

スターツコーポレーション株式会社の財務諸表分析

— 2006 年 3 月期から 2021 年 3 月期までの長期時系列分析 —

森脇 剛

はじめに

本稿の対象は、スターツコーポレーション株式会社(以下「スターツコーポレーション」という。)の連結財務諸表である。本稿の目的は、スターツコーポレーションの財務上の特徴の主要な点を明確にすることである。そのために、2006 年 3 月期から 2021 年 3 月期までの長期時系列分析を行う。なお、本稿は筆者の 2022 年度 LEC 会計大学院専門職学位論文をもとに再構成したもので、収益及び資産に関連する財務状況、資金調達に関連する財務状況、キャッシュフロー及び財務状況の変化、という観点から、財務上の特徴の重要と考えられる点について分析・検討を行うものである。

スターツコーポレーションは、2021 年 3 月末時点では東証プライムに上場し、業種分類としては不動産業に分類される企業であり、本稿の分析期間を通じて、3 月決算で日本基準の会計基準を採用している。社会的には、テレビでの CM⁽¹⁾や、営業店舗である「ピタットハウス」⁽²⁾の他、東京オリンピックで金

メダルを獲得した卓球の伊藤美誠選手の所属企業⁽³⁾として認知されているのではないだろうか。また、上場子会社であるスターツ出版株式会社は、2000 年代に『Deep Love』シリーズや『恋空』といった「ケータイ小説」と呼ばれるジャンルの小説でベストセラーを出版している⁽⁴⁾。

なお、本稿では、税引後当期純利益については、2014 年 3 月期以前は「少数株主損益調整前当期純利益」、2015 年 3 月期以降は「当期純利益」を使用する。損益計算書項目と貸借対照表項目を対比して求める比率は、貸借対照表の項目の期首・期末残高の平均値を用いるため、スターツコーポレーションが開示している値とは必ずしも一致しない。また、営業キャッシュフローを「営業 CF」、投資キャッシュフローを「投資 CF」、財務キャッシュフローを「財務 CF」、フリーキャッシュフローを「FCF」と表記し、セグメント情報として開示される「外部顧客に対する売上高」を「外部売上高」、有価証券報告書を「有報」と表記する。

1. スターツコーポレーション株式会社の概要と財務ハイライト

(1) 事業の概要

スターツコーポレーションは、スターツグループの本部として事業会社をサポートする持株会社であり、スターツグループは、2021年3月末時点では、スターツコーポレーション及び子会社79社、持分法適用会社1社、関連会社2社から成り、臨時雇用者も含めると約8,200人の従業員が所属している（スター

ツコーポレーション, 2021a, p.7, p.15)。スターツグループは、不動産業に分類される事業の中でも様々な業態の事業や、個人の生活や娯楽に関わるサービス等に関する事業を行っている。事業内容は10の事業に区分されており、連結財務諸表に掲げる報告セグメントの区分と同一である（スターツコーポレーション, 2021a, p.7)。

各セグメントの事業内容及び2021年3月期における外部売上高及び連結売上高全体に占める構成比は、表1に示すとおりである⁽⁵⁾。

表 1. 2021年3月期の事業及びセグメントの概要

セグメント の名称	事業内容	外部売上高 下段は売上高構成比
建設事業	土地活用の企画提案、建設受注・設計・施工、建築・リフォーム請負等	657億56百万円 33.05%
賃貸仲介事業	不動産賃貸借の仲介	66億64百万円 3.35%
売買仲介事業	不動産売買の仲介、販売代理	52億51百万円 2.64%
不動産管理事業	賃貸不動産・社宅の管理、複合施設等の運営	873億44百万円 43.90%
分譲不動産事業	住宅等の分譲	93億55百万円 4.70%
出版事業	メディア、情報誌、フリーマガジン、書籍・電子書籍の発行	40億33百万円 2.03%
ホテル・レジャー事業	ホテル・旅館の運営、旅行業、飲食店の経営	35億84百万円 1.80%
高齢者支援・保育事業	高齢者支援施設・保育施設の運営	96億92百万円 4.87%
コンサルティング事業	フランチャイズ加盟店の経営指導、証券業、投資法人運用業、信託業、保険業、コンサルティング業等	61億06百万円 3.07%
物販・文化事業	鍵等の販売、コンビニエンスストアの運営、美術館の運営	11億73百万円 0.59%

出典：スターツコーポレーション（2021a, pp.7-8, p.83）をもとに筆者が作成

2021 年 3 月期の連結売上高は 1,989 億 63 百万円であったが、不動産管理事業の外部売上高は、連結売上高全体の 43.90%を占める 873 億 44 百万円、続く建設事業の外部売上高は 33.05%を占める 657 億 56 百万円となっている。分譲不動産事業の外部売上高は、2021 年 3 月期では 93 億 55 百万円であるが、2020 年 3 月期には 248 億 33 百万円となっており、他のセグメントに比べ、売上高の変動が大きい。

2006 年 3 月期から 2021 年 3 月期まで報告セグメントは、表 2 に示すように変更されて

きた。2021 年 3 月期においては 10 のセグメントに区分されているが、2013 年 3 月期までは 4 のセグメントに、2019 年 3 月期までは 9 のセグメントに区分されていた。有報では、報告セグメントが変更された年度には、その前年度のセグメント情報が変更後の区分に基づいて記載されており、変更前後の財務情報の対応関係は明確である。なお、本稿では 2006 年 3 月期時点での 4 区分に対応するセグメント情報を合算したものを「旧 4 区分」として分析する。

表 2. 2006 年 3 月期から 2021 年 3 月期までの報告セグメント

2006.3～2013.3 (2006.3～2012.3)	2014.3～2019.3 (2013.3～2018.3)	2020.3～2021.3 (2019.3～2021.3)
建設事業	建設事業	建設事業
仲介・賃貸管理事業	賃貸仲介事業	賃貸仲介事業
	売買仲介事業	売買仲介事業
	不動産管理事業	不動産管理事業
分譲不動産事業	分譲不動産事業	分譲不動産事業
その他事業	出版事業	出版事業
	ゆとり事業	ホテル・レジヤ事業
		高齢者支援・保育事業
	コンサルティング事業	コンサルティング事業
物販事業	物販・文化事業	

注：() 内は、本稿の分析に用いる会計年度

出典：スターツコーポレーション 2006 年 3 月期～2021 年 3 月期の有報をもとに筆者が作成

(2) 沿革

スターツコーポレーションは、2021 年 3 月末時点の代表取締役会長である村石久二氏が 1969 年 3 月に開業した個人事業を母体とし、1972 年 9 月に千曲不動産株式会社として設立された⁽⁶⁾。1984 年にはグループ名をスター

ツとし、1980 年代半ばまでにはグループの中心的な事業会社の多くが設立されている。1987 年にはスターツ株式会社に商号変更するとともに、グループ会社を吸収合併した。2005 年には、スターツコーポレーション株式

会社に商号変更するとともに会社分割を行い、ホールディングカンパニー制を導入している。

スターツコーポレーションの株式は、1989年に日本証券業協会の店頭売買銘柄として登録された。2004年にはジャスダック証券取引所に上場、2014年には東京証券取引所市場第一部に指定替えされ、2021年3月末時点では東証プライムに上場している。グループ内の企業では、スターツ出版株式会社の株式が、2001年に日本証券業協会に店頭登録され、2004年にジャスダック証券取引所に上場されている。2005年には、いわゆるJ-REITであるスターツプロシード投資法人が、スターツアセットマネジメント投信株式会社（2021年3月末時点のスターツアセットマネジメン

ト株式会社）を資産運用代理人としてジャスダック証券取引所に上場されている。なお、スターツプロシード投資法人はスターツコーポレーションの連結対象ではなく、「スターツグループ」には含まれない（スターツコーポレーション, 2021a, p.7；スターツプロシード投資法人, 2021, p.3）。

また、スターツグループの賃貸仲介事業や売買仲介事業等に関わる店舗である「ピタットハウス」は、1988年に第1号店がオープンした。2021年3月末時点での「ピタットハウス」の店舗数は、スターツグループの直営店であるグループ店が119店舗、フランチャイズ加盟店であるネットワーク店が531店舗となっている。

表 3. 沿革

年 月		沿 革
1972年	9月	賃貸仲介、売買仲介、不動産管理事業を主として千曲不動産株式会社を東京都江戸川区一之江4丁目37番地に設立（2021年3月期時点のスターツコーポレーション株式会社）
1973年	7月	本店を東京都江戸川区一之江3丁目34番地に移転
1975年	8月	建設事業として株式会社千曲建設設立（合併、分割を経て現スターツCAM株式会社）
1975年	10月	飲食業を目的として、有限会社セブンを設立（1999年10月スターツ商事株式会社と合併）
1979年	12月	本店を東京都江戸川区西葛西6丁目21番6号に移転
1983年	3月	千曲出版株式会社を設立（1989年10月スターツ出版株式会社へ商号変更）（現・連結子会社）
1985年	4月	不動産管理事業確立のために、千曲管理サービス株式会社を設立（1997年1月スターツアメニティー株式会社へ商号変更）（現・連結子会社）
1987年	7月	千曲不動産株式会社からスターツ株式会社に商号変更するとともに株式会社千曲建設等を吸収合併
1989年	5月	スターツ株式会社（現スターツコーポレーション株式会社）が日本証券業協会の店頭売買銘柄として登録
1989年	11月	本店を東京都江戸川区中葛西3丁目37番4号に移転

2001年	8月	スターツ出版株式会社が日本証券業協会に株式を店頭登録
2003年	7月	高齢者支援・保育事業を目的にスターツケアサービス株式会社を設立（現・連結子会社）
2004年	12月	スターツ株式会社とスターツ出版株式会社が日本証券業協会への店頭登録を取消し、ジャスダック証券取引所に株式を上場
2005年	9月	本店を東京都中央区日本橋3丁目3番9号に移転
2005年	10月	スターツ株式会社において10月1日付で会社分割を実施し、それぞれの事業を連結子会社が承継。スターツコーポレーション株式会社に商号変更しホールディングカンパニー制を導入
2005年	11月	スターツアセットマネジメント投信株式会社（現スターツアセットマネジメント株式会社）が資産運用代理人である「スターツプロシード投資法人」がジャスダック証券取引所に投資口を上場
2008年	2月	本店を東京都中央区日本橋3丁目4番10号に移転
2010年	4月	スターツコーポレーション株式会社とスターツ出版株式会社がジャスダック証券取引所と大阪証券取引所の合併に伴い、大阪証券取引所 JASDAQ（現・東京証券取引所 JASDAQ市場）に上場
2010年	7月	スターツプロシード投資法人（スターツアセットマネジメント株式会社が資産運用代理人）が東京証券取引所に投資口を上場
2013年	7月	大阪証券取引所と東京証券取引所が合併し、上場する市場運営会社が大阪証券取引所から東京証券取引所に変更（東京証券取引所 JASDAQ市場）（スターツコーポレーション株式会社、スターツ出版株式会社）
2014年	9月	スターツコーポレーション株式会社が東京証券取引所市場第一部に指定替え
2021年	3月	ピタットハウスがスターツグループ店 119 店舗、ネットワーク店 531 店舗となる

出典：スターツコーポレーション（2021a, pp.4-6）をもとに筆者が作成

（3）財務ハイライト

ここでは、スターツコーポレーションの2006年3月期から2021年3月期までの財務ハイライトとして、売上高、営業利益、営業CF、総資産、純資産の推移を概観する。

<売上高、営業利益、営業CFの推移>

スターツコーポレーションの売上高、営業利益、営業CFは、表4、図1、図2に示すように推移している。

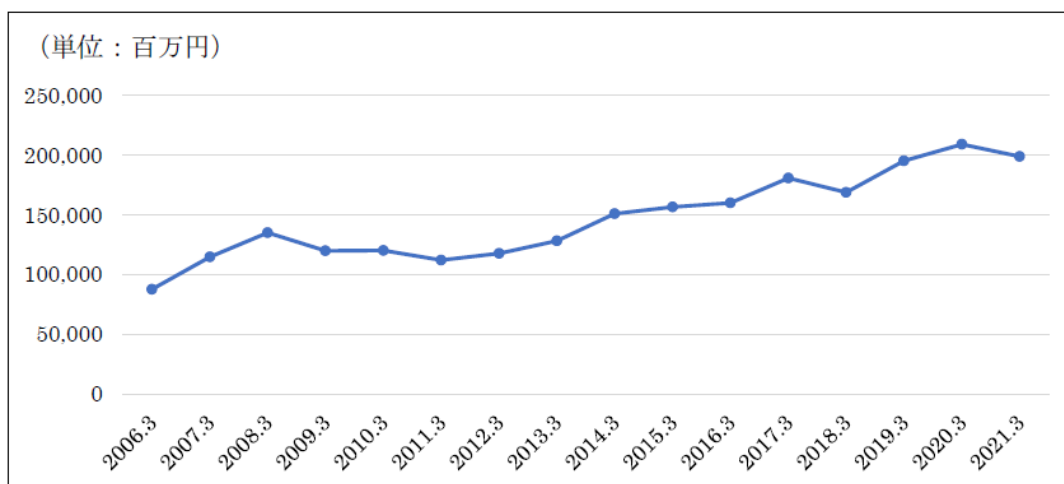
表 4. 売上高、営業利益、営業 CF の推移

(単位：百万円)

科目 \ 期	2006.3	2007.3	2008.3	2009.3	2010.3	2011.3	2012.3	2013.3
売上高	87,856	114,919	135,096	120,003	120,208	112,242	117,785	128,360
営業利益	6,387	8,391	7,011	7,417	8,206	9,864	10,930	12,459
営業CF	1,836	8,337	1,007	7,173	7,593	▲ 750	10,086	6,816
科目 \ 期	2014.3	2015.3	2016.3	2017.3	2018.3	2019.3	2020.3	2021.3
売上高	151,034	156,752	160,174	180,807	168,870	195,177	209,091	198,963
営業利益	16,037	16,441	17,945	20,178	20,949	22,821	23,912	22,068
営業CF	22,273	4,356	21,372	20,713	▲ 4,668	28,174	30,667	27,248

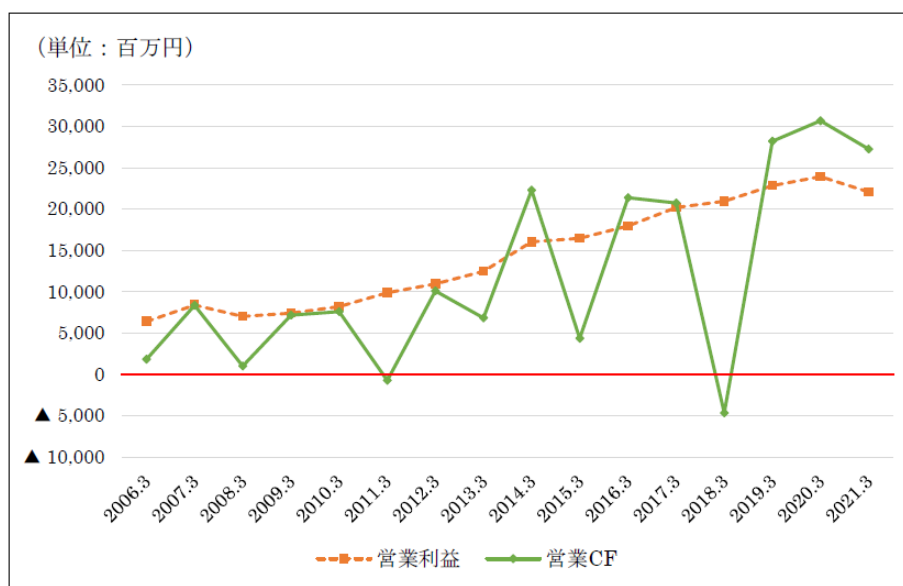
出典：スターツコーポレーション 2006 年 3 月期～2021 年 3 月期の有報をもとに筆者が作成

図 1. 売上高の推移



出典：スターツコーポレーション 2006 年 3 月期～2021 年 3 月期の有報をもとに筆者が作成

図 2. 営業利益、営業 CF の推移



出典：スターツコーポレーション 2006 年 3 月期～2021 年 3 月期の有報をもとに筆者が作成

売上高及び営業利益は、ともに減少している年度もあるが、継続的に増加しており、営業利益が赤字となっている年度はない。2006年3月期と2021年3月期を比較すると、売上高は約2.3倍、営業利益は約3.5倍に伸びている。営業CFについても、マイナスになっている年度もあるが、ほとんどの年度でプラスとなっており、2006年3月期と2021年3月期を比較すると約14.8倍に増加している。

ただし、売上高及び営業利益の増減がなだらかに推移していると言えるのに対し、営業CFについては、例えば2018年3月期前後のように、著しい増減がある場合もある。

<総資産、純資産の推移>

スターツコーポレーションの総資産及び純資産は、表5、図3に示すように推移している。

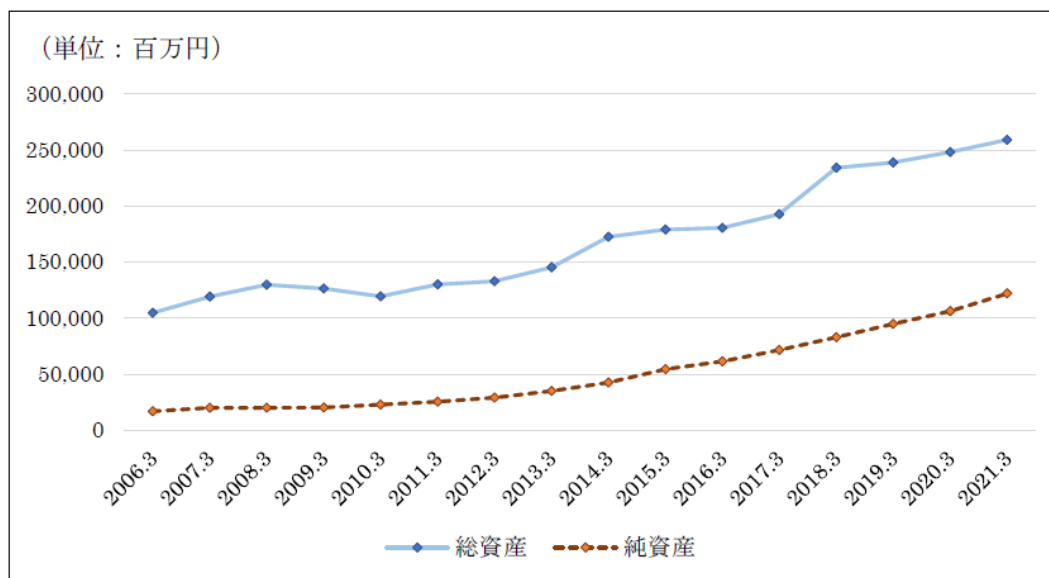
表5. 総資産、純資産の推移

(単位：百万円)

科目 \ 期	2006.3	2007.3	2008.3	2009.3	2010.3	2011.3	2012.3	2013.3
総資産	104,781	119,275	129,902	126,422	119,625	130,241	133,041	145,355
純資産	17,073	20,060	20,057	20,471	22,973	25,547	29,280	35,091
科目 \ 期	2014.3	2015.3	2016.3	2017.3	2018.3	2019.3	2020.3	2021.3
総資産	172,558	178,997	180,550	192,814	234,252	238,900	248,029	259,040
純資産	42,779	54,685	61,533	71,683	82,962	94,856	106,402	121,972

