

ラバポート企業評価論の会計的考察

佐 藤 倫 正

1 序

A. ラバポート (Alfred Rappaport) の近著『株主価値の創造¹⁾』で展開されている企業評価論を会計の立場から検討するのが本稿の課題である。

従来、企業評価論は財務論の領域として考察された。ラバポートの企業評価論も、すでに財務論の研究者からの紹介がなされている²⁾。それにもかかわらず、企業評価論を会計の立場から考察するには十分な理由がある。

第一に、企業評価のプロセスに、会計上の概念あるいは数値が不可避的に関与するからである。それらの数値は、あくまで企業の公表財務諸表との関連で解釈される必要があるから、そこには会計的考察に頼らざるをえない部分が出てくる。ことに、ラバポートの企業評価論を理解するためには、会計的考察を抜きにしては描き出せない局面がある。

第二に、今日の会計の役立ちを考える場合、企業評価目的での利用が無視できなくなっているからである。ことに、米国や日本のような高度に発達した証券市場を持つ国では、投資家による会計情報利用が重視されるようになり、これに伴って、近年、利用者指向会計への関心が高まっているが、それにもかかわらず、その具体的展開となると手詰まりの状況になっている。そこで、この状況を打開するためにも、投資家による会計情報の利用の仕方を理解する糸口として、アナリストによる企業評価を視野に収める必要が出てきていると考えられるのである。

そこで、以下では、ラバポートの企業評価論の成立の背景を眺めたあと、そ

の基本的な考え方と企業評価手法の概要を確認し、次いで、その企業評価手法に上述の立場から検討を加えることにする。

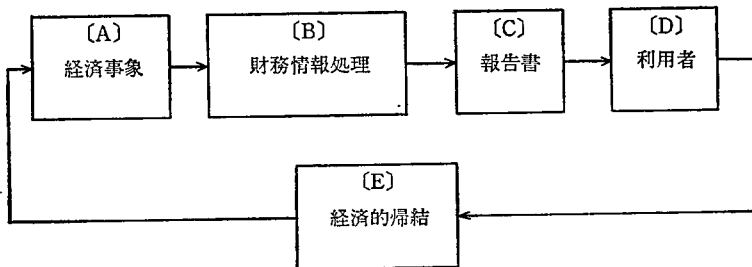
- 1) Alfred Rappaport, *Creating Shareholder Value*, The Free Press, New York, 1986.
- 2) 村松司叙著『企業合併・買収』東洋経済新報社、平成元年。

2 成立の背景

(1) 会計の対象領域の拡大

近年、財務会計の研究対象が広がりつつある。ラバポートの企業評価論は、この会計の対象領域の拡大を抜きにしては語れない。そこで、この状況を、下の概念図を用いて、もう少し具体的に明らかにしておこう。

図-1



従来の、いわゆる伝統的会計は、主として、企業に生起した経済事象を [A]、所定の（発生主義会計と呼ばれる）システムによって処理し [B]、一組の会計報告書によって報告する [C]、までを範疇に収めていた。そこまでの手続きによって、①会計責任の解除、あるいは、②配当可能利益の算定、あるいは、③移動する株主の間の利害調整、という職能が果たされ³⁾、会計はそれで完結すると見做されていた。利用者による会計報告書の利用を全く無視していたわけではないが、それは、財務諸表分析の領域として伝統的会計の本論からは、はずされていたのである。

これに対して、近年、財務報告の目的が再び問い直され、その過程で、会計研究は利用者による利用 [D] に着目し始めた。さらに、企業が公表した会計数値あるいは採用した会計方針などが、外界にどのようなインパクトを与えるかという意味での経済的帰結 [E] までを対象に収めるようになっていく。市場の効率性を前提とした研究や、倒産予測などはこの領域の研究に属する。このような研究領域拡大の理由は、私見によれば、上述の①—③以外の目的が優勢になって来たからであり、かつ、台頭しつつある目的を念頭に置くと、従来のシステムが十分に機能していない、あるいは、伝統的概念フレームワークが現実から遊離しているという認識が出てきているからに他ならない。新しいタイプの実証的会計研究は、その証拠を捜し始めていると考えられる。

