

# 企業の手元流動性にかかわるガバナンスと 企業買収および買収防衛の考察\*

小 林 磨 美

**概要** 本論文は企業の手元流動性をめぐるエージェンシー問題について考察する。過剰な流動性を持つ経営者は、再投資に必要な額を上回る投資をすることで私的便益を享受したい一方で、流動資産を多くその支配下に保有し隠匿したい、といった相反するエージェンシー問題を孕む。ここでは投資家が最適な報酬とガバナンス強度を設定することでこれらの問題をコントロールできることを示した。また、企業の留保現金をターゲットとした買収が企図される場合、買収が投資家による企業統治に与える影響を考察する。買収の可能性がある場合、投資家はガバナンス強度を下げる。さらに、買収防衛が社会的厚生を下げるとしても、投資家は防衛策を導入するインセンティブがあり、それは再投資に必要な額が小さいほど大きくなる。

**キーワード** 手元流動性, フリーキャッシュフロー仮説, 買収防衛

**原稿受理日** 2008年5月14日

**Abstracte** This paper explores different kinds of agency problems associated with liquidity management. A manager with an excess liquidity faces the following two agency problems; he can pursue private benefits by investing more than the requirement level or he can, and has an incentive to, retain more liquidity and divert it. We show that investors can control these agency problems by setting an optimal wage contract and governance intensity. We also explore the case of a takeover which aims to confiscate excess cash, and see how the government system is affected. We show that the possibility of takeover reduces the governance intensity. Moreover, even though a takeover defense reduces social welfare, the less liquidity the reinvestment requires, the stronger the investors attempt a takeover defense.

**Key words** liquidity, free-cash-flow hypothesis, takeover defense.

---

\*本研究は財団法人村田学術財団（平成19年度「企業買収防衛をめぐる内部留保現金と企業価値についての考察」）の助成を受けたものである。

## 1. はじめに

企業が手元流動性を確保する理由のひとつに、資本コストの節約があげられる。しかしながら、流動性の高い資産を経営者の実質的な支配権の下に置くことは、さまざまなエージェンシー問題を引き起こす危険性を孕んでいる。このことから、近年では企業の留保現金をターゲットにした買収が我が国でも見られるようになった。本論文では手元流動性の再投資にかかわる経営者に対して、投資家が報酬契約とガバナンス強度を選択することで規律づけるモデルを考察する。さらに企業の手元流動性をターゲットとした買収の可能性がある場合を考察し、それがガバナンス強度、および買収防衛策導入に与える影響を調べる。

企業の手元流動性をめぐる代表的なエージェンシー問題としては、Jensen (1986) による「フリーキャッシュフロー仮説 (free-cash-flow hypothesis)」が挙げられる。フリーキャッシュフローとは、企業の現金のうち、正の NPV の投資案件に必要な額を上回る部分を指す。先の仮説で Jensen は、フリーキャッシュフローを経営者の自由裁量のもとに置くと、私的便益を得るために、負の NPV の投資案件に投資したり、企業価値を下落させる企業買収などに用いたりといったエージェンシー問題が生じることを指摘した。この仮説のもとでは、他の条件を一定として、手元流動性が高い企業の経営者は過大投資 (over-investment) する危険性が高いと考えられる。実際、Harford (1999) では、手元流動性が高い企業ほど企業価値を下落させるような企業買収を起こしやすいことを米国の実証分析で指摘している。

企業の流動性をめぐる、もう一つのエージェンシー問題として近年指摘されるのが、配当をめぐる問題である。La Porta et al. (1999) の実証分析において、株式所有はその企業の実質的支配者に集中する傾向が明らかにされたが、Johnson et al. (2000) ではそのような実質的支配者が内部資金を (企業の投資などに用いずに) 流用している問題を指摘している。このことは、たとえ経営者による手元流動資金の過大投資を防止しても、その結果留保された資金が経営者によって隠匿されるといった問題を示唆している。

本論文の前半では、これら二つのエージェンシー問題をモデル化し、統治のしくみを分析する。考察する状況は次のとおりである。期首の投資から生まれる期中のリターン (初期リターン) を再投資することで企業価値を上昇させるプロジェクトを持つ経営者が投資家から資金調達する。再投資プロジェクトには最適な投資額があるのだが、経営者は投資

額が多いほど私的便益を得られるので、過大投資するインセンティブがある。その一方で、他からの制約がなければ、再投資されず留保されたリターンを経営者は自分の自由裁量のもとにおき、流用することで便益を得るインセンティブも持つ。このような中、投資家は報酬契約によって過大投資を、ガバナンス強度の設定によって留保リターンの流用を防止する。

