

株価は企業の価値創造を反映するのか

高橋文郎

青山学院大学大学院
国際マネジメント研究科教授

CORPORATE FINANCE

筆者が専門とする企業財務コポレート・ファイナンスは、価値の創造を企業の目的として考えて、価値を生むために必要とされる企業の投資政策、資金調達政策、配当政策のあり方を議論する学問分野である。この場合、企業が有効な経営政策や財務政策をとって価値を生むことができる。資本市場でそれが評価されて企業価値株式の価値と負債の価値の合計が高まるとされる。

企業価値のうち、株式の価値は株式時価総額で示される。したがって、企業が価値を生める株価が高まると言うこともできる。しかし、現実の株式市場で形成されている株価は本当に企業の価値創造を反映するのだろうか。

ある一年間についての企業の価値創造の度合いはEVA（経済付加価値）で示される。EVAは税引営業利益から資本費用を引いて求められる。資本費用とは資金提供者（株主と債権者）が要求する利益水準のことであり、企業が事業

に使っている投下資本と加重平均資本コストの積で表される。

$$EVA = \text{税引営業利益} - \text{資本費用}$$

$$\text{税引営業利益} = \text{投下資本} \times \text{加重平均資本コスト}$$

EVAは通常の会計的的利益と違い、売上高から様々な費用や税金だけでなく、資本費用を引いているので、EVAがプラスであれば、企業は資金提供者が要求する以上の利益を上げていることになる。したがって、企業が価値を生んでいるか否かは、財務会計上の利益ではなく、EVAの大きさを判断される必要がある。

では企業がプラスのEVAを上げ続けると企業価値にどういった影響を与えるのだろうか。EVAはある一期間に企業が生んだ価値を表すので、企業が今後もプラスのEVAを上げ続けるだろうと投資家にもって評価される企業の価値は投下資本の額を上回る。つまり、企業がプラスのEVAを生み続ければ、企業価値が投下資本

以上に高まることになる。厳密に言えば、企業価値は、投下資本と将来のEVAの期待値の現在価値を合計したものである。

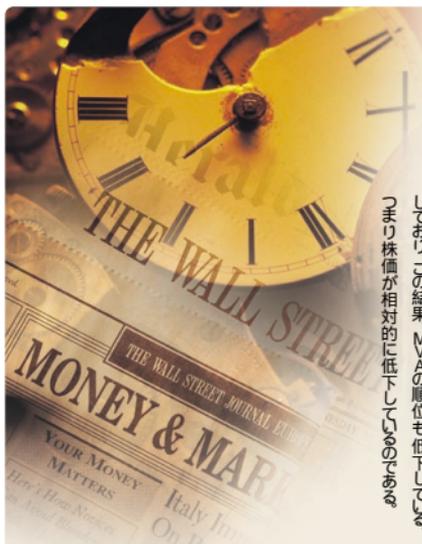
$$\text{企業価値} = \text{投下資本} + \text{将来のEVAの現在価値}$$

このように考えると、企業の今後の価値創造の度合いに関する評価尺度として、企業の市場価値（株式時価総額と負債総額の合計）から投下資本を差し引いた数字を用いることが考えられる。これは、市場付加価値MVAと呼ばれる。MVAは企業が将来生むEVAの現在価値についての株式市場での推計額になるので、MVAが高い企業は、投資家が将来にわたって価値を生み続けると予想していることになる。

$$MVA = \text{企業の市場価値} - \text{投下資本}$$

$$\text{将来のEVA} = \text{企業の現在価値}$$

表1、表2はEVAの提唱者であるターンス・ウォーター社が発表した二〇〇二年度の主要企業



のEVAを示した表である。ただし、ライオン社、ユナイテッド社はMVAの高い順に企業をランキングして発表するので、ここでは視点を変えて、EVAが高順に並び直して、表1に二〇〇二年に最も価値を創造したEVAが最も高かった二〇〇社、表2に最も価値を破壊した最も悪い二〇〇社を挙げ、表1を例として、概してEVAが高い企業はMVAも上位にランクされること

がわかる。業種別には、自動車三社、トヨタ自動車、日産自動車、ホンダ、JRR各社、電力会社のEVAが高くなっている。

一方、表2に載っている企業の多くは、エレクトロクス企業や情報通信関連企業である。また、これらの企業ほとんどは二〇〇二年度だけでなく、この数年にわたってMVAを計上しており、この結果、MVAの順位も低下して、つまり株価が相対的に低下しているのである。