ところで、これまでは、証券市場の反応のような [E] の領域での研究が（特にわが国では）先行してきた。しかし、会計情報とその経済的帰結の関係を問題にするのであれば、[D] の段階で、個々の利用者が、会計情報を経済的意思決定に結び付ける方法を究明することも、劣らず重要である。この段階での情報操作をブラック・ボックスにしておいて、それらの集合としての経済的帰結だけに着目するのは、片手落ちである。たとえば、市場で形成される証券価格は、個々の投資家の個々の反応の集合であることを否定できない。[D] の次元でも会計情報の有用性を検証することができれば証拠は強力であろう。

ラバポートの企業評価手法は主として経営者を念頭に置いている。しかしアナリストによる利用を否定していない。この意味で、『株主価値の創造』は昨今の会計の研究動向に照らして、注目に値すると考えられるのである。

（２）『株主価値の創造』の原点

『株主価値の創造』に先行するラバポートの著作を眺めておくことは、当書の成立の背景を理解する上で有益であろう。

ラバポートの企業評価論のひとつの原点と考えられるのは、『株主価値の創造』の17年前に刊行された、AAAの「外部報告委員会報告書」である⁴⁾。ラバポートは、その委員会の6人の委員の一人であった。

当時の米国では、対応概念を至上とする伝統的会計思考は、二つの立場から

厳しく批判されて始めていた。第一は、資産負債の意味を問い直して貸借対照表の意義を回復しようとする立場、第二は、対応概念を捨て去ってキャッシュ・フローの報告を優先させようとする立場であった。前者がスプローズの立場であり、これは、その後、FASBの基本的立場となった。後者が、AAAの外部報告委員会の立場でありラバポートの立場でもあった。ラバポートは、この立場から、スプローズの貸借対照表観に反対したものであった⁵⁾。

また、ASOBATが公表されて間もない当時は、利用者指向アプローチが優勢になりつつあったが、利用者指向会計を展開するにあたって、さらに別の二つの立場が対立していた。第一は、利用者の意思決定モデルは正確にはわからないから、会計は、有用と考えられるデータを併記するのがよいとする立場であり、事象アプローチと呼ばれた⁶⁾。第二は、特別な名称は与えられなかったが、利用者の意思決定モデルを仮説として取り上げて、そのモデルへの有効なインプットとなる会計情報を選別し、それに照らして、伝統的な外部報告実務を評価し、さらに、有用かつ実行可能な開示手法を勧告する、というアプローチであった。

実は、この第二のアプローチは、外部報告委員会がとった立場であった。ラバポートはこの頃から、投資家の報酬評価モデルと企業のキャッシュ・フローに関心を持っていたと考えられるのである。

『株主価値の創造』に先だって二つの論文による足場がたがなされていた。ひとつは、「インフレ時における企業成長力の測定」と題された⁷⁾。いまひとつは、「より利益の上がる買収のための戦略的分析」と題された⁸⁾。ともに、1979年のHBR誌に相前後して掲載されている。前者では、インフレーション時に営業規模を維持して余るキャッシュ・フローの求め方が検討された。

ラバポートの企業評価モデルは、後者で展開されたが、そこでは、企業買収という限定された状況で、納得の行く企業価値を求めることに主眼がおかれた。そこでは、キャッシュ・フローを現在価値に割引くモデルが示されたが、分子たるキャッシュ・フローの求め方にはそれほど詳しい言及はなかった。

「株主価値の創造」は、その7年後に著された。そこでは、企業が買収を含

む様々な戦略行動をとろうとする時の業績評価にまで、同じ手法の適用範囲を広げた。また、その手法がアナリストによる企業評価にも使えることを示唆した。本稿では、この利用局面に着目している。

以上要するに、ラバポートの企業評価論を、会計の目的の見直しが進行し、会計の研究対象が拡大し、発生主義利益の意味が問い直されるという一連の変革の流れの中に位置づけるのが、本稿の基本的立場である。

