

## 〈研究ノート〉

# コロナ禍における主要レジャー施設の財務諸表分析

—オリエンタルランドを主とした企業の財務安全性とキャッシュフローに関する考察—

中村 俊紀

### Abstract

This paper aims to discuss the solvency ratios of major leisure facilities under the Covid-19 pandemic. Many amusement parks in Japan have significantly reduced sales and faced business difficulties. Companies that manage these facilities have a large fixed-cost ratio and require cash inflow to pay for capital investment in the short and long term.

In this article, we report the result of measuring financial stability in terms of an ability to meet its debt obligations. Our analysis shows that enterprise's cash inflow is aggravating worse in the short run and tend to realize of current assets such as trade receivables. Beside this, companies with a wide range of businesses have a smaller decrease in overall sales. We observed that while solvency indicators got worse in the situation, financial leverage up in high equity ratios enterprise.

キーワード：財務諸表分析、安全性分析、キャッシュフロー

## 1. はじめに

新型コロナウイルス感染拡大に伴い、日本各地のテーマパークや遊園地は休業や休園に追い込まれ、現在もなお入場者を規制して営業が行われている。これらレジャー施設の事業売上は、入場者数（来場者数）と顧客単価に依存しており、少しの休業でも企業の経済活動に対する影響は大きく、長期休業の意思決定を迅速に行うことは容易ではない。

このような状況下において、東京ディズニーリゾートを運営するオリエンタルランド社（以下、OLC）は、いち早く臨時休業を開始した。巨大リゾート施設にもかかわらず、こうした長期休業の意思決定を迅速に行うことができる背景には、他のレジャー施設とは異なる財政状態と経営成績、とりわけキャッシュフローに特徴があると考えられる。

本稿では、レジャー施設の中でもテーマパークや遊園地を運営する企業3社を取り上げ、新型コロナウイルス下における巨大レジャー施設の財務諸表分析を行う。その中でも、企業の財務安全性の観点から、企業の経営状態とキャッシュフローの変容に着目する。

本稿の構成は次のとおりである。まず、東京ディズニーリゾートを運営するオリエンタルランド社の事業内容を説明し、IR 情報を用いて財務諸表分析を行う。次に、ハウステンボスを運営するエイチ・アイ・エス社、よみうりランド社を取り上げ、財務諸表の比較分析を行う。最後に、レジャー施設の経営において、財務安全性や健全性の観点から、キャッシュフローの重要性について考察する。

## 2. オリエンタルランド社の財務諸表分析

本章では、オリエンタルランド社 (OLC) の事業内容を確認し、有価証券報告書と四半期報告書を用いて財務諸表分析を行う。具体的には、企業の財務上の支払い能力を測定する安全性分析の観点から、OLC の財務健全性を考察する。また、本稿では新型コロナウイルスの影響を把握することを目的としているため、分析期間は2018年から2020年の3年間とし、主に直近の四半期報告書のデータを活用して財務分析を行う。

### 2-1. オリエンタルランド社の事業内容：東京ディズニーリゾート

オリエンタルランド社 (OLC) は、米国ウォルト・ディズニー社とのライセンス契約により、東京ディズニーランド (TDL) や東京ディズニーシー (TDS) など、ディズニー関連事業を中心に東京ディズニーリゾート (TDR) を運営している。この東京ディズニーリゾートは、テーマパーク事業を中心に、3つの事業セグメントに分類される。

- (a). テーマパーク事業
- (b). ホテル事業
- (c). その他の事業

テーマパーク事業は、東京ディズニーランドと東京ディズニーシーの2つであり、連結売上高の8割を占める主力セグメントである。ホテル事業は、ミリアルリゾートホテルが運営するディズニーホテルの3施設、その子会社のブライトンコーポレーションが経営するホテルの4施設、合計7施設から構成されている。その他の事業は、舞浜駅前に位置する商業施設「イクスピアリ」、リゾート内を走るモノレール「ディズニーリゾートライン」などで構成されている。

このように、東京ディズニーリゾートは一大テーマリゾートであり、テーマパークのみならず、その周辺事業もまた緻密に計画して運営されている。そして、今回の新型コロナウイルス感染拡大に伴う休業措置は、東京ディズニーリゾートの全体の事業活動を停止することを意味しており、巨大レジャー施設であるがゆえ、財務状態の懸念が浮び上がる。そこで、以下では、OLC の財務諸表より経営状態について確認する。

### 2-2. オリエンタルランド社の経営成績と財政状態

#### 2-2-1. 経営成績

東京ディズニーリゾートは2020年2月29日より臨時休業を開始し、7月1日まで休園を行っている。まず、OLC の事業規模がどの程度なのか、年次の損益計算書から確認する。

表1は、直近3年間の損益計算書を一部抜粋した経営成績である。OLC の2020年度の売上高は4645億円で、これに対応する費用は約3670億円である(内訳:売上原価が約3000億円、販売費および一般管理費が約670億円)。これらを差し引いた営業利益は約1000億円超の黒字となり、数値上、経営成績は順調そのものである。したがって、OLC は、新型コロナウイルスにより営業自粛を行ったとしても、過去の経営実績から、それを乗り越える

だけの企業体力があるように窺える。これを裏付けるために、企業の貸借対照表から財政状態について確認しよう。

表 1 オリエンタルランド社の損益計算書（2018 年から 2020 年一部抜粋）

	2018	2019	2020
売上高	479,280	525,622	464,450
売上原価	△302,772	△326,283	△300,601
売上総利益	176,508	199,339	163,849
販売費および一般管理費	△66,223	△70,061	△66,987
営業利益	110,285	129,278	96,862
営業外収益	1,375	161	1,200
経常利益	111,660	129,439	98,062
法人税等	△31,805	△39,153	△26,916
実質実効税率	28.5%	30.2%	27.4%
親会社に帰属する純利益	81,191	90,286	62,217

出典：オリエンタルランド社「有価証券報告書」より筆者作成。単位は百万円。

## 2-2-2. 財政状態

表 2 と表 3 は、貸借対照表の資産・負債・純資産を一部抜粋してまとめたものである。OLC の総資産は約 1 兆円で、流動資産と固定資産の比率はおよそ 3 対 7 である。ここで、総資産額は 2019 年度と比較して 400 億円減少し、流動資産も約 1300 億円減少している。一見、新型コロナウイルスの影響と思われるが、表 2 の固定資産額と表 3 の負債額をみると、固定資産は約 840 億円増加し、負債は約 580 億円減少しているため、流動資産はこれらのキャッシュアウトに使われたと考えるのが妥当である。事実、表 4 のキャッシュフロー計算書の投資 CF と財務 CF をみると、設備投資に約 1400 億円を費やし、財務活動による借入金の返済にも約 550 億円を支出している。

