キャッシュフロー経営

目次

	Page
Ⅰ　キャッシュフロー経営の必要性と考え方	3
1　キャッシュフロー経営の必要性とその意義	3
• 企業を取り巻く環境変化とキャッシュフロー経営	3
• キャッシュフロー経営とその意義	5
• キャッシュフローの考え方	7
<C/B>倒産の危機を感じた理由	8
Ⅱ　キャッシュフローはどのように算出するのか	9
1　営業キャッシュフローとフリーキャッシュフローの定義	9
• 営業キャッシュフローとフリーキャッシュフロー	9
• 営業キャッシュフローの定義と考え方	10
• フリーキャッシュフローの定義と考え方	11
• 営業キャッシュフローとフリーキャッシュフローの算出	12
Ⅲ　キャッシュフロー重視の経営の実践例	13
1　新規投資評価とキャッシュフロー	13
• 新規投資評価と現在価値の考え方	13
• NPV法による新規投資評価の考え方	14
• NPV法による複数案件の評価の考え方	15
<C/B>その他の投資評価指標	16
2　事業運営とキャッシュフロー	17
• 収益力向上施策とキャッシュフロー	17
• 在庫管理とキャッシュフロー	18
• 運転資金管理とキャッシュフロー	19
<C/B>資金調達と資本構成の最適化	20

Page

3 業績評価とキャッシュフロー 21

- キャッシュフローを重視した業績評価の意義と考え方 21
- 案件ベースの業績評価とキャッシュフロー 22
- 事業単位の業績評価とキャッシュフロー 23
- 全社の業績評価とキャッシュフロー 24

<C/B>EVA導入の難点 26

<参考> キャッシュフロー計算書 27

1 キャッシュフロー計算書とは 27

- キャッシュフロー計算書とは 27
- キャッシュフロー計算書のキャッシュフロー 28

2 キャッシュフロー計算書の読み方 29

- キャッシュフロー計算書を読むポイント 29
- 営業活動によるキャッシュフロー 30
- 投資活動によるキャッシュフロー 31
- 財務活動によるキャッシュフロー 32
- 各キャッシュフローの水準、プラス･マイナスの組み合わせ 33

<C/B>分配のキャッシュフロー 34

1 キャッシュフロー経営の必要性とその意義

経営環境の変化からキャッシュフロー経営が注目されている理由と中堅／中小企業にとっての経営上の意義、キャッシュフローの概念について解説します。

■ 企業を取り巻く環境変化とキャッシュフロー経営

近年、キャッシュフロー経営が注目されつつありますが、なぜキャッシュフローに着目する必要があるのでしょうか？
バブルの崩壊後、企業を取り巻く経営環境は変化していますが、同時に規制緩和やグローバル化により、銀行を取り巻く環境、株式や債権等の投資家を取り巻く環境も変化しています。

銀行は金融ビッグバンや不良債権問題、BIS規制等により、自己資本比率の改善や事業リスクに見合った金利設定の必要性に迫られています。
このような変化を背景に、中堅／中小企業にとっては、従来のような低い金利で十分かつ安定的な資金の確保が難しくなっています。
2000年12月以降の中小企業向け貸出残高の推移を見ても、政府系銀行を除き、2年間で10％以上も貸出残高が減少しています。（図表1-2）

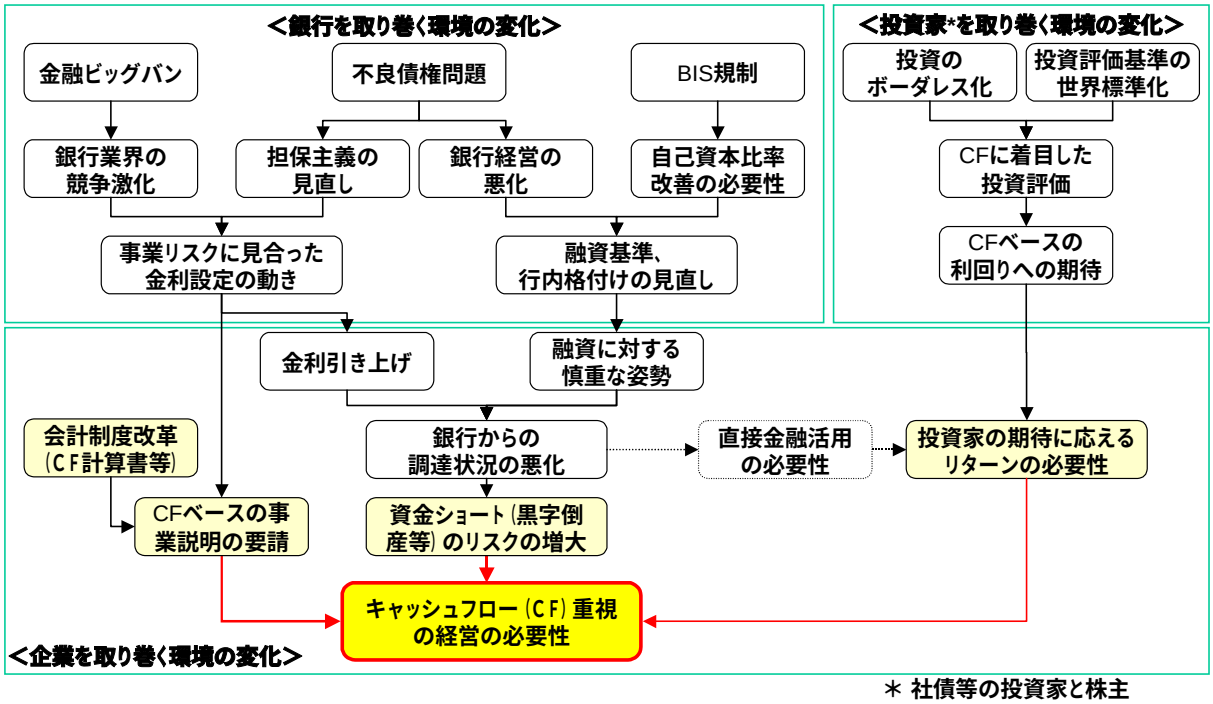
すなわち、中堅／中小企業にとっては、銀行からの資金調達が、いつ何時困難になるかもしれない状況にあるわけです。これに備えるためには、キャッシュフローを重視し、適切な流動性を確保することが必要となっています。さらに、自衛手段として銀行以外からの資金調達手段の確保、すなわち社債や増資といった投資家からの資金調達も検討する必要が生じ始めています。

投資家は、規制緩和による投資のボーダレス化、投資評価基準の国際的な標準化の動きを背景に、リスクに見合ったリターンを得る投資を、世界規模のマーケットで判断できるようになってきています。
投資家は、企業を見る“モノサシ”としてキャッシュフローを重視します。それは、キャッシュフローが以下の特徴を持っているからです。

【キャッシュフローの特徴】
- 各国の会計ルールや企業の会計処理方法により変化する財務会計上の損益とは異なり、一定の客観性を持つ
- バランスシート（BS）は資金の動きの「結果」、損益計算書（PL）はその原因を示すのに対し、キャッシュフローではこれらの「プロセス」が把握できる
- 投下資本に対するリターンの動きがキャッシュベースで把握できる（いくら資金を使っていくら儲かるのかが端的に把握できる）

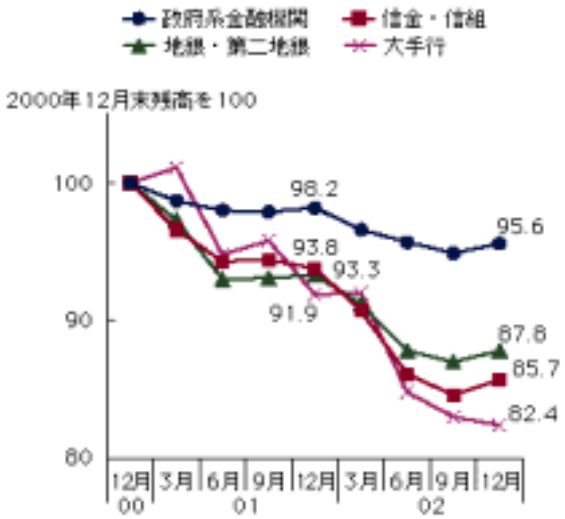
実際に、2000年3月期よりわが国でも上場企業を中心にキャッシュフロー計算書の開示が義務付けられれています。（キャッシュフロー計算書の内容については巻末の『参考』にて解説します）
銀行の融資に対する姿勢が厳しくなる中で、中堅／中小企業においては、今後株式公開を目指す企業のみならず、未公開を維持する一般の企業であっても、資金調達手段における直接金融を活用する必要性が高まってきており、このためには、投資家の期待に応えるリターンをキャッシュフローベースで考える必要があるわけです。

図表 1-1　企業を取り巻く環境変化とキャッシュフロー経営



＊ 社債等の投資家と株主

図表 1-2　中小企業向け貸出残高の推移



資料：日本銀行「金融経済統計月報」、中小企業庁「中小企業調査月報」
（注）1．大手行とは、都市銀行、信託銀行、長期信用銀行、国内銀行信託勘定、海外店勘定の合計。
2．政府系金融機関とは、商工組合中央金庫、中小企業金融公庫、国民生活金融公庫を指す。

■ キャッシュフロー経営とその意義

キャッシュフロー経営とはどのようなものでしょうか？キャッシュフロー経営とは、PLAN、DO、SEEの経営管理サイクルにおいてキャッシュフローにより着目することに他なりません。では、中堅／中小企業にとっては、キャッシュフローに着目することでどのような意義、メリットがあるのでしょうか？

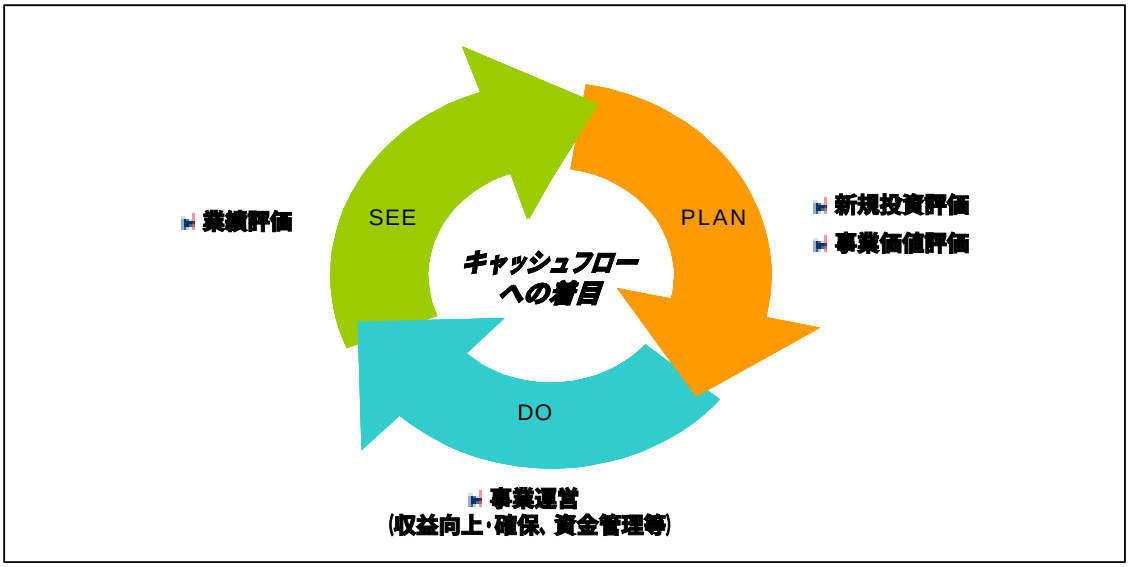
まず、“PLAN ”に関しては、新規投資を判断する場面や事業の売却･買収をするという場面で、キャッシュフローに着目することで、投下資本に対するリターン、すなわち「本当に儲かる案件は何か」を正確に把握することが可能です。実際、新規投資を評価する、あるいはM＆Aのために事業価値を評価する際には、その投資や事業が将来生むであろうキャッシュフローを予測し、それを現在の価値に割り戻して判断することが、専門家の間では必須の手法となってきております。企業経営者としてもこのような手法の概要及びそこにおけるキャッシュフローの定義や算出方法を知ることは極めて重要と言えます。これらの点は次章以降で詳しく解説します。

次に“DO ”に関しては、単にキャッシュフローに着目した期中の資金繰りの把握だけでなく、生産や在庫管理及びこれらの改善、さらには営業利益の増加に向けた各種施策において、キャッシュフローに着目することで正しい経営判断とその実行が可能になります。例えば、BS／PLだけでなくキャッシュフローベースの観点から在庫の実態や労務費･間接経費等の費用を把握することで、「本当に儲かる製品は何か」を適切に判断することが可能となります。すなわち、日々の事業運営の場面においてキャッシュフローの観点から施策を検討･判断･実施することで、収益力が向上し、財務の安定性が増し、それがキャッシュフローを改善し増やすことにつながるという好循環を生むことができます。企業経営者としては、収益確保･向上、資金管理等日々の事業運営において、BS／PL のみでは判断を誤りがちで、キャッシュフローの観点から検討すべき事項を知っておく必要があると言えます。
これらの点はIII章で詳しく解説します。

