



MBA 経営戦略講義録

神戸大学 経済経営研究所

特命教授 小島 健司

付属資料：第 10 回 事業ポートフォリオ組織設計

(Organizational Design of Business Portfolio)

付属資料 1：企業戦略分析

(出所：澤田 明広 「経営戦略応用研究 期末レポート」 2003 年 8 月 29 日)

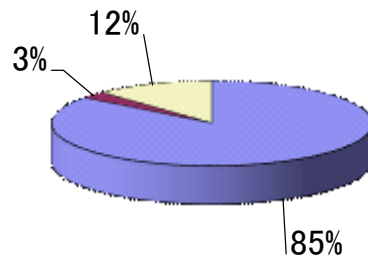
関西電力株式会社 (2003)

1 事業内容と業績

1.1 事業内容

同社グループの主力事業は言うまでもなく、電気事業である。電気事業を中核として、顧客の生活基盤を支える「総合生活基盤産業」というビジョンを掲げて、様々な事業展開を進めている。具体的には、まず、保有する通信設備（特に、光ファイバ）や技術・ノウハウを多面的に活用して総合的な情報通信サービスを提供する「情報通信事業」がある。次に、顧客に最適なエネルギーシステムの提供を行う「総合エネルギー事業」、さらに、暮らしに密着したサービスの提供や次世代型のビルや住宅の提供などを行う「生活アメニティ事業」がある。また、これらを支える事業として、電気事業の活動に必要な「資機材の供給」、設備の拡充及び保全のための「工事の施工」、事業活動の円滑、効率的な遂行に資する「電力関連業務」などがある。連結決算における事業の種類別セグメントとしては、「電気事業」、「情報通信事業」、「その他の事業」の 3 つに分かれている。ただし、下図のように、売上高で見ると、その 85%を電気事業が占めている。12%を占める「その他の事業」の中でも、近年事業進出を進めて来たいわゆる新規事業以外に、「資機材の供給」や「工事の施工」といった電力事業を補完する事業が含まれていることから、同社グループのかなりの部分が電気事業に関係していると考えられる。

セグメント別売上高の割合



■ 電気事業 ■ 情報通信事業 □ その他の事業

近年、同社グループの経営に関しては、電力需要の伸び悩みや電力の自由化・技術革新に伴う競争激化により、新しい収益源の確保が求められている。そのため、同社グループでも、新規事業への進出がかなり積極的に行われている。しかし、現状では依然として、電気事業及びそれに関連する事業のプレゼンスが、グループの財務数値の中でも圧倒的地位を占めている。従って、当ケースレポートについては、電気事業を中心にして、業界分析や企業戦略の考察を行っていく。

1.2 全社業績推移

1.2.1 売上高・利益・財務内容の推移

以下に、連結ベースの主要な財務数値の推移を示す。

(百万円)

	H11.3	H12.3	H13.3	H14.3	H15.3
連結売上高（営業収益）	2,597,077	2,588,390	2,647,944	2,651,597	2,615,154
単独売上高（営業収益）	2,534,803	2,517,203	2,581,451	2,517,817	2,482,743
営業利益	310,592	310,573	340,682	319,312	325,581
経常利益	138,550	167,369	169,348	159,562	174,745
当期純利益	52,497	52,300	122,791	128,444	80,474
資産合計	7,176,783	7,500,934	7,550,821	7,507,556	7,402,327
自己資本比率（%）	17.6	18.7	20.8	21.1	20.9
営業活動による CF		626,063	692,403	756,626	656,040
投資活動による CF		▲ 609,767	▲ 498,209	▲ 446,627	▲ 409,591
財務活動による CF		▲ 5,543	▲ 194,708	▲ 305,494	▲ 271,343
従業員数（人）		33,018	32,589	37,911	35,554

1.2.2 経営指標の過去の推移及び競合他社との業績比較

以下に、主要な経営指標の過去の推移を、安定性・収益性・成長性・生産性についてそれぞれを分析し、併せて、同業他社である東京電力・中部電力との業績比較を行う。

(1) 安定性

		H11.3	H12.3	H13.3	H14.3	H15.3	東電	中電
流動比率	%	21.2	26.7	28.0	36.4	36.8	24.4	29.1
当座比率	%	14.2	16.9	15.9	23.3	23.1	16.3	16.8
固定比率	%	545.1	512.9	459.2	448.9	452.5	603.6	459.9
固定長期適合比率	%	118.6	115.0	114.1	111.4	111.0	116.7	112.8
自己資本比率	%	17.6	18.7	20.8	21.1	20.9	15.8	20.8
債務償還年数	年		8.10	6.69	5.89	6.64	6.19	6.68
インタレスト・カバレッジ・レシオ	倍		4.2	4.6	5.8	5.7	6.5	4.9

これらの経営指標を他業界と比べると、安定性は極めて低いと言える。ただし、電力事業が巨大な設備投資を必要とする設備産業であるため、他業界の数値と比較して議論することは、必ずしも適切とは言えない。同社の過去5年の推移を見ると、どの指標も一貫して上昇傾向にあることが分かる。まず、流動比率、当座比率は、ともに約50%程度数値が上昇している。これは、現金・預金を主として流動資産を増加させていることと、短期借入金を主として流動負債を減少させていることが理由である。近年、現金・預金を大きく積み増している理由は不明であるが、短期借入金の減少は、長期借入金と同様、同社が有利子負債削減に重点的に取り組んでいることの一貫である。冒頭、他業界の数値と比較することは必ずしも適切ではないと述べたが、同社は過去の規制・独占時代から自由化時代へと進むに従い、他業界と同様、自由競争の環境下へと移行している。従って、これまであまりに低かった財務数値が、他業界レベルへと近づく傾向にあるのは当然のことである。このようなことから、同社は、有利子負債の削減とともに、資産圧縮にも取り組んでおり、その結果、その他の安定性指標についても、概ね改善傾向にある。なお、H15.3月期において指標のいくつかは若干悪化傾向であるのは、「その他有価証券評価損」による自己資本の減少、「法人税等の支払額」の増加による営業CFの減少などを理由としていることから、本質的な経営課題に結びつくものではない。最後に、安定性指標について、業界他社と比較すると、同社が若干優位な位置にあることが分かる。一番大きな優位性は、同社が徹底的に有利子負債削減を進めていること、特にそれによって短期借入金を主とする流動負債が低くなっていることによるものである。

(2) 収益性

		H11.3	H12.3	H13.3	H14.3	H15.3	東電	中電
売上高営業利益率	%	12.0	12.0	12.9	12.0	12.4	10.6	14.4
売上高経常利益率	%	5.3	6.5	6.4	6.0	6.7	5.5	7.9
自己資本純利益率	%	4.2	3.7	7.8	8.1	5.2	7.4	8.1
使用総資本事業利益率	%	4.4	4.2	4.5	4.3	4.4	3.7	5.0

収益性指標を他業界と比較すると、数値が非常に安定していることがわかる。これは、主力事業である電気の需要量が、毎年安定的に推移し、かつかなりの程度予測可能なためである。特に、一部を除いて独占市場であるため、需要が大幅に競合企業に奪われるということがほとんど起こらない。さらには、電気の価格が、ほぼ規制料金の下にあることから、

大幅な価格の変動に巻き込まれないためである。近年、各社とも 2 年に 1 度のペースで 5%前後の料金引き下げを行っているものの、これについても、比較的長いスパンで料金戦略を立てることが出来るという点では、他業界とは明らかに違う。売上高は、数量×価格であるので、その両方とも変動が少なく、また予測がしやすい。電力各社は、売上高の予測に基づき、予算を組むことで、経常利益のレベルをある程度コントロールできるのである。以上の理由により、売上高営業利益率や売上高経常利益率、使用総資本事業利益率はかなり安定的に推移している。傾向としては、横ばいか若干上昇傾向にある。一方、自己資本純利益率は、変動幅が大きい。これは、近年、想定外の損益である特別利益や特別損失が多発しているためである。実際のところ、特別損失の発生によるインパクトを緩和するため、特別利益を捻出していると言った方が正確であろう。ただ、自己資本純利益率についても、上昇傾向である。この理由は、今後拡大していく電力自由化に備えて、コスト削減を中心として、財務体質、経営体質を強化しているためである。経営効率化努力の成果が十分発揮されていると言える。

電力他社と比較すると、これらの指標は概ね、優位な順に、中部電力→関西電力→東京電力と並んでいることが分かる。これは、一般的な「規模の経済」の原則とは反対に、より規模の小さい企業の方が、収益性が高くなっているのである。この原因は、設備産業である電力事業においては、固定費が費用の多くを占めるためである。需要がどれだけ減少しても、一度作った設備に対してかかるコストが基本的に不変だからである。需要が伸び悩み、価格低下が続くデフレ経済下にあり、過去に背負った大きな資産が足かせとなっていると言えるかもしれない。規模が大きく、より大きな資産を持つ企業が、コスト削減に遅れをとってしまうと見る事が出来る。

(3) 成長性

		H11.3	H12.3	H13.3	H14.3	H15.3
売上高増収率	%		▲ 0.3	2.3	0.1	▲ 1.4
経常利益増益率	%		20.8	1.2	▲ 5.8	9.5
純利益増益率	%		▲ 0.4	134.8	4.6	▲ 37.3

売上高増収率については、一進一退と言ったところである。これは、H12 年 10 月と H14 年 10 月の料金引き下げに伴う売上高減少に対し、電力需要の若干の増加や電気事業以外の売上高増加によってカバーされているのである。電力自由化の進展を考えると、今後も料金の引き下げは続くものと思われる。今後、需要の伸びの予測もかなり低いレベルであると想定されており、新規事業など新たな収益源獲得が最大の課題と言えよう。一方、経常利益増益率については、H14.3 月期を除きプラスである。収益性指標の分析で述べたとおり、今後拡大していく電力自由化に備えて、コスト削減を中心として、財務体質、経営体質を強化しているためである。コスト削減努力によって、経常利益増益率の上昇がもたらされたのである。既に同社では、人員削減に踏み込むなど、コスト削減余地が少なくなっていると思われる。引き続き、経常利益の増加を目指すならば、やはり新たな収益源獲得が課題である。純利益増益率については、大きな変動を繰り返している。この理由

も、収益性指標の分析で述べたとおり、想定外の損益である特別利益や特別損失が多発しているためである。今後の電気事業の成長性を他社と比較するに当たっては、過去の成長性指標と比較するよりも、各社の販売計画を見るのが適当であろう。先にも述べたとおり、電力需要の伸びは、他業界と比較して予測がしやすいためである。各社は 10 年先までの設備計画を公表することを義務付けられており、これと合わせ、10 年間の電力需要年平均伸び率を公表している。下表がそのデータである。なお、この分析では、今後の競争拡大を見越して、新規参入者に一定の需要が奪われるという想定の下で予測が行われている。

	H13 実績	H23 想定	年平均伸び率
東京電力	2,755	非公表	1.5%
中部電力	1,209	1,383	1.3%
関西電力	1,398	1,538	1.0%

* 気温補正後、単位は億 kWh

この表から分かるように、同社の今後の成長性については、3 社の中で最も低いと予測されている。地域を基盤とする各社にとって、その地域の需要の伸び率増減は直接その企業の売上増減に影響してくる。従って、この成長率の格差は、同社にとって大きな課題である。

(4) 生産性

		H11.3	H12.3	H13.3	H14.3	H15.3	東電	中電
一人当たり売上高	万円	7865.6	7839.3	8125.3	6994.3	7355.4	9401.6	8590.5
一人当たり営業利益	万円	940.7	940.6	1045.4	842.3	915.7	996.5	1233.6
労働装備率	万円	15378.4	15802.1	16051.4	13774.1	14273.3	19334.3	19100.8
労働生産性	万円	35.6	35.1	34.1	29.3	33.6	42.2	43.7
使用総資本投資効率	%	16.4	15.4	14.7	14.8	16.1	15.6	17.6
売上高付加価値率	%	45.2	44.7	41.9	41.9	45.7	44.9	50.8
労働分配率	%	29.4	29.0	26.5	25.0	30.7	28.6	24.9
自己資本分配率	%	4.5	4.5	11.1	11.6	6.7	7.5	9.6
売上高（連結）	百万円	2,597,077	2,588,390	2,647,944	2,651,597	2,615,154	4,919,109	2,176,071
売上高（単体）	百万円	2,534,803	2,517,203	2,581,451	2,517,817	2,482,743		
従業員数	人		33,018	32,589	37,911	35,554	52,322	25,331

H14.3 月期から、連結対象企業が増加し、連結ベースでの従業員数が、32,589 人から 37,911 人に増加した。一方、H14.3 月期において、同社単体では、料金引き下げの影響で売上高が 600 億円程度減少している中で、連結対象企業の増加に伴い、約 36 億円の売上高増となった。その結果、一人当たり売上高、一人当たり営業利益、労働装備率、労働生産性の各指標は、H14.3 月期に大きく落ち込んでいる。H15.3 月期には若干回復しているものの、今なお、H11.3 月期のレベルに達していない。H14 年度に、同社は早期退職優遇制度により、人員削減を行った。従業員数は 1 年で約 2,000 人減少している。仮に、H11.3 月期レベルと比較する、あるいは東京電力、中部電力と比較すると、劣位にあることは否めない。単純計算すると、28,000 人、つまり現状より 7,500 人程度（約 2 割）の削減によってはじめて、他社並の生産性を達成することが出来る計算になる。人員の多さ、

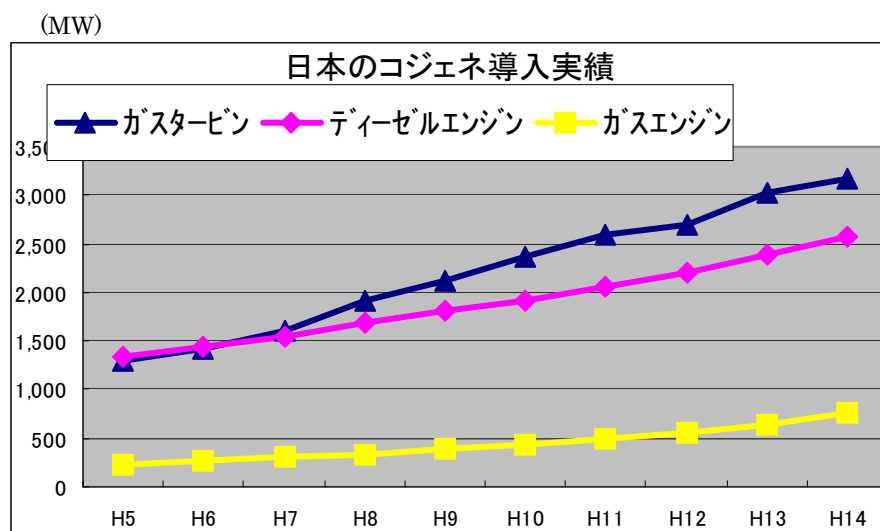
生産性の低さが同社の大きな課題となっている。同社の早期優遇退職制度は、3 回に分けて募集が行われており、H14 年度で既に 2 回が終了している。3 回目でどれだけの人数が応募するかは不明であるが、前述の単純計算から考えるならば、さらなる人員削減策が必要になるのかもしれない。

2 業界分析

2.1 需要要因：需要量および消費者・買い手の行動

日本経済が高度経済成長期からバブル崩壊に至り、景気の低迷が長引くとともに、電力需要についても伸び悩みが続いている。特に、業界が想定する今後 10 年の電力需要の伸びは、かつてない低いレベルにある。東京電力、中部電力、関西電力がそれぞれ想定した予測値は、上で見たとおり年平均 1% 台の伸びである。ただ、高い成長は期待できないものの、業界全体の需要量が低下していくわけではないことも事実である。限られたパイをいかに取り合うか、という競争状態なのである。一方、消費者・買い手の行動はどのようなものであるか。これを考えるためには、まず、業界の競争構造を見なければならない。電力業界は、かつて地域ごとに分かれた 1 社独占体制であったが、2000 年 3 月より、その一部が自由化されている。自由化部門の割合は、現在、需要量の約 3 割に当たる部分である。この 3 割に当たる自由化部門は、基本的に自由競争の世界である。異業種からの新規参入以外に、電力会社同士の競争も可能である。この分野に限っては、消費者・買い手の行動は、選択肢が限られていた過去と違って、自由に電力の購入相手を選択できる。電気の品質は、既存電力会社の送電ネットワークを介して電気が送られてくることから、会社間での差別化が出来ない。従って、基本的に消費者・買い手にとって、選択の決め手は価格以外にないことになる。それ以外にあるとすれば、アフターサービスなど電力以外の付加価値サービスがどれほど顧客にとって充実しているか、という点であろう。既存電力会社にとっては、いかに価格レベルで競合他社に遅れをとらないかという点が、最大の課題である。

自由化部門以外の分野（ここでは規制分野と呼ぶ）は、今も 1 社独占体制の規制下にある。しかし、この分野においても、競争が行われている。まず、規制分野を産業用と家庭用に分け、産業用について見てみる。産業用分野で、既存電力会社と競合関係にあるのは、分散型電源である。分散型電源とは、送電線を経由せずに、各顧客の敷地内に設置した発電機により発電を行うシステムであり、オンサイト電源と言われることもある。顧客は、必ずしも既存電力会社から購入する電力に頼る必要はなく、分散型電源を導入して、電力を自ら調達することが可能なのである。具体的には、既にコジェネやモノジェネとして大規模工場などに普及しているガスタービンやディーゼルエンジン、ガスエンジンがある。これらの普及状況は下のグラフのとおりである。

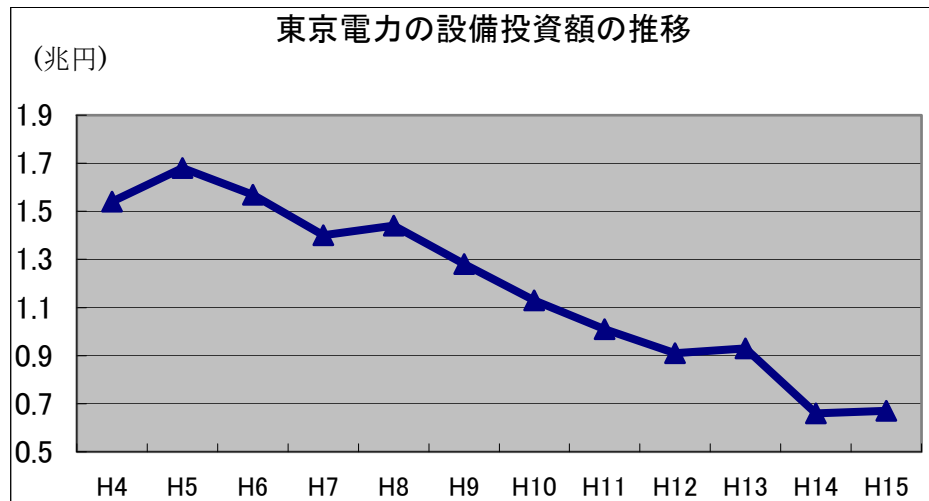


これ以外にも、まだ本格的な普及には至っていないが、太陽光発電や風力発電などの自然エネルギーがある。また、燃料電池は、今後の技術開発や規制緩和の動向によっては、大きく普及する可能性が有る。消費者・買い手にとって、電力の調達は以前にまして、選択肢が広がっていると見える。また、消費者・買い手の選択にあつては、価格レベルや付加価値サービスは当然のことながら、環境への負荷や供給信頼度という点も考慮に入れられることだろう。

最後に、家庭用について見てみる。家庭用については、電気の購入は地域の既存電力会社に限られており、別の選択肢はほぼないと言って良い（ただし、H15年から既存ガス会社が家庭用にも分散型電源を投入）。しかし、家庭の熱源という点から考えると、地域のガス会社と競合関係にある。消費者・買い手は、給湯・厨房や冷暖房などの熱源として、電気かガスかの選択を行う。ここでの消費者・買い手の行動としては、価格以外に、いかに使いやすく満足できる給湯・厨房や冷暖房の商品・サービスを提供されるか、という視点から判断が行われるだろう。

2.2 供給要因：業界の生産・流通設備への投資、生産能力、流通、価格動向

既存電力会社は、今後の自由化拡大・競争激化に備え、コスト削減に注力している。その中で、最も削減額が大きいものが、発電および流通（送電）設備への投資の削減である。1990年代に各社の設備投資総額はピークを迎えており、現在の実績および計画では、その半分から3分の1のレベルにまで投資額を抑えている（下グラフ・東京電力の設備投資額の推移参照）。元々発電設備、流通設備ともに供給過剰の状態であったため、当然の動きと言える。ただし、これは新規電源や新設の流通設備への投資を抑えているのであり、これが直接、短期・中期的に供給過剰解消につながるものではない。それよりも、各社が既存の発電設備を停止または廃棄していることが、短期・中期的に供給過剰解消につながる動きである。



業界全体の生産能力の点では、新規参入事業者が積極的に投資計画を進めている。業界としては、供給過剰の状態にあるとは言え、新規参入者は、自社の発電コストの低さを生かして、既存電力会社のパイを奪う計画である。このように、既存電力会社が今後も発電設備の停止または廃棄を継続して行わない限り、業界の生産能力は当面過剰の状態が続くものと思われる。それに伴い、価格低下圧力も強まることであろう。

下表は、2003年7月現在の、新規参入者による主な発電所建設計画を示したものである。ちなみに、関西電力がH13及びH14年度に長期計画停止もしくは廃止処置を行った火力発電所の容量は、合計717万kWである。下表の新設発電所要量を合計したものより、さらに大きいことが分かる。

新規参入者による主な発電所建設計画

実施主体	出資会社	所在地	出力 (万 kW)	運開時期
東京ガスパワー	東京ガス	千葉県	10	2003.10
五井コストエナジー	日立、チッソ、イーレックス	千葉県	11	2004.6
市原パワー	電源開発、三井造船	千葉県	10	2004.10
ベイクトエナジー	電源開発	千葉県	10	2005.4
シグマパワー山口	東芝、オリックス	山口県	100	2008
大阪ガス		大阪府	160	2008～2010
川崎天然ガス発電	新日本石油、東京ガス	神奈川県	90	2008～2011
扇島パワー	東京ガス、昭和シェル石油他	神奈川県	120	2009

2.3 競争要因：競争各社の戦略

既存電力会社の戦略は、自由化以前の過去と同様、横並びの感がぬぐえない。電気という商品自体が目に見えず、差別化が出来ないという特徴をもつことから、各社とも、価格優位に立つことが全てであると考えているようである。本来ならば、価格以外の面、つまりアフターサービスやその他の顧客ソリューション活動において差別化を図るべきであろう

が、まだ独自の強みを持つ企業はないと思われる。価格競争は、政府の規制緩和政策に対抗する上でも、必要なことであった。本格的な価格引下げは、自由化制度改正の進展とともに、H8 年から H14 年にわたり、2 年おきに、計 4 回にわたって行われた。そのうち、最初の 3 回は、電力 10 社同日での価格引き下げであり、いかに業界で歩調をあわせた戦略であるかがわかる。ようやく H14 年に至って、東京電力が 4 月に単独引き下げ、それを追って、東北電力が 5 月、中部電力が 9 月、残りの電力会社が 10 月に引き下げを行った。他社と歩調をあわせることは、あながち悪いわけではない。競合他社の動きに反応することは正しい方法と言える。H14 年の価格引下げが、最初に東京電力、次に東京電力と隣接する 2 電力で起こったことは、各社が真に自社に優位な価格戦略を考えていることの表れであろう。各回の価格引下げは、およそ 5% 程度であり、泥沼の価格競争に陥っているとは言えない。現在の各社の価格戦略は、泥沼の価格競争に突入しないように、自社だけが大きな値下げをせず、他者に需要を奪われない程度の引き下げを競合他社の動向を見ながら行うことであろう。中には必要以上の値下げを行っていると思われる会社もあるが、値下げを極力抑えた会社は正しい戦略をとったと言えるのではないかな。

一方、その他の競合企業としては、新規参入者がある。新規参入者は、自社が元々持っていた自家発電設備や遊休土地を利用して発電を行うため、比較的発電コストを低く抑えることが出来る。既存電力会社が真似できない価格設定を行う、いわゆるコスト・リーダーシップ戦略を採用している。この戦略で、官公庁の入札案件の落札を中心に販売先を拡大しており、成功を収めている。しかし、保有する自家発電設備や遊休土地に限りがあるため、この方法では成長に限界がある。そこで、次の戦略は、発電所の自社建設である。これらはまだ建設中あるいは建設計画中であるため、この先どのような戦略をとるのか何とも言えないが、今のところ、低コストで発電所の建設を行い、低価格を武器に販売先を拡大していくことを基本としているようだ。

2.4 技術要因：研究・開発、生産技術・製品技術開発

業界の競争構造を左右する技術要因としては、新エネルギーの開発が挙げられる。新エネルギーは、エネルギー自給率の向上に資するとともに、地球温暖化対策に資するほか、分散型エネルギーシステムとしてのメリットも期待できる。中でも、燃料電池は、自動車用も含め、広範な分野における活用が期待される戦略技術であるため、官民あげて技術開発が進んでいくものと思われる。その他にも、太陽光発電、風力発電、バイオマス発電等の開発・普及が期待されている。しかし、現状では、太陽光発電や風力発電のような自然エネルギーを利用したシステムは、出力が変動しやすく、何らかのバックアップが必要である。また、開発途上段階にあるためにコストが従来エネルギーに比べて高いといった課題がある。これらの課題を短期的に克服することは難しいが、環境への配慮を求める世の中の動きの中で、着実に導入が進められるであろう。燃料電池をはじめ、新エネルギーの技術開発動向は、中長期的に業界構造に対して大きなインパクトを与える可能性がある。H15 年 4 月には、既存電気事業者に一定量の新エネルギーを利用することを義務付ける「電気事業者による新エネルギー等の利用に関する特別措置法（通称 RPS 法）」が施行さ

れた。下表は、RPS 法の下で、既存の各電力会社に義務付けられた電力量の推計値である。これも新エネルギー導入の強力な促進要因となるだろう。

RPS 法による各電気事業者の義務量の推計値 (億 kWh)

	北海道	東北	東京	中部	北陸	関西	中国	四国	九州	沖縄	10 社計
2003	2.6	3.8	9.8	3.5	0.9	6.1	1.5	0.6	3.9	0.1	32.8
2010	4.3	10.6	41.5	17.8	3.7	20.3	8.0	3.7	11.0	1.1	122.0

この他、省エネルギーに関する技術開発についても、業界に大きな影響を与える。既に電気機器の省エネルギー技術はかなり進んでおり、現状でも電力需要を減少させる大きな原因となっている。

2.5 外部要因：法・政府規制

電力業界の動向を左右する最も大きな要因は、法・政府規制のあり方である。過去数十年にわたって、政府の規制下にあった電力業界は、ここ数年の規制緩和とともに、取り巻く経営環境が激変している。この規制緩和は平成 7 年以来、段階的に行われており、今後も小売市場の全面自由化に向け、進展していくことが予想される。まず、それぞれの段階における規制緩和の状況を見てみる。

①卸電力（発電）分野への競争導入（H7 年）

火力発電を対象とした既存電力会社による入札の実施

②小売の部分自由化（H12 年）

使用最大電力が 2 千 kW 以上で供給電圧が 2 万 V 以上の特別高圧で受電する顧客を自由化対象とする。既存電力会社が保有する送電網を新規参入者が利用するため、公正かつ公平なルールを整備する。料金改定時において料金引き下げの場合には、顧客の利益を阻害する恐れのないと見込まれる場合は、従来の認可制から届出制による料金改定を可能とする。

③今回の法改正（H15 年通常国会で可決）

送配電部門の公平性・透明性確保のため、中立機関によるルールの策定・監視を行う。現在の振替供給制度（供給区域をまたぐごとに課金される方式）を見直し、各供給区域の系統利用料金に一本化する。電源調達が多様化等をはかるため、私設・任意の全国規模の卸電力取引市場を整備する。現行の 2 千 kW 以上から、H16 年 4 月に 500kW 以上、H17 年 4 月に 50kW 以上に小売自由化範囲を拡大する。条件が整備され次第、全面自由化を実施する。具体的な検討開始時期は、H19 年 4 月頃を目途とする。

今回の法改正により、自由化の動きは大きく進展するものと思われる。まず、振替供給制度の見直しである。これにより、隣の電力会社の市場への進出も、さらに遠くに位置する

電力会社の市場への進出も、料金面で格差がなくなる。従って、電力間競争が本格的に始まる可能性がある。ただし、どこかの電力会社が、先頭を切って価格引下げと需要奪取という攻撃に打って出ない限りは、現在ののにらみ合いが今後も続くことになる。次に、卸電力取引市場の整備である。たとえ、電力間での直接競争が起こらなかったとしても、卸電力取引市場が機能すれば、実質的に競争が始まることになる。取引市場で取引される電力価格がベンチマークとなるからである。また、おそらく卸電力取引市場は有効に機能すると思われる（若干の制度設計の修正はあるにせよ）。なぜなら、電力会社が卸電力取引市場での取引を行わなければ、競争阻害行為とみなされるため、参加せざるを得ないからである。最後に、小売自由化範囲の拡大である。これまでも、自由化対象の分野でより激しい価格競争が行われてきたと思われる。自由化対象分野の料金設定は、顧客との守秘義務を伴う相対契約であるため詳細は分からないが、競争状態にあつて、非公開の分野でより激しい競争が行われていることは容易に想像できる。従って、小売自由化範囲が拡大することにより、新規参入者とのより激しい価格競争が進むものと思われる。

以上、(1) ～ (5) までの分析を踏まえ、各要因が同社の事業機会および競争優位確立にとってどの程度促進（プラス）要因または制約（マイナス）要因となるのか、さらに各要因の重要度はどの程度なのかを、下表にまとめた。

		内容	程度	重要度
需要要因	促進要因	ほぼなし。消費者行動に的確に対応すれば成長可能。	2	4
	制約要因	低成長の中で、既存顧客に乗り換えられる可能性大。	4	
供給要因	促進要因	なし。競争力のない過剰設備を抱える。	1	4
	制約要因	新規参入者の積極投資により供給過剰が継続。	5	
競争要因	促進要因	横並びの電力各社の中で優位性を築くチャンスとなる。	4	3
	制約要因	低コストの新規参入者への対抗は難しい。	4	
技術要因	促進要因	新技術開発に自ら乗り出せば競争優位確立が可能に。	4	4
	制約要因	分散型電源が既存電力ネットワークを無効にする可能性。	4	
外部要因	促進要因	なし。	1	5
	制約要因	自由化拡大により、需要が奪われる。	4	

程度・重要度は 1（程度が弱い、重要でない）から 5（程度が強い、重要である）の順

3 戦略分析

3.1 企業理念とビジョン

同社の経営理念は、以下の通りである。

- ・ 豊富、良質、低廉な電気で需要家に奉仕する。
- ・ 真心のこもったサービスに全力を尽くす。
- ・ 地域社会の発展、繁栄に貢献する。

これは、創業後 13 年目に明文化されたもので、今なお、当社の社会における存在理由と

なりうる信念である。そして、従業員が仕事をする上でも、同社で働く意義を見いだせるだけの理念であろう。自由化が進展し、もはや地域独占ではない時代が到来する中で、「地域社会の発展、繁栄に貢献」という理念にどれだけ妥当性があるか議論の余地はある。しかし、顧客のほぼ全てが近畿地区に限定されているという事実から考えると、今なお有効と言えるのではないだろうか。経営戦略を考えるに当たって、経営理念はその土台となりうるものである。同社が提供する商品・サービスは現在電気だけではないものの、経営理念の根本的な精神は、当社の経営戦略の基盤となりうる。

