

財務業績と財務情報の再構築

— 収益性指標の再検証 —

Restructuring of Financial Performance Measures

— Review of Profitability Analysis —

木村 敏夫*

Toshio Kimura

企業の収益性を測定する指標として、財務指標を利用した「投資利益率」が利用されている。しかし、関係数として成立しなければならない投資利益率の算定に利用する指標に問題が在る。算定に利用する指標は関係数として成立しない可能性が在る。収益性測定の基礎となる財務情報の課題を再考し、再度、選択する指標を再設定、再構築の試案を提示した。

キーワード：業績指標、収益性、営業資産、営業外資産、事業部

序

「企業」(Company, Corporate) という生産経済組織体は「経済的資源」(財・サービス・時間等) を「費消」し、経済的資源の「創造」(経済活動) を行う。経済論理、経済合理性から、有限で在る経済的資源の配分は「効率的」(efficient, effective) に行われなければならない。非効率な経済活動を行う場合、企業は経済活動を中止しなければならない。経済的資源が効率的に配分されたかどうかを測定する指標は企業の存続可能性を示す。

企業の経済活動が効果的に行われたかの判断は、経済的視点から「投入と産出」、「経済的資源の費消と創出」、「期待値と結果」等の「関係」として捉え、この関係を「業績」(company's performance) と理解する。業績を秤量することが業績評価で在り、業績評価は、経済的行動が適切に行われていたか「経済量の指標から採点する」ことで在る。業績、業績評価は、原因と結果の思考、結果論で在る。この業績評価には様々な視点、評価要因が主張され、恣意性等が介在する。業績評価は指標等を利用して適切に行うことが前提に在るが、業績評価の指標とその構成要因の相互関係等を誤って用いている可能性が在る。

企業の経済活動を秤量し、経済社会が共通に理解する経済量、「価値情報」(財務情報) へ転換する機能を有する仕組は「企業会計」で在る。企業の業績評価は企業会計の枠組から組成した財務情報と財務指標等を利用することから「財務業績」(financial performance, erfolgsmaßstab) と標

記される。

生産経済組織体で在る「営利企業、企業」の主たる目的は、経済活動により「利益」等（目的関数）を得ることを前提として在る。企業の成果は利益を効果的に得ているか判断する指標を総合指標となる。この財務業績指標は「(会計)収益性」(accounting profitability, rentabilität)等として測定される。財務情報を利用して企業の業績指標とされる収益性等の算定する既存の枠組（フローとフロー指標の諸関係）に正確性の問題が存在する。本論は、既存の財務情報を再構成し、可能な限り適正に業績を評価する枠組を再検証する。

I. 財務情報と業績指標

営利を目的として経済活動（経済的資源配分）を行う企業の「経済的成果」を分析する「分析者」が存在する¹⁾。同時に、分析者は自身の経済的資源の配分行動の適切性をも分析する。分析者は経済活動の「成果」を分析する際、企業に関連する諸「情報」を蒐集し、蒐集した情報をもとに成果の判断を行う。分析者と情報の関係が生まれる。情報の取得可能性等から分析者を（分析対象の）「内部者と外部者」に分類される。両者には情報の取得の制限、情報の利用可能性の乖離、情報の非対称が存在する。内部分析者は、主に「価格変数」を媒介とした価値的測定に加え物的視点、定性的視点から分析する情報を取得することが可能で在るが、外部分析者には取得困難で在る。分析者にとり分析対象は共通で在る。分析者に共通な情報は、「企業会計の仕組」とその枠組から生み出される財務情報で在る²⁾。分析者が財務情報を判断資料とする限り、分析は既存の企業会計の枠組を所与とする。しかし、財務情報に転換するには、認識・測定の課題が存在する。この課題を捨象することを暗黙として受け入れることになる。

業績評価は、「分析者」（評価者）の評価の目的・視点を確定することで、投入（input, I）と産出（output, O）等の指標を定義し、その値を測定し、具体的な「情報」（判断資料）に転換・組成する仕組が求められる。さらに、業績評価には「時間の要因」等を枠組み入り込むことになる。業績の分析者の視点は、「経済的資源の配分の適切性の適否を測定する観点」と言う立脚点では同じでも、異なった時間、認識・測定、判断情報を利用することになる。

業績評価は分析者の立脚点等により、分析の目的、手段と方法の枠組に差異を生む。分析者の視点は、企業の経済的資源の効率性を測定し、自身の保有する経済的資源の意思決定の適否等を判断する「外部業績分析者」（既存・潜在投資者、株式・債権投資者）に立脚する。分析者は企業の経済活動に関する情報の取得可能性に制約が在ることから、業績評価を試みても不完全な場合が在る。企業を経営し、事業の結果を情報化し、開示するのは企業経営者で在り、開示情報と非開示情報が存在する。情報の取得、情報の精査に差異が在る分析等は可能な限り、非開示情報等をも得る企業経営者が行う分析視点に立つことが希求される³⁾。

財務情報等を利用した業績評価は、投入と産出等の指標の選択・測定を適切に行い、対応させ

ることが課題となる。投入と産出等の関係を測定する指標には物的視点と価値的視点が在る⁴⁾。選択する指標によって、「財務業績」の経済的意味が定義される。財務情報から期待値を検証する分析者には、財務情報に経済的有効性が存在するかどうかの疑義が生まれる⁵⁾。これらの分析者に財務情報（経験情報）が未来の期待値を示唆するかどうかの検証が希求される。

企業の「業績指標」(performance measure)は「1) 会計方法の選択に左右されない、2) 将来の期待値に照応して、会社の現在の意思決定を評価する、3) 会社が行った意思決定に関連するリスクを考量する、4) 経営統制外の要因から生じる罰則、報酬とならない指標 (measure) でなければならない」⁶⁾。この条件を全て充足する財務指標を現在の財務情報から得ることは困難で在る。現在、資本市場等の業績指標とする「利益指標」(earnings)は会計方針等の選択に左右（操作可能性）されることは既知で在る。利益指標は過去情報で在る。財務情報はリスク情報を含まない。「事業等リスク」等としてリスク情報は企業の開示情報に示されているが、これを秤量し、財務情報に転化することは困難で在る。経営統制外の要因の判別も財務情報から取得するには限界が在る。既存の財務情報のなかに、業績指標として1) から4) の次善条件を備えるのは、管理・操作性等の指摘されも「営業利益」、管理・操作性の困難性で企業価値の算定基礎指標との連関からキャッシュ指標、主に、「営業活動から創出するキャッシュ」(cash flow from operations,CFO) の二指標が業績指標の代理変数として想定される⁷⁾。しかし、現在の間接表示法にもとづく CFO 指標は営業活動以外により指標を含んでいることから、CFO 指標は直接法により算定・表示された指標が採用されなければならない。

「株価」を業績指標とする主張も在る。株価をもとに算定される、「株価収益率」(price earnings ratio,PER)、「株価純資産倍率」(price book-value ratio,PBR) 等の「市場指標」が業績指標、投資指標、企業評価指標とされる。「企業」を評価（計量化）する視点は「企業分析」(business analysis)、「企業評価」(valuation,unternehmensbeurteilung) 等とも表現される⁸⁾。株価を企業価値の代理変数として設定し、被説明変数とする財務指標との相関を検証する等、企業評価と財務指標の説明可能性の実証が行われている⁹⁾。しかし、経済指標としての株価は企業への期待値等を含む。株価を企業価値の代理変数とすることは、企業価値は期待値の示した値で在る。株価以外に企業の評価を説明する客観的変数が存在しないことが企業評価に株価を利用する事由で在る。株価は資本市場の思惑、期待値等の多くの要因を包含する指標であり、結果思考とする業績指標とはならない。業績指標と株価との相関関係の分析結果は業績評価を示す指標ではない。株価（株価の変化差額等）は「企業評価」の一つの説明指標として選択される指標で在る。

