

キャッシュ・フロー情報の有用性

——現金創出能力の評価に関して——

永 田 靖*

はじめに

米国の FASB の公表した財務会計基準書第95号 (SFAS95 : Statements of Financial Accounting Standards) において、キャッシュ・フロー計算書 (以下 C/S) が提供するキャッシュ・フロー (以下 CF) 情報の目的に関して検討を行った。そこで挙げられている項目のうち、当事者 (作成側)、債権者およびその他の利用者にとって有用な情報の提供となり主要目的となる項目について、具体的に検討を進めていくこととする。

そこで、本稿においては、その一つの項目である C/S が「現金創出能力の評価」という目的に適合する情報を提供しているか、また、そこに内在する問題点とは何かについて、間接法により C/S が作成および開示されることを前提として検討を試みたい。

1. CF が利用される根拠

投資家等が企業の評価を行う場合には、企業を短期間で精算することを前提にしているわけではなく、ある程度の長期間において、当該企業が獲得すると期待される CF の予測を行い、現在の当該企業に関して評価を行う。

一方、企業が行う取引に基づき、適正な損益計算処理を行った上で求められる利益は、短期的には当該企業が獲得した現金の余剰としての CF との間に乖離が見受けられる。しかしながら、長期間として捉えるならば、現金の裏付けのない利益は利益とはいえず、当該利益は CF に限りなく近づくといえる。そのため、CF に代えて会計的な利益を用いて現金創出能力の評価を行うとしても、投資判断を誤らせ

* 広島経済大学経済学部准教授

ほどの大きなインパクトはないだろう。また、再度計算を行わなくとも損益計算書から容易に入手できる利益のほうが簡便である。しかし、以下に述べるような CF の特質が、現金創出能力の評価に際して、CF を選択させ得るものと思われる⁽¹⁾。

(1) 企業の価値が将来の CF の現在価値であるという定義は容易に理解できること。

企業の価値は将来のいずれかの時点において、現金で実現するという考え方は、直感的にも判りやすく、将来 CF として実現する価値を、現在価値に換算した値で当該企業価値を評価することには一定の合理性がある。損益計算書上の利益に基づき企業の価値を評価する場合と比し、CF 情報を利用する者からも合意が得やすい。このような特質から、CF は理解の可能性が高い。

(2) 値が一義的に測定されるため、恣意が介入しないこと。

同一の取引に対し、複数の測定方法が認められる会計的な測定結果を基準にすると、同じ企業の価値について評価が複数生じてしまうことに対し、現金受取額と支払額とを基準として測定するならば、一つの取引に対し一つの測定値しか存在せず、政策等が影響を与える余地がなくなり、評価に当該企業の恣意が介入することが困難となる。この特性から CF による測定は透明性が高いといわれる所以である。

(3) 取引の時間的な差を価値評価に反映させやすいこと。

現金を入手する時点、あるいは現金で支払う時点を予測できれば、時間を計算要素に取り入れて現在価値に割り引き、現金化する時点の差が当該企業に与えるインパクトを合理的に評価に反映させることができる。しかし、C/S のように期間計算のために集計してしまうならば利益と同様である、という考え方もあるが、精緻化の可能性が残ると同時に、(1)で述べた理解の可能性と複合的に、概念としての予想値の操作可能性を高めている。

(4) ビジネスリスクを価値評価に反映させることができること。

これは企業経営に関して予想されるリスクに相応した割引率を適用すると、予想した CF が将来的に実現する可能性を考慮に入れて評価を行うことができる。

上述してきたように、会計的な利益と比較して、CF には実在感があるといえ、

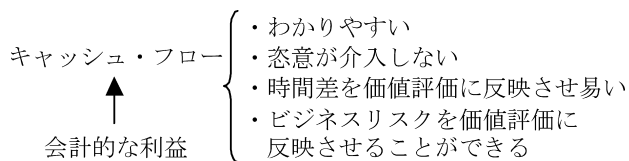


図1 キャッシュ・フローが用いられる理由

測定上の恣意性が排除され、さらに操作性にも富んでいるために、企業価値の評価に際しては利用される根拠がここにある。

2. CF の 予 測

2-1. 過去の CF 情報と予測

C/S は過去の CF を測定し、企業外部に報告する財務諸表であるため、将来 CF を予測する際に、当該企業の評価に役立つことは述べてきた。そうであるならば、C/S に過去の CF をどのように表現すれば、その期待に応えるものとなるのかについて考えてみる。

過去の現金受取額と支払額をそのまま C/S に記載し、当該企業が創出した現金の余剰を表示する「直接法」を採用することが最もその目的にかなうものと思われる。しかし、C/S を提示した FASB は、必ずしもそのように考えてはいない。⁽²⁾次に、FASB が考える C/S の役割について検討する。

FASB は CF 情報が持つネガティブな側面を考慮している。このネガティブな側面とは、現金受取額と支払額をそのまま表示した CF 情報には、予測するためには重要な因果関係と規則性を見出すことが困難であることである。

損益計算書上で表示される収益と費用は、両者の対応関係を基礎として認識、測定されるため、両者間に重要な相互の関係を認識することができ、その上一時的な入金の変動など不規則に発生する現象の影響は除外されている。これに対し、CF にはそのような対応関係がなく、現金の受取額と支払額を相互に関連付けて測定しづらいう上に、期間比較をした場合に業績以外の理由による不規則性が表面に出る可能性が内在している。

FASB は、投資家等が将来の CF を予測する場合に現在までのトレンドを基礎におくと考えている。そして、対応関係を持たない過去の現金受取額と支払額から算出される不規則な CF より、そのような不規則性を対応関係に基づき平準化させた期間利益の方が投資家等に適切な情報を提供するものと推測している。⁽³⁾

2-2. 数値例による将来 CF の予測

上述したような関係を、次に示す簡単なシミュレーション例でみることにしたい。表1にまとめたように、この企業では今後5年間にわたり、年3%の割合で売上数量が増加するものの、競争が厳しく価格は年に平均2%ずつ下落すると見込まれているとした。一方、売上原価を含む変動費と減価償却費を除く固定費については削減の努力を続け、年平均1%ずつ削減させるものとする。また、減価償却費の増減

表1 業績予想の基礎データ

	本年度の実績	今後5年間の予想
売上数量	1,000個	年平均3%増加
販売価格	¥1,000/個	年平均2%下落
変動費	¥400/個	年平均1%削減
固定費	¥250,000	年平均1%削減
(減価償却費を除く)		
減価償却費	¥200,000	増減なし

表2 業績予想

	売上高	変動費	その他固定費	減価償却費	利益
1年後	¥1,009,400	¥407,880	¥247,500	¥200,000	¥154,020
2年後	¥1,018,888	¥415,915	¥245,025	¥200,000	¥157,948
3年後	¥1,028,466	¥424,109	¥242,575	¥200,000	¥161,782
4年後	¥1,038,133	¥432,464	¥240,149	¥200,000	¥165,520
5年後	¥1,047,892	¥440,982	¥237,748	¥200,000	¥169,161

