

2016年6月22日

## 第12章 エージェンシー問題、報酬、業務評価（473p～509p）

担当：柳田

本章の目的：プリンシパル－エージェント関係にある株主・経営陣・管理職・従業員を、価値最大化のためにいかに協力して働かせるかを考える。

### 12.1 インセンティブと報酬

CFOとそのスタッフたちが自分たちで重要な投資判断をしない5つの理由

1. 分析しなければならないプロジェクトの数が多い
2. 資本投資プロジェクトの設計書には、CFOがわからない投資判断が含まれている  
プロジェクトの企画者が検討したが採用しなかった選択肢を調査する時間がない
3. 資本投資の多くは資本支出予算に含まれない
4. 意思決定は小さなものの積み重ねである。
5. CFOが配下の管理職を悩ませたい

#### ➤ 資本支出予算におけるエージェンシー問題

固定給の財務担当者が直面する誘惑

- ・努力を怠る
- ・役得：非金銭的な報酬(個人的な利得・役得)を受ける
- ・帝国の建設：経営者は大規模な投資を好み、投資を引きあげようとはしない
- ・既得権益擁護のための投資：現職の役員の技能や経験が必要とされ、報酬が支払われるように設計されたプロジェクトを採用する
- ・リスクを避けること：自らの職を守るため、安全なプロジェクトを好む

フリー・キャッシュフロー問題：

企業が潤沢な資金を保有しているのに投資機会が限られているとき、過剰投資(NPVがゼロになる点を超える投資)の誘惑が最も大きくなる。

帝国の建設と既得権益擁護のための投資は、過剰投資の典型的な兆候。

エージェンシー・コスト：

固定給の財務責任者が誘惑に負けることによってもたらされる価値の損失。

#### ➤ モニタリング

メリット：経営者の努力や行動をモニタリングし、時に干渉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。

デメリット：

- ・時間と経費がかかり、モニタリングに費やされる追加的なコストがエージェンシー・コストの減少と金額的に見合わなくなる
- ・株主よりも経営者のほうが企業の将来についてはるかによく知っている

誰がモニタリングしているのか：

- ・株主が取締役に委任
- ・監査を行うために独立した会計士を雇う
- ・銀行(貸し手)  
委任する場合は、監視役が独立していること、監視役の監視をする必要性がある。

フリーライダー問題：

株主が広く分散している場合は、個々の株主が時間とお金をかけられないことにより、モニタリングが他人任せになり効果が低くなる

➤ 経営者報酬

経営陣への報酬水準の二つの見方：

1. 経営能力を備えたものは限られており、そうした人との正当な取引の結果
2. 企業統治が貧弱で、脆弱な取締役会が過剰な報酬を認めている

➤ インセンティブ報酬

- ・報酬は測定できないインプット(経営者の努力)ではなく、アウトプット(経営者の決定によって加えられた実際の収益や付加価値)に従って決められる
- ・業績は経営者の功績によるだけでなく、経営者と無関係の出来事にも左右される
- ・企業価値の変動は、経営者と株主によってリスク分担される  
経営者：自己のコントロールが及ばないリスクを部分的に負担する  
株主：経営者が企業価値を最大化しない場合は、エージェンシー・コストを部分的に負担する

世界の主要な企業のほとんどでは、経営者の報酬を株価と連動させている

- ・ストックオプション
- ・制限株(数年間譲渡が禁止される株式)
- ・業績連動株(企業が利益その他の目標を達成したときのみ付与される株式)

