



財務3表を図解する

最重視する経営指標は「フリー・キャッシュ・フロー」

売上高1000億ドルを超え、成長を続けるAmazon・ドット・コム(Amazon.com:以下、Amazon)。同社の2015年度(15年12月期)のアニュアルレポートの財務3表(貸借対照表、損益計算書、キャッシュ・フロー計算書)を図解し、Amazonという会社の経営戦略的な特徴と財務的な強さを紐解いた。

文=川口宏之(公認会計士、早稲田大学会計大学院非常勤講師)

かわぐち・ひろゆき 1975年栃木県生まれ。2000年から監査法人トマツで会計監査業務を担当。証券会社、ITベンチャー取締役兼CFOを経て、総合コンサルティングのジャパン・ビジネス・アシュアランスに入社。有名企業の財務3表を解説する「図解で分かる『決算書』の仕組み」を夕刊フジにて連載中。著書に『決算書を読む技術』(かんき出版)など

①貸借対照表

**自己資本比率
標準を下回る20.5%**

Amazonは米NASDAQ上場企業であるため、アニュアルレポートが一般に公開されており、誰でも入手可能である。ここでは、2015年度のアニュアルレポートから、同社の主要財務3表を中心に分析し、Amazonの実態を読み解いてみたい。

まず、貸借対照表である(図表①)。

Amazonの貸借対照表を見ると、総資産に対する純資産の比率が20%程度である。これは「自己資本比率」と言われる財務分析指標で、高ければ高いほど会社の「安全性」が高いことを意味する。一般に30~50%程度が標準的と言われるが、Amazonの自己資本比率はそれを下回る。

負債の内訳を見ると、「長期借入金」「その他長期負債」が大きく、これが自己資本比率を押し下げている原因となっている。ただし、Amazonの場合、借入金に依存しないと資金が回らない状態というわけではなく、積極的に外部借入を活用して将来への投資に資金を費やしていると見べきだろう。

日本企業でたとえるなら、ソフトバンクのような経営スタイルに似ている。ソフトバンクも自己資本比率が非常に低い会社である。これは、自己資金が貯まるまで待っていたのではビジネスチャンスを逃してしまう

ため、どんどん外部から資金を調達しスピーディにM&A(合併・買収)などを仕掛けってきた結果と言える。

またAmazonは、負債の中の「買掛金」の金額が大きいことも、自己資本比率が低

くなっている要因である。じつは、買掛金の大きさがAmazonの強みを如実に表しているのだが、その説明については後述する。

②損益計算書

**セブン&アイに劣る
本業の儲け**

次に損益計算書を見てみよう(図表②)。

売上高は1000億ドルを上回り、業界内で圧倒的な規模を誇る。日本円に換算すると約12兆円(1ドル112円換算)だから、日本の小売業大手であるセブン&アイ・ホールディングス(以下、セブン&アイ)の売上高約6兆円の、ほぼ2倍の売上規模である。

ところが、Amazonの営業利益は22億ドルしかない。日本円に換算すると2500億円程度である。「売上高営業利益率」は2.1%、「売上高当期純利益率」に至っては0.6%しかない。小売業はあまり高い利ざやが取れる業種ではないものの、その中でもAmazonは低い水準にとどまっている。

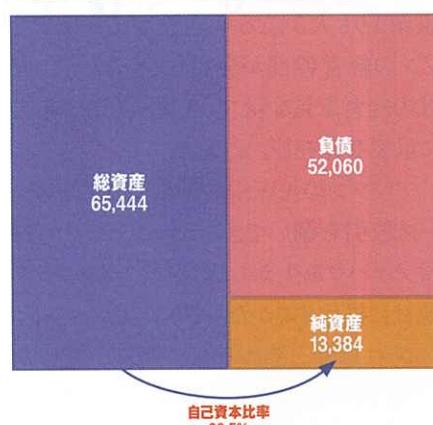
セブン&アイの営業利益が3000億円を超えていることを考えると、Amazonはセブン&アイの2倍の売上を稼いでいながら、本業での儲けである営業利益はセブン&アイより劣っているのである。

このように、利益率が非常に薄いのがAmazonの特徴的なところである。これは何も15年度に限ったことではない。過去10年の売上高と営業利益の推移を見ればわかるとおり、堅調な右肩上がりの売上高に対して、営業利益は一貫して低位で推移している(図表③)。

