

# リゾート業を経営する第三セクター法人の企業価値分析 —— 事業継続のための新たな指標の提示 ——

## Cash Flow Information and Enterprise Value for Quasi-Government Corporations in the Resort Industry

阪 田 正 大  
Masahiro Sakata

### 要 約

現在、地方公共団体が出資している第三セクター法人の倒産が増加している。本稿では、フェニックスリゾートの事例を中心に、リゾート業を経営する第三セクター法人について、間接法によるキャッシュ・フロー計算書を作成し、企業価値を計算した。その結果、分析対象の第三セクター法人では、企業価値が減少するとともに当期末処理損失も増加する傾向があることがわかった。このことから、第三セクター法人の事業を継続するかどうかを判断するためには、企業価値をもとにする方法が有効であり、設立時からの当期末処理損失の累計額が企業価値を下回れば、倒産処理をするべきであることを論じる。

キーワード：第三セクター，倒産，財務分析，キャッシュ・フロー，企業価値

### 目 次

はじめに	第3章 分析対象第三セクター法人の 企業価値
第1章 第三セクター法人とキャッ シュ・フロー計算書	むすび
第2章 企業価値評価モデルの導入	

### はじめに

現在、地方公共団体が出資している第三セクター法人の倒産が増加している。そこで、総務省自治財政局長通知「第三セクターに関する指針の改定について」（平成15年12月12日総財経第398号）<sup>1)</sup>は、第三セクター法人の「経営状況が深刻であると判断される場合には、問題を先送りすることなく、経営悪化の原因を検証し、債権者等関係者とも十分協議しつつ、経営改善策の検討を行うこと」としている（第三セクターに関する指針第1 一般的留意事項（4））。しかし、第三セクター法人の経営分析の手法には、一般的な基準がない。

筆者はこれまで、リゾート業を経営する第三セクター法人としてフェニックスリゾートを取り上

げ、先行例がほとんどない会計学的研究を試みてきた<sup>2,3)</sup>。本稿では、フェニックスリゾートの事例と、株式会社ユー・エス・ジェイ、ハウステンボス株式会社、株式会社志摩スペイン村およびチボリ・ジャパン株式会社の事例を比較し、特にリゾート業を経営する第三セクター法人について、間接法によるキャッシュ・フロー計算書を作成し、企業価値分析を行う。そして本稿は、第三セクター法人の事業継続の判断指標を提示する。

なお、本稿で取り上げる事例は、学問的研究のためであり、これらの経営上の優劣を示すためのものではない。

1) 総務省「第三セクターに関する指針の改定」総務省ホームページ ([http://www.soumu.go.jp/s-news/2003/031212\\_1.html](http://www.soumu.go.jp/s-news/2003/031212_1.html), 2005年1月5日現在)

2) 阪田正大「第三セクター法人の倒産 - フェニックスリゾートの事例から -」マネジメント研究第3号51-63頁（2003年）

3) 阪田正大「第三セクター法人のキャッシュ・フロー分析 - フェニックスリゾートの事例から -」マネジメント研究第4号49-67頁（2004年）

## 第1章 第三セクター法人とキャッシュ・フロー計算書

### 1-1 第三セクター法人の定義

一般に、地方公共団体と民間企業が共同出資する企業を「第三セクター」という。しかし第三セクターについては、明確な制度的根拠や定義があるわけではない。本稿では、「第三セクターに関する指針」<sup>4)</sup>に示されたように、第三セクター法人を「地方公共団体が出資又は出えんを行っている民法法人及び商法法人」(第三セクターに関する指針第1 一般の留意事項(1))として論じる。

