

# 利益ポテンシャルと CCC による収益性分析

— 2015 年 8 月期までのファーストリテイリング社のデータに基づいて —

山本 宣明

## はじめに

本稿は利益ポテンシャル (Profit Potential) と CCC (Cash Conversion Cycle) を統合的に用いる新たな方法によって、日本を代表する衣料品専門チェーンであるファーストリテイリング社 (以下、FR 社) の収益性を分析する。本稿で言う収益性の分析は、損益計算書で計算される営業利益、キャッシュ・フロー計算書で言う営業活動によるキャッシュ・フロー (以下、営業 CF) を対象とするものであり、最終的に主たる営業活動による現金創出状況を評価する。なお、本稿では営業 CF としてキャッシュ・フロー計算書の営業活動によるキャッシュ・フローの部の小計欄の数値を用いる。理由は小計欄以後の計算が税金を差し引いたり投資 CF や財務 CF に入らない項目の調整を行ったりするなど、純粋な営業利益に対応するものではないからである。したがって、分かりやすさを意識して本稿では営業 CF (小計) と称する。

利益ポテンシャルはトヨタの経営実践の観察から考え出された指標である。基本式は分子に営業利益、分母に棚卸資産を採って計算される。現場版 ROA とも称される指標であり、現場オペレーションの収益力を映し出す指標として 2000 年代に登場し注目された。一方、CCC の概念自体は 1970 年代に登場し、その後、運転資本管理 (Working

Capital Management) の分野の鍵概念として主として議論されてきた。ところが、2000 年代に入ってマーケティングや SCM、管理会計の分野で CCC が注目されるようになった。

利益ポテンシャルと CCC は統合的に用いることで初めて本業の現金創出状況を一貫性ある形で明らかにできる。現金創出の前提は利益であり、利益から現金への変換スピードによって規定される<sup>(1)</sup>。それは企業の価値連鎖全体のパフォーマンスを総合する意味を持っている。本稿の分析から FR 社の特に 2010 年以後の海外展開は大きな課題に直面していることが明らかとなる。

## 1. 売上高、営業利益、営業 CF の推移

FR 社は日本の衣料品の製造販売で圧倒的な存在感を見せている。同社の売上高、営業利益、営業 CF を概観すると、特に 2010 年前後からの急速な成長は注目に値する。2001 年 8 月期から 2010 年 8 月期にかけて 10 年で売上高をほぼ倍に伸ばした FR 社は、2011 年 8 月期から 2015 年 8 月期までの 5 年間という短さで更に売上高を倍に伸ばした。そして、売上高の伸張に歩を合わせるように、営業利益と営業 CF も順調に伸びてきている。

