

キャッシュ・フロー会計情報と企業価値に関する基礎的研究

西 郷 鎮 廣
中 野 一 豊

「企業の真の力は現金創出力である」——10年前にはおよそ聞かれなかった言葉だ。市場の自由化により企業間の競争が激化して以降、企業を取り巻く環境は早く、そして激しく変化している。資本主義のグローバル化ともいべき様々な環境の変化が、企業の収益環境を一層厳しくする中、企業の実力を測る指標としてキャッシュ・フローへの関心が高まっており、多くの大企業がキャッシュ・フロー重視の経営姿勢を打ち出している。しかし、未だその作成、開示が義務付けられていない中小企業においては、「キャッシュ・フローとは何なのか」「なぜキャッシュ・フローが必要なのか」といったキャッシュ・フローそのものに対する知識や理解が不足しているのが実情である。

本論文は、今後、中小企業が発展・成長していくために不可欠になるとされるキャッシュ・フロー会計について、会計利益との比較を中心に、企業の現金創出力を表す企業価値を含めて考察したものである。

キーワード：キャッシュ・フロー、企業精査、企業価値

I はじめに

わが国では、会計基準の世界標準化の流れに従い、上場企業など金融商品取引法の対象会社に対して、2000年3月期の決算から、キャッシュ・フロー計算書の作成、開示を義務付けた。しかし、キャッシュ・フロー計算書は、財務会計制度が変更になったから必要になったのではなく、本来、経営者のために役立つということで必要だったのである。そのことに気づいていない多くの経営者は、キャッシュ・フローという言葉を頻繁に耳にする今でも、利益至上主義を貫き、自社の資金繰りが悪化していることにすら気付かない。とりわけ、未だキャッシュ・フロー計算書の作成、開示が義務付けられていない中小企業においては、その傾向が多く見受けられる。

また、キャッシュ・フロー重視の思考が勢いを増している近年では、経営分析や企業評価にあたって、企業が生み出すキャッシュ・フローを重要な評価基準とする見方が普及している。とはいえ、キャッシュ・フローに対するこうした関心の高まりとは裏腹に、「キャッシュ・フローとは何なのか」「なぜキャッシュ・フローが必要なのか」、といったキャッシュ・フローそのものに対する知識や理解が不足しているというのが実情である。しかし、現在、企業内で起こっている様々な事象を深く理解するためには、企業の資金繰りを表すキャッシュ・フローへの理解が不可欠であり、企業に潜在するリスクや戦略的な機会を的確に把握

し、それを経営に活かせなければ企業は衰退の一途を辿るだけである。

本論文では、今後、中小企業が発展・成長していくために不可欠になるとされるキャッシュ・フロー会計について、会計利益との比較を中心に、企業の現金創出力を表す企業価値を含めて考察した。

II キャッシュ・フロー計算書の概要

1. キャッシュ・フロー計算書の意義

キャッシュ・フローとは、文字どおり「現金の流れ」つまり「現金の入りと出」のことである。すなわちキャッシュ・フロー計算書とは、「会社の現金預金が、どのような理由で、どれだけ増加、あるいは減少したのか」を示すものである。

現行の発生主義会計は、現金取引のみに基づくのではなく、信用取引など実体に対して現金的結末を有しているが同時的な現金の動きを伴わない取引にも基づいているため、利益が計上されても手許のキャッシュ・フローが増加するとは限らない。発生主義会計のもとでは、一会計期間の費用および収益を認識するために、発生項目について見越および繰延計算を行う。そのため、キャッシュ・フロー情報と発生主義会計情報との間に差異が生じ、いわゆる「勘定あって銭足らず」という状況に陥ってしまうことがある。

これに対して、キャッシュ・フロー会計は、「資金の出入り」を重視し、「現金および現金同等物¹の流出と流入」を計算する。キャッシュ・フロー計算書は、貸借対照表および損益計算書による収益性や安全性に関する財務分析を、「資金の出入り」を重視した観点から補完・強化する役割をもつ有益な財務データである。

2. キャッシュ・フロー計算書の制度化

わが国の企業会計制度において、財務諸表といえば伝統的に貸借対照表と損益計算書であった。したがって、この二つの財務諸表さえみれば、企業の財政状態と経営成績がわかり、その会社の全体像を把握できると考えられていた。しかし、貸借対照表と損益計算書からでは、一会計期間のキャッシュ・フローすなわちキャッシュ・インフローまたはキャッシュ・アウトフローはわからない。また、企業が、どの活動からキャッシュを獲得し、それをどのような活動に投資したのかなどもわからない。「資金繰り」を把握するためには、「現金の流れ」つまり「会社の現金預金が、どのような理由で、どれだけ増加、あるいは減少したのか」を示すキャッシュ・フロー計算書が最も有用であるといえる。このため、英米においては古くから貸借対照表および損益計算書に加えて財政状態変動表、キャッシュ・フロー計算書などが基本財務諸表の一つとされてきた。

1 キャッシュ・フロー計算書が扱う現金には、手許現金だけでなく、普通預金、当座預金、通知預金など日常のお金の出し入れに使用する流動性の高い要求払い預金も含まれる。また、現金同等物とは、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のことであり、取得日から満期日または償還日までの期間が3カ月以内の短期投資である定期預金、譲渡性預金、公社債投資信託などがこれに該当する。

わが国では、バブル経済崩壊後の1990年代より損益計算書の情報有用性は大きく低下し、それを補う客観的な情報が必要とされてきた。また、近年の高度化する経済活動において証券市場のグローバル化が進展するとともに、投資判断情報としてきわめて重要なものである財務諸表についてもグローバル化を要求されることとなった。このような新しい会計情報の必要性の高まりと会計基準の世界標準化の流れに従い、わが国においても、上場企業など金融商品取引法の対象会社に対して、2000年3月期の決算から、キャッシュ・フロー計算書が基本財務諸表の一つとして位置付けられ、その作成、開示が義務付けられたのである。

3. キャッシュ・フロー計算書の目的

わが国では、キャッシュ・フロー計算書の作成目的について、連結キャッシュ・フロー計算書作成基準（以下、「作成基準」）の中で「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こと」と記述しているだけで、想定する利用者や利用目的については明文での言及はない。したがって、キャッシュ・フロー計算書を通じて提供される情報の具体的な役割については、その源流であるアメリカの会計基準において、どのような利用目的が想定されているかを確認し、補足する必要がある。

