

## 第 79 回 企業活性化研究分科会・議事録

< 第七九回 2015 年 6 月 6 日 (土) 時間 : 13 : 30 ~ 17 : 00 於 : 専修大学 (神田校舎) >

参加者 : 井端、大野、木村、小林、高市、夏目、浜田、宮川、山本、渡邊 (10 名)

### 1. テーマ : 企業価値評価モデルの類型に関する一考察 - 裁判の争点による類型を中心に -

・ 講演者 : 夏目拓哉 ・ 配付資料 : 18 枚

・ 講演内容の要旨

本報告は、前回報告に引き続き、危機管理システム研究学会第 15 回年次大会報告のための事前報告である。過去の企業価値を争点とする裁判では、種々の評価モデルが採用されている。しかし、裁判で採用される企業価値評価モデルは、裁判の争点によって評価方法が異なること、その評価モデルの採用基準が不明確であることに問題がある。そこで、本報告では判例をもとに、裁判の争点や前提条件の整理を行い、裁判で採用される評価モデルがどのような観点から選択されるのかを検討し、評価モデルの類型化を試みた。報告内容に対して、用語の定義の明確化、裁判の争点や前提条件の図式化、また企業価値評価に及ぼす影響の具体性等の指摘を受け、大会までに改善を行うこととした。

### 2. テーマ : 新しい信用管理業務のあり方

・ 講演者 : 高市幸男 ・ 資料 : 13 枚

・ 講演内容の要旨

本報告は、危機管理システム研究学会第 15 回年次大会報告に向けての事前報告である。本報告内容は与信管理業務における、企業の発展・成長への貢献、リスクの評価及び対応、全社的リスクマネジメントへの対応、与信管理部門の縮小・閉鎖、ノウハウの伝承および業務処理能力の低下といった問題点をあげ、当該問題点に対する改善点を示し、新しい管理業務の提案である。与信管理業務は、主に債権管理、信用調査および与信限度があり、その業務は経験と勘に基づいた対応がおこなわれる。そこで報告者は 4 つの視点からの新しい与信管理業務を提案し、経験と勘に基づく対応からリスクマネジメントによる合理的な対応を行うことが必要であると提示した。

### 3. テーマ : 今後の予定について

・ 2015 年 7 月 4 (土) 分析企業 - 江守グループホールディングス株式会社 - 井端先生

・ 2015 年 8 月 1 (土) 分析企業 - 株式会社アイレックス - 宮川先生

・ 2015 年 9 月 分析企業 - 株式会社太陽商会 - 夏目先生

・ 2015 年 10 月 分析企業 - 株式会社エナリス - 浜田

・ 2015 年 11 月 分析企業 - 京王ズホールディングス株式会社 - 高市先生

・ 2015 年 12 月 分析企業 - オカモト株式会社 - 大野先生

(文責 : 浜田勇毅)

平成 27 年 7 月 4 日

## 1. 江守グループホールディングス株式会社のケース

井端和男

### (1) 江守の概要

江守グループホールディングス株式会社（以下、江守という）では、倒産直前の平成 27 年 3 月期の第 2 四半期においても、6 か月間で 1,320 億円の売上高、14.9 億円の経常利益と 9.8 億円の当期純利益を計上して、一株当たり 20 円の配当を実施していた。また、平成 27 年 3 月期の通期売上高を 2,330 億円、経常利益を 22.5 億円、当期純利益を 14 億円と予想し、38 円の配当を予定していた。

平成 27 年 2 月 6 日、江守は第 3 四半期において貸倒引当金を 6.5 億円積み増しすることを発表した。中国の連結子会社の売掛債権を担保するため取引信用保険を付保しているが、中国子会社が保険の義務を怠ったとして、一部保険金の支払いが受けられなくなったための措置である。同時に、中国経済の急激な減速を受けて中国連結子会社における売掛金の回収可能性に疑義が生じており、追加的な監査手続きなどで決算作業に遅れが生じていることから、法定期限内に第 3 四半期報告書の提出できない見込みであることを発表した。

中国子会社の顧客企業で違法な取引が存在した疑惑のあること、大口顧客との取引が近年増加している一方で、滞留売掛債権が増加している事実から、一般的にも不適切な取引が疑われることなどから、2 月 10 日、疑惑解明のため外部専門家による客観的調査を開始した。

平成 27 年 3 月 16 日、中国子会社の売上高に、循環取引や、手数料収入だけを計上するべき取引について仕入と売上を計上するなどの不適切会計処理があったことなどから、平成 22 年 3 月期から 27 年 3 月期第 2 四半期までの有価証券報告書と四半期報告書の訂正報告書を発表した。不適切な売上計上額（総額約 201 億円）を取り消し、計上した利益を受取利息に振り替えただけで、経常利益以下の利益や資産・負債・純資産には影響のない訂正であった。

江守は、同日付で遅れていた平成 27 年 3 月期第 3 四半期の報告書を開示したが、462 億円の貸倒引当金繰入額を特別損失に計上して 440 億円の純損失になり、純資産は 234 億円の債務超過に陥った。中国における金融引き締めの影響や、取引の縮小に伴う取引先の資金繰り悪化などから、取引先が破綻懸念先に該当すると判断し、100%の引当率を適用した結果、貸倒引当金繰入額が膨大な金額になったとのことである。

江守では、平成 27 年 4 月 30 日に東京地裁に民事再生手続き開始の申立てを行い、翌 5 月 1 日には開始決定がなされた。

平成 27 年 5 月 15 日発表の 27 年 3 月期決算では、貸倒引当金に、第 3 四半期に計上した 462 億円の上に、88 億円の積み増しを行った結果、当期純損失は 536 億円になり、債務超過額は 343 億円に拡大した。中国での子会社への売上債権の大部分を投資その他の資産の破産更生債権等に振り替えた結果、破産更生債権残高は 644 億円になった。投資その他の資産等区分で、622 億円の貸倒引当

金を計上した。当連結会計年度に繰り入れた金額 550 億円との差の主な要因は、期中平均レートと期末レートの換算レートの差によるものである。

## (2) 財務諸表の分析による倒産予知の可能性

図表 1-1 は、江守の平成 18 年 3 月期から、26 年 9 月期までの粉飾訂正前の連結損益計算書の主要項目と、要約連結貸借対照表の推移表である。

損益項目では、リーマンショック後の世界的金融危機に見舞われた平成 21 年、22 年 3 月期を除いて、売上高が順調に伸びているし、営業利益以下当期純利益まで毎年度着実に増加している。

