

# キャッシュフローの重要性と株式リターンとの関連性

— キャッシュフロー重視の経営と株価分析 —

濱田 弘樹

横浜市立大学大学院

## I はじめに

昨今、企業経営に対するキーワードとして「キャッシュフロー重視」が挙げられている。売上高・利益を目標として掲げる経営の見直し気運が高まっている。戦後ある時期の例外を除き、高度成長・安定成長といった右肩上がりの経済状況下では、これらの指標がある程度機能してきた面もある。しかしながら、不況下の現在は通用しないものとなっている。とりわけ、企業の出資者である投資家は一段と投資効率を優先し、それがメインバンク制の綻び、株式持合い解消、及びキャッシュフローベースの企業評価へと繋がっている。

企業評価に関して、キャッシュフロー重視の傾向が高まっていることにより、企業が公表するキャッシュフローと株式市場の間に何らかの関連性が存在することも考えられる。これについて米国の先行分析によれば、株式リターンとキャッシュフローは強い関連性があり、キャッシュフローが投資意思決定に有用な情報であると考えられている。

そこで、本稿は昨今の我が国におけるキャッシュフロー経営重視の背景・要因を明らかにした上で、キャッシュフローと株式リターンの関連性について、企業数社を取り上げ検証する。

## II キャッシュフロー重視の背景

産業・業種を問わず、企業が注目せざるを得ない背景は次の3点である。

### 1 金融ビッグバンの本格化

1998年4月の外為法改正によって、資金の出入りや外国為替取引が自由となった。海外投資家の参入が投資尺度や経営姿勢の欧米化を促しつつある。また、金融機関の破綻や貸し渋りにより、製造業を中心にメインバンクに依存してきた資金調達のスダンスを変えつつある。経営者が注目する指標からも分かる通り（図表1）、現預金（キャッシュフロー）を効率よく維持・増大するかが重要である。従来、含み資産を持っていれば、銀行から資金の支援を受けられたが、銀行自身がBIS基準や不良債権処理の足かせによって、安定的に資金を提供する余裕はなくなっている。

### 2 グローバル競争の激化と技術開発

電機、自動車など成熟産業はもちろん、急成長が期待できる産業において、技術の優位性が資金力（キャッシュフローの創出能力）と大きく係わる。資金力とは、将来の企業維持・発展に不可欠な投資をまかなえるだけのキャッシュ

図表1 経営者が重視する指標（173社）

現在採用する指標		今後採用したい指標	
①売上高	94.22	① ROE	58.65
②経常利益	90.75	②経常利益	51.45
③経常利益率	78.03	③売上高	41.04
④ ROE	72.83	④経常利益率	36.42
：		⑤キャッシュフロー	34.68
⑨キャッシュフロー	51.45		

(出典：ハーバード・ビジネス1997年9月号)

フローである。成熟産業は各社の技術が横並びする傾向にあるが、外国企業とのさらなる競争を睨み、他社をリードする技術開発に膨大なキャッシュフローが必要である。実際、1998年度の主要企業の研究開発投資（R & D）は高水準で推移する（図表2）。

輸送産業を除き大型の設備投資が大幅に減少しているにもかかわらず、研究開発投資は増加または維持する傾向にある。輸送は市場の低迷にもかかわらず、ラインナップの拡充、環境次世代技術等の長期的視野に立った研究開発が迫られている。研究開発投資は設備投資に比べて収益の変動を受けにくい人件費等の固定支出で

あり、膨大なキャッシュフローが必要とされる。この支出をまかなえるだけのキャッシュフローを、いかに内部にプールできるかが企業生存の鍵を握っている。

### 3 企業提携、M & Aの激化

21世紀の生き残りをかけた企業・事業部門の買収（投資）・売却には、企業価値を適切に測定する尺度が欠かせない。基本的に、投下資金が何年で回収できるかが基準となる。欧米のM & Aにおいて、その基準はキャッシュフローがベースであり、主に貨幣の時間価値を考慮したDCF法等が行われる。我が国でも桜井（1997年）の

図表2 主要企業の各投資規模（1998年）

(単位：億円)

