

資本コスト概念を用いた経営管理（2）

——その実際と効果——

馬 場 大 治
平 尾 敏 也

甲南経営研究 第51巻 第2号 抜刷

平成 22 年 11 月

資本コスト概念を用いた経営管理 (2)

——その実際と効果——

馬 場 大 治
平 尾 敏 也

目次

1. はしがき
 2. 経済付加価値の実際
 - 2.1 経済付加価値の計算方法
 - 2.2 経済付加価値の運用の実際 ……………以上前号
 3. 経済付加価値利用の効果……………以下本号
 - 3.1 事業のあり方や社員の意識の変化
 - 3.2 株価にあらわれた効果
 - 3.3 会計数値にあらわれた効果
 4. 結びに代えて
- 参考文献

3. 経済付加価値利用の効果

さて、2節では、さまざまな観点から経済付加価値の利用の実際を展望してきた。ここでは続いて、その結果、企業経営にどのような効果が生じているかについて、各種の公開資料をもとに考察していくこととする。

3.1 事業のあり方や社員の意識の変化

まず、2節と同様に、新聞報道や雑誌記事をもとにして、実際に生じた企業経営の変化について概観する。[図表12]は経済付加価値導入の具体的な成果について、[図表13]は、社員や経営者の意識の変化について、各種の

【図表12 経済付加価値を用いた結果、実際に生じた企業経営の変化】

企業名	計算方法
事業の存廃にかかわる意思決定	
日本ゼオン	創業事業である汎用塩ビ樹脂事業から撤退した。
富士通	半導体D R A M事業の縮小。英国ダーラム工場の閉鎖。
ソニー	国内と台湾の自社工場の米国のE M S会社への売却。今後、これらの工場で生産されていたカーエレクトロニクスとヘッドホンステレオは同社にアウトソーシングする。従来の物づくりの「自前主義」からの脱却。
事業の運営にかかわるもの意思決定	
日本ゼオン	手形債権の流動化、受取手形債権の圧縮、在庫圧縮を通じて、総運転資産を削減。
JT	土地の売却を加速させる。例年100億円強の土地売却益を計上していたが、今期（2002年度）は200億程度に拡大する。
東洋インキ	設備投資を減価償却費と同額の120億円に減額。
T O T O	全体の棚卸資産回転日数を現在の3カ月から半分の1.5ヶ月程度にする。
日立電線	生産設備、棚卸資産の整理・廃棄を進め、総資産を12%圧縮。
ダイキン	利益率を高めるため、高付加価値機種を相次いで導入。低価格機種は部品や設計を世界レベルで共通化。 本体で1000人の人員を削減。 受注から生産までのリードタイムを現在の3分の1に短縮し、棚卸資産を300億削減。
日本ビクター	棚卸資産の300億円、固定資産120億の圧縮、持ち合い株式の100億円の解消等で、総資産を730億円減少。 1,200人の人員削減。
松下電工	人員を3年かけて1割強削減。 付加価値の高い新製品の比率が拡大。直近2年間に発売された製品の比率が37%から47%に上昇。
H O Y A	在庫が3日分、207億円減少。販売費等の総経費も136億円減少。 クリスタル事業では販売数量を稼ぐ安売りが影をひそめ、ビジョンケア事業では、高屈折レンズが開発され、高付加価値化戦略が推進された。
凸版印刷	既存設備の使用効率向上のほか、流通在庫・売掛金の圧縮、設備や土地、有価証券などの不要資産の除去や売却を進める。
関西電力	総資産の1,000億円の圧縮（2003年3月期）。非効率な小規模発電所の廃止。
J R 西日本	子会社を含め関連事業の見直しを加速化。
全日空	東京全日空ホテルを中心にホテル資産500億円を証券化。大型航空機3機、中型2機を売却。
東北電力	ピーク時には5,000億円あった設備工事費が2,000億円台前半まで削減。総資産はピーク時から2002年度までに約1,700億円削減。電気料金を13%引き下げ。
財務政策に関する意思決定	
花王	E V A導入以降、2,000億円の自社株買い、有利子負債の300億円の削減、手元資金の700億円削減を実施。「当面必要のない資金は市場に返すという考え方を根付かせるのにE V Aは一役買った」 カネボウや米社の買収資金を負債により調達することで、負債比率を上げ、資本コストの低下をはかる。
ダイキン	有利子負債を300億円削減。

* 日経4紙の記事以外の出典は、花王は『金融ビジネス』2004年4月号、ソニー、H O Y Aは『週刊東洋経済』2000年11月4日号である。

[図表13 経済付加価値を用いたことによる意識の変化]

企業名	計算方法
日本ゼオン	以前は、在庫圧縮に努めようとしても、在庫削減しても減らせるのは倉庫の費用と金利ぐらいで、大きな成果はないという反論があった。ZVAを使い始めてからは、在庫の金額の絶対値を下げなければZVAが大きくなるということが理解され、棚卸資産をはじめとして、絶対値をいかに下げるかという視点で、全事業部、関連会社がB/Sを徹底的にチェックするようになった。
花王	新事業への投資をとっても「資本コスト」をどう計算するのか、また在庫を下げることで自分たちのEVAがどう動くのかを常に意識するようになった。「おカネをたくさん持っていればいいのだ」という意識はかなり改善され、持っていてもそれをどう有効に使うべきなのかという意識が広がっていると思う。
ソニー	EVA導入後、出井会長（当時）は、利益ではなく「この資産が増えたのはなぜか」と資本コスト重視する見方に変わった。
大阪ガス	各事業部の管理スタッフ以上が、コーポレートファイナンスの理論を理解し、SVAの細部まで把握している。

* 出典は、日本ゼオンが平松（2006）、花王とソニーが『週刊東洋経済』2000年11月4日号、大阪ガスが砂川・川北・杉浦（2008）である。

報道を要約したものである。

2.2節で論じたように、経済付加価値導入の目的として、「事業の存続の見直し」に言及している企業が多数派であった。そのようなことを反映して、[図表12]の上段に示されているように、創業事業からの撤退や主力事業の縮小の契機となったとするケースがみられた。またソニーのように、「EVAは不採算事業からの撤退と、商品企画や設計・デザインというソニー本来の得意分野への経営資源の集中に拍車をかけている」、「従来の物づくりの自前主義から脱却の契機となった⁽¹⁸⁾」といった、根本的な事業戦略の転換をもたらした、非常にラディカルなケースもあるようである。

