

投資意思決定について決算書の役割

本 浪 清 孝

抄録

株式投資をする場合、会社の発表した決算予想に基づいて、予想 PER、予想配当利回りが株価との関係で決定する。決算予想の修正を行う企業もあるが、そうした企業はまれである。四半期毎の決算発表が制度化されて、その場合、前期と比べて業績が良くても悪くても、予想を修正をしない企業が大多数である。筆者は四半期毎の決算を重視していなかった。それが大きな間違いであり、四半期毎の決算で、中間決算、年度末決算の上方修正がある可能性がある企業の株を買い、下方修正がある可能性がある企業の株は買わないか、売却を判断して、投資を行うべきであろう。

キーワード

決算予想、予想 PER、予想配当利回り、四半期決算、上方修正、下方修正

How to Use Financial Statements to Buy or Sell Stock

Honnami, Kiyotaka

Abstract

We use financial statements in decision making. We select the company by using forward PER and forward interest. But forward earning per share may be incorrect. In Japan, about the first quarter of 2011, a public company disclosed a statement of accounts. Public company disclosed financial statements, too. We should analyze the first quarter or the third quarter's financial statements. Of course we should analyse second quarter's financial statements and an annual financial statements.

Key Words

forward PER, forward interest, forward earning per share, first or third quarter's financial statement.

目 次

第1章 はじめに	第4章 キャッシュフロー計算書
第2章 損益計算書	(1) 決算日時点のキャッシュフロー計算書
(1) 決算発表時の損益計算書の開示	(2) キャッシュフロー計算書を理解するに当たっ ての知識
(2) 株主通信などの損益計算書の開示	第5章 四半期の決算短信を利用した株式投資の やり方
第3章 貸借対照表	第6章 「オール投資」を利用するときの注意す べき点
(1) 決算日時点の貸借対照表	第7章 会社四季報は信用できるか
(2) 貸借対照表を理解するに当たった知識	第8章 さいごに
(3) 株主通信などの貸借対照表の開示	

第1章 はじめに

決算書を読みこなして、株式投資をする場合の意思決定に利用する。これはウォーレン・バフェットらが実践していることであり⁽¹⁾、入門書では決算書を読みこなすことが必要だと言及されている⁽²⁾。本稿において主な決算書として、貸借対照表、損益計算書、キャッシュフロー計算書の三つに限定して考察する。だが、過去の決算書と同様に決算の予想も重要である。過去の決算書でも重要なのは直近の決算である。だから直近の四半期情報から、企業が発表する今期の決算の予想がどうなるのか考察することも重要である。もちろん直近の第2四半期や年度末の過去の決算も重要である。又企業が発表する今期の業績予想も重要である。

今まで筆者が株式投資をする場合、会社四季報を利用して、過去の売上・営業利益・経常利益・当期純利益の推移と将来の予想を見る。予想PER・PBR・予想配当利回りは、QUICK に現在の株価との比較で表示されており、それを参考にしていた。だが直近の決算短信などは見なかった。決算短信の1頁目は、決算の要約が示されている。そして、経営成績に関する定性的情報や財政状態に関する定性的情報などが記載されている。決算短信には、3つの決算書が載っている。更に筆者が決算書を見るのは、最近では「株主通信」などと呼ばれる、会社から株主に送付される「年次報告書」や「中間報告書」や「四半期報告書」である。だが株主でないとならばそれらの報告書は送られてこない。一方、インターネットでは直近四半期情報はもとより過去の決算書は会社のHPでほとんどの企業が開示している。株主に送付される報告書には決算書などの定量情報のみならず、今後の経営方針や扱っている製品などの定性情報がより多く開示されている。本稿では、主要な決算書の読み方と会社が発表する直近の決算短信からを今期の利益を予想をするのかを特に、第1四半期・第3四半期の決算書を利用して、いかに投

資に役立てるかを三つの主要な決算書に分類して考察する。

第2章 損益計算書

損益計算書とは、企業の経営成績を示す財務諸表である。売上高から売上原価を差し引き、売上総利益が示される。売上総利益から販売費及び一般管理費を差し引き、営業利益が示される。営業利益に営業外収益を加え、営業外費用を差し引き、経常利益が示される。そこに、特別利益を加え、特別損失を差し引き、税引前利益が示される。そこから、法人税等を差し引き、税引後利益が示される。

重要なのは、税引後利益であるが、この指標はふれる可能性が高い。過去との比較では、売上高・営業利益・経常利益の推移を見る。当然、税引後利益の推移を見る。会社四季報には過去の指標だけでなく、より重要な将来の予想も掲載される、当該事業年度の予想は、会社発表ではなく、四季報を出版する東洋経済新報社の予想が書かれている。東洋経済新報社のコメントも書かれている。会社が発表しない翌年度についての同社の予想が掲載されている。

利益も重要だが、利益の源泉である売上も重要な指標であり、そのことを金子昭は強調する⁽³⁾。将来の売上をこのデフレ経済と人口減少の状況でどう増やすのか。そのことが、社長の重要な仕事である。ゼンショーはすき家の並盛りの単価を下げたがメニューを増やすことや子会社のなか卯とココスとの相乗効果で売上を伸ばした。並盛りの単価を下げていない吉野家はメニューを増やせず、子会社のステーキ店 doN や持ち帰り寿司京樽の業績が悪いなど、連結経営もできていない。ゼンショーはなか卯を子会社にしたが、それ以降なか卯の業績は改善した。今なか卯はゼンショーの完全子会社である。ゼンショーの小川賢太郎と吉野家の安部修仁の「社長力」つまり「社長の経営手腕」の差を示すものだと筆者は考える。社長力と

いう言葉は、日経ヴェリタスで⁴⁾ 順位付けがなされており、2010年に関して小川はヤフーの井上雅博に次いで社長力で2位である。その中では、ココスジャパンやなか卯に対するM&Aと低コストで店舗運営をするノウハウが評価されている。

過去との比較で、営業利益を中心に考察することとする。経常利益の場合は、有価証券売却益などが入るので操作される場合がある。売上高も比較する。営業利益は減収の場合は減益になる場合が多い。減収でも減収増益にするべきだ。増収増益がより望ましいが、大切なのは利益だから、減収でも増益がよい。増収でも減益になるというのは避けたい。ちなみに PER は株価が予想される今期の当期純利益の何倍で売買されているかを示す指標である。利益が増加すれば、PER は下がり株価が割安になる。

(1) 決算発表時の損益計算書の開示

通期・第2四半期はもちろん、四半期ごとの決算発表が義務づけられ、その発表が行われる。決算短信はほとんど全ての企業が HP で開示している。より詳細な四半期報告書も開示している企業も多い。四半期報告書は決算短信の発表の10日くらい後に発表されるが、監査され、より決算書が詳しく掲載されているだけで定性情報は記載されていない。筆者には決算短信の方が有用である。四半期の決算短信では、今期の予想の修正を行う場合がある。多くの企業の4—6月期の決算は、順調だった。だが円高の進行などにより、株価はさえない。合理的に考えると、今期は円高のため、増益の伸びが鈍化すると投資家は予想しているのであろう。

四半期決算でも、決算短信で三種類の決算書は開示されている。四半期決算の要旨の一部は、日本経済新聞で開示されるので決算時の新聞を見ないと決算発表をしたのかわからない。決算発表をした会社の決算短信を見れば、定性的情報も含めて、決算書が開示されている。シャルレの第1四

半期決算は、8月11日に2011年度4—6月期決算が開示された⁵⁾。8月12日の日本経済新聞で筆者はその決算を知ったのだが、売上げは4.2%増の微増の5,343百万円にすぎないが、営業利益は前期の73百万円が421百万円と4.7倍に純利益も532百万円と6.5倍増えている。営業利益が増えたのは、販売費一般管理費を削減したからである。前期に売上高販管費比率が48.6%だったのを、今期は41.6%と大きく削減した成果である。奇妙なのは、第1四半期だけで1株あたり利益が27.47円であったのに、通期の予想を、10.32円にしていることである。只、決算予想を変えないのはよくあることだが、シャルレが下着販売の会社であることを考えると、あまりに保守的な予想と判断せざるを得ない。

