

キャッシュ・フロー計算書と内部留保

熊谷重勝

はじめに

Iフリー・キャッシュフローと内部留保

II発生主義会計と内部留保 —裁量性から透明性へ—

III経営者のためのキャッシュ・フロー計算書 —過去計算から未来計算へ—

IV投資家のためのキャッシュ・フロー計算書 —現実資本分析から擬制資本分析へ—

おわりに

はじめに

会計を鏡にたとえると、これまでの会計には、企業の真の姿よりも良く映し出す鏡もあれば、逆に、悪く映し出す鏡もあった。どちらも歪んだ鏡に変わりはないが、その存在自体歪みのない鏡の構築可能性を予感させてくれる。

日本の会計もまた真の姿を映し出す鏡と呼べるものではなかった。歪められた会計のもとで企業の姿は、真の業績から掛け離れて映し出されてきた。歪んだ会計を利用した利害関係者は誤った意思決定をおこない、少なからぬ損害を蒙った。このような歪んだ会計は利害関係者の信頼を奪うようになることはいまでもない。利害関係者からの信頼喪失は、会計問題にとどまらず、企業に対する不信感あるいは企業離れという深刻な事態に発展しかねない。そこで社会的信頼の回復のために、円滑な資本の調達、運用のために、あるいは会社支配力の維持拡大のために透明性の高い会計の構築が求められる。

大蔵省企業会計審議会は「連結財務諸表原則」の抜本的改訂にあたり、2000年3月期から「連結キャッシュ・フロー計算書¹⁾」の作成を義務づけた。損益計算書、貸借対照表につづく「第三の財務表」として「連結キャッシュ・フロー計算書」が位置づけられた。

「連結キャッシュ・フロー計算書」の導入に国際会計基準が少なからぬ影響を及ぼしたことは容易に推察されよう。資本取引が国際化して海外市場で資本の調達、運用が拡大するにつれて、各国企業間の「財務諸表の比較可能性」は重要とならざるをえない。各国企業の財務諸表

1) 日本では、個別ベースの「資金収支表」が開示されてきたが、それは「I事業活動に伴う収支」と「II資金調達活動に伴う収支」の二区分表示による付属明細表として扱われてきた。

比較のためには透明性の高い「外部報告書²⁾」としてキャッシュ・フロー計算書の導入が要請される。いわばキャッシュ・フロー計算書の制度化は、日本の会計基準設定機関が、企業会計に透明性上大きな問題があったことをみずから認めたものにほかならない。

それではキャッシュ・フロー計算書は何のために、また誰のために作成されるものだろうか。「連結キャッシュ・フロー計算書等の作成基準」には「連結キャッシュ・フロー計算書は、企業集団の一会計期間におけるキャッシュフローの状況を報告するために作成するものである」と書いてあるだけで、それが何のために作成されるのか、その目的に関する明確な理由は示されていない。本稿は、キャッシュ・フロー計算書が従来の会計システムの問題をどのように「解決」して、今後の経営戦略にどのように利用されようとしているかについて利用主体と利用目的の関係から検討するものである。

I フリー・キャッシュフローと内部留保

キャッシュ・フロー計算書とはどのようなものか、表1に示すソニーの連結データ（間接法）からみてみよう。これは、連結子会社1079社、持分法適用会社81社のキャッシュフローの合算によって、ソニー企業集団全体の状況を表している。

キャッシュ・フロー計算書では、企業の活動が、営業活動、投資活動、財務活動の三つに分けて示される。それを上から下へみていくとソニーの場合、1998年度には営業活動から5,795億円の資金収入があったが、この営業キャッシュフローを投資活動に4,499億円運用して、さらに財務活動である借入金返済や配当金に681億円を支払ったことが示される。その結果、外国為替相場の影響分276億円を調整した「現金及び現金同等物³⁾」は339億円のプラス、つまり期末残高がそれだけ増えたことを表している。この区分表示からは、どの活動部門でどれだけキャッシュフローの増加または減少があったかが明らかとなり、各活動部門の業績評価に利用することが可能である。

営業キャッシュフローはいうまでもなくプラスでなければならない。プラスの営業キャッシュフローはその後の投資活動に回されて、もしも投資キャッシュフローが営業キャッシュ・フ

2) Financial Accounting Standards Board, *Statement of Cash Flows, Proposed Statement of Financial Accounting Standards No. 95*, (Stanford, CT.) 1986, para. 1.

FASBはその後、公刊にあたり「外部報告書」の文言を削除した。

3) 「資金の範囲」について「連結キャッシュ・フロー計算書等の作成基準の設定に関する意見書」は、「現金（手許現金及び要求払預金）及び現金同等物とし、現金同等物は、『容易に換金可能であり、かつ、価値の変動について僅少なりリスクしか負わない短期投資』であるとして、価値変動リスクの高い株式等は資金の範囲から除くこととしている」が、「現金同等物に何を含めるかについては経営者の判断に委ねることが適当と考えられる」と述べて、「資金」概念は経営者の裁量内にあることが表明されている。

表1 ソニーのキャッシュ・フロー計算書

(単位：億円)

年 度	1994	1995	1996	1997	1998
I 営業活動からのキャッシュフロー					
純利益	-2934	543	1395	1790	1218
減価償却費	2270	2273	2665	3072	3065
退職・年金費用(支払額控除後)	96	195	404	258	229
受取手形・売掛金の増加(△)・減少	-1502	-659	-1131	389	-1326
棚卸資産の増加(△)・減少	-692	418	-961	707	-355
その他	4581	-428	4859	417	2964
営業活動から得た現金・預金(純額)	1819	2342	7231	6633	5795
II 投資活動からのキャッシュフロー					
設備投資(純額)	-2162	-2274	-2833	-3396	-3739
投資・貸付	-528	-4903	-4504	-7411	-2839
有証売却・貸付回収	2401	3607	2340	4987	972
企業買収	-	-	-	-530	-
その他	-2490	-140	-183	-1618	-1107
投資活動に使用した現金・預金(純額)	-2779	-3710	-5180	-3672	-4499
III 財務活動からのキャッシュフロー					
長期借入(純額)	392	2937	-378	-157	-687
短期借入(同)	1535	-1455	-1920	-716	198
配当金支払	-188	-187	-216	-245	-206
その他	-24	11	9	-4	14
財務活動から得た現金・預金(純額)	931	1305	-2476	-1122	-681
IV 外国為替の影響	-57	-99	115	-149	-276
V 現預金&現金等価物の純減少	-87	-162	-308	1689	339
VI 現金の期末残高	4756	4593	4285	5922	6261

