

## 事業継続とキャッシュ指標

### Cash Flow as a Predictor of Business Continuation Measures

木村 敏夫\*

Toshio Kimura

「企業」は事業活動を継続することを前提とするが、経営破綻等を来す場合がある。経営破綻の主因は「債務」返済にある。債務返済は「キャッシュ創出」が前提である。キャッシュ創出は継続可能な営業活動による。営業活動から創出するキャッシュが事業継続、企業規模の維持・成長等の主因である。

キーワード：経営破綻、債務返済、キャッシュ創出、CFO、間接表示法

#### I. 問題の所在

「企業が事業活動を継続するにはキャッシュ創出が前提である」。企業の事業活動は「投資・財務・営業」に区分し認識・測定される。何れの活動も「キャッシュ」が連関する。制度上、企業の事業活動に準拠して可視化した財務情報も「営業・投資・財務」の分類活動から創出する「キャッシュ」に対応表示している。

企業は事業活動に希求されるキャッシュ創出は金融市場・資本市場からも調達 (Cash Flow from Financing, CFF) することも可能であるが、キャッシュを「持続的」に創出する可能性は「営業活動」にある。『企業のキャッシュ創出の持続可能指標は「営業活動から創出するキャッシュ」 (Cash Flow from Operations, CFO) である。企業は CFO と財務・投資活動を調整しながら事業活動を行い、債務不履行、経営破綻を回避、企業規模の維持、拡大等の方針を決定する。』と前提する。

企業の事業継続指標は CFO (結果指標) 創出に結実する。本論は、企業の「期待」にもとづく事業行動の結果、「CFO が持続的に創出されない場合、債務返済が困難となり経営破綻の可能性は高まり、結果、経営破綻等の事象に向かう。CFO の創出が企業を維持、存続させる」ことを検証する。この検証に、結果として経営破綻等に至った企業を選択する。キャッシュ情報、主に CFO (結果) を債務返済能力、持続可能性等を評価する指標と前提とし、CFO 創出不足等が企業の経営破綻等に至る特質 (説明要因) で在ったことを検証する。経営破綻企業は、経営破綻申請等の当該期又は数期前に諸要因が顕在化し、経営指標の急減な悪化が顕著になる。これ故、CFO 等の経営指標の時系列を検証することを要する。

本論は「キャッシュフロー」計算書に示された CFO 等の開示情報を前提とし、事例会社を検討する「分析者」（経済的意思決定者）の視点に立つ。事例検証は、選択企業が置かれていた経営環境、事業環境、採用する経営戦術等に差異があることから、比較が困難であるとされるが、経営破綻企業の指標から一定の法則性を示唆することが可能であると思量する。

## II. 企業とキャッシュ指標

（営利）企業の事業活動の存続には持続的な「営業活動」等への「投資」活動（Cash Flow from Investments, CFI）が不可欠である。企業の事業活動（営業・営業外）に希求される「資本」の調達、キャッシュの存在が前提である。企業はキャッシュ創出、循環体である。

CFI は「事前決定指標」（Ex-ante）、CFO は「結果指標」（Ex-post）である。CFI、CFO は連続指標である。CFI が存在しなければ CFO は創造できない。CFI と CFO は連関する。但し、CFI には営業外活動、営業外資産（金融資産）への投資が含まれる。営業資産への投資を抜き出すことが希求される。投資活動の成果が実現（キャッシュに転嫁）するには時間を要する。それ故に、CFI、投資戦略等の成否は時系列の特徴・特質を検証することが希求される。繋ぎ資本の調達・課題があるが、投資を継続させ、営業債務の支払等、事業継続可能な主たる資本源泉は CFO である<sup>1)</sup>。継続可能な長短資本調達能力、債務調整能力を示す指標は CFO 以外にない。

事業活動の結果、キャッシュを創造していない案件には投下資本の規模縮小・再配分等、事業再構築等<sup>2)</sup>が試みられる。事業再構築等がキャッシュを創出することがなければ財務業績悪化、債務不履行等を招来する。

事業活動を可視化する「会計」の枠組（認識・測定等）は、「価格」等を媒体とした収支計算（キャッシュ）を基礎とする。収支の期間配分計算が「期間財務情報」である。キャッシュ情報を集約する「キャッシュフロー計算書」に開示される情報は事業活動の結果、過去情報で在り、事業活動の「期待値」を含まない<sup>3)</sup>。財務成果を得ることを期待した行動の結果を示す。財務成果の基礎指標で在り、事業活動区分である営業・投資・財務キャッシュは、企業の成長段階等で相違するが<sup>4)</sup>、次のような基本基関係が成立する<sup>5)</sup>。

$$CFO + CFIOA \geq 0, FCFO$$

$$CFO + CFIOA + CFIFA \geq 0, NetCFO$$

$$CFO + CFI \geq 0, \Delta CFF$$

$$CFO + CFI < 0, \Delta CFF$$

関係式は企業の経済論理から、企業設立、事業活動経過後、『CFO が営業資産（CFIAF）への投下資本を充足するならば、「営業活動からフリーキャッシュを創出する」（Free Cash Flow from Operations, FCFO）、余裕キャッシュが生じる。FCFO は、営業外（金融）資産（CFIFA）取得、有利子負債の返済・償還、配当、自己株取得（ $\alpha$ 、 $\beta$ ）等に追加充当される』と思量する。企業の維

持、成長等は営業活動に左右されることは既知である。

開示情報に示される CFI は営業資産、営業外資産等への投下、売却等を含むことから、CFO から CFIAF の投下額を控除する値を「NetCFO」とする。但し、「営業」の概念、営業資産の定義と測定指標に課題が在り、資産構成の検討が求められる。単に、CFO から CFI を控除は、金融資産の取得に充当したキャッシュを含む。金融資産の取得は、余剰資本の運用形態を示し、FCF の経済的意味に合致しない。CFO が CFI (再投資・拡大投資等) を充足する場合、有利子負債を返済等に充当される。CFO が CFI を充足しない場合、資本調達活動等を生む。本論では、開示情報の CFO+CFI の値 (NetCFO) を FCFO の代理変数として使用する<sup>6)</sup>。但し、CFO 情報は創出額と CFO 構成項目の検討が希求される。

CFO が営業資産、さらに、戦略投資 (長期営業資産投資、M&A 等) の資本需要<sup>7)</sup>、経常支出 (運転資本) 等を充当しない場合<sup>8)</sup>、資本調達 (財務) 活動が生じる。CFE を永続させることは困難である。有利子負債等の債務返済条項の履行が困難となり、変更等を余儀なくさせられる可能性がある。但し、長短借入金の借り換え行う企業もある。創出した財務キャッシュは、利子等の差異を利用して有利子負債の返済等に充当されるが、本来、資本調達は、企業成長、企業維持の投資に向けられ、CFO 創出へ転換する。企業成長等を目的として投資は、「営業活動」からのキャッシュ創出となることから、結果として企業を維持、成長させるための指標は営業活動からのキャッシュ創出が基本指標となる<sup>9)</sup>。

企業の経済論理は「営業活動から創出するキャッシュ (期待値) に準拠して投資 (営業・営業外資産)・財務活動 (外部資本調達) を調整」する。長期的な企業維持、定常的 (in steady state) 成長等を財務方針とするならば、期待 CFO を前提として方針が決定される。大規模な営業資産取得、企業・事業買収等による企業拡大を企図する場合、外部資本を調達することを選択することもある。この経営戦略によって一定期間、キャッシュ均衡が崩れたとしても、経済論理の調和に向かう。向かわないので在れば、選択した戦略は経済的に意味を持たなかったと判断する。資本投下は、事前に「キャッシュを創出」することを前提として行われる。キャッシュ創出のない資本投下 (営業資産等) は、企業の存続、事業継続するために売却等により企業から「切捨てられる」ことも自明である。企業はキャッシュ創出を調整しながら事業を計画、実行する。

C 社 (オフィス機器等の製造販売) 等は CFO で CFI を充足することを「財務業績目標」(Key Performance Indicator, KPI) に掲げる。経済主体の営業・財務方針等は期待にもとづき立案する。CFI はキャッシュを創出する期待値、CFO は結果指標の関係にある。経営指標の予想・計画等の設定は、大幅な経済・経営環境の変化のない状況下にあるとしても、時間経過を要するが、CFO が CFI を超過することが財務目標、結果指標となる<sup>10)</sup>。逆の場合は事業整理・再編等を行われる。

企業は事業継続、債務履行のためにも、適時、月次、四半期等で CFO を予測、把握している<sup>11)</sup>。この予測をもとに営業外資産等 (CFI) の期待分析 (Ex-ante) も行う。一部、営業外資産投資は、

適時可能としても、営業資産、M&A 投資は、事業・投資計画に準拠して行われる。CFI は、時間を分割して検証することが希求されるが、最短、四半期以外に財務情報を得ることは分析者には困難である。

企業の事業買収等の経営戦略、経営外資産の売却等は「キャッシュ」の存在に左右される<sup>12)</sup>。事業規模（営業資産・営業外資産への投資活動）に対応して CFO 規模（結果）は推移する。事業規模を拡大したにも係わらず、変化に対応した CFO が一定、下降するならば、投資行動は予想（期待値：E）を下回ったことになる。投資活動の失敗である。経営資産等の資本調達を巨額な有利子負債に依存した場合、投下資本が成果を生まない限り企業財務を圧迫、事業規模の縮小・売却等、キャッシュ創出の再編成を余儀なくさせられる<sup>13)</sup>。

CFO の持続的創出が企業・事業存続の指標で在り、CFO（の水準）は営業、投資、財務の意思決定を左右する。このキャッシュ循環から「営業から創出するキャッシュが、数期間マイナスの場合、企業の経営破綻の早期指標（an early warning of a firm's ultimate demise）」となる<sup>14)</sup>。「CFO は利益の信頼性を正当化する指標、CFO と利益指標との関係は企業の経営状況の基礎（underlying）を検討する第一歩、CFO が利益指標と相反する（下にある）場合、分析者等はこの状況を財務状況が悪化（a red flag）していると見る」ことが求められる<sup>15)</sup>。

開示情報の課題が CFO に関係する。「資本集約型企業等は、間接表示法に準拠した場合、CFO が純利益に比較して少額となることは想像しがたい。減価償却・償却費等（non-cash accruals）が戻し加算される故に、純損失を計上する企業でも、CFO がプラスとなる。CFO のマイナスは業績不振の指標となり、業績回復指標として、収益力の回復に先駆けて CFO が正に転換する」<sup>16)</sup>。

