

証券アナリスト講義録	科目	財務分析	コース	2次セミナー(E)	回数	—
------------	----	------	-----	-----------	----	---

配布物	★ミニテスト：あり [] なし ★実力テスト：あり [] なし ◇配布物なし	★答 練：問題用紙・解答用紙・解答解説 ★その他のレジュメ []	講師	島津 先生
-----	--	--------------------------------------	----	-------

テキスト ページ	黒板 内 容			
p. 2	「財務分析」 ① 財務データの分析 → 株価評価 (定量 + 定性) ② B/S (時価) <table border="1" style="margin: auto;"><tr><td rowspan="2" style="vertical-align: middle;">企業価値 ↑ A (資産) ↓</td><td>D (負債資本)</td></tr><tr><td>E (株主資本) ↑</td></tr></table> ↓ 割引キャッシュフロー法 (DCF法) (ゼロ成長) フリー・キャッシュフロー WACC 株式価値 ↓ 配当割引モデル (ゼロ成長) 配当 株主要求収益率	企業価値 ↑ A (資産) ↓	D (負債資本)	E (株主資本) ↑
企業価値 ↑ A (資産) ↓	D (負債資本)			
	E (株主資本) ↑			
p. 4	分析分野 ・ 配点が多い ・ 株式アナリスト / 格付アナリストからの視点 ・ 比較 { ・ 企業間 ・ 3～5年前と現在 ・ 思考力が試される問題			

証券アナリスト講義録	科目	財務分析	コース	2次セミナー(E)	回数	—
------------	----	------	-----	-----------	----	---

配布物	★ミニテスト：あり [] なし ★実力テスト：あり [] なし ◇配布物なし	★答 練：問題用紙・解答用紙・解答解説 ★その他のレジュメ []	講師	島津 先生
-----	--	--------------------------------------	----	-------

テキスト ページ	黒板 内 容
	財務データ ↓ B/S, P/L, CF ⇒ セグメント 市場データ他 ・収益性 / 安全性 / 成長性 ・経営戦略 ・収益予測 ・株価評価 ・利益の質
p4	コーポレートファイナンス分野 コーポレートファイナンス = 財務的意思決定 (中心) 企業価値評価
p4 ~p5	会計分野 ・1次の知識が基本 ・スポット的に出題される傾向 ・注記情報 ・分析的な視点 (純粋な会計問題の比率は小さい)

証券アナリスト講義録	科目 財務分析	コース 2次セミナー(E)	回数 —
------------	------------	------------------	---------

配布物	★ミニテスト：あり [] なし ★実力テスト：あり [] なし ◇配布物なし	★答 練：問題用紙・解答用紙・解答解説 ★その他のレジュメ []	講師 島津 先生
-----	--	--------------------------------------	-------------

テキスト ページ	黒 板 内 容
p.6 ~p.9	H17-②-5 問1 ◦ <u>自社開発薬</u>の売上構成比 <u>上昇</u> ↳ 利益率高い ◦ <u>その他事業</u>の売上構成比 <u>低下</u> ↳ 利益率低い

