Quality Analysis of Accounting Income and Its Implications for Business Valuation

利質分析と企業評価

藤月会論集第１４号

２００５年３月

京都大学経済学部
藤井ゼミナール論文編集委員会
H.Fujii Seminar, Faculty of economics
Kyoto University, Japan

刊行のことば

計量的な財務諸表分析は企業評価の基本です。この点について異論はまったくないと言ってよいでしょう。そして今後も，計量的な財務諸表分析が企業評価の基本であることに変わりはないと思われます。

しかし，計量的な財務諸表分析には，宿命的な限界があります。それは，その手法があまりにも標準化されすぎているために，非常にしばしば，非計量的情報とりわけ非会計情報の分析が抜け落ちてしまうという点にあります。たとえば，同じ負債比率でも，それが新規設備投資のための借入れによるものか，資金繰りのための借入れによるものかでは，その持つ意味がまったく異なってきます。また，同じ減価償却費でも，それが定額法によるものか，定率法によるものかで，その金額の情報価値は異なってきます。さらに会計方針の変更の有無も，企業の経営実態に迫るためには重要なチェックポイントとなります。財務諸表分析から得られた結論に，どことなく違和感を覚えることがありますが，それは多くの場合，以上のような非計量的分析が不足しているからです。

今年度の共同研究では，財務諸表分析が持つそうした限界に意識的に着目し，「利益の質の分析」，すなわち「利質分析」に挑戦してみることにしました。分析のための手引書には，一ノ宮士郎先生の「利益の質による企業評価―利質分析の理論と基本的枠組み―」『経済経営研究』（日本政策投資銀行設備投資研究所，Vol.24-3，2004 年 3 月）を，活用させて頂きました。一ノ宮先生は長年，日本政策投資銀行で企業の信用調査に携わってこられました。同上書は，一ノ宮先生のそうした豊富なご経験にもとづいて執筆されたものです。財務諸表分析の通常の教科書には見られない独特の問題意識が感じられるご著書でした。

共同研究の成果にもとづくゼミ交流シンポジウムは今年度で第 10 回を迎えました。ただし今年度のパートナーは，本学部の徳賀ゼミでした。学内のジョイントはこれが初めてです。スクール・カラーの相違がないので，初めてのジョイントにしては硬い雰囲気がなく，忌憚のない議論ができました。シンポジウムの準備にあたったゼミ生の皆さん，とくに 3 回生幹事の田中君，TA の小川君（徳賀ゼミ），板橋君の労をねぎらいたいと思います。ご苦労様でした。

今年度の前期，私はサバティカル・リーブで授業と会議を免除され，フランス出張などをしたため，ゼミ生の皆さんには不自由な思いをさせました。申し訳ありませんでした。その間，私に代わりゼミの指導にあたってくれた真鍋君と板橋君に改めて御礼を申し上げます。有難うございました。

平成 16 年 12 月 17 日　研究室にて

京都大学大学院経済学研究科教授

藤井　秀樹

目次

刊行のことば

２００４年度共同論文集

序章　1

第１章　利質の概念と分析方法　2

第２章　実証結果の分析とその解釈

第１節　私鉄　8

第２節　小売　総合スーパー　２６

第３節　電機　５４

第４節　建設　７１

第５節　商社　９７

第３章　分析結果の成果と今後への課題　１０９

終章　１１２

２００４年度ゼミナール活動の記録　１１３

１年をふりかえって　１１４

編集後記　１２４

序章

今回の研究において、我々は、「利質概念を用いた企業分析」をテーマに調査を行った。利質分析とは、利益の質に関して当否を問うものである。利益を定量的な数値でみるだけでは企業の実態は分からない。なぜなら経営者には、粉飾決算や利益操作をする余地があるからである。そこで利益を定性的に分析することで、より企業の実態に迫ることができるのではないかと我々は考えた。

第一章では、利質の概念についての説明と、この論文で主に用いられている分析方法、第二章では、各業界を対象にした利質に関しての実証研究、第三章では、実証研究結果の共通点から得られた結論及び今後への課題について述べる。

なお、利質分析については、一ノ宮士郎[2004]『利益の質による企業評価－利質分析の理論と基本的枠組み－』　日本政策投資銀行設備投資研究所編の先行研究を参考にした。

第１章　利質の概念と分析方法

今回の研究のテーマは『利質（利益の質）による企業分析』である。

わが国においては、企業分析と言えばＲＯＡ、ＲＯＥ、自己資本比率、インタレスト・カバレッジ・レシオ、固定比率、流動比率などに代表される財務指標によって行われる比率分析が一般的であろう。このような分析においては、利益について、その金額の多少という量的な側面ばかりに目が行ってしまうことがしばしばある。これに対し、利質による分析とは「利益の質的側面に着目するものであり、利益の分析に対し別の光を当てるものである」。（一ノ宮士郎[2004]『利益の質による企業評価』Ｐ１より引用）

利質の概念は、米国において発生し発展したものと考えられている。そして近年のエンロンによる不正会計処理の発生などにより、米国では利質概念がさらに注目されつつある。利質概念が、米国において重視されてきた要因について、日本政策投資銀行の一ノ宮士郎氏は、次の四つを挙げている。（一ノ宮[2004]『利益の質による企業評価』Ｐ４より引用）

① 企業の多角化によって、事業構造が複雑化し将来の業績予測が困難になったこと
② 経営者による Earnings Management が SEC 等で問題とされ、公表財務諸表における報告利益の「金額」だけでは、企業に対する適切な意思決定を行うことが困難になってきたこと
③ エンロンの粉飾決算疑惑に端を発した、いわゆる不正会計問題に関連して、公認会計士や監査委員会の監査の役割と機能、さらに会計基準や財務報告制度全体に対する信頼性が揺らいできていること
④ 現在の会計の基本である発生主義には、見積誤差というノイズが必ず付きまとっているが、キャッシュフロー情報の有用性が盛んに宣伝されるに伴い、かかる発生主義会計に対する疑問が生じてきていること

次に、我が国では利質概念がどのように認識されているのかについて考えてみたい。我が国では、会計学に関する専門書において、利質について言及される機会は必ずしも多いとはいえないようである。

しかし、過去に実務において利質概念がある程度注目されていた形跡があることや、

近年我が国を含む多くの国でキャッシュフロー計算書が制度化され、利益の「質」の把握に役立てられたことなどから、利質概念は我が国においても以前からある程度認識されており、また近年それに対する注目も高まっているのではないかと考えられる。

では、ここから利質概念の定義について見てみよう。利質概念は、もともと実務において普及してきたもので、学術的に統一された見解というのは存在しないようである。よって、以下で代表的な利質概念をいくつか挙げてみる。

①Ayres の見解

Ayres によれば、利質の高さは利益の持続可能性と株式リターンの高さで決まるものである。

利益に長期間の持続可能性があり、かつ利益が株式市場で評価されているほど、利質が高いという見解である。

② Scott の見解

Scott は、損益計算書が、それを見る者に対して、将来の業績を予測するための情報を提供する機能を持っていると考えた。よって利質は、損益計算書の報告利益がどの程度将来の業績を予測できるかの精度であるというのが、Scott の見解である。

③ Krischenheiter 等の見解

Krischenheiter 等は、利益は企業の創出する価値の尺度であるべきだと考えた。そして、財務諸表利用者が投資に関して意思決定するのに役立つように会計方針を選択して、それによって算出された報告利益が実際に投資家にとって有用であれば、その報告利益の利質は高いというのが Krischenheiter 等の見解である。

④ Schipper の見解

Schipper は、利質は、収益認識時点から実際にその収益に関する売掛債権を回収するまでに要した期間の長さと逆相関の関係にあるとしている。言い換えれば、認識してから実際に回収するまでの所用期間が短い収益に基づく利益ほど、利質は高いという見解であろう。

⑤ 伊藤邦雄教授の見解

この見解は、利質概念に対する見解ではないが、興味深い見解なので紹介したいと思う。伊藤邦雄[1985]は、効率的市場仮説に基づいて、投資家は経営者の利益操作に

関わらず、真の企業価値を見極める能力があるとした上で、利益捻出型の会計政策は、それが企業の側にプラスの要因をもたらさないだけでなく、むしろ企業が自ら自分たちの公表した利益の利質が低いというシグナルを発していることになり、市場からペナルティを受けることになるのではないかという見解を出している。

以上で述べた様に、利質については様々な見解があり、今後も様々な議論がなされることが予想される。同時に今後、利質という概念の存在は、今よりさらに多くの人々に広く知られるところとなるのではないだろうか。今回、一ノ宮[2004]に基づいてゼミで利質分析を行うという取り組みは、時期的にも非常に良かったといえると思う。

次に、今回の分析の対象と分析の方法について説明する。分析の対象となるのは、私鉄、総合スーパー、建設、商社、電機の五つの業種で、ゼミ内で班分けした一班から五班がそれぞれ一つの業種を担当する。各班はそれぞれの業種に属する企業の中から東証一部上場という条件の下で十社を選択する。その十社について分析が進められる。

分析の方法は、大きく分けて二つの手順で行われる。第一の手順は、通常の財務指標による分析である。主な例を挙げれば、ROE、ROA、自己資本比率、インタレスト・カバレッジ・レシオ、固定比率、流動比率などが挙げられるが、その他にも多くの指標が存在するので、詳細については、財務会計学に関するテキストなどを参照してほしい。第二の手順は、一ノ宮[2004]に基づいた、利質に関する分析である。今回の分析では、五つの班全てが一ノ宮[2004]の P93 に示された評価項目を用いて分析を行った。その評価項目については、下の表のとおりである。

【図表 1-1　評価項目の定義】

利質の特性	評価項目	定　　義
利　益 の 持続可能性	安定性	1998 年度～2002 年度の 5 年間における連結当期純利益の標準偏差
	リスク	2002 年度の連結資産項目の内、時価変動やリスクの高いと考えられる項目として、「有価証券・投資有価証券・繰り延べ税金資産」を選び、その合計金額の総資産に占める比率
	成長性	2000 年度～2002 年度における連結売上高の平均成長率
	反復性	1998 年度～2002 年度の 5 年間における特別損益が、連結調整前当期純利益に占める比率の平均

会計処理の保守性	利益操作	2002年度における「裁量的処理額÷前期末総資産」で算出（連結ベース）し、裁量的処理額は以下のように算出する 発生処理額＝当期純利益－営業キャッシュフロー 裁量的処理額＝当期発生処理額－前期発生処理額
	裁量的支出	設備投資の変化率－売上高の変化率で算出（連結ベース） 変化率は2001年度からの変化率とした
	堅牢性	2000年度～2002年度における連結キャッシュフローマージン（営業キャッシュフロー÷売上高）

（一ノ宮[2004]P93表3－9を引用）

以下、各項目の見方について簡単に説明する。まず、一ノ宮氏は、利質の高い利益の特性として、利益の持続可能性と、会計処理の保守性という二つを挙げている。利質の高さは、長期間にわたり同じ水準を維持できる利益かどうかと、十分に保守的（利益の過大な計上が困難）な会計処理の下で算出された利益であるかという二つの基準によって決まると一ノ宮氏は考えているのである。

次に、それぞれの特性を決定する要因となる評価項目について見てみよう。

<利益の持続可能性>

安定性・・・連結当期純利益の標準偏差は、低いほうが利質は高いと判断できる。つまり、連結当期純利益が毎期同じ水準の値を維持し続けていてブレが少ないほうが、利益に安定性および持続可能性があるということである。

リスク・・・有価証券・投資有価証券および繰延税金資産は、それらが総資産に占める比率が低いほど、利質が高いと判断できる。時価変動などのリスクを受けやすく、また利益の捻出に使われる可能性のある項目や、経営者の恣意的な資産過剰計上の可能性がある項目の割合ができるだけ小さいほうが、毎期の利益の平準化、安定化にとってよいということである。

成長性・・・連結売上高の平均成長率が高いほうが、利質は高いと判断できる。連結売上高が毎期成長しているほうが、突発的な費用の増加に対応でき、毎期の利益の持続可能性にとってよいということである。

反復性・・・特別損益の連結当期純利益に占める割合が低いほど利質は高いと判断できる。
特別損益になるべく影響されない利益のほうが、持続可能性は高いということである。

<会計処理の保守性>

利益操作・・・裁量的処理額が少ないほうが、利質は高いと判断できる。裁量的処理額は、当期純利益から営業キャッシュフローを引いて算出されるが、その当期純利益のうちできるだけ大部分がキャッシュフローを伴ったものであるほうが、経営者の裁量が入る余地が少なく、会計処理が保守的であるといえるということである。

裁量的支出・・・(設備投資＋研究開発費）の変化率と売上高の変化率の差が大きいほうが、利質は高いと判断できる。設備投資や研究開発費の計上を抑えることで利益額を大きくするような会計処理より、設備投資や研究開発費を計上することで利益額が少なく計上されるような会計処理のほうが保守的であるということである。

堅牢性・・・連結キャッシュフローの売上高に対する比率が高いほど、利質は高いと判断できる。売上高が連結キャッシュフローに対応したものになるように算出されているほど、その算出方法（言い換えれば会計処理）は保守的であるといえるということである。

分析による点数付けについて簡単に説明する。基本的には、一ノ宮氏の論文で行われているのと同じ方法で点数付けを行う。財務分析と利質分析それぞれについて、十社のうち一位の企業を十点、二位の企業を九点というように点数付けする方法である。班によっては、利質分析による点数付けを上で紹介した算出方法によって出た値そのものを用いる形にしている班もある。

また、今回の利質分析による各企業の点数について、財務分析のいくつかの指標との相関関係を調べる試みも、大部分の班が行っている。これは、一ノ宮[2004]に基づいて行った利質分析が、従来から用いられていて一定の信頼をするに足りるような財務指標と相容れるものであることを示すことによって、利質分析が企業分析に役立つ

ものであることを示すという狙いがあると思われる。

参考文献

一ノ宮士郎[2004]『**利益の**質による企業評価－利質分析の理論と基本的枠組み－』　日本政策投資銀行設備投資研究所編

伊藤邦雄[1985]「会計政策と財務戦略－ミッシング・リンクの探求」『ビジネスレビュー』第33巻1号　日本経済新聞社

第２章　実証結果の分析とその解釈

第１節〔私鉄〕

戎野順一　津田航　土屋有介　仲永佳世　竹下哲生　西村顕倫

2-1-1　問題意識

本グループでは、利質が将来予見性や利益の持続可能性を示すものであることに着目して、利質と投資家の投資意思決定との間にいかなる関係があるのかを考察する。

2-1-2 リサーチ・デザイン

2-1-2-1　サンプル

サンプル企業は、2004 年 8 月 1 日時点において東証 1 部に上場している私鉄 10 社とした。当該 10 社は、京王電鉄、京成電鉄、京浜急行電鉄、阪急電鉄、阪神電気鉄道、小田急電鉄、西武鉄道、東京急行電鉄、東武鉄道、名古屋鉄道の 10 社である。

2-1-2-2　利質による企業評価の手法

一ノ宮士郎著、『利益の質による企業評価－利質分析の理論と基本的枠組み－』のｐ.92～94 に記されている評価方法に基づいて企業評価を行う。

2-1-3　業界分析

日本の鉄道会社をめぐる事業環境は引き続き厳しい。主力の鉄道事業は、総括原価方式により低水準ながら安定した収益を維持している。しかし、現在のデフレ状況下では運賃の値下げは難しく、また経済情勢の悪化や少子高齢化により、輸送量は減少の一途をたどっている。レジャーや小売などの事業も、日本の経済低迷が続く中、消費の低迷に本格的な回復の兆しは見られず、顧客の思考の多角化や競争の激化も相まって、引き続き苦戦が予想される。不動産事業も、地価の回復が見込まれない中、収益基盤を回復させるのは困難と見られ、鉄道会社にとって非鉄道事業は引き続き収益の圧迫要因となると考えられる。

こうしたなか、日本の鉄道会社が現在の信用力を維持できるかどうかは、十分なコスト削減や事業再編を迅速に実施し、事業環境の悪化に対する抵抗力を高めるべく体質改善できるかにかかっている。

2-1-4　実証結果と解釈

2-1-4-1　2004年3月期における利質による企業評価ランキング

【図表 2-1-4-1　利益の持続可能性】

企業名	安定性		リスク		成長性		反復性		換算点
	値	点数	値	点数	値	点数	値	点数	
京王	46.12	9	0.127	4	1.006	6	(0.93)	4	13.8
京成	95.48	7	0.181	1	1.014	7	0.29	8	13.8
京急	45.15	10	0.056	9	0.995	4	(0.21)	9	19.2
阪急	330.07	3	0.150	2	1.056	9	(9.12)	1	9
阪神	48.18	8	0.132	3	1.031	8	(0.47)	6	15
西武	159.76	5	0.056	10	1.000	5	0.75	5	15
小田急	123.30	6	0.080	7	0.974	1	(5.85)	2	9.6
東急	290.09	4	0.115	5	1.096	10	(0.43)	7	15.6
東武	408.03	2	0.064	8	0.986	2	(0.15)	10	13.2
名鉄	601.65	1	0.110	6	0.987	3	(2.05)	3	7.8

【図表 2-1-4-2　会計処理の保守性】

企業名	利益操作		裁量的支出		堅牢性		換算点
	値	点数	値	点数	値	点数	
京王	(0.056)	10	0.060	7	0.111	7	9.6
京成	0.001	3	(0.087)	3	0.101	5	4.4
京急	(0.010)	7	(0.032)	5	0.170	9	8.4
阪急	0.048	2	0.083	9	0.060	1	4.8
阪神	(0.012)	8	0.079	8	0.100	4	8
西武	(0.002)	4	(0.253)	1	0.133	8	5.2
小田急	(0.010)	6	(0.166)	2	0.107	6	5.6
東急	(0.007)	5	(0.076)	4	0.075	2	4.4
東武	(0.023)	9	0.005	6	0.094	3	7.2
名鉄	0.669	1	0.345	10	0.355	10	8.4

【図表 2-1-4-3　総合順位】

企業名	利質順位	総合点	利益の持続可能性の換算点	会計処理の保守性の換算点
京王	2位	23.4	13.8	9.6
京成	7位	18.2	13.8	4.4
京急	1位	27.6	19.2	8.4
阪急	10位	13.8	9	4.8
阪神	3位	23	15	8
西武	5位	20.2	15	5.2
小田急	9位	15.2	9.6	5.6
東急	6位	20	15.6	4.4
東武	4位	20.4	13.2	7.2
名鉄	8位	16.2	7.8	8.4

2-1-4-2-1　利質と PER との関係

〈問題提起〉

株式評価を前提に、Hawkins et al.[1978]は、利質と PER の関係について、以下の 5 つの要因から、「利質が高いならば、PER も高い」という関係があると指摘している。

要因：

① 利質は保守性と関係している。効率的市場理論によれば、市場は会計方針の差異を見抜き、表面上の利益数値にもかかわらず、企業を同等に評価する（透視仮説）。従って、PER は当然保守的な会計方針を採用した企業のほうが高くなること。

② 利質の高低は、利益の変動性や不確実性に関連している。市場は不確実性を嫌うため、利質の高い企業は利益の変動性は低く、一方将来の利益の予測可能性が高いことから、そのような企業の PER も高くなること。

③ 利質の特性は、現在の配当支払能力や分配可能なキャッシュフローに関連する。従って、高い利質は国内事業に起因する利益であり、分配可能性があることになる。配当に関心がある投資家には、高い利質の企業に投資を集中させる誘因が存在すること。

④ 利質は経済的実態に対する近似性の程度で定義される。主観的な評価であるが、経済的実態は、利質が低いよりもましであるという点で評価されること。

⑤ 利質を判断する場合、投資家の中には「理解容易性」を重視するものがある。つまり投資家としては、同じような利益金額と予想利益数値のある複数の企業に直面し

たならば、容易に分析できる企業により価値を置く可能性がある。

そこで、実際に当該関係が成り立つのかを分析する。

〈分析手法〉

2004年3月期における利質による企業評価ランキングと2004年3月末のPER（発行済株式総数は期末時点における株式総数を使用、以下同じ）による順位付けとを回帰分析にかける。

〈分析結果〉

【図表2-1-4-4　PERによる順位付け】

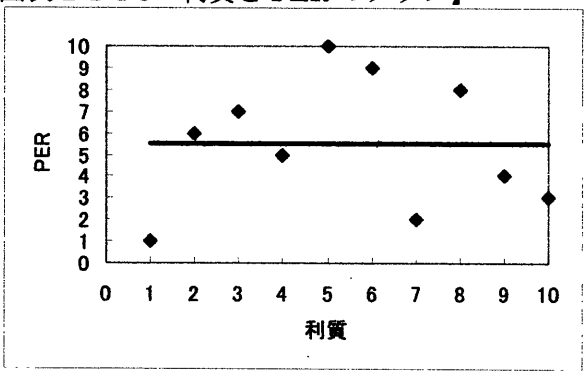
企業名	PER	順位
京王	26.5	6位
京成	111.0	2位
京急	114.1	1位
阪急	94.3	3位
阪神	19.6	7位
西武	-73.2	10位
小田急	52.7	4位
東急	-59.0	9位
東武	30.6	5位
名鉄	14.2	8位

【図表2-1-4-5　利質による順位】

企業名	総合点	利質順位
京王	23.4	2位
京成	18.2	7位
京急	27.6	1位
阪急	13.8	10位
阪神	23	3位
西武	20.2	5位
小田急	15.2	9位
東急	20	6位
東武	20.4	4位
名鉄	16.2	8位

上記のPERによる順位と利質による企業評価ランキングを回帰分析した結果、以下のような結果となった。

【図表2-1-4-6　利質とPERのグラフ】



【図表 2-1-4-7　回帰分析の結果】

R2 : 0.00004

	係数	t	P-値
切片	5.407666	2.579676	0.032633
X 値 1	0.017422	0.050347	0.96108

(注)エクセル上において、補正 R2 がマイナスというイレギュラーな数値になることがあったため、以降では重決定 R2（以降 R2 と記す）を用いた

〈解釈〉

R2 がほとんど 0 に近い値となっている事からも分かるように、利質と PER に相関関係は認められなかった。

そして、なぜこのような結果になったのかを考察したところ、本グループでは以下のように考えた。それは、PER は当期純利益に基づいて算出していたが、特別損益は偶発的・一時的なものが多いため、実務家の間においては、本業を重視するため、営業利益や事業利益等を用いて PER を算出することから、当期純利益を用いて算出した PER と企業の成長性への投資家の期待との間にギャップが生じていたからではないかというものである。そこで、以下の分析を行った。

2-1-4-2-2　利質と営業利益・事業利益・経常利益を用いて算出した PER との関係

〈問題提起〉

当期純利益ではなく、実務家の間で用いられる営業利益・事業利益・経常利益を用いて算出した PER ならば、企業の成長性への投資家の期待を反映して、利質との間に相関関係があるのではないかと考え、利質と営業利益・事業利益・経常利益を用いて算出した PER との間の関係を調べてみる。

〈分析手法〉

2004 年 3 月期における利質による企業評価ランキングと 2004 年 3 月末の営業利益・事業利益・経常利益を用いて算出した各 PER による順位付けとを回帰分析にかける。なお、事業利益は、営業利益に受取利息・受取配当金と持分法による投資利益を加えたものとする。

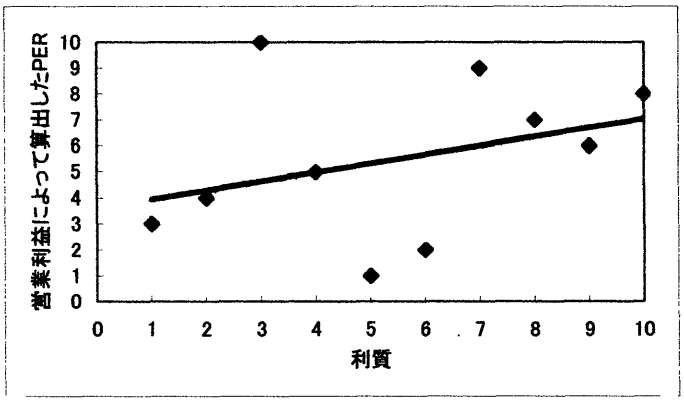
【図表 2-1-4-8　各利益に基づいて算出した PER による順位付け】

企業名	PER(営業)		PER（事業）		PER(経常)	
	値	順位	値	順位	値	順位
京王	11.2	4位	11.0	4位	13.0	5位
京成	5.9	9位	4.7	10位	7.6	8位
京急	12.8	3位	12.6	2位	18.3	2位
阪急	6.0	8位	5.5	8位	7.5	9位
阪神	4.9	10位	4.8	9位	6.5	10位
西武	27.3	1位	82.7	1位	27.5	1位
小田急	8.5	6位	8.3	6位	12.4	6位
東急	12.8	2位	11.1	3位	14.1	4位
東武	10.0	5位	8.4	5位	15.1	3位
名鉄	8.4	7位	8.1	7位	10.8	7位

上記の各利益に基づいて算出した PER による順位と利質による企業評価ランキングと回帰分析した結果以下のような結果になった。

・　営業利益を用いて PER を算出した場合

【図表 2-1-4-9　利質と PER(営業利益)のグラフ】



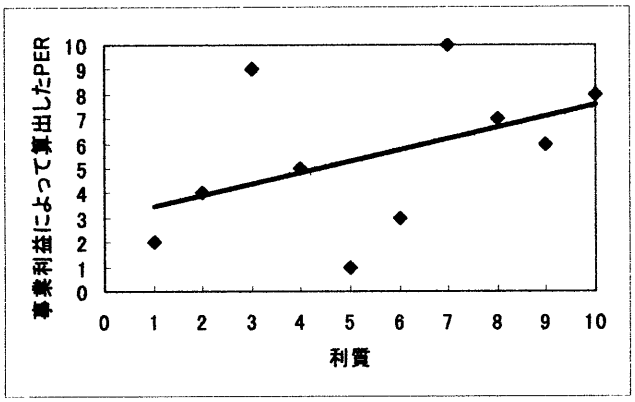
【図表 2-1-4-10　回帰分析の結果】

R2：0.0093

	係数	t	P-値
切片	3.6	1.74869	0.118469
X 値 1	0.345455	1.041194	0.328227

・　事業利益を用いて PER を算出した場合

【図表 2-1-4-11　利質と PER(事業利益)のグラフ】



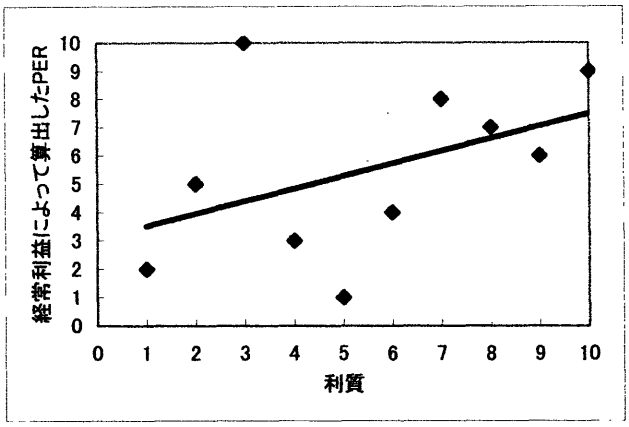
【図表 2-1-4-12　回帰分析の結果】

R2：0.1074

	係数	t	P-値
切片	3	1.535299	0.163259
X 値 1	0.454545	1.443376	0.186905

・ 経常利益を用いてPERを算出した場合

【図表 2-1-4-13　利質とPER(経常利益)のグラフ】



【図表 2-1-4-14　回帰分析の結果】

R2 : 0.0952

	係数	t	P-値
切片	3.066667	1.558773	0.157668
X 値 1	0.442424	1.395357	0.200423

〈解釈〉

当期純利益を用いてPERを算出したときよりも、いずれの場合とも補正R^2が高くはなったものの、依然としてR2が0.1前後という低い値となってしまった。よって、利質とPERとの間には相関関係が認められず、Hawkins et al.[1978]が指摘した「利質が高いならば、PERも高い」という関係は日本の鉄道会社には当てはまらなかった。

そこで、Hawkins et al.[1978]が「利質が高いならば、PERも高い」と言う関係を指摘するにいたった5つの要因のうちいずれの要因が、日本の鉄道業界に当てはまらなかったため、当該関係が日本の鉄道業界でおいて認められなかったかを考える。そこで、当該5つの要因について、どれが成り立ち、どれが成り立たないのか以下で考察する。

2-1-4-2-3　要因①について

〈問題提起〉

要因①において、市場は会計方針の差異を見抜き、表面上の利益数値にもかかわらず、企業を同等に評価するので、PER は当然保守的な会計方針を採用した企業のほうが高くなるという記述があるが、実際に市場は会計方針の差異を見抜き、投資家は保守的な会計方針を採用している企業により価値を置いているのかを考察する。

〈分析手法〉

利質による企業評価ランキングのうち会計処理の保守性に関する評価項目のみによる順位と当期純利益・営業利益・事業利益・経常利益を用いて算出した PER の順位とを回帰分析にかける。

【図表 2-1-4-15　回帰分析の結果】

用いた利益	R2	係数	t 値
当期純利益	0.00095	5.133333	2.375912
営業利益	0.00185	5.066667	2.346122
事業利益	0.03636	4.266667	2.010739
経常利益	0.01366	4.666667	2.173793

〈解釈〉

以上のように、どの利益を用いても R2 が 0.1 未満という低い数値になった。これより、会計処理の保守性と PER との間に相関関係はなかったといえる。これは、
市場は効率的市場では有り得ず、そのため市場が必ずしも会計方針の差異を見抜くことができないためであり、また、投資家の中にも非合理的投資家が存在するためであると思われる。

以上より、要因①は成り立たなかった。

2-1-4-2-4　要因②について

〈問題提起〉

要因②において、市場は不確実性を嫌うため、利質の高い企業は利益の変動性は低く、一方将来の利益の予測可能性が高いことから、そのような企業の PER も高くなるという記述がある。それでは、実際に、投資家は利質の高い企業について利益の変動性が低いと予想しているのか、また、その様なリスクの少ない企業に価値を置いてい

るのかを考察する。

〈分析手法〉

①まず、利質の高い企業について投資家が将来において利益の変動性が低いと予想しているのかを調べる。具体的方法としては、利質による企業評価ランキングとアナリスト予想による今後1年間の1株当たり利益（EPS）の成長率の絶対値の順位とを回帰分析にかける。なお、投資家予想には、Yahoo!ファイナンス（http://www.yahoo.co.jp/）のリサーチに示されている1株当たり利益の今後1年間の成長率を用いる。

②また、市場が実際に不確実性を嫌うかどうかを調べるために、利質の評価項目のうち将来予見性を示すと思われる安定性・リスク・反復性を足した合計によって順位付けを行う。そして、その安定性・リスク・反復性の合計の順位と当期純利益・営業利益・事業利益・経常利益に基づいて算出したPERによる順位とによって回帰分析にかける。

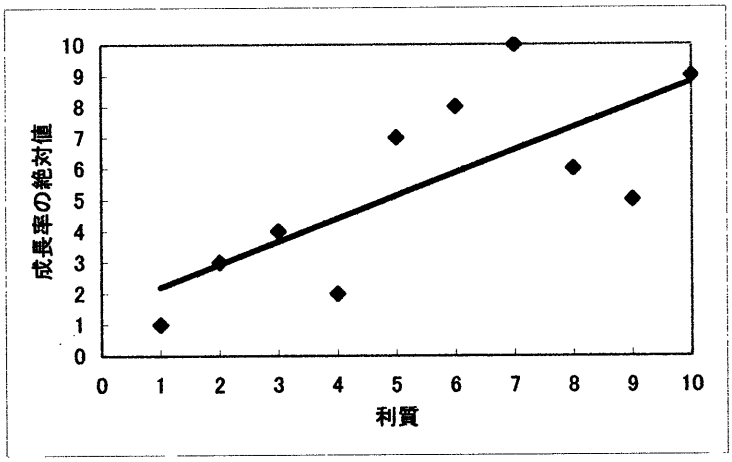
① について

【図表2-1-4-16　今後1年間の1株益の成長率とその絶対値】

企業名	今後1年間の1株益の成長率（%）	成長率の絶対値（%）
京王	20.4	20.4
京成	716.8	716.8
京急	1.6	1.6
阪急	640.9	640.9
阪神	(33.1)	33.1
西武	133.4	133.4
小田急	(57.8)	57.8
東急	315.1	315.1
東武	3.3	3.3
名鉄	(115.6)	115.6

注：() 内の数値はマイナス

【図表 2-1-4-17　利質と成長率の絶対値のグラフ】



【図表 2-1-4-18　回帰分析の結果】

R2：0.48

	係数	t	P-値
切片	1.466667	0.983378	0.354223
X値 1	0.733333	3.050851	0.015801

② について

【図表 2-1-4-19　各企業の安定性・リスク・反復性の合計値とその順位】

企業名	安定性・リスク・反復性の合計値	順位
京王	17	4 位
京成	16	6 位
京急	28	1 位
阪急	6	10 位
阪神	17	4 位
西武	20	2 位
小田急	15	8 位
東急	16	6 位
東武	20	2 位
名鉄	10	9 位

