

講義録レポート

講義録コード

11-14-B-102-02

講 座	証券アナリスト	科目①	コーポレート・ファイナンスと企業分析
目標年	2014年合格目標	科目②	
コース	2次対策・基本講義	回 数	2 回
用 途	☒ 個別DVD ☒ テープレクチャー ☐ 集合ビデオ ☒ WEB ☐ 衛星 ☒ カセット通信 ☒ DVD通信 ☐ 資料通信		

収録日	2013 年 9 月 12 日		
講師名	横田 先生	講義録 枚数	5 枚 ※レポート 含まず
		補助ビ 枚数	6 枚 (サイズ)

講義構成	講義 (73) 分 → 講義 (70) 分		
使用教材	① 基本テキスト P. 6 3 ~ P. 8 8		
	② 問題集 P. ~ P.		
	③ 例題集 P. ~ P.		
	④		
配布物	有 . ☒ 無		
	①		
	②		
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次基本	回数 2
-------------	--	--	------------	-------------	---------

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 ★その他のレジュメ []	講師 横田 先生
	★実力テスト：あり []	なし		
	◇配布物なし			

テキスト
ページ

黒板
内
容

第2章 コーポレートファイナンス (1)

2-1 資本コスト

FCF p.80
EVA p.89

企業
価値

時価

(有利子) 負債	利子 税金 純利益
株式	

負債コスト
⇒ 利子率
⇒ プリーレ + スプレッド

自己資本コスト ⇒ CAPM

配当
残余利益

WACC p.74

負債総額 ≠ 有利子負債

p.75

負	8,000	5%
株	1,800 2,000	8%

証券アナリスト講義録				科目	企業分析	コース	2次基本	回数	2
------------	--	--	--	----	------	-----	------	----	---

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 ★その他のレジュメ	[]	講師	横田先生
	★実力テスト：あり	[]	なし				
	◇配布物なし						

テキスト
ページ

黒板内容

P.76

	負	1,500 600 + 400	4%
	株	2,000 3,000	8%

P.77

	負	1	$2.4\% + 1.6\% = 4\%$
	株	1	$2.4\% + 1.2 \times 6\%$
2			$= 9.6$

証券アナリスト講義録				科目	企業分析	コース	2次基本	回数	2
------------	--	--	--	----	------	-----	------	----	---

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

P.78

	負 0.5	3%
	株 1	8.1%
	1.5	

- 例
- 2-1 問1, 問2, 問3
 - 2-2 問1, 問2, 問3
 - 2-3 問1, 問2, 問3
 - 2-5 問1

 = WACC ~ = FCF

- 問
- 2-1
 - 2-2
 - 2-3 問1~3

証券アナリスト講義録	科目	企業分析	コース	2次基本	回数	2
------------	----	------	-----	------	----	---

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

2-2 企業価値評価

$$\text{株式価値} = \text{企業価値} - \text{負債価値}$$

$$FCF = \text{営利} \times (1 - T) + \text{減償} - \text{運・増加額} - \text{設・投}$$

正味 需要

$$= \underbrace{(\text{運・増加額} + \text{設・投} - \text{減償})}_{\text{総投資}}$$

純投資

P. 82

FCF 68 100	980	500	4%	<u>20</u>
		480	10%	<u>48</u>

$$\text{企業価値} = \frac{FCF}{WACC}$$

← 節税効果なし
↓ ← 節税効果あり

証券アナリスト講義録	科目	企業分析	コース	2次基本	回数	2
	目					

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																						
	P.84 ① <table><tr><td>企</td><td>負</td></tr><tr><td></td><td>600</td></tr><tr><td></td><td>5%</td></tr><tr><td>FCF</td><td></td></tr><tr><td>68</td><td>株</td></tr><tr><td>WACC</td><td>1.400</td></tr><tr><td>7.2%</td><td>$3\% + 1.2 \times (8\% - 3\%) = 9\%$</td></tr></table> ② 68 68 × 1.04 68 × 1.04² ~ 68 7.2% - 4% ③ <table><tr><td>企</td><td>負</td></tr><tr><td>2.125</td><td>600</td></tr><tr><td></td><td>株</td></tr><tr><td></td><td>1.525</td></tr></table> @ 1.525 割安	企	負		600		5%	FCF		68	株	WACC	1.400	7.2%	$3\% + 1.2 \times (8\% - 3\%) = 9\%$	企	負	2.125	600		株		1.525
企	負																						
	600																						
	5%																						
FCF																							
68	株																						
WACC	1.400																						
7.2%	$3\% + 1.2 \times (8\% - 3\%) = 9\%$																						
企	負																						
2.125	600																						
	株																						
	1.525																						