『証券アナリスト 2次試験対策講座』

～2次の出題を知る！ 今の知識を2次対策に継続させる
ための科目別分析セミナー～

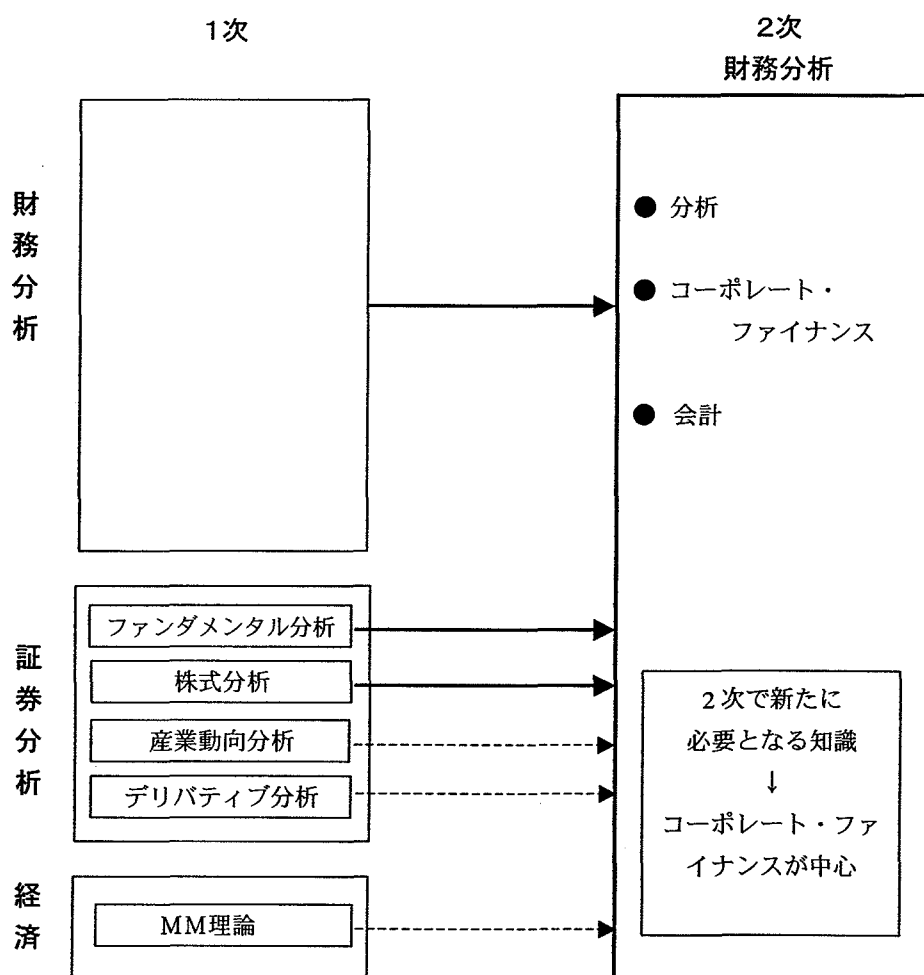
【財務分析】



1. 2次財務分析の全体像

1.1 2次試験における財務分析の範囲（TACの考え方）

- ◆ 個別企業の分析に関する論点（個別産業の論点も一部分含む）
- ◆ 2次財務分析は次の3分野に分類される
 - (1) 分析分野（財務諸表分析、ファンダメンタル分析、株式分析、競争戦略論）
 - (2) コーポレート・ファイナンス分野
 - (3) 会計分野
- ◆ 2次財務分析に必要な1次の知識



- ◆ 2 次財務分析に、1 次証券分析で学習したファンダメンタル分析、株式分析、競争戦略論（産業動向分析）を含める理由

- ① 企業分析のプロセスを重視するため（株式アナリスト / 格付けアナリストからの視点）
- ② 株式分析とコーポレート・ファイナンスの関連性が強いいため
- ③ 本試験での出題パターンを考慮するため

1.2 2 次レベルにおける財務分析の出題ウエイト

年度	財務分析の配点	2 次レベル試験に占める 財務分析のウエイト
平成 18 年	140 点	33%
平成 17 年	132 点	31%
平成 16 年	120 点	29%
平成 15 年	110 点	26%

* TAC 推定（融合問題は、小問単位でカウント）

1.3 2 次財務分析の分野別ウエイト

年度	分析	コーポレート・ ファイナンス	会計
平成 18 年	75 点 (54%)	30 点 (21%)	35 点 (25%)
平成 17 年	57 点 (43%)	60 点 (46%)	15 点 (11%)
平成 16 年	55 点 (46%)	25 点 (21%)	40 点 (33%)
平成 15 年	50 点 (45%)	35 点 (32%)	25 点 (23%)

* （ ）：2 次財務分析を 100%とした場合の構成比

分析：財務諸表分析、ファンダメンタル分析、株式分析、競争戦略論

1.4 平成 18 年 2 次本試験（財務分析）出題の特徴

- ◆ 前年に比べ難易度は高まったが、基本的な問題も多くあった
- ◆ 財務分析のウエイトは 30% 強と高かった（株式分析なども含む）
- ◆ 分野別では、分析と会計のウエイトが上昇し、コーポレート・ファイナンスが低下（前年と比較）
- ◆ 分析問題では、格付けアナリストからの視点の問題も出題された
- ◆ アメリカの会計基準に関する問題が初めて出題された
- ◆ 例年に比べ計算問題が多かった

