

フリー・キャッシュ・フローの一般概念と 国弘「経営資金」理論への応用

The General Concept of a Free Cash Flow and Application to the Kunihiro
“Management Fund” Theory

岩 崎 功

IWASAKI, Isao

はじめに

キャッシュ・フロー計算書（以下「CF計算書」と略す）は、一定期間における企業のキャッシュ・フロー（以下「CF」と略す）つまり資金の調達と運用状況を、一定の活動区分別に要約して表示した計算書である。株主や債権者等の利害関係者に対し、この計算書により企業の資金獲得能力や債務返済能力のみならず配当金の支払能力などの評価方法としての情報を提供することになる。一方、貸借対照表や損益計算書は、発生主義会計で作成されており、利益計算が目的である。CF計算書は、キャッシュ（資金）の出入りの事実にもとづいて作成されるために、貸借対照表や損益計算書からは得られない特徴を有している。

最近、「CF計算書」とともに「CF経営」なる言葉が盛んに使用されている。その主題が、「CF」を前提にすることは当然であるが、キャッシュの中には経営者から見て自由に処理することができるという「フリー・キャッシュ・フロー」（以下「FCF」と略称する）なる思考が生まれてきた。「FCF」は、企業

評価方法の一つとしても考えられる。ここでは、原則として、CF計算書から、またはその計算書を作成する過程で計算可能な「FCF」を考えている。

本論文では、最初に、昨今普及している「FCF」がどのようなものかをアメリカと日本の主要なCFを扱った会計専門書から検討する。さらに、わが国の実務界ではどのように取り上げているかを事例とともに、そこにまつわる諸問題を考察する。

次に、故国弘員人博士が提唱してきた経営資金理論（これを筆者は「国弘経営資金理論」と名付け、以降「国弘理論」と略す）には、現行のFCFとほぼ同様な考え方（つまり、国弘理論では「資金健康度または経営資金余裕度」と名付けている）を早くから提唱している。そこで国弘理論をもとに現行のFCFを検討することで、同博士の先見性と洞察力の鋭さを明らかにして、結論とする。

「FCF」の一般概念

1. 「CF」と「FCF」

CFの特徴には、以下に述べるように、いろいろある。その特徴の一つにFCFも当然

キーワード：キャッシュ・フロー、フリー・キャッシュ・フロー、経営資金理論
Key words : cash flow, free cash flow, management fund theory

考えられる。

第1に、発生主義で作成された損益計算書のように「収益・費用」と「収入・支出」のズレが生ずることがない。発生主義での当期純利益は企業の会計方針の選択方法で増減可能であるのに対して、CFはキャッシュの出入りという「事実」を正確に反映したものであり、操作不可能であり、この意味で客観性の高い情報が提供できる。結果として発生主義で捉えた会計上の利益とCFの差額を分析することで、利益の内容や質を正しく評価できる。

第2に、CF計算書では、企業活動を営業活動、投資活動および財務活動の3つに区分して表示することで、企業の主たる営業活動からのCFの状況を基に、投資活動や財務活動にどのように利用されたか、まさしくキャッシュの流れ(cash flow)の状況が明示されることになる。なお、筆者は、よりキャッシュの流れが見た目で、つまり概観でわかる、CF計算書の分析に役立つ、故国弘員人博士の経営資金理論を導入した国弘版「CF計算書」を提唱してきている¹。

第3に、営業活動から生み出されたCFを財源として、その後の戦略的な投資、有利子負債の返済、配当支払い、および自社株の取得のためなどのために、どのように運用するか、または不足した場合にはどのように調達するかなどを判断する材料として「FCF」が叫ばれてきている。「FCF」とは、一般に、企業が本業で稼ぎ出したFC(「営業活動よりのFC」)から企業経営に必要な投資維持額を差し引いたものをいい、経営者が自由に使えるキャッシュ(資金)であるといわれる。このFCFをいかに運用していくかが、経営者の手腕として考えられているため、経営者の

行動の評価としても利用されることになる。

2. 「FCF」の概念の多様性

FCFの考え方には、種々あるが定説はないのが現状である。ここでは、アメリカと日本の主要文献に見るFCFについて考察する。(1)アメリカの文献からみた「FCF」

アメリカの場合、筆者としても今後のアメリカにおける文献研究が必要とされるが、今のところ、会計専門書では、おそらく1993年のパーステイン著『財務諸表分析』の第5版ではないかと思われる²。なぜならば、本書の発行後、他のほとんどの財務諸表分析に関する書物の中に、FCFが扱われていることから理解される³。

パーステインによると、最も利用価値の高いFCFの把握方法としては、営業活動よりのキャッシュ・フローから生産維持に必要な設備投資額を差引、さらに優先株式のすべてと、普通株式の配当金のうち最低必要額を差し引いて求める、というものである⁴。

1994年には、ホワイト、ソンドィ及びフライドがその共著『財務諸表の分析と利用』において、FCFは営業活動によるCFから生産維持に必要な設備投資額を差し引いたものをいう⁵。この定義が今では通説のようである。

設備投資には、生産維持のためものと戦略的に生産拡大のためものがあるが、FCFに使用されるものは、生産維持に必要な設備投資額ということになる。ところが、この区別が困難なことが多いので、簡便的でもいいから外部者でも区別が可能な方法で、生産維持に必要な設備投資額の計算方法を提唱したのが、1996年発行ハッケルとリバナ共著『キャッシュ・フローと証券分析』においてで

