



## 慶應義塾大学ビジネス・スクール

# キャッシュフロー計算書ノート

5

### 「資金」が重視される背景

わが国では、近年いわゆる「キャッシュフロー経営」が盛んに論じられるようになった。資金収支が重要な経営評価の基準となってきたのである。

企業を評価する尺度について、わが国では従来、会計上の利益（損益計算書の経常利益）や総資産に対する利益（ROA）が重視されてきた。しかし最近では、キャッシュフローや自己資本に対する利益（ROE）へと重心が移っている。これはいずれも投資家重視という時代環境の変化を反映したものである。

時代ごとの投資環境によって、その時重要視される投資尺度は変わるものである。一般に、経営環境とその環境下で重視される投資尺度との間には、次のような循環した関係があると考えられる。（〈図表 1〉も参照）

〈探索期〉 成長潜在性期待の時期＝売上重視の指標が重んじられる



(例：PSR)

〈成長期〉 積極投資と成長の時期＝キャッシュフローに注目



(例：PCFR)

〈回収期〉 利益回収期待の時期＝利益重視の指標



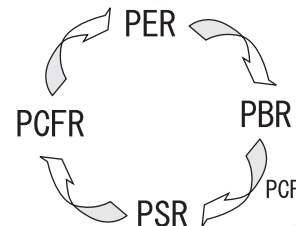
(例：PER)

〈成熟期〉 業界や経済の成熟期＝資産（安全性）重視の指標



(例：PBR、Qレシオ)

〈再構築期〉 再成長の資金余力が必要な時期＝キャッシュフローに注目



20

25

本ノートは慶應義塾大学ビジネス・スクール山根 節がクラス討議の資料とするために、公表資料をもとに制作した。

本ケースは慶應義塾大学ビジネス・スクールが出版するものであり、複製等についての問い合わせ先は慶應義塾大学ビジネス・スクール（〒223-8526 神奈川県横浜市港北区日吉4丁目1番1号、電話045-564-2444、e-mail: case@kbs.keio.ac.jp）。また、注文は<http://www.kbs.keio.ac.jp/>へ。慶應義塾大学ビジネス・スクールの許可を得ずに、いかなる部分の複製、検索システムへの取り込み、スプレッドシートでの利用、またいかなる方法（電子的、機械的、写真複写、録音・録画、その他種類を問わない）による伝送も、これを禁ずる。

30

Copyright© 山根 節（2000年4月初版、2001年1月改訂）

## <図表1>さまざまな企業評価尺度・投資尺度

### <売上高重視の指標>

$$(1) \text{PSR (株価売上高倍率: 倍)} = \frac{\text{株価}}{\text{一株当り売上高}}$$

⇒ベンチャー企業や同一業界内の企業比較などでよく使われる。

### <利益重視の指標>

$$(2) \text{PER (株価収益率: 倍)} = \frac{\text{株価}}{\text{一株利益}}$$

⇒利益成長力が期待される場面で使われる。一般に日本では90倍、アメリカでは30倍台といわれている。投資尺度としては予想利益がしばしば使われる。

$$(3) \text{ROE (株主資本利益率: \%)} = \frac{\text{税引き後利益}}{\text{自己資本 (株主資本)}}$$

⇒株主の存在を強く意識した場面で使われる。直接金融主体のアメリカで重視される。

### <資産重視の指標>

$$(4) \text{PBR (株価純資産倍率: 倍)} = \frac{\text{株価}}{\text{一株純資産 (簿価)}}$$

⇒通常は1倍以上あるはずだが、現在は一倍を割っている日本企業が多い。

$$(5) \text{Qレシオ (株価実質純資産倍率: 倍)} = \frac{\text{株価}}{\text{一株純資産 (時価)}}$$

⇒1980年代後半のバブル期にもはやされた俗称「バブルの指標」

$$(6) \text{ROA (総資本利益率: \%)} = \frac{\text{利益}}{\text{総資本}}$$

⇒企業が使っている総資本に対する効率性を比較するときに使われる尺度。従来は経常利益率と並んでわが国で最も重視されてきた指標。

### <キャッシュフロー重視>

$$(7) \text{PCFR (株価キャッシュフロー倍率: 倍)} = \frac{\text{株価}}{\text{一株当りキャッシュフロー}}$$

⇒資金環境がタイトな時期に使われる、現在および将来の資金力をはかる尺度。ハイテク企業など多額の設備投資をしている企業は、傾向的に会計上利益は少なくても、営業キャッシュフローは大きくなる。またリストラ期にも注目される。