- 3) 新井清光稿「我が国における会計職能の将来：主として会計規範の領域について(2)」『JICPA ジャーナル』1989年5月号、16ページ。
- 4) AAA, "An Evaluation of External Accounting Practice: A Report of the Committee on External Reporting", *The Accounting Review Supplement* to XLIV, 1969. pp. 78—123. 法政大学会計学研究室訳『基礎的会計理論の展開』(第3部) 同文館 昭和48年。
- 5) Alfred Rappaport, "Discussion of 'The Balance Sheet—Embodiment of the Most Fundamental Elements of Accounting Theory'", Zeff and Keller ed., *Financial Accounting Theory I: Issues and Controversies*, 2nd ed., 1973. pp. 117—122.
- 6) Goerge H. Sorter, "An 'Events' Approach to Basic Accounting Theory", *The Accounting Review*, January 1969, pp. 12—19.
- 7) Alfred Rappaport, "Measuring Company Growth Capacity During Inflation", *Harvard Business Review*, January-February 1979, pp. 91—100.
- 8) Alfred Rappaport, "Strategic Analysis for More Profitable Acquisitions", *Harverd Business Review*, July-August 1979, pp. 99—110.

3 株主価値アプローチ

(1) 基本的な考え方

『株主価値の創造』を構成するいくつかのキーワードを明らかにしておくことは、本書の狙いと概要を理解する上で有益であろう。

表題に表れている「株主価値」とは、株主であることの価値を意味する。それは、企業価値から負債を控除して求められる。負債の金額は、通常、信頼性をもって測定されるから、株主価値は企業価値に依存している。したがって、

「株主価値の創造」は、企業価値を増加させる。それでは、どのような時に企業価値は増加するか。ラバポートによれば、それは、企業の行う投資が、その資本コスト以上の報酬をもたらす時である。このような立場にたつて、投資、すなわち企業戦略の価値を会計的に測定しようとするのが、『株主価値の創造』の狙いである。

また、『株主価値の創造』では、株主報酬という概念が前面に押し出されている。これは、配当と株価の上昇の合計であると定義される。株主にとって最大の関心は株主報酬にあるとするのが、ラバポートの基本的立場である。ラバポートは次のように言う。

「企業戦略は、企業が、配当と株価の上昇分の合計としての、株主のために造り出された経済的利益で判断されるべきである。経営者が、代替的な戦略を検討している時、持続的な最大の競争優位をつくりだすと期待される戦略が、同時に、株主にとって最大の利益を生み出す戦略でもあろう⁹⁾。」

問題は、企業価値を何にもとづいて計算するか、である。この疑問には、先の引用に現れる「経済的利益」という用語が回答を与えている。これは、企業価値測定の前よりどころは会計的利益ではなくキャッシュ・フローであることを意味している。ラバポートは次のようにも述べている。

『「株主価値アプローチ」は、(市場占有率の拡大を狙った投資、戦略的投資、合併及び買収、資本支出といった)投資の経済的価値を、予測されるキャッシュ・フローを資本コストで割引くことによって見積る。ひるがえって、これらのキャッシュ・フローは、配当と株価の上昇からもたされる株主報酬の基礎になる¹⁰⁾。』

以上から、株主価値アプローチの概要が浮かび上がってこよう。株主価値アプローチにおいては、第一に、配当と株価の上昇の合計としての株主報酬という概念を持つこと、第二に、将来キャッシュ・フローの割引計算による企業評価モデルが「中央演算装置」になっていることである。

(2) 株主報酬と発生主義利益

発生主義利益よりもキャッシュ・フローを優先させることは、それが伝統的

会計思考と合致しないため、たとえ企業評価においても少なからぬ波風を立てるであろう。株式の評価で株価収益率（以下、PER）の利用は広く受け入れられてきたが、PER の分母に用いられるのは発生主義利益である。また、一株当たり利益（以下、EPS）は会社四季報などに掲載され、公表財務諸表にも注記されている。このような状況では、株価は報告利益によって全面的に決定されるわけでないにせよ、その影響を強く受けるという考え方をあおり立てている。「会社が満足のいく EPS の成長を達成すれば、その株価も上がると一般に思い込まれている¹¹⁾」ようである。