業種	R&D	前年比 (%)	設備	前年比 (%)
情報通信				
NEC※	4,200	2.4	3,100	▲19.7
富士通※	4,200	8.5	3,500	▲7.2
NTT	2,700	9.4	17,500	26.9
電気機器				
日立	3,800	▲1.5	1,500	▲21.0
東芝	2,900	▲3.3	1,500	▲35.9
松下電器※	5,000	4.1	4,100	▲13.4
ソニー※	3,500	10.0	3,500	▲9.8
キャノン※	1,800	5.4	2,400	9.2
輸送				
トヨタ	4,400	2.9	3,600	4.8
日産	2,200	5.8	1,300	22.2
本田技研	3,030	7.8	950	30.7

※連結ベース

(出典：日本経済新聞1998年6月より抜粋)

調査によれば、上場63社の経営者が企業価値の評価尺度として純粋な回収期間法を23社、期間調整後の回収期間法を4社が採用している。キャッシュフローが一般的に用いられる理由として、市場の最新価格、諸条件、事業機会を反映しているためと考えられる。

経済全体が好調あるいは安定した時期には、企業の優勝劣敗はさほど目立たないが、不況局面でその明暗がくっきりと現れる。それは株価に反映され、不振企業ほど株価水準は低迷する。そうした企業は市場からの資金調達に困難になり、長期的に研究開発投資をまかなうためのキャッシュフローも減少する。こうなれば十分な技術開発もままならず、技術を武器に国際競争どころか、提携先も探せない状況に陥る。また今日の世界的な提携・合併という潮流は、他社に秀でた技術開発に要する資金を独力で賄うのが不可能であるという現実も示唆している。

### Ⅲ 市場と経営者の認識ギャップ

これらの背景から、ようやく資金（キャッシュフロー）の重要性は認識され始めたばかりである。従来の経営者はP/Lの作成、すなわち売上目標を達成し、経費削減して、利益をいかに極大化するかに焦点があった。間接金融がキャッシュフローを安定供給してくれたために、企業は資金面を気にかけなくて済んだ。したがって、利益とキャッシュフローの違いさえ区別しなかったのである。

だが、前述のように企業経営者はメインバンクからの自立と自社のキャッシュフローの改善が求められている。キャッシュフロー重視の経営とは、売上、コスト等のP/L項目に加え、在庫投資、売掛金、買掛金等のキャッシュフローを左右する科目に注意が必要となる。キャッシュフローの改善には、サイトの短縮、在庫圧縮、

及び不採算部門の撤退・売却などの大胆なB/S管理が加わる。結局、頼れるものは現預金であり、間接金融が供給してきたキャッシュフローの不足分を、直接金融＝株式発行で調達することが課題となる。

なお、直接金融によってキャッシュフローを市場から確保できるか否かは、企業が投資家にとってメリットのあるリターン（収益）を得ているかどうか依存する。ここで、MSCI（モルガン・スタンレー・キャピタル・インターナショナル）の1998年度4月の株価指標によると、日米企業で投資効率に関する違いが現れる。

株価収益率（株価÷一株当たり純利益）

：日本43倍、米国27倍

株価CF倍率（株価÷一株当たりキャッシュフロー）

：日本10倍、米国16倍

株価収益率では日本企業が米国企業より高く、一見、投資効率が良さそうに見える。この原因は日本企業の株価が低いのに比べ、それ以上に一株当たり純利益が非常に小さいからである。日本企業は株主資本充実を図ってきたが発行済株式も多く、一株当たり利益が小さい。逆に、株価CF倍率では日米が逆転する。このキャッシュフローは純利益＋減価償却費と定義される。これから、米国企業は日本に比べて少ない減価償却費（設備）で収益を挙げている。すなわち、純利益1に対して減価償却費は日本で3.33あるが、米国は0.69しかない。これを株主の視点に立てば、日本企業は設備に膨大な資金をつぎ込みながら、不当に低い利益しか上げていないことを意味する（無駄な設備により過大な償却負担に陥っている）。これでは、日本企業に対する投資メリットが小さく感じられるに違いない。

加えて、我が国企業は調達面だけでなく、投

資家が納得するキャッシュフローの有効運用を提示する必要がある。むやみにキャッシュフローを蓄積し、余力を持つことは無能な経営に他ならない。内部蓄積のキャッシュフローは投資家のものであり、最終的に還元されねばならない。こうした株主視点に立たない経営者がいれば、彼らを追放して、より高いリターンを得ようとする投資家の買収ターゲットになる。無能でないという証を立てるには、投資家の要求する資本コストは必ずクリアしなければならない。そこに経営資源の集中と選択の論理が働く。図表3は我が国の大企業であるが、投資効率が低く理論上（計算上）は買収可能性が高い企業の一例である。

