

企業のキャッシュフロー分析 —黒字倒産企業の事例—

Cash Flow Analysis on Group Accounts: The Case of a Black-ink Bankrupt Company

後藤宏行

GOTOH Hiroyuki

経営学科

gotoh12@alice.asahi-u.ac.jp

【要旨】

2008年8月に黒字倒産した不動産企業U社のキャッシュフロー分析を行なった。その結果、棚卸資産の増加などによって営業キャッシュフロー(CF)がマイナス(資金流出)続きであったこと、この棚卸資産の増加を賄うために有利子負債が急増し、借入れオーバーで、その返済余力は微弱であったこと、棚卸資産が膨脹したことで短期資金が不足していたことが分かった。また、棚卸資産が膨脹したのは、月商(売上高)が増加したこと、在庫月数が異常に延びたことなどが主因であり、在庫月数が延びたことで立替月数も延び続け、営業活動での資金繰り状態が悪化して債務の返済資金を確保できなかったことが判明した。

1. 序論

キャッシュフロー分析は財務分析の一種であり、有価証券報告書(以下、有報と略記する)を利用するにあたってキャッシュフロー計算書を主な分析対象とし、貸借対照表、損益計算書、その他の財務データと併せて企業を総合的に評価するものである。

本稿では、国内の不動産企業U社の事例を取り上げる。U社は1990年5月に設立され、2002年3月から東証一部に上場されていたが、2008年8月に民事再生法の適用を東京地裁へ申請して事実上、経営破綻した。いわゆる黒字倒産であり、増収増益で順調に業績を伸ばし、2008年3月期(以下、08/3期と略記する、他の決算期についても同様)には売上高、当期純利益とも過去最高を記録していた¹⁾。

一般に「勘定合って銭足らず」と言われるように、売上も増加し、利益も出ているのになぜか資金が不足し、支払能力を喪失して事業活動を継続できなくなった状態が黒字倒産である。これは、売上債権の膨脹、棚卸資産の膨脹(在庫過剰)、過剰な設備投資などによって資金が枯渇するため、借入れ追加や手形増発に奔って他人資本が過大となり、結果的に資金繰りが逼迫することに起因する。

1 U社の「平成21年3月期第1四半期決算短信」によれば、同社では新規融資による資金調達や短期借入金の借換えが困難になるとともに、開発済の販売用不動産の売却も困難な状況に陥ったことから、爾後の正常な債務返済を実行できないと判断し、民事再生法の適用を申請するに至った。

分析手段として各種の指標が用いられるが、どのような指標でも、その数値から直ちに何らかの結論を引き出せるようなものはない。とは言え、優れた指標であれば問題点の所在を明らかにしてくれるはずである²。

なお、本稿では同業他社との比較を行わず、1社のみの時系列分析（期間比較）に主眼を置いている。分析期間は財務諸表が連結主体となり、かつキャッシュフロー計算書の記載が義務づけられるようになった00/3期からの9期である。

2. 連結指標

U社の有報に記載された連結指標は、表1で示されるとおりである。

表1 連結指標

(金額単位：億円)

	00/3	01/3	02/3	03/3	04/3	05/3	06/3	07/3	08/3
売上高	173.01	245.65	281.02	325.14	513.63	570.34	643.49	1805.42	2436.84
営業利益	16.60	33.09	40.42	24.14	56.07	105.07	120.26	612.71	696.37
経常利益	13.29	28.55	30.75	34.38	48.13	94.80	106.77	563.98	616.77
税金等調整前当期純利益	9.91	23.22	35.28	36.71	46.71	116.53	146.55	585.51	614.50
当期純利益	5.02	13.83	18.70	19.04	26.70	64.55	78.69	300.39	311.28
有利子負債	116.17	198.21	355.07	356.51	339.90	689.19	898.93	2946.79	4079.77
純資産額	86.29	100.80	125.54	143.49	166.85	354.56	666.38	888.19	1102.45
流動資産	179.62	311.51	518.67	527.60	564.75	904.72	1649.37	3977.61	5562.99
(内、棚卸資産)	5.07	157.48	254.81	256.53	278.38	345.36	737.33	2930.02	4377.78
総資産額	217.15	362.57	591.30	607.93	665.98	1205.51	2029.91	4433.04	6025.61
自己資本利益率	80.9%	14.78%	16.52%	14.15%	17.21%	24.76%	15.42%	38.65%	31.27%
自己資本比率	39.68%	27.80%	21.23%	23.60%	25.05%	29.34%	32.79%	20.03%	18.29%
連結子会社数(社)	4	5	6	5	8	10	20	89	138

[出所]「有価証券報告書総覧」(各年)より作成。

同社では、01/3期から08/3期までの8年間で売上高、利益とも順調に伸ばし、08/3期は売上高2,436億8,400万円、当期純利益311億2,800万円を計上している。業績については、この8年間、殆ど増収増益で右肩上がりであり、従って、投資効率を表す自己資本利益率（ROE）もまた、堅調に推移していた。

財政状態について見ると、05/3期から総資産額の大幅な伸びが目立つ。特に棚卸資産を含めた流動資産の増加が際立っており、これが総資産額の増加につながっている。これと歩調を合わせるように、有利子負債がこの期から急増している。このような事態は、連結子会社数の増加や新規不動産物件の仕入れ増に加えて、借金による資金調達が増えたことが主因である。そのため、純資産額は每期増加しているのに、資本構成を意味する自己資本比率は07/3期と08/3期に低下した。

U社では棚卸資産、有利子負債とも06/3期から売上高をはるかに上回っており、借金で不動産物件を新たに仕入れたものの、在庫過剰となっていたことが見て取れる。

2 本稿の分析は、引用・参考文献 [13] で示されたキャッシュフロー分析の手法を実際の倒産企業に適用したものであり、指標自体は同書に掲載されたものをほぼそのまま用いている。同書では多角的な分析手法が示されているが、その有効性なり実用性なりは十分に証明されていないので、実際の企業に当て嵌めて、その有効性・実用性を検討することは意義深いと思われる。

3. 修正CF計算書

利益を確保していても資金が回収されなければ企業は支払不能に陥るため、キャッシュフロー（以下、CFと略記する）の検討が重要となる。

U社の有報記載の「連結キャッシュフロー計算書」をベースとし、税金等調整前当期純利益の代わりに売上高を1行目に配置して、他の項目を要約・整理した修正CF計算書を示すと、表2のとおりである。

