

株価・資産価格低下時の M&A に際しての意思決定の留意点

弁護士 谷口 達哉
弁護士 清水 秋帆

Question

- ① COVID-19 の影響を受け、不動産価格が全般的に下落しています。この状況下で、当社所有の高額な不動産を売却しようとする場合、取締役の善管注意義務の観点から、どのような点に留意すべきでしょうか。
- ② COVID-19 の影響を受け、当社株式の市場株価が下落しています。この状況下で、当社株式の非公開化（公開買付けや株式交換）を実施しようとする場合、取締役の善管注意義務の観点から、どのような点に留意すべきでしょうか。

Answer

①、②のご質問のような状況下においては、不動産や株式の売却価格の適切性が問題となりやすいため、不動産や株式の価値算定を算定機関から取得するなど、慎重な手続を履践することが望ましいです。

価値算定に際して、例えば以下のような算定手法を用いる場合には、不動産価格・市場株価の一時的な下落の影響を受けている可能性があります。この場合、そのような影響を受けていないかを検証の上、その時点で売却する合理的な必要性を検証したり、他の算定手法を用いることが適切と考えます。

- 1 市場株価法・取引事例比較法等のマーケットアプローチによる算定手法
- 2 DCF 法などのインカムアプローチのうちマルチプル法による算定手法

1. はじめに

COVID-19 の影響を受け、不動産価格及び株価が下落していることから、これらを売却する際の価格評価が困難な状況にあります。本稿では、取締役の善管注意義務の観点から、価格評価において留意すべき事項を検討します。

2. 取締役の善管注意義務

(1) 総論

会社法上、取締役は会社に対して善管注意義務及び忠実義務（会社法 330 条、355 条、民法 644 条、両者は厳密には意味が異なるとの解釈も存在していますが、以下は便宜上単に「善管注意義務」とします。）を負い、かかる義務を怠ったことにより、会社に損害を生じさせた場合にはそれを賠償する責任を負います（会社法 423 条 1 項、429 条 1 項）。

(2) 資産の売却場面における善管注意義務（ケース①）

本稿 Question のケース①のような場合、不動産の売却という意思決定は、通常、会社の経営判断に属するものと考えられます。裁判例上、このような経営判断の適切性について善管注意義務が争われた場合には、(i) 前提とした事実の認識に不注意な誤りがないか否か、(ii) その事実に基づく行為の選択に著しく不合理な点がないか否かという観点から、取締役の裁量の範囲を逸脱しているか否かによって判断されています（経営判断原則）。

経営判断原則が適用される場面では、基本的に取締役の裁量は広く認められる傾向にありますが、それでもその裁量を逸脱して資産を廉価処分したような場合には、やはり善管注意義務違反が問題となります。子会社株式の買取価格の適切性が争われた裁判例ではありますが、「十分な調査及び検討をすることなく、単に出資価格が 1 株当たり 5 万円であったことから、それと同額の買取価格を設定した」として取締役の善管注意義務が認められた事例¹も存在するため、ケース①のように不動産価格が下落している状況下で高額な不動産を売却しようとする場合には、その売却価格の適切性を慎重に検討することが望ましいと考えられます。

(3) 株式の非公開化（公開買付けや株式交換）場面における善管注意義務（ケース②）

ケース②のように、株式の非公開化（公開買付けや株式交換）の場面では、実務上、買収対象会社の取締役が買収者との買取価格の交渉を行うことが少なくありません。その際の買取価格の適切性に関しても、買収対象会社の取締役の善管注意義務が問題になると考えられています²。

裁判例において、そのような善管注意義務の有無を判断するに際しては、買収対象会社の取締役がどのようにして買取価格を検証したかが審査されていますので、買収対象会社の取締役は、その買取価格の適切性を慎重に検討することが望ましいと考えられます。