「CFO が正で、純利益より下方にある場合、特に減価償却費が多額にもぼる企業、資本集約的な企業等は注意を要する」<sup>17)</sup>。但し、CFO が安定的（stable）に純利益（*NetI*）を上回ることが財務業績指標の判断指標の一つとなるとしても、CFO の測定・表示の課題がある<sup>18)</sup>。間接表示されるキャッシュ指標はキャッシュ指標であるのか、キャッシュ創出指標として疑義を生み、CFO の「創出事由」が分析不能である。

### Ⅲ. キャッシュ指標と事例検証

破綻会社のキャッシュ指標を非破綻会社と比較することで、破綻の事由の主因が CFO にあることを検証する。比較企業は業種、規模（売上高、資産等）、資産構成、資本構成、経営環境、破綻時期等が異なり、比較・前提が経済的無意味となる可能性があるが、CFO にどのような傾向が存在したかを検証することが本論の目的である。

検証した会社の「連結キャッシュフロー計算書」は全て間接表示法が採用されている。これにともない CFO 等の計算等の課題も浮き彫りになる。検証会社の財務情報は破綻申請時を含めて 8 期から 10 期とし総資産、物価指数等でディフレートしていない。さらに、経済・事業背景要因、

不採算部門等の整理・事業（部）の変更、再構成等にもなう財務情報を追跡していない。キャッシュ指標は開示されている財務情報である。

債務返済能力、キャッシュ創出力の欠如が経営破綻事由の主因である。CFOを継続的に創出しているにも係わらず経営破綻（再生支援要請）に至る事例もある。経営破綻が債務不履行、その可能性と仮定するならば、キャッシュ創出、CFOと債務項目・構成の分析、債務返済原資、その調達能力の分析が不可欠である。この場合、金融市場、金融機関等の貸付債務、営業債務（一般商業取引・一般債務）が課題である。「負債」は「返済」の視点から、営業債務、短期・長期有利子負債、引当金、繰延税金負債等に区分し<sup>19)</sup>、さらに、「隠れ債務」が存在することからこれも考慮しなければならない<sup>20)</sup>。経営破綻は債務返済不能が主因であることから、債務返済能力が存在することが会社再建指標ともなる。

経営破綻の前に業績不振がある。業績不振会社は事業再生等を試み、不首尾の場合、企業は企業更生法、民事再生法等の申請、裁判外紛争解決手続（Alternative Dispute Resolution,

表 1. 検証対象

会社名	業種	資本金(百万円) 支援等申請時	上場取引所等	継続性疑義(会計監 査人)	申請・決定	申請時支援法等	
J社	航空運送等	251,000	東証一部等	平成21年11月13日	平成22年1月19日	会社更生法;更生会社	企業再生支援機構(注1)
W社	通信サービス	5,000	非上場	意見表明ナシ	平成22年2月18日	会社更生法;更生会社	企業再生支援機構(注2)
S社	機器・部品製造等	17,505	東証一部	平成20年6月26日	平成23年9月27日	民事再生法申請・同申請廃止	
L社	DRAM開発・製造	236,143	東証一部	平成24年3月24日	平成24年2月27日	会社更生法;産業活力再生法;更生会社	産業革新機構(注3)
SK社	橋梁製造	1,902	東証一部	平成23年6月29日	平成24年11月27日	破産手続	
SG社	菓子製造販売	1,103	東証・大阪二部、 後廃止(平成17 年1月)	平成23年6月27日	平成26年1月17日	民事再生法申請・破産手続	(注4)
SK社	定期航空運送	14,181	東証一部	平成26年8月14日	平成27年1月28日	民事再生法;更生会社	
D社	海運等	28,958	東証一部	平成26年6月26日	平成27年9月29日	民事再生法	

(注1) 株式会社企業再生支援機構法(平成21年6月)により設立された。平成25年3月「株式会社地域経済活性化支援機構法」により商号を変更する。

(注2) 支援会社の方針で、機構の融資を受けないことを決定する。

(注3) 株式会社産業革新機構法(平成15年4月)により設立された。

(注4) 平成27年3月16日、新会社が事業を引き継ぐ。

ADR)に依拠して再生を試みる。さらに、企業等の企業再生に関連する「企業再生支援機構法」(現在、地域活性化支援機構法、以下再生支援機構)<sup>21)</sup>、「産業活力再生法」、「産業競争力強化法」<sup>22)</sup>を申請する<sup>23)</sup>。一方で再生を断念し、整理・破産を選択する会社、法と再生機構の支援を同時に申請する会社、支援企業のもとで再生を試みる会社の組合せがある<sup>24)</sup>。本論で検証する平成20年から平成26年会社更生法等を申請したのは、事例業種・規模等が相違する8社であ

る（表1）。S社、SG社、SK社は整理破産、W社、L社はスポンサー会社に吸収合併（M&A）され、SK社は事業・資本の支援スポンサー会社のもとで再建に乗り出し、J社、D社は法、「再生支援機構」「革新機構」等を組み合わせて、企業再生、事業継続を試みている。

経営破綻企業の更生には「債務」（営業債務と有利子負債）等の権利放棄、整理等をともなうことから、営業債務は営業債権と返済される可能性があるとしても、営業債務を加えた「債務構成」とキャッシュ創出、CFOとの関係指標が債務返済指標を形成する。再生支援機構に支援依頼し、事業継続を試みる企業には、収益創出ではなく、事業持続指標CFOの創出に再生指標を求めるべきと考える<sup>25)</sup>。

### Ⅲ-1. 事例企業のキャッシュ指標

H社、N社、C社<sup>26)</sup>等（検証は10期間以上）「非破綻企業」のキャッシュ指標等を「範」と置き、破綻企業（会社更生法・民事再生法申請会社）と比較・検証し、財務指標の特質を浮き彫りにする<sup>27)</sup>。H社等は検証期間の諸財務指標の分散が小さい、経営指標の可変性が小さい定常的企業である。企業規模の拡大に投下される資本調達は余裕をもって実行され、成果を得ている。

N社（東証一部・インスタント食品等）<sup>28)</sup>の検証期間に諸財務要因の分散は小さい<sup>29)</sup>。10年間、

表2. N社の主な財務指標

単位:百万円

回次	第58期	第59期	第60期	第61期	第62期	第63期	第64期	第65期	第66期	第67期
決算年月	平成18年3月	平成19年3月	平成20年3月	平成21年3月	平成22年3月	平成23年3月	平成24年3月	平成25年3月	平成26年3月	平成27年3月
総資産	366,801	410,407	392,694	408,729	408,410	409,748	414,717	446,132	479,469	512,743
売上高	321,700	385,238	385,469	362,057	371,178	374,932	380,674	382,793	417,620	431,575
営業利益	31,979	33,734	27,671	23,552	27,341	34,537	26,211	23,954	27,705	24,300
経常利益	39,526	37,843	32,798	28,748	32,794	36,418	28,099	30,964	34,840	32,980
当期純利益	15,388	18,968	13,591	15,890	20,496	20,756	18,538	18,885	19,268	18,505
CFO	26,635	26,974	25,875	30,010	40,777	29,258	32,604	32,045	30,213	30,353
CFI	△ 20,068	△ 4,470	△ 16,600	△ 31,829	△ 2,339	△ 33,440	△ 12,831	△ 31,251	△ 9,507	△ 4,840
(Net)CFOA (注1)	△ 3,075	△ 5,323	△ 9,492	△ 17,155	△ 15,227	△ 32,275	△ 17,650	△ 18,930	△ 18,786	△ 18,123
NetCFO	23,560	21,651	16,383	12,855	25,550	△ 3,017	14,954	13,115	11,427	12,230
CFO+CFI	6,567	22,504	9,275	△ 1,819	38,438	△ 4,182	19,773	794	20,706	25,513
CFF	△ 12,940	△ 7,421	△ 6,827	△ 1,865	△ 38,109	△ 4,710	△ 9,442	△ 10,070	△ 8,525	△ 8,022
現金預金	45,116	61,688	66,739	65,902	67,037	56,651	67,559	64,351	79,923	94,365
営業債権	37,654	53,358	41,410	44,456	43,606	47,125	46,490	47,072	51,298	54,491
営業債務	34,666	43,324	38,045	43,163	40,400	41,422	44,876	43,652	43,461	44,896
未払金等 (注2)	27,254	34,435	27,130	26,491	27,222	26,944	26,949	31,155	31,842	32,248
短期借入金	2,853	3,791	2,353	4,636	9,869	1,692	1,780	1,342	3,332	3,870
リース債務 (流)				16	50	62	92	97	132	153
長期借入金				5,380	9,869	12,980	12,860	7,612	9,441	9,461
リース債務 (固)				61	152	160	241	227	533	432

(注1) NetCFOは正味有形固定資産額とした。CFIに占める額を示した。定期預金・有価証券・貸付金は営業外資産投資で在る。

(注2) 「未払金等」には「未払法人税等」を含めている。

出所)N社有価証券報告書より作成した。

CFO と CFI、CFF の関係から、短期・長期の借入金は僅少存在するが、外部資本の調達に依存することはない<sup>30)</sup>。会社の財務戦略として、一部、借り換え等が行われていると推測される。但し、長短借入金残は財務の課題を示すものではない。財務情報は、些少であることから利息の発生、支払が記載されていない。不良債権が多額に発生しない限り、キャッシュ循環、営業債務の返済は営業債権で充足する状況にある<sup>31)</sup>。NetCFO は、有利子負債の返済、営業外資産・金融資産 (CFIFA) の取得に充当されている (表 2)。これに対応して、資産構成、資本構成も変化する<sup>32)</sup>。

N 社の第 58 期を基準年として、第 67 期に至る、10 年の年換算成長率 (g) は、総資産 3.79%、売上高 3.32%、CFO 1.46% の増加、営業利益 3.0% の低減<sup>33)</sup> と財務指標の可変性が小さく定常的である (表 2)。持続的な投資はキャッシュを創出し、創出した CFO が再投資等を賄っている。検

