

学生レポート ①

【実践課題】

1. 北越コーポレーションの2015年3月期から2019年3月期までの過去5年間の財務分析をしてみましょう。その際、収益性分析、安全性分析、そして成長性分析に関する代表的な以下の指標を計算してみましょう。

【収益性分析】

総資本経常利益率（ROA）、自己資本当期純利益率（ROE）、売上高総利益率、売上高経常利益率、総資本回転率

【安全性分析】

当座比率、自己資本比率、固定長期適合率

【成長性分析】

売上高趨勢比率、経常利益趨勢比率、自己資本趨勢比率、有形固定資産増加率

【解答1】

2015年3月期から2019年3月期の過去5年間の各指標について表でまとめます。

《収益性分析》

総資本経常利益率（ROA）、自己資本当期純利益率（ROE）、売上高総利益率、売上高経常利益率、総資本回転率の過去5年間の数値は以下ようになります（なお、北越コーポレーション株式会社の有価証券報告書において、自己資本当期純利益率の数値は2015年から2019年で、5.2、4.5、6、5.6、4.8となっていました。ここでは本書第1編第3章に記載されている通り、「自己資本は純資産全体、当期純利益は親会社帰属の当期純利益」で計算しています。また、2016年度から「企業結合に関する会計基準」を適用しており、当期純利益を親会社株主に帰属する当期純利益としておりますが、ここでは2015年度もすべて親会社株主に帰属する当期純利益に統一して自己資本当期純利益率を計算しています。）。

表1 収益性分析

	2015年 3月期	2016年 3月期	2017年 3月期	2018年 3月期	2019年 3月期
総資本経常利益率（％）	3.27	2.96	3.87	3.82	3.54
自己資本 当期純利益率 （→（ROE））（％）	5.1	4.3	5.8	5.4	4.7
売上高総利益率（％）	16.45	17.75	20.11	19.42	18.54
売上高経常利益率（％）	5.02	4.29	5.36	5.17	4.72
総資本回転率（回）	0.65	0.69	0.72	0.74	0.75

《安全性分析》

当座比率，自己資本比率，固定長期適合率，それぞれの過去 5 年間の数値は以下のようになります。

表 2 安全性分析

	2015 年 3 月期	2016 年 3 月期	2017 年 3 月期	2018 年 3 月期	2019 年 3 月期
当座比率 (%)	78.66	80.07	104.71	98.48	105.75
自己資本比率 (%)	47.7	46.4	49.8	52.2	52.2
固定長期適合率 (%)	92.1	87.36	80.1	80.74	77.02

《成長性分析》

売上高趨勢比率，経常利益趨勢比率，自己資本趨勢比率，有形固定資産増加率の過去 5 年間の数値は以下のようになります。

また，趨勢比率は 2015 年度を基準にしています。

表 3 成長性分析

	2015 年 3 月期	2016 年 3 月期	2017 年 3 月期	2018 年 3 月期	2019 年 3 月期
売上高趨勢比率 (%)	100	108	114.9	129.6	120.8
経常利益趨勢比率 (%)	100	92.4	122.6	121.3	113.5
自己資本趨勢比率 (%)	100	100.6	107.4	113.9	114.4
有形固定資産増加率 (%)	- 4.2	- 5.0	- 5.2	- 3.1	- 3.6

【実践課題】

2. 上記指標のうち，ROE，売上高経常利益率，自己資本比率，有形固定資産増加率の変化がどのような財務諸表項目の変化によってもたらされたのかを特定してみましょう。なお，ROE に関してはそれを 3 分解して検討してください。また，これらの財務諸表項目の変化が経営戦略とどのように結びついているのかを検討してみましょう。

【解答 2】

ROE，売上高経常利益率，自己資本比率，有形固定資産増加率の順にグラフを用いて数値の変化を示し，財務諸表項目の変化ならびに経営戦略との結びつきについて述べていきたいと思います。