平成 23 年 3 月期以降不適切会計処理の訂正が行われた 27 年 3 月期第 2 四半期まで極めて高い売上高の上昇率が続いていたし、16 年 3 月期以降、26 年 3 月期まで毎年度着実に当期純利益を計上していた。

江守の売上増は主に中国での急激な拡販に負っている。平成 21 年 3 月期には 196 億円だった中国での売上高が、22 年 3 月期 256 億円、23 年 3 月期 392 億円、24 年 3 月期 610 億円、25 年 3 月期 866 億円、26 年 3 月期 1,536 億円と毎年爆発的な増収が続いている。その間に日本国内での売上高は平成 21 年 3 月期の 464 億円が 26 年 3 月期の 495 億円に 6.7% 増加しただけである。その結果、中国での売上高は、21 年 3 月期には全社売上高の 29.7% であったものが、26 年 3 月期には 70% に上昇して、中国依存の体質に変容している。

貸借対照表項目では、売上債権が平成 21 年 3 月期までは回転期間の低下が続いていて、21 年 3 月期には 2.61 か月になっているが、その後、中国での売上高の爆発的な増加が始まったのと軌を一にして売上債権回転期間が上昇傾向に転じ、26 年 3 月期以降は 3.7 か月台になっている。21 年 3 月期の回転期間が正常値なら、26 年 3 月期には 1 か月以上も上昇したことになり、不良売上債権の発生が疑われる。

## (3) 四半期データによる売上債権の分析

図表 1-2 (1) は、平成 20 年 6 月期から 26 年 9 月期までの四半期ごとの売上高と売上債権残高の推移表であり、図表 1-2 (2) は、(1) の売上高と売上債権残高の交点の散布図である。

図表 1-2 (2) には回帰式と決定係数  $R^2$  が計算されており、この回帰式にもとづいて計算した各四半期における売上債権推測値と残差を図表 2 (1) に記載してある。

図表 1-2 (2) の全期間の回帰式では切片がマイナスになっている。売上高の増加が続いているし、回転期間も最近期まで上昇傾向が続いていることから、回帰直線が右上に引き上げられて勾配が上昇した結果、切片がマイナスになったものと推察される。試みに、最新期の平成 26 年 6 月期と 26 年 9 月期を除いて回帰式を求めると  $Y = 1.0774x - 1152$  となって、切片のマイナスが大幅に減少する。

図表 1-2 (3) の散布図は、全期間を①第 1 期 22/6 期以前、②第 2 期 22/9

～24/6期、③第3期 24/9～25/6期、④第4期 25/9期以降の4期に分けて示した表であり、それぞれに回帰直線と回帰式及び決定係数 $R^2$ を記載してある。江守では成長が続いているので、図表1-2(3)では、各期の交点が左から右に①期から④期の順に並んでいる。

第1期及び第3期では、勾配が1以下だが、第2期には2.137、第4期には1.971と勾配が上昇している。

図表1-2(1)によると、回転期間も第2期には22/9期の2.52か月から24/6の3.49か月に0.93か月上昇し、第4期にも25/9期の3.00か月から26/12期の3.86か月に0.86か月上昇している。

第2期と第4期は売上高急膨張の期間である。売上高の爆発的な増加期に図表1-2(3)の回帰式の勾配も、売上債権の回転期間も急上昇していることから、押し売りや、金融取引的な売上により売上高を伸ばした疑いが持たれる。

図表1-2(1)には、右の2列に8四半期のデータによる回帰分析で推定した勾配と切片の推移を記載してある。図表1-2(4)は、勾配と切片の四半期ごとの推移を折れ線グラフにしたものである。

勾配も回転期間と軌を一にした上下変動を繰り返しており、切片は勾配とは反対の上下変動を繰り返している。

回転期間上昇が特に大きかった平成24年6月期には、勾配が過剰に反応して著しく上昇し、その結果切片は大きなマイナスになっている。26年9月期も勾配が大きく上昇し、切片がマイナスになっている。26年9月期における勾配の上昇は今後も続く勢いである。

切片は、そのまま解釈すると永久性不良債権の大きさを示すもので、原則としてゼロかプラスになる。マイナスになるのは、勾配が回転期間の上昇に過剰に反応した結果であるとして、過剰反応による異常値を除き長期的な趨勢を見ると、売上高の爆発的増加が始まった平成23年3月期辺りから勾配は上昇傾向が続いている。切片はゼロ以下にならないとすると、永久性不良債権は全期間を通じてゼロ近くで上下していることが推察される。

図表1-2(2)による売上高と売上債権の関係を示す回帰式の決定係数が高いのだが、隣接する残差間長期相関係数が0.551と極めて高いことから、回収遅延や滞留が多発していることが疑われる。短期の相関係数は、平成22年6月期のマイナスから同年12月期にはプラスになり、その後は上昇傾向が続いていることから、回収状態が悪化の方向にあることも推察される。但し、回帰分析による切片の推移は、回帰直線が示す通り長期的にはほぼ安定的であることから、回収遅延などにより回転期間が上昇傾向にあるが、一応は回転していて、永久性不良債権の発生はそれほど多くはないことが推察できる。

これは、中国の子会社では、取引先との話し合いで、相手先の資金事情に合わせて、支払期日の延長に応じているからと推察される。

異常な売上増の継続、売上債権回転期間の上昇、回収遅延の慢性化の疑いなどから、取引の安全性の問題のみならず、取引の実態にも疑問が感じられる。

#### (4) 売上原価の分析

図表 1-3 (1) は、平成 20 年 6 月期以降の売上高と売上原価の四半期ごとの推移であり、図表 1-3 (2) はその散布図で、回帰式を記載してある。

散布図では、売上高と売上原価の交点はきれいに回帰直線上に並んでいて、決定係数  $R^2$  は極めて 1 に極めて近い。売上高と売上原価の関係は出来すぎの感じがする。売上高の異常ともいえる増加率と共に当社の粉飾体質を疑う材料になる。

図表 1-3 (1) のスタート期である平成 20 年 6 月期以降では、中国での売上げが爆発的に増えて、国内販売と中国を中心とした海外での販売との比率が逆転していることなどから考えて、売上総利益率に多少の変化があつてしかるべきと思われる。景気の変動などでも売上総利益率が変化して、図表 1-3 (2) の回帰直線から外れる四半期があるのではないかとの疑問も持たれる。

