

2007年11月2日

ニュー・フロンティア・パートナーズ(株)

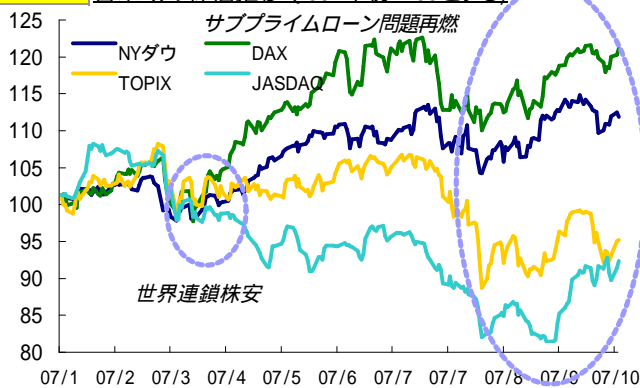
1. 金価格急騰下の世界の株式市場

(1)サブプライム問題に大きく揺れた世界の株式市場は反転の後、踊り場を迎えています(図表1-1)。この間に、金は1オンス800ドルに乗せ、28年ぶりの高値となりました。原油価格は1バレル100ドル目前まで上昇しています(図表1-4)。特に、金価格の急騰には二面性があります。一つは、ドル安を懸念した「代替通貨」として、もう一つは、原油急騰によるインフレ懸念から「実物資産」として買われています。前者は、FRBの相次ぐ金利引下げ(図表1-2)と金融混乱の実体経済への悪影響が懸念されているからです。2007年9月は、住宅着工件数が前年同月比31%減、中古住宅販売件数は同19.1%減と激減しています(図表1-5)。一方で、原油高によるインフレ圧力も懸念され、米国は景気減速とインフレ圧力というジレンマにあり、今後のFRBの金融政策が注目されます。

(2)実質実効為替レートで見ると、ドル安と共に、円はプラザ合意(1985年)を下回る水準まで低下しています。円安は一方で、景気を支える大きな要因で、鉱工業生産指数を支えています。しかし今後は、米国の「グロース・レセッション」や、「元的大幅切り上げ」による中国経済の減速が生じた時、日本経済への影響が懸念されます。

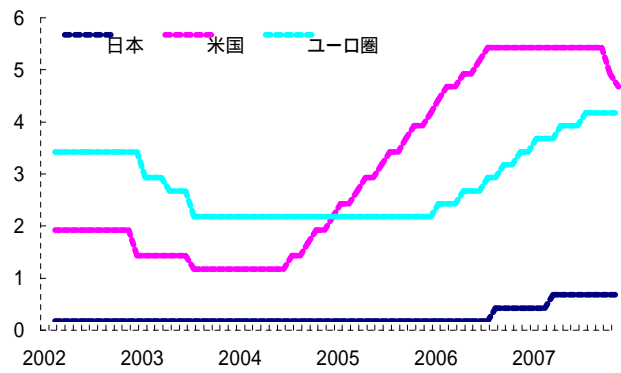
日米とも景気実勢を注視する必要があります。

図表 1-1 日米欧の株価推移 (2007年初=100とする)



