

キャッシュ・フローを基点とした統合的 財務分析モデルの構築

— 収益性と安全性の動的連環と管理会計への展開 —

山本 宣明

I. はじめに

言うまでもなく制度会計と管理会計は目的が違うが、管理会計システムが整備されていない、もしくは管理会計情報と制度会計との関連が十分に整備されていないことは、企業規模の大小を超えてよく見られる現象である。そして、そういった断絶は実務家を悩ませ続けている。制度会計が要請する発生主義に基づく利益情報は企業の期間業績を測定する上で不可欠な尺度であるが、日々の資金繰りや投資意思決定の現場において直面するキャッシュの動きとは、しばしば乖離を見せる。いわゆる「勘定合って銭足らず」の状況や、損益計算書 (PL) 上の黒字とは裏腹に資金ショートに陥る黒字倒産のリスクは、当該乖離が生む典型的な病理である。

期間損益計算が計算する利益とキャッシュのズレは、企業の成長フェーズや業種特性によって異なる形で顕在化する。例えば、急成長する企業では売掛金や在庫といった運転資本の増加が利益を上回るスピードでキャッシュを吸収し、見かけ上の好業績とは裏腹に資金繰りが逼迫するケースが多い。逆に、成熟企業は過去の投資に伴う減価償却費が利益を圧迫する一方で、キャッシュ・フロー (CF) は潤沢という現象も見られる。少なくとも PL 情報のみに依存した経営判断は、企業の支払い能力や投資余力を見誤らせる危険性を孕んでいる。さらに、IFRS (国際財務報告基準) の適用拡大に伴い、日本基準との間で大きな違いが現れる「のれん」の非償却処理などは、期間損益計算の結果の解釈に注意を要する点となっている。会計基準の違いを超えて利益とキャッシュの乖離を適切に捉え、統合的に運用する高度なリテラシーが求められている。

CF に注目すると、短期的な生存を左右する資金繰りと中長期的な成長のための投資は時間軸も性質も異なる課題であり、実務的そして理論的に個別的に議論や対応がなされるのが通常である。しかし、企業の経済活動は本来、資金の調達、投資、回収、そして再投資という循環プロセスである。収益性や安全性を個別的に捉える従来のアプローチでは、そのダイナミックな循環の実態を把握することが困難である。筆者はこれまで、こうした問題意識に基づき、CF を基点とした財務分析の有用性に着目し、個別の論点について実証的な研究を重ねてきた。具体的には、ファーストリティリングを事例に利益ポテンシャルと在庫効率の関連を論じた研究、ハイディ日高を事例として EBITDA (Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization) とキャッシュ・コンバージョン・サイクル (CCC) による営業 CF 創出構造の解明を試みた研究、そしてコロナ禍における企業群を対象に危機時の安全性と FCF マネジメントを検証した研究である。それぞれ異なる側面から照射する試みであったが、根底には

常に「キャッシュ・フロー経営の要諦はいかにして可視化できるか」という共通の問い合わせていた。本稿は、これまでの研究成果を統合して新たな統合的財務分析モデルを提示する。

本稿はモデル構築を主眼とするが、モデル構築に際して意識している分析視座は 2 つの大きな理論的潮流と関連している。一つは、Penman (2013) が提唱するファンダメンタル分析における営業活動 (Operating activities) と財務活動 (Financing activities) の厳密な分離である。Penman は企業の純粋な価値創造能力を測定するために、資金調達の影響を排除した純事業資産利益率 (RNOA) の重要性を説いた。この視座は Penman に限らず、Palepu et al. (2022) が示す近年の財務分析の標準的な枠組みにおいても、事業活動と財務活動を区分して分析することの重要性が強調されており、現代の企業価値評価における共通の基盤となっている。本稿で営業利益ではなく EBITDA (Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization) を核心的指標として位置付け、営業 CF の源泉として扱うアプローチは、Penman の思想を管理会計的な指標へと翻訳したものと言える。そして、もう一つは Shin & Soenen (1998) や Deloof (2003) らに始まる運転資本管理 (Working Capital Management : WCM) の研究潮流である。運転資本管理の研究は、CCC の短縮が企業収益性や企業価値の向上に統計的に有意なプラスの影響を与えることを明らかにしてきた。さらに近年の研究では、Baker et al. (2023) が包括的に論じているように、WCM は単なる短期的な資金繰りの手法に留まらず、サプライチェーン全体を視野に入れた資金効率の最適化や、危機時における企業の生存能力 (Resilience) を高めるための戦略的な財務管理として再定義されつつある。本稿は CCC を単なる資金繰りの指標としてではなく、企業価値創造のドライバーの一つとして位置づけ、EBITDA との積として営業 CF を捉えるモデルを構築するが、運転資本管理の研究潮流は重要な理論的支柱となっている。

本稿の目的は、筆者の一連の研究成果を総括し、上述の理論的な知見を背景にしつつ、現場における投資意思決定や管理会計的活用 (FP&A: Financial Planning & Analysis) に資する体系的な統合的財務分析モデルを提示することにある。最大の特徴は従来の財務分析の枠組みを、「創出 (Generation)」「配分と投資 (Allocation)」「生存 (Survival)」という 3 つのフェーズが連環する動的な資金循環システムとして構築する点にある。具体的には、EBITDA と CCC (および広義の運転資本) を起点としたキャッシュ創出のメカニズム、減価償却費と投資 CF の比較による成長フェーズの診断、そして FCF (Free Cash Flow) と財務 CF のバランスによる安全性評価という一連のプロセスを、一つのストーリーとして提示する。これにより、経営者や実務家は自社の財務数値が示す「静的な結果」の背後にある「動的な経営の実態」を読み解き、将来の投資判断や資金調達といった意思決定に向けた羅針盤を得ることが可能となる。本稿は、アカデミズムと実務の架橋を目指す筆者の研究の現時点での到達点を示すものである。

II. これまでの研究の軌跡

ここでは、本稿で提示する統合的財務分析モデルの構築に至るまでの過程として、筆者がこれまでにやってきた一連の研究成果を概観する。企業活動は多面的であり、収益性と安全性は相互に密接に関連している。しかし、伝統的な財務分析では個別の指標を用いて個別的に評価する傾向が強く、それぞれ

の有機的なつながりが見過ごされがちであった。こうした現状に対し、CF の視点を中心に据えて、経済的実態をより鮮明に捉えることを試みてきた。

具体的には、在庫管理を通じた運転資本の効率性と収益性の関連、EBITDA と CCC を用いた営業 CF 創出構造の解明、そして危機時における安全性と FCF マネジメントの検証などを行ってきた。一連の研究は、発生主義に基づく会計数値と現金主義に基づく資金の動きを有機的に結合させるための試行錯誤のプロセスであったと言える。ここで振り返る各研究は、それぞれが独立した知見を提供するだけでなく、本稿で提示する統合モデルを構成するための不可欠な要素として位置づけられる。以下、これまでの研究の軌跡を論理的なステップとして整理し、本稿の分析視座がどのように形成されたかを示す。

