

講義録レポート

講 座	証券アナリスト	科目①	企業分析	
目標年	2012年合格目標	科目②		
コース	2次 直前対策セミナー	回 数	1	回

収録日	2011 年 12 月 16 日			
講師名	横田 先生	講義録 枚数	1	枚 ※レポート 含まず
		補助資料 枚数	4	枚 ※表紙含む

講義構成	講義 (28) 分			
使用教材	①			
	②			
	③			
	④			
配布物	有 . 無			
	①			
	②			
	③			
正誤表	有 . 無 枚			
備考				

証券アナリスト 講義録		科目 企業分析	コース 2次対策 直前セミナー	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 横田 先生
-----	--	--------------------------------------	-------------

テキスト ページ	黒板内容
	- 分析 - 資本利益率 $= \frac{\text{利益}}{\text{資本}}$ - デッド・エクイティ・レシオ $= \frac{\text{負債}}{\text{自己資本}}$ - 会計 - 包括利益 $= \text{当期純利益} + \text{その他の包括利益}$ - IFRS - コーポレート・ファイナンス - 企業価値、FCFモデル、EVAモデル - 自社株買い 株価への影響 - NPV

(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

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)、リサイクル	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、リサイクル	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) 直前期の対策

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に、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： $3\% + 0.8 \times (8\% - 3\%) = 7\%$

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

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

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

※1 継続価値の現在価値

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

企業価値＝979億円＋11,187億円＝12,166億円

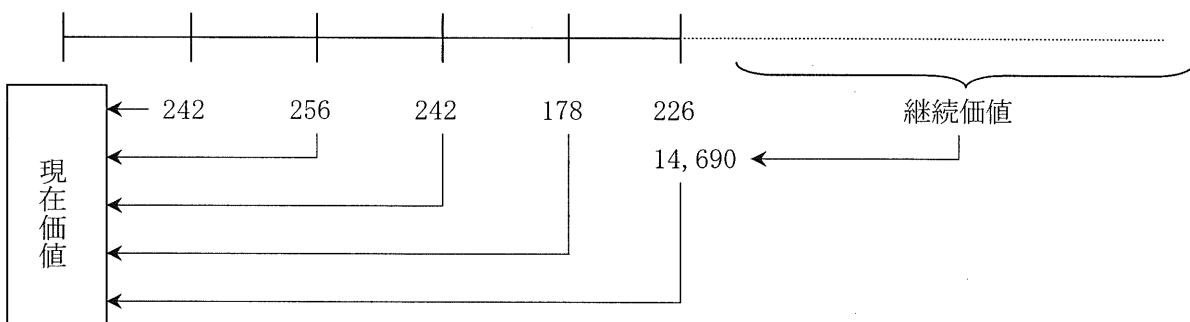
※2 継続価値の算定（本ケースでは、6年以降4%成長を仮定しているため定率成長モデルで算定）

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