出典：スターツコーポレーション2006年3月期～2021年3月期の有報をもとに筆者が作成

図3. 総資産、純資産の推移



出典：スターツコーポレーション2006年3月期～2021年3月期の有報をもとに筆者が作成

2006年3月期と2021年3月期とを比較すると、総資産は約2.5倍、純資産は約7.1倍に増加している。売上高や営業利益と同様に、

若干の減少が見られる年度もあるが、増加傾向が続いている。なお、2006年3月期と2015年3月期には増資を行っており、2006年3月スターツコーポレーション株式会社の財務諸表分析

期には、新株式の発行により、資本金を 25 億 71 百万円から 44 億 74 百万円に、資本剰余金を 22 億 09 百万円から 41 億 11 百万円に増加させた。2015 年 3 月期には、連結子会社との株式交換・公募増資・第三者割当による普通株式の発行により、資本金を 44 億 74 百万円から 110 億 39 百万円に、資本準備金を 41 億 33 百万円から 62 億 21 百万円に増やしている。

2. 収益及び資産に関連する財務状況の分析

財務ハイライトからわかるように、スタートアップコーポレーションは、売上高、営業利益、営業 CF、総資産、純資産のいずれもが継続して増加傾向にあり、事業が順調に推移していると言われている。ここでは、スタートアップコーポレーションの収益性について、損益計算書に示される各種の利益と売上高の関係を示す利益率、特に財務状況への影響が大きいと考えられる売上高総利益率について分析する。さらには、各種の資産と売上高の関係を示す回転率の中でも、総資産回転率と有形固定資産回転率の分析から財務上の特徴について検討する。

(1) 利益率の推移と売上高総利益に対する減価償却費の影響

損益計算書は、企業の 1 期間の経営活動の成果を当期純利益として測定するが、企業の経営成績について十分な情報を伝達するためには、その利益がどのようにして生じたかを

明らかにしなければならない（桜井, 2020, p.71）。そのため、発生源泉別に分類された費用と収益は、経営活動における努力と成果の因果関係を基準として対応表示され、本業からの利益である営業利益、正常な収益力を示す経常利益、株主に帰属する当期の利益である当期純利益といった形で、利益が段階的に計算される（桜井, 2020, pp.73-74）。また、損益計算書上で段階的に計算された各利益を、売上高で割った値が、各段階での利益率となり、その算式はそれぞれ以下のようなになる（林, 2015, pp.101-104）。

$$\text{売上高総利益率（粗利益率）} = \frac{\text{売上総利益}}{\text{売上高}}$$

$$\text{売上高営業利益率} = \frac{\text{営業利益}}{\text{売上高}}$$

$$\text{売上高経常利益率} = \frac{\text{経常利益}}{\text{売上高}}$$

$$\text{売上高当期純利益率} = \frac{\text{税引き後当期純利益}}{\text{売上高}}$$

ただし、林（2015）によれば、「費用収益対応の原則」に基づいて作成される損益計算書では、次期以降に効果が及ぶと考えられる支出は貸借対照表に資産計上することになるため、使った費用のうちどれだけが収益（成果）をもたらしたのかわからないという本質があり、損益計算書を分析する際には、単に利益率を比較するだけでなく、ビジネス活動をイメージすることが重要である（林, 2015, pp.106-107）。

スタートアップコーポレーションの各種の利益率は、表 6 と図 4 のように推移している。

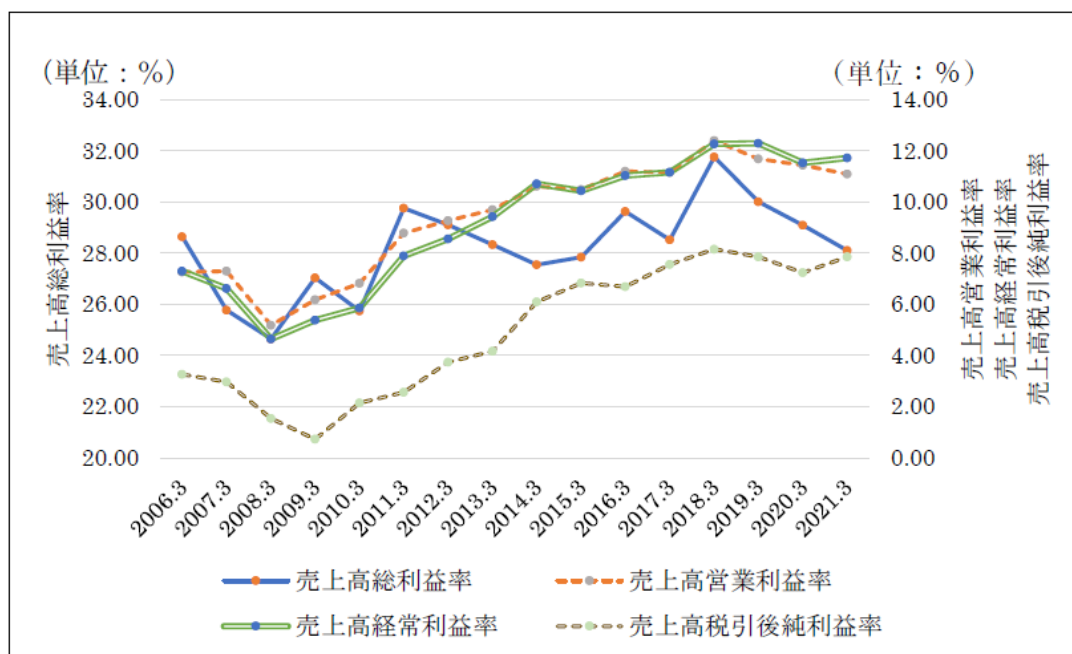
表 6. 利益率の推移

(単位：%)

科目 \ 期	2006.3	2007.3	2008.3	2009.3	2010.3	2011.3	2012.3	2013.3
売上高総利益率	28.65	25.78	24.65	27.04	25.74	29.76	29.11	28.33
売上高営業利益率	7.27	7.30	5.19	6.18	6.83	8.79	9.28	9.71
売上高経常利益率	7.30	6.62	4.65	5.39	5.86	7.90	8.56	9.43
売上高税引後純利益率	3.27	2.97	1.54	0.73	2.16	2.56	3.75	4.17
科目 \ 期	2014.3	2015.3	2016.3	2017.3	2018.3	2019.3	2020.3	2021.3
売上高総利益率	27.55	27.85	29.64	28.52	31.77	30.02	29.10	28.12
売上高営業利益率	10.62	10.49	11.20	11.16	12.41	11.69	11.44	11.09
売上高経常利益率	10.71	10.45	11.04	11.17	12.28	12.30	11.54	11.72
売上高税引後純利益率	6.10	6.84	6.69	7.56	8.16	7.86	7.24	7.86

出典：スターツコーポレーション 2006 年 3 月期～2021 年 3 月期の有報をもとに筆者が作成

図 4. 売上高総利益率、売上高営業利益、売上高経常利益、
売上高税引後純利益の推移の比較



出典：スターツコーポレーション 2006 年 3 月期～2021 年 3 月期の有報をもとに筆者が作成

各利益率の推移からまず目立つのは、2006 年 3 月期には売上高営業利益率が 7.27%であったのに対し、2021 年 3 月期の売上高税引後純利益率が 7.86%となっていることである。15 年間でかつての売上高営業利益率を売上高税引後純利益率が上回る状況になっており、スターツコーポレーションの収益性が向

上していることを端的に表していると言える。また、売上高総利益率以外の利益率がほぼ足並みを揃えて推移しているのに対し、売上高総利益率は上昇・下降を繰り返しながらもほぼ横ばい傾向にあるという相違が見られる。さらに、2006 年 3 月期、2014 年 3 月期、2017 年 3 月期、2019 年 3 月期、2020 年 3 月期、

2021 年 3 月期の計 6 期で、売上高経常利益率が売上高営業利益率を上回っている。これは、財務活動も合わせた収益性が高いことを示していると言える。

各利益率のうち、推移の傾向が異なる売上

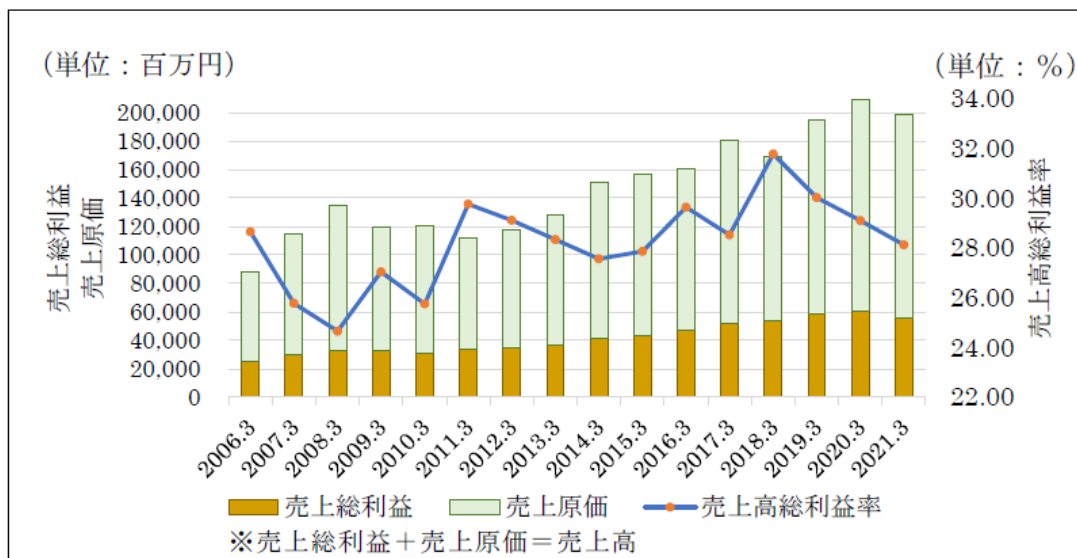
高総利益率の推移について分析するため、表 7 と図 5 には、売上高、売上原価、売上総利益、売上高総利益率の推移を示した。なお、図 5 では、売上総利益と売上原価の合計が売上高を示している。

表 7. 売上高、売上原価、売上総利益、売上高総利益率の推移

科目	期	2006.3	2007.3	2008.3	2009.3	2010.3	2011.3	2012.3	2013.3
売上高 (百万円)		87,856	114,919	135,096	120,003	120,208	112,242	117,785	128,360
売上原価 (百万円)		62,688	85,298	101,789	87,555	89,264	78,840	83,498	91,994
売上総利益(百万円)		25,168	29,621	33,307	32,448	30,944	33,402	34,287	36,366
売上高総利益率 (%)		28.65	25.78	24.65	27.04	25.74	29.76	29.11	28.33
科目	期	2014.3	2015.3	2016.3	2017.3	2018.3	2019.3	2020.3	2021.3
売上高 (百万円)		151,034	156,752	160,174	180,807	168,870	195,177	209,091	198,963
売上原価 (百万円)		109,420	113,091	112,704	129,238	115,226	136,585	148,248	143,022
売上総利益(百万円)		41,614	43,661	47,470	51,569	53,644	58,592	60,843	55,941
売上高総利益率 (%)		27.55	27.85	29.64	28.52	31.77	30.02	29.10	28.12

出典：スターツコーポレーション 2006 年 3 月期～2021 年 3 月期の有報をもとに筆者が作成

図 5. 売上高、売上原価、売上総利益、売上高総利益率の推移



出典：スターツコーポレーション 2006 年 3 月期～2021 年 3 月期の有報をもとに筆者が作成

売上総利益については、2006 年 3 月期には 251 億 68 百万円であったが、2020 年 3 月期には 608 億 43 百万円となっている。売上総利益が前期に比べ減少しているのは 2009 年

3 月期、2010 年 3 月期、2021 年 3 月期の 3 回で、売上高と売上総利益がともに前期よりも減少しているのは、2009 年 3 月期と 2021 年 3 月期のみであり、売上総利益の額はほぼ

一貫して増加傾向にあったと言える。その一方で、売上高は概ね増加傾向ではあったが、前期よりも減少している場合も少なくなく、売上高総利益率については一定の範囲内で上昇・下降を繰り返しながら、概ね横ばいで推移している。

また、売上高と売上高総利益率の推移を比較すると、売上高が増加した時には売上高総利益率が下がり、売上高が減少した時には売上高総利益率が上がる、という傾向があることがわかる。前期と比べ、売上高の増加・減少と売上高総利益率の上昇・下降が一致して

いるのは、分析期間のうち 2015 年 3 月期、2016 年 3 月期、2021 年 3 月期の 3 回のみである。このような傾向は、売上原価の内容が年度により異なっていることに起因すると考えられ、スターツコーポレーションの事業内容が影響していると推測される。そこで、各セグメントの外部売上高と売上高総利益率の関係を分析するため、連結売上高及び旧 4 区分のセグメント外部売上高とスターツコーポレーション全体の売上高総利益率の推移を表 8 と図 6 に示した。

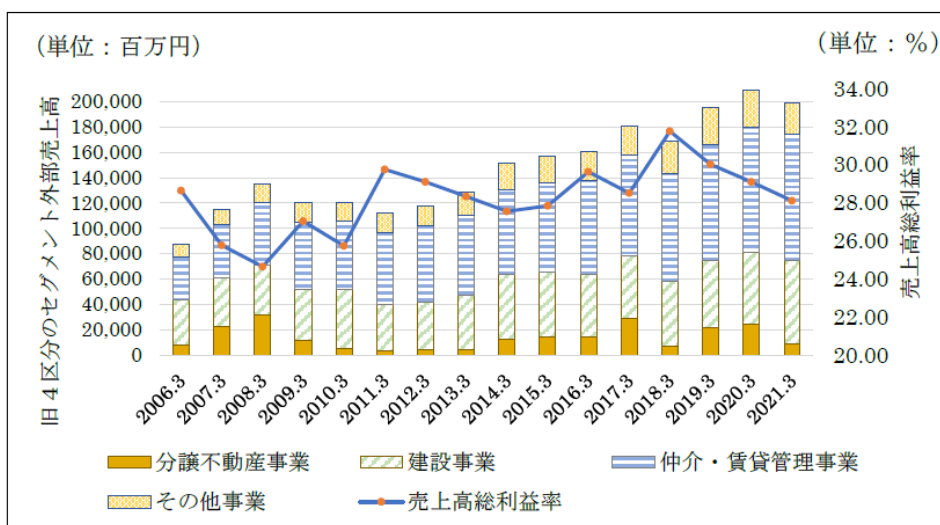
表 8. 連結売上高及び旧 4 区分のセグメント外部売上高の推移

(単位：百万円)

科目 \ 期	2006.3	2007.3	2008.3	2009.3	2010.3	2011.3	2012.3	2013.3
連結売上高	87,856	114,919	135,096	120,003	120,208	112,242	117,785	128,360
建設事業	35,646	38,142	39,010	39,959	46,558	36,549	37,744	42,194
仲介・賃貸管理事業	34,188	41,946	49,484	53,404	54,417	56,920	59,810	63,687
分譲不動産事業	8,020	22,991	32,145	11,400	4,875	3,175	4,103	4,754
その他事業	10,001	11,840	14,458	15,240	14,358	15,597	16,128	17,725
科目 \ 期	2014.3	2015.3	2016.3	2017.3	2018.3	2019.3	2020.3	2021.3
連結売上高	151,034	156,752	160,174	180,807	168,870	195,177	209,091	198,963
建設事業	51,182	51,191	49,572	49,990	51,159	52,403	56,352	65,756
仲介・賃貸管理事業	67,238	70,267	74,312	78,616	85,380	91,975	98,006	99,259
分譲不動産事業	12,332	13,968	13,926	28,589	6,981	21,866	24,833	9,355
その他事業	20,282	21,321	22,360	23,608	25,345	28,928	29,895	24,588

出典：スターツコーポレーション 2006 年 3 月期～2021 年 3 月期の有報をもとに筆者が作成

図 6. 旧 4 区分のセグメント外部売上高と売上高総利益率の推移



出典：スターツコーポレーション 2006 年 3 月期～2021 年 3 月期の有報をもとに筆者が作成

旧4区分のセグメント外部売上高とスタートツコーポレーション全体の売上高総利益率を比較すると、分譲不動産事業の外部売上高が増加した時には売上高総利益率が下がり、分譲不動産事業の外部売上高が減少した時は売上高総利益率が上がる傾向があることがわかる。分譲不動産事業の外部売上高の増加・減少と売上高総利益率の上昇・下降が一致しているのは、分析対象期間のうち2010年3月期、2015年3月期、2021年3月期の3回のみである。つまり、スタートツコーポレーションにおいては、分譲不動産事業の売上高が増加することにより、全体の売上高総利益率が押し下げられる傾向があるものと言える。このような関係が生じているのは、建設事業による建設や外部からの購入により取得した棚卸資産を販売するという、分譲不動産事業の事業内容によるものと考えられる。

売上総利益は、生産活動や仕入から算定される売上原価を売上高から控除した利益である(桜井, 2020, p.76)。売上原価は期首と期末の製品や商品を加減算して計算されるため、一般的には棚卸資産が費用化されたものとしての性格が強いと考えられるが、スタートツコーポレーションの売上原価には、賃貸収益に係る賃貸費用が含まれている(スタートツコーポレーション, 2021a, p.80)。さらに、連結財務諸表における売上原価の内容について明示された開示情報はないが、単体財務諸表の売上原価明細書によれば、賃貸費用には減価償却費や租税公課が含まれ、その他にはレストラン、コンサルティング、インフラシステム

に係るものが売上原価に含まれている(スタートツコーポレーション, 2021a, p.95)。つまり、製造や販売を行っているセグメント以外の費用も売上原価として計上されており、棚卸資産が費用化されたものだけではなく、有形固定資産が費用化された減価償却費やコンサルティングに係るもの等の、性格が異なる費用が混合していることが、スタートツコーポレーションの売上原価の特徴と言える。そして、分譲不動産事業の売上高が増加することで売上高総利益率が押し下げられるのは、売上高が計上される際に棚卸資産が費用化されることで、売上原価が多く計上され、売上高総利益率が低下している年度があるためと考えられる。

また、スタートツコーポレーションの連結財務諸表の注記として記載されている販売費及び一般管理費の内訳にある減価償却費の金額と、キャッシュフロー計算書に示されている減価償却費の金額には相違がある。よって、販売費及び一般管理費の内訳としての減価償却費と、キャッシュフロー計算書に示されている減価償却費との差額が、売上原価としての減価償却費に相当するものと推定される。そこで、表9には、キャッシュフロー計算書に示されている減価償却費と販売費及び一般管理費に含まれる減価償却費及びそれらの差額として売上原価に相当するものの推移を示し、表10には、売上原価合計と売上原価に相当する減価償却費の金額及び売上原価に占める割合の推移を示した。

表 9. 減価償却費の推移

(単位：百万円)

科目	2006.3	2007.3	2008.3	2009.3	2010.3	2011.3	2012.3	2013.3
CF計上減価償却費	1,622	1,768	2,677	2,520	2,703	2,639	2,518	2,656
販管費計上減価償却費	1,102	970	1,202	1,269	1,182	1,104	1,002	839
売上原価相当減価償却費	520	798	1,475	1,251	1,521	1,535	1,516	1,817
科目	2014.3	2015.3	2016.3	2017.3	2018.3	2019.3	2020.3	2021.3
CF計上減価償却費	2,761	3,012	3,116	3,343	3,367	4,166	4,616	4,734
販管費計上減価償却費	851	831	819	974	830	851	806	836
売上原価相当減価償却費	1,910	2,181	2,297	2,369	2,537	3,315	3,810	3,898

