

コロナ禍の影響を受けた企業の財務安全性の確保

～手元資金とフリー・キャッシュ・フローに注目して～

山本 宣明

はじめに

筆者が本学で担当する「財務分析論」の授業では、毎回まったく業種が異なる 2 社を取り上げ一通りの財務分析を同時並行で進め比較検討することを行なっている。每期異なる 2 社を取り上げるため、筆者自身も授業が進行していく中で多くの発見がある。過去の授業の際、授業アンケートで「危ない会社の財務的特徴がどういったところに表れるかを知りたい」といったような声があった。一般によく知られ財務情報が公開されている上場会社から選択して分析を行なっていることから、なかなか財務的に危機に陥っているような会社はなく、事例として取り上げることは難しいと感じてきた。そこにコロナ禍が発生し、上場企業でも業種によって甚大な影響を受けることとなった。本学はコロナ禍を受けて完全オンラインに移行して経営を継続したが、そういった移行は業種によっては難しく、急場を凌ぎながら戦略的に対応することが求められた。

コロナ禍の中で「財務分析論」の授業で取り上げたロイヤルホールディングス株式会社（ロイヤル HD）と株式会社エイチ・アイ・エス（HIS）に加え、論文指導で院生が取り上

げた ANA ホールディングス株式会社（ANAHD）を本稿では取り上げる。外食、旅行、航空というコロナ禍の影響を色濃く受けた 3 つの業種の代表的な企業である。授業や論文指導の中でいずれも興味深い示唆が得られた。それを踏まえ、本稿で改めて分析を行うことで今後に向けた知見を整理する。

財務分析の理論的な観点から言えば、本稿の目的は新たな安全性分析の方法を示すことにある。財務分析の世界で安全性分析とえば、流動比率や自己資本比率といった古典的指標に代表される静態分析が知られてきた。古典的な指標は貸借対照表（BS）のバランスに注目して財務安全性を示す。BS は期末時点の財政状態がまとまっており、それを元に財務バランスを見ることで安全性を評価する。古典的指標の大きな限界は、期末という一時点での評価で期首から期末に至るフローをカバーできない点にある。したがって、古典的指標には適宜フロー情報を組み合わせて分析する必要が指摘されてきた。しかしながら、そういった指摘はされるものの、具体的にどのように組み合わせれば良いか、どのように分析を進めれば良いのかといった疑問に明確に答える作品に筆者は出会ってこなかった。多くの先行文献では特定の指標を個々に説明

することに重点が置かれる。無論、各指標の定義や特性を押さえることは前提として重要であるものの、一つの指標だけで分析を行うことは不可能で、組み合わせながら知見を蓄積して立体化、構造化することが必要になる。

そこで本稿は安全性分析の新たな方法として、手元資金とフリー・キャッシュ・フロー (FCF) に注目して古典的指標と組み合わせる方法を示す。古典的指標を中心にするのではなく、手元資金と FCF を中心にして補助的に古典的指標を使用する。詳しくは後述するが、こうすることで古典的指標を中心にする分析の欠点を克服し、経営の実態や動きに即した分析が行える。

手元資金と FCF を安全性分析の中心に据えることは、財務分析の中心をキャッシュ・フロー計算書 (CF 計算書) とすることを意味する。BS ではなく CF 計算書である。しかもフローも損益計算書 (PL) ではなく、CF 計算書を中心にする。本学の院生は多くが会計事務所に勤務しており、授業や論文指導を行う中で真っ先に PL に目が向くことや、BS のみで判断してしまう場面に遭遇してきた。また、CF 計算書の作り方は勉強として学んでいるものの、実務では使っていないという声が圧倒的だった。しかしながら、会計学の発展として登場した CF 計算書は PL と BS では見えない部分をカバーしており、その有用性は大きい。財務分析は CF 計算書を中心とする体系に進化することが必要と思われ、本稿はその一端を示す。

1. 分析方法の説明

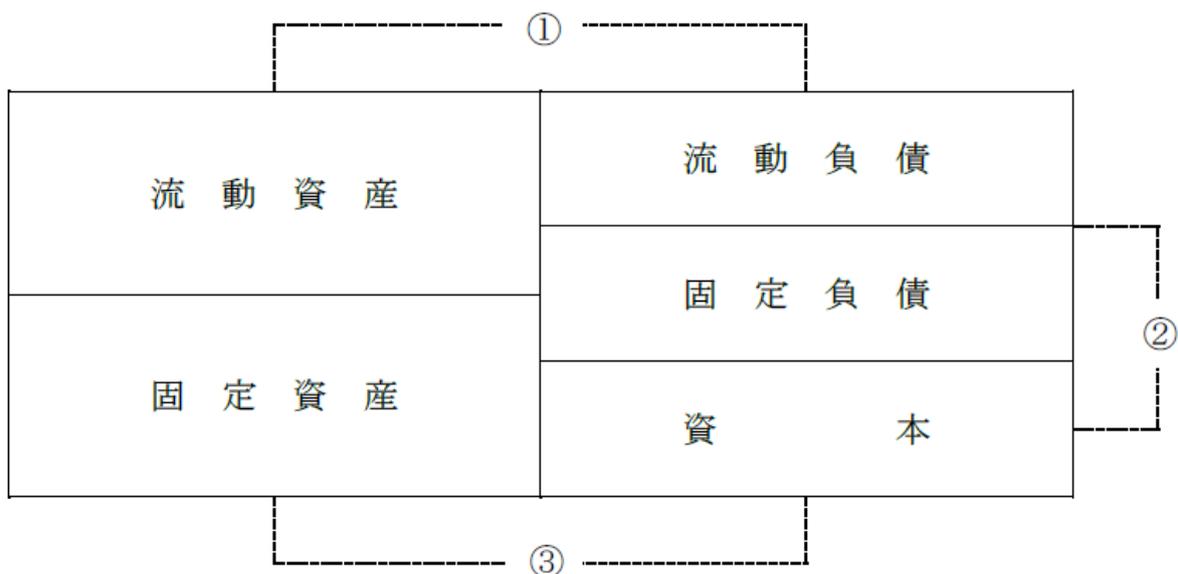
1-1. 古典的指標を用いる安全性分析の概要と限界

古典的指標を用いる安全性分析は、財務の安全性を大きく短期と長期の2つに分けて評価する。図 1-1 で言えば①が短期の安全性、②と③が長期の安全性を評価するイメージである。

①は流動資産と流動負債を比較することで、短期の安全性を分析することがイメージされている。代表的な指標は当座比率 (当座資産 / 流動負債) や流動比率 (流動資産 / 流動負債) である。そして、②は負債と (自己) 資本、③は固定資産と資本もしくは資本 + 固定負債を比較することで長期の安全性を分析する。②の代表的な指標は負債比率 (負債 / 自己資本) や自己資本比率 (自己資本 / 総資本) であり、③の代表的な指標は固定比率 (固定資産 / 自己資本) や固定長期適合率 (固定資産 / (固定負債 + 自己資本)) である。

古典的指標を用いる安全性分析は BS の項目間のバランスを見ることで安全性を評価する。これは一時点における資産と負債のバランスを見ることで安全性は評価できるとの発想が根底にある。そして、「特定時点で保有する資産を処分して負債の支払に充当することが仮定されている」(桜井, 2020, p.220) ことに注目する必要がある。これは筆者の私見で言えば、清算価値に注目した評価指標である。今この瞬間に清算するとした場合に現金がどの程度残るかを基準にした考え方である。

図 1-1. 古典的指標を用いる安全性分析のイメージ



出所：桜井 (2020, p.214)

古典的指標による安全性分析は BS の項目間を比較するというシンプルな方法であり、計算も容易で直感的に分かりやすい。しかしながら、そのシンプルさや分かりやすさ故に重大な限界を内包している。それが「はじめに」でも述べた期首から期末に至るフロー情報が欠落してしまう点である。当然、財政状態は日々刻々と変化している。その変化が等閑視され、もっぱら期末時点の BS のみで安全性を評価することが脆弱であることは明らかである。桜井 (2020, pp.219-228) はフロー情報を用いることで古典的指標による安全性分析の限界をカバーすることを論じており、非常に参考になる。

そして、もう一つ重大な限界がある。それは資産や負債の内容がフォローされない点である。例えば流動比率なら、あくまで流動資産と流動負債の合計が比較されるのみで流動資産や流動負債の内容は無視される。しかしながら、言うまでもなく流動資産の内容は多岐に渡る。流動負債も同様であり、他の古典

的指標で扱う資産と負債のいずれも内容は千差万別となる。具体的な勘定科目や金額規模を全て一つの資産や負債の概念に括って安全性の高低を評価するのは、やはり根拠として脆弱である。古典的指標の信頼性や精度を上げるには、少なくとも資産や負債の内容を踏まえることが必要である。

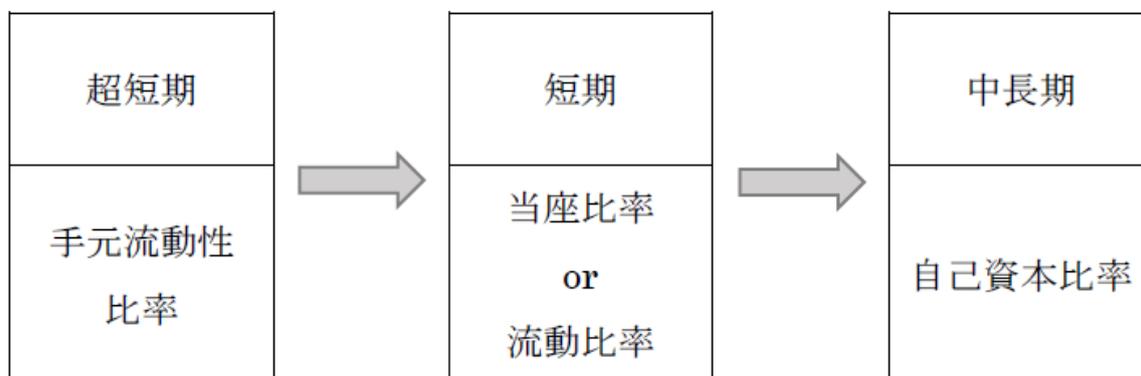
1-2. 安全性を見ていく順番に関する小宮 (2017) の見解

経営コンサルタントとして著名な小宮一慶氏は、経営分析に関する書籍も数多く著されている。その中から 2017 年に発表されている『図解「ROE って何？」という人のための経営指標の教科書』で示されている安全性を見ていく順番に関する見解を紹介する。この見解は小宮氏の他の書籍でも紹介されている考え方である。

