

# 財務分析の意義と限界（1）

坂 本 恒 夫

## 目 次

- 1 財務論と財務分析
- 2 分析資料の真実性
- 3 財務流動性分析手法の問題点
  - （1）資本の回転に関連して
  - （2）企業集団に関連して
- （以上、本号）
- 4 財務収益性分析手法の問題点
- 5 分析手法の再検討と財務論

## 1. 財務論と財務分析

技術というものは、その意義と限界が一定の論理の上で説明され、紹介されねばならないと考えられる。技術の意義だけが強調されれば、技術に対する過大評価が起り、そこから過信という問題が生じる。といって限界だけが強調されれば、その技術の効力を無視したり、あるいは不当に低く評価するということになりかねない。技術というものをいっそう効果あらしめるためには、技術そのものの固有の機能を確認し、その分限を充分にわきまえた上で、各種の制約の排除を工夫せねばならない。

これから取り上げようとしている財務分析という技術も、他の技術と同様、効用と限界がある。効用と限界がある以上、この両者を確認し、その処方を誤ってはならない。処方を誤らないためには、ただ部分的に、あるいは特殊的に効用と限界を認識しても無意味なことである。全体的に、かつ一般的に効用と限界を確認していかなければ、財務分析という技術をより有効たらしめることは不可能であろう。

その意味から、財務分析という技術を説明・紹介する場合も、一定の論理の上に立脚して展開されねばならないと思われる。われわれはそれを財務論に求める。財務論に立脚して財務分析の意義と限界を紹介しようと思う。

では財務論とは何か、簡単に触れておこう。われわれの財務論とは、企業、もう少し厳密に言えば株式会社企業、の展開している財務活動を社会科学的に分析することによって、そこに貫徹している原理・原則を明らかにすることという。

その場合まず株式会社企業について実態的に言及するならば、それは機能的には資本の蓄積機構であり、構造的には例えば、大株主、経営者、親会社または金融機関などの企業管理（主体）者と例えば、中小株主、従業員あるいは消費者などの被管理（客体）者という社会的人間関係を有する機構だということができよう。このような二つの内容を有する機構の下で営まれている財務活動を「財務」と呼び、この財務を社会科学的に分析し、その財務活動に貫徹している原理・原則を明らかにする方法を「財務論」と呼ぶのである。

ところで、株式会社企業の展開する財務活動とはどのようなものであるかが次の問題となる。というのも、財務論において、財務活動の取扱いの範囲や力点のおきかたが、論者によってかなり異なるからである。例えば、資本の運用を中心とするものとか、あるいは資本の調達を中心とするものとかである。しかしながら、財務論において、資本の調達を重視すべきか、あるいは資本の運用を重視すべきかという議論は、まったく無意味であり不毛であると思われる。なぜなら財務における資本調達と資本運用とは、それぞれ異なった内容と性格を有するものでありながらも、なおこの両者を区別して独立のものとすることは困難であるからである。それは調達された資本の運用であり、さらに資本の運用にもとづく調達でなければならないという両者の緊密な関連性からしても当然のことである。しかも、このような問題設定は、それ自体の中にすでに間違いがある。というのも、財務活動の内容が一定の歴史的な段階と特定の国の事情によって様々であるからである。財務活動の中心は、ある時代やある国によって、調達であったり運用であったりするわけで、どちらか一方を重視した

り、逆に軽視したりすることは、むしろ財務活動の実態を誤って認識することになるであろう。

そして、このことに関連してとくに触れておきたいことは、財務論で運用という場合、われわれは必ずしも資本運用の現象形態のみを取り上げず、さらにその運用がどのように作用しているかを問題とするということである。つまり、資本運用が、前述したような二つの内容を有する株式会社企業に果たす役割・機能を問題としたいのである。また、調達についても同様である。調達の現象形態だけではなく、株式会社企業の資本の機能と所有に関連して調達を取り上げる。つまり、経済学で規定するところの資本の集積・集中を問題にしたいのである。

いずれにしても、われわれのいう資本の運用と調達は、このような内容であることをまずことわっておかなくてはならない。

さらに財務分析の範囲と関連して確認しておかなくてはならないのは、財務分析と経営分析との関係である。

このことについて、水越潔教授は次のように述べておられる。

「経営分析の原型は財務分析として誕生した。それが、たとえどのように呼ばれるとしても、企業の財務資料から、その支払能力を判断するための分析としてうまれたことは衆知の事実である。金融機関による、その貸出先の、その時点での支払能力（流動性）判断の手法は、やがて、将来の時点における支払能力（収益性）判断にも応用されるときがくる。これは典型的な外部からの分析である。

一方、企業側においても経営における期間損益計算の確立・進展にともなって、かえってそのために経営の継続性・存続性を確認する必要がうまれ、そこに未来指向計算の方向がうまれた。そして、企業自身のための第一者の会計としての管理会計が着々とその領域を拡張し、経営分析もその領域に参加した。『経営分析』とはもともと内部分析に与えられた名称である。

経営分析は、現在では、その母胎としての財務分析をその一個別分析として吸収するほどに拡大化しているのである。しかし、それにもかかわらず依然と

して、経営分析と財務分析との両者が同一、あるいは同義のものと解されていることが少なくない。そこにも財務分析に対する過信がうまれる素地がある。財務分析をわけもなくオールマイティなものとも考えることも多いのである。

財務分析に与えられた本来的機能は、やはりあくまでも企業の『流動性』と『収益性』とについての判断に關しての資料の一部を提供するにとどまるものであるに過ぎない。財務分析は他の諸個別分析に資料を提供し、他の諸個別分析の資料を受けるという関係を固有のものとする。諸個別分析は相互補足的なものであり、一体となって経営分析を形成しその実をあげるものである<sup>1)</sup>。

水越教授が述べられているように、われわれは財務分析を経営分析が構成する一つの要素、一つの分野であるとする。かりに財務分析が経営分析において重要な役割を有し、主役的な存在であるとしても、やはり財務分析はそれ以外の何ものでもないと考える。決して財務分析と経営分析とが等置されるものではないし、また財務分析が経営分析の代替物となり得るものではない。もちろん財務分析が経営分析を構成する一要素であるということは、財務分析を欠いては経営分析も成立しないということである。

