

札幌大学総合研究 第1号 (2010年3月)

〈論文〉

道内戸建て住宅メーカーの財務分析とその開示状況

宮川 昭義

〈要旨〉

北海道内において戸建て住宅の施工を手がける企業は、近年の景気低迷とそれともなう新規住宅着工件数の減少により企業維持に腐心する状況が続いている。一方で、新たに戸建て住宅を購入しようとする消費者にとっては、着工から完成引き渡しまでの期間リスクを負わなければならない。北海道内において戸建て住宅の施工企業の多くは小零細企業が多く、企業の財務状態に関する情報開示が乏しい。新規住宅購入に対する潜在的需要があっても、消費者と企業とのあいだの情報の非対称性から、需要の掘り起こしにつながらない可能性を排除できない。とくに消費者が期間リスクを負うという当該業界の特徴からは、消費者自らがリスク管理できる財務情報の透明性を高めることが、企業の信任を得るための有力な手段の一つと判断される。

〈キーワード〉

戸建て住宅の全国シェア、財務比較、安全性分析、効率性分析、キャッシュフロー分析、情報開示、信用、透明性

1 はじめに

2007年夏頃から米国における住宅ローンの一種である、いわゆるサブプライム・ローンの返済延滞率が上昇し、当該国の住宅バブルがはじけた¹⁾。サブプライム・ローンの増加については、その当初より担保信用保証の点で問題視されてきた。しかし、米国のスタンダード&プアーズ (S&P) やフィッチ (Fitch) などに代表される格付企業が中古住宅価格の上昇を前提として、当該ローンを媒介とした金融商品 (証券化商品) に高い格付けを与えていたことにより、通常であれば住宅ローンの審査に通らないような信用度の低い者への貸し出しが

増加することとなった²⁾。

その後、当該ローンの焦げ付きにより、それが債券の一部に組み入れられ世界中に販売されてきた金融商品の信用保証までもが完全に劣化してしまった。その結果として2008年9月15日に米証券大手リーマン・ブラザーズの経営破綻により世界中の金融機関で信用収縮の連鎖がおきた（いわゆるリーマン・ショック）。

リーマン・ショックの影響は金融不況にとどまらず、利益実現の裏付けがない時価評価益を担保としておこなわれてきた米国の消費活動意欲を削ぐこととなり、実体経済にまで悪影響が波及することとなった。米国および当該金融商品の主な引受け手であった欧州金融機関の破綻危機とそれともなう当該地域の景気悪化は、外需依存型の産業構造を有するわが国にとっても極めて深刻な影響（不景気）を与えることとなった。

その結果、企業業績の悪化にともなう消費者の多数を占める給与所得者の対前年度比における給与所得伸び率も横ばいないしは下落に転じ、消費者の消費意欲を大きく減退させることとなった。わが国の消費者を念頭に置く場合、その消費活動において最も高額であるものの一つに個人の住宅購入が挙げられる。住宅購入には多額の資金が投じられるため、これに連関する産業および企業が多数存在する。したがって、景気判断において新規住宅着工件数は極めて重要な指標となる。

しかし、こうしたリーマン・ショック以降の景気低迷にともなう新規住宅着工件数の減少と、近時の北海道内におけるいわゆる住宅不況とが同じ原因によるものと理解すべきかについてはいささか議論すべき余地がある。たしかに、サービス産業を中心とする北海道の産業構造からいって全国的な不景気の波が道内経済と無縁であるはずはない。その一方で、リーマン・ショック以降の景気低迷は、その時点ですでに住宅不況にあった道内住宅メーカーの最終的な体力を奪い去った一因に過ぎず、もっと根本的な問題を道内住宅メーカーが抱えていたのではないかという疑問が残される。それが本稿の問題意識である。

本稿では、その問題意識を具体的に分析するための手段として道内住宅メーカーと全国あるいは道内住宅メーカーのように地域に根差した営業展開をおこなう地域密着型の住宅メーカーとの財務諸表分析を通じて、道内住宅メーカーの企業財務上に見られる特有の問題点について検証する。また、そうした企業の財務体質を明らかにすることで得られる問題点とともに、当該企業における企業財務の開示状況についても言及することとする。

なお、本稿では既存の住宅メーカーに関してすでに一般に開示されている資料をもとに分析をすすめることとする。したがって、当該資料を通じて具体的な企業名を挙げておこなわれることによる分析結果は、本稿における一般的な研究方法により得られる知見であって、筆者の入手困難な情報にもとづく潜在的な企業体質あるいは体力の評価とは自ら異なる可能

性があることを最初に指摘しておく。

2 道内建築業の現状

近年、道内における住宅メーカーの経営破綻について、最初に思い浮かぶのは道内老舗住宅メーカーであった「木の城たいせつ」の経営破綻であろう。1950年創業の「木の城たいせつ」は、施工エリアが北海道内に限られていたことから、北海道民にとっては馴染み深い住宅メーカーであり、創業オーナーである山口昭氏のユニークな経営思想あるいは特徴のある住宅外観（無落雪住宅のさきがけ）やTVCMなどでも極めて認知度の高い住宅メーカーであった。その「木の城たいせつ」が2008年3月に経営破綻（自己破産）した。

報道機関の発表によれば、最盛期であった2002年度の売上実績196億円あまりだったものが、破綻直前の2008年度では95億円程度にまで半減しており、当該メーカーに関しては、同社の破綻がリーマン・ショック以降の景気低迷と直接的に関係なかったことは明らかである。なお、関係企業を含めた破綻時の負債総額は120億円超にものぼると伝えられた。

一方、2008年12月に経営破綻（民事再生法を申請）した「松本建工」についても道内を発祥とする住宅メーカーとして著名であった。「FPの家」という方が聞き覚えのある者も多いと推察される。「松本建工」も「木の城たいせつ」同様に、積雪量の多い北方型住宅においてFP（Frame & Panel）工法といわれるウレタン断熱パネルを使用した高気密住宅を実現し、1985年に開発特許を取得した木造建築工法を武器に事業拡大を図ってきた。「松本建工」は1995年にジャスダック（JASDAQ）に上場していたが、民事再生法の申請を受けて2009年1月16日に上場廃止となった。これも負債総額135億円あまりの大型経営破綻となった。

さらに、個人に対し比較的安価に鉄筋コンクリート住宅を供給することに成功した「早川工務店」についても、すでに2007年12月に経営破綻していた。同社は本社を札幌に置き、これまで建築工事価格において木造住宅よりも割高であった鉄筋コンクリート住宅を「RC-Z工法」といわれる外断熱工法を開発することで、全国展開型の住宅メーカーの建築工事費と遜色ない単価にまで引き下げることに成功した。これにより同社は1995年以降急速に業績を伸ばし2007年2月期には48億円程度の売上げを計上していたものの、経営破綻時点による負債総額は35億円程度に上った。

