

更生・再生会社と財務業績指標

Financial Indicators of Financial Difficulty and Recovery

木村 敏夫*

Toshio Kimura

「会社」の財務業績を評価する指標は選択一貫性を保持しなければならない。一貫性を保有する業績指標の選択はキャッシュ指標で在り、「営業活動」を基礎として指標 CFOa である。CFOa は、会社の業績不振、事業活動の持続可能性、会社再生等を一貫した説明可能性を保持する。

キーワード：財務業績指標、事業・財務再構築、CFO、直接・間接表示法

I. 問題の所在

経済的資源の創出体、「会社」の「分析者」（経済的意思決定者）が会社財務情報から得る（期間）「財務業績指標」（Financial performance index）とは何か。分析者（経済的意思決定者）が財務情報を利用して分析対象社の業績を評価する際、選択する適切な財務業績指標とは何か。会社の財務業績は「資本の投下と成果」、評価指標は因果的に説明・論証可能（事後の証明）でなければならない。会社の業績評価、財務情報は「期間」（interval）を設定する。期間業績、財務業績評価である。分析者が利用可能な財務情報は「期間」財務情報であり、財務情報から財務業績指標を選択する。

「会社」を分析対象とする財務情報分析者等は諸指標から業績評価指標を選択することで「判断基準」を確定させる。会社の財務業績評価指標の確定は、その指標をもって業績不振に陥った事由、再生指標等を説明する共通の財務業績を評価する指標となる。

「会社」は業績不振等に陥ると、「事業再構築・財務再構築」を試行し会社の再生を試みる。その結果、十分な成果を得られない場合、事業継続を目的に会社更生法・民事再生法等（更生会社）又は再生支援機関等に会社再生支援を申請（再生会社）し、再度、再生を試みる。会社更生法、再生支援機関等の申請は、「債務返済」が困難な状況に陥るか、陥ると予想される場合である。

「会社」の債務返済能力等は、キャッシュ創出不足にある。キャッシュ創出の方法には、投下資本のストックである保有資産・事業部等の売却、財務機能として資本市場、金融機関等からの調達が可能であるが、持続可能性に課題を持つ。債務不履行の虞がある場合、金融・資本市場から資本を調達することは、一定の特約条件の付されない限り困難である。会社の事業活動はキャッ

シュに始まりキャッシュに帰結する。

「業績不振」等により更生会社・再生会社に陥った事由は経済の論理から『営業活動から創出するキャッシュ（Cash flow from operations,CFOa）に課題があった』と思量する。CFOa 創出は、その前提として投資活動（Cash flow from investments,CFI）、CFI は財務活動（Cash flow from financing,CFF）と連関する。CFI が CFOa の生む因子である。本論は更生・再生会社を事例として、財務業績評価・再生指標が「CFOa」にあることを検証する。

II. 会社の再生行動と事例選択

実証研究（集）と事例（個）研究は相互補完関係にある。集のデータは、個の集合であるが、集のデータの分析結果が個に充当することが難しい場合も、個の分析が集を説明しない可能性も高い。

事例分析（検証）は歴史小説と同じである。検証する者は歴史・事実を知った上で言う。既知である。事例検証はわかったように「モノ」と言う「後知恵」である。しかし、判断指標を提供する可能性がある。検証対象の会社は、事業背景、条件には差異がある。会社が事業活動する状況（場、時、環境 [差異]）等の一概（集）に説明できない。会社は各々の事象（前提）である。同じ轍を踏まない（繰り返し生じる）。事例検証の意義は「賢者は歴史（事跡）に学び、愚者は経験（自己の判断基準）に学ぶ」にある。

「業績」不振に陥った会社は、事業継続を目的に「事業再構築計画」（Business restructuring）、「財務再構築計画」（Balance sheet restructuring）を立案し会社再建行動に着手する。業績不振に陥った事由は、事業に投下した資本の回収が困難（利益とキャッシュ指標）にある。事業の再構築は事業部門、資産構成等の再構築、財務構成の再構築¹⁾は、債務（営業債務・有利子負債）の再構築（Corporate debt restructuring）が主な計画となる。再建計画の成否は、債務返済、事業継続資本も調達が困難となり、遅きに失した場合、自主再建から会社更生法、再生支援等を申請する。

更生会社等は、経営・財務指標の統計量を検討することには有意義とならない可能性がある。これら会社の経営指標は分散が大きく、しかも急減に変動する。特に、会社更生法等、支援申請の直前に大幅に変動する。

再建計画が期待成果を生まない場合、会社は「法」（会社更生法・民事再生法）、再生支援機関等²⁾による再生支援等を申請する³⁾。本論は、平成 21 年から平成 25 年（但し、L 社旧法）に法と支援機構への同時申請を含めた財務情報取得可能（上場会社等）⁴⁾な 7 社を対象として業績不振、再生指標等を検証する。このうち 1 社（W 社）は支援機関の支援決定後、支援会社が支援機構の利用辞退したことで、6 社（表 1）となる⁵⁾。6 社は再生支援等の申請後も、財務情報が開示され、経営指標が検証できる会社である⁶⁾。

結果、6 社は、業種・規模等、独立会社の存続形式、再生支援方法等に差異がある（表 1）。但

し、L社は旧支援法申請後、再度、会社更生法を申請する⁷⁾。支援機構の支援は、出資と（債権）

表 1. 更生・再生会社

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		支援後
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:更生会社	産業活力再生法	(支援会社)
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2)	保有株売却・再上場
F社	自動車プレス金型等	910	大阪証券取引所 (JASDAQ)	平成21年6月29日	平成22年9月17日	再生支援申請	企業再生支援機構	保有株式売却
AK社	開発支援、金型等	30,755	東証一部	平成21年2月13日	平成23年3月31日	再生支援申請	企業再生支援機構	保有株式売却
R社(注3)	汎用DRAM	89,555	東証一部	意見表明ナン	平成24年12月10日	再生支援申請	産業革新機構(注1)	継続
NK社	鉄鋼製造販売等	15,538	東証一部	平成24年6月28日	平成25年3月28日	再生支援申請	地域経済活性化支援機構(注2)	債権買取(支援会社)

注1) 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2) 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3) R社は第7期まで米国会計基準、第8期以降日本基準に準拠している。

買取（支援機構、革新機構の「業務」）等で在り、L社以外の5社は、株式取得（出資）、売却、R社（平成28年3月現在、保有）、NK社は株式保有（出資）を保有せず、金融機関等が保有する債務の買取による支援である（表1）。

更生・再生会社の申請事由は、(約定)「債務返済」(営業債務と有利子負債)が困難にあるか、「債務返済」が困難になる状況が予想される状況にあると判断する場合である。再生支援等は金融支援等を前提とし、金融機関とともに申請することから金融機関等が近い将来、債務返済が不能と判断して申請する。会社更生・再生には、「債務」整理が前提であり、主要債権者である金融機関（有利子負債）、さらに、営業債務等の同意が前提である。

会社の事業継続はキャッシュ創出が前提である。再生支援会社等は持続可能な債務返済可能性等を示唆するCFOa創出に課題があった仮定を置く。事業再構築・財務再構築に至る状況は営業活動と「キャッシュ創出」の関連、「CFOa」の創出に起因する。企業集団（子会社・関連会社の整理）、事業（部）の再編等、再生は「キャッシュ創出事業」へ会社経済資源を集約する経済行動にある⁸⁾。この仮定を更生・再生会社を利用して検証する。

業績不振会社と更生・再生会社は同様な経営行動を取る。事業デューデリジェンス(Business due diligence,DD)を行い、事業存続・譲渡・閉鎖・清算等、支援を受けるために諸機関に事業再構築の「再生計画」等を提出・公開される。「再生計画・再生」指標として、標榜される判断基準は「不採算事業・部門の整理」である。

事例会社の事業再生計画から判断して、採算・不採算事業は事業活動による「収益・利益創出を目標とする」「収益性(力)の回復」を標榜する。その測定指標は、株主資本利益率、資本(資産)利益率等の「投下資本利益率」(Return on Investments,ROI)が想定される⁹⁾。

会社の財務再構築は既存の債務構成を変化させる。採用方法は、将来の期待報酬（returns）等から、債務を優先株・普通株に転化（Debt equity swap, DES）する¹⁰⁾。これにより、表面上、債務が削減され会社の資本構成は変更される。さらに、短期長期・債務条件等による債務交換（Debt debt swap, DDS）、支援機関等による債務（営業・有利子債務）放棄、債務構成・内容の再構築、支援機関等による第三者割当増資の出資等により事業継続に希求される資本の調達等である。事業継続資本の取得と債務削減から、財務業績を生む状況を組成させる。

事業継続の財務業績指標は、キャッシュを創出、さらに持続可能なキャッシュ創出が CFOa であることを思量すれば、自ずと再生指標も CFOa 創出に収斂する。事業・財務再構築と CFOa を関連させることで「業績」評価に関する説明の一貫性が保持される。

財務業績指標の選択に投下資本の「収益力（性）」の視点もある。「期間利益」とフロー、ストック指標の関連指標、株主資本利益率等を業績指標とする¹¹⁾。利益は決定要因の可変性が高い。投下資本の判断基準と成果の判断基準が相違し、判断基準間に関係性が存在しない¹²⁾。利益指標の選択は投下と成果の論理一貫性、整合性が確保できない。

ストック指標とキャッシュ指標の関係、固定資産・事業部等の売却収入（CFI）は cash crisis を一時的に取り除く可能性はあるが持続性はない。子会社・関連会社、事業部取得に関心を持つ投資者は投資判断基準、期待 CFOa 創出で判断している¹³⁾。金融機関が借換に応じるのは、将来の返済可能な可能性が高いことを示唆する。担保の供出（担保付債権・別除権）を受けても資産の毀損等による回収可能性の問題等から返済が確保されているとは言い難い。将来の返済可能性を示す指標は CFOa である。