### 1-2 キャッシュ・フロー計算書の意義と第三セクター法人への適用

キャッシュ・フローとは、「現金受取額と支払額の差額として企業内部に残る現金の余剰」<sup>5)</sup>である。キャッシュ・フローは、次式で表される。

キャッシュ・フロー

$$= \text{収入} - \text{支出} - \text{税金} + \text{非現金支出} \quad (1-1)$$

$$= \text{当期純利益} + \text{非現金支出} \quad (1-1)'$$

#### 1-2-1 キャッシュ・フロー計算書の作成義務

第三セクター法人は公開会社ではない限り、キャッシュ・フロー計算書の作成義務はない。しかし第三セクター法人には、地方公共団体が経営に関与していることから、その経営は住民にも影響を及ぼす。このことから、第三セクター法人の設立および運営については、第三セクター法人自体の利益が住民の利益として反映されなければならない。本稿では、第三セクター法人に出資する地方公共団体が住民に対するアカウントビリティを果たすためにも、キャッシュ・フロー計算書は有効であると考え、第三セクター法人のキャッシュ・フロー計算書を作成し、分析する。

#### 1-2-2 間接法と直接法

連結キャッシュ・フロー計算書作成基準(平成10年3月13日企業会計審議会、以下、「作成基準」という。)によれば、営業活動によるキャッシュ・フローは、「直接法」または「間接法」のうち、いずれかの方法により表示しなければならない(作成基準 第三表示方法一「営業活動によるキャッシュ・フロー」の表示方法)。直接法とは、

主要な取引ごとにキャッシュ・フローを総額表示する方法(同1)であり、間接法とは、税金等調整前当期純利益に非資金損益項目、営業活動に係る資産および負債の増減、「投資活動によるキャッシュ・フロー」および「財務活動によるキャッシュ・フロー」の区分に含まれる損益項目を加減して表示する方法(同2)である。これらいずれの表示方法によっても、営業活動によるキャッシュ・フローの小計は一致する。

日本においては、間接法の作成方法がより簡便であり作成費用がかからないため、ほとんどのキャッシュ・フロー計算書がこの方法により作成されている。これに対し、オーストラリアおよびニュージーランドにおいては、直接法しか認められていない。この理由は、オーストラリア会計基準(Australian Accounting Standard, AAS)によれば、直接法による表示が、「営業活動から産出されるキャッシュ・フローの純額のみを開示する表示方法よりも、将来のキャッシュ・フローを評価するためのより有用な基礎を提供する」(AAS 28, Statement of Cash Flows para. 6.2.2)<sup>6)</sup>からである。

経営者には会計情報の表示について一定の裁量が認められるし、どんな会社でも不正な財務報告が生じる可能性がある<sup>7)</sup>。直接法によるキャッシュ・フロー計算書においても、これらの可能性は少なくなるとはいえ、完全にはなくなる。本稿では、(1)キャッシュ・フロー分析によって財務分析を補完できる<sup>8)</sup>こと、(2)分析対象の第三セクター法人のキャッシュ・フロー計算書が作成されていないことから当該法人がキャッシュ・フロー計算書を作成するよりもゆがみが少ないこと、(3)間接法によっても、「営業活動による

4) 総務省・前掲注1)・指針の改定

5) 田宮治雄『なぜ作る・何に使う キャッシュ・フロー計算書』10頁(中央経済社、1999年)

6) Australian Accounting Standards Board, "AAS 28 October 1997, Statement of Cash Flows," Australian Accounting Standards Board's web page, ([http://www.aasb.com.au/public\\_docs/aas\\_standards/AAS28\\_10-97.pdf](http://www.aasb.com.au/public_docs/aas_standards/AAS28_10-97.pdf), as of January 5, 2005).

7) National Commission on Fraudulent Financial Reporting, *Report of the National Commission on Fraudulent Financial Reporting, October 1987*, p.6., The Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission's web page, (<http://www.coso.org/NCFRR.pdf>, as of January 5, 2005)

8) K. G. パレブ, P. M. ヒーリー, V. L. バーナード著, 斎藤静樹監訳, 筒井知彦ほか訳『企業分析入門』247頁(東京大学出版会、第2版、2001年)

キャッシュ・フロー」,「投資活動によるキャッシュ・フロー」および「財務活動によるキャッシュ・フロー」の会計期間ごとの変化をみることにより,会社の計算書類を用いた伝統的な比率分析のみでは得られない営業実績を分析できる<sup>9)</sup>ことから,第三セクター法人のキャッシュ・フロー計算書を間接法により作成し,分析する。