図 1 売上高の推移

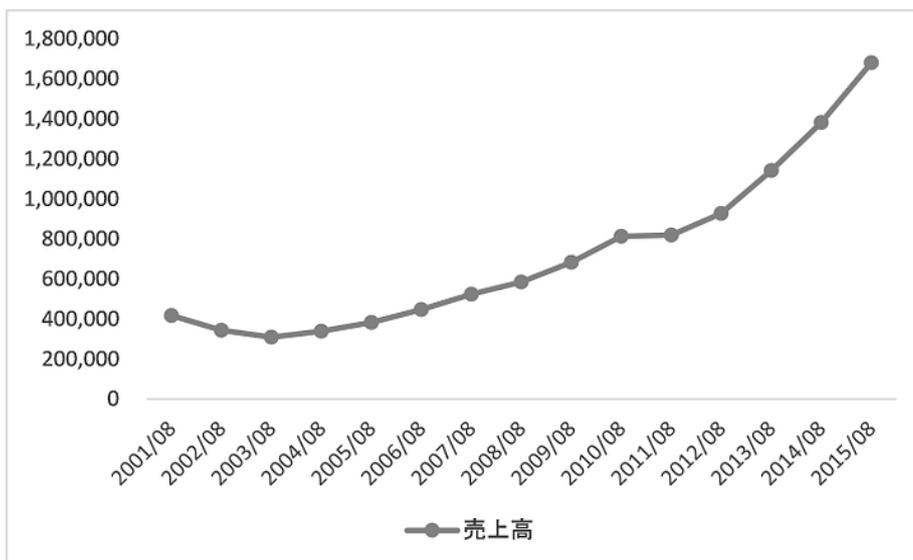


図 2 営業利益と営業 CF (小計) の推移

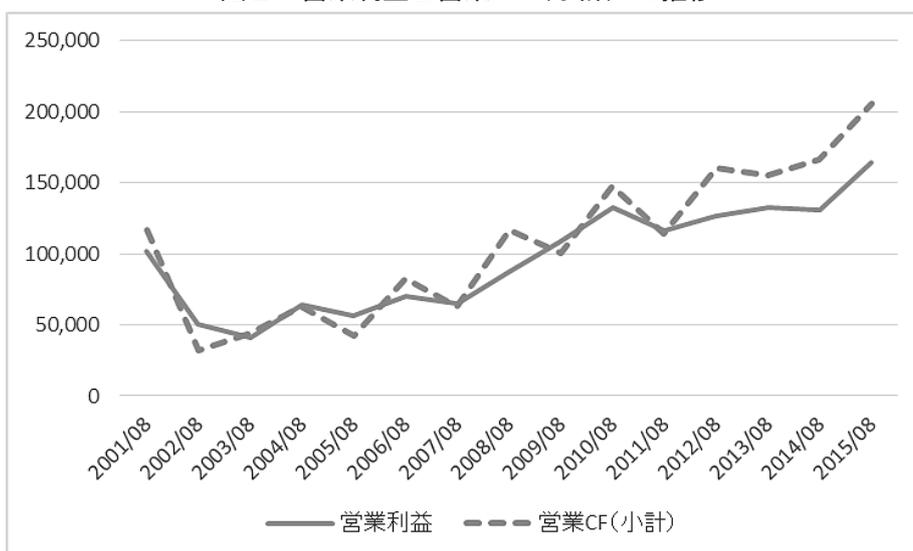


表 1 売上高、営業利益、営業 CF (小計) の推移

|          | 2001/08 | 2002/08 | 2003/08   | 2004/08   | 2005/08   |
|----------|---------|---------|-----------|-----------|-----------|
| 売上高      | 418,561 | 344,170 | 309,789   | 339,999   | 383,973   |
| 営業利益     | 102,081 | 50,418  | 41,308    | 63,954    | 56,692    |
| 営業CF(小計) | 116,308 | 32,455  | 44,173    | 62,464    | 42,040    |
|          | 2006/08 | 2007/08 | 2008/08   | 2009/08   | 2010/08   |
| 売上高      | 448,819 | 525,203 | 586,451   | 685,043   | 814,811   |
| 営業利益     | 70,355  | 64,963  | 87,493    | 108,639   | 132,378   |
| 営業CF(小計) | 82,193  | 62,863  | 116,706   | 100,513   | 147,197   |
|          | 2011/08 | 2012/08 | 2013/08   | 2014/08   | 2015/08   |
| 売上高      | 820,349 | 928,669 | 1,143,003 | 1,382,935 | 1,681,781 |
| 営業利益     | 116,365 | 126,450 | 132,920   | 130,402   | 164,463   |
| 営業CF(小計) | 114,141 | 160,172 | 154,899   | 166,216   | 205,456   |

(単位: 百万円)

注) FR 社は 2002 年 8 月期から日本基準の連結決算を行い、  
2014 年 8 月期から IFRS 基準の連結決算を行っている。

## 2. 分析方法の説明

利益ポテンシャルと CCC を組み合わせて分析を行うことは、棚卸資産当たり営業利益を起点に売上から利益そして現金への変換過程を分析することに他ならない。これは、伝統的な投下資本利益率 (ROI) を基点とするデュポン・チャート・システムが資産全体を守備範囲とするのに対して、固定資産を前提ないし基礎に営業循環過程での運転資本の動きに焦点を当てるアプローチである。伝統的な ROI はメッシュが粗く本業の収益力を上手く反映できないと批判されている (河田編, 2009)。このことに対する 1 つの進化を志向したアプローチが本稿で示す分析方法である。その過程を要点的に示すと以下ようになる。

- (1) 利益ポテンシャルと構成要素の検討から、棚卸資産当たり営業利益の創出能力を分析する。具体的には、利益ポテンシャル、利益率指標として売上原価営業利益率、売上高営業利益率、売上高総利益率、回転率指標として棚卸資産回転率を算出し検討する。
- (2) CCC と構成要素の検討から、利益から現金への平均変換過程、現金創出能力を分析する。具体的には、CCC、キャッシュインフローの平均変換時間指標として売上債権回転期間と棚卸資産回転期間、キャッシュアウトフローの平均変換時間指標として仕入債務回転期間を算出し分析する。また、CCC のシミュレーションを通じた分析を合わせて行い検討する。
- (3) 利益ポテンシャルと CCC の検討から抽出された問題点を、セグメント情報に注目して更に分析する。

### <利益ポテンシャルを起点にするこの意味>

利益ポテンシャルは分子に営業利益、分母に棚卸資産を用いて計算される。その期の営業利益を稼ぎ出す為に、どれだけの棚卸資産を準備する必要があるかを測定する指標である (河田, 2008; 河田編, 2009)。利益ポテンシャルは在庫ゼロを極限理想とする指標である。その期の営業利益を稼ぎ出す為に、どれだけの棚卸資産を準備する必要があるのかは、精緻な販売予測とそれに基づく最適な販売・生産・購買体制を構築することと、実際の販売状況に合わせて柔軟に販売・購

買体制を調整することができたかを総合した意味合いを持っている。

利益ポテンシャルは利益率指標と回転率指標に分解できる。次式の①と②がそれである。

$$\begin{aligned} \text{利益ポテンシャル} &= \text{営業利益} / \text{棚卸資産} \\ &= (\text{営業利益} / \text{売上原価}) \times (\text{売上原価} / \text{棚卸資産}) \cdots \text{①} \\ &= (\text{営業利益} / \text{売上高}) \times (\text{売上高} / \text{棚卸資産}) \cdots \text{②} \end{aligned}$$

分子に営業利益が来ているのは、販売している製品ないしサービスがどれほどの利益率を有しているかを測定している。本稿では、利益ポテンシャルが直接的に計算対象とする①の展開式に含まれる売上原価営業利益率と②の展開式にある売上高営業利益率に加え、売上高総利益率も計算する。そうすることで売上高と製造原価、営業費用の関係を総合的に捉える。

次に分母の棚卸資産は運転資本全体へと分析を展開する。その展開は、分析方法のもう 1 つの中心指標 CCC によって行われる。ここで重要なことは、運転資本全体への分析の展開を行うに当たって、利益ポテンシャルで棚卸資産を分析の起点に据えている点である。利益ポテンシャルと CCC は運転資本の構成要素という点で連動させ得る。

### <CCC を分析することの意味>

CCC は次式で測定される。

$$\text{CCC} = \text{売上債権回転期間} + \text{棚卸資産回転期間} - \text{仕入債務回転期間}$$

CCC を分析することは、運転資本全体の動きを運転資本の回転率として捉えることを意味する。CCC への展開は利益ポテンシャルの分析を通じて把握される収益性の状況を、売上債権の回収状況と仕入債務の支払状況も含めて現金創出という観点から総合する意味を持つ。

なお、運転資本の回転率の分析は CCC とその構成要素による検討が有効である。何故なら、運転資本の回転率の分析は CCC が捕捉する回転期間でなければ理解して活用することが難しいからである。CCC は主たる営業活動で平均的に何日間の運転資金が必要かを算出する。それは利益が現金へ