1987年に財務会計基準審議会（Financial Accounting Standards Board：以下、「FASB」）が公表した財務会計基準書第95号（Statement of Financial Accounting Standards95：以下、「SFAS95」）では、キャッシュ・フロー計算書は他の公表された財務諸表とともに、投資家や債権者などのステークホルダーに対し、次の目的に役立つ情報を提供する財務諸表であるとされている²。

- ① 企業が将来のキャッシュ・フローを創出する能力を評価する（現金創出能力の評価）。
- ② 企業が債務や配当金を支払う能力を評価し、外部資金調達必要性を判断する（支払能力の評価）。
- ③ 純利益と現金の受取や支払との差の理由を認識する（利益の質の評価）。
- ④ 資金的もしくは非資金的な投資取引や財務取引が企業の財政状態に及ぼす影響を評価する（投資・財務活動の影響の評価）。

1) 現金創出能力の評価

FASBは、キャッシュ・フロー計算書の開示目的の第一として、「企業が将来のキャッシュ・フローを創出する能力を評価する」ことをあげている。最初にあげられていることから、現金創出能力の評価がFASBの考える最も重要な目的と解釈してよいだろう。アメリカでは、財務諸表の目的を初めて体系的に検討した「トゥルーブラッド報告書」（1973年）の貢献もあって、現金創出能力という概念が重視されている³。

近代的な会計は、1930年代のアメリカにおいて確立し、制度化された。そこでは、投資家が自己の責任において投資意思を決定するために必要な情報として、企業が生み出す収益

2 田宮治雄『なぜ作る・何に使う キャッシュ・フロー計算書』中央経済社、1999年、38頁

3 佐藤倫正「キャッシュ・フロー計算書とはなにか」『企業会計』第50巻10号、1998年、42頁

とそのため犠牲となる費用とを期間的に対応させ、適正な損益計算を行った結果を開示することが有用であり、最大の役割とされてきた。しかし、資本市場の発達により財務に関する理論と情報を収集するためのインフラストラクチャー⁴が整備されるにつれ、会計目的にも変化がみられるようになった。収益と費用の対応を重視するあまり、企業に広範な処理方法の選択を認めた抽象的な会計情報に対する不満は高まり、企業の主観が介入せず、具体性や操作性に富み、そのうえ利用目的に対する適合性が高い情報が求められるようになったのである。その兆候は、1960年代以降、顕著に現れることになる。企業財務論を基礎とした財務理論の発達により、「企業の価値は当該企業が将来にわたり創出するキャッシュ・フローの現在価値の合計で評価する」という考え方を基礎とした投資家や証券アナリストなどの情報ニーズが財務報告を根底から揺さぶり始めたのである。

このような環境の中で、1970年代に入り、FASBが設立された。FASBは、前述した会計目的の変化を認知し、その設立当初から企業の財務報告がいかなる目的を持つべきか検討を重ね、基準書の指針を示したのである。SFAS95が、キャッシュ・フロー計算書の開示目的の第一に、「企業が将来のキャッシュ・フローを創出する能力を評価する」ことをあげているのは、このような会計の目的観の変化と密接な関係があると考えられる。

2) 支払能力の評価

アメリカでは、キャッシュ・フロー計算書が制度化される以前も、資金運用表や財政状態変動表といった資金収支に関する財務報告が開示されていた。それらの報告書が予定した情報ニーズや資金概念は必ずしも明確ではなかったが、資金収支の表示を主な目的としていることから、損益計算とは別の角度で企業が支払義務を果たす能力に関わる情報の開示が求められていたと推測することができる⁵。

この情報ニーズの背景には、産業の発展とともに、損益の発生が確認される時期と実際に現金の受取り、または支払いが行われる時期との間の乖離が大きくなったという現実がある。具体的にいえば、発生主義に基づく損益計算で利益が計上されていても、企業が債務などの返済に窮し、支払不能に陥る可能性を否定できなくなったのである。そこで、過去の資金収支の実績を把握することが、将来の支払不能に陥るリスクを推し量るために有用であると考えられた。企業などに資金を貸し付け、その回収の可能性を重視する債権者の情報ニーズに応えるために資金収支に関する情報が必要とされたのである。

3) 利益の質の評価

企業の全存続期間または相当に長期的なスパンでは、会計利益の総額と正味現金収入の総額は一致すると考えることができる。しかし、発生主義会計によって測定される会計利益の構成要素である収益、費用項目は見越しと繰延の影響を伴い、その認識のタイミングと実際のキャッシュ・フローとの間には時間的ズレが存在することから、短期的には期間利益と正

4 インフラストラクチャーとは社会的経済基盤と社会的生産基盤とを形成するものの総称で、インフラと略される。道路、港湾、河川、鉄道、通信情報施設、下水道、学校、病院、公園、公営住宅などが含まれる。

5 田宮治雄 前掲書、1999年、42頁

味キャッシュ・フローが一致することはない。そのため、会計利益と正味キャッシュ・フローとの差異に関する情報は、企業の将来キャッシュ・フローをあらかじめ評価しようとする情報利用者にとっては重要である。

資金計算書を財務諸表として説明する包括的な議論を提起した討議資料（以下、「DM80⁶」）およびキャッシュ・フロー計算書の財務諸表化を提案した公開草案（以下、「ED81⁷」）は、こうしたキャッシュ・フローのタイミングの重要性に着目し、営業利益の「質」の評価機能としてのキャッシュ・フロー情報の役割に注目している。ここでいう営業利益の「質」とは、「継続的な営業活動から得られる当期の利益の水準とそれに関連するキャッシュ・フローとの関係」をいい、DM80およびED81では、「利益が現金に転換される程度」または「利益の現金への近さ」を営業利益の「質」の決定要素であると説明している。つまり、営業利益に対して営業活動から生み出された正味キャッシュ・フローの比率が高ければ高いほど、営業利益の「質」は高く、企業の業績は高いといえる⁸。

4) 投資・財務活動の影響の評価

この目的は、一見しただけでは抽象的すぎて、理解するのは難しい。一般的には、財政状態を開示する役割は、主に貸借対照表にあると考えられるため、キャッシュ・フロー計算書に貸借対照表上の各項目の増減について説明する役割を課したものと理解することができる⁹。さらに、この目的は、企業活動の結果、現金の受取りまたは支払いを伴う取引だけでなく、キャッシュ・フロー計算書上で計算されるキャッシュ・フローに影響を与えない非資金的な取引も対象とするところに意味を持たせていると考えられる。キャッシュ・フロー計算書が制度化される以前に開示されていた財政状態変動表が資金を広く捉え、現金の受取りや支払いを伴わない投資もしくは財務取引も報告の対象としていたため、キャッシュ・フロー計算書がその機能を引き継いだものと解釈されている。