利益が最も重要な指標であるのは、何度も指摘していることである。実際に王将フードサービスは、既存店の売上げが6月に前年比で落ち込み、株価が下がっている。昨年度は、既存店の売上げが大きく伸びていたことの反動でもあるが、既存店の売上の落ち込みが、この会社の業績の悪化につながると判断しているのであろう。だが、4—6月期の会社の直営店の売上げは増えている。但し、7月には既存店の売上が6.1%も落ち込み、直営店でも0.3%落ち込んでいる。それでも7月30日に発表された決算短信では、四半期で見ると王将は増収増益である⁶⁾。

第1四半期決算で経常益が前期の4倍になっても通期の見通しに慎重で、第2四半期や年度末の業績予想を据え置く企業が多いことが、日本経済新聞で指摘されている。この四半期決算が良くても、業績の上方修正をしないのは、円高・米欧景気への警戒感があることが指摘されているが、業績の下方修正も行っていない企業も多い。任天堂は7月29日に赤字転落の決算を発表し、株価は大きく下落したが、半期・通期の業績予想を据え置いている⁷⁾。売上高は第1四半期188,646百万円前年同期比で25.6%減と大きく落ち込んだ。その

ため営業利益段階で23,342百万円と42.2%の減益となり、経常利益では46,055百万円の赤字に転落して、純利益も25,216百万円の損失とこれも赤字である。そのことについて、決算短信の定性的情報でゲームの本体・ソフトの売上げ不振と円高で営業利益段階で大きな減益、更に円高による経常利益段階で赤字を計上したと説明している。為替差損は70,594百万円もある。これらの業績の悪化からどの様にして回復するのであろうか。定性的情報には説明がない。決算発表時より更に円高が進んでいる。欧米での売上げが多いこと、ドル・ユーロで資産を持っていることも考えると、第2四半期での120,000百万円の営業利益や115,000百万円の経常利益は、達成は不可能であろう。トヨタ自動車の通期の決算が2009年度9月期の発表2008年11月7日に営業利益が6,000億円と大きな減益になると決算を修正した⁸⁾がそれも甘く、2009年5月8日に最終的には5,600億円の営業損失であったことを発表した⁹⁾。トヨタ自動車の場合は、リーマンショックによる需要の減少を読み誤ったのであるが、任天堂はどうであろうか。9月7日の段階では、業績未達になるとしか思えない。

損益計算書を理解するのは、そう難しくない。企業の目的は「営利の追求」であるが、利益には4種類の利益があり、最も重要なのは当期純利益である。だが当期純利益を期間比較して例えば、今期だけ良くても営業利益が減少していたら、本業は駄目だという判断を下さざるを得ない。例えば今年度の王将フーズサービスは、経常利益が減益で、最終利益は増益だが、10年ぶりの減益と紹介されている¹⁰⁾。経常利益も重要だが、ある会社は借金が多く、営業利益より経常利益が少なくなる傾向があると判断できればよい。経常利益は「益出し」つまり、含み益のある株式を売却することで、操作が可能であり疑わしい場合がある。売上総利益は、売上高から、その原価を差し引いた金額である。ここから販売費及び一般管理費を差し引いたのが、営業利益である。チケット販売

の「ぴあ」は60百万の営業損失を計上している。だが前期の181百万の損失から見ると改善している¹¹⁾。売上は、利益ではないが利益の源泉である。牛井三社、ゼンショー、松屋フーズ、吉野家は、売上高で差がついてしまった。すき家を展開するゼンショーは7月既存店の売上げが7月30.0%も増加し、松屋フーズは7月9.9%増加したが、吉野家は10.8%も減少した。吉野家の売上高売上総利益率は、63.5%と高いが¹²⁾、ゼンショーは、70.1%もある¹³⁾。吉野家は値下げ競争に参加できず、結果として、並盛りでの値段が一番安いすき家の売上げが増加した。2月決算の吉野家ホールディングスは、2011年度の3—5月期の決算は営業赤字に転落した¹⁴⁾。一時はデフレ経済での勝ち組と呼ばれた吉野家の経営悪化は、社長力の差が理由だと判断せざるを得ない。

損益計算書の中でも、最も簡単な指標である売上高が重要だとの事実は、前にも述べた。そのことについて金子昭が指摘するのだが¹⁵⁾、売上高は重要な指標であると筆者も考える。王将フーズサービスは前期は驚異的な売上増を記録した。22.4%も売上高が増え、結果として営業利益は76.4%、当期純利益は53.2%も伸びた¹⁶⁾。ところが2011年度は4月から既存店の売上げは若干減少した。4—6月期の決算は、売上高こそ新規出店の効果で7.1%増えたが、営業利益は1.9%増に止まっている¹⁷⁾。増収・増益だが、営業利益が通期で2.5%増という控えめな予想が、達成できるかは微妙である。

筆者は営業利益の伸びが重要だと考えている。売上高売上総利益率が高いか、売上高販売費一般管理費比率が低いと営業利益は増える。ホームセンターのコーナン商事は、売上高総利益率がPB商品の売上比率が増加したため、増加したが、ここ5年ほど売上高販売費一般管理費率が増加したため、売上高営業利益率は増えなかった。筆者には何故そうなったのかはわからないが、2011年度第1四半期は¹⁸⁾、5.5%の減収ではあるが、売上高

総利益率の2.5%の改善と売上高販売費一般管理費率の0.9%の減少により営業利益は19.5%も増えている。売上高が重要だと筆者は考えるがこんなケースもあるのだ。

(2) 株主通信などの損益計算書

株主向けに送付される株主通信などと呼ばれる報告書には、決算書が記載されている会社がほとんどだ。最近では四半期毎に、報告書を送付する企業もある。年次報告書の中で、過去数年の決算の要旨を開示している企業もある。だが、どれだけ多くの株主が年次報告書を読むのであろうか。どちらかと言えば、定性情報の方が重要なものもあるし、エーザイの様に、昨年度との比較をして、増収増益を示す企業がある。尚、株主総会が開催される「定時株主総会の招集通知」には、貸借対照表と損益計算書が添付されている。この決算書には、キャッシュフロー計算書や当該年度以外の決算書は添付されていない。

情報は速さが命である。年次報告書の決算書では、投資意思決定としては時間的に遅すぎる。年次報告書では、決算書よりも定性情報の方が、重要であろう。書類である年次報告書よりも会社のHPを見た方が新しい情報、豊富な情報が掲載されている。

年次報告書の損益計算書は投資意思決定には使えない。コーナン商事の株を買ったが、理由は、減収だけでも販管費の抑制で増収になったから買ったのである。それは2011年度3—5月期に関する決算を新聞情報で知っており、HPの決算短信で確かめたからであるが、損益計算書まで読んだわけではない。要旨を見ただけだ。損益計算書を見ると、確かに販管費率の減少は0.6%と、売上総利益率の1.9%増もあり減収だけど増益になったのだ。この発見は投資意思決定には、さほど重要なものではない。コーナン商事の場合は決算発表時より更に円高になり、PB商品の原価が低下し、利益が上昇するであろうということが予想される。

第3章 貸借対照表

貸借対照表は財政状態を示す決算書で、資産の部、負債の部、純資産の部の三つに大別される。資産＝負債＋純資産。これが貸借対照表等式と呼ばれる。かつては、資本の部と呼ばれていたがそれが純資産の部になった。貸借対照表の資産の運用状況を示す「資産の部」よりも運用源泉を示す「負債の部」と「純資産の部」に対する理解が株式投資をする上では重要である。但し資産の部でも帳簿価格が売却可能価格ではないことを知るべきだ。簿価と時価に大きな乖離が取得原価主義のために乖離が存在する可能性があるのだ。PBRは純資産の何倍で企業が評価されているかということ、示す指標だ。

