

営業活動によるキャッシュ・フロー の創出に注目した収益性分析の展開

— 利益率と回転率の観点から —

山本 宣明

1. はじめに

財務諸表分析に関連する文献では、収益性分析や安全性分析が発生主義を中心に議論されることが今でも一般的である。その一方で我が国でキャッシュ・フロー計算書が開示資料として登場してから四半世紀が経とうとしている。この間、キャッシュ・フローに注目した分析指標が幾つか提示され議論が行われてきた。代表的なところと言えば、キャッシュ・フロー・マージンやフリー・キャッシュ・フローが挙げられる。ところが、これらの指標は伝統的な発生主義の指標と同様に個別的に説明や評価されることがほとんどで、分析体系の中で構造的に位置付けられ解釈されるという説明が行われてこなかった。そのような中で筆者は、山本（2023b）でコロナ禍で大きな影響を受けた企業を素材に安全性分析の体系化と具体的適用を行なった。発生主義と現金主義は相対立するものではなく、統合的かつ補完的に組み合わせることで包括的な分析が可能になる。山本（2023b）では安全性分析に注目したため、本稿は収益性分析において現金主義の情報を伝統的な発生主義の分析方法に統合する方法を提示する。

具体的には、キャッシュ・フロー計算書の営業活動によるキャッシュ・フロー（以下、営業 CF）に注目し、営業 CF の創出を評価する方法を提示する。すなわち、本稿の目的は営業 CF の創出に注目し、企業の収益性を総合的に評価する新たなフレームワークを提案することである。換言すると、営業 CF の創出に基づいた収益性分析の枠組みを構築し、収益性評価に新たな視点を提供することを目的とする。特に実務的な経営判断に資することを目指す。最終的には、営業 CF を中心に据えた分析によって、企業が持続的にキャッシュを創出し、成長を続けるための示唆を提供したいと考えている。

本稿では、まず営業 CF の構造解析を行い、その多寡に影響を与える要素を整理する。詳しくは後述するが先に要素を示すと、EBITDA マージン、CCC（Cash Conversion Cycle）に含まれる運転資本、CCC に含まれない運転資本、その他の動きを分析し、それらが営業 CF に与える影響を明らかにする方法を示す。次に、CCC に注目して構成要素である売上債権回転期間、棚卸資産回転期間、仕入債務回転期間を変化させた際に営業 CF がどのように変動するかを、シミュレーションを通じて評価する方法を説明する。そして、多くの場合、営業 CF 創出の最大のドライバーとなる EBITDA マージンに関

しては¹、CVP (Cost-Volume-Profit) 分析を用いることで損益分岐点と安全余裕率を算出し、単に利益率の多寡を捉えるだけではなく経営的な示唆を得られる方法を提示する。

なお、本稿では身近にイメージしやすい企業を通じて分析方法を理解してもらうため、日高屋を運営する株式会社ハイデイ日高（以下、ハイデイ日高）の財務データを用いる。このことは同時に日本基準を前提にすることを意味する。

II. 営業活動によるキャッシュ・フローの構造分析

間接法を前提に営業 CF の構造を整理する。桜井（2024）によれば、間接法による営業 CF は表 1 の構造を持っている。

表 1. 営業キャッシュ・フローの区分

税金等調整前当期純利益
+①非支出の費用の加算（減価償却費、固定資産処分損、引当金増加額）
−②非支出の収益の控除（持分法による投資利益、固定資産売却益）
±③金融収益・費用の除去（受取利息・配当金、支払利息）
±④ <u>運転資本の増減の調整</u> （売上債権、棚卸資産、仕入債務）
小計
±⑤金融収入・支出の計上
−⑥ <u>税金支出の控除</u>
営業活動によるキャッシュ・フロー

出所：桜井（2024, p.107）

すなわち、税引前の当期純利益からスタートして①と②の非資金項目を戻し、③の金融収益・費用を一旦取り除く調整を行い、④運転資本の増減を調整して小計を算出する。この過程は税引前の当期純利益から本業の利益である営業利益を現金主義で計算する過程に他ならない。つまり、営業 CF の小計は「損益計算書における営業利益に匹敵する項目」（桜井, 2024, p.108）である。本業を通じて創出された CF が小計ということになる。

営業利益と営業 CF 小計は、それぞれ発生主義で計算された利益と現金主義で計算された利益と見ることができる。そして、両者を比較することで営業利益の質が確保されているかが分かる。営業利益を営業 CF 小計が上まっているかどうかで、営業利益が資金的裏付けを持っているかが分かり、結果、営業利益の質が高いか低いかが判定できる（桜井, 2024, p.108）。

¹ 本稿が EBITDA に注目したのは、石橋（2024）に依るところが大きい。また、EBITDA の性質については Palepu, Healy, and Peek (2022, pp.197-198) と大津（2022, pp.300-331）を参考にした。

本稿が注目するのは、上述のような間接法を前提にした時の CF 計算書の計算構造が伝統的な発生主義で用いられてきた収益性分析の適用を可能にすることである。表 2-1 の①②③は非資金項目と金融収入・費用の調整で、営業利益と比較するための調整計算をしている。他方、④は運転資本の増減を反映するもので、調整計算というよりも営業活動に伴う資金の動きを反映する計算である。こう考えた時、営業 CF の計算構造は次のように整理することができる。

営業 CF 小計 = (税引前当期純利益 + 非資金項目の調整 + 金融収益・費用の調整) + 運転資本の増減の反映

上記の式は営業 CF 小計が調整計算と運転資本の増減の反映によって算出されることを意味しており、後者の運転資本の増減の反映は運転資本の回転率と関連づけることができ、前者の調整計算は利益率と関連づけることができる。デュボン・チャート・システムに代表される伝統的な収益性分析は、発生主義のデータを元に利益率と回転率に分けて経営資本の動きを捉えることを意図してきた。デュボン・チャート・システムでは、回転率は運転資本と長期投資（固定資産）にさらに分解されるが（山本, 2023a）、営業 CF 小計に至る計算構造は運転資本の増減を反映していることから運転資本の回転率と関連づける解釈ができる。一方、利益率については、(税引前当期純利益 + 非資金項目と金融収益・費用の調整) が運転資本の反映を行う前の利益概念と捉えることができる。したがって、売上高との対比によって利益率を計算することができる。

そして、(税引前当期純利益 + 非資金項目と金融収益・費用の調整) は税引前当期純利益から営業利益と比較できる利益概念への調整であることから、次のような展開が可能である。

税引前当期純利益 + 非資金項目の調整 + 金融収益・費用の調整
 = (税引前当期純利益 + 特別損益項目の加算・減算) + (営業外損益項目の加算・減算) + (営業損益計算に含まれる非資金項目の調整)
 = 営業利益 + 営業損益計算に含まれる非資金項目の調整
 = (営業利益 + 減価償却費) + 減価償却費以外の営業損益計算に含まれる非資金項目の調整
 = EBITDA + 減価償却費以外の営業損益計算に含まれる非資金項目の調整

上記の展開は(税引前当期純利益 + 金融収益・費用の除去)が税引前・利息控除前利益の計算と云えること、そして非資金項目の調整のうち特別損益項目と営業外損益項目に含まれるものは調整を行なうことを前提にしている。そうすると、営業利益を基礎に営業損益計算に含まれる非資金項目の調整を行うことになり、営業損益計算に含まれる非資金項目の調整を減価償却費とそれ以外に分けると、営業利益 + 減価償却費 = EBITDA (Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization) が計算できるという理解を元に行っている。