以上のように、北海道民には比較的馴染みのある住宅メーカーが、近年、経営破綻事例として目立った。注目して欲しいのは上記3社がそれぞれに得意とする建築工法が異なっていることである。つまり、ある特定の原因により消費者から敬遠され破綻に追い込まれたとは言にくい。また、一般にこれらの時期に経営破綻した住宅メーカーについては、2007年度

に改正された改正建築基準法の影響によるものとの見方も少なくない³⁾。しかし、北海道内のこれら住宅メーカーが相次いで経営破綻した背景には、各企業個別の原因によるというよりも、ここ数年来つづく道内の慢性的な住宅不況が、企業の財務体力を奪っていった過程において、改正建築基準法の施行が経営破綻に追い込む引き金となったに過ぎなかったと言えそうである。

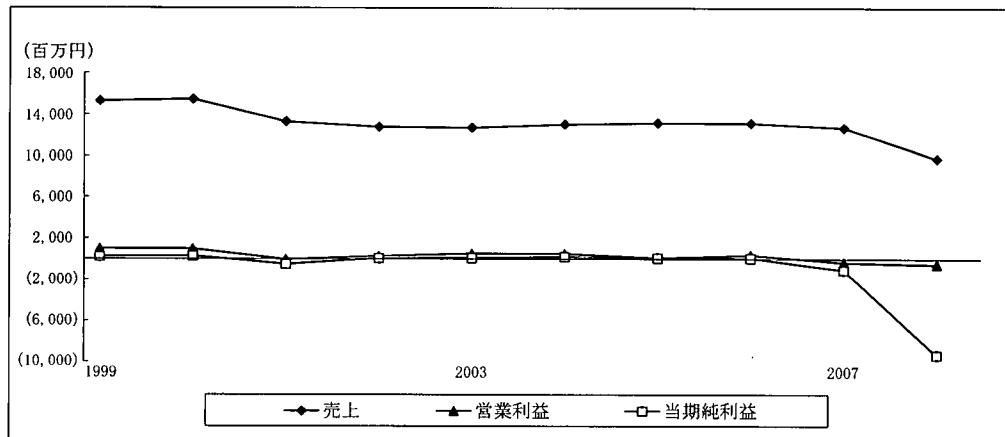
その証左として、表1および図1は「松本建工」に関する破綻直前までの過去9年間における連結ベースの売上げおよび営業利益、さらには企業にとって最終的利益となる(税引後)当期純利益についての一覧表とそれをグラフ化したものである。これによれば、2000年度(2001年3月期)における約154億円あまりの売上をピークに概ね横ばいか減少傾向にあるということが理解できる。また、企業活動に占める本業の収益を示す営業利益については、売上高の推移に比して波を打っているとともに売上に占める営業利益の割合を示す売上高営業利益率にしても1999年度(2000年3月期)の約6.8%をピークに低下していることが理解できる。このように、道内における住宅メーカーはサブプライム・ローン問題に端を発する世界同時不況を起因とする業績悪化にともない経営破綻へ向かうというシナリオよりも、慢性的な売上上昇率の停滞と同時に収益構造の非効率性がすでに潜在化していたことが理解される。

表1 「松本建工」の売上推移

(単位:百万円)

	1999(年度)	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
売上	15,277	15,449	13,295	12,773	12,702	13,037	13,172	13,147	12,693	9,737
営業利益	1,040	1,024	7	312	579	553	150	425	(278)	(457)
当期純利益	260	318	(450)	113	153	251	146	132	(1,007)	(9,244)
売上高営業利益率	6.8%	6.6%	0.1%	2.4%	4.6%	4.2%	1.1%	3.2%	-2.2%	-4.7%

図1 「松本建工」の売上推移



ただし、注意が必要なのは上記「松本建工」の損益関連情報に見られる特徴が、全国的な戸建て住宅業界全体についても同様に言えるのなら、「木の城たいせつ」や「松本建工」などの経営破綻は単なる不況型倒産と判断することも可能であり、経営破綻の責任をそれぞれの経営手腕の拙さに起因するとは必ずしも判じがたい。したがって、次節では「松本建工」の損益関連情報に見られる特徴が、わが国において全国展開する住宅メーカーについても同様のことが言えるかについて分析をおこなうこととする。

3 同業他社住宅メーカーの財務分析

表2は過去5年間の戸建て住宅に関する全国シェアの変化と当該シェアの増減を示したものである。これによれば、戸建て住宅の全国シェアに占める上位企業は、「旭化成ホームズ」と「タマホーム」との入れ替わりがあった以外は変化がないことが理解できる。また、戸建て住宅に関しては戸建て住宅マーケット全体のうち、占有率について抜きん出た企業がないことも理解できる。

また表3および図2によれば、全国展開型の「積水ハウス」の売上推移は、「松本建工」のそれと比べ、概ね右肩上がりであることが理解されよう。とくに「松本建工」との比較において顕著なのは2001年度決算以降の営業利益が「松本建工」のようには不安定になっておらず、比較的安定的に推移していることが見て取れる。同様に売上高営業利益率についても、ほぼ一貫して5%を上回る水準を維持しており、「積水ハウス」については原価管理が徹底されていることが見て取れる。

表2 戸建て住宅の全国シェア

2004年度			2005年度			2006年度			2007年度			2008年度		
積水ハウス	4.0	-	積水ハウス	4.3	▲	積水ハウス	4.2	▼	積水ハウス	4.4	▲	積水ハウス	4.2	▼
ミサワホーム	2.5	-	ミサワホーム	2.4	▼	ミサワホーム	2.3	▼	ミサワホーム	2.5	▲	ミサワホーム	2.6	▲
大和ハウス	2.5	-	大和ハウス	2.4	▼	大和ハウス	2.2	▼	大和ハウス	2.4	▲	大和ハウス	2.5	-
積水化学	2.4	-	積水化学	2.4	-	積水化学	2.2	▼	積水化学	2.3	▲	積水化学	2.5	▲
旭化成ホームズ	2.4	-	旭化成ホームズ	2.2	▼	旭化成ホームズ	2.2	-	旭化成ホームズ	2.2	-	旭化成ホームズ	2.4	-
その他	86.2	-	その他	86.3	▲	その他	86.9	▲	その他	86.2	▼	その他	85.8	▼

