

## 財務諸表と企業実態

Financial Statements and the Business Realities.

坂 下 紀 彦

## 要 旨

本稿では、近年キャッシュ・フローの重要性が主張されているが、長期的にみると企業が利益を生み出しているか否が極めて重要である。そこで具体的に北海道に本社のある業績の良好な企業2社と業績が低迷している企業2社を取り上げて検討し、財務諸表が損益を中心にして他の会計諸概念に影響を及ぼし、いかに企業実態を表現しているかを明らかにする。最後に、当期純損失を計上し業績が低迷している企業は、M&Aによる会社再編に追い込まれている状況も具体的に明らかにしたい。

## 目 次

- I はじめに
- II 収益性の分析 — 損益計算書の検討 —
- III キャッシュ・フローの分析 — キャッシュ・フロー計算書の検討 —
- IV 財務安定性の分析 — 貸借対照表の検討 —
- V 業績低迷企業の会社再編 (M&A) — 生き残りへの模索 —

## I はじめに

企業は、事業活動を通じて社会に必要な経済的な財貨やサービスを提供している。しかし、経営者の的確な判断の欠如や経営環境の変化への適応力の欠如によって社会的な存在として生み出されてきた企業が倒産によって市場から退出することが要求される。たとえば、東京商工リサーチによればわが国の資本金1,000万円以上の企業で平成13年から平成22年までの倒産件数と負債総額及びそれをグラフに示すと次の図表1・2のようになっている<sup>(注1)</sup>。図表2のグラフの縦軸の単位は倒産件数の場合は件、負債総額の場合は百万円である。横軸は年を表し、H13は平成13年である。この10年間では、平成13年における倒産件数が19,164件及び負債総額165

億2,000万円でいずれも多いが、平成17年に12,998件まで減少したが、再度、平成20年度に15,646件まで上昇している。その後、政府の政策<sup>(注2)</sup>によって減少傾向にある。なお、平成20年度は、世界的な同時不況の影響で建設・不動産業を中心に上場企業の倒産が33件発生するなど大型倒産によって負債総額は122億9,200万円と異常に高い額となっている。なお、この10年間における企業の倒産件数及びその負債額は、景気の変動によって変化するが毎年、件数で13,000件以上、負債総額で50億円以上になっている。

このような企業倒産の事態を回避するためには企業活動の実態を計数的に把握し、計画的に企業運営を行い、同時にその財務的な体質の強化が必要である。その際、企業が継続して存続するためには、利益を獲得することが財務的な裏づけとなる。すなわち、利益を獲得することが企業の財政規模を拡大し、財務安定性の向上を図ることができる。それらの事柄と財務諸表との関連性を示したものが図表3である。

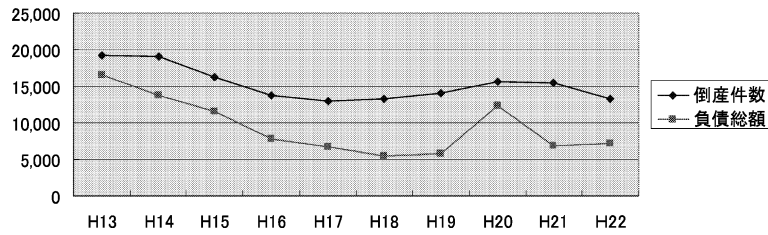
すなわち、利益が発生することによって貸借対照表の利益剰余金が増加し、他の条件を一定と仮定すると自己資本比率が改善し、それによって財務安定性が向上する。また、利益が発生すると他の条件を

図表1 全国の企業倒産件数と負債総額

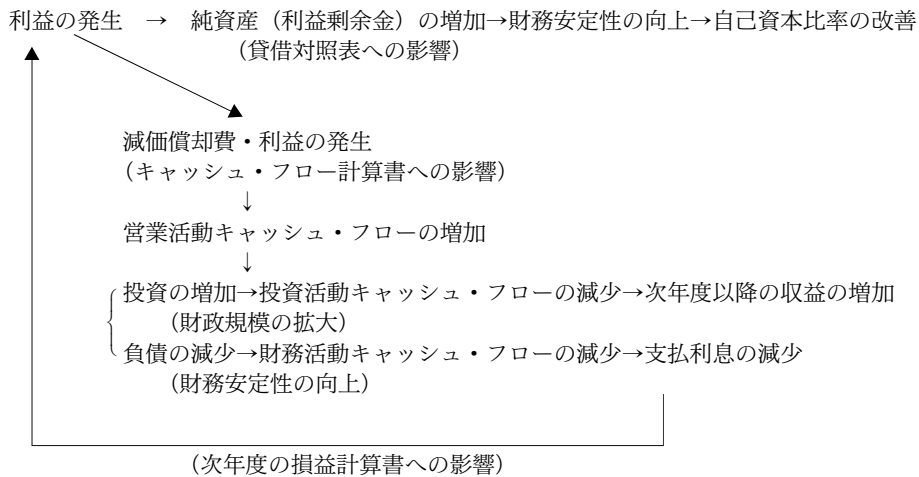
(単位：件数/百万円)

	H 13	H 14	H 15	H 16	H 17	H 18	H 19	H 20	H 21	H 22
倒産件数	19,164	19,087	16,255	13,679	12,998	13,245	14,091	15,646	15,480	13,321
負債総額	16,520	13,782	11,582	7,818	6,703	5,501	5,728	12,292	6,930	7,161

図表 2 全国の企業倒産件数と負債総額の推移



図表 3 利益と財務諸表への影響



一定と仮定すると減価償却相当額と利益相当額の営業活動によるキャッシュ・フローが増加し、それを財源に投資をした場合には生産規模、販売規模、企業集団規模の拡大により次年度以降の収益増加を可能とすることができる。また、営業活動によるキャッシュ・フローの額を借入金の返済の財源にした場合、財務活動によるキャッシュ・フローの減少になるがそれによって次年度以降、支払利息が減少し、次年度以降の利益の増加に貢献すると同時に企業の財務安定性が向上する。

このような企業活動の結果は、企業の成績表というべき財務諸表に集約されることになる。そこで、北海道内の企業に限定し、業績の良好な企業2社と業績の低迷している企業2社の財務諸表<sup>※3)</sup>を比較分析してその特徴を実態的に明らかにすることを本稿の課題とする。

ここで業績の良好な企業とは、6年間にわたって継続して当期純利益を計上し、売上高についても増加傾向にある企業を選定した。

それに対して、業績の低迷している企業とは、6年間の当期純損益の合計額がマイナスすなわち当期純損失の企業を取り上げたが、今回は6年間の内、3年間に当期純利益があるが他の3年間は当期純損失であり、当期純損失の累計額が当期純利益の累計額を超える企業となった。

業績の良好な企業としては、具体的には、株式会社アークス（以下、アークスと表示。）と株式会社ニトリ（以下、ニトリと表示。）を取り上げた。これらの企業は、6年間にわたって当期純利益を計上している。また、売上高については、平成18年度の売上高を100とすれば図表4・5のようになる。

図表4のようにニトリは、平成18年度から平成23年度の間売上高が倍増（200.49%）しており、当期純利益も2.82倍（282.41%）になっており、アークスは図表5のように、売上高が1.36倍（136.22%）で、当期純利益は1.35倍（135.48%）になっている。

業績の低迷している企業としては、具体的には、カラカミ観光株式会社（以下、カラカミ観光と表示。）と株式会社ゲオディノス（以下、ゲオディノスと表示。）<sup>※4)</sup>を取り上げる。

これらの企業の当期純損益の推移は図表6・7の通りである。

カラカミ観光の営業収益（売上高）は、平成18年度を100とすれば平成21年度以降減少し平成23年度には72.38%に低下した。また、6年間の当期純利益と当期純損失の差額は、図表6のように平成21年度から平成23年度まで多額の当期純損失を計上したために、 $(\Delta 4,741 \text{ 百万円} + \Delta 1,804 \text{ 百万円} + \Delta 4,647 \text{ 百万円}) - \text{当期純利益} (463 \text{ 百万円} + 455 \text{ 百万円} + 177 \text{ 百万円}) = \Delta 10,097 \text{ 百万円}$ の計算によって

