

# キャッシュフロー情報と財務業績評価

## — キャッシュ創出力の再考 —

### The Measurement of Financial Performance on Cash Information

木村 敏夫\*

Toshio Kimura

企業の財務業績を測定する指標の一つに「投資利益率」(ROI)が在る。利益を説明変数とする場合と、キャッシュを説明変数とする場合が考えられる。選択する説明変数により収益性、キャッシュ創出力を測定する指標となる。この指標の構成要因に経済論理的に不適合な要因が在る。既存の枠組みを整理し、経済論理に適合する指標の選択と指標の再構築を試みた。

キーワード：営業資産、営業活動、収益性、キャッシュ創出力、直接表示法

#### 序

「経済主体」は経済的資源を費消して経済的資源を創造する組織体で在る。経済的資源は効果的に配分しなければならない。経済主体の経済活動（経済的資源の配分）の「成果」を判定する仕組で在る「業績」評価（performance）は結果思考で在る。期待を持って行動した成果が「業績」で在る。業績の測定・評価（assessing prior performance）は「期待と結果の関係」を示す。

経済主体で在る「企業」の「業績を分析する（企業外部）分析者」（投資者、債権者等）が「財務情報」（Financial information）を利用して「財務業績指標」（Financial performance measure）を測定する場合、「投資利益率」（Return on Investment, ROI）を利用する。投下した資本（Investment）と投下して資本から取得した「リターン」（Return）の関係は経済的資源の配分の判断指標となる。分析者は、この関係指標から自己が投下した経済的資源の成果を判断するとともに、投下した経済的資源の配分先の効果をも判断する。

財務情報を利用して算定するROIは財務情報の特質から投下された資本の平均値、ストック指標と投下された資本から創出されるフロー指標とを組合せて算定される。財務情報を作成する現行の企業会計（認識、測定、報告）を前提に置けば（accounting based measures of performance）、ストック指標、資産（assets）とフロー指標、利益（earnings）とキャッシュフロー（cash flow）の相互関係から期限を限定して判断する「期間財務業績」指標（periodic financial performance

measure)となる。この指標は過去の価値で現在の価値を測定する。現在、業績指標は、利益を基礎に構成されているが、フロー指標、ストック指標の選択、指標相互間の時間対応等の問題が存在する。株価等市場指標を被説明変数として諸指標との相関関係を分析し、説明力の差異で指標の優位性を判断する分析が行われてもいる。しかし、フロー指標で在る利益情報とキャッシュ情報は、その指し示す成果指標の経済的意味が相違している。利益は経済的資源の配分指標と思量する。

業績指標は、利益かキャッシュの比較対象ではなく、それぞれは、別の意味を持つ経済指標で在ると思量する。ならば、この指標を利用して、企業の財務業績指標の一つとされる収益性等を測定、判断する場合、相違する経済的意味を示すことになる。「利益を基礎とする指標とキャッシュを基礎とする指標」の2つの視点が存在する。この2つの指標は測定方法等が相違するだけで相互に連関する。本論は、キャッシュフロー計算書に示されるキャッシュ指標を経済論理にもとづく因果関係指標に整理し、経営者等の分析者の判断に可能な限り近い期間財務業績指標の一つ「キャッシュ創出力」(収益力)指標の再構成を検証する。

## I. キャッシュフロー計算書の再考

業績指標とされてきた「利益」は認識・測定、操作可能性等の存在から「意見」(opinion)等と表現される。利益の操作可能性を端緒にキャッシュ指標を業績評価に利用する思考が生じる。キャッシュは「事実」(fact)、操作可能性が困難で透明性が高いと理解され、キャッシュ創出力から財務業績を評価、分析、検証する視点が生まれる。キャッシュ創出力指標を確定するためにキャッシュフロー計算書とキャッシュ指標を再考する。

キャッシュ指標は「見積 (estimations)、配分 (allocations) と判断 (judgments) を含まない」(FASB, Statements of Financial Accounting Concepts, No.5, Recognition and Measurement in Financial Statement of Business Enterprises, 1986, SFAC, No.5, para.54)。それ故に、キャッシュ指標を集約するキャッシュフロー計算書は「計算書に示す項目分類以外」(para.54)に、財務情報を操作する可能性が難しく、透明性が高い財務指標となる。キャッシュフロー計算書は、企業が一定期間に行った事業活動に支出・創出した「キャッシュ」(キャッシュ・キャッシュ同等物)を「営業・投資・財務活動を区分表示」(FASB, Statement Accounting Standards, No.95, Statement Cash Flows, 1987, SFAS, No.95, para.14)し、「キャッシュ」の視点から「企業の財務業績に関する情報」を提供する。キャッシュフロー計算書は、経済主体の活動 (entity's activities) に関連したキャッシュフロー (cash receipts and payments) に関する情報、営業活動から生み出しているキャッシュ (generating cash through operations) が債務返済、配当支払、営業活動の規模 (operating capacity) を維持、そして営業規模の拡大への再投資に資した情報、さらに、資本の調達、運用等の情報を提供する (SFAC, No.5, para.52)。キャッシュ情報は流動性、支払能力等を判断する指標として利用

されてきた<sup>1)</sup>。これに加えて、キャッシュ情報の利用可能性は、「経済主体の流動性、財務弾力性、収益性とリスクの要因の事前評価」(SFAC,No.5,para.52)に資する情報を提示する。しかし、流動性等を測定する具体的なキャッシュ分析指標の指摘はない。

キャッシュフロー計算書は、「企業の将来のキャッシュフローを生み出す確たる能力、債務返済、配当の支払能力、外部資本調達必要性、報告利益と正味キャッシュフローとの差異の原因等を示す。さらに、企業規模を維持し、拡張する原資となるキャッシュ創出能力、現金・非現金投資活動・財務活動が会社の財務状況に及ぼす影響を評価するに資する情報」を提供する(SFAS,No.95,para.5)。また、国際会計基準第7号「キャッシュフロー計算書」(IASC,International Accounting Standard 7,IAS.No.7,Statement of Cash Flows,2008.)は、「キャッシュフロー計算は、キャッシュフロー計算書以外の情報と連携することで、財務情報の利用者に経済体(entity)の正味資産の変動、その財務構成(流動性と支払能力を含む)、環境及び投資機会の変化に対応するためにキャッシュフローの額とタイミングに影響を及ぼす能力を評価する情報を提供する」(para.4)。

この前提に立てば、キャッシュフロー計算書は「分析者」に、企業の1)流動性(liquidity)と支払能力(solvency)、2)資本調達力、3)収益力、4)キャッシュと利益(earnings)の関係、5)キャッシュ創出力等の視点等から分析を可能とさせる。ここで、1)流動性、支払能力は営業債務と(短期・長期)有利子負債の債務返済能力、2)資本調達力指標は営業資産への投資支出を維持する能力指標、3)収益力は、資産が創出するキャッシュ指標(収益性指標)、4)キャッシュと利益の関係は、「利益の質」、5)営業、投資、財務活動から創出するキャッシュの相互関係を示す。キャッシュ指標は、企業の財務状況全般を示す情報源で在り、財務業績を評価する包括的指標で在る。しかし、現行のキャッシュフロー計算書から財務業績を効果的、効率性を検証するためには、営業・投資等の区分が不正確で在る。業績指標に利用するためには、キャッシュ指標を経済論理から再整理し、損益計算書指標、貸借対照表指標と連関させることが希求される<sup>2)</sup>。

キャッシュ指標を統合する指標は事業活動の成果指標を示す「営業活動からどの程度、キャッシュを創出し続けるか」に在ると思慮する。この指標が持続可能なキャッシュ創出能力を示すことに在る。しかし、現行のキャッシュフロー計算書に間接表示される「営業活動からのキャッシュフロー」(Cash flow from operating,CFO)は正確に「『営業活動』から創出するキャッシュ」(Cash flow from operating activities,CFOA)を表示しない(SFAS,No.95,paras.88-92)。このため、「営業活動」区分と貸借対照表等の関連項目に対応関係が存在しない可能性、さらに、営業活動区分に含まれる項目には営業活動に関連しない可能性のある項目を含む等の課題を持つ<sup>3)</sup>。分析者は企業の持続可能なCFOAの指標を算定し、分析指標として利用することが希求される。