なお，各グラフでは決算期を省略して年次だけを記載しています。

まず，ROE ですが，過去 5 年間の変化は以下の通りになります。

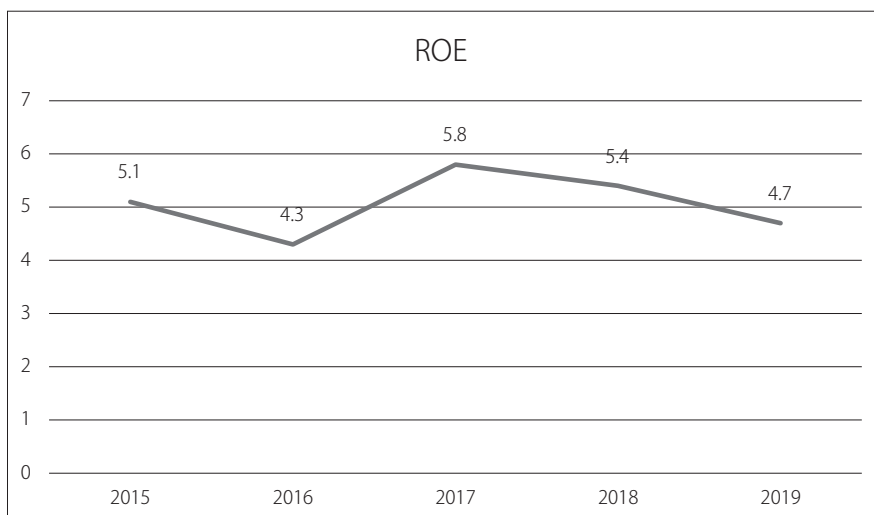


図1 ROE（自己資本当期純利益率）

ROE を売上高当期純利益率，総資本回転率，財務レバレッジに3分解すると，過去5年間で以下のような数値になりました。

表4 財務分析3分解

	2015年 3月期	2016年 3月期	2017年 3月期	2018年 3月期	2019年 3月期
売上高純利益率（％）	3.7	3.0	4.0	3.5	3.3
総資本回転率（回）	0.65	0.68	0.72	0.81	0.75
財務レバレッジ（倍）	2.1	2.1	2.0	1.9	1.9

この数値をグラフにまとめると，以下ようになります。

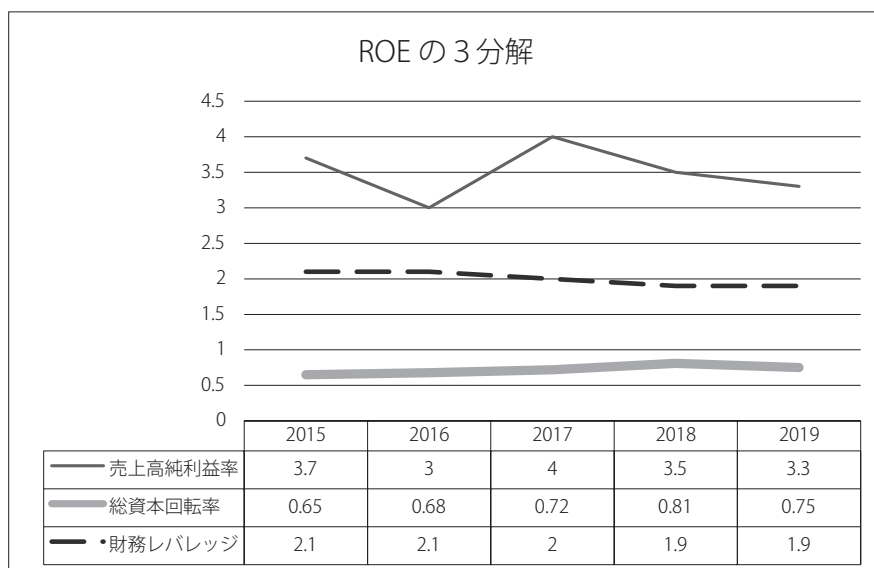


図2 ROEの3分解

ROE をみると、2016 年の前後の年で数値の下降、上昇がみられました。また、ROE を 3 つに分解してみると、総資本回転率、財務レバレッジともにあまり変化は見られず、売上高当期純利益率が ROE に影響していることが分かりました。これは、親会社帰属の当期純利益の変化によるものです。下降と上昇の原因についてまとめてみました。