1.5 記述式問題のアプローチ

- ◆ 2 次試験では正解が一つではない問題が多い。2 次試験の答案作成では、「本質」をはずさず、「自分の考えを、筋道を立てて表現する」ことが重要である。
- ◆ 論点を整理し・問題文に慣れる。長文であって論点が一見明確でない点や、過度に難しいという印象をもたせている。「この問題ではどういう論点が訊かれているのか」さえ分かれば、解答の 80% は終えているといって過言ではない。
- ◆ 証券アナリストとして、より実務的な問題も多く出題される。実際の企業の財務データをベースに、その企業の経営戦略分析、収益性分析、収益予測、株価評価を行うような論点である。「アナリスト的な視点」からの解答が必要となる。
- ◆ 2 次試験は時間との戦いである。「試験時間内で解答する」テクニックを身につける必要がある。
- ◆ 小問単位で難易度に大きな差があることが多い。基本的な問題では確実に得点を稼ぐことが重要である。

2. 2次財務分析の重要論点・出題問題

2.1 2次財務分析の分野別重要論点

分野	主な重要論点
分析	・ 財務諸表分析（連結が中心、財務指標なども含む） ・ 競争戦略論 ・ ビジネスリスク／損益分岐点分析／営業レバレッジ ・ 財務リスク／財務レバレッジ ・ ROA と ROE ・ ROE の分解（デュポンシステム等） ・ 1 株当たり利益 ・ サステイナブル成長率 ・ 配当割引モデル
コーポレート・ファイナンス	・ 企業価値評価 ・ 資本構成と企業価値（MM 理論含む） ・ 配当政策 ・ 自社株取得 ・ M&A ・ EVA[®]／MVA ・ 投資の意思決定（NPV、リアルオプション）
会計	・ 企業結合会計（連結会計、合併・買収） ・ 税効果会計 ・ 金融商品会計 ・ 退職給付会計 ・ リース会計 ・ 減損会計 ・ アメリカの会計基準

2.2 平成16年～18年（2次財務分析）の出題論点と配点

年度	問題 NO	配点	主な出題論点	分野
H18 年	第1時限第3問	30点	企業価値評価、資本構成と企業価値	CF
	第1時限第6問	25点	配当割引モデル、 営業レバレッジ／財務レバレッジ	分析 (証券分析との融合)
	第1時限第8問	20点	アメリカの会計基準	会計
	第1時限第9問	30点	財務諸表分析、 キャッシュ・フロー計算書	分析
	第2時限第4問	15点	退職給付会計	会計
	第2時限第7問	30点	財務諸表分析 (自動車T社と米国総合電機E社の比較)	分析
H17 年	第1時限第5問	20点	配当割引モデル (鉄鋼業界)	分析 (経済との融合)
	第1時限第8問	20点	セグメント分析 (精密機器2社の比較)	分析
	第1時限第9問	30点	割引キャッシュフロー法	CF
	第2時限第4問	15点	連結会計	会計
	第2時限第5問	25点	収益性分析、株価評価 (大手医薬品会社)	分析
	第2時限第7問	30点	M&A、割引キャッシュフロー法、 自社株取得	CF
H16 年	第1時限第7問	20点	リアル・オプション、 資本コスト、MM理論	CF
	第1時限第8問	30点	連結財務諸表、金融商品会計、 リース会計等	会計
	第1時限第9問	30点	四半期情報の分析 (半導体装置メーカー)	分析
	第2時限第4問	30点	キャッシュ・フロー計算書の分析 (小売大手2社の比較)	分析、会計、CF
	第2時限第10問	25点	競争戦略論 (外食企業2社の比較)	分析 (証券分析との融合)

* CF：コーポレート・ファイナンス

2.3 過去問題例

①【平成17年 第2時限 第5問 (25点) 問題】

T社は主として医療用医薬品の開発・製造・販売を行い、売上高でわが国の最大手製薬企業である。T社はA社（米国）とともに米国にT社の製品を販売する合弁会社U社（両社50%出資）を約20年前に設立し、いくつかの商品は現在大型商品に育っている。資料1と資料2を参考にして以下の問1～問4に答えなさい。

問1 T社は1996～2001年度中期計画において、最終年度における売上高経常利益率28%およびROE15%、同期間の年平均EPS成長率18%を目標として掲げていたが、それらはすべて達成された。その成功要因はどこにあると推定されるか。2点指摘しなさい。

問2 T社の2003年度業績について資料1を参考にして、

- (1) まず総資本事業利益率を求めたうえで、これを経営資本営業利益率と金融活動に投下されている資本に対する利益率（金融資産利益率）に分解しなさい。ただし、資本と資産の金額には期末値を用いること。
- (2) あるアナリストによれば、一見して金融資産利益率は他社に比べ高いように思えるが、その内容をより詳しく分析するためには、持分法適用会社における投資利益とそれ以外を分けてみる必要があるという。それはどのような意味か。計算過程も示して説明しなさい。