当期純損失の累積額が100億9,700万円となっている。

ゲオディノスの売上高は、平成19年度に上昇したものの平成21年度まで減少し、平成18年度を100とすれば81.18%まで減少した。その後、平成22年度から増加傾向に転じている。

ゲオディノスにおける6年間の当期純利益と当期純損失の差額は、図表7のように当期純損失(△1,470百万円+△1,170百万円+△1,558百万円)－当期純利益(115百万円+56百万円+43百万円)＝△3,984百万円の計算によって当期純損失の累積額が39億8,400万円となっている。

このようにカラカミ観光については、売上高に相当する営業収益は、平成18年度から平成20年度までは微増であるがその後の年度は減少し続け業績が悪化している。同様に、平成18年度から平成20年度までは当期純利益を計上しているものの少額であ

り、かつ減少し続けている。それ以降の各年度は多額の当期純損失を計上している。また、ゲオディノスの売上高は、平成19年度に増加したがその後平成20・21年度と減少しその後回復基調にある。当期純利益についてはカラカミ観光と同様であり、平成19・22・23年度は当期純利益を計上しているものの少額であり、それ以降の各年度は多額の当期純損失を計上している。

## II 収益性の分析

### — 損益計算書の検討 —

業績の良好な企業と業績の低迷している企業の収益性について検討する。

#### 1. 総資本経常利益率による収益性分析

ここでは、企業に投下された総資本の投資効率を分析する視点から総資本経常利益率を核にして検討

図表4 ニトリの売上高・当期純利益及びその増加率

(単位：百万円/%)

	H 18	H 19	H 20	H 21	H 22	H 23
売上高	156,758	189,126	217,229	244,053	286,186	314,291
増加率	100	120.65	138.58	155.69	182.57	200.49
当期純利益	10,914	13,434	15,464	18,353	23,838	30,822
増加率	100	123.09	141.69	168.16	218.42	282.41

図表5 アークスの売上高・当期純利益及びその増加率

(単位：百万円/%)

	H 18	H 19	H 20	H 21	H 22	H 23
売上高	222,886	229,777	241,455	253,896	270,722	303,608
増加率	100	103.09	108.33	113.91	121.46	136.22
当期純利益	4,022	3,964	4,908	4,972	5,049	5,449
増加率	100	98.56	122.03	123.62	125.53	135.48

図表6 カラカミ観光の営業収益及びその増加率・当期純利益

(単位：百万円/%)

	H 18	H 19	H 20	H 21	H 22	H 23
営業収益	22,907	23,018	23,797	21,978	18,507	16,579
増加率	100	100.48	103.89	95.94	80.79	72.38
当期純利益	463	455	177	△4,741	△1,804	△4,647

図表7 ゲオディノスの売上高及びその増加率・当期純利益

(単位：百万円/%)

	H 18	H 19	H 20	H 21	H 22	H 23
売上高	6,934	7,280	6,629	5,629	7,273	8,664
増加率(%)	100	104.99	95.60	81.18	104.89	124.95
当期純利益	△1,470	115	△1,170	△1,558	56	43

する。総資本経常利益率は、売上高経常利益率と総資本回転率に分解することができる。そこでそれらの指標を計算すると次のようになる。なお、分析指標の計算に当たって、総資本のような貸借対照表の科目は、前年度末と当年度末の平均値を用いた。

#### (1) ニトリ

ニトリの総資本経常利益率は、平成20年度に前年度に比べ0.53%低下したものの、その後毎年上昇しており平成23年度には23.07%に達している。総資本経常利益率は、投資がいかにか効率的に運用され利益を生み出したかを示しているが、その事業における利幅を表す売上高経常利益率と利用効率ないし販売効率を示す総資本回転率に依拠して決定される。総資本回転率は、平成19年度から平成23年度まで継続して上昇している。また、売上高経常利益率について平成20年度は前年度に比べて0.44%低下し、それが平成20年度の総資本経常利益率の低下の原因となった。しかし、その後、売上高経常利益率は、平成21年度から平成23年度まで上昇し、総資本回転率の上昇と相まって総資本利益率を高めている。なお、日経経営指標<sup>※5)</sup>の小分類では、ニトリは専門店に分類されており、専門店における総資本経常利益率の業種平均は、11.81%であることから

1.95倍の収益力の高さを示しており、全業種における同指標のランキングでも20位にあげられる高収益企業として評価されている。

#### (2) アークス

アークスの総資本経常利益率は、平成19年度から平成21年度まで8.60%から9.56%までほぼ1%高めたが平成22年度以降は低下している。それは平成19年度から平成21年度までは売上高経常利益率と総資本回転率の上昇すなわち収益力の向上の努力によって企業の資本利益率の向上が図られたことによる。それに対して、平成22年度以降は買収等により企業規模が拡大し売上高が大幅に増加しつつも総資本経常利益率が8%の水準に低下し、規模拡大の効果が十分に生じていない状況を示している。

アークスのこの5年間における総資本経常利益率の平均は、8.9%であり、平成19年度から平成21年度まで上昇し、平成21年度をピークに平成23年度まで低下傾向にある。この傾向は、売上高経常利益率と総資本回転率の両方の指標にも同様の傾向が見られる。ただ、アークスが分類されている日経経営指標の小分類である中堅スーパーの平成23年度の平均値である4.38%に対してアークスは8.43%であり、約2倍の収益力があることがわかる。その原

図表8 ニトリの財務指標

(単位：%/回)

	H 19	H 20	H 21	H 22	H 23
総資本経常利益率	15.76	15.23	18.06	22.86	23.07
売上高経常利益率	12.21	11.77	13.92	16.57	17.05
総資本回転率	1.29	1.29	1.30	1.38	1.35

図表9 アークスの財務指標

(単位：%/回)

	H 19	H 20	H 21	H 22	H 23
総資本経常利益率	8.60	9.22	9.56	8.70	8.43
売上高経常利益率	3.53	3.68	3.69	3.53	3.31
総資本回転率	2.44	2.51	2.59	2.46	2.54

図表10 カラカミ観光の財務指標

(単位：%/回)

	H 19	H 20	H 21	H 22	H 23
総資本経常利益率	1.71	0.92	△ 0.58	△ 0.03	△ 1.22
売上高経常利益率	3.86	2.00	△ 1.26	△ 0.06	△ 2.59
総資本回転率	0.44	0.46	0.47	0.46	0.47

図表11 ゲオディノスの財務指標

(単位：%/回)

	H 19	H 20	H 21	H 22	H 23
総資本経常利益率	0.88	△ 1.53	△ 2.21	0.53	0.15
売上高経常利益率	1.54	△ 2.72	△ 3.93	0.69	0.18
総資本回転率	0.57	0.56	0.56	0.77	0.82

因は、中堅スーパーの売上高経常利益率が2.24%であるがアークスは平成23年度で3.31%と約1.5倍、総資本回転率についても中堅スーパーの1.96回に対して2.54回で約1.3倍の高い効率を示しており、それらの相乗効果によって中堅スーパーの平均値よりも高い収益力を確保している。

### (3) カラカミ観光

カラカミ観光の総資本経常利益率は、平成19年度から平成20年度までは低いがプラスであった。しかし、それ以降の年度はマイナスの利益率となっている。その原因は売上高経常利益率の低下と平成21年度以降マイナスになったことによる。総資本回転率は、平成19年度が0.44回でそれ以降徐々に改善しているように見える。しかし、回転率の上昇は平成20年度が前年度に比べて売上高の増加によるものであるが、それ以外の年度は売上高の減少にもかかわらず総資本＝総資産の大幅な減少による影響、すなわち当期純損失による自己資本の減少や特に、平成20年度から平成22年度にかけて計上された多額の減損損失による総資産の減少によって総資本が減少したことが原因になっており一見良好に見える総資本回転率も財務状況が好転した結果ではないこと示している。

### (4) ゲオディノス

ゲオディノスは、平成20・21年度の総資本経常利益率がマイナスになっており、それ以外の年度も低い利益率であり1%以下である。その原因は売上高経常利益率が平成20・21年度にマイナスであり、それ以外の年度も低いことにある。また、総資本回転