と変換されるまでに要する平均時間とも言える。CCC によって、各回転期間が変換過程にどのような影響を及ぼしているのかが検討できる。

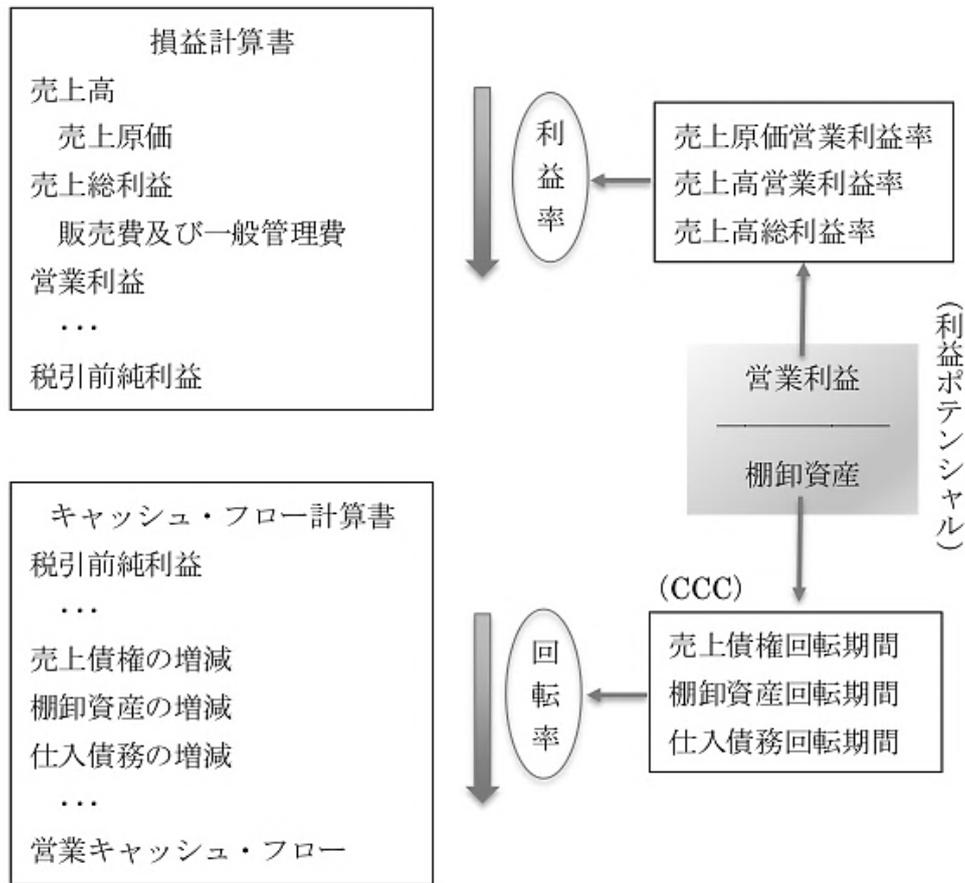
＜利益ポテンシャルと CCC による分析の全体イメージ＞

利益ポテンシャルと CCC による分析の全体イメージをまとめると図 3 のようになる。

図 3 で損益計算書とキャッシュ・フロー計算書

を縦に並べていることから分かるように、本分析方法は利益ポテンシャルを利益率指標と回転率指標に分解し、損益計算書の営業利益までの計算過程、キャッシュ・フロー計算書の営業 CF を算出するまでの過程に財務分析指標を紐付けている。これは損益計算書とキャッシュ・フロー計算書を結合することで、損益計算と現金計算を一体的に理解するべきと主張している河田（2004）や河田編（2009）を基礎に筆者が考えたものである。

図 3 利益ポテンシャルと CCC による収益性の分析



＜セグメント情報に注目することの意味＞

利益ポテンシャルと CCC の構成要素への分解による分析検討によって抽出される問題点は、あくまで企業全体である。抽出された問題点が具体的にどの事業で生じているかを明確にするには、セグメント情報の分析が有効である。経営者が採用しているセグメント毎に問題点をブレイクダウンして検討し、何らかの推定をすることで、より実効性のある分析結果を得ることが、セグメント情報に注目することの意味である。

以上を踏まえ、節を改めて分析に入れることにする。

3. 利益ポテンシャルによる収益性の分析

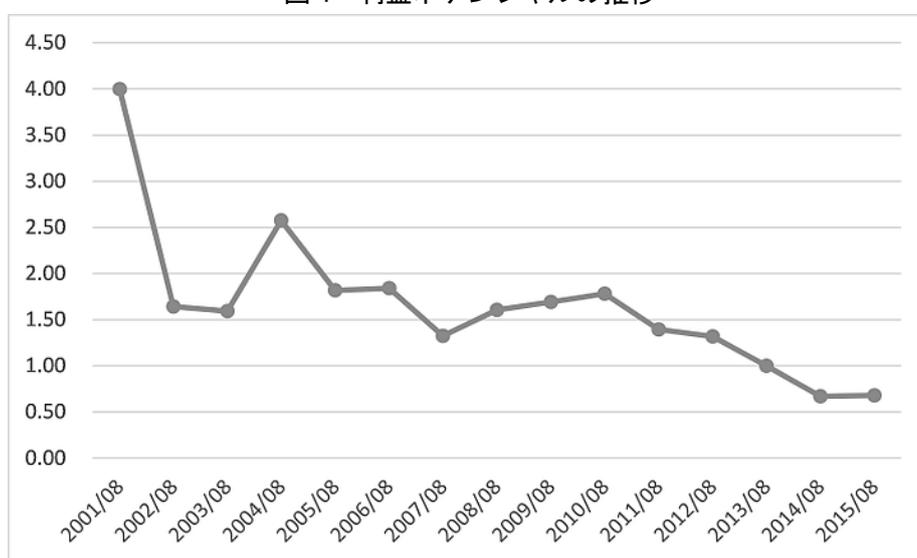
既述のように、利益ポテンシャルは利益率と回転率の指標に分解することができる。現場オペレーションの効率性を純粋に診たい場合①と、価格要素を勘案して販売市場との関連を踏まえた利益

の多寡を診たい場合②で分けることができる。但し、棚卸資産回転率（①と②の第2項）は価格要素を排除することが肝要なため、①のみを用いる。

表 2 利益ポテンシャルの推移

|         |         |         |         |         |
|---------|---------|---------|---------|---------|
| 2001/08 | 2002/08 | 2003/08 | 2004/08 | 2005/08 |
| 4.00    | 1.64    | 1.59    | 2.58    | 1.82    |
| 2006/08 | 2007/08 | 2008/08 | 2009/08 | 2010/08 |
| 1.84    | 1.33    | 1.61    | 1.69    | 1.78    |
| 2011/08 | 2012/08 | 2013/08 | 2014/08 | 2015/08 |
| 1.40    | 1.32    | 1.00    | 0.67    | 0.68    |