(1) 決算日時点の貸借対照表

決算日時点の貸借対照表が読めることが重要であるが、急に企業の財政状態が良くなるわけではない。四半期毎に貸借対照表も発表されるが、速報性は重要な事象が発生しない限り最新の情報が必要なわけではない。貸借対照表を読む上で一番大切なのは自己資本比率であるが、コーナン商事の場合2010年度2月期との比較で、自己資本比率は25.8%が26.1%に上昇しているが、同社の自己資本比率の低さは急には改善されない。貸借対照表を考察するのは、何も決算発表時に知らなくて良い。四季報には、自己資本比率や有利子負債、利益剰余金が記載されているのでそれだけで十分であろう。決算発表時の貸借対照表は、その期に重要な事象が発生しない限り読む必要はないと筆者は考える。

(2) 貸借対照表を理解するのあたりの知識

株式投資をする上で理解しておきたいのは、自己資本比率と有利子負債と純資産や利益剰余金の金額である。コーナン商事の様に、借入金でどんどん出店をする企業は、儲けても自己資本比率はよくなる。日本航空のように赤字が膨らむと

自己資本比率は減り、会社更生法の適用を申請する事態になると純資産はマイナスで債務超過になっていたことが判明する。京セラは、自己資本比率が低かったが、会社が利益を出し内部留保が増えると自己資本比率は上昇した⁹⁹⁾。ビック東海のように、自己資本比率が25.7%と低い会社は、短期借入金が19,051百万円長期借入金が12,762百万円と多いのに対して、純資産は15,995百万円と少ないので借入金が純資産より多い。だが利益剰余金は13,290百万円と多い。利益剰余金は企業の内部留保であり、利益剰余金は税金を払った後で、内部に留保されたものである。内部留保は、資産の部で運用されている。「ぴあ」の様に赤字が続くと、内部留保は無くなり株主が払い込んだ資本剰余金や資本金が減っているのだ。だがぴあの純資産は3,831百万円ある。利益剰余金が多い企業に関して、こうした企業には「内部留保に税金を課せ」との日本共産党の見解は法人税の二重課税になり、優良企業を滅ぼすにはいい政策かもしれない。内部留保は資産の部で形を変えて、運用されている。成長している企業は成長のため借入金に依存する。そこはコーナン商事と同じである。チケット販売のぴあの様な会社は、利益が出せなくて自己資本比率が低い。それはわずか16.7%しかない¹⁰⁰⁾。1年以内に返済すべき長期借入金が612百万円長期借入金が755百万円ある。有利子負債1,367百万円で、利益剰余金は、-6,463百万円と大きく取り崩している。ぴあの純資産はそれでも、3,831百万円ある。ぴあの様に赤字が続くと、内部留保は無くなり株主が払い込んだ資本剰余金や資本金が減っているのだ。だがぴあの純資産は3,831百万円ある。日航は2009年度の期初は自己資本比率は10.0%あったのだが、この状態では債務超過だったのだ¹⁰¹⁾。資産の部で注意を要するのは、売却可能価格よりも高く金額が表示されることがあるということだ。次にソフトバンクの貸借対照表を考察してみよう。ソフトバンクの自己資本比率は、11.0%と低い¹⁰²⁾。有利子負債を見ると、短期借入

金が390,037百万円、1年以内に返済すべき社債が147,900百万円、社債が384,656百万円、長期借入金金が1,215,642百万円で総計2,138,235百万円つまり2兆2千億円に近い膨大な負債をかかえている。それに対して利益剰余金は52,260百万円しかないのだ。この事実だけでも驚くべきことなのだが、ソフトバンクにはのれんが885,118百万円もある。のれんはボーダフォンをソフトバンクが買収するときに、帳簿価値より高く払った金額で売却できない資産である。一方、ソフトバンクの純資産は993,529百万円に過ぎず、のれんの様な擬制資産を除けば、ソフトバンクは債務超過に近い。ソフトバンクは収益性が高いので存続できるが、安全性を考えると、株や債権を買ってはいけない。

貸借対照表で気をつけないといけないのは、資産の部に示された金額が、その時の売却可能価格を示していないことだ。高く示される場合もあれば低く示されるケースもあり、その場合は、PBRにはあまり意味がない。村上世彰が阪神ホールディングスに目をつけたのは売却可能価格より阪神株の時価総額は安かったからだ。阪神百貨店、甲子園球場は取得価格で計上されており、膨大な含み益があった。土地の含み益、のれんなどの売却できない資産などは、決算書を読むだけではわからない。土地建物に、減損会計を実施している企業も多いが、必ずしも減損会計を導入してない場合もある。オフバランスなどの問題もあり、貸借対照表で投資の意思決定をするのは難しい。

企業を買収する場合収益性より資産価値が重視される。ティ・エフ・ダブリュが日清医療食品にTOBを仕掛けた。この場合は友好的TOBであり買収価格は、1株につき1,740円である。この価格では、PBRは1.8倍以上ある。予想PERも19.3倍である。TOBをする場合は、買収発表前の価格にプレミアが付く。三洋電機の場合は、前期赤字であり、予想PERも189.1倍。単独ではあるがPBRで見ても4.79倍である。企業買収時のTOB価格は1株につき138円で、通常つけ

ている株価と同程度の買収価格である。TOB の場合に株価が上がるの通常つけている株価が安いことを示すものだ。村上世彰に対して阪急は、1株について930円を主張した。TOB 発表前の300—350円と比較してかなり高い価格である。このケースで理解しないとイケないのは、示される貸借対照表上の1株当たり純資産と、売却可能価値で計算した1株当たり純資産が違っている場合があるということだ。貸借対照表に示される簿価と売却可能価格は違っているのだ。

企業には「継続企業の前提に関する疑義の注記がある105社」と「継続企業の前提に関する重要事象がある99社」²³⁾が書籍版の会社四季報秋号に掲載されている。この二つの区別は難しいが、これらの企業は破綻のリスクがある。前者から新日本建物の貸借対照表を調べてみよう²⁴⁾。同社は、前期も営業赤字であり、今期も赤字である。ちなみに会社の予想は黒字である。新日本建物の自己資本比率は0.2%で今四半期の赤字で、1株当たり純資産は、なんと0.38円しかない。有利子負債は短期借入金10,894百万円あり、1年内償却予定の社債が、100百万円あり長期借入金は、1,862百万円で総計で有利子負債が21,888百万円で純資産は23,119百万円である。今後業績が悪化すれば破綻するであろう。後者の例として城南進学研究社の貸借対照表を調べてみよう²⁵⁾、第1四半期に関して同社も赤字であるが自己資本比率は76.5%とかなり高い。有利子負債は無く、利益剰余金も3,231百万円もある。純資産は3,324百万円もある。同社の決算短信の定性的情報では、「当社は、前事業年度におきまして、経常利益、当期純利益はプラスに転じたものの、4期連続で営業損失の計上、営業キャッシュ・フローのマイナスを計上し、当第1四半期会計期間において営業損失、経常損失、当期純損失、営業キャッシュ・フローのマイナスを計上しております。当該状況により、継続企業の前提に関する重要事象が生じております」²⁶⁾とのことである。

貸借対照表を理解するのは難しいが、自己資本比率が30%未満の株は買わない程度の理解でよい。但し城南進学研究社の様に、「継続前提に重要事象」と書いてある企業は避けるべきである。9月11日に発売された四季報では、東京建物の自己資本比率は0.2%に改められている。尚、四季報では株主資本という言葉が使われているが、自己資本比率という言葉を使うのが普通である。

