

資 料

Jack J. ケンプナー氏，資金運用表の 実証的研究（４・完）

——証券アナリストによる資金運用表の利用実態——

中 村 宏

目 次

1. はじめに
2. 年次報告書にふくめられた資金運用表の実態調査（以上，第9巻第4号）
3. 公認会計士事務所における資金運用表の実態調査（第9巻第6号）
4. 銀行家による資金運用表の利用実態（第10巻第2号）
5. 証券アナリストによる資金運用表の利用実態
 - § 1. 重要性
 - § 2. 入手の仕方
 - § 3. 機能
 - § 4. 理解
 - § 5. 選好
 - § 6. その他のコメントと通信
 - § 7. 付記
6. おわりに （以上，本号）

5. 証券アナリストによる資金運用表の利用実態

この調査は、『The Security Dealers of North America Directory』の1953年版から選択された，調査研究部門の最高責任者（the head of the research Department），証券アナリスト，投資アナリスト，統計分析家等，220人を対象とし，オハイオ州立大学の経営研究所の協力により，行なわれたものである。質問用紙はそれぞれ個人宛に発送され，その結果，78枚が回収された。その回収率は低く，わずか39%であった。オハイオ州立大学の経営研究所によれば，この回収率は実態調査としてはほぼ水準に達した率であると考えられている。しかし，この率は明らかに前調査の銀行家を対象としたもの（83%）よりかなり低いものである。そこで，ケンプナー氏はこの原因を検討し，その結果，次のように述べている。すなわち，「このことは，まず証券アナリストによる資金運用表の利用がごくまれであることに，その原因の一部があるだろう。この点は，これからの調査結果が証すであろう。さらに他の原因は，対象となった証券アナリストが属する会社の性格にもよるであろう。たとえば，銀行家は，自分が属する会社の規模に関係なく，借入申込者の財務資料の検討を独自で行なう。これに反し，小規模な証券会社等に属する証券アナリストは，大規模な証券会社等（the large underwriting houses）から受ける分析に頼りがちである。彼らは独自に分析を行なう場合，その分析はおおざっぱなものであり，資金運用表やその他の財務情報を利用する機会が彼らにとって少ないのである。」この見解は，応答をなさなかったある証券アナリストからの次のような通信（letters）に明らかにみることができる。

『あなたがたの“資金運用表”（Statement of Application of Funds）に関する質問にあえて返答するならば，われわれはこれ以外の情報と同じように徹底的な分析を

Jack J. ケンブナー氏資金運用表の実証的研究(4・完)

43

行っていないのです。ですから、われわれの見解は残念ながらあなたがお役に立たないと思ひ、われわれはあなたがたの質問に応えなかったのです。』

『われわれが“資金運用表”(Statement of Application of Funds)の質問について返答をしなかった理由は、われわれはわれわれのニューヨーク通信員(our New York correspondent)から送られてくる投資情報におおいに頼っています。彼は毎日、種々な会社についてのおびただしい量の報告書と情報を送ってきます。ですから、われわれは会社の財務情報の分析担当者をここにおいていないのです。そういうことですから、あなたがたの質問に対するわれわれの応答は、あなたがたにとってなんら意味を有さないのです。』

しかしながら、「78枚の応答を要約したものは、投資アナリストの資金運用表に関する実践的な考え方を適切に提供するものと信じる」と、ケンブナー氏が述べるように、われわれもまた、それが、前調査と比較検討されることにより、ますます意味ある内容をわれわれに提供してくれるものと信じている。

さて質問内容であるが、これは、特に銀行家と証券アナリスト、両者の資金運用表に関する調査結果を比較するために、銀行家の貸付課へ送付されたものとほとんど同じ内容のものとなっている。したがって、ここではその内容の紹介を省略したい。

§ 1 重要性

まず最初に、証券アナリストが投資分析を行なう場合、資金運用表がどの程度に重視されているかが調査され、その結果が第41表に示されている。

第41表 資金運用表の価値

| | 分析家数 | 率 |
|-----------------|------|-------|
| 重要な情報に関する貴重な要約表 | 43 | 56.6% |
| なんらかの付加的価値 | 31 | 40.8% |
| たいした価値なし | 2 | 2.6% |
| 合計 | 76 | 100% |

44

阪南論集 第10巻4号

この表から、証券アナリストのわずか57%だけが資金運用表を「重要な価値ある要約表」だと考え、41%というかなりのものが「なんらかの付加的価値」だとしか考えていないことが知られる。

さて銀行家を対象とした同調査の結果をみれば(第30表²⁾、前者の割合は74%であり、証券アナリストよりかなり高い数値である。後者は26%であり、逆に証券アナリストより低い数値である。これらの結果から、ケンブナー氏は、資金運用表が投資(長期なもの)分析に有用であるためには、資金運用表に関する再検討が必要だと述べている。たしかに、なんらかの価値を有すると応えたものが計98%に達することからみれば、証券アナリストの資金運用表への関心を高めるにも、氏が主張するように、再検討が必要なように思う。

