

ファイナンスレジュメ 目次

序章

第1節	ファイナンスの基礎知識	1
第2節	企業評価と財務分析	7

第1章 コーポレート・ファイナンス

第1節	企業価値の算定	17
第2節	最適資本構成	31
第3節	投資決定理論	43
第4節	ペイアウト政策	45

第2章 インベストメント

第1節	ポートフォリオ理論	57
第2節	CAPM	77
第3節	債券投資	93

第3章 デリバティブ

第1節	デリバティブ基礎	105
第2節	オプション取引	113
第3節	無裁定価格理論	127

第4章 ファイナンス補足論点

【凡例】

太字波線 . . . 重要な色で線を引いて覚える

二重線囲み . . . 重要な色で囲んで覚える

太字 重要な色で線を引く

下線 普通の色で線を引く

序章 問題

[illegible]

第1章 コーポレート・ファイナンス 問題

第1節 企業価値の算定			演習記録									
問題4	A	企業価値の算定（貸方法①）										
問題5	A	企業価値の算定（貸方法②）										
問題6	A	企業価値の算定（貸方法③）										
問題7	A	企業価値の算定（貸方法④）										
問題8	A	サステイナブル成長率										
問題9	A	企業価値の算定（借方法）										
問題10	A	企業価値の算定（貸方法・借方法①）										
問題11	A	企業価値の算定（貸方法・借方法②）										
問題12	B	ターミナルバリュー										
問題13	A	企業価値の算定（EVA 法）										
問題14	A	企業価値の算定（EBITDA 倍率法）										
問題15	A	企業価値の算定（PER・PBR）										

第2節 最適資本構成			演習記録									
問題16	A	MM 理論										
問題17	A	修正 MM 理論										

第4節 ペイアウト政策			演習記録									
問題18	A	ゴードンモデル										
問題19	A	MM の配当無関連性命題										
問題20	A	自己株式の取得										
問題21	B	法人税を考慮した自己株式の取得										
問題22	B	DOE，総還元性向										

第2章 インベストメント 問題

[illegible][illegible][illegible]

第3章 デリバティブ 問題

第1節 デリバティブ基礎			演習記録									
問題42	A	先物取引										
問題43	A	金利スワップ取引										

第2節 オプション取引			演習記録									
問題44	A	オプション取引										
問題45	B	オプション投資戦略										

第3節 無裁定価格理論			演習記録									
問題46	A	無裁定価格理論（先渡取引）										
問題47	A	無裁定価格理論 （プットコールパリティ）										
問題48	A	無裁定価格理論（コール・オプション）										
問題49	A	無裁定価格理論（プット・オプション）										
問題50	A	リアル・オプション										

イントロダクション

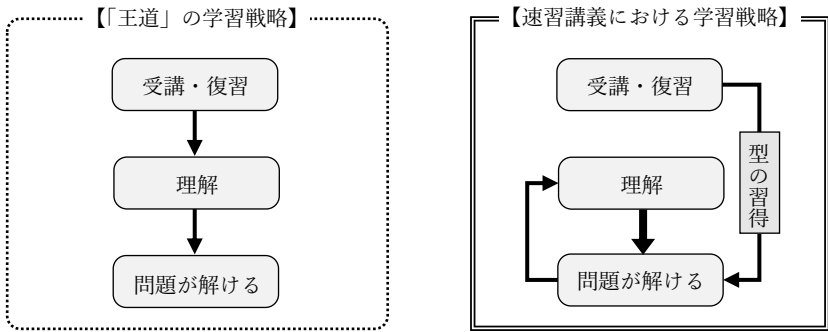
1. ファイナンスの学習戦略

近年、本試験のファイナンス分野（第2問）では、難易度の高い初見問題が目立つ傾向にある。そのため、総合合格を目指すうえでは、まずは**重要性の高い論点を確実におさえ、その後可能な限り学習範囲を広げていく**という戦略を採ることが効率的である。

会計士試験における他科目と同様に、ファイナンスに関しても、「理解」に重きを置いた学習は「王道」ともいえ、非常に重要である。しかし、特に時間的制約のある受験生にとっては、この「理解」を重要視し過ぎてしまうことこそが大きな足枷ともなってしまうのである。