現行、営業活動区分に集計される項目等は、財務・投資活動に区分される以外の項目を集計している。この結果、営業活動に区分される有利子負債利子( $i$ )、受取利子・配当( $ri$ )、諸課税( $tx$ )等<sup>4)</sup>は、営業活動に区分表示されること等に課題が存在する(SFAS,No.95,paras.88-92)。2000年3

月期以前、有価証券報告書の添付資料として開示されていた「資本収支の状況」では営業外収入、決算関連支出に区分されていた項目で在る。キャッシュは透明性が高いことは既知で在るとしても、営業活動からキャッシュを創出したように見せかけるために表示区分を操作することは可能で在る<sup>5)</sup>。営業活動の概念と表示項目が対応するために項目を再整理する。

キャッシュフロー計算書の営業活動に含まれる、受取利子・配当は、営業外資産の運用から生じる営業外収益、(有利子)負債利子は、資本調達に関連する諸項目であり、財務活動に区分表示されている。受取利子等、負債利子は営業外活動、さらに諸課税は営業活動とは言えず独立表示とすることが本来で在る<sup>6)</sup>。CFO から受取利息・配当、負債利子等を控除することは、営業活動から創出するキャッシュの近似値を測定し、CFO と営業利益を可能な限り対応されることになる。

現行、利子・配当、支払利息、「小計」(φ)後、発生額と受払額の調整が行われる。さらに、法人税等が控除される。調整するのではなく、財務活動・投資活動等に区分される。CFO を求めるために税金等調整前当期純利益と調整される項目、正負のれんの償却<sup>7)</sup>、固定資産売却損益、投資有価証券等の売却等は、企業の営業活動の成果ではなく、投資活動として取り扱うことが適切で在る。営業活動以外の活動と判断される項目が営業活動項目に分類されることは開示される情報の利用価値、利用可能性を制限することになる。経済論理と営業損益計算に含まれる項目に対応したキャッシュ効果を示すことを試行する。

税金等調整前当期純利益(π)からCFOへ至る項目を加工し、財務業績評価に資するために、間接表示法によるCFOAの近似指標(CFOA')等を算定する。さらに、「投資活動によるキャッシュフロー」(Cash flow from investing,CFI)、財務活動からのキャッシュフロー(Cash flow from financing,CFF)の諸関係を以下のように整理する<sup>8)</sup>。

$$\begin{aligned}\pi + \Delta ri + \Delta i + tx &= CFO \\ \varphi - ri - i - tx &= CFOA' \\ CFI + ri &= CFI' \\ CFF + i &= CFF' \quad \dots\dots\dots (以上,A)\end{aligned}$$

間接表示法はキャッシュ指標を示すに限界が在る。キャッシュ指標を業績評価に資するためには「キャッシュフロー勘定体系」を帳簿組織に設置する「直接法」「直接表示法」によって企業のキャッシュフローを認識・測定・記録等し、表示する方法を採ることが希求される。直接表示法を採用することでキャッシュ指標に関する情報の曖昧性の一部を除去することが可能で在る。但し、直接表示法にも項目区分等の課題が存在することから、キャッシュ指標は営業・投資・財務活動に関連して創出したキャッシュの概算値を示す(SFAS, No.95, para.108, para.111)。財務業績指標の基礎となるCFOAを算定するには、項目等を再考、再整理することが希求される。

キャッシュ情報を源泉別に明記するために、「資本収支の状況」の表示区分を踏襲し「事業活動と資本調達活動」を「営業・投資・財務」に源泉別に区分し、「決算関係収支」を独立項目として

残し、さらに「分類不能項目」(μ)とるように表示区分を改訂する。投資・財務に関連しない項目を営業に区分する等、無理に3区分にすることは、分析者等の情報利用者に混乱を生じさせる。「営業活動」が企業の最重要課題であることから、企業の事業活動を判断する指標として「営業活動」を構成する項目等を明確にする。

CFOAは、事業活動を行う投資・財務活動に求められる「資本調達指標」をも示す。期待CFOAは、営業活動、運転資本、投資活動に投下され、不足予想額は短期・長期の財務活動等から調達される。この将来の期待CFOA流列は企業の発展段階に左右されるが、企業が展開する事業・地域等が定常的になる成熟期には、CFOAが財務・投資活動に支出するキャッシュと同等に推移するか、上回るか、その値の分散が小さいことが予想される。草創期の企業、ベンチャー企業等の場合、CFOAと財務・投資活動の関係は不規則となることから、業績評価の判断に留意することが求められる。

企業の財務業績を評価するためには事業部等の視点を追加することが必須で在る。現在、「企業」の多くは「事業持株会社」等を採用する企業集団を形成する。企業集団は、事業内容を不明確となる傾向が在り、「営業」の定義、範囲等が不明確となる可能性が在る。企業集団の財務情報も、営業・投資・財務活動に明確な区分を困難にする。代替案として、連結損益計算書の営業損益計算に区分集計されている事業を「営業」に区分し、キャッシュを集計する方法が考えられる。限定された財務情報では在るが、事業別の情報が集団全体の経営状況等を伝えることになる。企業を構成する単位、事業別のキャッシュ情報が業績評価に希求される。

現在、事業別の「資本的支出」等が開示されている。これに加え、事業別のCFOとCFFを集計開示する。資本の調達は事業計画に対応して行われるが事業部の責任で行われていない可能性が高い。しかし、事業業績等々を評価する場合、期待値(利益率、期待キャッシュフローリターン)と比較される。この期待値を組成するためには、資本調達源泉の選択等を事業部の責任に帰さなければ組成できない。経営者等は全社、事業部等の業績を評価する場合、期待値と成果を検証している。但し、資本源泉の選択は、経営者の選択で在る。資本源泉を事業部等の業績評価に組み入れることは論外となる。資本源泉を含む指標を利用することも必然、論外で在る。

## II. キャッシュフロー情報の整理

財務情報のフロー指標、「利益とキャッシュ」は企業の経済行動を認識測定対象とする点では同一で在るが、認識測定する視点が相違する。視点の差異は計算構造(認識測定)の差異を生み、そのもとで生成される情報に差異を生むことから、2つの指標として比較優位性等を論じることの経済的意義はない。現在、利益とキャッシュは業績指標等として選択される指標の被説明変数を説明する指標の選択として利用される。これは経済事象を説明のための説明変数の優位性を説明するに過ぎない。この2つの指標は計算構造の差異が関連するだけで必然的に相関する。さら

に、「営業活動」を認識測定とする CFOA は営業利益をキャッシュ視点から説明するから、営業利益と CFOA の相関関係は高くなる、と仮定することには合理性が在る。

財務業績指標の一つで資本効率を示す「収益性指標」は（報告）利益をもとに測定されているが、ここにキャッシュ指標を基礎に計算する思考を取り入れる<sup>9)</sup>。この指標は「企業キャッシュ創出体」と思量する企業目標の論理に適う。同指標を「年次報告書」（Annual Report）等に掲示する企業は、報告利益に準拠する収益性指標への疑義、情報内容の相違が存在することを示唆する。

「企業」と言う経済組織体は経済論理から「キャッシュフローの仮想体、キャッシュフローの体现体、キャッシュ循環体で在る」と定義することが可能で在る。企業は出資者等からの「キャッシュの投下形態」として成立している。キャッシュ創出が企業の目的、目標として定めることになる。企業が事業活動を止める清算する場合、成果は収支計算（キャッシュ）で確定する。全体計算（全体収支計算）で在る。永続企業、期間計算等の思考が経済社会で確立することが収支計算以外の算定方法が確立された。企業の事業活動別のキャッシュフローの状況、キャッシュフローの相互関係を分析することで企業の経営状態を確認可能で在る。