最後に“SEE ”に関しては、投資に対する業績評価に活用されます。会計ルールにより変動するBSとPLでみる利益と異なり、投資に対するリターンをキャッシュフローにより把握することで「いくら投資していくら儲かったか」を正確に評価することが可能となります。ただし、この際、「どの投資（ストック）に対するリターン（フロー）か」対応関係をきちんとすることが重要となります。企業経営者としては、従来の売上、経常利益といった会計上の利益だけでなく、投資に対するリターンの観点から事業の業績評価をする考え方を知っておく必要があると言えます。これらの点はIII章で詳しく解説します。また、銀行や投資家が企業を評価する際にキャッシュフローを重視しはじめており、キャッシュフロー計算書のポイントを知ることは、未上場企業にとっても重要性を増すと考えられます。キャッシュフロー計算書の概要や読み方については、巻末の『参考』にて解説します。

以上、経営においてキャッシュフローを重視することにより、“本当に儲かる事業”への投資や評価、“本当に儲かる施策”の判断と実行が可能となり、経営強化や財務安定化が実現することが可能になります。ひいては銀行や投資家にとって魅力的な融資先･投資先となり、資金調達力も増すことにつながると考えられるわけです。

図表 1-3　キャッシュフロー経営とその意義



経営管理サイクル	キャッシュフローに着目する意義	本コースで習得すべき事項
PLAN	投資したお金に対するリターンの観点から、“本当に儲かる事業” を判断できる	・投資評価・事業価値評価に重要な営業キャッシュフロー、フリーキャッシュフローの定義を知る ・代表的な投資評価手法を知る
DO	バランスシート (BS) や損益計算書 (PL) だけでは誤りがちな判断を正しく行える	・収益向上・確保、資金管理等、事業運営においてBS／PLだけで判断する場合とキャッシュフローに着目した場合の違いを知る
SEE	銀行や投資家・株主からの資金調達コストも勘案した上で、“当該事業は本当に儲かったか”を評価できる	・キャッシュフローを重視した業績評価指標の概要を知る ・投下資本とリターンの対応関係の重要性を知る

■ キャッシュフローの考え方

中堅／中小企業においてもキャッシュフロー重視の経営の必要性が高まってきているわけですが、ではキャッシュフローとは何でしょうか？
キャッシュフローとは、お金の流れあるいはその額を意味しています。キャッシュフローを見る基本的な枠組みとして、財務理論では企業のお金の流れを「調達」「投資」「回収」「分配」の4つに分類することが一般的です。

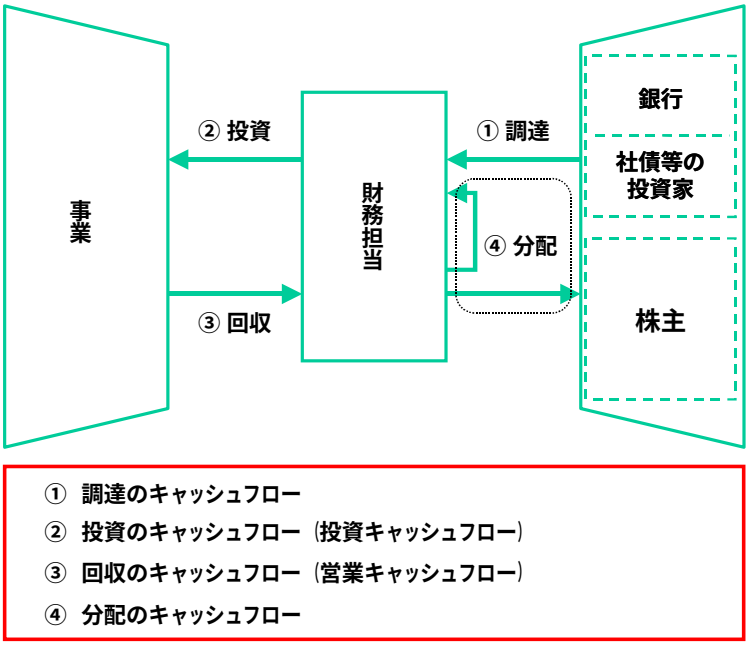
企業が営業活動を営む際に必要な資金は、銀行や社債等の投資家、株主から調達しますが、この資金の流れおよびその額を「調達のキャッシュフロー」と呼びます。

調達した資金は、設備投資や運転資本の形で事業に投資され、有価証券等の形で投融資に投資されます。また、事業ポートフォリオの再構築等に伴う設備（固定資産）の売却や、投融資の回収も一種の投資判断と言えます。これらの資金の流れおよびその額を、財務理論では一般的に「投資キャッシュフロー」と呼びます。

営業活動では、仕入･製造･販売の営業サイクルの中で、販管費や売上原価といった支出、売上の収入がありますが、これらの資金の流れおよびその額を「回収のキャッシュフロー」と呼びます。財務理論では一般的にこのキャッシュフローを「営業キャッシュフロー」と呼ぶことが多く、本コースでも「営業キャッシュフロー」と呼ぶことにします。

営業活動から回収された資金は、銀行、社債等の投資家への金利･元本の支払、株主への配当、自社株買いや再投資のための内部留保に当てられます。このキャッシュフローを「分配のキャッシュフロー」と呼びます。

図表 1-4　キャッシュフローの考え方

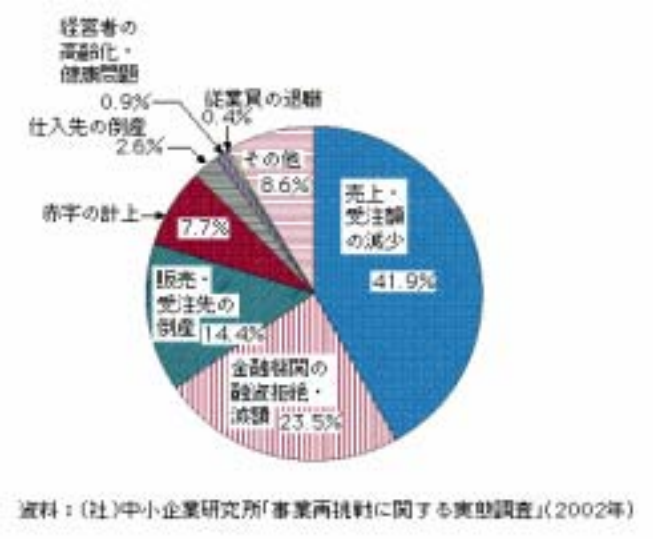


Coffee Break

倒産の危機を感じた理由

経営者はどのような時に倒産の危機を感じているのでしょうか。
(社) 中小企業研究所の調査によれば、「売上･受注額の減少」につづいて、「金融機関の融資拒絶･減額」が2割を占めています。自社の競争力を強化し、売上･受注額を確保するのはもちろん必要なことですが、いざという時のために、銀行や社債等の投資家、株主への交渉力を強化し、資金調達を多様化することも必要であるといえます。

＜倒産の危機を感じた理由＞



＜まとめ＞

- ✓ **銀行からの資金調達状況の悪化を背景とした黒字倒産リスクの増大や、間接金融 (銀行) 依存から直接金融の活用の必要性の高まり等を背景に、企業はBS、PL中心の経営から、キャッシュフロー (CF)経営へのシフトを求められています。**

- ✓ **キャッシュフロー経営とは、PLAN、DO、SEEの経営管理サイクルにおいてキャッシュフローにより着目することに他なりません。企業はこれにより、“本当に儲かる事業”への投資や評価、“本当に儲かる施策”の判断と実行が可能となり、経営強化･財務安定化が実現し、ひいては銀行や投資家にとって魅力的な融資先･投資先となり、資金調達力も増すことになります。**

- ✓ **キャッシュフローは、お金の流れ、あるいはその額のことを指し、企業活動の調達、投資、回収、分配に関っています。**

1 営業キャッシュフローとフリーキャッシュフローの定義

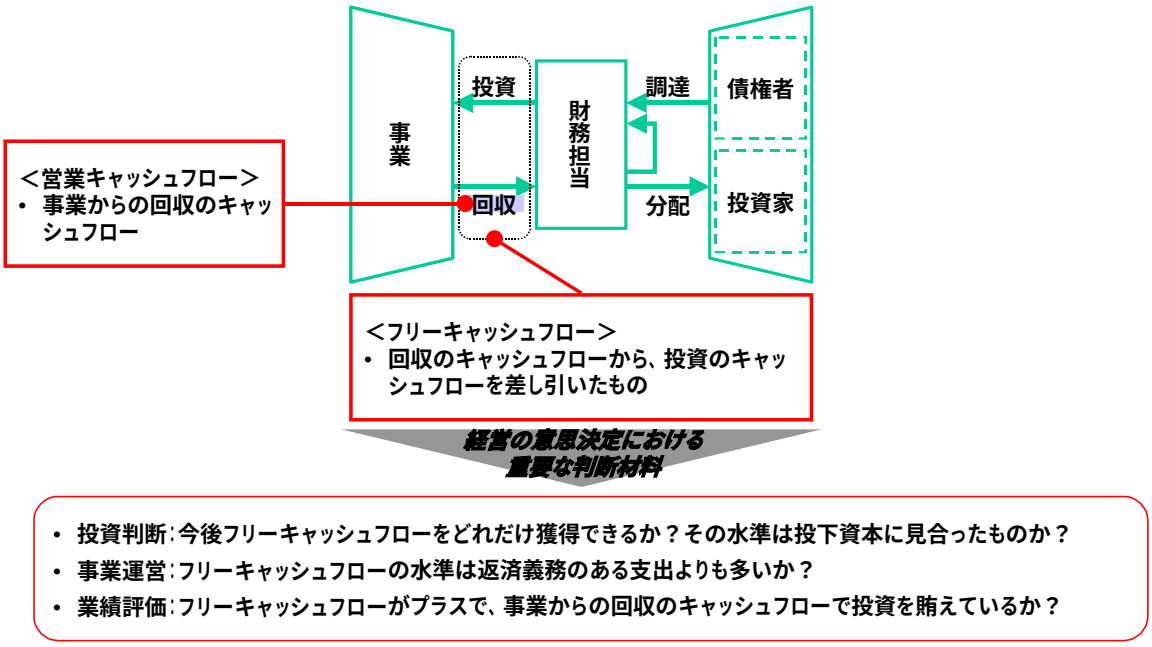
新規投資評価や業績評価、経営管理のために重要な概念である、営業キャッシュフローとフリーキャッシュフローの財務上の定義について解説します。

■ 営業キャッシュフローとフリーキャッシュフロー

新規投資評価、事業運営、業績評価においては、前章で解説した4つのキャッシュフローのうち、営業キャッシュフローが特に重要となります。営業キャッシュフローとは、事業からの回収のキャッシュフローを指すものでした。営業キャッシュフローの水準は、事業からの収益の大きさを表しており、営業キャッシュフローがマイナスの状態が続いている場合は、事業に何らかの問題を抱えている可能性があります。

そして、もう一つ重要な概念がここで登場します。フリーキャッシュフローです。
フリーキャッシュフローは営業キャッシュフローから事業への投資のキャッシュフローを差し引いたものです。フリーキャッシュフローは、事業への投資を差し引いたネットとしての事業の健全性･収益性を表しており、営業キャッシュフローがプラスでも事業に過大な投資をしていると、フリーキャッシュフローはマイナスの場合もあります。また、差別化のための設備投資をしている企業や成長企業などは、一時的にフリーキャッシュフローがマイナスになることもあり、業態･成長ステージを考慮してフリーキャッシュフローを見ることが必要であるといえます。

図表 1-1　営業キャッシュフローとフリーキャッシュフロー



■ 営業キャッシュフローの定義と考え方

営業キャッシュフローは事業からの回収のキャッシュフローと説明しましたが、実は「事業からの回収」の考え方により、いくつかの定義が可能となります。財務理論上は大きくは2つの考え方により定義することができます。すなわち、①投融資を含まない、純粋な「事業」からの回収とする考え方、②投融資と事業を合わせた「本業（事業＋投融資）」からの回収とする考え方、となります。