Ⅲ キャッシュ・フロー計算書の構造と分析

1. キャッシュ・フロー計算書の構造

キャッシュ・フロー計算書における記載項目の表示区分は、企業活動を営業活動、投資活動、財務活動に分類して表示する3区分法が採用されている。以下では、各活動区分のキャッシュ・フローが表す内容について考察する。

1) 営業活動によるキャッシュ・フロー（cash flow from operating activities）

営業活動によるキャッシュ・フローは、企業が本来の営業活動を通じて得たキャッシュの増減を示している。営業活動とは、企業の基本的な動きである商品の仕入れや製造、販売、

6 DM80…討議資料「資金フロー、流動性および財務的弾力性の報告」

7 ED81…公開草案「企業の利益、キャッシュ・フローおよび財政状態の報告」

8 百合草裕康『キャッシュ・フロー会計情報の有用性』中央経済社、2001年、59頁

9 田宮治雄 前掲書、1999年、45頁

経費処理などのことである。営業活動によるキャッシュ・フローは、企業を維持し、成長させる原資であり、毎期安定して増加傾向にあることが望ましい。これが安定して成長している場合には、本業自体のキャッシュ・フローを生み出す力が強く、事業の安定性が高いため、リスクの低い事業であることを意味している。一方、これがマイナスで推移していたり、変化が激しい場合には、本業が成長期にあるか、運転資本のコントロール面で問題があるか、リスクの高い事業であることを意味している。また、売上債権¹⁰や仕入債務¹¹の増減、棚卸資産の増減などが分かるため、貸借対照表の動きが見え、同時に損益計算書の売上の増減も推測することができる。

2) 投資活動によるキャッシュ・フロー (cash flow from investing activities)

投資活動によるキャッシュ・フローは、企業の投資活動で生じるキャッシュの増減を示している。通常、企業の投資活動といえば、利益を獲得するための事業活動の基礎を築くことを目的とする将来に向けた活動を指すが、キャッシュ・フロー計算書では、それに加えて有価証券などを利用した資金の運用にかかる諸活動も投資活動に含めている。企業が将来の利益獲得および資金運用のために、どれくらいの資金を支出、または回収したかを表しており、これにより設備投資や新規事業への意欲、あるいは必要以上に多額の投資が行われていないかなどが判断できる。

3) 財務活動によるキャッシュ・フロー (cash flow from financing activities)

財務活動によるキャッシュ・フローは、企業が営業活動、投資活動を維持するためにどの程度資金を調達し、返済したかを示している。ここでは、銀行からの借入金や社債による資金調達や返済といった負債、あるいは増資や配当金支払といった純資産に関連する企業のキャッシュ・フローの動きが把握できる。

2. キャッシュ・フロー計算書の分析

企業の全存続期間または長期的なスパンでは、企業が生み出すキャッシュ・フローと会計利益は、ほぼ一致すると考えることができる。しかし、企業会計は人為的に区切られた短期間の期間計算を行うことを任務としているため、企業の業績を期間計算に適切に反映させるために発生主義会計が適用される¹²。

前述したように、現行の発生主義会計は、現金取引のみに基づくのではなく、信用取引など実体に対して現金的結末を有しているが同時的な現金の動きを伴わない取引にも基づいているため、利益が計上されても手許のキャッシュ・フローが増加するとは限らない。

そのため、損益計算書上でいくら利益を計上していても、資金繰りに窮して倒産に至る、いわゆる「黒字倒産」企業が存在する。したがって、財務分析を行う際には、対象企業の当

10 売上債権とは、受取手形や売掛金など企業の主目的たる営業取引過程において発生した債権のことである。

11 仕入債務とは、支払手形や買掛金など企業の主目的たる営業取引過程において発生した債務のことである。

12 百合草裕康 前掲書、2001年、3頁

期純利益と営業活動によるキャッシュ・フローとを比較することにより、利益がキャッシュ・フローに結びついているかどうかを確認する必要がある。

1) 黒字倒産企業が多発した2008年度

帝国データバンク¹³によれば、わが国における「黒字倒産」の発生件数は、2008年度に多くみられる。2008年度は、アメリカ発のサブプライム問題に端を発した金融危機や国内不動産市場の急減速を背景に上場企業の倒産が多発した。2008年度における上場企業の倒産は45件で、それまで戦後最悪だった2002年度の22件を6年振りに更新した。企業別にみると、8月の㈱アーバンコーポレイション（負債総額2,558億3,200万円）をはじめ、日本総合地所㈱（負債総額1,975億4,900万円）などのマンション分譲業者を中心に不動産関連が目立っている。倒産前の直近の決算をみると、前期比増収が20件、「黒字倒産」は21件となっており、「黒字倒産」が全体の半数近くを占める結果（46.7%）となった。一方、倒産直前に利益を計上している企業が多い中、営業キャッシュ・フローが赤字の企業は31件となっており、利益とキャッシュ・フローの間に差異が生じていることがわかる。このことは、キャッシュ・フロー計算書が貸借対照表や損益計算書とは別の視点から見た情報を有していることを意味している。以下では、利益とキャッシュ・フローの関係をより理解しやすいものとするため、2008年度の「黒字倒産」企業の中から、倒産直前の決算において当期純利益を最も多く計上した㈱アーバンコーポレイションについて考察する。

2) ㈱アーバンコーポレイションの利益とキャッシュ・フロー

㈱アーバンコーポレイションは、1990年5月に分譲マンションの企画、販売代理を目的に設立した住宅開発会社である。同社は、9期連続で最高益を更新していたにもかかわらず、2008年8月に経営破綻し、民事再生手続の申立てを行った。図表1は、同社の当期純利益と活動区分別のキャッシュ・フローの推移を示したものである。

図表1 ㈱アーバンコーポレイションの当期純利益と活動別キャッシュ・フローの推移
(単位：億円)

	2004/3	2005/3	2006/3	2007/3	2008/3
当期純利益	26	65	79	300	311
営業活動による キャッシュ・フロー	△3	△250	△330	△550	△1,000
投資活動による キャッシュ・フロー	△12	△66	10	△91	△111
財務活動による キャッシュ・フロー	△27	402	430	832	892

13 帝国データバンク『全国企業倒産集計』[1997年度報～2009年度報]