表2 修正CF計算書

(単位:億円)

営業CF	00/3	01/3	02/3	03/3	04/3	05/3	06/3	07/3	08/3
売上高	173.01	245.65	281.02	325.14	513.63	570.34	643.49	1805.42	2436.84
売上債権の増減	9.41	-43.31	-36.83	58.22	-17.92	10.84	109.95	32.98	-14.89
売上CF	182.42	202.34	244.19	383.46	495.71	581.18	753.44	1838.40	2421.95
売上原価	-127.77	-178.06	-201.09	-259.78	-407.51	-390.35	-411.44	-996.08	-1457.50
棚卸資産の増減	-24.83	-73.67	-95.15	-43.66	-77.59	-236.15	-536.34	-994.39	-1380.65
仕入債務の増減	-10.86	12.04	5.00	18.81	63.39	-94.44	76.77	-19.65	-17.26
減価償却費	0.82	0.89	2.41	1.48	0.87	2.85	10.21	16.71	46.85
原価CF	-162.64	-238.80	-288.83	-283.15	-420.84	-718.09	-860.80	-1993.41	-2808.56
グロスCF	19.78	-36.46	-44.64	100.31	74.87	-136.91	-107.36	-155.01	-386.61
販売管理費	-28.64	-34.50	-39.51	-41.22	-50.05	-75.26	-112.53	-197.26	-282.97
各種引当金等増減	0.07	0.18	0.12	-0.34	0.41	3.57	4.64	4.78	3.74
預り保証金									-54.94
減価償却費	0.41	0.41	0.52	0.42	0.53	1.00			
管理CF	-28.16	-33.91	-38.87	-41.14	-49.11	-70.69	-107.89	-192.48	-334.17
事業CF	-8.38	-70.37	-83.51	59.17	25.76	-207.60	-215.25	-347.49	-720.78
その他入金	0.59	1.33	5.05	10.54	4.26	2.82	4.13	5.53	14.20
その他出金	-1.65	-1.79	-6.54	-3.29	-2.62	-2.40	-11.13	-23.39	-43.67
その他増減	-2.11	5.77	5.68	-10.33	-2.57	-10.52	-16.56	10.35	66.84
事業外CF	-3.17	5.31	4.19	-3.08	-0.93	-10.10	-23.56	-7.51	37.37
メインCF	-11.55	-65.06	-79.32	56.09	24.83	-217.70	-238.81	-355.00	-683.41
利息配当金受取額	0.14	0.24	0.86	0.15	1.16	1.54	3.11	5.93	6.05
利息支払額	-2.70	-5.62	-9.00	-8.92	-11.78	-11.87	-15.63	-46.63	-78.20
法人税等支払額	-3.01	-8.30	-14.53	-17.20	-15.61	-21.92	-78.58	-154.64	-244.66
その他					-1.12				
サブCF	-5.57	-13.68	-22.67	-25.97	-27.35	-32.25	-91.10	-195.34	-316.81
営業CF	-17.12	-78.74	-101.99	30.12	-2.52	-249.95	-329.91	-550.34	-1,000.22
投資CF	00/3	01/3	02/3	03/3	04/3	05/3	06/3	07/3	08/3
定期預金	-1.85	1.13	-1.25	2.14	-0.04	0.04	-1.31	0.30	-30.94
金融商品	-2.84	1.13	-1.25	2.14	-0.04	0.04	-1.31	0.30	-30.94
有形固定資産	-0.20	-2.06	8.87	-0.34	-1.23	-16.87	-51.21	-12.29	-62.98
設備投資	-0.20	-2.06	8.87	-0.34	-1.23	-16.87	-51.21	-12.29	-62.98
投資有価証券	0.30	-6.57	-4.74	0.14	-2.83	-43.01	69.57	-48.96	23.98
一般投融資	-2.34	-2.29	2.55	-5.40	-7.90	-8.05	-4.30	-28.86	-41.05
社外投資	-2.04	-8.86	-2.19	-5.26	-10.73	-51.06	65.27	-77.82	-17.07
その他			-28.10	12.65	-0.03	1.86	-1.97	-0.82	
投資CF	-5.08	-9.79	-22.67	9.19	-12.03	-66.03	10.78	-90.63	-110.99
財務CF	00/3	01/3	02/3	03/3	04/3	05/3	06/3	07/3	08/3
短期借入金	-5.47	-22.42	44.43	-40.06	-12.01	125.79	158.74	500.11	309.41
社債計		-8.20	70.00		-2.80	13.50	53.91	264.71	186.06
長期借入金	5.09	111.48	49.39	49.35	-7.37	131.41	123.33	160.88	410.94
長期負債	5.09	103.28	119.39	49.35	-10.17	144.91	177.24	425.59	597.00
外部負債	-0.38	80.86	163.82	9.29	-22.18	270.70	335.98	925.70	906.41
自己資本	43.21	11.31	1.00		-2.95	-0.24	104.62	9.71	1.54
配当金支払額	-0.41	-0.53	-0.56	-1.15	-1.81	-4.35	-10.07	-154.06	-124.54
その他		1.13	0.01	-0.02		136.22	-0.10	50.76	108.72
財務CF	42.42	92.77	164.27	8.12	-26.94	402.33	430.43	832.11	892.13
為替変動影響額							0.16	0.03	2.83
(総計)現金・同等物増減額	20.22	4.24	39.61	47.43	-41.49	86.35	111.46	191.17	-216.25
現金・同等物期首残高	15.48	35.71	39.95	81.68	121.24	79.75	167.36	278.82	599.74
連結範囲変更による増減額	0.01		2.12	-7.87		1.26		129.75	36.40
現金・同等物期末残高	35.71	39.95	81.68	121.24	79.75	167.36	278.82	599.74	419.89

営業CFのうち、(i)売上CFは実質的な売上入金であり、売上高や売上債権を含む。(ii)原価CFは売上原価に棚卸資産や仕入債務の増減を加減し、売上原価中の減価償却費を加えたものである。(iii)売上CFと原価CFの合計がグロスCFとなる。(iv)管理CFは販売管理費に各種引当金等の増減や、販売管理費中の減価償却費を足し戻したものである。(v)事業CFはグロスCFと管理CFの合計であり、営業活動からの収穫を意味する。(vi)その他入金は営業外収益と特別利益の実質入金を表わし、その他出金は営業外費用と特別損失の実質出金を表わし、その他増減はそれ以外の入出金を表わす。(vii)事業外CFは(vi)の合計であり、営業外活動からの入金を意味する。(viii)メインCFは事業CFと事業外CFの合計であり、営業CFの中核をなす。(ix)サブCFは利息配当金の実受取額、支払利息の実支払額、法人税等の実支払額の合計である。(x)メインCFとサブCFの合計が営業CFとなる³。

