

次世代経営者のための財務リテラシー入門 ～財務諸表分析、収支構造分析、収支予測と投資判断～

みずほ証券市場情報戦略部 上級研究員
一橋大学大学院商学研究科 客員教授
田村 俊夫¹

Summary

要約

- 経営者が企業の実態を把握し、戦略的意思決定を行っていくうえで、財務諸表や管理会計の数字を読み解く力は必須である。本稿は、次世代経営者をめざす非財務系幹部候補生を念頭に、経営者の観点から財務諸表を読み込み、収支構造を分析し、投資判断を行うためのプラットフォームを提供することを目的としている。
- 本稿では、まず財務3表の関係を説明した後、財務諸表分析と収支構造分析の手法を解説する。経営者の観点から財務諸表を分析し収支構造を把握する場合に重要なのは、「比較する」「分解する」「大雑把に正しく」の3原則である。
- 財務諸表分析の基本は、分析対象企業のP/LやB/Sを数期分並べて比較する「時系列分析」(縦比較)と、同業他社の直近期のP/LやB/Sを並べて比較する「同業他社比較」(横比較)である。ここで重要なのは、財務諸表分析でわかるのは、診断で例えると「熱があるな」「このあたりに問題がありそうだ」までであって、真の原因まではわからないということである。財務諸表分析は、問題発見のツールであり、究明すべき問題につき仮説を立ててさらに調べていく「出発点」である。
- 次に、財務諸表の実数を分解して、収支構造を把握する。分解のやり方には部門別分解、製品別分解、費目内訳分解、変動費・固定費分解など色々あるが、最も重要なのは、「数量×単価」分解である。売上高やコストを数量×単価に分解することにより、会計数字を現場のオペレーションと突き合わせることができる。財務諸表の実数を色々な形に分解することで、財務諸表分析で抽出された疑問点につき、「その原因はなにか」「どうすればいいか」を探求していくことができる。
- 収支構造を把握して実績値を収支構造モデルの形に再構成すれば、それがそのまま収支予測モデルとして使用できる。本稿では最後に収支予測と投資判断・企業価値評価について設例を用いて解説する。
- なお、経営的観点から全社の財務分析を行い、収支構造を把握しようとするときに、最終的な損益に影響の少ない部分をあまりに緻密に分析すると、かえって大局を見失ってしまう。ケインズが言うように「精緻に間違っているよりも、大雑把に正しい方が良い」のである。

¹ 本稿中、意見にわたる部分は筆者の私見である。

I. はじめに

本稿の問題意識

ファーストリテイリングの柳井正会長兼社長が大きな影響を受けた経営者、ハロルド・ジェニーンの著書『プロフェッショナルマネジャー』²は名著である。その本の第9章「数字が意味するもの」で、ジェニーンは以下のように述べている。

数字はシンボルである。それは言葉によく似て、ひとつきりでは固有の単純な意味を持つだけだが、関係のある他の数字と対照したりつなげたりされると、はるかに複雑で意味深長なものになる。・・・ビジネスの世界では、数字は個々の企業または企業の集合のさまざまな活動を計測するのに役立つシンボルである。・・・数字の意味は、言葉のそれと同様、相互の関係において初めて理解される。

数字は企業の健康状態を測る一種の体温計の役をする。それは何が起きているかをマネジメントに知らせる第一次情報伝達ラインとして機能し、それらの数字が精密であればあるほど、また“揺るがすことのできない事実”に基づいているほど、情報は明確に伝わる。

・・・これは最も重要なことなのだが——数字自体は何をなすべきかを教えるてはくれない。・・・企業経営において重要なのは、そうした数字の背後で起きていることを突きとめることだ。数字が示すあたりを掘り始めた時、その人は初めてビジネスの真髄に触れる。もし売上げが不振なら、それは製品の設計上の欠点だろうか？コスト高が原因か？問題はマーケティングにあるのか？流通にか？財務にか？

・・・数字を操作して、売上高や受取勘定をある四半期から別の四半期に移すといったことで表面をつくろってはならない。真実はかならず追いついてくるのだ。そういうやり方は、病人のかわりに体温計に処置をほどこすようなものだ。体温計の目盛りが三七度以上を示していることは、その人間に熱があることを意味する。彼は病気なのだ。しかし、どこが悪いのかはわからず、ただどこかに異状があることがわかるだけだ。・・・経営においても、経営し管理しなくてはならないのは損益計算書の数字ではなく、企業そのものの諸要素である。数字はただ、その企業がいかにかうまくいっているか（あるいはうまくいっていないか）を反映するためにあるだけだ。

カルビーの松本晃会長兼 CEO は、数字のわずかな変動を感知すると、原因を探り現場の改革に乗り出す³。カルビーでは期末不良在庫を翌期に持ち越さずに処理するため、決算月の3月の営業利益は落ち込むが、4月の営業利益は前月比で大幅に伸びる。しかし、2015年4月の営業利益の伸びは例年に比べ低かった。そこで管理会計指標を参照しつつ現場にまで遡って調べた結果、売れ筋商品が欠品になり、人気の低い商品の在庫や廃棄が増えていることが判明した。その根本的原因は、好業績が長く続いたことで各工場の稼働率が高止まりし、品目ごとの生産数を増減する余裕がなくなったため、営業担当者が自分の販売量を確保しようと早めに工場に見込発注するようになり、結果的に需要の読み違いが生じたことにあった。そこで松本会長らは、発注タイミングの見直しや工場間の生産融通体制の確立を行うと同時に、顧客の要望に応じて肥大化した生産品目の削減と、生産設備の増強に乗り出した。これが「数字が意味するもの」を知るということである。

² ジェニーン＝モスコウ[2004]

³ 「カルビー：松本流、「単純指標」使い社内改革」日経ビジネス（2016/6/13）

本稿は、次世代経営者を目指す非財務系幹部候補生を念頭に、「数字を読む」こと、すなわち、経営者の観点から財務諸表を読み込み、収支構造を分析し、また投資判断を行うためのプラットフォームを提供することを目的としている。

「数字を読む」ために重要な3原則

経営者の観点から「数字を読む」ために重要なのは、「比較する」「分解する」「大雑把に正しく」の3原則である。

「比較する」

まず経営者は、財務諸表が読めなければならない。なぜなら、財務諸表こそ最終的な経営者の「通信簿」であり、投資家との対話ツールだからである。財務諸表分析の基本は、分析対象企業のP/LやB/Sを数期分並べて比較する「時系列分析」（縦比較）と、同業他社の直近期のP/LやB/Sを並べて比較する「同業他社比較」（横比較）である⁴。例えば時系列分析の場合、勘定科目ごとに実数と比率の変化を追い、目立った変動があった部分に着目して、その原因を探る。

ここで重要なのは、財務諸表分析でわかるのは、ジェニーンの言うように、診断で例えると「熱があるな」「このあたりに問題がありそうだ」までであって、真の原因まではわからないということである。財務諸表分析は、問題発見のツールであり、究明すべき問題につき仮説を立ててさらに調べていく「出発点」である。

「分解する」

次に、財務諸表の実数を分解して、収支構造を把握する。ここからは管理会計の領域に入っていくので公表資料だけでは分析が難しいことが多いが、企業によっては決算説明会資料等である程度の分析が可能である。分解のやり方は色々ある。比較的公表資料でデータが取りやすいのは、部門別・セグメント別分解である。企業内部からの分析であれば、さらに製品別分解や費目内訳分解も可能である。外部分析では難しいが、変動費・固定費に分解して限界利益分析を行うことは、収支構造把握上きわめて有用である。

分解で最も重要なのは、「数量×単価」分解である。売上高やコストを数量×単価に分解することにより、会計数字を現場のオペレーションと突き合わせることができる。例えば、工場の現場で起こっているのは、原料や部品を投入して製品が製造される「数量」の世界である。それに購入価格や社内振替価格、販売価格などの「単価」がついて「金額」になっているのである。

財務諸表の実数を色々な形に分解することで、財務諸表分析で抽出された疑問点につき、「その原因はなにか」「どうすればいいか」を探求していくことができる。

「大雑把に正しく」

なお、経営者の観点から全社の財務分析を行い、収支構造を把握しようとするときに、最終的な損益に影響の少ない部分をあまりに精緻に分析すると、かえって大局を見失ってしまう⁵。ケインズが言うように「精緻に間違っているよりも、大雑把に正しい方が良い」⁶のである。

本稿の構成

以下、第II章で財務3表の関係を説明した後、第III章で（主に比較の観点から）財務諸表分析の手法を説明する。第IV章では（主に分解の観点から）管理会計的な収支構造分析の手法を事例を交えて解説し、最後に第V章では、収支構造分析を踏まえた収支予測と投資判断・企業価値評価について設例を用いて解説する。

⁴ 企業や業界によっては、公表の決算説明会資料等により、数量、単価等の管理会計データについても、ある程度の時系列分析や同業他社分析が可能なることもある。

⁵ 精緻な配賦計算や社内振替ルールなども、社内管理上は重要な場合もあるが、企業全体の最終損益（ボトムライン）には関係しない。

⁶ “It is better to be roughly right than precisely wrong.” (Keynes)

II. 財務 3 表の関係

本章の目的

本章では、財務諸表分析を行うに際して必須の知識である財務 3 表（損益計算書、貸借対照表、キャッシュフロー計算書）の関係について、簡単な設例を基に解説を行う。目的はあくまで経営者として必要な大局的な理解を得ることであるので、会計上の厳密な議論は行っていないことに留意されたい。以下では、新会社の設立を題材にした簡単な設例により、特に資金のフローに重点を置いて説明する。

1. F 氏の事業・資金計画

F 氏の皮算用

F 氏は、自分で開発した技術で、大手メーカーに部品を供給する事業を開始した。工場建設には 1 億円がかかるので、親戚などから株主資本 5000 万円をかき集め、銀行から、自宅の土地を担保に、5000 万円を金利 10% で借り入れることにした。

F 氏の計画では、工場ができると、製品の売上見込 1 億 2000 万円（月商 1000 万円）に対して、以下のようなコスト（合計 1 億円）がかかる。

原材料の仕入れ（現金コスト）：4000 万円
 人件費・労務費や色々な経費・販売管理費（現金コスト）：5000 万円
 工場の減価償却費（非資金費用）：1000 万円

よって、営業利益は 2000 万円、金利の 500 万円を払っても、税引前利益は 1500 万円残り、税金（税率 40%）を 600 万円払って、当期純利益は 900 万円である。ROE は当期純利益 900 万円 ÷ 株主資本 5000 万円 = 18% にも達する⁷。

F 氏は、「減価償却費の分は実際にお金が出ていかないし、結構借金が返せるかな。うまくいけば配当もできるかもしれない」と考えた。

図表 1：期首貸借対照表と今期の損益計算書

貸借対照表(期首)		損益計算書	
(万円)		(万円)	
	今期初		今期
資産合計	10,000	売上高	12,000
現預金	0	コスト	(10,000)
売上債権	0	現金コスト	(9,000)
棚卸資産	0	減価償却費	(1,000)
工場建物・機械装置等	10,000	営業利益	2,000
負債合計	5,000	金利	(500)
買入債務	0	税引前利益	1,500
借入金	5,000	法人税等	(600)
純資産合計	5,000	当期純利益	900
負債純資産合計	10,000		

出所：みずほ証券市場情報戦略部作成

2. 事業開始

実際には大幅な資金ショートに

ところが実際に事業を開始してみると、損益計算書は計画通りに推移したものの、資金面では色々なことが起こった。

⁷ 通常 ROE は期中平均純資産（少数株主持分を除く）ないし期首期末平均純資産（同）を分母とするが、この設例では簡便に期首純資産を分母としている。

図表 2：キャッシュフロー計算書と期末貸借対照表

キャッシュフロー計算書		貸借対照表(期末)	
(万円)		(万円)	
	今期		今期末
営業キャッシュフロー	(2,100)	資産合計	16,000
当期純利益	900	現預金	0
減価償却費	1,000	売上債権	3,000
運転資本(増)減	(4,000)	棚卸資産	2,000
売上債権(増)減	(3,000)	工場建物・機械装置等	11,000
棚卸資産(増)減	(2,000)	負債合計	10,100
買入債務増(減)	1,000	買入債務	1,000
投資キャッシュフロー	(2,000)	借入金	9,100
設備投資	(2,000)	純資産合計	5,900
(会計上のフリーキャッシュフロー)	(4,100)	負債純資産合計	16,000
財務キャッシュフロー	4,100		
借入金増(減)	4,100		
配当	0		
合計	0		
現預金増(減)	0		

出所：みずほ証券市場情報戦略部作成

図表 3：総括表

期首	期中	期末																																																																																																								
<p>貸借対照表(前期末)</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th colspan="2">(万円)</th> </tr> <tr> <th></th> <th>今期初</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>資産合計</td> <td>10,000</td> </tr> <tr> <td> 現預金</td> <td>0</td> </tr> <tr> <td> 売上債権</td> <td>0</td> </tr> <tr> <td> 棚卸資産</td> <td>0</td> </tr> <tr> <td> 工場建物・機械装置等</td> <td>10,000</td> </tr> <tr> <td>負債合計</td> <td>5,000</td> </tr> <tr> <td> 買入債務</td> <td>0</td> </tr> <tr> <td> 借入金</td> <td>5,000</td> </tr> <tr> <td>純資産合計</td> <td>5,000</td> </tr> <tr> <td>負債純資産合計</td> <td>10,000</td> </tr> </tbody> </table>	(万円)			今期初	資産合計	10,000	現預金	0	売上債権	0	棚卸資産	0	工場建物・機械装置等	10,000	負債合計	5,000	買入債務	0	借入金	5,000	純資産合計	5,000	負債純資産合計	10,000	<p>損益計算書(当期)</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th colspan="2">(万円)</th> </tr> <tr> <th></th> <th>今期</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>売上高</td> <td>12,000</td> </tr> <tr> <td>コスト</td> <td>(10,000)</td> </tr> <tr> <td> 現金コスト</td> <td>(9,000)</td> </tr> <tr> <td> 減価償却費</td> <td>(1,000)</td> </tr> <tr> <td>営業利益</td> <td>2,000</td> </tr> <tr> <td>金利</td> <td>(500)</td> </tr> <tr> <td>税引前利益</td> <td>1,500</td> </tr> <tr> <td>法人税等</td> <td>(600)</td> </tr> <tr> <td>当期純利益</td> <td>900</td> </tr> </tbody> </table> <p>変化</p> <p>CF表より: 現預金増減なし 売上債権が3,000増加 棚卸資産が2,000増加 追加設備投資が2,000、減価償却が(1,000)</p> <p>買入債務が1,000発生 CF表より: 追加借入4,100 当期純利益900、配当0</p> <p>キャッシュフロー計算書(当期)</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th colspan="2">(万円)</th> </tr> <tr> <th></th> <th>今期</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>営業キャッシュフロー</td> <td>(2,100)</td> </tr> <tr> <td> 当期純利益</td> <td>900</td> </tr> <tr> <td> 減価償却費</td> <td>1,000</td> </tr> <tr> <td> 運転資本(増)減</td> <td>(4,000)</td> </tr> <tr> <td> 売上債権(増)減</td> <td>(3,000)</td> </tr> <tr> <td> 棚卸資産(増)減</td> <td>(2,000)</td> </tr> <tr> <td> 買入債務増(減)</td> <td>1,000</td> </tr> <tr> <td>投資キャッシュフロー</td> <td>(2,000)</td> </tr> <tr> <td> 設備投資</td> <td>(2,000)</td> </tr> <tr> <td>(会計上のフリーキャッシュフロー)</td> <td>(4,100)</td> </tr> <tr> <td>財務キャッシュフロー</td> <td>4,100</td> </tr> <tr> <td> 借入金増(減)</td> <td>4,100</td> </tr> <tr> <td> 配当</td> <td>0</td> </tr> <tr> <td>合計</td> <td>0</td> </tr> <tr> <td>現預金増(減)</td> <td>0</td> </tr> </tbody> </table>	(万円)			今期	売上高	12,000	コスト	(10,000)	現金コスト	(9,000)	減価償却費	(1,000)	営業利益	2,000	金利	(500)	税引前利益	1,500	法人税等	(600)	当期純利益	900	(万円)			今期	営業キャッシュフロー	(2,100)	当期純利益	900	減価償却費	1,000	運転資本(増)減	(4,000)	売上債権(増)減	(3,000)	棚卸資産(増)減	(2,000)	買入債務増(減)	1,000	投資キャッシュフロー	(2,000)	設備投資	(2,000)	(会計上のフリーキャッシュフロー)	(4,100)	財務キャッシュフロー	4,100	借入金増(減)	4,100	配当	0	合計	0	現預金増(減)	0	<p>貸借対照表(当期末)</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th colspan="2">(万円)</th> </tr> <tr> <th></th> <th>今期末</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>資産合計</td> <td>16,000</td> </tr> <tr> <td> 現預金</td> <td>0</td> </tr> <tr> <td> 売上債権</td> <td>3,000</td> </tr> <tr> <td> 棚卸資産</td> <td>2,000</td> </tr> <tr> <td> 工場建物・機械装置等</td> <td>11,000</td> </tr> <tr> <td>負債合計</td> <td>10,100</td> </tr> <tr> <td> 買入債務</td> <td>1,000</td> </tr> <tr> <td> 借入金</td> <td>9,100</td> </tr> <tr> <td>純資産合計</td> <td>5,900</td> </tr> <tr> <td>負債純資産合計</td> <td>16,000</td> </tr> </tbody> </table>	(万円)			今期末	資産合計	16,000	現預金	0	売上債権	3,000	棚卸資産	2,000	工場建物・機械装置等	11,000	負債合計	10,100	買入債務	1,000	借入金	9,100	純資産合計	5,900	負債純資産合計	16,000
(万円)																																																																																																										
	今期初																																																																																																									
資産合計	10,000																																																																																																									
現預金	0																																																																																																									
売上債権	0																																																																																																									
棚卸資産	0																																																																																																									
工場建物・機械装置等	10,000																																																																																																									
負債合計	5,000																																																																																																									
買入債務	0																																																																																																									
借入金	5,000																																																																																																									
純資産合計	5,000																																																																																																									
負債純資産合計	10,000																																																																																																									
(万円)																																																																																																										
	今期																																																																																																									
売上高	12,000																																																																																																									
コスト	(10,000)																																																																																																									
現金コスト	(9,000)																																																																																																									
減価償却費	(1,000)																																																																																																									
営業利益	2,000																																																																																																									
金利	(500)																																																																																																									
税引前利益	1,500																																																																																																									
法人税等	(600)																																																																																																									
当期純利益	900																																																																																																									
(万円)																																																																																																										
	今期																																																																																																									
営業キャッシュフロー	(2,100)																																																																																																									
当期純利益	900																																																																																																									
減価償却費	1,000																																																																																																									
運転資本(増)減	(4,000)																																																																																																									
売上債権(増)減	(3,000)																																																																																																									
棚卸資産(増)減	(2,000)																																																																																																									
買入債務増(減)	1,000																																																																																																									
投資キャッシュフロー	(2,000)																																																																																																									
設備投資	(2,000)																																																																																																									
(会計上のフリーキャッシュフロー)	(4,100)																																																																																																									
財務キャッシュフロー	4,100																																																																																																									
借入金増(減)	4,100																																																																																																									
配当	0																																																																																																									
合計	0																																																																																																									
現預金増(減)	0																																																																																																									
(万円)																																																																																																										
	今期末																																																																																																									
資産合計	16,000																																																																																																									
現預金	0																																																																																																									
売上債権	3,000																																																																																																									
棚卸資産	2,000																																																																																																									
工場建物・機械装置等	11,000																																																																																																									
負債合計	10,100																																																																																																									
買入債務	1,000																																																																																																									
借入金	9,100																																																																																																									
純資産合計	5,900																																																																																																									
負債純資産合計	16,000																																																																																																									

出所：みずほ証券市場情報戦略部作成

まず、部品納入先の大手メーカーの支払条件は3か月後払いであり、期末になっても売上1億2000万円のうち、最後の3か月分の3000万円は入金していない(売上債権3000万円)。かわりに、原材料仕入代金4000万円のうち、最後の3か月分の1000万円はまだ支払っていない(買入債務1000万円)。また、原材料や製品などの在庫が、期末で2000万円分たまっている(棚卸資産2000万円)。さらに、工場についても追加投資2000万円が必要になった(設備投資額2000万円)。

F氏は、当初、当期純利益900万円と減価償却費1000万円と合わせて1900万円が手元現金として残ると期待していたが、実際にはどうなっただろうか。

まず、売上債権と棚卸資産で計5000万円資金が追加が必要だが、代わりに買入債務1000万円分は浮くので、純運転資本で4000万円が必要になった。さらに設備投資代金2000万円も払う必要がある。合わせて6000万円の資金が必要だが、当期純利益と減価償却費分で1900万円しか資金源がないので、差額の4100万円分は(自宅の土地担保で)なんとか銀行から追加借入して、借金は9100万円まで増えてしまった。(実際には、期末借入金が9100万円まで増加することにより、金利は当初予定の500万円から増加するので、更に追加借入が必要になる⁸)

