
×資本コスト	5%		5%		5%
-資本費用	50		50		100
=EVA	180		120		300
ROA	23%		17%		20%

規事業を実行後の EVA は 300 に増加する。新規事業は追加的に価値を生み出す (資本に求められるリターン以上の利益を上げる) 望ましい投資案件であり、企業がやるべき事業である。

では、ROA はどうだろうか。既存事業の ROA は $230 \div 1,000 = 23\%$ であり、また新規事業の ROA は $170 \div 1,000 = 17\%$ である。新規事業の ROA は既存事業よりも低いため、新規事業を実施した結果、ROA は $400 \div 2,000 = 20\%$ と低下する。

このことは、ROA のみに注目し、ROA の最大化を企業が目的とする場合は、価値を創造する新規投資が見送られてしまう可能性を示している。ROA のような率指標のみに注目すると、あたかも既存事業の業績が、それに続く投資案件を意思決定する際のハードル (基準値) になってしまう。このケースでは、既存事業の 23% という高い ROA が新規事業を行うか否かの基準になっており、そのため、17% の ROA を生み出す新規事業への投資は棄却されてしまうのである。しかし、この基準は正しくない。基準はあくまで資本を使用することに求められる 5% だからである。たとえ既存事業よりも新規事業の利益率が低かったとしても、5% 以上の利益を生み出す事業は価値を創造する事業であり、投資すべきなのである。EVA は ROA などの率指標を包含しており、両者は関係が深い。しかし、例が示すように ROA を最大化する意思決定と、価値創造を目指す意思決定とが整合せず、ROA に基づく意思決定は正しくない場合もある。率指標を意思決定に活用する際には、将来に向けた経営判断・意思決定が既存事業の業績に影響されることには注意が必要である。

3 限界生産性逓減の法則からの説明

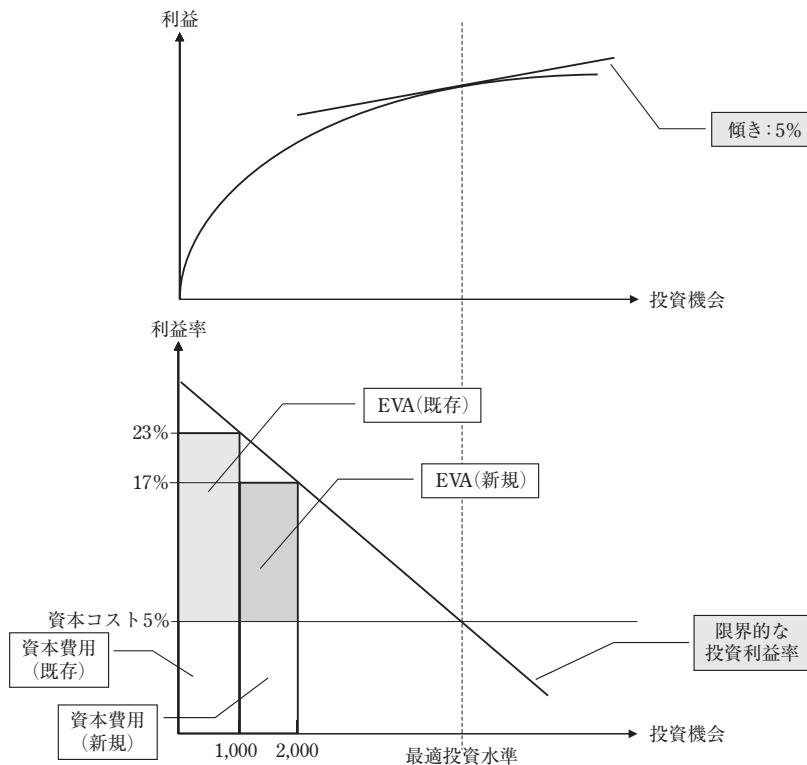
このことは、経済学が一般的に前提とする限界生産性逓減の法則を用いても説明できる⁸。

