

## 4章 財務分析

財務分析の目的：企業業績の評価。

財務分析のツール：比率分析（財務諸表の各勘定科目が相互にもつ関係の評価）

キャッシュフロー分析（企業の流動性やキャッシュフローの管理を分析）

### 1、比率分析

比率分析の目的：営業管理、投資管理、資金調達管理、配当政策の有効性を評価すること。

アナリストは、比率分析により以下の検討が可能となる。

- ・時系列の比較（企業戦略の有効性を時の経過に沿って分析）
- ・クロスセクションの比較（業界におけるその企業の相対的な業績の分析）
- ・基準値との比較（収益率と資本コストとの比較）

（1）総合的な収益性を測定する：株主資本利益率（ROE）

純利益

・ ROE =

株主資本

ROEは、システマティックな分析の出発点であり、株主資本コストとの比較は、将来の収益性の軌道を考えるうえで役に立つ。

株主資本コストは、ROEの基準値を決めるものと考えられる（なぜなら、継続的な超過利潤は、競争を促進し、時間が経つとROEは、株主資本コストの水準まで引き下げられるからである）。

ROEと株主資本コストの乖離する理由は、業界事情や競争戦略の存在や会計による歪みによる。

<事例>

Compaqの修正されたROEは、1991年が11%で、1992年が10.2%であった。これは、株

主資本コストの合理的な推定値（12%～15%）より低い。

（2）利益決定要因を理解する：ROEの分解

・ ROE = 総資産利益率（ROA）× 財務レバレッジ

$$\begin{aligned} & \frac{\text{純利益}}{\text{総資産}} \\ = & \quad \times \\ & \frac{\text{総資産}}{\text{株主資本}} \end{aligned}$$

（ROAは、分母と分子の対象者が異なるという矛盾がある。）

$$\begin{aligned} \text{EBILAT} & \quad \text{純利益} + \text{利子費用} \times (1 - \text{税率}) \\ \cdot \text{利払い前ROA} = & \quad = \\ & \frac{\text{総資産}}{\text{総資産}} \end{aligned}$$

（分母は、利子の無い負債により調達された資産を含むという

欠点がある。）

$$\begin{aligned} & \frac{\text{純利益} + \text{利子費用} \times (1 - \text{税率})}{\text{株主資本} + \text{有利子負債}} \\ \cdot \text{RONA (あるいはROC)} = & \end{aligned}$$

（RONAを評価するための適切な基準値は、負債と株主の加重平均コスト（WACC）である。）

（RONAはROEよりも低い傾向。アメリカの大企業のRONAの平均値は、長期的に見て9～11%）

$$\begin{aligned} & \frac{\text{純利益} + (\text{利子費用} - \text{利子収益}) \times (1 - \text{税率})}{\text{株主資本} + \text{有利子負債} - \text{現金および短期投資}} \\ \cdot \text{営業ROA} = & \end{aligned}$$

\* 総資産利益率の4つの尺度：上記のROA、利払い前ROA、RONA、営業ROA

\* ROAの分解

・ ROA = 売上純利益率（ROS）× 資産回転率

$$\begin{aligned} & \frac{\text{純利益}}{\text{売上高}} \\ = & \quad \times \\ & \frac{\text{売上高}}{\text{総資産}} \end{aligned}$$

< 事例 >

Compaqの1991年のRONA（7.6%）および営業ROA（8.6%）は、WACCのいかな

る合理的推定値（12～15%）よりも低い。1992 年にかけての調整後の総資産利益率は、4 つともほとんど上昇していない。また、Apple や Dell よりかなり低い。

Apple や Dell は、ROA（あるいは、利払い前ROA）とRONA（あるいは営業ROA）に大きな開きがある。これは、現金性資産および短期投資が多額なためである。

Apple と Dell の ROA（12.6%と 11.0%）は、Compaq（6.8%）のほぼ 2 倍。

原因は異なり、Apple は売上高利益率（7.48% 5.2%）が高かったため（差別化戦略による）。

Dell は資産回転率（2.17% 1.30%）が高かったため（低コスト戦略による）。

### （3）営業管理を評価する：売上純利益率（ROS）の分解

ROSをさらに分解し、営業管理の効率性を評価が可能になる。

一般的なツールは、百分率損益計算書。

#### \* 売上総利益率

売上高 - 売上原価

・ 売上総利益率 =

売上原価

売上総利益率は、2つの要因に影響される。価格プレミアムと、生産プロセスの効率性である。

#### < 事例 >

Compaq は、1991 1992 年にかけて下落した（37.2% 29.1% 価格競争によるものと説明している）。Dell は、Compaq より低い（22.3%）。これは、Compaq が Dell の価格に対して価格プレミアムをつけられたこと、あるいはインプット・コスト及び製造コストを削減できたことを示唆する。戦略（コスト・リーダーシップと差別化）とも一貫する。

