

# EVA（経済付加価値）概念の「落とし穴」

—— アグリエッタの所説を基軸にして ——

三 浦 隆 之

## はじめに

本稿は、次のような素朴な疑問に答えんとするものである。EVA（経済付加価値）は、付加価値を標榜しながら、労働対価をその内に含んでいない。「名は態を表わす」というが、これでは名が態を表わしたことになるのではないか？しかも、EVAは、伝統的な付加価値概念の意義を抑圧するような効果をもっているのではないか？

そもそも、こうした問題意識が生まれるきっかけになったのは、かつて大学院でのテキストとして使用していたベサンコラの『戦略の経済学』の改訂時における量的かつ内容的な変更であった。その本は、とにかく内容が面白くて、明快であった。1996年の第一版出版直後から折に触れて至るところを拾い読みしていた。2000年に第二版が出版され、2002年にはその第二版の日本語訳も出版された。翻訳が出てからも、個人的には、やはり読み続けていた。改訂版よりも改訂前のほうが欲しい情報を逸早く探せるからであり、また、原書第一版（全769頁）のほうが第二版（全644頁）よりも100頁以上もページ数が多くて詳しいのである。

そればかりではない。第一版と第二版とでは、取り上げ方や取り扱う内容がかなり変わったところもあった。その1つが、EVAの取り上げ方の違いであった。第一版では2頁にまたがって解説されたにもかかわらず、第二版

では経済利益概念の解説として脚注でわずかに触れるにとどまったのである。*EVA* 自体が商標登録されているということがあったのかもしれない。しかし、近年にわかに注目されるようになってきた *EVA* の解説をとりやめるにたる理論的な根拠はなかったのだろうか？

この疑問符が大きくなりかけたときに、アグリエッタの『企業統治論』にめぐり合った。*EVA* がものの見事に解剖されている。本稿は、*EVA* に関するアグリエッタの批判的な見解を読み解くことを目的としている。したがって、アグリエッタによる *EVA* 批判のレキシコン (lexicon) ではあるが、その解説に筆者なりの工夫をかなり加えたつもりである。

### 株主価値経営のどこが新しいのか？

単純な企業モデルを想定する。その企業は総生産資本  $K$  を運用する。その負債額は  $D$  で、純資産は  $E = K - D$  である。営業利益  $P$  は每期一定と仮定し、総生産資本営業利益率は  $p = \frac{P}{K}$  で、資本コストは  $r$  である。

資本コストの概念こそが、利潤極大化と株主価値極大化の違いを解く鍵になる。資本コストは、資本の機会コスト (いわば最低限確保すべき投資利益率) なので、通常、絶対額ではなく、比率であらわされる。さらに、資本コストは、会計上のコスト概念ではなく、経済上のコスト概念であるため、他人資本 (負債) のコストだけではなく、自己資本 (株主資本) のコストを含む。

本稿では、まず利潤極大化企業の行動モデルを示すために、資本コストとしてさしあたり負債利率を援用し、のちほど株主価値極大化企業の行動モデルを示すために、本来の資本コストとして加重平均資本コストを指定する。

それにしても、こうした2つの企業行動モデルは、いったいどれほどの違いがあるのだろうか？

純利益は、

$$P - rD = pK - rD$$

である。

かくして、株主資本の市場価値は、

$$C = \frac{P - rD}{r} = \frac{pK - rD}{r}$$

$$C = \frac{p}{r}K - (K - E) = \left(\frac{p}{r} - 1\right)K + E$$

となる。ゆえに、この企業の正味現在価値は、

$$C - E = \left(\frac{p}{r} - 1\right)K$$

である。

株主価値は、なによりもまず、その企業の正味現在価値によって表現されるが、それは、株主資本の市場価値から純資産の帳簿価額を減じたものであり、まさしく暖簾（goodwill）そのものなのである。これこそ、ヴェブレンが営利企業（利潤極大化企業）の価値形成の中軸に暖簾を見るゆえんである。