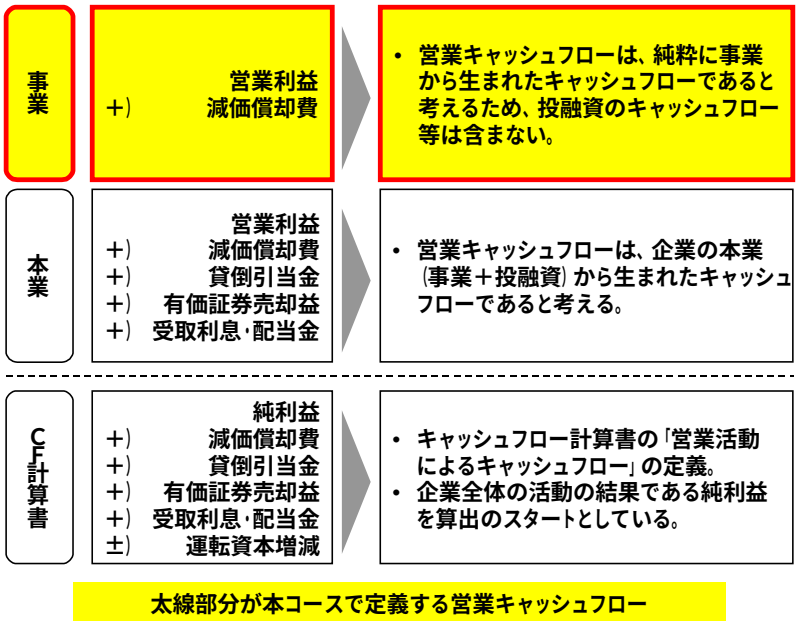
①の考え方をとると、事業からの回収のキャッシュフローとして、営業利益に実際には費用の支出がない減価償却費を足し戻して定義します。

②の考え方をとると、本業（事業＋投融資）のキャッシュフローとして、①に加えて投融資のパフォーマンスの結果である有価証券売却益と受取利息･配当金を加えます。さらに、売掛債権のデフォルトを見込んだ非キャッシュ項目である貸倒引当金を足し戻す考え方もあります。

本コースでは、事業からのリターンと投融資のリターンは分けて考えた方が、経営の管理･改善につなげやすいとの考え方から、営業キャッシュフローを①投融資を含まない純粋な「事業」からの回収と考え、営業利益に減価償却費を足し戻して定義します。

なお、キャッシュフロー計算書の「営業活動によるキャッシュフロー」の定義は、主に以下の点で上記の財務理論上の定義と若干異なります。
･営業利益ではなく「純利益」を基準とする（⇒税金の実額や特別損失が反映される）
･運転資本の増減分を調整する（⇒事業維持に不可欠な投資と位置付けている）
これらは、キャッシュフロー計算書が投資家に向けたより正確な情報開示を目的とした定義と言えましょう。（詳しくは本テキスト31ページ以降の＜参考＞キャッシュフロー計算書をご参照下さい）

図表 1-2　営業キャッシュフローの定義と考え方



太線部分が本コースで定義する営業キャッシュフロー

■ フリーキャッシュフローの定義と考え方

フリーキャッシュフローは、多くの場合「営業キャッシュフローから、法人税と事業維持のためのキャッシュフローを差し引いた、企業が自由に使えるキャッシュフロー」と定義されますが、営業キャッシュフローと同様、「事業維持のためのキャッシュフロー」をどこまで含めるかにより、いくつかの定義と考え方があります。大きくは3つの考え方と定義に分類することができ、それぞれの「事業維持のためのキャッシュフロー」の考え方は、①投融資への投資を含めた、本業（事業＋投融資）全体の投資キャッシュフローとする考え方、②事業のための設備投資のキャッシュフローとする考え方、③既存活動維持のために限った設備投資のキャッシュフローとする考え方、となります。

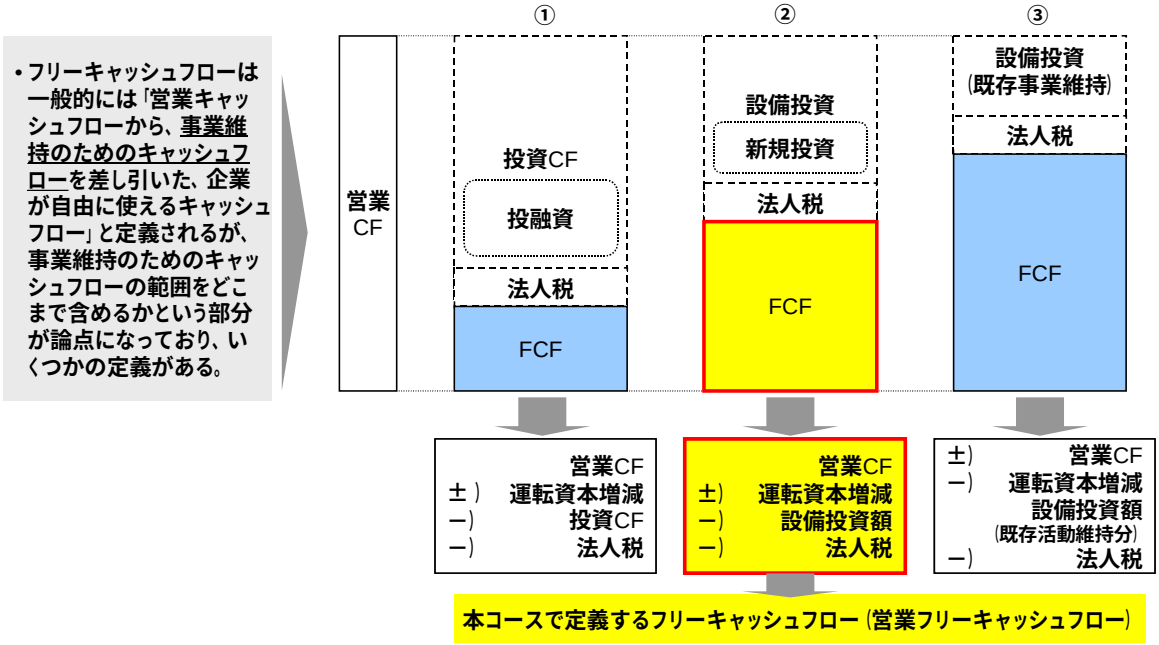
①については、企業としての投資キャッシュフロー全体を引いているため、営業キャッシュフローを「本業からの回収」と定義した場合は、株主に帰属するフリーキャッシュフローの概念に近くなります。

②については、事業への設備等投資額全体を引いており、営業活動全体の結果が生み出すパフォーマンスを把握しやすく、事業部分に帰属するフリーキャッシュフローの概念となります。

③については、既存事業維持のためだけの設備投資のキャッシュフローを引いているため、新規投資せず、既存事業を継続していくときの営業活動の安全性が把握しやすく、既存事業に帰属するフリーキャッシュフローの概念となります。

本コースでは、フリーキャッシュフローを②事業に帰属するフリーキャッシュフローと考え、営業キャッシュフローから事業への設備等投資額全体を差し引いたもの、と定義します。

図表 1-3　フリーキャッシュフローの定義と考え方



■ 営業キャッシュフローとフリーキャッシュフローの算出

本コースで定義する営業キャッシュフローと、フリーキャッシュフローは次のように算出します。

- 営業キャッシュフロー＝営業利益＋減価償却費
- フリーキャッシュフロー＝営業利益×（1－法人税率）＋減価償却費－（設備投資＋運転資本増加分）

フリーキャッシュフローの算出において、営業利益に（1－法人税）を掛けるのは、最終的には国に税金の形で分配する必要があるキャッシュフローを差し引くためです。なお、ここでの税引額は営業利益にかかる理論的な数値であり、経常利益から特別損益を調整した部分に課税される実際の税額とは異なるため、注意が必要です。
また、運転資本の増加分を差し引く（減少分を足し戻す）のは、営業活動を営むうえでは売掛金や在庫といったキャッシュインがまだ実現されていない流動資産がある一方で、買掛金のようにキャッシュアウトが伴っていない流動負債があり、キャッシュフローの実態を把握するためには、これらを反映させる必要があるためです。
運転資本は売掛金や在庫の増加により増加し、事業を営む上で日常的に必要なキャッシュが増えるため、キャッシュフローはこの増加分だけ減少することになります。また、逆に、売掛金や在庫の減少が起こった場合、運転資本は減少し、キャッシュフローはこの減少分だけ増加することになります。

ここで運転資本増加分および運転資本とは、以下のように定義します。

- 運転資本増加分＝期末運転資本－期首運転資本
- 運転資本＝流動資産－（流動負債－短期借入金）
- 流動資産：在庫、売掛金など
- 流動負債：買掛金など

＜まとめ＞

✓ **新規投資評価や業績評価、経営管理を行う際には、営業キャッシュフローとフリーキャッシュフローが重要になります。**

✓ **営業キャッシュフローとフリーキャッシュフローには、考え方によりいくつかの定義があります。本コースでは、営業キャッシュフローを「事業から生み出されるキャッシュフロー」、フリーキャッシュフローを「営業キャッシュフローから法人税と事業に必要な投資額を差し引いたキャッシュフロー」と定義し、「営業フリーキャッシュフロー」と呼ぶことにします。**

✓ **営業キャッシュフローは、営業利益に、キャッシュの支出を伴っていない減価償却費を足し戻して算出します。営業フリーキャッシュフローは、営業キャッシュフローから法人税、設備投資額、運転資本増加額を差し引いて算出します。**

1 新規投資評価とキャッシュフロー

新規投資評価の考え方と、新規投資評価を行う際に重要な概念である現在価値、さらに新規投資評価手法として広く知られているNPV法について解説します。

■ 新規投資評価と現在価値の考え方

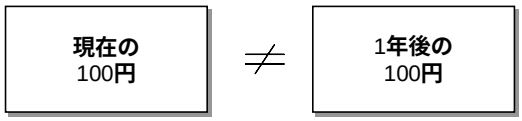
新規投資評価は、投下資本に対して将来の予測フリーキャッシュフローがどの程度見込めるか、という考え方から行います。この際、将来の予測フリーキャッシュフローを現在時点の価値（現在価値）に置き換えて評価する必要があります。

現在価値に置き換えることがなぜ必要となるのでしょうか。これは、現在の100円と1年後の100円の価値は異なる（図表1-1）という考え方が根底にあります。すなわち、①時間のリスク、②他に利回りを得られる投資機会の2点があるため、1年後の100円は現在の100円よりも価値が低いと考えられるのです。
例えばある投資家が、1年後に確実に5%の利回りを得る投資機会を持っている場合、現在の100円の価値と1年後の105円の価値は等しいと言えます。
このとき、1年後の105円を現在価値の100円にするための係数を「割引率」と呼び、一般的には将来のキャッシュフローを現在価値に合わせるための係数となります。

割引率は企業が営んでいる事業の不確実性や、資本構成によって異なり、「資本コスト」と呼ばれる重要な概念です。資本コストは銀行や社債等の投資家、株主が求めるリスクに見合ったリターンを表しており、借入利率や株主が期待するキャピタルゲイン（株価値上がり益）／インカムゲイン（配当益）を考慮して設定します。資本コストについて、詳しくは本コースの『リスクとリターンと資本コスト』で解説します。

図表 1-1　新規投資評価と現在価値の考え方

＜資金の時間的価値＞

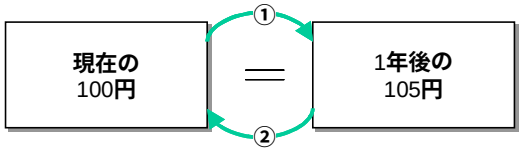


- **時間のリスク　：将来の100円の取得は不確実である**
- **他の投資機会：他に利回りを得られる投資機会がある**

⇒現在の100円の価値と将来の100円の価値は異なる

＜現在価値の考え方＞

例えば、確実に得られる年利5%の投資機会がある場合・・・



① 現在→1年後：100円×(1+0.05)＝105円

② 1年後→現在：105円÷(1+0.05)＝100円

⇒現在の100円と将来の105円の価値が等しい

＜割引率＞
将来のキャッシュフローを現在の価値に合わせるための係数

■ NPV法による新規投資評価の考え方

新規投資評価に際して利用される指標には、NPV法、IRR法、回収期間法などがあります。いくつかある指標の中で、投下資本とリターンの関係を額で把握することができ、現在価値を考慮していることから新規投資評価の指標としては、NPV法が優れていると考えられ、ここではNPV法による新規投資評価の考え方について解説します。

NPV法とは、資金の時間価値を考慮した上で、投資と回収というキャッシュアウト（資金の流出）とキャッシュイン（資金の流入）の差額で評価する手法です。
具体的には、将来のキャッシュ・インフローの累計額を現在価値に割り戻した上で、キャッシュ・アウトフロー、すなわち初期投資額を差し引いて正味現在価値(Net Present Value)を算出する方法であり、キャッシュ・インフローとして営業フリーキャッシュフローを使用します。

営業フリーキャッシュフローを、年数に応じて現在価値に割り引くことにより、金利や時間のリスクを考慮した上で投資がプラスのキャッシュフローを生み出すかどうかが分かり、時間価値を加味した投資評価が可能になります。

現在価値に割り引くためには、1年後の予想キャッシュフローであれば（1＋割引率）で割り、さらにその1年後であれば、（1＋割引率）^{2}で割るというように、（1＋割引率）に年数分を乗じて割り引いていきます。

NPV法の場合は、算出された結果がプラスであれば投資を行えば銀行や投資家が期待する以上の収益を稼げるといえるため、基本的には正味現在価値がプラスの案件に投資することを考えます。ただし、自社のコア事業など戦略的に投資が必要な場合は、正味現在価値がマイナスであっても投資を行ったほうが良い場合もあります。