以上から、営業 CF 小計に至る計算構造は、次のようにまとめることができる。

営業 CF 小計＝営業利益＋営業損益計算に含まれる非資金項目の調整＋運転資本の増減の反映

＝（営業利益＋減価償却費）＋減価償却費以外の営業損益計算に含まれる非資金項目の調整＋運転資本の増減の反映

＝EBITDA＋減価償却費以外の営業損益計算に含まれる非資金項目の調整＋運転資本の増減の反映

Ⅲ．営業活動によるキャッシュ・フローの組替え

営業 CF 小計に至る計算構造が「EBITDA＋減価償却費以外の営業損益計算に含まれる非資金項目の調整＋運転資本の増減の反映」にまとめることができることを踏まえ、実際に CF 計算書の営業 CF を組み替える。表 2 は本稿で取り上げる株式会社ハイデイ日高の 2023 年 2 月期と 2024 年 2 月期の営業 CF の小計までを切り取ったものである。

表 2. ハイデイ日高の営業活動によるキャッシュ・フロー（小計まで）

(単位：千円)		
	前事業年度 (自 2022年3月1日 至 2023年2月28日)	当事業年度 (自 2023年3月1日 至 2024年2月29日)
営業活動によるキャッシュ・フロー		
税引前当期純利益	2,311,726	4,568,947
減価償却費	1,234,220	1,230,847
減損損失	158,116	202,834
貸倒引当金の増減額（△は減少）	△240	△240
賞与引当金の増減額（△は減少）	24,216	101,976
協賛金収入	△3,900	—
協力金収入	△1,263,562	—
受取補償金	△63,100	△64,739
雇用調整助成金	△480,304	△68,876
保険解約返戻金	△74,727	△19,386
受取利息及び受取配当金	△3,401	△3,725
固定資産受贈益	—	△16,940
固定資産除売却損益（△は益）	47,352	76,317
売上債権の増減額（△は増加）	△521,607	△338,802
棚卸資産の増減額（△は増加）	△44,916	△56,280
その他の流動資産の増減額（△は増加）	92,072	△25,782
未払又は未収消費税等の増減額	822,092	34,211
仕入債務の増減額（△は減少）	427,382	195,760
その他の流動負債の増減額（△は減少）	385,147	387,190
その他の固定負債の増減額（△は減少）	△92,030	—
その他	74,315	31,270
小計	3,028,853	6,234,581

出所：株式会社ハイデイ日高（2024, p.48）

表 2 のうち、「減価償却費」から「固定資産除売却損益」までが非資金項目の調整と金融収益・費用の除去を行なっている。そして、「売上債権の増減額」以降が運転資本の調整に属する。運転資本の調整に関しては、CCC に含まれる売上債権、棚卸資産、仕入債務とそれ以外の運転資本に分け、さらに運転資本以外を区分する。そうすると、表 3 のように組み替えることができる。

表 3. 営業活動によるキャッシュ・フロー（小計まで）の組替え

(単位：千円)		
	前事業年度 (自 2022年 3 月 1 日 至 2023年 2 月 28 日)	当事業年度 (自 2023年 3 月 1 日 至 2024年 2 月 29 日)
営業活動によるキャッシュ・フロー		
営業利益	615, 707	4, 637, 326
減価償却費	1, 234, 220	1, 230, 847
EBITDA	1, 849, 927	5, 868, 173
減価償却費以外の営業損益計算に含まれる非資金項目 (EBITDAとの差分の計算結果)	36, 469	138, 842
CCCに関連する運転資本の増減の反映		
売上債権の増減額 (△は増加)	△521, 607	△338, 802
棚卸資産の増減額 (△は増加)	△44, 916	△56, 280
仕入債務の増減額 (△は減少)	427, 382	195, 760
CCC以外の運転資本の増減の反映		
その他の流動資産の増減額 (△は増加)	92, 072	△25, 782
未払又は未収消費税等の増減額	822, 092	34, 211
その他の流動負債の増減額 (△は減少)	385, 147	387, 190
その他		
その他の固定負債の増減額 (△は減少)	△92, 030	—
その他	74, 315	31, 270
小計	3, 028, 853	6, 234, 581

出所：株式会社ハイデイ日高（2024, p.48）を元に筆者作成

表 3 のような組み替えを行うことによって、財務報告目的で作成される CF 計算書は経営管理目的に資する形になる。表 3 を見ると、営業 CF の創出にあって EBITDA が大きく影響することが分かる。一方、2023 年 2 月期に関しては CCC 以外の運転資本の増減に関して「未払又は未収消費税等の増減額」や「その他の流動負債の増減額」が影響していることが分かる。また、CCC に関連する運転資本の増減も無視できない影響となっている。2024 年 2 月期に関しては EBITDA が 9 割以上の影響を及ぼしており、他の要因の影響は限定的である。

次に、表 3 のような組み替えを今回取得したデータの全期間で行ったのが表 4 である。表 4 では表 3 と同様の組替えに加えて、最上段に売上高を配置し、EBITDA を売上高で割った EBITDA マージンを追加している。これは、いわゆる利益率の一つであり、本業によって稼ぎ出されている利益水準を表している。

表 4 に示された全期間のデータに基づき、各年度における営業 CF の創出要因を総合的に分析すると、まず全体を通じて最も顕著に影響を与えているのは EBITDA の変動であり、営業 CF の創出を支える主要な要素である。EBITDA マージンが高い年度においては、営業 CF が堅調に推移している。一方で、EBITDA がマイナスに転じた年度、具体的には 2021 年 2 月期と 2022 年 2 月期においては、営業 CF が大幅に減少している。これらの年度では、コロナ禍による経済的影響や外部環境の不確実性が大きく影響しており、特に 2022 年 2 月期においては EBITDA マージンが△8.76%と著しく低下している。このことは、本業でのキャッシュ創出に苦戦したことを示している。

表 4. 営業活動によるキャッシュ・フロー（小計まで）の組替えと追加

	2018.2	2019.2	2020.2	2021.2	2022.2	2023.2	2024.2
売上高	40,643,621	41,862,978	42,209,743	29,563,909	26,402,538	38,168,283	48,772,224
営業利益	4,679,609	4,729,057	4,096,469	△ 2,799,656	△ 3,523,158	615,707	4,637,326
減価償却費	1,292,510	1,220,497	1,188,339	1,195,076	1,211,578	1,234,220	1,230,847
EBITDA	5,972,119	5,949,554	5,284,808	△ 1,604,580	△ 2,311,580	1,849,927	5,868,173
EBITDA マージン	14.69%	14.21%	12.52%	-5.43%	-8.76%	4.85%	12.03%
減価償却費以外の営業損益計算に含まれる 非資金項目（EBITDA との差分の計算結果）	△ 449,556	15,117	58,058	△ 34,092	72,251	36,469	138,842
CCC に関連する項目							
売上債権の増減額（△は増加）	△ 3,305	△ 7,830	△ 582,750	189,634	△ 167,154	△ 521,607	△ 338,802
たな卸資産の増減額（△は増加）	△ 33,747	27,403	△ 42,338	55,824	6,720	△ 44,916	△ 56,280
仕入債務の増減額（△は減少）	61,115	△ 42,421	118,308	△ 467,376	36,274	427,382	195,760
CCC に関連する項目の合計	24,063	△ 22,848	△ 506,780	△ 221,918	△ 124,160	△ 139,141	△ 199,322
CCC 以外の運転資本の項目							
その他の流動資産の増減額（△は増加）	△ 9,351	△ 19,054	△ 66,949	△ 6,420	14,560	92,072	△ 25,782
未払又は未収消費税等の増減額			152,481	△ 803,919	273,615	822,092	34,211
その他の流動負債の増減額（△は減少）	331,864	△ 126,536	309,137	△ 547,522	△ 99,425	385,147	387,190
CCC 以外の運転資本の項目の合計	322,513	△ 145,590	394,669	△ 1,357,861	188,750	1,299,311	395,619
その他							
その他の固定負債の増減額（△は減少）	378,909	△ 166,941	△ 146,067	△ 138,790		△ 92,030	
その他	△ 25,532	5,101	7,206	△ 20,525	△ 80,865	74,315	31,270
その他の項目の合計	353,377	△ 161,840	△ 138,861	△ 159,315	△ 80,865	△ 17,715	31,270
小計	6,222,276	5,634,393	5,091,893	△ 3,377,768	△ 2,255,605	3,028,853	6,234,581