1. 在庫効率と収益性の結合：利益ポテンシャルと CCC

(1) 利益ポテンシャルの構造と意義

最初のステップは、小売業における在庫管理と収益性の関係に焦点を当てた研究である（山本, 2017a; 2017b）。ファーストリテイリング社（以下、FR 社）を事例に、利益ポテンシャルと CCC を統合的に用いる分析手法を検討した。利益ポテンシャルは河田ら（2009; 2024）によって提唱された概念であり、トヨタ生産方式における在庫管理の思想を会計指標として具現化したものである¹。その基本式は以下の通りである。

$$\text{利益ポテンシャル} = \frac{\text{営業利益}}{\text{棚卸資産}}$$

利益ポテンシャルは、その期の営業利益を稼ぎ出すために、どれだけの棚卸資産（在庫）を必要としたかを表している。分母にある棚卸資産は企業が将来の売上を獲得するために投下した運転資本の一部であり、同時に陳腐化リスクや保管コストを伴う負の側面を併せ持つ。利益ポテンシャルが高いということは、少ない在庫投資で効率的に利益を創出していることを意味し、究極的には在庫ゼロの状態で無限大となる。従来の収益性分析で用いられる投下資本利益率（ROI）や総資産利益率（ROA）は、分母に固定資産を含む総資産を用いるため、設備投資の多寡や減価償却の影響を受けやすい。これに対し、利益ポテンシャルは現場のオペレーションに直結する在庫のみを分母とすることで、製造・販売現場における在庫（投資）の収益獲得効率をダイレクトに測定する点に特徴がある。さらに、利益ポテンシャルは以下のように分解することで、その変動要因を利益率と回転率に分けて分析することが可能である。

$$\text{利益ポテンシャル} = \frac{\text{営業利益}}{\text{売上高}} \times \frac{\text{売上高}}{\text{棚卸資産}}$$

¹ 利益ポテンシャルの財務分析への適用や意義については、林（2023）の説明も参照されたい。

右辺第 1 項は売上高営業利益率であり、製品・サービスの付加価値やコスト競争力を示す。右辺第 2 項は棚卸資産回転率であり、在庫がどれだけの速さで売上に変わったかという資産効率を示す。つまり、利益ポテンシャルは、PL 上の稼ぐ力と BS (貸借対照表) 上の回す力の積として定義される。

(2) ファーストリテイリング社の分析事例

利益ポテンシャルを用いて FR 社の 2001 年から 2015 年までの財務データを分析した結果、興味深い事が明らかになった。同期間において、FR 社は売上高および営業利益を一貫して拡大させていたが、利益ポテンシャルは長期的な低下傾向を示していた。2000 年代前半には高い水準にあった利益ポテンシャルが、海外展開を加速させた 2010 年代以降、急速に低下していた。分解して見ると、売上高営業利益率は一定水準を維持していたものの、棚卸資産回転率が著しく悪化 (低下) していたことが主因であった。これは、グローバル SPA (製造小売業) としての成長を追求する過程で、サプライチェーンが長大化し、各店舗や倉庫に滞留する在庫が売上の伸びを上回るペースで増大していたことを示唆している。PL 上の利益成長は実現しているものの、裏側で BS 上の在庫負担が重くなり、投下資本あたりの収益性 (資本効率) はむしろ低下していた。当該分析により、成長企業においてこそ、PL 上の数値だけでなく、在庫効率の悪化という成長の歪みを検知するモニタリングが必要であることを示した。

(3) CCC との統合による分析の深化

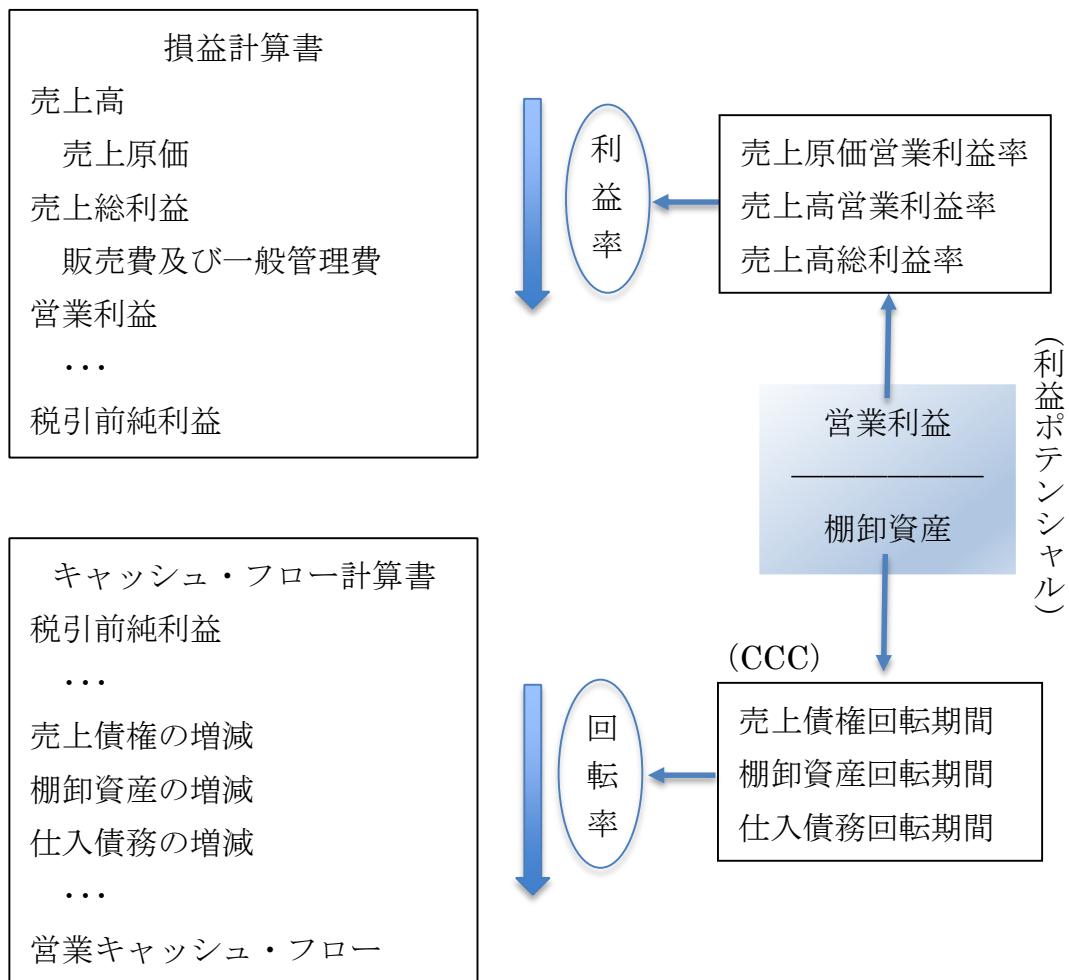
利益ポテンシャルは在庫効率に焦点を当てた優れた指標であるが、運転資本全体の循環を捉えるには限界がある。そこで、在庫だけでなく売上債権と仕入債務を含めた運転資本全体の効率性を評価するために、CCC との統合を試みた。

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

FR 社の CCC を分析すると、棚卸資産回転期間の長期化 (在庫の滞留) が CCC を悪化させる主要因となっていた一方で、仕入債務回転期間の長期化 (支払いの繰り延べ) によって、その悪化幅を一定程度相殺している構造が見て取れた。つまり、在庫の増加による資金負担を、仕入先への支払いサイトを延ばすことでファイナンスし、CF への直接的な打撃を緩和していた。