出典：スターツコーポレーション 2006年3月期～2021年3月期の有報をもとに筆者が作成

表 10. 売上原価における減価償却費とその他の原価の推移

科目	2006.3	2007.3	2008.3	2009.3	2010.3	2011.3	2012.3	2013.3
売上原価合計(百万円)	62,688	85,298	101,789	87,555	89,264	78,840	83,498	91,994
減価償却費(百万円)	520	798	1,475	1,251	1,521	1,535	1,516	1,817
その他の原価(百万円)	62,168	84,500	100,314	86,304	87,743	77,305	81,982	90,177
減価償却費の割合(%)	0.83	0.94	1.45	1.43	1.70	1.95	1.82	1.98
科目	2014.3	2015.3	2016.3	2017.3	2018.3	2019.3	2020.3	2021.3
売上原価合計(百万円)	109,420	113,091	112,704	129,238	115,226	136,585	148,248	143,022
減価償却費(百万円)	1,910	2,181	2,297	2,369	2,537	3,315	3,810	3,898
その他の原価(百万円)	107,510	110,910	110,407	126,869	112,689	133,270	144,438	139,124
減価償却費の割合(%)	1.75	1.93	2.04	1.83	2.20	2.43	2.57	2.73

出典：スターツコーポレーション 2006年3月期～2021年3月期の有報をもとに筆者が作成

売上原価に相当する減価償却費の金額は、2006年3月期の5億20百万円から2021年3月期の38億98百万円へと増加している。売上原価の中で減価償却費が占める割合は、最も小さい2006年3月期で0.83%、最も大きい2021年3月期では2.73%となっており、大きな割合を占めているわけではないが、金額と割合とともに、年々増加していることがわかる。売上原価に含まれる減価償却費は賃貸収益に係る費用であるが、賃貸収益はスターツコーポレーションの中で外部売上高が最も多いセグメントである不動産管理事業に属するものであるため、売上総利益の推移に大きな影響を与えていると考えられる。一方で、販売費及び一般管理費に含まれる減価償却費

は、2008年3月期や2009年3月期には増加しているが、それ以外の年度では減少傾向が続いている。

減価償却費は、投資により取得された有形固定資産が費用化されることであり、有形固定資産が損益計算書に与える影響を示している。また、減価償却費は他の多くの費用と異なり、費用化よりもキャッシュアウトが先行するという性格がある。有形固定資産への投資や、その結果としての減価償却費の計上が、売上高総利益やキャッシュフローに影響を与えていることは、スターツコーポレーションの財務上の特徴の一つであると言えるであろう。

(2) 総資産回転率と有形固定資産回転率

企業は、仕入れた商品に利ザヤを加算して売り上げ、その代金で再び商品を仕入れて販売するという営業循環を反復しているが、利ザヤの大きさを示すのが売上高利益率であり、営業循環の回数を示すのが資本回転率である(桜井, 2020, p.178)。また、林 (2015) によれば、『総資産回転数』は売上高を総資産で割った値で、売上代金として回収した資金が、資産に投下され何度入れ替わったか、を表しており、この回転数が多いほど、少ない資金を効率的に使って経営を行なっていると判断することができる(林, 2015, p.74)。

桜井 (2020) によれば、貸借対照表に列挙

された資産の項目は、調達された資本の総額がどのような資産項目に投下されているかを表し、企業が利益を獲得するために保有している経済的資源のリストである(桜井, 2020, p.46)。そして、各資産の回転状況を分析するには、売上高を各資産で割る計算を行えばよい(桜井, 2020, p.188)。また、どの資産項目が重要であるかは、企業の所属業種によって異なるが、一般に重視すべき資産項目は、①売掛金・受取手形などの売上債権、②製品・原材料・仕掛品などの棚卸資産、および③建物や機械装置などの有形固定資産であり、各資産の回転率は以下の算式で算定される(桜井, 2020, p.187)。

$$\begin{aligned} \text{総資産回転率} &= \frac{\text{売上高}}{\text{総資産}} & \text{売上債権回転率} &= \frac{\text{売上高}}{\text{売上債権}} \\ \text{棚卸資産回転率} &= \frac{\text{売上高}}{\text{棚卸資産}} \\ \text{有形固定資産回転率} &= \frac{\text{売上高}}{\text{有形固定資産}} \end{aligned}$$

表 11 にはスターツコーポレーションの総資産、売上債権、棚卸資産、有形固定資産の残高の推移を、表 12 には各資産の回転率の

推移を示し、図 7 には総資産回転率の推移をグラフで示した。

表 11. 総資産、売上債権、棚卸資産、有形固定資産の残高の推移

(単位：百万円)

科目 \ 期	2006.3	2007.3	2008.3	2009.3	2010.3	2011.3	2012.3	2013.3
総 資 産	104,781	119,275	129,902	126,422	119,625	130,241	133,041	145,355
売 上 債 権	7,056	5,764	5,384	5,471	4,986	6,581	7,397	7,225
棚 卸 資 産	26,509	28,379	32,879	23,514	14,739	24,660	24,311	29,260
有形固定資産	29,824	30,431	46,537	54,690	52,812	51,198	50,268	52,939
科目 \ 期	2014.3	2015.3	2016.3	2017.3	2018.3	2019.3	2020.3	2021.3
総 資 産	172,558	178,997	180,550	192,814	234,252	238,900	248,029	259,040
売 上 債 権	7,956	9,612	8,669	8,919	10,283	11,879	12,797	11,641
棚 卸 資 産	23,413	29,372	25,653	25,926	46,780	40,289	29,893	24,231
有形固定資産	72,553	70,742	70,769	75,980	99,468	107,031	111,446	114,903

出典：スターツコーポレーション 2006 年 3 月期～2021 年 3 月期の有報をもとに筆者が作成

表 12. 回転率の推移

(単位：回)

科目 \ 期	2006.3	2007.3	2008.3	2009.3	2010.3	2011.3	2012.3	2013.3
総資産回転率	0.97	1.03	1.08	0.94	0.98	0.90	0.89	0.92
売上債権回転率	14.39	17.93	24.24	22.11	22.99	19.41	16.85	17.56
棚卸資産回転率	3.34	4.19	4.41	4.26	6.28	5.70	4.81	4.79
有形固定資産回転率	3.91	3.81	3.51	2.37	2.24	2.16	2.32	2.49
科目 \ 期	2014.3	2015.3	2016.3	2017.3	2018.3	2019.3	2020.3	2021.3
総資産回転率	0.95	0.89	0.89	0.97	0.79	0.83	0.86	0.78
売上債権回転率	19.90	17.85	17.52	20.56	17.59	17.61	16.95	16.28
棚卸資産回転率	5.73	5.94	5.82	7.01	4.65	4.48	5.96	7.35
有形固定資産回転率	2.41	2.19	2.26	2.46	1.93	1.89	1.91	1.76

出典：スターツコーポレーション 2006 年 3 月期～2021 年 3 月期の有報をもとに筆者が作成

図 7. 総資産回転率の推移



出典：スターツコーポレーション 2006 年 3 月期～2021 年 3 月期の有報をもとに筆者が作成

これらの推移からわかるように、総資産回転率は上昇・下降を繰り返しているが、2006 年 3 月期の 0.97 回から 2021 年 3 月期の 0.78 回まで、概ね下降傾向で推移している。財務ハイライトで見たように、売上高と総資産は共に増加傾向が続いているが、売上高の増加に比べ、総資産の増加の方が大きいことが総

資産回転率の下降傾向として表れている。

スターツコーポレーションの各種の資産の中で特に重要なのは、残高や収益に与える影響等から、有形固定資産であると考えられるため、有形固定資産回転率について分析する。有形固定資産回転率の推移をグラフで示すと、図 8 のようになる。

図 8. 有形固定資産回転率の推移



出典：スターツコーポレーション 2006 年 3 月期～2021 年 3 月期の有報をもとに筆者が作成

有形固定資産回転率は、2006 年 3 月期には 3.91 回であったが、2009 年 3 月期には 2.37 回となり、それ以降はほぼ横ばいながらも下降傾向が続き、2021 年 3 月期には 1.76 回となっている。総資産と同様に、売上高の増加に比べ、有形固定資産の増加の方が大きいため、このような推移となっている。

有形固定資産はその運用により収益と関係するものであるが、建物や機械装置等については、減価償却費として費用化されることにより損益計算と経常的に関係している。しか

し、土地や建設仮勘定については、減価償却されない資産であるため、除売却時の損益や減損損失等の一時的なものを除き、損益計算との関係が数値として直接に表れる形で示されることはない。そこで、有形固定資産とその内訳と、有形固定資産回転率や減価償却費との関係を分析するため、表 13 には有形固定資産とその内訳となる各資産の推移を示し、表 14 には減価償却後の純額での残高の比率の推移を示した。

表 13. 有形固定資産の推移

(単位：百万円)

科目	期	2006.3	2007.3	2008.3	2009.3	2010.3	2011.3	2012.3	2013.3
有形固定資産合計		29,824	30,431	46,537	54,690	52,812	51,198	50,268	52,939
建物及び構築物		16,351	17,061	19,885	25,911	25,263	25,973	26,332	29,146
	減価償却累計額	▲ 3,101	▲ 3,695	▲ 4,566	▲ 5,655	▲ 6,491	▲ 7,760	▲ 8,670	▲ 9,676
	純 額	13,250	13,366	15,318	20,255	18,771	18,213	17,662	19,469
機械装置及び運搬具		2,648	3,037	4,214	4,232	3,278	3,860	4,276	5,063
	減価償却累計額	▲ 1,677	▲ 2,129	▲ 2,876	▲ 3,079	▲ 2,248	▲ 2,803	▲ 3,099	▲ 3,418
	純 額	972	908	1,337	1,154	1,030	1,056	1,177	1,646
土地		14,576	14,630	28,639	32,105	31,968	31,114	30,446	31,089
建設仮勘定		0	0	0	0	0	17	297	11
その他		2,304	3,632	3,805	4,308	4,140	3,937	3,941	4,220
	減価償却累計額	▲ 1,277	▲ 2,106	▲ 2,563	▲ 3,132	▲ 3,097	▲ 3,139	▲ 3,254	▲ 3,496
	純 額	1,026	1,527	1,241	1,176	1,042	797	687	724
科目	期	2014.3	2015.3	2016.3	2017.3	2018.3	2019.3	2020.3	2021.3
有形固定資産合計		72,553	70,742	70,769	75,980	99,468	107,031	111,446	114,903
建物及び構築物		30,213	30,460	30,677	32,796	43,618	53,182	54,104	61,298
	減価償却累計額	▲ 10,470	▲ 11,596	▲ 12,507	▲ 13,515	▲ 14,704	▲ 16,322	▲ 18,304	▲ 20,655
	純 額	19,743	18,863	18,169	19,281	28,913	36,860	35,800	40,642
機械装置及び運搬具		5,382	6,184	6,499	7,067	7,819	8,023	8,565	9,110
	減価償却累計額	▲ 3,747	▲ 4,053	▲ 4,362	▲ 5,023	▲ 5,693	▲ 5,986	▲ 6,471	▲ 7,037
	純 額	1,635	2,130	2,136	2,044	2,126	2,036	2,094	2,073
土地		49,292	48,699	48,531	49,155	63,921	64,754	65,288	67,559
建設仮勘定		1,060	50	891	4,465	2,938	1,001	6,281	2,545
その他		4,542	4,703	4,818	5,081	5,853	7,283	7,418	8,262
	減価償却累計額	▲ 3,718	▲ 3,705	▲ 3,777	▲ 4,047	▲ 4,285	▲ 4,905	▲ 5,434	▲ 6,180
	純 額	823	997	1,040	1,033	1,568	2,378	1,983	2,082

出典：スターツコーポレーション 2006年3月期～2021年3月期の有報をもとに筆者が作成

表 14. 有形固定資産の内訳となる各資産の比率の推移（純額）

(単位：%)

科目	期	2006.3	2007.3	2008.3	2009.3	2010.3	2011.3	2012.3	2013.3
建物及び構築物		44.43	43.92	32.92	37.04	35.54	35.57	35.14	36.78
機械装置及び運搬具		3.26	2.98	2.87	2.11	1.95	2.06	2.34	3.11
土地		48.87	48.08	61.54	58.70	60.53	60.77	60.57	58.73
建設仮勘定		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.03	0.59	0.02
その他		3.44	5.02	2.67	2.15	1.97	1.56	1.37	1.37
科目	期	2014.3	2015.3	2016.3	2017.3	2018.3	2019.3	2020.3	2021.3
建物及び構築物		27.21	26.66	25.67	25.38	29.07	34.44	32.12	35.37
機械装置及び運搬具		2.25	3.01	3.02	2.69	2.14	1.90	1.88	1.80
土地		67.94	68.84	68.58	64.69	64.26	60.50	58.58	58.80
建設仮勘定		1.46	0.07	1.26	5.88	2.95	0.94	5.64	2.21
その他		1.13	1.41	1.47	1.36	1.58	2.22	1.78	1.81

出典：スターツコーポレーション 2006年3月期～2021年3月期の有報をもとに筆者が作成

有形固定資産の合計額は、2006年3月期の298億24百万円から、2021年3月期には1,149億03百万円となり、約3.9倍に増加している。その中でも土地については、2006年3月期には145億76百万円であったが、2021年3月期には675億59百万円となり、約4.6倍に増加している。比率としても、2006年3月期には48.87%であったが、2008年3月期に60%を超えてからは最大で68.84%になった年度もある。減価償却されない資産である土地がこのような推移を示しているのに対し、減価償却される資産の中で残高の多い建物及び構築物の比率は、2006年3月期には44.43%を占めていたが、2017年3月期には25.38%までに低下し、2021年3月期には35.37%となっている。

スターツコーポレーションの有形固定資産の内容は、時期により相違が見られるものの、減価償却されない資産である土地の残高や比率が増加する傾向が続いている。このような点が、前述したような各利益率の推移の傾向や、有形固定資産回転率や総資産回転率が下降傾向にあることの要因となっていると言えることができる。

(3) 小括

ここまで見てきたように、スターツコーポレーションの売上原価の内容は、不動産業の中でもいくつかの業態に関わっているという特徴を表していると考えられ、売上高総利益率の推移には事業活動の内容が反映されていると言える。そして、売上高営業利益率、売上高経常利益率、売上高当期純利益率が確実に上昇し続けていることは、収益性が高まっていることを端的に表していると言えるであ

ろう。

また、スターツコーポレーションの売上高と総資産は共に増加傾向が続いているが、売上高の増加に比べ、総資産の増加の方が多くなっていることが総資産回転率の下降傾向として表れている。さらには、各種の資産の中でも、減価償却されない土地の残高や比率の増加が、有形固定資産回転率や総資産回転率だけでなく、売上高総利益率の推移にも影響を与えていると言えることができる。

3. 資金調達に関連する財務状況の分析

ここでは、自己資本と利益の関係を示すROEとその構成要素、長期的な安全性や短期的な安全性を示す財務指標の推移等から、スターツコーポレーションの資金調達に関連する財務状況について分析する。さらには、それぞれの指標と、自己資本の内訳や有利子負債等を併せて分析することで、資金調達の観点から財務上の特徴について検討する。

(1) ROEと構成要素の分析

ROEは、自己資本(エクイティ)に対比して計算された利益率で、rate of return on equityという英語名の頭文字をとって表記される(桜井, 2020, p.168)。ROEは企業の収益性を分析するための指標の1つとして有効であるが、ROEを、売上高純利益率、総資本回転率、財務レバレッジの3つの要素に分解して分析することで、企業が生み出している利益の大きさ、利益を生み出すための資本運用の効率、事業拡大のために調達している他人資本と自己資本の関係が、立体的に把握で

きるものと考えられる。ここでは、ROE の概説をまとめ、スターツコーポレーションにおける ROE とその構成要素の推移を分析する。

<ROE の概説>

企業が使用する資本は、自己資本と他人資本からなるが、自己資本とは、株主が出資した資本およびそれをを用いて過去に獲得した利益の社内留保分であり、他人資本は、銀行や社債保有者などの債権者から調達された資本を意味する（桜井, 2020, p.166）。また、林（2015）によれば、自己資本利益率（ROE）は、当期純利益を自己資本で割った値で、株主の持分である自己資本に対して、どれだけの純利益が生み出されているかを示す指標であり、出資者である株主からすれば、ROE が高い会社ほど投資する価値が高い、ということになる（林, 2015, p.82）。

連結財務諸表は、親子会社の両方から構成される企業集団全体について作成されている

が、親会社株主は企業集団全体に対して権利を有するのに対し、子会社の非支配株主は、親会社に対しては何の権利も有しない（桜井, 2020, p.169）。したがって、桜井（2020）や林（2015）のいう、出資者たる株主の観点から見た ROE は、連結財務諸表の表示科目を使用すると、当期純利益は親会社株主に帰属するものであり、自己資本は株主資本とその他の包括利益累計額の合計額となる。ただし、本稿ではスターツコーポレーションの事業のパフォーマンスを測定するために ROE による分析を行なう。よって、算定のもととなる当期純利益や自己資本を親会社株主に帰属する部分に限定せず、連結財務諸表が示す企業集団全体の事業活動の結果である当期純利益や、非支配株主持分も含めた自己資本により ROE を算定することが適切であると考えられるため、ROE を以下の算式により算定するものとする。

$$\text{ROE} = \frac{\text{当期純利益}}{\text{株主資本} + \text{その他の包括利益} + \text{非支配株主持分}}$$

ROE は、売上高純利益率、総資本回転率、財務レバレッジの 3 つの要素に分解することができ、それぞれの要素の算定及び ROE と

各要素との関係を示す算式は以下のようになる（桜井, 2020, p.180）。

$$\begin{aligned}
 \text{売上高純利益率} &= \frac{\text{当期純利益}}{\text{売上高}} & \text{総資本回転率} &= \frac{\text{売上高}}{\text{総資本}} \\
 \text{財務レバレッジ} &= \frac{\text{総資本}}{\text{自己資本}} \\
 \\
 \text{ROE} &= \text{売上高純利益率} \times \text{総資本回転率} \times \text{財務レバレッジ} \\
 &= \frac{\text{当期純利益}}{\text{売上高}} \times \frac{\text{売上高}}{\text{総資本}} \times \frac{\text{総資本}}{\text{自己資本}}
 \end{aligned}$$

前述のように、企業は営業循環を反復しているが、営業循環の回数を示すのが資本回転率である(桜井, 2020, p.178)。また、林(2015)によれば、『総資産回転数』が多いほど、少ない資金を効率的に使って経営を行なっていると判断することができる(林, 2015, p.74)。総資本と総資産は等しいため、総資本回転率は総資産回転数と同じ値であり、総資本は企業が調達した資本の総額、総資産は企業が運用している資産の総額ととらえることができる。つまり、総資本回転率は、企業が調達した資本がどれだけ効率的に経営に使われているかを示す指標であると言える。

