

キャッシュフローはごまかせない

「利益は意見、現金は事実」といわれるわけ

オリンパス粉飾決算における現金の複雑な動き

粉飾の事実

株式投資などの財テクの失敗による巨額の損失（「報告書」によれば、1990年代後半には約1000億円の含み損があったとされている）を隠すために、損失分離とその分離した損失を解消するための操作が行われたということ。

粉飾の仕組み

オリンパスが財テクを始めた1985年頃は、金融資産の会計処理は**取得原価主義**、つまり、株式などの時価が変動しようと、財務諸表上には取得価格を記載しておけばよかった。その後、**時価評価主義**に転換していったのですが、時価評価になれば金融資産の評価損が表面化してきます。

金融資産の時価評価による損失を隠すために、オリンパスは、連結決算の対象とならない**受け皿ファンドを海外に創設**し、含み損を持つ金融商品をこの受け皿ファンドに簿価（含み損を考慮しない取得原価のまま）で買い取らせた。

しかし、簿価で買い取るには、受け皿ファンドは巨額の現金を準備しなければならず、1000億円の含み損があるということは、仮に保有している金融資産の時価が「0」にまで下落したとしても、簿価は1000億円であるわけですから、これを買うには、1000億円の資金が必要になります。オリンパスは、この資金を受け皿ファンドに流すために、海外の銀行に巨額の預金をし、その預金を担保にして銀行から受け皿ファンドに融資（口座担保貸付）させていました。こうすれば、オリンパスが直接受け皿ファンドにお金を流したことにはなりません。

1999年3月期のオリンパスの現金及び預金は850億円、当時の売上高が約400億円ですから、月商の約2・5か月分の現金を持っていたわけです。日本の大手電機メーカーの現金及び預金は大体月商の1・5倍程度ですから、オリンパスの現金保有額はかなり多めです。オリンパスがかなり多めの現金を保有しておかなければならなかった理由が、この損失隠しの仕組みにあったのです。

また、この資金の流れ以外にもオリンパスは、2000年にオリンパス自身が**投資事業組合**を作り、その組合から受け皿ファンドに資金を流していました。2000年3月期のオリンパスのBSは、それまでなかった300億円の出資金が突然表れます。

オリンパスと受け皿ファンドの間に海外銀行と投資事業組合をかませることにより、海外銀行からの融資として800億円、投資事業組合からの出資として300億円、合計で1100億円のお金が間接的に受け皿ファンドへつぎ込まれていました。これで含み損のある有価証券を分離する準備が整いました

| 受け皿ファンドの組織による損失隠しの準備 | | | | (単位: 億円) | | | |
|----------------------|-------|-------|-------|----------|-------|-------|---|
| 受け皿ファンド | | | | オリンパス | | | |
| 資産の部 | | 負債の部 | | 資産の部 | | 負債の部 | |
| 現金 | 1,100 | 借入金 | 800 | 現金預金 | 850 | | |
| | | | | 有価証券 | 1,000 | | |
| | | 純資産の部 | | | | 純資産の部 | |
| | | 資本金 | 300 | 出資額 | 300 | | |
| 資産合計 | 1,100 | 合計 | 1,100 | 資産合計 | 2,150 | 合計 | 0 |
| 飛ばしによる含み損の分離 | | | | オリンパス | | | |
| 受け皿ファンド | | | | 現金 | | | |
| 資産の部 | | 負債の部 | | 資産の部 | | 負債の部 | |
| 現金 | 100 | 借入金 | 800 | 現金預金 | 1,850 | | |
| 有価証券 | 1,000 | | | 有価証券 | 0 | | |
| | | 純資産の部 | | | | 純資産の部 | |
| | | 資本金 | 300 | 出資額 | 300 | | |
| 資産合計 | 1,100 | 合計 | 1,100 | 資産合計 | 2,150 | 合計 | 0 |