CFOa の創出が会社の債務を返済し、事業の持続可能性を示す指標である。事業再生（事業投資から生み出す）は「CFOa の創出」する体制の確立が再生指標・選択とある¹⁴⁾。会社再生の枠組は、事業等の再構築を促し、再度、会社価値を創出させ、事業継続を可能とさせることにある。更生・再生会社は、清算価値と継続価値、事業の継続と継続価値¹⁵⁾ の関係から整理・解散の選択ではなく、事業継続を前提とする。

Ⅲ. キャッシュ指標と業績指標の選択

「会社」を検証する既存の財務の視点は、「会社はキャッシュ創出を具現する経済組織体」、キャッシュの調達・運用・再投資の経済事象を繰返す「キャッシュ循環体」（C-C'-C）と視る。「キャッシュの視点」から会社の事業活動を見るならば、財務業績の判断指標の選択は、「フロー指標一つ」として「キャッシュに基礎を置く評価」（cash-base assessment）で在り、この指標にもとづき会社の事業活動の事象、財務・投資・営業に関連する課題を明快に示す指標となり得る。

事業活動を創設・継続するにはキャッシュ（資本）の投下（投資）と調達（財務）が前提にある。投下は成果としてキャッシュを創出する。キャッシュを創出することを期待して行動（企業

行動)が投資である。会社の事業活動とキャッシュ創出の持続可能性から、キャッシュ指標はCFOaにある。CFOaが必然、営業・投資活動に必要な資本を提供し、不足する場合は財務活動から資本を調達、必要した資本の返済等に充当されと思考する¹⁶⁾。キャッシュ創出の諸関係を思量すると会社の財務業績指標としてCFOa創出が財務業績指標の中心に据え分析体系を設計する¹⁷⁾。

会社の事業活動の計算構造は「収支計算」(キャッシュフロー)を測定の基礎とし、「時間」(期間)をもとに公開財務情報に変換する。収支の期間配分計算は事業継続を前提として「期間財務情報」が示されることから、過去・現在・将来の「キャッシュ指標」が会社の財務評価となる。

会社再生に直面した「会社」の事例からCFOa創出の有無等に視点を置き、企業存続等を判断する主な財務指標と成り得るか事例から検討する。CFOa創出とその関連指標が会社の財務課題を判断する指標、CFOaを財務業績指標、経営危機の早期注意指標・再生指標(financial recover)を見る¹⁸⁾。CFOaと利益に差異が生じることは、「発生高調整項目」(accrual)に情報内容があることを示す¹⁹⁾。発生高調整項目が保持する経済的意味を諸側面から分析が行われるが、これは端的な開示情報ではなく、加工された情報・操作可能性を持つ情報を利用することになり、その情報を利用した場合、場合によっては分析者等に有意味な情報となるか疑義が生じる。

財務業績指標(フロー)の選択指標としてCFOaに対比されるのは(持続可能性から)「営業利益創出」である。二つの指標は「営業」概念、成果測定値の「営業資産」²⁰⁾と共通性がある。CFOa創出は営業利益の創出と相関する可能性が高い。「一致の原則」(Grundsatz der Kongruenz)から見れば利益実現に時間差異が存在する(lagged cash flow)に過ぎない。「発生高の調整項目」「時間」の介在は営業利益等とCFOが相関する²¹⁾ことを示唆する。CFOaと営業利益(Bp)の創出が財務業績指標、再生判断指標ともなる可能性がある。但し、CFOa、営業利益も「営業」の定義、その測定が課題にある²²⁾。CFOaが正確に測定されていない。さらに、「利益」測定の操作可能性、可変性等の課題が存在するが、CFOaは利益指標の先行指標ともなることから、CFOa創出が更生・再生指標と思量する。

業績不振会社は「期待値」(E)にもとづく投下資本の配分(経済的資源配分)の「結果」(R)が $E < R$ の関係である。会社・事業再生の方策は、「営業」(本業)を中心に事業の再構築の検討である。「事業」に視点が移動するとともに、「財務」の視点が加わる。

会社再建は事業再構築が始まり、次に財務再構築がある。順序が逆の場合、再度、業績不振に至る。財務再構築が先行することはない。財務再構築だけでは、持続的にキャッシュ等を創出することはできないが故に会社の存続は困難である。キャッシュ等を創出するのは営業活動である。

「期間」業績指標として「利益」指標を長く利用してきている。慣習として経済社会で容認されてきた業績指標である。企業の財務業績指標とされる「利益決定」は、説明変数が多く、複雑多岐になり、決定要因の可変性、操作可能性、管理可能性の課題を持つ。財務業績指標は「投下と成果」の「関係数」(Beziehungszahlen)で構成される。利益指標の最も重要な欠点は、対応関

係 (Entsprechungsprinzip) が存在しないことである²³⁾。利益は財務業績評価の役割、機能にキャッシュ指標と差異が存在する可能性がある。キャッシュ指標との関係から利益の質、利益創出能力の検証は、相違する情報の役割のある指標を確認している可能性がある。

会社をキャッシュ循環の組織体と見れば、会社を評価する財務業績評価指標は CFOa に収斂する可能性がある。しかし、CFOa は「利益の先行指標」、財務業績不振の先行指標、財務業績指標とするには時間・タイミングの課題 (対応関係)、株価との相関等がある²⁴⁾。さらに、CFOa は、未利用借入 (資本調達) 能力、債務調整能力を示唆しない。期間「業績」を測定する指標として、「業績」の定義、何を説明する指標か、分析者等の選択に依存する問題でもある。

再生支援機構が定める「財務健全化」支援基準は 3 年以内に Net 有利子負債 (有利子負債から金融資産、運転資本を控除) とキャッシュフローの関係数が 10 以内、経常収入 > 経常支出等である。これは運転資金等が外部調達に依存しない体制を示す。また、「生産性基準」は 3 年以内に ROE2%、有形固定資産回転率 5% 向上等である (通産省告示革新機構支援基準第二章の二、第四節業務第二款第三十条の二十四)。但し、キャッシュフロー指標は「留保利益+減価償却費+引当金増減」とする間接表示法を前提としている。この指標は計算が簡単であるが関係数として成立しない。有利子負債の返済能力を示す指標でもなく財務指標として利用するには課題がある。

更生・再生会社を事例に、CFOa が業績指標として説明力を有することを検証するが、CFI、CFE 以外の項目を CFO としている既存の「キャッシュフロー計算書」は、その構成項目、表示方法等に課題がある。このため開示財務情報を利用する限り、CFOa は既存の CFO を代理とせざるを得ない。間接表示法による CFO 等のキャッシュ指標は「不毛な指標」(poor indicator)²⁵⁾ ともなりかねず、留意して利用することが希求される。

キャッシュ指標は利用可能性とその課題をも検証する²⁶⁾。間接表示法される CFO 財務情報は、原則、「償却費」(D) 等、発生高調整項目の関係から CFO が当期純利益 (NetIncome, NI) を上回ることとなるが、 $CFO < NI$ の場合、財務の困難性を示す指標 (financial difficulties early signal) となる可能性がある²⁷⁾。但し、構成項目、内容の時間経緯の検討を要する。日本の場合、税金等調整前当期純利益 (π) との比較 ($\pi > D$) となるが、CFO の測定・算定に間接表示法が使用されている限り一つの財務指標に違いない²⁸⁾。

CFO の構成項目、間接表示法による CFO が「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。それ故「直接法・直接表示法」が採用され「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。但し、現在、直接表示法を利用した開示している会社も、間接表示法と調整するために、「営業外」と判断する項目 (法人税等) も CFO 算定に含めてもいる²⁹⁾。

「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 (営業債務)、2) 投資収入・投資支出 (営業資産投資、金融資

産投資の売却代金と投下資本)、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」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(OCF)、営業収支差額(OCF')等から債務、営業債務の関係指標等を算定する。キャッシュフロー情報を営業資産・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を再構築することでCFO、CFIとCFFの相互関係が明確になる。

IV. 事例会社の財務指標

会社の業績不振、CFOの創出不足は、関係会社、不要事業・資産の処分・金融資産(営業外資産)売却等の事業再構築、投下資本の調達源泉である「債務」返済の課題を示唆し、財務再構築を余儀なくさせる。事業・営業活動から資本調達が困難であるならば、債務返済原資を外部資本の調達に依存することになるが、これが困難であるが故に更生・再生会社となっている。事例会社は再生支援機関等による事業継続に希求される資本の追加提供、有利子負債の再構築、DES、債務免除、営業債務の減免、人員整理(費用構成)等の方策が取られる。

選択・確認した6社は支援機構等が関与する。更生・再生の過程に差異があるが、支援機構等を離れて再上場、保有株式の売却、支援途中事例から会社再生を端的に示すAK社を中心に、R社、J社、F社、AK等の財務情報等を検証する(表1)。

J社は、航空運輸事業とその他、航空運送事業を主事業とする³⁰⁾。業績不振から2006年、2008年(第6期)「Jグループ再生プラン」(新再生プラン)を策定し、採算のともなう路線(減便・廃路等)の選択、第7期、カード事業会社の保有株式等を売却、政府金融機関等による緊急融資・第三者割当増資等を実行する会社再生を試みるが成果を得ず、2010年1月(平成22年、第8期第三四半期)、会社更生法と再生支援機構に再生支援を申請する。会社の再生方法は、再度「路線・サービス、機種の整理」(事業再構築)と「有利子負債」(財務再構築)の整理にある。

