

2025年度大学院博士前期課程一般入学試験（第I期）問題

研究科名	科目名
経済学研究科 経済学専攻	財務管理論

1. M&A実施ではシナジー効果を生じることが目標となるが、それを企業の現在価値（NPV）の視点から買収プレミアムという用語を用いて説明しなさい。

（津森信也『入門企業財務・第4版』東洋経済新報社，第13章，201-203頁より引用）

2. 企業買収において，成功するために買収価格を検討することが必要となる。その時の検討要因となるPER（株価収益率）とPBR（株価純資産倍率）について，買収との関連から説明しなさい。

（津森信也『入門企業財務・第4版』東洋経済新報社，第13章，201-203頁より引用）

解答または解答例：

Sample Answer(s) or Outline：

【問題 1】

M&A の実施においては、買収によってシナジー効果を実現し、企業価値を増加させることが目的となる。この点は企業の現在価値 (NPV) の観点から説明することができる。まず、買収企業と被買収企業がそれぞれ独立して存在している場合、それぞれの企業価値は、将来キャッシュフローの現在価値として評価される。M&A によって両企業が統合されると、経営資源の効率的活用、規模の経済、収益機会の拡大、コスト削減などのシナジー効果が生じ、統合後企業の価値は両企業の単純合計を上回ることが期待される。

しかし実際の買収では、買収企業は被買収企業の株主から株式を取得するために、被買収企業の単独での企業価値を上回る価格を支払うのが一般的である。この上乗せして支払われる部分を買収プレミアムという。したがって、買収企業の株主にとっての NPV は、M&A によって生じるシナジー効果の現在価値から、この買収プレミアムを差し引いたものとして表される。もしシナジー効果が買収プレミアムを上回れば、NPV は正となり、買収企業の株主価値は増加するため、この M&A は経済的に合理的であるといえる。反対に、買収プレミアムがシナジー効果を上回れば、NPV は負となり、買収企業の株主価値は減少する。このように、M&A の意思決定においては、シナジー効果そのものの大きさだけでなく、それに対してどれだけの買収プレミアムを支払うかが重要であり、買収企業にとって正の NPV をもたらすかどうか判断基準となるのである。

以上は、次の式で表される。

$$\begin{aligned} \text{NPV} &= \text{統合後企業価値} - (\text{買収企業価値} + \text{被買収企業価値}) - \text{買収プレミアム} \\ &= \text{シナジー効果} - \text{買収プレミアム} \end{aligned}$$

【問題 2】

企業買収においては、買収価格が妥当であるかを判断することが重要であり、その際の代表的な指標として PER (株価収益率) と PBR (株価純資産倍率) が用いられる。これらは被買収企業の市場価値評価と収益力・純資産との関係を示し、買収価格の妥当性を検討する基準となる。

まず、PER は株価を 1 株当たり利益で割ったものであり、企業の利益に対して市場がどの程度の評価を与えているかを示す指標である。買収においては、買収価格が被買収企業の収益力に比べて割高か割安かを判断する際に用いられる。例えば、同業他社と比較して PER が高い企業を買収する場合には、それだけ成長性やシナジー効果が織り込まれていると考えられるが、過大な価格で買収すれば投資回収が困難となるため、適正な水準を慎重に検討する必要がある。

次に、PBR は株価を 1 株当たり純資産で割ったものであり、企業の純資産に対する市場の評価を示す指標である。PBR が 1 倍を下回る企業は、市場から割安に評価されていると考えられ、買収によって企業価値を高める余地があると判断される。このため、買収企業は資産価値の観点からも買収価格の妥当性を検討する。このように、PER は収益力の観点から、PBR は純資産価値の観点から買収価格の妥当性を判断する指標として用いられる。

以上は、次の式で表される。

$$\text{PER (株価収益率)} = \text{株価} \div 1 \text{株当たり利益 (EPS)}$$

$$\text{PBR (株価純資産倍率)} = \text{株価} \div 1 \text{株当たり純資産 (BPS)}$$

出題意図：

Purpose of Question：

【問題 1】 M&A の経済的合理性に関して、企業価値（現在価値：NPV）の観点から理解できているか、特にシナジー効果と買収プレミアムの関係を論理的に説明できるかを確認するものである。つまり、企業財務論の基本的視点から株主価値最大化に基づいて、M&A 評価の適切な説明ができているかを確認するために出題したものである。

【問題 2】 企業買収(M&A)における買収価格の妥当性を判断するための代表的な評価指標である PER と PBR について、収益価値および資産価値の観点から企業価値を評価し、買収意思決定と結びつけて理解しているかを、確認する点にある。すなわち、市場評価に基づいて適正な買収価格を検討し、企業価値向上につながる買収を行うための基本的な財務管理論の考え方を理解しているかを問うものである。