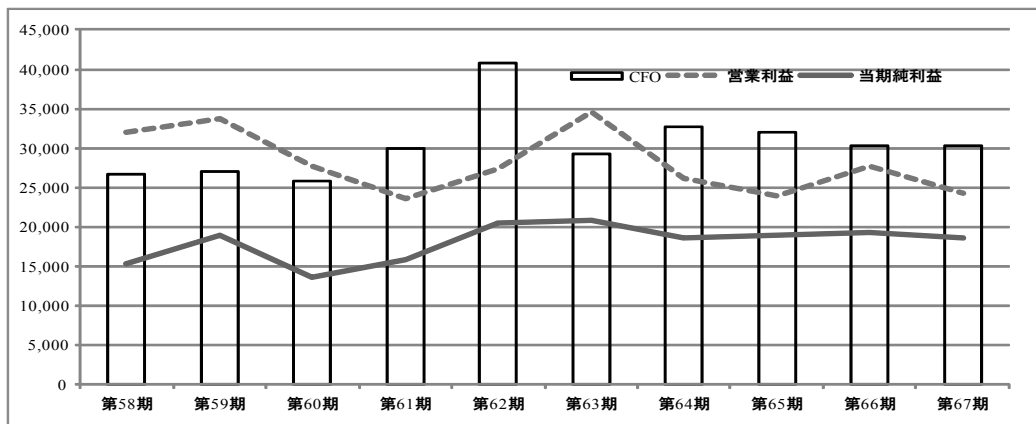


図 1. N 社のキャッシュと利益指標

出所) N 社有価証券報告書より作成した。

証期間の総資産と売上高、当期純利益と CFO<sup>34)</sup> には関連性が存在するが、それ以外は相関が認められない (図 1)。営業利益は資産・売上高の規模拡大に対応せず、CFO は定常的であることから相関関係が存在しない<sup>35)</sup>。但し、投資がキャッシュ、利益を創出していることを示す。同社は投資が CFO を創出し、創出した CFO で投下資本は営業外資産 (定常的規模の成長戦略) を充足し、財務を外部に依存することはない余剰キャッシュは金融資産へ向けられている。これは同社の経営方針、財務目標とも推測出来る。結果、財務指標の構成要因が平行に推移している。成熟企業の特徴を顕著に示している。

H 社 (食品の製造販売) <sup>36)</sup> の 10 期を検証すると小規模な M&A 等により企業規模を拡大させている。第 60 期を基準年として第 69 期に至る 9 年間の総資産の年成長率は 2.70%、売上高 2.12%、営業利益 1.99% で増加しているが、CFO は 1.66% 減と N 社と同様に諸経営指標の可変性が小さい。

CFO の規模は、資産構成、営業資産構成、事業規模拡大等、事業・経済環境等に左右される。

企業規模（資産構成を含め）が大きな変動がない場合、資産規模等の変動幅は小さい、規模維持の投資が行われ場合、キャッシュ創出の大幅な変動はない、定常的になる<sup>37)</sup>。N社、H社は検証期間、NetCFO等の推移からCFOがCFIを賄っている（表2,表3）。投資がCFOを創出している

表3. H社の主な連結経営指標

単位:百万円

回次	第60期	第61期	第62期	第63期	第64期	第65期	第66期	第67期	第68期	第69期
決算年月	平成18年3月	平成19年3月	平成20年3月	平成21年3月	平成22年3月	平成23年3月	平成24年3月	平成25年3月	平成26年3月	平成27年3月
総資産	225,050	245,136	228,261	228,226	231,927	228,810	240,092	250,780	273,368	286,149
売上高	191,591	232,478	233,826	222,549	220,622	216,713	214,317	209,787	232,610	231,448
営業利益	7,275	8,260	8,844	10,201	10,964	12,069	14,053	11,441	9,589	8,686
経常利益	8,046	8,872	8,969	10,993	12,187	13,031	15,502	13,445	10,962	10,957
当期純利益	4,347	4,834	3,575	4,726	4,820	5,252	7,928	8,254	8,792	6,971
CFO	9,795	13,701	10,963	16,525	15,813	18,568	17,098	12,884	8,818	8,428
CFI	△ 12,590	△ 22,262	△ 11,504	△ 3,343	△ 10,129	△ 10,228	△ 19,069	△ 1,841	△ 7,471	△ 4,679
CFE	△ 2,354	△ 2,157	△ 4,032	△ 2,432	△ 2,771	△ 6,466	△ 2,836	△ 4,943	△ 68	△ 10,588
NetCFO	△ 2,795	△ 8,561	△ 541	13,182	5,684	8,340	△ 1,971	11,043	1,347	3,749

出所)H社有価証券報告書より作成した。

ことを物語っている。CFI（期待）をCFO（結果）が賄うことが長期持続性、定常的な企業成長を招来する。逆の場合、債務返済原資等の不足に陥る可能性がある。キャッシュの相互調整等を欠くことは、企業財務に課題を生じることが示唆される。過去と未来の構造が近似的に同一である企業を範とすることが疑義はあるが、潤沢なキャッシュを保持し成熟市場で事業を展開して来たN社、H社等は「キャッシュ・利益」を創造しないことから、M社資本参加、同子会社化のようにキャッシュの投下、成長戦略、経営戦略が課題となる<sup>38)</sup>。

### III-2. 経営破綻とキャッシュ指標

企業は、「債務返済が不能（default）となった場合又は近い期日に、債務不履行の虞（insolvency）が生じると予想される場合に、会社更生法、再生機構申請等を行う」と仮定する。債務不履行は「債務」（営業債務と有利子負債）の返済原資（キャッシュ）、キャッシュ創出（力）の不足で生じる<sup>39)</sup>。債務返済原資は、営業・営業外資産の回収・売却、短期・長期資本の調達、借換（更新）等により確保することが可能である。一過性のキャッシュ創出ではなく、持続可能な資本調達・準備の課題が存する。短期（週次、月次、四半期等）の資本調達（経常支出等）は、金融機関に依存する傾向にある<sup>40)</sup>。企業が事業継続を前提とするので在れば、債務返済等のために継続的にCFOの創出が不可欠である。

経営破綻企業の財務情報は、破綻直前、「業績」不振が顕在化する傾向がある。隠されてきた情報を隠すことが困難となり、突然、企業更生法等の申請が行われる。経営破綻に直面した企業



の事業環境はそれぞれに相違する。この点に事例の検証の必要性がある。但し、一定の定式化が希求されることも必然である。

企業の経済活動はキャッシュの循環から成る。企業は「キャッシュ創出」を経営目標に掲げる。企業の経営目標とその達成度合を測定する業績評価指標は連関しなければならない。キャッシュ創出経営の成果を示す指標とはなにか、見解が一致しない。通常、一期間に創出した「キャッシュ」と表現される。企業が事業活動を継続するためにはCFOが目標となる。但し、既存のキャッシュフロー計算書に開示されるCFOには営業活動以外の項目を含むことから可能な限り営業活動から創出されるキャッシュを求めることが希求される。

キャッシュの調達、投資、創出、投資の循環・相互関係は事業活動を継続させる指標でもある。営業活動から創出するキャッシュが投資活動に使用するキャッシュを充足し、企業外部からキャッシュを創出する必要が存在しない。企業・事業規模拡大等（営業・営業外資産の取得）の活動に希求される資本が、営業活動から創出するキャッシュで充当不足の場合、財務活動からキャッシュを創出して、投資活動等に充当する場合等がある。しかし、この資本調達の循環を継続することは不可能である。

検証7社のうち、主に支援会社にもとで事業を継続したL社とW社、会社更生法と再生支援を申請したJ社に関して、破綻申請時を含めて財務情報（L社9期、J社は破綻申請前8期等）をH社等と比較し、キャッシュの相互関係の欠如は企業存続の危機を示し、CFOが事業継続の条件であることを前提に置き検証する。

L社（東証一部、半導体製造等）<sup>41)</sup>は、設立から破綻に至るまで、投下資本に対して収益、「利益」「CFO」も創出していない（表4）。資産規模（M&A等を含む）の拡大が収益、キャッシュ拡大に関連しない。平成21年6月30日、「産業活力再生法」の支援の枠組<sup>42)</sup>で事業再生を目指す。平成24年2月27日、会社更生法を申請する<sup>43)</sup>。事業再構築計画は平成21年10月6日、平成22年3月25日と計画の変更が容認されている（「L株式会社の産業活力の再生及び産業活動の革新に関する特別処置法に基づく事業再構築計画の変更について」平成22年3月25日、経済産業省）。平成21年から平成23年に至り、革新機構を含め、資本調達を有償第三者割当増資（普通・優先株式）に依存、自社の営業活動から取得不能な状況に在った<sup>44)</sup>。有利子負債の返済原資は有利子負債により資本調達に依存する。資本構成は有利子負債依存の高止まりの状況に在り、財務再構築が進まず、短期の債務返済が拡大、返済準備が喫緊の課題で在った（表4）。

L社は創立時（平成12年）から第5期に至る（草創期）までCFOを創出しているとは言い難く、さらに検証期間、CFOの創出内容は減価償却費の計上に依存する。支援申請1期前、第12期CFOは検証期間の最大値を記録するが、減価償却費が計上された結果である。但し、典型的な破綻事例に見られる売上収益が営業利益等に対応せず、売上債権の減少等を示している<sup>45)</sup>。先行する設備投資等の営業資産への投資活動から、利益もキャッシュも創出していない。CFI（先行）

と売上高（右）・営業利益、CFO（結果）と時間対応していない（表 4）。これは、結果として、CFI による資産規模の拡大と期待した成果を生まない資本投下を継続していたことを示す<sup>46)</sup>。市場競争等から、第 10 期企業存続に直面する。転換社債の返済を転換社債の発行<sup>47)</sup>で、CFI と長期借入金の返済は長期借入金の借入で賄う。売上総損失、税金調整前当期損失、CFO 等マイナスを計上、債務返済（営業債務・有利子負債）に困難を来す。CFF と債務構成がその事実の動向を示

表 4. L 社の主な経営指標

百万円

期・日	平成16年3月	平成17年3月	平成18年3月	平成19年3月	平成20年3月	平成21年3月	平成22年3月	平成23年3月	平成23年12月
	5期	6期	7期	8期	9期	10期	11期	12期	13期(3)
資産総額	300,599	498,168	568,120	762,436	754,379	965,289	947,450	878,970	764,624
売上高	100,441	207,028	241,554	490,039	405,481	331,049	466,953	514,316	219,610
営業損益	△ 26,438	15,116	144	68,420	△ 24,940	△ 147,389	26,845	35,788	△ 43,806
経常損益	△ 25,460	10,684	△ 3,076	63,636	△ 39,623	△ 168,757	12,290	13,854	△ 102,864
当期純損益	△ 26,865	8,213	△ 4,708	52,943	△ 23,542	△ 178,870	3,085	2,096	△ 98,906
CFO	△ 31,246	20,987	33,865	99,867	83,102	△ 48,365	65,573	172,966	24,641
減価償却費	15,777	35,944	53,368	77,769	94,081	94,763	121,821	125,785	96,763
CFI	△ 50,865	△ 160,564	△ 182,653	△ 136,656	△ 260,394	△ 75,492	△ 95,772	△ 110,592	△ 60,457
CFIAO	△ 47,536	△ 151,919	△ 174,798	△ 126,469	△ 175,279	△ 62,366	△ 80,380	△ 96,288	△ 58,344
NetCFO	△ 78,782	△ 130,932	△ 140,933	△ 26,602	△ 92,177	△ 110,731	△ 14,807	76,678	△ 33,703
CFO+CFI	△ 82,111	△ 139,577	△ 148,788	△ 36,789	△ 177,292	△ 123,857	△ 30,199	62,374	△ 35,816
CFF	188,788	218,635	69,450	90,570	110,654	140,344	28,850	△ 60,457	24,153
営業債権	25,741	36,769	55,272	106,511	69,442	53,894	122,618	75,505	34,228
営業債務	24,551	27,799	41,201	64,948	56,260	53,556	53,556	54,137	49,569
短期有利子負債	短期借入金	5,674				2,880	1,465		
	社債			10,000		55,000	30,000	45,000	75,000
	長期借入金	6,216	18,520	39,692	28,181	38,460	110,048	132,460	87,188
	リース債務	19,239	30,143	25,605	11,809	7,020	21,869	21,919	21,107
短期有利子負債計	31,129	48,663	75,297	39,990	45,480	189,797	185,844	153,295	232,676
未払金	61,241	31,951	46,782	70,913	31,995	51,242	14,838	29,692	19,789
短期債務計	116,921	108,413	163,280	175,851	133,735	294,595	254,238	237,124	302,034
長期有利子負債	社債	10,000	80,000	110,000	140,000	160,000	105,000	75,000	30,000
	転換型新株予約権付社債							66,236	93,331
	長期借入金	36,184	58,573	68,381	40,200	81,800	222,008	200,064	108,756
	リース債務	42,633	46,330	21,717	9,423	1,841	50,619	43,841	46,769
長期有利負債計	88,817	184,903	200,098	189,623	243,641	377,627	318,905	251,761	155,451
有利子負債合計	119,946	233,566	275,395	229,613	289,121	567,424	504,749	405,056	388,127
債務合計	205,738	293,316	363,378	365,474	377,376	672,222	573,143	488,885	457,485