しかし、それは幻想である、とラバポートは説く。利益の増加は必ずしも株主価値の創出にはつながらない（つまり、利益と株価はリンクしていない部分がある）、とラバポートは主張する。とすれば、企業評価目的にとって伝統的な発生主義利益指標ではなぜだめなのか、が問われなければならない。果たして、利益と株価はリンクしているであろうか。

ここでは、EPS の成長は株式の市場価値の増加と連動していないことを示

表—1 Standard & Poor の 500 社指数の EPS と株主への報酬
(1973 年から 1985 年)

	1 株当たり利益の 1 年 ごとの成長率 (%)	全株主への報酬 (株 価変化プラス配当)	消費者価格指数, イ ンフレーション率
1973	27.1	(14.7)	8.8
1974	9.0	(26.4)	12.2
1975	(10.5)	37.2	7.0
1976	24.5	23.8	4.8
1977	9.9	(7.2)	6.8
1978	13.2	6.6	9.0
1979	20.5	18.4	13.3
1980	(0.3)	32.4	12.4
1981	3.6	(4.9)	8.9
1982	(17.7)	21.4	3.9
1983	11.3	22.5	3.8
1984	18.9	6.3	4.0
1985	(12.5)	32.2	3.8
1973—1978	8.6	0.9	

すためのラバポートの分析のひとつを紹介しておこう。

表一は、Standard & Poor 500 社の 1973 年から 1985 年までの各年の EPS の伸びと株主報酬を分析したものである。これによると、ほとんどの年で、EPS の伸びと株主報酬は一致していないことが知られる。また、1970 年代の大半の期間で、EPS が大きく伸びた年でも、株主報酬は、それほど大きくなっていない。さらに、1973 年から 1978 年度の間に、EPS が年間平均 8.6% で増加したのにもかかわらず、株主報酬は 1% 以下であった¹²⁾。

どうして、このような結果が現れるのか。このことを説明するため、ラバポートは仮説例を持ち出して論証を試みるが、それを要約すれば次のようになる。すなわち、企業が戦略的行動を起こすと、それが成功する見通しにあるときでも、発生主義会計モデルにしたがうと、初期投資の多額の償却負担と、まだ控え目な売上高との対応の結果、利益は減少することがある、ということである。

「ある会社の株価が上がるのは、新規の投資によって、別の同様のリスクの有価証券への投資によって投資家が稼得すると見込むよりも大きい報酬率を、経営者が稼ぎ出してくれると期待できる時だけである。しかしながら、利益の増加は、経営者が市場割引率以上の（報酬をもたらす）投資している時だけでなく、その割引率以下で投資し、その結果、普通株の価値を減少させている時にも現れることがある¹³⁾。」

(3) 企業評価手法

1) モデル

ここで、ラバポート企業評価論の「中央演算装置」に相当する企業評価モデルを眺めおこう。それは、次のように表すことができる。

$$SV = \sum_{t=1}^n \frac{S(1+g)^t \cdot p \cdot (1-T) - S \cdot g \cdot (1+g)^{t-1} (f+w)}{(1+k)^t} + \frac{S(1+g)^n \cdot p \cdot (1-T)}{k(1+k)^n} + M - B$$

ここで、 SV は株主価値、 n は予測期間、 S は前年度売上高、 g は売上高成長率、 T は税率、 p は売上高営業利益率、 f は純固定資産投資/増分売上高比率、

w は純運転資本投資/増分売上高比率, M は市場性ある有価証券, B は負債を, それぞれ意味する。

$S(1+g)^t \cdot p \cdot (1-T)$ は, 営業活動からのキャッシュ・フローを表す。 $S \cdot g \cdot (1+g)^{t-1}(f+w)$ は, 一定の営業規模を維持するのに必要な, 固定資産と運転資本の必要追加額を表す。これは売上高増加の一定割合とみなされている。したがって, 前者 $[S(1+g)^t \cdot p \cdot (1-T)]$ から後者 $[S \cdot g \cdot (1+g)^{t-1}(f+w)]$ を差し引いた金額 (すなわち, 上式の第一段の分子) は, 企業が自由に処分できる資金額を表す。これは, 正味現金フローあるいは, フリー・キャッシュ・フローと呼ばれることもあるが¹⁴⁾, ラバポートは, 単に, キャッシュ・フローと呼んでいる。