はないものとし、棚卸資産の在庫量は一定とした。その結果、1年後から5年後までの期間に獲得すると見込まれる利益を表2のように予想できる。

本来、将来の業績をどのように見積もるかに関しては、その企業の業種業態や経営者の考え方によっている。また、実際に企業が置かれている環境を考えるならば、このシミュレーションはより複雑となることは当然のことである。しかしながら、競合会社との競争が存在する限り、一般的には売上の予想を立て、そこから当該企業全体の業務活動を想定し、損益の予想に結びつける方法が採れるため、将来の利益を予想するためのシミュレーションの基本的で最低限の要件は備えている。また、将来の販売の可能性を予測する場合にも、販売するものが商品であるかサービスであるかを問わず、一般的には数量と価格に分けて予想される。そのため、原価低減の可能性も変動費と固定費に分けて予想することができるならば、収益費用対応の原則を適用して費用を予測でき、収益と費用の差額として計算される利益も比較的容易に予想することができる。

2-3. 利益の基づく将来CF予測の優位性

前項で述べた予想計算をCFについても行うことができるのだろうか。消費者にサービスを提供し、その代金を直接現金で受け取る場合などを除き、事業活動と現

金収支には信用供与に伴ったタイムラグがあるのが通常である。信用供与期間については統計的な規則性を見出して、それを予想に反映させることも可能ではあるだろうが、このことは、損益ベースで業績を予測し、それを CF に置き換える作業をしていることに他ならない。

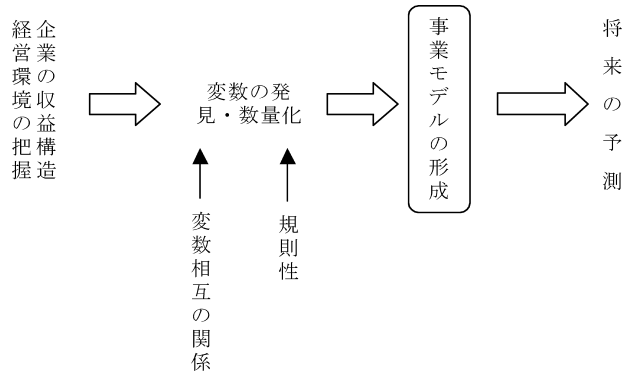


図2 事業のモデル化

将来を予測する際に正確を期するならば、事業のモデル化をしなければならないだろう。そして、図2のように、事業活動の中から変数を発見し、変数間の相互の関係と規則性に基づいて数量化した上でモデルに埋め込む必要がある。先にも述べたように、利益情報を利用する場合には、単純であったとしても収益と費用との間に相互の関係と規則性を見出すことができ、モデル化が可能となる。

これに対し、現金の受取額と支払額をそのまま集計しただけの CF に、そのような相互の関係や規則性を見つけることは困難といえるのではないだろうか。また、無理に CF を基礎に予測をすることも、憶測の域を出ないものとなるだろう。このことを FASB は指摘している。

このように、一般には商品の販売による現金の受け取りと商品の仕入れのために必要な現金の支払いを、両者の相互関係を利用して直接予想することは困難といわざるを得ない。予測するとしても、現金の受取額と支払額との因果関係にあまり依存しないで、過去の CF から将来の CF を直接推測するしかなく、将来の利益を予想する場合と比較して、「曖昧さ」が介在する余地がそれだけ大きくなることに注意しなければならない。

しかし、FASB がなぜ過去の CF から将来の CF を直接予想する手法を第一に想定しないのだろうか。

図3のように、FASB は、将来 CF の予測に最も中心的な役割を果たす財務諸表

は損益計算書であり、C/S に盛り込まれた情報は、過去の損益計算書から予想した将来の CF に置き直す過程で利用されると想定している⁽⁵⁾。

このような見方は、FASB の SFAS95 で規定する C/S の要件に明確に現れている。将来の利益を CF に置き換える過程で必要な情報は、利益と CF との間に見られる差額を生み出す原因と影響額であり、それは営業活動による CF を間接法で示した情報にほかならない。そこで、既述したように FASB は、直接法を採用した場合には当期純利益から営業活動による CF を導き出すまでの調整表を添付することを義務づけ、企業が C/S を作成するに際して直接法と間接法のいずれを採用した場合にも、間接法による CF の計算が必ず開示されるようにしている⁽⁶⁾。

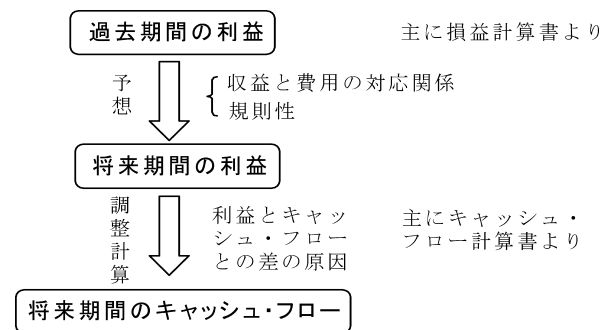


図3 FASB が想定する将来キャッシュ・フローの予想

このことから、FASB 基準における C/S の位置づけが明確となるだろう。FASB は将来 CF の予測という目的に対し、発生主義に基づく利益情報の優位性を認め、C/S にはその予測を補完する役割を与えている。すなわち、C/S を財務諸表の体系の中に取り組み、貸借対照表や損益計算書とともに開示してはいるが、企業の現金創出能力を評価するという目的に限っていうならば、最初から限定された機能を発揮するにとどまることが予定されているといえる⁽⁷⁾。

2-4. 現金創出能力の評価と間接法

将来 CF の予測に役立つことを目的に掲げて開示される C/S が、実際に将来 CF を予測する際には補助的に利用されるだけであると考えられることは、C/S の存在意義自体を問われることとなる。

また、FASB は直接法と間接法の二者択一を認めているものの、直接法を推奨しているため、C/S には貸借対照表や損益計算書とは異なる視点からの情報が意図されていると考えることもできる。しかしながら、図4のように、FASB が直接法を

推奨したのは、現金創出能力の評価のためというよりも、支払能力の評価に配慮して C/S には直接法を適用し、当期純利益から営業活動による CF を算出する課程を示した調整表を添付することで、現金創出能力の評価と支払能力の評価という二つの目的⁽⁸⁾に対して同時に対応することを期待したためであるだろう。

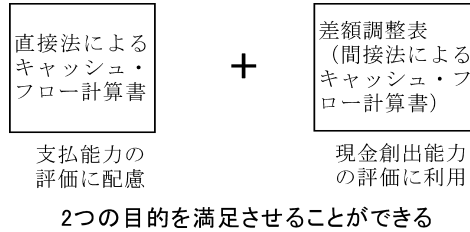


図4 FASB が推奨するキャッシュ・フロー計算書

むしろ、現金創出能力の評価を目的とした CF の計算については、FASB は当初から間接法による計算を想定していたと考えられる⁽⁹⁾。つまり、FASB が挙げた C/S の三番目の目的である利益と CF との差異分析は、一番目の目的である現金創出能力の評価と密接な関係があり、将来 CF の予測には間接法による調整計算の過程に関する情報が必要であると判断している。

