

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	2014年合格目標	科目②		
コース	1次秋合格者向け 2次レベルアップセミナー	回 数	1	回
収録日	2013 年 10 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	5	枚 ※表紙含む
講義構成	講義 (33) 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 レベルアップセミナー	回数	1
------------	--	----	------	-----	------------------	----	---

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
	投資 NPV (による判断) FCF EVA 加重平均資本コスト プロジェクト 企業 価値 ↑ 負債 価値 株式 価値 ↑ 株主還元 MM理論 負債コスト 配当 残余利益 配資本 コスト 配当政策 自社株買い

(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・・・ } 1次+α
 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) ・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) ・ガバナンス

(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25年	30点(33%)	20点(22%)	40点(44%)	90点/420点
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

(3) 平成 21 年～25 年の出題論点と配点

年度	問題 No	配点	主な出題論点	分野
25 年	午前第 4 問	30 点	安全性指標、IFRS 修正、EV/EBITDA 倍率	分析
	午前第 5 問	20 点	企業価値、自社株買い、資本コスト、 エージェンシー・コスト	C・F
	午後第 8 問	20 点	少数株主持分、日本基準と IFRS の当期利益、 リサイクリング	会計
	午後第 9 問	20 点	FCF、配当割引モデル、ガバナンス	C・F
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、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)、リサイクリング	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、リサイクリング	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

※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いる。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)といった基本的な計算問題はほぼ毎回出題されており、必ず得点源にする必要がある。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、キャッシュフロー計算書の読取りは頻出である。指標の変化や改善策、資金の使途等のコメントを求められるケースが多い。1 次試験ほど財務指標を必要とするわけではないが、膨大な財務資料の中からポイントを見出す能力が求められる。日々報道されている企業の動向に気を配ることは 1 つの切り口になる。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、包括利益等の最低限の確認は必要である。なお、IFRS について詳細まで立ち入る必要はないものの、日本基準との相違、基本的な財務データのフォームは注視する必要がある。

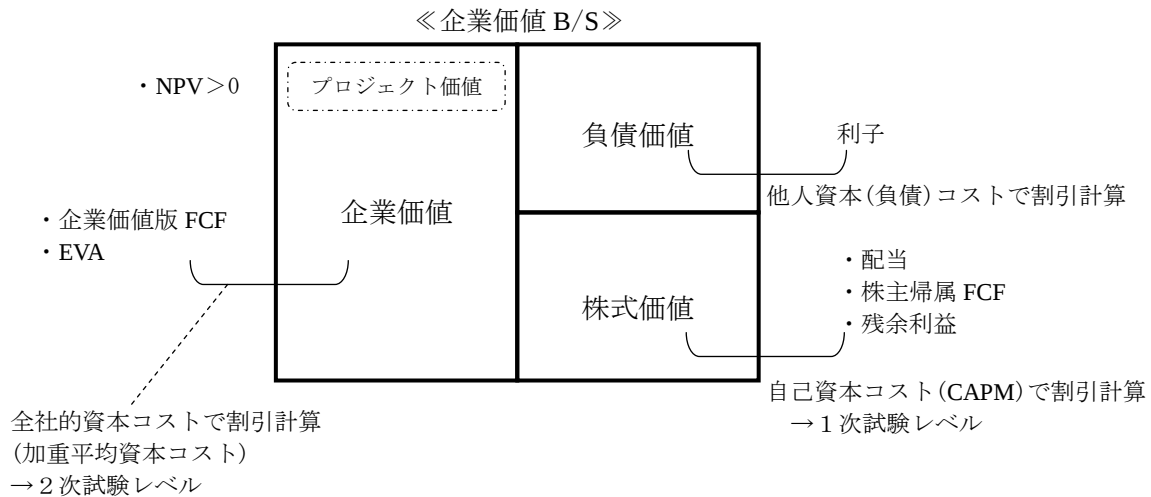
計算問題は、どの分野も総じて比較的容易なものが多く、目新しい指標については問題文で指示があるため、日頃から「丁寧な計算」を意識する必要がある。

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×割合＋自己資本コスト×割合・・・単純トータルではない。

(金額による割合を考慮；例えば負債 40%・自己資本 60%、

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：25年・午前第5問、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

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(減価償却費を除く)	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%)	254.4	271.2	292	279.2	336.8
税引後営業利益(a)	381.6	406.8	438	418.8	505.2
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)	241.6	256.8	242	178.8	225.2