Apple は、Compaq より高い（43.7%）。おそらく差別化戦略を採用している事実により、価格プレミアムをつけられたことによるだろう。

#### \* 営業費用

営業費用は、競争戦略の実行に必要な諸活動や、製造間接費をめぐる諸活動の管理方法に影響される。

#### < 事例 >

Compaq1991 研究開発費 6.0 販売費および一般管理費 22.1 その他の収益および費用調整前利益 9.1

1992	"	4.2	"	17.0	"
------	---	-----	---	------	---

7.9

Dell	"	"	2.1	"	13.3	"
------	---	---	-----	---	------	---

7.3

Apple " " 8.5 " 23.8 "

12.8

営業費用の減少について、Compaq は新規のコスト管理活動の成果としたが、営業費用の削減努力は、売上総利益の減少をカバーするほど充分ではない。

Dell の営業費は、Compaq に比べかなり低い。これはコストを基準に競争し、通信販売するという戦略と一貫している。

Apple の営業費用はかなり高かった。研究開発とマーケティングに追加的な費用を必要とする差別化戦略と一貫している。

#### \* 税費用

法人税等計上額の評価に利用される尺度：売上高対税費用比率と税引前利益対税費用比率（平均税率）

節税計画の評価：

持続可能か。新たな事業コストをもたらさないか（節税戦略のベネフィットは費用増加よりも大きいか）

#### （４）投資管理を評価する：資産回転率の分解

資産回転率は、株主資本利益率の第２の決定要因。

#### \* 資産管理の２つの主要な領域

- ・ 運転資本管理（流動資産 - 流動負債）
- ・ 固定資本管理

#### \* 運転資本管理の分析に役立つ諸比率

売上高

$$\cdot \text{流動資産回転率} = \frac{\text{売上高}}{\text{流動資産}}$$

売上高

$$\cdot \text{運転資本回転率} = \frac{\text{売上高}}{\text{流動資産} - \text{流動負債}}$$

売上高

$$\cdot \text{売掛金回転率} = \frac{\text{売上高}}{\text{売掛金}}$$

$$\cdot \text{棚卸資産回転率} = \frac{\text{売上原価}}{\text{棚卸資産}}$$

$$\cdot \text{買掛金回転率} = \frac{\text{仕入} \quad \text{売上原価}}{\text{買掛金} \quad \text{買掛金}} \quad \text{あるいは}$$

$$\cdot \text{売掛金回転期日} = \frac{\text{売掛金}}{1 \text{ 日平均の売上高}} \quad \text{、 棚卸資産回転期日、 買掛金回転期日}$$

\* 固定資本管理に利用される比率

$$\cdot \text{PP\&E 回転率} = \frac{\text{売上高}}{\text{土地、工場および設備}}$$

土地、工場および設備 (PP&E) は、貸借対照表の中で最も重要な固定資産。

\* 上記比率から検討可能な問題

棚卸資産の適切な管理、近代的な製造技術の利用、適切な販売と管理システムの有無、信用方針の適切な管理、企業間信用の利用、工場および設備に対する投資は競争戦略と一貫しているか。

< 事例 >

Compaq の流動資産回転率は、1991 1992 年 (1.84 1.77) にかけて悪化している。売掛金および棚卸資産回転率が前年より低くなったことがあげられる。買掛金回転期日が延びた分、運転資本回転率は少し改善した (2.85 3.02)。

1992 年の Dell と Apple は、流動資産回転率 (2.36 と 1.99) と運転資本回転率 (5.61 と 3.32) が Compaq と比べてかなり高かった。

PP&E の利用の点では、Compaq はかなり改善されているものの Apple や Dell と比べると低い。しかし、3 社とも PP&E は総資産のほんの一部であり、収益性に与える影響は大きくない。

(5) 財務管理を評価する：財務レバレッジの調査検討

財務レバレッジにより、企業は株主資本より大きな額の資産に投資することができる(借入金等)。

負債のコストがこれらの資金の投資から得られる利益より小さい限り、財務レバレッジ

によりROEは上昇する。しかし、企業のリスクも上昇する。

財務レバレッジから生じるリスクの程度を評価する比率は以下のとおり。

\* 流動負債と短期の流動性（流動負債を返済する企業の能力を測定する比率）

流動資産

・流動比率 =

流動負債

現金 + 短期投資 + 売掛金

・当座比率 =

流動負債

現金 + 短期投資

・現金比率 =

流動負債

営業活動から生じるキャッシュフロー

・営業キャッシュフロー比率 =

流動負債

< 事例 >

Compaq は、1992 年の流動比率 2.41、当座比率 1.40 と良好。しかし、現金比率については悪化（0.37）。さらに、営業キャッシュフロー比率はかなり悪い。