率は平成19年度から平成21年度まではほぼ同一であるが平成22・23年度は徐々に改善してきている。平成19年度から平成21年度まで総資本回転率がほぼ同程度なのは売上高の減少と総資本の減少がほぼ同程度のためであり、これは必ずしも良好な状況を示すものではない。それに対して、平成22年度から平成23年度は、事業譲渡を受け事業内容の変化が生じている。そのため、売上高の増加と総資本の増加という財務状況が改善しつつあり、その結果としての回転率の改善といえる。

## 2. 損益計算書の構成比率による収益性分析

損益計算書の各損益は、取引の種類毎に区分して表示し、それによって損益を発生源泉別に示している。損益計算書における売上高を100とした利益の構成比率、すなわち売上利益率の一覧表を各社毎に示すと図表12・13・14・15になる。

なお、総資本利益率がマイナスになる場合には、必ず売上高利益率がマイナスすなわち利幅がないことを示している。

### (1) ニトリ

ニトリの売上高総利益率は、取扱商品の利幅を示しているが平成18年度から平成20年度までは低下傾向であったが平成21年度から平成23年度までは継続して上昇しており平成23年度には54.88%になっている。それ以外の売上利益率は平成18年度から平成23年度まで一貫して上昇している。

日経経営指標の連結財務諸表による専門店の利益率の平均では営業利益率が7.47%、経常利益率が

図表12 ニトリの構成比率

(単位：%)

	H 18	H 19	H 20	H 21	H 22	H 23
売上高	100	100	100	100	100	100
売上総利益	50.61	49.60	49.32	51.62	53.91	54.88
営業利益	11.63	11.79	12.01	13.56	16.23	16.76
経常利益	12.14	12.21	11.77	13.92	16.57	17.05
税引前当期純利益	11.93	12.14	11.79	12.75	14.68	16.42
当期純利益	6.96	7.10	7.12	7.52	8.33	9.81

図表13 アークスの構成比率

(単位：%)

	H 18	H 19	H 20	H 21	H 22	H 23
売上高	100	100	100	100	100	100
売上総利益	22.32	22.35	22.55	22.76	22.79	22.94
営業利益	2.85	3.20	3.37	3.38	3.27	3.05
経常利益	3.22	3.53	3.68	3.69	3.53	3.31
税引前当期純利益	3.13	2.82	3.70	3.53	3.39	3.25
当期純利益	1.80	1.73	2.03	1.96	1.87	1.79

図表 14 カラカミ観光の構成比率

(単位：%)

	H 18	H 19	H 20	H 21	H 22	H 23
売上高	100	100	100	100	100	100
営業利益	5.24	5.60	4.38	2.32	2.20	△ 0.17
経常利益	3.30	3.86	2.00	△ 1.26	△ 0.06	△ 2.59
税引前当期純利益	3.78	4.21	2.35	△ 21.13	△ 9.10	△ 27.37
当期純利益	2.02	1.98	0.74	△ 21.57	△ 9.75	△ 28.03

図表 15 ゲオディノスの構成比率

(単位：%)

	H 18	H 19	H 20	H 21	H 22	H 23
売上高	100	100	100	100	100	100
売上総利益	15.89	15.26	12.01	11.44	13.80	78.43
営業利益	5.55	3.52	△ 0.72	△ 1.12	2.39	3.47
経常利益	1.51	1.54	△ 2.72	△ 3.93	0.69	1.86
税引前当期純利益	△ 23.18	3.04	△ 15.99	△ 26.40	0.55	0.74
当期純利益	△ 21.20	1.58	△ 17.65	△ 27.68	0.77	0.50

7.80%、当期純利益率が3.83%であり、個別財務諸表でデータがある売上総利益率が41.57%である。したがって、いずれの指標もニトリの指標が高く売上利益率に関する収益性は高いことを示している。

### (2) アークス

アークスの総利益率は、平成18年度から平成23年度まで継続して上昇しているが、日経経営指標の中堅スーパーにおける個別財務諸表の平均では26.67%であり、改善される余地があると思われる。また、営業利益率と経常利益率は、平成21年度まで利益率は上昇しているが平成22・23年度は低下に転じている。また、税引前当期純利益率と当期純利益率は平成20年度にピークになったが、それ以降の年度は低下している。しかし、専門店の平均利益率のうち、営業利益率が2.25%、経常利益率が2.24%、当期純利益率が0.93%であり、アークスの利益率が高く、収益力のある企業といえる。

### (3) カラカミ観光

カラカミ観光の営業利益率は、平成19年度をピークに平成23年度まで下がり続けており、平成23年度にはマイナス0.17%まで下がっている。また、経常利益率、税引前当期純利益率、当期純利益率についても同様な傾向がみられるが、平成21年度から平成23年度までマイナスになっている。ホテル業の平成22年度の平均的な営業利益率は1.90%であり、カラカミ観光の平成22年度の利益率は2.20%であるから平均利益率よりも高い。しかし、経常利益率が1.23%、当期純利益率がマイナスの1.03%であり、カラカミ観光の売上利益率が下がっている。

売上利益率の著しい低下の原因は、平成21・22・

23年度に多額の営業外費用と特別損失が発生し、それが原因となっているので営業外費用と特別損失を示すと図表16のようになる。

すなわち、借入金による支払利息の負担と事業活動の収益力低下による減損処理によって多額の費用や損失を計上したことによって著しく業績が悪化したといえる。

### (4) ゲオディノス

ゲオディノスの売上利益率は、平成18年度から平成21年度まで急速に悪化したことがわかる。平成18年度は税引前当期純利益率と当期純利益率が、特に、平成20・21年度は、営業利益率から当期純利益率までマイナスになり収益力が著しく低下した。

ゲオディノスの売上利益率の著しい低下の原因は、カラカミ観光と同様に営業外費用と特別損失の発生であり、図表17のようになる。

しかし、平成21年10月1日付で親会社ゲオグループのレジャー施設事業部と統合し複数の事業部を吸収したことにより事業内容が拡大したことによって収益構造が変化している。このため全ての売上利益率でプラスに変わっている。また、平成22年度まで売上原価に算入していた費目を平成23年度に販売費及び一般管理費に移行したと思われることから売上総利益率は平成23年度とそれ以前の年度を比較することは出来ない。

なお、事業統合に伴い、社名も株式会社スガイ・エンタテインメントから株式会社ゲオディノスに変更している。

図表 16 カラカミ観光の主要な営業外費用と特別損失

(単位：百万円)

	平成 21 年度	平成 22 年度	平成 23 年度	費目合計
営業外費用				
支払利息	682	589	509	1,780
支払手数料	241			241
特別損失				
減損損失	4,279	1,556	3,553	9,388
年度合計	5,202	2,145	4,062	11,409

図表 17 ゲオディノスの主要な営業外費用と特別損失

(単位：百万円)

	平成 18 年度	平成 20 年度	平成 21 年度	費目合計
(営業外費用)				
支払利息	—	148	137	285
支払手数料	—	—	—	—
アミューズメント ト機器処分損	—	—	54	54
(特別損失)				
減損損失	1,473	789	1,228	3,490
固定資産除却損	304	—	—	304
店舗閉鎖損失引 当金繰入	—	55	—	55
年度合計	1,777	992	1,419	4,188

### 3. 小括

企業の収益性は、経営環境の変化や企業の経営戦略によって大きな影響を受ける。平成 19 年は、米国で発生したサブプライム・ローン問題を契機とした世界同時不況のはじまりであり、平成 20 年は、リーマン・ブラザーズの破綻によるリーマン・ショックが発生し、わが国の景気にも大きな影響を与えた年であり、企業の経営環境が悪化した時期でもあった。そのため、内需型業種であるスーパーマーケットを経営するアークスを除いて平成 19・20 年は、業績が悪化する傾向が見られる。ただ、アークスは平成 21 年 10 月に株式会社札幌東急ストア(現 株式会社東光ストア)を買収し完全子会社化し、規模拡大を行ったが平成 20・21 年度の総資本経常利益率が 9% の水準であったものが 8% の水準に低下しており企業買収の効果を十分に生み出しているとはいえない。