〔資料2〕その他算定基礎条件

2次試験で扱うFCFの基本形

負債利率：4%、法人税率：40%、無リスク利率：2%、リスクプレミアム：5%

ベータ：0.86、負債：2,500億円(簿価＝時価)、株式時価総額：5,000億円

発行済株式総数：5億株、6年度以降のFCF成長率：2%

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： $2\% + 0.86 \times 5\% = 6.3\%$ ←CAPM

$$WACC = \frac{2,500}{2,500 + 5,000} \times 2.4\% + \frac{5,000}{2,500 + 5,000} \times 6.3\% = 5\%$$

② 企業価値の算定

企業価値＝予測期間中のFCFの現在価値※1＋継続価値の現在価値※2

※1 予測期間中のFCFの現在価値

$$= \frac{241.6}{1.05} + \frac{256.8}{1.05^2} + \frac{242}{1.05^3} + \frac{178.8}{1.05^4} + \frac{225.2}{1.05^5} = 995.618 \dots$$

※2 継続価値の現在価値

$$= \frac{7,656.8^{**3}}{1.05^5} = 5,999.303 \dots$$

$$\text{企業価値} = 995.618 \dots \text{億円} + 5,999.303 \dots \text{億円} = 6,994.921 \dots \text{億円} \approx 6,995 \text{ 億円}$$

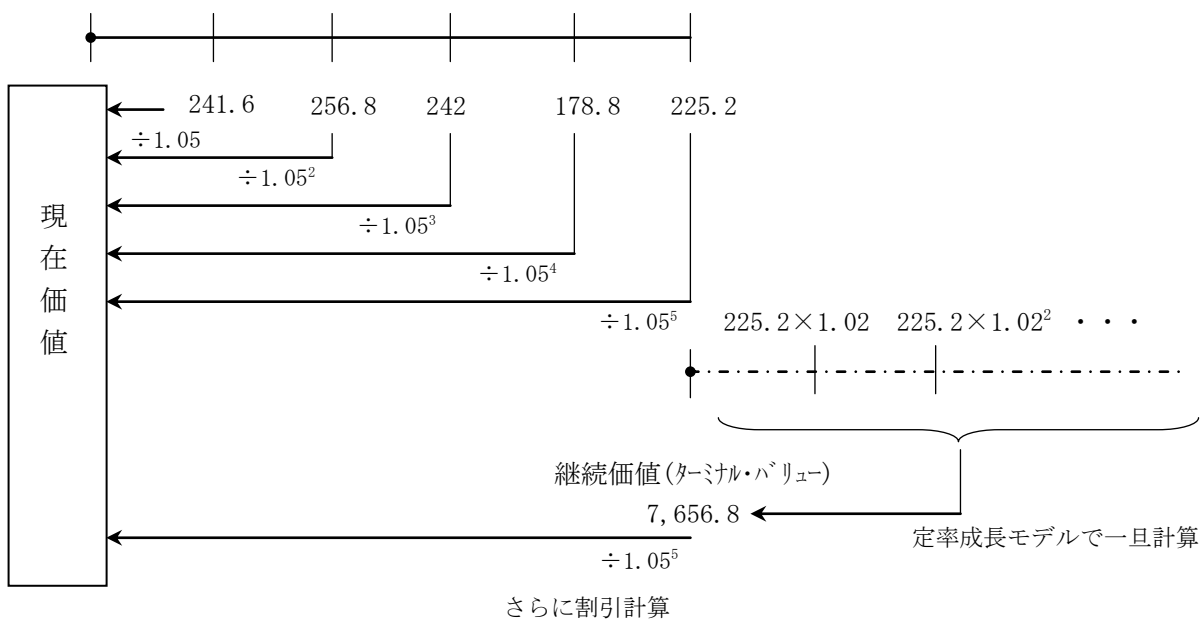
※3 継続価値の算定(本ケースでは、6年以降2%成長を仮定しているため定率成長モデルで算定)

予測期間以降の FCF の最終年度(5年)時点での価値

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

$$\text{継続価値} = \frac{225.2 \times (1 + 0.02)}{5\% - 2\%} = 7,656.8$$

☆ 年々の FCF と現在価値 (5年度までと6年度以降は分けて考える・・・多段階成長)



③ 理論株価の算定

$$\text{企業価値}(6,995 \text{ 億円}) = \text{負債価値}(2,500 \text{ 億円}) + \text{株式価値}$$

$$\text{株式価値} = 6,995 \text{ 億円} - 2,500 \text{ 億円} = 4,495 \text{ 億円}$$

$$\text{理論株価} = 4,495 \text{ 億円} \div 5 \text{ 億株} = 899 \text{ 円}$$

企業価値 6,995 億円	負債価値 2,500 億円
	株式価値 4,495 億円