

## 第10章 安全性の分析

### 第1節 リスクの意味

これまでの章では、企業の収益性(第8章)とその背後にある生産性(第9章)を分析するための手法を解説した。投資者の視点で財務諸表分析を行う場合に、収益性や生産性と並ぶもう1つの重要なポイントは、証券投資や融資の対象となる企業の「リスク」である。

証券投資や融資にはリスクが伴うとか、ハイ・リターンを獲得はハイ・リスクの負担によってのみ可能になるということがよく言われるが、この場合のリスクとは具体的に何を意味しているのであろうか。

まず最初に思い浮かぶのは、企業に資金を貸し付けたり社債や株式を購入していたところ、その企業が債務不履行ないし倒産に陥り、投下資金が回収できなくなって、投資者が莫大な損失をこうむるという事態である。このとき利子や配当が得られなくなるのはもちろんのこと、貸付金・社債・株式などの元本そのものも回収できず、無価値になってしまうのである。

したがって投資リスクはまず、企業の倒産などにより、「投資の元本の一部または全部が回収できなくなる可能性」が存在することであるといえる。これが古くから伝統的に考えられてきた投資リスクの第1の意味であり、この意味でのリスクはしばしばデフォルト・リスクとよばれている。

しかし企業の倒産はとくに株式投資者にとって、大きな投資利益を得るためのチャンスでもあることに注意しなければならない。なぜならば、もし倒産が

あらかじめわかっているならば、投資者は信用取引制度を利用してその企業の株式を売却することを通じて、逆に利益が得られるからである。

たとえばいま、ある企業の株価が500円になっているが、その企業が近い将来に倒産するものと予想されたとする。このような予想をたてた投資者は、その銘柄の株式を証券会社から借りてきて、市場で売却すればよい。もちろんその株式は借りたものであるから返さなければならないが、将来時点において予想どおり当該企業が倒産して株価が10円にまで下落したとすれば、その投資者は10円で株式を買い戻したうえで、証券会社に返却すればよい。これによって投資者は当初の売値500円と買い戻し値10円の差、すなわち490円の投資利益を得ることができるのである。このような投資手法をわが国では「カラ売り」とよんでいる。

ここから明らかのように、投資リスクは企業の倒産とは必ずしも直結してはいない。むしろ企業の倒産は、投資者にとって利益を得るためのチャンスにもなりうるのである。

しかしカラ売りを行った投資者といえども安心してはいられない。もし倒産の予測が外れて、逆に株価が1,000円にまで値上がりしてしまったら、買い戻しに1,000円を要することになり、1株当たり500円もの損失をこうむらなければならないからである。

そのような可能性をも考慮に入れると、投資リスクとは、利子・配当や証券価格自体が将来においてさまざまな値になる可能性をもっていて、どの値になるかを事前に確定しえない状態を意味するものと考えらるべきであろう。将来の利子・配当や証券価格に依存する投資の成果は、投資収益率という1つの尺度で表すことができる。すなわち、証券の購入価格を  $P_0$ 、売却価格を  $P_1$ 、保有中に得た利子・配当を  $D_1$  とした場合に、 $[(D_1 + P_1 - P_0) \div P_0]$  として定義される投資成果の尺度が投資収益率である。このうち  $D_1$  と  $P_1$  は、将来の数値であるがゆえに、証券の購入時点では未確定のままである。

このようにして算定される投資収益率という用語を用いれば、投資リスクの第2の意味は、「利子・配当や証券の価格変化から算定される将来の投資収益

率が不確実であること」として定義することができる。

将来の投資収益率の不確実性という第2の意味での投資リスク概念は、実際の投資収益率が事前の予想に反してプラス側へ大きく外れる場合と、マイナス側へ大きく外れる場合の両方を含んでいる。このうち企業の倒産によって証券が無価値になるというのは、投資収益率の予想がマイナス側へ大きく外れる極端なケースである。したがって第1の意味での投資リスク(デフォルト・リスク)は、第2の意味での投資リスク(不確実性)の特殊な場合として位置づけることができる。

これら2通りのリスク概念のうち、古くから財務諸表分析の対象とされてきたのはデフォルト・リスクの方であり、この観点での財務諸表の分析は一般に安全性の分析とよばれている。そこでこの章は、安全性の分析と題して、企業の債務返済能力や財務的な健全性の観点から、企業が倒産する危険がないか否かを分析するための手法を解説する。