【図表 2-1-4-20　PER と各種利益との回帰分析の結果】

用いた利益	R2	係数	t 値
当期純利益	0.00125*	5.678082	2.767584
営業利益	0.1496	3.006849	1.684627
事業利益	0.2488	2.591324	1.54467
経常利益	0.3808	2.116438	1.389571

〈解釈〉

①の結果から、R2 が 0.48 というある程度高い値となったことから、利質と 1 株益成長率の間にある程度の相関関係が認められる。よって、投資家は利質が高い企業について将来において利益の変動性が低いと予想していると言える。しかし、利質は過去の財務データに基づいて算出されおり、その中には利益の変動性が低いことを示す安定性やリスクなどの評価項目が含まれているので、投資家は過去利益の変動性が低かった企業について将来も利益の変動性が低いと予想するのであれば、トートロジーなってしまう。そこで、トートロジーであるかどうかは、下記の **2-1-4-2-5** で考察する。

②の結果から、経常利益を用いて PER を算出した場合、R2 が 0.3808 という値となり、少しは相対関係が見て取れるが、その他の利益を用いた場合には、やはり補正 R^2 は低い値で推移している。これより、市場は不確実性を嫌うとは限らないという結論に達した。

以上より、投資家は実際に利質の高い企業について利益の変動性が低いと予想しているが、投資家は不確実性を嫌うとは限らないため、利益の変動性の低い企業により価値を置く訳ではないと今のところ結論付けられる。よって、要因②は成り立たない。

2-1-4-2-5　トートロジーについて

〈問題提起〉

上記のように、利質の高い企業に対して、投資家は将来利益の変動性が低いと予想しているが、それが利質の高い企業が過去において利益の変動性が低かったために、投資家が過去の財務データのみに基づいて将来利益の変動性が低いと予想したのかを考察する。

〈分析手法〉

過去1年間・3年間・5年間の営業利益・経常利益・1株当たり利益のそれぞれの平均成長率と上記の2-1-4-2-4で示した今後1年間の1株当たり利益の成長率とを回帰分析にかけて、関係を調べる。

【図表 2-1-4-21　営業利益（単位は%、以下同じ）】

企業名	過去1年間	過去3年間	過去5年間
京王	1.1	7.3	10.9
京成	3.3	7.5	22.8
京急	(0.3)	8.9	7.7
阪急	(0.1)	5.5	18.2
阪神	26.8	12.1	12.1
西武	(0.3)	0.6	5.8
小田急	1.4	(0.1)	7.0
東急	(24.4)	1.1	6.7
東武	(26.2)	(3.7)	1.8
名鉄	12.2	11.4	19.7

【図表 2-1-4-22　回帰分析の結果】

	R2	係数	t値
過去1年間	0.0272*	0.7427	0.125436
過去3年間	0.0008*	5.146434	2.501004
過去5年間	0.1881	9.287296	4.103962

【図表 2-1-4-23　経常利益】

企業名	過去 1 年間	過去 3 年間	過去 5 年間
京王	5.1	9.6	15.8
京成	7.0	15.1	14.5
京急	2.7	31.1	32.9
阪急	19.5	16.0	66.3
阪神	39.8	25.6	23.9
西武	(1.1)	154.1	137.3
小田急	11.4	6.9	20.6
東急	2.0	54.4	33.3
東武	(22.6)	14.4	29.8
名鉄	16.1	21.3	(6100.2)

【図表 2-1-4-24　回帰分析の結果】

	R2	係数	t 値
過去 1 年間	0.0008	7.743152	1.248382
過去 3 年間	0.0001	35.10971	2.059588
過去 5 年間	0.1089	-922.92	-1.30027

【図表 2-1-4-25　1 株当たり利益】

企業名	過去 5 年間	過去 3 年間	過去 5 年間
京王	3.5	72.2	34.3
京成	(77.4)	(300.4)	(215.1)
京急	36.5	35.4	50.3
阪急	(103.5)	(739.3)	(413.8)
阪神	52.8	19.6	111.3
西武	(884.0)	(863.7)	(539.6)
小田急	(9.2)	218.2	60.4
東急	(460.0)	(223.4)	(519.1)
東武	22.8	(458.8)	(278.8)
名鉄	(143.8)	(6534.4)	(3922.2)

【図表 2-1-4-26　回帰分析の結果】

	R2	係数	t 値
過去 1 年間	0.0211	-132.696	-1.16866
過去 3 年間	0.0573	-1141.55	-1.50421
過去 5 年間	0.0479	-707.466	-1.55337

〈解釈〉

以上の結果のように、いずれの R2 も低い値となった。これより、投資家が企業の過去の財務データのみを使って、2-1-4-2-4 で示した今後 1 年間の 1 株当たり利益の成長

率を導き出すことは不可能であるという結論に達した。つまり、投資家は、財務分析以外にも企業を訪問するなどして財務分析では入手不可能な情報を手に入れて、それらに基づいて企業の業績予測を行っているのである。よって、投資家が利質の高い企業に対して将来利益の変動性が低いと予測していることを証明することはトートロジーではない。

2-1-4-2-6　要因③について

〈問題提起〉

要因③において、高い利質は国内事業に起因する利益であり、分配可能性があることになり、そして、配当に関心がある投資家には、高い利質の企業に投資を集中させる誘因が存在すると指摘している。しかし、実際に利質の高い企業の方が、利益の分配可能性を有しており、配当が多いのかを考察する。

また、現在の投資家の多くは、配当といったインカム・ゲインよりもキャピタル・ゲインにより一層の関心を持っているように思われる。そこで、配当の多寡とPERの関係についても考察する。

〈分析手法〉

①2004年3月期における利質による企業評価ランキングと2004年3月期における1株当たり配当金の多寡による企業の順位付けとを回帰分析にかけて、相関関係を調べる。

②2004年3月期における1株あたり配当金の多寡による順位付けと2004年3月末時点の各利益に基づいて算出したPERとを回帰分析にかけて、相関関係を調べる。

右図は【図表2-1-4-27　1株当たり配当金と配当性向】

〈分析結果〉

①（注）配当性向は、配当総額を連結当期純利益でわったもの。配当性向の欄の－は当期純利益がマイナスのため測定不能の意味で、一方、斜め線は配当性向を求めていない事の意味。

企業名	1株当たり配当金(円)	配当性向（%）
京王	6	
京成	4.75	
京急	5	23.4
阪急	0	
阪神	5	30.8
西武	5	－
小田急	5	45.7
東急	5	－
東武	5	33.0
名鉄	2.5	

【図表 2-1-4-28　回帰分析の結果】

R2 : 0.415

	係数	t	P-値
切片	-0.4	-0.21898	0.832149
X 値 1	0.8	2.717465	0.026352

（参考）

日本の企業の多くは、利益の多寡にかかわらず、慣習的に 1 株当たり配当金を変更しないことが多い。そこで、1 株当たり配当金が 5 円となった 6 社の配当性向を求め（うち 2 社は当期純利益がマイナスのため測定不能）、1 株当たり配当金が同じ 4 社の中で分配可能性の優劣（配当性向が低いほうが優）をつけ、それを利質による企業ランキングと比較する。

【図表 2-1-4-29　配当性向の上位 4 社の利質順位】

配当性向の順位	企業名	利質順位（10 社のうち）
1 位	京急	1 位
2 位	阪神	3 位
3 位	東武	4 位
4 位	小田急	9 位

右記のように、分配可能性の優劣と利質順位が完全に一致した。しかも、利質の得点と配当性向を回帰分析した結果、R2 が 0.9568 という異常に高い値となった。以上より、やはり利質と分配可能性とは深い関係があるようである。しかし、サンプルが 4 社しかなく、1 株当たり配当金が同じという条件のもとで行っているので信頼性には乏しい。

【図表 2-1-4-30　PER と各種利益との回帰分析の結果】

用いた利益	R2	係数	t 値
当期純利益	0.0635*	6.372727	4.139017
営業利益	0.2232	3.572727	2.702467
事業利益	0.3065	3.354545	2.685519
経常利益	0.2365	3.536364	2.698097

②〈解釈〉

①と（参考）の結果から、利質と配当の間にはある程度の関係があるように思われる。

しかし、上述したように、日本の企業の多くは、配当金を変更しない傾向にあるために、当該関係は明確なものとまでは言えない。

②の結果からは、一番高い R2 が事業利益を用いて算出した PER を使ったときの 0.3065 というあまり高くない数値であるので、配当と PER の間にはあまり関係がな

いようである。やはり、何度も述べているように、日本の企業の多くが 1 株当たりの配当金 5 円で昔から変わらず配当してきたので、投資家が配当の多寡によって投資意思決定を行うということはないものと思われる。

以上より、要因③は成り立たない。

2-1-4-2-7　要因④について

〈問題提起〉

要因④において、経済的実態は利質が低いよりもましであるという点で評価されるという記述があるが、実際に経済的実態はそのように評価されているのか。

〈結論〉

要因④において、記述されているように、この経済的実態の評価方法は主観的なものである。よって、利質が低いよりもましであるといっても、当然投資家によってどの水準が低いのかは違ってくるので、一ノ宮士郎著、『利益の質による企業評価－利質分析の理論と基本的枠組み－』の利質による企業評価の方法においてもどの得点の場合には利質が低いと決めることはできないのである。さらに、経済的実態というものは、抽象的な概念であるので、絶対的な評価基準というものはないので、投資家が経済的実態をどのような基準で評価しているのかは分からない。

以上より、今回の研究で経済的実態は利質が低いよりもましであるという点で評価されているのかを判断することはできなかった。つまり、要因④の真偽については不明である。

2-1-4-2-8　要因⑤について

〈問題提起〉

要因⑤において、投資家は理解容易性の程度の違いにより投資意思決定を行うと記述されているが、実際そのようなことがあるのか。

〈結論〉

今回の研究では、東証 1 部に上場している 10 社をサンプルとしている。そのため、当該 10 社は当然証券取引法に基づいて財務諸表を作成しており、また、財務諸表において専門家にしか理解できないような脚注なども見受けられなかった。以上より、当該 10 社の理解容易性の程度に明確な差異がないと判断し、結果として今回の研究では要因⑤についての真偽はわからなかった。

2-1-5 まとめ

Hawkins et al.[1978]は、利質とPERの関係について、「利質が高いならば、PERも高い」という関係があると指摘しているが、日本の鉄道業界においては利質とPERとの間にはどのような方法を用いても相関関係は認められなかった。その原因としては、要因①～③（要因④⑤の真偽については不明）が成り立たないためであると思われる。

しかし、利質とPERの間に相関関係がなかったからといって、利質と投資家の投資意思決定の間に何の関係もなかったわけではない。利質の高い企業について、投資家が将来の利益の変動性が低いと予想していると思われることからも、利質は投資家の投資意思決定に何らかの影響を与えていることは確かである。

2-1-6 参考文献および参考ウェブサイト

一ノ宮士郎【2004】『利益の質による企業評価－利質分析の理論と基本的枠組み－』日本政策投資銀行設備投資研究所。

桜井久勝【1996】『財務諸表分析』中央経済社。

Yahoo! ファイナンス。

http://www.yahoo.co.jp/

Multex investor japan『マルテックス・東洋経済　銘柄分析レポート』。

http://www.retela.co.jp/mark/mark4000.html

各企業ウェブサイト。

http://www.keio.co.jp/

http://www.keisei.co.jp/

http://www.keikyu.co.jp/

http://www.hankyu.co.jp/

http://www.hanshin.co.jp/

http://www.seibu-group.co.jp/railways/

http://www.odakyu-group.co.jp/

http://www.tokyu.co.jp/index_flash.html

http://www.tobu.co.jp/

http://www.meitetsu.co.jp/

第2節〔小売　総合スーパー〕

田中宏和、梅垣大輔、石川雄大、岡本佐矢子、橋本哲平

2-2-1　問題意識

小売班では世間で一般的に企業を評価する際に使われる指標や、「小売」という業界がどのような特徴をもち、その特徴が色濃く反映されている指標などを今回の研究のテーマで使われる指標と照らし合わせ相関をなしているかを考察する。

2-2-2　リサーチデザイン

2-2-2-1　分析手法の概要

今回我がグループにおいて用いた手法は3つである。「従来の手法による財務分析」「PER」「差益率」である。それぞれを利質と比較することになる。

①　投資家が企業分析をする上で参考にするような財務分析と今回の研究テーマである利質分析のそれぞれにおいて10社比較した上で順位付けを行う。その上で従来の手法による財務分析では出てこなかった企業の実態を考察する。

②　利質を端的に表現可能な指標としてPERに目をつけた。そこでPERの10社比較を行い利質分析との相関関係があるかどうかを考察する。

③　今回われわれが小売業界の特徴を考察した上で、項目として重要であると思われる差益率において10社比較した上で順位づけを行い、相関関係があるかどうかを考察する。

2-2-2-2　調査対象企業10社

◆　10社の特徴

業態が食料品だけではなく衣料品、電化製品など様々な商品を取り扱う「総合スーパー」である。基本的にグループ企業の親会社である。そのうちイオン、イトーヨーカ堂、ダイエーなどは全国に店舗網を置き、西友、東急ストアは首都圏中心に、ユニーは東海地方を中心に、イズミ、フジ、イズミヤ、平和堂はそれぞれ地方を基盤としている。

◆　10 社の説明

以下では調査対象である 10 社の説明を行う。

企業名	特徴
イオン	1997 年、会社更生法適用を申請した「ヤオハンジャパン」（現マックスバリュ東海）や、2001 年にやはり会社更生法適用を申請した「マイカル」の再建に携わったり、地場スーパーマーケットやドラッグストアなどとの提携を盛んに行うなど、事業の拡大が続いている。
ユニー	総合スーパー。東海から関東・北陸に拡大している。ローコスト経営、大型店注力の傾向にある。2001 年 7 月に、傘下のサークル K とサンクスを経営統合した。それらの純粋持ち株会社としてシーアンドエスを設立する。2004 年 9 月、会社分割によってサークル K サンクスとして合併した。ユニーの持ち株比率は 47.4%となっている。
イトーヨーカ堂	東日本地盤の総合スーパー。セブンイレブン、ヨークベニマルなどグループ会社も高収益。2004 年 8 月中間連結決算は営業収益が 1 兆 7956 億 200 万円（前年同期比 1%増）、経常利益が 1118 億円（同 16%増）、当期純利益が 324 億円（同 40%増）となった。積極的な新商品投入や新規出店戦略を原動力に子会社のコンビニエンスストア「セブンイレブン・ジャパン」が増収増益を確保。消費低迷の厳しい環境下で売上、利益ともに前年同期の実績を上回った。アイワイバンク銀行を中心にした金融関連事業の収益が大きく改善したことも全体の業績を押し上げた。
イズミ	大型店一店を出店、閉鎖店舗はなく良好な経営を続けている。昨年久留米に出店、今年熊本・菊陽に出店、来年は熊本・八代に出店予定など九州への進出を加速させている。経営の方向としては複合ショッピングセンター“ゆめタウン”の展開によるドミナントエリアの拡大をおこなっている。
西友	拠点地域が首都圏中心の企業で、ウォルマートと資本、業務提携を行っている。最終赤字は 3 年連続となっており、当期純損益は 40 億円の赤字になる見通し（6 月中間連結決算では 28 億円の赤字）2005 年 7 月をメドに全店にウォルマート流の情報システムを導入する予定だ。

企業名	特徴
フジ	四国最大のチェーンストア。愛媛を地盤に広島など中国地区へも大型店を展開している。最近は増収増益となっている。広島などに６店舗出店させている。加工食品中心に低価格化だが、自社開発品や総菜強化で粗利益率を確保している。また出店費減で営業増益。３％の自社開発品比率は当面５％目標とする。来年度出店は５店程度でショッピングセンターが中心となっている。
ダイエー	３カ年の再建計画進めていたが、産業再生機構活用をめぐり銀行団と交渉の末ついに産業再生機構に身をゆだねることに。新再建計画では不採算店閉鎖促進、今後は食品スーパー特化してゆく方向になると思われる。また 11 月現在、再建支援で産業再生機構が公募するスポンサー企業に同業のイトーヨーカ堂やイオン、大手商社の三井物産、丸紅、住友商事などが名乗りをあげている。
平和堂	滋賀県で圧倒的シェアのスーパーで京阪方面のほか北陸進出しており、外食も育成している。基本コンセプトは「エクセレントカンパニーからグッド･ピープル･カンパニーへ」。「HOP カード」により顧客一人ひとりのパーソナルライフを把握し、信頼のネットワークを強めている。既存店の業績が低調だが、前期の７新店が好調である。情報システム活用等で販管費微増でも増益を確保している。店舗網拡大に伴い第２物流センターの準備に着手しており、大阪方面の出店強化を視野の立地にシフトしている。
イズミヤ	関西地盤の準大手スーパー、関東にも拠点。大阪・八尾にスーパーセンター１号を出店。従来型のチラシ中心の販売促進活動を見直し、「クラブカード」による FSP(フリーク・ショッパーズ・プログラム)による固定客作りへの取り組みなどの「vivid２１計画」で積極経営に転じた。結果、営業収益、営業利益、経常利益、当期純利益全てにおいて上昇した。
東急ストア	東急グループの食品スーパーで東京･神奈川が地盤となっている。大型店や高級スーパーも少数ではあるが存在。食品スーパー軸に 10 店舗を出店している。総額表示の影響等で既存店は前半苦戦だが、直取引や値下げロス改善で粗利益率は改善している。前期までの店舗閉鎖効果に加え、物流効率化上積みで営業増益は確保できたようである。

2-2-3　業界分析

総合スーパーは、現在における業態別売上シェアで見ると全体の 16.3%を占めており、その金額は約 7 兆 9422 億円である。

オーバーストアやバブル崩壊以来の景気低迷によって、今まで小売業界をリードしてきた百貨店や今回調査対象である「総合スーパー」などの大型店が衰退し、ドラッグストア・ホームセンター・衣料品スーパーなどの専門店が成長している。その理由としては、個人消費が『必要需要的』なものから『選択需要的』なものに変化したことが一因である。総合スーパーは衣食住すべての商品を品揃えしていることで消費者を惹きつけていたが、消費者のこのような変化によって総合スーパーはこれらの専門店と低価格競争をせざるを得なくて衰退しているのが現状である。しかしだからといって、小売業自体が衰退しているかというとそうではなく、総合スーパーの中においてもイズミ、フジ、平和堂などの地元を基盤とする中堅企業に関しては成長している、という点は注目しなければならないところである。また、今総合スーパーに代わって食品スーパーが注目されているということも忘れてはならない。そうはいっても業態内において、上位２～３社がシェアを拡大する一方、それ以外の会社は厳しい競争を繰り広げている。

総合スーパーの特徴としては、「薄利多売」という言葉で表されるように各地域で単一的な出店を展開し、本部で商品を一括購入するものの他社との競合のため販売単価を下げざるをえず、その結果販売単価が低いために利益率が低い売上規模の拡大で利益を確保しなければならない。また、出店展開が旺盛であることも挙げられる。それは、新規店舗を出店することでその情報を聞きつけた人々がその周辺に集まってくることで地域の活性化が進み、土地や建物の価値が高騰する。その価値の高騰によって店舗や土地を担保にして更なる新規出店のための借り入れを行っており、これを繰り返している。このように、規模の拡大を続けることが不可欠なビジネスモデルであるといえる。

総合スーパーに関する最近のトピックとしては、ダイエーの再建問題（国内外の大企業による合従連衡、京セラの稲盛和夫氏の再建ノウハウを活かしてダイエーの再建を目指すイオン）、などが挙げられる。現在は、景気は緩やかな回復傾向にあるものの家計所得が改善するにはしばらく時間がかかりそうな状況であり、これから小売業界に求められているのは、多様化する消費者ニーズへの対応力であると考えられるし、資金力のある外資や総合商社の動きが今後の小売業界を大きく左右するといっても過言ではない。

2-2-4　従来の手法による財務分析

2-2-4-1　概要

企業が財務諸表を公表するのは株主のためであり、投資家のためである。そのような株主や投資家が企業をチェックするときに、財務諸表から何を見出せばその企業の価値が客観的に把握できるかを表した指標というものが存在する。昨今ではインターネットの普及に伴いデータの閲覧も容易になった。我々の班では日本経済新聞社が提供する「IR データファイル」という Web サイトにおいて企業分析に使われる指標を参考にしながら、評価の行いやすい項目を参考に財務分析を行っていく。

2-2-4-2　財務分析の順位付けとなる指標

順位付けとなる項目	
収益性	ROE（自己資本利益率）
	ROA（総資産利益率）
安全性	流動比率
	固定比率
	ICR（ｲﾝﾀﾚｽﾄ・ｶﾊﾞﾚｯｼﾞ・ﾚｼｵ）
効率性	売上債権回転率
	棚卸資産回転率
	有形固定資産回転率
成長性	EPS（一株当たり利益）
	増収率
	営業利益増益率

【図表 2-2-4-1　財務分析の評価項目】

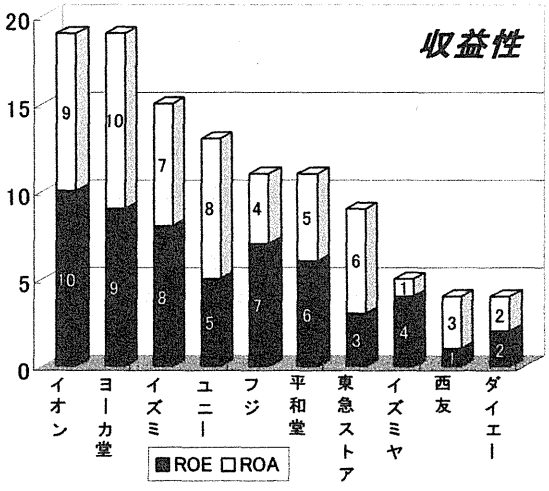
大まかな指標として「収益性」「安全性」「効率性」「成長性」という指標から企業を相対評価することが可能であると思われる。それぞれの指標を数値化できるものとして【図表 2-2-4-1】の項目があげられる。それぞれの項目において、1998 年度～2002 年度までの過去５年のデータを算出し、過去５年の平均を 10 社の中で比較し数値の良好な順に１位：10 点～10 位：１点のように点数付けを行っていくことにする。（【図表 2-2-4-2】を参照のこと）なお、詳細な結果については 2-2-9 の資料に掲載している。

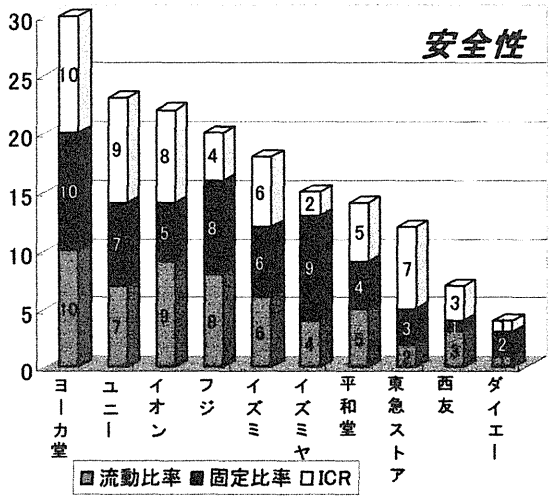
順位	1位	2位	3位	4位	5位	6位	7位	8位	9位	10位
点数	10点	9点	8点	7点	6点	5点	4点	3点	2点	1点

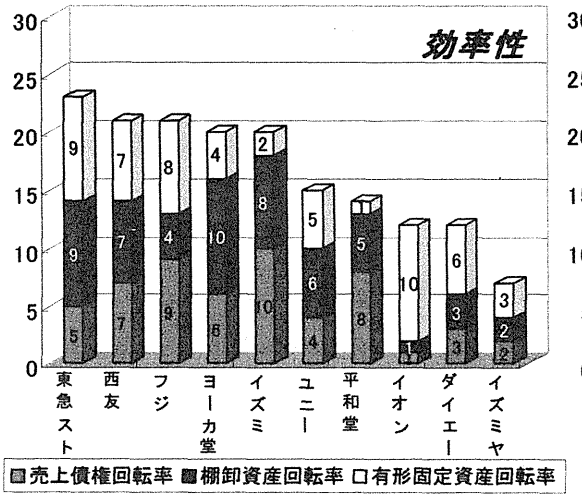
【図表 2-2-4-2　各項目の点数の付け方】

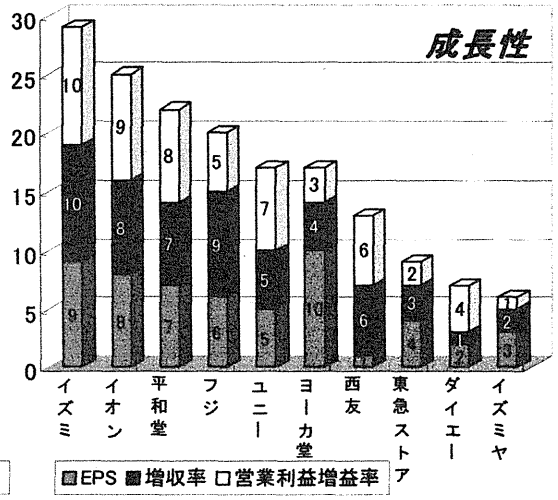
2-2-4-3　各指標による 10 社比較

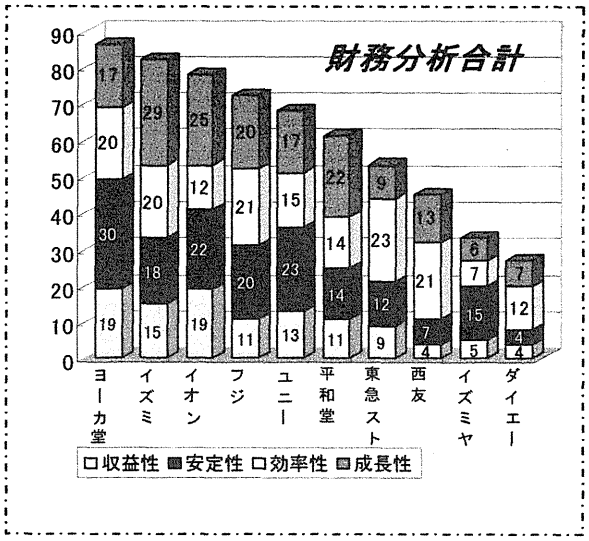
前項で述べた様に 10 社の相対比較を各項目において点数付けを行った。「収益性」「安全性」「効率性」「成長性」において棒グラフでランキングを表示しているので参考にしてほしい。











ヨーカ堂とイズミはすべての指標において安定した順位となっており、安定性で大きく上回ったヨーカ堂がイズミをしのいで1位となった。また、総合3位のイオンは効率性の悪さが順位に影響した。イズミヤは2000年度の決算で営業利益がマイナスとなってしまったのが順位に大きく響くことになった。また、効率性のグラフにおいて上位横並びとなっているのが特徴的であった。

2-2-5　利質分析

2-2-5-1　概要

今回の研究のテーマである「利益の質」の分析であるが、分析手法は他の班と同様に様々な要素を取り入れた一ノ宮士郎先生の論文で使われている手法を採用する。小売業界においてはどのように順位付けがなされるのか、そしてその結果と我々が行った「財務分析」、「差益率」とどれほどの相関をなすのかを考察することにする。

この章で分析した結果を 2-2-4 の財務分析、2-2-7 の PER 及び EPS、2-2-8 の差益率とそれぞれ順位を比較する。

2-2-5-2　利質の順位付けとなる指標

評価項目と点数付けによる利質評価に関しては一ノ宮先生の評価とまったく同じであるのでここでは割愛する。

2-2-5-3　10 社比較とランキング

前項の手法を用い 2002 年度における利質の順位の結果を表にすると【図表 2-2-5-1】のようになる。

【図表 2-2-5-1　2002 年度の利質分析結果の順位と点数】

企業名	順位	総合点	利益の持続可能性					会計処理の保守性			
			安定性	リスク	成長性	反復性	換算	利益操作	裁量支出	堅牢性	換算
イオン	7	16.6	5	4	9	1	*11.4*	5	2	6	*5.2*
ユニー	9	13.4	1	2	4	6	*7.8*	2	4	8	*5.6*
ヨーカ堂	2	29	10	8	5	10	*19.8*	7	6	10	*9.2*
イズミ	1	29.8	9	9	10	7	*21*	6	7	9	*8.8*
西友	5	18.6	4	3	7	3	*10.2*	10	8	3	*8.4*
フジ	4	23.4	7	6	8	8	*17.4*	4	9	2	*6*
ダイエー	10	10.4	2	5	1	2	*6*	1	5	5	*4.4*
平和堂	3	25	8	10	6	9	*19.8*	3	3	7	*5.2*
イズミヤ	8	13.6	3	7	2	4	*9.6*	8	1	1	*4*
東急ストア	6	18.2	6	1	3	5	*9*	9	10	4	*9.2*

財務分析において優良企業で 1 位、2 位を争うイズミとイトーヨーカ堂であるが、利質分析の結果においても同結果が得られた。特に「成長性」という面においては九州地方に順調に進出していることだけはあって、イズミの好調さは目を見張るものがある。

企業規模の 10 社の中では比較的大きく、多くの子会社を抱え込むイオンやユニーにおいては通常行われている財務の指標にくらべて結果的によくないものとなった。

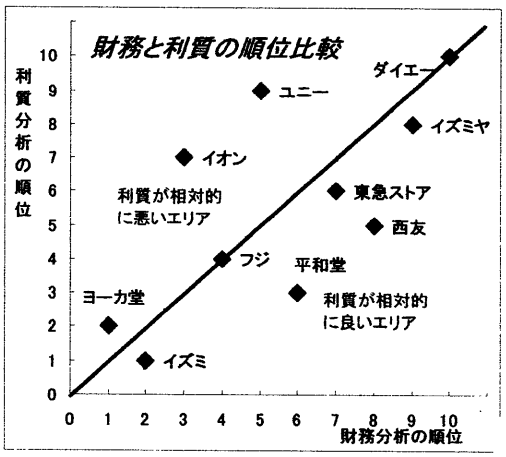
西友の利益操作に関することであるが、2002 年度決算で金融系子会社を売却し、それによる売却損で大きく特別損失を計上し、それが当期純利益を大きくマイナスにした。しかし大きくマイナス値を出したほうが点数をつける上で有利に働くため利益操作において大幅に順位を上げている、という現象もある。

利質順位	企業名	財務順位	企業名
1位	イズミ	1位	ｲﾄｰﾖｰｶ堂
2位	ｲﾄｰﾖｰｶ堂	2位	イズミ
3位	平和堂	3位	イオン
4位	フジ	4位	フジ
5位	西友	5位	ユニー
6位	東急ｽﾄｱ	6位	平和堂
7位	イオン	7位	東急ｽﾄｱ
8位	イズミヤ	8位	西友
9位	ユニー	9位	イズミヤ
10位	ダイエー	10位	ダイエー

【図表 2-2-5-2　利質と財務の順位】

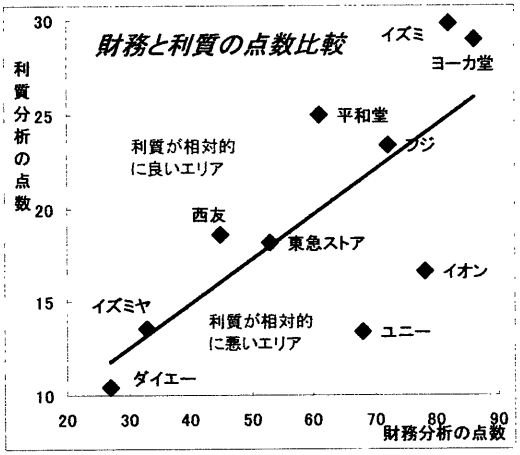
2-2-5-4　財務分析との相関関係

2-2-4-3 で出した財務分析の結果と 2-2-5-3 で出した 2002 年度の利質分析の結果の順位は右記のようになった。財務分析と比較すると、平和堂、フジなどの地元中堅企業が利質分析において相対的に順位を上げている。特に両者とも利益の持続可能性という側面から見れば、投資有価証券の保有の少なさや売上高の上昇率の良さが順位に好影響を与えている。一方、イオンやユニーなどの子会社を多く抱える規模の大きい企業は利質分析において順位を下げていると見て取れる。



【図表 2-2-5-3　財務と利質の順位比較】

上記の利質と財務の順位を散布図としてプロットしたのが【図表 2-2-5-3】のようになる。順位においてプロットしているので左下へ行けばいくほど、成績の良い企業が示される。線を境目に左上のエリアには利質が相対的に悪いイオンやユニーが、左下のエリアには利質の相対的に良い平和堂や西友が位置している。