2-5. 国際的な比較可能性

一方、国際会計基準では、営業活動による CF について、企業に直接法と間接法の選択適用を認めながらも、「直接法は、将来の CF を見積もる上で有用であり、かつ、間接法では得られない情報を提供する」という理由で、営業活動による CF の開示に直接法を用いることが望ましいとしている⁽¹⁰⁾。

また、国際的な比較可能性を念頭においた場合、認識と測定の方法が完全に一致しているわけではない発生主義による利益を計算の基礎とした C/S より、現金の受取額と支払額をそのまま開示する C/S の方が望ましいという判断もあるだろう。

国際会計基準では直接法と間接法を選択を認めているだけで、直接法を採用した場合に利益と CF との間の差額を説明する調整表の開示を求めている⁽¹¹⁾。直接法による C/S の開示を義務付ける国がある一方で、アメリカを中心とした多くの国では、ほとんどの企業が間接法による C/S の開示を行っているという現実を考えるならば、国際的な視野に立った調整が今後必要になってくるといえるのではないだろうか。⁽¹²⁾

3. 投資家の意思決定行動へのインパクト

3-1. 情報の入手可能性と投資家の予測

次に、C/S が現金創出能力の評価にどの程度適合しているかについて検証してみる。そのためには、FASB が想定した将来 CF の推測方法が投資家等の意思決定行動を反映しているか否かを確認すべきだろう。

現状のディスクロージャー制度のもとでは、営業活動による CF については、現金の受取額と支払額を取引の種類ごとに入手できる情報源は、直接法による C/S 以外には考えられない。一方、C/S の開示が求められて十余年が経過するアメリカの企業のほとんどが、直接法ではなく、間接法による C/S を開示している状況にある。そのことから、投資家等は現金の受取額と支払額に関する情報なしにさまざまな企業の将来 CF を予測していることになる。FASB が想定しているとおおり、利益の趨勢に基づいて将来利益を予測し、その後 CF に変換しているか否かは別として、少なくとも現金の受取額と支払額について原因別、取引の種類別に分析した上で、直接将来 CF を予測しているわけではないということがいえる。⁽¹³⁾

3-2. 財務理論と CF 情報の有効性

ここで、投資家および証券アナリスト等がどのように CF を求めるか、推測するときには、どのように行っているのかについてみてみる。

財務理論の教育に使用される主なテキストでは、いずれも CF は損益計算書上の利益に調整計算を行って計算されると説明されている。つまり、間接法による CF の計算と発想を同じくするものであり、その意味においても、将来の利益を予想し、調整計算を施して予想 CF に置き換える計算方法を採用していると思われる。

このように考えてみると、投資家等が現金創出能力の評価を行うためには、利益から CF を導き出す調整計算の過程を参考にして、将来の CF を予測すると考えることに幾分かの妥当性が認められる。C/S の有効性を検討するには、投資家等が予測する CF が C/S で示される CF と一致しているか、また利益から CF を導く計算と十分に整合性がある調整計算を C/S が提示しているかということが重要な要件となる。

4. 企業財務のニーズ

ここでは、前節を受けて、投資家等が将来の CF を予測する際に、その分析に最も適した情報を C/S が提供しているかについて検討してみる。

既述したように、FASB が企業に C/S の開示を求めている目的の第一は、当該企

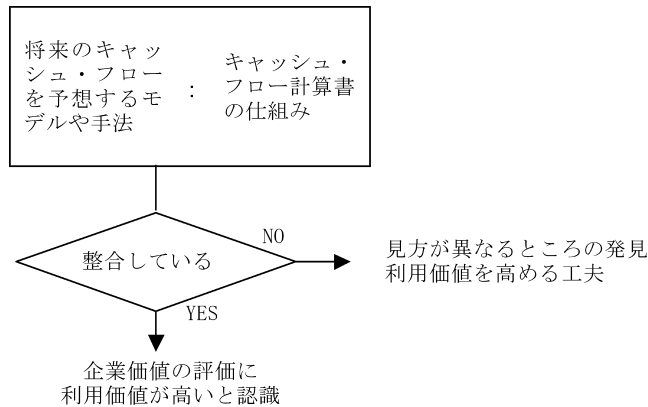


図5 キャッシュ・フロー計算書の利用価値

業が将来生み出すと見込まれる CF を予測し、企業価値を評価するために、有益な情報を提供することにある。そうした目的で財務情報を収集する投資家等の行動の背景には、財務理論を基礎とする分析手法やさまざまなモデルが存在する。したがって、その分析手法やモデルと C/S の計算の仕組みが高い整合性を示し、財務理論の論理展開のなかで、C/S が有力な情報源として位置づけられるならば、図5のように、企業価値の評価という目的に対し、C/S は利用価値の高い財務表として認識されることになる。

また、財務理論のなかで多くの人々にインパクトを与えているテキストに、S. Ross, R. Westerfield, J. Jaffe による“Corporate Finance”がある⁽¹⁴⁾。

これには、C/S で計算される CF は財務的な CF とは見方が異なると指摘されている。多くの財務情報の利用者が、企業の価値を評価する際に計算する CF が、C/S から得られる情報とは異質な情報であるとするならば、それは C/S の利用価値に重大な影響を与えることとなる。そのため、その見解が異なるところを把握し、本当に C/S を利用できないのか、また C/S を改善すれば利用が可能となるか否かを明確にしなければならないだろう。

そのために、次の項目について、Ross, Westerfield, Jaffe のテキストで説明される財務的な CF の計算と、FASB 基準に基づく C/S との間にはどのような差異があるのか、検討しなければならないと考える。

- (1) CF 計算を始める利益
- (2) 利息の支払額
- (3) 運転資本の増減額
- (4) 税金の支払額

(5) 利息および配当金の受取額

以上の項目について、次節から必要ならば国際会計基準その他にも言及し、項目ごとにわが国の C/S と比較検証していくこととしたい。

5. CF 計算を始める利益

はじめに、投資家等が将来を予測する際に用いる利益は、損益計算書で開示される利益のうち、将来を予測するために利用できる利益として、①当期純利益、②税引前利益、③営業利益などが挙げられる。また近年では、④利子・税金控除前利益 (Earnings Before Interest and Taxes : 以下 EBIT と示す)、⑤税引後営業利益 (Net Operating Profit After Taxes : 以下 NOPAT と示す) など、損益計算書から誘導して求める派生的な利益も多く利用されるようになってきている。

C/S を利用する立場から見れば、企業の業績を知り、将来を予測する際に最も都合の良い利益から CF の計算を始めることが望ましいことはいうまでもない。近年の財務理論では、EBIT から CF の計算を始めるケースが多いように思える。⁽¹⁵⁾この傾向が一層強まり、広く普及するのであるならば、そうした利用者にとって便宜を図る意味でも、C/S に EBIT を記載することも検討するに値してくる。