限界生産性逓減の法則とは、生産要素1単位当たりの投入がもたらす生産量の増加が、はじめのうちは十分に大きいものの、徐々に小さくなっていくことをいう（より厳密には、生産要素投入の増大に伴って、その要素の限界生産性が逓減していくこととされる。例えば、一定のキャパシティーがある生産設備において、労働者（生産要素）を増やしていけば、はじめのうちは生産量が増えていくにしても、徐々に労働者を1人増やすことによる生産量の増加率は減っていくことを想定すればよい）。

ここで生産量、生産要素投入量をそれぞれ利益、事業機会と置き換えることもできる。企業は事業機会という選択肢の中から、最も魅力的な案件から優先的に取り組んでいくはずである。そのため、企業が事業を拡大するにつれて、あらたな事業が生み出す利益の額が少なくなっていく（限界的な利益が逓減していく）と考えるのは自然である。

しかし、ROAやROEのような率指標のみに注目していると、既存の事業機会からの利益率があまりに高い場合には、企業は次の事業機会の利益率が十分に高い場合でも、最初の事業機会よりも利益率が低いという理由で新規事業への進出をためらってしまう可能性がある。本来であれば企業は新たな投資機会の限界利益率⁹が資本コストと同一となる（この場合は5%）水準まで投資を行うことが望ましい（図8参照）。既存事業の利益率を投資における判断基準としてしまっただけでは、価値創造につながる投資機会を見逃してしまう。利益率が下がるからといって最初の事業機会のみにとどまっていたら、企業としての成長機会は限られ、企業の持続的成長は難しくなるであろう。無論、企業はイノベーションを起こし、既存の事業よりも高い利益率をもたらす事業を開発していくことが理想である。しかし、そうであろうとも、目の前の本来魅力的であるはずの事業機会を見逃すことは合理的な行動とはいえない¹⁰。

図8 投資水準の考え方



4 株価への影響

この節の最後に、同じ例を使ってEVAを高める意思決定が企業価値を高め、株価を上昇させることを確認しよう。

既存事業は投下資本として1,000を活用しているわけだから、1,000の調達が必要だったということである。仮に株数を100株とすると、株価は10ということになる。既存利益が生み出す利益は230だが、同じ業績が永続すると仮定すると、先に述べたゼロ成長の定義により利益とFCFは一致するから、企業価値は、 $230 \div 5\% = 4,600$ となる。調達した時点で10であった株価は、既存事業の成功によって46に上昇するということである（株価46 × 100株 = 企業価値4,600）。

ここから、新規事業に進出するためには、あらたに資本が1,000必要となる。現在の株価は46であるため、 $1,000 \div 46 \text{円} = 21.7$ 株の新規発行が必要となる¹¹。株数は合計で121.7株となる。新規事業を行った結果、利益は400に増加し、やはりこれが永久に続くとなると企業価値は $400 \div 5\% = 8,000$ となり、株価は $8,000 \div 121.7 \text{株} = 65.7$ とやはり上昇する。このように、EVAを継続的に高める意思決定を行うことは株価の上昇をもたらすのである。

V ウォルマートの成長

実際に高成長を遂げた企業はどのような意思決定をしたのであろうか。本節では、世界最大の売上高を誇るディスカウントストア、ウォルマートを例に、持続的に成長する企業がとった行動を考える。

1962年に最初の店舗の営業を開始し、ニューヨーク証券取引所に1972年に上場を果たしたウォルマートは、その後も売上高を急速に拡大させた。図9は、80年代後半からの売上高および営業利益の推移を表している。売上高は87年の119億ドルから2005年の2,852億ドルと24倍となっている。営業利益も売上高とあわせて増加しており、8億ドルから143億ドルまで17倍となっている。この期間の売上高の年平均成長率CAGR (Compound Annual Growth Rate) は19%、営業利