もう少しより細かい成果が、[図表12]の下段に列挙してある。①式から自明なように、経済付加価値を高めることは、

1. 事業利益を高める

(18) 『週刊東洋経済』2000年11月4日号。

2. 投下資本を下げる

3. 資本コストを下げる

といった諸方策をとることを含意している。以下では、このような観点から、具体的な成果を整理してみよう。

まず、事業利益を高めるために具体的に取り得るアクションとして、コストダウンをはかることによる利益の確保があげられよう。[図表12]に示されているように、経済付加価値導入後（ないしは、導入と同時に）、人員削減に踏み切った企業が、かなりの数に上っている（ダイキンや日本ビクター）。一方、より前向きに、高い利益率を確保するための製品・価格戦略の転換に成功したとする企業もいくつかある。このような実例として、経済付加価値導入後、製品の高付加価値化が進んだとするケース（ダイキン、松下電工）や、販売数量を稼ぐための安易な安売りが影をひそめたとするケース（H O Y A）があげられよう。

従来の単純な売上高や利益額ではなく、経済付加価値を利用して業績評価を行うことによって生じるはずの最大の変化は、投下資本に関する意識が高まることであろう。[図表13]の意識の変化にあるように、「資産を保有することにコストがかかる」ことを認識することこそが、資本コストを意識することの意味であり、そのような観点から、経済付加価値を高める直接的な方策が2番目の、投下資本を減らすことであるといえよう。[図表12]にあるように、この種の成果を上げている企業は数多くあるようである。運転資産に関しては、サプライチェーンや短期の債権管理の見直しによってその削減に成功したとする、日本ゼオンやダイキンがこのようなケースとしてあげられよう。また、J Tや日本ビクターのように、土地や持ち合い株式といった遊休の資産の売却に踏み切ったケースや、全日空のように資産の証券化することにより、貸借対照表をスリム化したケースもあるようである。

最後に、経済付加価値を高める方策として、資本コストを引き下げること

が理論的には主張できよう。もちろん、経済付加価値を利用し、そのことを世間に喧伝するだけで、資本コスト意識を持ち、株主志向的な企業であるとの評価を得ることことができ、そのことが資本コストを下げる効果があると考えることもできるかもしれない。⁽¹⁹⁾より直接的に資本コストを下げるために財務政策の変更を行っている例はあまり見出せなかったが、[図表12]の下段にあげているように、唯一、花王がその種の行動の例としてあげられよう。通常、経営財務論のテキストブックにおいて、資本構成と資本コストの関係に関しては、トレード・オフ理論として取り上げられ、負債利用には、節税効果により資本コストを引き下げる効果があるとされるのが一般的である。つまり、花王は資本コストを下げるべく、負債比率を高める財務政策を意識的にとっているようである。⁽²⁰⁾

3.2 株価にあらわれた効果

定義から明らかなように、経済付加価値を業績指標として利用することは、資本コストを念頭に置いて業績評価を行うこと、すなわち、株主の要求する

(19) 例えば、川崎製鉄やアンリツのように、格付けの引上げを、経済付加価値採用の目的として、明示的に上げている企業もある。

(20) 負債利用には、節税効果により資本コストを引き下げる効果が確かにあるが、反面、財務上の逼迫により発生する各種の資本コストを引き上げる効果が存在することが忘れられてはいけない。また、2.1.2で整理したように、実務的には資本資産評価モデル等を参考にして決められた株式の資本コストを前提に、資本コストを求めているようであるが、多くの企業ではその数値は、ある程度継続性をもって用いられているようである。この場合、負債利用を増やした時、理論的には必ず発生するファイナンス・リスクに対するリスクプレミアムが、短期的には、株式の資本コストには反映されないことになるので、理論的には明らかに誤っているにもかかわらず、計算上、負債利用の増加は資本コストを引き下げる効果があることになる。

各種の報道だけでは、「より負債を利用することが資本コストを引き下げる」とすることの根拠は明瞭にはわからないが、上述のような懸念があり、一概には資本コストを引き下げるとはいえないことをコメントしておく必要があろう。

資本コスト概念を用いた経営管理（2）（馬場大治・平尾敏也）

収益率を意識して経営することを意味している。経済付加価値が、「企業価値創造」⁽²¹⁾、「株主価値創造」といったスローガンのもとに喧伝されているのは、この指標を用いることにより、より株価、ないしは、株主志向的な企業経営を行えることを意図している。したがって、経済付加価値を利用することの究極的な効果は、株価、特に、株式の収益率にあらわれなければならない。

このような観点に立って、経済付加価値の利用が株式の収益性にどのような影響を与えているのか検証した。まずは単純に、経済付加価値の導入前後の株式の収益性の変化を時系列的に追ってみた。具体的には、日経4紙に「経済付加価値の導入」の報道があった月を0期とし、その2年前（-24期）から5年後（+60期）の、各銘柄の月次の収益率を求めた⁽²²⁾。本稿で収集した新聞記事は約120に上るが、その中で経済付加価値利用の紹介記事や啓蒙記事ではなく、経済付加価値の利用の決定を行った報道記事であると考えられたもののみを選別した。そして、-24期から+60期の間の株式収益率のデータが揃った企業42社をサンプルとして選んだ。経済付加価値導入の株価に対する影響が出る時点に関して、実際に経済付加価値が採用された時点とする考え方もあり得るが、株価は情報に対して反応するとの観点から、この種の作業において一般的に用いられる新聞報道の時点を起点とすることとした。

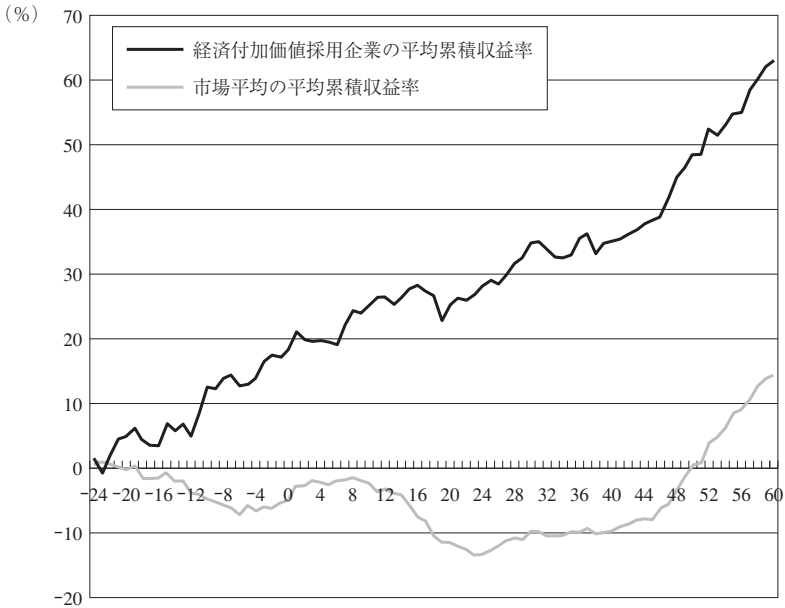
各月次に関して42社の収益率の平均を求め、-24期から累積させた平均累積収益率が、[図表14]の黒の実線で描かれている。この種の検証作業をした場合、通常、真っ先に問題とされる0期に関しては、図からはいささか分かりにくい⁽²³⁾が、ほとんど反応はなかったようである。このグラフに関して、