この状況をまとめると、全体像は図表3のようになる。

3. 実際には何が起きているのか

実際の資金の動き

以上は、いったん損益計算書の通りに(当期純利益+減価償却費分の)キャッシュが生み出されるものと想定して、そこから運転資金要因や設備投資など損益計算書に反映されない資金の出入りを加減したものだが、実際にはそもそも損益計算書の通りに資金が動いているわけではない。実際の資金の動きを示したのが図表4である。

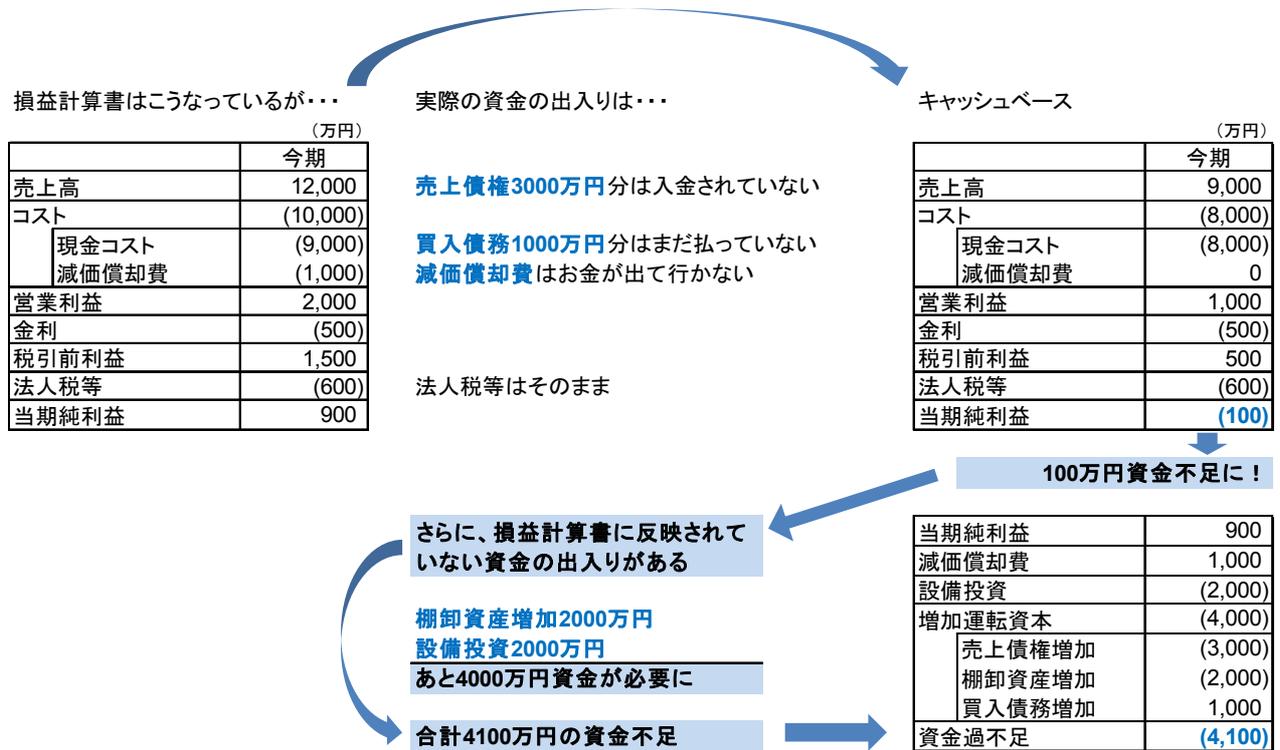
例えば、今期の売上高は1億2000万円であるが、現実には今期中には最後の3か月分を除く9000万円しかそもそも入金されていない。同様に、コスト面でも、損益計算書上の現金コスト計9000万円のうち、原材料代金の最後の3か月分1000万円はまだ支払っていないので、現実には現金コストの支払いは8000万円である。減価償却費は非資金費用なので、営業利益に相当する段階までで、差し引き1000万円のキャッシュが生み出されている。そうすると、金利と法人税等を支払って、当期純利益に相当する段階までで100万円の資金不足になっている。

さらに、損益計算書に反映されていない追加的な資金の出入りがある。ひとつは棚卸資産(にかけた費用)の増加2000万円、もうひとつは設備投資額2000万円である⁹。したがってさらに4000万円資金が必要になり、合計4100万円の資金不足となるのである。

⁸ 仮に期中平均残高を期首借入金5000万円と期末借入金9100万円の平均7050万円とすると、金利は500万円から705万円まで205万円増加する一方、税引前利益は1295万円に減少し、法人税等が600万円から518万円まで82万円減少する。したがって、キャッシュフローは金利増加と法人税等減少をネットして123万円減少する。これにより期末借入残高はさらに増加する。この期末借入残高のさらなる増加がさらなる金利の増加等をもたらす、収束するまで循環計算が発生する。同様に資金過不足による現預金の増減も、循環計算を発生させる。

⁹ 本設例では簡便化のため棚卸資産に含まれる減価償却費部分の議論は捨象している(実際には棚卸資産に含まれる減価償却費部分は非資金費用だが、売上原価に含まれる減価償却費は、棚卸資産に配賦された分だけ利益に足し戻される減価償却費総額より少なくなっているため、棚卸資産の全額をキャッシュコストのように足し戻してちょうど相殺される)。また、設備投資額はすべて今期中に支払われるものとする。さらに、期末借入金の増加に伴う金利と借入金の循環的増加についても捨象している。

図表 4：実際には何が起きているのか



出所：みずほ証券市場情報戦略部作成

損益計算書を出発点とする意味

実際の財務分析では、とりあえず損益計算書の通りに資金が入ってくる（例えば今期売上高の分だけ入金がある）と仮置きして、そこから「売上債権」「買入債務」「棚卸資産」「設備投資額」などを調整してキャッシュフローを算定する（図表3参照）が、それは損益計算書を出発点にした方が分析が見やすいからである。

そのような分析に初めて接すると、「なぜ売上債権の増加は現金の流出になるのだろうか」といった疑問を抱くかもしれないが、それは図表4で示すように、本当はそもそも入金されていない売上債権分を、図表3のように、いったんあたかも今期売上高全額が入金したかのように扱ったことの修正分なのである。

Ⅲ. 財務諸表分析

1. 財務諸表分析概説

1-1. 財務諸表分析の意義

本章の目的

本章では、経営者の観点から財務諸表をいかに立体的に分析するかに焦点を絞って説明する¹⁰。財務諸表には、企業がどのような活動を行ってきたかというものの成果や結果が表れている。貸借対照表には戦略（例えば設備投資）や事業判断（例

¹⁰ 財務諸表分析全般については、桜井[2012]などの標準的なテキストを参照されたい。

例えば在庫積み増し)の結果としてのキャピタルアロケーションの状況が表れており、損益計算書には、そのような戦略や事業判断が結果としてどのような売上・収益をもたらしたかが表れている。

財務諸表分析の最終目的は、財務諸表に表れた結果をリバースエンジニアリングして、実際の企業活動を立体的にバーチャルに再現することである。「数字から映像が浮かび上がる感覚」を得ることが重要である。もちろん、公表された財務諸表は会計原則によって整理された集計値であるから、財務諸表分析だけで実際の企業活動を再現することはできない。財務諸表分析は「目的地」ではなく「出発点」である。それは、実際の企業活動を理解するための問題発見のツールなのである。財務諸表の数値や比率、その変化から疑問点を洗い出し、仮説を立て、企業活動の実態を理解するための調査を開始する。

実数分析の重要性

財務諸表分析では、比率よりも実数の方が重要である。実数(金額)の裏にこそ本当の企業活動があり、比率は実数の関係や変化を理解するための「補助輪」にすぎない。比率は実数の関係(例えば、営業利益率の場合は売上高と営業利益の関係)を見やすくする効果があるが、2つの実数から1つの比率を算出する段階で、情報量は減少している。企業活動の実態に迫るためには、情報は減らしていくのではなく分解して増やしていかなければならない。実数としての金額は数量×単価に分解できるが、実際の企業活動の現場で動いているのは数量としてのモノやサービスであり、それに単価という「値札」がついて金額になっているのである。

会計知識の重要性

財務諸表を分析するには、財務諸表の数字が何を意味しているかを理解するための会計の知識が必要である。しかし、必要なのは財務諸表を「利用する」ための会計知識であり、財務諸表を「作成する」ための会計知識や、ましてや会計ルールを設定するための会計知識ではない。財務専門家でない経営者には簿記等の知識は必ずしも必要でないし、会計の教科書を1ページ目から読む必要もない。

経営者予備軍にとって最も効率的かつ実戦的な会計の勉強法は、財務諸表を読みながら、疑問に思ったところ、わからないところを勉強していくことである。会計ルールは山のようにあり、難解な部分も多い。また、業界や業態によっても重要なポイントが異なる。自社や同業他社の財務諸表を読みながら、金額的重要性の大きい勘定科目の意味を勉強していくことで、自らが理解すべき自社や同業他社の経営実態に迫るうえでの重要な会計ルールを重要度順に学ぶことができる。

1-2. 時系列分析(縦比較)と同業他社比較分析(横比較)

縦比較と横比較

財務諸表を分析するうえで最も重要なことは、数字を「比較」することと「分解」することである。公表された財務諸表の分析では、注記事項やセグメント情報により財務諸表の数字を分解することが一部可能なこともあるが、基本的には「比較」が中心となる。本格的な分解を行うには管理会計データが必要になってくる。

財務諸表の比較には、時系列分析(縦比較)と同業他社比較分析(横比較)がある。時系列分析とは、その企業の一定期間(例えば過去5期)の財務諸表を並べて、その期間中の時系列の変化を分析することである。財務諸表の時系列変化には、当該企業の戦略や事業判断、また事業環境の変化などが反映されている。財務諸表の時系列比較により、なぜある決算期にある実数や比率が変動したのかという疑問点が浮かび上がってくる。その原因を追究することにより、企業の実態が浮かび上がってくるが、これは財務諸表分析だけでは完結しない。

同業他社比較分析とは、その企業と同業他社の財務諸表（通常は直近期）を並べて比較する分析手法である。この分析の狙いは、同業他社と比較して（利益率の高低や在庫の多寡といった）その企業の特徴を浮かび上がらせることにある。財務諸表分析でわかるのはそこまでであり、なぜ利益率や在庫水準が違うのかといった原因は、財務諸表分析だけでは判明しない。

事例分析：良品計画

本章では、以降、良品計画を例に、実際の財務諸表分析について解説する。良品計画は、「無印良品」ブランドの店舗を展開するいわゆる SPA (Specialty store retailer of Private label Apparel) 企業である。もともとは 1989 年、セゾングループ・西友の子会社として設立されたが、セゾングループの解体で独立企業となっている。2000 年代後半にはアジア（特に中国）を中心に積極的な海外出店を行い、2015/2 期には海外売上比率が約 3 割に達している。

SPA は「製造小売業」と訳されることも多いが、直訳すると「独自ブランドを持ちそれに特化した専門店を営むアパレル販売業」という意味であり、現在では、衣料品に限らず、自社ブランド商品の企画・デザインから製造・販売までを一気通貫で手掛ける小売業者を指す。もっとも製造については外注している企業も多い。従来の衣料品等の小売業は、売れ残りはメーカーに返品するという形で在庫リスクを負わない代わりにマージン（売上高利益率）は低いというのが一般的であった。これに対して SPA モデルでは、自社企画商品であり在庫リスクを負う代わりにマージンが高いというのが特徴である¹¹。

財務諸表分析の全体観

良品計画の財務諸表分析を行うに際して、まず全体観を確認しておこう（図表 5）。良品計画は 2 月決算会社であるが、本稿では、2011/2 期から 2015/2 期の 5 期分の財務諸表を分析対象としている。この期間に、売上高は 1,697 億円から 2,603 億円と 53%増加し、営業利益も 139 億円から 238 億円まで 71%伸びている。しかし、営業利益率は 8.2%から 9.7%まで伸びた後、2015/2 期には 9.2%まで低下している。

図表 5：良品計画・全体観

	2011/2期	2012/2期	2013/2期	2014/2期	2015/2期
	(億円)				
売上高	1,697	1,782	1,884	2,206	2,603
営業利益	139	154	184	209	238
（営業利益率）	8.2%	8.7%	9.7%	9.5%	9.2%
当期純利益	79	89	110	171	166
総資産	975	1,023	1,194	1,402	1,869
投下資本	555	586	649	871	1,123
（投下資本回転率）	3.1	3.0	2.9	2.5	2.3
純有利子負債	(231)	(250)	(312)	(239)	(163)
純資産	785	835	961	1,110	1,287
税引前ROIC	25.1%	26.4%	28.3%	24.0%	21.2%

(注) 投下資本回転率=売上高/投下資本、税引前ROIC=営業利益/投下資本

出所：みずほ証券市場情報戦略部作成

貸借対照表を見ると、総資産は 975 億円から 1,869 億円と 92%増加、投下資本は 555 億円から 1,123 億円と 102%増加しており、いずれも売上高の伸び率を上回る。その結果、資産効率は悪化し、売上高を投下資本で割った「投下資本回転率」¹²は 3.1 回から 2.3 回まで低下している。

¹¹ 大津[2014], 24-26 頁参照。

¹² 投下資本は本来前期末・当期末平均をとるべきだが、ここでは簡便に当期末の数字を使用している。

投下資本からどれだけの営業利益を生み出したかという税引前 ROIC（営業利益／投下資本）¹³を見ると、2013/2 期までは、資産効率の若干の悪化をマージン（営業利益率）の上昇が上回り、25.1%から 28.3%まで上昇したが、その後はマージン低下と資産効率悪化のダブルパンチで、21.2%まで低下している。

純有利子負債は一貫してマイナスで、実質無借金経営である。純資産は主に留保利益の蓄積で 64%増加している。ちなみに 2015/2 期の ROE¹⁴は約 14%である。

総じて、この期間の良品計画は売上高伸び率（CAGR¹⁵）11%、営業利益伸び率（同）14%と高成長を継続し、マージン、資本利益率（ROIC、ROE）も高水準をキープしているが、最近の資本効率の悪化とマージン低下はやや気になるところである。

2. 時系列分析

2-1. 時系列分析の手順

連続 P/L、連続 B/S の作成・分析方法

時系列分析を行う期間は分析目的によって異なるが、一般的には 5 期程度である¹⁶。まず、有価証券報告書を分析期間分用意する¹⁷。作成するのは、主に連続 P/L と連続 B/S である。通常は連結ベースで作成するが、企業の状況によっては個別ベースのものも作成することがある。連続 C/F は必要に応じて適宜作成する。

連続 P/L、連続 B/S の作成にあたっては、できるだけ有価証券報告書の勘定科目をそのまま使う。なぜなら、その企業や業界の特性が勘定科目に表れるからである。但し、重要性に乏しい項目については、「その他」でまとめてもよい。

2-2. P/L

連続 P/L の作成と見方

それでは、まず良品計画の連続 P/L を作成してみよう（図表 6）。

図表 6：良品計画・連続連結損益計算書《抜粋》（営業利益までを表示。全体は巻末 Appendix 2 に掲載）

	2011/2期		2012/2期		2013/2期		2014/2期		2015/2期	
	金額 (百万円)	売上高比 (%)								
売上高	169,748	100.0%	178,185	100.0%	188,350	100.0%	220,620	100.0%	260,254	100.0%
売上原価	92,477	54.5%	96,589	54.2%	100,974	53.6%	118,955	53.9%	137,423	52.8%
売上総利益	77,271	45.5%	81,596	45.8%	87,376	46.4%	101,665	46.1%	122,831	47.2%
販売費及び一般管理費	63,371	37.3%	66,158	37.1%	69,025	36.6%	80,749	36.6%	98,985	38.0%
広告宣伝費	4,728	2.8%	3,975	2.2%	3,670	1.9%	3,261	1.5%	4,276	1.6%
配送及び運搬費	6,892	4.1%	6,902	3.9%	7,438	3.9%	8,664	3.9%	10,731	4.1%
従業員給与及び賞与	17,115	10.1%	18,011	10.1%	18,963	10.1%	22,099	10.0%	27,254	10.5%
借地借家料	17,531	10.3%	18,532	10.4%	19,630	10.4%	22,597	10.2%	26,990	10.4%
減価償却費	3,201	1.9%	3,201	1.8%	3,186	1.7%	4,179	1.9%	4,887	1.9%
その他	13,904	8.2%	15,537	8.7%	16,138	8.6%	19,949	9.0%	24,847	9.5%
営業利益	13,900	8.2%	15,438	8.7%	18,351	9.7%	20,916	9.5%	23,846	9.2%

出所：良品計画有価証券報告書よりみずほ証券市場情報戦略部作成

連続 P/L の作成に際しては、各勘定科目ごとに分析期間分の実数値を横に並べる。

¹³ 同上。

¹⁴ 分母の純資産（除く少数株主持分）は、前期末・当期末平均による。

¹⁵ Compound Annual Growth Rate

¹⁶ 3 期だと一般的には短すぎるし、あまり長いと分析が煩瑣になる。長期的な推移を見るには、全勘定科目ベースの分析ではなく、売上高、営業利益、当期利益、総資産、有利子負債といった主要勘定科目のみの長期業績推移表を別途作成する。

¹⁷ 注記事項も重要なので、決算短信では不十分。まして、データベースの数字を使ってはならない。

原則として各期の P/L の数字をそのまま転記するが、販売管理費の内訳などは注記から補充する。また、欄外に減価償却費、償却費（のれん償却費、その他償却費）を記載しておく。あわせて EBITDA¹⁸の計算も行っておくとよい。以上は実数の記載であるが、売上高を 100%とした比率を各費目の隣に記載する。

時系列分析の基本的なやり方は、まず、売上高、各利益項目、総資産などをざっと眺めて大局観をつかんだうえで、各勘定科目ごとに「実数の変動が大きいところ」または「比率の変動が大きいところ」をチェックする¹⁹。チェックしたところについて、決算説明会資料や新聞記事など様々な材料を駆使して、変化の原因を探る²⁰。その方法は主に実数の分解と、決算説明会資料や記事検索による数字変化の背景にある状況の確認である。これらは狭義の財務諸表分析の範囲を超えた、次のステップの分析になる。

売上高分解の例

数字の分解には一般には社内の管理会計資料が必要であるが、有価証券報告書や決算説明会資料等からある程度分析することができる場合も多い。例えば、良品計画の 2011/2 期と 2015/2 期の売上高を分解すると図表 7 の通りである。これを見ると、売上高は特に海外で大幅に伸びていること、海外売上への伸びは店舗数の伸びと 1 店当たりの売上高の伸びの相乗作用であること、しかし未だ海外店舗の平均売上高は国内よりかなり少ないことなどが見て取れる。

図表 7：売上高分解の例

	2011/2期			2015/2期		
	売上高 (億円)	平均店舗数 (店)	店舗平均売上 (億円/店)	売上高 (億円)	平均店舗数 (店)	店舗平均売上 (億円/店)
国内	1,500	349.0	4.3	1,832	393.0	4.7
海外	197	124.5	1.6	771	278.0	2.8
計	1,697	473.5	3.6	2,603	671.0	3.9

出所：良品計画有価証券報告書、決算説明会資料よりみずほ証券市場情報戦略部作成

ここから、さらに、2011/2 期以降の海外出店はそれ以前よりも大型店舗が多いのではないかと、国内外の 1 店舗当たりの平均売場面積は何㎡だろうか、1 店舗当たりの来客数、購買客数や購買客数 1 人当たりの購買額はいくらだろうかなどの疑問が生まれ、管理会計資料により数字の分解を進めていく。こうやってこの期間の良品計画の売上高の伸びの実態が、現場のイメージを伴って判明してくる。これは財務諸表分析だけでは解明できないことであるが、財務諸表分析により「外枠」が押さえられ、かつ疑問点や解明すべき点が抽出できるのである。

営業利益までの分析

利益面に目を転じると、営業利益の金額自体は売上高の伸びに伴い大幅に増加しているが、営業利益率は 2013/2 期をピークに減少している。売上総利益率（粗利率）は若干上昇傾向にあるが、販売管理費率が 2013/2 期を底に上昇に転じているためである。売上総利益率上昇の要因は、有価証券報告書の P/L 情報では明らかにならず、管理会計資料により国内・海外別や商品セグメント別などさまざまに分解して分析する必要がある。販売管理費のうち特に大きな費目は「従業員給与及び賞与」と「借地借家料」で、各々売上高の 10%程度を占めている²¹。借地借家

¹⁸ 簡便法では、EBITDA＝営業利益＋減価償却費・償却費（のれん償却費を含む）

¹⁹ B/S 項目については、何期間かをまたがった増減も出して大きな変化をチェックする。

²⁰ 逆に、分析期間中にその企業に関する大きなニュースがあった場合には、それが財務諸表にどのように表れているかを見る。

²¹ それらの費目に比べるとウェイトは小さいが、広告宣伝費の動きも注目される。2011/2 期に売上比 2.8%であったのが 2014/2 期に 1.5%まで減ったのは、決算説明会資料によれば TV 広告から Web 広告へのシフト等が原因である。

料が多いのは、基本的に店が自社不動産ではなく賃借ベースであるためと推測される。財務諸表分析ではこの「推測」までしか行うことができないが、社内資料からは実際にどうなのかを明確に把握できる、外部分析の場合にも、さまざまな情報を突き合わせて検証する。

