

底堅さを保つキャッシュフロー

経済調査部次長 横山 征至

必ずしも損なわれていないキャッシュ創出力

本誌がお手許にある頃は、上場企業の間接決算が佳境を迎え、株式市場では実績や見通しに一喜一憂しているであろう。最近では短期的な上振れ・下振れが特に注目されがちだが、表面的な利益の増減のみならず、「利益の質」についても吟味する必要がある。

「利益は意見、キャッシュは事実」という言葉がある。会計上の利益には企業の決算方針等の影響がある一方、現金等の増減を測るキャッシュフロー（CF）はより客観性が高いとされている。企業業績はリーマンショック後著しく悪化したが、CFで見ると印象は大きく異なる。純利益は赤字に転落したものの、営業CFは底堅さを保っており、事業によるキャッシュの創出力という観点において、日本企業の収益性は必ずしも大きく損なわれていない。

「利益の質」は見掛けほど悪くない

また、利益から営業CFを差し引いた額はアクルールズ（会計発生高）と呼ばれる。これは会計上の利益に減価償却費や在庫の増減などの調整項目が反映しているために生じる乖離だが、長期的に利益とCFは一致する。アクルールズは主に粉飾決算の発見などクレジット分析で用いられてきたが、近年は株式投資の観点からも注目されている。これがマイナスである場合は、キャッシュの受取が利益よりも大きく、また将来的に利益が押し上げられる可能性があるため、「利益の質が高い」とみなされている。そして、このような銘柄ほど、株価パフォーマンスが良好であるとの研究もある。

昨年末以降、アクルールズは大幅マイナスとなっており、会計上の調整による影響を考慮すれば、利益の質は見掛けほど悪くないことを示唆している。4-6月期は若干の黒字に浮上したが、アクルールズのマイナスは依然大き

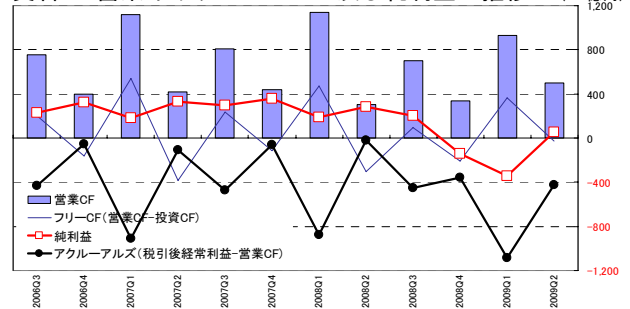
く、これは今後の企業業績を見通すにあたってプラス材料といえる。

さらに10月1日に発表された9月調査の日銀短観では、大企業の業況判断DIは製造業で15ポイント改善し、資金繰り判断DIも「楽である」側に振れている。中間決算は、企業業績が一旦は最悪期を脱しつつあり、CFの状況も比較的健全であることを確認する場となる。

今後は資金使途が注目されよう

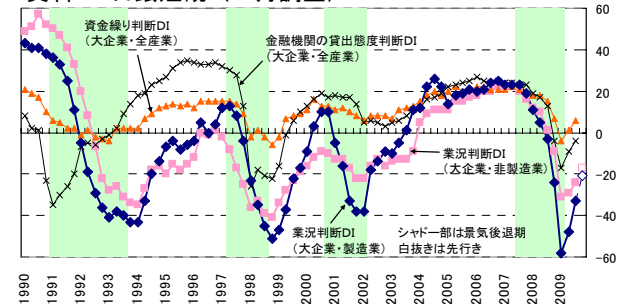
一方、外部環境は依然として不透明感が強いことから、持続的な業績回復を図るためには、個々の企業努力がより重要となる。企業のCFや財務体質は大きく損なわれていないことから、これを裏付けに戦略的なM&Aや設備投資を行い、不況脱却後に高成長を遂げる企業も出てくるであろう。総じて資金確保が最優先される危機的局面は脱しつつあり、今後は企業戦略に基づいた前向きな資金使途が注目点となる。

資料1 営業キャッシュフロー及び純利益の推移 (10億円)



(出所) QUICK：キャッシュフローの四半期開示を継続している金融を除く東証一部上場企業

資料2 日銀短観（9月調査）



(出所) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」