(出所) 日本経済新聞「国内100品目シェア」2005～2009年より作成

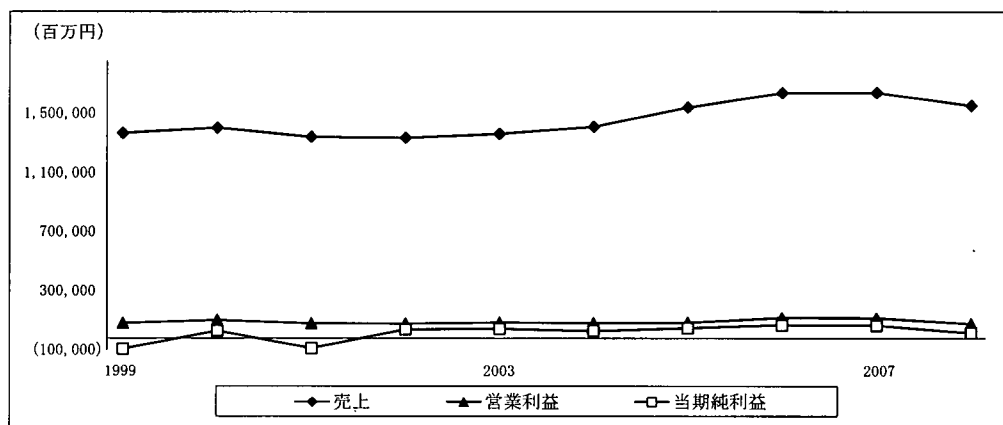
それでは、戸建て住宅の全国シェア上位企業のうち、いくつかについて、前節で取り上げた「松本建工」と同様の財務的特徴を有するかについて見ていこう。表3および図2は、わが国において戸建て住宅全国シェア最上位の「積水ハウス」に関する過去10年間の売上高推移と収益関係に関して示したものである⁴⁾。

表3 「積水ハウス」の売上推移

(単位：百万円)

	1999(年度)	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
売上	1,330,284	1,364,800	1,305,468	1,300,237	1,326,039	1,372,243	1,501,857	1,596,183	1,597,807	1,514,172
営業利益	76,137	96,085	74,624	72,737	80,333	76,638	79,980	111,570	109,727	73,960
当期純利益	(94,810)	25,167	(90,331)	34,546	37,761	23,659	43,029	62,663	60,352	11,516
売上高営業利益率	5.7%	7.0%	5.7%	5.6%	6.1%	5.6%	5.3%	7.0%	6.9%	4.9%

図2 「積水ハウス」の売上推移



同じように、「大和ハウス」を見てみよう。表4および図3の「大和ハウス」についても「積水ハウス」同様に過去10年間の売上推移は概ね右肩上がりである⁵⁾。また、売上高営業利益率についてもほぼ一貫して5%前後を安定しており、「大和ハウス」についても売上高に占める売上原価および売上関連費目に関する管理が徹底されていることが理解されよう。このような傾向は、その他の「積水化学」などにおいても同様に見て取れる。

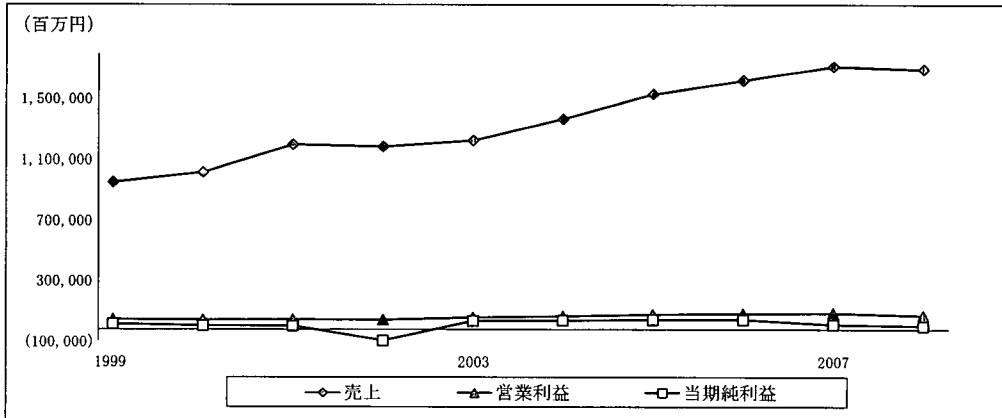
以上、道内主要戸建て住宅メーカーである「松本建工」と全国展開型住宅メーカーである「積水ハウス」および「大和ハウス」について損益計算書項目の主要部分に関する比較をおこなってきたが、つぎに北海道地域以外の地方密着型戸建て住宅メーカーについてもいくつか見ていこう。表5は売上規模が「松本建工」に比較的近い同業他社において、全国展開型の戸建て住宅メーカーではなく、当該本社のある地域を中心とした地域密着型の事業展開をとる戸建て住宅メーカーのうち、財務情報が入手しやすい上場企業のサンプルである。

表4 「大和ハウス」の売上推移

(単位：百万円)

	1999(年度)	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
売上	951,072	1,016,236	1,197,924	1,184,543	1,224,647	1,365,913	1,528,983	1,618,450	1,709,254	1,690,956
営業利益	47,497	44,289	46,031	45,271	59,660	67,849	80,072	85,678	89,120	73,580
当期純利益	17,450	6,256	5,216	(91,388)	37,256	40,262	45,184	46,393	13,079	4,170
売上高営業利益率	5.0%	4.4%	3.8%	3.8%	4.9%	5.0%	5.2%	5.3%	5.2%	4.4%

図3 「大和ハウス」の売上推移



まず、表5に掲げた企業のうち、もっとも上場時期の早かった「ウッドフレンズ」は名古屋市を地盤とする戸建て分譲および注文住宅を手がける企業である。当該企業については、売上高営業利益率が概ね5%を上回る状況にあり、「松本建工」のそれと比してやはり高いことが見て取れる。

また、「ファースト住建」は、兵庫県尼崎市に本社を置き関西圏を中心に事業展開している企業である。当該企業における売上高営業利益率においては、さらに10%台を上回るものとなっており、より効率的な事業展開を図っていることが見て取れる。

同様に「グランディハウス」は、栃木県を中心に北関東3県において個別住宅の分譲や設計を手がける企業であり、やはり当該企業においても上場以来10%を超える高い売上高営業利益率を誇っている点が注目される。

3社とも2007年度前後の業績において、売上減少が見られる。これは2007年6月20日に施行された改正建築基準法による影響によるものと推認される。しかしながら、当該事由が影響したと考えられる売上減少局面においても売上高営業利益率は2~3%台を維持しており、恒常的に低率である「松本建工」との違いは明らかである。

では、つぎに各企業の収益構造を見るうえで、より重要と考えられる投資利益率について

も分析してみよう。前記までの売上高に対する各種利益率の比較は、売上高の変化に対する企業の大まかな費用吸収力を示すものである。具体的には、売上高の減少が生じた場合に、どれだけ費用の発生を抑制し、これを一定程度の利益率確保に注力しうるかをあらわしていると言える。

表5 「松本建工」の売上規模に近い地域密着型同業他社

ウッドフレンズ (8886) (毎期5月末決算) 2000年12月5日JASDAQ上場 (単位:百万円)

年度	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
売上	9,289	10,107	9,923	12,575	18,167	19,962	24,530	19,722
営業利益	179	487	523	553	1,142	1,151	1,844	624
当期純利益	27	228	238	160	483	548	713	122
売上高営業利益率	1.9%	4.8%	5.3%	4.4%	6.3%	5.8%	7.5%	3.2%