ある⁶。

1996年には、ハスキンス、フェリスおよびセリングがその共著『国際財務報告と分析』において、FCFよりも、自由裁量 (discretion) C F を前面に出している。「フリー (free)」の用語の意味からくる誤解をできるだけ明確にするために「自由裁量 (discretion) C F」の用語を使用し、次のように述べている⁷。

キャッシュ・フローの最後のキーとなる尺度は、「自由裁量キャッシュ・フロー」または「フリー・キャッシュ・フロー」である。この用語は、発行された会計文献上、または財務諸表上で明確にされてはいないけれども、一般的には、経営者の自由裁量により、例えば、他企業の買収、早期の負債や持分の返済、または事業拡大のための資産の増設などの企業活動への資金提供に利用できる「営業活動からのキャッシュ・フローの余剰分」として考えられる。

「自由裁量 (discretion) キャッシュ・フロー」について、同様なことが、同年発行されたフリドソン著『財務諸表分析』の中においてもふれられている⁸。

(2) わが国の文献からみた「FCF」

わが国におけるFCFの概念を会計専門書としてはじめて紹介し、体系的に考察したのは、菊地誠一教授である。1998年(平成10年)の著書『連結経営におけるキャッシュ・フロー計算書 その作成と分析・評価』の第6章「キャッシュ・フローとは」と第7章「フリー・キャッシュ・フローの把握と分析」の2つの章を用いて展開している⁹。同氏はFCFについて「1つの試論という意味をこめて」展

開したといい次のように述べている¹⁰。

フリー・キャッシュ・フローは、最近になって脚光を浴び始めた比較的新しい概念である。米国の財務分析やキャッシュ・フロー分析の解説書や教科書などを見ても、まだ、“星雲”状態にある概念であり、論者によって把握方法が違う。

中略

日経金融新聞などの専門紙でも、最近、ようやくこの言葉にお目にかかるようになった。教科書や解説書の類では、まだほとんど本格的に取り上げられていない。この意味で、ここで展開するフリー・キャッシュ・フロー把握に関する考察は、1つの試論という意味を込めている。

また、FCFの定義について、上述したように1つに確定できないといい、「基本的には、企業の経常的な事業活動から得られる営業CF(通常はプラス)から、経常的な経営活動上で必然的に出費されるさまざまな項目を引いて残ったCFということになる」、また、FCFの「フリー」については、「もちろん英語のfreeである。しかし、「自由キャッシュ・フロー」と訳しては、意味が混乱するから、あえて英語で言い直すと「discretionary operating cash flow」、すなわち経営者の立場からみて、自分の意思で、自由に使うことができる手元資金という意味である。あくまで<経営者の立場>から見て『フリーに使える』ということである¹¹。なお、この「discretionary」という用語は、前述したようにハスキンスらやフリドソンが同様な見解を示している。

1999年(平成11年)には、染谷恭二郎教授が、著書『キャッシュ・フロー会計論』において、次のように述べている¹²。

フリー・キャッシュ・フローとは、すべての必要な現金支出を行なったあと、企業が自由に使用できる現金のことである。フリー・キャッシュ・フローを計算するデータはキャッシュ・フロー計算書から求めることができる。それは、営業活動によって得た現金から企業の現在の生産能力を維持するために投資現金支出額を控除することによって計算される。また、投資家を満足させるためには、配当金を少なくとも現在の水準に維持しなければならないから、これに必要な現金支出額を控除する。したがって、フリー・キャッシュ・フローは生産能力の拡大、借入金の返済、株主への増配に使用できる。フリー・キャッシュ・フローが大きければ大きいほど、企業の成長、債務の減少、配当金の増加に利用できる現金が多いことを意味するから、企業は健全であるといえる。

同年（1999年）田中茂次教授が著書「キャッシュ・フロー計算書」において、FCFを企業価値の評価の一つの尺度として利用することを述べている。同氏によると、CFの分析の観点から、しばしば、FCFという用語が用いられ、最も一般的には、FCFとは、企業の価値を減ずることなく投資者に分配可能な資金をいう。また、FCFの概念はかなり直接的で、かつ移り気な概念であって、一定の明確な定義が確立されているわけではないともいい、FCFは、営業活動によるCF（以下「営業活動CF」と略す）と投資活動によるCF（以下「投資活動CF」と略す）との差額をいっている¹³。

同年（1999年）田村治雄教授が、著書『なぜ作る・何に使うキャッシュ・フロー計算書』

において、FCFの定義などを含めた現状を詳しく述べたうえで、その概念が明確でなく、FCFの計算上にも多々問題があるという。さらに、現状においてFCFをCF計算書で認識し、開示目的として、社会的合意が得られるまで、FCFの計算を安易に入れるべきではない、つまり時機尚早との主張もある¹⁴。

2001年（平成13年）には、青木茂男教授が、『要説経営分析』において、営業活動CFと投資活動CFの差額を、FCFとという。このFCFがプラスであれば、設備投資等代金を自己資金で支払ってなお余裕があり、配当の支払や借入返済に充当することができる。また、将来の持続的なFCFの現在価値は企業価値を表し、企業価値は株価と密接な関係がありFCFの増加は株価の増加につながるからFCFがプラスであることは重要であるといい、企業価値と株価の増加にも言及している¹⁵。

3. 日本的特徴の「FCF」

FCFは、一般的に、営業活動のCFから設備投資額や配当支払額などの不可避的な支出額を控除して求められる。2004年（平成14年）発行の岩崎勇教授の著書『キャッシュ・フロー計算書の読み方・作り方』において、次のように詳細に述べている¹⁶。