【図表 2-2-5-4　財務と利質の点数比較】

次に利質分析の結果と財務分析の結果が数値的にどれほどの相関関係をなしているかをチェックするために、各分析で出した得点の合計同士を回帰分析にかけてみることにした。合計得点を【図表 2-2-5-3】と同じようにプロットした散布図が【図表 2-2-5-4】である。今度は点数付けによるものなので右上に行けばいくほど、成績の良い企業が表示される。【図表 2-2-5-4】に敷かれている線は近似曲線である。それぞれの合計点数を回帰分析にかけると、右下のような結果が算出された。補正 R2 はある程度相関が見られる数値を出している。t 値などから分析そのものも意味があるものと言える。

重相関 R	0.7302
重決定 R2	0.533192
補正 R2	0.474841
有意 F	0.016487

	t	P-値
切片	1.07045	0.315646
X 値 1	3.022859	0.016488

つまり世間一般的に対投資家情報として提供されるような指標が利益の質を分析する上での指標とある程度の相関があることが示された。しかしここで重要なのは相関関係があるなしではなく、財務の結果と利質の結果が大きく異なった企業についての検証であり、個別に考察する必要があると思われる。

2-2-5-5　個々の企業の考察

以下では財務と利質の順位の結果が大きく異なった企業について個々に検証していくことにする。個別の企業の算出結果は 2-2-9 の資料を参考にしてもらいたい。ここではイオンと平和堂、そして西友を検証することにする。

◆　イオン

イオンは財務分析結果に比べて利質が相対的にかなり悪い企業と位置づけられていた。

【図表 2-2-5-5　イオンの利質分析の成績結果】

企業名	順位	総合点	利益の持続可能性					会計処理の保守性			
			安定性	リスク	成長性	反復性	換算	利益操作	裁量支出	堅牢性	換算
イオン	7	16.6	5	4	9	1	*11.4*	5	2	6	*5.2*

上の表を見ればわかるが、特に「反復性」の面と「裁量的支出」の面において大きく順位を落としている。では個々の点数がどのように算出されたかの過程を確認したい。

【図表 2-2-5-6　反復性を図る指標】

反復性を図る指標	1998 年度	1999 年度	2000 年度	2001 年度	2002 年度
特別損益	-13447	-6664	-15537	-108518	-4046
調整前当期純利益	47087	58025	71878	6241	123385
比率	-28.56%	-11.48%	-21.62%	-1738.79%	-3.28%
5 年間平均					-443.79%

イオンは反復性において最下位であったが上の表を見てもらえればわかるとおり、2001 年度において特別損益（特別利益－特別損失）が大きくマイナスとなっており、その比率が 5 年間の平均に大きく影響を及ぼしていることがわかる。この特別損失のうちわけは『退職給付会計基準変更時差異処理額』が特別損失の半分以上の 680 億円となっている。しかし、それを除いてもまだ 4 年間の平均よりも大きい。ほかのうちわけに関しては『固定資産除却損』が 133 億円、『その他』が 253 億円となっている。イオンの特別損失の『その他』の項目は 5 年間を通じても他の 9 社よりも比率が多く、他企業が 1～2 割に対して、イオンは 3 割も存在し不透明な印象を受ける。

一方裁量的支出に関してはそれを算出する際の数値が【図表 2-2-5-7】のように出ているが、裁量的支出に関しては設備投資が前年度に比べて多ければ多いほど、売上高が前年度に比べて少なければ少ないほど、点数が高くなるというものであり、イオンの場合設備投資を減らして売上高

【図表 2-2-5-7　裁量的支出に関する数値】

裁量的支出	2001 年度	2002 年度
設備投資	149256	119536
売上高	2726908	2853795

を増加させているため、利質が低いという結果になってしまった。

◆ 平和堂

財務分析結果に比べて利質が相対的に良い企業と位置づけられた。

【図表 2-2-5-8　平和堂の利質点】

企業名	順位	総合点	利益の持続可能性					会計処理の保守性			
			安定性	リスク	成長性	反復性	換算	利益操作	裁量支出	堅牢性	換算
平和堂	3	**25**	8	10	6	9	***19.8***	3	3	7	***5.2***

【図表 2-2-5-8】を見てもわかるとおり平和堂は特に利益の持続可能性の点において高得点を出している。しかし、一方で財務分析においてはあまり良好ではない数値が出ている。そこで、何故利質がよかったのかではなく、何故通常の財務分析で悪い数値が出たかを検証することにする。まず、【図表 2-2-5-9】の平和堂の財務データを見てみる。

【図表 2-2-5-9　平和堂の当期純利益に関する財務データ】

	1998 年度	1999 年度	2000 年度	2001 年度	2002 年度
当期純利益	2414	1422	1754	2485	4814
自己資本	75606	75783	76447	78965	81917
ROE	3.19%	1.88%	2.30%	3.20%	5.98%

利質の安定性が非常に良いのは当期純利益がマイナスになることなく安定的に数値を出しているからである。しかし、一方で当期純利益そのものは非常によい数値ではなく ROE として計算すると 10 社中 5 位である。

【図表 2-2-5-10　平和堂の安全性に関する財務データ】

	1998 年度	1999 年度	2000 年度	2001 年度	2002 年度
流動比率	70.66%	60.51%	50.66%	44.67%	56.34%
固定比率	294.43%	292.01%	316.61%	293.36%	272.39%

平和堂は利益を比較的安定的に生み出してはいるものの流動比率や固定比率などの財務の安全性において【図表 2-2-5-10】のような数値結果が出ており順位としては、ほぼ中間層に位置する結果となった。きわめて悪くはないものの、平和堂の中の他の指標に比べると低いものである。特に流動比率はここ数年停滞気味である。流動比率を算出する際の流動負債において短期的な社債発行や商品券などによる流動負債がここ数年多いのが流動比率を低くしている原因であると思われる。

◆ 西友

平和堂同様財務分析結果に比べて利質が相対的に良い企業と位置づけられた。

【図表 2-2-5-11　西友の利質点】

企業名	順位	総合点	利益の持続可能性					会計処理の保守性			
			安定性	リスク	成長性	反復性	換算	利益操作	裁量支出	堅牢性	換算
西友	5	18.6	4	3	7	3	*10.2*	10	8	3	*8.4*

相対的によいと言っても利益の持続可能性に部分については下位クラスである。イオンとユニーが大きく順位を下げている為代わりに西友と入れ替わったという印象の方が強い。成長性については増収率のみで見ているので実際に利益をしっかり生み出せる体質にはなっていない。ここでは順位を相対的に上げた利益操作についてみてみることにする。

【図表 2-2-5-12　利益操作に関連する財務データ】

裁量的処理の度合い	2001 年度	2002 年度
当期純利益	5200	-90844
営業活動による CF	22615	24214
差額	-17415	-115058
裁量的処理額		-97643
2001 年度総資産		817114
計算結果		-11.95%

【図表 2-2-5-12】を見ると 2002 年度において極端に当期純利益が低くなっているのがわかる。2-2-5-3 でも少し触れたが裁量的処理額を 2001 年度総資産で除してその計算結果が低ければ低いほど利質としてはよいという結果になってしまうのである。2002 年度の当期純利益がマイナスである理由として 2002 年 11 月末に東京シティファイナンスを売却しその事業再編損失が特別損失として計上されており、これが大きく影響している。計算過程に疑問が残る結果となってしまい、利質分析の手法が問われるところであると思われる。

2-2-5-6　補足：会計方針の比較

会計処理の保守性に関する評価は一ノ宮先生の論文のとおり、上記で取り上げた指標だけでは不十分なため、会計方針の比較検討を行うと以下のような表の結果となった。

【図表 2-2-5-13　会計方針の比較】

利質順位	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
会計方針の比較	イズミ	ｲﾄｰﾖｰｶ堂	平和堂	フジ	西友	東急ストア	イオン	イズミヤ	ユニー	ダイエー
棚卸資産評価	原価法	低価法	低価法	原価法	原価法	原価法	原価法	原価法	原価法	原価法
減価償却方法	定率法	定率法	定率法	定率法	定率法	定率法	定額法	定率法	定率法	定率法
引当金の多様性	3.72%	3.41%	4.74%	5.72%	1.87%	21.09%	5.92%	4.81%	4.84%	10.08%
子会社評価	全面時価	部分時価	全面時価	全面時価	全面時価	全面時価	全面時価	全面時価	全面時価	全面時価
連結調整償却	一括	20年	5年	5年	5年	5年	5年	5年	5年	5年 or 20年
退職給付引当割引率	2.5%～2.8%	2.5%	2.5%	2.5%	3.5%	3.0%	3.0%	2.5%	2.0%	1.8%～3.0%
繰延税金資産の資本に占める比率	5.21%	3.82%	3.09%	5.30%	1676%	32.16%	11.23%	7.64%	16.20%	96.28%

財務的にも余裕があるのだろうか、イズミの連結調整償却は一括で処理がされている。西友の繰り延べ税金資産の資本に占める比率が極端に高いのはこの年度の決算において利益余剰金が大幅にマイナス値をとっておりそれが資本を少なくしているためである。減価償却方法において「定額法」を採用しているイオンは会計的な保守性という観点から見ると相当ランクは低く位置づけされるように思える。イトーヨーカ堂は2002年度までは米国基準を使用していたのだが、2003年5月に米国証券市場での上場を辞めたため、通常の財務諸表規則にのっとった方式に戻した珍しい企業である。以上の様な結果から利質を「高」「中」「低」の3段階にわけると【図表 2-2-5-14】のように分かれるのではないかと思われる。

【図表 2-2-5-14　利質の相対比較】

← 利　質 →

高位	中位	低位
イズミ	フジ　西友	イオン
イトーヨーカ堂		ユニー
平和堂	東急ストア　イズミヤ	ダイエー

全国展開を行う規模の比較的大きい企業で堅実な会計処理を行っている企業は前年度まで米国基準を採用していたイトーヨーカ堂くらいで後は軒並み利質が低位と判断される結果となった。減損会計が 2005 年から推奨され、2007 年には上場企業には義務付けされることを考えると、大手企業の資産価値はこれから大幅に減少していくのではないかと懸念される。

2-2-6 PER による分析

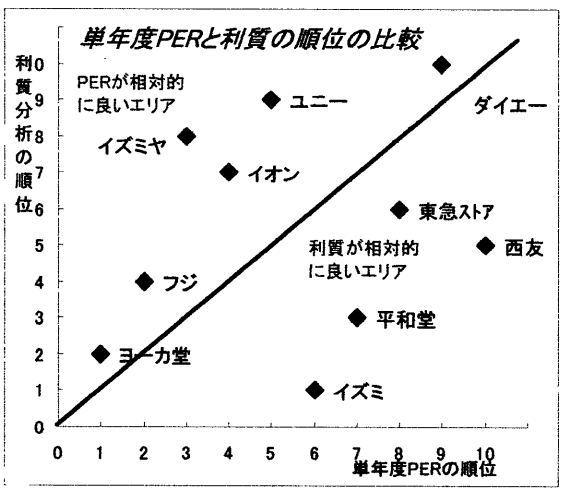
2-2-6-1 概要

Hawkins et al.[1978]は、利質と PER との関係について、利質が高いならば PER も高いという関係があることを指摘している。一方で、Revsine et al.[2002]は、利質の相違が株価を決定する際に投資家が報告利益に乗じる PER の相違と結び付いていることを指摘し、さらに利質における「利益の持続性」を重視して報告利益に異なる要素が含まれているため EPS が同額であったとしても「利益の持続性」の差異が株価・PER に明瞭に反映されるとしている。そこで、利質と PER、との相関関係を見ていく。

分析の手法として、PER は『MSN マネー』というサイトの「平均株価収益率」を用いて利質と PER とを回帰分析にかける。

2-2-6-2 単年度における指標と利質分析との相関関係

2002 年度の平均 PER の数値を求めると次のようになる。【図表 2-2-6-2】には利質の点数を【図表 2-2-6-1】には順位がプロットされた散布図を表示している。



【図表 2-2-6-1 順位比較の散布図】

2002 年度	平均 PER	利質点数
イズミ	16	29.8
ｲﾄｰﾖｰｶ堂	99.5	29
平和堂	12.8	25
フジ	25.2	23.4
西友	-24.9	18.6
東急ｽﾄｱ	11	18.2
イオン	19.9	16.6
イズミヤ	23.1	13.6
ユニー	19	13.4
ダイエー	0.6	10.4

【図表 2-2-6-2 平均 PER と利質点】

これらの数値をもとに回帰分析を行うと次のようになる。

	t	P－値
切片	－0.7989	0.4474
X値1	1.5426	0.1615

単年度PERの回帰結果	
重相関R	0.4788
重決定R2	0.2293
補正R2	0.1329
標準誤差	29.2799
有意F	0.1615

◆　単年度におけるPERが利質と相関しない理由の検証

【図表 2-2-6-1】の順位比較の散布図や前頁の単年度PERの結果を見てもわかるとおり、2002年度という単年度におけるPERと利質にはほとんど相関関係が見られなかった。では何故相関関係が見られないのかを考えてみることにする。

PERは当期の業績に左右されることは否めない。PERの算出方法は株価を一株あたりの税引き利益で除したものであり、その税引き利益というのは特別損失が深く関わっている。総合スーパー10社の財務データを見る限り特別損失の当期純利益への影響は非常に大きいと思われる。

一方、利質は利益の持続可能性と会計処理の保守性を特性とした企業の将来利益獲得能力を評価するための視点であり、利質は長期的な視点で見る必要があるからだと考えられる。利質の算出方法のうちのひとつに「反復性」という項目があり、それは特別損益（特別利益－特別損失）が算出に大きく関わっていることは違いなくPERとの相関があってもよい気がするのだが、５年間の平均として算出していることもPERとの開きがあると考えられる。

2-2-6-3　複数年度における指標と利質分析との相関関係

前項では単年度における平均PERと利質が相関関係にないことが明らかとなった。しかし相関がない理由に関して、PERの性質および利質の算出方法における問題点などから、「単年度」のPERでは利質を見ることができないと判断した。しかし、複数年度、特に利質の算出方法においては５年間の財務データを採っている項目が多いため、５年間PERの平均と利質を比較させれば利質とPERとの相関関係があるという論拠に達した。つまりPERは投資家の投機的な行動によって大きく変動することがあるが、長期的な期間において平均的に見るとPERはある程度正しい方向に修正されて

いるのではないか、というものである。

そこで、次に複数年度において利質とPERが相関関係にあるかを調べる。我々のグループでは以下のような仮説を立ててみた。

【PERと利質の回帰結果の補正R2の数値】
単年度PER ＜ 最近2年間平均PER ＜ 最近5年間平均PER

ではこのような結果が成り立つかどうかを実際に調査することにする。

PERは2年間平均(2001年度、2002年度)と5年間平均(1998年度～2002年度)を用い、数値を求めると以下のようになる。

	2年間平均	順位	5年間平均	順位	利質点数	順位
ｲﾄｰﾖｰｶ堂	71.55	1	62.98	1	29	2
イズミ	15.4	4	48.58	2	29.8	1
フジ	38.5	2	36.98	3	23.4	4
ユニー	3	6	21.8	4	13.4	9
平和堂	16.25	3	20.96	5	25	3
東急ｽﾄｱ	4.45	5	19.38	6	18.2	6
イオン	-17.5	10	15.82	7	16.6	7
イズミヤ	-2.1	9	11.22	8	13.6	8
西友	-1.8	8	6.88	9	18.6	5
ダイエー	0.15	7	-3.52	10	10.4	10

【図表2-2-6-3　2年間平均PER、5年間平均PER、及び利質の点数と順位】

そして、これらの数値をもとに回帰分析を行うと次のようになる。

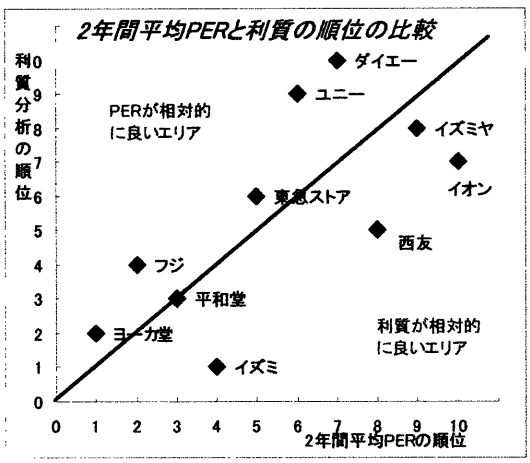
2年間平均の回帰結果	
重相関R	0.7019
重決定R2	0.4926
補正R2	0.4292
標準誤差	19.1954
有意F	0.0237

	t	P－値
切片	－2.0070	0.0797
X値1	2.7870	0.0237

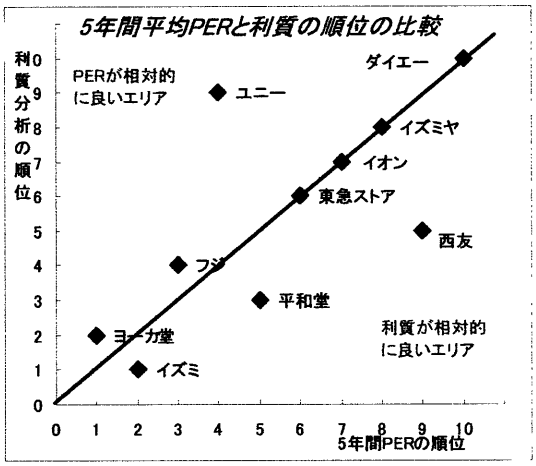
5年間平均の回帰結果	
重相関 R	0.8598
重決定 R2	0.7392
補正 R2	0.7067
標準誤差	10.8444
有意 F	0.0014

	t	P−値
切片	−2.3780	0.0447
X値 1	4.7624	0.0014

以下では前項同様順位をプロットして散布図を表示している。



【図表 2-2-6-4　2 年間平均 PER と利質】



【図表 2-2-6-5　4 年間平均 PER と利質】

このように、2 年間平均で見ると、単年度で見るよりも利質とある程度の相関が見られるようになり、さらに 5 年間平均で見るとかなりの相関が見られるようになった。回帰分析結果を見ても全ての値において単年度平均よりも 2 年間平均、2 年間平均よりも 5 年間平均の方が数値的に良好な結果を出しているといえる。我々の仮定した論拠が実証された形となった。

補足として以下のような非会計的な要因も解釈のひとつとしてあげられるのではないかといえる。2000 年～2002 年にかけては景気底打ちの真っ只中であって、大規模なリストラや事業再編などが相次ぎ、莫大な特別損失を出すことになり会計的に非常事態が起こったのではないか、というものである。

◆　順位として大きく外れた西友とユニー

非常に相関の高かった５年間の平均 PER と利質分析結果であるが、順位が大きく変わった西友とユニーについて考察してみる。

西友は単年度平均も２年間平均も５年間平均全てにおいて利質と比べて相対的に PER が悪いという結果になった。もともと西友は 2001 年にはウォルマートと資本、業務提携を行っており事実上のウォルマートの西友買収である。このような背景からも市場からの西友に対する評価は悪いものであって当然である。更に 2-2-5-3 の利質の 10 社ランキングの項でも述べたとおり、西友は利質の算出過程において他社よりも優位な順位にいることも利質と PER が大きく乖離している要因のひとつであると考えられる。

ユニーに関しては２年間平均 PER が利質とより近い結果となった。つまり、相関性の良好度という視点から評価すると

単年度 PER ＝ ５年間平均 PER ＜ ２年間平均 PER

のような結果となってしまったのである。下の表を見るとユニーの PER は 2001 年度においては結果となった。しかし、順位的な変動においてはそんなになく、また 2001 年度においては景気の底打ち状態であるため半数の企業がマイナスとなっているため、PER の問題ではないと思われる。

平均 PER	1998 年度	1999 年度	2000 年度	2001 年度	2002 年度	順位	５年平均	順位	２年平均	順位
ユニー	32.60	33.90	36.50	-13.00	19.00	5	21.80	4	3.00	6

【図表 2-2-6-6　ユニーの PER】

ユニー自体は規模の比較的大きい企業で投資家から見れば財務以上に安定的な企業でないかと思われているのではないかという推測もある。実際 2-2-4-3 の従来の手法による財務分析の結果ではユニーが財務の安全性において非常に良好な数値を出していることも要因のひとつと考えられる。一方利質を見れば 2-2-5-3 の利質のランキングを見ればわかるとおり利益の持続可能性、会計処理の保守性両方においてもかなり低い数値が出ていることがわかる。

2-2-7　特定の指標による分析

2-2-7-1　小売業を図る指標「差益率」

今度は我々の班で考えた独自の指標「差益率」を「利質」と比較させ、どれほどの相関をなすかを考察したい。

差益率　＝　売上高総利益率（粗利益率）－　販売管理比率

差益率とは上のように売上高総利益率から販売管理比率を引いたものである。この差益率の数値を今回利質分析と比較することにする。

◆　何故差益率なのか？

今回調査対象企業の10社は小売業の中でも「総合スーパー」という部類に位置づけられているが業界分析でも述べた通り、この業態そのものの業績が年々低下してきている。総合スーパー全体の特徴として「販売管理比率」が非常に高く、それを「売上高総利益率（粗利益率）」でまかないきれていない、つまり本業で利益を生み出せる体質を作れていないところに今回我々は着目した。日本の総合スーパーの販売管理費が高いのには、土地、建設費（および家賃料）、光熱費、人件費、運送費（高速道路費用とガソリン）などの費用が高いことが上げられる。総合スーパーにおいて営業利益率は全てプラスである。しかし単純に差益率だけを見るとほぼ全ての企業がマイナスとなっているのである。実際の営業収益は本業以外のクレジット事業やコンビニエンス事業、ショッピングセンターにおける専門店からのテナント収入によるところが大きい。

【図表2-2-7-1　総合スーパーと他業界の比較】

	売上総利益率	販売管理比率	差益率
ｲﾄｰﾖｰｶ堂	30.5%	32.7%	-2.1%
平和堂	29.7%	32.5%	-2.8%
安藤建設	5.85%	4.30%	1.54%
西松建設	7.97%	5.19%	2.77%
三菱商事	4.87%	4.22%	0.64%
住友商事	5.03%	4.20%	0.84%
松下電器産業	28.97%	26.35%	2.61%
東芝	27.70%	24.30%	3.40%
日清食品	49.39%	42.14%	7.25%
ハウス食品	46.61%	43.21%	3.40%

【図表 2-2-7-1】は小売業界総合スーパーの差益率の平均的な数値であるイトーヨーカ堂と平和堂を他業界の８社と比較したものである。異なる４業界それぞれ２社ずつサンプリングしてみたのだが業界ごとに特徴が出ているのが面白い。しかし、この４業界８社を見てもどれひとつとして差益率がマイナスではないことから、小売業界が如何に本業で利益を生み出せていないかがわかるだろう。似たような特徴が、業態が類似している商社にも表れているのではないかと推測する。

では同業におけるアメリカの小売業がどうなのかを比較してみる。【図表 2-2-7-2】は先ほどのイトーヨーカ堂と平和堂をアメリカの代表的な小売業界の８社と比較したものである。

【図表 2-2-7-2　同業界における日本とアメリカの比較】

	売上総利益率	販売管理費率	差益率
イトーヨーカ堂	30.5%	32.7%	-2.1%
平和堂	29.7%	32.5%	-2.8%
ウォルマート	23.2%	17.4%	5.8%
ホームデポ	31.8%	21.2%	10.6%
クローガー	26.3%	19.2%	7.1%
ターゲット	34.0%	22.2%	11.8%
コストコ	12.5%	9.6%	2.9%
ｼｱｰｽﾞ・ﾛｰﾊﾞｯｸ	36.2%	33.3%	2.9%
セイフウェイ	29.6%	26.0%	3.6%
アルバートソンズ	28.6%	24.9%	3.7%

あらかじめ断っておくと日本とアメリカでは代表的なスーパーの業態が全く違う。ウォルマートに代表されるような企業は日本とは形態が違うもののディスカウントストアと呼ばれるものである。日本のスーパーのように細やかなサービスを提供するわけでもなく巨大な店舗に倉庫のように商品を積み上げているというものである。しかし国による違いや業態に違いがあるとは言え、上位企業は軒並み差益率５％以上を達成している。日本企業がぎりぎりで営業収益を出していることを考えれば驚異的な数値である。もっとも企業によって売上高総利益率が高かったり、販売管理比率が低かったり状態は様々である。

ここでアメリカの販売管理費について検証することにする。

アメリカのロビンソン-パットマン法という法律が小売業界の仕入形態に大きく影響している。ロビンソン-パットマン法とは差別的な販売価格が禁じられており、(物流条件などの合理的なコスト削減の根拠がある場合を除いて) 買い手が誰であっても販促条件を含む公平な取引条件で売買しなくてはならないことが定められている。以上のため代表的なアメリカの小売業はパレット単位、トレーラー単位である程度安く購入している。

日本での反トラスト法に対応する独占禁止法には明示化されていないため、物流関連ではしばしばこの法律が取り上げられることになっている。つまりメーカーの裁量によっては販売管理費が高くなることも充分にありえるのである。

2-2-7-2　10社比較とランキング

差益率に関する一通りの説明が終わったところで実際に 10 社の比較を行うことにする。各社の「売上高総利益率（粗利益率)」「販売管理比率」そしてそれによる「差益率」を求めてみる。結果は以下のようになった。【図表 2-2-7-3】を見てもわかる通り、利質分析で1位だったイズミ以外の企業が本業で利益をまかないきれていないことが明らかとなった。利質の順位に比べて若干順位を下げているのが「平和堂」と「フジ」である。平和堂は人件費の高さが販管比率を高くしている。フジは売上原価が若干高く、それが売上総利益率（粗利益率）を下げている。利質の順位に比べて大きく上がっているのが「イズミヤ」と「西友」である。これらの企業においては最終的な収益、当期純利益までは出せていないが、ある程度堅実に本業で儲けを出しているのではないかと読み取れる。下位で顕著なのがユニーで販売管理比率が著しく高い。販売管理費の構成を見てみると 3700 億円のうち 1400 億円が「その他」となっており、他社よりも「その他」を構成する率が高い。

順位	粗利益率	販管比率	差益率
イズミ	23.97%	22.27%	1.69%
イズミヤ	28.31%	29.24%	−0.93%
西友	26.17%	27.40%	−1.23%
東急ストア	27.05%	28.43%	−1.38%
イトーヨーカ堂	30.58%	32.69%	−2.11%
平和堂	29.74%	32.48%	−2.75%
フジ	23.52%	26.54%	−3.02%
イオン	28.88%	32.40%	−3.52%
ユニー	25.90%	35.94%	−10.04%
ダイエー	28.45%	38.61%	−10.15%

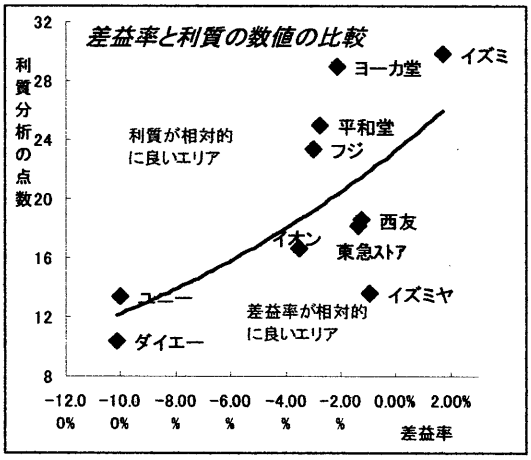
【図表 2-2-7-3　各社の差益率】

2-2-7-3　利質との相関関係

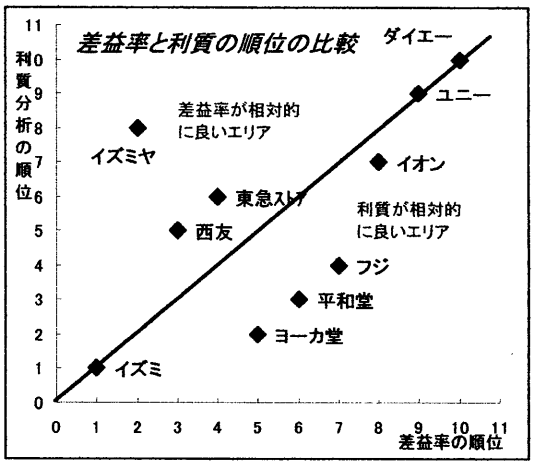
前項の差益率の順位と5章の利質分析の順位を並べると右記のようになった。5章で財務分析と図に表して比較したようにこの章でも同じように比較してみることにする。【図表 2-2-7-4】の順位を見る限り下位での変動はあまり見られないが、上位、中位での入れ替わりがかなりあるように思える。2-2-5-1と同じように「差益率」と「利質」の数値を散布図にプロットし、近似曲線を引いたものが【図表 2-2-7-5】のようになる。

利質順位	企業名	差益率順位	企業名
1位	イズミ	1位	イズミ
2位	ｲﾄｰﾖｰｶ堂	2位	イズミヤ
3位	平和堂	3位	西友
4位	フジ	4位	東急ｽﾄｱ
5位	西友	5位	ｲﾄｰﾖｰｶ堂
6位	東急ｽﾄｱ	6位	平和堂
7位	イオン	7位	フジ
8位	イズミヤ	8位	イオン
9位	ユニー	9位	ユニー
10位	ダイエー	10位	ダイエー

【図表 2-2-7-4　利質と差益率の順位比較】



【図表 2-2-7-5　差益率と利質の数値比較】



【図表 2-2-7-6　差益率と利質の順位比較】

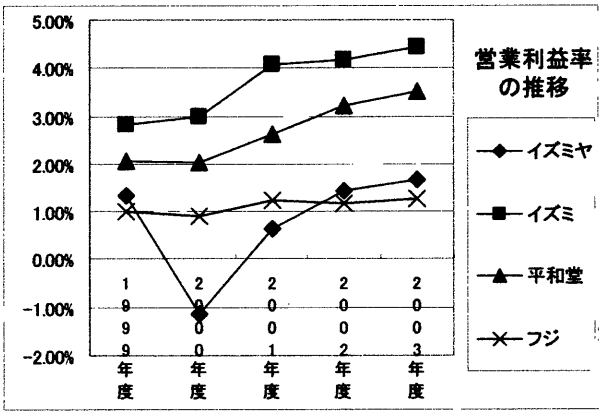
一見するとばらばらに見えるのだが、数値的な相関は補正R2が0.36であることを考えると悪くはない数値であることがわかる。ただし、視覚的に捉えるには難しいので、順位的に利質と差益率がどのようになっているのかの散布図を【図表 2-2-7-6】に表示している。通常差益率の良い企業は

重相関 R	0.664434
重決定 R2	0.441473
補正 R2	**0.361683**
有意 F	0.050921

	t	P-値
切片	-3.19201	0.015234
16.6	2.352225	0.050921

利質もよいという仮定のもと調査したのだが、イズミヤにおいては利質と差益率の乖離が見られる結果となった。ちなみにイズミヤを除くと補正 R2 が 0.5712 と飛躍的に上がっていた。よく見てもらえればわかるように、西友と東急ストアが、そしてイトーヨーカ堂、平和堂、フジがそれぞれ真ん中に引いた線と平行に並んでいるのがわかる。イズミヤを除けばより一層真ん中の線に近づくこともわかった。

◆ イズミヤを検証



イズミヤは利質においては最下位クラスとなっている。しかし、差益率においてはトップクラスとなっている。これはイズミヤの 2000 年度の財務状態によるものが多い。利質分析の中には 2000 年度の財務指標を用いるものもあり、大きなマイナス値があるとあらゆる要素に影響する。2000 年度のイズミヤの営業収益はマイナスである。参考までに述べておくと 10 社の過去５年で営業収益がマイナスなのは 2000 年度のイズミヤだけである。右の図は営業利益率の推移であるが、中堅企業である程度にかよった成績の３社とイズミヤを比較しても 2000 年度を除けばある程度競争可能な位置に存在する。

2-2-8 まとめ

「財務分析」と「利質分析」の比較においては乖離が大きく見られるような企業を抜かずともそれなりの相関関係が見られた。回帰分析において補正 R2 に注目していたのだが、0.4 程度である程度の相関が、0.6 ではかなりの相関が見られると言える。

そういう観点から見れば、PER が利質と相関があるかどうかを調査結果２年間平均や５年間平均においては相当な相関性がある結果となった。しかし、そもそも複数年度における PER の平均をとりそれを利質と比較するという分析手法そのものが正当性を持つものであるかどうかというのは不明ではある。

財務分析においては回帰分析結果の数値が良好であるかどうかというよりも、何故乖離が見られたかについて注目した。乖離が見られるような企業の特徴のとしては、ひとつは過去 5 年間の財務において特定の年度においてだけ極端に悪い成績を残して

しまったこと、そして他には財務諸表に記されている特別損失が極端に多いことなどがあげられる。2001年度においては多くの企業が退職給付引当金の変更差異に伴う損失を特別損失として計上している。利質とPERの関係についても、そして利質と差益率に関してもやはり焦点となると思われるのが当期純利益を形成する上で大きく影響している特別損失である。

