

アナリストから見た 消費者金融上場各社の企業分析

—収益の着実な向上で市場での期待高まる消費者金融株—

松尾 範久
アイリスジャパン

要旨

日本経済がバブル崩壊後の後遺症から容易には立ち直れない中で、93年以降、軒並み上場を果たしてきた消費者金融サービス業界は、業績の好調さが際立っている。各社ともにテレビCMを活用するなど知名度向上に努めてきたほかIT化の推進や業界のイメージアップ活動に邁進。低金利下での無担保ローン残高の増加により収益拡大につながってきた。ただ、それぞれの企業毎に業績推移に違いも見られるほか、リストラによる失業者の増加から貸し倒れの増加が懸念されるなど不安定要因も想定される。市場規模がかなり大きくなってきたことから、これまでのようなビジネスモデルの延長線上で収益の伸びがどこまで維持されるのかは予見しづらい状況でもある。足元の業績好調に支えられた株価形成が、今後どこまで続くのかがアナリストとしての関心の的であるが、それとは別に消費者金融サービスの上場8社の時価総額が5兆円を超え、経常利益が7000億円を超えてきた現状において他の金融ビジネスや産業との比較においてもそのパワーが感じられる点や過去のインデックスとの比較から相対的な期待の高まりが感じられる。企業の実態を分析し、投資家に伝える役割を担うセルサイド、バイサイドのいずれの組織にも属さない独立した証券アナリストとしてこれまでの消費者金融株の動向を分析し、今後の各企業の課題等を明らかにしていきたい。今回は最後にインターネットを活用した投資家へのアンケートを実施。個人投資家の消費者金融株への認識度を調査した結果を示しておいたので参照願いたい。

1. 93年以来、消費者金融8社が上場を果たす

現在、株式市場には8社の消費者金融会社が上場している。89年末を頂点にした株式市場の大幅な下落や地価の下落などバブル経済が崩壊し、日本経済が長期にわたって低迷する中で、消費者金融各社は上場を果たし、より有利な資金調達や上場による知名度向上によって成長を遂げてきた。93年9月に三洋信販、プロミスがJASDAQ市場に上場したのを皮切りに同年10月にアコム、94年4月にはニッシンが上場。95年10月にはシンキ、同年11月のクレディアと続き、業界最大手の武富士の上場は96年8月となった。また、97年7月にはアイフルが最後に上場を果たした。消費者金融サービス業界で初めて上場したのは三洋信販であるが、多くの市場関係者が消費者金融業界初めての企業という点で注目した。結果として1万6000円という高い株価で初値がついたが、それは行き過ぎた初値となった。その際の時価総額は3818億円であったが、

それに対する経常利益は165億円。時価総額と経常利益を比べた倍率は23倍となった。大半の上場企業はおよそ10数倍、最近は5倍、10倍以下となっているのが現状であるが、消費者金融各社も最近の株価低迷を背景に時価総額と経常利益の関係を見るとすべて10倍以下となっている。三洋信販の上場がいかにも最初の上場ということで関心を集めたのかということがわかる。その後の三洋信販株の時価総額は低下傾向を辿り、現状においては3.7倍と業界最低水準になっている。

2. 上場8社の業績及び時価総額比較

表1にある通り、それぞれの企業毎に収益力や成長性の違いがあるため株価を一株当たり利益で割って求めたPERにもばらつきが見られるが、営業収益力やROE、予想EPSなど各々の企業毎の収益内容とPERの関係をこの表からは読み取ることができる。特にROEとPERの関係が

