

新しい経営戦略のための企業動態分析

中村, 寿太郎
日興リサーチセンター事業調査部

<https://doi.org/10.15017/4494365>

出版情報：経済学研究. 61 (3/4), pp.67-81, 1995-10-01. 九州大学経済学会
バージョン：
権利関係：



新しい経営戦略のための企業動態分析

中 村 寿 太 郎

目 次

1. はじめに
2. 企業財務の変遷
 - 2.1 企業収益構造の推移
 - 2.2 企業経営と財務の役割
3. 企業動態分析の考え方
 - 3.1 企業動態モデルの狙い
 - 3.2 モデルの構造
4. 鉄鋼5社の財務シミュレーション
 - 4.1 鉄鋼業の現状
 - 4.2 モデルシミュレーション分析
 - 4.3 予測の評価
5. おわりに

1. はじめに

1980年代以降の金融自由化進展の中で、企業の財務戦略は国内外でのエクイティ・ファイナンスによる低コスト資金の調達とその資金による積極的な投融資活動を展開してきた。しかし、バブル経済の崩壊後、企業を取り巻く環境は一変した。株式市場の暴落と其後の市場低迷により、企業へ潤沢な資金を提供してきたエクイティ・ファイナンスは中断を余儀無くされ、その資金を投入した特金・ファントラの財テク運用は多額の含み損をかかえた。また、研究開発を含めた過大な設備投資は収益性の低い資産と化し、固定費負担として企業収益を低下させて

きた。エクイティ債の償還資金をどのように調達するか、調達コストは企業収益にどの程度の影響があるのか、長期的には財務内容の改善をいかに実現するか、これらの問題に直面している企業や企業グループはかなりの数に達している。

今後の企業経営は、金融機関のALMにみられるようにバランスシートの管理を重視し、ROEの水準と財務体質の最適化を図るように、積極的な財務戦略を立てることが望まれる。そのためには、中長期的な収益計画、資金運用・調達計画に基づき、企業財務の面からも大胆なリストラクチャリング（事業の再構築）を推進することが迫られている。

本稿は、これら企業財務を巡る問題点とあるべき姿を取り上げて分析すると共に、企業財務を改善する方法として、企業動態モデルによるシミュレーション分析を紹介する。企業動態モデルは、企業財務を収益構造、資金運用、資金調達などの面から動態的に分析し、企業の中長期的な観点での経営戦略、財務戦略に役立てることを目的としている。ここでは、モデル概要の紹介と併せて、1993年に分析を行った鉄鋼5社の平均企業をケーススタディとしたシミュレーション分析とその予測についての事後的な評価と問題点を紹介する。

2. 企業財務の変遷

2.1 企業収益構造の推移

図1で企業収益を長期的にみると、総資本経常利益率は、1990～93年度と大きく低下しているものの、まだボトムである第一次オイルショック時（1974年度）よりは高い水準を維持している。しかし、本業の収益力を示す総資本営業利益率は、ボトムの円高不況時（1986年度）を下回る水準にまで落ち込んでいる。この差は、営業利益の落ち込みを、1980年度からのバブル期までの資金需給の緩和による金融収支の改善が支え、経常利益の悪化を防いできたことにより生じている。企業収益は、総合的な収益力指標の強さの影で、本業の収益力は年々低下していったと言える。

図2で固定費率の推移をみると、近年上昇を続け過去最高水準にまで上昇していることが注目される。これは変動費率が、円高を背景に原材料価格が大幅に低下する一方で、積極的なヒト・モノへの投資が続いていたためである。そのため、損益分岐点は、円高不況の1986年度に匹敵する高水準に達している。平成景気時には、低い変動費率、すなわち高い限界利益率のもとで、売上の伸びが利益を大きく伸ばす好循環が