フリー・キャッシュ・フローについて統一された概念はなく、それは、一般的には、営業キャッシュ・フロー（収支尻）から不可避的に出て行く支出項目を差し引いた残額、すなわち自由（フリー）に使用しうる現金（キャッシュ）のことを意味する。この不可避的な支出項目には、

投資キャッシュ・フロー、設備投資（全体ないし現状維持型の設備投資）

配当金(全体ないし安定配当のみ)
有価証券投資、および上記からまでの組み合わせがある。

同氏の不可避的な支出項目の特徴としては、後述するように実務界で簡便法として「投資CF」全体を取り入れたこと、さらに「投資CF」を「設備投資」に限定し、その「設備投資」を、現状維持すべき金額のみを把握してその金額とする(部分)か、または簡便的に設備投資全額とする(全体)か、さらに「配当金」に、「安定配当」のみとする(部分)か、簡便的に配当金全額とする(全体)か、などがあげられる。

ここで、簡便的な方法の主たる根拠は、現状維持すべき設備投資額や安定配当額の金額の把握が、通常、困難なことからである。また、企業維持のための設備投資も、将来を見据えたそれも、企業自体の価値、すなわち企業価値を維持するためには不可欠な投資であるといえ、あえて区別する必要はないという考えもでてくる。

日本の特徴として問題となるのは、不可避的な支出項目のなかの「安定配当」と「有価証券投資」である。

(1)「安定配当」に見る日本の特徴

配当金の支払額は、本来は、利益の多少により決定すべきであるが、日本の発想として、「安定配当」ということがいわれている。当然、「安定配当」は、会社の業績のいかんにかかわらず、「1株あたりの配当金」を基にして計算することになる。この意味では、配当金は、経営を行う上で必要な支出額となり、FCFを計算する上での営業活動CFからの控除対象となる。安定配当の考え方は、アメリカ企業ではほとんどありえないのである。

1999年に稲上毅教授が主査として、上場企業1,307社(731社の回答)の会長・社長などの役付け取締役を対象にしてアンケートを行った結果である「日本企業システムはどこに向かっているのか トップマネジメント意識調査結果(中間報告)」の報告書を作成して公表している。その報告書で、「株主との関係」の中の配当政策についてのアンケート結果が明らかになっている。それによると、業績にリンクした配当よりも安定配当重視という考え方が「(現状に)当てはまるとした企業が76.7%、その考え方が「望ましい」という見方が55.5%、「望ましくない」は10.9%)。今ひとつ、「キャッシュ・フロー(余剰資金)が生じたとき、優先的に配当にまわす」という点には、「(現状)当てはまる」が6.2%「望ましい」が20.6%であった(「どちらともいえない」72.3%、「望ましくない」2.5%、という結果が出ている。同様に、菊池氏も、1997年の有価証券報告書の「配当政策」に見る記述例を検討し、同様な結論を得ている¹⁷⁾。ちなみに、新光総合研究所の小原雅史氏が2003年1月に「安定配当銘柄～過去10年間に配当を増額/維持した銘柄～(クオンツタイムリー情報)により、10期連続で安定配当を継続している好配当利回り銘柄リスト(パナホーム、前田道路、東洋紡績、中部電力、三井倉庫、東京電力、マル八、三和シャッター工業、タカラスタンダード、共同印刷など)30社を具体的にあげている。これらの事実は、安定配当重視が日本的姿勢の一つとして理解されよう。

(2)「有価証券投資」に見る日本の特徴

有価証券投資について、菊池氏は、日米の企業社会の条件や環境の違いなどを考慮すれ

ば、FCFのとらえ方にも、我が国独自の方法が考えられていいはずであるといい、この有価証券投資額は日本的CFであると、次のように述べている¹⁸。

日本企業の場合は、実行される有価証券投資が毎年、多額にのぼる。継続的な出費項目として出てくることも多い。しかも経営上で、ここの投資が重要な意味を持つことが珍しくない。わが国企業社会の特徴の1つである「株式の持ち合い」や系統維持のために、一部の有価証券投資は、経営者にとって不可避的な出費の成果を強く帯びる。

このような有価証券投資、つまり、企業間の「株式の持ち合い」や関係会社との維持のための株式投資（「関係会社株式」や「投資有価証券」など）については、企業の価値を維持するために最低限必要な支出といえる。また、この有価証券投資について、日米のCF計算書を比較しても、日本企業独自のものであり、米国の一般企業ではこのような不可避的な支出はほとんどありえない。この意味で、日本独特のものであるといえよう¹⁹。

3. わが国実務界における「FCF」の開示状況

わが国の実務界のFCFの開示状況を考察することで、FCFに対する理論的考察の裏づけとしてみる事ができる。

(1)「ニッケイ ネット(NIKKEI NET)」にみる「CF」情報²⁰

日本経済新聞社のインターネット情報である「ニッケイ ネット」の「総合企業情報IRデータファイル」に「フリー・キャッシュ・フロー（純現金収支）黒字ランキング」と

「赤字ランキング」が記載されている。

同ランキング情報によるFCFの定義は、現金の出入りで見えた企業の純粋なもうけであり、営業活動で得た現金から投資で使った現金を差し引いた金額である。本ランキングでの使用FCFは、企業が本業で得た収入「営業活動CF」と設備投資や他社への出資による支出である「投資活動CF」を加算（控除）して求めている。