また, 上式の第二段の分子である $[S(1+g)^n \cdot p \cdot (1-T)]$ は, 予測期間が終了して次の年度の営業キャッシュ・フローを表す。予測期間後も一定の営業キャッシュ・フローが継続するが, それは企業価値を増加させないと仮定されている。そこで, 分母の k は, 予測期間以降無限に続く営業キャッシュ・フロー流列を, n 時点の価値に還元することを示し, $(1+k)$ は, それを現在価値に割り引くことを示している。したがって, $S(1+g)^n \cdot p \cdot (1-T)/k(1+k)^n$ は, 予測期間以降の残余価値の現在価値を意味する。

このモデルの意味するところは, 株主価値は, 予測期間のキャッシュ・フローの現在価値に, 予測期間以降にかかわる残余価値の現在価値を加え, それに

表—2 設例の仮定

予測期間数	n	5 年
前年度売上高	S	\$ 100,000
売上高成長率	g	16%
営業利益率	P	13%
固定資産投資増加率	w	21%
運転資本投資増加率	f	15%
現金所得税率	T	50%
資本コスト	k	20%
市場性ある有価証券と投資	M	\$ 3,000
借入およびその他の負債	B	\$ 10,000

市場性ある有価証券などの投資の現在価値を加え、負債を差し引いて求められる、ということである。

2) 要約的例示

次に、先のモデルに具体的数値をあてた計算例を見ておこう。これは、『株主価値の創造』に表れた設例にもとづいているが、表記を簡単にするため数字の桁数を変えてある（単位は、\$000 とか \$000,000 が省略されていると自由に考えていただいて結構である）。

ここでは、説明の便宜上、価値創造要因は予測期間を通じて一定（一定のバターンの企業価値創造がなされる）と仮定されている。上記の変数にもとづいた株主価値の計算は、表-3 に示されている。

表-3 キャッシュ・フローの現在価値（資本コスト=20%）

年度	キャッシュ・フロー	現在価値	累積現在価値	残余価値の現在価値	累積現在価値 +残余価値
1	\$1,780	\$1,483	\$1,483	\$31,417	\$32,900
2	2,065	1,434	2,917	30,370	33,287
3	2,395	1,386	4,303	29,357	33,660
4	2,778	1,340	5,643	28,379	34,022
5	3,223	1,295	6,938	27,433	34,371
	市場性ある有価証券と投資				3,000
	会社の価値				\$37,371
	差引：負債の市場価値				10,000
	株主価値				\$27,371

第1年目のキャッシュ・フロー \$1,780 は、以下のように計算される。

$$[(\text{前年度売上高})(1+\text{売上高成長率})(\text{営業利益率})(1-\text{現金所得税率})] - [(\text{前年度売上高})(\text{売上高成長率})(\text{固定および運転資本投資率の増加})]$$

$$=[(\$100,000)(1+.16)(.13)(1-.50)] - [(\$100,000)(.16)(.21+.15)]$$

$$=\$7,540 - \$5,760 = \$1,780$$

残余価値は各年度末に、その時のキャッシュ・フロー流れが永久に続くと仮定して資本還元されて計算されるので、たとえば、第一年度末の残余価値は次のように計算される。これは、その後の全ての投資がちょうど資本コストだけ

稼ぐと仮定している。同様の仮定がその後の年度にも適用される。

$$\frac{\text{新規投資をする前の現金フロー}}{\text{資本コスト}} = \frac{\$7,540}{.20} = \$37,700$$

\$37,700 を、さらに、 $1.20 (= 1 + \text{資本コスト})$ で割って、表に示された残余価値の現在価値高 \$31,417 を得る。

予測期間全体でのキャッシュ・フローの累積現在価値は、\$6,938 である。これに、予測期間末の残余価値 \$27,433 が加えられると \$31,417 という価値合計が得られ、この金額に、\$3,000 の市場性ある有価証券を加えると企業価値の \$37,371 が求められ、これから、負債の \$10,000 が差し引かれて、株主価値の \$27,371 が求められる。

- 9) ラバポート『前掲書』p. 11.
- 10) ラバポート『前掲書』p. 12.
- 11) ラバポート『前掲書』p. 19.
- 12) ラバポートは、この主たる理由を、インフレーションと利子要因（公定歩合など）に求めている。
- 13) ラバポート『前掲書』p. 27.
- 14) 村松司叙『前掲書』p. 86.

