

SAMPLE — 1 UNIT分の実物

## UNIT J05 バリュエーション — 8問

基礎4問 ● / 実践3問 ●● / 応用1問 ●●● ※全42 UNITが同一構成 (42×8=336問)。解答・解説は節末にまとめて掲載する方式です。

## 問J05-基1 基礎 ●

EV（事業価値）と株式価値の関係に関する記述として、最も適切なものはどれか。

- 1 EV/EBITDA倍率により直接算出されるのは事業価値（EV）であり、株式価値を求めるにはEVから純有利子負債を控除する必要がある。
- 2 EVと株式価値は同一の概念の言い換えであり、両者を区別する実益はない。
- 3 株式価値は、EVに有利子負債を加算し、現金預金を控除して求める。
- 4 純有利子負債がマイナス（現金預金有利子負債を上回る）の会社では、株式価値はEVを下回る。

## 問J05-基2 基礎 ●

会社の特性に応じた評価手法の使い分けに関する記述として、最も適切なものはどれか。

- 1 収益力は乏しいが不動産等の資産に厚みがある会社では、時価純資産法が評価の主力となりやすい。
- 2 赤字企業には企業価値が存在しないため、評価を行う実益はない。
- 3 安定収益と事業計画のある会社であっても、法令上は年買法を用いることが求められる。
- 4 中小企業の評価では、複数手法によるクロスチェックは混乱を招くため、単一手法に統一すべきである。

## 問J05-基3 基礎 ●

次の文章の空欄A～Cに入る語句の組み合わせとして、正しいものはどれか。

「【A】は、資産・負債を時価に引き直して純資産を求める手法であり、評価の【B】として機能する。ただし、この手法には【C】が反映されないという限界がある。」

- 1 【A】時価純資産法 【B】下支え 【C】将来の収益力
- 2 【A】時価純資産法 【B】上限 【C】資産の含み損益
- 3 【A】DCF法 【B】下支え 【C】将来の収益力
- 4 【A】DCF法 【B】上限 【C】過去の実績

### 問 J05-基4 基礎 ●

---

DCF法に関する記述として、最も適切なものはどれか。

- 1 将来のフリー・キャッシュ・フローをリスクに応じた割引率で現在価値に引き直す手法であり、事業計画と割引率の置き方により結果が大きく変動する。
- 2 過去の実績利益のみを用いる手法であるため、将来の事業計画の有無は評価に影響しない。
- 3 割引率には、会社の規模やリスクにかかわらず一律の法定利率を用いる。
- 4 理論的に最も精緻な手法であるため、算定の前提の妥当性を依頼者に説明する必要はない。

### 問 J05-実1 実践 ●●

---

類似会社比較法により対象会社の株式価値を求める。次の資料に基づく株式価値として、正しいものはどれか。

【資料】

- ・正常収益力としてのEBITDA：90百万円
- ・採用するEV/EBITDA倍率：4.0倍
- ・銀行借入金：180百万円
- ・役員借入金（実質的に返済を要するもの）：40百万円
- ・現金預金：60百万円

- 1 140百万円
- 2 200百万円
- 3 240百万円
- 4 520百万円

### 問 J05-実2 実践 ●●

---

製造業A社の評価にあたり、時価純資産法で1.1億円、年買法で1.8億円、類似会社比較法（株式価値ベース）で1.3億円という三つの数字が算出された。経営者から「結局、どれが本当の値段なのですか」と尋ねられた支援者の説明として、最も適切なものはどれか。

- 1 三つの数字はそれぞれ異なる問いと前提に基づく評価であることを説明し、この幅を交渉の出発点として提示したうえで、最終的な価額は相手方との合意で定まると位置づける。
- 2 最も高い年買法の1.8億円が会社の真の価値であり、それを下回る価額での成約は避けるべきであると説明する。
- 3 三つの平均値である約1.4億円が客観的に正しい評価額であると説明する。
- 4 手法により結果が異なるのは計算誤りが原因であるため、いずれか一つの手法に絞って再評価すると説明する。