## 第2章 企業価値評価モデルの導入

企業評価の一般的な考え方は,「株主価値は,将来の配当支払額の現在価値である」<sup>10)</sup>というものである。この考え方から出発して,様々な企業価値評価モデルが提示されている。本稿では,キャッシュ・フロー計算書から企業価値を計算する「割引キャッシュ・フロー・モデル」を検討する。

### 2-1 割引キャッシュ・フロー・モデルの意義

割引キャッシュ・フロー (Discounted Cash Flow, DCF) とは,将来予想されるキャッシュ・フローを,現在価値に割り引いたものである。割引キャッシュ・フロー・モデルでは,将来のフリー・キャッシュ・フロー (Free Cash Flow, 以下,「FCF」という。)を,ある期間(5年から10年程度)にわたって予測し<sup>11)</sup>,他人資本(負債)と自己資本とを「区別することなく,企業全体の価値を算定」<sup>12)</sup>する。そして,自己資本の価値のみを評価する場合には,企業全体の価値から他人資本の金額を控除する。なお,FCFの定義は様々である<sup>13)</sup>が,ここでは「経営者の立場から見て,

自分の意思で自由に使うことのできる手元資金」<sup>14)</sup>であるとする。ここで,他人資本(負債)および自己資本から産出される企業全体の価値を表せば,次式ようになる。

企業価値

$$= \sum_{t=1}^{\infty} \frac{t \text{ 期のフリー・キャッシュ・フロー}}{(1+r)^t} \\ = \frac{FCF_1}{1+r} + \frac{FCF_2}{(1+r)^2} + \dots \quad (2-1)$$

ここに,  $FCF_t$ :  $t$ 期におけるフリー・キャッシュ・フロー

$r$ : 現在価値を求めるための割引率

割引キャッシュ・フロー・モデルは,公開会社の株価を予測するために用いられるものである。しかし,第三セクター法人は公開会社ではない限り,企業価値を予測しても,その結果を株式の売買等へ利用することはできない。けれども,同モデルで用いられる,負債および自己資本を基礎としてFCFから求められる企業価値(式(2-1))は,資産がどのように活用されたかをはかる指標となりえる。つまり,買掛金等の負債と地方公共団体等が出資した資本が,第三セクター法人の資産となり,それらがどのように増加したかを見るために,自己資本と他人資本をあわせて評価するのである。

### 2-2 割引キャッシュ・フロー・モデルの計算

最初に,FCFを求める。ここでは $t$ 期におけるFCFを「債権者に分配する支払金利を控除する前の金額であり,かつ税金を控除した後の金額」<sup>15)</sup>とする。ただし,利息の支払により税金が軽減されるので,利息の支払額は,法人の実効税率<sup>16)</sup>を控除したものとす。

$$FCF_t = \text{営業活動によるキャッシュ・フロー} \\ + \text{利息の支払額} \\ + \text{投資活動によるキャッシュ・フロー} \quad (2-2)$$

9) Lewis, Karen T., *The Mount Cook Group: A Cash Flow Analysis and Business History*, A thesis submitted in fulfillment of the requirements for the Degree of Doctor of Philosophy, the University of Canterbury, Christchurch, New Zealand, 2002, p.231.

10) パレプら・前掲注8)・企業分析282頁

11) 予測した期間以降を求める場合は,業績が一定の割合で変化すると仮定し,それらの価値である「ターミナル・バリュー」を求める。

12) 桜井久勝『財務諸表分析』101頁(中央経済社,第2版,2003年)

13) 例えば,トム・コーブランド,ティム・コラー,ジャック・ミュリン著,伊藤邦雄訳『企業評価と経営戦略』205頁(日本経済新聞社,第2版,1999年),J.A.トレーシー著,伊藤邦雄監訳,吉川明希訳『MBAの財務』41頁(日本経済新聞社,1996年),Bernstein, Leopold A., Wild, John J., *Financial statement analysis: theory, application, and interpretation*, 6th ed., McGraw-Hill, 1998, p.370. を参照。