¹ アパマンショップホールディングス株主代表訴訟事件（東京高判平成 20 年 10 月 29 日）。ただし、上告審において破棄されている。

² 善管注意義務は「会社」に対して負うものであるところ、買取対価は買収対象会社の「株主」に交付されるものであるため、買収対象会社の取締役の善管注意義務の範囲外とも捉えられそうですが、会社に対する善管注意義務の一環として、公正な企業価値の移転を図らなければならない義務を負っていると考えられています（レックスホールディングス損害賠償請求事件（東京高判平成 25 年 4 月 17 日））。

3. 不動産・株式価格の算定方法

(1) 総論

不動産価格や株式価格の適切性を慎重に判断するにあたって、採用されている手法として、不動産や株式の価値算定を算定機関から取得する方法が挙げられます。この方法によらなければ直ちに取締役の善管注意義務となるというものではありませんが、不動産価格や市場株価が下落している状況下において高額な不動産や非公開化取引などといった重要な取引を行う際には、やはり算定機関から取得することが望ましいといえるでしょう。そこで、以下ではそのような算定機関に価値算定を依頼する場合の留意点について解説します。

一般的に、不動産価格及び株式価格の算定においては、マーケットアプローチ、インカムアプローチ及びコスト（アセット）アプローチという方法がとられています（【図表 1、2】参照）。算定機関に価値算定を依頼する場合には、その対象となる株式や不動産の価格をより適切に評価・判断するために、これら 3 つの方法の特徴及び活用場面を理解しておくことが重要です。

以下では、算定機関に価値算定を依頼する際に留意すべき点として、COVID-19 の影響を受けやすい手法であるマーケットアプローチ及びインカムアプローチについて説明します。

(2) マーケットアプローチ（Answer 1）の手法を用いた算定方法

評価対象会社が上場会社である場合には、投資家により形成された客観性の高い「市場価格」を参考にして株式価格を算定する方法が可能です（市場株価法。詳しくは「4.（1）ア」を参照）。もっとも、評価対象会社が非上場会社の場合にはこの方法は活用できませんので、この場合には、過去に行われた類似した取引を参考にして、株式価格を算定する方法が考えられます（取引事例法。詳しくは「4.（1）イ」を参照）。また、評価対象会社が上場会社か非上場会社であるかにかかわらず、評価対象会社と類似する上場企業の時価総額等を参考にして、株式価格を算定する方法もあります（類似企業比較法。詳しくは「4.（1）ウ」を参照）。

一方で、不動産価格の算定においては、上場株式における市場株価に相当するようなものが存在しないため、マーケットアプローチとしては、一般的に取引事例比較法がとられています（取引事例比較法。詳しくは「4.（2）」を参照）。

(3) インカムアプローチの手法（Answer 2）を用いた算定方法

株式価格の算定において、インカムアプローチによる場合には DCF 法をとることが一般的です。DCF 法とは、一定期間において将来生み出すとされるフリー・キャッシュフロー（FCF）と当該期間経過時点における価値（株式の場合には「継続価値」、不動産の場合には「復帰価格」などといいます。）を、その発生時期に応じて一定の割引率で現在価値に引き直して、価値を求める方式のことをいいます（DCF 法。詳しくは「5.」を参照）。

不動産価格の算定においても DCF 法が用いられるほか、より簡便に一定期間の FCF を還元利回りによって還元する方法（直接還元法）が用いられることがあります。

また、株式価格の算定において DCF 法を用いる場合、その継続価値の算定を類似企業比較法と同様の算定方法で算出することがあります（マルチプル法）ので、その場合はマーケットアプローチの手法にお