Apple は、1992 年の流動性は Compaq より良好（流動化比率 2.50、当座比率 1.77）。現金比率は 1。

Dell は、3 社の中では一番悪い（低コスト戦略の一環として運転資本への投資を最小化）。

\* 負債と長期の支払能力

・最適資本構造は、事業リスクにより決まる。

負債による資金調達の本ネフィット：

（支払条件が約束されており、株主資本より安上がり。負債により調達された資本に対する利息が控除。企業経営に規律を負わせる。企業戦略等の専有情報は、民間金融機関に伝達した方が容易で資本コストを減少させることがある等。）

負債による資金調達のコスト（あるいはリスク）：

（債務不履行による倒産の危険性。契約条項により、政策の決定を制限される。）

\* 負債と自己資本の構成を評価する諸比率

総負債

・ 負債対株主資本比率 =

株主資本

短期借入金 + 長期借入金

・ 借入金対株主資本比率 =

株主資本

短期借入金 + 長期借入金

・ 借入金対資本比率 =

短期借入金 + 長期借入金 + 株主資本

・ インタレスト・カバレッジ・レシオ：借入政策に伴うリスクを表す指標

純利益 + 利子費用 + 税費用

(利益ベース) =

利子費用

営業活動から生じるキャッシュフロー + 利子支出 + 税支出

(現金ベース) =

利子支出

< 事例 >

Compaq は、1992 年に負債対株主資本比率 0.57。負債に有利子負債は無い。Apple と Dell は、Compaq よりも負債の割合が高かった。しかし、有利子負債の額はほんのわずか（借入金対株主資本比で 0.08 と 0.12）。負債比率が低いのは、PC 産業の事業リスクが高いからである。

Compaq のインタレスト・カバレッジ・レシオは、利益ベースでは十分であるが（1992 年で 8.4）、現金ベースでは劇的に低下した（1991 年 14.5、1992 年 - 0.34）。

Apple と Dell については、比較的良好。

(6) 比較分析を統合する：サステイナブル成長率の評価

・ サステイナブル成長率 = ROE × (1 - 配当性向)

支払現金配当

配当性向 =

純利益

サステイナブル成長率とは、収益性や財務政策を一定とした場合の成長率である。収益

性（売上高利益率、資産回転率） 配当支払政策、財務レバレッジのいずれかを変化させることにより成長を変えることができる。企業の成長計画を評価する際の基準値。

< 事例 >

Compaq は、利益調整後のサステイナブル成長率 1991 年の 11% から 1992 年の 10.2% と下落。

急速に成長しようとするのであれば、売上総利益の改善・売上債権・棚卸資産の削減・営業費用のさらなる削減・買掛金回転期日を長くする（供給業者との信用問題）・借入金の増加（営業活動から生じるキャッシュフローの大幅な改善による支払利息の確保必要）が必要になる。