(3) 株主通信などの貸借対照表

株主通信などとして送られてくる報告書の場合は、貸借対照表の自己資本比率の推移を掲載している会社もあり有益な方法を得ることが可能だ。定時株主総会の招集通知の場合は当該年度の貸借対照表が送られるだけだ。又報告書では、貸借対照表についての定性説明も加えている会社も見られる。

第4章 キャッシュフロー計算書

キャッシュフロー計算書とは、新しい決算書であり、金融商品取引法では決算書であるが、商法では決算書に含まれない。この計算書を理解するためには、損益計算書を理解する必要がある。計算は当期純利益から始める。営業活動によるキャッシュフローを先ず計算するのであるが、営業活動によりお金が増えたか、減ったかを計算する。例えば、減価償却費はお金の支出しない費用なので、営業活動によるキャッシュフローは増える。売上債権と仕入れ債務の比較で売上債権が増えれば、お金は減る。在庫が増えた場合もお金が減る。次に投資活動によるキャッシュフローを計算する。会社がどれだけ投資してお金が減ったのかを計算する。企業を経営する場合、どこにどれだけ投資するのは一番重要な事項であり、会社は先ず、この部分の計算から始める²⁷⁾。最後に財務のキャッシュフローを決めるのだ。通常の企業は営業のキャッシュフローで増えたお金から投資をし、足りない場合はお金を借りたりする。配当の支払いでもお

金は減る。借金を返済してもお金が減る。借金を大きく返済する必要がある企業は、これでお金が減る。

田中靖浩²⁸⁾は、営業キャッシュフローでお金を増やし、投資キャッシュフローでお金を減らし、財務キャッシュフローでお金を増やす必要がない企業を金持ち型として、イトーヨーカ堂を例示する。次に営業キャッシュフローでお金を増やしても、財務活動でお金を増やして投資をする企業を勝負型として、イオンを例示する。借金を返さないといけないので、営業活動で増やしたお金と投資を回収することで、投資キャッシュフローがプラスの会社を苦労型として、ダイエーを例示する。

最終的に示されるキャッシュの金額である現金同等物がプラスとなっても、マイナスになっても気にする必要はないが、借金が少なく、現金同等物が多い企業は注目される。キャッシュフロー計算書を理解するのは、難しい。だが株式投資において注意すべき点は少ない。

(1) 決算日時点のキャッシュフロー計算書

四半期毎のキャッシュフローを比べてみても、あまり意味がない。決算短信では四半期毎のキャッシュフロー計算書は開示されているが、決算短信の要旨にはキャッシュフロー計算書については、言及されていない。四半期のような短期では、営業キャッシュフローはある程度重要であるが、たまたま四半期で、前期と比べて営業キャッシュフローが落ち込んでも、増えてもあまり重要でない。利益、営業キャッシュフローの増減よりも営業利益の増減を比較する方が重要だ。

(2) キャッシュフロー計算書を理解する上での注意すべきこと

キャッシュフロー計算書の営業キャッシュフローの変化は重要でないと言ったが、1年間で純利益が黒字でも、営業キャッシュフローが赤字の場合

は注意すべきだ。減価償却費分営業キャッシュフローは増えるので、それが赤字になって、売掛金が増えていた場合や棚卸資産が増えている場合は注意をしなければならない。粉飾決算の可能性もある。フリーキャッシュフローは、営業キャッシュフローから、投資キャッシュフローを引いたものであるがこれが黒字の企業は安心してよい。それと現金同等物をいくら持っているかである。しかしこれらの指標は四季報に掲載されている。

キャッシュフロー計算書が理解できなくても、四季報でそれらの数値が確認できれば株式投資をする上でさほど問題はない。日本で開示が義務づけられたのは、2000年3月期からである。村上世彰は東京スタイルが現金同等物と多額の有価証券を加えると1,280億円も所有しているのを知っていた。「東京スタイルは2001年当時、連結売上高が625億円、営業利益48億円、当期純利益47億円、そして株主資本（簿価）が1,576億円のアパレルメーカーであり、1,360億円に上る現預金・有価証券・投資有価証券を保有していた（2002年2月期実績）」²⁹⁾。多額の含み益を持った有価証券と、多額の現金同等物、村上はそれら資産に目をつけた。村上は増配や自社株買いを株主総会で主張したが、相互持合が多い当時の株主構成から主張は否決された。この事件は決算書の問題というより「会社は株主のものだ」との考え方が定着するきっかけとなった。

(3) 年次報告書のキャッシュフロー計算書

「株主通信」にキャッシュフロー計算書載せて、その解説をしている会社もある。例えば、三国コカ・コーラボトリングでは³⁰⁾、株主通信のキャッシュフロー計算書は、三部分に分類し営業キャッシュフローでは、「税金等調整前四半期当期純利益、減価償却費、仕入債務の増加により」と書いているが、この様な説明をする企業が多い。「株主総会の招集通知」にキャッシュフロー計算書載せている会社は私が知る限りではない。エーザ

イはB5で224頁もある「招集通知」を送ってくるが、そこでは、決算書の量は28頁もあり充実しており、前期の決算書だけでなく、前々期の前期の単年分だけの貸借対照表と損益計算書が送られてくるだけである。だが、四半期毎に送られてくる「株主通信」では、決算に関する情報は充実している。しかもエーザイは営業報告書を株主総会後には送付しないのは問題だが四半期毎の株主通信は前期との比較もあり、内容的には充実している。キャッシュフロー計算書も載っている。

第5章 四半期の決算短信を利用した株式投資のやり方

例えば、3月期決算の会社は、第1四半期の決算の場合でも、決算発表が行われ決算短信で開示される。だが、その時もその後も半期の決算や通年の決算は変更しない場合が多い。決算短信から考察してみよう。ちなみに7月30日に発売された「オール投資の年間高配当利回り」³⁰⁾に記されたアートネイチャーは、現在9月3日現在予想PERが14.2倍、予想配当利回りは6.6%である。だが2011年度第1四半期の営業利益は、5百万円しかなく、前期との比較で94.9%の減少であった。売上高は6,739百万円とこちらは、2.6%増えている³¹⁾。売上総利益は増えているが、販売費一般管理費が4,483百万円から、4,764百万円に増えてしまったのである。同社の決算短信での説明では、広告宣伝費が増えたからと説明している。半期の営業利益が1,104百万円である。この数値を実現するためには、第2四半期(7-9月)だけでなんと営業利益を1,099百万円稼がないといけない。予想配当利回りが高いからという理由でアートネイチャーを買ってはいけない。この業界は競争が激しいと定性的情報に書いている。同じく上場している、アデランスホールディングスはユニヘアーに名称を変更した。ブランドのアデランスは、そのまま使っている。こちらは無配に転落し業績も赤字予想である。この会社はHPで情報の開示

をしていない。その場合は東京証券取引所のHPから検索しないといけない³²⁾。こちらの第一四半期の営業損失は、2,802百万円であり半期の損失予想は4,600百万円であるが、この調子だと更に損失が拡大するかもしれない。アートネイチャーは、売上が2.6%増えているが、ユニヘアーは、18.1%も減少している。アートネイチャーの決算短信での定性的情報では、「当社グループの属する毛髪業界については、業界全体の売上高は減少傾向にあると予想されるとともに、競合する発毛事業や薄毛に対する医薬品の普及等、周辺業界を含む業界内外での競争は激しく、依然として厳しい環境が続いております」と説明している。更にこの結果、「当第1四半期連結会計期間の売上高については、6,739百万円(前年同四半期比2.6%増)となりました。しかしながら、受注拡大のための広告宣伝費の支出増加等により営業利益5百万円(同94.9%減)利益66百万円(同30.6%減)となりました」と説明する。「毛髪業界」は、団塊の世代の高年齢化により成長すると思われていたが、結局、競争が激しく営業利益はたかだか5百万円しかないのだ。決算短信では定性的情報も書かれており参考になる。