14) 菊池誠一「日本のフリー・キャッシュ・フロー把握に関する一考察」北海道大学経済学会経済学研究第47巻第3号30頁(1997年)

15) 桜井・前掲注12)・財務諸表分析247頁

16) 財務省「法人所得課税の実効税率の国際比較」財務省ホームページ (<http://www.mof.go.jp/jouhou/syuzei/siryuu/084.htm>, 2005年1月5日現在)

ここに、

利息の支払額=支払利息×(1-実効税率)

なお、式(2-2)からわかるように、FCFには財務活動によるキャッシュ・フローは含まれない。したがって、負債のうち財務活動によるキャッシュ・フローに該当する借入金等は、企業価値の算定には含まれない。

次に、現在価値を求めるための割引率 $r$ を求めることを考える。これには、次式により求められる、負債のコストと自己資本コストの加重平均資本コスト(Weighted Average Cost of Capital, 以下、「WACC」という。)が多く用いられる。

$$WACC = \frac{V_d}{(V_d + V_e)} \times r_d \times (1 - T) + \frac{V_e}{(V_d + V_e)} \times r_e \quad (2-3)$$

ここに、 $V_d$ : 負債の市場価値

$V_e$ : 自己資本の市場価値

$r_d$ : 負債のコスト

$r_e$ : 自己資本コスト

$T$ : 実効税率

WACCを求めるためには、負債のコスト $r_d$ と自己資本コスト $r_e$ を求めなければならない。これらを求めるためには、負債および自己資本の簿価が市場と連動していることが必要である。そして、負債のコスト $r_d$ および自己資本コスト $r_e$ が市場の動きに対してどれほど差があるかを仮定しなければ

ならない。本稿で分析する第三セクター法人は、公開会社ではないため、負債のコスト $r_d$ および自己資本コスト $r_e$ が市場の動きとは乖離していると考えられる。したがって、公開会社のようにWACCを算定することは困難である。また、地方公共団体が第三セクター法人に出資するのは、投資目的のためではなく、事業を継続的に行うことによって地域に貢献することが目的であろう。したがって、ここでは現在価値を求めるための割引率 $r$ を、負債のコスト $r_d$ に等しいと仮定する。そして、長期プライムレートの推移<sup>17,18)</sup>から各年度の平均値を求め、これを $r$ とする。

### 第3章 分析対象第三セクター法人の企業価値

#### 3-1 分析対象の概要

表1に、本稿で分析する5つの第三セクター法人の概要を示す。これらは、それぞれ異なる背景を持つが、株式会社形式をとり、かつリゾート業を営んでいるもののなかから、売上高の大きいもの<sup>19)</sup>を抽出している。

#### 3-2 分析対象の企業価値

ここでは、上記の方法で算出した割引キャッシュ・フロー・モデルによる企業価値を、分析対象の第三セクター法人に適用する。

図1ないし図5に、分析対象の企業価値の計算

表1 分析対象の概要

法人名	設立時期	営業開始時期	出資している地方公共団体	設立時における出資比率	設立時における資本金(千円)	主な事業内容
フェニックスリゾート	1988年12月	1993年7月	宮崎県, 宮崎市	各25%	150,000	宿泊施設 スポーツ・娯楽施設
ユー・エス・ジェイ	1994年12月	2001年3月	大阪市	25%	1,000,000	テーマパーク
ハウステンボス	1988年3月	1992年3月	長崎県, 佐世保市	各0.26%	2,140,000	テーマパーク 宿泊施設
志摩スペイン村	1992年5月	1994年4月	三重県, 磯部町	各0.31%	300,000	テーマパーク 宿泊施設
チボリ・ジャパン	1990年2月	1997年7月	岡山県, 倉敷市	12.4%, 9.3%	4,800,000	テーマパーク

17) 日本銀行「長・短期プライムレートの推移(1966年～1994年)」日本銀行ホームページ(<http://www.boj.or.jp/stat/kinri/primeold.htm>, 2005年1月5日現在)