一方、当社のビジョンは「総合生活基盤産業」を目指すことである。これは、電力の小売り自由化が始まった H12 年 4 月に策定された。この言葉の表す概念は、やや幅広すぎると思われる。特に、多くのインフラ企業において、似たようなビジョンが掲げられている。（例えば、阪神電鉄のビジョンは「総合生活産業」である。）企業経営、あるいは経営戦略策定に当たって、明確な指針になるものであると言い難い。このように、ビジョンを経営戦略と結びつけるには、それが表している概念が曖昧すぎるという問題点を持っている。ほぼ「何でもやればよい」という戦略に陥りがちである。実際、同社が進出している新規事業を見てみると、統一性が全くないことが分かる。ここ数年内に、同社が新規に進出した事業で、電気事業からシナジーが得られそうにないと考えられるものとして、以下を挙げる。

住宅性能評価サービス

健康管理支援サービス

介護事業

給食サービス

決済サービス

多チャンネル番組配信事業

ブロードバンド向けコンテンツ事業

廃棄物のレンガ化

発泡スチロール等のリサイクル事業

以上を見れば分かるように、「総合生活基盤産業」というビジョンの下では、どのような事業も可能なのである。

上記のビジョンは、多角化を進める当社グループ大のビジョンである。同社にはグループ事業を統括する部署があり、その部署が中心となってこのビジョンは策定されている。一方で、本業である電気事業に従事する従業員は、今でもグループ全体でかなりの割合を占めるにもかかわらず、上記ビジョン策定に当たっては、ほとんどタッチしていない。同社単体のビジョン（明確には未だない）とグループ大のビジョンをどう整理するか、いまだ曖昧なままである。

最後に、企業理念とビジョンに関して、最も重要な点であると言える全社組織への浸透状況を見てみる。残念ながら、企業理念は全く浸透していないようである。企業理念を浸透

させるためには、専門の担当や部門横断のプロジェクトチームを常時作っておき、継続的に全社組織へ働きかける仕組みを作るべきではないだろうか。一方、上で述べたように、策定プロセスに問題があったビジョンの方が比較的浸透度が高い。同社グループが、近年、新規事業展開に重点を置いているため、様々な媒体で「総合生活基盤産業」という言葉が従業員に伝えられている。従って、馴染みという観点からは、ビジョンの方が従業員に浸透していると言える。

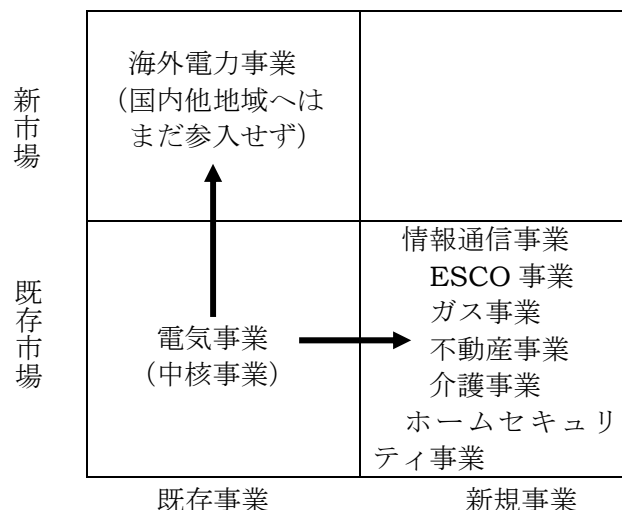
3.2 戦略資産

同社の蓄積してきた戦略資産の一つは、地域社会からの信頼感であろう。近畿地区全ての顧客への電力の供給を通し、「関電なら安心して任せられる」という信頼感を地域社会全体にある程度醸成してきた。その戦略資産を生かして、既存市場における新事業に打って出ているのである。戦略資産の移転に成功している感覚はそれなりにある。新規事業として推進している介護事業や不動産事業、ホームセキュリティ事業において、「関電だから安心して任せられる」という声は確かにある。また、電力事業においても、新規参入者や分散型電源と競争が起こった時、「価格面で少々劣っているにしても、総合的に考えて既存電力会社を選ぶ」という顧客が存在することから、この信頼感は同社が生かしていくべき戦略資産であろう。次に、燃料調達面、特に LNG 調達面でのバーゲニングパワーが挙げられる。現在、日本の事業者の中で、LNG の最大の購買者は東京電力であり、第 2 位が同社である。購買量は大手ガス会社を上回っている。電力の自由化とともに、ガス事業においても自由化が進んでおり、多くの電力会社はガス事業への参入を始めている。ガス事業における最大の強みが、潜在的に安いコストで LNG を調達できる力である。最後に、情報通信事業で生かせる戦略資産を挙げる。それは、近畿地区一円に張り巡らされた約 4 万 km に及ぶ光ファイバネットワークである。このネットワークに対抗できるのは、今のところ NTT グループ以外にない。もともと電力の保安用に構築してきた光ファイバーは、ブロードバンド時代を迎えた今こそ生かされるチャンスなのである。同社は、ブロードバンド時代の本命と言われる戸建て向け FTTH サービスに H14 年から他社に先駆けて事業展開している。しかし、ADSL の爆発的な普及に押され、顧客獲得は伸び悩んでいる。地区最大の光ファイバネットワークは同社の戦略資産であることは間違いないが、それが競争優位につながっていない。これは、同社が抱える経営上のさまざまな問題点に原因があるものと思われる。

3.3 企業成長戦略

3.3.1 事業展開シナリオ

同社の現状の企業成長マトリックスを示すと、以下の通りである。新規事業への展開は、情報通信事業が 1985 年の参入で、その他は全てここ 3 年前後での参入である。また、新市場への展開である海外電力事業についても、参入は 1998 年と 5 年前のことである。企業成長に向けた新事業や新市場への事業展開はかなり最近のことだ。新事業かつ新市場への参入という、いわゆる多角化については、ほぼ行っていない。



3.3.2 資源循環

既に説明してきたように、最近の電力需要や今後数年の予測された電力需要はかなり伸び悩んでおり、設備投資はかつてない低いレベルにある。そこで、電気事業で得たキャッシュは、既存事業の電気事業へはつぎ込まず、新事業・新市場に重点投資している。同じように、ヒト・モノ（通信設備や遊休土地などの有形資産）についても、新事業・新市場に重点投資している。しかし、それらの資源が有効に循環しているかという点は、かなり疑問である。これは、セグメント別の営業損益を見れば容易に判別できる。

(H15.3 月期、百万円)

	電気事業	情報通信事業	その他の事業	計
売上高	2,471,358	76,345	350,774	2,898,477
営業損益	316,134	▲5,508	11,430	322,056
資産	6,793,679	311,358	500,361	7,605,398
減価償却費	383,030	15,687	22,185	420,902
資本的支出	322,785	23,390	44,197	390,372

「情報通信事業」、「その他の事業」の資本的支出は、それぞれ全体の 6.0%、11.3%であるのに対し、営業損益は、「情報通信事業」でマイナス、「その他の事業」で 3.5%となっており、投資に対するリターンがほとんど得られていないことが分かる。

3.3.3 戦略資産蓄積・移転

電気事業で長い歴史とともに蓄積してきた戦略資産は、今、新規事業へ有効に移転が出来ていない。同社が抱える経営上のさまざまな問題点が、戦略資産の移転を阻害しているのだ。

3.3.4 企業価値持続的創造

ここ数年、積極的に事業展開を図ってきた新規事業を企業価値の観点から現時点で総括すると、企業価値を破壊していると結論できるだろう。ただ、もう少し長い目で見ると必要はあるかもしれない。しかし、企業価値の持続的創造に失敗している原因は分析されねばならない。

恐らく、資源循環や戦略資産の移転に問題があると思われる。まず、資源循環の問題である。カネについては、今のところ、同社グループがある程度の収益性を保ち、生み出したFCFを新規事業分野へ積極投資していることから、効果的に流れていると判断できる。モノについては、転用不可のものが多く、資源循環にはそもそも限界がある。しかし、土地などの遊休資産で活用可能なものは活用しており（不動産事業や介護事業への転用など）、可能な限り効果的な資源循環が行われつつある。そこで、問題はヒトの循環である。政府の規制下にあった電力事業で育ってきた人材は、変化の激しい新規事業に対応できないことが多い。電気事業の効率化で生み出した要員の多くを新規事業に投入しているが、変化の激しい業界環境や多様性に富みスピードを求める顧客ニーズに全く対応できていない。そして、電力事業で培ってきた慎重さや正確さを求める社風や厚い階層の組織構造が、事業展開の足を引っ張っているように思える。これらの課題を克服し、企業価値の持続的創造につなげるには、かなり長期の時間か、もしくは劇的な企業変革が必要だろう。次に、戦略資産の移転がうまく行われていないのはなぜだろうか。これも上で述べたことと同根である。効果的な戦略資産があるにもかかわらず、事業を進めていくに当たって、ヒトの能力がそれに対応できなかったり、社風や組織構造がそれを阻害したりしているのである。情報通信事業については、戦略資産である光ファイバネットワークが有効に生かされていない原因は、上記以外に、このネットワークが近畿地区に限定されており、他電力会社と連携した全国展開がうまく出来ないことも考えられる。

3.4 企業変革

同社の企業変革は、漸進的（連続）変革である。社内での様々な媒体を使って、経営トップや経営企画室から、あるいは広報室が社外に発信するメッセージから、従業員へ危機感を認識させ、変革の必要性を説き、変革の機運を盛り上げている。しかし、この変革の速度は、経営環境の変化の早さに対応できていないと思われる。これが漸進的（連続）変革の最大のデメリットであろう。変革のスピードが遅いのである。

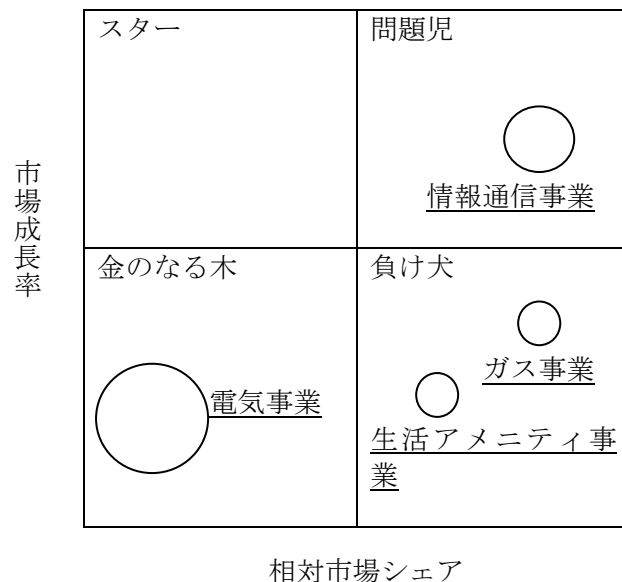
同社では、企業変革へのコミットメントの段階を進めるため、社長による現場対話が精力的に行われている。社長が現場（営業所や電力所）へ行き、現場の若手を含むメンバー10～15名と2時間近くにわたって懇談を行うのである。次ページの表がその概要・仕組みである。これらの取り組みによって、企業変革へのコミットメントを、無意識の段階→問題意識の段階→参加意識の段階→当事者意識の段階と少しずつ引き上げることが出来たかもしれない。

項目	内容	仕組みの背景
頻度	1～2 回／月	社長のスケジュールを考えるとこれが限界
時間	約 2 時間／回	議論の質を重視し、必要以上に長くならないようにした
トップ参加者	社長および企画・広報・ラインの取締役クラス 計 4 名	威圧的になって良い議論が出来なくなならないように、本店メンバーを限定。本店随行者も極力限定。
現場参加者	所長および若手担当者を含む所員 計 10～15 名	参加者全体の半分ほどを若手担当者にしてもらうことで、所員全員の参加意識・当事者意識を醸成
資料	原則なし（あっても 1 枚）	会議が形骸化しないように本店から指導
その他	終了後、原則懇親会を開催	会議の場で言えないような現場の意見も拾えるように
意見のフォロー	本店回答を社内掲示板に掲載	現場からの意見を吸収してキャッチボールが出来るように
その他の取り組み	社内 LAN で同様の仕組みを展開	その場で言えなかったことはネット上でも言えるように、社内 LAN で同じサイクルを回せるように仕組みを構築・整備

しかし、真に企業を変革するためには、日産に見られるように、トップダウンによる強力な変革が必要であろう。同社の取り組みは、あくまでボトムアップ、あるいは全員参加型の漸進的（連続）変革なのである。同社で、社外から、特に外国から実績のある優秀な経営者を呼び込んでくることは、少なくとも現状ではありえない選択肢である。しかし、このような抜本式的変革が、企業を変革するにおいて、もっとも近道ではなかろうか。

3.5 事業ポートフォリオ戦略

同社グループでは、以下の事業ポートフォリオ・マトリックスに沿った戦略を実行している。金のなる木には主力事業の電気事業があり、市場内では大きなシェアを占めている。従って、そこから各事業へと経営資源の活用・移転を図っている。なお、ここで生活アメニティ事業と呼ぶのは、介護、不動産、ホームセキュリティ等の事業に対して社内的に大きくくり化して事業名を定義した呼び方である。電気事業以外の事業については、時には、提携等により外部資源の移入を行っている。同時に、戦略資産の移転も図っている。しかしながら、これまでも述べたように、シナジー効果を発揮できていない。正確に言うと、シナジーは存在するものの、その効果を打ち消すような、効果以上のマイナス面が足を引っ張っているのである。



3.6 事業ポートフォリオ・マネジメント

組織形態に関して、企業グループ単位では、連結子会社制となっている。そして、主力事業会社である関西電力本体においては、事業部制を縦軸とし、地域毎に分割した組織を横軸としたマトリクス制をとっている。連結子会社制をとる企業グループ組織における特徴は、何と言っても主力の関西電力本体のプレゼンスが圧倒的に大きいことである。売上高ベースでの連単倍率は1.05倍であり、企業グループベースでの組織構造を見ること自体、今のところあまり意味がないと思われる。そこで、マトリクス制をとっている関西電力本体の組織構造について詳しく見てみる。地域毎に分割した組織（支店・支社）は、地域を基盤としたインフラ事業を営む当社にとって、地域サービスの充実や地域からの信頼醸成という意味で、これまで一定の役割を果たしてきた。しかし、電力の自由化により、今後次第に地域の壁が取り払われていく（地域独占ではなくなる）ため、地域毎に分割した組織の必要性は現状よりも薄れていくであろう。さらに、地域を重視するよりも顧客層を重視した方が、マーケティングの観点から有効であろう。そもそもマトリクス制自体は、右肩上がりの経済成長の時代、そしてスピードが今ほど重視されなかった時代には、地域間で競争しながらの事業拡大、2重のチェック体制という点でメリットが大きかったと思われる。しかし、最近になって、責任体制の曖昧さや業務執行のスピードの欠如といった、マトリクス制のデメリットの方が大きくなっている。同社も、本格的に顧客から選別される競争時代に入った今、至急、非効率な地域軸を解体し、事業部制に移行すべきである。（その後がカンパニー制になるのか、連結子会社制になるのかは、さらなる問題であるが。）同社（単体）の現在のマトリクス組織は以下の表の通りである。○印がマトリクス構造になっている箇所であるが、表から分かるように、火力部門などは実質的にマトリクス構造ではなくなっている。

	A 支店	B 支店	C 支社	D 支社	火力センター
お客さま本部（販売）	○	○			
火力事業本部（発電）					○
原子力事業本部（発電）				○	
電力システム事業本部（送電）	○	○	○	○	

<縦軸：事業部>

<横軸（地位機軸）：8支店・4支社・火力センター>

さて、ポートフォリオ・マネジメントにおいて重要なことは、各組織単位がどの程度の権限をもち、どのような評価軸により評価され、どのように資源配分がなされているか、である。まず、権限と資源配分について、例えば金額1.5億円以上の投資が本社の常務会マターとなるなど、事業規模（全体の投資規模）に比べて比較的権限は本社に集中しているのではないだろうか。また、予算・要員の配分についても経理部、人事部の権限が強いと思われる。例えば、要員配分については、役職者の異動はすべて原則本社マターである。規模が同程度のお他業界の企業と比べ、かなり中央集権の度合いが強いのではないだろうか。今後の方向性としては、規制緩和の流れと合わせ、スピード重視と各現場・各事業単位の自律的経営をねらいに、資源配分について権限の委譲が進んできている。予算については、最近になって、予算の本社による総額管理から利益管理へと移行がなされた。それでも、実質的なカネの資源配分は、本社（経理及び企画）が主導で行っている。一方、グループ

単位での要員配分を見た場合でも、グループ会社への出向という形態が多く、これも本社による管理がなされている。モノ・カネについても、本社が実質的に支配している。各事業単位は、基本的に事業単位の長が、上記で述べたような一定のルールの下で資源配分の権限を持っている。権限の面から考えると、各事業単位による自立的な経営はあまり出来ていないようである。

次は、評価に関する仕組みである。各地域軸（支店・支社）において、業績報償を含めた業績評価制度が、H14 年度より本格実施されている。これは、PCA（関西電力版 EVA）およびフリーキャッシュフローを最上位の目標とし、バランス・スコアカードの考えを元にした業績評価制度である。現在は、地域軸による業績評価のみが行われている。マトリクス組織の中で、評価だけが地域軸で行われるという不完全な形になっている。地域の長（支店長・支社長）はある一定の権限を持ち、それと合わせて業績評価の仕組みが整っている一方で、事業部門の長は、ある一定の権限を持ちながら、明確に示された業績評価が行われていない。従って、この不完全な形を解消する意味でも、今後は地域軸を解体し、事業部を軸とした事業部制に移行すべきであろう。それに合わせて、業績評価も各事業単位で行う必要があるだろう。グループ単位で見ると、本社により、子会社の業績管理は行っているものの、業績を明確な基準で評価し、さらにそれを報酬に結びつけることはしていない。現在、新規事業展開を全社的にかなり積極的に進めており、新しい事業がいくつも生まれ、業績の変動も激しい。明確な基準でこれら新事業の業績を評価することは、かなり難しいし、事業立ち上げ時にはそぐわないかもしれない。ただし、事業の撤退基準は整備されている。

4 戦略の評価と課題

4.1 戦略の評価

まず、財務指標から判断できる同社の財務戦略について評価する。安全性指標で同業他社より優位な立場にたっていることから分かるように、同社は有利子負債削減を重点的に進めており、高く評価できる。規制時代には確実に料金が回収されることが保証されていたため、負債によりレバレッジを効かすことは合理的な戦略であった。しかし、自由化時代を迎えた今となっては、同社の借入金はあまりに膨大であり、資本市場からの信認に堪えられないものとなってきている。事業の不確実性が高まる中で、売上高の 1.7 倍にも上る有利子負債はあまりに多すぎる。同社の戦略どおり、今後も削減を続ける必要がある。有利子負債削減の原資となる FCF を生み出す元となる戦略が、同社のコスト削減戦略である。電力需要が伸び悩み、価格低下圧力が増していく中で、一定の収益性を確保するためには、何よりもコストの削減が最も効果的である。同社の収益性指標が総じて安定的に推移していることから分かるように、コスト削減戦略およびコスト削減の実績は高く評価できる。さらに評価すべきは、コスト削減戦略をコスト・リーダーシップ戦略に結び付けていない点である。同社がコスト・リーダーシップ戦略を志向すれば、それは業界全体での泥沼の価格戦につながる恐れがある。いたずらに体力戦に入らず、まずは財務体質の強化を優先しているのである。

次に、業界他社に比べ、成長性がより低い点は大きな問題である。この原因は、関西経済の低迷であるため、如何ともしがたい部分はある。しかし、処方箋がないわけではない。例えば、同社が採用している新規事業への進出という事業展開シナリオがそれである。これが成功すれば、電気事業の成長性の低さを補うことが出来る。ただ、結論を言えば、同社の新規事業は成功に至っていない。これは同社の今後の経営課題の一つである。最後に、生産性の低さも問題である。生産性の低さの最も大きな原因は、要員が多い点である。従って、同社がここ数年続けている人員削減施策は、評価できる。採用抑制は今後も継続すべきである。早期優遇退職制度については、現在行っている3回にわたる募集で終了すると会社は発表している。しかし、生産性を他社と比べるならば、さらに多くの人員削減を行う必要があると思われる。

同社の戦略をヒト・モノ・カネの要因から考察する。カネの面では、同社の戦略の制約要因とはならない。同社の計画では、H15～H17年度にかけて、年平均3,700億円のFCFを創出するとしている。一方、このうち大部分を有利子負債の削減に当てる計画（同社の計画から単純計算すると年平均3,200億円程度の借入金返済となる）であるものの、残りのFCFのうちから、同社の新規事業展開の原資を捻出すれば良いのである。現在、特に多大な投資を必要とする新規事業はガスビジネスくらいであるので、十分まかなえるレベルにあると考えられる。次に、モノの面である。これについても、同社の戦略の制約要因とはならない。同社には今なお多くの土地があり、また、LNGを始めとした燃料、さらに光ファイバネットワークがある。

同社の戦略において、最大の制約要因となるのが、ヒトである。ヒト・モノ・カネのうち、最も扱いが難しく、また解決が難しいのがヒトの問題ではないだろうか。同社はそのヒトに最大の課題を抱えている。具体的には、新規事業を進めるのにふさわしい人材がいないことである。事業環境が一変した電気事業における新しい業務分野（営業の最前線）でやっていく人材がいないことである。過去、電気事業は、長年にわたって、電気の安定供給を最大の使命とし、何十ものチェック体制の下、業務を間違いなく誰よりも正確にこなせる者が最高の人材であった。スピードよりも正確さが重視された。アイデアよりも経験が重視された。今、このような人材が通用しない仕事の割合が増えたのである。特に、新規事業をはじめ、戦略的事業のほとんど全てがそうなのである。過去に必要とされた人材が活躍できる業務は、電力需要の伸び悩みとともに、減る一方である。

最後に、組織要因から同社の戦略を考察する。これまで既に述べてきたように、現在のマトリクス制が、事業の遂行を阻害している面がある。これも過去の規制時代の遺物であろう。また、権限が本社に集中していることにより、事業部の自立性を阻害している面がある。これは個々の従業員の自立性を奪うことにつながるかもしれない。

4.2 今後の経営課題

これまでの議論より、主要な経営課題は2点に絞られる。ヒトの問題と組織の問題である。

過去に求められる人材と現在必要とされる人材が 180 度転換してしまった電力事業においては、外部人材を積極的に活用することが最も合理的であろう。新規事業を担う人材や電気を中心とした顧客ソリューションに携わる人材は、外部の人材をかなりの程度投入すべきだ。たとえ優秀な人材でなくとも、規制時代の電力事業という色のついていない人材であるだけで、一定の価値があるだろう。これと同時に、人員削減を進めていくべきである。電力事業は、需要面から見ると既に成熟産業であり、新たな電源開発に伴う工事もおそらく近い将来発生しないであろう。すなわち、人員の余剰は、ますます高まるばかりである。

現状の人員をリストラし、同時に新たな外部人材を登用する。これではモチベーションの問題が発生するのは当然である。しかし、モチベーションが低下することが問題なのではない。業績が上がらないことが問題なのである。社員のモチベーションに配慮し、業績が上がらないままでは、いずれにせよモチベーションは上がらないままである。リストラ自体が問題なのではなく、将来展望のないリストラが問題なのである。それよりも、短期的な痛みを伴うのを承知で、業績をあげることを優先すべきである。もちろん、リストラにより、将来的に禍根を残すことは致し方ないが、好業績を達成してはじめて、自分達の犠牲がわずかばかりでも報われたと感ずることが出来るのである。さらに、リストラの対象者には、これまでの業績に報い、十分に高額の手当てを積み増すことが必要である。モチベーション低下のもう一つの真の原因は、経営判断を下す経営層に痛みが伴っていない点である。経営層が痛みを共有してこそ、モチベーション低下を防げるのである。

次に、組織に関する経営課題を述べる。これまで見てきたように、デメリットが多いマトリクス制を廃止し、事業部制に一本化すべきである。さらに、権限が本社に集中し、事業部の自立性が阻害されている現状に鑑み、カンパニー制、次には、持ち株会社制に移行すべきである。電力会社には、カンパニー制、もしくは持ち株会社制への移行について、電力事業制度改革の議論の中で、発送電の分離問題につながることを恐れ、タブー視しがちである。発送配電一体運用のメリットを声高に主張している立場上、自ら、たとえ社内カンパニーであっても、組織を分離することのメリットを認めるようなことは避けたい。しかし、発送電が分離されたからと言って、何が問題なのである。顧客の利益になり、同時に、会社としてもより効率的な経営が出来るならば、拒む必要はない。問題に感じるとすれば、経営層にとって、会社の分割により、規模が小さくなるくらいである。それよりも、発電事業、送電事業、営業、新規事業と、そもそもミッションの全く違うそれぞれの事業について、経営ビジョンも人事評価制度も組織構造もまったく同じにしている方が、無理があるのではないか。組織を分け、権限も与えて、それぞれの事業にふさわしい経営管理のシステムを構築させることで、より適切な事業戦略を策定することが出来る。

最後の経営課題として、経営トップのリーダーシップを挙げたい。以上見て来たような、ヒトの問題とその処方箋、組織の問題とその処方箋は、恐らく社内ですぐに認められるものではないだろう。往々にして、経営層が改革の足を引っ張っている面がある。経営層にとって、リストラをしつつ、外部人材を積極活用することは抵抗があるだろう。社内組織を分離することは抵抗があるだろう。何よりも、トップが痛みを分かち合うことには最も

抵抗があるだろう。トップのコミットメントがないボトムアップの経営改革は、スピードが遅い。場合によっては、経営環境の変化のスピードよりも遅く、時代に逆行してしまうだろう。抜本的な経営改革には、トップのリーダーシップが求められる。同社の現状を見てみると、副社長以下、みな出身事業部門の利益の代弁者となっている。会社全体の立場から、つまり経営者の視点で会社を見ているのは、会長・社長の二人に限られる。そのため、社長の決裁はどうしても、各副社長の主張を配慮した調整型の経営判断になりがちである。トップ経営層こそ、外部の人材を招聘すべきである。そして、全社的経営戦略を担うのは、半数ほどの外部からの人材を含めた 5、6 名の役員から構成し、残りは各事業に明るい執行役員とすべきである。また、各事業部に明確な業績評価を導入すると同時に、経営層も自らの経営責任を明確化すべきであろう。トップ自ら変革することが、どの会社においても経営改革の一番の近道であろう。

以上

付属資料 2：企業戦略分析

（出所：上羽 健之 「経営戦略応用研究 期末レポート」 2004 年 11 月 8 日）

関西電力株式会社（2004）

1 当該企業の事業内容と業績

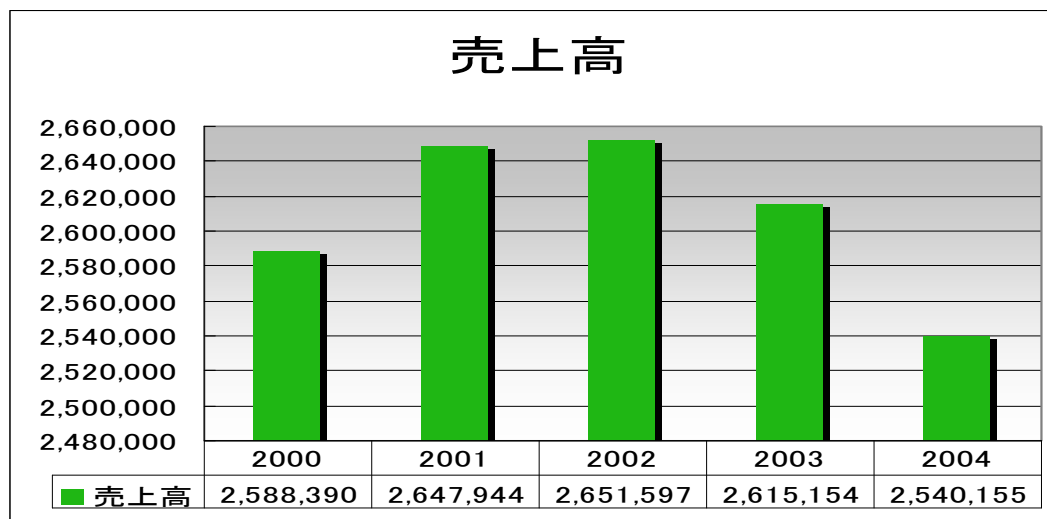
1.1 事業内容

戦前には多数の小さな発電・配電会社が存在したが、「安定供給が最重要課題」「事業に膨大な設備が必要」などの理由により、電力業界は 1951 年から 10 電力体制（北海道～沖縄まで）の下、「地域独占（二重投資を避けるため）と明確な供給責任」「総括原価方式」によって事業を運営してきた。関西電力は 10 電力の中の 1 つ、関西地域の電力供給を担う会社として前身の関西配電を母体にこの時（1951 年）に誕生した。以降 1963 年に黒部の太陽で有名な「黒四発電所」の竣工、1970 年に「美浜発電所（原子力）」の運転開始、1979 年に「姫路 LNG 基地」の竣工などの供給力拡大により、高度経済成長に伴う電力需要の伸びの対応に努めてきた。また 1984 年に「デミング賞」を受賞するなど、品質管理にも力を入れてきた会社である。このように「品質の高い電力を安定供給すること」に注力してきたが、1990 年代に入りバブル崩壊を機に、国際的に見て割高な電気料金水準を下げようと電力自由化論議がスタート、2000 年 3 月から電力の小売部分自由化が始まることとなった。電力はもともと差別化しにくい商品であり、単純な価格競争に突入すると値下げスパイラルに陥る危険性がある。そこで電力各社は電力に付加価値をつけるソリューション営業を標榜し川下進出することで、単なる値下げ競争を回避しようと努力している。2004 年 10 月現在、15 社の PPS（新規参入者）が電力小売事業に参入しており、関西電力管内においては特別高圧の業務用市場で見ると 1 割以上が既に PPS へ離脱している。さらに 2005 年 4 月からは振替料金制度廃止による本格的な電力間競争開始が予想