	アイフル(8515)	武富士(8564)	クレディア(8567)	シンキ(8568)
営業収益前期実績	2807	4021	226	520
同今期予想	4010	4311	264	534
経常利益前期実績	1035	2415	42	85
同今期予想	1147	2424	46	89
税引利益前期実績	483	1273	21	29
同今期予想	566	752	24	39
今期予想EPS	629	511	221	86
一株配当金	50	100	42	12.5
営業収益増収率	43	7	17	3
貸倒償却額	483	476	35	103
ROE (%)	15.7	18.7	7.8	6.8
株価 (円)	9510	9520	1850	800
時価総額 (億円)	8880	14022	198	363
PER (倍)	15.1	18.6	8.4	9.3
	ニッシン(8571)	アコム(8572)	三洋信販(8573)	プロミス(8574)
営業収益前期実績	321	3757	770	3596
同今期予想	367	4162	1210	3982
経常利益前期実績	91	1608	307	1281
同今期予想	98	1744	350	1288
税引利益前期実績	52	814	174	648
同今期予想	52	967	131	733
今期予想EPS	156	661	337	587
一株配当金	25	80	62	100
営業収益増収率	14	11	57	11
貸倒償却額	51	444	105	364
ROE (%)	14.3	17.5	8.6	13.6
株価 (円)	2090	9810	3300	7350
時価総額 (億円)	692	14350	1283	9167
PER (倍)	13.4	14.8	9.8	12.5

- * 株価、時価総額は12月4日現在
- ** 貸倒償却額、ROEは前期実績
- *** 収益については全て連結ベース

表1 消費者金融上場8社の業績比較

かなり相関していることが伺える。また表2には各企業毎に上場来の株価の高安と時価総額の推移を示しておいた。上場初値の株価水準によって多少の変動はあるが経常利益の伸びが高い企業ほど上場後の時価総額が増える傾向にあることをこの表から読み取ることができる。上場後に経常利益が100%と伸びた武富士や47.5%伸びたシンキなどのように時価総額がそれほど増加していないという事例はあるが、概ね経常利益が大きく伸びた場合に時価総額もそれに応じて増加してきたと言える。アナリストは主に一

株当たり利益（EPS）を企業評価の対象とするが、武富士の予想EPSが511円と前期に比べて減少する見通しが表1の中に出ている。これは、不動産の評価減という前向きな処理を行っているためでマーケットはそれを悪材料にしているのではなく、むしろ好感している。これはイレギュラーな事例。その他アイフル、アコムなどには600円を超えるような収益力の高い指標が表れている。今期の営業収益の伸びについてはアイフル、三洋信販などのM&Aを積極的にやっている企業で2桁台の伸びが見込まれている。経

コード	企業名	上場時株価	年月	高値	年月	安値	年月	時価	増加率(%)
8574	プロミス	7980	93.9	10850	99.9	3490	95.4	7350	
	時価総額 (億円)	5026		12978		3438		9167	82.4
	経常利益 (億円)	410		1061		625		1288	214.1
	倍率 (倍)	12.3		12.2		5.5		7.1	
8573	三洋信販	16000	93.9	17400	94.3	2530	2000.10	3300	
	時価総額 (億円)	3818		4152		989		1283	-66.4
	経常利益 (億円)	165		225		306.6		350	112.1
	倍率 (倍)	23.1		18.5		3.2		3.7	
8572	アコム	9500	93.10	14830	99.9	2110	95.2	9810	
	時価総額 (億円)	6332		21745		2813		14350	126.6
	経常利益 (億円)	424		1437		538		1744	311.3
	倍率 (倍)	14.9		15.1		5.2		8.2	
8571	ニッシン	8300	94.4	8940	99.9	1600	98.10	2090	
	時価総額 (億円)	479		949		170		692	44.5
	経常利益 (億円)	25.7		80		74		98	281.3
	倍率 (倍)	18.6		11.9		2.3		7.1	
8568	シンキ	3700	95.10	10490	99.9	750	2000.12	800	
	時価総額 (億円)	437		2379		340		363	-16.9
	経常利益 (億円)	60		115		85		88.6	47.7
	倍率 (倍)	7.3		20.7		4.0		4.1	
8567	クレディア	2310	95.11	5350	99.7	1170	98.10	1850	
	時価総額 (億円)	137		555		101		198	44.5
	経常利益 (億円)	24		38.6		33.5		45.9	91.3
	倍率 (倍)	5.7		14.4		3.0		4.3	
8564	武富士	10200	96.8	19300	99.8	4340	97.9	9520	
	時価総額 (億円)	11557		28427		6392		14022	21.3
	経常利益 (億円)	1212		2047		1467		2424	100.0
	倍率 (倍)	9.5		13.9		4.4		5.8	
8515	アイフル	7800	97.7	23420	2000.2	5000	98.10	9510	
	時価総額 (億円)	3240		13139		2398		8880	174.1
	経常利益 (億円)	559		850		688		1147	105.2
	倍率 (倍)	5.8		15.5		3.5		7.7	

