

[論 文]

キャッシュ・フロー情報による経営分析 —中級レベルまでを想定とする論点検証—

三 浦 克 人

- I はじめに
- II 議論の前提
- III 基礎的分析
- IV 比率分析
- V おわりに

I はじめに

経営分析は、学習者にとっても実務家にとっても、奥の深い学問であり、また実践的技術でもある。流動比率・当座比率といった単純な安全性分析からはじまり、上級になるにつれて財務諸表以外の情報が活用され、さらには高度な計算テクニックも必要となってくる。

大学生を相手にして経営分析を教えるときの悩みのひとつは、到達点の設定である。できるだけ多くの指標やテクニックを教え込みたいという気持ちはあるが、学生らがそれを活用できなければ意味ない。厳選された指標をきちんとマスターさせ、それを自在に活用できるレベルに持っていく方がより有益である。

経営分析のテキストをみると、貸借対照表や損益計算書に関する指標については、おおむね同じような説明がされていることを確認できる。これにキャッシュ・フロー計算書が入ってくると、話が違ってくる。この計算書が

第3の財務諸表となつてからすでに20年近くが経過しており、今では実務においても教育現場においても一定のポジションを占めている。一方で、これを経営分析の素材としてみた場合、お決まりのコースというような解説の順序・仕方が定まっていないのが現状である。キャッシュ・フロー情報による経営指標については、テキストによって取り上げる指標にかなりのバラつきがあり、さらには、その名称にもいくつかのバリエーションがみられることがある。これでは、学習者は混乱するばかりである。

筆者は、こうした現状をふまえつつ、効果的な教育方法を工夫してきた。本稿では、筆者の教育実践をふまえながら、キャッシュ・フロー情報による経営分析のテクニックについて、中級レベルの学習者が到達すべきゴール地点を提示してみたい。

II 議論の前提

1 中級レベルという想定

本稿でいう中級レベルとは、たとえば大学で経営分析の学習を行う場合に必ず身につけておくべき知識・技能のレベルを想定している。もちろん、このレベルが大学教育の最終到達点ではない。余裕がある学生、より高度な分析テクニックを身につけたい学生は、さらに上を目指せばよい。本稿では扱わないPCFRやEBITDAなど、取り組みがいのあるキャッシュ・フロー関連指標は山のようにある。

キャッシュ・フロー計算書の情報を利用して経営分析を行うのであれば、この計算書の基礎を理解していないと話にならない。よって本稿での議論は、学部レベルの会計学や財務会計の講義において、キャッシュ・フロー計算書の構造や作成方法などをおおむね理解していることを前提にすすめていく。また経営分析に関しても同様で、貸借対照表や損益計算書を利用する各種の基本指標について、一通り理解している学習者を想定している。

2 表記・用語の確認

本稿で使用する用語について確認しておきたい。cash flowを日本語で表す場合、キャッシュとフローの間に「・」をつける場合とつけない場合がある。財務諸表としてのキャッシュ・フロー計算書では、「・」がつけるのが正式である。しかし、この「・」を意図的に、あるいは無頓着に省略して記述するライターは少なくない。同じ著作内においてでさえ不統一のものもある。筆者も普段は「・」を入れない。この方が見た目がスッキリするからである。しかし本稿では、直接引用する部分を除いては、キャッシュ・フロー、キャッシュ・フロー計算書という具合に本式で記載する。

なおファイナンスの分野では、企業価値評価を行う場合の鍵概念となるフリー・キャッシュ・フローについて「フリーキャッシュフロー」「フリー・キャッシュフロー」などと記載することが多い。理由は定かではないが、実際にみられる現象として記しておく。

本稿のタイトルにも使われ、本文中にも頻繁にでてくる「経営分析」については、「財務諸表分析」の同義語として使用する。両者はしばしば互換的に用いられるが、経営分析の方が広い守備範囲をもつと考えるのが普通である。経営分析には、財務諸表を用いない分析（たとえばマーケットシェアや経営者の年齢などの分析）も含むからである。本稿での経営分析は、財務諸表分析を中心とする狭義の意味でこれを用いる。

3 素材の確認

本稿では、大学レベルの会計学・経営分析のテキスト・事典、ビジネスパーソン向けの経営分析の実用書などに加えて、検定試験の問題やその「公式テキスト」を研究素材としている。

キャッシュ・フロー情報による経営分析で使われる各種指標には、さまざまなバリエーションがある。中級レベルで必要となる経営指標は、より少ない方が望ましい。そのため、多様な素材を比較検討したうえで、最大公約数

的な指標を求めることを目指した。とくにIV章では、検定試験を主たる検討材料としている。検定試験は、複数の検定委員によって複数年度に渡って実施されるため、そこで使用される素材は、単著のテキストにくらべ客観性が担保されているといえるだろう。

