

矢野 宏・中野淑夫 著

『企業財務の分析と計画』について

伊 達 陽

I

本書が目ざしている企業財務の分析と計画の手法にそくする大観は、西野博士の序文に尽くされていると考えるので、徒らに屋を架する結果になりかねないのであるが、雑感を綴ることで責をふさぐことにしたい。

著者達の認識によれば、経営の基本問題面として、原価の計算と管理・財務の分析と計画・利益計画をあげることができ、展開のステップにおいても同様の順序が想定されていると解される。とすれば、本書はその第2ステップに当たり、あとに原価と財務の統合に立つ利益計画が続くことになる。

米国企業における'60年代の財務管理の新展開に関する諸動向は、累次かつ加速度的にわが国にも紹介されてきたが、それら米国文献を素材として、この分野における諸研究業績が続刊されたのは昭和40年頃からである。もっとも、その先駆ともいえるテーマに経済計算を含む設備投資採算があるといえようが、それにしても資金管理側面を加えた研究の深化拡大は略々上記の時期に導入された。そして、この段階を通ずる基軸的な思考は、資本コスト及び資本構造であるとできよう。

他方これと相前後して、諸調査機関による外部分析において、新手法の開発・総合解釈改善の工夫が進められてきたことに注目しなければならないし、また経企庁のテストを皮切りに、財務分析手法を利用しての経営予測や経営計画モデルの紹介や提案が相次ぐ状況である。これらは唯新手法の導入ということだけでなく、コンピューター時代を迎えての経営システム化の大勢といえるが、現状ではまず経営全般のシステム化を先立てようとする傾向にあり、次いで投資・在庫など従来の懸案であるテーマ

に焦点をしぼる傾向も見られる。

この間にあって、テストが比較的乏しくまた存在しても紹介に終始している例が殆んどなのは、財務とくに金融面であろう。その点、本書はその空間を埋める業績のひとつであり先進的ともいえる。

だが、本書のより明らかな特徴は「まえがき」の冒頭にあるように、内外の文献を研究し、実際問題へのアプライを意図しつつ、財務分析を体系化しようとしたところにある。

つぎに、かような理論と実践の架橋としての体系化は、「あとがき」部分に記されているとおり、それがたんなる手法の接合でなくて、1個のシステムとして機能できるように、すなわち意思決定・計画・統制——管理全般に作動できるように構想することで、さきの意図を果たそうとする。

以上の基本姿勢に立つ本書は2部に分けられている。第1部の「財務分析」は外部・内部に通じる分析が意味されていると思われるが、そこで中心となっている比率分析の極、換言すればその手法としての機能限界が、内部分析の立場では経営計画に届きえず、経営方針の策定程度に止まり、第2部「財務計画」へ続くのである。これらについては筆者も同感である。もっとも、資金運用表は第1部の段階、直接的には外部分析においても作成可能であるが、第2部に譲られている。

この第1部の導入部では、全巻を通じての財務分析体系化の思考とモデル構想も示されており、それが第2部との脈絡を兼ねてもある。だが、第1部の背骨は「財務分析の基本類型」であるというべきであろう。そこでは、4個の分析基準に基づき、夫々に主要比率を設定し、さらにその補助比率計14個を属させている。その他では、個別比率への具体的な注釈・リースへの配慮、あるいは支払可能期間による流動比率改善の提案、また比率分析の総合判定方法における諸工夫などに、丹念な資料収集とその吟味ひいては独自の創案が見られる。

しかし西野博士も指摘されるように、本書の独自性は第2部により存すると思う。なかでもレバレッジ問題——「拡散」、この訳語には筆者も困惑しつつ適訳を見出せないでいるが——、の具体的展開に矚目する。財務レバレッジ論の紹介は従来相応になされているが、本書ではこれを基軸として財務計画のシステムを構想し、損益分岐点分析さらに第1部の比率分析との連動まで企図している。

その他では、資金運用表における実務上の要所の押え方に同感でき、また投資計画

の手際のよいまとめ方に光彩を感じる。

というところで、より具体面に立ち入ってみたいが、紙幅の関係もあり大所を捉えることにつとめよう。

II

1. 全体的構想について

財務分析の統合的な体系化の構想は、第1部の始めに簡潔にふれられているのに止まるが、基調として重要なのでとりあげることにする。

本書における経営の目標ないしは経営に所要される能力は、収益性・支払性及び発展性と規定され、なかでも基本目標となるのは収益性であって、その内容は長期継続的な利益の実現である。従ってこれらの基準によって計画がたてられ実績も評価される。

