

1910年代における信用分析の展開

——キイ項目と2:1ルール分析の実務——

伊 達 陽

1. 本稿の目的と素材および方針
 - (1) 本稿の目的 (2) 素材と方針
2. 信用分析の実務事例
 - 2.1 食料品卸売業
 - 2.1.1 分析の素材と手順
 - (1) 監査ずみ財務表 (2) 分析の手順
 - 2.1.2 資産の分析 (1)~(11)
 - 2.1.3 負債と資本の分析 (1)~(8)
 - 2.1.4 損益およびその他 (1)~(4)
 - 2.2 その他の事例から
 - 2.2.1 精肉業の事例 (1)~(3)
 - 2.2.2 製靴加工業の事例 (1)~(3)
 - 2.2.3 綿紡績業の事例 (1)~(3)
3. 結 び (本書の分析思考とその環境)

1. 本稿の目的と素材および方針

(1) 本稿の目的

筆者は近稿において、米国'00年代における信用分析の初期的様相を財務論者グリーン¹⁾の分析事例により管見した。¹⁾ 財務諸表分析の先駆は鉄道を対

1) 文献⑥, §5~6。文献②⑥に紹介, 9~11頁。

象とする内部管理分析および投資分析にみられるが、²⁾ 近代的財務諸表分析のシンボルとみなしうる測定手法——比率分析の体系的展開随伴の担い手を、銀行及び製造大企業と信部門による信用分析に求めるならば（本書では財務諸表分析は信用分析において最も長いとする）、グリーンのばあいはまだ端的であった。

本稿では前掲稿でわずかにふれた Carpenter & Wilson の著書によって1910年代における展開を検討したい。

この著書に期する筆者の**問題意識**はつぎのとおりであった。

1) 流動比率の2:1ルールへの態度、³⁾ および諸比率の利用状況と種類、ならびに業種別標準の適用。

2) 分析手順、とりわけ項目別検査の具体相。

つぎに本稿における技術的特徴をあらかじめ要記しておこう。

まず**グリーンと比較した発展相**から入ろう。

1) 項目別検査は会計的な一般的解説も含むが、より財務諸表分析にそくした業種にそくし具体的となっている。

2) たんなる比でなく比率としての認識は明確となる。平均集金日数・棚卸資産回転率はその例で、運転資本の回転速度として意識的に測定される。

3) 運転資本のネット概念にもふれる。

さきの問題意識をも含めて、本書の**技術的特徴**は、

2) つぎに1874年、Fink, Classification of Operating Expenses, の紹介がある。文献⑳, 56~58頁, 同㉑, 第6章, 足立浩稿。同じく鉄道業における投資分析の早期の例は, 文献㉒, 上巻, 87~89頁。1900年, Woodlock, The Anatomy of a Railroad Report, で早期の比率分析。

3) 周知されているがフォークによれば, 流動比率は前世紀末に信用アナリストが使いはじめ, 貸借対照表の解釈実験で唯ひとつしかも広く利用された(文献④, p. 185)。だがその「自然法的無謬性」はやぶれ2.0標準の非弾力性が批判される(文献⑭, p. 21)。この批判は13年頃にはじまるとされる(文献㉓, 上巻94~95頁)。いうまでもなく比率多様化に向かうのであるが, 当座比率で補強を試みるひと幕も挿入されてよい。しかこの事例の当座比率は, それぞれ0.86・0.77・0.94・1.11であり, ほとんどが1.0未満である点に留意されたい。

- 1) 流動比率の**2:1ルールを充たさないばあいの実務**がしめされる。のちのフォークにおけるこのルールの generality は、本稿においては working rule と称される。⁴⁾
- 2) だが**分析手順**としては、会社提示の財務表～比較表（表2フォーム）への移記（分類・要約含む）のさい、欄外に流動負債対流動資産比で付記される。次いで項目別検査となり、他の比率はここで併せて検討される。手順は、要すれば会社・取引先への質問・問合せなど探索～解釈と続く。
- 3) 提示をうける**財務表**は貸借対照表だけ（単年度と連年）・売上高と純益および配当率が加わるケース、さらに損益計算書が加わるケース。監査証明有無の両ケース。
- 4) 業種業態にそくする勘定別知識が重視され、項目別検査が分析の主部をなすなかで、**ケースにおうじる重点項目決定**が方法の核心となる。
- 5) 比率は上記の過程で使われ、総体として数少ない。**流動比率以外の財政構造（静態）比率は現われない**。負債と資本の比は負債比率でなく資本は資本金（capital investment）をさし、支払手形（銀行）と資本金の比をねらう。だが固定ルールはない。他に社債と株式資本金を資本負債（capital liability）、これに剰余金を加えて企業への投資と称する。⁵⁾「自己資本」はなく、有形正味財産にもふれられない。したがって固定比率もない。
- 6) 比率への関説では動態比率のほうが多い。回転率重視——集金期間と棚卸資産回転率が業種別標準と比較される。総じて**運転資本回転重視**である。損益計算書比率は売上高に対する総益率と純益率。投資利益（return on investment）の語が関係会社投資において現われるが、総資本利益率

4) 文献④, p. 85。なおフォークも流動比率が2.0をいくぶん下回っても貸借対照表は健全でありうるのとべている（同前, p. 186）。付言するまでもないがこの比率の評価は極端から極端へ動きやがて中間におちつく（同前, p. 185）。

5) '29年、スローンの証券分析調査が採用した投下資本（invested capital）はこれに等しい。但し投下資本のほんらいの定義はさらに厳密なことを併せて旧稿でふれた。文献②⑥, 25頁および27～28頁。

は出てこない。

7) だから運転資本の用語は原則的には流動資産それも売上債権と棚卸資産——営業流動資産である。だが補足的に純概念にもふれ、margin と表現される。⁶⁾

8) 財政構造比率の乏しさはもちろん貸借対照表重視と矛盾しない。**流動資産の勘定別検査が中心**。仕入代金の手形支払は拒まれる。手形集金は集金促進目的のさいだけ容れらるが多額は拒まれる。だから受取手形割引にはいっそう険しい。棚卸資産には回転率に注目しながらもより寛容。すなわち多くのばあい**銀行支払手形は在庫資金支持のためのつなぎ**であり、仕入割引活用に結びつく。

9) 周到な設備投資は肯定される。しかし**借入金による設備資金調達は否定される**。

上記がどのような環境下で、どのような財務思考と作用しあってかの考察は結びにおいてふれる。

(2) 素材と方針

本稿の**素材**、前掲稿でふれたつぎの書に関して若干を付説しておこう。

Carpenter, H. J. and R. P. Wilson, Analysis of Financial Statements, 1918。

本書は LaSalle Extension University のテキスト、著者はニューヨークの National Bank of Commerce 信用部門担当者および Batavia Rubber Company のおそらく与信担当者である。

本書で取り扱われている事例会社は、リンカーンの引く内国歳入局調査における規模別統計から推せば、大企業ではないが中小企業としては上位に位置するであろう。⁷⁾ だが要するに**非大企業向け貸付審査事例**といえる。もち

6) 運転資本概念の展開に関してはつぎでふれた。文献②⑤。'10年代のロウにおいて純(正味)概念が見出されることも同稿参照。なおロウについては文献⑩。

7) リンカーンの引く内国歳入局調査は'19年で企業数32万の約6割しかカバーしていな

ろん理論書というよりも実務書であるから、本稿は当時における信用分析実務を反映するはずである。

信用分析の事例は当然にその専門書には付されている。だが標準比較や分析一般手順あるいは手法の *exercise* としてが概ねであり、実務そのままとはいきれない。⁸⁾

上記を考慮して本稿ではつぎの**方針**をとりたい。

- 1) 紙幅のかぎりですべてを詳述する。
- 2) 用語・叙説を忠実に伝えるために、相当の部分に全訳に近いかたちをとった。そのさい通じにくいと思われる個所は意識している。また詳説を要しないと思われる個所は要約し、ときによって省略した。
- 3) 諸所に私見を追記した。概ね各節の末尾においたがときに随時挿入されている。

全体が38頁の小冊子であるが相応の資料価値をもつとみられるので以上のように取り扱ったしだいである。

2. 信用分析の実務事例

ケースに入るに先きだち**全般的な序説**が付されている。短切なので以下に全文を訳出しよう。

財務表固有の分析を重視しすぎてはならない。財務表は企業の写真であり正確に観察されなければリスクの全体様相は変貌され利用の可能性は失われる。

財務表は近代経営において重要な位置を占めている。会社の役員・幹部お

いが、報告約19万企業のうち、投下資本1千万ドル超0.4%・100万ドル～1千万ドル未満3.5%・50万ドル～100万ドル1千万ドル未満3.2%、事例会社のうち1社はこの第2クラスに、他の3社は第3クラスにほぼ相当する。だが'19年は「拡張の年」なので約3年のズレからはこれよりあるていど上位とみるべきであろうか。文献⑩， pp-22～23.