前半での分析を受け、論文の後半では、企業の留保リターンをターゲットとした買収がある確率で生じる状況を考察する。また、コストをかけて買収防衛策を導入できる場合、防衛策導入の条件を導出する。

以上の設定の下で得られる主要な結果は次の通りである。まず、経営者に対する投資家のガバナンス強度は再投資に必要なリターンの大きさに依存して決まる。また再投資に一定以上の投資額が必要な場合、ガバナンス強度を高めても経営者にレントが発生する。

次に留保リターンをターゲットにした買収がある確率で生じる場合、買収の可能性がない場合よりも投資家はガバナンス強度を下げる必要がある。また、買収防衛策の導入に費用がかかるとしても、一定の条件のもとでは投資家は防衛策の導入を選択し、再投資に必要なリターンが小さいほどその傾向がある。

再投資に必要な最低額が対称情報である仮定のもと、投資家は成果連動型報酬契約によって経営者の過大投資を防止できる。そのもとで、留保リターンの分配をガバナンス強度の設定によって決めることによって、経営者がレントを稼ぐことを防止できる。しかしながら、再投資に必要な額が一定を上回る場合、経営者報酬が大きくなるとともに留保リターンが減少するので、たとえ留保リターンを全額投資家に分配するようなガバナンス強度を設定しても経営者はレントを得られることになり、先述の結果を得る。

また買収の可能性がある場合、経営者は買収によって期末に留保リターンを得られなくなる。よって、その分、留保リターンの分配であるガバナンス強度を下落させないと、経営者の参加条件は満たされなくなる。その結果、投資家の期待利得が下落する。よって、費用をかけてでも投資家は買収防衛策を導入するケースがでてくる。特に再投資に必要な投資額が小さく、その分留保リターンが大きくなるような場合にこの傾向が強くなるのである。このことは特に買収防衛が社会的厚生を下げるとしても、投資家が防衛策を導入する可能性を示唆している。

近年では投資家保護の観点から、投資家によるガバナンスの強化とその法的保護が必要と考えられている。しかしながら、以上の結果は、投資家によるガバナンスの強度は企業の投資プロジェクトの性質や買収のターゲットになる可能性の有無によって変わってくる

ことを示唆している。今後、非対称情報のケース、買収における買収者と投資家あるいは経営者との交渉が関わるケースなどに考察を拡大し、結果がどのように変わるかを考察したいと考える。

本論文の構成は次の通りである。まず2節で基本モデルを提示し、3節で分析を行う。4節では企業が買収のターゲットになる可能性があるケースを分析し、3節での結果と比較する。最後に5節ではまとめと今後の課題と展望について述べる。

## 2. 基本モデル

期首に投資家から調達する資金では足りなくとも、期中に実現するリターンの再投資によって実行可能なプロジェクトをもつ企業の経営者の投資行動について分析する。モデルは Date0 から Date2 までの3期間からなり、経営者が投資家（株主）から資金調達をする状況を考える。いずれのプレーヤーもリスク中立的であり、また利子率はゼロであるとする。

### 2.1. 再投資をめぐる二つのエージェンシー問題と規律づけ

経営者は Date0 で資金を調達すれば、Date1 に確率1で初期リターン  $r$  を実現できるとする。その後、不確実性があるものの、より収益性が高いプロジェクトに経営者は  $r$  を再投資できる。具体的には、経営者は  $\phi r$  ( $\phi \in (0, 1)$ ) を再投資に、残りの  $(1 - \phi)r$  を現金として留保できるものとする<sup>(1)</sup>。

ここで、先の節における考察をうけ、経営者による  $\phi$  の大きさの決定には次の二つエージェンシー問題があると考えられる。まず、再投資をすること自体から経営者が私的便益を得られるならば、株主価値を最大化するレベルを上回る初期リターンを再投資するといった、いわゆる過大投資の問題が考えられる。次に、もし過大投資を抑制でき、リターンの一部を留保させられたとしても、その実質的な所有権は経営者にあるため、経営者には自発的にこれを投資家に還元するインセンティブがない。よって経営者が留保リターンを投資家に還元せず隠匿するといった問題が考えられる。

本論文では再投資プロジェクトに必要な最小の  $\phi$  が経営者、投資家ともに観察可能であると仮定し、経営者報酬  $w$  および再投資されず留保されたリターンの投資家への還元割合

(1) 利子率ゼロの仮定より、 $(1 - \phi)r$  を流動性資産として保有するのと現金で留保するのが同等であるとする。

$\rho (\in (0, 1])$  を投資家が事前に決定することで株主価値を最大にするモデルを考察する。とくに投資家による  $\rho$  の大きさ決定は、株主による配当請求を通じた外部ガバナンスと解釈できるので、以下では  $\rho$  を、投資家によるガバナンス強度とする。