図 4 利益ポテンシャルの推移



FR 社の利益ポテンシャルは 2001 年 8 月期に 4.00 という高い数値を示した後、2002 年から 2010 年にかけては多少の振幅を示しつつも 1.5～1.8 周辺で推移し、2011 年 8 月期からは 1.0 周辺で特に直近の 2014 年・2015 年にかけては 1.0 を下回ってきている。すなわち、FR 社の利益ポテンシャルは長期低落傾向にある。

### 3-1. 利益ポテンシャルの要素分解による検討

#### ① 利益率編

FR 社の利益ポテンシャルを第 1 の要素である利益率で診てみたい。売上原価営業利益率、売上高営業利益率、売上高総利益率を用いる。

表 3 売上原価営業利益率の推移

|         |         |         |         |         |
|---------|---------|---------|---------|---------|
| 2001/08 | 2002/08 | 2003/08 | 2004/08 | 2005/08 |
| 46.67%  | 26.02%  | 23.92%  | 36.17%  | 26.53%  |
| 2006/08 | 2007/08 | 2008/08 | 2009/08 | 2010/08 |
| 29.76%  | 23.47%  | 29.88%  | 31.63%  | 33.60%  |
| 2011/08 | 2012/08 | 2013/08 | 2014/08 | 2015/08 |
| 29.49%  | 27.90%  | 22.96%  | 19.09%  | 19.74%  |

売上原価営業利益率は利益ポテンシャルの推移と同様に 2001 年 8 月期がほぼ 47%であったが、2002 年 8 月期から 2011 年 8 月期まで振り幅があ

りつつもほぼ 30%前後で推移し、2012 年 8 月期から 2015 年 8 月期にかけて 30%周辺から 20%周辺へと急速に低下してきている。

表 4 売上高営業利益率の推移

| 2001/08 | 2002/08 | 2003/08 | 2004/08 | 2005/08 |
|---------|---------|---------|---------|---------|
| 24.39%  | 14.65%  | 13.33%  | 18.81%  | 14.76%  |
| 2006/08 | 2007/08 | 2008/08 | 2009/08 | 2010/08 |
| 15.68%  | 12.37%  | 14.92%  | 15.86%  | 16.25%  |
| 2011/08 | 2012/08 | 2013/08 | 2014/08 | 2015/08 |
| 14.18%  | 13.62%  | 11.63%  | 9.43%   | 9.78%   |

売上高営業利益率は利益ポテンシャルと売上原価営業利益率の推移と同様と評価できる。2001 年 8 月期は 24.39%、2002 年 8 月期から 2011 年 8 月

期までは 15%前後で推移し、2012 年 8 月期からは急速に 10%前後へと低下してきている。

表 5 売上高総利益率の推移

| 2001/08 | 2002/08 | 2003/08 | 2004/08 | 2005/08 |
|---------|---------|---------|---------|---------|
| 47.74%  | 43.70%  | 44.24%  | 48.00%  | 44.35%  |
| 2006/08 | 2007/08 | 2008/08 | 2009/08 | 2010/08 |
| 47.33%  | 47.30%  | 50.08%  | 49.85%  | 51.65%  |
| 2011/08 | 2012/08 | 2013/08 | 2014/08 | 2015/08 |
| 51.90%  | 51.20%  | 49.34%  | 50.60%  | 50.45%  |

売上高総利益率は 2001 年 8 月期から 2015 年 8 月期に至るまで、ほぼ一貫して 50%前後で推移してきている。これは、FR 社の製造原価が平均的に一定水準で推移し続けていることを示唆する。

#### <利益率の検討結果>

利益ポテンシャルの利益率要素の推移から言えることは、FR 社の利益ポテンシャル低下の一因が、販売費及び一般管理費の相対的増加にあるということである。

### 3-2. 利益ポテンシャルの要素分解による検討

#### ② 回転率編

表 6 棚卸資産回転率の推移

| 2001/08 | 2002/08 | 2003/08 | 2004/08 | 2005/08 |
|---------|---------|---------|---------|---------|
| 8.57    | 6.31    | 6.66    | 7.12    | 6.85    |
| 2006/08 | 2007/08 | 2008/08 | 2009/08 | 2010/08 |
| 6.18    | 5.65    | 5.37    | 5.35    | 5.30    |
| 2011/08 | 2012/08 | 2013/08 | 2014/08 | 2015/08 |
| 4.73    | 4.73    | 4.36    | 3.50    | 3.45    |

利益ポテンシャルのもう 1 つの構成要素である棚卸資産回転率の推移は、やはり利益ポテンシ

ャルの推移同様に長期低落傾向にあることを示している。2001 年 8 月期から 2005 年 8 月期にかけて

は平均的に 7 回転周辺だったが、2006 年 8 月期から 2010 年 8 月期にかけて 6 回転から 5 回転へと低下し、2011 年 8 月期以後は概ね 4 回転だったが、直近の 2014 年と 2015 年に関しては 3 回転になりつつある。

棚卸資産回転率の低下は、端的に売上に対する在庫の相対的増加が原因である。特に分子に売上原価を採って計算していることから、価格要素は排除されており、純粋に販売数量に対する在庫の相対的増加が棚卸資産回転率の低下を招いていると言える。

### 3-3. 利益ポテンシャルの分析結果

FR 社の 2000 年以後の利益ポテンシャルは長期低落傾向にある。その主たる原因は、売上に対する販売費及び一般管理費と棚卸資産の相対的増加である。

FR 社は 2000 年以後、一貫して拡大路線を志向してきた。それは日本だけでなく中国や東南アジア、米国、欧州を含む各国への展開である。2000 年以後、売上高は一貫して右肩上がりであり、合わせて売上総利益や営業利益の絶対額を見る限りでは FR 社の経営に死角があるとは思われない。

しかしながら、利益ポテンシャルの長期低落傾向は同期間の成長が棚卸資産当たりの収益力（現金創出力）を毀損しながらのものであったことを示唆している。成長に伴う価値連鎖の大規模化と複雑化は、販売費及び一般管理費と棚卸資産の増大による利益率と回転率の低下を招いてきた。利