され、付加価値でいかにお客さまのスイッチングコストを高められるかが重要な課題となっている。

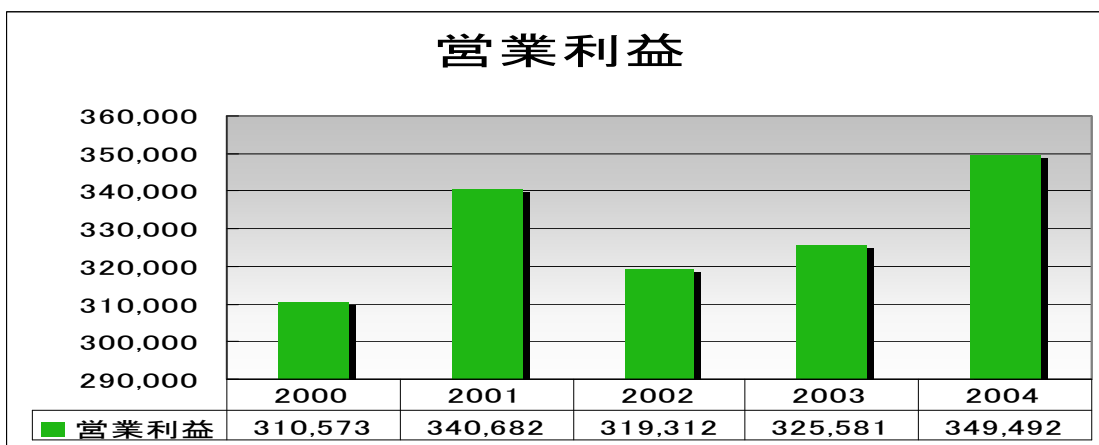
1.2 全社業績推移

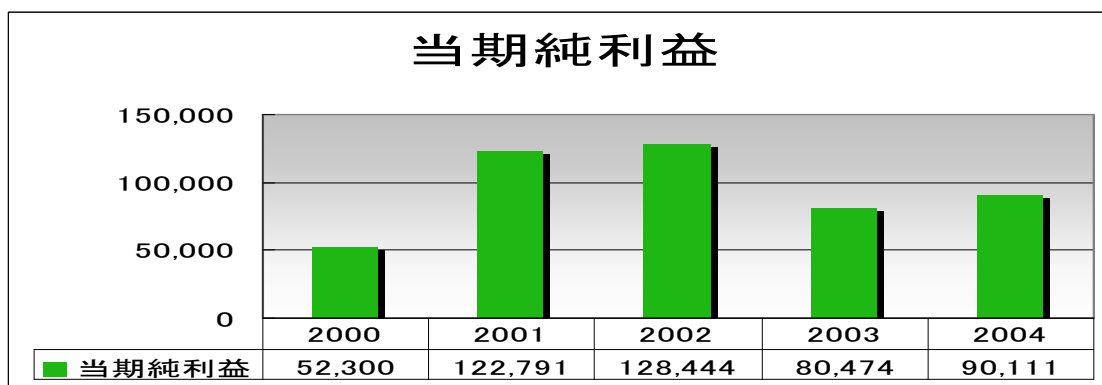
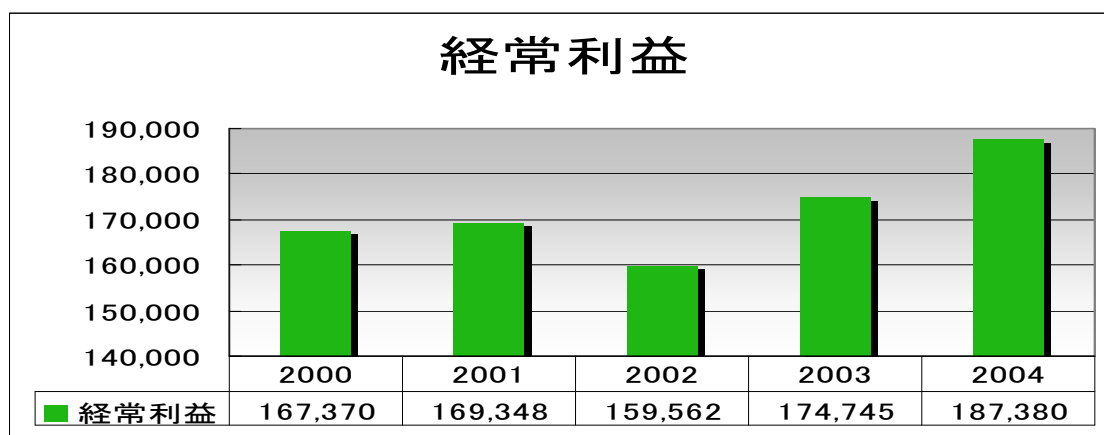
(1) 売上高



2000 年以降の売上高をみると、2002 年をピークに減少傾向にある。この要因としては「PPS などの競合によるシェア侵食」「日本・関西経済の不況」「天気（猛暑&厳冬であれば電力需要は伸びる）」「料金改定（2002・2004 年に値下げ）」などが挙げられる。関西電力の売上げの約 9 割は電気事業である。近年ガス・通信・セキュリティなど周辺事業への多角化を進めており、本業外での売上高は伸びているものの、それ以上のスピードで電気事業の収益性が悪化している状態である。

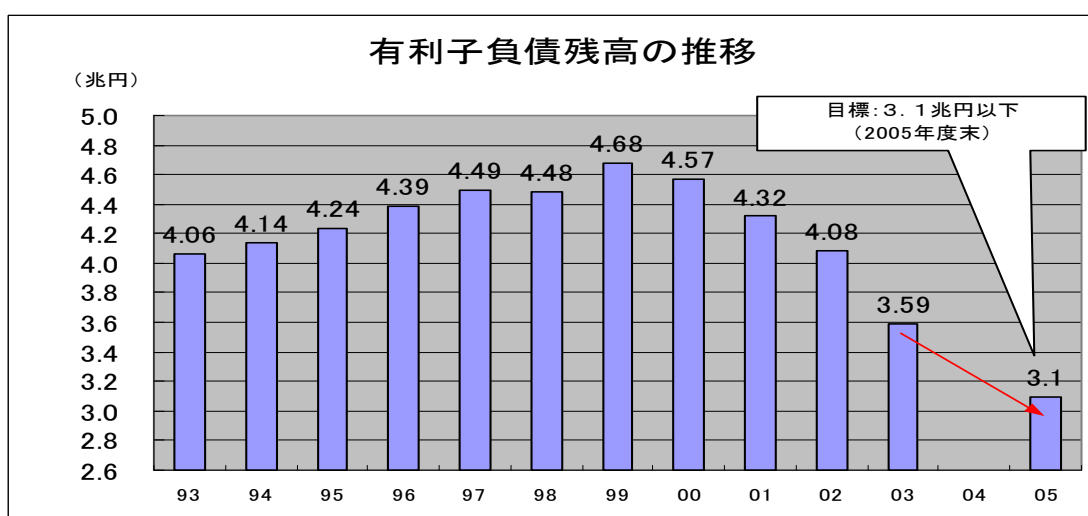
(2) 利益





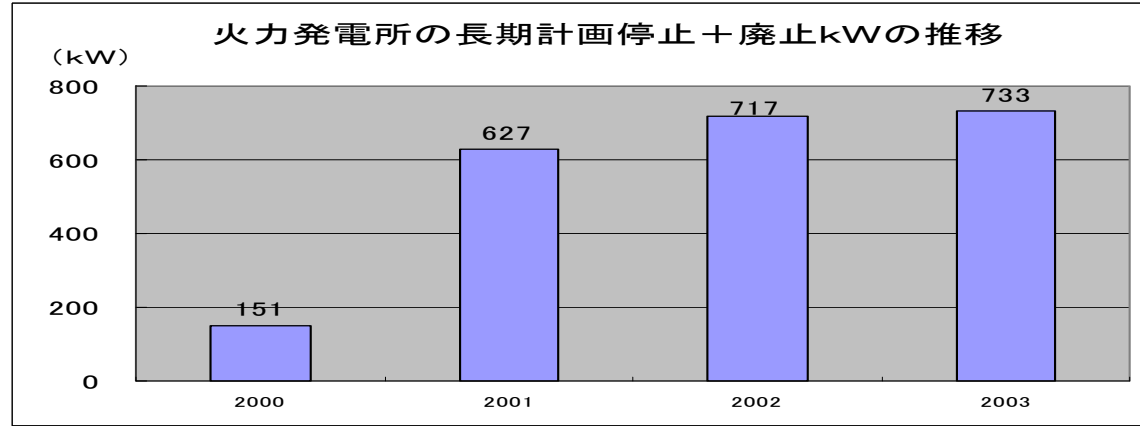
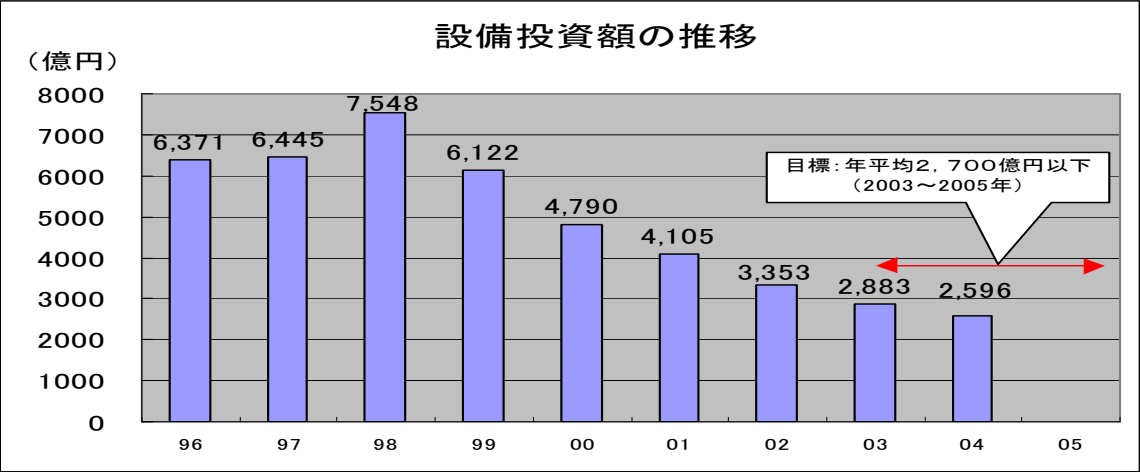
営業利益を見ると、2002年に一度大幅に落ち込んでいるが、その後回復に向かっている。売上げが減少しているにも関わらず、利益が増加している理由は①コストダウン効果と②通信事業（k-opt）の黒字化のためである。ここ数年で早期退職による引き当てや金居原水力の計画中止などによる特別損失を計上しており、数値以上に財務体質は改善されているといえる。

(3) 有利子負債圧縮



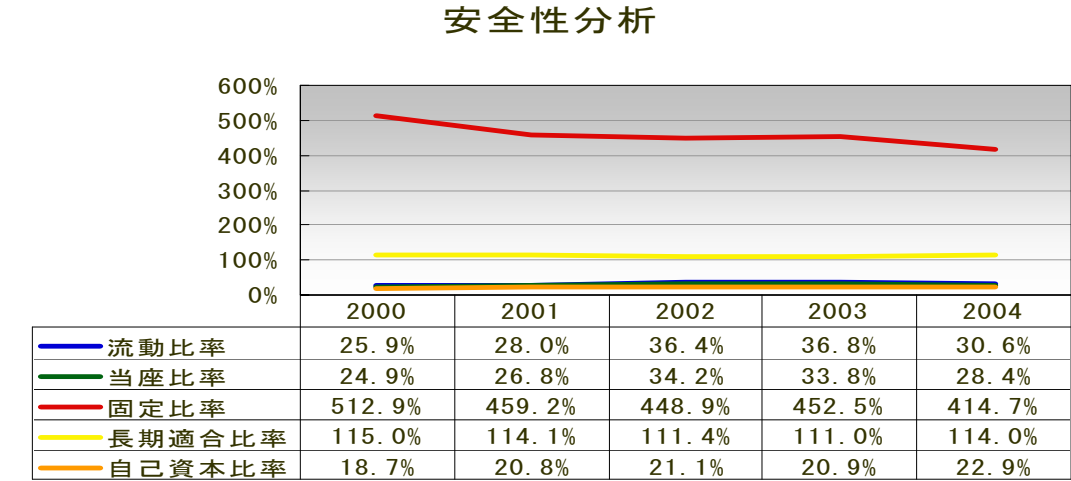
1999 年度をピークに有利子負債の圧縮に注力している。有利子負債の返済に FCF の大部分をつぎ込んできたといっても過言ではない。電力間競争が近づき、今のうちに財務基盤を安定させる必要性が高まったからである。今後も年間 3,000 億円程度の有利子負債削減を予定しており、これが関西電力の財務目標の中でも特に重要な項目となっている。

関西電力は現在借金返済に邁進しているが、一方で新たなキャッシュを生み出すための将来を見据えた投資があまり出来ていないという問題を抱えている。



1.3 経営指標（安定性・収益性・成長性・生産性）の推移

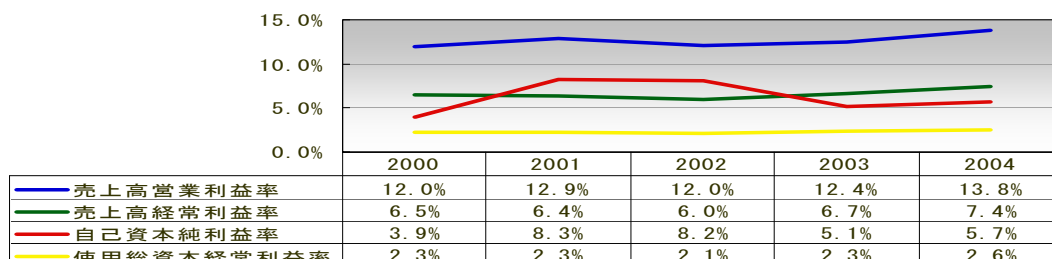
(1) 安全性



電力会社は典型的な「設備産業」である。また供給力確保が至上命題であったこと、地域独占・総括原価主義（コストに一定の利幅を乗せて小売り単価を決める＝必ず投資回収が出来る仕組み）であったことにより、ひたすら設備を造り続けてきた。その結果安全性はきわめて低い数値となっている。近年資産圧縮に注力してきた結果、改善傾向にはあるものの、自由競争下で生き残るためには一段の資産圧縮が必要であろう。

(2) 収益性

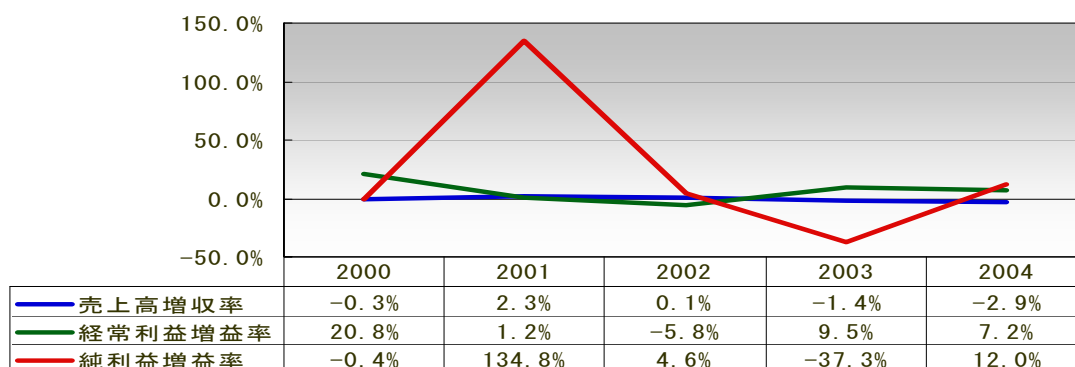
収益性分析



「売上高営業利益率」「売上高経常利益率」は改善傾向にある。料金改定（値下げ）による販売単価の減少を上回るコスト削減によるものである。ただし電力料金下落傾向が続く、コスト削減にも限界があることを考えると、今後も収益性を上げていくためには他地域（関西以外の日本・海外）での電力事業や多角化事業などにより売上げを伸ばしていくことが必要になると思われる。ROAは資産圧縮の効果により、順調に改善してきている。

(3) 成長性

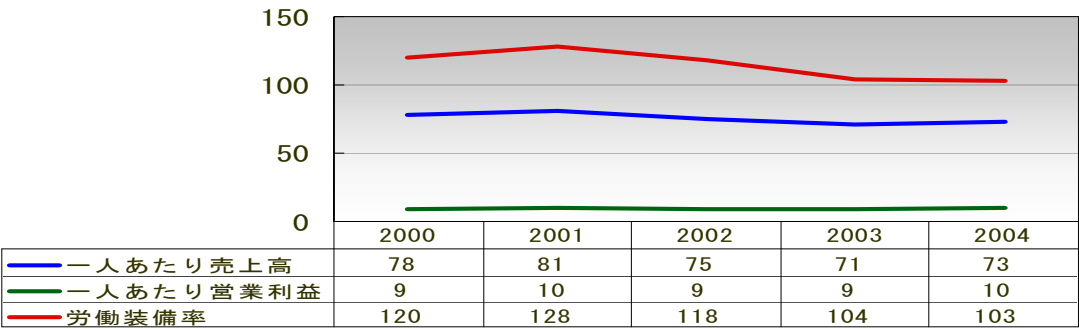
成長性分析



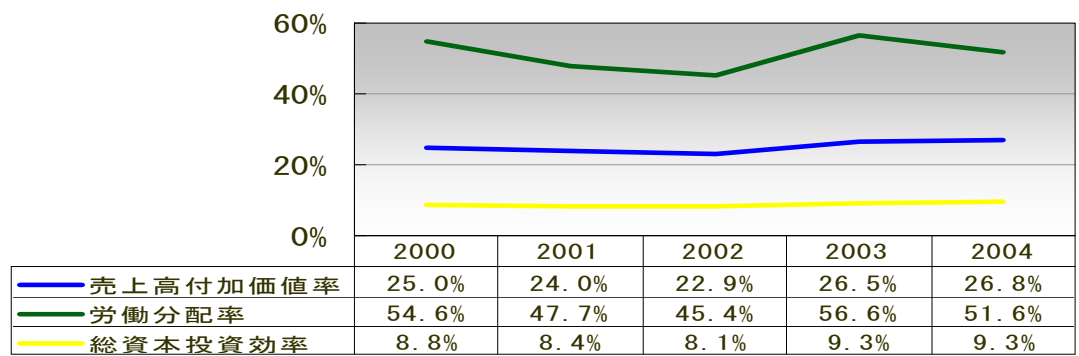
売上高増収率は料金改定の影響により下落傾向にある。今後も自由化範囲が広がるなど競争激化が予想されるため、さらなる値下げ改定はほぼ間違いなく、マイナス成長が続くと考えられる。経常利益ベースではコスト削減効果によりプラス成長が続くが、コスト削減で売上減を吸収できる余地がなくなっており今後不安を残す。純利益増益率は上下動を繰り返しているが、これは早期退職の引き当てや発電所建設計画中止などの特別損失の影響であり、純粋な業績を反映している訳ではない。

(4) 生産性

生産性分析(1)



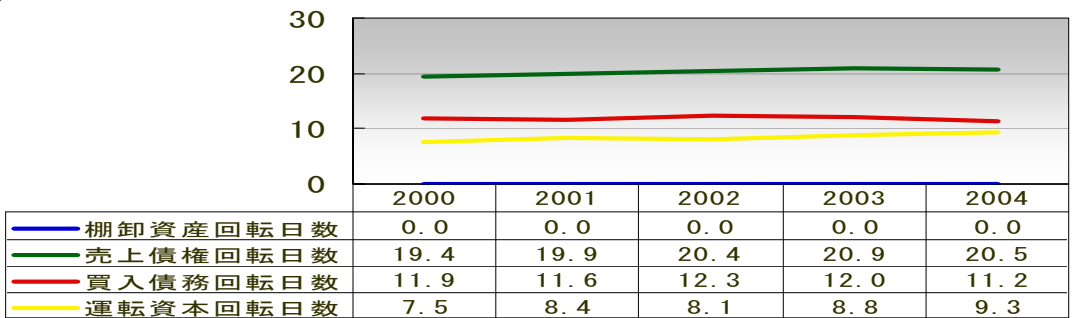
生産性分析(2)



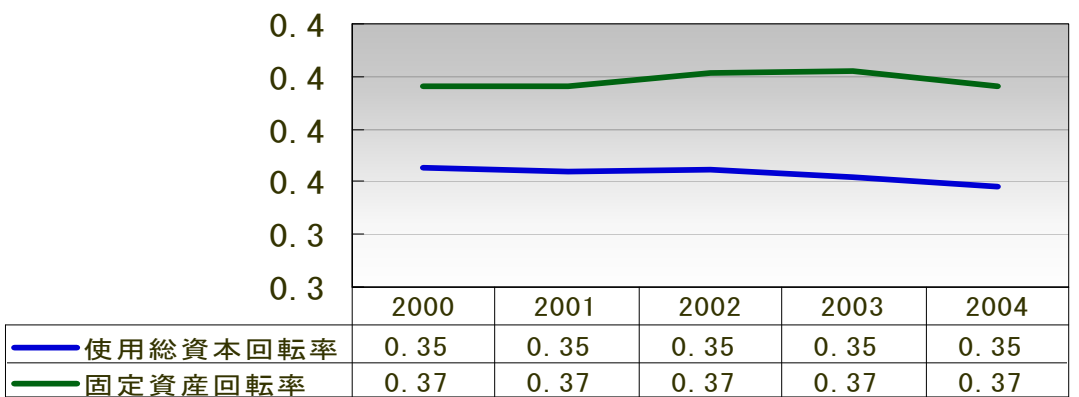
一人当たりの営業利益をみると売上高の減少と人員削減が相殺され、ほぼ横這いになっている。また労働装備率が下がってきているが、これは老朽火力発電所を廃止するなどの影響であり、またエネルギーコンサルティングという知的価値を提供する会社になろうとしていることの1つの表れでもある。

(5) 効率性

効率性分析(1)

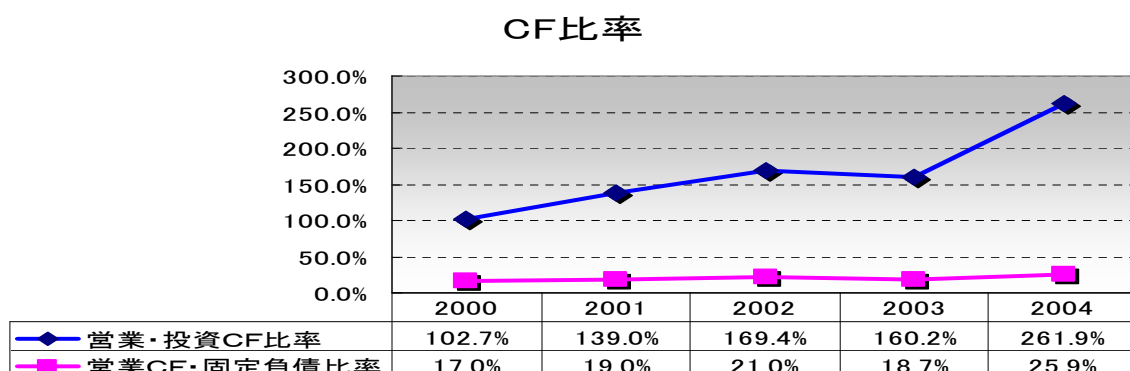
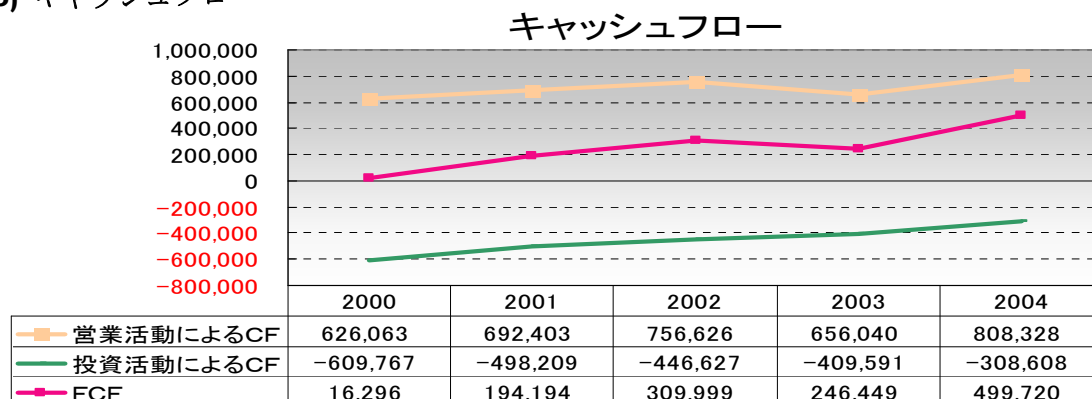


効率性分析(2)



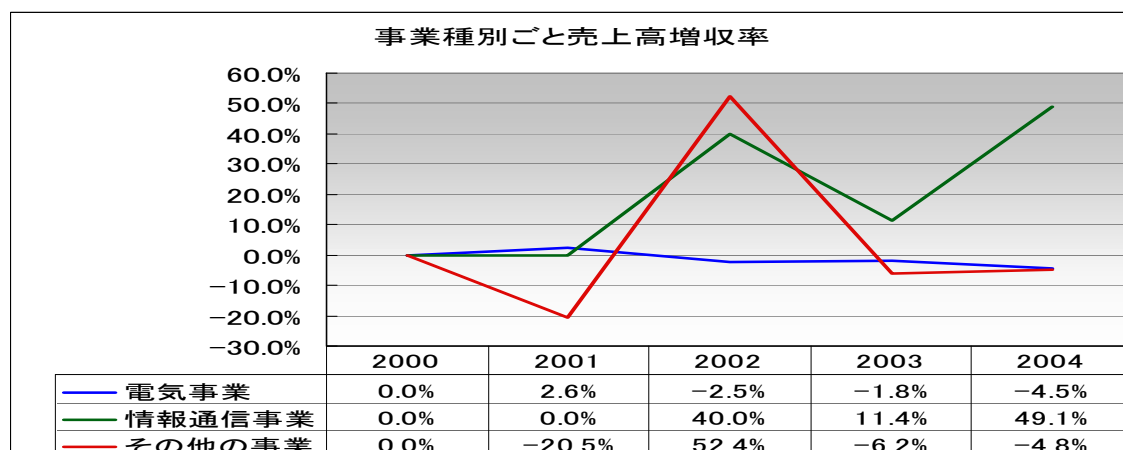
電力は発電・即消費という事業特性上、棚卸資産が無い。売上債権回転日数については請求後、2週間強の間に支払うというルールのためこれ以上の改善は期待できない。「使用総資本回転率」「固定資産回転率」については、資産圧縮と売上減少が相殺され、一定している。

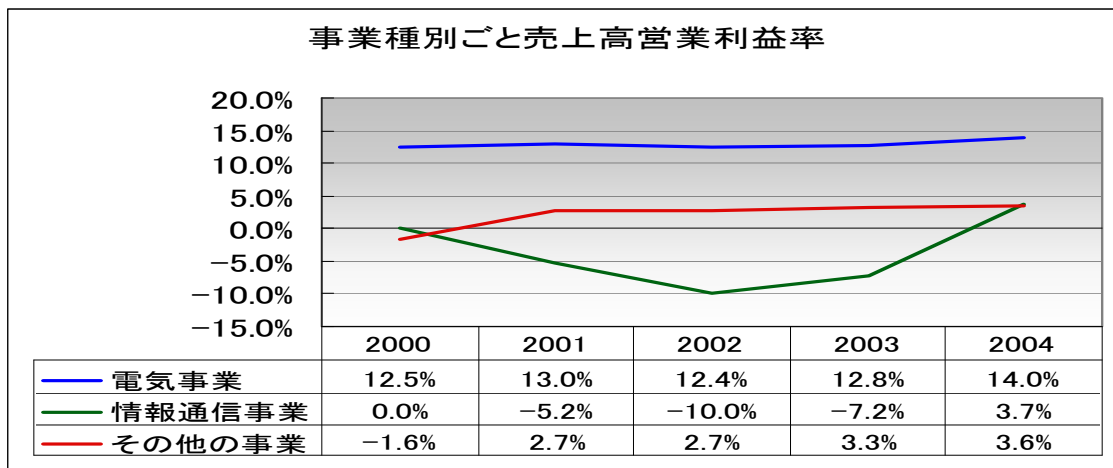
(6) キャッシュフロー



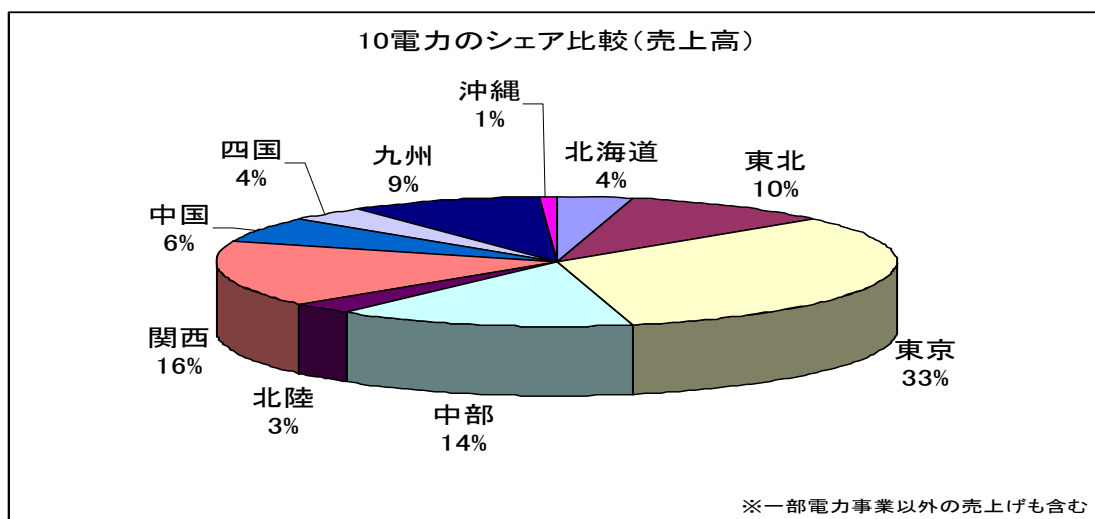
FCFは1998年まではマイナスであったが、設備投資の大幅削減が功を奏し、近年はプラスに転じている。このキャッシュをほぼ有利子負債の圧縮に振り向けることで、財務基盤の強化を行っている。電力事業は現在キャッシュの収穫期に入っているが、今後に向けてそのキャッシュを使つての新たな収益の柱の育成が必要である。

1.3 主要事業部門別業績推移





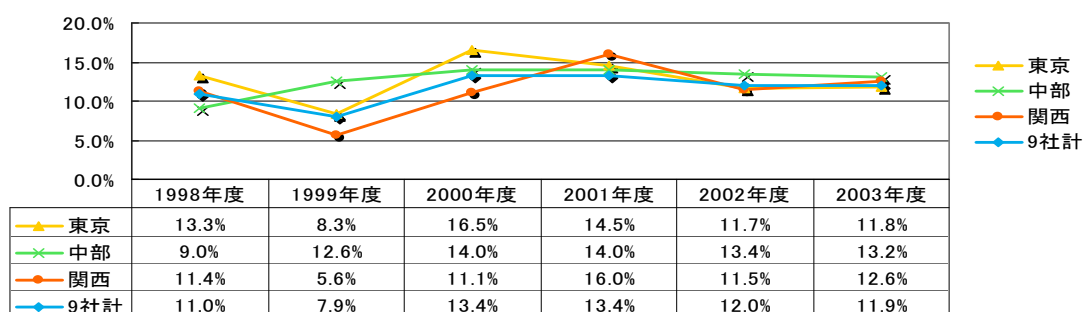
事業種別ごとに見ると、コアである電力事業はマイナスの一途を辿っている。それに対し新規事業である情報通信などが売上げを伸ばしている状況である。電力事業に次ぐ収益の柱として成長できるか大きな課題である。利益率で見ると電力はコスト削減効果で若干改善している。2004 年 03 期に通信事業が黒字転換したことが明るいニュースである。



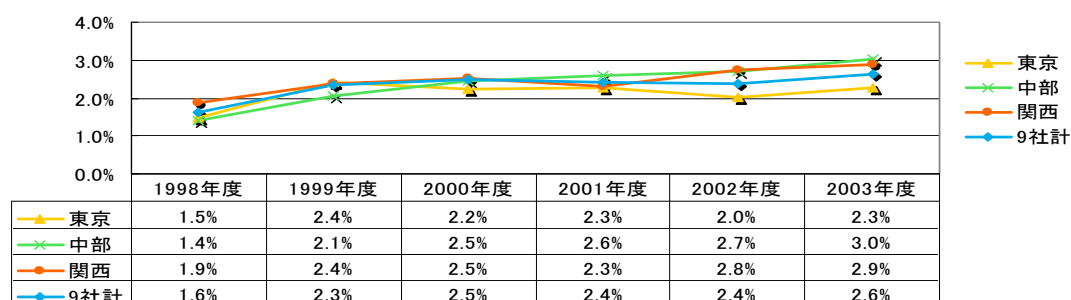
現状では地域間の競争が起こっていないため、上のグラフは地域ごとの需要規模を表しているといつてよい。東京電力が全国の 3 割強を占め、次に関西電力が続く。ただし関西経済の不況により、中部電力との差が急速に縮まっており、業界 2 位の座も危なくなっている。

1.4 競合他社との業績比較

ROE (株主資本当期利益率)