このように、利益ポテンシャルで在庫 (投資) の収益効率を診断し、CCC で資金循環の構造を明確化するという 2 段階のアプローチをとることで、収益構造をより立体的に把握できることを示した。また、図 1 にあるように利益ポテンシャルと CCC による収益性分析は、最終的に営業活動による CF (営業 CF) に結果することを示した。PL 上の収益性指標だけでは捉えきれない経営の実態を把握するためには、BS 上の運転資本、特に在庫の管理効率を中心に統合的に評価する視点が不可欠であるという知見は、後述する統合モデルの Phase 1 (創出) の基礎概念となった。

図1. 利益ポテンシャルと CCC による収益性の分析



出所：山本（2017a）

2. キヤッショ・フロー創出構造の精緻化：EBITDA と CCC

(1) 営業 CF 創出構造の再定義と EBITDA の役割

次のステップでは、営業 CF の創出メカニズムをより精緻に構造化することを試みた（山本, 2025）。営業 CF は結果として扱われることが多いが、管理会計の観点からは営業 CF の創出プロセスを原因に遡って分解・検討することが求められる。そこで、株式会社ハイディ日高を事例に CF 計算書の間接法による表示区分を組み替え、営業 CF を本業の収益力（EBITDA）と運転資本の増減（CCC に関する項目）に分解して分析するフレームワークを提示した。

まず、営業 CF の源泉となる指標として EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) に着目した²。山本（2025）では日本基準の間接法による CF 計算書の構造に着目して、営業 CF 小計が税引前当期純利益から特別損益項目と営業外損益項目を調整し、営業損益計算に含まれ

² 石橋（2024）は EBITDA をキヤッショ・ベースの稼ぐ力を測定する重要指標として FP&A (Financial Planning & Analysis) 実務の中で位置づけており、そのことに強く影響を受けている。

る非資金項目の調整と運転資本の増減を加減して算出されると整理した。税引前当期純利益から特別損益および営業外損益項目の影響を適切に調整したものは、実質的に営業利益に相当すると見做すことができる。そこに営業損益計算に含まれる非資金項目を調整することで、発生主義の営業利益を現金主義的な収益力指標へと引き直すことができる。具体的には営業利益に減価償却費を足し戻すことでEBITDAとなるとした。

そして、EBITDAの構造をより深く理解するために、山本（2025）ではCVP（Cost-Volume-Profit）分析の適用を試みている。EBITDAを限界利益と固定費（償却費を除く）の関係として捉え直すことで、損益分岐点売上高や安全余裕率を算出し、単なる利益額の多寡だけでなく、その収益構造のリスク耐性（固定費負担の重さや操業度による感応度）を評価した（イメージは表1）。これにより、EBITDAマージンの背後にあるコスト構造を可視化し、キャッシュ創出力の持続可能性を診断する視座を提供した。

表1. EBITDAへのCVP分析の適用

売上高
EBITDA（営業利益+減価償却費）
EBITDA マージン
－変動費（真の変動費のみ：材料費など）
限界利益
限界利益率
損益分岐点売上高
安全余裕率
－固定費（売上原価と販売費及び一般管理費）
営業利益

出所：筆者作成

以上の展開を踏まえ、営業CF小計はEBITDAに加えて営業損益計算に含まれる減価償却費以外の非資金項目と運転資本の増減の反映に展開できるとした。

$$\begin{aligned}
 \text{営業 CF 小計} = & \text{EBITDA} + \text{減価償却費以外の営業損益計算に含まれる非資金項目の調整} \\
 & + \text{運転資本の増減の反映}
 \end{aligned}$$

なお、山本（2025）では詳細には触れていないが、厳密にEBITDAを定義する場合、有形固定資産の減価償却費だけでなく、のれん償却費や無形固定資産の償却費も足し戻す必要がある。ハイディ日高の事例においては、CF計算書上の減価償却費の区分に含まれて表示されているため、同項目を営業利益に加算することで実質的なキャッシュ創出力の評価を行っている。本モデルの適用にあたっては、これらの非資金費用（Amortization）もすべて正確に把握し、足し戻したものをEBITDAとする。また、

IFRS 適用企業においては、のれんの定期償却が行われないため、営業利益にのれん償却費を足し戻す調整は不要だが、のれん以外の無形資産償却費は足し戻す必要がある。

EBITDA を用いる最大の意義は、会計上の非資金費用である減価償却費等の影響を排除し、キャッシュベースの本業収益力を純粋に評価できる点にある。特に設備投資や M&A を積極的に行う企業では、多額の償却費が営業利益を押し下げる要因となるが、EBITDA を用いることで会計方針や投資フェーズの違いを超えて、企業が本来持っている稼ぐ力を可視化できる。

(2) EBITDA と CCC による営業 CF の創出メカニズム

しかし、EBITDA だけで営業 CF が決まるわけではない。創出された利益が実際にキャッシュとして回収されるまでのタイムラグを考慮する必要がある。ここで重要な役割を果たすのが、前節で検討した CCC である。運転資本の増減は、CCC の構成要素である売上債権、棚卸資産、仕入債務の増減と密接に連動している。具体的には、CCC が短縮される（売上債権・在庫が減る、仕入債務が増える）ことは運転資本の減少（キャッシュの流入）を意味し、逆に CCC が伸長することは運転資本の増加（キャッシュの流出）を意味する。ハイディ日高の分析において特筆すべきは、同社の CCC が一貫してマイナスで推移している点である。これは、飲食店特有の現金商売（売上債権回転期間が極小）と食材の効率的な回転（棚卸資産回転期間が短い）に加え、仕入代金の支払サイトを一定期間確保していることに起因する。CCC がマイナスである場合、売上が成長すればするほど、仕入債務（無利子負債）による資金調達効果が先行し、運転資金が手元に滞留する構造となる。つまり、同社においては、高い EBITDA マージン（収益性）とマイナスの CCC（効率性）が相乗効果を生み出し、営業利益を上回る営業 CF を恒常に創出するメカニズムが機能していた。この分析により、営業 CF の最大化は PL 上の利益だけでなく、BS 上の CCC 短縮によるキャッシュ変換効率の向上が不可欠であることを示した。

(3) 投資フェーズの診断：減価償却費と設備投資 CF の比較

さらに、この研究では創出された営業 CF がどのように配分されているかを評価するために、減価償却費と設備投資 CF を比較する視点も導入した。減価償却費は過去の投資額の期間配分であり、現状の事業規模を維持・更新するために最低限必要な投資水準（維持更新投資）の目安となる。一方、設備投資 CF は将来の成長に向けた新規投資を含む。

- 設備投資 CF > 減価償却費：拡大・成長フェーズにあり、将来の収益拡大に向けた攻めの投資を行っている。
- 設備投資 CF \leq 減価償却費：維持・回収フェーズにあり、投資を償却範囲内に収めることで企業規模を維持している。