2-3. B/S、投下資本

連続B/Sの作成

連続B/Sの作成に際しても、各勘定科目ごとに各期のB/Sの数字を横に並べるが、棚卸資産の内訳などは、注記から補充する。財務諸表レベルでは、B/Sは実はP/Lよりも豊富な情報を含んでいる。しかし、一般にはP/Lは見てもB/Sはよく見ない人が多い。P/LはわかりやすいがB/Sは読み解くのが難しいと感じる人も多い。P/Lは、売上高を100%として各費用・利益項目を売上高比何%かと見ることにより、意味合いが取りやすい。例えば、売上高100億円に対し営業利益が10億円であれば、営業利益率10%である。

図表8：良品計画・連続連結貸借対照表<抜粋>（資産の部のみを表示。全体は巻末Appendix 2に掲載）

	2011/2期		2012/2期		2013/2期		2014/2期		2015/2期	
	金額 (百万円)	回転期間 (カ月)								
(資産の部)										
流動資産	54,802	3.9	59,833	4.0	72,556	4.6	77,290	4.2	106,316	4.9
現金及び預金	14,258	1.0	16,033	1.1	21,563	1.4	25,206	1.4	33,044	1.5
有価証券	9,037	0.6	9,012	0.6	10,023	0.6	20	0.0	0	0.0
受取手形及び売掛金	5,164	0.4	4,988	0.3	6,092	0.4	6,965	0.4	8,879	0.4
棚卸資産	18,394	1.3	21,908	1.5	27,194	1.7	36,848	2.0	52,081	2.4
商品	18,334	1.3	21,869	1.5	27,106	1.7	36,602	2.0	51,924	2.4
仕掛品	38	0.0	24	0.0	74	0.0	232	0.0	105	0.0
貯蔵品	22	0.0	15	0.0	14	0.0	14	0.0	52	0.0
繰延税金資産	501	0.0	577	0.0	758	0.0	957	0.1	2,089	0.1
未収入金	4,616	0.3	4,732	0.3	5,168	0.3	4,933	0.3	7,943	0.4
その他	2,832	0.2	2,583	0.2	1,758	0.1	2,361	0.1	2,280	0.1
固定資産	42,679	3.0	42,460	2.9	46,804	3.0	62,939	3.4	80,631	3.7
有形固定資産	12,044	0.9	11,743	0.8	14,236	0.9	22,178	1.2	35,252	1.6
建物及び構築物	8,346	0.6	8,194	0.6	8,671	0.6	11,392	0.6	24,617	1.1
機械装置及び運搬具	388	0.0	438	0.0	708	0.0	671	0.0	2,194	0.1
工具、器具及び備品	2,165	0.2	1,968	0.1	2,652	0.2	3,962	0.2	6,128	0.3
土地	1,038	0.1	1,038	0.1	1,324	0.1	1,350	0.1	1,891	0.1
建設仮勘定	93	0.0	97	0.0	874	0.1	4,797	0.3	417	0.0
その他	14	0.0	8	0.0	7	0.0	6	0.0	5	0.0
無形固定資産	3,596	0.3	3,696	0.2	4,113	0.3	12,383	0.7	13,570	0.6
のれん					36	0.0	7,619	0.4	7,413	0.3
その他	3,596	0.3	3,696	0.2	4,077	0.3	4,764	0.3	6,157	0.3
投資その他の資産	27,039	1.9	27,021	1.8	28,455	1.8	28,378	1.5	31,809	1.5
投資有価証券	10,825	0.8	10,140	0.7	12,047	0.8	12,183	0.7	12,918	0.6
敷金及び保証金	14,430	1.0	15,001	1.0	15,230	1.0	15,595	0.8	15,684	0.7
繰延税金資産	1,608	0.1	1,726	0.1	975	0.1	145	0.0	242	0.0
その他	176	0.0	154	0.0	203	0.0	455	0.0	2,965	0.1
資産合計	97,481	6.9	102,293	6.9	119,360	7.6	140,229	7.6	186,947	8.6

出所：良品計画有価証券報告書よりみずほ証券市場情報戦略部作成

総資産に対する比率

それでは、B/Sを読み解きやすくするためには、どのような指標を用いればよいだろうか。まず思いつくのが、総資産を100%として各資産・負債等の項目の比率を表示することである。例えば、総資産が100億円、純資産（除く少数株主持分）が30億円であれば、自己資本比率30%であり、有利子負債が40億円であれば、それは総資産の40%である。この会社の財務体質は良いのか悪いのか、これだけでは判断できない。

月商の何倍か

もし、この会社の売上高が240億円（月商20億円）であれば、有利子負債は月商の2倍（2か月分）であり、借入負担は軽めであるが、この会社の売上高が48億

円（月商4億円）であれば、有利子負債は月商の10倍（10か月分）であり、かなり借入負担が重いことになる²²。

売掛金40億円の場合、月商20億円ならば2か月分で、業界の平均的な売掛金回収期間が2か月程度であればほぼ適正であろうが、月商4億円ならば10か月分という異常な多さとなり、粉飾まで疑われる状態である。棚卸資産（在庫）20億円という場合も、月商20億円ならば1か月分²³で（業種にもよるが）適正であろうが、月商4億円ならば5か月分もあり、たいていの業種では過剰在庫と言える。

回転期間

このように、B/S項目は、総資産を100%として比較するよりも、売上高（通常は月商＝年間売上高÷12）と比較して、月商の何か月分あるかを表示した方が、意味合いがわかりやすくなる。この月商で割った数値を「回転期間」²⁴と言う。この回転期間は、B/SとP/Lをつなぐ非常に重要な指標である。回転期間（B/S残高÷月商）と回転率（売上高÷B/S残高）は逆数的関係にあり、回転期間が短いほど、回転率が高いほど資本効率が良い。

連続B/Sの見方

連続B/Sを見る時にも、勘定科目ごとに実数や比率が大きく変化したところに着目し、その変化の要因を考察するという手順は同じである。以下、いくつかの特徴的な勘定科目群を例に、良品計画のB/S時系列分析を行ってみよう。

純運転資本

まず、純運転資本の分析を行ってみよう。

図表9：良品計画・純運転資本

	(百万円、カ月)				
	2011/2期	2012/2期	2013/2期	2014/2期	2015/2期
コア運転資本	13,718	17,963	23,131	31,061	39,398
（回転期間）	1.0	1.2	1.5	1.7	1.8
受取手形及び売掛金	5,164	4,988	6,092	6,965	8,879
（回転期間）	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4
棚卸資産	18,394	21,908	27,194	36,848	52,081
（回転期間）	1.3	1.5	1.7	2.0	2.4
買掛金	(9,840)	(8,933)	(10,155)	(12,752)	(21,562)
（回転期間）	(0.7)	(0.6)	(0.6)	(0.7)	(1.0)
その他流動資産	7,949	7,892	7,684	8,251	12,312
（回転期間）	0.6	0.5	0.5	0.4	0.6
その他流動負債	(8,286)	(9,186)	(12,123)	(13,923)	(15,837)
（回転期間）	(0.6)	(0.6)	(0.8)	(0.8)	(0.7)
純運転資本	13,381	16,669	18,692	25,389	35,873
（回転期間）	0.9	1.1	1.2	1.4	1.7

「コア運転資本」：売上債権（受取手形・売掛金）＋棚卸資産－買入債務（支払手形・買掛金）

出所：良品計画有価証券報告書よりみずほ証券市場情報戦略部作成

商品在庫の増加

純運転資本は、多くの企業で中核を占める「売上債権」（受取手形・売掛金）、「棚卸資産」、「買入債務」（支払手形・買掛金）と、その他流動資産、その他流動負債の合計純額である²⁵。良品計画の純運転資本回転期間は0.9か月→1.7か月と大幅

²² 実際には借入金の利益（EBITDA）に対する比率が重要なので、売上高利益率も関係してくる。

²³ 在庫は原価評価なので、月商の1か月分という場合は、実際の在庫は1か月分よりも多い。

²⁴ 月商は年間売上高÷12であるのに対しB/S項目は期末値なので、売上高やB/Sの数値が期中で大きく変動する場合、回転期間の解釈には注意が必要である。例えば、急成長企業で売上高も在庫も大きく伸びている場合、期末在庫を月商で割ると回転期間は実態よりも過大に表示される。この場合、前期末・当期末平均在庫を月商で割るか、期末在庫を第4四半期平均月商で割った方が実態に近くなる。しかし、全体観を把握するには、一律に期末残高を月商で割った方が便利である。要は、回転期間は「大雑把に正しい」分析ツールと割り切り、個別勘定科目の分析は必要に応じて精緻化すればよい。

²⁵ 海外の財務諸表分析のテキストでは、売上債権は売上高対比、棚卸資産や買掛金は売上原価対比で

に長期化しているが、その主因は棚卸資産回転期間の急増（1.3 か月→2.4 か月）である。実額ベースでは 184 億円から 521 億円と 337 億円の増加であり、この分資金負担が増えている。良品計画の棚卸資産は、そのほとんどが商品在庫である。なお、良品計画のような業態は現金販売が主のため、売上債権は少ない。

財務諸表分析でわかるのはここまでであるが、商品在庫が増えた理由や、実額ベースの在庫水準の内訳や在庫増加分の内訳（どの商品がどれだけ増えたか）などを管理会計資料で究明していく。ちなみに良品計画の決算説明会資料によると、2015/2 期の在庫増加の原因は「戦略商品の在庫水準の引き上げ」によるものだが、松崎社長のインタビューによると、特に中国で前年に春物衣料などの入荷が遅れ販売機会を逃した反省から、在庫を積み増したとのことである²⁶。

在庫管理が経営課題に

良品計画は、アジア（特に中国）を中心に海外展開を推進し売上の海外比率が高まっているが、海外店舗は品切れを防ぐため、どうしても一度に仕入れる量が多くなり在庫を抱えやすいという問題があり、在庫管理の精度向上が重要な経営課題となっている²⁷。これについて、松崎社長は以下のように語っている²⁸。

〔17 年 2 月期に ROE で 15%以上という〕目標達成には、日本より利益率の高い東アジアで収益を積み上げていくことがもっとも大事だ。次に進めるのが在庫の適正化。今期から新たな在庫管理システムを導入する。試算では在庫水準を 20～30%減らせるとみており、在庫回転率を上げれば、利益の底上げと資産効率の改善に大きく寄与するだろう。

有形固定資産

次に有形固定資産を見てみよう。

図表 10：良品計画・有形固定資産

	2011/2期	2012/2期	2013/2期	2014/2期	2015/2期
有形固定資産	12,044	11,743	14,236	22,178	35,252
（回転期間）	0.9	0.8	0.9	1.2	1.6
建物及び構築物	8,346	8,194	8,671	11,392	24,617
（回転期間）	0.6	0.6	0.6	0.6	1.1
建設仮勘定	93	97	874	4,797	417
（回転期間）	0.0	0.0	0.1	0.3	0.0
その他	3,605	3,452	4,691	5,989	10,218
（回転期間）	0.3	0.2	0.2	0.3	0.5

出所：良品計画有価証券報告書よりみずほ証券市場情報戦略部作成

良品計画の店舗は基本的に賃借ベースであり、有形固定資産が少ない（もともと月商の 1 か月分以下）一方、投資その他の資産中に敷金及び保証金がかなりあ

行うことが多い。その理由は、棚卸資産や買掛金は、売上高よりも売上原価と関連性が高いからである。これは確かに卸売業などでは妥当性が高い議論であるが、製造業等では、特に買掛金については購入・仕入金額は売上原価（製造原価）の一部に過ぎないことに鑑みると、五十歩百歩である。むしろ、対比基準を費目ごとに変えることによって全体的な比較可能性が失われ、かつ回転期間の加法性が失われるデメリットの方が大きい。すべて売上高（月商）をベースに回転期間を算出しておけば、例えば図表 9 の 2015/2 期で、コア運転資本の回転期間は、0.4 か月（受取手形及び売掛金）+2.4 か月（棚卸資産）-1.0 か月（買掛金）=1.8 か月、すなわち月商の 1.8 か月分の資金をコア運転資本に投下していることがわかる。ちなみに、海外の財務諸表分析のテキストでは、売上高の「何か月分あるか」ではなく、「何日分あるか」で表示することが一般的であるが、これは本質的な違いではない。

²⁶ 「「無印」中国攻勢緩めず」日本経済新聞（2015/7/20）（この在庫積み増し戦略は成功し、2015/3-5 期の中国の売上高は大幅に増加した。）

²⁷ 「良品計画、シンプルなデザイン魅力、経常利益最高益更新へ」日経ヴェリタス（2015/2/1）

²⁸ 「お金どう使う（4）良品計画社長松崎暁氏」日本経済新聞（2015/6/10）

る。2013/2 期から 2015/2 期にかけて有形固定資産が増加(+210 億円)した主因は、巨大物流センター「鳩山センター」(埼玉県鳩山市)の建設である。建設費 139 億円をかけ 2014 年 11 月に稼働した鳩山センターは、関東地方への商品配送を一手に担い、また将来はネット通販の拠点も移す予定で、良品計画初の自社物流センターかつ最大の物流拠点となる²⁹。図表 10 を見ると、2014/2 期に建設仮勘定が膨らんでいるのは鳩山センター建設途中のためであり、2014 年 11 月の稼働開始に伴い、建物及び構築物に振り替えられている。

投下資本分析

投下資本分析は、B/S 分析の一種である。B/S を投下資本の運用と調達に組み替えることにより、事業の実態がより見えやすくなる。連続投下資本分析表は、連続 B/S の勘定科目を並べ替えることにより簡単に作成できる。

図表 11：良品計画一貸借対照表と投下資本の関係

要約貸借対照表(2015/2期)

(億円、カ月)

資産		
	金額	回転期間
流動資産(除く現預金)	1,063	4.9
現預金	330	1.5
売上債権	89	0.4
棚卸資産	521	2.4
その他流動資産	123	0.6
有形固定資産	353	1.6
償却資産	334	1.5
土地	19	0.1
無形固定資産	135	0.6
投資その他の資産	318	1.5
計	1,869	8.6

負債		
	金額	回転期間
流動負債	424	2.0
有利子負債	50	0.2
買入債務	216	1.0
その他流動負債	158	0.8
固定負債	159	0.7
有利子負債	117	0.5
その他固定負債	42	0.2
純資産	1,286	5.9
計	1,869	8.6

要約投下資本分析(2015/2期)

(億円、カ月)

運用		
	金額	回転期間
純運転資本	359	1.7
売上債権	89	0.4
棚卸資産	521	2.4
その他流動資産	123	0.6
買入債務	(216)	(1.0)
その他流動負債	(158)	(0.8)
有形固定資産	353	1.6
償却資産	334	1.5
土地	19	0.1
無形固定資産	135	0.6
投資その他の資産	318	1.5
その他固定負債	(42)	(0.2)
計	606	5.2

調達		
	金額	回転期間
純有利子負債	(163)	(0.7)
有利子負債	167	0.8
現預金	(330)	(1.5)
純資産	1,286	5.9
計	1,123	5.2

出所：良品計画有価証券報告書よりみずほ証券市場情報戦略部作成

投下資本の運用と調達

良品計画の連続投下資本分析を図表 12 に示す。運用面では、(1) 棚卸資産を主因とする純運転資本の大幅な増加、鳩山センター建設を主因とする有形固定資産の大幅な増加、台湾合弁会社の完全子会社化による無形固定資産(のれん)の増加³⁰が目立つ。トータルの運用投下資本は、555 億円から 1,123 億円と倍増したが、売上高は 5 割強しか増えていないため、資産効率は悪化(回転期間 3.9 か月→5.2 か月)した。調達面では、純有利子負債は一貫してマイナスであり、基本的に実質無借金会社である³¹。運用投下資本の増加は、広義の株主資本の増加によってファ

²⁹ 「物流大激突：相次ぐ拠点新設、効率化の大きな武器に」週刊東洋経済(2015/6/6)

³⁰ 従来 49%保有(持分法適用)であったが、2014/2 期に残り 51%を 5,116 百万円で取得した。支配権獲得により、従来保有の 49%も 51%買収時の単価で評価替えされた結果、のれんは従来保有分 49%と新規取得分 51%を合わせて、計 7,521 百万円発生した(良品計画 2014/2 期有価証券報告書注記参照)。

³¹ 但し、現預金の中には事業運営に必要な所要現預金が含まれており、実際に借入金返済に回せる余

ンディングされている。特に利益剰余金が 398 億円増加している³²。

図表 12：良品計画・連続投下資本分析<要約>

	2011/2期		2012/2期		2013/2期		2014/2期		2015/2期	
	金額 (百万円)	回転期間 (カ月)								
(運用)										
純運転資本	13,381	0.9	16,669	1.1	18,692	1.2	25,389	1.4	35,873	1.7
売上債権	5,164	0.4	4,988	0.3	6,092	0.4	6,965	0.4	8,879	0.4
棚卸資産	18,394	1.3	21,908	1.5	27,194	1.7	36,848	2.0	52,081	2.4
その他流動資産	7,949	0.6	7,892	0.5	7,684	0.5	8,251	0.4	12,312	0.6
買入債務	(9,840)	(0.7)	(8,933)	(0.6)	(10,155)	(0.6)	(12,752)	(0.7)	(21,562)	(1.0)
その他流動負債	(8,286)	(0.6)	(9,186)	(0.6)	(12,123)	(0.8)	(13,923)	(0.8)	(15,837)	(0.7)
有形固定資産	12,044	0.9	11,743	0.8	14,236	0.9	22,178	1.2	35,252	1.6
償却資産	11,006	0.8	10,705	0.7	12,912	0.8	20,828	1.1	33,361	1.5
土地	1,038	0.1	1,038	0.1	1,324	0.1	1,350	0.1	1,891	0.1
無形固定資産	3,596	0.3	3,696	0.2	4,113	0.3	12,383	0.7	13,570	0.6
投資その他の資産	27,039	1.9	27,021	1.8	28,455	1.8	28,378	1.5	31,809	1.5
その他固定負債	(609)	(0.0)	(579)	(0.0)	(625)	(0.0)	(1,199)	(0.1)	(4,181)	(0.2)
投下資本(運用)合計	55,451	3.9	58,550	3.9	64,871	4.1	87,129	4.7	112,323	5.2
(調達)										
純有利子負債	(23,051)	(1.6)	(24,978)	(1.7)	(31,179)	(2.0)	(23,886)	(1.3)	(16,347)	(0.8)
有利子負債	244	0.0	67	0.0	407	0.0	1,340	0.1	16,697	0.8
現預金(含む短期保有有価証券)	(23,295)	(1.6)	(25,045)	(1.7)	(31,586)	(2.0)	(25,226)	(1.4)	(33,044)	(1.5)
純資産	78,502	5.5	83,528	5.6	96,050	6.1	111,015	6.0	128,670	5.9
投下資本(調達)合計	55,451	3.9	58,550	3.9	64,871	4.1	87,129	4.7	112,323	5.2

出所：良品計画有価証券報告書よりみずほ証券市場情報戦略部作成

資金運用表

図表 13 は、2011/2 期末から 2015/2 期末までの投下資本の増減を運用・調達で整理したもの(「資金運用表」と呼ばれる)である。減価償却費や時価評価の影響等により必ずしもキャッシュベースの表ではないが、これを見るとこの期間中の運用投下資本の増加の内訳と、それをどうファンディングしたかの概略がわかる。

図表 13：良品計画・資金運用表(2011/2 期末→2015/2 期末増減)

		(億円)	
運用		調達	
純運転資本	225	純有利子負債	67
有形固定資産	232	有利子負債	164
償却資産	224	現預金等(△増加)	(97)
土地	8	純資産	502
無形固定資産	100		
投資その他の資産	48		
その他固定負債	(36)		
計	569	計	569

出所：良品計画有価証券報告書よりみずほ証券市場情報戦略部作成

税引前 ROIC

企業の財務パフォーマンスを見る上で最も重要な利益指標は、事業につきこんだ資本に対してどれだけ利益があがったかを示す「投下資本利益率 (ROIC)」である。ROIC は、P/L (利益) と B/S (投下資本) を組み合わせて算出される。

剰現預金はその一部である。鳩山センター建設に関連してそれまでゼロであった長期借入金残高が 2015/2 期には 117 億円まで増加している (B/S 参照) ことから判断すると、2015/2 期の現預金 330 億円 (月商の 1.5 か月分) のほとんどは、事業用現預金であるかも知れない。

³² その他包括利益累計額の増加 (+110 億円) は運用側の投資有価証券や海外資産の評価替えに対応するものであり、実体的な資金調達ではない。

図表 14：投下資本利益率

投下資本利益率	=	マージン	×	資本回転率
利益 投下資本		利益 売上高		売上高 投下資本

出所：みずほ証券市場情報戦略部作成

図表 15 では、税引前 ROIC（営業利益／投下資本）の推移を示している³³。良品計画の税引前 ROIC は常に 20%以上と高水準だが、2011/2 期（25.1%）から 2013/2 期（28.3%）にかけて上昇した後、2015/2 期（21.2%）にかけて相当低下している。

図表 15：良品計画・税引前 ROIC

	2011/2期	2012/2期	2013/2期	2014/2期	2015/2期
A: 営業利益率	8.2%	8.7%	9.7%	9.5%	9.2%
= EBITDAR / 売上高	20.5%	21.0%	21.9%	21.7%	21.8%
- 借地借家料 / 売上高	10.3%	10.4%	10.4%	10.2%	10.4%
- 減価償却費・償却費 / 売上高	2.0%	1.9%	1.8%	2.0%	2.2%
B: 投下資本回転率	3.06	3.04	2.90	2.53	2.32
(参考) 投下資本回転期間	3.9	3.9	4.1	4.7	5.2
C: 税引前 ROIC	25.1%	26.4%	28.3%	24.0%	21.2%