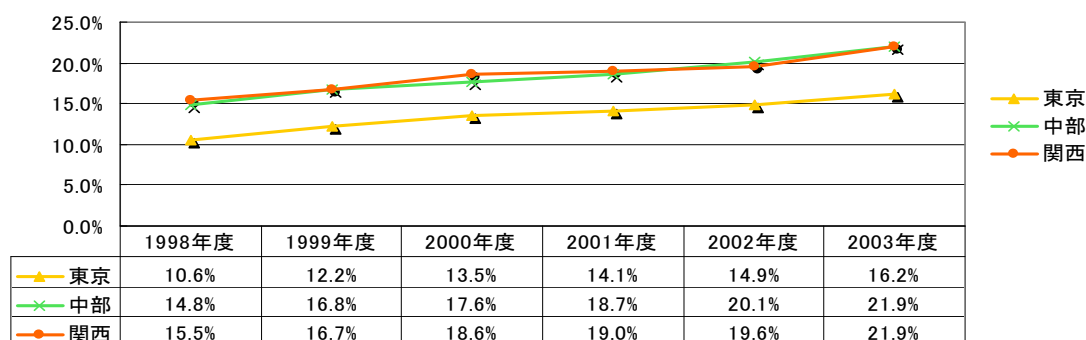


ROA (使用総資本経常利益率)

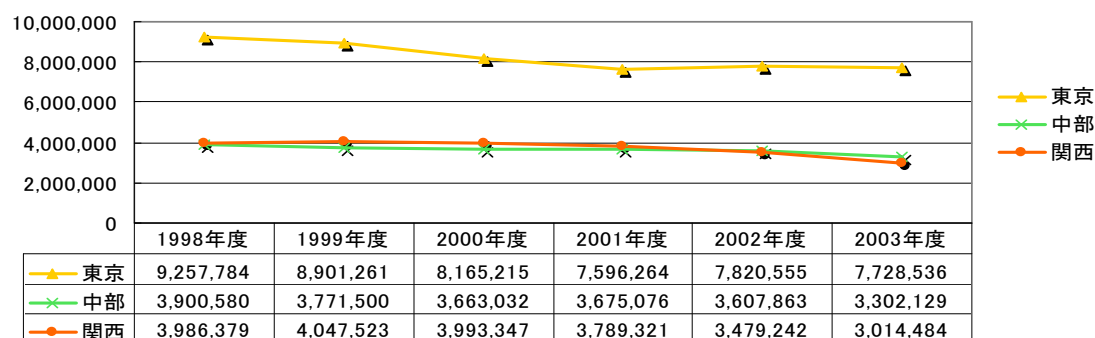


ROA・ROE で見ると、各社大きな差異は無い。電力事業の特性と業界の横並び体質により、各社とも似たような事業運営をしていることによるものである。

株主資本比率



有利子負債残高



株主資本比率で見ると、中部と関西がほぼ同率であり、東京電力がその 5% 下ぐらいで推移している。有利子負債残高を見るとこれも関西・中部がほぼ同額で東京電力が約 2 倍の負債を抱えている状況である。負債の圧縮状況を見ると関西電力は比較的順調に減らしてきている事がわかる。

2 業界分析

2.1 需要要因：需要量および消費者・買い手の行動

高度経済成長期以降、日本の電力需要は順調に伸びてきた。しかしバブル崩壊による景気後退・生産設備の海外移転・環境意識の高まりによる省エネの進展などにより近年では需要が伸び悩んでいる。特に東京や中部地域と比べて関西地域の不況は著しい。素材産業を中心としていた産業構造からの転換の遅れの影響であろう。今後も人口の減少・省エネ機器の普及・電力消費型から寡消費型への産業構造の転換が見込まれる等のマイナス要因がある。ただしアメニティ志向の高まりや情報化社会の進展等プラス要因も多く、中長期的には電力需要は緩やかな増加基調で推移していくものと見込まれる。

<販売電力量の対前年伸び率の推移>

	(%)										
	H5	H6	H7	H8	H9	H10	H11	H12	H13	H14	H15
関 西	0.6	7.0	1.4	1.9	0.8	1.0	1.1	1.7	-2.2	1.5	-1.1
東 京	0.7	7.4	2.2	1.2	3.1	0.6	2.7	2.3	-1.8	2.3	-2.1
中 部	-0.4	7.0	2.3	2.6	1.7	0.6	1.6	2.5	-1.8	1.8	-0.7
全 国	0.7	7.2	2.3	2.3	2.2	1.0	2.2	2.6	-1.6	2.1	-0.9

一方、電力小売り自由化により地元電力以外に PPS や他電力からの購入が出来るようになったため、買い手の行動に大きな変化が出てきている。「全国一括購入」「官公庁の電力入札」などお客さまの積極的な動きにより、そこかしこで地元電力からの需要離脱が発生している。またここ最近では約 2 年ごとに毎回 5% 程度の値下げ改定が行われており、これも自由化による暗黙の圧力によるものといえる。

2.2 供給要因：業界の生産・流通設備への投資、生産能力、流通、価格動向

電力は発電即消費という在庫のきかない商品（蓄電池にすると経済的に折り合わない）であり、さらに発電所建設には長期間を要するため長期的な視点で需給を考えていかなくてはならない事業である。また当然のことながら電力事業は常に需要を上回る供給力の確保が求められる。高度経済成長期以降、急激な電力需要の伸びに対し、いかに供給力を確保するかが電力会社の一番の経営課題であり、常に一定の予備率を確保しながらの先行投資を行ってきた。しかしバブル崩壊とともに電力需要が伸びなくなり、一気に供給過剰の状態となった。さらに PPS の参入により新規電源の建設が進んでおり、供給過剰状態に拍車をかけている。地域独占という規制下では大きな問題にはならなかったが、2005 年からは電力取引市場の創設もあり『市場価格』が導入される。鉄鋼業界同様に一気に価格が暴落する危険性を孕んでいる。

<新規参入者による主な発電所建設計画（平成 16 年 8 月現在）>

実施主体（出資会社）	所在地	出力（万 kW）	運開時期	卸売先
市原パワー （電源開発、三井造船）	千葉県	10	平成 16 年 10 月	新日本製鐵
ベイサイドエナジー （電源開発）	千葉県	10	平成 17 年 4 月	ダイヤモンドパワー
フロンティアエネルギー新潟 （新日本製鐵、新日本石油、三菱商事）	新潟県	11	平成 17 年 7 月	新日本製鐵、新日本石油
美浜シーサイドパワー （電源開発、ダイヤモンドパワー）	千葉県	10	平成 17 年 10 月	ダイヤモンドパワー
シグマパワー山口 （東芝、オリックス）	山口県	100	平成 21 年 3 月	未定
大阪ガス	大阪府	160	平成 20～平成 23 年	未定
川崎天然ガス発電 （新日本石油、東京ガス）	神奈川県	90	平成 20～平成 23 年	未定
扇島パワー （東京ガス、シェル・ガス・BV、昭和シェル石油）	神奈川県	120	平成 21～平成 23 年	未定

2.3 競争要因：競争各社の戦略

(1) 空調・厨房・給湯などの熱源分野（大阪ガス）

ガス会社はもともと「厨房分野」「給湯分野」を得意としていたが、近年はそれに加え「空調分野」への攻勢をかけてきている。大型空調（セントラル方式）では約 70%がガス空調であり、中・小型の空調（個別分散型）でもガス空調がそのシェアを伸ばしている。それに対し電力会社はガス会社が得意としている「厨房」「給湯」分野に乗り入れるという相互乗り入れ状態になっている。ガス会社は量を捌く事が重要な経営課題であるため、大規模工場へのガス販売は利幅が薄く、家庭用分野で利益を稼ぐという収益構造になっている。そこで電力会社としては特にこの家庭用分野に注力して「オール電化住宅（IH・電気温水器）」をぶつけることで対抗している。

(2) 分散型電源（大阪ガス・エネサーブ・テスエンジニアリングなど）

送電線を使って電力を供給する大規模発電を行う電力会社に対し、需要地点で発電する分散型発電（コジェネ・モノジェネ）がある。分散型発電は需要地点で発電するためうまく排熱を利用できればコストメリットが出ることがあるが、大規模発電所に比べると発電効率は低い。近年では分散型電源においても技術革新が進み、発電効率が上がってきており、大口のお客さまの総使用量の約 30%が自家発電になっている。

(3) 特定規模電気事業者（PPS：Power Producer and Supplier）

2004 年 10 月末現在、特定規模電気事業の届出を行って PPS となった新規参入者は 15 社にのぼり、オフィスビル、デパート、スーパーマーケット等にその販売先を拡大している。また、全国の官公庁等で電力調達入札を実施する動きが定着しつつあり、地元電力会

社を抑えて PPS が落札するという事例が増加している。部分自由化当初、PPS の多くは、自社で発電設備を新設せず、他社が既に保有している自家発電設備の余剰電力を購入する等して供給力を確保しており、事業規模もその範囲にとどまっていた。しかし、昨今、PPS 自身による発電所建設計画や、PPS への卸売を目的とした発電所建設プロジェクトが数多く立ち上げられており、その中には電力会社の発電所に匹敵する大規模なものも含まれている。今後これらの新規発電所が運開するにしたがって、新規参入者のシェアが一気に拡大することが予想される。

< 特定規模電気事業の届出状況（平成 16 年 8 月 24 日現在） >

特定規模電気事業者名	出 資 会 社	出力 (kW)
ダイヤモンドパワー	三菱商事	632,550
丸紅	—	651,610
イーレックス	日短キャピタル、上田短資等	446,420
新日本製鐵	—	95,930
エネット	NTT ファシリティーズ、東京ガス、大阪ガス	1,103,090
サミットエナジー	住友商事、住友共同火力	1,334,470
大王製紙	—	524,110
サニックス	—	74,000
新日本石油	—	178,350
ジーティーエフ研究所	日揮、三井物産、石川島播磨重工業	47,730
大阪ガス	—	62,370
エネサーブ	—	9,900
ファーストエスコ	—	10,000
太陽光発電設備	—	240
光発電・グリーン電力販売機構	—	170

※出力は届出値。旭硝子は平成 15 年 4 月に届出を取下げ。

(4) 他電力

2005 年 4 月からの振替料金制度廃止により、電力会社同士の競争が始まる可能性が高い。豊富な供給力を持つ他電力は大きな脅威である。電力会社同士は値下げスパイラルに陥るため正面きっての競争を望まないと思うが、お客さまからの「全国一括購入」などの要望により避けることは出来ないと思われる。

2.4 技術要因：研究・開発、生産技術・製品技術開発

競合要因のところで記述したとおり、分散型電源の技術革新が大きな脅威となっている。最近では家庭用発電機「エコウィル」なども市場に出回っている。将来的な脅威としては、「燃料電池」が挙げられる。これが実用化されると一気に拡がり、既存の大規模発電設備がストランデッドコスト化する危険性を孕んでいる。一方熱源競争に目を移すと、ガス会社が中小規模の空調「GHP（ガスヒートポンプ）」の普及に力を入れているのに対し、電力会社は HP 給湯や高効率ターボ冷凍機（セントラル方式冷凍機）の開発で対抗している。

2.5 外部要因：法・政府規制

外部要因として大きいのは電力自由化である。1995年にまず卸電力が自由化されIPP制度が取り入れられた。その後2000年に特別高圧分野（販売量の約30%）の小売り自由化がスタート、2004年に高圧大口分野まで拡大（同40%）、2005年からさらに高圧小口分野までの拡大（同60%）と振替料金制度（電力会社をまたぐ時の通行料・これが参入障壁になっていた）の廃止、卸電力取引市場の開設と矢継ぎ早に自由化施策が打ち出されている。

3 企業戦略分析

3.1 企業価値創造

3.1.1 企業価値創造と経営戦略

関西電力は今まで地域独占・総括原価主義などの規制で守られてきたため、「株主」「顧客」といったステークホルダーからの“市場評価”をあまり意識せず、安定供給を最重要課題とした事業運営をしてきた。しかし2000年3月からの電力部分自由化により、いきなり市場競争に直面し、戸惑いながらも企業価値を創造していこうと努力している。このような流れから、「FCFの最大化」のために電力事業以外にも含めた「お客さま価値の創造」を掲げ、「資本コストの最適化」のために固定資産や長期有利子負債の圧縮に注力しており、これに伴い以前は公表していなかった「財務目標」を明示した。またこれらの成果を測るため、関西電力版EVAとしてPCAを策定した。現状ではPCAがマイナスであり、関西電力は資本市場で求められる価値を創出できていない状態であり、大きな課題と言える。

<参考：PCAとは>

「Profit after Cost of Asset（資産コスト差引後利益）」の略で、資本市場から求められる必要最低利益を「資産コスト」として認識し、資産コスト差引後の付加価値を示す当社独自の指標で「税引後事業利益－資産コスト」で求める。資産コストとは、資本コスト（WACC）を資産ベースに読み替えたものである。

3.1.2 企業価値創造の経営プロセス

企業価値創造のため「FCFの最大化」「資本コストの最適化」に勤しんでいるが、「FCFの最大化」のための「お客さま価値の創造」に悪戦苦闘しているのが現状である。一方で「資本コストの最適化」のための固定資産や長期有利子負債の圧縮など財務戦略は機能している。問題となっている「お客さま価値の創造」であるが、「電力以外の部分で我々はお客さまにどのような価値を提供できるのか」が不明確な状態である。「お客さま満足を目指す」といいながらも、目標値は「電力販売量」のみでありビジョンと業績評価システムの不整合が起きている。どういうサービスを誰に提供すればお客さまの満足を得ることが出来、また会社も利益をあげられるかという根本的な部分「顧客価値の再設計」が必要と考える。

3.1.3 顧客価値・株主価値・社員（従業員）価値の持続的向上

今まで規制に守られてきた関西電力は、「社員価値」に偏重していた事は否めない事実である。昔は需要に対応できるだけの供給力確保のため、黒部川の発電所建設をはじめ困難な課題にチャレンジすることが多かったが、技術進歩に伴い、だんだんと社員の仕事はルーティン化していった。電気事業法という制度に縛られた裁量の少ない仕事への報いとして、ある程度の報酬を出していた部分もある。しかし自由化が始まり、「株主」や「顧客」の価値が企業経営にとって重要なファクターになった。特に株主価値については、総括原価主義による投資回収が保障されていたからこそ電力は安定株であったが、普通にBSを見ると固定資産や有利子負債の多さからいつ倒産してもおかしくない内容であり、早急な対応が必要となった。財務目標を掲げ、株主重視の経営は出来つつあるが、顧客価値の創出が遅れていることが課題である。また漠然とした不安により社員の志気も下がっており、仕事の報酬の捉え方を給料中心から、自己実現の機会提供・経営への参画として「会社側」「社員側」双方の意識改革が必要となっている。今まで規制のぬるま湯につかってきた企業が、いきなり市場競争に直面して面食らっている訳だが、「普通の会社」はどこもステークホルダーの価値バランスを保っており、早くそのような実力を身につけなければ市場競争では生き残れないと考える。

3.2 企業理念とビジョン

3.2.1 企業理念・ビジョンの企業経営に対する位置づけ

関西電力において企業理念（経営理念）は今まで3回改定されている。現在の企業理念は1996年に策定した「共生・共感経営の深化」であるが、その存在はほとんどの社員が知らず、またそこから使命や価値観を感じることは出来ない。筆者自身、このレポート作成のために何とか見つけたぐらいで、この理念が現在も継続して使われているのかはかなり怪しい。（ホームページにも出ていない）ただし社員は「人々の生活を支える」という使命感を何となく共通認識として持っており、それが企業理念にあたるものかもしれない。とはいえ、全社員がきちんと価値観を共有できるよう明文化することが必要である。関西電力では企業理念よりも「ビジョン」策定に力を入れている。2004年3月にも新たに「関西電力グループ 経営ビジョン」が策定された。そのビジョンは『エネルギーをコアに、くらしの基盤となる領域において、“お客さま満足 NO1 企業”を目指します。』である。社内では、「一般的な言葉を並べただけで、心に響かない」という冷めた意見が多く、折角つくったビジョンが機能していないのが残念である。

3.2.2 企業理念・ビジョンと経営戦略との関連

「お客さま満足 NO1 企業」というビジョンのもと、それを実現するための4つの重点項目が打ち出されている。そして「アクションプラン」にて数字への落とし込みを行っている。個人的な意見だが、重点項目からアクションプランへの落とし込みでいくつかの話の飛躍があり、一貫性に欠けるところがあると感じる。

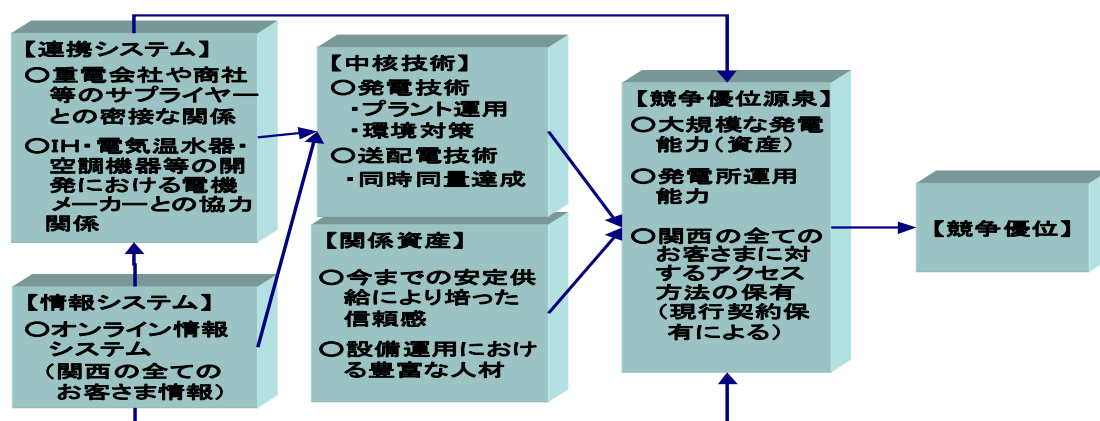
3.2.3 企業理念・ビジョンの策定プロセス

ビジョンは「本社の企画室」が中心になって策定している。そのプロセスで他部門にも多少の意見を聞いてはいるものの、それも本社内だけの狭い範囲である。お客さま起点の経営として第一線職場（現場）を重視するといいいながらも、現場の意見は反映されず、どうしても会社として一体感に欠ける。関西電力では本社企画部門と現場実行部門の人事交流が少なく、どうしても「絵に描いた餅」になりがちなどところがある。企業としてもっと一体になってビジョンを作り上げていく必要があるのではないかと。

3.2.4 それらの全社組織への浸透と徹底

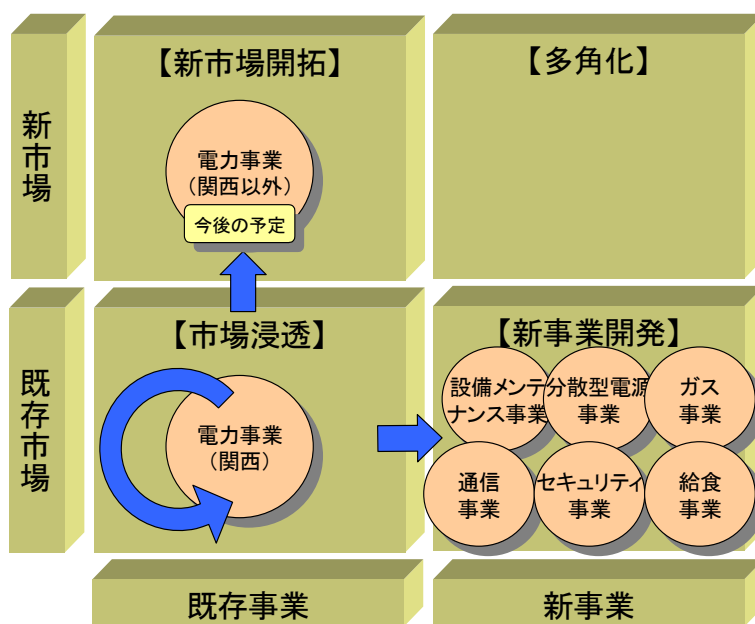
ビジョン策定後は電子メールでの打ち出し、および冊子の配布により全社員に周知される。以前に比べると、色々な場面で「ビジョン」に触れる機会が増え、そこは評価できる部分である。社長も社内放送や経営会議・年初の挨拶などの場面で自分の言葉に置き換えて、このビジョンを語っている。それでもビジョンが浸透しないのは大きく分けて2つの理由がある。1つは現場のトップ（支店長や営業所長など）がビジョンを語る場面が少ないため、もう1つはビジョンが1～2年毎に改定されるためである。このような理由で社員は経営ビジョンに対して思い入れが持てず、冷めた見方をしている。

3.3 戦略資産



関西電力の戦略資産で特筆すべきは、「大規模な発電設備の保有」と「そのオペレーション能力」そして「50年以上にわたる関西のお客さまとの継続取引実績」である。これらの資産をうまく運用していくことで、安定した電力供給を実現してきた訳だが、これからは強みが逆に弱みになる危険性を孕んでいる。大規模な設備は需要の減少や競争の激化などの対応において重荷になる。また需要の伸びを見越して多くの火力発電所向けの人材を採用してきたが、予想に反し需要が伸び悩んだことでかなり余剰感が出ている。地域未着会社のため採用方法も関西出身者に偏っている。地域内で事業運営するために最も良い体制であるが、管外や海外に打って出るには向いていない。自由競争に耐えうるような企業への変革が急務となっている。

3.4 企業成長戦略



関西電力は電力事業を中核として、お客さまの暮らしや生産活動を下支えするための、いくつかの新事業にチャレンジしている。大きく一般家庭向け（リビング分野）と法人向け（エネルギー分野）に分かれる。

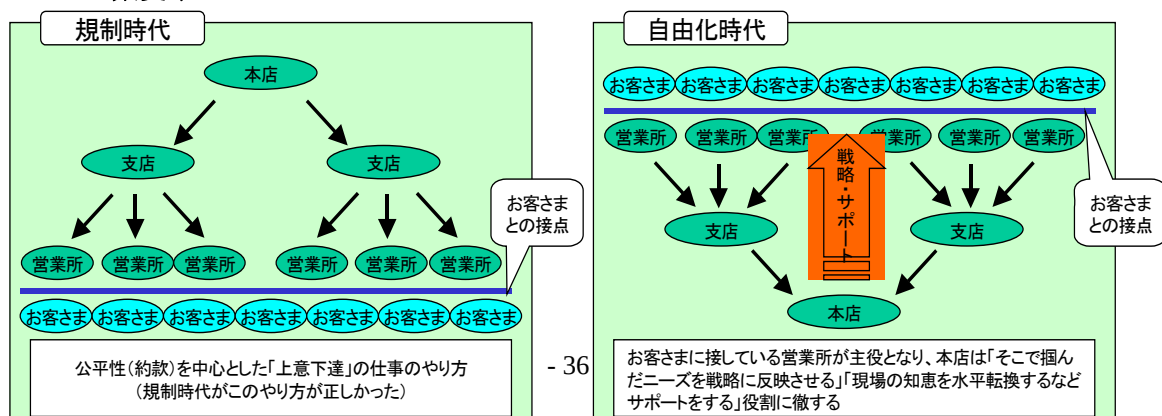
①リビング分野

一般家庭向けとしては中核事業の電力供給とともに、オール電化住宅（電化厨房・電気温水器）の普及に力を入れている。これを軸として、快適な生活空間の提供というコンセプトで、「通信事業（K-opt）」「セキュリティ事業（関電 SOS）」を立ち上げ、家庭向けソリューションプラットフォームの構築を目指している。社内ではこれらの顧客価値を総括して「はぴe 価値」と呼んでいる。

②エネルギー分野

エネルギー分野では総合エネルギーというコンセプトで「ガス・分散型電源事業（関電 GASCO）」「設備メンテナンス事業（関電ファシリティ）」などを立ち上げている。これらの事業は未だ規模が小さく、エネルギー分野ではリビング分野に比べ、ソリューションプラットフォームの構築が遅れている。

3.5 企業変革



関西電力では現在の自由化対象分野（高圧大口以上:販売電力量の 40%）を対象にした営業改革「ACTIVE プロジェクト」を実施している。このプロジェクトは単なる営業力強化を目的としているわけではなく、上記のような「お客さま起点の逆ピラミッド組織」への組織文化改革も目的にしている。このようなことを実施しようと考えたとき、お客さまに接している営業部門が最も実行し易く、またその中でもコア人材を集めている大口分野から始めていくことが現実的であるとして選ばれた。これを起点として、小口など他のチームにも変革の波を拡げていくことを視野に入れている。実はこのプロジェクトの前には「アップグレード」という前身の活動があり、ここでは多くの失敗を経験している。本社から世直しのように現場に乗り込み、多くの反発を受けながら実施し、結局本社が抜けた瞬間元に戻ってしまった。この失敗を糧に現場と一体となって造りあげたのが「ACTIVE プログラム(営業改革プラン)」である。（この活動自体を ACTIVE プロジェクトと呼んでいる）筆者はアップグレード活動の後半からこの仕事に絡み、ACTIVE プログラムの策定から導入および定着までを一気通貫で担っている。アップグレード活動の失敗で学んだ教訓を以下に列挙する。

なぜやるのか（使命・ビジョン）などをきちんと伝えないとやらされ感だけが残りと、継続できない。（そのためにディスカッションのツールを作り、かなりの時間を割いた）全員が共有できる価値観を定める必要がある。（「チーム」「狙いを持った行動」「愚直に続けること」など大切にすべき価値観を定めている）現場が自立的に動けるようになるために、本社は支援に徹する。企画者がきちんと実行まで責任を持つ。（作りっ放しで終わらず、現場と共に一緒にになって汗をかく）活動の中で多くのことを学んだが、人が自立的に動くことは大きなエネルギーを生むということに大きな驚きを覚えた。ある程度想定はしていたものの、上意下達で言われたことをやるのとは全然違うパワーを発揮する。リーダーや本社などの活動支援者はきちんとビジョンを示す必要はあるが、それ以降は黒子に徹していくことが肝要だと感じた。ただしこのプロジェクトは始まってまだ1年半であり、今後どこまで針鼠のように続けていけるかが大切と考えている。ただでさえ社内にパフォーマンス重視の傾向があるので、こういった価値観を訴え続けなくてはならない。また対象も拡げていく必要があるだろう。現在の成功はある役員の人柄による部分が大きく、長い目で見ると現場のトップ層（営業所長など）の意識改革が必要と考え、今その準備に取り掛かっている。

3.6 事業ポートフォリオ

電力供給事業を運営する中で、本体から切り離した（アウトソース）事業。基本的には社外のお客さま向けサービスではなく、本体事業の下請け的要素が強い。本体よりも低いコストでの運営や人材の受け皿（出向先）を目的につくられたものが多く、歴史も長い。新たなお客さま価値創造事業（「生活アメニティ」「総合エネルギー」「情報通信」）電力自由化に伴い電力事業以外にも手掛けることが可能となり、また競合との差別化のための付加価値創出を目的とし、当社の経営資源を有効活用しながら上記の3カテゴリに分けてグループ会社を立ち上げてきた。比較的場当たりの立ち上げてきたため、全体を通しての価値が見えにくくなっているという課題を抱えている。

3.6.1 グループ事業の再編について

今までのグループ再編には大きく分けて3つの流れがある。

(1) 総合的な情報通信事業体制の整備

平成12年11月にアステル関西など3社の事業をケイ・オプティコムに統合。また平成15年12月にケイ・オプティコムと大阪メディアポートを合併した。この2つの動きは事業の重複部分を整理・統合する目的が大きい。パターンとしては「事業創造型（事業再編後創造）」である。

(2) 不動産事業の再編・強化

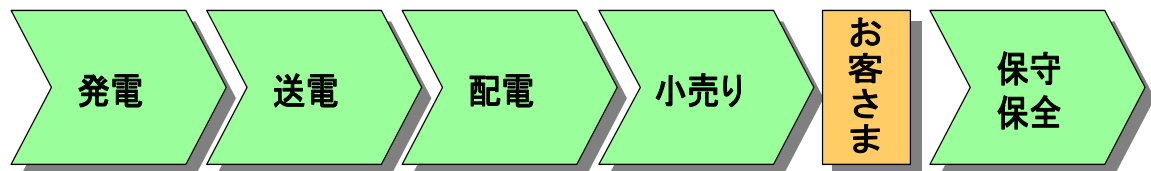
平成13年7月に不動産事業会社4社を統合し「関電不動産」を設立。これも事業の重複部分を整理・統合することが目的であり、パターンとしては「事業創造型（事業再編後創造）」である。

(3) 電力関連事業の再編

平成16年7月に電力関連事業を機能別に再編した。目的は事業の重複部分の整理・統合によりコスト競争力を強化することと将来にわたる雇用確保である。これもパターンとしては「事業創造型（事業再編後創造）」である。

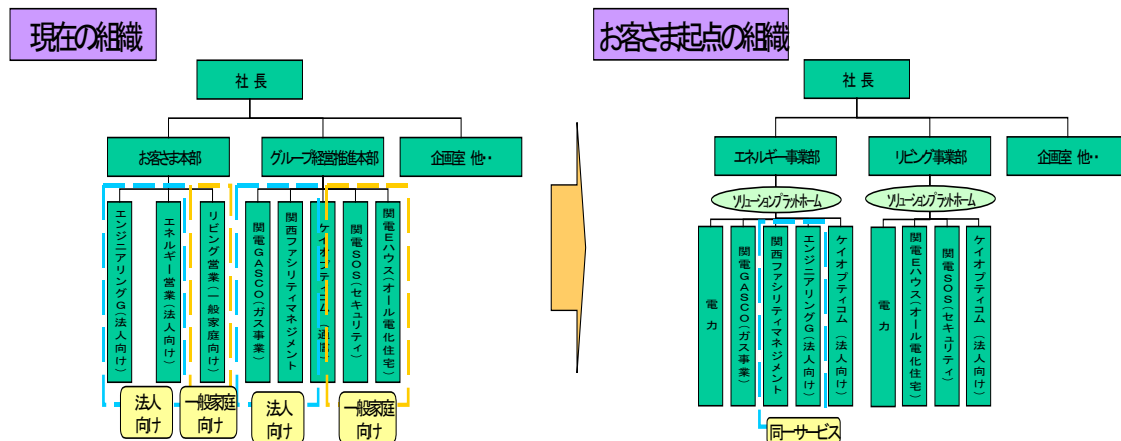
今回の再編で下図のような関西電力の電気事業のバリューチェーンに合わせた形に整理されており、非常に解り易くなった。またかなりスリム化が進み、コスト競争力の強化など大きな効果が期待される。