財務レバレッジは、企業が使用する総資本額が自己資本の何倍に達しているかを表す尺度であり、企業が使用する総資本のうち、他人資本による資金調達額が存在する場合、売上高純利益率や総資本回転率から規定される資本利益率を拡大する効果をもつ(桜井, 2020, p.181)。林(2015)によれば、『財務レバレッジ』とは、銀行借入や社債などからの他人資本をテコ(レバレッジ)として使い、事業規模(総資産)をどれだけ拡大したかを表わす指標であり、財務レバレッジが高い会社ほど、少ない株主資本でありながら、多くの資本を運用していることになる(林, 2015, p.83)。

ROE を高めるには、財務レバレッジを高める、つまり銀行借入等による他人資本を増やせばよいという判断が導かれるが、この判断は常に正しいわけではなく、当期純損失が計上された場合には、財務レバレッジが大きいとマイナス幅が拡大されて、ROE はよりいっそう大きなマイナス値に達してしまう(桜井, 2020, pp.181-182)。このような財務レバレッジが作用すると、景気変動などによる利益変化がよりいっそう拡大されるため、将来の利益予測の不確実性が増加する(桜井, 2020, p.250)。さらには、他人資本に対する固定的な利子の支払は、業績の好調時には所定額の支払で足りるという利点がある反面、業績が不振なときでも契約額が支払われなければならない、利益を圧迫する(桜井, 2020, p.248)。よって、企業の収益性を示す ROE には、資金調達の方法に起因する財務上のリスクも内包されている点に留意して分析する必要があるものと言える。

<ROE と構成要素の推移>

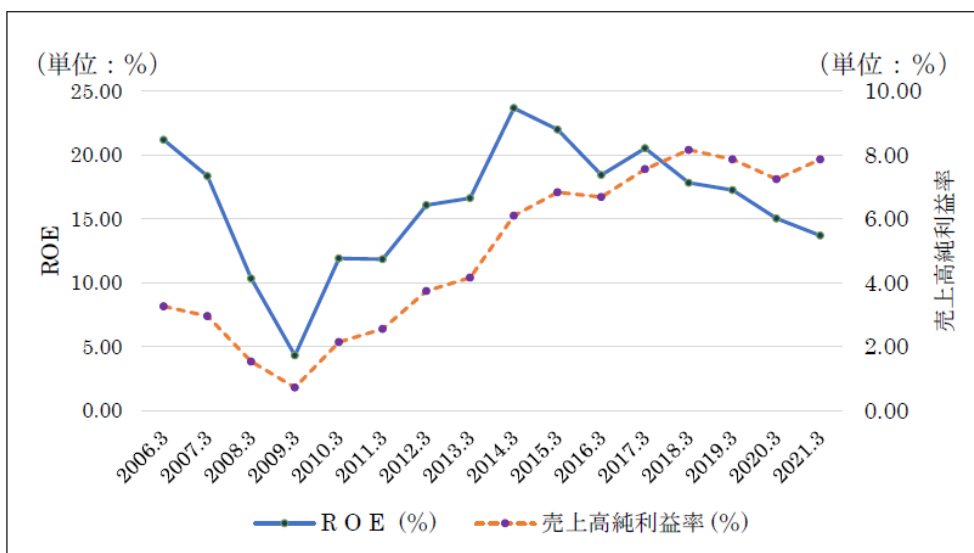
表 15、図 9、図 10 にはスターツコーポレーションの ROE とその構成要素の推移を示した。

表 15. ROE と構成要素の推移

科目 \ 期	2006.3	2007.3	2008.3	2009.3	2010.3	2011.3	2012.3	2013.3
ROE (%)	21.19	18.36	10.36	4.33	11.93	11.86	16.09	16.63
売上高純利益率 (%)	3.27	2.97	1.54	0.73	2.16	2.56	3.75	4.17
総資本回転率 (回)	0.97	1.03	1.08	0.94	0.98	0.90	0.89	0.92
財務レバレッジ (倍)	6.68	6.03	6.21	6.32	5.66	5.15	4.80	4.32
科目 \ 期	2014.3	2015.3	2016.3	2017.3	2018.3	2019.3	2020.3	2021.3
ROE (%)	23.67	22.00	18.44	20.53	17.83	17.26	15.05	13.70
売上高純利益率 (%)	6.10	6.84	6.69	7.56	8.16	7.86	7.24	7.86
総資本回転率 (回)	0.95	0.89	0.89	0.97	0.79	0.83	0.86	0.78
財務レバレッジ (倍)	4.08	3.61	3.09	2.80	2.76	2.66	2.42	2.22

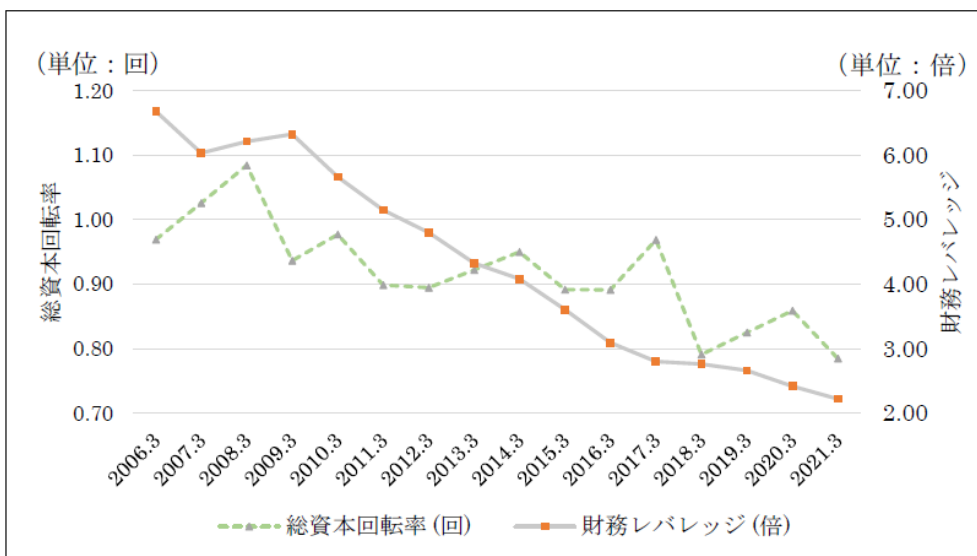
出典：スターツコーポレーション 2006 年 3 月期～2021 年 3 月期の有報をもとに筆者が作成

図 9. ROE と売上高純利益率の推移



出典：スターツコーポレーション 2006 年 3 月期～2021 年 3 月期の有報をもとに筆者が作成

図 10. 総資本回転率と財務レバレッジの推移



出典：スターツコーポレーション 2006 年 3 月期～2021 年 3 月期の有報をもとに筆者が作成

スターツコーポレーションの ROE は、2006 年 3 月期には 21.19%であったが、2009 年 3 月期までに 4.33%と大きく下降した。その後は 2014 年 3 月期に 23.67%まで上昇したが、再び下降傾向となり、2021 年 3 月期には 13.70%となっている。また、ROE の構成要素のうち売上高純利益率については、2006 年 3 月期の 3.27%から 2009 年 3 月期の 0.73%まで下降したものの、その後は上昇傾向に転じ、2018 年 3 月期に 8.16%となった後はほぼ横ばいとなり、2021 年 3 月期には 7.86%となっている。総資本回転率については、上下しながらも 2006 年 3 月期の 0.97 回から 2021 年 3 月期の 0.78 回まで下降している。また、1.00 回を超えているのは 2007 年 3 月期と 2008 年 3 月期の 2 回のみであった。財務レバレッジについては、2006 年 3 月期には 6.68 倍であり、2009 年 3 月期までは若干の上昇が見られたものの、それ以降は 2021 年 3 月期の 2.22 倍まで下降している。このように、ROE については上昇傾向が続いた時期と下降傾向が続いた時期とに分かれるが、ROE の構成要素については、売上高純利益率が大きく上昇した一方で、総資本回転率と財務レバレッジは下降傾向を示している。

これらの推移のうち、売上高純利益率の上昇からは、営業活動から得られる利益が上昇した結果、留保可能な利益が増加していることが示されている。また、財務レバレッジの下降からは、他人資本による資金調達の比率が減少し、自己資本による比率が増えていることが示されている。よって、売上高純利益率と財務レバレッジの推移からは、営業活動から得られる利益が留保されて自己資本とな

り、他人資本に頼らない資金調達が行われていることが示されていると言える。その一方で、総資本回転率に表される営業循環の観点からは、資産の活用については必ずしも効率的ではなく、その結果として 2015 年 3 月期以降は ROE が下降傾向に転じていると言えるであろう。

このような ROE の構成要素のうち、売上高純利益率や総資本回転率の推移は、資産に関連して分析したように、土地の残高が増加していることによる影響が大きいと言える。財務レバレッジが示している資金調達における自己資本と他人資本の関係については、自己資本の内訳や有利子負債の推移等と併せて引き続き分析する。

(2) 自己資本と長期的な安全性及び資本調達コスト

企業が使用する資本は、自己資本と他人資本からなるが、自己資本とは、株主が出資した資本およびそれを用いて過去に獲得した利益の社内留保分であり、他人資本は、銀行や社債保有者などの債権者から調達された資本を意味する(桜井, 2020, p.166)。また、前述した財務レバレッジによって示される資金調達の効率性は、財務的な安全性、特に長期的な安全性と表裏一体の関係にある。ここでは、長期的な安全性を評価する指標の推移の他、有利子負債や資本コストの推移から、スターツコーポレーションの資金調達の状況について分析する。

表 16 には、スターツコーポレーションの株主資本とその内訳の推移を示した。なお、本稿では株主資本と自己資本とは等しくなる。

表 16. 株主資本と内訳の推移

(単位：百万円)

科目	2006.3	2007.3	2008.3	2009.3	2010.3	2011.3	2012.3	2013.3
資本金	4,474	4,474	4,474	4,474	4,474	4,474	4,474	4,474
資本剰余金	4,111	4,133	4,133	4,133	4,133	4,133	4,133	4,133
利益剰余金	5,712	7,901	8,794	8,581	9,855	11,478	14,090	17,442
自己株式	▲ 69	▲ 54	▲ 55	▲ 55	▲ 55	▲ 56	▲ 56	▲ 57
株主資本合計	14,229	16,454	17,346	17,133	18,406	20,030	22,641	25,993
科目	2014.3	2015.3	2016.3	2017.3	2018.3	2019.3	2020.3	2021.3
資本金	4,474	11,039	11,039	11,039	11,039	11,039	11,039	11,039
資本剰余金	4,133	6,221	6,221	6,221	6,221	6,221	6,232	6,232
利益剰余金	24,097	32,831	41,196	52,209	62,779	74,782	86,054	98,498
自己株式	▲ 58	▲ 429	▲ 429	▲ 429	▲ 431	▲ 431	▲ 431	▲ 432
株主資本合計	32,646	49,663	58,027	69,039	79,609	91,612	102,894	115,337

出典：スターツコーポレーション 2006年3月期～2021年3月期の有報をもとに筆者が作成

株主資本のうち、資本金及び資本剰余金の合計は、2021年3月期は2006年3月期の約2.0倍に増加しているが、株主資本全体としては、2021年3月期には2006年3月期の約8.1倍に増加している。このような推移からは、株主資本、つまり自己資本の増減には、増資は一定の影響は与えているが、それ以上に利益剰余金の増減の方がより大きな影響を与えていることがわかる。つまり、スターツコーポレーションの自己資本が大きく増加したのは、営業活動により獲得した利益が自己

資本として蓄積された結果であったとすることができる。

また、前述した ROE の構成要素である財務レバレッジは、他人資本と自己資本の関係から資金調達の状態を示す指標である。同様に、負債比率と自己資本比率は、他人資本と自己資本の関係に基づき、長期的な観点から他人資本の安全性を評価するための指標であり、以下の算式で示される（桜井, 2020, p.216）。なお、算式からわかるように、自己資本比率と財務レバレッジは分母と分子を入れ替えた逆数の関係にある。

$$\text{負債比率} = \frac{\text{他人資本}}{\text{自己資本}} \quad \text{自己資本比率} = \frac{\text{自己資本}}{\text{使用総資本}}$$

スターツコーポレーションの負債比率と自己資本比率は、表 17 と図 11 に示すように推移している。

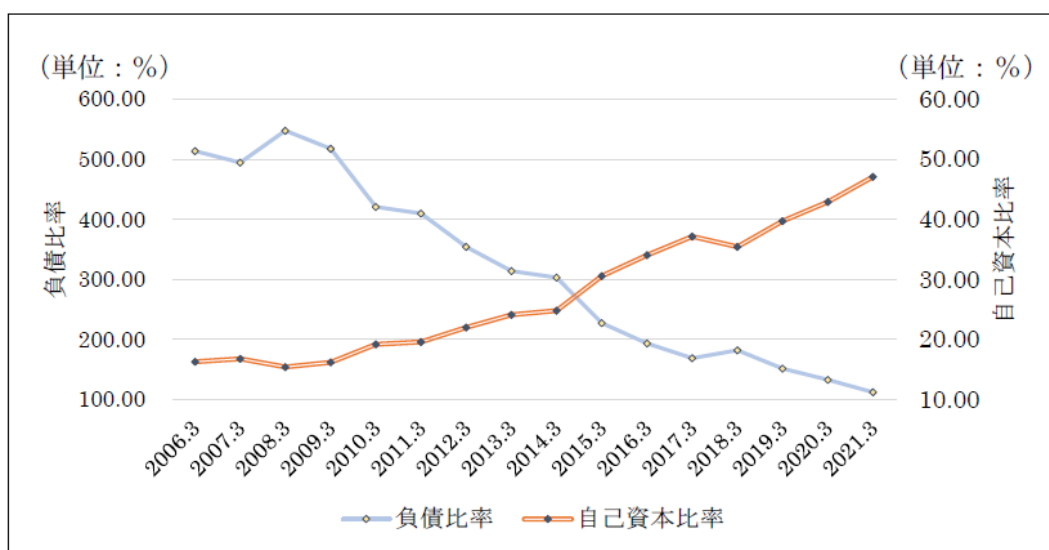
表 17. 負債比率と自己資本比率の推移

(単位：%)

科目 \ 期	2006.3	2007.3	2008.3	2009.3	2010.3	2011.3	2012.3	2013.3
負債比率	513.72	494.59	547.66	517.56	420.73	409.79	354.36	314.22
自己資本比率	16.29	16.82	15.44	16.19	19.20	19.62	22.01	24.14
科目 \ 期	2014.3	2015.3	2016.3	2017.3	2018.3	2019.3	2020.3	2021.3
負債比率	303.38	227.32	193.42	168.98	182.36	151.86	133.11	112.38
自己資本比率	24.79	30.55	34.08	37.18	35.41	39.70	42.90	47.09

出典：スターツコーポレーション 2006 年 3 月期～2021 年 3 月期の有報をもとに筆者が作成

図 11. 負債比率、自己資本比率の推移



出典：スターツコーポレーション 2006 年 3 月期～2021 年 3 月期の有報をもとに筆者が作成

負債比率は 2006 年 3 月期には 513.72%であったが、2008 年 3 月期には 547.66%に達した。それ以降は下降傾向が続き、2021 年 3 月期には 112.38%にまで下降した。一方、自己資本比率は 2006 年 3 月期には 16.29%であったが、上昇傾向が続き、2021 年 3 月期には 47.09%まで上昇している。このような推移からは、自己資本による資金調達の比率が大きくなっていることがわかる。さらに自己資本の増加には、前述のように、利益剰余金の増加が大きな影響を与えている。つまり、

負債比率の下降及び自己資本比率の上昇には、利益剰余金の増加、すなわち、営業活動により獲得され留保された利益の増加が大きく影響していると言える。

一方で、他人資本による資金調達の比率は下降傾向が続いている。表 18 と図 12 には、他人資本による資金調達の状況の推移や、他人資本の調達コスト、つまり、有利子負債に対して支払われる利息の状況を分析するため、有利子負債と支払利息の推移を示した。

表 18. 有利子負債と支払利息の推移

(単位：百万円)

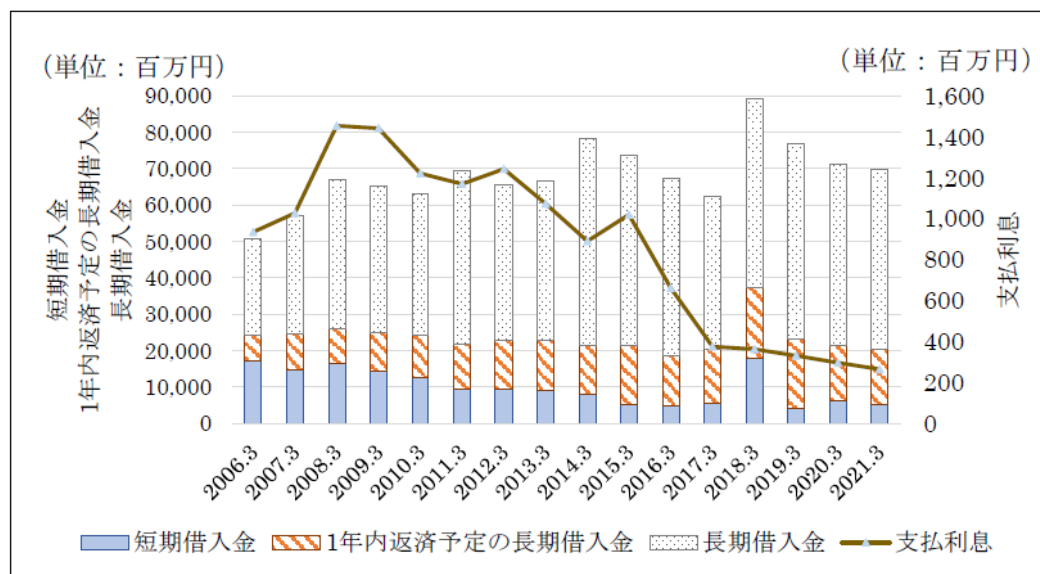
科目 \ 期	2006.3	2007.3	2008.3	2009.3	2010.3	2011.3	2012.3	2013.3
短期借入金	17,398	14,671	16,425	14,321	12,695	9,561	9,645	9,099
1年内返済予定の長期借入金	6,753	10,023	9,485	10,819	11,437	12,373	13,237	13,775
長期借入金	26,543	32,522	41,053	40,142	39,055	47,467	42,732	43,713
社債	0	100	100	0	0	0	0	0
有利子負債合計	50,694	57,316	67,063	65,282	63,187	69,401	65,614	66,587
支払利息	936	1,027	1,454	1,441	1,221	1,170	1,243	1,074

科目 \ 期	2014.3	2015.3	2016.3	2017.3	2018.3	2019.3	2020.3	2021.3
短期借入金	7,981	5,201	4,801	5,701	17,901	4,201	6,381	5,134
1年内返済予定の長期借入金	13,405	16,168	13,811	14,634	19,557	18,930	15,041	15,409
長期借入金	56,883	52,458	48,567	42,123	51,892	53,746	49,932	49,220
社債	0	0	0	0	0	0	0	0
有利子負債合計	78,269	73,827	67,179	62,458	89,350	76,877	71,354	69,763
支払利息	891	1,020	662	377	363	332	297	266

注：1年内償還予定の社債については社債に含めている

出典：スターツコーポレーション 2006年3月期～2021年3月期の有報をもとに筆者が作成

図 12. 有利子負債と支払利息の推移



注：社債及び1年内償還予定の社債については省略している

出典：スターツコーポレーション 2006年3月期～2021年3月期の有報をもとに筆者が作成

これらの推移からはまず、短期借入金の減少傾向が続いていることがわかる。2006年3月期には173億98百万円であったが、年々減少を続け、2018年3月期には一時的に大きく増加したものの、2021年3月期には51億

