

金融危機が問う株主価値向上のあり方

【ポイント】

1. 米国発の金融危機を受け、日本では不動産会社の倒産が相次いでいるが、これは業界の特徴である長い資金回収期間と低い自己資本比率が一因と考えられる。
2. 企業規模が小さいほど資金回収期間が長い業界もあり、注意が必要である。
3. 財務安全性を犠牲にした株主価値の向上が困難となった。株主価値の向上について新たな価値観が求められる。

1. 倒産が相次ぐ不動産業

米国サブプライムローン問題に端を発した金融危機のため、日本でも上場企業が倒産するケースが相次いでいる。図表1は2008年に倒産した上場企業を負債総額が大きい順に並べたものであるが、表に示す通り、業績面では直前の決算が黒字であった場合も多く、倒産の直接原因が、業績不振というよりも、「黒字倒産」と呼ばれる運転資金の不足だったと思われるケースが目立つ。業種では不動産がずらりと並んでおり、これは、この業種に見られるいくつかの特徴に起因すると考える。

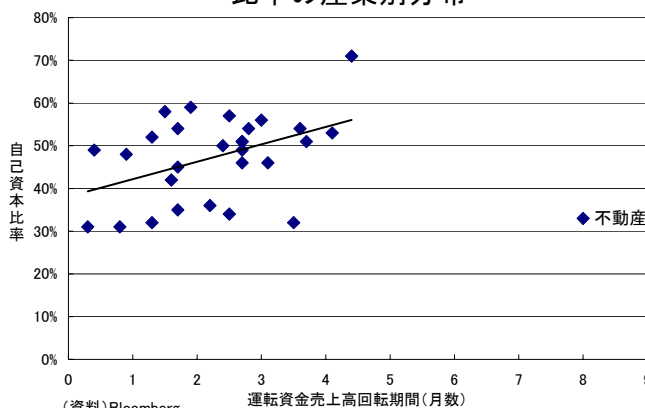
図表2は、横軸に運転資金売上回転期間（売上に対する在庫と未回収資金の比率で、一般に資金回収期間とみなされる）をとり、東証一部上場企業について業種毎の平均値を示しているが、不動産は約8ヵ月と他の業種に比べ飛び抜けて長いことが分かる。不動産業は、土地を買い、建物を建て、それを販売してようやく現金が入ってくる事業であるため、支出が先行する期間が非常に長いことが1つの特徴である。図表2の縦軸は自己資本比率で、不動産はこの指標でも最も低いグループに属し、資金の調達を借入金、社債などの負債に大きく依存している業種の一つである。一方で、不動産を除いた業種間では、資金回収期間が長い業種は自己資本比率が高い傾向が見られる。通常、資金回収期間が長いとそれだけ多くの運転資金が必要となるが、この確保を負債に依存していると、貸し手の都合で突然借り換えができなくなり、運転資金不足に陥る事態になりかねない。そのような事態を避けるため、必要な運転資金が大きくなる事業会社ほど、借り入れに依存しないよう自己資本を厚めに持つ傾向があるものと推測される。事業特性に応じた財務健全性の確保が不十分だった不動産は、今回の金融危機のように融資が受けにくい環境になると、他の業種に先駆けて資金繰りが悪化し、倒産の危機に晒されてしまう。

図表1. 2008年倒産上場企業(負債総額順)

	負債総額 (億円)	倒産日	業種	直前の 決算
A社	2,558	8月13日	不動産	黒字
B社	1,615	11月28日	不動産	黒字
C社	1,124	10月9日	不動産投資	赤字
D社	949	7月18日	不動産	赤字
E社	620	6月24日	不動産	黒字

(資料) Bloomberg

図表2. 運転資金売上高回転期間と自己資本比率の産業別分布



(資料) Bloomberg
(備考)トレンド線は、不動産を除いたデータ

2. 企業規模による資金回収期間

図表2を見る限り、不動産ほど長い資金回収期間と低い自己資本比率を併せ持つ業種は他に見当たらない。しかし、一見健全に見える業種でも、個別企業に目を向けると異なった見方が可能である。図表3は東証の電気機器業に属する企業の運転資金売上回転期間と売上規模の関係である。ここでは期間が売上規模に反比例し、売上規模が小さいほど資金回収期間が長い傾向が見られる。この理由は、電気機器の業界構造に起因すると推測する。