A: 営業利益 / 売上高
 B: 売上高 / 投下資本
 C: 営業利益 / 投下資本 = A × B

出所：良品計画有価証券報告書よりみずほ証券市場情報戦略部作成

2-4. C/F

財務諸表分析における C/F の位置づけ

C/F は非常に重要であり、特に将来の収支予測においては P/L と並んで主役を演じるが、ヒストリカルな分析においては、P/L、B/S に比べるとやや重要性が劣後する。その理由は、ヒストリカルな C/F は、会計上のさまざまな修正・調整や M&A、為替の影響等で非常にわかりにくく表示されていること、P/L、B/S と違って 1 行ごとに時系列比較してもあまり意味のない項目が多いこと、さらに、P/L における売上高比、B/S における回転期間といった標準的な共通尺度がないことなどからである。しかも、財務 3 表の関係性から、C/F の情報のうち減価償却費・償却費（および株主還元額）だけ抜き出して P/L に付け加えて置けば、後は P/L、B/S の 2 表から C/F を大まかに把握できる³⁴。

良品計画についても、減価償却費・償却費、株主還元額以外にも C/F から一部有用な情報³⁵も得られるものの、大局的には P/L、B/S の分析で得られるものに大きく付け加わるものはあまりない。

³³ 一般的には、「ROIC = 税引後営業利益（NOPAT） / 投下資本」であるが、ここでは税引後営業利益の代わりに営業利益を分子としている。ROIC が加重平均資本コスト（WACC）を上回ることが求められるので、税引前 ROIC は WACC より相当高くなければならない。なお、分母の投下資本は、本来は前期末・当期末平均を用いるべきであるが、ここでは簡便に期末値を用いている。投下資本は増加基調なので、ここでは税引前 ROIC は若干低めに表示されている。

³⁴ ヒストリカルな財務諸表では、クリーンサープラス関係が成り立っていないこと等の理由から、あくまで「大体わかる」程度である。

³⁵ 例えば、2015/2 期の投資有価証券売却（オンワード HD 株式売却）による手取額が 1,206 百万円であること（P/L だと売却益しかわからない）。

3. 同業他社比較分析

3-1. 同業他社比較分析の手順

同業他社比較分析

同業他社の直近期の有価証券報告書や（外国企業の場合）アニュアルレポートを用意し³⁶、P/L、B/S、投下資本を分析対象企業と比較する。同業他社分析の場合、勘定科目を完全にそろえることは通常は難しいので、ある程度、比較可能な範囲でくくって分析する。また、同業他社比較の場合には、実数よりも主に比率や回転期間を比較し、差異の原因を様々な材料を駆使して探究する。但し、比率には反映されない事業規模の差（売上高、投下資本等の金額の差）にも留意する。

3-2. P/L

P/L 比較分析

良品計画の同業他社とのP/L比較分析を行ってみよう。ここでは同業他社として、ファーストリテイリング、ニトリ、ラオックスの3社を取り上げている。前2社は良品計画と同じくSPAモデルの会社であるが、ラオックスはそうではない。

同業他社比較では比率の比較が主とならざるを得ないが、まず実数でスケール感を見てみよう。売上高を比較すると、ファーストリテイリング（2014/8期）が1兆3,829億円と圧倒的に大きく、次いでニトリ（2015/2期）4,173億円、良品計画（2015/2期）2,603億円と続き、ラオックス（2014/12期）は502億円と小さい。

このようなスケール感を別途踏まえた上で、4社の比率を比較すると、まず目につくのが利益率の違いである。マージンの高いSPAモデルを採用するファーストリテイリング、ニトリ、良品計画の3社は売上高総利益率が50%前後であるのに対し、ラオックスの売上高総利益率は26.8%と約半分である。

次に営業利益率を比較すると、ラオックスが3.5%と極端に低いのを別とすると、ファーストリテイリングと良品計画が10%前後なのに対し、ニトリは15.9%と突出して高い。その大きな要因は、ファーストリテイリングと良品計画の借地借家料が売上高比10%程度であるのに対し、ニトリはわずか5.4%しかないことである。これはニトリが他2社に対して自社物件主義（特に土地の自社保有）の傾向が強いためである。

図表 16：良品計画・連結損益計算書－同業他社比較<<抜粋>>（営業利益までを表示）

	良品計画		ファーストリテイリング(IFRS)		ニトリ		ラオックス	
	2015/2期		2014/8期		2015/2期		2014/12期	
	金額 (百万円)	売上高比 (%)	金額 (百万円)	売上高比 (%)	金額 (百万円)	売上高比 (%)	金額 (百万円)	売上高比 (%)
売上高	260,254	100.0%	1,382,935	100.0%	417,285	100.0%	50,196	100.0%
売上原価	137,423	52.8%	683,162	49.4%	198,948	47.7%	36,722	73.2%
売上総利益	122,831	47.2%	699,773	50.6%	218,337	52.3%	13,474	26.8%
販売費及び一般管理費	98,985	38.0%	549,195	39.7%	152,030	36.4%	11,738	23.4%
広告宣伝費	4,276	1.6%	60,941	4.4%	12,676	3.0%	75	0.1%
配送及び運搬費	10,731	4.1%			18,850	4.5%	287	0.6%
従業員給与及び賞与	27,254	10.5%	184,864	13.4%	42,587	10.2%	2,240	4.5%
借地借家料	26,990	10.4%	138,652	10.0%	22,704	5.4%	2,333	4.6%
減価償却費	4,887	1.9%	30,808	2.2%	8,921	2.1%	442	0.9%
その他	24,847	9.5%	133,930	9.7%	46,292	11.1%	6,361	12.7%
営業利益	23,846	9.2%	150,578	10.9%	66,307	15.9%	1,736	3.5%

出所：各社有価証券報告書よりみずほ証券市場情報戦略部作成

³⁶ データベースには頼らないこと。

EBITDAR

このように物件（土地・建物）を自社で保有するか賃借するかによる営業利益率の差は、その事業本来の収益性の差というよりも不動産のファイナンス手法の差によるものである。そこで不動産を使って事業を行う業態の本来の事業自体の収益性を比較するために、EBITDAR³⁷という指標が用いられる。EBITDA が営業利益に減価償却費・償却費を足し戻した利益指標であるのに対し、EBITDAR はさらに賃借料（借地借家料）も足し戻した利益指標である。EBITDAR マージン（EBITDAR/売上高）で比較すると、ラオックスを除いた SPA3 社の利益率は 21.8%~23.8%と、営業利益率ほどの差はないことがわかる。

図表 17：良品計画・連結損益計算書－同業他社 EBITDAR 比較

	良品計画		ファーストリテイリング (IFRS)		ニトリ		ラオックス	
	2015/2期		2014/8期		2015/2期		2014/12期	
	金額 (百万円)	売上高比 (%)	金額 (百万円)	売上高比 (%)	金額 (百万円)	売上高比 (%)	金額 (百万円)	売上高比 (%)
売上高	260,254	100.0%	1,382,935	100.0%	417,285	100.0%	50,196	100.0%
営業利益	23,846	9.2%	150,578	10.9%	66,307	15.9%	1,736	3.5%
減価償却費・償却費	5,849	2.2%	30,808	2.2%	10,190	2.4%	473	0.9%
EBITDA	29,695	11.4%	181,386	13.1%	76,497	18.3%	2,209	4.4%
借地借家料	26,990	10.4%	138,652	10.0%	22,704	5.4%	2,333	4.6%
EBITDAR	56,685	21.8%	320,038	23.1%	99,201	23.8%	4,542	9.0%

出所：各社有価証券報告書よりみずほ証券市場情報戦略部作成

3-3. B/S、投下資本

投下資本の他社比較分析

図表 18 は、投下資本の同業他社比較分析である。

図表 18：良品計画・連結投下資本分析－同業他社比較

	良品計画		ファーストリテイリング (IFRS)		ニトリ		ラオックス	
	2015/2期		2014/8期		2015/2期		2014/12期	
	金額 (百万円)	回転期間 (カ月)	金額 (百万円)	回転期間 (カ月)	金額 (百万円)	回転期間 (カ月)	金額 (百万円)	回転期間 (カ月)
(運用)								
純運転資本	35,873	1.7	142,488	1.2	25,970	0.7	2,723	0.7
うち棚卸資産	52,081	2.4	223,223	1.9	44,487	1.3	4,595	1.1
純固定資産	76,450	3.5	219,804	1.9	264,673	7.6	4,158	1.0
有形固定資産	35,252	1.6	114,398	1.0	210,942	6.1	1,644	0.4
償却資産	33,361	1.5	111,024	1.0	99,836	2.9	1,555	0.4
土地	1,891	0.1	3,374	0.0	111,106	3.2	89	0.0
無形固定資産	13,570	0.6	73,683	0.6	10,460	0.3	125	0.0
投資その他の資産	31,809	1.5	87,189	0.8	59,397	1.7	3,631	0.9
投資有価証券	12,918	0.6	0	0.0	1,569	0.0	12	0.0
その他(含む長期貸付金)	18,891	0.9	87,189	0.8	57,828	1.7	3,619	0.9
その他固定負債	(4,181)	(0.2)	(55,466)	(0.5)	(16,126)	(0.5)	(1,242)	(0.3)
投下資本(運用)合計	112,323	5.2	362,292	3.1	290,643	8.4	6,881	1.6
(調達)								
純有利子負債	(16,347)	(0.8)	(273,749)	(2.4)	(19,888)	(0.6)	(3,398)	(0.8)
有利子負債	16,697	0.8	40,300	0.3	6,521	0.2	0	0.0
現預金(含む短期保有有価証券)	(33,044)	(1.5)	(314,049)	(2.7)	(26,409)	(0.8)	(3,398)	(0.8)
純資産	128,670	5.9	636,041	5.5	310,531	8.9	10,279	2.5
投下資本(調達)合計	112,323	5.2	362,292	3.1	290,643	8.4	6,881	1.6
月商	21,688		115,245		34,774		4,183	

出所：各社有価証券報告書よりみずほ証券市場情報戦略部作成

実数比較

まず、実数でみると、良品計画の投下資本が 1,123 億円であるのに対して、ニトリ

³⁷ Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, Amortization and Rent：ホテル業界や、機材をリースするか自社保有するかでリース料に大きな差がでる航空機業界などでもしばしば用いられる。

は2,906億円と2倍以上、ファーストリテイリングは3,623億円と3倍以上である。他方、ラオックスの投下資本は69億円と非常に小さい。以下の分析では、こうした非常に大きな規模の差があることも念頭に置いておくべきである。

資本効率比較

4社を資本効率が高い順(回転期間の短い順)に並べると、ラオックス(1.6か月)、ファーストリテイリング(3.1か月)、良品計画(5.2か月)、ニトリ(8.4か月)となる。SPAモデルの3社はラオックスに比べて全般的に資産が重い、3社間でもその資本効率には大きな差がある。ニトリの場合は、土地を含む自社物件主義により、土地、その他の有形固定資産が非常に多い³⁸。それに対して良品計画は、棚卸資産の多さが目立つ。また、他社と比べて政策保有の投資有価証券が非常に多いのも特徴である。ファーストリテイリングは全般に、非常に資本効率が良い。

税引前 ROIC 比較

営業利益比較と投下資本比較を合わせると、同業他社との税引前 ROIC 比較分析ができる(図表 19)³⁹。

図表 19：良品計画・税引前 ROIC—同業他社比較

	良品計画	ファーストリテイリング	ニトリ	ラオックス
		(IFRS)		
	2015/2期	2014/8期	2015/2期	2014/12期
A: 営業利益率	9.2%	10.9%	15.9%	3.5%
= EBITDAR/売上高	21.8%	23.1%	23.8%	9.0%
- 借地借家料/売上高	10.4%	10.0%	5.4%	4.6%
- 減価償却費・償却費/売上高	2.2%	2.2%	2.4%	0.9%
B: 投下資本回転率	2.32	3.82	1.44	7.29
(参考) 投下資本回転期間	5.2	3.1	8.4	1.6
C: 税引前ROIC	21.2%	41.6%	22.8%	25.2%

A: 営業利益/売上高
 B: 売上高/投下資本
 C: 営業利益/投下資本=A×B

出所：各社有価証券報告書よりみずほ証券市場情報戦略部作成

営業利益率だけを見ると、ニトリが15.9%と非常に高く、ファーストリテイリングと良品計画が10%前後でこれに次ぎ、ラオックスはわずか3.5%と大きく劣後しているように見える。しかし、税引前 ROIC で見ると、各社とも高水準ながら、ファーストリテイリングが41.6%と突出して高く、残り3社はラオックス25.2%、ニトリ22.8%、良品計画21.2%の順であるが大差はない。

ラオックスは、極めて投下資本が軽く、少ない投下資本で大きな売上高をあげているので、マージン(営業利益率)が低くても25.2%もの高い税引前 ROIC を達成している。他方、ニトリは営業利益率が15.9%と極めて高いものの、それは自社物件主義の裏返しであり、必然的に他社と比べて資産が重くなるため、税引前 ROIC を見ると22.8%とラオックスより低くなっている。良品計画は、2社の中間的な営業利益率/資本効率のコンビネーションである。

但し、実数で見ると、営業利益/投下資本の金額は、ファーストリテイリングが1,506億円/3,623億円、ニトリが663億円/2,906億円、良品計画が238億円/1,123億円、ラオックスが17億円/69億円とスケールがかなり違う。「ファンドマネージャー」の評価が「運用資産」(投下資本)と「リターン」(税引前 ROIC)で決まるとすれば、ファーストリテイリングは両方の評価軸で最高の評価となる。

³⁸ 投資その他の資産も多いが、その約6割は敷金・保証金である。

³⁹ ここでも、投下資本は前期末・当期末平均ではなく、簡便に当期末の数値を使っていることに留意。

IV. 収支構造分析

1. 収支構造分析—概説

本章の目的

本章では、経営者の観点から企業の収支構造をいかに把握するかについて説明する。収支構造分析には通常、管理会計データが必要となるが、本章はすべて公表資料によるため、公表財務諸表に決算説明会資料等で一部管理会計的データを補足しながら、おおよその収支構造を把握する手法の解説が中心となる。

収支構造分析の目的とパターン

収支構造分析の大きな目的は、売上高から営業利益（または経常利益）までを（費目を並べ替えたり、括ったり、主要費目を適宜分解したりして）再構成し、事業の収支構造を見晴らしよく把握することである⁴⁰。そのためには、できるだけ数量指標も入れて、数量×単価で分析することが重要である。

収支構造分析のパターン（フォーマット）の例としては、（1）セグメント別・部門別収支分析、（2）数量当たり分析、（3）変動損益計算書（限界利益分析）などがある。セグメント別・部門別収支分析は、有価証券報告書や決算説明会資料などで最も一般的に開示されているものであるのに対し、後の2つは外部からの分析は困難であることが多く、主に社内の分析で用いられる。数量当たり分析等は、全社ベースではなく、セグメント別・部門別分析に適用することも多い。

現場の視点

収支構造の把握に際しては、現場からのボトムアップの視点と経営からのトップダウンの視点の両方を持つことが必要である。現場が経営感覚を持って仕事をするためには、収支構造（管理会計）が財務諸表（財務会計）にどうつながっているか、そのリンクを理解しなければならない。

現場では、数量・単価は個別に積み上げられるリアルな量である。図表 20 でいうと、高級車と大衆車、各々の数量に各々の単価をかけて各々の販売額が計算され、それを合計して自動車全体の売上高が出る。前期から今期にかけて販売台数合計は減少しているが、売上高は大幅に増えている。それは単価の高い高級車の販売が増えたからである。

図表 20：自動車売上高—個別積上げ

前期				今期			
	数量 (台)	単価 (万円)	売上高 (万円)		数量 (台)	単価 (万円)	売上高 (万円)
高級車	2	1,000	2,000	高級車	5	1,000	5,000
大衆車	10	150	1,500	大衆車	5	150	750
合計	12		3,500	合計	10		5,750

出所：みずほ証券市場情報戦略部作成

現場の視点では、配賦費は、本社や間接部門から押し付けられて、自分ではコントロールできないバーチャルなコストである。

経営の視点

これに対して経営者が自社の収支構造を把握するには、まず財務諸表分析から出発することが重要である。なぜなら財務諸表は対外的に公表される業績の最終的集計表現であり、経営者はそれで株主や投資家、債権者と対話を行うからである。

⁴⁰ 必要に応じて、バランスシート項目（在庫等）も分析する。

他方で、社内の業績管理には管理会計の数字が主に用いられるが、経営者が自社の現状をよく理解して外部のステークホルダーとコミュニケーションを取るためには、財務諸表（財務会計）が収支構造（管理会計）にどうつながっているか、そのリンクを理解することが重要である。

経営者の大局的な観点からは、数量はまず集計量であり、単価は「売上高÷数量（集計量）＝平均単価」で計算されるバーチャルなものである。

図表 21：自動車売上高－集計量

前期				今期			
	売上高 (万円)	数量 (台)	平均単価 (万円)		売上高 (万円)	数量 (台)	平均単価 (万円)
全車種	3,500	12	292	全車種	5,750	10	575

出所：みずほ証券市場情報戦略部作成

図表 21 から出発して管理会計のブレイクダウンまで遡ると、以下のようなことがわかってくる。

- 数量は2台減少したが、平均単価が大幅にアップしたため、売上高は64%増加した。
- 平均単価上昇の要因は、車種ミックスの変動である。今期は高級車がよく売れた。
- 分解してみると、前期は高級車2台、大衆車10台だったが、今期は各々5台、5台であった。

また、経営者の視点では配賦費は、企業全体として実際に発生しているリアルなコストである。本社費、間接部門費用など、すべて経営者がコントロールできる（＝責任がある）費用である。

経営者の視点からは、特にケインズの格言「精緻に間違っているよりも、大雑把に正しい方が良い」が重要な意味をもってくる。例えば、配賦計算を精緻に行うことは社内の業績管理等の目的では重要かもしれないが、自社の経営実態を正確に把握する上では、かえって目を曇らせる要因になりかねない。

次節以降では、実際の企業の決算説明会資料等を基に、「分解」の実例を見ていきたい。

2. 部門別・セグメント別分解

セグメント別収支

図表 22 は、エイベックスの有価証券報告書・セグメント情報で開示されている部門別収支である。これを見ると、音楽事業とマネジメント／ライブ事業は売上高ではほぼ同じになっているが、収益的には未だ音楽事業が柱であることがわかる。

図表 23 は、エイベックスの売上高のセグメント別分解である。同社の2015/3期の全社売上高は1,692億円であるが、うち音楽事業が676億円を占めている。音楽事業売上高の内訳を見ると、音楽パッケージ事業が480億円を占めている（図表23左表）。図表23右表を見ると、音楽パッケージ事業の内訳は、アルバム201億円（単価×枚数で計算）、シングル88億円（同）、DVD/BD118億円（同）、その他73億円（引き算）であることがわかる。

図表 22 : エイベックス セグメント別収支

当連結会計年度(自 平成26年4月1日 至 平成27年3月31日)

(単位:百万円)

	報告セグメント				その他 (注)1	合計	調整額 (注)2	連結財務諸表 計上額 (注)3
	音楽事業	映像事業	マネジメン ト/ライブ 事業	計				
売上高								
外部顧客への売上高	65,463	39,620	61,482	166,566	2,690	169,256	—	169,256
セグメント間の内部売上 高又は振替高	2,164	210	3,852	6,227	592	6,819	△6,819	—
計	67,628	39,831	65,334	172,793	3,282	176,076	△6,819	169,256
セグメント利益又は損失 (△)	7,849	1,832	2,765	12,447	△716	11,731	△3,055	8,675
セグメント資産	15,585	18,485	16,017	50,088	1,075	51,164	66,400	117,564
その他の項目								
減価償却費	732	1,299	1,007	3,038	461	3,500	2,118	5,618
持分法適用会社への投 資額	3,142	—	1,013	4,155	—	4,155	—	4,155
有形固定資産及び無形 固定資産の増加額	220	738	180	1,139	80	1,219	3,014	4,233

出所: エイベックス有価証券報告書(2015/3期)。脚注略。青線強調はみずほ証券市場情報戦略部による。

図表 23 : エイベックス セグメント別分解

音楽事業 サブセグメントの業績

(百万円)

音楽パッケージ			
	2014年3月期	2015年3月期	前期比
売上高	43,890	47,952	+4,062
売上総利益	18,064	20,443	+2,378
売上総利益率	41.2%	42.6%	+1.5pt
音楽配信			
	2014年3月期	2015年3月期	前期比
売上高	11,811	12,545	+734
売上総利益	4,467	5,203	+735
売上総利益率	37.8%	41.5%	+3.7pt
音楽出版			
	2014年3月期	2015年3月期	前期比
売上高	3,048	2,885	-163
売上総利益	1,087	1,019	-67
売上総利益率	35.7%	35.3%	-0.3pt