4 議論の流れ

経営分析のテキスト等では、各種の指標が安全性・収益性・効率性などのカテゴリーに区分され、順に解説されていく。キャッシュ・フロー情報による経営分析の場合でもこれに準じて議論することが可能であるが、中級までのレベルにおいては検討すべき指標は多くないため、このやり方では具合が悪い。

経営分析学会が編集した事典には、キャッシュ・フロー計算書を分析する際の基本的な方法として、「基礎的分析」と「比率分析」が提示されている（日本経営分析学会編，2005，p.22）。

前者は「キャッシュフロー数値に基づいてキャッシュフローを総括的に分析しようとするもの」、後者は「キャッシュ・フロー計算書、連結貸借対照表および連結損益計算書から得られる数値を用いて一定の視点から比率によって分析しようとするもの」と説明されている（同上書，p.22）。

言い換えると、基礎的分析はキャッシュ・フロー計算書の数値そのものの増減や相互の関係に着目する分析であり、この計算書に特有な分析や解釈を可能とするものである。

一方の比率分析は、流動比率や自己資本利益率などのような伝統的な経営分析指標にキャッシュ・フローの視点を追加し、より詳細に検討しようとするものである。

本稿でもこの区分にならない、まずは次のIII章で「基礎的分析」について検討し、続くIV章で「比率分析」を議論することにしたい。

Ⅲ 基礎的分析

1 キャッシュ・フロー循環

キャッシュ・フロー計算書の「基礎的分析」として、まずキャッシュ・フロー循環¹の類型化から検討してみたい。

キャッシュ・フロー計算書には、営業活動・投資活動・財務活動によるキャッシュ・フローが示される（以下では「営業活動によるキャッシュ・フロー」を単に「営業キャッシュ・フロー」と記載する。投資活動・財務活動も同様。ただし、引用部分等はこのかぎりではない）。これらがそれぞれプラスかマイナスかによって、8つのパターンの組み合わせを設定することができる。

経営分析事典においては、「基礎的分析」の基本的な考え方を「営業・投資・財務のどの活動がプラスのキャッシュフローを生み出し、どの活動がマイナスのキャッシュフローを生じさせているのかという観点から、経営活動の実態を把握しようとするものである」と説明し、8つのパターンを表形式で示したうえで、各々の状態をていねいに解説している（同上書、pp.22-23）。

同様の表は他のテキスト等でも提示され、ビジネス会計検定の公式テキスト3級（大阪商工会議所、2014。以下では本書を単に「公式テキスト3級」と表記する。2級のテキストも同様）や、企業価値評価のテキスト（伊藤、2014）、さらには東京商工リサーチのような調査会社のウェブサイトでもみることができる。3つのキャッシュ・フローのプラス・マイナスが登場する順によって、若干の相違があるものの、まとめてみると表1のようになる。なお表1には、伊藤（2014）と東京商工リサーチのサイトで提示された各パターンの「名称」も記載している。

企業行動や経営戦略などのパターンについて、やわらかい言葉で分りやすく命名することは、経営学・会計学の分野でよくみられるテクニックであり、

1 この用語はあまり一般的ではないかもしれないが、大阪商工会議所（2014）や日本経営分析学会編（2005）などでは同じ意味合いで使用されている。本稿もそれにならう。

表1 キャッシュ・フロー循環のパターンと名称

	営業	投資	財務	伊藤 (2014, p.116) による名称	東京商工リサーチによる名称
①	+	+	+	CF過剰企業	事業転換型
②	+	+	-	債務返済企業or成熟・衰退企業	ダウンサイジング型
③	+	-	+	積極投資企業	成長企業型
④	+	-	-	優良企業	優良企業型
⑤	-	+	+	危険信号企業	要注意型
⑥	-	+	-	②の劣化版orリストラ企業	やや注意型
⑦	-	-	+	成長企業	再建型
⑧	-	-	-	倒産危機企業	事業検討型

(出所) 伊藤 (2014), 東京商工リサーチのウェブサイトより筆者作成。なお東京商工リサーチのサイトでは、各キャッシュ・フローの単純なプラス・マイナスだけでなく、相対的大きさも示されている。

学習・記憶する上で有用である。しかしながら、過度の単純化や、その丸暗記は禁物である。

表1をみて、両者の名称がほぼ一致しているといえるのは、④と⑤ぐらいである。また成長企業（型）という文言は、③と⑦の両方でみられる。③については、両者ともまず納得できる命名といえるだろうが、⑦については、驚くほど異質な名称がついている。ただ冷静に考えてみると、どちらの解釈にも一理あることがわかる。すなわち、⑦のパターンが創業期のベンチャー企業で出現すれば、成長企業とみることができし、創業数十年の老舗企業がこの状態であれば、再建中だと解釈することになるだろう。

このように、表1の8パターンをワンフレーズで類型化することはたいへ

ん危険である。では、すこし長めの文章で説明するのはどうであろうか。ビジネス会計検定の公式テキスト3級や経営分析事典では、表1の①～⑧について、それぞれの企業がおかれた状況を説明している。