小宮 (2017) は「会社の安全性は、必ず現金に近いところから見ること、決して順番を間違えないようにしてください」(p.178) と

して、超短期→短期→中長期の順番で安全性を見ていく方法を紹介している（図 1-2）。

図 1-2. 安全性を見ていく順番と指標



出所：小宮（2017, p.179）を元に筆者作成

すなわち、手元にある資金の状態＝超短期＝目前の安全性を手元流動性比率（手元流動性／平均月商）でまず確認し、次に当座比率ないし流動比率で短期的な安全性を見る。その上で中長期的な安全性として自己資本比率を見るという順番である。この見方は実務的であり、特に本稿で取り上げるような危機に際しては何より超短期の安全性＝手元流動性を重視することが必要になる。実際、後述するケースでは何れも手元流動性を重視した経営が行われ、短期と長期の安全性も連動して変化が起きる現象が見られる。

1-3. CF 計算書に基づく安全性の見方

CF 計算書は期首から期末に至る現金及び現金同等物の変動を説明している。そして最終的に期末時点での現金及び現金同等物が幾らかを表示している。これは言い換えると、期末時点での手元資金の金額を表示している。

つまり、CF 計算書は手元資金が安全な水準にあるかを判断する有力な手がかりである。厳密には手元流動性は BS 上の現金及び預金と有価証券を合計した値であるが、CF 計算書の現金及び現金同等物は手元流動性のうちより現金に近いもの＝手元資金を指している。

表 1-1 に基づいて安全性の基本的な見方を説明する。

安全性を見ていく際には即応性のある手元資金にまず注目する。そして、CF 計算書が現金及び現金同等物を巡る変動を網羅していることから、その構造を短期と長期の安全性の観点から利用する。CF 計算書は営業 CF、投資 CF、財務 CF と大きく 3 つに区分されるが、このうち営業 CF と投資 CF は短期の安全性、財務 CF は長期と超短期の安全性に関連する。また、短期と長期の安全性に関連するのが営業 CF から投資 CF を差し引く FCF（フリー・キャッシュ・フロー）である。

表 1-1. CF 計算書の各 CF 及び FCF と安全性の関連

	関連する安全性	具体的な見方
営業 CF	短期の安全性	黒字（プラス）か否かが重要。 営業 CF の黒字は短期の安全性の第一条件。
投資 CF		主として BS の資産に影響。 一般的には設備投資で支出超過になることから短期の安全性に関連するが、証券投資や子会社等への融資といった事項も含め短期の安全性に関連する。
FCF	短期と長期の安全性	FCF は短期と長期の安全性を見る上で鍵となる。 一般的には投資 CF が支出超過（マイナス）となることから、営業 CF の黒字でカバーできているかが問われる（=FCF がプラスか否か）。 しかしながら、投資 CF の内容次第では FCF がプラスかマイナスかだけでは評価できない。
財務 CF	長期の安全性 + 超短期の安全性	主として BS の資本（負債と純資産）に影響 一般的には FCF のプラスを原資に財務 CF で負債の返済や配当の支払いが行われ（財務 CF がマイナス）、残りが手元資金の増大に回ることが想定される。 しかしながら、株式発行を含む資金調達を行う場合もあり、返済と調達の両面で長期の安全性だけでなく超短期の安全性にも関連する。
手元資金 (期末現金)	超短期の安全性	安全性の一丁目一番地。

出所：筆者作成

営業 CF が黒字、すなわちプラスになることは、短期の安全性を確保する前提になる。本業である営業活動からの現金創出がマイナスになることは、そもそも安全性が毀損している。そして、設備投資に代表される投資 CF は一般的な説明として本業で稼ぎ出した現金

の中に収めることが重要とされる。これは一般論としては正しい。FCF をプラスにすることが CF 経営の原則とされることは間違っていない。しかしながら、厳密には投資 CF の内容と特性を十分に踏まえて FCF のプラス or マイナスを評価する必要がある。

表 1-2. 投資 CF の記載項目

設備投資	(支出)	……新規設備投資のための資本的支出
	(収入)	……中古設備の売却収入
証券投資	(支出)	……有価証券の新規取得
	(収入)	……有価証券の売却収入
融資	(支出)	……新規の貸付、預金の新規預入れ
	(収入)	……貸付金の回収、預金の解約

出所：桜井（2020, p.107）

表 1-2 にあるように、投資 CF には設備投資だけでなく証券投資と融資が記載されている。しかもそれぞれ支出と収入が記載されている。このうち証券投資と融資に関しては支出と収入が数期平均すると大した差がでないとされる（桜井, 2020, p.107）。そして、設備投資に関しては新規設備投資のための資本的支出が中古設備の売却収入を一般に大きく上回ることから、投資 CF 全体としてマイナスになることが想定される。FCF をプラスにするという前提には、こういった投資 CF の内容の特性がある。つまり、証券投資と融資はプラスマイナスがとんとんとなることが多く、投資 CF のマイナスのほとんどが新規設備投資によって説明できるという教科書的理解で

ある。教科書的理解を前提にすると、営業 CF の範囲内に投資 CF が収まることが望ましいということになる。

しかしながら、短期で見るとこの前提は崩れることがある。証券投資や融資で支出が大きく超過したり、収入が大規模になったりするケースがある。そういった内容を踏まえないで FCF がプラスかマイナスかだけを取り上げて意味がない。但し、FCF がプラスであれば財務 CF での借入金の返済や配当金の支払いが手元資金を取り崩すことなく可能となる。財務 CF やその後の手元資金を一定程度以上に保つには、FCF で十分なプラスを確保することが基本的に必要である。

表 1-3. 財務 CF の記載項目

資金調達手段	収入項目	支出項目
借入金	新規借入の収入	返済による支出
社債	新規発行による収入	償還による支出
株式	新株発行による収入	配当金の支払額 自己株式の取得支出

出所：桜井（2020, p.110）

次に、長期と超短期の安全性に関連する財務 CF は、CF 経営の文脈では FCF のプラスを前提に典型的に借入金の返済や配当金の支払いによってマイナスになることが想定される。教科書的な状況が連続すれば、年を追うごとに資本構成における負債比率の低下、自己資本比率の上昇が実現し、長期の安全性が向上する。逆に FCF がマイナスであれば、財務 CF によって手当するか、手元資金を取り崩して対応するしかない。その場合、財務 CF の中で具体的にどのような手段で対応するかによるが資本構成に影響が出ることは間違いない。つまり長期の安全性に影響が出る。そして、手元資金を取り崩すことは超短期の安全性に影響が出る。

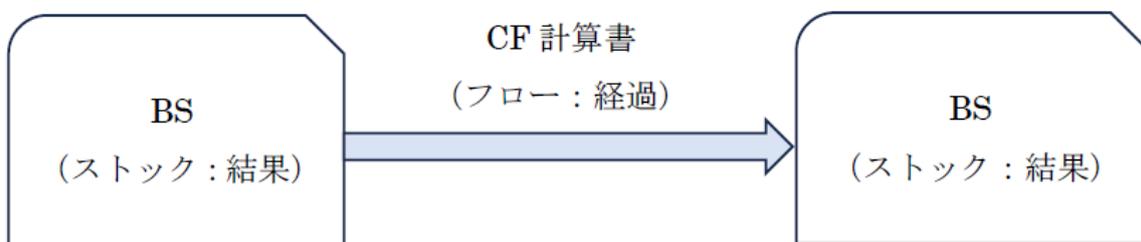
通常の状態であれば FCF のプラス or マイナスによって財務 CF と手元資金の動きをフォローして長期の安全性と超短期の安全性の変化を見れば良い。しかしながら、コロナ禍のような危機の状況下では FCF が仮にプラスであっても手元資金の充実を図ることを目的に財務 CF がプラスとなる（大規模な資金調達を行う）こともある。つまり、FCF の動

きとは連動しないケースも考えられる。そういった場合も考慮して財務 CF の動きは評価する必要がある。何れにしても財務 CF は資本構成の変化と密接に結びつくという意味で長期の安全性に関連する。そして、その効果は FCF と手元資金に影響する。

1-4. CF と BS ベースの指標及び BS の組み合わせによる限界の克服

古典的指標の限界である期首から期末までの変化がフォローされないことは、CF 計算書を中心にする事で克服が可能である。年度末の結果だけで判断するのではなく、年度末に至る経過を丁寧にフォローすれば良い（図 1-3）。CF 計算書も年度末時点での取りまとめという点では共通するものの、フロー、経過がまとまっている点が有用である。また、企業によっては四半期ごとに CF 計算書を作成していたり、第二四半期に作成していたりする。年間の CF 計算書だけでなく四半期の CF 計算書を適宜使用することで、経過のフォローを細かく行うこともできる。

図 1-3. CF 計算書と BS



出所：筆者作成

そして、重要なことは CF 計算書と古典的指標、BS を組み合わせて使うことである。図 1-4 を元に説明すると、安全性は CF 計算書

の①手元資金の水準や推移から確認を始め、次に②FCF がプラスかマイナスかを確認する。その上で③の財務 CF の動きを確認する。

コロナ禍の影響を受けた企業の財務安全性の確保

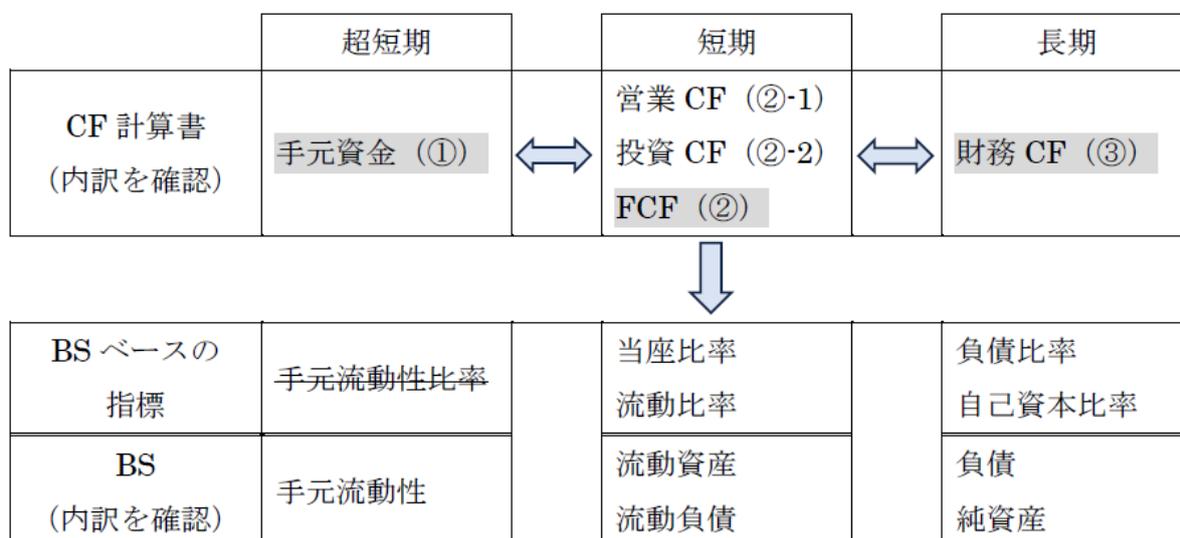
CF 経営の文脈で言えば、FCF がプラスとなって財務 CF がマイナスとなり手元資金が増大する流れが通常望まれる姿である。