それ故、われわれは、例えば収益性分析において、収益性一般は取り上げない。なぜなら収益性一般の問題は、経営分析の課題であり、財務分析のそれではないからである。課題はあくまでも財務収益性のみであり、かりに収益性一般を取り上げることがあるとすれば、それは財務分析との関連においてのみである。

最後に検討すべき問題は、財務論と財務分析との関係をどのように規定するかということである。われわれは、これを作用・反作用の関係として捉える。財務という理論は、分析という技術に時として修正を求める。しかし分析の結果によっては、逆に理論に修正を促すことになる。技術は理論にもとずいて進められなければならないが、また理論も技術によって検証されなければならないのである。理論と技術のいずれが優先するものであるかというような論議は少なくともここでは非生産的である。なぜなら、それはいま述べたように、作用と反作用の関係であるからである。両者は相互に作用しあって共に進歩して

いくものであるし、そうでなければなるまい。

われわれは、財務活動の主体者ではないし、またありえないから、当然ここでは財務の理論によって分析手法を検証する立場にある。また検証によって、新しい分析手法が生じ、場合によっては新しい理論への扉が開かれることもある。

そうであるならば、われわれが行なう財務分析は、真実を誤まりなく導き出す分析でなければならない。そして、そのためには分析資料が真実のものである、分析の手法が有効であることが必要である。

果して、財務分析の資料と分析手法において満足すべき状態にあるであろうか。次節からは、これらの問題を取り上げて検討してみよう。

- 1) 水越 潔稿「財務分析の効用とその限界」『野田経済』，昭和53年4月19日号，8～9頁。

## 2. 分析資料の真実性

財務分析の対象となる会計資料には様々のものであるが定められたものはない。ただ便宜的にそれを限定するなら、それは商法の定める「計算書類」ということもできよう。同法の第281条第1項の定めによれば、この「計算書類」は、「貸借対照表」、「損益計算書」、「営業報告書」、「準備金及利益又ハ利息ノ配当ニ関スル議案」およびそれらの「付属明細表」である。

ただ、われわれは、すべての株式会社のこれらの「計算書類」を閲覧することはできない。当該会社の株主や債権者でないかぎり、計算書類の謄本もしくは抄本を交付申請することは不可能であるからである（商法、第282条第2項）。われわれは、たまたまある会社の株主や債権者である場合もあるが、すべての会社でその立場にあるわけではないから、その閲覧は不可能である。

しかしながら、計算書類のうち「貸借対照表」は、公告、つまり「官報又ハ時事ニ関スル事項ヲ掲載スル日刊新聞ニ掲ゲ」（商法、第166条第3項）ることが義務づけられている（商法、283条第3項）ので、この「貸借対照表」については手にすることができる可能性がある。

すべての株式会社というわけにはいかないが、上場会社ということに限定すれば、かなりの会計資料を入手することができる。この会計資料を掲載したものを「有価証券報告書」（証券取引法、第24条第1項）と称するが、大蔵省や各証券取引所等に備えてあって、一定の期間公衆の縦覧に供されるからである（同法、第25条第1項）。

同報告書のネライは、有価証券の発行会社の情報を継続的に開示させて、当該有価証券の公正円滑な流通を維持し、投資家の保護を徹底させようとするものである（証券取引法、第24条第1項本文および同項第1号）。その主な内容は、当該事業年度の営業や経理の状況等を前事業年度との比較形式で記載することになっている。この記載方法は、大蔵省令で詳細に決められているが、とりわけ経理状況については、「財務諸表等の用語、様式及び作成方法に関する規則」にもとづいて作成されることになっている（注）。

（注）『「財務諸表等の用語、様式及び作成方法に関する規則」は、企業会計原則に準拠して制定されているが、この会計原則は『広く欧米諸国、とくにアメリカの会計実務のうちに慣習として発達したもののなかから、適当と考えるものを引き出し、わが国の会計実務のそれと一体として構成』されたものである。そして、この企業会計原則の実質的な意味は、直接には『証券投資の民主化』という目的に求められ、また『課税の公正化』、さらには『企業の合理化』に資するという目的がある』（井上達雄著『企業会計原則の解明（新訂版）』酒井書店、昭和43年11月5日、1～6頁参照）。

われわれが、財務分析をする場合、まず対象となる会計資料は、公告された「貸借対照表」と上場会社に提出が義務づけられている「有価証券報告書」の該当資料ということができる。

ところで問題は、これら「公表」される会計資料が果して「真実」のものであるかどうかということである。

わが国の企業会計原則は、その冒頭の一般原則（一）において、企業の財政状態および経営成績に関する「真実な報告」を要請している。また、一般原則（四）は、「企業会計は、財務諸表によって、利害関係者に対し必要な会計事実を明瞭に表示し、企業の状況に関する判断を誤らせないようにしなければならない」と規定しているのである。

水越教授は「それが少なくとも『財務諸表規則』にもとづいて作成されたものである限り『合理的』であり、したがって『合法的』なものであると思わざるをえない」と述べておられる。しかしまた同時に「『財務諸表規則』を忠実に守れば『有価証券報告書』が株式会社の『財務』を真実に伝えうるものであるか否か、という点についても、率直にいった肯定しがたい面もある。形式を守れば実質を伝えうるものといえるか」とも述べておられるのである<sup>2)</sup>。

財務分析を行なう者にとって、会計資料が制度的に「真実」であるかどうかということはあまり問題ではない。むしろ大事なことは、それが実質的に「真実」であるかどうかということである。

この点について、「公表」の制度の誕生にまでさかのぼって考えてみよう。株式会社の普及以前から、一部の無機能化しつつあった社員（出資者）にたいして持分の追加徴収を求めるために、ごく簡単な会計的報告が行なわれたであろうことが史実としてうかがわれる（注）。