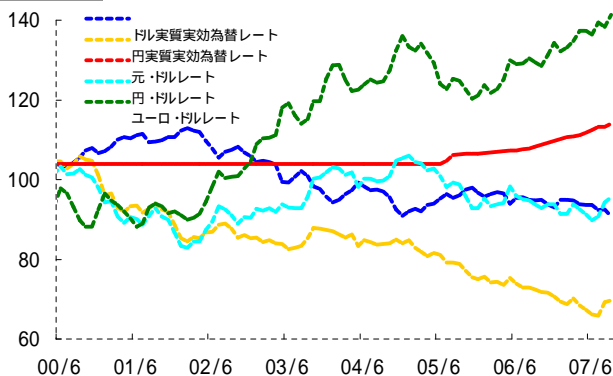
(出所) Yahooファイナンス

図表 1-2 日米欧の政策金利の推移



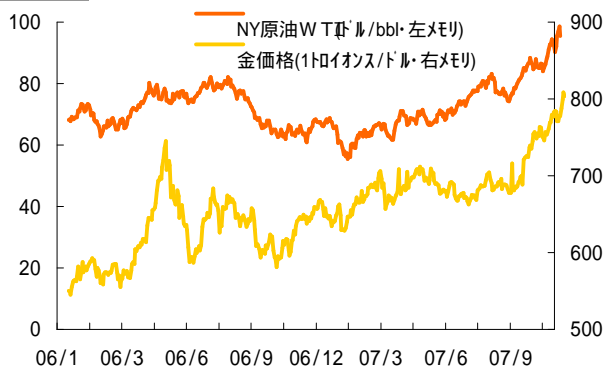
(出所) 日本銀行、ECB、FRB

図表 1-3 為替レートの推移



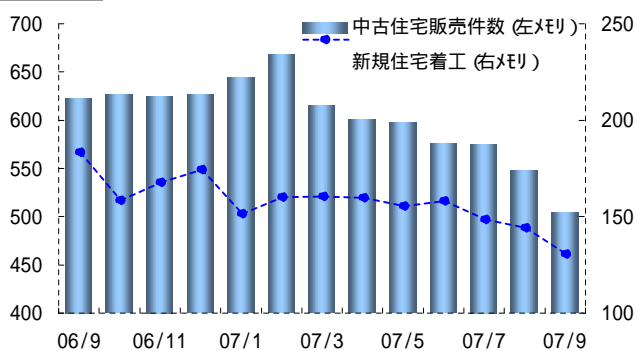
(出所) BIS, Pacific Exchange Rate Service

図表 1-4 金価格・原油価格の推移



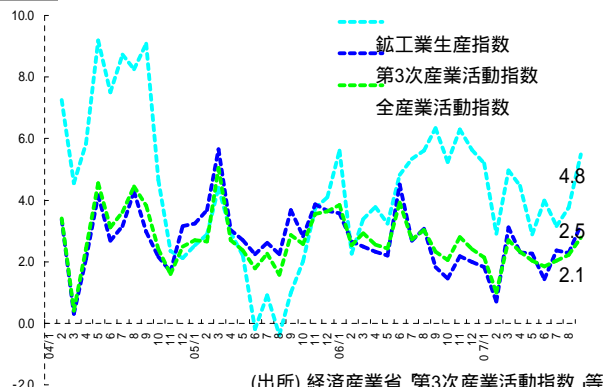
(出所) 米国エネルギー省、三菱マテリアル

図表 1-5 米国住宅指標の推移 (季節調整済み、年率換算、万戸)



(出所) 米国商務省、全米不動産協会(NAR)

図表 1-6 産業活動指数等 (前年同月比)



(出所) 経済産業省 第3次産業活動指数等

このレポートは未公開会社の経営に関し一般に参考となると考えられる情報の提供を目的としたもので、投資判断の参考となる情報の提供および投資勧誘を目的としたものではありません。資料の作成に際しましては、発行会社の公表資料等、一般に公開され、信頼できると判断した情報源から入手したものを利用しておりますが、資料の正確性、完全性を保証するものではありません。

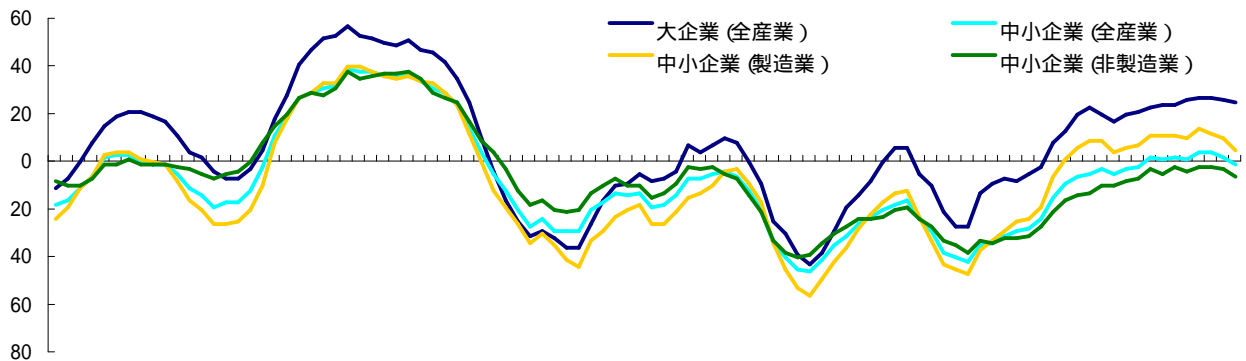
2. 低迷する中小企業の景況感

(1)日本の新興株式市場は底入れはしたものの低迷が続いています(1頁、図表1-1)。その原因として、日本全体では「いざなぎ景気超え」にもかかわらず、中小企業の景況感の低迷があげられます。日銀短観を見ると大企業と中小企業の業況判断に差があることがわかります。今回の好景気の下でも、中小企業全体の景況感はまだプラスになっていません(図表2-1)。