ニトリは、平成 20 年度は平成 19 年度に比べて売上高経常利益率が 0.44% 低下し、この不況の影響がみられる。しかし、生産、物流、商流(販売)の一体化と海外生産という家具業界における新たなビジネスモデルによってそれを乗り越え、平成 23 年度の総資本経常利益率を 23.86% まで高め、業績の向上に繋げている。それに対して、景気の動向によって大きな影響を受ける観光業やエンタテインメント業は

非常に大きな影響を受けることになった。また、この両社は、多額の負債を抱えており支払利息などの営業外費用の負担と業績悪化による減損処理等の特別損失が積み増しされて企業業績を累積的に悪化することになった。そのためゲオディノスは平成 19 年度、カラカミ観光は平成 21 年度から総資本経常利益率がマイナスになり、M&A による会社再編に追い込まれることになる。ゲオディノスは、親会社ゲオからの事業譲渡を平成 22 年に受け、平成 22・23 年度は総資本経常利益率が 0.53% と 0.15% という低い収益性であるが安定した業績を確保できる事業再編がなされている。それに対して、カラカミ観光は、平成 23 年度まで資産売却などで業績改善に努めてきたが平成 23 年度の総資本経常利益率がマイナス 1.22% で企業の収益性の改善は見られずに、その後、現経営陣による MBO によって企業再生を目指すことになっている。

損益計算書の構成比率は、損益の源泉別の売上利益率を示しており、業種によって大きく異なるが、最終的な売上高当期純利益率は業種にかかわらず近似してくる。ただ、企業毎の投資効率の良否によって大きく異なる。ニトリやアークスのように業績の良好な企業は年度によって多少の差があるものの売上利益率はほぼ同一ないし上昇傾向であり、安定している。それに対して、業績が低迷している企業は

収益力が低下することによって減損処理が要求されるため多額の減損損失を計上することが求められる。このためそれらを計上した年度の税引前当期純利益がマイナスになり、事業の再構築や企業再編が必要になる場合がある。

### III キャッシュ・フローの分析

#### — キャッシュ・フロー計算書の検討 —

キャッシュ・フロー計算書は、一会計期間のキャッシュの増減と期末におけるキャッシュの残高を示している。期中のキャッシュの増減は、営業活動によるキャッシュ・フロー、投資活動によるキャッシュ・フロー、財務活動によるキャッシュ・フローに3区分して表示されている。

営業活動によるキャッシュ・フローは、企業の本業によって創出されたキャッシュであり、その主要な源泉は当期の利益と減価償却費であり、それに運転資本による棚卸資産、売掛金、買掛金などの増減によって修正計算される。

投資活動によるキャッシュ・フローは、設備投資や証券投資などによるキャッシュの増減を表しており、営業活動によるキャッシュ・フローの範囲内で行われることが好ましいと考えられるが、将来の企業活動の拡大を志向する場合には営業活動によるキャッシュ・フローの範囲を超えて投資がなされることが多い。

財務活動によるキャッシュ・フローは、株主に対する配当金の支払いや自己株式の取得などの株主への還元や借入金の返済、社債の償還などのキャッシュの減少と営業活動によるキャッシュ・フローの範囲を超えて投資がなされた場合、不足するキャッシュを借入金の借入れや社債・株式の発行によって調達し、キャッシュの増加を表示する。

#### 1. ニトリのキャッシュ・フロー

ニトリのキャッシュ・フロー計算書は、次の図表18である。

ニトリは、図表4で示したように每期継続して当期純利益を計上しており、平成18年度に比べて平成23年度は2.82倍に増加させている。また、投資活動によるキャッシュ・フローも每期200億円以上の投資がなされており、それに伴って減価償却費も増加し、それらに基づく本業によるキャッシュを常に生み出しており、営業活動によるキャッシュ・フローは平成18年度から平成23年度まで継続して増加し続けている。その結果、平成18年度に比べて約2.6倍の営業活動によるキャッシュ・フローが増加している。

また、投資活動も積極的であり、平成18年度から平成20年度までのフリー・キャッシュ・フローはマイナスになっており、その3年間の累計額はマイナス125億3,000万円に上るが、平成21年度から平成23年度のフリー・キャッシュ・フローの累計額は280億1,300万円であり、キャッシュを回収している。

したがって、財務活動によるキャッシュ・フローは平成18年度から平成20年度までは借入金などにより167億2,000万円を資金調達したことによってプラスになっているが、それに対して、平成21年度から平成23年度は、マイナス216億9,000万円であり、借入金などの返済を行っており、2年から3年でフリー・キャッシュ・フローの調整が行われている。

また、キャッシュの期末残高は、平成22年度に前年度に比べ減少したものの他の年度では常に前年度の期末残高よりも増加しており、平成18年度に比べて平成23年度は2.2倍に増加している。

#### 2. アークスのキャッシュ・フロー

アークスのキャッシュ・フロー計算書は、次の図表19である。

アークスは、図表5で示したように継続して当期純利益を計上していると同時に増加傾向を示しており、平成18年度に比べて平成23年度は1.35倍増加している。また、安定的に每期投資が行われており

図表18 ニトリのキャッシュ・フロー計算書 (単位：百万円)

	H 18	H 19	H 20	H 21	H 22	H 23
営業CF	13,363	18,692	19,114	25,189	42,767	34,653
投資CF	△ 21,034	△ 21,569	△ 21,096	△ 20,656	△ 27,444	△ 26,684
FCF	△ 7,671	△ 2,877	△ 1,982	4,533	15,323	7,969
財務CF	10,250	4,067	2,403	△ 2,602	△ 15,511	△ 3,577
当期増減額	2,519	1,283	420	1,936	△ 349	4,066
期首残高	3,421	6,373	7,657	8,381	10,318	9,968
期末残高	6,373	7,657	8,381	10,318	9,968	14,035



減価償却費の維持・増加がなされている。従って、アークスの営業活動によるキャッシュ・フローは常にプラスであり、平成18年度から平成20年度は増加傾向にあったが平成21年度から平成23年度では年度によって増減しているが安定的にキャッシュを生み出している。

投資活動によるキャッシュ・フローは、平成18年度を除いて、それ以降、営業活動によるキャッシュ・フローの範囲内で投資が行われている。営業活動によるキャッシュ・フローから投資活動によるキャッシュ・フローを差し引いたフリー・キャッシュ・フローは平成19年度から平成23年度までプラスであり、経営者が経営戦略を実行しうる財務的な基盤が形成されている。

財務活動によるキャッシュ・フローでは、フリー・キャッシュ・フローで確保したキャッシュは平成22年度を除いて株主への還元策と企業の財務体質を改善するための借入金の返済に充当していることを示している。また、キャッシュ・フロー計算書の期末残高も継続して増加し平成18年度に比べ平成23年度は1.49倍に増加している。

### 3. カラカミ観光のキャッシュ・フロー

カラカミ観光のキャッシュ・フロー計算書は、次の図表20である。

カラカミ観光は、図表6で示したように平成18年度から平成20年度まで少額の利益を計上していた

が減少傾向であった。しかし、平成21年度以降多額の当期純損失を計上した。そのため、営業活動によるキャッシュ・フローは、平成18年度から平成22年度まで減少を続け、平成22年度の額は、平成18年度の11%にすぎず急減した。投資活動によるキャッシュ・フローは、平成18・19年度の2年間積極的に投資が行われ合計マイナス75億1,000万円になっている。このためこの2年間の財務活動によるキャッシュ・フローはそれらの資金不足を補うために合計26億9,800万円のプラスとなった。

平成20年度から平成23年度は投資が抑えられ、または、投資が回収されたが営業活動によるキャッシュ・フローを生み出せなかったためにフリー・キャッシュ・フローの3年間の合計額は42億4,700万円にすぎない。また、財務活動によるキャッシュ・フローの合計額はマイナスの61億200万円となった。このためキャッシュの期末残高は、平成20年度以降急速に減少し続け平成20年度の期末残高に比べ平成23年度の期末残高は約45%に減少した。

ところで平成21年度から平成23年度のフリー・キャッシュ・フローは、10億円程度であり、借入金の借り換えを行っても10億円から20億円の支払いをしなければならないことを財務活動によるキャッシュ・フローは示している。しかし、平成23年度のキャッシュ・フロー期末残高は19億円であり、財務的には極めて危機的な状況にあることがわかる。しかも平成21年度に組んだシンジケート・ローンに