18) 日本銀行「長・短期プライムレートの推移」日本銀行ホームページ(<http://www.boj.or.jp/stat/kinri/prime.htm>, 2005年1月5日現在)

19) 帝国データバンク「テーマパーク経営実態調査」帝国データバンクホームページ(<http://www.tdb.co.jp/watching/press/p001001.pdf>, 2005年1月5日現在)

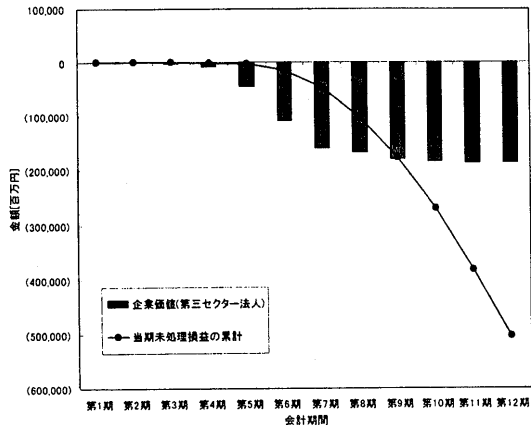


図1 フェニックスリゾート株式会社の企業価値  
および当期未処理損失の累計  
(1988年12月27日～2000年3月31日)

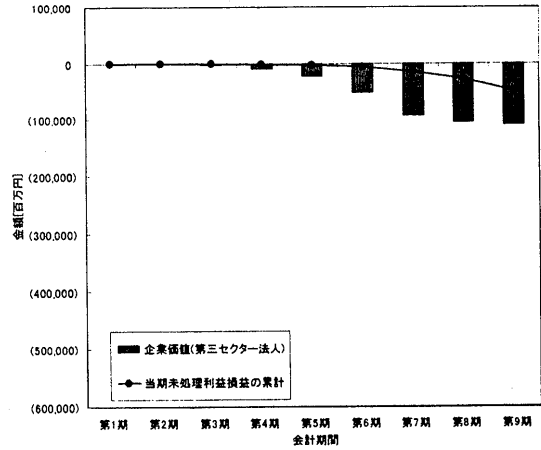


図2 株式会社ユー・エス・ジェイの企業価値  
および当期未処理損失の累計  
(1994年4月1日～2003年3月31日)

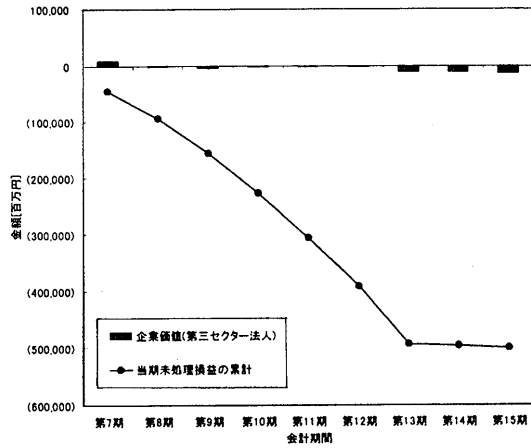


図3 ハウステンボス株式会社の企業価値  
および当期未処理損失の累計  
(1993年4月1日～2002年3月31日)

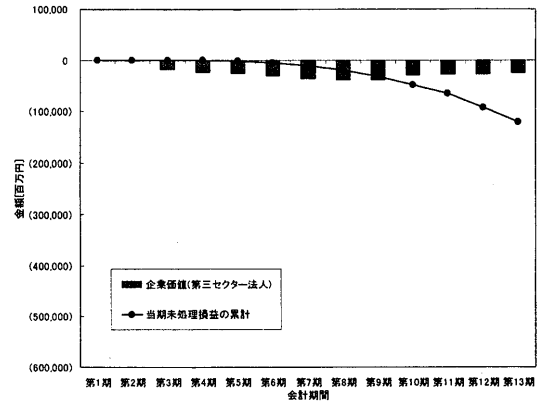


図4 株式会社志摩スペイン村の企業価値  
および当期未処理損失の累計  
(1991年5月15日～2004年2月29日)

