

## 運転資本の再検討

鈴木 大介<sup>1</sup>、関 憲治<sup>2</sup>、吉岡 豊司<sup>3</sup>

### Critical Review of Working Capital

SUZUKI Daisuke, SEKI Kenji, and YOSHIOKA Toyoshi

#### Abstract

The purpose of this paper is to clarify which definitions of working capital are valid in specific contexts. In this paper, the following points have been clarified: (1) the broad definition emphasizes the existence of assets, while the narrow definition focuses on the absence of funds, highlighting that these are two distinct concepts; (2) working capital is a different concept from running costs; (3) the narrow definition is relatively clearer in interpretation and is particularly effective in discussions from the perspective of creditors; and (4) there is rationality in the practical custom of using working capital as a target for financing.

#### 1. はじめに

企業は、営利を追求し、キャッシュの獲得を目指している。当然に、企業活動を議論するうえで、日常的な資金管理は、資金繰りや収益性に大きな影響を与えうる重要な要素となる。こうした文脈でしばしば登場するのが、運転資本という用語であり、インターネット、実務家の教本、学術論文など、会計学やファイナンスの議論で散見される。特に、近年では、企業価値評価の基礎となるフリーキャッシュフロー（FCF）を算出する際にも使用されており、重要な概念といえそうである。

ただし、その運転資本の定義や解釈となると、一意に収斂しているわけではない。その金額の多寡ですら、多ければよいという主張もあれば、逆に、少ない方がよいという主張もある。そうした状況では、効率的な議論の展開は期待できない。運転資本という概念には、どういうものがあり、それらは本質的に異なるのだろうか。そうした混乱が生じる要因はなぜなのか。そうした検討を通じ、どういった定義がどういう文脈で有効なのかを明らかにすることが本稿の目的となる。

---

<sup>1</sup> 昭和女子大学現代ビジネス研究所研究員、昭和女子大学 グローバルビジネス学部教授

<sup>2</sup> 昭和女子大学現代ビジネス研究所研究員、昭和女子大学 グローバルビジネス学部教授

<sup>3</sup> 昭和女子大学 グローバルビジネス学部 会計ファイナンス学科 特命講師

本稿の構成は以下の通りである。まず、先行研究によって運転資本の概念を確認し、先行研究で言及される定義とその解釈について検討を行う。そして、運転資本と同時に議論されることがある、必要資金やランニングコストについて検討し、その関係を考察する。そうした作業を通じて、(1) 財の存在を強調する広義の定義に対して、狭義の定義は資金の不在を強調しており、両者が異質の概念であること、(2) 運転資本と、必要資金やランニングコストが異なる概念であること、(3) 解釈としては狭義の定義が、比較的、明確であり、特に、債権者の観点からの議論で有効であること、そして、そこでは(4) 運転資本を融資対象とする実務的な慣習に合理性があることを本論文は明らかにしている。まずは、先行研究からみていくことにしたい。

## 2. 先行研究

運転資本とはどういう概念なのか。たとえば、江村(2001)は、運転資本の定義を流動資産と流動負債の差額としている(p.49)。McLaney and Atrill(2020)や桜井(2021)など、運転資本を同様に定義しているものは多い。しかしながら、Desai(2019)や乙政(2019)などは、流動資産と流動負債の差額を広義の運転資本の定義とする一方で、売上債権と棚卸資産から、仕入債務を控除した額を、狭義の運転資本としている。北川・加藤・貝増(2013)など、この狭義の運転資本の定義についても、ある程度、受け入れられている(p.181)。さらには、これら以外にも、たとえば西山(2010)のように、前払費用や未払法人税、未払費用といった項目を運転資本に含めるものや(p.41)<sup>4</sup>、高田(2007)のように、売上債権と棚卸資産から仕入債務を控除した額に現金預金を加えて、(営業)運転資本を定義するものもある(pp.178-179)。こうした定義だけをみても、運転資本の概念に共通の認識があるようには思えない。

定義と同様、その解釈についても種々の見解がある。江村(2001)は、運転資本を、保有する生産設備を円滑に運転していくために必要な金額とし、その具体例として、生産に必要な資材の購入や、人員の雇用のために要する必要資金などをあげている(p.49)。こうした解釈は、実務でも受け入れられているようであり、インターネットでは、運転資本を、事業を続けていくうえで必要な資金や、事業活動を続けていくためのランニングコストとし、家賃、仕入代金、広告宣伝費、交通費、水道光熱費などを例として挙げるものもある<sup>5</sup>。