同ランキングによると、FCF黒字会社上位10社は、第1位がNTTドコモ(713,190万円)を筆頭に、引き続き松下電器産業、東京電力、NTT、武田薬品工業、オリックス、丸紅、KDDI、日本信販、武富士である。また赤字ワースト会社のワースト1はホンダ(-385,432百万円)で、引き続きアイフル、電通、ダイヤモンドリース、新日本石油、トヨタ自動車、三菱重工業、クレディセゾン、石川島播磨工業、住商リースとなっている。

FCFが黒字の会社の場合には、事業活動で得た収入を元手に留保し、財務戦略の自由度を高め、その使い道は、増配、有利子負債の削減、自社株買い、成長分野への再投資、商品値下げによる競争力向上など様々である。投資家は、FCFが最終的に何に使われたのかを十分にチェックする必要があるという。さらに、FCFが赤字の場合についても、「攻めの姿勢」が必要であり、評価すべきケースもあるという。つまり、利益で再投資を賄う着実な経営手法だけでなく、成長分野に思い切って投資する前向きな経営マインドが時には必要となることもあると述べている。

(2)「NTTドコモ」・「東芝」・「住友商事」及び「ミネベア」・「東京電力」の各企業に見る「FCF」の開示状況²¹

わが国実業界での「FCF」の開示については、何ら強制されていないにもかかわらず、自発的に開示している会社がある。ここでは、「NTTドコモ」、「東芝」、「住友商事」および「ミネベア」の4会社の開示例を見ることにする。なお、FCFの計算方法については、上記の「NIKKEI NET」と同様に、ほとんどの会社が、FC計算書における「営業活動CF」から「投資活動CF」との差額として計算している。事実、「NTTドコモ」、「住友商事」及び「東芝」はこの計算方法を前提にしている。「ミネベア」や「東京電力²²」については、「投資活動CF」の中の「設備投資額」に限定して、その金額を「営業活動CF」から控除して「FCF」を求めている。

基本的には、FCFは、「営業活動CF」から「不可避免的に支出するもの」との差額をいうのが通常であるので、その「不可避免的に支出するもの」をどのように取り扱うかである。前者の「NTTドコモ」など3会社は、「不可避免的に支出するもの」を広く解釈して、「投資活動CF」を対象としている。これは、簡便的で、誰にも一番分かり易く計算ができるということである。後者の「ミネベア」や「東京電力」は、「投資活動CF」を設備投資額に限定して、その計算も容易にできるものとして捉えている。

FCFの開示例については、開示各社のHPをインターネットにより開き、参照すれば分かるように、各社まちまちである。NTTドコモは、「過去5年間の実績」と「来期1年間の業績予想」を明らかにしている。東芝のそれは、「過去10年間の実績を図表化している。住友商事のそれは、当期のCF計算書の中に独立表示するとともに、その具体的なものとして「要約連結CF計算書」に「FCF」

を独立して記入している。ミネベアのそれは、「過去10年間の実績」とそれに基づく図表化、1年間の「四半期別実績」、「1株あたり」を明らかにしている。東京電力のFCFについては、後述するように計算結果を示すのではなくその用途を明らかにしている。なお、住友商事(株)、ミネベア(株)及び東京電力(株)のFCFの開示の具体例として本論文の最後に参考資料として掲載している。

以上のことをまとめると、さまざまなFCFの概念があることが分かると思う。菊池氏は、この多様なFCFをわかりやすく図解しているので、次ページに図表1として若干修正して引用させて頂く²³。ちなみに、菊池氏のFCFは第7法が望ましい²⁴と述べ、筆者も、国弘理論を応用したFCFもほぼ同様な見解を後述することになる。ただし、国弘理論では、後述するように生産維持に必要な設備投資額の把握を前提としていないので、設備投資の全額と考えている。

4. 「FCF」の用途(使い道)

FCFの算出方法には、様々あるが、結果として、どの方法を採用してもFCFは多いほど、経営者が自由に使える金額が多いことを意味する。次に、FCFの用途(使い道)について検討する。

FCFは、理論上、第7法が合理的であることは明らかである。この場合の用途は、通常、借入金や社債などの有利子負債の満期返済や有価証券投資に使われる。しかし、FCF戦略では、設備投資のうち現状維持のための支出を除いた、いわゆる将来の事業展開のための戦略的投資に使用したり、安定配当を超えた配当金の支払い、つまり増配として使用する。最近では、企業買収や、自己株式の

図表1 フリー・キャッシュ・フロー概念の多様性

(第1法)	営業活動からのキャッシュ・フロー＝フリー・キャッシュ・フロー ²⁵			
(第2法)	投資キャッシュ・フロー（全体）	フリー・キャッシュ・フロー		
(第3法)	配当支払	フリー・キャッシュ・フロー		
(第4法)	設備投資（全体）	フリー・キャッシュ・フロー		
(第5法)	生産維持に必要な設備投資	フリー・キャッシュ・フロー		
(第6法)	生産維持に必要な設備投資	必要な有価証券投資	フリー・キャッシュ・フロー	
(第7法)	生産維持に必要な設備投資	必要な有価証券投資	安定配当額	フリー・キャッシュ・フロー

買い取り、借入金や社債などの期限前有利子負債に、いかに合理的に使用することができるかが重要な問題となっている。

FCFの用途については、平井謙一氏による説明が分かりやすい。つまり、FCFの用途を「戦略設備投資、関連会社投資、及び合併・買収など「事業拡大」、有価証券投資での「投資利益獲得」、財務体質改善のための「借入金 - 有利子負債（筆者加筆）の返済」、および「自己株式の買取や増配のための「株主重視」の4つに分けて説明している²⁶。

