

公正な資本市場の実現に向けて —資本市場の価格発見機能と資産評価会社の重要性—

光 定 洋 介 CMA

(証券アナリストジャーナル編集委員会委員)

1. 少数株主の利益が侵害された事例

利益相反のある取引の中でも、利害対立のある当事者同士における多額の資産の売買は最もその影響が大きいものとなる。例えば、REITがそのスポンサー企業から資産を買い入れるケース、親子上場企業において親会社の子会社株式を100%取得するケース、MBOにおいてバイアウトファンドと経営陣が、当該経営陣が経営する上場企業を100%子会社にするケースなどがあり得る。いずれのケースでも公正な価格から逸脱した価格で取引することによって、少数（マイノリティ）株主が損失を被ることになる。そこで重要になってくるのが、双方の当事者が相手の影響を受けずに資産評価を行う独立した評価機関である。

この評価機関の悪用を行うことで、少数株主の利益が侵害される事件があった。中部電力系のJ-REITであるエスコンジャパンリート投資法人の運用を担う「エスコンアセットマネジメント」が不動産鑑定会社に不適切な働きかけを行い、親会社（日本エスコン：日本エスコンは中部電力の子会社である）からの物件取得に当たり、不当に高い評価書を書かせるように誘導し評価書を入力

していた、という内容である（以下、エスコン事件）。より具体的には、不動産鑑定業者から提示された鑑定評価の概算額が、親会社が希望する売却希望価格に満たない場合に、親会社の売却希望価格を伝達するなどして、鑑定評価額が当該売却希望価格を上回るものとなるように依頼していたという。また、親会社から物件を取得する場合、複数の不動産鑑定会社に評価額の概算をヒアリングした上で、最も高い評価額を提示した不動産鑑定会社の不動産鑑定手数料が最も廉価になるようにして、当該不動産鑑定会社を選定していたという。最も安い鑑定評価手数料を提示した鑑定会社を選定したことで、不正の隠蔽を図ったものと考えられる。取締役会では、当該不動産鑑定会社の評価額が最も高かったということを示した上で、手数料が安いことを理由として取締役会での決議をとっていたという（注1）。これは、エスコンジャパンリート投資法人の少数株主が高い価格で物件を取得させられていることになり、親会社が利得を得て少数株主が損害を受けている。評価や鑑定を行う会社は公正・中立でなければならない、また、その評価会社を選定するプロセスも少数株主

(注1) 当該不正は、証券取引等監視委員会によるエスコンアセットマネジメントへの検査で発覚し、2022年6月22日に金融庁に行政処分するように勧告した（証券取引等監視委員会[2022]、金融庁[2022]参照）。