業績指標と一つされる「利益」と類似する「利潤」等の指標が在る。経済思考、測定の違い等から利潤は「経済利潤」等とも標記される。企業が創出した価値から資本提供者の「期待利益」（資本コスト）を控除し、「価値」(value added)を創出した場合、「経済利潤」(economic profit)となる¹⁰⁾。分析者等によっては、これを「経済的業績指標」(economic performance)とする場合

も在る。しかし、利潤は企業の財務情報（認識、測定、報告）の枠組に組み入れられることはなく「報告利潤」の視点、算定はない。財務情報を加工して算定する。これは「残余利潤」(residual profit)の思考で在り、企業評価の指標、企業全体の業績指標ともされる¹¹⁾。現在の企業会計の仕組に利潤の測定は存在しない。期待利益を超過しているかどうかの判定は如何に行うか。経済的資源配分は、経済行動であるから、経済行動によって生み出される期待値、目標値が必然的に設定され期待値と目標値以下の経済的資源配分は行われない。経済的資源の配分は期待値にもとづき事前(Ex-ante)に決定される。しかし、期待値を超過しているかどうかの判断は、事後(Ex-post)で在る。期待利益を超過する経済活動(投資事案)が価値を創出する。企業が存続するためには、正の価値を創出する事案を継続し、負の価値を創出する事案は、原則、棄却する。この関係を検証することは分析者に不可能で在る¹²⁾。

「企業」の業績評価は、資本の投下と創出した報酬との関係に、月次・四半期、年次等の「時間単位」を評価の枠組み取り込む。月次財務情報は、分析者が取得不能な情報であり、分析者が利用可能な情報は、四半期、年次財務情報¹³⁾で在り、適時情報を取得することは難しい。財務情報の枠組は、企業の事業活動の歴史事実を確認するが主たる役割で在り、将来時点に創出される(期待)キャッシュフロー、リスク要因等、企業が直面する不確定な要因を取り込むことは困難で在る。財務情報は、管理可能な要因以外の事象を含む。業績を評価、業績評価の指標を選択する場合、可能な限り管理可能要因に限定することが前提で在る。

管理可能性の視点に、「評価単位」が加わる。企業自体を「一単位」、「構成単位」等(事業部・地域別・製品別等)から評価するかの視点で在る。事業部等の単位では、事業別の管理可能・管理不能費等は算定可能で在る。しかし、管理可能・管理不能費の情報は企業の内部資料とした作成されるが、財務情報に開示されることはない。企業全体の評価として、管理不能要因から生じた経済事象の影響と思われ、財務情報に還元された情報を除外する。制約条件のもとで作成される財務情報は企業の状況を示す概算値で在る。財務情報は企業の経済活動を情報化する方法として経済社会が共通に承認していることに存在意義が在る。

II. 財務情報と収益性の指標

1. 投資利益率の指標

企業の目的は事業活動に投下した資源から「利益」、「利潤」を得ることを主たる目的と仮定する。「投下された経済的資源」(investments,I)をその経済的資源から生み出す「報酬」(returns or revenue,R)を計算構造から算定した関係を「収益力」(earnings power)、「収益性」(profitability, rentabilität)として測定する¹⁴⁾。この場合、CFOを収益性等の指標とする思考は存在していない。企業の業績指標とする収益性等は投資資本から創出される報酬との因果関係を示す「関係数」(relative ratio,beziehungszahlen)が財務業績指標、「投資利益率」(return on investment,ROI)で在る

る。ストック指標（I）とフロー指標（R）の諸関係として経済社会が理解する指標で在る。この関係数が企業の経済的資源の配分が適切に行われているかどうかを示唆する指標として選択されている¹⁵⁾。IとRの関係（諸指標の選択）を正確に算定しなければ指標の経済的意味を喪失する。

分析者は、ROI指標を利用して経済的資源の経済的合理性、財務業績を判断する。この指標により経済的資源の配分の継続（再投資）、取りやめ（撤退）、転用（再編）する等の判断が行われる。分析者はROIの具体的に示す測定する指標を選択しなければならない。分析者が利用可能な指標、関係数は会計指標、キャッシュ指標、時間価値、期待値等の指標が主張される。ROIは投下資本（有利子負債と株主資本）の運用効率を測定することから、資本源泉に関連する項目（例えば、資本調達費）を含めるべきではない。資本源泉の問題は投下された資本がどの程度、効果的に運用されたかを測定する指標に関連しない。

分析者が財務情報の枠組から算定するROIは、企業会計の枠組から認識測定されたフロー（利益、キャッシュフロー）とストック（資産）関係から測定されることから会計ROI（accounting rate of return on investments,ARR）とされる。具体的には、営業利益増加率、株主資本利益率（return on equity,ROE）、総資産（本）利益率（return on assets,ROA）、キャッシュフロー報酬率（return on cash flows,ROCF）等、財務情報が示すフロー値とストック値の関係から算定している。

ROA等は既存の算定される指標は関係数とされるが、ROI指標のIの代理変数で在る資産に企業の「資産構成」を反映していない。さらに、R指標とされる「報告利益」は操作可能性（earnings manipulation）と管理可能性（earnings management）の課題が存在する¹⁶⁾。これは会計不正、粉飾行動を示唆するものではなく、現在の企業会計の枠組み、会計処理の認識測定に付随する。損益計算書で算定・報告される報告利益（売上総利益、営業利益、経常利益、特別利益、税引前当期純利益等）は、下位分類ほど操作可能性が高くなる¹⁷⁾。R指標の選択肢として操作可能性からキャッシュ指標が選択されることが在る。

R指標には財務報告書に開示された値を利用して算定する指標と財務情報を加工して算定する指標が在る。企業は報告利益を加工した利益指標、税引後営業利益（earnings before interest and taxes,EBIT）、税引後営業利益（net operating profit after tax NOPAT）、償却費控除前利益（earnings before depreciation and amortization,EBDA）、税引後償却費控除前利益（earnings before interest,taxes, depreciation and Amortization,EBITDA）、投資キャッシュフロー率（cash flow return on investments,CFROI）、現金回収率（cash recovery rate,CRR）等が業績指標として公開している。EBITDA等は財務制限条項の指標としても利用されている。業績指標として報告利益に信頼性を置けない証左で在る。「事業利益」も主張されるが、事業利益に対応する投資額の算定は困難で在る。

この報告利益を加工した値は、会計方針等の裁量可能性を可能な限り取り除いた指標、キャッシュ指標に近似した値で在り、キャッシュフローの視点から利益は分解可能で在る。

「利益」(earnings, π)は「会計発生項目」(accruals,Ac)にキャッシュフロー(CF)を加算する。

キャッシュフロー指標を評価指標として利用することが混乱を避ける、指標の透明性を高めることにもなる。

$$\pi = Ac + CF$$

損益計算書に計算表示される当期純利益（ π ）は、源泉別に収益から費用を控除し、営業利益（ Bp ）、営業外利益（ Fp ）、特別利益（ β ）の区分に集計される。

$$\pi = Bp + Fp + \beta$$

さらに、「その他包括利益累計額」（ ε ）を加算して「包括利益」（in-earnings, $In\pi$ ）を算定する。

$$In\pi = Bp + Fp + \beta + \varepsilon$$

企業は「事業部等」の部分集合から構成されている。企業の経済活動は、事業部等の単位で行われていることから事業部等の営業成果を算定しなければ正確な業績評価、収益性等の評価はできない。企業の営業活動の成果を示す「営業利益」（ Bp ）は、企業の事業別（ a, b, c ）の売上高（ SgR ）と営業費用（ Sgc ）との差額、「事業別営業利益」（ $Bp.Sg$ ）の集計値でも在る。

$$Bp = Bp(Sga) + Bp(Sgb) + Bp(Sgc)$$

事業部の活動の成果情報、「セグメント情報」を分析し、セグメントの業績を評価するためには注意が求められる。現在、セグメント情報に開示されている「資産」は営業外資産、調整事項が表示されているが共通資産（「調整額」¹⁸⁾）を含む。管理費用等のような全事業部に関連した共通費用も存在する。セグメント別の業績評価は、セグメント別の営業資産とセグメントの営業利益の関係から概算値の値が得られるが、正確にセグメント別収益力等の情報を得ることは難しい。企業は組織の存続を前提とする。企業の持続可能な収益性を測定するためには、営業資産による（営業）収益・利益創出力、さらに、企業の経済活動が行われる事業別等に実行されていることを考えれば事業部の収益・利益創出力が企業の「収益性」等を算定することが求められる。