ファースト住建 (8917) (毎期10月末決算) 2003年9月24日大証2部上場 (単位:百万円)

年度	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
売上	11,560	24,875	35,189	34,991	43,259	46,497	35,094	—
営業利益	1,349	2,721	4,577	4,001	4,437	3,491	819	—
当期純利益	998	1,474	2,573	2,350	2,607	2,023	55	—
売上高営業利益率	11.7%	10.9%	13.0%	11.4%	10.3%	7.5%	2.3%	—

グランディアハウス (8999) (毎期3月末決算) 2005年12月6日東証2部上場 (単位:百万円)

年度	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
売上	—	—	—	18,578	24,047	22,220	14,933	19,741
営業利益	—	—	—	2,482	3,213	3,138	496	778
当期純利益	—	—	—	1,214	1,766	1,734	192	370
売上高営業利益率	—	—	—	13.4%	13.4%	14.1%	3.3%	3.9%

これに対して、投資利益率は投下した資本（とくに自己資本）の活用による利益獲得能力を示すものであり、企業全体における投資効率を明らかにする代表的な指標である⁶⁾。つまり、少ない投資でより大きな利益を上げている企業が投資家にとっては一般に好感される。したがって、ここでは改めて投資利益率を測定するための二つの代表的な指標について見てみよう。

企業の収益性分析にあたって用いられる投資利益率には、一般に自己資本利益率（Return On Equity, ROE）および総資本利益率（Return On Assets, ROA）が用いられる⁷⁾。前者は当期純利益と自己資本との比較をおこなうことで、投資金額にかかる効率性を判断するものであり、後者は経常利益と総資本（総資産）との比較をおこなうことで、資本の源泉（負債および純資産）の区別なく投資金額にかかる事業活動全体の効率性を判断するものである。

表6 各社のROEおよびROA

(単位:%)

	2001(年度)	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	
ROE	積水ハウス	当期純損失	5.4	5.7	3.5	6.3	7.9	7.8	1.5
	大和ハウス	11.7	当期純損失	7.6	7.7	7.8	7.0	2.1	0.7
	松本建工	当期純損失	2.6	3.5	5.4	3.1	2.8	当期純損失	債務超過
	ウッドフレンズ	1.9	13.8	12.9	8.3	20.3	19.4	20.8	3.6
	ファースト住建	74.0	69.6	62.2	70.0	21.9	14.9	0.4	-
	グランディハウス	-	-	-	32.4	21.7	18.1	2.1	3.9
ROA	積水ハウス	5.6	5.5	6.7	6.8	7.4	9.0	8.5	5.6
	大和ハウス	3.8	3.8	6.7	5.5	7.0	5.5	3.4	2.2
	松本建工	経常損失	1.9	2.7	2.9	1.1	2.2	経常損失	経常損失
	ウッドフレンズ	1.2	7.1	5.0	2.8	7.3	5.3	7.4	1.6
	ファースト住建	15.0	19.9	24.4	18.3	14.5	11.9	3.0	-
	グランディハウス	-	-	-	10.5	12.6	14.3	1.7	3.2

表7 各社の有利子負債比率および自己資本比率

(単位:%)

	2001(年度)	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
積水ハウス	17.1	12.7	5.9	3.5	0.0	1.6	11.9	18.0
	48.0	51.3	56.6	58.5	62.4	62.4	57.1	54.3
大和ハウス	4.8	0.6	0.1	1.6	1.5	3.6	12.7	19.0
	49.1	44.2	45.3	38.6	39.1	40.4	35.3	33.5
松本建工	54.1	50.1	49.9	47.3	44.6	44.7	51.5	157.0
	23.3	26.5	25.6	25.6	23.7	24.2	16.9	(114.4)
ウッドフレンズ	58.1	49.5	59.3	70.2	63.1	67.7	68.5	67.2
	21.7	27.3	22.0	14.2	18.6	15.6	17.2	17.6
ファースト住建	48.6	37.7	26.6	30.4	38.1	33.3	27.3	-
	16.1	27.0	42.6	45.0	39.3	47.3	54.9	-
グランディハウス	-	-	-	69.6	52.7	45.0	55.7	48.9
	-	-	-	16.8	33.6	45.5	38.3	42.2

(上段)有利子負債比率, (下段)自己資本比率

表6はこれまで本稿において比較分析の対象としてきた企業6社におけるROEおよびROAを一覧化したものである。これによれば、「積水ハウス」および「大和ハウス」といった全国展開型メーカーは一時的に当期純損失あるいは経常損失であるものの5~7%台で安定的に推移していることが見て取れる。欧米企業に比べ日本企業のROEは総じて低位であるという指摘はあるものの、このROEの値は比較的良好であると言えそうである。

しかし、ROEを企業の収益性分析に利用する場合、注意しなければならないことがある。

ROEは自己資本に対する当期純利益の比率を示していることから、自己資本が低い（分母が小さい）場合にはROEの数値は大きくなる。逆に自己資本が大きい（分母が大きい）場合には、ROEは小さくなる。したがって、ROEを比較分析する場合には、同時に各社の総資産に占める自己資本の比率に留意しなければならない。それを示したのが表7である。

表7において、各社の自己資本比率を比較すると、「松本建工」と「ウッドフレンズ」が類似していることがわかる。これを考慮に入れて、表6のROEを比較してみると「松本建工」が、いかに非効率的な収益構造にあったかは容易に理解できる。このことは、表6にあるROAを見ても裏付けられており、「松本建工」の収益構造の改善は長らく進まなかったと判断できる。

なお、表7にある各社の有利子負債比率について、「ウッドフレンズ」と「グランディハウス」の比率が高いことが目につくが、両者とも自己資本比率の引き上げに注力していることが窺える。一般に、企業財務における有利子負債比率が低く自己資本比率が高い企業は破綻リスクが低いとされ、この割合の高低は企業としての安定性を測る極めてオーソドックスな指標である⁸⁾。

企業の資産構成に対する資金の調達源泉に注目した場合、負債および純資産合計に占める有利子負債の比率が高いとき、企業は資金管理の徹底およびこれを向上させるための手立てを講じる必要に迫られることとなる。これは、有利子負債の構成要素である短期借入金、一年以内返済長期借入金、社債、コマーシャル・ペーパー、長期借入金などの返済あるいは償還に対する資金準備が、企業の継続性を担保するためには極めて重要な要素となるからである。逆に負債および純資産に占める自己資本比率が高いとき、資金調達が有利子負債の場合に比べ資金管理にゆとり（もちろん杜撰でよいというわけではなく）のある企業である。