＜電力事業のバリューチェーン＞

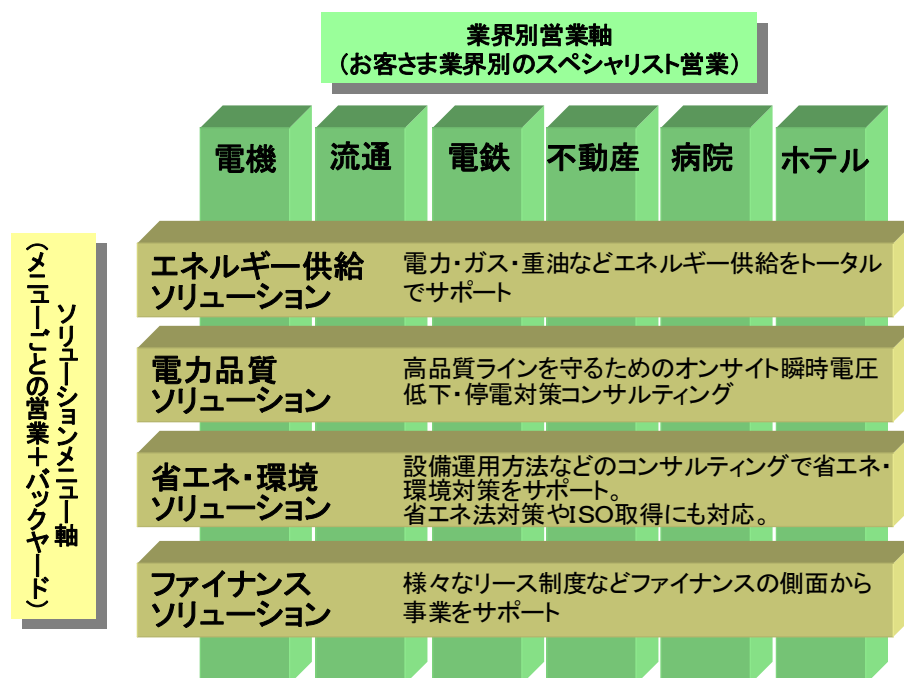


3.6.2 今後の事業ポートフォリオの組み換えについて

今回は電力関連事業を中心に事業再編が行われており、いわば本丸ではない「お客さまから見えないバックヤード部分」の再編と言える。今後関西電力グループとしてどのような価値を提供していくかという「お客さま価値創造（新規）」部分の事業ポートフォリオの組み換えは本体の「電力事業（既存）」も含めた形で行う必要があり、そこは未だ手付かずである。個人的な意見だが、お客さまとの接点を受け持つ「お客さま本部」と新事業を開発する「グループ経営推進本部」を統合し、一般家庭向けの「リビング事業部」法人向けの「エネルギー事業部」に再編すべきであると考えている。自由化進展のスピードを考えるとあまりゆっくりしてられず、早急に「お客さまへの価値提供」部分の事業ポートフォリオを組み替え、併せて下図のようなお客さま起点の組織に変える必要がある。



エネルギー営業（お客さま本部内の法人分野担当）はソリューション営業を標榜しており、「お客さま本部」「グループ経営推進本部」が統合された後には、エネルギー事業部は下図のような体制にすべきと考える。＜関西電力エネルギー事業部（あくまでも筆者の案）＞



4 戦略の評価と課題

関西電力を取り巻く事業環境は自由化を機に一気に変わった。「他社に負けないコスト競争力」と「新たなお客さま価値創造」という2本柱で企業改革を行っているが、初めて市場競争に晒されたことでかなりの戸惑いが見える。コストダウンに関しては今後もどれだけシビアに実行できるかがカギとなるが、「新たな価値創造」は予想以上に手間取ると思われる。以下に戦略実行における課題を記述する。

4.1 資源（ヒト・モノ・カネ）要因

(1) ヒト

関西電力の社員は本質的に真面目である。きちんとルールの中で仕事をする分には質の高い仕事をする。しかし電力事業が縮小する中、新たな収益源を創造する必要があるが、新たな価値創造を得意とするような人材は至って少ない。電力事業においても関西管外や海

外に打って出る場合には、それに見合った人材が少ない。これは関西にゆかりのある人材を中心に採用してきたためである。

(2) モノ

関西電力の資産は大規模な電力供給設備である。これらの設備を使っていかに安く発電していくか「発電設備のポートフォリオ」をしっかりと組んで運用することが重要である。また多くの余剰設備があるが、老朽設備については今後速やかに廃棄すべきと考える。自由化の中で身軽に動ける企業体質への変換が望まれる。

(3) カネ

電力事業は現在「キャッシュカウ事業」である。かつての投資で現在食いつないでいるといっても過言ではない。年間 3,000 億円を超える豊富な FCF で現在借金返済に邁進しているが、次のスター事業育成のための投資もしていかななくてはならない。エネルギーと通信の融合による「総合生活基盤サービス」の提供を目指しているため、特に通信事業への積極投資が予想される。

4.2 組織・人事要因

(1) 組織

組織においては 2 つの大きな問題がある。1 つは「上意下達の組織から顧客起点の組織への変革」であり、もう一つは「お客さま本部とグループ経営推進本部の融合」である。組織文化改革では既得権益を失う「本社スタッフ」「現場トップ」が抵抗勢力になることが予想される。どれだけスピード感を持った組織に変革できるか、きちんと経営トップがそのような価値観を説き続けられるかがポイントになるだろう。

(2) 人事

電力事業の収益性は今後も悪化していくことが予想される。これに替わる収益基盤を構築しなければならないが、社内には「やはり電力が大切、電気供給約款が大切」という考え方が多い。新規事業を立ち上げることは非常にパワーのいることだが、そういった事に対して非常に冷めた見方をしている社員が大勢である。電気事業は海外に出て行かない限り、大幅な伸びは期待できず、成熟期に入っていると考えざるを得ない。過去の古き良き時代にしがみつかず、厳しい現実を直視し、組織が一体となって新しい価値創造に取り組む必要がある。今までエース級の人材は制度関係の仕事をしている事が多かったが、このような人材を新規事業の立ち上げに積極的に投入していかななくては、関西電力の将来は厳しいものになると考えられる。

以上

付属資料 3：企業戦略分析

（出所：三宅 成也 「経営戦略応用研究 期末レポート」 2004 年 11 月 8 日、「経営戦略応用研究 課題レポート No.2」 （2004 年 8 月 16 日）

関西電力株式会社（2004）

1 当該企業の事業内容と業績

1.1 事業内容

1.1.1 電気事業

関西電力株式会社は昭和 26 年 5 月 1 日に日本発送電と 9 配電会社が解散し、代わって北海道・東京・中部・北陸・関西・中国・四国・九州の 9 電力会社が発足したことに始まる。これら 9 電力会社は高度成長期にそれぞれの地域の急激に増加する電力需要を担う公益民間会社として、発電、送電、配電という川上から川下までを垂直統合した体制をとり、電力の安定供給を目標として発電所の建設、送電・配電網の整備を行ってきた。これら 9 電力会社のつながりも深い。送電線は各電力会社間で接続されているため、お互いの需給調整を柔軟にするための経済融通と呼ばれる電力売買が各電力会社間で日常的に行われている。また、電力会社で組織される電気事業連合会を通じて各電力会社は経営レベルで横並びの協調体制をとってきた。電力各社の事業は電気事業法により規制されている。これにより、それぞれの地域の供給エリアの供給責任を負う代わりに、必要なコストを料金に転嫁出来る総括原価主義がとられてきた。最近では規制緩和により競争主義が取り入れられ、このような電気事業のあり方が変わりつつある。1999 年に電気事業法が改正されて、2000kW 以上の大口需要に限定して小売の自由化が始まった。その後自由化範囲は段階的に拡大され、2005 年 4 月には 50kW（小規模工場、コンビニなどの規模）まで自由化範囲が拡大される。これにより、関西電力の販売電力量の約 60%が自由化対象となる。

1.1.2 情報通信事業

関西電力が保有する通信網を活用した多角化事業部門として「地域と IP に特化した総合情報通信事業」をめざして㈱ケイ・オプティコムを中核会社として情報通信事業を展開している。超高速（100Mbps）から 64kbps まで、また、屋内から屋外まで、顧客のニーズに応じた幅広いメニューを取り揃え、家庭向け、企業向けに総合的な情報通信サービスを提供している。関西電力の光ファイバネットワークは、関西一円で総計 6.5 万 km、各家庭の手前 150m まで行き渡っている。これをベースに、PHS、無線、FTTH（家庭への光ファイバ引き込み）など、各種ラストアクセス手段をとりそろえ、64kbps から超高速（100Mbps）まで、また企業や個人を問わず、地域のすべての顧客に対し、利用シーンに合わせた幅広いメニューで通信サービスを提供している。なかでも FTTH サービスは近い将来のブロードバンドの主力と期待されており、映像配信や IP 電話、多チャンネル放送、教育、医療など、魅力的な付加サービスの充実化を図りながら、加入者拡大をめざしてい

る。こうした取り組みを通じて、情報通信分野における競争力を高めていき、この分野を電気事業に次ぐ第2の収益の柱として育てることをめざしている。NTT西日本などとの競争が激化しており、これからの経営戦略が注目される事業である。

1.1.3 その他事業

総合エネルギー分野ではガス事業を中心に、生活アメニティ分野では住宅を中心とした不動産開発や生活関連サービスにおいて、それぞれ積極的な事業展開が図られている。総合エネルギー分野においては、発電用燃料として長年取り扱ってきた LNG（Liquefied Natural Gas：液化天然ガス）運用のノウハウや、取り扱い設備などの資源を活用し、タンクローリーや大阪ガスの導管を経由したガス販売を行っている。売上げ規模は27万トン（天然ガス換算）に達する。ガス事業についても規制緩和が行われており、事業拡大の機会がある。このため、関西電力では新 LNG 基地（堺 LNG センター）を建設するなど積極的な設備投資を進めている。生活アメニティ分野では、オール電化マンション等を中心とした不動産開発と、ホームセキュリティ、医療、介護（老人ホーム）などの生活関連サービスの提供を2本柱としている。

1.2 全社業績推移

1.2.1 売上高・利益・財務内容の推移

売上高・利益について過去5間の推移を示す。これによると、減収増益の傾向が見て取れる。売上げは2002年をピークに減少しているが、経常利益は逆に増加している。これは、電力自由化に伴う経営効率化として、早期退職や各種手当の削減などによる人件費の低減、老朽火力発電所の廃止などによる修繕費の低減により、売上高の低下分に比べて、営業費用の減少分が上回った結果である。電力事業の減収要因は、関西経済の景気低迷と、冷夏による冷房需要の落ち込みによる電力需要の減少と料金値下げによる収入減少によるものである。電力料金の値下げは現在のところ、営業費用低減により捻出したキャッシュの範囲内で行われている。電力需要については、人口の減少、省エネ機器の普及による電力需要のマイナス要因、デジタル家電、情報機器の普及によるプラス要因が考えられるが、当面はマイナス要因の方が優勢と考えられる。このほかに、現在急速に進んでいる自家発電（コジェネ含む）の普及や、今後進められる自由化の拡大やその制度によっては関西電力の電力販売量の低下要因となる可能性がある。

1.2.2 経営指標（安定性・収益性・成長性・生産性）の推移

(1) 安全性

安全性指標については、設備産業である電力事業の特徴が表れている。流動比率、当座比率は20～30%と異常といえるほど低い。しかし、この状態で安全性に問題が出ないのは、資金回収のスピードが早いことや、売上げの変動など収支に関して不確定性が低い事により資金ショートを起こすことが無いためである。また、固定比率についても、過去5年間で減少傾向とはいえ、未だ400%を超えており、非常に高い比率となっている。これについても、投資回収を保証された規制事業であるが故に、有利子負債による資金調達におい

て関西電力の信用性が高いことにより成り立っているものである。しかし、規制緩和が進展して事業の不確実性が高まる中で、上記のような特殊要因は無くなり、安全性の改善が規制緩和に向けた喫緊の課題である。

(2) 収益性

収益性は、現在進められている人件費の抑制、火力発電所の閉鎖による修繕費の低減などの経営効率化により指標の改善が見られる。

(3) 成長性

売上高は近年マイナス成長を続けていることがわかる。前述の通り、電力需要の低迷と電気料金の引き下げによる収益の低下による。経常利益では、近年の経営効率化努力によりプラス成長となっている。16年度の当期純利益については、(株)ケイ・オプティコム「PHS 音声電話サービス」の廃止に伴う費用として 10,731 百万円を特別損失に計上しているため前年より減少している。

(4) 生産性

関西電力では、他電力に比べて人件費割合が高いこともあり、平成 15 年～16 年に早期退職制度を実施するとともに、採用の抑制、定年退職による自然減を含めて 4,000 人程度の削減を行った。しかしながら、一人あたりの売上高については、売上高の低下に伴い依然低迷する傾向にある。

2 業界分析

2.1 需要要因：需要量および消費者・買い手の行動

電力需要については、2000 年ごろまで年率 5%前後で伸びてきた需要も、ここ 4 年間は前述の減少要因があり、ほとんど需要は伸びていない。今後は、デジタル家電・情報機器などによる設備投資が増加しており、若干のプラス要因が見込まれるが、人口の減少、エネルギー過消費型から寡消費型への産業構造の変化、空調、家電などの省エネ機器普及などにより、大きな伸びは見込めないであろう。また、平成 10 年に施行された改正省エネルギー法では、一定規模以上の工場の省エネルギーの義務づけや、電化製品のトップランナー方式によるエネルギー消費効率の改善措置などがとられたことも、これらを後押ししている。さらに、電力市場の規制緩和拡大による新規参入や、現在の供給エリア外の電力会社による参入が始まれば、限られた需要を奪い合う構図が見えてくる。このため、今後買い手の交渉力は強まり、市場からの価格引き下げ圧力が強くなることが予想される。

2.2 供給要因：業界の生産・流通設備への投資、生産能力、流通、価格動向

近年既存の電力会社の生産・流通設備への投資は過去に比べて低い水準にある。これは、電力需要が伸び悩む中、需要に対する供給能力の余裕が大きく、発電所などを建設するインセンティブが低いことによる。このような中、新規参入者は既存の市場を奪うべく設備

投資を行い、少しずつではあるが供給力を確保しつつある。電力市場における新規参入には以下に示す 3 つの形態がある。

(1) 特定規模電気事業者 (PPS: Power Producer and Supplier)

規制緩和によりこれまで一般電気事業者（いわゆる電力会社）が独占していた電力市場の一部を解放し、特定規模の電力需要に対する供給責任を負う形で新たに供給を行う事業者を指す。PPS は自前の発電設備を建設するか、工場などになる自家発電設備の余剰電力を買い取って、電力会社の送電網を借り受けて特定規模の顧客に電力を販売する。現在のところ、特定規模の顧客（工場や事業所など）と PPS が一対一の直接契約結んで取引を行う。（ちなみに神戸大学も PPS であるエネット社から電力供給を受けている）しかし、PPS による電力供給量は全体市場の 0.75%（平成 14 年度断面）にすぎず、電力会社にとって際だった脅威とはなっていないのが実情である。この原因として、新規参入者は電力会社に託送料金を払わなければならないことに加え、電力会社が保有する圧倒的に規模が大きい発電所に対抗しうるだけの低コストかつ安定的な発電手段の確保は難しい事があげられる。大規模な発電所の建設は立地住民などとの交渉や許認可など、長期的かつ困難なプロセスを要求するため、新規参入者にとって発電所の建設はなかなか難しい。このようななか、大阪ガス、新日本石油などが平成 20 年以降に 100 万キロワット級の大規模発電所の建設を表明しており、今後の動向が注目される。現段階では、小規模な発電設備や工場の自家発電設備の低廉な余剰電力を集めて販売する小規模な事業参入にとどまっているのが現状である。

(2) 分散型電源

分散型電源とは、大規模集中電源とは異なり、需要地（電力を必要とする場所）の近傍に分散して配置する電源であり、オンサイト型電源とも言われている。具体的には、数千 kW 級のガスタービンや、数百 kW 級のディーゼルエンジン・ガスエンジンによる発電で、大規模工場などに設置される。また、コジェネレーションとは、これらの動力源の廃熱を温水として利用することで総合熱効率を高めることをいう。これにより、ホテル、大型店舗など、熱と電力両方の需要がある施設で導入が進んでいる。ビジネスモデルとしては、顧客の需要設備の敷地内に小型の発電設備を設置するとともに、メンテナンスサービスの提供を行うことや、設備をリースするサービスなどがある。最近では、マイクロガスタービンなど小型の発電機も普及し始めている。さらに、大阪ガスなどが 1kW ガスエンジンコジェネレーション「ECOWILL」を発売していることや、燃料電池など家庭用分散型電源の開発も急速に進んでいることもあり、今後電力会社との競争が激しくなることが予想される。

(3) 卸電力供給：独立系電力事業者 (IPP: Independent Power Producer)

平成 7 年の電気事業法改正により導入された制度で、電力自由化のもっとも最初の形態といえる。これは、電力会社が使用する電力を入札により買い取る制度で、一般的に 15 年間程度の長期契約が結ばれる。関西電力でも既に神戸製鋼、新日鉄、ガスアンドパワーなど 5 社との契約があるが、現在のところ新たな募集は行っていない。

2.3 競争要因：競争各社の戦略

上記のような新規参入者だけでなく、他の電力会社との競争要因についても重要である。平成 17 年に、各電力会社の供給区域をまたいで託送を行う場合に、これまで区域を越えるごとに課されていた振替接続料金（いわゆる「パンケーキ」）が廃止され、他の電力会社の供給区域内の需要に供給することが容易になるようになる。電力会社間ではこれまで料金格差がほとんど無かったが、今後は各社の経営効率化の進展度合いを反映して、料金引き下げ時期や引き下げ幅に差が生じてくる可能性がある。このような状況で電力会社間競争が起こる可能性がある。少しでも安く電力を調達したい顧客にとって電力会社を選ぶ事はごく自然な流れである上に、地域間で分散する工場や店舗を持つ事業者にとって、電力を一括購入したいというニーズも強まっている。電力会社間競争は取引規模も大きくなると予想され、既存市場の強い値下げ圧力となる。

2.4 技術要因：研究・開発、生産技術・製品技術開発

近年の技術要因として注目すべきものは前述した分散型電源に関するものである。本来発電という生産設備については、大規模であることが熱力学的法則から効率が良く、規模の経済が働くものとされてきた。しかし、需要場所に設置される小規模な発電手段が送電コストを省くことが出来ることや、廃熱を利用することで熱効率を高めることができるため、規模の経済に反して普及しはじめている。しかも、マイクロガスタービン、エンジン、燃料電池などの技術開発により、騒音が小さく、効率の高い発電システムが開発され、また、単位あたりの発電容量が小さくなり、小規模な店舗から家庭用にまで普及する兆しを見せている。また、風力発電や太陽光発電も分散型電源の一種である。これらの発電コストは既存の手段にくらべてかなり高いが、近年の環境意識の高まりや、国の補助を後押しにして一般家庭や自治体などにおいて普及が進んでいる。RPS（Renewable Portfolio Standard）法の制定により、電気事業者が一定割合以上の自然エネルギーの利用を義務づけられるなど、これらの電力を高い単価で買い取ることも必要となっており、発電コストを押し上げる要因となる。

2.5 外部要因：法・政府規制

上記にも述べてきたが、電気事業法の改正が進められることで今後の電気事業の規制緩和がいつそう進められることになっている。電力の自由化範囲は平成 19 年度を目処に一般家庭を含むすべての需要家に広げられることが予想されている。これによりこれまで独占に甘んじてきた電力会社の経営も一変することになり、まさに正念場を迎えることになる。

3 企業戦略分析

3.1 企業価値創造

関西電力は、電力自由化が始まって 4 年たった今も、新規参入者によるシェアは 1%にも

満たず、関西地区の電力をほぼ独占し続けている。このため、関西電力の事業収益性は高く、2003 年において、フリーキャッシュフローは連結で約 5,000 億円にものぼり、非常に高いキャッシュフローを創出している。なお、1999 年以降、電力消費はほとんど伸びていないが、フリーキャッシュフローの推移は連続して増加している。これは、電力自由化に向けた財務体質の改善のため、設備投資の削減とコスト低減を積極的に行い、収益性を改善してきた事による。このことから、関西電力では値下げ余力を残しつつ競争の激化に備えている状況が伺える。今後は、このキャッシュフローを活用して新たな企業価値を生み出す戦略を立てていくことがもめられる。

3.2 企業理念とビジョン

3.2.1 企業理念

関西電力は昭和 26 年に設立された当時、初代太田垣社長により関西電力の経営理念として三大方針 電力需給の安定、 料金の安定、 労使関係の安定、を提唱した。さらに、三大方針を遂行する経営姿勢として強調されたのが、「前垂れがけの精神」であった。「前垂れがけの精神」とは、伝統的な大阪商人の精神を継承しながら、地域独占の巨大企業である電気事業が陥りがちな経営の官僚化・硬直化を戒めたもので、真の民間企業としてお客様への奉仕を第一に考えるという精神を徹底するものであった。やがて、この精神は、関西電力が初めて持つ経営理念である「関電サービスの確立」へとつながった。

「関電サービスの確立」

豊富・良質・低廉な電気で需要家に奉仕する。
真心のこもったサービスに全力を尽くす。
地域社会の発展、繁栄に貢献する。

当時、これらの精神は、頭文字をとって「ほ・ま・ち」と略語化され、受け継がれたという。その後、経営理念はその時代背景に沿って幾度と書き換えられているが、平成 16 年 4 月に発表された「グループ経営ビジョン」のなかで経営理念が示されている。そこでは、現在の経営環境を第二の創業期と位置づけ、「関電サービスの確立」を回帰させることが重要であるとされ、目指すべき企業像として、「エネルギーをコアに、暮らしの基盤となる領域で『お客様満足 No.1 企業』をめざします。」と新しい経営理念を宣言している。

3.3 戦略資産

関西電力での戦略資産は以下のようなものがある。

- ① 中核技術・・・電力送配電技術、発電技術（特に原子力所の建設・オペレーション技術）、発電・送電・配電のインフラストラクチャー、電力送電網に付随する光ファイバー通信施設、オール電化住宅販売、LNG 貯蔵設備
- ② 情報システム・・・関西エリアの顧客情報、電力需要予測システム、気象情報システム

- ③ 連携システム・・・発電・送電・配電の垂直統合による効率的運用、電力顧客への新規事業販売連携、発電用 LNG 施設によるガス販売、大口電力顧客へのエネルギーコンサルタント
- ④ 関係資産・・・安定したブランドイメージ、関西での認知度の高さ、関西財界（関経連等）での役割、他電力との連携（電力融通、電気事業連合会を通じた連携）、住宅業界との連携

関西電力が今後グループ経営を行って行くに当たって、電力事業を通して築いたインフラストラクチャーなどハード面での戦略資産の活用が強みである。ただし、これまで規制事業者としてあまり必要としてこなかった営業力、顧客対応力など、ソフト面での戦略資産がエネルギー競合他社（たとえば大阪ガスなど）に比べて劣っている。

3.4 企業成長戦略

関西電力は電力事業を中核として、あたらしい収益基盤の育成のため、いくつかの新事業を展開している。大きく一般家庭向け（リビング分野）と法人向け（エネルギー分野）に分かれる。これらの内容と成果は以下の通り。

(1) リビング分野

一般家庭向けとしては中核事業の電力供給とともに、オール電化住宅（電化厨房・電気温水器）の普及に力を入れている。これを軸として、快適な生活空間の提供というコンセプトで、「通信事業（K-opt）」「セキュリティ事業（関電 SOS）」を立ち上げ、家庭向けソリューションプラットフォームの構築を目指している。社内ではこれらの顧客価値を総括して「はぴe 価値」と呼んでいる。オール電化住宅については、IH、電気温水器などが好調な成約実績を示している。また、(株)ケイ・オプティコム「eo ホームファイバー」等のインターネット接続サービスの契約件数も平成 15 年度末で 26 万件あまりと、前年度末に比べて 25.0%増加させている。売上高は 113,793 百万円と、前連結会計年度に比べて 37,447 百万円の増収（+49.1%）となった。

(2) エネルギー分野

エネルギー分野では総合エネルギーというコンセプトで「ガス・分散型電源事業（関電 GASCO）」「設備メンテナンス事業（関電ファシリティ）」などを立ち上げている。これらの事業は未だ規模が小さく、エネルギー分野ではリビング分野に比べ、ソリューションプラットフォームの構築が遅れている。この分野では、特にガス販売が順調な伸びを示しており、計画販売量を超える 27 万トン（天然ガス換算）を達成したことに加え、分散型電源によるエネルギーサービスを拡大したこと、により平成 15 年度のセグメント「その他事業」における売上高は 123,692 百万円と、前連結会計年度に比べて 3,188 百万円の増収（+ 2.6%）となった。

オール電化の成約数の順調な伸びがあったものの、家庭向けの電力販売量はここ数年減少

傾向が続いている。夏場の気温が低く、需要が伸びないことも原因の一つであるが、電化の成果が電力需要の伸びとしてなかなか現れていないことが問題点である。オール電化については引き続き製品開発と需要開拓に向けた戦略で電力需要拡大につながるクリエイタルマスを超えるために注力する必要がある。また、エネルギー分野での事業創造において、当社が提供すべき価値とはなにかが今ひとつ不明確である。順調な伸びを示したガス販売については、既存の施設の有効活用と特定の顧客への販売（三菱重工など）が功を奏したが、大阪ガスの市場を奪うだけの「次の戦略」が無い。分散型電源についても、エネルギー発生形態の最適化のオプションとしてサービス提供を行うことは必要かもしれないが、主力の電力事業において大口顧客やオフィス向けの産業向け顧客に対する価値創造が手薄となっていることが問題である。大口顧客への販売戦略はとくに電力自由化拡大後に重要となり、これに失敗すると離脱需要が大きい。長期契約、まとめ契約などの料金プランなどの付加価値をさらに充実させる事が必要。また、オフィスビル向けに販売しているエコアイス空調では商品力が弱いため、ガスの空調（ガスヒーポン）におかれている。家庭向けと同様、空調システムの開発に力を入れ、顧客価値を高めることが必要である。

3.5 企業変革

関西電力では、これまで右肩上がりの経済成長のもと、電力の安定供給を至上命題にして事業を営んできた。その中で重視された考え方は、供給責任の全うであり、地域の経済発展を支える使命と誇りをもって着実に成長を遂げてきた。しかし、規模の拡大や規制に守られた事業をすすめるうちに、お客様へのサービスという顧客志向の観点を忘れがちになり、官僚主義的な考えもはびこるようになってきた。創立当初の理念である「前垂れかけの精神」は陰を潜めるようになってしまった。そのような中、電力自由化に伴い事業の顧客志向をめざし、16年4月に発表された「関西電力 経営ビジョン」では「お客様満足 No.1をめざす」という原点回帰の理念があらためて発表されている。現在、関西電力ではこのような理念の徹底と行動への展開に力を入れているところであるが、その矢先、火力発電所での検査データの改ざんが発覚して、コンプライアンスの欠如として社会的な批判を浴びていることは残念である。また、美浜原子力発電所での点検漏れによる事故も大型システムを扱う上での失敗から来た人災であり、2万3千人の従業員の意識と行動を変革させることの難しさに直面している。また、顧客志向への意識改革とともに、サービスの提供に必要な戦略資産の構築と蓄積が喫緊の課題となっている。電力販売における営業力の強化、生活アメニティ事業を行うためのソフトの充実、通信事業の競争優位性の強化など、これまで関西電力として資産の蓄積の無い分野の強化が必要となっている。

財務体質の改善については、具体的な数値目標を定めている。設備投資の抑制とコスト低減によりフリーキャッシュフローの最大化を行い、それによる有利子負債の圧縮を行うことに力を入れている。この結果、連結フリーキャッシュフローは1999年ではマイナスであったが、2003年には2,400億円まで増加しており、有利子負債残高は、4兆7,000億円から4,000億円の低減が行われた。人員も過去2年間にわたり行われた早期退職制度により約3,000人の削減が行われた。しかし、このような企業変革はどの電力会社でも行われている

標準的なものであり、同業他社も同様の戦略をとる中、際だった優位性を築くまでには至っていない。各社比較で見ると財務指標の推移は各電力が驚くほど良く一致している。電力自由化に向けて、財務体質の改善は第一ステップの戦略であり、次のステップとしては改善したフリーキャッシュフローを新たな企業価値創造に振り向けていく事業戦略の展開が重要となる。

3.6 事業ポートフォリオ

戦後の高度経済成長期から平成 10 年に通信事業、熱供給事業、ガス供給事業を追加するまでの関西電力は、電力事業のみを営む会社として発展してきた。現在も電力事業は連結売上高の 92%となっており、事業のほとんどを占めている。高度成長期における経営戦略は、需要の伸びに応えるべく将来の需要伸び率を予測した計画的な設備形成を行い、安定した電力をもっとも効率的な方法で提供していくことであった。このような計画的な設備形成の結果、昭和 50 年に 1,700 万キロワットであった発電設備は、現在 3,400 万キロワットと倍増している。効率的な電力供給のためには発電手段の最適化が必要である。主たる発電手段は、火力（石炭、LNG、石油）、水力、原子力などがあり、これらの特性を組み合わせることで最適な電力コストを実現している。たとえば、石油火力は建設にかかる費用（固定費）が安い、燃料費（変動費）が高く、原子力は建設費が高く、燃料費が安い。このため、石油火力は真夏の昼間だけ運転するピーク用、原子力は年中運転するベース用として使い分けられている。関西電力は他社に比べて原子力発電の比率が高く、ベースロードのほとんどを原子力に依っているため、発電原価の低減と、原油価格の変動によるリスク回避が図られている。

3.6.1 発電ポートフォリオの特性

【図表1】に各発電方法の特性を示す。このように、各発電方法で変動費と固定費が異なる。これより、発電費用を最小化するためには、需要の変動（日負荷変動）にあわせてこれらの発電方法を組み合わせる必要がある。たとえば、変動費が低く、固定費が高い原子力発電所はベースロードとして常に運転することでコストが下がり、火力（石油）は需要のピークを補うために使用することで変動費を抑える。また、発電設備の保有配分は電力需要の日変動、季節変動に追従することも考慮する必要がある。このようなことから、現在のこのような発電ポートフォリオが形成されている（図表3）。また、近年では、炭酸ガスの排出量を低減することも考慮するため、LNGや原子力の比率を高めることも進められてきた。

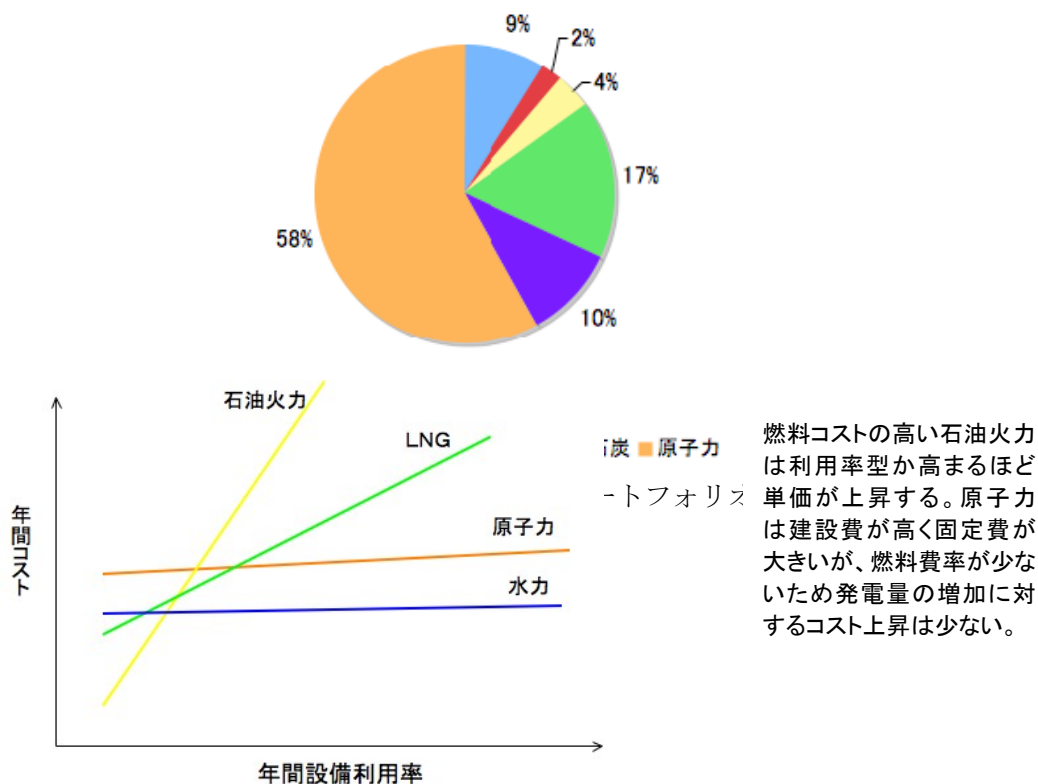
3.6.2 現在の関西電力の発電ポートフォリオ

現在関西電力では【図表2】に示すような発電ポートフォリオを保有している。これより、原子力発電による発電量が全体の58%と非常に高く、関西電力が原子力発電をコアとして発電設備形成を行ってきた事がわかる（他社の原子力比率は20から30%程度が一般的）。原子力をポートフォリオとして持つ優位性としては、発電出力に対して固定費率（建設費）