図表1をみると、過去5年間における同社の当期純利益が全期プラスで推移しているのに対して、営業活動によるキャッシュ・フローは全期マイナスで推移していることがわかる。また、当期純利益が5年連続で増益となっている一方で、営業活動によるキャッシュ・フローは、年々マイナスが大きくなっており、2004年3月期において29億円だった両者の差額は、2008年3月期には1,311億円まで広がっている。企業が倒産に至る原因の多くは、営業活動によるキャッシュ・フローのマイナスが続き、資金繰りに窮してしまうことであり、同社についても同様の理由で倒産に至っている。このように倒産する直前でさえ利益を計上している企業が存在する実情を考えれば、利益は企業の成功や生存を保証するものとはいえないのである。

3) 主要財務数値からみる資金繰り悪化の要因

続いて、同社の当期純利益と営業活動によるキャッシュ・フローの差が拡大した理由について検証する。図表2は、同社の主要財務数値を示したものである。

図表2 (株)アーバンコーポレイションの主要財務数値推移表

(単位：億円)

	2004/3	2005/3	2006/3	2007/3	2008/3
売上高	514	570	643	1,805	2,437
増減率	100.0	110.89	125.09	351.16	474.12
当期純利益	26	65	79	300	311
(利益率)	5.05	11.40	12.28	16.62	12.76
売上債権	34	27	42	26	23
(回転期間, 月)	0.80	0.56	0.78	0.17	0.11
棚卸資産	278	345	737	2,930	4,378
(回転期間, 月)	6.50	7.26	13.77	19.48	21.56
流動資産計	565	905	1,649	3,978	5,563
(回転期間, 月)	13.20	19.05	30.82	26.44	27.40
有無形固定資産	59	72	134	223	262
(回転期間, 月)	1.37	1.52	2.50	1.48	1.29
投資等	42	228	246	231	198
(回転期間, 月)	0.98	4.80	4.60	1.54	0.98

※各期有価証券報告書に基づき筆者作成。棚卸資産回転期間の算出には、売上高を使用している。

図表2をみると、財務活動によるキャッシュ・フローの増加分以上に棚卸資産が増加しており、経営資源を棚卸資産に集中化していることがわかる。そのため、売上債権や投資等は回転期間だけでなく、残高でも減少傾向が続き、有形・無形固定資産の回転期間も低下傾向

が続いている。回転期間が上昇しているのは棚卸資産だけであり、他の資産の回転期間が低下傾向にあることに疑問を抱かざるをえない。また、財務活動によるキャッシュ・フローの増加が続いていることから、営業活動によるキャッシュ・フローのマイナスを銀行からの借入や社債を発行することで賄ってきたことが推測できる。

4) 活動区分別キャッシュ・フローの分析

次に、前述の仮説を証明するため、倒産直近の決算である2008年3月期に焦点をあて、営業活動によるキャッシュ・フローがマイナスとなった要因を検証する。図表3は、同社の営業活動および財務活動によるキャッシュ・フローの内訳である。

図表3 活動区分別のキャッシュ・フロー

営業活動によるキャッシュ・フローの内訳 (単位：億円)		財務活動によるキャッシュ・フローの内訳 (単位：億円)	
営業活動によるキャッシュ・フロー	2008/3	財務活動によるキャッシュ・フロー	2008/3
税引前当期純利益	615	短期借入金純増額	310
減価償却費	18	コマーシャルペーパー純減額	△1
受取利息	△60	長期借入による収入	1,436
支払利息	81	長期借入金の返済による支出	△1,025
売上債権の増減額 (増加△)	△15	社債の発行による収入	571
棚卸資産の増減額 (増加△)	△1,380	社債の償還による支出	△385
仕入債務の増減額 (減少△)	△17	配当金の支払額	△67
...
営業活動によるキャッシュ・フロー	△1,000	財務活動によるキャッシュ・フロー	892

※(株)アーバンコーポレイションの有価証券報告書に基づき筆者作成

図表3を見ると、営業活動によるキャッシュ・フローのマイナスが続いた理由が、不動産の売却によって稼いだキャッシュよりも多くの金額を、新たな不動産の取得に使用したためであることがわかる。不動産業においては、商品である販売用不動産を購入しない限り事業を行うことができないため、営業活動によるキャッシュ・フローがマイナスになるのはある程度仕方がないとはいえ、これだけ大きなマイナスは明らかに不自然である。

また、財務活動によるキャッシュ・フローの内訳をみると、短期借入金による310億円の資金調達をはじめ、長期借入金による収入から返済による支出を差し引いた411億円、社債の発行額から償還額を差し引いた186億円を調達することなどにより、合計892億円を調達したことがわかる。通常、長期借入金などによる資金調達は設備投資と考えるが、同社の場合、固定資産に目立った動きがみられないことから、運転資金として調達したと考えるのが妥当である。

このようにキャッシュ・フロー計算書を分析することにより、「銀行からの借入や社債の発行などで調達した資金が販売用不動産の取得に充てられていた」という仮説を証明できる。キャッシュ・フロー計算書には、企業が、どの活動からキャッシュを獲得し、それをどのような活動に投資したのかなど、貸借対照表や損益計算書に現れないキャッシュの流れが表示される。そのため、経営分析や投資判断をする際には、貸借対照表と損益計算書だけでなく、キャッシュ・フロー計算書も含めた財務三表を相互に組み合わせることで、個々の財務諸表から得られる情報より多くの情報を得ることが重要である。

IV 企業精査（デューデリジェンス）

1. 企業精査（デューデリジェンス）

企業精査とは、企業を精査し、その本質的価値を見抜くことであり、M&A¹⁴の世界では、しばしばデューデリジェンスと呼ばれる。これに対し、企業価値評価（バリュエーション）とは、企業の妥当な価格を算定することであり、両者は起因関係にある。

投資家をはじめとした利害関係者が最も知りたいのは、企業価値と呼ばれる「将来の結果」である¹⁵。しかし、一般に利害関係者が得られる情報は、「過去の結果」である財務諸表だけである。そのため、多くの人は、財務諸表の数値にのみ基づいて企業価値を予測しようとするが、予測した数値と現実の数値が大きく乖離してしまうことが多い。なぜなら企業の将来を予測するのに不可欠な過去の数値に対する原因分析を怠ったために、「将来の結果」である企業価値を生み出すための今後の事業展開を洞察することができないからである。「過去の結果」である財務諸表は会計数値だけでなく多くの情報を有しており、それらは「ファンダメンタル分析」「経営戦略分析」「会計戦略分析」といった一連の企業精査を通じて、初めてその魅力を十分に引き出すことができる。