次に、FCF がプラスにしてもマイナスにしても、その要因がどういう点にあるのかを営業 CF (②-1) と投資 CF (②-2) それぞれの内訳に遡って検討する。営業 CF であれば、そもそも営業 CF がプラスかマイナスか、前提となる税引前純利益が黒字か赤字か、非資金項目の影響はどうか、運転資本の動きはど

うなっているかを確認する。投資 CF であれば、表 1-2 の区分を参考に金額的にインパクトが大きい要因が何かを検討する。

財務 CF の動きは資本構成に影響を与えることが多い。負債や株式の動向を確認すると共に配当の支払状況も確認する。その上で財務 CF が FCF との比較で収まっているかどうか、手元資金の増大もしくは減少に繋がっているかを確認する。

図 1-4. 安全性分析の関連イメージ



出所：筆者作成

これら CF 計算書に基づくフローの経過を確認した上で、BS をベースとする古典的指標などとの間で整合性があるかを確認する。また、指標の確認に止まらず分母と分子の内訳 (BS) にも適宜遡って検討を加える。BS はあくまで結果 (ストック) であることから、経過 (フロー) との間で解釈ができない状況はない。この検討を加えることで経過と結果の因果関係を明確にする。

上述の一連の構造を通じて検討を行えば、

古典的指標だけで評価することの限界であるフローが加味されないことを回避し、資産や負債の構成内容の違いを踏まえて安全性を評価できる。大事なことは、安全性を超短期→短期→長期で捉えることであり、フローとストックの間でインパクトの大きい要因を押さえて因果関係を理解することである。

なお、図 1-4 では手元流動性比率に取り消し線を入れている。これは通常の状態であれば手元流動性比率が手元資金の水準を評価す

る指標として機能するが、コロナ禍のような危機に際しては計算式に含まれる売上高が大きく振れるため指標として役立たないためである。後述する各ケースの検討でも手元資金や手元流動性は言及するが、意図的に手元流動性比率は使用していない。

2. ケース①：ロイヤルホールディングス株式会社

ロイヤルHDがコロナ禍の影響を受けたのは2020年12月期からである。表2-1にあるように、コロナ禍の影響を受ける前の2019年12月期の売上高1,365億46百万円から4割ほど減少し、2020年12月期は803億49百万円となった。2021年12月期も売上高は同

様で798億73百万円と低迷した。2022年12月期は1,040億15百万円と回復基調にあるものの、まだ十分な回復には至っていない。

手元資金（期末現金）に注目すると、コロナ禍を受けて一貫して増大していることが分かる。従来に比べて手元資金を分厚くする姿勢が見られ、コロナ禍によって予想を超える状況が生じたとしても対応できる体制を重視していることが窺える。また、FCFに注目すると、2020年12月期こそ大幅なマイナスとなっているが2021年12月期は投資CFをプラスにすることでFCFをぎりぎりプラスにできており、2022年12月期は再びFCFがマイナスとなるものの小さく抑えられている。

表2-1. 売上高、各種CF、手元資金の推移

(単位：百万円)

	2019年12月期	2020年12月期	2021年12月期	2022年12月期
売上高	136,546	80,349	79,873	104,015
営業CF	9,849	△7,234	△1,886	7,389
投資CF	△5,941	△9,918	2,061	△8,552
FCF	3,908	△17,152	175	△1,163
財務CF	△4,774	26,590	9,070	3,702
手元資金	4,449	13,890	23,120	25,660

出所：各年度の有価証券報告書を元に作成

一方、古典的な安全性の指標を見てみると、ロイヤルHDの短期と長期の安全性は2020年12月期こそ急激に低下したものの、早く

も2021年12月期から回復を見せて推移していることが分かる（表2-2）。

表 2-2. 短期と長期の安全性指標の推移

	2019年12月期	2020年12月期	2021年12月期	2022年12月期
当座比率	67.0%	39.7%	119.6%	108.8%
流動比率	107.2%	54.7%	142.1%	127.7%
負債比率	97.1%	404.0%	222.9%	175.8%
自己資本比率	50.7%	19.8%	31.0%	36.3%

出所：各年度の有価証券報告書を元に作成

これらの状況理解を前提にコロナ禍の影響を受けた 2020 年 12 月期、2021 年 12 月期、2022 年 12 月期、それぞれの検討を行う。

(2020 年 12 月期の検討)

売上高が前年度から 4 割も減少する中でロイヤル HD がどう財務的に乗り越えたかは、表 2-1 の CF の概要から明らかである。すなわち、2020 年 12 月期は売上の低迷によって営業 CF が赤字に転落し、かつ投資 CF も△99

億 18 百万円で FCF が△171 億 52 百万円となったことに対して、財務 CF で 265 億 90 百万円を手当して最終的に期末現金は前期末に比べて約 95 億円増大した。財務 CF の内訳を見ると（表 2-3）、短期借入金の増大額が 241 億 50 百万円と突出して多く、続いて長期借入れによる収入が 40 億円となっている。つまり、借入れを多くすることで手元資金を厚くして安全性を確保した。

表 2-3. 2020 年 12 月期の財務 CF の内訳

(単位：百万円)

財務活動によるキャッシュ・フロー	26,590
短期借入金の純増減額（△は減少）	24,150
長期借入れによる収入	4,000
長期借入金の返済による支出	△1,556
配当金の支払額	△1,062
非支配株主への配当金の支払額	△77
ファイナンス・リース債務の返済による支出	△1,795
セール・アンド・リースバックによる収入	2,936
その他	△5

出所：2020 年 12 月期の有価証券報告書を抜粋編集

2020 年 12 月期の年度末だけでなく四半期報告に目を向けると、財務 CF における短期借入れや長期借入れがコロナ禍に直面した早い時期に手当されたことが分かる（表 2-4）。2020 年 12 月期の第一四半期（1 月～3 月）

では短期借入金が増大額が 126 億 50 百万円、長期借入れによる収入が 30 億円と計上され、第二四半期（4 月～6 月）で短期借入れと長期借入れの両方が先の金額に達している。

表 2-4. 第一四半期から第三四半期の財務 CF の内訳

(単位：百万円)

	第一四半期	第二四半期	第三四半期
財務活動によるキャッシュ・フロー	13,843	25,535	24,391
短期借入金の純増減額（△は減少）	12,650	24,150	24,150
長期借入れによる収入	3,000	4,000	4,000
長期借入金の返済による支出	△203	△526	△1,248
配当金の支払額	△1,062	△1,062	△1,062
非支配株主への配当金の支払額	△77	△77	△77
ファイナンス・リース債務の返済による支出	△462	△948	△1,370
その他	△0	△0	△0

出所：2020 年 12 月期の各報告書から作成

第一四半期から年度末までの売上高を含む CF の推移をまとめると、表 2-5 のようになる。

表 2-5. 四半期ベースでの売上高、各種 CF、手元資金の推移

(単位：百万円)

	第一四半期	第二四半期	第三四半期	2020年12月期
売上高	26,880	38,503	58,212	80,349
営業CF	△108	△7,591	△7,549	△7,234
投資CF	△8,749	△9,638	△10,326	△9,918
FCF	△8,857	△17,229	△17,875	△17,152
財務CF	13,843	25,535	24,391	26,590
手元資金	9,431	12,757	10,965	13,890

出所：2020 年 12 月期の各報告書から作成

表 2-5 を見ると、2020 年 12 月期というコロナ禍に直面した 1 年目は、第二四半期までに準備された借入れが FCF のマイナスをカバーすることで財務的な安全性が確保されたことが分かる。また、本稿では検討しないが、第二四半期以降の FCF がほぼ同じ金額で推移したことも注目できる。特に営業 CF の赤字幅が広がることなく抑制できたことが、第三四半期以降にさらなる財務 CF における手当を行う必要が生じなかった最大の理由と考えられる。

(2021 年 12 月期の検討)

表 2-1 にあるように、コロナ禍が 2 年目に突入した 2021 年 12 月期は、FCF をプラスにしたことが財務的な安全性を確保する上で重要なポイントとなった。そこに財務 CF で 90 億 70 百万円を確保し、期末の手元資金は前年度末に比べて約 100 億円増大して 231 億 20 百万円となった。コロナ禍という未曾有の危機に直面する中でロイヤル HD の財務安全性は 2 年目には向上した。

財務安全性が向上したというのは手元資金の厚さが増したことが代表的であるものの、短期だけでなく長期の安全性が回復に入ったことも見逃せない事実である（表 2-2）。

表 2-6. 2020 年 12 月期と 2021 年 12 月期の財務 CF の内訳

(単位：百万円)

	2020年12月期	2021年12月期
財務活動によるキャッシュ・フロー	26,590	9,070
短期借入金の純増減額（△は減少）	24,150	△17,860
長期借入れによる収入	4,000	18,500
長期借入金の返済による支出	△1,556	△4,827
株式の発行による収入	—	15,685
配当金の支払額	△1,062	—
非支配株主への配当金の支払額	△77	—
ファイナンス・リース債務の返済による支出	△1,795	△2,241
セール・アンド・リースバックによる収入	2,936	—
その他	△5	185

出所：2021 年 12 月期の有価証券報告書を抜粋編集

2021 年 12 月期の財務 CF の内訳を見ると（表 2-6）、短期借入金が 178 億 60 百万円ほど減少する一方、長期借入れによる収入が 185 億円と計上されていること、長期借入

金の返済が 48 億 27 百万円となっていることが注目できる。これは前年の 2020 年 12 月期に手当した短期借入金の多くを減らすと共に長期借入金も一旦返済し、新たな長期借入れ