そこで、速習講義では、（誤解を恐れずに言うならば、）「理解」の過程には重きを置かず、「**問題が解けるようになること**」を第一の目標とし、**解法の「型（下書き）」の短期間での習得**を目指す。

「型」を確実にすることによって、典型問題での確実な得点を確保することはもちろん、余裕のある方やファイナンスに苦手意識のない方は、「問題が解ける状態」から遡って「理解」を深めることによって、応用的な問題に対しても十分に対応できるようになるのである。



2. ファイナンスの学習方法

ファイナンスに関しては、節ごとに、以下を1セットとして学習すると効果的であろう。

① 講義を視聴する	講義中にマーカーの指示は特にしないため、この段階ではマーカーを引かず、必要な事項があれば適宜メモを取る程度に留め、基本的には講義の内容を「何となくでも良いので」把握することに努める。
② 講義の復習をする	レジュメにある指示に従ってマーカーを引く。
③ 問題を解き、解説動画を視聴する	解答を見ながらでも良いので、取り敢えず問題を解いてみる。その後、解説動画を見ながら、 <u>一問一問確実に「型」をおさえしていく</u> 。その際に、 <u>機械的におさえるのではなく、「どの数値を出すためにどの型を用いるのか」を意識していただきたい</u> 。
④ 講義の復習をする	問題演習を踏まえて、もう一度レジュメを読み直す。
⑤ 問題を解く	解答を見ずに解けるようにする。

上記の順番で、**節ごとに確実に問題を解けるようにしていく**ことが、短期間でファイナンスの得点力を向上させる上で重要となる。ある程度反復を重ねた後は、「目で解く」ことで演習時間を短縮することを推奨している。その際に、何回かに1回は自身で下書きを描き、電卓も叩くようにしてほしい。

基本的にはレジュメのみで学習を完結させることが可能ではあるが、レジュメに加えて、答練を通じた演習を積みこむことで、ファイナンスは盤石となるであろう。速習講義用の答練解説講義・答練解説レジュメもリリースするため、是非有効活用してほしい。

(参考) 凡例 (レジュメ目次に掲載)

【凡例】

太字波線 . . . 重要な色で線を引いて覚える

二重線囲み . . . 重要な色で囲む

太字 重要な色で線を引く

下線 普通の色で線を引く

3. 補講論点の取り扱いについて

速習講義レジュメに掲載されている AB 論点を確実に習得していれば、効率的に本試験で結果を出すことが可能ではあるが、リスクヘッジとしてより多くの論点をおさえておきたいという受講生のために、「**補講論点**」を掲載している (タイトル末尾に、重要性和併せて「**C⁺補**」というマークを付してある)。

補講論点としては、「合否に影響を及ぼさない (出題可能性・正答率がともに低い) 論点」ではあるが、「知っておくだけで簡単に得点できる論点」を中心に掲載しており、これによって、レギュラー講義受講者との知識の差を極限まで埋めることが可能ではある。ただし、補講論点は、速習講義の本来の趣旨とは合致しない、**合否に影響を及ぼさない論点であるため、まずは基本的な論点を優先的に学習**していただきたい。そのうえで、他科目も含めて余裕が生まれたタイミングで確認してほしい。

4. キーワードの暗記について

近年の本試験において、ファイナンス分野 (第2問) ではキーワードの穴埋め問題は出題されていない。そのため、レジュメの「太字波線」部分に関して、必ずしも一言一句違わずに覚える必要はない旨を念頭に置いて学習してほしい (学習をよりスムーズに進めるために、ある程度、用語も覚えておいてほしいという趣旨である)。

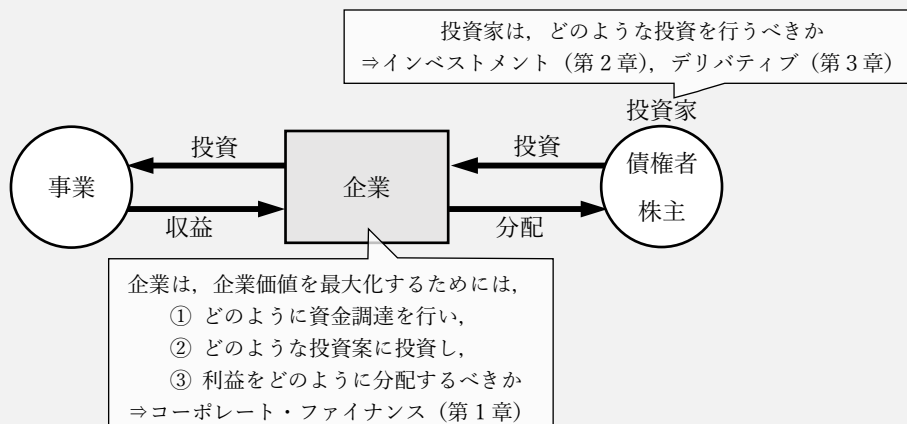
また、キーワードを覚える際に、中黒 (「・」) の**有無まで覚える必要はない** (例：コーポレート・ファイナンス)。