一方、C/S は、財務諸表の一つとして扱われるということから、貸借対照表や損益計算書との照合性も重視されなければならない。そのためには、C/S における調整計算の起算点は、損益計算書に表示されている利益であることが望ましいといえるのではないだろうか。FASB 基準では、税引後の当期純利益から営業活動からの CF の計算を始めているが、⁽¹⁶⁾損益計算書との照合を可能とし、財務情報の利用者の信頼性を高めるうえで非常に効果がある。

わが国の C/S では、上述したように、税引前利益から営業活動による CF の計算を始め、法人税など利益に課せられる税金の支払額については営業活動による CF の区分で開示している。⁽¹⁷⁾税引前利益から計算を始めるのは、国際会計基準が開示した様式に⁽¹⁸⁾準拠したためと推測することができる。わが国では、期間業績を示す利益として経常利益を重視する傾向が今でも根強く見受けられるが、経常利益はもはやグローバルな利益指標であるといえないことはいまさらいうまでもない。国際的な比較という観点からも経常利益から起算して CF を計算することは考えられない。

6. 利息の支払額

C/S の計算で、Ross, Westerfield, Jaffe が財務的な CF の計算とは異なることを明確に指摘しているのは、利息の支払額の取り扱いである。⁽¹⁹⁾

6-1. FASB 基準と財務理論

FASB 基準の C/S では、債権者に対する利息の支払額は、営業活動からの CF の区分に記載されることになっている。⁽²⁰⁾ 企業が間接法を採用する場合であっても、支払利息が当期純利益の計算で、既に差し引かれているので、前払利息や未払利息の増減額を調整すれば、利息の支払額は結果として営業活動による CF の区分に含まれる。

利息の受取額や支払額を投資活動や財務活動からの CF の区分に記載しない理由については、FASB は、C/S の前身である財政状態変動表を作成していたころ、大半の企業が利息の受取額や支払額を営業活動からの CF に分類していたこと、C/S の利用者が当期純利益と営業活動による CF の差を明確に理解できるように、当期純利益の計算に影響を与える項目は、できる限り営業活動による CF の分類する方針に幅広い支持があることを挙げている。⁽²¹⁾ これらの理由から理解できるように、利息を C/S に記載する方法に限っていうならば、FASB は将来の現金創出能力の評価に対する貢献について、直接議論することなく、これまでの慣習を尊重する姿勢を示している。

これに対して財務理論では、企業の価値は資本構成から独立して計算されているという考えを一貫して持ち続けている。そして、次のような理由から、利息や配当金の支払額をオペレーティング・CF⁽²²⁾ の計算に含めることは妥当ではないと考えられている。

- (1) 利息の支払額は、企業が創出した現金を債権者に対して支払ったものであり、CF、すなわち企業が創出した現金を計算する際に差し引くべきではない。
- (2) 利息など負債の調達に伴って発生する現金の支払額をオペレーティング・CF の計算に含めると、オペレーティング・CF が資本構成により左右されることとなり、将来 CF の現在価値で企業価値を測定するならば、企業価値が資本構成により異なった値を示すことになる。
- (3) 企業価値を計算する場合、資本調達に伴うコストはリスクなどを考慮した割引率に反映するべきであり、分子となるオペレーティング・CF の計算でも利息の支払額を考慮すると、算式自体に矛盾が生じることとなる。⁽²³⁾

Ross, Westerfield, Jaffe は、利息の支払額を債権者に支払われる CF の計算に算入している。⁽²⁴⁾ そこでは、利息の支払額は、負債の返済額とともに債権者に対する現金の支払額として位置付けられている。そして、利息の支払額に負債の返済額を加え、債権者からの現金の受取額である長期借入れによる収入を差し引いて、債権

者との現金取引の収支尻を計算しているのである。その一方で、自己資本の調達先である株主との現金のやり取りについても、配当の支払額に企業が取得した自己株式に対する支出を加え、そこから増資などによる資金の受取額を差し引いて、株主との現金取引の収支尻を算出している。

このように、負債であるか自己資本であるかを問わず、また、元本であるかその果実であるかも問わず、資金の調達先との間に生じるCFの純額を計算し、支払超過の状態であれば、それを事業活動からどのように獲得しているか、また、受取超過であれば事業活動にどのように充当しているかを把握しようとしている。

6-2. 相違点の検討

上述したことをまとめると、図6のようになる。

利息の支払額について、FASBが求めるC/S上の計算と、財務理論に基づくCFの計算との間には違いが生じていることが明らかとなった。すなわち、C/Sでは計算される営業活動によるCFと、投資家等が企業価値の評価の基礎とするオペレーティング・CFとは、利息の支払額分だけ値が異なることとなる。

制度としてのC/Sは、将来の現金創出能力に基づき企業価値を評価することだけを開示目的としているわけではないため、これだけの判断材料で、いずれが妥当であるかということ断言することはできない。しかし、少なくとも利息の支払額に関する計算上の取り扱いが異なるため、営業活動によるCFとオペレーティング・CFとは、現状のところ値が異なるCFであることを認識しておかなければならないことは重要である。

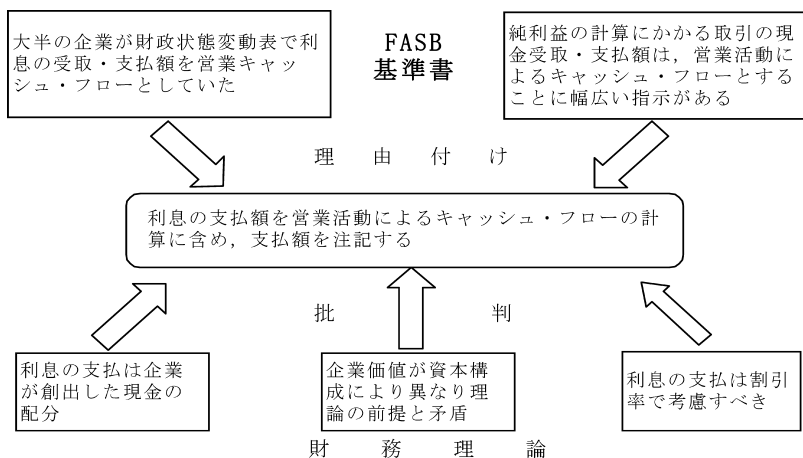


図6 利息の支払額に対する考え方

FASB に関してもこの差異を認識している。その期間内に支払った利息を財務諸表で注記させ、財務諸表の利用者が営業活動による CF から利息の支払額を除いて計算できるように配慮しているのは、この理由によるものである。⁽²⁵⁾

6-3. 日本における C/S

次に、わが国においては、利息の支払額は営業活動からの CF の区分に記載する方法と、財務活動による CF に記載する方法のいずれかを企業が選択して C/S を作成することとなっている。⁽²⁶⁾したがって、営業活動による CF の計算が企業の資本構成に左右されないように、利息の支払額を財務活動による CF の計算区分に記載することも可能となっている。