コロナ禍の影響を受けた企業の財務安全性の確保

を行なったと見ることができる（当該年度の BS を確認すると、短期借入金は 245 億円から 66 億 40 百万円に減少し、長期借入金は 26 億 95 百万円から 157 億 80 百万円に増大した）。つまり、短期から長期に借入れをシフトした。加えて資金調達という点で注目できるのは、株式の発行による収入が 156 億 85 百万円と計上されていることである。借入れの質を変えると共に株主資本の充実を図ったことは、手元だけでなく短期と長期の安全性の向上に寄与した。

長期の安全性という点で言えば、自己資本比率が 30% 台に回復したことが注目できる（表 2-2）。コロナ禍以前の 2019 年 12 月期の 50% 台には当然及ばないが、コロナ禍 2 年目の中で 2020 年 12 月期の 19.8% から一気に一つの目安と言える 30% 台に乗せた。借入れの内容変化と株式発行を戦略的に行うことで、本格的な回復に向けた準備をこの段階で整えたと思われる。また、短期の安全性では

コロナ禍以前の当座比率や流動比率と比べても高い水準となった。これは借入れの変化に加えて、当座資産や流動資産に占める現金及び現金同等物の規模が大きくなっているからである。つまり、2020 年 12 月期から引き続き手元資金を従前よりも厚くして状況の変化に即応できる体制を維持する一方、適切に運転資本の管理を行なっている。

(2022 年 12 月期の検討)

表 2-1 にあるように、2022 年 12 月期はコロナ禍の影響が続いている時期ではあるものの売上高は回復基調にあり、営業 CF も同様に回復基調になっている。また、FCF はマイナスとなっているが財務 CF で十分な手当が行われ、期末の手元資金は前期末よりも増大した。

2022 年 12 月期の財務 CF の内訳は表 2-7 の通りである。

表 2-7. 2022 年 12 月期の財務 CF の内訳

(単位：百万円)

	2022年12月期
財務活動によるキャッシュ・フロー	3,702
短期借入金の純増減額（△は減少）	1,892
長期借入れによる収入	—
長期借入金の返済による支出	△3,540
株式の発行による収入	8,300
配当金の支払額	△513
ファイナンス・リース債務の返済による支出	△2,436
その他	△0

出所：2022 年 12 月期の有価証券報告書を抜粋編集

財務 CF の内訳から分かるのは、短期借入金の増大も部分的には要因となっているものの、期末の手元資金が増大した最大の要因が株式の発行による収入にあることである。結果的に手元資金が増大すると共に、長期の安全性が高まった。2021 年 12 月期に続き連続で株式を発行することで株主資本は充実し、コロナ禍以前の 2019 年 12 月期の株主資本の水準に近づいている。2023 年以降、利益剰余金を適切に積み上げることと短期と長期の借入れを順次解消していくことができれば、数年以内にコロナ禍以前の水準に長期の安全性は回復することが見込まれる。

2022 年 12 月期はコロナ禍の影響が残っている期間であり、売上高を見ても回復は十分とはなっていない。しかしながら、2020 年 12 月期から重視していると思われる手元資金を分厚く維持する体制を堅持しつつ、適切に運転資本の管理を行うことで短期の安全性は確保されている。加えて、前述の長期の安全性を巡る施策によってポスト・コロナ禍に向けた回復軌道を確実にしたのが、この 2022 年 12 月期と評価できる。

3. ケース②：株式会社エイチ・アイ・エス

HIS がコロナ禍の影響を受けたのは 2020 年 10 月期からである。2019 年 10 月期までは業績の拡大に邁進していた。表 3-1 では 2019 年 10 月期からの推移を示しているが、

2019 年 10 月期以前までは積極的に売上高の拡大を志向していた。コロナ禍を受けて売上高は 2020 年 10 月期で 2019 年 10 月期に比べて半減し、2021 年 10 月期と 2022 年 10 月期は連続で 1 千億円台に沈んだ。HIS の売上高の落ち込みとその期間の長さは深刻である。

表 3-1 の限りでは FCF が 2019 年 10 月期から 3 期連続でマイナスとなっているが、実は 2018 年 10 月期もマイナスとなっており、4 期連続で FCF がマイナスとなった。2018 年 10 月期と 2019 年 10 月期の FCF のマイナスと、2020 年 10 月期と 2021 年 10 月期の FCF のマイナスは意味が違う。前者 2 期間が積極的な業績の拡大を目指した結果である一方、後者 2 期間は出血を止めきれていない状態である。いずれにしても FCF のマイナスが 4 期連続する事態となった。そして、2022 年 10 月期は営業 CF の赤字を抑制しつつ投資 CF をプラスにすることで、FCF を何とかプラスに持ち込んだ。

手元資金の推移に注目すると、コロナ禍の 1 年目である 2020 年 10 月期は手元資金を大きく取り崩すことで事態に対応したことが分かる。その後、2 年目の 2021 年 10 月期は営業 CF と投資 CF の抑制と財務 CF での手当が手元資金のさらなる減少を食い止めた。3 年目の 2022 年 10 月期は前述の投資 CF をプラスにしたことの影響が大きく、結果として手元資金を厚くできている。

表 3-1. 売上高、各種 CF、手元資金の推移

(単位：百万円)

	2019年10月期	2020年10月期	2021年10月期	2022年10月期
売上高	808,510	430,284	118,563	142,794
営業CF	39,344	△57,718	△28,397	△14,915
投資CF	△52,116	△47,901	△7,095	53,520
FCF	△12,772	△105,619	△35,492	38,605
財務CF	15,362	△5,602	40,711	5,458
手元資金	192,541	80,445	88,079	136,939

出所：各年度の有価証券報告書を元に筆者作成

表 3-2. 短期と長期の安全性指標の推移

	2019年10月期	2020年10月期	2021年10月期	2022年10月期
当座比率	114.4%	122.3%	135.4%	121.8%
流動比率	150.4%	153.3%	164.5%	146.6%
負債比率	366.0%	322.0%	543.0%	637.9%
自己資本比率	21.5%	23.7%	15.6%	13.6%

出所：各年度の有価証券報告書を元に筆者作成

2019年10月期までのHISは、財務レバレッジを活用することで業績の拡大を追求していた。したがって、長期の安全性は元から低かった。興味深いのは、表3-2で2020年10月期に負債比率と自己資本比率の両方で長期の安全性が向上していることである。しかしながら、その後、長期の安全性に関しては元から低い状態が一層低くなる経過を辿った。また、短期の安全性に関しても表3-2を見る限りでは一貫して目安を超えていることになっているものの、営業CFの推移からすると注意を要する点となっている。

これらの状況理解を前提にコロナ禍の影響

を受けた2020年10月期、2021年10月期、2022年10月期、それぞれの検討を行う。

(2020年10月期の検討)

コロナ禍の1年目となった2020年10月期にあってHISは、表3-1のCFの概観から分かる通りFCFのマイナスを基本的に手元資金の取り崩しで対応した。売上高が半減する中で営業CFの減少と赤字は避け難く、投資CFについても多くがコロナ禍の発生する前の段階で既に支出された状況にあったと思われる。結果としてFCFが大幅なマイナスになることは避けられなかったと考えられる。

表 3-3. 第二四半期と 2020 年 10 月期の売上高、各種 CF、手元資金
(単位：百万円)

	第二四半期	2020年10月期
売上高	344,353	430,284
営業CF	△25,045	△57,718
投資CF	△50,047	△47,901
FCF	△75,092	△105,619
財務CF	△17,656	△5,602
手元資金	99,955	80,445

出所：四半期報告書と有価証券報告書から筆者作成

HIS は CF 計算書を四半期報告では第二四半期のみ公表している。10 月末が年度の期末となることから、第二四半期は 4 月末までが期間となる。表 3-3 を見ると、投資 CF に関しては既に第二四半期までで支出が行われていることが分かる。また、コロナ禍の影響はおそらく第一四半期の途中から現れたと思われる。第二四半期の段階で FCF は既に大幅なマイナスとなっており、かつ財務 CF も年度末よりも大きなマイナスで手元資金は第二四半期の段階で 2019 年 10 月期から 1 千億円ほど取り崩した状態となっていた。つまり、コロナ禍の発生以前に考えられていた投資 CF と財務 CF は概ね予定通りとなる一方、営業 CF に想定外の変化が起きたことが考えられる。意識的に手元資金を取り崩したというよりも、結果的にそうならざるを得なかったというのが実態に近いかもしれない。

そして、第二四半期から年度末の 10 月末までの売上高の伸びは言うまでもなく非常に鈍い。営業 CF の赤字は年度末で見ると第二四半期よりも拡大しているが、営業 CF の内訳を見ると旅行前受金や仕入債務の減少の影響が大きい。売上が立たないだけでなく消失したことが、営業 CF の赤字幅を大きくしたと推測される。一方、投資 CF に関しては第二四半期の段階よりも年度末の方で多少マイナスが縮小した。また、財務 CF では第二四半期の段階よりもマイナス幅が縮小した。これは短期借入れと株式の発行による収入が少なからず貢献した（表 3-4）。しかしながら、いずれにしても FCF は大幅のマイナスとなり、財務 CF もマイナスで手元資金を第二四半期の段階よりさらに取り崩すことで最終的に着地した（但し、手元資金の減少は第二四半期から年度末にかけては小さい）。

表 3-4. 2020 年 10 月期の財務 CF の内訳

(単位：百万円)

財務活動によるキャッシュ・フロー	△5,602
短期借入れによる収入	69,413
短期借入金の返済による支出	△48,544
長期借入れによる収入	5,712
長期借入金の返済による支出	△38,232
社債の償還による支出	—
株式の発行による収入	7,728
配当金の支払額	△1,900
非支配株主への配当金の支払額	△439
連結の範囲の変更を伴わない子会社株式の取得による支出	—
転換社債の償還による支出	—
非支配株主からの払込みによる収入	1,000
新株予約権の発行による収入	116
その他	△456

出所：2020 年 10 月期の有価証券報告書を抜粋編集

そして、表 3-2 で示した安全性指標の向上は、いずれも注意を要する。短期と長期の両方で押さえなければならないのは運転資本の縮小である。

表 3-5. 2019 年 10 月期と 2020 年 10 月期の要約 BS

(単位：百万円)