図表19 アークスのキャッシュ・フロー計算書 (単位：百万円)

	H 18	H 19	H 20	H 21	H 22	H 23
営業CF	5,780	7,935	8,707	6,713	7,921	7,252
投資CF	△ 7,936	△ 5,801	△ 3,226	△ 4,048	△ 5,644	△ 2,699
FCF	△ 2,156	2,134	5,481	2,665	2,277	4,553
財務CF	△ 8	△ 1,971	△ 4,462	△ 2,570	151	△ 5,612
当期増減額	△ 2,163	164	1,018	94	2,427	△ 1,059
期首残高	7,532	5,367	5,532	6,550	6,644	9,072
期末残高	5,369	5,532	6,550	6,644	9,072	8,013

図表20 カラカミ観光のキャッシュ・フロー計算書 (単位：百万円)

	H 18	H 19	H 20	H 21	H 22	H 23
営業CF	3,155	2,224	2,035	1,205	357	1,122
投資CF	△ 3,658	△ 3,852	17	△ 138	771	△ 118
FCF	△ 503	△ 1,628	2,052	1,067	1,128	1,004
財務CF	1,545	1,153	△ 1,578	△ 2,139	△ 2,385	△ 1,357
当期増減額	1,041	△ 457	474	△ 1,072	△ 1,257	△ 353
期首残高	3,476	4,517	4,042	4,516	3,445	2,263
期末残高	4,517	4,042	4,516	3,445	2,263	1,910

図表 21 ゲオディノスのキャッシュ・フロー計算書 (単位:百万円)

	H 18	H 19	H 20	H 21	H 22	H 23
営業 CF	1,082	1,175	615	543	1,008	1,159
投資 CF	△ 1,053	△ 542	△ 508	△ 226	△ 233	△ 268
FCF	29	633	107	317	775	891
財務 CF	△ 117	△ 567	△ 534	△ 802	△ 1,091	△ 342
当期増減額	△ 88	66	△ 427	△ 484	△ 317	549
期首残高	1,468	1,380	1,447	1,020	536	219
期末残高	1,380	1,447	1,020	536	219	768

は、財務制限条項<sup>(注6)</sup>が付されており平成 22 年度にその財務制限条項に抵触し、交渉によって継続したものの平成 23 年度の決算においても再度その財務制限条項に抵触することとなったのである。このような財務状況の困難性をこのキャッシュ・フロー計算書は示している。

#### 4. ゲオディノスのキャッシュ・フロー

ゲオディノスのキャッシュ・フロー計算書は、次の図表 21 である。

ゲオディノスは、図表 7 で示したように事業譲渡を受ける前の平成 18 年度から平成 21 年度までの間で平成 19 年度に少額の利益を計上したもののこの 4 年間の当期純損失の累計額は 40 億 8,300 万円である。そのため営業活動によるキャッシュ・フローは、プラスであるものの、平成 18 年度から平成 21 年度まで減少し続けており、平成 21 年度の営業活動によるキャッシュ・フローは平成 18 年度の 50%まで減少している。また、投資活動によるキャッシュ・フローは投資額の多寡はあるものの、営業活動によるキャッシュ・フローの範囲内で投資は続けられておりマイナスになっている。フリー・キャッシュ・フローは、常にプラスであるが、財務活動によるキャッシュ・フローは、過去の借入金の返済のために常にマイナスであり、その額が増加している。その結果、キャッシュの期末残高は平成 18 年度から平成 22 年度まで減少し続け平成 18 年度のキャッシュ期末残高の約 16%に減少している。平成 21 年度のキャッシュ期末残高は、5 億 3,600 万円であり、それ以前における数年の財務活動によるキャッシュ・フローは 5 億円から 8 億円のマイナスであり、フリー・キャッシュ・フローが 3 億円前後であるとすれば支払い不能に陥る可能性があることをこのキャッシュ・フロー計算書は示している。

その後、事業譲渡を受けて、平成 22・23 年度の営業活動によるキャッシュ・フローは、平成 18・19 年度の水準に戻っており、投資活動によるキャッ

シュ・フローのマイナスが平成 21 年度の水準で低いことからフリー・キャッシュ・フローは 7～9 億円確保し、平成 23 年度の財務活動によるキャッシュ・フローが 3 億円程度に減少したことからキャッシュの期末残高が増加しつつある。

#### 5. 小括

キャッシュ・フロー計算書における 3 つ活動区別のキャッシュ・フローの差額は、キャッシュ・インフローであるプラス (+) になる場合とキャッシュ・アウトフローであるマイナス (-) になる場合がある。そのため各々のキャッシュ・フローの+と-を組み合わせることで企業のキャッシュ・フローの状況を説明しようと試みられている。その組み合わせを示すと次のようになる。

図表 22 活動区別のパターン

	①	②	③	④	⑤	⑥	⑦	⑧
営業 CF	+	+	+	+	-	-	-	-
投資 CF	+	-	+	-	+	-	+	-
財務 CF	+	-	-	+	+	+	-	-

横軸は活動毎のキャッシュの状況を、縦軸は企業毎のキャッシュに関する活動区別のパターンを表示している。4 社のキャッシュ・フロー計算書のパターンを業績の良好な企業と業績が低迷している企業に区別して示すと以下の図表 23・24 になる。

ところで、これらの業績が良好な企業と業績が低迷している企業のキャッシュ・フローのパターンが全く同じである。すなわち、アークス、ゲオディノス、ニトリ(H 21～H 23)とカラカミ観光(H 20～H 23)が同一の②のパターンに、ニトリ(H 18～H 20)とカラカミ観光(H 18～H 19)が④のパターンに該当する。

②のパターンは、営業活動によってキャッシュを創出し、その範囲内で投資活動が行われる。また、その差額であるフリー・キャッシュ・フローを財源

図表 23 業績の良好な企業のパターン

	アークス	ニトリ (H 18～H 20)	ニトリ (H 21～H 23)
営業 CF	+	+	+
投資 CF	-	-	-
財務 CF	-	+	-

図表 24 業績の低迷している企業のパターン

	ゲオダイノス	カラカミ観光(H 18～H 19)	カラカミ観光(H 20～H 23)
営業 CF	+	+	+
投資 CF	-	-	-
財務 CF	-	+	-

に配当金の支払い・自己株式の取得などの株主への還元や借入金などの負債の支払いが行われると推察されるので成長期ないし成熟期の優良企業と判断されることが多い。

アークスとニトリ (H 21～H 23) は、まさにこの②のパターンの説明に合致する。しかし、ゲオダイノスとカラカミ観光 (H 20～H 23) は、②のパターンであるが企業の実態は全く異なっている。営業活動によるキャッシュ・フローは常にプラスであり、投資活動によるキャッシュ・フローは常にマイナスであり、しかもフリー・キャッシュ・フローはプラスである。ただし、注意すべき第一の点はフリー・キャッシュ・フローの額がいずれも少額なことである。運転資金を除く借入金などは契約によって返済額が決まっている。したがって、フリー・キャッシュ・フローが余裕資金として借入金の返済に充当するためには借入金の返済額が少ない財務的に安定している企業といえる。しかし、借入金等が多額で各年度の返済額が多額の場合には、借入金の借り換えかキャッシュ・フロー残高の取り崩しを行うことが必要となる。特に、借入金の借り換えが困難の場合には手元にあるキャッシュによって返済するため、継続してキャッシュの期末残高が減少していく。これが注意すべき第二の点である。

また、④のパターンは、営業活動によってキャッシュを生み出すが企業の成長期にはその範囲を超えて投資がなされる。このため不足額を借入金の借入れ、社債・株式の発行によってキャッシュを調達するために財務活動によるキャッシュ・フローがプラスになり、成長期の有望な企業と判断されることが多い。ニトリ (H 18～H 20) とカラカミ観光 (H 18～H 19) は、この④のパターンの説明に合致する。この場合、投資の成果が次年度以降に生じることからその年度のフリー・キャッシュ・フローの額やキャッシュの期末残高では評価できず、したがって、