下降については 2016 年 3 月期において、急激な為替差損や、負ののれん発生益や受取保険金が前年度から減少していたことより、特別利益などの変動から最終的な当期純利益に影響がでたからだと思います。為替差損については、2016 年 3 月期である 2015 年 4 月から 2016 年 3 月の急激な為替の動きによって、海外から原材料や原燃料を輸入する際に打撃を受け、損失が大きくなり、当期純利益に影響したと考えられます。負ののれんについては、連結子会社の北越パッケージ株式会社と株式会社テクノ北越の株式追加取得によって、2015 年 3 月期決算において 201 百万円負ののれん発生益を計上していることや 5 年間均等の負ののれん償却を行っていることから、翌年度に影響し、グラフが下降したものとみられます。

一方、上昇については、2017 年 3 月期では研究開発や現場のコストダウンの取り組みや海外子会社の収益性の上昇などにより、営業利益が増加していました。その結果、当期純利益の増加をもたらしていると考えます。ほかにも 2015 年に株式を取得し、完全子会社となった Alpac Forest Products Inc. と Alpac Pulp Sales Inc. の通年寄与なども影響しています。同社はカナダでパルプ製造事業を行っており、海外での競争力を高めることに寄与しています。以上のように、収益性の向上が利益の上昇をもたらしたと考えました。

次に、売上高経常利益率ですが、以下の通りになります。

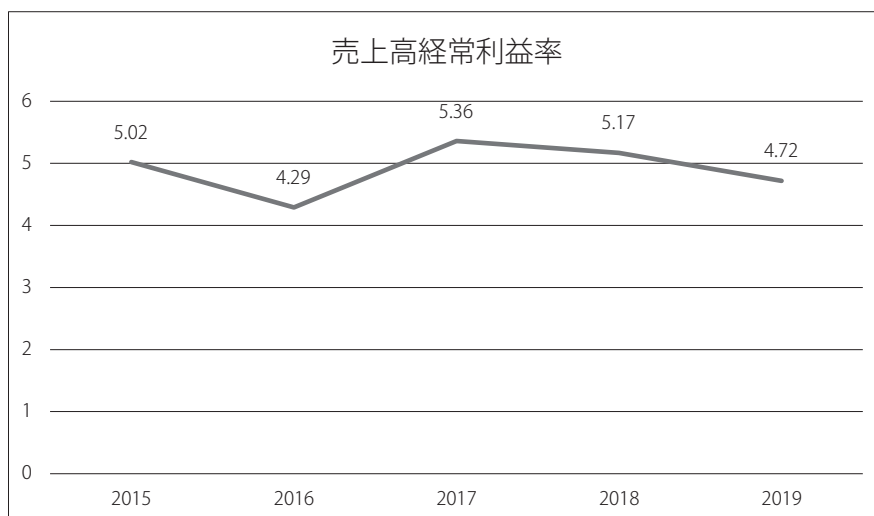


図 3 売上高経常利益率

ここでも ROE の中の売上高当期純利益率と同じように、2016 年前後で波が見られます。ROE のときも述べましたが、為替差損と負ののれん償却が 2015 年 3 月期に行われている

ため、2016年3月期においては利益が下がっているという状況になっています。為替差損と負ののれん償却による利益の減少が大きい要因ですが、さらに細かいところまで言及すると、持分法による投資利益が少し減少しているように見えました。たとえば北越は2012年8月に大王製紙株式会社（以下、大王製紙）の株式を22.4%取得し、大王製紙と総合技術提携基本契約を結んでいます。この場合、大王製紙が北越の持分法適用関連会社にあたり、北越は持分法による投資利益が減少しています。また、大王製紙の有価証券報告書を見ると、円安の影響で原燃料価格が上昇し、経常利益が前年比0.3ポイント減でした。このようなことも利益の減少につながっていると思います。