一方で、運転資本の解釈について、乙政(2019)は、事業活動のために必要となる資金の不足分を示すとしている(p.52)。大野(2005)は、支払能力や資金繰り状況を把握するために運転資本の増減に着目し(p.174)、Desai(2019)は、運転資本が減少すれば、資金調達の必要性が低下するとしている(p.59)。Dechow et al.(1998)のように、運転資本をア

---

<sup>4</sup> インターネットでは、たとえば、<https://www2.deloitte.com/jp/ja/pages/mergers-and-acquisitions/articles/term-working-capital-20110629.html>でも同様の記載をしている。

<sup>5</sup> たとえば、<https://advisors-freee.jp/article/category/cat-big-06/cat-small-15/7956/>や、<https://www.h1o-web.com/cms/html/column/36.html>などがある。

クルーアルの観点から解釈する研究もある (p.134)。そうした解釈の違いゆえか、運転資本の額についても、佐伯 (2022) のように、必要資金が不足すると資金繰りが悪化するとし、多いことをよしとする指摘もあれば (p.80)、西山 (2010) のように、運転資本を小さくすることも必要と指摘するものもある (p.35)。どういった解釈が有意味なのだろうか、定義の議論と合わせて検討していきたい。

### 3. 流動資産と流動負債の差額としての運転資本

#### 広義の運転資本

先行研究では、運転資本の定義は、おおよそ、流動資産と流動負債の差額とするものと、売上債権と棚卸資産から仕入債務を控除するものに大別されていた。前者については、同じ項目から計算され、多くの蓄積がある、流動比率の議論が参考になる<sup>6</sup>。大野 (2005) は、短期的に支払義務のある流動負債に対して、これをまかなうべき流動資産がどの程度あるかを示すものとして流動比率を定義し、企業の支払能力を判定する指標としている (p.158)。経済的資源としての側面に着目した、一般的な資産や負債の定義を考慮すれば、流動資産と流動負債の差額として定義される運転資本は、短期的に資金となりえる純額を示すといえる。

流動比率については、絶対的な数値として、200%以上が望ましいとされることがある<sup>7</sup>。その主張は古く、Wall (1919) にまで遡り<sup>8</sup>、融資の視点から検討されている。短期融資では、当初の元本と契約上の利息が回収できればよく、太田 (2018) に指摘されるように、融資先が多くの利益を上げるかどうかはそれほど問題でない (pp.162-163)。多くの資金を保有する企業が望ましいのであれば、200%以上という判断も理解できる。そうした債務弁済の観点は、おおよそ、資金調達の手段が銀行等からの融資等に限られる中小企業では特に顕著となる。

では、200%以上の流動比率は、株式等の投資家からみても望ましいのだろうか。企業価値評価の観点からは、単純に、流動比率が高ければよいとはいえない。井手・高橋 (2009) は、企業価値や株価を維持するのに必要とされる収益率の期待として、資本コストに言及している (p.201)。多額の流動資産を保有したとしても、実際の収益率が資本コス

---

<sup>6</sup> ただし、比率それ自体に意味をもつ流動比率に対して、差額として定義される運転資本は、流動比率が有する情報に劣後する。たとえば、運転資本が 100 だとしても、流動資産 200 と流動負債 100 の差額と、流動資産 1,100 と流動負債 1,000 の差額とでは意味合いは異なる。流動比率では、 $200/100=2$  と、 $1,100/1,000=1.1$  という計算によって表現される。運転資本の変化率を観察しても、そもそもの資産や負債全体の変化が反映されないため、単純にその増減のみでの議論は難しい。

<sup>7</sup> 貸借対照表の数値への信頼性や清算価値といった問題はさておき、期末時点のみを考慮した支払能力ということであれば、おおよそ、流動比率は 1 で充分であろう。したがって、200%以上という主張の含意は、期末時点のみならず、短期的な将来を見据えたものと理解するのが自然であろう。

<sup>8</sup> 1900 年代の議論では、流動資産と流動負債の定義がそれほど厳密でなかったという指摘もある。たとえば森田 (1995) を参照 (p.109)。