事業再構築に関連して関係会社を、第7期(平成21年3月期)、子会社203社、関連会社83社から第66期子会社90社、関連会社60社の体制に整理を行う。売上高の約89%を占める航空運送事業は子会社33社に、関連会社3社(平成27年3月期)に再編した。

J社は資本調達を金融機関に依存する傾向にあった。長期借入金、社債の返済を短期借入金、長期借入金の調達により返済する³¹⁾。営業債務の返済は営業債権で行うことも困難であり、債務(営業債務・有利子負債)返済能力に課題で有していた³²⁾。

J社は会社更生法等の申請時前期(7期)までCFOの継続的に創出している。但し、その構成項目から「減価償却費」が非常に大きな値を占める。「税金等調整前当期純損失」を調整する算定方式で求める間接法・間接表示法によるCFOの算定は、本来、営業活動から「キャッシュ」創出の情報とは言い難く、CFOの情報の透明性、経済的な意味がない可能性がある³³⁾。再上場後、形

成する企業集団、有形固定資産等に差異があるが、CFO と減価償却費の値の関係は逆となることから理解できる。同社は第 62 期（平成 24 年 8 月）、再上場を果たす³⁴⁾。CFO、NetCFO（CFO－CFIAO）とも企業更生法等前後と全く正反対の傾向を示し、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。

営業活動から債務返済と CFO、債務返済能力は存在していないことが伺われる。債務返済は外部から調達し債務返済に充当せざるを得なく破綻に向かわざるを得ない。原因は投下された資本が CFO を創造せず、経営破綻はキャッシュ創出不足にある。

J社は平成 24 年 9 月 19 日、事業再構築の上、再上場（株式会社企業再生支援機構 96.5%議決権保有）する。再上場前期に、資本金、資本・利益剰余金の取崩、債務免除益（5,837 億円）³⁵⁾を受け、これを欠損補填に充当する。会計政策による数値の移動である。再上場時、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、一方で短期借入金返済（1,800 億円）と「その他支出」（3,600 億円）（第三四半期報告書平成 23 年 12 月 31 日）、さらに、長期借入金、リース債の返済等（3,000 億円）、社債・デリバティブ債務等の返済を行い、有利子負債、資本構成を大幅に変更させる。財務再構築である。

J社の第 62 期等の「利益」指標は、「利益」指標の持つ指標の特質、「創造可能性」を垣間見せ、財務業績・再生指標とするには疑義を確認させる。再生会社等は「利益指標」で再生指標と見ることはできない³⁶⁾。経営外要因から特権として与えられた債務構成を与件として、事業継続に希求される「営業活動からキャッシュを創出する」に財務再生指標を求める。

株式会社 AK 社（東証一部、第 43 期資本金 307 億 5,500 万円）は、開発支援・金型・成形事業を営む。同社は平成 23 年 3 月 31 日に至る再生計画を株式会社企業再生支援機構（現在、株式会社地域経済活性化支援機構）に提出し支援を申込み（申請時点、67 社の企業集団からなる）。検証期間は再生支援申請前 6 期と後 4 期である。

同社は規模拡大戦略として、国内外企業の買収を選択するが成果を得ることに繋がらない（第 39 期、第 40 期が企業集団数として最大である。第 39 期は、子会社は 180 社、内海外子会社 128 社、持分法適用会社 19 社、内海外持分法適用会社 18 社で構成されている）（表 2）³⁷⁾。事業活動の資本調達の源泉は「金融機関借入」が主である。返済は借換、社債償還を社債発行に依存する。

第 41 期（平成 21 年度）から、事業再構築を開始する。子会社、株式売却等による事業整理を行い第 43 期、連結子会社を 124 社から 69 社（平成 20 年 4 月、平成 21 年 3 月）、持分法適用会社は 23 社から 16 社の企業集団規模へ、投下資本規模（主に、有形固定資産の処分が行われ有形固定資産規模）は第 39 期、1/3 以下、第 36 期水準に再編する。さらに、47 期連結子会社 18 社、持分法適用会社 4 社、内国内に各々 1 社とする企業集団となる（表 2）。報告セグメントはオートモーティブ・エンジニアリング・コンシューマー事業の 3 事業へ再編成、資産規模・資産構成を大幅に再変更する。事業再構成による従業員の整理も実施される。最大第 40 期従業員数 21,739 人か

ら第 47 期、3,272 人へ（臨時雇用者を含めない）低減する³⁸⁾（表 3）。

第 37 期から第 41 期、会社買収等を含めて企業規模拡大（有形固定資産取得等）の資本は株式発行、社債、金融機関から調達する。しかし、キャッシュフロー計算書に示された CFI と CFF の情報を検討する限り、CFO 創出不足等から長期借入金の返済は、長期借入金で行い、第 39 期、

表 2. AK 社、関係会社の推移

事業期間	38期	39期	40期	41期	42期	43期	44期	45期	46期	47期
期	6	5	4	3	2	1	1	2	3	4
	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
連結子会社	142	180	180	124	69	67	53	37	21	18
持分法	非連結子会社		6	7	1	1	1	1	1	1
	持分法適用会社 (関連会社)	7	13	17	22	15	10	10	7	4

出所) AK社有価証券報告書（注記連結範囲に関する事項）より作成した。

40 期有形固定資産取得は、短期借入金の調達等に依存する状況に在った³⁹⁾。同社の運転資本の調達方法に利用された営業債権による手形割引・裏書、ファクタリング利用は、短期資本の調達が厳しい事実を示す⁴⁰⁾。

第 39 期以降、事業再構築に関連する費用等を計上により利益指標が下降、投下資本がキャッシュ創出に結実せず、キャッシュ創出が困難となっていたと推測する⁴¹⁾。第 40 期、金融機関から

表 3. AS 社の指標

	35期	36期	37期	38期	39期	40期	41期	42期	43期	44期	45期	46期	47期
	9	8	7	6	5	4	3	2	1	1	2	3	4
	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
売上高	54,835	81,660	160,732	264,931	318,504	383,324	297,422	122,186	98,124	101,736	81,691	51,654	50,824
営業利益	4,599	7,708	11,448	3,268	11,149	6,794	4,387	Δ 5,004	2,804	5,893	4,094	3,124	2,815
純利益	2,006	2,884	3,268	5,395	5,395	Δ 11,698	Δ 26,073	Δ 17,056	Δ 9,829	Δ 5,004	Δ 805	8,531	2,195
資産総額	75,254	140,832	213,914	299,138	364,523	340,426	201,338	116,613	101,168	94,440	63,569	45,729	43,196
CFO	2,914	4,388	9,561	19,556	15,563	17,128	7,069	3,398	4,050	4,916	7,134	3,954	2,876
CFI	Δ 5,552	Δ 9,746	Δ 20,178	Δ 28,145	Δ 28,245	Δ 30,136	Δ 15,683	8,553	Δ 2,268	494	3,362	10,266	Δ 1,356
CFF	9,480	20,571	7,783	18,990	20,954	6,290	Δ 1,633	Δ 22,091	Δ 1,859	2,321	Δ 12,166	Δ 20,654	Δ 6,504
従業員数	4,581	8,896	15,499	18,996	21,218	21,739	18,462	8,576	8,733	7,694	4,931	3,334	3,272
臨時	298	445	867	2,316	4,473	4,943	3,782	1,809	1,323	1,298	1,171	1,042	638

出所) AS社有価証券報告書等

の運転資本、長期借入金の融資、財務キャッシュの創出も難しい状況に至る。会計監査人、T 監査法人⁴²⁾ は平成 20 年第三四半期「四半期レビュー報告書」に「三期連続当期純損失の可能性」、「為替換算調整勘定、事業再構築に関連した子会社株式等の売却等による純資産の減少がコミットメントの財務制限条項に抵触」する虞から「継続企業の疑義」（42 期）を表明する⁴³⁾。過年度

の投資行動から特別損失、事業構築改善費用、減損損失⁴⁴⁾を計上するが、結果として、営業資産への投資活動からCFOが期待通りにキャッシュを創出しない。

検証期間、AK社は検証期間、営業利益、経常利益、CFO(Positive.CFO)も創出している(表3)。但し、第42期営業損失計上、第43以降営業利益を計上、第40期から4期連続に当期純損失を計上する。純損失の計上は、投資活動の結果として、特別損失に、主に減損損失(事業用資産、のれんが中心)、事業構造改善費用、貸倒引当金等キャッシュに関連しない費用項目が計上された結果である。反面、キャッシュ非関連費用の計上からCFOが算定される。AK社は投下資本に対するCFOの創出が欠如していることが、キャッシュ指標の相互関係から理解できる(表3)⁴⁵⁾。事業規模の一つを示す資産・売上高(関係会社数に対応して)の規模は最大値から比較しては約1/8(第47期)としながらも、CFOと営業利益の関係、第44期以降、安定傾向を示し⁴⁶⁾、総資産(営業外資産はほとんど存在しない)から創出されるCFOの割合は拡大している。

第44期約628億円の有利負債の返済を準備しなければならない。第一四半期に長期借入金300億円調達、短期借入金等へ約200億円、第二四半期には第44期中に返済予定額を約100億円にまで削減する。同期資産規模、有形固定資産の規模に大きな変化がないことから(固定資産売却益計上)、長期借入金の調達は、短期借入金等に支払に充当し有利子負債の構成を変化させている(43期に比較して、1年以内長期借入金を含めた短期借入期金は44期第三四半期536億円低減、長期借入金約260億円増加、資本金は約186億円低減、資本剰余金約150億円増加、株主資本は前期末マイナスからプラス約205億円となる)。第44期、当期純利益を計上するが、債務免除益、受取保険金(タイの水害保険の受領)等が、事業構造改善費用等を上回った結果で、事業活動の成果ではない。「利益」指標の変動、情報・指標として経済的意味の限界を示す。

