

平成27年3月7日

企業再生の研究

—株式会社雑貨屋ブルドッグの場合—

高市幸男（東京商工リサーチ）

株式会社雑貨屋ブルドッグは平成25年5月株式を売却し経営者が交代、新経営者によって業態の改善、業績の向上を図るべくその途上にあり、現在に於いて再生状況を評価・結論付けるには中途半端である。本研究では何故前経営者が業績の悪化をストップできないまま粉飾に走ったのか、現状どこまで改善がすすんでいるのか、そして今後の見込について検証するものである。

1、会社概要

社名：株式会社 雑貨屋ブルドッグ

本社：(大阪本部) 大阪市中央区南本町 1-3-15 アクサスポンペイビル 202
(浜松本社) 浜松市中区鴨江 2-57-28

設立：1976年(昭和51年)10月

代表者：久岡卓司

資本金：20億6,656万円(2014年5月31日現在)

株主：アクサス(3,298千株)、内山聖人他内山一族(2191)、SBI証券(519)

事業内容：ファッション雑貨の小売(小売99.2%、卸売0.8%)

ブランド名：雑貨屋ブルドッグ、ザナード、和・雑貨、アレックスコンフォート、ツールズ・アンド・デザイン、チャーリー

従業員数：203名(2014年8月31日現在)、平均年齢32.2才 平均勤続年数4.2年
平均給与240千円(賞与、基準外含む)

事業所：(店舗)福島、茨木、千葉、東京、神奈川、栃木、群馬、埼玉、福井、静岡、愛知、他(全24都道府県 60か所)(2014年8月31日現在)

沿革：昭和45年9月 内山恭昭氏が浜松市常盤町に於いて、「日本トップハート」を創業、ポスターの製造を行う。

昭和51年10月 内山恭昭氏が浜松市馬込町にて、資本金500万円もって「(株)商研」を設立、ファッション雑貨の販売を営む。

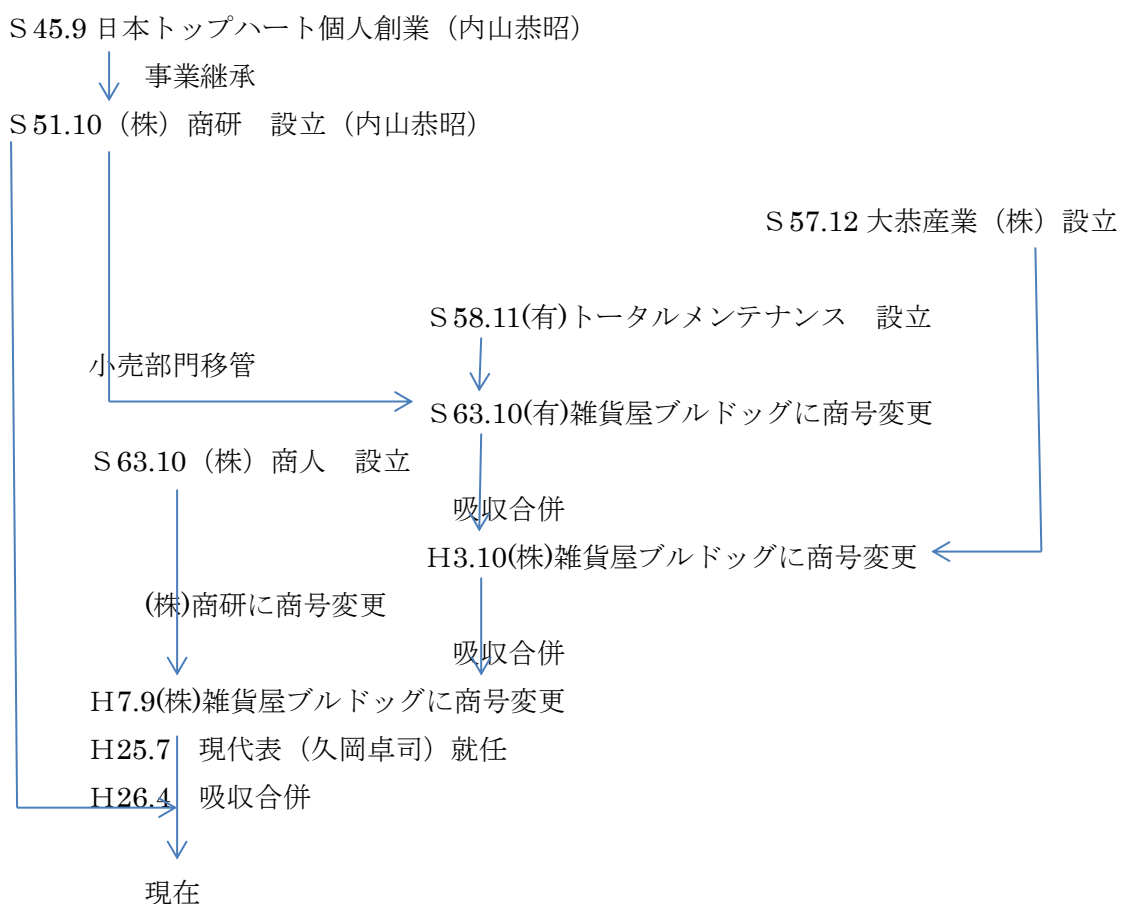
昭和57年12月 大蒸産業(株)ファッション雑貨小売業 設立

昭和58年11月 (有)トータルメンテナンス 不動産賃貸業 設立

昭和63年10月 (有)トータルメンテナンスを(有)雑貨屋ブルドッグに商号変更し、小売部門を移管。

(株)商人（経営指導、不動産管理業、後に商研に変更）を設立
 平成 3 年 10 月 大恭産業（株）を存続会社として(有)雑貨屋ブルドッグを合併し、(株) 雑貨屋ブルドッグに商号変更
 平成 7 年 9 月 (株)商研を存続会社として (株) 雑貨屋ブルドッグを合併し、現商号に変更。
 平成 16 年 8 月 株式会社店頭登録 同年 12 月 J A S D A Q 上場
 平成 17 年 11 月 久留米唯人が代表取締役社長に就任
 平成 19 年 11 月 小楠昭彦氏が代表取締役社長に就任
 平成 25 年 5 月 内山恭昭の持株 3,298 千株（32.14%）をアクサス（株）に売却
 平成 25 年 7 月 アクサスの久岡卓司氏が代表取締役社長を兼務
 平成 26 年 4 月 (株)商研（浜松市北区）を合併