トを超過することが保証されるわけではない。資金調達には、通常、コストがかかるため、流動資産である現金預金を多額に保有するだけであれば、企業価値の下落を招きうる。株式等の投資家の観点からは、さしあたり、資金がどのように調達され、それがどのように運用されているかが重要となろう。運転資本でも同様の議論が生じることになる。

### 解釈の留意点

運転資本の議論では、Wall (1919) にあるように、流動資産や流動負債の内訳に留意しなければならない (p.230)。それらは、正常営業循環基準や一年基準により分類されるが、内実は一様でない。経済的資源だとしても、流動資産には、現金預金のほか、売買目的有価証券といった金融投資のみならず、事業投資も混在している。現金として回収される可能性やタイミングも、項目によって異なりうる。そうした項目がすべて清算価値で評価されているわけでもない。流動負債についても、買掛金のような無利子負債もあれば、通常の短期借入金のような有利子負債も混在している。単純に運転資本の多寡のみから判断できることは、それほど多くない。

さらには、運転資本は、あくまで期末の財務諸表の数値から算出されるものであり、その値は、その後、変化しうる。決算時点が、典型的な経営状況となる保証はなく、期末の数値が、その企業の平均的な流動資産と流動負債を示すとも限らない。その不確実性は、小売業のように比較的安定した資金の流入が期待できる業界と、不動産業のように、そうした日々の資金流入が必ずしも期待できない業界とでも異なるであろうし、債務返済のタイミングや手法も、業界の習慣によって異なりうる<sup>9</sup>。広義の運転資本が、経済的資源として、短期的に資金となりえる純額を示すとしても、こうした問題があることは留意すべきであろう。

## 4. 売上債権と棚卸資産から仕入債務を控除した額としての運転資本

### 狭義の運転資本

乙政 (2019) は、広義の運転資本を流動資産から流動負債を控除した額とする一方で、狭義の定義を、売上債権と棚卸資産から、仕入債務を控除した額としていた (p.54)。Desai (2019) でも、一般的な運転資本の用語 (general term) について、流動資産から流動負債を控除したものとする一方で、狭く考えると、売上債権と棚卸資産から、仕入債務を控除したのになると説明している (p.59)。たしかに、売上債権や棚卸資産は流動資産の代表的なものであり、仕入債務も流動負債の代表的なものである。とはいえ、広義と狭義の運転資本の定義の本質は、同じなのであろうか。

狭義の運転資本の本質を検討するため、Dechow et al. (1998) を参考に、極めて安定的な経営状況を考えたい (p.134)。単純化のため、年々の売上高 $S_t$ を、ランダムウォークに従うものとして、式 (1) で定義する。誤差項については、平均ゼロ、分散 $\sigma^2$ の正規分布に従

---

<sup>9</sup> たとえば Mclaney and Atrill (2020) を参照 (p.662)。

うとし、自己相関もない。売上があったとしても、現金収入を伴う保証はなく、掛取引もありえる。この段階で、現金収支と利益のズレが生じうる。そこで、期末時点での売上債権を、売上高 $S_t$ に比例するものとし、その割合を $\alpha$ とする<sup>10</sup>。すなわち、期末の売上債権は $AR_t = \alpha S_t$ となる。

$$S_t = S_{t-1} + \varepsilon_t \quad \varepsilon_t \sim N(0, \sigma^2) \quad (1)$$

売上高に対する利益率を $\pi$ とし、利益を $\pi S_t$ と表現する。これにより、費用は $(1 - \pi)S_t$ となる。小売業を想定し、さしあたり、商品売買以外は考慮外とし、費用は売上原価のみとする。 $\pi$ を一定とし、それを売上高に乗じたものが利益となるため、売上高と同様、利益もランダムウォークに従うことになる。

$$S_t - (1 - \pi)S_t = \pi S_t \quad (2)$$

期末の棚卸資産 $Inv_t$ を、売上原価 $(1 - \pi)S_t$ の一定割合 $\gamma$ だけ保有すると仮定する。したがって、期末の棚卸資産は $\gamma(1 - \pi)S_t$ となる。この場合、期首における、棚卸資産の当期の増分の期待は下式 (3) となる<sup>11</sup>。一般に、当期の売上原価に、期末と期首の棚卸資産の差額を加えたものが当期仕入高になるので、式 (3) を考慮すると、仕入高 $P_t$ は、 $(1 - \pi)S_t + \gamma(1 - \pi)\varepsilon_t$ と表現できる。売上と同様、一定割合は掛取引と想定し、当期の仕入高 $P_t$ の一定割合 $\beta$ だけ、期末に仕入債務 $AP_t = \beta[(1 - \pi)S_t + \gamma(1 - \pi)\varepsilon_t]$ があるとしよう。

$$\gamma(1 - \pi)S_t - \gamma(1 - \pi)S_{t-1} = \gamma(1 - \pi)\varepsilon_t \quad (3)$$