企業が行う事業活動を経済資源のフローの視点から認識・測定し、これを一定時間に集計したキャッシュフローと利益情報は相互に関連する。集計値で在る営業活動から創出するキャッシュは営業活動から創出する営業利益と対応関係に在ると想定される。しかし、現行のキャッシュフロー計算書の構成項目に課題が在る<sup>10)</sup>。区分概念が不正確で在る、とともに計算書により表示区分項目が相違する。対応関係が構築されていない。

現在、「キャッシュフロー計算書」の「営業活動区分」は営業活動に関連しない項目を含む等、CFOA を正確に算定していない。さらに、CFO の算定項目と営業利益算定項目とが一致しない。これは、第一に「営業」の概念等が財務報告書で統一されていない、第二に利益とキャッシュの計算構造に起因している。このために不一致の理由等を分析する「利益の質」（the quality of earnings, QE）の視点が生まれる。課題が在る現行の間接表示法によるキャッシュフロー計算書が示す CFO の集計項目から CFOA を得るために項目を整理する。さらに、CFOA の整理に関連して利益の質の測定視点も再考する。

企業の事業活動の中心は「営業活動」であり、その営業活動を支えるのが「投資活動」である。投資支出、投資支出の累計結果で在る資産は「営業資産投資と営業外資産投資」に分ける。これは投下した資本の目的も、負担するリスクが相違することから、投下した資本がもたらすリターンも差異することに事由が在る。現行、投資活動に違いはないことから CFI に集約表示されているが、企業の収益性、キャッシュ創出力を判断するために、区分することが希求される。企業の投資活動は事業活動の本源で在る営業資産への資本投下が中心で、営業外資産投資活動は余剰現金がある場合に生じる。この投資活動に CFOA で賄うことができない場合、不足するキャッシュ等は外部等から調達する。必要運転資金も同様で在る。財務活動が生じる。企業の経済論理に適

合する「キャッシュ創出」を財務目標指標に掲げ、キャッシュ創出力を財務業績評価の中心に据える枠組みに転換することが希求される。キャッシュ創出の測定指標は営業活動から創出するキャッシュ、キャッシュ創出力が企業の持続可能性を示す指標で在る。

CFOA と営業利益 ( $Bp$ ) を創出するのは「営業活動」と「営業資産」 ( $Ab$ ) で在ることから、フロー指標、 $Bp$  と CFOA は相関関係に在る<sup>11)</sup>。但し、営業活動と営業資産が明確に区分されること、会計操作が存在しないことが前提で在る。しかし、この区分は分析者等の判断の余地が在ることから、分析には可能な限り営業活動を示す近似値、代理変数を利用することになる。

営業資産の成果で在る CFOA と営業利益は相互に先行指標ともなる可能性が在る。営業利益等に報告利益指標とキャッシュの相互関係は営業資産への投資の成果に時間を要する場合も在り、業績指標が単年度の指標を主としていることから、単年度の評価に加えて指標の継続的關係を検証するも希求される。営業活動から創出したキャッシュは、営業利益算定に関連する諸項目のキャッシュ効果を反映する。キャッシュフロー計算書に開示される営業活動から創出したキャッシュは、損益計算書が発生項目を含めた営業利益と等しく企業業績をキャッシュ視点から測定した指標を示す。報告利益とキャッシュの関連指標、営業利益と営業活動から創出したキャッシュは企業の収益性指標となる。

CFOA が事業規模の維持、企業規模拡大等への投資支出を充足するならば、保有する資産の売却、財務活動等から資本を調達する必要はない。CFOA から「営業資産への投資額」 (Cash flow from investing of Operating assets,  $CFIoa$ ) を控除して「営業活動から創出したフリーキャッシュフロー」 (Operating free cash flow,  $OFCF$ ) が求められる<sup>12)</sup>。 $OFCF$  は追加資本の調達を行わずに企業規模拡大投資、営業外資産への投資 (Financial assets investment,  $CFIfa$ )、有利子負債の返済等に充当される原資となる<sup>13)</sup>。

現行の投資キャッシュ指標は投資目的が不明確に一括表示されている。余剰資本運用で在る長期利殖投資、事業規模拡大戦略で在る企業買収等、その投資目的が相違することから、営業資産

表 1. 投資活動：キャッシュフロー

	平成24年3月31日	平成25年3月31日
投資活動によるキャッシュフロー		
定期預金の預入による支出	△ 177,093	△ 165,056
定期預金の払戻による収入	260,328	186,142
有形固定資産の取得による支出	△ 19,979	△ 5,788
有形固定資産の売却による収入	170	65
有価証券及び投資有価証券の取得による支出	△ 1,368,101	△ 1,730,716
有価証券及び投資有価証券の売却及び償還による収入	1,145,894	1,809,615
その他の	△ 5,611	△ 5,158
投資活動によるキャッシュフロー	△ 164,392	89,104

表 2. 投資活動キャッシュフローの項目整理

	平成24年3月31日	平成25年3月31日	資産区分	
投資活動によるキャッシュフロー				
CFIoa	有形固定資産の取得による支出	△ 19,979	△ 5,788	営業投資資産
	有形固定資産の売却による収入	170	65	営業投資資産
CFIfa	定期預金の預入による支出	△ 177,093	△ 165,056	営業外投資資産
	定期預金の払戻による収入	260,328	186,142	営業外投資資産
	有価証券及び投資有価証券の取得による支出	△ 1,368,101	△ 1,730,716	営業外投資資産
	有価証券及び投資有価証券の売却及び償還による収入	1,145,894	1,809,615	営業外投資資産
α その他の	△ 5,611	△ 5,158	α	
投資活動によるキャッシュフロー	△ 164,392	89,104		

出所) N社有価証券報告書

への投資と営業外資産への投資等に区分する。さらに、この区分に準じて、営業・営業外資産等に集計する。資本の投資目的の相違は期待する収益、キャッシュ創出も相違する。

現在の投資活動のキャッシュフロー (CFI) を、フロー指標、営業資産への投資支出 (CFIoa)、営業外資産 (CFIfa) への投資支出に区分し、これに(純額として) その他 ( $\alpha$ )、営業資産・営業外資産の売却収支等 ( $\beta$ )、と再構成する(表 1,2)。営業資産への投資が、「営業資産」(Ab)、営業外資産への投資が「営業外資産」を組成する。但し、資産の売却・保全支出等が存在することから、ストック指標は各項目の過年度からの累積平均値を示す。A 式に加えて再整理する。

$$CFI = CFIoa + CFIfa \pm \alpha \pm \beta$$

$$CFOA - CFIoa = OFCF$$

$$NCF = OFCF - CFIfa + CFF,$$

$$CFF' = CFF + i + t + DV \quad \dots\dots \text{(以上,B)}$$

業績評価にはキャッシュ創出に占める営業資産投資、有利子負債の返済等の推移を検証しなければならない。キャッシュ創出が困難な企業は、有利子負債、営業債務の返済原資に充当するために営業外資産を売却し、次に営業資産を売却し資本を生み、利益とキャッシュの差異を生む。事業整理等を事由に営業・営業外資産の売却による資本調達は、事業継続資本に余裕がないことを示唆する。資産の再構成は企業存続の視点から分析を試みることを示唆する。

企業は事業を継続させ、事業規模を一定(定常的)に維持する方途として持続的に営業資産に投下しなければならない。投資行動は投下資本の調達行動をも示唆する。企業は現在の資本資産(事業規模)を維持し、事業に関連する全ての債務を充当し、さらに、営業資産等への投下資本を調達しなければならない。債務等の支払返済、投資必要資本額等を決定する指標はキャッシュ指標が示す。この指標の基礎になる CFOA の創出力は、投資支出、債務返済等の原資等、事業活動の制約条件を示し、外部等の資本調達方法の依存度合等を示す指標となる。