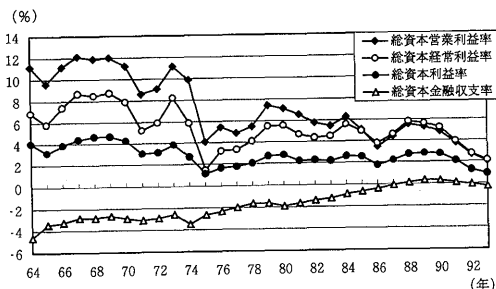


図1 利益率の推移（製造業）

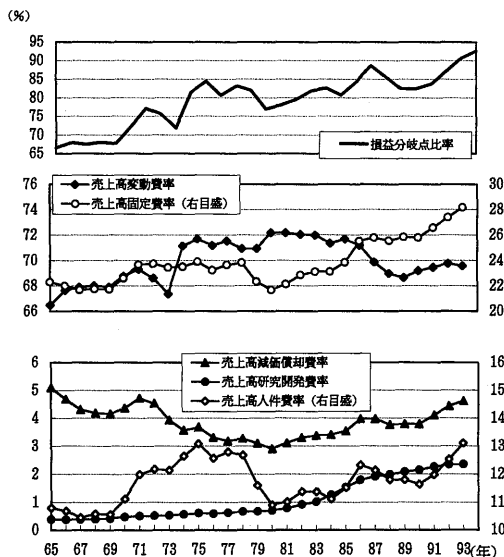


図2 損益分岐点と変動費率・固定費率の推移

続いてきたが、売上が伸びなくなった以降には、逆に固定費負担の重さが減益率を拡大している。この固定費負担の重さは、企業収益が回復に向かうと見られている1993年度以降も、大幅な売上増が期待できないことから、大きな収益圧迫要因として残ろう。今後も固定費率の水準が低下しない限り、設備投資の見直し、余剰人員の削減など、固定費削減策を余儀無くされよう。

2.2 企業経営と財務の役割

過去の高度成長下において、企業財務の役割は旺盛な成長資金の需要に如何に応えていくか、また金融自由化の進展のなかで低コスト資金の取り込みとプロフィットセンター化を果たしてきた。

しかし、バブルの崩壊を受けた今後の企業経営は、収益力の向上をやみくもに求めるだけではなく、バランスシートの管理を重視し、ROEの水準と財務体質の最適化を図るように、積極的な財務戦略を立てることが望まれよう。そのためには、中長期的な収益計画、資金運用・調

達計画に基づき、企業資務の面からも大胆なり ストラを模索することが不可欠であろう。

表 1 経営環境と財務部門の役割

	高度成長期	減量経営期	安定成長期	事業再構築期
年 次	1955～1973年	1973～1979年	1980～1989年	1990年代
経済環境	神武（54～57年）， 岩戸（58～61年）， いざなぎ（65～70年）	二度のオイルショック， 円のフロート化（73年）	ブラザ合意（円高，金 融自由化）， 平成景気（86～90年）， バブル発生	低成長
金融政策	・固定金利（低金利， 規制） ・固定為替	・規制緩和へ移行期 ・為替フロート化	・金融自由化の本格化	・完全金融自由化 ・1ドル＝100円時代 へ
経営目的	・小品種大量生産，大 量販売（設備の大型 化，大量連続生産方 式の導入） ・国際競争力の強化	・減量経営（省人，生 産性向上，品質管理） ・多品種少量生産体制 の整備 ・設備投資に消極的 ・加工産業の海外生産 移行期	・FMS，CIM 導入に よる多品種少量生産 体制の確立 ・エレクトロニクス化 による多機能化，高 級化，高付加価値化 の促進 ・過剰設備の廃業と新 事業転換促進 ・グローバル化への対 応	・円高に伴うグロー バル化の促進，公正な 競争ルールにもとづ く体制整備 ・リエンジニアリング による経営基盤の再 構築，日本的経営の 見直し ・収益性重視
資金需要	・積極的な設備投資で 資金需要旺盛 ・慢性的資金不足	・資金不足縮小期	・海外進出，新規事業， M&A のための資 金需要	・CB，WB のリファイ ナンス
財務部門の役 割	・資金の絶対的量的確 保 ・銀行借入を中心とし た間接金融 ・P/L 重視	・財務の効率化（借入 金の返済，資金効率 化） ・P/L 重視	・リスク（事業リスク， 為替リスク）に合っ た財務体質の改善 ・金融自由化に合わせ た資金調達手段の多 様化，直接金融ヘシ フト ・金融費用の軽減（借 入金の積極的返済と 手元流動資金の運 用） ・プロフィットセンタ ー	・ROE，社債格付を考 慮した最適財務構築 への配慮 ・金利変動リスク，為 替リスク，流動性リ スクを考慮した財務 戦略 ・中長期の戦略財務の 必要性 ・バランスシートマネ ージメント
主要財務指標 （製造業）	65～73年度平均	74～79年度平均	80～89年度平均	90～94年度平均 94年度
ROE	17.0%	9.7%	7.8%	4.1% 2.6%
総資本回転率	1.3回	1.0回	1.0回	0.9回 0.8回
自己資本比率	23.0%	20.3%	31.1%	39.3% 40.8%
売上高営業利 益率	8.2%	5.5%	5.0%	3.4% 3.2%
売上高純金利 負担率	2.2%	2.0%	0.6%	0.0% 0.2%

3. 企業動態分析の考え方

3.1 企業動態モデルの狙い

従来の企業分析は、事業内容の評価を中心とした定性的な分析に基づく収益見通しと財務分析であり、その目的は投資家への投資情報の提供であった。一方、企業動態モデルでは、企業の財務、経営企画部門を対象に資金調達コストの分析や経営計画の策定支援を主な目的としている。分析の枠組みは、従来の企業分析を包含した上で資金調達、資金運用面の分析機能を付加し、各種政策シナリオによる定量的シミュレーション分析を通じて、経営戦略に関するコンサルティングを行うことを意図している。