買収総額 = 時価総額 + 潜在株式残高

時価総額 = 発行済株式数 × 株価 (1997年平均)

M & A レシオ = (企業買収総額 × 50% - 手元流動性) ÷ 連結キャッシュフロー

50% : 企業の実質的支配が可能な割合

図表3に挙げた企業はキャッシュフローと手元流動性（一年以内に換金可能な資産）が大きく、

短期間に資金回収が可能である（したがってM & A レシオが低い）。現在、我が国の経済状況や証券市場を見渡せば、超低金利政策によって借入コストの負担は減少している。また、株式相場の低迷（株価下落）、持合いの崩壊、及び外資規制の撤廃等の要因により、買収する側にとって有利な状況にあるといえよう。

従来、企業経営者は株主資本の充実と手元流動性が大きければ優良企業（高財務体質<sup>(1)</sup>）であるという意識に縛られ、それゆえ売上高、経常利益、手元流動性といった経営指標を頼りにしてきた。しかしながら、米国ではROE, EVA, CCR（キャッシュフロー資本コストレシオ）<sup>(2)</sup>, CFROI（Cash Flow Return on Investment）<sup>(3)</sup>等のキャッシュフロー・ベースの指標を掲げて復活を遂げている。不況下の我が国企業では、従来型経営指標の目標は当然のこと、こうしたグローバルな経営指標でも外国企業に大きく水をあけられている。かつ、単にキャッシュフローの創出・蓄積だけでは、株主に対する責任を果たしたとも言えないのである。したがって、我が国企業の中にも自社株買入消却などで余剰資金を還元し、株主価値を高めようとする動きが

図表3 投資非効率の大企業  
(M & A レシオの低い企業)

企 業	買収総額 (億円)	手 元 流動性	C F	M & A レシオ (年)
日本石油	9,899	8,209	738	-4.4
三菱電機	17,095	4,533	2,902	1.4
日 立	44,807	10,241	7,044	1.7
東 芝	25,677	5,436	3,552	2.1
N E C	29,447	5,065	3,374	2.9
キリン	12,602	3,199	1,047	3.0

(出典：日本金融新聞1997年7月、山一証券経済研究所調べ)

見られる<sup>(4)</sup>。

#### IV CFと株式リターンの関係分析

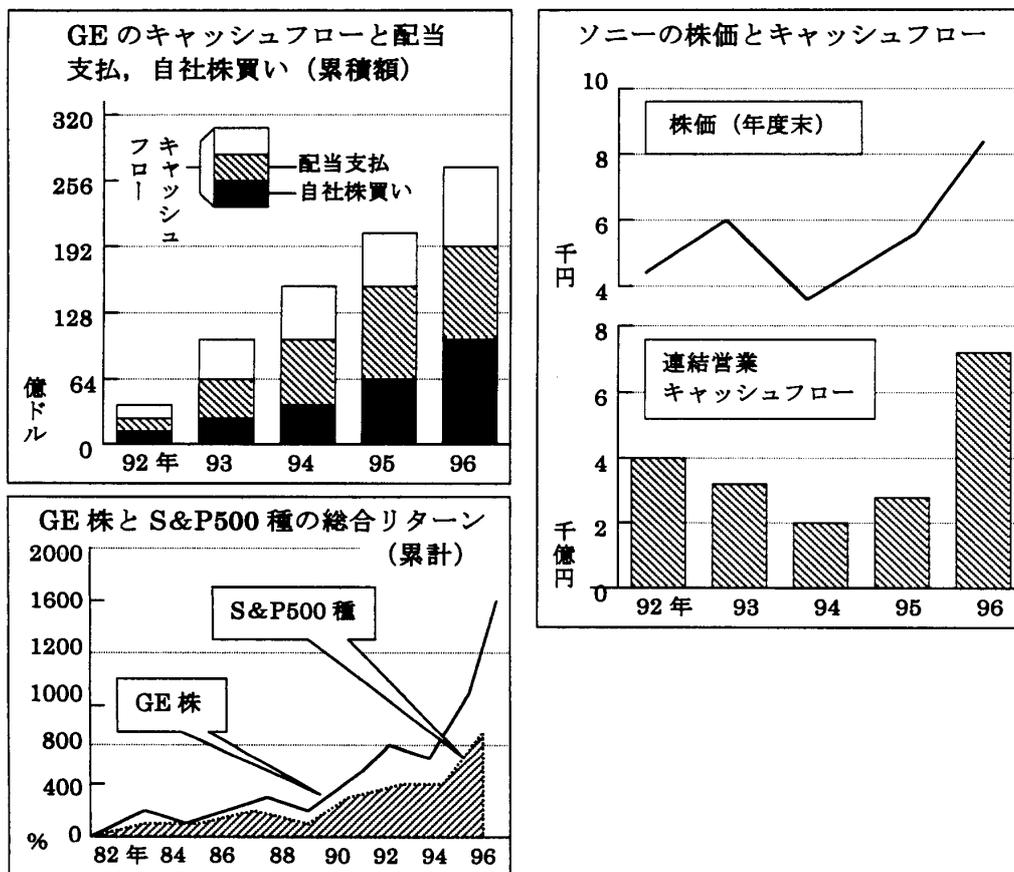
我が国では継続的取引及び支配目的を理由に株式の持ち合いが行われてきたが、投資効率を優先する海外機関投資家の圧力や本業の業績低迷により見直しが図られつつある。投資家＝証券市場プレーヤーは、潜在的にリターンの大きい株式をポートフォリオに組み込む。したがって、低いリターンの株式は見放すか、そうした企業を買収し、より効率的な経営を行う経営者へと交代させる。