財務計画はその体现であり、財務分析は財務計画の立案と評価の手掛りをえる役割を持つ。そこで資本コスト・資本計画などの財務政策も視野に含まれる。

財務分析の窮極の指標は自己資本利益率であり、これを頂上として基本式が構図され、それによって経営諸活動の成果を分解し、次いで全社財務政策評価の過程で、資本コスト・投資計画へと視線を伸ばし、最後に株価の媒介をえて株価収益率に到達する。

<基本式>

周知のつぎの分解式が踏襲される。

$$\text{自己資本利益率} = \text{売上高利益率} \times \text{総資本回転率} \times \text{総資本對自己資本比率}$$

右辺の第3項はつぎのように展開できる。

$$\frac{\text{総資本}}{\text{自己資本}} = \frac{1}{\frac{\text{自己資本}}{\text{総資本}}} = \frac{1}{1 - \frac{\text{他人資本}}{\text{総資本}}}$$

他人資本対総資本を負債比率と解すれば、第3辺の分母は(1-負債比率)とでき、さらに負債を利付分に限定すれば、借入金對自己資本+借入金となり、これを拡散比率と称し、その利益に与える作用(拡散効果)が続く構図へのマスター・キーとなる。

<基本式の展開第1>

デュボンの著名な図表を引きつつ、総資本(使用資産)利益率=売上高利益率×総資本回転率、が部門の計画と管理のツールとされる。

＜基本式の展開第2＞

株価収益率（その逆数）が利用され、資本コスト接合される。

$$\frac{\text{純益}}{\text{株式市価}} = \frac{\text{純益}}{\text{売上高}} \times \frac{\text{売上高}}{\text{総資本}} \times \frac{\text{総資本}}{\text{自己資本}} \times \frac{\text{自己資本}}{\text{株 価}}$$

＜基本式の展開第3＞

総資本収益率に連なるものとして、投資計画における収益率による手法が充てられる。

以上が全巻へのフレーム・ワークに関する筆者の理解である。

まず経営目標ないしは分析の基本概念に関していえば、冒頭の敘説のほか、基本式では総合成果＝収益性×活動性×将来性（第2・3項を併せて支払性）とされ、さらに第1部の核心をなす「基本類型」でも同軌の稍々異なる組合せが見られるなどの、若干の説明不足は別として、発展性・継続性の措定のし方に、財務に局限して受けとれば背きもできるものの、狭隘に過ぎる感を禁じえない。

この思念は、全般として企業の成長性をどう考えかつ測るか、及び成長性と収益性の関係に及ぶ。もっともこの主題は、企業の成長とはなにかの根本的思考を通じて、企業の目的をどう考え経営をどう解するのか難問に逢うことになる。従来の経営理論の流れと、最近における企業理論の成果に学ぶべきところでもあろう。かように考えてくると、経営目標論に関しては、著者達の想定する原価——財務——利益計画のステップのすべてを踏まえて構成された結論に期待したいと思う。

この視界とは別に、財務諸表分析だけにそくする操作概念として同じ相手をとらえるとき、通常は分析基準論として取り扱われている。だが、このばあいは分析手法の機能限界を考慮しつつ、適当なシンボルを提示すれば足るのであって、抽象論議に時を費しすぎても効果は乏しいことが確かである。とはいえ、その程度のシンボルさえも、さきの企業と経営に関する思考を漠然としてながら基底に持つことは免がれまいとし、それとの間に明白な矛盾あるいは無関連を見出すことも認めえないであろう。

上記を前提ともして基本式について管見するならば、自己資本利益率を頂上とする¹ことには異存がない。だが2個の問題をも捉起しておきたい。

1 資本利益率に関するより詳細な見解は、つぎを参照されたい。
 桃山学院大学経済学論集，創立10週年記念号，資本利益率の研究，昭和44年2月。
 応用経営分析，昭和44年5月，42～44頁。

その1は資産と資本の弁別である。資産は信用とともに実体資産——資源を意味し、その面で資源の有効利用と結びつき、それが投資でもあることで資本と関連する。資産に関する効率はそこで生命力を持つ、その媒体が原価なのではないか。もちろん、財務分析を財務だけで割り切れれば別であるが、原価との関係について著者達の構想を聞きたいとも思う。また、実体に関する論議はさておき、資産の効率は部門別に限らず、経営のあらゆるセグメントに用いられている。著者達指摘の投資計画もそのひとつである。かように見てくると、資産サイドの構想に関して、いっそうの展開を待ちたいと考えるのである。