注) 未払金には「未払法人税等」を含む。

出所) L社有価証券報告書より作成。第13期は第三四半期の値で在る。

している。投資活動に使用する資本を営業活動から創出することができない。

投資（支出）は将来キャッシュ創出（収入）が期待される。同社第3期から13期は第12期を除いて、CFIがCFOを超過している。CFOがCFIOAを充足することもない。CFIに充当する資本を外部から調達しなければならない。第12期、利益とCFOを比較すると、間接的に算定されたCFOは非キャッシュ項目、過年度の投下資本の償却費が大きく貢献している。CFIOAが成果を生むに時間が求められるにしても同社のCFIが期待通りにキャッシュを創出していないと想定する。成果が顕在するには時間を要するが、成果が顕在する前に、第13期、債務不履行の可能性、経営危機が再表面化する。CFOが大幅に減少、債務返済（長期借入金）に株式発行と（転換型）新株予約権を発行することで充当している。これに対して、同一会計監査法人が継続して会計監査を担当しているが、会計監査人の監査証明に「継続性疑義は現在（第13期第二四半期）に至るも付されていない」。再生支援機構支援、政府支援の存在が事由にあると思量する。優先株式償還（300億円）、金融機関借入金返済（第13期第二四半期・約2,200億円残）等、キャッシュ創出の課題が浮上する<sup>48)</sup>。同社は債務返済の方法として「借換を検討しているが」<sup>49)</sup>、有利子負債（短期約2,200億、長期1,700億の合計約3,900億円）の償還・返済原資を確保しなければならない。さらに、社債・借入金等明細書（第12期）は、第14期（平成24年度）に社債の償還、長期借入金の返済（約1,288億円）があることを示している。返済原資を金融機関に依存することは困難である。営業活動から返済相当額のキャッシュを創出する以外にない。債務構成等の再編を行わざるを得ない。

営業活動、内部から事業継続に希求されるキャッシュ創出に不足を来せば、外部から再支援等により資本を調達する以外に企業存続を果たせない。CFOが事業継続に求められる資本を創出しない限り、財務内容の改善、財務業績の不安定、企業存続のリスクを抑えることは難しい<sup>50)</sup>。L社は平成24年2月27日東京地方裁判所に会社更生法の申請、平成24年7月2日、M社による支援が決定（100%減資）し、平成25年7月M社は同社の全株式を取得する<sup>51)</sup>。

時系列を考慮外にすると唯一第12期がCFO、CFI、CFEの相互関係が成立していると錯覚する。CFOは第11期の2.6倍、減価償却費は3.2%増を示すが、第12期税金等調整前利益の7.5倍の減価償却費が主因である。CFO構成項目検証すると減価償却費（125,785百万円）がCFOの大半を占めている。減価償却費は過年度に行われていた投資累計営業資産の事業年度の費用配分である（11期、減価償却費は121,821百万円）。同社に対する再建計画は債権の7割をカット<sup>52)</sup>としたが、再生計画認可時には、担保付き債権（別除権）は100%弁済（約1,000億円）、一般商取引債権は順次17.4%が返済される<sup>53)</sup>。債務総額に占める返済額は34.8%（約1,592億円）である（表4）。営業債務、有利子負債等の債務不履行は債権を保持する企業の財務負担を強いることになる。

W社（移動通信）も、既存債務額を金融機関へ一定規模の有利子負債等の債権放棄を依頼する。平成21年9月24日、事業再生ADRの利用申請を提出（K社第56期有価証券報告書、36頁）し事業再生を試みているが、成果無く、「債務返済条項の履行、債務返済原資の外部調達が困難」と

なり、第5期に長期借入金、社債の返済原資の不足状況に追い込まれて、平成22年2月18日会社更生法申請を申請する<sup>54)</sup>。

同社は創業から事業期間を経っていないこともあるが、設立当初から財務成果を挙げているとは言い難い<sup>55)</sup>。業績不振等から、再生支援機構の支援（平成22年3月12日決定）を受け<sup>56)</sup>、企業再生を試みる予定としていたが、支援企業SB社が再生機構からの金融支援を頼らないことを決定する。投資ファンドへの第三者割当増資、SB社グループの支援、支援による新会社の設立、主事業の一つを新会社に移管、事業再編のために既存株式の100%減資、約1,495億円のうち約1,145億円の債務放棄、コミットラインの設定、2013年3月期営業収益約1,485億円、営業利益123.5億円の計上を計画等により再生計画が「東京地方裁判所の更生計画の認定決定」される。これにもとづき再生支援機構は「債権等の買取等をしない」「金融機関、スポンサー、対象事業者等の利害調整に関与することで支援事業者の支援」することで「再生支援を完了」（株式会社再生支援機構平成22年10月30日広報誌）する。会社更生法申請時を含む3期、営業・当期純利益、CFO創出を示すが、CFO創出は過年度の設備投資の減価償却費（表5）等の結果で在り、ここでも間接表示法の課題を示す。

W社は営業活動からキャッシュ創出が投資活動に投下される資本を充足していない状況の下で、有利子負債の返済を行わなければならない状況を生じさせている。第1期、資本調達関連し

表5. W社の経営指標

項目・年次		単位：百万円						
		第1期事業年度 平成17年3月31日	第2期事業年度 平成18年3月31日	第3期事業年度 平成19年3月31日	第4期事業年度 平成20年3月31日	第5期事業年度 平成21年3月31日	第6期事業年度 (半年) 平成21年9月30日	
営業損益		△ 3,882	△ 20,121	△ 31	5,009	8,974	2,931	
当時純損益		△ 4,731	△ 27,388	△ 872	1,893	6,075	1,868	
C F	CFO	22,632	23,317	45,847	24,646	29,787	6,952	
	(減価償却費)	29,196	49,457	44,269	41,188	30,243	11,683	
	CFI	△ 8,891	△ 25,191	△ 31,286	△ 28,229	△ 20,271	△ 12,382	
	CFF	△ 6,736	△ 18,546	△ 3,710	△ 7,000	△ 9,623	5,706	
有利子負債(残)	短期	短期借入金					6,000	
		長期借入金	6,764	8,275	7,000	7,000	24,500	38,500
		リース債					215	757
	長期	社債	—	35,000	35,000	35,000	35,000	35,000
		長期借入金	160,050	105,476	103,500	96,500	69,000	55,000
		リース債					721	2,632
計		166,814	148,751	145,500	138,500	129,436	137,889	

出所) W社有価証券報告書より作成。但し、第6期は「半期報告」。

て財務制限条項が付されている<sup>57)</sup>。財務制限条項の遵守が困難な経営状況を生じさせている。第1期から第3期は報告利益を計上することが困難で在った。会社更生法申

請2期前、第4期、第5期、経常利益、当期純利益を計上する。第1期から5期に至る期間、営業活動からキャッシュを創出している。第6期中間報告書は、経常利益、当期純利益を計上し、

営業活動からのキャッシュを創出する。営業資産に投下された資本がキャッシュを創出しているが、創出額が予想額に達せず、債務返済に充当する予定額を創出しない。同社は再生支援機構に対し<sup>58)</sup>、「事業の再生支援を目的に、主力行である株式会社 T 銀行と株式会社 M 銀行と連名にて本日支援の申込を行い、同機構において弊社に対する支援」を検討、さらに「AP 有限責任事業組合がサービスを提供するファンドおよび S 株式会社とも協議」(W 社プレスリリース「会社更生手続開始の申立に関するお知らせ」2010年2月18日)し、結果、SB 社の支援、連結集团の一つとして事業を存続させる<sup>59)</sup>。

J 社(東証一部等、運輸)の経営破綻事由は債務返済能力の欠如にある。同社は検証期間、営業利益、CFO を創出しているが、CFO 創出額が営業債務、有利子負債の返済に充当するに必要とされる額に至っていないことが窺える(表6)<sup>60)</sup>。検証した期間には会社更生法申請から再上場に至る2期(2年8か月)が存在し、財務情報が空白となり資料には連続性はない。

