

SMC金融・経済マーケットレポート

Reporter Your Financial Brain SMC 豊島 健治

資金調達の条件 (増幅する危機)

東証1部上場のマンション等分譲販売のゼファー社が民事再生を申請したのは先月の18日でした。新興の中堅デベロッパーがバタバタと潰れる中、遂に1部上場企業まで破綻に追い込まれた事例として印象的な出来事でした。直近(08/3期)決算で売上1,091億円、営業利益91億円、経常利益65億円を計上していたゼファー社は何故倒産したのでしょうか。

帝国データバンク等によれば、100%出資子会社だったマンション開発会社が負債総額322億を抱え5月に自己破産を申請したことで親会社である同社に信用不安が起こり資金調達に困難をきたしたことが直接の原因だったようです。確かに100%子会社を見放すのは尋常ではありませんが、その時点でゼファー社自体が既にかなり追い詰められていたと見るべきでしょう。TVの記者会見で社長らしき人が「サブプライム問題以降、急激に資金調達の道が狭まった、(頼みの)ファンも買ってくれなくなった」と弁明していました。本音だと思います。

その後気になって(無関係なのに興味を持ってしまう)、公募債を発行している東証1部の新興不動産会社3社の動向をチェックしてみました。例によって業績を調べた上で株価、社債価格がどう変化しているかを見たのです。

	アバンC	ジョイントC	日本総合
売上高	2,436	1,877	1,189
経常利益	616	230	105
総資産	6,025	3,440	2,542
純資産	1,102	777	417
有利子負債	4,078	2,181	1,805
株今年高値	1,486	2,110	1,540
7/31終値	132	350	520
同社債利回り	44.4%	20.1%	14.5%

(業績:08/3期連結、金額単位:億円)

さて、上記3社をどう見るべきでしょうか。3社とも立派な業績を上げていますが、株価はアバンコーポレーション社に至っては今年の高値から90%以上下がっています。又、社債もかなり売り込まれているのが分かります。ゼファー社のような信用問題が起こっているのでしょうか。

実は、1社の有価証券報告書を見ていたら面白いことに気がつきました。

一つは、大手金融機関が消えていたのです。07/3期の有価証券報告書では上位借入先に顔を出していたみずほ銀行、りそな銀行、そして東京三菱UFJ銀行が08/3期では姿を消し、代わりに地方銀行が増えていました。上位しか記載がないので借入残高がゼロとなった訳ではないと思いますが、いずれにせよ大手は巧みに素早く逃げたと見るべきでしょう。金融危機の頃「メイン寄せ」という言葉が流行りましたが、今それに似た事態、言葉は悪いかもしれませんがババ抜きが起きているように見えました。

二つは、こういった新興不動産の資金調達には様々な「条件」が付いていたことです。「財務制限条項」と云われるものですが、ある会社では5つも財務制限条項が付いていました。参考になると思いますので下に挙げてみます。

1. 純資産維持条項...前期末の純資産の何% (この場合85%)を維持する
2. 利益維持条項...営業損益、経常損益いずれもプラスを維持する
3. 格付維持条項...指定格付け会社における格付けを一定レベル以上に維持する
4. 自己資本比率維持条項...連結及び単独における自己資本比率を一定比率(この場合15%)以上維持する
5. 有利子負債残高制限条項...連結及び単独の期末有利子負債合計額から現預金合計額を差し引いた金額が自己資本の3倍以内とする

これが恐ろしいのは各条項のいずれかに抵触した場合、契約上の全ての債務について「期限の利益」を喪失する可能性があることです。「期限の利益」を喪えば借入金は直ちに返済しなければなりません。その怖さを承知で借入という名の資金調達していたのでしょうか。解りません。

紙幅が尽きてきました。今回敢えて上場不動産の苦境に触れたのは、“新たな貸し渋り”に備えて欲しいと思ったからです。米国発信用収縮の波は地球を周回しながら危機を増幅していくと覚悟しておいた方がいい。そして相次ぐ中堅企業の破綻は、銀行の中間決算月が目前に迫っていることと無関係ではないでしょう。