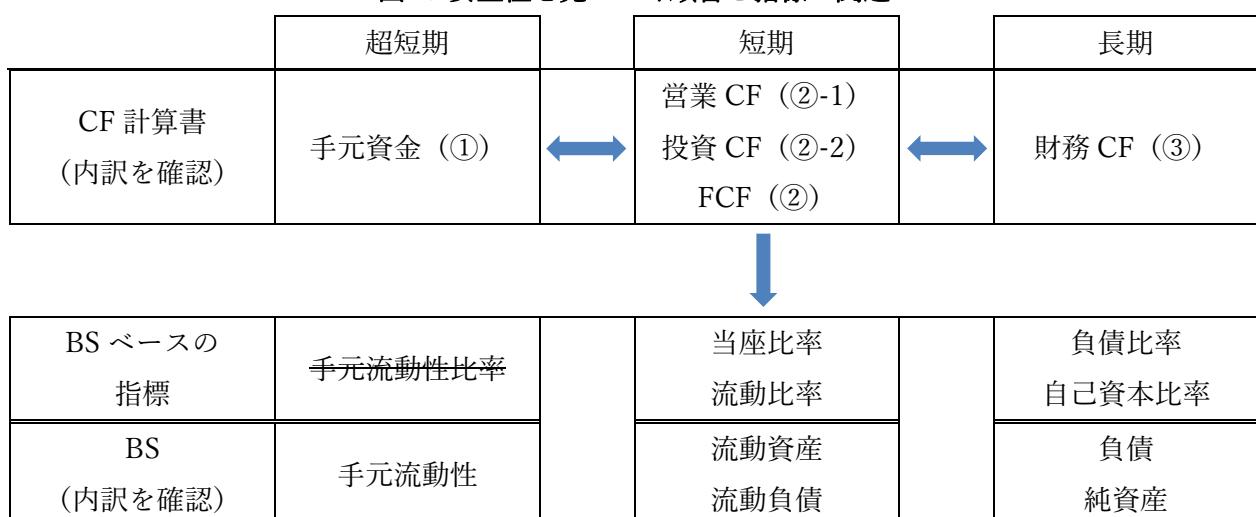
ハイディ日高の事例では、長期間にわたり設備投資 CF が減価償却費の範囲内、あるいは同程度で推移していた。これは、同社が無理な急拡大を追わず、規律ある出店戦略（既存店の更新と着実な新規出店）を継続していることを示唆した。EBITDA と CCC で創出されたキャッシュを、どのような規律を

持つて再投資しているかを診断するアプローチは、後述する統合モデルにおけるPhase 2(配分と投資)の核となる概念である。

3. 安全性と FCF マネジメント

第三に、収益性に加えて企業の存続に不可欠な安全性の動的評価についても検証を行った(山本, 2023)。本分析では、安全性を「超短期(手元資金)」「短期(営業CF・FCF)」「長期(財務CF・資本構成)」という3つの時間軸で階層的に捉える枠組みを採用した(図2参照)。コロナ禍という未曾有の危機に直面し、売上の急減に見舞われたロイヤルホールディングス(ロイヤルHD)、エイチ・アイ・エス(HIS)、ANAホールディングス(ANAHD)の3社を事例に、この階層構造の中でFCFと手元流動性のマネジメントがいかに行われたかを詳細に追跡した。

図2. 安全性を見ていく順番と指標の関連



出所: 山本 (2023)

表2に示す通り、一般にCF経営の原則はFCFのプラス維持が財務規律の基本となる。営業CFの範囲内で投資を行い、余剰資金(FCF)を借入返済や株主還元に充てるのが平時のセオリーである。しかし、有事ではこの原則が転換される実態が浮き彫りになった。

具体的には、本業の赤字(営業CFのマイナス)を補うために、設備投資の極端な抑制や資産売却を行うことで投資CFをプラス化し、意図的にキャッシュを捻出する動きが確認された。例えば、HISにおけるハウステンボスの売却がこれに該当する。通常、投資CFは将来への布石だが、危機時は短期の安全性を確保するための調整弁(バッファ)となる。また、FCFがマイナスとなる局面では、財務CF(巨額の借入や増資)がいかにして最終的な防衛ラインである手元資金(超短期の安全性)を支え、生存(survival)を確保したかを検証した。結果、各社とも手元流動性を平時の水準から大幅に引き上げ、不確実性の高まりに応じて超短期の安全性をダイナミックに確保していた。この分析から、安全性分析は固定的なBSの比率(自己資本比率など)だけでなく、フローとしてのFCFの創出状況と、それを補完する財務活動の機動性をセットで評価する必要性を示した。この知見は、本モデルにおけるPhase 3(生存)の理論的基盤となる。

表2. CF計算書の各CF及びFCFと安全性の関連

	関連する安全性	具体的な見方
営業CF	短期の安全性	黒字（プラス）か否かが重要。 営業CFの黒字は短期の安全性の第一条件。
投資CF		主としてBSの資産に影響。 一般的には設備投資で支出超過になることから短期の安全性に関連するが、証券投資や子会社等への融資といった事項も含め短期の安全性に関連する。
FCF	短期と長期の安全性	FCFは短期と長期の安全性を見る上で鍵となる。 一般的には投資CFが支出超過（マイナス）となることから、営業CFの黒字でカバーできているかが問われる（=FCFがプラスか否か）。 しかしながら、投資CFの内容次第ではFCFがプラスかマイナスかだけでは評価できない。
財務CF	長期の安全性 + 超短期の安全性	主としてBSの資本（負債と純資産）に影響 一般的にはFCFのプラスを原資に財務CFで負債の返済や配当の支払いが行われ（財務CFがマイナス）、残りが手元資金の増大に回ることが想定される。 しかしながら、株式発行を含む資金調達を行う場合もあり、返済と調達の両面で長期の安全性だけでなく超短期の安全性にも関連する。
手元資金 (期末現金)	超短期の安全性	安全性の一丁目一番地。

出所：山本（2023）

4. 分析結果の可視化と経営管理への実装

上述の理論的検討に加え、筆者は実務的な実装としてTableauを用いた安全性分析ダッシュボードの構築も試みている（山本・横井, 2020）。経営の現場で経営者が会計数値を直感的に理解し、迅速な意思決定を行うためには、専門的な財務指標を視覚的な情報へと翻訳するプロセスが不可欠である。当該研究では、会計事務所が提供する月次決算サービスを過去の実績報告（フィードバック）から将来の財務状態を見据えた対話（フィードフォワード）へと転換させることを目指した。具体的には、短期的な支払能力（手元流動性比率、CCC）と中長期的な財務体質（自己資本比率、固定長期適合率）を、絶対額の推移（比例縮尺図）と比率の両面からモニタリングする仕組みを提案した。

構築したダッシュボードの特徴は、安全性を「時間軸」と「構造」の2軸で階層的に捉えている点にある。まず、最重要の防衛ラインである手元流動性（超短期）を確認し、次に運転資本の回転（短期）、最後に資本構成のバランス（長期）へと視点を移していく。このような階層的なアプローチにより、例

えば「手元資金は潤沢だが、CCC が悪化しており将来の資金繰りに懸念がある」といった形でリスク要因を早期に検知することが可能となる。複雑な財務構造を視覚的に把握し、早期に課題を発見して手を打つという可視化による意思決定支援の思想は、本モデルが最終的に目指す FP&A (Financial Planning & Analysis) への展開と通底している。

以上の研究の軌跡は、収益性と安全性の各要素が独立して存在するのではなく、相互に因果関係を持って密接に連動していることを示している。次章では、これまでの研究の軌跡から得られてきた知見を統合し、一つの包括的な分析モデルとして体系化する。