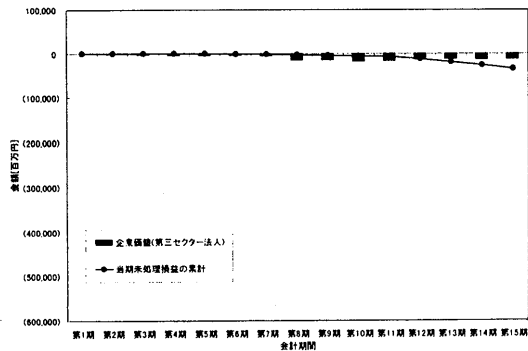


図5 チボリ・ジャパン株式会社の企業価値  
および当期未処理損失の累計  
(1990年2月20日～2004年3月31日)

結果を示す。

### 3-2-1 フェニックスリゾートの企業価値

図1から、フェニックスリゾートの企業価値はマイナスの値であり、会計期間を経るごとに当期末処理損失の累計額も増加していることがわかる。これは、同社の営業活動によるキャッシュ・フローおよび投資活動によるキャッシュ・フローが減少しているため、これらをもとに算出する企業価値も減少するからである。

そして、第9期までは企業価値が当期末処理損失の累計を下回っている。すなわち、貸借対照表および損益計算書では第9期にならなければ把握できない損失が、キャッシュ・フロー計算書から企業価値を求めれば早期に把握できることがわかる。

また、第三セクター法人を設立する際には、その事業自体が赤字であってもその経済波及効果が十分得られるものであれば、事業に参入することも考えられる。宮崎県は、平成11年度（1999年度）までに同社の売上高が約1,213億円あり、その売上に伴う経済波及効果は約1,600億円であるとしている<sup>20)</sup>。しかし、図1から、当期末処理損失の累計が、第8期末では1,017億円、第9期末では1,769億円であることから、宮崎県が発表しているフェニックスリゾートの売上に伴う経済波及効果約1,600億円が正しいならば、遅くとも第9期末まで（1997年3月31日）に倒産処理を考慮にいれるべきであったと考える。そして企業価値からみれば、第7期末までの累計がすでに1,600億円を超えていることから、当初の計画自体に無理があったといえ、早期に倒産処理をするべきであったといえる。

### 3-2-2 その他の分析対象の企業価値

図2から、株式会社ユー・エス・ジェイにおいても、フェニックスリゾートと同様の傾向があることがわかる。

ハウステンボス株式会社については、テーマパーク「ハウステンボス」が開業した後の第6期（1992年度）以降のみのデータしかないので、他

20) 宮崎県「シーガイア再建の取り組み等について」県広報みやざき平成13年8月号（2001年）、さらに、宮崎県総務部広報広聴課「県広報みやざき8月号（シーガイア再建）」宮崎県ホームページ（<http://www.pref.miyazaki.jp/soumu/kouhou/komiya/0108/sp3.htm>、2003年1月8日現在）

の分析対象と同様に比較はできない。しかし図3から、同社においても、企業価値はマイナスの値であり、会計期間を経るごとに当期末処理損失の累計額も増加していることがわかる。これは、前述のフェニックスリゾートと同様の理由である。

図4および図5から、株式会社志摩スペイン村およびチボリ・ジャパン株式会社においても、フェニックスリゾートおよびユー・エス・ジェイと同様の傾向があることがわかる。

### 3-3 第三セクター法人における企業価値についての私見

フェニックスリゾートについては、図1に示すとおり、第10期において、当期末処理損失の累計額が企業価値を下回っている。つまり、資本と負債を合わせた資産全体を売却しても、資本および当期末処理損失を返済できないといえる。この結果は、「遅くとも第9期末まで」<sup>21)</sup>に倒産処理を考慮にいれるべきであったとする結果と比較すると、1期分遅くなっている。これは、現在価値を求めるための割引率 $r$ によるものと考えられる。割引率の予測は、曖昧なものとならざるをえない。したがって、簡易な第三セクター法人の事業継続の指標としては、当期末処理損益の累計額が営業活動によるキャッシュ・フローと投資活動によるキャッシュ・フローの累計額を下回るかどうかを用いてもよいと考える。