日本の経営者は成果指標として、経常利益を第一指標として挙げる¹⁹⁾。しかし、経常利益は資本源泉（資本源泉費用）の効果を内在する。収益性を算定するIとRの関係に資本源泉は無関係で在る。経常利益をRとするIを経済的に確定することも難しい。経常利益をもととする既存算定されているIとR等の関係は収益性を明確に示す指標ではない。資本源泉費用、金融機関等からの資本調達のコストを控除することは、企業維持（資本源泉に対する分配の思考）、等の指標と考えられるが、収益性を示す指標として論理的ではない。

2. ストックとフロー財務情報の仕組

業績評価に利用する財務情報の枠組は投入等を「資産」「費用」、算出等は「収益」等の関係として認識測定する。さらに、財務情報は経済的資源の費消とその成果を「利益とキャッシュフロー」（earnings and cash flows）等のフロー値（R）、「資産、負債・資本」等のストック（I）として集計する。この2つの指標は、二者択一の指標ではなく、相互補完して企業の財務状況を示す指標

となる。投入と算出の関係を費用と収益の関係、費用と収益の差額を、利益創出力、収益性として理解する。企業の経済活動が永続することを前提とする限り、投下された資本の成果は、投下された事業年度に生じるとは限らない。成果を得るには長い時限を要する場合が多く、企業の収益性等を判断する場合、資産構成等も変動することもあり時系列を分析に取り入れなければならない。

「企業」という経済組織体が存続（going concern）を前提とされるならば、経済的資源配分の適切性を測定する指標が組織維持の指標となる。経済的資源の費消と創出の結果を測定する財務業績評価を確定しなければならない。経済的資源の費消と創出活動を行う企業は一事業、一製品（商品・サービス）を生業することはない。複数の事業等を行う複数の関係会社、事業部等から成る。それ故、企業の経済的資源の配分と創出（費消と成果）は、事業部（地域別）、製品（サービス）別に区分される。事業・製品等に投下される経済的資源とその成果が測定されなければならない。事業・製品等は独立会社が生産・販売等を行う組織体、企業集団を形成する場合も在る。さらに、中小規模会社、大規模会社等の事業活動はグローバルな展開しているのが現況で在る²⁰⁾。事業部ともに事業の地域経済活動の成果も検証しなければならない。但し、現在、大卒の地域事業活動情報が分析を可能とする²¹⁾。

事業部等の事業活動の成果に関する財務情報は分析者に取得が困難な場合が在る。企業は事業環境、経済環境に対応して事業転換、事業変遷が生じる。企業は事業を単位として予想・期待のもとづき投資決定、行動（Ex-ante）を行う。企業には規模拡大事業、成熟事業、縮小事業等が混在する。成果規模が縮小しない事業は存在せず、経済の論理から参入等が生じ事業の規模への経済資源配分を縮小することは自明で在る。企業の事業展開は可変で在る。

業績等の経済的成果を評価する分析者は、評価資料として財務情報を利用して評価することから、報告される財務情報、財務指標を作成する企業会計の枠組、情報作成が持つ特質を理解することが求められる。分析者の利用する財務情報は、主に発生主義の認識測定の枠組にもとづく過去情報であり、将来情報を多く含むものではない。情報の利用可能性、情報の価値を制限、限定する可能性が在る。

「発生主義会計」（accrual based of accounting）に準拠して算定される「報告利益」（営業利益、経常利益、税引前利益等）の操作可能性、「報告利益管理」（earnings management）等は報告利益とキャッシュの関係、「利益の質」（quality of earnings）の課題が生む。利益操作可能な項目を除外することで、操作可能性が困難なキャッシュの測定に近似させることが可能で在る。利益の質の分析で在る。財務情報の指標により財務業績、収益性を評価する場合、二つのフロー指標を利用しない限り、企業の収益性、収益力を測定することは難しい。

企業会計の仕組が算定する収益力指標とされる報告利益を基礎に計算される利益率は、経済取引の事実として認識された事象を、企業会計の枠組に入力して結果、生み出される「生産品」

(products)、「作品」(Arts)で在る。この作品等は、貨幣価値、会計方針等の選択による財務指標差異、時系列の差異を前提とした累積指標となることから比較可能性に疑義を生む。事業別・地域別セグメント情報が開示されているとしても、正確に事業別の業績を評価することは困難であり、現在、開示されている財務報告書にもとづく財務情報は企業全体を視点の分析にも限界が在る。財務情報を前提とする限り受け入れざるを得ない前提で在る。

現在、企業の業績評価指標の主たる要因は諸利益、集計値としての営業利益、経常利益、純利益等と、この「利益」をもとにフロー値とストックの関係から算定する「利益率」を基礎としている。しかし、経常利益の計算項目は資本構成が反映し資本源泉に左右され、資本調達方針の選択の効果を受けることから、投下と成果の対応関係から成果指標を算定するのであれば論理的に不適切は指標で在る。日本企業は資本構成の効果を含む経常利益を最重要業績指標とする傾向が在る。経常利益をもとに投下された資本と利益の関係を収益性指標等とすることは経済論理に適せず、経済的有意味を示さない。現在、収益性指標としての論理に課題が在ることを認識しながら経常利益を利用している。資本構成に負債、主に資本源泉として有利子負債を供給する金融機関への報酬を控除する思考が根付いた結果と思量する。論理ではなく資本源泉に占める金融機関支配の名残、慣習とも思量する。

現在の財務業績には「資産の質」(quality of assets)の認識・測定、分析視点が不足している。投下された資本、「資産」が「収益」、「キャッシュ」を創出することから、資産と収益・利益、資産とキャッシュの関係を示す資産の質が業績指標と思量する。但し、分析者にはこれを分析する情報の取得が困難な場合が在る。企業は、事業部、製品・サービス別等に投下された資本の収益性、キャッシュ創出力等を測定しなければ企業の維持が困難で在る²²⁾。未稼働資産、遊休資産等の処分が行われる事由は収益等を稼得しないことで在る。同様に、収益、利益、キャッシュを稼得しない事業が売却対象、売却対象として論議されるのは経済論理から必然で在る。企業再生の方法として「事業再構築」(restructuring)が実行される場合、収益性、キャッシュ創出力が低い事業単位(関係会社単位等)が第一に上げられる事由で在ることを考えると、分析者には業績評価、収益性、キャッシュ創出力等の評価を事業部としなければならないことを示唆する²³⁾。事業部の成果が企業の財務業績を支える基となっている。