図表 1-2　NPV法による新規投資評価の考え方

A案件

	現在	1年後	2年後	3年後	計
回収のCF	0	120	120	100	
設備投資のCF	250	20	20	0	
営業FCF	-250	100	100	100	
営業FCFの現在価値	-250	95.2	90.7	86.4	22.3
計算式*	NA	$\frac{100}{1+0.05}$	$\frac{100}{(1+0.05)^2}$	$\frac{100}{(1+0.05)^3}$	GO

B案件

	現在	1年後	2年後	3年後	計
回収のCF	0	100	100	100	
設備投資のCF	250	20	20	0	
FCF	-250	80	80	100	
営業FCFの現在価値	-250	76.2	72.6	86.4	－14.8
計算式*	NA	$\frac{80}{1+0.05}$	$\frac{80}{(1+0.05)^2}$	$\frac{100}{(1+0.05)^3}$	NO GO

＜単独の投資判断＞

- 金利や時間のリスクを考慮して投資がプラスのキャッシュフローを生み出すかどうかを判断できる
- 例の場合、A案件はプラスのキャッシュフローを生み出すため財務的な観点からは投資を行った方が良く、マイナスのキャッシュフローを生み出すB案件には投資を行わないほうが良い

＜NPV法＞

- 将来の割引キャッシュフロー（DCF；Discounted Cash Flow）から投資額を差し引いて判断する方法をNPV法（Net present value）といい、この額をNPVという
- NPVの式は、以下のように表される

NPV=将来のDCF総額
　　－初期投資額

＊ 割引率を5%とした
（割引率は資本コストにより決められるが、資本コストについては本コースの『リスクとリターンと資本コスト』で解説する）

■ NPV法による複数案件の評価の考え方

NPV法では、単独案件の投資案件を評価するだけでなく、回収期間や投資額の異なる案件を比較して投資判断を行うことができます。

例えば、経営資源などに制約があり、回収期間と投資額の異なる2つの案件のどちらか一方にしか投資が行えないとき、NPV法によって正味現在価値を算出し、正味現在価値の大きい案件を選択することが、財務的には得であるといえます。

財務的な得損の判断が行えるのは、NPVが資金の時間的価値を考慮し、さらに投資額を差し引いているため、投資結果としての純粋な付加価値を示しているためです。

例（図表1-3）の場合は、A案件とC案件の両方が正味現在価値はプラスであり、財務的には両方に投資を行うことが得ですが、片方の案件しか選択できない場合は、より正味現在価値の大きいC案件に投資を行うことが、財務的には正しい選択といえます。

より選択肢が広く、経営資源のうち投資を行うための資金に一定の制約がある場合は、正味現在価値と初期投資額との兼ね合いを見つつ、基本的には正味現在価値の大きい案件から資金の制約範囲内で複数の案件に投資を行うことが、財務的には最も得となります。

図表 1-3　NPV法による複数案件の評価の考え方

A案件

	現在	1年後	2年後	3年後	計
回収のCF	0	120	120	100	
設備投資のCF	250	20	20	0	
FCF	-250	100	100	100	
営業FCFの現在価値	-250	95.2	90.7	86.4	22.3
計算式*	NA	$\frac{100}{1+0.05}$	$\frac{100}{(1+0.05)^2}$	$\frac{100}{(1+0.05)^3}$	

C案件

	現在	1年後	2年後	計
回収のCF	0	70	150	
設備投資のCF	160	20	0	
FCF	-160	50	150	
営業FCFの現在価値	-160	47.6	136.1	23.7
計算式*	NA	$\frac{50}{1+0.05}$	$\frac{150}{(1+0.05)^2}$	

＜複数案件の比較＞

- 回収期間と投資額の異なる案件を、現在価値という同じ基準で比較することができる
- この場合、NPVの高いC案件の方が有利である

＊ 割引率を5%とした
（割引率は資本コストにより決められるが、資本コストについては『リスクとリターンと資本コスト』で解説する）

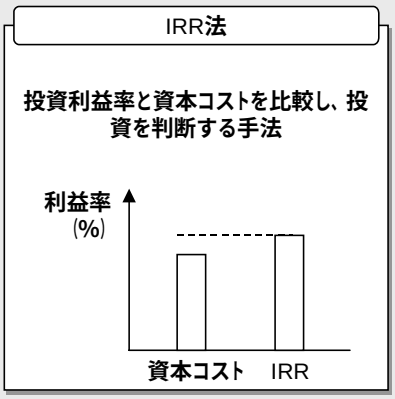
Coffee Break

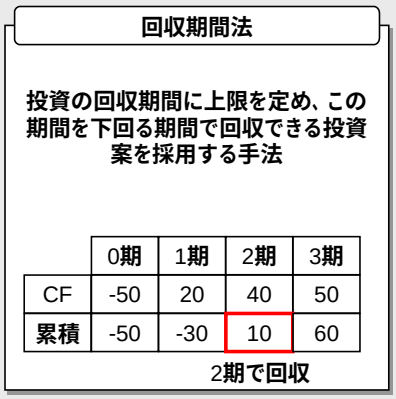
その他の投資評価指標

新規投資評価指標としてNPV法を紹介しましたが、NPV法以外の投資評価指標としてはIRR法や回収期間法などがあります。

IRR法は投資利益率と資本コスト（詳しくは本コースの『リスクとリターンと資本コスト』で解説）を比較し、投資を判断する手法です。IRR（Internal Rate of Return；内部収益率）とは投資対象の利益率であり、「NPVがゼロになる割引率」として求めます。IRR法では、IRRが資本コストを超えていれば投資をすべきであると判断することができます。IRRは基準となる率に対する「勝ち／負け」で表現されるため直感的に分かりやすいのですが、将来の収益予測の数値によっては誤った答えとなることもあるため、注意が必要です。

回収期間法とは投資の回収期間に上限を定め、この期間を下回る期間で回収できる投資案を採用するという手法で、投資の安全性評価のための手法です。回収期間法は、「投資額が何年で回収できるか」という方法であるため、計算しやすく、結果も分かりやすいのですが、この手法は厳密には経済性に関係がないため、用いる際には他の手法と組み合わせて投資評価を行うことが重要です。





＜まとめ＞

- ✓ **投資評価を行う際には、将来の予測営業フリーキャッシュフローを現在価値に割り引いて評価します。現在価値に割り引くことにより、金利や時間のリスクを考慮した上で、投資がプラスのキャッシュフローを生み出すかどうかが分かり、時間価値を加味した投資評価が可能になります。**

- ✓ **キャッシュフローを現在価値に割り引くことにより、回収期間や投資額の異なる案件を比較して投資判断を行うことができます。**

2 事業運営とキャッシュフロー

運転資本や在庫管理等における収益力向上のための各種施策や、資金管理においてキャッシュフローに着目することで正しい経営判断・実行を導く考え方について解説します。

■ 収益力向上施策とキャッシュフロー

「事業運営においてキャッシュフローを重視する」とは、何も難しいことではありません。第一の基本は「売上を伸ばし、コストを削減すること」です。企業の経営者やCFOであれば、これらの収益力向上に向けた施策を日々考え、判断し、実行していると思われます。この際、自社の事業や製品がいかに営業キャッシュフロー、営業フリーキャッシュフローを稼ぎ出しているかを把握することで、真に収益力向上に結びつく施策を判断することが可能となります。

このためには、営業キャッシュフロー、営業フリーキャッシュフローの構成要素を分析することが有効です（図表2-1）。これらは、「新規開拓して売上を上げる」「設備を効率化して原価を低減する」といった経営としては当たり前のことであったり、「回収サイトを短縮化する」「支払サイトはできるかぎり長く」といった取引相手があるため簡単には実現しないこともあります。ただし、「在庫を適切に管理する」のようにPLでみる利益だけにとらわれていると判断を誤ることもありますので注意が必要です。（在庫管理については次項で解説します。）

重要なことはキャッシュフローの観点からきちんとしたデータを把握した上で施策を打つ、言い換えれば「この施策を打てば、キャッシュベースでどれだけ儲かるか」を踏まえた上で、真にキャッシュフローの増加に貢献する施策を優先順位を付けた上で実施することです。これが企業の「キャッシュを稼ぎ出す」力を大きくします。

図表 2-1　収益力向上施策とキャッシュフロー

営業CF、営業FCFの構成要素		対応とソリューションの例	
営業利益	売上	売上を上げる	マーケティング、新規開発、顧客とのリレーション構築
	売上原価	売上原価を下げる	仕入先とのリレーション、生産設備の効率化
	販管費	販管費を下げる	人材ポートフォリオの最適化、アウトソーシング、シェアードサービス
運転資本増加分	売掛金	債権／債務を適切に管理する	現金受取、回収サイトの短期化
	買掛金		掛払い、支払サイトの長期化
	在庫	在庫を適切に管理する	生産設備の効率化、需要予測

■ 在庫管理とキャッシュフロー

事業運営において、増産･減産等の意思決定の際に事業の収益性を把握しようとする場合、PL上の利益だけを見ていたのでは本当に儲かる事業･製品を誤って判断してしまう可能性があります。

代表的には、在庫の問題があります。会計処理により、キャッシュを未だ獲得していない製品･商品在庫をBS上の資産として認識してしまうために、PLでは製品･商品のキャッシュベースでの収益性を把握できないという問題があります。

例えば、製造業において増産･減産を決定する際、BSとPLでみる利益の観点からは、増産すれば製品1個当たりの固定製造原価が下がり利益が増加する一方、減産すれば製品1個当たりの固定製造原価が上がり、利益が減少してしまいます。増産に応じて売上が増えるのであれば、増産が正しい判断ということもできますが、売上が変わらない（あるいは減少する）場合、費用を使って在庫を積み増している分だけキャッシュは減少します。これは、卸売業や小売業における仕入による商品在庫でも同じことが言えます。

図表2-3で具体例を見てみましょう。BSとPLでみる利益で見ると、増産する場合、固定製造原価のうちの在庫分が売上原価に入らない（売れた分の費用しか計上しない）ため見かけ上の利益は確保できる一方、減産すると利益は低下するため損のように見えます。しかしキャッシュフローで見ると、生産した分の費用は、売上の実現にかかわらず支出とみるため、生産量に応じた売上が見込めないのであればキャッシュベースでは減産したほうがよいことになります。そして、後者の方がこの企業の実態に即した判断だとお分かりいただけるでしょう。

これは、一見当たり前のように見えますが、需要予測が不十分である、機会損失を防ぐために余分な在庫を持ちたくなる、あるいは事業部制をとっている場合は事業部トップが会計上の利益確保を優先しがちであるといった理由により、実際の事業運営においてはどうしても在庫が過剰となりがちなので、経営者やCFOとしては十分な注意が必要となります。

図表 2-2　在庫管理とキャッシュフロー

これまで月平均12,000個を売り上げていたが、安価な代替製品の登場により、月平均4,000個まで激減した。売上を回復するにはしばらくかかる見込みで、製品減産の意思決定を迫られている。

売上減少前（単位：個、千円）

販売数量	12,000
生産数量	12,000
売上高	60,000
変動費	18,000
固定費	30,000
粗利	12,000
CF	12,000

製品1個当たり価格および費用

販売価格	5,000円
変動費	1,500円
固定費	2,500円
粗利	1,000円

会計上の利益による意思決定　（単位：個、千円）

	従来のまま	減産
販売数量	4,000	4,000
生産数量	12,000	4,000
売上高	20,000	20,000
変動費	6,000	6,000
固定費	10,000	30,000
粗利	4,000	-16,000

従来のままのほうが得

キャッシュフローによる意思決定　（単位：個、千円）

	従来のまま	減産
販売数量	4,000	4,000
生産数量	12,000	4,000
インフロー（売上）	20,000	20,000
アウトフロー（変動費）	18,000	6,000
アウトフロー（固定費）	30,000	30,000
製造販売のネットCF	-28,000	-16,000

減産したほうが得

■ 運転資金管理とキャッシュフロー

事業運営において、PL上は利益が確保されていても、期中の運転資金の確保に苦労している中堅／中小企業は多いと考えられます。例えば、下図の例のように、期末時点で会計上の利益は確保されており、問題がないように見えますが、販売の時点では売掛金や受取手形等のかたちをとり実際にキャッシュとして回収できるまで時間がかかる一方で、材料費等の仕入費用や従業員への給与支払等と労務費用は、販売代金回収前にキャッシュアウトせざるを得ない状況がままあると考えられます。このため、金融機関から短期の融資を受け、運転資金を確保する必要が生じることになります。金融機関からの短期融資がままならず、運転資金を確保できない場合、資金ショートが起こり、黒字倒産の危険もあります。

これまでは、長年の継続的な取引を背景に、あるいは最終的な会計上の利益の黒字確保を前提に金融機関が融資を実行してくれていたとしても、今後もそれを当てにし続けてよいとは限りません。周知の通り、金融機関も企業に対する審査の厳格化を進めており、行内格付けや与信基準･条件の変更から、借入による運転資金調達が困難に陥る可能性もあります。したがって、企業自身で常に安定的にキャッシュフローを確保しておく努力がこれまで以上に必要となってくるわけです。