今後の企業財務としての課題は、大きく分けると次のようになる。

- ・資産リストラ……営業資産の採算性の向上と金融資産の見直し
- ・投資計画とマッチした資金調達の確保
- ・エクイティとデットのバランスのとれた調達
- ・株主や債権者の双方を意識したバランスシートの管理の強化

企業動態モデルは、上記のような問題の解決を支援するために開発され、各種のシミュレーション機能を通じて、企業財務を動的に分析することが可能である。具体的な機能は以下の通りである。

① 企業財務の定量的把握

企業の有価証券報告書を中心とする公表データにより、その主要項目の因果関係を定量的に捉える。

② シナリオ分析による財務シミュレーション

金利、為替等のマクロ金融環境の変化に伴う財務項目、財務比率への影響や、転換社債、ワラント債の償還に対応するリファイナンス戦略をシナリオ分析により把握し、企業の中長期的な観点での財務戦略に役立てる。

③ 財務リスクのコントロール

将来の企業財務を資金運用と資金調達の両面から動的に分析した上での財務リスクコントロール。

④ 戦略の整合性の検討

統合的な財務戦略に矛盾がないかどうかを把握する。例えば、目標とする計画を達成するために、資金調達や設備投資計画に過不足がないかどうかを検討する。

企業動態モデルは、上場企業、未上場企業を問わず幅広くコンサルティングニーズに応えられるように、企業の有価証券報告書、営業報告書を中心とする公表データに基づき汎用性が高く構築されると同時に、個別企業の多様なニーズに対応すべく精緻な構造を兼ね備えている。企業動態モデルの財務シミュレーション機能は、複雑な制約条件下で、一つまたは幾つかの財務戦略に絞り込むための重要な作業になるとともに、フィードバックループとして機能することによって、新しい財務管理の枠組みの構築を支援する。

また、財務シミュレーションの結果、債券格付がどのように変化するかは、ニューロ・フアジー格付モデルを利用することで推計できる。企業動態モデルと BRAINZ による財務シミュレーション分析は、企業行動における戦略立案と評価シミュレーションを包含する総合的な企業分析に近づくことになる。

【分析シナリオ】

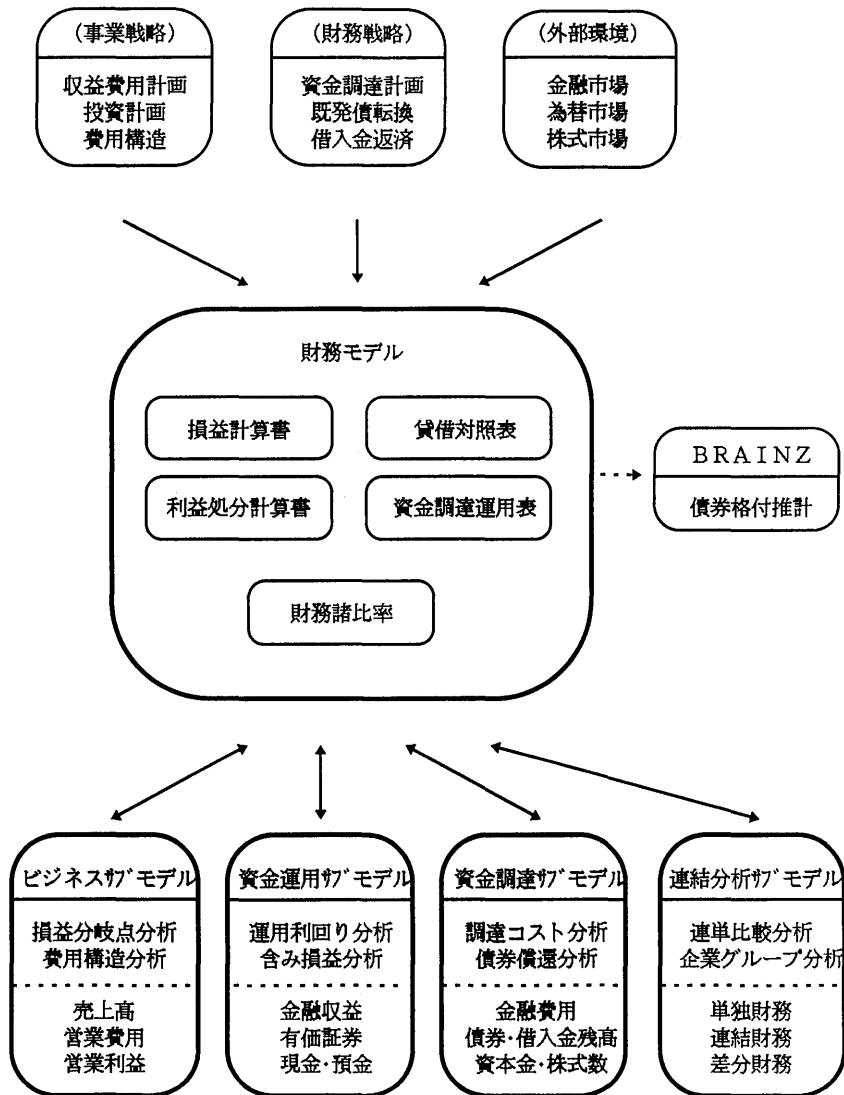


図3 企業動態分析の概要

3.2 モデルの構造

① 企業動態モデルの全体像

企業動態モデルは、財務モデルを中核に4つのサブモデル、すなわちビジネスサブモデル、資金運用サブモデル、資金調達サブモデル、連結分析サブモデルから構成される。これらの各モデルは、設備投資、資金調達手段等の企業戦