【参考フロー図】



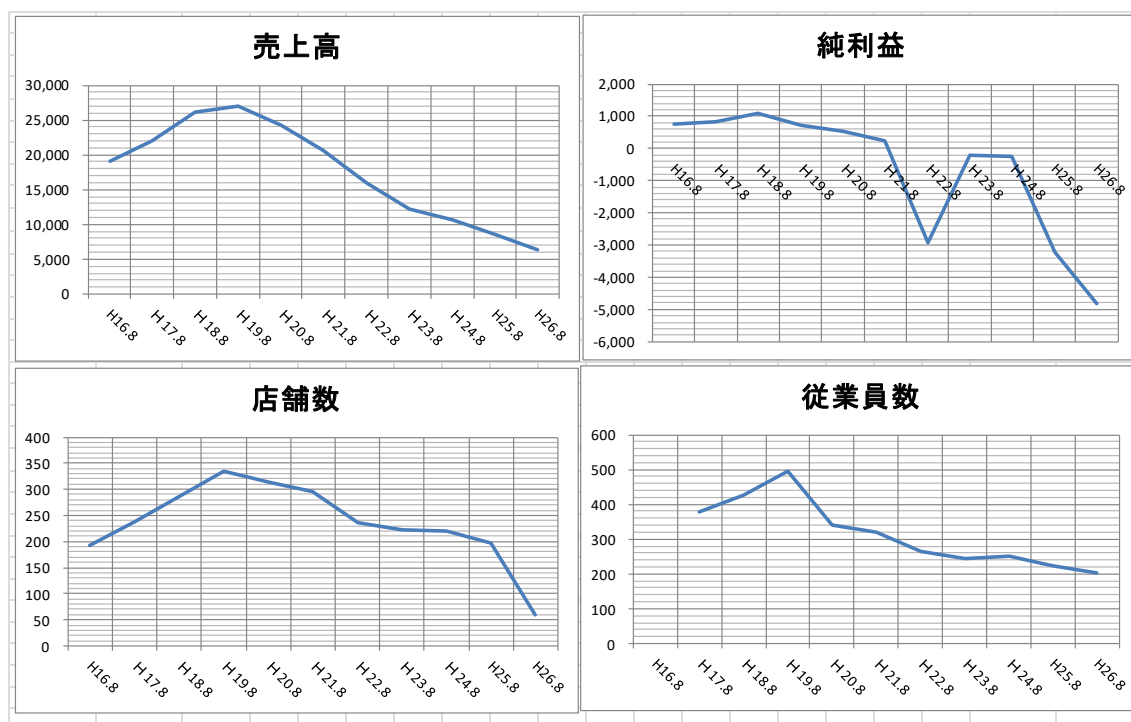
取引銀行：静岡（浜松営業部）、三菱東京UFJ（浜松）

仕入先：総数 200 社（メーカー90%、問屋 10%）

業 績：

【図表1 雑貨屋ブルドッグの業績推移（訂正後）】

	売上高	経常利益	純利益	従業員数	店舗数
H16.8	19,085		756		192
H17.8	21,968	1,695	835	379	239
H18.8	26,207	2,233	1,089	426	287
H19.8	27,032	1,525	701	495	335
H20.8	24,292	1,509	543	339	313
H21.8	20,625	949	224	320	295
H22.8	15,961	-1,395	-2,937	265	236
H23.8	12,168	424	-226	243	223
H24.8	10,700	-111	-266	251	219
H25.8	8,633	-2,256	-3,206	225	197
H26.8	6,342	-4,694	-4,829	203	60



2、親会社概要

社 名：アクサス 株式会社

本 社：徳島県徳島市山城西4-2

設 立：平成18年4月

代表者：久岡卓司

資本金：5億円

事業内容：化粧品薬品小売、ホームセンター、酒類卸売・小売
ブランド名「チャーリー」「アワーリカー」

従業員数：241名（他に臨時309名）、平均年齢37.1才、平均勤続年数9.1年

事業所：店舗36か所

沿革：平成18年 資本金1千万円をもって、久岡卓司が設立、シンクス（現：ノヴィル、父久岡克佳の経営）から、一部事業譲渡（63億円）を受ける。
平成19年(株)セルバを、平成24年ACデコール（株）を吸収合併。
同年5億円に増資、平成25年当社の株式を取得し、筆頭株主になる。

ノヴィル（徳島市）：資本金50百万円、S43.5設立、パチンコ店（24店）・外食・遊技場他（49店）経営、代表：久岡征司（久岡克佳の次男）、H26.4売上90,428百万円、欠損991百万円 総資産450億円。関連企業18社（内筆頭株主9社）、県下トップクラスの資本力を誇る。

セルバ（大阪市）：資本金120百万円、輸入食品卸売、代表：久岡俊二、H18.4売上3,865百万円、利益47百万円。H19アクサスに吸収合併された。

ACデコール：前商号ナカイ、大証2部上場、H19売上7,793百万円 欠損2,221百万円、H21.3アクサスが公開買い付けで筆頭株主になる。同年6月久岡卓司が代表者に就任、同年10月現商号に変更、H24期売上3,644百万円、純利益97百万円、H24アクサスに吸収合併された。

業績：

【図表2 アクサスの業績推移】

	売上高	経常利益	当期純利益
H21.3	14,239	251	163
H22.3	15,321	229	196
H23.3	13,053	50	81
H24.3	12,104	81	14
H24.8	4,984		
H25.8	15,089	301	978

3、歴代代表者の経歴

(1) 内山恭昭（うちやま くにあき）

S21.1.11 生

S43 (株) 田島鋼材入社 (22才)

S45 日本トップハートを創業 (24才)

S51 (株) 商研 を設立 代表取締役社長に就任 (30才)

途中省略

H17 当社代表取締役会長に就任 (59 才)

H25 当社代表取締役会長を退任 (67 才)

(2) 久留米唯人 (くるめ ただひと)

S 24.12.3 生、静岡県出身、S 48 同志社大学卒業

S 48 ジャスコ (現イオン) に入社 (25 才)

H12 同社ホームファッション商品統括部長に就任 (51 才)

H13 当社取締役副社長に就任 (52 才)

H17 当社代表取締役社長に就任 (56 才)

H19 当社を退任 (58 才)

(3) 小楠明彦 (おぐす あきひこ)

S 30.11.11 生 静岡県出身 S 53 愛知大学法学部卒業

S 53 (株) 静岡谷島屋入社

S 57 旧・株式会社商研(形式上の存続会社)入社 (27 才)

S 63 有限会社雑貨屋ブルドッグ(実質上の存続会社の被合併会社)営業部長

H5 旧・株式会社雑貨屋ブルドッグ(実質上の存続会社)常務取締役就任

H7 当社常務取締役に就任 (40 才)

H16 当社常務取締役を退任 (49 才)

H19.8 当社経営企画室長に就任

同.11 当社代表取締役社長に就任 (52 才)

H25 当社を退任 (58 才)

(4) 久岡卓司 (ひさおか たくじ) (久岡克佳H26.4 死去の長男)

S 48.1.25 生、徳島市籠屋町居住 H14 立命館大学大学院卒業

H8 四国銀行入行 (23 才)

H14 シンクス (現:ノヴィル、父久岡克佳の経営) に入社 (29 才)

H18 アクサス (株) 設立、代表取締役に就任 (33 才)

H25 当社代表取締役社長に就任 (40 才)

現在に至る。

アクサス(株)、ACサポート(株)、ACリアルエステート(株)の代表を兼務する。

4、問題点

(1) 沿革

雑貨の小売業として「雑貨屋ブルドッグ」は一貫しており、かつ平成 25 年までは内山恭

昭氏の実質的な経営が一貫しているにも関わらず、関連会社の設立や合併、商号変更が複雑に行われている。関連会社の設立は不動産管理や仕入部門の独立、商品開発などが目的にあったが、実に当社の前身は3社になり、ここまで複雑にする必要性・方法に疑問がもたれる。グループ内取引による価格・在庫調整、財務内容・利益操作があったのではないかと推測される。