その2は、経営の実態たとえばわが国のばあいに関連してである。周知のようにわが国企業では自己資本のウェイトは低く、他人資本の利用が大きい。というとき、基本式を抽象的にのみ見ればともかく、実践の場での分解式の活用においては、アクセントは変わりえるのではないか。すなわちここで言わんとするのは、この種の式の相対性・流動性に関する注釈に過ぎない。

また、株式市価との連結について、構想につよく興味をひかれたのであるが、証券分析の示すように、株価の決定因は企業の内外にわたりかつ多様でありえることを付記しておきたい。

以上の考察は、窮局において外部分析と内部分析を結合できるかの問いに至るであろう。

2. 第1部「財務分析」について

財務諸表の比率分析に対して、旧くから存する根本的な批判の最も有力なものは、個々の比率が分離的な1個のシステムをなしえないことであった。² その僅かな例外的存在の可能性が、デュボンの総資産利益率モデルであったといえようが、それも財政構造には無関係であった。

しかし最近におけるシステム・モデルの探求は、かような悲観論を打ち破らんかにも見える。著者達もこのラインに沿って、レバレッジを連絡環として、財政構造と収益性の接合を企図しようとする。

だがこの作業は外部分析では困難である。詳細なデータがあれば、経験値その他によって相応の推測はできよう。とはいえ、外部から収益・費用と財政の数値間の連動

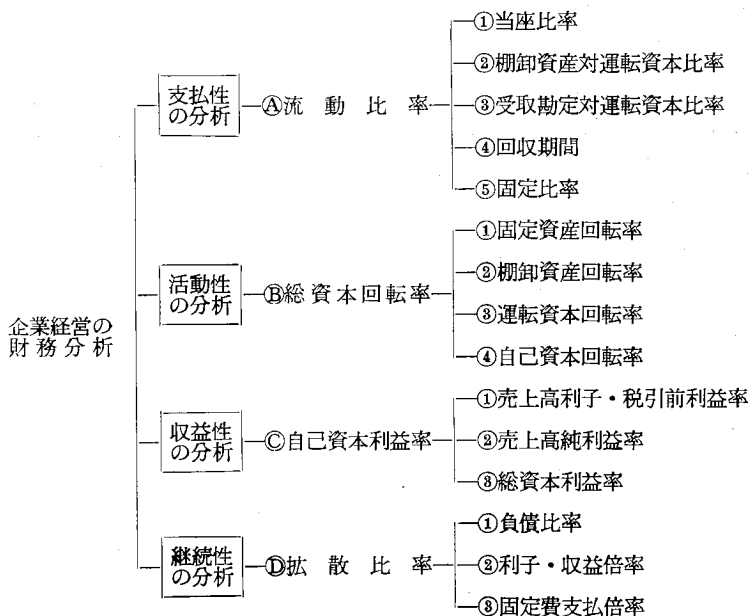
2 前掲小著、63頁を参照。

は実は測りがたい。というよりも、企業の内部にあって財務資料を持つだけでなく、計画し実行できる主体であればこそ、すなわち意思と行動において不確実性に対抗する存在であればこそ、活きた効用を身につけえるのである。もちろん、外部からする予測あるいはガイド・ポストとしての効用を、将来に向かって否定しようとはしないが、主体的経営行動と結びつく保証は外部からはいまいはない。

さればこそ、著者達の基本式の実質的展開も、第2部の計画に関連して展開される。それと同じ理由で、第1部のボディは(表1)となってくるとできよう。

従って、(表1)の諸比率は、外部的ないしは内部分析としても概括的でしかありえない条件において、連動性を持つものではないしそれで当然でもある。

(表1) 財務比率の基本類型



注：基本式では総資本回転率(活動性)・総資本對自己資本(将来性)とされ、併せて支払性とされる。

この種のモデルは従来から多数提案されてきており、わが国でもその例は少なくない。³ もっとも著者達の提案は、従来の諸提案を広く検討し、かつ継続性の表現として

3 わが国の専門家によるものではつきが注目される。

レバレッジを措定していること、及び主要比率夫々1個に補助比率を属させている点、に新風を覚えさせる。また、個別比率への注釈において具体性に富むことはすでにふれたとおりである。