(資料) ソニー『有価証券報告書』より作成。

ローよりも多い場合は、借入金や増資などに依存することになる。それが財務キャッシュフローである。反対に営業キャッシュフローで大きなプラスが生まれて設備投資などの投資活動が膨張しなければ、営業キャッシュフローから設備投資を引いた収支がプラスとなる。これは設備投資を上回る営業キャッシュフローが生まれたこと、すなわち「フリー・キャッシュフロー」と呼ばれる余剰資金の存在を表すことになる。

しかしフリー・キャッシュフロー概念には、一致した定義も計算方法もない⁴⁾。そこでソニーのケース(表2)では、フリー・キャッシュフローをいくつかに分けて計算してみた。

営業キャッシュフロー(1998年度)は前掲のとおり5,795億円であるが、そこから設備投資額3,739億円を引いたフリー・キャッシュフローは2,056億円である。さらに有価証券投資および貸付への投資純額701億円を引いたフリー・キャッシュフローは1,355億円と、株主への配当

4) 染谷恭次郎『キャッシュ・フロー会計論』中央経済社、1999年、268ページ。

表2 ソニーのフリー・キャッシュフロー

(単位: 億円)

年 度	1994	1995	1996	1997	1998
営業CF	1819	2342	7231	6633	5795
設備投資(純額) A	2162	2274	2833	3396	3739
FCF①=営業CF-A	-343	68	4398	3237	2056
投資有価証券&貸付(純額) B	-89	1765	1336	1215	701
FCF②=FCF①-B	-432	-1697	3062	2022	1355
配当金支払 C	188	187	216	245	206
FCF③=FCF②-C	-620	-1884	2846	1777	1149

(資料) 図表1に同じ。

可能キャッシュフローが示される。そして配当金206億円を引いたフリー・キャッシュフローは1,149億円である。配当金を控除したフリー・キャッシュフローは内部留保にほかならない。

フリー・キャッシュフローは内部資金がどれくらい確保されているかを表す。経営者としては企業内部にキャッシュを確保して、金融機関に頼らない経営をしていけるかどうか財務上大切である。内部資金の確保は、金融機関への依存体質からの解放、すなわち自己金融の強化に向かう。

たしかに会社の余裕資金としてフリー・キャッシュフローが潤沢であるのは望ましいが、多すぎると経営者が資金を有効に利用していないことが明白となる。このような場合には「企業がその運営を能率的にし、価値を最大とするためには、余剰キャッシュ・フローは内部留保するよりも株主に配分すべきである。しかしこれが行われることはめったにない⁵⁾」などと批判される。つまりフリー・キャッシュフローには、内部資金の充実による金融機関からの解放可能性と、非効率的な資金運用を展開する経営者への批判という矛盾した関係が表現されている。

II 発生主義会計と内部留保—裁量性から透明性へ

キャッシュ・フロー計算書の導入においては伝統的な発生主義会計が批判される。発生主義会計のもつ見積性または恣意性の問題を「解決」する財務表としてキャッシュ・フロー計算書の意義が高揚されている⁶⁾。

5) M. C. ジェンセン「LBO アソシエーション」『ダイヤモンド・ハーバード・ビジネス』12巻1号、1990年、53ページ。

6) 「キャッシュ・フロー計算書は、すべての現金収支がその発生時に認識されるために、認識問題とはほとんど無関係である。キャッシュ・フローの報告には、キャッシュ・フロー計算書における分類に関するものを除き、見積りも配分も伴わなければ、また、いかなる判断も伴わない」(Financial Accounting Standards Board, *Recognition and Measurement in Financial Statements of Business Enterprises*, Statement of Financial Accounting Concepts No. 5, Stamford,

それでは発生主義会計はこれまで企業の活動をどのように表示してきただろうか。また発生主義会計は企業および利害関係者にとってはどのような意義をもっていただろうか。

会計は企業の資本運動 ($G - W \cdots P \cdots W' - G'$) を貨幣数値でとらえる。現金の投下 ($G - W$) で始まり現金の回収 ($W' - G'$) で終る資本運動を貨幣数値で表示するが、資本運動はそれだけではない。そこには価値増殖を担う生産過程 ($W \cdots P \cdots W'$)、あるいは現金収支と金額的、時間的にずれをもたらず信用取引がふくまれている。このような資本運動をできるだけ的確に把握するためには「価値」の流れにそくした損益計算がおこなわれなければならない。

発生主義会計は、期間損益計算の立場から、投下資本の費消分である費用を収益から回収して、残余利益を計算する。投下資本の価値回収計算と株主の配当可能利益計算、これが発生主義会計の任務である。しかし発生主義会計では「勘定合って銭足らず」とか「黒字倒産」と呼ばれるように、現金的裏付けのない利益が計算されてしまう。会計的利益と現金残高は金額的、時間的に一致しなくなり、会計的利益は株価との相関をもたないともいわれる⁷⁾。このことについて以下では主な項目に分けて検討してみるとしよう。

まずは固定資産の減価償却会計。減価償却費は「支出を伴わない費用」である。現金支出は固定資産の取得時におこなわれ、それ以降の年度に現金の支出はない。減価償却費は耐用年数中に発生するものとして会計年度に後配賦される。減価償却費だけ会計的利益が減少して内部資金が社内に留保されることになる。前掲ソニーのキャッシュ・フロー計算書で減価償却費を純利益に加算して営業キャッシュフローを表示するのはそのためである。

ただし減価償却費がどれくらいか、あらかじめ確定することはできない。減価償却会計には経営者の見積または判断の介入余地が生まれる。巨大企業では高度成長期やバブル期に設備資産の大型化が展開したが、当時の高収益をもとに耐用年数の短縮化あるいは減価償却方法の変更がおこなわれ、過大償却が推進された。このような巨大企業における過大償却は、会計的利益とキャッシュフローの乖離をいっそう拡大するものとなった。

さらに裁量余地の大きい会計として引当金会計がある。退職給与引当金（繰入）も「支出を伴わない費用」である。退職金費用は将来の退職時にはなく、各勤務期間に前配賦される。かりにその後、大規模なリストラが実施されて労働者削減のために割増退職金が発生したとしても、その期の利益にはまったく影響しない。リストラによる退職金費用はすでに積み立ててある引当金の取崩によって処理されるのである。ただし退職金のどれだけを費用配分すべきか、あらかじめ確定することはできない。そこで退職給与引当金会計の場合も、見積費用が過大に計上されると退職金支払時までのあいだ内部留保が形成される。ソニーが「退職・年金費用」