8) つぎはどれも事例を含む。文献⑩・⑱・⑲。

よび取締役たちは、建設的そして賢明に計画しようとするならば、自社の財務表を実際に分析できなければならない。投資家は企業の財務表にしめされる正確な諸状況 (conditions) および企業の対応 (contingencies) を観察できるとき、より科学的な基礎において証券を買うことができる。信用調査者 (credit men) は日常的に財務表を利用している。与信にさいしてそれが貸付であれ掛売であれ、人的均衡 (personal equation) と負債支払記録の知識が重点となることは真実であるが、財務表の語る物語 (story) は与信が拠って立つ原則的基礎である。会計家はいうまでもなく、財務表の用途とともに作表に含まれる会計科学と技術 (technique) に関心する。

分析の正確な意図はこれら階層によってやや異なる。与信者は基本的に短期与信向け負債支払能力決定に関心をもつ。役員および投資家もこれらの要因に関心するのは同様であるが、収益力 (earning power) とかなりの期間にわたる一貫した配当支払能力をいっそう重視する。

目的はどうあれ、分析の諸理論は全く類似している。財務表の重用が与信において最も長いからには、この論作ではおもに与信の観点から財務表の分析を説明することとなろう。分析の理論と方法は、典型的な産業階層からえられた代表的な財務表の分析に結びつけながら展開されるであろう。

2.1 食料品卸売業

2.1.1 分析の素材と手順

(1) 監査済み (audited) 財務表 (表1)

監査済みの財務表は、企業が作成した財務表に対してその経営状況に関係のない団体 (party) の意見が付されることで評価されている。企業は不正直な意図がなくても、特定の資産の実現 (realization) に関してリベラルな態度をとりがちなものである。

つぎに会計士たちの職業上のランクいかんがあり、不偏性や職業的資質に関わる。

(表1) 会社提示の財務表

レークサイド食料品会社
デトロイト, ミシガン州
1916年12月31日

資 産			
現金	\$ 88,225.16	支払手形	\$600,000.00
受取手形	104,424.22	支払勘定	69,558.32
受取勘定	506,325.36	未払利息	1,562.21
商 品	812,150.09	社 債(年次に	
土地建物, その他	328,147.51	\$10,000償還)	100,000.00
ABC 缶詰会社投資	180,000.00	賞与引当等	25,162.44
社内貸付金	13,652.62	資 本——	
繰延資産	7,804.31	優先株(6%累積)	700,000.00
機械・備品	92,018.04	普通株	400,000.00
特許権・営業権	400,000.00	剰余金	636,464.34
	\$2,532,747.31		\$2,532,747.31

売上高(1916)——\$4,688,293.78

利 益——\$147,983.35

配 当——6%優先——8%普通

減価償却——\$25,762.54

われわれは、諸資産および諸負債を検証 (verify) しましたそれらによって正確に作成された上記の財務表を検証する目的により、ミシガン州デトロイト、レークサイド食料品会社の、1916年12月31日における諸帳簿ならびに諸勘定を検査 (examine) した。

われわれは、会社の経営者 (management) によりわれわれに報告された商品・材料および消耗品の棚卸高が、諸項目とも市価の変動に適合すべく低価法に基づき適当な基準によって算定されていることに満足した。すべての負債は現存が確認されている。

よってわれわれは、われわれの意見によれば、上記の財務表は同社の1916年12月31日における財政状態 (financial position) を表示していることを証明 (certify) する。

スミス・ジョーンズ会社

(公認会計士, Chartered Accountants)

1917年1月22日

ミシガン州, デトロイト

(2) 分析の手順

「勘定の分類」としてのべられているが、分析手順として整序しよう。

まず (表1) の素材が (表2) の比較表 (Comparison of Statements) に

(表2) 比較表

レークサイド食料品	ミシガン州デトロイト	比較表	企業食料品卸
資産	記録・直接 1916年12月31日		
現金	88,225.16		
受取手形, 売上先	104,424.22		
受取勘定, 売上先	506,325.36		
商品, 完成品	} 812,150.09		
商品, 未完成品			
材料			
流動資産合計	1,511,124.83		
土地	} 328,147.51		
建物			
機械・備品	92,018.04		
特許権・営業権	400,000.00		
投資	180,000.00		
社内貸付金等	13,652.62		
繰延資産	7,804.31		
総計	2,532,747.31		
負債			
支払手形, 商品	600,000.00		
支払手形, 取引銀行			
支払手形, その他			
支払勘定	69,558.32		
未払利息	1,562.21		
償還期限到来の社債	10,000.00		
賞与引当等	25,162.44		
流動負債合計	706,282.97		
社債(期限) 1.923	90,000.00		
担保付借入金(期限)			
負債合計	796,282.97		
資本金 { 優先株 6% 累積	700,000.00		
普通株	400,000.00		
剰余金・未配当利益	636,464.34		
総計	2,532,747.31		
流動資産合計	1,511,124.83		
流動負債合計	706,282.97		
超過流動資産	804,841.86		
売上高	4,688,293.78		
偶発債務			
保険			
配当金	6% P 42,000.00		
	C 32,000.00		
減価償却	25,762.54		
純利益	147,983.35		
外部資産 (Outside Means)			

筆者注：原書の野線は省略してある。

移記される。企業の財務状況 (condition) の主要な特徴がきわだつように要約するのである。資産は流動あるいは負債支払 (current or debt-paying) の性格をもつものと、永久的 (parmanent) な性格をもつものに分けられる。後者は明らかに数種に分割されうるが、清算が遅い性格には変わりなく、さきの2分法はわれわれの意図にかなうであろう。負債の流動と繰延性への分割は資産におけるほど区分明瞭でない。繰延あるいは長期 (deferred or long-time) の支払義務は、社債と担保付または無担保借入金だけである。

つぎに流動負債に対する流動資産 (quick assets とよばれている) の比率がしめされ、事例では47%となる。信用調査者はふつうは (分子・分母を反対にして) 流動比率として2:1を求め、これに充たなければその理由が探求される。しかし、2:1は絶対的な標準ではなく、たんにワーキング・ルールである。もっともこの事例の流動比率は2.14または\$2.14である。

以上の予備的手続に次いで項目別の検討に入る。

2.1.2 資産の分析

まず、資産が分析される。そのさい銀行あるいは商業信用では、どちらかといえば流動性の項目が精査される。固定資産は窮極の実現価値と要費 (carrying charges) の考量が関心をひくていどである。

(1) 現金

事例の現金状態 (cash position) は健全とされる。

現金有高が名目にすぎないばあいがある。貸借対照表日直前の負債を支払えば現金の大半がなくなるなどで、とくに支払手形 (銀行以外に対する手形とみなされる) に関連しやすい。もとより容れうる実務ではない。