表2 消費者金融各社の上場来株価高安と時価総額比較

常利益ベースでは武富士が2,400億円以上、アコム、プロミス、アイフルという順で1,000億円以上が見込まれている状況。表2をご覧頂いてもお分かりの通り、時価総額と経常利益との関係に興味深い相関が見い出せる。株価の高値と安値がそれぞれついた時の変動は、表2に表されているが、高値がついた時に当然時価総額がピークとなり、その時の経常利益との倍率が高値をつけた時は10数倍。例えばシンキについては20倍までいった。上場時は違う値になっているが、高い時で20倍、安い時で2, 3倍という値になっている。だからこのゾーンの中で時価総額が変

動している。時価の現状は軒並み安い水準に位置していることがこの表2で把握できる。現状の株価の位置はマーケット全体が低迷していることに加え、消費者金融ビジネスが一般の投資家から受け入れられているイメージの悪さが影響しているものと推測される。

3. 消費者金融業界の地位

表3にはトヨタ以下、主な企業の時価総額と経常利益の対比を示しておいたが、おおむね10倍以上になっている。一般の投資家から見ると、

企業名	時価総額（億円）	経常利益（億円）	倍率（倍）
トヨタ	110960	10500	10.6
松下	32441	▲3700	－
三菱重工	11167	550	20.3
NTT	75023	6650	11.3
NTTドコモ	160576	7960	20.2
東京電力	37069	3300	11.2
三菱東京FG	46797	1450	32.3
三井住友銀行	33800	▲700	－
東京海上	14474	820	17.7
イトーヨーカ堂	23287	1670	13.9
武富士	14022	2424	5.8
消費者金融上場8社	48955	7186	6.8
消費者金融上位4社	46419	6603	7.0

表3 主要企業と消費者金融ビジネス8社の時価総額

コード	企業名	株価1	株価2	時価	成果1	成果2	分割等
8515	アイフル	6930	9130	9510	147.0%	4.2%	1800株
8564	武富士	8250	7700	9520	15.4	23.6	
8567	クレディア	1720	1530	1850	7.6	20.9	
8568	シンキ	1380	860	800	15.9	-7.0	2000株
8571	ニッシン	2560	4300	2090	144.9	45.8	3000株
8572	アコム	7290	8820	9810	34.6	11.2	
8573	三洋信販	4150	3340	3300	-20.5	-1.2	
8574	プロミス	5780	8400	7350	27.2	-12.5	
	平均				46.5	14.4	
ベンチマーク							
	TOPIX	1083	1294	1028	-5.1	-20.6	

表4 消費者金融各社の投資成果（11ヶ月、2年11ヶ月）

こういった企業に対し比較的高いプレミアムをつけているのに対し、消費者金融はどうかということを表しているのがこの表3である。武富士は5.8倍。消費者金融上場8社では6.8倍。上位4社で7倍というのが現状である。わが国を代表する主要企業と8社を比べてみたが、8社の時価総額合計は5兆円近くに達し、経常利益も7000億円以上の水準が見込まれている。既に8社の合計経常利益はNTTを超え、時価総額では松下を超えるに至っている。これほどまでにパワーがついてきた消費者金融業ではあるが、他の主要企業と比べると経常利益と時価総額の倍率は上位4社でも7.2倍に留まっており、依然としてプレミアムが付くまでには至っていない。これについては市場において知名度が向上してきたとは言