CT.) 1984, para 54. (平松一夫・広瀬義州訳『FASB 財務会計の諸概念 [改訂新版]』中央経済社, 1990年, 236ページ)。

7) トム・コーブランド, ティム・カラー, ジャック・ミュリン, 伊藤邦雄訳『企業評価と戦略経営』2版, 1999年, 74ページ。

を未支出費用として営業キャッシュフローに戻し加算しているのはそれによる。

つぎに売掛債権と棚卸資産の会計。掛販売がおこなわれると現金的裏付けのない収益が計算されてしまう。また決算期に棚卸資産が過大評価されると売上原価は減少して商品売買益が大きくなる。つまり売掛金や商品在庫が多ければそれだけ経営が優れていると判断されてしまう。これでは経営者に売掛金、在庫を減らそうとする意欲が生まれてこない。そこでキャッシュフローを好転させるために売掛金、在庫の削減が管理の対象となる⁸⁾。ソニーでも、受取手形・売掛金、棚卸資産の純増分はキャッシュフローを生まないから、営業キャッシュフローから控除されている。

以上みてきたとおり発生主義会計は見えざる価値の流れを対象としている。それは発生主義会計のほうが現金主義会計よりも「適正な期間損益計算」および株主の配当可能利益計算に応えるものだ、とする受託会計責任的理由によるものである。しかし発生主義会計には上述したとおり経営者の主観的判断、自由裁量が介入せざるをえない。経営者は、企業環境の変化に応じて適宜、会計方針の選択や変更によって内部留保を強化し、あるいはその吐き出しによって利益平準化をはかることができるのである⁹⁾。拡大した内部留保は景気のクッションとなる。けれども、このような発生主義会計が、企業間比較、同一企業の時系列比較をいちじるしく困難にすることはいうまでもない。

また最近では国際会計基準の潮流のもとで時価会計が拡大している。時価会計も透明性上すぐれているものとして導入が進められている。金融商品、退職給付会計、減損会計などへの時価会計の拡大である。しかし時価会計は、未実現の評価損益を計上させて、損益計算と収支計算、会計的利益とキャッシュフローの乖離を拡大する¹⁰⁾。このような時価会計の拡大は、裁量性排除を目指す国際会計基準の潮流に逆行する動きのようにもみえる。

しかし時価会計は、評価損益の見積計上を許すものだからこそ、客観的で透明性の高いキャッシュ・フロー計算書が第三の財務表として高揚されることになる。すなわち「キャッシュ・フロー情報は、同一の取引及び事象に対する異なる会計処理の採用による影響を除去するので、経営成績報告の〔各国〕企業間の比較可能性を高める¹¹⁾」財務表といえる。

8) 森田政夫「売掛金の管理と棚卸資産の早期費用化」、『税務弘報』47巻10号、58ページ。

9) 拙稿「企業社会と発生主義会計—航空業の内部留保を中心に—」(『会計理論学会年報』14号、2000年)参照。

10) 「いま、貸借対照表における資産の時価評価がしきりに論じられている。この場合、損益計算と収支計算との間の開きをさらに大きくなる(ママ)」(染谷恭次郎、362ページ。)

11) International Accounting Standard Committee, *Cash Flow Statements*, International Accounting Standard No. 7, Revised (London: IASC), 1992, para. 4 (日本公認会計士協会訳『国際会計基準第7号 キャッシュ・フロー計算書』5ページ)。

Ⅲ 経営者のためのキャッシュ・フロー計算書 —過去計算から未来計算へ—

これまで発生主義会計のはたす意義と問題点についてみてきた。発生主義会計は資本運動を価値の流れから回顧的に表示する過去計算である。キャッシュ・フロー計算書もまた資本運動をキャッシュフローから回顧的に表示する過去計算である。このようなキャッシュ・フロー計算書に対して最近、将来キャッシュフローを予測する手段として期待が寄せられている¹²⁾。過去から現在そして未来につながる資本運動を予測する道具としての期待である。

アメリカの財務会計基準審議会 (FASB) によると「キャッシュ・フロー計算書は、営業活動を通じて債務の弁済を行い、配当金の支払を行い、または営業能力の維持もしくは拡大を図るために再投資を行う企業の現金創出活動に関する有用な情報ならびに企業の現金投資および支出に関する有用な情報を提供する。企業の当期の現金収支に関する重要な用途は、企業の流動性、財務的弾力性、収益性およびリスクのような諸要因の事前評価に役立てるという点にある¹³⁾」としている。キャッシュ・フロー計算書は、企業の流動性や収益性などの「事前評価」に役立てることができるものととらえられている。過去計算から未来計算への利用可能性である。いいかえると「投資家、債権者、その他¹⁴⁾」利害関係者への「財務会計」的役割から経営者の「管理会計」的役割への転化である。

もっとも財務会計基準審議会はこのようにとらえる一方で、「キャッシュ・フロー計算書では期間を超えた関係を示すことができないので、将来のキャッシュフローの見通しを評価するには不完全な基礎しか提供せず、貸借対照表と損益計算書をあわせて利用した場合の方が、キャッシュ・フロー計算書を単独で使用した場合よりも将来キャッシュフロー予測のためにはよい基礎を提供する¹⁵⁾」とのべて、キャッシュ・フロー計算書の補完的役割を指摘することを忘れてはいない。しかし、このことは、キャッシュ・フロー計算書が貸借対照表、損益計算書とともに将来キャッシュフロー予測に利用できるものであることを否定するものではない。すでに企業ではキャッシュ・フロー計算書がさまざまな管理目的に利用されている。そこで以下ではキャッシュ・フロー計算書がはたす管理会計的側面についてみるとしよう。

連結キャッシュ・フロー計算書は企業集団全体のキャッシュフローを統合的、部門別に表示

12) 加藤盛弘は FASB の実務追随性を以下のとおり批判する。「将来のキャッシュ・フローの予測を可能にする情報という目的にもとづく、予測、見積、蓋然性といった将来視点の導入…によって、現代会計実務を論理化する基礎を提供することである」と (加藤盛弘『現代の会计学』森山書店、1996年、186ページ)。

13) Financial Accounting Standards Board (1984), *op. cit.*, para 54. (前掲『FASB 財務会計の諸概念』236ページ)。

14) Financial Accounting Standards Board (1987), *op. cit.*, para. 82.

15) *Ibid.*, para. 48 c.