すなわち、電気機器の製造はどんな製品でも必ずプレスや板金などの付加価値の低い素材加工から始まり、加工された素材は、業界内の各社がいわば役割分担をしながら数多くの加工を施し、組み立てることで付加価値が上がっていく。そして、業界の最終工程として、大手総合電機メーカーがこの部品を原材料として仕入れ、最終製品を組立販売する。電気機器業界は、唯一最終製品の市場価値を知りうる立場の大手総合電機メーカー数社が業界の頂点に立ち、下になるに従って、人件費+ α の加工賃しかとれない多くのより規模の小さい企業が存在するピラミッド型をしているといえよう。図表3は部品を仕入れる側の大手になるほど仕入に際しての支払い条件が悪いことを示しており、この業界構造を踏まえると、業界内での力関係を如実に表していると言える。資金回収期間が長くてもそれに見合う自己資本があれば良いが、融資を受けにくい環境になった場合、大手は仕入れに際しての支払いを一層引き延ばすことで資金繰りの帳尻を合わせることも考えられ、真っ先に資金繰りに行き詰る可能性が高いのは、やはりピラミッドの底辺にある企業群になろう。

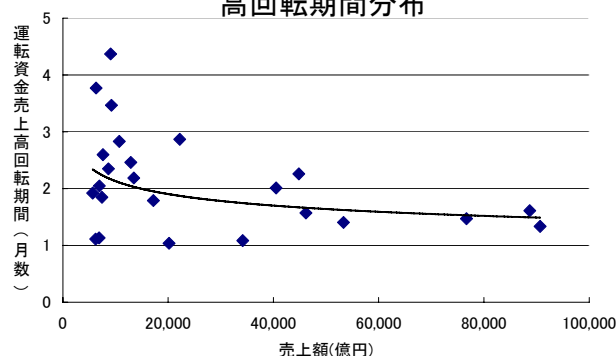
尚、同様の分析を自動車業界で行っても、資金回収期間と売上規模の間に電気機器業界のような傾向は見られない。自動車の場合、新型モデルの開発に数年を要し、その間、完成車メーカーは部品メーカーの製造原価にまで踏み込んで原価低減を求めるといわれる。大手は部品メーカーに対し厳しいコスト削減を求める一方、資金面には配慮し、安定した取引関係を構築していることも考えられよう。製造業の中でも電気機器業界は製品の開発期間も寿命も自動車に比べれば遥かに短く、取引先と安定した関係が構築されにくいのかも知れない。

3. 破綻の兆候～A社の場合～

これまで述べた事業形態、企業規模等は、倒産リスクを考える際に注意すべき要因ではあるが、これだけで個々の企業がいつ倒産するかを予測することは困難で、最終的には企業毎の状況を把握する必要があることは言うまでもない。企業が融資を断られる前兆として、貸し手が融資期間を短くしたり、貸付金利を上げたりすることがあるが、融資は貸し手と借り手の相対取引であり、外部からその条件の変化を捉えることは難しい。投資家が入手できるものは、四半期毎に開示される財務諸表に限られ、ここから何らかの兆候を見出さなければならない。

冒頭で示した図表1のA社は、08年度第1四半期決算の発表日に民事再生法の申請をしており、事実上、07年度本決算が倒産前に公表された最後の財務諸表となった。決算短信には、07年度は「売上高および各段階利益において過去最高」、08年度は「減益を見込むが、10年までの中期経営計画を確実に実行する」とあり、文言だけで3ヵ月後の経営破綻を予期することは極めて難しい。しかし、同社がこれまでどのように業績を拡大してきたかを理解