ここから推測できることは2つある。

1つめは節税目的である。つまり、利益が大きければそれだけ多額の法人税を支払わなければならないが、Amazonは適切

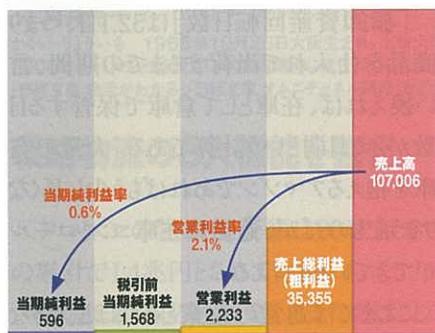
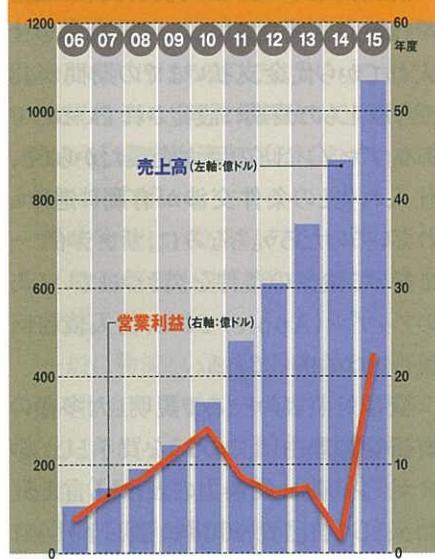
図表① 貸借対照表	
2015年度 単位:百万ドル	
総資産の部	
流動資産:	
現金及び現金同等物	15,890
有価証券	3,918
棚卸資産	10,243
売掛金(純額)その他	6,423
流動資産合計	36,474
固定資産(純額)	21,838
営業権	3,759
その他資産	3,373
総資産合計	65,444
負債及び株主資本の部	
流動負債:	
買掛金	20,397
未払費用等	10,384
前受収益	3,118
流動負債合計	33,899
長期借入金	8,235
その他長期負債	9,926
株主資本:	
自己株式(取得原価)	▲1,837
資本剰余金	13,394
その他包括利益(損失)の累計額	▲723
利益剰余金	2,545
株主資本合計	13,384
負債及び株主資本合計	65,444



図表②損益計算書

2015年度 単位:百万ドル

商品売上高	79,268
サービス売上高	27,738
合計売上高	107,006
営業費用:	
売上原価	71,651
フルフィルメント	13,410
マーケティング	5,254
テクノロジー&コンテンツ	12,540
一般管理費	1,747
その他の営業費用(収益)、純額	171
営業費用合計	104,773
営業利益	2,233
受取利息	50
支払利息	▲459
その他の収益(費用)、純額	▲256
営業外収益(費用)合計	▲665
税引前純利益(損失)	1,568
法人所得税	▲950
持分法投資利益(税引後)	▲22
純利益(損失)	596

**図表③売上高・営業利益の推移**

なタックス・プランニングにより、意図的に低い利益に抑えて支払う税金を最小限にとどめていることが推測できる。

そもそも米国企業は日本企業と比べてタックス・プランニングに熱心で、あらゆる節税スキームを駆使している。これは米国企業の経営者が「税金=コスト」と考えている節があるところによる。「税金=社会還元」ととらえる日本企業の経営者との違いの表れであろう。

米国企業のAmazonもその例外ではないものの、低い利益率の主たる要因は節税ではないというが筆者の見立てである。それが2つめの推測で、Amazonが積極的に将来に向けての投資を行っていることにあると考えられる。

通常、儲けが出たら非常に備えて内部留保として貯め込みたいのが経営者の心理であるが、Amazonはそうではない。

Amazonは、商品やサービスの販売だけでなく、企業向けのクラウドサービスの「Amazon・ウェブ・サービス(Amazon Web Services: AWS)」などビジネス領域を広げている。もはや単なる小売企業の枠に収まらないサービス・ラインアップとなっている。

AmazonはEC(ネット通販)分野で圧倒的なナンバーワンを築いているにもかかわらず、まるで成長途上のベンチャー企業のように、儲けた利益を積極的に新分野へ再投資しているからこそ、利益が低い結果となっていると考えられる。仮にAmazonが目先の利益を稼ごうと思ったら、おそらく再投資の手を緩めるだけで、簡単に高収益体质の企業に変貌するだろう。