4 会計的検討

(1) キャッシュ・フローの算定

以上、ラバポートの企業評価論の成立の背景と手法の概要を紹介した。このように眺めてくると、この手法を実践に移そうとすると、多くの技術的問題が湧いてくることが予想される。たとえば、予測期間の決定や資本コストの決定、さらには、将来キャッシュ・フローの予測などについてである。（勘や経験などに依存する部分さえも出てきうるが、主観を介入させることによって生じうる損失は、主観を行使した者が責任を負うしかなかろう。しかし、たとえ不確実性下の意思決定であっても、徒手空拳で臨むよりは、何らかのツールを持っていたほうが、関係者のコンセンサスを得やすいのも事実であろう。）

さらに、このような企業評価モデルを、企業の財務諸表を作成し解釈する会

計の立場から眺めると、ただちに、ひとつの疑問点が出てくる。それは、キャッシュ・フローの算定方式についてである。ラバポートの株主価値アプローチの本質は、キャッシュ・フローの割引計算である。ところが、割引計算の分子に用いられるキャッシュ・フローは、一意的に定まるものではない。ラバポートのモデルでは、キャッシュ・フローが売上高の関数として、半ば自動的に簡便に求められるように工夫されているが、それは、あくまで簡易計算である。とすると、キャッシュ・フローは、いったい、財務諸表上のどの数値を使って求めればよいのか、という疑問が生じるのである。

この点については、ラバポート自身が、計算過程の詳細を検討している別稿「インフレーション時における企業成長力の分析」が参考になろう。そこで考えられているキャッシュ・フローは、企業の営業能力を維持してあまる資金である（次表のⅢまで）。フリー・キャッシュ・フローに相当する。運転資本と固定資産の純投資を売上高から控除するのは、資本維持の考え方が入っている

表一4 ラバポートの分配可能資金計算書

I	当期純利益	\$ 6,600,000
II	生産設備コストの増加に必要な資金	
	更新が予定されている生産設備	
	[A] 減価償却費（取替原価で）	\$ 11,550,000
	[a]（差引）歴史的原価による減価償却費	(5,775,000)
	追加減価償却費	\$ 5,775,000
	更新が予定されていない生産設備	
	[B] 減価償却費（取替原価で）	\$ 5,197,500
	[b]（差引）歴史的原価による減価償却費	(1,925,000)
	追加減価償却費	\$ 3,272,500
	追加減価償却費合計	\$ 9,047,500
III	正味運転資本の増加に必要な資金	2,300,000
IV	（差引）借入能力の増加によって	
	利用可能となる資金	(2,500,000)
	合計(II+III+IV)	\$ 8,847,500
V	分配可能資金	\$(2,247,500)
	（差引）配当支払	3,300,000
VI	拡張に利用可能な資金	\$(5,547,500)

と考えられる¹⁵⁾。

表一4からも知られるように、「キャッシュ・フロー」といっても、このモデルで用いられるのは、単純な現金収支ではない。もちろん発生主義利益ではない。その数値については、今後の研究に待つところがあると考えられるが、これまでに資本維持論が取り扱った成果が活てくるように思われる。企業価値計算あるいは株主価値計算の背後に、このような会計的分析が先行していることに留意しておく必要がある。

さらに、資本維持修正との関係でいまひとつ問題になるのは、利子の取扱である。ラバポートのモデルでは、営業キャッシュ・フローが負債利子控除前であることが明言されている。これは割引計算の中に斟酌されているものと考えられる。しかし、それでは、自己資本の利子はどうなるのであろうか、という疑問も湧いてくる。