問3 T社の過去の高利益成長性にもかかわらず、株価（2005年3月X日現在5,100円）はPERでみる限り業界平均以下にとどまっている。医薬品企業の株価形成は、中長期のアナリスト予想にかなり影響を受けるとされている。ここでアナリスト山田氏の業績予想（資料1）に基づき、A社のフェア・バリューを定率配当割引モデルにより計算過程を示したうえ算出し、株価評価を行いなさい。なお、計算にあたっては、配当性向を一定、2003～2011年度（8年間）のEPS成長率（年率複利）を「配当成長率」とし、要求収益率は5%としなさい。

問4 投資家向け説明会でT社の首脳は、中期の株主価値向上の方策として、自社新薬開発品の枯渇および主力品の特許切れに備え、①増配、②豊富な余剰資金を利用した積極的なアライアンス策の推進を表明した。

- (1) しかし、2001年度に比べ大幅な増配政策を採ったにもかかわらず、T社の株価はあまり反応しなかった。よく指摘される配当のアナウンスメント効果もなかった。その理由を2点推定し指摘しなさい。
- (2) ある程度の手元流動性確保を必要とする理由について、T社は有価証券報告書において事業リスクに対する備えの観点からいくつかを指摘している。そのうち2点を推定し述べなさい。

資料 1 T 社の業績推移と山田氏による業績予想

(単位: 億円)

	1996 年度	2001 年度	2003 年度	2004 年度	2005 年度	2008 年度
	(一実績および一部推定一)			(予想)	(予想)	(予想)
売上高	8,388	10,051	10,864	11,120	11,500	12,200
売上原価	4,492	3,379	2,694	2,750	2,850	2,960
営業利益	1,103	2,812	3,716	4,000	4,300	4,800
経常利益	1,310	3,592	4,461	4,600	4,900	5,250
税引後利益	714	2,357	2,853	3,010	3,170	3,450
EPS (円)	82	265	321	340	358	390
医薬品事業売上合計	5,658	8,437	9,430	9,850	10,100	10,700
(うち 自社開発薬売上)	3,251	6,006	7,119	7,450	7,550	8,000
(うち 仕入・提携医薬品売上)	2,407	2,431	2,311	2,400	2,550	2,700
金融収益	42	89	105	151	181	255
持分法投資利益*	173	743	727	550	510	400
使用総資本 (総資産)	12,219	19,652	23,557			
営業用資産	6,734	6,352	6,779			
金融資産	5,485	13,300	16,778			
(うち 持分法適用会社株式*)	415	759	706			
株主資本	7,571	14,201	17,810			
配当金	150	578	684			
1 株当たり配当金 (円)	17.25	65	77			

注) * 持分法適用会社株式および持分法投資利益の大部分は U 社のものである。

参考:

	2001/96 年度	2003/01 年度	2008/03 年度
1 世界医薬品市場の伸び率 (年率複利)	7.30%	6.20%	5.50%
2 山田氏による 2011 年度 EPS 予想は 412 円			
3 山田氏によるその他の主な予想	2003~08 年度	2009~11 年度	
a. 大型自社新薬の上市数 (予想) **	2	4	
b. 特許切れを迎える大型自社新薬数	2	3	

注) ** 大型とは期待年商 800 億円以上、上市とは新たに発売すること。

資料2 T社のセグメント情報

(単位：億円)

売上高	1996 年度	2001 年度	2003 年度
医薬事業	5,658	8,437	9,430
その他事業	2,775	1,665	1,582
消去または全社	-45	-51	-148
合計	8,388	10,051	10,864

営業利益	1996 年度	2001 年度	2003 年度
医薬事業	1,064	2,758	3,813
その他事業	60	90	142
消去または全社	-21	-36	-239
合計	1,103	2,812	3,716

【平成17年 第2時限 第5問 協会優良解答例】

問1

第1は医薬品事業の中で収益性の高いと推定される自社開発新薬の売上の伸びが高かったこと。

第2に収益性の低い非医薬品事業の大幅縮小が考えられる。売上高自体が大きく減少していることから、この間非医薬品事業の売却が推進されたと推定される。

問2

(1) 総資本事業利益率＝19.3% 計算式： $(3,716 + 105 + 727) / 23,557$

経営資本営業利益率＝54.8% 計算式： $3,716 / 6,779$

金融資産利益率＝5.0% 計算式： $(105 + 727) / 16,778$

(2) 金融資産利益率の計算にあたり、分子から「持分法投資利益 727 億円」、分母から「持分法適用会社株式 706 億円」を除いて再計算すると 0.65% $(= 105 / (16,778 - 706))$ となる。純粋な余剰資金による投資収益率は非常に低いことがわかる。本来の事業投資収益率との格差は株主にとって大きな機会損失を招いている可能性がある。