して事業部門の業績評価に利用されている。どの子会社、どの事業部門でどれだけのキャッシュフローが生み出され、支払われたかが明らかにされる。最近では、新製品開発や新工場建設とともに不採算事業部門からの撤退や売却などの事業リストラが経営戦略の重要な要素となっているが、大きな事業単位だけでなく、事業部、部、チームなど小さな単位のキャッシュフローをベースとした業績評価が行われ、企業集団全体における経営資源の重点的配分が追求されている。

このような部門別の業績評価が労働者の業績評価をよりきびしくすることは容易に推察される。これまで大きな差が出ないように配慮されてきた人事評価システムが「能力主義」、「業績主義」に変わっていくだろう。終身雇用の慣行にメスが入られて、賃金体系も年齢に関係なく、ポスト（仕事）または業績に値段がつくアメリカ型の賃金体系に移行する企業も増加する¹⁶⁾、といわれている。

設備投資の暴走をチェックする手段となる。すでに企業ではフリー・キャッシュフローの範囲内に設備投資を抑えてフリー・キャッシュフローを黒字化することが追求されている¹⁷⁾。設備投資がフリー・キャッシュフローでおこなわれるということは自己金融の追求にほかならない。設備投資が巨大化、長期化すればするほど投下資本の早期回収とそれによるフリー・キャッシュフローの確保は財務政策上きわめて重要とならざるをえない。投下資本の早期回収とフリー・キャッシュフローの確保を制度的に精緻化する手段としてキャッシュ・フロー計算書が利用されている。

M&A（合併・買収）資金の回収予測の手段となる。企業それ自体または株式証券が投資の対象となる。しかしM&Aが必ず成功する保証はどこにもない。最近では「経営権市場の競争が激しいために、企業買収の成功の可能性が急激に低下している。被買収企業が買収者と同じ事業分野に属している場合や、被買収企業が買収後の統合を容易にできるほど小規模であるような場合も、成功の確率はおおよそ50%である¹⁸⁾」。そこでM&Aに投下した資本がどれくらいで回収できるか、その予測手段としてキャッシュ・フロー計算書が利用されている。三菱化学の宮部副社長（1993年当時）は、アメリカ企業の買収にあたり、投下したキャッシュ・アウトフローが7年以内に回収できるか否かを目安にして事業の買収をおこなったという¹⁹⁾。

16) 『週刊東洋経済』臨時増刊号，1999年8月11日，110-111ページ。

「キャッシュ・フロー計算書を基本財務諸表に加えたことは、わが国経済が成長から安定のステージに移った当然の結果である。成長が期待できなくなった分野に経営資源を放置しておくことはできない」（花堂靖仁「投資の自己責任と経営改革を」『日本経済新聞』1999年6月30日）。

17) 中沢恵「キャッシュフローを軽視する日本企業の課題と解決策」，ダイヤモンド・ハーバード・ビジネス編集部編『キャッシュフロー経営革命』ダイヤモンド社，1997年，148ページ。

18) トム・コブランド他，前掲書，317ページ。

19) 櫻井通晴「キャッシュ・フロー経営の意義とは何か」，『ダイヤモンド・ハーバード・ビジネス』1997年8-9月号，24ページ。

過剰在庫や滞留売掛金の管理にキャッシュ・フロー計算書が有効な手段となることはすでにのべたとおりである。モノ余り現象が一般化するなかで期末在庫や不良債権の増加は営業キャッシュフローにマイナスの影響を与えかねない。そこで営業キャッシュフローを増加させるために棚卸資産を極力減らしたり売上債権の回収状況をすみやかにチェックすることが求められる。

以上みてきたように、外部報告書としてのキャッシュ・フロー計算書は、経営者の大局的かつ長期的見地に立った戦略的経営の道具となる。国内および国際市場の競争が激化するなかで経営者は生産、販売、財務、人事、研究開発、広報などの戦略的経営を展開しなければならない。ただし、キャッシュ・フロー計算書が戦略的経営の材料として社内で作成できるものであるとすれば、利害関係者への外部報告書として制度化する根拠はどこに求められるだろうか。

Ⅳ 投資家のためのキャッシュ・フロー計算書

—現実資本分析から擬制資本分析へ—

前述したとおりキャッシュ・フロー計算書は将来キャッシュフロー予測の手段となる。どの事業部門、どの子会社で将来キャッシュフローはどれくらい生まれるか、そのキャッシュフローはどこに投資して、あるいは、どの事業部門から撤退すべきかの判断材料となる。徹底的なリストラ合理化によって「経営の効率化」をはかり、フリー・キャッシュフローを確保することが、キャッシュ・フロー計算書に課せられた今日的課題の一つとなっている。このような利用方法は、経営者による現実資本分析の視点に立つものといえる。

ところが最近の「キャッシュ・フロー計算書」論議はそのレベルを越えて展開しているようだ。すなわち企業活動と呼ばれる現実資本の運動把握のみならず、株式資本の価格捕捉についても大切な利用目的として位置づけられている。過去の現実資本の運動状況を表示するキャッシュ・フロー計算書に、将来の株式資本の価格（株価）を予測する資本調達、運用が期待されているのである。「EVA[®]（経済付加価値）」、「SVA（株主付加価値）」、「MVA（市場付加価値）」といった新しい概念はそのことの反映である²⁰⁾。

この問題についてみるまえに株式会社の資本運動についてふれておこう。株式会社における現実資本と株式資本の関係は次図のようである²¹⁾。

この図から明らかなおおりに株式会社では現実資本と株式資本が二重に存在するように現象する。利益極大化を求めて運動する現実資本と、株価極大化を求めて証券市場で運動する擬制的な株式資本とである²²⁾。

20) G. ベネット・スチュワート、Ⅲ、日興リサーチセンター／河田剛・長掛良介・須藤亜里訳『EVA 創造の経営』東洋経済新報社、1998年（以下『EVA』と略記）。

21) R. ヒルファディング『金融資本論』岩波文庫（上）、220ページ。

22) 高橋昭三『現代経営財務』〔二訂版〕税務経理協会、1988年、140ページ。

利益などでは全くない。事業が資本コストを上回る利益を上げるまでは、損失を生んでいることになる。…会計利益が資本コストを上回らなければ、企業は全てのコストをカバーしたとはいえない²⁷⁾』としている。