J 社の売上高の約8割を「航空輸送事業」が占める。第2期(平成16年度)、「航空輸送事業」

表6. J 社の連結債務等構成

単位:百万円

		第1期	第2期	第3期	第4期	第5期	第6期	第7期	第8期	第62期	第63期	第64期	第65期	第66期
		平成15年3月	平成16年3月	平成17年3月	平成18年3月	平成19年3月	平成20年3月	平成21年3月	第8期第3四半期	平成23年3月(第4四半期)	平成24年3月	平成25年3月	平成26年3月	平成27年3月
営業債務	営業未払金	204,557	206,043	213,783	237,803	263,885	264,914	190,045	193,305	131,306	146,549	148,755	148,999	144,846
短期有利子負債等	短期借入金	23,035	10,782	11,611	6,562	4,810	3,084	2,911	75,878	840	79,088	130,726	287	106
	長期借入金	127,537	118,545	110,636	113,045	110,549	130,335	128,426	268,144	40,533	80,943	8,854	8,062	7,807
	社債	67,495	23,700	15,000	30,000	70,000	28,000	52,000	17,000					
	リース債務							542		40,821	35,689	35,285	32,455	25,123
	割賦未払金	3,155	2,472	2,338	2,278	1,980	2,367	1,230					196	
	短期有利負債計	218,067	153,027	137,247	149,607	185,359	161,419	183,879	361,022	82,194	195,720	174,865	40,804	33,036
短期債務計		422,624	359,070	351,030	387,410	449,244	426,333	373,924	554,327	213,500	342,269	323,620	189,803	177,882
長期有利子負債等	社債	218,700	225,000	310,000	280,000	130,229	102,229	50,229	50,229					
	長期借入金	864,385	936,390	862,223	800,000	705,957	651,416	567,963	509,828	250,426	20,811	24,449	45,084	43,809
	関係会社長期借入金										21,966	7,937		
	リース債務							2,997		149,265	112,715	76,871	46,996	22,548
	長期割賦未払金	11,180	8,766	6,709	4,519	2,642	2,205	2,467					1,200	1,025
	長期有利負債計	1,094,265	1,170,156	1,178,932	1,084,519	838,828	755,850	623,656	560,057	399,691	155,492	109,257	93,280	67,382
有利子負債合計		1,312,332	1,323,183	1,316,179	1,234,126	1,024,187	917,269	807,535	921,079	481,885	351,212	284,122	134,084	100,418
債務合計		1,516,889	1,529,226	1,529,962	1,471,929	1,288,072	1,182,183	997,580	1,114,384	613,191	497,761	432,877	283,083	245,264
資産総額		2,172,284	2,113,418	2,162,654	2,161,240	2,091,233	2,122,784	1,750,679	1,750,680	1,206,517	1,087,627	1,216,612	1,216,613	1,216,614

注)「未払法人税等」は僅少から除外した。

割賦未払金、リース等は「附属明細書」から得た。リースは、第7期から明記されている。第8期、四半期情報には附属明細書の開示はない。出所)株式会社「有価証券報告書」から作成した。

が営業損失(約721億円)を計上する。第3期営業利益、第4期営業損失を計上する等、投下資本に見合う成果を計上していない<sup>61)</sup>。「業績」不振は事業再構築を試みる。路線の運休、機材のダ

ウンサイズ、路線・便数ダイヤの見直し、人員整理等を試みたにも係わらず財務成果に結びつかない。会社更生法等申請前、2期前（第7期）から諸経営指標の数値の急激な悪化が顕在化し、企業再生支援機構と再生方法<sup>62)</sup>の協議の結果（第8期、平成22年1月15日）、日本政策投資銀行から（総額1,450億円）調達するが、平成22年1月19日、会社更生法、企業再生支援機構に再生支援を申請、同日、株式会社企業再生支援機構の支援決定の運びとなる（表6）<sup>63)</sup>。

J社は経営破綻会社の例に漏れず、破綻申請2期前（7期）に財務指標は営業損失を計上、事業収益は前期に比較して大幅（14.3%）に減少する等「営業損失」等を計上<sup>64)</sup>、これに続いて、第8期一四半期から第7期を大幅に上回る営業損失等を計上、第二四半期に損失等は拡大する<sup>65)</sup>。

CFOの創出不足は債務返済原資を外部資本の調達に依存することになる。主事業、航空運送事業、購入とともにリース利用（設備投資・営業資産）へ転換、債務構成を変更する<sup>66)</sup>。「保有機の代金未払は借入金等で行う」（主な設備の状況）等、金融機関の資本の調達を依存する傾向にあった。第6期、長短借入金の返済を株式発行と長短借入金、第7期、長期借入金の返済、負担（期日）、少なくとも第8期中に、長期借入金（1,284億円）返済が予定されている。第三四半期、長期借入金、社債の返済は短期借入金、長期借入金の調達で返済する<sup>67)</sup>。有利子負債構成、時期（第四四半期、次年度）短期借入金、営業債務の返の返済の課題で在った。有利子負債の放棄と営業取引から生じる営業債務の放棄が生じている<sup>68)</sup>。金融機関等に「貸付責任・経営監視責任」が存在すると指摘されるが、営業取引者にも取引責任が存在することになる。社債投資者の責任として、第8期第三四半期社債未償還残高は債務不履行（表6）の状況となる<sup>69)</sup>。

表7. J社の連結報収益、利益とキャッシュ

	第1期	第2期	第3期	第4期	第5期	第6期	第7期	第8期	第62期	第63期	第64期	第65期	第66期
	平成15年3月	平成16年3月	平成17年3月	平成18年3月	平成19年3月	平成20年3月	平成21年3月	平成21年第8期第3四半期	平成23年1月20日-3月31日	平成24年3月	平成25年3月	平成26年3月	平成27年3月
事業収益	2,083,480	1,931,742	2,129,876	2,199,385	2,301,915	2,230,416	1,951,158	1,144,824	383,021	1,204,813	1,238,839	1,309,343	1,344,711
営業損益	10,589	△ 67,645	56,149	△ 26,834	22,917	90,013	△ 50,884	△ 120,830	41,215	204,922	195,242	166,792	179,689
経常損益	15,840	△ 71,938	69,805	△ 41,608	20,576	69,817	△ 82,177	△ 153,371	42,041	197,688	185,863	157,634	175,275
当期純損益	11,645	△ 88,619	30,096	△ 47,243	△ 16,267	16,921	△ 63,194	△ 177,983	621,073	195,251	171,672	166,251	149,045
包括損益									624,791	195,251	181,857	176,277	151,768
CFO	155,413	76,345	145,275	100,984	127,748	157,331	31,755	△ 47,207	△ 25,365	256,673	264,853	247,941	261,139
減価償却費	118,187	119,388	124,713	125,126	117,561	116,580	118,043	86,824	29,402	81,222	81,004	82,718	85,897
CFI	△ 85,187	△ 85,382	△ 21,456	△ 99,283	△ 56,216	△ 26,229	△ 105,653	△ 75,582	31,304	△ 147,221	△ 264,436	△ 131,237	△ 230,559
CFE	△ 108,103	7,615	△ 6,290	△ 91,384	△ 53,007	36,896	△ 116,767	112,767	59,280	158,995	△ 60,643	155,252	△ 67,323
NetCFO	70,226	△ 9,037	123,819	1,701	71,532	131,102	△ 73,898	△ 122,789	5,939	109,452	417	116,704	30,580

注) 第8期は第三四半期、第62期は第4四半期、再上場時の公開数値で在る。

出所) 株式会社「有価証券報告書」から作成した。

J社は会社更生法等を申請時前期（7期）までCFOを継続的に創出されている。但し、その構

成項目、数値を検証すると、「減価償却費」が非常に大きな値を占める。間接法・間接表示法による CFO の算定は「税金等調整前当期純損失」に諸項目を調整する。この算定方式で求めた値は、本来、営業活動から「キャッシュ」を創出していたとは言い難い<sup>70)</sup>。間接法・間接表示法はキャッシュ創出としての CFO の情報の透明性、経済的意味はない可能性があることを示唆する。再上場（第 62 期）後<sup>71)</sup>、形成する企業集団、有形固定資産（資産構成）の差異があるが、CFO と減価償却費の値の関係は逆となる（表 7）。破綻申請前後では、CFO、NetCFO とともに全く正反対の傾向を示し、第 62 期以降、CFO 創出する事業体制を構築してきている。CFO で投資を賄い、余剰は有利子負債等への返済に充当されて行くことが予想される。J 社の CFO、営業損益、当期純損益の関係も企業更生法等の申請前と後では全く相違する（表 7）<sup>72)</sup>。税金等調整前利益から非現金項目、発生高調整項目（accrual）等を調整して CFO を算定開示する間接表示法の課題である<sup>73)</sup>。

J 社は平成 24 年 9 月 19 日、航空輸送事業を中心に事業を再構築<sup>74)</sup>した上、再上場（企業再生支援機構が 96.5%議決権保有）する。破綻から再上場に至る過程で、金融機関借入、社債・デリバティブ債務<sup>75)</sup>等を含めた債務免除益（5,837 億円）<sup>76)</sup>を受け、同時に、長期借入金（2,550 億円）、株式発行（3,620 億円）により資本を調達し、短期借入金返済（1,800 億円）と「その他支出」（3,600 億円）<sup>77)</sup>（第三四半期報告書平成 23 年 12 月 31 日）等に充当する。さらに、営業機材の「リース利用へ転換」により生じたリース債務の返済、長期借入金等の返済等（3,000 億円）等により、債務構成を変更される（平成 24 年 3 月期）<sup>78)</sup>。第 62 期の「当期純利益」を「稼得」による成果指標と見ことはできない。「利益」指標の持つ指標の特質、「創造」可能性を垣間見せている。「業績」は経営外要因により稼得するものではない。企業の事業活動の管理可能な要因から構成されるべきである。

再上場、株式の売出により株主構成、債務（営業・有利子等）の消滅等により債務構成に大幅な構成変更（表 6）が生じる。第 63 期の経営指標は債務構成、営業活動の成果との相乗効果が発現している。第 7 期に比較して、第 63 期、発生・キャッシュ基準による支払利息が約 1/3 に低減、航空機、投資有価証券、土地建物に課せられている担保権は大幅（1/4）に削減される。資本の調達に関連する制限条項は低減する。

7 社の経営破綻会社の事例検証から、CFO の創出が事業継続の前提であることが理解できる。しかし、キャッシュ指標 CFI、CFE 以外の項目を CFO としている現在の「キャッシュフロー計算書」の課題も再確認される。CFO の構成項目、間接表示法による CFO が発生高調整項目と営業外等の項目を含むことで正確な「営業活動」から創出された値を示していない可能性である。情報の透明性、CFO の構成要因、創出要因の情報が開示されない。それ故「直接法・直接表示法」による「営業収入」「営業支出」等の情報が開示されることが希求される。

「キャッシュフロー計算書」が制度化される以前、上場企業は直接法による事業活動と財務活動に大別した「資金」情報、「資金収支の実績」を資料として開示されてきた。「資金収支の実績」

を再区分し、1) 営業収入・営業支出、2) 投資収入・投資支出（営業・営業外資産投資売却と投下）、3) 財務収入・財務支出、4) 配当・課税額（決算関連収支）等、に4区分してキャッシュ情報を開示する。四半期「資金計画」等が開示されている。「営業活動」概念と営業活動から創出された「キャッシュ」の測定である営業収入（CFO<sub>r</sub>）、営業収支差額（CFO'）等から債務、営業債務の関係指標等を算定する。営業資産・営業外資産、M&A 等、株式発行、長短借入、普通社債、新株予約権等の項目が開示される仕組みの再構築である。CFO、CFI と CFF の相互関係が明確になる。

企業再生、事業再生、事業拡大・存続等の指標は CFO の創出を前提とする。さらに、CFO は先行指標 CFI の結果指標である。事業拡大等に調達された資本が外部から調達されたとしても、調達された資本の返済等の原資は、時間経緯の要因を入れても、CFO の創出、債務返済等への充当するに求められる以上でなければならない。