倒産の危険性も含めて、投資収益率の不確実性という第2の意味での広いリスク概念とその分析手法については、次章でとりあげる。

## 第2節 貸借対照表に基づく古典的指標

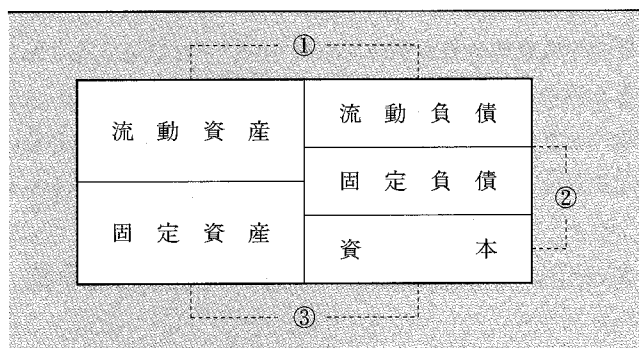
この章で分析の視点となる企業の安全性とは、企業の財務構造や資金繰りが健全であり、債務不履行などの形で倒産に陥ることがないことをいう。企業が倒産する典型的なパターンは、債務の返済期限が到来したときに、それを返済するための十分な資産を持ちあわせていなかったり、必要な資金を調達できないため、債務不履行に陥ることである。したがって安全性の分析は、返済を要する債務としての負債の残高に着目し、その返済に充当しうる資産の金額との比較や、使用総資本に占める負債の相対的な大きさの検討から開始されることになる。

この目的で用いられるのは貸借対照表である。貸借対照表には、資金調達源泉としての負債と資本、および資金運用形態を表す資産について、決算日現在

のストック数値が残高として示されている。このことから貸借対照表の項目間の関係に着目した安全性の分析は、財務構造の分析ともよばれている。

貸借対照表を利用して企業の財務構造を分析するための指標は、いずれも古くから利用されてきた長い歴史を有するが、それらは図表10-1に①②③として示したような3つのパターンに大別することができる。すなわち①調達された他人資本のうち早期に返済を要するものと、それに充当しうる流動的な資産の関係、②調達された総資本の内訳としての他人資本と自己資本の関係、および③固定的な資産に投下されている資金額と、その資金の調達源泉としての長期的な資本の関係がそれである。

[図表10-1] 財務構造の分析の概念図



## 1 流動比率と当座比率

企業の短期的な債務返済能力を表す指標は流動比率である。流動比率は〔流動資産÷流動負債〕として計算される。すなわち1年以内ないし通常の営業循環の中で返済すべき負債に対し、1年以内ないし通常の営業循環の中で現金化して負債の返済に充当しうる資産の倍率を表すものである。債務返済能力の点からは、流動比率が高いほど望ましいが、古くは200%が一応の目安とされてきた。これは流動資産の換金を急いだために、換金額が貸借対照表計上額の半分になってしまったとしても、返済すべき流動負債と同額の資金が確保できるこ

とを念頭においたものである。

しかし現在では、売上債権や棚卸資産の管理技法が進歩してこれらの金額が抑制されているため、200%もの高い比率は要しない。それでも流動負債と同額以上の流動資産が保有されているという意味で、流動比率は100%を超えている必要があろう。

流動資産のうちでも特に早期に換金できる一連の資産、すなわち現金預金そのもの・受取手形・売掛金・有価証券の4項目をあわせて「当座資産」という。これら当座資産の合計金額を流動負債で割算した比率は当座比率とよばれ、換金性のきわめて高い資産を用いた短期の債務返済能力の指標として、流動比率の補助的指標になる。

N社の当期について、これらの比率を計算すれば、次のとおりである。なお販売金融債権については、1年以内に回収される部分のみを、売上債権に準ずるものとみなして、貸倒引当金を相殺した後の金額(図表7-3参照)によって、流動資産と当座資産の計算に含めている。

$$\begin{aligned} \text{流動比率} &= \frac{\text{流動資産}}{\text{流動負債}} = \frac{7,075,689}{7,730,531} = 0.951 \\ \text{当座比率} &= \frac{\text{当座資産}}{\text{流動負債}} = \frac{4,879,061}{7,730,531} = 0.631 \\ \text{当座資産} &= \text{現金預金} 1,219,588 + \text{売上債権} 505,000 \\ &\quad + \text{販売金融資産 (流動)} 3,015,003 + \text{有価証券} 139,407 \\ &= 4,879,061 \end{aligned}$$