出所：2018 年 2 月期から 2024 年 2 月期までの有価証券報告書を元に筆者作成

運転資本の動きについても、全期間を通じて興味深い変動が見られる。CCC に関連する運転資本の変動は、売上債権、棚卸資産、仕入債務の増減が営業 CF に影響を与えていることが分かる。年度によって CCC に関連する運転資本の影響は変わっており、特に 2020 年 2 月期と 2021 年 2 月期はそれぞれ売上債権と仕入債務の変動が大きかったと言える。そして、CCC 以外の運転資本の変動も全期間にわたり重要な役割を果たしている。「その他の流動資産の増減」や「未払又は未収消費税等の増減」は特定の年度で大きな変動を見せており、2021 年 2 月期と 2023 年 2 月期ではこれらの項目が営業 CF に与える影響が顕著であった。2024 年 2 月期においても「その他の流動負債の増減」が営業 CF に寄与しており、CCC 以外の運転資本は短期的に CF に大きな影響を与えていることが分かる。

これらの分析から、ハイデイ日高の営業 CF は主に EBITDA によって支えられているものの、運転資本の動き、特に CCC に関連する項目とそれ以外の運転資本の動きも重要な影響を与えていることが確認できる。つまり、CF 計算書を組み替えることで、本業を通じて創出されるキャッシュの要因を把握できる。大きくは EBITDA マージンという利益率の状況と、CCC に代表される運転資本の回転率の状況、そして CCC に関連しない運転資本やその他の要因に影響されるということである。

IV. キャッシュ・コンバージョン・サイクルの計算構造を利用したシミュレーション

表 3 や 4 で運転資本を CCC に関連する項目とそれ以外の項目で分けた。その趣旨は CCC が営業循環過程の中核を担う概念であり、区分することによって仕入・生産・販売の流れを明確にすることにある。ハイデイ日高は飲食店を展開していることから、一般的な飲食店と同様の傾向があると考えられる。すなわち、売上は基本現金商売で近年でこそキャッシュレスやクレジットカードによる支払いの割合が増えていると思われるものの、売上債権の回転は高い（速い）。また、棚卸資産は食材がほとんどであり、食材が故にやはり棚卸資産の回転も高い（速い）。一方、仕入債務については食材の仕入れはまとめ払いで対応していると思われることから、仕入債務の回転は一定間隔を維持すると考えられる。CCC は、こういった売上債権、棚卸資産、仕入債務の回転状況を売上高や売上原価と関連づけることで時間的に表現する。売上債権回転率や棚卸資産回転率、仕入債務回転率だと計算結果が回転数で示されるため、少なくとも直感的な理解が得にくい。一方、売上債権回転期間、棚卸資産回転期間、仕入債務回転期間となると、計算結果が日数や月数となり直感的に理解しやすくなる。

売上債権回転期間、棚卸資産回転期間、仕入債務回転期間、それぞれの計算式を次に紹介する。

$$\text{売上債権回転期間（日数）} = \frac{\text{売上債権（期首）} + \text{売上債権（期末）}}{2} \div \frac{\text{売上高}}{365}$$

$$\text{棚卸資産回転期間（日数）} = \frac{\text{棚卸資産（期首）} + \text{棚卸資産（期末）}}{2} \div \frac{\text{売上原価}}{365}$$

$$\text{仕入債務回転期間（日数）} = \frac{\text{仕入債務（期首）} + \text{仕入債務（期末）}}{2} \div \frac{\text{売上原価}}{365}$$

CCC は上記 3 つの回転期間を用いて次のように計算される。

$$\text{CCC} = \text{売上債権回転期間} + \text{棚卸資産回転期間} - \text{仕入債務回転期間}$$

1. ハイデイ日高のキャッシュ・コンバージョン・サイクルの基本的な評価

本稿で取り上げているハイデイ日高の 2019 年 2 月期から 2024 年 2 月期までの CCC と構成要素を一覧表にしたのが表 5 である。

表 5. ハイデイ日高のキャッシュ・コンバージョン・サイクル

(単位：日数)

	2019.2	2020.2	2021.2	2022.2	2023.2	2024.2
CCC	-20.45	-18.34	-15.50	-8.89	-9.92	-11.51
売上債権回転期間	0.31	2.86	6.51	7.14	8.23	9.66
棚卸資産回転期間	7.35	7.40	9.95	9.84	7.35	7.10
仕入債務回転期間	28.11	28.61	31.96	25.87	25.50	28.28

出所：2018 年 2 月期から 2024 年 2 月期までの有価証券報告書を元に筆者作成

表 5 にあるように、ハイデイ日高の CCC は、取り上げた各年度で一貫してマイナスの値を示している。これは、売上債権回転期間と棚卸資産回転期間を合計した期間よりも、仕入債務回転期間が長いことを意味しており、ハイデイ日高が運転資本を効率的に管理していることを示している。キャッシュの流出よりも流入が先行するため、資金繰りが良好である。これは先に説明した一般的な飲食店の回転傾向と一致する。

2019 年 2 月期で CCC は△20.45 日、2020 年 2 月期で△18.34 日となっており、コロナ禍前までは売上債権の回収が非常に迅速であったことが分かる。そして、棚卸資産も迅速に処理されていたことが反映されている。コロナ禍の影響を受けたと思われる 2021 年 2 月期や 2022 年 2 月期は 2 日ほど期間が伸びているものの、それでも 2 日である。仕入債務に関してもやはり大きな変動は見られず、先の説明の通り安定した支払いが実行されていると推察される。結果として、売上債権回転期間の時代の変化に伴う伸長がおそらく影響する形で CCC が以前に比べると悪化している。しかしながら、CCC がマイナスとなる基本的な構造は維持されており、資金繰りの構造としては有利な状況である。

2. 問題の所在：キャッシュ・フローの金額での影響と効率（比率）の不一致

CCC の有用性は資金繰りの基本的な構造を効率性の指標として示せることにある。CCC を計算することによって、表 3 や表 4 で見た CCC に関連する運転資本の増減が及ぼしているキャッシュ創出への影響に対する印象が変わる。改めて表 3 や 4 を見ると、例えば 2021 年 2 月期に仕入債務の増減額がキャッシュ創出にマイナスに作用し、2020 年 2 月期では売上債権の増減額がキャッシュ創出にマイナスに作用している。CCC では 2021 年 2 月期の仕入債務回転期間は前期よりも伸長しており、キャッシュ創出の観点からは本来有利な状況ができてはいるはずである。しかしながら、金額もしくは実際にはマイナスの影響が出ている。2020 年 2 月期の売上債権の増減に関しては、売上債権回転期間は 2 日ほど伸びているものの、金額的にはそれ以上のインパクトでマイナスの影響を及ぼしていると言える。他にも表 4 を見ると、こういった CCC の評価と金額的な影響が一致しないところが散見される。

