

CFA 協会ブログ

No.550

2021 年 11 月 1 日

エバーグランデ：大したことない財務指標？

Evergrande: Not So Grand Financial Statement?

[ビノッド・シャンカー、CFA \(Binod Shankar, CFA\)](#)

企業が誤った理由で世間に知られることになったとき、私が最初に考えるのは、問題の発生を前もって予測できたかどうかということです。

公認会計士として、私は監査済みの財務諸表を、この疑問についての最初の取り組み材料としています。多くの人が、監査済みの財務諸表は時代遅れで、不完全で、不透明で、操作されていると批判しています。そのような批判には正しい面もありますが、これらの財務諸表は、トラブルが起ころうかどうかについて、かなり多くのことを明らかにもしてくれます。

エバーグランデの苦境を予測できたかどうかを確かめるために、私は 2016 年から 2020 年までの 5 年間の年次報告書を見てみました。

その結果、どのようなことがわかったのでしょうか？私たちは、エバーグランデの嵐の到来を予測すべきだったのでしょうか？

エバーグランデの急落した収益

	2016	2017	2018	2019	2020
Revenue, in Millions Renminbi (RMB)	211,444	311,022	466,196	477,561	507,248
Revenue Growth	59%	47%	49%	2%	6%

エバーグランデの収益成長率は、2016 年の 59%から 2019 年の 2%まで一貫して低下し、その後 2020 年には 6%まで回復しました。最大の落ち込みは 2018 年から 2019 年にかけてで、49%から 2%に低下しました。

急激に成長が鈍化することは、単なる警告サインではないので、企業経営には非常に問題になります。重要なトップラインとボトムラインの数字をきれいに見せようと、会計上のトリックや危険なビジネス慣行といった形で、悪い行動を

誘発する可能性もあります。

消えていくマージン

	Change, 2017 to 2020	2016	2017	2018	2019	2020
Gross Profit Margin (GPM)	-12%	28%	36%	36%	28%	24%
EBITDA Margin	-14%	20%	30%	30%	20%	16%
Operating Profit Margin (OPM)	-15%	20%	29%	30%	20%	15%
Net Profit Margin (NPM)	-6%	8%	12%	14%	7%	6%
Selling and Marketing Expenses, in Millions RMB	+86	15,983	17,210	18,086	23,287	31,962
Selling and Marketing Expenses as Percent of Revenue	+2%	8%	6%	4%	5%	6%

エバーグランデは利益率も芳しくありませんでした。2016 年から 2020 年にかけて、売上総利益率(GPM)、EBITDA マージン、営業利益率(OPM)、純利益率(NPM)のすべてが低下しました。

GPM の不振は、上記の減少値のなかで最も懸念されるべきことです。GPM は、2018 年から 2020 年までのわずか 3 年間で 12%も減少しました。その理由は、エバーグランデの年次報告書の「Management Discussion and Analysis」の項に書かれています。

- 2020 年の報告書によると、「COVID-19 による全国的な販売促進活動とグループの販売価格の譲歩によって平均販売価格が低下したことが主な原因で、年間の売上総利益が減少しました。」と記載されています。
- 2019 年の報告書によると、「今年の売上総利益率は 27.8%で、これは主にクリアランスストック物件の販売価格が低下したことと、引渡し物件の 1 平方メートルあたりの建設・設置費用、土地代、資産計上された利息が若干増加したことによるものです。」と記載されています。

翻訳すると次のようになります。「GPM の低下は、主に物件販売を促進するために販売価格を大幅に引き下げたことによるものです。」

表にあるように、その他のマージンは低下しただけでなく、ほぼ半減しています。

このように利益率が低下したのは、もちろん GPM の低下が原因であることは言うまでもありません。しかし、販売費・マーケティング費の増加も重要な要因です。これらの費用は、サンプルの過去 3 年間で売上高に占める割合が上昇しただけでなく、2017 年から 2020 年の間に 86% も膨れ上がっています。その主な理由は？それは、急激に落ち込んだ売上を回復させるためです。これは、より大きな問題である、セクターの深刻な弱さを示す指標だったのかもしれない。

キャッシュフローの大幅な変動(単位: 百万人民元)

	2016	2017	2018	2019	2020
Cash Flow from Operations (CFO)	-58,610	-150,973	54,749	-67,357	110,063
CFO before Interest Payments	-27,734	-96,901	109,837	-566	188,097
Free Cash Flow to the Firm (FCFF)	-44,063	-111,696	99,487	-15,729	169,791

アクルーアルは損益計算書の弱点を隠すのに役立ちますが、キャッシュフローはそのような操作の影響をはるかに受けません。エバーグランデの売上高は 5 年間で増加し、利益は横ばいでしたが、同社のキャッシュフローは別話をしています。CFO と FCFF は、マイナスからプラスへ、そしてまたマイナスへと揺れ動いています。しかし、これらの変動については後述します。