図9 ウォルマートの売上高と営業利益の推移

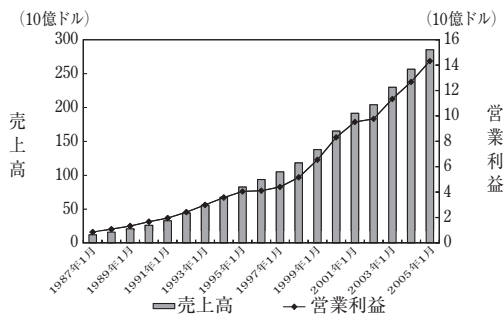


図10 ウォルマートの売上高とROAの推移

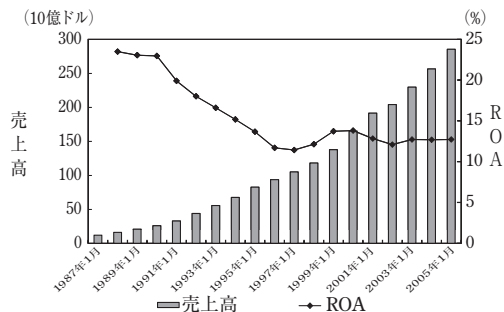
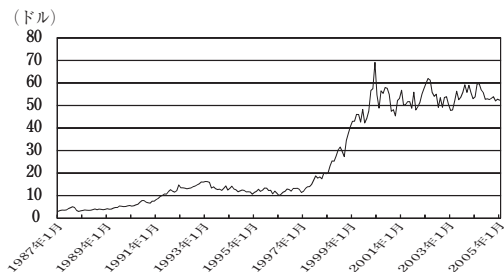


図11 ウォルマートの株価推移



益のCAGRは17%である。

次に営業利益を総資産で割ったROAを見てみると（図10参照）、同じ期間において下落していたことがわかる¹²。1988年に23.5%だったROAは、2005年には12.7%と低下している。規模の拡大に伴い利益が増大していたが、利益率は低下していたのである。しかし、この低下は価値の破壊を意味しない。

図11は、ウォルマートの同期間の株価の推移を表している。1987年1月末時点で3.03ドルだった株価は2005年1月において52.4ドルへと上昇しており、価値の創造がなされていたことが

うかがえる。利益率は低下したものの、事業の拡大は価値創造を伴っており、利益額の増加スピードは十分であったということである。

資本コストを上回る（つまり追加的なEVAがプラスである）投資機会がある場合には、たとえ利益率が低下するとしても投資することが望ましい。ウォルマートの成長の軌跡を見てみると、利益率の低下にこだわらずに価値創造を目指した意思決定がなされていたことがわかる。逆に、もしウォルマートの経営陣が、このような成長機会が大きい中でROAのような率指標の最大化に注力したとしたら、その後の持続的な成長と株価の上昇はなかったといえよう。

VI おわりに

EVAは、資本を提供した投資家が求める期待リターンを加味した指標であり、EVAがプラスであるということは、資本コストを含めたすべてのコストをまかなってさらに価値が創造されるということである。そのため、長期的にEVAを最大化させる意思決定はNPVに基づく意思決定と整合し、株価の上昇につながる。

このことは、ウォルマートの例が示唆するように、率（パーセント）で表されるROAやROEを最大化させる意思決定が必ずしも価値の創造に結び付かないことと対照的である。パーセントに注目した意思決定は企業の成長を阻害することにもなりかねない。しかし、このことは会計上の利益を大きくすることが価値創造をもたらすということの意味するわけでもない。EVAの計算例が示したように、企業が価値を創造するためには、投下資本に求められるリターン以上の利益を生み出さなくてはならないからである。

企業が持続的に成長し、繁栄していくためには、資本コストを意識し、かつ絶対額で表される数値に基づく意思決定が重要である。そのためには資本コストを加味した業績指標EVAの役割は大きい。会計上の利益（NOPATを含む）、ROAやROEといった率指標の最大化は価値創造をもたらすとは限らないが、持続的なEVAの最大化は企業の価値創造に直結しているからである。