この点については、経済価値計算における使用資金の利子について指摘されている興味深い事実が併せ考慮される必要がある。ラバポートのモデルも経済価値計算であるから、その事実から逃れることはできない。それは、企業価値を計算する場合、初期投資を、いかなる方法で各期間に配分しようとも、未回収資金の利子を正しく考慮しさえすれば、同じ企業価値が得られる、という事実である。

このことを、ピアマンの例に従って紹介しておこう¹⁶⁾。たとえば、\$ 3,000 の初期投資をして、その後の3年間に FPO が、\$ 1,600, \$ 1,400, \$ 1,200 と予測されたとし、割引率を10% とすると、そのような投資の正味現在価値は \$ 513 であり、企業価値は \$ 3,513 ($= 1,600/1.1 + 1,400/(1.1)^2 + 1,200/(1.1)^3$) である。

たとえば、初期投資を定額法で均等に配分して利子を控除した正味のキャッシュ・フローは下のようになるが、これを割り引いても企業価値は下のよう計算される。

	1 年目	2 年目	3 年目
FPO	1,600	1,400	1,200
減価償却 (定額法)	1,000	1,000	1,000

利子 (0.10)	300	200	100
キャッシュ・フロー	300	200	100

$$V = -\frac{300}{1.1} + \frac{200}{(1.1)^2} + \frac{100}{(1.1)^3} + 3,000 = 3,513$$

ところが、さらに、下のように級数法に従って初期投資を配分しても、企業価値は同じになる。

	1 年目	2 年目	3 年目
FPO	1,600	1,400	1,200
減価償却 (級数法)	1,500	1,000	500
利子 (0.10)	300	150	50
キャッシュ・フロー	-200	250	650

$$V = -\frac{200}{1.1} + \frac{250}{(1.1)^2} + \frac{650}{(1.1)^3} + 3,000 = 3,513$$

初期投資を配分しようとする利子が考慮されるときのみ正しい経済計算が成り立つとすれば、利子要素が控除されていないキャッシュ・フローを用いるラバポートのモデルでは、資本維持修正された項目は、使用資本の利子に相当する、と考えられる余地がある。ラバポートは、資本維持の考え方を企業評価論に持ち込むが、これは経済的利益計算における利子を、資本維持追加修正に代替させることにより、経済計算の原理から乖離しないように工夫されている可能性がある (ラバポートは、このことに全く触れていない)。このことは、ラバポートのモデルの持つメリットと見るべきなのか、それとも偶然なのか、さらに検討の余地があると考えている。

このように、財務論の側から見ただけでは見えない部分が、会計的考察から明かになる。『株主価値の創造』で紹介されている企業評価モデルは、簡明さを重視するあまり、もっとも重要な数値が機械的に算定されるよう御膳立てされていることには、注意を要する。

(2) 重点の移行

とはいえ、このようなモデルがアナリストの意思決定パターンを反映していると仮定すると、近年の会計情報開示動向の中に生じている、ある種の地殻変

動を説明する可能性がある。

第一は、いわゆる証取法会計の運行にとってアナリストの存在が大きくなっていることである。アナリストは、必要な情報を入手して、様々な企業の企業価値あるいは株主価値を計算し、関連する解釈情報を、再度、証券市場あるいは一般投資家に流していると仮定される。ここで、企業評価とは、必ずしも企業価値の絶対額を算定することだけを意味するのではなく、その目安を得るだけでも目的は十分果たされるはずである。あるいは、企業間でどちらの価値が相対的に高いかの比較とか、数社の間の大まかな順位付けがなされる程度の評価でもよい。あるいは、一企業の企業価値の趨勢の目安を得るだけでも有益なはずである。

第二は、証券市場向けの会計情報としては、キャッシュ・フロー関連情報が重視されることである。アナリストの企業評価モデルがこのようなのだと、FPO とか、資本的支出（将来の市場占有率などの変化をとおして FPO に影響する）とか、資本調達（資金コストに影響する）のような情報は、モデルへの有効なインプットとなるからである。また、利益は、多くの情報の中のひとつとして扱われる傾向も出て来るであろう。企業が採用した会計方針を開示させるのは、確定計算された利益をアナリストがそのまま利用しないで、再計算にかけることを暗示している。