ストックオプション：

株式を将来あらかじめ決められた行使価格で購入する権利を与える

株価上昇：その時点の株価と行使価格の差の金額を手に入れる

株価下落：オプションを行使せず、株価の回復か他の形での報酬を待つ

メリット：100万ドルを超える経営者の報酬を、費用として控除できる

デメリット：

- 報酬が絶対的な変動値に依存する  
市場全体・産業全体のリスクを負うことになる
- 株価には企業の将来の利益に対する投資家の判断がすでに反映されているので、株主の収益率は投資家の期待と比較して、どの程度業績を上げたかにかかっている
- 経営者が悪い知らせを隠蔽、株価を引き上げるため利益を操作、短期的に利益が下がるプロジェクトを先伸ばしにするなどしかねない
- 報酬体系の中には過度なリスクテイクを助長するものがある

## 12.2 業績の測定と報酬：残余利益と EVA

業績を会計上の指標で測るメリット：

- 投資家の期待と比較した業績ではなく、絶対的な業績に基づくものである
- 一つの部門や工場にのみ責任を持つ中堅幹部の業績を測ることができる

業績を会計上の指標で測るデメリット：

- 会計上の利益は、部分的ではあるが経営の裁量の中にある
- 会計上の利益や収益率は、真の収益率の指標としては著しくバイアスのかかったものである
- 利益の増加は、株主にとって必ずしも良いこととは限らない  
株主は企業に期待収益率が資本の機会費用を超える場合にのみ投資することを望む

工場の収益が資本コストを超えているか判断する2つの方法

**投資の純収益率(ROI)**：税引後営業利益／ネットの資産の簿価

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)**：資本コスト控除後の利益はいくらか

$$\begin{aligned} \text{EVA} &= \text{残余利益} = \text{得られた利益} - \text{要求される利益} \\ &= \text{得られた利益} - \text{資本コスト} \times \text{投資額} \end{aligned}$$

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

### ➤ EVA の是非

- 業務担当者に資本コストを可視化することができる
- EVA の増減の原因が、経営者のコントロールの及ばない要因による可能性がある
- 会計上の指標に潜むバイアス

## 12.3 業績に関する会計上の指標に潜むバイアス

会計上の指標を用いる場合は、損益計算書と貸借対照表に修正を施す必要がある。

- 例：スーパーマーケット・ノッドヘッド店の収益性計測  
会計上の利益が真の利益を表していない以上、DCF によって定義される優良なプロジェクトを発見し提案すること、高い会計上の収入を目指すことの2つの目標は相反する。

- 経済的収益性の計測

$$\text{真の経済的収益率} = \frac{\text{現金受取} + \text{価格変化}}{\text{期首の価格}} = \frac{C1 + (P1 - P0)}{P0} = \frac{C1 + (PV1 - PV0)}{PV0}$$

$$\begin{aligned} \text{経済的所得} &= \text{キャッシュフロー} + \text{現在価値の変化分} \\ &= \text{キャッシュフロー} - \text{経済的減価(現在価値の減少)} \end{aligned}$$

企業のすべての資産の現時点における市場価値を見つけることはできるが、資産を分離してそれぞれの価値を見つけることはできない。

$$\text{会計上の投資収益率} = \frac{C1 + (BV1 - BV0)}{BV0}$$

$$\text{会計上の所得} = \text{キャッシュフロー} - \text{会計上の減価償却費}$$

- 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的にもなくなる
  - 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になっている
- 会計上の収益性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取り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
- 収益と収益目標
  - 多くの経営者が安定的で予測しうる収益の伸びを生み出すことを求められるプレッシャーを感じ、利益を操作するために企業の運営方針や投資を調整することを認めている。
  - 短期的な利益を気にするばかり、正の NPV を生むプロジェクトの実施が延期、却下されることもある

#### 【コメント】

- ドクター・スースのハチの番の例がわかりやすくおもしろかった。(p479)
- 経営者の報酬がストックオプションで支払われることによって、大きな投資を伴うプロジェクトを行うことを助長してしまうということに、少し驚いた。(p487)
- 経済的所得の式の変換の意味が分からなかった。(p497)

- 以前の章では、会計上の指標はあまり使わないほうがいいと言っていたが、本章を讀んでうまく併用していくべきだと思った。