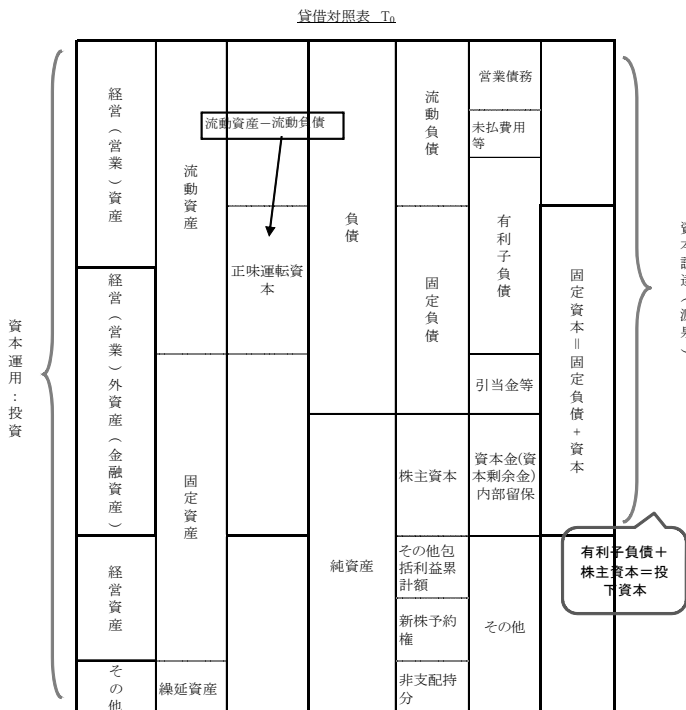
財務情報は経済主体に経済的資源の委託を決定する分析者等に経済的意思決定(資源配分)情報を提供することを目的とする。しかし、経済事象の認識、測定、報告する企業会計の枠組みから算定、集約される指標には課題も多く財務情報が業績評価等に適合していない場合が在る。財務情報は利用者の意思決定に資することを目的とした経済社会の規則に準拠した財務情報で在る。この所与の財務情報を利用者は自己の視点に準じて、資産、負債等の再分類、再整理し財務業績を測定しなければならない。

Ⅲ. 財務情報の再構成

1. 資産区分と評価

財務情報を集約される投下資本の運用は「資産」、資産の運用成果を「利益」、「キャッシュフロー」と定義する。経済的資源の成果指標（フロー）を示す既存の損益指標は、営業・営業外区分、報告利益を資本源泉に関連する費用を含む利益、経営外資産から生じる収益を含む利益、一過性の特別項目を含む利益稼得を源泉別に「報告利益」(reporting earnings) に区分算定する。さらに、包括利益が算定、表示されている。包括利益はフローと定義することには疑義がある。資本市場の時点（ストック）評価等が関与するために、稼得して得たフロー値ではなく、ストック値と思量する。包括利益は、保有する資産等の「市場」の価格動向に左右される。「利益」の測定の視点で在る。報告利益から成果指標として「事業利益」²⁴⁾等、加工数値を算定する場合もある。

企業の利益稼得は、企業の収益構造、費用構造にも依存する。収益（利益）を創出する源泉は、投下された資産構造に左右される。既存の財務情報を利用する限り、フローとストックの対応関係が存在しない。事業存続を決定要因で在る営業利益に関する資産指標が存在しない。営業利益を創出する指標（営業収益力）、収益性、収益力の判断指標は存在しない。「事業利益」という指標を生み出し、「総資産事業利益率」（事業資産収益性）と言う測定指標が相互に関連しない指標も生み出されている。但し、投下資本全額（資産総額）との事業利益との対応関係は、経済的に意味の在る収益性指標とは言いがたい。投下資本の運用の集合値としての資産は、「事業資産」



と「事業利益」を明確することで事業資産利益率の関係係数が経済的に意味を持つ。

企業の収益性等指標はストック指標としての資本運用（資産）、フロー指標としての（報告）利益とキャッシュの相互関係から算定する。収益・利益創出力（利益指標）、キャッシュ創出力（キャッシュ指標）の相互関係指標が企業の収益性を算定する指標で在る。収益性指標は経済的資源の配分指標とキャッシュ創出力を示す利益等指標とキャッ

シュ指標から成る。

企業が永続体として経済活動を行うためには資本運用（投資）を継続しなければならない。資本運用の指標は、投下資本の運用を示す「資産」(Assets,A)と標記される。資産は、測定時点に至る過年度からの累計活動、経済活動から生じる将来キャッシュフローの現在評価額の「資本運用投下累計額」を示す。資産は、流動・固定・繰延資産に表示区分されるが、業績評価、収益性等の視点から、企業の主たる事業目的（営業活動）に投下された資本運用額、「営業（経営）資産」(Betriebsnotwendiges Vermögen,Ab)と、余剰資本、一時運用等を目的として投下された資本運用区分、「営業外（経営外）資産」(Finanzielles Anlagevermögen,Af)に区分する（図1）²⁵⁾。N社の資産情報を利用して表示区分から、営業・営業外の2区分に再構築を試みた（図2）²⁶⁾。この区分が収益性等を算定するIの指標となる。

この資産構成は企業により差異が在り、収益稼働構成等に差異を生む²⁷⁾。営業資産と営業外資産

資産区分	平成21年3月期	平成21年3月期	資産区分	資産区分	平成25年3月期	平成25年3月期	資産区分
流動資産	1,648,725	428,577	経営（営業）外資産（金融資産）	経営（営業）外資産（金融資産）	1,192,250	288,948	経営（営業）外資産（金融資産）
固定資産	162,042	107,316	業経営（営業）資産	業経営（営業）資産	255,628	145,995	業経営（営業）資産
資産合計	1,810,767	1,810,767	資産合計	資産合計	1,447,878	1,447,878	資産合計

出所) N社有価証券報告書から作成した。

注) 営業資産には「その他資産」とする、繰延税金資産を含む。

図2. 貸借対照表と資産区分

「現金証券」「貸付金」「投資有価証券」「金銭信託」等が該当する²⁹⁾。財務情報に計上されている「現金預金」は、現金・当座預金・普通預金・通知預金・定期預金・外貨預金等から構成される（有価証券報告書「金融商品」「主な資産・負債」）。定期預金は、適宜、普通預金等に転換可能であり、支払手段の担保能力を示すことから営業資産に区分できるが、一定期間、金融機関等に預ける「(短期)投資資産」(営業外資産)と判断する³⁰⁾。営業外資産への投下資本の源泉は、営業資産が創出したキャッシュ、株式発行、金融機関借入等により調達した資本の長短投資が在る。本来、余剰

産の構成・区分概念は商業、サービス業、金融業、製造業等、業種・事業内容等により差異が在る²⁸⁾。さらに、営業・営業外資産の区分・範囲等は分析者の視点により相違し、一律に分割することは困難で在る。営業外資産は営業資産が創出したキャッシュの余剰資本への投資で在る。営業外資産は事業会社の営業活動と区分される「金融資産」を指す。(金融機関等以外)企業は金融資産を保有することを目的としていない。企業成長の資本源泉として保有する資産で在る。営業外資産は、「定期預金等」「有

資本の短期・長期運用が営業外資産で在る。

営業資産と営業外資産の区分で困難なのは事業に関連して保有す「有価証券」で在る³¹⁾。企業会計基準は有価証券の分類を「売買目的」「子会社」「満期保有」「その他有価証券」等に評価区分されるが、財務情報は流動・固定に区分表示され、売買目的以外は投資有価証券に計上されている。有価証券、投資有価証券の売買損益は「営業外・特別利益」に計上される。これは、短期・長期の投資行動の結果で在ることを暗黙にうちに了解していることを示すと思量する。営業資産の範疇に入れるべきで在るとするならば、営業利益の算定項目として処理することになる。評価利益も営業損益区分としなければ理解しなげなければならない。企業の営業資産は事業展開に左右される。事業構造の改革、企業集団の構成・再編、主（製品・サービス）事業の変遷等により資産構成は変化するために、時系列を比較することが難しい場合が在る。営業外資産は、企業（事業）成長に再投資される原資とも言えるが、営業外資産から得る運用利益等が営業資産の運用から稼得する利益等を上回ることはない³²⁾。営業外資産の占める割合が高い場合、資本が有効に利用されていない指標ともなる。資本市場での自己株式（発行済株式）の購入、増配等が分析者（株主等）から提案される事由ともなる。