（注）「簡単な帳簿記録は古く紀元前数千年におけるバビロニアおよびアッシリアに既に存在していたといわれるし、古代ギリシャの銀行は顧客のために貸付・集金・支払をなし、また一方の顧客の預り金口座から他方の顧客の口座への振替によって支払を済ます方法もおこなわれていたといわれ、複式簿記の起源を振替記帳におくとすれば、それは古代ギリシャにあったといわれる。また往時のローマにおいて、市民は政治的権利を失うことなしには商業を行ない得なかったもので、奴隷をして代ってこれを行なわしめた。奴隷は計算を間違うと主人から打擲されるので、できるかぎり正確に計算した。またローマの貴族は、その財産を自ら管理するには余りに高慢であったので、他人をしてこれを管理せしめた。かかる場合財産または営業の管理者は主人との間の関係について、主人から金を受け入れた時は主人を貸方に、返した時には主人を借方に記入して、あたかも貸借が発生したかのように処理していたといわれる」（井上達雄著『新版現代商業簿記』中央経済社、昭和39年3月30日6頁）。

このような事態は、株式会社が普及し、いわゆる「所有と経営の分離」が進展してくるといっそう一般的となった。群小株主が実質的に株式会社の「外部者」、「利害関係者」の地位に追いやられるようになると、株主一般および潜在的投資家層を予想した会計報告の公表が、資本の調達のために、偶然のものでなく、常態化したものとして成立するのである。

ところで、ここで注目すべきことは、会計資料の公表が、それ自体を目的と

して行なわれるのではなくて、資金調達の方法として位置づけられているということである。つまり、資本の集中のために会計資料は報告されるのである。

企業の実態を示す会計資料は、本来、「営業の秘密」である。私有財産制度を基礎とする資本主義社会では、この企業内秘密は神聖化されている。にもかかわらず、このことを公表することは、秘密にしておく以上の意義があつてのことである。それは、資本のより多額な集中のための手段としての意義である。

会計資料の公表と資本の集中という関係は、ちょうど配当と資本の集中という関係と酷似している。企業は、生み出した利潤を出来るだけ留保し、小株主にはあまり配当をしたがらないが、このことは、企業経営の究極の目的が利潤の最終的獲得にあるのであるから当然のことである。ただ利潤の分配を欲しないからといっても、配当が将来の資本調達コストとして機能している以上、利潤分配を避けて通ることはできない。

川合一郎氏は次のように述べておられる。

「……経営権とは直接には所有権にもとづく処分の自由、経営方針の決定権ではあるが、それは究極には獲得された剰余価値の処分権でもある。経営の究極の目的は剰余価値の最終的入手に向けられているからである。そうすると大資本は生産された剰余価値の中からできるだけ多くとり、小資本にはできるだけ少なく渡そうとする。彼は分配権を握っているからそれができるのである。大資本としてはできれば全然与えたくないのであるが、貨幣は自らつくりえず、しかもそれは、他人が所有しておれば私有制を否定しえない以上は与えねばならぬ。配当は大資本にとっては私有制を否定することができないところからくる必要悪である」<sup>3)</sup>。

私有財産制度の下では、配当は資本調達のための必要悪だとする川合氏の見解は、ちょうど会計資料と資本調達との関係にも符号する。会計資料の公表は、企業側にとっては生来希望しないものであるが、他人の資本を利用するためには、代償の一部として会計資料の一部を開示せねばならない。つまり、資料の公開は、企業にとっては、資本調達のための必要悪ということになるのである。



会計資料の公表における以上のような性格の中に、実は「真実」に名を借りた会計操作が生じる要因が存在する。

では、そもそも簿記・会計とは、どのような機能を有しているのでしょうか。「企業簿記とは経営成果を算定するために企業に属する財産の増減変化をその原因結果につき、勘定形式をもって記録する計算制度である。……経営における資本の循環過程は財産の増減変化の過程としてあらわれる。よって資本導入の源泉すなわち相手先を財産と記録計算することにより、簿記は一方において財産の増減変化を記録計算して経営活動による価値増殖（損益）を計算し（財産的計算）、他方において経営過程における価値犠牲（費用）と価値獲得（収益）との比較計算によって損益を計算（損益的計算）する。財産的計算は同時に企業の財政状態を計算表示するのである。簿記は資本の循環過程を貨幣価値的に把握するものであり、一言でいえば簿記とは企業経営の計数的表現である。よって簿記は過去の経営成果を明らかにするとともに、経営の合理化・能率増進への一つの指導的計画のために計数的資料を提供するものである」<sup>4)</sup>。

井上達雄教授のこの叙述に、次の二点について適切な示唆を読みとることができる。

第一は、簿記が資本の循環過程を貨幣価値的に表現するということである。つまり、簿記やその展開としての企業会計は、生産過程と流通過程の進行に伴って付随するものとして、いわば超歴史的に存在するものであるということである。それ故、「会計は企業経済活動の貨幣額による計算、記録、表示である。企業経済活動が会計数値によってシンボライズされる過程である<sup>5)</sup>」とされるのである。

第二は、簿記が資本の循環運動を貨幣価値的に表現することによって観念的総括を行なうだけでなく、それを基礎に統制する意義を有しているということである（注）。

（注）「最近はいわゆる管理会計が盛んになるとえられ、学界でも実務界でも大いに研究されているところではありますが、これを簡単に申し上げれば、会計数値を十分に駆使して経営管理を行なうということ、つまり事業の経営管理に役立つ要具としての

任務をもつところの会計ということであります。この管理会計の起点となるものがいわゆる予算統制ですが、この予算統制のための予算を編成するに当っては過去の実績たるいわゆる財務会計—通常一般的に考えられている会計でありますが一の数値を資料としなければならないのであります。また、管理会計の終点は内部監査であります、その重要な手段としての経営分析ないしは経営比較を行ない、経営の成果を知るためには、やはり実績としての会計数値が要求されるわけであり、かりに管理会計ということまでゆかないとしても、企業が自己の経営成績は一体どうなっているのか、また、どこに欠点があるのかということを見る場合にはやはり会計数値によって現状を分析したり、あるいは過去の状況や他企業の成績と比較したりする必要があるわけです。このためには、恣意的な会計処理を行っていたのではいくら数字を組み合わせてみても妥当な結果を得ることはできません。ところが先ほども述べたようにわが国の企業会計制度は、極めて不統一で改善の余地が多く、企業の財政状態や経営成績を把握することが困難な状態にあったわけです。そこで従来の恣意的な会計処理に対し、より公正妥当に経営内容を明示し、正しい経営分析なり経営比較を可能ならしめる会計はこういうものでなくてはならないということで示されたものが、企業会計原則であるといえるわけであります（井上、前掲『企業会計原則の解明(新訂版)』、1～6頁）。