## 2.2. 再投資プロジェクト

期中 (Date 1) で初期リターン  $r$  を実現した後、これを再投資する。簡単のため、 $r$  はこの再投資に十分な額であると仮定する。この投資には少なくとも  $\phi r (0 < \phi < 1)$  の投資が必要だが、これを上回る額を投資しても企業価値の大きさは変わらないものとする。この投資プロジェクトは成功すれば  $v$  の、失敗すれば 0 の企業価値を生み出す。成功確率は経営者の努力水準に依存し、努力すれば  $p_H$ 、努力しなければ  $p_L (0 < p_L < p_H < 1)$  になる。経営者が努力しなければ、再投資  $\phi r$  から私的便益  $b(\phi r) (> 0)$  を得るものとする。以下では簡単のため  $b(\phi r) \equiv \phi b (b > 0)$  とする。

## 2.3. モデルの詳細

以下では時点にそってモデルを説明する。

まず Date 0 で、投資家ガバナンス強度  $\rho (\in (0, 1])$  を決定する。その上で初期投資額  $c$  を必要とする経営者に対して、投資家が take-it-or-leave-it offer の形で報酬と投資家によるガバナンス強度を提示する。ここで報酬は成果連動型報酬契約とし、発行済み株式の  $w (\in (0, 1))$  の割合で表す。またガバナンスの強度は、Date 1 で再投資されなかった初期リターン  $(1 - \phi)r$  のうちどれだけの割合を投資家に還元させられるかで示し、その割合を  $\rho (\in (0, 1))$  とする。投資家が提示する  $(w, \rho)$  を経営者が受け入れれば初期投資が行われるが、拒否すれば投資は行われず、経営者は留保利得  $s$  を受け取るとする。

初期投資が行われた場合、Date 1 に初期リターン  $r$  が確率 1 で実現する。経営者は  $\phi r$  を再投資して、残りの  $(1 - \phi)r$  を留保する。再投資する際、経営者は努力水準も同時に選択する。

最後に Date 2 では再投資プロジェクトが成功すれば  $v$  の、失敗すれば 0 の企業価値が実現する。またはじめに定めたガバナンス強度に従い、再投資されず留保されたリターン、 $(1 - \phi)r$  を分配する。すなわち、 $\rho (1 - \phi)r$  を投資家が、残りの  $(1 - \rho)(1 - \phi)r$  を経営者が得る。

以下では経営者が高い努力水準を選択し、かつその場合の投資家の期待利得が最大になるような  $(w, \rho)$  を導出する。分析に先立ち、次の仮定をおく。

仮定1  $p_H v + (1 - \phi)r > c + s$ .

この仮定のもとでは、もし投資家が経営者に対して、必要な額以上の初期リターンを留保させ、かつ経営者に高い努力水準を選択させられるならば、この投資が行われるほうが社会的に望ましいことを表す。

### 3. 分 析

経営者は Date 1 での自分の努力水準にかかわらず、再投資されなかった初期リターンのうち  $(1 - \rho)(1 - \phi)r$  を Date 2 に得られることに注意すると、Date 1 で経営者に高い努力水準を選択させる条件は

$$p_H v w + (1 - \rho)(1 - \phi)r \geq p_L v w + \phi b + (1 - \rho)(1 - \phi)r,$$

となる。これを整理すると、経営者の誘引両立制約は次の式で与えられる：

$$(p_H - p_L) v w \geq \phi b. \tag{1}$$

ここで再投資に必要な最小限の投資割合が  $\phi$  であり、これを上回る投資をしても企業価値に影響しないことに注意すると、(1)式右辺の  $\phi$  を  $\phi$  まで下げたときに(1)式が等号で成立する水準に  $w$  を決めればよいことになる。

そのように決められた  $w$  を所与として、経営者がこのプロジェクトを進めるための参加制約条件は

$$p_H v w + (1 - \rho)(1 - \phi)r \geq s \tag{2}$$

であたえられる。

以上より、Date 0 で投資家がこのプロジェクトに投資する場合の最大化問題は次のよう  
にあらわせる：

$$\begin{aligned} \max_{(w, \rho)} \quad & p_H v (1 - w) + \rho (1 - \phi)r \\ \text{s.t.} \quad & (1) \text{ and } (2). \end{aligned}$$

先の(1)式に  $\phi$  を代入して解くことにより、最適な報酬水準  $w^*$  とガバナンス強度  $\rho^*$  は次のようになる。

$$w^* = \frac{\underline{\phi}b}{(p_H - p_L)v},$$

$$\rho^* = 1 - \frac{1}{(1-\underline{\phi})r} \left[ s - \frac{p_H b \underline{\phi}}{p_H - p_L} \right].$$

ここで

$$\chi \equiv \frac{p_H}{p_H - p_L}$$

とし、次の仮定をおく。

仮定 2  $\chi b > s$ .