企業の財務業績、収益性等を評価する場合、資産を区分することなく、一括して算定することには問題が在る。企業の収益性等を可能な限り正確に測定する場合に、1) 営業資産と営業外資産を二区分し、それぞれの関係数を推計、2) CFOと営業資産との関係（[1]から[3]式）を測定しなければ経済的な収益性等の指標が得られない（表1）。

$$\frac{\text{営業（経営）利益}}{\text{営業（経営）資産}} \dots [1], \frac{\text{営業外（経営外）利益}}{\text{営業外（経営外）資産}} \dots [2], \frac{\text{CFO}}{\text{営業（経営）資産}} \dots [3]$$

表 1. 収益指標等

項目	平成21年3月期	平成25年3月期	
A 営業利益	555,263	△ 36,410	百万円
減価償却費	(3,405)	(3,438)	百万円
償却費控除前営業利益	558,668	△ 32,972	百万円
B 営業資産	535,893	434,943	百万円
C 資産合計	1,810,767	1,447,878	百万円
A/B 営業資産利益率	103.6	△ 8.4	%
A/C 総資産営業利益率	30.7	△ 2.5	%
D 受取利息等	30,188	5,523	百万円
E 営業外資産	1,274,874	1,012,935	百万円
F CFO	287,800	△ 40,390	百万円
D/E 営業外資産利益率	2.4	0.5	%
F/B CFO/営業資産	53.7	△ 9.3	%

出所) N社有価証券報告書より作成した。

但し、現在の財務情報の枠組から、これら指標を正確に算定すること難しく、算定する値が概算値とならざるを得ない。さらに、指標の推定は分析者の視点にも左右される。

指標となる営業利益は、会計発生項目等（操作可能性）を含むことを前提としなければならない。この事由等から利子税償却費控除前利益等の加工指標の利用は操作可能性を可能な限り除外する思考で在る。但し、利子は過年度の資本調達額、償却費の控除額は、営業資産投資累計に関連することから、

過年度指標となる期間指標とするには課題が在る。営業外資産は営業外利益を生むと考える。

N社は平成24年3月期、営業外費用に為替差損27,768百万円、平成25年3月期は営業外利益に「為替差損益」39,506百万円を計上することで営業損失を為替差益が補い経常利益(10,482百万円)を計上させる。為替ヘッジ取引等が為替リスクを分散することは可能であると判断可能で在るが、在外取引通貨の変動等の経営管理不能事象であり、さらに、保有する営業外資産は市場の利回りにも左右されること等から企業の業績を判断する指標にもならない。営業資産の投下に対する業績指標の選択も課題で在る。受取利息等を営業外資産に対応する代理指標として試算した(表1)³³⁾。当然、既存の指標と相違する値が算定される。

企業は経営方針等により資産構成を選択する。選択する資産構成は資産から稼得する収益・キャッシュフローの構成等に差異を生む。分析者は業績評価等を行う場合、資産構成と収益性等の関係を等閑視することはできない。先の区分試算に準じてT社(合成繊維)と検証すると、総資産に占める営業資産の割合は平成18年3月期、82.2%、平成25年3月期、85.4%(表2)と推

表2. T社資産分類

	平成18年3月期	平成25年3月期
資産合計	1,537,422	1,731,830
流動資産	662,290	796,732
営業資産	643,122	775,327
固定資産	875,132	935,098
営業資産	621,388	751,201
Ab 営業資産(計)	1,264,510	1,478,699
Af 営業外資産(計)	233,240	186,013
α その他	39,672	67,118
営業利益	93,043	83,436

出所)T社有価証券報告書から作成した。

計され、N社と比較して高い値を示す。営業外資産は主に「投資有価証券」が占め、短期に運用する営業外資産の保有は僅少で在り、このことから同社は、営業外資産等を保有しない方針で在ること、創出したキャッシュを営業資産へ再投資していると推定できる(表2)³⁴⁾。T社は製造事業を営む企業で在る。本来、本業(繊維事業・繊維関連事業等)とする営業資産への投下が企業経営の姿勢を貫いているとも言える。営業外資産の運用成果は、営業資産の運用成果には及ばない。一時的に営業資産の成果が上回ることも在るが、継続して営業外資産が営業資産の成果を上回るとはな

い。

さらに、投下した資本の運用形態「資産」(A)は、企業会計の枠組から作成される財務情報から、営業資産と営業外資産に区分し、この区分に明確に所属させることが困難な繰延税金資産等³⁵⁾の収益・キャッシュを創出すると判断できない「その他資産」等(α)が区分する(表2)。

$$A = Ab + Af + \alpha$$

但し、企業は「集団」を形成している。企業集団の形成態様は、企業により差異が在り、さらに、事業が多岐にわたり、主たる事業活動を明確にすることが困難となっている。また、経済・事業環境の変等により隣接事業が主たる事業へ変遷することも在る。これにともない投下される資本の運用形態、資産の構成も変遷する可能性が在る³⁶⁾。

2. 事業部の質と評価

企業の財務業績は複数の事業活動、事業活動の成果を集計・集合した「成果」で在る³⁷⁾。投下された資本は「資産」の値として集計されるが、これはプロジェクト、事業部活動、製品別等に投下された資本運用の累積集合値で在る。さらに、投下した資本の運用形態の一部を示す営業資産 (Ab) は、事業別セグメント別 (Da, Db, Dc)、製品別、地域別等に投下されていることを考えれば、事業別等に区分して、収益性、キャッシュ創出力等を評価しなければならない。但し、事業活動に投下された共通資産 (λ) 等が存在する (4式)。それぞれの事業が出す収益、利益、キャッシュに差異 (「事業部の質」) が在る。この指標は事業・製品・地域戦略等の評価指標となり、この指標の集計値が企業全体の指標を構成する。しかし、財務情報の分析者は事業部・セグメントへの資本の投下等に関する情報取得に限界で在る。

$$\begin{aligned} Ab &= Da(a) + Db(b) + Dc(c) + \lambda \\ Op &= Op(a) + Op(b) + Op(c) + \lambda \\ CFO &= cfoD(a) + cfoD(b) + cfoD(c) + \lambda \quad \dots\dots (4) \end{aligned}$$

企業は複数の事業部から構成され、その事業の総合体が「企業」で在る。事業は独立した「関係会社」等が担うことも在る。事業別に収益力、収益性、キャッシュ創出力 (「事業部の質」) は相違する。経済環境の可変は、事業の可変をもたらし、企業の戦略の変換、事業の整理、売買等も行われる。事業部の成果が企業の社会的評価、企業全体の存続を支えている場合も在る。経済社会に開示される財務情報は事業部別の成果で在る。企業は事業別に資本を投下が決定され、その総計が投資額となる。この事業別の収益力等を測定する情報は各会社により相違するが、事業別の投下資本 (資産)、資本的支出等、限られた情報ながらセグメント別に開示されている。

しかし、現在作成開示されている「報告セグメント」の資産情報には営業外資産を含む。明確にセグメントが利用する営業資産は算定できない。さらに、「調整額」として示される管理部門、共通資産の存在は事業別の成果を正確に確定できない (表3)。このため、営業利益と営業資産の関係、「事業部収益性」を明確に確定できない³⁸⁾。営業外資産への投資は、事業部の責任で行われるものではない。企業内では、地域別セグメントを含めて明確に区分されていると思量する。事業部等を構成する子会社、関連会社、事業部自体の売却、事業再構築の場合には、不採算事業の売却・整理等が企業経営の課題として取り上げられる。企業が永続するために営業資産に投資された資本から創出した、事業部営業利益・事業部営業キャッシュであり、最終利益 (当期純利益) ではない。最終利益、包括利益は非連続な経済活動に直接関連しない計算項目が入り、可変性が高く、業績指標とするには倫理的な説明力が不足する。