【MEMO】

序章

第1節 ファイナンスの基礎知識

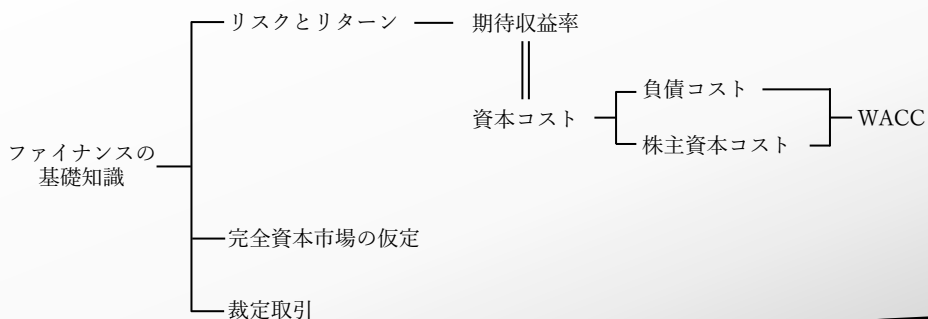
ファイナンスの全体像



本節の目的

本節では、ファイナンス（財務管理）を学習していく上で前提となる知識を見ていく。

論点マップ



1. リスクとリターン **A** ←P.58 2.

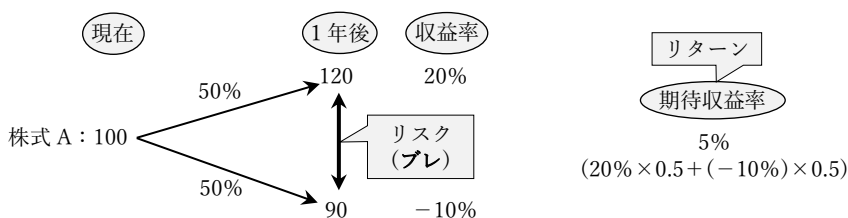
(1) リスクとリターンとは

「損失」に限定されない

<u>リスク</u>	投資がもたらす将来 CF の変動性（「ブレ」）であり、標準偏差（ σ ）等で表される。
<u>リターン</u>	期待収益率（E(R)）等で表される。

具体例

現在の株価が 100 である株式 A への投資について考える。なお、株式 A の 1 年後の株価は、50% の確率で 120 に上昇し、50% の確率で 90 に下落する。

(補足) リスク資産と無リスク資産 **A**

<u>リスク資産（危険資産）</u>	株式等、将来 CF に変動がある資産（リスクのある資産）のこと。
<u>無リスク資産（安全資産）</u>	国債等、将来 CF に変動のない資産（リスクのない資産）のこと。

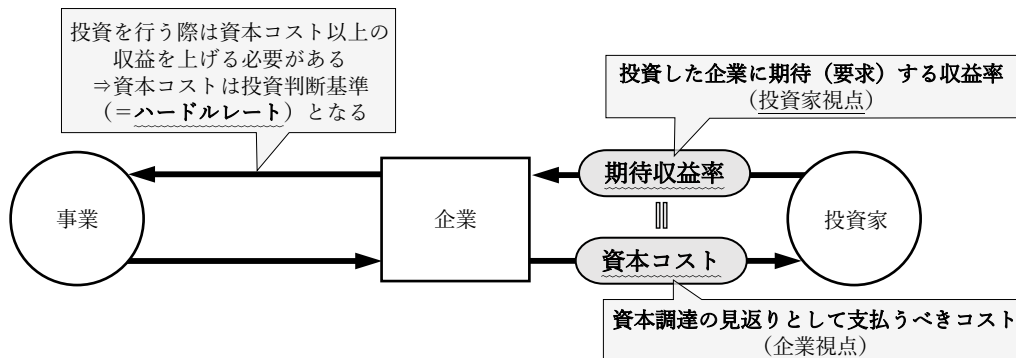
(2) リスク回避的投資家

ファイナンスにおいては、以下の特徴を持つ リスク回避的投資家 を前提としている。

- ① リスクに見合ったリターンを求める。
- ② 期待される リターン が同じ場合には、リスク のより小さい投資案を選択する。
- ③ 負担する リスク が同じ場合には、リターン のより大きい投資案を選択する。