財務上の金額で評価することは難しい。そのため、財務上の金額よりは具体的な投資の内容を吟味し、将来においてキャッシュを生み出す事業であるかを検討する必要がある。

このようにキャッシュのパターンで企業の概略を知ることができるが、②のパターンのキャッシュ・フローを観察する時には、第一に、フリー・キャッシュ・フローの多寡、第二に、キャッシュの期末残高の増減傾向によって判断する必要がある。また、④のパターンでは次年度以降の投資の成果によって大きく変わることから事業の内容を吟味する必要がある。

#### IV 財務安定性の分析

##### —— 貸借対照表の検討 ——

貸借対照表の分析によって利益の増減が企業の財務安定性に影響するかを検討する。

##### 1. 株主資本の検討

企業の財務安定性を強化するためには自己資本(純資産)の充実が不可欠である。

自己資本の充実の方法には、次の二つがある。

①株主による新たな出資である増資による資本金及び資本剰余金の増加である。

②企業活動の結果、生み出された利益を企業内に留保することによって生み出された利益剰余金の増加である。

計画的な事業規模の拡大や他企業の買収・合併など一時に多額の資金を必要とする時に①の増資が行われる事例が多い。

まず、企業業績の良い2社がどのように自己資本の充実を行ってきたかを検討する。

両社の株主資本の内訳を平成18年度と平成23年度の比較で示すと図表25のようになる。

ニトリは、平成18年度から平成20年度末までに

図表 25 業績が良好な企業の株主資本 (単位：百万円)

	ニトリ			アークス		
	H 18	H 23	差額	H 18	H 23	差額
資本金	12,694	13,370	676	10,000	10,000	0
資本剰余金	12,830	13,506	676	9,936	9,936	0
利益剰余金	45,359	138,677	93,318	30,272	47,738	17,466
自己株式	△ 45	△ 16,662	△ 16,617	△ 216	△ 571	△ 355
株主資本合計	70,838	148,891	78,053	49,992	67,103	17,111

図表 26 業績が停滞している企業の株主資本 (単位：百万円)

	カラカミ観光			ゲオディノス		
	H 18	H 23	差額	H 18	H 23	差額
資本金	2,455	2,455	0	949	949	0
資本剰余金	2,183	2,183	0	1,129	1,129	0
利益剰余金	7,634	△ 3,615	△ 11,249	2,919	358	△ 2,561
自己株式	9	△ 82	△ 91	0	△ 21	△ 21
株主資本合計	12,281	941	△ 11,340	4,997	2,415	△ 2,582

資本取引である増資を行い資本金と資本剰余金の合計で13億5,200万円増加しているが株主資本の増加の源泉は圧倒的に利益剰余金の増加すなわち6年間の利益の留保額である933億1,800万円によって形成されていることがわかる。また、アークスは、この6年間に増資を行っておらず、株主資本のうち、資本金と資本剰余金の増加額はゼロであり、全て6年間の利益の留保額である174億6,600万円によって形成された利益剰余金によるものである。すなわち、当期純利益を計上し、それを留保することによって、純資産の部を増加させていることがわかる。

それに対して、業績が低迷しているカラカミ観光とゲオディノスの株主資本は図表26のようになっている。

両社は、いずれも資本取引である増資を行っていないので資本金と資本剰余金の平成18年度と平成23年度は同一で増減はない。しかし、両社共に多額の当期純損失を計上していたことから利益剰余金は、平成18年度に比較して平成23年度がカラカミ観光では112億4,900万円、ゲオディノスでは25億6,100万円減少し、それが株主資本の大幅な減少の原因となり、純資産の部の減少をもたらしている。

このように利益の増減が株主資本の増減ひいては純資産の部の増減に大きな影響を及ぼしていることがわかる。

絶対額では、利益の発生によって株主資本、ひいては純資産の部の増加による返済義務のない資本の増加に基づいて財務安定性を高めることができる。

## 2. 自己資本比率の検討

そこで財務安定性の分析指標である自己資本比率に対する利益の増加の影響をみる。4社の自己資本比率の推移を示したものが図表27である。

業績が良好な企業では、利益の増加によって自己資本利益率の上昇がみられるものの企業は取引の拡大によって必要となる資金を借り入れることができるため負債も増加する。この様な場合、自動的に自己資本比率が著しく改善することはない。従って、これらの企業でこの比率を改善したい場合には計画的に目標自己資本比率を設定することが必要である。

それに対して、業績が低迷している企業では、多額の負債を抱えていることが多く、負債を返済していても減少の比率が低いため、多額の当期純損失を発生させると自己資本比率が急速に低下する。カラカミ観光では平成19年度に39.87%であったものが平成24年度には23.82%に低下し16.05%減少し、ゲオディノスでは平成19年度に24.88%であったものが平成23年度には10.2%に低下し14.68%減少していることがわかる。

この図表27で明らかなように業績の良好な2社は、常に50%の水準の比率を維持しており、業績の低迷している企業はこの比率を下げた財務安定性が悪化している。

## 3. 流動比率の検討

財務安定性の分析比率の代表が流動比率である。

この比率は短期的に現金化する資産と短期的に支払期日の到来する負債との比率である。4社の流動比率の推移を示したものが図表28である。

業績の良好な企業は、正常に営業活動が行われていれば毎期ほぼ同程度の取引がなされ、この比率も同程度で推移する。ただ、利益の増加によって営業活動によるキャッシュの増加が加味されるため流動比率の上昇が期待される。しかし、そのキャッシュによって投資が行われると利益の増加が常にこの比率上昇につながらないことになる。このため、ニトリとアークスの流動比率はニトリが80%の水準、アークスが60%の水準で変動し、業種の違いによる高低があるもののほぼ安定し流動比率は自動的に上昇しない。

それに対して、業績が低迷している企業では、正常営業循環過程では取引量に応じて流動資産と流動負債が変動するが、支払い能力が低下した場合には支払手形や買掛金が滞留する可能性が高くなり、同時に長期負債が多額の場合、1年以内に返済期限が到来する借入金・社債などの正常営業循環外の流動負債が増加する可能性が高くなる。そのため、流動比率が低下する可能性は高いといえる。業績が低迷しているカラカミ観光とゲオディノスがそれに該当する。ゲオディノスは、平成19年度は37.3%であったが平成23年度は33.45%であり、業績の低迷によって流動比率が30%の水準で低下傾向が続いて

図表27 4社の自己資本比率 (単位：%)

	H 19	H 20	H 21	H 22	H 23
ニトリ	53.10	54.61	56.70	59.90	60.31
アークス	55.30	56.92	58.92	55.80	54.58
カラカミ観光	39.87	38.32	31.07	24.87	23.82
ゲオディノス	24.88	24.95	21.82	16.88	10.20

図表28 4社の流動比率 (単位：%)

	H 19	H 20	H 21	H 22	H 23
ニトリ	83.31	81.90	83.49	86.42	75.45
アークス	57.09	58.54	61.62	64.07	61.45
カラカミ観光	82.09	74.84	47.90	25.34	29.12
ゲオディノス	37.30	36.58	36.74	35.45	33.45

図表29 固定比率 (単位：%)

	H 19	H 20	H 21	H 22	H 23
ニトリ	142.84	140.11	135.12	128.14	126.11
アークス	150.87	145.19	137.40	142.76	146.11
カラカミ観光	353.16	354.55	405.07	531.06	891.71
ゲオディノス	216.30	227.34	289.72	374.92	385.32

いる。

それに対して、また、カラカミ観光は平成19年度に82.09%であったものが平成22年度には25.34%まで急減し財務安定性に警鐘を鳴らしている。

#### 4. 固定比率の検討

固定比率は、財務安定性の主要な比率として固定資産が返済義務のない純資産で調達されている割合によって検討しようとする比率であり、100%以下が理想である。4社の固定比率の推移を示したものが図表29である。固定資産を一定と仮定すると利益が増加し純資産が増加すれば固定比率は低下し、財務安定性が良好になる。しかし、利益の増加以上に固定資産が増加した場合は、利益が増加しても固定比率は上昇し、財務安定性は良好にはならない。業績の良好なニトリは、固定比率は継続して低下し、財務安定性は良好になっていっている。アークスは、平成21年度まで固定比率を低下させてきたが、平成22年度の企業買収によって固定比率が上昇しているものの健全であるといえる。