(2) 株主

久留米社長時の株主構成は内山恭昭氏 34.8%、持ち株比率上位 10 名のうち 6 名が内山一族で合計 78.6%を保有していた。対して久留米社長は僅か 0.3%弱しかないため、現場を退いた内山会長が絶対的権力者として君臨していた。HPのIRメッセージも久留米社長ではなく内山会長が挨拶しており、ネット上の会社評価でもこの点を訝しく思われていた。小楠社長に代わってもこの体制に変わりはない。

(3) 代表者の変遷

創業者の内山氏が長年代表取締役社長を務めていたが、平成 13 年ジャスコでホームファッション商品統括部長をしていた久留米氏をスカウトし、取締役副社長に就任、更に平成 17 年には代表取締役社長に就任させ、自身は代表取締役会長に就任、表面上経営の現場を退いた。

久留米氏が入社した後の売上は 2.5 倍、店舗数は 335 店にまで増えるなど経営手腕を評価する声があった。しかし経営の実権は内山氏が握ったままで、完全な傀儡政権であり、平成 19 年急速な出店が減益を招いたとして責任を問われ、久留米氏は退職に追い込まれた。

後任には、生え抜きで当時経営企画室長にあった小楠氏が就任した。小楠氏は社歴 25 年、営業部長、常務取締役の経験もあり、一部にはその経験が期待されていた。しかし小楠氏は平成 16 年常務取締役を退任し、平成 19 年 8 月経営企画室長に就任したものが、僅か 3 ヶ月後の 11 月社長に就任しており、SNSの書き込みでは、内山氏の一貫性のない思いつき人事、「いてもいなくても同じ」と小楠氏の経営力の弱さを嘆く書き込みが見られた。

経営の絶対的権力者であった内山氏は過剰なまでの業績・利益至上主義者で経営陣の責任を追及、役員会では罵声が飛び、ペットボトルを投げつけ、頭を叩くなどのパワハラが行われた。また客観性・合理性の伴わない役職員の解雇なども行われており、これがコンプライアンスを著しく低下させる業務体制、経理処理作業がブラックボックス化される組織体制をつくり上げた。

内山氏による厳しい追及はあっても、業績は悪化の一途を辿り、平成 25 年内山氏は個人の持ち株全てをアクサスに売却すると共に、当社を退任、アクサスの久岡氏が代表取締役社長に就任した。

(4) 法令順守

内山氏が社長にあった平成 11 年 11 月、偽プラダ事件が発生、商標法違反で取締役 1 名、店長 2 名が逮捕された。また建築基準法違反、各監督官庁への届出書改ざん、平成 17 年 4 月には容器包装リサイクル法によるリサイクル費用を 5 年間未払いにしたため、社名が公開された。以上の事件が当社に法令順守の精神が乏しかったことを物語っている。

(5) 従業員

現在の従業員平均年齢は 32.2 才、平均勤続年数 4.2 年、平均給与 240 千円（賞与、基準外含む）。図表 12（P16）の同業者比較でも当社の平均給与の低さが際立っている。これは過去も同じであり、SNS では給与の少なさ、昇給の少なさ、キャリアアップの道筋もなく、仕事にやりがいがないなど、待遇の悪さや将来性を嘆く書き込みが見られ、社員のモラルは低かったものと推測される。

(6) 在庫政策

売上が減少すれば、仕入を少なくし、在庫負担を少なくするのが通常の経営である。しかし当社の場合、多くの品揃えを持つことが集客力となり売上に結び付くもので、いつ・いかなる商品がヒットするかも分からず、販売のタイミングを逃さないためには、一定以上の在庫を持つとの経営方針にあった。このため売上の減少があっても、仕入を減らさず、在庫を増やすこともあった。

仕入業務は本社で一括管理されていた。これは一括仕入による仕入業務の効率化やコストの削減、仕入価格交渉を有利にするのに効果があった。しかし各地域ばらばらに存在し、ピーク時 300 店を超えた店舗は、それぞれに売れ筋商品が異なっていたが、各店舗の特性に合わせた品ぞろえをするには、本社の機能・スタッフでは不十分であり、かつ、本社の経営方針は各店舗を標準化することにあつたため、困難であった。このため店舗によっては売れない商品が山積みになったり、売れ筋商品が入庫しないなどちぐはぐな状態にあった。仕入でも内山氏の経営する関連会社からの購入が強制され、売れない商品を高値で引き取らざるを得ない事情もあった。このため店舗では日に焼けた売れ残り商品が山積みになり、売れ筋商品の場所を奪い、乱雑に置かれた商品が顧客の足を遠のかせ、売上の減少に拍車を掛けた。

(7) 棚卸資産評価

当社の棚卸資産評価は主として売価還元法による原価法で行われているが、大幅値引きが日常茶飯事になっている当社にあつて、数万点（平均店で 3 万点、大型店で 7 万点）にも及ぶ商品の実際の販売価格を把握し、棚卸資産の評価に反映するのは、業務上多難なことであった。よってチェック機能を働かせる事も難しく、単価を改ざんして恣意的な評価を行う土壌が十分に作られていたのである。

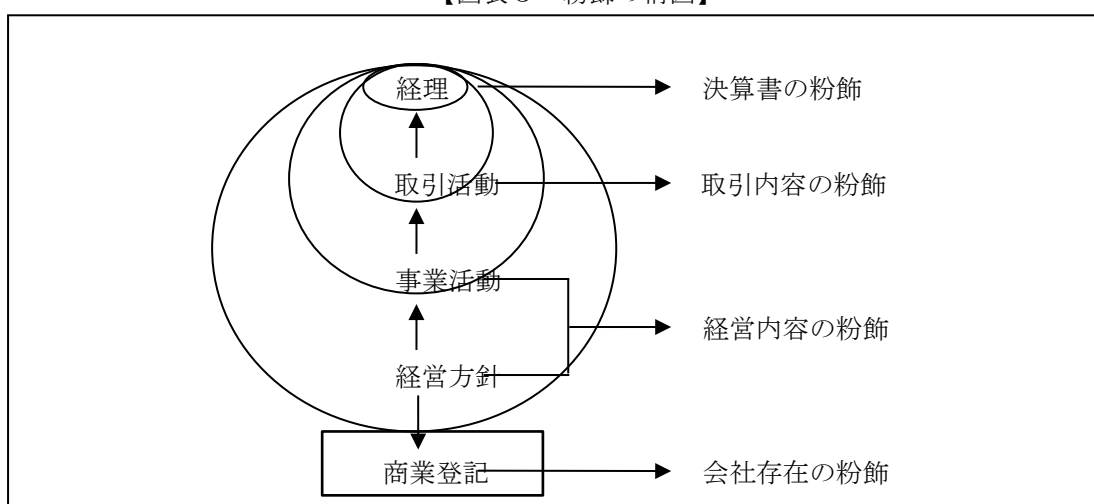
(8) 粉飾決算の懸念

①粉飾の構図

図表3は、粉飾決算は決算単独で行われるものではなく、経営方針や、事業活動、取引活動との関連を持って行われることから、その構図を示したものである。

決算書は日々の経済活動の集計であるから、決算書进行操作するには取引活動や事業活動にも操作を加え整合性を取る必要がある。また取引・事業活動は経営者の根本的な性格や欲望といった経営方針・政策に基づいているため、遵法精神に乏しい加減な経営者には粉飾決算が行われ易く、遵法精神が高く、真面目な経営者の元では粉飾決算はされにくい。即ち経営方針の根源的な部分をみれば、その会社が粉飾をするか、しないかの予測ができるのである。