ほとんどの商業銀行では貸付にさいし、借り手がその20%の現金残高を維持するようつとめる。事例では借入はすべて銀行からで手形ブローカーを通じていないが、後出第3事例の現金項目は支払手形に適合しない。

現金項目に含まれる期限付預金証書 (Time Certificate of Deposit) を知ることが望ましい。実際上の預金ではあるが貸付金に対する見返り (collat-

eral) である例が多く、その事実が財務表においてしめされないからである。

以上から窺われるのは当時における商業銀行の、運転資金供給における重要な役割であり、そのさい預金残高維持ひいては見返り預金の求めは、昨今のわが国の状況に類似がみられる。もっとも商業信用期間が短い相違を念頭におかなければならない。

(2) 受取手形

最も重点となるのは、この項目が企業の営業過程で売上先からえた手形だけからなるか、それとも従属あるいは関係会社また役員・従業員からの手形を含むかどうかである。後者は非流動 (slow) 資産に移されなければならない。

事例の受取手形項目は売上高とよく均衡している。もしこの残高が30万ドルもあれば、この会社の売上先はとくに上級とはいえず、たとえば商品代金を手形で支払わざるをえないほど現金不足の小売商などであろう。

多額の受取手形残高はまたその会社の立地する地域全般における景況不振を反映していることがある。

売上先のクラスに関する知識が充足され、財務表が世評のよい会計士によって監査されて疑わしい勘定がすべて除かれていても、なお一定割合の償却 (depreciation) がなされるべきである。会社の受取価値の判断を形成するからである。

土地担保付などの受取手形をときに見かける。これらは早期の集金が疑わしい印象を与えるので、多額のばあいは売上先の説明が付されなければならない。

食料品経営では商品は30日か60日ときには4ヶ月の信用期間で売られるが4ヶ月は例外であり、大半は遅くとも60日である。この比較的早い回転率 (turnover) から、ぬけめなくまた積極的に管理されている食料品卸売業者の財務表では、多額の受取手形項目はほとんど見かけない。もちろんその残高の少額が手形割引の結果であることもあり、偶発債務を構成する (後出)。

上記のようにここではかなり保守的な流動資産評価が定性的視点からしめられるが、売上高の区分（従属・関係会社や役員・従業員に対する）や営業外手形の分離は求められない。なお回転率は後出の受取勘定と合算して算出される。

(3) 引受為替手形 (acceptances)

銀行で割引することもできれば公開市場で処分もでき、営業の範囲で自己手形による借入に代位できることになるが、遡求排除付でなければ偶発債務を構成する。

(4) 受取勘定

事例会社の受取手形と売掛金の合計と売上高の関係から、平均集金期間は約45日（1.5ヶ月）、回転数では約8回となる。この点の要所はこの勘定が万全かどうかにかかる。世評をえている会計士の保証がないときは勘定帰属に関する説明の語が適切でなければなるまい。

銀行業界には、財政状態の劣弱な企業の援助を業とする私的銀行家（private bankers）があり、常規的なオープン勘定を開いてこれらの企業に前貸を行なっている。このような融通（accomodation）の利率はつねに平均割引金利よりも高い。そして窮極の支払責任はその企業に残される。

この金融方法は与信者には喜ばれない。もし企業が勘定を現金化するのに充分によい状態にあれば、銀行と関係をもちその必要を充たし金利の節減もえられる、との感覚からである。

受取手形のばあいと同様に、この勘定においても疑わしい勘定はすべて除かれなければならない。またこの勘定は営業過程において売上先からえられ従属または関係会社向け分は流動資産から除かれる。それらへの受取勘定は時おりにしか清算されず、多少とも永久的性格（もちろん業種による）をもち、ときに従属会社の事実上の運転資本あるいはそれへの投資を表わす。そこで清算時には、これらの資金は通例としてそのままの実現価値をもちにくいのである。

さいごに組織的に分離されていない支店と本店との間の流動または貸借勘定の消去にふれられる。

上記のように、集金期間は受取手形と売掛金の合計によって測られ、業種別標準と比較される。つぎに概ね非大企業の例と思われるが「街の金融機関」との関係が語られている。

(5) 商品

流動資産のうち最も重要な項目であり、また一般に最大の割合を占める。棚卸が周到になされたかどうかを知ることが必要である。しばしば経営者によって実施され検証されているが、会計士による棚卸チェックの監督が望ましい。

そして低価法に基づく評価が勧められ、さらに市価をとるべきにいたったばあい、販売費の増加などによる減価 (shrinkage) にもそなえるのがよい。多少とも売れにくい性格の商品は分離し、弾力的に評価することにも注意を払うべきである。

食料品経営の安定性からみれば商品のリベラルな評価切下げは、電気製品・雑貨その他のような、スタイルの変化によって償却が重くなりやすい専門品取扱企業ほどは必要でない。

記憶さるべきひとつの要点は商品回転の現状である。事例では、年間を通して平均的な在庫金額を売上高と比較するとき、6回ていど回転しており能率的な経営をしめしている。信用調査者はその業種ライン (the line of business) の慣習的な回転率との比較に馴れなければならない。

企業の成功は大いにつぎの2点にかかる。その1は商品を有利に早期回転させる能力、その2は早い集金である。

商品手持額が売上に対して異常な割合をしめす事態にさいしては、その理由を知るのがよく、できれば与信者はその特定ライン全般の状況に関して探求すべきである。若干のケースでは、会社が供給先から離れているために不通例に多い在庫が所要される。季節的条件も影響する。換言すれば与信者は

不通例な商品供給を現状が正当化するかどうかを自ら決定しなければならない。

上記をみると、評価に関しては例によってすこぶる保守的であり、回転率も重視されている。要するに**売上債権と棚卸資産の早期回転と保守的評価**が求められる。しかし**在庫過多の判定においては意外に慎重な観をまぬがれない。**

(6) 土地および建物

最初の要点は**所有権 (ownership)**にある。その財産は会社の無条件受入による所有か、あるいは権利が**不動産持株会社・個人・その他に残されている**かどうか？

建物については、**構造・スプリンクラーシステムの有無・適当な付保**、そして最も重要なのは**毎年適当な減価償却の実施**。周到な維持・取替があっても合理的な減価償却がぜひとも所要される。期中の修繕・取替は営業費用に直課さるべく、新規の追加・改良は設備投資となる。

設備投資の年毎における着実な増加は、この方向での会社の政策を知るのによい。だが**商業銀行は借入金による固定投資の政策を容認しない**。新規投資などは**利益か増資によって金融さるべし**との感覚による。

繁栄期には設備の拡張や実質的追加につよい魅惑が生じる。しかし銀行家は**増加需要が一時的状況にだけよるものでないかどうかを深刻に考えるよう立ち入って警告を発すべきである。**

ときに財務表に「**不動産所有権 (equity)**」とだけ表示される。担保差引財産価値である。だが**不十分な方法であり、与信者は担保の金額と期間および利息を知ることが枢要なのである**。不動産項目が増加しているばあい、それが追加・改良あるいは再評価のどれによるかを調査しなければならない。

(7) 機械および備品

建物の減価償却に関するさきの提言はここにもあてはまる。機械はつねに**磨損 (wear and tear)**にさらされ、また近時の発明時代にはときに一夜の

うちに陳腐化する。装置時代でもある。

綿織物工場や印刷所にみるように若干の業種では、機械が割賦基準で購入され、その機械は機械メーカーに動産担保として差入れられていることが珍しくない。

(8) 特許権・営業権・賃借権・パターンなど。

営業権は無形 (intangible) 価値に属し、つねに capitalization における「水割り (water)」に関わる。ときにそれは会社が企業界でうちたててきた名前の保持に対する価値を表わす。多くのばあい、企業はこのような項目の計上を容れられているが、与信目的に関しては特別の価値をもたず、リスク判断にさいしては考慮から除かれなければならない。

patterns (図案)・賃借権・formula (処方) などは、継続企業にとってはときに見積りがたい値打ち (worth) がある。しかし清算の事態になると、それらの価値 (value) はつねに大なり小なり疑わしい。