また、丸紅株式会社のHPの輸送機・産業システム部門での営業活動紹介のなかで、部門長の桑原道夫氏は、「フリー・キャッシュ・フローの極大化と新規有望ビジネスへの再投資」というタイトルで「流動性が高く、かつ価値が最大レベルにあると判断される商標・資産の売却により、FCFの極大化をはかり、回収資金を新規事業・新規商標の獲得に振り向けます」という。つぎに、非常に分かりやすいのは、東京電力のHPである。前述したように、FCFの過去5年間の用途別（有利子負債削減、配当金、および投融資・その他の3つ）に分けてグラフ化している（参

考資料3を参照のこと）。

・国弘員人博士の「経営資金」理論からの「FCF」への応用

1. 国弘員人博士の「経営資金」理論の前提

(1) 3種の収支(CF)と3種の資金

国弘博士の「経営資金」理論 以下「国弘理論」と略称する の前提は、『資金線の経営学』の第2章「3種の収支・3種の資金の考え方」の§「経営の構造と稼働運転と財務」の中で、以下のように論じられている²⁷。

「経営」は、「経営」のための構造・基盤整備と その構造・基盤の稼働運転である「経営」に分けられる。さらに、この「経営」は、生産販売という「営業」だけでなく、現金預金を含めて貸付、有価証券等の「投融資」などに関連した「営業」外事業をも含めて「経営」を考えるべきである。

このような「経営」のための構造と構造の稼働運転である「経営」(当然「営業」外事業を含む)を考えると、「CF(収支)」は、3つの「CF(収入・支出という動詞)」と3つの「資金(『資金(キャッシュ)』という名詞)」に大別でき、大別すべきであるという。

(イ)「営業活動CF」(国弘理論「経常収支・稼働運転(『経営』)収支」と「営業活動資金」(国弘理論「運転資金・『経営』資金」)

(ロ)「決算関係および構造関係CF」(国弘理論「決算関係支払」と「構造関係支払」)
 決算関係CF(国弘理論「決算関係支払」)と「決算資金」「法人税等」の支払、「配当金」や「役員賞与金」の支払
 構造関係CF 筆者は、特に「投資活動CF」と名づけている(国弘理論「構造関係支払」)と「構造資金または投資活動資金」設備代支払と無形資産代支払

(ハ)「財務活動CF」(国弘理論「財務関係収支」と「投融資関係等収支」)

財務関係CF(国弘理論「財務関係収支」)と財務資金 借入・社債・増資による収入と借入金返済・社債償還による支出

投融資関係CF(国弘理論「投融資関係収支」)と「投融資資金」貸付金返戻・有価証券(投資有価証券や投融資を含む)などの処分・有形固定資産などの処分による収入、付・有価証券(投資有価証券や投融資を含む)などの購入による支出

国弘理論では、決算関係支払(「決算関係CF」)は、費用の支払と同様に考えられるので、(イ)の経常収支(営業活動CF)に含めることができ、また、(ハ)の固定資産売却による収入は、有価証券の売却の目的とほぼ同じであると考え、投融資関係収支(投融資CF)に加えることができる。また、投融資関係収支(投融資CF)は、財務関係収支に準ずると考え、財務関係収支(財務活動よりのCF)

としてまとめることができる²⁸。その結果、国弘理論だけを取り上げて整理すると、「経営」の構造の建設整備 稼働運転・「経営」および財務(および投融資等)の三つに、さらにそれに従って資金も 構造資金(構造関係支払)、運転資金(稼働運転関係収支・経常収支)、および財務資金(財務関係収支)の三つに整理できる²⁹。

(2) 3種のCF(収支)の支払順序³⁰

3種の収支・資金は、「営業活動CF」(国弘理論による「経常収支」)以外の資金について、支払順位が考えられる。つまり「営業活動CF」を原資とした支払順位のことである。この支払順位こそ国弘理論によるFCFへの応用の前提となるのである。

第1順位 決算関係CF(決算関係支払)

まず、第1に「営業活動CF」を原資として、決算関係CF(決算関係支払)にあてるべきであり、その差額はプラスであることが必要である。

第2順位 投資CFまたは構造関係CF(構造関係支払)

営業CFは、直接法でも、間接法でも求められるが、間接法の場合、基本的には、税引前利益を起点に、減価償却費や各種引当金増加額などの無払費用(支出がないもので費用となっているもの)を加え、売上債権や買入債務、棚卸資産などの「運転資金」増減額を加えて計算する。

ここでの「利益」(「利潤」)には必要利潤(自己資本の利子と危険料との合計で「企業が成り立ち、企業が継続してゆく」のに必要な利益、したがって、経営の「革新拡張のため、あげることが必要な利益」ということになる。このように考えると、「営業活動CF」は、経

営の「維持」・「革新拡張」代支払、つまり投資CF（ここでは「構造関係CF」）にあてられるべきであるという。まさしく、この構造関係CF全体が最低限維持されるべき支出額となり、最低限維持かどうかの区別が不要となる。

国弘理論における構造関係CF（または投資活動CF）には、無形資産代支払・無形設備資金として、関係会社株式・関係会社貸付金などが該当しており、まさしく、企業維持に必要な有価証券がこれに該当することになる。