(21) スターン スチュワート社（2001）、桜井（2003）の書名のように、この種の啓蒙書のタイトルは、「価値創造」がキーワードとして用いられる。

(22) 本節で用いた株式収益率のデータは、日本証券経済研究所『株式投資収益率2008年版』である。

(23) 0期の平均収益率は+1.1%に過ぎず、他の期と比べてその絶対値は特別大きなものではなかった。

[図表14 経済付加価値採用企業と市場平均収益率の累積収益率]



注目されるのはより長期的な趨勢である。平均累積収益率は新聞報道の1年前位から上昇を始め、その後ほぼ一貫して上昇を続けている。さらに、このような上昇傾向がサンプル企業群に特有のものであることを確認するために、市場の平均収益率との比較を行った。これは、それぞれのサンプルに対応して、市場の平均収益率を-24期から+60期まで求め、その市場収益率の43セットの各期の平均収益率を-24期から累積したものが [図表14] のグレーの実線のグラフである。両グラフを比較すると、明らかに経済付加価値を採用した企業群の株式の収益率は市場平均を上回っており、かつ、一貫して上昇傾向にあることがわかるであろう。0期を起点として見ると、その後5年間で約45%も累積収益率に差が付いている。以上のことを、ややこなれた言い方をすると、「経済付加価値の採用の報道があった時に、その企業の株式を

資本コスト概念を用いた経営管理（2）（馬場大治・平尾敏也）

機械的に購入し、5年間保有するという投資戦略をとったならば、その時に市場ポートフォリオを購入するという投資戦略をとっていた場合と比べて、5年間で45%、すなわち、年率で9%収益率に違いが出た」ということになる。

〔図表14〕の通り、サンプル企業群の収益率が「市場を出し抜いていた」ことは確認されたが、経済付加価値を採用した企業は電機メーカー等のいくつかの業種に偏っているため、上記の結果は、その影響を強く受けている可能性がある。このことを考慮するために、サンプル企業群と同様の企業群をつくり、比較することを試みた。具体的には、以下の条件で比較対象となる企業を選んだ。

- ・サンプル企業と同業種であること。
- ・サンプル企業群に属していない、つまり、経済付加価値を採用していることが確認されていないこと。
- ・該当する期間のデータが得られること。
- ・上記の条件を満たして、2000年度の売上が最も近いこと。

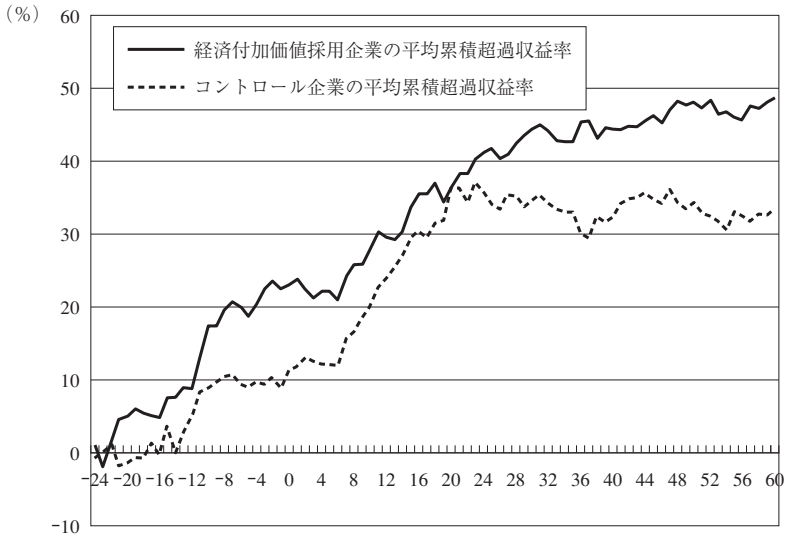
この種の方法においては、抽出された企業は、「コントロール企業」と呼ばれるが、それぞれのコントロール企業に関して、ペアとなっているサンプル企業が経済付加価値を採用するとの情報が出た期間を0期として、サンプル企業群と同様に-24期から+60期の月次の株式収益率を求めた。ここではさらに、市場の影響を排除するために、

各期の超過収益率=各期の当該企業の月次の収益率

—その期の市場収益率——④式

を求め、サンプル企業群、コントロール企業群の各サンプルに関して、-24期から+60期のそれぞれの期について計算した。そして、2つの43サンプルの企業群の各期の平均超過収益率を求め、それを-24期から累積した平均累積超過収益率が〔図表15〕に描かれている。

[図表15 経済付加価値採用企業とコントロール企業の平均累積超過収益率]



まず、経済付加価値採用企業の平均累積超過収益率を示す実線のグラフを見ると、[図表14] から類推される通り、全体に右上がりになっているが、特に-12期から0期に大きく上昇しているように見える。つまり、経済付加価値の情報が公表される前、1年間に大きな超過収益率が発生していることになる。このような現象は、一見、奇異な観もあるが、以下のように解釈することができるかもしれない。本稿作成のために各種の報道記事を整理した際に、経済付加価値を採用した企業はそれまでに数々の改革に取り組んでおり、そのような改革の総決算として経済付加価値の採用に踏み切ったようなケースが多いように思われた。したがって、経済付加価値採用に先立つそれらの諸改革に株価は反映したのかもしれない。または、経済付加価値の採用といった情報に関しては、増資だとかM&Aの決定のように、情報管理が徹底されておらず、それが新聞報道される前に、当該企業がその種の改革を行

資本コスト概念を用いた経営管理（2）（馬場大治・平尾敏也）

う観測が市場に伝わっている可能性もあるかもしれない。

続いて、コントロール企業の平均累積超過収益率を示す破線のグラフと比較すると、両者のグラフが同様の動きをしていることが見て取れるだろう。これは、ペアを組んでいるコントロール企業は、各経済付加価値採用企業と同業種で同規模の企業であるため、市場平均に対して、株価もよく似た動きをしていたことに由来していると考えられよう。注目すべきは両者の差であるが、コントロール企業の累積超過収益率は、+8期あたりから遅れて上昇を開始しはじめている。この点に関して、いささか乱暴な感想めいたコメントとなるが、上述のように、コントロール企業は同業種のライバル企業であるケースが多く、同様の施策を遅れて取り始めたのかもしれないし、製品市況の改善に、改革を行っていなかった企業の株価は、遅れてしか反応がなかったことを意味しているかもしれない。