§ 2 入手の仕方

ここではまず、証券アナリストが資金運用表をどのように入手しているかということが、会社規模との関連により調査され、その結果が第42表に示されている。

第42表 資金運用表の入手方法(会社規模別)

| | 大 会 社 | | 中 会 社 | | 小 会 社 | |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 分析家数 | 率 | 分析家数 | 率 | 分析家数 | 率 |
| 会社からの自発的な提出 | 26 | 38.2% | 12 | 20.0% | 5 | 8.2% |
| 特に会社に要求 | 8 | 11.8% | 9 | 15.0% | 13 | 21.3% |
| 比較貸借対照表から作成 | 31 | 45.6% | 35 | 58.3% | 35 | 57.4% |
| 特に必要としない | 3 | 4.4% | 6 | 6.7% | 8 | 13.1% |
| 合計 | 68 | 100% | 60 | 100% | 61 | 100% |

この表から、まずここでも大規模会社が自ら資金運用表を自発的に提出することを指導していること、そして会社規模にかかわらず、証券アナリストは分析用に比較貸借対照表から独自の手で資金運用表を作成せねばな

Jack J. ケンプナー氏資金運用表の実証的研究（4・完） 45

らないこと，さらには資金運用表を「必要としない」ものが会社規模にかかわらず多いこと，これら三点を知ることができる。

ケンプナー氏は，銀行家を対象とした同調査の結果と比較して(第31表⁴)，特に多くの証券アナリストが自分達自身の資金運用表を作成することの必要性を認識していることに注目している。そして，このことを確認するために，氏は「もし資金運用表が会社の年次報告書にふくまれていないのならば，証券アナリストは，まにあわせの資金運用表を作成するか，それとも比較貸借対照表を資金フロー分析に等しい方法により分析するか，どちらかの方法をとることをせまられている。」⁵という，ホーングレン氏（C. T. Horngren）の主張を引証している。

さらにこの調査に関連し，業種別の是非，資金運用表の利用と業種別の関係等，これら両項目が調査され，その結果は次に示すとおりである。

石油業（11）化学工業（4）鉄鋼業（4）公益業（2）アルミニウム業（1）

ここでも応答率の低さが目につく。しかし，これまでの年次報告書と銀行家とのそれぞれを対象とした同調査の結果と同様に，証券アナリストにおいても，資金運用表の利用が特定の業種あるいはそのグループに限定されることはないようである。しかし，回答数22が，銀行家の16%より高いことから，少なくとも銀行家よりは業種別に 関心をもっているといえよう。なかでも，彼ら証券アナリストの関心は特に石油業あるいは抽出業にむけられているようである。この点に関し，ある証券アナリストから，『われわれは，石油業(oil companies)や他の抽出業(extractive industries)を分析する場合，特に資金運用表に関心をもっている。』，とのコメントや，抽出業における資金運用表の利用をすすめるコメントがよせられている。たとえば，次のようなものがある。

『われわれは通常，株式や社債の引受け（underwrite），自分達の計算を得るために計画を立てる場合などに，資金運用表（statement of funds, sources and applica-

46

阪南論集 第10巻4号

tion)を必要とする。われわれは，株主用のために資金運用表を利用することを，石油会社やガス会社に最近すすめている。』

ケンプナー氏は，証券アナリストが石油業あるいはその他の抽出業の分析のさいに資金運用表に関心をむけるその要因を，資金運用表の機能的側面から，次のように説明している。すなわち，「新資源の継続的な探索や開発のために，これら産業が必要とする多額の資金（money）は資金運用表を大変に重要なものとする。損益計算書は利益を適切に公表するであろうが，前述の支出のために利用可能な資金額を表示するには役立たない。それに反し，資金運用表は正常な会社の発展のために現実に財政投資のできる資金の源泉を適切に表示する。」。たしかにケンプナー氏が主張するように，石油業を中心とする抽出産業はその維持発展に多額の資金を必要とすることが原因で，彼ら証券アナリストが資金運用表を利用する傾向にあることは理解できる。それでは同じように，多額の資金を必要とする鉄鋼業においては何故に同じ結果が現われなかったのであろうか。われわれはこの説明については少々不満を感じるのである。

さらに引続き，証券アナリストからみた，資金運用表が年次報告書にふくめられている割合が調査され，その結果が第43表に示されている。

第43表 年次報告書の補足部分に資金運用表をふくめている会社

| 資金運用表を ふくんでいる率 | 現 在 | | 10年前 | |
|-------------------|------|-------|------|-------|
| | 分析家数 | 率 | 分析家数 | 率 |
| 0 | 12 | 20.0% | 23 | 53.5% |
| 1～10 | 19 | 31.7% | 17 | 39.5% |
| 11～25 | 16 | 26.7% | 1 | 2.3% |
| 26～50 | 9 | 15.0% | 2 | 4.7% |
| 51～80 | 4 | 6.6% | .. | .. |
| 合 計 | 60 | 100% | 43 | 100% |