若杉敬明もまた EVA の意義について明解な発言をしているので、少し長くなるが引用してみることにしよう。

「基本的には従業員に働いてもらうわけですが、本来の給料だけを出していても、みんなその分しか働かないわけですね。そこで、成功報酬的なものをインセンティブということで持株とかストック・オプションとかで支給しようというわけです。そのときに成功報酬の成功を何ではかるかという、本当に株主の利益の尺度になるものでなければいけない、それが EVA であるという提案です。…株主には株主の要求するリターンがあるわけで、そういうものを『資本コスト』と読んでいるわけですが、それを上回るだけの利益率になっていなければ、本当に儲かったかどうかわからないのだというのが問題提起です。…例えば、80年代というのは M&A が盛んに行われたわけですが、そのときも理屈は株主利益の追求です。この会社を買収すれば一株当たりの利益が増えるということでしたが、実は一株当たりの利益が増えても本当は株主の利益が増えたことにならない。むしろ経営者は、会社が大きい方が自分の報酬も多くなりますし、また現物給与も多くなるので、会社を大きくする傾向がありました。…株主の利益を重視すると言いながら、なっていなかったということに気がついたというのが、この10年なのですね²⁸⁾』と。

二人の見解から明らかなおり EVA は株主重視の概念である。ドラッカーは「事業が〔株主〕資本コストを上回る利益を上げるまでは、損失を生んでいるということになる」といい、若杉は「基本的には従業員に働いてもらうわけですが、本来の給料だけを出していても、みんなその分しか働かないわけですね。…成功報酬の成功を何ではかるかという、本当に株主の利益の尺度になるものでなければいけない、それが EVA である」と、株主重視の立場からべている。

それでは株主重視の EVA はどのようにして拡大されるのだろうか。EVA の開発者の一人である G. ベネット・スチュワートⅢは、「現在の事業の効率性を高めること、収益性を伴った成長、失われる今後のキャッシュフローを埋め合わせる不採算事業からの速やかな撤退」の3つをあげる²⁹⁾。かれの求める「現在の事業の効率性を高めること」にしる「収益性を伴った成長」にしる、コスト削減または売上拡大によって達成できる課題であることはいうまでもない。そして後者の「収益性を伴った成長」とは、たんなる売上拡張ではなく利益幅の大きい売

27) 『EVA』7ページ。

28) 『別冊商事法務212 コーポレート・ガバナンスの新局面—「C・G原則」の有効性を考える—』1998年25-26ページ。

29) 『EVA』183ページ。

上の成長でなければならない。

このようにEVAは利益幅の大きな売上成長を求める。ここには総資本利益率(ROA)、自己資本利益率(ROE)指標への批判、すなわち発生主義会計のもとで進められてきた過剰投資の暴走を戒める働きが期待されている。鈴木哲夫HOYA会長によると「従来は経常利益ベースで経営を考えていたが、このときにROEを指標として導入した。しかし、ROEにも問題点がある。株主資本比率が低いほうが、数値がよくなってしまふからだ。…EVAを導入したら、経営に対する概念が変わってきた。利益が出ていても、資本コストを下回っていれば、企業価値を破壊していることになり、株価はすぐ下がってしまう³⁰⁾」としている。

世界的「ゼロサム・ゲーム」と呼ばれるように成長余地が小さく競争圧力が強まっている今日の状況のもとで非効率の資本経営に課せられるペナルティは高い³¹⁾。「余剰キャッシュフローで非生産的な再投資を行なうことのリスクは、成熟したキャッシュ余剰企業において、最も激しくならざるをえない³²⁾」のである。非生産的部門への再投資をチェックするためにフリー・キャッシュフロー把握が重要視される。

こうしてEVAは経営者および労働者の意識改革の道具となる。資本コスト意識を社内に浸透させて、経営者の役員報酬や労働者賃金の評価基準となる。徹底的なリストラをスムーズに、あるいは「理論的」に断行できるようにするための概念装置である³³⁾。

EVAはすでにみたとおり資本コスト控除後の残余利益である。それは利益概念のさらなる縮減にはかならない。資本コストを上回る利益すなわちフリー・キャッシュフローが確保されているか否かが問題である。見方を変えるとEVAは低い配当性向を続けてきた日本企業の財務政策を批判する概念でもある。資本コスト控除後の残余利益を最大化することは、内部留保の拡大すなわち資本蓄積の強化にはかならない。

しかしフリー・キャッシュフローによる規模拡大が企業の株価を高めてくれる保証はない。現実資本の生んだフリー・キャッシュフローが擬制資本の価格をどのように引き上げることになるのか。これはフリー・キャッシュフローが、株価上昇をもたらす効率的分野に投下されているかという市場経済の問題である。見方を変えると、フリー・キャッシュフローの拡大を追求するEVA概念には、フリー・キャッシュフローの運用難に対する経営者の今日的悩みが理論的装いをもって表現されているとみることができよう。

30) 前掲『週刊東洋経済』41ページ。

31) 『EVA』38ページ。

32) 『EVA』12ページ。

33) 「ダイムラー・ベンツの最高経営責任者であるユルゲン・シュレンプは、過去最大の損失を出してからほぼ1年近くたったところで、新しい経営目標を『一に利益、二に利益、三にも利益だ』と宣言した。彼は株主価値が将来の企業行動の指針となるという事実を、明かにしたのだ。…株主価値に資するために切り捨てられた子会社では雇用削減が行われた」(プライスウォーター編、前掲書、186ページ)。