益率の低下に関して補足すると、先に FR 社の製造原価は一定水準で推移してきたと記したが、棚卸資産の相対的増加は全部原価計算の構造の下で売上原価を圧縮する効果を持っている。したがって、売上高総利益率は表面上計算される数値よりも実際は低くなっている可能性がある。売上高総利益率が実際には低下しているとすれば、利益率全体の低下はもっと著しいものかもしれない。特に 2010 年以後の推移は、それまでとは明らかに異なる段階に入っていることを予感させるものであり、2014 年 8 月期と 2015 年 8 月期の数値は 2010 年前後からの推移が象徴的に表れていると見ることができる。

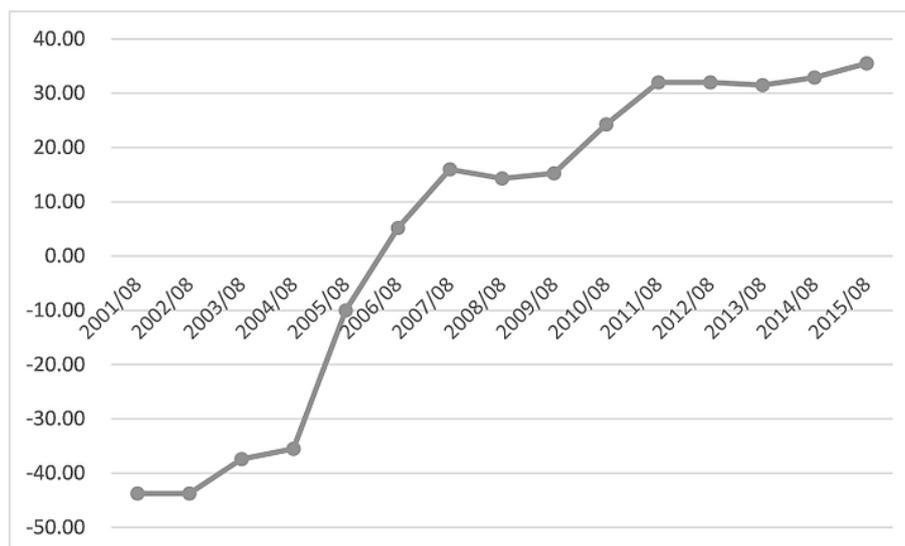
販売費及び一般管理費と棚卸資産の相対的増加はキャッシュ・フローを圧迫する。その結果か、2015 年 8 月期は売上高、営業利益、営業 CF（小計）は何れも過去最高となる一方、本稿で特に注目している 2010 年以後の動向で見ると、2010 年 8 月期と 2015 年 8 月期では売上高規模が倍になっているにも関わらず営業利益と営業 CF（小計）は 1.2 倍から 1.4 倍に止まっている。また、注目されるのは 2011 年 8 月期を境に営業 CF（小計）が一貫して営業利益を上回っていることである。営業利益の減少は端的に販売費及び一般管理費の増大によることが明確に理解されるものの、営業 CF（小計）が一貫して営業利益を上回っていることは利益ポテンシャルの分析だけでは説明できない。次に、この点を CCC による収益性の分析を通じて検討する。

## 4. CCC による収益性の分析

表 7 CCC の推移

|         |         |         |         |         |
|---------|---------|---------|---------|---------|
| 2001/08 | 2002/08 | 2003/08 | 2004/08 | 2005/08 |
| -43.74  | -43.73  | -37.39  | -35.48  | -10.03  |
| 2006/08 | 2007/08 | 2008/08 | 2009/08 | 2010/08 |
| 5.19    | 16.01   | 14.31   | 15.27   | 24.28   |
| 2011/08 | 2012/08 | 2013/08 | 2014/08 | 2015/08 |
| 32.05   | 32.05   | 31.50   | 32.89   | 35.53   |

図 5 CCC の推移



FR社のCCCは、2008年8月期や2013年8月期で揺り戻しがあるものの、利益ポテンシャルと同様に長期的に長期化してきた。期間を区切るとすれば、2006年8月期で初めてCCCはプラスへと転じ、その後順次長期化して2011年8月期以降は32日から35日へと伸びてきている。

CCCが長期的に長期化してきたことは、必要運転資金が大きくなってきたことを意味する。その一方で2015年8月期は過去最高の営業CF(小計)をたたき出している。その構造を、CCCの構成要素の変化を見ることで検討する。

表 8 CCC の構成要素の推移

|          | 2001/08 | 2002/08 | 2003/08 | 2004/08 | 2005/08 |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 売上債権回転期間 | 2.40    | 3.62    | 4.37    | 4.03    | 3.66    |
| 棚卸資産回転期間 | 42.60   | 57.84   | 54.80   | 51.27   | 53.29   |
| 仕入債務回転期間 | 88.74   | 105.19  | 96.55   | 90.78   | 66.98   |
|          | 2006/08 | 2007/08 | 2008/08 | 2009/08 | 2010/08 |
| 売上債権回転期間 | 5.23    | 6.34    | 7.24    | 7.63    | 6.85    |
| 棚卸資産回転期間 | 59.02   | 64.63   | 67.92   | 68.19   | 68.87   |
| 仕入債務回転期間 | 59.07   | 54.96   | 60.84   | 60.55   | 51.44   |
|          | 2011/08 | 2012/08 | 2013/08 | 2014/08 | 2015/08 |
| 売上債権回転期間 | 7.38    | 7.41    | 8.64    | 10.77   | 10.01   |
| 棚卸資産回転期間 | 77.16   | 77.20   | 83.72   | 104.15  | 105.84  |
| 仕入債務回転期間 | 52.49   | 52.57   | 60.86   | 82.03   | 80.32   |

#### 4-1. 売上債権回転期間

FR社の売上債権回転期間は、2001年8月期以後、長期的に長期化してきた。しかしながら、基本的にB to Cのビジネスモデルであることから、多くの場合、現金売上になっていると思われ、同期間の長期化は恐らくは部分的に拡大してきていると思われるインターネットを通じた販売やクレジット決済の相対的増加が影響していると考えられる。