そして、自己資本比率の変化は以下ようになります。

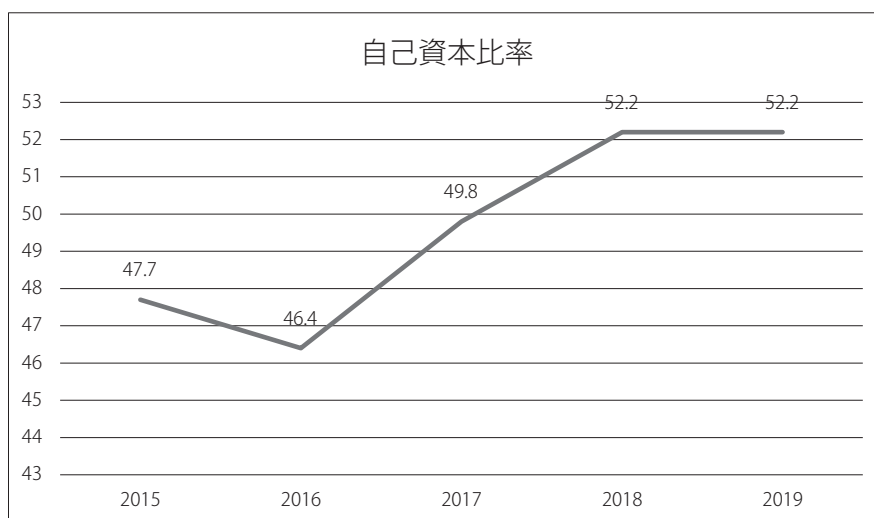


図4 自己資本比率

自己資本比率は、製造業だと40～50%以上だと安全であると言われていますが、北越コーポレーションは上昇傾向であり、現在は50%を超えているので、安全であると言えます。数値としては、2016年に少し下降し、2017年から上昇しており2019年では落ち着きをみせています。自己資本比率は「自己資本÷総資本×100」で計算することができるので、自己資本と総資本の過去5年間の数値を表にまとめてみました。

表5 自己資本と総資本

	2015年 3月期	2016年 3月期	2017年 3月期	2018年 3月期	2019年 3月期
自己資本（百万円）	167,272	168,577	180,294	191,154	192,104
総資本（百万円）	351,032	262,658	362,205	266,447	268,082

なお、自己資本の数値は有価証券報告書を調べると、2015年度2016年度は普通株式に係る純資産で、2017年度以降は自己資本と計算していることが分かったので、それぞれの数値で計算しています。

以上の数値をグラフにすると以下の通りです。

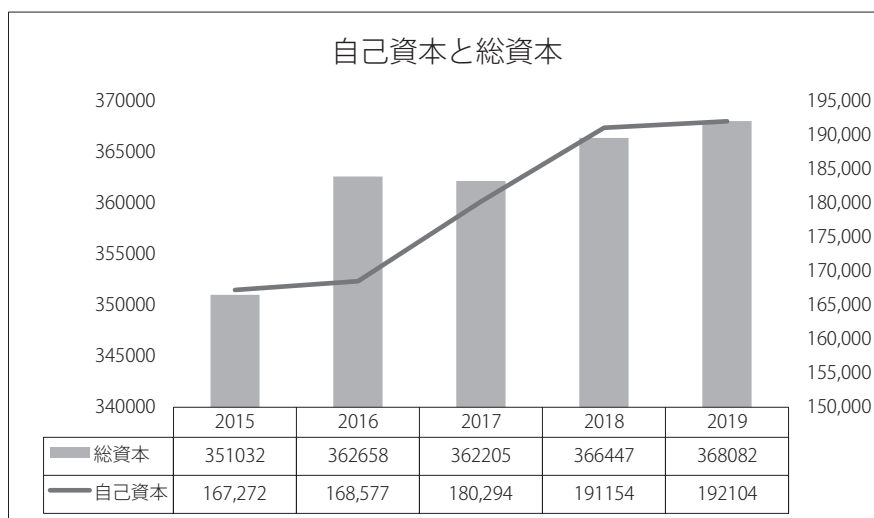


図 5 自己資本と総資本

上のグラフを見ると、2016 年度は総資本が急増しています。分母である総資本が増えることで相対的に自己資本比率が下降したものとみられます。また、その 2017 年度から自己資本が増加しています。このことにより、自己資本比率が高くなっていると考えられます。次に、2016 年度の総資本の増加要因、2017 年度以降の総資本の増加要因、2017 年度以降の自己資本の増加要因の順で述べていきたいと思います。