《資本コスト》

P. 77

	負債価値 1
	株式価値 1
負債+株式 2	

負債コスト＝国債利回り（リスク・フリーレート）＋スプレッド*

自己資本コスト＝CAPM

目標負債比率 100%⇒負債価値 1：株式価値 1

P. 78

	負債価値 0.5
	株式価値 1
負債+株式 1.5	

負債コスト＝3%

株式資本コスト＝8.1%

目標負債比率 50%⇒負債価値 0.5：株式価値 1

《負債の節税効果》

P. 82

	設例企業	負債 0 の場合
資産からの CF＝営業利益	100	100
債権者への CF＝負債利子	20	0
税引前利益	80	100
政府への CF＝法人税等	32	40
株主への CF＝税引後利益	48	60
資本提供者への CF＝ (税引後利益＋負債利子)	68	60
割引く CF (税引後営業利益)	60	60
負債の節税効果	8	—

設例企業のトータルの CF は、節税効果を含めた 68 である。しかし、負債利子からもたらされる節税効果は、CF ではなく資本コストで考慮(負債コスト×(1－税率))する。よって、企業評価の際は CF を 60 として計算する。

CF の計算では、68(＝債権者への CF20＋株主への CF48)で計算する必要はなく、

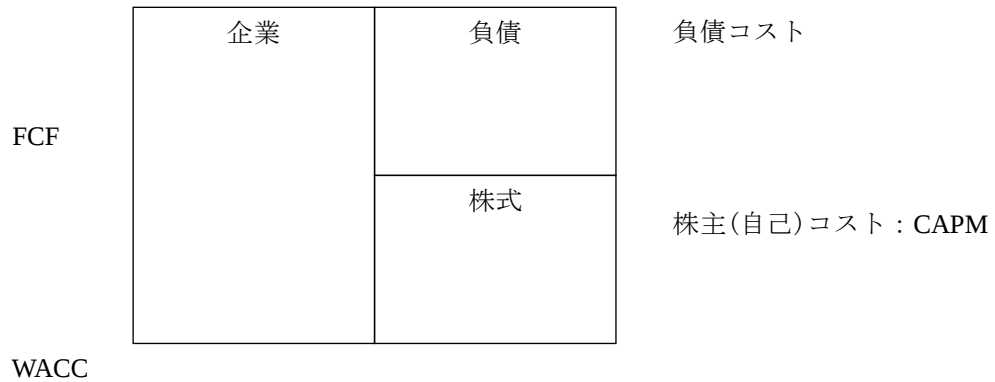
FCF＝営業利益×(1－税率)＋減価償却費－設備投資額－正味運転資本増加額で計算する。

$$\text{企業価値} = \frac{\text{FCF}}{\text{WACC}} \quad \begin{array}{l} \leftarrow \text{節税効果は反映させない。} \\ \leftarrow \text{負債コストを税引後にすることにより低下させ、節税効果を反映させる。} \end{array}$$

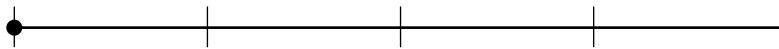
《企業価値》

P. 84 Question

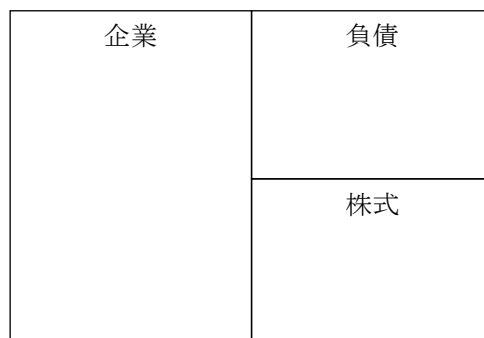
①FCF、WACC の算定



②企業価値算定(割引計算)