したがって、国弘理論によるFCF（これを「国弘版FCF」という）は、次の式を見れば理解できるように営業CFから第1支払順序の決算関係CF（配当金支払・役員賞与金支払）を控除し、構造関係CF（または、投資活動CF）を控除して求めることになる。

$$\text{国弘版FCF} = \text{営業活動CF} -$$

$$\text{決算関係FC} - \text{設備投資全体CF}$$

これによると、決算関係支払に配当金のほかに役員賞与金が含まれること、さらに設備投資額は、現状の生産維持に必要な投資額ではなく、設備投資額全額が現状維持に必要な投資額と考えている。

2. 国弘版「FCF」とその分析 「経営資金余裕度または資金健康度」という考え方

国弘理論では、実際に「FCF」という言葉は使われてはいない。しかし、国弘資金理論によるFCFを「国弘版FCF」といい、それに該当するものが、最初は、「資金健康度」であり、その後は、それをより分かりやすくするために呼称を変更した「経営資金余裕度」である³¹。この健康度については、ホワ

イトらが「企業のFCFが多くなればなるほど、会社の健康度はより増加する（healthier）となる」といい、まさしく、国弘理論の資金健康度の考え方と一致している³²。

（1）経営資金余裕度の「表」の分析

国弘版FCFである「経営資金余裕度」または「資金健康度」（以下「経営資金余裕度」とする）は、営業活動CFと決算関係CF及び構造関係CFとの対比で計算されるので、営業活動CFが多く、決算関係CF及び構造関係CFが少ないとき、つまり国弘版FCFが多いときには、経営資金余裕度が高いということになる。

経営資金余裕度

$$= \text{営業活動CF} (\text{国弘理論では「経常収支」}) - \text{決算関係CF} (\text{同じく「決算関係支払」}) - \text{構造関係CF または 投資活動CF} (\text{同じく「構造関係支払」})$$

この経営資金余裕度は、通常、プラスである。しかし、ここで問題なのは、営業活動CFが少なく、収益性も低く、決算関係CFや構造関係CFがともに少なく、見せかけ上で経営資金余裕度が高い場合である。この場合には、営業活動CFの内容と、決算関係CFや構造関係CFをよく勘案して、当然、経営資金余裕度を考えなければならない。また、急成長期にある会社では、構造関係CFが大きくなり、経営資金余裕度がマイナスになることもあるので注意を要する。この経営資金余裕度の分析を、国弘理論では経営資金健康度の「表」の分析という。

（2）経営資金余裕度の「裏」の分析³³ - 国弘版FCFの使途 -

国弘版FCF、つまり経営資金余裕度がブ

ラスまたはマイナスのときに、今後のキャッシュである財務関係CFや投融資関係CFに大きな影響を及ぼすことになる。つまり、このFCFの用途に経営者の自由な判断が入ることになる。したがって、国弘理論においても「フリー」の言葉を使用しても間違ではない。

プラスのFCF、つまり経営資金余裕度が高いときには、有利子負債などの返済、つまりマイナスの財務活動CFに、有価証券（構造関係分を除く）の購入などのマイナスの投融資活動CFにあてることができる。これに対して、マイナスのFCFの場合には、有利子負債の借入れ、つまりプラスの財務活動CFや有価証券（構造関係分をのぞく）・有形固定資産などの売却によるプラスの投融資活動CFが関係する。このように、経営資金余裕度を用途の面から分析することができる。国弘理論ではこれを経営資金余裕度の「裏」の分析という。

おわりに

筆者の本論文の目的は、現在、一般に言われているFCFが、故国弘員人博士が、提唱した経営資金理論でも、「資金健康度または経営資金余裕度」という名称の違いこそあれ、ほぼ同様な内容が展開されていることを明らかにすることであるといっても過言ではない。

では、なぜ国弘理論では、国弘版FCFである「経営資金余裕度」の重要性を主張したのだろうか。その理論的背景には、次の引用から分かるように、資金には「企業内CF（収支）または企業内資金」と「企業外CF（収支）または企業外資金」に分けて、そこでのCF（収支）または資金の性質がまったく異なるものであることに注目したことから始

まっているといえる³⁴。

営業活動CFと決算関係CF及び構造関係CFがアクティブ（能動）のCF（収支）であるのに対して、財務関係CF（投資関係等CFを含む）はパッシブ（受動）のCF（収支）ともいえる。同じ意味で営業活動CFと決算関係CF及び構造関係CFは「企業」（行動論的に、企業は構造の構築整備と稼動活動を行うものとみる）に関するCF、いわば「企業」内CFであるのに対して、財務関係CF（「投資」関係等CFを含めて）は、このような「企業」への資金の持ち込み（流入）、「企業」から資金の持出し（流出）、いわば「企業」外CFであるといつてよい。

国弘版FCFは、資金を、企業内CF（資金）と企業外CF（資金）に分けている。このことは、企業内CF（資金）には、企業本来の基礎的な活動、つまり、営業活動CF（決算資金CFを含む）と企業基盤のためのCFである設備投資CFに限定し、その金額を経営資金余裕度とし、その資金の用途を経営者の意思で考える要素を取り入れている。その意味で、FCFといえるのである。

また、国弘版FCFの要素に、決算関係CFを考えているのは、法人税、配当金や役員賞与などは、利益の多少により、必然的にその支出が伴う最低限必要な項目と考えているからである。また、設備投資を現業維持に必要な投資かどうかは区別する必要がなく、設備投資全額が該当する。その意味では、第7法よりもやや広い解釈となる。

