

# 証券アナリスト講座

## 2次試験対策セミナー

財務分析/コーポレート・ファイナンス

**TAC**

## (1) 財務分析/コーポレート・ファイナンスの概要

分野	主要な論点
コーポレート・ファイナンス	<ul style="list-style-type: none"> <li>・企業価値評価(WACC、FCF、EVA)</li> <li>・投資の意思決定(NPV、EVA、M&amp;A)</li> <li>・資本構成と企業価値(MM理論)</li> <li>・株主還元策(配当政策、自社株買い)</li> <li>・ガバナンス</li> </ul>
財務諸表分析	<ul style="list-style-type: none"> <li>・収益性分析(資本利益率の分解)</li> <li>・セグメント分析</li> <li>・キャッシュ・フロー計算書の読取り</li> <li>・安全性分析(D/Eレシオ)</li> <li>・投資評価(DCF法と乗数法)</li> </ul>
会計制度	<ul style="list-style-type: none"> <li>・連結会計</li> <li>・税効果会計</li> <li>・退職給付会計</li> <li>・外貨換算会計</li> <li>・IFRS(国際財務報告基準)</li> </ul>

## (2) 分野別ウエイト

年 度	コーポレート・ファイナンス	財務諸表分析	会計制度	合計
2023年	35点(43%)	26点(32%)	20点(25%)	81点/360点
2022年	40点(44%)	30点(33%)	20点(22%)	90点/420点
2021年	40点(44%)	30点(33%)	20点(22%)	90点/420点
2020年	40点(44%)	30点(33%)	20点(22%)	90点/420点
2019年	40点(44%)	30点(33%)	20点(22%)	90点/420点

※ 2023年より、合計点が420点から360点(午前午後ともに180点)に変更。

## (3) 2019年～2023年の出題論点と配点

年度	問題 No	配点	分野	主な出題論点
2023年	午前第3問	20点	C・F	資本コスト、ベータ、EVA、節税効果、株主還元、ガバナンス
	午前第4問	26点	分析	ROA、セグメント、M&Aの影響
	午後第8問	20点	会計	のれん償却、ROE、減損、リース
	午後第9問	15点	C・F	FCF、NPV、リスク管理
2022年	午前第4問	20点	C・F	FCF、NPV、自社株買い、資本コスト、ベータ、節税効果
	午前第5問	30点	分析	ROE、売上高総利益率、CCC、投資評価
	午後第9問	20点	会計	その他有価証券、退職給付、リース、損益分岐点分析
	午後第10問	20点	C・F	ガバナンス、資本コスト、ベータ、FCF、企業価値
2021年	午前第4問	20点	C・F	FCF、NPV、節税効果
	午前第5問	30点	分析	売上高総利益率、ROE、損益分岐点分析
	午後第9問	20点	会計	連結会計、外貨換算会計
	午後第10問	20点	C・F	ガバナンス、資本コスト、事業価値、自社株買い
2020年	午前第4問	20点	C・F	FCF、NPV、ベータ、資本コスト、節税効果
	午前第5問	30点	分析	ROE、売上高営業利益率、CCC、金融資産回転期間
	午後第8問	20点	会計	損益分岐点、リスト損失、未払賞与、連結会計、純資産の部
	午後第9問	20点	C・F	ガバナンス、企業価値 EBITDA 倍率、企業価値
2019年	午前第4問	20点	C・F	FCF、NPV、企業価値、節税効果、資本コスト
	午前第5問	30点	分析	ROE、株式価値、EV/EBITDA 倍率、のれん償却
	午後第8問	20点	会計	BPS、EPS、ストック・オプション
	午後第9問	20点	C・F	ガバナンス、EV/EBITDA 倍率、資本コスト、企業価値

※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次レベルの対策

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)、節税効果といった基本的な計算問題は、必ず得点源にする必要がある。

次に、財務諸表分析については、ROE、売上高営業利益率等の比率は頻出であり、セグメント分析やキャッシュフロー計算書の読取りも重要性は高い。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次レベル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、会計制度については、的が絞りにくく、連結、税効果等の最低限の確認に止めるべきである。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。

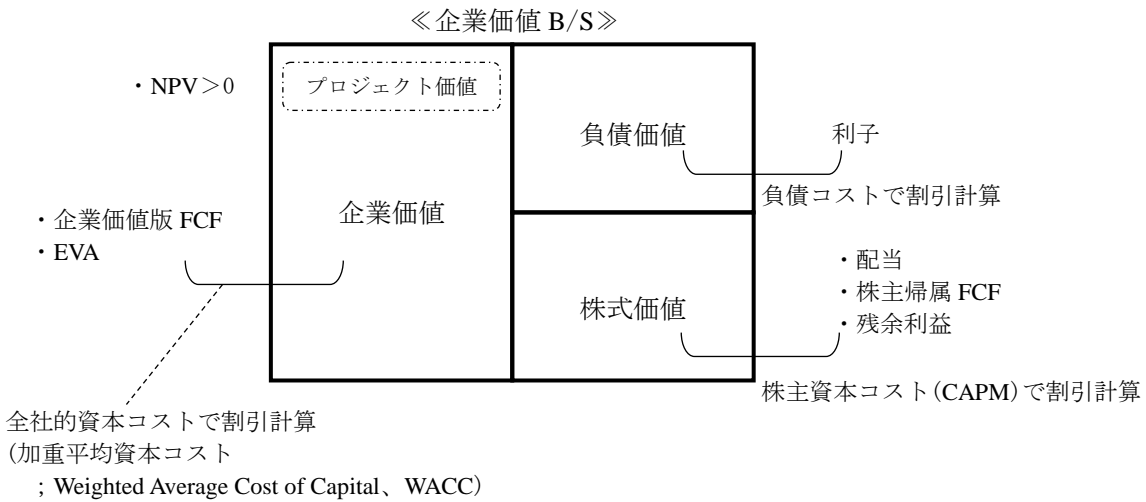
計算問題は、どの分野も総じて比較的容易なものが多く、目新しい指標については問題文で指示があるため、日頃から「丁寧な計算」を意識する必要がある。