本稿の問題意識に照らして興味深い両者の差は、-12期以降、経済付加価値採用企業の累積超過収益率が、ほぼ一貫して上昇し、さらに、一貫してコントロール企業を上回っていることであろう。上述のように、コントロール企業の累積超過収益率は、+8期あたりから、急速に上昇し、+22期には経済付加価値採用企業にならんでいるが、その後、再び両者の差が開き始め、+36期には15%程度に広がっている。つまり、少なくとも、この検証で用いたデータに関しては、経済付加価値採用の効果が、短期的に表れるのではなく、長期的・持続的に株式収益率に表れていることになる。以上、あくまでも少ないサンプルによる素朴な検証作業であるため、強く主張することはもちろんできないが、業種等を勘案しても、経済付加価値を採用したことは、⁽²⁴⁾株式収益率に対して、何らかの効果あったと考えてもよいように思われる。

(24) 加賀谷（2009）は、導入年度の最初の月次を起点とし、市場モデルにより超過収益率を求めることにより経済付加価値の導入の株式投資収益率に対する影響を検証している。そこにおいては、導入後30期（月次）程度まで、累積超過収益率が存

3.3 会計数値にあらわれた効果

続いて、経済付加価値導入の効果が実際に生じているのかに関して、会計数値の変化に注目して検証することを試みた。上述のように、資本コストを重視して企業経営を行うことは、究極的には株式の収益率の形で反映されるはずであるが、それはそのような改革の結果生じる、将来のキャッシュ・フローの変化に対する、市場の評価を反映したものである。つまり、3.2節の検証は、経済付加価値導入の究極的な成果の検証になっていることになるが、「より長期的な業績に関する資本市場の判断」を介したものになっているため、実際に企業が行ったことや意図したことが、直接的には表面に出にくい可能性があるだろう。そのためここでは、実際の企業経営の変化に関して、経済付加価値採用前後の各種の会計数値の変化を用いて検証することを試みた。

経済付加価値を導入し、資本コストを重視することは、従来、日本企業に特徴的であるとされた売上高や利益額といった「額」を重視する経営ではなく、投下資本を勘案しながら「収益率」を重視し、資本コスト以上の収益率を実現することを目標とすることを含意する。つまり、経済付加価値を重視することの企業業績に対する効果は、企業が使用している資産に対する収益性の改善となって表れるはずである。その点を明らかにするために、総資産営業利益率の趨勢に注目した。⁽²⁵⁾

具体的には、経済付加価値採用の決算年度がわかった企業に関して、その

在し、その後急速にそれがマイナスに転じていることが報告されている。

(25) 2.1.1節で論じているように、資本コスト概念を考慮することは、企業が保有する資産全体に対する収益性に注目することであるので、本来は営業利益だけではなく、支払利子を除いた営業外収益も含んで検証する必要がある。後述するように、本稿では売上高営業利益率と総資産回転率に分解して分析を続けるため、全般の収益性に関しては、総資産営業利益率を用いた。ただし、営業利益に代えて、税引後当期利益+支払利子、税引後経常利益+支払利子を用いても、[図表16]とほぼ同様のグラフになることを確認している。

資本コスト概念を用いた経営管理（2）（馬場大治・平尾敏也）

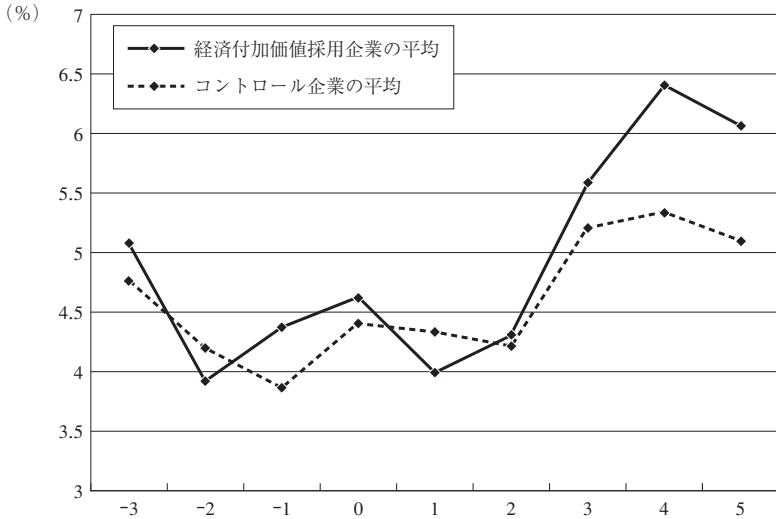
6年前（－6期）から5年後（＋5期）までのデータが、継続して揃う企業、46社をサンプルとした⁽²⁶⁾。経済付加価値利用開始の決算年度を0期として、その3年前（－3期）から、その5年後（＋5期）までの連結決算における総資産営業利益率を計算し、各期の46サンプルの平均を求めた。さらに業種や経済状況をコントロールするため、前節と同様にコントロール企業のグループをつくって、比較することを行った。つまり、前節と同様の基準でコントロール企業を46社選び、ペアとなる経済付加価値採用企業と同一の－2期から＋5期までの総資産営業利益率を求め、グループ全体の各期の平均を求めた。

[図表16]に、このようにして求められた、経済付加価値採用企業とコントロール企業の平均総資産営業利益率の趨勢がグラフ化してある。両者のグラフを比較すると、両者の趨勢がよく似ていることに気づくだろう。これは、前節の議論と同様、両グループは同様の業種、規模の企業から成っていることを考えると当然であるといえよう。問題は両者の相違であるが、両者の差は＋4期以降に現れており、経済付加価値採用企業がコントロールグループ企業を上回り、＋5期には1%ポイント以上の差が付いている。つまり、総資産営業利益率に対する経済付加価値採用の効果は、短期的には見られないが、長期的にはある可能性を示唆するものであるといえよう。また、企業の収益性と株式収益率の関係を勘案すれば当然といえば当然であるが、[図表15]の両グループのグラフと同様の形状になっていることも、誠に興味深い。

さて、[図表16]に若干であるが現れた、両グループの総資産営業利益率の趨勢の相違の背後にあるものを調べるため、経営分析の定石に沿って、総資産営業利益率を売上高営業利益率と総資産回転率に分解して考察すること

(26) 用いたデータベースは、日本経済新聞社電子メディア局『Needs-CD ROM 日経財務データ2001年版』と東洋経済新報社『会社財務カルテ CD-ROM 2010年版』である。