(3) 期待収益率と資本コスト

投資家は企業に投資（資本提供）した以上、リターンを要求する（期待収益率）が、これは、企業の視点から見ると、資本の調達・利用と引き換えに支払うべき損失・価値犠牲（＝資本コスト）といえる。



ファイナンスにおいては、リスク回避の投資家を前提としているため、投資家（債権者、株主）はリスクを負担する見返りにプレミアム（追加の収益）を要求する。（P.2 (2) ①）

そのため、資本コスト（期待収益率）は以下のように表すことができる。

$$\text{資本コスト（期待収益率）} = \text{リスクフリーレート（} r_f \text{）} + \text{リスクプレミアム（RP）}$$

<u>リスクフリーレート</u>	無リスクで得られる収益率（国債等の利率）。 ＝無リスク資産（国債等）に投資していたら得られたはずの収益率。
<u>リスクプレミアム</u>	無リスク資産ではなくリスク資産（株式等）に投資した（リスクを負担した）ことへの見返りとして要求するプレミアム。

また、投資家の負担するリスクと要求するリスクプレミアムは、具体的には以下の通りである。

投資家	負担するリスク		要求するリスクプレミアム
債権者	貸倒リスク …元本が回収できるか分からないという不確実性		<u>貸倒のリスクプレミアム</u>
株主	純利益が変動することで、得られる配当額が変動するリスク	ビジネスリスク …資本構成とは無関係の、事業活動（ビジネス）が本来有しているリスク（営業利益の変動により生じる純利益の変動）	<u>ビジネスリスクプレミアム</u>
		財務リスク（ファイナンシャルリスク） …負債利用に伴う支払利息により生じる純利益の変動	<u>財務リスクプレミアム（ファイナンシャルリスクプレミアム）</u>

貸倒リスクと財務リスクはどちらも負債利用に伴い生じるリスクであるが、負担者が異なる（混同に注意）

具体例

負債を利用しており、支払利息を 100 支払う必要がある企業の P/L について考える。

「ビジネス」の結果 どのような状況でも 100 支払う 株主にとってのリスク		不況	通常	好況	
	営業利益	150 (1 倍)	300 (2 倍)	450 (3 倍)	営業利益が変動することにより、 純利益は変動 ⇒ビジネスリスク
	支払利息	100	100	100	
	純利益 (＝配当)	50 (1 倍)	200 (4 倍)	350 (7 倍)	支払利息により、 営業利益の変動以上に純利益は変動 ⇒財務リスク

したがって、企業が債権者と株主からそれぞれ資本を調達する際にかかるコストは以下の通りとなる。

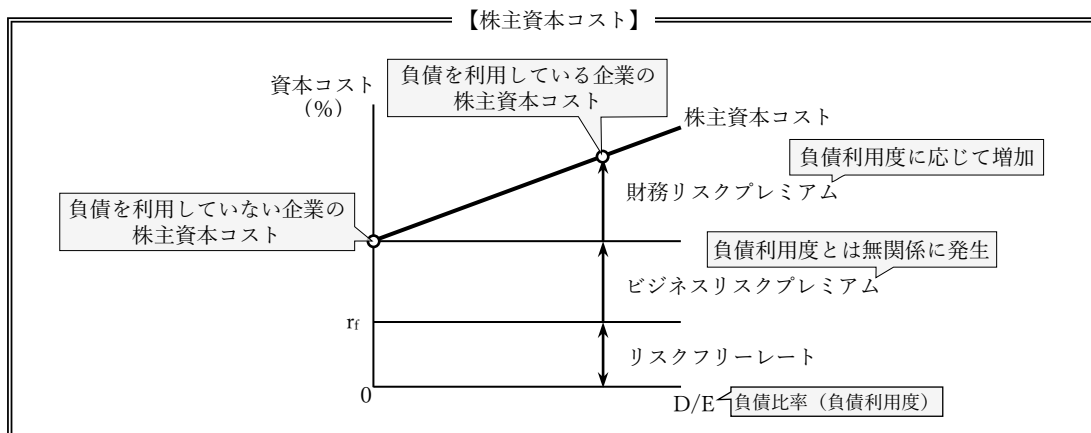
一般的には「**利率**」
※債券を割引発行した場合は、クーポン利率ではなく、**最終利回り**（クーポンと金利調整差額を含んだ利率）を用いる