### <配当重視>

$$(8) \text{配当利回り (\%)} = \frac{\text{一株当り年間配当額}}{\text{株価}}$$

⇒1950年代のわが国で重視された指標。そのころ一部上場有配企業平均で10%を超えていたが、その後配当政策を固定化したため1%を下回り(80年代)、近年は廃れ気味である。

キャッシュフローが重視される傾向は、90年代の日本の経済不振によって生まれた。金融や建設などの業界では淘汰が一層進行すると予想され、企業の倒産件数も1999年以降再び増加傾向にある。企業を取り巻く利害関係者はまずキャッシュフローを観察して、資金収支状況をチェックする必要性にかられているのである。

キャッシュフロー重視のもう一つの理由は、資金市場の構造が変わったためである。

1980年代までの日本において最も一般的な資金調達法は、銀行経由の間接金融であった。企業はメインバンクとのパイプさえ押えておけば、資金に窮することはまずなかった。しかし貸し手である銀行側の事情が一変した。BIS（国際決済銀行）規制が導入されたのである。結果として90年代半ばから、いわゆる銀行の「貸し渋り」現象が起こった。銀行は例え企業に貸したくても貸せない状況に置かれたのである。

先進国蔵相会議で合意に至ったBIS規制とは、国際業務を行う銀行に対して、自己資本比率を一定以上要求するものである。銀行が不良債権などの不良資産を持っていると、更に追加的な自己資本の積み増しをしなければならない。BIS規制は国際的な金融の安定を図る目的で合意されたものだが、重要なターゲットとなったのは日本の金融制度といわれている。先進諸国の中で、日本は銀行の過大な金融膨張によって経済成長を遂げてきた国である。そのためBIS規制は日本経済を直撃することとなった。

基準を達成できないほとんどの銀行が資産整理や圧縮につとめたため、貸し渋りが発生した。その結果として日本企業は、資金調達の体制を銀行融資依存から、社債や増資などの直接金融主体にシフトせざるを得なくなっている。

社債やCP（コマーシャルペーパー）の発行を、資金の豊富な海外で行うようになると、資金調達は必然的にグローバル化する。この結果として海外の投資家から良い評価を得るためには、彼らが重視する経営指標の改善に取り組まざるを得ない。さらにムーディーズやS&Pといった格付け機関の格付けが大きな意味を持ち始めるようになる。海外の投資家や格付け機関が企業評価の際に注目するのが、キャッシュフローである。キャッシュフローは企業の資金余力を示すだけではない。企業ごとの会計処理方法の違いによって会計上の利益が左右されるのに比べて、業績をより客観的に示すので企業間の比較もしやすい。また将来の戦略展開の潜在力を示すと考えられている。

企業の資金状況が悪いと格付け評価が下がり、資金調達コストが高まる。時には資金調達不能となって倒産リスクを生じることもある。1999年に日産自動車がルノーに資金的救済を求めたのも、格付けが下がって短期的資金調達が困難な状況に陥ったためである。

資金調達が直接金融主体になると、企業の顔は必然的に銀行に対してではなく、株主などの投資家に向くことになる。メインバンクが主要な資金パイプであったころは、決算内容も銀行を納

得させることが最も重要だった。投資家に顔が向いていない日本企業のディスクロージャーは、それゆえ世界で最も不透明といわれてきた。アメリカ政府はSEC基準と比べると日本の会計慣行は不健全極まりないものとし、日本の決算書を「粉飾決算書」と指弾していたほどである。

日本企業の資金調達に日本市場だけで完結しているならばともかく、海外資金市場（特にユー  
5      ロ市場）で資金調達するようになると、米国企業から非難の声があがった。米国企業は世界で最も厳しいといわれるSEC基準による業績開示を通じて、資金調達をしている。一方日本企業は彼らの言うところの「粉飾決算書」でやすやすと大量の資金を調達し、しかも米国企業をクラウドニング・アウトする事態が生まれた。ここに至って、日本のアンフェアな会計慣行はもはや放置しておけなくなったのである。