「保険市場」という保険代理店を運営するアドバンスクリエイトは9月2日時点でPERが15.4倍であり配当利回りが5.5%もある、8月17日の日本経済新聞で「Aクエスト純利益3.6倍に」という見出しがあり、「年金型・貯蓄型の保険商品が伸びた。インターネット経由の販売が伸びて販売が伸び手数料収入が拡大した」³³⁾と書いてあり同社の決算短信を見ると³⁴⁾、昨年度との比較で営業利益が460百万円と24.9%も上昇し、当期純利益も221百万円と261%も上昇している。売上が伸びたのことも重要であり決算短信の定性的情報では売上が伸びたことへの説明が多いが、売上は4,662百万円が4,957百万円と6.3%増えたのである。結局販売費及一般管理費が減少したのが効いている。決算短信の損益計算書を見れば、昨年度の販

管費が2,931百万円だったのに、売上が増えた今年度では、2,891百万円と減少している。これは売上高販管費率で見れば、昨年が62.9%だったが、58.3%と大きく減らしている。この会社は買うべきだ。決算書を読めばいろいろなことがわかる。

自己資本比率はどうか。ここは、38.5%とそれほど低くはないが、1年前の46.4%と比べると悪化している。短期借入金が1,685百万円と前期の900百万円と比べると、785百万円も増えている。純資産が4,411百万円で前期の純資産は4,163百万円と248百万円増加しただけで自己資本比率の低下は短期借入金の増加によるものと言える。キャッシュフロー計算書を見ると営業活動によるキャッシュフローが昨年度774百万円とあったのに19百万円と大きく減っている。投資によりキャッシュフローが減っているのに、フリーキャッシュフローは大きなマイナスになっている。利益は増えたのに、何故営業キャッシュフローが前期と比べて減ったのか、それは売上債権が増加したからだろう。これは成長過程にある企業としては仕方がないことだ。

次にオール投資で紹介されたアイ・ティー・シーネットワーク株式会社について考察する。9月3日時点で、この会社の予想 PER は8.6倍、予想配当利回りは5.8%である。ところが2011年度第1四半期の業績はアートネイチャー程ではないが、良くない。決算説明書は、決算の内容を図示しただけであるので、そこからは考察せず、決算短信から考察する⁹⁸⁾。決算が発表されたのは7月30日である。この会社は売上こそ31,332百万円と前期比5.2%増えたが、営業利益は573百万円と50.0%も減っている。第2四半期の売上は58,500百万円で前期比との比較で2.7%減と控えめな予想である。だが同期の営業利益は2,200百万円とこれも前期比23.0%減の予想である。5月24日の発表を修正していない。こうした利益を稼ぐのは多分不可能であろう。第1四半期の当期純利益も142百万円

だったが、第2四半期の予想は900百万円はこれも達成できそうにない。それでもこの会社は第2四半期の決算の修正をしていない。第2四半期の配当の予想は13.25円もある。売上高が1.0%増加しているのに、売上総利益が6,293百万円で、前年同期は6,508百万円であり、3.7%減少している。販管費は5,720百万円で前年同期は5,361百万円であり7.60%も増えている。売上高販管費率で見れば、昨年度の18.0%から18.3%と微増している。決算書から判断すると同社は売上高が増え売上総利益が減り、販売促進費が増えて、今年度は昨年度同期の半分に営業利益が減ったのである。同社は決算短信の定性的情報で「利益につきましては、通信キャリアからの販売促進策が前年同期に比べて一部減額なったこと、来店客増に対応するために人員の増強を行ったこと、移転、増床などにより固定経費が増えたこともあり」と説明している。この影響は第2四半期で解決するとは考えられない。この会社は買ってはいけない。

次に内海造船を考察する。この会社の PER は、9月2日現在の予想 PER が3.3倍、予想配当利回りが5.0%である。予想 PER が3.3倍は異常に低い。無配の会社なら、その様なケースもあるだろうが、同社の決算予想は強気である。同社は日立造船系の中堅造船会社である。2011年度第1四半期の決算短信を分析してみよう⁹⁹⁾。売上は、10,907百万円と51.9%も増えている。営業利益は1,270百万円と17.9倍も増えている。これは驚異的な金額である。売上が倍以上になったのが効いているのだ。同社の第2四半期の営業利益予想は、2,100百万円であるがこれの達成は容易に可能であろう。決算短信の定性的情報では、「増収の要因は、新造船の工事進行基準適用船が6隻(2隻→8隻)増加したことと、改造船1隻を売上計上したこと」と説明している。昨年度の第1四半期はたまたま受注が少なかったのだ。更に増益の理由に関して決算短信で、「増益の要因は、売上高の増加並びに、営業、設計、調達、現業の受注一

貫体制による業務の効率化とコスト削減」と説明している。売上高が利益の根本であり、増収であれば増益になる可能性が高い。又、コスト削減に成功したことが記されている。損益計算書を見ると、売上総利益が、1,985百万円と前期の597百万円と3.3倍増えている。これは営業利益の増益に効いており販管費は増えているが、前期売上高販管費比率が7.31%だったのが、6.55%に減少している。更に内海造船に関しては、日経ヴェリタスが地方企業次の主役を探せのトップに同社が取り上げられている。コスト削減のための社長が主催、役員部長の25～30人からなる「資材費低減委員会」の努力が書かれ、森社長の「コンテナ船がダメな場合でも、ばら積み船の調子が良い場合がある」との話が紹介され、景気変動への抵抗力が強いのである⁹⁸。株価が安いのは、自己資本比率が低いことにあるのかもしれない。だが前期17.0%だったのが、18.8%とわずか三ヶ月で大きく改善している。この会社の有利子負債は6,613百万円だが純資産合計が6,454百万円あり収益性が高いのと併せて考えるとそれほど問題があるとは思えない。この会社も買うべきである。

次にミロク情報サービスについて考察する。これもオール投資の高配当銘柄である。会計事務所・企業向けの業務用ソフトの開発・販売、コンサル、経営情報サービス等も提供する会社である。9月3日時点の予想 PER は13.3倍であり、予想配当利回りは5.6%とかなり高い。それではこの会社を考察しよう⁹⁹。この会社の決算の予想は良くない。第2四半期の営業利益は200百万円と26.0%の減益予想である。第1四半期では、26百万円の営業利益を計上した。これは同年前期より72.5%もの大幅な減益で第2四半期で200百万円の利益を計上するのは困難であろう。売上総利益では、前期の2,694百万円から比べると、2,765百万円と増えている。だが販管費が、2,597百万円から2,736百万円と大きく増え、営業利益を大きく減らしてしまった。決算短信の定性的情報で「利益

面においては、原価圧縮努力により売上高総利益が増加したものの、人件費や販売促進費、社員研修費等を中心に販売費及び一般管理費が増加したため営業利益は減益となりました」と書いているが、この状況が改善するとは思えない。これまで考察した全ての会社と同様、同社も利益予想を据え置いている。この会社は買ってはいけない。

次にビック東海を考察する。予想 PER は9.3倍、予想配当利回りは4.22%である。ビック東海は静岡の通信会社で、CATV、ネット接続 (ISP)、システム関連の3本柱として、光ブロードバンドを推進している。こちらの第1四半期は¹⁰⁰、前期と比して売上高が11,860百万円と24.1%も増えている、営業利益は1,458百万円と52.1%も増加している。四半期純利益も796百万円と68.3%増えている。第2四半期の営業利益の予想は、2,500百万円であり、達成は確実だと思われる。同社は前期と比べると、売上総利益を増やしているが、売上総利益が5,120百万円と前期の3,916百万円と31.7%も増やしている。販管費が今第1四半期では3,661百万円に増えているが、前期は2,956百万円である。売上高販管費率は今期が38.3%で前期は30.9%であった。売上高販管費率は上昇しているのに、高い営業利益をもたらしたのは、売上総利益が増えたからだ。

