

| 学 術 論 文 | Article |

投資と利益 —キャッシュ・フロー 計算書による資金管理—

島田康人

**Investment and Profit: the cash management
of Cash flow statement**

By Yasuhito SHIMADA

投資と利益 —キャッシュ・フロー 計算書による資金管理—

島田康人[†]

Investment and Profit: the cash management of Cash flow statement

By Yasuhito SHIMADA

Abstract

The cash management in the business administration is one of most important issues. Because, All actions in the corporate cause the variation of cash. The purpose of this study is that relations between investment and profit reveal.

キーワード (key words) : 投資, 利益, キャッシュ・フロー計算書

1. はじめに

企業を経営するうえで資金管理はもっとも重要な事柄の1つである。なぜなら、企業経営においてすべての事柄は資金 (cash) の変動を伴うものであるからである。たとえば、従業員が会議を行うにあたってその活動に従業員の賃金が発生しているし、同時に会議室の使用料や光熱費を消費しているのである。これらの経済価値の消費は費用の発生となるがその前提にかならず資金 (cash) の変動が存在することになる。また、企業活動において収益の源泉となる商品やサービスの売上は時間的な差異は生じるもののかならず収入としての資金 (cash) の変動を伴うものである。このように企業活動の基礎には活動と資金 (cash) に時間の差異が生じるものの両者の変動がかならずある。

資金 (cash) の流れが企業活動を描写していると言えるが、逆説的に言えば資金の流れを管理することは企業活動をコントロールすることにつながる。したがって、企業活動を効率化するためには適切な資金管理が必要になると考える。しかし、一方で企業業績は利益の獲得や収益性といった発生主義による企業会計の原則に基づいた測定結果で表現するものであるから、直接的には資金管理によって制御することが困難である。した

がって、資金管理の成否を明確にするためには資金管理のパフォーマンスと企業の収益性との関係性を明らかにする必要があると考える。そこで、本研究では資金 (cash) の支出の中で重要性が高い「投資」の在り方と企業の収益性の関係性について検証することを目的とする。

2. 資金管理における投資

(1) 費用的支出と財務的支出

先に述べたように企業活動を象徴する資金 (cash) の変動を管理するのが資金管理であるが、資金の流れには支出と収入があり両方が資金管理の対象となる。しかし、支出が企業内部でほとんど完全に制御可能なことに対して、収入の一部は完全に制御可能といい難いところがある。特に、売上などの収益に係る収入は企業活動の成果として生じるものであり、期待通りの成果が必ず得られるとは限らない。一方、支出と収入の関係は原因と結果となる因果関係に類似するものと捉えることも可能であるが、コントロールが可能な支出の結果によって事後の結果として収入が生じるという関係にある。そこで、ここでは資金管理の中でほぼ完全に制御可能な支出について焦点を当てて分析することとする。

資金 (cash) の支出は平易に言えば「お金を使うこと」であ

[†] 名城大学大学院都市情報学研究科教授

る。先に述べたように資金（cash）の変動は資金（cash）の支出と収入の2面性があるが資金（cash）の支出に限っても様々な要素がある。ここでは様々な資金（cash）の支出に関して分類して整理を行う。

はじめに、資金の支出は使途による大分類によって、費用的支出（営業的支出）と財務的支出（金融的支出）に分類することが可能である。費用的支出はその支出が直接的に費用の発生につながるものである。たとえば、従業員に支払う給料は「給与」という費目などで計上される費用に繋がる支出である。また、同様に消耗品の購入に伴う支出も「消耗品費」といった費用の発生につながるものである。一方、財務的支出に関連するものとして「借入金」の返済に伴う支出があるがこの支出は費用の発生を伴わないものである。同様に、当該企業が自社株を購入することによる支出も費用の発生を伴わないものである⁽¹⁾。この分類において、投資は費用的支出の範疇に入っている。ここで、一義的に資金（cash）の支出は投資とそれ以外に分類することが可能である。また、後述するが投資は裁量性や戦略性という概念と深く結びついていると考える。

