

講義録レポート

講 座	証券アナリスト	科目①	2次科目別集中セミナー
目標年	2012年合格目標	科目②	企業分析
コース	2次対策	回 数	1 回

収録日	2011 年 8 月 2 日		
講師名	横田 先生	講義録 枚数	/ 枚 ※レポート 含まず
		補助リジュメ 枚数	4 枚 (サイズ)

講義構成	講義 (30) 分		
使用教材	①		
	②		
	③		
	④		
配布物	有 . <u>無</u>		
	①		
	②		
	③		
正誤表	有 . <u>無</u>	枚	
備考			

証券アナリスト 講義録			科目 企業分析	コース	回数 /
-------------	--	--	------------	-----	---------

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

テキスト ページ	黒 板 内 容
	投資 FCF 資本コスト ↑企業価値 負債 ↑株式 配当 資本コスト 配当 自社株買い 資本構成

(1) コーポレート・ファイナンスと企業分析の概要

- ①分析分野・・・
 ②会計分野・・・
 ③コーポレート・ファイナンス・・・2次で新規（株式分析、株式価値評価の応用含む）

分野	主要な論点
分析	・財務諸表分析（連結が中心、財務指標なども含む） ・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 ・ROEの分解（デュポンシステム） ・1株当たり利益（EPS） ・サステイナブル成長率
会計	・企業結合会計（連結、合併・買収） ・税効果会計 ・退職給付会計 ・IFRS（財務諸表の表示）
コーポレート・ファイナンス	・企業価値評価（WACC、FCF、EVA） ・資本構成と企業価値（MM理論含む） ・配当政策 ・自社株買い ・M&A ・投資の意思決定（NPV、リアルオプション）

(2) 出題ウエイト

年度	配点	全体に占めるウエイト
平成 23 年	90 点	21%
平成 22 年	90 点	21%
平成 21 年	90 点	21%
平成 20 年	90 点	21%
平成 19 年・12 月	150 点	36%
平成 19 年・6 月	145 点	35%

(3) 分野別ウエイト

年度	分析	会計	コーポレート・ファイナンス
平成 23 年	30 点 (33%)	15 点 (17%)	45 点 (50%)
平成 22 年	30 点 (33%)	15 点 (17%)	45 点 (50%)
平成 21 年	25 点 (28%)	15 点 (17%)	50 点 (55%)
平成 20 年	35 点 (39%)	0 点 (0%)	55 点 (61%)
平成 19 年・12 月	90 点 (60%)	15 点 (10%)	45 点 (30%)
平成 19 年・6 月	55 点 (38%)	15 点 (10%)	75 点 (52%)

(4) 平成 19 年～22 年の出題論点と配点

年度	問題 No	配点	主な出題論点	分野
23 年	第 1 時限第 8 問	15 点	包括利益計算書 (IFRS)、リタイリング*	会計
	第 1 時限第 9 問	20 点	FCF、NPV、EVA、資本コスト、配当政策	C・F
	第 2 時限第 4 問	30 点	総資本当期純利益率、ロイヤリティ率	分析
	第 2 時限第 5 問	25 点	D/E レシオ、ベータ、配当割引モデル、残余利益モデル	C・F
22 年	第 1 時限第 8 問	15 点	資本連結、リタイリング*	会計
	第 1 時限第 9 問	25 点	FCF、NPV、信用リスク	C・F
	第 2 時限第 4 問	30 点	ROIC、キャッシュフロー、セグメント	分析
	第 2 時限第 5 問	20 点	WACC、企業価値、ベータ	C・F
21 年	第 1 時限第 9 問	15 点	包括利益、株主価値	会計
	第 1 時限第 10 問	25 点	ROIC、企業評価	分析
	第 2 時限第 4 問	20 点	WACC、EVA、配当政策	C・F
	第 2 時限第 5 問	30 点	自社株買い、NPV	C・F
20 年	第 1 時限第 8 問	25 点	理論株価、負債利子の節税効果、FCF、NPV、 自社株買い	C・F
	第 1 時限第 9 問	35 点	財務諸表分析、セグメント	分析
	第 2 時限第 4 問	30 点	リスク分散効果、FCF、WACC	C・F
19 年 12 月	第 1 時限第 6 問	30 点	財務諸表分析	分析
	第 1 時限第 7 問	15 点	NOPAT、EVA	C・F
	第 1 時限第 8 問	15 点	退職給付会計	会計
	第 1 時限第 9 問	30 点	財務諸表分析	分析
	第 2 時限第 4 問	30 点	財務諸表分析、EPS	分析
	第 2 時限第 9 問	30 点	WACC、企業価値	C・F
19 年 6 月	第 1 時限第 7 問	25 点	自社株買い、MBO	C・F
	第 1 時限第 8 問	20 点	企業価値評価、EVA	C・F
	第 1 時限第 9 問	35 点	企業価値、連結財務諸表、セグメント	分析
	第 2 時限第 4 問	15 点	税効果会計	会計
	第 2 時限第 5 問	20 点	財務諸表分析、決算短信	分析
	第 2 時限第 8 問	30 点	NPV、リアル・オプション	C・F