仮定 1, 2 のもとで、次の命題を得る。

命題 1 他の条件を一定とすると、投資家による最適なガバナンス強度は、経営者の再投資プロジェクトに必要最低限の初期リターンの割合  $\underline{\phi}$  に依存して次のようになる。

(i)  $\frac{s-r}{\chi b - r} < \underline{\phi} \leq \frac{s}{\chi b}$  ならば、 $\rho^* \in (0, 1]$  となり、経営者の期待利得  $\pi^*_M = s$  となり、投

資家のそれは  $\pi^*_I = p_H v + (1-\underline{\phi})r - s$  になる。

(ii)  $\underline{\phi} > \frac{s}{\chi b}$  ならば  $\rho^* = 1$  となり、経営者はレントを得る。投資家は、 $c \leq \pi^*_I < p_H v +$

$(1-\underline{\phi})r - s$  である限り投資する。

再投資に必要最低限の割合  $\underline{\phi}$  が対称情報であることから、投資家は経営者が Date 1 において高い努力水準のもとで  $\phi = \underline{\phi}$  を選択するような報酬契約を Date 0 で提示することができる。これにより過大投資が抑制されるので、あとは期末の留保リターンの分配が経営者の参加制約を満たすようにガバナンス強度を決めればよいことになる。ところで、 $\underline{\phi}$

が  $\frac{s-r}{\chi b-r} < \underline{\phi} \leq \frac{s}{\chi b}$  を満たすほどに充分小さければ、経営者に対する報酬も小さくなる

ことから、経営者の参加制約を満たすためには留保リターンをより多く経営者に分配するような緩いガバナンス強度、すなわち小さい  $\rho^*$  を投資家は提示しなければならない。

以上の議論より命題 1 (i)を得る。逆に  $\underline{\phi}$  が充分大きい場合 ( $\underline{\phi} > \frac{s}{\chi b}$ )、経営者に高い努力

水準を選択させるためには高い  $w^*$  を投資家は提示する必要がある。この場合、報酬が経営者の留保利得を上回るならば、たとえ投資家がガバナンス強度を高く設定しても、経営者はレントを得、その分投資家利得はさがることになる。

以上の結果は次の系を導出する。

系 1 再投資に必要な額が大きいほど、ガバナンス強度を高める必要がある。

同じ収益構造の再投資プロジェクトならば、投資に必要な額が大きいほど非効率な投資案件であると考えてよい。このことから、系 1 はより投資効率が低い再投資プロジェクトであるほど、投資家はガバナンス強度を高める必要がある、と解釈できる。

#### 4. 留保現金をターゲットにした買収と買収防衛

前節でのモデルを拡張して、Date 1 に確率  $q$  ( $\in (0, 1)$ ) で買収が生じる状況を考察する。ここでは特に、企業が留保するリターンをターゲットにした買収者を想定し、企業が買収されれば再投資されずに留保されたリターン  $(1-\phi)r$  の所有権が買収者にわたるものとする。この場合も Date 2 に投資家には  $\rho(1-\phi)r$  が支払われるが、 $(1-\rho)(1-\phi)r$  は経営者ではなく、買収者にわたるものとする。このことから買収が生じる可能性がある場合、経営者が得られる留保リターンの期待値は  $(1-q)(1-\rho)(1-\phi)r$  になるので、前節(2)式で与えられた経営者の参加制約は次式のようになる：

$$p_0 v w + (1-q)(1-\rho)(1-\phi)r \geq s \quad (3)$$

なお、経営者が Date 2 で得られる留保リターンの期待値は選択する努力水準に依存しないため、経営者の誘引両立制約は(1)式と同じになる。このことに注意して、投資家の最大化問題は次のようになる：

$$\begin{aligned} & \max_{(w, \rho)} p_H v(1-w) + \rho(1-\phi)r \\ & \text{s.t. (1) and (3).} \end{aligned}$$

誘引両立制約が3節の場合と同じなので、最適な報酬レベルは前節の  $w^*$  と同じになる。

一方、最適なガバナンス強度は次式であたえられる：

$$\rho^{**} = 1 - \frac{1}{(1-q)(1-\phi)r} \left[ s - \frac{p_H b \phi}{p_H - p_L} \right].$$