また、倒産の状況を見ると、倒産件数に占める中小企業の比率は平成9年度以降、一貫して高水準が続いています(図表2-2)。最近の動きを見ると、負債総額1千万円以上の倒産件数はほとんど変動がない一方、中小企業の倒産件数の伸びは、2006年後半から一時減少しましたが、その後前年比増加が続いており、景況感の改善は進んでいません(図表2-3)。

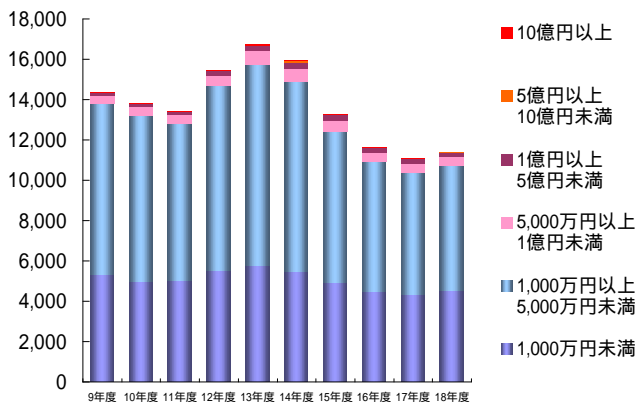
(2)この原因としては、大企業と比較して中小企業の収益力改善が進んでいないことが指摘できます(図表2-4)。また、地域格差も広がっており、活況な中部地方に対し、公共投資の比率が高い北海道は低迷しています(図表2-5)。

図表 2-1 規模別・業種別業況判断Dの推移



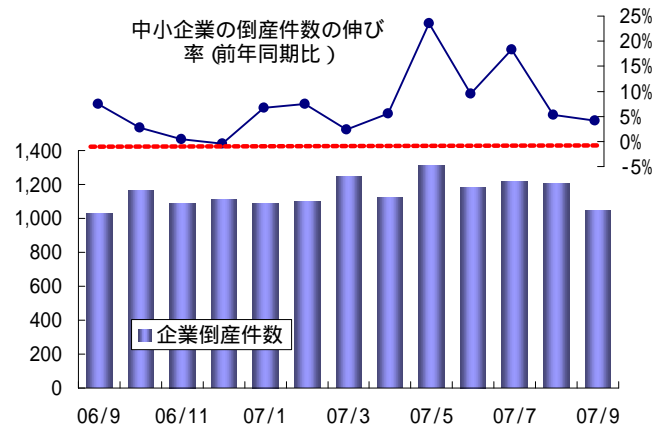
(出所)日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

図表 2-2 資本金規模別倒産件数年度別推移



(出所)中小企業基盤整備機構「企業倒産調査年報」

図表 2-3 最近の倒産件数の推移(負債総額1,000万円以上)



(出所)東京商工リサーチ

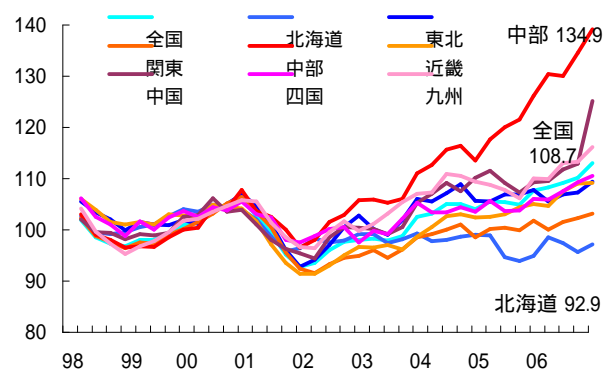
図表 2-4 ROAと関連指標の推移

	ROA		売上高経常利益率		総資産回転率	
	大企業	中小企業	大企業	中小企業	大企業	中小企業
2001年度	2.6%	2.0%	3.0%	1.6%	0.87回	1.24回
2002年度	3.2%	2.0%	3.7%	1.6%	0.88回	1.23回
2003年度	3.6%	2.1%	4.1%	1.7%	0.87回	1.25回
2004年度	4.3%	2.6%	4.8%	2.1%	0.89回	1.25回
2005年度	4.7%	3.1%	5.2%	2.4%	0.90回	1.30回
4年前との変化	+2.1%	+1.1%	+2.2%	+0.8%	+0.03	+0.06