企業の生み出す利益の質をテーマに考えてきたわけであるが、昨今の総合スーパーでは本業以外の営業収益に頼っているところが増えており、実のところこれが安定的、長期的に利益を生み出す可能性は低い。今回業界内でのみの比較となったが小売業以外の業界と比較してみるのも面白いかもしれない。もともと、モノを仕入れて売るだけの業態であるから業態内での販売体系においてよほどの棲み分けができなければ、競合、疲弊してしまい利益を上げることもできず全体として利質が低くなるのはある程度予想がつく。

今回の調査において「差益率」に関しては単年度における比較しか行わなかったが、複数年度において調査してすれば「差益率」と「利質」の相関関係をもっと説明力のあるものにできたはずなので、その点においては反省すべきところである。PERに関しても特別損失がPERに与える影響度というものに関して調査し足りないところがあったので、今後の課題として考慮すべき点であると思われる。

参考文献：

一ノ宮士郎『利益の質による企業評価－利質分析の理論と基本的枠組み－』日本政策投資銀行設備投資研究所。
桜井久勝『財務諸表分析』中央経済社。
チェーンストア経営専門誌『販売革新６』商業界出版。
『Chain Store Age』㈱ダイヤモンド社。
Yahoo! ファイナンス　http://quote.yahoo.co.jp/
日経IR情報　http://www.nikkei-ir.com/
MSNマネー　http://money.msn.co.jp/
マルテックス・インベスター　http://www.multexinvestor.co.jp/home/
各企業ホームページ　IR情報。

2-2-9　参考資料　各社財務分析結果（1）

イオン	1998年度	1999年度	2000年度	2001年度	2002年度	各社の平均	通常点
ROE	5.09%	4.16%	5.84%	-4.12%	12.64%	4.72%	10
ROA	4.43%	4.26%	5.15%	6.24%	6.68%	5.35%	9
流動比率	85.85%	83.68%	97.87%	104.34%	108.06%	95.96%	9
固定比率	279.49%	283.61%	288.70%	307.69%	277.18%	287.33%	5
ICR	5.25	5.32	8.97	12.50	15.99	9.60	8
売上債権回転率	23.43	23.31	22.44	20.08	17.50	21.35	1
棚卸資産回転率	11.17	11.52	11.79	12.33	13.56	12.07	1
有形固定資産回転率	3.91	3.88	3.81	3.80	3.92	3.87	10
EPS	0.00	68.93	-48.74	154.86	165.57	68.12	8
増収率		1.86%	7.62%	6.51%	4.65%	5.16%	8
営業利益増益率		2.25%	29.28%	29.50%	10.86%	17.97%	9

ユニー	1998年度	1999年度	2000年度	2001年度	2002年度	各社の平均	通常点
ROE	5.52%	3.58%	2.54%	-7.86%	6.20%	2.00%	5
ROA	4.88%	6.02%	4.31%	5.35%	5.73%	5.26%	8
流動比率	66.52%	71.99%	71.15%	74.56%	78.41%	72.53%	7
固定比率	235.87%	250.02%	273.98%	337.21%	323.62%	284.14%	7
ICR	12.63	14.19	9.40	12.31	14.34	12.57	9
売上債権回転率	45.21	41.90	39.59	38.26	38.11	40.62	4
棚卸資産回転率	17.44	17.43	16.89	16.56	17.16	17.10	6
有形固定資産回転率	3.41	3.31	3.06	2.78	2.68	3.05	5
EPS	0.00	31.38	-90.00	65.29	51.13	11.56	5
増収率		-0.20%	1.74%	-0.19%	-0.75%	0.15%	5
営業利益増益率		28.58%	-23.76%	33.85%	9.88%	12.14%	7

イトーヨーカ堂	1998年度	1999年度	2000年度	2001年度	2002年度	各社の平均	通常点
ROE	6.77%	4.81%	4.76%	4.79%	1.90%	4.61%	9
ROA	10.87%	8.98%	7.90%	7.18%	7.43%	8.47%	10
流動比率	155.14%	156.05%	160.65%	154.10%	160.66%	157.32%	10
固定比率	99.93%	102.52%	104.58%	102.11%	105.75%	102.98%	10
ICR	14.54	12.38	12.84	12.52	12.96	13.05	10
売上債権回転率	50.21	54.40	56.10	51.96	38.16	50.17	6
棚卸資産回転率	31.17	30.50	27.65	27.73	28.54	29.12	10
有形固定資産回転率	3.05	2.92	2.62	2.66	2.60	2.77	4
EPS	0.00	118.70	94.05	110.67	128.25	90.33	10
増収率		-2.07%	-5.11%	7.63%	-0.49%	-0.01%	4
営業利益増益率		-16.28%	-8.73%	-2.65%	10.82%	-4.21%	3

イズミ	1998年度	1999年度	2000年度	2001年度	2002年度	各社の平均	通常点
ROE	0.46%	1.93%	4.67%	6.62%	7.42%	4.22%	8
ROA	2.60%	3.57%	4.17%	5.57%	5.98%	4.38%	7
流動比率	76.20%	58.63%	72.66%	58.10%	62.12%	65.54%	6
固定比率	263.53%	272.14%	313.31%	297.95%	287.68%	286.92%	6
ICR	2.39	3.33	3.69	6.06	7.43	4.58	6
売上債権回転率	234.48	238.93	151.10	101.43	78.24	160.83	10
棚卸資産回転率	21.68	22.75	21.04	17.24	17.78	20.10	8
有形固定資産回転率	1.77	1.80	1.95	1.90	2.03	1.89	2
EPS	21.99	56.09	81.46	95.23	148.07	80.57	9
増収率		3.26%	20.44%	4.68%	5.54%	8.48%	10
営業利益増益率		44.28%	26.46%	43.73%	8.19%	30.66%	10

各社財務分析結果（２）

西友	1998年度	1999年度	2000年度	2001年度	2002年度	各社の平均	通常点
ROE	10.50%	66.11%	1.09%	15.27%	-553.34%	-92.07%	1
ROA	1.52%	1.40%	2.05%	2.57%	2.49%	2.01%	3
流動比率	65.74%	42.10%	39.60%	38.36%	71.62%	51.48%	3
固定比率	3047.31%	2485.74%	1579.82%	1843.41%	66981.05%	15187.47%	1
ICR	1.91	1.78	1.95	2.89	2.17	2.14	3
売上債権回転率	34.27	40.38	62.31	78.46	94.85	62.05	7
棚卸資産回転率	14.64	15.79	19.47	19.75	22.25	18.38	7
有形固定資産回転率	4.36	3.45	3.18	3.33	3.72	3.61	7
EPS	-53.15	0.96	15.39	-220.71	-11.86	-53.87	1
増収率		-7.19%	5.34%	3.27%	2.84%	1.07%	6
営業利益増益率		-22.96%	37.19%	28.01%	-17.54%	6.18%	6

フジ	1998年度	1999年度	2000年度	2001年度	2002年度	各社の平均	通常点
ROE	2.62%	1.68%	7.54%	2.80%	6.16%	4.16%	7
ROA	2.59%	1.90%	1.64%	2.61%	2.59%	2.27%	4
流動比率	88.07%	111.26%	66.53%	86.24%	81.16%	86.65%	8
固定比率	215.39%	235.20%	278.96%	273.66%	274.16%	255.47%	8
ICR	3.37	2.23	1.86	3.05	3.02	2.70	4
売上債権回転率	122.99	130.17	136.49	174.15	219.06	156.57	9
棚卸資産回転率	16.84	17.97	16.50	15.69	15.96	16.59	4
有形固定資産回転率	3.44	3.69	3.63	3.70	3.84	3.66	8
EPS	23.36	-101.13	36.48	82.97	50.36	18.41	6
増収率		8.70%	3.66%	6.14%	8.12%	6.66%	9
営業利益増益率		-22.90%	-7.23%	44.10%	4.62%	4.65%	5

ダイエー	1998年度	1999年度	2000年度	2001年度	2002年度	各社の平均	通常点
ROE	-60.79%	-34.96%	111.74%	243.71%	-117.06%	28.53%	2
ROA	1.81%	-0.09%	2.08%	1.71%	1.80%	1.46%	2
流動比率	49.97%	38.05%	43.81%	32.37%	42.56%	41.35%	1
固定比率	2081.11%	2338.79%	8555.51%	-617.98%	2355.04%	2942.50%	2
ICR	1.12	-0.06	1.00	1.23	1.97	1.05	1
売上債権回転率	65.11	72.02	24.39	13.22	12.39	37.43	3
棚卸資産回転率	17.23	16.62	16.42	15.12	17.01	16.48	3
有形固定資産回転率	4.99	4.68	2.91	1.87	1.81	3.25	6
EPS	-31.06	81.05	-540.22	290.94	23.30	-35.20	2
増収率		-6.25%	-0.53%	-14.23%	-12.49%	-8.38%	1
営業利益増益率		-10.76%	31.85%	-3.49%	-7.94%	2.42%	4

平和堂	1998年度	1999年度	2000年度	2001年度	2002年度	各社の平均	通常点
ROE	3.19%	1.88%	2.30%	3.20%	5.98%	3.31%	6
ROA	2.41%	2.68%	2.59%	3.31%	4.24%	3.05%	5
流動比率	70.66%	60.51%	50.66%	44.67%	56.34%	56.57%	5
固定比率	294.43%	292.01%	316.61%	293.36%	272.39%	293.76%	4
ICR	2.29	2.41	2.45	3.52	5.55	3.25	5
売上債権回転率	79.30	77.55	71.55	69.92	66.59	72.98	8
棚卸資産回転率	16.24	16.46	16.39	16.59	17.30	16.60	5
有形固定資産回転率	1.85	1.86	1.77	1.74	1.83	1.81	1
EPS	0.00	29.97	42.46	82.31	95.47	50.04	7
増収率		0.54%	2.32%	2.21%	0.22%	1.32%	7
営業利益増益率		9.36%	1.94%	32.59%	22.61%	16.62%	8

各社財務分析結果（3）

イズミヤ	1998年度	1999年度	2000年度	2001年度	2002年度	各社の平均	通常点
ROE	2.20%	2.54%	-12.43%	-1.30%	2.11%	-1.38%	4
ROA	1.76%	1.85%	-1.29%	0.94%	2.00%	1.05%	1
流動比率	58.28%	58.62%	46.61%	46.68%	50.13%	52.06%	4
固定比率	183.68%	187.16%	226.22%	229.60%	203.74%	206.08%	9
ICR	3.81	3.37	-2.27	1.59	3.18	1.94	2
売上債権回転率	41.59	37.72	34.30	33.49	34.86	36.39	2
棚卸資産回転率	14.25	13.71	14.29	14.50	13.30	14.01	2
有形固定資産回転率	2.38	2.28	2.29	2.31	2.43	2.34	3
EPS	32.29	-150.39	-15.20	24.83	28.12	-16.07	3
増収率		-5.28%	-3.51%	-4.24%	-1.61%	-3.66%	2
営業利益増益率		9.25%	-183.03%	-152.61%	123.40%	-50.75%	1

東急ストア	1998年度	1999年度	2000年度	2001年度	2002年度	各社の平均	通常点
ROE	2.70%	2.14%	1.98%	-28.36%	6.21%	-3.07%	3
ROA	5.19%	3.78%	3.18%	2.16%	3.38%	3.54%	6
流動比率	52.38%	50.65%	48.24%	44.04%	37.12%	46.49%	2
固定比率	256.96%	261.99%	254.62%	358.50%	340.73%	294.56%	3
ICR	5.99	4.88	4.21	3.21	6.21	4.90	7
売上債権回転率	41.56	40.43	41.21	39.32	44.13	41.33	5
棚卸資産回転率	25.13	25.11	25.39	25.76	27.64	25.80	9
有形固定資産回転率	3.98	3.81	3.76	3.83	3.83	3.84	9
EPS	13.33	12.54	-157.59	29.92	35.43	-13.27	4
増収率		-3.17%	-1.66%	-1.67%	-2.05%	-2.14%	3
営業利益増益率		-28.47%	-16.43%	-32.80%	57.51%	-5.05%	2

平均	1998年度	1999年度	2000年度	2001年度	2002年度	各社の平均
ROE	3.57%	2.84%	3.84%	-3.03%	6.08%	2.32%
ROA	3.21%	3.18%	3.15%	3.69%	4.14%	3.41%
流動比率	70.46%	67.18%	62.19%	62.12%	68.80%	65.91%
固定比率	228.66%	235.58%	257.12%	275.01%	260.66%	251.41%
ICR	4.70	4.46	4.19	5.64	6.86	5.21
売上債権回転率	60.03	61.82	58.24	54.11	64.39	62.19
棚卸資産回転率	17.93	18.23	18.30	17.65	18.58	18.13
有形固定資産回転率	3.30	3.15	2.93	2.80	2.87	3.05
EPS	1.13	22.47	-16.97	80.76	70.02	20.06
増収率		-1.41%	1.87%	2.09%	1.04%	1.07%
営業利益増益率		-2.93%	4.17%	16.09%	14.57%	6.34%

企業名	収益性		安全性		効率性		成長性		総合	
	合計	順位	合計	順位	合計	順位	合計	順位	総計	順位
イオン	19	1位	22	3位	12	8位	25	2位	78	3位
ユニー	13	4位	23	2位	15	6位	17	6位	68	5位
イトーヨーカ堂	19	2位	30	1位	20	4位	17	5位	86	1位
イズミ	15	3位	18	5位	20	5位	29	1位	82	2位
西友	4	9位	7	9位	21	3位	13	7位	45	8位
フジ	11	5位	20	4位	21	2位	20	4位	72	4位
ダイエー	4	10位	4	10位	12	9位	7	9位	27	10位
平和堂	11	6位	14	7位	14	7位	22	3位	61	6位
イズミヤ	5	8位	15	6位	7	10位	6	10位	33	9位
東急ストア	9	7位	12	8位	23	1位	9	8位	53	7位

利質分析結果

企業名	イオン	ユニー	ヨーカ堂	イズミ	西友
【利益の持続可能性】					
安定性	152.16	548.12	33.98	47.87	269.98
リスク	6.83%	7.35%	3.26%	3.13%	6.94%
成長性	6.26%	0.26%	0.68%	10.22%	3.82%
反復性	-443.79%	58.53%	-10.94%	-48.47%	-99.01%
【会計処理の保守性】					
利益操作	1.04%	5.07%	-2.46%	-0.13%	-11.95%
裁量的支出	-24.57%	-17.03%	30.45%	58.06%	78.82%
堅牢性	3.60%	6.58%	7.10%	6.96%	2.15%
企業名	フジ	ダイエー	平和堂	イズミヤ	東急ストア
【利益の持続可能性】					
安定性	60.90	469.56	58.40	312.96	131.17
リスク	5.29%	6.35%	2.52%	5.15%	9.89%
成長性	5.97%	-9.08%	1.58%	-3.12%	-1.79%
反復性	-34.94%	137.74%	-31.07%	77.70%	-60.05%
【会計処理の保守性】					
利益操作	1.76%	18.86%	2.81%	-2.81%	-8.94%
裁量的支出	83.48%	-16.11%	-21.98%	-33.69%	125.80%
堅牢性	1.96%	2.60%	5.67%	1.17%	2.25%

注)

1998 年度：1999 年 2,3 月決算期を指す。

1999 年度：2000 年 2,3 月決算期を指す。

2000 年度：2001 年 2,3 月決算期を指す。

2001 年度：2002 年 2,3 月決算期を指す。

2002 年度：2003 年 2,3 月決算期を指す。

第３節〔電気機器〕

藤本健治　松井広文　高橋宏延　小林慎　玉置信吾

2-3-1　問題意識

本グループでは、一ノ宮士郎著、『利益の質による企業評価－利質分析の理論と基本的枠組み－』に提示されている利質の指標以外にも、有用な利質の指標があるのではないかと考え、本グループが独自に考えた利質の指標を含めたうえで、財務と利質の関係を考察する。

2-3-2　リサーチ・デザイン

2-3-2-1　サンプル

当班は電機業界を担当するにあたって、東証１部上場企業の中から任意に、ソニー、NEC、東芝、三菱電機、村田製作所、シャープ、日立製作所、松下、キャノンの９社を選出した。

2-3-2-2　企業紹介

①ソニー

ＡＶ機器世界最大。ゲーム・映画・音楽・金融にも多角化。半導体分野へ重点投資。現在、松下電器産業とともに次世代 DVD 規格ブルーレイディスクの開発を推し進める。今年度中間決算では電機業界では唯一の減収であった。

前期売上高７兆 4963 億円、営業利益 989 億円。

総資産９兆 0906 億円。

②ＮＥＣ

通信で国内首位。ソリューションビジネスに注力。半導体はＮＥＣエレクトロニクスが担当。今年度中間決算では半導体事業が好調を維持し、営業利益、最終利益とも黒字転換した。

前期売上高４兆 9068 億円、営業利益 1827 億円。

総資産４兆 0443 億円。

③東芝

前身は明治８年創業。総合電機２位。重電等社会インフラ、半導体、ノートパソコンに強み。現在、NEC とともに次世代 DVD 規格 HDDVD の開発を推し進め、ブルーレイディスクとの覇権争いを演じている。

前期売上高５兆 5795 億円、営業利益 1746 億円。

総資産 4 兆 4622 億円。

④三菱電機

総合電機大手。ＦＡが稼ぎ頭。家電はエアコンに強み。日立とともに、システムＬＳＩを中心とする半導体事業を統合して合弁会社ルネサステクノロジ設立。今年度中間決算では、デジタル家電やエアコンが貢献して営業利益が前年同期比の 3.5 倍となった。

前期売上高 3 兆 3096 億円、営業利益 927 億円。

総資産 3 兆 2252 億円。

⑤村田製作所

電子部品専業大手。セラミックコンデンサーで世界トップ。原料からのセラミック技術に強み。今年度上半期実績は会社計画に対し、若干の未達となり、通期の業績も下方修正したが、前年の減益から一転して増収増益。

前期売上高 4142 億円、営業利益 742 億円。

総資産 8441 億円。

⑥シャープ

液晶最大手級、太陽光発電パネルは世界首位である。家電・情報機器・デバイスのバランス経営指向。今年度中間決算では液晶テレビが好調で、売上高、利益ともに二期連続で過去最高を記録した。

前期売上高 2 兆 2573 億円、営業利益 1217 億円。

総資産 2 兆 1503 億円。

⑦日立製作所

総合電機首位。グループ再編推進。ＤＲＡＭはＮＥＣ、システムＬＳＩ等では三菱電機と提携。

前期売上高 8 兆 6325 億円、営業利益 1849 億円。

総資産 9 兆 5903 億円。

⑧松下電器産業

総合家電首位。デジタル家電・半導体主力に業績回復途上。０４年度から松下電工を連結子会社に。今年度の中間決算はアテネオリンピックの影響によるプラズマテレビの売り上げが好調で、最終利益が 2.4 倍に達した。

前期売上高 7 兆 4797 億円、営業利益 1955 億円。

総資産 7 兆 4380 億円。

⑨キャノン

世界シェア６割のＬＢＰに加え複写機、カメラもトップ級。ディスプレイ事業へ参

入うかがう。

前期売上高 3 兆 1981 億円、営業利益 4544 億円。

総資産 3 兆 1821 億円。

2-3-3　業界分析

電機業界は、国際的なレベルで見ても本格普及期を迎えた「デジタル家電」に対する各社の取り組みが今後の業績を大きく左右することになりそうである。これまではデジタル家電というと、松下電器産業、ソニーの両社が支配力を発揮してきたが、いまや総合電機各社が培ってきた独自の技術力を生かして覇権を争う混戦状態に突入しようとしている。

デジタル家電は、日本企業が世界市場を相手に十分活躍できる事業分野といえる。実際デジタルカメラ、カメラ付き携帯電話、DVD レコーダー、プラズマテレビ、液晶テレビなど、日本企業が得意とするデジタル関連製品の需要が世界市場で飛躍的な拡大をみせはじめている。

たとえば、デジタルカメラについて見ると、世界市場での 2002 年の生産台数が前年比 66%増の 2455 万台と増加し、2003 年はさらに前年比 34%増の 3300 万台へと拡大が見込まれている。さらに 2005 年には 5000 万台へと拡大する可能性も秘めており、デジタルカメラの世界市場での日本メーカーの推定シェアは 90%に達している。デジタルカメラと同様に、カメラ付き携帯電話や、まだ普及段階の初期にある DVD レコーダー、プラズマテレビ、液晶テレビなどの薄型ディスプレイについても、利益率の高い高級機種については日本のメーカーが圧倒的なシェアを独占する可能性が高いと予想されている。

DVD はいわゆる「デジタル家電の 3 種の神器」のなかでも日本メーカーのシェアが高く、市場規模が今後 2～3 年間で飛躍的に拡大することが見込まれている。関連メーカーの収益にも大きなインパクトを与えることが予想される商品である。これまで松下電器産業を筆頭に、東芝、パイオニアの 3 社で世界シェアの 90%を占めていた DVD レコーダー市場だが、ソニーの攻勢により業界の勢力構造が大きく変わりつつあるようだ。

第一世代のＤＶＤである再生専用機は激しい覇権争いの末、ようやく規格がまとまり、1996 年に各社が統一規格機を発売した。しかし第二世代の録画再生機は規格統一に失敗、99 年末以降、3 陣営がばらばらに商品化している。この混乱の間隙をぬうように、近年台頭してきた中国勢は従来の半値以下にあたる 100 ドル未満の再生専用機

を2000年ごろから米国で発売。日本各社のDVD事業は収益悪化に見舞われている。録画再生機も規格分裂が普及の足かせになっており、日本各社は次世代の大容量ＤＶＤの商品化を急がなければ、録画再生機でも中国メーカーの追い上げにあうことが予想される。

現行のDVDの記録規格は（1）松下、東芝など（2）パイオニアとシャープ（3）ソニーとフィリップス――の3陣営に分かれている。次世代の大容量DVDでは（1）松下（2）東芝（3）ソニー・シャープ・パイオニア連合――の3陣営に組み合わせが変わり、それぞれ開発を進めていた。業界関係者によると、2002年3月期に2650億円の大幅な連結最終赤字に転落する見通しとなった松下の危機感が最も強く、ソニー陣営などに歩み寄る形で一気に規格統一の流れができたという。このような流れにおいて、次世代大容量DVDが今後の電機業界を占う上で最も重要であるといっても過言ではないであろう。

デジタルカメラ、薄型テレビについては、国内での地上波デジタル放送の開始、さらに世界レベルではアテネオリンピックの開催という追い風もあり、日本国内だけでなく中国を中心としたアジアや欧米でのデジタル家電製品の需要拡大が見込まれている。

PC関連製品は海外へと生産がシフトしており、価格競争が激しいことから引き続きマイナス傾向が続くと見られるが、今年は需要が回復し、マイナス幅は小さくなると見られている。特に、2000年以前に生産された製品は陳腐化が始まっており、法人を中心に買い替え需要が顕在化している。さらに最近のブロードバンドの普及に伴い、無線LANがノートパソコンの需要拡大に貢献していることも重要である。

また携帯電話機は、カメラ付き、カラー化、インターネット接続、第3世代機種の普及などにより買い替え需要が加速している。これに加えて、ロシア、中国での需要が加わることで世界的に再度需要拡大が訪れようとしている。

電機業界の問題は、各社が総合的な事業展開をしているため、市場での過当競争が発生し、経営効率が低いところにある。その象徴が家電部門である。下位企業が大胆なリストラに踏み切らない限り、業界の過当競争は緩和されないであろう。

業界各社が大幅赤字に陥ったとき、ほとんどの企業がＶ字回復を目指す経営計画を策定し、「選択と集中戦略」をその基本方針とした。その方針に基づき様々な手が打たれたが、そのスケールは小粒だと言わざるを得ない。大局的に見て、各社の姿かたちはほとんど変化していない。　構造改革の成果は、今後どれだけ大胆な改革策が実行できるかどうかにかかっている。

国内エレクトロニクス・メーカーが，研究開発で新たな動きを見せ始めている。自社では従来手掛けていなかった未知の研究開発領域に精通した人材を他業界から「補給」し，新しい分野に切り込もうというものである。松下電器産業はカメラ業界出身のレンズ・光学機構の研究開発者を中途採用し，光学系に強いキャノンがデジタル・テレビの研究開発経験者の採用を積極的に推し進める。いずれも，自社では従来手掛けていなかった未知の研究開発領域に精通した人材を他業界から「補給」し，新しい分野に切り込もうというのだ。ここ数年取り組んできた「選択と集中」を通して磨き上げた自社の強みを核に，新たなDNAとの融合を目指す。その成果は早くも製品に表れつつある。

ここ数年取り組んできた「選択と集中」の結果，各メーカーとも、どの分野の技術を強化すべきかが明確になった。各メーカーは組織を変えたり，研究の進捗を評価する制度を導入したりするなど，研究開発の効率化に邁進する。例えば富士通は，事業部門と研究開発部門が同席して顧客の要望を聞く場として「ブロードバンド&ユビキタスラボ」を2003年5月に設立した。このように新たな変革期を迎えますます争いが激化する国内外の電機業界の動きに要注目であろう。

2-3-4　実証結果と解釈

2-3-4-1　財務分析

2-3-4-1-1　分析手法

2-3-4-1-1-1　加えた指標について

本グループは財務分析を行うに当たって、ROA、ROE、売上債権回転率、棚卸資産回転率流動比率、負債比率、自己資本比率、インタレスト・カバレッジレシオといった通常の財務分析に用いられる8項目に加えて、販売費および一般管理費 / 売上高という指標を加えて財務分析を行った。この指標については、多額の売り上げを出していても、それが多額の販売費および一般管理費を支出した結果のものであるならば、財務の状況はよくないと考える。 逆に、それほど売り上げが出ていなくても、販売費および一般管理費が少額しか出ていなければ、財務の状況はよいと考える。

2-3-4-1-1-2　企業比較方法

各評価項目について偏差値を算出し、各企業ごとに9つの評価項目の偏差値の平均を導出する。それに基づいたランキングによって利質における企業の比較結果とする。

2-3-4-1-2　2003年3月期における財務指標の偏差値

2-3-4-1-2-1　各企業の偏差値の一覧

後述の表を参照のこと。

2-3-4-1-2-2　総合偏差値に基づく順位付け

総合偏差値によって順位付けをした結果は【図表2-3-4-1】のようになった。

【図表2-3-4-1　財務指標の偏差値】

財務順位	企業名	偏差値
1	村田製作所	60.4
2	キャノン	58.1
3	ソニー	52.2
4	シャープ	51.9
5	松下	51.0
6	東芝	45.6
7	日立製作所	44.6
8	ＮＥＣ	44.2
9	三菱電機	41.6

前述したように、参考として我々が独自に加えた販売費および一般管理費 / 売上高という指標を除いて算出した総合偏差値に基づく順位付けの結果を【図表2-3-4-2】に載せる。

【図表 2-3-4-2　一般管理費 / 売上高を除いた財務指標の偏差値】

財務順位	企業	偏差値
1	村田製作所	60.8
2	キャノン	54.7
3	シャープ	52.4
4	ソニー	51.4
5	松下	50.3
6	東芝	46.2
7	日立製作所	45.5
8	NEC	44.8
9	三菱電機	43.7

財務については、販売費および一般管理費／売上高を除いてもソニーとシャープの順位が入れ替わったこと以外の変化はなかった。

2-3-4-2　利質分析

2-3-4-2-1　分析手法

2-3-4-2-1-1　分析手法の具体的内容

基本的には一ノ宮[2004]の分析手法を紹介した「第１章　利質概念と分析手法」に基づいて利質の分析を行うことに違いはない。しかしながら一ノ宮[2004]はその論文の中で、「本稿で提案した利質分析の基本的枠組みについては、その利用可能性や妥当性の検証、モデルの改良、利質特性を反映した指標の開発等まだまだ改良しなければならない問題を数多く抱えている。」と述べている。ここにおいて当グループでは分析手法の見直しを行い、独自の手法によって利質分析を行った。以下ではその手法について、相違点等について触れながら述べることにする。

2-3-4-2-1-2　加えた指標について

本グループは利質分析を行うにあたって、安定性、リスク、成長性、利益操作、裁量的支出、堅牢性といった一ノ宮士郎著、『利益の質による企業評価－利質分析の理論と基本的枠組み－』に提示されている利質の指標６項目に加えて、営業ＣＦ / 投資ＣＦ、研究開発費 / 売上高、オフバランスリース資産 / 総資産という独自の指標を加えて利質分析を行った。ここで説明しておくべきことに、反復性の評価項目については、特別損益が原則として米国基準の会計方針を適用していた場合においては計上さ

れない。多くの分析対象企業についてこれが該当していたために当評価項目を使用することに困難が生じ、除外した。

また、以下では「第１章　利質概念と分析手法」では説明のなされなかった当グループが独自で使用した評価項目においてその説明を述べておく。まず、営業ＣＦ / 投資ＣＦは、投資全体のキャッシュフローを営業キャッシュフローで賄えているかどうかを判断するときに使用する。この比率が 100%以上ならば営業キャッシュフローで投資全体が賄えていることを示す。しかし、100%未満であれば手元資金を取り崩しているか、新たに資金調達をしているということを示している。次に、研究開発費においてはその３０%しか成果を生まないとされる。これに基づくと、高額の研究開発費は高いリスクを生むと考えることができる。このことから、研究開発費 / 売上高という指標は、それが示す数値が低いほどリスクが少ないと思われ、利質は高いであろうという考えから今回の分析において用いることにした。最後に、資産の収益性が同じと仮定すると、「会計上の利益」は、オフバランス資産が多いほど将来にわたって多く生み出される。また、Siegel[1991]に依れば、「企業が簿外資産や含み資産を保有している場合、財務体力の強さを示すものとして、利質評価ではプラスになる。」という。こういった見解を根拠として オフバランスリース資産 / 総資産 という指標は利質を評価するものとして適当であると判断して使用した。

2-3-4-2-1-3　企業比較方法

各評価項目について偏差値を算出し、各企業ごとに９つの評価項目の偏差値の平均を導出する。それに基づいたランキングによって利質における企業の比較結果とする。

2-3-4-2-2　2003 年 3 月期における利質指標の偏差値

2-3-4-2-2-1　各企業の偏差値の一覧

後述の表を参照のこと。

2-3-4-2-2-2　総合偏差値に基づく順位付け

総合偏差値によって順位付けをした結果は【図表 2-3-4-3】のようになった。

【図表 2-3-4-3　利質指標の偏差値】

財務順位	企業	偏差値
1	シャープ	54.1
2	キャノン	52.9
3	三菱電機	52.0
4	村田製作所	51.6
5	松下	51.4
6	日立製作所	49.4
7	NEC	47.2
8	ソニー	46.4
9	東芝	45.0

2-3-5　財務と利質の関係

2-3-5-1　企業比較結果

上記にも掲載してあるが、上記の手法により算出した２００３年３月期の財務データと２００３年３月期の利質データの偏差値はそれぞれ以下のようになった。

【図表 2-3-5-1　財務指標と利質指標の偏差値】

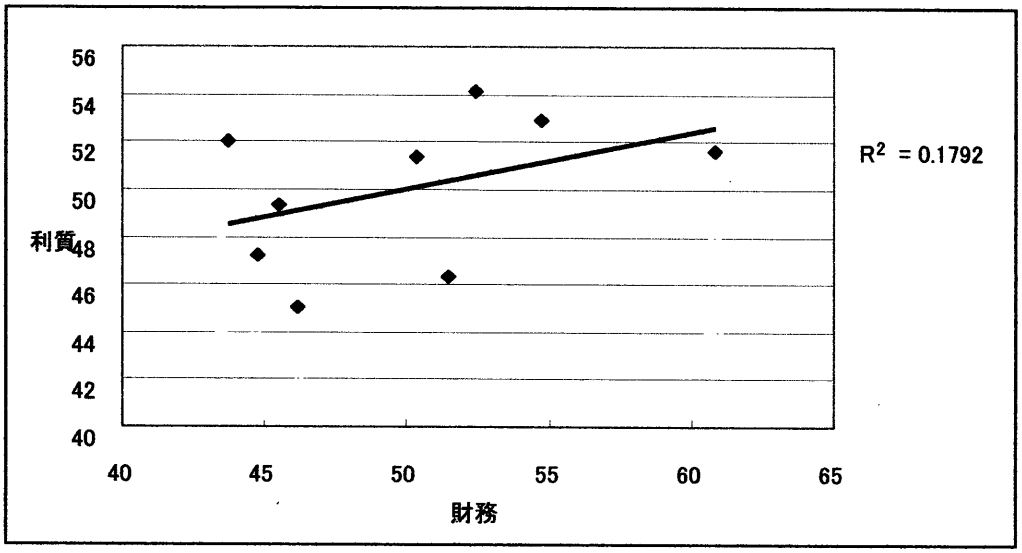
利質順位	企業名	偏差値
1	村田製作所	60.4
2	キャノン	58.1
3	ソニー	52.2
4	シャープ	51.9
5	松下	51.0
6	東芝	45.6
7	日立製作所	44.6
8	NEC	44.2
9	三菱電機	41.6

利質順位	企業名	偏差値
1	シャープ	54.1
2	キャノン	52.9
3	三菱電機	52.0
4	村田製作所	51.6
5	松下	51.4
6	日立製作所	49.4
7	NEC	47.2
8	ソニー	46.4
9	東芝	45.0