投資CFと財務CFの各項目については、次式のとおりである。

$$\begin{aligned}
 & \text{投資有価証券} + \text{一般投融資} = \text{社外投資} \\
 & \text{金融商品} + \text{設備投資} + \text{社外投資} + \text{その他} = \text{投資CF} \\
 & \text{社債計} + \text{長期借入金} = \text{長期負債} \\
 & \text{短期借入金} + \text{長期負債} = \text{外部負債} \\
 & \text{外部負債} + \text{自己資本} + \text{配当金支払} + \text{その他} = \text{財務CF}
 \end{aligned}$$

各項目とも、各期における入金と出金を合算した増減額を表示している。表2下段の為替変動影響額、現金・同等物増減額、現金・同等物期首残高、連結範囲変更による増減額、現金・同等物期末残高については、「連結キャッシュフロー計算書」と同一である。

表2によれば、U社では棚卸資産の増加に加え、利息支払額、法人税等支払額などの増加により、営業CFは03/3期を除いてマイナス（資金流出）が続いた⁴。また、04/3期から有形固定資産や一般投融資（貸付金その他の投資）の増加により、投資CFもマイナス（資金流出）が目立つ。このような営業CFと投資CFでの資金不足を補填するかのようになり、05/3期から長・短期借入金や社債計の増加によって、財務CFはプラス（資金流入）となっている。その結果、資金（現金・同等物）の期末残高はほぼ増加の傾向にあった。

4. CF関連の指標

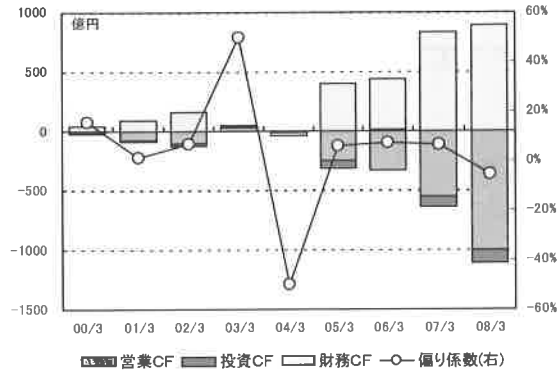
まず、CF全体のバランスを見るための指標として偏り係数がある。偏り係数とは、グラフ上の棒（金額）の上下方向の中心線がゼロ線（項目軸）から離れている距離（偏り）を棒の高さで割った値である。理論的には、営業CFのプラスと投資CFのマイナスが程よく釣り合っていて（営業サイクルと資産投資が正常な状態でありうる）、財務CFがこの両者の差を補う程度に収まっていることが望ましい。

U社では03/3期が営業CF、投資CF、財務CFともプラスのため、偏り係数は50%、翌04/3期が3つともマイナスのため、偏り係数は-50%と、上下に大きく振れた。その他の決算期はマイナスの営業CFと投資CFをプラスの財務CFで賄った格好で、偏り係数は殆ど±10%に収まっている。一見、CF間は釣り合っているようだが、上記のような正常な姿からは程遠く、歪んだCF構造を呈している。特に05/3期以降は営業CFがマイナス続きであるのに投資活動は活発であり、そのため積極的に資金調達を行っていることが分かる。当時から営業CFは改善される様子もなく、資金繰りの面では極めて危険な状態であった。

3 営業CFの内訳項目については、引用参考文献[13]の84頁、106頁、162頁、および同書添付の財務分析用ソフトを参照されたい。

4 U社では過去に一度、07/3期に棚卸資産評価損11億4,600万円を有報記載の「連結キャッシュフロー計算書」へ独立表示したことがあり、表2では「その他出金」-23億3,900万円に算入されている。

図1 CFと偏り係数の推移



$$\text{偏り係数}(\%) = \frac{\text{現金・同等物増減額}}{\{(\text{営業CF} \cdot \text{投資CF} \cdot \text{財務CF} \cdot \text{為替変動影響額}) \text{の各絶対値の合計} \times 2\}}$$

また、税調整前利益（税金等調整前当期純利益）は每期増え続けているのに、営業CFは03/3期を除いてマイナスに転落しており、そのギャップに驚かざるをえない。従って、営業CFマージン（売上CFとの比率）はこの期に一旦、水面上に跳ね上がった後、再び水面下に沈んでいる。営業CFの内訳の各CFマージンも同様に乱高下しており、倒産の数年前からは惨憺たる有様であった。

図2 利益と営業CFマージンの推移

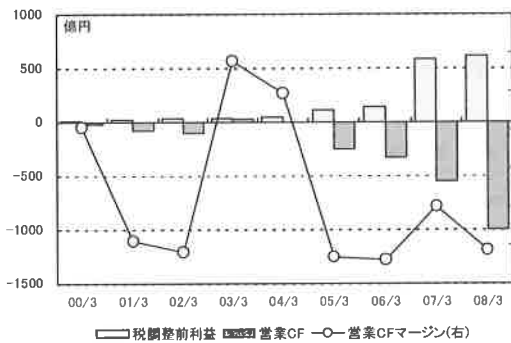
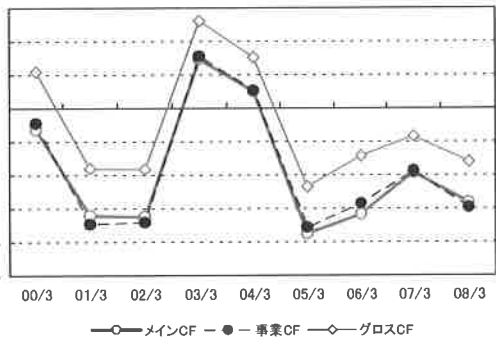