事例会社から再確認したことは、持続可能な CFO 創出が外部資本調達、事業規模の縮小等をとまなう営業・営業外資産、事業部等売却を避け、投資者への償還（repayment）、企業規模の維持・成長を保証する指標、再生（業績）（Financial Recovery）指標ともなる。CFO 創出力が存在しない事業は、経済的資源を無駄に費消していることを示し、経済的活動の中止をも含意する。

事業継続にはキャッシュ創出が前提である。CFO と営業資産（AO）の関係指標は「持続可能なキャッシュ創出力、債務返済能力（CFO と債務構成の関係数）の説明力が高く、事業継続の評価・判断指標ともなる。収益・利益指標では債務返済能力を示すことは困難である。但し、CFO は「財務指標」として「時宜（Timing）と対応（Matching）」「資本調達能力」、現在、開示されている CFO 情報の表示区分は、活動項目の適否に課題を残してもいる。業績指標の一つフロー指標は、粉飾等の可能性を検証するためにも、CFO の関係を分析する「利益の質・利益管理」の課題が生じる。キャッシュ指標相互間の操作が行われた事例はあるが<sup>79)</sup>、キャッシュの操作困難性には疑義はない。

#### IV. 結論

「賢者は歴史から学び、愚者は経験から学ぶ、自分の都合の良いように、辻褄が合うように事実を見る」。事例検証の意義は「賢者」となることにある。愚者にならなることなく、「事象が生じる予見、可能性を予防する」ことにある。

事例検証から、企業の存続可能、経済的資源の配分指標、財務業績指標等の指標は「キャッシュ指標」「キャッシュ関連指標」、特に「CFO」にあることが確認できる。会社更生法等の申請企業は「債務返済」が困難な状況に至ることは既知である。営業債務等短期債務は営業債権の回転、短期借換等で決済されることとされて来たが、持続的に債務返済の可能性を示す指標は CFO であることが検証された。

「業績不振」等を事由に会社更生法、再生支援機構等の支援にもとづいて、企業再生を試みる



企業は、事業活動の結果、営業活動からのキャッシュの創出が困難な状況にあるか、投資（支出）、財務（支出）等の支出を賄うに十分な創出額にない。事業の継続は「債務不履行」に陥る、可能性があると判断したことを示唆する。一端事業活動を整理し、事業再構築、財務再構築を計画し、一部、特権を受けながら再生等を試みる。

企業のキャッシュ創出、その持続可能性を示す指標を業績評価指標とすることを適切と思量する。「結果指標」としてCFOである。但し、現在公開されている間接開示法によるCFO指標に課題がある。「営業活動」以外の構成項目を含む故に、可能な限り「営業」活動により創出したキャッシュ指標であるために、項目の再構成を行う。「営業」概念の問題でもある。これに加え、直接法・直接表示法が希求される。間接・直接法のCFO額は両者とも一致するが、開示情報の内容に大幅な理解可能性、比較可能性等に差異を生じる。戻し加算等により生み出されるCFO創出に関する誤解を生む要因を除外することが可能である。

- 1) 営業債務と有利子負債が財務レバレッジ、財務リスクを示すことからCFOとの関係数が事業継続指標ともなる。
- 2) 資産構成を収益（利益）・キャッシュを生む構成へと経済的資源、投下資本の配分を更新する。
- 3) 会社の財務分析者には業績評価は困難であるとも言える。期待値と結果の関係が業績評価である。簡易な業績予測は公開されているが、分析者等外部情報利用者には詳細な評価を下すことは難しい。
- 4) Ervin L. Black, Life-Cycle Impacts on the Incremental Value-Relevance of Earnings and Cash Flow Measures, *The Journal of Financial Statement Analysis*, Fall 1998, pp.40-56.

Victoria Dickinson, Cash Flow Patterns as a Proxy for Firm Life Cycle, *The Accounting Review*, Vol.86, No.6, 2011, pp.1969-1994.

- 5) 基本式から諸思考、式が派生する。例えば、「債務」の返済期日の原資等が加わる。企業の展開段階等をCFO、CFI、CFFの金額と+、-のパターンを組合わせて（64パターン）企業の財務状況を分析する視点等がある。但し、キャッシュフロー計算書に開示されている直接・間接表示法によるCFOは営業項目と思われぬ項目を含む。

さらに、CFIのキャッシュ創出の実現時期・対応関係からCFO等と負の相関関係が成立する。また、CFFがCFO、CFIに依存して決定されることを意味する。CFFはCFO、CFIの従属変数である。

Victoria Dickinson, *Ibid.*, pp.1971-1979.

木村敏夫「債務再構成とキャッシュ指標－債務返済能力指標試案」『流通科学大学論集』（経済・情報・政策編）第24巻第1号, 49-66頁。

- 6) Pamela Peterson Dranke & Frank J. Fabozzi, *Analysis of Financial Statements*, Third ed, Wiley, 2012, pp.189-199.
- 7) 営業活動からキャッシュを持続的に創出する力を保持している場合、CFOは投資・財務に振り向けられる。例えば、K社は第169期KO社を会社取得（投資有価証券）するが、主に短期借入金から資本の源泉を賄う。170期、社債を発行し、短期借入を返済する。さらに、171期、企業合併・買収（有価証券・子会社株式等取得）等を短期長期借入金、社債等、外部資本を利用する。「キャッシュの適正水準」（キャッシュ残高、可変度等）を決定・選択しなければならない。CFIがCFOの創出する限り、CFO予測額、CFI

- と CFF の関係を決定しておくことが必須である。
- 8) 経常収入が経常支出を賄うことができない場合、仕入・給与・管理費等に充当する本来の「運転資金」(Working capital) の調達が財務課題となる。
  - 9) 木村敏夫「債務再構成とキャッシュ指標－債務返済能力指標試案」『流通科学大学論集』(経済・情報・政策編) 第 24 巻第 1 号,49-66 頁
  - 10) 但し、会社の草創、M&A 等による既存の規模を超過するような急激な拡大期等を除く。
  - 11) 営業循環とキャッシュ循環、キャッシュ収支・回転の管理 (Cash Management) を行っている。適宜、金融資産へ余剰資本を投下している。
  - 12) K 社は、市場拡大を目指し、ミャンマーのビール会社の株式を、子会社を通じて過半数以上の株式を取得する。取得する資本源泉を「外部借入」とする (同社 IR ニュース 2015 年 8 月 19 日)。K 社は CFO を創出して企業であるが、有利子負債を返済するに充足する CFO を創出するか予測した行動である。さらに、本論執筆中、C 社による T 社のメディカル子会社の株式取得も生じた (C 社「T メディカル株式会社の株式取得 (子会社化) に関するお知らせ」2016 年 3 月 17 日)。潤沢なキャッシュが成長戦略に利用された事例である。
  - 13) 企業規模拡大等の戦略として行う M&A 等、投資・財務活動 (Net cash outflow) の成果は、収益・損益規模、市場規模の差異はあるが、Net CFO の時系列に現れると思量する。主に、成果を創出しない場合、会社の事業を継続するために有利子と株主資本から資本の調達を繰り返すことになる。
  - 14) James A.Largay,III and Clyde P.Stickney,Cash Flow,Ratio Analysis and the W.T.Grant Company Bankruptcy, *Financial Analysts Journal*,July-August 1980,pp.51-54.  
Michael T. Dugan and William D Samson.,Operating Cash Flow:Earning Indicators of Financial Difficulty and Recovery,*The Journal of Financial Statement Analysis*,Vol.2,No.1,Summer 1996,pp.41-50.
  - 15) 市場の反応を示す株価は継続会社の「利益」に関連性を持つが、経営破綻等の財務困難性 (company's financial difficulty) を示すのは直近でしかない。例えば、事例とした J 社の株価は下降傾向に在ったが、破綻申請 4 月前から急落している。同社については破綻と株価 (市場評価) の連関を求めることはできない。但し、CFO は株価の関係を検証すると、4 年先の株価と相関している。先行指標となる可能性を示している。  
*Ibid* (Michael T. Dugan and William D Samson) .,p.41,pp.45-46.
  - 16) *Ibid*.,pp49-50.
  - 17) *Ibid*,p.50.
  - 18) 現在の開示 CFO は営業項目 (CFOa)、発生高調整項目 (accrual, $\gamma$ ) とその他活動 ( $e$ ) 等から成る。  
$$CFO=CFOa+\gamma+e$$
  - 19) 分析者には財務レバレッジとともに有利子負債依存度等を検証することが求められる。
  - 20) 企業が選択するキャッシュ適正水準 ( $C_b$ ) は、引当金 ( $\alpha$ )、繰延税金負債 ( $\beta$ )、偶発債務 ( $\gamma$ ) 等、負債であるが一定条件が生じた場合、「債務」へ転換する項目を含めて、次のようになる。  
$$CFO+CFI\pm\alpha\pm\beta\pm\gamma=C_b$$
  
James C.T.Mao.,*Quantitative Analysis of Financial Decisions*,1969,Macmillan,pp.505-515.  
Slater S.D.,*The Strategy of Cash,A Liquidity Approach to Maximizing The Copany's Profits*,Wiley,1974.
  - 21) 同法 (平成 21 年 6 月 16 日公布) 第四章 (第一節) に、金融機関等が有する「債権の買取」「貸付債権の信託」(第二十二條第一項)、資金の貸付、債務保証、出資、専門家の派遣、必要な助言 (同第二項)、

等が「業務」規定されている。

- 22) 「産業活力の再生及び産業活動の革新に関する特別措置法」(平成11年8月13日公布、最終改訂平成25年12月11日)は、「産業競争力強化法」(平成26年1月20日)の施行により一部引き継がれるが廃案となる。

「産業競争力強化法」は「株式会社産業革新機構」(第五章)に、「対象事業者」への出資、基金の拠出、貸付、有価証券の取得、金銭債権の取得、債務の保証、有価証券の募集・私募、専門家の派遣等行う、と支援方法を規定する(第四節第五章第九十七条「業務」)。

- 23) 再生機構は「地域経済の再建、地域の信用秩序の基盤強化」、「産業再生と不良債権の処理促進による信用秩序の維持」を目的とし、「預金保険機構」が、1/2以上の株式を保有(第4条第1項)する。革新機構は「政府」が1/2以上の株式を保有(第30条の四)する。

企業再生支援機構法25条第4項(再生決定)、第33条、また、同機構は第34条第1項(支援決定・買取決定・出資決定等)等にもとづき支援・出資内容が「活動報告書」に開示される。