	2019年10月期	2020年10月期		2019年10月期	2020年10月期
流動資産	348,280	139,223	流動負債	231,572	90,833
現金及び預金	219,175	95,234	負債合計	453,490	316,182
			純資産合計	123,909	98,421
資産合計	577,399	414,604	負債純資産合計	577,399	414,604

出所：2020 年 10 月期の有価証券報告書から作成

表 3-5 を見ると、2020 年 10 月期の流動資産と流動負債の両方で前年度に比べて金額が大きく減少していることが分かる。これは端的に運転資本が縮小していることを示してお

り、旅行に関する前払金や前受金といった科目の減少が著しい状況となっている。そして、純資産が 2020 年 10 月期で減少している最大の理由は利益剰余金の取り崩しである。株式会社
コロナ禍の影響を受けた企業の財務安全性の確保

の発行による株主資本の充実が行われた一方で利益剰余金の取り崩しがあり、その他の変動も含め結果的に純資産は減少した。これらのことから言えることは、短期と長期の両方で安全性が向上したとは言い難いということである。

最後にもう一度、表 3-3 を通して第二四半期と年度末時点の比較をしてみると、拡大する営業 CF の赤字幅を抑制しつつ投資 CF を抑制して FCF の落ち込みを抑え、財務 CF で多少なりともカバーして、手元資金の第二四半期時点からのさらなる減少をできるだけ食い止めたと解釈できる。ケース①のロイヤル HD と同様に、やはり危機に瀕している際に

は手元資金の保全を優先すると共に、FCF がマイナスに陥ることや落ち込みを可能な限り抑制することが鍵だと言える。

(2021 年 10 月期の検討)

表 3-1 の概観から分かるのは、2021 年 10 月期は売上が劇的に低迷する中で FCF のマイナスを極力抑え、FCF のマイナスを財務 CF でカバーして最終的に手元資金を増やしていることである。手元資金が増大していることに注目する必要がある。

2020 年 10 月期の場合と同様に公表されている第二四半期の CF 計算書と並べてみたのが、表 3-6 である。

表 3-6. 第二四半期と 2021 年 10 月期の売上高、各種 CF、手元資金

(単位：百万円)

	第二四半期	2021年10月期
売上高	64,983	118,563
営業CF	△8,833	△28,397
投資CF	4,584	△7,095
FCF	△4,249	△35,492
財務CF	11,697	40,711
期末現金	88,649	88,079

出所：四半期報告書と有価証券報告書から筆者作成

第二四半期と年度末を比較すると、営業 CF や投資 CF の出方、FCF のマイナスの規模に大きな差があるものの、最終的に財務 CF で手当がされ手元資金がどちらもほぼ同じ金額に収まっている。そして、共通しているのは手元資金が 2020 年 10 月期よりも増大していることである。FCF の落ち込みを最大限抑制

して、財務 CF で資金面の手当を行って最終的に手元資金を増やしている事実と一貫した姿勢が見られる。

2021 年 10 月期で FCF の落ち込みを抑制できた最大の理由は、設備投資の抑制である(表 3-7)。

表 3-7. 2020 年 10 月期と 2021 年 10 月期の投資 CF の内訳

(単位：百万円)

	2020年10月期	2021年10月期
投資活動によるキャッシュ・フロー	△47,901	△7,095
定期預金の預入による支出	△18,941	△15,606
定期預金の払戻による収入	30,214	17,810
有価証券の取得による支出	—	△116
有価証券の償還による収入	—	104
有形及び無形固定資産の取得による支出	△66,565	△16,567
有形及び無形固定資産の売却による収入	1,862	8,515
投資有価証券の取得による支出	△1,319	△318
投資有価証券の売却による収入	6,299	823
投資有価証券の償還による収入	91	4,157
関係会社株式の取得による支出	△693	△144
関係会社株式の売却による収入	9	166
連結の範囲の変更を伴う子会社株式の取得による支出	—	△384
連結の範囲の変更を伴う子会社株式の売却による収入	—	228
連結の範囲の変更を伴う子会社株式の売却による支出	△851	—
貸付けによる支出	△230	△72
貸付金の回収による収入	1,347	686
差入保証金の差入による支出	△1,331	△13,232
差入保証金の回収による収入	2,317	2,163
再開発事業による収入	1,587	—
その他	△1,697	4,692

出所：2021 年 10 月期の有価証券報告書から抜粋編集

設備投資の抑制以外にも様々要因は挙げられるが、金額規模では設備投資の抑制が突出している。但し、設備投資以外の部分で相対的に細かいとは言え、投資 CF のマイナス幅を小さくすることや出来るだけプラスにするための努力が 2020 年 10 月期と 2021 年 10 月期の両方で見られる。投資有価証券の売却や償還による収入、有形及び無形固定資産の売却による収入は、そういった対応の一部と考えられる。また、定期預金の動向も興味深

く、手元資金を大きく取り崩さない範囲で預入と払戻のサイクルを回していることが窺える。

次に、表 3-8 で 2021 年 10 月期の財務 CF の内訳を見ると、当該年度で FCF のマイナスをカバーして手元資金を増大させた最大の要因が長期借入れによる収入にあることが分かる。加えて部分的に株式の発行による収入などが貢献している。

コロナ禍の影響を受けた企業の財務安全性の確保

表 3-8. 2020 年 10 月期と 2021 年 10 月期の財務 CF の内訳

(単位：百万円)

	2020年10月期	2021年10月期
財務活動によるキャッシュ・フロー	△5,602	40,711
短期借入れによる収入	69,413	72,818
短期借入金の返済による支出	△48,544	△71,469
長期借入れによる収入	5,712	39,465
長期借入金の返済による支出	△38,232	△1,693
配当金の支払額	△1,900	—
非支配株主への配当金の支払額	△439	△9
株式の発行による収入	7,728	11,994
非支配株主からの払込みによる収入	1,000	2,065
新株予約権の発行による収入	116	—
社債の償還による支出	—	△10,000
その他	△456	△2,458

出所：2021 年 10 月期の有価証券報告書から抜粋編集

2020 年 10 月期と 2021 年 10 月期で共通するのは株式の発行による収入が大きいことであり、2 年連続での新株発行となった。これによって株主資本の中の資本金と資本剰余金は増大しているものの、やはり利益剰余金の取り崩しが大きく、株主資本全体としては連続で減少する結果となっている。

財務 CF の動きは危機に際して手元資金を重視する、目前の安全性を優先するという点で理に適っている。一方、借入れだけでなく株式発行による資金調達を連続で行った意義は、長期の安全性を確保することに狙いがあると考えられる。改めて表 3-2 を見てみると、2021 年 10 月期の自己資本比率は 15.6%と 2 年連続での新株発行がありながら低下している（当然、負債比率は上昇している）。これは逆に言えば新株発行をしていなければ更に低

い水準となったことを意味する。つまり、長期の安全性をいたずらに低下させない施策として新株発行を 2 年連続で行なったことが考えられる。2 年間での利益剰余金の減少は著しく、さらに 2022 年 10 月期での業績回復もおそらく早い段階で難しいとの判断があったと思われる。後述するように 2022 年 10 月期でも新株発行を行っており、結果から見ると継続的な株主資本の増強によって長期の安全性の壊滅的な低下が回避された。

(2022 年 10 月期の検討)

2022 年 10 月期は 2021 年 10 月期に比べると僅かに売上高が回復しているものの、依然としてコロナ禍直前の 2019 年 10 月期の 20%程度に低迷している。しかしながら、手元資金は 1,369 億 39 百万円と 2021 年 10 月期の

コロナ禍の影響を受けた企業の財務安全性の確保

880 億 79 百万円よりも凡そ 500 億円ほど増大した。その最大の要因は FCF をプラスにしたことである（表 3-1）。そして FCF がプラ

スとなった最大の要因は、子会社株式の売却による収入である（表 3-9）。

表 3-9. 2022 年 10 月期の投資 CF の内訳

(単位：百万円)

	2022年10月期
投資活動によるキャッシュ・フロー	53,520
定期預金の預入による支出	△12,001
定期預金の払戻による収入	19,442
有価証券の取得による支出	△0
有価証券の償還による収入	—
有形及び無形固定資産の取得による支出	△8,912
有形及び無形固定資産の売却による収入	10,931
投資有価証券の取得による支出	△1,061
投資有価証券の売却による収入	2,809
投資有価証券の償還による収入	1,281
関係会社株式の取得による支出	△963
関係会社株式の売却による収入	—
連結の範囲の変更を伴う子会社株式の取得による支出	—
連結の範囲の変更を伴う子会社株式の売却による支出	△2,032
連結の範囲の変更を伴う子会社株式の売却による収入	39,847
貸付けによる支出	△40
貸付金の回収による収入	3,909
差入保証金の差入による支出	△777
差入保証金の回収による収入	1,005
その他	85

出所：2022 年 10 月期の有価証券報告書から抜粋編集

2022 年 10 月期の第二四半期の段階でも FCF はプラスで、株式発行もあって手元資金は僅かに増大していた。そこに子会社株式の売却による収入が追加されることで手元資金が大きく増大した。なお、この子会社株式の

売却による収入は、いわゆるハウステンボスの売却で、有価証券報告書にはハウステンボス株式会社及びその子会社 2 社と記載されている。つまりコロナ禍の影響を受けた 3 年目は思い切った資産売却によって FCF をプラ

コロナ禍の影響を受けた企業の財務安全性の確保

スにし、手元資金の充実を図った。
一方、財務 CF の内訳を見ると、財務 CF が

プラスとなった最大の要因が株式の発行による収入であることが分かる（表 3-10）。

表 3-10. 2022 年 10 月期の財務 CF の内訳

(単位：百万円)

	2022年10月期
財務活動によるキャッシュ・フロー	5,458
短期借入れによる収入	111,262
短期借入金の返済による支出	△113,922
長期借入れによる収入	4,255
長期借入金の返済による支出	△1,570
非支配株主への配当金の支払額	△44
自己株式の取得による支出	0
株式の発行による収入	7,500
非支配株主からの払込みによる収入	150
新株予約権の発行による収入	165
社債の償還による支出	—
その他	△2,337

出所：2022 年 10 月期の有価証券報告書から抜粋編集

短期借入れと長期借入れは両方の収入と支出を合わせるとほぼ相殺され、残る大きな金額は株式発行による収入となる。FCF のプラスと合わせて新株発行による収入が手元資金の増大に結果した。

新株発行は 3 年連続となった。CF という側面では新株発行が手元資金の増大に貢献したことは明らかであるが、HIS の一連の株式発行は 2021 年 10 月期の検討で述べた通り、長期の安全性の壊滅的な低下を回避する目的