表2 オリエンタルランド社の貸借対照表：資産の部（2018年から2020年）

資産の部	2018	2019	2020
流動資産	359,134	441,835	316,741
現金及び預金	296,350	377,551	261,164
売掛金および受取手形	19,990	22,083	7,225
製品および仕掛品	17,972	17,323	20,087
その他の流動資産	24,822	24,878	28,265
固定資産	551,539	609,620	693,910
総資産	910,673	1,051,455	1,010,651

出典：オリエンタルランド社「有価証券報告書」より筆者作成。単位は百万円。

表3 オリエンタルランド社の貸借対照表：負債・純資産の部（2018年から2020年）

負債・純資産の部	2018	2019	2020
負債	188,697	248,253	190,394
流動負債	123,623	154,652	100,495
買掛金および支払手形	17,557	19,907	13,921
その他の流動負債	106,066	134,745	86,574
固定負債	65,074	93,601	89,899
純資産	721,976	803,201	820,257
自己資本	721,976	803,201	820,257
負債・純資産	910,673	1,051,455	1,010,651

出典：オリエンタルランド社「有価証券報告書」より筆者作成。単位は百万円。

表4 オリエンタルランド社のキャッシュフロー計算書（2018年から2020年）

	2018	2019	2020
営業CF	122,860	134,974	73,336
減価償却費	37,339	38,214	39,447
のれん償却費	247		
投資CF	△44,981	△135,360	20,534
設備投資額	△59,888	△86,050	△139,626
財務CF	△33,345	36,601	△55,257
フリーCF	77,879	△386	93,870

出典：オリエンタルランド社「有価証券報告書」より筆者作成。単位は百万円。

### 2-2-3. 小括

以上のように、OLC の財務諸表をみると、設備投資などの固定資産への投資が大きいものの、それを上回る経営成績で事業運営されており、経営成績も財務状態も安定していることがわかる。仮に、現在の状況下で完全休業した場合、換金可能な流動資産は約 3100 億円あり、かつこの他にも投資有価証券も保有しているため、売上高が一切なくなったとしても、1 年分の売上原価と販管費 (約 3600 億円) を賄うことが可能な財政状態である。以下では、さらに議論を進め、財務諸表分析の一つである安全性分析を主として、OLC の財務状態の健全性について考察する。

## 2-3. オリエンタルランド社の財務諸表分析

本節では、オリエンタルランド社 (OLC) の財務諸表より、企業の総合収益力として ROE (Return of Equity) を測定し、収益性・効率性・安全性の 3 つの観点から考察を行う。

### 2-3-1. 総合収益力 (ROE)

まず、企業の総合収益力を測る指標として ROE (Return of Equity) が挙げられる。ROE は自己資本収益率と呼ばれ、自己資本 (Equity) に対する当期純利益 (NI : Net Income) の比率として、次のように定式化される。

$$ROE = \frac{NI}{Equity} = \frac{NI}{Sales} \times \frac{Sales}{Assets} \times \frac{Assets}{Equity}$$

売上高は Sales、総資産は Asssets として、ROE を収益性・効率性・安全性の 3 つの指標に分解すると、それぞれ当期純利益率、総資産回転率、財務レバレッジに置き換えられる。財務レバレッジは自己資本比率の逆数を取り、

$$\text{財務レバレッジ} = \frac{1}{\frac{Equity}{Assets}} = \frac{1}{\text{自己資本比率}}$$

となる。この自己資本比率は、負債・純資産の合計額 (総資産) に対する返済不要の自己資本の比率を表しており、自己資本比率が高いほど負債である借入金が少ないと判断される。

表 5 は、OLC の財務情報より、ROE を推計した結果である。2020 年度の 1 月から 3 月は、新型コロナウイルスの影響に伴い、事業売上が伸びず純利益率と総資産回転率は低下している。一方で、自己資本比率の上昇は財務レバレッジを低下させ、負債の割合もまた低下しているため、企業の財務安全性は向上している。実際、自己資本比率は 81.2% に上昇し、前年度と比較して 5 ポイント増加している。法人企業統計によると、全産業の自己資本比率の平均は 42.1% であり、企業平均と比較しても、OLC の自己資本比率は突出していることがわかる<sup>1)</sup>。

このように、新型コロナウイルスの影響により、企業の収益力が明らかに低下しているの

が分かる。ただし、企業の収益性と効率性は低下する一方で、自己資本比率が上昇し、財務上の安全性はより堅固となったと結論づけられる。

表5 オリエンタルランド社の ROE（純利益率・総資産回転率・財務レバレッジ）

ROE の分解	2018	2019	2020
ROE	11.2%	11.2%	7.6%
純利益率	16.9%	17.2%	13.4%
総資産回転率	52.6%	50.0%	46.0%
財務レバレッジ	1.3	1.3	1.2
自己資本比率	79.3%	76.4%	81.2%

出典：オリエンタルランド社「有価証券報告書」より筆者作成。

### 2-3-2. 安全性分析

前項では、ROE より安全性の示す指標として、財務レバレッジや自己資本比率を確認してきた。本項では、さらに詳細に財務上の安全性を分析するため、上記の指標に付け加え、新たに以下の4つの指標を取り上げて考察する。

- (a). 流動比率
- (b). 固定比率
- (c). 固定長期適合率
- (d). ネット D/E レシオ

表6は、財務上の安全性を示す指標をまとめたものである。流動比率（流動資産÷流動負債）は、1年以内の支払債務と現金化可能資産の比率を示しており、100%以上ならば短期的な支出に対応できると考えられている<sup>2</sup>。2020年度決算におけるオリエンタルランドの流動比率は315%で、短期的な支払予定額の約3倍の流動資産を保有している状態である。

次に、固定比率（固定資産÷自己資本）は、固定資産への投資額と自己資本を比較した指標であり、固定資産のうち返済義務のない自己資本でどの程度賄えているかを示している。固定比率が100%を下回っていれば安全な水準と言われ、OLCの固定比率は約85%である<sup>3</sup>。新規アトラクションへの設備投資として、2020年度は約1400億円支出したことも影響し、前年度と比較して、固定比率は8.7ポイント増加している。