1) ファンダメンタル分析

ファンダメンタル分析とは、企業の現状分析および企業行動と成果との連鎖を探求する原因分析のことである。企業を分析する際には、企業の成績表である財務諸表の数値から現状分析するだけでなく、これだけの成果を得るためにどのような戦略を実行したのか、あるいは逆に、どのような企業行動がこのような成果をもたらしたのか、といったことを常に問いながら分析を進める必要がある。

過去の結果である財務諸表だけを漠然と眺めていたり、やみくもに数字を組み合わせたりするだけでは、将来の結果である企業価値を評価することはできない。結果は結果から生まれるのではなく、必ず原因から生まれるのである。そのため、企業価値を評価する際には、財務三表の数値を様々に組み合わせ加工し、より多くの情報を得ることで、企業の内に潜む問題意識や戦略的な課題を導き出すファンダメンタル分析を行うことが重要なのである。

14 M&Aとは、Merger & Acquisitionの略称で、企業の合併および買収のことである。

15 山口揚平『企業分析力養成講座』日本実業出版社、2008年、11頁

ファンダメンタル分析では、対象企業を「収益性」「効率性」「安全性」「成長性」という4つの側面から評価し、さらに、これらを総合的に判断して企業の総合力を捉える。

2) 経営戦略分析

企業は、業界内での競争優位性を高めるためにコストリーダーシップ戦略、差別化戦略、集中化戦略など様々な戦略を展開する。会計情報は企業の戦略や日々の業務を積み上げた結果であり、新しい戦略により企業の収益性が高まった場合、その結果は会計情報に反映される。したがって、会計情報の分析を通じて、その背後にある企業の経営戦略や産業特性を浮き彫りにすることができるのである。

コスト・リーダーシップ戦略とは、規模の経済や経験効果などによって低コスト・メーカーとしての地位を達成しようとするものである。競合企業に対するコスト優位性を確立すべく、徹底的にシェアの拡大を追求することが多いため、標準化された単純な製品群の開発、販売・生産規模を拡大するためのマーケティング投資、生産設備への投資などが必要となる。

差別化戦略とは、製品やサービスを差別化することにより特異なポジションを獲得して高価格を実現することである。製品やサービス以外に、ブランド・ロイヤリティ¹⁶、技術、流通チャネルなどあらゆる要素が差別化の源泉になる。ただし、この戦略は、製品、サービスなどの特異性を追求していくことになるため、必ずしもシェア拡大に結び付かないこと、また、コストが高くなる可能性もあることに注意が必要である。

集中化戦略とは、特定の顧客ターゲット（あるいは市場セグメント）や特定の地域市場、特定の流通チャネルなどターゲットを絞り、ヒト、モノ、カネ、情報といった経営資源を集中的に投入する戦略である。そのなかで、特定の市場において低コストにより優位性を築く「コスト集中戦略」と、特定の市場において差別化により付加価値を高める「差別化集中戦略」という選択肢が考えられる。

3) 会計戦略分析

伊藤 [2009]¹⁷をはじめとする多くの研究者は、会計利益の限界を指摘している。これは会計利益が持つ“柔軟性”に起因するものである。企業が利用できる会計処理法は多様であり、会計利益は何通りもある組み合わせの中から選択された一つの結果にすぎない。したがって、会計利益には唯一絶対的なものが存在するわけではないのである。

現行の会計ルールでは、棚卸資産の評価方法や減価償却の方法をはじめ、一つの会計事実について複数の会計処理法が認められているものがあり、企業の会計処理に対して一定の自由を認めている。そのため、各企業はそれぞれの経営環境と選好にもとづいて、規制の枠内で会計方針を選択することができる。また、会計情報には、貸倒引当金の計上基準や、M&Aによって生じるのれんの償却年数など、企業の主観的判断に委ねられた見積もりが多

16 ブランド・ロイヤリティとは、消費者が商品購入時に、同じ銘柄を反復購入する程度のことである。

17 伊藤邦雄『ゼミナール企業価値評価』日本経済新聞出版社、2009年、191頁

く含まれている。その意味で、会計情報は様々な会計処理法の選択や会計上の見積もりを積み重ねた結果であるといえ、そこから導き出される会計利益は必然的に“柔軟性”を持ったものとなる。したがって、「どのような会計方針の変更があるのか」、あるいは、「どのような会計方針を採用しているのか」といったことを知ることで、そこに内在する情報を汲み取り、当該企業の経営環境や経営体力などの状況を推測することができる。

V 企業価値評価（バリュエーション）

1. 企業価値の重要性

「企業価値を創造せよ。さもなくば撤退せよ」——市場経済で活動する企業にとって、いつの時代も変わらない大原則である。企業価値の創造というと、近年、頻繁に耳にするようになったM&AやTOB（株式公開買い付け）などから上場企業が掲げる経営目標というイメージが強い。しかし、M&Aや企業価値は何も上場企業だけのものではない。経済がグローバル化し企業間の競争が激化している現代社会においては、未公開企業や中小企業においてもM&Aが増加しており、多くの企業が「経営強化」や「生き残り」のために不採算部門の売却やコア事業の強化等の施策を実行し自社の競争力を高めるなど、企業価値を創造する動きを強めている。

このような動きの強まりには、金融機関が融資の判断材料の一つとしてキャッシュ・フローを用いるようになったことも無関係ではないだろう。近年においては、多くの金融機関が従前の担保主義からの脱却を目指し、融資の返済原資となる将来のキャッシュ・フローを重視する傾向にある。そのため、「将来キャッシュ・フローを多く生み出す＝価値が高い」企業は、融資の際にも有利になる可能性がある。

したがって、価値の高い企業になることは、株式の公開・未公開や規模の大小に関わらず、市場経済で活動するすべての企業にとって重要であり、常に価値を意識し、価値の高い企業を目指すことが大切なのである。

2. DCF法による企業価値評価

企業価値とは、一般に、「企業が将来にわたって生み出すキャッシュ・フローの現在価値の合計額」と定義されている。したがって、企業価値を評価する際には、過去の数値から導くのではなく、将来の経営戦略や事業構造などのビジネスプランを反映させた期待値を考慮して算出する必要がある。DCF法（Discounted Cash Flow Method：割引キャッシュ・フロー法）は、当該企業が将来にわたり生み出すフリー・キャッシュ・フローの現在価値を積み上げて、その合計を企業価値とするものであり、現在、最も広く用いられている評価手法である。具体的には、企業の事業活動における将来のフリー・キャッシュ・フローを資本コストで現在価値に割り引き、その合計を事業価値とし、事業価値に有価証券や遊休不動産など投融資の価値を加算したものを企業価値とする方法である。