#### 4-2. 棚卸資産回転期間

2000年代前半に若干の揺り戻しがあるものの、棚卸資産回転期間は一貫して長期化してきた。同期間、売上高は一貫して右肩上がりであることを踏まえると、棚卸資産回転期間の長期化は自然増・不可避なものだったかもしれない。しかしながら、2011年8月期以後の長期化はそれまでの水準とは次元が異なってきている。とりわけ2014年8月期と2015年8月期は100日を超える水準に達している。これは、計画した売上高が実際には

達成できていない可能性を指摘できると共に、従来機能していた販売状況に対応した在庫調整が上手く機能していないことが考えられる。

#### 4-3. 仕入債務回転期間

2005年8月期以後、多少の揺り戻しがありつつも、仕入債務回転期間は基本的に短縮されてきた。ところが、2013年8月期と2014年8月期は急速にその期間が延びた。これは、前述の棚卸資産回転期間の急速な伸張に対応する措置と考えるのが妥当と思われる。すなわち、2013年8月期以降の仕入債務回転期間の伸張は、棚卸資産回転期間の急速な伸張に対応するための意図的な措置と推測される。

表9 仕入債務回転期間が50日だった場合の影響

| (単位: 百万円)           | 2013/08 | 2014/08 | 2015/08 |
|---------------------|---------|---------|---------|
| 営業活動によるキャッシュフロー     | 99,439  | 110,595 | 134,931 |
| 仕入債務回転期間50日の場合の影響額  | -17,233 | -59,951 | -69,205 |
| 営業活動によるキャッシュフローの修正額 | 82,206  | 50,644  | 65,726  |
| 投資活動によるキャッシュフロー     | -63,901 | -56,323 | -73,145 |
| FCF(フリー・キャッシュ・フロー)  | 18,305  | -5,679  | -7,419  |

2013年8月期と2014年8月期、2015年8月期の仕入債務回転期間の実際値は約60日と約80日である。それを仮に50日として計算してみた場合、2013年8月期で約172億円のマイナス、2014年8月期で約600億円のマイナス、2015年8月期で約692億円のマイナスとなる。仮に実際の投資活動を行っていたとしたら、フリー・キャッシュ・フロー(FCF)は2014年8月期と2015年8月期ではマイナスになっていたと推測される。それは財務活動によるキャッシュ・フローにも当然ながら影響を与えることになり、何らかの資金調達が必要とされた事態に陥っていた可能性もある。仕入債務回転期間の長期化は、このような事態を回避する施策だったと視ることができる。

#### 4-5. CCCの分析結果

2015年8月期の過去最高の売上高、営業利益、営業CF(小計)は、大量の棚卸資産の抱え込みと仕入債務支払いの長期化によって達成されたと評価することができる。

CCCの推移からは、2000年以後のFR社の経営が現金の変換効率を犠牲にしながら売上高の増大に

#### 4-4. CCCの変化によるキャッシュ・フロー・シミュレーション

FR社のCCCと構成要素の動向から注目できるのは、やはり直近の2013年8月期、2014年8月期、2015年8月期の動向である。棚卸資産回転期間の急速な長期化と、それに対応するように長期化されたと思われる仕入債務回転期間の変化は営業CFに大きな影響を与えたと推測できる。そこで、池田(2013, pp. 117-119)の方法を参考に、仕入債務回転期間を2012年度までの傾向を考慮して仮に50日となっていた場合の影響を算出したのが表9である<sup>(2)</sup>。

邁進してきたことが伝わってくる。CCCは多少の揺り戻しを経つつも、長期的に長期化してきた。また、CCCの構成要素に注目すれば、売上高の増大に伴うと思われる売上債権回転期間の漸進的な長期化、棚卸資産回転期間の途中までの漸進的な長期化と近年の急速かつ大規模な長期化、仕入債務回転期間の長期的な短縮化と近年の急速な長期化といった傾向が読み取れる。

2011年8月期以後のCCCは、それまでのCCCよりも一段違う段階に入っていることを示唆する。率直に言えば、FR社は成長を追い求めてかなり苦しんでいる。在庫を積みましてでも規模の拡大を追求していると言っても良い。仕入債務回転期間の長期化は、同期間の拡大・成長を支える為に是非とも実行しなければならない施策だったと思われる。

## 5. セグメント情報を通じた問題点の検討

ここまで得られた分析結果を更に検討するた

め、セグメント情報の分析を行う。

FR 社の動向で注目されるのは 2010 年以後である。セグメント情報の開示方法の一貫性と紙幅の関係もあり、ここでは 2010 年 8 月期以後のセグメント情報に注目する。

FR 社のセグメント情報は、国内ユニクロ事業と海外ユニクロ事業、グローバルブランド事業という 3 区分で公表されている。国内ユニクロ事業と

海外ユニクロ事業は、その名の通り日本国内と海外のユニクロ事業であり、グローバルブランド事業はユニクロ事業以外の事業が包摂されている。グローバルブランド事業は年度によって含まれる事業に多少の違いがあるので注意が必要である。なお、資産や負債が各セグメントに割り当てられていないことから、様々な回転率の分析はできない。

## 5-1. 各セグメントの趨勢からの推測

表 10 各セグメントの売上と利益の絶対額

|             | 2010/08 | 2011/08 | 2012/08 | 2013/08 | 2014/08 | 2015/08 |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 国内ユニクロ事業    |         |         |         |         |         |         |
| 売上収益        | 615,149 | 600,148 | 620,063 | 683,314 | 715,643 | 780,139 |
| 営業利益        |         |         |         | 95,217  | 106,304 | 117,249 |
| セグメント利益     | 127,701 | 106,217 | 102,347 | 97,902  | 106,650 | 119,651 |
| 海外ユニクロ事業    |         |         |         |         |         |         |
| 売上収益        | 72,792  | 93,717  | 153,176 | 251,192 | 413,655 | 603,684 |
| 営業利益        |         |         |         | 12,433  | 32,956  | 43,376  |
| セグメント利益     | 6,367   | 8,952   | 10,999  | 12,394  | 32,552  | 42,914  |
| グローバルブランド事業 |         |         |         |         |         |         |
| 売上収益        | 125,200 | 134,665 | 153,031 | 206,234 | 251,225 | 295,316 |
| 営業利益        |         |         |         | 16,693  | -4,195  | 14,418  |
| セグメント利益     | 7,849   | 8,789   | 14,539  | 16,340  | -3,661  | 14,362  |