10      こうしてアメリカ政府は日本政府に対して、日本の会計ルールを改善する要求を突きつけてきた。まず日米構造協議（後に日米経済包括協議）は、アメリカ側が日本の会計ルール改善を要求する場となった。さらにもう一つ、アメリカの変革要求の手段となったのが国際会計基準であるといわれている。

15      もともと国際会計基準（IAS）は、1970年代にイギリスで草の根的に起こった運動であった。イギリス連邦に属していたアフリカの独立国などが独立後、会計制度を導入するに当たって、欧・米・アジアの会計制度間の違いを是正して統一するよう、イギリスに求めたのである。国内の企業が資金調達をするのに、非常に不都合だからである。

20      とはいえこの運動が起こった当初は、わずかにイギリス勅許会計士協会が応えようとしただけで、先進諸国からはあまり注目されなかった。しかしアメリカが1980年代に国際会計基準を支持するようになってから、国際会計基準は重要な意味を持ち始める。アメリカはSEC基準の考え方を国際会計基準に貫徹させることで、国際ルールとして普及させる狙いがあったといわれている。そしてその最大のターゲットとなったのは、やはりアメリカと最も異なる会計基準を有する日本やドイツである。

25      アメリカが国際会計基準をオーソライズした結果、各国に対し強い強制力が働くことになった。日本からは大蔵省が参加したが、アメリカの日本に対する強硬な変革要求には、担当者が困惑するほどだったと伝えられている。

30      結局日本は証取法規則をはじめとする諸規則の大幅な改正を余儀なくされ、その一つとして2000年3月期以降、「キャッシュフロー計算書」が証取法対象企業の基本財務諸表の一つに加えられることになった。この改正はとりあえず株式公開企業だけを対象にしているため、中小企業は対象外である。中小企業を含めた企業の会計ルールを律する、商法および商法規則（大蔵省ではなく法務省の管轄下にある）の改正については、現在のところ審議が進められている状況である。



このような経過をたどって、キャッシュフロー計算書が投資家に提供されるようになり、キャッシュフロー重視の環境が整えられたのである。

## 「資金」および「資金収支」の概念

資金および資金収支（キャッシュフロー）の概念には、従来から巷で使われているものを含めて様々なものがある。定義も同様に様々で、混同も多いのが実情である。例えば次のようなものがよく見受けられる。

- (1) 現預金
- (2) 手元流動性＝現預金＋有価証券
- (3) 当座資産＝現預金＋有価証券＋売上債権
- (4) 正味運転資本＝流動資産－流動負債
- (5) 運転資金＝売上債権＋棚卸資産－仕入債務
- (6) キャッシュフロー＝税引後利益＋減価償却費－決算配当・役員賞与
- (7) フリーキャッシュフロー＝税引後利益＋減価償却費－運転資金増加額－経常的設備投資額

(1) を除くと、いずれも会計管理の場面や経営分析などで良く用いられる概念である。(2) から (5) までの概念の資金の増減を、資金収支とする場合もある。会計上のキャッシュフローの定義として、従来は簡便な (6) がよく使われてきた。

最近、雑誌や新聞紙上でよく取り上げられるのが、(7) の「フリーキャッシュフロー」である。この概念は、キャッシュフロー計算書上の「営業キャッシュフロー」の概念に近い。

フリーキャッシュフローは、売上債権や在庫が増加したことによる資金負担の増分をマイナスする。さらに毎年どうしても避けられない補修や更新などの設備投資部分をも、差し引くのである。しかし外部分析者には経常的設備投資額の部分が分からないので、代替的にキャッシュフロー計算書上の『(営業キャッシュフロー)－(投資キャッシュフロー)』が使われていることが多い。

企業内部の資金管理（財務管理）の場面では、キャッシュとは現預金のことであり、キャッシュフローに時間価値を勘案する手法がよく用いられる（DCF 法など）。例えば設備投資の意志決定をする際に、投資案の有利不利を検討する場面がよく使われるのが DCF 法（Discounted Cash Flow Method）である。

時価価値を考えれば、現在の 1 千万円と 1 年後の 1 千万円は等価ではない（時間価値のレートと金利を考えれば、現在の元金と等価な一年後の金額は、元金に一年分の金利が加算された金額である）。

しかし財務会計は、「貨幣価値は一定である」という前提（会計公準）に立っている。キャッシュ

フロー計算書は財務会計から導かれたものなので、今の1円も1年前の1円も等価として扱われる。この点は企業財務の管理場面との重要な違いであり、目的によって使い分ける必要がある点は、注意を要する。