一方、ユー・エス・ジェイについては、企業価値および当期末処理損失の累計額はマイナスの値となっているものの、当期末処理損失の累計額は企業価値を上回っている。したがって、同社については、事業を継続してもよいといえる。

このような議論は、志摩スペイン村およびチボリ・ジャパンについても当てはまる。志摩スペイン村については、図4に示すとおり第10期において、当期末処理損失の累計額が企業価値を下回っていることから、資本と負債を合わせた資産全体を売却しても、資本および当期末処理損失を返済できないといえるので、倒産処理をするべきである。チボリ・ジャパンについても、図5に示すとおり第13期末以降において、当期末処理損失の累計額が企業価値を下回っていることから、倒産処理をするべきであるといえる。しかし、こうした議

21) 阪田・前掲注3)・キャッシュ・フロー分析66頁

論は、第三セクター法人の設立直後からの計算によるものであり、ハウステンボスのように、営業開始からのみデータでは、十分に当てはまらない。

表2に、以上みてきた分析対象の企業価値のまとめを示す。

### むすび

本稿では、主に会計学的側面から、第三セクター法人の分析を試みてきたが、これらによって、第三セクター法人の経営のすべてを把握できるわけではない。第三セクター法人の過大な設備投資の背景には、いわゆる「リゾート法」の制定とバブル景気がある。このリゾート法による「バブル期に策定されたリゾート計画は現実から遊離していた」<sup>22)</sup>との批判がある。そして、「リゾート地域の開発・整備に関する政策評価書」(平成15年4月15日総務省行政評価局)は、リゾート法に

基づく政策の「抜本的な見直しが必要」<sup>23)</sup>であるとしており、第三セクター法人についても「適切な見直しを行うよう検討する必要がある」(第三セクターに関する指針 第3 運営の指導監督等に当たっての留意事項 2 定期的な点検評価 (3))<sup>24)</sup>とされている。

以上、リゾート業を経営する第三セクター法人について、間接法によるキャッシュ・フロー計算書を作成し、企業価値を計算した。その結果、分析対象の第三セクター法人では、企業価値が減少するとともに当期末処理損失も増加する傾向があることがわかった。そして、第三セクター法人の事業を継続するかどうかを判断するためには、企業価値をもとにする方法が有効であることを示した。この方法によれば、設立時からの当期末処理損失の累計額が企業価値を下回れば、倒産処理をするべきである。

表2 分析対象の企業価値のまとめ

(単位：千円)

法人名	割引率 $r$	継続時期	企業価値からみた倒産予測時期	倒産予測時期における企業価値	倒産予測時期における当期末処理損失の累計	備 考
フェニックスリゾート	4.09%	第13期	第10期末	▲ 183,847,118	▲ 270,797,825	
ユー・エス・ジェイ	2.30%	現在継続中	-	-	-	事業を継続することができる
ハウステンボス	2.90%	第16期	-	-	-	設立当時からデータがないため、倒産時期を判断することができない。
志摩スペイン村	2.89%	現在継続中	第10期末	▲ 29,595,496	▲ 48,144,533	
チボリ・ジャパン	3.40%	現在継続中	第13期末	▲ 13,403,442	▲ 19,640,615	

(2005年1月11日受付)

22) 毎日新聞社「社説 シーガイア破たん 無責任三セク、深く反省を」毎日新聞(東京)2001年2月21日

23) 総務省行政評価局「リゾート地域の開発・整備に関する政策評価書 第4 評価の結果及び意見」総務省ホームページ ([http://www.soumu.go.jp/s-news/2003/pdf/030415\\_2\\_01\\_4.pdf](http://www.soumu.go.jp/s-news/2003/pdf/030415_2_01_4.pdf), 2005年1月5日現在)

24) 総務省・前掲注1)・指針の改定