切片がマイナスなのも異常である。売上高と売上原価の交点がすべての期間においてぴったり回帰直線上にあるので、外れ値や構造変化の影響も考え難い。

切片がマイナスになった原因としては、中国での金融目的の売上高については利益率を高く設定していたことなどが考えられる。固定費を粉飾で隠している可能性もある。

#### (5) 結論

江守では、平成 23 年 3 月期以降倒産に至るまで、非常に高い成長率が続いている。高い成長率は主に中国での拡販によるもので、本拠地の日本での売上高はそれほど伸びてはいない。中国での成長率は通常の市場では考えられない異常なものであり、この成長率からだけで江守の経営の危険性を察知すべきである。売上増に伴って、売上債権回転期間が上昇傾向にあるし、隣接する残差間の相関係数が異常に高いことなどを総合して、粉飾の典型的なパターンと見て、遅くとも平成 26 年 3 月期の決算書を見た時点で経営破綻を予測するべきであると考えられる。

江守では、取引信用保険を付保することにより売上債権についての与信管理を怠っていたことが推察される。売上高が爆発的に増加する一方で、滞留売掛債権が増加していた。得意先と事前に合意し支払延長を行った経緯があるものの、過去の入金状況からみて、支払延長は単なる契約内容の変更であり、回収不能となる遅延とは認識していなかった。

江守では、異常に高い成長率で増収を続けた結果、総資産が増え続けている。毎年着実に利益を計上しているものの、売上増に伴う総資産増に内部留保による資本の補充が追い付かず、自己資本比率は低下を続けている。運転資金不足は主に借入金により調達しているので、借入金依存度が著しく上昇して、財政状態は悪化を続けていることも、江守の経営の危険度を示す有力な材料になる。

当社については、一年間に 564 億円もの特別損失を出すことを予想するのは困難であったとしても、財政状態が脆弱化していて、自己資本比率が低い水準で推移していることを考えると、たとえ 100 億円程度の損失でも、自己資本比率が 10% を切って、危険状態に陥ることを予想して、警戒を強める必要のある企業である。

## 2. シャープ株式会社のケース

### (1) 平成 25 年 3 月期の危機

平成 25 年 3 月期に多額の事業構造改善費用を計上して、4,543 億円の当期純損失を計上したシャープ株式会社について、その後の業績について、統計的手法による分析を試みる。

図表 2-1 はシャープの平成 19 年 3 月期から 27 年 3 月期までの年度ごとの連結損益計算書の主な項目と、連結貸借対照表の要旨の推移を示した表である。今後、利用するシャープの財務データはすべて連結ベースのものとする。

シャープでは、平成 25 年 3 月期末には巨額の当期純損失の計上により、純資産は 1,348 億円にまで減少し、自己資本比率は 6.5%に低下したのだが、平成 26 年 3 月期には IGZO 液晶ディスプレイ、モバイル向け中小型液晶パネルや、太陽電池などの販売強化に努めた結果、売上高は前年度比 8.1%増の 2 兆 9,272 億円になった。

増収効果と事業構造改善の効果もあり、前年度の大幅赤字から 533 億円の経常利益と 115 億円の当期純利益を計上して、黒字転換を果たした。

### (2) 平成 27 年 3 月期の危機

第三者割当てにより 1,437 億円の増資を行った結果、平成 26 年 3 月期末の自己資本比率は 9.5%にまで上昇して、再建が軌道に乗ったかのように思われた。

平成 27 年 3 月期には、第 2 四半期までは、108 億円の経常利益と 47 億円の四半期純利益を計上していた。また、27 年 3 月期の通年の業績についても 500 億円の経常利益と 300 億円の当期純利益を予想していた。

平成 27 年 3 月期第 3 四半期には、経常損益は 181 億円の利益だったが、四半期純損益は 56 億円の赤字に転落し、これまで 300 億円と予想していた平成 27 年 3 月期通年の当期純利益を、為替変動や中小液晶価格の下落により、300 億円の赤字に修正した。

平成 27 年 5 月 14 日発表の決算発表によると、27 年 3 月期は営業損益の段階から 481 億円の赤字になり、減損損失や事業構造改革費用などで合計 1,456 億円の特別損失を計上した結果、当期純損益は 2,223 億円の赤字になった。

平成 27 年 3 月期末の純資産は 445 億円に減少し、自己資本比率は 2.29%と、債務超過ぎりぎりの線にまで低下した。

図表 2-2 (1) は、シャープの平成 20 年 6 月期から 27 年 3 月期までの四半期ごとの売上高と営業費用の推移表である。

### (3) 損益分岐点による損益構造の検討

図表 2-2 (2) から同 (4) までは、図表 2-2 (1) を平成 23 年 3 月期

までを第1期、23年6月期から25年3月期までを第2期、25年6月期以降を第3期の3期間に分割し、期間毎に売上高と営業費用の交点を散布図で示した表である。各表には回帰直線と回帰式を記載してある。

回帰式の勾配を営業費用の変動費率、切片を営業費用の固定費部分を示すと解釈し、各期の営業損益の損益分岐点売上高（四半期当たり）を計算すると、下記の通りとなる。

第1期(20/6～23/3)

損益分岐点売上高 = 固定費 2,440 億円 ÷ (1 - 変動費率 0.6518) = 7,007 億円

安全余裕率 = (平均売上高 7,187 ÷ 損益分岐点 7,007) × 100% = 102.5%

第2期(23/6～25/3)

損益分岐点売上高 = 固定費 2,987 億円 ÷ (1 - 変動費率 0.553) = 6,682 億円

安全余裕率 = (平均売上高 6,164 ÷ 損益分岐点 6,682) × 100% = 92.2%

第3期(25/6～26/12)

損益分岐点売上高 = 固定費 1,090 億円 ÷ (1 - 変動費率 0.816) = 5,924 億円

安全余裕率 = (平均売上高 7,073 ÷ 損益分岐点 5,924) × 100% = 119.4%

第3期は、26年12月期までとしている。平成27年3月期の第4四半期には、液晶市況の悪化の影響に加えて、ソーラーパネル原材料の長期契約価格と時価との差額を評価損として売上原価に織り込んだことなどで、この期の売上高と営業費用の関係が異常になっていて、営業損益の段階で赤字になっている。この四半期を加えることにより、図表2-2(5)で示した通り、第3期の固定費や変動費率が大きく歪むので、上の損益分岐点の計算(で)は、この四半期を除外した25年6月期から26年12月期までの期間を第3期したものである。