この表から，資金運用表が年次報告書にかなりひんぱんにふくめられていること，そしてその傾向が増加していることもまた知られる。しかしな

Jack J. ケンプナー氏資金運用表の実証的研究(4・完) 47

がら、回収された用紙のうち18枚に『現在』について応答がなされていないが、35枚に「10年前」について応答がなされていない。これらのことから、かかる調査結果が信頼度の薄いものだといえよう。しかし、この結果が、年次報告書（第1表）⁸⁾、公認会計士事務所（第14表）⁹⁾、銀行家（第32表）¹⁰⁾等、それぞれを対象とした調査結果と同じであることから、ケンプナー氏は「最低線いえることは、すべての実証的研究が過去10年間に資金運用表の利用が増加しつつあることを明確にしている。」と述べている。

§ 3 機 能

ここでは、証券アナリストが会社の財政状態の変化の分析手段として資金運用表の機能をいかに評価しているかが調査され、その結果が第44表に示されている。

第44表 分析手法としての資金運用表の機能

| 資金運用表の内容 | * 最 重 要 | | 重 要 | | 余り重要でない | |
|--------------------------------------|------------|-------|------|-------|---------|-------|
| | 分析家数 | 率 | 分析家数 | 率 | 分析家数 | 率 |
| ・ 運転資本の変化 | 12 | 19.3% | 37 | 27.2% | 17 | 21.0% |
| ・ 資金獲得の主たる原因 営業利益, 借入金, 株主投資 | 28 | 45.2% | 35 | 19.1% | 2 | 2.5% |
| ・ 設備投資に利用された資金の割合 | 6 | 9.7% | 45 | 24.6% | 8 | 9.9% |
| ・ 配当金の支出として利用された資金の割合 | .. | .. | 15 | 8.2% | 29 | 35.8% |
| ・ 営業利益の使用と目的設定 | 4 | 6.5% | 24 | 13.1% | 13 | 16.0% |
| ・ 一般的財政力と会社の浪費程度に関する指摘 ^{**} | 12 | 19.3% | 25 | 13.7% | 12 | 14.8% |
| ・ その他 | .. | .. | 2 | 1.1% | .. | .. |
| 合 計 | 62 | 100% | 183 | 100% | 81 | 100% |

48

阪南論集 第10巻4号

*応答者はただひとつの内容のチェックだけを許容された。

**次のものが指示された。

『適切な減価償却と減耗』

『資金の処分』

この表から、約45%の証券アナリストが、資金運用表の最も価値ある機能に、『資金が獲得されたる主たる要因』を応答するのにたいし、『運転資本の変化』を応答したものがわずかに20%にすぎないことがしられる。このことは、銀行家を対象とした同調査の結果（第33表）と比較すれば、注目すべき結果である。つまり、銀行家の約50%が後者を応答し、約27%だけが前者を応答しているのである。したがって、証券アナリストと銀行家との間では、第一位支持と第二位支持とが逆になっているのである。このことに関し、ケンプナー氏は、「証券アナリストが銀行家と同じ程度に運転資本を評価していないことがわかる。…（中略）…証券アナリストは、長期投資予測（long term investment possibilities）の見地から、会社の全体的な資本構造（entire capital structure）を調査するために、全ての要因により獲得される資金の割合を知ることに関心を持つことになる。」と述べている。つまり、ケンプナー氏によれば、銀行家は主に会社の短期的な財政状態の分析に関心を持つのにたいし、証券アナリストは長期的な財政状態に関心を持つ。この相違が調査の結果に現われたということになる。他方、銀行家と同程度の支持がなされているのは、「余り重要でない」がそのうちでも重要なものと考えられる機能について、『配当金として処分されたる資本の割合』である。証券アナリストは約36%で第一位の支持を与え、銀行家は約38%で第一位の支持を与えている。

さらに、ケンプナー氏は、ホーングレン氏の前調査と比較し、『機械設備の購入のために運用されたる資金の割合』に関し少し言及している。その理由は、ホーングレン氏が、機械設備の拡張のために指定されたる資金額を大変に重要であるという証券アナリストの評価を、むしろ積極的に主張していることにある。たしかに、ケンプナー氏の調査においても、その

Jack J. ケンプナー氏資金運用表の実証的研究（4・完）

49

機能は「重要」ランクの第一位（約25%）を占めている。しかし、わずかに約10%の証券アナリストしかそれを「最重要」機能としか支持していないし、「余り重要でない」機能としても同程度の支持しかされていない。したがって、ケンプナー氏は、ホーングレン氏の積極的主張にたいし疑意をなげかけている。この問題は、証券アナリストの分析視点という基本的問題に帰するであろう。このような基本的視点はわれわれ自身さらに詳しい検討が必要となるので、ここでは問題の提起ということにとどめたい。