図3 CFマージンの推移

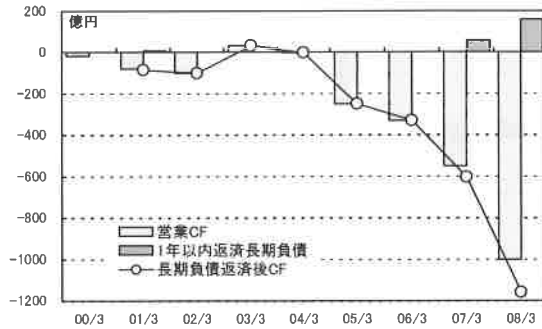


$$\begin{aligned} \text{営業CFマージン}(\%) &= \text{営業CF} / \text{売上CF} \times 100 \\ \text{メインCFマージン}(\%) &= \text{メインCF} / \text{売上CF} \times 100 \\ \text{事業CFマージン}(\%) &= \text{事業CF} / \text{売上CF} \times 100 \\ \text{グロスCFマージン}(\%) &= \text{グロスCF} / \text{売上CF} \times 100 \end{aligned}$$

貸借対照表の流動負債の中には1年以内に返済・償還する長期負債の金額が示されているが、これは翌期中に返済しなければならない金額であり、翌期の営業CFでこれを賄えたか否かを見る指標が長期負債返済後CFである。

U社では01/3期から04/3期までこの長期負債がゼロで、05/3期（2億円）から計上されたが、返済原資たる営業CFがマイナス続きのため、その返済後CFは、もはや検討以前の状態であった。

図4 長期負債返済後CFの推移



$$1\text{年以内返済長期負債} = 1\text{年以内返済長期借入金} + 1\text{年以内償還社債} + 1\text{年以内返済その他長期債務}$$

$$\text{長期負債返済後CF} = \text{当期の営業CF} - \text{前期の1年以内返済長期負債}$$

5. 負債関連の指標

財務CFの中の長期負債の動向を見ると、05/3期から借入が返済・償還を大きく上回っている。短期借入金と併せて、この期から増え始めた棚卸資産を賄うためのものであり、これが財務CFのプラスにつながった。その結果、05/3期から有利子負債が急増し、純負債倍率は資本合計（純資産額）の増加にも関わらず、07/3期に跳ね上がっている。

また、有利子負債の増大とともに負債月商倍率は05/3期から再び上昇に転じ、07/3期と08/3期には2つとも手元流動性月商倍率をはるかに上回っており、借入れオーバーで、その返済余力は極めて微弱であった。

更に、インタレスト・カバレッジ・レシオ (ICR) とCFインタレスト・カバレッジ・レシオ (CFICR) について見ると、前者は04/3期まで5倍前後、05/3期から10倍前後で推移しており、損益面での利息支払能力は十分にあったと見受けられるのに、後者は03/3期、04/3期を除いて殆どマイナスに落ち込んでいる（CF面での利息支払能力は皆無と言って差し支えない）。

なお、負債の償還能力を表わす負債CF倍率については、営業CFが03/3期を除いてマイナス続きであることと、当指標が04/3期に異常値を示していることによって割愛した。

図5 長期負債の動向

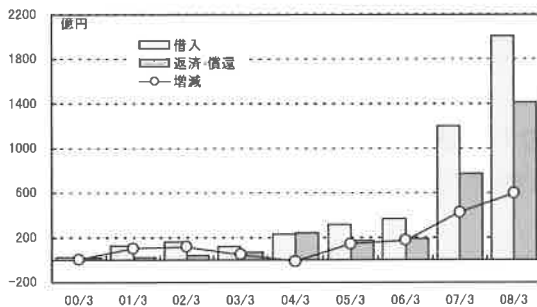


図6 有利子負債と純負債倍率の推移

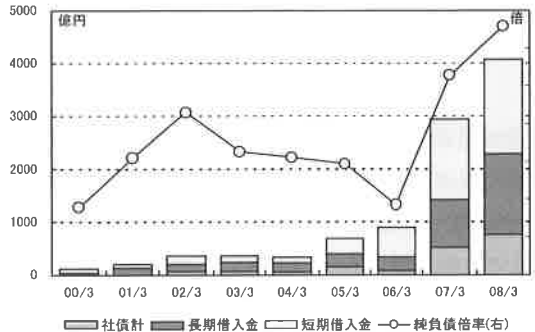


図7 負債月商倍率の推移

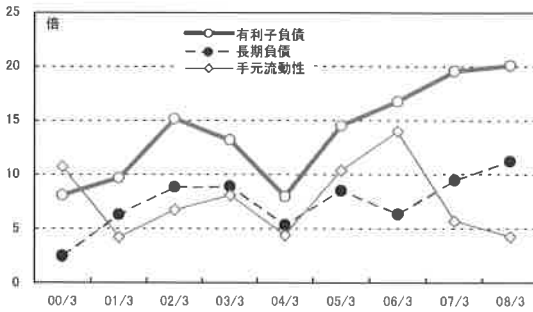
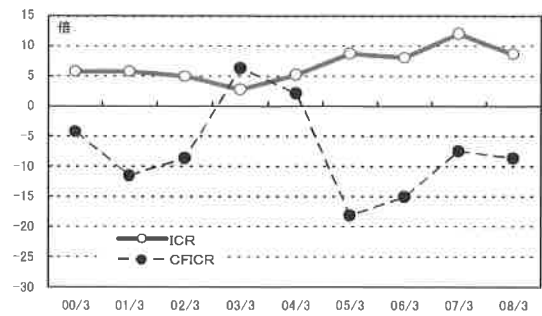


図8 ICRとCFICRの推移



借入 = 長期借入れによる収入 + 社債発行による収入
 返済・償還 = -(長期借入金返済による支出) - (社債の償還による支出)
 増減 = 借入 - 返済・償還
 有利子負債 = 社債計 + 長期借入金 + 短期借入金(コマーシャルペーパー, 手形割引高を含む)
 純負債倍率(倍) = (有利子負債 - 現金預金) / 資本合計
 有利子負債月商倍率(倍) = 有利子負債 / (売上高/12)
 長期負債月商倍率(倍) = (社債計 + 長期借入金) / (売上高/12)
 手元流動性月商倍率 = (現金預金 + 定期預金 + 有価証券) / (売上高/12)
 ICR(倍) = (営業利益 + 受取利息 + 受取配当金) / 支払利息割引料
 CFICR(倍) = (営業CF + 利息支払額 + 法人税等支払額) / 利息支払額