○企業価値の計算式

$$\text{企業価値 (PV)} = \frac{CF_1}{1+r} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \frac{CF_3}{(1+r)^3} + \dots = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

CF_t : t年目に生み出されるキャッシュ・フロー
r : 割引率

1) フリー・キャッシュ・フロー (Free Cash Flow)

フリー・キャッシュ・フローとは、企業が資金提供者である株主や債権者らに自由に分配することができるキャッシュのことである。フリー・キャッシュ・フローは、一般に営業活動によるキャッシュ・フローから経常的な経営行動に必要となるキャッシュ・アウトフローを控除して算出する¹⁸。経常的な経営行動に必要となるキャッシュ・アウトフローには、①生産維持に必要な設備投資額、②設備投資額（生産維持+生産拡張）、③子会社・関連株式および満期保有目的の有価証券、④投資活動によるキャッシュ・フローなどが該当し、どれを控除項目とするかは議論が分かれるところである。

しかし、上記の算出方法は、どれも営業活動によるキャッシュ・フローにもとづいたものであり、キャッシュ・フロー計算書が作成されている上場企業を対象とした算出方法ともいえる。近年において企業価値は上場企業だけでなく、キャッシュ・フロー計算書の作成が義務付けられていない非上場企業においても重要なものとなっている。そのため、DCF法による企業価値評価では、すべての企業で作成されている貸借対照表と損益計算書の数値からフリー・キャッシュ・フローを導き出す、次のような算出方法が用いられる。

○フリー・キャッシュ・フローの計算例		
経常利益	100	<u>通常の利益からスタート</u>
支払利息 (+)	10	} 財務的な費用はなかったことにし、営業利益に近いEBITを計算する
受取利息等 (-)	30	
EBIT (=営業利益)	80	<u>本業での利益 (EBIT) に置き直す</u>
法人税等 (実効税率40%) (-)	32	EBITに課税されると仮定した税金を差し引く
NOPAT	48	NOPATに以下の3つの修正を加える
減価償却費他 (+)	15	} 非資金項目を加算した後、設備投資額および運転資本増額を差し引き、NOPATをフリー・キャッシュ・フローに置き直す
設備投資額等 (-)	30	
運転資本増加額 (-)	20	
フリー・キャッシュ・フロー	13	<u>事業から最終的に生み出されたキャッシュ・フロー</u>

出所：西山茂『企業分析シナリオ』東洋経済新報社、2010年、12頁を参考に筆者作成

18 伊藤邦雄『ゼミナール現代会計入門』日本経済新聞出版社、2008年、243頁

2) 現在価値

現在価値とは、「近い将来生み出すことが見込まれるフリー・キャッシュ・フローは、遠い将来生み出すことが見込まれるフリー・キャッシュ・フローに比較して、“利息が稼げる” “不確実性（リスク）が少ない” という時間的価値を有しているため、同じ金額でもより価値が高い」とする考え方である。

DCF法による企業価値は、企業における一連の資金循環を一つの投資プロジェクトとして捉え、企業が行う様々な投資案件から将来生み出されるフリー・キャッシュ・フローに基づいて評価する。一般に通常の投資プロジェクトでは、フリー・キャッシュ・フローが長期間にわたり発生することになる。そのため、時点の違いによって異なるフリー・キャッシュ・フローの価値を、すべて意思決定を行う現在の価値に合わせる必要がある。

3) 資本コスト（割引率）の推計

現在価値の考え方を基本にした企業価値評価における最大の問題は、将来生み出されると見込まれるフリー・キャッシュ・フローを「どのような割引率、もしくは資本コストで現在価値に割り引くか」である。資本コストとは、企業が資金調達を行う際のコストのことであり、企業価値評価だけでなく、企業の投資意思決定においてプロジェクトが最低限満たさなければならない収益率（ハードルレート）として用いられる概念である。資本コストは、評価対象となる事業のリスクを将来にわたって適切に反映したものでなければならない¹⁹ため、その推定はファイナンス分野において最も重要なテーマであり、様々な方法が提案されている。

DCF法において最も広く用いられている割引率は、加重平均資本コスト (Weighted Average Cost of Capital: 以下、「WACC」) と呼ばれるものである。WACCは、資本市場が当該事業のリスクを適切に評価していることを前提に、企業の資金調達のうち、債権者や株主といった資金提供者に帰属する部分の平均コスト（資金提供者からみた期待収益率）、すなわち有利子負債コストと株主資本コストの平均値を企業全体の資金調達コストとするものである。一般に、節税効果を考えた金利として計算される有利子負債コストと株主資本コストを加重平均して計算する。

○WACC（加重平均資本）の計算式

$$WACC = I(1 - t) \frac{D}{D+E} + \{R_f + \beta (R_m - R_f)\} \frac{E}{D+E}$$

I: 利子率 t: 法人税率（実効税率）

D: 有利子負債金額（本来は時価、但し簿価を用いることが多い）

E: 株主資本（時価総額） R_f: リスクフリー・レート（10年もの国債金利等）

R_m - R_f: マーケット・リスクプレミアム（実務上、5～8%を用いることが多い）

β: β値（東京証券取引所やブルームバーグなどで公表している数値を用いる）

19 鈴木一功『企業価値評価【実践編】』ダイヤモンド社、2004年、11頁

4) 将来フリー・キャッシュ・フローの予測

既述のように、DCF法では、将来フリー・キャッシュ・フローを資本コストで割り引き、その総和を計算して企業価値を求める。したがって、企業価値を評価するには、その決定因子ともいえる将来フリー・キャッシュ・フローを予測する必要がある。将来フリー・キャッシュ・フローを予測するには、評価対象企業の業績予測が不可欠である。

企業の業績予測をするためには、「ファンダメンタル分析」「経営戦略分析」「会計戦略分析」といった企業精査を通じて、当該企業が属する業界がどのような展望を持っているのか、そして、その業界のなかで当該企業が将来どのように変わっていくのかを考える必要がある。具体的には、市場の動向や競合企業の動き、また評価対象企業の競争優位性などをもとに売上高を予測し、それに合わせて売上原価や販売管理費をはじめとするコストを予測して予測損益計算書を作成していく²⁰。なお、予測期間については、その企業が評価時点において保持している競争優位性だけで事業を継続していった場合に、売上高を伸ばすことができる最長の期間を基準に考えなければならない。