何故にこういった不一致が生じるのかと言えば、CCC の各回転期間の計算構造が影響していることが考えられる。売上債権、棚卸資産、仕入債務のいずれでも期首と期末の金額の平均を計算し、同期間の一日当たり売上高や一日当たり売上原価と対応させていることから、期首と期末の金額の差と、売上高や売上原価の変動が一体化することで不一致を生み出している。あくまで CCC は効率性の指標であり、金額の変動がどうあっても効率という観点、つまりインプットとアウトプットの関連はどうなって

いるかを示している。その意味では CCC は決して間違った情報を示している訳ではない。売上が急増しても急減しても、それに伴う運転資本管理の効率性という一点が評価できれば良い。ハイデイド高の CCC は、同社の運転資本の管理が売上の変動によって大きな混乱が一貫して起きてこなかったことを示している。

それでも、金額と比率の不一致は解消したいところである。さらに言えば、効率の改善が金額に具体的にどのように表れるかを知ることができれば、両者の不一致という印象は無くなる。そこで有用になるのが CCC の計算構造を使ったシミュレーションである。

3. シミュレーションの準備と実行

これから紹介する方法は山本（2017a, 2017b）で実行したことがあり、筆者が担当する授業では每期紹介を行っている。CCC の計算構造を利用して、例えば売上債権回転期間が 8 日から 3 日となったら売上債権がどう変動して CF に影響がどう出るかをシミュレートする。シミュレーションであるため、前提や仮定をどう置くかが重要であり、基本的には売上高や売上原価は変わらないという前提で実行する。応用的もしくは様々な条件変化を組み込みたい場合は売上高や売上原価を変えるということもあっても良いかもしれないが、実際の知見を得るには回転期間のみを変動させるだけで十分である。

(1) シミュレーションの準備

CCC と各回転期間の計算構造を元に、回転期間を変化させることで債権や債務にどのような金額的な変化が起きるかを計算するには、次のように式を展開すれば良い。ここでは取り急ぎ売上債権回転期間を対象に計算式を展開する。

売上債権回転期間を計算する基本式：

$$\text{売上債権回転期間（日数）} = \frac{\text{売上債権（期首）} + \text{売上債権（期末）}}{2} \div \frac{\text{売上高}}{365}$$

ステップ 1：両辺に $\frac{\text{売上高}}{365}$ を掛ける

まず、売上債権回転期間の日数に 1 日あたりの売上高を掛ける。これにより式は次のようになる。

$$\text{売上債権回転期間（日数）} \times \frac{\text{売上高}}{365} = \frac{\text{売上債権（期首）} + \text{売上債権（期末）}}{2}$$

ステップ 2：両辺に 2 を掛ける

次に、式の両辺に 2 を掛けて、右辺の分母を消す。

$$2 \times (\text{売上債権回転期間（日数）} \times \frac{\text{売上高}}{365}) = \text{売上債権（期首）} + \text{売上債権（期末）}$$

ステップ 3：売上債権期末の金額を求める

最後に、売上債権の期末の金額を求めるために、売上債権の期首の金額を移項する。

$$\text{売上債権（期末）} = \left[2 \times \left(\text{売上債権回転期間（日数）} \times \frac{\text{売上高}}{365} \right) \right] - \text{売上債権（期首）}$$

上記の計算式を用いれば、売上債権回転期間の日数を変化させることで期末の売上債権の金額を変化させることができる。先ほど前提条件として売上高や売上原価が変わらないとしたが、追加するとすれば期首の売上債権の金額も固定する。これにより、シミュレーションを実行する準備は完了である。

なお、この式の展開は棚卸資産回転期間と仕入債務回転期間でも同様に可能であり、3つの回転期間を変化させて様々なシミュレーションを実行することもできる。さらに何度か言及している通り、売上高や売上原価を変化させることも必要に応じて実行しても良い。但し、売上原価と棚卸資産の関係は全部原価計算を前提にすると本来影響が生じるはずであるため、利益率や原価率も不変という仮定があることも付言しておく。

(2) シミュレーションの実行

シミュレーションは様々な形で実行し得るが、表 4 の中からシミュレーションを実行するのに有用そうなのは、2021 年 2 月期の仕入債務回転期間や 2020 年 2 月期と 2023 年 2 月期の売上債権回転期間が挙げられる。それぞれシミュレーションを実行する。

(2021 年 2 月期の仕入債務回転期間のシミュレーション)

実績として、2021 年 2 月期の仕入債務回転期間は 31.96 日である。2020 年 2 月期から 3 日ほど伸長している。一方、2021 年 2 月期の仕入債務の増減額は△467,376 千円となっており、CF を押し下げている。回転期間が伸びていれば CF 的には押し上げる効果が出ると考えるのが通常であるが、実際の金額は逆の結果となっている。

仕入債務回転期間の実績：31.96 日

仕入債務の増減額：△467,376 千円

仕入債務の増減額がプラスになる仕入債務回転期間：43 日

仕入債務回転期間が 43 日の場合の仕入債務の推定金額：1,004,464 千円

仕入債務回転期間が 43 日の場合の仕入債務の推定増減金額：38,540 千円

2021 年 2 月期はコロナ禍の影響が売上高の急減に現れた期であり、2020 年 2 月期の売上高の約 70% と落ち込んだ。2020 年 2 月期まで売上高は漸増傾向にあったが、2021 年 2 月期は急速に落ち込んだと言える。そうした中で、おそらくは材料の仕入も抑制する対応が必要になったと思われる。仮に材料の

仕入量を適切に抑制できたとしても、仕入に伴う仕入債務の支払いはタイミングを大きく遅らせる訳にはいかない。つまり、仕入量を適切に抑制できたとしても、そもそも売上高自体が急減したため、仕入債務が減少することは致し方なかったと考えられる。したがって、現実離れした想定をするとすれば、仕入債務の支払期間を大きく引き延ばすことができれば CF を押し上げることも可能だった。しかしながら、それはあまりに現実離れした話でしかない。また、仮に CF を押し上げる仕入債務回転期間の 43 日を実現したとしても、2021 年 2 月期はそもそも EBITDA が△1,604,580 千円と落ち込んでいたため、焼け石に水状態だったと言える。

(2020 年 2 月期の売上債権回転期間のシミュレーション)

実績として、2020 年 2 月期の売上債権回転期間は 2.86 日である。2019 年 2 月期から 2.5 日ほど伸長している。一方、2020 年 2 月期の売上債権の増減額は△582,750 千円となっており、CF を押し下げている。回転期間が伸びていれば CF 的には押し下げる効果が出ると考えられるが、2.5 日ほどの伸長が及ぼす影響としては大きい。