- ・負債コスト（債権者の期待収益率）＝ r_f + 貸倒の RP
- ・株主資本コスト（株主の期待収益率）＝ r_f + ビジネス RP + 財務 RP

「自己資本コスト」とも表される

債権者は、基本的には営業利益の変動に関わらず、元金の支払いが保証されている

なお、理論上は、株主のみがビジネスリスクを負担するため、株主が負担するリスクの方が、債権者が負担するリスクよりも高くなり、株主が要求するリスクプレミアムも高くなる。そのため、株主資本コストの方が負債コストよりも割高となる。

(補足) 株主資本コストのリスクプレミアム **A**(補足) 格付け **B**

格付けとは、企業の発行する債券の貸倒リスク (=信用リスク) を示すものである。格付投資情報センター (R&I) が行っている長期個別債務格付けでは、債券は「AAA (トリプル A)」～「C (シングル C)」の9段階に分類されている。なお、「AAA」に近づくほど貸倒リスクが低く (信用度が高く)、「C」に近づくほど貸倒リスクが高い (信用度が低い) ことを示している。

(補足) WACC (加重平均資本コスト) **A**

企業は通常、複数の資本を用いる以上、投資案のハードルレートとしては **WACC (加重平均資本コスト)** が用いられる。

$$WACC = \frac{E}{D+E} k_e + \frac{D}{D+E} k_d (1-t)$$

株主資本コスト 税率

負債コスト

WACC ←

A

D

k_d

E

k_e

なお、WACC 算定における資本と負債の比率の決定方法には、「実際の資本構成に基づく方法」と「目標の資本構成に基づく方法」の2つがあり、問題解答上は以下の点に留意する必要がある。

WACC は、ハードルレートとして企業価値の最大化を目的とした意思決定に用いる内部資料
⇒簿価を用いるよりも適切な方法がある

簿価よりも適時性がある

実際の資本構成に基づく方法	簿価ではなく <u>時価</u> を用いることに注意する。
目標の資本構成に基づく方法	<u>時価が短期的・例外的な事象の影響を受けていると考えられる場合</u> に合理的な方法である (<u>目標の資本構成を用いることに注意する</u>)。

合理的な意思決定により有用な数値となり得る

2. 完全資本市場の仮定 **A**

ファイナンスにおいては、以下に代表される様々な仮定が成立している、完全資本市場を前提とした理論が存在する。

仮定	備考
① 情報は完全である (<u>情報の完全性</u>)	企業－投資家間、または投資家間において情報の格差が存在しておらず（情報量が等しく）、通常 <u>経営者しか知り得ない企業の機密情報をもすべての投資家が知っている</u> ような状況。
② 取引コストは存在しない	取引に係る手数料等が発生しないような状況。
③ 税金は存在しない	—
④ 個人と企業の負債の利率は常にリスクフリーレートに等しい	<u>貸倒れは発生しないもの</u> としている状況。

問題上、「完全資本市場を前提とする場合」との指示が与えられた場合には、上のような仮定を前提として解答する必要がある。

(補足) 情報の非対称性 **A** ↔ 情報の完全性

現実の市場においては、企業－投資家間、または投資家間において、情報格差（=情報の非対称性）が存在する。

3. 裁定取引 **A**

P.83 (4)

裁定取引とは、本来価値の等しい資産に一時的な価格差が生じた際（実際値が理論値と乖離した際）に、割安な方を購入し、割高な方を売却することで、無リスクで（確実に）利益を得ようとする取引のことである。