このためには、第一に支払条件（支払サイトの延長等）の改善、第二に回収条件（回収サイトの短縮、現金取引の拡大等）の改善への取り組みが必要になります。多くの経営者やCFOがすでに取り組んでいることと考えられますが、販売代金回収の一部でも現金取引とすること、あるいは取引条件の悪い取引相手は思い切って取引をやめることによって随分キャッシュフローが改善したとの事例はよく見られます。

また、支払･回収条件の改善にとどまらず、資金調達手段の多様化、すなわち取引金融機関を増やす、売掛債権の流動化や社債･増資等直接金融の活用を検討する等により、調達の安定化を常日頃から模索することが必要になります。これは、業績が悪化した時には難しいですから、業績がよく安定的にキャッシュフローも確保できている時にこそ、それに安心せず備えとして取り組むことが必要になります。

図表 2-3　運転資金管理

A社の収益状況

損益計算書

（単位：100万円）

売上	120
売上原価	70
粗利	50
販管費	30
営業利益	20

損益計算書上では、順調に営業利益が出ているように見えるが･･･

運転資金に関わるキャッシュフロー

（単位：100万円）

	期初	10
①	借入	95
②	仕入代金支払	-70
③	販管費支払＊	-25
④	入金	120
⑤	借入金返済＊＊	-95
	期末	35

資金繰りはタイトで、①仕入代金･販管費支払のための借入ができない、あるいは④の入金が返済期日後になってしまう場合、資金繰りショートの危険性がある

以下の施策が必要になる

- 支払条件（支払サイトの延長等）の改善
- 回収条件（回収サイトの短縮、現金取引の拡大等）の改善
- 資金調達手段の多様化（取引金融機関の増加、直接金融の活用）等による調達の安定化

＊　減価償却費など非キャッシュ項目を除く支払分。非キャッシュ項目を5と設定した。
＊＊　当期に借りた短期借入以外の借入はないと仮定している。

Coffee Break

資金調達と資本構成の最適化

中堅／中小企業の経営トップやCFOにとっては、短期の運転資金、例えば売掛金を回収するまでの間、原材料の仕入費用や従業員の給与を支払うための資金をいかに確保するかが、切実な課題であると考えられます。

もちろん、継続的安定的に運転資金を確保することは重要ですが、より長い眼で財務の最適化を実現するためには、例えば短期の資金ニーズには短期借入、設備等長期の投資に対しては長期借入や自己資本といったように、事業から要請されるあるべき資本構成に応じた資金調達の方法を検討する考え方が重要です。例えば、短期の資金ニーズを長期借入で充当すると余計な利払いが発生する可能性がありますし、長期の資金ニーズを短期借入で賄うと借り換えの必要性や金利引き上げのリスクの生じることになります。

現実には、銀行や投資家の姿勢により実現が難しい面もありますが、金利が安ければよい、あるいはとにかく目先の資金が確保できればよいというだけでなく、自社のあるべき資本構成を常に把握し、資金調達においてこれに近づけるよう努力し続けることは、逆説的ですが、企業の財務を安定化させ、資金調達力を強化することにつながります。したがって、経営者やCFOには、このような中長期的なあるべき資本構成から見た資金調達の視点が常に求められます。
（資本構成の最適化の考え方は本コースの『リスクとリターンと資本コスト』の講義で解説します。

＜まとめ＞

- ✓ **収益力向上施策は、営業キャッシュフローや営業フリーキャッシュフローに着目し、きちんとデータを把握した上で、「いかにキャッシュを生む効果が大きいか」の観点から優先順位付けを行い、実行することが重要です。**
- ✓ **特に在庫管理のような施策は、会計上の利益のみを判断材料とすると意思決定を誤りがちなケースがあり、キャッシュフローの視点からの検討を行うことが必要です。**
- ✓ **運転資金管理においては、金融機関から安定的に融資が受けられない事態も念頭に、日頃から支払・回収条件の改善や資金調達手段の多様化、その前提としてキャッシュフローの観点から自社の経営状況を説明する能力の向上に取り組むことが重要となります。**

3 業績評価とキャッシュフロー

キャッシュフローに着目した業績評価の考え方や評価指標について解説します。

■ キャッシュフローを重視した業績評価の意義と考え方

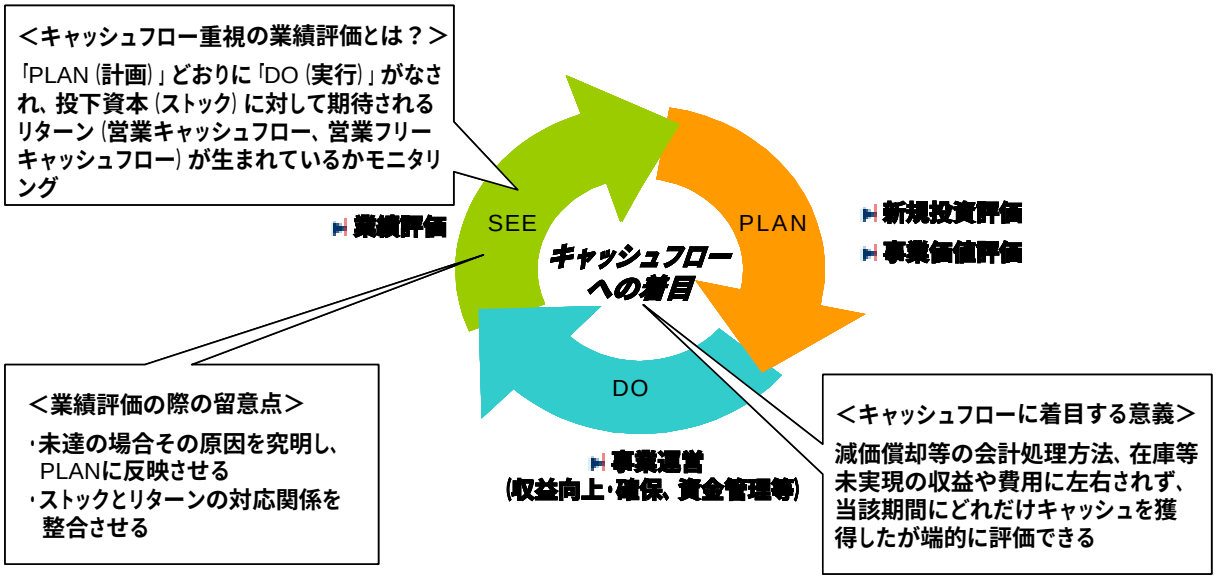
業績評価とは、PLAN-DO-SEEの経営管理サイクルにおいて、「DO（実行）」が「PLAN（計画）」どおりに行われているかをSEE（評価）することです。キャッシュフローを重視した業績評価とは、端的に言えば投下資本に対して期待されるリターン（営業キャッシュフロー、営業フリーキャッシュフロー）が生まれているかを評価することに他なりません。

では、キャッシュフローに着目した業績評価を行うことは、PLやBSをベースとした会計上の利益のみで評価することに比べてどのような意義（メリット）があるのでしょうか？次のような点が考えられます。

- 会計上の利益が減価償却の方法等（例：定率法／定額法）の会計処理方法によって増減するのに対し、キャッシュフローは当該期間にどれだけキャッシュを獲得したが端的に評価できる
- 会計上の利益が、在庫等未実現の収益や費用を要因として増減するのに対し、キャッシュフローに着目すれば、キャッシュのインフロー／アウトフローを実態どおり評価できる

すなわち、経営者やCFOから見て（場合によっては銀行や投資家等外部の利が関係者から見て）、各事業、ひいては全社が本当に儲かっているのか否かを評価することが可能となるわけです。この際、評価単位と評価の目的すなわち、「誰が、何を、何のために評価するのか」を明確にすることが重要です。以下、①案件ベースの業績評価、②事業単位の業績評価、③全社の業績評価それぞれの視点で、キャッシュフローに着目することでどのような意義があり、どのような点がポイントとなるのか解説します（図表3-2）。

図表 3-1　キャッシュフローを重視する業績評価の意義と考え方



■ 案件ベースの業績評価とキャッシュフロー

案件ベースの業績評価とは、新規プロジェクト等が計画通り進捗しているかをモニタリングすることです。例えば、『新規投資評価とキャッシュフロー』の節で紹介したNPV法で評価し投資を決定した新規投資案件に関し、営業キャッシュフロー、営業フリーキャッシュフローが計画通りの数値で進捗しているかをチェックすることになります。

新規投資評価の際に、営業フリーキャッシュフローをきちんと算出していれば、毎年の事業継続のための投資のキャッシュフローや、投資のための資金調達のコスト（割引率）、税金全て考慮されていますので、経営者やCFOにとっては、端的に「初期投資に対してきちんと回収が進んでいるか」を把握することが可能になります。

新規事業等の投資案件は通常「PLAN（計画）」は3年、5年、10年といった中長期の観点で策定されることになりますが、「SEE（評価）」は単年度、あるいは半年といった短期の観点で定期的に行い、単に「PLAN（計画）」通りの進捗か否かをチェックするだけでなく、未達の場合には、その原因究明を行い、さらには必要に応じて現実的に「PLAN（計画）」の再設定し、経営管理サイクルを回していくことが重要です。未達の場合の原因究明の考え方としては、営業キャッシュフロー、営業フリーキャッシュフローを要素毎にブレークダウンし、当初想定に対し何らかの要因により乖離が生じている指標を抽出することが有効です。例えば、営業キャッシュフローが未達であれば、それは売上が思うように上がらなかったのか、それとも販売管理費や材料費等コストが想定以上に嵩んだのか、売上が未達であればそれは単価の問題なのか販売数の問題なのか・・・といったように原因を探っていくことが重要となります。

図表 3-2　業績評価の「評価単位と意義

評価単位	経営にとっての意義（メリット）	ポイント・留意点	評価指標例
案件ベース	・新規プロジェクト等に関し「初期投資に対してきちんと回収が進んでいるか」を端的に把握することが可能	・NPV法等に新規投資評価及びその計画を立案する ・計画と実績に乖離があればその原因を究明する	・（案件ベースの）営業CF、営業FCFの額、及びその投下資本に対する率
事業単位	・事業の真の収益力を把握することで、重点分野等の適切な経営資源配分の意思決定が可能 ・報酬等の評価の納得性を高めることが可能	・事業単位別のPL／BSを把握する ・単年度の事業計画にCFの観点を取り入れ、達成度を測定する	・（事業単位の）営業CF、営業FCFの額、及びその投下資本に対する率
全社	・全社の収益性、成長性、安全性をより実態に即して把握することが可能 ・資金地調達力の強化が可能（銀行や投資家がキャッシュフローを重視し始めている）	・指標の定義を明確にする（営業CF、営業FCF等） ・銀行、投資家の視点で自社をチェックし、計画や経年変化、他社比較で問題があれば改善策を講じる	・営業CF ・営業FCF ・営業CF／売上高 ・投資CF／営業CF ・営業CF／長期負債残高等

■ 事業単位の業績評価とキャッシュフロー

事業単位の業績評価とは、例えば事業部のように複数の事業体を持つ場合、それぞれの組織（事業）の評価を行うことを意味します。これは、事業体それぞれの収益性や成長性を把握し、今後の重点事業や場合によっては撤退すべき事業の判断等、全社的観点での経営資源配分のために重要ですし、成果主義型の人事制度を導入している企業であれば、事業部長やスタッフの報酬を決定する参考指標ともなります。

事業単位の業績評価において、キャッシュフローに着目することで、資産の償却、在庫の増減や売上の回収状況、事業維持のための投資の状況等を加味した上で、「真に収益力のある事業」を把握することができます。例えば図表3-3でみますと、会計上の利益では、A事業部の方が利益を生み出しているように見えます。しかし、A事業部は在庫を多く抱えている、売掛金等回収できない売上が多い等が要因で運転資本が増加しており、新規に設備投資も必要であるのに対し、B事業部は、設備の償却が進んでおり（キャッシュアウトは少なく）、売上の半分はキャッシュで回収している等条件がよく、投資も事業維持のための最小限のものですみ、実際にはB事業部の方がキャッシュフローを生んでいることがわかります。

実際には、単純にキャッシュフローの大小だけで事業部の業績を決定することはできず、各事業のミッションや事業環境を考慮して単年度の財務指標に限らず顧客開拓や業務改革等の観点も加えた事業計画を作成し、その達成値で判断することになりますが、キャッシュフローに着目することは、事業の真の収益力を把握し全社的な事業ポートフォリオを適切に判断する、あるいは報酬に関する評価の納得性・公平性を確保する上で少なからず有効であることがおわかりいただけると思います。

ただし、事業単位別にキャッシュフローを把握するためには、事業単位別のPL／BSを作成する必要ががあり、このためには、社内の財務会計／管理会計の仕組みを整備する必要があります。中堅／中小企業にとっては、これが大きな課題であるケースも多いと想定されますが、自社が厳しい時代を生き残るため、真に事業の収益力を向上させるにはできる限り早く検討することが望ましいと言えましょう。