オリンパスのBSの中にある有価証券1000億円は、すでに価値が下がっていて実際にはもうほとんど価値がない状態で、実際には価値のないこの帳簿上1000億円の有価証券を、1000億円のまま受け皿ファンドが買い取ります。このように含み損を表面化させないために他の会社に転売する方法を証券業界では「飛ばし」と言う。

これで話が終わればよいのですが、受け皿ファンドに海外銀行から融資してもらった800億円は返済しなければなりません。しかし、受け皿ファンドには返済のための十分なお金はありません。受け皿ファンドのBSを、時価会計を適用した形で作り直すこととなります。

有価証券は、帳簿上1000億円のもの現実には50億円だったと仮定すると、950億円の含み損があったということになります。短期の売り買いで利ザヤを稼ごうとする売買目的有価証券の評価損はPLの有価証券評価損に計上され、その額(今回の場合は950億円)だけを利益を圧縮し、それがBSの利益剰余金とつながっているので、今回の場合はBSの利益剰余金が950億円押し下げられた形にしています。

この受け皿ファンドは、800億円の資金を返済しなければなりません。現金は100億円しかありません。また、2007年の会計基準の変更により、主要投資先を連結決算に直接組み込むことが必要になり、損失隠しが露見する危険性が出てきました。そこで、オリンパスが考えたのはM&Aを活用した。損失隠し全体の仕組みを解消する方法です。

この受け皿ファンドは、3つの会社の株を安い価格で購入していました。この株をオリンパスが極端に高額な値段で購入し、受け皿ファンドにお金を流す方法を考えたのです。

この受け皿ファンドが3つの株を総額10億円で購入し、その株を保有します。

| 時価会計を適応した受け皿ファンドのBS | | | |
|---------------------|-----|-------|-------|
| 受け皿ファンド | | | |
| 資産の部 | | 負債の部 | |
| 現金 | 100 | 借入金 | 800 |
| 有価証券 | 50 | | |
| | | 純資産の部 | |
| | | 資本金 | 300 |
| | | 利益剰余金 | △ 950 |
| 資産合計 | 150 | 合計 | 150 |

| 受け皿ファンドによる株の取得 | | | |
|----------------|-----|-------|-------|
| 受け皿ファンド | | | |
| 資産の部 | | 負債の部 | |
| 現金 | 90 | 借入金 | 800 |
| 有価証券 | 50 | | |
| | | 純資産の部 | |
| | | 資本金 | 300 |
| 株式 | 10 | 利益剰余金 | △ 950 |
| 資産合計 | 150 | 合計 | 150 |

この10億円の価値しかない株式をオリンパスが800億円で買い取ったとすると、受け皿ファンドのBSとオリンパスのBSは次のようになります。

| 極端な高額での株式の買い取り | | | | オリンパス | | | | | |
|----------------|-----|-------|-------|-------|------|-------|-------|------|--|
| 受け皿ファンド | | | | | | | | | |
| 資産の部 | | 負債の部 | | 現金 | | 資産の部 | | 負債の部 | |
| 現金 | 890 | 借入金 | 800 | 800 | 現金預金 | 1,050 | | | |
| 有価証券 | 50 | | | | 有価証券 | 0 | | | |
| | | 純資産の部 | | 株式 | 出資額 | 300 | 純資産の部 | | |
| | | 資本金 | 300 | | のれん | 790 | | | |
| 株式 | 0 | 利益剰余金 | △ 160 | | 株式 | 10 | | | |
| 資産合計 | 940 | 合計 | 940 | | 10 | | | | |
| | | | | | 資産合計 | 2,150 | 合計 | 0 | |

株の購入代金として現金800億円が、オリンパスから受け皿ファンドへ動きます。一方、受け皿ファンドの株式10億円はオリンパスに移ります。資産価値10億円しかない株式を800億円で買った場合、その差額の790億円は、「のれん」としてオリンパスのBSに計上されます。ちなみに、受け皿ファンドのBSの利益剰余金はもともと△950億円でしたが、今回の10億円の株を800億円で売却したため、特別利益が790億円出て、△160億円(=△950億円+790億円)になっています。