それ故、かかる簿記と会計の機構を通して概括される財務諸表上の諸数値は、価値増殖の運動の反映であるにとどまらず、企業の管理主体者は、この反映たる「模像」を通して資本の循環過程を統制しているわけである。

ところで、簿記・会計は、企業にとっての必要なかぎりでの「観念的総括と過程の統制」にすぎないのであるが、そして単に「総括と統制」という機能の一部分にすぎなかった企業の管理主体者への「報告」機能が、所有の社会化を背景にしてあたかも自立した一つの機能として分離したところに新たな問題が存在してくるわけである。

つまり、管理主体者への報告が「外部」への報告となり、「外部」に報告するという目的に従属した会計が「観念的総括と過程の統制」としての会計とは別に実在するかのように観念されるのである。

その結果、会計の外部報告機能の成立と関連して、報告される会計の「信頼性」の問題が一つの自立した問題として立ち現われてきたのである。それは会計政策の問題であり、恣意的操作の問題であり、粉飾の問題であった。会計操作の可能性そのものは形式的には、簿記・会計機構の技術的特性のうちにすでに内在しているといえるが、「外部会計」の自立化は会計操作を企業にとって日常的なものたらしめたのであって、会計的表示の信頼性は、企業の会計政策

の前に虚構化するのである。

このように会計表示にとって、信頼性ではなく虚構性が本質的側面に転化したことこそ、現代における公表会計制度の焦点的問題があるのである。

かかる事態は、われわれに、財務分析において、会計資料の丹念な検討による粉飾・操作の排除という必要性を意識させるのである。

水越教授は次のように述べておられる。

「企業は資本の論理に照らして『合利性』を貫く行動を継続する。そのためには、時には『粉飾』もしくは、それまがいの行動に出て、もろもろの公表数字を『合利的』に修正することもあるという。しかし、われわれは、それを『虚飾』であると指弾しうることを望みたい。たとえ、それが不可能であっても、少しでもそれに近づくものでありたいと願っている。それが、われわれ『財務分析』を志すものの基本的理念の一つのあらわれである。

もちろん、企業のすべてが『合利的修正』を行なったり、『財務公開』という客観的要請を枉げたりするものであるとは思いたくない。また、そのような先入観で分析を行ないたくもない。

さりとて『疑わしきは罰せず』というような妙な立場にもおかれたくない。われわれは『財務分析』が、すぐれて社会科学であることを願い、また、それにむけて努力しなければならない<sup>6)</sup>。

- 2) 水越 潔稿「財務分析の効用と限界((再論))」『野田経済』, 昭和54年6月27日号, 47頁参照。
- 3) 川合一郎著『資本と信用—金融経済論序説—』有斐閣, 昭和29年7月30日, 299～300頁。
- 4) 井上達雄著『新版現代商業簿記』中央経済社, 昭和39年3月30日, 6頁。
- 5) 佐藤芳次稿「財務分析の限界と会計の理念的方向」『野田経済』, 昭和53年9月6日号, 48頁。
- 6) 水越, 前掲「財務分析の効用と限界((再論))」, 47頁。

### 3. 財務流動性分析手法の問題点

#### (1) 資本の回転に関連して

水越教授は、次のように述べておられる。『調達論』には、資本の類別・差

異などを論ずる、いわば絶対的な理論もあり、また、資本の投下形態、つまり現実資本としての『資産』とのかかわりで論ずる相対的な理論もある。後者は、いわば一般には、資本の『運用論』である。資本をどのような資産に投ずるかは、必ずしも『財務』そのものの使命ではない。むしろ資本と資産との適合や均衡の問題としてあらわれるのである。ここで『調達論』という時には、当然に、右の意味での『運用論』を包括するものでなければならない。

そこで、『調達論』確認の分析は、『財務構造分析』となる。換言すれば、『資本構成分析』と『資産構成分析』との垂直分析と、両者の関連分析としての水平分析となる。したがって、たとえば『自己資本比率』や『固定資産比率』そして『流動比率』またはその余数としての『固定・長期適合率』などにあらわれるものとなる。とりわけ、資本と資産との適合あるいは適応関係の確認は、『財務』の判断にあたって、有効であることが多い。そのための各種の分析手法や標準値などが少なからず公表されているのである。

それらの中で、いずれが最も重要であり、いずれが最も有効であるかなどについては、別に論ずる必要がある。しかし、『調達論』分析においては、すでに示したように、資本と資産とを水平にとらえ、その適合（均衡）関係を基本的に示すものとしての『適合率』などは最も直接的な反応を示すものであるといえよう。

それが、いわゆる『流動性』であり、その余数としての『固定性』（固定資産には自己資本を充当せよという、いわゆる『固定比率』のことではなく、長期資産には長期資本を、という『固定・長期適合率』によって示されるものである）である<sup>7)</sup>。

水越教授は、財務流動性分析にあたって、このように実際の投下形態である資産とその源泉形態である負債・資本の適合関係を重視することを強調されているのである。

ところで、資産と負債・資本の適合関係をみる場合、考慮せねばならないのは、資本の回転の問題である。

言うまでもなく、企業は拡大再生産を目的として運営される資本体であるが、

資本は、具体的には、現金→生産手段および労働力→製造→製品→売上債権（製品の販売）→現金（代金の回収）という過程をとって運用されている。この資本の運用の過程を、「資本の循環」、「価値の流れ」などという。この循環や流れは反覆して行われ、製品を販売してえた現金で、再び原料などを購入して製造・販売を続けるというわけである。企業は「価値の流れ」を反覆して行うことによって、資本の増殖をはかるもの、つまり利益を獲得するものである。

