

SPLENDID21 NEWS

<http://sp-21.com>

第 124 号

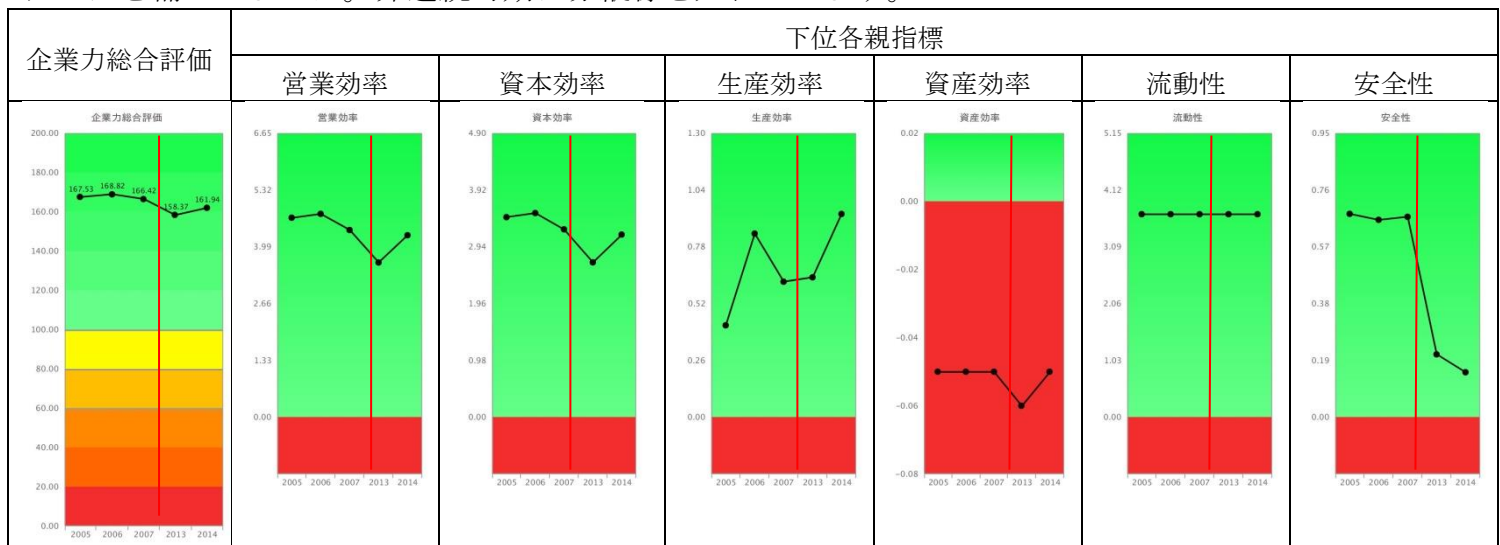
2016 年 3 月 15 日発行

毎月 15 日発行

今回は、株式会社ツバキ・ナカシマを分析してみました。株ツバキ・ナカシマは 2007 年 1 月、MBO（企業の経営陣が自社の株式を買い取り、その企業の経営権を掌握すること。M&A の一種）を実施し、非上場化しました。野村プリンシパル・ファイナンス株式会社（以下、NPF）を中核株主とした後、2011 年 3 月米系投資ファンド、カーライル・グループ（以下、カーライル）に転売され、その後昨年 12 月 16 日再上場を果たしました。

株ツバキ・ナカシマはこの MBO で 750 億円の借金を背負ったのに対し、NPF の儲けはカーライルへの株式転売で 72 億円、株式公開買い付けの手数料 3 億円等、少なく見積もっても 83 億円の利益を得ました。一方、カーライルは、保有する 3775 万株（発行済み株式総数の 89.41%）のうち、1910 万株を 280 億円で売上げ、配当も合わせると 152 億円の利益を得たといわれています。今でも 1865 万株を保有するカーライルは最終的にいくら利益を得るのでしょうか。

上場していた 2005～2007 年までの 3 年と非上場時の 2013～2014 年 12 月期 2 年の連結財務諸表を分析しました。中 5 年間のデータは公開されていない為、分析できません。また、2013～2014 年の財務諸表は IFRS で作成され、日本基準との差異があります。IFRS では「のれん（無形固定資産）」が償却されない為、利益が 1,631 百万円（2013 年実績）多く計上されます。比較の為、2013 年～2014 年データを補正しました。非連続時期に赤縦線を入れてあります。



企業力総合評価は、167.53P→168.82P→166.42P→158.37P→161.94P と推移しています。SPLENDID21 では、右肩上がりで企業の成長を定義していますから、**MBO は、結果的に株ツバキ・ナカシマを衰退させた**という結論になります。悪化原因は、営業効率、資本効率、安全性です。営業効率（儲かるか指標）・資本効率（株主指標）ともに MBO 前より悪くなっています。生産効率（人の利用度指標）は改善していますが、この指標は一人当たり売上高のウエイトが高く、従業員が頑張っているということです。資産効率（資産の利用度）は、一度悪化しましたが戻りました。流動性（短期資金繰り指標）は天井値のまま推移していますが実は、問題は隠されています。安全性（長期資金繰り指標）は急落しました。