え、消費者金融ビジネスに対するイメージが依然として悪いことや失業率の上昇に伴う自己破産の増加懸念など先行きへの不透明要因が災いしていると考えられる。特に業界トップの武富士は収益性が圧倒的に高いにも関わらず、時価総額はアコムを下回っており、今後のイメージ払拭への更なる努力が求められる。

4. 消費者金融株に対する過去1～3年の投資成果

99年1月の大発会に各消費者金融株を買い付け、2001年10月29日付けで売却したとしてそのキャピタルゲインの成果を計算した結果が表4に示されている。

また、同様に2001年1月の大発会で買い付けた

場合の成果も示しておいたが、配当（インカムゲイン）を含めずに算出してもインデックス（ここではTOPIXを採用）に対して概ね大幅にアウトパフォーマンスしていることが伺える。8社の単純平均を取ってみるとTOPIXがそれぞれマイナスであるのに対して、99年からの比較では54.9%、本年初からの比較でも17.3%となっており、短期、中期で眺めると消費者金融株への投資によって高いリターンがもたらされたものと考えられる。これは株式市場に対して相対的にも絶対的にも消費者金融株が優位に立っていることの表れと言えよう。特にここ2年の間においてはアイフルやニッシンの堅調ぶりが際立っている。

5. 消費者金融各社の投資価値と問題点

既に述べた通り、表1から判断できることはROEの高さとPERの関係は武富士の事例を除けば概ね比例していることである。例えばシンキ、クレディア、三洋信販のROEが10%以下なのに対してアコムやアイフルなど15%前後を維持。これに対してPERは前3社が10倍を割れている一方で後の企業はアコムが17倍と最も高く以下アイフル、プロミス、ニッシンと続いている。唯一、武富士だけがROEが18%台と高いにも関わらずPERが10倍前後に留まっている。こうした観点からすれば消費者金融の各社は資産効率を高めROEを向上させることで株式の時価総額を極大化できる可能性が高いと考えられる。

更にIT化の推進や知名度向上、財務内容の健全化などを図りつつ収益向上を目指す企業への投資価値は高まるものと期待される。収益向上が時価総額の拡大に繋がることは上場後の動きを見ても明確である。また、アイフルなどM&A略の積極化などによって更なる新規顧客の拡大を図れる企業への評価は高まっている。一方で商工ローンへの進出、事業拡大によって成長を図るニッシンの株価パフォーマンスも高まっており、株式市場では新たな成長を図る企業への関心が高まっていると言える。

既に指摘した通り、業界のイメージがなお一層向上し、消費者金融ビジネスへの評価が高まるのが現状における株式市場での位置付けが変わるためには不可欠であろう。プレミアムが他の産業、企業並みについてくるには業界を挙げての一段のイメージ向上を図る努力が必要だと思われる。QUICKが8月31日現在で集計した各アナリストの消費者金融各社への株価レーテ

ィングは無担保ローンの順調な伸びを背景にして概ね市場平均を上回っている。ただ、1-8月の自己破産申請数が前年同期比10.9%増の9万7750人となったほか、9月の失業率が過去最悪の5.3%に達し消費者金融業界にとってはネガティブな要因が発表されるなど、ここに来て短期的には悪い指標が続いている。元来は不況下で成長してきた業界であるだけに相対的には優位性が維持されると見るアナリストが多かったが、今後の動向については意見が分かれる可能性も否定できない。と言っても消費者金融サービス業界はIT化による与信管理の徹底などや融資の小口化による徹底したリスク分散によって銀行など他の金融業や主要な製造業などに比べて極めて恵まれた収益環境が続く可能性が高く、今後、2、3年以内に上位企業ではキャッシュフローを黒字化させて自社株買いによる消却に乗り出す可能性も考えられることから株価面で極端に下落する可能性は限定的と言える。但し、かつての商工ローンビジネスに見られたようなビジネス上で信用を失墜するようなアクシデントが発生しないことが何より不可欠であろう。