(2) 投資と予算

「投資」という言葉は一般的（日常的な会話）にも頻繁に使用されるものであり、広範な意味をもつものである。その概略的な意味としては「将来的な利得のために資金を投じる」とことと定義可能である。この定義からも投資は「計画」、「予算」、「戦略」、「裁量性」という概念とも親和性が非常に高いものとする。

企業において投資の種類を大きく分類すると「設備投資」、「広告宣伝費」、「研究開発費」の3つを提示することが可能である⁽²⁾。これら3種類の投資内容は広く企業における投資として認められているものである。一方、一般的に投資といえば株式や債券などの有価証券の購入を指して捉えることが多いが、企業ではこれらの行為を財務的な活動と捉えて先の分類では財務的支出に区分する。

本研究における「投資」による支出では「予算」という概念が非常に重要になる⁽³⁾。たとえば、個人がお金（資金）を使う（支出する）とき予算という概念が重要になる。すなわち、人は予算によってお金を使うことが多いからである。予算は事前に決定するが使途に応じて目的別に予算額を決める方法がとられる。同様に、企業においても管理会計や原価管理の分野で予算管理は管理の重要な原則となる。

予算を決定する場合、主に期間、金額、使途の3つの要素を決定することになる。これらによって資金（cash）の使い方が概ね決定される。したがって、予算の決定によって資金（cash）の使い方のほとんどが決まり、その後の予算の執行においては執行者に資金（cash）の使用の裁量権はあまり残されていない場合が多い。したがって、予算の決定段階において予算の決定権に関連した資金の使用の裁量権も大部分が存在することになる。

(3) 裁量権と戦略

資金の使用の裁量権は予算の編成時に大きく発揮されるものである。また、関連した裁量権は戦略性と直接的に結びつく場合が多い。なぜなら、資金（cash）の使用を裁量者が決める場合、戦略的に資金の使い方を決定するからである。たとえば、メーカーが「新規の製造機械を導入する設備投資を計画しているが既存の製造機械の更新ではなくこれまでにない新しい製造機械を導入する」ことを検討している場合を考える。この新しい機械の導入の目的は「これによってこのメーカーがこれまでに手掛けてきた製品とは異なる新しいタイプの製品を製造することを可能にする」ことであるとする。この新しいタイプの製品の期待度は様々である。この製品に社運を掛けている場合もあるし、新しい試みとして試験的な製造販売を想定している場合もある。しかし、どの場合でもこのような新規の投資は企業が戦略的観点から決定するものである。一方、先に述べた既存の機械を更新するための機械購入の場合、戦略性の要素が小さい投資となる。したがって、このような投資決定の場合は裁量の余地も非常に小さいものになる。以上のように、同じ機械等の設備投資の案件であっても戦略的に決定されるものとそうでないものとの違いが投資目的の違いによって生じることになり、この違いは裁量的に決定されるものとそうでないものとの違いと高い相関をもって成立するものとする。この両者の違いから前者を「戦略的設備投資」とし、後者を「経常的設備投資」とする。

また、広告宣伝費についても設備投資と同様の区分が可能であるので、「戦略的広告宣伝費」と「経常的広告宣伝費」の2つが存在することになる。たとえば、先の例で新商品の発売に伴って大々的に広告をする場合、戦略的な支出として広告宣伝費が使われることがある。このような場合、戦略的な広告宣伝費の支出であるとする。しかし、一方で広告宣伝費に関しても経常的に支出されるものもある。また、広告宣伝費は企業会計の原則においてその支出の全額が販売費・一般管理費の内訳項目として当期に費用計上することになる。したがって、広告宣伝費は基本的に短期の裁量費となる。

「研究開発費」は日本の会計基準においても近年、一括費用計上が強制されるようになったが、日本の製造業ではこれまで長い期間をかけて研究成果を獲得する方法がとられてきた。したがって、研究開発費においても戦略的な観点で費やされることが多いと考える。研究の成果が明確な企業価値として結実する確率が低い場合があり、そういった観点からも日本企業においては研究開発費の支出と収益の向上に因果関係を明確にしない傾向があった。しかし、研究開発費の支出の段階においては戦略的な観点で実施されることが通常であり、また、長期的なスパンで支出の決定がなされる場合が多い。ここではこれら3つの投資要素についての戦略性についての分類を図表1にまとめて明示する。