したがって、今度は資金管理という面から、有利子負債比率の高い「松本建工」、「ウッドフレンズ」および「グランディハウス」にかかる2004～2008年度におけるキャッシュフロー計算書を比較したものを表8として掲げる。表8の見方であるが、まず営業キャッシュフロー（営業CF）は主に本業における資金の回収能力を示す。営業CFがマイナスである場合、本業による資金の回収能力に問題が生じていることを意味する。つぎに投資キャッシュフロー（投資CF）は、企業の将来性を見据えて研究開発や営業店舗拡大などに振り向ける資金の流れを示している。したがって、投資CFがマイナスであればそれに積極的であり、プラスであれば事業規模の縮小による資産売却などによりプラスとなる。財務キャッシュフロー（財務CF）については、プラスであればたとえば借入などによる外部資金調達を、マイナスであれば借入金に対する返済などを示す。

表8 三社の過去5年間におけるキャッシュフロー計算書

(単位：千円)

		2004(年度)		2005		2006		2007		2008	
松本建工	営業CF	696,607	+	450,173	+	953,535	+	(241,160)	-	362,153	+
	投資CF	(988,773)	-	(884,684)	-	(1,933,048)	-	363,459	+	(151,598)	-
	財務CF	297,989	+	740,656	+	672,237	+	47,935	+	(528,558)	-
ウッドフレンズ	営業CF	(3,831,361)	-	1,220,349	+	(3,587,914)	-	1,330,863	+	45,584	+
	投資CF	(1,464,653)	-	896,163	+	(1,103,761)	-	(524,501)	-	82,267	+
	財務CF	4,488,544	+	(1,502,563)	-	3,887,774	+	(1,341,969)	-	(1,005,360)	-
グランディハウス	営業CF	(3,180,922)	-	1,406,900	+	3,989,779	+	(2,534,064)	-	2,725,384	+
	投資CF	(1,742,650)	-	(828,449)	-	(231,092)	-	(1,243,958)	-	485,719	+
	財務CF	3,360,692	+	(173,279)	-	(3,530,764)	-	3,514,824	+	(2,872,969)	-

以上のことから、キャッシュフロー計算書を分析するにあたっては、金額の多寡のほかに、それぞれ企業活動の血液とも言える現預金がどのような流れとなっているかを読み取ることも必要となる。その意味では2007年度の「松本建工」では営業CFの落ち込みに対して、これを打破しようとする投資CFへ資金を振り向けられないばかりか、事業資産等を売却して資金を捻出するとともに、さらに財務CFを見てもわかるように外部資金まで入れざるを得ない状況であったことが理解できる。

それに対し、「ウッドフレンズ」および「グランディハウス」は営業CFがマイナスに転じる事業年度があるものの積極的な投資活動をおこなうことで、次年度には営業CFをプラスとする効果を得ている。さらに、財務CFを見ると外部資金調達に対する返済などにも目配りを行っている点で資金管理がしっかりしていると言えるだろう。

これまで、道内戸建て住宅メーカーである「松本建工」を財務分析の軸に据えて、全国展開型メーカーおよび地域密着型メーカーそれぞれの損益計算書項目、貸借対照表項目およびキャッシュフロー計算書項目を時系列的に比較分析してきた。このことから理解できることは、少なくとも破綻に追い込まれる企業は、その原因となる萌芽が徐々に蓄積されているということである。

4 道内主要企業の財務諸表分析

これまでの分析により、道内における戸建て住宅メーカーとして一定程度以上の知名度を誇った「松本建工」の経営破綻には、同業他社との財務情報比較において収益性の点で非効率率であり、かつ企業財務の安定性についても脆弱であったことが示された。しかもキャッシュフローの構成を見ても積極的な投資活動への資金投下にもかかわらず、それが営業CFの底上げには十分効いていないことが窺えた。では、「松本建工」以外の道内戸建て住宅メーカ

一についてはどのようなことが言えるのか着目してみよう。

現在、戸建て住宅メーカーとして株式を公開しながら道内に本社のある企業は二社ある。一つは「土屋ホームホールディングス」（以下、「土屋ホーム」）であり、もう一つは「ミサワホーム北海道」である。前者は2008年11月に持株会社に改組したものの、1976年創業、1996年に東証2部および札証への上場を果たした道内有力住宅メーカーである。今日の「土屋ホーム」は、外断熱型木造在来工法（BES-T構法）および2×4（ツー・バイ・フォー）工法を軸として、関東甲信エリアへも事業展開しているものの基本的な設計コンセプトは北方型住宅の有利な点を活かしたものとなっている。

また、後者は企業母体となる「ミサワホーム」が1967年に創業した後、営業拠点を全国へ展開、後に各営業拠点の独立採算的な企業展開へ移行することで「ミサワホーム北海道」として1972年に設立され、1997年には札証へ上場されることとなる。ただし、2003年に「ミサワホーム・グループ」が持株会社（「ミサワホールディングス」）へ移行した折、産業再生機構により「ミサワホームホールディングス」と「ミサワホーム北海道」を含む傘下のグループ30社への支援を受け現在に至っている。

表9、10および11は、これまで「積水ハウス」、「大和ハウス」、「ウッドフレンズ」、「ファースト住建」、「グランディハウス」および「松本建工」の比較分析と同様の項目について、「土屋ホーム」および「ミサワホーム北海道」について一覧化したものである。参考までに「松本建工」に関する分析値も掲げるので比較して欲しい。

表9から明らかなのは、過去10年間における3社の収益性は、すでに経営破綻した「松本建工」と比べて「土屋ホーム」および「ミサワホーム北海道」は概ねそれを下回る水準にあるということが見て取れる。とくに「土屋ホーム」については、直近の過去9年間において当期純利益がプラスとなったのは1期のみであり、極めて問題視されるところである。

表9 3社の収益性

(金額単位：千円)

		1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
松本 建工	売上高	15,277,490	15,449,344	13,295,431	12,773,169	12,701,848	13,036,579	13,172,136	13,147,139	12,692,915	9,737,135
	営業利益	1,040,367	1,023,708	6,767	312,232	579,397	553,026	149,714	425,386	(278,431)	(457,890)
	当期純利益	259,777	318,169	(449,592)	113,466	153,400	250,727	145,982	131,694	(1,007,214)	(9,244,443)
	売上高営業利益率	6.8%	6.6%	0.1%	2.4%	4.6%	4.2%	1.1%	3.2%	-2.2%	-4.7%
土 屋 ホーム	売上高	37,595,819	36,899,897	36,437,812	35,313,832	32,275,965	30,182,712	30,355,096	31,673,763	28,737,681	-
	営業利益	350,752	772,662	583,372	972,922	110,951	(248,896)	34,970	(186,846)	(868,363)	-
	当期純利益	(2,009,265)	(95,913)	(193,925)	320,222	(69,060)	(1,060,908)	(1,465,550)	(246,011)	(2,678,312)	-
	売上高営業利益率	0.9%	2.1%	1.6%	2.8%	0.3%	-0.8%	0.1%	-0.6%	-3.0%	-
ミサワ ホーム 北海道	売上高	30,428,243	31,665,839	32,226,872	29,422,778	29,881,623	25,358,270	28,106,773	28,774,414	29,425,722	26,840,847
	営業利益	827,244	815,747	667,835	496,294	437,764	(510,684)	295,150	320,825	257,888	(448,643)
	当期純利益	371,859	454,305	251,748	212,881	198,519	(3,188,881)	185,731	248,279	5,549	(872,772)
	売上高営業利益率	2.7%	2.6%	2.1%	1.7%	1.5%	-2.0%	1.1%	1.1%	0.9%	-1.7%