企業の債務返済能力を測定する指標は資産負債のストック指標から形成されてきた。そこには「営業債権等の回収等が営業債務等を支払うことを可能とする」との視点が存在する。不良債権等が存在しない場合、この指標の有効性は存在する。しかし、「資産」指標を区分することなく使用すること、さらに「債務」を区分することなく利用することは不正確な債務返済指標となる。債務返済は営業活動から創出したキャッシュで行うことが企業の前提である。キャッシュ指標から企業の債務返済能力を測定する指標を再形成する。返済指標は CFOA と債務構成の関係を分析するにある。債務返済能力の指標は営業債務、有利子負債の再構成と CFOA との関連を示す指標を検証することが希求される。

CFOA は、営業資産の収益性を測る指標で在ると同時に、企業の本源的、キャッシュ創出力を示す<sup>14)</sup>。但し、営業資産、CFOA の正確な値を求めることは既存の財務情報を整理加工しなければ得ることが難しい。さらに、営業資産への資本の投下は事業規模の維持・拡大、キャッシュ創



出力の拡大、企業成長への投資行動で在る。事業規模拡大は、定常的な状態からの脱却し企業規模成長を目指す企業戦略で在る。

企業は子会社等の集団から成り、子会社等は事業別に区分、資本投下も事業部が単位として実行される。企業規模の成長戦略は事業部の拡大で在る。事業部の成果が企業全体の成果と連関する。企業内では子会社等別に業績評価が行われている。分析者は、子会社等の集合情報で在る事業別報告書を事業部の業績評価に利用することになる。

現在、事業部のキャッシュ創出力情報が開示されていないことから分析情報として事業部別のキャッシュ情報の開示が希求される。IAS7は事業部別のキャッシュ情報の必要性を勘案し、事業別のキャッシュフローを例示している（Appendix A, Note to the Cash Flow, D）<sup>15)</sup>。現在、開示されている「報告セグメント」別情報には、営業資産、営業外資産を区分可能とする情報はない。さらに、共通資産が存在することから明確に事業別営業資産等を区分することはできない。しかし、事業別のキャッシュ創出力は企業の財務業績を判断する基礎となる。このため、経営者に可能な限り近い業績評価を求める分析者の視点は、経済組織体とその構成単位とする事業別の（財務）業績評価を可能とする<sup>16)</sup>ため、「事業別キャッシュフロー」(cfoD)の追加表示を前提とするが<sup>17)</sup>、現行の報告セグメントの「セグメント資産」を事業別に投下された営業資産の代理変数とする関係数を業績分析指標とする。この情報により、一部共通の領域が存在するとしても、事業別のキャッシュ創出力の近似値を判断することが可能となる<sup>18)</sup>。

### Ⅲ. 利益とキャッシュの業績指標

企業は事業活動を継続するために、投資（資本の投下）活動を継続して行う。投資は資産を取得する行動で在り、資産は収益・利益、キャッシュを創出する。この資産の収益・利益とキャッシュの創出力を経済論理に適合して測定する指標は、「営業資産から創出する営業利益」「営業資産から創出するキャッシュ」で在り、企業の持続可能な事業活動を支える財務業績指標の基本形となる<sup>19)</sup>。経済論理から、前者が「収益性」(corporate profitability)を、後者は「キャッシュ創出力」(cash generating power, cash generating productivity, CGP)を評価する基本指標で在る。2つの指標は指示す経済的意味が相違し並立して業績指標を形成する。基本思考と指標を形成することで、ここから業績指標の視点、指標を展開することが可能で在る。但し、現行の財務情報の枠組から業績指標、収益性指標、キャッシュ創出力を可能な限り論理的に算定することが希求される<sup>20)</sup>。CFOAと営業利益を創出する源泉は共通であることから2つの指標の相関が高いと想定される。

利益指標の利用にはキャッシュとの差異分析、「利益の質」の検証が求められる<sup>21)</sup>。利益の質の検証が求められる事由は財務情報を産出する企業会計の構造である特定期間に従属する収益費用の認識測定の主観性とキャッシュ収支の客観性の差異で在る。現行の企業会計の枠組から「会計発生高」(Accruals)項目の存在が利益の質等の思考を生み出した<sup>22)</sup>。会計発生高は「財務報告操

作」(financial reporting manipulations)の温床で在る。

利益の質は、持続的に利益創出を繰返し、予測可能性が高く、保守的な会計方針が採用される場合(裁量可能な積立金、引当金設定、オフバランス)ほど、高いと判断される。さらに、選択した会計方針が現在の利益水準を低い水準に保つことを意図する場合、利益予測の分布が小さいほど、経営者に利益管理の裁量能力があるほど、利益の質は高い<sup>23)</sup>。利益に操作可能性が存在する証左で在る。この視点から、利益の質は、「企業が事業の持続可能事業から創出して利益部分、特別損益等、一時的に稼得する利益を控除して算定される利益」とも定義される<sup>24)</sup>。

利益の質の視点は、利益に対するキャッシュの存在と「利益の再生産可能性」(probability of recurrence of income)に在る。利益に対するキャッシュの存在、利益を継続的に創出する場合「質が高い」。利益を繰返し創出する資源は営業活動に投下された資本、営業資産から創出される「営業利益」( $Bp$ )で在る。利益の持続可能性と経済論理から営業利益が選択されるが、営業利益も会計発生高、会計方法の選択に左右され操作可能な指標で在ることも既知で在る<sup>25)</sup>。

利益の質の視点には「収益がキャッシュに転嫁する能力」の検証も欠かせない。収益創出がキャッシュ創出に連関しない場合が在る。事業活動の成果を示す「収益」がキャッシュに転換する指標、キャッシュの保証が存在する収益の割合を示す。収益とキャッシュの関係も「収益の質」(the quality of revenue, QR)として算定する。「収益が実現し、営業債権が計上される。しかし、営業債権がキャッシュに転換せず、結果、収益に対応して営業活動からキャッシュを創出していない」場合が在る。収益・利益は創出するが、営業活動からキャッシュ創出されないことから、債務等の支払に充当するキャッシュの創出がなく、支払能力(資金繰り)を欠き、結果「黒字破綻」に至る典型で在る。保有資産、外部資本調達等の方法から一時的にキャッシュ創出が可能で在るが、永続性はなく、企業は事業活動に早晩行き詰まる。

利益の質は、現行の財務情報から「当期純利益とCFO」の関係と考えているが、この指標には相互関係性がなく経済的論理性は存在しない。利益の質指標は「営業利益とCFOA」との相違に関する情報を提供する指標、「 $Bp$ とCFOAの関係」として成立する。営業資産と営業利益の関係で示す企業の収益性( $Bp/Tab=pb$ )、営業資産とCFOAの関係で示されるキャッシュ創出力の関係がQEを測定する。

財務業績を経済論理的に評価するためには資産を営業資産、営業外資産に区分し、CFOAを確定することが前提で在る。これにより営業資産からのキャッシュ創出の関係数が確定し、キャッシュ創出力を決定するとともに収益力が決定できる<sup>26)</sup>。しかし、投下された資本と対応するキャッシュ創出の関係の個別的な対応を算定することは財務情報から困難で在る。ストック指標とフロー指標の相互関係から算定することになる。キャッシュ創出力等を測定するには現行の貸借対照表に計上されるキャッシュ累積投下額を具体的に標記した「総資産」( $TA$ ) (ストック指標)を営業資産( $Tab$ )、営業外資産( $TAf$ )、その他資産( $a$ )に区分を前提とする。

$$TA = Tab + Taf + a$$

期間業績指標としてキャッシュ創出力指標は、 $Tab$  と  $CFOA$  の関係数、その代理変数として、 $Tab$  と  $CFO$  の関係、利益の質等の指標は、営業利益と  $CFOA$  等の関係数で測定するために、A、B 式を前提に、次のように再整理する（(1) (2) 式）。事業活動の成果、財務業績分析等には可能な限り操作性を除外した指標、経済論理に適合する指標を利用する思考で在る。

$$ROCE = \frac{CFOA}{Tab} \quad ROCE' = \frac{CFO}{Tab} \quad \dots \quad (1)$$

$$QE = \frac{pb}{ROCE} \quad QE = \frac{CFOA}{Bp} \quad QR = \frac{CFOA}{TR} \quad \dots \quad (2)$$