以上の調整を行っただけで、上の損益分岐点の計算には、回帰分析の推定値をそのまま変動費率、固定費としているので、信頼性に問題があるが、おおよその傾向等を知るのには役立つと考える。

シャープでは平成22年頃まで工場新設などの設備投資が盛んに行われた結果、第1期から第2期にかけて、固定費が大幅に増加したが、設備投資の効果によるのか変動費率は低下している。

変動費低下の効果で第2期には損益分岐点が低下したが、売上高がそれ以上に減少したため、営業利益の段階から赤字体質に転落した。

第2期において2年続けて構造改善に取り掛かり、工場閉鎖や人員整理を伴う改革を行った効果で、第3期には固定費が第2期の36.5%にまで低下した。反面、変動費率が著しく上昇して限界利益率が低下したが、固定費の削減効果で、損益分岐点は11%程度低下した。

第3期には、売上高も増加に転じたことから営業損益での黒字基調を取り戻し、安全余裕率が高まった。これは平成26年12月期までのことであり、平成27年3月期の第4四半期には通用しなくなっている。

第4四半期の営業損益はこの四半期だけで993億円の赤字であり、長期契約に関する評価損587億円、在庫評価損295億円の合計882億円を臨時費用として営業費用から除外すると、営業費用は7,069億円になるが、なお、営業損益

は 111 億円の赤字である。当第 4 四半期の営業費用の固定費が図表 2-2(2) のままの 1,090 億円として営業費 7,069 億円から控除すると変動費が 5,979 億円になり、この四半期の変動費率は 85.9%になる。その結果損益分岐点売上高は 7,730 億円に上昇する。変動費の上昇は、単純に解釈すると、販売価格の下落によるものと推定できる。

シャープでは、事業構造改善により、製造業から商社的な色彩の濃い事業構造に転換したように見える。限界利益率が低下しているため、製品の市況低迷時においても、利ザヤを維持できるかが心配される。

固定費の削減により損益分岐点を引き下げたが、市況変動の影響を受けやすい体質になったため、今後は、市況対策が重要課題になる。販売価格までが大きく変動するとなると、損益分岐点の計算値どころか、利益計画自体も無意味になり、当社の業績は製品の相場次第ということになる。

#### (4) 中期経営計画について

平成 27 年 5 月 14 日発表の「2015~2017 年度中期経営計画」によると、シャープの基本戦略として、損益分岐点引き下げとともに、事業ポートフォリオ再構築による売上変動の抑制を掲げている。具体的には

- ① 独自特徴技術を活かした売上変動リスクの少ない「B to B 分野」のウェイト拡大
- ② 「B to B to C 分野」を中心に確実な受注獲得を実現する営業・開発体制の強化

を上げている。更に、独自技術による差別化特徴の強化策として

低消費電力・狭額縁の強化

・ 亀山第 2 工場への次世代 IGZO の展開

インセル方式タッチパネルの展開

・ 中型パネルにも搭載可能な当社独自方式

新規差別化技術の創出

・ 異型ディスプレイ（フリーフォーム）

・ 耐環境性能（MENS）

・ ディスプレイ UI の革新（フリースローイング）

を上げている。

主に市況商品を武器に不況に耐え抜くには、製品・技術の差別化に加えて、強力な販売網の構築と優秀な営業マンの育成による営業力の強化が不可欠である。

シャープの中期計画では、営業体制の強化策としては、

中国スマホの取引顧客数拡大

14 下期:15 社→15 下期:25 社

・ 中国「華南」地区に販売会社を新設

・ デザイン体制の強化

車載向け営業体制の徹底強化

・ 欧州：営業トップマネージャーの採用



- ・中国：上海エリアへの駐在員派遣
- ・国内：芝浦でのフィールドエンジニアの駐在採用

を上げている。

不況期を生き抜くためには、不況期においても、一定量の製品の購入をしてくれる強力な得意先と緊密で友好的な関係を構築しておくことが望まれる。

市況商品を主力とする場合、深刻な大不況の時代には、いかに競争力のある製品をもっていても赤字に陥ることがある。何年も赤字基調の続くこともあり得る。赤字が出ると直ぐに資金や純資産が底をつき、信用不安に見舞われるのでは、落ち着いて再建に取り組むことなどできない。損失を最小化するためにも合理化投資などが必要になり、不況時にでも多額の資金需要が発生する。

シャープでは、みずほ銀行、三菱東京UFJ銀行からの借入金を資本金に振り替えるDESの手法で2,000億円の資本金を調達し、その他第三者からも250億円の増資を受けて、2,250億円の純資産を調達する計画だが、これでは、平成27年3月期末の総資産高を前提にすると自己資本比率は13%程度にしかならない。平成27年3月期も減損などで大幅欠損が予想されるので、直ぐに10%を割り込んで危険水準に逆戻りすることが心配される。