また、固定長期適合率は、固定資産を固定負債と自己資本の合計額で除したものであり、長期的な支払能力を示す指標である。固定比率と同様に、100%を下回っていれば長期的な支払も安全な水準と言われおり、OLCの固定長期適合率は76.2%である<sup>4</sup>。固定長期適合率もまた、設備投資の影響により、前年比で8.2ポイント増加している。

最後に、ネット D/E レシオ（Net Debt Equity Ratio）は有利子負債から現金預金を差し引いて、それを自己資本で除した指標である。ネット D/E レシオは、負債を厳密に定義し、純負債と自己資本の関係を表しており、一般的には100%を下回っていることが望ましいと



されている。

OLC のネット D/E レシオは、前年比で約 10 ポイント悪化しているが、-21.2%と負の数値を記録している。通常、ネット D/E レシオは、純負債を自己資本で賄えているかどうかを示す指標であり、よほどの巨額のキャッシュフローがない限り、負の数値をとることは稀である。OLC の場合、有利子負債はすべて現預金で相殺可能であり、かつ返済義務のない自己資本に加え、金額的には自己資本の 20%相当を現預金で保有した状態であることが分かる。

表 6 財務諸表の安全性分析（年次）

安全性分析	2018	2019	2020
自己資本比率	79.3%	76.4%	81.2%
財務レバレッジ	1.3	1.3	1.2
流動比率	290.5%	285.7%	315.2%
固定比率	76.4%	75.9%	84.6%
固定長期適合率	70.1%	68.0%	76.2%
ネットD/Eレシオ	-32.8%	-33.5%	-21.2%

出典：オリエンタルランド社「有価証券報告書」より筆者作成。

### 2-3-3. 小括

以上より、財務の安全性分析で明らかにされたが、OLC の財政状態は、ほぼ無借金経営であり、かつ追加的に流動的な資金を保有している状態である。懸念材料は、固定比率や固定長期適合比率の上昇であるが、OLC は、設備投資を借入金などの負債ではなく、キャッシュでほぼ賄っているため、将来的には減価償却の自己金融効果により営業 CF への転化が期待される。

## 2-4. 新型コロナウイルスによる財務影響分析ーオリエンタルランド社ー

前節では、OLC の経営成績と財政状態を確認し、主に財務分析の安全性の指標を用いて、財政上の支払能力について財務分析を行った。しかし、ここまでは 2020 年度 3 月期までの経営状態を明らかにしているが、新型コロナウイルスによる財務的影響は 2021 年度第 1 四半期（4 月から 6 月）からである。

本節では、2020 年度 3 月決算と 2021 年度第 1 四半期報告書を比較し、財務上の影響分析を行なっていく。

### 2-4-1. 新型コロナウイルス後の経営成績

新型コロナウイルスの財務上の影響は四半期報告書を調べることにより、経営成績にどの程度影響があったかを確認することができる。表 7 は、四半期報告書の損益計算書に基

づき、経営成績を一部抜粋して整理したものである。

まず、2020年度第4四半期の売上高は、新型コロナの影響を受けて、第3期四半期と比較して、約半減していることが分かる。営業利益も約41.7億円の赤字を計上し、2011年の東日本大震災以来の赤字となった。最終的には、特別損失は92.7億円となり、当期純利益は87.7億円の赤字となった。

2021年度第1四半期はさらに経営成績が悪化し、売上高は61.6億円であった。決算短信によると、本期間の業績として1200億円の売上高を予測していたが、予測値よりも94.8%減少している。また、休園に伴い、各種費用の縮小化を図り、売上原価は前期比の5分の1の129.6億円、販売費および一般管理費は半減して88.4億円を計上している。最終的に、前期から引き続き、新たに特別損失を211.9億円計上し、当期純利益は248.7億円の赤字となった<sup>5</sup>。

このように、2020年度第4四半期と2021年度第1四半期の2期で、約346億円の赤字を計上しており、当面の間、経営上の課題として売上高の回復と売上原価や販管費の調整に焦点が当てられる。また、経営成績の赤字は貸借対照表の財政状態を悪化させるため、以下では貸借対照表の財政状態の変化に着目して分析していく。



表 7 オリエンタルランド社の損益計算書（四半期）

	19.Q1	19.Q2	19.Q3	19.Q4	20.Q1	20.Q2	20.Q3	20.Q4	21.Q1
売上高	120,746	129,945	148,950	125,981	120,552	127,876	141,777	74,245	6,164
売上原価	△74,483	△80,035	△86,225	△85,540	△72,269	△81,018	△84,599	△62,715	△12,963
売上総利益	46,263	49,910	62,725	40,441	48,282	46,858	57,178	11,531	△6,798
販売費および一般管理費	△16,432	△17,858	△17,865	△17,906	△16,345	△17,856	△17,078	△15,707	△8,843
営業利益	29,830	32,052	44,861	22,535	31,936	29,003	40,099	△4,176	△15,641
営業外収益	610	116	-136	-429	826	313	181	△120	358
経常利益	30,440	32,168	44,725	22,106	32,762	29,316	40,280	△4,296	△15,283
特別損失	0	0	0	0	0	0	0	9,270	21,198
税引前利益	30,440	32,168	44,725	22,106	32,762	29,316	40,280	△13,225	△36,481
法人税等	9,298	9,940	13,735	6,180	9,838	9,155	12,372	△4,449	△11,610
実質実効税率	30.55%	30.90%	30.71%	27.96%	30.03%	31.23%	30.71%	33.64%	31.82%
親会社に帰属する純利益	21,142	22,227	30,991	15,926	22,923	20,161	27,908	△8,775	△24,871

出典：オリエンタルランド社「四半期報告書」より筆者作成。単位は百万円。

## 2-4-2. 新型コロナウイルス後の財政状態と安全性分析

表8、表9は、四半期の貸借対照表に基づき、財政状態を一部抜粋して整理したものである。表8の資産の部をみると、新型コロナウイルス拡大以後、総資産は直近の2期間（6ヶ月間）で約1270億円減少し、2021年度第1四半期の総資産は9633億円まで減少している。中でも、現金及び預金は2020年第3四半期から約1500億円がキャッシュアウトしており、この他に売上債権や有価証券などの流動資産も約480億円減少している。また、固定資産は、年々テーマパークへの設備投資が増加している影響もあり、約540億円増加している。