略に関わるシナリオや金利、為替等の経済環境に関わるシナリオに従って、計量的な分析を行い、最終的には予測財務諸表及び財務諸比率等を算出する。

各モデルは、それぞれ以下の機能を有している。

・財務モデル…損益計算書、貸借対照表、利

益処分計算書、資金調達運用表の各項目の分析及び財務諸比率の計算

- ・ビジネスサブモデル…業態業種により異なる企業の収益費用構造を分析
- ・資金調達サブモデル…財務項目のうち、資金調達に関わる資本、負債項目と金融費用を詳細に分析
- ・資金運用サブモデル…財務項目のうち、資金運用に関わる資産項目と金融収益を詳細に分析

・連結分析サブモデル…連結財務諸表についての分析

企業動態モデルは、これらのモデルが有機的に連動することにより、企業の投資戦略、財務戦略の結果及びマクロ経済環境の変化を財務諸表に反映させ、定量的にシミュレートする。

② 財務モデル

財務モデルは、企業動態モデルの中心的な役割を持ち、有価証券報告書ベースの財務データを基に、将来の財務諸表及び財務諸比率が時系

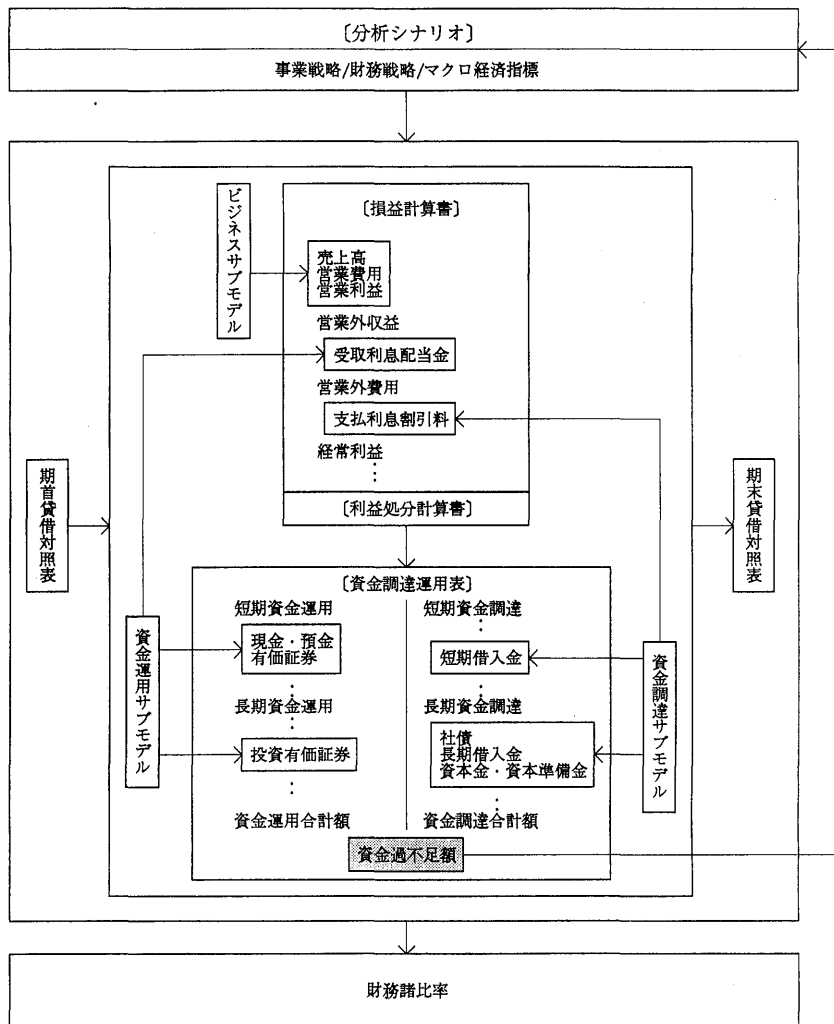


図4 財務モデルの構造

列的にどう推移するかを分析する。財務モデルは、以下の6つのブロックから構成されており、その構造は図4の通りである。

- a. 損益計算書及び利益処分計算書
- b. 資金運用表
- c. 資金調達表
- d. 貸借対照表の借方（資産）
- e. 貸借対照表の貸方（負債・資本）
- f. 財務諸比率