Apple と Dell は、Compaq と比べ 21.5%、27.5% と政策上の変更なしに成長する余地が残されていた。

## 2 キャッシュフロー分析

アナリストは、キャッシュフロー分析により、営業政策、投資政策、財務政策について洞察を深める。損益計算書や貸借対照表の情報の質も知らせてくれる。

### （1）キャッシュフロー計算書と資金フロー計算書

#### \* キャッシュフローの分類

##### ・ 営業からのキャッシュフロー

製品・サービスの販売により生じたキャッシュからインプットの費用と営業費用を支払った後のもの

##### ・ 投資活動にかかわるキャッシュフロー

資本支出・企業間投資・および買収に支払われたキャッシュ、固定資産の売却により受け取ったキャッシュ

##### ・ 財務活動にかかわるキャッシュフロー

株主および債権者から受け取った（支払った）キャッシュ

#### \* 直接法と間接法

直接法：営業活動から生じる現金収入および現金支出が直接報告されるもの

間接法：純利益に調整を加えることで報告される。こちらのほうが一般的であり有用。

#### \* 純利益と営業キャッシュフローの違い

純利益は、発生項目の損益や、営業外損益（資産売却益等）が含まれているが、営業キャッシュフローには含まれていない。

信用販売や未払費用などの短期の見越し・繰延、減価償却・繰延税金・非連結子会社の持分利益などの長期の見越し・繰延が含まれる。



## (2) キャッシュフロー情報の分析

企業によって報告されたキャッシュフロー計算書の分析は、場合によって容易でないかもしれない。

その理由の第1に、キャッシュフローデータにバリエーションがあること。第2に利子費用と利子収益を含めていること。そのために表示し直すほうが有用となる。

キャッシュフロー・データを表示し直すモデルに、総キャッシュフロー分析が使用される。

### \* 総キャッシュフロー分析の焦点

・ 営業からのキャッシュフローのうち運転資本投資前および利払い前：営業活動から現金余剰を生み出すことができるかどうか

〃 運転資本投資後および利払い前：運転資本がどのように管理されているか

〃 運転資本投資後および利払い後：利払い義務を果たす能力を評価

配当支払前のフリーキャッシュフロー : 財務上のリスク・リターンを評価するための尺度

配当支払後の 〃 : 配当政策が持続可能かどうか

外部資金調達後の純キャッシュフロー : 財務政策を評価するための尺度

年度毎の変化は、キャッシュフローの動きの安定性に関して有用な情報を提供してくれる。

利益の質を評価する際にも利用される。

< 事例 >

### \* Compaq における、1992 年のキャッシュフロー報告

直説法を採用しており、営業活動については、59.4 百万ドルの現金不足が生じていた。純利益 213 百万ドルとの差異説明（長期の見越し・繰延による調整、流動資産・流動負債の多数の項目の変化について調整、関連会社に対する投資を売却・資産の廃棄による損失についての調整）がなされた。

投資活動については、230 百万ドルのプラスのキャッシュフロー（新規の設備投資 159.2 百万ドルあったものの株式売却により相殺）があった。

財務活動については、主に株式の買い戻しと負債の返済に 232.1 百万ドルが費やされた。

以上の報告は、十分な情報が提供されていない。例えば、流動資産の増加により営業活動から生じるキャッシュフローがマイナスになったが、これらの増加の性質に関する情報がない。

\* 総キャッシュフロー分析モデルによる Compaq の評価

1992 年の運転資本への投資および支払利息控除前の営業からのキャッシュフロー  
256.4 百万ドル

運転資本投資後、支払利息控除前における営業からのキャッシュフロー  
53.5 百万ドル

( 売掛金と棚卸資産にかな

り投資したため )

運転資本投資後、支払利息控除後における営業からのキャッシュフロー  
59.4 百万ドル

( 利払いの一部は受取利息から、残りは現金残高の取り崩し  
でまかなわれた )

キャッシュフローのパターンは、1991 年と 1992 年ではかなり違う ( 1991 年は、営業からのキャッシュフローはプラスであった )。これは、なんらかの変化が生じたことを示唆している。しかし、Compaq の説明はほとんどなかった。成長企業の場合、マイナスになるのはまれではないが、調査の必要がある。

1992 年のもう一つの興味深い側面は、キャッシュフローと純利益が大きく乖離していること ( 投資の売却益、売掛金の増加による )。1991 年には無い側面であり、1992 年の利益の持続可能性に疑問。

1992 年の営業からのキャッシュフローがマイナスだったことは、関連会社に対する長期投資の減少で 376.4 百万ドルの現金を生み出したことにより、流動性という点でそれほど重要な問題ではなかった。しかし、その他に換金できる投資も無く、成長計画による追加投資を必要としていたので、このような実績が繰り返されることは考えにくい。また、投資勘定の売却により、配当支払前および外部資金調達活動前のフリーキャッシュフローは 170.8 百万ドルであったが、通常の現金配当はない。それにもかかわらず負債の返済と株式の買い戻しにフリーキャッシュフローを費やした。

総合的に、Compaq の流動性は高く、財務レバレッジの低さを所与とすれば、財務リスクに関して心配する理由はほとんどなかった。さらに深く分析すべき領域の一つは運転資本管理である ( 比率分析と一致 )。

### 3 要約と結論

比率分析とキャッシュフロー分析は、財務分析に必要なツールである。

財務比率分析とキャッシュフローの分析から得られた洞察は、企業の将来予測に役立つ。

\* 比率分析

出発点はROE : 売上純利益率、資産回転率、財務レバレッジの3点で評価

売上純利益率 : 営業活動の管理を反映

資産回転率 : 投資管理を "

財務レバレッジ : 負債管理を "

百分率損益計算書の分析 : 売上純利益の詳細な調査

運転資本勘定の回転率や固定資産回転率 : 資産回転率の検討が可能

流動性の諸比率、借入政策の諸比率、カバレッジ・レシオ : 財務レバレッジの検討

サステイナブル成長率 : 成長戦略の持続可能性が評価

\* キャッシュフロー分析

営業活動、投資管理、財務リスクを検討する際の比率分析を補完。

キャッシュフローを報告する方法には、さまざまなバリエーションがある。

アナリストは、キャッシュフロー・データを計算しなおす際にしばしば標準的な様式（総キャッシュフロー分析）を利用。