決算短信の定性的情報を読むと、「昨年12月に連結子会社となりましたエルシーブイ株式会社（長野県諏訪市）及び株式会社倉敷ケーブルテレビ（岡山県倉敷市）の業績については前第4四半期より反映しており、当第1四半期の業績においても大きく貢献いたしました」とあり、売上・利益の上昇の要因になっているのは、事実であるが、会社の第2四半期の業績予想と比べても第1四半期の売上・利益の増加は優れている。業績面で割安な企業は、自己資本比率が低い場合が多い。ビック東海も自己資本比率は25.7%と低い。有利子負債は31,813百万円だが、純資産は15,995百万円と少ない。但し利益剰余金が13,290百万円と多い。

キャッシュフロー計算書を見ると、営業キャッシュフローで1,836百万円稼いでいるが、投資活動に2,198百万円使っている。田中氏に言わせれば「勝負型」の企業である。面白いのは負ののれんが、46,180百万円あることだ。これは将来の利益になる。

直近の業績が良かった企業は「オール投資」の条件、純益予想が5億円以上、株主資本比率が30%以上の条件を満たしていない。アドバンスクリエイトは、純利益予想が4億円で基準を満たさない。内海造船は自己資本比率が18.8%で、ビック東海は25.7%で基準を満たしていない。それでは、こうした基準を満たして、直前の業績が良かった会社を2社調べてみよう。逆に言えばそうした調査もしないで、ランキングを作っただけである。

まず朝日ネットを考察する。予想配当利回りは、4.86%と掲載されている。ネット接続サービスの会社である。同社の第1四半期の決算短信で売上高は前年同期比4.3%増の1,739百万円⁴¹⁾。営業利益は前年同期比5.7%増の361百万円である。第2四半期の予想は売上高が3,400百万円、営業利益は770百万円である。損益計算書を読めば売上総利益が786百万円と前期の772百万円と14百万円の増加である。だが販管費の削減が大きい。前期に441百万円だったのが、405百万円に減少している。36百万円の減少である。同社が無借金経営であり、自己資本比率は85.7%ある。この会社も買った方が良い。

次に、CHINTAI を考察する。オール投資によれば同社の予想配当利回りは、5.24%である。事業内容は、「賃貸住宅情報誌『CHINTAI』、ウェブサイト『CHINTAI ネット』、携帯電話向け情報サービス『CHINTAI モバイル』による賃貸物件の空室情報提供サービスレストランガイド「ZAGAT SURVEY」の出版」など多岐に及ぶ⁴²⁾、同社は10月決算である。9月14日第3四半期の決算発表を行い⁴³⁾、売上高こそ5.3%減の11,156百万円だが営業利益は8.8%増の2,871百万円になった。

第3四半期純利益は1,606百万円でこちらも12.7%増えている。ちなみに同社は、通期の決算は据え置いた。損益計算書を見ると、売上総利益は6,497百万円と前期より250百万円減らしている。しかし販管費を3,625百万円と484百万円減らしている。有利子負債が1,544百万円あるが、利益剰余金8,994百万円があるし、自己資本比率は76.8%もある。この会社も買った方が良い。

合計8社について考察したが、大事なのは直前の四半期の決算短信の収益の分析が必要だということである。収益によって株価が決まるし、次の決算発表で第1四半期の決算短信の業績が悪い会社は将来、第2四半期で利益の下方修正が行われ、PER・配当利回りで割高になるということである。

第6章 「オール投資」を利用するときの注意すべき点

東洋経済新報社は、会社四季報を発売している。その会社は月に2度「オール投資情報」を発行している。筆者は銘柄選択のため「年間高配当利回り株」を参考にしていたのだが、重要な事実が無視されているのに気付いた。例えば前節で考察したアートネイチャー、アイ・ティー・シーネットワーク株式会社、ミロク情報サービスが、高利回り銘柄として紹介されている⁴⁴⁾。それは、「四季報秋号」先取りと書きながら、四季報の情報や四半期の決算を無視している。予想利回りが高いのには理由があるのだ。業績の見込みに不安があるからだ。

まずTTHを考察する。ここの利回りは、5.23%である。ここの業務内容は「通信設備、電気設備の設計・施工・保守・コンサルティング、情報関連設備のシステムインテグレーション WAN・LAN・PBX・VoIP等、太陽光発電システムや防雪（風・砂）フェンス等環境改善商品の販売・工事」⁴⁵⁾と実に多岐に及ぶ。第1四半期の決算書は⁴⁶⁾、売上高が6,453百万円と前期比3.3%の減、

営業損失は回復したものの100百万円ある。第2四半期の予想は、売上は4.5%増の14,500百万円、営業利益が20百万円である。第1四半期は悪いというのがこの業界の特徴なのかもしれないが、縮小したものの赤字は良くない。決算短信の定性的情報で「なお、当社グループでは、工事の引渡し第4四半期連結会計期間に集中しているため、第1四半期連結会計期間から第3四半期連結会計期間における完成工事高は少なく、第4四半期連結会計期間の完成工事高が多くなる特徴があります」と説明している。赤字を減らしたことは重要なのだろうけど、決算書と併せて判断すると、第2四半期の決算を読むまで TTH の株は買いにくい。

次に栄光を考察する⁴⁷⁾。利回り5.13%として紹介されている。同社の事業内容は、「1980年に設立した『栄光ゼミナール』を中心に、さまざまな事業を生み出しています。『心の豊かさ』を重視する社会の変化に伴い、教育においても、「新しい価値観」が求められています。栄光は、学校、家庭に続く『第三の新しい教育の場』の提供を通じて、個人の成長を幅広く支援していきます⁴⁸⁾と栄光ゼミナールを説明しているが、四季報にはホテル事業の分離と書いてあり、多角化経営をしていたことがわかる。栄光は売上高を10.3%も減らして、8,036百万円、前期は赤字だった営業利益は5百万円である⁴⁹⁾。経常利益も当期純利益も赤字である。第2半期の営業利益は前年度7.0%増の2,080百万円の営業黒字を目指している。決算短信の定性的情報で「当第1四半期連結累計期間の当社グループの業績は、ホテル部門の分離等に伴う減収に加えて、教育事業の学習塾部門の生徒数が前年同期の水準には届かなかったことから、売上高は8,036百万円（前年同期比10.3%減）となりました。他方、事業の再編・分離に伴いコスト面の効率化が進んだことなどにより、営業利益は5百万円（前年同期29百万円の営業損失）となりました」と説明している。この会社は買うのを

避けるべきだ。

オール投資は自己資本比率と純利益の額で掲載企業を選択しているが、記事でもアートネイチャーに関して、「女性用新規顧客が増加し営業増益の見通し⁵⁰⁾」と書いているが、第1四半期の業績と広告宣伝費で5百万円しか営業利益を計上していない事実を知らないのだろうか。筆者もオール投資の定量情報を信じて投資銘柄を選択していたが、四半期決算が発表されるのに、四季報の情報を考慮していないのだ。日経ヴェリタスも高配当利回り順に載っているが、むしろこちらの方が、条件をつけていないのでむしろ有益と言えよう。高配当利回りの株は、利益が減少して、減配のリスクがあるのかを確かめる必要がある。

第7章 会社四季報は信用できるか

会社四季報は東洋経済新報社が発行するもので、毎年4回発売される。第1四半期の決算情報なども掲載されている。発行されるのは、春号、夏号、秋号、冬号であり、それぞれ3月・6月・9月・12月に発行される。最新の四季報は9月13日に発売されている。ちなみに書籍とCD-ROM版がある。検索にはCD-ROM版が優れているが、CD-ROM版に掲載されていない情報もある。「継続疑義の注記がついた会社」や「株主優待」などである。