があると考えられる。表 3-2 を見ると、2022 年 10 月期の自己資本比率は 13.6%と前年度よりも低下している。これは負債金額との兼ね合いと純資産の変動が合わさった結果であり、株式発行を連続しているものの低下を避けられていない。そのことを踏まえた上で、この年度で興味深いのは株主資本の資本金が 210 億 48 百万円から 1 億円に激減していることである（表 3-11）。

表 3-11. 2021 年 10 月期と 2022 年 10 月期の株主資本の内訳

(単位：百万円)

	2021年10月期	2022年10月期
株主資本	41,647	39,954
資本金	21,048	100
資本剰余金	13,328	28,498
利益剰余金	22,275	26,327
自己株式	△15,004	△14,972

出所：2022 年 10 月期の有価証券報告書から抜粋編集

表 3-11 にあるように、資本金が激減する一方で資本剰余金と利益剰余金は増大している。詳しくは株主資本等変動計算書に書かれているが、要するに資本金から資本剰余金と利益剰余金に振替を行い、特に当該年度の純損失をカバーして利益剰余金の増大に繋げている。この措置は 2022 年 10 月期に限らず、翌年度以降の対応も視野に収めたものと思われる。長期の安全性という点では利益を確保できない場合への取り崩し対応を強化するという意味もあるものの、資本金を 1 億円とすることによる制度上のメリットを選択した意味が大きい。制度上のメリットを詳細にここで論じることはできないが、今後の純資産の変動に柔軟に対応できる選択を行なったと考えられる。

4. ケース③：ANA ホールディングス株式会社

ANAHD がコロナ禍の影響を受けたのは、

2020 年 3 月期からである。表 4-1 にあるように、2020 年 3 月期に限って言えば影響を受けた期間が短いことから年間の売上高という点ではそれほどの落ち込みがあるようには見えない。一方、2021 年 3 月期と 2022 年 3 月期は大きく影響を受けた。2 年に渡って売上高が往時の半分以下に低迷した。直近の 2023 年 3 月期は 1 兆 7,074 億 84 百万円と相当な回復を見せている。

表 4-1 の手元資金の推移に注目すると、危機に際して手元資金を重視する姿勢が持たれていることが分かる。2020 年 3 月期では 1,359 億 37 百万円だったが、2021 年 3 月期で 3,703 億 22 百万円、2022 年 3 月期で 6,210 億 37 百万円、2023 年 3 月期で 7,264 億 51 百万円と徐々に厚みが増している。2022 年 3 月期と 2023 年 3 月期は FCF もプラスとなっており、財務 CF の動きも含めて手元資金の推移を評価する必要がある。

表 4-1. 売上高、各種 CF、手元資金の推移

(単位：百万円)

	2020年3月期	2021年3月期	2022年3月期	2023年3月期
売上高	1,974,216	728,683	1,020,324	1,707,484
営業CF	130,169	△270,441	△76,413	449,822
投資CF	△230,218	△595,759	230,019	△204,026
FCF	△100,049	△866,200	153,606	245,796
財務CF	23,869	1,098,172	93,646	△142,909
手元資金	135,937	370,322	621,037	726,451

出所：各年度の有価証券報告書を元に筆者作成

他方、FCF に注目すると、表 4-1 の限りでは 2020 年 3 月期と 2021 年 3 月期でマイナスとなっており、2022 年 3 月期と 2023 年 3 月期はプラスとなっている。ところが表 4-1 にはないものの、実は 2019 年 3 月期と 2018 年 3 月期も FCF はマイナスであり、2020 年 3 月期と 2021 年 3 月期を合わせると連続 4

期で FCF はマイナスとなっていた。これは、少なくとも 2020 年 3 月期までは業績の拡大を積極的に志向した結果として FCF がマイナスになったものと思われる。逆に 2021 年 3 月期の FCF のマイナスは性質が異なることが考えられる。

表 4-2. 短期と長期の安全性指標の推移

	2020年3月期	2021年3月期	2022年3月期	2023年3月期
当座比率	63.6%	212.5%	159.9%	155.1%
流動比率	107.7%	243.6%	243.6%	188.1%
負債比率	139.5%	216.9%	300.6%	286.8%
自己資本比率	41.8%	31.6%	25.0%	25.9%

出所：各年度の有価証券報告書を元に筆者作成

表 4-2 の古典的な安全性指標の推移に目を移すと、短期の安全性では流動比率が一貫して目安が確保される一方、長期の安全性はコロナ禍を受けて低下したことが分かる。短期の安全性に関しては前述の手元資金を徐々に分厚くした推移から推測されることとして、特に流動資産のうち現金及び預金の割合が高

まった結果であることが考えられる。また、長期の安全性は 2020 年 3 月期でも高いとは言えないが、その後の推移は長期の安全性を犠牲にして短期の安全性の確保を優先したことが窺われる。

これらの状況理解を前提にコロナ禍の影響を受けた 2020 年 3 月期、2021 年 3 月期、

コロナ禍の影響を受けた企業の財務安全性の確保

2022年3月期、2023年3月期それぞれの検討を行う。

(2020年3月期の検討)

2020年3月期に関しては、コロナ禍の影響が出始めたのが第三四半期から年度末にかけて(2020年1月から3月)と思われる。その

ため、第三四半期までの業績推移は2019年3月期と同様で異常な動きは見られない。

また、売上高だけ見ると2020年3月期はコロナ禍の影響があまり出ていないように見える。しかしながら、営業CFに注目すると既に大きな影響が年度末に生じていたことが分かる(表4-3)。

表4-3. 2019年3月期と2020年3月期の営業CFの内訳

(単位：百万円)

	2019年3月期	2020年3月期
営業活動によるキャッシュ・フロー	296,148	130,169
税金等調整前当期純利益	154,023	51,501
減価償却費	159,541	175,739
減損損失	1,997	25,159
のれん償却額	4,031	4,006
固定資産売却損益(△は益)及び除却損	9,204	689
投資有価証券売却及び評価損益(△は益)	△149	△269
関係会社株式売却損益(△は益)	343	7
貸倒引当金の増減額(△は減少)	51	419
退職給付に係る負債の増減額(△は減少)	4,801	5,503
受取利息及び受取配当金	△2,926	△3,031
支払利息	6,995	6,291
為替差損益(△は益)	△534	273
売上債権の増減額(△は増加)	△7,195	82,312
その他債権の増減額(△は増加)	△20,788	△9,284
仕入債務の増減額(△は減少)	3,355	△38,045
発売未決済の増減額(△は減少)	37,597	△107,123
その他	12,694	△14,510
小計	363,040	179,637
利息及び配当金の受取額	3,447	3,831
利息の支払額	△7,175	△6,371
法人税等の支払額	△63,164	△46,928

出所：2020年3月期の有価証券報告書を抜粋編集

2019年3月期の売上高は2兆583億12百万円で、2020年3月期の1兆9,742億16百万円とそこまで開きはない。ところが営業CFは最終的に半分以下に沈んでいる。その主な理由は税引前純利益が三分の一に落ち込んでいることに加えて、運転資本の動きが営業CFを大きく減少させていることである。税引前純利益の落ち込みは非資金項目の減損損失によってCF的には足し戻され2019年3月期との差が縮まるものの、運転資本の動きによって両者の差が広がっている。具体的には2020年3月期の売上債権の増減、その他債権の増減、仕入債務の増減、発売未決済の増減を足し合わせると△721億40百万円となり、営業CFを押し下げている(2019年3月期で同様に足し合わせると129億69百万円となる)。多くの航空便でキャンセルが相次いだことによって営業CFが押し下げられたと思わ

れる。

次に投資CFに目を移すと、2019年3月期に比べると多少抑制された感があるもののコロナ禍が発生する前の段階で概ね内容が固まっていたと思われる。表4-4を見ると、投資CFの内訳からも特段コロナ禍を受けた緊急的な対応が少なくとも目立つ形では見られない。あるとすれば、有形固定資産と無形固定資産の取得が最終的に多少抑えられたかもしれない可能性と、有形固定資産の売却による収入が多少上積みされたかもしれないといった可能性が考えられる。何れにしても営業CFの想定外の落ち込みと内容の多くが固まっていたと思われる投資CFによって、FCFは想定外のマイナスになったと考えられる(仮に営業CFが2019年3月期並み以上であればFCFはプラスとなっていた可能性が高い)。

表 4-4. 2019年3月期と2020年3月期の投資CFの内訳

(単位：百万円)

	2019年3月期	2020年3月期
投資活動によるキャッシュ・フロー	△308,671	△230,218
定期預金の預入による支出	△45,811	△55,819
定期預金の払戻による収入	30,794	50,789
有価証券の取得による支出	△176,060	△175,070
有価証券の償還による収入	196,582	159,200
有形固定資産の取得による支出	△336,807	△317,604
有形固定資産の売却による収入	84,917	151,652
無形固定資産の取得による支出	△39,057	△33,757
投資有価証券の取得による支出	△18,978	△8,339
投資有価証券の売却による収入	153	1,424
その他	△4,404	△2,694

出所：2020年3月期の有価証券報告書を抜粋編集

コロナ禍の影響を受けた企業の財務安全性の確保

表 4-1 にあるように、2020 年 3 月期の FCF のマイナスは約 1,000 億円である。そのマイナスを財務 CF でどうカバーしたかを見ると部分的かつ緊急的に長期借入れや社債の発行

によって手当をしたと思われるものの、多くの部分は手元資金を取り崩すことで対応したことが分かる。

表 4-5. 第二四半期と 2020 年 3 月期の財務 CF の内訳

(単位：百万円)

	第二四半期	2020年3月期
財務活動によるキャッシュ・フロー	371	23,869
短期借入金の純増減額 (△は減少)	—	98
長期借入れによる収入	78,823	96,684
長期借入金の返済による支出	△40,517	△82,035
社債の発行による収入	19,875	69,586
社債の償還による支出	△30,000	△30,000
リース債務の返済による支出	△2,383	△4,609
連結の範囲の変更を伴わない子会社株式の取得による支出	—	△96
自己株式の純増減額 (△は増加)	△393	△405
配当金の支払額	△25,105	△25,105
その他	71	△249