2-3-5-2　問題提起

ここで財務と利質の相関関係を調べるために回帰分析を行った。

【図表 2-3-5-2　回帰分析１】



この回帰分析によって得られた R2 は 0.1792 であり、かなり低いと言える。

したがって、電機業界においては財務と利質の相関関係はほとんどないと考えられる。ではなぜ、このような結果となってしまったのであろうか。

2-3-5-3　原因分析

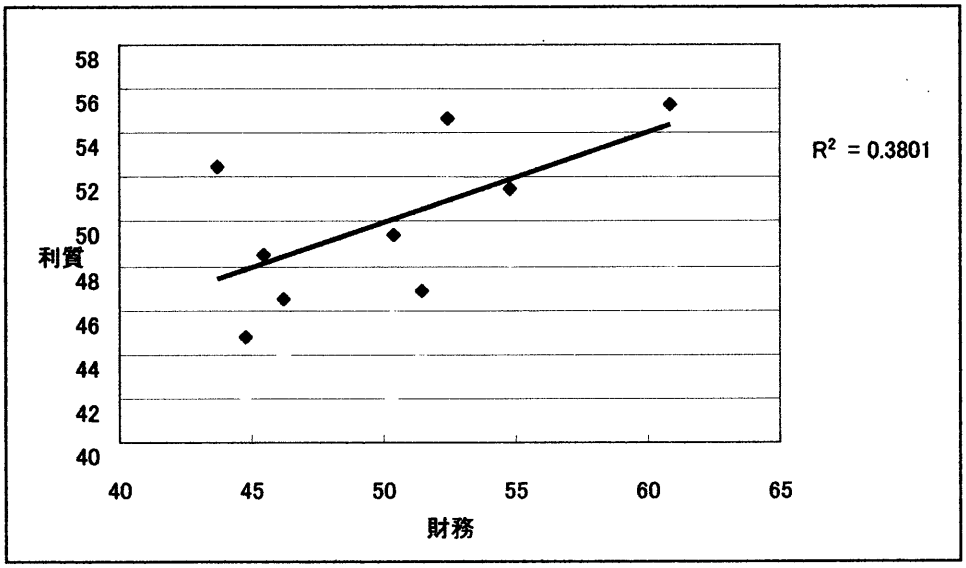
回帰分析のグラフと財務および利質のランキングを検証すると、特定の企業が外れ値となっているわけでは決してない。R2＝0.1792 という低い数値が示すように、全体的にまとまりに欠けている。その原因として、われわれが思い当たったのが、利質分析において独自の指標を使用したということである。そこで、一ノ宮[2004]の用いた評価項目のとおりに利質分析を行ってみることにした。それによる企業ランキングは【図表 2-3-5-3】のようになった。村田製作所が財務ランキングと同様に首位に立つなど、ある程度の変化が見られた。概観するに、先ほどの利質ランキングに比べて、財務ランキングと似通った結果になっている。

【図表 2-3-5-3　一ノ宮の評価項目による利質指標の偏差値】

利質順位	企業名	偏差値
1	村田製作所	55.2
2	シャープ	54.6
3	三菱電機	52.5
4	キャノン	51.5
5	松下	49.4
6	日立製作所	48.5
7	ソニー	46.8
8	東芝	46.5
9	NEC	44.8

そこで、財務と新たな利質分析の結果との相関関係を調べるために再度、回帰分析を行った。

【図表 2-3-5-4　回帰分析 1 】



これにより得られた R2 は 0.3801 となり、先ほどの結果に比べると相関が高くなったのは明白である。これによると、財務と利質はある程度の相関があるようである。この結果から考察するに、われわれが使用した指標は適切でなかったと言うことができる。では、なぜ適切ではなかったのかという疑問が生じてくる。

独自に使用した指標のうち、最も不確実要素の多かった指標は研究開発費 / 売上高であった。この指標の使用意思決定根拠は前述したとおり、高額の研究開発費は将来的なリスクが高いという理解に基づくものであった。しかしながら、次世代 DVD 規格の競争を例にとって東芝を挙げると、東芝は松下などと共同で開発を進める HDDVD に力を注ぎ、これを含む電子デバイス部門には全体の３分の１という多額の研究開発費を投入している。前述した考えに沿ってこれはハイリスクだということで利質は低いと当班では判断した。しかしながら、対抗するソニーなどのブルーレイディスク陣営との競争に勝利する可能性を計るには、現段階ではこの研究開発費に依るところが多く、逆の立場の意見も皆無では決してないわけである。さらに、研究開発費は当期のうちに費用処理されるので、将来的予見可能性がそもそもあるのかどうかといったという疑問もあった。こういった疑問点を軽視してこの指標を利質分析に使用したのは適切ではなかったと言えるであろう。

2-3-6　結論

今回の利質分析に際して使用した指標は、一之宮[2004]が提示した指標と我々が独自に加えた指標であった。そのオリジナルの指標についての採用意思決定方法は、利質の概念を深く考察した上での合理的な動機によるものであると言うわけでは必ずしもなく、多少なりの恣意性を含んだ短絡的な理由によるものであった。また、利質分析は、一般的な財務分析のように使用される指標など分析手法が定まっているわけではない。つまり、利質分析を行うにあたって今回用いた指標が最も適切であるとは限らず、我々の利質に関するリサーチ・デザインはほんの一例に過ぎない。よって、その指標の選定についてはより精査して行うべき必要がある。

また、利質評価に利用できる指標は、企業の属する業種によって多様なはずである。つまり、利質分析のモデルの中にも、今回担当した電機部門においてのさらに適切な分析手法が存在するはずであると考える。その手法の確立が課題であるが、そもそも利質について、その概念、定義など多くの面についてが曖昧なままであり、それは容易であるとは言えず、われわれの及ぶところではなかったのが悔やまれる。

以上で述べたように、今回使用した利質分析のモデルについては改良の余地が多分に残されていることは明白である。しかしながら、ここで試行された利質分析の手法が度外視されることはなく、その有用性が減じられることはないとわれわれは考える。

2-3-7　参考資料（1）

偏差値による順位付け(財務) 2003

	ソニー	NEC	東芝	三菱電機	村田製作所
ROA	2.41%	6.15%	2.47%	1.93%	7.38%
基準値	-0.70	0.13	-0.69	-0.81	0.41
偏差値	43.01	51.33	43.14	41.94	54.06
ROE	4.97%	-6.85%	3.24%	-2.53%	5.57%
基準値	0.41	-1.67	0.11	-0.91	0.52
偏差値	54.11	33.34	51.07	40.93	55.17
売上債権回転率	6.02	5.49	5.19	4.44	4.71
基準値	0.97	0.25	-0.16	-1.19	-0.82
偏差値	59.68	52.50	48.39	38.15	41.82
棚卸資産回転率	11.51	8.48	8.98	6.30	7.02
基準値	1.94	0.39	0.65	-0.73	-0.36
偏差値	69.41	53.88	56.47	42.73	46.41
流動比率	129.53%	108.22%	100.09%	110.05%	776.83%
基準値	-0.39	-0.49	-0.53	-0.48	2.78
偏差値	46.12	45.08	44.68	45.17	77.80
負債比率	266.99%	1044.75%	817.39%	831.01%	20.55%
基準値	-0.27	1.75	1.16	1.20	-0.91
基準値*(-1)	0.27	-1.75	-1.16	-1.20	0.91
偏差値	52.67	32.45	38.36	38.01	59.07
自己資本比率	27.25%	8.74%	10.90%	10.74%	82.95%
基準値	-0.31	-1.10	-1.01	-1.02	2.06
偏差値	46.86	38.98	39.90	39.84	70.56
インタレスト・カバレッジレシオ	7.33	8.35	5.31	11.58	752.36
基準値	-0.40	-0.40	-0.41	-0.38	2.81
偏差値	45.97	46.02	45.89	46.15	78.06
販管費/売上高	26.31%	23.88%	24.64%	17.37%	15.04%
基準値	0.49	0.07	0.20	-1.05	-1.46
基準値*(-1)	-0.49	-0.07	-0.20	1.05	1.46
偏差値	45.12	49.31	48.00	60.54	64.55
総合					
基準値の平均	0.14	-0.52	-0.38	-0.63	1.08
偏差値	51.44	44.77	46.21	43.72	60.83
販管費/売上高控除後偏差値					
基準値の平均	0.22	-0.58	-0.40	-0.84	1.04
偏差値	52.23	44.20	45.99	41.61	60.37

2-3-7　参考資料（２）

偏差値による順位付け(財務) 2003

2003	シャープ	日立製作所	松下	キャノン	９社平均	標準偏差
ROA	11.53%	1.73%	1.81%	14.57%	5.55%	4.50%
基準値	1.33	-0.85	-0.83	2.01		
偏差値	63.30	41.49	41.67	70.06		
ROE	3.61%	1.50%	-0.61%	14.78%	2.63%	5.69%
基準値	0.17	-0.20	-0.57	2.14		
偏差値	51.72	48.01	44.30	71.35		
売上債権回転率	6.01	3.98	6.17	5.78	5.31	0.74
基準値	0.95	-1.80	1.16	0.64		
偏差値	59.46	31.99	61.65	56.36		
棚卸資産回転率	5.30	5.26	9.45	7.20	7.72	1.95
基準値	-1.24	-1.27	0.89	-0.27		
偏差値	37.57	37.35	58.87	47.32		
流動比率	135.69%	129.67%	155.05%	233.38%	208.72%	204.32%
基準値	-0.36	-0.39	-0.26	0.12		
偏差値	46.43	46.13	47.37	51.21		
負債比率	122.24%	18.21%	143.03%	61.93%	369.57%	384.75%
基準値	-0.64	-0.91	-0.59	-0.80		
基準値*(-1)	0.64	0.91	0.59	0.80		
偏差値	56.43	59.13	55.89	58.00		
自己資本比率	45.00%	26.90%	40.57%	58.63%	34.63%	23.50%
基準値	0.44	-0.33	0.25	1.02		
偏差値	54.41	46.71	52.53	60.21		
インタレスト・カバレッジレシオ	13.74	4.39	4.32	100.22	100.85	232.16
基準値	-0.38	-0.42	-0.42	0.00		
偏差値	46.25	45.85	45.84	49.97		
販管費/売上高	19.66%	21.95%	26.37%	36.10%	23.48%	5.80%
基準値	-0.66	-0.26	0.50	2.18		
基準値*(-1)	0.66	0.26	-0.50	-2.18		
偏差値	56.59	52.64	45.02	28.24		
総合						
基準値の平均	0.25	-0.45	0.03	0.47		
偏差値	52.46	45.48	50.35	54.75		
販管費/売上高控除後偏差値						
基準値の平均	0.19	-0.54	0.10	0.81		
偏差値	51.94	44.58	51.02	58.06		

2-3-7　参考資料（3）

偏差値による順位付け(利質)2003

	ソニー	NEC	東芝	三菱電機	村田製作所
安定性	1.23	2.39	3.38	22.86	1.12
基準値	-0.43	-0.26	-0.11	2.79	-0.45
基準値*(-1)	0.43	0.26	0.11	-2.79	0.45
偏差値	54.33	52.59	51.12	22.05	54.48
リスク	27.07%	5.87%	6.73%	7.12%	42.86%
基準値	1.14	-0.43	-0.37	-0.34	2.31
基準値*(-1)	-1.14	0.43	0.37	0.34	-2.31
偏差値	38.63	54.32	53.68	53.39	26.95
成長性	3.87%	-0.11%	1.87%	99.73%	100.05%
基準値	-0.55	-0.65	-0.60	1.86	1.87
偏差値	44.51	43.51	44.01	68.62	68.69
利益操作	-0.20%	3.52%	2.78%	-1.45%	-5.27%
基準値	0.04	1.13	0.91	-0.32	-1.44
基準値*(-1)	-0.04	-1.13	-0.91	0.32	1.44
偏差値	49.57	38.68	40.85	53.24	64.41
裁量的支出	-19.06%	-31.79%	-13.25%	34.65%	-26.31%
基準値	-0.53	-1.23	-0.21	2.42	-0.93
偏差値	44.69	37.71	47.88	74.15	40.72
堅牢性	11.42%	5.27%	4.80%	6.55%	34.60%
基準値	-0.07	-0.78	-0.83	-0.63	2.62
偏差値	49.33	42.21	41.66	43.69	76.20
営業CF/投資CF	120.86%	2136.22%	183.53%	254.54%	175.68%
基準値	-0.49	0.55	-0.46	-0.42	-0.46
偏差値	45.09	55.53	45.42	45.78	45.38
研究開発費/売上高	7.47%	5.23%	10.53%	3.79%	8.25%
基準値	0.43	-0.47	1.65	-1.05	0.74
基準値*(-1)	-0.43	0.47	-1.65	1.05	-0.74
偏差値	45.74	54.75	33.46	60.54	42.63
オフバランスリース資産/総資産	0.36%	0.63%	1.45%	1.22%	0.15%
基準値	-0.47	-0.43	-0.29	-0.33	-0.51
偏差値	45.27	45.72	47.10	46.72	44.92
総合					
基準値の平均	-0.36	-0.28	-0.50	0.20	0.16
偏差値	46.35	47.22	45.02	52.02	51.60
一ノ宮氏の6指標のみ					
基準値の平均	-0.32	-0.52	-0.35	0.25	0.52
偏差値	46.85	44.84	46.53	52.52	55.24

2-3-7　参考資料（4）

偏差値による順位付け(利質)2003

	シャープ	日立製作所	松下	キャノン	平均	標準偏差
安定性	1.15	0.40	3.55	1.08	4.13	6.70
基準値	-0.45	-0.56	-0.09	-0.46		
基準値*(-1)	0.45	0.56	0.09	0.46		
偏差値	54.45	55.57	50.86	54.55		
リスク	2.64%	0.00%	13.02%	0.04%	11.71%	13.51%
基準値	-0.67	-0.87	0.10	-0.86		
基準値*(-1)	0.67	0.87	-0.10	0.86		
偏差値	56.71	58.66	49.03	58.63		
成長性	9.95%	2.42%	4.64%	8.77%	25.69%	39.77%
基準値	-0.40	-0.58	-0.53	-0.43		
偏差値	46.04	44.15	44.71	45.75		
利益操作	-5.53%	3.51%	-2.79%	2.32%	-0.35%	3.42%
基準値	-1.52	1.13	-0.72	0.78		
基準値*(-1)	1.52	-1.13	0.72	-0.78		
偏差値	65.18	38.71	57.16	42.20		
裁量的支出	-2.68%	-11.62%	-14.13%	-0.26%	-9.38%	18.23%
基準値	0.37	-0.12	-0.26	0.50		
偏差値	53.68	48.77	47.40	55.00		
堅牢性	13.43%	7.89%	9.43%	14.56%	11.99%	8.63%
基準値	0.17	-0.48	-0.30	0.30		
偏差値	51.66	45.24	47.03	52.97		
営業CF/投資CF	162.29%	104.40%	6247.80%	232.89%	1068.69%	1930.89%
基準値	-0.47	-0.50	2.68	-0.43		
偏差値	45.31	45.01	76.82	45.67		
研究開発費/売上高	2.29%	4.31%	7.74%	8.10%	6.41%	2.49%
基準値	-1.66	-0.85	0.53	0.68		
基準値*(-1)	1.66	0.85	-0.53	-0.68		
偏差値	66.56	58.46	44.65	43.21		
オフバランスリース資産/総資産	1.66%	3.07%	0.20%	19.78%	3.17%	5.94%
基準値	-0.25	-0.02	-0.50	2.80		
偏差値	47.46	49.83	45.00	77.98		
総合						
基準値の平均	0.41	-0.06	0.14	0.29		
偏差値	54.12	49.38	51.41	52.89		
一ノ宮氏の6指標のみ						
基準値の平均	0.46	-0.15	-0.06	0.15		
偏差値	54.62	48.52	49.36	51.52		

参考文献：

・一ノ宮士郎『利益の質による企業評価－利質分析の理論と基本的枠組み－』日本政策投資銀行設備投資研究所。

・桜井久勝『財務諸表分析』中央経済社。

・http://japan.cnet.com/（ＣＮＥＴ　ＪＡＰＡＮ）
・http://it.nikkei.co.jp/（日経ネット）
・http://quote.yahoo.co.jp/（Ｙａｈｏｏファイナンス）

第4節〔建設〕

加藤由梨、河合美保子、衣目和央、古川千佳、木村義人、杉原和典

2-4-1　問題意識

従来、企業評価のツールとして財務分析による定量分析は行われてきた。しかし、定量分析だけで企業のすべてを把握することはできない。そこで建設班では、財務分析を補完するものとして新しい概念である利質を用いた定性分析を行い、それによってどのようなことがわかるのかを考察する。

2-4-2　リサーチ・デザイン

2-4-2-1　分析手法の概要

建設業界から選択した対象企業について、まず従来からの分析手法である財務分析を行い、それから一ノ宮[2004]に基づいた利質分析を行った。そして、財務分析と利質分析の関係を調べるため、回帰分析を行った。

2-4-2-2　対象企業

建設業の企業の中から、分析対象企業として以下の 10 社を選択した。10 社はいずれも 3 月決算を行っており、他企業の子会社とはなっていない。

大手……清水建設、鹿島、大成建設、大林組

準大手…西松建設、安藤建設、五洋建設

その他…日揮、太平電業、テトラ

以下【図表 2-4-2-1】は、各企業の事業内容などを簡単に示している。

【図表 2-4-2-1　事業内容】

清水建設	業界大手の一角。首都圏・民間建築が主力。ＰＦＩ、開発事業を拡大中。財務体質健全。
鹿島	業界大手。超高層・耐震・原発など技術に強み。同族経営。鉄建に出資、ＪＲ東日本とも連携。
大成建設	旧大倉系だが非同族。業界大手。技術力とグループ力に強み。国内外の開発事業を整理。

大林組	関西から首都圏・全国にバランス展開。大手の一角。耐震技術等に定評。好財務体質。
西松建設	ダム・トンネル等大型官庁土木が得意。香港等東南アジアで実績。財務良好。戸田建設と業務提携。
安藤建設	建築主力の中堅名門。プレハブ工法で先駆け。東亜建設工業と業務提携、ハザマに資本参加へ。
五洋建設	海洋土木トップから建築強化で総合建設準大手に展開。浚渫など海外大型工事のパイオニア。
日揮	国際級エンジニアリング会社で石油・化学・天然ガス・医薬品施設に実績、シェル等と密接。
太平電業	発電所主体のプラント工事会社。原子力に強い。海外据え付け工事も実績大。環境保全分野参入。
テトラ	消波ブロック製造から土木工事全般へ展開。環境保全・景観工法に注力。不動建設を子会社化。

(出所) Yahoo!ファイナンス。

2-4-3 業界分析

近年の日本経済は、依然として緩やかなデフレ傾向が続いたものの、世界経済の回復を受けて好調な輸出を背景に、生産の拡大、企業収益の改善、デジタル関連産業などによる国内投資への回帰を背景に設備投資が拡大し、後半には株価の上昇等景気回復の動きが明らかとなってきた。しかし、個人消費は持ち直しの動きを見せながらも改善に力強さがみられず、また、公共投資の減少も続いたことなどから、回復のテンポは総じて緩やかなものとなった。この回復基調は持続すると見込まれているが、国際的リスクや長期金利、為替動向など懸念材料を抱えている。

当班の研究対象である建設業界においては、企業設備投資の増加を主因に、マンション建設が安定的に推移し、加えてオフィスビル・店舗・生産施設が増加したことから、民間工事需要は製造業を中心に回復基調に転じた。しかし、官公庁工事は国・地方共に厳しい財政事情等を背景に公共投資予算の削減により発注が抑制され、引き続き大幅な減少となった。加えて、民間建設投資の先行きは不透明であり、建設価格の低下が続く中、熾烈な受注競争に緩和の動きがみられず、資材価格の高騰等もあり、工事利益の確保に一段の努力を要するなど、経営環境は依然として厳しい状況が続いている。

2-4-4　財務分析

2-4-4-1　分析手法

収益性の指標として ROE・ROA を、安全性の指標として流動比率・固定比率・自己資本比率を選び、各企業について調べた。財務面での企業の順位付けを行うにあたり、恣意性が入るのを排除するため、以下の式で点数化して財務点を算定した。

$$\text{財務点}=0.5\times\frac{\text{ROA}}{\text{平均}}+0.5\times\frac{\text{ROE}}{\text{平均}}+\frac{\text{流動比率}}{\text{平均}}+\frac{\text{平均}}{\text{固定比率}}+\frac{\text{自己資本比率}}{\text{平均}}$$

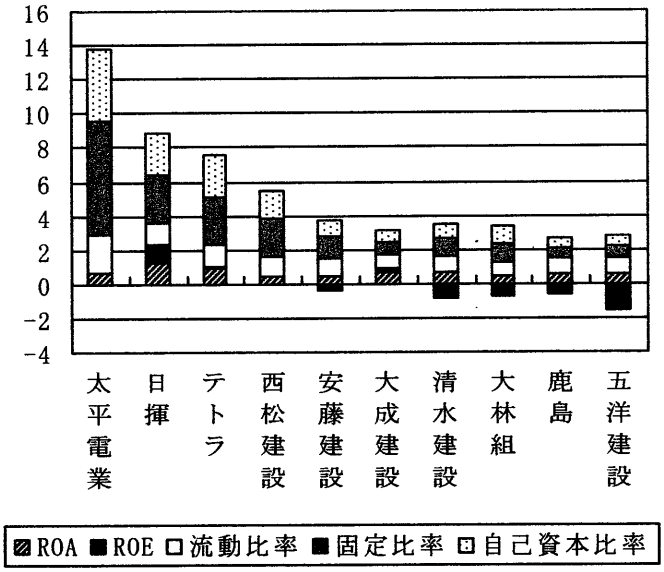
ここで、各項目には各企業の以下で述べる期間の平均を、平均には各項目について同期間の業界平均を用いた。2004 年 3 月期の財務点については、2001 年 3 月期から 2004 年 3 月期の平均、2003 年 3 月期の財務点については、2000 年 3 月期から 2003 年 3 月期の平均、2002 年 3 月期の財務点については、2000 年 3 月期から 2002 年 3 月期の平均を用いた。業界平均は、再建中の企業や東証一部に上場していない企業を除いた、大手 4 社と準大手 4 社から計算したものを用いている。固定比率については比率の低い方が財務がよいと評価できるため、他の項目と分子・分母を逆にしている。係数は、ROA と ROE とは相関のある指標であると考えられるためこれらについては 0.5 とし、その他は 1 を用いた。

2-4-4-2　財務分析の結果と順位付け

(1)2002年3月期の財務分析の結果

【図表 2-4-4-1　2002年財務順位】

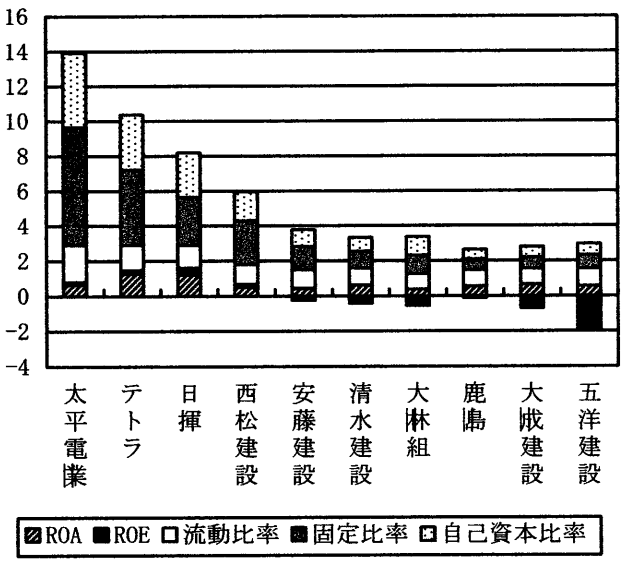
	2002年	財務点
1	太平電業	13.0425
2	テトラ	9.7578
3	日揮	7.8083
4	西松建設	5.8929
5	安藤建設	3.3537
6	大林組	2.6524
7	清水建設	2.5590
8	五洋建設	2.4207
9	鹿島	2.2634
10	大成建設	1.5205



(2)2003年3月期の財務分析の結果

【図表 2-4-4-2　2003年財務順位】

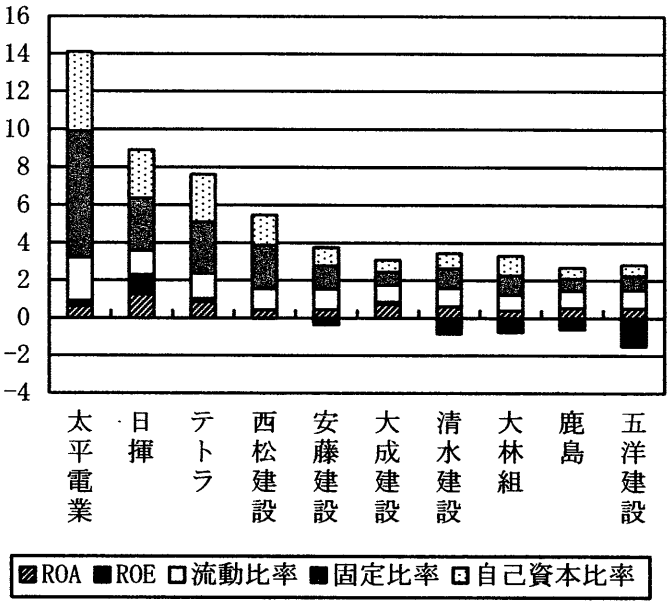
	2003年	財務点
1	太平電業	13.9234
2	テトラ	10.3579
3	日揮	8.1949
4	西松建設	5.9470
5	安藤建設	3.5397
6	清水建設	2.8898
7	大林組	2.8025
8	鹿島	2.5200
9	大成建設	2.0974
10	五洋建設	1.0641



(3)2004年3月期の財務分析の結果

【図表2-4-4-3　2004年財務順位】

	2004年	財務点
1	太平電業	14.1005
2	日揮	8.9006
3	テトラ	7.6280
4	西松建設	5.4561
5	安藤建設	3.4033
6	大成建設	3.0928
7	清水建設	2.6170
8	大林組	2.5636
9	鹿島	2.0929
10	五洋建設	1.3380



2-4-5　利質分析

2-4-5-1　分析手法

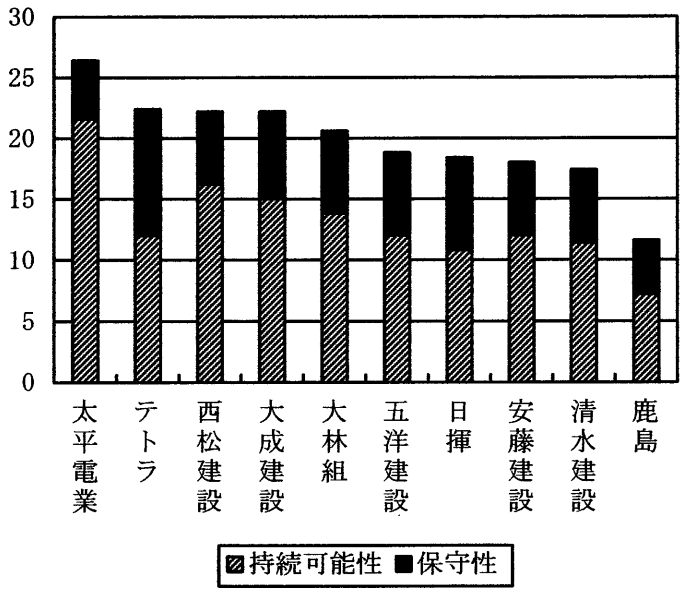
一ノ宮[2004]p.93の利質評価項目に基づき、2002年3月期から2004年3月期の3年間の利質分析を行った。

2-4-5-2　利質分析の結果と順位付け

(1)2002年3月期の利質分析の結果

【図表 2-4-5-1　2002年利質順位】

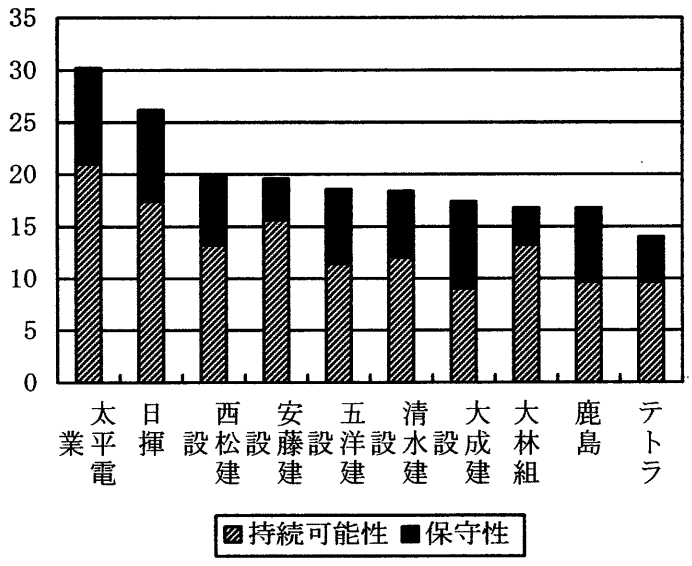
	2002年	利質点
1	太平電業	26.4
2	テトラ	22.4
3	西松建設	22.2
3	大成建設	22.2
5	大林組	20.6
6	五洋建設	18.8
7	日揮	18.4
8	安藤建設	18.0
9	清水建設	17.4
10	鹿島	11.6



(2)2003年3月期の利質分析の結果

【図表 2-4-5-2　2003年利質順位】

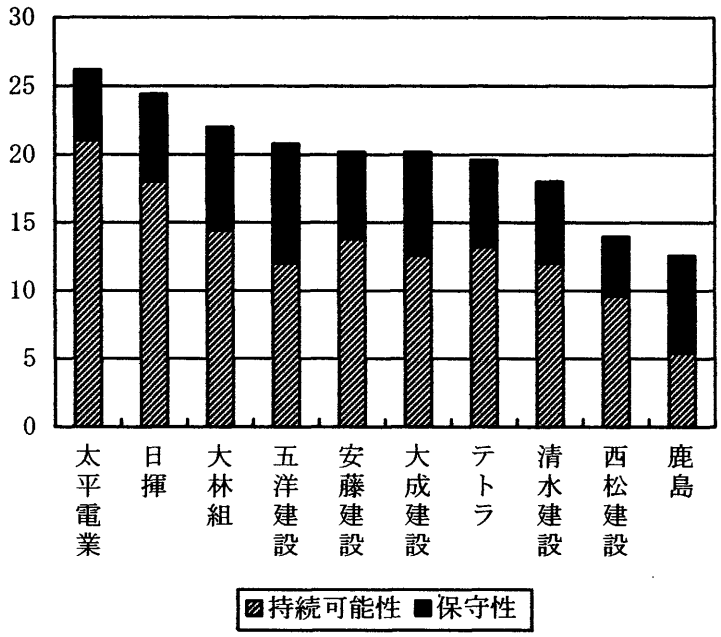
	2003年	利質点
1	太平電業	30.2
2	日揮	26.2
3	西松建設	20.0
4	安藤建設	19.6
5	五洋建設	18.6
6	清水建設	18.4
7	大成建設	17.4
8	大林組	16.8
8	鹿島	16.8
10	テトラ	14.0



(3)2004年3月期の利質分析の結果

【図表 2-4-5-3　2004年利質順位】

	2004年	利質点
1	太平電業	26.2
2	日揮	24.4
3	大林組	22.0
4	五洋建設	20.8
5	安藤建設	20.2
	大成建設	20.2
7	テトラ	19.6
8	清水建設	18.0
9	西松建設	14.0
10	鹿島	12.6