音楽事業 各種指標

2014年3月期 2015年3月期

音楽パッケージ	指標	2014年3月期		2015年3月期	
		単価(円)	枚数(千枚)	単価(円)	枚数(千枚)
アルバム	単価(円)	2,688	2,853		
	枚数(千枚)	5,042	7,050		
シングル	単価(円)	921	971		
	枚数(千枚)	8,987	9,048		
DVD / Blu-ray Disc	単価(円)	5,796	5,334		
	枚数(千枚)	2,498	2,221		
フィーチャーフォン (着うた/フル、着ムービー/フル)	単価(円)	271	275		
	枚数(千枚)	5,589	3,449		
スマートフォン (着うた/フル、着ムービー/フル)	単価(円)	243	252		
	枚数(千枚)	10,963	13,441		
リングバックトーン	単価(円)	108	108		
	枚数(千枚)	14,225	11,884		
PC	単価(円)	228	244		
	枚数(千枚)	11,257	13,676		
ミュージック	単価(円)	354	342		
	枚数(千枚)	383	325		

*音楽パッケージの単価及び枚数は新譜のみ

出所: エイベックス決算説明会資料(2015/5/14)。青色の囲み線強調はみずほ証券市場情報戦略部による。

3. 数量×単価への分解

3-1. 王子製紙

「数量×単価」分解
(製造業)

「数量×単価」分解は、収支構造分析上、最も重要な分解である。公表資料による外部分析では(特にコスト面については)実施困難なことも多いが、少なくとも売上高については、外部分析でもある程度の「数量×単価」分解が可能であることも多い。例えば、王子製紙については、決算説明会資料を用いて、紙・板紙の販売金額を「販売数量」という指標を使って、数量×単価に分解することが可能である。ここでの「販売単価」は、平均販売単価の意味である。

「数量×単価」に分解された図表 24 を見ると、販売金額の内訳だけの場合と比べて、以下のように色々なことがわかる。

- 紙の方が板紙よりも販売単価が 2 倍近く高いので、数量のわりに板紙の売上比率は小さい。他方、紙の中でも、家庭紙や特殊紙は販売単価が特に高く、数量のわりに販売金額が大きい。
- 2011 年度→2012 年度で、紙・板紙計の販売金額は 418 億円減少しているが、その要因は販売数量の大幅な減少によるところが大きい。
 - 数量要因：(6,234 千 t-6,628 千 t)×97.17 円/kg=▲383 億円
 - 価格要因：残り▲35 億円

図表 24：王子製紙「数量×単価」分析

	2011年度			2012年度			増減		
	販売数量 千t	販売単価 円/kg	販売金額 億円	販売数量 千t	販売単価 円/kg	販売金額 億円	販売数量 千t	販売単価 円/kg	販売金額 億円
紙計	3,554	123.74	4,397	3,353	122.59	4,111	(200)	(1.15)	(286)
一般洋紙	2,832	111.41	3,155	2,650	109.71	2,907	(182)	(1.70)	(248)
家庭紙	213	209.22	445	206	210.06	432	(7)	0.84	(13)
包装用紙	276	102.73	284	276	102.97	284	0	0.23	0
特殊紙他	232	220.75	513	222	219.81	487	(11)	(0.94)	(25)
板紙計	3,075	66.47	2,044	2,880	66.38	1,912	(194)	(0.09)	(132)
紙・板紙計	6,628	97.17	6,441	6,234	96.61	6,023	(395)	(0.56)	(418)

出所：王子製紙決算説明会資料（2013/5/22）よりみずほ証券市場情報戦略部作成

3-2. オリエンタルランド

「数量×単価」分解
(非製造業：事例 1)

「数量×単価」分解は、非製造業でも広範に使われている。例えば、オリエンタルランドのテーマパーク事業売上高も、「入園者数」（数量）という指標を使って「数量×単価」に分解できる⁴¹。

図表 25：オリエンタルランド「数量×単価」分析

テーマパーク事業①	2014/3 実績	2015/3 実績	増減	増減率
売上高	3,909億円	3,876億円	△32億円	△0.8%
入園者数	3,130万人	3,138万人	8万人	0.3%
ゲスト1人当たり売上高	11,076円	10,955円	△121円	△1.1%
チケット収入	4,598円	4,660円	62円	1.3%
商品販売収入	4,185円	4,043円	△142円	△3.4%
飲食販売収入	2,292円	2,252円	△40円	△1.7%

出所：オリエンタルランド決算説明会資料（2015/4/28）

図表 25 の分解を見ると、2014/3 期から 2015/3 期にかけての売上高減少（▲32 億円）の要因は、入園者数（数量要因）は増えたが、ゲスト 1 人当たり売上高（価

⁴¹ もっとも、2015/3 期の入園者数×ゲスト 1 人当たり売上高=3,438 億円なので、テーマパーク事業売上高には、その他 438 億円分が含まれていることがわかる。

格要因)⁴²、特に商品販売収入が減少したためであることがわかる。これは、前年の東京ディズニーリゾート30周年関連商品の販売終了などの要因によるものである(決算説明会資料より)。

3-3. JR 東日本

「数量×単価」分解
(非製造業：事例2)

JR 東日本の鉄道運輸収入(売上高)も、「数量×単価」に分解して分析することができる。まず思いつのが旅客輸送人数で運輸収入を割ってみることだが、短距離の旅客と長距離の旅客では客単価が大きく異なる。そこで、JR 東日本は「旅客輸送量」という数量指標を計算して開示している。「旅客輸送量」とは、各々の旅客の輸送キロ数を積算したもの⁴³であり、単位は「人キロ」である⁴⁴。

JR 東日本の決算説明会資料で開示されているのは、鉄道運輸収入と旅客輸送量であるが、鉄道運輸収入を旅客輸送量で割ると、旅客1人を1キロ運ぶ場合の平均収入(単価)が算出される。これを(航空業界の類似指標にならって)「イールド」と呼ぶことにする。

イールドを算出して比較することにより、新幹線対在来線、定期対定期外のプライシングやレバニユミックスが見えてくる。例えば、新幹線の平均イールドは在来線の倍以上であるが、定期比率の低さが大きく貢献していることがわかる。また、JR 東日本の「数量×単価」分析の結果を、同様の開示を行っている JR 西日本と比べてみると、両社の収益構造の違いが見えてきて面白いだろう。

図表 26 : JR 東日本「数量×単価」分析

開示情報			当部試算		
<2015/3期実績>			売上高(A)	数量(B)	平均単価(A/B)
			鉄道運輸収入 (億円)	旅客輸送量 (百万人キロ)	イールド (円/人キロ)
新幹線	定期		232	1,675	13.9
	定期外		4,979	19,238	25.9
	計		5,212	20,914	24.9
在来線	関東圏	定期	4,482	68,375	6.6
		定期外	6,834	34,935	19.6
		計	11,317	103,310	11.0
	その他	定期	187	3,068	6.1
		定期外	542	2,775	19.5
		計	729	5,844	12.5
在来線合計	定期	4,669	71,444	6.5	
	定期外	7,376	37,710	19.6	
	計	12,046	109,154	11.0	
合計	定期	4,902	73,119	6.7	
	定期外	12,356	56,949	21.7	
	計	17,259	130,068	13.3	

【参考】
東京→国立
34.5km
550円
15.9円/kg

出所：JR 東日本決算説明会資料(2015/4/30)よりみずほ証券市場情報戦略部作成

⁴² なお、2015/3期のゲスト1人当たりチケット収入は4,660円であるが、ワンデーパスポート価格は、大人6,900円、中高生6,000円、幼児・小学生4,500円である。来場者数に占める幼児・小学生の比率が圧倒的に高いとは考えにくいことから、年間パスポートなど、より単価の安い入場者も相当比率を占めているものと推測される。

⁴³ 例えば、10人を10キロ運ぶと100人キロ、5人を100キロ運ぶと500人キロである。

⁴⁴ 航空業界でも、これと類似した「旅客キロ」という数量指標が用いられている。旅客営業収入を旅客キロで割ると、1人を1キロ運んだ時の売上高(単価)が算出されるが、これを「イールド」と呼ぶ。

4. 数量当たり分析

4-1. 本田技研工業

数量当たり分析

損益計算書を分析する最も一般的な方法は、全ての項目を売上高で割って、売上比%で表示することである。これは売上高 1 円当たりで表示しているのと同じことである。そうであれば、売上高以外のもので割ってみても面白い結果が得られるかもしれない。特に、数量指標で割って、数量 1 単位当たりの単価を出してみると興味深い結果が得られることが多い。例えば、販売台数、売上数量、店舗数、売場面積、従業員数などの 1 単位当たりである。これを本稿では「数量当たり分析」と呼ぶことにする。一般には、公表情報ベースでは数量情報があまり取れないことが多いが、社内ではデータが取れるはずである。

販売台数当たり分析

性格の異なる部門が複数ある場合には、全社ベースよりも部門ベースで数量当たり分析を行う。例えば、本田技研工業の二輪事業と四輪事業の売上高、営業費用、営業利益をそれぞれ二輪売上台数、四輪売上台数で割ると、営業利益率はオートバイ（二輪車）の方が自動車（四輪車）より高いが、1 台を売って得られる利益は自動車の方が高いことがわかる。

図表 27：本田技研の二輪事業・四輪事業比較（2015/3 期）

	二輪事業		四輪事業	
		／売上台数		／売上台数
連結売上台数	10,742		3,567	
売上高	18,467	172	97,579	2,736
営業費用	16,545	154	94,781	2,657
営業利益	1,922	18	2,798	78
(営業利益率)	10.4%		2.9%	

出所：本田技研工業有価証券報告書、決算説明会資料よりみずほ証券市場情報戦略部作成

4-2. 一休

取扱室数当たり分析

高級ホテル・旅館の宿泊予約サイト運営会社である一休についても、同様に数量当たり分析を行うことで収支構造がよりくっきりと見えてくる。取扱室数を数量指標として収益・費用の各項目を割ってみると、以下のようなことがわかる。

- 1 室当たり営業収益は 3,190 円→3,487 円とアップ、特に 1 室当たりの宿泊予約サイト運営手数料が 2,604 円→2,789 円とアップ
 - コミッション率（宿泊予約手数料／取扱金額）は 10.6%→10.5%とほぼ横ばいだが、1 室当たり平均単価が上昇したため
- 他方で 1 室当たり営業費用も 2,034 円→2,327 円とアップしたため、1 室当たり営業利益（単価）はほぼ横ばい
- しかし、取扱室数（数量）が 1,733 千室→1,898 千室と伸びたため、営業利益は約 10%増益

これらは、通常の売上比%（営業利益率等）の分析だけでは見えてこない収支構造である。

図表 28：一休の収益構造

	2014/3期		2015/3期	
		／取扱室数		
取扱金額	42,381		50,512	
取扱室数(千室)	1,733		1,898	
1室当たり平均単価(円/室)	24,455		26,603	
営業収益	5,528	3,190	6,619	3,487
サイト運営手数料	5,443	3,141	6,545	3,448
宿泊予約 (コミッション率)	4,513 10.6%	2,604	5,293 10.5%	2,789
レストラン・EC等	930	537	1,252	660
広告収入等	85	49	74	39
営業費用	3,525	2,034	4,417	2,327
人件費	1,148	662	1,375	724
広告宣伝費	740	427	969	511
システム関連費＋減価償却費	230	133	245	129
ポイント・スタンプ費用	748	432	1,103	581
その他	659	380	725	382
営業利益 (営業利益率)	2,003 36.2%	1,156	2,202 33.3%	1,160

出所：一休決算説明会資料（2015/5/12）よりみずほ証券市場情報戦略部作成

5. 変動損益計算書と限界利益分析

5-1. 変動費・固定費分解と限界利益

変動費・固定費

収支構造分析で「数量×単価」分解と並んで非常に重要なのが、変動費・固定費分解である。変動費・固定費に分解することにより、収支構造が見えやすくなる。変動費・固定費分解は、公表資料ベースでは実施困難なことが多いが、グリーンでは変動費と固定費に分けて、内訳を開示している。

図表 29：グリーン 変動費・固定費分析

	FY15 4Q	増減要因 (QoQ)		
		QoQ	YoY	
広告宣伝費	17.3	Δ3.2	Δ3.2	投資効率重視(売上比:3Q 9.3%→4Q 8.3%)
支払手数料	41.1	Δ1.4	Δ9.7	売上高減少に伴い減少(売上比:3Q 19.3%→4Q 19.6%)
その他	2.5	1.8	2.5	住まいPF事業
変動費合計	60.9	Δ2.7	Δ27.9	
人件費	47.5	Δ1.4	Δ0.6	連結従業員数:3Q末1,701人→4Q末1,634人
賃借料	12.2	3.0	1.3	FY16サーバー費用削減に向けた先行投資
減価償却費	5.6	Δ1.4	Δ3.9	Funzioのれん等減損の影響
のれん償却額	3.4	Δ0.6	Δ3.1	Funzioのれん等減損、セカイエのれん償却の影響
その他	37.5	Δ0.6	Δ3.1	-
固定費合計	106.2	Δ0.9	Δ9.5	
費用合計	167.1	Δ3.7	Δ37.4	

出所：グリーン決算説明会資料（2015/8/5）

「変動費」とは、売上高に連動して変化する費用であり、一般に売上高が増えるると変動費も増える。例えば、製造原価中の原材料費、販売管理費中の運賃、販売コミッション等は、一般的には変動費として扱われている。実際には、変動費も

必ずしも売上高に比例して変化するわけではない。例えば、グリーンの変動費を見ると、広告宣伝費などは売上高に対する比率が大きく変動している。

「固定費」とは、売上高の増減とは直接リンクせず発生する費用であり、売上高が増えても必ずしも固定費は増えない。例えば、製造原価中の労務費、経費、販売管理費中の人件費、研究開発費等は、一般的に固定費として扱われることが多い。なお、固定費の中で、非資金費用である減価償却費以外の費用を「キャッシュ固定費」という。

相対的、短期的な概念

変動費、固定費は相対的な概念であり、実際には変動費に分類される費目にも固定費的部分があり、固定費に分類される費目にも変動費的部分があるが、大局的な収支構造分析では、費目ごとに変動費・固定費のいずれかに分類してしまうことが多い。これは、見晴らしを良くするために、「大雑把に正しく」の精神を適用したものである。また、固定費とは短期的な概念であり、十分な長期をとれば固定費も変動させることができることにも注意する必要がある。

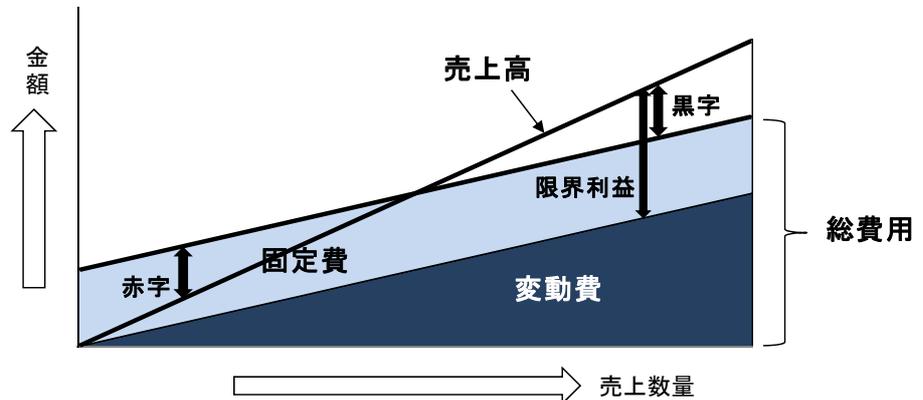
限界利益

「限界利益」とは、売上高から変動費を差し引いたものである⁴⁵。製品・原材料などの価格や生産効率性の変動がなければ変動費は売上高に比例するため限界利益率は一定になるが、実際には価格変動等のため限界利益率は一定でないことが多い。限界利益から固定費を引くと営業利益となる⁴⁶。

損益分岐点分析

損益分岐点分析は、営業利益=0（限界利益=固定費）となる売上高（損益分岐点売上高）を算出する分析手法であるが、限界利益率が一定でないで成立しないので、価格体系が変動する状況では使えない。特に大企業全体に対して損益分岐点分析が妥当するケースは稀であろう。

図表 30：変動費・固定費と利益水準



出所：みずほ証券市場情報戦略部作成

⁴⁵ 収支構造分析の用語は、財務会計ではなく管理会計に属するもので、必ずしも統一されておらず、人によって同じ用語でも違った定義で用いていることがあるので注意が必要である。例えば、「限界利益」の直訳である Marginal Profit という用語は英語では使われておらず、Contribution Profit (貢献利益) と呼ぶことが多い。日本でも「貢献利益」という用語は用いられているが、人によって「限界利益」の意味で用いたり、変動費だけでなく直接固定費まで引いた利益の意味で用いたりする。貢献利益と類似の概念で「管理可能利益」という用語もしばしば用いられるが、定義は人によって異なる。

⁴⁶ 固定費に金利費用やその他営業外損益も含めると、限界利益－固定費＝経常利益となる。

これに対して、価格増（販売価格：500 円/個→600 円/個）の場合、価格体系が変わり、限界利益率が上昇（→50%）する。この場合は、損益分岐点分析は適用できない。注目すべきは、変動費、固定費が不変⁴⁹なので、売上高の増加額（50 万円）がそのまま、限界利益の増加額、さらには営業利益の増加額と一致していることである。すなわち、売上増（+50 万円）が同じでも、営業利益の増加額は、価格要因による売上増の方が数量要因による売上増の場合よりも大きくなる。

図表 32：数量増の場合と価格増の場合の損益インパクトの違い

変動費(円/個)	300								
固定費(千円)	500								
	現状			売上20%アップ					
	5,000			数量20%増			価格20%増		
販売数(個)	5,000			6,000			5,000		
	金額 (千円)	単価 (円/個)	売上比	金額 (千円)	単価 (円/個)	売上比	金額 (千円)	単価 (円/個)	売上比
売上高	2,500	500	100%	3,000	500	100%	3,000	600	100%
変動費	1,500	300	60%	1,800	300	60%	1,500	300	50%
限界利益	1,000	200	40%	1,200	200	40%	1,500	300	50%
固定費	500	100	20%	500	83	17%	500	100	17%
利益	500	100	20%	700	117	23%	1,000	200	33%

出所：みずほ証券市場情報戦略部作成

6. 収支構造モデルの作成

変動損益計算書（限界利益分析）

「売上高－変動費＝限界利益、限界利益－固定費＝営業利益」の形に損益計算書を組み替える変動損益計算書（限界利益分析）の真の有用性は、損益分岐点分析を行うことではなく、損益に影響を及ぼす振る舞いの異なる要因ごとに区分し、分解して整理することにより、収支構造が明確に把握できることにある。売上高（できれば変動費も）を数量×単価に分解し、固定費は別途分析するなど、優れた収支構造分析に基づく損益計算書の再構成により、収支構造の見晴らしが良くなるのみならず、次章で扱う収支予測モデルのベースとなる。

V. 収支予測と投資判断

本章の目的

本章では、収支予測と投資判断・企業価値評価につき、経営者の観点から本質的な部分に絞って説明する。投資判断や企業価値評価全般については、標準的なテキストを参照されたい⁵⁰。

1. 収支予測のフレームワーク

収支予測－概説

企業はさまざまな局面で収支予測を行う必要に迫られる。例えば、経営計画や事業計画を立てる際には、主に売上高から営業利益、経常利益（最終的には当期純利益）までの収支予測が策定される。また、投資判断や M&A のためのバリュエーション、あるいは IR の観点から自社の企業価値を把握する場合には、貸借対照表項目も一部取り込んだフリーキャッシュフローまでの収支予測が必要になる⁵¹。

増減する効果を「オペレーティング・レバレッジ」と呼ぶ。

⁴⁹ 変動費額が不変なのは、製品の販売個数が変わらず、1 個当たりの変動費も不変なため。

⁵⁰ 企業価値評価の標準的なテキストとしては、マッキンゼー・アンド・カンパニー[2012]などがある。

⁵¹ 営業利益やフリーキャッシュフローを予測するためであれば、損益計算書、貸借対照表、キャ

収支予測を行う際には、対象事業の収支構造をよく分析し、バリュードライバー（＝「もうけ方」のモデル）を見極める必要がある。さらに過去の実績財務諸表を分析して財務諸表を収支予測モデルの形に再構成し、収支予測の前提条件との連続性を確認する必要がある⁵²。既に収支構造モデルを作成していれば、それがそのまま収支予測モデルのフォーマットとなる。

予測期間

予測期間は、収支予測の使用目的によって異なる。経営計画や事業計画の場合は計画期間（予算であれば1年、中期経営計画であれば3-5年）、投資判断（プロジェクト分析）であればプロジェクトライフ、企業価値評価であれば基本的には「定常状態」に達するまで（実務的には5-10年のことが多い）である。