国弘版FCFは、国弘版CF計算書から自動的に作成されるので、計算上の実行可能性については全く問題がない。また、経営資金

余裕度または資金健康度の「表」・「裏」の分析を念頭に置くと、国弘版FCFの重要性は、ますます大きくなる。最後に、国弘理論が、現代のCF計算書、さらにFCFにも十分に適応できるものであることを言い添える。

注

- 1 筆者は、公表CF計算書をもっと有効なものにするために、故国弘員人博士の経営資金理論によるキャッシュの流れ（フロー）を重視したCF計算書の作成を提唱してきた。このキャッシュ・フロー計算書を、特に『国弘版キャッシュ・フロー計算書』と名付けている。詳細については、次の拙稿を参照されたい。
 - ・拙稿「『キャッシュ・フロー計算書』の概観分析に関する一試論 国弘員人博士の経営資金理論を土台として」中京学院大学研究紀要、第9巻第1号、平成13年12月
 - ・拙稿「実例『キャッシュ・フロー計算書』の概観分析について 公表『キャッシュ・フロー計算書』と国弘版『キャッシュ・フロー計算書』との対比において」中京学院大学研究紀要、第10巻第1・2号合併号、平成15年1月
 - ・拙稿「実例キャッシュ・フロー計算書『営業活動キャッシュ・フロー計算書』の分析 国弘員人博士の経営資金理論を応用して」中京学院大学研究紀要、第11巻第1号、平成15年9月
- 2 アメリカにおけるフリー・キャッシュ・フローについては、菊池誠一著「連結経営におけるキャッシュ・フロー計算書 その作成と分析・評価」（中央経済社、平成10年）169ページ以降の第6章に詳細に説明されているので参照されたい。なお、筆者も同様な見解であることを付け加えておく。
- 3 「フリー・キャッシュ・フロー」なる用語は、1987年A.C.Sondhi, G.H.Soter & G.I.Whiteによる論文 Transactional Analysis“(FINANCIAL ANALYSIS JOURNAL”, September-October)のなかですでに使用されている。それによると、営業活動からの

キャッシュ・フローから必要な財務的や投資的な支出を控除することでフリー・キャッシュ・フローが計算される（p.57）。また、フリー・キャッシュ・フローをより明確化すれば、必要最低限の財務的支出と同時に現在の水準での生産能力を維持するのに必要な資本的支出を備えるために企業目的として必要な資金である（p.62）と。

なお、パーステインの著書以降、本論文で取り上げた以外で、フリー・キャッシュ・フローを取り扱った主なものには、次のものがある。

- ・L.C.Soffer & R.J.Soffer “Financial Statement Analysis:A Valuation Approach”, (PRENTICE HALL, 2002)
 - ・P.N.Bergevin, “Financial Statement Analysis: An Integrated Approach”, (PRENTICE HALL, 2004)
 - ・T.R.Robinson, P.Munter & J.Grant, “Financial Statement Analysis:, A Global Perspective”, (RERSON / PRENTICE HALL, 2004)
- 4 L Bernstein “Financial Statement Analysis” 5th ed. p.466 (IRWIN, 1993)。第5版では、索引では、「キャッシュフロー」の中に「フリー・キャッシュ・フロー」の項目となっていたが、第6版では、ワイルドの共著となっているが、パーステインの見解をそのまま踏襲している。そのときの索引では「フリー・キャッシュ・フロー」として独立している（L Bernstein & J.J.Wild “Financial Statement Analysis” 5th ed. p.466 (IRWIN, 1998)）。
 - 5 G. I.White, A. C.Sondhi & Dov Fried, “The Analysis and Use of Financial Statement” p.134 (WILEY, 1994)
 - 6 K. S. Hackel & J.Livanat “Cash Flow and Security Analysis” 2nd ed. pp.284-287 (ILWIN, 1996) また、菊池誠一氏は、前掲書、182 183ページにわたって、わが国企業の決算データを使用して、実際にこの分解方法により分解を試みているので参照されたい。
 - 7 M. E.Haskins, K.R.Ferris & T.I.Selling “International Financial Reporting and Analysis” p.115 (ILWIN, 1996)
 - 8 M.S.Fridoson “Financial Statement Analysis” 2nd ed. p.301 (WILEY, 1996)