ブロック間の処理は、概ねaからfの順序で進められ、各ブロック内の計算手続きは、次の通りである。

a. 損益計算書及び利益処分計算書

当ブロックは、事業戦略・財務戦略を立てる上で重要なポイントとなる売上高見通しから順に損益計算書及び利益処分計算書を作成する。

- ・売上高／営業費用／営業利益については、ビジネスサブモデルで詳細に分析された結果を取り込む。
- ・営業外収益の受取利息配当金は、資金運用サブモデルによる分析を取り込み、その他営業外収益は売上高比で求めるかまたは外生的に与える。
- ・営業外費用の社債利息／借入金利息については、資金調達サブモデルでの分析を取り込み、その他営業外費用は、売上高比または外生変数とする。
- ・中間配当利益準備金積立額は、中間配当額の10分の1、利益準備金は配当金、役員賞与の合計額の10分の1とする。
- ・上記以外の項目については、売上高比または過去数年のトレンドで求めるか、外生的に数値を与える。

b. 資金運用表

損益計算書の売上高予測と、事業計画の中で

も重要性が高い設備投資予測などから資金運用表を作成する。

- ・設備投資を償却対象有形固定資産と土地その他、建設仮勘定に分けて予測値を用意する。予測値がない場合は、売上高等から推計する。
- ・短期資金運用項目の現金預金／有価証券、及び長期資金運用項目である投資有価証券／関係会社株式については、資金調達サブモデルの結果を取り込む。
- ・在庫投資は、棚卸資産回転率から得る。
- ・上記以外の項目については、売上高比または過去数年のトレンドで求めるか、外生的に数値を与える。

c. 資金調達表

売上高予測と設備投資予測から、資金調達表を作成する。

- ・短期資金調達項目の短期借入金／1年内償還社債、長期資金調達項目の社債／長期借入金及び自己資金の資本金／資本準備金は、資金調達サブモデルから得る。
- ・買入債務は、棚卸資産との比から算出する。
- ・減価償却費は、償却対象有形固定資産残高と設備投資額及び過去の償却率から決定される。
- ・上記以外の項目については、売上高比または過去数年のトレンドで求めるか、外生的に数値を与える。
- ・資金調達不足額は次式で定義され、
資金調達不足額＝資金運用額－資金調達額
資金が不足している場合にはこの資金調達不足額は正になり、資金余剰の場合には負となる。

d. 貸借対照表の借方（資産）

期首貸借対照表と資金運用表より期末の貸借

シナリオから、債券残高、債券利息、資本金、発行済株式数等を算出する。さらに、これらの項目と有利子負債、支払利息との関係から銀行借入による支払利息と借入金を計算する。

新規の資金調達分析は、SB、CB、WB、公募株式を対象に発行コストを比較分析するとともに、その発行に伴う支払利息や負債、資本項目の変化を推計する。また、平成4年3月に改正され、日本証券業協会のルールとなった『利益配分ルール』による時価ファイナンスを行う際の公約配当性向の設定水準についても財務予測の結果から算出する。

⑤ 資金運用モデル

資金運用モデルは、企業の投融資とその運用利回りの分析を行い、金融収益の将来予測を担う。財務項目としては、現預金、有価証券、貸付金等に計上されている投融資勘定を配当金源泉項目と利息源泉項目に組み換え、それぞれの利回り分析と運用シナリオから金融収益の予測を行う。

有価証券については、企業ごとに経理処理が異なり厳密な利回り分析は難しく、別のアプローチが必要となるが、ここでは簿価利回り与时

価利回り、及び含み損益の分析に止まる。

⑥ 連結分析モデル

ビジネス活動の国際化が拡がりをもせると共に、企業海外進出に伴う海外子会社設立やファイナンス活動の国際化が急速に進んでいる。このような中で、企業経営の成果でもある財務諸表を連結ベースで分析する必要性も高まっているが、現在公表されている連結有価証券報告書でも親会社を中心であり、非上場子会社の経営状況を判断する資料は皆無に近い。従って、ここでの連結分析も親会社を中心となる。具体的には、連結財務諸表と単独財務諸表の差分を作成し、子会社群財務諸表と見なす。これを財務モデルのシナリオ分析同様に予測財務諸表を作成し、親会社の予測結果と合算することとする。

4. 鉄鋼5社の財務シミュレーション

企業動態モデルを利用した財務シミュレーションとして、1993年2月に分析を行った鉄鋼大手5社（新日本製鉄、川崎製鉄、日本鋼管、住友金属工業、神戸製鋼所）の平均企業についてのケーススタディを紹介する。また、その後発