これで受け皿ファンドは、借金返済のための現金を確保できたこととなります。しかし、オリンパスが買収した3社の「のれん」の資産価値が実態と大幅にかけ離れていると監査法人から指摘され、オリンパスは、2009年3月期にこの「のれん」について訳550億円の減損処理を行いました。

これら一連の損失分離と損失解消の流れをまとめて言えば、1990年代の約1000億円の財テクによる含み損を隠すために飛ばしを行い、それを解消するために現実の価値とはかけ離れた M&A を行った。そして、そのことが新しい外国人社長に指摘されて明るみに出たということになります。

会社の損益の観点からいえば、1000億円の含み損を隠すために10年以上にわたって行われた巧妙な粉飾のしかけが、2009年3月期に約550億円ののれん償却という損失で表れたということになります。

投資評価について

「売上」と「利益」より大切な「投資」と「リターン」という考え方

企業における担当者と経営者の視座の違いの一つは、担当者がビジネスを「売上」と「利益」でみているのに対して、経営者はビジネスを「投資」と「リターン」でみている。

「売上」と「利益」というのは、事業全体のプロセスである「お金を集める」→「投資する」→「利益を上げる」という活動のほんの一部でしかありません。売り上げを増やす工夫や費用を減らす努力はとても大切ですが、ビジネスは「投資」と「リターン」で成否が決定するという面もあります。日々の事業活動と投資のどちらが大切なのかは簡単には言えませんが、日々の事業活動と投資の間には大きな違いがあります。それは、投資は一度意思決定をすると途中で方向性を簡単に変えられない。投資は慎重に行う必要があるということです。

投資評価は利益でなくキャッシュフローで考える

慎重に行わなければならない投資は、どのように考えていけばよいのか。

まず、すべての投資案件を、貨幣価値を伴う数字にして評価する。数字を使うことで数学モデルがつかえ、実際の投資を行わなくても将来のことをシュミレーションすることができる。ROEを計算するときのリターンは「当期純利益」ですが、投資評価の際の「リターン」は利益でなく現金収支、すなわちキャッシュフローを意味するのが一般的です。

利益という概念は、ある一定の人為的な期間の業績を正しく表すために必要でした。しかし、設備投資のような投資案件は、その効果が長期に及び、期間利益を正しく計算するために必要だった売掛金や買掛金といった概念も、少し長い期間で考えれば最終的には現金取引になります。そういう意味から、現金の動きでもって判断した方がベターである。

現在価値という考え方

100万円を持っていて、それを定期預金に預けたとします。年間の利率が5%だとすると現在100万円は、1年後には105万円、つまり、現在の100万円は1年後の105万円と同

じ価値だというわけです。

では1年後の100万円を現在の価値に直せばいくらでしょう。1年後の100万円の現在の価値をCとすれば計算式は $C \times 1.05 = 100$ で $C = 100 \div 1.05$ となり、95.2となります。100万円は現在の価値でいえば95万2000円だということです。

| 現在価値の計算 (単位:万円) | | | | |
|--------------------|-----|---------------------|-----------------------|-----------------------|
| 将来の価値 | | | | |
| | | 105 | 110 | 116 |
| | 100 | $100 \times (1.05)$ | $100 \times (1.05)_2$ | $100 \times (1.05)_3$ |
| 現在価値 | | | | |
| | 100 | 95.2 | 90.7 | 86.4 |
| | | $100 \div (1.05)$ | $100 \div (1.05)_2$ | $100 \div (1.05)_3$ |
| | 基本年 | 1年後 | 2年後 | 3年後 |