一方で、表9の負債の部をみると、負債総額は2期間で560億円減少し、負債の縮小化が図られている。また、純資産の減少額が約710億であり、流動資産の支出と比較しても、減少額が小さいことがみてとれる。この点について、総資産の減少額である1270億円を分析すると、その内訳は次のようになる。

（内訳）

1. 負債総額の縮小：約565億円
  2. 自己株式の取得：約210億円
  3. 休業による損失：約495億円（純損失：約320億円）
- 支出額：約1270億円

（補足）

4. 固定資産の増加：約540億円
  5. 誤差：20億
- 純資産の減少額：1270－560＝710億円

以上より、新型コロナウイルス以降、2期間で純損失として約320億円計上しているが、負債総額の縮小や自己株主の取得による財政状態の安定化、並びに固定資産の増加など、財務上整理できる項目は解消しているように見受けられる。この点を検証するため、四半期ごとの安定性分析を行うと、表10にまとめられる。

まず、2021年度第1四半期の流動比率は286.7%であり、前期比で28.5ポイント減少している。固定比率は92.4%となり、前期比で7.8ポイント増加している。固定長期適合率は83.0%となり、前期比で6.8%増加している。ネットDEレシオは－11.6%となり、前期比で9.6ポイント増加している。最後に、自己資本比率は81.9%となり、前期比で0.7ポイント増加している（財務レバレッジは1.2で増減なし）。

安全性の指標を概観すると、キャッシュフローに関連する短期性資産の指標は、新型コロナウイルスの影響もあり、流動比率やネットD/Eレシオの指標は悪化傾向にある。しかし、他方では、財務レバレッジに変動がなく、むしろ自己資本比率は上昇傾向にあるため、財務の安全性は確保されているといえよう。

表 8 オリエンタルランド社の貸借対照表：資産の部（四半期）

資産の部	19.Q1	19.Q2	19.Q3	19.Q4	20.Q1	20.Q2	20.Q3	20.Q4	21.Q1
流動資産	349,056	373,118	386,890	441,835	417,000	402,015	416,876	316,741	234,485
現金及び預金	285,705	308,219	321,494	377,551	350,643	329,328	329,175	261,164	178,083
売掛金および受取手形	18,236	18,704	23,304	22,083	18,261	21,776	22,619	7,225	5,431
有価証券	17,998	19,998	17,998	20,999	23,998	25,998	38,996	19,999	7,485
製品および仕掛品	20,988	20,661	19,521	17,323	18,576	19,522	21,480	20,087	26,104
固定資産	562,388	570,632	574,356	609,619	625,482	662,170	674,001	693,910	728,851
建物・構築物	274,116	272,805	271,185	270,971	268,469	291,916	287,720	291,012	286,932
建設仮勘定	42,122	49,643	62,567	82,342	105,338	106,732	121,768	152,165	183,553
総資産	911,444	943,750	961,246	1,051,454	1,042,482	1,064,185	1,090,877	1,010,651	963,336

出典：オリエンタルランド社「四半期報告書」より筆者作成。単位は百万円。

表 9 オリエンタルランド社の貸借対照表：負債・純資産の部（四半期）

負債・純資産の部	19.Q1	19.Q2	19.Q3	19.Q4	20.Q1	20.Q2	20.Q3	20.Q4	21.Q1
負債	171,363	180,105	177,215	248,253	226,069	224,691	231,056	190,394	174,488
流動負債	104,778	112,929	112,023	154,652	133,218	112,929	137,601	100,495	81,780
買掛金および支払手形	13,847	14,072	16,987	19,907	12,569	14,126	16,709	13,921	7,503
その他の流動負債	90,931	98,857	95,036	134,745	120,649	98,803	120,892	86,574	74,277
固定負債	66,585	67,176	65,191	93,601	92,851	67,176	93,454	89,898	89,707
純資産	740,080	763,645	784,031	803,201	816,413	839,495	859,820	820,257	788,848
自己資本	740,080	763,645	784,031	803,201	816,413	839,495	859,820	820,257	788,848
利益剰余金	634,158	656,386	680,792	696,718	712,400	732,561	753,227	744,452	712,371
負債・純資産	911,444	943,751	961,246	1,051,455	1,042,483	1,064,186	1,090,877	1,010,651	963,336

出典：オリエンタルランド社「四半期報告書」より筆者作成。単位は百万円。

表 10 財務諸表の安全性分析 (四半期)

安全性分析	19.Q1	19.Q2	19.Q3	19.Q4	20.Q1	20.Q2	20.Q3	20.Q4	21.Q1
自己資本比率	81.2%	80.9%	81.6%	76.4%	78.3%	78.9%	78.8%	81.2%	81.9%
財務レバレッジ	1.2	1.2	1.2	1.3	1.3	1.3	1.3	1.2	1.2
流動比率	333.1%	330.4%	345.4%	285.7%	313.0%	356.0%	303.0%	315.2%	286.7%
固定比率	76.0%	74.7%	73.3%	75.9%	76.6%	78.9%	78.4%	84.6%	92.4%
固定長期適合率	69.7%	68.7%	67.6%	68.0%	68.8%	73.0%	70.7%	76.2%	83.0%
ネットD/Eレシオ	-30.6%	-32.6%	-33.5%	-33.5%	-29.7%	-26.4%	-25.8%	-21.2%	-11.6%

出典：オリエンタルランド社「四半期報告書」より筆者作成。

### 2-4-3. 小括

前項までオリエンタルランド社の財務諸表分析を行い、新型コロナウイルス下においても、OLC では財務上の安全性が確保されていることが明らかとなった。特に、OLC の財務上の強さは、東京ディズニーリゾートという一大リゾートを運営してきたことによる巨額のキャッシュインフローの積立と自己資本比率の高さが要因として挙げられる。また、営業活動によって得られた資金は、積極的にリゾート施設への設備投資に活用され、減価償却による自己金融効果もまた財政状態を安定化させる要因であるといえよう。

このように、OLC の財務上の安全性は巨額のキャッシュフローによって担保されているが、日本各地のテーマパークや遊園地を運営する企業は、OLC のように堅固な財政基盤や潤沢なキャッシュフローを持つことは稀である。事実、東京ディズニーリゾートは、その他のテーマパークや遊園地と比較して、入場者数に約 15 倍から 30 倍ほど差がある<sup>vi</sup>。次章では、他のテーマパークや遊園地を運営する企業を取り上げ、財務諸表分析を行う。