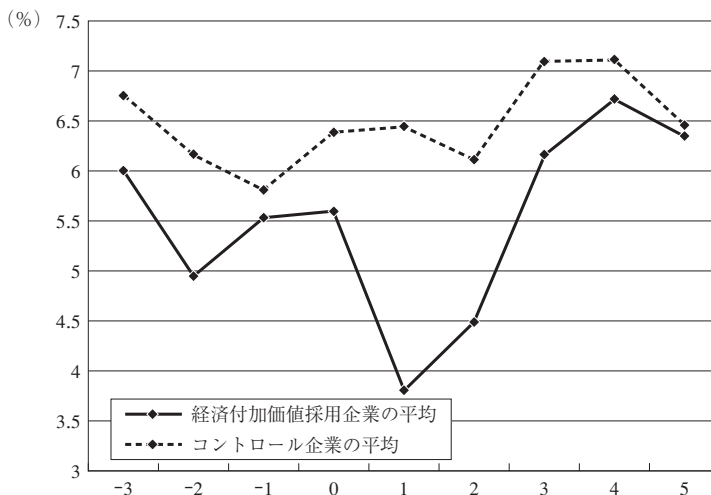
[図表16 経済付加価値採用企業とコントロール企業の総資産営業利益率の趨勢]



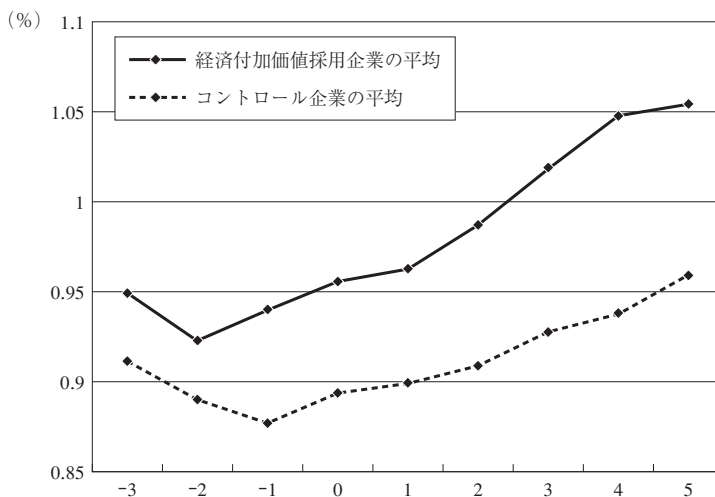
を試みた。すなわち、[図表15]と同様、両グループに関して、-3期から+5期の両指標を計算し、グループごとの平均をプロットしたグラフが[図表17]の2つのグラフである。まず、①の売上高営業利益率に関しては、+1期と+2期に経済付加価値採用グループが極端に悪化し、その後、急速に改善しているのが目を引くが、長期的にみると-1期から+5期間の売上高営業利益率の改善の程度はほぼ同程度であり、かつ、+4期以降は同様の数値となっている。一方、②の総資産回転率は、両グループの趨勢は少し違っている。つまり、経済付加価値採用企業の方が、コントロール企業よりも、より改善の程度が大きいように見える。実際、-1期から+5期間の改善の程度を比較すると、経済付加価値採用企業が0.4ポイント程度大きく改善しているようである。つまり、[図表16]に表れている、総資産営業利益率の改善の差は、総資産回転率の改善、すなわち、資産のより効率的な利用が

[図表17 経済付加価値採用企業とコントロール企業の売上高営業利益率と総資産回転率の趨勢]

①売上高営業利益率



②総資産回転率



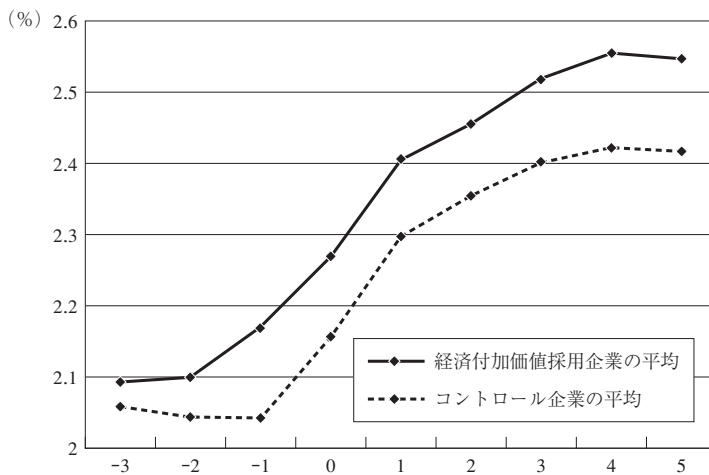
行われた結果であるといえよう。

さらに、総資産回転率の改善の中身を明らかにするために、流動資産回転率と固定資産回転率の両グループの平均を同様に求め、その－3期から＋5期の趨勢を示したのがそれぞれ [図表18] の①と②である。これらのグラフを見ると、両グループの趨勢の違いが、両グラフでかなり違っていることは、非常に興味深い。つまり、①の流動資産回転率の平均の趨勢に関しては、全体を通じて経済付加価値採用企業がコントロール企業を若干上回っているが、－1期から＋5期にかけてほぼ同様に改善してきている。一方、②の固定資産回転率に関しては、両グループで劇的に趨勢が違うよう見える。つまり、両グループとも、＋1期まで、固定資産回転率は悪化傾向にあったが、経済付加価値採用企業はそれ以降、顕著な改善傾向が見られるのに対し、コントロール企業は大した改善傾向は見られない。－1期と＋5期を比較すると、コントロール企業はほとんど固定資産回転率の改善は見られないのに対して、経済付加価値採用企業は約0.15ポイント改善している。つまり、[図表17] の②で示された、経済付加価値採用によって、資産効率がより高まっていることの背後には、流動資産よりも固定資産の利用がより効率的に行われたと考えていいようである。

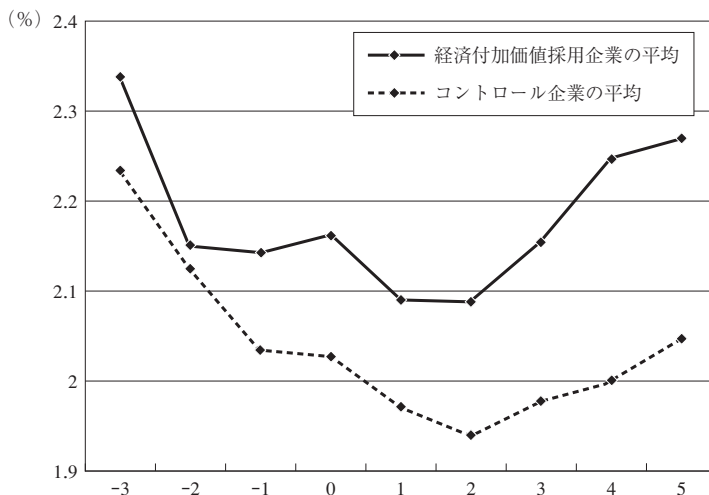
以上のやや粗い分析から、経済付加価値企業がコントロール企業に対して収益性がより大きく改善していることと、それが固定資産のより効率的な利用が実現したことによることが示唆された。しかしながら、このような変化は、企業規模や事業の幅を削ることにより、縮小均衡的に実現された懸念がある。最後にこの点を調べるために、総資産と売上高の趨勢に注目した。そのため、両グループの各企業の－2期から＋5期の各期の総資産と売上高に関して、－6期から－3期までの総資産と売上高の平均を除いた値を求めた。そして、各期の両グループの平均を求め、－2期から＋5期に関してプロットしたものが、[図表19] の①と②である。

