

## 第1日午後 第3会場 自由論題報告要旨 MBOにおける株式買取価格決定訴訟の理論分析

野崎竜太郎（保健医療経営大学）

本報告では、MBOの実施を考えている既存の経営者と小株主の間に企業の企業価値について情報の非対称性が存在する場合に、既存の経営者が小株主にどのような株式買取価格を提示するかを考察する。さらに、既存の経営者が提示した買取価格に対して、小株主が裁判所へ提訴が可能な場合、小株主の提訴が、既存の経営者の買取価格提示行動にどのような影響を与えるかについて分析している。

近年、日本ではMBOの件数が増えつつあり、MBOを実施する理由の多くは、経営不振からの業績回復のため、上場維持コストの削減や資金調達必要性がなくなったなどである。それ以外にも買収防衛策として実施した例もある。

MBOの実施による経営上の利点はあるものの、その一方で、株式取得段階での問題も生じている。具体的には、経営者がMBOによる株式取得数が増えると、上場廃止をちらつかせた強圧的な低価格による買取の問題である。このような事件の典型的な例がレックス事件であり、この事件はMBOの実施において、経営者の買収価格が本来の企業価値を反映していないということを、株主側が裁判所に提訴し、株式買い取り価格について争った事件である。

レックス事件の例のように、小株主は企業価値を正確には知ることは困難であり、経営者はその情報の非対称性を利用して、MBOでの株式取得コストをできるだけ低くするように行動する可能性がある。そこで本報告では、経営者が、小株主との間にある企業価値に関する情報の非対称性を利用して買取価格を低くしようとする場合に、他の潜在的買収者の存在している状況で、小株主による裁判所への買収価格の提訴が、経営者のMBOでの株式買取価格決定行動にどのように影響を与えるかについて分析することを目的としている。

分析の主な結果は、潜在的買収者と裁判所の判断能力によって、既存の経営者が、自発的に正しい情報を反映した価格を提示するかどうかが決まり、具体的には次の結果が得られた。

小株主が提訴できない場合、中程度に強力な潜在的買収者が現れると、既存の経営者は、自発的に企業価値を正確に反映した買取価格を提示しない（均衡での経営者の買取価格提示戦略は一括戦略となる）。しかし、あまり強力的でない、あるいは、非常に強力的な潜在的買収者が現れたときは、自らの企業価値を正しく反映させる価格提示行動を選択する（均衡での経営者の買取価格提示戦略は分離戦略を選択する）。

一方、小株主による提訴が可能な場合、提訴できない場合と異なり、中程度に強力な潜在的買収者が現れたときは、裁判所の判断能力の高さによって、均衡での既存の経営者の買取価格提示戦略が異なる。裁判所の企業価値発見能力が高い場合は、既存の経営者は、自ら企業価値を正確に反映させる価格提示戦略を選択する。発見確率が低い場合は、既存の経営者は自らの企業価値を表明するような買取価格の提示を行わない。あまり強力的でない、または、非常に強力的な潜在的買収者が現れたときは、提訴できないときと同様に、既存の経営者は自らの企業価値を正しく反映するような買取価格の提示を行う（すなわち、分離均衡が実現する。）。