## 3. エイチ・アイ・エス社、よみうりランド社の財務諸表分析

本章では、財務諸表が入手可能なテーマパークや遊園地として、ハウステンボスを運営するエイチ・アイ・エス社（以下、HIS 社）、よみうりランド社の 2 社を取り上げ、同業他社の財務諸表分析を行う<sup>vii</sup>。

### 3-1. エイチ・アイ・エス社の財務諸表分析

ハウステンボスの年間来場者数は約 277 万人であり、テーマパーク部門において、東京ディズニーランド（東京ディズニーシーを含む）に次いで、第 2 位の来場者数を記録している。以下では、OLC と同じテーマパークを運営する HIS 社の財務諸表分析を行い、財務の安全性について考察する。

#### 3-1-1. エイチ・アイ・エス社の事業内容

HIS 社は、旅行事業を中心にテーマパークやホテルを付随して運営しており、事業内容は次の通りである。

- (a). 旅行事業
- (b). ハウステンボスグループ
- (c). ホテル事業
- (d). 九州産交グループ
- (e). エネルギー事業

HIS の主力事業は旅行事業であり、全体の売上高の 9 割を占めている<sup>viii</sup>。しかし、事業セグメント別の利益でみると、利益の構成比は旅行事業が 69.7%、ハウステンボスグループが 25.7%となり、ハウステンボスは効率的に利益を生み出す主力事業として捉えられる。

### 3-1-2. エイチ・アイ・エス社の経営成績と財政状態

HIS 社は 10 月期決算であり、2020 年第 2 四半期 (20.2Q) が 2020 年 2 月から 4 月末の期間に該当し、第 1 四半期の財務数値を比較することにより、コロナの影響を把握することができる。表 11、表 12、表 13 は、HIS 社の損益計算書・貸借対照表を一部抜粋してまとめたものである。表 14 は、過去 3 年間の有価証券報告書の財務数値をもとに ROE を測定し、各指標に分解したものである。以下、推計結果である。

表 11 の損益計算書より、2020 年第 2 四半期 (20.2Q) を前期と比較すると、売上高は 550 億円減少の 1447 億円となり、その影響で営業利益は 52 億円の赤字、特別損失は 38 億円の赤字となり、最終的には当期純利益は 72 億円の赤字となっている。前年度、前期の業績を比較すると、コロナの影響により、当期純利益は 100 億円以上、下振れしていることが分かる。

表 12 の貸借対照表より、資産の部をみると、流動資産は前期比で 1146 億円減少しており、そのうち現金及び預金が約 700 億円、受取手形及び売掛金が 200 億円減少している。固定資産は土地の取得により約 250 億円増加している以外、大きな変動はない。一方で、表 13 の負債の部をみると、流動負債が前期比で 830 億円減少しており、減少した流動資産は流動負債の返済に充てられたと考えられる。また、純資産の利益剰余金は業績赤字により 60 億円減少している。

表 14 は、過去 3 年間の ROE の指標であり、HIS 社は OLC とは対照的に、収益性と安全性の指標が低く、効率性の指標が突出している。つまり、効率性の指標である総資本回転率が ROE を大幅に引き上げる要因となっている。また、財務安全性について、財務レバレッジは 2 倍程度の水準が優良企業の水準とされており、自己資本比率は全産業平均の半分以下であるため、財務上リスクの高い経営をしている状態である。次節では、財務安全性の指標について詳しく考察していく。

表 11 エイチ・アイ・エス社の損益計算書（四半期）

	19.Q1	19.Q2	19.Q3	19.Q4	20.Q1	20.Q2
売上高	187,276	190,563	195,878	234,793	199,618	144,735
売上原価	△152,182	△156,168	△161,560	△194,465	△163,593	△123,959
売上総利益	35,093	34,395	34,319	40,327	36,025	20,775
販管費	△29,111	△31,398	△31,949	△34,136	△32,233	△26,037
営業利益	5,981	2,998	2,369	6,192	3,791	△5,260
営業外収益	△782	677	25	△371	497	212
経常利益	5,199	3,675	2,394	5,821	4,288	△5,048
特別損失	0	0	0	877	249	3,802
税引前利益	5,199	4,188	2,954	8,011	4,551	△8,397
法人税等	1,803	1,547	1,183	1,944	1,710	△1,167
実質実効税率	34.68%	36.94%	40.05%	24.27%	37.57%	13.90%
当期純利益	3,395	2,641	1,771	6,068	2,841	△7,231
親会社に帰属する純利益	2,356	2,608	1,531	5,754	2,177	△5,636

出典：エイチ・アイ・エス社「四半期報告書」より筆者作成。単位は百万円。

表 12 エイチ・アイ・エス社の資産の部（四半期）

資産の部	19.Q1	19.Q2	19.Q3	19.Q4	20.Q1	20.Q2
流動資産	358,505	339,143	375,027	348,280	322,442	207,835
現金及び預金	234,782	237,642	235,006	219,175	195,574	124,320
売掛金および受取手形	29,289	34,801	42,664	36,340	38,002	44,376
旅行前払金	43,899	36,095	70,861	52,102	57,108	35,976
固定資産	213,221	230,656	263,507	228,951	255,280	280,097
建物・構築物	20,528	26,521	26,861	67,834	58,487	67,508
土地	36,224	36,162	38,495	47,654	48,888	75,570
総資産	572,265	570,336	638,714	577,399	577,884	488,089

出典：エイチ・アイ・エス社「四半期報告書」より筆者作成。単位は百万円。



表 13 エイチ・アイ・エス社の負債・純資産の部（四半期）

負債・純資産の部	19.Q1	19.Q2	19.Q3	19.Q4	20.Q1	20.Q2
負債	454,822	454,375	517,677	453,490	451,577	370,457
流動負債	254,454	259,650	302,124	231,572	217,777	134,355
短期借入金	24,548	25,895	25,810	6,903	5,063	5,557
旅行前受金	89,268	73,493	126,981	92,760	108,152	44,102
固定負債	200,367	194,725	215,552	221,918	233,800	236,102
長期借入金	126,957	120,754	140,702	146,403	145,649	148,429
純資産	117,443	115,961	121,037	123,909	126,306	117,632
自己資本	88,088	91,164	92,821	98,493	98,268	92,799
利益剰余金	102,679	105,256	106,793	112,409	112,085	106,447
負債・純資産	572,265	570,336	638,714	577,399	577,883	488,089