先ず、大幅に利益を回復したシャルレに関してどう記述されているのか。シャルレは利益情報を据え置いたが、四季報は、第2四半期の営業利益を410百万円から⁵¹⁾、600百万円に引き上げている。今期の当期純利益も200百万円から、280百万円に引き上げている。その結果、1株当たり利益は14.5円、配当は10円から20円の予想である。筆者は、この数値よりシャルレの業績は良くなると思うが、QUICKでは9月25日の終値でシャルレの予想PERは28.6倍、予想利回りは3.7%とPER的には割高と言ってよいだが、四季報の情報を利用すると、予想PERは18.8倍になり、予

想配当利回りは20円の配当だと7.33%と利回りのには、非常に割安になる。それでは任天堂はどうか。任天堂の定量情報と、定性情報はどう書いているのか。9月中間期に関して、売上高、営業利益は会社予想をそのまま載せているが、経常利益は115,000百万円を45,000百万円と大幅に引き下げ、61%減であり、利益も70,000百万円を27,500百万円と61%減である。これも大幅に引き下げられて、これも。その理由は為替差損が発生すると記している。売上高・営業利益を据え置いたのは、「ポケモン」の新作が9月に発売されるからであろう。四半期の決算が悪かったアートネイチャーはどう書かれているのか。会社の営業利益の予想は、1,104百万円である。四季報は1,100百万円と事実上会社発表を据え置いている。9店の出店があり、広告宣伝費をこなして、営業増益と書いている。果たして、四季報の営業利益維持は正しいのであろうか。筆者は疑問に思う。逆に第3四半期情報が良かったアドバンスクリエイトはどうであろうか。会社の決算短信の予想をそのまま載せているが、営業利益は続伸と書いている。同社の予想は、営業利益は去年と同じである。定性情報では「順調」と載せていて、9月にJRタワー札幌店が開店するという情報も載せている。アイ・ティー・シーネットワーク株式会社はどうであろうか。こちら9月期の営業利益を下方修正している。会社の営業利益の予想は、2,200百万円だが四季報の予想は1,700百万円である。当期純利益は900百万円が700百万円に引き下げている。四季報の情報を信じるなら、買いはないはずである。定性情報では法人向けの有力機種を販売と書いている。次に内海造船を見てみよう。PERが3倍台。四季報では会社の予想を据え置いている。四季報は保守的な利益予想で上方修正は減多にしない。

他にも考察してみよう。ミロク情報サービスだ。昨年度の第1四半期は大幅減益だったが、第2四半期の営業利益が400百万円で、最終利益も140百

万円と若干ながら、会社予想より増えている。四季報では「好採算の保守サービスが増」と書いているが、記者が会社側の発表を鵜呑みにした可能性があるのかもしれない。筆者は営業利益はかなり減ると予想している。ビック東海はどう書かれているのか。ここは営業利益、当期純利益を上方修正している。9月期の会社発表の営業利益2,500百万円が、2,800百万円に、当期純利益13,000百万円が15,000百万円に上方修正している。最後に、チヨダについてはどう書いているのか。チヨダは第1四半期決算発表後も、第2四半期の営業利益は3,138百万円と、据え置いたが四季報は2,200百万円と大きく引き下げ、当期純利益も839百万円を400百万と大きく減らしている。四季報の書いている様に、第2四半期の業績は下方修正が発表されるであろう。

四季報に記載された情報は、シャルレの様に、上方修正したり、ITCNの様に下方修正したりしているが、アートネイチャーやミロク情報の様に会社発表をそのまま記載するが多い。四季報の予想は保守的であり、会社発表に比較的忠実だと言える。だが、QUICKに示される予想PERや予想配当利回りより、四季報情報で予想PER・予想配当利回りを計算した方が賢明な取引ができる。我々はかなりの程度四季報を信じて良い、でも鵜呑みにするのは良くないが。

第8章 さいごに

筆者がこの論文を書く前は、第1・第3四半期の前年同期との比較の重要さを知らなかった。バイ&ホールドが重要だと思っていた。四半期決算の情報は無視し、半期や通期の業績もあまり重要視しなかった。この論文を書いて、決算書が意思決定に重要であることを痛感した。少なくとも、直前の四半期で業績が前年同期比と比べて悪化している企業は、第2四半期の開示前に、修正決算を発表するか、第2四半期の決算発表で下方修正をしてくるであろう。

任天堂は、9月29日、決算の下方修正を発表した⁵⁰。私の予想が当たったのである。第2四半期の、決算は営業利益は120,000百万円が50,000百万円に、四季報は営業利益については、四季報の予想より、私の予想が当たった。経常利益は5,000百万円の損失に、第2四半期の最終利益も2,000百万円の赤字に、転落した。今期末の業績予想も営業利益の予想が、210,000百万円で、当期純利益が90,000百万円の予想に引き下げた。第1四半期の業績を分析すればこうした下方修正が行われることがわかったはずである。配当も引き下げた。その結果、9月30日現在の予想 PER は、32.8倍、予想配当利回りは2.6%に、この株価は割高で、今後更に、株安は進むであろう。尚任天堂は10月28日に、決算短信で第2四半期の業績及び通期の業績予想を発表した。9月29日の予想修正との経常損失は4,142百万円と修正時よりは良いが、最終赤字は2011百万円とこちらは悪くなっている⁵²。

チヨダは、10月5日に決算情報の修正を発表した⁵³。中間期の営業利益が3,138百万円が1,785百万円と43.1%も下方に修正した。通期の純利益も1,191百万円が、453百万円と62.0%も下方に修正をした。しかし年間配当については据え置いた。その結果、チヨダの PER は11月2日現在で、88.3倍もある。そして10月8日に決算短信を発表した。

ITCN も10月13日に決算情報を下方修正した⁵⁴。中間期の営業利益は2,200百万円が1,700百万円に22.7%下方修正した。第1四半期の営業利益が半減よりは、業績は改善している。通期の純利益は、2,315百万円から2,130百万円とこちらは、わずかな減益に止まる予想だ。又、配当の予想も据え置いた。その結果、11月2日時点で、PER は8.1倍、配当利回りは6.8%もある。同社が発表した予想が正しければ同社の株は買うべきであろう。

ビック東海は10月28日に決算発表をした⁵⁵。営業利益は3301百万円と当初の予想2,500百万円を

32.0%上回り第2四半期の当期純利益も1,729百万円と予想の1,300百万円を33.0%上回ったが期末の予想は変更していない。ビック東海は保守的な予想だが、第2四半期の業績を織り込み、株価は上昇して11月2日現在の予想 PER は9.5倍、配当利回りは4.2%もある。

アートネイチャーは第2四半期の決算を10月29日に決算を発表した⁵⁶。と同時に配当の維持と年度末決算の修正を発表した、第2四半期の営業利益は315百万円と予想の1160百万円と比較すると、71.5%も下回り、第2四半期は、最終的に純損失に転落して357百万円の赤字である。年度末は、営業利益が2,658百万円と強気の予想をしている。この金額は前回の予想2,660百万円と2百万円少ないだけだ。でも最終利益は、883百万円と880百万円から引き上げている。不思議なのは、同日に第2四半期の業績の修正発表を行っている。もっと早い段階で下方修正はできたはずだ。ITCN は早めに決算の下方修正を第2四半期の修正をしておき、最終利益の下方修正も行っている。筆者の予想では、悪い情報を小出しにするアートネイチャーの年度末の予想も信用できない。その結果、11月2日の連結 PER は13.4倍、配当利回りは6.9%もある。配当利回りが上がっているのは、株価が下がったからである。9月3日時点の配当利回りは、予想配当利回りは、6.6%であったのを考えると、配当を据え置いたアートネイチャーは、株が下がったのだ。日経平均が上がっているのと対照的で、こんな会社の株はとても買えない。決算予想があまりにも強気だしその根拠がわからない。