2-4-6　財務と利質の関係

2-4-6-1　分析手法

以上の分析により算出された財務点と利質点との相関関係を調べるため、y軸に利質点を、x軸に財務点をとって回帰分析を行った。

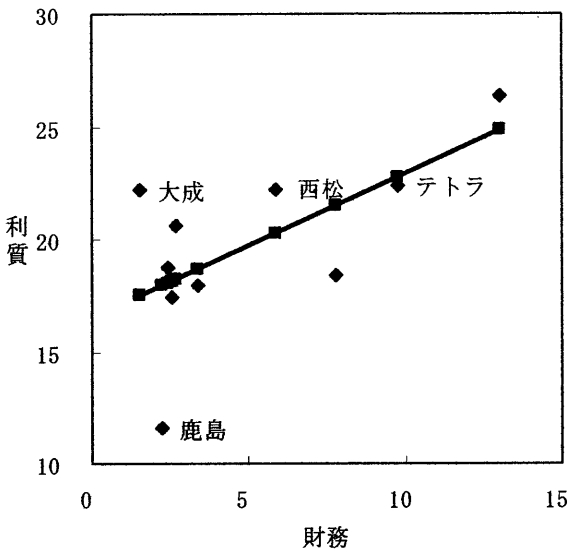
2-4-6-2　回帰分析の結果

(1)2002年3月期の回帰分析の結果

分析の結果、2002年3月期において【図表 2-4-6-1】のような結果となった。

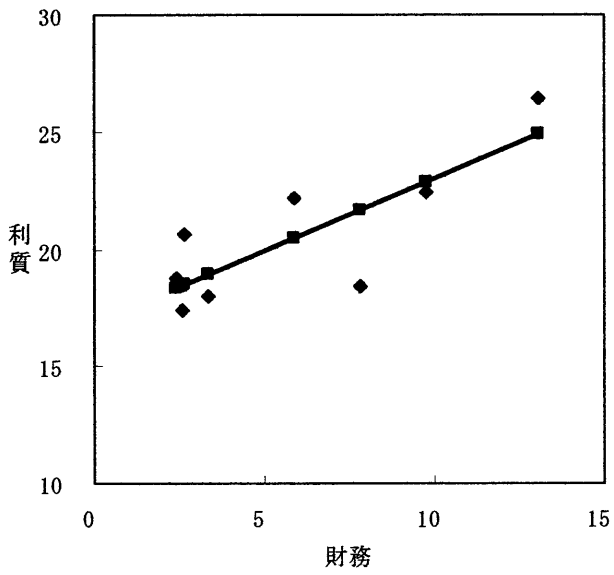
【図表 2-4-6-1　2002 年回帰分析 1】

この回帰分析によって得られた補正 R2 は 0.318832 と低い。そこで、グラフより外れ値と思われる 2 社（大成建設と鹿島)を除いて再び回帰分析を行ったところ、以下のような【図表 2-4-6-2】となった。



【図表 2-4-6-2　2002 年回帰分析 2】

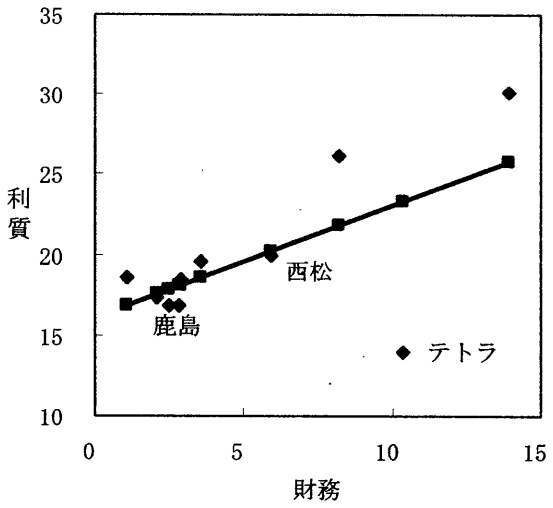
ここでは補正 R2=0.589731、t 値=3.325956 が得られた。そこで、補正 R2 は十分に高いことから財務と利質には相関関係があると考えられる。



(2)2003年3月期の回帰分析の結果

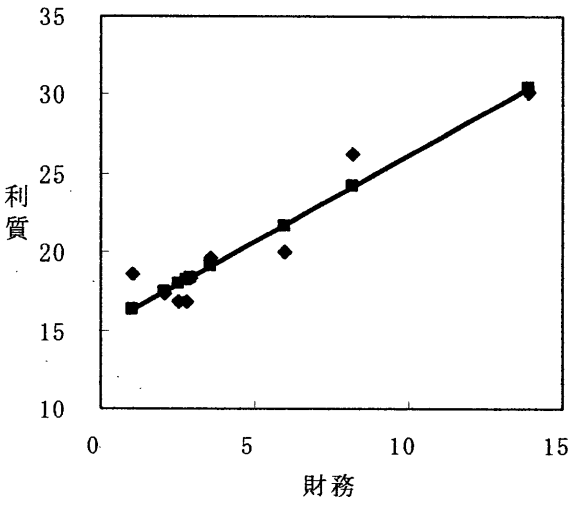
分析の結果、2003年3月期において【図表2-4-6-3】のような結果となった。

【図表2-4-6-3　2003年回帰分析1】



この回帰分析によって得られた補正R2は0.290510と低い。そこで、グラフより外れ値と思われる1社(テトラ)を除いて再び回帰分析を行ったところ、以下のような【図表2-4-6-4】となった。

【図表2-4-6-4　2003年回帰分析2】



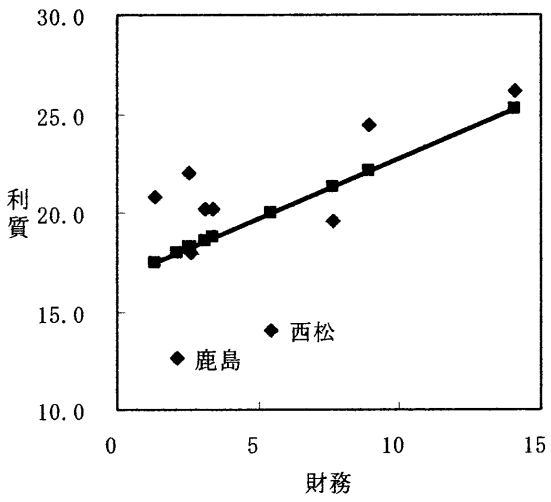
ここでは補正R2=0.894899、t値=8.313684が得られた。そこで、補正R2は十分に高いことから財務と利質には相関関係があると考えられる。

(3)2004年3月期の回帰分析の結果

分析の結果、2004年3月期において【図表2-4-6-5】のような結果となった。

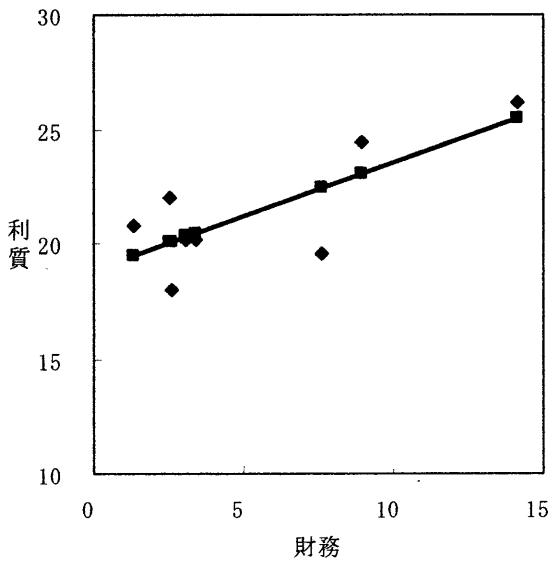
【図表2-4-6-5　2004年回帰分析1】

この回帰分析によって得られた補正R2は0.256836と低い。そこで、グラフより外れ値と思われる2社(鹿島と西松建設)を除いて再び回帰分析を行ったところ、以下のような【図表2-4-6-6】となった。



【図表2-4-6-6　2004年回帰分析2】

ここでは補正R2=0.529156、t値=2.977740が得られた。そこで、補正R2は十分に高いことから財務と利質には相関関係があると考えられる。



2-4-7　外れ値の分析

2-4-7-1　分析の概要

以上財務と利質の関係を分析した結果をふまえ、なぜ各年においてそれぞれの企業が外れ値となったかについて財務・利質の両面から検討してみる。

2-4-7-2　外れ値の分析(2002年3月期)

(1)大成建設...財務10位、利質3位

①財務面

【図表2-4-7-1　大成建設の財務数値の推移】

	2001	2002	2003	2004
ROA	0.032	0.029	0.028	0.035
ROE	0.040	-0.152	0.085	0.055
流動比率	0.903	0.914	0.964	0.943
固定比率	3.922	4.318	4.124	3.404
自己資本比率	0.105	0.090	0.092	0.115

大成建設の財務は、2002年3月期は10位(財務点1.5205点)、2003年3月期は9位(2.0974点)、2004年3月期は6位(3.0928点)と、年々良くなってきている。上の表は、財務点算出に用いた5項目の最近の4年間の推移を表したものである。特に大成建設の財務を改善している原因として、固定比率の低下と自己資本比率の上昇が挙げられる。一定の傾向は見当たらないが年々固定資産が減少しており、一方で自己資本が増加している年も見られることから、それらが相まって財務の改善に貢献したのであろう。

だが依然として大成建設の財務は良いとは言えず、収益性の面では2002年3月期に純損失を計上していることが影響してマイナスの方向に働き、安全性においても大手ならではの流動比率の低さ・固定比率と自己資本比率の低さによって低く評価されている。2002年3月期において5項目の内訳はROA4位、ROE10位、流動比率9位、固定比率9位、自己資本比率9位となっており、ROEの数値がマイナスをとったのがここ4年間で2002年3月期だけであることから、大成建設の財務の悪さは主に安全性の低さに起因しているといえる。

②利質面

【図表 2-4-7-2　大成建設の利質点の推移】

	利質順位	利益の持続可能性				会計処理の保守性		
		安定性	リスク	成長性	反復性	利益操作	裁量支出	堅牢性
2002	3	**8**	4	**9**	4	7	**3**	8
2003	7	**2**	4	**4**	5	4	**9**	8
2004	5	**6**	4	**6**	5	9	**3**	7

【図表 2-4-7-2】は、大成建設の 3 年間の利質順位と各項目の利質点の推移を表したものである。大成建設は 2002 年 3 月期において財務が悪い一方で利質は 3 位と高く評価され、またその後も財務は改善の方向に向かっているのに対し利質は一定した動きをせず、変動している。そこで 3 年間で変動の大きな利質項目である安定性・成長性・裁量支出について分析する。

ⅰ)安定性

【図表 2-4-7-3　大成建設の当期純利益の推移】　(百万円)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
当期純利益	-66963	-5669	-52802	8382	-30997	14999	10353

【図表 2-4-7-3】は、1998 年 3 月期から 2004 年 3 月期における連結当期純利益の推移を表したものである。

このように大成建設の当期純利益は非常に不安定なものになっている。2002 年 3 月期の安定性は、過去 5 年間のほとんどの年において純損失を計上していることから高く評価されたのだと考えられ、実質的に利質が良いとはいえないであろう。2004 年 3 月期の安定性については、2 年連続で純利益を計上し、2005 年 3 月期にも 18 億円の純利益を見込んでいることから利質の改善を表していると思われる。

ⅱ)成長性

【図表 2-4-7-4　大成建設の売上高の推移】

	2000	2001	2002	2003	2004
売上高(百万円)	1681306	1750391	1673834	1644638	1598511
前年比成長率(%)	-0.05	0.04	-0.04	-0.02	-0.03

【図表 2-4-7-4】は、2000 年 3 月期から 2004 年 3 月期における連結売上高と前期比成長率の推移を表したものである。やはり建設業界の受注の減少を受けてか売上高は年々わずかではあるが減少している。2005 年 3 月期には前年比 2.4%減の 1560 億円を見込んでいるおり、安定的にマイナスの成長率を示している。したがって大成建設自体の成長率は安定しており、成長性という利質項目の変動は、利質評価が相対評価である以上、他の企業の影響によるものだと考えられ、特に大成建設の利質は実質的には変化していないようである。

iii)裁量支出

【図表 2-4-7-5　大成建設の設備投資額等の推移】

	2001	2002	2003	2004
設備投資・研究開発投資(百万円)	25965	19227	29072	22200
前年比変化率(%)	0.15	-0.26	0.51	-0.24
売上高(百万円)	1750391	1673834	1644638	1598511
前年比変化率(%)	0.04	-0.04	-0.02	-0.03

【図表 2-4-7-5】は、2001 年 3 月期から 2004 年 3 月期における設備投資と研究開発費の合計額・売上高・それぞれの変化率の推移を表したものである。

裁量支出は、売上高の増加に対して、それを超えて経営者がその金額を決定しうる設備投資と研究開発費(以下設備投資額等と示す)がどれほど増加するかによって評価される。2003 年 3 月期には売上高の減少を超える設備投資額等の大幅な増加があったために、裁量支出は高く評価された。これは有形固定資産・無形固定資産の取得による支出が増加したことによる。2004 年 3 月期には設備投資額が減少し、また評価に前年比変化率を用いていることによって、裁量支出は再び低く評価されることとなった。

③まとめ

大成建設は、2002 年 3 月期において財務が悪く、以後少しずつ改善の傾向にあるが、利質は 2002 年 3 月期においては高く評価され、以後も財務の動きに沿わない推移をしている。そこで以上のように、2002 年 3 月期～2004 年 3 月期の 3 年間において特に評価の変動が見られた安定性・成長性・裁量支出について分析を行った結果、裁量支出については利質の変動に適切に貢献していると考えられる

が、安定性・成長性については評価項目や評価方法の問題から上記のように評価されたにすぎないといえよう。したがって、2002年3月期における財務と利質とのギャップは、偶然の要素が強いのではないだろうか。

(2)鹿島…財務9位、利質10位

後述の「2-4-7-4　外れ値の分析(2004年3月期)」において述べる。

2-4-7-3　外れ値の分析(2003年3月期)

(1)テトラ…財務2位、利質10位

①財務面

テトラの財務は5項目全てにおいて良く、2002年3月期・2003年3月期においてはともにROA1位、ROE2位、流動比率2位、固定比率2位、自己資本比率2位となっている。2004年3月期においても多少の変動はあるものの依然として良い財務を維持している。テトラは収益性においては他の建設会社に比べ、収益をほぼ継続的にあげており、また安全性においても総じて大手・準大手より良い数値を示しており、特に自己資本比率は特に評価できる。これらのことが相まって、財務面が良く評価されたのであろう。

②利質面

【図表2-4-7-6　テトラの利質点の推移】

	利質	利益の持続可能性				会計処理の保守性		
	順位	安定性	リスク	成長性	反復性	利益操作	裁量支出	堅牢性
2002	2	9	5	5	1	10	7	9
2003	10	8	6	1	1	2	3	6
2004	7	8	9	1	4	3	10	3

【図表2-4-7-6】は、テトラの3年間の利質順位と各項目の利質点の推移を表したものである。この表から、2002年3月期～2003年3月期にかけて大幅に利質評価が低下していることがわかる。そこで、2003年3月期に前期比で点数の低い成長性・利益操作・裁量支出に焦点をあて、何がこれほど利質の評価が下がってしまったのかを分析する。

ⅰ)成長性

【図表 2-4-7-7　テトラの売上高の推移】

	2000	2001	2002	2003	2004
売上高(百万円)	41647	37740	31685	24885	25663
前期比成長率(%)	0.11	-0.09	-0.16	-0.21	0.03

【図表 2-4-7-7】は、2000 年 3 月期から 2004 年 3 月期における連結売上高と前期比成長率の推移を表したものである。成長性という利質項目が 3 年間の売上高成長率の平均で計算されることを考えると、2003 年 3 月期の成長性の評価が低いのは明白である。

公共投資・民間設備投資の不振に伴う需要の減少と競争の激化などの環境の悪化が見られる中、建設事業の受注高は減少し、その影響を受け売上高は年々減少の一途をたどっていた。しかし 2004 年 3 月期には当期の受注高は減少しているものの前期からの繰越受注高に助けられ、3.1%の増収となった。今後は、2004 年期末に不動建設株式会社を連結子会社とすることで、単体のみならずグループ全体で受注量の確保に努め、工事収益率の向上を図っている。実際 2005 年 3 月期中間決算において中間売上高は前期比 228.1%と大幅な増加を見せており、通期の見通しとしても 80 億円の売上高を見込んでいることから、今後の利質項目における成長性はしばらく高く評価されることとなるだろう。

ⅱ)利益操作

【図表 2-4-7-8　テトラの発生処理額の推移】　(百万円)

	2001	2002	2003	2004
当期純利益	467	-116	43	44
当期営業 CF	1281	1429	573	-736
当期発生処理額	-813	-1545	-530	779

【図表 2-4-7-8】は、2000 年 3 月期から 2004 年 3 月期における当期純利益・営業 CF・その差額である発生処理額の推移を表したものである。

利益操作は当期発生処理額－前期発生処理額を総資産額で割ったもので計算され、その比率が低いほど利質は高いと評価される。したがって、2002 年 3 月期には純損失を計上しているにもかかわらず営業 CF は大幅にプラスであり、そのことにより当期発生処理額は大きくマイナスの値をとったことが、2003 年

3月期の利益操作という利質項目に大きな影響を及ぼしたと考えられる。ここ2年間は安定的な純利益を計上しているが、営業CFは大きく減少し、2004年3月期には支出超過となっている。これは期末受注残高の減少に伴う未成工事受入金の減少などによるものである。

iii)裁量支出

【図表2-4-7-9　テトラの設備投資額等の推移】

	2001	2002	2003	2004
設備投資・研究開発投資(百万円)	1236	929	475	1035
前年比変化率(%)	-0.31	-0.25	-0.49	1.18
売上高(百万円)	37740	31685	24885	25663
前年比変化率(%)	-0.09	-0.16	-0.21	0.03

【図表2-4-7-9】は、2001年3月期から2004年3月期における設備投資と研究開発費の合計額・売上高・それぞれの変化率の推移を表したものである。

裁量支出は設備投資額等の合計額の変化率と売上高変化率との差額で計算され、その数値が大きいほど利質は高いと評価される。つまり、売上高の増加に対してそれを超えて設備投資額等がどれほど増加するかによって裁量支出を測っているのである。したがって2003年3月期には売上高の減少を超える設備投資額等の減少があったために、設備投資額等の前年比変化率が大きく下がり、利質は低く評価された。これは、有形固定資産の取得による支出が減少したことが主な原因である。

③まとめ

このように、財務面では収益性・安全性ともに安定して良好に維持し続けている反面、純利益を裏付けるCFの変動や、財務に直接影響しない設備投資額等の増減が見られるなど、財務面には表れない変化が利質面においては表れており、その影響で利質は良好な財務に見合った評価をされていない。このことが特に2003年において顕著であり、それによってテトラは外れ値となったと考えられる。

2-4-7-4　外れ値の分析(2004年3月期)

(1)西松建設…財務4位、利質9位

①財務面

西松建設の財務は4位と、10社の中で平均的なところに位置している。5項目の内訳ではROA9位、ROE5位、流動比率4位、固定比率4位、自己資本比率4位となっており、流動比率・固定比率・自己資本比率はいずれも10社の中で平均的な値をとっている。特に固定比率・自己資本比率は他の大手・準大手より良く、西松建設の財務は安全性の面で高く評価できる。

②利質面

【図表2-4-7-10　西松建設の利質点の推移】

	利質順位	利益の持続可能性				会計処理の保守性		
		安定性	リスク	成長性	反復性	利益操作	裁量支出	堅牢性
2002	3	6	9	7	5	5	5	5
2003	3	6	9	3	4	5	7	5
2004	9	4	7	3	2	8	1	2

【図表2-4-7-10】は、西松建設の3年間の利質順位と各項目の利質点の推移を表したものである。西松建設は財務順位はよいが利質順位は悪く、両者の間でギャップが生じており、このことが外れ値となった原因であると考えられる。したがってここでは、なぜ財務はよいのに利質は低く評価されているのかについて分析する。前年度と比べ、特に低かった反復性・裁量支出・堅牢性について調べた。

i)反復性

固定資産の減損に係る会計基準及び「固定資産の減損に係る会計基準の適用指針」が2004年3月に終了する連結会計年度に係る連結財務諸表から適用できることになったことに伴い、2003年3月期から同会計基準及び同適用指針を適用している。これによる税金等調整前当期純損失に与える影響額は4億円である。よって、固定資産の減損会計を早々期適用したため、特別損失を多く計上した。

また、当期純利益がマイナスであったため、特別損益/当期純利益で計算される反復性はプラスとなる。この項目において、比率が小さいほど利質は高いと判断されるため、減損会計の早期適用と当期純利益のマイナスが重なって比率が高くなった結果、反復性は低くなり、利質は低くなったと考えられる。

ii)裁量支出

【図表 2-4-7-11　西松建設の設備投資額等の推移】

	2001	2002	2003	2004
設備投資・研究開発投資(百万円)	15086	12722	12804	**4665**
前年比変化率(%)	-0.00390	-0.15670	0.00645	**-0.63566**
売上高(百万円)	511868	498525	486609	**427465**
前年比変化率(%)	-0.06823	-0.02607	-0.02390	**-0.12154**

【図表 2-4-7-11】は、2001 年 3 月期から 2004 年 3 月期における設備投資と研究開発費の合計額・売上高・それぞれの変化率の推移を表したものである。

西松建設は、戸田建設と業務提携しており、その業務提携は順調に推移し、技術研究・開発分野、次いで資機材・施設の相互利用について専門委員会を設置し積極的に活動している。共同技術研究開発とともに、お互いのノウハウの共有化も着々と実績をあげ、コストダウン等経営の効率化に大きな成果をあげており、過去 5 年間の提携関係の結果、2 社合計で約 22 億円のコストが削減できたため、1999 年～2004 年の 5 年間の業務提携契約を 5 年延長することが決まった。このように、業務提携の結果コストダウンが図られたことも考えられるが、売上高の減少以上に設備投資額が減少しており、その結果、利質が低く評価されたと考えられる。

iii)堅牢性

【図表 2-4-7-12　西松建設の営業 CF の推移】　(百万円)

	2000	2001	2002	2003	2004
営業 CF	23534	41076	8840	**470**	7763

【図表 2-4-7-12】は、2000 年 3 月期から 2004 年 3 月期の営業キャッシュ・フローの推移を表したものである。

堅牢性は、3 年間の営業キャッシュフローマージンを用いるため、2003 年 3 月期の少ない営業キャッシュ・フローの結果が、2004 年 3 月期に現れている。2003 年 3 月期の営業活動によるキャッシュ・フローは、仕入債務、未成工事受入金の減少等により、前連結会計年度比 83 億 7 千万円少ない 4 億 7 千万円の資金増加となった。なお、2003 年 3 月期の堅牢性の順位が低くないのは、2001 年 3 月期の高い営業キャッシュ・フローによるものである。単純に考えて、2005

年3月期の利質も2003年3月期の影響を受けるため、堅牢性は低くなることが予想される。

③まとめ

西松建設は、【図表2-4-6-1】【図表2-4-6-3】【図表2-4-6-5】からわかるように、2002年3月期においては利質の方が財務より高く評価され、2003年3月期においては財務と利質は同じように評価され、2004年3月期においては財務の方が利質より高く評価された。財務は安定しているが、利質が悪化した結果、外れ値になったと考えられる。利質が悪化した原因は、固定資産の減損、設備投資額等の減少、営業キャッシュ・フローなどであった。これらの項目は、一部はROAに関わるが、それ以外は財務分析には表れてない。つまり、利質の悪化原因を財務分析ですべて表せなかったことが外れ値となった原因と考えられる。

(2)鹿島…財務9位、利質10位

①財務面

2002年3月期から2004年3月期の3年間を通して、鹿島の財務は8位または9位と下位に位置しており、決して良くはない。5項目の内訳では2004年3月期にはROA6位、ROE7位、流動比率8位、固定比率10位、自己資本比率9位となっている。特に安全性が低いことに注目できるが、これは大手・準大手に共通する特徴だと考えられる。

だが2005年3月期中間決算において、通期の見通しとして経常利益450億円(前年比19.2%増)、当期純利益130億円(前期は45億円の純損失)を見込んでおり、これが達成されれば収益性(ROA・ROE)が高くなり、それによってある程度財務の改善が見られるかもしれない。

②利質面

【図表2-4-7-13　鹿島の利質点の推移】

	利質順位	利益の持続可能性				会計処理の保守性		
		安定性	リスク	成長性	反復性	利益操作	裁量支出	堅牢性
2002	10	4	3	2	3	8	1	2
2003	8	3	3	7	3	6	10	2
2004	10	1	3	4	1	6	6	6

鹿島は財務・利質ともに順位が悪いにもかかわらず外れ値となっている。これは、財務も悪いが、その財務の割に利質はさらに低く、そのために求められた回帰式から乖離し、外れ値となったと考えられる。ここでは、鹿島は利質を調べた3年間を通じて利質は低いと評価されているため、7項目の中で利質を特に低くしている原因と考えられる安定性・リスク・反復性について調べた。

ⅰ)安定性

【図表 2-4-7-14　鹿島の当期純利益の推移】　(百万円)

	2000	2001	2002	2003	2004
当期純利益	9018	9275	-41153	10111	-4474

【図表 2-4-7-14】は、2000年3月期から2004年3月期の連結当期純利益の推移を表したものである。

2001年3月期は、個別では前期より減少したものの海外現地法人の損益が大幅に改善したこと等により前期比2.8%増の純利益を計上。この純利益には、退職給付に係る会計基準や金融商品に係る会計基準の適用などの会計方針の変更による増減も含まれている。2002年3月期には、後述の特別損失の計上等により、411億円余りの損失計上となったが、2003年3月期は101億円余りの純利益を確保。しかし2004年3月期は厚生年金基金解散に伴う損失等合計433億円余りの特別損失を計上したことにより再び純損失を計上している。2005年3月期には純利益130億円を見込む。

このように同社の当期純利益は不安定なものとなっており、その結果5年間の当期純利益の標準偏差で測られる安定性は低く評価された。

ⅱ)リスク

【図表 2-4-7-15　各企業の有価証券等】　(%)

	有価証券	投資有価証券	繰延税金資産
鹿島建設	0.0069	12.17	7.01
大成建設	0	11.43	6.85
清水建設	0.0343	14.93	3.29
大林組	0.0011	18.96	2.44
西松建設	0	9.31	1.12
五洋建設	0.0454	5.03	5.14

	有価証券	投資有価証券	繰延税金資産
安藤建設	0	8.41	3.88
日揮	5.7790	9.42	4.24
太平電業	0.8290	6.97	0.90
テトラ	0.0029	2.85	6.22

【図表 2-4-7-15】は、総資産に占める有価証券・投資有価証券・繰延税金資産の割合を示している。これらは時価変動やリスクの高いと考えられるものである。大手 4 社に共通して、他の 6 社にくらべ総資産に占める投資有価証券の割合が大きいことがわかる。

iii)反復性

【図表 2-4-7-16　鹿島の特別損失の推移】　(百万円)

	2000	2001	2002	2003	2004
特別損益	-5624	-18617	-103755	-569	-34837

【図表 2-4-7-16】は、2000 年 3 月期から 2004 年 3 月期における特別損益の推移を表したものである。

2001 年 3 月期は、退職給付会計に係る会計基準の適用に伴う会計基準変更差異である退職給付引当金繰入額など、473 億円余りの特別損失を計上している。2002 年 3 月期には、開発事業関連損失・投資有価証券売却損・評価損など財務体質の改善を目的とした 1130 億円余りの特別損失を計上。2004 年 3 月期は同社の厚生年金基金解散に伴う損失等合計 433 億円余りの特別損失を計上。2005 年 3 月期についても「固定資産の減損に係る会計基準」の早期適用に伴う特別損失を 150 億円見込んでいる。

このように規模の違いはあるものの、毎年特別損益はマイナスとなっている。本来純利益を計上している場合には、特別損失の額が大きいことは反復性が高い、つまり利質が高いことを意味する。しかし純損失を計上している期があるために、反復性が低く計算され、利質は低いと評価されてしまっている。

③まとめ

鹿島は、上記のようにここ数年間において当期純利益の大きな増減が見られ、純損失を計上している期もあることから、財務における収益性と利質における安

定性がともに低く評価されることにはうなずける。その他については、財務項目と利質項目との間に特に直接的な関連性は見られないものの、利質分析を行った3年間を通じて利質が低いと評価されていることからも、やはり鹿島自体慢性的に利質が低く評価される要因をもっていると考えられる。ちなみに2004年3月期と同様に利質順位及び利質点の低かった2002年3月期においてもやはり鹿島は外れ値となったが、利質順位が8位で点数も比較的高かった2003年3月期においては、鹿島は回帰式からほとんど乖離していなかった。この2003年3月期の利質点が高かったのは、設備投資・研究開発費が前期より大幅に増加した(つまり変化率がプラスの値で大きい)ことと売上高成長率がマイナスの値をとっていることにより、計算された裁量支出の比率が大きくなり、利質を高く評価する方向に大きく働いたためであろう。その他の項目については、特に利質を高くしている原因と思われるものはない。

2-4-8 結論

今回の分析のように各年において外れ値は存在するものの、外れ値を除いて行った回帰分析の結果得られたグラフや補正R2などの数値から、財務と利質との間には相関関係があるといえる。外れ値となった企業には、それぞれ外れ値たる理由があった。今回はそういった理由・原因を分析したが、それら外れ値同士の共通点・外れ値のもつ傾向といったものを発見するには至らなかった。今後は、そのような外れ値同士の関係性を分析してみることが課題である。

しかしここで、外れ値が存在するが故に利質分析というツールに存在価値があることも指摘できる。利質分析を行うことによって、財務分析だけでは明らかとされなかった情報が得られる、といえるためだ。従来より企業分析のツールとして一般的に用いられてきた財務分析では、企業業績の良否を判断することに重点がおかれてきた。しかし表面的な財務数値のみによって企業の実態を評価することはできない。そこで利益金額自体の良否を分析するにとどまらず、その利益の持つ「質」というものを対象として企業業績の当否を分析する利質分析を行い、従来からの財務分析を補完することが必要となる。そうすることによって、企業の現在の収益力だけでなく将来の利益獲得能力をも評価し、より高度な企業評価を行うことができるのである。

以上のように、利質分析は財務分析を補完するものとして重要な意義をもつ。しかし利質分析は、従来より用いられてきた財務分析と違い未だその手法も確立しておらず、今回の分析においてもいくつか検討を要する部分があったように思う。これから利質概念の広まりとともに、利質分析がどのように発展し、確立していくのか非常に

興味深いところである。

2-4-9 参考文献

一ノ宮士郎[2004]『利益の質による企業評価—利質分析の理論と基本的枠組み—』日本政策投資銀行設備投資研究所。

桜井久勝[2003]『財務諸表分析　第２版』中央経済社。

森棟公夫[2000]『統計学入門 第２版』新世社。

長門昇[2002]『よくわかる建設業界』日本実業出版社。

東洋経済新報社[2004]『会社四季報 2004 年４集』。

Yahoo! ファイナンス (http://quote.yahoo.co.jp/)。

各企業のホームページ・IR 情報。

2-4-10 参考資料

・ 財務の推移(2001 年３月期～2004 年３月期)

清水建設	ROA	ROE	流動比率	固定比率	自己資本比率
2001	0.0289	−0.2773	0.9818	2.9451	0.1075
2002	0.0274	0.0444	0.9788	2.6113	0.1195
2003	0.0247	0.0307	0.9950	2.4308	0.1174
2004	0.0264	0.0378	1.0156	2.1053	0.1549
平均	0.0268	−0.0411	0.9928	2.5231	0.1248

安藤建設	ROA	ROE	流動比率	固定比率	自己資本比率
2001	0.0138	−0.0420	1.0826	1.9831	0.1506
2002	0.0129	−0.0818	1.0490	2.2709	0.1375
2003	0.0209	0.0118	1.1377	2.1701	0.1445
2004	0.0294	0.0410	1.1819	1.9497	0.1656
平均	0.0192	−0.0177	1.1128	2.0934	0.1495

鹿島	ROA	ROE	流動比率	固定比率	自己資本比率
2001	0.0242	0.0451	0.9017	4.0298	0.0965
2002	0.0223	−0.1981	0.9419	4.6429	0.0809
2003	0.0205	0.0596	0.9498	4.6759	0.0786
2004	0.0266	−0.0238	0.9465	3.5128	0.1158
平均	0.0234	−0.0293	0.9350	4.2154	0.0929

五洋建設	ROA	ROE	流動比率	固定比率	自己資本比率
2001	0.0282	0.0615	1.0015	2.9036	0.1040
2002	0.0219	0.0343	1.0248	2.9525	0.1014
2003	0.0140	−0.4828	1.0153	4.5184	0.0712
2004	0.0245	0.0895	0.9878	3.7333	0.0899
平均	0.0222	−0.0744	1.0073	3.5270	0.0917

大成建設	ROA	ROE	流動比率	固定比率	自己資本比率
2001	0.0321	0.0403	0.9027	3.9217	0.1052
2002	0.0289	−0.1519	0.9144	4.3181	0.0905
2003	0.0278	0.0851	0.9640	4.1244	0.0922
2004	0.0349	0.0547	0.9432	3.4036	0.1153
平均	0.0309	0.0070	0.9311	3.9419	0.1008

日揮	ROA	ROE	流動比率	固定比率	自己資本比率
2001	0.0371	0.0399	1.1000	1.0921	0.3776
2002	0.0713	0.0394	1.2945	0.9831	0.3956
2003	0.0540	0.0523	1.3609	0.8937	0.3909
2004	0.0520	0.0763	1.4646	0.8236	0.4121
平均	0.0536	0.0520	1.3050	0.9481	0.3940

大林組	ROA	ROE	流動比率	固定比率	自己資本比率
2001	0.0191	−0.0176	0.8761	2.3769	0.1845
2002	0.0107	−0.2130	0.8557	2.7762	0.1420
2003	0.0164	0.0113	0.8512	2.8408	0.1336
2004	0.0225	0.0701	0.8670	2.3004	0.1890
平均	0.0172	−0.0373	0.8625	2.5736	0.1623