更なる資本増強を図るか、長期的にわたって支援が期待できる金融機関との関係を構築することが、有力な販売先との関係強化とともに、今後の課題になるだろう。

以上

図表1-1 江守財務諸数値表

単位: 百万円

	19/3	20/3	21/3	22/3	23/3	24/3	25/3	26/3	27/3
<b>(損益計算書)</b>									
売上高	60,023	66,101	65,997	65,918	95,337	116,701	144,675	219,187	224,619
増減率		110.1	99.8	99.9	144.6	122.4	124.0	151.5	102.5
売上総利益	5,143	5,613	5,595	5,790	7,077	7,828	8,558	12,797	12,871
売上総利益率(%)	8.57	8.49	8.48	8.78	7.42	6.71	5.92	5.84	5.73
販売管理費	3,869	3,979	4,148	3,928	4,626	5,123	5,349	7,054	8,487
販売管理费率(%)	6.45	6.02	6.29	5.96	4.85	4.39	3.70	3.22	3.78
営業利益	1,274	1,634	1,447	1,862	2,451	2,705	3,209	5,743	4,384
営業利益率(%)	2.12	2.47	2.19	2.82	2.57	2.32	2.22	2.62	1.95
経常利益	1,469	1,772	1,523	1,832	2,339	2,532	3,006	5,410	3,103
税前純利益	1,516	1,743	1,437	1,814	2,369	2,941	3,221	5,391	-53,161
当期純利益	883	1,043	822	1,021	1,367	1,690	1,919	3,324	-53,620
<b>(貸借対照表)</b>									
現金預金	2,316	2,727	1,973	2,656	5,383	6,675	7,407	15,115	8,709
売上債権	17,354	18,009	14,376	18,269	24,834	33,738	43,282	68,370	27,277
回転期間(月)	3.47	3.27	2.61	3.33	3.13	3.47	3.59	3.74	1.46
棚卸資産	2,125	3,811	3,134	2,786	4,271	6,307	7,030	5,964	6,301
回転期間(月)	0.42	0.69	0.57	0.51	0.54	0.65	0.58	0.33	0.34
その他	610	690	550	1,527	3,148	2,559	4,717	2,759	2,109
流動資産計	22,405	25,237	20,033	25,238	37,636	49,279	62,436	92,208	44,396
回転期間(月)	4.48	4.58	3.64	4.59	4.74	5.07	5.18	5.05	2.37
有形固定資産	4,012	3,897	3,944	4,457	4,326	3,989	4,481	3,764	2,642
回転期間(月)	0.80	0.71	0.72	0.81	0.54	0.41	0.37	0.21	0.14
無形固定資産	32	86	197	323	335	418	637	840	633
投資等	5,127	4,085	3,038	3,364	3,709	3,666	4,110	5,340	8,958
固定資産計	9,171	8,068	7,179	8,143	8,370	8,074	9,228	9,944	12,234
回転期間(月)	1.83	1.46	1.31	1.48	1.05	0.83	0.77	0.54	0.65
総資産	31,576	33,305	27,212	33,381	46,005	57,353	71,664	102,152	56,630
回転期間(月)	6.31	6.05	4.95	6.08	5.79	5.90	5.94	5.59	3.03
仕入債務	12,656	12,642	9,481	10,760	12,753	13,468	17,237	22,276	12,722
回転期間(月)	2.53	2.30	1.72	1.96	1.61	1.38	1.43	1.22	0.68
借入金	8,771	10,606	8,860	11,126	20,900	30,605	36,550	51,741	73,689
借入金依存度(%)	27.78	31.85	32.56	33.33	45.43	53.36	51.00	50.65	130.12
その他	2,391	2,143	1,395	2,628	2,512	2,460	3,457	5,564	4,483
負債計	23,818	25,391	19,736	24,514	36,165	46,533	57,244	79,581	90,894
回転期間(月)	4.76	4.61	3.59	4.46	4.55	4.78	4.75	4.36	4.86
純資産	7,758	7,914	7,476	8,867	9,841	10,820	14,421	22,571	-34,264
内利益剰余金	3,922	4,720	5,248	5,997	7,091	8,417	9,969	12,583	-41,636
自己資本比率(%)	24.57	23.76	27.47	26.56	21.39	18.87	20.12	22.10	-60.51
<b>訂正後金額</b>									
売上高				65,706	94,929	115,924	140,036	208,927	
売上高訂正額				212	408	777	4,639	10,260	
売上総利益							8489	12631	
売上総利益訂正額							69	166	
<b>投資その他の資産の内訳</b>									
破産更生債権等								3	64,409
貸倒引当金	-64	-65	-71	-90	-70	-67	-23	-26	-62,166

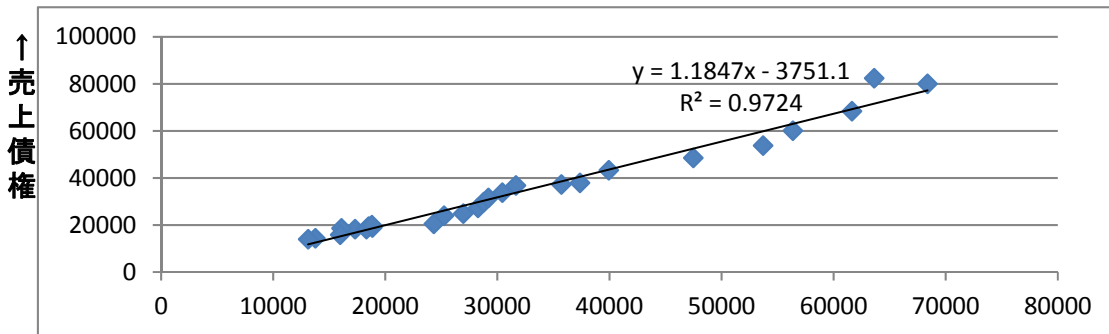
注) 平成26年3月期までは粉飾訂正前の数値であり、下欄に訂正後の売上高、売上総利益を記載してある。