- 5 **【設問1】** 上記の資金および資金収支はどんな場面で使われるのだろうか？ それぞれの性格を勘案しながら、考えてください。

## キャッシュフロー計算書の様式

10 (図表2) はソニー(株) 2000/3期の連結キャッシュフロー計算書である。

キャッシュフロー計算書は次の3つの基本パートからなっている。

① 営業活動からのキャッシュフロー (営業キャッシュフロー)

営業活動そのものから得られた資金収支の状況を示す。当期利益に「非資金項目 (減価償却費など)」を加算し、さらに営業資産・負債の増減を加減算して計算される

15 ② 投資活動からのキャッシュフロー (投資キャッシュフロー)

有形固定資産や投資有価証券などの変動状況を示す。投資活動によるキャッシュフローのマイナスが営業活動からのキャッシュフローの範囲内であれば、一般的には健全とされる。

③ 税務活動からのキャッシュフロー (税務キャッシュフロー)

20 長短入金・社債・増資など資金調達および配当の状況を示す。

例え多額の純利益をあげていても、キャッシュフロー計算書の上で、営業キャッシュフローがマイナスだと投資家からの評価は低くなりがちである。さらに営業キャッシュフローと投資キャッシュフローとのバランスや、財務キャッシュフローの健全性などによって、企業の評価が分かれることになる。

ただしこれは概ね成熟した大企業などに当てはまる評価である。成長著しいベンチャー企業が営業資産 (在庫や売掛金投資) に積極投資しているような場面では、必ずしも当てはませない。ひとりの Amazon. com をはじめとする米国ネット関連企業のように、キャッシュフローのマイナスどころか、多額の純損失を出していても投資家から評価されることがありうる。重要なのは、30 ビジョンや経営戦略に関する投資家への説得力である。キャッシュフロー計算書が示す実態が、戦略表明の内容と整合性を持っているかどうか、が重要なのである。

＜図表2＞キャッシュフロー計算書の様式

ソニー(株)連結キャッシュフロー計算書 (2000/3期有価証券報告書より一部省略して作成)

	2000/3期
<b>I 営業活動からのキャッシュフロー</b>	
1 当期純利益	121,835 百万円
2 営業活動から得た現金・預金(純額) への当期純利益の調整	
(1)有形固定資産および無形固定 資産の減価償却費	306,505
(2)退職・年金費用(支払額控除後)	22,860
(3)固定資産処分損	18,849
(4)繰延税額	△26,159
(5)資産および負債の増減	
受取手形および売掛金の増加	△ 132,566
棚卸資産の増加	△35,498
支払手形および買掛金の増加	110,207
その他増減合計	<u>193,430</u>
＜営業活動から得た現金・預金(純額)＞	579,463
<b>II 投資活動からのキャッシュフロー</b>	
1 固定資産の購入	△403,013
2 固定資産の売却	29,077
3 投資および貸付	△283,897
4 投資有価証券の売却・貸付の回収	183,693
5 有価証券の購入	△ 70,053
6 有価証券の売却	78,370
7 定期預金の減少	<u>15,930</u>
＜投資活動に使用した現金・預金(純額)＞	△449,893
<b>III 財務活動からのキャッシュフロー</b>	
1 長期借入	30,783
2 長期借入金の返済	△99,454
3 短期借入金の増加	19,824
4 配当金の支払い	△20,589
5 その他	<u>1,361</u>
＜財務活動に使用した現金・預金(純額)＞	△68,075
IV 為替変動の現金・預金に対する影響額	<u>△27,641</u>
V 現金預金・現金同等物純増加額	33,854
VI 現金預金・現金同等物期首残高	592,210
VII 現金預金・現金同等物期末残高	<u>626,064</u>

## キャッシュフロー計算書作成方法

キャッシュフロー計算書の作成方法には直接法と間接法がある。ここではより簡便な間接法の作成方法について説明する（ちなみに日本公認会計士協会は直接法を推薦しているが、ソニー株  
5 の計算書はアメリカで一般的な間接法によっている）。

キャッシュフロー計算書は『当期純利益に修正を加えて、現預金増減を表示した計算書』である。会計上の当期純利益ではじまり、現預金増減で終わる。つまり当期純利益と現預金増減の関係を表したものである。