まず、2016 年度における総資本の急増要因は、コマーシャル・ペーパーの増加があげられます。コマーシャル・ペーパーとは、短期の資金を投資家方直接調達するために発行する債券であり、流動負債にあたります。数値の変化としては、2015 年度の 9,000 百万円から、2016 年度には 20,000 百万円まで 11,000 百万円増加していました。これは、製造や販売に掛かる費用が増えたからと考えます。

次に 2017 年度以降の総資本の増加要因について言及します。2017 年度以降ではコマーシャル・ペーパーは落ち着きを見せたものの、負債の部では社債などの有利子負債、環境引当金、災害引当金、植林引当金、繰延税金負債などの増加がみられ、純資産の部においては、為替換算調整勘定の減少はあったものの、その他有価証券評価差額金や利益剰余金の増加などの影響で総資本合計では増加を続けていました。ここで負債の部である社債の増加について言及すると、原因は主に設備投資にあると考えました。ここでの社債は普通社債です。2017 年度の設備投資費用は前年比 135%増で、それ以降の年も増えています。設備投資の内訳としては、2017 年度に新潟工場の 8 号回収ボイラー過熱器管更新工事（第 1 期）で 1,427 百万円使用しています。2018 年度には、Alberta-Pacific Forest Industries Inc. の本社と工場薬品貨車受入ターミナル建設工事をし、1,068 百万円使用しています。このような設備投資を行うことで、更なる生産性の向上や国内外の競争力向上を図ってお

り、売上高は年々増加傾向にあります。

一方、2017年度以降の自己資本の増加要因としては、先程も述べた通り、純資産の部の、その他有価証券評価差額金と利益剰余金の増加があげられます。利益剰余金について言及すると、利益剰余金は利益の積み立てであり、設備投資やコストダウンなどで生産性が向上したことから、利益が増え、利益剰余金も増加したと考えられます。

以上のような要因で、自己資本比率は変化したものと思われます。

最後に有形固定資産増加率について過去5年間の変化は、以下ようになります。

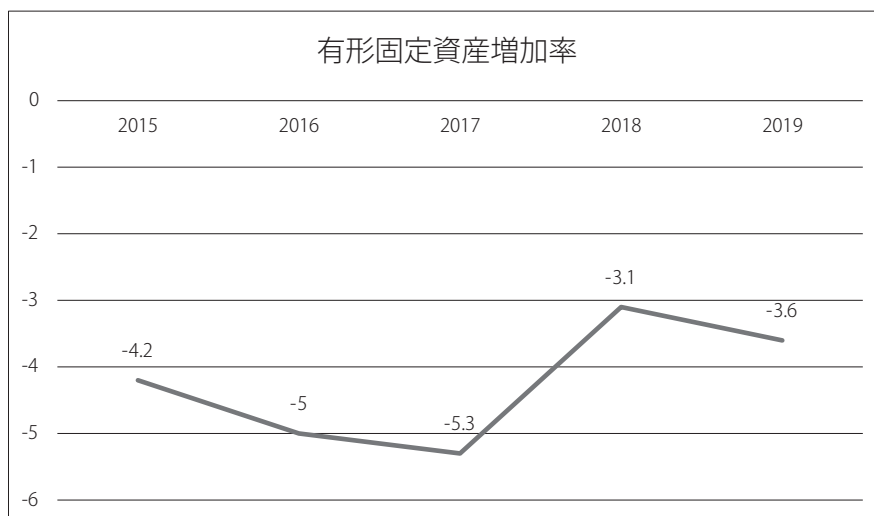


図6 有形固定資産増加率

基本マイナスで推移していました。過去5年間に於いてマイナス成長が続けているので、成長性でいうと衰退しているとも取れます。有価証券報告書の貸借対照表を見ると、設備投資の面では建物や機械装置、工具などの金額は増えていました。しかし、減価償却費が設備投資額を上回ったことにより、有形固定資産は全体としてみると減少となっています。また、各有形固定資産の減価償却の方法は以下ようになります。