34百万円にまで減少している。一方、1年内返済予定のものも含めた長期借入金は増加傾向が続いている。2006年3月期には332億96百万円であったが、2019年3月期には726億76百万円にまで増加した。その後はやや

減少し、2021年3月期には646億29百万円となっている。有利子負債全体としては、2006年3月期には506億94百万円であったが、2018年3月期には893億50百万円までに増加し、2021年3月期には697億63百万円となっている。対して、支払利息は2015年3月期までは年間で10億円を超えていることが多いが、それ以降は大きく減少した。2017年3月期には3億77百万円まで減少し、2021年3月期まで年々減少している。

これらの有利子負債と支払利息の金額の推移からは、支払利息が減少したのは、有利子負債の総額が減少したことではなく、短期借

入金の額が減少したことと関係があるものと推測される。ただし、2018年3月期に短期借入金大きく増加させてからの支払利息の推移は、この推測とは一致しない。また、一般的には借入金の返済期間が長い方が利率は高くなると考えられるので、長期借入金の増加と支払利息の減少は、少なくとも一般的な負債と利息の関係性とは異なるものと考えられる。そこで、負債の状況を示すものとして、連結財務諸表に注記されている、担保に係る債務及び担保に供している資産と、支払利息の推移を表19に示した。

表 19. 担保に係る債務、担保に供している資産、支払利息の推移

(単位：百万円)

科目 \ 期	2006.3	2007.3	2008.3	2009.3	2010.3	2011.3	2012.3	2013.3
担保に係る債務	46,755	42,511	51,492	50,048	51,116	55,195	53,958	50,378
担保に供している資産	38,416	28,048	43,916	48,792	52,598	62,480	61,356	61,548
支払利息	936	1,027	1,454	1,441	1,221	1,170	1,243	1,074
科目 \ 期	2014.3	2015.3	2016.3	2017.3	2018.3	2019.3	2020.3	2021.3
担保に係る債務	62,919	33,493	18,309	15,794	14,407	11,919	11,137	9,123
担保に供している資産	76,078	42,802	26,260	25,507	26,571	28,277	25,529	25,115
支払利息	891	1,020	662	377	363	332	297	266

出典：スターツコーポレーション 2006年3月期～2021年3月期の有報をもとに筆者が作成

ここからわかるように、2014年3月期までは、担保に係る債務と担保に供している資産は共に増加傾向にあったが、2015年3月期以降は大きく減少している。このような傾向は、2016年3月期以降に支払利息が大きく減少したことと関係しているものと推測される。また、2015年3月期に増資をしたことと、担保に係る債務や担保に供している資産が減少したことには関係があるのではないかと推測される。長期借入金の増加傾向や、担保や増資と支払利息との関係性はあまりはっきり

しないが、少なくとも、2015年3月期以降は有利子負債の質が優良なものとなったと言うことはできるのではないだろうか。

また、桜井(2020)によれば、調達された資産が返済に充当されるときには、他人資本の返済に優先順位が与えられていることから、自己資本の割合が大きいほど安全性が増すという考え方がある一方で、資本コストは他人資本の方が低いため、収益性を重視すれば、安全性を害さない範囲で他人資本の割合を高めるのが得策である、とされる(桜井, 2020,

pp.216-217)。そこで、スタートコーポレーションの場合の資金調達に係るコストを、利息及び配当金の支払額と、他人資本と自己資本の合計である総資本との関係から分析してみる。表 20 には、利息及び配当金の支払額、総資本の額、利息・配当金の支払額の合計を総資産の額で割った比率の推移をそれぞれ示した。なお、利息と配当金の支払いに係る基準

をそろえるために、それぞれキャッシュフロー計算書の「利息の支払額」と「配当金の支払額」の金額を抽出した。そのため、損益計算書の「支払利息」と下記の「利息の支払額」は異なっており、キャッシュフロー計算書ではマイナスの数として表示されているが、ここではプラスの数として表示・算出している。

表 20. 利息及び配当金の支払額と総資本の推移

科目 \ 期	2006. 3	2007. 3	2008. 3	2009. 3	2010. 3	2011. 3	2012. 3	2013. 3
利息の支払額 (百万円)	910	976	1,466	1,446	1,213	1,175	1,205	1,076
配当金の支払額 (百万円)	220	434	593	574	573	575	764	956
利息・配当合計 (百万円)	1,130	1,410	2,059	2,020	1,786	1,750	1,969	2,032
総資本 (百万円)	104,781	119,275	129,902	126,422	119,625	130,241	133,041	145,355
利息・配当 / 総資本 (%)	1.08	1.18	1.59	1.60	1.49	1.34	1.48	1.40
科目 \ 期	2014. 3	2015. 3	2016. 3	2017. 3	2018. 3	2019. 3	2020. 3	2021. 3
利息の支払額 (百万円)	909	1,009	634	376	362	329	299	270
配当金の支払額 (百万円)	1,433	2,018	2,312	2,626	3,152	3,257	3,782	3,155
利息・配当合計 (百万円)	2,342	3,027	2,946	3,002	3,514	3,586	4,081	3,425
総資本 (百万円)	172,558	178,997	180,550	192,814	234,252	238,900	248,029	259,040
利息・配当 / 総資本 (%)	1.36	1.69	1.63	1.56	1.50	1.50	1.65	1.32

出典：スタートコーポレーション 2006 年 3 月期～2021 年 3 月期の有報をもとに筆者が作成

ここからわかるように、利息の支払額は 2016 年 3 月期以降大きく減少している。一方、配当金の支払額については、増資を行った 2015 年 3 月期には大きな増加が見られるが、それ以外の年度でも増加傾向にあり、2006 年 3 月期には 2 億 20 百万円であったが、2021 年 3 月期には 31 億 55 百万円にまで増加している。しかし、利息・配当金の支払額の合計を総資産の額で割った比率の推移としては、2008 年 3 月期にはそれ以前よりも大きく上昇し、それ以降は上昇・下降はあるものの、概ね一定の範囲で推移している。このような推移からは、自己資本が増加したことで配当

金の支払額は増加したものの、他人資本と自己資本との調達に係るコスト全体としては収益性の低下は見られないと言うことができ、自己資本の比率を上昇させることで安全性を高めつつ、資金調達のためのコストの増加も抑制できている状況が続いていると言える。また、長期借入金の増加傾向に見られるように、スタートコーポレーションは、自己資本のみで資金調達を行うという、いわゆる無借金経営を目指しているわけではなく、自己資本と他人資本のバランスを保った資金調達を行っていると考えられる。

(3) 流動資産・流動負債と短期的な安全性

長期的な安全性についての分析に引き続き、スターツコーポレーションの短期的な安全性を示す指標について分析する。また、それらの指標と、流動負債として区分される「家賃預り金」との関係からスターツコーポレーションの財務上の特徴について分析する。

短期的な安全性を示す指標である、手元流動性比率、流動比率、正味運転資本はそれぞれ以下の算式で示される（桜井, 2020, p.192, p.214；林, 2015, p.58）。

$$\text{手元流動性比率} = \frac{\text{現金預金} + \text{有価証券}}{\text{売上高} \div 12}$$

$$\text{流動比率} = \frac{\text{流動資産}}{\text{流動負債}}$$

$$\text{正味運転資本} = \text{流動資産} - \text{流動負債}$$

手元流動性比率は、1か月当たりの売上高の何か月分に相当する流動的資金を保有しているかという比率で把握する指標である（桜井, 2020, p.192）。手元流動性比率は売上高と資産の関係を示す指標なので、収益性を測定する性格も持っているが、桜井（2020）によれば、企業の支払能力の評価にも利用され、その観点からは手元流動性比率が高いほど安全性が高いと判断される（桜井, 2020, p.193）。また、小宮（2021）によれば、流動比率や当座比率よりもさらに短期的なスパンで資金繰りが回るかどうかを調べるための数字で、すぐに使えるお金がどれだけあるかを示す指標である（小宮, 2021, p.43）。

流動比率は、企業の短期的な債務返済能力

を表す指標である（桜井, 2020, p.214）。桜井（2020）によれば、流動比率は、1年以内ないし通常の営業循環の中で返済すべき負債に対し、1年以内ないし通常の営業循環の中で現金化して負債の返済に充当しうる資産の倍率を表すもので、古くは200%が一応の目安とされてきたが、売上債権や棚卸資産の管理技法が進歩した現在でも100%を超えている必要がある、とする（桜井, 2020, pp.214-215）。ただし、流動比率が示す安全性は、業種によって基準に差があることに注意する必要がある。小宮（2021）によれば、日銭が入ってきて業績が安定しているガス会社や鉄道会社等は流動比率が低くても短期的安全性には問題がないが、病院や在宅介護の会社等は、売掛金がふくらむ一方で支払いが猶予されるお金があまりないため、流動比率が高くなるが資金負担が重たい状態になる業種である（小宮, 2021, pp.39-41）。

正味運転資本は、流動資産から流動負債を控除した金額である（林, 2015, p.58）。林（2015）によれば、これは近い将来の現金収支差のことで、この金額が大きいほど短期的な安全性は高いとされるが、流動比率が高く、正味運転資本が大きいという意味は、必要以上に運転資金を使いすぎている、と考えるべきで、むしろ短期的安全性は低く、必ずしも支払能力が優れているとはいえないことに留意する必要がある（林, 2015, pp.58-60）。

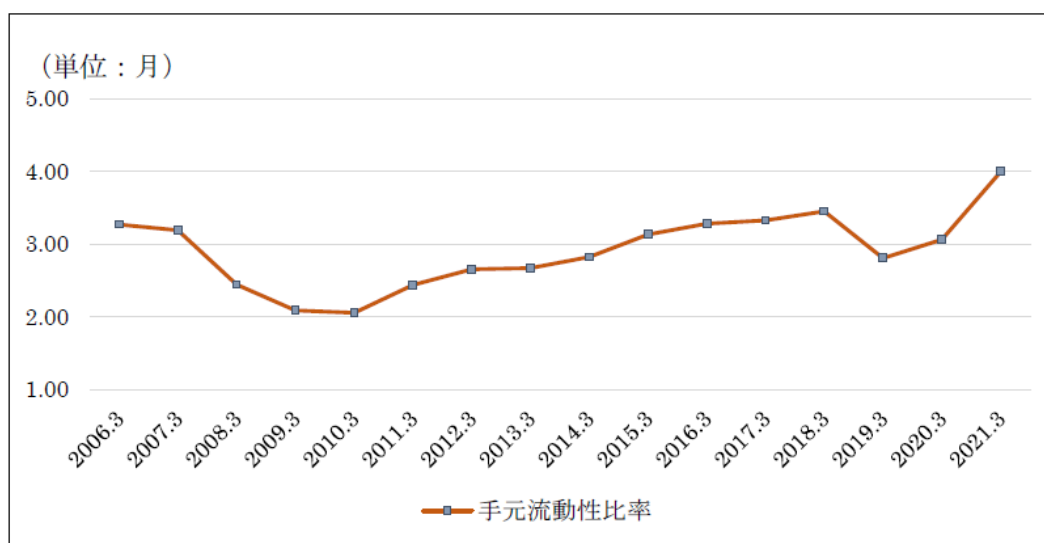
スターツコーポレーションの短期的な安全性を示す手元流動性比率、流動比率、正味運転資本はそれぞれ、表 21、図 13、図 14、図 15 に示すように推移している。

表 21. 手元流動性比率、流動比率、正味運転資本の推移

科目 \ 期	2006.3	2007.3	2008.3	2009.3	2010.3	2011.3	2012.3	2013.3
手元流動性比率(月)	3.28	3.19	2.45	2.09	2.06	2.45	2.66	2.67
流動比率(%)	111.31	114.23	101.82	92.95	94.68	124.62	122.70	127.99
正味運転資本(百万円)	6,755	9,078	1,178	▲ 4,173	▲ 2,698	11,900	11,995	16,021
科目 \ 期	2014.3	2015.3	2016.3	2017.3	2018.3	2019.3	2020.3	2021.3
手元流動性比率(月)	2.83	3.14	3.29	3.33	3.45	2.81	3.07	4.00
流動比率(%)	131.42	140.72	147.91	142.90	128.66	139.98	143.99	155.99
正味運転資本(百万円)	19,262	25,539	28,952	29,304	25,380	30,682	34,230	41,964

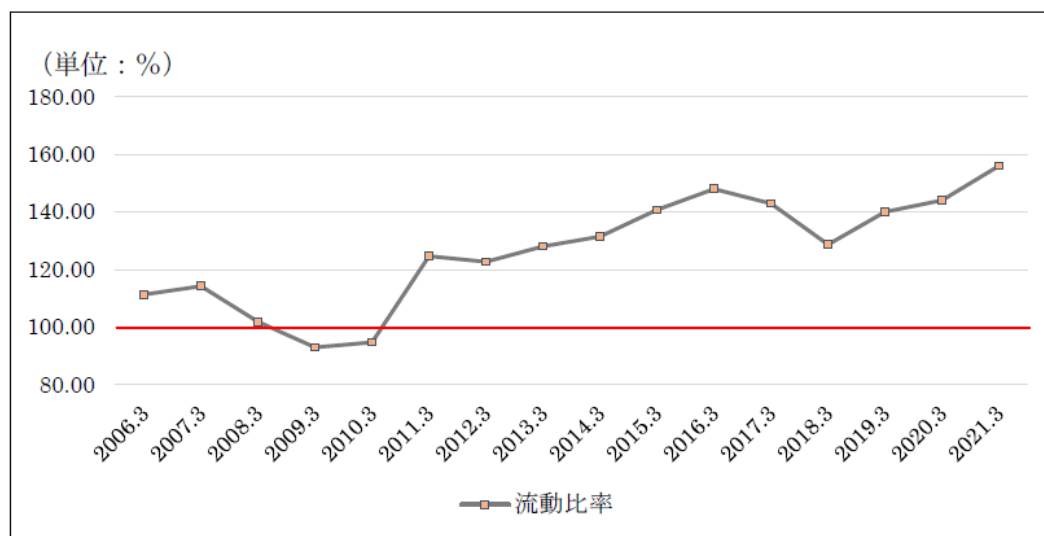
出典：スターツコーポレーション 2006 年 3 月期～2021 年 3 月期の有報をもとに筆者が作成

図 13. 手元流動性比率の推移



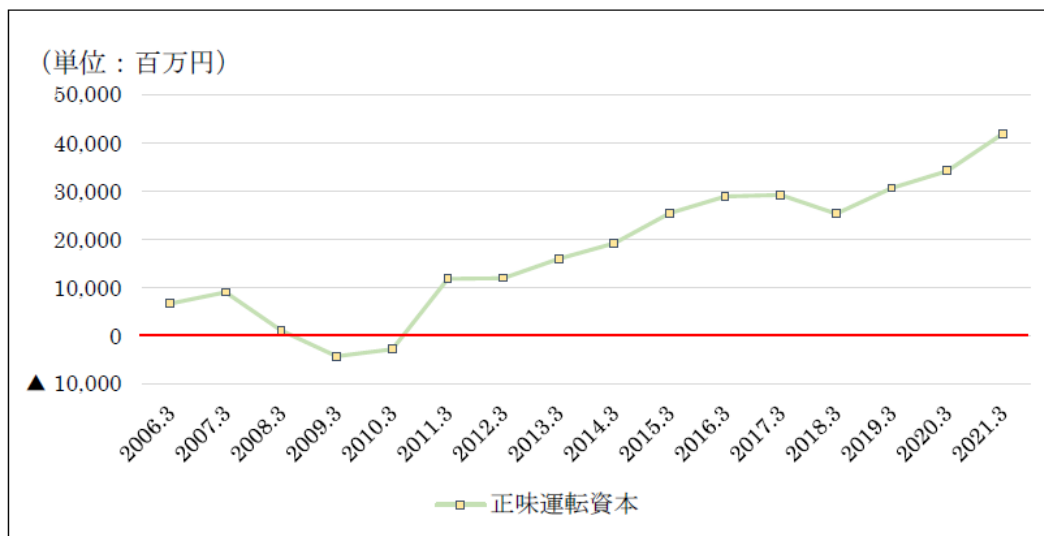
出典：スターツコーポレーション 2006 年 3 月期～2021 年 3 月期の有報をもとに筆者が作成

図 14. 流動比率の推移



出典：スターツコーポレーション 2006 年 3 月期～2021 年 3 月期の有報をもとに筆者が作成

図 15. 正味運転資本の推移



出典：スターツコーポレーション 2006 年 3 月期～2021 年 3 月期の有報をもとに筆者が作成

手元流動性比率は、2006 年 3 月期には 3.28 月であったが徐々に減少し、2010 年 3 月期には 2.06 月となった。その後は増加傾向が続き、2021 年 3 月期には 4.00 月になっているが、2018 年 3 月期から 2019 年 3 月期にかけて一時的に減少している。流動比率は、2006 年 3 月期には 111.31%であったが、2009 年 3 月期には 92.95%まで下降した。その後は上昇傾向が続き、2021 年 3 月期には 155.99%になっている。手元流動性比率と若干の相違はあるものの、概ね類似した推移を示しており、2018 年 3 月期には一時的に下降している。また、2009 年 3 月期から 2010 年 3 月期にかけては、100%を切る年度が続いており、短期的な安全性にはやや問題がある期間であったと言える。正味運転資本も、手元流動性比率や

流動比率と概ね類似した推移を示しており、2006 年 3 月期には 67 億 55 百万円であったが、2021 年 3 月期には 419 億 64 百万円まで増加している。流動比率と同様、2009 年 3 月期と 2010 年 3 月期には、正味運転資本もマイナスの数値を示しており、流動資産よりも流動負債の方が多い状況であったと言える。

これらの指標の推移からは、2008 年 3 月期から 2010 年 3 月期には、短期的な安全性が低下していたが、2011 年 3 月期以降は流動資産の方が流動負債よりも多くなり、短期的な安全性が改善されたものと考えられる。このような推移を示した要因を分析するため、表 22 と表 23 に流動資産及び流動負債の合計額と内訳のうち主なものの推移を示した。

表 22. 流動資産の推移

(単位：百万円)

科目	期	2006.3	2007.3	2008.3	2009.3	2010.3	2011.3	2012.3	2013.3
流動資産合計		66,463	72,852	65,951	55,037	47,987	60,228	64,839	73,261
現金及び預金		27,765	31,663	21,957	19,878	21,377	24,367	27,819	29,367
受取手形及び売掛金		7,100	5,841	5,473	5,584	5,123	6,787	7,602	7,438
有価証券		243	1,520						
棚卸資産		26,509	28,379	32,879	23,514	14,740	24,660	24,311	29,260
前払費用		723	991	916	984	871	876	1,010	1,014
その他		4,123	4,458	4,726	5,077	5,876	3,538	4,097	6,182
科目	期	2014.3	2015.3	2016.3	2017.3	2018.3	2019.3	2020.3	2021.3
流動資産合計		80,576	88,264	89,380	97,610	113,924	107,426	112,046	116,918
現金及び預金		41,826	40,143	47,642	52,731	44,507	46,877	60,036	72,650
受取手形及び売掛金		8,134	9,791	8,788	9,019	10,382	11,998	12,936	11,944
有価証券									
棚卸資産		23,413	29,370	25,653	25,926	46,780	40,289	29,893	24,231
前払費用		1,374	1,396	1,304	1,613	2,013	1,979	2,156	1,649
その他		5,829	7,564	5,993	8,321	10,242	6,283	7,025	6,444