III. 統合的財務分析モデルの構築

ここでは、CF を基点とした統合的財務分析モデルを提示する。本モデルの核心は、財務諸表上の数値を静的な結果としてではなく、企業内を還流する資金のプロセスとして捉える点にある。具体的には、企業活動を「創出 (Generation)」「配分と投資 (Allocation)」「生存 (Survival)」という 3 つのフェーズの連環としてモデル化する。さらに、一連のサイクルの結果が次のサイクルの始点へと影響を与えるフィードバック・ループを組み込むことで、持続的な価値創造のメカニズムを可視化する (図 3 参照)。

1. Phase 1：創出 (Generation) — 利益率と運転資本の包括的評価

第一のフェーズは、事業活動からいかにキャッシュを生み出しているかという創出のプロセスである。ここでは、PL 上の利益率と BS 上の運転資本効率 (回転率) を統合的に評価する。そして、収益性だけでなく運転資本に注目した短期の安全性も評価する。

(1) 本業による現金創出力の把握

現金創出の源泉は EBITDA にある。しかし、単に EBITDA の絶対額やマージンを見るだけでは不十分である。山本 (2025) で試みたように、ここに CVP (Cost-Volume-Profit) 分析を適用し、利益構造のリスク耐性を評価する必要がある。具体的には、EBITDA を限界利益と固定費 (償却費を除く現金支出固定費) の関係に分解して捉える。高い EBITDA マージンが製品競争力による高い限界利益率によって支えられているのか (限界利益率の高低と安定性を検証する)、徹底した固定費の圧縮によるものなのか等を識別する (固定費は内訳を勘定科目に遡って検証する)。さらに、損益分岐点比率や安全余裕率を確認することで売上変動に対する EBITDA の感応度を把握する。すなわち、PL 上の利益が少しの売上減少で損なわれてしまう脆弱な構造ではないかを確認する。現金創出の源泉となる EBITDA の安定性を検証することが、分析の出発点となる。

次に、次式のように創出された EBITDA は事業運転資本 (Operating Working Capital : OWC) の増減を経て営業 CF へと変換されると考える。

$$\text{営業 CF} \approx \text{EBITDA} - \text{事業運転資本の増加} - \text{法人税等の支払額}$$

なお、ここでいう営業CFは純粋な事業活動からの現金創出力を測定するために、制度会計上の営業活動によるキャッシュ・フローから「利息及び配当金の受取額」および「利息の支払額」を除外（調整）した数値を用いる。これらは投資活動や財務活動に関連する項目であり、金利負担前の利益という性質を持つEBITDAとの整合性を保つために切り離して評価する。IFRS適用企業等で既に投資活動や財務活動等の区分に計上されている場合、調整は不要である。また、数式中の事業運転資本は、事業活動に必要な流動資産・流動負債（売上債権、棚卸資産、前払金、仕入債務、前受金、未払金等）を指し、現金及び預金や有価証券の手元流動性は含まない（事業運転資本＝流動資産－手元流動性－流動負債）。それら手元資金は現金創出の結果としてのバッファであり、創出のメカニズム及びエンジンである事業運転資本と区別して管理する必要があるためである。

そして、創出プロセスにおいてEBITDAと共に鍵となるのが、CCCを中心とした事業運転資本の回転率である。CCCの短縮は運転資本の圧縮を意味し、現金創出に貢献する。逆に、回転率が悪化すれば、PL上の利益は在庫や売掛金としてBS上に滞留（吸着）し、営業CFは毀損する。つまり、発生主義で計算される営業利益の品質は、EBITDAに加えて事業運転資本の動きによって左右される。したがって、例えば「営業CF/EBITDA比率」が1を下回る状態は回転率の悪化による利益の質の低下を示唆する。

また、CCCに加えて事業運転資本に含まれる前受金や未払金などの負債項目の評価も重要である。これらは計算上、事業運転資本を減少させるが、効率性（回転率）の向上ではなく資金調達（レバレッジ）の効果と言える。山本（2023）のHISの事例で見たように、前受金依存型のモデルは売上急減時に資金流出（逆回転）を招くリスクを孕んでいる。現金創出力の評価においては、その源泉が回転率の向上（筋肉質な効率化）にあるのか、負債の活用（リスクを伴う調達）にあるのかを区別・整理することが不可欠である。但し、前受金に関しては通常のビジネスサイクルが動いている限りでは、負債というよりも実質的に自己資本として機能することを考慮する必要がある。

（2）短期の安全性の階層的・複眼的評価

収益性に続いて創出プロセスの安全性を確認する。一般的に短期安全性は流動比率や当座比率といったストック指標で評価されるが、本モデルでは事業運転資本の概念に基づき、資金循環の動態（CCC）を起点としてストック指標を解釈する階層的な評価アプローチ（CCC→当座比率+流動比率→手元流動性の充足度）を採用する。

第一のステップは、CCCによる資金循環の診断である。企業が営業活動を通じてキャッシュを回収するまでの期間構造をCCCで確認する。あわせて、CCCを構成する主要3項目（売上債権+棚卸資産-仕入債務）のみを用いて「コアとなる必要運転資金」を算出し、絶対額を把握する。これは事業を回すために構造的に拘束される資金額を示し、規模感を把握した上で手元流動性とのバランスを見ることが重要となる。CCCが極めて短い、あるいはマイナスである（コア必要運転資金が不要、または資金源となる）場合、日々の営業活動から潤沢にキャッシュが流入するため、BS上のストック（手元資金）に依存せずとも支払いを回せる能力が高い。一方、CCCが長い場合、資金回収までの期間を埋めるための運転資金（ストック）を厚く確保する必要が生じる。CCCおよびコア必要運転資金の水準は、ストック指標の合格ラインを決定づける前提となる。

第二のステップは、ストック指標（当座比率・流動比率）による財務構成の評価である。ここでは第一ステップで把握したコア必要運転資金の性質（資金需要型か源泉型か）に基づき、BS 上のストック構成（支払い能力と調達構造）が適切かを当座比率と流動比率をセットにして評価する。CCC がマイナス（資金源泉型）の企業では、構造的に流動負債（仕入債務等）が大きくなるため、当座比率と流動比率は共に低くなりやすい。日銭が入る構造であれば直ちに危険ではないが、過度な短期債務依存になつていいかを確認する必要がある。一方、CCC がプラス（資金需要型）の企業では運転資金負担をカバーする仕入債務以外の負債と対応する流動資産が必要となる。一旦、当座比率を構成する当座資産と流動負債の内容によって評価を行い、古典的な安全性の評価軸に沿つて当座比率 100%を目安とする。そして、次に流動比率を用いる。コア必要運転資金を短期借入（流動負債）で賄っている場合、流動比率は低くなり（短期調達依存）、借り換えリスクに対し脆弱となる。理想的には長期資金（自己資本や固定負債）で賄われるべきであり、その場合、流動比率は高くなる（100%超え）。同時に、当座比率と流動比率の乖離にも注目する。流動比率が 100%を上回つていて安全に見えても、在庫の存在によって当座比率が低い場合、流動資産の大きさは安全ではなく在庫滞留による資金固定化のリスクを示唆する。単に比率の多寡で機械的に判定するのではなく、資金循環のタイプに適合した BS 構造になっているかを判定する。