$$\begin{aligned}
 \text{ROA (総資産経常利益率)} &= \text{経常利益} \div \text{総資産} \\
 &= (\text{経常利益} \div \text{売上高}) \times (\text{売上高} \div \text{総資産}) \\
 &= R/S \times S/A
 \end{aligned}$$

(出所)「商工中金審査本部」資料

図表 2-5 地域別鉱工業生産指数の推移(2000年=100)



(出所)平成19年度中小企業白書

このレポートは未公開会社の経営に関し一般に参考となると考えられる情報の提供を目的としたもので、投資判断の参考となる情報の提供および投資勧誘を目的としたものではありません。資料の作成に際しましては、発行会社の公表資料等、一般に公開され、信頼できると判断した情報源から入手したものを利用しておりますが、資料の正確性、完全性を保証するものではありません。

3. 中小企業経営低迷の背景

(1) 中小企業経営低迷の要因として債務問題があります。中小企業は社債発行等直接金融を利用することは難しく、資金調達は銀行借入に依存(2005年度で44.0%)しています(図表3-1)。また、銀行は不良債権処理を優先し、中小企業への貸出を抑制しています(図表3-2)。さらに、企業間信用は中小企業にとって重要な資金繰りの手段ですが、近年急激に圧縮(10年間で約10分の1)されており(図表3-3)、資金調達力が劣化しています。その結果、キャッシュフローによる有利子負債の返済年数は低下傾向にあります(図表3-4)、中小企業では依然として11年かかっています(図表3-4)。

(2) こうした問題を克服する新しい中小企業向け金融としてABL(アセットベースレンディング)と呼ばれる取り組みが始まっています。銀行借入は担保設定として不動産や保証が大きな比重を占めています(図表3-5)。一方、ABLは、売掛債権や在庫等の流動資産を評価・管理し、その大きさに応じて予信枠を設定するという手法です(図表3-6)。ABLは、不動産の価値変動の影響を受けにくく、動産・債権の管理が徹底される等のメリット考えられます。「ブランド豚」や「ワイン」、「そうめん」、「産業用ロボット」、「レンタル介護器具」等を担保とした融資が手掛けられています。

同時に、中小企業金融の手段としてVCからの資金提供も大きな役割を担っています。

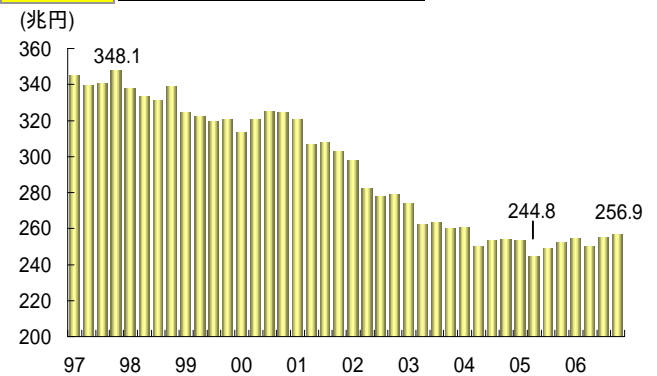
図表 3-1 借入依存度

対象期間	大企業	中小企業	対大企業比
1960 ~ 1973 年度 - 高度成長期 -	40.4%	31.5%	8.9
1974 ~ 1990 年度 - 安定成長期 -	41.5%	41.3%	0.2
1991 ~ 2005 年度 - ゼロ成長期 -	36.7%	50.5%	+ 13.8
2期前との変化幅	3.7	+ 19.0	+ 22.7
1998年度(単年度)	39.6%	56.6%	+ 17.0
2001年度(単年度)	34.6%	49.9%	+ 15.3
2005年度(単年度)	27.6%	44.0%	+ 16.4

