

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	2013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	2012 年 12 月 18 日		
講師名	横田 先生	講義録枚数	1 枚 ※レポート含まず
		補助ビジュアル枚数	5 枚 ※表紙含む
講義構成	講義 (31) 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	★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
	FCF 加重平均 資本コスト 企業価値 負債 利子 負債利子率 株式 配当 自己資本コスト

(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)
- } 1次 + α

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) 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	合計
平成 24 年	30 点(33%)	20 点(22%)	40 点(44%)	90 点/420 点
平成 23 年	30 点(33%)	15 点(17%)	45 点(50%)	90 点/420 点
平成 22 年	30 点(33%)	15 点(17%)	45 点(50%)	90 点/420 点
平成 21 年	25 点(28%)	15 点(17%)	50 点(55%)	90 点/420 点
平成 20 年	35 点(39%)	0 点(0%)	55 点(61%)	90 点/420 点

(3) 平成20年～24年の出題論点と配点

年度	問題 No	配点	主な出題論点	分野
24 年	午前第 4 問	30 点	ROE、キャッシュフロー、総還元性向	分析
	午前第 5 問	20 点	WACC、アンレバード・ベータ、FCF、NPV	C・F
	午後第 3 問	20 点	EVA、企業価値、買収	C・F
	午後第 4 問	20 点	包括利益、残余利益、財務データ修正	会計
23 年	第 1 時限第 8 問	15 点	包括利益計算書 (IFRS)、リライクング	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、リライクング	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

※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

(4) 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、平成 23 年に 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。

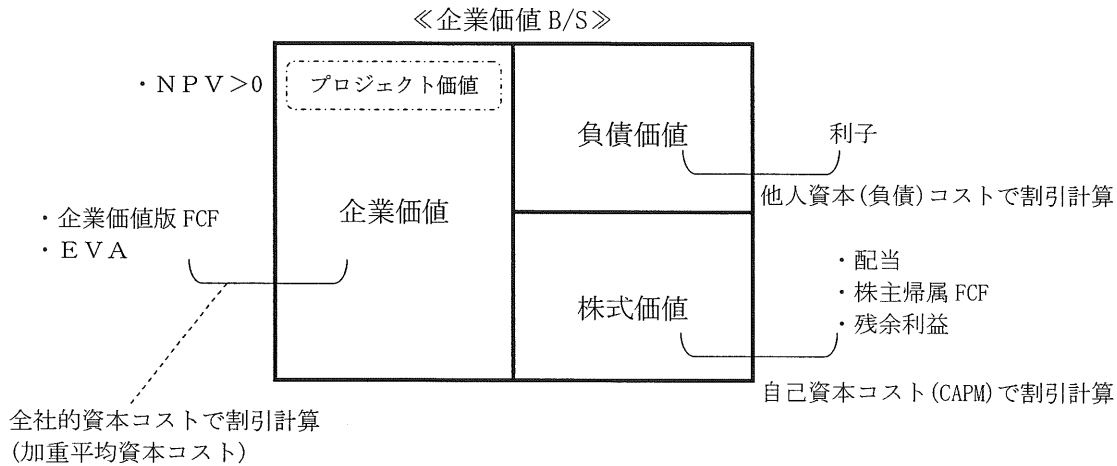
計算問題は、どの分野も総じて比較的容易なものが多く、目新しい指標については問題文で指示があるため、日頃から「丁寧な計算」を意識する必要がある。

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。

(5) コーポレート・ファイナンスの基本的な考え方

企業価値の向上 ⇒ 株式価値の向上(負債価値はほぼ同値とする前提)

→ 価値を高めるために、有効な政策や行動を検討し実行する。



☆ 企業価値 = 負債価値 + 株式価値

☆ 企業価値版 FCF : 営業利益 × (1 - 法人税率) + 減価償却費 - 設備投資額 - 正味運転資本増加額

☆ EVA : 営業利益 × (1 - 法人税率) - 投下資本 × 加重平均資本コスト

当期純利益 - 株主資本 × 自己資本コスト ← 残余利益

(EVAは残余利益の企業価値版)

☆ 加重平均資本コスト : 負債コスト + 自己資本コスト・・・単純トータルではない。

(金額による割合を考慮；加重平均、負債コストは税引後修正)

☆ その他

- ・ 負債価値と株式価値の構成は、企業価値に影響を与えるか？
- ・ 配当や自社株買いといった株主還元策は、株式価値に影響を与えるか？

(6) ケース・スタディ＜企業価値評価＞

過去の出題：24年・午後第3問、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

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%

株主資本(自己資本)コストはCAPMで算定する。

〔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

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

$$\text{企業価値} = 979 \text{ 億円} + 11,187 \text{ 億円} = 12,166 \text{ 億円}$$

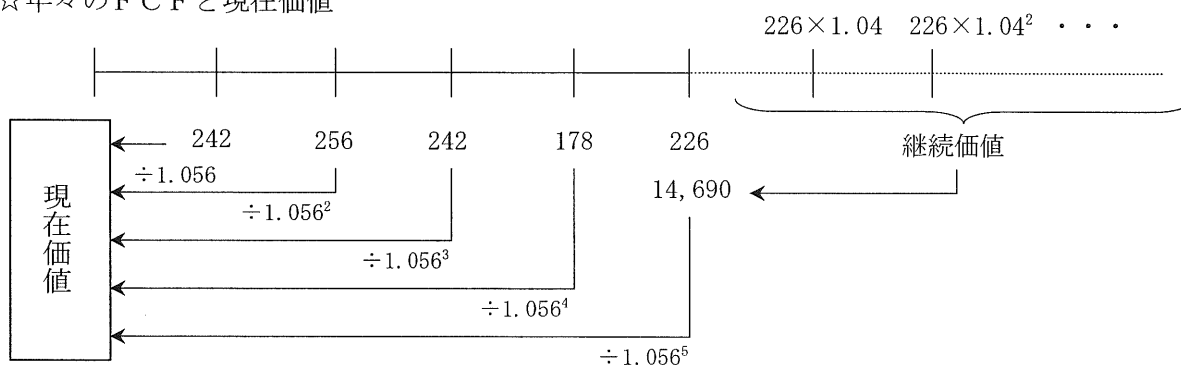
※2 継続価値の算定(本ケースでは、6 年以降 4% 成長を仮定しているため定率成長モデルで算定)

予測期間以降の FCF の最終年度(5 年)時点での現在価値

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

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

☆年々の FCF と現在価値



③理論株価の算定

$$\text{企業価値} (12,166 \text{ 億円}) = \text{負債価値} (2,490 \text{ 億円}) + \text{株式価値}$$

$$\text{株式価値} = 12,166 \text{ 億円} - 2,490 \text{ 億円} = 9,676 \text{ 億円}$$

$$\text{理論株価} = 9,676 \text{ 億円} \div 3.5 \text{ 億株} \div 2,765 \text{ 円}$$