

講義録レポート

講 座	証券アナリスト	科目①	財務分析	
目標年		科目②		
コース	1次秋合格者向けレベルアップセミナー	回 数	1	回

収録日	2015 年 10 月 1 日			
講師名	横田 先生	講義録 枚数	1	枚 ※レポート 含まず
		補助ビュ 枚数	6	枚 ※表紙含む

講義構成	講義 (34) 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		コース・講義等	1次秋試験 合格者向け レベルアップセミナー	科目	企業分析	回数	
-------------	--	---------	------------------------------	----	------	----	--

配布物	★ テ ス ト 類 :	[	]	講師	横田	先生
	★その他の配布物1:	[				
	★その他の配布物2:	[				

黒 板 内 容					
◦ 価値計算 NPV > 0 FCF EVA 加重平均資本コスト (WACC) ◦ 資本構成 <table><tr><td>プロジェクト</td><td>負債価値</td></tr><tr><td>企業価値</td><td>株式価値</td></tr></table> 配当 株主の 要求収益率 (自己資本コスト) ◦ 価値分配		プロジェクト	負債価値	企業価値	株式価値
プロジェクト	負債価値				
企業価値	株式価値				

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・・・ } 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27年	30点(33%)	20点(22%)	40点(44%)	90点/420点
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

(3) 平成 23 年～27 年の出題論点と配点

年度	問題 No	配点	主な出題論点	分野
27 年	午前第 4 問	20 点	<u>資本コスト</u> 、 <u>FCF</u> 、 <u>NPV</u>	C・F
	午前第 5 問	30 点	ROE、PBR、PER、EPS、財務諸表予測、配当政策	分析
	午後第 8 問	20 点	リース会計、退職給付会計	会計
	午後第 9 問	20 点	ガバナンス、自社株買い、EV/EBITDA 倍率、 <u>企業価値</u>	C・F
26 年	午前第 4 問	20 点	<u>企業価値</u> 、 <u>資本コスト</u> 、節税効果	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> 、自社株買い、 <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>リサイクリング</u>	会計
	午後第 9 問	20 点	<u>FCF</u> 、 <u>配当割引モデル</u> 、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	<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>リサイクリング</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> 、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、 <u>ベータ</u> 、 <u>配当割引モデル</u> 、残余利益モデル	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、資金の用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。

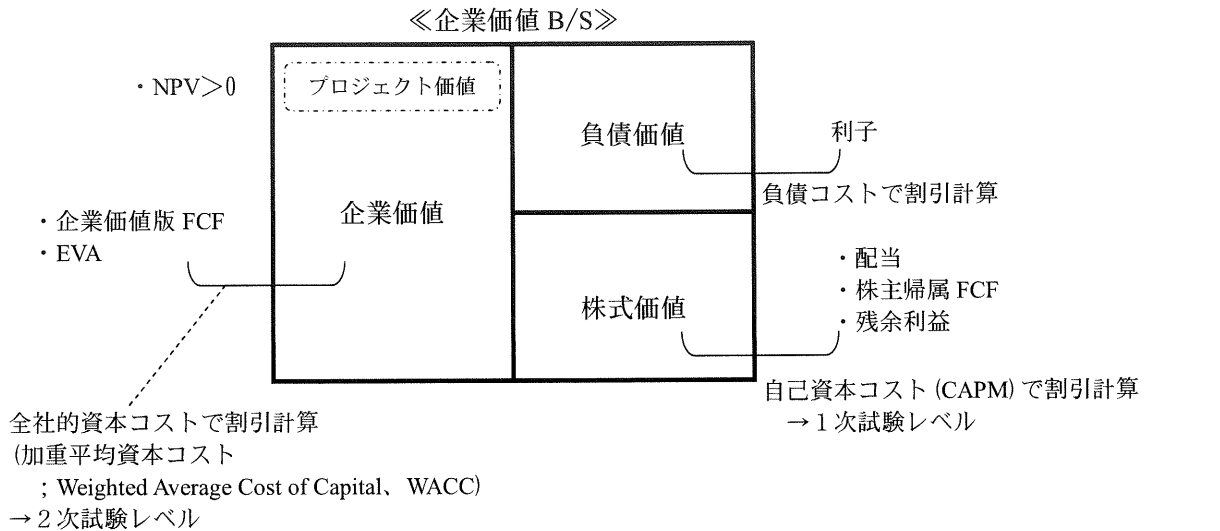
計算問題は、どの分野も総じて比較的容易なものが多く、目新しい指標については問題文で指示があるため、日頃から「丁寧な計算」を意識する必要がある。