かような提案はおそらく、個別比率の選択と考慮において実証的なフォークとミラーに、管理的見識においてウェストン・ブリッガムに、レバレッジの重視においてウェストン外ならびにグレアム・ドッド・コトルに深く学び、著者達の創意が活かされたものかと思う。

だがここでもいくつかの所見を紹介しておきたい。

まず、提案の特徴たるレバレッジについてふれよう。収益性にそくするレバレッジは、グレアム外においてはカバレッジであるが、ウェストン外にあっては財政構造と併せて2種のレバレッジである。かような投資分析の示唆を待つまでもなく、米国企業において配当金を含めて広義の金利の損益計算書表示は、頗る詳細かつ多段階的であった。これに照応して、利付負債の表示の詳細もいうまでもない。その点、外部分析では資料に限界がありはするが、さらに金利と負債の細分・対応が有効性を増そうし、金融収益との関係も考慮に値いしよう。また、固定費・変動費の通常の区分と固定・流動負債の金利とは、必ずしもマッチしないことも注意を要しよう。

とはいえ、固定負債とくに長期借入金への依存度大なわが国企業に対して、著者達の提案は適時的といえる。

だが、この観察はさらに、さきにふれた比率選択の相対性・流動性にここでも関連してゆかざるをえない。すなわち、わが国企業の現状を考えると、運転資本関係比率のアプライのし方、そしてそれよりも、買入債務に関する比率の重要性及びそれと売上債権・在庫との関係、また借入資本に関する比率や、手形の割引や裏書譲渡の処遇、ひいては土地問題など、多くの独特の重点を看過しえないと思うのである。

同様のことが「支払可能日数」の興味ある提案についてもいえる。それが買入債務・設備諸未払に関連してくるからだけでなく、そもそもの測定にわが国では請求・支払方式の区々が悩みの種だからである。

最後に、財務諸表分析の総合は必ずしも比率の選択だけでないことを付記しておく

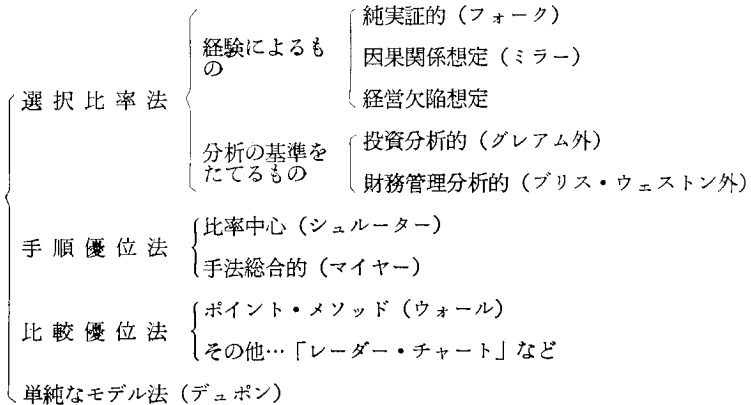
野瀬新蔵，総合実効経営分析，昭和42年。

亀川俊雄，体系経営分析論，昭和41年。

もっとも実践的には産業別の特色をおり込んだ所産が目される。

たい。私見では解釈の手法をつぎのように類別している。しかもそのなかで比率を含み諸手法の利用は相対的・流動的と考え、そのうえで比較手法を1個の専門性ある存在として、解釈から分離することが現状では進歩的と考えるのである。⁵

かように、財務分析では比率だけが手法でなくとくに実数が重要であるし、手順の決定性の大きさを見逃しがしえない。とすれば、システム化における比率の有用性は否定しえないにしても、再びここで実体との関係と、外部分析の関係、を想起するのである。



3. 第2部「財務計画」について

資金運用表の取扱いが要をえていることはすでにふれたが、ここにひとつ話題を提起したいのは「現金運用表」に関してである。その1は資金運用表と現金運用表の関係である。資金運用表の発展のなかに、たとえばマイヤーの現金変動表からNAAのキャッシュ・フロー表に至る方式がある。後者はその称呼において、AICPA (メイスン) やマイヤーあるいは会計学者の批判を浴びたが、⁶ 資金運用表の一種ないしは⁷

4 前掲小著、第5章とくに224頁の提案を修正したもの、

5 同前、第4章参照。

6 つぎを参照されたい。

J. N. Myer, *Financial Statement Analysis*, 3rd ed., 1961, PP. 115~122.
NAA, *Cash Flow Analysis for Managerial, Control*, Research Report No.38, 1961.