出典：エイチ・アイ・エス社「四半期報告書」より筆者作成。単位は百万円。

表 14 エイチ・アイ・エス社の ROE（純利益率・総資産回転率・財務レバレッジ）

ROE の分解	2017	2018	2019
ROE	15.5%	12.5%	12.7%
純利益率	2.2%	1.5%	1.5%
総資産回転率	143.3%	141.1%	140.0%
財務レバレッジ	4.9	5.9	6.0
自己資本比率	20.3%	17.1%	16.8%

出典：エイチ・アイ・エス社「有価証券報告書」より筆者作成。

### 3-1-3. エイチ・アイ・エス社の安全性分析

表 15 は、HIS 社の安全性分析の指標をまとめたものである。2020 年度第 2 四半期の財務安全性の指標をみると、自己資本比率は上昇傾向にあり、それに付随して財務レバレッジも低下していることから、財務上の安全性は高まっている。また、流動比率も改善され、固定長期適合比率も 100%（1 倍）を切っているため、現状は短期的にも長期的にも財務安全性は確保されていると考えられる。

一方で、固定比率は 300%を超え、ネット D/E レシオも 100%を超え、悪化している。固定比率が 100%を超えると、固定資産への投資額が大きく、自己資本で賄えない状況を表している。また、ネット D/E レシオが 100%を超えると、純有利子負債が自己資本の金額よりも大きくなり、有利子負債を短期資金と自己資本で賄えない状態を示している。したがって、HIS 社は、売上高の減少に伴うキャッシュフローの悪化により、企業の財務安全性は低下傾向にあると言える。

表 15 エイチ・アイ・エス社の安全性分析（四半期）

安全性分析	19.Q1	19.Q2	19.Q3	19.Q4	20.Q1	20.Q2
自己資本比率	15.4%	16.0%	14.5%	17.1%	17.0%	19.0%
財務レバレッジ	6.5	6.3	6.9	5.9	5.9	5.3
流動比率	140.9%	130.6%	124.1%	150.4%	148.1%	154.7%
固定比率	242.1%	253.0%	283.9%	232.5%	259.8%	301.8%
固定長期適合率	73.9%	80.7%	85.5%	71.5%	76.9%	85.2%
ネットD/Eレシオ	7.4%	4.7%	18.4%	30.8%	56.0%	132.8%

出典：エイチ・アイ・エス社「四半期報告書」より筆者作成。

### 3-1-2. 小括

本節では、HIS の財務分析を行ってきたが、OLC と比較して、業績の変動は小さいように思える。例えば、売上高の指標をみても、OLC の売上高は 95%減少に対して、HIS 社は 24%減少である。この理由として、HIS 社はハウステンボスグループ以外の旅行事業を主力事業としておりハウステンボスを休園したとしても、他の事業で補填することができる。ただし、HIS 社の財務体質は OLC と対照的に、収益性が低く薄利多売の経営を行っている状態であり、財務安全性の指標に懸念がある。現状では、財務的余力は幾分あるものの、流動資産の中でも当座資金が急激な減少傾向にあり、今後はキャッシュインフローをいかに改善させるかが財務上の課題であるといえる。

## 3-2. よみうりランド社の財務諸表分析

よみうりランドの来場者数は年間 190 万人であり、遊園地部門において、鈴鹿サーキットに次いで、第 2 位の来場者数を記録している。以下では、よみうりランド社の財務諸表分析を行い、企業の財務安全性について考察する。

### 3-2-1. よみうりランド社の事業内容

よみうりランド社は、総合レジャー事業を主力な内容とし、次のセグメント事業から構成されている。

#### (a). 総合レジャー事業

1. 公営競技部門（競馬場施設）
2. ゴルフ部門
3. 遊園地部門
4. 販売部門

#### (b). 不動産事業

#### (c). サポートサービス事業（管理部門）

よみうりランド社の主力事業は総合レジャー事業であり、全体の売上高の 8 割を占めて

いる。総合レジャー事業に関して、2020年度の部門別売上高をみると、公営競技部門が80.3億円、ゴルフ部門が29.3億円、遊園地部門が51.9億円、販売部門が31.9億円であり、公営競技部門が収益の柱として牽引している。このように、よみうりランド社は、OLCやHIS社と異なり、収益の柱がテーマパーク事業や旅行事業のように一つに集中せず、4つの事業に分散されていることが特徴的である。

### 3-2-2. よみうりランド社の経営成績と財政状態

よみうりランド社は3月期決算であり、2020年度有価証券報告書(20.4Q)と2021年度第1四半期(21.1Q)の財務数値を比較することにより、コロナの影響を把握することができる。表16、表17、表18は、よみうりランド社の損益計算書・貸借対照表を一部抜粋してまとめたものである。表19は、過去3年間の有価証券報告書の財務数値をもとにROEを測定し、各指標に分解したものである。以下、推計結果である。

表16の損益計算書より、2021年第1四半期(21.1Q)を前期と比較すると、売上高は30.9億円で31.5億円減少しているが、営業利益は5.1億円の黒字、経常利益は6.6億円黒字である。最終的な財務数値では、特別損失が8.8億円計上されていることもあり、当期純利益は1.4億円の赤字となっているが、本業は売上原価の大幅な削減により黒字化を達成している。

表17の貸借対照表：資産の部をみると、流動資産は前期比で53億円増加し、その内訳は現金及び預金が約27億円、受取手形及び売掛金が約18億円である。この流動資産の増加は、借入金による資金調達が影響しており、表18の負債の部をみると、短期借入金が20億円、長期借入金が10億円増加している。

表19はよみうりランド社の過去3年間のROEであり、収益性・効率性・安全性の指標は不動産業界の水準と近似している<sup>ix</sup>。総資本回転率の数値は低いものの、当期純利益率は高水準で、自己資本比率も全産業平均より上回っている。その結果、財務レバレッジも2.3倍となり、財務上の安全性は優良企業並みの水準である。ただし、ROEの中で懸念材料を挙げるならば、効率性を示す総資本回転率が低いことである。総資本回転率は、投下資本のうち、売上高で回収できた割合を示しており、よみうりランド社の場合、毎年投下資本に対して30%ほどしか回収できていない状況である。