図表1 3つの投資と戦略性

	裁量性	非裁量性
短期	戦略的広告宣伝費	経常的広告宣伝費
長期	戦略的設備投資 戦略的研究開発費	経常的設備投資

3. キャッシュ・フロー計算書における投資

金融商品取引法に基づいて作成が義務付けられているキャッシュ・フロー計算書によって当該企業の1年の会計期間における資金(cash)の流れを明確に捉えることが可能である。キャッシュ・フロー計算書では周知のように「営業キャッシュ・フロー」,「財務キャッシュ・フロー」,「投資キャッシュ・フロー」の3つのカテゴリーを設定し、それぞれのカテゴリーごとにその内容に即した項目での資金収支(cash)の状況を示している。このキャッシュ・フロー計算書によって当該企業の経営活動を捉えるうえで有用性が高いと考えるが、一方で、このキャッシュ・フロー計算書を資金管理に効果的に使用するにはこの計算書の特性をよく理解する必要がある。本項ではキャッシュ・フロー計算書の特性を複数の視点から明示する。

(1) 営業利益と営業キャッシュ・フローの違い

営業利益と営業キャッシュ・フローの両者は同じ「営業」という言葉を冠しているのでそれぞれの内包される項目も同一であるという理解をすることがあるが、内容として大きな相違がある。はじめに、営業キャッシュ・フローを求める場合、営業利益に現金収支を伴わない「減価償却費」だけを加算すれば求まるというものではない。営業キャッシュ・フローには支払利息といった本来、経常損益に属する項目が含まれることになる。そこで、営業キャッシュ・フローを求める場合、営業利益に減価償却費の調整をするだけでなく支払利息などの調整もする必要があることを認識する必要がある。

このように営業利益は営業キャッシュ・フローとの関係からわかるように営業キャッシュ・フローに非キャッシュ・フロー項目の減価償却費を減額して求めるが、減価償却費は過去に投資した有形固定資産を次年度以降に償却して求めるものである⁽⁴⁾。したがって、過去の有形固定資産や無形固定資産に関する投資支出(cash)が時間差で営業利益に影響を及ぼすことになる。一方、営業キャッシュ・フローには上述のように支払利息等の金融費用のキャッシュ・フロー項目も加算することになるが、この項目は借入金等による当該企業の借入れによって生じる財務的支出によるものであり、投資という支出に直接関係するものではない。

(2) 投資と投資キャッシュ・フローの違い

「投資」には先に述べたように大きく区分すると「設備投資」,「研究開発費」,「広告宣伝費」がある。しかし、これらに費やされた現金支出がすべて「投資キャッシュ・フロー」の区分に属するわけでない。これら3つの項目のなかで「設備投資」以外の項目はすべて「営業キャッシュ・フロー」の項目に含まれることになる。すなわち、「広告宣伝費」は営業損益の項目であり、基本的に「販売費・一般管理費」に分類される項目である。当然、この費目は当該会計期間に一括費用計上される。そして、営業キャッシュ・フローの項目としてキャッシュ・フローを算出する過程で調整されることはない。また、「研究開発費」においても近年、2000年前後の会計制度の大きな変更(通称、会計ビックバン)に伴って繰延資産の「試験研究費」の項目がなくなったことにより、「研究開発費」もそのほとんどが一括費用計上されることになり、営業損益の費用項目となった。そのため、「研究開発費」においてもそれに伴う現金支出は大部分が営業キャッシュ・フローに含まれることになる。したがって、投資キャッシュ・フローには「設備投資」のみが投資内容の支出として計上されることになり、それ以外の「広告宣伝費」と「研究開発費」は営業キャッシュ・フローの項目として計上されることになる。