上記の諸無形資産が信用分析においては繰延資産とともに資産から除かれ有形資産だけが残され、したがって自己資本も有形正味資産 (tangible net worth) として算定される実務は周知されているが、そのこと自体にはふれていない。

(9) 投資

財務表上の投資項目は慎重に取り扱われるべく、多額にわたれば投資の日程表が貴重となる。もし政府や地方自治体の証券あるいは証券取引所登録の株式からなり、適当な評価がなされていけば、その項目は流動性のゆえに流動資産とみなされうる。調査はそれらが貸付などに対する見返りと認められるかどうかの決定にまで拡充されなければならない。

もしその項目が関係会社投資として表われていけば固定資産に分類され、その方向での会社の関わりよう (commitments) に考慮を払うべきである。すなわち現金あるいは商品の前渡によって、また裏書や保証などによって関係企業を金融しているかどうか、そしてこのような業務の範囲、についてで

ある。

事例のばあい、この項目は1社だけ——缶詰会社への投資で、その会社は親会社と結んで実質的な投資利益 (return on investment) をあげ、供給源泉の支配をえしめており、成功的投資であることが明らかとなった。

製造あるいは販売会社が数社の関係会社を株式所有によって支配し、それらの財務運営に利害関係をもつばあいは、そのリスクの程度を適当に設定するために連結貸借対照表が最も核心をえる。

ここでは投資を流動・固定資産に区分することが追加されている。

(10) 繰延資産

この分類に含まれるのは、セールスマンへの旅費など前渡・前払の利息・税金・保険プレミアムなど、次期の営業にわたり、そして流動資産に含めるべきでない諸項目である。これらは名目だけの資産であり通例として実現価値をもたない。

(11) 委託勘定

受取勘定あるいは棚卸項目になんらかの委託勘定が含まれているかどうかをたしかめることは重要である。委託商品は売却・出荷されるまで受取勘定とは認められない。さらに委託商品はつねに会社の直接の統制下にあるわけではなく、偶発の諸危険にさらされている。そこでその金額が考慮に入れられるよう分離してしめさるべきである。

一般に資産の流動性に疑いがあるさいに従うべき共通ルールを付記しよう。清算にのぞんで容易に換金できるだろうか、を自問するとよい。

ここで流動性とは上来からも liquid character であり、liquidity ではない。そして継続企業における流動性と清算 (liquidation) にのぞんでの換金とが混同されている。会計・財務の理論の発展段階を考慮すべきであろうが継続企業概念は ownership とともに財務の実態とも無関係でありえないこと、今日でも同様といえよう。

2.1.3 負債と資本の分析

資産の側と同じプロセスによる、とされる。便宜上、負債と資本を一括紹介する。

(1) 支払手形

裏書・見返りなど、ある方式で支払手形が保証されているかどうかをまず探索の対象になる。

負債が出資 (capital investment) とくらべて平均的にもつべき均衡について固定ルールはない。人は自から支払手形が資本金 (capital) を大きく超過しないことを好むが、**その比率がある固定した値まで引き下げられうるような環境条件は多くはない。**

本事例のばあいはよい均衡をしめしている。だがいまこの事例で、会社の手形は様々な銀行で割引されているが、もしその金額がいま411,692.97であるとすれば、アナリストへの警報となる。企業が商品代金に対して手形を振出しているかもしれず、それは通例として運転資本不足の表徴であり、銀行にとっては前貸金が適当に使われていない最適確の証拠 (evidence) となる。

このような半端の金額についてつぎの説明をうけることがある。会社が取締役あるいは知友から金を預かり、その証拠として手形を差入れ、半端の金額は累積利息に相当すると。株主あるいは利害関係団体からの預り金に関しては、未払配当によるか貸付をうけたのかなど、その金額にたった事情を確定するのがよい。多額ならば株式発行によってその金員を企業内部に固定化させるのがはるかにまさること自明である。さもないとすればトラブルが生じたさい最初に引出されるのが通例である。

株主や取締役に対する負債が一般与信者に劣後してきており、特定期間企業内に固定化しており、提供者による裏書あるいは保証がえられていることが証拠だてられれば、長期 (slow) 負債項目とみなしても安全であろう。

さらに半端の金額は未収利息 (unearned interest charge) 控除のケース、また海運業者向け商業信用状に基づき発行する為替手形の銀行引受、に関しても生じる。

会社の借入額のピークならびにそれへの到達期間，を確定することがすこぶる枢要である。また支払手形金額は購入価格とある関係をもつ。

以上のとおり支払手形項目は最も重視されているが，手形による仕入支払はきびしく拒否されている。負債の限度への関説がすこぶる興味をひくが，対比される資本は資本金であり，「負債比率」にはふれられておらず，*capitalization* とその構造に関する財務論の展開を連想させる。⁹⁾ だがたしかに負債限度の固定ルールはないのである。それだけではなく，比率切下げの環境条件に恵まれていないとの言明に注目したい。企業の簇生・景気変動・銀行信用拡大への要請をその背景として見出しうるであろう。

(2) 支払勘定

仕入代金の未払分であり，どちらかといえば多額にわたらないはずである。平均的公司は特定期間内の支払によって**現金割引の便益をえるために銀行借入をはかる**。そこで支払勘定項目の多額は現金割引利用不足としてアナリストへの警報になる。ときに支払勘定が付保されていることに配慮すべきである。

ここではさきの金融手形による銀行短期借入が，仕入割引に結びついている点が記憶に値いしよう。

(3) 発生負債 (accrued liabilities)

利息・税金・給与・配当などの発生額にかかる負債をさす。

(4) 引当金 (reserves)

嚴重注意を要する項目である。減価償却のように特定の目的により設定される引当金は当該資産から直接に差引かれてもよいが，これは意見の問題であり，若干のアナリストは連年の引当残増加が明瞭となるよう，「繰延負債 (deferred liabilities)」の名称で引当金を表示することをえらぶ。

取替・修繕あるいは改良などへの引当金は，もちろん長期負債に分類さる

9) つぎでふれた。文献②。

べきである。しかし割引・値引・貸倒などへの引当は、あらゆるばあいに資産の受取項目から控除されて当然である。

税金・利息・賞与・給与・配当などへの引当金はまったく引当金ではなく発生負債である。そこで流動負債に含められなければならない。

ここでは引当金の3種別が、不明瞭さを残しながらもよく説かれている。

(5) 社債

すこぶる周到な思考が求められる項目である。まず最初の発行時期・金額および担保などをたしかめる。ほとんどのばあい提担されるから、実際の券面によって、物と人にわたり不動産・プラント・商品・債権・現金など、会社の全財産に関する担保状況が知られる。

つぎには償還期限・利率そして年ごとに減債の目的準備金とられているかどうかを調査する。事例では15万ドルが1911年に発行され、年次に1万ドルの減債準備がなされているから、財務表日付では10万ドルがなお発行されており、次期中に償還すべき1万ドルは流動負債におかれなければならない。

所要される担保価値の範囲を決定するルールはなく、発行引受人まかせが通例となっている。だが清算にのぞめばどんな企業の固定資産も急速に減価することが記憶に止められなければならない。

償還満了期限にも周到な注意が払われるべきである。それが最近の年であれば、会社は借換えについて社債の再発行・短期の手形か無担保債券の発行・株式の追加発行、のどの計画を考えているかを調査する必要がある。ときには転換条項がある。このような問いはすべて負債支払能力の観点から分析されなければならない。

上記のうち、償還期限が次年度にあたる金額を流動負債に移す実務に、資産における保有証券の流動・固定資産への区分と併せて注目しておこう。

(b) 資本金 (capital stock)