表 16 よみうりランド社の損益計算書（四半期）

	19.Q4	20.Q1	20.Q2	20.Q3	20.Q4	21.Q1
売上高	6,439	5,128	5,420	5,451	6,240	3,092
売上原価	△4,288	△3,853	△4,086	△4,520	△4,501	△2,126
売上総利益	2,151	1,275	1,334	931	1,739	965
販管費	△542	△518	△529	△529	△579	△453
営業利益	1,609	756	805	401	1,160	512
営業外収益	17	154	2	78	16	153
経常利益	1,626	910	807	479	1,176	665
特別損失	△126	△26	△50	△39	△166	△881
税引前利益	1,543	884	757	441	1,010	△215
法人税等	477	271	235	140	327	-74
実質実効税率	30.90%	30.70%	31.10%	31.80%	32.40%	34.60%
当期純利益	1,066	613	522	301	683	△141
親会社に帰属する純利益	1,066	613	522	301	683	△141

出典：よみうりランド社「四半期報告書」より筆者作成。単位は百万円。

表 17 よみうりランド社の貸借対照表：資産の部（四半期）

資産の部	19.Q4	20.Q1	20.Q2	20.Q3	20.Q4	21.Q1
流動資産	8,575	7,757	7,770	5,923	6,568	7,093
現金及び預金	5,534	5,880	5,817	3,945	2,469	5,154
売掛金および受取手形	1297	2735	1465	1486	1421	3263
たな卸資産	113	49	95	103	121	62
固定資産	58,845	58,641	57,547	59,455	59,716	59,540
建物・構築物	26,970	26,655	26,315	26,360	27,934	27,495
土地	16,240	16,240	16,246	16,246	16,246	16,292
投資有価証券	11,263	10,749	9,720	10,140	8,239	8,158
総資産	67,421	66,398	65,317	65,378	66,283	66,633

出典：よみうりランド社「四半期報告書」より筆者作成。単位は百万円。

表 18 よみうりランド社の貸借対照表：負債・純資産の部（四半期）

負債・純資産の部	19.Q4	20.Q1	20.Q2	20.Q3	20.Q4	21.Q1
負債	38,296	37,210	36,320	35,982	37,494	38,231
流動負債	6,636	6,294	6,320	6,522	9,399	9,374
営業未払金	881	424	642	1,213	962	337
短期借入金	1,070	1,070	1,070	1,070	2,270	4,270
固定負債	31,660	30,916	30,001	29,460	28,095	28,856
長期借入金	4,548	4,022	3,497	2,970	2,445	3,424
純資産	29,125	29,188	28,996	29,396	28,790	28,402
自己資本	25,596	26,016	26,538	26,645	27,327	26,994
利益剰余金	17,098	17,519	18,041	18,150	18,832	18,500
負債・純資産	67,421	66,398	65,317	65,378	66,283	66,633

出典：よみうりランド社「四半期報告書」より筆者作成。単位は百万円。

表 19 よみうりランド社の ROE（純利益率・総資産回転率・財務レバレッジ）

ROE の分解	2018	2019	2020
ROE	9.4%	8.0%	7.4%
純利益率	12.5%	10.7%	9.5%
総資産回転率	30.5%	32.6%	33.6%
財務レバレッジ	2.5	2.3	2.3
自己資本比率	40.7%	43.2%	43.4%

出典：よみうりランド社「有価証券報告書」より筆者作成。

### 3-2-3. よみうりランド社の安全性分析

表 20 は、よみうりランド社の安全性分析の指標をまとめたものである。2020 年度第 4 四半期（20.4Q）以降、財務上の安全性の指標が悪化しているのが見て取れる。自己資本比率は 42.6%と低下傾向にあり、流動比率も 100%を切っている。また、固定比率は 200%を超え、かつ固定長期適合率も 100%を超えているため、短期的にも長期的にも財務上の安全性が確保されているとは言い難い。

しかし、他方では、ネット D/E レシオは 16%と低水準であり、短期借入金を解消するだけの現金及び預金は保有している。また、よみうりランド社は OLC と同様に、純有利子負債額が小さく、純資産額と比較しても資金調達する余力があるため、流動比率と固定長期適合率の改善が見込まれよう。

表 20 よみうりランド社の安全性分析（四半期）

安全性	19.Q4	20.Q1	20.Q2	20.Q3	20.Q4	21.Q1
自己資本比率	43.2%	44.0%	44.4%	45.0%	43.4%	42.6%
財務レバレッジ	2.3	2.3	2.3	2.2	2.3	2.3
流動比率	129%	123%	123%	91%	70%	76%
固定比率	202%	201%	198%	202%	207%	210%
固定長期適合率	97%	98%	98%	101%	105%	104%
ネットD/Eレシオ	8%	5%	3%	7%	15%	16%

出典：よみうりランド社「四半期報告書」より筆者作成。

### 3-2-4. 小括

本節では、よみうりランド社の財務諸表分析をしてきたが、要約すると次の 2 点のことが挙げられる。第一に、HIS 社の財務分析と同様に、遊園地以外に主力事業が存在すると、他の事業がリスクヘッジとなり、業績の悪化は一部軽減されている。現に、よみうりランド社の営業利益は黒字を確保しており、その要因として、公営競技部門の売上高の増加や不動産事業・サポートサービス事業で減益が少なかったことが挙げられる。

第二に、レジャー施設への入場者減少により、短期的なキャッシュインフローの機能が低下し、短期的な資金繰りを悪化させている。また、遊園地など設備投資の大きい事業は、長期的な固定負債も大きく、長期的な支払能力も低下しているため、自己資本比率や財務レバレッジの数値以上に、財務の安全性は低下している。

以上より、財務の安全性を確保する上で、短期的資金と長期的資金のコンバージェンスが鍵となり、企業において資金調達能力が最も重要視されている。

## 4. おわりに

本稿では、オリエンタルランド社を中心に、HIS 社とよみうりランド社の財務諸表分析を行った。ここで明らかにされたことは、以下の 3 つである。

第一に、新型コロナウイルス下において、テーマパークや遊園地への大幅な入場者数の減少は、短期的なキャッシュインフローの機能の低下により、流動資産を大幅に減少させ、企業経営を圧迫させた。財務諸表を比較すると、どの企業も受取手形や売掛金などの売上債権を早期に現金化し、キャッシュフローの改善に努めていたことが分かる。