[図表18 経済付加価値採用企業とコントロール企業の流動資産回転率と総資産回転率の趨勢]

①流動資産回転率

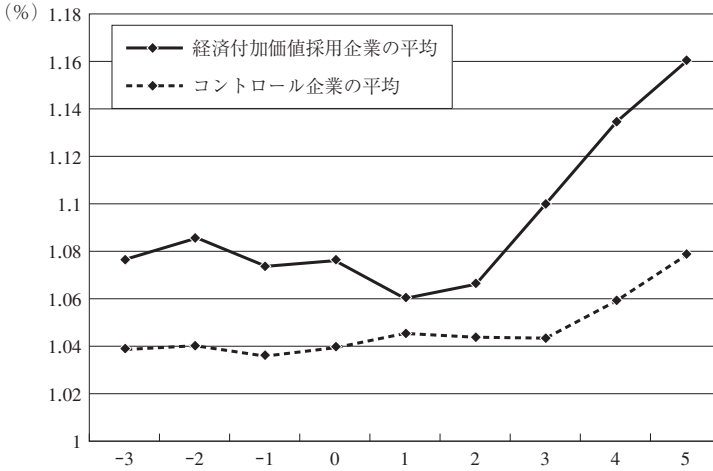


②固定資産回転率

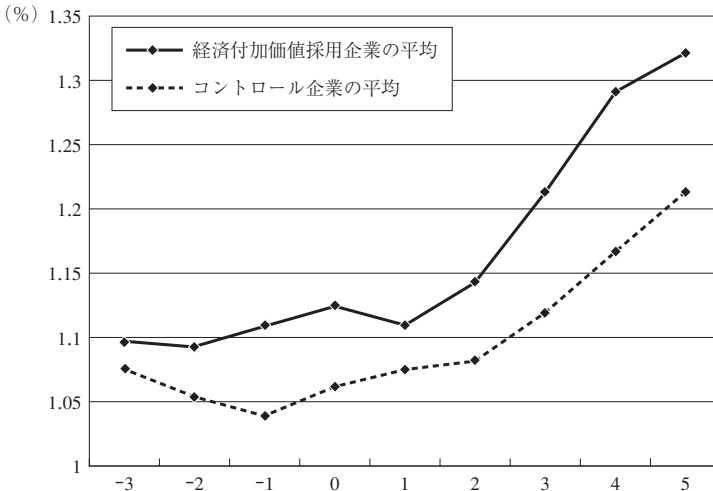


[図表19 経済付加価値採用企業とコントロール企業の総資産と売上高の趨勢]

①総資産



②売上高



資本コスト概念を用いた経営管理（2）（馬場大治・平尾敏也）

まず、総資産の趨勢を示した〔図表19〕の①に関して興味深いのは、両グループとも基本的には総資産は増加傾向にあるにもかかわらず、経済付加価値採用企業に関して、+1期に総資産が減少していることである。これは経済付加価値採用により、資産効率を高めるべく企業が努力した成果を示すものであると考えられ、各種の財務指標の趨勢に関する今までの議論と整合的な結果であるといえよう。ここでさらに注目すべきは、その後、経済付加価値採用企業の総資産は、コントロール企業のそれをかかなり上回るペースで増加していることである。+1期には両者の差は約0.02に過ぎなかったのが、+5期には0.08に拡大している。また、〔図表19〕の②の売上高の趨勢に関しても、総資産の趨勢と同様に、経済付加価値採用企業は+1期に若干減少しているものの、その後、コントロール企業以上のペースで拡大に転じている。このように、経済付加価値採用企業は、縮小均衡的に収益率を高めているのではなく、経済付加価値採用直後に一度、資産を絞ったのち、再び成長軌道に戻りながら、収益性を高めていったようである。⁽²⁷⁾⁽²⁸⁾

4. 結びに代えて

以上、非常に雑駁な形であるが、2000年代前半にブームとなっていた観の

(27) このような総資産や売上高の趨勢を、〔図表16〕に示されている経済付加価値採用企業の総資産営業利益率や〔図表17〕の②の売上高営業利益率の+1期における悪化とを合わせて考えると、経済付加価値採用以降の企業の軌跡は、いささか乱暴ではあるが、平均的には以下のような「ストーリー」で表現されるかもしれない。——「経済付加価値の採用直後に、収益性の悪化という出血を見ながらも、資産の縮小をとまなう大規模な事業構造の見直しが行われ、体質がより筋肉質に強化された。そして、その後、そのような改革の成果として、収益性の大幅な改善をとまなうながら、より強い足取りで、再び、成長軌道に復帰した。」

(28) 各種の財務指標に関しても、加賀谷（2009）は、問題意識は少し違うが本稿と同様の検証を行っている。本稿でいうコントロール企業を、当該企業の業界平均とし、50サンプルの経済付加価値導入企業に関して、導入期（本稿でいう0期）との比較において、従業員数、自己株式/株主資本、売上債権回転日数に関して、経済付加価値導入の統計学的に有意な効果を検出しているとしている。

ある、経済付加価値の実際と効果について概観してきた。1節で述べたように、この指標を用いて各種の経営管理を遂行していくことは、企業の業績評価や各種の意思決定を、資本コストを念頭に置きながら行っていくことを含意しており、長年、経営財務論の理論家によって指摘されてきた、我が国企業における資本コスト概念に対する無理解や誤解を修正する契機となるはずのものである。つまり、その実際を明らかにすることは、理論が実務へ浸透することに関する一種のケース・スタディーを行うことになり、本稿の主たる意図もそこにある。そのような観点から、経済付加価値の実態と効果に関して、要点を簡単に整理しておこう。