【図表3 粉飾の構図】



②粉飾決算の背景

図表4は粉飾決算を行う企業の背景を示したものである。

当社の経営姿勢や特徴を「4、問題点」で確認してきたが、経営実権者が独裁的、コンプライアンス欠如、売上・利益至上主義、過度の成果主義であり、経営者は権力者に弱く、社内は規則・ルール遵守の意識が欠如し、モラルも低い状態にあったため、同表の項目に合致する所が多く、粉飾決算を行う背景が十分出来上がっていた。

【図表4 粉飾決算の背景】

経営者の性格	虚栄心、私利私欲、責任回避、コンプライアンスの欠如、経理軽視、権力者に弱い
経営管理体制	管理・監視体制がない、信賞必罰がない、独裁的超ワンマン経営、朝令暮改、閉鎖的・秘密主義、売上第一主義、利益至上主義、過度の成果主義、高圧的・精神論重視、
社内風土	規則・ルール遵守の意識欠如、体育会系、協調性の欠如、モラルの低下

③粉飾箇所の検証

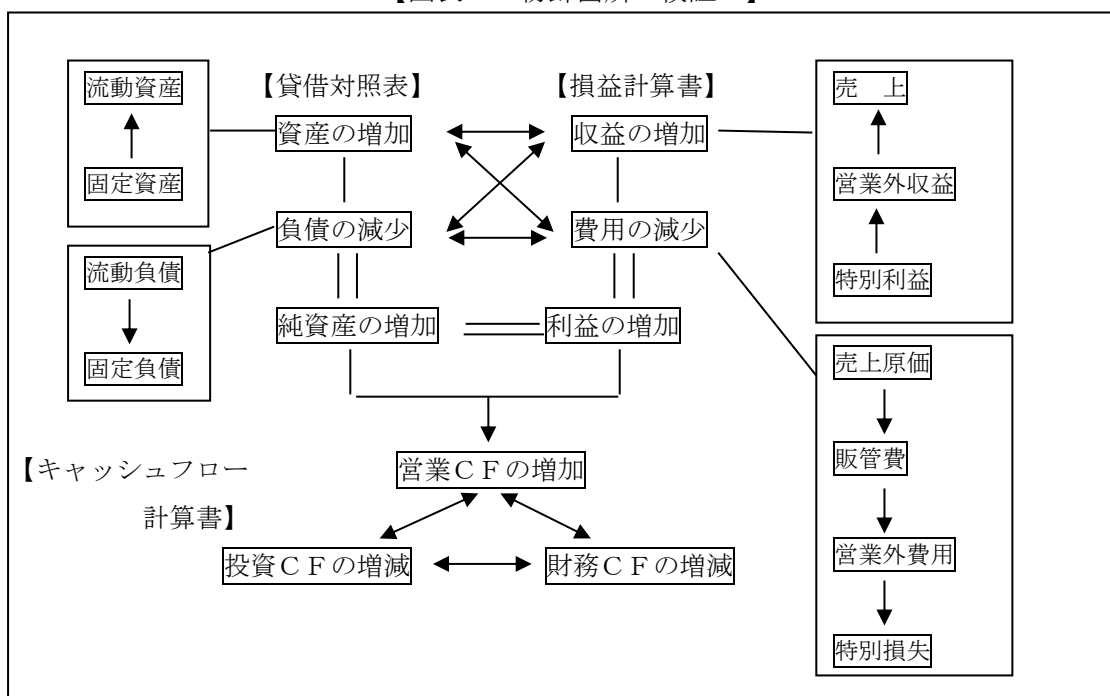
図表5は、決算内容を良く・大きく見せるためにする粉飾において、操作する箇所と関係を示したものである。当社の場合、背景からして「売上の増加（売上減少幅の削減）」または「利益の増加（利益減少幅の削減）」が行われる可能性が高い。よって、図表5を見るに「収益の増加－資産の増加」、「収益の増加－負債の減少」、「費用の減少－資産の増加」、「費用の減少－負債の減少」が粉飾の方法として考えられる。

小売業という業務上、現金の即金回収が殆どであり、売掛金の発生は僅少のため、売上＝入金＝現金となり「収益の（粉飾）増加」はやりにくいと言える。

売上の過大計上を抜きにして、「利益の増加」を行うには「費用の減少」を行うことになる。「費用の減少－資産の増加」と「費用の減少－負債の減少」を考えた時、図表6の「勘定科目粉飾の特徴と理由」から「金額が大きい」「取引数が多い」「科目数が少ない」「関連性・発展性が少ない」に合致するものとして、「費用の減少⇒売上原価の減少――資産の増加⇒棚卸資産の増加」が最もやり易く、適切な方法と考えられる。

売上原価は「期首棚卸高＋当期仕入高－期末棚卸高」で計算されるので、売上原価を過少計上するには、期首棚卸高または当期仕入高を過少にするか、期末棚卸高を過大にすれば良い。しかし、期首棚卸高は前期からの繰り越しであって、これを操作することはできない。当期仕入高を操作するには仕入伝票、現金の支払い額、買掛金や支払手形などの操作も必要になり、かなり面倒である。一方、期末棚卸高は社内での確認、計算だけでできるため非常に操作のしやすい勘定である。当社の場合、在庫金額が大きく、かつ商品点数が極めて多いため、数量や単価を外部からその正確性を判断するのは極めて困難であり、粉飾をするには一番簡単で効果的であると判断される。

【図表5 粉飾箇所の検証】



【図表6 勘定科目粉飾の特徴と理由】

	特徴	理由
1	金額が大きい	目立たない、効果的
2	取引数が多い	チェックされにくい、目立たない
3	変動が大きい	異常値がわからない
4	科目数が少ない	大きな手間の回避、罪悪感、実態を分かりやすくする
5	関連性・発展性が薄い	他勘定への影響を少なく、業務・取引への影響を避ける
6	雑勘定を利用する	大勘定の補完、チェックされにくい

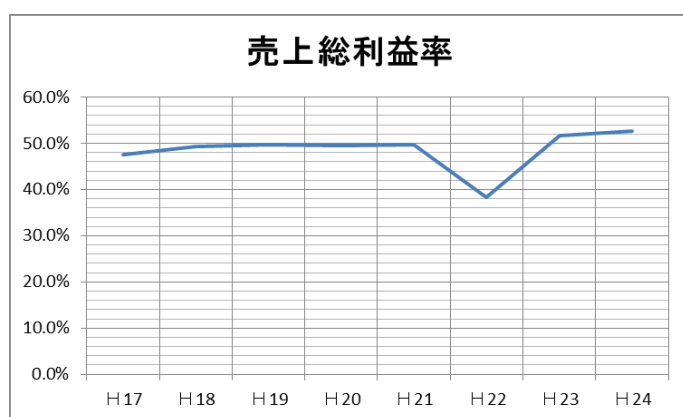
以下、売上総利益、期末棚卸資産について粉飾がないか検証を行う。

a 売上総利益率

売上の減少と共に売上原価も低下している。しかし売上総利益率は図表7の通り、H23・H24期は上昇し50%以上になっている。当社は売上総利益率50%を目標として経営されてきた。H17～H21期は売上高が大きく、比較的業況も良かったことから利幅の管理がしやすく予定通りの50%弱を維持できていた。しかし、H21期から売上は急激に減少しており、業況は悪化、そんな中であって値引き販売が常態化していた当社に於いて利益率の向上、50%以上を達成することは非常に難しいものと思われる。尚、値引き幅は90%を超えることもあり、仕入れ値を完全に割り込むこともあった。