こうした外部の圧力に対して、企業は株式リターンを増大するために、キャッシュフローの

創出能力を高め、効率的運用を図る必要性に迫られている。ここに、キャッシュフローの重視が企業価値を増加させ、株式リターン（株価）の上昇となって現れるという図式が導かれる。現に、欧米企業や一部の日本企業において、株価とキャッシュフローに相関関係が見られる<sup>(5)</sup>。

キャッシュフローと株式リターン（株価）の関連について、米国で多く先行研究がなされている。1970年代、Ball & Brownの利益と株価の関連についての実証分析以来、それをキャッシュフローに応用した形で、80年代前半にはBeaver & Dukes、後半にはRayburn, Wilson, Ismail & Kim, Barnard & Stober、及び90年代以降はLivnat & Zarowin, Ali等が追加的検証を行う。彼らは、基本的に次の回帰分析に

図表4 キャッシュフローと株価の関係  
(米国GEと日本SONYの事例)



(出典：日本金融新聞1997年7月25日)

基づく有意性検証を行っている。

$$Y_{it} = a_0 + a_1 \cdot X_{1it} + \varepsilon_{it} \dots\dots\dots ①$$

$$Y_{it} = b_0 + b_1 \cdot X_{1it} + b_2 \cdot X_{2it} + \varepsilon_{it} \dots\dots ②$$

$X_{1it}$ ,  $X_{2it}$  (独立変数):  $i$  企業,  $t$  年度の会計変数 (利益 or CF),

$Y_{it}$  (従属変数):  $i$  企業,  $t$  年度の株価変数 (株式リターンや株価収益率),

$a_0$ ,  $b_0$ : インターセプト,

$a_1$ ,  $b_1$ ,  $b_2$ : 回帰係数,

$\varepsilon$ : 攪乱項

①式の回帰係数  $a_1$  が 0 でないことが統計的に有意ならば、株価変数と会計変数  $X_1$  には依存関係がある。また、 $X_1$  を所与とする場合、 $b_1$  及び追加変数  $X_2$  の回帰係数  $b_2$  が 0 でないならば、追加変数  $X_2$  の増分情報内容を示している。なお、株価と会計変数の関連を上手く説明しているかどうかは、決定係数 ( $R^2$ ) の大きさが鍵となる。

## V 分析結果

以上、前節の式を応用し、我が国企業の数社を抽出して次の分析を試みた。

期 間: 1989年~96年の8年間

分析企業: 東証一部上場、96年と89年の株式時価総額の対比により分類。

G I 群 (96年が89年の1.6倍以上)

ソニー, 松下, トヨタ, ホンダ, キヤノン, イトーヨーカ堂

G II 群 (同 1.2~1.6倍)

NEC, 富士通, スズキ, リコー

G III 群 (同 1.2倍未満)

日立, 東芝, 三菱電機, 日産, 三菱重工, ダイエー

$$R_{it} = a_1 + a_2 \cdot X_{1it} + \varepsilon_{it} \dots\dots\dots ③$$

$$R_{it} = b_1 + b_2 \cdot X_{1it} + b_3 \cdot X_{2it} + \varepsilon_{it} \dots\dots ④$$