太平電業	ROA	ROE	流動比率	固定比率	自己資本比率
2001	0.0198	0.0146	1.9160	0.4258	0.5866
2002	0.0225	0.0156	2.1773	0.4121	0.6322
2003	0.0368	0.0148	2.3777	0.3640	0.6665
2004	0.0283	0.0170	2.7981	0.3718	0.7133
平均	0.0269	0.0155	2.3173	0.3934	0.6497

西松建設	ROA	ROE	流動比率	固定比率	自己資本比率
2001	0.0270	0.0335	1.1635	1.0825	0.2514
2002	0.0167	−0.0259	1.1285	1.1522	0.2501
2003	0.0207	0.0253	1.1000	1.1642	0.2401
2004	0.0122	−0.0364	1.2053	1.1816	0.2506
平均	0.0192	−0.0009	1.1493	1.1451	0.2481

テトラ	ROA	ROE	流動比率	固定比率	自己資本比率
2001	0.0500	0.0391	1.3026	0.7274	0.3907
2002	0.0430	−0.0099	1.4261	0.6605	0.4874
2003	0.0461	0.0037	1.7403	0.5391	0.5622
2004	0.0083	0.0036	0.9418	1.9214	0.1214
平均	0.0368	0.0091	1.3527	0.9621	0.3905

・ 2002年3月期の利質点

	企業名	総合点	利益の持続可能性					会計処理の保守性			
			安定性	リスク	成長性	反復性	換算点	利益操作	裁量支出	堅牢性	換算点
1	太平電業	26.4	10	10	8	8	21.6	3	6	3	4.8
2	テトラ	22.4	9	5	5	1	12.0	10	7	9	10.4
3	西松建設	22.2	6	9	7	5	16.2	5	5	5	6.0
3	大成建設	22.2	8	4	9	4	15.0	7	3	8	7.2
5	大林組	20.6	2	2	10	9	13.8	9	2	6	6.8
6	五洋建設	18.8	3	8	3	6	12.0	6	4	7	6.8
7	日揮	18.4	1	1	6	10	10.8	1	8	10	7.6
8	安藤建設	18.0	5	7	1	7	12.0	4	10	1	6.0
9	清水建設	17.4	7	6	4	2	11.4	2	9	4	6.0
10	鹿島	11.6	4	3	2	3	7.2	8	1	2	4.4

・ 2003年3月期の利質点

	企業名	総合点	利益の持続可能性					会計処理の保守性			
			安定性	リスク	成長性	反復性	換算点	利益操作	裁量支出	堅牢性	換算点
1	太平電業	30.2	10	10	8	7	21.0	9	5	9	9.2
2	日揮	26.2	9	1	10	9	17.4	10	2	10	8.8
3	西松建設	20.0	6	9	3	4	13.2	5	7	5	6.8
4	安藤建設	19.6	5	7	6	8	15.6	8	1	1	4.0
5	五洋建設	18.6	7	8	2	2	11.4	3	8	7	7.2
6	清水建設	18.4	4	5	5	6	12.0	7	6	3	6.4
7	大成建設	17.4	2	4	4	5	9.0	4	9	8	8.4
8	大林組	16.8	1	2	9	10	13.2	1	4	4	3.6
8	鹿島	16.8	3	3	7	3	9.6	6	10	2	7.2
10	テトラ	14.0	8	6	1	1	9.6	2	3	6	4.4

・ 2004年3月期の利質点

	企業名	総合点	利益の持続可能性					会計処理の保守性			
			安定性	リスク	成長性	反復性	換算点	利益操作	裁量支出	堅牢性	換算点
1	太平電業	26.2	10	10	9	6	21.0	2	2	9	5.2
2	日揮	24.4	9	2	10	9	18.0	1	5	10	6.4
3	大林組	22.0	5	1	8	10	14.4	5	9	5	7.6
4	五洋建設	20.8	7	8	2	3	12.0	10	4	8	8.8
5	安藤建設	20.2	3	6	7	7	13.8	7	8	1	6.4
5	大成建設	20.2	6	4	6	5	12.6	9	3	7	7.6
7	テトラ	19.6	8	9	1	4	13.2	3	10	3	6.4
8	清水建設	18.0	2	5	5	8	12.0	4	7	4	6.0
9	西松建設	14.0	4	7	3	2	9.6	8	1	2	4.4
10	鹿島	12.6	1	3	4	1	5.4	6	6	6	7.2

第5節　〔商社〕

由村友宏、小財絵美、木田圭亮、森田健介、長谷川雅俊

2-5-1　問題意識

本グループでは、商社業界を対象に、利質分析と財務分析に基づく企業ランキングの相関を調べる。次に利質と企業の株価との関係を求め、市場評価と利質の関係を考察することで、利質について考察する。

2-5-2　対象企業とその概要

三菱商事…総合商社実力首位。LNG等燃料はダントツ。官公需に強い。配当収入巨額。
三井物産…重厚長大で伝統的な強さ。資源開発・情報通信に力点。
住友商事…堅実経営、リストラで先行。ＣＡＴＶ事業や都市再開発で独自展開。
丸紅…機械、プラント、化学、マンションに強み。紙パルプは首位。
伊藤忠…繊維はダントツ。情報通信と中国展開で先行。米国法人は商社中で最強。
兼松…債務免除後に総合商社から転換。ＩＴ・食料など主要４分野に戦力集中。
トーメン…化学、機械・エネルギー、ｴﾚｸﾄﾛﾆｸｽなど。豊田通商との統合を目指す。
豊田通商…トヨタグループの商社。トヨタの輸出業務で商権を有する。
住金物産…鉄鋼、繊維、食品が３本柱の専業商社。繊維はアパレルと中国生産が強み。

2-5-3　リサーチデザイン

サンプル企業は、大手総合商社と中堅総合商社の9社（上記）とした。研究の方法は、

① 該当9社の財務分析を行い、相対評価で点数をつけランク付けを行う。
② 該当9社の利質分析を行い、相対評価で点数をつけランク付けを行う。
③ 財務分析によるランキングと、利質分析によるランキングの相関を調べる。
④ 利質分析によるランキングと該当9社の株価変化率との相関を調べる。

2-5-4　財務分析

該当9社の財務分析を行った。収益性、安全性、成長性に着目した。用いた比率は以下の通り。

収益性・・・ROA、ROE
安全性・・・流動比率、自己資本比率、固定比率
成長性・・・サスティナブル成長率

【図表 2-5-4-1】

	三井物産					
	1999 年	2000 年	2001 年	2002 年	2003 年	平均
ROA	0.447	0.558	0.769	0.83	0.476	0.616
ROE	4.429	5.453	6.182	6.052	3.61	5.145
流動比率	120.918	124.942	169.713	126.722	126.655	133.790
自己資本比率	10.093	10.232	12.435	13.721	13.182	11.933
固定比率	409.954	415.238	327.051	315.157	314.189	356.318
サスティナブル成長率	2.546	1.193	-0.165	-1.891	-5.567	-0.777

【図表 2-5-4-2】

	住友商事					
	1999 年	2000 年	2001 年	2002 年	2003 年	平均
ROA	-0.423	0.543	0.544	0.576	0.581	0.364
ROE	-3.877	4.366	4.455	4.494	4.512	2.790
流動比率	118.937	128.939	110.111	111.809	116.597	117.279
自己資本比率	10.91	12.443	12.203	12.81	12.876	12.248
固定比率	326.339	305.045	353.174	358.637	387.532	346.145
サスティナブル成長率	-5.362	2.922	3.013	3.035	3.154	1.352

【図表 2-5-4-3】

	三菱商事					
	1999 年	2000 年	2001 年	2002 年	2003 年	平均
ROA	0.294	0.07	1.183	0.783	0.769	0.620
ROE	2.732	0.604	9.579	5.889	6.644	5.090
流動比率	117.728	114.195	110.621	115.992	119.817	115.671
自己資本比率	10.956	11.591	12.35	13.291	11.572	11.952
固定比率	305.619	298.708	364.288	349.501	125.564	288.736
サスティナブル成長率	1.346	-0.77	8.299	4.689	5.307	3.774

【図表 2-5-4-4】

	トーメン					
	1999年	2000年	2001年	2002年	2003年	平均
ROA	0.126	-5.603	0.651	0.325	-6.892	-2.279
ROE	3.157	-19,173.631	121.977	101.030	-483.147	-3,886.123
流動比率	107.115	90.114	78.867	72.585	69.890	83.714
自己資本比率	4.050	0.029	0.534	0.322	1.426	1.272
固定比率	743.767	117,912.779	7,695.361	13,331.660	3,047.782	28,546.270
サスティナブル成長率	3.115	-19,516.633	121.771	100.450	-483.327	-3,954.925

【図表 2-5-4-5】

	豊田通商					
	1999年	2000年	2001年	2002年	2003年	平均
ROA	0.132	-0.981	0.884	0.952	1.960	0.589
ROE	0.698	-5.684	5.522	5.827	11.805	3.634
流動比率	108.706	107.151	110.452	108.084	110.343	108.947
自己資本比率	18.967	17.269	16.009	16.342	16.607	17.039
固定比率	146.046	158.064	165.988	167.074	159.230	159.280
サスティナブル成長率	-1.090	-7.328	4.036	0.678	1.694	-0.402

【図表 2-5-4-6】

	住金物産					
	1999年	2000年	2001年	2002年	2003年	平均
ROA	-0.593	-1.028	-0.136	-0.326	-0.374	-0.491
ROE	-38.495	-86.625	-9.010	-25.220	-21.647	-36.199
流動比率	94.608	93.539	91.097	91.620	88.602	91.893
自己資本比率	1.541	1.187	1.514	1.294	1.728	1.453
固定比率	1,103.743	1,630.703	1,210.687	1,409.112	1,206.003	1,312.050
サスティナブル成長率	-45.942	-87.159	-9.297	-25.608	-21.517	-37.905

【図表 2-5-4-7】

	伊藤忠					
	1999 年	2000 年	2001 年	2002 年	2003 年	平均
ROA	2.457	1.953	3.377	3.257	3.260	2.861
ROE	-11.158	-31.377	22.246	7.592	4.711	-1.597
流動比率	105.746	114.415	103.213	107.488	106.366	107.446
自己資本比率	4.538	4.637	6.145	8.368	9.500	6.638
固定比率	1025.691	912.915	709.871	561.591	488.299	739.673
サスティナブル成長率	-12.558	-31.377	22.246	4.904	2.946	-2.768

【図表 2-5-4-8】

	丸紅					
	1999年	2000年	2001年	2002年	2003年	平均
ROA	0.187	0.451	1.241	-0.222	2.166	0.765
ROE	-33.255	0.635	4.393	-44.115	11.656	-12.137
流動比率	111.749	113.690	101.748	101.899	104.567	106.731
自己資本比率	5.437	5.807	6.433	5.491	6.018	5.837
固定比率	716.400	730.950	744.315	878.421	814.997	777.017
サスティナブル成長率	-34.521	-0.747	4.393	-44.115	11.656	-12.667

【図表 2-5-4-9】

	兼松					
	1999年	2000年	2001年	2002年	2003年	平均
ROA	1.294	2.943	4.061	3.746	3.687	3.146
ROE	-5140.594	-107.832	119.914	25.575	20.749	-1016.438
流動比率	95.446	91.449	71.123	88.367	66.183	82.514
自己資本比率	0.065	1.305	1.862	2.598	2.041	1.574
固定比率	41516.460	2501.109	2107.521	1601.691	2078.573	9961.071
サスティナブル成長率	-5260.025	-108.213	119.747	25.156	19.931	-1040.681

各数値の平均を基準に、1位9点、2位8点、3位9点と配点する。各比率の偏差値、および得点を表したのが以下の表である。

【図表 2-5-4-10 収益性】

	ROA	偏差値	点数
三井	0.616	49.311	4
住友	0.3642	47.761	3
三菱	0.6198	49.334	5
トーメン	-2.279	31.495	1
豊田通商	0.952	51.378	7
住金	-0.492	42.492	2
伊藤忠	2.8608	63.125	8
丸紅	0.7646	50.225	6
兼松	3.1462	64.881	9

【図表 2-5-4-11 収益性】

	ROE	偏差値	点数
三井	5.1452	54.273	9
住友	2.79	54.254	6
三菱	5.0896	54.272	8
トーメン	-3886.12	24.239	1
豊田通商	3.634	54.261	7
住金	-36.2	53.953	3
伊藤忠	-1.5972	54.220	5
丸紅	-12.1372	54.139	4
兼松	-1016.44	46.388	2

【図表 2-5-4-12 安全性】

	流動比率	偏差値	点数
三井	133.790	66.978	9
住友	117.279	57.128	8
三菱	115.671	56.168	7
トーメン	83.713	37.103	2
豊田通商	108.947	52.157	6
住金	91.893	41.983	3
伊藤忠	107.446	51.262	5
丸紅	106.731	50.835	4
兼松	82.514	36.387	1

【図表 2-5-4-13 安全性】

	自己資本	偏差値	点数
三井	11.933	57.211	5
住友	12.248	57.758	7
三菱	11.952	57.244	6
トーメン	1.272	38.735	1
豊田通商	17.039	66.061	8
住金	1.453	39.049	2
伊藤忠	6.638	48.034	6
丸紅	5.837	46.647	4
兼松	1.574	39.259	3

【図表 2-5-4-14 安全性】

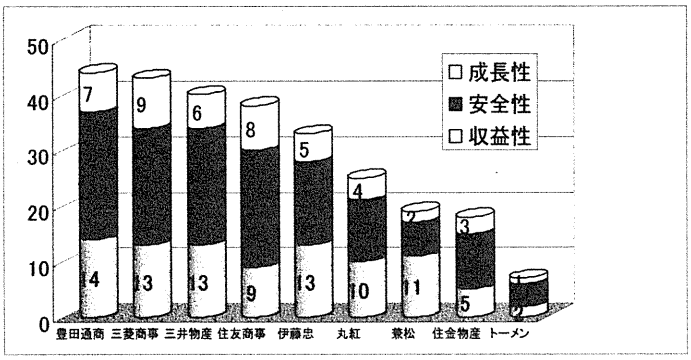
	固定比率	偏差値	点数
三井	356.318	54.611	7
住友	346.145	54.622	6
三菱	288.736	54.682	8
トーメン	28546.270	24.829	1
豊田通商	159.230	54.819	9
住金	1312.050	53.601	5
伊藤忠	739.673	54.206	4
丸紅	777.017	54.166	3
兼松	9961.071	44.464	2

【図表 2-5-4-15 成長性】

	サスティナブル成長率	偏差値	点数
三井	-0.777	54.247	6
住友	1.352	54.263	8
三菱	3.774	54.282	9
トーメン	-3954.925	24.247	1
豊田通商	-0.402	54.250	7
住金	-37.905	53.965	3
伊藤忠	-2.768	54.232	5
丸紅	-12.667	54.157	4
兼松	-1040.681	46.357	2

収益性、安全性、成長性ごとに各企業のランクをつけると以下のようになった。

【図表 2-5-4-16】



2-5-5　利質分析

利質分析は、一ノ宮士郎著、『利質評価における企業評価—利質分析の理論と基本的枠組み—』92項～94項に記されている手法に基づいて行ったが、商社業界の特性を踏まえて、用いる項目は若干異なっている。

反復性・・・1998年度～2002年度の5年間における特別損益が、連結調整前当期純利益に占める比率の平均	米国会計基準を用いている企業が含まれているため、特別損益が特定できない。よって、反復性は分析していない。
堅牢性・・・連結キャッシュフロー÷売上高	商社の場合は、売上高の大きさのわりに利益が少ない。よって売上高の変わりに売上総利益を用いることにした。
裁量的支出・・・設備投資の変化率－売上高の変化率	米国会計基準を用いている企業が含まれているため、設備投資額を特定できない。よって、投資活動によるキャッシュフローのうち一項目（関連会社に対する投資、長期貸付金の増加等）の合計を設備投資の代わりに用いて裁量的支出を求めた。

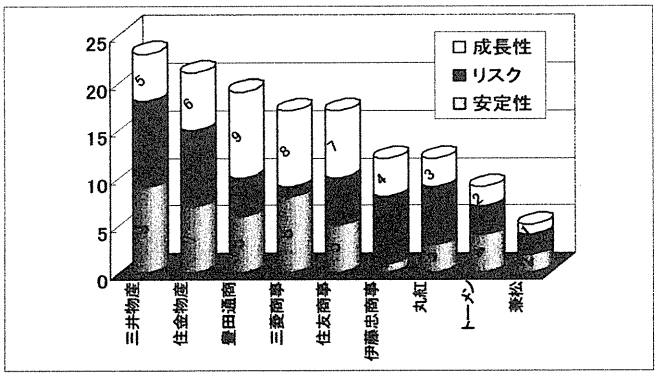
【図表2-5-5-1】

三井物産		住友商事		三菱商事	
安定性	11931.572	安定性	22182.252	安定性	35155.167
リスク	0.060	リスク	0.069	リスク	0.145
成長性	0.003	成長性	0.014	成長性	0.054
利益操作	0.009	利益操作	0.001	利益操作	-0.013
裁量的支出	0.428	裁量的支出	-0.346	裁量的支出	-0.372
堅牢性	0.167	堅牢性	0.153	堅牢性	0.186
トーメン		豊田通商		住金物産	
安定性	48497.261	安定性	9765.920	安定性	2392.502
リスク	0.154	リスク	0.138	リスク	0.061
成長性	-0.059	成長性	0.128	成長性	-0.029
利益操作	-0.056	利益操作	0.042	利益操作	0.004
裁量的支出	-0.605	裁量的支出	0.521	裁量的支出	1.287
堅牢性	0.571	堅牢性	0.224	堅牢性	0.225
伊藤忠		丸紅		兼松	
安定性	61723.415	安定性	73464.481	安定性	22434.526
リスク	0.065	リスク	0.085	リスク	0.198
成長性	-0.031	成長性	-0.048	成長性	-0.113
利益操作	0.008	利益操作	0.031	利益操作	0.011
裁量的支出	-0.354	裁量的支出	-0.330	裁量的支出	-0.694
堅牢性	0.311	堅牢性	0.429	堅牢性	0.500

利益の持続可能性

利益の持続可能性は、成長性、リスク、安定性の３項目である。各項目における順位に対して、上位の企業から９点、８点、７点と得点をつけた。

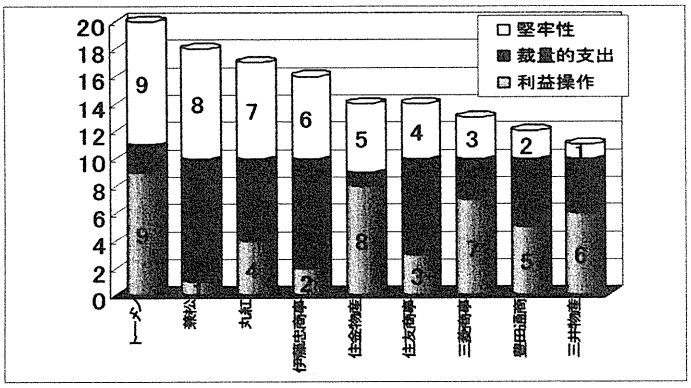
【図表 2-5-5-2　利益の持続可能性】



会計処理の保守性

会計処理の保守性は、堅牢性、裁量的支出、利益操作の３項目である。各項目における順位に対して、上位の企業から９点、８点、７点と得点をつけた。

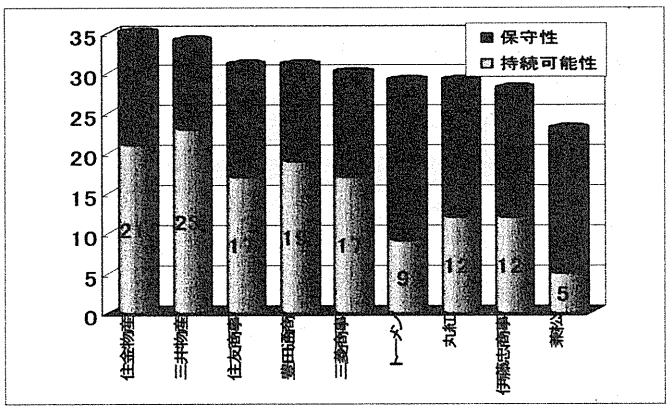
【図表 2-5-5-3　会計処理の保守性】



総合

利益の持続可能性と、会計処理の保守性での項目の得点を単純に足し合わせ、利質分析における総合ランクキングをだした。

【図表 2-5-5-4】



2-5-6-1　財務分析と利質分析の相関関係

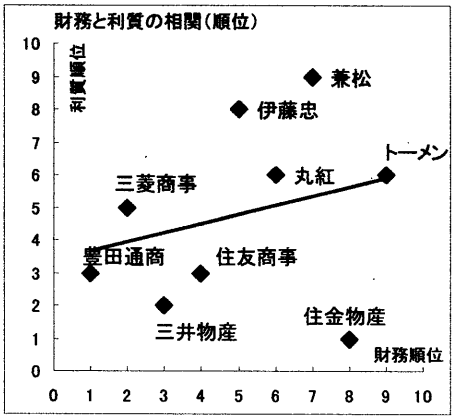
財務分析の結果と利質分析の結果を並べたものが次の表である。

【図表 2-5-6-1】

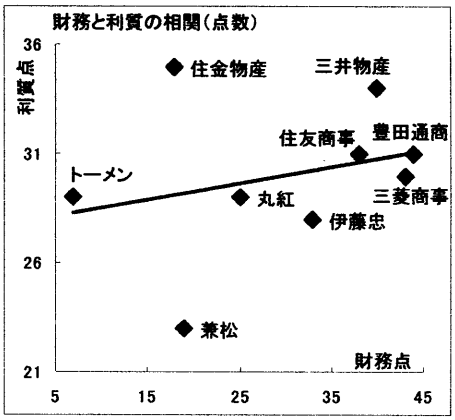
順位	財務総合ランク	得点	利質総合ランク	得点
1	豊田通商	44	住金物産	35
2	三菱商事	43	三井物産	34
3	三井物産	40	住友商事・豊田通商	31
4	住友商事	38		
5	伊藤忠	33	三菱商事	30
6	丸紅	25	トーメン・丸紅	29
7	兼松	19		
8	住金物産	18	伊藤忠	28
9	トーメン	7	兼松	23

財務分析の結果が利質分析の結果とどれくらいの相関性があるのかしらべるため、順位での相関と、点数での相関をそれぞれ求めた。順位で相関関係をみた場合、重決定 R2=0.08 となり相関関係は見られなかった【図表 2-5-6-2】。次に、点数での相関を求めた。すると、重決定 R２＝0.0004　となりここでも相関が得られなかった【図表 2-5-6-3】。そこで、グラフから、トーメンと、住金物産を除いた場合、重決定 R2=0.65、補正 R2＝0.58　が得られ、相関関係を見ることができた。

【図表 2-5-6-2】



【図表 2-5-6-3】



2-5-6-2

住金物産とトーメンがはずれ値となった要因を考察する。住金物産とトーメンは、利益操作の項目で高い評価を得たので、利益操作の項目に関して考察を深める。利益操作の項目は、以下のようになる。

$$\frac{\text{裁量的処理額}}{\text{前期末資産}}$$

$$= \frac{\text{当期発生処理額} - \text{前期発生処理額}}{\text{前期末資産}}$$

$$= \frac{(\text{当期純利益} - \text{当期営業キャッシュフロー}) - (\text{前期純利益} - \text{前期営業キャッシュフロー})}{\text{前期末資産}}$$

$$= \frac{(\text{当期純利益} - \text{前期純利益}) - (\text{当期営業キャッシュフロー} - \text{前期営業キャッシュフロー})}{\text{前期末資産}}$$

$$= \frac{\text{純利益の増加量} - \text{営業キャッシュフローの増加量}}{\text{前期末資産}}$$

この値が低いほど高く評価される。

利益操作の項目には、３つの要素が関与する。

・前期末資産が多い。

・純利益の増加量が少ない。

・営業キャッシュフローの増加量が多い。

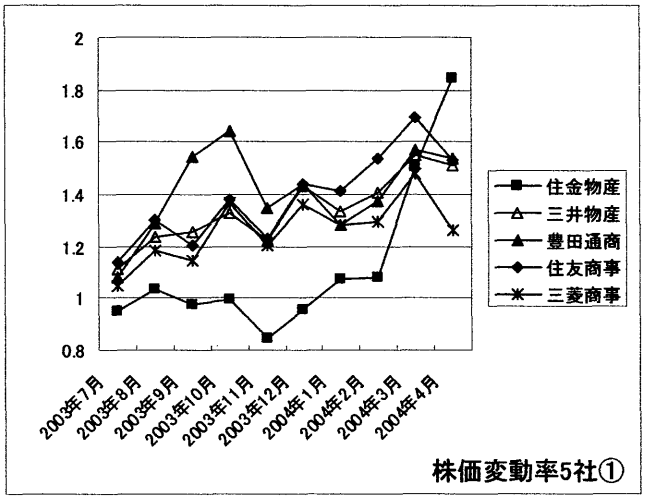
住金物産の場合は、前期末資産は、他の商社に比べ多いとはいえない。純利益の増加量に関しては、トーメンは2001年度4710（百万円）の利益、2002年度66969（百万円）の損失を計上している。住金物産は2002年と比べわすかだが、増加している。営業キャッシュフローの増減に関しては、住金は微増（増加率1.07)、トーメンも微増（増加率1.13）している。

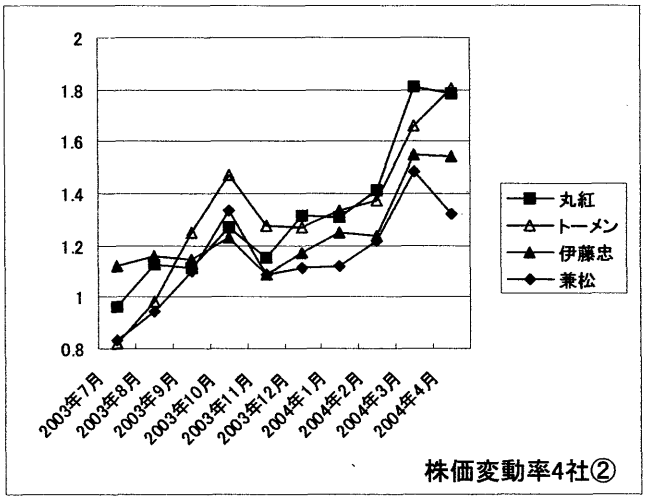
よってトーメンは、当期純損失を出しているが、このことが利益操作の面で評価が高かったと考えられる。住金物産の場合は、営業キャッシュフローがわずかしか増加していないために、利益操作の面での高い評価につながったと考えられる。いずれにせよ、利益の増加が低いがために裁量的処理額が小さくなり高い評価につながったと考えられる。

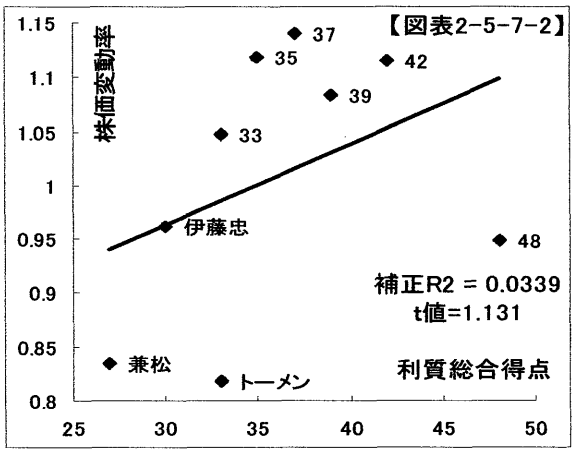
2-5-7　利質と市場評価との関係

利質の高い企業は、市場からも高く評価され、その結果、株価の変化（上昇）が高いのでは？この仮説を検証するために、決算発表後の6月末の株価を基準とした各月末ごとの株価の変化率を求めた。そして、利質の順位と株価の変化に関係があるのか回帰分析を行った。6月末を基準とした株価変化率を示している。

【図表　2-5-7-1　株価変動率①、②】







グラフから商社業界全体として、株価が上昇傾向にあったことがわかる。

利質と 7 月末における株価変化率の関係を求めたのが、【図表 2-5-7-2】である。補正 R2＝0.0339 となった。このように相関関係が低かった原因を考える。相関関係が低いことの原因として考えられることは、「投資家は利質項目の一部分に着目して投資を行っている。」のではないかということだ。なぜなら、投資家は、インカムゲインを狙い長期的な保有を目的とするか、あるいは、キャピタルゲインを狙って短期的な保有を目的にするかにより、投資先に求める基準が異なると考えられるからである。インカムゲインを狙う場合は、保守的な会計処理をしている企業を好み安定的な配当を得ようとする、キャピタルゲインを狙う場合は、利益を多く計上し、業績が良好なことが分かりやすい企業の方を好む、のではないだろうか。そこで、次の仮説を立てて検証する。

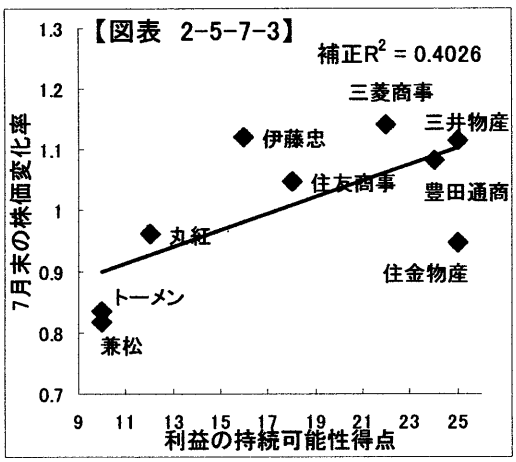
「利益の持続可能性は、株価の変化率と相関がある。あるいは、会計処理の保守性は、株価の変化率と相関がある。」

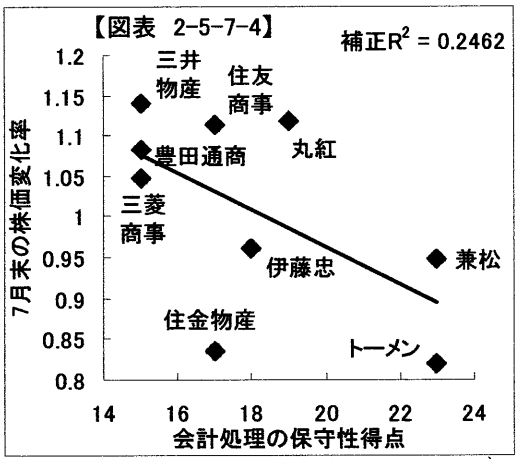
この仮説の検証方法としては、次の方法を用いる。
利益の持続可能性と、会計処理の保守性をそれぞれ分けて、株価の変動との相関を求める。2002 年度だけでなく、2003 年度における利質ランキングを求め、２年間の同時期における株価の変動と利質の関係を回帰分析する。

利益の持続可能性と株価変化率との関係

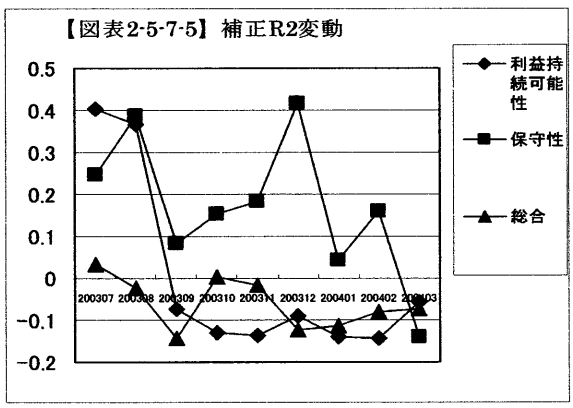
利益の持続可能性の項目での企業ランキングと、6 月末～7 月末の株価の変動を回帰分析にかけた。【図表 2-5-7-3】補正 R2＝0.4026 となり高い相関が得られた。

会計処理の保守性の項目での企業ランキングと、6 月末～7 月末の株価の変動を回帰分析にかけた。【図表 2-5-7-4】補正 R2=0.2462 となり弱いものの負の相関が若干みられた。



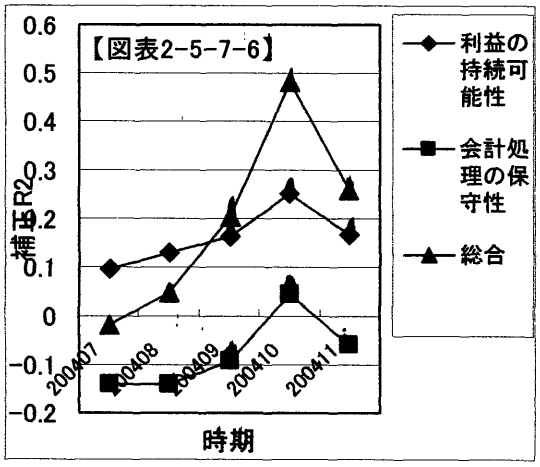


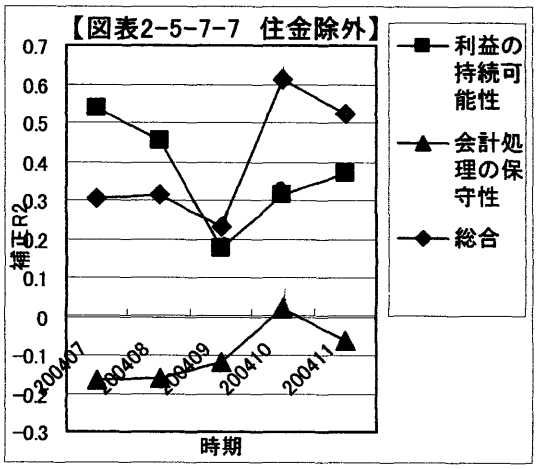
各月末ごとの株価変化率についても、同じように、利質ランキングとの相関関係をもとめ、グラフ化したものが、【図表 2-5-7-5】である。