6. 最後に

本稿ではアナリスト的見地から消費者金融業界の位置付けをこれまでの株価の推移や時価総額などと絡めて論じてきたが、スペースが限定されていたことから各企業の細かい内容分析までは至らなかった。これについては別の機会に改めて論じることにはしたいが、今後は更にアナリストとしてだけではなく、資金の運用者（ファンドマネジャー）としての見地から分析していきたいと考える。また、上場した各社の株主構成、とりわけ外国人投資家、機関投資家、個人投資家など投資主体別にどのようなになっているのかはIR活動への対応も含めて興味のあるところであり、次回のテーマに考えたい。

最後に、私はインターネットを使った活動を行っており、株式投資に興味を持った方がたくさん集まっているメールマガジンで読者へのアンケートを実施した。それを最後に資料としてつけている。どういう意味合いがあるかは何とも言い様がないが、一般個人投資家が消費者金融に対してどのようなイメージを持っているか、2001年10月の終わりにアンケートを実施した。有効回答数は約100。イメージが良くなっているか、悪いままなのかという点でいくつか項目を作って並べておいた。消費者金融に投資するこ

とに対して、経験されている方もいて、成果も上がっているという答えが多い。消費者金融は国民経済に役に立っているという答えが多いとも言える。アンケート調査の結果からすると、一アナリストの立場であるが更にイメージをあげて頂きたいと要望したい。

*この学会にとって全くの門外漢である私に対

して本稿発表のチャンスを与えて頂きました本学会の副会長であります杉江先生に対して心より感謝申し上げます。些かの戸惑いはありましたが、自分なりにまとめることができたことに安堵しております。また、学会の運営等にお骨折り頂きました本学会の会長であります早稲田大学の江夏教授はじめリエゾンオフィスの真水様に改めて感謝申し上げます次第です。

資料： インターネット活用者への消費者金融株イメージ調査
(実施時期：2001年10月第4週、実施方法：メールマガジン「億の近道」読者へのアンケート調査)

Q1. 消費者金融会社のイメージは以前よりはかなり良くなってきたかと思いますが、持たれているイメージは悪いままでですか？
はい 71 いいえ 30

Q2. 消費者金融株に投資することは気が引けると感じますか？
はい、18 いいえ 82

Q3. これまで消費者金融株に1回でも投資された経験はありますか？
はい 26 (1年以内が17) いいえ 70

Q4. 投資によって利益が上がりましたか？
はい、20 いいえ 6

Q5. 現在もポートフォリオの中に消費者金融株を入れておられますか？
はい、10 いいえ 16

Q6. 現在どの銘柄を保有されていますか？
武富士 4 三洋信販 3 アコム 1 アイフル 1 クレディア 1

Q7. それぞれ長期保有される予定ですか？
はい 5 いいえ 5

Q8. これまで買ったことのない方は今後買おうと思いますか？
はい、26 いいえ 48

Q9. 投資対象として選定する場合の評価基準で重視される点は収益性ですか？
はい 73 いいえ 25

Q10. 将来において銀行は消費者金融とバッティングするとお考えですか？
はい 60 いいえ 36

Q11. 消費者金融業が成長した背景を詳しくご存じですか？
はい 17 いいえ 74

Q12. 今後の成長は5年以上続くと思いますか？
はい 39 いいえ 50

Q13. 消費者金融は国民経済に役に立っていると思いますか？
はい、63 いいえ 28

Q14. 消費者金融の企業経営者に対して期待しておられますか？
はい 30 いいえ 61

以上