売上債権回転期間の実績：2.86 日

売上債権の増減額：△582,750 千円

売上債権の増減額がプラスになる売上債権回転期間：0.3 日

売上債権回転期間が 0.3 日の場合の売上債権の推定金額：29,918 千円

売上債権回転期間が 0.3 日の場合の売上債権の推定増減金額：9,550 千円

このシミュレーション結果は、僅か 2.5 日ほどの売上債権回転期間の伸長がこれだけの規模の CF 押し下げ効果があることを示している。売上債権の増減額がプラスに転じるには、2019 年 2 月期と同様の 0.3 日以下の水準としなければならない。おそらくこれはキャッシュレスやクレジットカードによる支払いの普及が加速したタイミングであったことが想定され、売上債権の増大が不可避だったことが考えられる。逆に言えば、2019 年 2 月期までは、ほとんどの支払いが現金であったと考えられる。売上規模も前年度と同水準ないし漸増していることから、純粋に現金支払いの減少がもたらした結果と解釈できる。

(2023 年 2 月期の売上債権回転期間のシミュレーション)

実績として、2023 年 2 月期の売上債権回転期間は 8.23 日である。2022 年 2 月期から 1.09 日ほど伸長している。一方、2023 年 2 月期の売上債権の増減額は△521,607 千円となっており、CF を押し下げている。先の 2020 年 2 月期と同様に、回転期間が伸びていれば CF 的には押し下げる効果が出ると考えられるが、僅か 1.09 日ほどの伸長が及ぼす影響としては大きい。

売上債権回転期間の実績：8.23 日

売上債権の増減額：△521,607 千円

売上債権の増減額がプラスになる売上債権回転期間：5.7 日

売上債権回転期間が 5.7 日の場合の売上債権の推定金額：592,365 千円

売上債権回転期間が 5.7 日の場合の売上債権の推定増減金額：7,375 千円

2022 年 2 月期と 2023 年 2 月期の売上債権回転期間は、ほぼ同様と言って良い。しかしながら、売上債権の増減額が CF を押し下げたのは、何よりも売上高が急速に回復したからである。つまり、売上債権回転期間をほぼ同水準で維持したとしても、そもそもの売上高の増大が著しく、結果として売上債権の増大は不可避だったと考えられる。この傾向は翌年の 2024 年 2 月期にあっても同様に見られる。また、今回の分析期間全体で売上債権回転期間は徐々に伸びており、やはりキャッシュレスやクレジットカードによる支払いが普及して割合が高まりつつあることが示唆される。おそらく今後この傾向は一層進展すると思われることから、売上債権の動向は注視する必要があると言える。

4. シミュレーション結果を踏まえた考察

ハイデイ日高の運転資本の管理は、飲食店の一般的な傾向を基礎に持ちつつも、特に棚卸資産の管理が行き届いており、コロナ禍前後を含めてブレが小さい。元々、飲食店としての資金繰りの構造的な強さがあるところに、徹底した在庫管理が行われていると思われ、CCC が示すように一言で言えば強靱な管理体制が存在する。

一方、CF 計算書を見ると CCC が示すような効果が直感的に理解できるように金額に反映されておらず、両者の関係を検証する方法としてシミュレーションを行うことを提案して実際に実行した。取り上げた 3 つの年度で得られた結果は、いずれも丁寧に分析することによって十分に解釈できることが分かった。そして、このシミュレーションを通じて、改めてハイデイ日高の運転資本管理が困難な情勢に直面する中でも適切に行われてきたことが示唆された。

本稿でここまで論じてきたように、営業 CF の創出は主として EBITDA の利益率と CCC に代表される回転率によって行われる。付随して CCC 以外の運転資本の影響やその他の要因の影響もあるが、本業の活動に伴って生み出されるキャッシュの主要なドライバーは EBITDA と CCC である。特に EBITDA はハイデイ日高の場合、年度によっては 9 割方、キャッシュ創出の要因となっている。したがって、次のセクションでは EBITDA マージンを構造的に分析する。

V. EBITDA マージンの構造分析

1. 構造分析のフレームワーク

EBITDA マージンの構造分析は、企業の収益性とキャッシュ創出力を理解する上で極めて重要である。ここでは、ハイデイ日高の EBITDA マージンを CVP 分析と関連付けることで、EBITDA の内訳とリスク耐性を評価する。

CVP 分析を実施する方法は複数存在し、代表的なものとして勘定科目法（費目別法）、総費用法、最小二乗法などが挙げられる（桜井, 2024, pp.244-253）。本稿では、勘定科目法を採用する。これは、費

用の内訳に遡って分析することで、要因を特定しやすく、個別の勘定科目ごとの費用の変動とその影響を評価することができるためである。また、勘定科目法を使用することで、直接的に企業の原価構造を把握し、特に固定費と変動費の区別を明確にした上で、損益分岐点を把握することが可能となる。また、本稿では材料のみ（店舗食材と製造原価に含まれる材料費）を変動費として扱い、その他の費用項目を固定費として分類する（林, 2023, p.125）。このアプローチは、スループット会計の知見を基にしており、理論的には「付加価値を付加される側」の費用を変動費、「付加価値を付す側」の費用を固定費と考える。²

勘定科目法による CVP 分析は、時系列的に損益分岐点を可視化し、安全余裕率と EBITDA マージンの変動を合わせて分析できる。利益構造がどのように推移してきたか、また、どの程度の売上減少があっても利益を維持できたかを評価できる。ハイデイ日高がいかにして本業を通じてキャッシュを創出し、固定費の負担を吸収しているかを明らかにする。

（1）限界利益率への注目

CVP 分析で最初に注目する必要があるのは、売上高から変動費を差し引いて計算される限界利益である。CVP 分析は限界利益を前提に固定費をカバーできる水準を損益分岐点として計算する。企業が持続する基本は損益分岐点を上回って目標とする利益水準を達成することであり、損益分岐点はマイルストーン（一里塚）として位置付けられる。したがって、何より限界利益ができれば高い水準で安定していることが求められる。限界利益率は当然に業界や企業が採る戦略によって変わるものの、少なくとも限界利益率が安定していることが、利益管理の要諦の一つである。これは運転資本の安定とも関連する重要な点である。

（2）損益分岐点売上高と固定費の内訳の把握

次に、損益分岐点売上高を計算する。この計算によって実際の売上高が損益分岐点売上高に対してどのように位置付けられるかを安全余裕率を計算して検討する。そして、固定費の内訳を公表されている限りで費目別に整理する。固定費の内訳を費目別に整理することは、単に総額として固定費を捉えることと異なり実際の洞察を得やすい。また、同時に総額としての固定費の営業損益への影響も検討する。

さらに、EBITDA マージンは減価償却費を足し戻して計算されるため、減価償却費の固定費に占める割合や変動を検討する。EBITDA を用いるのは「年度間でのブレの激しい減価償却費を営業利益に足し戻すことによって、償却のブレはもはや理由にならない本業の収益力を観察できる」（大津, 2022, p.302）とされており、営業利益と EBITDA の変動を比較することで短期的な損益における減価償却費の位置付けを行う。

² 原価計算の世界の有名な格言に「異なる目的には異なる原価」がある。原価概念は利用目的に応じて使い分けることが大事であり、例えば日本語では馴染みのない Prime Costs や Conversion Costs といった原価概念も存在する（Datar and Rajan, 2018, pp.65-66）。その意味では本稿で採用している方法は、短期の利益構造を明らかにするための一つの方法と位置付けられるかもしれない。