現在のセグメント情報から、「資産」「セグメント資産」を営業資産の代理変数としてセグメント別の収益性指標等を試算した (表3,4)。事業部の収益性等の評価は、企業全体の業績、投資活動、収益性等の関連性を示す判断指標となると思量する。試算の結果 (表3,4) から、投下される

資本の規模の変遷、事業部別の収益性、回転率等の差異、成長事業等が読み取れる。2013年3月期、事業別セグメント情報は、前期に比較して「営業利益」「営業費用」の集計区分がなくなり、セグメント別の収益性の算定に工夫が求められる（表4）。

既存のセグメント別情報の事業部門の資産合計が、貸借対照表に計上された資産総額と一致す

表3. 事業の種類別セグメント情報

単位百万円

	繊維事業	プラスチック・ケミカル事業	情報通信材料・機器事業	炭素繊維複合材料事業	環境・エンジニアリング事業	ライフサイエンス事業	計	消去又は全社	連結 (E)
売上高及び営業損益									
売上高									
外部顧客に対する売上高	580,549	337,978	234,994	52,714	154,135	67,118	1,427,488		1,427,488
セグメント間の内部売上高又は振替高	647	28,853	7,107	1,034	58,631	16,963	113,235	(113,235)	
A 計	581,196	366,831	242,101	53,748	212,766	84,081	1,540,723	(113,235)	1,427,488
B 営業費用	560,509	348,347	210,837	41,928	207,846	77,628	1,447,095	(112,650)	1,334,445
C 営業利益	20,687	18,484	31,264	11,820	4,920	6,453	93,628	(585)	93,043
資産、減価償却費及び資本支出									
D 資産	486,465	420,098	298,937	114,477	169,894	107,221	1,597,092	(59,670)	1,537,422
減価償却費	22,541	18,281	14,399	4,613	2,522	2,969	65,325	(881)	64,444
資本的支出	23,254	28,112	26,668	20,213	2,163	5,280	105,690	(1,563)	104,127
D/E セグメント資産割合（概算）	31.64%	27.32%	19.44%	7.45%	11.05%	6.97%			100.00%
A/D 資産回転率	1.19	0.80	0.79	0.46	0.91	0.63	0.96		0.93
C/A 資産営業利益率	4.25%	4.40%	10.46%	10.33%	2.90%	6.02%	5.86%		6.05%

出所) T社有価証券報告書第125期（平成18年3月）。

表4. 事業の種類別セグメント情報

単位百万円

	繊維事業	プラスチック・ケミカル事業	情報通信材料・機器事業	炭素繊維複合材料事業	環境・エンジニアリング事業	ライフサイエンス事業	その他	計	調整額	連結財務諸表計上額 (D)
売上高										
外部顧客に対する売上高	632,150	395,835	237,593	77,620	178,355	56,599	14,127	1,592,279		1,592,279
セグメント間の内部売上高又は振替高	839	27,946	7,403	652	64,485	1	16,301	117,627	△ 117,627	
A 計	632,989	423,781	244,996	78,272	242,840	56,600	30,428	1,709,906	△ 117,627	1,592,279
B セグメント利益	43,222	18,302	22,959	7,299	2,628	7,456	1,557	103,423	△ 19,987	83,436
C セグメント資産	456,704	456,669	334,140	233,085	176,568	69,087	47,238	1,773,491	△ 41,661	1,731,830
その他の項目										
減価償却費	15,572	17,704	15,850	11,760	2,626	1,905	1,257	66,674	914	67,588
持分法適用会社への投資額	16,308	36,686	3,205	224	6,938	2,933	5,075	71,069	△ 631	70,438
有形固定資産及び無形固定資産の増加額	27,297	24,521	23,393	15,561	4,251	4,488	889	100,400	△ 1,265	99,135
C/D セグメント資産割合（概算）	26.4%	26.4%	19.3%	13.5%	10.2%	4.0%	2.7%			100.0%
A/C 資産回転率	1.38	0.87	0.71	0.33	1.01	0.82	0.30	0.90		0.92
B/C 資産利益率	9.46%	4.01%	6.87%	3.13%	1.49%	10.79%	3.30%	5.83%		4.82%

出所) T社有価証券報告書（2013）から作成した。

注) 各セグメント別の計算は「調整額」を按分等していない。したがって、各セグメント合計と貸借対照表計上額は一致しない。

ることは、事業部活動の成果として営業外資産が生む事業部が推測できない。事業部の成果として創出したキャッシュの経営外資産への運用は、企業全体を管理運用する部門が担い事業部の責任の下で行われることはない。このため開示セグメント別報告書の集計値には事業部が管理不能な資産を含むことになる。さらに、現在、セグメント別の CFO、「資本調達」³⁹⁾等を分析する情報が開示されていない。経営者等は内部情報として、これらの財務情報は認識測定され、事業部評価に利用されていると予想される。少なくとも、企業の業績、収益性等を評価するには、事業別の営業活動から生み出すキャッシュ創出額の開示が業績評価に求められる。

企業の事業別時系列情報は企業集団の時間経緯等で主力事業、投下資本・事業規模、収益性等の変遷を示す。この時系列情報から企業のなかで比較優位に在る事業、収益・利益稼得事業を得る。稼得収益・利益、キャッシュ創出力等が乏しい等の事業は売却・整理対象となる可能性が在る。主力事業の再建等に稼得収益等が在る事業を売却し、再建資本に充当することも在る。

結論

営利企業に経済資源を委託し、その成果を評価する分析者等は、可能な限り最大の利益(利潤)を得ることを期待する。分析者の視点は企業の「財務業績評価」を利潤目的に準拠した「収益性・収益力」等を頂点とする。現在、経済社会は利益指標を財務業績指標に据え投資行動の判断指標となる。分析者が利用する財務情報は社会制度として決められた範囲に限られる。企業の全ての経済活動の認識・測定され、情報として報告される仕組みにはない。分析者の財務情報の利用可能性と分析可能性には限界が在る。経営者と分析者との情報の非対称性を可能な限り取り除き、財務情報の再構築し、業績評価を行うことが希求される。

財務情報から算定する収益性指標で在る ROI 指標等は、財務情報の特質から将来を見据えた指標でも、リスク要因を含む指標ではない。財務情報は企業が統制可能な要因以外の要因を含み、会計方針等の選択も存在することから、選定する評価指標には操作されている可能性が在る。経済論理の視点から収益性の指標を営業資産と営業利益の関係、透明性の高い CFO 指標から算定し、企業目的を「営業活動によるキャッシュ創出に在る」と転換する。さらに、企業は事業・事業部の総合体との視点に立ち、企業の経済的資源の効率的運用には事業部別等の業績評価を行うことがもとめられる。現在の情報公開では、事業部の収益性等の評価は困難で在ることから詳細な営業資産、キャッシュ情報等の開示が求められる。

「業績」は結果思考で在る。行った事実とその結果の関係として算定される。結果の評価(業績評価)は、評価指標に評価時点以後に生じる期待値を含まない。企業は資本の投下(資産取得等)を時間の変数を含めた「期待」にもとづいて実施する。期待にもとづいた成果を判断する場合に、その指標には期待値を含めるべきではない。比較可能性の問題を生じさせる。期待と結果との差異の評価に恣意性(管理不能要因)を含めることは評価に偏向を生む。

収益性等を中心とする業績評価は企業評価と関連するが、視点の相違、評価する指標等も相違する。業績と企業評価の関連は、期待値（Ex-ante）を超過する成果が算定された場合、「利潤・利益・価値」を創出する思考で在る。自己資本（株主）の期待値、（株主）資本コストを超過する「残余利潤」、企業経済価値創出等の視点で在る。経済利潤、市場付加価値（market added value, MVA）等は経済利潤の現在価値で在り、投下資本と簿価と市場価額との比較した値で在る。現在の財務情報に経済利潤等の認識・測定の仕事は存在しない。所与の財務情報を加工すること等して算定される。業績は結果思考の指標で決定される。