第二に、オリエンタルランド社のようにテーマパーク事業のみ一極集中している企業よりも、多角的に事業を運営している企業の方が業績の悪化を軽減させていることである。HIS 社とよみうりランド社のテーマパーク・遊園地事業は、それ自体が主力事業ではなく、たとえ休園したとしても、他の事業セグメントで売上を補填しており、売上高の減少幅小さいことが分かった。

第三に、どの企業も財務の安全性の指標では、流動比率の低下、固定比率・固定長期適合



率・ネット D/E レシオの上昇し、財務安全性の指標は悪化している。また、OLC とよみうりランド社の自己資本比率と財務レバレッジは改善されているが、これは経営リスクに対応するため資金調達を行い、総資産が増加したことが要因として挙げられる。

このように、テーマパークや遊園地を運営する企業はアトラクションなどの設備投資により固定資産の割合が大きくなり、レジャー施設を休業した場合、財務上、短期的なキャッシュフローはもとより、長期支払能力も大きく低下させ、キャッシュフローの重要性が一層高まったと考えられる。

最後に今後の課題を述べて結びとする。今回取り上げたレジャー施設は、国内でも来場者数の多い人気のあるテーマパークや遊園地で、長年財務基盤が安定した企業である。しかし、この他にも公営のレジャー施設や小規模なレジャー施設があり、新型コロナウイルス下において財政状態が厳しいレジャー施設は数多く存在する。現に、としまえんは、経営難により閉鎖が決まり、次の事業戦略が重要視されている。

したがって、このような財務上のリスクが起きた際に、経営管理上の課題としてどのように対処すべきなのか、また事業ポートフォリオをどのように組むことが最適リスクヘッジになるのか、これらを模索することが今後の研究課題である。

## 参考文献

- 青木茂男 (2005)『要説 経営分析』税務経理協会.  
桜井久勝 (2020)『財務会計講義〔第21版〕』中央経済社.  
桜井久勝 (2020)『財務諸表分析〔第8版〕』中央経済社.  
総合ユニコム (2019)「特集 独自調査 レジャー施設集客ランキング 2019」『月間レジャー産業資料』総合ユニコム, 52(9), No.636.  
総合ユニコム (2020)「特集 独自調査 レジャー施設集客ランキング 2020」『月間レジャー産業資料』総合ユニコム, 53(9), No.648.  
三苫夏雄 (1988) 中小企業の財務診断』同友館.

## 参考資料

- エイチ・アイ・エス「決算短信」(<https://www.his.co.jp/ir/earnings/>)  
エイチ・アイ・エス「有価証券報告書」(<https://www.his.co.jp/ir/securities/>)  
オリエンタルランド「決算短信」(<http://www.olc.co.jp/ja/ir/library/financial.html>)  
オリエンタルランド「有価証券報告書・四半期報告書」(<http://www.olc.co.jp/ja/ir/library/securities.html>)  
よみうりランド「決算短信」(<https://yomiuriland.co.jp/ir/library/library02.html>)  
財務省「法人企業統計調査」(<https://www.mof.go.jp/pri/reference/ssc/index.htm>)  
よみうりランド「有価証券報告書」(<https://yomiuriland.co.jp/ir/library/library02.html>)  
中小企業庁「中小企業実態調査」(<https://www.chusho.meti.go.jp/koukai/chousa/kihon/>)



中小企業庁「中小企業白書」(<https://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/>)

## 参考サイト

エイチ・アイ・エス HP (<https://www.his-j.com/Default.aspx>)

オリエンタルランド HP (<http://www.olc.co.jp/ja/index.html>)

よみうりランド HP (<https://www.yomiuriland.com/>)

財務省 HP (<https://www.mof.go.jp/>)

中小企業庁 HP (<https://www.chusho.meti.go.jp/>)

<sup>1</sup> 財務省「法人企業統計調査」(令和元年度報道発表資料), 14 頁。

<sup>2</sup> 三苦(1988),58 頁。流動比率について「100%以上ならば理想であるが、60~80%あれば(財務上)健全である」と評価している。

<sup>3</sup> 青木(2005),299 頁。長期的なストック分析比率である固定比率について絶対的な基準はないが、「固定比率は日本の製造業では 120%程度であり、100%以下の産業は収益性が高い医薬品や設備投資額の比較的小さい精密機械、工作機械などわずかにすぎない。固定資産への投資術すべてを自己資本ではなかなか賄えないのである」と述べ、長期支払能力や事業活動の健全さを測る水準として、固定比率 100%以下と設定している。

<sup>4</sup> 前掲注,299-300 頁。固定長期適合率について「日本での製造業では 85%程度であり 100%大きく超える産業は百貨店 130%やホテル 135%などで多くはない。100%を超えるのは業績が悪いが、事業における設備のウェイトが高く、運転資本のウェイトが低い業種である」と述べている。

<sup>5</sup> 臨時休園による特別損失の内訳として、人件費が 79 億円、諸経費が 36 億円、減価償却費が 81 億円、飲食売上原価等の経費が 14 億円である。

<sup>vi</sup> 総合ユニコム『月間レジャー産業資料 2019 年 9 月号』によれば、テーマパークの入場者ランキングは、第 1 位が東京ディズニーランド・東京ディズニーシーの 3255 万人に対して、2 位がハウステンボスの 277 万人である。

<sup>vii</sup> USJ (ユニバーサル・スタジオ・ジャパン) が当該分析から対象外となった理由は、上場廃止により財務諸表や来場者数が非公表となったためである。なお、USJ は 2016 年時点では、東京ディズニーランドの入場者数を抜いて 1460 万人の来場者数を記録している。

<sup>viii</sup> 2019 年度 10 月期有価証券報告書によると、売上高 8059 億円の内訳は、旅行事業が 7224 億円、ハウステンボスグループが 280 億円、ホテル事業が 126 億円、九州産交グループが 222 億円、エネルギー事業が 204 億円である。

<sup>ix</sup> 2020 年度中小企業白書によると、不動産業の ROE の平均は 15.0%で、そのうち総資本回転率が 35% (0.35)、自己資本比率が 39.9%、財務レバレッジが 2.5 である。

中村 俊紀 (なかむら としき) 東京通信大学 情報マネジメント学部 特任研究員

