コーポレートファイナンス
レポート課題２の採点講評

2006 年 2 月 17 日
中川　秀敏 (NAKAGAWA Hidetoshi)
西９号館W棟 105 号室
E-mail:nakagawa@mot.titech.ac.jp
URL:http://www.craft.titech.ac.jp/~nakagawa/index.html

問題

講義で取り上げた手法やテキストや論文等で紹介されている手法を応用して、自分が興味を持っている企業の企業価値を算出せよ。また、上場企業を取り上げた場合は市場の株価と比較を行ってみよ。非上場企業を取り上げた場合には、別の指針をもって自分の算出した企業価値の妥当性を論じよ。

コメント

最終提出者人数：44 名（免除者も含む）

評価のポイント

- 構成力（最高 20 点）
  - 読みやすい構成になっているか？(採点者の主観も入るが、大事なことが一目で把握できたかという印象も重視した)
  - 図表が有効かつ適度に使われているか（多ければ良いというものではない）
- 論理性（最高 25 点）
  - 自分の選択した企業価値評価手法に必要となる数字の根拠等を論理的に説明できているか（DCF 法の場合には、将来 FCF の算出の前提、WACC の計算に使う各数値の根拠）
  - 自分の算出した企業価値についての考察が十分なされているか
- 独創性（最高 10 点）
  - 内容のオリジナリティがどの程度認められるか

各項目について採点し、合計点をレポート課題２の点数とした（50 点を超えた場合は 50 点とした)。提出期限に間に合わなかった人は度合い（事前の連絡の有無など）に応じて 1 点〜5 点の減点とした。

コメント

非常に力作が多く、読んでいて楽しめたし、私の勉強にもなった（ついでに私の投資判断の良い材料になったかも？）。読みやすいレポートが多く、構成力は全体的に高い点数である。最終的な結果がどこに書かれているか分かりにくいものや、図表と文章のバランスがあまり良くないと感じたものは相対的に構成力の点数を低くつけたが、目に余るほど悪いという印象のものは少なかった。

論理性も全体に高い点数である。DCF 法でいえば、将来の FCF の算出の前提として、過去の財務データだけでなく対象企業の特性や業界全体の将来見通しなどをきちんと論じているものが多く好感をもった。WACC の算出には、ほとんどの人が苦労した様子がうかがえた。特に市場リスク・プレミアム（市場ポートフォリオの期待リターン－無リスク利子率）の与え方に悩んだ様子がにじみ出ているレポートが多かった。講義で発表していただいた C さんの市場期待リターンの数字を利用したレポートが数件あった。発表時の C さんの説得力（というか迫力）のせいかも。

いずれにしても、これらの数字の妥当性よりもその数字にいきつくプロセスをどれだけ説明できているかに注意した。ほとんどのレポートではその辺について最低限の説明がなされていたし、それ以上の説得力がある説明がされていれば加点している。細かいことをいえば、将来の業績見通しと将来の FCF の予測数値との関係が分かりにくいものがあった。根拠となる数表やグラフがたくさんあっても、ポイントとなることは言葉で簡潔に表してほしかった。また、残念なことに CAPM で株主資本コストを算出するところで、計算方法にミスが認められたケースがいくつかあり、減点対象とした。（数字の引用ミスくらいは大目にみたが）DCF 法を用いる際には影響が大きい部分でもあるので、慎重に確認してほしかった。

また私が紹介した Ohlson モデルの改良版を利用して株式価値評価をしたレポートもあった。ただし、私の紹介した方法は tentative なもので、業界スタンダードな方法ではないので注意。

独創性として評価したのは

- 講義で取り上げていない手法での企業価値評価を、主な手法あるいは比較手法として用いているもの
- 対象企業の特性や業界全体の見通しを丁寧に論じているもの
- 複数の企業について考察しているもの
- FCF のシナリオや WACC の値などを複数試していたり、それらの値の変化に対する結果の感応度を分析しているもの
- 結果について、改善策の提案を含め詳細に考察しているもの

などの点である。

また、株価の割安・割高判断の結果の傾向は、割高（自分の算出した企業価値が市場価値に比べて低すぎる）が一番多かったが、フェアバリュー（市場価値とだいたい同じ）や割安も思った以上に多かった。その辺の判断自体は特に正しいとか間違いといった評価はしていないが、その結果について詳しく考察していれば論理性と独創性の部分で加点している。

全体の傾向としては、やはり社会人の方のレポートの完成度が高かった。しかし一般の学生でも非常に説得力のある書き方をしているレポートも少なくなかった。全体的にレベルが高かったのは、松下・シャープ・ソニーの企業価値評価の発表をしてくれた３名のプレゼンの質の高さに皆が刺激を受けたためではないかと思っている。

レポートで取り上げられた企業たち

レポートで評価対象として選ばれた企業を列挙しておく。選定理由が面白く紹介したいものもあったが、ここでは企業名だけを順不同で挙げる。（一人で複数取り扱っている場合もあるし、複数の人が同じ企業を対象にしている場合もある）

キャノン, 日東電工, 任天堂, 東京ガス, 大和証券, トヨタ, 日産, 新日本製鐵, 日立ソフト, インテージ, 三洋電機, サンドラッグ, ヤフー, 日揮, カゴメ, 市進, 早稲田アカデミー, 京進, ファンケル, 花王, 日立製作所, NTT データ, イビデン, リコー, 東芝, 日本ユニシス, JR 東日本, JR 西日本, JR 東海, エルピーダメモリ, 横河電機, 山武, 鹿島建設, NTT, IBM, テルモ, 協和発酵, 資生堂, 某非上場企業

ちなみに、講義ではきちんと触れなかったかもしれないが、銀行業、証券業、保険業のような金融関係は財務諸表の性質が他の一般事業会社と異なるので、財務分析や企業価値評価の際に注意が必要。

レポート中のコメントに対する回答

レポート中に書かれていたコメントに回答したい

- 「（前略）投融資業務に携わる予定のない院生・学生の方々には、（東工大生にはいないと思うが）数ページで投資判断ができるという誤解を生まないようご配慮いただければ幸いである」
  →全くその通りで、投資案件となった場合には数百ページの資料が作成されることも珍しくないとされる。少なくとも今回のレポートに取り組んだ人たちはそのことは実感できると思われる。

- 「（前略）前期の講義とダブっている内容もありました。年間スケジュールを勘案した上でのシラバスを作成していただきたいと思います」
  →これも全くその通りで耳の痛い話。前期の「金融リスク・マネジメント」は本来アドバンスな科目なので、「コーポレート・ファイナンス」や「金融工学」を履修しているか、統計の基本に精通している人を対象にするはずだったのだが、開講初年度の最初の学期の講義を「開講せず」ともできなかったために基礎的内容から始めた。来年度は内容のレベルを少しだけ上げる予定。ただし、重複しているとご指摘されているのは「財務データや財務指標」についての内容だと思われるが、これはどちらの講義でも重要な内容だと考えているので、論じる視点を変えるなどの工夫をしつつも、いずれの講義でも取り扱いたいと考えている。

最終成績

最終成績は、小テスト３回分（３０点満点)、レポート課題１（２０点満点)、レポート課題２（５０点満点)、平常点（＋α）で採点。レポート課題２を提出しなかった者については、それまでに小テストやレポート課題１の得点があっても「受験せず」として成績評価する。

最終成績の得点分布は以下の通り。(平均は 80.7 点）結果、単位認定した者は 60 点以上の 43 名。

0-59	60-69	70-79	80-89	90-99	100
1	5	13	15	8	2