6. 資金運用表

これは、企業の財務構造が前期から当期の間にどのように変化したのかを差額概念（増減）で捉えて検討するための表である。資金の調達と運用の仕方が適切であったかどうか、すなわち「長期の運用が長期の調達で、短期の運用が短期の調達で賄われているか」を見たうえで、長期資金と短期資金の過不足を把握し、資金状態を判断することができる。1行目の総資産は、各期の貸借対照表の資産合計に手形割引・裏書譲渡高を加えた額が表示される。

長期資金の主たる役割は固定資産投資を賄うことである。長期資金調達のうち、自己資金と外部負債の内訳項目については「当期 - 前期」で計算され、長期資金運用の内訳項目については「前期 - 当期」で計算される。各項目のプラス表示は資金の増加、マイナス表示は資金の減少を示す。但し、減価償却費と資産関係損益消去については次式で算出される。

減価償却費 = 当期の連結減価償却費 + 当期の連結調整勘定償却額(正味金額)
 資産関係損益消去 = 有価証券売却評価損 - 有価証券売却評価益 + 棚卸資産廃棄評価損 - 固定資産売却評価益 - 投資有価証券売却評価益 - 関連会社株式売却評価益 + 固定資産除却売却減耗損 + 投資有価証券売却評価損 + 関連会社株式売却評価損

自己資金と外部負債の和が長期資金調達となり、これに長期資金運用の小計を加えると、過不足額(A)が求められる。この過不足額がプラスのときは長期資金の余剰、マイナスのときは長期資金の不足を意味する。

短期資金の役割は営業サイクルに必要な運転資金を賄うことである。短期資金調達の内訳項目については「当期 - 前期」で計算され、短期資金運用の内訳項目については「前期 - 当期」で計算される。こ

こでもプラス表示は資金の増加、マイナス表示は資金の減少を示す。短期資金調達と短期資金運用の小計を合算すると、過不足額(B)が得られる。この過不足額がプラスのときは短期資金の余剰、マイナスのときは短期資金の不足を意味する。過不足額の(A)と(B)の和が総合過不足額となり、これと現金預金の増減(当期-前期)は一致する。

表3 資金運用表

(単位:億円)

	01/3	02/3	03/3	04/3	05/3	06/3	07/3	08/3
総資産	362.57	591.30	607.93	665.98	1208.46	2031.96	4435.08	6026.87
自己資本	15.51	15.97	19.39	26.70	70.11	184.42	288.77	313.49
減価償却費	0.69	2.39	1.86	1.29	3.38	6.35	10.85	17.20
資産関係損益消去	3.82	-4.33	-13.99	1.16	-21.74	-46.10	-34.34	-22.29
その他	11.49	1.08	-5.41	-6.29	1.65	1.32	135.93	69.00
自己資金	31.51	15.11	1.85	22.86	53.40	145.99	401.21	377.40
社債計	-8.20	70.00	-1.70	-2.80	143.47	55.05	452.70	243.55
長期借入金	101.02	14.83	36.82	-11.03	87.27	10.23	637.79	622.94
その他	3.66	0.92	2.59	-2.45	-46.17	19.11	108.04	2.26
外部負債	96.48	85.75	37.71	-16.28	184.57	84.39	1198.53	868.75
長期資金調達	127.99	100.86	39.56	6.58	237.97	230.38	1599.74	1246.15
設備資産	-7.48	9.43	3.79	-46.39	-17.58	-52.74	-57.48	-71.48
無形固定資産	-1.27	1.42	1.27	-0.02	0.29	-15.64	-43.48	12.56
有価証券・投資有価証券	66.29	-31.80	-13.79	-11.77	-213.25	-69.90	178.94	-137.56
投資等	-3.72	-27.09	-11.10	28.73	-3.41	-29.78	-16.17	-29.07
その他	-0.74	-0.77	-1.41	-1.93	-5.55	-10.60	-34.84	-68.39
長期資金運用	53.08	-48.81	-21.24	-31.38	-239.50	-178.66	26.97	-293.94
長期資金過不足額(A)	181.07	52.05	18.32	-24.80	-1.53	51.72	1626.71	952.21
仕入債務	12.04	5.17	17.68	60.10	-95.64	73.79	-5.82	56.40
短期借入金	-10.78	79.25	-33.68	-2.78	169.90	276.01	969.98	267.27
その他流動負債	21.79	40.47	-17.70	-5.83	49.44	200.57	-36.03	155.62
短期資金調達	23.05	124.89	-33.70	51.49	123.70	550.37	928.13	479.29
売上債権	-40.66	-40.04	63.91	-2.96	7.47	-15.14	15.87	2.76
棚卸資産	-152.41	-97.33	-1.72	-21.85	-66.98	-391.97	-2204.15	-1447.76
その他流動資産	-7.93	3.41	-9.63	-43.29	24.91	-82.21	-45.94	-135.41
短期資金運用	-201.00	-133.96	52.56	-68.10	-34.60	-489.32	-2234.22	-1580.41
短期資金過不足額(B)	-177.95	-9.07	18.86	-16.61	89.10	61.05	-1306.09	-1101.12
総合過不足額(A+B)	3.12	42.98	37.18	-41.41	87.57	112.77	320.62	-148.91
現金預金の増減	3.12	42.98	37.18	-41.41	87.57	112.77	320.62	-148.91

表3はU社の資金運用表である。まず長期資金について見ると、04/3期と05/3期を除いて過不足額(A)はプラス(余剰)となっている。特に06/3期以降は自己資本や外部負債が増加したため、調達が運用を大きく上回ったからである。一方、短期資金については03/3期、05/3期、06/3期の3期を除き、過不足額(B)はマイナス(不足)となっている。とりわけ07/3期からは棚卸資産が膨脹したため、運用が調達をはるかに上回ったことが大きく影響している。

この直近2期は、過大な棚卸資産取得を短期資金調達だけでは賄い切れず、長期資金の余剰や現金預金の取崩しで補っているという状態であった。その結果、現金預金の増減は、最終の08/3期には短期資金の不足が長期資金の余剰よりも大きかったため、マイナス(減少)に転じている。