【図表7 売上総利益率（訂正前）の推移】

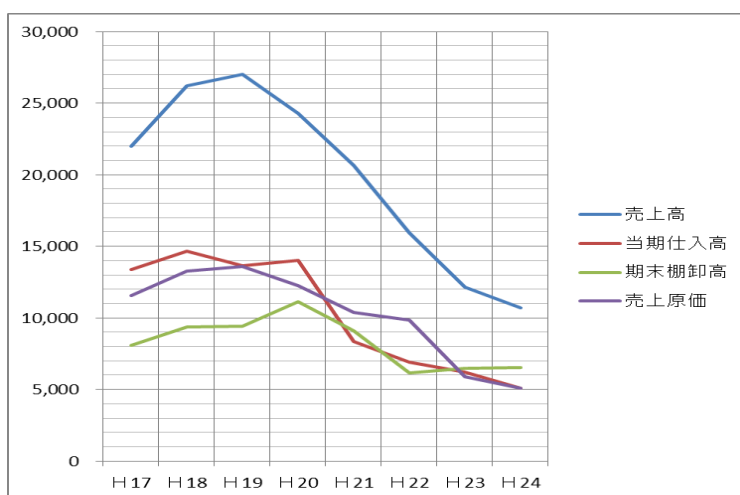
	H17	H18	H19	H20	H21	H22	H23	H24
売上総利益率	47.5%	49.4%	49.8%	49.6%	49.7%	38.3%	51.6%	52.7%



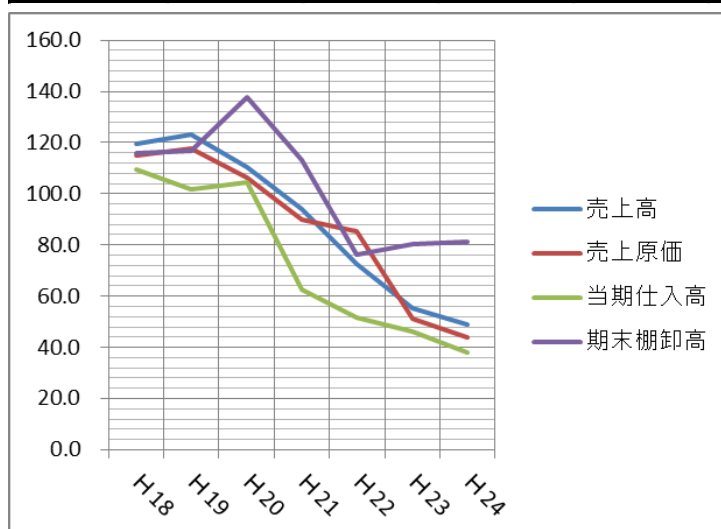
売上総利益率を高く見せるには売上原価を少なくすればよく、そのためには期末在庫の評価を操作して多くする事が考えられる。図表8によれば、売上高・仕入高が減少している中、期末棚卸資産だけが増加している期と売上総利益率が増加している期が一致しており、粉飾の可能性が高いと判断される。

【図表 8 仕入高・期末棚卸高（訂正前）の推移】

	H17	H18	H19	H20	H21	H22	H23	H24
売上高	21,968	26,207	27,032	24,292	20,625	15,961	12,168	10,700
当期仕入高	13,400	14,668	13,627	14,008	8,367	6,905	6,211	5,111
期末棚卸高	8,060	9,347	9,398	11,113	9,105	6,163	6,485	6,536
売上原価	11,532	13,271	13,575	12,255	10,375	9,847	5,888	5,060



	H18	H19	H20	H21	H22	H23	H24
売上高	119.3	123.1	110.6	93.9	72.7	55.4	48.7
売上原価	115.1	117.7	106.3	90.0	85.4	51.1	43.9
当期仕入高	109.5	101.7	104.5	62.4	51.5	46.4	38.1
期末棚卸高	116.0	116.6	137.9	113.0	76.5	80.5	81.1



b 棚卸資産回転日数

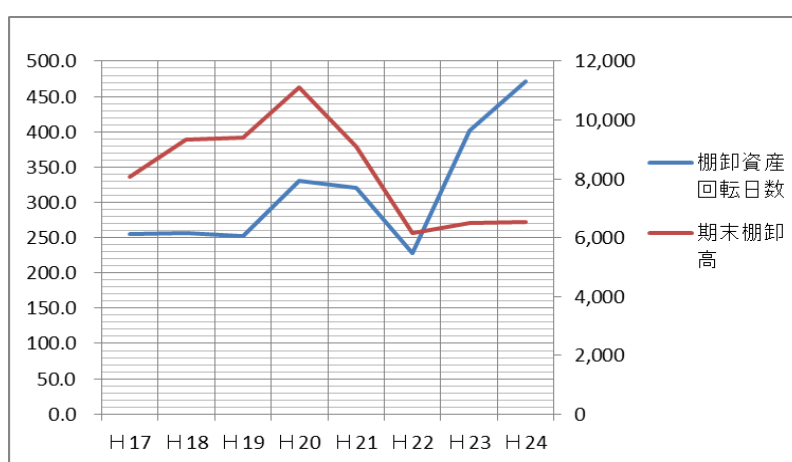
図表 9 は棚卸資産回転日数と期末棚卸高の推移を示したものである。H20 期までは棚卸資産の増加と共に回転日数も増加した。H21・H22 期は棚卸資産の減少と共に回転日数も減少し、連動した動きを示している。

しかし、H23・H24期は期末棚卸高が微増、ほぼ横ばいなのに対して極めて異常な回転数の増加を示している。

棚卸資産回転日数が増えるのは、売上原価が減少・棚卸資産が増加した場合である。期末棚卸資産を増やせば売上原価の減少と棚卸資産の増加を達成できるのである。減らない在庫に何らかの操作があると考えるに何ら不思議はない。

【図表9 棚卸資産回転日数（訂正前）】

	H17	H18	H19	H20	H21	H22	H23	H24
棚卸資産回転日数	255.1	257.1	252.7	331.0	320.3	228.4	402.0	471.3
期末棚卸高	8,060	9,347	9,398	11,113	9,105	6,163	6,485	6,536



5、決算の粉飾

(1) 背景

①経営体制

経営者と経営実権者が分離しており、経営者の力が圧倒的に弱かった。経営者は経営実権者の責任追及や叱責、人事による制裁という圧力に耐えきれず、経理操作に走った。

②経営姿勢

過剰な業績・利益偏重主義と経営実権者による不可解な人事、待遇の悪さが社員のモラル、コンプライアンスを低下させ、不正な経理処理を行う環境を作り上げた。

(2) 棚卸資産の粉飾

当社の在庫評価は主として売価還元法による原価法（貸借対照表価額については収益性の低下に基づく簿価切り下げの方法）で行われているが、取締役管理本部長の指示により、現場から上がってきた各店舗別・ジャンル別の在庫集計金額を、財務課が直接上書き修正していた。