しかし、前述したように、FASB 基準では営業活動による CF の区分への記載しか認めていないことや、「実務指針」などのひな型でも利息の支払額を営業活動による CF の区分に記載していることなどから考えるならば、わが国でも営業活動による CF の区分に記載する方法を選択する企業が多くあり、今後も続くものと思われる。

ただし、その場合であっても、利息の支払額は財務諸表には注記されず、営業活動による CF の区分において、小計行の下に現金で支払った金額がそのまま記載される場合が多く見受けられる。これは、前述したように、わが国では国際会計基準の様式例を取り入れて、損益計算書で営業損益計算の区分以外に計上される項目に現金の受取や支払が生じている場合には、C/S の営業活動による CF の区分において、小計行の下に現金受取額または支払額をそのまま記載するためである。利息の支払額が財務諸表に対する注記ではなく、本文中に記載されるという意味で評価することができるかもしれないが、間接法を採用した場合、同じ営業活動による CF の区分に支払利息と利息の支払額が「逆の符号」を持って表示され、さらにわかりにくくなっているのではないだろうか。

7. 運転資本の増減額

次に問題となるのが、間接法による C/S において運転資本 (Working Capital) の増減額をどの区分の計算に含めるか、についてである。

7-1. FASB 基準と財務理論

運転資本は売上債権や棚卸資産などの流動資産と仕入債務などの流動負債から構成され、既述したように、間接法による C/S では、その増減額が利益から営業活動による CF を計算する過程で調整される項目として認識されている。FASB 基準に

よる C/S においても、当期純利益から営業活動による CF を導き出す調整項目のなかに、資産および負債の増減としてまとめて表示されている。営業活動による CF の計算については、直接法と間接法の選択を認め、計算結果として得られる CF はどちらの方法を採用する場合にも同額になると考える⁽²⁷⁾以上は、間接法を採用した場合には当然ながら調整計算に含め、営業活動による CF の区分に記載しなければならない。

これに対して、Ross, Westerfield, Jaffe は、正味運転資本の増減額を企業が創出した現金である CF の分類先の一つとして捉えている。つまり、正味運転資本の増減額をオペレーティング・CF や設備投資にかかる支出と同列として⁽²⁸⁾考えている。これまで検討してきた CF の意味を考えるならば、違和感があるといわざるを得ないが、これは次の考え方によるものである。

表3は、アメリカなどで以前から受け入れられている貸借対照表の一つの見方である。この特徴は、流動資産と流動負債が相殺され、正味運転資本という資金の運用形態の一つとして捉えている。ここでは、売掛金、棚卸資産、買掛金といった資産負債が種類ごとに認識されずに、ひとつにまとめられて日常業務の遂行に不可欠な資金とみなされている。そして、正味運転資本全体が、企業が調達した資金の投資先の一つとして把握されている。

表3

貸借対照表

資金の 運用先	正味運転資本	長期負債 および 自己資本	調達した 資金
	固定資産		

この見方を CF の計算に持ち込むならば、正味運転資本に増減をもたらす CF は、設備投資にかかる支出と同列としておかれる CF として認識される。これは、正味運転資本に投入されている資金も投資の一つであり、できる限り無駄を省いて効率的に使用されなければならない。

7-2. 相違点の検討

ここで注意しなければならないことは、正味運転資本は流動資産と流動負債の差

額として計算されているので、そのなかには現金および現金同等物も含まれていることである。⁽²⁹⁾ CF の計算は、最終的にはネット・CF（現金および現金同等物の期中増減額）に至るものとするならば、正味運転資本に現金および現金同等物を含めて計算すると明らかに矛盾が生じる。

これに対し、Ross, Westerfield, Jaffe は、上述のとおり正味運転資本の増減額を CF を分類した形態の一つとして捉えているので、上述したネット・CF の増減も正味運転資本の増減の中に含まれてしまう。これは、正味運転資本をキャッシュ概念の中核としていたところの名残であり、正味運転資本よりも現金に焦点を当てて CF を計算したほうが投資可能な資金を把握し、企業の資源を活用して財務的に成長できる可能性を評価するためには適切であるという考えに基づくならば、⁽³⁰⁾ こうした把握の方法は是正すべきであるとも考えることもできる。

しかし、現金創出能力の評価という目的を考えた際に、正味運転資本を日常業務遂行に不可欠な投資と考え、最小の投資額で効率的な運用が行われているか否かを評価するという見方が不要なのか、よく考えなければならない。また、場合により、運転資本から現金および現金同等物を除いた資産および負債の増減額を投資活動による CF と考えることもできるのではないだろうか。つまり、運転資本を利益から CF を誘導する際の調整項目と考えるのか、または、企業経営に必要な投資先の一つと捉えるのかということになる。

前者であれば、C/S のように、現金および現金同等物などを除いた運転資本を構成する資産負債の増減を営業活動による CF を計算する調整項目と位置づけることになる。また、後者であるならば、営業活動による CF の計算に含めないことになる。その際のポイントとしては、もし後者とするならば、営業活動による CF が実際の現金受取額や支払額と直接に結びつかず、計算上の抽象的な数値となってしまうが、それで受容が可能かどうかということになる。

間接法による CF の計算は現金受取額と支払額の差額としての現金の余剰を損益計算書の利益から算出する過程であるという考え方にしたがうのならば、運転資本の増減額を営業活動による CF の計算過程に含めるしか選択の余地がないといえるが、財務情報の利用者の間に正味運転資本は投資先の一つという認識が根強くあることをよく理解しておかなければならない。

7-3. 日本における C/S

わが国の C/S においても、基本的には運転資本の増減額は営業活動による CF の区分に記載される。ただし、損益計算書で営業外損益計算以下に計上される項目に

については、損益計算書に計上されている金額をいったん取り消し、改めて期中の現金受取額または支払額を C/S に記載する方法を採用しているため、未払利息や前払利息などの増減額が営業活動による CF の区分に記載されることはない。

また、表示上、運転資本に該当する項目をまとめる工夫はされていないため、運転資本を投資として考え、その増減額を把握したい場合には、該当する項目を選び出し、計算を行わなければならない。ここには「作成基準」に反しない範囲内での工夫が求められることとなる。

8. 税金の支払額

将来の CF を予測するためには、将来において税金として支払う金額を予測することも当然ながら必要となる。企業が支払う税金にはさまざまな種類があるが、特に法人税など利益を基礎として課税される税金については、損益の推移いかんで支払う額が大きく変化するため、一般的には利益と関係させて推測しなければならない。そこで、利益と税金の支払額を C/S にかかに記載するかが問題となる。

8-1. FASB 基準と税金支払額の予想

FASB では、税金の支払額は営業活動による CF に記載することとしている⁽³¹⁾。しかし、間接法を採用した場合には税引後の当期純利益から起算するため、そのままでは税金の支払額が明示されない。そこで、利息の支払額と並んで税金の支払額を財務諸表に注記することで、これまでの税金の支払額を把握し、将来において支払が必要となる税金を推測できるように配慮している⁽³²⁾。