(単位：百万円)

表 11 各セグメントの利益率

|             | 2010/08 | 2011/08 | 2012/08 | 2013/08 | 2014/08 | 2015/08 |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 国内ユニクロ事業    |         |         |         |         |         |         |
| 営業利益率       |         |         |         | 13.93%  | 14.85%  | 15.03%  |
| セグメント利益率    | 20.76%  | 17.70%  | 16.51%  | 14.33%  | 14.90%  | 15.34%  |
| 海外ユニクロ事業    |         |         |         |         |         |         |
| 営業利益率       |         |         |         | 4.95%   | 7.97%   | 7.19%   |
| セグメント利益率    | 8.75%   | 9.55%   | 7.18%   | 4.93%   | 7.87%   | 7.11%   |
| グローバルブランド事業 |         |         |         |         |         |         |
| 営業利益率       |         |         |         | 8.09%   | -1.67%  | 4.88%   |
| セグメント利益率    | 6.27%   | 6.53%   | 9.50%   | 7.92%   | -1.46%  | 4.86%   |

各セグメントの推移から注目できるのは、何よりも海外ユニクロ事業の急速な成長である。国内ユニクロ事業の持続的成長も見過ごせないが、海外ユニクロ事業の急成長は、FR 社の 2010 年以後

の変化の主因が海外ユニクロ事業にあることを示唆している（特に直近の 3 年間）。また、グローバルブランド事業も幾つかの事業の集合体とは言え、絶対額として無視し得ない規模であることに注意

が必要である。

利益率で見ると、国内ユニクロ事業は漸減しつつも相対的に高い利益率を維持し、海外ユニクロ事業とグローバルブランド事業は低い利益率で推移していることが分かる。これらから示唆されることは、FR 社全体の利益率の低下が国内ユニクロ事業というよりも、それ以外の事業、とりわけ海外ユニクロ事業によってもたらされている可能性である。

## 5-2. 利益ポテンシャル、棚卸資産回転率、棚卸資産回転期間の推定

有価証券報告書には各セグメントの棚卸資産に関する記述は見られない。しかし、アニュアルレポートには部分的に各セグメントの棚卸資産に関する記述が見られる。そこで、2010 年以後のアニュアルレポートでの棚卸資産に関する記述から、

利益ポテンシャル、棚卸資産回転率、棚卸資産回転期間の推定を行う。

### <棚卸資産の推定>

2010 年 8 月期のアニュアルレポートには、「なお、たな卸資産は 740 億円と前期末比 5 億円減少しております。国内ユニクロ事業の在庫は前期末比で 20 億円増加し、511 億円でしたが、フットパークの閉店を進めたことで、連結ベースでは減少いたしました。」(p. 66、傍点は筆者)との記述がある。そこで、国内ユニクロ事業の 2010 年 8 月期末での棚卸資産を 511 億円と仮定して、2011 年 8 月から 2015 年 8 月期までの棚卸資産に関する記述を元に 2015 年 8 月期までの国内ユニクロ事業と国内ユニクロ事業以外の棚卸資産をまとめたのが表 12 である。

表 12 棚卸資産の推定結果

| 棚卸資産       | 2010/08 | 2011/08 | 2012/08 | 2013/08 | 2014/08 | 2015/08 |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 全体         | 74,079  | 92,750  | 98,963  | 166,654 | 223,223 | 260,006 |
| 国内ユニクロ事業   | 51,100  | 53,400  | 48,800  | 69,600  | 85,100  | 79,500  |
| 国内ユニクロ事業以外 | 22,979  | 39,350  | 50,163  | 97,054  | 138,123 | 180,506 |

海外ユニクロ事業とグローバルブランド事業は前年度末に比べて幾ら増減したという記述はあるものの、2010 年 8 月期の数値が仮にでも分からないため、表 12 では海外ユニクロ事業とグローバルブランド事業をまとめた数値として「国内ユニクロ事業以外」とした。表 12 での国内ユニクロ事業以外の棚卸資産は、連結財務諸表記載の全体の棚卸資産から国内ユニクロ事業の棚卸資産を差し引いた数値である。したがって、連結に当たっての

調整なども含まれている。

表 12 から分かることは、2012 年 8 月期で国内ユニクロ事業と国内ユニクロ事業以外の棚卸資産の保有額が逆転し、その後急速に国内ユニクロ事業以外の棚卸資産が増大しているという傾向である。セグメント毎の売上高や利益では未だ国内ユニクロ事業が第 1 位のポジションを維持している中で、棚卸資産だけは国内ユニクロ事業以外が圧倒する状況となっている。

### <国内ユニクロ事業の利益ポテンシャルと棚卸資産回転率・回転期間>

表 13 国内ユニクロ事業の利益ポテンシャル、棚卸資産回転率・回転期間

|                   | 2010/08 | 2011/08 | 2012/08 | 2013/08 | 2014/08 | 2015/08 |
|-------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 利益ポテンシャル(営業利益)    |         |         |         | 1.61    | 1.37    | 1.42    |
| 利益ポテンシャル(セグメント利益) |         | 2.03    | 2.00    | 1.65    | 1.38    | 1.45    |
| 棚卸資産回転率(売上高)      |         | 11.49   | 12.13   | 11.54   | 9.25    | 9.48    |
| 棚卸資産回転期間(売上高)     |         | 31.78   | 30.08   | 31.62   | 39.45   | 38.51   |

先に推定した棚卸資産に基づいて、国内ユニクロ事業の利益ポテンシャルと棚卸資産回転率及び同回転期間を算定したのが表 13 である。セグメント情報の記載に従って純粋に分子に営業利益を用いた場合とセグメント利益を用いた場合の両方を計算している。また、棚卸資産回転率については分子に売上高を採らざるを得ない為、売上高で計算している。棚卸資産回転期間も同様である。

利益ポテンシャルに注目してみると、国内ユニ

クロ事業は数値が下降してきていることは間違いないものの、その水準は FR 社全体から見ても決して悪くない。むしろ、FR 社全体で 2000 年代に示していた水準を今以て維持していると評価できる。棚卸資産回転率や同回転期間でも、分子が売上高であることを差し引いて見たところで、大きな問題があるとは思われない。むしろ国内ユニクロ事業は全体からみれば、極めて優良な事業であり続けていると言える。