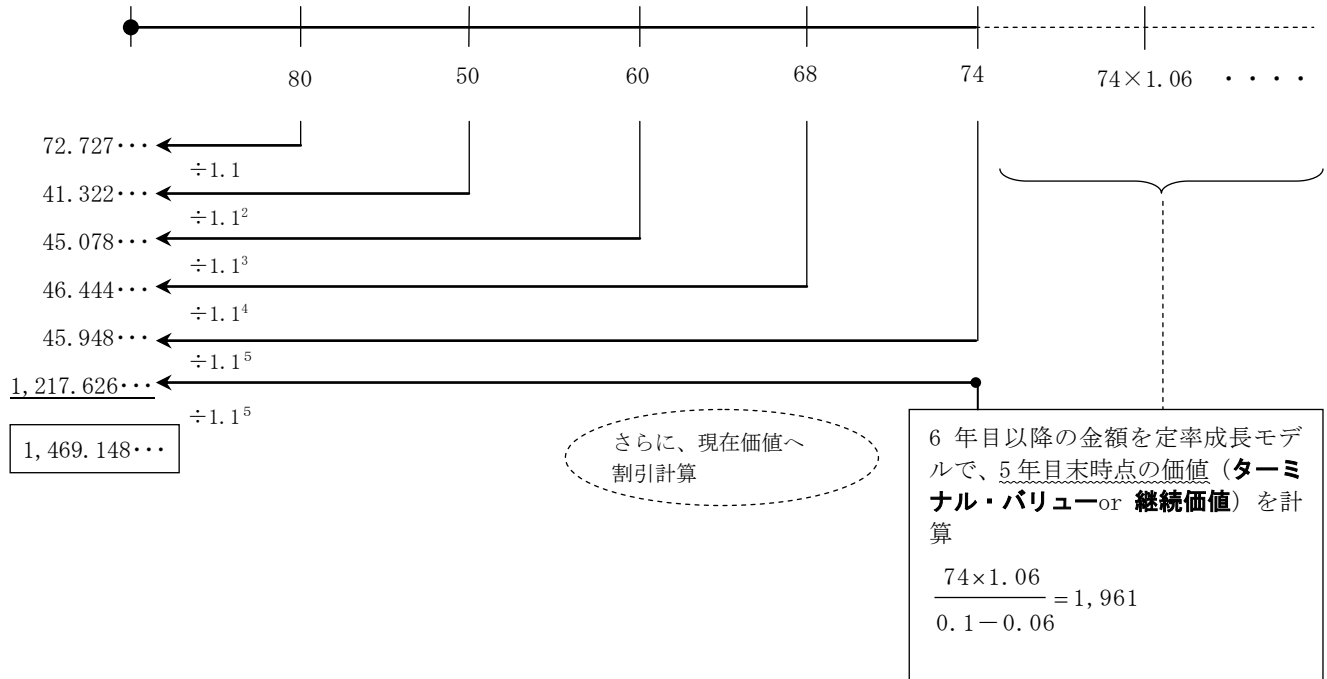


③株式価値総額及び1株当たり(理論値)まで計算する。

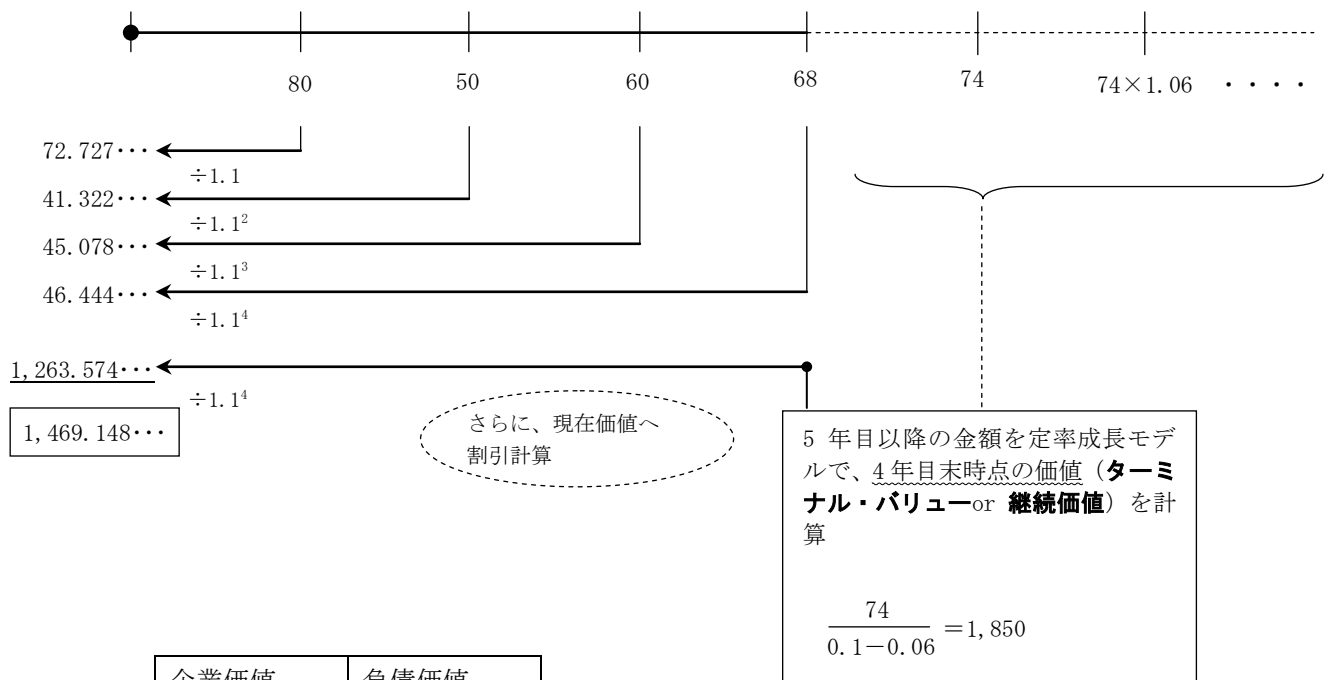


《企業価値》

P. 85 (P. 86 の Question も同様)・・・6 期目以降を 5 期目末で集計



☆補足・・・5 期目以降を 4 期目末で集計したら? →分子に注意!

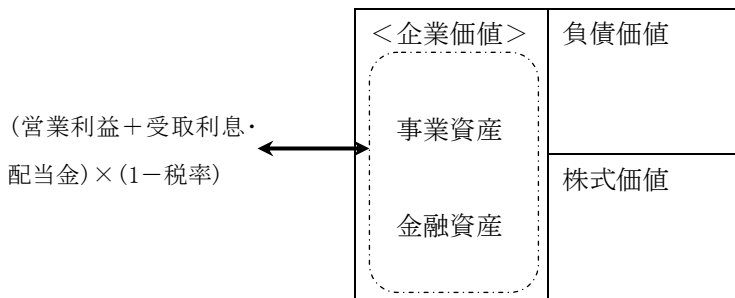


企業価値	負債価値
1,469	400
	株式価値
	差額計算
	1,069

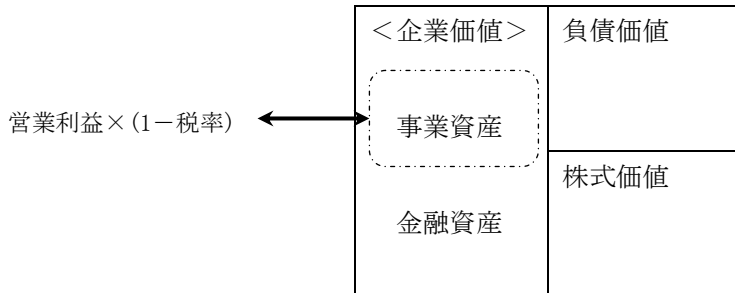
理論株価 : 1,069 億円 $\div$ 0.38 億株 $\approx$ 2,813 円

<<金融資産の取扱い>>

P. 88 (1) ①



P. 88 (1) ②



あとは、上記に「+減価償却費-設備投資額-正味運転資本増加額」を考慮する。

☆残余利益モデルの補足

P. 58 の下段の定率成長モデルの展開

$$P_0 = B_0 + \frac{E_1 - kB_0}{k - g} \quad \text{株価} = \text{期首自己資本簿価} + \frac{\text{当期純利益} - \text{株主の要求収益率} \times \text{自己資本簿価}}{\text{株主の要求収益率} - \text{成長率}}$$