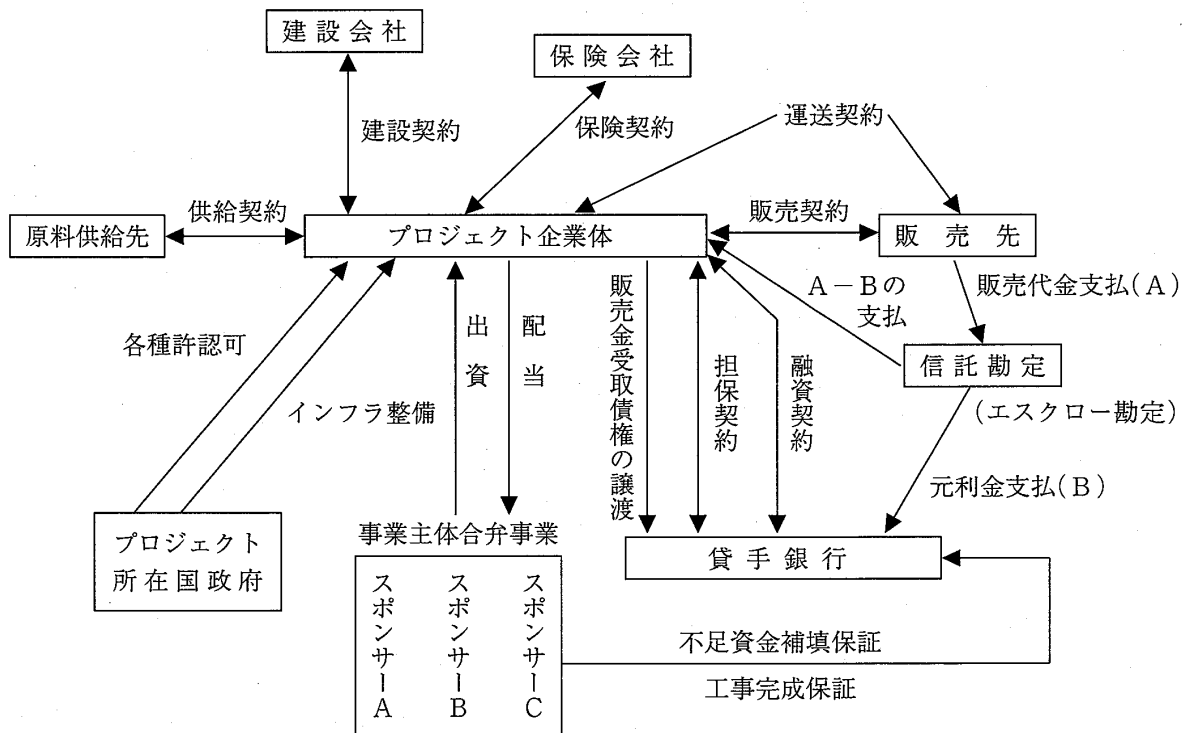
② 国際財務戦略と投融资基準

国際的投融资の判断基準としてキャッシュフロー分析が採用されている。国際的大型プロジェクト（図2）の投融资戦略に使われたケースとして、深町郁弥稿「プロジェクト・ファイナンスとキャッシュ・フロー分析」からみるとしよう³⁴⁾。

日本の銀行36行をふくむ世界の主要銀行204行は、1987年、国際シンジケート団を組織してユーロトンネル・プロジェクトを計画した（表3参照）。これは英仏間のドーバー海峡をトンネルで結ぶ国際的な大型プロジェクトである。

まずプロジェクト・ファイナンスの貸し手となる銀行は、融資額の返済能力を予測する。それは各年の元利返済前のキャッシュフローが、予定されている元利支払の何倍になるかという予測である。予測キャッシュフローから操業費用、税金支払、元利の支払を差し引いたあと、どの程度配当に回せる収益が残るかが予測される。

図2 プロジェクト・ファイナンス



(資料) 深町郁弥『国際金融の現代』有斐閣、1999年、102ページ。

34) 深町郁弥「プロジェクト・ファイナンスとキャッシュ・フロー分析」『(神奈川大学) 商経論叢』35巻3号。

プロジェクト・ファイナンスは「本来であれば、国有企業として開発されるはずの産業のインフラストラクチャーである電力事業、道路、港湾、空港、石油、天然ガスの採掘などが、発展途上国でも先進諸国でも、民営企業としてプロジェクト・ファイナンスの金融手法で推進されている」(同上書、90ページ)。

表3 プロジェクト・ファイナンス・アレンジャー25行
(単位:100万ドル)

1997年1月~12月	
1 Chase	14,325
2 Citicorp	10,040
3 ABN Amro	5,738
4 Crédit Sulsse First Boston	4,865
5 Deutsche	4,603
6 Dresdner	3,782
7 Greenwich NatWest	3,094
8 Crédit Lyonnais	2,888
9 HSBC	2,817
10 KfW	2,700
11 ING	2,557
12 UBS	2,542
13 CIBC	2,499
14 Barclays	2,480
15 Bank of America	2,390
16 WestLB	2,339
17 住友	2,165
18 Société Générale	2,028
19 Merrill Lynch	1,791
20 ANZ	1,711
21 EIB	1,695
22 Banque Nationale de Paris	1,640
23 東京三菱	1,556
24 Morgan Guaranty Trust	1,556
25 Groupe Paribas	1,460

(原資料) Capital DATA Project Finance Ware.

(出所) *Project Finance*, April 1998.

(資料) 深町郁弥, 前掲書, 78ページ。

また合併企業であるスポンサーは新規プロジェクトの採算予測をおこなう。それは元利償還前の将来キャッシュフローを特定の割引率で擬制資本化して現在価値計算をおこない、当初の投資額を差し引く分析手法である。現在価値と投下資本が比較されて投資効果が測られる。スポンサーはこの投資効果を予測してプロジェクト投資の可否を判断する。利潤を獲得して株価を高めるためには「海外プロジェクトから計上される将来キャッシュフローが、海外投資に伴う経済的ならびに政治的リスクを考慮（割り引く）して現在の価値に換算した総額を上回らなければならない³⁵⁾」。投下資本が将来キャッシュフローの現在価値と同額である点が損益分岐点となる。もしも将来キャッシュフローの現在価値が投下資本を下回るということは、もうか

35) 土井秀生『連結キャッシュ・フロー経営』同文館, 1999年, 169ページ。

らないばかりでなく、資本の価値破壊をもたらすことになる³⁶⁾。

このようにキャッシュ・フロー計算書は、巨大プロジェクトの融資または投資の判断材料となる。巨大プロジェクトなる現実資本の投資意思決定に擬制資本の評価計算が利用されている。巨大プロジェクトのように将来キャッシュフローが契約条件や第三者担保設定などによって安定的に確保されている場合には効果的のようである。

しかし巨大プロジェクトがもたらす年々の収益の流れも、資本リスクも推測に頼らざるをえず不確実なものでしかない。実際、巨大プロジェクトの場合も、コストが当初の2倍以上に増大して資金繰りが破綻し、シンジケート団にたいする金利支払停止に追い込まれ、現在も貸し手とのリストラ交渉がおこなわれている事実はこのことを物語っている。

③ 機関投資家と国際的資金管理

機関投資家は国際的資金管理の手段としてキャッシュ・フロー計算書を利用している。巨大な機関投資家はあくなき資本増殖を求めて世界市場を駆け巡っているが³⁷⁾、その運用状況は図4のとおりである。個人投資家の直接保有する株式の割合はほぼ戦後一貫して減少し、それに見合う分を機関投資家が肩代わりしているのである³⁸⁾。