年次報告書等には、「キャッシュ」指標をもとに、フロー指標、ストック指標との相互関連指標が業績指標として開示されている。その代表指標として、「投下キャッシュ収益性」(Cash Flow Returns on Investments, CFROI) が在る。CFROI は、投下された資本(資産)に生じるインフレーションの効果を除外し、収益性を測定するための指標として展開される。CFROI は報告利益に準拠した収益性指標と同じ方法で、「投下資本(I)とキャッシュ創出(C)」の関係として算定する。しかし、指標の算定に複数の期待値を含む。さらに、ROI と同じく I と C の選択指標により CFROI が経済論理から説明できない可能性が在る<sup>27)</sup>。

企業が存続するためには、営業活動から継続的にキャッシュを創出することが前提で在る。この指標が経営者の達成目標、財務業績指標の一つとなる。CFROI は  $CFOA$  を  $Ab$  の関係指標が経済論理で在り、キャッシュ創出力指標で在る。但し、事業拡大を目的とした(先行)投資活動(戦略投資、主に設備投資、M&A 等)が成果としてキャッシュを創出するに「時間」を必要とされることから、単年度で測定することに経済的な合理性は存在しないことになる。成果指標には時間間隔の設定等、時系列分析が求められる。キャッシュ創出のパターンは企業の成熟、経営方針等により差異を生む。資本の投下とキャッシュ創出の関係、さらに、企業の急激な規模成長時には、収益性等を財務情報にもとづく測定指標それ自体、事業期間の成果を求めること自体、無意味となる可能性が在る。投資行動の評価は期待値にもとづき、結果と比較され「業績」とされることから、期間(時間)対応を検証しなければならない。

「直接表示法」<sup>28)</sup>に準拠したキャッシュフロー計算書の開示は  $CFOA$ 、キャッシュ創出力の分析に追加情報を付加する。直接表示法は、営業収入・売上収入と営業費用・支出、顧客から受け取った現金等の情報が開示される。間接表示法と違い加工されていないキャッシュ情報が得られる。但し、直接表示法にも  $CFOA$  を算定に課題を残している。S 社の直接表示法の開示項目区分を利用して再考する(表 3)。「営業資産と営業収入」の関係指標が永続可能なキャッシュ創出力(CGP)指標を示す。営業収入が企業経営の根本指標で在る。但し、営業収入は当該年度、過年度に営業資産に投下された資本の成果として実現する。「時間」要因の視点が要る。指標は、単年

度成果で見ることとも可能で在るが、時間対応に偏向した指標となる可能性も持つことから時系列で検証することも求められる。

表 3. 直接表示法による営業キャッシュフロー

	単位・千円		区分
	平成24年3月31日	平成25年3月31日	
営業活動キャッシュフロー			
営業収入	9,998,547	8,939,356	Cfo
原材料費・仕入支出	△ 3,069,213	△ 2,484,052	
人件費支出	△ 2,349,343	△ 2,212,924	
その他営業支出	△ 4,416,331	△ 4,346,167	
小計	163,658	△ 103,787	Cfo'
利息・配当受取	28	152	
利息支払額	△ 25,333	△ 25,705	
法人税等支払額	△ 218,399	△ 16,486	
営業活動キャッシュフロー	△ 80,045	△ 145,827	CFO

直接表示法による営業活動区分の項目は現行の間接表示法と対応していることから、営業活動の範囲等が不正確のまま存在する。「営業活動」の経済的意味を希薄にさせている。CFO 算定構成項目とされる「利息・受取配当、利息支払額、法人税

出所)株式会社S社第19期「有価証券報告書」41頁。

等支払額」は営業外資産から生じる収入、資本調達に関連する支出、課税支出で在る(29)。現行の構成項目から CFOA を算定するために、投資、財務活動に起因しないと判断されるこれら項目を除外した直接表示法の「小計」を、営業活動から創出した「正味」キャッシュを示す指標 (Cfo') として選択する (表 3)。

営業収入を創出する活動、営業収入を創出する資産が営業資産で在るが、営業収入の内容が明示されていないため、「営業収入を CFOA の代理変数」とする。「Cfo'も CFOA の代理変数」として分析指標に選択する。Cfo、Cfo'は事業部が稼得した全社総額でも在る。しかし、分析者にとり、全社を評価に加え、事業部の評価を行うために、Cfo、Cfo'の開示が求められるが、少なくとも事業別 Cfo'の開示は財務業績評価に不可欠な財務情報で在る。

直接表示法の情報にもとづく、業績指標は CFOA の代理変数とする Cfo と Cfo'の 2 指標をもとに、営業資産との関係を持続可能な「期間キャッシュ創出力」を示す指標 (代理変数) とする ((3) 式)。さらに、キャッシュ創出力を示す Cfo と Cfo'との関係から、QR、QE ((4) (5) 式) を派生指標として算定する<sup>30)</sup>。

$$\frac{Cfo}{TA_{Ab}} \quad \frac{Cfo'}{TA_{Ab}} \dots\dots (3) \quad \frac{Cfo}{TR} \quad \frac{Cfo'}{TR} \dots\dots (4) \quad \frac{Cfo}{Bp} \quad \frac{Cfo'}{Bp} \dots\dots (5)$$

直接表示法によるキャッシュ情報から「営業活動」項目を再考し、資産情報を営業と営業外等に明確に区分することが経済論理に準じた「キャッシュ創出力指標」(CGP)、利益の質の指標が求められる。但し、企業の財務業績の指標は、経済論理からストック指標の再考 (営業資産) を前提に、営業資産、CFOA、Cfo 等の関係、営業利益、Cfo 等と CFI の指標は単年度ではなく時系

列と指標の相関関係を検証しなければならない。さらに、企業が子会社等の事業別から構成されることから、投下する資本の事業別の選択・配分の決定、企業全体の成長力を検証するために事業部のキャッシュ創出力等（1式か5式）の検証することにより、分析者は経営者と可能な限り等位に立った財務業績評価に近づく。

年次報告書等に開示されるキャッシュに関連する業績指標、「株主資本キャッシュ利益率」(Cash return on stockholder's equity,CROSE)、「一株当たりキャッシュフロー」(Cash flow per share,CFPS)等は関係数として成立し得るか疑義があり、「企業の業績指標としての『一株当たり純利益』(Earnings per share,EPS)に取って替わるものではない」(SFAS,No.95,para.33)<sup>31)</sup>。キャッシュフロー指標が、経済的な指標となるには、関係数でなければならないが、期待値から成る株価と事実としてキャッシュの関係を算定した指標は論理的ではない<sup>32)</sup>。株価は資本市場の全ての時点で期待値を含意して成立する。株価を指標に含むCROSE、CFPS指標の算定に対応関係（関係数は成立しない）はないことから、これらの指標はそれ自体として経済的意味を持たない。CFPSは、EPS、配当利回り、配当率等のような既存の指標と比較される。このCFPSは、現行CFOから優先配当額を控除した値を平均発行済普通株式数で除して求められる。配当は、キャッシュを原則としていることから、「一株当たり配当」は、キャッシュ指標とも考えられるが、配当は政策的（管理不能要因）に決定されることが多く、財務業績を示す指標とはなり得ない。