営業効率、流動性、安全性の下位の財務指標を表で示します（右上）。営業効率の売上高営業利益率を見て下さい。MBO 後 5%ほど下がってしまいました。SPLENDID21 読者はこの悪化に卒倒なさる筈。儲ける力は企業成長の根幹ですが、その根幹が弱体化しました。

流動性の流動比率と現金預金比率を見て下さい。2007年流動比率は1000.97%でトヨタの10倍の良さでしたが悪化しました。悪化といえどもベースが高いので、流動性は天井値のままです。悪化原因は、現金預金比率です。

(単位：百万円)

	2005	2006	2007	2013	2014	
営業効率	売上高合計	29,533	32,363	32,930	30,248	36,049
	営業利益	5,173	6,418	5,321	3,651	4,832
	売上高営業利益率	17.52%	19.83%	16.16%	12.07%	13.40%
	経常利益	5,413	6,846	5,751	3,993	6,041
	売上高経常利益率	18.33%	21.15%	17.46%	13.20%	16.76%
流動性	流動負債合計	4,135	4,372	4,133	6,812	5,269
	流動資産合計	34,094	38,587	41,370	42,534	40,558
	流動比率	824.52%	882.59%	1000.97%	624.40%	769.75%
	現金預金	14,242	16,405	17,058	14,437	10,452
	現金預金比率	344.43%	375.23%	412.73%	211.93%	198.37%
安全性	純資産合計	55,413	65,203	67,328	40,976	37,912
	固定資産合計	30,223	39,614	37,515	49,300	48,097
	固定比率	54.54%	60.75%	55.72%	120.31%	126.86%
	固定負債合計	4,771	8,626	7,423	44,046	45,474
	固定長期適合比率	50.22%	53.66%	50.19%	57.98%	57.68%
	資産合計	64,317	78,201	78,885	91,834	88,655
	自己資本比率	86.15%	83.38%	85.35%	44.62%	42.76%

2013～2014年は「のれん」の補正が含まれたデータです。

安全性の純資産合計と固定負債合計、自己資本比率を見て下さい。純資産が大きく減ったのは、長年の利益の積立額である利益剰余金が減ってしまったからです (2007年40,025百万円、2014年10,687百万円と4分の1)。固定負債が増

えたのは、長期借入金が増えてしまったからです (2007年0円、2014年39,109百万円と∞倍)。先ほど述べた現金預金比率は、借入金で現金預金を入れても下がったと読めます。85.35%の自己資本比率を誇った超優良企業は、42.76%とどこにでもある会社になってしまいました。

短期的な業績変動にとらわれず、顧客需要の変化に対応しつつグローバルな経営体質を再構築することが急務との認識で始めた筈のMBO。

グローバル度を海外売上高比率推移で検証してみました。

2006年0.58%増加、2007年1.80%ですが、非上場化していた7年間は年平均で0.85%の海外売上高比率で、伸びたとは言えません。そもそも、非上場直前の海外売上高比率は47.24%と高く、自前で十分なグローバル化を達成する力のある会社でした。

(単位：百万円)

	2005	2006	2007	2013	2014
日本	16,284	17,658	17,374	14,684	16,869
欧州	3,733	3,979	4,445	4,301	6,121
アジア	1,722	2,402	4,228	6,501	7,527
北中米	7,348	8,037	6,854	4,762	5,532
その他の地域	446	287	29		
合計	29,533	32,363	32,930	30,248	36,049
海外比率	44.86%	45.44%	47.24%	51.45%	53.21%
前セルとの増分		0.58%	1.80%	平均年率0.85%	
平均年率(53.21%-47.24%)÷7年 非上場化の2007年から2014年間の7年					

まとめ

会社は株主だけのものとするれば、一連の話は全く問題ありません。最も有利な株主の地位をいかに獲得し、いかに儲けるかを極めたものが称賛されます。

貴方ならこのMBOを、どう評価しますか。

編集後記 今回のNEWSのMBOに対する評価はケチョンケチョンでした。アメリカが主導する経営手法は、いかに利益を得るかのみ、会計基準は、それに利用される便利な道具であることがあります。

ハゲタカ君、あっち行ってよ！ 日本人、しっかりしてよ！ ふんぷん (´ー`)ノ **文責 JY**

〒541-0052 大阪市中央区安土町1-6-19 プロパレス安土町ビル7階D号 株式会社 SPLENDID21

tel 06-6264-4626 ✉ info@sp-21.com 過去のNEWS、セミナー情報は <http://sp-21.com>