が高いが、変動費（燃料費・修繕費）が他の発電手段よりも低く、設備の利用率高めるほどコスト優位性が高まることにある。【図表3】また、原子力は石油やLNGなどのように市場価格の変動をほとんど受ける事がなく、コストのボラティリティーが低いことにも優位性がある。現在のようにニューヨークの原油先物取引市場が50ドルを超える状況では原子力発電がコスト上優位となってくる。

【図表1】 各発電方法の特性

発電方法	変動費	固定費	負荷追従性	その他
水力発電	小	大	◎	発電量は水量に制限を受ける。建設場所は限られる。
火力発電（石油）	大	小	◎	CO2排出量大
火力発電（LNG）	中	中	○	火力の中では一番CO2排出量が少ない
火力発電（石炭）	小	中	△	CO2排出量大
原子力発電	小	大	×	CO2排出なし 原子力特有のリスク（世論、安全管理）



【図表 2】 各発電ポートフォリオの発電単価と設備利用率の関係

3.6.3 原子力発電の位置づけ

このように関西電力での原子力発電の位置づけが高く、発電ポートフォリオとしての強みとして生かせるかどうかは全社のコスト競争力に大きく影響する。言い方を変えれば、関西電力では原子力のオペレーションが関西電力のコスト優位源泉を握っているといえる。ベースロードとしての原子力発電は一般の製造業と同様に、如何に駆動率を高めるかが重要である（ちなみに**100**万キロワット級の原子力発電所を一日止めると代替火力の燃料費によるコスト増分が**1**億円にもなる）。このため、関西電力では原子力発電所のオペレーション技術の向上に努め、**13**ヶ月に一度法律で義務づけられる定期検査の期間を短縮したり、トラブルを未然に防止したりする設備保全高度化活動により、設備利用率は他社平均の**80**%台を大きく上回る**90**%にまで高めた。この結果、関西電力の原子力発電単価は国内他社と比べてもっとも低いものとなっており、発電単価の低減に大きく寄与してきた。しかし、平成**16**年**8**月**9**日に発生した美浜発電所蒸気漏れ事故により結果してオペレーションのまずさも露呈した。原子力発電ではひとたびトラブルを起こすと社会問題に発展し、長期停止に至ることや、使用済み燃料廃棄物処理の方法がなかなか定まらないなどという原子力特有の事業リスクがあることも今後の関西電力の抱える脅威である。今後、関西電力では原子力を低価格なベースロード電源として強みを発揮させるために、オペレーション技術の向上に注力する必要がある。

3.7 今後の事業ポートフォリオ戦略

電力自由化を迎え、規制による事業の保護も徐々に無くなっていくことから、電力事業者も事業リスクを考慮したコストミニマムな事業運営が必要となっている。このため、発電設備の形成やオペレーションには、これまでの計画的な発想から戦略的な発想への切り替えが必要となっている。これまでは、関西地区の電力を独占的に供給するという事業規制があったが、今後は他社エリアへの電力販売が可能となることや、送電網の融通が強化されることから、他社からの電力調達の活用も積極的に進めることで、自社ですべてのポートフォリオを保有する必要性も無くなり、これらの絞り込みといった新しい戦略を描くことが可能になる。以下に関西電力の今後の発電事業ポートフォリオ戦略について述べる。ただし、米国や欧州の電力自由化で行われたように、発電・送電・配電という垂直統合が解体され、発電事業者が電力の買い手を選べる事業形態が可能になった場合を仮定する。（そうしないと発電事業に求められる戦略は自社のための単なる効率化となってしまうため）

3.7.1 戦略策定

垂直統合が解体され、発電事業者として独立した場合、電力の買い手は自社のみならず、一定の割合は他の事業者や卸電力取引市場※へと回すことも可能になる。この場合、発電事業者はすべてのポートフォリオを保有する必要はなく、絞り込みが可能になる。たとえば、ベースロード運転で低価格な電力を安定的に販売する戦略、あるいは、市場価格が上昇するピーク時を狙って集中的に販売する戦略など、発電事業者としての特色を持つことが出来る。これらそれぞれについて保有すべき発電ポートフォリオが異なる。例えば、発電時

期を絞って取引価格が高騰するピーク時を狙う場合は、固定費の極力少ない小容量の火力発電が適している。また、年中発電するベースロード戦略であれば、変動費の少ない原子力発電や石炭火力発電が適している。ここでは、関西電力が多く保有する原子力のポートフォリオを生かしたベースロードの戦略をとることとする。なぜなら、原子力発電というポートフォリオは高度なオペレーション技術の蓄積が必要であること、非常に大きな初期投資を伴うため財務基盤が強固でないと建設することは難しいこと、などにより模倣可能性が低く、既に11基の原子力発電所を保有する関西電力にとって貴重なポートフォリオであるといえるからである。従って関西電力はこの原子力発電ポートフォリオの価値最大化に注力することとする。これにより、規模の経済によるコスト低減とあいまって、オペレーション技術の高度化による変動費の低減と事故トラブルによる発電停止のリスク低減を第一戦略として掲げ、低いベースロード電力供給を強みとした企業価値創造を図るものである。

3.7.2 戦略に従ったポートフォリオ組み替え

まず、現在関西電力が保有する発電設備のうち、火力、水力については基本的に売却する。比較的新しく発電効率の高いものについては、を残して基本的には売却または閉鎖する。売却により得られたキャッシュは後述する原子力オペレーションの高度化にまわす。この上で、原子力のオペレーション技術を高めてコスト競争力を上げる。現在関西電力の原子力は、規模の経済と減価償却が比較的進んでいることにより、国内ではもっとも低い発電単価を持つが、海外に比べるとまだ2倍近く高い。これはメンテナンスの合理性、人件費のレベルにおいて、米国に劣っていることが原因である。

3.7.3 ノウハウ取得を目的とした米国事業者との提携

米国のメンテナンス技術については、点検の経験則と定量的なリスク管理手法を融合した高度なメンテナンスを実現させており、これにより安全性と経済性を両立させている。日本ではまだこのようなメンテナンス手法は導入されておらず、他の電力会社に先んじてノウハウを取り込むことで競争優位を確保する。トラブルによる長期停止のリスクを低減させる意味でも危機管理体制やメンテナンスの高度化を行うことは必須であり、米国からメンテナンスの高度化を学ぶことは有効な手段である。このために、米国の原子力発電事業者と業務提携を行う。

3.7.4 ポートフォリオ組み替えにおけるM&A活用

さらに、他社の原子力発電所を買収し、オペレーション技術を活用して運転効率を向上させることにより、収益性を向上してさらなる企業価値向上をめざす。米国では電力自由化後、原子力発電事業者のM&Aが活発に行われている。これは、減価償却の進んだ発電所を買収し、オペレーション・メンテナンス（O&M）技術の強みを生かして、発電コストを低減させて市場価値を高めることを目的としている。たとえば、PECO社では、事故を起こし、

時価が低いスリーマイルアイランド発電所を買収し、これをメンテナンスしてプラントリフレッシュさせ、安定的に発電することにより高い収益を得て、時価を高めている。日本でも今後垂直統合が分離されることになれば、原子力発電事業者のM&Aは十分現実味を帯びてくる。たとえば、比較的規模の小さい地方の電力会社が保有する原子力発電所が買収対象として魅力がある。なぜならば、11機の発電所を保有する関西電力と異なり規模が小さく運転管理効率が悪い。これらを買収し、O&Mシステム改善と組織の統合・合理化により運転管理効率を高め、収益性を大幅に改善することが可能である

3.8 事業ポートフォリオ・マネジメント

電力自由化を迎え、規制による事業の保護も徐々に無くなっていくことから、電力事業者も事業リスクを考慮したコストミニマムな事業運営が必要となっている。このため、発電設備の形成やオペレーションには、これまでの計画的な発想から戦略的な発想への切り替えが必要となっている。これまでは、関西地区の電力を独占的に供給するという事業規制があったが、今後は他社エリアへの電力販売が可能となることや、送電網の融通が強化されることから、他社からの電力調達の活用も積極的に進めることで、自社ですべてのポートフォリオを保有する必要性も無くなり、これらの絞り込みといった新しいポートフォリオ戦略を描くことが可能になる。

4 戦略の評価と課題

4.1 組織・人事要因

関西電力を取り巻く市場環境は厳しく、限られた市場を奪い合う厳しい競争が待ち受けている。このような中、関西電力が競争優位を発揮していく事業戦略として、発電コスト優位性を保つための発電ポートフォリオ・マネジメントなど事業戦略の強化、および顧客サービスの強化が重要であると述べた。これらの価値源泉を高めるための戦略を実行して行くに当たって関西電力の組織特性に関する課題について考察する。

4.1.1 事業戦略強化

事業戦略の強化にあたっては、経営層やミドルマネジャーの論理的思考力、戦略的思考、決断力が欠かせない。しかし、これまで規制に守られてリスクをとらずに成長することが出来てきたという成功体験を持つ経営層やマネジャーの経営リテラシーの低さは否めない事実である。今後は、顧客指向の戦略をとるためのリーダーシップをとるマネジャーが必要であり、そのような行動や能力が評価される報酬制度などの構築が課題である。また、これまでの内向きの行動論理ではなく、経営情報を開示し、株主や社会に対して説明性の高い経営を行う事が必要である。

4.1.2 営業力強化

関西電力の営業スタイルといえば、これまで永年、供給約款に基づく硬直的な顧客対応で、顧客の要望に対して柔軟に対応することが苦手で、そもそも顧客よりも自社の契約内容に関心を持ってしまうといった状態を続けてきた。これを顧客主体とした営業スタイルに変革していく事が課題である。これについては、顧客のニーズを的確に察知し、「何故売れたのか、何故売れなかったのか」といった仮説・検証のサイクルを回して、求められる営業スタイルとは何かを地道に築き上げていく必要がある。従来は、発電所で発電した電力だけを売っていただければ良かったが、今後は顧客のエネルギーニーズに対応していくための種々のサービスを組み合わせて顧客に提案していくという攻めの営業が必要である。人的資源において、このような思考スタイルを持つ社員は徐々に増えてつつあるが、まだ少数派である。さらに営業部門へは発電・送電部門の余剰人員を多く異動させたため、そもそも営業に対して素人の社員も多い。このため、営業社員の底上げに相当な努力が必要と言える。

以上

付属資料 4：企業戦略分析

(出所：鉤 忠志 「経営戦略応用研究 課題レポート No.1」 2007 年 8 月 27 日)

関西電力株式会社 (2007)

1 財務諸表分析

1.1 連結貸借対照表および損益計算書の経営分析

(1) 安全性

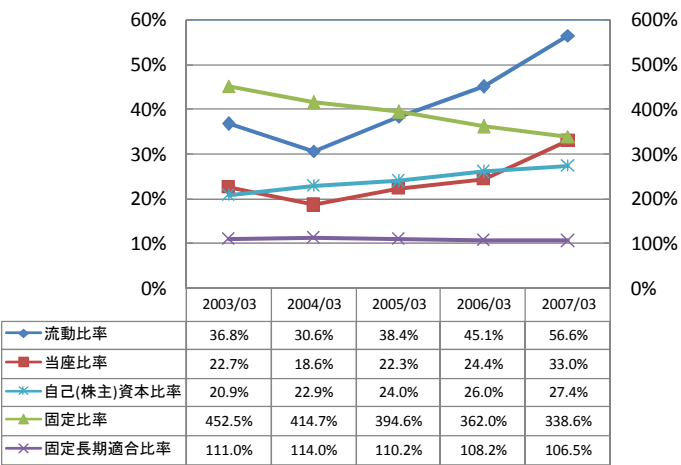
安全性は、流動比率、当座比率、固定比率、固定長期適合比率および自己資本比率にて評価した。それぞれの結果は下図もしくは下表の通りである。安全性分析における短期の支

2007/03 月期						
指 標		関西電力	大阪ガス	東京電力	中部電力	電力大手3社平均
安全 性	流動比率	56.6%	93.4%	36.2%	45.7%	46.2%
	当座比率	33.0%	53.7%	22.5%	26.5%	27.3%
	固定比率	338.6%	168.1%	417.7%	304.4%	353.5%
	固定長期適合比率	106.5%	103.5%	114.1%	111.9%	110.8%
	自己(株主)資本比率	27.4%	47.6%	22.4%	30.3%	26.7%

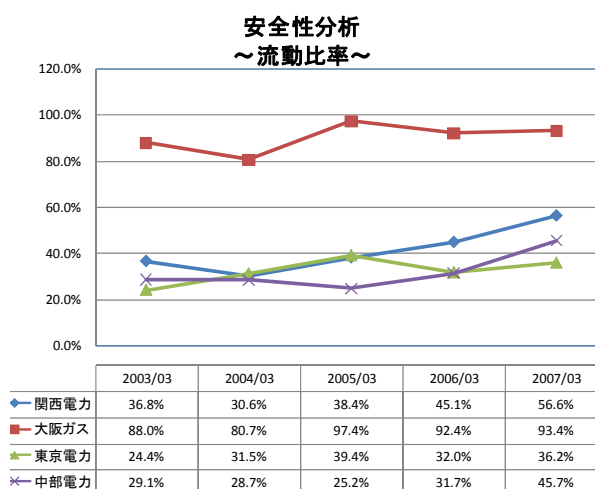
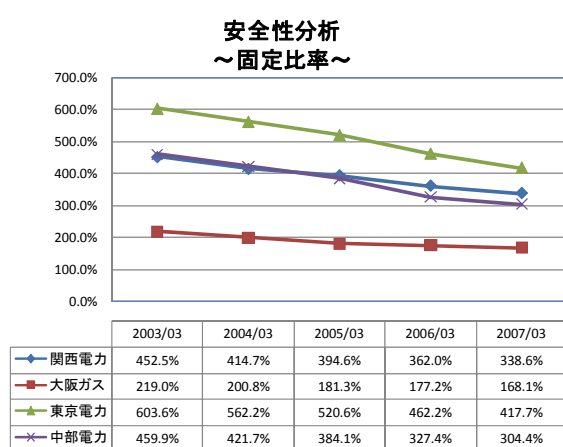
払い能力を見る指標として、流動比率および当座比率がある。1 年以内に返済しなければならない流動負債に対して、支払いの原資がどの程度あるのかを見る指標である。

この指標が 200%以上あれば、負債の支

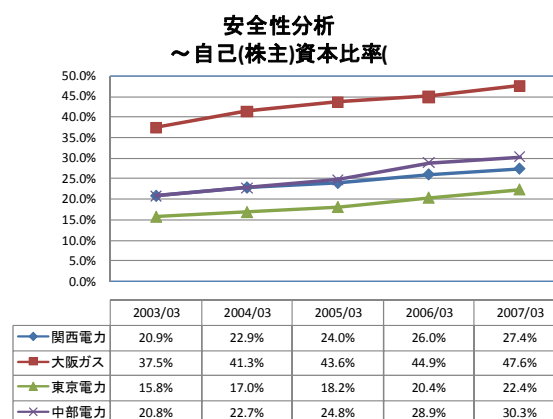
安全性分析(関電)



払いに問題がなく理想的といわれるが、関西電力の場合、07年3月期現在56.6%であり、非常に低い。しかし、発電所や送変電設備など大規模施設産業であるが故であり、やむをえないところもある。また04年3月期以降の流動比率は25ポイントも急速に改善しており、電力自由化・競争下において「普通の会社」を指向する姿勢が感じられる。この傾向は東京電力、中部電力も同様であるが、その力強さは関西電力のほうが上である。ただ、大阪ガスは07年3月期現在、93.4%と2倍程度の水準にあり、関西電力もまだまだ改善の余地はあろう。NTTドコモやKDDIと比較した際、NTTドコモと同程度の150%程度は維持できるようにしたい。当座比率は現在ある流動負債に対する支払い能力をみる指標である。一般的な目標値である100%に比して、関西電力の07年3月期実績は33%と低いものの、上昇基調であり、他電力と比較してもそんな色ないため、流動比率と同様、問題というほどでもない。



流動比率等の上昇・改善とともに固定比率の改善もなされている。この傾向も同業他社と同様である。固定比率は固定資産への投資と自己資本とのバランスを見る指標であり100%以下が望ましいが、事業の性格上固定資産が多くなることはいたしかたない。ただ、自己資本の範囲内で安定した投資を行うことは基本であるため、大阪ガスのように100%台まで下げる継続的努力は必要があろう。また、固定長期適合比率も固定比率同様に改善されている。自己資本比率についても、改善に力が入っている。財務体質強化のための指標として連結自己資本比率及び連結有利子負債残高の2つを掲げており、03年3月期の20.9%から07年3月期には27.4%にまで改善させた。これは、電灯電力量収入の減少に加え、火力発電用燃料の増加など営業キャッシュフローが伸び悩む中でも、設備投資を減価償却費の範囲内に抑えたことにより創出したフリーキャッシュフローを有利子負債削減に充当してきた成果である。ただ、大阪ガスも含め、他社も同様の施策をとっている。他社以上の安定性向上を目指したい。

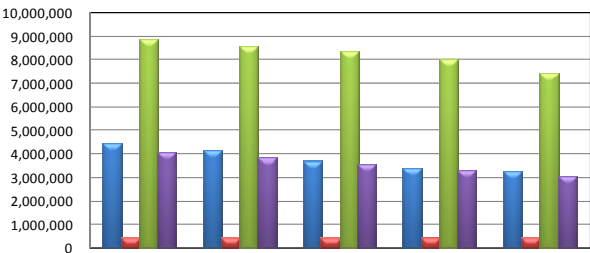


上述の通り、大規模設備事業であるが故の安全性指標の低さは目立つものの、同業他社比較において同等以上の水準にある。ただ大阪ガスと比して劣位は否めず、改善への取組みは必須である。

(2) 収益性

収益性は、売上高総利益率、売上高営業利益率、売上高経常利益率、売上高

各社の有利子負債残高の推移比較



	2003/03	2004/03	2005/03	2006/03	2007/03
関西電力	4,408,393	4,122,131	3,690,131	3,410,084	3,264,476
大阪ガス	460,482	450,270	440,935	471,565	466,274
東京電力	8,857,577	8,558,401	8,335,336	7,984,517	7,418,925
中部電力	4,059,510	3,856,191	3,567,915	3,303,829	3,091,426

2007/03 月期

指 標		関西電力	大阪ガス	東京電力	中部電力	電力大手3社平均
収益性	売上高総利益率	20.3%	35.7%	20.7%	18.2%	19.7%
	売上高営業利益率	10.5%	8.0%	10.4%	11.1%	10.7%
	売上高経常利益率	8.9%	7.6%	8.4%	8.1%	8.4%
	売上高純利益率	5.7%	4.5%	5.6%	4.1%	5.1%
	ROE	8.1%	8.2%	10.3%	5.3%	7.9%
	ROA	3.4%	6.4%	3.3%	3.1%	3.3%

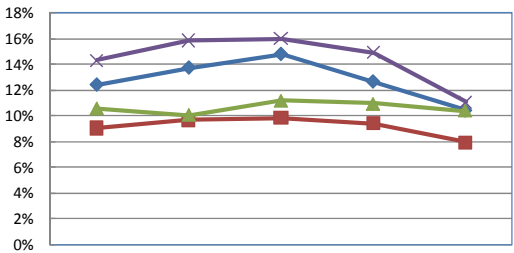
純利益率、自己資本純利益率（ROE）および使用総資本経常利益率（ROA）にて評価した。

売上高総利益率を見ると、関西電力は 04 年 3 月期以降、下降基調である。06 年 4 月その他以前から実施して来た電気料金引き下げや電力自由化対象範囲が総ての高圧顧客へ拡大されるなど競争の激化によるものである。07 年 3 月期を見ると、20.3%と同業他社と同等であるが、大阪ガスの水準には及ばない。一方、売上高営業利益率をみると 05 年 3 月期を境に上

昇から下降へ転じている。東京電力を除き各社同様の傾向にある。要因として 5 つ考えられる。前出の電気料金引き下げに加えて、ひとつは気候変動、2 つ目は燃料供給状況、3 つ目は設備状況、4 つ目は需要の地域性、5 つ目はグループ事業環境による。気候に関しては、07 年 3 月期が記録的な暖冬で暖房需要が減少したことでの低下が挙げられる。ただ、これは大阪ガスも含めてエネルギー産業全体への影響ともいえる。

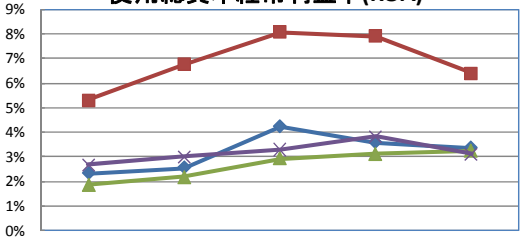
次に燃料供給に関しては、一昨年来の原油高騰が上げられる。これは大阪ガスはもとより、火

収益性分析
～売上高営業利益率～



	2003/03	2004/03	2005/03	2006/03	2007/03
売上高総利益率	20.3%	19.7%	18.2%	16.7%	15.1%
売上高営業利益率	10.5%	10.7%	11.1%	10.4%	8.0%
売上高経常利益率	8.9%	8.4%	8.1%	8.1%	7.6%
売上高純利益率	5.7%	5.1%	5.6%	4.1%	3.3%
自己資本純利益率(ROE)	8.1%	8.2%	10.3%	5.3%	7.9%
使用総資本経常利益率(ROA)	3.4%	6.4%	3.3%	3.1%	3.3%

収益性分析
～使用総資本経常利益率(ROA)～



	2003/03	2004/03	2005/03	2006/03	2007/03
関西電力	2.3%	2.6%	4.3%	3.6%	3.4%
大阪ガス	5.3%	6.8%	8.1%	7.9%	6.4%
東京電力	1.9%	2.2%	3.0%	3.1%	3.3%
中部電力	2.7%	3.0%	3.3%	3.8%	3.1%

力発電のウエイトが大きい中部電力、東京電力の経営に大きな影を落とす。しかしながら、燃料のほとんどを超長期で契約しているため、当座影響が出るものでもないため、現状の収益性指標にはさほどの変化を与えていない。設備状況に関しては、07年3月期に中部電力はタービンプレードの交換で浜岡原子力発電所5号機の停止が長期化したため代替の火力燃料費が増加するなど収益を圧迫した。次に需要の地域性に関して、景気回復は全国的とはいえ地域でのばらつきがある。特に関西圏では松下電産のプラズマ工場増設、シャープ液晶工場の堺市への誘致など前向きな需要増が望めるものの、中小企業や家庭用需要において他地域、特に旺盛な産業用大口電力需要のある東京圏や、設備投資増・個人消費堅調でありかつ大規模工場向け高圧需要が元気な名古屋圏には及ばない。最後に、グループ事業について、関西電力は電気事業が全体の売上高、営業利益に占める割合がそれぞれ90%、85%（いずれも07年3月期）と、他電力特に中部電力の93%、91%（同）と比較して低くなっている。すなわち、電気事業本体以外のグループ事業で、特に営業利益を稼ぐ構図が構築されつつある。こうした要因から、売上高営業利益率は、需要が堅調な東京電力は横ばい、需要は伸びているが暖冬の影響を強く受けた大阪ガスが微減、需要は好調だが浜岡5号機の影響を受けた中部電力が大幅な低下、そして関西電力は最も環境的にはよくないが、原子力の好調な運転とグループ事業による下支えにより低下、という結果となっている。

売上高経常利益率は売上高営業利益率とほぼ同様の推移を示す。売上高純利益率は関西電力を始め、各社全般的には上昇基調である。中部電力と大阪ガスで07年3月期にかけて大きく低下しているのは、いずれも前期06年3月期に、それぞれLNG取扱業務の改定契約等の締結に伴う精算や㈱キンレイ等の子会社株式の売却があったこと、川浦水力発電所建設中止損失を計上していたことの反動によるものである。ROEは自己資本と当期利益との比率であり、10%が目標値となっている。傾向としては、売上高純利益率と同じであるが、安定的な上昇、10%越えが望ましい。ROAは投下資本の運用効率を見る指標（売上高経常利益率と使用総資本回転率との積でもある）であることから業種を問わず比較可能である。全業種平均は0.71%とされる。07年3月期の関西電力は3.4%で同業他社とほぼ同じであるのに対して、大阪ガスはほぼ2倍の6.4%もあり、投資効率がよい。売上高経常利益率では関西電力のほうがやや高かったことから、使用総資本回転率（効率性の節で後述）に原因がある。ただ、夏季ピーク用に十分な余剰電力を確保すべく発電所を保有・遊休化せざるを得ないこと、供給安定性の観点から送変電網を2重外輪化していることなど、回転率低下もやむをえない。

同業他社と比較して明らかに劣位が見られるものはない。ただし、売上高総利益率などでは上回っているものの、売上高純利益率やROE、ROAで大阪ガスに凌駕されてしまっており、収益性にも留意が必要である。ただ、競争の激化、気候による影響などにより、売上高総利益率、営業利益率で低下傾向にあるものの、経常利益率、純利益率、ROEなどで上昇基調である。粗利から営業利益にかけての低下については、支払利息低減、受取利息増加などの投資環境改善を図ってきているためである。財務諸表から配当性向を調べると、30～50%で推移してきているが、株主対策としての配当政策も重要ではあるものの、適切

な IR 活動により、必要投資に純利益を充当することなどが必要と考えられる。

(3) 成長性

成長性は、売上高増収率、経常利益増益率および純利益増益率にて評価した。電力 3 社の

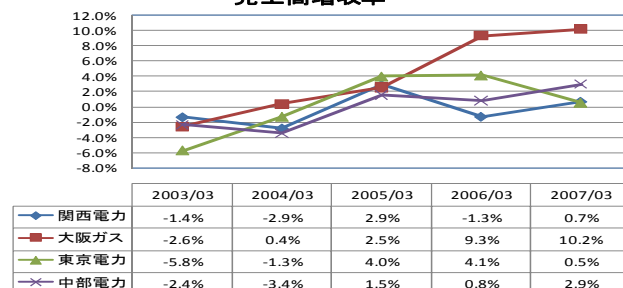
2007/03 月期

指 標		関西電力	大阪ガス	東京電力	中部電力	電力大手3社平均
成長性	売上高増収率	0.7%	10.2%	0.5%	2.9%	1.4%
	経常利益増益率	-6.4%	-13.3%	3.4%	-18.7%	-7.3%
	純利益増益率	-8.1%	-34.4%	-3.9%	-24.2%	-12.1%

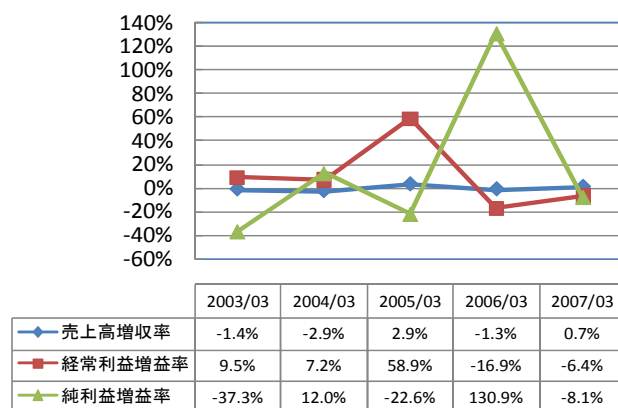
販売電力量の推移を見てみる。グラフからは右肩上がり特に 80 年代後半から 90 年代前半までの伸び、景気低迷に伴う 2000 年代前半の横ばい、需要の落ち着きが見て取れる。ただ、各社の状況を比べてみると、明らかに東京電力の伸びが著しく、東京一極集中が歴然である。また、長らく一定の差を持っていた関西電力と中部電力は 2000 年代に入って、中部経済圏伸びによって差が狭まりつつある。ここで関西電力の成長性指標を確認する。売上高増収率は上向きになってきたものの、販売電力の伸び悩みが見て取れる。特に大阪ガスの増収率は非常に高く、ガス事業の好調さを物語っている。経常利益増益率、純利益増益率とも、大きなブレがあるものの、0% 近辺での推移となっている。05 年 3 月期の経常利益増益率の大幅な上昇の要因は、電源開発㈱の新規株式公開に伴い、同社株式を売却したこと、前年の 04 年 3 月期に珠洲原子力発電所建設計画の凍結に伴う損失、ケイ・オプティコムと大阪メディアポート㈱の合併に伴う受入資産の評価減を計上した反動があったためである。また、06 年 3 月期の純利益増益率の大幅な上昇の要因は、前年 05 年 3 月期に、「固定資産の減損に係る会計基準」を当中間連結会計年度より早期適用したことによる減損損失 44,312 百万円と、御坊第二発電所建設計画を中止したことによる発電所建設中止損失 64,905 百万円、関係会社の再編に伴う退職金の清算などによる関係会社事業再編損失 39,376 百万円があったことの反動によるものである。

売上高、経常利益、純利益ともほとんど成長していないといえる。競争激化、省エネ、力強さに欠ける景気回復などに起因するが、ガス事業の増収率を着実に上げていく大阪ガスと比較して、特に関西電力の足元の弱さを感じる。大幅な飛躍が望めない電気事業だけでなく、力強さを内包する関西電力のグループ事業についての取り組みも必要となってこよう。

成長性分析
～売上高増収率～



成長性分析(関電)



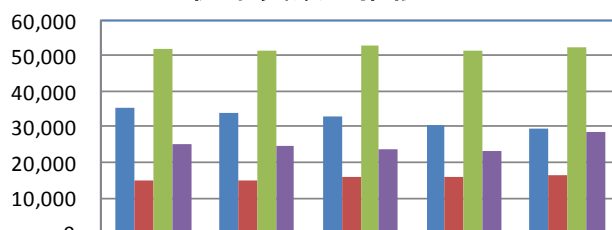
(4) 生産性

2007/03 月期

指 標		関西電力	大阪ガス	東京電力	中部電力	電力大手3社平均
生産性	一人あたり売上高	85.9百万円	72.2百万円	101.5百万円	84.7百万円	90.7百万円
	一人あたり営業利益	9.0百万円	5.8百万円	10.6百万円	9.4百万円	9.7百万円
	労働装備率	170.0百万円	45.3百万円	192.4百万円	153.9百万円	172.1百万円

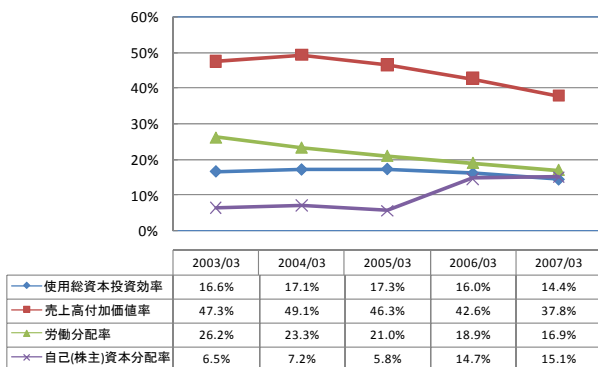
生産性は、一人あたり売上高、一人あたり営業利益、使用総資本投資効率、労働装備率、売上高付加価値率、労働生産性、自己資本分配率および付加価値にて評価した。従業員数の推移を見ると、至近5期では大阪ガスが着実に従業員を増加させてきている。また、低下傾向にあった東京電力や中部電力もここ1,2年増加に転じさせている。これに対して、関西電力はいまだに従業員数の減少が続いている。生産性指標の観点からは、その分母たる従業員数を減らすことで、高めることが出来るものもあるが、継続的な「会社力」たる従業員数の確保は、安定性を求める公益事業には欠かせない。なお、2007年問題での退職者は、再雇用制度にてとりあえず雇用継続してきているが、新規採用者の増加がまだ物足りない。東京電力では就職氷河期であった2000年代前半であっても500人を、ここ3年は800人を採用してきた。中部電力でも2008年には500名を採用するとしているのに対して、関西電力では380人となっている。従業員価値向上も指向して入るが、従業員数だけを見ると、「繁忙感」をぬぐうには物足りないかもしれない。