(3) キャッシュ・フロー計算書の表示の特性

キャッシュ・フロー計算書を企業の財務担当が作成する場合、2通りの方法が認められている。1つは「間接法」であり1つは「直接法」である。当該企業は2つの方法のうちいずれかを採用してキャッシュ・フロー計算書を作成することになるが間接法を採用する企業が非常に多い傾向がある⁽⁵⁾。そして、特に「間接法」によって作成された計算書では各カテゴリーにおいてイン・フローとアウト・フローの額および詳細な項目について検証することが困難な状況にある。間接法では損益計算書を基本としてそれに損益計算上に計上された非キャッシュ・フロー項目を減算し、損益計算書にないキャッシュ・フロー項目を加算することによって作成するので、間接法によるキャッシュ・フローは投資項目の支出を個々に捉えることがほとんど不可能である。したがって、間接法で作成されたキャッシュ・フロー計算書の場合、特に投資の状況を判断することが難しい状況にある。図表2はトヨタ自動車の2020年3月期における間接法で作成されたキャッシュ・フロー計算書を示している。

4. 投資と利益の関係

(1) 戦略的投資の可能性を探る

先に述べたように投資は裁量性が高い支出であり、また、戦略性が高い支出でもある。戦略性の高い投資は長期的な視点によって実行される場合が多い。このとき、その効果も長期的なスパンによって出現する。また、投資の効果は売上や営業利益によって出現することになる。営業利益は売上から営業費用を

減額して求めることになるが、この営業費用の中には減価償却費が高い割合で含まれている。そのため、営業利益は先に投資したものが減価償却費として負の効果として現れることになる。そこで、投資の効果についてその大きさや時期を特定することは非常に困難なことになる。しかし、投資の効果がわかりにくいという一方で、適切な投資を実行しないと後の業績や資金繰りの悪化を招く恐れがある。例えば、過度な投資によって予測した以上の投資効果があがらず財務状況が極端に悪化し経営状態が著しく悪くなることがある。このような場合、投資内容や投資額に問題があったことになるが、そのような状況を事前に見直すことも困難な場合が多い。また、そのような過剰投資の反対に極端に投資を抑制し財務状況を改善する政策をとっていたとしても将来的に有望な新製品や新しいサービスを欠いてしまい売上が徐々に漸減していくいわゆる「ジリ貧」状態に陥

り業績が後に悪化することもある。

上述のように「投資」は戦略的支出として事前に予算を組んで施行するが事後においても当該投資の効果や成果を常にモニタリングして調整を行う必要がある。そのモニタリングと調整を行うための指標が資金（cash）の流れを扱ったキャッシュ・フロー計算書である。キャッシュ・フロー計算書では営業キャッシュ・フローの内訳の一部と投資キャッシュ・フローの大部分を占める項目に投資内容のものが含まれることになる。そこで、経年的な投資額の変動を見るため営業キャッシュ・フローと投資キャッシュ・フローを加算する方法について考察する。

(2) キャッシュ・フローでみる投資のあり方

下記の図表2はトヨタ自動車における過去10年間における営業利益とキャッシュ・フローの関係を時系列的に示したもので

図表2 トヨタ自動車のキャッシュ・フロー計算書（2020年3月期）

営業活動からのキャッシュ・フロー	
非支配持分控除前当期純利益	2,142,329
営業活動から得た現金（純額）への非支配持分控除前当期純利益の調整	
減価償却費	1,605,383
貸倒引当金及び金融損失引当金繰入・戻入（△）額	142,982
退職・年金費用（支払額控除後）	15,699
固定資産処分損	56,913
有価証券の未実現評価損益	20,082
繰延税額	192,147
持分法投資損益	△ 271,152
資産及び負債の増減ほか	
受取手形及び売掛金の増加	248,895
たな卸資産の増加	△ 114,096
その他の流動資産の増加	△ 447,598
支払手形及び買掛金の増加	△ 76,410
未払法人税等の増加・減少	△ 101,739
その他流動負債の増加	40,402
その他	136,806
営業活動から得た現金（純額）	3,590,643
投資活動からのキャッシュ・フロー	
金融債権の増加	△ 16,896,588
金融債権の回収	15,641,681
金融債権の売却	25,781
有形固定資産の購入（賃貸資産を除く）	△ 1,407,832
賃貸資産の購入	△ 2,187,299
有形固定資産の売却（賃貸資産を除く）	48,751
賃貸資産の売却	1,391,215
有価証券及び投資有価証券の購入	△ 2,413,087
有価証券及び投資有価証券の売却	1,146,444
有価証券及び投資有価証券の満期償還	1,223,962
関連会社への追加投資支払（当該関連会社保有現金控除後）	△ 14,763
投資及びその他の資産の増減ほか	290,87
投資活動に使用した現金（純額）	△ 3,150,861
財務活動からのキャッシュ・フロー	5
長期借入債務の増加	,691,499
長期借入債務の返済	△ 4,424,923
短期借入債務の増加	291,623
当社種類株主への配当金支払額	△ 11,186
当社普通株主への配当金支払額	△ 618,801
非支配持分への配当金支払額	△ 54,945
自己株式の取得（△）及び処分	△ 476,129
財務活動から得た又は使用した（△）現金（純額）	397,138
為替相場変動の現金及び現金同等物並びに拘束性現金に対する影響額	△ 131,245
現金及び現金同等物並びに拘束性現金純増加額	705,675
現金及び現金同等物並びに拘束性現金期首残高	3,706,515
現金及び現金同等物並びに拘束性現金期末残高	4,412,190