図9 長期資金調達・運用の推移

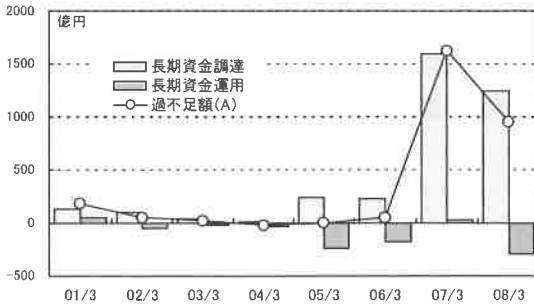


図10 短期資金調達・運用の推移

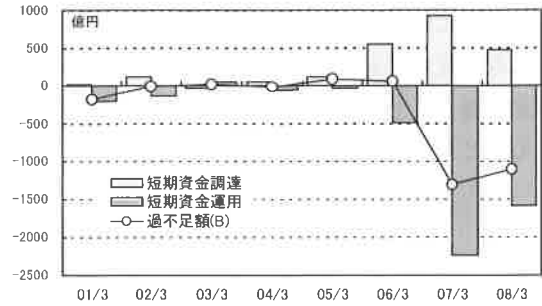
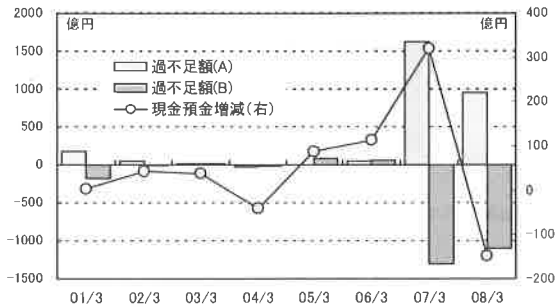


図11 資金過不足額と現金預金増減の推移



7. 資産増減要因分析

7.1 売上債権の増減要因

営業CFが減少する原因の一つに売上債権の増加がある。売上債権は原則的には売上高に比例するので、ここでは売上高との比較に重点を置き、その増減要因を売上増減差異（月商の増減による差異）と回収速度差異（回収月数の増減による差異）の2つの差異に分解する。

表4 売上債権の増減要因分析

(金額単位：億円)

		00/3	01/3	02/3	03/3	04/3	05/3	06/3	07/3	08/3
月商	月商	14.42	20.47	23.42	27.10	42.80	47.53	53.62	150.45	203.07
	月商前期比増減額	-	6.05	2.95	3.68	15.71	4.73	6.10	96.83	52.62
	月商前期比(倍)	-	1.42	1.14	1.16	1.58	1.11	1.13	2.81	1.35
売上債権	期末残高	14.87	55.20	95.24	31.33	34.29	29.77	44.01	28.13	24.59
	回収月数(月)	1.03	2.70	4.07	1.16	0.80	0.63	0.82	0.19	0.12
	回収月数前期比増減(月)	-	1.67	1.37	-2.91	-0.36	-0.17	0.19	-0.63	-0.07
	前期比増減額	-	40.33	40.04	-63.91	2.96	-4.52	14.24	-15.88	-3.54
	売上増減差異①	-	6.24	7.95	14.95	18.16	3.79	3.82	79.47	9.84
	回収速度差異	-	34.09	32.09	-78.86	-15.20	-8.31	10.42	-95.35	-13.38

(注) 00/3期については、99/3期の売上高、売上債権の各データを入手していないため、算出不能な項目がある。

月商 = 売上高 / 12

月商前期比増減額 = 当期の月商 - 前期の月商

月商前期比(倍) = 当期の月商 / 前期の月商

回収月数(月) = 当期の期末残高 / 当期の月商

回収月数前期比増減(月) = 当期の回収月数 - 前期の回収月数

前期比増減額 = 当期の期末残高 - 前期の期末残高

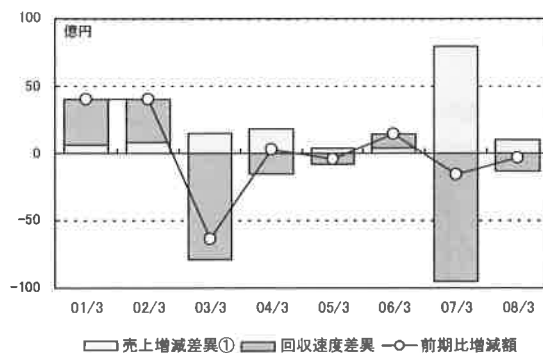
売上増減差異① = 当期の月商前期比増減額 × 前期の回収月数

回収速度差異 = 当期の月商 × 当期の回収月数前期比増減

∴ 売上増減差異① + 回収速度差異 = 前期比増減額

表4によれば、U社では決算期ごとに売上債権の増加と減少がバラバラである。例えば01/3期、02/3期、06/3期に増加したのは、月商が増加（売上増減差異①がプラス）したことに加え、回収月数が伸びた（回収速度差異がプラス）ことに起因する。反対に03/3期、05/3期、07/3期、08/3期に減少したのは、月商が増加（売上増減差異①がプラス）したのに、回収月数が短縮（回収速度差異がより大きなマイナス）したことによるものである。

図12 売上債権増減要因



7.2 棚卸資産の増減要因

棚卸資産の増加もまた、売上債権と同様に資金を圧迫する。ここでは、棚卸資産の増減要因を売上増減差異、原価率増減差異（売上原価率の増減による差異）、回転速度差異（在庫月数の増減による差異）の3つの差異に分解する。

なおU社では、棚卸資産のうち販売用不動産（仕掛販売用不動産を含む）の占める割合が01/3期から毎期98%超であるため、ここでは販売用不動産に読み替えて検討する。

表5 販売用不動産の増減要因分析

(金額単位：億円)

		00/3	01/3	02/3	03/3	04/3	05/3	06/3	07/3	08/3
売上原価	売上原価	127.77	178.06	201.09	259.78	407.51	390.35	411.44	996.08	1457.50
	売上原価率(%)	73.9%	72.5%	71.6%	79.9%	79.3%	68.4%	63.9%	55.2%	59.8%
	売上原価/12	10.65	14.84	16.76	21.65	33.96	32.53	34.29	83.01	121.46
	売上原価/12の前期比増減額	-	4.19	1.92	4.89	12.31	-1.43	1.76	48.72	38.45
	売上増減差異②	-	4.39	2.11	2.94	12.46	3.23	3.90	53.42	31.47
	原価率増減差異①	-	-0.20	-0.19	1.95	-0.15	-4.66	-2.14	-4.70	6.98
販売用不動産	期末残高	-	156.42	254.36	255.99	274.15	341.38	732.44	2908.31	4354.45
	月商倍率(倍)	-	7.64	10.86	9.45	6.40	7.18	13.66	19.33	21.44
	在庫月数(月)	-	10.54	15.18	11.82	8.07	10.49	21.36	35.04	35.85
	在庫月数前期比増減(月)	-	-	4.64	-3.35	-3.75	2.42	10.87	13.67	0.81
	前期比増減額	-	-	97.94	1.63	18.16	67.23	391.06	2175.87	1446.14
	売上増減差異③	-	-	22.23	44.59	147.36	26.11	40.90	1141.20	1102.67
	原価率増減差異②	-	-	-2.00	29.65	-1.79	-37.66	-22.46	-100.43	244.56
	回転速度差異	-	-	77.71	-72.61	-127.41	78.77	372.62	1135.10	98.91