§ 4 理 解

ここでは、銀行家を対象とした調査と同様に、証券アナリストのジュニア達が資金運用表を理解するさいに感じた困難さの程度が調査され、その結果が第45表に示されている。

第45表 資金運用表に対する理解度

| 理 解 度 | 一般的な「資金フロー」の概念 | | 減価償却費等は非資金費用であり、他の諸経費と違った処理をせねばならない | | 現金と資金の区別 | |
|-----------|----------------|-------|-------------------------------------|-------|----------|-------|
| | 分析家数 | 率 | 分析家数 | 率 | 分析家数 | 率 |
| 困難である | 25 | 39.1% | 18 | 28.6% | 18 | 31.0% |
| わずかに困難である | 25 | 39.1% | 33 | 52.4% | 29 | 50.0% |
| 困難でない | 14 | 21.8% | 12 | 19.0% | 11 | 19.0% |
| 合 計 | 64 | 100% | 63 | 100% | 58 | 100% |

この表から、彼らのジュニア達が最も困難だと感じるのは一般的な資金フロー概念を理解するさいに現われており、約39%がそれに刻当すると応えていること、そしてごくわずかに困難だと感じるのは非資金費用の理解と現金と資金との区別を理解するさいに現われており、過半数に達していること、などが知られる。これにたいし、銀行家を対象とした同調査の結果（第34表）によれば、前者に相当するものは約44%であり、後者の二課¹³⁾

50

阪南論集 第10巻4号

題に相当するものは約46%と約44%である。これらの結果とこの質問にたいする応答率の高さから、ケンプナー氏は「たとえジュニア達に限定されるとしても、証券アナリストが銀行家よりも資金運用表に当惑している。」と述べている。このことは、次の再構成の結果から明らかにされよう。すなわち、銀行家では、三課題の全体をみると、「困難である」と応えた率は約31%であり、「困難でない」と応えた率は約17%である。これにたいし、証券アナリストでは、前者は約53%であり、後者は約33%だからである。

§ 5 選 好

これまででは、資金運用表の利用を中心とした調査であったが、ここでは、資金運用表の型を中心とした調査がなされている。すなわち、資金運用表の期間（第46表）、明細の程度（第47表）、接近法、形式（第48表）、表題（第49表）、損益関係資料（第50表）、純利益の照合（第51表）等、これら7項目に関する、証券アナリストの選好が調査されている。

まず、第46表は期間に関する調査結果を示している。

第46表 資金運用表の期間

| 作成度 | 毎 年 | | 1 年 未 満 | | 比較運用表 | | 通算運用表 | |
|------|------|-------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 分析家数 | 率 | 分析家数 | 率 | 分析家数 | 率 | 分析家数 | 率 |
| 通 常 | 65 | 90.3% | 7 | 13.0% | 33 | 53.2% | 15 | 27.3% |
| 時 折 | 5 | 6.9% | 16 | 29.6% | 14 | 22.6% | 15 | 27.3% |
| めったに | 2 | 2.8% | 31 | 57.4% | 15 | 24.2% | 25 | 45.4% |
| 合 計 | 72 | 100% | 54 | 100% | 62 | 100% | 55 | 100% |

この表から、ひんぱんに利用されている期間は、やはり一年が圧倒的に多いことが知られる。この結果は、程度の差こそあれ、銀行家においてもそうであった¹³⁾。しかしながら、ここで注目すべきは、比較資金運用表と通算資金運用表とに対する『通常』を選好した割合にある。前者に

Jack J. ケンプナー氏資金運用表の実証的研究(4・完)

51

対する割合は約53%であり，後者に対するそれは約27%である。ところが，銀行家を対象とした調査結果（第35表）によれば，前者に対する割合は約23%であり，後者に対するそれは約7%にすぎない。これらの結果から，ケンプナー氏は，「統計分析家（statisticians）は会社の短期借入返済能力（company's ability to repay a short term loan）よりむしろ長期投資特性（parmanent investment characteristics of corporation）に関心を持っている。したがって，彼らは月毎あるいは三ヶ月毎の短期間のものにはそんなにも関心を示していない。全般的に云えることは，彼らの選好は比較資金運用表と通算資金運用表に現われている。」と述べている。つまり，氏は自らが推奨する長期的な資金運用表の利用傾向のあることを主張したのである。

第47表は，証券アナリストがどの程度の叙述を必要とするかに関し，資金運用表を叙述するために必要な行数あるいは項目数に関する調査結果を示している。

第47表 資金運用表の明細度

| 項目の数 | 分析家数 | 率 |
|---------|------|-------|
| 0 → 5 | 3 | 4.6% |
| 6 → 10 | 29 | 44.6% |
| 11 → 20 | 29 | 44.6% |
| 21 以上 | 4 | 6.2% |
| 合計 | 65 | 100% |