財務業績評価指標として、利益指標は操作可能性、会計基準の可変性にともなう認識測定報告の可変への対応、経済事象への不適合性等が時系列比較等を困難とする。経済資源の配分の成果を分析する者は、利益指標を工夫して算定する「利子税控除前利益」(Earnings before interest and taxes,EBIT)、「利子税償却費控除前利益」(Earnings before interest,taxes,depreciation and amortization,EBITDA)等を企業の財務業績指標として評価し、企業もこの値を開示している。EBITDA等の指標は、操作可能性、会計発生高項目、課税等の効果を除外して、可能な限り経済論理に準拠し、透明性の高い業績指標とされるが<sup>33)</sup>、相関が求められる一方の指標の判断が困難で在る。

最近、「経済価値指標」(Economic Value Measures)として主張される「キャッシュ付加価値」(Cash Value Added,CVA)<sup>34)</sup>、「経済利潤性」(Economic Margin,EM)<sup>35)</sup>等のキャッシュベースの業績指標(cash flow based performance measurements)は、キャッシュ創出力に関連する指標を業績指標とする視点と期待値から生成される「企業価値」「企業評価」指標との連関を示唆している。企業価値の指標は企業が管理不可能な要因から成ると同時にその構成要因にそれぞれの期待値等を含む。結果思考の業績評価指標（投下と結果の関係数）とはなり得ない。資本市場で成立する株価等は企業への期待値を示す。決算日、評価時点の株価は事業期間の成果としての業績指標とするには無理が在る。但し、将来（の業績）を知る第一は過去（の業績）を知ることにある。

「行動」等の成果等を測定する「指標」は選択、指定が可能で在る。分析者が「適切な業績指標」として選択・判断した指標が、経済的業績指標として有意な指標とはならない財務指標で

あったとしても（例えば、経常利益と諸資産との指標等）、事業の成否判断は選択した指標に依存することも事実として存在する。この場合、経済的な因果関係を求めた指標ではなく、経済論理の検証に先立ち先入観の在る「皆の意見」<sup>36)</sup>、矛盾を含む指標となるリスクが存在する。

## 結論

現在、企業が営利を目的として事業活動している限り、経済的資源の配分結果を示す「利潤・利益」(Profit or Earning, Gewinn) 指標は経営目的指標となり、「収益性」(Profitability, Rentabilität) が成果指標、財務業績指標の中心を構成している。分析者が事業活動の成果を判断する指標とも成る。財務業績評価は財務情報によるフロー指標とストック指標の関係数から算定する過去思考で在る。収益性は「投資利益率」(Return on Investment, ROI) で測定することを基本とする。ROI は、投下資本（資産）が稼得して収益（Return）、差額としての算定される利益（Earnings）との関係指標が選択されている。この場合、利益、投下資本の運用形態（営業資産と営業外資産）が考慮外で在る。この指標はノイズが含まれ経済論理から妥当な関係数を得るとは言いがたい。営業資産と営業外資産の成果を等価に取り扱うことはできない。営業外資産の運用の結果は、営業資産の運用の結果を超過することはない。仮に、超過することが継続する場合、事業目的、事業編成等が再編されることを示唆する。企業は持続可能な経済組織体で在る。業績指標は企業の持続可能性を示す指標から組成される。さらに、経済論理に適合する指標が前提でも在る。

財務情報に開示された情報に準拠して指標を判断する場合は可能な限りノイズを除去し、経済論理に適切な指標を選択することが希求される。開示される財務情報を分析し、企業の業績等を評価する試みは、資産、キャッシュ指標情報を再構築し、その上で財務指標を思考することが希求される。財務情報の仕組の限界は業績評価に市場指標等が利用される場合も在る。

経済論理に適合した持続可能な財務業績評価は、「営業資産から創出するキャッシュ」(Cash flow from operating activities, CFOA) を確定することを嚆矢とする。この指標と営業資産の関係が「キャッシュ創出力」、「キャッシュ収益力」(cash generating power, cash generating productivity, CGP) を測定する基礎指標とし、分析者は CGP を財務業績指標の評価指標に置く。企業の経済論理に適合し、操作性が困難な指標で在る。但し、CFOA 指標を算定するには、キャッシュフロー計算書が直接開示法に制度変更する。さらに、企業内分析者はキャッシュ創出力を組織全体、子会社・関連会社、事業部別等で算定する。しかし、現行の財務情報を分析に利用する分析者には子会社等の情報を取得することが困難で在る。事業部別のキャッシュフロー情報を開示する。営業資産への投資額と営業資産額を区分し、企業存続可能性の視点から CGP を財務業績指標の中心に体系化する。関係指標の時系列と相関分析を行う。「企業」はキャッシュ創出を目的とする経済主体で在ることを勘案した指標となる。

「業績」「財務業績」の定義と算定は、管理可能性等を含めた業績指標の事前の選択が課題とな

る。さらに、分析者が選択する選択指標は、経済論理に関係なく、分析者の思考する業績評価、収益性等の定義、判断、視点に依存する。

- 1) キャッシュフロー視点から、短期・長期債務の返済能力をストック指標の関係から展開する。流動性指標は、ストック指標、フロー指標の関係から流動性の測定に有用とされているが、歪んだ映像を与えかねない。債務不履行は経営破綻に直結する。経営破綻予測は、債務の支払能力を判定することに連関する。キャッシュフロー計算書が公表される以前から、支払能力、返済能力を分析するためには、公表財務諸表からキャッシュフローを計算しなければならないことが、主張されてきていた。
 

Charles A.Carslaw and John R.Mills.,Developing Ratios for Effective Cash Flow Statement Analysis,*Journal of Accountancy*,November,1991,pp.64-67

Michael J.Gombola and J.Edward Ketz.,A Note on Cash Flow and Classification Patterns of Financial Ratios, *The Accounting Review*,January,1983,p.108.

Michael J.Gombola and J.Edward Ketz.,A Caveat on Measuring Cash Flow and Solvency, *Financial Analysts Journal*,September-October,1983,pp.66-72.
- 2) Don E.Giacomino and David E.Mielke.,Cash Flows:Another Approach to Ratio Analysis, *Journal of Accountancy*, March1993,pp.55-58.
 

木村敏夫「財務業績と財務情報の再構築－収益性指標の再検証」『流通科学大学論集』（経済・情報・政策編）第23巻第1号,59-78頁。
- 3) Paul R.Bahnsen,Paul B.W.Miller and Bruce P.Budge., Nonarticulation in Cash Flow Statements and Implications for Education,Research and Practice,*Accounting Horizons*,Vol.10,No.4,December,1996,pp.1-15.
 

Ronald J.Huefner,J.Edward Ketz and James A.Largay III.,Foreign Currency Transition and the Cash Flow Statement,*Accounting Horizons*,June,1989,pp.66-75.
- 4) FASB、SFASNo.95と日本の表示区分様式に差異は在る。配当等はFASBに準拠する日本企業は「財務活動」に区分表示されている。米国基準に準拠する企業との差異が生じている。
- 5) O.Whitfield Broome.,Statement of Cash Flow:Time for Change!, *Financial Analyst Journal*,Vol.60,No.2,2004, pp.16-22.
 

木村敏夫「会計監査人異動会社の財務分析－報告利益とキャッシュ」『流通科学大学論集』（流通・経営編）第24巻第2号,27-47。
- 6) ASB,FRS1,*Cash flow Statement*,「資金収支の実績」（決算関連支出等）が採用する方法が適切で在る。
- 7) 「負ののれん」は、現在、一括、利益償却を行う。しかし、これまでに計上してきた負ののれんの償却額が存在する（企業会計基準第21号「企業結合に関する会計基準」平成20年12月改訂）。
- 8) CFI、CFEも加工を施さない限り、経済論理に適合した投資・財務活動（activities）の値を示さない。
 

営業資産投資額はキャッシュフロー計算書の営業活動に区分し、CFOの維持、拡大に希求されるキャッシュ支出を反映される。販管費項目の減価償却費は営業資産（Ab）に関する償却費で在り、さらに加工が求められる。間接表示法ではCFOAの算定に限界が在る。
- 9) 木村敏夫『流通科学大学論集』（経済・情報・政策編）第23巻第1号,59-78頁。
- 10) Bruce Wampler,Harold C.Smolinski and Timothy Vines.,Making Stronger Statements : Cash Flow and Income,

*Strategic Finance*, October, 2009, pp.43-49.