①恣意的な過大計上

業績不振が続いたためH24 期は、利益を過大にすることを目的に、恣意的に数字を修正した。

②店舗間の不適切な在庫移動

閉鎖店舗の在庫は本来、閉店セールスを実施してできる限り売り切るようにするが、売れ残った場合、販売可能と考えられる商品は存続店舗に振り替え、販売が不可能と思われる商品は廃棄処分するものである。しかしH22 年期には 62 店舗もの閉鎖があったが、事務の混乱から閉店店舗の在庫を一律ゼロとした。このため実在庫が理論在庫を上回り、かつ粗利益率が異常な数値（通常は 50%程度）になり、監査で疑義を抱かれてしまうことを恐れ、H23 期は粗利益率を 50%程度になるよう在庫金額を修正した。

③消費税による過大計上

H23 期では、消費税控除前の金額を控除後の金額として扱い、結果消費税分を過大計上した。

④在庫のロス率改ざん

当社のロス率は通常 2~3%のところ、H22 期は 13.1%と計算された。高いロス率は会計監査人から在庫計算に疑義を抱かれる可能性があると考え、在庫金額を調整し、ロス率を 3.1%にした。

ロス率：基準日に於ける実地棚卸に基づく在庫計上額とロールフォワード計算で算出される理論在庫額の差分を百分率で表したものの。

ロールフォワード：基準となる棚卸資産残高から、一定期間の仕入、売上等による増減を加減算（転がし計算）すること。

⑤売変データの取込漏れ

売変が行われた場合、在庫計上額の減算が行われなければならないが、売切売変を在庫評価の計算に含めず、結果在庫を過大計上した。

売変：売変には、販売する店舗を変更する「店舗売変」。特定の期間に限定した売価の変更を行う「期間売変」、期間の限定なしに商品の売価を変更する「売切売変」がある。

⑥未実現利益の不適切な算定

連結決算に於いて商研（子会社）からの仕入れ分について、未実現利益を消去すべきところ、その消去額を過少に計上することによって、在庫を過大計上した。

（3）その他の粉飾

図表 10 は平成 25 年 11 月 13 日、朝日新聞デジタルに掲載された当社の粉飾決算に関する記事である。スペースに制限のある媒体である以上全てを詳細に説明することは困難だ

と思われるが、粉飾決算の内容は4年間にわたって在庫の過大計上のみを行ってきたように書かれている。他のメディアも殆ど同じである。

添付資料Cは訂正前決算から訂正後決算を差し引いたもので、粉飾した金額を示している。H24期は明らかに棚卸商品を過大計上しているが、H21・H23期は僅かの金額であり、粉飾の目的を達していない。H22期に至っては在庫の過少計上で逆の働きになっている。

記事では全く触れていないが、その他流動資産や建物や什器備品、土地などの過大計上、その他固定負債の過少計上、特別損失の過少計上などもみられ、粉飾は在庫のみではなく、他の勘定にもあること、記事が全てで正しいとは限らないことを認識しなければならない。

ただし、これは結果論であって、外部から事前に推測、判断するのは極めて困難である。

【図表 10 朝日新聞デジタルの記事】

朝日新聞デジタル
「雑貨屋ブルドッグ」が粉飾決算 利益10億円水増しか 2013年11月13日13時09分 ジャスダック上場で、ファッション雑貨の全国チェーンを展開する「雑貨屋ブルドッグ」（浜松市浜北区）が、2010年8月期から4年にわたって粉飾決算をしていたことがわかった。同社が13日明らかにした。水増しした利益は約10億円に上る見込みという。 同社によると、在庫の商品が実際より多く残っているように見せかけて、帳簿上の売上原価を圧縮。売上高から売上原価を引いた利益を水増しするなどしていた。当時の経理担当の取締役が業績を良く見せかけるために担当課長に指示した疑いがあるという。 7月に社外から新社長が就任した後に粉飾が発覚し、外部の第三者委員会で調べていた。同社はこの取締役や当時の社長の告訴を検討している。 同社のホームページによると、44都道府県に雑貨店などを展開し、12年8月期の売上高は106億円。

6、企業再生の評価

図表 11 は企業が再生する上で必要な条件を示したものである。以下5つの項目について検証を行う。

【図表 11 企業再生の条件】

企業再生の条件	
1	事業・商品の将来性
2	対外信用の維持
3	経営者の経営力・信頼度・熱意
4	財務内容
5	資金調達力

(1) 事業・商品の将来性

図表 12 は雑貨小売業上位 10 社の業績・財務内容を示したものである。

過去、雑貨小売業は若い女性をターゲットとしていたが、近年は男性から年配者まで需要層が広まり、また商品の種類も従来のインテリア雑貨からアロマ関連や健康・美容グッズなどに拡大、ジャンルもアジアン、カントリー、ファンシーなど多岐に広がっている。こうした商品構成、需要層の拡大から、上位 10 社の売上は最近 5 年間で 5.4%増と順調に市場規模を拡大させており、純利益率も 3.8%増加している。

ショッピングセンターや商業ビル、百貨店、大型スーパーなどのテナント誘致ではアパレルや化粧品をしのぐ集客力とさえいわれている。

一方、参入障壁の低い業界であり、中小企業や個人の出店が多く、競争が激化している。またトレンドの変化が激しく消費者のニーズを捉えるのが難しい業界ともいわれている。

今後、拡大する需要に支えられ、事業及び商品の将来性は比較的明るいと判断され、自社の営業努力によって成長できる業界である。

当社は創業以来成長を続けピーク時売上 270 億円（H19 期）を計上したこともあるが、自らの出店・在庫政策の失敗、そして現場の統治能力を無くした経営者、荒んだ労働環境によって自滅したものであるから、経営改革・努力によって再び業績を拡大すること、財務内容を改善することは可能と思慮される。

【図表 12 H25-26 雑貨小売業上位 10 社】

売上高	4453億円	
経常利益	263億円	
純利益	164億円	
売上増加率	5.40%	(過去5年間)
総資産額	3043億円	
従業員数	5326人	
平均年齢	34.1才	
平均勤続年数	6.1年	
平均年収	427万円	

	社名	売上	経常利益	純利益	純利益率	純資産	自己資本比率	総資産	従業員数	勤続年数	平均給与
1	良品計画	2,206	230.0	170.0	7.7%	1,110	76.9	1,402	1,438	7.2	505
2	バル	1,000	60.0	29.0	2.9%	332	47.2	661	1,845	3.5	399
3	ヴィレッジヴァンガード	436	-0.1	-1.0	-0.2%	121	40.0	302	399	4.3	394
4	レック	277	2.3	0.7	0.3%	221	70.4	314	436	11.4	599
5	SHO-BI	137	4.1	4.8	3.5%	53	38.9	137	248	9.2	474
6	パスポート	127	1.9	2.8	2.2%	14	24.7	60	244	9.8	388
7	トランザクション	94	7.2	4.3	4.6%	25	52.8	49	33	3.4	526
8	雑貨屋ブルドッグ	63	-46.9	-48.2	-76.5%	16	25.7	63	203	4.2	240
9	ミサワ	63	4.8	2.3	3.7%	11	35.8	31	288	4.1	409
10	アイデアインターナショナル	50	-0.1	-0.7	-1.4%	0.4	2.0	24	192	3.5	342