同社に対して、株式会社企業再生支援機構は、1) 有力な経営資源を有する、2) 過剰な有利子を保有(金融支援が不可欠)⁴⁷⁾、3) 3年以内に生産性向上、4) 3年以内に財務内容健全化、5) リファイナンスが可能、6) 過剰供給構造の解消等を充足する⁴⁸⁾(「株式会社AK等支援決定について」平成23年3月31日、8-9頁)と判断し、申請日に支援を決定する⁴⁹⁾。

財務再構築は、金融機関支援(優先株式・第三者割当増資)と企業再生支援機構により、M銀行(B種優先株式10,311百万円)、T銀行(C種優先株式10,231百万円)による、約20,542百万円の債務株式化(Debt Equity Swap, DES)、企業再生支援機構による90億円の株式買取(A種優先株式による第三者割当増資)が行われる⁵⁰⁾。第43期「債務超過」(31.3億円)の状況⁵¹⁾に至る(利益剰余金・累積損失326.2億円)。再生支援機構等の支援を受け、第44期第二四半期に債務超過は解消する⁵²⁾。東証の上場を維持する。さらに、資本不足の懸念を払拭するために、支援機構と取引先金融機関による74億円のコミットライン設定、但し、財務制限条項が付される。

有利子負債の株主資本化、資本構成・債務構成の変更を生む。但し、同社同期のキャッシュフロー計算書のCFI項目を見ると株式発行で調達してキャッシュは、CFOが創出されていない以上、

短期・長期の借入金の返済に充当されていると判断できる。短期・長期有利子負債は再生支援申請時 73,618 百万円から、平成 27 年 3 月、584 百万円（うちリース債が 457 百万円）となる。再生支援申請の翌期から、CFO の創出、CFI、CFF の関係が順調に推移した結果と想定する（表 3）。再生支援機構は、平成 26 年 8 月 20 日、保有株式等を処分することで再生支援は完了する⁵³⁾。

R 社（半導体製造）は、株式会社産業革新機構（革新機構）に支援申請（平成 24 年 12 月 10 日、第 10 期）を行い、同日、機構は支援を決定する。現在（平成 28 年 2 月）、支援は継続している。半導体事業は開発競争、海外企業との市場競争が激化、企業が事業を継続するためには、製品・技術革新・可変性が激しい事業、設備投資（営業資産）、研究開発支出等を持続的に行わなけ

表 4. R 社の主な経営指標

決算月	米国基準				日本基準						
	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
	7	6	5	4	4	3	2	1	1	2	3
	4期	5期	6期	7期	7期	8期	9期	10期	11期	12期	13期
売上高	645,962	692,280	687,745	546,470	550,679	471,034	1,137,898	883,112	785,764	833,011	791,074
営業利益					△ 66,406	△ 49,235	14,524	△ 56,750	△ 23,217	67,635	104,427
純利益	△ 98,198	△ 41,500	△ 19,555	△ 82,625	△ 91,464	△ 52,816	△ 110,800	△ 62,600	△ 167,581	△ 5,291	82,365
資産総額	745,281	695,886	616,304	482,545	488,190	459,928	1,145,048	858,204	669,104	786,002	840,087
CFO	49,890	66,731	43,262	△ 6,933	△ 8,165	6,260	102,485	△ 9,696	△ 54,101	93,722	116,746
減価償却費	89,342	82,960	75,067	67,346	59,738	52,954	103,494	100,451	91,104	64,954	54,834
CFI	54,673	78,497	37,769	49,256	49,072	42,228	95,764	55,089	43,160	19,241	26,603
CFF	△ 12,530	△ 15,273	△ 22,985	△ 4,295	△ 3,247	26,637	132,597	△ 138,352	38,849	107,007	△ 23,762
従業員数	23,857	23,982	23,110	22,476	22,071	22,071	46,630	42,800	33,840	27,201	21,083
臨時従業員数							2,584	2,025	1,762	1,440	1,121

注1) 減価償却費は、米国基準の場合、「減価償却費等」で在り、減価償却費以外に含まれる項目が明記されていないため、厳格に比較は出来ない。

注2) CFIはマイナスを乗じている。

出所) R社有価証券報告書より作成した。

ればならない。検証期間、同社は事業の投下資本の源泉は CFO 創出に求めることができない状況にあった（表 4）。投資の資本源泉は株式発行⁵⁴⁾、社債、金融機関等の外部資本に依存しなければならぬ。社債、金融機関等から調達した資本の返済が事業維持の課題として生まれる。

平成 25 年 2 月、産業革新機構、T 社等 8 社への第三者割当増資、1,500 億円の出資を受け投下資本の源泉を確保する（第 11 期から第 13 期、産業革新機構が発行済 69.15% を保有する）。第 11 期から関係会社の整理（事業再構築）、事業規模（資産規模）が支援とともに開始される。同期以降、財務再構築と相俟って財務指標が支援前とは顕著な相違を示す。

再生支援申請期を含め検証期間、CFO 創出は 4 期、負の CFO3 期と分散している。CFO が NI

を超過しているが、申請直前第 10-11 期、負の利益と負 CFO を計上する。(第 13 期を除いて)「利益」、CFO を創出しているとは言い難い。会計監査人(監査法人)による「継続性疑義」の表明は申請前後にも存在しない。同社は第 8 期に、米国会計基準から日本の会計基準へと変換、諸財務指標に差異が在り、財務情報の期間比較の可能性等に疑義を生む。キャッシュフロー計算書、第 7-8 期、現金・現金同等物に差異はない。但し、CFO、CFI、CFE の項目、集計値に差異がある⁵⁵⁾(表 4)。

同社は第 8 期に比して第 9 期関係会社との合併により前年比、資産・収益規模等が 2.5 倍、CFO は 16.4 倍となるが、その内容は税金等調整前 $\Delta 110,800$ 、減価償却費、減損損失、災害損失引当金等の修正項目が貢献する。第 10 期、税金等調整前 $\Delta 59,600$ 百万円、減価償却費 100,451 百万円となる。間接表示法の課題がここでも生じる。減価償却費(D)等と税金等調整前当期純利益(π)の値が反転($\pi > D$)となるのは第 12 期である。第 13 期「業績」投資の成果が創出し初めてと見る(営業利益、当期純利益、累損・利益準備金($\Delta 4,758$ 百万円)減少する。但し、改訂企業会計基準第 26 号、退職給付に関する会計基準の適用により、負債(25,275 百万円増加)、利益準備金は(25,074 減少する)効果を含む。「利益」等の指標は会計方針・会計基準に左右されることを物語っている。再生指標等はキャッシュ、CFO 指標、CFO 創出の使用を示唆する。

R 社が実施した事業・財務再構築の結果は特別項目に散見する。事業構造改善費用(第 11-13 期)⁵⁶⁾、事業譲渡益(第 10 期 4,984 万円、第 11 期 15,632 百万円、第 13 期 20,045)、債務免除益(第 12 期 7,636 百万円⁵⁷⁾、13 期債務消滅益 1,694 百万円⁵⁸⁾等を計上する。第 9 期、平成 21 年 4 月 1 日、第三者割当増資(134,600 百万円調達)は、会社成長等の目的に調達されたものではなく、結果として、償還期限ユーロ円建転換社債(第 10 期、平成 23 年 5 月 27 日、110,000 百万円)の返済、有利子負債を株式資本の調達で返済、短長期借入は短期長期借入金の返済に充当される(しかし、資本構成は多額の当期純損失を計上、自己資本比率は低下する)。第 11 期、長期借入金から長短の借入金を返済する。CFO の創出がなく、創出不足は、CFI に充当する源泉を、キャッシュの動向から、第三者割当増資(支援機構等 150,000 百万円)の調達に依存する(第 11-12 期)。12 期長期借入金の返済と長期借入金で行う。第 13 期に CFO が CFI の需要に応え、CFE の充実に可能となっていると見る。

AK 社等が示す経営指標から、F 社、NK 社等を集約して検証する。

F 社(子会社 5 社と関連会社 5 社、ジャスダック)⁵⁹⁾は自動車プレス金型事業等を展開している。平成 22 年 9 月 17 日、F 社は企業再生機構に再生支援(株式会社 M との事業統合を核とする事業再生計画)を申請する。同日、再生機構は、自動車用大型プレス金型の国際的な顕著な技術を保持し、2000 年以降、国際的な競争激化「日本国内の金型業界は全体として、キャッシュフロー創出能力が低迷し、将来の競争力強化に向けた投資余力を失い、負の連鎖にある等を事由(支援基準の項、9-11 頁)に支援を決定する(「株式会社 F 社等の支援決定について」7 頁)。

同社等の支援は財務再構築が主である。金融機関調整、F社関連事業会社の買収等を資金の提供を含め（53億円出資、最大15億円の債務保証等）を決定する⁶⁰。平成22年11月12日、F社から債権買取りによる取得した債権を現物出資財産として、第三者割当（A・B）優先株式、約60億円を購入する。結果、第55期、S銀行（発行済株式数の43.88%）と再生支援機構（35.76%）が保有する（平成23年3月31日）「会社」となる⁶¹。さらに支援会機構社から取締役・監査役を派遣し人材支援を受け経営再建を担う⁶²。平成23年12月15日、再生支援機構が保有するA・B優先株式は普通株式へ転換し支配株主（78.22%）となる⁶³。支援機構は支援開始三期目（第58期）、公開買付（平成25年6月14日）により、F投資事業有限責任会社等に保有株式を売却し再生支援を完了する。

