

ファイナンス応用研究

担当：砂川伸幸（イサガワ ノブユキ） isagawa@kobe-u.ac.jp

テーマと目的

“Powerful finance and accounting tools help us to make better and broader business decisions.” マイクロソフト社の CFO（最高財務責任者）の言葉です。『技術価値評価』の著者であるピーター・ボイアーは、「研究者からマネージャーへという自分のキャリア・パスを振り返ったとき、研究者や技術者に必要であり、当時の私にかけていたものは、財務的な要因の理解であった」と述べています。

いまや、ファイナンスは企業の意味決定をサポートする重要なツールになっています。本講義の目的は、企業の意味決定に有益な「コーポレートファイナンス」の理論を学び、事例研究やディスカッションを通じて、実務への応用力を養うことです。

コーポレートファイナンスの学術的なテーマは、「企業価値の向上」に結びつく「事業投資（M&Aを含む）」、「資金調達と資本構成」、「利益還元」などを解明することです。M&Aを含む事業投資は、企業活動の根幹であるため、とくに重要視されています。実務的なテーマは、それらを実践して企業価値を高めることです。ほとんどの上場企業が、「企業価値の向上」や「株主価値の向上」を経営目標に掲げている現状をみると、コーポレートファイナンスは、学術的な思考と企業の実務が密接にリンクする科目であるといえます。

企業価値や株主価値の向上を掲げる限り、経営幹部は、企業価値向上を目的とするコーポレートファイナンスの考え方を理解し、意思決定に生かすことが必要になります。このことは、投資家に対する説明責任（accountability）という観点からも重要です。企業価値を基準にした意思決定を行わなければ、投資家への説明責任に耐えられません。

今後のグローバル展開においても、コーポレートファイナンスの知識は役に立ちます。コーポレートファイナンスのキーワードである DCF (Discounted Cash Flow), FCF (Free Cash Flow), WACC (Weighted Average Cost of Capital) などは、世界各国で通用します。国内 M&A やクロスボーダーM&A, 海外企業とのアライアンス, 資源権益の購入, 大規模なインフラやプラント受注などにおける交渉プロセスでは、コーポレートファイナンスで学ぶ用語やツールが飛び交うといえます。

日本企業の内部においても、コーポレートファイナンスの用語やツールを使用する時代がきました。事業計画の FCF を算出し、DCF 法 (NPV や IRR) による定量評価を用いた稟議書を採用する企業が増えています。

コーポレートファイナンスをきちんと理解し、正しく使える人材が求められています。

成績評価

出席点 20 点（出席は毎週の計 5 回とります。4 点×5 回）

ホームワーク 30 点（2 回のホームワーク（確認テスト）を行います（15 点×2）

課題レポート「自社の資本コストと投資決定基準」（10 点）

期末テスト 40 点（最終日 7 月 23 日の 5 時限。持ち込み自由。回答時間 60 分，解説 30 分）
クラスでの良い発言は加点します。

公式なグループワークはありません

今年度のファイナンス応用研究では，グループワークは行いません。必要であれば，ミニ・プロジェクトのグループ等で自主的な勉強会を行ってください。

参考書

講義では資料を配布します（メール配信）。海外 MBA の講義資料等もとりあげます。参考書として下記の文献をあげておきます。講義スケジュールに，最初の三文献の参考箇所を示しました（BMA は最初の文献（和訳），砂川他は『日本企業のコーポレートファイナンス』，加護野他）。その他，全体的に参考となる文献を三つあげておきます。

- ・ Brealey, R., S. Myers, F. Allen “*PRINCIPLES OF CORPORATE FINANCE*”, McGraw-Hill. (『コーポレートファイナンス（上）藤井・国枝監訳，日経 B P 社）。
- ・ 砂川，川北，杉浦『日本企業のコーポレートファイナンス』日経出版社，2008 年。
- ・ 加護野，砂川，吉村『コーポレート・ガバナンスの経営学』有斐閣，2010 年
- ・ 砂川伸幸『コーポレートファイナンス入門』日経文庫，2004 年。入門書です。知識の少ない方におすすめ。
- ・ 泉谷裕『「利益が見えれば会社が見える」』日経（日経賞受賞作），2001 年。財務と管理，理論と実務のバランスがとれた良書です。著者は神戸大学の先輩で村田製作所元副社長。
- ・ ピーター・ボイアー『技術価値評価』日経，2004 年。技術経営とファイナンスの結合。

