

# SMC金融・経済マーケットレポート

Reporter Your Financial Brain SMC 豊島 健治

## 数値の奥に潜むもの (見えるものと見えないもの)

昨年暮れ、日経新聞に「試練の新興株市場」と題した記事が載った。興味を持った私は、その記事の遡上に昇った会社の有価証券報告書を覗いてみた。下表は、その有価証券報告書より過去3期の主要な数値を転記したものである。

貴方なら下表の会社をどう見るだろうか。

	16/3期	17/3期	18/3期
売上高	13,718	20,546	27,630
経常利益	1,798	520	722
当期利益	590	5,470	145
自己資本	28,149	23,760	32,163
総資産	37,430	32,986	42,994
自己資本比率	75%	72%	74%
営業CF	4,172	3,635	1,857
投資CF	1,582	928	5,279
財務CF	6,294	2,362	10,672
期末現預金	3,081	880	4,416

(金額単位：百万円)

何の予備知識を持たないで、私が上表をたよりに簡易分析すると概ね次のようになる。

まず損益(以下、PL)を見ると、売上は急拡大している。それに比べて利益はかなり不安定だが、経常段階で7億円強の利益も出ているのでまあまあではないか。ただ、前々期の当期利益の大幅赤字が一寸気になる。

次に貸借(以下、BS)からは、総資産に占める自己資本は極めて充実しており安全性・安定性は高いと判断される。反面、回転率はかなり低く、資金効率はかなり悪そうだ。

そして、キャッシュフロー(以下、CF)に眼を転じると、営業CF、投資CFは每期赤字である。投資先行型であることは分かるが、それにしても営業CFの赤字額が一寸大き過ぎる。何故だろうか。不足資金を財務CFで賄っている。

結局どうなんだ、と云われれば、CFは悪いが売上は順調に伸びている。資金調達も円滑に進んでいるようで手元資金も2ヶ月分位ある。銀行筋も優良企業と評価しているのではないかと、いうようになる。

ところが、新聞記事によるとこの会社は銀行から融資を受けられるような会社ではないと云う。何故か。それは上表だけでは分からない。PL

やBSだけ見ていては全く分からない。

実はこの会社、売上は伸びているが販売した代金(売掛金)の少なからぬ金額が回収できないでいる。前々期の赤字も過去の売掛債権を特損で償却した結果であるし、今3月期も同じ原因で100億円の最終赤字に転落するという。それでも尚40億円以上の未収の売掛債権が残るといふから驚く。結局、つまるところ、この会社は、何か物、あるいはサービスを売る(売上を立てる)、

その結果、相応の利益は出る、しかし、売った代金は回収できず売掛金が増加する、売掛が長期滞留となった時にドンと特損で落とす、常に資金が不足するから市場から調達する、というサイクルで回っている会社と見る他ない。ちなみに、同時期の資本調達の動きは次の通りだ。

	16/3期	17/3期	18/3期
増資額	3,599	1,520	8,700
減資額			3,000

売上が伸び、利益も出ていて、自己資本比率も高い。普通なら銀行がお金を出しそうなものだが、銀行も馬鹿ではない。BS、CFに問題を抱えるこんな会社に融資はできない。では、誰が資金を出すのか? 誰しも疑問に思うかもしれないが、出す者がいるのが市場という所の恐ろしさである。

これから先は私の全くの推測である。.....まず、ある思惑を持った者がこの会社の発行するMSCB(転換価格修正条項付新株予約権付社債)を引き受ける。その後、グッドニュースを流しながら空売りを始める。株価が上がり、そして下がる。転換価格が下方修正される。その者は転換権を行使し社債を株式に転換し現物株に変える。そしてその転換した現物株で空売り玉を決済し利益を実現化する.....

ハコ企業という言葉を知っているだろうか。業績不振で株価が低迷、無名のファンドや仕手筋等に株式を買い占められてマネーゲームの道具に使われる上場企業をいう。そうした企業は今も20社を下らないと云われている。上記会社がどうかどうかは知らないが、いつも泣きを見るのは名もなき個人小口投資家であるというのは昔からちっとも変わらぬ現実のようだ。

先週、証券業協会が発行株式数が急増しかねないMSCB等の資金調達に規制をかけることが伝えられた。遅すぎたと云うべきか。