**問 J05-実3 実践 ●●**

年買法（時価純資産＋営業利益数年分）における「営業利益」の算定を行う。対象会社の帳簿上の営業利益は45百万円であるが、精査の結果、次の事実が判明した。年買法の営業権算定に用いる利益として、最も適切な金額はどれか。

【判明した事実】

- ・経営者の私的経費8百万円が販売費及び一般管理費に含まれている
- ・当期限りの一過性の補助金収入12百万円が営業利益に計上されている

- 1 33百万円
- 2 41百万円
- 3 53百万円
- 4 65百万円

**問 J05-応1 応用 ●●●**

仲介者Xは、譲渡側・譲受側の双方と仲介契約を締結している。XはDCF法により対象会社の株式価値を2.4億円と算定し、双方に対して「当社の評価では2.4億円が適正価格です。この金額での合意をお勧めします」と単一の金額を提示した。

この場面に関する次の記述（ア）～（エ）のうち、適切なものを全て選んだ組み合わせはどれか。

（ア）仲介者は、バリュエーション等の結論を自ら決定すべきでなく、必要に応じて士業等専門家の意見を求められることを依頼者に伝えるべきである。

（イ）評価結果は単一の数値でなく、算定の前提と幅（レンジ）を含めて説明することが求められる。

（ウ）双方に同一の金額を提示している以上、中立性は保たれており、Xの対応に問題はない。

（エ）顧客双方の同意があれば、仲介者が評価結論を確定させて取引を進めることに支障はない。

- 1 ア
- 2 ア、イ
- 3 ア、イ、ウ
- 4 イ、エ

## ANSWERS

## 解答・解説 — UNIT J05

## 問 J05-基1 正解 1

- ◎1 倍率法の直接の産出物はEV。株式価値へは「EV-純有利子負債」の橋渡しを要します。
- ×2 EVは「事業そのもの」、株式価値は「株主の取り分」。借入・現金の分だけ乖離します。
- ×3 符号が逆です。借金は株主の取り分を減らし、現金は戻します。
- ×4 逆です。控除する純有利子負債がマイナスなら、株式価値はEVを上回ります。

▶ 戻る 体系テキスト § J05-3 「EVと株式価値」 | 原典 中小M&Aガイドライン（第3版）バリュエーション（事業評価・企業評価）

## 問 J05-基2 正解 1

- ◎1 価値の源泉が資産にある「資産型」では、資産の裏付けを測る手法が主力になります。
- ×2 資産価値や再生後の収益力に基づく評価はあり得ます。
- ×3 手法の選択を法令は指定していません。収益型では倍率法・DCF法の比重が上がります。
- ×4 逆です。特にバランス型では複数手法の併用で幅を確かめるのが実務です。

▶ 戻る 体系テキスト § J05-4 「手法の使い分けとレンジ」（適合マップ 図表J05-3） | 原典 中小M&Aガイドライン（第3版）バリュエーション（事業評価・企業評価）

## 問 J05-基3 正解 1

- ◎1 「会社を今たんだら手元に残る価値」の目安＝評価の下支え。同じ純資産でも収益力の差は映りません。
- ×2 Bが誤り。収益力の強い会社では他手法が上回るため上限ではなく下支えです。Cも誤り——含み損益はまさに時価への引き直しで反映します。
- ×3 Aが誤り。DCF法は将来キャッシュ・フローを割り引く手法で、資産・負債の時価引き直しではありません。
- ×4 A・B・Cすべて対応が崩れています。文章はコスト・アプローチの説明です。

▶ 戻る 体系テキスト § J05-1 「三つのアプローチ」 | 原典 中小M&Aガイドライン（第3版）バリュエーション（事業評価・企業評価）

## 問 J05-基4 正解 1

- ◎1 理論的な精緻さと、前提次第で結果が動く恣意性が背中合わせの手法です。
- ×2 DCF法の入力にはまさに将来計画。過去実績のみで計算する手法ではありません。
- ×3 割引率は対象会社のリスクを映して設定します。法定利率という概念はありません。
- ×4 前提依存が強い手法ほど、前提と限界の説明責任は重くなります。