出典：スターツコーポレーション 2006 年 3 月期～2021 年 3 月期の有報をもとに筆者が作成

表 23. 流動負債の推移

(単位：百万円)

科目	期	2006.3	2007.3	2008.3	2009.3	2010.3	2011.3	2012.3	2013.3
流動負債合計		59,708	63,774	64,773	59,210	50,685	48,328	52,844	57,240
買掛金及び工事未払金		14,464	16,175	14,968	13,998	10,250	11,324	11,878	14,399
短期借入金		17,398	14,671	16,425	14,321	12,695	9,561	9,645	9,099
1年内返済予定の長期借入金		6,753	10,023	9,485	10,819	11,437	12,373	13,237	13,775
未払法人税等		2,108	2,152	1,730	1,393	2,861	2,006	2,608	2,898
家賃預り金		6,587	6,515	7,327	6,928	6,882	6,702	6,872	7,156
その他		12,398	14,238	14,838	11,751	6,560	6,362	8,604	9,913
科目	期	2014.3	2015.3	2016.3	2017.3	2018.3	2019.3	2020.3	2021.3
流動負債合計		61,314	62,725	60,428	68,306	88,544	76,744	77,816	74,954
買掛金及び工事未払金		14,853	18,538	13,446	15,401	14,960	19,090	20,039	16,815
短期借入金		7,981	5,201	4,801	5,701	17,901	4,201	6,381	5,134
1年内返済予定の長期借入金		13,405	16,168	13,811	14,634	19,557	18,930	15,041	15,409
未払法人税等		4,035	2,462	3,756	3,854	3,938	5,212	3,788	3,500
家賃預り金		7,760	8,155	8,657	9,429	10,281	11,027	11,982	12,605
その他		13,280	12,201	15,957	19,287	21,907	18,284	20,585	21,491

出典：スターツコーポレーション 2006 年 3 月期～2021 年 3 月期の有報をもとに筆者が作成

まず、流動資産については、2009 年 3 月期と 2010 年 3 月期には合計額の減少が見られ、その中でも特に減少しているのは、棚卸資産であることがわかる。対して、流動負債については、同じ年度に合計額の減少が見られる

が、2011 年 3 月期にも引き続き減少しており、買掛金及び工事未払金と短期借入金が増加している。特に短期借入金については、2018 年 3 月期に大きく増加するまでは、減少傾向が続いていることがわかる。反面、1 年以内返

スターツコーポレーション株式会社の財務諸表分析

済予定の長期借入金については、2013年3月期までは概ね増加傾向が続き、それ以降も増加ないしは横ばい傾向が続いている。このような状況から見ると、2009年3月期と2010年3月期に流動比率や正味運転資本が低下していた要因は、流動負債が増加したというよりは、流動資産、特に棚卸資産が減少したことにあると言える。また、2011年3月期には短期借入金が増加したために、流動比率や正味運転資本が上昇し、それ以降も上昇傾向が続いていると言える。

流動資産及び流動負債の中で、スターツコーポレーションの財務上で特徴的なのは、流動負債として区分される「家賃預り金」であろう。家賃預り金は賃貸収入に付随して生じる負債であり、買掛金や借入金等の債務とは異なる性格を持つ。買掛金や借入金は、返済

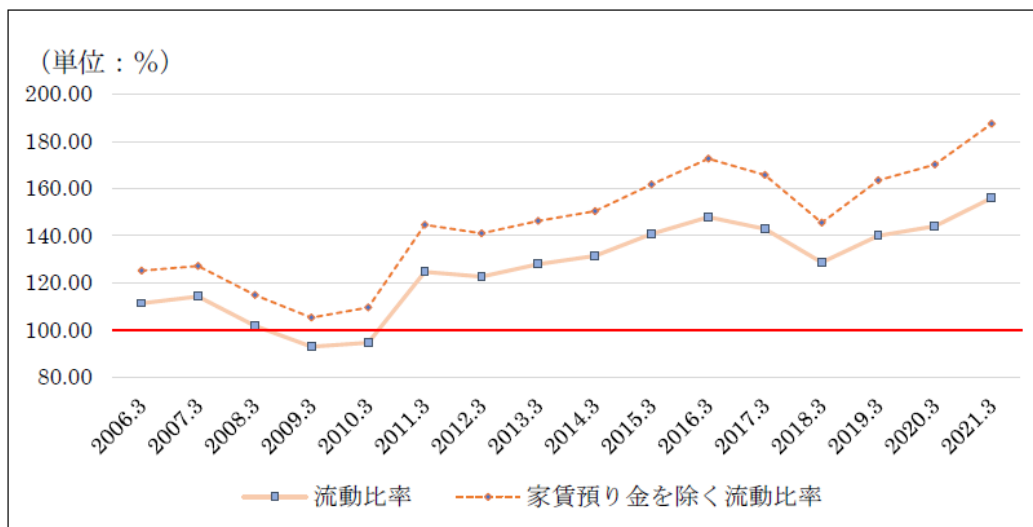
に伴う支出は収入と直接に関係しておらず、返済が収入に先行する場合も多い。一方で、家賃預り金は、家賃収入が増加することと関連して発生するものであり、一定のサイクルでの返済は発生するであろうが、基本的には返済すべき額が収入金額を超えることはなく、あくまでも預かっていたものを返還するものでしかない。このような点から、家賃預り金は、他の流動負債と比べ、短期的な安全性を低下させにくいものであると考えられる。そのような家賃預り金と、短期的な安全性を示す流動比率や正味運転資本の関係を分析するため、表 24 には家賃預り金を除いた場合の流動負債、流動比率、正味運転資本の推移を示し、図 16 と図 17 にはそれぞれ、家賃預り金を除いた場合と除かない場合の流動比率と正味運転資本の推移を比較して示した。

表 24. 家賃預り金を除く流動負債、流動比率、正味運転資本の推移

科目 \ 期	2006.3	2007.3	2008.3	2009.3	2010.3	2011.3	2012.3	2013.3
流動資産合計 (百万円)	66,463	72,852	65,951	55,037	47,987	60,228	64,839	73,261
家賃預り金を除く 流動負債(百万円)	53,121	57,259	57,446	52,282	43,803	41,626	45,972	50,084
家賃預り金を除く 流動比率(%)	125.12	127.23	114.81	105.27	109.55	144.69	141.04	146.28
家賃預り金を除く 正味運転資本(百万円)	13,342	15,593	8,505	2,755	4,184	18,602	18,867	23,177
科目 \ 期	2014.3	2015.3	2016.3	2017.3	2018.3	2019.3	2020.3	2021.3
流動資産合計 (百万円)	80,576	88,264	89,380	97,610	113,924	107,426	112,046	116,918
家賃預り金を除く 流動負債(百万円)	53,554	54,570	51,771	58,877	78,263	65,717	65,834	62,349
家賃預り金を除く 流動比率(%)	150.46	161.74	172.64	165.79	145.57	163.47	170.19	187.52
家賃預り金を除く 正味運転資本(百万円)	27,022	33,694	37,609	38,733	35,661	41,709	46,212	54,569

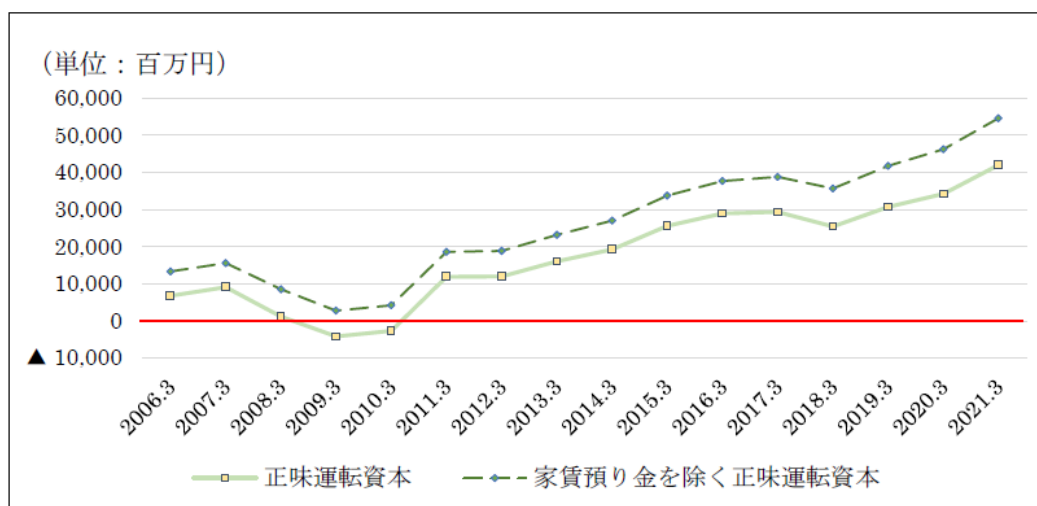
出典：スターツコーポレーション 2006年3月期～2021年3月期の有報をもとに筆者が作成

図 16. 流動比率と家賃預り金を除く流動比率の推移



出典：スターツコーポレーション 2006 年 3 月期～2021 年 3 月期の有報をもとに筆者が作成

図 17. 正味運転資本と家賃預り金を除く正味運転資本の推移



出典：スターツコーポレーション 2006 年 3 月期～2021 年 3 月期の有報をもとに筆者が作成

これらの推移からは、家賃預り金を除いた場合には、2009 年 3 月期や 2010 年 3 月期においても、流動比率は 100%を、正味運転資本は 0 円をそれぞれ下回ることがないことがわかる。このような点から、スターツコーポレーションの短期的な安全性は、本稿の分析期間を通じて、やや問題がある状況を示している年度もあるが、債務返済能力に決定的な問題があったとは考えられない。そして、2011 年 3 月期以降に短期的な安全性が改善

されているのは、短期借入金が増加したことによる影響が大きいものと考えられる。

(4) 小括

スターツコーポレーションの ROE は、分析期間を通じて、下降した時期と上昇した時期とがあった。ROE の構成要素については、売上高純利益率が分析期間を通じて、概ね上昇傾向だった一方で、総資本回転率と財務レバレッジは下降傾向が続いた。特に財務レバ

スターツコーポレーション株式会社の財務諸表分析

レヅジは大きく下降している。売上高純利益率の上昇と財務レバレヅジの下降からは、自己資本の中でも、営業活動により獲得された留保利益により、他人資本に頼らない資金調達が行われていることが示されていると言える。また、資産に関する財務状況と併せて考えると、留保利益は、固定資産の取得、特に土地の取得に使われていると言えるが、総資本回転率の推移からは、売上高の増加よりも資産の増加の方が大きく、営業循環の効率としてはあまり良くない傾向が続いていると言える。なお、増資による自己資本の調達は、ROE の推移に一定の影響を与えてはいるが、留保利益の増加による影響の方がより大きいと言える。

安全性を示す各指標の推移からは、スタートコーポレーションの安全性は短期的にも長期的にも、継続的に改善傾向にあると言える。特に長期的な安全性を測る指標の推移については、資金調達の源泉が、他人資本よりも安全性の高い自己資本によるもの、特に営業活動を通じて獲得した留保利益が中心であることにより、累進的に安全性が高まっている結果と考えられる。短期的な安全性については、2009年3月期から2010年3月期にかけては、安全性にやや問題がある状況を示していたが、流動負債に含まれる家賃預り金を除いた場合の推移等からは、通常の営業循環の中での支払能力に問題があったものとは考えにくい。その後の2011年3月期以降は、短期的な安全性を測る指標の改善傾向が続いており、その主な要因は短期借入金の減少にある。また、支払利息が2015年3月期以降は大きく減少している一方で、自己資本による資金調達が多くなることによるデメリットである、配当

金の増加、つまり資本コストの増加も抑えられている。このように、スタートコーポレーションの資金調達面から見た収益性や安全性は、良好な状態で推移していると言える。

4. キャッシュフロー及び財務状況の変化に関する分析

企業にとって、キャッシュの獲得や支出等の流れ、つまりキャッシュフローは、財務状況だけでなく事業における姿勢を表すものでもあると考えられる。ここでは、スタートコーポレーションの営業活動とキャッシュの関係を示す利益の品質について分析する他、キャッシュフローの傾向から本稿の分析期間を3つに区分し、それぞれの期間の特徴を他の財務指標等と併せて比較・分析することで、キャッシュフローの観点から見た財務上の特徴について検討する。

(1) キャッシュフローの概要と利益の品質の分析

桜井(2020)によれば、企業が現金収入の余剰を生み出す能力や、債務を返済する能力を評価するには、損益計算書と貸借対照表に加えて、収入・支出に関する情報が必要であり、この情報は現金収支の流れを表したものであることから、キャッシュフロー計算書とよばれ、営業活動・投資活動・財務活動の3種類の活動に区分される(桜井, 2020, p.95, pp.98-99)。そして、キャッシュフロー計算書は、次のような用途に利用可能である、とする。

- ・当期純利益の計上が資金的な裏付けを伴っているか否かを明らかにすることにより、利益の品質を評価するための情報として利用すること
- ・企業の資金繰り、安全性の評価に利用すること
- ・企業価値を評価する場合に必要とされる将来期間のキャッシュフローの金額を予測するための重要な手がかりとして利用すること（桜井, 2020, pp.97-98）

また、林（2015）によれば、利益は『差額概念』であって、リアルな実態を表わしているわけではなく、『利益は意見、現金は事実』といわれるように、会社の実態をつかむには、何よりキャッシュフロー計算書を読み解く力を磨くことが大切である、とする（林, 2015, p.139）。

スターツコーポレーションのキャッシュフローの傾向を概観するため、表 25 に、税引前当期純利益、営業 CF・投資 CF・財務 CF、期末現金及び現金同等物の推移を示した。

表 25. 税引前当期純利益、営業 CF・投資 CF・財務 CF、
期末現金及び現金同等物の推移

(単位：百万円)

科目 \ 期	2006. 3	2007. 3	2008. 3	2009. 3	2010. 3	2011. 3	2012. 3	2013. 3
税引前当期純利益	5,731	7,193	5,453	1,929	6,301	6,613	9,378	11,675
営業 C F	1,836	8,337	1,007	7,173	7,593	▲ 750	10,086	6,816
投資 C F	▲ 13,197	▲ 8,506	▲ 18,525	▲ 6,064	▲ 3,526	▲ 3,530	▲ 2,614	▲ 5,825
財務 C F	17,253	5,514	7,866	▲ 2,766	▲ 2,988	5,511	▲ 4,648	▲ 78
期末現金及び現金同等物	23,841	29,199	19,614	18,028	19,042	20,127	22,875	24,185
科目 \ 期	2014. 3	2015. 3	2016. 3	2017. 3	2018. 3	2019. 3	2020. 3	2021. 3
税引前当期純利益	15,634	17,028	17,222	19,681	20,504	23,709	22,358	23,025
営業 C F	22,273	4,356	21,372	20,713	▲ 4,668	28,174	30,667	27,248
投資 C F	▲ 21,013	▲ 3,402	▲ 4,823	▲ 8,971	▲ 27,318	▲ 10,092	▲ 8,315	▲ 10,360
財務 C F	10,053	▲ 2,379	▲ 8,986	▲ 7,375	23,709	▲ 15,759	▲ 9,336	▲ 4,865
期末現金及び現金同等物	35,684	34,629	42,115	46,847	38,447	41,174	54,138	66,183

出典：スターツコーポレーション 2006 年 3 月期～2021 年 3 月期の有報をもとに筆者が作成

税引前当期純利益は、財務ハイライトでも見た売上高や営業利益と同様に減少が見られる年度もあるものの増加傾向が続いており、2021 年 3 月期の税引前当期純利益は、2006 年 3 月期の約 4.0 倍となる 230 億 25 百万円になっている。また、営業 CF・投資 CF・財務 CF はそれぞれ増減の幅があるものの、2021 年 3 月期の期末現金及び現金同等物は、

2006 年 3 月期の約 2.8 倍となる 661 億 83 百万円となっている。

桜井（2020）のいう利益の品質とは、資金増加の裏付けのない利益よりも、資金的な裏付けのある利益の方が、品質が高い、ということである（桜井, 2020, p.97）。また、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であるともいう（桜井, 2020, p.104）。だとすると、営業利益と営業 CF 小

計、税引後当期純利益と営業 CF をそれぞれ比較した場合に、営業 CF 小計や営業 CF の金額が大きい方が、資金的な裏付けがある品質の高い利益が計上されている状態である、と言えるであろう。そこで、スターツコーポ

レーションの営業利益と営業 CF 小計、税引後当期純利益と営業 CF の推移を表 26 に示し、表 27 に示した営業 CF 小計と営業利益の差額及び営業 CF と税引後当期純利益の差額の推移と比較してみる。

表 26. 営業利益と営業 CF 小計、税引後当期純利益と営業 CF の推移

(単位：百万円)

科目 \ 期	2006. 3	2007. 3	2008. 3	2009. 3	2010. 3	2011. 3	2012. 3	2013. 3
営業利益	6,387	8,391	7,011	7,417	8,206	9,864	10,930	12,459
営業 CF 小計	4,223	12,939	5,882	11,193	10,424	4,972	15,928	12,495
税引後当期純利益	2,875	3,409	2,078	877	2,591	2,877	4,412	5,352
営業 CF	1,836	8,337	1,007	7,173	7,593	▲ 750	10,086	6,816
科目 \ 期	2014. 3	2015. 3	2016. 3	2017. 3	2018. 3	2019. 3	2020. 3	2021. 3
営業利益	16,037	16,441	17,945	20,178	20,949	22,821	23,912	22,068
営業 CF 小計	28,505	12,808	27,542	26,834	2,366	35,547	40,308	34,743
税引後当期純利益	9,214	10,720	10,718	13,672	13,785	15,345	15,143	15,642
営業 CF	22,273	4,356	21,372	20,713	▲ 4,668	28,174	30,667	27,248

出典：スターツコーポレーション 2006 年 3 月期～2021 年 3 月期の有報をもとに筆者が作成

表 27. 営業 CF 小計と営業利益の差額、
営業 CF と税引後当期純利益の差額の推移

(単位：百万円)

科目 \ 期	2006. 3	2007. 3	2008. 3	2009. 3	2010. 3	2011. 3	2012. 3	2013. 3
営業 CF 小計－ 営業利益	▲ 2,164	4,548	▲ 1,129	3,776	2,218	▲ 4,892	4,998	36
営業 CF－ 税引後当期純利益	▲ 1,039	4,928	▲ 1,071	6,296	5,002	▲ 3,627	5,674	1,464
科目 \ 期	2014. 3	2015. 3	2016. 3	2017. 3	2018. 3	2019. 3	2020. 3	2021. 3
営業 CF 小計－ 営業利益	12,468	▲ 3,633	9,597	6,656	▲ 18,583	12,726	16,396	12,675
営業 CF－ 税引後当期純利益	13,059	▲ 6,364	10,654	7,041	▲ 18,453	12,829	15,524	11,606

出典：スターツコーポレーション 2006 年 3 月期～2021 年 3 月期の有報をもとに筆者が作成

表 26 からは、営業利益及び税引後当期純利益は増加傾向が続いているが、営業 CF 小計及び営業 CF は増加傾向にあるものの、増減を繰り返していることがわかる。また、営業利益、税引後当期純利益、営業 CF 小計は