まず、経済付加価値の実際の計算に関しては、財務理論の教科書そのままの形ではなく、各社で色々な修正を加えているようであった。NOPATの計算において、税引後営業利益を用いるような、計算の簡便性を意図した簡単な修正が多かったが、以下の2つの注目されるべきケースもあった。1つ目は、用いられる資本コストの決定に関して、資本資産評価理論を参考にしている場合が多いようであったが、単純にその結果を用いるのではなく、目標利益率といった意味合いを込めて、ある程度、主観的に設定しているケースが多いようであった(2.1.2)。2つめは、経済付加価値の計算において、手元現金の資本コストを考慮しないケースが複数見られた(2.1.1)。前者は、「真の資本コスト」の測定の難しさを勘案すると、理論を穏当で常識的な形で実務で利用していると評価できようが、後者に関しては、その変更の背後に、手元資金は資本コストがゼロであるとする従来の誤った資本コスト観が残されている可能性が否定できない。

次に、経済付加価値の運用に関しては、次の点を強調しておきたい。経済付加価値は投下資本の大きさに決定的に影響を受ける指標であり、理論的には、これが業績評価に用いられることに意味があるためには、評価される主体がそれに対する少なからぬ権限を持っている必要があるだろう。実際に業

資本コスト概念を用いた経営管理（2）（馬場大治・平尾敏也）

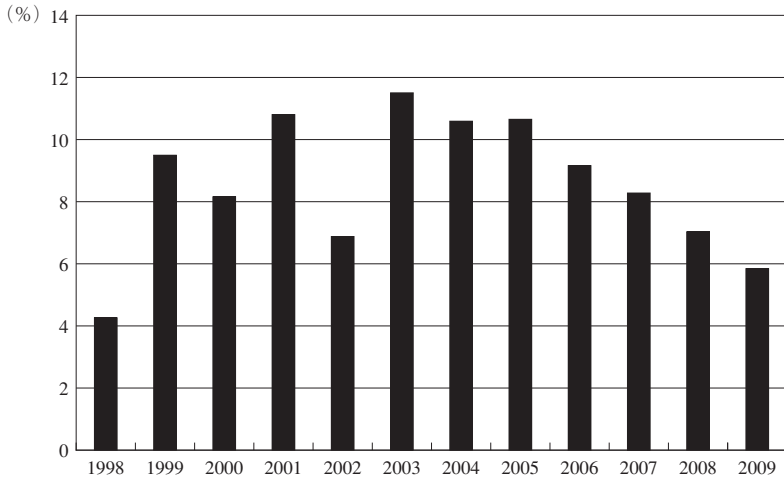
績評価の対象とされる可能性が高い、経済付加価値の計算単位は、事業部やカンパニーといった自律性が高い組織単位が多く、また、経済付加価値導入にともない、カンパニー制や持株会社を採用しているケースが多かった（2.2.1）。また、経済付加価値導入の用途に関しては、事業撤退にまで踏み込むケースが多数派を形成しており、事業の運営方法よりも事業を行っていることそのもの、すなわち、資本を投下していることそのものを評価の俎上にあげていることも、上の議論と整合的であるといえよう（2.2.2）。また、もう1つの主要な導入目的である、経済付加価値の報酬への連動に関しても、その適応範囲を事業部長以上や管理職以上といった、投下資本の決定に権限を有する可能性の高い職位以上にしているものが多数派であった（2.2.2）。

経済付加価値採用の実際の効果に関しては、報道記事によると資産利用の効率化を中心に各種の効果が上がっているようであった（3.1）。また、統計学的検証に耐えうるような厳密な分析が行われたわけではないが、経済付加価値採用企業とコントロール企業の比較を行うことにより、客観的な数値の形で経済付加価値利用によって、なにがしかの効果が上がっていることを示唆する結果が得られた。まず、経済付加価値採用の究極的な効果が検出されるはずの、株式収益率に関しては、経済付加価値採用の情報に対して短期的な反応はないようであったが、長期的には若干の収益性に差が生じているようであった。また、各種の財務指標に関しては、株式の収益率と同様、長期的には総資産営業利益率に若干の差が生じており、その背後には資産効率の改善、特に、固定資産回転率の改善がある可能性が示された（3.2）。

さて、経済付加価値の利用は、2000年代前半に一種のブームとなった経営手法であり、本稿で取り上げた諸事例や財務指標は当時のものである⁽²⁹⁾。最後

(29) 本稿で、公開情報に基づいて名前をあげた企業の中には、今や企業名が変わったり、合併等でなくなっている企業も数多くある。本稿では、時代背景等もクリアにするため、企業名を現状に変えずに、当時のまま用いている。

[図表20 重視する経営指標として経済付加価値をあげた企業の比率の趨勢*]



*生命保険協会実施の『株主価値向上に向けての取り組み状況について』の各年版の調査結果に基づき、馬場作成。

に、近年の状況に関して、少しコメントして、結びに代えることとしよう。率直に言って、ここ数年、経済付加価値に対する関心は、急速に衰えてきているように思われる。本稿作成のために収集した新聞記事や雑誌記事の大半は2000年代前半のものであり、経済付加価値が、近年では各種の報道にのぼることも少なくなっているようである。それどころか、そのものずばりの「EVAなんて古いですよ」との声があるとの報告すら見受けられた⁽³⁰⁾。このようなブームの陰りは、単に、経済付加価値概念が実務に浸透し、常識的になったので「古くなった」ことによるのではない可能性が高いことに注意する必要がある。[図表20]は、生命保険協会により、時価総額上位1,000社を対象に、毎年実施されている、『株主価値向上に向けての取り組み状況に

(30) 中野・野間 (2005) 119頁。

資本コスト概念を用いた経営管理（2）（馬場大治・平尾敏也）

ついて』と題するアンケートにおける、「経営に際して重視している具体的指標（複数回答可）」に関する質問において、経済付加価値を答えたサンプルの比率を時系列で示したものである。図から明らかのように、経済付加価値を重視すると答えた企業の比率は、1990年代の後半から上昇を続け、2003年をピークに、その後、明らかに下降を続けている。

経済付加価値の利用は、当時、一種の新しい、総合的な「経営技法」として喧伝され、世に広まったようであるが、その背後にある理念を重視する本稿の問題意識に立てば、ブームが去り、技法そのものが廃れたり、新しいものに代わることは、必ずしも問題視されるべきではないと考える。つまり、経済付加価値の背後にある資本コスト概念こそが、経営財務理論の根幹にある概念であり、従来、実務において誤った理解をされてきたことこそを、我々は重視するものである。そのため、経済付加価値の利用という「経営技法」のブームは、我々にとっては、単なる「技法」の流行ではなく、経営財務理論が実務に浸透する、またとない機会であると考えられた。経済付加価値の採用に際して、「各事業部の管理スタッフ以上が、コーポレートファイナンスの理論を理解した⁽³¹⁾」とする報告もあるため、たとえブームが去ったとしても、実務に資本コスト概念を根付かせる非常に大きな役割を、経済付加価値は果たしたと考えることもできるかもしれない。反面、経済付加価値を採用している企業の経営幹部研修において、参加者が「基本概念を全く理解していない様子だった⁽³²⁾」とする報告もあり、もしこのようなケースが多数派であるならば、経済付加価値の利用が「よくわからない難しい経営技法」として実務に登場し、よくわからないままブームが去り、財務理論はやっぱりよく理解されないままであったことになる。すなわち、経済付加価値は、ブームが起こった割には、資本コスト概念の浸透に対して、大した成果はあげな