図表3. 電気機器会社の売上額と運転資金売上高回転期間分布

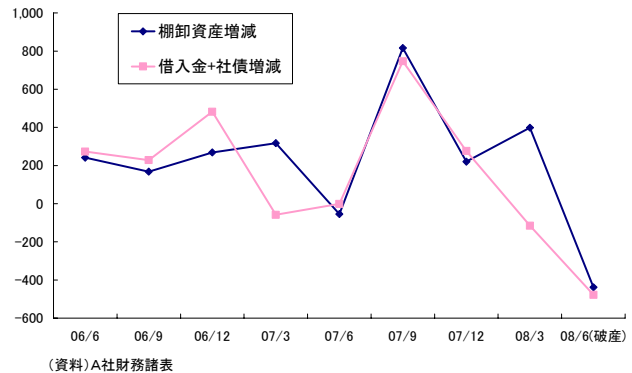


(資料) Bloomberg
(備考) 07年度決算値。連結売上5千億円から10兆円の24社を対象

すれば、同社のビジネスの限界を見出すことも、ある程度可能であろう。

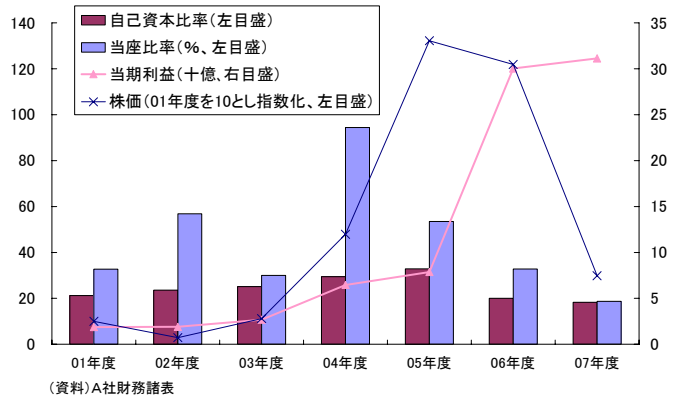
図表4は同社が倒産に至るまでの四半期ごとの棚卸資産と外部調達資金の増減推移であり、07年度第3四半期までは調達額と棚卸資産の増減額はほぼ一致して動いている。ここから、同社は新規の資金が調達できるとその全てを直ちに土地の仕入れと開発に使ってきたと考えられる。棚卸資産は将来の売上の源泉であり、業績拡大期に増加することは自然だが、同社の場合、これが単純に期間毎の資金の新規調達額によって決まり、同社の業績のベクトルは、資金の出し手が握っていたともいえよう。これを踏まえれば、金融危機が日本を襲い、融資環境が厳しくなった時点で、同社の成長が急停止することは見えていた。ただ、倒産時期については、倒産前の最後の四半期である07年度第4四半期に資金調達額がマイナスに転じ、棚卸資産が増え、資金繰りが悪化したことは分かるものの、この段階では調達額のマイナスが四半期ベースで連続していないこと、1年前の同時期にも同様の傾向が見られ、季節的な要因と解釈できる部分もあったことを踏まえれば、発表後3ヵ月での倒産は、やはり急だったと言わざるを得ない。また、同社の業績推移をやや中期的に見ると、06年度が大きな転換期であった。01年度から一貫して増益基調で自己資本を着実に積み上げてきた同社は、06年度に利益を前年比3倍以上に増やし、株価もそれを見越して05年度に2倍以上上昇した(図表5)。投資家に大きなリターンをもたらした業績拡大であったが、それは負債を一段と増やし、財務健全性を犠牲にした結果であったことが、06年度に大幅に低下した自己資本比率と当座比率(当座資産÷流動負債)によって示されている。

図表4. A社の棚卸資産と外部調達資金の増減推移



(資料)A社財務諸表

図表5. A社の株価、財務指標推移



(資料)A社財務諸表

4. 金融危機が株主価値に与える影響

上場企業は株主に対して一株当たり利益を最大化する責務を負い、資金の調達コストを上回る利益を得られる機会があれば、資金調達し投資をして利益を増やすことが求められる。そして、その際の資金調達は既存株主の1株当たり利益が希薄化しないよう、負債で行うことが望ましいとされてきた。必要資金が負債で安く安定的に調達できる限りこの考えは合理的で、金融危機が起きるまでの過去数年は、世界的に金利が低位に推移し、まさしくこの財務レバレッジの拡大が株主の利益に適う時代であった。06年度にA社が利益を大幅に増やすために行った一層の負債依存、手元資金の圧縮は、当時の経済環境下で株主の期待に最大限応えようとしたものに他ならない。しかし、今回の金融危機で資金調達の環境が一変し、同社は破綻、投資家は財務安全性を削りながら利益を最大化する戦略のリスクを見せつけられた。

世界経済が失速する中、未だ企業業績に回復の兆しは見られない。今回の金融危機によって、新たなリスクを突きつけられた企業と投資家は今、いかに財務安全性を確保しながら株主価値を向上させていくのか、新たな価値観の構築が求められている。

(株式投資グループ 佐藤 篤)