(3) 減価償却費と設備投資 CF の比較：投資の十分性の検証

続けて、減価償却費と設備投資 CF を比較することで、未来に向けた成長のための基盤を確保しているかを検討する。営業利益をターゲットとする CVP 分析は、企業が将来投資を含めた原資を確保するための最低限の売上水準を示す分析として捉えることができる。このアプローチの前提は減価償却費が将来投資の原資として機能することであり、長期的な投資戦略の持続可能性と資本の安全性を評価する基礎になる。例えば、減価償却費を設備投資 CF が上回る場合、企業は資産を維持・拡大していると解釈できる。

CVP 分析だけでは、そこに組み込まれている減価償却費が将来投資の原資として機能しているかを捉えることはできない。減価償却費は設備投資 CF との比較によって、初めてその企業の将来に対する姿勢を評価できる。この視点は CF の短期的な安全性に加え、企業の持続的な成長力を判断する基礎になる。

2. 限界利益率の計算と評価

表 6. ハイデイ日高の限界利益と限界利益率

(単位: 千円)

	2018.2	2019.2	2020.2	2021.2	2022.2	2023.2	2024.2
売上高	40,643,621	41,862,978	42,209,743	29,563,909	26,402,538	38,168,283	48,772,224
営業利益	4,679,609	4,729,057	4,096,469	△ 2,799,656	△ 3,523,158	615,707	4,637,326
減価償却費	1,292,510	1,220,497	1,188,339	1,195,076	1,211,578	1,234,220	1,230,847
EBITDA	5,972,119	5,949,554	5,284,808	△ 1,604,580	△ 2,311,580	1,849,927	5,868,173
変動費	10,073,520	10,259,377	10,525,911	7,410,852	6,360,161	9,655,747	12,574,772
期首店舗食材棚卸高	153,973	160,072	178,124	202,868	155,311	156,788	196,425
製造原価に含まれる材料費	2,555,852	2,473,642	2,562,408	1,866,291	1,874,265	2,536,819	3,203,921
当期店舗食材仕入高	7,523,767	7,803,787	7,988,247	5,497,004	4,487,373	7,158,565	9,414,875
合計	10,233,592	10,437,501	10,728,779	7,566,163	6,516,949	9,852,172	12,815,221
期末店舗食材棚卸高	160,072	178,124	202,868	155,311	156,788	196,425	240,449
限界利益 (スループット)	30,570,101	31,603,601	31,683,832	22,153,057	20,042,377	28,512,536	36,197,452
限界利益率	75.22%	75.49%	75.06%	74.93%	75.91%	74.70%	74.22%

出所：2018 年 2 月期から 2024 年 2 月期までの有価証券報告書を元に筆者作成

表 6 は、ハイデイ日高の 2018 年 2 月期から 2024 年 2 月期までの限界利益と限界利益率を示している。ハイデイ日高の限界利益率は分析期間を通じて安定している。2018 年から 2024 年までの間で 74% から 76% の範囲内に収まっている。これは注目に値する事実である。特に注目すべきは、限界利益率が市場環境の変化や売上の大幅な増減にもかかわらず、ほぼ一定の水準を維持していることである。

例えば、2021 年 2 月期はコロナ禍による売上の急減が見られたが、それでも限界利益率は 74.93% と比較的安定しており、他の年度と大きな差は見られない。また、2024 年 2 月期には売上高が 48,772,224 千円に増加し、限界利益も 36,197,452 千円と過去最高となっている。限界利益率は 74.22% で、過去の範囲内で安定していることがわかる。これは、材料費や食材仕入高の適切なコントロールにより、売上の変動にもかかわらず効率的な原価管理が行われていることを示している。

限界利益率の安定性は、ハイデイ日高の運転資本管理や店舗運営における柔軟かつ効率的な資源配分の成果と捉えられる。CCC の分析で見られた棚卸資産回転期間のブレの少なさと合わせて、極めて精度の高い在庫管理（食材管理）が行われていると言える。これは、飲食業界において不安定な市場環境に直面しながらも、持続的な収益性を維持するための重要な基盤となっている。

3. 損益分岐点売上高と安全余裕率の検討

表 7. ハイデイ日高の損益分岐点売上高と安全余裕率

(単位: 千円)

	2018.2	2019.2	2020.2	2021.2	2022.2	2023.2	2024.2
売上高	40,643,621	41,862,978	42,209,743	29,563,909	26,402,538	38,168,283	48,772,224
営業利益	4,679,609	4,729,057	4,096,469	△ 2,799,656	△ 3,523,158	615,707	4,637,326
減価償却費	1,292,510	1,220,497	1,188,339	1,195,076	1,211,578	1,234,220	1,230,847
EBITDA	5,972,119	5,949,554	5,284,808	△ 1,604,580	△ 2,311,580	1,849,927	5,868,173
限界利益（スループット）	30,570,101	31,603,601	31,683,832	22,153,057	20,042,377	28,512,536	36,197,452
限界利益率	75.22%	75.49%	75.06%	74.93%	75.91%	74.70%	74.22%
損益分岐点売上高	34,421,975	35,598,740	36,752,354	33,300,130	31,043,717	37,344,063	42,523,917
損益分岐点比率	84.69%	85.04%	87.07%	112.64%	117.58%	97.84%	87.19%
安全余裕率	15.31%	14.96%	12.93%	-12.64%	-17.58%	2.16%	12.81%

出所：2018 年 2 月期から 2024 年 2 月期までの有価証券報告書を元に筆者作成

表 7 から分かることは、ハイデイ日高の損益分岐点売上高は実績の売上高と比較して、安全余裕率が約 15%という水準がおそらく標準もしくは目安と考えられることである。2018 年 2 月期と 2019 年 2 月期で記録されているこの水準が、安定的な営業環境下における指標として機能していると考えられる。一方で、コロナ禍に直面した 2020 年 2 月期、さらにコロナ禍真っ只中の 2021 年 2 月期と 2022 年 2 月期、そして回復期に入った 2023 年 2 月期は、それぞれ通常とは異なる状況に直面していたと言える。特に 2021 年 2 月期と 2022 年 2 月期では、売上が大幅に減少したため、損益分岐点売上高が実績の売上高を上回り、安全余裕率はマイナスに転じている。この時期は売上が固定費を賄うには全く不十分な水準であり、特に 2022 年 2 月期は安全余裕率が底を打っていることが分かる。

しかしながら、限界利益率は一貫して安定して推移していた。ここから考えると、基本的な問題が固定費の管理にあることが推測できる。2021 年 2 月期と 2022 年 2 月期の売上高の減少は著しく、固定費を賄うのは到底厳しかったと思われるが、それでも損益分岐点売上高の推移を見ると固定費の抑制がかなり行われた可能性が感じられる。また、2023 年 2 月期は回復期でコロナ禍前の水準に売上高は戻っていないものの、損益分岐点売上高はコロナ禍前の水準を上回っており、固定費のコントロールが逆に効きにくくなった可能性が示唆される。2024 年 2 月期に至っては売上高が分析期間中、最高となる一方で損益分岐点売上高も高い水準となっており、安全余裕率も 12.81%と 2018 年 2 月期や 2019 年 2 月期のような水準ないしバランスを実現できていない。つまり、コロナ禍で固定費の抑制は進んだものの、コロナ禍明けの売上回復の局面では食材管理（変動費の管理）以外の固定費が損益分岐点を押し上げていることが考えられる。具体的には、賃借料や人件費などの固定費の上昇が損益分岐点売上高の上昇に繋がっている可能性がある。

4. 固定費の内訳と減価償却費の位置付けの検討

(1) 固定費の内訳の検討

表 8. ハイデイ日高の固定費の内訳

(単位: 千円)