この表から，彼らの大部分が6行から10行と11行から20行とを等分に選好していることが知られる。この結果は銀行家のそれとほぼ同じ結果（第36表）¹⁴⁾であり，両者ともに簡単明瞭な叙述の資金運用表を望んでいることが知られる。

さらに，証券アナリストは運転資本接近法と現金在高接近法のどちらを望んでいるかということの調査がなされた。その結果，銀行家の圧倒的多数（約95%）¹⁵⁾が前者を選好していたのに対し，ここでは，わずか約78%が

52

阪南論集 第10巻4号

この接近法を選好しているにすぎない。つまり，資金運用表の機能に関する調査結果（第44表）も示すように，証券アナリストは銀行家ほどには運転資本に関心をもっていないのである。そして，ケンプナー氏は，彼らがかえって比較的新しい接近法としてのキャッシュ・フロー概念を選好しがちであると指摘している。

第48表は，証券アナリストがどのような資金運用表の形式を望んでいるかということの調査結果を示している。

第48表 形式

| | 分析家数 | 率 |
|--------------------------------|------|-------|
| 貸借平均式（源泉＝運用）報告形式 | 40 | 56.3% |
| 照合式（期首資金高から始めて 期末資金高でおわるもの） | 13 | 18.4% |
| 残高式（源泉－運用＝増減） | 18 | 25.3% |
| 合計 | 71 | 100% |

この表から，約56%のものが伝統的な貸借平均式を選好し，残りの約44%が報告式による照合式と残高式とを選好していることが知られる。このことは銀行家のそれとも同じであり（第37表）¹⁶⁾，両者ともに伝統的な貸借平均式を選好している。ただ両者の相違は，報告式による照合式と残高式との選好率の大小が逆になっていることにある。

第49表は，証券アナリストがどのような表題を好んでいるかということに関する調査結果を示している。

第62表 表題

| | 分析家数 | 率 |
|---|------|-------|
| Statement of sources and application of funds | 46 | 61.3% |
| Statement of sources and disposition of funds | 16 | 21.4% |
| Statement of funds derived and applied | 2 | 2.7% |
| Statement of change in working capital | 1 | 1.3% |
| Statement of change in financial position | 3 | 4.0% |
| Statement of application of funds | 6 | 8.0% |
| Funds applied and provided statement | 1 | 1.3% |
| 合計 | 75 | 100% |

Jack J. ケンプナー氏資金運用表の実証的研究(4・完)

53

この表から、約61%が「Statement of sources and application of funds」という伝統的な表題を選好していることが知られる。この割合は過半数以上であるが、しかし銀行家の約63%がこの表題を選好していることからみれば（第38表¹⁷⁾、低い割合である。その理由は、銀行家は、資金運用表の機能や接近法に関し、運転資本概念を第一位に選好しているのに対し、証券アナリストは第二位に選好していることにある。このことは、表題の第二位の選好が、前者では「Statement of changes in working capital」であることを考慮に入れるならば、両者の職業的特色がより明らかにされているように思う。

第50表は、証券アナリストは損益関係資料のどのような取扱いを望んでいるかということの調査結果を示している。

第50表 資金運用表における損益関係資料

| | 分析家数 | 率 |
|---------------------------------|------|------|
| 総資金源泉の一部としての単一純利益額 | 34 | 51% |
| 営業収入により生じた資金と営業支出に運用された資金の細目な計上 | 33 | 49% |
| 合 計 | 67 | 100% |

この表から、証券アナリストは単一純利益額の計上と損益関係勘定の内訳計上のどちらもほぼ同程度に選好していることが知られる。これに対し、銀行家では、前者に対しては約74%であり、後者に対しては約26%である（第39表¹⁸⁾。つまり、証券アナリストと銀行家との間では、両者に対する選好に大きな相違がみられる。このことはさらに次の純利益の照合の重要性に関する調査にも関連を有するので、さらに詳しい検討は次で行なう。

第51表は、証券アナリストが損益計算書の純利益額との照合に関しどのように望んでいるかに関する調査結果を示している。

第64表 当期純利益に照合することの重要性

| | 分析家数 | 率 |
|----------|------|-------|
| 重要である | 132 | 78.6% |
| 少しは重要である | 23 | 13.7% |