企業では「価値の流れ」が反覆して行われるが、この反覆という点からみたとき、「価値の流れ」を資本の回転というのである。したがって資本の回転とは、資本を運用して（「価値の流れ」によって）、資本が投下されたときの形の資本（一般に現金）に復帰することをいうわけである。

資本の回転は、資本を運用して、資本が投下されたときの形の資本に復帰することであるから、ある企業で投下した資本が500万円で、1年間に、商品ないし製品を売って、投下した資本と同額の500万円の金額を現金で回収したとすると、この企業では、資本は1年に1回、回転したことになる（資本額の倍額の1,000万円を回収したときには資本は1年間に2回、回転したことになる）。一定期間（一般に1年間に1回、回転したことをいう。資本の回転率、資本の回転度数などという。資本が1年間に1回、回転するのに要する期間は1年となるが、（1年に2回、回転したとすると、半年）、この資本が1回、回転するのに要する期間を、資本の回転期間という。

資本の回転および回転期間はいかなるものからなりたっているか。資本の回転期間は、購入期間（商品の入手、または材料など、生産手段の入手に要する期間）、製造期間（製造ないし生産に要する期間）、販売期間（商品または製品の販売に要する期間）および与信期間（製品が信用で販売された場合、その売上債権の回収に要する期間であり、売上債権の回収期間）からなっている。換言すれば、購入は、現金→生産および労働であり、製造は生産手段および労働→製品で、販売は製品→売上債権等々であるから、資本の回転は現金、原材料、生産設備、製品、売上債権など、各種財産の回転よりなることになる。つまり、現金の回転（原材料、労働力などの調達）、原材料と固定資産の回転（製造）、

製品の回転（製品の販売）、売上債権の回転（売上債権の回収）などからなるのである。

財産は固定資産と流動資産に大別されるから、財産の回転も、固定資産の回転と流動資産との回転とに大別される。例えば、一定額の原材料は、製造によってその価値の全額が製品に移転し、また製品は販売によって、その全価値が売上債権または現金に移転するというように、流動資産は使用によって、その全額が回転する。したがって、流動資産は、通常、一年に数回あるいは数十回、回転することになる。これに反して、固定資産は、製造によって、一年にその一部の価値を製品に移転するにすぎず、固定資産の回転は非常に遅く、数年あるいは数十年の間に僅かに一回、回転するにすぎない<sup>8)</sup>。

国弘員人教授は、資本の回転の意義を次の諸点によって評価している。

まず第一は、資本の回転が早いほど、資本の所要額は少なくなる ことである。

第二は、資本の回転が早いほど、利益は多くなる。したがって第三は、資本の回転が早いほど、企業の利益率は高となる<sup>9)</sup>。

以上の三点のうち、とりわけ財務流動性と関係深いのは第一点である。

資本の回転率は売上高を資本額によって除することによって求められるが、このことは資本の所要額を少なくするためには、資本の回転を早くすればよいことを物語っている。したがって少額の資本で事業を営もうとすれば、どうしても資本の回転を早くすること、また資本の回転の早い事業を選ばねばならない。また、資本の回転が早いと所要資本額も少なくてすむから、節約された資本を借入金の返済など他の目的に利用することもできるのである。

ところで財務流動性（支払能力）分析の最も有力な指標は「流動比率」である。流動比率は、流動資産を流動負債で除することによって求められる（流動比率＝流動資産÷流動負債×100）。

企業には、支払手形、買掛金、短期借入金および未払金などの流動負債がある。この流動負債はいわば短期負債であって、ただちに、または一年以内の短期間に返済ないし支払われねばならない性格のものである。この返済、支払に

あてられるのは現金、預金または容易に現金化しうる資産、つまり売掛金、受取手形、短期貸付金、または市場性ある有価証券、手持ちの商品・製品などの流動資産が主なものとなる。流動比率は、流動資産と流動負債と対比することによって、その企業の支払能力は十分か、これに見合う資産が維持されているかどうかをみようというのである。

ところで問題は、はたして流動比率によって支払能力を十分に把握することができるかどうかである。たしかに、制度的には、このような指標で支払能力を測定することはできるであろうが、しかし貸借対照表の借方側は、つまり運用形態は、現実には資本として機能しているのである。

それ故、時には、販売能力をこえた手持商品や回収不能の売掛債権などで流動資産が実質的にふくらんでいることもあるし、逆にきわめて回収が良好で流動資産が実質的に高い支払能力を有していることもあるのである。

畠村剛雄教授も、「企業の支払能力に 関心がある場合、主として流動資産と流動負債との関係について流動比率を中心に分析するものであるが、その関係は当該企業の収益活動によってたえず影響をうけるものであり、収益性分析と関連づけることなく、それを静止的に分析するだけでは十分な分析効果は期待しえない<sup>10)</sup>」と述べておられる。

そこで、われわれは、資本の回転を、この財務流動性（支払能力）分析に導入し、流動比率分析の限界を克服する一つ的手段としたいのである。

流動比率の算定にあたって、とりわけ大きな比重を占めるのは、棚卸資産と売上債権の回転である。

棚卸資産の回転とは、棚卸資産の平均在高または正常在高が現金などの当座資産に変わることを、したがってまた平均在高の商品が新しい商品と入れ代ることをいう。商品の平均在高が一定期間（通常一年）に何回、当座資産に変わるか（または新しい商品と入れ代るか）ということを、商品の回転率といい、また商品の平均在高が当座資産に変わるのに要する期間（または新しい商品と入れ代るのに要する期間）、つまり、商品の「在庫期間」を商品の回転期間というのである。

棚卸資産は、原材料、仕掛品および製品よりなる。企業は、原料に製造を加え、できあがった製品が販売されたときに、棚卸資産は一回、回転することになる。したがって商品（棚卸資産）の回転期間は、（一）原材料の在庫期間、（二）製品の製造期間、および（三）製品の在庫期間（販売期間）よりなる。この場合、仕掛品ないし半製品の在庫期間があるときには、これを含めることはいうまでもない。