赤字となっている年度がないが、営業 CF は 2011 年 3 月期と 2018 年 3 月期に赤字となっている。表 27 を見ると、営業 CF 小計と営業利益の差額又は営業 CF と税引後当期純利益のいずれかがプラスである一方でいずれかが

マイナス、という年度は存在せず、どの年度においてもいずれもがプラス、あるいはいずれもがマイナスになっており、推移の傾向が類似していると言える。そして、それぞれの金額がマイナスになっている年度が5回あるが、連続してマイナスになっていることはなく、マイナスとなった翌年度は大幅にプラスの額が増加していることがわかる。

このような推移からは、営業利益と税引後当期純利益のそれぞれの利益の品質は、ともに一定程度の低下が見られる年度があるものの、中長期的には、品質の高い利益が確保されている状態であると言える。また、営業CF小計と営業利益の差額及び営業CFと税引後当期純利益の推移の傾向が類似しているということは、年度による利益の品質のぶれが少ない状況を示していると言えるであろう。ここまでに見てきたように、スターツコーポレーションでは、減価償却資産だけでなく非減価償却資産の保有額が増加する傾向が続いている。そのため、減価償却費の計上等の損益計算への影響とキャッシュアウトの時期にずれが生じていると考えられるのであるが、資金的な裏付けのある品質の高い利益が確保され、年度によるぶれが少ないと言えることは、財務上の特徴の一つとして重要であると言えるであろう。

(2) FCF の推移と財務状況の変化

ここでは、まず、営業CFと投資CFの合計であるFCFの推移について分析する。そして、FCFの推移の傾向から分析期間を3つに区分したそれぞれの期間について、他の財務指標等と併せて比較・分析することで、スタ

ーツコーポレーションの財務状況の変化や特徴について検討する。

<投資CFとFCFの推移>

投資CFは、キャッシュフロー計算書の第2区分で、①設備投資、②証券投資、③融資に大別される投資活動によるキャッシュフローが記載されている(桜井, 2020, p.106)。桜井(2020)によれば、企業が売上収入から必要な支出を済ませた後に、自由に使える金額として手元に残る資金増加の純額がフリーキャッシュフローで、通常は、営業活動によるキャッシュフローと投資キャッシュフローを合計した金額となる(桜井, 2020, p.108)。林(2015)によれば、投資の多くは経営基盤の充実を目的とするため、投資キャッシュフローは、通常、マイナスになるが、プラスになった場合には、会社の主要資産の売却等により現金を稼ぎ出す能力が急激に弱まることが考えられるため注意が必要である、という(林, 2015, p.149)。また、FCFの黒字化は経営の大原則で、必要な投資をまかなえるだけの営業キャッシュフローを稼ぎなさいという意味である、という(林, 2015, p.150)。ただし、FCFが黒字の場合でも、意識的に投資を控えた結果である場合には、将来の競争力が低下するために注意が必要であることや、単年度だけでFCFを判断すべきではなく、中期的な視点でFCFを黒字にすることが重要である、という(林, 2015, p.151)。

スターツコーポレーションの営業CF、投資CF、FCFは表28、図18に示すように推移している。

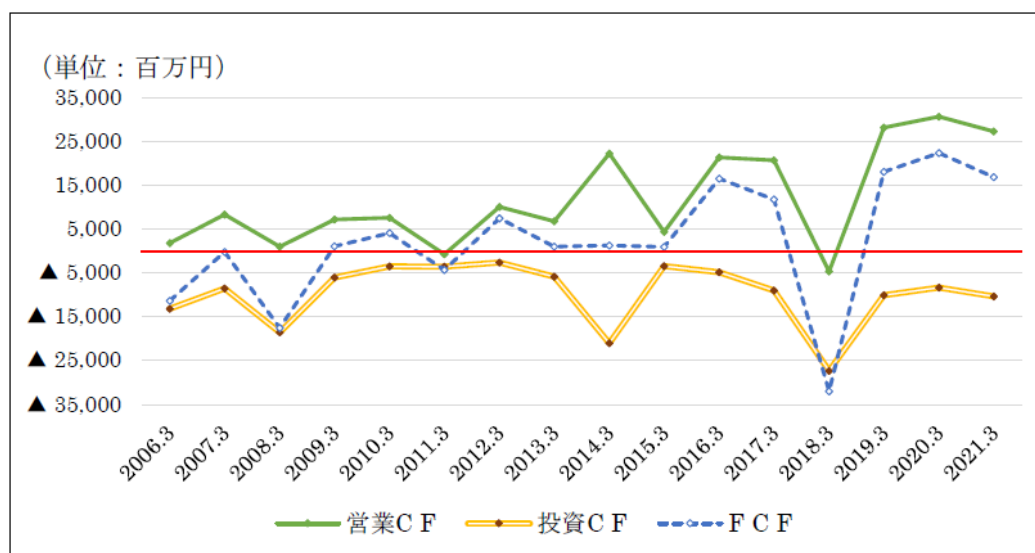
表 28. 営業 CF、投資 CF、FCF の推移

(単位：百万円)

科目 \ 期	2006.3	2007.3	2008.3	2009.3	2010.3	2011.3	2012.3	2013.3
営業 C F	1,836	8,337	1,007	7,173	7,593	▲ 750	10,086	6,816
投資 C F	▲ 13,197	▲ 8,506	▲ 18,525	▲ 6,064	▲ 3,526	▲ 3,530	▲ 2,614	▲ 5,825
FCF	▲ 11,361	▲ 169	▲ 17,518	1,109	4,067	▲ 4,280	7,472	991
科目 \ 期	2014.3	2015.3	2016.3	2017.3	2018.3	2019.3	2020.3	2021.3
営業 C F	22,273	4,356	21,372	20,713	▲ 4,668	28,174	30,667	27,248
投資 C F	▲ 21,013	▲ 3,402	▲ 4,823	▲ 8,971	▲ 27,318	▲ 10,092	▲ 8,315	▲ 10,360
FCF	1,260	954	16,549	11,742	▲ 31,986	18,082	22,352	16,888

出典：スターツコーポレーション 2006 年 3 月期～2021 年 3 月期の有報をもとに筆者が作成

図 18. 営業 CF、投資 CF、FCF の推移



出典：スターツコーポレーション 2006 年 3 月期～2021 年 3 月期の有報をもとに筆者が作成

ここからわかるように、スターツコーポレーションの FCF が赤字となっているのは、分析期間のうちで 5 回ある。一方で、営業 CF が赤字となっているのは 2011 年 3 月期と 2018 年 3 月期の 2 回のみである。営業 CF が赤字となった場合の投資 CF については、2011 年 3 月期はマイナスの金額が他の年度に比べ比較的少なかったのに対し、2018 年 3 月期は投資 CF も分析期間中で最大のマイナス額を計上している。そのため、2011 年 3 月期の FCF が 42 億 80 百万円のマイナスに留まっていた

のに対し、2018 年 3 月期の FCF は 319 億 86 百万円のマイナスを計上している。また、2008 年 3 月期や 2014 年 3 月期も投資 CF のマイナス額が大きい。ただし、2008 年 3 月期については、2018 年 3 月期と同様に FCF のマイナス額も大きくなっているのに対し、2014 年 3 月期については、営業 CF のプラスの方が投資 CF のマイナスよりも大きいため、FCF はプラスの金額となっている。

このような推移を示している FCF であるが、概ね 5 年間毎に、2006 年 3 月期から 2010

年 3 月期まで、2011 年 3 月期から 2015 年 3 月期まで、2016 年 3 月期から 2021 年 3 月期までの 3 つの期間に区分すると、それぞれに

傾向の相違が見られる。表 29 には、各期間の営業 CF、投資 CF、FCF の合計と FCF の平均額及び最大額と最小額の差額を示した。

表 29. 区分した各期間の営業 CF、投資 CF、FCF の合計と FCF の平均、最大額と最小額の差額

(単位：百万円)

科目	期	2006. 3	2011. 3	2016. 3
		-2010. 3	-2015. 3	-2021. 3
営業CF合計		25,946	42,781	123,506
投資CF合計		▲ 49,818	▲ 36,384	▲ 69,879
FCF合計		▲ 23,872	6,397	53,627
FCF平均		▲ 4,774	1,279	8,938
FCF最大及び最小の差額		18,627	11,752	54,338

出典：スターツコーポレーション 2006 年 3 月期～2021 年 3 月期の有報をもとに筆者が作成

ここからわかるように、2006 年 3 月期から 2010 年 3 月期にかけての期間は、FCF は合計・平均がマイナスの額となっているのに対し、他の期間はプラスになっている。また、2011 年 3 月期から 2015 年 3 月期までの期間の FCF 平均は、3 つの期間の中では最も 0 に近い金額となっているが、これは、投資 CF として支出した金額が営業 CF として獲得したキャッシュに近い金額であったことを示している。そして、2016 年 3 月期から 2021 年 3 月期までの期間は、3 つの期間の中で最も FCF 平均が高い一方で、最大額と最小額の差額が最も大きい。これは、投資 CF として支出したよりも多くのキャッシュを営業 CF として獲得した期間である反面、2018 年 3 月期のように FCF が非常に多額のマイナスを計上した年度もあることを示している。このような相違には、投資活動に対するスターツコーポレーションの姿勢の変化が現れていると考えられ、他の財務指標等と併せて分析する

ことで、スターツコーポレーションの財務上の特徴が明確になるものと考えられる。

<2006 年 3 月期から 2010 年 3 月期までの特徴>

2006 年 3 月期から 2010 年 3 月期までの期間は、前述のように、FCF の平均がマイナスの金額となっており、営業 CF による収入を超える金額を投資 CF として支出していたことを示している。また、短期的な安全性の分析の項目で見たように、特に 2009 年 3 月期から 2010 年 3 月期にかけては、通常の営業循環の中での支払能力に問題があったとは考えられないものの、短期的な安全性を測る指標にやや問題がある状況を示していた。2006 年 3 月期から 2008 年 3 月期にかけては、財務 CF がプラスであった一方で FCF がマイナスとなる年度が続いており、キャッシュフローの面からも安全性が低下している状況を示していたと言える。長期的な安全性を示す

指標についても、2008年3月期には、負債比率が分析期間を通じて最も高い547.66%を示していた。さらには、各種の利益率についても、2006年3月期以降、売上高総利益率・売上高営業利益率・経常利益率は2008年3月期まで、売上高税引後純利益率については2009年3月期まで下降傾向が続いており、その後の期間には上昇傾向が続いていることと対照的である。

また、2009年3月期には、総資本回転率が前期の1.08回から0.94回へ、同じく、有形固定資産回転率については、前期の3.51回から2.37回へと、それぞれ大きく低下している。これは、大規模なプロジェクトによる建物や土地への支出が原因であると考えられる（スターツコーポレーション, 2009a, p.20, p.55）。ただし、これ以降も有形固定資産の取得は随時行われているが、有形固定資産回転率は若干の下降傾向ながらも、ほぼ横ばいで推移している。このような推移からは、売上高の規模に比べ、固定資産の額が大きく増加したのが2009年3月期の特徴であり、これ以降は売上高と固定資産の増加の差は小さくなったと言えるであろう。さらに、2006年3月期から2008年3月期にかけては、有形固定資産に占める土地の比率が高まっており、2006年3月期には48.87%であったが、2008年3月期には61.54%となっている。土地の残高は、2007年3月期には146億30百万円であったが、2008年3月期には286億39百万円となっており、前期に比べ140億09百万円増加している。同じように土地の残高が増加している年度としては、前期比で182億03百万円増加した2014年3月期、前期比で147億66百万円増加した2018年3月期があるが、

有形固定資産の残高と比較すると、2008年3月期における土地の増加は他の年度に比べ割合が大きなものであったと言える。そして、非減価償却資産であるために直接には利益を低下させない土地の残高が増加したことは、利益率や回転率に大きな影響を与えたと考えられる。2008年3月期ないしは2009年3月期まで下降傾向が続いていた利益率が、その後は上昇傾向が続いていることや、有形固定資産回転率が、2009年3月期に大きく下降した後は横ばい傾向で推移していることは、土地の取得との関係が大きく、これ以降の財務的な状況を方向付けたものと言えるであろう。

ROEは、2006年3月期の21.19%から、2009年3月期の4.33%へと急激な低下を示している。これは、主にROEの3つの構成要素のうちの売上高純利益率の低下によるものである。一方で、総資本回転率や財務レバレッジについては、2006年3月期から2009年3月期にかけては、やや上下があるもののほぼ横ばいで推移している。売上高については878億56百万円から1,200億03百万円へと増加しているため、これらの推移からは、2006年3月期から2009年3月期にかけてのスターツコーポレーションは、売上高が増加している一方で利益率は低下しており、有形固定資産への投資は必ずしも利益の獲得には繋がっておらず、資金調達は他人資本による割合が大きかった、と言える。

<2011年3月期から2015年3月期までの特徴>

2011年3月期から2015年3月期までの期間は、FCFの平均が0に近い金額となっており、営業CFとして獲得したキャッシュに近

い金額が投資 CF として支出されていたことを示している。また、2010 年 3 月期までの期間とは異なり、FCF の平均がプラスであるため、営業 CF の範囲内で投資活動が行われていたことも示している。さらに、FCF の最大額と最小額の差額が 3 つの期間の中では最も小さい。この期間の中で投資 CF と営業 CF の差額が最大だったのは 2014 年 3 月期であるが、投資 CF は▲210 億 13 百万円、営業 CF は 222 億 73 百万円となっており、投資が営業 CF の範囲内で行われていたことがわかる。また、2014 年 3 月期の投資による支出としては、全社共通の統括業務に属する施設に関する合計 218 億 59 百万円の土地及び建物の取得によるところが大き（スターツコーポレーション, 2014a, p.22, p.25）。つまり、営業 CF と投資 CF の関係から見ると、2011 年 3 月期から 2015 年 3 月期までの期間の投資活動は営業 CF の範囲内で行われ、大規模な投資も、直接に営業活動に関係するようなものではなかった、と言える。前述の 2006 年 3 月期から 2010 年 3 月期までの期間の投資のうちで規模が大きいものは、直接に営業活動に関係するものが多く、投資活動に対する姿勢には相違があると言えるであろう。

2011 年 3 月期から 2015 年 3 月期までの期間には、利益率や安全性を示す指標のほとんどで一定の割合での上昇や改善が続いた。主な指標について 2011 年 3 月期と 2015 年 3 月期の数値を比較すると、売上高税引後純利益率は 2.56% から 6.84% へ、流動比率は 124.62% から 140.72% へ、負債比率は 409.79% から 227.32% へ、自己資本比率は 19.62% から 30.55% へとそれぞれ上昇や改善をしている。ただし、売上高総利益率につ

いては下降傾向が続き、29.76% から 27.85% になっている。

ROE については、2014 年 3 月期に、本稿の分析期間では最高値である 23.67% を示していた。2011 年 3 月期以降は、総資本回転率はほぼ横ばい、財務レバレッジは下降傾向で推移していたため、売上高純利益率が上昇したことが主な要因となって ROE が上昇したと言える。しかし、ROE は 2015 年 3 月期以降下降傾向が続く。2015 年 3 月期には増資が行われており、単年度で見た場合の ROE の下降の要因であったが、それ以降の推移については、留保された利益の増加の方がより大きな影響を与えていた。そして、2015 年 3 月期の増資の後には売上高純利益率が上昇しているにも関わらず、ROE は下降傾向で推移する。これは、2014 年 3 月期までは売上高純利益率が上昇したことが ROE の上昇の主な要因となったこととは異なっているが、改めて分析する。

2011 年 3 月期から 2015 年 3 月期までの期間には、営業 CF としての収入と投資 CF としての支出のバランスが取れており、営業 CF の範囲内で投資を行うことが意識されていたと言えるであろう。また、ほとんどの利益率や安全性を示す指標に、一定の割合での上昇または改善が見られた。つまり、特段の投資を行わなくとも利益率が上昇し、それに伴って留保された利益により安全性が向上した期間であったと言える。2006 年 3 月期から 2010 年 3 月期までの期間に FCF がマイナスになったとしても設備投資を行っていたことの効果が、この期間に現れていると言え、キャッシュや利益を確保することにより安全性を高めながら、バランスの取れた設備

投資を行っていたことが、2011年3月期から2015年3月期までの期間の特徴と言えるであろう。その結果として ROE も大きく上昇したが、この後の期間には財務状況に変化が見られることになる。

<2016年3月期から2021年3月期までの特徴>

2016年3月期から2021年3月期にかけての期間は、これまでの期間の中で FCF の平均が最も高い一方で、最大額と最小額の差額も最も大きい。これは、投資 CF として支出したよりも多くのキャッシュを営業 CF として獲得した反面、2018年3月期のように非常に多額の投資 CF 及び FCF のマイナスを計上した年度があることを示している。そして、2018年3月期を除けば、FCF は100億円を切ることはなく、それまでの FCF の最大額が2012年3月期の74億72百万円であったことと比べると、著しく増加していると言える。また、それまでの FCF の最小額が2008年3月期の▲175億18百万円であったのに対し、2018年3月期の FCF は▲319億86百万円であったので、FCF のマイナス額も著しく増加している。

この2016年3月期から2021年3月期にかけての期間は、これまでの期間以上に売上高や利益といった業績が非常に好調に推移したと言える。また、2016年3月期以降は支払利息が大きく減少しており、収益性や安全性を高めることに寄与している。さらには、2018年3月期にはキャッシュフローの赤字や安全性を示す指標の一時的な悪化が見られ、他の年度に比べ、特異な財務状況を示していたと言える。ただし、その後の年度には財務

状況が著しく改善されていることから、2018年3月期のキャッシュフローの赤字等は、業績の悪化ではなく主体的な経営判断により行われた投資の結果と考えられる。

一方で、2016年3月期から2021年3月期にかけての期間には、ROE が低下している。ROE の構成要素の中では、売上高純利益率は概ね上昇傾向にあったが、2011年3月期から2015年3月期の上昇と比べると鈍化が見られる。また、財務レバレッジは留保利益の増加を主な要因として、それまでの期間と同様に下降が続き、総資本回転率についても上昇・下降はあるが、概ね下降傾向で推移している。その結果、ROE については、2015年3月期以降は、2017年3月期を除いて常に下降が続き、2014年3月期の23.67%から2021年3月期の13.70%まで大きく下降している。2015年3月期の増資はROE の下降傾向の要因の一部とは考えられるが、その後は留保利益の増加による影響が大きい。構成要素を比較すると、ROE の下降要因は、売上高純利益率が上昇するよりも、財務レバレッジや総資本回転率が低下することの影響が強かったためであったと考えられる。

また、2006年3月期にも増資が行われ、2006年3月期以降には2015年3月期以降と同様にROE が下降しているが、2006年3月期以降は売上高純利益率が下降している点が2015年3月期の増資後の推移とは異なっている。2006年3月期以降と、2015年3月期以降の状況とで異なる点としては、一つには支払利息の減少が挙げられるであろう。2006年3月期には9億36百万円、2008年3月期には分析期間中でも最も多い14億54百万円の支払利息を計上しているのに対し、2016年