$i$ : 企業,  $t$ : 年度,  $X_1$ ,  $X_2$ : 会計変数

$R$ : リターン (時価+配当),  $E$ : 純利益,

CF: 純利益+減価償却費,

OCF※: 営業キャッシュフロー,

FCF※: フリーキャッシュフロー

$a_1$ ,  $b_1$ : インターセプト,

$a_1$ ,  $b_2$ ,  $b_3$ : 回帰係数,

$\varepsilon$ : 攪乱項

※C/S (資金計算書, 有価証券報告書巻末の資金収支の状況等より算出)

決定係数  $R^2$  と回帰係数の分析から、\*で示した好業績 (中程度の業績) 企業群である G I, G II は、純利益と株式リターンの関連が強い。なお、G I 群ではキャッシュフローとリターンの関連も見られる。しかしながら、OCF及びFCFとリターンに関する統計的有意性を示す根拠は得られなかった。

\*\*で示される業績不振企業群の G III は、G I, II に比べ会計変数とリターンの関連を積極的に示す結果を得られなかった。表より、CFまたはOCFとリターンは負の相関を示し、すなわちキャッシュフローが減少 (増加) すれば、株価が上がる (下がる) 傾向となる。1つの見方として、企業内に資金が蓄積されず効果的な投資が行われると投資家が判断するならば、株価が上昇することもあるが、このデータからでは推測の域を出ない。

一般的に今回の分析に限れば、リターンと個々の会計変数の関連において、キャッシュフローよりも純利益の方が株価に与える影響が大きいことを示唆する結果となった。したがって、残念ながら我が国証券市場は未だキャッシュフロー情報が有用に機能していないという推論に結びつく。

図表5 リターンと会計変数の有意性分析

変数 $X_i$	G I 群	G II 群	G III 群	全サンプル
純利益	*	*		
係数	0.178	0.444	0.047	0.209
t 値	1.01	2.10	0.25	1.89
R <sup>2</sup>	0.121	0.197	0.002	0.044
CF	*		**	
係数	0.281	0.084	-0.312	0.106
t 値	1.84	0.42	-2.03	0.94
R <sup>2</sup>	0.119	0.006	0.108	0.011
OCF			**	
係数	0.131	0.074	-0.445	0.079
t 値	0.74	0.35	-2.63	0.70
R <sup>2</sup>	0.008	0.004	0.178	0.006
FCF				
係数	0.122	0.198	0.012	0.077
t 値	0.63	0.87	0.06	0.68
R <sup>2</sup>	0.018	0.041	0.001	0.006

斜文字は決定係数が比較的大きい値。下線文字は決定係数が小さく有意性を示さない。

次に、④式の会計変数 $X_i$ ＝純利益の所与とし、変数の追加によってその変数が増分情報を持つか否かを分析する。すなわち、純利益に追加の変数を加えることで、それがリターンに影響を与えるかどうかを観察する。

図表6の決定係数 $R^2$ 及び回帰係数の大きさは、全体的にCF、OCF、FCFの順で小さくなり（リターンとの関連度合いの強さは、純利益>CF>OCF>FCFの順）、リターンと純利益に追加したこれらの会計変数の増分情報を一部についてのみ確認したに過ぎない。リターンと会計変数及び追加的会計変数の関連を仮定した回帰式④の結果から、追加的変数には純利益を上回る情報に乏しい結果が導かれた（網掛部分にのみ確認）。すなわち、キャッシュフローは利益以上にリターンを説明する力を持っていないことが今回の分析結果は示している。

また企業群別にみると、比較的業績の良いG I 群の追加変数CF及びOCFのリターンに与える影響が純利益を上回った（説明力がある）。しか

しながら、G II、G III群になると、リターンと会計変数との間に（説明力となるような）有意な関係を見出せない結果が得られた。

## VI おわりに

今回、我が国企業の分析結果からは、必ずしもキャッシュフローと株式リターンに有意な関係があることを示唆するには至らなかった。その原因として、サンプル数の少なさ、企業の偏り、及び期間の選択など様々な要因が作用し、検証結果を歪めたことが考えられる。また、依然として持ち合い株式が多く、市場プレーヤーが少ないことにより、欧米並みに成熟化していない我が国証券市場の特殊性を考慮する必要があったかもしれない。したがって、今後検証方法を改良する余地が多く残されている。