公式テキスト3級では、キャッシュ・フロー計算書に関する章の最後に「キャッシュ・フローの循環パターン」という節が設けられ、その中で、たとえば①については「すべての活動がキャッシュを生み出しており、資金残高が積み上がっています。営業活動によりキャッシュを生み出し、財務活動を通じて資金を調達しているにもかかわらず、投資活動に資金を投入するのではなく回収（たとえば保有資産の売却）を進めています。事業の転換を図っている企業に見られるパターンです」（大阪商工会議所，2014，p.119）と説明している。

同じ①について、経営分析事典には「すべての活動がプラスの現金を生み出しており、急速に流動性が高まっていることを意味する。M&Aを予定しているなど、何らかの理由から現金を増加させる必要がある企業といえる」（経営分析学会編，2005，p.23）と記載されている。

上記引用の前半部分は類似しているが、文章後半から受ける印象はだいぶ異なる。他の7パターンについても事情はだいたい同じである。以上からわかることは、単年度のキャッシュ・フローの単純なパターンからだけで企業の状態を類型化するのは困難だということである。

ちなみにキャッシュ・フローの循環について、ビジネス会計検定3級の公式テキストは、次頁のような例題を提示している（大阪商工会議所，2014，p.121。一部改変した）。この例題に「素直に」解答するのは簡単である。しかしキャッシュ・フローの金額を示すことなく、単純なプラス・マイナスだけで企業の状態・事情に対する判断・評価をせまることは、はたして初学者にとって有益なのだろうか。本試験においても類題が出題されたことがある²が、多少危険な要素を含んでいるように感じた。

2 近年では、第16回試験（2015年3月実施）、第18回試験（2016年3月実施）などで類題が出題されている。

【例題】 右の3社の活動別キャッシュ・フローの組み合わせについて、設問に答えなさい。

設問1 (省略)

設問2 もっとも積極的に投資を行っていると判断できるのはどの会社ですか。

設問3 事業活動の縮小が見込まれるのはどの会社ですか。

活動	A社	B社	C社
営業	+	+	+
投資	-	-	+
財務	-	+	-

なお公式テキスト3級では、この点に関する補足説明をしており、適切な企業評価を行う際の留意点として、キャッシュ・フロー循環の一般的な状況を念頭に置きつつ、「営業、投資、財務という活動ごとのキャッシュ・フローの大きさとその内訳項目に着目すること」「複数期間の推移をみて、さらに、損益計算書との関係に注目すること」(同上書、2014、p.120)などを挙げている。きわめて实际的・実用的な指摘であるが、現時点では、そうした状況(複数年度、キャッシュ・フローの実額や相対的大小など)をふまえた出題はみあたらない。

さて、では初級から中級レベルまでの学習者はどう対応すればよいのか。表1のようなパターン化は、初学者にとってある程度、有用な学習・記憶方法である。しかし表1の単純な暗記と解釈では、キャッシュ・フロー計算書を「奥の浅いもの」と誤解させてしまうかもしれない。それでは学習する意味がない。

表1にはふたつの欠陥があるように思える。ひとつは、キャッシュ・フロー循環のパターンが多すぎることで、そしてもうひとつは、各々のパターンの名称や解釈が一般化しにくいことである。

このうちパターンの多さについては手軽な解決策がある。それは営業キャッシュ・フローがプラスである「平常運転」の企業をまず分析対象とす

ることである。これによりパターンは半減し、4つ(表1の①～④)になる。営業キャッシュ・フローが経常的にマイナスであるような企業を無視するわけではないが、そうした企業の経営分析は、キャッシュ・フロー計算書への理解が深まったあとで取り組めばよい。

また、名称や解釈の一般化については、3つのキャッシュ・フローを2つに絞ることである程度は解決する。すなわち、財務キャッシュ・フローを切り捨て、企業の本業にかかわる営業活動と投資活動によるキャッシュ・フロー、いわゆるフリー・キャッシュ・フローの計算要素に焦点をあてるのである。これにより、学習・記憶すべきパターンはさらに減り、学習者は重要事項に集中して取り組むことが可能になる。

そこで次節では、まずフリー・キャッシュ・フローの概念や計算式について整理し、さらに次々節では、営業キャッシュ・フローがプラスの企業におけるフリー・キャッシュ・フローのパターン化について検討したい。

2 フリー・キャッシュ・フロー

キャッシュ・フロー計算書の学習は、キャッシュ(現金および現金同等物)の範囲や営業・投資・財務の3つのキャッシュ・フローを理解することからはじまるのが一般的である。そしてキャッシュ・フロー情報による経営分析の学習においてまずはじめに登場するのは、フリー・キャッシュ・フローという新しい概念である。