機関投資家の経営環境について、小早川久佳（青山監査法人／プライスウォーターハウス・統轄社員）は以下のようにのべる。「資本取引の自由化を背景として、年金、投資信託、保険会社などの機関投資家の株式市場におけるシェアは、年々増える一方です。このことは、株主構成に根本的な変化をもたらしており、株主としての機関投資家の発言力も大きくなっていることを意味しています。これら機関投資家は、また、自らの投資家に対して高い投資リターンを実現することを常に求められており、投資についての選別を強め、投資先に対し高いトータルリターンを要求し、そのためには企業経営に対してまでも注文をつけるようになっていきます。この株主へのトータルリターン——配当とキャピタルゲイン——の最大化とは、キャッシュ・フローの最大化にほかなりません。つまり、株主に対する配当と将来事業に対する投資を最大化するための原資——キャッシュフロー——を最大化することが、機関投資家が求めるものなのです。今日、このような機関投資家の要求に応えられなければ、資金調達が困難になるのはおろか、やがては自社の存続さえ危機にさらされることになるでしょう³⁹⁾」と。

ここには機関投資家の二面性、すなわち経営者の立場と投資家の立場からの告白がみられる。

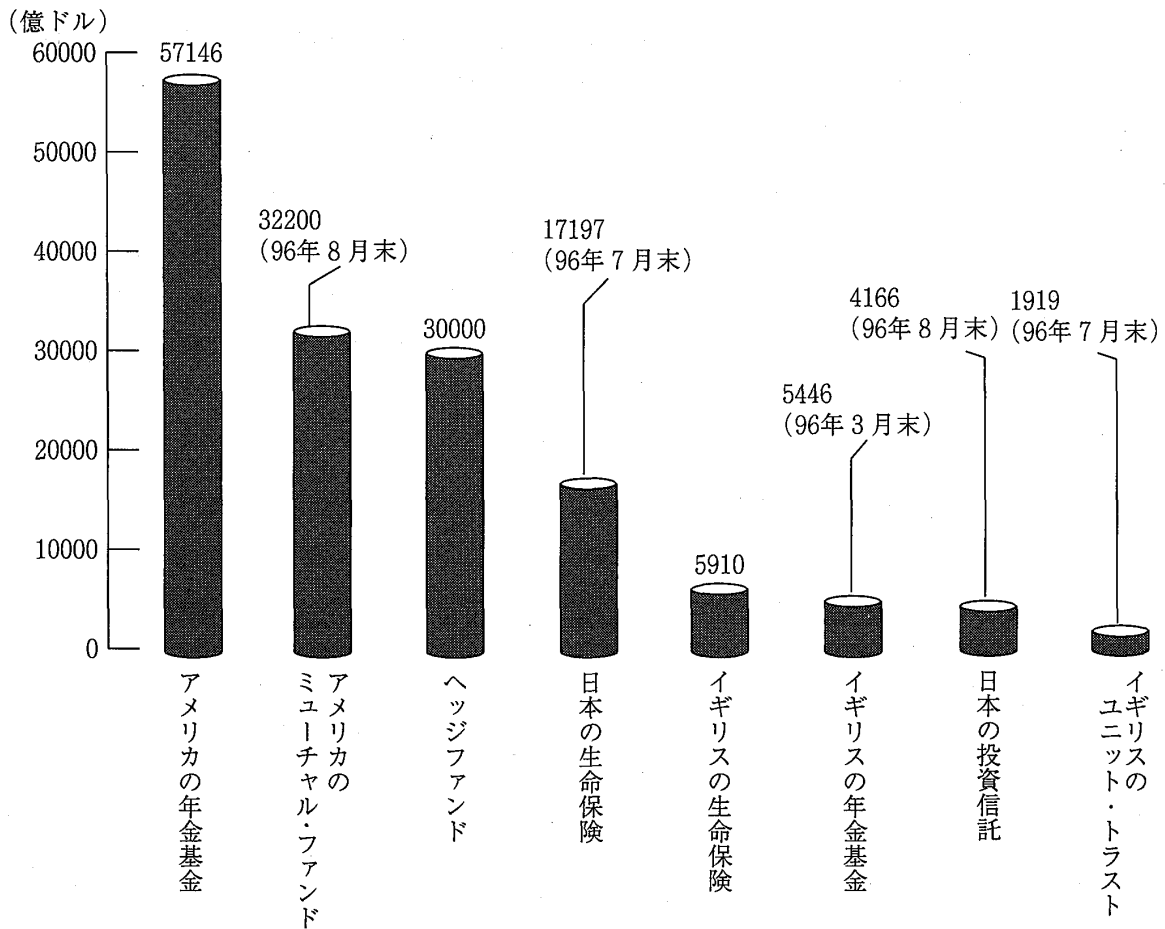
36) 中沢恵「キャッシュ・フロー重視の経営に向けて」、櫻井通晴、佐藤倫正編『キャッシュフロー 経営と会計』中央経済社、1999年、151ページ。

37) 「ヘッジファンドの資金は他の機関投資家の資金との比較では、やはりそう大きなものではないだろう。成熟市場において、機関投資家の資金は20兆ドルを超えている」(IMF、松崎延寿訳『ヘッジファンドの素顔』シグマベイスキャピタル、1999年、31ページ)。

38) プライスウォーターハウス編、前掲書、218ページ。

39) 小早川久佳「刊行にあたって」、プライスウォーターハウス編、前掲書、iii-IVページ。

図4 世界の主な機関投資家の運用資産（1996年末現在）



(資料)『読売新聞』1998年9月26日。

経営者の立場からは「自らの投資家に対して高い投資リターンを実現することを常に求められ」と同時に、投資家の立場からは投資先企業に「トータルリターン——配当とキャピタルゲイン——の最大化」を求めざるをえないのである。個人投資家は機関投資家に対して投資価値の最大化を求め、これを受けて機関投資家も投資先である企業に対して、株主価値の最大化を要求することになる。

アメリカの機関投資家は1990年代に海外投資に積極的となったが⁴⁰⁾、成長余地の小さな市場での投資活動はハイリスク・ハイリターンとならざるをえない。ハイリスク・ハイリターンを求める機関投資家にとって将来キャッシュフロー予測とキャッシュ・リターンの確保とリスク回避は重要な課題である。巨大な機関投資家といえども倒産のリスクを計算に入れなければならない経営環境のもとで、グローバル市場において資本調達、運用をより効果的に展開してい