O. Whitfield Broome, „Statement of Cash Flows: Time for Change!, *Financial Analysts Journal*, Machi/April 2004, pp.16-22.

- 11) 木村敏夫「報告利益とキャッシュ・キャッシュフロー計算書の分析可能性の再考」『経済科学』（名古屋大学）第59巻第4号, 19-35頁。
- 12) NCF、FCFの概算値は現行の間接表示法によるキャッシュフロー計算書の計算構造から、次のように算定される。

$$NCF' = CFO - CFI - Dv_t, \quad EBITDA - CFOI = FCF'$$

- 13) 営業活動から営業活動以外の活動から生み出したキャッシュを除いた差額が「フリーキャッシュフロー」(Free cash flow, FCF)とされる。FCFは企業規模拡大・再投資の指標、企業成長の原資、資本構成の安定性等を示す指標で在ると主張されるが、FCFの算定思考は、企業に与えられた正のNPVをもたらす投資機会を実行した後の残額を言う。これがCFOからCFIを控除した残額と算定概念が変更されている。さらに、企業価値を決定する指標にも依存するが、FCFを企業価値指標とすることも疑義が在る。
- 14) 「キャッシュフロー経営」を経営目標とすることが持て囃された時期が在った。利益ではなくキャッシュ創出を目標とすると理解されるが、CFOAとCGPがキャッシュフロー経営の本来の指標で在る。
- 15) IFRS (Segment Information, IFRS.8, 2006, *Operating Segment*) 準拠会社によっても開示に差異が在る。Bayer, *Annual Report (Geschäftsbericht) 2012, Annual Report 2013, Key Date [Kennzahlen], Tabell. 1*に事業別キャッシュフロー (Gross cash flow, Net cash flow) 情報を開示している。「Net cash flowは、IAS7に準拠して営業活動からのキャッシュフロー」を示すとしている (Tabell. 1注記)。HOYA、JT (有価証券報告書) 等は、事業別のキャッシュ情報を開示していない。
- 16) 事業部 (会社組織等) の売却、分離上場等が株主提案されることが在る。不採算事業部の売却、採算事情部の上場等は株主の視点から株主価値を上昇されると判断する。これは事業部の財務業績評価も企業全体の評価と同列の評価が行われることを示す。
- 17)  $CFOA = cfoD(a) + cfoD(b) + cfoD(c) + \lambda$
- 18) 企業の業績評価には事業部別のキャッシュフロー指標が算定されていると想定されるが、事業別のキャッシュ情報が開示されることで事業活動のキャッシュ創出力が評価可能となる。
- 19) 営業外活動から創出するキャッシュがCFOAを超過する場合、金融資産の運用の成果が、営業活動・営業資産から創出するキャッシュを継続的に凌駕することを示す。短期・一時的な場合を除いて、この事実が継続するようならば会社の事業形態の変革を示し、営業外資産を運用する事業、営業外資産が営業資産へ転換する。「営業」(本業)の定義は難しいが本業により稼得する利益が企業の本源的な収益能力を示す。
- 20) 企業の収益性を測定するフロー指標、利益とキャッシュの指し示す指標の経済的視点は相違するが相互補完する。フロー「利益とキャッシュ」とストック「資産」のROI指標の相互関係として捉える。さらに、総資産、営業(経営)資産、営業外(金融)資産、期間損益、営業利益、営業外収益、NOPAT等との関係から指標が算定されるが、関係数として成立するか吟味することが求められる。さらに、「包括損益」(2011年3月期開示)は市場価格の変動を起因とすることから、企業の事業活動、管理可能性等に無関係で在るとともに、稼得された値ではなく業績指標とは言い難い。包括利益と株価等との関係が実証研究されているが、財務業績とは無関連で在る。
- 21) 利益の質は、利用する会計方法と報告利益の誠実性 (integrity) にもとづく定義する思考も在る。



- 22) 企業の持続可能性、財務健全性を示す指標ともなる CFO/ (CFI+CFF) (その逆数)、CFO と売上高 (売上高の質)、CFO と当期純利益 (利益の質) 等の指標は企業の営業活動から創出したキャッシュの収益性指標を測定する派生指標とされる。関係数として問題が在る
- Franklin J.Plewa,Jr and George T.Friedlob.,*Understanding Cash Flow*,Wiley,1995,p.238.。
- 23) Bobert Briker,Gary Previts,Thomas Robinson and Stephen Young.,*Financial Analyst Assessment of Company Earning Quality*,*Journal of Accounting,Auditing & Finance*,Vol.10,No.3,Summer 95,pp.541-554.
- 24) Griffiths Ian.,*New creative accounting : how to make your profits what you want them to be*,Macmillan,1995 (近田典行,鈴木裕明訳『クリエイティブアカウンティング』東洋経済新報社,2001年)。
- Paul Walsh,Russell Craig and Frank Clarke.,'Big Bath Accounting'using extraordinary items adjustments: Australian empirical evidence.,*Journal of Business Finance and Accounting*,18 (2) ,January 1991,pp.173-189.
- 25) 報告利益と同じく、株価、資産、負債、投下資本、株主資本と関係指標に分類し、指標を計算されることが主張されてもいる。投資の成果は、利益額を投資額で除して求める。利益額、投資額の定義を異にすれば、求められた投資利益率もその意味を異にする。複数の投資利益率が計算できる。
- 26) 運用された資本総額の収益性指標とされる資産利益率と同じく、総資産とキャッシュとの関係からキャッシュ創出力を測定する指標 (Cash return on total assets ratio,CROTAR) は、投下された資本の目的、企業の資産構成、営業資産と営業外資産の成果を反映しない。営業資産の区分が困難な場合、資産総額を営業資産の代理変数として収益性を算定する。この指標は産業平均値等と比較されなければならないし、営業資産と相関関係があるかどうかを決定するために、時系列の比較を行わなければならない。
- 27) CFROI の算定は、BCG 等により提案された内部利益率 (IRR) の思考をもとづいた指標であり、将来の期待値 (キャッシュフロー) を資本コストで割り引いて算定される。
- CFROI を開示する BYER 社は、Gross cash flow を平均投下資本で除した値とする。資本コストと比較して、事業部等の収益性を測定する (Annual Report,2012.なお、Gross cash flow の算定は同書、88 頁)
- 28) IASB が直接開示法を提唱していることから、これが主流となると予想される。
- IFRS Staff Draft of Exposure Draft IFRS X *Financial Statement Presentation* 1 July 2010 (スタッフ・ドラフト公開草案 IFRS 第 X 号財務諸表の表示)。
- 29) 法人税等は、営業活動ではなく申告調整を施した「課税所得」計算を基本として算定される。
- 30) 業績指標として報告利益から脱却が難しい場合、キャッシュと諸報告利益の関係をフロー「利益の質」と定義し、「質指標」を算定する。質指標は、Cfo を諸報告利益 (5 式) との相関関係から検証する。
- 31) 但し、EPS も関係数とは言い難い。EPS を算定する、発行済株式と稼得して純利益には経済的に有意味の関係は成立せず、収益性等を示す指標でもなく、株式投資の評価指標として経験的に利用された指標でしかない。
- 32) 但し、年次報告書を検証する限り、CFPS 等の指標は、株価資料の関係指標として開示される傾向に在る。しかし、CEPS に経済的な意味が存在するか疑義が在る。指標を算定するために関係が関係数として成立しているとは考えられない。論理的ではないとしても、分析者等には意味を持つ指標として機能しているがゆえに情報が開示されている。
- 33) これらの指標は、長期的な CFOA の変動を追跡することは利益の質の指標として利用可能で在る。
- 34) CVA は NPV 法を基礎とする。キャッシュフローを経済的耐用年数に準じて割引くのではなく、分析者の選択する時間単位 (年次、月次等) で割引き算定する。但し、戦略投資と非戦略投資を区分する。
- 35) EM は、EVA と CFROI の混合指標、CFO から資本コストを控除した値を投下資本で除して算定する。

- 36) James Surowiecki., *The Wisdom of Crowds*, Doubleday, 2004 (小高尚子訳『「みんなの意見」は案外正しい』角川文庫, 平成 21 年) .