同社は第50期以降、損失を計上し、第53期（平成21年6月29日）「3期連続当期純損失」を計上、さらに、当期（第54期）も大幅な損失を計上する事由に監査報告書に「継続企業の疑義」が付される⁶⁴。企業再生支援機構の再生支援を受ける第55期（第三四半期）に至り「継続企業の疑義」の注記が解消する（平成23年2月14日四半期レビュー報告書）。支援後、第56期、先ず同社は、DES等により債務・資本構成を変更し、2,050百万円減資、4,956百万円資本準備金取崩、利益剰余金へ振替え欠損填補に充当（平成23年6月30日）と事例会社に共通の会計方策を取る。

第50期以降、特別損失に営業債権の回収不能の可能性等を示す「貸倒損失」・「貸倒引当金繰入」、 「事業構造改善費用」、営業資産の「減損損失」（事業撤退等）、「固定資産除却・売却損」、「割増退職金」を主として計上、「当期純損失」を示す。支援申請前、資産規模、企業集団数に大きな変化はない。（支援申請時）55期、資産規模は拡大、収益規模は縮小する（表5）。投下資本の成果が期待に反したことの結果である。

支援申請期間前のF社はCFO創出が持続しない⁶⁵。CFO創出の経緯を検証すると、第50期

表5. F社の経営指標

	47期	48期	49期	50期	51期	52期	53期	54期	55期		56期	57期	58期	59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
	9	8	7	6	5	4	3	2	1		1	2	3	4
売上高	21,627,974	23,363,326	28,712,348	26,674,798	20,550,129	16,580,552	19,437,169	15,832,521	6,220,281	千円	12,673	11,897	10,403	12,605
営業利益	1,954,678	1,629,546	1,170,102	379,941	1,120,778	△ 379,202	△ 1,860,065	396,116	△ 2,887,430	千円	117	901	872	984
当期純利益	268,418	78,321	319,816	△ 1,069,747	△ 623,109	△ 1,024,959	△ 3,951,768	299,832	△ 4,757,430	千円	△ 269	346	870	1,934
資産総額	32,203,416	35,763,244	43,403,383	25,937,746	22,557,894	26,348,644	22,613,714	18,688,418	21,388,021	千円	20,514	18,726	15,829	20,107
CFO	△ 2,182,203	3,533,742	△ 4,339,535	6,137,411	2,672,334	△ 2,956,759	△ 1,294,307	1,144,666	659,408	千円	67	935	1,820	1,347
CFI	△ 1,533,680	△ 1,346,677	△ 1,849,482	△ 595,777	△ 455,055	△ 141,595	△ 992,713	646,242	△ 1,148,255	千円	274	△ 327	462	△ 887
CFE	3,666,908	△ 429,401	4,857,351	△ 5,984,697	△ 2,299,359	4,331,069	608,149	△ 760,054	3,046,834	千円	△ 483	△ 269	△ 4,895	△ 299
従業員数	642	668	705	657	739	752	686	595	820	人	617	502	468[79]	480[93]

注) 第58期以降、単体の報告書である。[]は臨時従業員数。
出所) F社有価証券報告書より作成した。

CFO創出は、売上債権・仕入債務の減少の大幅な削減（キャッシュ回収）、減価償却費等固定資

産に破産更生債権、資産総額が前期に比較して4割低減、特別損失に貸倒引当金等発生高調整項目の効果である。第54期棚卸資産の減少、CFIは定期預金の引出と預入差額、有形固定資産売却、貸出金回収でプラスに起因する。第49期、第52期は、売上債権増加、棚卸資産増加を主因として負のCFOとなる。収益は実現し、利益は計上する。しかし、収益がキャッシュに転換していない。債権回収、キャッシュ循環の課題を示す典型である。第53期、営業債務の返済が主因となる(表5)。検証期間、キャッシュ循環に問題があることを示唆する。

F社は事業活動に付随するキャッシュ循環を欠いていることを示す。キャッシュと利益指標の関係が如実に示す。支援申請時、第55期の財務情報は、短期借入金はゼロ、長期借入金8,575百万円(一年以内返済25.5百万円がある)、税金等調整前当期純損失4,714百万円に対してCFO659百万円、CFIΔ1,148百万円、CFI株式発行収入5,285百万円等を示す⁶⁶⁾。CFOの創出は、多数の項目の変化の集計であるが、そのなかで際立つのは、検証事例に共通の減価償却費、減損損失、工事損失・事業構造改善引当金、売上債権の減少、棚卸資産・前受金の増加、未払費用である。

F社は、検証期間のCFE(項目)等の動向等を見ると、CFOの創出不足から投下資本の調達源泉として短期長期借入金の調達・返済を繰り返す。期別に(短期借入金減・長期借入金増とその反対)の関係が繰り返し生じ、キャッシュの余裕は存在しない。債務返済等が困難な状況に陥り、経営破綻を回避することを目的に支援機構等から、DES、DDSの債務再構築を実行する。S銀行と支援機構による債務の資本的劣後ローン、貸付条件の変更(55期有価証券報告-11頁)により債務返済の再構成(rescheduling)を行う。結果、支援後、第57期以降、キャッシュ指標は支援前と全く相違する動向を示している。

NK社(鉄鋼製造販売、東証一部)は、平成25年3月28日、株式会社地域経済活性化機構に支援申請し、同日支援が決定する。再生支援3期前(第116期)の財務情報が業績不振を顕著に示している。同機構による支援は、既存の金融債務約60,209百万円の放棄⁶⁷⁾、SS社等6社への第三者割当増資約9,013百万円⁶⁸⁾、債務返済の方法・予定の変更(DDS等)を行う(有証第120期16-17頁、80頁)。第119期末の申請で在り、申請の効果は第120期に顕著となる。申請時(第119期)、累積損失(利益剰余金)56,725百万円⁶⁹⁾、純資産マイナス、債務超過15,863百万円が存在するが第120期、特別利益項目、債務免除益⁷⁰⁾、負の暖簾を計上することで、累積損失を解消する。事例会社にて全てに見る会計数値の移項による⁷¹⁾。

同社の支援要請期間に至る検証期間、資産規模に大幅な変化はない。従業員に関しても同様である。検証期間、再生支援申請期、以外はCFO創出を示すが、営業利益とCFOの相関がない⁷²⁾。設備投資等の資本源泉と金融機関借入、返済減資以上を金融機関の借換調達する。有利子負債の返済原資に余裕を営業活動から得ることが困難で在った。CFOとCFI、CFEの関係は、支援申請期間から逆転する(表6)。

表 6. NK 社の経営指標

	第111期	第112期	第113期	第114期	第115期	第116期	第117期	第118期	第119期	第120期	第121期
	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24年3月	平成25年3月	平成26年3月	平成27年3月
	8	7	6	5	4	3	2	1	1	2	3
売上高	173,562	189,757	197,153	215,089	259,788	158,278	173,959	171,763	141,650	132,345	149,205
営業利益	17,374	11,084	1,903	4,220	9,521	△ 8,461	△ 1,639	△ 4,968	△ 4,537	3,338	4,646
純利益	7,210	8,210	6,346	△ 181	2,343	△ 19,654	△ 6,779	△ 11,619	△ 56,750	66,071	9,121
資産総額	218,720	218,469	226,486	243,286	239,550	228,100	215,322	204,786	109,736	123,372	126,899
CFO	9,137	15,218	12,167	9,764	5,636	14,083	436	△ 4,486	7,202	131	7,706
CFI	△ 3,749	△ 5,343	△ 8,991	△ 20,521	△ 8,822	△ 3,570	△ 1,068	△ 3,369	3,766	△ 1,326	3,906
CFE	△ 7,438	△ 10,247	△ 5,529	10,091	8,434	△ 2,043	△ 362	5,752	△ 3,182	6,445	△ 6,119
従業員数	1,738	1,780	1,874	1,874	1,806	1,712	1,588	1,554	1,135	1,089	1,097

出所) 株式会社NK社有価証券報告書より作成した。

同社は不採算事業等を整理、組織運営体制の見直し、第120期、再建に向けた整理活動が開始される。資産規模、従業員等を約40%削減する。第121期、事業再建が開始、CFO等、業績数値の回復の兆しが見えるが、再建途上にある⁷³⁾。CFO創出の範囲で、投資・財務活動を賄うことを目標として、結果として、営業、投資、財務に関連するキャッシュフローの関係確立へ向かうことを経営・財務目標と設定している推測できる。

事例から再生機構等は「再生計画」を受けて再生支援(資本、人等)に踏み出すが、再生完了となる「再生」と事業活動の経済的な「再生」視点は相違する。投下資本が期待した成果を生まない業績不振会社は、事業・財務再構成を行い、再建を試みるが、結果として、CFO創出に課題を持つ限り、事業継続に求められる資本調達、調達資本の返済困難性に直面する。事業継続を図るために会社更生法等を申請する更生・再生(支援)等は、現状から「債務返済」が困難な状態に陥る可能性を示唆する。キャッシュ創出困難、財務と事業の再構築を試み、キャッシュ創出体、CFO創出が、財務業績指標(事業継続・再生)として資本投下と成果を示す。更生・再生会社の諸利益とCFOには相関が存在しない。

事例会社は事業を継続するに希求される資本を金融・資本市場から調達することが困難である。会社に債務返済能力が失われていることから会社外要因による資本の調達と債務構成を変更する以外にない。債務(営業債務・有利子負債)放棄・免除、DES等を債務超過等の解消方法としても利用し、資本出資(優先株式等)、第三者割当増資の実行し、資本の調達、資本構成・債務構成の財務再構築を行う。しかし、この行動は一時的な財務再構築は資本構成・資本主構成の変更で在り、議決権、自己資本利子(配当・株価)、有利子・営業債務の利子・支払等の課題を生む。