図表1-2(1) 売上高・売上債権推移表

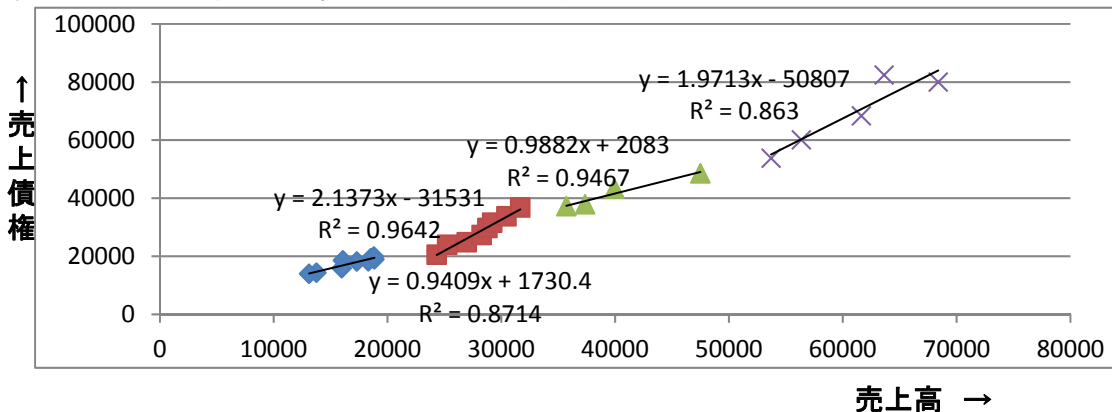
金額単位:百万円

	売上高	売上債権	回転期間	推定値	残差	短期相関係数	勾配	切片
20/6	17307	18215	3.157	16,753	1,462	(9四半期)		
9	18847	18907	3.010	18,577	330			
12	16083	18579	3.466	15,303	3,276			
21/3	13760	14376	3.134	12,550	1,826			
6	13113	13955	3.193	11,784	2,171			
9	15973	15869	2.980	15,172	697			
12	18520	19310	3.128	18,190	1,120			
22/3	18312	18269	2.993	17,943	326		0.9067	2,234
6	18806	19913	3.177	18,528	1,385	-0.136	0.9376	1,762
9	24326	20506	2.529	25,068	-4,562	-0.052	0.6228	6,784
12	25243	23949	2.846	26,154	-2,205	0.427	0.7249	4,852
23/3	26962	24834	2.763	28,191	-3,357	0.465	0.7254	4,954
6	28273	27317	2.899	29,744	-2,427	0.440	0.7712	4,239
9	28781	29736	3.100	30,346	-610	0.309	0.8544	2,771
12	29198	31530	3.240	30,840	690	0.226	1.0134	-815
24/3	30449	33738	3.324	32,322	1,416	0.262	1.2083	-5,587
6	31662	36807	3.487	33,759	3,048	0.389	2.1373	-31,531
9	35715	37211	3.126	38,561	-1,350	0.585	1.4787	-13,032
12	37363	37904	3.043	40,513	-2,609	0.538	1.1723	-4,016
25/3	39935	43282	3.251	43,560	-278	0.441	1.0826	-680
6	47483	48538	3.067	52,502	-3,964	0.219	0.9280	4,795
9	53701	53765	3.004	59,869	-6,104	0.557	0.8702	7,114
12	56366	60100	3.199	63,026	-2,926	0.548	0.9379	4,916
26/3	61637	68370	3.328	69,270	-900	0.465	1.0520	400
6	68381	80012	3.510	77,260	2,752	0.286	1.2498	-8,933
9	63624	82426	3.887	71,624	10,802	0.732	1.4160	-16,542
平均値	32,301	34,516	3.148	34,516	0	0.372	1.057	-1,911
相関係数					0.551			

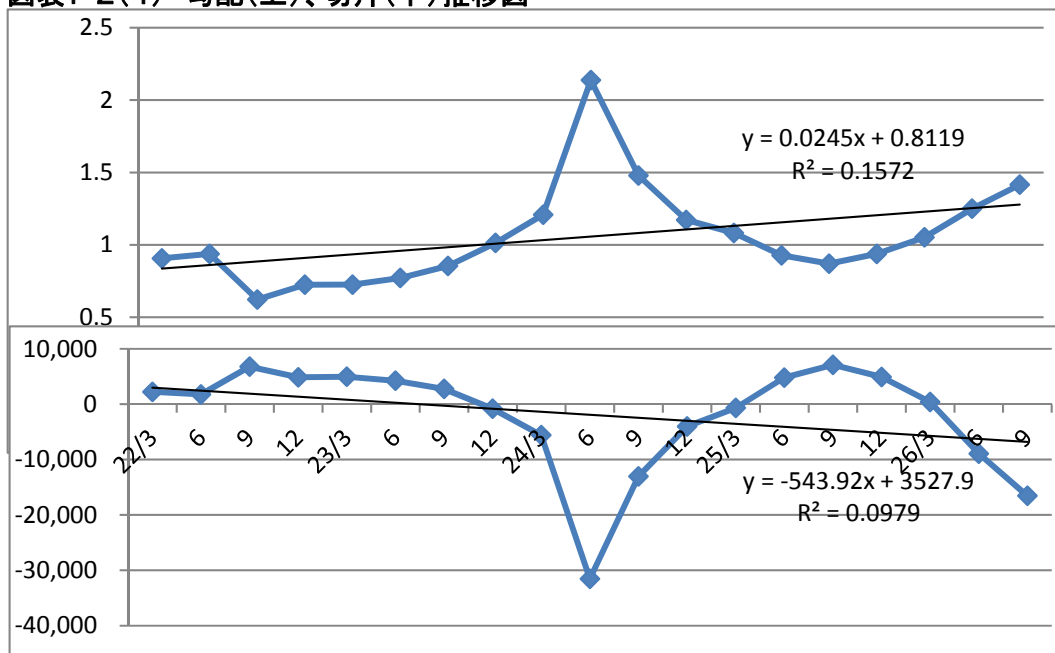
図表1-2(2) 売上高・売上債権交点散布図



図表1-2(3) 売上高・売上債権交点散布図(4期に分割)



図表1-2(4) 勾配(上)、切片(下)推移図



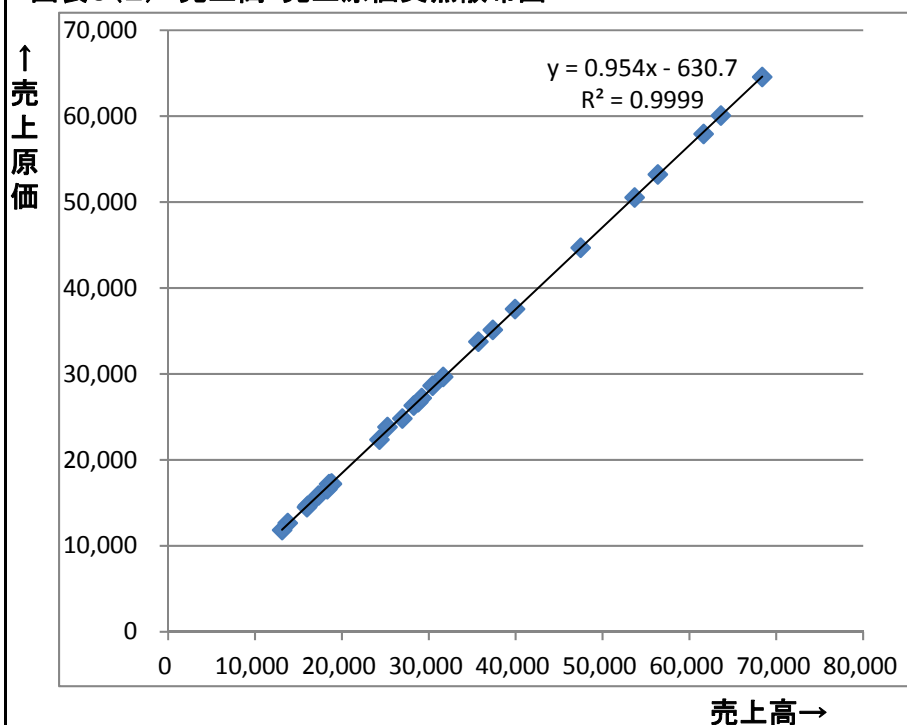
勾配の計算式 =  $(X \cdot Y \text{のCOVAR} \div X \text{のVAR}) * 8/7$   
 切片の計算式 =  $Y \text{平均値} - \text{勾配推定値} * X \text{平均値}$