さらに 2003 年度の利質ランキングと、2003 年度 6 月末を基準とした株価変化を各月末ごとに求め、利質ランキングとの相関を求めた。その補正 R2 の変動が、【図表 2-5-7-6】で示されている。2003 年度の分析において、住金物産をはずしてみたときのグラフが【図表 2-5-7-7】である。ここで住金物産をはずした理

由は、住金物産は、住友金属が株式の約 40%を保有している会社であり、株価の変動に関して、他の商社とは条件が異なると判断したためである。豊田通商は、トヨタの持ち株比率は約 20%であったが、これを高い保有率とは考えず除外しなかった。





【図表 2-5-7-7】より利益の持続可能性が、株価の変化と相関があることが分かる。少なくても、決算発表後、1,2 ヶ月後までの株価変化率は、利益の持続可能性との相関がある。よって、「利益の持続可能性は、株価の変化率と相関がある。あるいは、会計処理の保守性は、株価の変化率と相関がある」という仮説に対しては、「利益の持続可能性は、決算発表、1,2 ヶ月は株価の変化と関係がある」という実証結果が得られた。

2-5-8　まとめ

財務分析にもとづく企業ランキングと利質分析にもとづく企業ランキングには、ある程度の相関があることが分かった。また利質の高さの利質項目全体と株価変化率との関係はみられない。しかし、「利益の持続可能性」が、短期間にせよ株価の変化率と関係しているので、「利益の持続可能性」という利質項目は、投資家の判断に貢献しうるといえる。よって利質分析を投資に際しての判断材料にするのならば、利益の持続可能性をさらに綿密に調べるべきである。

参考文献：
一ノ宮士郎『利益の質による企業評価－利質分析の理論と基本的枠組み－』日本政策投資銀行設備投資研究所。
桜井久勝『財務諸表分析』中央経済社。
Yahoo! ファイナンス　http://quote.yahoo.co.jp/
日経 IR 情報　http://www.nikkei-ir.com/
各企業ホームページ　IR 情報

第３章　分析結果の成果と今後への課題

１章、２章を踏まえ、本章では分析結果の総合的な成果及び今後への課題を考察する。以下は、各グループがどのような手法で研究を行ってきたかを一覧に表したものである。

グループ名	分析手法とその結果の流れ
第１班 私鉄	PER と利質分析との関連性を調査した。利質が高いならば、PER も高いという仮定のもと利質と PER の相関関係を調査。相関関係は見られなかったが、PER の算出過程である当期純利益を営業利益、事業利益、経常利益に入れ替えて再び相関関係を調査。しかし成り立たずその理由を考察するために Hawkins[1978]が定義した利質と PER が相関関係にあるとする５つの要因そのものが正しいのかを調査。結果、要因のいくつかが私鉄業界においては成り立たないことが実証された。
第２班 小売	いくつかの指標を利質分析と比較するというスタンスをとった。まず、従来の手法による財務分析によって企業評価を行い、それを利質分析の結果と比較し相対的に評価の大きく異なった企業について分析を行った。次に利益の質を投資家視点から端的に表現される指標を模索し、PER 及び小売業界で財務的特長がある差益率をそれぞれ利質と相関があるかどうかを考察した。PER については単年度については相関が認められなかった。しかし PER の性質、投資家の行動、利質分析の性格から PER の調査対象年度の幅を広げた結果、相関が認められる結果となった。差益率に関して相関を表す数値は良好ではなかったものの、はずれ値をひとつ除くと良好な結果を得られた。
第３班 電機	利質を測る指標として、一ノ宮[2004]が提示した指標以外にも有用な指標があると考え、電機業界ということを考慮した研究開発費を含む指標等、班独自の指標を加えたうえで財務分析と利質分析との関係を調査した。しかし、財務分析と利質分析との間には相関関係が見られず、班独自の指標を除いて再度相関関係を見ることに。
第４班 建設	従来の手法による財務分析と利質分析の結果を比較するスタンスをとった。まず財務分析と利質分析の結果が相関関係にあるかどうかを調査。10 社で分析した結果相関関係が見られなかったため、それぞ

	れの年度において外れ値とされる企業を除いて再分析したところ高い相関が得られた。そこで外れ値とされる企業に関して外れ値となった要因を調査し、従来の手法による財務分析だけでは説明しきれない部分について分析した。
第５班 商社	いくつかの指標を利質分析と比較するというスタンスをとった。まず従来の手法による財務分析が利質分析と相関関係があるかどうかを考察。結果は比較的良好な数値を出した。利質分析をする際に対象企業の状態にあわせて算出過程を若干変更している。次に利益の質を投資家視点から端的に表現できる指標を模索し、決算発表後の株価の変化率が利質と相関関係にあるかどうかを調査。最初の調査では相関が見られなかったが、利質分析を分解し、利益の持続可能性、会計処理の保守性がそれぞれ相関があるかどうかを調査。結果利益の持続可能性においては株価の変化率（期間限定）とある程度の相関があることが示された。

◆ 今回の研究の成果

今回の共同研究を通して、我々は投資意思決定に際し、『利質分析』を行うことは、以下の理由から非常に意義があることであると感じた。

今回の研究過程においては、ほとんどのグループが従来の手法による財務分析と利質分析にはどのような関係があるのか、特に相関関係があるかどうかということに主眼を置いてきた。しかし、回帰分析の結果両者の間に強い相関を見出せたグループは少なく、比較的強い相関関係が見られた業界においても、財務分析と利質分析の結果が乖離している企業が存在した。そこで、そのような外れ値となった企業を考察すると、従来から用いられてきた財務分析では特に扱われない『設備投資（裁量的支出）』や『特別損益（反復性）』といった項目が影響している例がいくつかのグループで見られた。このことは、財務分析によっては説明しきれなかったことが利質分析において表わされた、ということを示している。したがって、利質分析は従来からの企業分析のツールである財務分析を補完するツールであることが確認でき、ここに利質分析の意義を見出せると考える。一般に企業の実態を把握するには、定量的な面と定性的な面を同時に考慮する必要があるといわれるが、利質分析はまさにそうした企業の定性的な面を明らかにする分析であるということができるかもしれない。

また、利質と市場評価との関係を分析した結果、利質分析における『利益の持続可能性』と株価変化率との間に短期間ではあるもののある程度の相関関係が見られたこ

とから、投資意思決定に際しては特に『利益の持続可能性』を重視して利質分析を行うことが有効である可能性は高いと考えられる。

さらに、利質と単年度のPERとの関係を調べた結果においては相関関係が見られなかった結果からは、投資家は利質とまったく関係なく投資意思決定しているように思われた。しかし、利質と複数年度のPERを平均した値とが相関関係があったことや利質の高い企業に対して投資家が利益の持続可能性が低いと予想していると考えられる点等からは、投資家が利質と関係した投資意思決定を行っているようにも思われる。

◆ 今後への課題

今回の分析では、財務分析において、それぞれの班が重要視する評価項目が異なっていたために、それぞれ独自の手法で企業分析を行った。そのため、班によって財務分析と利質分析の回帰分析の結果が異なるということになってしまったのかもしれない。もし、全ての班に共通する財務諸表の評価方法を決め、財務分析と利質分析の相関関係を求めたなら、共通の結果を導き出せていたかもしれない。

また、利質とPERとの関係の分析において、西武鉄道やダイエーなどの親会社やメインバンクなどが多数の株式を保有している企業を除外せず、分析に加えた。そのため、それらの企業については、市場の原理がうまく働いていなかったために、利質と単年度のPERに相関関係がないという結論になった可能性がある。そこで、今後は株式の保有割合に着目しつつ分析を行ってみることも重要であろうと思われる。

そして、今回の分析において新たに取り入れられた概念である「利質」というものは、未だ定義すら非常に曖昧であり、それゆえに分析手法も未だに確立していない。今回は一之宮先生の分析手法を所与として分析を行ったが、未だ教科書的なものが確立していないからこそ、自分たちなりに利質分析の手法を探ってみることにも意義があったのではないかと思う。実際、今回は有効な結論につながらなかったが、独自に一宮先生の手法に手を加えて分析を行ったグループもある。利質分析の分析手法や、モデルといった利質分析のベースとなる部分についても研究・検討してみることは非常に有意義であると考えられる。

終章

今年は秋に起こった、西武鉄道による有価証券報告書の虚偽記載を始めとして、企業の実態を正確に把握するための財務情報の信頼性が大きく揺らいだ年となったのではないかと思われる。我々の研究に関しても、私鉄を研究していたグループが、このニュースによりデーターに修正を加える必要性が生じるなど、大きな影響があった。だが、そうした修正の必要ということよりも、我々が通常分析の際に所与として用いる財務情報が信頼できない可能性があるということに純粋な驚愕を覚えた。しかし、同時にサブ情報として利質を研究することの重要性も感じることが出来た。

今回は今まで日本ではなじみのない「利質」という概念をテーマにしたことから、分析手法の開発から研究を開始する必要があった。試行錯誤の連続で、分析手法や比較方法が正しいのか？この分析は意味をもつのか？トートロジーではないのか？といった様々な疑問が生まれ、それを一つ一つ解決するということの連続だった。一ノ宮士郎先生の論文を参考として今回の研究に取り組んだが、分析の「教科書」と言えるものが現時点では存在していないところに、今回の研究の難しさがあったと思う。

更に、通常の共同研究であれば分析手法の大枠は各班とも共通しており、派生的な部分のみ相違するといった形だったのだが、今回は各グループが非常に異なった分析を行った。共同研究に取り組み始めた頃はどのグループも、まず従来の手法による財務分析を行い企業の財務状態を把握してきたのだが、それから先に関しては各班がそれぞれ独自の方法で研究に取り組んでいった。従来の手法による財務分析と利質、あるいはPER等の指標と利質の関係に着目した班もあれば、あらゆる指標と利質分析とを比較する形をとった班、利質分析そのものの手法を改良し、財務分析と比較した班もあった。

そうした様々な班が並立した今回の研究であったが、こうした研究を通して学んだことは各班共通の物だったと思う。それは、常に新しい考え方を柔軟に取り込むこと、そしてそれを消化し、既存の環境への応用を行うことの重要性、そして同時にそうした新しい概念に振り回されるのではなく常に大局をみて自分の立ち位置を確認することの必要性であったと考えられる。

2004年度ゼミナール活動の記録

3月30日　　2回生プレゼミ
～4月2日　（前半）簿記
テキスト：加古宜士・渡部裕亘編著『新検定簿記講義／3級商業簿記〈平成16年度版〉』中央経済社。
（後半）財務諸表論
テキスト：日本経済新聞社編『財務諸表の見方』日経文庫。

4月2日　　新歓コンパ　（於）くれしま

4月9日　　前期ゼミ開講
2回生テキスト：桜井久勝『財務諸表分析』中央経済社。
3・4回生テキスト：K.G.パレプ他（斎藤静樹監訳）『企業分析入門』第2版，東京大学出版会。

10月8日　　後期ゼミ開講
共同研究テーマ「利質分析による企業評価」

12月3日　　第10回企業分析交流シンポジウム
京都大学経済学部徳賀ゼミとのジョイント
（於）京都大学経済学部大会議室
写楽にて懇親会

12月3日　　新ゼミ生1次募集選考面接
新2回生　応募13名　採用9名　1人辞退
新3回生　応募9名　継続者8名　新規採用なし

12月10日　　新ゼミ生2次募集選考面接
新2回生　応募3名　採用2名
新3回生　2次募集なし

2月24日　　追い出しコンパ

一年を振り返って

What was my biggest accomplishment this year? Das weiss ich noch nicht und kann ich nicht einfach antworten. That's not because I'm not satisfied with what I've done or else because I've done nothing special at all this year. Das meint aber, dieses Jahr mein letztes Jahr in japanische Univasitaet ist. So it reminds me not just this year, but all what I've done in the last 4 years. Und dieses Gefuehl ist fuer alle gleich, wenn sie in dem letztes Studienjahr sind. Nun mein letztes Jahr ist vorbei und ich bin begeistert. Hat wirklich Spass gemacht! Ware nur schade, wenn ich alles wieder vergesse... That is half joke, though, but is half true. Time goes by and our memories will, without an exception, start to fade. It's a pity but reality. But we are sure that although we will forget most of what we've done, we will never forget how we've reached the goal. Of course, things you've done are important, but the way you've followed and the fact you've done are more important. That's! because once you've found the way, the rest of thing you have to do is quite simple. Either you do or not. That means all you got to do is the same, so that the same way can be used in any area in your life. In short, the answer to the above question meant them all. And I only want to say that I'm sure all my experience in Kyoto University will help me in the future.

毎年一年を振り返って文章を書く際に、文章に工夫を凝らしてきましたが（たとえば、一年目は最後の句点を除いて一文で書き綴ってみました)、今年は最後の執筆なので特に凝るようなことは断念いたしましたので、最後に一言だけ大切なことを述べさせていただき、それをもって本文を締めくくらせていただきたいと思います。「私がゼミに入ってからずっとお世話になりました藤井先生をはじめ、今年は一人でTAを務めてくださった板橋さんに深く感謝いたします。今まで本当にありがとうございました。そして、これまで共にゼミを盛り上げてきた仲間たちとの別れを惜しむとともに各人に感謝いたします。謝謝！Adios!」

（石川　雄大）

今年の共同研究では３回生が中心だったので、去年に比べると私の論文作成にかけた時間は少なかったように思います。３回生が方針を立てたり、次に何をするべきなのかを考えたりと頑張ってくれたおかげです。また、研究もシンポジウムぎりぎりまでずれこむことなく、余裕をもってシンポジウムを迎えられたことも大変よかったと

思います。

今年で藤井ゼミに参加できるのも最後となりますが、とてもやりがいのあるゼミでした。ゼミ以外の時間にしなくてはならないことも多く負担に感じることもありました。しかし、利質というまだ日本でもあまり知られていないような概念を取り入れた研究は大変興味をそそられる内容でした。会計学のみならず藤井ゼミで学んだことを今後さまざまな場面で役立たせていけたらと考えています。

（岡本　佐矢子）

今年度を振り返ってみると、大きく成長した三回生の活躍が頭に浮かびます。

昨年度はまだまだ頼りなく感じた三回生が、田中君を中心に一つになり、それぞれの個性を発揮している姿は大変頼もしく思いました。

また、二回生も春に見た時とは見違えるように成長し、研究に大いに貢献していました。

自分たち四回生がそれほどゼミの研究に参加できないでいる中で、彼らの活躍は非常に頼もしくありました。

僕個人としては、これまでの経験をもとにアドバイスとも口出しともつかぬことを言うばかりで、研究にどれほど貢献できたかわかりませんが、とても勉強になる一年でした。

この経験を社会に出ても活かせればと思います。

（木田　圭亮）

もうすぐゼミに入って３年経ちます。単位さえ揃えば卒業を迎えられます。ちょうど３年前、何を勉強したいかも分からず軽い気持ちで決めたゼミでしたが、良い仲間に恵まれたこともあり、ゼミこそが大学で一番濃い時間だったと感じます。

今年のゼミは、４回生なので作業自体は昨年の方が大変だったと思いますが、高校まで下級生との触れ合いが少なかった私にとって、上回に頼るわけにもいかず、昨年までと違う意味で良い経験になりました。例年通り学園祭の前後はサークルを優先して同じ班の方にはご迷惑をおかけましたが。

最後に、藤井教授やＴＡの方々、そしてゼミで支えてくれた同期や下級生に感謝を述べたいです。

（衣目　和央）

四年間の大学生活も、早いものでもう終わりです。私は二回生の時から公認会計士試験の勉強を始めたため、ゼミに受験予備校に、と、なんだか勉強ばかりしていたように思います。ゼミでは京大でも指折り（？）の優秀な先輩、同期、後輩に囲まれ、自分のやる気がなくなってきたころにちょうどゼミがあって、やる気をもらってきたように思います。また、藤井先生、TA の真鍋さん、板橋さんには、折りに触れて有益なご教示を賜り、私の気付かないところに気付かせて頂きました。この場を借りてお礼申し上げます。最後に後輩の皆さんへ。大学生の四年間というのは、自分が好きなだけ勉強できる最後の時期だと思います。是非、藤井ゼミのみんなと切磋琢磨して、有意義な時間を過ごして下さい！

（高橋　宏延）

この一年は、就職活動や留学などで、四年間の中でも一番早く過ぎたように感じます。自分のやりたいことが実現できて、満足のいく一年でした。もう卒業となりますが、藤井ゼミで学べて本当に良かったです。ゼミのレベルが高くて、ついて行くのが毎年精一杯という感じでしたが、お陰で、随分鍛えられました。社会人になってからも、役立つ知識やスキルをたくさん身につけられたと思います。藤井先生、ゼミの皆さんに感謝しています。ありがとうございました。

（竹谷　尚子）

今、名実ともに幽霊ゼミ生の土屋です。まず私事から...

会計士試験、幽霊なのに「短刀」で足斬り！残念～Σ(￣▽￣；) 次回のときにはブームが去り、斬られる心配はないでしょう。

次に、今期のゼミについて...同班のゼミ生の仕事を手伝えずすみませんでした。シンポジウムでは、勝手に参加して三回生の発表を堪能させていただきました。（シンポジウムは板橋 TA の司会によりテンポ良く笑いあり涙ありで終了（これを書くことで板橋さんから金一封でます））

最後に、ゼミ生活を振り返って...一年目から先輩方と交流ができ、楽しかったです。勉学に関しては、先輩方の助けもあり、○＊△＃□☆でした。藤井ゼミに入り勉強することの楽しさを確認（いや、再再再...確認ぐらい？（笑））できたことをこれからのプラスにしていきます。

迷惑かけっぱなしでしたが、先生をはじめ、皆様いろいろありがとうございました。

（土屋　有介）

今年は４回生として、他の人のフォローができたらいいなぁ、と思っていました。それなりにがんばったつもりですが、１年をふりかえってみれば、周りのみなさんにたくさんフォローしてもらった１年でした。それでも、２回生の春にゼミに入った時と今とを比較すると、かなり成長できたかな、と思います。

３年間ご指導下さった藤井先生とＴＡのお二方には、本当にお世話になりました。そして、ゼミに所属している３年間にお世話になった先輩方や、たくさん助けてくれた同学年のみんな、頼りない私を支えてくれた後輩達にも、とても感謝しています。この場を借りて３年分のお礼を申しあげたいと思います。本当にありがとうございました。

（古川　千佳）

思い返せば過去２回の編集後記は旅行先で提出期限に気がついたり、停電で PC が使えなかったために携帯に必死に文章を打ち込んでいたような・・・３年間、余裕なかったなぁ（自業自得）。今年は端からよくわからない「利質」という概念に挑むことになり、ますます頼りにならない先輩ぶりを露呈していましたが、後輩の成長の引き立て役くらいにはなれたと思います。さて、ゼミ論文の編集後記を提出するのもこれがラスト。振り返ると、大学生活の中では大切な意思決定が沢山ありましたが、１回生の時にこのゼミを選んだことは自分に最も影響を与えた選択だったと思います。最後にポケゼミの時から４年間お世話になった藤井先生、TA の真鍋さん、板橋さん、後輩の皆さん、そして３年間を刺激的なものにしてくれた同回生に心からお礼を申し上げます。

（森田　健介）

藤井先生、板橋さん、４回生の方々、１年間お世話になりました。そして、田中君、１年間幹事お疲れ様でした。またまた、田中宏和大先生、１年間本当にお世話になりました。3回から藤井ゼミの一員となり、今まで縁のなかった会計用語などを耳にしたり、自分でレジュメを作成・発表したり…などなど２年間体育会のクラブに属していた自分としては全てが新鮮であり、不安でもありました。しかし、１年間勉強しているとやはり変わるもので、今では会計用語に触れても体が拒否反応を起こさないようになりましたし、逆に新聞などを読んでいても「営業利益」「経常利益」などという言葉に敏感に反応するようになっているのが自分でも驚いています。また、3回からゼミに入ったこともあり、シンポジウムが初めてだったので正直どうしたらいいのか全く分かりませんでした。それでも無事に１年の締めくくりとして終えることができたのは立派

な仲間がいたからだと思います。(少数ながら統計フェチや会計フェチといった変わった人もいますが…) 皆、本当にご迷惑をおかけしました。2004年12月15日をもちまして今までゼミに費やしていたエネルギーを就活に費やそうと思います。最後になりますが、4回生の方々お疲れ様でした。大学を卒業されても藤井ゼミにいたことを忘れないでください。

(梅垣　大輔)

今年もやることが多く、あっと言う間に過ぎてしまったような感じですが、実りの多い1年でもあったように思います。

ゼミでは、利質分析という日本でもあまり研究されていない新しいテーマの研究で、どういう風にすればいいのか試行錯誤しているうちに、シンポジウムを向かえ、共同論文を作成しているという状況でした。ですが、無事にシンポジウムを終えることができ、そして、共同論文を完成できて本当に良かったと思います。

来年度は、優秀な先輩方が卒業されて私たちが最高学年となるので、もっとしっかりして、先輩方のように新3回生をきっちりサポートできるようになりたいと思います。

末筆ですが、来年度も皆さんどうかよろしくお願いします。

(戎野　順一)

この一年はとにかくいっぱいいっぱいでした。三回生としてグループを引っ張っていかなければならなかったのですが、何分未熟者で、先輩方や二回生に助けてもらってばかりでした。ですが無事シンポジウムを終え論文も仕上がった今振り返ってみると、この一年とても充実した時間を過ごせ、去年より少しは成長できたかと思います。そして　今年は同回のみんなとも連携をとる機会が多く、前より仲良くなれた気がして何だか楽しかったです。来年は四回生になることですし、ますますがんばりましょうね。それでは、今年一年間本当にありがとうございました。来年もよろしくお願いします。

(加藤　由梨)

今年は、昨年以上にゼミに時間を費やしたと思います。「利質」という今まで扱ったことがないものがテーマとなったため、どう取り組んでいけばいいかわからず、いろいろ挑戦しては失敗の連続でしたが、いろいろな方々に頼りながら、何とか論文にまとめることができ、ほっとしています。また、シンポジウムでは、いい経験をさせて

いただきました。ゼミから得られるものが多かった一年になったと思います。来年も有意義な一年にしたいと思います。

（河合　美保子）

今年初めて藤井ゼミに参加し、他ゼミとのシンポジウムも私にとって初めての経験でした。私は会計学の基礎すらあまり理解できておらず、後期の共同研究では同じグループの方々に迷惑をかけてしまったことを残念に思っています。しかし、この一年間、藤井ゼミで楽しく過ごすことができ、良い経験をすることができました。
藤井ゼミの方々には本当にお世話になり、感謝しています。ありがとうございました。

（小財　絵美）

いろいろ思うことがありました。後期はもっぱらゼミ活動に時間を割くことが多かったのだが、正直イライラすることも少なくありませんでした。人をスケジュール的にも意志的にもまとめることが如何に難しいかということを痛いほど思い知らされました。しかし、先生、ＴＡをはじめとして、上回生の方々、同回生に支えていただいて本当に感謝です。

藤井ゼミ活動はスキルを身につける共同論文だけではなく、コミュニケーションを必要とするシンポジウムもあります。自身としてはどれも中途半端で終わってしまったことが非常に心残りではありますが、それは今後の自分の課題として・・・。

とりあえず１年間お疲れ様でした。

（田中　宏和）

残念ながら、今年も僕はドラフトで指名されませんでした(泣)。

冗談はさておき、今年１年を振り返ってみると、３回生ながらやはりまだまだ至らなかった点が多かったように思います。でも、よかったと思える点も１つだけあります。それはゼミとバイトを１年間１度も休まなかったことです。すごいでしょ!?

ところで僕の妹は今、看護婦を目指して勉強中なのですが、話を聞いているとけっこうキツイみたいです。毎週月曜日に２人一緒に内Ｐを見ながらお互いの日常を話すことで、悩みなどもけっこう解消できました。だからこの場をかりて言いたいです。「ありがとう菜緒」と。

（津田　航）

僕は今年度から藤井ゼミに参加させていただきました。なので、初めは会計の知識がほとんどなく、周りについていくのが精一杯でした。また、論文作成にあたっても、あまり三回生らしい働きもできず、最後まで論文に関して批判を受け続けました。でも、最後には班としての論文を何とか完成させることができ、いい経験になりました。来年度はゼミにどれだけ出れるかは分かりませんが、出られる限りはゼミからいろんなものを吸収していこうと思っています。これからも皆さんよろしくお願いします。

（藤本　健司）

２００４年度の後期になってからは、今までの大学生活の中で最も忙しく、また充実した時期でもあったと確信することができます。あまりにも足りない単位の取得のために翻弄し、ゼミの研究に時間を費やし、就活の準備の仕方について模索し、また他にもここでは書ききれない多くの社会経験をした時期でありました。去年から危惧していたとおり、自分の会計に関する知識のなさから、研究に関しては非常に苦労し、グループ内の人間には大きな迷惑等をかけてしまいました。この場を借りて感謝と謝罪の意を示したいと思います。特に、高橋さんには心配をおかけしました、多謝です。来年はどうなることやら、すっかりオブサーバー的なポジションにどっかりと居座ってそうな感じが今からムンムンしますが、今の苦労が報われて大学生活最後の１年（たぶん・・・）を楽して過ごしていることを願うばかりです。

（松井　広文）

前期は、教科書の輪読程度だったが、後期からのゼミで共同研究が始まると、急に忙しくなった。今から思えば、そんなにやることはなかったのだが、常に研究・発表というプレッシャーの中で精神的な余裕がまったく無くなってしまった。自分の容量の小ささを実感した。ようやく論文が完成したときは、達成感というよりも、解放感の方が強かった。

そんな私が今年一年で得た収穫は、共に苦労して「利質」に取り組んだ藤井ゼミの仲間達であると思う特に、ゼミの中心的な立場として遅くまで話合った３回生の仲間は私にとってかけがえの無い財産である。

企業の実力は財務諸表だけでは分からない。企業のもつビジョンや、ヒトや歴史といった見えない資産がある。私にとって今年の藤井ゼミでの経験はまさにそれである。

それでは、一年間お世話になりました。

（由村　友宏）

藤井ゼミに入り一年が、京大に入学して二年が経ちました。あっと言う間の二年、僕は何をしていたのか…本当によく遊んだ二年でした。この一年は藤井ゼミで貴重な学習をする機会を得たにも関わらず、積極性を欠いていました。共同研究でも足を引っ張ること多々で、本当に上回生の皆様を始め周りの方々にご迷惑おかけしました。来年はもう三回生、、、ずばり勉強の年にします！このままでは不毛な大学生活で終わるので。

藤井先生、ＴＡのお二人、この一年本当にありがとうございました。来年もご指導ご鞭撻の程よろしくお願いします。

（木村　義人）

去年の１２月に藤井ゼミに入って、プレゼミでちょっと勉強して、前期に一回だけ報告して、後期にはただ３・４回生に指示された仕事を少しやって、シンポジウムを聞き終わると、今年も１２月でした。この一年間で自分がどれだけ成長できたのかはわかりませんが、会計に関する知識が増えたのは確かだと思います。今年の３回生がやってきたことを来年は自分たちがやらなければいけないということはもうわかっています。今から考えると気が重いですが、その気になれば何とかなるんじゃないの、と信じています。来年も藤井ゼミで頑張りましょう。

（小林　慎）

藤井ゼミでのこの一年間は本当にあっという間の一年間でした。前期には財務諸表論の基礎を学ぶために櫻井先生のテキストを使っての学習でしたが、このテキストは、各章ごとに学ぶべきテーマがはっきりと明示されており、それが財務諸表分析のシステムとしっかり対応していたので、道具箱をきれいに整理するにはもってこいの一冊であったと思われます。またゼミの講義では、藤井先生に会計学の本質を明快な表現で説明していただき、本当に勉強になりました。後期にはグループでの論文発表が中心でしたが、上回生との議論やパワーポイントによる発表など、実に有益な時間をすごせたのではないかと思います。まだまだ学ぶべきことは山積してはいますが、今年一年間ゼミで吸収したものを土台に来年以降も貪欲に多くのものを吸収していきたいと思います。

（杉原　和典）

藤井ゼミ初年度は本当にあっという間にすぎました。この一年、前期のテキスト輪読をふまえて後期の共同研究に望んだのにもかかわらず自分の勉強不足を痛感する一年となりました。エクセル及びパワーポイントソフトの使い方などごく初歩的な作業からして先輩方の手を煩わせることとなり申し訳なく思っています。藤井ゼミに所属できる期間である三年間というスパンで考えたとき、来年は早くも中心回生となり、いつまでも教えてもらう側でいるわけにもいきません。幹事としての責任も重くなる勝負の年となると思いますが、吸収してきたものをいずれ新しいゼミ生にも伝えられるように日々勉強に励んでいきたいと強く感じます。来年もみなさんよろしくお願いします。

（竹下　哲生）

今藤井ゼミでの一年を振り返ってみて、このゼミを選んでよかったと思います。ゼミの内容はとても勉強になるし、先輩方がしっかりと後輩に指導してくださるのは非常にありがたかったです。共同研究をしてみて会計のおもしろみがわかったような気がします。ほんとに先輩に頼りっぱなしの一年だったので、もう少し知識を手に入れて先輩らしい先輩になるために頑張りたいです。藤井先生、板橋さん、上回生の方々、そして二回生のみなさん、ありがとうございました。そして来年もよろしくお願いします。

（玉置　真吾）

光陰矢の如し、という格言の指し示すとおり、時間の経過が本当に早く感じられるなあ、と思っています。オリエンテーションで教授から刺激的な激励を頂いてから早一年、早いようでいて色々なことがありました。よくよく考えてみれば、去年の今頃僕は借入金のことを『しゃくにゅうきん』と読んでいたのです。プレゼミ、レジュメを作って発表したこと、後期のグループ研究、シンポジウム、どれもこれも初めてのことばかりでした。そして、気づいてみれば、もうすぐ僕も三回生。藤井ゼミ生としての本番の幕開けです。１、２回生は自らの好奇心に任せてわりとのんびり生活していましたが、３、４回生は、藤井ゼミ、会計士試験と、自分を律して密度の濃い鍛錬の期間にしたいと思っています。これからも宜しくお願いします。

（西村　顕倫）

この一年間は改めて自分が勉強不足だということを実感しました。はじめはゼミについていけるのかという不安がいっぱいで、事実、前期の輪読では財務諸表というものを理解することができたとはいえず、後期の共同研究では先輩方に助けられながら

何とかやっていけたという状況でしたが、企業分析に対してさらに関心をもてるようになった気がします。今年やったことをこれからもうまく生かせれるようにもっと勉強していきたいと思います。

（橋本　哲平）

藤井ゼミのゼミ生として一年間過ごしてきて感じたことは、やはり先輩方はすごいというものでした。前期こそ二回生だけでのゼミでしたが、後期の共同研究では三回生がリーダーとしてみんなを引っ張っていき、それを四回生や板橋さんがサポートするという形で、いったいどうすればいいのだろうかと内心思っていた僕は非常に安心して共同研究に取り組むことができました。しかし来年には僕らがその立場ならねばならないのかと思うと不安でもあります。来年は今年学んできたことを存分に生かしてなんとか先輩方のようにしっかりやっていきたいと思います。

最後に藤井先生、真鍋さん、板橋さん、及び先輩方に厚くお礼申し上げます。

（長谷川　雅俊）

編集後記

２００４年度のゼミ活動が終了し、その総決算である藤月会論集第１４号も無事刊行に至ることができました。

今年度のテーマは「利質分析と企業評価」でした。その研究に関してはいずれの班も試行錯誤を繰り返し、論文を完成させるまでには実に様々な苦労を要しました。編集している段階において、それに見合う完成度の高い論文ができあがったと確信することができ、それとともに皆それぞれの努力を形あるものとして残すことができることを嬉しく思います。

この論文が１人でも多くの人の目に触れることを願い、また、来年度の研究活動も有意義なものになることを期待して、今年度の活動をここに締めくくりたいと思います。

2004年12月

2004年度　藤月会論集編集委員　松井　広文　　河合　美保子

藤月会論集　第１４号
京都大学経済学部藤井ゼミナール
論文編集委員
〒６０６－８５０１
京都市左京区吉田本町
京都大学経済学部　藤井研究室　気付

印刷　シバタプリント