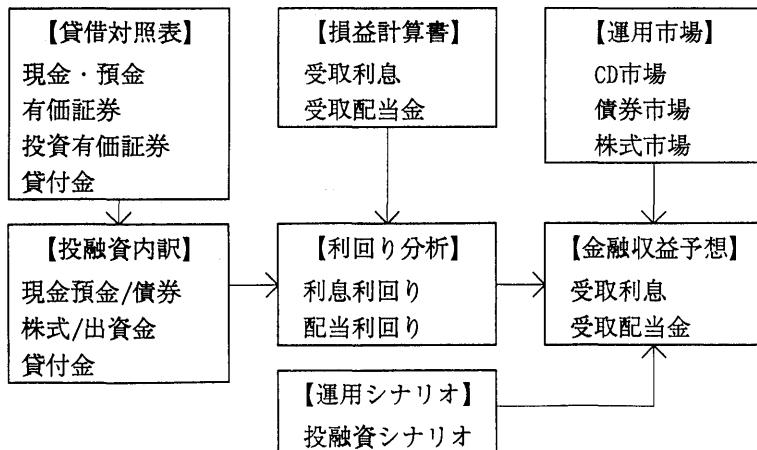


図6 資金運用モデル

表された決算実績との比較から、企業動態モデルの予測精度についての評価を行う。

4.1 鉄鋼業の現状

現在の大手鉄鋼メーカーをとりまく環境は、非常に厳しい。バブル経済のなかで大幅に膨らんだ民間建築や自動車向けの鋼材需要が、その崩壊とともに急速に減退しており、鉄鋼メーカーの生産量は大きく落ち込んでいる。1990年度に1億1170万トンに達した全国粗鋼生産量は、1992年度は1億トン割れとなっている。

粗鋼生産の減少に加えて、これまでの過去の設備投資の大幅な拡大を背景に、減価償却費および金利負担が増加しており、利益を圧迫している。このため、高炉メーカーは収益体質の抜本的な改善に再び迫られている。各社とも、①ホワイトカラーまで含めた人員の削減による総人件費の抑制、②設置投資の見直しや棚卸資産の圧縮による資金の効率化、③キャッシュフローを指標とした多角化部門の選別、などを軸に新たなリストラを模索している。また、バブル期に活発なエクイティファイナンスを行った結果、今後ワラント債やCBなどが次々に償還を迎えるため、その対策も非常に重要な課題である。

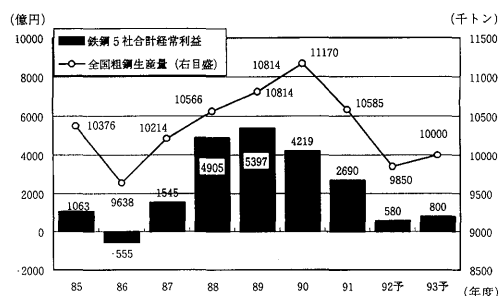


図7 全国粗鋼生産量と鉄鋼5社の経常利益

4.2 モデルシミュレーション分析

中期的には全国粗鋼生産は1億トン前後で推移すると考えられているが、前述の通り、鉄鋼各社はこの水準では現行の配当水準を維持するのは難しい。今後、各社共、収益体質の改善を目指して、人件費及び設備投資の削減、棚卸資産の圧縮等を進める必要があるだろう。そこで、鉄鋼大手5社平均企業の今後5年間分析シナリオとして、以下の通りとした。

① 分析ケース1

・設備投資

徐々に削減し、1994年度以降は減価償却費の範囲内

・棚卸資産

1993年度から100億円づつ圧縮

・人件費

每期、従業員1000人削減によりほぼ横這い

・土地その他、建設仮勘定無形固定資産、繰延資産

横這い

・投資その他の資産

每期1%の伸び

・社債

償還期限の到来した社債以外は、CB、WBは転換・未行使なし

・長期借入金

1992～1993年度は返済期限到来分を除く、その後一定

・短期借入金

横這い

その他、財務モデルでの計算が必要となる各種の比率は過去3年間の平均値を用いることにする。

② 分析ケース2

次に、設備投資の抑制や従業員の削減が計画通りに進まない場合に、収益や財務にどのような影響があるかを分析する。

な違いが生じるかをシミュレートした。

・減価償却費

1992～1993年度はケース 1 と同額、その後
は1.4% (1989～1991年度の伸び率) の伸び

・設備投資

減価償却費と同じ

・人件費

一人当たり人件費はケース 1 と同じ、従業

表 2 損益計算書、資金調達運用表 (シナリオ 1)