第三のステップは、手元流動性の充足度判定である。これは、第一・第二ステップで明らかになった①コア必要運転資金を中心とするリスク構造と②資金調達環境（企業属性）を照らし合わせ、手元流動性が実質的に十分かを判定する。そして、まず②の資金調達環境（企業属性）による基準の違いを考慮する。大企業やグループ子会社で、キャッシュ・マネジメント・システム（CMS）や銀行とのコミットメントライン（融資枠）が確立されている場合、手元現金を最小化して資金効率を高めることは正当化される。この場合、BS 上の手元流動性が少なくとも、流動性へのアクセス権がバッファとして機能するため問題視しない。一方、これらを持たない中小企業や独立系企業においては、危機時に外部調達が困難になる蓋然性が高い。したがって、BS 上の手元流動性が唯一の命綱となるため、より厚い保有水準が求められる。

外部調達力を持たない中小企業等の独立系企業においては、シンプルかつ堅固な生存のルールとして、「手元流動性 \geq 短期有利子負債」の維持（実質無借金状態の確保）を目安とする。中小企業にとって最大のリスクは、業績悪化時や金融危機時における金融機関の貸し渋り・貸し剥がしである。借換（ロールオーバー）を前提とせず、全ての短期借入金を即座に返済しても資金が尽きない状態を保つことが、経営の自律性と生存を担保するラインとなる。この基準は、前述した在庫を長期資金で賄う健全な企業とも整合的である。長期調達ができている企業は必然的に短期借入金が少ないため、手元流動性がそれほど厚くなくとも基準をクリアできる。他方、CCC マイナス企業における仕入債務（無利子負債）の支払いリスクについては、構造的な脆弱性を考慮した評価が必要である。売上債権や在庫よりも仕入債務の方が大きいため、計算上、当座比率は低くなりやすい（100%を割り込む）。売上が急減した場合、新たな入金（売上債権の回収）が細る一方で、過去の活動に基づく仕入債務の支払いは待ったなしで到来する。したがって、評価のステップとしては実質無借金をクリアしていることを必須条件とした上で、更なる安全性（Survival 能力）を高めるため手元流動性を積み増し、構造的に低くなりがちな当座比率を少しでも高く維持することが推奨される。CCC マイナスによる資金余剰を、すぐに投資や配当に回

すのではなく、手元流動性としてプールし、当座比率を100%に近づける（あるいは超える）努力をすることが、効率性と堅牢性を兼ね備えた財務体質への道となる。事業のボラティリティが高い企業ほど手元流動性の積み増し（当座比率の向上）の優先順位は高くなる。

2. Phase 2: 配分と投資 (Allocation) — 投資規律と長期の安全性の検証

(1) フロー面での規律：設備投資 CF と償却費の対比

まず、事業基盤の維持・更新・拡大に関する規律を確認する。ここで用いる指標は、筆者の過去の研究（山本, 2025）に基づき、キャッシュ・フロー計算書の表記項目を用いた設備投資 CF（有形および無形固定資産の取得支出から売却収入を控除した純額）とする。単なる支出（グロス）ではなく、資産の売却や除却に伴う資金回収を考慮した実質的な投資純増額（ネット）を把握する。そして、償却費は保有資産の実質的な価値減少（消費）を表すため、これと設備投資 CF を比較する。

設備投資 CF = (有形固定資産の取得による支出 + 無形固定資産の取得による支出) - (有形固定資産の売却による収入 + 無形固定資産の売却による収入)

- 設備投資 $CF > 償却費$ ：拡大均衡フェーズ。過去の投資回収（減価償却）や資産の売却入れ替えを上回る規模で新規投資を行っており、事業基盤の実質的な拡大・更新を進めている状態。
 - 設備投資 $CF \leq 償却費$ ：維持・回収フェーズ。投資を償却費や資産売却の範囲内に抑制し、FCF 黒字の確保を優先している、あるいは成熟期に入り大規模な純増投資を必要としていない状態。

この規律ある投資の好例として、山本（2025）で分析したハイディ日高が挙げられる。同社は長期にわたり、設備投資 CF を減価償却費の範囲内、あるいは同程度の水準にコントロールし続けてきた。山本（2025）では、減価償却費の範囲内での規律ある投資が、同社の無理な急拡大を追わない堅実な成長戦略の表れであると論じた。規律ある投資行動は、営業 CF から設備投資 CF を差し引いた FCF の確保に寄与する。結果として、余剰資金が手元流動性として蓄積されやすくなる。当該循環は、同社の財務基盤（Phase 3 における生存能力）を維持・強化する要因として機能してきたと解釈できる。単に投資を抑制しているのではなく、BS を肥大化させずに高収益体質を維持・強化している典型例と言える。なお、近年ではハイディ日高は減価償却費を超える設備投資 CF を支出し始めており、維持・回収フェーズから拡大均衡フェーズへと移行しつつあることを山本（2025）は合わせて示唆している。

(2) 事業用固定資産の収益性による投資規律の検証

次に、上記(1)の設備投資CFだけでなく、M&Aや投融資を含めた投資活動によるCF(投資CF)全体が、BS上の資産構成をどのように変化させたかを特定し、その収益性を検証する。

ステップ1：BS構成の変化の特定

投資CFの支出と収入は、必ずBS上の固定資産(有形・無形・投資その他の資産)の変化として着地する。この変化は、当期と前期のBS比較(増減分析)によって把握できる。

- 有形・無形固定資産の増加：設備投資による自社機能の拡張。
- のれん・関係会社株式の増加：M&Aによる外部リソースの取り込み。
- 投資有価証券・貸付金の増加：関係会社支援や純投資などの財務的活動。

ステップ2：CFROFAによる検証

特定された資産の増加に対し、企業全体として見合った成果が出ているかを検証する。ここでは、事業活動(Operating)と財務活動(Financing)を分離する考え方を徹底する。フェーズ1で定義した本業による現金創出力に対応させるためである。すなわち、投下された資産のうち、純粋に事業活動に供する事業用固定資産が、どれだけ効率的に本業のキャッシュを生み出しているかを検証する指標として、CFROFA(Cash Flow Return on Operating Fixed Assets)を定義する。

$$\text{CFROFA (\%)} = \frac{\text{EBITDA} - \text{事業運転資本の増加}}{\text{事業用固定資産}} \times 100$$

① 分子の定義(Phase1との整合性)：

分子には、Phase1で定義した現金創出力を用いる。すなわち、稼ぐ力であるEBITDAから、それを吸着する事業運転資本の増加を差し引いたものである。これは、法人税や利息の影響を排除した、純粋な事業活動による現金創出額を意味し、資産効率を測定する上で最も純度の高い指標となる。

② 分母の定義(事業用固定資産への純化)：

分母については、投資リターン(受取利息・配当金)の源泉となる金融資産などを固定資産合計から控除し、事業用固定資産と定義する。具体的には、固定資産合計から、投資その他の資産に含まれる金融収益目的の資産(投資有価証券、長期性預金)および非キャッシュ性の会計的資産(繰延税金資産、退職給付に係る資産)を控除する。一方、同じ投資その他の資産区分であっても、事業遂行に不可欠な資産(差入保証金)や事業戦略上の関係維持を目的とする資産(関係会社株式、長期貸付金)は、実質的な事業用固定資産とみなして分母に残す。これにより、事業用固定資産を持つことで、どれだけ本業による現金創出をできているかという規律を可視化することが可能となる。