さて、これまでの Dechow et al. (1998) のモデルを修正し、運転資本の議論のため、キャッシュ・フローと利益の差を確認したい。一般に、期首の売上債権に当期売上高を加えたものから、期末の売上債権を控除すれば、売上に関する現金収入 $CF_t^S$ が計算できる。

$$CF_t^S = \alpha S_{t-1} + S_t - \alpha S_t = S_t - \alpha(S_t - S_{t-1})$$

仕入に関する現金支出 $CF_t^P$ の議論は少し複雑となろう。仕入高 $P_t$ は、一般に、売上原価 $(1 - \pi)S_t$ に棚卸資産の増分 $\Delta Inv_t$ を加えたものとなる。他方で、仕入高 $P_t$ は、現金仕入以外

---

<sup>10</sup> 売上高の  $\alpha$  倍が期末の売上債権の残高としているだけであることに留意。売上債権の回収もあるため、売上の割合  $\alpha$  が掛売上というわけではない。

<sup>11</sup> なお、Dechow et al. (1998) では、ここでの棚卸資産の額に対して、実際の値が異なる場合を考慮して、目標値と実績値の調整をモデル化しているが、単純化のため、ここではそうした調整が即座になされるものとする。

に、掛仕入の場合もあり、仕入債務の決済に関する支出と仕入債務の増分 $\Delta AP_t$ を加えたものともいえる。したがって、次の関係が成立する。

$$P_t = (1 - \pi)S_t + \Delta Inv_t = CF_t^P + \Delta AP_t$$

$$CF_t^P = \Delta Inv_t - \Delta AP_t + (1 - \pi)S_t$$

これより、当期のキャッシュ・フロー $CF_t$ は、下式 (4) となり、利益から運転資本の差額を控除することで、キャッシュ・フローを表現できることがわかる。

$$\begin{aligned} CF_t &= CF_t^S - CF_t^P = S_t - \alpha(S_t - S_{t-1}) - \Delta Inv_t + \Delta AP_t - (1 - \pi)S_t \\ &= \pi S_t - (\Delta AR_t + \Delta Inv_t - \Delta AP_t) \end{aligned} \quad (4)$$

### 運転資本とアクルーアル

式 (4) のように、利益から、売上債権と棚卸資産の変分を控除し、仕入債務の変分を加えることでキャッシュ・フローを計算するのは、間接法によるキャッシュ・フロー計算書の本質と同じである。一般に、利益 $\pi S_t$ とキャッシュ・フロー $CF_t$ の差額はアクルーアルとされており、ここでの狭義の運転資本（の差額）の本質はアクルーアルにあるといえる。前節で確認したように、広義の運転資本の本質は、短期的に資金となりえる純額であった。その代表ともいえる現金預金や有価証券の一部は、狭義の定義に該当しない。アクルーアルの本質は資金の未収にあり、広義の定義の本質を、アクルーアルにみいだすことはできそうもない<sup>12</sup>。財の存在を強調する広義に対して、狭義は、資金の不在を強調する。運転資本の広義と狭義の趣意は異なっている。

ただ、運転資本の多寡については、さしあたって、明らかなことはいえない。売上債権は、経済的資源だとしても、基本的に、即座の収入が期待できるものではない。たしかに、売上高が不変であれば、売上債権が少なければその分、保有する現金等が増加するため、運転資本は少ないほうがよいのかもしれない。しかし、掛取引だからこそ売上が増加したのかもしれない。棚卸資産についても、保管コストや不良となる可能性を考慮すれば、在庫は少ないのがよいが、在庫がないことで売上の機会を失う可能性もある。仕入債務も、支払を遅らせることができる一方で、掛取引だったからこそ、支出が増加した可能性もある。狭義の運転資本の多寡についても、返済能力の観点からも収益性の観点からも、確かなことはいえそうもない。