キャッシュフロー計算書の作成プロセスを要約して言えば、『二期間の貸借対照表の差額を項目ごと  
10 にとり、必要な修正を加え、それを報告式に並べ替えたもの』に過ぎない。

〈図表 3〉を見てほしい。実際の実務では複雑な処理手続きが必要だが、ここではキャッシュフロー計算書の作成手続きをシンプルに示すことにする。その手順は次による。

- (1) 二期間の貸借対照表の差額を勘定科目ごとに取り
- 15 (2) 非資金項目（減価償却費、固定資産処分損、各種引当金など）の修正を行う
- (3) 報告式に並べ替えてキャッシュフロー計算書を作成する

非資金項目の中から、最も重要な減価償却費の修正について述べよう。減価償却費は会計上の費用であるが、費用計上したときに資金支出するわけではない。通常は当初の設備投資を行った  
20 時点で、既に設備購入金額が支払われている（既に資金支出している）。減価償却費はその設備投資金額を、耐用年数にわたって費用配分したものにすぎない。つまり「減価償却費=非資金項目」なので、キャッシュフロー計算書上、利益に加算する修正を行うのである。

最も簡単な例で、その修正プロセスを示そう。ある年度で固定資産を購入し、しかも固定資産の売却や除却がないものとしよう。そのとき期末固定資産残高は次のようになっているはずであ  
25 る。

$$\begin{aligned} \text{期末固定資産} &= \text{期首固定資産} + \text{固定資産購入額} - \text{当期減価償却費} \\ \therefore \text{固定資産購入額} &= \text{期末固定資産} - \text{期首固定資産} + \text{当期減価償却費} \\ &= \text{固定資産二期間差額} + \text{当期減価償却費} \quad - (A \text{ 式}) \end{aligned}$$

30 減価償却費は複式簿記上、次のように仕訳されている。



(借方) 減価償却費 〇〇円 (貸方) 固定資産 〇〇円

非資産金項目を消去するために、キャッシュフロー計算書作成のための精算表上でこれと反対の仕訳をして修正する。

(借方) 固定資産 〇〇円 (貸方) 減価償却費 〇〇円

そして借方金額を貸借対照表の二期間差額でとられた固定資産差額に加えるとそれは固定資産購入額となり (上記の A 式と同じ)、貸方金額を純利益に加えてやると「純利益+減価償却費」となる。

〈図表 3〉の上の部分を見てほしい。B/S 二期間の差額に「固定資産 / 減価償却費」の仕訳を加えたものが上の右の図である。この図はそのまま、〈図表 3〉の中央の式に表現することができる。この関係式は、『当期純利益に修正を加えて、現預金増減を導いた』式になっている。この関係式がキャッシュフロー計算書そのものである、この関係式を並べ替えて、報告式の種類にしたものが、実際のキャッシュフロー計算書である。

**【設問 2】** 固定資産処分損および退職給与当金の計上が、財務会計上次のような仕訳で行われていた場合に、これらの非資金項目の修正過程を考えてください。

(借方) 固定資産処分損 100 (貸方) 固定資産 100

(借方) 退職・年金費用 200 (貸方) 退職給与引当金 200

**【設問 3】** ある企業の貸借対照表二期間差額を取ったものに、減価償却費の修正を加えた結果、〈図表 4〉の左の図のようになったとします。この数値から右側の報告式のキャッシュフロー計算書を完成させてください。さらにこれらのキャッシュフロー計算書から、それぞれの企業で起こっている状況を説明してください。

**【設問 4】** 〈図表 5〉は日産自動車(株) 99/3 期の連結貸借対照表および損益計算書を比例縮尺で示したものです。この資料から、日産自動車の資金ポジション改善のために考えるすべての具体的な方策を提案してください。

<図表3> 『キャッシュフロー計算書』の作成プロセス(間接法)