授權株式・額面価値・金庫株の状況、その金庫株はかつて見返りとして使われたか？ この金庫株や同社債が資産に掲げられていれば資本金から控除

されなければならない。

優先株があれば利率，その配当が累積的ならば未払残高はあるか？ 資本金が増加していれば，アナリストはそれが新規の払込によるか株式配当の結果かをつきとめるべきである。優先株に償還準備金が設けられているばあいその所要額は？

(7) 剰余金および未処分利益

年ごとにすべての支払終了後，企業に残された累積利益を意味すべきである。この項目は資本負債（capital liability）と併せて企業への投資を表わす。そしてそれが資産面にどう表現されているか——どれだけが流動資産にどれだけが固定その他の資産に，を知るのがよい。

短切であるが全文が注目をひいてよいと思われる。直後に現われる「正味財産」との関わりにもよるが，自己資本は明瞭でなく，社債や株式を併せた資本負債——capitaization と蓄積利益の合計が企業投資としてとらえられるごとくである。capitalization から生じる利息と配当は区別されない。

つぎに上記の長期資本が資産側面と結びつけられており，固定比率および固定長期適合率として比率化されるに間近い。もっとも，この面からの運転資本の正味概念導出はみられない。

(8) 純財産（net worth）

組合（copartnership）では組合員の持分（interest）あるいは投資をしめす。会社に関して使うときは，払込資本プラス付加分（accretion，剰余金と未処分利益）を意味する。

ここでは剰余金・未処分利益は株主資本に属せしめられることになる。但し有形正味財産にはふれられない。

2.1.4 損益およびその他

損益表もしめされているが分析は簡略であり，次いで扱われる偶発債務など補足資料に近い処遇といえる。

(1) 損益計算書

会社提示の表を（表3）にしめす。

（表3） 損益計算書 (Profit and Loss Statement)

レークサイド食料品会社 ミシガン州デトロイト			
損益計算書			
1916年12月31日			用語注
売上高	.....	\$4,688,293.78	
棚卸高,			
1915年12月31日	..... \$	683,741.69	
1916年中の仕入高	.....	4,391,789.57	
		\$5,075,531.26	
差引一棚卸高,			
1916年12月31日	.....	812,150.09	4,263,381.17
売上総利益	.....	\$ 424,912.61	Gross Profit on Sales
販売費	..... \$	82,476.26	
管理費	.....	114,372.94	Administration Expenses
その他雑項目	.....	24,835.26	Miscellaneous
		\$ 203,228.15	
控除:			Deduct
プラント減価償却	..... \$	24,563.49	
貸倒償却	.....	1,199.05	25,762.54
営業利益	.....	\$ 177,465.61	Operating Profits
営業利益からの控除項目:			
借入金利息	..... \$	23,482.26	
社債利息	.....	8,000.00	29,482.26
純利益	.....	\$ 147,983.35	Net Profits
配当支払	——	\$74,000	

損益計算書で貸借対照表を補足させるのが望ましくそしてすこぶる貴重でもある。貸借対照表はある単一時点の財政状態を反映するが、損益計算書は前期の時点からその状況へどうして到達したかをしめすからである。損益計算書はまた企業の収益力を反映する。そして結局には、これが知るべき最も重要な事実であり、それによって会社が契約を実行できるかどうかどうか決定されるのである。

損益計算書は前記のそれや、売上高との関係における営業費用のトレンドまた企業が属する業種において洗練されうる諸特徴と比較することができる。たとえば借入金利息は支払手形とのチェックに利用でき、この面で隠れた負債が判明するかもしれない。売上高に対する売上総利益および純利益の比率が確定されるとよい。もちろん業種によって大きく変動的である。

上記は信用分析としては最大限の損益重視とうけとってよいかもしれない。またそれが実務の実相であったとも思われる。与信者の立場にあるがために事例ていどの損益計算書がときに入手できるからでもあろうが、損益計算書からえられる比率も少数ながらしめされている。しかし財務諸表分析全般の流れにおいてはすでに目新しいわけでもないのである。

(2) 偶発債務

受取手形に関連して生じうる偶発債務についてはその項で既述した。その他の形は子会社の金融に関連して、短期借入の裏書・商品仕入債務の保証・社債や長短借入金の保証などがある。ときに賃借や契約、また若干の業種に独特のもの、出会して認識されるものなどもある。訴訟の発生や損害・人的被害に対する保険の欠如もまた偶発債務をひきおこす。ほかに為替手形の割引または売却、外国為替の割引なども偶発債務をもたらす。

(3) 保 険

与信者にはすこぶる重要だが見のがされやすい。商品・プラントが適当に保護されているかどうかである。

(4) 経営者 (members) の生命保険

進歩的企業では普及を増しているが、繁栄企業のプロデューサーたる人々への付保は健全な判断である。そのような人の喪失が難局をまねくし、保険はそのさい財政的に益する。さらに契約返還価値の存在は困難や清算にさいして与信者に利用されうるし、継続企業の財務表には資産として表われる。投資に含まるべきである。生命保険はまた担保付負債の窮極の支払に対し減償基金の性質を利用されるであろう。

2.2 その他の事例から

他の3事例は全冊の残り約1/3しか占めず叙説も簡略であり、一般的な分析方法は第1の事例にそくして語られ終っている観がある。しかし以下の3事例は、製肉業・製靴下職 (jobbing, 靴加工業)・綿紡績業と業種・業態において多彩となっている。第1事例よりも事例企業の規模が小さいとはかぎらないが、しめされる資料のていども内容もそれぞれ相違し、また第1事例にない結論 (conclusions) や経営の論評 (management) が付されるなど、諸面で工夫が施されている。

以上を考慮するとき省略しうる多くを見出しにくい。詳述して私見による注釈をも加えよう。但し手順についてはくりかえす必要はない。

2.2.1 精肉業の事例

(1) 分析資料および財務上の特徴

損益資料は欠けるが比較貸借対照表がしめされる。だが受取手形と受取勘定・有形固定資産・支払手形 (金融・営業・その他) は一括され粗な資料である。

負債の多い業種であり回転率の早さに基づく。運転資本のいちじるしく積極的な使用が所要され、精肉企業は銀行にとってむしろ着実な借り手となる。重い負債は在庫の流動性に支えられており、製品は安定、コンスタントな需要から清算にさいして在庫処分にほとんど困難はない。

ちなみに上記諸項目の構成比を算出しておく (資料にはしめされない)。

商品 39.8 支払手形 37.7 社債 8.7 資本金 (普通株) 39.3
 剰余金 14.2

(2) 項目別の要点

- 1) 集金期間が早いので受取手形が多額におよぶ例はまれ。もしそうなれば売上先に説明を求めたい。手形と受取勘定を分離できるとよい。
- 2) 商品の増加が多い (増加率20.9%, 構成比は37.9から39.8へ, 筆者)。好況時の合理的な在庫増加はどの業界でも必ずしも警戒を要しないが、つね

に思考と調査が求められる表徴である。増量よりも高価格の結果でありやすく景況反転により損失をまねくからである。

事例の精肉業のばあいは正常な進歩に矛盾する増加とはみられず、製品の早い販売可能性も念頭におかれてしかるべきである。

3) この項も支払手形と支払勘定に分割さるべきである。顕著な増加は在庫増加に帰しうる(46.1%の増加, 構成比は29.7から37.7へ, 筆者)。

4) 社債の償還はなされていないが, 最終期限はかなり先き(12年後)なので案じる要はない。但し年に6万ドルの利息には留意。

5) 年度利益は不詳だが, 7%の規則的配当支払後で剰余金が12.8万ドル増加しており, 成功的な年度であったとみなしうる。

(3) 結論と筆者追記

財務表の全般的な展望(a view)ではすこぶる満足, 負債の増加はあるが企業は良好な流動的状況(liquid condition)にあり進歩をしめしている。

比較表には第1事例と同様に流動負債に対する流動資産の比率が付記され44から55と推移している。流動比率になおせば(逆数)229から183への低下となる。処分後利益プラス配当金(31.5万ドル)対期末総資本による総資本純益率は3.9, 資本金利益率は9.9となる。流動比率の200%が固執されていないことは明らかであるが, 抜群の繁栄企業とまで思われぬものの, 安定業界で銀行の短期融資先としてはわるくないのであろう。