事業再構築は経営資産、事業買収等への資本の投下行動が期待通りの成果を得ない場合、子会社・関連会社整理・事業等の整理を行う。投下資本に対する期待と結果を測定するキャッシュ指標が一貫性を保持する。CFOを財務業績評価指標、再生指標(financial recovery)とすることで、因果関係を示し一貫性、共通性、整合性を保持する。

「業績」の定義によるが、経営外要因・管理不能要因(不可抗力)の効果を保持する当期純利

益等の利益指標は期間業績指標として可変性が存在する。利益指標は投下と成果の因果関係を示さない。経常利益も資本源泉の影響を受ける等が既知である。決定要因が複雑多岐にわたる。

事例会社の検証は財務業績の共通評価指標が「営業活動とキャッシュ創出」の関係であることを示している⁷⁴⁾。但し、「営業」の定義・概念・範囲、測定等が不明確で、「営業」の範囲等が存在しない可能性がある⁷⁵⁾。会社情報等には「営業の概況」ではなく、「事業の概況、事業・セグメント」が開示されている。財務業績評価は事業・セグメントの範囲で思考する必要があることの示唆とも思量される。この場合でも、事業収益・事業費用（事業利益）、事業資産・事業別キャッシュ創出、事業投下資本、事業別活動から生じた余剰資本の投下、その成果の定義・範囲・測定、情報（計算書の表示区分等）が希求される⁷⁶⁾。会社は事業別の売上、営業利益を算定し、売却等を行っている。同様に、事業別のキャッシュ創出力（直接的）を把握していると推察することから、財務情報として事業別のキャッシュ創出情報の公開が希求される⁷⁷⁾。さらに、キャッシュフロー計算書に計算開示されている間接表示法による CFO の説明力である。「税金等調整前当期純利益」から関連項目を修正した算定された CFO は、「営業活動から創出したキャッシュ」を示すのか。直接法・直接表示法によるキャッシュ指標を開示、構成項目を再編し、営業収入、営業支出の関係、投資・財務収支等の区分情報は、支払・返済能力（企業存続）等をより鮮明する。

会社の事業活動は「資本（キャッシュ）の投下（期待）、キャッシュ創出（結果）、再投資（キャッシュ）」の関係にある。経済・事業論理である。資本の投下の基本は営業資産投資（CFIa）で在り、営業外資産（CFIa）は副次的である。共通性、一貫性、財務「業績指標」はキャッシュ指標、「CFOa」指標の体系で行う。資本の投下と成果の連関を財務業績指標等とするならば、経済論理からキャッシュ指標が選択される。CFO と諸経営指標、CFO と営業資産の関係数で説明可能である。しかし、CFO 指標に課題もある。「営業」の定義が困難、測定できないと「CFO」「営業利益」等の現在、算定されている経営指標の経済的意味が無い。CFO は CFOa の代理変数とする概算である。（企業集団）「営業」の概念・測定・情報、CFO を構成する項目の結果関係の分析が課題になる⁷⁸⁾。会社等は業績不振に陥ると「本業回帰」を唱える。キャッシュ創出を期待し資本を投下する時点で本業とする「営業活動」である必要はない。結果として、選択した資本投下事業が「営業活動」「主たる事業」に転換することから、「営業」の範囲は、時間とともに変動する可能性を持つ。しかし、これを既存の財務情報の仕組みの中で認識することは困難である⁷⁹⁾。

会社の結果指標、期間財務業績を判断する（フロー）指標の選択として「利益かキャッシュ」が対立概念として表現される。しかし、認識測定の枠組が相違する二指標で在り、二項対立ではなく、業績評価指標は二者択一ではなく、並立する可能性がある。利益とキャッシュは「期間財務業績指標」として示唆する経済的意味、役割が相違する。利益の認識・測定等の決定要因はキャッシュの事後配分指標である。二指標は時間差異が存在するに過ぎない。キャッシュ指標は利益の先行指標（Ex-ante）で在り、先行するから経済的判断、成果の判断（Ex-post）も可能とする。

会計操作等が存在しない場合、「営業」活動から創出する CFO と営業利益等は計算原理から、時間・期間概念の存在を介在して、一致、連関（相関）する。それ故、開示財務情報から算定する会社の財務業績・再生指標には CFO と営業利益、営業資産と営業利益、事業利益と事業 CFO 等のキャッシュ創出力と利益指標から構成される利益創出力の相互連関指標を再生後の測定指標として構成するも可能で思量する。これにより「財務業績」の説明力が増大とも考える。

V. 結論

往々にして、歴史、人、社会、経済社会、組織体も同じ行動、事象を繰り返す。愚者と賢者の違いは、歴史と事例を知り、学び、同じ事を繰り返さないことにある。範とすべき行動は歴史的経験から生み出される。事例の検証の意義がここにある。

財務業績指標をキャッシュ、CFOa の代理として CFO に求めた。事例とした更生・再生会社は営業活動の成果、現在の規則に準拠した間接表示された CFO は期待（予想）通りに創出していないことが確認できる。企業再生支援後の財務情報が物語っている。企業再生の財務指標は「営業活動と営業資産（CFIa）からのキャッシュ創出（CFOa）が企業成長等を目的とした『営業資産投資』を一定期間賄う場合、事業継続の可能性が存在すると見て」会社の再生と判断する。企業再生（turnaround）は、収益・利益創出ではなく、キャッシュ指標、CFOa、または CFO、キャッシュ相互関係を再生指標として選択する。一定期間の CFO の創出は第三者、外部資本（株主資本・有利子負債）に可能な限り依存しない投資、キャッシュ指標の相互関係の確立を示唆する。

事例会社は資本集約型（設備投資）の会社である。CFO 創出は、（日本の場合）「税金等調整前当期純利益」から（過年度、営業資産投資の費用配分）減価償却費、売上債権債務等の発生高調整項目を戻し加算等を行い認識、測定し開示する。既存の（間接表示法による）CFO 情報は発生高調整項目の情報の占める割合が高い。計算構造上、CFO を創出しているか疑義が生む。直接法にもとづく可能な限り「営業活動」から創出するキャッシュ（CFOa）の開示情報が希求される。

但し、財務情報を基礎とする「数値化、定型化された情報しか利用できない分析者」の業績評価指標は、定性情報の利用可能な分析に比して劣った存在となる。

- 1) 会社が負う係争・紛争の見込等、「法務デューデリジェンス」（Legal due diligence, LDD）をも確認する。財務報告書等の本体に明示されている以外にも注記に記載されている。これらの係争は将来の会社価値の毀損をとまなう偶発債務の顕在化（損失、キャッシュフロー）の可能性が在る。
- 2) 但し、私有会社の再生支援を公的機関が公的資本で行うことには市場の自由競争を阻害することから、最小限に留め置くことが求められる。経済論理以外に「政策要因」を含むことが事由で在る。

『競争政策と公的再生支援の在り方に関する研究会』－中間とりまとめについて－』（平成 26 年 12 月 19 日、公正取引委員会）。

- 3) 平成13年(平成17年改訂)の「私的整理ガイドライン」(全国銀行協会)にもとづく会社再生が行われて来てもいる。例えば、東証・大証一部、T社は「私的整理ガイドライン」を利用して、平成14年5月28日(第48期)に再建計画を進める。さらに、平成21年2月(第54期)、再度再建計画を作成、5%基準(銀行法第十六条の三の第2項、3項)が課題となるが、みずほ銀行により平成21年3月(発行済株式数で前年4.87%から31.34%、平成27年3月、27.58%)資本支援(優先株)を受け、さらに、第56期Deutsche Bank AG(平成27年3月、14.31%)による第三者割当が実行される。第57期以降、規模を拡大し、順調に財務業績(利益・キャッシュ指標)を上げてきている。
- 4) 再生支援機関が規定する大規模会社(資本金5億円以上、(常時)従業員1,000以上等)で在る。財務情報の取得に限界が在る。
- 5) 支援会社による更生会社等の取得は、既存の事業活動との相乗効果等により、再生可能性、期待キャッシュフロー「会社価値」の拡大に在る。
- 6) 検証対象会社の6社は、R社を除く日本の会計基準を採用しているが、R社は後に日本基準を変更している。6社のキャッシュフロー計算書は「間接表示法」が採用されている。
- 7) L社はMI社(Nasdaq)の支援(全株式を売却)会社となり、以後、L社の財務情報が取得できない。会社更生法申請に至る以前の財務情報を使用した。L社の事例分析は、拙別稿「事業継続」(流通科学大学論集)で取り上げてもいる。
W社は支援会社に吸収され財務情報が取得できなくなる。同社は支援会社が支援機関の支援を受けない決定もしている。JDP社等・産業革新機構・再生・保有株売却・資料の関係から事例から除いた。H製作所の出資設立、共同出資、単独会社へ等、変遷を経て、東証へ上場する(平成27年3月31日、株式会社産業革新機構が発行済株式の35.58%の保有する)。平成26年2月「目論見書」革新機構は86.7%。営業利益、当期純利益、CFOを創出している。12期、13期。CFOは「減価償却費等、退職給付債務等の発生高調整項目が効果を生じさせている」。さらに、リース債務の返済(第13期)、(国庫)補助金収入も存在する。
- 8) N製網(東証等一部)は支援機関に依存することなく、再建(検証期間101-114期)に取り組んでいる。更生・再生会社と同じく、事業再構築と財務再構築で在る。(ΔCFO、営業損失、当期純損失から)108期以降、営業債権の増加、在庫の拡大から在庫圧縮(不良在庫)、不良債権の処理、営業債権の減(運転資本の回収)、CFO創出体制へ施策を講じる。検証期間中、連続して営業利益を計上、CFOは不安定、逆な動向を示す期間が存在する。
- 9) ROI指標は、その測定値に「期待値を含まず、リスクを配慮せず、会計基準に左右」される。経営管理要因以外の要因にも左右される結果だけの指標で在る。
- 10) 優先株・普通株では、約定にもよるが議決権、配当等の期待値に差異を生む。
- 11) 利益指標を選択するとするならば、持続可能性、測定可能性から「営業利益」で在る。営業利益指標の選択で在る。これ以外の指標では経済的に無意味で在り、[間接部門の]費用配分、事業別の資本調達が可能である以外は事業採算を正確に測定できない。「利益指標」は事例会社に明らかなように、会社規模拡大「M&A、事業部買収」等から利益創出を掲げられる。
- 12) William L.Ferrara, Accounting for Performance Evaluation and Decision-Making, *Management Accounting*, December 1976, pp.13-19.
- 13) 成果の拳がっている事業部、店舗等売却し、売却収入を原資として再建投資して再生を試みる場合が在るが、D社、M社、Y社の例が示すように再生不能を暗示している。