(31) 砂川・川北・杉浦（2008）83頁。

(32) 中野・野間（2005）118頁。

ったことになろう。現実がどちらのコースをたどっているかは、「経済付加価値ブーム」の現状のさらなる検証とともに、[図表1]のような大規模なアンケート調査をとまう、実務における資本コストの理解に対する実態調査が必要で、現状では謎であると言わざるを得ない。しかしながら、「資本コスト概念を理解する」という非常にシンプルなことに対し、経済付加価値を利用した経営技法として報道されたり、紹介されたりしているものは、やや大がかりで華やかにすぎた印象があり、背後にある本質的な理念よりも、具体的な経営管理手法やノウハウに人々の目が注がれ過ぎていたような印象もあり、後者のコースをたどっていることに対する懸念を捨てきれない。

〔参考文献〕

- Stewart, Bennett, III (1991) The Quest for Value—The EVA™ Management Guide —, HarperCollins. (邦訳書：日興リサーチセンター、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)
- 赤石雅弘・馬場大治・村松郁夫 (1998) 「構造変革期における我が国企業の財務行動」赤石雅弘・森昭夫編『構造変革期の企業財務』千倉書房、3-81頁。
- 赤石雅弘・馬場大治・村松郁夫 (1998a) 「資本コスト概念と財務政策：アンケート調査結果をもとにして」『日本経営学会誌』、第3号、15-26頁。
- 荒井克一 (2002) 「キリンビールにおける投資モデルと事業価値評価」『クオリティ・マネジメント』2002年4月号、24-29頁。
- 砂川伸幸・川北英隆・杉浦秀徳 (2008) 「資本コストと企業経営の実践 (1)(2)」砂川・川北・杉浦著『日本企業のコーポレート・ファイナンス』日本経済新聞社、73-109頁。
- 伊藤克容 (2001) 「花王㈱におけるEVA経営の展開」『企業会計』、第53巻2号、35-41頁。
- 大坂直樹 (2004) 「財務革命への挑戦：花王」『金融ビジネス』、5942号 (2004年1月号)、74-77頁。
- 加賀谷哲之 (2009) 「EVA®導入が企業価値に与える影響」一橋大学日本企業研究センター編『日本企業研究のフロンティア 第5号』有斐閣、97-126頁。
- 小宮隆太郎・岩田規久男 (1973) 『企業金融の理論』日本経済新聞社。
- 桜井通晴編 (2003) 『企業価値を創造する3つのツール：EVA・ABC・BSC』中央経済社。
- 新貝康司 (2002) 「企業価値増大を目指したJ Tの変革」市原陽次郎編『経営構造改革と事業評価・管理システムの実際：企業価値創造のための新しいシステム』、企

資本コスト概念を用いた経営管理（2）（馬場大治・平尾敏也）

- 業研究会，147-170頁。
- スターン スチュワート社（2001）『EVAによる価値創造経営』ダイヤモンド社。
- 田中隆雄（2001）「ソニー(株)における企業価値経営：EVAシステムの導入と新報酬システム」『企業会計』，第53巻2号，27-34頁。
- 塘（とも）誠（1999）「EVAをしのぐか松下のCCM：株主価値の新しい管理手法」『旬刊経理情報』第894号，4-7頁。
- 中野誠・野間幹晴（2005）「EVAは企業価値経営にとって必須の概念」『週刊 東洋経済』2005年12月3日号，5992号，118-121頁。
- 鉢谷豊彦・永田京子（2002）「HOYAの価値創造経営」『クオリティー・マネジメント』2002年4月号，18-23頁。
- 挽文子・伊藤克容（2003）「企業の経営革新を支援する管理会計」『産業経理』第63巻3号，59-65頁。
- 平岡秀福（2001）「日本におけるEVAとその類似指標との境界」『年報 経営分析研究』第18号，24-32頁。
- 平松暎（2006）「日本ゼオンにおける事業構造改革」森山親人編『経営革新推進実践事例集：「選択・集中」から「次なる成長戦略の実現」へ』，企業研究会，97-108頁。
- 藤野雅史・挽文子（2004）「キリンビールにおけるカンパニー制のもとでのEVAとBSC」『企業会計』第56巻，681-688頁。
- 間々田亮（2006）「凸版印刷における事業戦略と事業業績評価：可能性実現企業をめざして」森山親人編『経営革新推進実践事例集：「選択・集中」から「次なる成長戦略の実現」へ』企業研究会，239-260頁。
- 三浦克人（2002）「価値創造経営におけるEVAの測定と活用」『商経論叢（鹿児島県立短大）』，第52巻，85-102頁。
- 門坂康彦（2002）「連結経営管理の進化と資本コストマネジメント」市原陽次郎編『経営構造改革と事業評価・管理システムの実際：企業価値創造のための新しいシステム』企業研究会，341-359頁。
- 山田方敏（2005）「経営管理のための加重平均資本コスト」『産業経理』第65巻第2号，84-94頁。
- 渡辺康夫（2003）「三菱商事(株)の新経営指標——MCVA」桜井通晴編『企業価値を創造する3つのツール：EVA・ABC・BSC』中央経済社，71-85頁。
- 「EVAでみる強い会社」『週刊東洋経済』2000年2月19日号，5613号，26-44頁。
- 「EVA&MVA：最強の会社」『週刊東洋経済』2000年11月4日号，5663号，30-45頁。
- 「実践：EVA最強経営」『週刊東洋経済』2001年10月20日号，5725号，28-37頁。
- 「EVAで見る強い会社」『週刊東洋経済』2002年10月20日号，5725号，28-37頁。
- 「EVAで見る最強の会社」『週刊東洋経済』2003年11月8日号，5859号，91-110頁。
- 「EVAで見る企業の価値」『週刊東洋経済』2005年12月3日号，5992号，118-122

頁。

「財務革命への挑戦：花王」『金融ビジネス』2004年1月号，226号，74-77頁。

「導入企業10社にみる業績連動型賞与制度の特徴」『賃金実務』2002年6月1日号，905号，4-27頁。