図表 3-3　事業単位の業績評価とキャッシュフロー

	A事業部		B事業部	
【損益計算書】	売上	120	売上	80
	売上原価	70	売上原価	50
	粗利	50	粗利	30
	販管費	30	販管費	20
	営業利益	20	営業利益	10
【キャッシュフロー】	営業利益	20	営業利益	10
	減価償却費	5	減価償却費	15
	営業キャッシュフロー	25 ①	営業キャッシュフロー	25 ①
	在庫・売掛金・受取手形	100	在庫・売掛金・受取手形	40
	買掛金・支払手形	50	買掛金・支払手形	40
	運転資本増加	50 ②	運転資本増加	0 ②
	投資キャッシュフロー	15 ③	投資キャッシュフロー	5 ③
	営業フリーキャッシュフロー	−40 ④ =①-②-③	営業フリーキャッシュフロー	20 ④ =①-②-③

損益計算書上では、A事業部の方が利益を稼いでいるが・・・

B事業部は
①資産の償却が進んでおり、
②回収・支払条件も良く
③事業維持の投資も少なくてすむため、キャッシュフローを生んでいる

単位：100万円

■ 全社の業績評価とキャッシュフロー

全社の業績評価とは、文字通り全社の一定期間の収益の結果としての成長性や安全性を評価するものです。経営者やCFOが全社の業績評価の際にキャッシュフローに着目する意義には2つの側面があります。

一つは、自社の事業トータルで、あるいは投融資も加えた全社トータルで真に儲かっているか、成長しているか、あるいは財務は健全性をキープしているか把握できることです。この観点からは、PLAN（計画）に対して実際どのような進捗・結果であるかをモニタリングし、必要に応じて改善策を講じることが重要となります。

いまひとつは、外部の視点です。銀行や投資家が自社の収益性や成長性、安全性をキャッシュフローベースで評価し始めていることです。すなわち、企業の立場からすれば、銀行や投資家にキャッシュフローベースで高い評価を受ければ、金利を始めとした融資条件等、資金調達の面で大きなメリットを享受することができます。

後者に関して、現在はキャッシュフロー計算書の作成・開示が義務付けられているのは上場企業中心ですが、これらの大手企業を評価する際にキャッシュフローがより重視されるようになれば、今後中堅／中小企業に対しても銀行や投資家が同様の姿勢を示すことは大いに予想されます。したがって上場を特に考えていない中堅／中小企業であっても、キャッシュフローの観点から自社収益性、成長性、安全性を把握することの重要性は増すと考えれらます。

キャッシュフローを用いた収益性を見る指標としては、キャッシュフローマージンが良く知られています。これは、営業キャッシュフローを売上高で割ったものと定義され、概念的には「売上高営業利益率」に近いものとなります。キャッシュフローマージンを見ることにより、売上高営業利益率に比べてよりキャッシュフローの実態に近いマージンを把握することが可能になります。

図表 3-3　事業単位の業績評価とキャッシュフロー

	一般的な指標例	CF重視の指標例	CF重視の指標の意義
総合	ROA：金利・税引前利益／総資産 ROE：当期利益／自己資本 ROIC：営業利益／純営業資産	営業キャッシュフロー＜CF＞ 営業フリーキャッシュフロー＜FCF＞ EVA®：税引後営業利益－資本コスト CFROI®：営業FCF／投下資本	投下資本に対して銀行、投資家・株主が期待する利回りと比べ、どのくらい多く稼いだかを把握できる
収益性	売上高総利益率 売上高営業利益率	営業CF／売上高 ＜キャッシュフローマージン＞ 営業FCF／売上高	キャッシュアウトのない資産の償却や、投資の実額、運転資本の増減を加味した企業の収益力を把握できる
成長性	売上高成長率 営業利益成長率	設備投資額／営業CF 投資CF／営業CF	設備投資や投資全体とその原資であるキャッシュフローを対比することで成長と安定のバランスを把握できる
安全性	当座比率 ：当座資産／流動負債残高 イントレスト・カバレッジ・レシオ ：金利・税引前利益／支払金利	営業CF／流動負債残高 営業CF／長期負債残高 ＜キャッシュフロー比率＞ (営業CF＋支払金利＋税金)／支払金利	借入金の返済原資であるキャッシュフローからみて、短期借入・長期借入・利子への返済能力がどの程度あるか把握できる

成長性に関する指標としては、自社の過去からのトレンドを分析した「売上高成長率」や「総資産成長率」が良く知られていますが、キャッシュフローで見る場合、「回収した営業キャッシュフローからどれだけの投資を行っているのか」、という観点から潜在的な成長性を評価します。ここで、過大な投資は財務安定性を崩す一方で、投資を抑制しすぎると成長の芽を摘んでしまうことにもなりかねません。経営者やCFOにとっては、自社の成長ステージに合わせ、投資と財務安定性のバランスを取っていくことが重要であるといえます。

キャッシュフローを用いた安全性を見る指標としては、「当座比率」や「インタレストカバレッジレシオ」といった指標のフローに営業キャッシュフローを用いる指標があります。①借入金や社債といった負債の返済はキャッシュで行うこと、②事業の収益の源泉は営業キャッシュフローであること、を考えると、営業キャッシュフローから企業の財務安全性を知ることは意味があることと言えます。また、より小さなストックでより大きなフローを得ることを目的としてリターンを生み出さない当座資産を圧縮すると、バランスシート上の当座比率は見かけ上悪くなりますが、営業キャッシュフローを用いた当座比率による場合、十分なキャッシュフローを生み出していれば比率の悪化はないため、この場合はキャッシュフローによる当座比率の方が財務安全性を計る上では正確であるといえます。

また、新たなキャッシュフローを重視した業績の評価指標として、EVA®やCFROI®が注目を浴びつつあります。実務的な計算は煩雑で複雑な面もありますが、概念自体はシンプルで経営に有益ですので中堅／中小企業の経営者、CFOも知っておくべきでしょう。

EVA®は米国スターンスチュワート社の登録商標であり、税引後営業利益から資本費用（＝投下資本×資本コスト）差し引いた「経済的付加価値」の額と定義されます。EVAは営業利益を算出するまでのコストに加え、銀行・社債等の投資家・株主が期待するリターンを投下資本に乗じた資本費用までの全てのコストを差し引いたものであり、企業トータルあるいは事業の業績が、銀行や投資家・株主が要求するリターンをどの程度上回っているのかを金額で端的に表すことができます。EVA®は企業価値・事業価値（本コースの『企業価値評価』で解説）に密接に関連するものですが、将来の半永久的な事業活動を前提とするNPV法などの評価手法と異なり、EVAは単年度で評価する手法であるため、賞与原資の設定等のため業績評価に優れています。EVA®では減価償却を足し戻さない税引後営業利益を用いますが、これは単年度で業績を評価するため、投資に関連する費用を考慮しているためです。すなわち厳密に営業キャッシュフローや営業フリーキャッシュフローと対応しているわけではありませんが、事業が生み出した回収のキャッシュフローから減価償却のかたちで投資のキャッシュフローを控除し、さらに分配のキャッシュフローのうち銀行・社債等の投資家・株主へのリターンを資本費用というかたちで差し引いたものと考えられます。

CFROI®は米国HOLTバリュー・アソシエイツが開発した指標であり、事業の収益率と資本コストを比較する手法です。CFROI®の計算は、キャッシュフローの発生期間を定め、単年度の予測営業フリーキャッシュフローがその期間中続くと仮定し、事業への投下資本を求め、事業の収益率を算出します。CFROI®は比率によって表されるため、規模や事業のことなる事業部の比較には優れていますが、前提が単純（営業フリーキャッシュフローが毎期一定）で、資産の使用期間も想定する必要があるなど、実際に業績評価に用いる際には混乱や、恣意的な数値の設定が起こる可能性があり、注意が必要です。

Coffee Break

EVA®導入の難点

本文でも解説した通り、EVA®は業績評価を行う際に額で見る指標です。EVAは税引後営業利益から資本費用を差し引いた経済的付加価値であり、これを高めていくことが企業の価値を増加させ、競争力を高めることにつながるため、日本においても大企業を中心に注目されています。

業績評価指標としては優れた側面を持つEVA®ですが、導入に際しては、いくつかクリアーしなければならない事柄があり、熱い注目に比べると、導入企業は必ずしも多くないと言えそうです。

EVA®導入の難点としては、
① 税引後営業利益を調整する必要がある
② 評価対象組織別のバランスシート、損益計算書を作成する必要がある
③ 評価対象組織別の資本コストの推計を行う必要がある
などの点が挙げられます。

①について、スターン・スチュワート社では、保守主義の考え方により早期計上された費用等を足し戻すなどして実質的な利益に調整していますが、これは相応の手間がかかる作業です。
②について、複数の事業部を持つ企業では、事業部別の損益計算書は作成していることが多いと思いますが、EVA®によって事業部別の業績評価を行う際には、各評価対象となるまとまりのある組織別のバランスシートも作成する必要があります。
③について、自己資本コスト（本コースの『リスクとリターンと資本コスト』で解説）の推計が難しいと言えます。これは、リスクを表すベータが絶えず変化しており、資本コストの計算自体も難しいためです。

導入については様々な難点を持つEVA®ですが、日本においては花王、ソニー、キリンビール、旭化成など、それぞれが属する業界を牽引する企業が導入しており、一定の効用があると認められている指標といえます。

＜まとめ＞

- ✓ **キャッシュフローを重視した業績評価とは、第一義的に、投下資本に対して期待されるリターン（営業キャッシュフロー、営業フリーキャッシュフロー）が計画通り生まれているかをモニタリングすることです。キャッシュフローに着目して業績評価を行うことにより、減価償却等の会計基準や在庫等の未実現の収益／費用の影響を受けずに、収益性を判断できます。**

- ✓ **この際、評価単位（案件ベース、事業単位、全社単位）を明確にすること、また、経営管理サイクルの中に位置づけ、「PLAN（計画）」に対し未達であればその原因を究明しPLANに反映させることが重要です。**

- ✓ **キャッシュフローに着目した収益性、成長性、安全性の評価指標を、BSやPLと合せて把握・分析することで、自社の状況をより的確に判断することが可能となります。**

1 キャッシュフロー計算書とは

2000年3月期より上場企業を中心に開示されるようになったキャッシュフロー計算書について解説します。

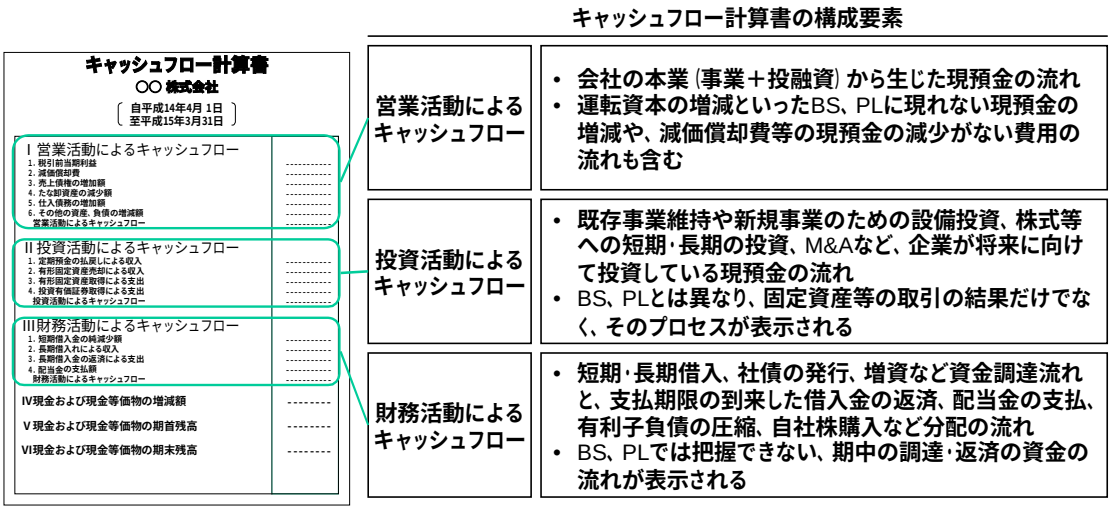
■ キャッシュフロー計算書とは

キャッシュフロー計算書とは、2000年3月期より日本の上場企業に開示が義務付けられた現預金（キャッシュ）の流れ（フロー）を見るための決算書です。
銀行や投資家がキャッシュフローを重視しはじめており、キャッシュフロー計算書のポイントを知ることは、未上場企業にとっても重要性を増すと考えられます。

キャッシュフロー計算書の構成は、①営業活動によるキャッシュフロー、②投資活動によるキャッシュフロー、③財務活動によるキャッシュフローに分かれます。

①営業活動によるキャッシュフローは、事業と投融資から生じた本業の現預金の流れを示しています。BS、PLと異なる点は、運転資本の増減や、減価償却費の足し戻しといった、実際の現預金の流れに基づいて計算されることです。
②投資活動によるキャッシュフローは、事業投資や投融資への投資、M&Aなど、企業が将来に向けて投資している現預金の流れとなります。BS、PLと異なる点は、取引の結果のみならず、そのプロセスも表示されることにあります。
③財務活動によるキャッシュフローは、資金調達と返済・分配の流れを示しています。BS、PLと異なる点は、期中の調達・返済・分配の資金の流れが表示されていることにあります。