・固定資産の減価償却の方法

有形固定資産（リース資産を除く）

建物、機械及び装置

- a 2007年3月31日以前に取得したものの旧定額法
- b 2007年4月1日以降に取得したものの定額法

構築物

- a 2007年3月31日以前に取得したものの旧定率法
- b 2007年4月1日以降2012年3月31日までに取得したもの

定率法（250%定率法）

c 2012年4月1日以降2016年3月31日までに取得したもの

定率法（200%定率法）

d 2016年4月1日以降に取得したもの 定額法

その他の有形固定資産

a 2007年3月31日以前に取得したもの 旧定率法

b 2007年4月1日以降2012年3月31日までに取得したもの

定率法（250%定率法）

c 2012年4月1日以降に取得したもの 定率法（200%定率法）

2007年3月31日以前に取得したものについては、償却可能限度額まで償却が終了した翌年から5年間で均等償却する方法で行っています。

ここで2018年度においてマイナスながらも前年度から上昇しているところについて調べてみました。このときは設備投資が減価償却の範囲内で行われていました。また、全体としては減少しつつも、建物や構築物、工具などの純額においてはほぼ横ばいで、建設仮勘定においては増加していることが、前年と比べてマイナスの中の伸びだと思います。2020年1月には新潟工場6号機にて段ボール原紙生産を開始する予定であり、一年間に中芯原紙、130,000tの生産を見込んでいます。また、各工場のシステム更新や設備の更新も行っており、更なる生産性の向上に取り組んでいます。

以上、財務分析を行ってみて、段ボール原紙事業に参入することになった北越コーポレーションは、安全な部分もありましたが、衰退しつつあるようにも思えました。これまでのノウハウや技術と財務分析でわかった改善点を生かして、国内外問わない成長を遂げてほしいです。

参考文献

桜井久勝・須田一幸（2017）『財務会計・入門（第11版）』有斐閣。

税関 外国為替相場 <http://www.customs.go.jp/tetsuzuki/kawase/index.htm>

大王製紙株式会社 企業HP <https://www.daio-paper.co.jp/>

日沖健（2017）『ビジネスリーダーが学んでいる 会計&ファイナンス』中央経済社。

日本経済新聞社編（2016）『財務諸表の見方（第12版）』日本経済新聞出版社。

日本経済新聞デジタル 北越コーポレーション 株価

<https://www.nikkei.com/nkd/company/history/yprice/?scode=3865>

北越コーポレーション企業HP <http://www.hokuetsucorp.com/index.html>

北越コーポレーション 2019年3月決算説明会資料

http://www.hokuetsucorp.com/pdf/kessan_201903_final.pdf

松村勝弘・松本敏史・篠田朝也・西山俊一（2015）『財務諸表分析入門—Excel[®]でわかる企業力—』株式会社ビーケーシー。

Financial QUEST 2.0 <http://finquest.nikkeidb.or.jp/ver2/online/>

STEP 1 財務分析についてのコメント

みなさんが取り組んでくれた財務分析についてですが、想像していた以上に詳細な分析がなされている部分があり、大変興味深く感じました。

ただ、いくつか気になる点がありますので、以下2つの側面からコメントします。まず、【現状の問題点について】では、今回の財務分析について気になった点をコメントします。そして、【今後の分析へ向けて】では、今後財務分析を深めていくための考え方についてコメントします。