	2018.2	2019.2	2020.2	2021.2	2022.2	2023.2	2024.2
固定費	25,890,490	26,874,542	27,587,361	24,952,711	23,565,533	27,896,826	31,560,124
製造原価に占める固定費 (材料費以外)	995,795	1,024,087	1,044,083	951,841	931,044	1,059,483	1,108,978
Ⅱ 労務費	267,075	268,483	284,227	271,607	271,152	295,145	346,529
Ⅲ 経費	728,720	755,604	759,856	680,234	659,892	764,338	762,449
減価償却費	164,170	140,437	140,041	143,757	137,722	139,411	71,483
消耗品費	106,652	110,226	108,274	83,462	76,306	100,324	111,698
電力費	55,372	62,299	63,163	52,522	53,365	77,913	89,064
水道料	32,962	35,766	34,742	29,562	29,435	34,538	40,423
修繕費	32,474	35,772	36,278	34,660	36,681	47,570	51,847
上記以外の経費合計	337,090	371,104	377,358	336,271	326,383	364,582	397,934
販売費及び一般管理費	24,894,695	25,850,455	26,543,278	24,000,870	22,634,489	26,837,343	30,451,146
役員報酬	164,491	156,131	154,361	145,256	153,791	132,941	106,211
給与手当	12,510,924	13,078,180	13,399,360	11,527,991	10,020,581	12,675,763	15,105,159
賞与引当金繰入額	392,619	380,440	405,254	340,937	346,226	369,943	469,126
退職給付費用	119,311	121,937	119,536	120,471	120,590	121,416	124,991
賃借料	4,239,096	4,363,427	4,504,494	4,406,505	4,505,111	4,536,407	4,639,145
水道光熱費	2,010,663	2,176,282	2,177,950	1,787,173	1,607,125	2,436,305	2,392,322
減価償却費	1,126,601	1,076,579	1,042,810	1,045,856	1,069,058	1,090,365	1,155,125
上記以外の販売費及び一般管理費合計	4,330,990	4,497,479	4,739,513	4,626,681	4,812,007	5,474,203	6,459,067

出所：2018 年 2 月期から 2024 年 2 月期までの有価証券報告書を元に筆者作成

表 8 から読み取れるように、ハイデイ日高の固定費はコロナ禍中に抑制されたが、コロナ禍が明けると急速に増大している。また、全体の固定費の動向を見ると、製造原価と販売費及び一般管理費に分けた際、相対的に販売費及び一般管理費の増大の影響が大きいことがわかる。

製造原価に占める固定費については、労務費の増大が特に目立つ。また、電力費や水道料、修繕費の増加も顕著である。次に、販売費及び一般管理費について検討すると、最も顕著な増加要因は給与手当である。これは、従業員や労働力の確保が課題となり、特にコロナ禍後に人件費が大幅に増加したことを示している。さらに、賃借料も増加しており、既存店舗と新店舗の開設などによる賃料の増加が一因であると考えられる。水道光熱費の増加も、店舗運営コスト全体に対する影響を強めている。費目が公表されていない内容の合計を見ても、顕著に全体として増大しており、総額として無視できない影響を与えている。

これらの要因を総合的に考慮すると、ハイデイ日高の固定費管理はコロナ禍の際に人件費(給与手当)を中心に抑制されたものの、コロナ禍後の回復局面で大幅に増加した費目が多くなっている。特に人件費や賃借料、水道光熱費のような大きな固定費の増加は、店舗運営の効率化やコスト削減を図るための戦略的な施策が必要となっている。同時に、コロナ禍後の売上高の推移を見ると、売上の増大に成功していることから、売上の増大をさらに追求することで安全余裕率を 15%に近づけることを目安に様々な施策を検討して実行することが重要と思われる。

(2) 減価償却費の位置付けの検討

表 9. ハイデイ日高の営業利益と EBITDA の推移

(単位: 千円)

	2018.2	2019.2	2020.2	2021.2	2022.2	2023.2	2024.2
売上高	40,643,621	41,862,978	42,209,743	29,563,909	26,402,538	38,168,283	48,772,224
営業利益	4,679,609	4,729,057	4,096,469	△ 2,799,656	△ 3,523,158	615,707	4,637,326
営業利益率	11.51%	11.30%	9.71%	-9.47%	-13.34%	1.61%	9.51%
減価償却費	1,292,510	1,220,497	1,188,339	1,195,076	1,211,578	1,234,220	1,230,847
EBITDA	5,972,119	5,949,554	5,284,808	△ 1,604,580	△ 2,311,580	1,849,927	5,868,173
EBITDA マージン	14.69%	14.21%	12.52%	-5.43%	-8.76%	4.85%	12.03%

出所：2018 年 2 月期から 2024 年 2 月期までの有価証券報告書を元に筆者作成

表 9 に示されているように、ハイデイ日高の営業利益率と EBITDA マージンを比較すると、減価償却費が一貫して安定した金額で推移していることが確認できる。特に、2021 年 2 月期および 2022 年 2 月期は売上の大幅な減少があったにもかかわらず、減価償却費は 1,195,076 千円から 1,234,220 千円と大きな変動を見せていない。このことから、減価償却費はハイデイ日高にとって比較的安定した固定費として機能しており、減価償却費が年度間で大きくブレるといったことがない。つまり、減価償却費は営業利益を年度によって大きく変化させるような影響とはなっていない。営業利益と EBITDA の傾向は一致している。

減価償却費の安定性は、営業利益と EBITDA のどちらも利益率の情報として信頼が持てることを示している。しかしながら、EBITDA の方がキャッシュ創出の状況をよりリアルに示している。減価償却費を足し戻す分、EBITDA は常に営業利益を上回り、EBITDA マージンは現金主義の観点での利益率がどうなっているかが分かる。ハイデイ日高の実績は、特に 2021 年 2 月期と 2022 年 2 月期での利益率の落ち込みが営業利益率が示すほどではなく、減価償却費分、緩和されていたことを示している。但し、表 3 にある通り 2021 年度 2 月期は運転資本の動きなどによって営業利益以上に営業 CF 小計は落ち込み、2022 年 2 月期はコロナ禍が継続したことで運転資本の変動が小さく EBITDA と同様の営業 CF 小計に着地したことは留意する必要がある。

ハイデイ日高の減価償却費が安定して推移したことは、同社が時期によって投資金額を大きく変えるといったことがなく、一定金額を投資し続けてきたことを示唆する。過去の投資の結果であることから、例えば 2021 年 2 月期や 2022 年 2 月期で急に減価償却費が落ち込むといったことも想定しにくい。時期に関係なく同様の金額規模で推移していることは注目に値する。問題は、過去の投資の結果である減価償却費がどういった将来に向けた投資計画の結果として理解できるかという点である。この点はセクションを改めて検討する。

5. 減価償却費と設備投資 CF の比較検討

CF 計算書の投資 CF は大きく分けて「設備投資」「証券投資」「融資」の収入と支出が記載されている（桜井, 2024, p.111）。ここでは「設備投資」に絞って、その収入と支出の合計を用いて減価償却費との関連を検討する。