図表1-3(1) 売上高・売上原価推移表

単位: 百万円

	売上高	売上原価
08/Q1	17,307	15,863
Q2	18,847	17,193
Q3	16,083	14,681
Q4	13,760	12,665
09/Q1	13,113	11,838
Q2	15,973	14,506
Q3	18,520	17,191
Q4	18,312	16,593
10/Q1	18,806	17,257
Q2	24,326	22,362
Q3	25,243	23,823
Q4	26,962	24,818
11/Q1	28,273	26,325
Q2	28,781	26,712
Q3	29,198	27,195
Q4	30,449	28,641
12/Q1	31,662	29,658
Q2	35,715	33,764
Q3	37,363	35,133
Q4	39,935	37,562
13/Q1	47,483	44,695
Q2	53,701	50,544
Q3	56,366	53,213
Q4	61,637	57,938
14/Q1	68,381	64,563
Q2	63,624	60,076

図表3(2) 売上高・売上原価交点散布図



図表2-1 シャープ主要業績・財務数値推移表

単位:10億円

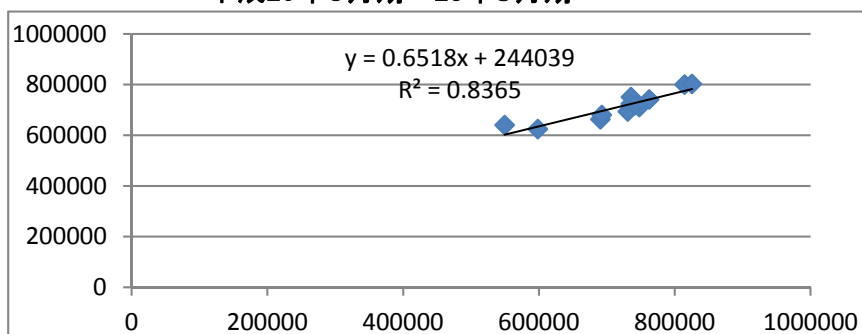
	19/3	20/3	21/3	22/3	23/3	24/3	25/3	26/3	27/3	
売上高	3,128	3,418	2,847	2,756	3,022	2,456	2,479	2,927	2,786	20/6
売上総利益	713	755	455	526	570	412	261	531	389	9
利益率	22.79	22.09	15.98	19.09	18.86	16.78	10.53	18.14	13.96	12
販売管理費	527	571	510	475	491	450	407	422	437	21/3
営業利益	186	184	-55	51	79	-38	-146	109	-48	6
経常利益	171	168	-82	31	59	-65	-206	53	-97	9
当期純利益	102	102	-126	4	19	-376	-545	12	-222	12
現金預金	424	389	337	348	248	195	192	380	258	22/3
回転期間(月)	1.63	1.37	1.42	1.52	0.98	0.95	0.93	1.56	1.11	6
売上債権	596	582	346	440	393	375	424	433	414	9
回転期間(月)	2.29	2.04	1.46	1.92	1.56	1.83	2.05	1.78	1.78	12
棚卸資産	436	454	400	411	486	527	311	295	338	23/3
回転期間(月)	1.67	1.59	1.69	1.79	1.93	2.57	1.51	1.21	1.46	6
流動資産計	1,679	1,643	1,302	1,418	1,523	1,421	1,222	1,374	1,299	9
回転期間(月)	6.44	5.77	5.49	6.17	6.05	6.94	5.92	5.63	5.60	12
有形固定資産	1,014	1,106	1,032	1,028	965	872	564	520	401	24/3
回転期間(月)	3.89	3.88	4.35	4.48	3.83	4.26	2.73	2.13	1.73	6
無形固定資産	61	94	83	76	86	76	59	46	42	9
投資その他	210	227	268	311	309	242	242	242	220	12
回転期間(月)	0.81	0.80	1.13	1.35	1.23	1.18	1.17	0.99	0.95	25/3
固定資産	1,285	1,427	1,383	1,415	1,360	1,190	865	807	663	6
回転期間(月)	4.93	5.01	5.83	6.16	5.40	5.81	4.19	3.31	2.86	9
繰延資産	5	4	4	4	3	2	1	0	0	12
総資産	2,969	3,074	2,689	2,837	2,886	2,613	2,088	2,182	1,962	26/3
回転期間(月)	11.39	10.79	11.33	12.35	11.46	12.77	10.11	8.95	8.45	6
仕入債務	751	722	447	554	532	334	293	293	334	9
回転期間(月)	2.88	2.53	1.88	2.41	2.11	1.63	1.42	1.20	1.44	12
借入金	568	660	806	794	821	1,094	1,143	1,071	953	27/3
借入金依存度	19.13	21.47	29.97	27.99	28.45	41.87	54.74	49.08	48.57	平均値
純資産	1,192	1,242	1,048	1,066	1,049	645	135	207	45	
自己資本比率	40.15	40.40	38.97	37.57	36.35	24.68	6.47	9.49	2.29	

図表2-2(1) 売上高・営業費用推移表

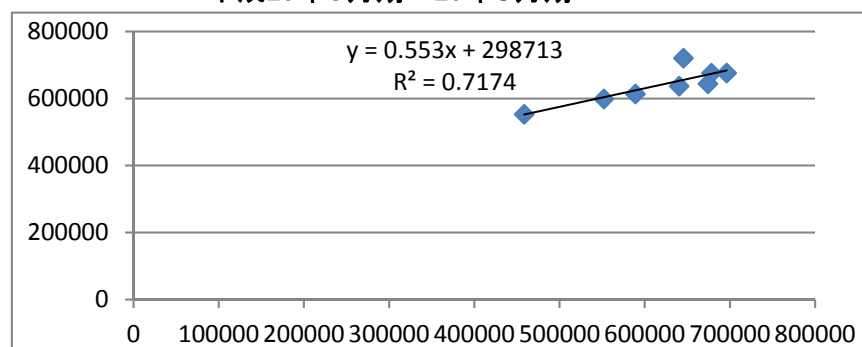
単位：百万円

売上	営業費用
747,875	711,449
814,552	800,219
735,424	751,018
549,376	640,022
598,293	624,358
690,391	662,760
735,360	723,332
730,904	693,595
741,601	719,077
762,347	741,394
825,453	802,420
692,572	680,156
640,349	636,824
674,236	644,176
589,092	613,540
552,173	598,862
458,604	552,737
645,562	720,325
678,289	675,625
696,130	676,165
607,913	604,881
734,106	703,323
815,268	767,611
769,899	742,811
619,726	615,058
707,944	683,391
762,766	740,731
695,820	795,141
695,820	706,941