なお、後の議論のためにも、運転資本がストックの概念であることに留意しておきたい。

---

<sup>12</sup> 高田 (2007) のように、売上債権、棚卸資産などに現金預金を加えて、運転資本を定義しているものもある (pp.178-179)。たしかに、広義と狭義の中間的な位置づけとみることもできそうであるが、広義の定義について主要な項目を列挙したものと考えることもできそうである。

期末における売上債権と棚卸資産から仕入債務を控除した数値は、いずれも貸借対照表に記載される数値から計算される。一方で、上記のアクルーアルは、フローの概念である。利益もキャッシュ・フローも一定期間の数値であり、差額であるアクルーアルも、一定期間の概念となる。したがって、概念として、運転資本とアクルーアルは同じではなく、狭義の運転資本の本質は、アクルーアルを生み出す、正味の未収入額としての性格にあるといえよう。

## 5. 運転資本の概念

### 運転資本の算定式

資産や負債それ自体、経済的資源に着目して定義されるのが一般であり<sup>13</sup>、広義であれ、狭義であれ、運転資本は正味の投資を示しており、正味の経済的資源といえなくもない。その意味では、いずれの運転資本も同質とみる考えもありえるのかもしれない。しかしながら、これまでの検討を考慮すれば、広義と狭義の運転資本の本質には違いがあった。広義では、短期的に資金となりえる純額という解釈がありえたが、その額は常に変動する可能性があり、資金となりえる可能性にばらつきがあるため、それほど確かなものではなかった。その点、アクルーアルを狭義の本質とすれば、多寡の善し悪しこそ、確かなことはいえないが、解釈は明確であり、投資の過程における正味の未収入額としての側面が強調されていた。

そのように考えると、狭義の運転資本の定義は、広義よりも、比較的、操作性の高い概念といえるかもしれない。ただし、狭義の定義については、先行研究でみたように、西山(2010)が、前払費用や未払法人税、未払費用といった項目も運転資本に含めていたのは興味深い(p.41)。たしかに、売上債権、棚卸資産や仕入債務は、流動項目のうちのアクルーアルと関連する代表的な項目であるが、実際には、経過勘定をはじめ、該当する項目は多い。以後、先に確認した狭義の定義を与件とするが、本来は、ここでの運転資本の定義を、流動項目のうち、アクルーアルに関連するすべての項目とすべきなのかもしれない。

### 運転資本と必要資金

先行研究には、運転資本を、経営に必要な必要資金やランニングコストと解釈するものがあつた。運転資本の概念の意義をより明確にするためにも、企業の必要資金と運転資本の関係に着目したい。一般に、設備投資では、取得に関する初期支出の他に、その維持、運用に関するランニングコストが発生する。インターネット等でも、経営に必要な費用で、家賃・人件費・水道光熱費・リース料・厚生費・交際費等が主な運転資本として説明されることもあつた<sup>14</sup>。ただし、こうした必要資金は、一定期間のフロー、特に、費用に着目した額である。すでに確認しているように、運転資本はストックの概念であり、直接、運転資本を必要資金それ自体とみるのは無理がある。ランニングコストが運転資本と同額となる保証はな

---

<sup>13</sup> たとえば ASBJ (2006)「第 3 章 有用な財務情報の質的特性」を参照 (paras.4-5)。

<sup>14</sup> たとえば <https://medicalcenterjp.com/columns/columns-9230/>

にもない。経営のために必要となる資金が運転資本だとしても、それを期末時点で保有していなければならない必然性もない。

他方で、必要資金がフローであることを強調して、狭義の運転資本の増分であるアクルーアルに着目することもありえるかもしれない。しかしながら、必要資金の少なくとも一部は、現金支出を伴うのが自然であり、両者が同値となる保証はない。アクルーアルの変化は、売上債権、棚卸資産や仕入債務の額に直結する。たしかに、それらは経営上の意思決定の一部ではあるものの、必要資金に関する意思決定と直結する保証もない。この点、式 (4) をさらに下式 (5) に変形すれば、アクルーアルの期待値がゼロとなることがわかる。必要資金の期待値がゼロというのは明らかに不自然であろう<sup>15</sup>。必要資金は、運転資本と比較されることはあっても、運転資本そのものではない。

$$\begin{aligned}\pi S_t - CF_t &= \alpha(S_t - S_{t-1}) + \gamma(1 - \pi)\varepsilon_t - \beta(P_t - P_{t-1}) \\ &= \alpha\varepsilon_t + \gamma(1 - \pi)\varepsilon_t - \beta((1 - \pi)S_t + \gamma(1 - \pi)\varepsilon_t - (1 - \pi)S_{t-1} - \gamma(1 - \pi)\varepsilon_{t-1}) \\ &= \alpha\varepsilon_t + \gamma(1 - \pi)\varepsilon_t - \beta((1 - \pi)\varepsilon_t + \gamma(1 - \pi)\Delta\varepsilon_t) \\ &= [\alpha + \gamma(1 - \pi) - \beta(1 - \pi)]\varepsilon_t - \beta\gamma(1 - \pi)\Delta\varepsilon_t\end{aligned}\quad (5)$$

