

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	2015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	2014 年 7 月 6 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	6 枚 (サイズ)

講義構成	講義（ 3 0 ）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次科目別 集中セミナー	回数	1
------------	----	------	-----	-----------------	----	---

配布物	★ミニテスト：あり [] ★実力テスト：あり [] ◇配布物なし	なし 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
	価値計算 FCF EVA WACC 企業価値 負債価値 株式価値 資本構成 株主還元(配当、自社株買い)

証券アナリスト講座

2次試験対策セミナー

コーポレート・ファイナンスと企業分析

TAC

(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) ・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 26 年	30 点 (30%)	20 点 (20%)	50 点 (50%)	100 点/420 点
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

(3) 平成 22 年～26 年の出題論点と配点

年度	問題 No	配点	主な出題論点	分野
26 年	午前第 4 問	20 点	<u>企業価値</u> 、 <u>資本コスト</u> 、 <u>節税効果</u>	C・F
	午前第 5 問	30 点	売上高営業利益率、ROE、株主還元政策	分析
	午後第 8 問	20 点	のれん、減損会計、リース、外貨換算	会計
	午後第 9 問	30 点	ガバナンス、EBITDA、 <u>ベータ</u> 、 <u>WACC</u> 、 <u>企業価値</u>	C・F
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	<u>企業価値</u> 、 <u>自社株買い</u> 、 <u>資本コスト</u> 、 <u>エージェンシーコスト</u>	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、 <u>リサイクル</u>	会計
	午後第 9 問	20 点	FCF、 <u>配当割引モデル</u> 、 <u>ガバナンス</u>	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	<u>WACC</u> 、 <u>ベータ</u> 、 <u>FCF</u> 、 <u>NPV</u>	C・F
	午後第 3 問	20 点	<u>EVA</u> 、 <u>企業価値</u> 、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)、 <u>リサイクル</u>	会計
	第 1 時限第 9 問	20 点	<u>FCF</u> 、 <u>NPV</u> 、 <u>EVA</u> 、 <u>資本コスト</u> 、 <u>配当政策</u>	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、 <u>ベータ</u> 、 <u>配当割引モデル</u> 、 <u>残余利益モデル</u>	C・F
22 年	第 1 時限第 8 問	15 点	資本連結、 <u>リサイクル</u>	会計
	第 1 時限第 9 問	25 点	<u>FCF</u> 、 <u>NPV</u> 、 <u>信用リスク</u>	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	<u>WACC</u> 、 <u>企業価値</u> 、 <u>ベータ</u>	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・ファイナンスを中心に対策する。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。

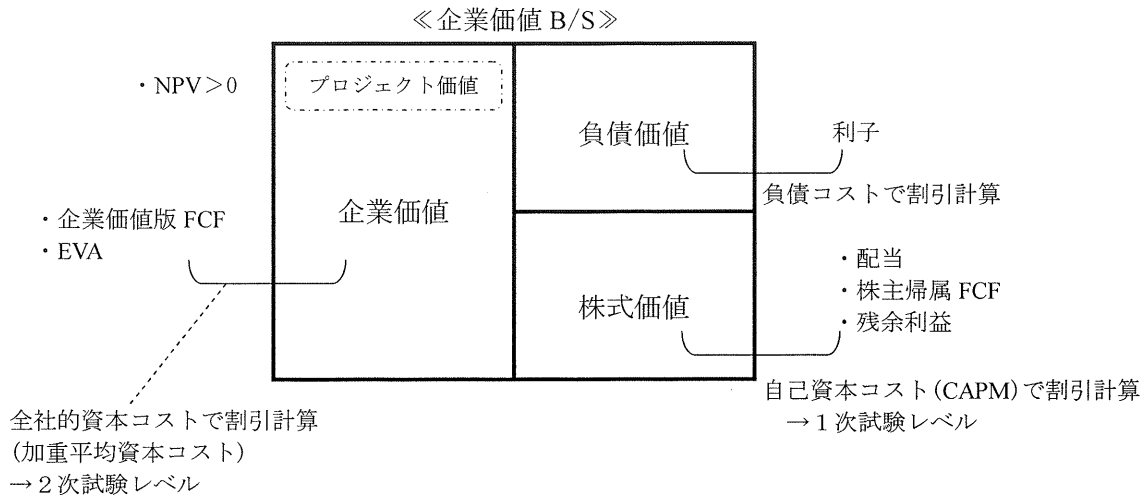
計算問題は、どの分野も総じて比較的容易なものが多く、目新しい指標については問題文で指示があるため、日頃から「丁寧な計算」を意識する必要がある。

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。

(負債と株式(自己資本)の割合を考慮; 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：26年午前第4問、午後第9問、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、

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

負債利子率：4%、法人税率：40%、無リスク利子率：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%×(1-0.4)=2.4%

株主資本コスト：2%+0.86×5%=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

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

※2 継続価値の現在価値

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

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

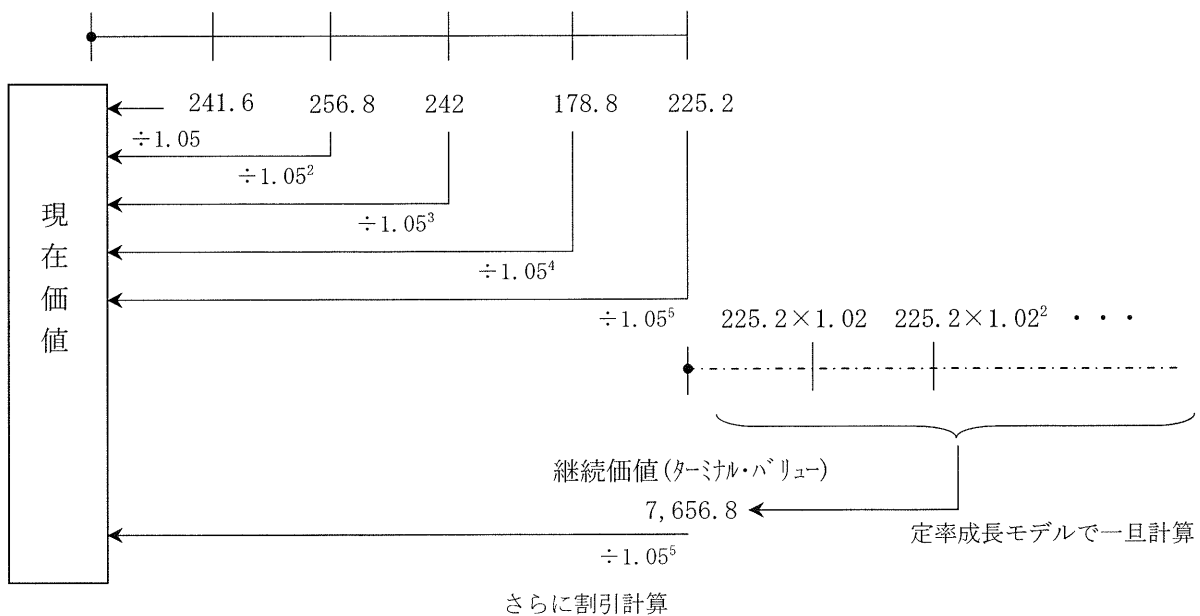
※3 継続価値の算定(本ケースでは、6年以降2%成長を仮定しているため定率成長モデルで算定)

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