ヴェブレンの時代から百年が経過した。一体、何がどう変わったのだろうか？

上述のように、株式会社企業は、その利潤極大化行動と株主価値極大化行動とを一点の矛盾もなく両立させうる枠組みの中にある。ここでの課題は、こうした枠組みの中で、なぜ株主価値極大化行動が最近ことさらに強調され

るようになった<sup>1)</sup>かを問うことである。

## EVA のロジック

ここで、近年にわかに注目されるようになった経済付加価値（EVA）を検討することにしよう。EVA は、経営コンサルタント企業スターン・スチュアート社によって1990年代初頭に発案され商標登録までされたものである。それは、株主価値の象徴的な指標であり、2つの機能を果たす。それは、経営者が会計年度毎に極大化を図るべき行動指針であり、なおかつ、当該企業の株式の市場価格を予測するのに最適の情報と考えられている。つまり、EVA は、株主の利害に適う経営を期待された経営者にとっての行動指針であると同時に、つねに投資機会の選択をおこなう株主にとっての行動指針でもある。

それは、会計資料と市場価値の両方にもとづいて計算される。この市場価値の側面を理解するためには、1960年代に発展した資本資産価格モデル（capital asset pricing model；CAPM）を復習するのが有効である。CAPM は、特定企業に固有のリスクと株式市場全体のリスクを区別する。前者は分散化できるが、後者はできない。それゆえに、この全体的な市場リスクのみがリスク・プレミアムを獲得する正当性をもつとされる。十分に分散化されたポートフォリオのリスクの大部分は、市場リスクである。そして、個々の証券（あるいは資産）を保有することのリスクは、個々の証券の市場全体の動きに対する感応度として表現され、ベータ（ $\beta$ ）と呼ばれる。証券  $i$  のベータは、 $i$  の収益率と市場の収益率の共分散を市場の収益率の分散によって除すことによって求められる。平均的な証券のベータは1である。ベータが1

---

1) ライブドアの元社長が逮捕される前に「時価総額世界一を目指す」といって拳を突き上げていたニュースは記憶に新しいし、かつて村上ファンドのホームページには、“Shareholder Value is Becoming the Japanese Standard” と謳われていた。

を超える証券は、市場全体を増幅する傾向を有する。投資に対する期待リスク・プレミアムはベータに比例する。すなわち、個々の投資は、ベータがゼロの国債とベータが1の市場ポートフォリオを結ぶ、右上がりの傾きをもつ投資の期待収益率の線上あるいはその延長線上の点で示されることを意味している。

市場ポートフォリオの収益率  $k_m$  とリスク・フリーな国債の金利  $k_f$  との差は、市場リスク・プレミアムであり、証券  $i$  の期待収益率  $k_i$  は次のようになりニア関数として表現される。

$$k_i = k_f + \beta_i(k_m - k_f)$$

かくして、証券  $i$  のリスク・プレミアムは、 $k_i - k_f$  なので、まさしくベータの直接的な比例関数になる。

この枠組みの中で、企業はその加重平均資本コスト（weighted average capital cost；WACC）を計算することができる。すなわち、

$$WACC = kE / K + rD / K = k - (k - r)D / K$$

である。財務レバレッジすなわち株主資本コスト（あるいは株主資本の期待収益率） $k$  と負債の平均コスト  $r$  との差が大なる（ $k - r > 0$ ）ほど、企業は負債比率を上げることによってその加重平均資本コストを抑えることができる。

では、EVAの計算式を検討することにしよう。それは、要するに純利益から株主資本によって生み出されるべき最低所得を差し引いたものであり、営業利益から資本コストを控除した金額あるいは純利益から株主資本コストを控除した金額になる。すなわち、

