

第12章 エージェンシー問題、経営報酬、そして業績評価（355p～390p）

2013年6月26日

担当：小嶋

12.1 資本投資プロセス

- 企業の資本投資の選択は、資本支出予算（ボトムアップ）と戦略計画（トップダウン）の二つのプロセスをそれぞれ反映し、互いに補完しあうことが必要である

$$WACC = r_D (1 - T_c) \frac{D}{V} + r_p \frac{P}{V} + r_E \frac{E}{V}$$

$$\beta_E = \beta_A + (\beta_A - \beta_D) \frac{D}{E}$$

- プロジェクトの認可
 - 資本支出予算は、経営陣と取締役会によって承認されると、その年の公式の計画となる
- 資本支出予算に計上されない投資
 - 研究開発
 - マーケティング
 - 研修と人材開発
 - 小さな決定の積み上げ

→財務担当者は、資本支出予算に現れているか否かにかかわらず、すべての投資を検討しなければならない
- 事後監査
 - 修正が必要な問題点を発見し、推計の正確性を検証し、プロジェクトが行われる前に調査すべきであった問題点を示唆する
 - 次回の投資案件の際に、担当者の参考になる
 - 事後監査によって、プロジェクトが生み出すすべてのキャッシュフローをチェックできるわけではない

12.2 意思決定者には良質の情報が必要

- 統合的な予測の作成
 - 投資案件の中には、相矛盾した仮定に基づいているものもあるため、経営陣は共通の推計が行われるよう調整し、それを基にすべてのNPVが再計算されることを確認すべきである

- 予測のバイアスを減少させる
 - プロジェクトを受け入れさせようとする人は過度な楽観主義になりがちである
 - バイアスを完全に排除するのは不可能だが、バイアスが起こる理由を知っていれば部分的には排除できる
- 経営陣に必要な情報をあげる
 - 提案されたプロジェクトが、会社の公式のハードルレートの計算で正のNPVを持つ割合は、そのハードルレートの水準とは無関係である
 - 経営陣に十分情報が届かない企業で直面する問題
 - 1) 経営陣が個別のプロジェクトを評価できない
 - 2) 経営者はプロジェクトの決定について限定的にしか関与しておらず資本投資プロジェクトの決定が分権化されている→意思決定を分権化する方法として資本割当を用いる
- 利益相反を排除する
 - 意思決定の担当者の利益が株主の利益と相反する場合株主の富を最大化しない投資が決定される可能性がある
 - 管理者にどのような動機付けを行うか

12.3 インセンティブ

- 優れた資本投資の決定は、経営者の業績がどのように評価され、報いられるにかかっている
- 概観：資本支出予算におけるエージェンシー問題
 - 株主が財務担当者に定額の給与をあたえた場合に直面する誘惑
 - 1) 努力を怠る
 - 2) 役得
 - 3) 帝国の建設
 - 4) 既得権益擁護のための投資
 - 5) リスクを避けること→フリー・キャッシュフロー問題、エージェンシー・コストの発生
- モニタリング
 - 経営者の努力と行動をモニタリングすることでエージェンシー・コストを減少させることができる
 - モニタリングには時間と経費がかかり、収穫逨減が働く
 - 情報の非対称性のため、避けられないエージェンシー・コストもある

- 会社の所有が広く分散されている場合、フリーライダー問題が発生
→株主は取締役会や会計士にモニタリングを委任する

- 経営者へのインセンティブの付与
 - モニタリングは完全でないことから正しいインセンティブが経営者に付与されるよう、報酬体系を設計する必要がある

- 経営報酬
 - 経営者に株主の利益を最大化させるために、株価に連動した報酬（ストックオプション）や、会計上の収益性の指標に連動した報酬（ボーナス）を付与する。

12.4 業績の評価と報酬のあり方：残余利益と EVA

- 業績を測る会計上の指標の利点
 - 1)投資家の期待と比較した業績でなく、絶対的な業績に基づくものである
 - 2)一つの部門や工場にのみ責任を持つ中間幹部の業績を図ることができる
- 会計上の利益に報酬を連動させることによる問題
 - 1)会計上の利益は、部分的ではあるが経営陣がコントロールできる
 - 2)会計上の利益や収益率は、真の収益性の指標としては著しくバイアスのかかったものである
 - 3)利益の増加は必ずしも株主にとって改善を意味しない
→株主は、正の NPV の投資だけをのぞんでいるのであり、期待収益率が資本コストを超える場合のみ、会社にその投資を望む

- 会計上の投資収益率(ROI)

税引後の営業利益と資産の（減価償却された）正味の簿価との比率
各部門や各事業の業績を評価するために ROI と資本コストを比較する
- 残余利益または経済付加価値（EVA）

投資家によって要求される利益を控除した後の純利益
企業内部における業績を計測しそれに対して報酬を与えることに利用されている

$$\text{EVA} = \text{残余利益} = \text{得られた利益} - \text{要求される利益}$$
$$= \text{得られた利益} - \text{資本コスト} \times \text{投資額}$$
- 経済的利益（EP）

投下資本に投資収益率と資本コストの差を掛けたもの

$$\text{経済的利益} = \text{EP} = (\text{ROI} - r) \times \text{資本投資}$$

- EVA に対する賛否両論
 - EVA は資本コストを認識させる
 - EVA から報酬を考える場合、貢献度の評価が難しい
 - 基礎となるデータである会計上の業績指標にはバイアスがかかっている

12.5 企業業績についての会計上の指標にみられるバイアス

- EVA やその他の業績について会計上の指標を用いる場合には、損益計算書と貸借対照表に修正を要する
- 会計上の収益性を測ると、プロジェクトや事業の開始当初は低すぎるが、成熟するにつれて高くなりすぎる

12.6 経済的収益性の計測

- 収益率 = $\frac{\text{現金収入} + \text{価格変化}}{\text{期首の価格}} = \frac{C_1 + (P_1 - P_0)}{P_0}$
 - 経済的所得(economic income)=キャッシュフロー+現在価値の変化分
 - 経済価値減価(economic depreciation)= 現在価値の減少分
 - 会計上の所得= キャッシュフロー – 会計上の減価償却費
$$= C_1 + (BV_1 - BV_0)$$
 - 会計上の ROI = $\frac{C_1 + (BV_1 - BV_0)}{BV_0}$
- 長期的にバイアスはなくなるのか
 - 会計上の指標のバイアスは長期間においても完全にはなくなる
 - 会計上の収益の誤差の程度は、事業の成長の速さに依存し、定常状態の会計上の ROI や EVA の推定値は真の収益性を過大評価するものとなっている
 - 会計上の収益指標のバイアスについて何ができるか
 - 会計上のバイアスを除くことは困難だが、期待経済的減価償却を活用すれば体系的なバイアスを避けることは可能
 - 収益性について会計上の指標が間違っている理由
 - 誤りは、プロジェクトの各段階で発生する
 - 誤りは、定常状態でも生じる
 - 会計上の指標は、創造的な会計処理によりしばしば混乱させられる

【コメント】

- 会計上の指標は多くのバイアスがあり、そこから業績を判断するのは難しいことがわかった。
- 361pの「提案されたプロジェクトが～」の部分がよく理解できなかった。
- 期待経済的減価償却をなぜ企業は活用しないのか疑問に思った。