借入依存度 = (長 短期借入金 + 社債) ÷ 負債・資本合計。

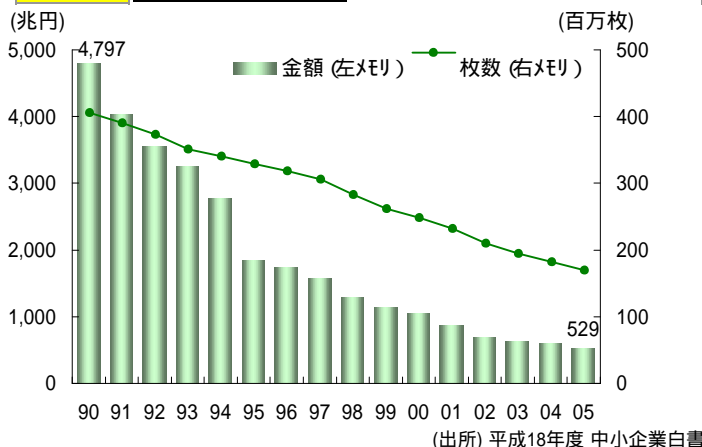
割引手形は除く (出所) 簡工中金審査本部「資料」

図表 3-2 中小企業向け貸出残高の推移



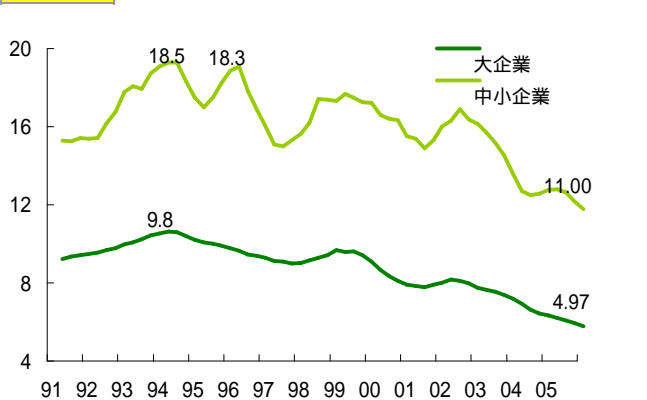
(出所) 平成18・19年度 中小企業白書

図表 3-3 全国手形交換高推移



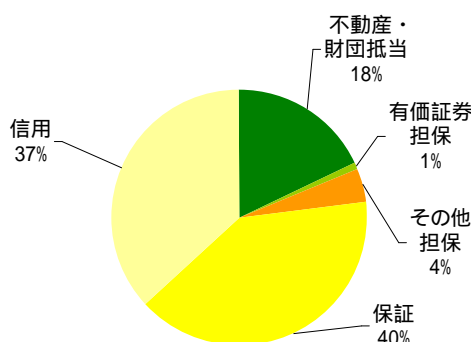
(出所) 平成18年度 中小企業白書

図表 3-4 債務償還年数の推移



(出所) 平成18年度 中小企業白書

図表 3-5 金融機関の貸出金の担保内訳(平成16年度末)



(出所) 経済産業省 ABL研究会報告書

図表 3-6 企業のバランスシート構成(平成15年度)

	全企業		中小企業	
	金額	割合	金額	割合
現金預金	129兆円	(14.6%)	75兆円	(19.4%)
受取手形	32兆円	(3.6%)	15兆円	(3.9%)
売掛債権	175兆円	(19.8%)	64兆円	(16.5%)
在庫	96兆円	(10.9%)	41兆円	(10.6%)
有価証券	11兆円	(1.2%)	4兆円	(1.0%)
土地	165兆円	(18.7%)	84兆円	(21.7%)
その他建物機械設備等	276兆円	(31.2%)	104兆円	(26.9%)
合計	884兆円	(100.0%)	387兆円	(100.0%)

(出所) 経済産業省 ABL研究会報告書

このレポートは未公開会社の経営に関し一般に参考となると考えられる情報の提供を目的としたもので、投資判断の参考となる情報の提供および投資勧誘を目的としたものではありません。資料の作成に際しましては、発行会社の公表資料等、一般に公開され、信頼できると判断した情報源から入手したものを利用しておりますが、資料の正確性、完全性を保証するものではありません。