③セグメント別損益計算書 北米が稼ぎ頭、高収益のAWS

では、Amazonのサービスの中で、何が稼ぎ頭となっているのか。セグメント別の売上高と営業利益から紐解いてみよう(図表④)。

Amazonのセグメントは北米、その他諸

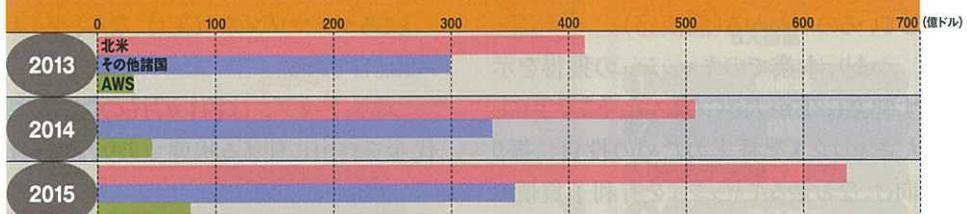
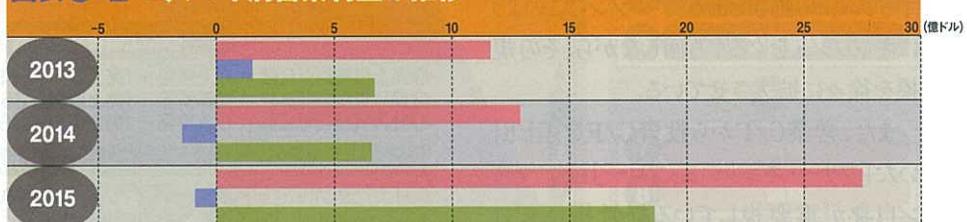
国、AWSの3つに区分されている。

つまり、北米地域でのサービス全体の売上・利益、それ以外の地域でのサービス全体の売上・利益、AWS単独の売上・利益という分け方で、地域別セグメントと事業別セグメントがミックスされた、少し特殊なセグメント別P/Lである。詳細な内訳は不明なので「電子書籍端末『Kindle』でいくら稼いでいるか」などがわからないのは残念ではあるが、これだけでも大変興味深いことが見えてくる。

まず、売上高は北米がダントツの稼ぎ頭だ。年々右肩上がりで増加し、15年度で600億ドルを突破した。これに対してAWSの売上高は増加傾向ではあるものの、15年度で78億ドルしかない。これはAmazon全体の売上のわずか7%である。

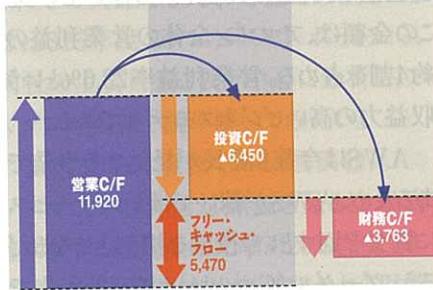
他方で営業利益の推移をセグメント別に見てみると、AWSの営業利益がかなり高いことがわかる。北米の営業利益が大きいのは売上高の大きさから想像できるが、AWSは売上高が78億ドルなのにに対して、営業利益は18億ドルも稼いでいる。この金額は、Amazon全体の営業利益の約4割を占める。営業利益率23.6%という収益力の高いビジネスモデルである。

AWSは今後も成長が見込める事業であるため、AWSが稼いでほかのサービスに資金を回すという役割を担うことになるだろう。グーグル(Google)がウェブ広告で稼いで、そこで獲得した資金を使ってほかのサービスを開発・運営するというビジネスモデルに似ているかもしれない。

図表④-1 セグメント別売上高の推移**図表④-2 セグメント別営業利益の推移**

図表④キャッシュ・フロー計算書

2015年度	単位:百万ドル
現金及び現金同等物、期首	14,557
営業活動によるキャッシュ・フロー:	
純利益(損失)	596
営業活動における純利益から純現金収支への調整:	
固定資産の減価償却 (内部使用のソフトウェア、ウェブサイト開発、 その他の償却、資本化されたコンテンツ費用)	6,281
株式による報酬	2,119
その他の営業費用(収益)、純額	155
有価証券の売却損失(利益)、純額	5
その他の費用(収益)、純額	245
繰延税金資産	81
株式報酬からの税制上の便益	▲119
営業活動に係る資産・負債の増減:	
棚卸資産	▲2,187
売掛金(純額)、その他	▲1,755
買掛金	4,294
未払費用、その他	913
前受収益の増加	7,401
前受収益の償却	▲6,109
営業活動によるキャッシュ・フロー	11,920
投資活動によるキャッシュ・フロー:	
固定資産の購入(内部使用のソフトウェア及び ウェブサイト開発)、純額	▲4,589
企業買収、賞賛金取得額	▲795
有価証券の売却・満期償還	3,025
有価証券の購入	▲4,091
投資活動によるキャッシュ・フロー	▲6,450
財務活動によるキャッシュ・フロー:	
株式報酬からの税制上の便益	119
長期借入その他による調達	353
長期借入その他の返済	▲1,652
キャピタル・リース債務の元本返済	▲2,462
ファイナンス・リース債務の元本返済	▲121
財務活動によるキャッシュ・フロー	▲3,763
現金及び現金同等物への外國為替の影響	▲374
現金及び現金同等物の純増減額	1,333
現金及び現金同等物の期末残高	15,890

