

企業を分析する⑥ キャッシュ・フロー計算書を分析する



立命館大学 教授 松村 勝弘

■ キャッシュ・フロー計算書

2000年3月決算より、わが国でも上場企業に対して連結キャッシュ・フロー計算書が制度化され、公表されるようになった。これを利用して企業を分析してみよう。キャッシュ・フロー計算書は前回お話しした資金運用表と同様、期中の企業の資金の変動を表している。その意味ではここでの数値は資金運用表のものとは違はない。ただ表示方法が違う。資金運用表が企業の長期資金の運用・調達に無理がないか、資金不足は起こっていないかなどを確認するためのものであるのに対して、キャッシュ・フロー計算書は株主など投資家にとって企業がキャッシュ・フローを生み出しているかどうかを確認するためのものである。表1は松下電器産業とソニーの2006年3月期のキャッシュ・フロー計算書を要約したものである。

営業キャッシュ・フローは「当期純利益+減価償却費」が大半を占めている。これに「仕入債務増加額-売上債権増加額-棚卸資産増加額」を増減したものであると言って、概ね間違いない。つまり営業活動によって生み出された資金量を表している。これから設備投資や子会社への投資などの投資活動に使った資金量をマイナスし、土地の売却や子会社株式の売却などによって増えた資金量をプラスする。営業キャッシュ・フローと投資キャッシュ・フローを合計したものをフリー・キャッシュ・フローといい、余裕資金であると考えられている。上記松下の場合投資キャッシュ・フローがプラスであるから、子会社株式売却などによって増えた資金のほうが多かったことを表す。したがって、当社のフリー・キャッシュ・フローは

表1 2006年3月期のキャッシュ・フローの状況
(単位:億円)

	松下	ソニー
営業キャッシュ・フロー	5,754	3,999
投資キャッシュ・フロー	4,071	△ 8,713
財務キャッシュ・フロー	△ 5,246	3,599
フリー・キャッシュ・フロー	9,825	△ 4,714

9,825億円となる。そのうちの5,246億円は社債の償還などに充てられた。

ソニーの場合、液晶やプラズマディスプレイで先行するシャープや松下を追撃するために「ブラビア」ブランドの薄型テレビの設備投資や金融ビジネスなどに資金を投じたので投資キャッシュ・フローは8,713億円のマイナスとなっており、その結果フリー・キャッシュ・フローは4,714億円のマイナスとなっている。その不足は3,599億円の借入金その他の財務活動によって埋め合わされた。

■ キャッシュ・フロー計算書から 企業の財務構造を知る

キャッシュ・フロー計算書を分析すると、その企業が現在どのような財務状況に置かれているかを知ることができる。表2は代表的な事例を、その事例を代表するような企業を例に分析するために作成したものである。「会社四季報」2006年3集などにより計算したものである。

さきの説明からもわかるとおり、キャッシュ・フロー計算書は企業の財務活動の状況を分析するのに有用である。企業の財務状況はその企業が置かれている段階によって異なる。ただし、高度成長期の日本企業では多くの場合、利益留保や減価償却といった内部資金をはるかに上回る成長拡大を図っていたので、常に資金不足が生じており、これを埋め合わせたのが、銀行借入金であった。銀行は成長資金をせっせと融資し、企業とのつながりを深めていった。その典型的な

表2 直近期日本企業のキャッシュ・フロー状況

	営業キャッシュ・フロー	投資キャッシュ・フロー	フリー・キャッシュ・フロー	財務キャッシュ・フロー
高度成長期の一典型 日立(1969年度)	261	△ 733	△ 472	596
成長型企業 USEN	29	△ 376	△ 347	211
好業績 & 積極経営型 トヨタ自動車	25,155	△ 33,755	△ 8,600	8,769
好業績 & 安定経営型 日本製紙	1,321	△ 404	917	△ 966
業績不振借金返済型 三洋電機	△ 7	360	353	△ 700

事例を上記日立製作所の1969年度の個別財務諸表から今日のキャッシュ・フロー計算書にあたるものをあえて作成し、これを最近の諸企業のケースと比較してみた。そこでは積極的な成長拡大が図られており、営業キャッシュ・フローをはるかに超えた投資キャッシュ・フローのマイナスが生じており、したがって、フリー・キャッシュ・フローはマイナスであり、その不足を銀行借入などの財務キャッシュ・フローで埋め合わされていることがわかる。

■ 成長型企業USEN

数は少なくなってきたとはいえ、今日でも急成長企業は、営業キャッシュ・フローだけでは投資活動を賄いきれず、投資キャッシュ・フローのマイナスが営業キャッシュ・フローを超えてしまい、フリー・キャッシュ・フローはマイナスとなり、これを財務キャッシュ・フローで埋め合わせることになる。USENは堀江社長逮捕で揺れ動くライブドアを宇野社長個人の資金で買収してなお急成長を遂げているが、2005年8月期でもUSENは積極的な成長戦略をとっており、営業キャッシュ・フローをはるかに超える投資キャッシュ・フローのマイナスがあり、不足する資金を長期借入金や増資などといった財務キャッシュ・フローにより賄ったのである。ただし、急成長企業は近年では、高度成長期ほど多くはない。

■ 好業績積極経営型のトヨタ

近年日本企業の成長スピードは鈍化し、あるいは不況の中でマイナス成長にすら陥っていたが、これら企業とは違って、トヨタ自動車は高収益を背景に積極的に世界戦略を遂行している。2.5兆円の営業キャッシュ・フローを獲得しているが、さらに巨額の3.3兆円という投資活動を行い、フリー・キャッシュ・フローはマイナス8,600億円となっており、その不足を長短借入金など財務キャッシュ・フローで埋め合わせているのである。

ただしこのような好調企業は、最近の日本企業ではそれほど多くはない。

■ 好業績安定経営型の日本製紙

王子製紙による北越製紙に対するTOBが話題を呼んだが、さらにこれを阻止するために動いた日本製紙は一体どのような思惑で動いたのであろうか。報道されているだけではわかりにくいかもしれない。しかし日本製紙グループ本社のキャッシュ・フロー計算書を分析するとその意味もわかる。当社の収益性は決して低くはない。1321億円の営業キャッシュ・フローもあり、市場の飽和状態を反映して投資キャッシュ・フローもマイナス404億円と投資活動は活発ではない。その結果917億円のフリー・キャッシュ・フローがあり、借入金の返済や社債の償還などマイナス966億円の財務キャッシュ・フローとなっている。

これだけのゆとり資金があつてかつ市場が飽和状態にある場合、トップ企業である王子製紙が北越製紙に対するTOBによりその基盤を盤石にするのを座視するわけにはいかなかったわけである。資金にゆとりがなければ放置したかもしれないが、日本製紙は王子製紙のTOB阻止に動く資金があったわけである。場合によっては日本製紙の方がTOBを仕掛けたかもしれないのである。近年TOBないしM&Aが増えているのは、このようにゆとり資金を抱えている企業が増えてきているからである。

■ 業績不振借金返済型の三洋電機

不振が続く企業では、借入金の返済を行って、新たなスタートを切ろうとしており、あるいは、銀行の債務返済圧力から借入金を返済せざるを得ない場合もある。三洋電機のケースでは少し状況は違うが、借入金の返済を行っている。