後掲の図表10-2には、同様にして算定した各社の過去5期分の流動比率と当座比率が、他の財務比率とともに示されている。これによれば、T社とH社は、安全性のために流動比率が満たすべき一応の目安とされる100%を常に上回っているが、N社はしばしばこの比率が100%を割り込んでいる。また当座比率もあわせて観察すると、短期的な債務返済能力が最も高いのはH社であり、N社の財務比率は大きく劣っている。

しかしこれが直ちに倒産の危険を意味するわけではない。なぜならば事業の

性質により、売上収益の多くが販売時点で現金によって回収されるのであれば、流動比率だけから倒産の危険を判定することはできない。したがって倒産の危険性の程度は、後述する損益計算書やキャッシュ・フロー計算書が示す財務比率の観察結果もあわせて、総合的に判断されることになる。

## 2 負債比率と自己資本比率

流動比率が企業の短期的な安全性を評価するのに対し、負債比率と自己資本比率は、次の計算式が示すとおり他人資本と自己資本の関係に基づき、長期的な観点から他人資本の安全性を評価するための指標である。これらの比率の背後には、自己資本と他人資本の合計によって調達された資産が返済に充当されるとき、他人資本の返済に優先順位が与えられていることから、自己資本の割合が大きいほど、他人資本の返済がよりいっそう保証されて、安全性が増すという考え方があり、したがって負債比率は低いほどよく、逆に自己資本比率が大きいほど安全性が高いことになる。

N社の当期のデータを用いた計算結果は次のとおりである。自己資本には、貸借対照表の純資産の部に記載された株主資本とその他の包括利益累計額が含まれる。他方、親会社の株主の観点に立つと、非支配株主持分は自己資本ではないから、ここでは負債に含めて計算している。もし新株予約権があれば、それも負債として取り扱われる。

$$\text{負債比率} = \frac{\text{他人資本}}{\text{自己資本}} = \frac{13,649,670}{5,302,675} = 2.574$$

$$\text{自己資本比率} = \frac{\text{自己資本}}{\text{使用総資本}} = \frac{5,302,675}{18,952,345} = 0.280$$

$$\begin{aligned} \text{自己資本} &= \text{株主資本} 6,243,019 + \text{その他の包括利益累計額} \Delta 940,344 \\ &= 5,302,675 \end{aligned}$$

$$\text{他人資本} = \text{負債合計} 13,328,835 + \text{非支配株主持分} 320,835 = 13,649,670$$

計算された比率を評価する場合、たとえ他人資本に相当する金額の資産を喪失したとしても、なおかつ他人資本と同額の資産が保持されているという意味

で、負債比率については100%以下、自己資本比率については50%以上であることが、安全性を評価するための一応の目安とされる場合がある。しかし図表10-2によれば、3社はともにこの目安を満たしたことがなく、とくにN社の財務比率が他社より明らかに劣っていることが注目される。

ただし自己資本と他人資本の割合の評価に際しては、もう1つの重要な考慮事項がある。それは調達した資金から生じる資本コスト（詳細は第14章で後述）について、他人資本の方が自己資本よりも低いことである。したがって収益性を重視すれば、安全性を害さない範囲で、他人資本の割合を高めるのが得策である。N社の財務比率は、この側面を重視した結果であると思われる。

日本企業は一般に、高度経済成長期に必要な資金を銀行借入で調達したため、自己資本の割合が相対的に低く、1976年には上場会社の平均が15%台にまで低下した。その後、1980年代にエクイティ・ファイナンス（新株発行を伴う資金調達）が活発化し、最近では上場会社の自己資本比率の平均値は40%に達している。この平均値と比較しても、N社の自己資本比率は10%以上低い。

## 3 固定比率と固定長期適合率

長期的な観点から企業の財務構造を分析する場合に着目すべきもう1つの関係は、固定的ないし長期的な源泉から調達されている資金と、その資金の投下先としての固定的な資産の関係である。

ここに固定的・長期的な資金調達源泉とは、自己資本や非支配株主持分から成る純資産と固定負債をいう。自己資本は、返済期限のある他人資本とは異なり、返済の必要のないいわば永久的な資金であり、また固定負債は決算日から1年を超えるまで返済期限が到来しない資金である。したがって固定資産や繰延資産の形で長期的に拘束される資金額は、できれば自己資本の範囲内にあることが望ましい。たとえそれが無理であるとしても、固定的な資産の金額は、少なくとも自己資本と非支配株主持分および固定負債の合計額より小さくなければならない。さもなければ流動負債として短期に返済すべき資金が、固定資産に投下されていることになり、資金繰りが不安定になるからである。