問3

ファア・バリュウ＝4,415円

計算式：2003～2011年度（8年間）の配当成長率＝ $(412 / 321)^{1/8} = 3.2\%$ 。

$(77 \times 1.032) / (0.050 - 0.032) = 4,415$

株価評価：上記の評価モデルによれば現在の株価は約15%割高となる。山田氏の予想による利益成長はコンセンサス予想より低い可能性がある。彼の予想には膨大な金融資産の有効活用（株主への還元・M&A 投資）が織り込まれていない。多くの投資家は A 社が山田氏の考える以上に積極的な戦略を実行すると見ているとも解することができる。

問4

(1)

第1にこの場合の増配は単に1株当たり配当金額の増加を意味しており、配当性向の引き上げではないことに留意する必要がある。因みに配当性向は2001年度24.5%から2003年度24.0%と若干低下している。

第2に多くの投資家・株主の A 社に対する財務政策上の関心は豊富な余剰資金の積極活用にある。本業の非常に高い事業収益性に着目し M&A 等の戦略を軌道に乗せることに注視していると推定される。

<注>

「モディリアーニ＝ミラーの定理によると、そもそも配当の増加は株価になんら影響を及ぼさない」点が指摘されている解答には部分点を付与。

(2)

第1に副作用問題に対するリスク：医薬品産業特有の問題としてかつて販売後に副作用問題が起き、数十年も巨額な賠償金や医療費等の支払いを余儀なくされた企業がある。

第2に知的財産権に対するリスク：特許権を失うことにより直ちに市場での売上を失うことが多い。また思わぬ特許紛争に巻き込まれることにより一気にキャッシュフローが変動するリスクにさらされている。

②【平成16年 第2時限 第4問 (30点) 問題】

資料に示すのは小売業を営む日本企業2社の連結キャッシュ・フロー計算書を要約したものである。この資料を参照して以下の問1～問6に答えなさい。

問1 次のA～Dのうち、キャッシュ・フロー計算書における「現金及び現金同等物」に含まれる項目はどれか。含まれる項目すべての記号を○で囲みなさい。

- A 外貨建て普通預金
- B 預入期間が3ヵ月の定期預金
- C 短期利殖目的で保有する上場会社の株式
- D 期日まで1ヵ月となった受取手形

問2 資料のキャッシュ・フロー計算書に[A] [B] [C]として示した箇所には、次の6項目のいずれかが記載されている。どの項目が当てはまるか答えなさい。

預り保証金の受入れ収入	法人税等の支払額
利息及び配当金の受取額	支払利息
コマーシャルペーパーの発行額	自己株式の取得支出

問3 損益計算書に示された利益の質を評価するのに、キャッシュ・フロー計算書の情報が不可欠であるといわれる。資料のA社とB社の2003年2月期の利益について、よりいっそう質が高いと考えられるのはいずれであるか、判断の理由を付して答えなさい。

問4 キャッシュ・フロー計算書は、DCF法による企業価値評価に必要なフリー・キャッシュフローの金額を見積もるために利用可能である。そのための基礎としてA社の2003年2月期のフリー・キャッシュフローの金額は、どのように算定できるか。計算過程を明示して答えなさい。なお実効税率を考慮する必要がある場合は40%と仮定すること。

問5 A、B両社間には、店舗の展開のような有形固定資産への投資戦略に関して顕著な差異がみられる。キャッシュ・フロー計算書に表れたデータに基づいて、その差異を説明しなさい。

問6 キャッシュ・フロー計算書は企業のデフォルト・リスクを評価するためにも活用することができる。資料のA社とB社のうち、よりいっそうデフォルト・リスクが高いと考えられるのはいずれであるか、判断の理由を付して答えなさい。

資料 連結キャッシュ・フロー計算書の要約

(単位：百万円)