事前知識

財務会計・財務分析の基礎知識，統計学の基礎知識（平均，分散，相関），エクセル（財務関数（主に IRR と NPV））とゴールシーク分析）が使えることを前提にします。

担当教員略歴

1966 年兵庫県生まれ。1989 年神戸大学経営学部卒業。現在，神戸大学大学院経営学研究科教授，京都大学経営管理大学院客員教授。専門はファイナンスと経営戦略。主要著書は上記文献など。学術論文多数。三井物産，パナソニック，大阪ガス，SMBC 日興証券など企業研修多数。その他，上場企業の独立委員，ブランド価値評価アドバイザー，投資銀行の企業価値評価のアドバイザーなどを行う。

講義内容とスケジュール (予定)

6月18日(土)

3 時限	「コーポレートファイナンスと財務指標・株価指標」
4 時限	<p>「コーポレートファイナンスとコーポレート・ガバナンス」</p> <p>コーポレートファイナンスにおける主要なテーマを解説し、講義で用いる財務指標や株価指標について解説（復習）します。主に、資本効率（資本利益率）、利益とキャッシュフローの相違、運転資本、レバレッジやペイアウトの指標をとりあげます。</p> <p>また、FCF 問題を巡るコーポレート・ガバナンスについて解説し、資本政策を通じたガバナンスについて議論します。</p> <p>[文献：BMA（第1章，第2章），砂川他（第1章），加護野他（第2章，第7章，第8章，第9章）]</p> <p>（事前準備）</p> <p>事前準備（メール配信）に取り組んでください。</p> <p>下記のサイトから、生命保険協会「平成22年度 株式価値向上に向けた取り組みについて」を取得し、一読しておいてください。</p> <p>http://www.seiho.or.jp/data/news/h20/20081219.html</p>
5 時限	<p>ゲスト講演「ニッセンの企業経営とコーポレート・ガバナンス」</p> <p>ニッセンの片山社長，脇田役員，駒田社外取締役をお招きし，同社の企業経営とコーポレート・ガバナンスについて，講演いただきます。</p>
<p>講義終了後，ゲストの方を交えた懇親会を行います。場所は「さくら」です。</p>	

6月25日(土)

<p>3 時限</p>	<p>「DCF 法とその応用」</p> <p>コーポレートファイナンスのキーコンセプトである DCF 法とその応用について解説します。リスクと時間価値を考慮して将来収益の現在価値を算出する DCF 法は、VALUATION の原則です。DCF 法の応用として、年金の評価、元利均等返済の計算、社債の評価、株式の配当割引モデル、事業評価などを紹介します。配当割引モデルを用いると、電力株などの評価ができます。</p> <p>[文献：BMA (第 2 章, 第 3 章, 第 4 章, 第 5 章, 第 6 章), 砂川他 (第 2 章, 第 3 章)]</p> <p>(確認) 初項 a, 項比 x, 項数 T の等比数列の和を求めなさい。</p>
<p>4 時限</p>	<p>「投資評価」</p> <p>実物投資の評価に関して、練習問題とミニケースなどを用いて理解を深めます。近年では、企業価値評価と統合的な DCF 法 (NPV や IRR) による投資評価が重視されています。海外投資案件の評価に関する考え方などもとりあげます。</p> <p>[文献：BMA (第 6 章, 第 10 章, 第 11 章), 砂川他 (第 3 章, 第 4 章)]</p>
<p>5 時限</p>	<p>「財務モデル：定率成長モデル」</p> <p>エクセルを用いて財務モデルを作成します。サステイナブル成長率をベースにして、予測財務三表 (BS, PL, CF) を作成します。</p>
<p>課題：ホームワーク① 提出は <u>7月16日(土)</u> の講義時。</p> <p>予習：「化学メーカーの設備更新」</p>	