ビジネス会計検定の公式テキスト3級は、フリー・キャッシュ・フローの概念的な定義には触れず、「フリー・キャッシュ・フロー＝営業キャッシュ・フロー＋投資キャッシュ・フロー」という計算式を提示したあとで、「投資活動を営業活動によるキャッシュ・フローの範囲内で行えば、資金の状況が安定するという考え方を反映した指標がフリー・キャッシュ・フローです」と説明している(大阪商工会議所, 2014, p.179)。また企業における投資活動の重要性を説明したうえで、「フリー・キャッシュ・フローの値

は常にプラスでなければならないという考えは適当ではありません。中長期的に均衡的であることが重要です」と述べている（同上書，p.179）。

フリー・キャッシュ・フローの計算にはいくつかの考え方がある³。それらをあえて説明せず、世間一般に通用する計算式のみを提示したのは、検定試験の公式テキストという性格から仕方のないことであるかもしれない。また、初学者や検定受験者にとってはかえってありがたいことであろう。しかしながら、概念的定義がなされないままでは、ただ計算式を暗記するだけで、フリー・キャッシュ・フローの学習が終わってしまう。これでは学習する価値が半減してしまうのではないだろうか。

フリー・キャッシュ・フローの概念的定義についてはさまざまな説明の仕方があるが、そのいくつかを以下に例示してみたい。

- ・「資本提供者である株主や債権者らに分配・提供できるキャッシュ」（伊藤，2014，p.667）
- ・「会社が自分で稼いだお金であって自由に使えるもの」（前川，2010，p.50）
- ・「営業キャッシュフローから、企業が存在し続けるために必要な投資などを除いたもので、純粋に手元に残るキャッシュのこと」（花岡，1999，p.108）
- ・「企業の経常的な事業活動から得られる営業キャッシュフローから、経常的な経営活動上で必然的に出費されるさまざまな項目を引いて残ったキャッシュフロー」（菊池，1998，p.184）

このように論者の立場や想定される読者レベルに応じて、さまざまな説明がされている。おもしろいのは、フリー・キャッシュ・フローにおけるフ

3 中級レベルまでの学習者であれば、本稿で紹介した計算式で用が足りるが、フリー・キャッシュ・フローの本格的な議論においては、いくつかのバリエーションを理解しておく必要がある。「日本のフリー・キャッシュ・フロー」として、5つの計算方法を提示する例もある（菊池，1998，p.187）。

リー≡「自由」⁴という一般的訳語をあえて用いない定義が多いことである。

上記の他にもさまざまなテキストを参照してみたが、フリー・キャッシュ・フローの概念を手短にかつ的確に定義するのは、なかなか難しいことのように見える。そうであるならば、この段階で足踏みをするのではなく、ビジネス会計検定のテキストに書かれているような実用的な解釈で済ます方が得策かもしれない。余裕がある場合には、フリー・キャッシュ・フローの計算式と整合し、フリーの字義が誤解なく表現され、初学者でも理解しやすい定義について議論してみるのも、この分野の学習の有意義で建設的な脱線方法だといえるだろう。

なお、ここまでは会計学・経営分析の範囲でのフリー・キャッシュ・フローについて言及してきたが、コーポレート・ファイナンスの分野で企業価値分析を行う場合にも、フリー・キャッシュ・フローは最重要概念のひとつとなる。企業価値は「将来」のフリー・キャッシュ・フローの割引現在価値として定義される。キャッシュ・フロー情報による経営分析においては、過去のフリー・キャッシュ・フローが分析の中心となるが、ファイナンスでは、将来キャッシュ・フローが主役となり、その算定・推計方法も異なる。大学で会計学を専攻する学生の多くは、専門科目のひとつとしてコーポレート・ファイナンスに関連する科目を履修するのではないだろうか。その際には、この分野についても詳しく学習することになる。

さて、フリー・キャッシュ・フローについて一定の理解を得たところで、次節ではこれを「基礎的分析」へとつなげていく方法を考えてみたい。

3 フリー・キャッシュ・フローのパターン

表 2 は、表 1 の営業キャッシュ・フローがプラスの場合 (①～④) のうち、

4 前頁の例示の中にも登場した菊池教授は、フリー・キャッシュ・フローを言い換える用語として「discretionary operating cash flow」を紹介している (菊池, 1998, p.184)。同教授はdiscretionaryをたくに推奨しているわけではないが、筆者にはfreeよりも適切だと感じられる。フリーという言葉からは「際限のない自由さ」を、ディスクリーショナリからは「思慮深い自由さ」を想起するのは、筆者だけであろうか。経営者による「思慮深い自由」というのは、この資金の本質を的確にあらわしているような気がする。

フリー・キャッシュ・フローがプラスかマイナスかを基準にして作成したものである。先に示した表1の①②では、フリー・キャッシュ・フローが必ずプラスになるので、ひとつにまとめることができる。③と④は、営業キャッシュ・フローのプラスと投資キャッシュ・フローのマイナスとの差額によって、フリー・キャッシュ・フローがプラスになる場合とマイナスになる場合がある。よって表2の通り、3つのパターンに集約され、凡人でも楽に記憶できる範囲におさまる。営業キャッシュ・フローがプラスである平常運転の企業であれば、まずここが分析のスタートになる。