7 AICPA, "Cash Flow" Analysis and the Fund Statement, Accounting Research Study, No.2, 1961.

Myer, op. cit., P.123 & P.126.

展開型として慣用されており、私見では資金運用表の原理ひいては資金会計理論の焦点である。

このタイプの資金運用表——「現金運用表」は本書では第10・12表(186頁)に相当する。そこではいままでもなく営業債権債務や在庫は増減額、いわば純差額によって調整に参加するから、どこまで行ってもリテラル・キャッシュ・フローに至らない。

これに対していまひとつの現金運用表——第10・8表(183頁)は、営業債権債務を中心に現金主義に接近し、経費や固定資産購入などを同じ方式によればリテラル・キャッシュ・フローに転換し切る。

第10・8表もひとつの興味ある工夫であると思うが、現金の流れで表示はしても「キャッシュ・フロー表」は結局は資金ベースの表であり、その技術的特徴は、収益費用項目は発生ベースに拠る原則を守るところにあるのではないか。但し、配当金などを含み、財務取引の重点に関しては総額表示を挿入する点に、NAAなどの「キャッシュ・フロー表」の従来にない工夫がある。そしてわが国企業にそくしては、短期財務取引に独特の重要性があり、しかも両建預金やひいては営業取引に隣接して出てくる手形の割引などが大きな役割を持つために、より多彩な改善を要求される。これらに関してより詳細な展開を期待したいと思う。

ほかに Finney and Miller その他会計学書で同型の批判が見られる。

もっとも、このテーマをめぐる検討を2様の視角から捉えることができる。

その1はここでとりあげている資金会計の理論に関してであり、Vatter や Ruchti にも関連してゆく、その技術論的な桶狭間が「キャッシュ・フロー表」(現金タイプの資金運用表)と現金収支表の間の、似て非なる相違の確認に存する。そこで資金会計導入の過程でわが国でもこの点の理解をめぐって一連の動きがあった。以下に明らかである。

中村万次、運転資本の会計、3訂版、昭32年、238～285頁及び307～308頁(注釈)。同前、資金計算論、昭34年、第5・6章、とくに193頁。

その2は現金収支表と資金運用表の比較によってどのような効用がえられるかの実務論に関する。この点は日本会計研究学会昭和31年大会において、太田哲三教授によって提起された。

以上の検討はいまではいちおうの結論をえていると思うのであるが、NAAにおける期首現金に始まり期末現金に終るフロー・タイプの提示は、上記2様の視角を統合したより徹底的かつ明確な断案を捉したといえよう。これに関する試論はつきを参照されたい。

前掲小著、20～21頁。

小稿、現金の予測と管理、大阪市大経営研究 第63号。

小稿、最近における資金運用表の発展、大阪市大会計学研究室編、現代会計学の課題、昭和38年、所収。

その2は、現金予算との関係でなる。上記の原理をもってすれば、現金運用表の未来表も可能となる。また、現金予算を年次あるいは半年次に作成するばあいはかなりラフなものであることが多く、そのさいは全期間にわたらない現金収支の実行計画を逐次必要としやすいであろう。かつまた、長期の現金収支を予想するばあい、これを長期予算と呼ぶこともできるが、実効上は一種の現金予測といえようか。

予想財務諸表の作成手法は、財務管理における要所のひとつであり、貸借対照表に関してより切実である。これに関して地道な魅力ある提案がなされている。もっとも、現金残や短期借入金にサヤよせする手法も示されている例があり、企業により条件によって多様でありえるであろう。⁸

損益分岐点分析に拡散効果の思考を適用する方向——営業的拡散効果、には関心が持たれ、とくに売上高と利益夫々の変動率の関係への注目、の指摘には教えられるところがあった。もっとも、固定費をレバレッジと結びつけ、さらに財政面との関連を求めてゆく構想をとるばあい、固定費の範囲のとり方がデリケートとなるであろう。その点、第1部における拡散比率の固定費との関連とともに、原価計算における蓄積を活かした今後の展開にも期待する（第12・2図の「拡散効果総括」の構造は理解できるのであるが）。

さて、本書における庄巻は第13・14章の、フィナンシャル・レバレッジ及び資本コストにある。最近における内外文献を周密に検討し、アプライへの準備が展開されているからである。そこでの視界は売上高の予想を包み、金融方法を通じて株価との関係に及んでいる。多くの示唆をえた個所である。