第三は、すでに、米国では（そして次第にわが国でも）キャッシュ・フロー重視の傾向が出てきているが¹⁷⁾、これは、従来の株主向けの会計から証券市場向け会計へと、重点の移行が進んでいることを意味している、と考えられることである。

これを、わが国の問題に引き直してみると、次のようなことが言える。すなわち、わが国でも、株主総会あるいは「移動する株主」向けの会計報告から、証券市場あるいは「浮動する投資家」に向けての情報提供を視野に収めざるを得なくなりつつあるが、証券市場に向けての財務内容の開示を司る概念フレームワークは、株主あるいは株主総会向けのもと同じものが、数十年用いられて来ている。それは、発生主義会計を中核とするものである。結果として、株主

向け会計を基礎に、必要情報を補足するという形で、一部手直しされたものが証券市場に提供されているのが実情である。そこで、証券市場に向けての財務内容の開示も、発生主義会計情報でよいのか、という根源的な次元での見直し論が出てきている。新しい概念フレームワークを模索する動きも出て来ている。

もっとも、利益数値が株主価値の信頼すべき指標でないことをここで示したことは、会計の欠陥と解釈されるべきではない。問題は、伝統的会計にあるのではなく、それが本来意図されていない目的に使われることにある。利益に何の意味も無いというのではない。利害調整会計では、利益は、対立する利害の接点としてこの上なく重要である。したがって、新しい目的と、それを果たす会計システムを強調する余り、伝統的会計目的から目を反らしていけないのは当然である。

- 15) ラバポートのもう少し詳しい紹介については、佐藤倫正稿「分配可能資金計算書の構造」『岡山大学経済学会雑誌』第19巻第2号(昭和62年9月)を参照されたい。
- 16) Harold Bierman, "Extending the Usefulness of Accrual Accounting", *Accounting Horizons*, September 1988, pp. 10—14.
- 17) 近年、キャッシュ・フローについて語ることはファッショナブルになっている、という指摘もある。Robert N. Anthony, *Future Directions for Financial Accounting*, Dow Jones-Irwin, 1984, pp. 42—3. 佐藤倫正訳『アンソニー財務会計論』白桃書房、平成元年、p. 56.

5 結

『株主価値の創造』では、企業買収やリストラクチャリングのような企業戦略を会計的に評価する手法が展開された。このような手法は、経営者にとって有用だけでなく、動的な環境下で企業の価値を評価しようとするアナリストにとっても有益である。企業が戦略行動を取っていない時に生じた経済環境の変化をとらえて、企業価値を計算しなおすというような使い方も、アナリストには開かれている。

著者のラバポートは、1969年のAAAの「外部報告委員会」の頃から、投資家の意思決定モデルに関心を持っていた。その当時、米国の会計界は、伝統

的会計の見直し期に入っており、利用者指向会計が展開されつつあった。ラバポートは、利用者指向会計では、発生主義利益ではなくキャッシュ・フロー関連情報が重視されるとの立場を取っていた。

ラバポートの企業評価モデルは、経済的利益計算を、公表財務諸表ではなく、利用者による任意の計算（アナリストにとっては再計算）に適用したが、これは現実的態度であろう。

ここでの検討は、投資家の意思決定にとって、利益数値は必要な情報のひとつに過ぎず、多くのキャッシュ・フロー関連情報が有用である、という結論を支持している。これは、多くの実務家の直感や経験に一致するものと思われる。財務報告にあたって、今日、重視しなければならないのは、特定の数値を会計報告書で確定して市場に提供することではなく、アナリストなどの利用者が、再計算できるような情報を提供することである。

その場合、アナリストの再計算のパターンが問題になるが、この点についてのいっそうの実証的研究が望まれよう。また、企業評価の手法をモデルとして表現することは、一般化という意味で意義は大きいが、特定の数値を財務諸表から取り出してモデルにインプットするためには、実践的には相当詳しいマニュアルが必要なはずである。さらには、モデル化するだけでは、どうしても、その背後にある考え方で見抜けない部分が残る。それが見抜けないと、個々の状況に応じたモデルの適用も困難であろう。この意味で、キャッシュ・フローの意味について、いっそうの検討が望まれよう。

（岡山大学助教授）