しかし資本金の多さも実は一般に与信の基底とみられる。証券による資本調達がこの事例でもウェイト高く, 剰余金は配当負債もありさほどゆたかでないが, 自己資本合計では53.5にたつする。

2.2.2 製靴加工業の事例

(1) 分析資料および財務上の特徴

事例企業はパートナーシップ形態, 素材には売上高・純益のほかに引出金と受取手形割引高が欄外に付記されている。これらの参考に会社提示の財務表を(表4)にしめそう。

(表4) パートナーシップの財務表

ヘンドリック・ブラザーズ シアトル, ワシントン州 1916年12月31日	
資 産	
現 金	\$ 16,728.29
商 品	391,607.51
受取勘定	437,400.03
受取手形	12,163.17
機械および備品	37,420.01
投 資	135,000.00
	\$1,030,319.01
負 債	
支払手形	\$ 350,000.00
支払勘定	76,742.95
未払税金・保険料ほか	23,141.01
パートナーおよび知己預り金	46,693.27
純 財 産	433,741.78
特殊資本金 (Special Capital)	100,000.00
	\$1,030,319.01
売 上 高	\$1,667,000.00
利 益	92,543.00
引 出 金	40,000.00
受取手形割引高, 上計に含まず	35,545.00

(筆者注) 「比較表」では、資産のうち現金から受取手形までが流動資産、負債のうち支払手形から預り金までが流動負債、として集計され、後者の前者に対する比率58が記入されている。

とくに魅力ある財務表とはいえ、この業種としては負債過多、運転資本不足。後者はのちに受取手形割引の実務により証明される。

(2) 項目別の要点

1) 受取手形と受取勘定の合計額を売上高とくらべると集金の監視 (watch) 不足、この業種の平均集金日数は60日近くが通例なのに事例企業は約90日にわたる。

- 2) 会社の剰余金と同様に純財産の変動に注意すべく、不通例の減少は説明されなければならない。引出金の年間4万ドルに注目。運転資本不足が明瞭とあれば、その金員は企業内部に留められるほうがよかったであろう。
- 3) 一般組合員の財産は若干の州の法規に適用除外はあるが、企業の内部でリスクをになう。だが特殊 (contributory or special) のパートナーは投資額の範囲で責任を負う。特殊資本金は一定期間企業に残されるのが通例、そこで信用状態を傾けないよう期限の保証が必要である。
- 4) 受取手形の銀行割引3.5万ドルが財務表を不利ならしめる一因、また既述のように運転資本不足の表われである。手形集金促進のための手形割引実務は間々みられる。そこで与信者が手形割引について資金の即時使用・集金目的のどちらかを疑うならば、探求して解消できるはずである。

(3) 筆者追記

本書で唯一の不利事例である。前記の流動性測定を流動比率になおすと173%、前事例と大差はない。そこで**運転資本不足の認定は集金期間の長さ**と**受取手形割引の存在**、の総合判断による。手形割引はさほど多額でないが、今日いう受取手形割引率は74.5%でかなり高い。しかしその存在自体は手形集金促進によるばあいもあるとして、まったく拒否はされない。だが歓迎されにくい事態ではあるのであろう。

棚卸資産回転率は測定されていないが4.3回、これに売上債権（割引手形含）を加えた営業運転資本の回転は1.9回、要するに運転資本の回転が遅いとの解釈であらう。

そこで流動比率がよほど低率ならばともかく、200をあるていど下回っても、運転資本回転が早ければ支障なしとの思考が根底にあるものと思われる。

だが運転資本の効率には収益性も参加する。ちなみに事例の売上高純益率は5.6%、総資本純益率は9.0%（分母に割引手形含、8.7%）である。前者も魅力不足かもしれないが、重点は運転資本の回転速度におかれているようである。

2.2.3 綿紡績業の事例

(1) 分析資料と財務上の特徴

単年度の貸借対照表だけの資料による事例である。会社提示分を（表5）として参考に供する。

(表5) 紡績業の財務表

アリソン紡績会社	
シャーロット, ノース・カロライナ州	
1916年12月31日	
資 産	
現 金	\$ 49,731.85
製 品	17,868.02
仕 掛 品	30,876.00
原材料 (Cotton)	29,963.93
土地・建物ほか	641,790.46
前払利息・保険料ほか	28,133.06
販売代理店貸	187,768.14
	\$986,131.46
	\$986,131.46
負 債	
支払手形	\$200,000.00
支払勘定	21,397.16
未払賃金・税金ほか	9,206.58
減価償却引当金	170,101.60
株式資本金	350,000.00
剰 余 金	235,426.12
	\$986,131.46
	\$986,131.46

(筆者注) 「比較表」では、資産のうち現金から原材料までおよび代理店貸が流動資産、負債のうち支払手形から未払賃金等までが流動負債、にそれぞれ集計され、後者に対する前者の比率は73%と記入されている。

事例企業の財政水準 (status) の諸特徴として、プラント・サイズおよびその物的性格 (physical character) ・製品の性質・経営の能力とモラル,¹⁰⁾

10) この個所には morale とあるが他の数個所はすべて moral となっているので後者の誤植と理解した。

をあげている。

(2) 項目別の要点

1) 生機（きばた）・シーツ・シャツ・綾織・ギンガムその他，綿紡績工場の生産物は最も流動化しやすく，公開市場がある。原綿も同様で，手持・契約ぶんとも随時処分できる。仕掛品の完成速度もきわめて早い。このように棚卸資産の迅速な流動性は自明である。財政状態が確立し広汎な販売施設をもつ販売代理店経由の生産物処分実務は，販売与信リスクと市場発見費用を排除できるので，いまひとつの力（strength）の要素である。委託販売店との取引も間々行なわれるが，代理店や委託販売店への信用は銀行預金とほとんど同様に利用できる。

2) 綿紡績工場の固定資産は他の大半の製造業のばあいよりも確定的な換金価値をもつ。その装置と工程は標準化されている。企業指揮の技能（skill）は必要であるが熟練手労働は重要でない。ほとんどの作業は自動機でなされ組織の業務目標を確立・維持することに特殊の難問はない。とくに複雑な企業ではないのである。

さらに機械の大部分は移動可能であり，中古機械がしばしば工場間で売買移動される。それはプラントとは独立の有形価値をもっている。これらが工場やその「固定資産」の処分に便宜の市場を準備する。そこでプラント・装置は他の業種のばあいよりも，多少とも確定的な処分価値をもち，処分損も少額ですむ。だから**その固定資産は，工場の商業信用考慮にさいし，通例以上に重要な役割を演じる**ものである。流動比率は他の商業リスクにおけるよりも低率で足りると推論できる。この点から，商業信用審査にさいし，流動資産の比率が高めでしたがって固定資産が無視または除外されやすいケースにおけるリスクにのぞむときよりも，固定資産がより周到に考慮を払われなければならない。

(3) 経営の観察と結論

経営の歴史，その長年にわたる成功的営業の記録，機械的傾向からの解放，

設備拡張に関する政策，そして道徳的状態（moral standing）を知ることが重要である。原料購入には投機の多くの機会があり，そのリスクに嚴重なチェックが必要である。一般的ルールとしては，原綿の価格変動にともなう危険を排除するために，紡績業者は原綿商に発注あるいは契約することで補償すべきである。

事例の工場では運転資本差額（margin）の小ささに目が向くだろう。だが人が前記の原則的特徴を考え，道徳的性格と経営能力ならびに数年間にわたり証拠づけられる収益力について満足すれば，貸付金は早期に商品に転化され売却され現金に転化され，負債は支払われうるものと確信がえられ，そのリスクは充たされること明らかとなる。