表1 EVAベスト20社 (2002年度)

| EVA順位 | 会社名 | EVA (億円) | MVA (億円) | MVA順位 | |
|-------|----------------|----------|----------|-------|------|
| | | | | 2002 | 2001 |
| 1 | トヨタ自動車 | 3,588 | 24,842 | 3 | 2 |
| 2 | 日産自動車 | 2,683 | 8,688 | 11 | 9 |
| 3 | ホンダ | 2,392 | 6,939 | 15 | 7 |
| 4 | 武田薬品工業 | 1,949 | 25,898 | 2 | 3 |
| 5 | 東海旅客鉄道 | 1,388 | 9,421 | 9 | 19 |
| 6 | 東日本旅客鉄道 | 1,385 | 10,300 | 6 | 15 |
| 7 | NTTコム | 1,179 | 72,942 | 1 | 1 |
| 8 | 日本テレコムホールディングス | 937 | 4,716 | 25 | 31 |
| 9 | キヤノン | 848 | 19,828 | 4 | 4 |
| 10 | セブンイレブン・ジャパン | 598 | 19,418 | 5 | 5 |
| 11 | 中部電力 | 556 | 3,830 | 31 | 58 |
| 12 | 花王 | 497 | 9,625 | 8 | 19 |
| 13 | 関西電力 | 471 | 3,312 | 38 | 56 |
| 14 | 西日本旅客鉄道 | 464 | 3,068 | 44 | 41 |
| 15 | イーヨーカ堂 | 411 | 1,521 | 113 | 177 |
| 16 | 東北電力 | 411 | 774 | 75 | 15 |
| 17 | イオン | 398 | 3,102 | 42 | 48 |
| 18 | JT | 398 | 2,885 | 989 | 840 |
| 19 | 山之内製薬 | 367 | 4,133 | 30 | 53 |
| 20 | デンソー | 345 | 3,164 | 41 | 40 |

例えば、日立製作所、富士通、古河電気工業、三菱電機、ダネコ、日本電信電話、新日本製鐵などはMVAの順位の低下が顕著である。なかには、NTT、KDDI、シャープ、東京エレクトロなどのようにEVAが多額のマイナスであるにもかかわらず、MVAがプラスであり、かつ上位にランクされている企業もあるが、これらの企業に比べて、今後マイナスのEVAが続けばMVAが低下する可能性がある。

このように株式市場では多額のEVAを上げている企業はそれを反映してMVAも高く評価され、マイナスのEVAを生み続ける企業はMVAが低下し、やがてマイナスになるという傾向が

表2 EVAワースト20社 (2002年度)

| EVA順位 | 会社名 | EVA (億円) | MVA (億円) | MVA順位 | |
|-------|----------|----------|----------|-------|------|
| | | | | 2002 | 2001 |
| 1 | 日立製作所 | 2,291 | 13,617 | 999 | 57 |
| 2 | ソニー | 1,863 | 8,467 | 13 | 4 |
| 3 | 富士通 | 1,687 | 8,002 | 998 | 44 |
| 4 | NEC | 1,434 | 1,130 | 92 | 16 |
| 5 | 松下電器産業 | 1,228 | 16,265 | 1000 | 992 |
| 6 | ソフトバンク | 1,065 | 2,311 | 51 | 48 |
| 7 | 古河電気工業 | 683 | 368 | 806 | 87 |
| 8 | 東芝 | 653 | 200 | 240 | 26 |
| 9 | 三菱電機 | 604 | 214 | 677 | 39 |
| 10 | KDDI | 603 | 4,814 | 24 | 49 |
| 11 | 三洋電機 | 475 | 1,105 | 948 | 66 |
| 12 | 住友商事 | 451 | 3,665 | 997 | 971 |
| 13 | ダイエー | 425 | 1,507 | 968 | 172 |
| 14 | 京セラ | 423 | 1,081 | 94 | 35 |
| 15 | シャープ | 369 | 3,447 | 33 | 23 |
| 16 | 日本電信電話 | 357 | 2,036 | 974 | 17 |
| 17 | 東京エレクトロン | 324 | 5,108 | 22 | 14 |
| 18 | 新日本製鐵 | 315 | 1,489 | 966 | 102 |
| 19 | コナミ | 295 | 879 | 103 | 83 |
| 20 | アドバンテス | 292 | 2,213 | 53 | 33 |

現れている。価値を生む企業は、実際の株式市場でも株価が高く評価されるようになってきているのである。

一九八〇年代後半のわが国のバブル相場や二〇〇〇年前後の日米両国のインターネットにみられるように、株価が市場での人気や思惑によって左右されることも確かである。しかし、長い目でみれば、これらのバブルもやがては崩壊し、企業の価値創造を反映した水準に戻ることも確かである。企業経営者としては、株価は平均的には企業の価値創造の状況を反映して決まると考え、自社の株価に注目する必要があるだろう。