40) 三和裕美子『機関投資家の発展とコーポレート・ガバナンス—アメリカにおける史的展開』日本評論社、1999年、150ページ。

かざるをえない。

そのためには資金の国際的集中管理が重要な課題となるが、それは資金の巨大化と投資の分散化から容易ではない。外国為替管理法が改正（1998年4月）されて、日本でも海外との資金の流出入が自由になり、日本本社と海外子会社との債権、債務の相殺決済するネットティングやグループ内企業の資金不足と余剰を通算するプーリングが可能となった。これまでみたいに銀行を経由して決済する必要はなく、グループ全体の手数料削減を図ることができることになった。

巨大な投資活動を国際的に展開する機関投資家にとってキャッシュ・フロー計算書は効果的のようだ。「アメリカおよびヨーロッパで企業が株主価値を重視する方向に変化したのは、機関投資家と直接かかわるようになった時期と一致している⁴¹⁾」。とすればキャッシュ・フロー計算書の制度化には、「財務諸表の比較可能性」を指向する国際会計基準の影響とともに、巨大資本の調達運用に奔走する機関投資家の資本増殖活動がその背景としてうかびあがってこよう。

『経済白書 平成12年版』によると日本の個人資産は1,331兆円である。そのうち信託、投信、株式、保険・年金（民間など）508兆円、預貯金702兆円などであるが⁴²⁾、かりに後者の預貯金が銀行や郵便局から株式市場へ誘導されることになれば、証券市場は活性化して株価上昇の条件は生まれてこよう。日本の金融市場は機関投資家にとって格好のマネーゲームの対象となるのである。

おわりに

以上、キャッシュ・フロー計算書の意義と問題点について利用主体と利用目的の関係からみてきた。経営者、投資家、債権者それぞれにおけるキャッシュ・フロー計算書の有効性についてである。

キャッシュ・フロー計算書は、発生主義会計と異なり、経営者の裁量性を排した透明性の高い計算書である。「利益は意見、キャッシュは事実」といわれるゆえんである。しかしキャッシュ・フロー計算書の場合も、発生主義会計と同様に内部留保の充実に利用することは不可能でない。キャッシュ・フロー計算書によるフリー・キャッシュフローの確保である。フリー・キャッシュフローが内部留保と異なる点は、前者が資金的裏付けをもっていることにある。資金的裏付けのある内部留保を拡大して「企業価値」を高め、最終的には株主価値を高めていくことが求められている⁴³⁾。

41) プライスウォーターハウス編、前掲書、233ページ。

42) 『経済白書 平成12年』268ページ。

43) 「しかし、フリー・キャッシュフローを利用するとき、投資（設備投資と在庫投資）の金額が差し

問題は、フリー・キャッシュフローの拡大によって株主価値を高めることができるか否かにある。フリー・キャッシュフローが多すぎると経営者がそれを有効に活用していないことが表面化することは、すでにのべたとおりである。これはフリー・キャッシュフローが収益性の高い部面に投下されているか否かの問題である。収益性の低い部面への過剰投資が株価引下げの方向に作用することはいうまでもない。そこでフリー・キャッシュフローを株価極大化に結びつけることのできるなんらかの会計技法の開発が求められる。株価極大化を誘導できる会計指標を開発して、低迷する証券市場を回復することに期待が寄せられることになるのである。

投資家への外部報告書として作成されたキャッシュ・フロー計算書は、経営者が経営戦略のために利用することは不可能ではない。事実、企業ではさまざまな管理局面に利用されている。が、キャッシュ・フロー計算書が経営管理のために社内で作成できるものであるとすれば、それをわざわざ外部報告書として制度化する理由はみあたらない。

では、キャッシュ・フロー計算書が外部報告書として制度化された今日的意義はどこに求めるべきだろうか。このことについては最近の経営環境についてみておくことが有益であろう。

日本の経済はいまだに実体経済（現実資本）と株式市場（擬制資本）の長期低迷から抜け切れないでいる。このようななかで経営者は利益拡大とともに株価引き上げが強く求められている。株価を高められるか否かが経営者にとってきわめて重要な課題となっている。日本の巨大企業（資本金10億円以上）の有価証券（投資その他をふくむ）所有割合をみると2000年3月期には、全産業が23.4パーセント、製造業が27.8パーセントに達している。今日の経営者は、株価を考慮せずに経営活動を進めていくことがかなり困難な状況におかれている。実体経済から株式市場への重点移行である。

キャッシュ・フロー計算書の今日的意義はもはや明らかであろう。低迷する株式市場の活性化への期待がキャッシュ・フロー計算書の制度化に込められている。透明性の高いキャッシュ・フロー計算書を制度化することによって企業の社会的信頼を獲得し、資本の調達、運用を活性化しようとする資本家的期待である。いいかえると実体経済における現実資本の蓄積困難性を株式市場の活性化すなわち株主資本の集中で乗り越えて会社支配力を維持拡大しようとする資本家的意図がうかがわれる。そこには特に、各国企業の財務諸表比較をテコに巨額の投融资あるいは投機的活動を展開する機関投資家の思惑がうかびあがってくる。機関投資家の資本運用が巨額かつ分散的であればキャッシュフローの国際的集中管理とそれによる株価極大化の期待は大きくならざるをえない。

ただし株価は、現実資本の生む将来キャッシュフローのみから規定されるものではないことには注意しなければならない。将来キャッシュフローは商品市場から規定され、利子率（割引

引かれる結果、企業経営者の当期業績を必ずしも正しく示さない」ことには注意が必要である（櫻井通晴「発生主義会計かキャッシュ・フロー会計か」『会計プロGRESS』創刊号、2000年、110ページ）。

率)は資本市場から規定されていて、経営者の意思でコントロールできるものではない。株価を規定している要因はいずれも不確実なものでしかないのである。

このような株価評価メカニズムについて、高橋昭三は著書『現代経営財務』でつぎのようにのべている。「[株式資本] 価値は期待収益から逆算された擬制的なものにすぎないのであって、その期待収益をもたらす源泉たる経済的諸資源の現実の価値を何ら代表するものではない。しかも、その予想収益は危険や不確実性を伴うばかりでなく、かならずしも予測できないさまざまな変動にさらされるから、株主の富もしくは株価の資本市場における評価メカニズムは、創業者利得や投機利得などの金融的利得を求める種々の投機的かつ寄生的な経済行為を誘発して、資本制的矛盾を拡大するのが、一般的である⁴⁴⁾」と。緻密なキャッシュフロー分析が現実資本および擬制的な株式資本運動の「無政府性」を解放するものでないことはあらためていうまでもない。

44) 高橋昭三『経営財務論』[新訂版]、森山書店、1979年、230ページ。