- 14) 分析者は業績評価指標と「業績管理指標」（管理指標は財務情報から取得することは困難で在る）を可能な限り、近い指標で判断することが希求される。
- 15) Steven F. Orpurt, Yoonseok Zang., Do Direct Cash Flow Disclosures Help Predict Future Operating Cash Flows and Earnings?, *The Accounting Review*, Vol.84, No.3, 2009, pp.893-935.
Theodore Eizenberg, Shoichi Tagashira, Should We Abolish Chapter 11? The Evidence From Japan, *Journal of Legal Studies*, Vol.23, No.1, 1994, pp.111-157.
- 16) CFO は、営業期間を設定した営業活動とキャッシュ創出サイクル（営業債権・債務回転）、収支管理（Cash Management）現金転換サイクル（Cash Conversion cycle, CCC）と連関性を保持している。会社は期間業績指標として間接（法的）的にキャッシュフローを捉えていないし、検討もしていない。
Verlyn C. Richard and Eugene J. Laughlin., A Cash Conversion Cycle Approach to Liquidity Analysis, *Financial Management*, Vol.9, No.1, Spring 1980, pp.32-38.
Gentry, James A, Vaidyanathan, R. Hei Wai Lee. A Weighted Cash Conversion Cycle, *Financial Management*, Vol.19, No.1, Spring 1990, pp.90-99.
國弘員人『収支分析点—資金と採算の総合管理』ダイヤモンド社, 昭和 33 年。
中澤博『資金繰りの実務』中央経済社, 昭和 41 年。
- 17) 既存研究はパターン分析、パターンの回帰分析等が行われている。キャッシュ具現体としての会社のキャッシュ管理とキャッシュ開示情報との乖離が在る。
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.
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」『流通科学大学論集』（経済・情報・政策編）第 23 巻第 1 号（2014 年 7 月）59-78 頁。
- 18) 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.
- 19) 会計利益（ $\Delta\pi$ ）は営業活動から創出したキャッシュ（CFO）に「発生高調整項目」（Current Accrual, CAc と Noncurrent Accrual, NAc）を調整した値で在る（ $CFO + CAc + NAc = \Delta\pi$ ）。
- 20) 企業集団の形成は、事業部、営業資産等の測定も不明となる可能性が在り、財務業績評価指標の選択の課題を生む。
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。
- 21) キャッシュと利益は発生高項目調整項目との差異で在る。期間計算表示されるキャッシュと利益の差異は受取債権等（ACCRV）、営業債務・棚卸資産仕（ACCSUPP）、法人税等（ACCTAX）、受取利子・支払利子（ACCIT）、受取配当等（ACCTOHER）、減価償却費・償却費（ACCNONVCASH）に関連して生じる発生高調整項目により生じる。収支計算で生じる時間差異（一致の原則）である。
Greg Clinch, et al., The Usefulness of Direct and Indirect Cash Flow Disclosures, *Review of Accounting Studies*, Vol.7, No.4, Dec 2002, p.338

- 22) 財務情報をもとに会社の財務業績を判断する指標はフローとストック指標の関係、ROI、「CFO、収益性(力)と財務レバレッジ」の関係、CFOaと有利子負債、営業債務の関係が企業の財務業績指標となる可能性が在る。
- Andreas Chatirou, Evi Neophytou and Chris Charalambou, Predicting Corporate: Empirical Evidence for the UK, *European Accounting Review*, Vol.13, No.3, 2004, pp.465-497.
- 23) 投資と成果を関係、結果を示す指標として「株価」を被説明要因とする。企業の成果等に対する資本市場等の反応を示すもので「成果」要因以外の要因を混合するために財務業績指標とは成り得ない。
- 24) Patricia M. Dechow, Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance, The role of accounting accruals, *Journal of accounting & economics*, Vol.18, 1994, 3-42.
- 25) *Ibid*, pp.51-54.
- 26) 木村敏夫前稿『流通科学大学論集』(経済・情報・政策編)第23巻第2号, 15-33頁。
- 27) 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.
- 28) 間接表示法にもとづくCFOの算定は、経済的に有意義とはならないことは、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.
- 29) 直接表示を採用するオーストラリアも、同様な表示項目で在る。「営業」を定義することではなく、投資・財務に関係しない項目を「営業」とすることに起因する。
- AASB107, *Cash Flow Statement*, paras.13-15
- 30) J社の事例分析は、拙別稿「事業継続とキャッシュ指標」(流通科学大学論集「流通・経営編」第28巻第1号)で取り上げてもある。
- 31) 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。
- 32) 経営破綻企業の有利子負債の放棄と同様に営業取引から生じる営業債権の放棄が生じている。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の状況となる。
- 33) J社の減価償却費の計算方法は予備部品以外、定額法を利用した(償却資産は航空機が主で在る)。但し、第5期予備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、法人税法の第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より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の項目情報が指し示す情報価値(分析上)に疑義が生じる。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。
- 34) 存続会社の関係で「回次」が相違する。
- 35) 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)が在り、有利子負債、営業債権等の放棄で在る。
- 36) 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が生じる。第63期、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、担航空機、投資有価証券、土地建物は、

- 担保物権に課せられている保物権は大幅（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。
- 37) 結果として、海外売上高が50%（第38期）を超過し始めるが、M&Aに関連した「財務デューデリジェンス」（Financial Due Diligence）、将来の事業環境の見込等に課題が在った。
- 38) 従業員の整理により費用構成（固定費）が変更となるが、給与等の（経常的）支出情報が概算する以外に得られない。人件費等の項目別支出が「間接表示法」には存在しない。
最大従業員数（第40期）販売費管理費「給料」12,142百万円、第47期2,826百万円。平均年齢は37.00、5,871千円、平均年齢46.30、5,651千円（製品製造原価明細書の公開はない）、従業員構成の高止まりと平均年収から、費用に占める固定費の割合が増加していることを示唆する。
- 39) 第40期、財務制限条項、300億円のコミットメント契約・至再生申請時が在る。
- 40) 営業債権・有形固定資産等は担保資産に供され、債務の担保、借入金等に対する担保の割合が高く、資産制限条項（第41期第一四半期報告書）が付される。
- 41) 第40期以降、無配となる。配当に向けた資本に余裕がない証左でも在る。
- 42) 「監査法人」は第38期（平成18年度）から変更はない。
- 43) さらに、43期「4期連続の純損失の可能性」等から継続性疑義が解除されない。コミットメントの財務制限条項の一部に抵触の可能性から条項の一部を削除する修正契約を結ぶ。支援申請後、第44期第一四半期レビュー報告書等に継続性疑義の意見表明はない。
- 44) 事業構築改善費用、営業資産等の減損損失は、「投資」の失敗、期待値の誤りの結果で在る。
- 45) CFOとCFIの第35期から第43期の相関係数は-0.90で在る。
- 46) 売上高営業利益率、総資産営業利益は下降傾向を示している。
- 47) 「過剰」の判断基準は、「結果指標として、投資活動等に投下するために調達して有利子負債がキャッシュを創出しなかった、ことに在るのではないか」。当然、会社は債務の削減等を試みる。
- 48) これに「労働組合との協議」の項目が在る。
- 49) 機構から人材派遣等の支援も受ける。
- 50) 支援57,527百万円のうち、関係金融機関等から額面30,395百万円の債権を買取り、債権買取に係わる額面1,419百万円を放棄又現物出資を行う、弁済を受けている（株式会社アーク等に係わる債務の弁済受領完了について「株式会社地域経済活性化支援機構」2014年3月20日）。
- 51) 財務情報（企業会計）による「債務超過」（資産合計－負債合計）で在る。「債務」の定義、債務返済（原資）の定義に依存するが、債務の返済は資産（時価）評価、清算価値にもとづく。
- 52) 第44期第二四半期報告書は再生支援機構が64.50%の持分（出資相当額）を保有していることを示している（平成23年9月30日現在）。
- 53) 支援機構（出資と現物出資の合計で議決権81.03%を保有）は平成26年6月OP株式会社による公開買付の実施に応じて、平成26年8月5日、A・C優先株式、普通株式転換の売却、AK社株をOP株式会社平成27年3月（発行済74.66%）、OPに売却しない優先株式（A種優先株式）は、A社に対して、金銭対価取得請求権行使」（「株式会社AKにかかる株式の譲渡について」（平成26年6月23日、株式会社地域経済活性化支援機構、O社による当社株式に対する公開買付の結果、AK株式会社、平成26年8月20日）を行い、再生支援が完了する。
- 54) 第4期以降、無配で在る。この事実を知って出資に応じることは、同社の経済社会の役割等、政策的な事由からで在る。