それに対して、業績の低迷している2社は固定資産を純資産の2倍から3倍を所有しており、特に、カラカミ観光の平成23年度は8.9倍(891.71%)と異常に高い比率であり、当期純損失による純資産の極端な減少がその原因になっている。

#### 5. 小括

損益の発生が貸借対照表に与える影響は、純資産の部における株主資本の増減に対してである。一般に、資本取引である増資は頻繁に行われなないことから損益が純資産に大きな影響を及ぼしていることは、検討した4社からも明らかである。利益を計上している業績が良好な企業は、純資産が増加し財務安定性が増加した。それに対して、損失を計上し業績が低迷している企業は、純資産が減少し、倒産の危機に陥っていることがわかる。また、損益は、不特定資産や不特定負債の増減を通じて自己資本比率、流動比率、固定比率などの分析指標に影響を与えるが、業績が良好な企業の実績には、新規の借入金などの他の影響を大きく受けることが多く利益増加の影響は分析指標の数値に極端なカタチで顕在化しないことが多い。それに対して、業績が低迷している企業では、経営規模拡大のための経営戦略の選択の余地が少ないために分析指標に与える影響が大きく、企業の危機的な状況が顕在化することがわかる。

## V 業績低迷企業の会社再編 (M & A) — 生き残りへの模索 —

近年、キャッシュ・フローが注目されている。キャッシュ・フローの重要性は、企業経営にとって極めて重要であることには異議はない。しかし、本稿における財務諸表を通じた企業の経営実態の検討から損益（利益・損失）の重要性を再確認することができた。そして利益を生み出すことができなかつた企業は、企業倒産やM&Aによる会社再編の対象になり、企業の再構築が求められることになる。ここでは結びにかえて業績が低迷している企業であるカラカミ観光とゲオディノスがいかに会社再編に取り組み、利益を生み出す経営戦略やそれを支える財務体質を構築しようとしているかを検討する。

### 1. カラカミ観光とMBO

カラカミ観光は、ニュー阿寒ホテル、洞爺パークホテル、洞爺サンパレス、定山溪ビューホテルを運営し、北海道におけるホテルチェーンとして知られている。平成7年に日本証券業協会に株式を店頭登録したが、それ以降積極的な拡大戦略をとってきた。以下の表のように次々とM&Aの手法によって新たなホテルを入手し、経営を拡大してきた<sup>67)</sup>。

しかしながら長引く経済不況、累積された過大な債務、東日本大震災とそれに伴う原発事故などの影響によって企業の財務内容が著しく悪化したことを財務諸表の分析で明らかにしてきた。最終的には平成23年3月期末にシンジケート・ローン127億3,275万円が財務制限条項に抵触することによって借入金の借り換えが困難となったことと期末キャッシュ・フロー残高の減少が経営者に会社再編の決意を促したといえる。具体的には、現経営陣によるMBOの方法が用いられている。

MBOは、買収対象会社の経営陣が金融投資家と

図表 30 カラカミ観光の新規ホテルの開始時期

年	経営開始のホテル
平成8年	阿寒ビューホテル
平成10年	ホテルエメラルド
平成11年	ホテル川久、晴海グランドホテル、川崎グランドホテル
平成12年	ホテル瑞鳳
平成14年	秋保グランドホテル
平成16年	白浜シーサイドホテル
平成17年	コガノイバイホテル・ホテル古賀の井
平成19年	ホテルコスモスクエア国際交流センター

共同するなどして事業の継続を前提として買収対象会社の株式を取得する取引である。MBOの目的では、上場会社による非公開会社化を意図した非公開会社型MBOや「選択と集中」の事業戦略による非中核部門の分離・独立を意図した分割事業型MBOがある。カラカミ観光の場合は前者であり北海道銀行が融資する最大8億8,000万円を元に現経営陣がTOBによって全ての株式を買い取り完全子会社化される<sup>68)</sup>。このような非公開会社型MBOが行われる理由には次のようなものがある。

- 証券市場では、短期的に良好な業績とそれに伴う株価の上昇などの経営者への圧力がかかるが、それを回避して業績が悪化した企業が迅速に、ないしは長期的な視点で事業の再構築を行い、経営目的を達成しようとする。
- 証券市場で上場を維持するためのコスト負担が当該企業にとって重い。具体的には、近年における会計基準の厳格化、国際財務報告基準(IFRS)の導入、J-SOXの導入等によるコストの増大がある。
- 近年の株価の低迷によって新株発行による企業の新たな資金調達に困難となる。また、同時に、少ない資金で企業を買収されるリスクが高まる。「MBOの実施及び応募の推奨に関するお知らせ」<sup>69)</sup>において公開買付けの背景等としてその理由を説明しており、上記の非公開会社型MBOで挙げられている各理由を次のように述べている。
  - に該当する理由については、「長期的な視点にたった抜本的な経営改革の実行が不可欠である…。…経営改革の実行は、短期的には、コストの増加等により業績がさらに悪化するとともに、財務体質もさらに悪化する可能性があります。したがって、短期的利益を実現することが期待される上場会社のままではかかる抜本的な経営改革を実行することが難しく、結果として、資本市場から十分な評価が得られず、当社の株主の皆様にもマイナスの影響を及ぼす可能性があると考えております。」と述べている。
  - に該当する理由については、「近年、資本市場に対する規制が急速に強化されていることに伴い、上場を維持するために必要な様々なコスト（会計基準の厳格化、J-SOX（金融商品取引法上の内部統制）の導入、IFRS（国際財務報告基準）準拠による開示項目の変更、有価証券報告書等の継続開示に係る費用等）の増加が見込まれるため、上場を維持することが当社にとって必要以上の経営負担となる可能性がある…」と述べている。
  - に該当する理由については、「当社グループの上

記のような現状に鑑みれば、上場の最大のメリットであるエクイティ・ファイナンス活用による大規模な資金調達、その実行が困難な状況となっている…」と述べている。このようにカラカミ観光のMBOは、会社再建を目的とした非公開会社型MBOである。従って、今後株式市場による圧力を回避し、経営陣の長期的な経営戦略と迅速な意思決定による財務体質の改善がなされるかがこの会社の将来を決定することになる。

## 2. ゲオディノスと事業譲渡

ゲオディノス（当時は株式会社スガイ・エンタテイメント）は、平成17年9月に株式会社ゲオ（以下ゲオという。）の連結子会社になった。従って、ゲオディノスは、親会社であるゲオの経営戦略に大きな影響を受けることになる。

ゲオは、平成元年にビデオ機器、レコード、CD、書籍のレンタル及び販売を目的に株式会社テープ堂として設立、その後、株式会社ゲオステーションに、そして平成7年11月に株式会社ゲオと商号を変更した。この企業は当初から積極的にM&Aを繰り返すことによって企業集団を拡大してきている。そのような一環としてゲオディノスも公開買付けによって過半数の株式が取得されている。そのためゲオグループには多数の重複する子会社を抱えており、グループ全体としても適切に企業管理がなされているとはいえない状況であった。その中でアミューズメント事業の中核企業であるゲオディノスの業績は、図表7で検討したように平成21年度まで悪化し、赤字企業となっている。

そのために、ゲオはアミューズメント事業をグループの柱の一つに育てるために事業を再編成し、ゲオディノスに平成21年10月に株式会社ゲオフロンティアからアミューズメント事業とカフェ事業を、株式会社ゲオフィットネスからフィットネス事業を事業譲渡した。これによってゲオディノスは、平成22年度は赤字幅が縮小し、平成23年度から黒字に転換しゲオグループのアミューズメント事業の柱として成長することが期待されている。ただ、この事業譲渡にあたって、ゲオディノスは、譲渡代金を支払うことができず、多額の未払金を抱えることになった。このため、ゲオディノスの生み出したキャッシュは未払金の支払い及び親会社への配当金（現在は無配）の支払いにほとんどが充当されることになる。また、ゲオディノスの業績が悪化し、企業再建が再度必要になる事態に陥った場合には、親会社であるゲオの意思決定にもよるが未払金を資本に

図表31 ゲオのセグメント情報

(単位：百万円)