【現状の問題点について】

- 実践課題1において、まず見直しをお願いしたいのが、解答1における各種指標についてです。小数点の第何位までを表すのかを統一してください。また、指標自体（とくに表2の固定長期適合率、表3の売上高趨勢比率における2018年3月期、表4においてROEを分解した場合の2018年3月期、さらには表5の総資本における2016年3月期、2018年3月期、2019年3月期）も見直してみてください。
- 実践課題1におけるROEの分析およびその3分解を行った場合に、北越コーポレーションのROEの変動が売上高当期純利益率の変動の影響を受けていることには同意します。その上で、みなさんは2016年3月期の業績の悪化を「特別利益などの変動から最終的な当期純利益に影響が出た」ことに求めています。果たしてそうでしょうか？というのも、同社の連結損益計算書の2015年3月期から2019年3月期までの売上高に対する特別損失の割合を算定してみると、当該年度のそれはもともと小さく（順に、0.6%、0.4%、0.6%、1.1%、0.6%）、そのために業績が悪化したとまでは言えないようです。また、2015年3月期に計上されていた特別利益が2016年3月期に計上されなくなったために、当該年度の業績悪化が生じたというのは説得力に乏しいように思われます。それよりも、みなさんも指摘している為替差損により焦点を当てる方がよいように思われます。事実、為替差損を含めた営業外費用の売上高に対する割合の推移を観察すると2016年3月期のそれがもっとも高くなっており（順に1.1%、2.2%、1.7%、0.7%、0.8%）、当該年度の売上高当期純利益率の低さは、経常利益、とりわけ営業外費用の影響にあると考えることができるのではないのでしょうか？ここでもっとも言いたいことは、利益の区分にあわせて段階的に検討してもらいたいということです。他の設問と重複している点があるため解答が難しかったのかもしれませんが、段階的の利益の意義を踏まえて、解答するように心掛けてください。
- 実践課題2において、みなさんは2017年3月期の業績の改善を「研究開発や現場のコストダウンの取り組みや海外子会社の収益性の上昇などにより、営業利益が上

昇」と求めています。海外子会社の収益性の上昇についてはカナダ子会社に対する言及より明らかになりますが、「研究開発や現場のコストダウンの取り組み」によりどれだけの収益力の向上が達成されたのでしょうか？ その根拠を示してもらえると説得力が増すと思います。

【今後の分析へ向けて】

- 自己資本と総資本の関係性に関するみなさんの見解として、2016年3月期では製造や販売に掛かる費用増加に対応するためのコマーシャル・ペーパー（CP）の発行による自己資本比率の減少、2017年3月期には設備投資のための普通社債の発行が行われた一方で、その他有価証券評価差額金と利益剰余金の増加による自己資本の増加の結果、自己資本比率が高まったと述べています。とりわけ興味深いのは、2017年の行動で、一つは設備投資の増加がどのような意図の下展開されているのかであり、もう一つは自己資本の増加がどのような意図で行われたのか、という点です。こうした設備投資の増加ならびに自己資本の増加はどのような意図、言い換えると、戦略の下展開されているのでしょうか。
- みなさんは、有形固定資産の増加率が過去5年間マイナスであることについて、「減価償却費が（新規の）設備投資額を上回ったことにより、有形固定資産全体が減少している」と述べています。このことには私も同意します。みなさんは、その後、減価償却方法について述べていますが、それよりも興味深いのは、過去5年間の特別利益・損失の項目です。それらをみてみると、北越コーポレーションは、毎年の減価償却費をはるかに上回る固定資産売却益や固定資産除売却損を計上しています。なかでも「機械装置及び運搬具」が過去5年間で24,350百万円減少しています。こうした固定資産の減少はどのような戦略にもとづいているのでしょうか。みなさんが指摘されている段ボール原紙事業への参入や新潟工場をはじめとした各工場のシステム更新や設備の更新とより関連付けて論じて欲しいところです。
- 北越コーポレーションの過去5年間の財務データから明らかになる同社の特徴は、「研究開発や現場のコストダウンの取り組みや海外子会社の収益性の上昇などによる営業利益の上昇」、自己資本比率の上昇、固定資産の削減、であると考えられますが、上記2つのコメントで示したように、これらは同社のどのような戦略にもとづくものなのでしょうか？ 一部、新規事業への参入については述べられていますが、それ以外のものはなかったのでしょうか？ その点への言及がもっと欲しいところです。