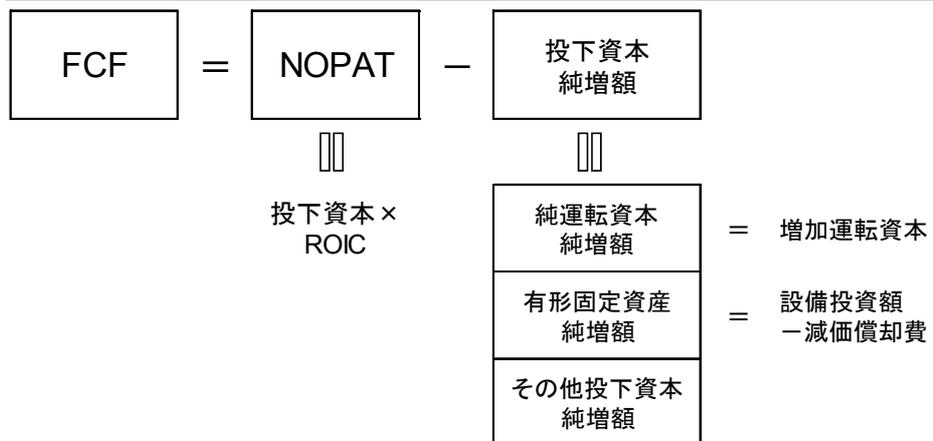
2. 投資判断・企業価値評価のフレームワーク

2-1. フリーキャッシュフローと投下資本

FCFの算出法

投資判断やバリュエーションでは、フリーキャッシュフロー（FCF）の予測が必要になる。営業利益までの収支予測からFCFを算出するには、投下資本純増額の算出が必要になる。FCFは、税引後営業利益（NOPAT⁵³）から投下資本純増額を引いたものである。一般のテキストには、「 $FCF = NOPAT + 減価償却費 - 設備投資額 - 増加運転資本$ 」と表記されていることも多いが、これは簡便式である。

図表 33：フリーキャッシュフロー



【FCFの簡便式】

$$FCF = NOPAT + 減価償却費 - 設備投資額 - 増加運転資本$$

出所：みずほ証券市場情報戦略部作成

簡便式の算出過程を確認しておこう。投下資本は、投資等や無形固定資産、その他固定負債を無視すると、純運転資本と有形固定資産の合計額である。「有形固定

ッシュフロー計算書の全項目を予測する必要はないが、資金調達面や金利控除後の当期純利益の予測、将来の財務バランスなどまで検証しようとする、財務3表の予測が必要になる。財務3表の予測については、Appendix 1 参照。

⁵² 収支予測モデルに実績値を入れて、過去の損益が（異常値を除いて）再現できるかを見る。

⁵³ Net Operating Profit After Tax

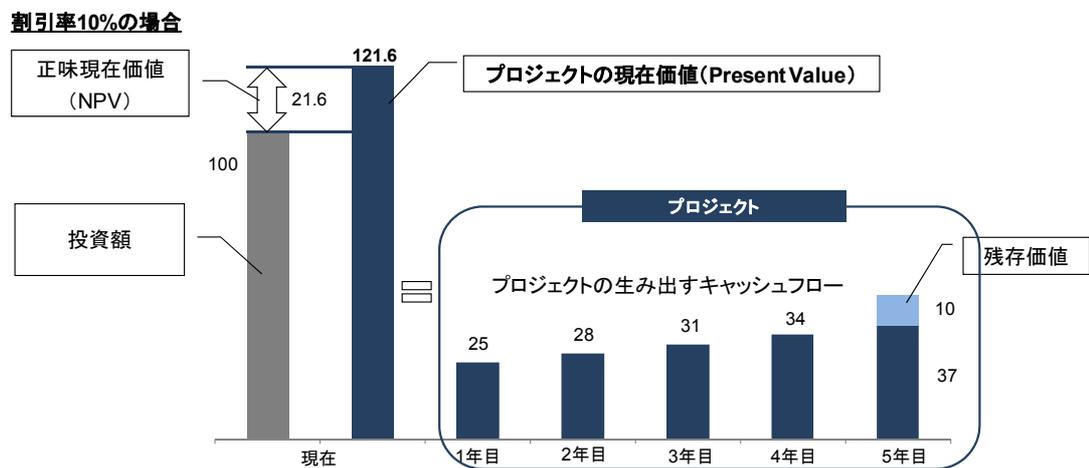
資産の増加額＝設備投資額－減価償却費」なので、「投下資本純増額＝増加運転資本＋設備投資額－減価償却費」となる。この場合、NOPAT から投下資本純増額を引けば、FCF 算出の簡便式が導出される。簡便式の算出過程から明らかなように、プロジェクトや評価対象企業・事業に関連して（非事業資産・負債として別途評価されない）投資等や無形固定資産、その他固定負債の増減がある場合には、簡便式は使えない。

2-2. 投資判断の手法：NPV 法と IRR 法

NPV 法

NPV（正味現在価値）法は、IRR（内部収益率）法と並んで標準的な投資判断の手法である。プロジェクトから生み出される将来の FCF を予測し、期待収益率を割引率としてプロジェクトの現在価値を算出する。ここから投資額を引いたものがプロジェクトの NPV である。投資判断としては、NPV>0 であれば、期待収益率（割引率）以上のリターンが見込めるので、投資は価値を生み出すと判断する⁵⁴。

図表 34：NPV 法



	1年目	2年目	3年目	4年目	5年目	合計
キャッシュフロー	25.0	28.0	31.0	34.0	37.0	
残存価値					10.0	
合計	25.0	28.0	31.0	34.0	47.0	
割引ファクター	$\frac{1}{(1+0.1)^1}$	$\frac{1}{(1+0.1)^2}$	$\frac{1}{(1+0.1)^3}$	$\frac{1}{(1+0.1)^4}$	$\frac{1}{(1+0.1)^5}$	
現在価値	22.7	23.1	23.3	23.2	29.2	121.6

出所：みずほ証券市場情報戦略部作成

IRR 法

IRR 法は、NPV がゼロとなるような割引率＝IRR（内部収益率）を求める手法である。一般に割引率が高く（低く）なるほどプロジェクトの現在価値は小さく（大きく）なり NPV は低下（上昇）するので、NPV がゼロとなるような割引率＝IRR を求めることができる。投資判断としては、IRR が期待収益率を上回っていれば投資は価値を生み出すと判断する。通常は、NPV 法による投資判断と IRR 法によ

⁵⁴ もちろん、投資判断は経済性だけで行うものではないが、逆に経済性を満たさない投資は原則として行うべきではない。

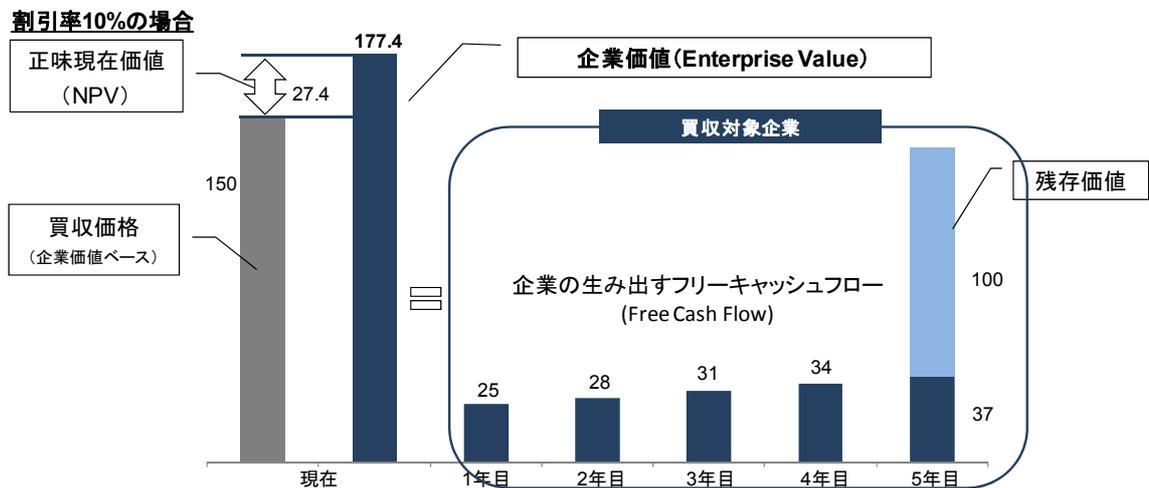
る投資判断は一致する。実務的には、FCF までを算出すれば、NPV も IRR も簡単に算出できるので、両方を併用することが一般的である⁵⁵。

2-3. 企業価値評価の手法：DCF 法

DCF 法と NPV 法の関係

投資評価における NPV 法と、企業価値評価で用いられる DCF 法は、本質的には同じものである。DCF 法においては、評価対象企業の将来の FCF を予測し、それを期待収益率（通常は加重平均資本コスト）で割り引いて現在価値を算出し、若干の調整を加味して評価対象企業の「企業価値（Enterprise Value）」を算出する。NPV 法における NPV は、プロジェクトの現在価値と投資額の差額であるが、企業買収の場合には投資額に該当する買収価格⁵⁶が事前（相手方との交渉前）にはわからないため、プロジェクトの現在価値に相当する企業価値だけを算出するのである。この場合、買収価格を企業価値以下に抑えれば、NPV はプラスになる。

図表 35：DCF 法



	1年目	2年目	3年目	4年目	5年目	合計
キャッシュフロー	25.0	28.0	31.0	34.0	37.0	
残存価値					100.0	
合計	25.0	28.0	31.0	34.0	137.0	
割引ファクター	$\frac{1}{(1+0.1)^1}$	$\frac{1}{(1+0.1)^2}$	$\frac{1}{(1+0.1)^3}$	$\frac{1}{(1+0.1)^4}$	$\frac{1}{(1+0.1)^5}$	
現在価値	22.7	23.1	23.3	23.2	85.1	177.4

出所：みずほ証券市場情報戦略部作成

残存価値のウェイトの違い

プロジェクト評価と企業価値評価における大きな違いは、残存価値の比重の違いである。プロジェクト評価の場合は、プロジェクトライフ最終期までの FCF を予測すれば、残存価値は非常に小さくなる。これに対してプロジェクトの束であり

⁵⁵ 巨額の追加投資があり途中で FCF が大きくマイナスになるような場合に、IRR の実数解が複数出ることがあるが、実際にはあまり遭遇しないケースである。また、排他的プロジェクトの選択で NPV 法を IRR 法に優先すべきとの説明もなされるが、あまり実務的な議論ではない。

⁵⁶ 企業価値と比較するため、ここでの「買収価格」には、デットの引き継ぎ分も含む。

常に新規投資を続けていく Going Concern 企業の企業価値評価では、「プロジェクトライフ最終期」という概念がないため、通常 5 年程度の収支予測を行い、それ以降の FCF の価値は簡便にまとめて「残存価値」として算出する。このため、残存価値は非常に大きくなる。

事業価値、企業価値、株主価値

なお、実際の DCF 評価を行う際には、保有有価証券や遊休不動産など、本業の FCF に反映されない非事業性の資産・負債もあるので、本業の FCF の現在価値（本稿では「事業価値」と呼ぶ）に非事業資産・負債の価値を加えたものが「企業価値」となる。ここから純有利子負債価値を引いたものが「株主価値」である。

3. 設例：プロジェクト収支予測と投資判断

3-1. プロジェクト収支予測

大型洋紙プロジェクト

本章では、年産能力 35 万トンの大型洋紙工場を建設する架空のプロジェクトについて分析する。本節ではまずプロジェクトの収支予測を行う。本プロジェクトの設備投資額は 600 億円（簡便化のため追加投資はゼロ）、減価償却は 12 年定額（残存価値ゼロ）で行うものとする、毎年の減価償却費は 50 億円である（図表 36）。

図表 36：設備投資額と減価償却費

設備投資額	60,000	百万円（追加投資なし）						
減価償却	12	年定額（残存価値ゼロ）						
		Y0	Y1	Y2	Y3	Y4	Y11	Y12
減価償却費	(百万円)		5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000
設備投資残高	(百万円)	60,000	55,000	50,000	45,000	40,000	5,000	0

出所：みずほ証券市場情報戦略部作成

売上計画

次に売上高の予測を行う。製造業で製品を販売するためには、まず生産しなければならない。大型新工場の場合、販売量の制約や初期の生産トラブル等から初年度から稼働率 100%を達成することは難しいことも多い。ここでは、稼働率は初年度 60%、2 年目 80%、3 年目以降は 100%と想定する。また、簡便化のため、売上・費用計画は在庫変動を無視して、生産量＝販売量とする。販売単価をキロ当たり 100 円で横ばいと仮定すると、売上計画は図表 37 のようになる。

図表 37：売上計画

生産能力	350	千トン/年						
		Y0	Y1	Y2	Y3	Y4	Y11	Y12
稼働率(注1)			60%	80%	100%	100%	100%	100%
生産量＝販売量(注2)	(千トン)		210	280	350	350	350	350
販売単価	(円/kg)		100	100	100	100	100	100
売上高	(百万円)		21,000	28,000	35,000	35,000	35,000	35,000

(注1) 初年度も期首から稼働しているものとする(期中稼働であれば、PL上固定費は稼働開始後の費用のみが計上される)。
 (注2) 実際には在庫積上げ期には生産量>販売量となる(生産コストも若干変わる)が、本設例では簡便化のため捨象する。

出所：みずほ証券市場情報戦略部作成

費用計画

次にコスト予測を行う。コストについては、変動費と固定費で予測のしかたが異なる。変動費は売上（特に売上数量）に連動するので、製品 1 単位（洋紙 1kg）当たりのコスト（「原単価」）を算出する。特に主要原材料等については、「原単位」（製品 1 単位当たりの主要原材料等の消費量）と「単価」（主要原材料等の単価）

に分けて予測する。ここでは、主要原料のチップについて、原単位は 2kg/kg（洋紙 1kg を生産するのにチップを 2kg 消費）、チップの単価は 18 円/kg とする。したがって、チップの原単価は 36 円/kg（洋紙 1kg 当たりチップ費 36 円/kg）である。

変動費目の各々の原単価に製品の生産数量を掛けると、変動費の各々の費目のコスト金額が算出される。なお、本ケースでは生産数量＝販売数量と仮定するが、そうでないと在庫調整が発生する。

固定費は売上と直接の連動関係がないので、実額（総額）で予測する。なお、投資判断の場合の固定費は「増分コスト」であり、追加的に必要となる費用のみを計上する。但し、各部門の業績評価等においては、既存の固定費（共通費等）も配賦して評価されるので、投資判断と業績評価は分けて考える必要がある。

図表 38：費用計画

変動費（製品1kg当たり）				固定費（総額）：設備投資に伴い追加的に必要になる分 （百万円）	
	製品単位（1kg）当たり				
	原単位 （kg/kg）	単価 （円/kg）	原単価 （円/kg）	売上原価	
売上原価			46	10,500	
チップ	2.0	18	36	キャッシュ固定費	5,500
その他原材料			10	労務費	1,500 横這い
販売管理費			10	委託作業費	1,300 横這い
運賃			6	修繕費	1,200 横這い
販売諸掛等			4	その他経費	1,500 横這い
変動費計			56	減価償却費	5,000 定額法
				販売管理費	0 本社費等の追加分はゼロとする
				キャッシュ固定費	0
				人件費	0
				研究開発費	0
				その他	0
				減価償却費	0
				固定費計	10,500

出所：みずほ証券市場情報戦略部作成

稼働率と製品コストの関係

製造コストに関連して、稼働率と製品コストの関係について説明する。一般に、固定費負担が大きいプロジェクトの場合、稼働率が高いほど、固定費がより多くの製品に配賦されるため、製品 1 単位当たりの総コストが安くなる。

図表 39：稼働率と製品コストの関係

	総額 （百万円）	製品単位（1個）当たり			稼働率					
		原単位 （kg/kg）	単価 （円/kg）	原単価 （円/kg）	60%		80%		100%	
					総額 （百万円）	原単価 （円/kg）	総額 （百万円）	原単価 （円/kg）	総額 （百万円）	原単価 （円/kg）
生産＝販売量（千トン）					210		280		350	
変動費				56.0	11,760	56.0	15,680	56.0	19,600	56.0
チップ		2.0	18	36.0	7,560	36.0	10,080	36.0	12,600	36.0
その他原材料				10.0	2,100	10.0	2,800	10.0	3,500	10.0
運賃				6.0	1,260	6.0	1,680	6.0	2,100	6.0
販売諸掛等				4.0	840	4.0	1,120	4.0	1,400	4.0
固定費	10,500				10,500	50.0	10,500	37.5	10,500	30.0
労務費	1,500				1,500	7.1	1,500	5.4	1,500	4.3
委託作業費	1,300				1,300	6.2	1,300	4.6	1,300	3.7
修繕費	1,200				1,200	5.7	1,200	4.3	1,200	3.4
その他経費	1,500				1,500	7.1	1,500	5.4	1,500	4.3
減価償却費	5,000				5,000	23.8	5,000	17.9	5,000	14.3
総コスト					22,260	106.0	26,180	93.5	30,100	86.0

※総コストは金利を含まないベース

出所：みずほ証券市場情報戦略部作成

図表 39 に示されているように、本ケースでは、洋紙 1kg 当たりの変動費は稼働率に関わりなく一定 (56 円/kg) だが、洋紙 1kg 当たりの固定費は稼働率が上がるほど低下する (稼働率 60% : 50 円/kg→稼働率 100% : 30 円/kg)。したがって、洋紙 1kg 当たりの総コストも稼働率が上がるほど低下する (稼働率 60% : 106 円/kg→稼働率 100% : 86 円/kg)。販売価格が 100 円/kg なので、稼働率 60%では営業利益段階で赤字である。(なお、営業利益がゼロになる稼働率は 68%である。)

損益計画

以上の売上予測 (売上計画) とコスト予測 (費用計画) を合わせて収支予測 (損益計画) を作成する。

図表 40 : 損益計画

	Y0	Y1	Y2	Y3	Y4	(百万円)	
						Y11	Y12
売上高		21,000	28,000	35,000	35,000	35,000	35,000
変動費		11,760	15,680	19,600	19,600	19,600	19,600
チップ		7,560	10,080	12,600	12,600	12,600	12,600
その他原材料		2,100	2,800	3,500	3,500	3,500	3,500
運賃		1,260	1,680	2,100	2,100	2,100	2,100
販売諸掛等		840	1,120	1,400	1,400	1,400	1,400
限界利益 (限界利益率)		9,240 44.0%	12,320 44.0%	15,400 44.0%	15,400 44.0%	15,400 44.0%	15,400 44.0%
固定費		10,500	10,500	10,500	10,500	10,500	10,500
労務費		1,500	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500
委託作業費		1,300	1,300	1,300	1,300	1,300	1,300
修繕費		1,200	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200
その他経費		1,500	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500
減価償却費		5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000
営業利益 (営業利益率)		(1,260) -6.0%	1,820 6.5%	4,900 14.0%	4,900 14.0%	4,900 14.0%	4,900 14.0%

出所：みずほ証券市場情報戦略部作成

本ケースでは簡便化のため販売単価等の価格体系を一定としているので、限界利益率は一定 (44%) である。図表 39 から明らかなように、固定費負担が重い業界では、稼働率が損益に大きくはねかえってくる。但し、各社が稼働率を高めようとして乱売合戦になると、市況が悪化 (販売価格が下落) して、かえって利益が減少しかねないことには注意が必要である。

3-2. 投資判断

NPV 法と IRR 法

それでは、このような損益計画の本プロジェクトは採算が取れるだろうか。そのような投資判断の手法として、本節では NPV 法および IRR 法を用いて検討する。NPV 法/IRR 法による検討を行うには、FCF の予測が必要である。FCF は税引後営業利益 (NOPAT) から投下資本純増額を引いたものである。損益計画では営業利益までが予測済みであるので、税率が分かれば NOPAT も算出できる。

投下資本純増額については、本ケースでは有形固定資産と運転資本の増減しかないものとするので簡便式が使える。その場合、既に設備投資額 (追加投資はゼロ) と減価償却費 (毎年 50 億円) は計算済みであるので、あと必要なのは増加運転資本のみである。

増加運転資本の一般的な予測方法は、過去の同種事業の実績値等を参考に、売上債権、棚卸資産、買入債務、その他流動資産・負債の標準的な回転期間を設定し、売上 (月商) に回転期間を掛けて期末の純運転資本残高を算出し、前期末の純運

転資本残高と比べて、今期の増加運転資本額を算出するというものである⁵⁷。

図表 41：運転資本

		(百万円)						
(月商比:カ月)		Y0	Y1	Y2	Y3	Y4	Y11	Y12
月商(注)			1,750	2,333	2,917	2,917	2,917	2,917
期末純運転資本		2.5	0	4,375	5,833	7,292	7,292	7,292
	売上債権	3.0	0	5,250	7,000	8,750	8,750	8,750
	棚卸資産	1.0	0	1,750	2,333	2,917	2,917	2,917
	買入債務	1.5	0	2,625	3,500	4,375	4,375	4,375
	その他	0.0	0	0	0	0	0	0
増加運転資本(前期末比)			4,375	1,458	1,458	0	0	0

(注)実際には第1、2期は稼働率上昇に伴い月商は年間で増加していくので、期末付近の月商は年間売上+12よりも多くなる。

出所：みずほ証券市場情報戦略部作成

以上のデータがそろると、簡便式に従って各年の FCF が算出される⁵⁸。

図表 42：フリーキャッシュフロー

		(百万円)						
		Y0	Y1	Y2	Y3	Y4	Y11	Y12
営業利益			(1,260)	1,820	4,900	4,900	4,900	4,900
税金			378	(546)	(1,470)	(1,470)	(1,470)	(1,470)
	税率	30%						
税引後営業利益			(882)	1,274	3,430	3,430	3,430	3,430
+) 減価償却費			5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000
-) 設備投資額		(60,000)	0	0	0	0	0	0
-) 増加運転資本			(4,375)	(1,458)	(1,458)	0	0	0
フリーキャッシュフロー		(60,000)	(257)	4,816	6,972	8,430	8,430	8,430

出所：みずほ証券市場情報戦略部作成

本ケースのプロジェクトライフは 12 年であるが、最終期 (12 年目末) の残存価値も FCF に加える必要がある。一般に、設備投資計画の場合は、設備の経済的な耐用年数⁵⁹いっぱいまで予測するので、設備の残存価値はほとんどない。本ケースでは、設備のスクラップ価格と撤去費用等が相殺されるものとして、設備の残存価値をゼロとする。そうすると残存価値で残るのは、最終期末の運転資本残高 (73 億円) だけである。

こうして算出された FCF と残存価値を基に NPV を算出する。FCF+残存価値の割引現在価値合計額と初期投資額 (600 億円) の差額が、本プロジェクトの NPV である。ここで使用される割引率 (資本コスト) は、通常コーポレートが加重平均資本コスト等を参照して設定するので、事業部にとっては所与である。また、同じ FCF と初期投資額、残存価値を使い、エクセル関数で簡単に IRR も算出できる。

本プロジェクトは、NPV>0 (IRR>資本コスト) であるから、経済性の条件は満たしている。もちろん設備投資の意思決定は経済性判断だけで行われるわけではないが、経済性の条件を満たすことは、投資実行の必要条件である。経済性の条件を満たさない投資の実行は、DCF 価値としての企業価値を低下させる。

⁵⁷ なお、大型プロジェクトでは、立ち上がりの運転資金需要も含めて投資額 (プロジェクト総額) を計算することが一般的である。その場合、増加運転資本は立ち上がり以降の分のみを考慮する。

⁵⁸ 本ケースは簡便式によったが、運転資本と有形固定資産以外の投下資本の増減がある場合には、それも加減して FCF を算出する。

⁵⁹ 本ケースでは、簡便化のため、設備の経済的な耐用年数=会計上の耐用年数=税務上の耐用年数 (=12 年) とした。実際にはこれらは必ずしも一致しない。

図表 43 : NPV

	Y0	Y1	Y2	Y3	Y4	(百万円)	
						Y11	Y12
フリーキャッシュフロー	(60,000)	(257)	4,816	6,972	8,430	8,430	8,430
残存価値							7,292
キャッシュフロー合計	(60,000)	(257)	4,816	6,972	8,430	8,430	15,722

参考: IRR **6.4%** (Y0からY12のキャッシュフロー合計をエクセルの=irr関数に入れると計算される)

資本コスト(割引率): とすると...