54

阪南論集 第10巻4号

| | | |
|-------|-----|------|
| 重要でない | 13 | 7.7% |
| 合 計 | 168 | 100% |

この表から、証券アナリストの約半分のものしか『重要である』と考えておられないことが知られる。このことは第50表からも予想しうる結果でもある。ケンプナー氏は、この第50表と第51表の結果と、銀行家（第40表¹⁹⁾、公認会計士事務所（第28表²⁰⁾）の各々の結果とを関連させ、次のように述べている。すなわち、「統計分析家とは対照的に、銀行家のほぼ4分の3と公認会計士事務所の約94%が、照合の重要性を証明づけるに十分な割合で単一純利益額に対する選好を行なった。公認会計士事務所の94%が単一純利益額による資金運用表を作成するに對し、もし証券アナリストの約50%が営業活動による資金の変化の詳細な表示を望むとするならば、（作成者側と利用者側との間に）デレンマが生ずる。つまり、証券アナリストによって研究される資金運用表のほとんどが年次報告書にふくまれているのだから、個々の分析家の要求に応ずることが困難になる。したがって、公認会計士の単一純利益額の選好率を見れば、分析家は年次報告書において分析を行なう場合、彼らは損益計算書と資金運用表とを相互に参照することが必要となろう。」（傍点注一中村）。

§ 6 その他のコメントと通信

ここでは、これまでの質問に対する応答以外の各証券アナリストからのコメントないしは通信が総括されている。これらは、おおむね次の3つに分類することができる。

- 1) 資金運用表の一般的性格に関するコメント
- 2) 資金運用表の利用に関するコメント
- 3) 当調査に対するコメント

それではまず、資金運用表の一般的性格に関しよせられたコメントから

紹介していくことにしよう。

『“資金運用表”(Statement of Application of Funds)に関するあなたがたの調査は大変に興味深いものであります。それは財務分析家にとってかなり重要な手引となるものです。』『われわれは全ての年次報告書にふくまれている資金運用表を見たいものです。それは中小規模の会社では経営の道具として十分に利用されていません。それは損益計算書よりも将来の計画と分析に役立つものであります。』

ケンプナー氏は、特に第二番目のコメントに関連し、次のように述べている。すなわち、「アントン(Hector R. Anton)氏の調査が²¹⁾、経営者はまさにその目的のために資金運用表を利用していることを示している、ということが思い起されるだろう。経営者のために資金運用表を作成する会社の約68%がそれを意思決定のために利用していた。さらに、証券アナリストは大会社の大部分が小会社以上にこれを利用している。」

次に資金運用表の利用に関しよせられたコメントを紹介することにしよう。

『各会社の分析家は特殊な問題を提示しているようです。資金運用表(statement of source and application of funds)は)分析家の特殊な状況に応じて、大変に重要なものともなるし、反面、なんら重要なものにもならないのです。』『私はかつて一度も企業活動を考察するさいにこの形式の運用表を利用したことがありません。一期間中の資本的支出が活動資金と比較して大なるところでは、会社がその期間の資金で操業できるかどうかを検討するさいに、それは有効です。』『一般的には、私はこの運用表にあまり関心をもっていません。分析家的立場からすれば、資金運用表は限界を示すことに純粹な意味をもつと思います。それは、固定資産、運転資本、長期負債等、それぞれに変動が生じているからであります。私がかかなり重要だと考えておりますのはこれらの限界の変動にあります。過去二・三度、私は資金フローに関する計算書を自分で作成したことがあります。しかし、それは比較的簡単なものでありました。』

ケンプナー氏は、特に第三番目のコメントに関連し、次のように述べている。すなわち、「先の意見はこの度の調査に対し応答しなかった多くの証券アナリストの考えを大変に上手く表現している。資金運用表は、まず運転資本がいくら変化したか、そして資本投資の変化がいくらであったか、

長期負債の変化はいくらであったか、それぞれの変化に関連している。証券アナリストは一期間中に財務活動に関する単なる統計結果だけに関心をもち、年次資金運用表の研究の必要性を感じていないようである。」。

最後に、ある証券アナリストから、かかる調査には賛成しないが、調査結果は知らせてほしい、という内容のコメントがよせられているので、次に紹介することにしよう。

『われわれは“資金運用表”(Statement of Application of Funds)の利用に関する調査用紙を白紙のまま返送致します。あなたがたの調査は基本的な問題についての論争を回避しようとしている。したがって、われわれは質問に応えなかったのです。われわれは、あなたがたが常に漠然とし、しかも証券アナリストに殆どなにも情報を提供しない運転資本の作成と利用に関する報告書に注目していると思う。もしあなたがたが特別な結果でも得ましたならば、われわれにそれらの内容を知らせて下されば幸いです。』

§ 7 付 記

さて、この実証的研究部門の紹介を終えるにさいし、簡単であるが、最後に筆者のコメントをここに付記したいと思う。

前号に引続き、ケンプナー氏の第5番目であり最後の実証的研究が、これまでで紹介を行なった「証券アナリストによる資金運用表の利用実態」である。

この調査研究によれば、証券アナリストは銀行家ほどには資金運用表に関心をもっていないということが確かなようである。このことは、回収率が40%弱であるということ、くわえて資金運用表を「重要な情報に関する価値ある要約表」と応えたものが57%弱にすぎないことからしてもわかる。この両者における資金運用表の利用の相違に関し、ケンプナー氏は次のように述べている。すなわち、「証券アナリストは会社のあらゆる財務活動の素描、たとえば運転資本、固定資産への投資、資本構造等、各々の変化