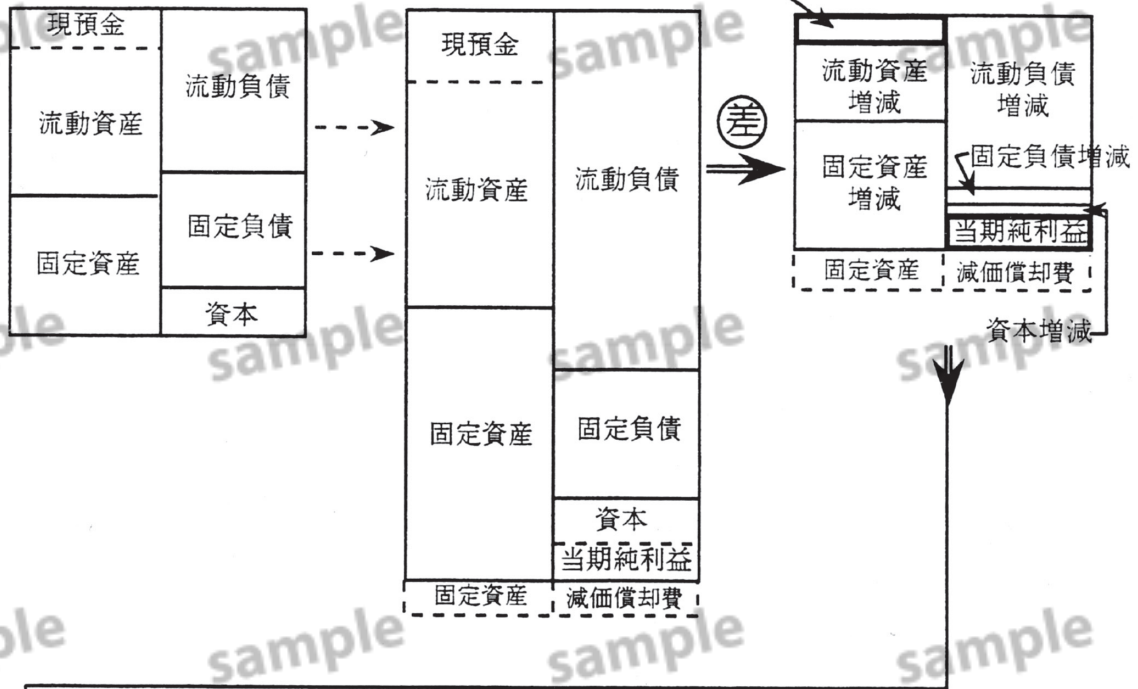
(前期末貸借対照表)

(今期末貸借対照表)

(差額を取る)

1999/3

2000/3



<算式> 
$$\begin{aligned} & \text{当期純利益} + \text{減価償却費} \\ & + (\text{流動負債} + \text{固定負債} + \text{資本}) \text{の増減} \\ & - \text{流動資産の増減} - \text{固定資産の購入} = \text{現預金増減} \end{aligned}$$

キャッシュフロー計算書	
I. 営業活動からのキャッシュフロー	
1. 当期純利益	
2. 現預金への調整	
・ 減価償却費	
・ 売掛金増加 (▲)	← (流動資産増減)
・ 在庫増加 (▲)	←
・ 買掛金増加	← (流動負債増減)
<営業活動から得た現預金増減>	
II. 投資活動からのキャッシュフロー	
・ 固定資産購入 (▲)	
<投資活動に使用した現預金増減>	
III. 財務活動からのキャッシュフロー	
・ 短期負債増加	←
・ 固定負債増加	
・ 資本増加	
<財務活動から得た現預金増減>	
<u>《現預金増加額》</u>	
<期首現預金>	
<期末現預金>	

<図表4> 『キャッシュフロー計算書』の事例分析

(事例1)

売掛金増加 100億円	現預金減少 40億円
	当期純利益 50億円
	減価償却費10億円

キャッシュフロー計算書

I. 営業活動からのキャッシュフロー

1. 当期純利益

2. 調整額

<現預金減少>

(事例2)

在庫増加 150億円	現預金減少 70億円
	当期純利益 60億円
	減価償却費 20億円

キャッシュフロー計算書

I. 営業活動からのキャッシュフロー

1. 当期純利益

2. 調整額

<現預金減少>

(事例3)