では、現在100万円の2年後、ないし3年後は、図表のとおりです。

投資評価の方法

| 投資評価の例 | | | | | | | | | |
|--------|------|----|----|----|----|-----|-----|------|-------|
| 案件/年度 | 0 | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 合計 | 回収期間 | IRR |
| 投資案件A | -100 | 5 | 5 | 5 | 5 | 105 | 125 | 4.8年 | 5.00% |
| 投資案件B | -100 | 25 | 25 | 25 | 25 | 25 | 125 | 4年 | 7.90% |
| 投資案件C | -100 | 50 | 25 | 15 | 10 | 25 | 125 | 4年 | 9.90% |

3案件とも初年度100万円の投資をします。年度「0」の欄に、それぞれマイナス100万円が入っています。これは初年度100万円が投資されたという意味です。

投資案件Aは、毎年5万円ずつのキャッシュが入ってきて、5年目に105万円入ってく

る案件です。利率 5%の定期預金に預けて毎年利息だけを引き出し、5年目に元金の 100 万円が戻ってくるような投資案件です。

投資案件 B は、毎年 25 万円のリターンが 5 年間継続的にある案件です。

投資案件 C は、1 年目に 50 万円、2 年目に 25 万円というように、期が早いうちに比較的大きなリターンが期待できるものです。ただし、最終の 5 年目には 25 万円のリターンがあります。

これら 3 つの投資案件を比較すると、どれも 100 万円投資して 5 年間の合計で 125 万円のリターンがあります。投資とリターンという意味で 3 つとも 5 年間で同じリターンが期待できる案件です。

「回収期間法」という投資評価法

これは 100 万円の投資を回収するのにどれくらいの期間がかかるかというもの。回収期間が短ければ短いほど効率が良いといえます。

この回収期間法でいえば、投資案件 B と投資案件 C は同じ 4 年で投資した 100 万円を回収しています。投資案件 A は、最初 4 年間で 20 万円しか回収できていません。この投資案件は、定期預金のような投資で、5 期目の期末に 105 万円がはいってくるなら投資案件 A の回収期間は 5 年となる。正確には回収期間は 4.8 年ですが、回収期間法を用いれば投資案件 A より投資案件 B や C の方が効率の良い投資となる。

現在価値という考え方を使った投資評価の方法に IRR がある。

IRR は、投資額とその投資に伴うリターンの現在価値の総額が同じになる利率を計算して求めます。この利率のことを割引率 (r) という。

投資案件 C の IRR

| IRRの計算式 | | | | | |
|---------|-----------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| 最初の投資額 | 1年目のリターンの現在価値 | 2年目のリターンの現在価値 | 3年目のリターンの現在価値 | 4年目のリターンの現在価値 | 5年目のリターンの現在価値 |
| 100 = | $50 \div (1+r)$ | $+ 25 \div (1+r)^2$ | $+ 15 \div (1+r)^3$ | $+ 10 \div (1+r)^4$ | $+ 25 \div (1+r)^5$ |

この式は最初の投資額が 100 万円であることを意味しています。そして、この投資に伴う 1 年目のリターン 50 万円の現在価値は 50 万円を (i+r) で割る、次に 2 年目の 25 万円のリターンの現在価値は 25 万円を (i+r) の 2 乗で割るというように、各年度のリターンを現在価値に順次加えていき、その合計が最初の投資額の 100 万円と一致するという計算式です。この式を解くと、r は 9.9%、投資案件 B の IRR は、7.9%になる。この IRR という投資案件の利率のようなもの、利率 (割引率) が大きければ大きいほど、リターンが大きくなります。

