



# フリー・キャッシュフロー仮説を知ろう

小野圭史

ブーズ・アンド・カンパニー株式会社  
アソシエイト

アクティビスト・ファンドの記事で湧いた昨年と違い、関連の話題が少なくなったように感じる。人々の注目が低くなったのか、それともサブプライムの影響で、ファンド自体に力がなくなっているのか。その中で、四月一六日に投資ファンド、ザ・チルドレンズ・インベストメント・ファンド(TCI)に対して、政府がJパワー株の買い増しの中止勧告を出したニュース<sup>(1)</sup>は久しぶりにアクティビスト・ファンドの話題として注目を集めた(注：TCIは自社を長期投資が主体のアセット・マネジメント会社としている<sup>(2)</sup>)。

注目が高い理由は、政府が外為法を根拠として、株式の買い増しを民間ファンドに中止勧告したことである。諸外国の視点からすると、外為法の根拠が曖昧であること、株主価値の最大化を怠っている(ように見える)経営者の交代の働きかけを政府が差し止めたように見えることが納得いかないのであろう。その視点を表すかのようにファイナンシャル・タイムズをはじめとする外国メディアでも「パフォーマンズ改善へのプレッシャーから経営陣を保護する愚挙<sup>(3)</sup>」と非難しているものが見られた。

外為法のどこが根拠になって、差し止めになったのかという話は別の機会として、背景としてTCIがどのような企業に投資をしているかという点、その投資先の特徴は村上ファンド、ステイール・パートナーズなどのアクティビスト・ファンドのそれとあまり傾向に差はない<sup>(4)</sup>。一般的にその投資先企業の特徴は豊富な内部留保、低い有利子負債比率、安定したキャッシュフロー、遊休資産の保有、低いPBRである。そして、株主として主に以下のことを要求するのが定石である。

- エージェンシーコストを減らす策の導入(ガバナンスの改善)
  - 資本コストを上回る収益機会への積極的投資
  - 資本効率の改善と適切なペイアウト
- TCIはそのような要求を実行させるためにJパワーの株式の保有比率を上げて発言権を強化したいという意向<sup>(5)</sup>である。

## フリー・キャッシュフロー仮説

このような要求の根拠となっているのはジェンセンのフリー・キャッシュフロー仮説<sup>(6)</sup>である。この仮説は、次のような構成となっている。

- 経営陣は、企業を最適サイズよりも巨大化するインセンティブをもっている。巨大化することによってリソースをコントロールできる力を拡大できるからである。
- したがって、フリー・キャッシュフローを多く抱えた経営陣は、NPVがプラスと思われる投資機会がない場合でも、株主還元を策とるより規模拡大を真の目的としてNPVがマイナスの投資を行う傾向がある。
- このようなフリー・キャッシュフローのエージェンシー問題を解決するために、必要運転資金以外の現金は(NPVを上回る投資先がないならば)負債調達に影響がない範囲で株主還元する。必要な資金が発生した場合は、負債で資金調達し、将来のキャッシュフローを負債の返済へと確定させる。

フリー・キャッシュフロー仮説の解決策として、運転資金用途以外の現金は、負債調達に影響がない範囲でペイアウトすることをジェンセンは訴えているが、一方で、M&Aや不況への備えとして、ある一定の現金を保有することも正当化されるケースがある。しかし、そのため

には、保有する現金を使った将来の投資収益が、株主・債権者の資金コストを上回る明確な根拠を示す必要がある。ジャンセンの理論が発表されてしばらく経った一九九五年、コーポレートレイダーと呼ばれた投資家カーク・カーコリアン氏と前クライスラーCEOのリー・アイアコッカ氏がクライスラー社の株式を買い増して、クライスラー社経営陣に対し「You are not a bank」というコメントと共に七五億ドル以上の現金を含む内部留保の還元を要求した<sup>(7)</sup>。これに対して当時のクライスラー経営陣は、今後の不景気時に備えたクッションとして現金の保有が必要であると答え続けた。しかし、当時の状況はクライスラーが現金を保有しすぎるというカーコリアンの主張のほうが世論から好意的に受け止められていたようである<sup>(8)</sup>。その理由として、アイアコッカ氏は不況の備えの現金としては二五億ドル程度で十分だと明確な根拠を示したからといわれている。要求の根拠が明確だったからこそ、株主還元（配当または自社株買い）の支持を、多数の株主・世論から取り付けることができたのである。