Jack J. ケンプナー氏資金運用表の実証的研究（4・完）

57

に関心をもっている。他方、銀行家は一般的財政力にも関心をもっているけれども、彼はそれ以上に運転資本の変化に関心をもっており、それゆえに証券アナリスト以上に資金運用表を利用する。」。つまり、ケンプナー氏によれば、証券アナリストは長期財政投融资の視点に立脚し、分析を行なうが、銀行家は短期返済能力の視点に立脚し、分析を行なうという、両者の基本的な立場の相違が、このような利用の相違の原因だと指摘される。たしかに、このことは資金運用表の機能（第33表²²⁾、第44表²³⁾）や期間（第35表、第46表）に関する調査結果を比較すれば明らかである。この資金運用表への利用ないし関心の低さないし必要性の認識の浅さが、彼らのジュニア達による資金運用表の理解を防いでいる一要素だともいえるだろう。

さらに、両者の立脚点の相違が如実に現われているのは、接近法に関する調査結果にみることができる。現金在高接近法を選択したものは、銀行家ではわずか5%にすぎず、証券アナリストでは約22%のかなりのものである。ともあれ、二者択一の調査内容であるために、このような結果になったのかもしれない。しかし、少なくとも証券アナリストは、彼らの立場からも、銀行家より以上に比較的新しい方法としてのキャッシュ・フロー分析に関心をもっているといえるのではなかろうか。このことは、資金概念の選好に関する調査がなされていけば、より明確になったであろう。

最後に、われわれが留意するのは、ケンプナー氏やホーングレン氏も指摘しているのだが、証券アナリストが資金運用表が年次報告書にふくめられることを希望している傾向にあるということである。先にも述べたように、たしかに彼らによる資金運用表の利用は少ない。しかし、資金運用表をなんらかの価値を有すると応えたものが計97%弱もあること、そして応答しなかったある証券アナリストが、特別な結果が得られたならば、それを知らせてほしいとのコメントをよせていることなどからみれば、資金運用表が彼らの分析用に適切に改良されるならば、証券アナリストは資金運用表により高い関心を示すことになるだろうと思われる。要するに、資金

58

阪南論集 第10巻4号

運用表は利害調整機能を有する公表財務諸表にふくましめるに足る価値を有すると、証券アナリストにおいても認識されている。それは、企業の財務報告が多角的情報を提供する制度であらねばならないことを主張するわれわれにとって好ましい傾向である。

6. おわりに

以上、われわれは、4回にわたり、ケンプナー氏が1955年に発表を行なった、資金運用表に関する実証的研究の紹介を行なった。そのなかで、われわれは、その時期が1920年代に次ぐいわゆるアメリカ経済の「繁栄の時代」といわれた1950年代に行なわれたこと、さらにはその対象範囲が企業に限りず利害関係者集団に広がっていることなど、二点に注目した。その結果、われわれは、まず資金運用表が公表財務情報の一部として確立され、そして資金概念および資金運用表の機能が用途に応じ採択される傾向にあること、さらには公認会計士の監査報告書にふくめられる傾向がみられることなど、三点に注目した。

『Federal Reserve Bulletin』1956年版によれば（第65表²⁴⁾）、大製造工業198社の工場設備・機械への資金支出が、1950年の3755百万ドルから1955年には7051百万ドルと約2倍に増加し、流動性比率が0.94から0.79へと悪化している。このような事情が資金運用表の利用の増加をもたらした要因になったであろう。また同時代に、アントン氏やホーングレン氏による資金運用表に関する実態調査が行なわれたことから、当時の資金運用表への関心がかかりのものであったことがうかがえる。

(第65表)

単位=百万ドル

| 支出項目 | 1950 | 1951 | 1952 | 1953 | 1954 | 1955 |
|----------|-------|-------|-------|-------|---------|-------|
| 工場設備・機械 | 3,735 | 5,654 | 6,733 | 6,780 | 6,853 | 7,051 |
| その他の運転資産 | 1,605 | 3,471 | 948 | 558 | (-) 521 | 1,973 |

(注) 1953—54年は、第2次世界大戦後の2回目の軽微な景気後退の時期であった。

このように、資金運用表の利用は、「繁栄の時代」に、制度としての一要件を充すほどに広く一般に普及し、慣習として確立されつつあった。しかし、それが制度として確立されなかった事由は、主にそこにおいて採択される資金概念と機能が使用目的に応じて相違することにある。このことは、19世紀の生誕当初における実務のなかにもみることができる。²⁵⁾そして現代においても、その傾向はみられるが、この事由は明らかでない。しかし、少なくとも19世紀の中葉にアメリカに生れた、環境への適応ないし場当り的な実用主義的アプローチ、いわゆるプラグマティズムの会計方法論への影響が多分にあるといえよう。したがって、資金運用表の思考の複雑さを少しでもやわらげるためには、少なくとも「形態」と「目的（機能）」との関連性が早急に明確にされるべき問題ではなかろうか。