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、有効な投資政策や財務政策を検討し実行する。



☆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

☆加重平均資本コスト : 負債コスト × 割合 + 株主資本コスト × 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&lt;企業価値評価&gt;

過去の出題：2023年午前第3問、2022年午後第10問、2021年午後第10問、  
2020年午後第9問、2019年午前第4問、午後第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(30%)	190.8	203.4	219
税引後営業利益(a)	445.2	474.6	511
減価償却費(b)	492	512	524
正味運転資本増加額(c)	112	118	142
設備投資額(d)	520	544	578
FCF(a + b - c - d)	305.2	324.6	315

〔資料2〕その他算定基礎条件

リスクフリーレート：2%、市場リスクプレミアム：5%、ベータ：0.96、有利子負債利率：2%、

法人税率：30%、有利子負債：2,500億円、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：2%×(1-0.3)=1.4%

株主資本コスト：2%+0.96×5%=6.8% ←CAPM

$$\text{WACC} = \frac{2,500}{2,500+5,000} \times 1.4\% + \frac{5,000}{2,500+5,000} \times 6.8\% = 5\%$$

## ② 企業価値の算定

企業価値=予測期間中のFCFの現在価値<sup>※1</sup>+継続価値の現在価値<sup>※2</sup>

※1 予測期間中のFCFの現在価値

$$= \frac{305.2}{1.05} + \frac{324.6}{1.05^2} + \frac{315}{1.05^3} = 857.197\cdots$$

※2 継続価値の現在価値

$$= \frac{10,710^{*3}}{1.05^3} = 9,251.700\dots$$

企業価値 = 857.197\dots 億円 + 9,251.700\dots 億円 = 10,108.897\dots 億円 ≒ 10,109 億円

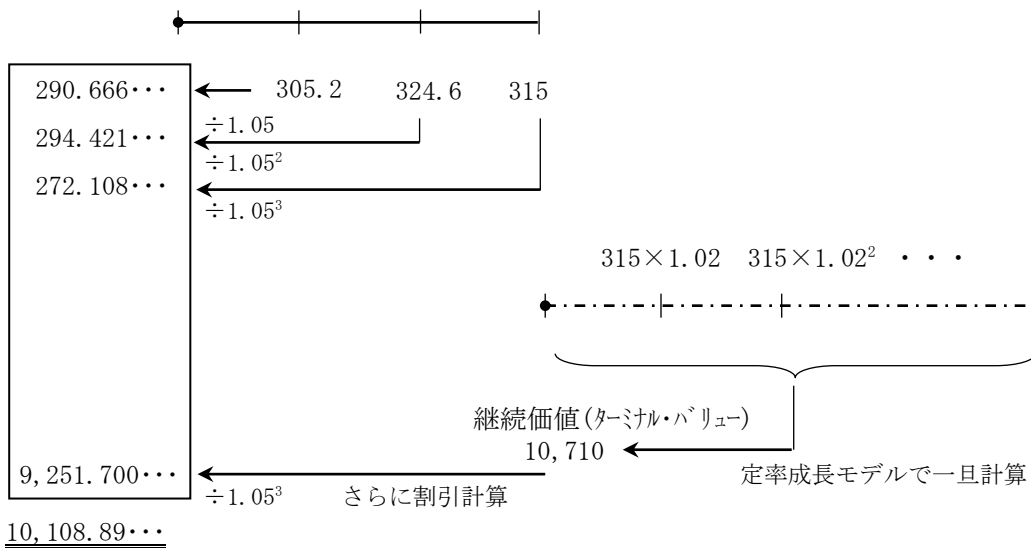
※3 継続価値の算定(本ケースでは、4年以降2%成長を仮定しているため定率成長モデルで算定)

予測期間以降のFCFの最終年度(3年)時点での価値

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

$$\text{継続価値} = \frac{315 \times (1 + 0.02)}{5\% - 2\%} = 10,710$$

☆ 計算のイメージ\dots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(全体の企業価値を求め、負債価値を控除することにより、株式価値を推定する)

企業価値(10,109 億円) = 負債価値(2,500 億円) + 株式価値

株式価値 = 10,109 億円 - 2,500 億円 = 7,609 億円

理論株価 = 7,609 億円  $\div$  5 億株 = 1,522 円

企業価値 10,109 億円	負債価値 2,500 億円
	株式価値 7,609 億円