表2 フリー・キャッシュ・フローのパターンと解釈・分析視点

	営業	投資	フリー	解釈・分析視点の例示
A	+	+	+	投資機会の見逃しの有無。潤沢なCFの使途確認。
B	+	-	+	投資は営業CFの範囲内であり健全。同業他社との比較。
C	+	-	-	積極投資型。長期継続は要注意。投資内容の精査。

表2をひとつずつみてみよう。まずAであるが、初学者の目には、これが一番理想のように映るかもしれない。しかしながら、優良企業のキャッシュ・フローが経常的にこれに該当することはまれである。たとえば、日本を代表する優良企業であるトヨタ自動車を見ると、リーマンショック後において、Aのパターンに該当した年度は一度もない。

経常的に投資キャッシュ・フローがプラスであることは、投資機会の減少を意味している。すなわち、Aは成熟型企業のキャッシュ・フローの典型的なパターンである⁵。一般に、Aに該当する企業をみるときの重要ポイントは、投資の機会を逃していないか、潤沢なフリー・キャッシュ・フローの使途はどうなっているのかという点である。

Bは、成長を続ける優良企業に一般的にみられるパターンである。営業

5 トヨタ自動車も成熟産業に属してはいるが、グローバルな生産拠点建設、クリーンエネルギーや自動運転の研究開発など、投資機会は多い。よってAには該当しない。

キャッシュ・フローを確保した上で、その範囲内での投資活動を積極的にやっている企業がこれにあてはまる。健全経営のお手本である。ただし、この場合でも投資機会を逃していないかどうかという点には注意が必要である。「営業キャッシュ・フローの範囲内」という規律に縛られて、有望な投資機会を逃しては、企業価値を毀損することになる。同業他社の投資水準と比較してみるとよいだろう。

Cは創業期を脱し、成長の初期段階にさしかかった企業などにみられるパターンである。また工場新設など巨額な投資を行った企業も、一時的にはあるがこのパターンにあてはまる。単年度であればこのパターンが問題にされることはあまりない。しかし、単年度であってもフリー・キャッシュ・フローのマイナス額が大きい場合や、マイナスの状態が複数年続く場合には、投資活動の内容を確認する必要があるだろう。

このように、営業キャッシュ・フローがプラスの企業を素材として、そのフリー・キャッシュ・フローのパターン別に分析するのであれば、パターンを記憶する労力を大幅に省くことができる。初学者から中級レベルの学習者には、これに該当する企業のキャッシュ・フローを繰り返し分析し、習熟することをお勧めしたい。

それでも営業キャッシュ・フローがマイナスの企業も分析対象に加えたい場合にはどうすればよいか。仮にマイナス企業を加えて表2を作り直すと合計6パターンに倍増する。しかし、わざわざ表の形式にするまでもないだろう。6つのパターンを例解するテキストでは、営業キャッシュ・フローがマイナスの3パターンすべてについて、「営業キャッシュ・フローが早期にプラスに転じるか」を「分析の着眼点」として指摘している(大津, 2009, p.328)。よって、営業キャッシュ・フローがマイナスの場合がどうしても気になるのであれば、大津氏が提示する視点「営業キャッシュ・フローの早期プラス化」にまず着目すればよい。

本節で提示したのは、フリー・キャッシュ・フローのごく初歩的な見方に

すぎない。しかしながら、フリー・キャッシュ・フローはその概念的定義も意外に難しく、奥行きも深いため、まずは、このレベルから着実に理解していくのが賢明である。

Ⅳ 比率分析

1 キャッシュ・フローによる経営分析の基礎

本章では、キャッシュ・フロー情報による比率分析に関連する指標について検討してみたい。

大学生向けの会計学のスタンダードな基本テキストとしては桜井教授らによる『財務会計・入門』をあげることができる。この書籍の最終章では初歩の経営分析を扱っているが、キャッシュ・フロー情報による分析指標は登場しない(桜井・須田, 2017)。一方、伊藤教授による上級者向けのテキスト『新・現代会計入門』では、経営分析にも多くのページが費やされ、そこでは営業キャッシュ・フロー対流動負債比率など、キャッシュ・フロー情報を利用する指標も扱われている(伊藤, 2016, p.639)。

この例からは、経営分析においてはあるレベルを超えるとキャッシュ・フロー情報による指標が登場することが類推できる。他方、扱う指標の数や種類は、テキストによってさまざまである。本章では、そうした指標から真に有用なものを厳選することで学習者の負担を軽くすることを試みたい。

その第一段階として次節では、出題範囲が明示されている検定試験の情報を利用して、検討対象となる指標を抽出していく。すでに述べたことであるが、検定試験では通常、複数の委員が複数年度に渡って出題を担当している。そのため、単著のテキストに比べ個性が発揮できず、より客観的だと考えられる。