総商品と原材料、仕掛品および製品の回転は次のようにして計算する。

総棚卸資産の回転率＝一年の売上高（売上原価）÷棚卸資産の平均在高

原材料の回転率＝一年の原材料消費高÷原材料の平均在高

仕掛品の回転率＝一年の製造高÷仕掛品の平均在高

製品の回転率＝一年の製品の売上高（売上原価）÷製品の平均在高

この各比率の逆数（分子と分母とを反対にした比率）は、総棚卸資産、原材料など、各棚卸資産の回転期間を表わす。

商品（棚卸資産）の回転には、もちろん一定の期間を必要とするが、しかしその期間が必要以上に長くなることはさけねばならない。商品（棚卸資産）の回転が遅いということは、原材料や製品などがストックとなっている期間や、製造に要する期間が長いということである。したがって商品の回転が遅くなると、総資本の回転も遅くなり、売上高利益率を一定とすると、企業の利益率は低下する。しかも商品の回転が遅いときには、商品の在高とそれに投下される資本の額も多くなるから、保管、粉失、利子等々の費用も増加し、売上高利益率も低下する。さらに、商品の回転が早いと、資本を節約することができ、その節約された資本部分を債務の支払など他の目的に利用することもできるのである。

次に売上債権の回転とは、売掛金など、売上債権の平均在高が現金に変ること、現金で回収されること（したがってまた平均在高の売上債権が、別の新しい売上債権と入れ代ること）である。平均在高の売上債権が一定期間に（一般に一年間）に、何回回転するかということを、売上債権の回転率といい、また平均在高の売上債権を現金で回収するのに要する期間を、売上債権の回転期間



という。売上債権の回転は、一般に次のように、その年間の売上高（半期決算の数字で計算する場合には、年度売上高の倍額）と売上債権の在高（年度末在高または平均在高）を対比して計算されている。

売上債権回転率＝年間売上高÷売上債権在高（逆数は回転期間）

企業の活動は、購入、製造、販売であり、その活動は現金販売であると、信用販売であるとを問わず、販売で終る。企業会計でも、商品ないし製品が販売されたとき、つまり商品が現金であると、売上債権であるとを問わず、当座資産に変ったときに、収益を計上する（いわゆる実現主義）。この意味からすると、売上債権の回転は、商品の回転に比べると、重要性が少ないようにみえる。しかし、この考え方は、もちろん誤っている。売上債権の回転も、商品の回転とともに、資本の回転の一部をなし、商品の回転と少なくとも同等の重要性をもつ。売上債権の回転が遅いときには、売上債権とこれに投下される資本の額が多くなるから、貸倒の損失や集金費・利子費なども増加する。また売上債権の回収が遅いわけであるから、商品または原材料の仕入も遅れ（購買期間が長くなる）、従業員の給料の支払も困難となり有利な仕入などもできなくなる。そのため売上高利益率も低下する。したがって売上債権の回転が低いほど企業の収益性も流動性も低下する<sup>13)</sup>。

このように資本の回転、とりわけここでは棚卸資産の回転および売掛債権の回転が低下すると、財務流動性も低下する。

そこで、財務流動性（支払能力）を分析する場合には、単純に流動比率のみを算出するのではなくて、流動比率と各種の回転率（または回転期間）の双方を比較・検討して分析する必要があると思われる（注）。

（注）われわれは、別の機会に、この回転分析の重要性を実証しているので、簡単に紹介しよう。

昭和50年8月28日に会社更生法の適用を申請し、事実上倒産した「興人」を例にとって分析したが、同社の場合、その倒産原因は、資金繰りの悪化によるものだとされた。昭和40年代における不動産事業、コーデラン事業などの営業不振、および事業拡張にともない恒常的に膨張していた借入金の返済能力、および金利負担の過重が資金繰りの悪化を招いたというのである。

しかしながら、いま支払能力を示すといわれる流動比率をみてみると、興人のそ

れは49年下期で141.1%であり、45年上期の118.0%よりもかなり上昇・好転しているのである。また、パルプ・紙という同業他四社の105.7%（49年下期）と比較してみても、かなり高いものであり、この数値が示すかぎりでは、財務流動性（支払能力）が低下しているとは思われず、資金繰りの悪化は立証できないのである。

ところがいま提起した回転率、回転期間の分析視点を導入してみると、いささか実態は異なってくる。例えば、興人の流動資産の主要科目の回転期間をみてみると、注目されるのが同社の棚卸資産の回転期間である。

興人の49年下期の棚卸資産の回転期間は、9.34カ月で同業他四社の2.66カ月、あるいは過去の45年上期の3.19カ月と比較しても異常に長くなって悪化していることを示しているのである。逆にいえば、棚卸資産の回転率が異常に低下しているのである。これではたとえ流動比率が141.1%とかなり高いものであっても、これは支払能力の良好さを示すものではなくて、むしろ棚卸資産の回転の不良を示すものであるということになる。

それ故、興人の資金繰り悪化は、一つにはこのような在庫の過剰性、つまり営業不振がその背景にあったとみるべきであろう（拙稿「『興人』倒産原因の財務的解剖」『野田経済』、昭和54年5月16日、23～32頁参照）。

ここで、新たな分析公式を提起するならば、流動比率を各種回転期間で除するか、または流動比率に各種回転期間を乗じて、その算出された数値がより大なるものを、相対的に支払能力があるとしなければなるまい。そして、われわれは、この数値を、いま仮に「回転流動比率」と呼んでおこう。

いずれにしても、われわれは、財務流動性を分析する場合、資本の回転ということに留意して、支払能力、あるいは資本・負債と資産の適合性を検討することが必要であるといえよう。

- 7) 水越、前掲「財務分析の効用と限界((再論))」、45頁。
- 8) 国弘員人著『経営分析』、ダイヤモンド社、昭和28年4月27日、203～208頁参照。
- 9) 同上書、211頁。
- 10) 畠村剛雄著『経営分析の基礎』、中央経済社、昭和48年5月30日、11頁。
- 11) 国弘、前掲『経営分析』、244～267頁参照。

## （2）企業集団に関連して

水越教授は次のように述べておられる。「一個別企業のための財務分析では当を得ないこともある。いわゆる『企業集団』は経営戦略形態であり、それで一つの企業を形成しているものと考えられるのである。一部の特定の『企業集