$E_1 = \text{ROE} \times B_0$ より、

$$P_0 = B_0 + \frac{\text{ROE} \times B_0 - kB_0}{k - g}$$

となり、さらに整理すると、

$$P_0 = B_0 + \frac{(\text{ROE} - k) B_0}{k - g}$$

となる。

ここで、両辺を B_0 で割る。

$$\frac{P_0}{B_0} = 1 + \frac{(\text{ROE} - k)}{k - g}$$

左辺の P_0/B_0 は、PBR を表している。

ということは、 $\text{ROE} > k$ であれば、 $\text{PBR} > 1$ が成立する。

$$\frac{P_0}{B_0} = \text{PBR} = 1 + \frac{(\text{ROE} - k)}{k - g} > 1$$

⇒例題集 P. 8 問 3(1) を再確認する。

《例題集・ポイント》

●コーポレート・ファイナンス（１）

(2.1) 平成19年(6月)				
問1 FCF	○営業利益×(1－税率)＋減価償却－設備投資額 －運転資本増加額			
問2 WACC	○・時価&有利子負債に注意 $\frac{B}{S}$ <table border="1" style="margin: auto;"> <tr> <td></td><td>有利子負債</td></tr> </table> $\text{株式時価総額} = \text{株価} \times \text{株式数}$ ・負債利率 → 税引後にする。 ・CAPM のリスクプレミアム → (株式市場の期待収益率－リスクフリー・レート)		有利子負債	
	有利子負債			
問3 企業価値	○FCF が毎年4%成長→定率成長モデル 今期の予想配当/(割引率－成長率)			
問4 EVA	○投下資本指示あり、指示がなくても計算できるようにする。			
問5 EVA に基づく企業価値	○投下資本＋EVA 現在価値合計 問3と同じ結果になる。			
(2.2) 平成19年(12月)				
問1 FCF	○営業利益×(1－税率)＋減価償却－設備投資額 －正味運転資本増加額 「運転資本残高は本期と同額」に注意			
問2 負債コスト、株式資本コスト、WACC	○負債コスト＝リスクフリー・レート＋スプレッド 株主資本コスト：CAPM WACC：時価ベース、負債比率100%			
問3 (1) 企業価値 (2) 企業価値/EBITDA (3) 理論株価	○FCF 毎期一定→ゼロ成長モデル ○EBITDA＝営業利益＋減価償却費 ○理論株価＝株式価値÷株式数 $\frac{B}{S}$ <table border="1" style="margin: auto;"> <tr> <td rowspan="2">企業価値</td><td>負債価値</td></tr> <tr> <td>株式価値</td></tr> </table> $\swarrow \searrow$ 負債比率 100% (D/E レシオ)	企業価値	負債価値	株式価値
企業価値	負債価値			
	株式価値			
問4 自社株買いの効果	○エージェンシーコストの解消 ・過大投資の抑制 シグナリング効果 ・過小評価のアナウンス			
問5 (1) 法人税率の低下の影響 (2) 負債比率	○法人税率と節税効果との関係…MM理論 倒産可能性と負債比率			

(2.3) 平成18年							
問1 WACC	○負債比率ゼロ→株主資本コスト=WACC						
問2 (1) FCF (2) FCF割引モデル	○減価償却費=設備投資額、運転資本増加額=0 に注意する。 ○ゼロ成長モデル=FCF/WACC <table border="1" style="margin-left: auto; margin-right: auto;"> <tr> <td colspan="2">B/S</td></tr> <tr> <td>企業価値</td><td>負債価値: 0</td></tr> <tr> <td></td><td>株式価値</td></tr> </table> 本問では、負債比率ゼロより、企業価値=株式価値	B/S		企業価値	負債価値: 0		株式価値
B/S							
企業価値	負債価値: 0						
	株式価値						
問3 (1) 公募増資と設備更新が割引率に与える影響 (2) 企業価値と理論株価	○(1)割引率影響なし⇔リスク影響なし ・公募増資→負債0なら、資本が増加しても資本構成変化無し→財務リスク変化なし ・設備更新→新規増強ではなく、更新投資なら事業構造に変化無し→ビジネスリスク変化なし (2)2年後末時点での3年後以降の継続価値→定率成長モデルで算定(下記※)						
問4 公募増資と株価の関係	○短期的には、株式数2億株→2.2億株となり、利益が変化しないのなら、EPS低下。 But、公募増資による設備更新により、長期的にはFCF増加するため、必ずしもネガティブとはいえない。						
問5 (1) 負債による資金調達と株主資本コスト (2) 資金調達と企業価値の関係	○(1) 負債↑→財務リスク↑ →株主資本コスト↑…MM理論 (2) 負債↑→節税効果 or 倒産コスト 現状負債小なら→負債増によるメリット 現状負債大なら→負債増によるデメリット						

※計算イメージ