[主な参考文献]

- Anthony N.Robert., Financial Reporting in the 1990s and Beyond, Review, *Accounting Horizons*, Vol.11, No.4, November, 1997, pp.107-111-
- Bahnson R.Paul, Miller B.W.Paul and Budge P.Bruce., Nonarticulation in Cash Flow Statements and Implications for Education, Research and Practice, *Accounting Horizons*, Vol.10, No.4, December, 1996, pp.1-15.
- Black Fischer., The Magic in Earnings: Economic Earnings versus Accounting Earnings, Vol.36, No.6, *Financial Analysts Journal*, November/December, 1980, pp.19-24.
- Black Fischer., Choosing Accounting Rules, *Accounting Horizons*, Vol.7, No.4, December, 1993, pp.1-17.
- Bowen M.Robert, Burgstahler David and Daley A.Lane., Evidence on the Relationships between Earnings and Various Measures of Cash Flow, *The Accounting Review*, Vol.LXI, No.4, October, 1986, pp.713-725.
- Bowen M.Robert, Burgstahler David and Daley A.Lane., The Incremental Information Content of Accrual versus Cash Flows, *The Accounting Review*, October, Vol.61, No.4, 1987, pp.723-747.
- Bricker Robert, Previts Gary, Robinson Thomas and Young Stephen., Financial Analyst Assessment of Company Earnings Quality, *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, Vol.10, No.3, Summer, 1995, pp.541-554.
- Broome O Whitfield., Statement of Cash Flows: Time for Change!, *Financial Analyst Journal*, Vol.60, No.2, 2004, pp.16-22.
- Carlsaw A.Charles and Mills R.John., Developing Ratios for Effective Cash Flow Statement Analysis, *Journal of Accountancy*, Vol.172, No.5, November, 1991, pp.63-70.
- Charitou, Andreas and J. Edward Ketz, Valuation of Earnings, Cash Flows and Their Components: An Empirical Investigation, *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, Vol.5, No.4, Fall. 1990, pp.475-497.
- Charitou, Andreas and J Edward Ketz, An Empirical Examination Cash Flow and Measures, *Abacus*, Vol.27, No.1, March, 1991, pp.51-64.
- Dechow M.Patricia, Hutton P.Amy, Sloan G.Richard., An empirical assessment of the residual income valuation model, *Journal of Accounting and Economics*, Vol.26, 1999, pp.1-34.
- Drtina E.Ralph and Largay A.James III., Pitfalls in Calculating Cash Flow from Operations, *The Accounting Review*, Vol.LX, No.2, April, 1985, pp.314-326.
- Dugan T. Michael and Samson D.William., Operating Cash Flow: Earning Indicators of Financial Difficulty and Recovery, *The Journal of Financial Statement Analysis*, Summer, 1996, pp.41-50.
- Eastman Kent., EBITDA: A Overrated Tool for Cash Flow Analysis, *Commercial Lending Review*, Vol.12, No.3, Spring, 1997, pp.64-69.
- Franklin J.Plewa, Jr and George T.Friedlob., *Understanding Cash Flow*, Wiley, 1995.
- Egginton, D. A., In Defence of Profit Measurement: Some Liquidation of Cash Flow and Value Added as Performance Measures for External Reporting, *Accounting and Business Research*, Spring, 1984, pp.99-111.
- Egginton, D. A., Cash Flow, Profit and Performance Measures for External Reports: A Rejoinder, *Accounting and Business Research*, Spring, 1985, pp.109-112.

- Fairfield M.Patricia,Sweeney J.Richard,Yohn Lombardi Teri.,Accounting Classification and the Predictive Content of Earnings,*The Accounting Review*,Vol.71,No.3,July,1996,pp.337-355.
- Huefner J.Ranald,et.al.,Foreign Currency Transition and the Cash Flow Statement,*Accounting Horizons*,Vol.3,No.2, June,1989,pp.66-75.
- Giacomino E.Done and Mielke E.David.,Cash Flows:Another Approach to Ratio Analysis,*Journal of Accountancy*, Vol.175,No.3,March,1993,pp.55-58.
- Gombola J.Michael and Ketz J.Edward.,A Caveat on Measuring Cash Flow and Solvency,*Financial Analysts Journal*,Vol.39,No.5,September/October,1983,pp.66-72.
- Graham R.John,Harvey R.Cambell,Rajgopal Shiva.,The economic implications of corporate financial reporting, *Journal of Accounting and Economics*,Vol.40,2005,pp.3-73.
- Graham R.John,Harvey R.Cambell,Rajgopal Shiva.,Value Destruction and Financial Reporting Decisions,*Financial Analyst Journal*,Vol.62,No.6,2006,pp.27-39.
- Lawson G.H.,The Measurement of Corporate Performance on a Cash Flow Basis:A Reply to Mr.Egginton,*Accounting and Business Research*,Vol.15,No.58,Spring,1985,pp.99-108.
- Lev Baruch.,Corporate Earnings:Facts and Fiction,*Journal of Economic Perspectives*,Vol.17,No.2 (Spring) ,pp.27-50
- Livnat J. and Zarowin P.,The incremental information content of cash-flow components,*Journal of Accounting and Economics*,May,1990.Vo.13,No.1,pp.25-46.
- Neil John D.,Thomas F.Schaefer,Paul R.Bahnsen and Michael E.Bradbury.,The Usefulness of Cash Flow Data: A Review and Synthesis,*Journal of Accounting Literature*,1991,pp.117-149.
- Orpurt F.Steven,Zang Yoonseok.,Do Direct Cash Flow Disclosures Help Predict Future Operating Cash Flows and Earnings?,*The Accounting Review*,Vol.84,No.3,2009,pp.893-935.
- Oxelheim Lars.,Macroeconomic Variables and Corporate Performance,*Financial Analysts Journal*,Vol.59,No.4, 2003,July/August, pp.36-50.
- Peterson Pamela Dranke & Fabozzi J Frank.,*Analysis of Financial Statements*,Third ed,Wiley,2012.
- Salamon L.Gerald.,Accounting Rates of Return,*The American Economic Review*,Vol.75,No.3,June 1985,pp.495-504.
- Venazai Daniela.,*Financial Performance Measures and Value Creation:The State of the Art*,Springer,2012.
- Victor L. Bernard and Tomas L. Stober, The Nature and Amount of Information in Cash flows and Accruals, *The Accounting Review*,Vol.64,No.4,October,1989,pp.624-652.
- Vogt C.Stephen.,The Cash Flow/Investment Relationship:Evidence from U.S.Manufacturing Firms,*Financial Mangement*,Vol.23,No.2,Summer,1994,pp.3-20.
- Wampler Bruce,Smolinski C.Harold and Vines Timolinski.,Making Stronger Statements:Cash Flow and Income, *Strategic Finance*,Vol.91,No.4,October,2009,pp.43-49.
- Yang S.David and O'byrne F.Stephen.,*EVA® and Value-Based Management,A Practical Guide to Implementaion*, McGrawHill,2000.
- 木村敏夫「報告利益とキャッシュの事例分析－キャッシュフロー計算書の分析可能性の再考」『経済科学』（名古屋大学）第59巻第4号,19-35頁。
- 木村敏夫「財務業績と財務情報の再構築－収益性指標の再検証」『流通科学大学論集』（経済・情報・政策編）第23巻第1号,59-78頁。