割引ファクター(注)	1.05 ¹ =	1.05 ² =	1.05 ³ =	1.05 ⁴ =	1.05 ¹¹ =	1.05 ¹² =
	1.0500	1.1025	1.1576	1.2155	1.7103	1.7959
割引後キャッシュフロー(現在価値)	(245)	4,368	6,022	6,935	4,929	8,754

割引後キャッシュフロー(現在価値)合計	65,966	(Y1からY12の割引後キャッシュフローの合計値)
設備投資額	(60,000)	(Y0のキャッシュフロー)
NPV	5,966	

出所: みずほ証券市場情報戦略部作成

回収期間法、会計利益法

なお、日本の実務では伝統的には回収期間法や会計利益法の方が投資判断の主流であったので、簡単に説明する。

回収期間法は、投資額を何年で回収できるかによる投資判断手法である。例えば、合理化投資の場合で、投資額が1億8000万円、毎年の(税引後の)コスト削減額が3000万円とすると、回収期間は6年となる。これがハードル年数(経済的耐用年数を勘案して設定)より短ければ「合格」となる。回収期間法は理論的な難点にも関わらず実務上広く使用されているが、NPV法/IRR法と合わせて判断することが望ましい。回収期間法に加え、初期コストの高いプロジェクト(大型設備投資等)では、「黒転時期」(単年度での黒字転換が何年目か)や「累積(繰欠)解消時期」(累積利益が何年でプラスに転じるか)も、実務上参照される。

会計利益法で用いられる典型的な指標は「投資利益率(ROI)」(年間増分利益額/投資額)である。大型投資の場合には、更に全社の1株当たり当期純利益(EPS)への影響も考慮されることがある。

4. 設例: 企業価値評価

4-1. 企業・事業部門の収支予測

収支予測

次に本節では、企業価値評価(バリュエーション)の設例につき説明する。まず企業の収支予測を行う。

事業構造の単純な中堅企業や大企業の事業部門の収支予測では、収支構造分析に基づき、売上高だけでなく、コストもできるだけ分解(変動費・固定費、数量×単価等)して分析する。

図表44は簡便な収支予測イメージであるが、前章の大型洋紙プロジェクトの収支予測の場合と異なり、価格体系が一定ではない。第3期に販売単価が5%下落(100円/個→95円/個)したため、限界利益率は40.0%から36.8%に下落し、固定費の効果もあり営業利益率は6.6%から2.7%に低下している。一般に、売上高の増減が数量要因(数量の増減)による場合よりも、価格要因(価格の増減)による場合の方が、営業利益への影響が大きくなる。

図表 44：収支予測

・単一製品製造、在庫なし、仕入製品なしのケース

(百万円)

	Y1	Y2	Y3	Y4	Y5
売上高	30,000	31,500	31,421	32,992	34,642
数量(百万個)	300	315	331	347	365
単価(円/個)	100	100	95	95	95
変動費	18,000	18,900	19,845	20,837	21,879
原材料費	15,000	15,750	16,538	17,364	18,233
物流費等	3,000	3,150	3,308	3,473	3,647
限界利益 (限界利益率)	12,000 40.0%	12,600 40.0%	11,576 36.8%	12,155 36.8%	12,763 36.8%
固定費	10,500	10,510	10,721	10,732	10,744
人件費・労務費	6,000	6,060	6,121	6,182	6,244
減価償却費	1,500	1,450	1,600	1,550	1,500
その他経費等	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000
営業利益 (営業利益率)	1,500 5.0%	2,090 6.6%	856 2.7%	1,423 4.3%	2,019 5.8%
EBITDA(=営業利益+減価償却費[簡易ベース]) (EBITDAマージン)	3,000 10.0%	3,540 11.2%	2,456 7.8%	2,973 9.0%	3,519 10.2%

出所：みずほ証券市場情報戦略部作成

大企業の全社収支予測

経営目線から大企業の全社収支予測を立てる際には、部門ごとの詳細な予測の足し合わせによる「ホッチキス計画」ではなく、業界環境と自社の対応を踏まえた大局観のある予測を行うことが重要である。そのためには、影響の大きいバリュードライバーに焦点を合わせて、後は大胆に簡略化する。

多角化した大企業の場合、全社ベースの変動費・固定費分解等はあまり意味がなく、売上げを分解（部門別、数量×単価等）して分析したら、あとは粗利率（売上総利益率）、販売管理費率等をドライバーとすることが多い。そのような収支予測は、売上に応じて固定費もコントロールする経営姿勢が前提となっている。

4-2. 企業価値評価

DCF 法

それでは図表 44 の収支予測を前提に、DCF 法による企業価値評価を行ってみよう。図表 44 ですでに営業利益まで予測されているので、後は投下資本純増額を予測すれば FCF が算出できる。本ケースでも有形固定資産と運転資本以外の投下資本は変動しない（あるいは非事業資産・負債として別途評価する）ものとする。したがって、簡便式が使える。

まず有形固定資産関係では、設備投資額と減価償却費を予測する。また運転資本関係では前章と同様に標準的な回転期間を設定して増加運転資本を予測する。これで FCF が予測できる（図表 45）。

残存価値の算出方法

企業価値評価の場合には、残存価値のウェイトが非常に大きくなる。残存価値の算出方法については、代表的なものとして「永久還元法」と「マルチプル法」があるが、ここでは永久還元法を用いた簡便な評価法を紹介する。永久還元法の一般的な公式は図表 46 の【参考】に示した通りであるが、追加投資のリターンが資本コストと同じであれば、（追加投資分の NPV=0 なので）実は永久成長率の高低は残存価値に影響しない⁶⁰。そこで永久成長率をゼロとおくと、（投下資本の増減

⁶⁰ 図表 46【参考】の公式はよく使われるものだが、分子の FCF と分母の永久成長率が相関していることがしばしば見落とされている。一般に永久成長率が高いほど追加資金需要も多くなるので、分子の FCF は小さくなる。特に、追加投資のリターン（ROIC）が資本コスト（WACC）を下回ると、永久成

もゼロと考えられるので) 残存価値は「NOPAT/資本コスト」となる。

図表 45：フリーキャッシュフロー

設備投資・減価償却費						(百万円)
	Y1	Y2	Y3	Y4	Y5	
設備投資額	1,200	1,800	1,600	1,500	1,400	
減価償却費	1,500	1,450	1,600	1,550	1,500	

運転資本

運転資本								(百万円)
	回転期間 (カ月)	Y0	Y1	Y2	Y3	Y4	Y5	
月商		2,400	2,500	2,625	2,618	2,749	2,887	
期末純運転資本		6,000	6,250	6,563	6,546	6,873	7,217	
売上債権	3.0	7,200	7,500	7,875	7,855	8,248	8,660	
棚卸資産	1.5	3,600	3,750	3,938	3,928	4,124	4,330	
買入債務	2.0	4,800	5,000	5,250	5,237	5,499	5,774	
その他	0.0	0	0	0	0	0	0	
増加運転資本(前期末比)			250	313	(16)	327	344	

フリーキャッシュフロー

フリーキャッシュフロー							(百万円)
	Y0	Y1	Y2	Y3	Y4	Y5	
営業利益		1,500	2,090	856	1,423	2,019	
税金		(450)	(627)	(257)	(427)	(606)	
税率	30%						
税引後営業利益		1,050	1,463	599	996	1,413	
+) 減価償却費		1,500	1,450	1,600	1,550	1,500	
(-) 設備投資額		(1,200)	(1,800)	(1,600)	(1,500)	(1,400)	
(-) 増加運転資本		(250)	(313)	16	(327)	(344)	
フリーキャッシュフロー		1,100	801	615	719	1,170	

出所：みずほ証券市場情報戦略部作成

図表 46：残存価値

永久還元法による

永久成長率 の場合の公式

$$\text{残存価値(注)} = \frac{\text{最終期の税引後営業利益}}{\text{資本コスト}}$$

(注)最終期時点での価値

最終期の税引後営業利益	1,413
資本コスト(仮定)	5.0%
↓	
残存価値	28,269

【参考】永久還元法の一般的な公式

$$\text{残存価値(注1)} = \frac{\text{最終期の翌期のフリーキャッシュフロー(注2)}}{\text{資本コスト} - \text{永久成長率}}$$

(注1)最終期時点での価値

(注2)永久成長率が高いほど、追加投資も大きくなるのでFCFが小さくなる

出所：みずほ証券市場情報戦略部作成

企業価値、株主価値の算出

こうして算出された FCF と残存価値を資本コストで現在価値に割り引いて合計すると、事業の生み出すキャッシュフローの価値である「事業価値」⁶¹が算出される。事業価値に (FCF に反映されていない) 非事業資産・負債の価値を加えたものが「企業価値」である。企業価値から純有利子負債の価値を控除すると「株主価値」が算出され、株主価値を (自社株を除く) 発行済株式総数で割ると理論株価が算出される (図表 47)。

長率が高いほど (すなわち、価値破壊的投資をより行うほど) 企業価値は低下する。

⁶¹ 本稿での呼び方。必ずしも一般的な名称ではない。

図表 47：事業価値、企業価値、株主価値

事業価値						(百万円)
	Y1	Y2	Y3	Y4	Y5	
フリーキャッシュフロー	1,100	801	615	719	1,170	
残存価値					28,269	
キャッシュフロー合計	1,100	801	615	719	29,438	

資本コスト(割引率): 5.0% とすると...

割引ファクター(注)	$1.05^1=$	$1.05^2=$	$1.05^3=$	$1.05^4=$	$1.05^5=$
	1.0500	1.1025	1.1576	1.2155	1.2763

割引後キャッシュフロー(現在価値)	1,048	726	532	592	23,066
割引後キャッシュフロー(現在価値)合計	25,963 (Y1からY5の割引後キャッシュフローの合計値)				

事業価値	25,963			
+)非事業資産の価値	3,000	有価証券		
企業価値	28,963			

企業価値	28,963				
-)純有利子負債	8,000	借入金	10,000	-	現預金
株主価値	20,963				

株主価値	20,963	百万円
÷)発行済株数	153	百万株
理論株価	137	円/株

出所：みずほ証券市場情報戦略部作成

以上

【参考資料・文献】

1. Lambert, Richard [2012], Financial Literacy for Managers: Finance and Accounting for Better Decision-Making (Wharton Digital Press)
2. 伊丹敬之＝青木康晴[2016], 『現場が動き出す会計』 日本経済新聞出版社
3. 大津広一[2014], 『ビジネススクールで身につける会計力と戦略思考力 ビジネスモデル編』 日経ビジネス人文庫
4. 桜井久勝[2012], 『財務諸表分析 第5版』 中央経済社
5. ジェニーン, ハロルド＝A. モスコウ[2004] (田中融二訳), 『プロフェッショナルマネジャー』 プレジデント社
6. マッキンゼー・アンド・カンパニー[2012], 『企業価値評価 第5版【上】』 ダイヤモンド社

Appendix 1. 財務 3 表の関係と収支予測

1. 財務 3 表の関係と収支予測

財務 3 表と収支予測

損益計算書、貸借対照表、キャッシュフロー計算書の 3 表は独立ではなく、基本的には、損益計算書と貸借対照表があれば、そこからキャッシュフロー計算書が作成できる。実際の実績ベースの財務諸表では、時価評価や為替変動、買収、その他の要因等により、損益計算書と貸借対照表からキャッシュフロー計算書を正確に作ることはできないが、予測ベースでは、そのような要因を無視できるので⁶²、損益計算書と貸借対照表の予測からキャッシュフロー計算書を予測することができる。実務上の収支予測もそのような形で行われており、財務 3 表の関係を理解することは、バリュエーションや事業計画作成を行ううえで極めて重要である。

以下、設例に基づき、損益計算書の予測が与えられている場合の貸借対照表とキャッシュフロー計算書の予測方法の概要を示す⁶³。

2. 貸借対照表の予測

貸借対照表予測のやり方

期首（＝前期末）の貸借対照表と今期の損益計算書の予測が与えられた時に、今期末の貸借対照表はどうやって予測するのだろうか。

図表 48：期首貸借対照表と今期の損益計算書

貸借対照表		損益計算書	
(億円)		(億円)	
	2015/3期		2016/3期
資産合計	1,900	売上高	2,000
現預金	100	売上原価	(1,400)
流動資産(除く現預金)	600	売上総利益	600
売上債権	400	販売管理費	(380)
棚卸資産	200	営業利益	220
その他流動資産	0	営業外損益	(20)
固定資産	1,200	支払利息	(20)
有形固定資産	1,000	その他営業外損益	0
償却資産	800	経常利益	200
土地	200	特別損益	0
無形固定資産	0	税引前利益	200
投資等	200	法人税等	(60)
負債合計	1,300	当期純利益	140
流動負債(除く借入金)	300	(配当)	(40)
買入債務	300		
その他流動負債	0		
固定負債	200		
借入金(短期・長期)	800		
純資産合計	600		
負債純資産合計	1,900		

出所：みずほ証券市場情報戦略部作成

⁶² 予測ベースでは、特殊要因の期待値はゼロで、クリーンサープラス関係が成り立っているものと仮定することができる。

⁶³ 実際には損益計算書の予測も貸借対照表と独立して行われるわけではない。例えば既に説明したように、支払利息・受取利息は貸借対照表上の有利子負債や現預金の残高と連関して変動し、それが法人税等、さらには当期純利益の額も変動させる。他方で、有利子負債や現預金の残高もキャッシュフロー計算書を通じて損益計算書上の利益の影響を受けるので、実際の収支モデルでは循環計算が発生する。他にも、減価償却費は貸借対照表上の有形固定資産中の償却資産と連関するし、売上原価も棚卸資産の増減や評価方法の影響を受ける。本稿では説明の簡便化のため、それらの要因は捨象する。

まず、貸借対照表のうち、損益計算書と独立に決まる部分を予測する。運転資本（現預金を除く流動資産、有利子負債を除く流動負債）については、売上債権、棚卸資産、買入債務、その他流動資産・負債など項目ごとに、月商（ないし月平均仕入高等）の〇か月分といった形で、期末残高を予測する。

有形固定資産のうち償却資産⁶⁴については、以下の算式により期末残高を予測する。

$$\text{期首残高} + \text{設備投資額} - \text{減価償却費} = \text{期末残高}$$

無形固定資産についても、以下の算式により期末残高を予測する。

$$\text{期首残高} + \text{当期取得額} - \text{償却費} = \text{期末残高}$$

土地や投資等については、当期の取得額、処分額等より期末残高を予測する。なお、予測なので通常は時価評価や減損等は捨象する。

純資産については、以下の算式による。予測なので「その他包括利益」の変動は捨象する。また本章の説明上は、増資等は行われぬものとする。

$$\text{期首残高} + \text{当期純利益} - \text{配当} \cdot \text{自己株式取得} = \text{期末残高}$$

こうやって期末の貸借対照表を予測すると、埋められないのは期末の有利子負債と現預金の残高のみである。これはキャッシュフロー表から算出される。

図表 49：貸借対照表の変化

前期 (2015/3期)		変化		当期 (2016/3期)	
貸借対照表					
	(億円)				(億円)
資産合計	1,900			資産合計	2,400
現預金	100	CF表より: 現預金100減少		現預金	0
流動資産(除く現預金)	600	売上債権が100増加 棚卸資産が300増加		流動資産(除く現預金)	1,000
売上債権	400			売上債権	500
棚卸資産	200			棚卸資産	500
その他流動資産	0			その他流動資産	0
固定資産	1,200	設備投資300、減価償却費(100)		固定資産	1,400
有形固定資産	1,000			有形固定資産	1,200
償却資産	800			償却資産	1,000
土地	200			土地	200
無形固定資産	0			無形固定資産	0
投資等	200			投資等	200
負債合計	1,300			負債合計	1,700
流動負債(除く借入金)	300	買入債務が100増加		流動負債(除く借入金)	400
買入債務	300			買入債務	400
その他流動負債	0			その他流動負債	0
固定負債	200			固定負債	200
借入金(短期・長期)	800	CF表より: 追加借入300		借入金(短期・長期)	1,100
純資産合計	600	当期純利益140、配当(40)		純資産合計	700
負債純資産合計	1,900			負債純資産合計	2,400

出所：みずほ証券市場情報戦略部作成

⁶⁴ 「償却資産」とは減価償却を行う（有形）固定資産のこと。通常は、土地以外のすべて（建物、機械装置等）を指す。なお、「建設仮勘定」は、建設中でまだ稼働していない建物、機械装置等であり、減価償却を行わないが、完成すると建物、機械装置等に振り替えられて減価償却を開始するので、ここでは簡便に「償却資産」に含める。

キャッシュフロー計算書予測のやり方

3. キャッシュフロー計算書の予測

以上の損益計算書、貸借対照表の情報を基にキャッシュフロー計算書を作成し、有利子負債と現預金の期末残高を決定する。これまでの情報から、図表 50 の営業キャッシュフローと投資キャッシュフローは埋めることができる。この両者のキャッシュフロー尻の合計が「会計上のフリーキャッシュフロー」である⁶⁵。

本設例では、営業キャッシュフローと投資キャッシュフローを合算して 360 億円の資金不足であり、それに加えて配当資金 40 億円も必要になるので、合計 400 億円の資金が必要になる。この資金調達には、追加借入、手元現預金の取崩し、もしくはその組合せという手段がある⁶⁶。

すなわち、キャッシュフロー計算書を作成して分かるのは「純有利子負債」(＝有利子負債－現預金)の増減額までであり、その後は、追加借入額ないし手元現預金取崩額のどちらかを決定すると、他方が決定される。

本設例では、手元現預金 100 億円を全額取り崩し⁶⁷、不足分 300 億円は追加借入を行うことにする。ここから、貸借対照表で空欄となっていた期末現預金残高と期末有利子負債残高を決定することができる。

図表 50 : キャッシュフロー計算書 (今期)

(億円)	
2016/3期	
営業キャッシュフロー	(60)
当期純利益	140
減価償却費	100
運転資本(増)減	(300)
売上債権(増)減	(100)
棚卸資産(増)減	(300)
買入債務増(減)	100
その他流動資産・負債	0
投資キャッシュフロー	(300)
設備投資	(300)
(会計上のフリーキャッシュフロー)	(360)
財務キャッシュフロー	260
借入金増(減)	300
配当	(40)
合計	(100)
現預金増(減)	(100)

出所：みずほ証券市場情報戦略部作成

実際には循環計算が発生

実際には、すでに説明したように、損益計算書において、営業外損益中の支払利息額、受取利息額や、売上原価・販売管理費中の減価償却費を決定するためには、期末の有利子負債、現預金の残高や今期の設備投資額等を知る必要があるため、標準的なモデルでは財務 3 表の間で循環計算が発生するが、本稿の簡便な説明によっても、財務 3 表予測の大略は理解できるであろう。