CFO はプラスであるべきです。そうでなければ、会社が事業から収益を上げることができないことを示しています。不安定な CFO は、会社が事業資金を調達するためだけに貸し手の言いなりになっている可能性があることを意味します。

さらに、利払い前の CFO を見ても、ボラティリティーとネガティブな CFO の傾向は変わりません。エバーグランデの中核事業は、利払いを考慮しなくても、しばしばキャッシュを失っていたのです。

過大なるアクルーアルの魔法

	2016	2017	2018	2019	2020
CFO, in Millions RMB	-58,610	-150,973	54,749	-67,357	110,063
CFO/Net Income	-3.33	-4.07	0.82	-2.1	3.5

CFO／純利益の比率は、あまり使われていませんが、非常に分かりやすいものです。そのため、私のお気に入りの指標のひとつです。

純利益はアクルーアルと営業キャッシュフローが混在していますが、CFO は純粋な営業キャッシュフローです。つまり、この比率は、1 年間に計上された利益のうち、どれだけが現金で受け取られたかを示しています。健全な企業であれば、この比率は横ばいか上昇します。下降したり変動したりする場合は、アクルーアルによる計上が異常に多いことを示しているので、どちらも憂慮すべきことです。

エバーグランデの比率は非常に変動が激しくなっています。その理由は？それは、過去 5 年間の純利益の絶対値がほぼ横ばいだったからではなく、CFO がヨーヨーのように上下していたからです。

レシオと CFO の変動の原因は？それは、損益計算書に計上されているアクルーアルによる計上(例えば非現金項目の計上)が異常に多いことです。これは大きな赤信号です。

では、その非現金項目とは何でしょうか？

支払いを遅らせてキャッシュを増やす

企業がサプライヤーへの支払いを遅らせるのは、多くの場合、キャッシュインフローの悪化に対応して CFO を強化しようとするものです。

指標となるのは DPO(Days payable outstanding)、つまり売上原価が何日分未払いになっているかということです。いずれにしても、DPO が増加しているのは問題です。

Evergrande の DPO は、過去 5 年間で 379 日から 553 日に急増しました。

	2016	2017	2018	2019	2020
Trade Payables, in Millions RMB	182,994	257,459	423,648	544,653	621,715
Number of Days Payables Outstanding (DPO)	379	404	418	513	553

同社の 2020 年のキャッシュフロー計算書を見ると、CFO は 2019 年の 670 億人民元の赤字から、2020 年には 1100 億人民元の黒字に急増しています。1,770 億人民元の純増です。このキャッシュの急増の大きな要因は何でしょうか？それは、不動産仕入債務の増加です。不動産建設活動が減少しているにもかかわらず、不動産仕入債務は 2020 年に 2019 年よりも 770 億元増加しました。

これは持続不可能なことです。

ピーターから借りてポールに払う

キャッシュフロー計算書を見ると、2020 年にエバーグランデがどのようにキャッシュを誤って配分したかがわかります。

調整後の CFO は良い出発点となります。これは、サプライヤーへの支払いを遅らせた効果を示しています。もし、2020 年の買掛金の増加額が 2019 年と同じ 290 億元だったとしたら、2020 年の CFO は 1100 億元の黒字ではなく、 $110 - 155 + 29$ の 160 億元の赤字になっています。

これは、2020 年にエバーグランデが 40 億人民元の株式を買い戻し、590 億人民元の配当を行ったことを考えると、重要な数字です。

同社は 2020 年に 3,030 億元を借り入れているので、少なくともその資金の一部が自社株買いと配当金の支払いに充てられたと考えられていました。しかし、そうではありませんでした。借入先への返済額 3,980 億人民元が、新規借入額 3,030 億人民元を上回ったのです。

これは何を意味するのでしょうか？取引先への支払いが遅れ、CFO は主に配当金や自社株買いのために資金を調達したのだということです。

評価損の増加

エバーグランデは、バランスシート上に多額の開発中の不動産 (PUD) と売却予定の不動産 (PHS) を保有しています。2019 年と 2020 年の年末時点で、これらの資産は合計で同社の資産の約 60% を占めています。

PUD は説明不要ですが、PHS は建設済みで販売を待っている物件のことです。

エバーグランデの会計方針では、PUD と PHS の NRV が原価を下回った場合、正味実現可能価値 (NRV) まで評価減することになっています。この評価損は 2020 年には 32 億 2,000 万人民元となり、2019 年の評価損 23 億 2,000 万人民元から 39% 増加し、それ自体も 2017 年の評価損 10 億人民元から 132% 増加しています。

これらの評価損は、エバーグランデ社の収益や資産の数から見れば大きなものではないかもしれませんが、相対的な増加は重要です。これらは、同社の不動産の市場が悪化していることを示している可能性が高く、この傾向はおそらく 2017 年から始まり、売上高の伸びの鈍化に反映されています。

銀行員が最初に見たリスクの高まり

エバーグランデの決算書には、同社の一般的な借入金の加重平均レートが記載されています。これは、金利コストの資産化に使用されます。このレートは 2017 年から上昇していました。