ける留意点も併せて踏まえる必要があります。

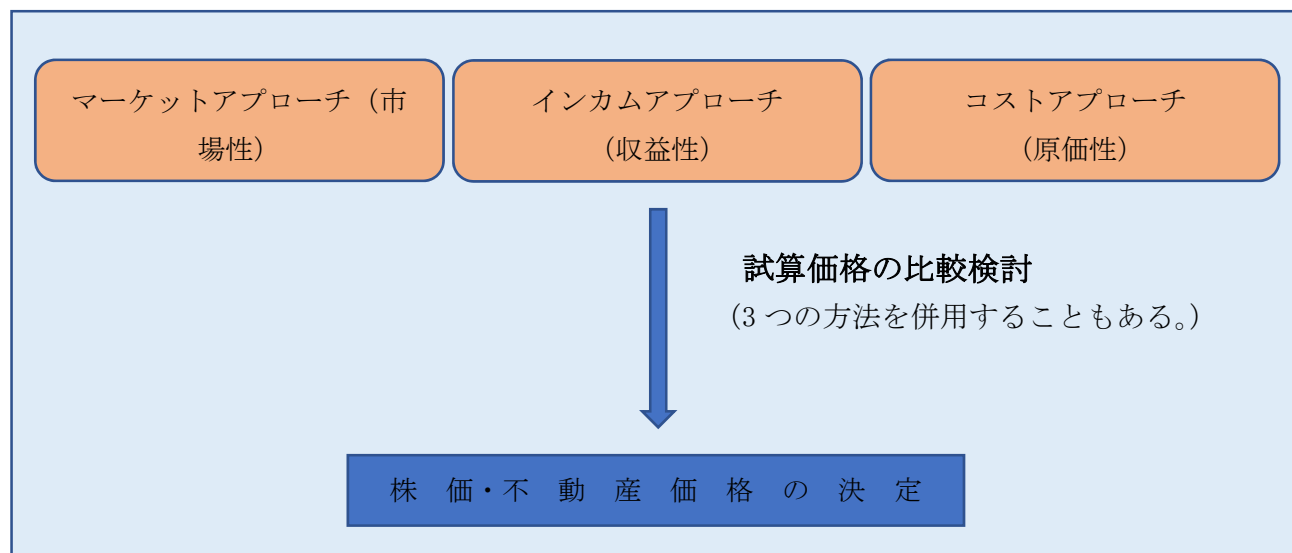
【図表 1】 株価・不動産価格の一般的な算定方法³

	評価対象物	内容
マーケットアプローチ	株式	①証券取引所に株式を上場している企業の市場株価の分析により株主を評価する手法（市場株価法）。 ②評価対象企業の株式についてなされた過去の取引における価格を参照する手法（取引事例法）。 ③評価対象会社と事業内容・規模等が類似する上場会社の時価総額（又は時価総額を基に算出される事業価値）の財務数値に対する倍率を算出し、評価対象会社における財務数値に当該倍率を乗じることで株式価格を算出する手法（類似企業比較法）。
	不動産	多数の取引事例を収集して適切な事例の選択を行い、これらに係る取引価格に必要な応じて事情補正及び時点修正を行い、かつ、地域要因の比較及び個別的要因の比較を行って求められた価格を比較考量し、これによって対象不動産の試算価格を求める手法（取引事例比較法）。
インカムアプローチ	株式	評価対象企業から期待されるキャッシュフロー又は利益を、評価対象企業のリスクを織り込んだ割引率で現在価値に換算することにより企業価値を評価する手法（DCF 法）。
	不動産	評価対象不動産から得られると予測される毎期のキャッシュフロー及び復帰価格を適切な割引率で割り引き、そのその合計額をもって不動産の価格とする手法（DCF 法）。 一定期間の運営純収益を還元利回りで還元して、不動産の価格を求める手法（直接還元法）。
コスト（アセット）アプローチ	株式	評価対象会社を取得するのに必要なコストを積算することにより企業価値を評価する手法。

³ 株式会社ブルータス・コンサルティング編『企業価値評価の実務 Q&A』（中央経済社、2018）、国土交通省「不動産鑑定評価基準」（平成 26 年 5 月 1 日一部改正）21～27 頁

	不動産	価格時点における対象不動産の再調達原価を求め、この再調達原価について減価修正を行って対象不動産の試算価格を求める手法（原価法）。
--	-----	--

【図表 2】 算定方法と価格決定の流れ



4. 市場株価法・取引事例比較法等のマーケットアプローチによる算定手法（Answer 1）

（1）株式価格の算定

上述のとおり、評価対象会社が上場会社の場合には市場株価法と類似企業比較法の採用が検討されることが多く、評価対象会社が非上場会社の場合には取引事例法と類似企業比較法の採用が検討されることが多いです。最終的にどの手法が採用されるかは個別事例によりますが、以下では COVID-19 の影響を踏まえたそれぞれの手法についての留意点を説明します。