[図表10-2] 各社の安全性指標の時系列

		(単位：%)				
		4期前	3期前	2期前	前期	当期
流動比率	N社	102	98	99	103	92
	T社	109	113	103	102	104
	H社	119	114	121	123	123
当座比率	N社	65	64	69	72	63
	T社	83	83	82	80	81
	H社	85	84	90	91	90
負債比率	N社	253	268	279	247	257
	T社	184	183	178	169	168
	H社	159	170	160	144	147
自己資本比率	N社	28	27	26	29	28
	T社	35	35	36	37	37
	H社	39	37	38	41	40
固定比率	N社	218	227	235	219	224
	T社	177	174	177	172	171
	H社	171	177	170	157	158
固定長期適合率	N社	99	101	100	99	106
	T社	95	93	98	99	98
	H社	92	94	92	91	91

固定資産と長期資金の関係を評価するには、固定比率および固定長期適合率という2つの財務指標が用いられる。これらの指標は、固定資産の金額を長期資金で割算して算定し、その結果が小さいほど望ましいとして評価される。N社の当期のデータによる計算結果は次のとおりである。なお販売金融債権については、これまでと同様に、決算日から1年を超えて回収される部分を固定資産に組み替えるとともに、貸倒引当金を相殺した純額(図表7-3参照)によって

$$\text{固定比率} = \frac{\text{固定資産} + \text{繰延資産}}{\text{自己資本}} = \frac{11,876,656 + 0}{6,243,019 + \Delta 940,344} = 2.240$$

$$\text{固定長期適合率} = \frac{\text{固定資産} + \text{繰延資産}}{\text{自己資本} + \text{非支配株主持分} + \text{固定負債}} = \frac{\text{固定資産} + \text{繰延資産}}{\text{純資産} + \text{固定負債}} = \frac{11,876,656 + 0}{5,623,510 + 5,598,304} = 1.058$$

固定比率の評価は、100%以内が一応の目安とされている。しかし前述のとおり、高度経済成長期に銀行借入に依存して積極的な設備投資を行ってきた結果として、わが国の企業の固定比率は100%を上回っていることが多い。事実、図表10-2によれば、3社とも固定比率が100%を下回ったことはなく、とくにN社の比率が100%を大きく上回っていることが注目される。

しかし固定資産の取得資金として固定負債も含めると、T社とH社の固定長期適合率は100%以内となる。他方、N社の固定長期適合率はしばしば100%を上回っており、これは流動負債で調達した資金の一部が、固定資産に投下されていることを意味する。したがって投下資金が回収されるより前に、流動負債の返済期日が到来する可能性があることから、N社の安全性は万全ではない。

### 第3節 フロー数値に基づく指標の重要性

企業の安全性の評価にとって、負債の返済可能性がきわめて重要であることから、前節では負債の残高を中心に資産や資本との関係を分析してきた。そこで用いられたのは、決算日という特定の時点における資産・負債・資本の残高を一表にまとめた貸借対照表であった。この意味で前節の諸比率は、ストック項目に基づくいわば「静的」な安全性指標として特徴づけることができる。静的な指標は、長年にわたって利用され続けて現在まで生き残っているという歴史が証明するように、安全性を評価するための有効な指標ではあるが、大きな限界があることもまた事実である。

1つの重要な限界は、企業の債務返済能力を評価するうえで、収入・支出と

いうフロー項目の大きさやタイミングが決定的に重要であるにもかかわらず、それがほとんど考慮されず、もっぱら特定時点での資産や負債の残高のみに基づいて判断が行われていることである。たとえば流動資産が流動負債を大きく上回っている場合には、流動比率が良好であると判断されるであろうが、流動負債の返済時点が流動資産の換金時点より常に先行する傾向があるとすれば、資金繰りが逼迫して企業の安全性がおびやかされるおそれがある。したがって特定時点のストック数値に基づく静的な指標には限界があり、この限界は収入・支出などのフロー数値を用いた「動的」な指標によって補完されなければならない。

貸借対照表から得られる静的な指標のもう1つの限界は、現実の企業が経営活動の結果として獲得する収益によって、利息を支払ったり債務の返済を行うにもかかわらず、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ことである。しかし債務の返済能力は、保有資産の多寡だけでなく、企業の収益性そのものにも大きく依存しているのが現実の姿である。