(3) 推移によるトレンド検証：

CFROFA は単年度の結果だけでなく、過去 10 年程度の長期時系列推移を確認する。投資評価において、単年度の数値変動のみで判断することはミスリードを招く恐れがある。したがって、単なる数値の上下ではなく、その変動が分母（投資行動）によるものか、分子（キャッシュ創出）によるものかを分解して確認した上で、以下の 5 つの代表的なトレンド・パターンと照合して解釈することが重要である。

1. 水準維持・拡大：継続的な更新投資（分母の維持・拡大）を行いながら、一定の高い CFROFA 水準を維持しているパターン。既存事業の競争力が保たれており、適切な再投資サイクルが回っている状態。
2. レベル・シフト：CFROFA の水準が以前よりも一段高いレベルで安定するパターン。分母の増加以上に分子（キャッシュ）が伸長しており、規模の経済やシナジー効果による収穫遙増が実現できている状態。
3. 構造的低下：投資後も数値が戻らず、長期的に右肩下がりのトレンドを描くパターン。分母が増加しているにもかかわらず分子が伸び悩む投資効率の悪化、あるいは分母が横ばいでも分子が減少する競争力の低下を意味し、戦略の見直しを要する状態。
4. J カーブ：大型の戦略投資を実行した直後に、分母の急増により数値が一時的に低下するが、数年内に底打ちして回復に向かうパターン。これは分子の創出タイムラグによる正常な反応であり、低下そのものよりも回復の確度とスピードが論点となる状態。
5. 減損の罠：低迷していた数値が突如として急上昇するパターン。分子の成長ではなく、巨額の減損処理による分母の強制圧縮に起因する場合、負の遺産の清算に過ぎない。見かけ上の数値改善に惑わされず、実質的な稼ぐ力が回復していない可能性を警戒する状態。

(3) 長期の安全性の検証：事業用固定長期適合率の適用

最後に、一連の投資活動の結果として BS 上に蓄積された事業用固定資産（＝資金の固定化）が、どのような性質の資金で賄われているかを確認し、長期的な安全性を検証する。ここで用いるのは事業用固定長期適合率である。

$$\text{事業用固定長期適合率} (\%) = \frac{\text{事業用固定資産}}{\text{自己資本} + \text{固定負債}} \times 100$$

分子には CFROFA の分母として定義した事業用固定資産を用いる。これにより、単なる会計上の固定資産ではなく、実質的に事業継続に不可欠な資産が安定した長期資金（自己資本+固定負債）で賄われているかを検証する。積極的な投資によって分子が急増した場合でも、それに見合う増資や長期借入が行われていれば、比率は 100% 以下に保たれる。逆に、比率が 100% を大きく超えている場合は、事業の根幹を成す資産を短期借入金等の流動負債で賄っている（短期調達依存）ことを示唆し、財務的な

脆弱性が高まっていると判断される。

以上のように、Phase 2 では投資の規律と成果（収益性）を確認した上で、最終的に投資が財務体質を悪化させていないか（安全性）を検証するというプロセスを踏むことで、Phase 1 と同様に多面的かつ長期的な評価を実施する。

3. Phase 3：生存（Survival）— 生存能力と資本構成の検証

第三のフェーズは、事業活動と投資活動の収支戻である FCF と還元の在り方を精査する。企業の生存能力を資本構成の観点から検証するプロセスである。

(1) FCF の算出と BS 変化の把握

本モデルにおける FCF は、以下の式で算出される最も基本的な定義を用いる。

$$FCF = \text{営業 CF} + \text{投資 CF}$$

ここでは、Phase 2 で扱った設備投資 CF（純額）だけでなく、M&A や投融資を含めた投資活動によるキャッシュ・フロー全体を対象とする。これにより、企業が営業活動で得たキャッシュを事業維持・拡大のためのあらゆる投資活動に投じた後の、純粋な資金余剰（または不足）を把握する。

FCF の評価は単にプラスかマイナスかという結果だけでなく、投資 CF の中身と BS の変化をセットで確認することが不可欠である。

- **FCF がプラスの場合：**Phase 2 で確認した設備投資 CF と償却費の対比に基づき、FCF のプラスが一定の投資水準を維持した結果なのかを確認する。次に、保有資産（金融資産を含む）の売却（投資 CF のプラス要因）によって一時的に嵩上げされたものかを識別する。BS 上では固定資産でいずれの場合でも動きが出ているため、動きの内容を確認する。その上で、固定資産の変化が EBITDA 創出（CFROFA の維持・向上）に寄与する流れにあるかを検討する。
- **FCF がマイナスの場合：**Phase 2 で確認した設備投資 CF と償却費の対比に基づき、FCF のマイナスが拡大均衡を目指した結果なのかを確認する。次に、設備投資以外の大型 M&A や関係会社への貸付などによるものかを識別する。BS 上では固定資産でいずれの場合でも動きが出ているため、動きの内容を確認する。その上で、固定資産の変化が EBITDA 創出（CFROFA の維持・向上）に寄与する流れにあるかを検討する。

(2) 財務 CF の動きと長期の安全性の検証：固定長期適合率と資本構成

次に、算出された FCF の過不足が財務活動（財務 CF）を通じてどのように調整され、BS の資本構造にどのような影響を与えたかを検証する。Phase 2 で投資を実行し、Phase 3-(1)で FCF が確定した後、その資金手当てがどのように行われたかを確認するプロセスである。具体的には、財務 CF の内訳

を精査し、資金の調達（借入・増資）と還元（返済・配当・自社株買い）の規模と構成を把握する。FCF がマイナスの場合は、不足分を短期借入・長期借入・社債・増資のいずれで賄ったか、プラスの場合は借入返済・株主還元・現預金蓄積の配分比率を確認する。これら財務 CF の動きを押さえた上で、結果として形成された BS の安全性を次の 2 点で評価する。

① 固定長期適合率による長期の安全性の確認：

Phase 2 で分析した事業用資産だけでなく、投資有価証券や関係会社株式を含めた固定資産全体が、長期資金で賄われているかを固定長期適合率で確認する。積極的な投資活動（M&A や純投資を含む）によって FCF がマイナスとなり、固定資産全体が増加した場合でも、その不足分が長期借入や増資（財務 CF のプラス）によって賄われ、比率が 100%以下（あるいは適正範囲）に維持されているかが焦点となる。もし短期借入金で穴埋めされている場合、固定化された資産を不安定な短期資金で回していることになり、長期と短期の両面で安全性が低い状態となる。

② 負債比率・自己資本比率による資本バランスの評価：

次に、財務 CF の動きが企業の財務レバレッジに与えた影響を評価する。FCF がプラスで余剰資金がある場合、借入返済や株主還元（財務 CF のマイナス）が進めば自己資本比率は上昇（または維持）し、財務体質は堅固となる。一方で、内部留保の蓄積は ROE (Return On Equity: 自己資本利益率) の低下を招くため、資本構成がどのように変化して ROE に影響しているかを検証する。

(3) 期末現金の水準評価

最後に、営業・投資・財務の全活動の帰結として残った期末現金残高を、Phase 1 で確認した短期の安全性の評価結果（充足度判定）を前提に、手元流動性比率の考え方を応用して水準の妥当性を追評価する。手元流動性は短期の安全性の一丁目一番地であることから、BS のバランスの観点に加えてフローの側面から十分性を検討する。