米国では、多くの実証研究によってキャッシュフローの有用性に関する根拠が蓄積される。企業が積極的な情報提供を行い、それが証券市

図表6 リターンと追加会計変数の有意性分析

X <sub>1</sub> =純利益					
追加変数 X <sub>2</sub>	GI群		GII群		
	X <sub>1</sub>	X <sub>2</sub>	X <sub>1</sub>	X <sub>2</sub>	
CF	係数	0.707	0.917	0.651	0.331
	t値	1.48	1.92	2.44	1.24
	R <sup>2</sup>		0.157		0.263
OCF	係数	-0.706	0.663	0.548	-0.220
	t値	-2.11	1.98	2.27	0.91
	R <sup>2</sup>		0.145		0.234
FCF	係数	0.148	0.118	0.471	0.052
	t値	0.78	0.62	1.86	0.21
	R <sup>2</sup>		0.035		0.179

X <sub>1</sub> =純利益					
追加変数 X <sub>2</sub>	GIII群		全サンプル		
	X <sub>1</sub>	X <sub>2</sub>	X <sub>1</sub>	X <sub>2</sub>	
CF	係数	0.626	-0.778	0.928	0.872
	t値	2.55	-3.17	5.44	5.11
	R <sup>2</sup>		0.272		0.286
OCF	係数	0.251	-0.540	0.309	-0.141
	t値	1.40	3.00	1.96	-0.89
	R <sup>2</sup>		0.232		0.053
FCF	係数	0.047	0.013	0.209	0.080
	t値	0.25	0.07	1.89	0.72
	R <sup>2</sup>		0.002		0.049

斜文字は決定係数が比較的大きい値。下線文字は決定係数が小さく有意性を示す証拠にならない。

場へ影響を与えるという側面において、分析結果からキャッシュフロー情報が十分に投資意思決定に役立つと考えられている。今日、我が国もキャッシュフローが重要とする先験的・直感的主張がなされるが、それを補強するような実証的な証拠が十分なされているとは言い難い。今後、キャッシュフローと株式リターンとの関連を検証するために、実証的証拠を積み上げ、それに依拠した判断と理論構築がなされなければならぬと考える。

## 《注》

- (1) 総合電機（日立製作所・東芝・三菱電機）について、近年様々なリポートが組まれている。東洋経済、週間ダイヤモンド、日経ビジネスを参照。
- (2) キャッシュフロー額/株主資本コスト額。ここでのキャッシュフローは、純利益+減価償却費-投資額-運転資本の増減=フリーキャッシュフロー（FCF）である。このレシオが100%を越えれば、株主が期待する以上の収益力があると判断される。EVAが絶対額で表示されるのに対して、CCRは比率である。したがって、会社間比較が可能となる。大和総研開発。
- (3) 分子は純利益+減価償却費+支払利息-投資収

益、分母は投下資本（借入金、社債、株主資本）に累積減価償却費、設備投資額の調整を施した投下資本合計額。米国ホルト社開発。

- (4) トヨタと松下電器は2期連続で、各々合計2,000億円、同800億円の自社株の買入消却を行い、資本効率の改善を図る決定を行っている。
- (5) 元UCLA経営学大学院副学長、現マッキンゼー&カンパニー・ディレクターのトム・コーブランド氏は、長期的に見てキャッシュフローが株価を上昇させ、企業価値の増大に繋がると主張する。

#### 〔参考文献〕

1. 日経ビジネス1997年6月2日号
2. 『ハーバード・ビジネス』「特集 キャッシュフロー経営——戦略の選択——」ダイヤモンド、1997年9月
3. G. Peter Wilson, "The Relative Information Content of Accruals and Cash Flows: Combined Evidence at the Earnings Announcement and annual Report Release Data", *Journal of Accounting Research* (Supplement, 1986), Vol. 24
4. J. Livnat and P. Zarowin, "The Incremental Information Content of Cash Flow Components", *Journal of Accounting and Economics* 13 (1990) 25 - 46. North - Holland
5. J. Rayburn, "The Association of Operating cash flow and Accruals with Security Returns", *Journal of Accounting Research* (Supplement, 1986), Vol. 24
6. R. G. Sloan, "Do Stock Price Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flow about Future Earnings?", *The Accounting Review* (July 1996), Vol. 71, No. 3
7. R. M. Bowen, D. Burgstahler and L. A. Daley, 1986, "Evidence on the Relationships Between Earnings and Various Measures of cash Flow", *The Accounting Review* (October 1986), Vol. LXI, No. 4
8. V. L. Bernard and T. L. Stober, "The Nature and amount of Information in Cash Flows and Accruals", *The Accounting Review* (October 1989), Vol. LXIV, No. 4