	A 社		B 社	
	2002年2月期	2003年2月期	2002年2月期	2003年2月期
1. 営業活動のキャッシュ・フロー				
税金等調整前当期純利益	6,241	123,385	△296,350	138,572
減価償却費	68,479	81,317	126,867	62,904
退職給付引当金の増加(△減少)	57,315	△35,515	18,259	14,632
構造改革引当金の増加(△減少)	—	—	240,688	△51,658
債務免除益	—	—	—	△170,000
受取利息及び受取配当金	△1,525	△1,694	△3,000	△2,542
[A]	9,629	8,317	40,980	22,042
固定資産除却損及び売却損益	17,220	8,363	16,861	5,565
有価証券評価損及び売却損益	3,656	△5,022	△22,180	9,774
売上債権の減少(△増加)	△54,213	△57,302	72,736	7,335
棚卸資産の減少(△増加)	20,763	594	16,568	23,537
仕入債務の増加(△減少)	△14,580	16,166	△70,813	△10,791
その他	<u>11,341</u>	<u>25,411</u>	<u>△39,853</u>	<u>19,469</u>
小計	124,326	164,020	100,763	68,839
[B]	1,638	1,855	3,498	3,046
利息の支払額	△10,097	△8,269	△37,983	△21,537
[C]	<u>△38,401</u>	<u>△33,210</u>	<u>△4,086</u>	<u>△2,834</u>
営業活動のキャッシュ・フロー	77,465	124,396	62,192	47,514
2. 投資活動のキャッシュ・フロー				
定期預金の払戻し収入(純額)	—	—	36,086	—
有形固定資産の取得支出	△126,875	△98,236	△72,321	△42,152
有形固定資産の売却収入	17,887	39,849	6,995	50,706
投資有価証券の売買収支(純額)	△6,573	△26,773	117,526	22,370
その他	<u>△1,321</u>	<u>3,098</u>	<u>23,741</u>	<u>△16,774</u>
投資活動のキャッシュ・フロー	△116,882	△82,062	112,027	14,150
3. 財務活動のキャッシュ・フロー				
短期借入金の収支(純額)	△7,540	△49,208	△237,313	△38,921
長期借入金収入	85,647	88,187	66,267	111,087
長期借入金の返済	△54,941	△86,016	△196,916	△124,028
社債の発行と償還(純額)	14,910	17,754	△40,600	△8,971
配当金支出	△11,910	△11,670	0	0
その他	<u>△1,261</u>	<u>3,097</u>	<u>28,051</u>	<u>842</u>
財務活動のキャッシュ・フロー	25,624	△37,856	△436,613	△59,991
為替換算差額	<u>3,058</u>	<u>△2,568</u>	<u>469</u>	<u>1,288</u>
現金及び現金同等物の増減額	△10,733	1,908	△261,925	445

【平成16年 第2時限 第4問 協会優良解答例】

問1

- ④ ⑧ C D

問2

- A 支払利息
B 利息及び配当金の受取額
C 法人税等の支払額

問3

損益計算書で当期純利益が算出されても、そのことは同額の資金が増加したことを意味してはならず、資金的な裏付けのある利益の方が資金裏付けのない利益よりも質が高いと考えられる。営業活動からのキャッシュフローを税金等調整前当期純利益と比べた場合、B社のキャッシュフローが利益を下回るのに対しA社は上回るから、A社の利益のほうが質が高いと判断できる。

問4

フリー・キャッシュフローとは、企業経営に必要な全支出を売上収入から控除した後に自由に使える金額として手元に残る資金増加額を意味し、営業活動と投資活動のキャッシュフローを合計して $[124,396 + \triangle 82,062 = 42,334]$ と算定される。ただし、DCF法での企業全体の価値の評価には、利子控除前の額が必要とされ、利子の損金算入も考慮した額は $[42,334 + 8,269 \times (1 - 0.4) = 47,295]$ と見積もられる。

問5

営業活動の区分の減価償却費と、投資活動の区分の有形固定資産の取得支出を比較すると、A社が減価償却による投資回収額を超えて有形固定資産への投資を積極的に推進しているのに対し、B社の有形固定資産の取得支出は減価償却費を下回っており、有形固定資産を縮小する戦略に終始している。

問6

営業活動のキャッシュ・フローで小計とされた営業収支尻に対して、利息支払額が占める割合を計算すると、2003年2月期にA社は5%に過ぎないが、B社は31%にも達しており、利益や営業収支尻に比した金利負担が重く、B社は有利子負債の重圧に苦しんでいる。また、債務免除を受ける事態にまで財務的に困窮していることから、B社の方がデフォルト・リスクが高いと判断される。