※C・F：コーポレート・ファイナンス

※解答時間の目安：1 点/1 分

(5) 2 次試験の対策

コーポレートファイナンスが中心になっており、加重平均資本コスト (WACC)、フリー・キャッシュ・フロー (FCF)、企業価値 (株式価値含む) の算定、投資決定 (NPV) といった基本的なもの、MM理論、自社株買い、EVA等の応用的な論点が散見される。次に財務分析については、ROE、D/E レシオ (負債比率) 等の比率、セグメントデータは頻出である。指標の変化や改善策のコメントを求められるケースが多い。最後に会計分野については出題が限定的であるものの、連結、税効果、退職給付、包括利益等の最低限の確認は必要である。なお、IFRS による包括利益計算書が出題されたため、基本的な財務データのフォームは注視する必要がある。

計算問題は、どの分野も総じて比較的容易なものが多く、目新しい指標については問題文で指示があるため、日頃から「丁寧な計算」を意識する必要がある。

また、懸念される論述問題については、冗長な文章ではなく、キーワードを押さえたコンパクトな文章を心掛けるべきである。

(6) ケース・スタディ＜企業価値評価＞

過去の出題：23 年・第 1 時限・第 9 問、22 年・第 2 時限・第 5 問、21 年・第 2 時限・第 4 問
20 年・第 2 時限・第 4 問、19 年 (12 月)・第 2 時限・第 9 問
19 年 (6 月)・第 1 時限・第 8 問、第 2 時限・第 8 問

問 下記の〔資料 1〕及び〔資料 2〕に基づいて、①加重平均資本コスト (WACC)、②企業価値、③理論株価を求めなさい。

〔資料 1〕フリー・キャッシュフロー (FCF) 予測

(単位：億円)

	1 年	2 年	3 年	4 年	5 年
売上高	5,100	5,200	5,460	5,740	6,020
費用	3,972	4,010	4,206	4,512	4,616
減価償却費	492	512	524	530	562
営業利益	636	678	730	698	842
法人税 (40%)	254	272	292	280	336
税引後営業利益 (a)	382	406	438	418	506
減価償却費 (b)	492	512	524	530	562
運転資本需要増加額 (c)	112	118	142	168	198
設備投資額 (d)	520	544	578	602	644
FCF (a + b - c - d)	242	256	242	178	226

〔資料 2〕その他算定基礎条件

負債利子率：4%、法人税率：40%、無リスク利子率：3%、株式市場の期待収益率：8%

ベータ：0.8、負債：2,490 億円 (簿価＝時価)、株式時価総額：5,624 億円

発行済株式総数：3.5 億株、6 年度以降の FCF 成長率：4%

【解答】

①加重平均資本コスト（WACC）の算定

税引後負債コスト： $4\% \times (1 - 0.4) = 2.4\%$

株主資本コスト： $3\% + 0.8 \times (8\% - 3\%) = 7\%$

$$WACC = \frac{2,490}{2,490 + 5,624} \times 2.4\% + \frac{5,624}{2,490 + 5,624} \times 7\% \approx 5.6\%$$

②企業価値の算定

企業価値＝予測期間中のFCFの現在価値＋継続価値の現在価値※1

予測期間中のFCFの現在価値

$$= \frac{242}{1.056} + \frac{256}{1.056^2} + \frac{242}{1.056^3} + \frac{178}{1.056^4} + \frac{226}{1.056^5} \approx 979$$

※1 継続価値の現在価値

$$= \frac{14,690^{※2}}{1.056^5} \approx 11,187$$

企業価値＝979億円＋11,187億円＝12,166億円

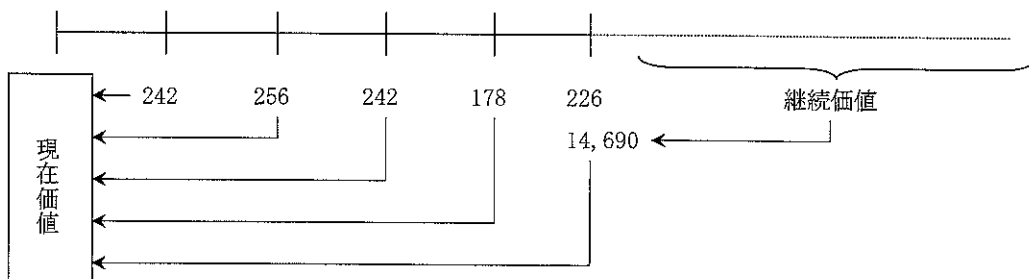
※2 継続価値の算定（本ケースでは、6年以降4%成長を仮定しているため定率成長モデルで算定）

予測期間以降のFCFの最終年度（5年）時点での現在価値

$$\text{継続価値} = \frac{\text{予測期間の翌年のFCF}}{WACC - FCFの成長率}$$

$$\text{継続価値} = \frac{226 \times (1 + 0.04)}{5.6\% - 4\%} = 14,690$$

年々のFCFと現在価値



③理論株価の算定

企業価値（12,166億円）＝負債価値（2,490億円）＋株式価値

株式価値＝12,166億円－2,490億円＝9,676億円

理論株価＝9,676億円÷3.5億株＝2,765円