7月2日(土)

<p>3 時限</p>	<p>「リスクとリターン：ポートフォリオと CAPM」</p> <p>DCF 法の割引率（資本コスト）の算出に必要なリスクとリターンの関係について学びます。ポートフォリオのリスク低減効果，マーケット・リスク，株式資本コスト算出の代表的なモデルである CAPM（Capital Asset Pricing Model）をとりあげます。</p> <p>[文献：BMA（第7章・第8章），砂川他（第2章）]</p>
<p>4 時限</p>	<p>「WACC（Weighted Average Cost of Capital）とその推定」</p> <p>企業全体の資本コストである WACC の定義と意味を理解し，その推定方法について学びます。WACC の推定における実務上の問題点についても解説します。証券アナリストや公認会計士の過去の試験問題などを用いて，練習します。</p> <p>[文献：BMA（第19章），砂川他（第2章，第3章，第4章，第5章）]</p>
<p>5 時限</p>	<p>ケース演習「化学メーカーの設備更新」</p> <p>前回の講義で学んだ知識を用いて，上記のケースについてディスカッションをします。各自，しっかり予習し，自分なりの回答を用意しておいてください。</p>
<p>課題レポート：「自社の資本コストと投資決定基準」について調べ，A4 用紙 2 枚にまとめて提出。提出は <u>7月16日(土)</u> の講義。民間企業に勤務していない方は，工夫して資本コストを算出し，予算立案など投資決定と同等の経済行為の基準についてまとめてください</p>	

7月16日(土)

<p>3 時限</p>	<p>「企業価値評価のフレームワーク」</p> <p>コーポレートファイナンスという企業価値の定義とその評価方法（DCF法，マルチプル法）について学びます。実際の事例などを用いて，実務上の問題点についても議論します。</p> <p>[文献：BMA（第19章），砂川他（第6章）]</p>
<p>4 時限</p>	<p>「企業価値評価 と財務モデル」</p> <p>「資本政策と企業価値」</p> <p>エクセルを用いて財務モデルを作成し，企業価値評価を行います。DCF法による企業価値評価を行うことのメリット（経営改善効果の定量的な測定，投資家との対話を KPI に反映できること）について，議論します。また，財務レバレッジや配当政策と企業価値評価や株式評価の関係について整理します。</p> <p>[文献：BMA（第16章—第18章），砂川他（第9章—第16章）]</p>
<p>5 時限</p>	<p>ゲスト講演「大阪ガスの投資評価」</p> <p>大阪ガス投資評価部の石田部長にお越しいただき，実際の投資評価と全社横断的な投資評価部の役割についてお話をいただきます。</p> <p>（予習）大阪ガスの中期経営計画「Field of Dreams」に目を通しておくこと（同社の HP から DL できます）。</p>
<p>終了後，大阪ガスの石田部長等を囲み懇親会を予定。</p> <p>ホームワーク①提出 課題レポートの提出</p> <p>ホームワーク②の配布（提出は7月30日(土)：廣瀬さんまで）</p> <p>予習：「企業価値評価と資金調達」の準備</p>	

7月25日(土)

3 時限	「技術価値評価への応用」 投資評価の考え方を技術価値の評価に応用します。基本は DCF 法ですが、デシジョンツリーを用いたり、オプション的な発想を用いたりします。 (講義資料だけで不安な方は、ピーター・ボイアーを参考にしてください)
4 時限	演習「企業評価と資金調達」 仮想事例を用いて、企業評価と資金調達方法について演習を行います。過去の財務分析と将来の FCF 予測を行い、企業価値を算出します。同時に、資金調達方法（負債かエクイティか）について考えます。
5 時限	期末試験 解説
ホームワーク②提出は、 <u>7月30日(土)に廣瀬さんまで(紙ベースの提出)。</u>	