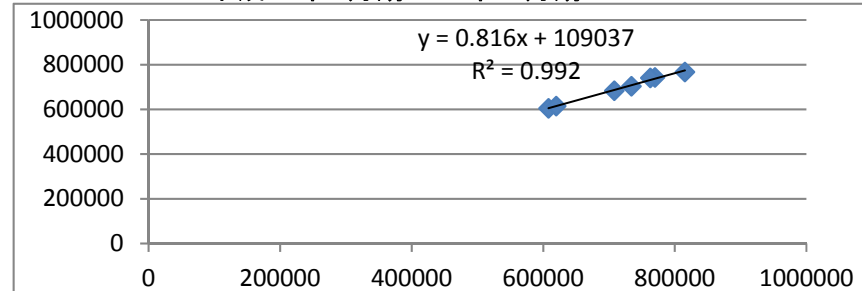
図表2-2(2) 売上高・営業費交点散布図  
平成20年6月期～23年3月期



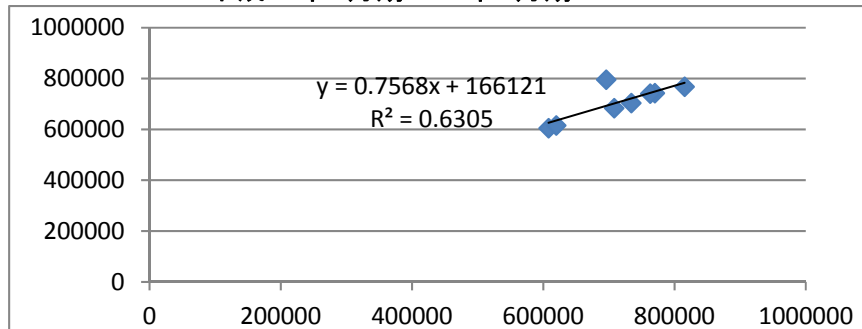
図表2-2(3) 売上高・営業費交点散布図  
平成23年6月期～25年3月期



図表2-2(4) 売上高・営業費交点散布図  
平成25年6月期～26年12月期



図表2-2(5) 売上高・営業費交点散布図  
平成25年6月期～27年3月期



## 第78回 企業活性化研究分科会・議事録

<第七八回 2015年5月9日(土) 時間:13:30~17:00 於:専修大学(神田校舎)>

参加者:井端、大野、木村、夏目、浜田、宮川、山本、渡邊(8名)

### 1. テーマ:再生企業の分析ー日本風力開発株式会社の場合ー

・報告者:渡邊繁生                      ・配付資料:6枚

・報告内容の要旨

本報告は、日本風力開発株式会社(以下、風力開発とする)の収益性分析を行い、再生の状況を考察した。2014年3月期連結のROE<sub>at</sub>は4%である。また、Iの数値は2%であることから、利子相当部分は一般的な上場企業と比べて高いと分析した。しかし、元本回収等を考慮すると、ROE<sub>at</sub>は低い値であると考察した。次に、財務レバレッジについては、ROAよりもROE<sub>bt</sub>の方が高いことから、負債の運用効率が高いと分析した。また、ROAを構成するMとTについては、Mの値は22%と高い値であり、利益率を確保できているといえるが、Tの過年度平均は0.085と低く、資産の効率的利用が出来ていないと推測した。ROAのマイナスについては仕掛品を利用して、金額を低くすることで赤字期間の短縮化を意図しているのではないかという議論が生じた。以上のことから、風力開発は負債を効率的に運用しているものの、一方で入金返済期限猶予について取引金融機関と協議を行っている点から、負債の管理に疑義が生じているため再生していないと判断した。

### 2. テーマ:企業価値評価モデルの類型に関する一考察ー裁判の争点による類型を中心にー

・報告者:夏目拓哉                      ・配付資料:18枚

・報告内容の要旨

本報告は、危機管理システム研究会第15回年次大会報告のための事前報告である。日本において、企業価値の評価方法、株式価格等を巡る訴訟議論が増えている。その一例として本研究ではレックス・ホールディングス事件等をあげ説明し、今後も企業が裁判の当事者になる可能性は十分にあると指摘した。とくにレックス・ホールディングス事件の場合では、企業価値の評価方法を巡り、当初企業の想定した株式価格の算定を上回る金額の判決がある。すなわち、企業価値の評価方法を巡る裁判において当初の想定と異なる価格決定方法が採用され、企業価値の評価額に大幅なズレが生じるため、企業におけるリスクであると考えた。そこで本報告では裁判事例をもとに、企業にリスクの少ない企業価値の評価方法を選択することで、企業のリスクを抑えられることを考察した。くわえて、企業価値評価モデルの採用基準が明確ではないことから、裁判目的に応じた企業価値評価モデルの類型化を示した。

### 3. 今後の予定について

- ・2015年6月13日(土) 危機管理システム研究会第15回年次大会(於:立教大学池袋キャンパス)
- ・2015年7月4日(土) 分析企業ー江守グループホールディングス株式会社ー 井端先生
- ・2015年8月1日(土) 分析企業ー株式会社アイレックスー 宮川先生
- ・2015年9月 分析企業ー株式会社太陽商会ー 夏目
- ・2015年10月 分析企業ー株式会社エナリスー 浜田先生
- ・2015年11月 分析企業ー株式会社京王ズホールディングスー 高市先生
- ・2015年12月 分析企業ーオカモト株式会社ー 大野先生
- ・2016年1月 分析企業ー東邦亜鉛株式会社ー 小林先生
- ・2016年3月 分析企業ー浜井産業株式会社ー 渡邊先生
- ・2016年4月 分析企業ークボテック株式会社ー 依田先生
- ・2016年5月 分析企業ーセーラー万年筆株式会社ー 木村先生

(文責:夏目拓哉)