さらに次の節では第二段階として、抽出された指標について個別に検討し、中級レベルの学習者がマスターすべき経営指標の案を提示してみたい。

2 キャッシュ・フロー情報による分析指標 — 検定試験からの選別

ここでは、大阪商工会議所が主催する「ビジネス会計検定」と全国商業高等学校協会（全商）が主催する「会計実務検定試験：財務諸表分析」をとりあげる。この2つの試験では、出題範囲が細かく明示され、とくに、経営指標については指定されたものしか出題されないため、本節での議論の対象としては好適である。

ビジネス会計検定の公式テキスト2級によれば、出題される指標は、安全性の分析、収益性の分析という伝統的な枠とは別に「キャッシュ・フローの分析」の項の中で示されている。具体的には、フリー・キャッシュ・フロー、営業キャッシュ・フロー・マージン、自己資本営業キャッシュ・フロー比率、営業キャッシュ・フロー対流動負債比率、設備投資額対キャッシュ・フロー比率の5つの指標が出題対象となる（大阪商工会議所，2016，pp.241-251）。その他の指標が出題されることはない。

以上のうち、フリー・キャッシュ・フローは、単純な足し算（営業キャッシュ・フローと投資キャッシュ・フローの合計）であるが、残る4つは、分母と分子の比率に関する指標である。フリー・キャッシュ・フローだけが、異質であるものの、これもキャッシュ・フロー計算書の数値を加工したものであるので、やはり経営指標のひとつと見なすことができる。

出題されるのは、上記指標の簡単な計算と、その解釈（良し悪し）であり、計算式を暗記しておけば解ける程度のやさしい問題である。学習者にとって、キャッシュ・フロー計算書は、貸借対照表・損益計算書と比べ、なじみが薄いものであるが、その経営分析については、実は得点を稼ぎやすい分野となっている。

一方、「会計実務検定試験：財務諸表分析」の試験範囲表によると、出題されるのは、フリー・キャッシュ・フロー、売上高営業キャッシュ・フロー比率、当期純利益キャッシュ・フロー比率、流動負債営業キャッシュ・フロー比率の4つの指標である（新田編，2015，p.7）。この試験においても、

簡単な計算とそのよし悪しを判定する程度の問題が出題され、難易度はビジネス会計検定2級とほぼ同じである。

さて2つの検定試験で出題される指標について、相互の対応関係を考慮してまとめるとおよそ表3のようになり、重なる部分が多いことがわかる。次節でその詳細を検討してみたい。

表3 出題される指標・計算式の比較

	ビジネス会計検定・2級	会計実務検定：財務諸表分析	計算式
①	フリー・キャッシュ・フロー	フリー・キャッシュ・フロー	営業CF+投資CF
②	営業CF・マージン	売上高営業CF比率	営業CF÷売上高
③	自己資本営業CF比率	—	営業CF÷自己資本
④	営業CF対流動負債比率	流動負債営業CF比率	営業CF÷流動負債
⑤	設備投資額対CF比率	—	設備投資額÷営業CF
⑥	—	当期純利益CF比率	CF÷当期純利益

(出所) 大阪商工会議所 (2016, pp.241-251), 新田編 (2015, p. 7) より, 筆者作成。

3 キャッシュ・フロー情報を利用した経営指標

表3からまず分かることは、両者に共通する指標がみられることである。それらは、中級レベルまでにマスターしておく経営指標の候補になりうるものである。ひとつひとつ、上から順にみてみよう。

まず、①のフリー・キャッシュ・フローは、両検定試験において最初に挙げられる指標である。計算式も同じである。この重要指標については、前章で検討したので本章ではこれ以上言及しない。中級レベルの学習者が必ずマスターすべき指標である。

②については、検定試験によって名称が異なるが、計算式は同じである。ビジネス会計検定の営業キャッシュ・フロー・マージンという言い方のほう

が、よりスタンダードでありスマートでもある。また単に、キャッシュ・フロー・マージンと記されることも多く、この場合でも分子の基本は営業キャッシュ・フローである。しかし、まれにフリー・キャッシュ・フローや正味のキャッシュ・フローが分子となることもあるので、注意が必要となる。「営業キャッシュ・フロー・マージン」という具合に、限定的に記しておくのが安全だろう。

公式テキスト2級によれば「売上高営業利益率の分子を営業キャッシュ・フローに置き換えたものになるため、キャッシュ・フローにもとづいた売上高営業利益率の補完指標と位置付けることもできます……2つの指標の水準が大きくかい離する場合などは、売上債権の回収などが順調ではない可能性が懸念されます」（大阪商工会議所，2016，pp.243-244）と説明されている。

この説明はだいたい正しい。しかしながら「2つの指標の水準が大きくかい離する」のは、ごく当たり前の現象であるのであわてる必要はない。「大きくかい離」という基準もあいまいすぎる。もっとシンプルに「営業利益や純利益がプラスであるのに、営業キャッシュ・フローがマイナスの場合は精査が必要」という心構えで臨めば、まずは充分である。