(4) 筆者追記

紡績業界の当時における財務状況の特性記述が多くを占めるが，おもに資金的側面からの観察であり，換金性とその速度に重点がおかれる。剰余金だけで売上高・当期純益の情報を欠ためでもあろう。

運転資本の「マージン」の用語は正味運転資本を意味すると解される。そしてそれが小さいとある意味は，付記されている流動負債対流動資産73の値は，流動比率に換算すれば137%となる，その状態をさすのであろう。しかし短期貸付可とみるのが上記の説明といえる。紡績業で単年度貸借対照表しか資料がない，これが本事例のねらいである。

ちなみに事例企業の自己資本比率は59.4%，減価償却引当金を総資本から控除したばあいは71.7%，固定比率は85.4%である。正味運転資本85,604ドルはマージン狭小とされるが在庫資金を完全にカバーしている。もっとも販売代理店への貸倒引当金はない。そして支払勘定残と比較観察すれば集金は早いとされるが，材料代金の支払はそれよりもかなり早いようであり，それが銀行支払手形の相当額をつねに必要とする原因ではないかと推定される。

2.3 全篇の要約および筆者追記

全篇の要約が最後尾に付されている。つぎに紹介しよう。財務諸表分析の重点として、

各項目の会計的意義を識別するために、会計学の効率よい知識が必要とされる。しかし表の窮局の解釈にはより広汎な知識が所要される。つぎの**一般的な5点**に包括される。

- 1, 業種 (line of business)
- 2, 購買および販売条件
- 3, 立地条件, 地理的その他
- 4, 所要資本
- 5, 経営の性格および能力

財務諸表固有の分析の基礎原理はつぎにある。対象となる事業の負債支払あるいは換金能力を、企業の通例的過程においてしめしうる諸項目を決定せよ。

上記は米国の信用界の経験律の推移——2C (character & capacity) ~ 3C (capital) の追加~さらにときに4C (collateral, 担保・見返り) ~ また5C (conditions, 状況) をしのばせる。¹¹⁾ 末尾に**ケースにそくして重点となる項目 (キイ項目ともいうべきか) を発見せよ**とあるのはいかにも実践的である。だが調査時間の制約をも思わしめるし、またそれは業種にたぶんに規定されあるいは景況によって可変的な存在でもあろう。

3. 結 び (本書の分析思考とその環境)

2を通過したいま、環境にも留意しながら1の分析技法考察を掘りひろげてみたい。

流動・固定分類に基づく貸借対照表の公表、欄外における流動比率および正味運転資本額の表示が、大企業に先導され、一般企業の間にも信用目的を

11) つぎでふれた。文献②の(2), 91頁。但しそのさいの collateral の理解は本文のように修正。なお参照文献は2C (文献⑨)・3~4C (文献⑧)・5C (文献⑩)。

契機として銀行と連邦準備局の協同下に進められていたことは周知であり、旧稿でもふれた。フォークはそのエポックを'15年においた。¹²⁾ また銀行による連続・要約貸借対照表フォームの発足が世紀初におかれることも多く紹介されている。

もっとも本稿によればその比較表への移記も与信者の手になる。修正をともなうとなれば当然である。非大企業が対象なのである。そして財務表等提示の度合はケースによって異なる。

流動比率だけがこうして比較表にあらかじめ表示される。だが**そのままでまたそれだけが信用判定のキイ比率とはならず**、その表示が一次審査のステップとなるともいきれない。むしろ**流動比率は分析の対象に含まれる。2.0を超えるばあいさえもである**。本書の第1事例は比率値が2.0の超のケース、その他は2.0未満のケースである。とくに注意を要するのは、テキスト向けのねらいもあろうが、2.0未満でも安全とみなしうるばあいである。その判定要因となるのは**流動資産・負債の内容吟味と回転率テスト**である。

参照される比率は1で列挙したように少数にすぎない。回転率テストは売上債権と棚卸資産——営業運転資本のそれにかぎられ、業種別標準と比較される。より抽象的な回転率はまったく引かれない。¹³⁾ 仕入支払期間も営業運転資本に関連するが、短期借入と仕入割引が結びつけられるメカニズムにおいて要とぼしいのであろう。流動比率以外の財政構造比率は見られず、負債と資本金の比率に閑説しても固定ルールはないとする。損益計算書の提示があるばあい、売上総利益率・同純益率をあげ、営業費用のトレンドにもふれるが、損益計算書が収益力を反映するとしながら叙説は短切でしかない。着眼点に大差はみられないものの、投資家のためをうたう同時代のサリアーズの叙説と比較するとき、関心はより少なく参考資料を出ない。また金利負担

12) つぎを参照。文献②(2)。フォークの記述は、文献④，pp. 12~23，とくに p. 19. その例示は、文献⑤。

13) 回転率の基礎理論についてはつぎを参照。文献⑦，第6章。

への留意もない。¹⁴⁾ 提示も少なく、アナリスト自身も売上高・純益とせいぜい配当率でいどでこと足りるのであろう。

このように本書における分析技法の骨格は、**貸借対照表中心の項目別分析に少数比率が補用される**ところにある。そしてその比率は**すべて実体的基礎に接着している**。項目別分析は流動領域におもに向けられ、**流動比率はこの領域を総括する唯一の抽象化された存在であるが、項目別分析を進めるための標的ともなり**、その位置は営業運転資本の2個の実体的な回転率との関係において相応の幅をもって上下するのである。第2事例の流動比率は1.83、第3事例のそれは1.73であるが、与信の可否が1.80ラインできまるわけではない。もっとも第4事例の流動比率1.73が与信を容れうるのは、綿紡績業固有の固定資産をまで含む換金性に基づくもので、多くあてはまる事例ではなかろう。その点では2.0未満の大きな背離は原則として容認されないのであろう。

つぎに流動比率の2:1ルールに関する上記の実態に、分析技術的批判と併せて、**非大企業への銀行短期与信拡大——金融経済的要請との関連**にまで視角をひろげてみよう。直接には企業と銀行双方からの要請である。

当時における企業の運転資金調達方法は、本書における叙述にも反映しているように銀行借入・コマーシャルペーパー・為替手形とされる。¹⁵⁾ だが非大企業のばあい最も可能性がひらけ安定性が望めるのは銀行借入といえる。

1において銀行借入金の使用を在庫支持のためのつなぎ資金と結論した。本書事例の財務表は仮説的で単純化されているが、そのメカニズムにつき(表6)——事例における財産構成を参照する。固定資産投資を銀行借入に依存すべきでないといわれることは本書にまつまでもない。固定資産と長期資本(概ね自己資本)の構成比をくらべれば、事例会社のすべてがこれに該当し長期資金余剰を運転資本領域に投じていることになる。だが運転資本領域に

14) つぎを参照，文献②⑥。サリアーズについては同⑬。

15) つぎを参照，文献⑩，§15～17。

(表6) 事例企業の資産・資本構成

	事例1	2	3	4
流動資産	(59.7)	(68.9)	(83.3)	(38.7)
現金	3.5	7.9	1.6	6.1
売上債権	24.1	21.2	43.6	23.0
棚卸資産	32.1	39.8	38.0	9.6
その他	—	—	—	—
固定資産	(40.3)	(31.1)	(16.7)	(61.3)
有形固定資産	16.6	25.6	3.6	57.8
投資等	8.0	5.5	13.1	3.4
無形固定資産	15.8	—	—	—
総資産(総資本)	100.0	100.0	100.0	100.0
流動負債	(27.9)	(37.7)	(48.2)	(28.3)
支払手形	23.7	37.7	34.0	24.5
支払勘定	2.7	—	7.4	2.6
社債(年度内償還)	0.4	—	—	—
出資者・知人預り金	—	—	4.5	—
その他	1.1	—	2.2	1.1
固定負債	(3.6)	(8.7)	(—)	(—)
社債	3.6	8.7	—	—
資本	(68.6)	(53.5)	(51.8)	(71.7)
優先株	27.6	—	—	—
普通株	15.8	39.3	—	42.9
正味財産	—	—	*42.1	—
特殊資本	—	—	9.7	—
剰余金	25.1	14.2	*	28.9

