

# 企業価値評価における利益とキャッシュ・フロー —投資決定プロセスとの関連性—

山本昌弘（明治大学）

本報告は、企業価値評価を行うにあたってその基礎データとなる利益とキャッシュ・フローの特性について、理論的・実証的に考察することを目的とする。その際に、企業成長の核となる投資決定と投資したプロジェクトの事後監査との関係に焦点を当てる。

そもそも企業価値評価のための指標は、経営分析論において多様な利益率が使用されてきた。そして目的に応じて複数の指標が組み合わされてきたのであるが、それらの指標には相互に整合性や関連性を欠くものも少なくなかった。これに対し、近年ではキャッシュ・フローを活用したより精緻な技法が開発されている。

企業価値評価で使用されるキャッシュ・フロー指標は、投資決定の技法から応用されてきた。投資決定では、金額表示の純現在価値法(NPV)や比率表示の内部収益率法(IRR)が広く採用されており、企業価値評価では、フリー・キャッシュ・フロー(FCF)、経済利益(EP)、キャッシュ・フローROI(CFROI)の3指標が開発されてきた。これらの評価指標は、多期間にわたるキャッシュ・フローを予測して採択すべきプロジェクトを決定する投資決定技法で利用されるキャッシュ・フロー情報や計算式を応用して単期(ないしは数期)の業績データで企業価値を算出しようとするものである。

企業価値の評価指標においては、営業キャッシュ・フローと投資キャッシュ・フローの関係が問題になるが、前者は過去の投資の結果として得られるものであり、後者は将来のキャッシュ・フローの源泉となるものである。それゆえ企業価値評価においても投資活動の取扱いが重要になってくる。これによって、単期ベースのキャッシュ・フロー業績と多期間ベースの企業価値がリンクされるからである。

投資決定においては、回収期間や投資利益率のような会計利益に依拠した技法も広く使用されてきた。日本では1999年にキャッシュ・フロー計算書が制度化されるまでこうした会計利益法が圧倒的であった。利益を使った投資決定は利益による企業価値評価と整合的であるが、どちらも時間やリスクを取り扱わないという問題が存在する。さらに、利益はキャッシュ・フローに比較して操作が容易であるという特性を有している。

企業における投資決定プロセスでは、採択すべきプロジェクトを決定するだけではなく、実現後に当初の計画通りの結果がもたらされたかどうか事後的に評価する必要がある。それが、投資事後監査である。これにも、利益による方法とキャッシュ・フローによる方法が存在する。したがって、投資決定-投資事後監査-企業価値評価を整合的に実施することが最も有効性が高い情報ということになる。

本報告では、こうした理論的・概念的枠組を基礎に、利益とキャッシュ・フローの情報としての有用性や限界について実証的に考察する。投資決定については、2006年に実施したアンケート調査、企業価値評価については主として2008年3月決算期のデータを活用し、事例研究と統計解析(重回帰分析、正準相関分析)を併用しながら分析を進めていく。そして有効な分析枠組を提示したい。

山本昌弘『実証会計学で考える企業価値と株価』東洋経済新報社、2009年。

山本昌弘他『行動経済学の理論と実証』勁草書房、2010年。