3 月期には 6 億 62 百万円、2021 年 3 月期には分析期間中で最も少ない 2 億 66 百万円の計上となっている。

さらに、非減価償却資産である土地が増加していることにより利益率が上昇したことも、相違点として挙げられる。土地の残高は、2006 年 3 月期末には 145 億 76 百万円で、有形固定資産のうちの割合としては 48.87%であったが、2021 年 3 月期末には 675 億 59 百万円で 58.80%となっている。一方、減価償却資産である建物及び構築物については、減価償却後の純額が、2006 年 3 月期末には 132 億 50 百万円で有形固定資産のうちの割合としては 44.43%であったのに対し、2021 年 3 月期末には 406 億 42 百万円で 35.37%となっており、非減価償却資産である土地の残高及び割合が増えている。ただし、2015 年 3 月期末には、有形固定資産のうちでの土地の割合が分析期間の中では最高の 68.84%を示していたのに対し、建物及び構築物の割合は 26.66%となっており、2016 年 3 月期から 2021 年 3 月期までの期間には、2011 年 3 月期から 2015 年 3 月期までの期間に比べ、減価償却資産の割合が増加している。減価償却資産の増加は減価償却費の増加に繋がるため、2011 年 3 月期から 2015 年 3 月期までの期間に比べ、2016 年 3 月期以降の売上高純利益率の上昇が鈍化した要因には、減価償却費の増加があったと考えられる。なお、減価償却費は売上原価に含まれるものが多いため、売上高総利益に影響を与えている。売上高総利益率は、2018 年 3 月期以降低下傾向が続いており、投資により減価償却資産である建物等が増加したことが要因であると考えられる。このような変化は、いくつかの開発事業に関連

する大規模な投資が影響しているものと考えられる⁽⁷⁾。

(3) 小括

分析期間を 3 つに区分したそれぞれの期間は、財務状況の特徴に相違がある。2006 年 3 月期から 2010 年 3 月期にかけての期間は、営業 CF による収入を超える金額を投資 CF として支出したため、FCF がマイナスになっており、安全性を示す指標にもやや問題のある状況が見られる。また、設備投資の結果として、有形固定資産回転率が大きく低下していることや、売上高純利益率の低下を要因として ROE が急激に下降している等の特徴がある。2011 年 3 月期から 2015 年 3 月期にかけての期間は、営業 CF の範囲内で投資活動が行われており、直接に営業活動に関するような大規模な投資が行われていない一方で、利益率や安全性が改善され、ROE が上昇した。2016 年 3 月期から 2021 年 3 月期にかけての期間は、非常に多額の投資を行った一方で、利益やキャッシュの獲得も非常に多額であり、安全性の改善が続いている。ただし、利益率の上昇には鈍化が見られ、ROE は下降が続いている。その要因としては、それ以前の期間よりも減価償却資産の割合が増加したことにより減価償却費が増加したことが挙げられる。この減価償却費は、売上原価に含まれるものが多いため、売上高総利益率の低下傾向の要因となっている。

このような財務状況の変化からは、投資活動がスターツコーポレーションの財務状況に大きな影響を与えていると言える。一方で、営業利益と税引後当期純利益は、ともに一定程度の低下が見られる年度があるものの、中

長期的には、資金的な裏付けがある品質の高い利益が確保されていると言えるであろう。減価償却資産だけでなく、非減価償却資産を多く保有し、費用化とキャッシュアウトにずれが生じやすいと考えられるスターツコーポレーションにおいて、利益の品質が確保されていることは、重要な財務上の特徴であると言えることができる。

5. 結論

本稿の目的は、スターツコーポレーションの財務上の特徴の主要な点を明確にすることであった。そのために、収益及び資産に関連する財務状況、資金調達に関連する財務状況、キャッシュフローから分析される利益の品質や、財務状況の変化から分析される特徴について検討した。本稿の目的に対する結論は次のとおりである。

スターツコーポレーションの財務上の特徴は、営業活動を通じて獲得した利益を、継続的で安定的な収益を見込める資産に投資することにより、さらなる利益の獲得に繋げ、自己資本として蓄積していくという、累進的に安全性を高めるサイクルが循環していることである。

このように結論付けるのは、以下の理由による。

スターツコーポレーションは本稿の分析期間を通じて、売上高、営業利益、営業 CF、総資産、純資産のいずれもが継続して増加傾向にあり、事業が順調に推移しているというこ

とができる。その要因としては、収益性が向上していることが挙げられ、売上高総利益率以外の利益率が上昇していることがそのことを端的に示している。ただし、売上高の増加に比べ総資産の増加の方が大きいため、総資産回転率は下降傾向が続いており、各種の資産の中でも、非減価償却資産である土地の残高や比率が増加していることが、利益率の推移にも影響を与えている。また、売上高総利益率は、様々な業態の事業を行っているために、上昇・下降を繰り返しながらほぼ横ばい傾向で推移している。

スターツコーポレーションの ROE は、分析期間を通じて、下降した時期と上昇した時期とがあり、ROE の構成要素を見ると、売上高純利益率が分析期間を通じて概ね上昇傾向で推移した一方で、総資本回転率と財務レバレッジは下降傾向が続いた。売上高純利益率の上昇と財務レバレッジの下降や、自己資本の内容からは、自己資本の中でも留保された利益により、他人資本に頼らない資金調達の割合が増えていることがわかる。そして、自己資本及び他人資本により調達された資金の多くは、外部売上高が多いセグメントである不動産管理事業が利用する固定資産の取得のために使われていると言える。

安全性を示す各指標の推移からは、スターツコーポレーションの安全性は短期的にも長期的にも、継続的に改善傾向にあると言える。特に、他人資本よりも安全性の高い自己資本、特に営業活動を通じて獲得した留保利益が資金調達の中で占める割合が増えることにより、長期的な安全性が累進的に高まっていると言える。また、2009年3月期から2010年3月期にかけては、短期的な安全性にやや問題が

ある状況を示していたが、流動負債に含まれる家賃預り金を除いた場合の推移等からは、通常の営業循環の中での支払能力に問題があったとは考えにくい。その後は、短期借入金の減少を主な要因として、短期的な安全性を測る指標の改善傾向が続いている。さらには、2015 年 3 月期以降は支払利息が大きく減少した一方で、資金調達の方法として自己資本が多くなることによるデメリットである資本コストの増加も抑えられている。このように、自己資本の割合が多くなっていることに加え、資金調達のコストも抑えられていることから、資金調達面から見た安全性や収益性は良好な状態が続いているとすることができる。

スターツコーポレーションの 2006 年 3 月期から 2021 年 3 月期までの期間を、FCF の傾向から 3 つに区分して分析すると、それぞれの期間の財務状況の特徴に相違があることがわかる。2006 年 3 月期から 2010 年 3 月期にかけての期間は、営業 CF による収入を超える金額を投資 CF として支出していたため、FCF がマイナスになっており、安全性を示す指標にもやや問題のある状況が見られる。また、投資の結果として、有形固定資産回転率が大きく低下していることや、売上高純利益率の低下を要因として ROE が急激に下降している等の特徴がある。2011 年 3 月期から 2015 年 3 月期にかけての期間は、営業 CF の範囲内で投資活動が行われており、直接に営業活動に関係するような大規模な投資は行われていない一方で、利益率や安全性は改善され、ROE が上昇した。2016 年 3 月期から 2021 年 3 月期にかけての期間は、非常に多額の投資を行った反面、利益やキャッシュの獲得も非常に多額であり、安全性の改善が続いてい

る。ただし、利益率の上昇には鈍化が見られ、ROE は下降を続けている。その要因としては、減価償却資産が増加したことによる減価償却費の増加が挙げられる。減価償却費は売上原価に含まれるものが多いため、売上高総利益率の低下傾向の要因となっている。これらの点から、スターツコーポレーションの財務状況の変化は、投資活動に大きな影響を受けていることがわかる。さらに、営業利益と税引後当期純利益は、ともに一定程度の低下が見られる年度があるものの、キャッシュフローとの関係からわかるように、資金的な裏付けがある品質の高い利益が確保される状態が続いていると言える。

このように、スターツコーポレーションは、営業活動を通じた収益の獲得能力を継続的に向上させており、獲得した利益を継続的で安定的な収益を見込める資産に投資することで、さらなる利益の獲得に繋げている。そして、資金的な裏付けのある品質の高い利益を自己資本として蓄積していくことで、累進的に安全性を高めていると言える。このような状態が継続していることは、いわば、獲得した利益をもとにした安全性を高めるサイクルが循環している状況であると言えることができ、スターツコーポレーションの財務上の特徴の主要な点である、とすることができるであろう。

おわりに

本稿は、筆者の 2022 年度 LEC 会計大学院専門職学位論文をもとに再構成したものであり、スターツコーポレーションの財務上の特徴の主要な点について検討した。そのため、

本稿では触れることができなかつたが、経営方針として掲げている「ストック型収益積層ビジネス」⁽⁸⁾というビジネスモデルを実践していることも、スターツコーポレーションの財務上の特徴として重要な点であると筆者は考えている。これは、獲得した利益から設備投資を行うことでさらなる収益の獲得に繋げ、累進的に蓄積した自己資本により安全性を高めるサイクルを表現したものであると考えられ、本稿で検討した財務上の特徴は、「ストック型収益積層ビジネス」というビジネスモデルや経営方針と比較・分析することで、より理解できるものと思われる。

また、開発事業に関係する財務状況についてもあまり触れることができなかつたが、本稿の分析期間である 2006 年 3 月期以降は、スターツコーポレーションにとって、公的事業等に関連した開発事業に携わることで財務状況が大きく変化した期間であったと言える⁽⁹⁾。スターツコーポレーションが開発事業に携わる目的の一つとして、棚卸資産である不動産物件を建設し販売することがあると考えられるが、その物件の居住者は不動産管理事業等の「フィービジネス」の顧客ともなる。高齢者支援・保育事業は、不動産物件の居住者が顧客となっている「フィービジネス」の一つであるが、開発事業として建設事業が建設した施設を利用しており、開発事業を起点として各セグメントが連携した事業活動を行っている一例である。高齢者支援・保育事業は他のセグメントに比べると後発の事業だが、売上高が年々増加しており、2021 年 3 月期には不動産管理事業や建設事業に次ぐ 3 番目の売上規模になっている⁽¹⁰⁾。開発事業に関係する事業活動の他の例としては、スターツプロ

シード投資法人との連携が挙げられる。スターツプロシード投資法人は連結財務諸表の上ではスターツグループに含まれないが、運用委託についての関係だけでなく、開発事業に関係して建設された不動産物件の販売先や、不動産管理事業等に関するビジネスパートナーとしても関係しており、事業活動での連携はスターツコーポレーションとスターツプロシード投資法人の収益獲得に貢献している⁽¹¹⁾。このように、開発事業を起点とした事業活動を各セグメント等が連携して行うことは、スターツグループ全体の収益性を向上させていると考えられる。そのため、「フィービジネス」の観点からは、棚卸資産の建設や販売は設備投資を行うことと極めて近い意味を持つものと考えられ、スターツコーポレーションにとっての開発事業は、様々な「フィービジネス」における継続的な事業基盤を獲得するための事業活動であると言える⁽¹²⁾。このような開発事業と各セグメント等の連携や、棚卸資産の建設や販売が持つ意味については、各セグメントの内部売上高と外部売上高の比率や、棚卸資産に関する指標やキャッシュフローと開発事業の状況の関係等から分析できる。その他にも、2018 年 3 月期における特異な財務状況や、コロナ禍や東日本大震災の影響等から、スターツコーポレーションの財務上の特徴の重要な点を分析・検討することができると思われる。

スターツコーポレーションは、自らを「総合生活文化企業」⁽¹³⁾としており、人々の暮らしに関わる様々な業態の事業を行っていることが財務上の特徴にも現れている。また、大きくは不動産業として分類される企業にも、開発、建築、売買、賃貸等の業態があり、そ

これらの企業の財務上の特徴はそれぞれに異なるはずである。今後は、スタートコーポレーションの分析を起点として、不動産業に関係

する財務分析の研究に発展的に繋げていきたいと考えている。

(注記)

- (1) スタートコーポレーション株式会社.
「企業メッセージ 広告ギャラリー」.
<https://www.starts.co.jp/company/cm/>
2023年2月18日閲覧.
- (2) ピタットハウスネットワーク株式会社.
「【ピタットハウス】MediaGallery」.
<https://www.pitac.com/cm/cm.html> 2023年2月18日閲覧.
- (3) スタートコーポレーション株式会社.
「スタート所属選手・卓球」.
<https://www.starts.co.jp/active/t-player/>
2023年2月18日閲覧.
- (4) スタート出版株式会社. 「スタート出版
組織図・沿革」. https://starts-pub.jp/aboutus/profile_history/ 2023年2月18日閲覧.
- (5) 「物販・文化事業」については、セグメントが10に区分された2020年3月期の有報では、「物販事業」とされているが、2021年3月期の有報では「物販・文化事業」とされている。9の区分であった年度には「物販事業」とされている。
- (6) スタートコーポレーション, 2021a, pp.4-6; スタートコーポレーション. 「沿革」.
<https://www.starts.co.jp/company/history/>
2023年2月18日閲覧.
- (7) 代表的なものとしては「タイムレスタウン新浦安プロジェクト」による影響が挙げられる(スタートコーポレーション, 2018a, p.19)。
- (8) スタートコーポレーション, 2021a, p.16他.
- (9) スタートコーポレーションが公的事業に関連した開発事業に携わった最初なのは2004年12月に竣工した「市川市立第七中学校校舎・給食室・公会堂整備等並びに保育所整備PFI事業」であり、2件目は2005年7月に竣工した「中央区グループホーム」である(スタートコーポレーション. 「公的事業・公共事業のご紹介」.
<https://www.starts.co.jp/publicworks/>
2023年2月18日閲覧)。
- (10) 高齢者支援・保育事業に関わる連結子会社は、2003年7月に設立された(スタートケアサービス株式会社. 「会社情報」.
<https://www.starts-care.jp/about/> 2023年2月18日閲覧)。
- (11) スタートコーポレーションとスタートプロシード投資法人の事業での連携の状況は両社の有報等で具体的に開示されている(スタートコーポレーション, 2021a, p.20; スタートプロシード投資法人, 2021, p.3, p.35他)。なお、スタートプロシード投資法人は、上場からの15年間で、単純な年換算での収入は約20.0倍、純利益は約25.7倍になっている(スタートプロシード投資法人, 2006, p.168; スタートプロシード投資法人, 2021, p.230)。また、2021年4月30日時点では、スタートコーポレーションはスタートプロシード投資法人の投資口の

- 13.45%を保有している(スタートプロシード投資法人, 2021, p.28)。
- (12) 筆者が確認することができた2003年3月期以降の全ての決算説明資料の表紙には、一貫して「フィービジネスを中心とした収益積層型の事業展開」という文言が記載されている(スタートコーポレーション, 2003-2021b)。
- (13) スタートコーポレーション, 2021a, p.16 他。
- (参考文献)
- 池田正明. 2013. 『企業価値を高める FCF マネジメント』. 新版. 中央経済社.
- 小宮一慶. 2017. 『図解「ROE って何?」という人のための経営指標の教科書』. PHP 研究所.
- 小宮一慶. 2021. 『プロがやっている これだけ! 会計&会社分析』. 日本経済新聞出版.
- 財界研究所編. 2005. 「インタビュー スタートを分社化した理由は何ですか?」. 『財界』. 第 53 巻第 24 号. pp.114-117.
- 財界研究所編. 2006. 「インタビュー グループシナジーの研究 スターツ・グループが、これから描く事業戦略は何ですか?」. 『財界』. 第 54 巻第 22 号. pp.134-136.
- 財界研究所編. 2008a. 「インタビュー いま、なぜケータイ小説が受けているのですか?」. 『財界』. 第 56 巻第 10 号. pp.124-127.
- 財界研究所編. 2008b. 「インタビュー 不況時にも強いのは、管理業を中心としたストックビジネスの不動産会社だからで
- す」. 『財界』. 第 56 巻第 19 号. pp.84-87.
- 桜井久勝. 2020. 『財務諸表分析』. 第 8 版. 中央経済社.
- スタートコーポレーション株式会社. 2006a-2021a. 「第 34 期~第 49 期有価証券報告書」. <http://www.kabupro.jp/edp/20060627/0060DJCR.pdf> 他. 2021 年 10 月 17 日閲覧.
- スタートコーポレーション株式会社. 2003-2021b. 「第 31 期~第 49 期決算説明資料」. https://www.starts.co.jp/docs/pdf_w/ir111.pdf 他. 2021 年 10 月 17 日閲覧.
- スタートコーポレーション株式会社. 2012c-2021c. 「第 40 期~第 49 期事業報告書」. https://www.starts.co.jp/investor/library/business_reports/pdf/STARRTS_40J_03.pdf 他. 2021 年 10 月 17 日閲覧.
- スタート出版株式会社. 2021. 「スタート出版株式会社第 39 期有価証券報告書」. <https://starts-pub.jp/wp-content/uploads/2022/03/20211204report.pdf> 2022 年 4 月 18 日閲覧.
- スタートプロシード投資法人. 2006, 2021. 「スタートプロシード投資法人第 1 期、第 32 期有価証券報告書」. https://www.sp-inv.co.jp/file/ir_library_term-47d9f50ffcfc0d0a6c920bbdc0c4e08b7bb2fadc.pdf 他. 2022 年 5 月 21 日閲覧.
- 関大介. 2006. 「スタートプロシード投資法人の目論見書からの分析と解説」. 『プロパティマネジメント』. 第 66 号. pp.94-97.
- 日本ショッピングセンター協会. 2019. 「日本の SC 千葉県浦安市 総合生活文化企業

- として事業展開するスターツグループ初の SC:NEW COAST SHIN-URAYASU」. 『SC Japan today』. 第 516 号. pp.82-83.
- 林總. 2015. 『経営分析の基本』. 日本実業出版社.
- 不動産流通研究所編. 2018. 「高齢者向け施設・住宅紹介に独自の資格制度：窓口となる仲介店舗スタッフに介護・医療等の必要知識を研修。多様なニーズへの対応で優良顧客を獲得：スターツコーポレーション(株)」. 『月刊不動産流通』. 第 438 号. pp.36-39.
- 本橋正美=林總=片岡洋人編著. 2016. 『要説管理会計事典』. 清文社.
- 山本宣明. 2011. 「営業利益の質とキャッシュ・コンバージョン・サイクル」. 『LEC 会計大学院紀要』. 第 9 号. pp.99-113.
- 山本宣明. 2012. 「キャッシュ・コンバージョン・サイクルと原価計算」. 『LEC 会計大学院紀要』. 第 10 号. pp.47-62.
- 山本宣明. 2017. 「利益ポテンシャルと CCC による収益性分析—2015 年 8 月期までのファーストリテイリング社のデータに基づいて—」. 『LEC 会計大学院紀要』. 第 14 号. pp.81-93.
- 山本宣明=小林義之=山本誉. 2021. 「中小企業における予測モデルに基づくキャッシュ・バランス経営の提案」. 『LEC 会計大学院紀要』. 第 18 号. pp.1-14.
- 山木正行. 2006. 「ジャスダック第 1 号銘柄の住居系リートが上場 (J-REIT 新規上場スターツプロシード投資法人)」. 『リアルエステートマネジメントジャーナル』. 第 81 号. pp.59-63.
- 労務研究所編. 2020. 「スターツコーポレートサービス スターツの社宅管理代行サービス：クライアント企業の真のベストパートナーとして提供価値を追求」. 『旬刊福利厚生』. 第 2301 号. pp.35-37.