以上に述べた諸点のほかにはわれわれは、通算や比較をふくむ期間（期間比較）の問題、さらには企業比較の問題、キャッシュ・フロー分析との関係、損益関係資料の取扱いを資金運用表に関する問題として注目したい。

1970年代に入るや、資金運用表は制度として確立され、財務情報の一部として、公表されるようになった。しかし、これらの諸課題が解決されてこそはじめて、資金運用表が、損益計算書と貸借対照表とに並び称され、基礎的な公表財務諸表として確立されるのではなかろうか。(完)

注1) 各引用は次のように略称する。『年次報告書にふくめられた資金運用表の実態調査』→〔1〕、『公認会計士事務所における資金運用表の実態調査』→〔2〕、『銀行家による資金運用表の利用実態』→〔3〕。なお『経営者に対する内部報告書にふくめられた資金運用表の実態調査』の紹介は、アントン氏のそれと重複する内容が多く、省略した。

2) 〔3〕

3) 会社規模の区分は総資産額基準による。「大会社→1001万ドル以上」、「中会社→250～1000万ドル」、「小会社→249万ドル以下」。

4) 〔3〕

5) C.T. Horngren, "The Funds Statement and Its Use by Analysts."

The Journal of Accountancy, (January, 1956,) pp. 55~59. 中村萬次著『改訂増補・資金計算論』昭和48年, 国元書房刊, 251頁, 彼の調査は, 123の分析レポートとニューヨーク, シカゴのアナリストへのインタビューを中心に行なわれた。彼は, 資金運用表が, 一般投資家, 与信者, エコノミストだけでなく, 銀行, 保険会社, 投資トラスト, ブローカー, 投資コンサルタント等の間で, 「財務諸表の価値ある部分」として広く利用されていることも主張する。

6) 〔1〕 p. 105.

7) 〔3〕

8) 〔1〕 p. 104.

9) 〔2〕 p. 151.

10) 〔3〕

11) 〔3〕

12) 〔3〕

13) 〔3〕, 第35表,

14) 〔3〕

15) 〔3〕

16) 〔3〕

17) 〔3〕

18) 〔3〕

19) 〔3〕

20) 〔2〕 p. 165.

21) Hector R. Anton, "The Funds Statement as Internal Report to Management." The Accounting Review, (January, 1955).

22) 〔3〕

23) 〔3〕

24) 『Federal Reserve Bulletin』(June, 1956.), 武山泰雄著『アメリカ資本主義の構造—寡占経済とその社会意識—』, 昭和46年, 東洋経済新報社刊, pp. 97~98.

25) まずAグループに現金資金運用表, 流動資金運用表, 運転資本資金運用表等が属し, それらは企業の流動性の変動分析に使われた。この代表に1902年のUnited States Steel 社とその被支配会社による「Summary of Financial Operations of All Properties ...略... Showing the Net Resources for the Year and Disposition There of」がある。そして, Bグループに貸借対照表上のすべての勘定における変化についての計算書が属し, それは利益や利益剰

余金の増減をふくむすべての財務活動の分析に使われた。この代表に1893年の The Missouri Pacific Railroad 社とその被支配会社による「Statement showing Resources and their Application」がある。(L. S. Bosen; D. T. Decoster; 『Funds』 Statements: A Historical Perspective.』 The Accounting Review, (June 1969,) pp. 125~127.)

26) この経過を単に年代順にとりあげるならば、次のごとくである。

1961年, 「キャッシュ・フロー分析と資金運用表」(Cash Flow Analysis and The Funds Statement) → 基礎的財務諸表として認めるよう勧告 (AICPA, An Accounting Research Study No.2), 1963年, 「資金運用表」(The Statement of Source and Application of Funds) → 報告書第2号の勧告を退け, 補足的財務諸表としか認めず, 監査対象からもはずすよう勧告 (AICPA, Opinion No.2 of Accounting Principles Board), 1969年, 「ウイート報告書, 投資家に対するディスクロージャー'33年法, 34年法における連邦管理政策の再検討」(The Wheat Report, Disclosure to Investors: A Reappraisal of Federal Administrative Policies under the '33 and '34 Acts) → 資金運用表の監査を勧告, 1970年, 財務諸表規則 S-X (Rule 11a) の改正 → 資金運用表の内容, 監査を規定 (V. S. SEC, Accounting Series Release No. 117), 1971年, 「財政状態変動報告書」(Reporting Changes in Financial Position) → 財政状態変動報告書に名称を統一, 基礎的財務諸表として規定 (AICPA, Opinion No.19 of Accounting Principles Board), 「監査手続書第50号」(Statement on Auditing Procedure No.50) → 財政状態変動報告書に対する監査手続を規定。