- 生存能力の厳密な測定：固定費カバー倍率による検証：

手元流動性比率は通常、月商倍率（手元流動性 ÷ 平均月商）で計算される。しかしながら、それでは売上高の多寡によってエラーが起こりがちである。端的にはコロナ禍のような危機時に売上高が急減した際に、分母が小さくなることで見かけ上の倍率が跳ね上がり、機能しなくなる恐れがある。そこで、より厳密な生存能力を測定するために、Phase 1 の CVP 分析で特定された固定費（現金支出費用）を分母とする固定費カバー倍率（手元流動性 ÷ (固定費 / 12)）を採用する。固定費の水準を分母に手元流動性が何ヶ月分あるかを計算する。極端に言えば「売上がゼロになっても何ヶ月生存可能か」を見る指標である。なお、CMS (キャッシュ・マネジメント・システム) やコミットメントラインの契約が存在する場合は、BS 上の現預金が少なくとも資金調達が可能であるため、固定費カバー倍率による評価結果はあくまで参考値としての意味合いが強くなる。しかし、企業の基礎的な生存能力（裸の体力）を確認する意味で、これらがある場合でも一旦計算を行うこととする。その上で、企業属性（CMS の有無

等) を考慮し、Phase 1 で確認した短期の安全性の評価 (実質無借金等) と合わせて、必要と言える現金保有の水準 (目標生存期間) を実績と比較する。このプロセスにより、超短期の生存能力が十分であるか不十分であるかをより厳密に評価し、安全性改善の判断材料とする。

期末時点での生存能力の把握は、翌期の経営計画 (Phase 1 の創出目標) を策定する上で重要な制約条件かつ出発点となる。すなわち、「創出→配分と投資→生存→次期の創出」という流れで、より良い循環を生み出すことを目指す。

IV. 結びと今後の展望

本稿は、CF を基点とした統合的な財務分析モデルを提示した。本モデルの核心は、企業活動を「創出 (Generation)」「配分と投資 (Allocation)」「生存 (Survival)」という 3 つのフェーズが連環する動的な資金循環システムとして構築した点にある。Phase 1 では EBITDA と CCC を統合することで、PL 上の利益がいかにして営業 CF へと変換されるかという「創出」のメカニズムを示した。Phase 2 では創出されたキャッシュが将来の成長のために規律を持って投じられているかを、減価償却費との対比や CFROFA といった指標を用いて「配分と投資」の観点から評価した。そして、Phase 3 では最終的な防衛ラインである手元流動性の水準を、固定費カバー倍率という新たな尺度を用いて厳密な生存期間 (Survival 能力) として測定することを提案した。これら一連のプロセスを通じて、本モデルは過去の財務数値を評価するだけでなく、企業の生存能力と稼ぐ力を浮き彫りにし、持続的な価値創造を可能にする羅針盤としての役割を果たすと考えている。

本稿はモデルの理論的構築を主眼としたが、その真価は経営管理の実務において發揮される。今後の研究では、具体的な経営計画の策定 (FP&A) や意思決定支援システムへと実装していくことが課題となる。

(1) 計画立案 (フィードフォワード) への応用：逆算のアプローチ

本モデルは過去の分析にとどまらず、未来の目標から現在のアクションを導き出す計画立案、すなわちフィードフォワード・アプローチで有用性が發揮される。具体的には、分析のプロセス (Phase 1→2→3) を逆方向に辿ることで、以下のような論理的な計画立案が可能となる。

第一に、Phase 3 からの逆算である。まず、企業の属性やリスク許容度に基づき、生存に必要な固定費カバー倍率 (例: 3 ヶ月分) や絶対的な手元流動性水準 (例: 実質無借金) を目標として設定する。そして、その水準を確保するために必要な FCF と財務活動 (調達・還元) のバランスを決定する。第二に、Phase 2 からの逆算である。企業の成長戦略に基づく設備投資や M&A の規模 (投資 CF) を決定する。その上で、Phase 3 で定めた FCF 目標を達成しつつ、必要な投資を実行するために、営業 CF がどれだけ必要かという要求水準を導出する。第三に、Phase 1 への着地である。導出された要求水準の営業 CF を創出するために、EBITDA マージン (収益性) をどこまで高め、CCC (効率性、回転率) をどこまで短縮すべきか (上昇させるか) という具体的な KPI を設定する。このように、BS の将来像 (あ

るべき生存能力と資本構成)から逆算して、PLとCFの目標値を設定するアプローチを確立することで、本モデルは包括的で意図的なCF経営への転換を支援するツールとなる。

上述のような具体的な分析結果の取得と将来計画の作成への応用に関しては、別の機会に試みたい。

(2) 分析結果の可視化と経営管理への実装

次に、高度な分析モデルも現場の経営者が直感的に理解できなければ意味をなさない。筆者が過去の研究(山本・横井, 2020)で試みたTableauによるダッシュボード構築の知見を拡張し、本モデル全体を視覚的にモニタリングできるシステムの開発を目指す。具体的には、「創出→配分と投資→生存」という資金の動的な流れを、滝グラフや比例縮尺図を用いて可視化し、どこでキャッシュが滞留(吸着)し、どこへ流出しているかを一目で把握できるダッシュボードを構築する。また、安全性評価では階層的に指標をドリルダウン形式で確認できる機能の実装を目指す。財務構造を可視化し、経営者と会計専門家が「将来のBS像」を共有しながら対話できる環境を整えることが、実務的な一つの到達点である。

(3) その他の発展的な課題

加えて、モデルの精緻化に向けた課題も残されている。第一に、Phase 2で行った投資活動(設備投資やM&A)が、数年後の収益性(EBITDAや営業CF)にどの程度寄与したかを定量的に追跡する「投資成果の事後検証モデル」の確立が挙げられる。第二に、CCCに含まれない未払金や前受金といった「他の運転資本」がCFに与える影響の解明である。これらの課題に取り組み、モデルの汎用性と実効性を高めていくことが、次なる研究のステップとなる。

(参考文献)

- 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.
- 河田信編 (2009)『トヨタ原点回帰の管理会計』中央経済社.
- 河田信編 (2024)『トヨタ原点回帰の管理会計(新装版)』中央経済社.
- 林總 (2023)『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』14, 81-93.
- 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』69(2), 270-277.
- 山本宣明・横井隆志 (2020)「Tableauによる安全性分析ダッシュボードの構築」『LEC会計大学院紀要』17, 21-41.
- 山本宣明 (2023)「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』20, 123-160.
- 山本宣明 (2025)「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」『LEC会計大学院紀要』21, 49-68.

- Baker, H. K., Filbeck, G., & Barkley, T. (2023). *Working Capital Management: Concepts and Strategies*. World Scientific.
- Deloof, M. (2003). Does Working Capital Management Affect Profitability of Belgian Firms? *Journal of Business Finance & Accounting*, 30(3-4), 573–588.
- Palepu, K. G., Healy, P. M., & Peek, E. (2022). *Business Analysis and Valuation: IFRS Standards Edition* (6th ed.). Cengage Learning.
- Penman, S. H. (2013). *Financial Statement Analysis and Security Valuation* (5th ed.). McGraw-Hill/Irwin.
- Shin, H.-H., & Soenen, L. (1998). Efficiency of Working Capital Management and Corporate Profitability. *Financial Practice and Education*, 8(2), 37–45.