Evergrande's Borrowing Costs

2016	2017	2018	2019	2020
8.27%	8.09%	8.11%	8.63%	9.46%

さて、この金利が上昇する理由は、中国の一般貸出金利が上昇したか、借り手側の信用リスクが高まったかの 2 つしかありません。

中国の一般貸出金利は 2017 年から横ばいで、2020 年のパンデミックによる景気刺激策によってのみ低下しています。しかし、エバーグランデの借り入れコストは下がっていませんでした。全体として、その金利は 3 年間で 137 ベースポイント (bps) と大幅に跳ね上がりました。これは、金融機関がエバーグランデへの融資はますますリスクが高いと考えたことを示しています。

借金依存症？

エバーグランデの苦境は、負債に頼りすぎているというのが一般的な説明です。しかし、同社の重要な負債資本比率は、2016年から2020年にかけて実際には低下しています。

	2016	2017	2018	2019	2020
Debt to Equity	2.78	3.02	2.18	2.23	2.04

しかし、この奇妙な傾向には簡単な説明があり、それはもっぱら自己資本が2016年の1,930億人民元から2020年の3,500億人民元に跳ね上がったことによるものです。普通のアナリストは赤信号を付けることはないかもしれません。

(エバーグランデの株主資本が増加した理由は主に2つあります。1つは、子会社の株式を100%ではなく過半数取得したことで、非支配株主持分(NCI)がグループの資本を増加させ続けたこと。2つ目は、これらのNCIが資本として現金を注入し続けたことです。)

では、なぜエバーグランデの債務問題が悪化していることが分かったのでしょうか。

この疑問には、2つの計算がヒントになります。いずれの場合も、数字が大きければ大きいほど明白になります。

- 負債総額／CFOは、現在のCFOが維持された場合、負債を返済するのにどのくらいの年数がかかるかを示しています。
- 負債総額／FCFFは、現在のFCFFが維持された場合、負債を返済するのにどれだけの年数がかかるかを示しています。

エバーグランデの場合、これらの比率はどちらも非常に変動が激しく、5年間のうち3年間はマイナスでした。

	2016	2017	2018	2019	2020
Total Debt to CFO	-19	-8	6	-1,413	4
Total Debt to FCFF	-12	-7	7	-51	4

起こるべくして起こったアクシデント

Altman Z-scoreの計算式は、企業がどれだけ倒産に近いかを測定します。Z-scoreは5つの比率を考慮し、それぞれが収益性、レバレッジ、流動性、支払能力、回転率の5つの検討事項の1つに対応しています。会社のZスコアが低ければ低いほど、倒産する可能性が高くなります。Zスコアが1.8未満の場合は、倒産の可能性が高いことを示し、3以上の場合、企業が安全圏にあり、支払い能力があることを示しています。

2016年から2020年まで、エバーグランデのZスコアは1を下回っていました。5年間のZスコアは平均0.77で、2017年の0.81から2020年には0.62まで下がりました。

5つのZスコア比率のうち回転率と収益性を測る比率は、5年間での後半は変わらず、前半は上昇しました。このように、同社は収益性と効率性に優れていました。なぜか？それは、どちらの比率も、アクルーアルで計上容易な収益に基づいているからです。一方、低下したのは流動性と支払能力でした。大量の借入れと資金不足を考えれば、それも納得がいきます。

今回の分析で得られた大きなポイントは、収益の数字を含む比率から大きな結論を導き出すことには注意が必要だということです。

まとめ

さて、エバーグランデの監査済み財務情報から何が見えてきたのでしょうか。

分析の結果、成長の急速な鈍化、経費の増加、マージンの縮小、粗悪な収益の質、そしてキャッシュフローの赤字を、サプライヤーへの支払いの遅延や、コストが上昇し続ける莫大な借入によって埋めていたことが明らかになりました。

債務不履行や倒産などは、決して「突然」起こるものではありません。落雷のようなものではなく、長期にわたる病気のようなものです。心臓病などの病気は、そのライフサイク

ルの大半がステルスモードで進行し、目に見えず、発見されず、したがって治療もされません。しかし、その間に病気は少しずつ蓄積され、ますます危険な状態になっていきます。症状が顕在化する頃には、抜本的な治療が必要となります。

しかし、エバーグランデのようなリスクは、早期に発見することができます。好奇心を持つことが大切なのです。

執筆者

Binod, Shankar, CFA

(翻訳者:猪原 英治、CFA、CIPM)

英文オリジナル記事はこちら

<https://blogs.cfainstitute.org/investor/2021/11/01/evergrande-not-so-grand-financial-statements/>

注) 当記事はCFA協会(CFA Institute)のブログ記事を日本CFA協会が翻訳したものです。日本語版および英語版で内容に相違が生じている場合には、英語版の内容が優先します。記事内容は執筆者の個人的見解であり、投資助言を意図するものではありません。

また、必ずしもCFA協会または執筆者の雇用者の見方を反映しているわけではありません。