表 10. ハイデイ日高の減価償却費と設備投資 CF の推移

	(単位: 千円)						
	2018.2	2019.2	2020.2	2021.2	2022.2	2023.2	2024.2
売上高	40,643,621	41,862,978	42,209,743	29,563,909	26,402,538	38,168,283	48,772,224
営業利益	4,679,609	4,729,057	4,096,469	△ 2,799,656	△ 3,523,158	615,707	4,637,326
減価償却費	1,292,510	1,220,497	1,188,339	1,195,076	1,211,578	1,234,220	1,230,847
設備投資CF	△ 1,163,921	△ 1,073,208	△ 1,031,383	△ 1,164,803	△ 1,171,799	△ 1,135,418	△ 1,485,834
有形固定資産の取得による支出	△ 1,051,988	△ 1,050,200	△ 948,015	△ 1,110,216	△ 1,559,262	△ 1,047,903	△ 1,466,149
有形固定資産の売却による収入	-	3,000	-	-	514,000	1,902	3,080
無形固定資産の取得による支出	△ 111,933	△ 26,008	△ 83,368	△ 54,587	△ 126,537	△ 89,417	△ 22,765
減価償却費－設備投資CF	128,589	147,289	156,956	30,273	39,779	98,802	△ 254,987

出所：2018 年 2 月期から 2024 年 2 月期までの有価証券報告書を元に筆者作成

表 10 に示されたデータから、減価償却費は分析期間全体を通じて比較的安定して推移している一方、設備投資 CF も 2024 年 2 月期を除けば同様に一定の金額で推移していることが分かる。これは、ハイデイ日高が過去に一定のペースで設備投資を行い、その結果として安定的な減価償却費が発生していることを示している。そして、設備投資 CF の金額は多くの期間において減価償却費を下回っており、同社が積極的な拡大投資というよりも、既存設備の維持・更新を重視した戦略を採ってきたことが推測される。つまり、従来は更新投資が中心であり、新規投資や拡大志向の投資活動が限定的であった可能性が示唆される。しかしながら、2024 年 2 月期は設備投資 CF が減価償却費を上回っており、これまでの傾向とは異なる動きが出ている。この変化は、ハイデイ日高が新たな成長機会を捉えるための設備投資を開始した兆候かもしれない。

基本的に従来は設備投資 CF が減価償却費を下回ること、同社の資産基盤は更新を重視しつつも縮小する傾向にあったと考えられる。しかし、2024 年 2 月期に見られる設備投資の増加が一時的なものなのか、あるいは長期的な成長戦略への転換を示すものなのかについては、今後の動向を注視する必要がある。成長戦略として設備投資を拡大することが、今後の収益増加やキャッシュフローの強化に結果するかは慎重な観察が必要である。

VI. おわりに

本稿では、従来の発生主義による収益性分析と現金主義に基づく CF 計算書を統合的に用いる新たなフレームワークを提示し、ハイデイ日高の財務データを通じてその有効性を検証した。従来の損益計算書を中心とする分析だけでは得られない、営業 CF を基にした企業の収益力の実態や成長ポテンシャルを評価することが可能であることを示した。回転率に関しては CCC（キャッシュ・コンバージョン・サイクル）のシミュレーション分析を紹介し、利益率に関しては EBITDA マージンへの CVP 分析の適用と費目別の検討の有用性を紹介した。加えて CF 計算書を用いるもう一つのメリットとして、減価償却費と設備投資 CF を比較する方法も紹介した。これらを通じて、ハイデイ日高がコロナ禍に直面しながらもキャッシュ創出力を維持してきた構造と過程を浮き彫りにした。

従来の収益性分析が利益率や回転率といった指標を個別的に評価する一方で、本稿で示したフレームワークは利益率と回転率を統合的に分析することができ、より包括的な経営判断を可能にすることを示した。営業 CF の創出は EBITDA のみならず、運転資本管理や資本支出が密接に関わっており、特に CCC を通じた運転資本の管理は重要な要素である。しかし、CCC に含まれないその他の運転資本についても決して軽視することなく、ビジネスプロセスに応じた解釈を行うことが必要である。これらはキャッシュの流れに影響を与える重要な要因であり、「その他」の項目もまた、企業のビジネスモデルやプロセスを反映した解釈が求められる。さらに、分析の過程で明らかになったのは、設備投資 CF と減価償却費のバランスである。ハイデイド高は、これまで主に更新投資を中心とした安定的な設備投資を行ってきたことが示唆されたが、2024 年 2 月期においては設備投資 CF が減価償却費を上回り、新たな成長を志向する兆しが見られた。こういった示唆は CF 計算書を収益性分析に用いることで初めて可能になる。

本稿で示したフレームワークはハイデイド高のケーススタディを通じて具体的に分析過程を説明したが、当然他の企業や異なる業界にも応用できる可能性を持っている。また、今後さらに研究を進めていく余地がある。例えば投資活動の成果が短期的な収益性にどう表れているかを、より俯瞰的に評価することがあった方がよい。本稿では時間の関係でこの点に踏み込めなかった。

何れにしても、発生主義と現金主義を統合した分析は、企業の収益性やキャッシュ創出力を包括的に評価し、将来的な成長戦略や経営判断に重要な示唆を提供するものである。本稿で示した方法論が今後の実務や研究において新たな視点を提供し、企業の持続的成長を支援する有用なツールとなることを期待したい。

(参考文献)

- Datar, Srikant M., and Madhav V. Rajan (2018) 『Horngren's Cost Accounting: A Managerial Emphasis (16th ed.)』 Pearson.
- Palepu, Krishna G., Paul M. Healy, and Erik Peek (2022) 『Business Analysis and Valuation: IFRS Edition』 Cengage Learning.
- 石橋善一郎 (2024) 『最先端の経営管理を実践する FP&A ハンドブック』 中央経済社.
- 大津広一 (2022) 『企業価値向上のための経営指標大全』 ダイヤモンド社.
- 桜井久勝 (2024) 『財務諸表分析 (第 9 版)』 中央経済社.
- 林總 (2024) 『新版 経営分析の基本』 日本実業出版社.
- 山本宣明 (2017a) 「利益ポテンシャルと CCC による収益性分析」『LEC 会計大学院紀要』 第 14 号.
- 山本宣明 (2017b) 「ファーストリテイリングの本業収益力：利益ポテンシャルと CCC による収益性分析」『企業会計』 第 69 巻第 2 号.
- 山本宣明 (2023a) 『実践 Q&A マネジメント・コントロール・システムのはなし』 中央経済社.
- 山本宣明 (2023b) 「コロナ禍の影響を受けた企業の財務安全性の確保」『LEC 会計大学院紀要』 第 20 号.

株式会社ハイデイ日高（2018）『第 40 期（自 2017 年 3 月 1 日 至 2018 年 2 月 28 日）有価証券報告書』．

株式会社ハイデイ日高（2019）『第 41 期（自 2018 年 3 月 1 日 至 2019 年 2 月 28 日）有価証券報告書』．

株式会社ハイデイ日高（2020）『第 42 期（自 2019 年 3 月 1 日 至 2020 年 2 月 29 日）有価証券報告書』．

株式会社ハイデイ日高（2021）『第 43 期（自 2020 年 3 月 1 日 至 2021 年 2 月 28 日）有価証券報告書』．

株式会社ハイデイ日高（2022）『第 44 期（自 2021 年 3 月 1 日 至 2022 年 2 月 28 日）有価証券報告書』．

株式会社ハイデイ日高（2023）『第 45 期（自 2022 年 3 月 1 日 至 2023 年 2 月 28 日）有価証券報告書』．

株式会社ハイデイ日高（2024）『第 46 期（自 2023 年 3 月 1 日 至 2024 年 2 月 29 日）有価証券報告書』．