出所：2020 年 3 月期の四半期報告書と有価証券報告書を抜粋編集

表 4-5 は 2020 年 3 月期の第二四半期と年度末の財務 CF の内訳である。借入金など債務の返済は予定通りに支出されていると思われる、第二四半期との比較で財務 CF をプラスで大きくする観点で目立つのは長期借入れと社債の発行による収入である。特に社債の発行による収入は第二四半期時点に比べて 500 億円ほど増大しており、長期借入れによる収入も同様に 180 億円ほど増大している。しかしながら、支出額との兼ね合いから最終的に財務 CF 全体としては 240 億円ほどしか FCF のマイナスをカバーできなかった。そして、手元資金を 760 億円ほど取り崩すことで 2020 年 3 月期は着地した (表 4-1)。

(2021 年 3 月期の検討)

2021 年 3 月期はコロナ禍の影響を受けて最も売上高が落ち込んだ。コロナ禍以前の約 2 兆円に比べると半分以下である。当然、営業 CF は落ち込んで赤字となった。このような状況であれば通常、設備投資は抑制され投資 CF は場合によっては資産売却を含む対応によってプラスにすることが考えられるが、投資 CF は大きなマイナスとなった。結果、FCF も大幅のマイナスとなり、財務 CF はそのマイナスを埋め合わせると共に手元資金を増大させる規模でプラスとなった。

2021 年 3 月期で注目できるのは投資 CF と財務 CF それぞれの内訳である。まず投資 CF

コロナ禍の影響を受けた企業の財務安全性の確保

の内訳を第二四半期と年度末で比較しながら
見てみよう。

表 4-6. 第二四半期と 2021 年 3 月期の投資 CF の内訳

(単位：百万円)

	第二四半期	2021年3月期
投資活動によるキャッシュ・フロー	37,202	△595,759
定期預金の預入による支出	△28,735	△372,626
定期預金の払戻による収入	58,700	162,300
有価証券の取得による支出	—	△437,280
有価証券の償還による収入	71,590	154,870
有形固定資産の取得による支出	△68,423	△134,174
有形固定資産の売却による収入	17,224	54,415
無形固定資産の取得による支出	△12,349	△22,536
投資有価証券の取得による支出	△3,795	△7,168
投資有価証券の売却による収入	474	1,207
投資有価証券の払戻による収入	1,012	2,527
その他	1,504	2,706

出所：2021 年 3 月期の四半期報告書と有価証券報告書を抜粋編集

表 4-6 を見てみると、2021 年 3 月期の第二四半期の段階では投資 CF が全体としてプラスであり、プラスにできている主な要因が定期預金の払戻であったり、有価証券の償還であったり、有形固定資産の売却であったりすることが分かる。つまり、手元資金を厚くする方向で調整が図られている。ところが、年度末時点では定期預金の預入や有価証券の

取得などによる支出が大規模で行われている。これは手元資金を単純に現金で持つのではなく、定期預金や有価証券といった形で持つことに切り替えたためと考えられる。投資 CF 全体では支出額が大きく、FCF もマイナスが大きくなっているものの、大規模な設備投資が行われたといったことではない。

表 4-7. 第二四半期と 2021 年 3 月期の財務 CF の内訳

(単位：百万円)

	第二四半期	2021年3月期
財務活動によるキャッシュ・フロー	469,459	1,098,172
短期借入金の純増減額 (△は減少)	99,908	97,747
長期借入れによる収入	435,687	827,988
長期借入金の返済による支出	△42,631	△98,949
社債の発行による収入	—	—
社債の償還による支出	△20,000	△20,000
リース債務の返済による支出	△3,071	△4,668
連結の範囲の変更を伴わない子会社株式の取得による支出	—	—
株式の発行による収入	—	296,098
非支配株主からの払込みによる収入	2	318
自己株式の純増減額 (△は増加)	107	99
配当金の支払額	—	—
その他	△543	△461

出所：2021 年 3 月期の四半期報告書と有価証券報告書を抜粋編集

表 4-7 を見ると、投資 CF における定期預金の預入や有価証券の取得の原資が財務 CF の長期借入れや株式の発行による収入であることが分かる。第二四半期までの段階では投資 CF をプラスにして財務 CF でも長期借入れをすることで手元資金を充実させていたが、年度末に向けてはさらに大規模に資金調達を行なった。そして、大規模に調達した資金を定期預金と有価証券に振り向けることで少しでも利鞘を稼ぐようにし、即時に使える手元

資金も充実させたと考えられる。

大規模な資金調達と定期預金や有価証券に振り向けたことは、表 4-2 の古典的な安全性指標の当座比率や流動比率の変化に表れている。両指標とも 200%を超えており、流動負債の倍以上の当座資産と流動資産の状態になっていることを示している。実際、流動資産の内訳を見てみると、流動資産の大半が現金及び預金と有価証券であることが分かる (表 4-8)。

表 4-8. 2020 年 3 月期と 2021 年 3 月期の流動資産と流動負債

(単位：百万円)

	2020年3月期	2021年3月期		2020年3月期	2021年3月期
流動資産	571,162	1,226,302	流動負債	530,546	503,405
現金及び預金	109,447	464,739			
有価証券	129,200	500,980			

出所：2021 年 3 月期の有価証券報告書を抜粋編集

一方、長期の安全性に関しては財務 CF における長期借入れの規模が大きいことから、株式発行による資金調達があるものの負債比

率が上昇し自己資本比率が低下する推移となることは理解できる。その上で、株主資本の動きには注意を要する点がある。

表 4-9. 2020 年 3 月期と 2021 年 3 月期の負債と純資産の内訳抜粋

(単位：百万円)

	2020年3月期	2021年3月期
流動負債	530,546	503,405
固定負債	960,737	1,692,158
長期借入金	416,900	1,168,252
負債合計	1,491,283	2,195,563
株主資本	1,068,663	960,696
資本金	318,789	467,601
資本剰余金	258,470	407,329
利益剰余金	550,839	145,101
自己株式	△59,435	△59,335
純資産合計	1,068,870	1,012,320

出所：2021 年 3 月期の有価証券報告書を抜粋編集

表 4-9 にあるように、負債では特に長期借入金が 1 兆円を超える金額となって固定負債の大半を占めていることが分かる。財務 CF における長期借入れが素直に BS に反映され

ている。他方、株主資本に関しては株式発行による資金調達があったにも関わらず金額的にむしろ減少している。表 4-9 の株主資本の内訳から分かるように、資本金と資本剰余金

は増えているものの利益剰余金が大きく減少しており、結果的に株主資本は減少した。これは 2021 年 3 月期が 4,046 億 24 百万円の当期純損失となっているためである。

自己資本比率は 2020 年 3 月期に比べれば 10%ほど低下しているが(表 4-2)、新株発行をしていなければ低下の度合いはより著しいものになったはずである。つまり、大規模な資金調達によって手元資金の充実を図ると共に、資本構成に関して大きくバランスを崩さないよう対処したのが 2021 年 3 月期と言える。

(2022 年 3 月期の検討)

2022 年 3 月期は引き続きコロナ禍の影響を大きく受けた期間である。2021 年 3 月期に比べると売上高は多少回復しているものの、2019 年 3 月期の半分程度である。しかしながら、売上高が 2021 年 3 月期に比べると多少回復したことと費用の抑制が様々な形で行われたことが相まって、2022 年 3 月期の営業 CF の赤字は前年度に比べて相当抑制された。

そして、2022 年 3 月期は何より FCF がプラスとなった(表 4-1)。これは投資 CF が営業 CF のマイナスをカバーした結果である。投資 CF の内訳を表 4-10 で見てみよう。

表 4-10. 2022 年 3 月期の投資 CF の内訳

(単位：百万円)

	2022年3月期
投資活動によるキャッシュ・フロー	230,019
定期預金の預入による支出	△655,500
定期預金の払戻による収入	635,713
有価証券の取得による支出	△253,889
有価証券の償還による収入	539,230
有形固定資産の取得による支出	△120,591
有形固定資産の売却による収入	87,055
無形固定資産の取得による支出	△12,773
投資有価証券の取得による支出	△2,975
投資有価証券の売却による収入	12,806
投資有価証券の払戻による収入	1,670
その他	△727

出所：2022 年 3 月期の有価証券報告書を抜粋編集

表 4-10 から分かるのは、投資 CF がプラスとなった最大の要因が有価証券の償還にあるということである。定期預金の預入と払戻はわずかに預入が上回っているもののほぼ同額となっており、投資 CF の変動としてはあまり影響がない。有形固定資産の取得と売却も、取得が上回っているものの売却との差額は投資 CF の動き全体からすると大きくはない。そして、プラス要因としては投資有価証券の売却と払戻による収入が後押しする形となっ

ている。つまり 2022 年 3 月期の投資 CF は設備投資を抑制した上で、有価証券の償還などでプラスにしたと考えられる。

繰り返しになるが FCF はプラスであり、財務 CF や手元資金で手当する必要があるといった状態ではない。しかしながら、財務 CF では社債の発行による収入が長期借入金の返済などによる支出をカバーしてプラスとなり（表 4-11）、最終的に手元資金は大きく増大した（表 4-1）。

表 4-11. 2022 年 3 月期の財務 CF の内訳

(単位：百万円)

	2022年3月期
財務活動によるキャッシュ・フロー	93,646
短期借入金の純増減額（△は減少）	—
長期借入れによる収入	—
長期借入金の返済による支出	△72,702
社債の発行による収入	169,799
社債の償還による支出	—
リース債務の返済による支出	△3,011
株式の発行による収入	—
非支配株主からの払込みによる収入	—
自己株式の純増減額（△は増加）	△16
その他	△424

出所：2022 年 3 月期の有価証券報告書を抜粋編集

なお、2022 年 3 月期の古典的な安全性指標は短期と長期の両方で低下している（表 4-2）。短期の安全性は流動資産と流動負債の内訳を見る限りでは、流動資産の方で目立った動きはなく、流動負債における契約負債の金額が増大に貢献しており、結果として当座比率や

流動比率の水準が低下している（表 4-12）。これは業績が回復途上にあることを示唆しており、かつ当座比率と流動比率とも目安は十分に超えていることから問題視するようなものではない。

表 4-12. 2021 年 3 月期と 2022 年 3 月期の流動資産と流動負債の内訳抜粋

(単位：百万円)

	2021年3月期	2022年3月期		2021年3月期	2022年3月期
流動資産	1,226,302	1,293,921	流動負債	503,405	687,889
現金及び預金	464,739	452,679	発売未決済	44,718	—
有価証券	500,980	498,310	契約負債	—	256,023

出所：2022 年 3 月期の有価証券報告書から作成

他方、長期の安全性については負債が契約負債や社債の発行などによって増大する一方、株主資本で利益剰余金が減少した結果として低下している。しかしながら、これも問題視するような状況ではないと考えられる。長期