### <国内ユニクロ事業以外の利益ポテンシャルと棚卸資産回転率・回転期間>

表 14 国内ユニクロ事業以外の利益ポテンシャル、棚卸資産回転率・回転期間

|                   | 2010/08 | 2011/08 | 2012/08 | 2013/08 | 2014/08 | 2015/08 |
|-------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 利益ポテンシャル(営業利益)    |         |         |         | 0.40    | 0.24    | 0.36    |
| 利益ポテンシャル(セグメント利益) |         | 0.57    | 0.57    | 0.39    | 0.25    | 0.36    |
| 棚卸資産回転率(売上高)      |         | 7.33    | 6.84    | 6.21    | 5.65    | 5.64    |
| 棚卸資産回転期間(売上高)     |         | 49.81   | 53.35   | 58.74   | 64.55   | 64.68   |

国内ユニクロ事業と同様に国内ユニクロ事業以外の利益ポテンシャル、棚卸資産回転率(売上高)、棚卸資産回転期間(売上高)を算定したのが表 14 である。表 14 の利益ポテンシャルに表れている通り、国内ユニクロ事業以外は利益率の低さに加えて棚卸資産の増大が相まって FR 社全体のパフォーマンスを低下させている。

特に 2013 年 8 月期から 2015 年 8 月期にかけては棚卸資産の増大が急速かつ大規模となっていることから、FR 社全体のパフォーマンスに与える影響が大きくなっている。2015 年 8 月期の国内ユニクロ事業の利益ポテンシャルが 1.42 から 1.45 でありながら FR 社全体の利益ポテンシャルが 0.68 となっているのは、国内ユニクロ事業以外の利益ポテンシャルの 0.36 という水準がいかに大きな影響を与えているかを物語っている。その最大の原因は、海外ユニクロ事業における棚卸資産の急速かつ大規模な増大にあると思われる。

### おわりに

FR 社の有価証券報告書を見る限りでは、同社が抱える在庫リスクに具体的に言及している箇所は

無い。しかしながら、とりわけ 2013 年度以降に著しく顕在化してきている在庫リスクは大規模であるが故に海外ユニクロ事業で生じている可能性が高い。2010 年 8 月期以降の有価証券報告書における事業の概況の説明部分では、海外ユニクロ事業の大規模な展開がアジア中心となっていることが強調されている。直近の 2015 年 8 月期の有価証券報告書では、グレーターチャイナ(中国・香港・台湾)の売上収益が 3,044 億円で、海外ユニクロ事業全体のほぼ半分を占めていることが記されている。その他、韓国の売上が好調であることが記されている一方、米国やヨーロッパでは基本的に苦戦していることが窺われる内容となっている。米国やヨーロッパでは主要都市を中心にブランディングを目的とした旗艦店の出店を行っているものの、少なくともグレーターチャイナにおけるような積極的な出店展開は行われていない。また、米国での展開に関しては、赤字基調が続いている。

これらの状況から推測すると、2013 年以後の大規模な在庫の拡大は恐らくグレーターチャイナでの営業展開による部分が大きく、次いで他の海外での営業状況が影響していると考えられる。一言で言えば、FR 社の成長は海外では国内ほど上手くいっていない。アジアを中心とした急速な拡大は、

国内で上手く機能してきた FR 社の最適化の仕組みが機能していない可能性がある。

最近でこそ FR 社の減速を指摘する新聞記事やインターネットの記事が出ているが、それらの多くは日本国内の状況を念頭に置いている。ところが、FR 社の経営で目下重要な問題になっているのは、むしろグレーターチャイナを中心とする海外ユニクロ事業である。とりわけ棚卸資産の滞留規模は、これまでの FR 社の歩みには見られない状況となっている。その一方で、恐らくは計画的に

取り組まれてきたと思われる仕入債務回転期間の伸張は、FR 社が築いてきた強力な価値連鎖があるが故に実現できているとも言える。パートナーシップは更なる深化が予定されているが、喫緊の課題は大規模な在庫滞留を如何に解消するかにある。インダストリー5.0 の標榜は売上目標の達成だけでなく、むしろ喫緊の課題を同時に解決するための宣言であったと読めば、FR 社の目標がどのようなものか理解できるのではないだろうか。

#### (注記)

- (1) この考え方は本学で共同講義を担当させていただいている林總先生（公認会計士、明治大学会計専門職大学院特任教授、LEC 会計大学院客員教授）からご教示いただいた知見である。林教授の一連の著作物は、この考え方が貫かれている。特に、林（2015）を参照されたい。
- (2) 池田の言う方法は、CCC を構成する各回転期間が一日当たり売上高ないし一日当たり売上原価の何日分かで計算されていることに注目し、その日数を変化させることでシミュレーションを行う。ここでは一日当たり売上原価を、実際の仕入債務回転期間から 50 日を差し引いた値に乗じることで影響額を計算している。例えば 2013 年 8 月期であれば実際の仕入債務回転期間が 60.86 日なので、 $(60.86 \text{ 日} - 50 \text{ 日}) \times \text{一日当たり売上原価} (=578,992 \text{ 百万円} \div 365 \text{ 日} \div 1586.28)$  でマイナス額を計算している。

#### (参考文献)

- ・池田正明（2013）『新版 企業価値を高める FCF マネジメント』中央経済社。
- ・河田信（2004）『トヨタシステムと管理会計 — 全体最適経営システムの再構築をめざして—』中央経済社。
- ・河田信（2008）「TPS 導入の会計リンクアプローチ」『企業会計』Vol. 60, No. 9.
- ・河田信編（2009）『トヨタ 原点回帰の管理会計』中央経済社。
- ・林總（2015）『経営分析の基本』日本実業出版社。
- ・ファーストリテイリング（2010）『アニュアルレポート 2010』  
[http://www.fastretailing.com/jp/ir/library/pdf/ar2010\\_n.pdf](http://www.fastretailing.com/jp/ir/library/pdf/ar2010_n.pdf)  
ほかファーストリテイリング社の有価証券報告書及びアニュアルレポート