$$EVA = (P - rD) - kE$$

である。簡略化のために、純利益を  $R = P - rD$  で表現すれば、

$$EVA = R - kE$$

となる。

従来、純利益こそが株主資本に対する報酬とみなされてきた感がある。つまり、純利益は、従業員に報酬を支払い、債権者に契約元利支払をした後の株主による残余請求権の対象となる価値にはかならない。しかし、EVA 極大化企業にとって、株主のために創造される真の価値は、株主資本市場の平均期待収益率を上回る剰余分にこそ存在する。別言すれば、もしその企業の実効投下資本収益率が同じリスク・クラスの均衡市場収益率に等しいのであれば、その企業は株主のためになんら価値を創造したことになるのである。たとえ株主資本に対する報酬支払（配当）がなされたとしても、EVA がマイナスの値になれば、それは株主にとっての損失を意味する。均衡市場収益率は、真の価値創造を評価する立場からすれば、最小限受容可能な収益率なのである。この原則からすれば、株主はまず機会コスト  $k$  で受け取り、さらに EVA でも受け取るので、二段がまえで報酬支払を受け取る理屈になる。ここまでくると、資本コストの従来概念は、すっかり新しい概念にハイジャックされてしまったことになる。つまり、この概念は、もともと均衡価値として認識されていたのが、とうとう「いつも超過させられるべき」最低限価値として認識されるようになってしまったのである。かくして、EVA は、すべてのプレイヤーが市場競争に打ち勝つことを奨励する不均衡のロジックを内包する。このロジックは、マクロ的観点からは明らかに非論理的であり、ミクロ的観点からも、こうした至上命令に従い続けることはほとんど不可能であろう。

EVA の定式は、次のようにパラフレイズすることができる。

$$EVA = (R/E - k)E = (ROE - k)E$$

あるいは、

$$\begin{aligned} EVA &= R + rD - kE - rD \\ &= P - (kE + rD) \\ &= \left[ \frac{P}{E + D} - \frac{(kE + rD)}{E + D} \right] \cdot (E + D) \\ &= (ROA - WACC)K \end{aligned}$$

となる。ここで、*ROE* は株主資本純利益率、*ROA* は総資本純利益率を意味する。株主価値の創造を標榜する *EVA* は、株主資本の期待収益率以上の *ROE* をつねに求め、加重平均資本コスト以上の *ROA* をつねに求めるのである。

利潤極大化企業が、つねに業界の平均利潤率以上の利潤を求めるように、*EVA* のような経済利益の極大化を指向する企業も、つねに平均以上の経済利益率を指向するのであるが、前者の総額表現に比べて、後者は、その格差部分をかなり強調するところにその強烈な個性があらわれている。会計上の純利益にしても、*EVA* のような経済利益にしても、それらの極大化を目指す企業といえども、現実には、何がしかの最低許容限度からの距離を勘案しながら行動するものである。利潤極大化企業にとっての最低許容限度は、損益分岐点であった。これに対して、*EVA* 極大化企業にとっての最低許容限度は、業界平均資本コストなのである。*EVA* 極大化企業は、もはや利益が出ただけでは許されない。つねに業界平均資本コスト以上の利益を上げ続けなければならないのである。

もしそのことに失敗しようものなら、たとえ業界平均の利益を上げ、業界平均の資本コストをカバーしていても、株価すなわち株主価値が落ちて、株主による経営者交代の圧力がかかることになる。これが *EVA* 極大化企業の

宿命なのである。要するに、EVA は、付加価値を標榜しながら労働対価を含まず、労働分配率を抑制する方向性をもつのである。

### MVA やトービンの $q$ についての試論的考察

MVA は、将来の期待 EVA の割引価値である。ここでは、試論として、また、単純化のために伝統的な利潤極大化企業の資本コストとして、負債の金利  $r$  のみを措定する。さすれば、

$$MVA = \frac{EVA}{r} = \left( \frac{p}{r} - 1 \right) K = C - E$$

である。したがって、またしても市場付加価値＝正味現在価値＝暖簾なのである。

その他、フリー・キャッシュ・フロー、配当割引価値、株主資本収益率 (ROE) など、さまざまな企業価値評価のための指標があるが、すべての計算指標を統合する正味現在価値という概念に変更を迫るものはない。たとえば、簿価株主資本に対する純利益の割合である ROE を負債金利の関数として表現してみよう。さすれば、

$$ROE = \frac{P - rD}{E} = \frac{pK - rD}{E} = \frac{p(D + F) - rD}{E} = p + (p - r) \frac{D}{E}$$