- 1) 財務業績指標（financial performance measures）を設定目的は、1) 経営組織体の経済的資源の効率的配分を目的する財務管理の判断指標、2) 経営組織体の組織目的・目標を形成する主たる判断指標、3) 経営組織の内部利用として指標として、経営者等の組織構成員を動機づけ、統制させる指標として機能させることに在る。業績指標は、財務・非財務指標の統合、バランススコア等、統合された枠組が希求される。

Neely Andy, *Business Performance Measurement, Theory and Practice*, Cambridge, 2002, pp.3-21

- 2) 企業会計の仕組みから算定される財務情報を企業分析・企業評価等に利用することに疑義が唱えられる。企業会計が保持する仕組みから生まれるもので、会計基準の変異性・選択可能性（操作可能性）、測定時点の価値の異質性（費用配分、インフレ、貨幣価値）等により企業比較、期間比較の経済的有意性等への疑義で在る。企業会計は、仕組みが持つ不足を補うべき諸方針を試みてきている。経済組織体の経済活動を認識・測定し、情報に転換する仕組みを備えているのは企業会計以外にない。情報の利用者が共通の認識を保持するのは「財務情報」で在ると思量する。
- 3) 企業・経営者は、年度目標利益等を設定している。業績評価者は自己の設定した目標（target）利益額、目標収益率を設定し、事業成果を判断する。目標利益等は投資者等の期待利益ではない。経営者、企業、諸管理者の達成目標を示す。目標利益は株主向情報として公開される。しかし、この公表される目標利益（利益率）を、期待利益（率）として、投資行動等を行う投資者等は存在しない。企業の目標利益は投資者等の期待利益の説明にはならない。視点が相違する。
- 4) 投入と産出等の関係は物的生産性（要素生産性）と価値的生産性に区分される「生産性」（Productivity, Produktivität）の測定指標でも在る。投入と産出等の指標として「一人当たり生産高」「一人当たりの売上高」等の指標は、前者が物量と物量の組合せ、後者は物量と価値との組合せの関係で在るが、視点、枠組等を明確にしないまま、「評価」「分析」が行われている可能性が在る。視点等を明確にしない場合、算定する指標が経済的に意味をなさない。評価するための枠組の設定が設定されることが、評価等が行われる前提、所与で在る。そこから生まれる結果（算定結果）は、利用して枠組みの限界が在り、その限りの指標で在る。
- 5) 株価を被説明変数とし、財務情報を説明変数とする分析モデルは、期待値を反映した株価を歴史情報（実績）が主とする財務情報との相関を立証する。このモデルは財務情報が歴史情報であると認識したうえで、財務情報に経済的意味が存在することを見出す方法でも在る。
- 6) Pamela Peterson Dranke & Frank J.Fabozzi, *Analysis of Financial Statements*, Third ed, Wiley, 2012, p.209.
- 7) 投資収益率（Return on Investments, ROI）等で測定する「伝統的」財務業績指標は統一的な経済社会の枠

組から比較可能性等を有するが、ROI 指標が保持する特質から、経済利潤、経済付加価値、市場付加価値、キャッシュ付加価値等の指標が業績評価指標として位置づけられる。

Ibid.,pp.207-237.

- 8) 木村敏夫「企業評価の財務的接近」小椋康宏編著『第二版経営学原理』学文社,2007年,188-207頁。
- 9) 業績指標、評価指標とするには、株価は多くの要因、情報を含むことで成立する。株価を成立させる要因を分解することができない。期待値を示す総合指標の一つで在る。
- 10) 期待収益、資本コスト (Cost of Capital) 等を指標に含ませることは、期待した価値が実現した場合、「価値・利潤」創出を得たと思考する。
- 11) 企業会計の枠組は、「株主資本コスト」を費用認識しない。したがって、企業の目的、目標を株主価値・株主の富の極大化等とする仮説と論理と一致しない。
- 12) 分析者自身の投資行動への期待と結果の関係から算定することは可能で在る。
- 13) さらに、IR 情報、知財情報、環境情報、統合報告書等の情報も分析等に資することが可能で在る。しかし、開示情報が拡大することと、企業の分析可能性の拡大とは一致しない。
- 14) 関係数で測定することは、企業規模の「変数」を除外して、相互の比較、時系列の比較を可能とする。R の値が「収益」の場合、収益力、「利益」(accounting profits)、「キャッシュフロー」(cash-flow) の場合を収益性等の指標と理解する。
- 15) William L.Ferrara.,Accounting for Performance Evaluation and Decision Making,*Management Accounting*, December,1976,pp.13-19.
- 16) 費用構成を変更等することで、利益創造、企業は経済的資源の費消を行う経済体、経済的資源の無駄を、費用削減は報告利益を創出するが、キャッシュを創出することにつながらない場合も在る。
- 17) 経営者による操作可能性は、営業上生じた利益を営業外利益・特別利益に区分することも裁量可能とされる。
- 18) 株式会社 L グループ第 71 期有価証券報告書 (108-109 頁) は、「調整額」が子会社を含めた余剰資金の運用、管理部門 (共通) の資産で在ることを示している。
- 19) 須田一幸・花枝英樹「日本企業の財務報告—サーベイ調査による分析」『証券アナリストジャーナル』Vol.46, No.5,51-69 頁。
- 20) 限られた地域に限定された事業活動を行っている「会社」等は存在する。しかし、このような会社の経済活動は、「会社」と「経済」の関係を分析する視点からすれば創出、これを除外することに大きな差異はないと思量する。
- 21) 地域の事業活動の成果も、地域を構成している関係会社等の集合情報で在る。一部、文章化された情報として開示されているが、経営者は詳細な地域経済活動情報を得て、事業の撤退等を決定している。
- 22) 収益力・収益性が存在しても、収益・利益とキャッシュの相関が存在するとは限らず、企業成長に必要な資本が存在しない場合も在る。企業規模 (企業成長) 拡大に希求される資本は外部から調達することは可能であるが、継続した外部資本の調達が困難で在ることから企業の維持、収益力、債務返済能力等の判断指標は「投下した資本からのキャッシュ創出力」に収束する。
- 23) エレクトロニクス (モバイル)、音響機器、音楽、金融等の事業を手懸ける S 社は、長年、S 社を支えてきたエレクトロニクスが業績不振で在る。投下されている資本は同部門が最大で在る。一部、事業を売却し、同部門等を立て直すことを決定している。これは最大の資本を投下している同事業を再生しない