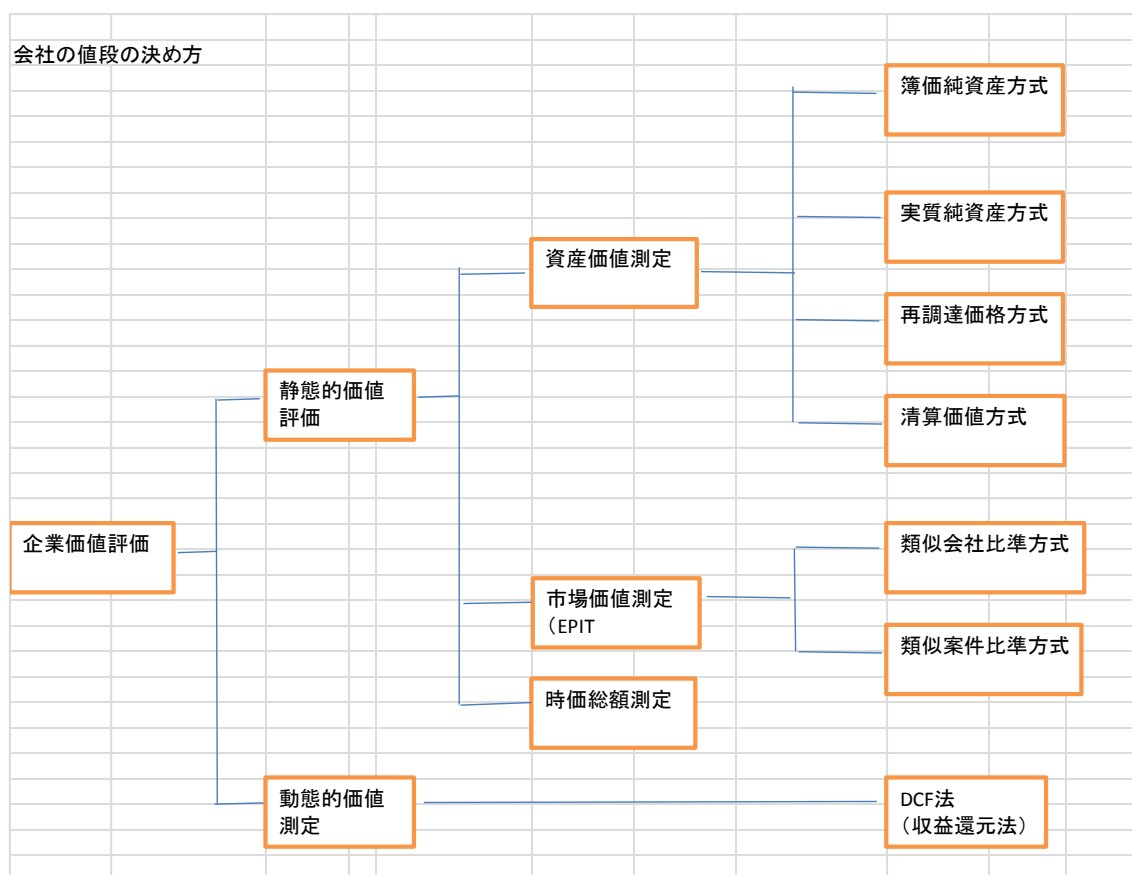
IRR という考え方を使えば、リターンの総額も回収期間も同じだった投資案件 B と投資案件 C ですが、実は投資案件 Cの方が効率の良い投資であるということがわかります。

IRR は投資案件の利率のようなものですがから、あるお金を事業に投資するのが良いのか、それとも定期預金のような金融商品に投資しておくのが良いのか、全く異なる種類の投資案件の投資効率を同じ IRR という収益率で比較できます。

M&Aにおける会社の値段の決め方

投資案件の一形態として M&A があります。企業の合併と買収のことです。

企業の M&A を考える時、対象となる会社をいくらで買えばよいのかというもんだいが出てきます。会社の値段はどうやって決めたらよいのでしょうか。



DCF という考え方 (収益還元法)

ビジネスにおける物の値段は、将来そのものが生み出すであろうキャッシュフローの現在価値で決めるというのが基本です。

DCF 法で会社の値段を決める場合は、その会社が将来生み出すであろうキャッシュフローを予測し、その将来のキャッシュフローの現在価値を計算するわけです。