従業員数の推移

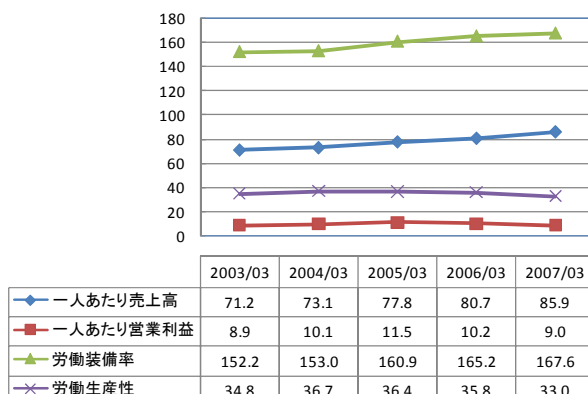


	2003/03	2004/03	2005/03	2006/03	2007/03
■ 関西電力	35,554	33,935	33,276	30,674	29,805
■ 大阪ガス	15,020	15,276	15,992	16,077	16,435
■ 東京電力	52,322	51,694	53,380	51,560	52,584
■ 中部電力	25,331	24,675	24,073	23,557	28,697

生産性分析1(関電)

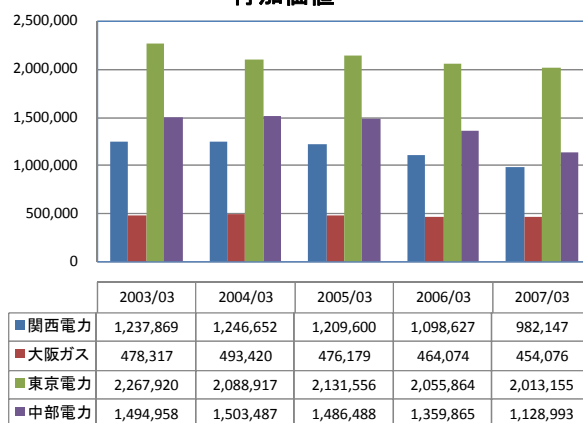


生産性分析2(関電)



一人あたり売上高はやや上昇傾向であるが、一人あたり営業利益は横ばい（微減）である。上述の通り、従業員数の低下が要因だが、それでもって埋め合わせできない営業利益の低下は問題である。労

生産性分析 ～付加価値～

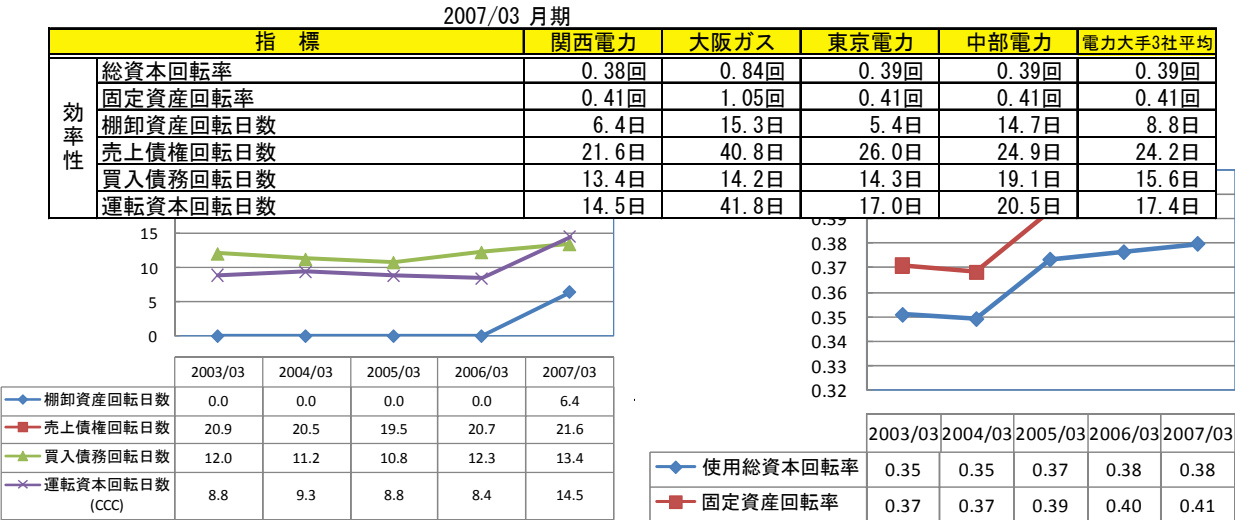


働設備率は、有形固定資産を従業員数で割ったものであり、設備導入による省力化・合理化の目安になる。2004 年 8 月に美浜発電所 3 号機で起きた事故以来、設備修繕費用が上昇してきていることと従業員数の減少とで若干上昇してきている。付加価値は人件費、実物資本（賃借料、減価償却費）、国・地方公共団体、他人資本、自己資本に分配されている合計の額だが、有価証券報告書で把握しづらいため、簡易的に【付加価値＝（販管費－減価償却費（PL））＋労務費（単体）＋減価償却費（CF）＋営業利益】として算出している。付加価値が一様に低下傾向にあるが、営業利益の伸び悩み、投資手控えから減価償却費低下、従業員数減少に伴う人件費減などが考えられるが、大阪ガスが踏ん張っているところ、規模で下回る中部電力が関西電力より高いところを見ると、やはり関西電力の営業利益の創出不足が最も効いてきているといえよう。労働生産性は、付加価値を従業員数で除した値であるが、従業員数の減少効果が付加価値減少を上回ることが出来ず、関西電力は横ばいである。使用総資本投資効率は、付加価値を資本で除した値であり、売上高付加価値率は付加価値を売上高で除した値である。低下または微減基調であり、資本や売上が横ばい、微減の中で付加価値の低下を補えていないことを示している。その他、労働分配率（人件費を付加価値で除した値）も同様の傾向である。自己資本分配率は当期純利益を付加価値で除したものであるが、関西電力は東京電力、大阪ガスとともに上昇基調である。付加価値が他社に比べ低いことが影響している。

他社と比較して付加価値が低く、それに伴い生産性各指標への悪要因となっている。付加価値は、「（人件費＋賃借料＋租税公課＋支払特許料）＋減価償却費＋営業利益」であらわされるが、やはり営業利益の増加への注力が不可欠である。

(4) 効率性

効率性は、使用総資本回転率、固定資産回転率、棚卸資産回転日数、売上債権回転日数、買入債務回転日数および運転資本回転日数（CCC）にて評価した。使用総資本回転率は、

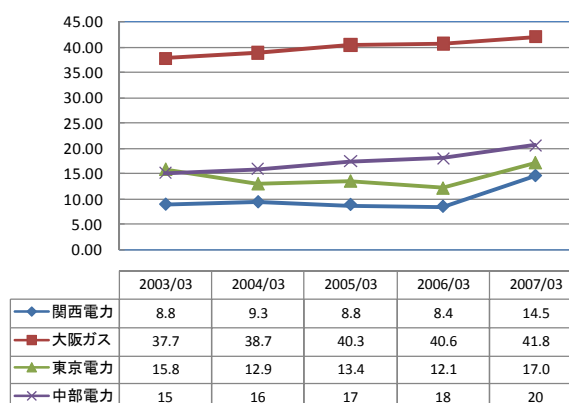


売上高を平均総資本で、固定資産回転率は売上高を平均固定資産で除したものである。どちらの指標も経時的に上昇しており、2007年3月期では同業他社と比べ同程度の水準であり問題ないと言える。ただし、大阪ガスには大きく水をあけられている。棚卸資産回転日数は棚卸資産を一日あたりの売上高（売上高÷365）にて除した値であるが、有価証券報告書で棚卸資産に計上されていない場合がほとんどであったが、07年3月期で他社比較すると、

比較的早く回収できている。電気事業が中心であるがゆえに、非常に短いスパンでの回収が可能となっている。売上債権回転日数は売上債権の回収に要する期間（日）を表す指標であり、買入債務回転日数は買入債務を一日あたりの売上高にて除したものであり、仕入れ債務の支払いに何日かかるかを表す指標である。これらの指標に関しては過去5年ほぼ一定の値であり同業他社ともかわらない。売上債権回転日数と棚卸資産回転日数を足したのから買入債務回転日数を引いたものが運転資本回転日数（CCC）である。関西電力のCCCは06年3月期までは9%程度の値で推移してきた。07年3月期に14%に上昇したが、棚卸資産の追加があった影響である。問題は無いと言える。

関西電力の効率性は同業他社並みであり、問題はない。

効率性分析
～運転資本回転日数(CCC)～



(5) その他

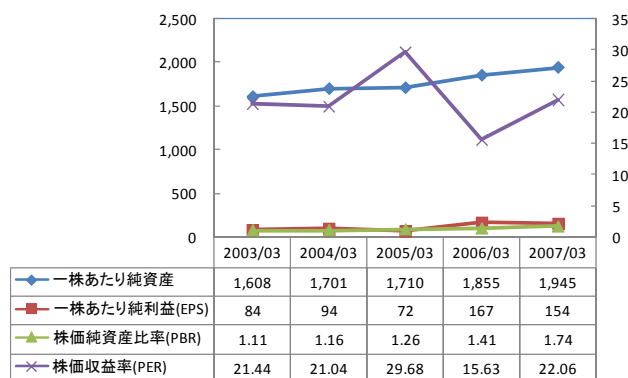
2007/03 月期

指 標		関西電力	大阪ガス	東京電力	中部電力	電力大手3社平均
その他	1株あたり純資産額	1,945円	299円	2,242円	2,212円	2,133円
	1株あたり純利益 (EPS)	154円	24円	220円	116円	163円
	株価純資産倍率 (PBR)	1.7倍	1.5倍	1.8倍	1.8倍	1.8倍
	株価収益率 (PER)	22倍	19倍	18倍	35倍	25倍

その他の指標として、一株あたり純資産、一株あたり純利益（EPS）、株価純資産比率（PBR）および株価収益率（PER）を評価した。一株あたり純資産は総資産を期末発行済株式数で除したものであり、純資産を尺度とする株式の評価基準である。関西電力の一株あたり純資産は年ごとに上昇している。ただこれは同業他社と同じ傾向である。大阪ガスと比較した場合桁違いに高い

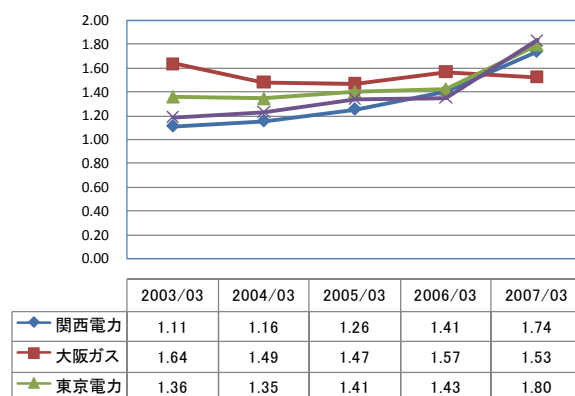
値であるが、これは発行済株式数が関西電力の2.5倍もあるためである。一株あたり純利

その他分析（関電）



益（EPS）は、当期純利益を期末発行済株式数で除したものであり、利益を尺度とする株式の評価基準である。発行済株式数はほとんど変化がないため、純利益の差に左右される。株価純資産比率（PBR）は、株価が一株あたり純資産の何倍かを示す倍率であるが、これは企業価値に見合った株価であるかを見る指標である。関西電力をはじめ電力各社は年々PBRが上昇している。ここに来て株価は下がりつつあるが、日経平均と連動し、景気回復による期待感もあったものと考えられる。最後に株価収益率（PER）であるが、これは株価が一株あたり純利益（EPS）の何倍かを示す指標であるが、ソフトバンクのPERは04年、05年3月期に乱高下している。これは、株価が順調に上昇してきたこと、EPSの動き、すなわち純利益の動きに左右されていることが主因である。株価に係る経営指標分析では、関西電力については他社と比較しても特に問題はない。株式市場（日経平均）と連動したディフェンシブ銘柄であり、その施策云々とは関係が薄いかもしれない。

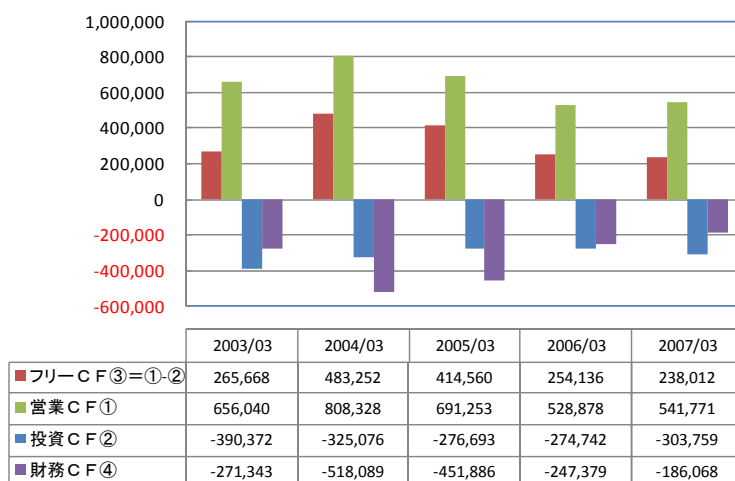
その他分析
～株価純資産比率(PBR)～



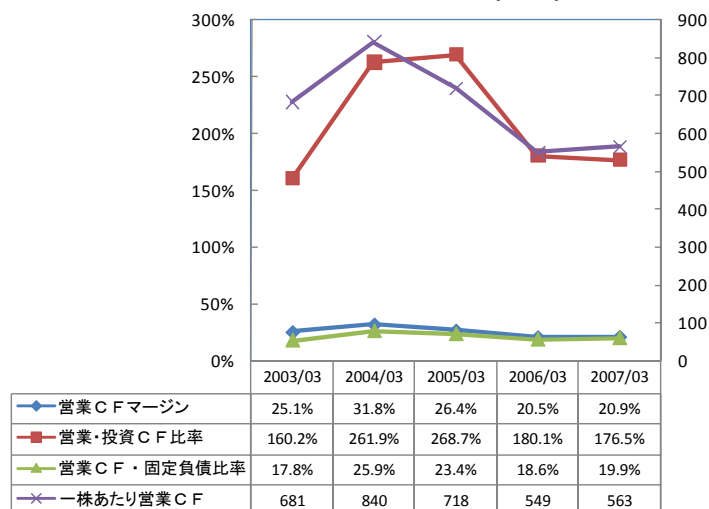
1.2 連結キャッシュフローの計算書の内容およびCF分析

営業CFは、04年3月期から低下基調にある。これは、05年3月期には、関係会社の再編を行ったことに伴う退職金等の清算により一時的に大きな支出が発生したことや、法人税等の支払額が増加したこと、06年3月期には、前年に実施した電気料金の引下げの影響等により電灯電力料収入が減少したことや、当連結会計年度から使用済燃料再処理等積立金の拠出を開始したことが原因である。07年3月期には、使用済燃料再処理等積立金の取戻し額が増加したことや法人税等の支払額が減少したことなどに少しだけ持ち直した。また、営業CFマージンも同様に04年3月期の31.8%から07年には20.9%へ低下している。投資CF、財務CFともに関西電力の努力のベクトルを良く現している。情報通信事業をはじめとしたその他事業において積極的な設備投資を行う一方、電気事業では一層の効率化を推進したことにより、全体の設備投資額は大きく減少しているためである。07

キャッシュフローの推移(関電)



キャッシュフロー分析(関電)



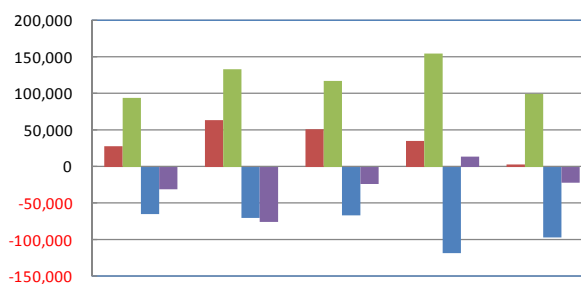
年には設備の更新、修繕など投資案件が増えたが、あまりに絞りすぎた設備投資の反動と、やはり昨今の原子力不祥事、トラブルを踏まえた「安全への積極的な投資」姿勢を示す意味合いも多分にこめられている。財務キャッシュフローは、営業キャッシュフローの低下傾向も踏まえて、あまり積極的な有利子負債の削減をするには苦しくなってきたため、有利子負債削減スピードをやや落としているため、増加傾向（絶対値で減少）を示している。営業・投資 CF、営業 CF 固定費負債比率は共に営業キャッシュフローの数値に大きな影響を受けている。自らの首を絞めている、というわけではないが、自由化、競争激化の中で電気料金引き下げの影響が色濃く出てきている。

2007/03 月期

指 標		関西電力	大阪ガス	東京電力	中部電力	電力大手3社平均
連 結 C F	営業CFマージン	20.9%	8.4%	20.3%	19.9%	20.4%
	営業・投資CF比率	176.5%	98.6%	195.2%	253.2%	208.3%
	営業CF・固定負債比率	19.9%	27.1%	18.3%	18.6%	18.9%
	一株あたり営業CF	563円	44円	794円	564円	640円
	フリーCF	234,886百万円	-1,411百万円	523,556百万円	267,158百万円	341,867百万円

同業他社と大阪ガスについて 2007 年 3 月期の数値を比較してみる。東京電力や中部電力などの同業他社とはほとんど同じ傾向を示しているといえる。ただ、対大阪ガスで見ると差異が見られるものも多い。営業 CF マージンでは、関西電力の 20.9%に対し、大阪ガスが 8.4%と低い数値を達成している。また、投資 CF を営業 CF でまかなっている度合いを示す営業・投資 CF 比率でも電力各社は 170%以上、特に中部電力では 253.2%を示すのに対して、大阪ガスは 100%を切る水準である。大阪ガスがフリーキャッシュフロー積み増しではなく、将来を見据えた積極的な投資をしているさまがうかがえる。営業 CF・固定負債比率は、やはり固定負債が多い電力会社が低く、一株当たり営業 CF は大阪ガスの発行済株式総数の多さゆえに差がついている。

キャッシュフローの推移(大阪ガス)



	2003/03	2004/03	2005/03	2006/03	2007/03
■フリーCF③=①-②	28,219	62,716	51,013	34,794	2,483
■営業CF①	92,573	132,891	116,902	152,935	98,354
■投資CF②	-64,354	-70,175	-65,889	-118,141	-95,871
■財務CF④	-30,093	-75,930	-23,912	13,245	-22,009

関西電力は、04 年 3 月期以降営業 CF が低下基調、投資 CF は抑制維持、フリーキャッシュフローは有利子負債返済に充てつつも徐々にペースを落とす、そういう結果となった。電力各社は同様の傾向だが、大阪ガスの積極姿勢が各指標に現れてきており、関西電力が電気事業という「金のなる木」からエキスを吸い取りにくい状況になっているにもかかわらず、いまだにしがみついている傾向がうかがえる。将来性を見据えたグループ事業の展開、「スター」の育成＝キャッシュカウ化を目指す長期的投資姿勢が望まれる。関西電力の格付けは、ムーディーズが Aa2、S&P が AA、R&I が AA+、JCR が AAA となっている。スタンダード&プアーズは 07 年 4 月 23 日、日本の長期ソブリン格付けが引き上げられたのを受け、志賀原発 1、2 号機が停止中の北陸電力を除く国内電力 9 社と都市ガス 3 社

の長期格付けをいずれも「AA」に 1 ノッチ（段階）格上げした。そのほかの日本の事業会社と学校法人については、ソブリン格上げを受けた格付け変更はない。電力・ガス、鉄道、通信など公益性の高いセクターは、日本の経済構造の強化と経済環境の改善が進めば業績面で恩恵を受ける可能性があり、信用力にも間接的にプラス影響をもたらすとみている。関西電力はここ数年、設備投資の圧縮・コスト削減で得た多額のフリーキャッシュフローで比較的早いペースで有利子負債の削減を進めてきた点は評価されてきている。大阪ガスが大阪府南部の泉北で 2009 年に大型電源の運転開始を予定しており、その影響が今後の懸念材料。供給力の急激な増加は競争激化の引き金になる可能性がある。関西電力の料金政策、ソリューション提供などの対応に注目している。既存火力発電所の発電方式をコンバインドサイクルに更新する投資が当面続く上、原子力のバックエンドコスト負担が比較的大きいため中期的なフリーキャッシュフローは若干低下するが、相応の対応力を持っており、有利子負債とキャッシュフローのバランスが大きく崩れる懸念は小さい。市場や格付け機関はこのように期待感を持っているといえよう。ただ、景気のぶれに左右されにくい体力、やはり営業キャッシュフロー創出に向けた取組みが基本であろう。

1.3 事業種類別および所在地別セグメント情報に基づいた経営分析

対象セグメントを 2 つ選定して比較する。一つ目は電気事業、二つ目は情報通信事業である。

【電気事業】

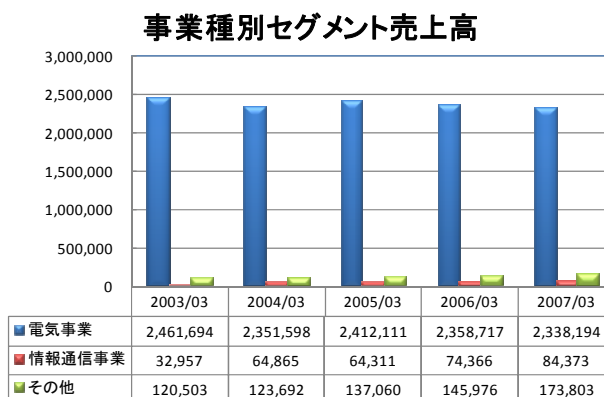
2007/03 月期						
指 標		関西電力	大阪ガス	東京電力	中部電力	神戸製鋼
対象セグメント	売上高営業利益率	9.8%	5.8%	10.6%	10.8%	27.0%
	売上高増収率	-0.9%	24.6%	1.2%	1.9%	2.5%
	一人あたり売上高	114.9百万円	110.2百万円	137.1百万円	137.7百万円	909.6百万円
	一人あたり営業利益	11.3百万円	6.4百万円	14.6百万円	14.9百万円	245.2百万円
	使用総資本回転率	0.38回	0.75回	0.39回	0.39回	0.36回

【情報通信事業】

2007/03 月期					
指 標		関西電力	東京電力	中部電力	NTT
対象セグメント	売上高営業利益率	10.6%	-27.3%	4.4%	3.2%
	売上高増収率	13.5%	-36.9%	6.0%	-3.4%
	一人あたり売上高	39.5百万円	29.6百万円	39.2百万円	62.1百万円
	一人あたり営業利益	4.2百万円	△8.1百万円	1.7百万円	2.0百万円
	使用総資本回転率	0.28回	0.74回	0.16回	0.44回

<事業種類別セグメント分析>

まず関西電力の事業種類別セグメント売上高、営業利益をみる。明らかに、電気事業へ大きく依存している。ただ、特に営業利益について収益構造が微妙に変わってきたことが見て取れる。電気事業では、新商品・新メニューやソリューションの提供により、

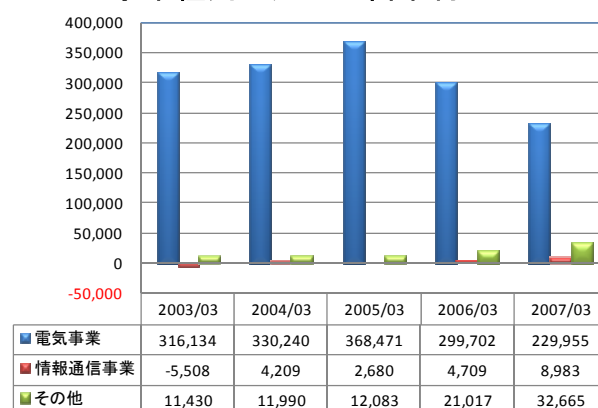


住宅・産業・空調分野でのシェア拡大を目指している。

平成 18～19 年度の合計で全電化住宅 23 万軒、蓄熱システムをはじめとする電化機器・システム（高圧用の電化特約メニューの採用）2,700 件を獲得するとの目標に対し、この期間の半分に相当する当連結会計年度には、全電化住宅 11.4 万軒、蓄熱システムをはじめとする電化機器・システム 1,435 件とほぼ目標通り獲得することができるなど、着実に実績を伸ばしている。収入面では、総販売電力量は増加したが、平成 18 年 4 月に実施した電気料金の引き下げの影響などにより、電灯電力料収入が減少し、売上高は 2,338,194 百万円

と、06 年 3 月期に比べて 20,522 百万円の減収（△0.9%）となった。また、06 年 3 月期に実施した退職年金制度の改定等により退職給与金が減少したことに加え、諸経費が節減されたが、燃料価格の大幅な上昇により火力発電用の燃料費が増加したことや修繕費が増加したことなどにより、営業利益は 229,955 百万円と、06 年 3 月期に比べて 69,746 百万円の減益（△23.3%）となった。

事業種別セグメント営業利益



情報通信事業は、電気通信事業、電気通信設備の賃貸、情報システムの企画・設計・構築・保守運用管理、CATV 事業を行うセグメントである。㈱ケイ・オプティコムを中核会社として、超高速（1Gbps）から 64kbps まで、また、屋内から屋外まで、家庭向け、企業向けに総合的な情報通信サービスを提供している。中でも主力となる F T T H サービスについては、近畿 2 府 4 県の 90%を越えるエリアカバー率の強みを活かしながら、「光インターネット＋光電話＋光テレビ」の 3 つのサービスを「eo 光」の統一ブランドのもと提供しており、同サービスの契約件数は 07 年 3 月期で 52 万件と、06 年 3 月期に比べ 37%増加させている。この結果、情報通信事業の売上高は、84,373 百万円と、06 年 3 月期に比べて 10,006 百万円の増収（＋13.5%）、営業利益は 8,983 百万円と、06 年 3 月期に比べて 4,273 百万円の増益（＋90.7%）となった。その他の事業は、ガス供給事業、燃料販売事業、不動産の分譲・賃貸・管理、火力・原子力プラント・電力流通設備・情報通信設備の保全・工事、リース、環境・土木・建築関連工事、鋼管柱等の製造・販売、エネルギー施設等の運転・保守・保安を行うセグメントであり、大きく総合エネルギー事業と生活アメニティ事業に分類される。

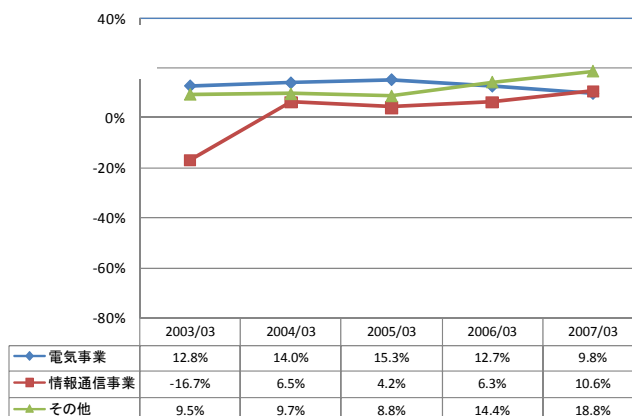
総合エネルギー事業では、ガス、LNG、コージェネ用燃料の石油等のエネルギー販売や、オンサイトサービスなどトータルソリューションを提供している。また、生活アメニティ事業では、オール電化住宅の提供をはじめとする住宅関連サービスと、ホームセキュリティや介護などの生活関連サービスを提供して付加価値を高めようとしている。収入面では、総合エネルギー事業において、ガス等のエネルギー販売量が 76 万トン（天然ガス換算）と前連結会計年度を上回った。また、生活アメニティ事業でも、オール電化をベースにインターネットやホームセキュリティなどを備えた高付加価値住宅の普及が進んでいる。こ

これらの結果、その他の事業の売上高は 173,803 百万円と、前連結会計年度に比べて 27,827 百万円の増収（+19.1%）、営業利益は 32,665 百万円と、前連結会計年度に比べて 11,647 百万円の増益（+55.4%）となった。上記のように電気事業からの実入りが減る一方で、電気通信事業、その他事業の伸びが見られる。まだ全体に占めるウエイトは両事業併せて 15%に過ぎないが、他電力を大きく引き離している。

(1) 収益性

収益性について分析すると、その他事業 05 年 3 月期 8.8%から 07 年 3 月期には 18.8%と高い売上高営業利益率をたたき出している。これは前述の通り、ガス等のエネルギー販売が好調なこと、オール電化住宅も普及してきたこと、高齢社会を背景に有料老人ホーム事業が着実に成果を出していることなどが挙げられる。情報通信事業についても、03 年 3 月期時点で▲16.7%であったものが 07 年 3 月期には

事業種別ごと売上高営業利益率

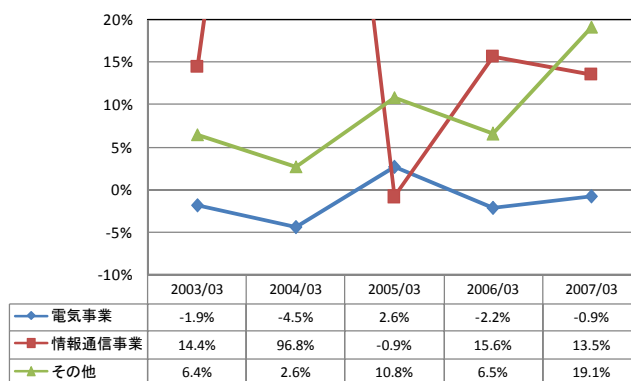


10.6%にまで良化している。これは、ケイ・オプティコムがいち早く FTTH 事業に力を入れ、高速大容量化を期待する市場・顧客のニーズをつかんだためである。もちろん、電気事業において送配電線と併走する形で敷設されてきた光ファイバー網を関西電力から 2000 年に譲渡（同時に PHS のアステル関西、法人向けの OMP と合併、ケイ・オプティコム誕生）され、いわば初期投資をほとんど意識することなく事業を進めてこられたことが大きい。東京電力では▲27.3%、中部電力でも 4.4%と他電力が低迷する中で、64kbps の PHS 通信からはじめ、FTTH にまで「eo」ブランドを構築してきたその伏線があったからこそ現れた差異であろう。特に、ソフトバンクが進めてきた ADSL が高速性で劣るといった技術的理由で徐々に伸び悩みを見せ、ますます FTTH の優位性が発揮されており、関西電力には珍しい先進性、積極性を見せるケイ・オプティコムが今後もグループの営業利益を牽引していく可能性を秘めている。なお、通信事業で圧倒的優位にある NTT では、地域通信事業に FTTH が含まれているが、07 年 3 月時点で売上高営業利益率が 3.2%と低迷しており、関西での FTTH の占有率で関西電力のウエイトが大きいことで、可能性を秘めた FTTH での収益化が阻害されているのかもしれない。なお、東京電力では FTTH 事業を KDDI に売却するなど、既に同業であっても成否の違いが現れてきている。最後に、電気事業であるが、既に見てきたように収益性の落ち込みが見られる。ただ、IPP/PPS として元気な神戸製鋼は 27%と高い収益性を示している。関西電力では発電部門だけでなく、送変電、配電部門も電気事業に含まれており、単純比較は出来ないが、収益性の向上が望まれる。

