

# CVRI Report Vol.13

2006 / 7 / 19

## 第三者評価について考える(1)

### 第三者評価と現実の取引

前回まで 3 回に亘って TRN 事件の新株予約権の評価について述べました。そこでも述べましたが評価は価格をめぐる交渉者の参考意見としての機能を果たします。また、評価は評価依頼者と評価者の間で合意された前提条件に基づいて行われます。

その前提条件を理解している依頼者にとっては、評価結果は意味のある評価結果ですが、前提条件を知り得ない又は理解する立場にない第三者にとっては、評価結果は非合理的に映ることもあり得ます。評価結果が公表された場合、前提条件とその設定理由を知り得ない又は理解する立場にない第三者にとっては、評価結果は全く意味を成さないこともあり得ます。

時間と費用をかけたフェアバリューでない限り、評価は評価依頼者と評価者の間で成立するものであるという評価の性質を理解いただき評価をご利用していただきたいと思います。

もちろん、評価はあくまでも評価なので、いかに理論的に正しい評価であっても実際の取引がそれで行われる訳ではないのも一面の真実です。いかに理論的に正しい評価であっても、売り主が「安いので売りたい」といえば取引は成立しませんし、買い主が「高いので買いたくない」といえば取引は成立しません。

### 第三者評価はなぜ必要か

では、なぜ第三者評価が必要なのでしょう。

それは現代の株式会社の経営形態によるところが大きいといえます。つまり、株式会社では所有と経営が分離しているのが前提となっています。企業の所有者(便宜上、そのように呼びます)である株主は経営には直接関与しません。代わりに自己の選定した取締役を経営を委託します。いまさら指摘するまでもありませんが、現代の株式会社の仕組みの中では取締役は企業の所有者たる株主に雇われている身分にすぎません。そのため、取締役は自らの「雇用主」である株主に対して説明責任を負っているわけです。

ですから、株主と取締役の間に絶大なる信頼関係があればこのような説明責任はもちろん不要です。しかし、現実には上場企業では「資本の分散化」がすすみ、大株主ですら所有比率が 10% 未満という会社も珍しくありません。こういった株主構成の会社では取締役と株主はお互いの顔すら知らないというケースが

---

本レポートに掲載されております情報は、内容及び正確さに細心の注意を払い、万全を期しておりますが、人為的なミスや機械的なミス、調査過程におけるミスなどで誤りがある可能性があります。株式会社企業価値総合研究所では、当該情報に基づいて被ったいかなる損害についても一切の責任を負うものではありません。

本レポートおよび当社が提供するすべての情報について、当社の許可なく転用・販売することを禁じます。

Copyright (C) CVRI. All Rights Reserved.

大半でしょう。つまりほとんどの上場会社では、株主と取締役の間の信頼関係は希薄になっているのです。そこに取締役の株主に対する説明責任が生じてくるわけです。

次に、取締役がM & Aやエクイティファイナンスを行う際に自ら相手先企業の評価(あるいは合併比率など)やエクイティファイナンスの条件を自ら評価することが可能なのか考えてみましょう。この種の取引では単純なものは少なく、また、一見単純な取引であっても専門知識が要求されてきます。また、M & Aやエクイティファイナンスはめったにあるものではありません。めったにない取引のためにそれらの専門知識を持ったスタッフを社内に抱えておくことはコスト面で合理的ではありません。これらからお分かりのように、「コスト面での経済合理性」が第三者評価を必要とする理由のひとつです。

### 株主と取締役の信頼性の希薄さ

さらに、別な角度から見ると、取締役自らが行った評価を株主が信頼するかという問題があります。上述したように、株主と取締役の間の信頼関係が希薄になっている上場会社が多い中で、取締役自身が行った評価を信頼できる株主は少数派であるといえます。そうなったときに、取締役としては、株主としても信頼できる第三者に評価を委託することになります。このとおり、第三者評価が必要とされるもうひとつの理由が、「お手盛り防止」の観点です。

取締役としても「不利な合併比率にして、何かバックマーゲンを得ているのではないか」とか、「増資が有利発行に当たるのではないか」とか株主に変な勘繰りをされるよりは「客観性の確保」をするために第三者意見を求めた方が、気分的にもスッキリすることでしょう。

「季下に冠を正さず」の諺のとおりです。

以上のとおり、第三者評価が必要とされているのは、(1)コスト面での経済合理性、(2)客観性の確保、の2つの理由です。

さて、評価結果の性格についてはご理解いただけたと思いますが、次回は企業評価手法について述べてみたいと思います。