### 運転資本と資金調達

佐伯 (2022) は、運転資本を、事業を継続するために必要となるお金としている (p.81)。さきの議論から、1 年間に会社を運営するために必要となる資金であるランニングコストを期末時点のストックである運転資本それ自体とするのは明らかにミスリーディングである<sup>16</sup>。とはいえ、必要資金と運転資本の比較は、実務的にもしばしば行われるため、両者の関係を確認しておくことは有意味かもしれない。

広義の運転資本では、内訳の議論はさておき、財としての側面が強調されていた。運転資本が正の値であれば、定義上、その額について、固定負債または純資産で資金調達されていることになり、さしあたり、資金調達の追加は必要ない。その後、ランニングコストがその運転資本を超えれば、定義上、損益取引に関する活動から調達するか、追加の借入もしくは出資が必要となる<sup>17</sup>。ここでは、資金として必要とされる必要資金と、財として保有されていた (とみなされる) 運転資本が比較される。佐伯 (2022) は、運転資本が不足すると資金繰りが悪化するとしているが (p.80)、運転資本が多いほうがよいという先行研究は、こう

---

<sup>15</sup> そもそも、収益と費用の両方が考慮されるアクルーアルと、主として費用に焦点があるランニングコストを比較すること自体に問題がある。

<sup>16</sup> いうまでもなく、これまでみた定義と、そもそもの財務諸表の性質からみて、数年間にわたって展開される事業で必要と推定される資金額総額という解釈は論外であろう。そうした数値は財務諸表に直接記載されるものではない。

<sup>17</sup> 運転資本が負のときは、固定資産の処分を避けるとすれば、少なくとも運転資本の額相当について、それらによる資金の調達が必要となる。



した点が強調されているといえる<sup>18</sup>。

もちろん、かりにランニングコストが運転資本を超えていないとしても、資金不足に陥る場合はある。流動項目とはいえ、資金流入の保証があるとは限らないためである。その点、狭義の運転資本は、アクルーアルの累積であり、期末時点での未収入額にその本質があった。ここでは、未収入の額としての運転資本が、資金として必要とされる資金と比較されるわけである。西山 (2010) は、運転資本をできるだけ小さくすることも必要としていた (p.35)。運転資本は少ないほうがよいとする先行研究はこうした点を強調しているのであろう。もっとも、短期的に資金流入の可能性があるだけであり、運転資本の額のみで、ランニングコストの資金的な裏付けが議論できるわけではない。重要なのは支払能力であり、狭義の定義では、現金預金や売買目的の有価証券、短期借入金は検討の対象になかった。

しかしながら、この視点は、債権者の側では、有意味な視点となる。狭義の運転資本は未収入の額を示しているが、将来の収入のメドがついているという解釈もできなくはない。かりに、債権者が一定額を貸し付け、その後、その貸付相当額が消失したとしても、別途、運転資本相当の収入が期待できる。もちろん、顧客に対する売上債権と、未だ売れていない棚卸資産では、収入の期待値も、その不確実性も異なる。貸倒れが懸念される債権も、不良在庫も存在するかもしれない。運転資本が未収入の額といっても、厳密にはその内容を検討する必要はある。とはいえ、比較的、安定した経営状況では、過去の動向から、運転資本に関する将来の収入とそのタイミングを予想することは可能であろう。さきのモデルの運転資本の増分の期待値は、式 (5) より、ゼロであった。基本的な運転資本を融資対象とすることは理にかなっているといえそうである。