- 24) 支援基準に経営指標が設定されている。企業再生支援機構法は、例えば、3年以内に①生産性向上(価値・物的生産性)、②財務健全基準を充足する。1) 企業を再生可能性、2) 再生の判断は法規定と経済的視点は相違するが、経済的視点から再生可能性等を行う場合、存続可能性を示唆することから営業活動から創出するキャッシュとキャッシュフローの調和を指標とする。さらに、地域政策等から、再生が試みられている。

革新機構は、社会的ニーズへの対応、成長性(付加価値の創出等、民間による資金供給見込、取得株式の処分の蓋然性)、革新性(先端基礎技術等の集結、ベンチャー企業の経営資源利用可能、技術等の核としての集結、国内に存在しない経営資源の利用)、特定事業領域支援については5項目を支援基準とする(株式会社産業革新機構支援基準)。具体的な経営指標が規定されていない。

- 25) 営業活動からのキャッシュ創出力と営業資産の時系列関係指標を指標とする。
- 26) C社等はKPIにCFO指標を掲げている(第114期、有価証券報告書、30頁)。潤沢なキャッシュとキャッシュ創出力により、M&A等による企業規模・成長を模索することが可能である。
- 27) H社、N社は、キャッシュ指標のパターンに置き換えると、CFOが+、CFIが-、CFEが-の典型である成熟企業である。さらに、CFIは企業規模の維持と成長への投資活動を示す。
- 28) 第61期に「持分会社」へ移行、アジア、北米、欧州地域に事業展開、海外ファンドとのTOB、K社、M社に資本参加(現在、子会社)等により会社規模を拡大し、73社(第67期)の企業集団である。
- 29) 但し、第60期、CFOは前期と大きな変化はないが、売上原価、販管費の増減で報告利益は左右されている。また、第62期のCFO変化額の主因は税金等調整前当期純利益の増加もあるが法人税等還付に拠る。
- 30) 有利子負債の存在しない「無借金」が優れた財務状況であるとは一概に言えない。有利子負債は企業成長等に資する投資の資本源泉の一つで在り、「企業」の財務思考・目標に依存する。
- 31) 未払金等の返済が有るが、営業キャッシュの循環、一時的な借入、キャッシュ残等を考えると財務課題とはならない
- 32) 食品の製造・販売を主要業務とする同社の営業資産は、販売・製品製造に関連する資産、棚卸資産、原材料、有形固定資産とする。定期預金・有価証券・貸付金等が営業外資産、繰延税金資産( $\alpha$ )、建設仮(β)等に区分する。但し、現預金(第58期12.3%から第67期18.4%)が増加(年換算増加率8.5%)する一方で営業外資産(預金・有価証券・貸付金)の総資産に占める割合は63%から52%へ低減してはい

- る。
- 33) 基準年から第 67 期に至り、売上高 140%、CFO114%、営業利益は約 76%である。営業利益の低減傾向は、売上高に占める費用構成、売上原価の割合の増加（第 58、49.2%、第 67 期 56.3%）、販管費（第 58、40.9%、第 67 期 38.1%）低減傾向の相互作用にある。諸経営指標の変異性が小さいことは、経営指標をもとに算定される収益性等の指標の変異性が小さいことを示す。CFO の年換算成長率が－に対して、現預金の増加率 8.5%である。一方で投下資本の機会等、キャッシュ利用の機会を利用していないことを示してもいる。
  - 34) それぞれの相関係数は 0.894、0.601 である。税金等調整前当期純損益から、間接表示法（CFO 算定の修正項目）の関係が存在する可能性がある。営業成果とは言い難い。
  - 35) 相関係数は－0.365 である。第 63 期以降の営業利益の低減傾向は、売上原価（原材料費等）、試験開発費（将来の企業成長）の売上高に占める割合が漸次増加していることに起因する。外部要因と内部要因の相互作用である。
  - 36) 第 58 期 13 社（非連結会社を含む）から第 69 期 33 社の企業集団（関係会社）に拡大されている。さらに、本稿を執筆中、H 社は平成 27 年 10 月 30 日、同社と取引関係が有り、第二位株主（平成 27 年 5 月 31 日現在 19.55%保有）の持分法適用会社でもある東証・名証一部上場会社 Co 社（直近の連結売上高は約 440 億円）の一株 6,000 円（同日終値 5,370 円）で公開買付（部分買付）を表明する（平成 27 年 10 月 30 日 Co 社「H 社による公開買付の意見表明」、同日の CC 社 IR ニュース）。経営外資産を含めた余裕キャッシュを企業・事業規模拡大の政策として運用する。投資の資本源泉は資本市場、金融機関等に依存しないことは明確である。事実、公開買付に関連して金融機関等からの借入事実はない（大量保有報告書、平成 27 年 12 月、H 社変更報告書 No.1）
  - 37) N 社と相違した検証期間の営業利益と CFO の相関係数は 0.725 である。
  - 38) 現時点、H 社も N 社と同じく、借入残は存在するが金融機関等から資本を調達する必要はない。調達は借換で在り、借入残は財務以外の事由にある。営業債務の返済は、N 社以上に営業債権で返済が可能である。
  - 39) S 社以外の事例会社は「有利子負債」の返済が困難な状況に在った。S 社の場合は、二度目の「手形不渡り」を出すことで「手形交換所」の「銀行取引停止」処分を受け経営破綻に至っている。
  - 40) 経常支出（仕入代金、管理費等）等の原資を継続して確保することが求められる。金融機関は企業の資本必要時に運転資本等を提供する役割を担う。短期借入金の借り換え等は金融機関の役割の一つである。借換可能な「返済」の可能性が存在すると判断された企業である。
  - 41) 平成 11 年 12 月設立、平成 16 年 11 月東証一部上場する。
  - 42) 株式会社日本政策投資銀行より第一次（300 億円）、第二次（200 億円）の支援（平成 21 年 6 月 30 日同社広報誌）を受け（8 月 31 日優先株式を発行）、事業再構築期間は平成 21 年 7 月開始、平成 24 年 3 月 31 日終了である。しかし、同社は、平成 24 年 2 月 27 日、東京地方裁判所に会社更生法を申請する。
  - 43) 同社の会社更生法申請事由は、社債償還、シンジケートローン、優先株式の取得請求権、産活シーローン・政策銀行への返済が困難となったことによる（同社「(管財人) 調査報告書のご案内」平成 24 年 5 月 29 日）。
  - 44) 第 10 期に利益剰余金はマイナスとなる。第 12 期（平成 22 年 6 月 25 日）、繰越欠損（利益剰余金）は資本剰余金を取り崩すことが一掃する。貸借対照表上、「利益留保」が存在することを示す。平成 18 年から平成 21 年にかけて資本の源泉とはならない新株予約が普通株式へ転換されてもいる。（平成 24 年 2 月

- 23日 IR 情報)。
- 45) James A. Gentry, Paul Newbold and David T. Whitford, „Predicting Bankruptcy: If Cash Flow’s Not the Bottom Line, What Is?, *Financial Analysts Journal*, September-October 1985, pp.47-56.
- 46) 第5期(3,006億円)の約3倍(第10期9,653億円)と急激な拡大を果たす(破綻1期前第12期8,790億円)。資産規模の拡大に対応した「キャッシュ」も「利益」も計上されていない。
- 47) キャッシュフロー計算書から新株予約権(転換型)の償還を新株予約権(転換型)の発行(第10期)で賄っている。
- 48) 3期連続経常損失を計上しない、DEレシオは2半期1.5超としない等の財務制限条項が付されている。
- 49) 日本経済新聞2012年2月3日。
- 50) 第13期第三四半期報告書の監査レビュー(平成24年2月14日)、「強調事項」として、産業革新機構の承認する再生事業計画に準拠して事業は3月31日で終了する。これにもとない4月2日以降、日本政策投資銀行が保有する優先株式に対する金銭請求(普通株式転換等の条件が付与)、金融機関の借入返済期限、その他の有利子負債の返済が一年以内に生じる。会計監査人(S有限監査法人)は継続性に疑義があることを表明する。
- 51) 2013年7月31日、MT社(Nasdaq)が全株式を615百万ドルで取得する(FORM-10K, 2013年8月29日,p.2)。2014年2月28日、商号はMMJ株式会社とする。
- 52) 日本経済新聞2012年7月3日。
- 53) 担保付で在っても、「債務削減計画」に協力要請等が行われることもある。なお、未償還社債一部はディフォルトとなる(表4)。  
「更生計画案のお知らせ」(更生会社L社)3頁、平成24年9月7日。
- 54) 平成21年12月10日「半期報告書」の「中間監査報告書」、会計監査人は会社更生法申請3か月前「企業存続」の疑義を付す。申請1期前等の監査報告書(平成21年6月22日)は、存続疑義を付していない。W社は法人6社(2社[K, KI]は国内上場会社、4社は、ケイマン諸島に所在地を置くファンド)が100%を保有する会社である。W社はKs社第55期持分法適用会社、第56期に除外されている。(株式評価損(投資の評価損)約19,987百万円、貸倒損失約89.61百万円が計上される(KS社有価証券報告書第56期,28-29頁,96頁)。
- 55) 同社はキャッシュパターンから見れば成熟会社に該当する。キャッシュパターンから企業を検討するには大きな限界があることの証左でもある。
- 56) 株式会社企業再生支援機構は、生産性向上(自己資本利益率、有形固定資産回転率、従業員一人当たり付加価値)、財務健全化の支援基準等が充足するとして再生支援の決定する(平成22年3月12日決定)。
- 57) 平成21年、連結総負債/EBITDAの割合を1.5:1以内等とする
- 58) 同社は企業再生機構から支援(最大120億円)を受けない方針を決定する(2010年10月15日)。
- 59) 同社はS社支援、平成13年7月1日「会社更生法手続き終了」し、連結子会社(2013年第三四半期報告書)、後(2014年6月1日)に、同社はS子会社Ea社に吸収(Wm社の商号を変更)、さらに、(2015年4月)Sm社に吸収合併される。連結損益計算書(国際財務報告基準IFRSに準拠)に「企業結合に伴う再測定の利益」(約1,038億円)を計上する(有価証券報告書,39頁,55-56頁)。
- 60) 木村敏夫「報告利益とキャッシュの事例分析ーキャッシュフロー計算書の分析可能性の再考」『経済科学』(名古屋大学)第59巻第4号,19-35頁。
- 61) 事業別のキャッシュ創出情報が開示される場合、事業別成果がより鮮明になる。事業売却等が事業整理・