出典：トヨタ自動車「2020年度有価証券報告書」より作成

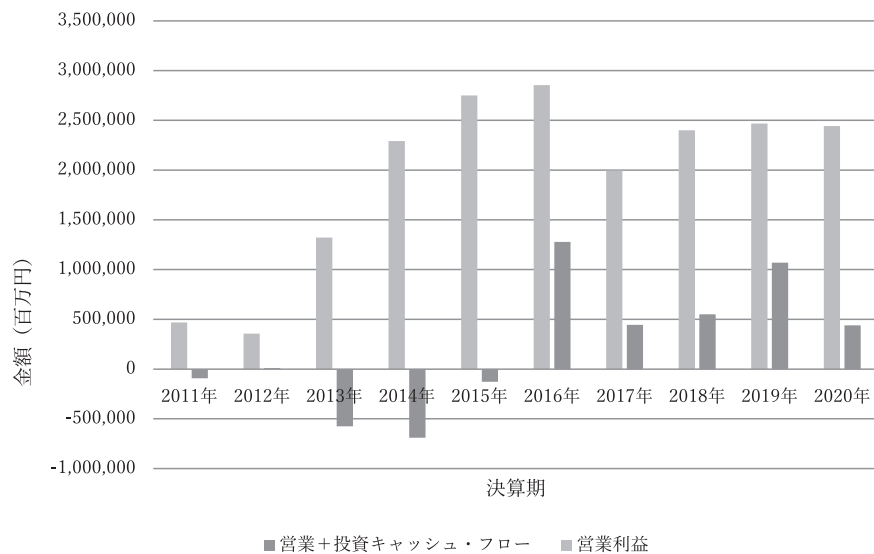
ある。ここでのキャッシュ・フローの数値は営業キャッシュ・フローに投資キャッシュ・フローを加算したものである。また、投資額の値は投資キャッシュ・フローにおいて負の値を示すので、投資額の増加によって投資キャッシュ・フローの負の値が大きくなる。したがって、営業キャッシュ・フローと投資キャッシュ・フローの合計値が大きい場合は投資額が相対的に小さいことを示し、反対に合計値が小さい場合は相対的に投資額が大きいことを意味することになる。この前提において図表3を検証するとたとえば2013年3月期決算および2014年3月期において連続してキャッシュ・フロー合計額が負の値を取り絶対値も大きな値を示している。これを受けて、2013年3月期から2014年3月期にかけて、また、続けて2014年3月期から2015年3月期にかけて営業利益は大きく増額していることがわかる。また、2016年3月期においてはキャッシュ・フロー合計値が大きな値をとっており前年度に比べて投資を大きく減少させたことがわかる。これに伴い、2017年3月の営業利益は前年度に比べて大きく減少する結果となった。