有形固定 資産増加 900億円	現預金減少 200億円
	短期借入金 増加 600億円
	当期純利益 100億円
固定資産 100億円	減価償却費 100億円

キャッシュフロー計算書

I. 営業活動からのキャッシュフロー

1. 当期純利益

2. 調整額

<営業キャッシュフロー>

II. 投資活動からのキャッシュフロー

<投資キャッシュフロー>

III. 財務活動からのキャッシュフロー

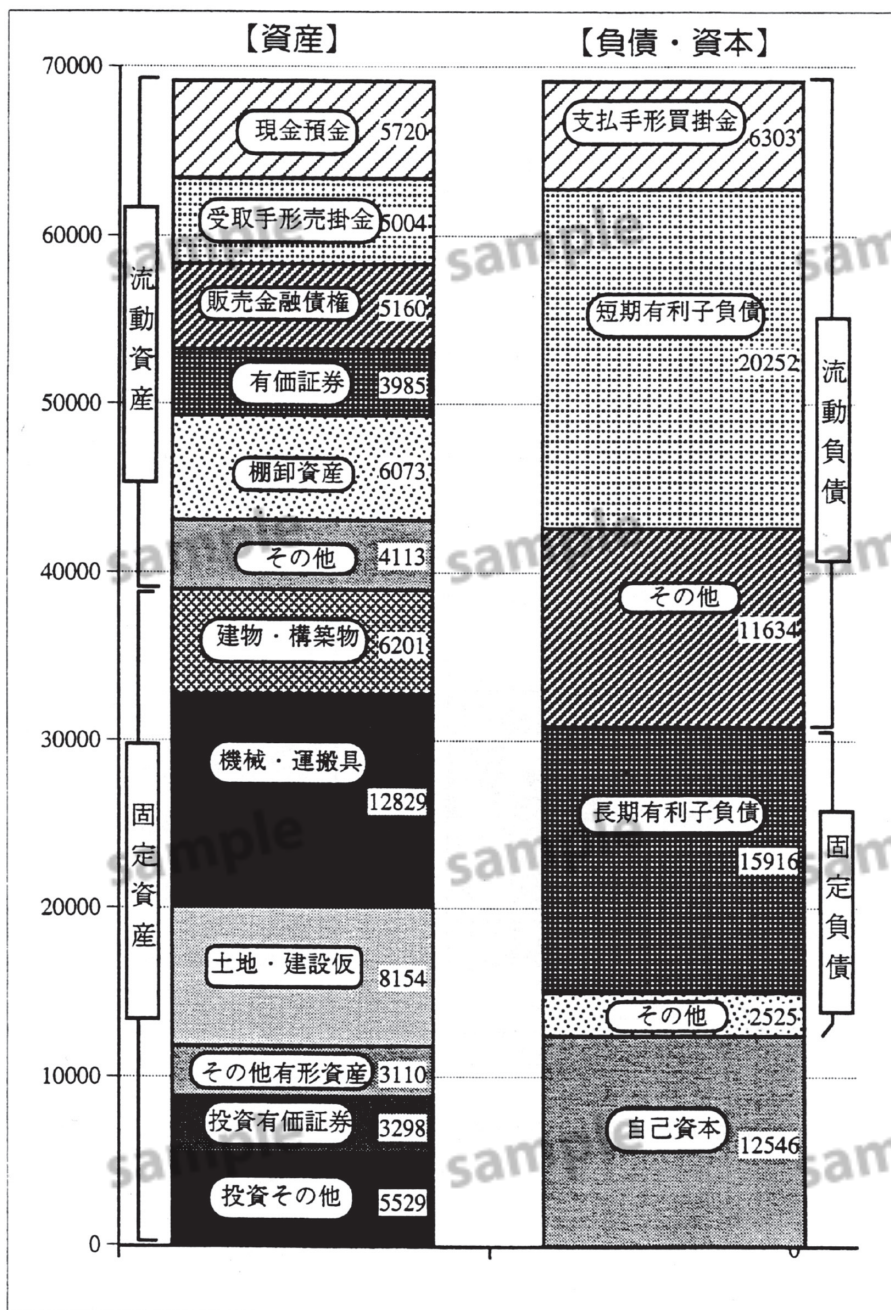
<財務キャッシュフロー>

<現預金減少>



<図表5>日産自動車の連結財務諸表

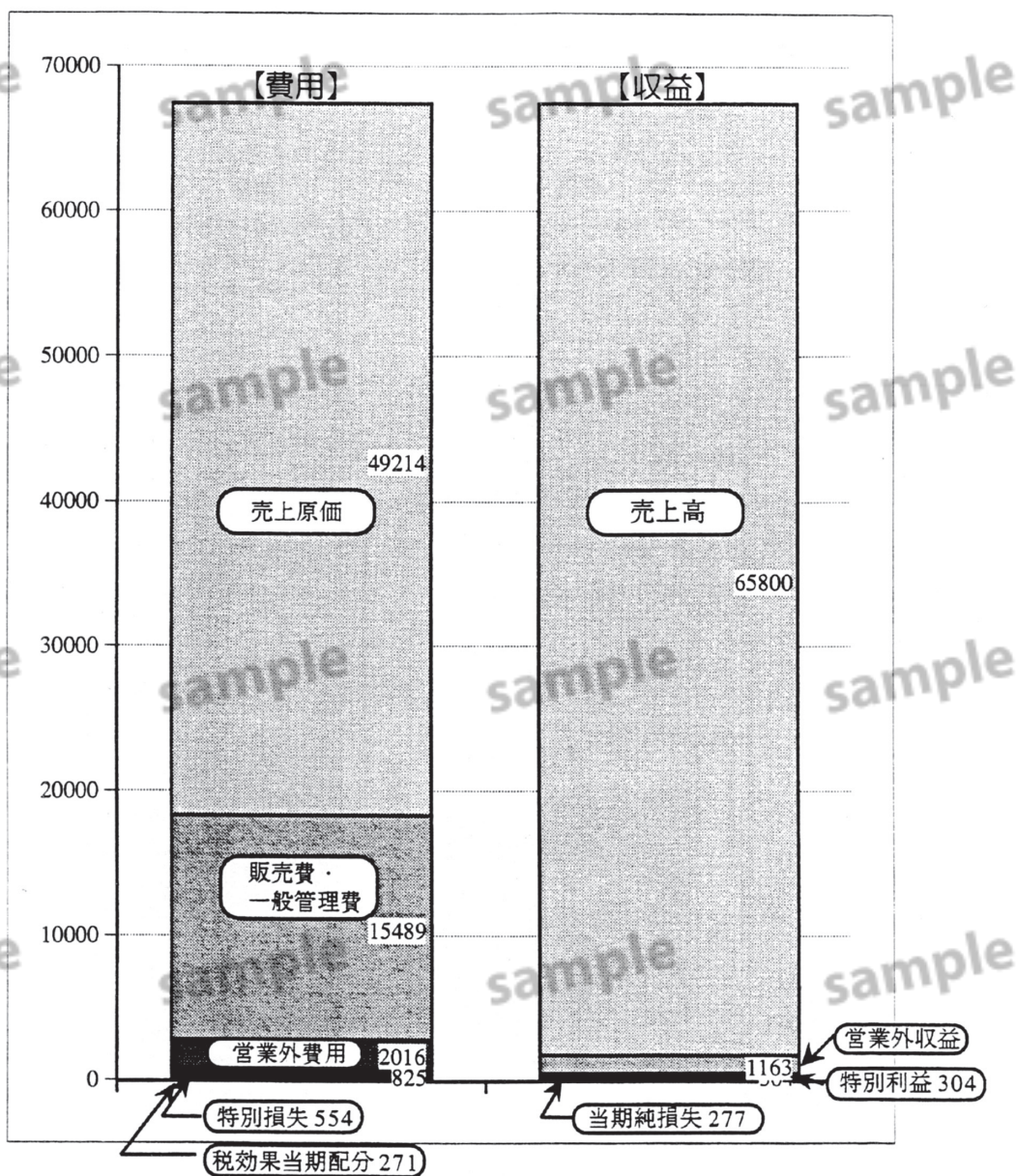
連結貸借対照表(日産自動車99/3 単位: 億円・比例縮尺)



(注)1)その他固定負債のうち、退職給与引当金759億円



連結損益計算書(日産自動車99/3 単位: 億円・比例縮尺)



(注)(1)販売費および一般管理費の内訳

運賃および発送諸費	1,393
広告宣伝費	1,720
サービス保証料	
・製品保証引当金繰入	725
販売諸費	4,443
人件費	4,763
減価償却費	560
貸倒引当金繰入	255
その他	1,630
<合計>	<u>15,489億円</u>

(2)営業外費用の内訳

支払利息・割引料	
・社債利息	1,029
為替差損	397
その他	590
<合計>	<u>2,016億円</u>

(3)特別損失の内訳

固定資産廃却損	99
投資・債権評価損	310
特別退職金	44
その他	101
<合計>	<u>554億円</u>

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

---

不 許 複 製

---

慶應義塾大学ビジネス・スクール

---

共立 2010.4 RP150