これはコーポレートレイダーであ

っても、フリー・キャッシュフロー仮説に基づく正当な（と考えられる）主張が展開されれば、他株主や世論も同調することがある例といえる。その結果、経営陣の株主還元策やコーポレート・ガバナンスの改善が図られる。もし改善が図られなければ、株式の買収を通じて、経営陣は交代を要求されるというサイクルが働くようになっていく。アメリカは八〇年代の敵対的買収の時代を経て、八〇年代後半から九〇年代前半にガバナンスの体制が整ったという事情もこのサイクルが働くようになった理由の一つである。

### ガバナンスレベルが課題の

#### 日本企業

一方で、日本では、フリー・キャッシュフロー仮説のエージェンシー問題が解決できていない企業が多く存在する。以下のような歴史的経緯から経営者側の力が強くなっていることが主な原因といわれている。

- (一) 長期的な安定成長を目的として、従業員・経営者と取引先の内部関係者の利益を優先することが企業の利潤最大化になるとステークホルダー間で合意ができていた。

(二) 株式の持合や情報開示の不備から株主自身が拠出資本のリターンを極大化が最大の関心となりにくかった。

(三) 企業が目標を達成できなかった場合に、経営陣が責任をとる厳格さがあまりなく、その責任を問うべき株主も内部関係者に近い関係にあったため、株主の権限を行使して経営陣を交代させるという意識が薄かった。

日本でも一部の企業群ではコーポレート・ガバナンスの体制が進歩し、多様になってきたと言われている。しかし、長期的な視点をもった海外の投資マネーを引き寄せるには全体的にガバナンスのレベルはまだ不十分と思われる。TCIの事例は、そのような投資マネーが、今後の日本企業を避けるかどうかの岐路にあることを示している。ここでフリー・キャッシュフロー仮説に今一度立ち返ることが、長期的な投資として魅力的なガバナンス体制構築への第一歩になるのではないだろうか。

- (1) 日本経済新聞 二〇〇八年四月一七日 朝刊
  - (2) 週刊ダイヤモンド 二〇〇八年四月二六日
  - (2) TCIホームページ
  - (3) Financial Times 二〇〇八年四月一八日
  - (4) TCIプレスリリース参考資料「J-P O W E R R 事業計画」経営陣が検討すべき事項「二〇〇八年三月一七日」
  - (5) 胥鵬「どの企業が敵対的買収のターゲットになるのか」二〇〇六年  
Konari Uchida, Peng Xu「US Barbarians at the Japan Gate: Cross Boarder Hedge Fund Activism」(Bank of Japan Working Paper Series) 二〇〇八年
  - (6) M.Jensen「Agency costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers」(American Economic Review 323) 一九八六年
  - (7) Wall Street Journal 一九九五年四月一三日
  - (8) Wall Street Journal 一九九五年四月一日
- 【参考文献】
- ・滝澤美帆・鶴光太郎・細野薫「買収防衛策導入の動機」経営保身仮説の検証―(経済産業研究所デイスカッションペーパー)―
  - ・千鳥昭弘・中島幹・佐々木隆文「敵対的買収防衛策」インセンティブの分析」証券ジャーナル二〇〇八年二月号
  - ・砂川信幸・川北英隆・杉浦秀徳「日本企業のコーポレートファイナンス」(日本経済新聞出版社)
  - ・若杉敬明(監修)・(財)資本市場研究会(編)「株主が目覚める日」コーポレート・ガバナンスが日本を変える(「商事法務」)
  - ・寺本義也・坂井種次(編著)・寺本義也・坂井種次・金元澤・篠田達「日本企業のコーポレートガバナンス」(「統知」)による企業価値の創造を目指して(「生産性出版社」)