事業活動		平成21年度	平成22年度	平成23年度
メディア事業	売上高	213,687	205,184	—
	営業損益	11,389	14,888	—
不動産事業	売上高	10,705	6,389	3,930
	営業損益	851	496	498
アミューズメント事業	売上高	6,435	5,950	11,696
	営業損益	△273	△83	224
リユース事業	売上高	14,183	19,195	—
	営業損益	471	4	—
その他事業	売上高	7,291	5,898	2,732
	営業損益	△549	△33	14
小売サービス事業	売上高	—	—	234,722
	営業損益	—	—	15,417
合計	売上高	252,301	242,616	253,080
	営業損益	11,889	15,272	16,153

振り返るDES（債務の株式化）などが必要になることも考えられる。

ゲオグループは、メディア事業、リユース事業にその他事業を結合し小売・サービス事業として、アミューズメント事業とその他事業を結合しアミューズメント事業として強化し、不動産事業と共にグループを再編成している<sup>#10</sup>。そのため、平成22年度では子会社22社、関連会社3社であったが平成22年10月に連結子会社11社をゲオに吸収合併し、会社統合を進めることによって平成23年度には子会社13社、関連会社2社で企業集団を再構成している。

### 注

- 注1) 東京商工リサーチ：全国企業倒産状況より  
<http://www.tsr-net.co.jp/news/> 2011/12/02  
 注2) 中小企業に対する金融対策は次の諸制度がある。

#### ①平成20年10月 中小企業に対する緊急保証制度

業況の悪化した中小企業の資金繰りを円滑にするために中小企業が金融機関から融資を受ける際に信用保証協会が100%の債務保証を行う。

なお、認定をうける中小企業の条件は以下の通りである。

- a. 指定業種に属する事業を行い、最近3ヶ月間の平均売上高等が前年同期比3%以上減少。

b. 指定業種に属する事業を行い、製品等原価のうち20%以上を占める原油等の仕入れ価格が20%以上上昇しているにもかかわらず、製品等価格に転嫁できていない。

c. 指定業種に属する事業を行い、最近3ヶ月間（算出困難な場合は直近決算期）の平均売上総利益率又は平均営業利益率が前年同期比3%以上低下。

中小企業庁：「金融サポート」資金繰りを応援します!!

<http://www.chusho.meti.go.jp/kinyu/shikin-guri/index.htm> 2012/01/15

②中小企業信用保険法第2条によるセーフティネット保証制度

この制度は、取引先等の再生手続等の申請や事業活動の制限、災害、取引金融機関の破綻等により経営の安定に支障を生じている中小企業者に保証額を別枠化する制度。

例えば、平成21年1月の日本政策金融公庫による経営環境変化資金、金融環境変化資金、取引企業倒産対応資金などのセーフティネット貸付がある。

中小企業庁：セーフティネット保証制度：中小企業信用保険法第2条第4項

[http://www.chusho.meti.go.jp/kinyu/sefu\\_net\\_gaiyou.htm](http://www.chusho.meti.go.jp/kinyu/sefu_net_gaiyou.htm) 2012/01/15

日本政策金融公庫：国民生活事業

<http://www.jfc.go.jp/kyuushi/already/tyuusyo/spsearch/safty/index..htm> 2012/01/15

③平成21年12月 中小企業金融円滑化法の施行

長期不況や年末の資金繰りのため中小企業者や住宅資金借入者に対する金融円滑化を図ることを目的として時限立法として制定されたが、その後延長され平成23年12月に中小企業者等の事業再生等に向けた支援への移行を円滑に進めるためもう1年延長している。この法律の目的は、次の二点である。

①中小企業者や住宅資金借入者からの借入条件変更の要請に金融機関が応じる努力義務を課し、定期にその実施状況を公表すること。

②金融機関は、企業の経営相談や事業再生に積極的に応じることを求める。

平成21年12月末から平成23年9月末までの金融機関658社における金融円滑化法の中小

企業者向けの施行状況は、累計で246万件、実行が225万件、謝絶6万件、審査中6万件、取下げ7万件で、実行と謝絶の合計件数のうち実行の割合は97.3%である。

金融庁：中小企業等に対する金融円滑化対策について

<http://www.fas.go.jp/policy/chusho/enkatsu.html> 2012/01/15

注3) 今回取り上げた企業は全て上場企業であり、株式会社ニトリ、株式会社アークス、カラカミ観光株式会社及び株式会社ゲオディノスの財務諸表は、金融庁のEDINETによる有価証券報告書から入手したものである。

<http://info.edinet-fas.go.jp/> 2011/08/25

注4) 株式会社ゲオディノスの簡略な社歴は以下の通りである。

平成8年4月 須貝興行株式会社を株式会社スガイ・エンタテイメントに商号を変更。

平成12年5月 レンタル・リサイクル事業を営む株式会社ゲオと業務提携。

平成17年9月 株式会社ゲオによるTOBにより株式会社スガイ・エンタテイメントは株式会社ゲオの子会社になる。

平成21年7月 商号を株式会社スガイ・エンタテイメントから株式会社ゲオディノスに変更する。

平成21年10月 親会社株式会社ゲオホールディングスの連結子会社になる。ゲオグループ企業からゲーム事業、カフェ事業、フィットネス事業の譲渡を受ける。

株式会社ゲオディノスのホームページの会社概要・沿革より

<http://www.geodinos.com/profile/index.html> 2011/12/27

従って、株式会社ゲオディノスの財務諸表は平成20年度までの財務諸表は株式会社スガイ・エンタテイメントの財務諸表を用いる。

注5) 各業種の全国的な平均値は、日経経営指標を用いている。

日本経済新聞出版社編『日経経営指標2011〈全国上場会社版〉』日本経済新聞出版社、2011年10月



注6) カラカミ観光の長期借入金に含まれるシンジケート・ローン4件, 127億3,200万円には5つの財務制限条項が付されている。

- ①平成22年3月期末日及びそれ以降の各事業年度末日における連結貸借対照表に記載される純資産の部の合計金額を(i)直前の事業年度末日における連結貸借対照表に記載される純資産の部の合計金額の75%に相当する金額又は(ii)平成21年3月期末日における連結貸借対照表に記載される純資産の部の合計金額のうち、いずれか高い金額以上に維持すること。(1件 93億9,800万円)
- ②各年度の決算期及び中間期の末日における連結貸借対照表における純資産の部の金額を直前の決算期比75%以上に維持すること。(2件 30億3,400万円)
- ③各事業年度末日における連結損益計算書に記載される営業損益を2期連続で損失としないこと。(2件 97億9,800万円)
- ④各事業年度末日における連結損益計算書に記載される経常損益を2期連続で損失としないこと。(2件 97億9,800万円)
- ⑤各事業年度末日における連結貸借対照表及び連結損益計算書から計算される借入金キャッシュ・フロー倍率を連結キャッシュ・フローの20倍以内に維持すること。(1件 93億9,800万円)

有価証券報告書(カラカミ観光) 平成22年3月期 p.42

カラカミ観光は、平成22年度末日に財務制限条項に抵触していたが、平成23年度末日に上記財務制限条項のうち、①、②、④に抵触している。財務制限条項に抵触した場合、以下のような方法が取られる。a. 期限の利益喪失として一括返済する。b. 金融機関と再交渉によって財務制限条項の適用の猶予ないし再契約の締結についての交渉をする。c. 債権譲渡担保の提供ないし抵当権・質権を設定する。平成22年度末日は、a.の方法が取られたが、2年連続のため厳しい状況に追い込まれていることがわかる。

注7) カラカミ観光の新規ホテルの開始時期の図表30は、カラカミ観光の沿革から新規ホテルの営業開始を抜き出し一覧表にしたものである。

有価証券報告書(カラカミ観光株式会社) 平成23年3月期 p.3

注8) 「上場維持での再建断念 カラカミ観光が

MBO実施 資産売却急ぐ」日本経済新聞 2011(平成23)年11月8日 朝刊

注9) JASDAQ 上場会社に係る適時開示情報「MBO実施及び応募推奨に関するお知らせ」平成23年11月7日

注10) 有価証券報告書(株式会社ゲオ) 平成22年3月期 p.9

(さかした のりひこ 会計学)