注

- 1 データ入手が可能な米国企業3,989社、日本企業2,266社の株式時価総額合計と純資産の合計を比較している。12月決算期の多い米国企業は2008年末、3月決算期の多い日本企業は2009年3月末時点において、米国企業の時価総額は純資産を上回っているのに対し、日本企業の時価総額は純資産を下回っていた。
- 2 ファイナンス理論は、企業の加重平均資本コストの算出にあたっては時価ベースで加重平均すべきと教えている。これに対し、EVAの計算においては簿価である投下資本に資本コストを掛け合わせて資本費用を算出するため、使用する資本コストは簿価ベースで加重平均すべきではないかという意見もあるが、正しくない。将来のフリー・キャッシュフロー（FCF）を割り引く際に加重平均資本コストは使用されるが、これは時価ベースである。このとき、FCFは資金提供者である株主や債権者に返還可能なキャッシュということであるが、もしこれらが全て企業に内部留保され、再投資されるとすると、FCFはそのまま企業の投下資本の増分となる。投下資本は簿価ベースの値であることを考えると、その増分となるFCFも簿価ベースの数値である。このことは、時価ベースの資本コストを簿価ベースの数値に適用することに問題はなく、むしろ自然なことであることを示している。
- 3 負債の時価と簿価は、企業が倒産の危機に瀕しないかぎり乖離しないと考えられるから、MVAは株式時価総額と株主資本の簿価との差ということになる。これは、 $\text{株価} \div 1 \text{株当たり純資産}$ 、として表されるPBR（Price Book Value Ratio、株価純資産倍率）と近い考え方である。厳密には異なるが、概ねMVAがプラスであれば、PBRは1倍を上回り、MVAがマイナスであれば、PBRが1倍未満ということになる。
- 4 リクルートマネジメントソリューションズ（2005）は上場企業1,000社のMVAを計算している。本合（2005）は、同データに基づいて業種別のMVAをまとめている。
- 5 ここでの投資額には運転資本の増加も含んでいる。
- 6 ただし、会計上の減価償却費の計上はこのかぎりではないことが多い。
- 7 MVAは企業の市場価値、株価によって変動するため、将来のEVAの現在価値がMVAである、と説明しても疑問を感じる方も少なくないであろう。確かに日々株価は変動しており、短期的には説明のできない動きが観察されることもある。ただし、このことは、将来のFCFの現在価値合計が企業の価値を決めるという関係にも当てはまる。
- 8 リクルートマネジメントソリューションズ組織行動研究所（2010）は、このことを「高利益率の呪い」と述べ、本稿同様に限界生産性逓減の法則を用いて説明している。
- 9 ここでいう限界利益とは、管理会計学で「売上高－変動費」と定義される利益とは異なり、追加的な資本投資から得られる追加的な利益という意味である。

本合暁詩：持続的成長を可能にする意思決定とは

10 以上の例は既存事業の業績が極めて高い例を示しているが、逆に、既存事業の業績が極端に悪い場合には、本来投資すべきではない事業にも進出するという誤った意思決定に陥ってしまう。本合（2009）はこの点についても数値例を用いて詳述している。

11 わが国で1970年代前半まで主流であった額面発行の場合には、株価は当初と同様10円となるから、企業価値が希釈化され、株価は下がることになる。

12 ここでのROAは、営業利益を期首期末の平均総資産で割ることによって算出した。

参考文献

本合暁詩（2005）、「価値創造を表すMVAとEVA」『週刊東洋経済』12月3日号，122頁。

本合暁詩（2009）、『図解 ビジネスファイナンス』中央経済社。

リクルートマネジメントソリューションズ（2005）、「2005年度版EVA&MVA1000社ランキング」『週刊東洋経済』12月3日号，123-131頁。

リクルートマネジメントソリューションズ組織行動研究所（2010）、『日本の持続的成長企業——「優良+長寿」の企業研究』東洋経済新報社。