また、既述したように、投資家等の財務諸表の利用者は、将来の CF を予測するために将来の利益を予想すると FASB は考えている。それならば、将来支払う税金は予想した利益に適当な税率をかければ容易に算出できるように思える。しかし、この税金の計算精度を上げるとするならば、容易に算出できるものではない。連結対象企業が支払う税金全体について実行税率を計算しなければならないからである。特に、海外の子会社が連結対象とされている場合には、課税制度の違いにも配慮する必要性が生じる。また、企業が利益を獲得する期間と、それに課される税金を支払う時期との間には通常ならば「ズレ」がある。利益を予想した期間にその利益に課される税金が支払われるわけではないことに注意しなければならない。

そこで、簡便な税金支払額の算出方法として、予想利益に標準的な税率を参考にした概算税率をかける方法が多用されている⁽³³⁾。予想税率の制度を上げるために有効な情報があるならば、開示を検討していかなければならない。

8-2. 相違点の検討

わが国で利益を基礎に課税される税金に該当するものは、国税では法人税のほか、地方税では住民税と事業税が挙げられる。わが国の場合には、C/S では法人税等の支払額が営業活動による CF の区分に一括して記載されるため、財務諸表に注記を行う必要はなくなっている。

また、C/S では、利息の支払額は営業活動による CF の区分もしくは財務活動による CF の区分に記載される。その一方で、支払利息は課税所得の計算でも所得から控除されるため、正確にいうならば、利息の支払額を財務活動による CF の区分に記載した場合には、支払利息を計上したことにより、節約される税金を利息の支払額から控除し、営業活動による CF の区分に記載される税金の支払額をその金額分だけ増加させなければならない。しかし、税金が事業活動の区分別に支払われることはないため、税金の支払額を複数の区分の計算に含めるためには按分しなければならなくなり、利用者の合意をとりにくくなるうえ、実際に支払った税金を C/S 上で把握することがそれだけ困難になってしまうといわざるを得ない。

FASB は当初、法人税等の支払額を三つの CF の区分に按分することを検討していたが、計算が複雑になるうえに恣意性が介入する可能性があり、そのようにしてまで按分計算を行ったとしても、それに見合うだけの効果は得られないという理由により、税金の支払額は按分しないで一括して財務諸表に注記することとした。⁽³⁴⁾

また、Ross, Westerfield, Jaffe は、利息の支払額に関してはオペレーティング・CF から除き、投資家等に対する CF に含めて計算すべきであるとしており、支払利息に対応する税金の按分を行うことまでは求めていない。⁽³⁵⁾しかし、支払利息が利益の計算から控除されている EBIT に、概算による税率をかけた金額を税金としているので、⁽³⁶⁾オペレーティング・CF の計算では支払利息にかかる税金の影響を除いている。

支払利息などに対する税金を按分するか否かについては、最終的には計算の簡便性と金額の重要性を基準に判断をしなければならないだろう。投資家等の財務情報を利用する者の多くが、EBIT に概算による税率をかけて税金の影響額を算出し、オペレーティング・CF の計算に反映させる程度で十分であると考えるのであるならば、C/S で税金の按分を行うことまで配慮する必要性はないかもしれない。

わが国の C/S では、当初は税金を三つの区分に按分する方法を選択する余地を残す案が検討されていたが、「作成基準」を確定する段階で削除されている。制度として C/S の作成を義務付ける以上は、原則として企業による選択の余地が少ない方が良いのは当然であり、また、国際的な比較可能性を重視するならば、妥当性のあ

る結論であるといえる。

しかし、理論的には営業活動による CF 以外の区分に税金の影響を考慮すべき項目が記載される場合には、税金の支払額は按分し、該当する区分に記載すべきである。そのため、税金は按分計算の必要性は非常に小さいと考えるのではなく、財務情報の利用者が税金を按分して計算したいと考える際には、企業グループ全体の実行税率または限界税率の開示を制度化することについては、今後、検討される余地が残されているといえるのではないだろうか。

9. 利息および配当金の受取額

9-1. 記載方法の問題点

次いで、金融資産を保有することにより得られる利息や配当金の受取額について考察してみる。

FASB 基準では利息および配当金の受取額はすべて営業活動による CF に含めるものとされているものの⁽³⁷⁾、国際会計基準では、加盟国の合意がないことを理由として、継続的に適用されるならば、営業活動、投資活動、財務活動のいずれの CF の区分に記載してもよいとされ⁽³⁸⁾、わが国の「作成基準」では営業活動による CF の区分か、投資活動による CF に区分に記載すればよいとされているため⁽³⁹⁾、いずれに妥当性があるのか判断しづらくなっているのが現状である。

9-2. 相違点の検討

FASB 基準は、利息や配当金の受取額も営業活動による CF の区分に記載することを求める理由として、財政状態変動表を作成していたころの大半の企業が、利息の受取額を営業活動による CF に分類していたことと、当期純利益の計算に影響する取引にかかる CF はできる限り営業活動による CF として扱うことに広い支持があることを挙げている⁽⁴⁰⁾。

しかし、理論的には元本である金融資産の所有目的を考えるべきである。つまり、元本が余剰資金を一時的に運用しているだけで現金が必要になればいつでも売却する目的で購入した有価証券などの金融資産ならば、マイナスの短期借入とも解釈され得るので、そこから得られる利息または配当金はマイナスの利息の支払と考え、利息の支払額と同様の CF の区分に記載することが合理的である。

また、証券投資を目的として保有する金融資産から得られる利息または配当金の受取額であれば、単純に考えるならば投資活動による CF の区分に記載することにも合理性を見出せる。しかし、固定資産の購入による投資から得られる果実が、そ

のまま営業活動による CF であることを考えると、金融資産に投資した結果としての利息または配当金の受取額を営業活動による CF の区分に記載する方が、論理的にも一貫しているように思われる。

オペレーティング・CF の計算から利息の支払額を除外することを強く主張した、Ross, Westerfield, Jaffe は、利息や配当金の受取額については特に言及するに至ってはいない。しかし、オペレーティング・CF の計算を EBIT から始めることとしているので、結果的に受取利息と受取配当金はオペレーティング・CF に算入されることとなっている。

また、近年では、同じ資産について経営者の保有目的により異なる会計処理を認めると、恣意が介入する余地が生じ、妥当ではないと考えられる傾向がある。C/S についても、企業が所有する金融資産を所有目的別に分類し、その果実も元本の所有目的に合わせて C/S に記載するというのも考慮する必要があるのではないだろうか。そこで、元本である金融資産のすべてを既述したいずれかの目的で、所有しているとみなして利息と配当金の受取額の記載方法を決定する必要が生じる。