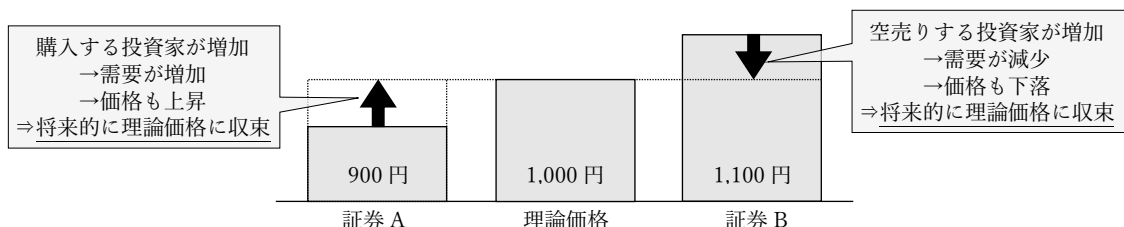
投資家は、証券の市場価格がその理論価格と乖離していた場合、裁定取引を行うことで利益の獲得を図る。その結果、最終的に証券の市場価格は理論価格に収束することになる。

具体例

理論価格の等しい、以下のような証券 A・B を想定する。

		証券 A	証券 B
実際の価格 (現在の価格)	市場価格	900 円	1,100 円
本来あるべき価格 (将来の価格)	理論価格	1,000 円	1,000 円

このとき、完全資本市場を前提とすると、投資家は、証券 A（割安な方）は購入し、証券 B（割高な方）は空売りする。その結果、証券 A・B の価格は理論価格に収束する。

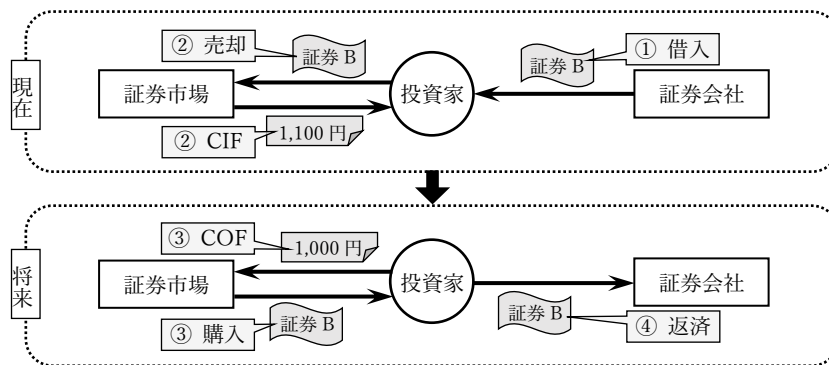


(補足) 空売り **A**

空売りとは、証券会社等から借り入れた株式を売却し、将来当該株式を買い戻すことで利益を獲得する取引のことである。

具体例

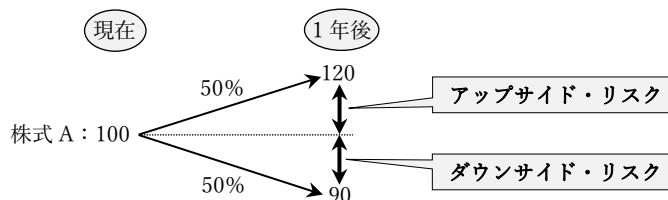
上記の証券 B に関する投資家の行動について考える。



このような空売りを行うことで、投資家は 100 だけ利益を獲得できる。

(補足) リスクの分類 **C⁺** 補

アップサイド・リスク	リスクのうち、利得が発生する不確実性のこと。
ダウンサイド・リスク	リスクのうち、損失が発生する不確実性のこと。

(補足) 投資家のリスク選好 **C⁺** 補

リスク愛好的投資家	期待されるリターンが同じ場合には、リスクのより大きい投資案を選択する。
リスク中立的投資家	選択する投資案を、 <u>リターンの水準のみで判断する</u> 。
リスク回避的投資家	期待されるリターンが同じ場合には、 <u>リスクのより小さい投資案を選択する</u> 。

なお、ファイナンスにおいては、リスク回避的投資家を前提としている。

(補足) 一物一価の法則 **C⁺** 補

一物一価の法則とは、同一時点の同一市場においては、同一の財やサービスは同一の価格になるとする法則のことである。

完全資本市場を前提とすると、ある資産の価格の実際値が理論値と乖離していたとしても、投資家の裁定取引の結果、最終的には価格は理論値に収束する。