(注) 00/3期と01/3期については、99/3期と00/3期の売上原価、販売用不動産の各データを入手していないため、算出不能項目がある。

$$\begin{aligned} \text{売上原価率(\%)} &= (\text{当期の売上原価}/12) / \text{当期の月商} \times 100 \\ \text{売上原価}/12 \text{の前期比増減額} &= (\text{当期の売上原価}/12) - (\text{前期の売上原価}/12) \\ \text{売上増減差異②} &= (\text{当期の月商} - \text{前期の月商}) \times \text{当期の売上原価率} \\ \text{原価率増減差異①} &= \text{前期の月商} \times (\text{当期の売上原価率} - \text{前期の売上原価率}) \\ \therefore \text{売上増減差異②} + \text{原価率増減差異①} &= \text{売上原価}/12 \text{の前期比増減額} \\ \text{月商倍率(倍)} &= \text{当期の期末残高} / \text{当期の月商} \\ \text{在庫月数(月)} &= \text{当期の期末残高} / (\text{当期の売上原価}/12) \\ \text{在庫月数前期比増減(月)} &= \text{当期の在庫月数} - \text{前期の在庫月数} \\ \text{前期比増減額} &= \text{当期の期末残高} - \text{前期の期末残高} \\ \text{売上増減差異③} &= \text{前期の在庫月数} \times \text{当期の売上増減差異②} \\ \text{原価率増減差異②} &= \text{前期の在庫月数} \times \text{当期の原価率増減差異①} \\ \text{回転速度差異} &= \text{当期の在庫月数前期比増減} \times (\text{当期の売上原価}/12) \\ \therefore \text{売上増減差異③} + \text{原価率増減差異②} + \text{回転速度差異} &= \text{前期比増減額} \end{aligned}$$

表5によれば、販売用不動産は毎期一貫して増加している。特に06/3期から膨脹したのは、月商が増加（売上増減差異③がプラス）したことに加えて、在庫月数が異常に伸びた（回転速度差異がプラス）ことに起因する。更に08/3期は、売上原価率が上昇（原価率増減差異②がプラス）したことも影響している。

図13 販売用不動産の推移

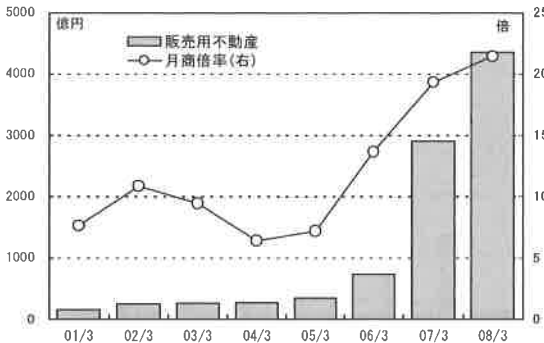
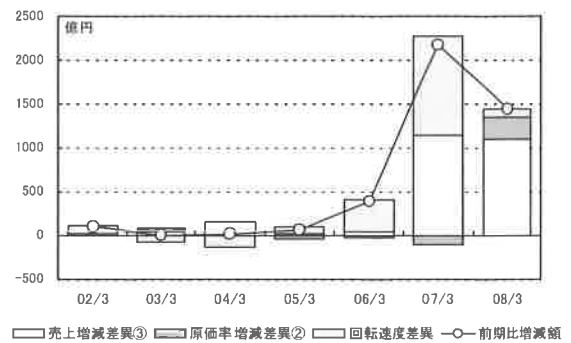


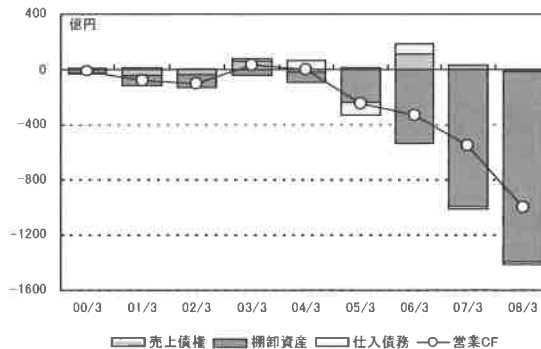
図14 販売用不動産増減要因



8. 回転期間

営業CFに大きな影響を及ぼす要因として、運転資本（売上債権、棚卸資産、仕入債務）の増減があり、その指標が回転期間である。

図15 営業CFに対する運転資本増減の影響



U社の売上債権（手形割引・裏書譲渡高を含む）は01/3期と02/3期には売上高よりも増加率が高く、この時期に子会社への押し込み販売など、無理な販売戦略を採っていた可能性がある。しかし、その後は代金の回収が捗ったためか、売上高の伸びを下回るようになった。従って、回収月数は02/3期に約4ヶ月まで延びたが、03/3期以降は徐々に短縮している。

次に棚卸資産は08/3期までの8年間、一貫して上昇しており、特に06/3期からは、連結子会社数の増加や新規不動産物件の仕入れ増によって異常に積み上がっている。従って、在庫月数は04/3期に8.2ヶ月まで短縮したが、その後は延び続けて08/3期には約36ヶ月（3年）にまで達しており、在庫過剰に陥っていたことが分かる。

一方、仕入債務は起伏が激しく、04/3期までは上昇し、翌05/3期に一時急降下したが、その後は再び上昇している。05/3期に売上高の増加率を下回ったのは、仕入単価を引き下げたために代金支払を早めたか、あるいは仕入先との力関係で決済条件が早まったかによるものと推測される。従って、支払月数はこの期に0.08ヶ月（2.4日）まで短縮したものの、それ以外はほぼ正常な値に収まっている。