図表 1-1　キャッシュフロー計算書の構成要素



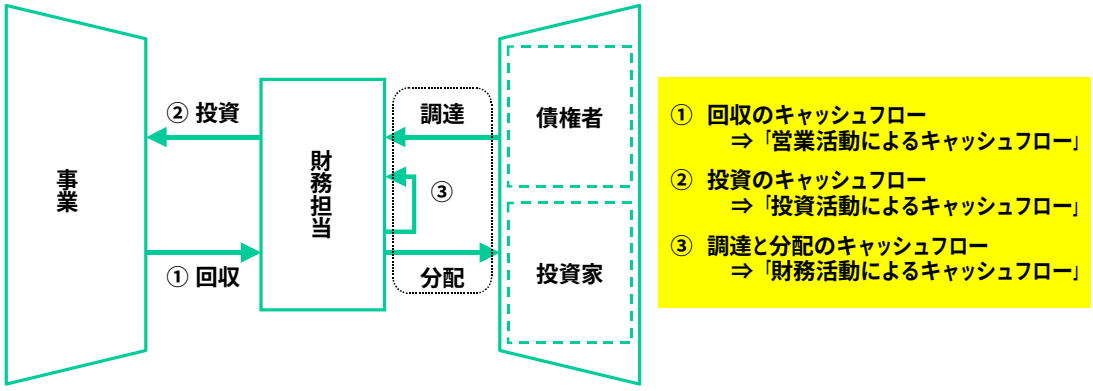
■ キャッシュフロー計算書のキャッシュフロー

キャッシュフロー計算書の「営業活動によるキャッシュフロー」は、財務理論上の回収のキャッシュフローに対応しており、定義は異なりますが、これまで学習してきた営業キャッシュフローの概念に近いものです。（「営業活動によるキャッシュフロー」は、運転資本増減も反映します。）

「投資活動によるキャッシュフロー」は、財務理論上の投資のキャッシュフローに対応しており、「営業活動によるキャッシュフロー」から「投資活動によるキャッシュフロー」を差し引くと、フリーキャッシュフローの概念に近いものになります。ただし、これは本業（事業＋投融資）に対応するフリーキャッシュフローと近いものとなり、これまで定義してきた事業部分に対応する営業フリーキャッシュフローとは異なるので注意が必要です。（すなわち営業キャッシュフローから株式投資や貸付金等投融資全体を引くか、新規設備やメンテナンス等の事業への投資のみを引くかの違いです。）

「財務活動によるキャッシュフロー」は、財務理論上の調達と分配のキャッシュフローに対応しています。

図表 1-2　キャッシュフロー計算書のキャッシュフロー



＜まとめ＞

- ✓ **キャッシュフロー計算書とは、2000年3月期より日本の上場企業に開示が義務付けられた現預金（キャッシュ）の流れ（フロー）を見るための決算書です。銀行や投資家がキャッシュフローを重視しはじめており、キャッシュフロー計算書のポイントを知ることは、未上場企業にとっても重要性を増すと考えられます。**

- ✓ **キャッシュフロー計算書の「営業活動によるキャッシュフロー」は財務理論上の回収のキャッシュフローに、「投資活動によるキャッシュフロー」は財務理論上の投資のキャッシュフローに、「財務活動によるキャッシュフロー」は財務理論上の調達と分配のキャッシュフローに対応しています。**

2 キャッシュフロー計算書の読み方

銀行や投資家が融資･投資の判断基準として重視するポイントを知り、上場している競合企業を分析するために、キャッシュフロー計算書の読み方について解説します。

■ キャッシュフロー計算書を読むポイント

キャッシュフロー計算書の開示は、現在は上場企業と一部の未上場大企業に留まっていますが、銀行や投資家がキャッシュフローを重要視し始めています。

銀行や投資家が、BSとPLだけでは把握しきれない事業内容を、キャッシュフロー計算書でより詳しく把握できることを認識すれば、中堅／中小企業にもキャッシュフロー計算書と同じような書類を求める可能性もあり、また、上場している競合企業をより深く把握し、ベンチマークとするためにも、キャッシュフロー計算書の内容を知り、読み方のポイントを知っておく必要があります。

キャッシュフロー計算書を読むポイントとしては、①営業活動によるキャッシュフローの水準、②投資活動によるキャッシュフローの水準と営業活動によるキャッシュフローとの比較、③財務活動によるキャッシュフローの水準と、調達内容の分析、④各キャッシュフローの水準、プラス･マイナスの組み合わせによる大まかな経営状況の把握、があります。

より詳しくは、各キャッシュフローの項目の内容を見る必要がありますが、銀行や投資家が大まかに経営状況を見る際のポイントを押さえるため、また、上場している企業を把握するために、まずは基本的なポイントを知ることが重要です。

■ 営業活動によるキャッシュフロー

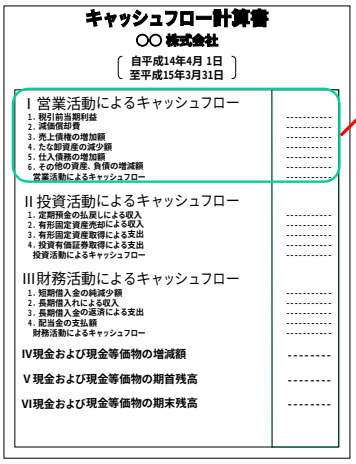
企業のキャッシュフローを生み出す力、経営の健全度を把握するためには、営業活動によるキャッシュフローの水準とプラス･マイナスを見ることが有効です。

営業活動によるキャッシュフローがプラスであれば、企業はキャッシュフローを稼いでいることになります。また、同業他社に比べて、営業活動によるキャッシュフローの水準が高いほど、その企業のキャッシュフローを生み出す力が大きく、コスト削減や差別化により、強い競争力を持っていることが予想されます。

営業活動によるキャッシュフローがマイナスの場合、企業はキャッシュフローを稼いでおらず、経営上、問題を抱えている可能性があります。ただし、製品ライフサイクルが非常に早い事業を営む企業や、研究開発に莫大な時間と費用がかかる事業を営む企業など、事業リスクの大きい事業を営む企業であれば、一時的にマイナスになることがあるため、注意が必要です。

収益力や安全性を示す財務力、株主への還元の度合いも、営業活動によるキャッシュフローを指標の分子に置くことで把握することができます。BS、PLだけで作成した指標に比べて客観性が高いため、企業の真の実力に迫ることができます。

図表 2-1　営業活動によるキャッシュフロー



キャッシュフロー計算書
○○ 株式会社
（自平成14年4月 1日 至平成15年3月31日）

Ⅰ 営業活動によるキャッシュフロー	
1. 税引前当期利益	----------
2. 減価償却費	----------
3. 売上債権の増加額	----------
4. たな卸資産の減少額	----------
5. 仕入債務の増加額	----------
6. その他の資産、負債の増減額	----------
営業活動によるキャッシュフロー	----------
Ⅱ 投資活動によるキャッシュフロー	
1. 定期預金の払戻しによる収入	----------
2. 有形固定資産売却による収入	----------
3. 有形固定資産取得による支出	----------
4. 投資有価証券取得による支出	----------
投資活動によるキャッシュフロー	----------
Ⅲ 財務活動によるキャッシュフロー	
1. 短期借入金の純減少額	----------
2. 長期借入れによる収入	----------
3. 長期借入金の返済による支出	----------
4. 配当金の支払額	----------
財務活動によるキャッシュフロー	----------
Ⅳ 現金および現金等価物の増減額	--------
Ⅴ 現金および現金等価物の期首残高	--------
Ⅵ 現金および現金等価物の期末残高	--------

＜営業活動によるキャッシュフローを見るポイント＞

- **事業の健全性の分析**
  営業活動によるCFはプラスか
  ⇒ 事業リスクの大きい事業であれば、一時的にマイナスになることはあるが、マイナスの状態が何年も続いている場合、経営上、問題を抱えていることを示している
- **事業の収益性、財務力、株主への還元の分析**
  BS、PLにおける各種指標とキャッシュフローの比率は業界平均と比べてどうか
  ⇒ 売上等の収益に対して、減価償却費等や運転資本増加分等の非キャッシュ項目を織り込んだキャッシュフローの指標を用いることにより、より実態に即した企業の姿を見ることができる

＜指標の例＞

収益力	**営業活動によるCF / 売上高**	**キャッシュフローマージンと呼ばれ、売上に対しどのくらいのCFを企業の営業活動から生み出しているかを見る指標**
財務力	**営業活動によるCF / 長期負債残高**	**キャッシュフロー比率と呼ばれ、長期負債の返済能力をキャッシュフローの観点から計る**
株主への還元	**営業活動によるCF / 発行済株式数**	**EPS（1株あたり利益）のキャッシュフロー版で、1株あたりキャッシュフローを表している**

■ 投資活動によるキャッシュフロー

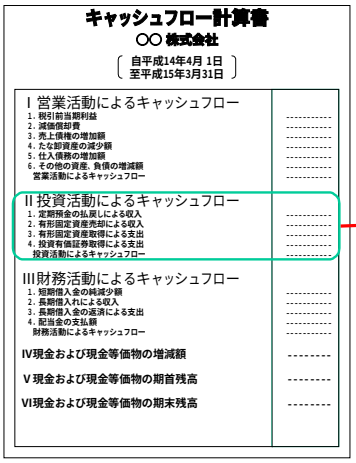
投資活動によるキャッシュフローを見る際には、営業活動によるキャッシュフローを稼ぐ前提として「何に投資しているのか」、「どのくらい投資しているのか」を把握することが重要です。

「何に投資しているのか」という部分は、業種により違いがあるため、同業他社と比較して、どの項目に重点を置いて投資を行っているのかを見ます。例えば、設備投資の割合が小さく、投融資への投資の割合が大きい場合は、事業が成熟していて投資すべき新規事業もなく、余ったキャッシュを投融資に回していることが考えられます。逆に同業他社と比べて設備投資の割合及び額が非常に大きい場合、競争力を高めるために何らかの「仕掛け」をしていることも考えられます。

「どのくらい投資しているのか」という部分は、営業活動によるキャッシュフローの水準と合わせてみることにより、投資意欲や安全性を大まかに分析することができます。

投資活動によるキャッシュフローが、営業活動によるキャッシュフローを上回っている場合、ライフサイクルの初期段階にあり、成長局面にある新興企業以外は、既存活動を維持するための最低限のキャッシュフローを賄えていないことが推測され、経営上問題を抱えていることが考えられます。
この場合、信用力のある企業であれば、短期的には借入による調達等で対応できますが、事業の建て直しや一定の利回りが期待できる新規事業を興さない限り、事業の維持が危うくなり、この状態が長く続けば倒産の危機に陥る可能性もあります。

図表 2-2　投資活動によるキャッシュフロー



キャッシュフロー計算書
○○ 株式会社
〔 自平成14年4月 1日 至平成15年3月31日 〕

Ⅰ営業活動によるキャッシュフロー	
1. 税引前当期利益	----------
2. 減価償却費	----------
3. 売上債権の増加額	----------
4. たな卸資産の減少額	----------
5. 仕入債務の増加額	----------
6. その他の資産、負債の増減額	----------
営業活動によるキャッシュフロー	----------
Ⅱ投資活動によるキャッシュフロー	
1. 定期預金の払戻しによる収入	----------
2. 有形固定資産売却による収入	----------
3. 有形固定資産取得による支出	----------
4. 投資有価証券取得による支出	----------
投資活動によるキャッシュフロー	----------
Ⅲ財務活動によるキャッシュフロー	
1. 短期借入金の純減少額	----------
2. 長期借入れによる収入	----------
3. 長期借入金の返済による支出	----------
4. 配当金の支払額	----------
財務活動によるキャッシュフロー	----------
Ⅳ現金および現金等価物の増減額	--------
Ⅴ現金および現金等価物の期首残高	--------
Ⅵ現金および現金等価物の期末残高	--------

＜投資活動によるキャッシュフローを見るポイント＞

- **投資内容の分析**
  固定資産、有価証券への投資の割合とボリュームは業界平均と比べてどうか
  ⇒ 投資活動によるCFには、（既存事業維持のための）設備投資、M&A（合併、買収）、新規事業投資、投融資投資などが含まれており、固定資産と有価証券への投資の割合、ボリュームを業界平均と比べることにより、大まかに企業の投資の方向性がわかる

- **投資意欲･安全性の分析**
  営業活動によるCFを超える投資をしていないか
  ⇒ 投資活動によるCFが営業活動によるCFを上回っている場合、①新興企業で成長局面にある、②既存活動を維持するための最低限のCFを営業CFで賄えていない、などが考えられる
  ⇒ 特に、②の場合には短期的には借入れによる調達などで対応できるが、長期的にこの状況が続くと、既存事業の維持が危うくなり、倒産の危機に陥る