3. 企業価値の向上策

企業は銀行や株主等にとって魅力的な融資先、投資先となるべく、継続的に自社の企業価値を把握し、その向上に努める必要がある。企業価値の最大化を実現するための施策は、①金融部分を最適化すること、②事業価値を最大化することの二つに大別される。

金融部分の最適化とは、貸借対照表の構成比率をWACC（資本コスト）が最も低くなる状態（範囲）までシフトすることである。金融部分を最適化する手法としては、貸借対照表の左側（資産）における「不要投融资の処分」と右側（資本）における「資本構成の最適化」が考えられる。とりわけ、資本構成の最適化については、昨今、金融機関において融資政策の見直しが進むに従い、多くの中堅・中小企業が資本構成の見直しを迫られており、その対応に追われている。

一方、事業価値の最大化とは、売上や営業資産といった事業規模の拡大だけを意味するものではない。現在のようなデフレ経済のもとでは、より小さな営業資産でより大きなキャッシュを生み出すことが求められている。そのため、企業は事業の効率化を進め、効率性の高い事業に経営資源を重点的に配分することにより事業が生み出すキャッシュを最大化し、事業価値の増大を図ることで、企業価値の最大化に努めている。すなわち、事業価値の最大化に向けた取組みとは、「事業の効率化」と「効率性の高い事業への投資（事業ポートフォリオの最適化）」と整理することができる。

1) 中小企業における経営環境の変化

経済の成熟化が進む中、資本市場のグローバル化ともいべき様々な環境の変化により企業の競争環境は一層厳しいものになっている。グローバル市場における国境を越えた競争は、大企業のみならず中小零細企業にも影響を及ぼし、事業領域を含む企業の構造改革を迫

20 西山 茂『企業分析シナリオ』東洋経済新報社、2010年、10頁

ることとなった。とりわけ、中小企業を取り巻く環境は、日々、スピードを増しながら変化を続けており、環境に適応すべき戦略策定が求められている。

こうした環境の変化は、「企業の在り方」そのものを問うことと同義であり、環境に適応できない企業は存在価値を失うことにもなりかねない。大企業と比べ資本が脆弱な中小企業においては、常に変化する社会に敏感に反応し、自らが担うべき仕事を選択して社会における価値を高めることで、競争力を高めることが必要となってきた。

2) 中小企業の企業価値向上策

企業価値の基本的な概念に関しては、大企業も中小企業も同一と考えられる。しかし、中小企業が大企業に比べ、様々な制約を持つことも事実である。そして、それは中小企業が価値向上を図るうえで特有の課題となる。以下では、日本経済の基盤ともいえる中小企業について、企業価値研究会による研究成果[2007]²¹をもとに「顧客企業との取引関係」「人材」「資金調達」の側面から企業価値の向上策を検討する。

(1) 顧客企業との取引関係

顧客企業との取引関係が固定化し、硬直化している状況にあつては、企業価値の向上は難しい。企業価値を向上させるためには、顧客企業との関係を多面化し、経営環境の変化に対する適応力を高めることが必要となる。

変化の激しい競争社会にあつて、経営者は常に“何もせずに衰退を待つか”“新たな道を切り開くか”という二者択一の経営判断を迫られている。人は基本的に保守的であり、変革にチャレンジすることを躊躇する傾向にある。それゆえ、“既存のビジネスに安住したい”と考えるのは、当然の流れといえる。しかし、企業の競争環境は突如一変する。徐々に進行する潜行した変化が、表面化した瞬間に従来とは異なる質的な変化をもたらすことは少なくない。そのため、新規ビジネスのリスクを嫌い、既存ビジネスの維持・拡張だけに執着しているような企業は将来の存続が難しいといえる。企業の継続性を重視するのであれば、リスクを恐れるのではなく、リスク要因を慎重に分析したうえで戦略を立案し、実施すべきプロジェクトを事業としてチャレンジすべきである。

企業間の競争が激化し、経営環境の変化が加速している今、従来の長期安定的な企業間関係は崩れつつある。このような環境下にあつて、中小企業が存在感を高めるためには、リスクを恐れず顧客企業の多面化を図り、常に新しい価値を市場に提供することを考えなければならない。大企業と比べてオーナー経営者が多い中小企業の意味決定は早い。このスピードとチャレンジ精神こそが、中小企業において企業価値の向上に繋がるのである。

(2) 人材

企業の競争力を持続させるための源泉は人材である。したがって、人材の確保・育成は企業価値の向上につながると考えることができる。わが国では、東日本大震災が発生して以来、

21 亀山雅人編『企業価値創造の経営』学文社、2007年

低迷が続いていた経済の持ち直しとともに、雇用状況にも改善がみられるようになってきた。この牽引役となっているのは製造業を中心とした大企業であり、中小企業においては、未だ改善がみられないのが実情である。このように大企業の採用が活発化することにより、中小企業の人材確保は一層難しいものとなっている。

人材の確保・育成において重要なことは、企業の方針や経営戦略に合致した人材の確保および育成に努めることである。これは、戦略的ヒューマン・リソース・マネジメントと呼ばれ、多くの大企業で既に実践されている。採用の局面においては、企業の戦略に沿って求める人材の姿を明確にすることがこれに該当する。

大企業とは異なり、人材が不足しがちな中小企業にあつては、人を選ぶような余裕はないという意見も聞かれる。しかし、経営戦略にもとづいた必要な人材を明示しないために、適材適所の人事が行えず、従業員が定着しないのであれば本末転倒と言わざるを得ない。そのため、応募してきた人やみくもに採用するのではなく、具体的に企業が求める人物像を明確にして、応募者と企業がその人物像を共有することが必要と思われる。また、従業員の育成についても、企業のビジョンや戦略の方向性により、方針や内容が変化するため、企業戦略に合致したものとする必要がある。

(3) 資金調達

中小企業の資金調達手段が多様化している。バブル経済の崩壊以降、金融機関からの資金調達が厳しくなる一方で、これまで大企業だけのものと思われてきた資金調達手段を中小企業が用いることもできる環境が整いつつある。中小企業においては、従前より間接金融による資金調達が大きな割合を占めてきた。しかし、最近では、直接金融の多様化が進むとともに、その利用件数も増えてきているようである。大企業に比べて資本が脆弱な中小企業では、選択する財務戦略により企業価値が大きく影響を受けることになる。そのため、資金調達の際には、適切な選択により企業価値の向上に努めることが必要と思われる。