の安全性はその名の通り長期で考えることが必要であり、ANAHD のこの時点での財務安全性は何より 1 兆円を超える長期借入金と新株発行によって充実した株主資本（資本金＋資本剰余金＝8,749 億 29 百万円）に支えられ

表 4-13. 2021 年 3 月期と 2022 年 3 月期の負債と純資産の内訳抜粋

(単位：百万円)

	2021年3月期	2022年3月期
流動負債	503,405	687,889
固定負債	1,692,158	1,727,129
社債	165,000	185,000
転換社債型新株予約権付社債	140,000	220,000
長期借入金	1,168,252	1,102,218
負債合計	2,195,563	2,415,018
株主資本	960,696	702,351
資本金	467,601	467,601
資本剰余金	407,329	407,328
利益剰余金	145,101	△113,228
自己株式	△59,335	△59,350
純資産合計	1,012,320	803,415

出所：2022 年 3 月期の有価証券報告書から作成

ている（表 4-13）。また、表 4-12 にあるように資産側では現金及び預金と有価証券で 1 兆円近い資産が存在している（加えて固定資産の中で投資有価証券も 1,500 億円程度ある）。利益剰余金の減少は業績の回復と共に解消が見込まれることから、負債のマネジメントを含め長期的に取り組むことで長期の安全性は今後上昇することが見込まれる。

（2023 年 3 月期の検討）

2023 年 3 月期は売上高がコロナ禍以前に近い水準に回復した。結果、営業 CF も黒字となった。前年度まで業績が低迷していたことも影響し、回復軌道の中で営業 CF の増大は大きなものとなった。そして、投資 CF が引き続き抑制されたことで FCF はプラスとなり、財務 CF がマイナスとなるものの最終的に手元資金は増大した（表 4-1）。

2023 年 3 月期の投資 CF の内訳を見てみよう。

表 4-14. 2023 年 3 月期の投資 CF の内訳

（単位：百万円）

	2023年3月期
投資活動によるキャッシュ・フロー	△204,026
定期預金の預入による支出	△861,080
定期預金の払戻による収入	735,354
有価証券の取得による支出	△154,321
有価証券の償還による収入	152,739
有形固定資産の取得による支出	△93,450
有形固定資産の売却による収入	42,717
無形固定資産の取得による支出	△23,442
投資有価証券の取得による支出	△674
投資有価証券の売却による収入	277
投資有価証券の払戻による収入	—
その他	△2,146

出所：2023 年 3 月期の有価証券報告書を抜粋編集

表 4-14 を見てみると、2023 年 3 月期の投資 CF が全体として 2,000 億円規模のマイナスとなっている主たる要因が、定期預金の預

入が払戻を上回った分と有形固定資産及び無形固定資産の支出によることが分かる。定期預金の預入が払戻を超過したことは、手元資

コロナ禍の影響を受けた企業の財務安全性の確保

金を固定化する方向に資金が多く振り向けられたことを意味する。そして、有形固定資産及び無形固定資産に関する支出は前年度と大差がない水準であり、コロナ禍直前に比べると設備投資は抑制されている。つまり、2023年3月期の段階ではまだ短期の安全性を確保することに重点が置かれている。

短期の安全性を確保することに重点があることは、財務CFを踏まえて最終的に手元資金が1,000億円ほど増大したことが象徴的である(表4-1)。手元資金の分厚さはコロナ禍前(約2,000億円)の3倍以上となった。売上が回復してきているとは言え不測の事態に備えているということと、負債の規模が大き

いため対応して手元資金を厚くするという姿勢が窺える。なお、定期預金などを含めBS上の現金及び預金と有価証券を合わせると1兆2,000億円近くあり(表4-15)、なかでも即応できる現金及び現金同等物が約7,300億円に増大している。表4-2にある短期の安全性の指標である当座比率と流動比率は、前年度から当座比率でわずかに低下、流動比率で比較的大きく低下しているが、基本的にこれは2022年3月期と同様で流動負債における契約負債の増大が大きい(表4-15)。当座比率の低下がわずかになったのは、当座資産に含まれる現金及び預金や有価証券がいずれも増大したからである。

表 4-15. 2022 年 3 月期と 2023 年 3 月期の流動資産と流動負債の内訳抜粋

(単位：百万円)

	2022年3月期	2023年3月期		2022年3月期	2023年3月期
流動資産	1,293,921	1,550,820	流動負債	687,889	883,401
現金及び預金	452,679	603,686	契約負債	256,023	393,545
有価証券	498,310	580,037			

出所：2023年3月期の有価証券報告書から作成

表4-16は財務CFの内訳で、財務CF全体では1,429億09百万円のマイナスとなっているが、そのほとんどが返済や償還による支出となっている。短期借入金の増減もあるものの、圧倒的に長期性負債の返済である。

長期借入金の返済や社債の償還による支出は、長期目線に対応することが必要である。

長期借入金の規模は1兆円であり、他の負債も含めて利息負担と元本返済は計画的かつ戦略的に対応しなければならない。業績の回復と持続性を見極めつつ主として長期借入金への対応をどうするかが、財務上の一つの命題となっている。

表 4-16. 2023 年 3 月期の投資 CF の内訳

(単位：百万円)

	2023年3月期
財務活動によるキャッシュ・フロー	△142,909
短期借入金の純増減額（△は減少）	△7,900
長期借入金の返済による支出	△62,775
社債の発行による収入	—
社債の償還による支出	△70,000
リース債務の返済による支出	△3,764
非支配株主からの払込みによる収入	2,000
自己株式の純増減額（△は増加）	△15
その他	△455

出所：2023 年 3 月期の有価証券報告書を抜粋編集

少なくとも 2023 年 3 月期は 1 兆円規模の長期借入金を前提に返済を 2022 年 3 月期に引き続き行い、表 4-15 にあるように他にも社債の償還による支出などを行なっている。結果、BS 上の短期借入金、長期借入金、社債、リース債務のいずれも減少した。また、同年度は当期純利益も出ており利益剰余金のマイナスが減少し株主資本が増大した。表 4-2 における長期の安全性の向上、すなわち負債比率の低下と自己資本比率の上昇はそれらの結果である。

おわりに

本稿ではコロナ禍の影響を大きく受けた企業 3 社を取り上げ、財務の安全性がいかに確保されたかを検討した。本稿で示した CF 計算書を基点とする安全性分析の方法は、その

基礎に CF のバランス、すなわちキャッシュ・バランスがどのような企業であっても求められるというシンプルな発想がある。CF 計算書は企業がどのようにキャッシュ・バランスをとっているかを端的に掴むことができる。また、キャッシュ・バランスの結果が BS に反映されている。

そして、BS の検討を通じて CF 計算書に表れたキャッシュ・バランスの意図が見えてくる場合がある。例えば、本稿で検討した 3 社とも株式発行を行っていたことは CF 計算書では単に資金調達手段の一つとして利用したことしか分からないが、BS を見ると資本構成のバランスを意識したことが示唆された。手元資金が枯渇するのは避けなければならない一方で、著しく長期の安全性が低下するのを良しとする訳にもいかない。長期の安全性の低下は裏返すと財務レバレッジをかけていることでもあり、リスクが高まる。他にも短期

コロナ禍の影響を受けた企業の財務安全性の確保

借入金から長期借入金へのシフト、借入金から社債へのシフトも資本構成や安全性を意識した動きと見られる。こういった点については十分な検討を加えられなかった。

取り上げた3社のうち、特に今後の動向が気になるのは HIS である。ロイヤル HD と ANA HD は流石の回復力で、財務的にコロナ禍前の状態に回復するのは時間の問題と思われる。一方、HIS は売上の回復が鈍く、元から財務体質が脆弱だったこともあり、驚異的な粘りを発揮しているものの現状を脱却する

には少なく見積もっても更に数年かかる可能性がある。資本金を1億円にしたことは、今後の業績の回復と財務状況の改善に相当な時間を要することを覚悟した表れと思われる。

最後に、本稿では短期の安全性の第一条件とした営業 CF については分析方法の説明でもあまり言及せず、ケースの検討でも運転資本の動きなど部分的に言及するのみとなった。営業 CF を巡る収益性（利益率と回転率）と安全性の関連は面白いところであり、別の機会に論じてみたいと思う。

(参考文献)

小宮一慶 (2017) 『図解「ROE って何?」という人のための経営指標の教科書』PHP.

桜井久勝 (2020) 『財務諸表分析 (第 8 版)』中央経済社.

ANA ホールディングス株式会社

ANA ホールディングス株式会社 (2019) 「第 70 期第 2 四半期 四半期報告書」.

ANA ホールディングス株式会社 (2020) 「第 70 期 有価証券報告書」.

ANA ホールディングス株式会社 (2020) 「第 71 期第 2 四半期 四半期報告書」.

ANA ホールディングス株式会社 (2021) 「第 71 期 有価証券報告書」.

ANA ホールディングス株式会社 (2022) 「第 72 期 有価証券報告書」.

ANA ホールディングス株式会社 (2023) 「第 73 期 有価証券報告書」.

株式会社エイチ・アイ・エス

株式会社エイチ・アイ・エス (2020) 「第 39

期 有価証券報告書」.

株式会社エイチ・アイ・エス (2020) 「第 40 期第 2 四半期 四半期報告書」.

株式会社エイチ・アイ・エス (2021) 「第 40 期 有価証券報告書」.

株式会社エイチ・アイ・エス (2021) 「第 41 期第 2 四半期 四半期報告書」.

株式会社エイチ・アイ・エス (2022) 「第 41 期 有価証券報告書」.

株式会社エイチ・アイ・エス (2023) 「第 42 期 有価証券報告書」.

ロイヤルホールディングス株式会社

ロイヤルホールディングス株式会社 (2020) 「第 71 期 有価証券報告書」.

ロイヤルホールディングス株式会社 (2020) 「第 72 期第 1 四半期 四半期報告書」.

ロイヤルホールディングス株式会社 (2020) 「第 72 期第 2 四半期 四半期報告書」.

ロイヤルホールディングス株式会社 (2020) 「第 72 期第 3 四半期 四半期報告書」.

コロナ禍の影響を受けた企業の財務安全性の確保

ロイヤルホールディングス株式会社（2021）
「第72期 有価証券報告書」.

ロイヤルホールディングス株式会社（2022）
「第73期 有価証券報告書」.

ロイヤルホールディングス株式会社（2023）
「第74期 有価証券報告書」.