## 6. おわりに

本稿では、運転資本の概念について再検討を行い、主として、先行研究で言及された広義と狭義の定義と、その解釈について検討を行った。結果として、特に、(1) 財の存在を強調する広義の定義に対して、狭義の定義は資金の不在を強調しており、両者が異質の概念であること、(2) 運転資本と、必要資金やランニングコストが異なる概念であること、(3) 解釈としては狭義の定義が、比較的、明確であり、特に、債権者の観点からの議論で有効であること、そして、そこでは (4) 運転資本を融資対象とする実務的な慣習に合理性があることを本論文は明らかにしている。

具体的には、先行研究を概観後、まずは、運転資本の広義の定義を確認した。経済的資源として、短期的に資金となりえる純額を示すのだとしても、その金額の多寡について、単純に解釈できないことを確認した。そして、狭義の定義について、投資の過程としての未収入額の側面が強調され、その本質がアクルーアルにあることを明らかにした。ここから、運転資本の広義と狭義の趣意は異なっていることが示されたわけである。もっとも、狭義の定義

---

<sup>18</sup> もっとも、佐伯 (2022) 自体は運転資本の定義として狭義を採用している。

における金額の多寡についても、返済能力の観点からも収益性の観点からも、それだけで判断できるものでないことも確かめている。

また、運転資本がストックの概念なのに対して、必要資金はフローの概念であり、両者が異なる概念であることも確かめた。ただ、両者は異なるものの、その比較は有意味であった。狭義の定義では、現金預金や有価証券が排除されているため、ランニングコストの資金的な裏付けが判断できるわけではないが、おおよそ、将来の収入のメドがあるという点で、運転資本の増分を融資対象として検討する実務的な慣習に合理性があることを示している。

とはいえ、本論文は、あくまで過度に単純化されたモデルに依拠したものであり、特段の実証をへたものではない。運転資本の広義の定義と狭義の定義の是非の議論も、説得力のある十分な議論とはいいがたい。本来であれば、より現実的なモデルで分析するとともに、実際のデータや具体例をもとに論証すべきであるが、この点は本論文の限界といえる。

#### <参考文献>

- 井手正介・高橋文郎（2009）『ビジネス・ゼミナール経営財務入門 [第 4 版]』日本経済新聞出版社。
- 浦野平三（1958）「運転資本の概念についての一考察：経営管理との関連において」『経済論究』Vol.4, 81-96 頁。
- 江村稔（2001）「運転資本」『神戸大学会計学研究室編「第 5 版会計学事典改訂増補版」』同文館、49 頁。
- 太田康広（2018）『ビジネススクールで教える経営分析』日経 BP マーケティング。
- 大野敏男（2005）『九訂財務分析の実践活用法取引先企業の見方・とらえ方』経済法令研究会。
- 乙政正太（2019）『財務諸表分析第 3 版』同文館出版。
- 企業会計基準委員会（ASBJ）.（2006）「討議資料『財務会計の概念フレームワーク』」。
- 北川哲雄・加藤直樹・貝増眞（2013）『証券アナリストのための企業分析 定量・定性分析と投資価値評価（日本証券アナリスト協会編）[第 4 版]』東洋経済新報社。
- 佐伯良隆（2022）『100 分でわかる！決算書「分析」超入門』朝日新聞出版。
- 桜井久勝（2021）『財務諸表分析第 8 版』中央経済社。
- 高田直芳（2007）『決定版ほんとうにわかる経営分析』PHP。
- 西山茂（2010）『企業分析シナリオ [第 2 版]』東洋経済新報社。
- 森田知香子（1995）「アメリカの信用分析における絶対的比率基準の史的展開を中心として <企業信用供与の生成から 1910 年代末に至るまで>」関西大学商学論集第 40 巻第 1 号 95-136 頁。
- Dechow, P.M., Kothari, S.P., Watts, R.L. (1998). The relation between earnings and cash Flows. *Journal of Accounting and Economics*, 25(2), 133–168.

Desai, M. A. (2019) . *How Finance Works the HBR guide to thinking smart about the numbers*, Harvard Business School Publishing Corporation.

McLaney, E., and P. Atrill. (2020) . *Accounting and Finance: An Introduction 10th Edition*. Pearson.

Wall, A. (1919). Study of Credit Barometrics. *Federal Reserve Bulletin*, Vol. 5, No. 3, pp. 229-243

(付記) 本研究は、JSPS 科研費 20K02046 の助成を受けたものである。また、本稿の査読の過程で、匿名の査読者より、極めて貴重な意見を頂戴した。記して感謝申し上げます。なお、ありうべき本稿における誤謬はすべて筆者の責めに帰すものである。