4. 無形資産の評価

企業価値は、流動資産や固定資産等の財務諸表上における数値と社会的信用力やブランドをはじめとするオフバランス項目の無形資産が主な構成要素とされている。かつて、その構成比率は前者が圧倒的に大きかったが、米国において、すでに無形資産が企業価値の大半を占めているとの報告にみられるように、社会経済の変革により、その比率は大きく変化している。わが国においても、従来の財務諸表で示される企業価値（簿価純資産法による企業価値＝帳簿価額、純資産）と株式市場で評価される企業価値（株式価値＝株式時価総額）との乖離がクローズアップされるようになってきた。このことは、企業競争力の源泉が有形資産から無形資産へとシフトしていることを意味している。

21世紀における企業競争力の鍵は、「無形資産」であると言われており、とりわけ「人材」は企業価値と密接に結び付けて考えることができる。近年では、従業員を単なる労働力としての「人材」と考えるのではなく、主体である「人材」が生み出す「知的資産」という客体

を重要視し、企業の価値を生み出す源泉として考える見方が広がっている。このように考えれば、「人財（人という財産）」というに等しい「無形資産」、なかでも「知」を生み出す人間資産は、将来の企業価値を決定する重要な指標の一つといえるだろう。「人財」が生み出す組織、スキル、技術、ノウハウ、ブランドなどの貸借対照表上に記載されない「見えざる富」が、物的資産や金融資産よりも重要な地位を占める時代を迎えたのである。

VI おわりに

会計情報は、企業の経営活動の実態を客観的に現す重要な資料であり、とりわけ、債権者や投資家にとって欠かすことができない貴重な情報源である。しかし、企業会計が人為的に区切られた短期間の期間計算を行うことを任務としているため、現行の発生主義会計のもとでは、利益が計上されても手許のキャッシュ・フローが増加するとは限らない。また、棚卸資産の評価基準や減価償却の計算方法などにみられるように、企業が利用できる会計処理法は多様であり、そこから導かれる会計利益は、何通りもある組み合わせの中から選択された一つの結果にすぎない、という限界も併せ持っている。

経済が発展し信用取引が拡大するに伴い、会計は現金主義から費用収益の対応に適した発生主義への移行を余儀なくされ、現在の利益至上主義を生み出す要因となった。また、利益を第一に考える経営者においては、貸借対照表を軽視し、損益計算書を中心とした経営戦略を採るようになり、結果として、本来、企業の生命線となる資金情報については二の次といった考え方が慣例化することとなった。

一方、産業の発展とともに、損益の発生が認識される時期と実際に現金の受取り、支払いが行われる時期との間の乖離が大きくなったという現実がある。このような状況下にあつては、発生主義に基づく損益計算で利益が計上されていても、企業が債務等の返済に窮し、支払不能に陥る可能性を否定することはできない。そのため、過去の資金収支の実績を表すキャッシュ・フロー計算書は、債権者にとって、将来の支払不能に陥るリスクを推し量るうえで有用である。さらに、資金収支に関する情報は、企業が事業を展開し、成長していくために不可欠な情報であり、それを把握することは、これからの経営戦略を考えるうえで非常に重要なことである。

また、近年においては、証券市場のグローバル化が進展するに伴い、日本企業も海外企業と共通の尺度で評価されることになり、全世界共通の尺度であるキャッシュ・フローに基づく企業価値への関心が高まってきた。変化の激しい競争社会にあつて、中小企業が生き残るためには、企業価値を創造し、競争力を高めていく必要がある。本研究を通じて、近年における企業を取り巻く経営環境の変化を理解し、それに対応するための知識を深められたことは、今後、私が信用金庫の業務に戻り、取引先の発展・成長をお手伝いするのに役立つものとする。そして、それが地域の発展へと繋がることを期待している。

最後になるが、本論文では、現在、企業競争力の鍵ともいわれている「無形資産」の評価手法について、詳細に言及することができなかった。「見えざる富」とも呼ばれる無形資産

の評価手法については、現在、議論が活発化しており、適正な評価手法の確立が期待されているところである。今後は、「無形資産の評価」を課題として、企業価値に関する研究を継続していく所存である。

本論文「キャッシュ・フロー会計情報の有用性と企業価値評価」は、私が指導してきた筆者の修士論文を基本にして作成されたものである。論文作成を指導する中で、私は修士論文のテーマが会計学を学ぶ以上、自己の人生観にどう反映するのか主張して欲しいと言ってきた。

「キャッシュ・フロー会計」をテーマに修士論文にした修了生は二人目である。しかし、前修了生とは論文の視点が異なっており、企業価値という難しい観点からキャッシュ・フロー計算書の有用性を解き明かした努力には賛辞を送りたい。様々な資料を駆使し、筆者なりの結論を導けたことは、会計の世界が急速に展開する戸惑いの中で実り多いものであったと推奨できる。

学問に対して筆者が益々真摯に精進されるよう望みたい。

豊橋創造大学大学院

会計学指導教授 中野 一豊

【参考文献・引用文献】（法令等は除く）

- 伊藤邦雄『ゼミナール現代会計入門』日本経済新聞出版社、2008年
伊藤邦雄『ゼミナール企業価値評価』日本経済新聞出版社、2009年
亀山雅人『企業価値創造の経営』学文社、2007年
鈴木一功『企業価値評価【実践編】』ダイヤモンド社、2004年
田宮治雄『なぜ作る・何に使う キャッシュ・フロー計算書』中央経済社、1999年
西山 茂『企業分析シナリオ』東洋経済新報社、2010年
広瀬義州『知的財産会計』税務経理協会、2006年
望月実、花房幸範『決算書分析術』阪急コミュニケーションズ、2009年
山口揚平『企業分析力養成講座』日本実業出版社、2008年
百合草裕康『キャッシュ・フロー会計情報の有用性』中央経済社、2001年
大谷貞教「キャッシュ・フロー計算書の読み方」『企業会計』第50巻10号
久保幸年「キャッシュ・フロー計算書の制度化の背景」『企業会計』第50巻10号
佐藤倫正「キャッシュ・フロー計算書とはなにか」『企業会計』第50巻10号
中沢 恵「キャッシュ・フロー重視の経営に向けて」『企業会計』第50巻8号
帝国データバンク『全国企業倒産集計』1997年度報～2009年度報