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 $\times$ (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 $\times$ (1 - 法人税率) - 投下資本 $\times$ 加重平均資本コスト

☆ 加重平均資本コスト: 負債コスト $\times$ 割合 + 自己資本コスト $\times$ 割合 $\cdots$ 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：27 年・午後第 9 問、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

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
売上高	5,100	5,200	5,460
費用(減価償却費を除く)	3,972	4,010	4,206
減価償却費	492	512	524
営業利益	636	678	730
法人税 (40%)	254.4	271.2	292
税引後営業利益 (a)	381.6	406.8	438
減価償却費 (b)	492	512	524
運転資本増加額 (c)	112	118	142
設備投資額 (d)	520	544	578
FCF (a + b - c - d)	241.6	256.8	242

2 次試験で扱う FCF の基本形

〔資料 2〕その他算定基礎条件

無リスク利子率：2%、リスクプレミアム：5%、ベータ：0.86、負債利子率：4%、法人税率：40%

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、4 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

$$= \frac{241.6}{1.05} + \frac{256.8}{1.05^2} + \frac{242}{1.05^3} = 672.069\cdots$$

※2 継続価値の現在価値

$$= \frac{8,228^{※3}}{1.05^3} = 7,107.655 \dots$$

$$\text{企業価値} = 672.069 \dots \text{億円} + 7,107.655 \dots \text{億円} = 7,779.724 \dots \text{億円} \approx 7,780 \text{ 億円}$$

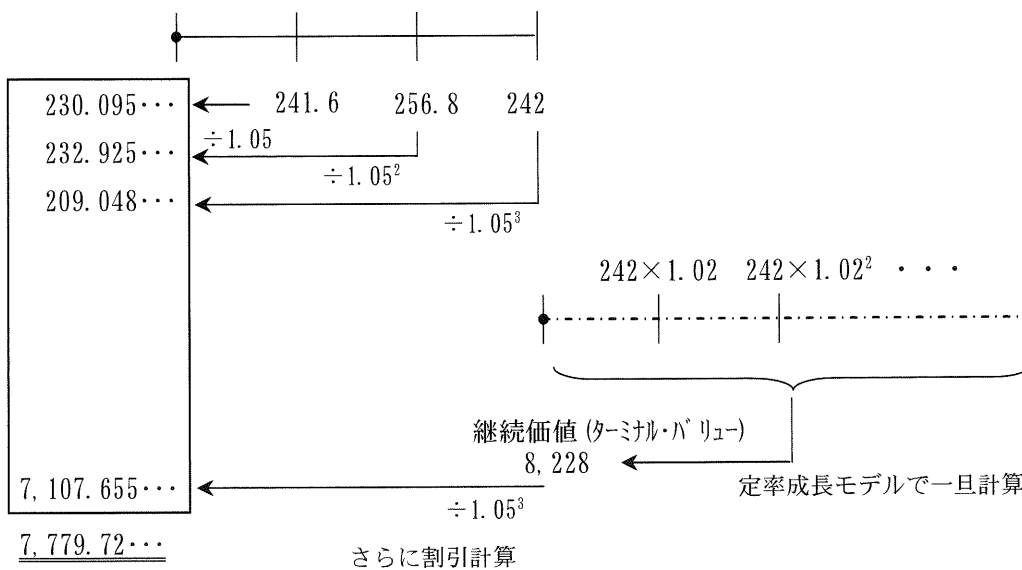
※3 継続価値の算定 (本ケースでは、4 年以降 2% 成長を仮定しているため定率成長モデルで算定)

予測期間以降の FCF の最終年度 (3 年) 時点での価値

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

$$\text{継続価値} = \frac{242 \times (1 + 0.02)}{5\% - 2\%} = 8,228$$

☆ 計算のイメージ……年々の FCF と現在価値 (3 年度までと 4 年度以降は分けて考える)



③ 理論株価の算定

$$\text{企業価値 (7,780 億円)} = \text{負債価値 (2,500 億円)} + \text{株式価値}$$

$$\text{株式価値} = 7,780 \text{ 億円} - 2,500 \text{ 億円} = 5,280 \text{ 億円}$$

$$\text{理論株価} = 5,280 \text{ 億円} \div 5 \text{ 億株} = 1,056 \text{ 円}$$

企業価値 7,780 億円	負債価値 2,500 億円
	株式価値 5,280 億円