上記のようにトヨタ自動車の場合、損益とキャッシュ・フローの関係から前年の投資の増加が当該年度の営業損益の増加にある程度直結していることが明らかとなった。また、この関係を直線回帰として分析したのが図表4である。この関係から投資を増加させることによって利益は増加するので投資の増加が業績向上に端的に結びつくが両社の関係は単純な線形関係ではないと考える。すなわち、単純に投資を増加させるだけで利益や収益性が向上するということが保証されていないということである。

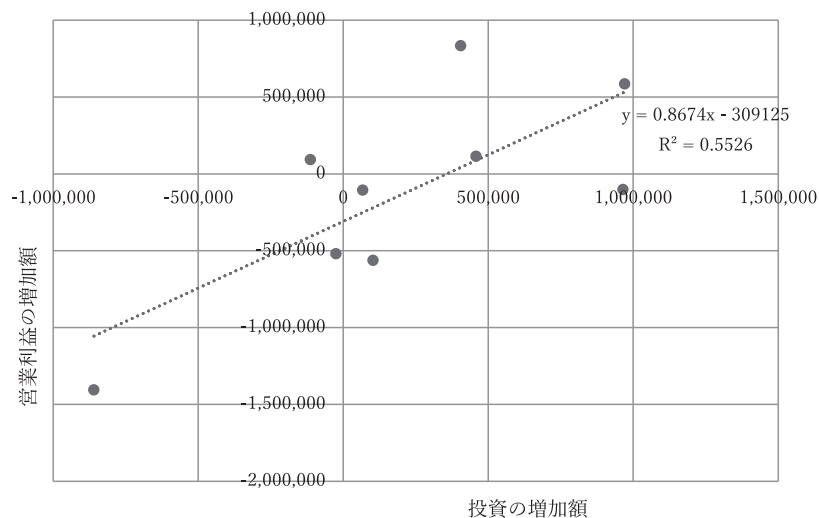
(3) キャッシュ・フローと利益の関係

損益計算によって算出される営業利益（営業損益）とキャッシュ・フローの関係性は複雑である。経営スタッフが裁量的および戦略的に投資キャッシュ・フローの支出を増加させることによって、営業損益に複数の経路によって影響を与えることになる。

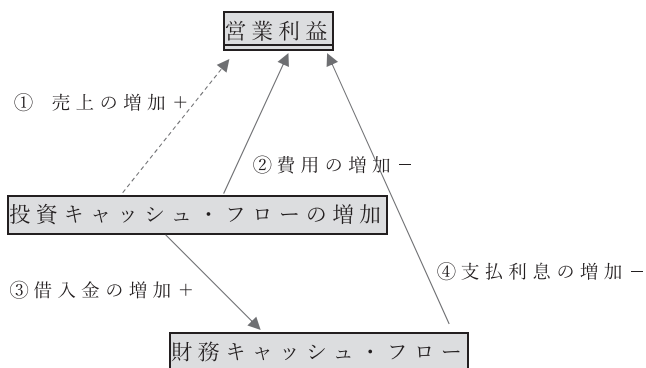
図表3 トヨタ自動車におけるキャッシュ・フローと営業利益



図表4 投資の増減と営業利益の増減の相関



図表5 投資の増加の営業損益への影響経路



上記の図表5にあるように戦略的な投資によって投資キャッシュ・フローが増加するが将来的に投資の成否によっては売上が増加する可能性がある。①の「売上の増加+」はその経路を示すがこれは不確実性があり、また、期間的な長さも投資内容によって大きく異なることになる。一方、②の「費用の増加-」は投資によって確実に増加する項目である。しかし、これも設備投資、研究開発費、広告宣伝費等の投資内容の違いによって一括費用計上もしくは減価償却の会計処理といった違いによって影響する期間が異なることになる。そして、③の「借入金の増加+」は投資が営業キャッシュ・フローを超過して施行される場合、生じてくる可能性が高い内容である。そのとき、借入金の増加をもたらす、これが営業利益に④の「支払利息の増加-」という経路で間接的に影響を与えることになる。このように、投資の増加が営業損益に与える影響の経路は複数あり、中には不確実性が高いものもあり、また、期間的な長さも様々である。

