

2019/06/26

第 12 章 エージェンシー問題、報酬、業績評価

担当：河合

本章の目的：エージェンシー問題、報酬、業績評価についてのポイントや評価手段について学ぶ

- エージェンシー問題に対して、会社に対処していく際の 2 つのポイント
 - ・インセンティブ
 - ・業績評価

12.1 インセンティブと報酬

- CFO や経営トップは、管理職や従業員がプラスの NPV を持つプロジェクトを見出し、投資するように正しいインセンティブを与えていく必要があり、これは大企業にとって以下の 5 つの理由により難しいことである。
 1. 経営トップは部下が行った分析に頼らざるを得ない
 2. 資本投資プロジェクトの設計書には、経営トップのわからない投資判断が含まれている
 3. 投資資本の多くは資本支出予算に現れない
 4. 意思決定は小さなものの積み重ねである
 5. CFO は管理職を悩ませたいという共通の誘惑にかられるところがある

○ 資本支出予算におけるエージェンシー問題

- 5 つの誘惑に直面する。
 - ・努力を怠る：多くの努力が要され、プレッシャーの高い仕事であるため。
 - ・役得：非金銭的な報酬コストのことである。エコノミストは「個人的な利得」と呼ぶ。
 - ・帝国の建設：経営者は小規模な事業より、大規模な事業を好む。
 - ・既得権益擁護のための投資：現職の役員の技能や経験を必要とし、それに報酬が支払われるように設計されたプロジェクトへの投資。
 - ・リスクを避けること：地位を守るため。

これらの誘惑から逃れることができずもたらされる価値の損失が、エージェンシー・コストである。

- フリーキャッシュフロー問題：企業が潤沢な現金を保有しているのに投資機会が限られているときに、過剰投資の誘惑が最も高くなること。

○ モニタリング

- モニタリングは、露骨な役得などの明白なエージェントコストを防ぐことができ、経営者が仕事に十分な時間を費やしているかどうかを確認できる。
- モニタリングを遂行する価値があるが、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トコストの減少と金額に見合わなくなったり、また徹底したモニタリングを行ったりしても、避けられないエージェントコストもある。
- モニタリングは株主の責任であるが、大規模な公開企業では、株主によって選任され、株主利益を代表すると見なされている取締役会に委任されている。
- 限定意見：経営者が何かを隠しており、投資家の信頼が傷つけられていることを示唆するもの。
- 銀行はモニタリングを行って貸付債権を守ることで、株主の利益も守っている。
- フリーライダー問題：株主の数が多く、それぞれの保有割合が小さい場合に、個々の投資家がモニタリングに時間とお金をかけられないという問題。

○ 経営者報酬

- 経営陣への報酬水準には2つの見方がある。
 1. 経営能力を備えた者は限られており、そうした人との正当な取引の結果である
 2. 企業統治が貧弱で、脆弱な取締役会が過剰な報酬を求めている

○ インセンティブ報酬

- 報酬はインプット(例えば経営者の努力)での計測は困難であり、検証可能なアウトプット(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)に基づく必要がある。
- アウトプットが経営者とは関係のない出来事にも左右される。
- 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おり、3つの方法がある。
 - ・ストックオプション
 - ・制限株
 - ・業務連動株
- スtockオプションの特徴
 - 【メリット】
 - ・企業は多くのオプションを、帳簿上のコストもなく、会計上の利益を減じることもなく付与できる
 - ・高額な報酬を支払う際、税制上の制約を受けない
 - 【デメリット】
 - ・絶対的な変動値に依存してしまう
 - ・株主の収益率は、企業が投資家との期待と比較して業績をどの程度上げたかに依存する

- ・インセンティブ報酬は経営者が悪い知らせを隠す、あるいは株価を引き上げるために利益を操作することを誘発しかねない
- ・報酬体系の中には過度なリスクテイクを助長するものもある

12.2 業績の測定と報酬：残余利益と EVA

● 残余利益と EVA の特徴

【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はかることができる

【デメリット】

- ・会計上の利益は、部分的で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
- ・利益の増加が株主にとって必ずしも良いこととは限らない

● 工場の収益が資本コストをこう得ているかどうか判断する二つの方法

- ・投資の純収益率(ROI)：税引き後の営業利益と(減価償却された)ネットの資産の簿価との比率

経営陣が各部門や各事業の実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。
- ・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。残余利益とも言う。

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

- ・残余利益について独自の指標を用いている企業もある。

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

○ EVA の是非

- EVA は業績を計るための指標として優れている。
- EVA を用いることは意思決定の権限を委譲することを意味する。
- 業務担当者に資本コストを可視化する。

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には、損益計算書と貸借対照表を修正する必要がある。



- 例：スーパーマーケット・ノッドヘッド店の収益性計測
 - DCF 法によって定義される優良なプロジェクトを発見し、提案するという目標と、高い会計上の収入も目指すようという目標は、会計上の利益が真の利益を表していない以上、相反する。

- 経済的収益性の計測

$$\text{収益率} = \frac{\text{現金受取} + \text{価格変化}}{\text{期首の価格}}$$

$$= \frac{C_1 + (P_1 - P_0)}{P_0}$$

経済的所得 = キャッシュフロー + 価格の変化

- 経済的減価：現在価値の減少
経済的所得 = キャッシュフロー - 経済的減価
- 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ことから、経済的所得を計測する際に現在価値の計算は難しい。

- 長期的にバイアスはなくなるのか
 - 長期的にみてもバイアスはなくなるらない。
 - バイアスの程度は事業の成長の速さに依存している。
- 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除くことは極めて困難である。
 - 期待経済的減価償却に基づき減価償却を行うと、体系的なバイアスを避けることができる。この方法はとても単純で効果的である。
- 収益と収益目標
 - 会計上の利益は投資家に報告すべき最も必要な数字の一つである。
 - 企業は利益を操作するために、運営方針や投資を調整している。

<コメント>

- 1CFO は管理職を悩ませたいという共通の誘惑にかられるところがあることの原因がわからない (p.475)
- 愚かな決断を下した際のコストは負わなければならないことを経営者に気づかせる必要があることこの例としてスイスの銀行の例が挙げられているが、私はこの制度に対して懐疑的である。(p.488)



- ドルベースであるのは、アメリカであるからであるのか(p.490,491)
- EVA は、業務担当者に資本コストを可視化するものである、ということが理解できなかった。