内海造船は、11月4日に決算発表をした⁵⁷。第2四半期営業利益は、1,964百万円と予想の1,950百万円と微増ではあるが、上方修正である。当期純利益は、1,007百万円と1,000百万円とこちらも微増ではあるが、上方修正である。この結果、内海造船の今期の利益予想は、達成が可能だと想定できる。PER は11月4日時点で、3.5倍しかない。

四半期決算でその決算が良い場合でも、悪い場

合でも通期の決算まで変えない企業がほとんどである。良い場合はともかく、チヨダの様なケースは早めに修正すべきであろう。株価はチヨダの業績悪化を織り込んでいるが、まだまだ完全には織り込んでいない。既に第3四半期にチヨダは突入した。企業の業績はこまめにチェックする必要がある。

だが、第1四半期で業績が悪かったミロク情報サービスは、第2四半期の業績を9月28日に決算を上方修正した⁵⁸⁾。必ずしも、第1四半期が悪い企業でも、7—9月で業績が改善する企業も存在するのだ。通期は変更していないが、営業利益は、予想の403百万円を上回る440百万円にわずかながら上方修正して、第2四半期の純利益は予想の134百万円を大きく上回る227百万円に変更した。修正の理由をその「お知らせ」の中に「当第2四半期累計期間におきましては、中堅・中小企業の新規顧客開拓に注力し着実に顧客基盤を拡大してまいりましたが、企業業績の低迷によるIT投資の先送りや縮小等の影響により、連結、個別ともに売上高が前回予想を下回る見込みです。一方、利益面におきましては、ソフトウェア原価の圧縮努力や子会社の収益改善等により、営業利益、経常利益、四半期純利益は予想を上回る見込みです。なお、通期の業績予想につきましては、経済環境等の不確定要素があるため、現時点では前回発表の業績予想数値を変更いたしません。」と説明している。更に、11月5日には、決算短信も発表した。上方修正をしたのに、PERは12.9倍、利回りは5.7%と割安だ。

栄光は11月5日決算短信を発表した⁵⁹⁾。営業利益は2,080百万円の予想が、2,000百万円とわずかながら減少した。第2四半期の当期純利益は880百万円の予想が、689百万円と減少はしているが、第1四半期の決算ほど悪くはない。営業利益に関しては誤差の範囲内だと言えよう。筆者が考えていたほど、業績が悪化したとは言えないが、ここは下方修正になった。

決算情報を利用して株式の売買をするのは、誰もが実行していることである。だが、第1四半期や第3四半期の決算情報はあまり利用されていないが、利用すれば第2四半期や年度末の決算を予想するのに、有益であるのはある程度検証されたと筆者は判断する。今、3月期年度末決算に関して、上方修正がある企業の株は高くなるが、据え置いた企業の株はあまり上がらない。だが長期的な観点から考えると、決算が予想より悪くても年度末決算を据え置いた企業の株はあまり下がらない。第2四半期の決算情報も年度末決算の予想に利用すべきであると考えられる。アートネイチャーの様に年度末決算の予想の達成が不可能と思える企業が存在するのだ。

(注)

- (1) アリス・シュローダー著、伏見 威蕃訳、『スノー・ボール(上)』2009、日本経済新聞社。
- (2) 日本経済新聞社、『真鍋かをりと松本大のいちばんやさしい株のはなし(2)』日本経済新聞社。
- (3) 金子昭『教わらなかった会計』日本経済新聞社、2005、128-136頁。
- (4) 日経ヴェリタス124号、48-49頁。
- (5) シャルレ 平成23年度3月期 第1四半期決算短信。
- (6) 王将フードサービス 平成23年度3月期 第1四半期決算短信。
- (7) 任天堂 平成23年度3月期第1四半期決算短信。
- (8) トヨタ自動車 形成22年度9月期 第2四半期決算短信。
- (9) トヨタ自動車 業績予想修正に関するお知らせ。
- (10) 任天堂 平成22年3月期決算短信。
- (11) びあ 平成23年度3月期 第1四半期決算短信。
- (12) 吉野家ホールディングス 平成23年度2月期 第1四半期決算短信。
- (13) ゼンショー 平成23年度3月期 第1四半期決算短信。
- (14) 吉野家ホールディングス 平成23年度2月期 第1四半期決算短信。
- (15) 金子昭、前掲書、128-136頁。
- (16) 王将フードサービス 平成22年3月期決算短信。
- (17) 王将フードサービス 平成23年度3月期 第1四半期決算短信。
- (18) コーナン商事 平成23年度2月期 第1四半期決算短信。
- (19) 稲森和夫「実学」日本経済新聞社、2000、61頁。

- ⑳ ぴあ 平成23年度3月期 第1四半期決算短信。
- ㉑ <http://press.jal.co.jp/ja/uploads/JGN09018.pdf>
- ㉒ ソフトバンク 平成23年度3月期 第1四半期決算短信。
- ㉓ 会社四季報、2010年秋号。
- ㉔ 新日本建物 平成23年度3月期 第1四半期決算短信。
- ㉕ 城南進学研究社 平成23年度3月期 第1四半期決算短信
- ㉖ 決算短信では定性的情報という言葉を使用しているが筆者は定性情報という言葉を使う。定量的情報も定量情報という言葉を使う。
- ㉗ 金子昭、前掲書、104-107頁。
- ㉘ 田中靖浩『実学入門 不景気に効く会計』日本経済新聞社、2003、167-169頁。
- ㉙ <http://www.globis.jp/181>「村上の功罪」より引用。
- ㉚ 三国コカ・コーラボトリング2010 BUSINESS REPORT。
- ㉛ オール投資1199巻、38-39頁。
- ㉜ アートネイチャー 平成23年度3月期第1四半期決算短信。
- ㉝ アデランス 平成23年度3月期第1四半期決算短信。
- ㉞ 日本経済新聞、2010年8月17日、投資財務面。
- ㉟ アドバンスクリエイティブ 平成22年度9月期第3四半期決算短信。
- ㊱ アイ・ティー・シー・ネットワーク 平成23年度3月期 第1四半期決算短信。
- ㊲ 内海造船 平成23年度3月期 第1四半期決算短信。
- ㊳ 日経ヴェリタス第130号、48頁。
- ㊴ ミロク情報 平成23年度3月期 第1四半期決算短信。
- ㊵ ビック東海 平成23年度3月期 第1四半期決算短信。
- ㊶ 朝日ネット 平成23年度3月期 第1四半期決算短信。
- ㊷ <http://www.chintai.jp/profile/gaiyou.html>
- ㊸ CHINTAI 平成22年度10月期 第3四半期決算短信。
- ㊹ オール投資、1199巻、38-39頁。
- ㊺ <http://www.ttk-g.co.jp/info/about.html>
- ㊻ TTK 平成23年度 第1四半期決算短信。
- ㊼ <http://www.eikoh.co.jp/about/index.html>
- ㊽ 栄光 平成23年度3月期 第1四半期決算短信。
- ㊾ オール投資、1199巻、19頁。
- ㊿ これらの情報は会社四季報 CD-ROM 版を利用した。
- ① 任天堂 業績予想及び配当予想に関する修正のお知らせ。
- ② 任天堂 平成23年度第2四半期決算短信。
- ③ チョダ 業績予想の修正に関するお知らせ。
- ④ ITCN 業績予想の修正に関するお知らせ。
- ⑤ ビック東海 平成23年度第2四半期決算短信。
- ⑥ アートネイチャー 平成23年度第2四半期決算短信。
- ⑦ 内海造船 平成23年度第2四半期決算短信。
- ⑧ ミロク情報サービス 平成23年度第2四半期決算短信。
- ⑨ 栄光 平成23年度第2四半期決算短信。