ア 市場株価法

市場株価法とは、上場している取引所における市場株価を参照する手法であり、過去 1～6 か月程度の市場株価の平均株価を評価額とすることが一般的です。市場株価は、多くの投資家によって形成される価格であり、客観性が高い方法といえますが、COVID-19 の感染拡大のように株価に極めて重要な影響を与えるイベントが発生した場合には、その反動により一時的に市場株価が下落するようなこともあり、その場合には市場株価が株式価格を正確に反映できていない可能性も生じます。

このため、COVID-19 の感染拡大により市場株価が下落しているような場面においては、市場株価が株式価格を正確に反映しているものかどうか慎重に検証する必要があります。その方法としては、たとえば COVID-19 の感染拡大による急激な市場株価の変動を排除するため、そのような変動前の市場株価を参照することも考えられます。もっとも、COVID-19 の感染拡大が企業の長期的な業績に影響を与えているような場合には、むしろそのような市場株価の変動を考慮するほうが株式価格を正確に反映しているともいえますので、そのような事情があるか否かについても慎重に検討する必要があります。

イ 取引事例法

取引事例法とは、評価対象会社の株式についてなされた過去の取引における価格を参照する手法です。取引事例法を活用するためには、前提として、①評価対象会社の状況の変化がないこと、②取引属性が類似していること及び③取引価格が合理的な根拠に基づき算定されていることが必要です⁴。

COVID-19 の感染拡大後に実施された取引を参照する場合には、緊急状況下における取引として③取引価格が合理的な根拠に基づき算定されていない可能性があるため、具体的な取引の内容がそのようなものでないかを検証する必要があると考えられます。

ウ 類似企業比較法

類似企業比較法とは、評価対象会社と事業内容・規模等が類似する上場会社の時価総額（又は時価総額を基に算出される事業価値）の財務数値に対する倍率を算出し、評価対象会社における財務数値に当該倍率を乗じることで株式価格を算出する手法です。財務数値としては、PER・PBR・EBITDA などが用いられます。

類似企業比較法は、上場会社の時価総額を基に倍率を算出しますので、市場株価法と同様に、COVID-19 の感染拡大により類似上場会社の時価総額が株式価格を正確に反映しているものかどうか慎重に検証する必要があります。

（２）不動産価格の算定

不動産の場合は、上述のとおり、他の多数の取引事例を収集して行う取引事例比較法を使用することとなります。例えば、COVID-19 の感染拡大により飲食店の多い繁華街の不動産価格は大きな影響を受けていると考えられますので、地域要因の比較においては、COVID-19 の感染拡大による影響を受けている地域か否かなどの特殊事情を踏まえる必要があります。また、COVID-19 の感染拡大により一時的に不動産価格が下落している可能性もありますので、参照された取引事例が COVID-19 の感染拡大により不当な影響を受けていないか否かを慎重に検討する必要があります。

5. DCF 法などのインカムアプローチのうちマルチプル法による算定手法（Answer 2）

インカムアプローチとは、一般的にその評価対象物が将来獲得することが期待されるキャッシュフローに基づいて評価する方法のことをいいます。すなわち、DCF 法及び直接還元法は共に評価対象物の収益性に着目した方法となります。

株式価格の算定において DCF 法を用いる場合、その継続価値の算定を類似企業比較法と同様の算定方法で算出することがあります（マルチプル法）。一般に継続価値がいくらであるかは、DCF 法の算定結果に大きな影響を与えることとなりますので、上述のとおり、類似企業比較法における留意点と同様、類似上場会社の時価総額が株式価格を正確に反映しているものかどうか慎重に検証する必要があります。

以上

⁴株式会社ブルータス・コンサルティング編『企業価値評価の実務 Q&A』（中央経済社、2020）238 頁