表10 3社の効率性

(金額単位:千円)

		1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
松本 建工	ROE	5.6%	6.6%	-10.6%	2.7%	3.5%	5.4%	3.1%	2.8%	-34.8%	(債務超過)
	ROA	4.0%	4.3%	0.0%	1.9%	2.7%	2.9%	1.1%	2.2%	-3.0%	-82.0%
	有利子負債比率	46.4%	47.0%	54.1%	50.1%	49.9%	47.3%	44.6%	44.7%	51.5%	157.0%
	自己資本比率	25.7%	26.3%	23.3%	26.5%	25.6%	25.6%	23.7%	24.2%	16.9%	-114.4%
土 屋 ホーム	ROE	-10.9%	-0.5%	-1.1%	1.8%	-0.4%	-6.3%	-9.6%	-1.7%	-22.6%	-
	ROA	0.7%	2.0%	1.3%	2.7%	0.3%	-0.9%	0.0%	-0.9%	-4.3%	-
	有利子負債比率	9.7%	11.2%	6.8%	0.0%	0.0%	2.9%	2.0%	1.7%	4.5%	-
	自己資本比率	49.5%	51.1%	50.0%	56.1%	58.2%	62.0%	60.2%	61.0%	56.2%	-
ミサワ ホーム 北海道	ROE	8.4%	9.7%	5.2%	4.4%	4.0%	-186.3%	9.4%	11.7%	0.3%	-76.2%
	ROA	4.7%	4.8%	3.6%	2.7%	2.4%	-2.3%	0.9%	1.7%	1.0%	-3.4%
	有利子負債比率	36.8%	43.2%	45.1%	49.7%	46.3%	56.8%	42.7%	43.4%	47.5%	59.2%
	自己資本比率	24.4%	23.7%	23.6%	23.9%	22.6%	9.8%	12.1%	12.8%	12.4%	7.0%

表11 3社のキャッシュフロー

(金額単位:千円)

		1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
松本 建工	営業CF	1,574,369	621,246	(64,221)	1,691,250	444,120	696,607	450,173	953,535	(241,160)	362,153
	投資CF	(245,911)	(858,585)	(1,043,939)	(145,224)	(1,176,963)	(988,773)	(884,684)	(1,933,048)	363,459	(151,598)
	財務CF	(1,639,293)	25,037	1,143,190	(1,752,866)	177,243	297,989	740,656	672,237	47,935	(528,558)
土 屋 ホーム	営業CF	613,912	14,439	2,776,665	1,425,552	468,784	(3,143,248)	685,280	(1,011,353)	117,493	-
	投資CF	(234,093)	(884,032)	(724,596)	(639,106)	(475,691)	(462,357)	(779,753)	(146,673)	463,426	-
	財務CF	(1,884,144)	44,967	(1,848,655)	(2,607,233)	(180,196)	619,706	(480,187)	(188,059)	499,981	-
ミサワ ホーム 北海道	営業CF	516,729	(1,965,204)	605,680	(1,253,924)	1,549,545	(533,520)	2,327,928	247,393	(1,318,029)	(2,245,409)
	投資CF	109,487	(184,793)	(261,673)	(337,363)	(136,177)	10,443	51,746	(29,042)	(267,669)	255,155
	財務CF	(625,878)	1,786,422	492,222	788,822	(42,178)	(343,786)	(2,915,732)	205,890	621,051	1,813,750

「土屋ホーム」の売上高営業利益率の低さは同社の高コスト体質を示唆するものである。このことは表10にあるROEおよびROAの低さとも矛盾しない結果となっている。つまり、「土屋ホーム」では事業活動を展開していく上で高コスト体質による収益性が脆弱であり、かつ投下された資本についても非効率的な状態が継続的であることを示している。ただ、「松本建工」および「ミサワホーム北海道」のROEに比べ、同社の比率が低いのは分母となる同社の自己資本比率が他の2社よりも高いためであり、単純に比較してはならないことに留意されたい。

通常、こうした状態が3期以上継続した場合、企業の存続そのものが疑われるところである。それでもなお、「土屋ホーム」が事業を継続できている背景には、表10に見られるように、高い自己資本比率とそれに裏打ちされた実質的な無借金経営によるものと言える。表11に見える財務CFにおいて、同社のマイナスが多いのは外部借入金への返済を優先的に行っているあらわれであり、その意味では企業の継続性に関しては安定的であると言える。

しかしながら、「土屋ホーム」が上場企業であることを考慮すれば、継続した赤字体質は投資家にとっては極めて魅力の乏しいものとなるはずである。このような状況があまり問題

視されない背景には、同社の主要株主が創業家一族ないし親族、自社株持株会および主要取引先金融機関による株式の引き受けといった特定株構成が50%を超えているからに他ならず、一般投資家の保有割合は8%前後という低さにある。

したがって同社に関する問題点は上場することの意義は何かということが問われ直されよう。さらに、本論の分析視点から言えば、やはり全国の同業他社に比較して、極めて収益基盤が脆弱であり、それを改善しようとする取り組みが必ずしも財務情報にはあらわれていないことが見て取れる。

つぎに「ミサワホーム北海道」について見てみよう。図表12からわかることは、「ミサワホーム北海道」の収益性は、「松本建工」のそれと同等かそれ以下であるということが見て取れる。表10から、「ミサワホーム北海道」の自己資本比率は「松本建工」のそれと近く、事業活動の効率性を比較分析するうえで「土屋ホーム」よりも扱いやすい。同社のROEおよびROAは、「松本建工」と比べ概ね高い水準にあるが、着目すべきは有利子負債比率の高さと、近年顕著となっている自己資本比率の急速な低下である。

ここで「松本建工」および「ミサワホーム北海道」の有利子負債について表12に示す返済期日の長短比率を見てみよう。一般に貸借対照表における流動および固定区分は、営業循環基準と一年基準（ワンイヤールール）によって分類されることとなるが、有利子負債に関しては後者の分類による。

表12 「松本建工」および「ミサワホーム北海道」の有利子負債構成

(金額単位：千円)