となる。これは、資本の経済収益率はそのコストよりも高いかぎり、負債を利用したほうが有利になるというレバレッジ ( $D/E$ ) の増加関数にほかならない。

ところで、 $C/E$  はトービンの  $q$  にほかならないが、これも次のように展開できる。

$$q = \frac{C}{E} = \left( \frac{p-1}{r} \right) \frac{K}{E} + 1 = \frac{p}{r} + \left( \frac{p-1}{r} \right) \frac{D}{E} = \frac{ROE}{r}$$

あるいは、

$$q-1 = \frac{MVA}{E}$$

となる。

すなわち、企業行動基準として、さまざまな指標が提唱されてきたが、こうした指標のすべてが、その基礎に同一の計算構造をもつのである。つまり、企業金融の世界の本質は何も変わっていないのである。いいかえれば、最新の企業行動指標といえども、およそ100年前に近代企業の本質を鋭く突いた2人の先人の重要概念、ヒルファディングの「創業者利得」概念とヴェブレンの「のれん」概念の枠組み<sup>2)</sup>から一歩も外に出ていないのである。ただ、利潤極大化から株主価値極大化への強調点のシフトは、企業における価値増殖活動に対する資本市場からの圧力がいっそう強まったことを反映しているということである。

MVA とトービンの  $q$  については、なお考察すべきことが多々残されている。次の課題としたい。

## おわりに

分業体制の浸透によって人間労働がことごとく部分労働化してきたように、証券資本市場の普及によって企業所有がますます部分所有化してきたことは否定できない。こうした企業の部分所有もしくは分散所有は、企業の所有構

---

2) 彼らの概念の比較考察として、三浦隆之『近代経営の基礎』創成社、2004年、第4章を参照。

成に占める無機能資本家の相対的な比重を高めてきた。たとえ構成比は高まっても、一人一人の無機能資本家は、基本的には、企業資本の総体に対して今でも小さな存在である。それゆえ、そうした無機能資本家は、これまで企業の実質的な支配権から遠い存在として法制的に保護されるべき存在として扱われてきた。したがって、無機能資本家は、機能資本家の無駄遣い（資金の浪費）や下手な経営には目を光らせねばならないし、そうできるように法制化が重ねられてきている。

しかし、近年、こうした無機能資本家を束ねて、あたかも機能資本家であるがごとくに振舞う短期転売ファンドの総会屋的な行動も見られるようになった。無機能資本家（一般株主）は、本来、その余剰資金を機能資本家に預けて、みずから経営の労をとることなく、ありがたく機能資本家（経営陣）の活動成果（残余の分配）に与るという側面があった。昔も今も、無機能資本家は良い企業経営に集まり、悪い企業経営から逃げ出していく。しかし、短期転売ファンドは、潜在価値より株価が安い企業の株を買い込み、長期の経営活動をつうじて蓄積してきた資金や施設を一時的な高配当にまわすことを要求したり、現経営陣が高くても買い戻したくなくらい現経営陣の嫌がることを要求する。いわば「他人のファンドシで相撲を取る」もの言う大株主に変身するのである。

こうした風潮は、エイジェンシー理論によって補強されてきている。このアプローチを採る人たちの中には、株主－経営者関係を単なる依頼人－代理人関係としてみるというよりも、むしろ今もって、ヨーロッパ貴族社会の遺物のごとき主人－従者関係でみる人の多いのに驚かされる。

### 参考文献

Michel Aglietta, "Shareholder Value and Corporate Governance: Some Tricky Questions," *Economy and Society*, Vol.29, No.1, February 2000, pp.146-159.

Michel Aglietta and Antoine Reberieux, *Corporate Governance Adrift: A Critique of Shareholder Value*, Edward Elgar, 2005, pp.9-12.

David Besanko, David Dranove and Mark Shanley, *The Economics of Strategy*, John Wiley & Sons, Inc., 1996, pp.11-12 and Second Edition, 2000, p.21. 奥村昭博・大林厚臣訳『戦略の経済学』ダイヤモンド社, 2002年, 24頁。

Bennett Stewart, *The Quest for Value*, HarperCollins Publishers, 1991. 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。