以上

⁶⁵ DCF 評価上のフリーキャッシュフローとの違いは、DCF では営業キャッシュフロー中の「当期純利益」の代わりに「税引後営業利益」を使用しており、したがって税引後金利の分だけ DCF 評価上のフリーキャッシュフローの方が大きくなる。

⁶⁶ 他に増資という選択肢もある。

⁶⁷ 現実には手元現預金をゼロにすることはできない。

Appendix 2. 良品計画連続財務諸表

連続損益計算書

図表 51：良品計画・連続連結損益計算書

	2011/2期		2012/2期		2013/2期		2014/2期		2015/2期	
	金額 (百万円)	売上高比 (%)								
売上高	169,748	100.0%	178,185	100.0%	188,350	100.0%	220,620	100.0%	260,254	100.0%
売上原価	92,477	54.5%	96,589	54.2%	100,974	53.6%	118,955	53.9%	137,423	52.8%
売上総利益	77,271	45.5%	81,596	45.8%	87,376	46.4%	101,665	46.1%	122,831	47.2%
販売費及び一般管理費	63,371	37.3%	66,158	37.1%	69,025	36.6%	80,749	36.6%	98,985	38.0%
広告宣伝費	4,728	2.8%	3,975	2.2%	3,670	1.9%	3,261	1.5%	4,276	1.6%
配送及び運搬費	6,892	4.1%	6,902	3.9%	7,438	3.9%	8,664	3.9%	10,731	4.1%
従業員給与及び賞与	17,115	10.1%	18,011	10.1%	18,963	10.1%	22,099	10.0%	27,254	10.5%
借地借家料	17,531	10.3%	18,532	10.4%	19,630	10.4%	22,597	10.2%	26,990	10.4%
減価償却費	3,201	1.9%	3,201	1.8%	3,186	1.7%	4,179	1.9%	4,887	1.9%
その他	13,904	8.2%	15,537	8.7%	16,138	8.6%	19,949	9.0%	24,847	9.5%
営業利益	13,900	8.2%	15,438	8.7%	18,351	9.7%	20,916	9.5%	23,846	9.2%
営業外収益	582	0.3%	713	0.4%	1,427	0.8%	2,182	1.0%	2,855	1.1%
受取利息	29	0.0%	28	0.0%	29	0.0%	55	0.0%	91	0.0%
受取配当金	279	0.2%	277	0.2%	289	0.2%	313	0.1%	279	0.1%
為替差益			25	0.0%	739	0.4%	813	0.4%	2,174	0.8%
持分法投資利益	168	0.1%	221	0.1%	145	0.1%	424	0.2%		
その他	106	0.1%	162	0.1%	225	0.1%	577	0.3%	311	0.1%
営業外費用	253	0.1%	16	0.0%	18	0.0%	51	0.0%	99	0.0%
支払利息	1	0.0%	1	0.0%	8	0.0%	20	0.0%	35	0.0%
為替差損	205	0.1%								
その他	47	0.0%	15	0.0%	10	0.0%	31	0.0%	64	0.0%
経常利益	14,229	8.4%	16,135	9.1%	19,760	10.5%	23,047	10.4%	26,602	10.2%
特別利益	330	0.2%	146	0.1%	0	0.0%	3,727	1.7%	475	0.2%
投資有価証券売却益									236	0.1%
固定資産売却益									168	0.1%
受取和解金							187	0.1%		
店舗閉鎖損失引当金戻入額			40	0.0%						
解約不能賃貸契約損失引当金戻入額	264	0.2%	71	0.0%						
段階取得に係る差益							3,540	1.6%		
その他	66	0.0%	35	0.0%			0	0.0%	71	0.0%
特別損失	1,534	0.9%	992	0.6%	1,741	0.9%	771	0.3%	583	0.2%
減損損失	386	0.2%	295	0.2%	34	0.0%	356	0.2%	285	0.1%
貸倒損失	129	0.1%								
災害による損失			386	0.2%						
固定資産除却損	88	0.1%	242	0.1%	296	0.2%	308	0.1%	180	0.1%
投資有価証券評価損	591	0.3%			1,379	0.7%				
賃貸借契約解約損	226	0.1%								
店舗閉鎖損失引当金繰入額	92	0.1%			16	0.0%	19	0.0%		
和解金							88	0.0%		
その他	22	0.0%	69	0.0%	16	0.0%	0	0.0%	118	0.0%
税金等調整前当期純利益	13,025	7.7%	15,289	8.6%	18,019	9.6%	26,003	11.8%	26,494	10.2%
法人税等	5,062	3.0%	6,282	3.5%	6,920	3.7%	8,795	4.0%	9,851	3.8%
法人税、住民税及び事業税	5,455	3.2%	6,227	3.5%	7,455	4.0%	8,089	3.7%	9,142	3.5%
法人税等調整額等	(393)	-0.2%	55	0.0%	(535)	-0.3%	706	0.3%	709	0.3%
少数株主損益調整前当期純利益	7,963	4.7%	9,007	5.1%	11,099	5.9%	17,208	7.8%	16,643	6.4%
少数株主利益	104	0.1%	157	0.1%	129	0.1%	112	0.1%	20	0.0%
当期純利益	7,859	4.6%	8,850	5.0%	10,970	5.8%	17,096	7.7%	16,623	6.4%

EBITDAR

売上高	169,748	100.0%	178,185	100.0%	188,350	100.0%	220,620	100.0%	260,254	100.0%
営業利益	13,900	8.2%	15,438	8.7%	18,351	9.7%	20,916	9.5%	23,846	9.2%
減価償却費・償却費	3,430	2.0%	3,430	1.9%	3,341	1.8%	4,348	2.0%	5,849	2.2%
減価償却費(含むソフトウェア投資等償却)	3,430	2.0%	3,430	1.9%	3,340	1.8%	4,334	2.0%	5,078	2.0%
売上原価	229	0.1%	229	0.1%	154	0.1%	155	0.1%	191	0.1%
販売管理費	3,201	1.9%	3,201	1.8%	3,186	1.7%	4,179	1.9%	4,887	1.9%
のれん償却額	0	0.0%	0	0.0%	1	0.0%	14	0.0%	771	0.3%
EBITDA	17,330	10.2%	18,868	10.6%	21,692	11.5%	25,264	11.5%	29,695	11.4%
借地借家料	17,531	10.3%	18,532	10.4%	19,630	10.4%	22,597	10.2%	26,990	10.4%
EBITDAR	34,861	20.5%	37,400	21.0%	41,322	21.9%	47,861	21.7%	56,685	21.8%

出所：良品計画有価証券報告書よりみずほ証券市場情報戦略部作成

連続貸借対照表⁶⁸

図表 52：良品計画・連続連結貸借対照表

	2011/2期		2012/2期		2013/2期		2014/2期		2015/2期	
	金額 (百万円)	回転期間 (九月)								
(資産の部)										
流動資産	54,802	3.9	59,833	4.0	72,556	4.6	77,290	4.2	106,316	4.9
現金及び預金	14,258	1.0	16,033	1.1	21,563	1.4	25,206	1.4	33,044	1.5
有価証券	9,037	0.6	9,012	0.6	10,023	0.6	20	0.0	0	0.0
受取手形及び売掛金	5,164	0.4	4,988	0.3	6,092	0.4	6,965	0.4	8,879	0.4
棚卸資産	18,394	1.3	21,908	1.5	27,194	1.7	36,848	2.0	52,081	2.4
商品	18,334	1.3	21,869	1.5	27,106	1.7	36,602	2.0	51,924	2.4
仕掛品	38	0.0	24	0.0	74	0.0	232	0.0	105	0.0
貯蔵品	22	0.0	15	0.0	14	0.0	14	0.0	52	0.0
繰延税金資産	501	0.0	577	0.0	758	0.0	957	0.1	2,089	0.1
未収入金	4,616	0.3	4,732	0.3	5,168	0.3	4,933	0.3	7,943	0.4
その他	2,832	0.2	2,583	0.2	1,758	0.1	2,361	0.1	2,280	0.1
固定資産	42,679	3.0	42,460	2.9	46,804	3.0	62,939	3.4	80,631	3.7
有形固定資産	12,044	0.9	11,743	0.8	14,236	0.9	22,178	1.2	35,252	1.6
建物及び構築物	8,346	0.6	8,194	0.6	8,671	0.6	11,392	0.6	24,617	1.1
機械装置及び運搬具	388	0.0	438	0.0	708	0.0	671	0.0	2,194	0.1
工具、器具及び備品	2,165	0.2	1,968	0.1	2,652	0.2	3,962	0.2	6,128	0.3
土地	1,038	0.1	1,038	0.1	1,324	0.1	1,350	0.1	1,891	0.1
建設仮勘定	93	0.0	97	0.0	874	0.1	4,797	0.3	417	0.0
その他	14	0.0	8	0.0	7	0.0	6	0.0	5	0.0
無形固定資産	3,596	0.3	3,696	0.2	4,113	0.3	12,383	0.7	13,570	0.6
のれん					36	0.0	7,619	0.4	7,413	0.3
その他	3,596	0.3	3,696	0.2	4,077	0.3	4,764	0.3	6,157	0.3
投資その他の資産	27,039	1.9	27,021	1.8	28,455	1.8	28,378	1.5	31,809	1.5
投資有価証券	10,825	0.8	10,140	0.7	12,047	0.8	12,183	0.7	12,918	0.6
敷金及び保証金	14,430	1.0	15,001	1.0	15,230	1.0	15,595	0.8	15,684	0.7
繰延税金資産	1,608	0.1	1,726	0.1	975	0.1	145	0.0	242	0.0
その他	176	0.0	154	0.0	203	0.0	455	0.0	2,965	0.1
資産合計	97,481	6.9	102,293	6.9	119,360	7.6	140,229	7.6	186,947	8.6
(負債の部)										
流動負債	18,370	1.3	18,186	1.2	22,685	1.4	26,865	1.5	42,404	2.0
買掛金	9,840	0.7	8,933	0.6	10,155	0.6	12,752	0.7	21,562	1.0
短期借入金・年内償還長借	244	0.0	67	0.0	407	0.0	190	0.0	5,005	0.2
未払費用	3,626	0.3	3,981	0.3	4,124	0.3	4,803	0.3	5,436	0.3
未払法人税等	2,769	0.2	3,235	0.2	4,446	0.3	4,017	0.2	4,391	0.2
賞与引当金	143	0.0	186	0.0	243	0.0	635	0.0	955	0.0
その他	1,748	0.1	1,784	0.1	3,310	0.2	4,468	0.2	5,055	0.2
固定負債	609	0.0	579	0.0	625	0.0	2,349	0.1	15,873	0.7
長期借入金							1,150	0.1	11,692	0.5
繰延税金負債							202	0.0	2,664	0.1
解約不能賃借契約損失引当金	160	0.0	80	0.0	50	0.0	46	0.0	105	0.0
その他	449	0.0	499	0.0	575	0.0	951	0.1	1,412	0.1
負債合計	18,979	1.3	18,765	1.3	23,310	1.5	29,214	1.6	58,277	2.7
(純資産の部)										
広義の株主資本	77,158	5.5	82,148	5.5	93,796	6.0	108,139	5.9	125,628	5.8
株主資本	79,204	5.6	85,107	5.7	93,162	5.9	103,858	5.6	116,501	5.4
払込資本	16,888	1.2	16,885	1.1	16,882	1.1	17,591	1.0	17,591	0.8
資本金	6,766	0.5	6,766	0.5	6,766	0.4	6,766	0.4	6,766	0.3
資本剰余金	10,122	0.7	10,119	0.7	10,116	0.6	10,825	0.6	10,825	0.5
利益剰余金等	62,316	4.4	68,222	4.6	76,280	4.9	86,267	4.7	98,910	4.6
利益剰余金	66,280	4.7	72,183	4.9	80,207	5.1	93,845	5.1	106,084	4.9
自己株式	(3,964)	(0.3)	(3,961)	(0.3)	(3,927)	(0.3)	(7,578)	(0.4)	(7,174)	(0.3)
その他包括利益累計額	(2,290)	(0.2)	(3,245)	(0.2)	324	0.0	3,936	0.2	8,719	0.4
その他有価証券評価差額金	(302)	(0.0)	(829)	(0.1)	1,194	0.1	1,645	0.1	2,741	0.1
為替換算調整勘定	(1,988)	(0.1)	(2,416)	(0.2)	(870)	(0.1)	2,291	0.1	5,978	0.3
新株予約権	244	0.0	286	0.0	310	0.0	345	0.0	408	0.0
少数株主持分	1,344	0.1	1,380	0.1	2,254	0.1	2,876	0.2	3,042	0.1
純資産合計	78,502	5.5	83,528	5.6	96,050	6.1	111,015	6.0	128,670	5.9
負債・純資産合計	97,481	6.9	102,293	6.9	119,360	7.6	140,229	7.6	186,947	8.6

出所：良品計画有価証券報告書よりみずほ証券市場情報戦略部作成

⁶⁸ 純資産の部は、株主に帰属する部分（本稿では「広義の株主資本」と呼ぶ）と少数株主持分に分かれる。広義の株主資本のうち、資本金、資本剰余金、利益剰余金、自己株式（控除項目）等を日本会計基準では「株主資本」と呼び、有価証券の評価差額金や為替換算調整勘定等は「その他の包括利益累計額」と呼んでいる。株主資本のうち、資本金と資本剰余金を合わせて、本表では「払込資本」と呼ぶ。払込資本は、増資や減資がなければ（自己株式関連による資本剰余金の若干の変動を除いて）基本的に変動しない。

連続キャッシュフロー計算書⁶⁹

図表 53：良品計画・連続連結キャッシュフロー計算書（並べ替えて整理したもの）

	2011/2期	2012/2期	2013/2期	2014/2期	2015/2期	累計
	金額 (百万円)	金額 (百万円)	金額 (百万円)	金額 (百万円)	金額 (百万円)	金額 (百万円)
(営業活動によるキャッシュ・フロー)						
当期純利益	7,859	8,850	10,970	17,096	16,623	61,398
減価償却費・償却費	3,430	3,430	3,341	4,348	5,849	20,398
減価償却費	2,783	2,705	2,675	3,530	4,076	15,769
ソフトウェア投資等償却	647	725	665	804	1,002	3,843
のれん償却額	0	0	1	14	771	786
(小計)	11,289	12,280	14,311	21,444	22,472	81,796
その他P/L関係調整	757	990	2,122	(3,055)	644	1,458
段階取得に係る差損益(△は益)				(3,540)		(3,540)
投資有価証券評価損益(△は益)	591		1,379			1,970
その他	166	990	743	485	644	3,028
B/S関係調整	(4,891)	(3,541)	(3,257)	(3,272)	(8,497)	(23,458)
売上債権の増減額(△は増加)	596	(169)	(627)	1,178	(2,854)	(1,876)
たな卸資産の増減額(△は増加)	(3,547)	(3,730)	(4,182)	(5,271)	(12,400)	(29,130)
仕入債務の増減額(△は減少)	(1,240)	(645)	431	487	7,338	6,371
その他の資産の増減額(△は増加)	(908)	286	805	(307)	(1,457)	(1,581)
その他の負債の増減額(△は減少)	208	717	316	641	876	2,758
営業活動によるキャッシュ・フロー	7,155	9,729	13,176	15,117	14,619	59,796
(投資活動によるキャッシュ・フロー)						
固定資産・店舗関連	(3,448)	(4,548)	(4,936)	(11,984)	(18,940)	(43,856)
有形固定資産の取得による支出	(2,418)	(2,901)	(3,856)	(10,474)	(16,490)	(36,139)
有形固定資産の売却による収入	11	15	0			26
無形固定資産の取得による支出	(667)	(1,000)	(986)	(1,346)	(2,196)	(6,195)
店舗借地権及び敷金等の支出(ネット)	(374)	(662)	(94)	(164)	(254)	(1,548)
有価証券関連	11	0	0	(5,526)	1,206	(4,309)
連結範囲変更を伴う関係会社株式取得による支出				(4,917)		(4,917)
関係会社株式の取得による支出	0			(609)		(609)
関係会社株式の売却による収入	11					11
投資有価証券の売却による収入					1,206	1,206
その他	56	(199)	(9)	(332)	(4,459)	(4,943)
定期預金預入(△)／払戻(ネット)	29	(146)	22	(53)	(2,055)	(2,203)
その他	27	(53)	(31)	(279)	(2,404)	(2,740)
投資活動によるキャッシュ・フロー	(3,381)	(4,747)	(4,945)	(17,842)	(22,193)	(53,108)
(財務活動によるキャッシュ・フロー)						
有利子負債・リース債務増減	(8)	(172)	284	870	15,314	16,288
短期借入金の純増減額(△は減少)		(167)	287	(280)	4,271	4,111
長期借入れによる収入				1,150	11,500	12,650
長期借入金の返済による支出					(457)	(457)
リース債務の返済による支出	(8)	(5)	(3)	0		(16)
株主還元	(6,066)	(2,947)	(2,947)	(6,484)	(4,384)	(22,828)
配当金の支払額	(3,056)	(2,947)	(2,947)	(3,458)	(4,384)	(16,792)
自己株式の取得による支出	(3,010)			(3,026)	0	(6,036)
その他			122	230	447	799
自己株式の売却による収入					447	447
少数株主からの払込みによる収入			122	230	31	383
少数株主への配当金の支払額					(31)	(31)
財務活動によるキャッシュ・フロー	(6,075)	(3,120)	(2,540)	(5,385)	11,377	(5,743)
(3収支戻)	(2,301)	1,862	5,691	(8,110)	3,803	945
現金及び現金同等物に係る換算差額	(561)	(246)	849	1,714	1,660	3,416
現金及び現金同等物の増減額(△は減少)	(2,863)	1,614	6,539	(6,396)	5,463	4,357
現金及び現金同等物の期首残高	26,108	23,244	24,858	31,397	25,001	26,108
現金及び現金同等物の期末残高	23,244	24,858	31,397	25,001	30,464	30,464

出所：良品計画有価証券報告書よりみずほ証券市場情報戦略部作成

以上

⁶⁹ 日本会計基準のキャッシュフロー計算書(C/F)は、米国会計基準や国際会計基準採用企業で一般的な、当期純利益からスタートする表記ではなく、税引前利益(税金等調整前当期純利益)からスタートしているため、P/Lとの関係が見えにくい。確かに、P/L上の「法人税等」は税効果会計(法人税等調整額)も入りキャッシュベースではないが、日本流に「税金等調整前当期純利益」から「法人税等の支払額」を引くと、米国立に「当期純利益」に「繰延税金資産・負債増減額」(=P/L上の「法人税等」と実際の法人税等の支払額の差額)を加減すると、結果は同じである。また、日本基準の表記では、特に「営業活動によるキャッシュ・フロー」の内訳表記が煩瑣でわかりづらい。したがって、上表では、日本基準の原表を組み直して整理し、わかりやすくしている。

留意事項

本資料はみずほ証券および日本投資環境研究所（以下、両社）が、金融・資本市場関係者および両社の顧客への一般的な情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の有価証券の取引を推奨する目的、または特定の取引を勧誘する目的で提供されるものではありません。また、本資料は会計、税務、法務、あるいは投資等の助言を提供するものでもありません。

本資料に記載されている意見等は、各筆者の個人的な意見等であり、両社の意見等ではありません。

両社は、ここに記載されているデータ、意見等の正確性、完全性、情報や意見の妥当性等を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。ここに記載された内容が記載日時以降の市場や経済情勢の状況等に起因し妥当でなくなる場合があります。また、ここに記載された内容が事前連絡なしに変更されることもあります。

両社はいかなる場合においても、本資料を受領した者（以下、受領者）ならびに直接・間接を問わず本資料を当該受領者から受け取った第三者に対し、直接的、間接的、付随的、または通常・特別を問わず、あらゆる損害等（本資料の使用に直接または間接的に起因したと思われるもの、または本資料の使用上の誤り、あるいは本資料の内容の脱落または誤りによるものを含みますが、これらに限定されるものではありません。）について、賠償責任を負うものではなく、受領者の両社に対する賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。

ここに記載されたデータ、意見等にはみずほフィナンシャルグループあるいはその関係会社に関係するものが含まれる場合がありますが、それらはすべて公に入手可能な情報に基づくものであり、本資料の作成者はいかなる内部者情報からも遮断されており、そのような情報に基づく情報・事項等は一切含まれてはなりません。

本資料の日本での配布は、両社が行います。また、本資料の海外での配布は一切禁止されています。

また、本資料の著作権は両社に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

みずほ証券が取り扱う商品等は、価格変動等により損失が生じるおそれがあります。また、商品等により手数料をいただく場合があります。各商品等のリスクおよび手数料等については別にお渡しする契約締結前交付書面や目論見書等でご確認ください。



商号等：みずほ証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 94 号
加入協会：日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、
一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

〒100-0004 東京都千代田区大手町 1 丁目 5 番 1 号 大手町ファーストスクエア

市場情報戦略部

〒101-8219 東京都千代田区神田駿河台 4-6 御茶ノ水ソラシティ

E-Mail: srd_qr@mizuho-sc.com



株式会社日本投資環境研究所
Japan Investor Relations and Investor Support, Inc.

〒103-0027 東京都中央区日本橋 1 丁目 17 番 10 号 新光ビルディング日本橋 1 号館

URL: <http://www.j-iris.com>