わが国においては、いわゆる持合による有価証券の保有が一般化しているため、金融資産の過半数が余剰資金の一時的な運用による保有とは一般的には考えられない状況にある。そのため、こうした金融資産の取得や売却に伴う現金の受取額や支払額は、投資活動による CF の区分に記載することが妥当といえる。また、利息や配当金の受取額についても、投資活動による CF の区分に記載するという考え方もできるだろうが、検討してきたように、利息または配当金の受取額を営業活動による CF の区分に記載する方が投資家等の分析手法とも整合するものと思われる。

10. FCF の概念

10-1. FCF

企業価値を適切に評価するために、フリー・キャッシュ・フロー（以下 FCF）を用いるべきであるという主張が近年なされるようになってきた。企業が継続してプラスの CF を獲得していくためには、投資が必要であるということから、単にオペレーティング・CF を確保すればよいのではなく、オペレーティング・CF から投資額を差し引いた FCF をどれだけ獲得したかにより評価すべきであるという主張である。

一方、C/S では、有価証券などに対する投資も含めて、投資資産に対する現金の支出額と投資資産の売却により現金の受取額とは投資による CF の区分に記載されている。そこで、単純に考えるならば営業活動による CF から、通常は支出過多で

あると考えられる投資活動による CF を引いた金額を FCF と考えることもできる。

一方、FCF に関する議論において共通しているのは、フリーという言葉に経営者が使用先を自由に決定できるという意味を持たせていることにある。そうであるならば、投資額のなかでも新しい分野に対する投資額や事業拡大のための投資額などは FCF の計算上は差し引かれるべきではなく、むしろ経営者の意思決定により FCF が使用された結果にあると解釈すべきと思われる。つまり、投資活動による CF すべてを差し引いて FCF を計算することの妥当性が問われることとなる。

実情では、FCF の概念にはさまざまなものがあり、アメリカにおいても明確に定義されていないというのが現状である。わが国においても、FCF の計算上差し引くべき投資として、例えば「経常的な事業活動上で必然的に出費されるさまざまな項目」、「現事業維持のために使われる CF」と説明され、さまざまなものがある。また、仮に多くの人々の納得が得られる定義ができたとしても、企業の投資を現在の事業活動維持のための投資と、新規分野に対する投資や、事業拡大のための投資と明確に分類することには非常に困難であるだろう。

10-2. C/S との位置づけ

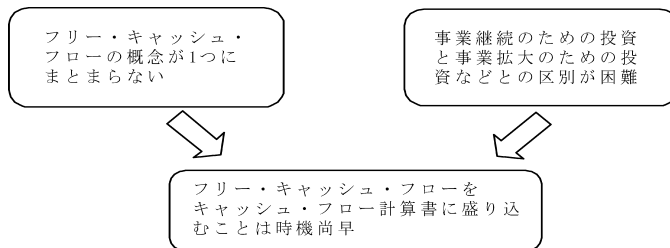


図7 フリー・キャッシュ・フローとキャッシュ・フロー計算書

このように、いまだ概念が不明確であり、FCF の計算上差し引く投資額と差し引くべきでない投資額を区別することが困難な状態で、C/S 上何らかの形で FCF を位置づけようとする試みは、あまり成果があるようには思えないのではないだろうか。特に、区別できないことを理由として、財務活動からの CF を全額営業活動による CF から差し引いて、それを FCF であるとするにも妥当性があるといえないのではないだろうか。

図7に示すように、現状において、FCF を C/S 上で認識したり、FCF の計算を C/S の開示目的の一つに加えることは避けなければならない。将来、FCF について

社会的な合意形成が行われ、かなりの程度で「曖昧さ」が除かれた時点で考慮すべきこととしてもよいのではないだろうか。

その時までには、FCF という考えを最初に公にした M. C. Jensen の「FCF は、適切な資本コストで割り引いたときに、正味現在価値がプラスとなるすべての投資代替案に資金を供給した後に残存する超過 CF である⁽⁴¹⁾」という定義を熟考しておく必要がある。

11. 事業評価へのインパクト

11-1. 事業部門の評価

わが国の企業経営においては、これまで資本投入額があまり認識されず、売上高、売上高利益率、経常利益、マーケットシェア等が経営者の判断に重要なインパクトを与えてきた。また、事業部制などを採用していても、事業内容の細部にまで本社の承認が必要とされ、結果的には中途半端な社内分権化を行っているに過ぎない企業が多かったのが事実である。

しかし、近年ではそのような経営が許される環境ではなくなり、投下した資本に対する効率性を重視する経営が注目されるようになってきた。また、いわゆるカンパニー制の導入などに見られるように、従来よりも権限を大胆に委譲したうえで投資効率の向上を図る方向での経営に企業が積極的に進んでいる。

そのような投資効率を重視する経営においては、経営者が事業部門を見る視点が、投資家等が企業を見る視点に近づいてきているといえるだろう。つまり、経営者が企業の事業部門を評価する際に、投資家等が企業を評価する手法を大幅に取り入れるようになると思われる。そのため、投資家等が企業を評価するために CF に関する情報を重要視した手法を採用しているのであるから、経営者が事業部門を評価する際にも CF に関する情報が重視されるようになるのは当然のことと思われる。

本稿では財務情報の利用者が CF 情報を使用する目的のうち、企業の現金創出能力の評価についての考察を進めてきた。そうであるならば、経営者が事業部門を評価することを目的として事業部門ごとの現金創出能力を予測するためにも、CF 情報を使用する可能性についても検証しなければならない。

11-2. 事業部門の現金創出能力の評価

経営者が事業部門に対する投資効率を評価するために、投資家等が企業を評価する手法を採用するならば、それぞれの事業構造から収益と費用の相互関係を想定してモデルを作り、事業部門の事業計画を基にして利益を予想し、それを CF に置き

換えるということになるだろう。その際には、事業部門ごとの間接法による C/S があれば、減価償却費などの支払を伴わない費用や運転資本の増減の把握が容易となり、予想利益を CF に置き換える作業の精度を向上させることに貢献すると考えられる。しかし、減価償却費を除く支払を伴わない費用には事業部門ごとに直接認識されるものは少ないため、利益を予想する際には最初から除いて行うことが多いといえる。そして、金額的な重要性を考えるならば、事業部門ごとの減価償却費だけわかるならば CF を計算するには支障は来たと判断する場合も生じると考えられる。

また、事業部門に配賦される経費などのなかには、実際の現金支出が企業全体で一括して行われるものもある。さらに、税金の支払額など、企業ごとにルールを定めて事業部門に配賦する支出も生じてくる。したがって、一般的には事業部門の営業活動による CF を実際の現金受取額と支払額に基づいて把握することは困難であるということになる。