- 55) 米国基準は当期純損益、日本基準は税引等調整前当期純損益から計算表示される。
- 56) 第 11 期特別損失に 127,104 百万円を計上するが、注記からその内容は、退職金割増等件費（約 860 億円）、減損損失（380 億円）で在る。これにともないキャッシュフロー計算書は「特別退職金の支払」（営業活動項目）として計上される（第 11-13 期）。
- 57) 一部の株主との間で合意した一部債務免除である金融支援で在る（注記）。
- 58) 過年度に生じた計上した支払債務の履行義務が消滅（注記）で在る。
- 59) 54 期、子会社 4 社、関連会社 3 社から成る。
- 60) 債権の現物出資等（DES、DDS）により債務構成、資本構成を変更させる。
- 61) 議決権では A・B 種優先株式を保有する再生支援会社が 47.94%を保有する。
- 62) 平成 22 年 11 月 12 日希望退職者を募集、人員整理も開始する。
- 63) S 銀行も同日、優先株式を普通株式へ転換 14.91%、（平成 25 年 5 月 23 日）FCP 投資事業有限責任会社等による公開買付により、同社等が 81.50%の支配株主となり、これにより支援機構による支援は完了する「株式会社 F 社等にかかる債権の譲渡について」（平成 25 年 6 月 14 日）「株式会社 F 社等に対する再生支援完了について」（平成 25 年 6 月 26 日）。
- 64) 第 53 期には売上総損失を計上する。
- 65) 営業損益と CFO、当期純損益と CFO には検証期間の相関はない。しかし、再生支援後の第 56 期から第 59 期の営業損益と CFO の相関係数は 0.851 を示す。
- 66) 第 55 期中の支援で在る。債務等は約 1,729 百万円から 451 百万円へ減少する。株式発行収入 5,285 百万円、CFIΔ477 百万円、税金等調整前当期純損失 2,689 百万、減価償却費と減損が貢献して CFO は 774 百万円を計上する（第 55 期第三四半期報告書）。
- 67) （平成 24 年 3 月 31 日現在）債務の 51%が免除「地域経済活性化機構により NK への再生支援決定のお知らせ」（平成 25 年 3 月 8 日）。債務等の免除は借入金、デリバティブ債務等、グループ全体債務の 84%に達する（「債務免除等の金融支援に関するお知らせ」平成 25 年 6 月 20 日）。
- 68) 検証した第 111 期、SN 社は主要株主（4.69%）に在る。第 113 期以降筆頭株主（9.80%）、第 119 期、合併した SNS は、第三者割当増資を受ける（16.97%）。
- 69) 前期までの累損の補填に「再評価を行った事業用土地等の処分、減損」による帳簿価額の減額する「土地再評価差額金の取崩」（株主資本等変動計算書）も利用している（土地再評価法第 8 条第一項、第二項）。
- 70) 債務総額の 84%の免除債務条件の変更等を受ける。（債務免除等の金融支援に関するお知らせ、平成 25 年 6 月 30 日）。
- 71) 所謂、内部留保、資本取崩等を利用する Big Bath の一つと見る。
- 72) 営業利益と CFO の相関係数、0.261、CFO と純利益の係数は-0.172 で在る
- 73) 平成 28 年 3 月 29 日（第 122 第 3 四半期）、支援機構からの借入を完済し、再生支援は完了する（同社、同日 IR ニュース）
- 74) 例えば、営業資産キャッシュ創出力=CFO/営業資産、営業資産収益率=営業利益/営業資産等指標等で在る。但し、CFO、営業資産の測定の課題が存在するために、概算値となる。
- 75) 例えば、トヨタ自動車株式会社の事業内容は、自動車生産販売、金融・その他、株式会社セブン&アイホールディング、コンビニ・スーパー・百貨店・フード・金融・通信・その他で在る。企業集団（事業持株会社・純粋持株会社）の形成は事業活動を複雑にし、「営業」の明確な概念を持たない事態に在る。

- 76) (連結) 損益計算書の営業利益と報告セグメント別営業利益、総資産額とセグメント資産等の計は一致する。会社によってはセグメント別の「のれん」(のれん償却費)、有利子負債額等の情報も開示されているが、事業部等の共通費用・間接費項目等の配分が課題となる。分析者がセグメント別情報を利用した業績評価を行う場合、利用可能な測定値等は一定の約束事の上で推定される概算成果となる。
- 77) 会社の財務管理、業績評価は事業別のキャッシュ創出力(直接的)を把握していると推察するが、財務情報として公開可能は難しい。一部の会社によっては、報告事業部別の有利子負債も開示されている。事業部の資本コスト(期待利益)を資本調達側面から推測しているものと想定できる。
- 78) Steven F., Orpurt Zang Yoonseok., Do Direct Cash Flow Disclosures Help Predict Future Operating Cash Flows and Earnings?, *The Accounting Review*, Vol.84, No.3, 2009, pp.893-935.
- 79) 拙稿「財務業績と財務情報の再構築—収益性指標の再検討」『流通科学大学論集』(経済・情報・政策編) 第23巻第1号(2014年7月)59-78頁。
- 営業資産は、概算として、総資産から金融資産、繰延税金資産を控除した値を想定する。企業集団・連結が“営業”概念をさらに不確定にさせる小売を中心事業とする企業集団、エレクトロニクス事業を中心とする企業集団が金融業を展開するためにコールローンを計上する。また流動負債・預かり金等の取扱い課題は在る。企業集団は多義的に事業を展開、営業の範囲を定めることが困難にしている。例えば、投下資本・売上高の額からエレクトロニクス事業を展開していると想定されるS社は、金融・生命・損害保険、映画・音楽が営業利益の大半を占める(S社有価証券報告書, 2014年、2015年)。

主な参考文献

- Anderson J. Michael and Betker L. Brian., Assessing Post-Bankruptcy Performances: An Analysis of Reorganized Firm's Cash Flows, *Financial Management*, Vol.28, No.2, Summer 1999, pp.68-82.
- 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.
- Casey Cornelius and Bartczak Norman., Using Operating Cash Flow Data to Predict Financial Distress: Some Extensions, *Journal of Accounting Research*, Vol.23, No.1, Spring 1985, pp.384-401.
- Chatterjee Sris, et al., Resolution of Financial Distress: Debt Restructurings via Chapter 11, Prepackaged Bankruptcies, and Workout, *Financial Management*, Vol.25, No.1, Spring 1999, pp.5-18.
- Chen Yehning, Weston J. Fred and Altman I. Edward., Financial Distress and Restructuring Models, *Financial Management*, Vol.24, No.2, Summer 1995, pp.57-75.
- Clinch Greg, et al., The Usefulness of Direct and Indirect Cash Flow Disclosures, *Review of Accounting Studies*, Vol.7, No.4, Dec 2002, pp.383-404.
- Dechow M. Patricia., Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance, The role of accounting accruals, *Journal of Accounting & Economics*, Vol.18, 1994, 3-42.
- 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.
- Eizenberg Theodore and Tagashira Shoichi., Should We Abolish Chapter 11? The Evidence From Japan, *Journal of Legal Studies*, Vol.23, No.1, pp.111-157.

- Ferrara L William., Accounting for Performance Evaluation and Decision-Making, *Management Accounting*, December 1976, pp.13-19.
- Gentry A.James, Newbold Paul and Whitford T.David., Predicting Bankruptcy: If Cash Flow's Not the Bottom Line, What Is?, *Financial Analysts Journal*, September-October 1985, pp.47-56
- Mills R.John and Yamamura H.Jeanne., The Power of Cash Flow Ratios, *Journal of Accountancy*, October 1998, pp.53-61.
- Münstermann Hans., *Unternehmensrechnung*, Gabler, 1969 (浅羽二郎監訳『企業計算論』同文館, 昭和52年)
- Neil D.John, et al., The Usefulness of Cash Flow Data: A Review and Synthesis, *Journal of Accounting Literature*, Vol.10, 1991, pp.117-150.
- Orpurt F.Steven, Zang Yoonseok., Do Direct Cash Flow Disclosures Help Predict Future Operating Cash Flows and Earnings?, *The Accounting Review*, Vol.84, No.3, 2009, pp.893-935.
- Slater.D.s., *The Strategy of Cash, A Liquidity Approach to Maximizing the Company's Profit*, Wiley, 1974.
- Soenen A.Luc., Cash Conversion Cycle and Corporate Profitability, *Journal of Cash Management*, July/August 1993, pp.53-57.
- Wampler Bruce, Smolinski C.Harold., Making Stronger Statements: Cash Flow and Income, *Strategic Finance*, October 2009, pp.43-49.
- 市村昭三『資金会計の基本問題』森山書店, 1979年。
- 興津裕康『貸借対照表論の研究』森山書店, 1984年。
- 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」『流通科学大学論集』（経済・情報・政策編）第23巻第1号（2014年7月）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。
- 須田・山本・乙正編著『会計操作』ダイヤモンド社, 2007年。
- 高木新二郎『事業再生－会社が破綻する前に』岩波新書, 2006年。
- 戸田俊彦『企業倒産の予防戦略』同文館, 昭和59年。
- 土方久『近代会計の理論展開』森山書店, 1986年。
- 藤原総一郎『企業再生とM&Aのすべて』文春新書, 平成17年。
- 吉田寛『近代会計の構造』中央経済社, 昭和38年。
- 資料
- 「再生型M&Aのスポンサー戦術」『旬刊経理情報』, 2008年12月10日号。