団』に対しては、いわゆる『連結財務諸表』が義務づけられている。しかし、その義務づけの基準は甘過ぎる。今ここでそのことに触れるいとまはないが、持株数基準（出資口数基準）のみでは不十分であるし、現行のこの基準も低きに過ぎるものと思われる。『連結財務諸表』による財務分析が是非必要であるとする場合にも、現在では十分に活用しうる状況とはなっていない<sup>12)</sup>。

企業集団<sup>(注)</sup>と財務分析の接点は、様々なところに求められようが、われわれは、企業集団における、いわゆる「系列融資」に焦点を絞り言及してみよう。

（注）奥村 宏氏は、企業集団について次のような特徴をかかげている。

第一は、企業集団の所有関係である。集団内の大企業がそれぞれ有機的多角的な株式の相互持合いを行ない、集団全体としてみれば円環状の株式持合いを行なっている。

第二に、これら企業集団のメンバー企業の社長による社長会が結成されている。この社長会は株式の相互持合いの上に立脚するものであり、単なる社長たちの友好クラブではない。各企業の社長は、いずれも自分では自社の大株主にはなっていないが、しかし自社が所有する集団メンバーの他企業の株主を代表しており、したがって社長会は事実上の大株主会の役割を果たす。そこでは相互に相手方の大株主になることで相互支配が行なわれており、社長会はこの相互支配の機関であるといつてよい。

第三に、企業集団単位でメンバー企業による共同投資が行なわれている。昭和30年代はじめにおける石油化学、原子力、そして昭和40年代になってからの石油資源開発、デベロッパー、情報産業などの新規産業のスタートにあたって、各企業集団が集団メンバーによる共同投資会社を設立しているが、このほかにも種々の分野に共同投資会社ができている。これらに各企業集団のメンバーが参加しており、そしてこのことによって運命共同体としての利害関係ができている。

第四に、各企業集団の中核になっているのは、大都市銀行である。株式所有の面においてこれら大都市銀行は大所有者として相互持合体系の中核になっているが、それと同時に大きな意味をもつのは系列融資である。これらの銀行は集団内の企業への資金供給者として設備資金や運転資金を供給しており、これが戦後のオーバー・ボロウイングの企業経営にとっては大きな意義をもつ。また集団内の金融機関としては信託銀行、生命保険会社、損害保険会社などがあるが、これらの金融機関の集団企業への資金供給の幹事役を果たしているのが大都市銀行である。

第五に、もうひとつの中核として総合商社を企業集団は持っている。集団内のカネの取引を担うのが都市銀行であるなら、モノの取引を担うのが総合商社である。総合商社は集団内の企業が原材料を購入する場合、製品を販売する場合、それを仲介することで集団内取引をすすめていく。さらに集団外企業への販売、あるいは集団外企業からの購買にも仲介役を果たす。そして、対外投資をはじめとする大型プロジェクトにおいて、これら総合商社がオルガナイザーの役割を担い、情報の収集プロジェクトの設計からさらに資金供給の役割まで果たし、集団内メンバーの外延的膨張を助ける。この場合、総合商社は集団内のもう一つの中核である大都市銀行と密接にタイアップしていることも大きな特色である。

最後に、企業集団は銀行、総合商社を中核にしながら、重化学工業、軽工業などの第二次産業を主力に、第一次産業、第三次産業などに広がっており、特定の産業に偏っていない。必ずしもすべての産業を網羅しているわけではないが、しかし主要な分野にはそれぞれメンバーが配置されている。単なるコングロマリットではなく、包括的な産業体系をもっているということが特色である（奥村 宏著『日本の六大企業集団』、ダイヤモンド社、昭和53年5月13日、7～23頁参照）。

ところで「系列融資」とは何か。それは、企業集団内外を含めた総体的・平均的な金融機関からの借入ではなく、集団内のみの部分的・特殊的な金融機関からの借入であるということである。

例えば、昭和49年下期で、三菱系の主要企業18社は、同系の金融機関（三菱銀行、三菱信託銀行、東京海上火災、明治生命）から27.1%の借入を行なっているのに対して、三井（三井銀行、三井信託銀行、大正海上火災、三井生命）、住友系（住友銀行、住友信託銀行、住友海上火災、明治生命）の金融機関からは、わずかに1.3%、2.7%の融資を受けているにすぎないのである。

次に、このような「系列融資」を貸出である金融機関の側からみると、各企業集団の金融機関は、自己系列企業へ集中的に融資をし、他系列企業との間に大きな格差をつくっているのである。

例えば、三菱系の金融機関は、自己の系列企業にその貸出総額の14.47%を充てているのに対して、対三井、住友系企業にはそれぞれわずか0.97%、0.99%を充てているにすぎないのである。

企業集団内での企業と金融機関の融資関係がこのような密接な関係にある場合、借入依存がいかにも高くとも、流動性は現実に破綻することはなくなってしまふ。なぜなら「他人資本は制度的にはともかくも、実質的には自己資本に転化」してしまうからである。

さらに重要なことは、「系列融資」下における利子の性格である。企業にとって金利というコストは自己の外部に流出する付加価値ではあるが、それが密接な関係にある同集団内の金融機関に支払われるならば、制度的・形式的には「コスト」である利子が実質的には「利益」として機能することになるのである<sup>13)</sup>。

このような系列融資の有する「他人資本の自己資本機能」および「コストの利益機能」という認識をふまえて、財務流動性分析諸比率の主だったところの算定方法を吟味すれば、それは次のように変更されねばならない。

例えば、流動比率＝流動資産÷流動負債×100は、上記のことを前提とすると、流動比率＝流動資産÷（流動負債－同系金融機関短期借入金）×100となる。また、固定比率＝固定資産÷自己資本×100は、自己資本と固定資産との適合関係を求めたものであるが、これの意味するものは、固定資産は長期的に運用される資産であるから、これへの投下資本は自己資本でまかなうのが適当だと言うのである。しかし、この固定比率も「系列融資」の実態をふまえれば、その算式は、固定比率＝固定資産÷（自己資本＋同系金融機関長・短借入金）×100ということになるであろう。