明らかに  $\rho^{**} < \rho^*$  なので、ただちに次の命題を得る。

**命題 2** ある正の確率で留保現金をターゲットにした企業買収が起こるならば、買収の可能性がない場合に比べて、投資家は経営者に対するガバナンス強度を下げる必要がある。

買収の可能性がある場合、経営者が Date 2 で留保リターンの一部を得られる確率が下落する分、その期待利得が小さくなる。よって、経営者の参加制約を満たすためには、投資家は事前に提示するガバナンス強度を下げて、Date 2 に経営者に分配する留保リターンの割合を上げ、その分投資家の取り分を下げる必要がある。よって命題 2 を得る。

近年我が国でもしばしば企業の手元流動資金をターゲットにした企業買収が企図される事例が見られるようになってきた。もしその目的が経営者の確保する流動資産の奪取であるならば、投資家は投資に際してより低いガバナンス強度を提示する必要があることを示唆する。このことは、投資家の期待利得を下落させることになるため、当然の帰結として投資家は買収防衛策の導入を考えることになろう。

以上を踏まえ、最後に投資家が費用を負担して買収防衛ができる場合を考察する。ここで  $\phi$  は命題 1 (i) の範囲にあると仮定して分析を進める。

投資家が費用  $d(>0)$  をかけて買収の可能性をゼロにできるとすると、投資家の期待利得は買収がない場合の期待利得から防衛費用を差し引くことで

$$p_H v(1-w^*) + \rho^*(1-\phi)r - d \tag{4}$$

と表せる。一方、買収防衛をしなければ、投資家の期待利得は

$$p_H v(1-w^*) + \rho^{**}(1-\phi)r \tag{5}$$

となる。防衛策を施すほうが投資家の期待利得が大きくなる条件は(4)から(5)を差し引くことで次の不等式で与えられる：

$$\frac{1}{(1-\phi)r}(s-\chi b\phi) \geq d. \quad (6)$$

ここで(6)式左辺は $\phi$ の単調減少関数であることから、他の条件を一定として次の命題を得る。

**命題3** 留保現金をターゲットにする企業買収の可能性がある場合、再投資に必要な額が小さいほど、投資家は買収防衛策を導入する。

命題2の議論より、 $\phi$ が小さいほど経営者の参加制約を満たすために投資家はガバナンス強度を下落させる必要があり、その分投資家利得は減少する。よって、たとえ費用がかかっても投資家の期待利得は防衛策を導入するほうが大きくなる。

ここで、買収防衛策が導入されると社会的厚生が $d(>0)$ だけ減少することから、買収防衛策を導入しないほうが社会的には望ましい。しかしながら、買収が留保現金をターゲットにしている場合、投資家は防衛策導入を支持することを示唆している。

## 5. 結論と今後の方向と課題

本論文では、企業の手元流動性の再投資問題をめぐる、経営者のエージェンシー問題について考察した。経営者にはより多くの額を投資することによって発生する私的便益を得ようとする一方で、現金を投資せず留保し、投資家に還元せず自分の利得として隠匿するインセンティブがある。ここでは再投資に必要な額が対称情報である仮定のもと、投資家は報酬水準とガバナンス強度の調節によって経営者を規律づけられることを示した。とくにガバナンス強度は一律に強くある必要はなく、再投資に必要な額が小さければ弱くてもよいことが示された。また、企業の留保現金をターゲットにした買収の可能性がある場合、その可能性がない場合よりもガバナンス強度を下げる必要があることが示された。最後に、買収防衛に費用がかかる場合、企業価値の観点からは行うべきではなくても、再投資に必要な額が小さいほど、すなわち再投資後の留保現金が多い企業の投資家ほど、防衛策を導入するインセンティブがあることを示した。

今後の課題として、(1)非対称情報のもとでこの結果がどのように変化するか、(2)買収者と投資家または経営者との取引がある場合のガバナンス構造の変化、さらに (3)投資家権利の法的な保護の程度とガバナンスのあり方の関係、などを分析し、より考察を深めたいと考える。

#### 参 考 文 献

- [1] Harford J., (1999) “Corporate Cash Reserves and Acquisitions,” *Journal of Finance* 54, 1969-1997.
- [2] Jensen, M.C. (1986) “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers,” *American Economic Review*, 76: 323-329.
- [3] Johnson, S., R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer, (2000) “Tunneling,” *American Economic Review* 90, 22-27.
- [4] La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer, (1999) “Corporate Ownership Around the World,” *Journal of Finance*, 54, 471-517.