■ 財務活動によるキャッシュフロー

財務活動によるキャッシュフローを見ることで、キャッシュの過不足の状況や、調達方法や財務政策を大まかに把握することができます。

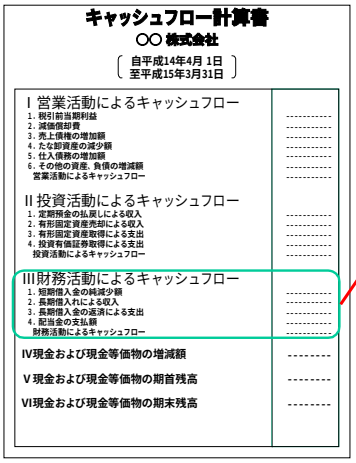
財務活動によるキャッシュフローを見る際には、営業活動によるキャッシュフロー、投資活動によるキャッシュフローと合わせてみることで「投資のためのキャッシュがどのくらい不足しているために、どこから調達したのか」、「営業活動によるキャッシュフローから投資活動によるキャッシュフローを差し引いて余ったキャッシュフローをどのように配分しているのか」を把握することができます。

まずは大まかな財務状況として、財務活動によるキャッシュフローのプラス･マイナスを見ることにより、営業活動によるキャッシュフローが投資活動によるキャッシュフローを超えて稼いでいるのかを把握することができます。財務活動によるキャッシュフローがプラスのときは、調達の方が多いことを示しており、必要な資金が不足していることが分かります。マイナスの場合は、営業活動で十分なキャッシュフローを稼いでおり、さらに有利子負債の圧縮等の施策を行っている可能性があることが分かります。

「投資のためのキャッシュがどのくらい不足しているために、どこから調達したのか」という点については、資金調達の内容を見ることで、長期･短期借入、社債、株式発行のどれにウエイトを置いているのか、特に短期借入が多い場合には、銀行に対する交渉力が弱く、短期借入に頼らざるを得ない現状などが推測できます。

「営業活動によるキャッシュフローから投資活動によるキャッシュフローを差し引いて余ったキャッシュフローをどのように配分しているのか」という点については、キャッシュフローの使途を見ることで、有利子負債の圧縮を行い、資産･資本のスリム化を計ると同時に安全性を高めているのか、自社株買いや配当にウエイトを置くことで、株主重視の経営を行っているのかが推測できます。

図表 2-3　財務活動によるキャッシュフロー


キャッシュフロー計算書
○○ 株式会社
〔 自平成14年4月 1日
至平成15年3月31日 〕

Ⅰ 営業活動によるキャッシュフロー	
1. 税引前当期利益	----------
2. 減価償却費	----------
3. 売上債権の増加額	----------
4. たな卸資産の減少額	----------
5. 仕入債務の増加額	----------
6. その他の資産、負債の増減額	----------
営業活動によるキャッシュフロー	----------
Ⅱ 投資活動によるキャッシュフロー	
1. 定期預金の払戻しによる収入	----------
2. 有形固定資産売却による収入	----------
3. 有形固定資産取得による支出	----------
4. 投資有価証券取得による支出	----------
投資活動によるキャッシュフロー	----------
Ⅲ 財務活動によるキャッシュフロー	
1. 短期借入金の純減少額	----------
2. 長期借入れによる収入	----------
3. 長期借入金の返済による支出	----------
4. 配当金の支払額	----------
財務活動によるキャッシュフロー	----------
Ⅳ 現金および現金等価物の増減額	--------
Ⅴ 現金および現金等価物の期首残高	--------
Ⅵ 現金および現金等価物の期末残高	--------

＜財務活動によるキャッシュフローを見るポイント＞

- **財務状況の分析**
  財務活動によるCFはプラスか、マイナスか
  - ⇒ **財務活動によるCFがプラスの場合、必要な資金が不足しており、新たに調達したことを示している**
  - ⇒ **マイナスの場合は、営業活動によるCFで投資活動によるCFを賄え、さらに有利子負債償却等を行っていることを示している**
- **調達内容の分析**
  資金調達は何で行っているか
  - ⇒ **長期借入、短期借入、社債、株式発行のどれにウエイトを置いて資金調達を行っているかを見ることで、企業の借入限度までの余裕度や、短期借入に頼らざるを得ない現状などがわかる**
- **財務政策の分析**
  財務活動によるCFがマイナスの場合、何にCFを使用しているのか
  - ⇒ **財務活動によるCFの使い途を見ることで、有利子負債圧縮、自社株買い、配当など、自社の経営を安定化し、株主重視経営を行っているかどうかがわかる**

■ 各キャッシュフローの水準、プラス･マイナスの組み合わせ

営業活動によるキャッシュフロー、投資活動によるキャッシュフロー、財務活動によるキャッシュフローのプラス･マイナスの組み合わせで、企業がどのような経営状況にあるかを推測することができます。

企業が安定、成長していると判断するためには、営業活動によるキャッシュフローがプラスであることが前提となります。これは、「営業活動によるキャッシュフロー」でも説明したように、営業活動によるキャッシュフローがプラスであれば、企業はキャッシュフローを稼いでいることになり、営業活動によるキャッシュフローがマイナスの場合、企業はキャッシュを稼いでおらず、経営上、問題を抱えている可能性があるためです。

一般論として望ましいと考えられるキャッシュフローの組み合わせは、営業活動によるキャッシュフローがプラス、投資活動によるキャッシュフローがマイナス、財務活動によるキャッシュフローがマイナスの場合です。これは、営業活動が順調であり、新たな投資機会を持って積極的な新規投資を行っており、さらに余ったキャッシュフローで有利子負債の圧縮等、財務体質を改善していると推測されるためです。

逆に最も危険であると考えられるのは、全てのキャッシュフローがマイナスの場合です。この場合、営業活動がうまくいっておらず、何とか事業を立て直すために過去の余剰金を取り崩して新規投資を行っており、銀行の要請等で有利子負債を返済している状況が考えられます。新規事業が成功すれば安定･成長傾向になる可能性はありますが、失敗した場合、倒産の危険は非常に大きくなると考えられます。

ここでは、キャッシュフローのプラス･マイナスの組み合わせのみに焦点を合わせて説明しましたが、実際には企業の置かれている状況に対しての企業の方針や戦略等を考慮した上で、各キャッシュフロー項目の内容や、ボリューム、バランスなどを見て判断することが重要になります。

図表 2-4　各キャッシュフローの水準、プラス･マイナスの組み合わせ

	営業活動によるCF	投資活動によるCF	財務活動によるCF	企業の経営状況（例）*
安定、成長傾向	+	−	−	• 営業活動が順調で、新規投資も積極的に行っており、余った資金で有利子負債の圧縮など、財務体質を改善していることが伺える
		−	+	• 新規投資を積極的に行っている成長企業で、営業活動によるCFはプラスだが、不足分を資金調達で補っている
		+	−	• 事業ポートフォリオの最適化や事業運営の効率化、不要投融資の処分、資本構成の最適化に取り組み、効果を上げつつある企業
危険、衰退傾向	−	−	+	• 新規参入の成長企業（ハイテクベンチャー等）で、新規投資を積極的に行い、資金調達も順調に行っているが、まだ営業活動として結果が出ていない企業
		+	−	• 営業活動によるCFの不足分を、事業ポートフォリオの最適化や不要投融資の処分等で補い、余ったCFを有利子負債の圧縮等、財務体質の改善に当てている企業
		−	−	• 過去の余剰金を取り崩し、有利子負債等を圧縮しつつも、営業活動を立て直すべく新規投資を行っており、危険な状態に陥っている企業

＊ 企業の経営状況を把握するためには、実際には各キャッシュフロー項目の内容を見て判断する必要がある
＊ プラス、マイナスのみならず、各キャッシュフローのボリュームとバランスを見ることも重要である

Coffee Break

分配のキャッシュフロー

中堅／中小企業の経営者やCFOにとっては、財務活動のキャッシュフローのうち、資金調達の問題が日々の事業運営上の最大の関心事とならざるを得ない面がありますが、企業の継続的な発展・成長のためには、「稼ぎ出したキャッシュフローをどのように分配するか」という観点も、資金繰りと同様あるいはそれ以上に重要となってきます。

キャッシュフロー分配のポイントは、手元流動性を高め、安定性を高める要請と、事業に投資を行い、継続的な成長を図る要請のバランスを取ることです。企業の成長ステージにより、安定に重きをおくべきか、成長に重きをおくべきかは異なりますが、多くの場合、成長に重きをおきながら一定の安定性を確保していくことが良いと考えられます。

さらに、直接金融の活用度を高めていくならば、さらには公開を目指すならば、中堅／中小企業と言えども投資家・株主へのキャッシュフローの還元を常に意識し、投資家・株主から見て魅力的な投資先になるよう努める必要があります。

なお、日本企業で営業キャッシュフロー、営業フリーキャッシュフローを稼ぎ出している企業は、キャッシュを溜め込みがちな傾向にあると言われていますが、より利回りの高い事業への投資機会を積極的に開拓し、投資をしていかないと、経営手腕を疑われることになりかねず、投資家からの資金調達が難しくなるばかりか、LBO(Leveraged Buy Out；対象組織を担保とした借入による買収）のターゲットとなる恐れもあります。

このため、キャッシュは一定の安定性を確保する分だけ手元に残し、残りは利回りの高い事業への投資を積極的に行っていくか、さもなければ配当や自社株買い、有利子負債圧縮などの施策を行うことが重要となってきます。

＜まとめ＞

- ✓ **キャッシュフロー計算書から企業の経営状況を把握するためには、各キャッシュフローの水準、バランス、内容などを見て判断する必要があります。**
- ✓ **各キャッシュフローの水準と内容、他のキャッシュフローとのバランスで、経営の健全度や投資状況、財務体質などを推測することができます。**
- ✓ **各キャッシュフローのプラス・マイナスの組み合わせで、その企業がどのような経営状況にあるかを大まかに推測することができます。**

＜演習＞ フリーキャッシュフローの算出

■ **設問 以下のデータから3つの定義のフリーキャッシュフロー（P.11）を算出して下さい**

＜利益、費用関連＞

売上：	100**億円**
営業利益：	10**億円**
減価償却費：	5**億円**
法人税＊：	1.2**億円**

＊ 法人税は、税率を40%、税引前利益を3億円と仮定して算出した

＜投資関連＊＞

投融資投資額：	0.5**億円**
新規設備投資額：	2**億円**
既存事業維持目的の設備投資額：	3**億円**

＊ 投資を「投融資」、「新規設備投資」、「既存事業維持目的の設備投資」に分類する際には、管理会計上の数値を用い、できるだけ正確に分類する必要がある。

＜運転資本関連＊＞

＜期首＞	
在庫：	1**億円**
売掛金：	1**億円**
買掛金：	0.5**億円**
＜期末＞	
在庫：	1.5**億円**
売掛金：	0.8**億円**
買掛金：	0.4**億円**

＊ ここでは、運転資本の増減の影響をより分かりやすく把握するため、期首･期末の変動を大きくしている。また、短期借入金の変動はないものと想定し、ここでは標記していない。

■ 解答と解説

＜営業キャッシュフローの算出＞
営業キャッシュフローは、営業利益＋減価償却費で定義される（P.11）から、15億円と算出される。

営業CF ＝ 営業利益 10億円 ＋ 減価償却費 5億円 ＝ 15億円

＜運転資本増減分の算出＞
運転資本増加分は、期末の運転資本から期首の運転資本を差し引くことにより把握する。

運転資本増減分 ＝ 期末運転資本 - 期首運転資本

＝ { 期末流動資産（在庫、売掛金） - 期末流動負債（買掛金） } - { 期首流動資産（在庫、売掛金） - 期首流動負債（買掛金） }

＝ { 期末流動資産（1.5+0.8）億円 - 期末流動負債 0.4億円 } - { 期首流動資産（1+1）億円 - 期首流動負債 0.5億円 }

＝ 0.4億円増加

＜フリーキャッシュフローの算出＞
フリーキャッシュフロー①は、営業キャッシュフローから運転資本増減分を調整し、投資キャッシュフロー全体と法人税を差し引くことで求められる。

FCF① ＝ 営業CF 15億円 - 運転資本増加 0.4億円 - 投資CF 5.5億円 - 法人税 1.2億円

＝ 7.9億円

フリーキャッシュフロー②は、営業キャッシュフローから運転資本増減分を調整し、設備投資全体と法人税を差し引くことで求められる。

FCF② ＝ 営業CF 15億円 - 運転資本増加 0.4億円 - 設備投資（全体） 5億円 - 法人税 1.2億円

＝ 8.4億円

フリーキャッシュフロー③は、営業キャッシュフローから運転資本増減分を調整し、既存事業維持のための設備投資と法人税を差し引くことで求められる。

FCF③ ＝ 営業CF 15億円 - 運転資本増加 0.4億円 - 設備投資（既存事業維持） 3億円 - 法人税 1.2億円

＝ 10.4億円