注:

減価償却引当金は
有形固定資産控除

上記は筆者計算・作成による

おける資金の回転率が問題であって、仕入支払は売上集金よりもいちじるしく早いから、棚卸資産保有が多いときほど、仕入支払を銀行借入(銀行支払手形)によらざるをえなくなる。借換えを容れられるにしてもそのさいのいちおうの返済は売上集金によらなければならない。米国において商業信用期間は前世紀のうちに全般的短縮を進められてきた史的背景もあろうが、ここでの直接の契機としては上記の理由もあって業種別標準をこえる売上債権滞

留はいっそう警戒されることになる。

このように**銀行借入資金の多くは棚卸資産に転化**している。仕入割引の利用はこれをいっそう促進する。しかも3/4の事例において棚卸資産のウェイトはすこぶる高い。充分の在庫手持は収益のために必要とされるが、半面においてリスクも増大する。そこで構成比とは別に棚卸資産の回転が切実となる。

兆大企業に銀行貸付を展開しようとする銀行営業の立場からは、こうして在庫資金に支持を与えながら、その内容と回転率に最も介意しなければならない。

だがもとよりそれだけでリスクへの保証には不安をのこす。本書でもふれる**拘束預金の存在**もこれに関わると推されるのである。借り手は「よき信頼 (good faith) の証拠」として、信用拡大のベースを保つべく**概ね20%の預金を求められ、これに利子につけない (実質25%)**のが共通の実務というものである。¹⁶⁾ もっともリンカーンによれば、この割合は銀行によりまた地方・産業により10~25%の間に分散し、その率も分母となる与信額のとり方によって実質値が異なり、利子についてもなにがしかをつける例も現われているという。¹⁷⁾

上記は財務論の当時における展開から当然に**負債限度の課題**を提起するであらう。それが銀行借入金と資本金(あるいはプラス社債=証券資本, capitalization, でもありうる)の比率として本書でもとりあげられる。だが著者はこの比率**1.0 超過を多く切下げうる環境条件にない**とし、この比率にノルムなしと言及する。企業は相応に借り、銀行もまた相応に貸す金融状況が窺われるのである。事例企業のばあい(表6)におけるとおり、1.0 超過の例は現われながかなりの高率をしめしている。この点がインフレーション—債務者

16) 文献⑩, pp. 406~407.

17) 同前, pp. 406~409.

利得をも考慮して銀行借入を勧めるものの、旧稿でふれた同時代におけるロウの資金の運用・調達関係論議を提起せしめたのであろう。ロウから'20年代ガスマンの「財務構造プラン」への進展も同じ旧稿で紹介したところである。¹⁸⁾ なお、本書における会社の借入額のピークならびにそれへの到達時期確定の実務はのちにも継承されてゆく。

以上、本書だけでこの年代の信用分析実務を網羅できるわけではないが、当時の実務は比率利用の側面からは**比率多様化に向かって過渡的**である。そして項目別分析に比率を補用し、業種別観察重視のもとに重点項目確定をねらう点で、**調査の時間と費用の経済性**をも充たそうとする。それは概括的な分析手順をもつが、ほぼワン・ステップからなる個別的分析である。

しかし同時的に比率多様化の思考も業種別標準の統計的な洗練と拡大も開花に向かいつつあった。そして1次大戦後の転換にともなう一時的拡張およびこれに続く戦後恐慌を経た'20年代に入って、信用分析はウォールやシュルターの例のように、版図を自らいっそう限局しながら比率分析を完成する。だが項目別分析とステップを分かちがたちで理論として成熟するとみられるのである。しかしその時期はまた管理会計の刺戟に基づく内部管理向け分析の提起、さらに金融方式変化が呼びおこす証券分析の生成などによって、諸目的に関わる財務表分析が出そろった時期ともなる。これらに関係しては別にふれたところである。¹⁹⁾ 財務諸表分析に比率法の先鞭をつけたのは信用分析であるとみなしうると考えるが、ぐだつてのちの信用分析は逆に他目的における諸技法を、比率をも含み受容するようになる。これについては改めてとりあげたい。

さいごにわが国における近來の企業金融の状況と比較するとき、当時の米国とあるていどの類似が想定できるものの、証券資本のウェイトおよびこれ

18) つぎを参照、文献⑥、ガスマンについては文献⑦、ロウについては文献⑪。

19) 同前小稿。

に結びつく設備資金の調達方式における大きな差違も見出さざるをえない。しかし同時に **capitalization** における他の一面にも注目せざるをえない。²⁰⁾ この点も将来の探求をさそうところである。

文 献

1. 使用基本文献

- ① Carpenter, H. J. and R. P. Wilson, *Analysis of Financial Statements*, 1918.

2. 参照文献

- ② Couchman, C. B., *The Balance-Sheet, its Preparation, Content and Interpretation*, 1924.
- ③ Crum, W. L., *Corporate Earning Power*, 1929.
- ④ Foulke, R. A., *Practical Financial Statements*, 1945.
- ⑤ Gerstenberg, C. W., *Materials of Corporation Finance*, 1922.
- ⑥ Greene, T. L., *Corporation Finance*, 3rd ed., 1904.
- ⑦ Guthmann, H. G., *The Analysis of Financial Statements*, 1925.
- ⑧ Kester, R. B., *Accounting Theory and Practice*, vol. 1・2, 2nd ed., 1922・1925.
- ⑨ Lincoln, E. E., *Problems in Business Finance*, 1921.
- ⑩ Lincoln, *Applied Business Finance*, 1923.
- ⑪ Lough, W. H., *Corporation Finance*, 1911.
- ⑫ Lough, *Business Finance*, 1917.
- ⑬ Mehta, D. R., *Working Capital Management*, 1974.
- ⑭ Miller, D. E., *The Meaningfull Interpretation of Financial Statements*, 1966.
- ⑮ Saliers, E. A., *Financial Statements Made Plain*, 1917.
- ⑯ Schluter, W. C., *Credit Analysis*, 1925.
- ⑰ Sloan, L. H., *Corporation Profits*, 1929.
- ⑱ Wall, A., *Analytical Credits*, 1921.

20) 文献⑭を参照。個人企業を買収・法人組織化するさい、会社財産に相当する優先株と併行して財産の裏付けを欠く普通株を good will に引当てて発行する。'00年代初頭以来の現象として指摘される(127頁)。本書の第1事例はこれに該当すると推される。ガスマンの capitalization plan—financial structure のプランが、無形資産に普通株主、有形固定資産に優先株主を、それぞれ対応させているのも同軌の発想あるいは観察と考えてよい。もちろんこれらははじめ巨大企業によって創始されたが、public corporation にしからざる会社が追随したとみることができる。ガスマンのプランについてはつぎを参照、文献⑭、17頁(出所は文献⑦、p. 108)。

⑲ Wall, A. and R. W. Dunning, Ratio Analysis of Financial Statements, 1928.

邦訳, 野本・野瀬訳, 企業財政の比率分析, 昭9。

⑳ 石井彰次郎, アメリカ鉄道論, 昭44。

㉑ 中村万次編著, 原価計算発達史論, 昭53。

㉒ 野瀬新蔵, 経営分析研究, 昭24。

㉓ 野瀬, 経営分析論, 昭33。

㉔ 馬場克三, 株式会社金融論, 昭40。

3. 関係旧稿および旧著

㉕ 運転資本概念の再検討, (1)~(3), 本誌, 第18巻4号, 第19巻1・3号。

㉖ 証券分析の生成, 同前, 第21巻1号。

㉗ 資金繰りと財務安定性の分析, 昭53。