再構築が企業が事業を存続させる手段である。

- 62) 再生支援の決定基準は、金融機関、スポンサーの支援、3年間、生産性向上（自己資本利益率〔他、営業利益を基礎〕、有形固定資産回転率2%以上、従業員一人当たり付加価値5%以上向上）、財務健全化基準（有利子負債とキャッシュフロー10倍以内、経常収入>経常支出）（債権・株式等買取可能性）を充足する。
- 63) J社再上場の際して、第三者割当増資により企業再生機構はJ社の株式を96.5%（3,500億円出資に対して175,000千株を発行）、保有している。再上場の際、機構保有株式（131,250千株）は内外投資者へ（1株3,790円）売出された（有価証券届出書,平成24年8月）。
- 64) 第6期、7期、第8期営業外収益・費用、特別項目に新規の項目、計上が際立つ。営業活動に直結しないデリバティブ損益、特別退職金、管理不能とされる市場変動、為替差益・差損を計上、固定資産除却、減損、厚生年金関連、投資有価証券売却益等、営業活動以外の損益が散見する。
- 65) 経営破綻申請直前、「営業損失の計上、債務返済履行が困難」等が予想されることを事由に第1期からS監査法人は「継続性の疑義を表明する」（第8期第二四半期レビュー平成21年11月13日）。
- 66) 保有機にはリースが第1期から利用されているが、第7期、リース会計処理基準（企業会計基準第13号「リース取引に関する会計基準」2007年3月）が改訂される。「リース債に対する保証債務」「念書」が連続して注記に示されている。第7期と第62期、航空機の保有・リースが大幅に変更されている（再上場時の有価証券届出書、主要な設備状況、借入金等明細書）。リース解約損（第62-63期）を計上する等、リース契約、リース機買取が行われる。債務返済の充当するキャッシュの存在、創出がある。
- 67) 財務レバレッジ、有利子・借入金依存度が高い。例えば、財務レバレッジは破綻申請時7.9倍、有利子負債依存度は60%から53%で推移している。
- 68) 流動資産と流動負債、営業未収・未払の関係は、1.0以下で在ったのが、第65期以降、営業未払金が営業未収入を大幅な超過している状況からほぼ等額となる。キャッシュの収支対応の可能性を示す。
- 69) S&P等は格付を下げ、2009年11月13日、債務の完全履行に疑義を示す。
- 70) J社の減価償却費の計算方法は予備部品以外定額法を利用している（償却資産は航空機が主である）。但し、第5期予備品の償却方法は定率法から定額法に変更している。これにより営業利益は1,408万円増加する（第5期有価証券報告書,99頁等）。第6期、第64期、航空機以外の提出会社以外は定率法が使用されている。  
 キャッシュ指標は会計方針の変更には左右されることはないが、税金等調整前当期純損益から始まる調整される間接表示法に、分析資料として経済的な利用可能性が存在しない可能性が出てくる。退職給付引当金の処理、第5期、1,524百万、第6期5,929百万、税金等調整前当期純利益が増加する。
- 71) 会社更生法申請、会社更生計画にもとづき「存続会社」の会計期間（回次）で標記する。第62期、100%の減資と第三者割当増資を行う。
- 72) 検証期間の営業損益とCFOの相関（0.876）に対して当期純損失とCFOの関係はない（0.123）。
- 73) 会計利益計算の複雑な構成要因、資産・負債のキャッシュ創出等の修正からなる間接表示法にもとづくCFOの値は、経済的に疑義があることは、キャッシュフロー計算書が制度化される以前から指摘されている。

James A.Largay, III and Clyde P.Stckney, Cash Flows, Ratio Analysis and the W.T.Grant Company Bankruptcy, *Financial Analysts Journal*, July-August 1980, p.51-54.

- 74) 第7期5事業から、航空運輸事業に資本等を集中、（第63期）〔国内線・国際線・貨物〕航空運輸事業（事業収益は89.2%を占める）とその他から構成される。企業を構成する規模指標は、破綻前の約60%程度

- となる。その中で、キャッシュ創出、利益創出の組織体制を構築している。
- 75) 第7期に「デリバティブ債務」が示されるが、これは負債純資産合計の5/100 越えたことに事由である。しかし、同期の注記（表示方法の変更）を見ると前年度には約249億円（「その他」に含まれている）あることが示されている。「デリバティブ債務」が債務免除の対象となることから、投資責任、倫理的な問題が生じる。但し、燃料費・外国為替、金利スワップ等に「営業収入」に関連することも第1期に注記（デリバティブ取引関係）されている。
- 76) 金融機関等が保有する「一般更生債権」（新規公開時、有価証券届出書,212頁）で在り、有利子負債、営業債権等の放棄である。
- 77) 「その他支出」（平成23年3月31日）は「連結キャッシュフロー計算書関係」の注記情報に「更生債権の弁済による支出」と記載されている（有価証券届出書,93頁）。
- 78) 営業成果ではない債務免除等を受けたリース債を含む債務構成、債務額の変更・削減は平均利子率を大幅に低減させ、金利負担をも大幅に低下させた。  
さらに、法人税等の減免処置も受けている（日本経済新聞2012年5月15日、2013年1月13日）。課税の減免は、キャッシュ支出される一定額をキャッシュ残高として留保され、債務返済等に充当可能なキャッシュを増加させる。
- 79) 木村敏夫「会計監査人異動会社の財務分析－報告利益とキャッシュ」『流通科学大学論集』（流通・経営編）第24巻第1号,27-47頁。  
木村敏夫「利益操作とキャッシュ－会計不正の事例研究」『流通科学論集』（流通・経営編）第26巻第2号,35-54頁。

#### [主な参考文献]

- Aziz Abdul and Lawson H.Gerald.,Cash Flow Reporting and Financial Distress Models:Testing of Hypotheses,*Financial Management*,Vol.18,No.1,Spring 1989,pp.55-63.
- Bernard L.Victor and Stober L.Thomas.,The Nature and Amount of Information in Cash Flows and Accruals,*The Accounting Review*,Vol.LXIV,No.4,October 1989,pp.624-652.
- Bricker Robert,Previts Gary,Robinson Thomas and Young Stephen.,Financial Analyst Assessment of Company Earnings Quality,*Journal of Accounting,Auditing and Finance*,Vol.10,No.3,Summer 1995,pp.541-554.
- Carslaw A.Charles and Mills R.John.,Developing Ratios for Effective Cash Flow Statement Analysis, *Journal of Accountancy*, Vol.172,No.5, November 1991,pp.63-70.
- Casey Cornelius and Bartczak Norman.,Using Operating Cash Flow Date to Predict Financial Distress:Some Extensions,*Journal of Accounting Research*,Vol.23,No.1,Spring 1985,pp.384-401.
- Charitou Andreas and J. Edward Ketz,Valuation of Earnings, Cash Flows and Their Components: An Empirical Investigation,*Journal of Accounting, Auditing & Finance*,Vol.5,No.4,Fall 1990,pp.475-497.
- Charitou Andreas and J Edward Ketz, An Empirical Examination Cash Flow and Measures,*Abacus*,Vol.27,No.1, March 1991,pp.51-64.
- Chatirou Andreas,Neophytou Evi and Charalambou Chris.,Predicting Corporate:Empirical Evidence for the UK, *European Accounting Review*,Vol.13,No.3,2004,pp.465-497.
- Chorafas N.Dimirris.,*Liabilities,Liquidity,and Cash Management,Balancing Financial Risk*,Wiley,2002.

- Dickinson Victoria.,Cash Flow Patterns as a Proxy for Firm Life Cycle,*The Accounting Review*,Vol.86,No.6,2011, pp.1969-1994.
- Dugan T. Michael and Samson D.William.,Operating Cash Flow:Earning Indicators of Financial Difficulty and Recovery,*The Journal of Financial Statement Analysis*,Vol.2,No.1,Summer 1996,pp.41-50.
- Eastman Kent.,EBITDA:A Overrated Tool for Cash Flow Analysis,*Commercial Lending Review*,Vol.12, No.3, 1997, Spring,pp.64-69.
- Franklin J.Plewa,Jr and George T.Friedlob.,*Understanding Cash Flow*,Wiley,1995.
- Martin S,Fridson,*Financial Statement Analysis:A Practitioner's Guide*,Wile,1991.
- Giacomino E.Don and Mielke E.David.,Cash Flows:Another Approach To Ratio Analysis,*Journal of Accountancy*, Vol.175,No.3,March,1993,pp.55-58.
- Gombola, Michael J. and Ketz J. Edward, A Caveat on Measuring Cash Flow and Solvency,*Financial Analyst Journal*, Vol.39,No.5,September-October,1983,pp.66-72.
- Gombola, Michael J,et al.,Cash Flow in Bankruptcy Prediction,*Financial Management*,Winter 1987,Vol.16,No.4, pp.55-65.
- Greenberg Robert R., Glenn L. Johnson, and K. Ramesh, Earnings versus Cash Flow as a Predictor of Future Cash Flow Measures,*Journal of Accounting,Auditing & Finance*,Vo.11,No.4,Fall,1986,pp.266-277.
- Joachim Peter Friedl,*Kapitalflußrechnung und Liquiditätsanalyse*,Linde,1995.
- Livnat J. and Zarowin P.,The incremental information content of cash-flow components,*Journal of Accounting and Economics*,Vo.13,No.1,May 1990,pp.25-46.
- Mills R.John and Yamamura H.Jeanne.,The Power of Cash Flow Ratios,*Journal of Accountancy*,Vol.186,No.4, October 1998,pp.53-61.
- Moses O.Douglas,Cash Flow Signals and Analyst's Earnings Forecast Revisions,*Journal of Business Finance & Accounting*,Vol.18,6,November 1991,pp.807-832.
- Opler C.Tim and Titman Sheridan.Financial Distress and Corporate Performance,*The Journal of Finance*,Vol. XLIX,No.3,July 1994,pp.1015-1040.
- Plewa J.Franklin Jr and Frieddlob T.George.,*Understanding Cash Flow*,John Wiley & Sons,1995.
- Staubus George J., Cash Flow Accounting and Liquidity: Cash Flow Potential and Wealth,*Accounting and Research Study*,Vol.19,No.74,Spring 1989,pp.161-169.
- Victor L. Bernard and Tomas L. Stober, The Nature and Amount of Information in Cash flows and Accruals,*The Accounting Review*,October,Vol.64,No.4,1989,pp.624-652.
- 木村敏夫「報告利益とキャッシュの事例分析－キャッシュフロー計算書の分析可能性の再考」『経済科学』（名古屋大学）第59巻第4号,19-35頁。
- 木村敏夫「財務業績と財務情報の再構築－収益性指標の再検討－」『流通科学論集』（経済・情報・政策編）第23巻第1号,59-78頁。
- 木村敏夫「キャッシュフロー情報と財務業績評価－キャッシュ創出力の再考」『流通科学大学論集』（経済・情報・政策編）第23巻第2号,15-33頁。
- 木村敏夫「債務再構成とキャッシュ指標－債務返済能力指標試案」『流通科学大学論集』（経済・情報・政策編）第24巻第1号,49-66頁。