本来ならば次章で検討すべきであるが、系列融資に関連して財務収益性に若干触れておこう。例えば、利子負担率＝金融費用÷売上高×100は、企業にとっての金利負担をみる指標だが、上述の「コストの利益機能」から考察するならば利子負担率＝（金融費用－同系金融機関支払金融費用）÷売上高×100とせねばならないであろう。

従来、財務分析の対象は個別企業が当然視されており、複数の集団企業を有機的関連の下で分析する方法は皆無であったから、以上のような財務分析諸指標の算定方式における見直しは、いまだ一般化しておらず、きわめて特殊的な視点と考えられるかもしれない。しかし、注目すべきことは、「他人資本の自己資本機能」あるいは「コストの利益機能」が現実には作用しているということである。

しかしながら、このような問題提起には、以下の現象をどのように認識するかという反論が用意されるであろう。

つまり、最近、一部の大企業で借入金を積極的に返済するところが増加しているということである。とりわけトヨタ自動車工業や日立製作所などが借入金の返済につとめ、「トヨタ」では『無借金経営』を標榜するに至っている。

しかし、この事態は決して上述した機能を否定するものではない。というの

は、このような無借金経営指向企業は、都市銀行などの金融機関を中核とする企業集団には属さない独立型企業か同族型企业であるからである。これらは概して取引銀行を分散しており、集中的な融資は受けておらず一般的に「メイン・バンク」不在である。このことは、これまで述べてきたところの「系列融資」とは無縁の存在であり、「他人資本の自己資本化機能」も「コストの利益化機能」もありえないのである。独立系企業、同族系企業にとって、借入金は制度的にも実質的にも自己資本ではなく返済すべき他人資本であるということ、そして支払利息や割引料は、制度的にも実質的にも利益ではなくコストであるということである。それ故、これら企業にとって、借入金融への過度依存は、まさにその返済、利子支払において負担を大きくし、財務的脆弱さを深めるものとなるのである。

このように同族型企业や独立型企业が、借入金の返済につとめているのに対して、他方で都市銀行を中核とする集団型企业が、借入金残高を増加している。この対象的現象、つまり“銀行離れ”と“銀行依存”の二極分解的現象は、以上のような構造と、その下での機能的背景を基礎として進展しているのである。

このような実態は、自動車業界のそれに端的にみることができる。例えば、独立型企業のトヨタ自動車工業は、自己資本比率が52年6月期で55.54%、日産自動車は53年3月期で37.00%、本田技研は53年2月期で36.20%と各社ともその比率は相対的に高いのである。しかし逆に、住友系企業集団の一員である東洋工業は、52年10月期で12.22%、第一勧業銀行系企業集団のいすゞ自動車は、52年10月期で18.55%とその比率は低いのである。また、金利負担率をみると、トヨタが0.19%、日産が1.24%、本田が1.23%と低負担であるのに対して、東洋が4.72%、いすゞが2.62%と高負担の比率を示しているのである。

このような相違も、上述した機能上の差異から現象化したものといえよう(注)。

(注)「系列融資」の機能から前述した「興人」の倒産原因を分析することもできる。というのも、資金繰りの悪化は、営業成績の不振を基本的な要因としつつも、直接

的な契機は、「第一勧業銀行離れ」に求めることができるからである。

興人は、戦後からおおよそ昭和40年前後まで、日本勧業銀行を主力銀行として成長してきた。しかし、40年代に入り、ハウス事業、コーデラン事業を積極的に展開するようになると、興人の「勧銀離れ」が次第に進行してくる。

同社の勧銀からの借入金総額は、40年4月時点で16億1,300万円であり、全借入金総額65億5,800万円に占める割合は25%であった。この時点では、勧銀は名実ともに興人の主力銀行であり、25%という融資比率は、それを物語るものであったといえる。ところが、45年4月時点になると勧銀の興人での位置は大きく変化した。まず、長期借入金の上位五傑から名前が消え、しかも短期借入金も13億3,000万円で、同社の短期借入金総額90億3,600万円のわずか15%に低下した。明らかな「勧銀離れ」である。この現象は、49年10月時点で決定的となっている。まず長期借入金では、やはり第一勧銀の名前が上位六傑には見当らず、短期借入金でも31億4,800万円で興人の短期借入金総額342億1,900万のわずか9%にすぎない。たしかに9%という融資比率は短期借入金部門で第一位ではあるが、農林中金の7%、南都銀行の6%などと大差がなく、主力銀行としての地位は、まったく有名無実となっている。

しかも注目すべきことは、興人の資金パイプの多元化である。長期借入金部門で三菱信託113億7,400万円（17%）、三井信託106億6,100万円（16%）、住友信託45億8,600万円（7%）と上位六傑に各々異なった資本系列が顔をそろえ、しかも多額の融資を受けているのである。

つまり、興人は、倒産直前の時点において、第一勧銀との、いわゆる主力銀行離れ現象を示しているだけでなく、平均的に様々の資本系列から融資を受けるという特徴を示しているのである。これでは上述した企業集団に特有の、いわゆる「他人資本の自己資本化機能」、あるいは「コストの利益化機能」は作用しない。借入金は純然たる他人資本として返済を要求されるし、利子は純然たるコストとして支払を要求されるであろう。

たしかに主力銀行離れ、資金パイプの多元化は、産業企業が銀行の支配から脱却し優位に立つ一つの有力な手段であろう。しかし、それは売上高を確実に伸ばし、収益を順調にあげていく成長企業にとって有効な政策であって、営業成績の不良な企業が採用できる政策ではない。それ故、興人の営業成績がいったん悪化するや、これらの財務政策は、興人を栄光から破局へと導いたのである（拙稿、前掲『「興人」倒産原因の財務的解剖」、23～32頁参照）。

企業集団における「系列融資」の機能、つまり「他人資本の自己資本化機能」および「コストの利益化機能」について述べたが、このことは、財務流動性分析の算定方法に一定の変更を求めるものであることを示唆していると思われる。

12) 水越、前掲「財務分析の効用とその限界」、10頁。

13) 拙稿「資本構成と企業集団」『明治大学大学院紀要第14集（（経営学編））』、昭和51年度、117～127頁参照。