年 度	87	88	89	90	91	92	93	94	95	96
売上高	12,037	13,861	14,608	15,197	15,221	14,120 14,018	14,340 12,957	14,670 12,572	15,110	15,000
営業費用	11,263	12,290	12,911	13,883	14,116	13,580 13,448	13,730 12,897	13,900 12,154	14,010	14,100
営業利益	774	1,570	1,696	1,314	1,104	540 570	610 59	770 417	1,100	900
営業外収益	614	441	458	543	493	606 622	590 775	580 434	570	560
営業外費用	1,079	1,030	1075	1,013	1,059	1,030 1,073	1,040 1,057	1,010 1,046	970	940
経常利益	308	981	1,079	843	538	116 120	160 ▲222	340 ▲193	700	520
特別利益	355	112	21	10	224	420 121	620 163	600 500	600	600
特別損失	456	243	375	241	252	860 179	680 199	600 671	600	600
税引前当期利益	207	850	724	613	510	72 62	154 ▲258	340 ▲364	700	520
法人税等	87	398	261	214	112	20 28	68 8	170 ▲11	350	260
当期利益	120	451	463	398	397	52 34	86 ▲267	170 ▲352	350	260
人件費	2,083	2,096	2,132	2,130	2,159	2,157 2,152	2,156 2,102	2,157 N.A.	2,162	2,160
従業員数	28,796	26,164	24,794	24,096	23,930	23,000 24,024	22,000 23,115	21,000 N.A.	20,000	19,000
ベア	7.51	10.77	7.32	2.81	2.01	4.00 ▲0.71	4.50 1.52	4.80 N.A.	5.00	5.20
資金運用合計額	▲80	424	2,148	2,019	1,708	1,346 1,547	1,554 178	1,197 ▲893	1,253	974
現金預金	▲97	▲293	▲56	▲94	3	▲48 ▲199	19 ▲540	29 ▲322	39	▲9
在庫投資	▲347	▲190	283	237	62	▲339 ▲72	▲46 ▲445	▲100 ▲149	▲100	▲100
設備投資	739	674	1,064	1,385	1,825	1,820 1,869	1,460 1,307	1,100 8	1,100	1,100
資金調達合計額	▲80	424	2,148	2,019	1,708	1,346 1,547	1,554 178	1,197 ▲893	1,253	974
短期借入金	▲412	▲1,183	▲980	158	28	554 ▲183	▲331 163	383 ▲22	▲391	176
社債	▲75	596	1,251	550	▲75	405 585	▲822 ▲527	▲410 ▲196	▲797	▲600
長期借入金	▲741	▲1,073	▲935	▲459	▲2	445 913	1,170 457	359 289	554	510
減価償却費	1,162	1,141	1,130	1,138	1,189	1,196 1,214	1,258 1,210	1,200 251	1,200	1,200

注. 91年度迄は実績値, 92年以降は上段が予測値, 下段が実績値。

新しい経営戦略のための企業動態分析

表3 貸借対照表、財務諸比率（シナリオ1）

年 度	87	88	89	90	91	92	93	94	95	96
流動資産	9,564	9,379	10,249	10,564	10,186	9,983 9,485	9,980 8,451	9,945 8,087	9,931	9,809
現金預金	1,743	1,449	1,393	1,298	1,302	1,253 1,103	1,273 562	1,302 240	1,341	1,332
売上債権	2,232	2,577	3,204	3,211	2,663	3,112 2,285	3,101 2,165	3,085 2,235	3,064	3,070
有価証券	1,538	1,526	1,460	1,547	1,675	1,468 1,690	1,491 1,816	1,525 1,818	1,571	1,560
棚卸資産	3,392	3,201	3,485	3,723	3,786	3,446 3,713	3,400 3,268	3,300 3,118	3,200	3,100
固定資産	11,830	11,271	11,578	12,207	13,076	13,728 14,072	13,959 14,345	13,888 14,031	13,817	13,746
有形固定資産	9,858	9,391	9,324	9,571	10,208	10,832 10,863	11,034 10,959	10,934 10,717	10,834	10,734
投資その他資産	1,919	1,830	2,206	2,587	2,821	2,849 3,158	2,878 3,326	2,906 3,257	2,936	2,965
総資産	21,418	20,679	21,860	22,807	23,305	23,754 23,602	23,981 22,840	23,875 22,154	23,790	23,598
流動負債	9,945	9,287	8,371	9,169	9,633	9,432 8,640	9,429 8,325	9,393 8,022	9,380	9,258
買入債務	2,271	2,476	2,726	3,121	2,964	2,978 2,696	2,819 2,303	2,759 2,123	2,676	2,594
短期借入金	5,181	3,997	3,017	3,175	3,204	3,759 3,020	3,427 3,184	3,810 3,162	3,419	3,596
1年未満社債	96	221	227	326	1,002	371 405	822 767	410 416	797	600
固定負債	8,002	7,614	7,896	7,896	7,739	8,566 9,181	8,939 9,117	8,926 9,120	8,734	8,632
社債	1,842	2,438	3,690	4,240	4,165	4,571 4,750	3,748 4,222	3,338 4,025	2,540	1,940
長期借入金	4,380	3,306	2,371	1,912	1,909	2,355 2,822	3,525 3,280	3,884 3,570	4,439	4,949
資本	3,471	3,777	5,591	5,761	5,932	5,755 5,781	5,613 5,398	5,554 5,011	5,676	5,707
株主資本利益率	3.48	11.96	8.28	6.92	6.70	0.89 0.60	1.51 ▲4.95	3.04 ▲7.04	6.23	4.56
売上高利益率	1.00	3.26	3.17	2.65	2.62	0.36 0.24	0.60 ▲2.06	1.15 ▲2.80	2.31	1.73
総資本回転率	0.56	0.67	0.66	0.66	0.65	0.60 0.59	0.60 0.56	0.61 0.56	0.63	0.63
財務レバレッジ	6.17	5.47	3.90	3.95	3.92	4.12 4.08	4.27 4.23	4.29 4.42	4.19	4.13
総資本利益率	0.56	2.18	2.11	1.74	1.70	0.22 0.14	0.36 ▲1.17	0.71 ▲1.59	1.46	1.09
流動比率	96.16	100.98	122.43	115.21	105.74	105.84 109.78	105.84 101.51	105.86 100.80	105.87	105.95
固定比率	340.82	298.38	207.07	211.87	220.42	238.51 243.42	248.68 265.75	250.02 280.00	243.42	240.85
株主資本比率	16.20	18.26	25.57	25.26	25.45	24.23 24.49	23.40 23.63	23.26 22.61	23.85	24.18
棚卸資産回転率	3.54	4.32	4.19	4.08	4.02	3.90 3.77	4.18 3.96	4.37 4.03	4.64	4.76