**④キャッシュ・フロー計算書**

フリーC/Fが前年度の3倍

次に、キャッシュ・フロー(C/F)計算書を見ると、非常によいキャッシュの回し方をしているのがわかる(図表④)。

つまり、本業でのキャッシュの獲得を示す営業C/Fが大きくプラスで、そこで手にしたキャッシュを将来のための投資に振り向け、なお余るキャッシュを有利子負債の返済に充てている。優良企業の典型的なキャッシュの動きである。Amazonはこのようにキャッシュをぐるぐる回しながら、その規模を徐々に拡大させている。

また、営業C/Fから投資C/Fを差し引いた「フリー・キャッシュ・フロー」も、Amazon自身が重要視している経営指標だけ

に、毎年プラスで推移している。15年度のフリーC/Fは前年度比3倍の54億ドルとなっている。

Amazonはアニュアルレポートで「われわれの財務目標は長期的かつ持続的な1株当たりフリーC/Fの成長である」と明確に記している。そのせいか、一般にアニュアルレポートで財務3表は損益計算書、貸借対照表、C/F計算書の順に掲載されるが、Amazonの場合はC/F計算書、損益計算書、貸借対照表の順になっている。

⑤キャッシュ・コンバージョン・サイクル(CCC)

CCCがマイナス30日 潤沢なキャッシュ余力

最後に、キャッシュ・フロー経営という観点で、Amazonの強みを明らかにしてみよう。

ここでは、「キャッシュ・コンバージョン・サイクル(CCC)」という指標を使ってAmazonを分析してみる。CCCは現金循環日数とも呼ばれ、商品を仕入れてから販売し、その代金を回収するまでの日数を数値化した指標である。CCCが短いほど企業の現金回収サイクルが短いことを意味する。

すなわち、CCCが短い会社は資金繰りに優れている会社で、CCCが長い会社は資金繰りが悪い会社と言える。計算式は図表⑥のとおりである。

小売業であれば、CCCは10~20日が相場だろう。ちなみに小売業界の巨人、ウォルマート・ストアーズ(Wal-Mart Stores)のCCCは約12日である。通常は、この日数分の運転資金が必要となるため、銀行借り入れなどで手当てるものである。

ところがAmazonのCCCは、なんとマイナス29.9日である。

つまり、Amazonは約1カ月もの間、販売代金を自由に使える状態であり、運転資

金のための借り入れなど無縫の世界である。非常に資金繰りに優れた会社と言える。このように、Amazonは潤沢なキャッシュ余力があるからこそ、次々に新しいことにチャレンジできる経営体質になっているのである。

では、なぜAmazonのCCCが短いのか。その要因を分解して探ってみよう。

「売上債権回転日数」は21.9日、つまり販売してから代金を回収するまでが1カ月弱という計算である。BtoC(企業対消費者)ビジネスのAmazonなら代金回収が早いのは当然だろう。

「棚卸資産回転日数」は52.1日、つまり商品を仕入れて出荷するまでの期間、言い換えれば、在庫として倉庫で保管する日数が2カ月弱という計算である。大量の在庫を抱えるAmazonであればもう少し長くなりそうなものだが、適切に在庫コントロールができていると言える。

ここまででは通常の企業とそれほど大きな違いはない。

驚異的なのは、「仕入債務回転日数」が103.9日という点である。つまり、商品を仕入れてから代金支払いまでの期間が、3カ月以上もの長期に設定されているのである。Amazonほどの巨大企業だからこそ、仕入れ先との条件交渉が有利に進められているのだろう。ちなみに、サプライヤーに対して強気の条件を突きつけているあのアップル(Apple)でさえ、仕入債務回転日数は約90日である。

貸借対照表のところで説明した多額の買掛金の理由は、このような買手としてのAmazonの高い交渉力の表れとも言える。結果として自己資本比率が押し下げられているだけあって、見た目の安全性の低さはむしろ、優れたC/F経営を行うAmazonの強さの裏返しとさえられる。

図表⑤Amazonのキャッシュ・コンバージョン・サイクル(CCC)

$$\text{CCC (日)} = \text{① 売上債権回転日数} + \text{② 棚卸資産回転日数} - \text{③ 仕入債務回転日数}$$

アマゾンのCCC

$$\text{CCC: ▲29.9日} = \text{①21.9日} + \text{②52.1日} - \text{③103.9日}$$