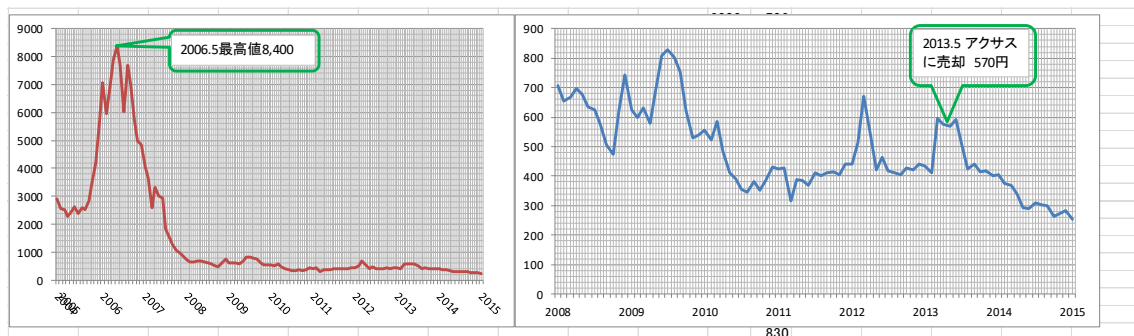
(2) 対外信用の維持

顧客は一般個人であること、仕入先への支払は現金であり、当面の支払能力に問題はないことから、取引先の信用度に不安はないと思われる。よって、ここでは投資家の評価である株価を対外信用として検証してみる。

図表 13 は当社が上場してから今年 1 月末までの株価（月末終値）を示したものである。2006 年 5 月最高値の 8,400 円を付けたが、その後 20 ヶ月間で 10 分の 1 になるまで大幅に値を下げた。2008 年 1 月以後 600 円を前後にやや落ち着くも、2010 年 4 月から再び大きく下落し 400 円前後になった。2013 年 5 月アクサスに株式を売却する前後は 500 円後半を付けやや盛り返すも、直ぐにまた下落、粉飾決算を発表する前の 2013 年 8 月には 400 円台となり、その後の業績も冴えないことから下落を続け、2015 年 1 月末には 250 円になった。最高値からは 97% の下落、アクサスが株式を取得してから 56% の下落になった。

業績は低下を続け、大赤字を計上するなど改善の成果が見えないだけに、株式市場に於ける評価は低いと言える。

【図表 13 株価推移（月間終値）】



※2006 年 6 月 1 株⇒2 株の分割あり、以後株価は×2 で表示した。

(3) 経営者の経営力・信頼度・熱意

当社の粉飾は、H25 年、代表取締役社長に就任した久岡卓司氏の指示によって調査、判明したものである。前経営実権者である内山氏とは違って、遵法精神を示し、経営の健全化を対外的に示したものと言える。また、買収した会社の株価を下げる結果となったが、

旧経営陣の責任を追及する（訴訟を起こすとも言われていた）と共に、まだ残る内山一族の持ち株による経営への影響を抑え込むには大きな力になったものと思われる。

久岡氏は決算の修正だけでなく、大幅値下げによる在庫の処分、デッドストックの廃棄処分、適正な在庫評価、不採算店の閉店、アクサスとの店舗統合、商研からの仕入ストップなどの改革を推進しており、売上を減らし赤字を計上、株価を下げてでも経営を改善しようとする決断力、経営力には評価すべきものがある。

一方、久岡氏が経営する親会社のアクサスは、実父経営のシンクス（現ノヴィル）から事業を譲渡（63億円）されたもので、自ら立ち上げたものではない。親から事業を引き継いだ二世経営者であること、また現在年商150億円といってもセルバ（39億円）やACデコール（36億円）を吸収合併して拡大してきたもので、M&A効果、即ちマネーゲームによる成長であり、本来の意味での経営力は未知数であるとして、経営力に不安を示す評価があるのも事実である。

表面上当社は自主的に経営しているとされているが、久岡氏によって改革の途上にあるだけでなく、親会社アクサスの政策による店舗の閉鎖・統合・移管、商品の仕入・販売などもあり、今後の業績、財務内容がどうなるかは久岡氏次第という状況にある。

（4）財務内容

①業績推移

新代表久岡氏の経営による決算はH25・H26期の2期である。ただし就任が平成25年7月10日のため、氏による実質経営はH26期の1期だけとなる。H26期は店舗の閉鎖やアクサスへの移管によって売上は減少を続けている。また在庫の適正化によって期末棚卸資産が大幅減になったことで、売上原価が極めて大きくなり、売上総利益率は1.2%と異例の低さになった。このため48億円の赤字となり、大幅減収・大幅赤字という厳しい業績になった。

②財務構成・収支概数

図表14はH17期からH26期までの10年間に於ける主な財務比率の最大値と最小値、最新期の数値をグラフにしたものである。H26期の流動比率は166.3%、当座比率98.9%で、現金預金は25億円を有する。ピーク時には流動比率447.1%（H24期）、当座比率206.0%（H24期）、現金預金69億円（H23期）があり、大きく悪化している。

ただ現金・預金は月間売上原価の4.8倍、仕入債務の21倍に当たり、収支上の資金負担額14億円、CCCは2.8であることから、当座の資金に先ず不安はないと言える。

図表15はH26期決算書から2014年9月の収支を推計したものである。9月末の現金預金残は月初より3億円減少しているが、まだ潤沢な現金預金を残し、かつ殆どが即金回収であることから、仕入れの調整によって資金繰りもしやすいものと見られる。