11-3. セグメント別開示の可能性

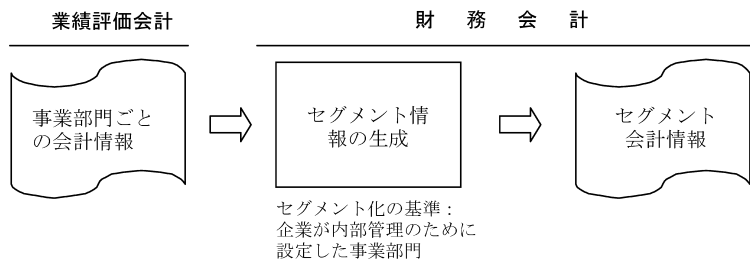


図8 マネジメント・アプローチによるセグメント情報

事業ごとの CF に関する情報は、経営者だけでなく、投資家等にとっても大いに関心がある情報である。そのため、投資家等からもセグメント別の C/S の開示を求める声があるのも事実である。

セグメント情報については、わが国では1990年代に入ってから開示されるようになってきたが、事業分野ごとの業績の把握に役立つ情報の提供という当初の目的からすれば、現状はこれを満たしてはいない。しかし、投資家等の立場からすると、企業の現実を分析し、将来を予測する上では重要な情報であり、わが国の財務諸表が連結財務諸表中心の体系に移行した後は、セグメント情報の改善は重要なテーマの一つとなる。

このような状況下で、FASB 基準や国際会計基準ではセグメント情報の改善に向けた動きがあり、セグメント化の基準としてマネジメント・アプローチといわれる方法が採用されることとなった。⁽⁴²⁾このマネジメント・アプローチは、経営者が事業上の意思決定や事業評価のために区分している組織単位をセグメント化の基準にしようという考え方である。わが国ではまだ具体的な動きは見えてこないが、会計基準の世界的な標準化という大きな流れから見れば、近い将来、マネジメント・アプローチが採用される可能性は極めて高い。

上述したように、セグメント情報は投資家等にとって大変ニーズが高い情報であるため、アメリカのみならず、世界中で改善のための努力がなされていくことは間違いない。そうした動きのなかで、セグメント別の C/S が求められる可能性も決して低くはないといえるのではないだろうか。

おわりに

時代は投資家保護を目的とした会計情報の作成および開示へと動いている。グローバル化する資金調達に際して、確かに C/S からもたらされる会計情報としての「現金創出能力の評価」は投資家の意思決定に際して重要な役割を果たす。しかし、この前提として世界基準ですべてが作成され、投資家をはじめとする利害関係者が公平に当該情報を比較できなければならない。

わが国の現状では、CFO に代表されるように、どこにも属さない、または選択適用において合算されるというグレーゾーンを根本から見直す必要がある。しかし、あくまでもすべてはコスト&ベネフィットというトレードオフ関係にあるという側面にも注意しなければならない。

注

- (1) 田宮治雄 (1997) pp.63-64.
- (2) FASB 1978, par.43.
- (3) 牧田正裕 (1998) pp.375-383.
- (4) FASB 1987, par.107.
- (5) *ibid.*, par.108.
- (6) *ibid.*, pars.6, 29-30.
- (7) 牧田正裕 (1998) pp.379.
- (8) FASB 1978, par.119.
- (9) 牧田正裕 (1998) pp.378.
- (10) IASC 1992, pars.18-19.
- (11) わが国においても、企業は直接法と間接法のいずれかを選択し、C/S を作成する。また、

直接法を採用した場合であっても利益と CF の差を説明する調整表を添付する必要はない（企業会計審議会（1998a）第三，一）。

- (12) 鎌田信夫（1996）pp.37-46.
- (13) 鎌田信夫（1998）p.114.
- (14) Ross, Westerfield, Jaffe（1996）.
- (15) *ibid.*, p.28.
- (16) FASB 1987, par.28.
- (17) 企業会計審議会（1998）第二，二2および第三，一2.
- (18) IASC 1992, Appendix 1.
- (19) Ross, Westerfield, Jaffe（1996）p.41.
- (20) FASB 1987, par.23d.
- (21) *ibid.*, par.90.
- (22) 現状の C/S の営業活動による CF（cash flows from operations）と財務理論に基づき算出される Operating Cash Flow との間には明確な差が見られるため，双方の混同を避けるために，本稿では後者をオペレーティング・CF と記したい。
- (23) Ross, Westerfield, Jaffe（1996）p.174.
- (24) *ibid.*, p.29.
- (25) FASB 1978, par.90.
- (26) 企業会計審議会（1998）第二，二3.
- (27) FASB 1987, par.28.
- (28) Ross, Westerfield, Jaffe（1996）p.28.
- (29) Ross, Westerfield, Jaffe（1996）p.23および p.27.
- (30) FASB 1987, par.49.
- (31) *ibid.*, par.23c.
- (32) *ibid.*, par.141.
- (33) Ross, Westerfield, Jaffe（1996）p.170.
- (34) FASB 1987, par.91-92.
- (35) Ross, Westerfield, Jaffe（1996）p.25.
- (36) *ibid.*, p.170.
- (37) FASB 1987, par.22b.
- (38) IASC 1992, pars.31-33.
- (39) 企業会計審議会（1998）第二，二3.
- (40) FASB 1987, par.90.
- (41) Jensen（1986）p.33.
- (42) FASB 1978, par.4. および IASC 1997, par.9.

参 考 文 献

- FASB [1978] Financial Accounting Standards Board “*Statement of Financial Accounting Concepts No. 1, Objectives of Financial Reporting by Business Enterprises*” Financial Accounting Standards Board, 1978.
 （平松一夫・広瀬義洲 共訳 [1994] 『FASB 財務会計の諸概念 改定新版』中央経済社，

1994。)

- IAS [1992] International Accounting Standards Committee “*International Accounting Standard 7 (Revised 1992), Cash Flow Statements*” International Accounting Standards Committee, 1992.
- Jensen, M. C. [1986] “*Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*” *Journal of Economics Review*, Vol.76, No.2, 1986.
- 鎌田信夫 [1996] 「現金収支計算書の有用性とその限界」『企業会計』 Vol. 48, No. 10, 中央経済社, 1996, pp.18–23。
- 鎌田信夫 [1998] 「連結キャッシュ・フロー計算書導入の意義と問題点」『COFRI ジャーナル』第30号, 1998。
- 牧田正裕 [1998] 「財務報告目的とキャッシュ・フロー計算書」『商学討究』第48巻第2・3号, 1998。
- 永田 靖 [2007] 「キャッシュ・フロー情報の意義—FASB 概念を中心として—」『会計』, 第172巻第1号, 2007年, pp.54–68。
- 永田 靖 [2008] 「ライフサイクルとフリー・キャッシュ・フロー」『経済研究論集』広島経済大学 第31巻第1号, 2008年。
- 永田 靖 [2009] 「キャッシュ・フロー情報の活用事例」『会計』, 第175巻第6号, 2009年, pp.56–69。
- 田宮治雄 [1997] 「企業価値の計算とキャッシュ・フロー計算書」『東京国際大学論叢』第55号, 1997, pp.61–71。
- Ross, Westerfield, Jaffe [1996] Ross, S. A., Westerfield, R. W. and Jaffe, J., *Corporate Finance fourth edition*, Irwin, 1996.