第13章では、営業と財政の2種の拡散倍率の接合が図られる。すなわち、拡散倍率は2種の拡散倍率の積となり、さきの損益分岐点分析における数量の観点と連結されるのである。そしてそれが限界分析として適用できる点に光彩があり、操業度管理への意図が推されるとできるであろう。もっとも前記のとおり、ここでも固定費の取扱いが想起されるところである。

事実、一般にレバレッジは財務プロパーの概念として操作されている。資産ではなく資本に属し、その所産が資本コストであって、その限りで利益に影響する。但し、

8 つぎを参照。

J. H. Goodwin, Jr., *Determining Money Needs Through Cash Budgeting*, contained in AMA Management Report, No. 44, 1960.

利付負債の少ない(留保利益のウェートの高さも視野に入れて)米国で、いわゆる固定チャージが執拗なまでに追求され、逆の条件にあるわが国企業で等閑に付されてきた嫌いがあった。とはいえ、米国でも設備投資の巨額化にも拘わらず技術革新の継続的要請、海外投資さらに海外への企業進出、などによる資本所要の増加が、在来の自己金融本位の金融路線を、転換はしないが少なくとも修正を必要とする状況となったことが、企業金融における分析の精密化を、最近になって促進したものといえよう。そこで自己資本利益率が主役をつとめるのは当然である。

また同じ動機において、資本コストが資本構造に接合されなければ、実効の半ば以上を失なう理は見易いとしても、この面における手法の開発は大きな進歩であった。そのさい、最適資本構造の概念が提起され、資本コスト最低と結ばれ、そこで原理に充てられる。次いで必然的に源泉選択の課題が現われるが、ここに留保利益という存在がある。機会理論によれば留保利益は無利子ではない。そこで株価が登場してくる。かくて、資本コスト・資本構造・株価をめぐって、各種資本のコスト設定の手法が探求される。

この総括が加重平均資本コストとなる。もっとも資本の種別コスト分析手法と、加重平均資本コストはまだ完全にかみ合っているわけではない。だが、ここでは業界のモデル数値との比較が武器となっている。

動学化を旨としつつ深められてゆく企業金融分析の成果は、第14章で丹念に検討されている。そして、将来のコスト(潜在コスト)と非有形的要因に関しても付説される。

以上のような企業金融分析の精密化は、米国における貨幣資本の豊富な蓄積と、企業金融とりわけ証券金融の多様化という歴史的背景を控えていることも、注意されなければならないであろう。

その点、わが国ではかような条件は将来に属するものの、そのわが国なりの実現が近く期さるべき段階にあるだけに、本書のような先進国の業績の消化吸収は示唆的でありえるのである。いわゆる成長通貨を独特の企業金融機構を通じて供給し、設備投資主導型の高度成長を続けてきたわが国では、投資やコストあるいは市場の分析などがより注意をひき続け、また企業経済学の開発はまだ緒についていたばかりでもあつただけに、企業金融におけるミクロ的研究は、経営・会計学畑で拓かるべく期されるところ大ともいえよう。

だが同じ理由で、従来から問題視されてきた資本構成の劣度もいよいよ本格的にとりあげられざるをえない段階にきている。そのさい、資本コスト最低→最適資本構造の原理が、全く妥当するかが考慮されなければならないのではないか。とすれば、レバレッジ思考の伝統的側面——ギアリング・レイシオが⁹顧みらるべきであろう。自己資本の蓄積度が他人資本の調達量を制約すること、これである。企業金融のパターンが、成長政策に急変のない限り直ちに転換されるとは考えられないが、企業金融の¹⁰多様化への進行と併せて、この側面も徐々に顕現しつつあると思うのである。

以上、我田引水の余り純幅を費しすぎた観を免がれないであろうが、力作推輓の意に出るところとご海客を願うしだいである。

9 ギアリング・レイシオに関してはスタインドルが「小企業と大企業」(’47)でふれているが、つきにおいて収益性との関係を含み株価に至るまでの総合化を試みている。財務管理において、これら経済学者の示唆は大きいものがあつたと推される。

J. Steindl, *Maturity and Stagnation in American Capitalism*, 1952. (邦訳、『アメリカ資本主義の成熟と停滞』)。とくに第9・11章。

10 中山伊知郎編、『資本蓄積と金融構造』、昭和36年。