▶ 戻る 体系テキスト § J05-1 「三つのアプローチ」 | 原典 中小M&Aガイドライン（第3版）バリュエーション（事業評価・企業評価）

## 問J05-実1 正解2

- ×1 現金預金の戻し忘れです ( $360-180-40=140$ )。純有利子負債は「有利子負債-現金預金等」。
- ◎2  $EV=90 \times 4.0=360$ 。純有利子負債  $=180+40-60=160$ 。株式価値  $=360-160=200$  百万円。返済を要する役員借入金は負債性項目として純有利子負債に含めます。
- ×3 役員借入金の除外です ( $360-(180-60)=240$ )。「身内の借金だから」と外すのは誤り。実質的に返済を要するものは含めます。
- ×4 符号の取り違いです ( $360+160=520$ )。借金は株主の取り分を減らします。

▶ 戻る 体系テキスト §J05-3「EVと株式価値」・§Z04-2「運転資本とネットデット」 | 原典 中小M&Aガイドライン (第3版) バリュエーション (事業評価・企業評価)

## 問J05-実2 正解1

- ◎1 評価は幅を持つのが本質。幅そのものが会社の姿であり、単一の「正解」を約束した瞬間に説明は営業トークに変わります。
- ×2 最高値の約束は、後の値下げ圧力と不信の温床です。評価額に拘束力はありません。
- ×3 性質の異なる手法の機械的平均に理論的な意味はありません。
- ×4 幅は誤りではなく、手法が答えている問いの違いから必然的に生じます。

▶ 戻る 体系テキスト §J05-4「手法の使い分けとレンジ」・CASE「三つの数字が出てきた」 | 原典 中小M&Aガイドライン (第3版) バリュエーション (事業評価・企業評価) / セカンド・オピニオン

## 問J05-実3 正解2

- ×1 私的経費の戻し忘れです ( $45-12=33$ )。実態より費用が過大なままになっています。
- ◎2  $45+8$  (私的経費を費用から除外=利益に戻す)  $-12$  (一過性収入を除く)  $=41$  百万円。年買法の営業利益は、帳簿数値でなく正常収益力へ調整した利益を用います。
- ×3 一過性補助金の除き忘れです ( $45+8=53$ )。当期限りの収入は継続する稼ぐ力ではありません。
- ×4 両項目を加算する符号ミスです ( $45+8+12=65$ )。一過性収入は加算でなく除外します。

▶ 戻る 体系テキスト §J05-2「年買法」・§Z04-1「正常収益力」 | 原典 中小M&Aガイドライン (第3版) バリュエーション (事業評価・企業評価)

## 問J05-応1 正解2

- ×1 アは適切ですが、イ (レンジと前提の説明) も適切であり、選択が不足しています。
- ◎2 仲介の構造 (双方と契約) では、評価の結論を仲介者が確定させると一方の意向を映す危険が管理できません。行動規範は「結論を決めない」こと (ア) を求め、評価の説明は前提と幅を含めること (イ) が実務の要請です。
- ×3 ウが不適切。同一金額の提示は中立の証明になりません。問題は金額の異同でなく、結論を仲介者が決定していることです。
- ×4 エが不適切。同意の有無にかかわらず、評価・DDのような工程の結論を仲介者が決定しない運用が規範の要求です。

▶ 戻る 体系テキスト §J05-4「手法の使い分けとレンジ」×§R04-3「利益相反の管理」(規範18) | 原典 M&A支援機関に係る使命・倫理・行動規範 (規範18) / 中小M&Aガイドライン (第3版)

(ウ) (エ) のような「仲介者が結論を決めてよい」とする理解は、倫理・行動規範上の禁忌肢として設定される領域です (現状案)。