(4) 投資の最適性の考察をする

投資とは戦略性の高いものであり戦略論の観点から施行すべきものであるが、その戦略性の高さによって非常に不確実性の高いものにもなる。場合によっては1つの投資案件が当該企業の生存を左右するものにもなる。したがって、投資も含めた企業の経営状態を恒常的に把握することは企業経営にとって非常に重要なことになる。そこで、企業の経営状態を把握する手段として損益状態とキャッシュ・フローの状況を同時に比較し検証することを提案する。

これに関して、ここでは表面的な方法の1つを提案する。それは図表3で示した営業利益と営業・投資キャッシュ・フローを比較することによって特異点（異常点）を検出する方法である。「投資の増加によって次年度の営業利益の増加につながる」または「投資の減少によって次年度の営業利益の減少につながる」という関係はほぼ成り立っているがそれが僅かながら成立しない時点がある。たとえば、2015年3月期から2016年3月にかけて営業利益は僅かに増加しているが、その前年である2014年3月期から2015年3月期にかけてのキャッシュ・フローは減少しているので上で示した関係が成立していない。また、

この後2016年3月期に投資額を大幅に減少しているが、その翌年の2017年3月期の営業利益は前年より大幅に減少している。また、2019年3月期についても同様のことが言える。このように、投資と利益の関係が僅かに崩れたところを契機にして意識的な投資の減少がその後の利益の減少に繋がるという結果を明示している。こういった特異点とも言うべき転換点を検出することが1つの有効な事後検証の効果を発揮すると思われる。

5. おわりに

企業は投資してその成果によって成長していくものであるが、投資の失敗によって業績悪化を招き衰退していくことにもなる。そこで、投資の成否は企業の今後の盛衰を決定する重要なものである。一方、1つの企業にも複数の投資案件が重複して存在する場合もあり個々の投資の成否を判断するのは非常に困難である。本研究ではキャッシュ・フロー計算書を使って投資状況を判断する1つの方法を提案したがさらに精度の高いものを考察する必要があると考える。今後の課題としたい。

(注)

- (1) 借入金の返済や自社株の購入に伴う事務手数料は支払手数料などの費目で費用として計上されるので費用的支出となる。
- (2) 投資と経営リスクを扱った先行研究においても企業の主要な支出を「設備投資」、「研究開発費」、「広告宣伝費」に分類している。
- (3) 管理会計やマネジメント・コントロールの分野においても「予算管理」は最も重要な概念である。8) P.137参照。
- (4) 同様に、無形固定資産の場合も一定期間において償却する制度になっている。
- (5) アメリカでも2005年現在において調査企業の600社のうち直接法を採用している企業は8社のみであった。同様に、日本の企業でも直接法を採用する企業は非常に少ない。1) p.239参照。

参考文献

- 1) 伊藤邦雄『ゼミナール 現代会計入門 第5版』日本経済新聞社、2005年。
- 2) 市川朋治・蜂谷豊彦「裁量的投資の企業競争優位に与える影響」『日本管理会計学会誌 管理会計学』第18巻第2号、2010年、2010年、19-39頁。
- 3) 緒方勇「日本の製造業企業の広告宣伝費と研究開発投資が無形資産形成に与える効果の時系列分析」『日本管理会計学会誌 管理会計学』第14巻第1号、2005年、39-59頁。
- 4) 金丸隆志『Excel で学ぶ値論と技術 フーリエ変換入門』ソフトバンククリエイティブ、2007年。
- 5) 島田康人「企業経営におけるキャッシュ・フローの利用の相違と企業業績の関係性」『年報 経営分析研究』第26号、2009年3月、47-54頁。
- 6) 島田康人「財務に関する潜在的な経営リスクとキャッシュ・フロー分析 リーマンショックの影響度による検証」『年報 経営分析研究』2014年第30号 pp.14-21。
- 7) 白田佳子『倒産予知モデルによる格付けの実務』中央経済社、

2008年.

- 8) 日本管理会計学会 [編] 『管理会計学大辞典』中央経済社, 2000年.
- 9) 眞鍋和弘「研究開発投資に関する一考察 —企業業績および株式価格との関連性について—」『横浜国際社会研究』第11巻第3号, 2006年9月, 103-117頁.