この指標には、直感的なわかりやすさがあり、またすでにスタンダードな分析指標として認知されている。本稿で参照した書籍のうち、キャッシュ・フロー分析を扱ったものには例外なく、この指標が解説されている。こういう状況証拠を考えると、中級レベルにおいて理解しておくべき指標のリストに入れてもよいだろう⁶。

③自己資本営業キャッシュ・フロー比率は、公式テキスト2級によれば「自己資本を利用してどれだけの営業キャッシュ・フローを獲得したのかを示す指標で、自己資本営業利益率のキャッシュ・フローベースでの指標と位

6 なお、この指標の利点を言及する際に、会計方針の影響を受けないことを強調するテキストもある。たとえば、減価償却方法を変更したことで純利益が増加した場合でも、営業キャッシュ・フローには影響しないことをこの指標の利点としてあげるのである。このことはもちろん大事であるが、頻繁に起こるわけでもなく、また「キャッシュは事実」という考え方は、キャッシュ・フロー分析全般に言えることなので、とくにこの指標にだけ限定して強調する必要はないと思われる。

置付けることが可能です」と紹介されている（同上書、p.245）。

前半部分は字面通りに理解できるとしても、後半部分にはわかりに納得しがたい。そもそも、自己資本営業利益率という指標はあまり一般的ではない。いわゆる資本利益率に関し、当の公式テキスト2級は「分子と分母のどの項目を組み合わせると指標を計算するかは、その論理的整合性を考慮する必要があります」と説明し、指標の例示として、総資本経常利益率、総資本事業利益率、経営資本営業利益率、自己資本当期純利益率の4つをあげている（同上書、p.214）。残念ながら、この中に自己資本営業利益率はみあたらない。資本利益率の例示の中に自己資本営業利益率がないのに、その指標の「キャッシュ・フロー・ベースでの指標」にどれほどの価値を見出せるだろうか。ちなみに、参考文献にあげたテキストにもこの指標はみられない。中級レベルにおける経営分析には無用の指標といってよい。

④の指標は、両検定試験で名称が異なるが、計算式は同じである。より一般的であるのは、ビジネス会計検定の営業キャッシュ・フロー対流動負債比率である。「対」をつけない言い方もよく使われており、この方がスッキリしている。

公式テキスト2級では「キャッシュ・フロー情報を用いた短期の安全性指標」（同上書、p.247）と紹介されている。一般に、短期の安全性指標としてまず挙げられるのは、流動比率、当座比率である。これらと比べてどのような利点があるだろうか。たしかに、流動負債の支払いを1年間の営業キャッシュ・フローでどれだけまかなえるか、という視点は流動比率、当座比率という「静的な安全性分析」を補完している。高いほど好ましいという、直感的な理解のしやすさもある。

一方で、学習者の立場で考えると、この指標には明らかな欠陥がある。それは、「これ以上が望ましい」という一般的な基準を提示できないことである。流動比率は200%、当座比率なら100%、公式テキスト3級をはじめ、多

くのテキストではまずこの基準を明示している⁷。

計算は簡単にできても、その水準の解釈が即座にできないようでは、指標としての価値は大きく損なわれる。流動比率、当座比率と比べて、相対的に劣ると言わざるを得ないだろう。

ただし、特定の業界・特殊なケースでは、この指標のチカラを発揮できる場面があるかもしれない。たとえば、日銭をかせぐことのできる小売業では、他の業種に比べ、当座比率は低くなる傾向にある。このような場合には、短期の安全性を多面的に確認する指標として、この指標の価値が高まるであろう。

⑤設備投資額対キャッシュ・フロー比率は、名称と計算式が一致していない。表3に記載の通り、公式テキスト2級によれば、この指標の分母は営業キャッシュ・フローである。よって名称も「設備投資額対営業キャッシュ・フロー比率」とすべきである。学習者に無用な負担をかけてはいけない。

この指標は、多くのテキストにみられるわりとポピュラーな指標である。あるテキストでは「設備投資営業キャッシュ・フロー比率」という名称であり、ビジネス会計検定とは微妙に名称が異なるが、計算式は同じである。

一方、別のテキストでは、「営業キャッシュフロー対設備投資比率」（花岡，2002，p.160），「営業キャッシュフローを設備投資額で割る比率」（菊池，1998，p.117）と紹介され、「前後」が入れ替わっている。このとき、計算式の分子分母も⑤とは逆になり、100%を超えるか否かでの教科書的な解釈も逆転したものとなる。

こうした指標が提示されるということは、⑤の指標の分子分母がどちらでもそれなりの意味をもつということであろう。しかしこれは経営指標として好ましくない事態であり、白黒はっきりさせておいた方がよい。