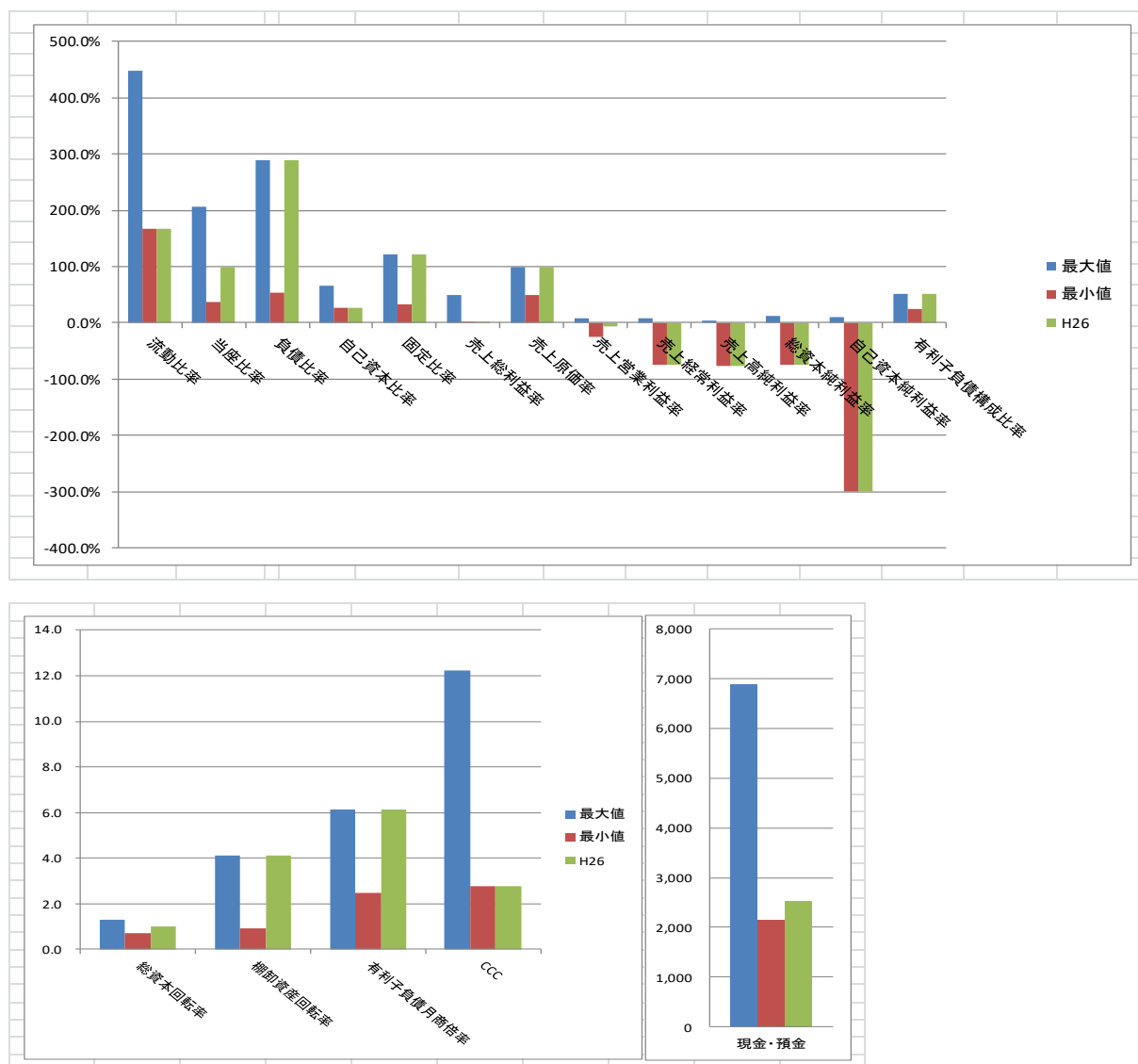
問題であった棚卸資産は15億円で、ピーク時の111億円（H20期）から大幅減少、棚卸資産回転率は4.1回で、最悪時の0.9回（H24期）から4倍以上の改善を示しており、

資金回転は大きく改善している。

有利子負債は32億円で月商の6.1倍とやや多く、有利子負債比率は51.7%にある。ボトムは24.1%（H20期）であり、ほぼ倍増した。負債比率は289.1%でボトムの54.0%（H21期）から実に5.4倍になった。自己資本比率は25.7%（ピークはH24期の65.6%）、固定比率121.9%（ボトムはH24期の32.3%）と軒並み悪化している。

総じて、店舗数の減少や在庫処分により業績は低下し、財務内容も負債比率の増加、自己資本比率の低下などで悪化している。ただし経営の存続を脅かすほどの悪化ではなく、当面の資金繰りには特に問題はないものと見られる。

【図表 14 直近10年間の財務比率比較】



【図表 15 推定月間収支概数】

2014年9月			
前月繰越現金・預金	2,521		
売上即金回収	487	買掛金 支払	292
売掛金 回収	42	人件費 支払	122
その他収入	10	諸経費 支払	284
		借入金返済	145
		次月繰越現金・預金	2,217
合計	3,060	合計	3,060

(5) 資金調達力

当社自身に資金繰りの自主性が保たれており、差し迫った不安はないと言える。但し、業績の悪化が続き赤字を垂れ流すようであれば、財務内容は更に悪化し資金繰りにも影響を及ぼすのは必至である。

資金調達の背景としては親会社アクセスの信用と資産が考えられる。図表 16 はアクセスのH25 期決算概要であるが、自己資本比率は 13.7%、有利子負債比率は 72.6%と他人資本への依存が高い。所有不動産もかなり認められるが、殆ど借入の見返りであり、担保余力は乏しいものと判断される。固定比率は 363.8%で資金の固定度も高く、財務内容は決して良いものではない。純利益率は 6.5%と高いが特別利益という継続性のない収益が貢献したもので、営業利益率は 1.9%しかなく、支払利息が営業利益に占める割合は 40.8%と高く、収益性を圧迫しており、実質採算維持が一杯の収益性にある。よって自社の資金繰りを維持するのが精一杯であり、子会社の面倒を見るほどの余裕はないと判断するのが妥当である。

ただし、久岡一族を見た場合、当社設立時に事業を譲渡したノヴィルは現在久岡征司氏を社長としてパチンコ店 (24 か所)、外食・遊技場・他 (49 か所) を経営、年商 904 億円、徳島県内トップクラスの資本力を誇る企業として知られており、その信用力を背景とした資金調達力には大きなものがある。

【図表 16 アクサス H25 期決算概要】

H25.8期					
流動資産	6,338	流動負債	5,768	売上高	15,089
現金・預金	1,951	買掛金	754	売上原価	11,021
売掛金	445	短期借入金	4,570	売上総利益	4,068
棚卸資産	3,738	他		販・管・費	3,786
他		固定負債	5,149	営業利益	282
固定資産	6,316	長期借入金	3,619	営業外収益	291
土地	2,497	社債	1,000	営業外費用	272
建物	1,606	他		経常利益	301
有価証券	161	負債合計	10,918	特別利益	1,294
敷金・保証金	460	資本金	500	特別損失	307
その他投資	1,088	利益剰余金	1,233	税込利益	1,021
他		純資産合計	1,736	法人税等	43
資産合計	12,654	負債・純資産合計	12,654	純利益	978
自己資本比率	13.7%	総資本回転率	1.2	売上総利益率	27.0%
流動比率	109.9%	棚卸資産回転率	4.0	営業利益率	1.9%
固定比率	363.8%			経常利益率	2.0%
有利子負債構成比率	72.6%			純利益率	6.5%

(6) 結論

表面上当社は自主的に経営されているが、久岡氏によって改革の途上にあるだけでなく、親会社アクサスの政策による店舗の閉鎖・統合・移管、商品の仕入・販売などもあり、今後、業態・業績・財務内容がどうなるかは久岡氏次第という状況にある。

アクサスが過去吸収合併によって規模を拡大してきたように、当社も吸収合併されて消滅してしまう可能性がある。一方、逆に上場会社として一応の知名度と歴史のある当社を存続会社として、アクサスを吸収して業容を拡大させる可能性もある。更に同業者をM&Aし飛躍的に業容を拡大させることも考えられる。

よって改革途上にあること、経営者・親会社の政策次第にあることから当社単独で評価することにあまり意味をなさないが、現状に於いて業績・財務内容共に悪化しており、企業再生は為し得ていない。

当面、業容維持において資金繰り上差し迫った不安はないが、業績が回復できなかった場合は更なる財務内容の悪化が予測される。ただし、ノヴィルを経営する久岡一族の資金力に期待がもて、資金的な問題は先ず起こさないものと思慮される。

以上