- 限り、企業集団の存続可能性が困難で在ることをも示唆する。
- 24) 営業利益に「営業外利益」を加算した「事業利益」と諸資産等との関係指標を使用する。事業資本、事業資産と関連しない限り、事業利益を基礎に算定される収益性等の指標の経済的意味はない。
- 25) Eberhard Schult., *Bilanz Analyse*, 4. Auflage, Rudolf Hauf Verlag, 4. Auflage, 1980, S.288ff.
 Förche, Manfred Kropp, Jorg Huß, *Unternehmens-Finanzierung, Finanzierungsformen-Finanzanalyse- Finanzplanung*, Economica Verlag, 1993, S.4ff.
 Jakob Viel., *Betriebsanalyse*, Verlag des Schweizerischen Kaufmännischen Vereins, 1950, S.137ff.
 亀川俊雄『体系経営分析論』昭和 56 年, 白桃書房, 90-93 頁。
 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)。
 業績を評価する場合、経営外資産(金融資産)への資本の投下の決定の責任所在に差異を生じる。
- 26) 娯楽製品の開発製造販売等を行っている N 社は、事業年次により総資産に占める営業外資産・金融資産が約 90%に達している期(第 68 期)が在る。このような場合、資産構成の視点から娯楽製品を主事業とする「企業」と見なすには限界状況に在ると言える。
 資産区分と同時に、資本調達等も再分類を試みた。但し、I と R の関係として算定する収益性を測定するには、資本源泉は無関係で在る。
- 27) 超優良企業ほど資産構成に占める営業外資産の割合が大きくなる傾向に在る。しかし、営業外資産構成は多く成ればなるほど、企業全体の収益性(力)は減退する。営業資産が営業外資産の収益力、キャッシュ創出能力を超過することに在る。余裕資本は、企業の維持、企業成長のために、戦略的な事業運営、企業買収等に利用されることになる一時運用の投下した資本で在る。
- 28) 例えば、金融機関は主たる事業内容は「融資」で在る。金融機関の保有する「有価証券」は資産構成の約 1/3 (TU 銀行第 6 期有価証券報告書)、有価証券利息・配当金も経常損益も貸付金利息の約 1/3 に達する。営業活動とも営業外活動とも見ることができる。
- 29) 附属明細書、主な資産負債、を確認することで営業資産と営業外資産を一定の程度、把握できる。
- 30) 「運転資本(資金)」区分を設けるとすると、定期預金等は一括、現金預金として取り扱われ、運転資金項目とされる。
- 31) N 社は、製品市場は寡占状態に在り、事業成長が限られている。金融資産を利用する経営方針(戦略)に転換する時期が生じる。経営外資産の運用は、会社全社の責任部署(経理・財務部等や外部委託、外部子会社・関連会社)で行われている可能性が高い。経営外資産を除外しない限り、収益性等の指標は、ノイズを含むことになる。管理不能な要因でも在る。収益(売上高)は最大期(第 69 期)に比較して、会社の収益力は第 73 期(平成 25 年 3 月) 1/3 に低減している。しかし、資本の運用を示す「資産」規模、資産構成、有形固定資産の規模等の差異が時系列で生じる。
- 32) 営業不振等で一時的に営業外資産の収益等が営業資産の収益を上回ることが在る。永続することは稀である。この事象が継続的に生じるならば、企業は業態を変革したと見ることができる。
- 33) 算定された指標は 10 年程度の時系列を取らなければ事業の趨勢は理解できない。
- 34) T 社と比較される J 社も、営業資産の割合が 89.6% (147 期有価証券報告書)に達している。また、営業外資産をする投資有価証券は「取引」関連として保有されていることも否定できない。
- 35) 発生項目の問題として捉えることもできる。財務諸表作成者の裁量が委ねられ責任の所在は不明確にな

- る。利益操作の可能性が在る。
- 36) T社は合成繊維製造会社として創設された。現在、セグメント情報（主に6事業部）から、繊維事業と化学製品事業の投下された資本がほぼ等しい。さらに、同社は情報通信材料・炭素繊維・環境事業等の資本が投下されている（第132期有価証券報告書）。事業環境等により資本運用形態も変遷する。
- 37) 事業持株会社、持株会社として形成される場合も在る。さらに、事業セグメントは、製品別・商品別・サービス別等から構成される。さらに、下位区分へと構成要因を分割することが可能となる。成果を測定するとならば、かかる下位の指標を測定しなければならない。
- 38) 米国会計基準に準拠する会社の有価証券報告書は事業別の諸情報を公開している。それでも、事業別の業績等を評価する場合、有価証券報告書の定性情報等を丹念に検証し、子会社、関連会社別の所属事業部、設備投資額、年度投資額、減損、のれん等の情報を蒐集しなければならない。
- 39) 事業部が内外の資本を調達する権限が付与される可能性は少ない。事業別の有利子負債、資本コストの算定も困難で在る。とならば、事業別・製品別等の期待収益率等が設定されていることは資本源泉に関連した費用等の控除前利益が評価に利用されなければならない。

[主な参考文献]

- Belkaoui Ahmed., Accrual Accounting and Cash Accounting: Relative Merits of Derived Accounting Indicator Numbers, *Journal of Business Finance & Accounting*, Summer, 1983, pp.299-312.
- 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*, Vol.LXII, No.4, October, 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.
- Charitou, Andreas and J. Edward Ketz, Valuation of Earnings, Cash Flows and Their Components: An Empirical Investigation, *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, Fall, 1990, pp.475-497.
- Dechow M.Patricia, Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance, the role of accounting accruals, *Journal of Accounting and Economics*, 18 (1994) , pp.3-42
- Dechow M.Patricia, Hutton P.Amy, Sloan G.Richard., An empirical assessment of the residual income valuation model, *Journal of Accounting and Economics*, 26 (1999) , pp.1-34.
- 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.
- Edwards Jeremy, Kat John, Mayer Colin., *The Economic Analysis of Accounting Profitability*, Oxford, 1978.
- 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.
- Franklin J.Plewa, Jr and George T.Friedlob., *Understanding Cash Flow*, Wiley, 1995.
- Gombola, Michael J. and Ketz J. Edward, A Caveat on Measuring Cash Flow and Solvency, *Financial Analyst Journal*,

- September/October,1983.,pp.66-72.
- Greenberg Robert R., Glenn L. Johnson, and K. Ramesh, Earnings versus Cash Flow as a Predictor of Future Cash Flow Measures, *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, Fall, 1986, pp.266-277.
- 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.
- Ijiri Y.,Cash Flow Accounting and Its Structure,*Journal of Accounting,Auditing and Finance*,Vol.No.4, Summer 1978,p.341-48
- Ijiri Y.,Corporate Recovery Rate and Cash Flow Accounting,*Financial Executive*,March,1980,pp.54-60
- Jacobson Robert.,The Validity of ROI as a Measure of Business Performance,*The American Economic Review*,June 1987,pp.470-478.
- Lev Baruch.,Corporate Earnings:Facts and Fiction,*Journal of Economic Perspectives*,Vol.17,No.2 (Spring) ,pp.27-50
- Lerner M.Eugene and Carleton T.Willard.,*A Theory of Financial Analysis*, Hartcourt,1966 (石黒隆司・宮川公男訳『財務分析の理論－新しい企業金融論－』東洋経済新報社,昭和47年) .
- Moses O.Douglas,Cash Flow Signals and Analyst's Earnings Forecast Revisions,*Journal of Business Finance & Accounting*,Vol.18,6,November,1991,pp.807-832.
- Neely Andy.,*Business Performance Measurement,Theory and Practice*,Cambridge,2002.
- Oxelheim Lars.,Macroeconomic Variables and Corporate Performance,*Financial Analyst Journal*,July/August,2003, pp.36-50.
- Peterson Pamela Dranke & Fabozzi J Frank.,*Analysis of Financial Statements*,Third ed,Wiley,2012.
- Pinches E.George,Mingo A.Kent and Caruthers J.Kent.,The Stability of Financial Patterns in Industrial Organization, *The Journal of Finance*,Vol.28,No.2,May,1973,pp.389-396.
- Salamon L.Gerald.,Accounting Rates of Return,*The American Economic Review*,June,1985,pp.495-504.
- Salamon L.Gerald.,Cash Recovery Rate and Measures of Firm Profitability,*The Accounting Review*,Vol.LXII,No.2, April,1982,pp.292-302.
- Soenen A.Luc.,Cash Conversion Cycle and Corporate Profitability,*Journal of Cash Management*,July/August,1993, pp.53-57.
- Venanzi 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*,October,1989,pp.624-652.
- 亀川俊雄『体系経営分析論』白桃書房,昭和41年。
- 亀川俊雄「経済的富の最大化と経済利潤の最大化－経営経済的意思決定の基準をめぐるって」『経営論集』（東洋大学）第14・第15号（1980年）,1-22頁。
- 亀川俊雄「会計利益とキャッシュフロー・プロフィットをめぐる若干の問題」『経営論集』第21号,1-20頁。
- 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。