数値例で考えてみよう。営業キャッシュ・フローが100、設備投資額が80

7 実際には特に優良な企業を除き、この基準に達しない企業も多い。そこで、実践的な目安としては、ややハードルを上げた水準が提示される。たとえば、公式テキスト3級では、流動比率なら「130%から140%程度でも良好」と記載している（大阪商工会議所，2014，p.165）。

とする。⑤の式では80%となる。これに対する解釈としては「営業キャッシュ・フローの範囲内で設備投資が実施された」「営業キャッシュ・フローの80%が設備投資に投入された」などが想定される。同じ数値例で、分子分母を逆にすると125%となる。このとき、「営業キャッシュ・フローの範囲内で設備投資が実施された」という解釈があいかわらず成り立つが、「範囲内」という言い方と、125%という数字の組み合わせには違和感が残る。また「営業キャッシュ・フローは、設備投資額の125%であった」という言い方も不自然である。このように考えると、ビジネス会計検定で提示する計算式の方が優れているといえる。

さて公式テキスト2級では、この指標を「設備投資の健全性や積極性をキャッシュ・フロー分析の観点から評価するもの」（大阪商工会議所，2016，p.248）としている。この点については、少し補足しておきたい。この指標が100%未満であれば財務的に健全で、100%以上であれば設備投資に積極的である。このような単純な解釈は成り立ちうるが、真の健全性・積極性の判定は、金額の相対的大きさや、企業がおかれている状況によって異なることに注意する必要があるだろう。

⑥当期純利益キャッシュ・フロー比率は「通常、当期純利益の資金的裏付けをみることにより、配当金が支払可能かどうかの判断を行う」（新田編，2015，p.52）と説明されている。分子のキャッシュ・フローは現金および現金同等物の増減額である。仮に、この説明が本指標の主眼であるとするならば、本指標の学習は不要であろう。参考文献であげた他のテキストをみても、この指標をとりあげるものはない。

以上の検討結果をまとめると、①は最重要、②はまあ重要、④と⑤は使用可能、③と⑥は不要ということになりそうである。中級レベルで学修・理解すべき指標は最大でも4つとなる。かなり大胆な結論であるが、学習者の負担を考え、学習効率をあげるためには、この程度の取捨選択は認められるだろう。

V おわりに

本稿では、中級レベル学習者がマスターすべきキャッシュ・フロー情報による経営分析について検討した。前章の最後にまとめたような経営指標の絞り込みを行ったからといって、経営分析全体について学習者がカバーすべき範囲は依然として広くて深い。それを教える教員には、真に有用な経営指標を効果的に教授する力量が求められる。なお、今回提示した結論の中には、すでにゼミナール等の場で実践しているものもあるが、学生らの能力・関心・ニーズなどにおおむねフィットしていると感じている。

キャッシュ・フローやキャッシュ・フロー計算書について語られる文脈では、「利益は意見、キャッシュは事実」という決まり文句がたびたび引き合いにだされ、なかにはまるで、キャッシュが主役で利益は脇役のような言い方をするものさえある。すくなくとも経営分析の分野でそのような認識があてはまるのは、倒産分析のようなやや特殊な場面であって、中級レベルには該当しない。この段階においては、「利益をはじめとする会計情報が主役、キャッシュはその補完役・代役」という心構えがちょうど良いと思う。

(参考文献等)

- 伊藤邦雄『新・企業価値評価』日本経済新聞社、2014年
伊藤邦雄『新・現代会計入門 第2版』日本経済新聞社、2016年
大阪商工会議所『ビジネス会計検定試験 公式テキスト3級 第3版』2014年
大阪商工会議所『ビジネス会計検定試験 公式テキスト2級 第4版』2016年
大津広一『企業価値を創造する 会計指標入門』ダイヤモンド社、2005年
大津広一『戦略思考で読み解く 経営分析入門』ダイヤモンド社、2009年
菊池誠一『連結経営におけるキャッシュフロー計算書—その作成と分析・評価』中央経済社、1998年
桜井久勝・須田一幸『財務会計・入門 第11版』有斐閣アルマ、2017年
西山茂『企業分析シナリオ』東洋経済新報社、2001年

98 キャッシュ・フロー情報による経営分析 —中級レベルまでを想定とする論点検証—

新田忠誓編『全商 会計実務検定試験テキスト 財務諸表分析 六訂版』実
教出版, 2015年

日本経営分析学会編『経営分析事典』税務経理協会, 2005年

日本経営分析学会編『新版 経営分析事典』税務経理協会, 2015年

花岡幸子『キャッシュフロー計算書から読み解く経営分析』かんき出版,
1999年

花岡幸子『経営分析ハンドブック』かんき出版, 2002年

前川修満『決算書はここだけ読め! キャッシュ・フロー計算書編』講談社
現代新書, 2010年

東京商工リサーチ [http://www.tsr-net.co.jp/guide/knowledge/statement/
statement_04.html](http://www.tsr-net.co.jp/guide/knowledge/statement/statement_04.html)