注. 91年迄は実績値, 92年以降は上段が予測値, 下段が実績値。

員数は1994年度以降横這い

その他の項目、各種比率はケース1に準ずるものとした。

結果的には、固定費の増大から営業利益が低下するほか、設備投資の増加が長期借入金、支払利息の増加をもたらし営業外収支の悪化が繋がり、長期的な収益の低迷となった。

4.3 予測の評価

前述のシナリオによる1992年度から5年間の予測値は、表2、3の通りとなった。各勘定科目の上段は、91年度迄が実績値、92年度以降が予測値である。また、それぞれの下段は、その後明らかとなった決算による実績値である。

シナリオとして設定した各項目を見ると、先ず売上高が93年度以降、さらに落ち込みが厳しく回復が先伸ばしになっていることが判る。また、人件費は、従業員数の削減が遅れたものの、べア率がほぼゼロであったため、見通しにそっている。借入金は、超低金利のもとで社債での資金調達を償還額程度に行ったため社債残高に大きな差が出たが、銀行からの借入金は順調に減った。他の設定シナリオは、ほぼ見込み通りに推移してきた。

鉄鋼大手5社は、93年度以降の売上高の落ち込みは、経費削減によっても埋めきれずに経常利益、税引利益とも赤字に転落し、減配又は無配を余技なくされた。結果的には、その要因こそ違ったものの、シナリオ2の悲観的な見通しが現実のものとなった。

バランスシートをみると、収益の低下につれキャッシュフローの不足を補うため現金預金を取崩し、手元流動性が著しく低下しているのが目立つ。また、売上債権、買入債務の減少に見

られるように企業間信用も縮小するなど、短期の資産、負債を中心とした資産リストラを行ったものの、本格的なリストラには至っていない。

モデルシミュレーションによる予測としては、売上高のシナリオが大きく狂ってしまったため、モデルとして評価を下すことは難しい。しかし、ここでの予測シナリオは決して安易な数値ではなく、当時の業界アナリストのコンセンサスに近いものであった。激動期における予測の難しさを物語っていると言えよう。

5. おわりに

ここで紹介した分析手法は、従来の収益予想や財務分析の枠組みを包括する仕組みであり、利用可能な企業の公表データを全て利用する定量的な企業分析の限界への挑戦でもあった。

財務諸表分析の限界のため分析精度としてはいくつかの問題点を含んでいる。第一は、財務諸表における貸借対照表項目の期中平残が外部からは窺い知れないことから、ROE、手元流動性、資産回転率などの収益性指標や支払利息回りなど資金効率指標は外見的判断とならざるを得ない。

第二は、為替に関する公開情報の不足と経理処理の不透明さによるものである。外貨建債権債務の残高と先物為替予約については、その概要が有価証券報告書に記載されているものの十分とは言えない。その他に、特金、ファントラの残高や含み損益、期中におけるCPなどによる短期借入が把握出来ない等問題点を挙げればきりが無い。これらは、いずれも外部から企業財務をみることによる限界でもある。

このような限界はある一方、外部的見方による客観性と財務指標という普遍的指標による他

社比較などモデル分析による利点も多い。バブル経済後のストック不況と言われるなかで、企業のリストラ戦略による膨れ上がった資産負債の見直し作業は急速に進んでいる。このような環境下で、ここで紹介した企業動態的なアプローチにより、各種シナリオを想定した上で、中長期的な企業戦略、財務戦略を練る必要性はますます高まっているのではないか。

(日興リサーチセンター事業調査部)