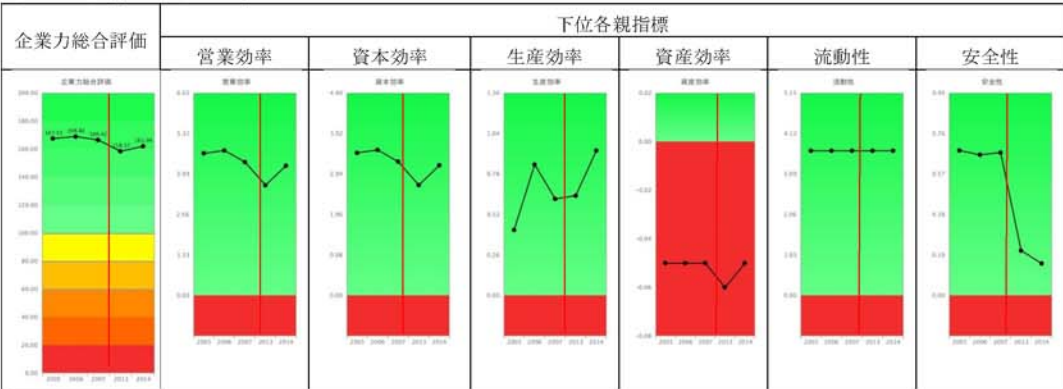


今回は、株式会社ツバキ・ナカシマを分析しました。㈱ツバキ・ナカシマは 2007 年 1 月、MBO（企業の経営陣が自社の株式を買い取り、その企業の経営権を掌握すること。M&A の一種）を実施して非上場化しました。そして野村プリンシパル・ファイナンス株式会社（以下、NPF）が中核株主となった後、2011 年 3 月に米系投資ファンド、カーライル・グループ（以下、カーライル）に転売され、昨年 12 月 16 日には再上場を果たしました。

㈱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、株式公開買付け手数料 3 億円等、少なくとも 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 億円で売却、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 万株を保有しており最終的にいくらの利益を得るのでしょうか。

次図の赤縦線の左側は上場していた 2005～2007 年までの 3 年、右側は非上場時の 2013～2014 年 12 月期 2 年です。ただし間の 5 年間はデータが公開されていないので省いており、左と右は連続していません。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るので、比較のためデータを補正しました。



企業力総合評価は、167 → 168 → 166 → 158 → 161 と推移しており、MBO は、結果的に㈱ツバキ・ナカシマを衰退させたという結論になります。

営業効率（儲かるか）・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しょう。資産効率（資産の利用度）は、一度悪化して戻りました。流動性（短期資金繰り）は天井値のまま推移していますが、この後の分析で問題が現れました。安全性（長期資金繰り）は急落しました。

営業効率、流動性、安全性について、詳しく見ていきます（右上）。営業効率の売上高営業利益率は MBO 後 5%ほど下がってしまいました。企業成長の根幹が弱体化しました。

流動性項目の中の流動比率を見ると 2007 年は 1000.97% でトヨタの 10 倍の良さでしたが、MBO 後は悪化しました。ただ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。

現金預金比率も悪化しました。

安全性項目の純資産合計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たからです（2007 年に比べ 2014 年は 4 分の 1 に減少）。

		(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
流動性	売上高経常利益率	18.33%	21.15%	17.46%	13.20%	16.76%
	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%
安全性	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%
	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
安全性	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。

固定負債合計が増えたのは、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）。先ほど現金預金比率が悪化したと述べましたが、借入金で現金預金を入れたにもかかわらず下がったということです。85.35% の自己資本比率を誇った超優良企業は、42.76% と並みの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はずの MBO でした。

グローバル度を海外売上高比率推移で検証してみると、2006 年 0.58% 増、2007 年 1.80% 増ですが、非上場化していた 7 年間は年平均 0.85% 増で、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** アメリカが主導する経営手法は、最も有利な株主の地位をいかに獲得し儲けるかのみ。それを極めたものが称賛されます。会計基準はそのための便利な道具として利用されてしまうことがあります。会社が株主だけのものなら問題ありませんが。

**編集後記** 力のある会社がファンドの餌食にされたような結果に・・・悔しい。

〒556-0005 大阪市浪速区日本橋 4-9-21 SARUKI ビル 4F 猿木真紀子税理士事務所  
Tel. 06-6631-4570 Fax. 06-6631-7970 info@saruki-tax.jp http://www.saruki-tax.jp