結果として、過去9年間はいずれも、回収月数と在庫月数を加えた期間が支払月数より長かった（資金の回収が支払より遅かった）ために立替月数がプラスとなっており、営業活動での資金繰りが逼迫していた。

図16 売上債権の趨勢比と回収月数の推移

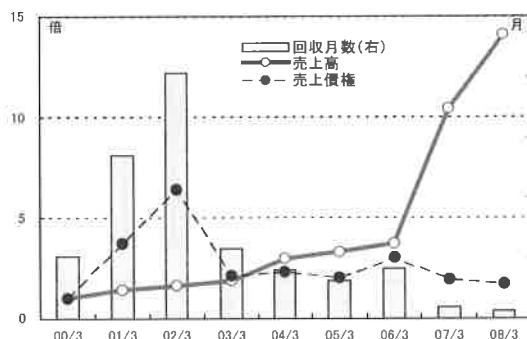


図17 棚卸資産の趨勢比と在庫月数の推移

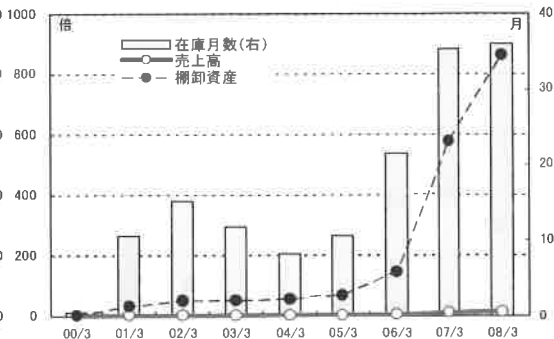


図18 仕入債務の趨勢比と支払月数の推移

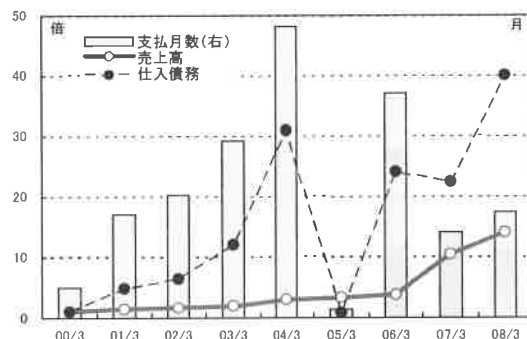
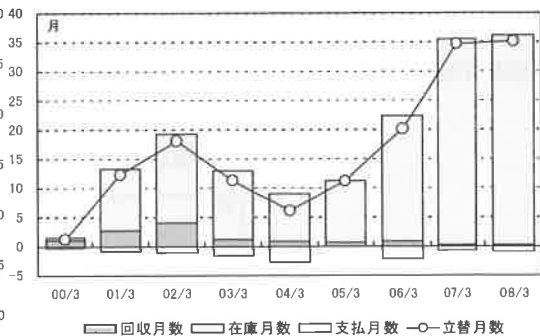


図19 立替月数の推移



趨勢比(倍) = 各期の期末残高 / 00/3期の期末残高
 回収月数(月) = 売上債権 / (売上高 / 12)
 在庫月数(月) = 棚卸資産 / (売上原価 / 12)
 支払月数(月) = 仕入債務 / (売上原価 / 12)
 立替月数(月) = 回収月数 + 在庫月数 - 支払月数

9. 結論

U社に関する倒産前の危険信号を各種の指標に基づいて総括すると、次のとおりである。

まず棚卸資産の増加に加え、利息支払額、法人税等支払額などの増加によって、営業CFは03/3期を除いてマイナス続きであった。しかも05/3期からは、とりわけ棚卸資産の増加を賄うために有利子負債が急増し、借入れオーバーで、その返済余力は極めて微弱であった。しかも、CF面での利息支払能力は皆無であった。

その後、棚卸資産が膨張したことで、短期資金は運用が調達を大きく上回ったために不足となった(直近2期は、過大な棚卸資産取得を短期資金調達のみならず、長期資金の余剰や現金預金の取崩しで賄っていた)。

棚卸資産(内、販売用不動産が98%超を占める)が特に06/3期から膨張したのは、月商が増加したこと、在庫月数が異常に延びたことなどが主因である。

在庫月数は既に05/3期から延び始めていたが、これに売上債権の回収月数を加えた期間が仕入債務の支払月数より長かった(資金の回収が支払より遅かった)ため、立替月数がこの期から延び続け、営業活動での資金繰り状態が悪化していた。その結果、U社では債務の返済資金を確保することができなかった。

〈引用・参考文献〉

- [1] ANNUAL REPORT 2002-2008, Year ended March 31, 2002-2008.
- [2] 朝日監査法人・アーサーアンダーセン編『有価証券報告書の見方・読み方』(第4版)、清文社、2001年。
- [3] 後藤宏行稿「企業グループの連結キャッシュフロー計算書」朝日大学経営学会編『朝日大学経営論集』第16巻第1号(2001年9月)、57-62頁。
- [4] 後藤宏行稿「企業グループのキャッシュフロー分析」朝日大学経営学会編『朝日大学経営論集』第17巻第1号(2002年9月)、75-93頁。
- [5] 後藤宏行稿「セグメント情報による財務分析」日本経営会計学会編『経営会計研究』第4号(2004年10月)、115-138頁。
- [6] 菊池誠一著『連結経営におけるキャッシュフロー計算書』中央経済社、1998年。
- [7] 日本経営分析学会編『経営分析事典』税務経理協会、2005年。
- [8] 日本経済新聞出版社編『日経経営指標』2001-2009、日本経済新聞出版社、2000-2008年。
- [9] 大矢知浩司・薄井彰編『国際財務データベース入門』日本経済新聞社、1992年。
- [10] 資金分析研究会編『資金表と財務分析の実務』税務経理協会、1994年。
- [11] 資金分析研究会編『財務諸表の資金分析入門』税務経理協会、1995年。
- [12] 資金分析研究会編『資金を重視した経営分析』税務経理協会、1996年。
- [13] 資金分析研究会編『連結決算のキャッシュフロー分析』税務経理協会、2000年。
- [14] 全国官報販売協同組合編『有価証券報告書総覧』平成12年3月期-平成20年3月期、朝陽会、2000-2008年。