フリー・キャッシュ・フローの一般概念と国弘「経営資金」理論への応用

- 9 菊地誠一著、前掲書、169 - 218ページ。なお、その以前の1997年には、北尾吉孝氏が、著書「「価値創造」の経営」、東洋経済新報社、において、「企業価値創造経営では、いったい何を重視するのか。それはフリーキャッシュ・フローである」とし、「フリー・キャッシュ・フローこそが、企業の真実の姿を明示する唯一のものである。中略 要は、フリー・キャッシュ・フローのみが、包括的な経営ツールとして機能するものである（51ページ）といい、フリー・キャッシュ・フローは、営業キャッシュ・フローから投資キャッシュ・フローを控除して求めている（47ページ）。
フリー・キャッシュ・フロー概念が、広く普及したのは、おそらく、1999年5月22日号の『週刊東洋経済』の特集「キャッシュ・フローランキング」である。これによると、フリー・キャッシュ・フローは、営業活動FCから投資活動FCと短期有価証券投資を控除したもので計算している。
- 10 菊地誠一著、同上書、169ページ
- 11 同上書、184ページ
- 12 染谷恭二郎著『キャッシュ・フロー会計論』、中央経済社、平成11年、第10章「キャッシュ・フロー計算書の分析」、266 - 268ページ
- 13 田中茂次著『キャッシュ・フロー計算書』中央経済社、平成11年、第8章「キャッシュ・フロー計算書の分析」209ページ以降
- 14 田宮治雄著『なぜ作る・何に使うキャッシュ・フロー計算書』中央経済社、平成11年、80 - 82ページ
- 15 青木茂男著『要説 経営分析』森山書店、2001年、312ページ
- 16 岩崎勇著『図解 + 設例でわかるキャッシュ・フロー計算書の読み方・作り方』平成16年、税務経理協会181 - 188ページ。また、ほぼ同様な見解が、平井謙一著『財務諸表による企業分析の評価』生産性出版2002年、308 - 310ページで明らかにされている。
- 17 菊地誠一著、前掲書、191 - 195ページ
- 18 同上書、188 - 189ページ
- 19 同様な意見を、前述の岩崎勇氏も述べている（同著、前掲書、183ページ）。
- 20 本稿は「総合企業情報 - IRデータファイル」NIKKEY NET 2003年7月にもとにしている。この他に「最高益更新会社の〈純利益〉の大きい順ランキング」、「〈ROE（株主資本利益率）〉高い順ランキング」、「〈繰延税金資産〉大きい順ランキング」、及び「売上規模別収益情報」がある。
- 21 インターネットによる各企業のホームページ上の業績・財務データなどによる。
- 22 東京電力については、IR広報担当からの回答に基づいている。
- 23 菊地誠一著、前掲書、187ページ。また、同様な図解が、神門剛及び木村篤志共著『日米対比キャッシュフロー会計のポイント』ぎょうせい、平成12年、77ページにもあるので参照されたい。
- 24 同上書190ページ
- 25 トレシーは、FCFは営業活動FCそのものであるという、その意味では、彼の考えが、最広義ということができる。しかし、現実には、必ず継続的な出費項目があるといい、ありえないとも述べていることから、FCFとしては適切ではないといえる（J.A.Tracy, "The Fast Forward MBA in Finance" p.245 (WILEY, 1996) ）。
- 26 平井謙一著、前掲書、314ページ。同様な説明が、岩崎勇著、前掲書184-188ページに詳細に説明されている。
- 27 国弘員人著『資金繰の経営学』中央経済社、昭和62年、40ページ
- 28 同上書、50ページ
- 29 同上書、序文1ページ
- 30 同上書、51 - 52ページ
- 31 最初は「資金健康度」なる名称を使用していたが（同上書、53 - 54ページ）、その後の発行の著書『融資判断のための資金繰入門』（銀行研修社、平成4年）では、「経営資金余裕度」を使用している（77ページ）。
- 32 White, Sondhi & Fried、前掲書、P105。
- 33 国弘員人著『資金繰の経営学』（前掲書）52、56 - 65、および187 - 188ページ。
- 34 国弘員人著『資金繰の見方』、銀行研修社、昭和59年、58ページ。

参考資料 住友商事(株)、ミネベア(株)及び東京電力(株)のFCFの開示例

1. 住友商事(株)...「IR(投資家情報)」「インベスターズガイド」2004年 76ページ

要約連結キャッシュ・フロー計算書

		単位:億円		
(2002年3月期～2004年3月期)		2004	2003	2002
営業活動によるキャッシュ・フロー	.....	618	670	727
投資活動によるキャッシュ・フロー	.....	579	-599	-788
フリーキャッシュ・フロー	.....	1,197	71	-61
財務活動によるキャッシュ・フロー	.....	-236	430	267
現金及び現金同等物に係る換算差額	.....	-49	-25	46
現金及び現金同等物の増減額	.....	912	476	252

2. ミネベア(株)...「投資家情報」より

フリー・キャッシュ・フロー

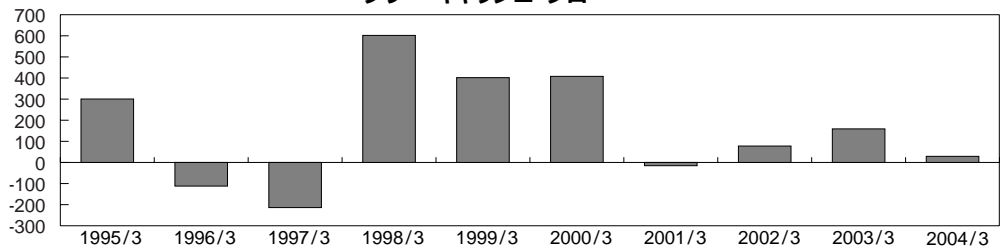
		単位:百万円				
		2000/3	2001/3	2002/3	2003/3	2004/3
営業活動から得たキャッシュ・フロー	.....	60,289	38,333	34,017	32,279	21,714
設備投資額	.....	19,504	39,876	26,245	16,382	18,825
フリー・キャッシュ・フロー	.....	40,785	-1,543	7,772	15,897	2,889

		1995/3	1996/3	1997/3	1998/3	1999/3
営業活動から得たキャッシュ・フロー	.....	52,951	26,230	29,546	83,878	60,740
設備投資額	.....	22,895	37,434	50,931	23,688	20,563
フリー・キャッシュ・フロー	.....	30,056	-11,204	-21,385	60,190	40,177

注:キャッシュ・フローに関するデータは、1999年3月期までは米国で一般に公正妥当と認められた会計原則に準拠していますが、2000年3月期からは日本で義務付けられた連結キャッシュ・フロー計算書に関する新基準に基づいています。

(単位:億円)

フリー・キャッシュ・フロー



3. 東京電力(株)...「東京電力ファクトブック」より

(単位:億円)

フリー・キャッシュ・フロー