		1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
松本 建工	流動資産※	5,192,990	5,165,003	4,661,428	3,686,280	3,191,890	3,369,107	3,454,377	6,617,908	6,128,042	5,644,608
	短期	4,811,300	5,060,800	6,101,800	4,180,000	4,419,000	3,834,800	3,136,000	5,507,300	5,933,627	5,468,718
	長期	3,565,100	3,509,300	3,732,500	3,936,700	4,067,700	4,732,400	5,868,590	3,196,300	2,897,400	3,464,386
ミサワ ホーム 北海道	流動資産※	2,015,913	1,827,691	3,030,995	2,526,777	3,481,026	2,337,198	1,683,112	1,748,605	1,037,385	1,030,828
	短期	6,639,000	8,574,100	9,170,000	10,062,500	10,124,000	9,883,892	6,743,820	7,080,448	6,584,730	7,565,580
	長期	45,000	0	0	0	0	0	224,340	93,602	1,263,610	2,096,510

(注) 棚卸資産および繰延税金資産等を除く。現預金、受取手形、完成未収金等および有価証券、短期貸付金とする。

表12から、「ミサワホーム北海道」の有利子負債に占める1年以内に返済を迫られる短期有利子負債比率が極めて高いことが理解できる。それに対して、その短期有利子負債の返済原資をして利用すべき流動資産が極端に少ないことが見て取れる。

「松本建工」および「ミサワホーム北海道」の連結貸借対照表区分における流動資産には表12に掲げられたものの他に、販売用不動産（棚卸資産）や繰延税金資産なども計上されているが、販売用不動産の換金は、言ってみれば事業活動の縮小を意味しており、また土地売却にかかる換金性の低さを考慮すればこれを短期有利子負債の返済原資と考えるのは無理が

ある。また、繰延税金資産の計上についても安定的な事業活動の継続という前提の下では、両者の収益性は脆弱であり、これも短期有利子負債の返済原資とは考えにくい。

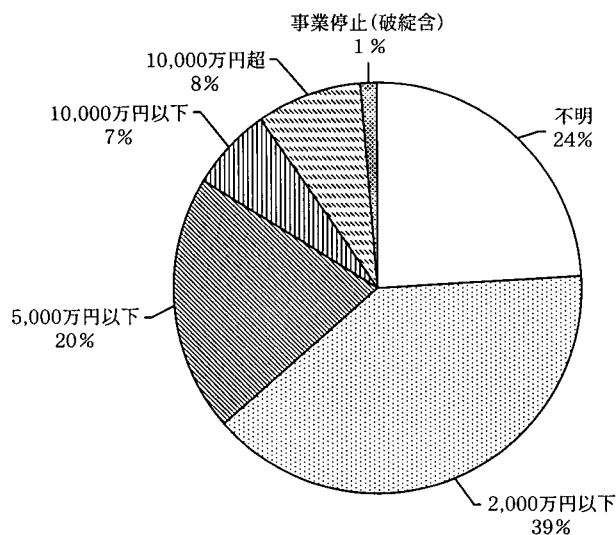
以上のような状況にあって、「ミサワホーム北海道」のキャッシュフローは、表11に示されているとおり、営業CFが2期連続してマイナスとなっており、「土屋ホーム」と異なり、資金繰りに関しても極めて厳しい状況におかれていることが理解できる。自己資本に占める特定株比率が80%を超えるなど極めて高く、こうした株主との関係を良好に保つことを前提としても、現在の状況に今後も改善が見られないとすると、何らかの経営支援は不可避であると判断される。また、短期有利子負債の借入先である金融機関との間で、低い水準にある現在の収益性あるいはその改善へ向けた効率性の向上に関する将来見通しについて、厳しい判断が下された場合の破綻リスクは極めて高いものと判断される。

以上のように、戸建て住宅にかかる道内主要企業として取り上げた「土屋ホーム」および「ミサワホーム北海道」について、有利子負債の有無あるいはその構成比率、さらには自己資本比率などにおいて事業継続の安定性について差が生じているものの、両者に共通して言えることはこれまで取り上げた道外企業との比較において収益性や効率性の面で劣位が明らかとなったことである。先に経営破綻した「松本建工」との比較においても、3社はともに類似した収益性や効率性であることから、道内において戸建て住宅を手がける主要企業の一般的な財務傾向として上記のようなことが言えると判断される。

5 おわりに ー道内戸建て住宅建築企業に関する情報開示の改善へ向けてー

これまでの分析は、上場企業として企業財務が投資家を中心とする利害関係者に公開されて（すなわち経営内容が容易に検証可能）いることを斟酌すれば、企業活動の継続性に関する情報は入手しやすい。しかし、（中小零細企業を含めた）非上場企業については、これら情報は一般の情報利用者には入手困難である。とくに、道内において主に営業を展開する企業について、これまでの分析と類似した財務構造を有すると仮定するなら、たとえば「木の城たいせつ」の経営破綻時に見られたような仕掛工事の中止リスクは、住宅建設を注文する側の個人に帰する可能性が極めて高いこととなる。

図4 道内主要戸建て住宅企業における自己資本構成



その意味で図4は道内において戸建て住宅を手がける企業に関する自己資本構成を分類したものである。2008年度における道内の住宅建築確認申請・施工会社数は約650社にのぼる。そのうち、道内において新築住宅の施工を依頼する際の企業を選定する際に参考とすると考えられる関連雑誌（「北海道の注文住宅」（リクルート）、「住まいnet北海道」（住まいづくりデザインセンター札幌））に2008・2009年度版に掲載された企業228社についての自己資本構成を調べたものである。また、近年では当該情報収集の有力な手段として各企業のホームページを参照する機会が増えていることから、上記228社に関するホームページについて、財務情報開示の有無を中心として確認作業をおこなった。

これによれば、当該228社のうち企業独自のホームページを持たず、結果として企業の自己資本（資本金）の状況が不明であったものが全体の24%にのぼった。また、自己資本が2,000万円以下となっている企業が39%あり、両者を合算すると全体の60%を超えるものとなった。たしかに、資本金の大小によってのみ企業の財務的安定性を推察することは難しい面がある。

しかし、これまでの分析からは資金調達の面について企業規模が大きくなればそれに見合うだけの自己資本の増強を図っていかなければ、企業経営の安定性は損なわれる一因となることを考慮すれば、現状における自己資本金額の小ささはそれだけ企業規模についても小さいことの裏返しであると言える。その意味で、とくに不況の影響を真っ先に受ける小規模企業の継続性（安定性や収益性）を判断するための財務情報を開示している企業は極めて少ないものであった。中にはこれら非上場企業において比較的財務内容の開示に積極的であると

判断される企業はあるものの、過去数年間（5～10年程度）における売上推移ないし経常収益を開示している企業の3社に過ぎなかったことは特筆すべきであろう。

これまでの分析から明らかにしてきたように、財務情報の分析は企業活動の継続性を理解するうえで重要な情報を提供するものである。その意味で、個人にとって一生に一度の買い物とも言える多額の資金を投じる企業について、これを判断するための情報開示に消極的な企業に対する発注は慎重にならざるを得ない。

平成21年10月1日に住宅瑕疵担保履行法が施行されたことにとともに、当該日以降に新築住宅を引き渡した以後の瑕疵にかかる保証については政策的な手当てが施されたが、それ以前に問題とすべきは、むしろ本論において分析してきたように完成引渡し日以前の仕掛工事に関する保証の不十分さにあると言えるだろう。これについて、図4に分類された企業のうち、ホームページ上で完成引渡保証を明記している企業は16社にとどまる。

昨今の景気動向から将来の給与水準の上昇あるいは維持に対する楽観視が後退し、個人の住宅購入に対する意識はますます慎重なものとなっている。しかしながら、そうした現状にあっても潜在的な住宅購入意欲は存在するのであって、それらを惹起するための方策として政策減税（いわゆる住宅減税の拡大やこれにかかる贈与非課税枠の拡大）などが施行されているが、これらの施策を有効なものとするためにも、消費者側の不信を解く努力が求められることとなる。つまり、キーワードは「信用」と「透明性」である。

各社のホームページに散見されるのは「住宅を建てた以降も末永い付き合いをしていく」ことの「信用」を強調しているものが多く見られる。しかしながら、こと住宅建築に関する「信用」は建築を依頼する企業を選別する段階で、すでに重要な要素となっているのであり、「信用」に足る企業を判断する材料として、企業の財務内容は極めて重要なものである。もはや、歴史や伝統が企業活動の継続性に大きく寄与していない現状を鑑みれば、全国に比べとりわけ厳しい道内の当該業界企業においては、一層の「信用」を得るための努力として、企業の継続性にかかる財務内容の「透明性」を図ることが極めて重要であると判断される。

[附記] 本研究に対し、平成20年度札幌大学経済学部附属地域経済研究所研究助成の交付を受けた。記して感謝したい。

注

- 1) 報道機関等ではサブプライム・ローン（subprime lending）を「低所得者向け住宅ローン」と訳出されることが多いが、厳密には「信用度低位者向け住宅ローン」である。米国では、単に所得の多寡によるローン審査ではなく、一般にクレジット・スコアといわれる信用評価基準をもとに貸し出しの可否が決定する。これはクレジット・カードなどのキャッシュレス取引の多い米国で決済日に遅滞なく返済が履行されたか

の記録を蓄積し、個人の信用度とみなす基準である。したがって、仮に所得が多くとも資金管理にルーズな者は「信用度低位者」とみなされる。

- 2) こうした状況となった背景には、米連邦準備制度理事会 (Federal Reserve Board, FRB) がとった金利政策にも原因があるとされる。2001年のブッシュ (George W. Bush) 政権発足直後から始まった景気後退を克服するために、短期金融市場を操作する政策金利 (フェデラル・ファンド・レート) の誘導目標を46年ぶりの超低金利となる1%にまで引き下げ景気の回復を促した。その後景気回復にともなって「measured (ゆっくりとした)」ペース (0.25%ずつの小刻み) での金利を上昇させた。しかし、住宅ローン金利の指標となる長期金利 (一般には10年もの国債の利回り) が連動して上昇しなかったため住宅需要は依然として過熱気味であった。一部には、このゆっくりとした政策金利の上昇ペースが景気回復速度とミスマッチであったとの指摘がある。
- 3) 帝国データバンクによれば、耐震偽装の再発を防止すべく建築確認・審査を厳しくした改正建築基準法の施行 (2007年6月20日) 以降、2007年9月には新設住宅着工戸数 (全国) が前年同月比で約40%以上の大幅な落ち込みとなったとしている。その後、着工戸数の落ち込みは徐々に落ち着きを見せているものの、資材価格高騰などに加え同法の改正が追い討ちをかける結果となり、2007年10月~2008年5月までの8ヵ月間の倒産件数の累計は81件で都道府県別では「神奈川県」が11件で最も多く、以下、「東京都」が9件、「北海道」が7件と続いている。
- 4) 「積水ハウス」の事業セグメントは右記のとおり、(工業化住宅請: 45%, 不動産賃: 24%, 不動産販売: 21%, 他: 10%), 株式会社イーオーエルデータベースによる。
- 5) 「大和ハウス」の事業セグメントは右記のとおり、(住宅: 57.2%, 商業建築: 31.3%, 他: 5%, リゾート・スポーツ施設: 4%, ホームセンター: 4%), 株式会社イーオーエルデータベースによる。
- 6) かつて、貸借対照表貸方が負債の部と資本の部で構成されていた時、株主資本と自己資本は同じ概念として用いられてきたが、その発端となったのが1970~80年代に東京証券取引所 (東証) 理事長であった谷村裕氏が、自己資本は株主のものだから「株主資本」というべきであるとの主張から一般化されたことによる。これに対し、今日のわが国では株主資本と自己資本とは同じ概念とはならない。その発端となったのが会計基準の変更によって資本の部が純資産の部へと変更されてからのことであり、純資産の部における評価換算差額等は帳簿上確定したものではないため、会計上の株主資本には含まれない。しかし、期末に会社が清算されることを仮定した場合、実質的には会社の財産として認定してもよいと考えられることから、財務諸表利用者にとっては、会社の実質的な安全性を判断するうえで、株主資本と評価換算差額等を合算した金額がより重要性を増すこととなる。このことから、“自己”が紛らわしいとして株主資本を使ってきた東証では“自己資本”という呼称を復活させた。日本経済新聞社系列書誌では東証と同じく“自己資本”を“株主資本”と使い分けていますが、東洋経済新報社系列書誌では、“自己資本”という呼称を使わず、“株主持分”という呼称を採用しており注意が必要である。
- 7) ROEの算出方法には、一般に分母となる自己資本金額を期首と期末の平均値とする場合と、期末の値とする方法がある。決算短信などに記載される場合のROEは前者の値によっているが、本論では変化率を大きくとって各企業の特徴を明示したいため後者の値により計算している。またROAについても分子となる経常利益については、支払利息控除前の値を用いるのがより専門的であるが、この場合についても同様の理由により支払利息控除後の値を用いている。このような簡便的な方法を用いるのは、財務分析初学者のために本論における検証可能性に配慮してのことである。
- 8) 企業財務における資本構成のあり方と企業価値との関係については「モジリアーニ・ミラーの定理 (通称「MM理論」)」が有名である。ただし、MM理論の前提は完全市場をモデルとし、さらに各国地域の法人税体系を無視した場合に、資本構成や配当政策によって企業価値は変化しないというものである。また、法人税を考慮した場合、有利子負債による資金調達レート以上の利益率を獲得できる場合に限り、負債による資金調達を行った方が節税効果分だけ企業価値が高くなるとの指摘もされるが、実際には不完全市場下では企業業績にしたがって柔軟な配当政策をとれる株主資本と比較して、有利子負債にかかる支払義務は極めて強制的なものとなる。したがって、各企業の業態や個々のリスクによって変化するものの資本構成に占める株主資本比率の高い企業ほど企業としての安定性は高いと理解されるのが一般的である。