(2) 成長性

直近 5 期の売上高増加率を用いて、各事業の市場成長性についてみる。ここでも、その他事業と情報通信事業の好調さが見て取れる。前年比をとるため、情報通信事業の 04,05 年の特異店を除けば、ここ最近では概ね 15%前後を記録している。これに対して、電気事業は力強さがない。07 年 3 月期の大阪ガスと比較すれば元気さ・積極性は対照的である。ただ裏返せば、マチュアな事業からの脱皮を懸命に模索して、成長産業に目をつけ、ある意味成功モデルを見出してきたとも言えるだろう。

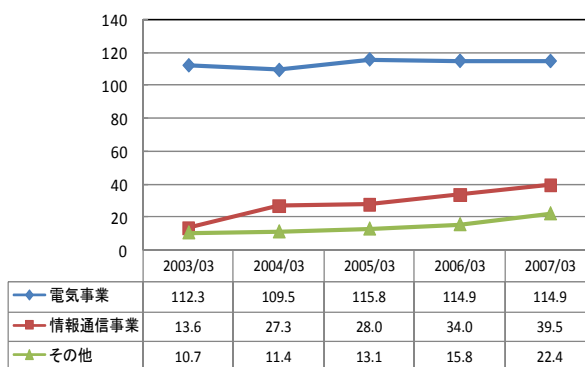
事業種別ごと売上高増収率



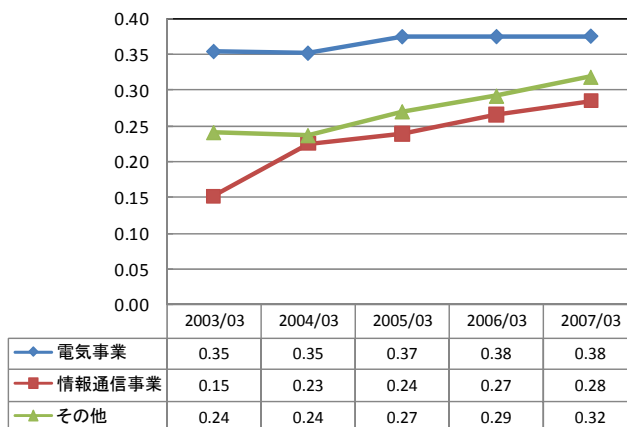
(3) 生産性

一人当たり売上高と一人当たり営業利益を用いて、従業員の働き具合と営業効率を評価する。全業種平均は 86.19 百万円だが、業種によって差が大きいため、他業種や全業種ではなく同業種で比較する。電気事業について

事業種別ごと一人あたり売上高



事業種別ごと使用総資本回転率



では、一人当たり売上高、営業利益とも他のセグメント事業と比べて飛びぬけて高い生産性を示している。これは東京電力、中部電力ともおなじ傾向にある。長年の蓄積から生産性を高めてきた賜物であるが、ここでも情報通信事業、その他事業が伸びてきている。すなわち、事業としての拡大を見て取れる。他社と比較すると、07 年 3 月期に関西電力が一人当たり売上高で 115 百万円なのに対して、神戸製鋼は 910 百万円で突出して生産性が高い。営業利益も同様である。これは、従業員数が飛びぬけて少ないためであるが、送变电、配電、営業部門を持たない効率的な人員配置のためである。ただ、大阪ガスはそうした有利な環境を活かしきれていない面が窺える。まだまだ、主力の電気事業の生産性にかかる優位性は揺るがないものの、情報通信、その他事業の生産性向上は良い傾向といえよう。

(4) 効率性

使用総資本回転率は 1 年間に総資本が売上高に対して何回転しているかを見ることによ

て総資本の運用効率を見る指標である。全業種平均は 0.77 回であり、目標値は 1 回である。大規模な設備投資が必要となる電気事業や情報通信事業、また仕組み作り、不動産関係に設備投資が欠かせないその他事業は総じて低くなる。それぞれ 1 回転を大幅に下回っており、良い数値とはいえないが、やや上向き加減となっている。ここでも情報通信事業とその他事業で顕著である。他社と比較すると、電気事業における大阪ガスの使用総資本回転率が 0.75 回と効率性のよさが窺える。ただ、全般的に効率性が高いとは言えず、特にその他事業や情報通信事業などでの効率性の落ち着き、回転率 1 以上を目指して効率性の改善が望ましい。

関西電力の経営をセグメント別に見ると、売上高、営業利益とも電気事業がダントツである。しかしながら、情報通信事業やその他事業の収益性、成長性は特筆すべきものがある。また、同業他社比較においては、他電力会社とはそんな色ないものの、電気事業における大阪ガスや神戸製鋼の収益性、そして生産性、効率性は劣位にある。関西電力は『エネルギーをコアに、暮らしの基盤となる領域において、「お客さま満足 No.1 企業」を目指す』と標榜しているが、他電力会社と同様、電気事業を取り巻く経済的、政治・制度的、原子力にかかる地域的な課題が多く、今後の見通しも明るくない。したがって、「暮らしの基盤となる領域」をどのようにセグメンテーションするかがカギとなる。今のところ、順調に見える FTTH を抱える情報通信事業や生活密着で関電ブランドを活かした安心、安定を志向したその他事業でどこまで電気事業を支え、そしてシナジーを発揮させることが出来るか、すなわち、「電気、FTTH、安心」の組み合わせ、ソリューションをどう提供できるか、積極性とスピードをもって展開していくことが必要である。

1.4 事業種類別セグメント情報に基づいて、次の項目について CF 分析

【電気事業】

2007/03 月期						
指 標		関西電力	大阪ガス	東京電力	中部電力	神戸製鋼
対象セグメントCF	営業CFマージン	19.6%	9.6%	20.7%	20.6%	36.2%
	営業・投資CF比率	209.3%	93.0%	207.7%	307.3%	3896.5%
	フリーCF	239,196百万円	-1,672百万円	532,036百万円	289,483百万円	23,576百万円

【情報通信事業】

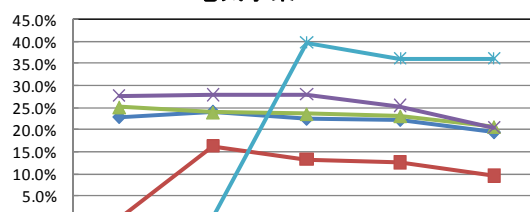
2007/03 月期					
指 標		関西電力	東京電力	中部電力	NTT
対象セグメントCF	営業CFマージン	56.1%	-4.4%	83.4%	27.5%
	営業・投資CF比率	93.7%	-14.3%	111.6%	115.2%
	フリーCF	-3,184百万円	-40,126百万円	2,430百万円	133,077百万円

(1) 営業キャッシュフローマージン

= 営業 CF / 売上高

営業キャッシュフローマージンはキャッシュフローベースの営業利益率に相当する指標で、現金創出能力の程度（商品やサービ

営業キャッシュフローマージン
～電気事業～



	2003/03	2004/03	2005/03	2006/03	2007/03
● 関西電力	22.9%	24.1%	22.5%	22.3%	19.6%
■ 大阪ガス	0.0%	16.4%	13.4%	12.7%	9.6%
▲ 東京電力	25.2%	24.0%	23.6%	23.2%	20.7%
✕ 中部電力	27.7%	28.0%	28.1%	25.5%	20.6%
✧ 神戸製鋼	0.0%	0.0%	39.8%	36.3%	36.2%

スの収益性)を示す基本指標である。なお、営業キャッシュフローは、【営業利益×(1－実効税率)＋減価償却費】で算出する。

電気事業において、関西電力は07年3月期に19.6%に位置している。これは他電力会社と同水準である。なお、神戸製鋼は売上高が少ない上、効率的経営により高い値を示している。

(2) 営業キャッシュフロー投資キャッシュフロー（資本支出）比率

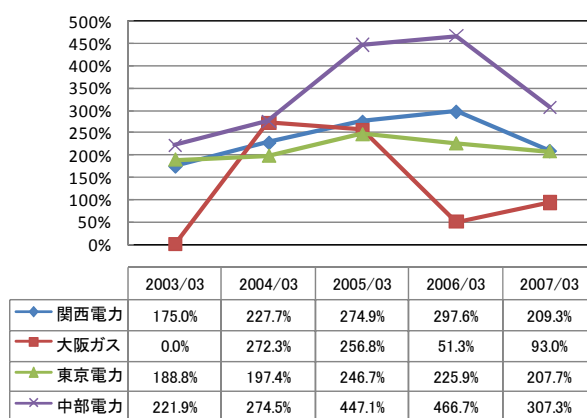
= 営業 CF／投資 CF

営業キャッシュフロー投資キャッシュフロー（資本的支出）比率は、営業キャッシュフローが投資をどれだけカバーしているかという安全性を見る指標であり、100%が目安になる。グラフおよび数値は以下の通りである。

関西電力の電気事業においては209%である。生み出された営業キャッシュフローを電気事業にまわすのではなく、有利子負債の返済や情報通信事業、その他事業に投資している様が見える。電力各社ともおなじ傾向にある。ただ、情報通信事業について、

07年3月期では、中部電力は高いものの規模が小さいことを除けば、関西電力はNTTの2以上を示しており意、収益性の高さが窺える。

営業CF投資CF比率
～電気事業～



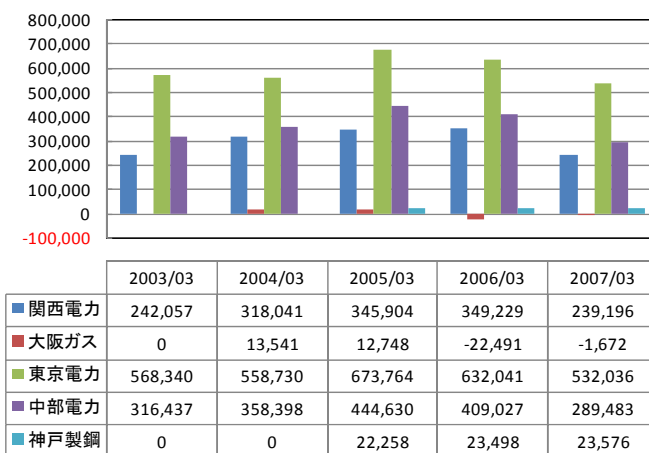
(3) フリーキャッシュフロー

=営業キャッシュフロー－資本的支出

フリーキャッシュフローは営業キャッシュフローから必要な投資を差し引いた純粋に手元に残るキャッシュを意味する。

関西電力の電気事業におけるフリーキャッシュフローは、07年に2,390億円を超え、潤沢である。これがグループ事業における積極展開の原資となっている。他電力も同様であり、また大阪ガスも本業のガス事業の

フリーキャッシュフロー
～電気事業～



FCFを電気事業にまわしている（FCFが電気事業でマイナス）さまが見て取れる。ただ、

情報通信事業について。NTTにまでとは難しいが、早期の収益源化を目指した取組みにより、本当の強さ、一本立ちできる体力確立をする必要があろう。

本業である電気事業に関しては、キャッシュカウとしての役割を果たしているが、徐々に弱まってきているのが分かる。他電力と比べて FCF が物足りなく、情報通信事業などを育てる素地として不安が残る。情報通信事業については、まだ萌芽期ということもあり、キャッシュフロー創出力にはまだまだ欠けている。キャッシュアウトが目立ち、営業 CF 投資 CF 比率など物足りなさを感じるが、形を懸命に整えて、NTT と伍する体制を整えようとする現状がうかがえる。これが過渡期であればやむをえない現象とできるが、継続的な傾向とならないように長期的な視点に立って、その他事業なども含めて、最適な設備投資計画が必要である。原子力など何か小さなことでも対処に苦慮し、経営を揺るがしかねない電気事業は安全第一で慎重に進める必要があるのと対照的に、情報通信事業などはスピード感ある投資判断が不可欠である。

2 企業価値分析

2.1 資本コストを算出し、それに基づいて経済付加価値(EVA)、投下資本収益率(ROIC)を算出

仮定条件

NOPAT	営業利益×(1-実効税率) (金融資産は事業利益と考えることにし、含めない)	百万円	187,245	188,632	193,229	204,729	174,258
資本コスト	WACC×投下資本	百万円	153,143	158,756	156,105	172,605	188,367
WACC	負債コスト×(1-実効税率)×(1-株主資本比率) +株主資本コスト×株主資本比率	%	2.18%	2.31%	2.36%	2.67%	2.92%
負債コスト	支払利息/有利子負債	%	2.56%	2.50%	2.22%	1.96%	1.87%
株主資本比率	資本合計÷(有利子負債+資本合計) 【期首期末平均】	%	28.5%	30.5%	35.0%	40.2%	47.0%
有利子負債	短期借入金+長期借入金+社債 【期首期末平均】	百万円	4,408,393	4,122,131	3,690,131	3,410,084	3,264,476
株主資本コスト	無リスク金利 +β(株式期待収益率-無リスク金利)	%	3.95%	4.50%	4.70%	4.82%	4.86%
期待収益率	無リスク金利+リスクプレミアム	%	5.76%	6.31%	6.50%	6.62%	6.67%
投下資本	正味運転資本【流動資産-(流動負債-短期借入金+1年以内長期借入金・社債)] +固定資産 (『経営財務入門』より)	百万円	7,024,689	6,868,763	6,601,818	6,467,123	6,456,706

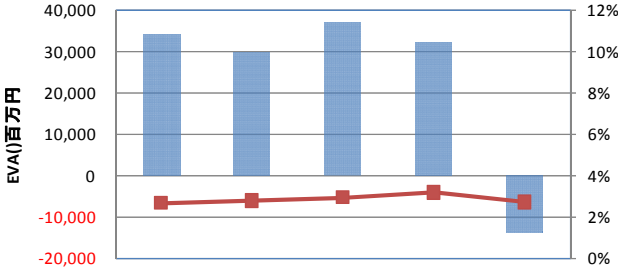
■計算式要素

株主資本(時価)	株価×発行済み株式数	百万円	1,725,156	1,895,554	2,069,802	2,517,457	3,263,549
β	ブルムバーク社ホームページより	倍	0.639	0.639	0.639	0.639	0.639
リスクプレミアム	『経営財務入門』で使用する値より	%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
無リスク金利	財務省HPの10年もの長期国債利回りより	%	0.758%	1.309%	1.504%	1.622%	1.666%
実効税率	((法人税等+法人税等調整額)÷税金等調整前当期純利益) で算出。	%	42.49%	46.03%	50.06%	37.42%	35.85%

上記の実績数値と仮定条件を用いて、算出したのが、下記の EVA と ROIC である。

EVA の内訳を見ると法人税等調整後営業利益(NOPAT)と投下資本に分けられる。EVA は総じて高い水準を維持してきたが、主力事業である電気事業で 07 年 3 月期には燃料価格の高騰による燃料費増加で大きく減少し、法人税等調整前営業利益が 55,526 百万円悪

EVAとROICの推移
～関電～

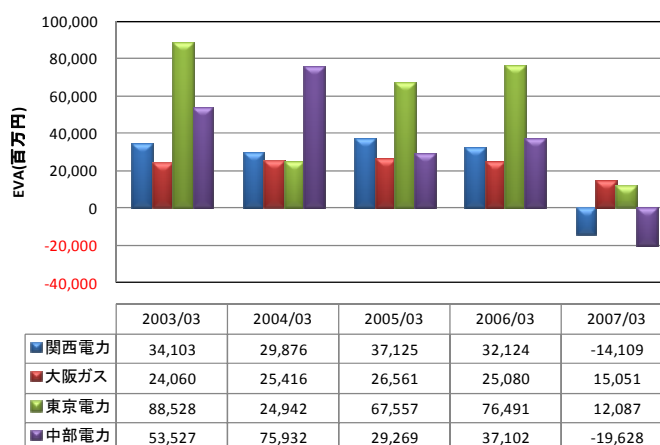


	2003/03	2004/03	2005/03	2006/03	2007/03
■ 経済付加価値(EVA)	34,103	29,876	37,125	32,124	-14,109
■ 投下資本収益率(ROIC)	2.67%	2.75%	2.93%	3.17%	2.70%

化した。また、有利子負債が順調に減少したことに加えて、景気回復に伴う株価の上昇により時価ベースの株主資本比率が高まり、加重平均資本コスト（WACC）が 0.25% 上昇したために、07 年 3 月期の EVA は▲14,109 百万円の赤字となった。

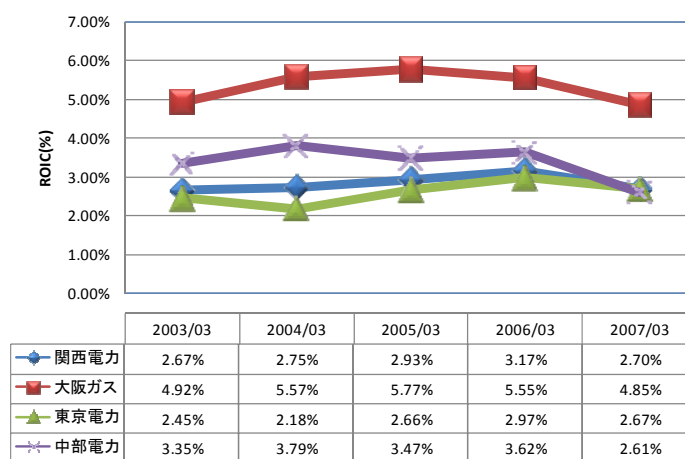
WACC は 03 年 3 月期の 2.18% から 07 年 3 月期の 2.92% まで一貫して増加している。これは、市場での株式価格が 1,792 円から 3,390 円まで約 190% も増加した事に起因する有利子負債の圧縮が順調進んだ結果負債比率は低下し、これに伴い負債コストも低下した。他方、株主資本コストは 2003 年以降上昇を続け、2007 年は過去 5 年間では最高水準にある。無リスク金利（リスクフリーレート）の上昇が見られたこと、負債コスト低下に伴い株主資本比率がアップしたこと、等の点が株主資本コスト上昇の理由としてあげられる。有利子負債の圧縮に伴い財務体質は強化されてきたが、その分、財務レバレッジが効かなくなった結果、株主資本コストが上昇した。

各社のEVAの推移比較



各社の状況を見ると、やはり燃料価格高騰を受けた 07 年 3 月期には NOPAT の悪化があったこと、株価が上昇したこと、株主資本比率が向上したことなど同様の理由により EVA の成績は悪い。もう一方の指標である ROIC は、法人税等調整前営業利益を投下資本（正味運転資本＋固定資産）で除したものであり、投下資本に対してどの程度本業の利益をあげたかを測定する指標である。法人税等調整前営業利益の変化については上述の通りとなっている。投下資本は 03 年 3 月期の 7,024,689 百万円から 6,456,706 百万円へと 8% 減少させており、固定資産の削減に努めていることが窺える。他社比較すると、大阪ガスが高く電力が低い構図が見て取れる。ただ、その中でも関西電力は踏みとどまっている。

各社のROICの推移比較



ROIC は、法人税等調整前営業利益を投下資本（正味運転資本＋固定資産）で除したものであり、投下資本に対してどの程度本業の利益をあげたかを測定する指標である。法人税等調整前営業利益の変化については上述の通りとなっている。投下資本は 03 年 3 月期の 7,024,689 百万円から 6,456,706 百万円へと 8% 減少させており、固定資産の削減に努めていることが窺える。他社比較すると、大阪ガスが高く電力が低い構図が見て取れる。ただ、その中でも関西電力は踏みとどまっている。

EVA がマイナスであるということは、「企業活動を行なえば行うほど企業価値が低下する」「投下資本活用して付加価値を生み出せていない」ということを意味する。投下資本を縮小させて効率を上げようとはするものの、無リスク金利や株価の上昇、有利子負債圧縮

に伴う WACC の伸びが勝り、資本コストが上昇していることが原因である。ただ、一義的には営業利益、NOPAT の上昇が鍵であり、より一層の収益性向上を図らねばならない。

2.2 次の企業価値指標を算出

2.2.1 企業価値指標計算結果および算出方法

フリーキャッシュフロー価値、株式・負債価値（時価評価）、市場付加価値（MVA）の企業価値について算出した。算出式および算出方法は以下の通りである。

FCF 価値：今後 5 年間で成長期、6 年目以降を安定期とし、各期のフリーキャッシュフローを現在価値に割引いた額を合算し算定した。具体的には、今後 5 年間は各期の予測フリーキャッシュフローを現在価値に割引し、6 年目以降はフリーキャッシュフローを継続価値（ターミナルバリュー＝TV）と設定し TV を現在価値に割引した。各期ごとに企業価値を算定した下表を参照

時価評価：期末株価×発行済株式数＋有利子負債（簿価）

MVA：EVA÷資本コスト（WACC）＋投下資本（簿価）

仮定条件・税率は税効果会計を考慮したもの。

- ・平均キャッシュフローが売上高の平均成長率で増えると仮定
- ・平均フリーキャッシュフローは 5 年間のフリーキャッシュフローを平均化
- ・平均成長率は 5 年間の成長率を平均化
- ・予測期間を 5 年と仮定
- ・継続価値は 6 年目のフリーキャッシュフロー/継続価値の資本コスト

フリーキャッシュフロー予測		関西電力										単位円：百万円	
	単位	2003/03	2004/03	2005/03	2006/03	2007/03	2008/03	2009/03	2010/03	2011/03	2012/03		
フリーキャッシュフロー	百万円	265,668	483,252	414,560	254,136	238,012	331,112	331,099	331,086	331,073	331,059		
平均フリーキャッシュフロー	百万円					331,126							
売上高	百万円	2,615,154	2,540,156	2,613,483	2,579,059	2,596,371							
売上高成長率	%	-1.4%	-2.9%	2.9%	-1.3%	0.7%							
平均成長率	%					-0.4%							
2003/03 期に係る予測期間の価値	百万円		472,942	397,059	238,214	218,340	297,265						
2004/03 期に係る予測期間の価値	百万円			405,195	242,784	222,243	302,191	295,352					
2005/03 期に係る予測期間の価値	百万円				248,266	227,143	308,693	301,550	294,573				
2006/03 期に係る予測期間の価値	百万円					231,825	314,121	305,943	297,978	290,220			
2007/03 期に係る予測期間の価値	百万円						321,726	312,594	303,721	295,099	286,723		
予測期間の割引現在価値 (A)	百万円	1,623,821	1,467,765	1,380,224	1,440,087	1,519,863							
加重平均資本コスト：WACC	%	2.18%	2.31%	2.36%	2.67%	2.92%							
リスクフリーレート	%	0.76%	1.31%	1.50%	1.62%	1.67%							
継続価値の資本コスト	%	1.42%	1.00%	0.86%	1.05%	1.25%							
継続価値 (B)	百万円	20,456,969	28,801,324	33,437,846	26,998,677	22,261,975							
企業価値 (A) + (B)	百万円	22,080,790	30,269,089	34,818,070	28,438,764	23,781,837							

特徴的な点は、FCF 価値が圧倒的に高い数値を示すことに加えて、至近の 5 期では FCF 価値が山なり、時価評価株式負債価値が微増、MVA＋投下資本価値が低下傾向にある点である。これらは前出の通り、営業利益・営業キャッシュフローが山なりであること、また株価が景気回復に伴い上昇していること、WACC が上昇し投下資本が減少していること、による。

07 年 3 月期の経営数値を用いて、競合他社である大阪ガス、同業者である東京電力、中部電力と比較してみる。大きな差があるためはっきりとはいえないが、電力各社は FCF 価値が非常に高く時価評価の株式負債価値がほぼ同等となっている。逆に、大阪ガスは 3 つの企業価値がほぼ同等レベルとなっている。大阪ガスが内包する実力を市場も適正に評価

していることの現れであろう。すなわち、FCF のように将来的な価値を割り戻した場合、安定感ある電力会社への評価はあるものの、株式市場からの評価は低いということである。他社と比較して、相対的に大阪ガスの市場評価が高いことが示されている。関西電力は安定的な収益源たる電気事業を抱えており、低下傾向とはいえ潤沢な FCF が企業価値を高めている結果となった。しかしながら、株式市場ではそうは評価しない。やはり目標と結果を短期的にも整合させ、適切な IR 活動により十分な時価評価を獲得する必要もある。

3 経営課題抽出

これまでの課題で明らかになった問題点・課題をまとめると以下の通りとなる。

(1) 収益性に留意が必要

同業他社と比較して明らかに劣位が見られるものはないが、売上高純利益率や ROE、ROA で大阪ガスに凌駕されてしまっている。

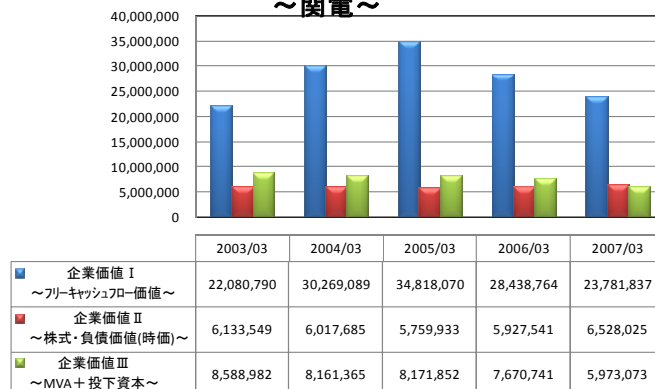
(2) 成長性に劣る

売上高、経常利益、純利益ともほとんど成長していない。競争激化、省エネ、力強さに欠ける景気回復などに起因するが、ガス事業の増収率を着実に上げていく大阪ガスと比較して、特に関西電力の足元の弱さを感じる。大幅な飛躍が望めない電気事業だけでなく、力強さを内包する関西電力のグループ事業についての取り組みも必要となてこよう。

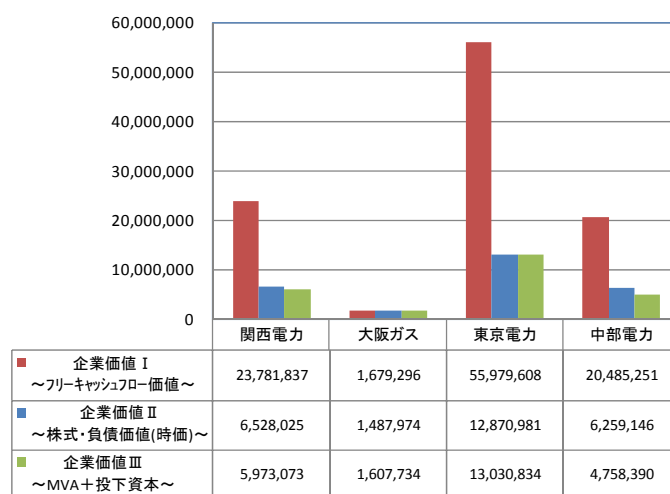
(3) 生産性、特に付加価値で劣位にある

他社と比較して付加価値が低く、それに伴い生産性各指標への悪要因となっている。付加価値は、「(人件費+賃借料+租税公課+支払特許料)+減価償却費+営業利益」であらわされるが、やはり営業利益の増加への注力が不可欠である。他電力会社とはそんな色ないも

企業価値比較
～関電～



企業価値の各社比較(07年3月期)



の、電気事業における大阪ガスや神戸製鋼の収益性、そして生産性は劣位にある。

(4) フリーキャッシュフロー（営業キャッシュフロー）が低下基調

04年3月期以降営業CFが低下基調、投資CFは抑制維持、フリーキャッシュフローは有利子負債返済に充てつつも徐々にペースを落としており、大阪ガスの泉北発電所の運転開始による競争激化などで体力を使う可能性が高いが、景気のぶれに左右されにくい体力、やはり営業キャッシュフロー創出に向けた取組みが基本である。本業である電気事業がキャッシュカウとして足元の弱さ、FCFが物足りなく、情報通信事業などを育てる素地として不安が残る。また情報通信事業については、まだ萌芽期ということもあり、キャッシュフロー創出力にはまだまだ欠けている。電気事業は安全第一で慎重に進める必要があるのと対照的に、情報通信事業などはスピード感ある投資判断が不可欠である。

(5) 企業価値が低下し、投下資本活用した付加価値を生み出せていない

投下資本を縮小させて効率を上げようとはするものの、無リスク金利や株価の上昇、有利子負債圧縮に伴うWACCの伸びが勝り、資本コストが上昇していることが原因である。ただ、一義的には営業利益、NOPATの上昇が鍵であり、より一層の収益性向上が必要。

以上より、具体的には次の対策を採るべきである。

- ・収益性改善のため、金となる木たる電気事業でのキャッシュフロー創出能力維持のため、安全を最優先にした継続的投資と情報通信事業等の早期収益源化のために他事業とのシナジー効果を念頭にすること。
- ・生産性向上のため、営業利益の増大を目指して、グループ事業全体を見直しシナジーを生み出せていない事業の売却も検討すること。
- ・継続的に企業価値を高めるために、資本コストなどの調達にも目を向けつつ、本業から生み出される収益をベースに足元を固めること。

4 企業価値創造

4.1 企業価値創造と経営戦略

関西電力では、グループの「目指すべき姿」を見定めるにあたって、2020年頃の経営環境を念頭におき、以下の5つのトレンドに注目している。

(1) 社会の成熟化と消費者ニーズの広がり

・生活の質的な豊かさを追求する成熟した社会が到来する。価値観の多様化や高齢化の進展などを背景に、消費者のニーズは高度化し、大きな広がりを見せる一方で、くらしにおける「安心」の価値が高まる。関西は、生活・文化先進地域として、こうした流れを主導する。

(2) エネルギー市場の変化

経済成長の鈍化、少子化の進展などにより、エネルギー需要は伸び悩む。競争が本格化し、従来の枠組を越えた相互参入が進展する。

(3) 循環型社会の到来

消費行動および企業活動において、環境への配慮が重視され、持続可能な循環型社会への転換が進む。クリーンなエネルギーとして原子力の重要性が高まるとともに、水素エネルギーをはじめとした次世代エネルギーの可能性が広がる。

(4) ユビキタス・ネットワーク社会の到来

高速情報通信ネットワークをいつでも、どこでも、だれでも利用できるユビキタス・ネットワーク社会が到来する。エネルギー利用と IT を組み合わせた高付加価値サービスが普及・拡大する。

(5) 企業の社会的役割に対する期待の高まり

経済的な役割にとどまらない企業の社会的役割に対する期待が高まる。企業が、コンプライアンスや透明性の確保など、社会の一員としての責務を果たしていくことがますます重要になる。

上記を踏まえて、目指すべき企業像と行動指針を次のように定めた。

【企業像】

エネルギーをコアに、くらしの基盤となる領域において、「お客さま満足 No.1 企業」を目指します。

【行動指針】

お客さまの喜びのために私の最善をつくします。

上記の分析や企業像・行動指針は、非常にシンプルで各社と類似したものであるといえるが、地域に根ざした公益事業者たる関西電力には相応しい。これを数値的に裏付けるべき財務体質の指標としては、平成 19 年度関西電力グループ経営計画を挙げている。これらの状況について、過去 5 期の状況を俯瞰すると、その達成に向けて着実に進めてきている姿が明確に見て取れる。安全性指標については目標どおり、かつ評価できるものであるといえる。また、グループでの外売上高と経常利益を上げている。収益源として、売上高、営業利益とも体力をつけてきたグループ事業は今後の要であり、適切な収益性指標設定といえる。

以上のように非常にすっと入って納得しやすいものとなっているが、いまひとつインパクトに欠ける。それは、収益性に対する方法論が経営ビジョンや経営計画に陽に表そうとしていないためではないか。電気事業とそれ以外のシナジーを標榜するも、何をどう伸ばすのか、そして何を切り捨てるのかが明示されていないため、EVA の回復、企業価値Ⅰ,Ⅱ,Ⅲの向上を指向するに足らず物足りないものとなっている。

4.2 企業価値創造の経営プロセスと具体化

ここから題意に沿って、この経営理念が企業価値創造の視点から捉えて見る。企業価値経営のスタートは経営理念にある。経営理念を明確にし、理念に沿ったあるべき姿、つまりビジョンを明確に設定し、ビジョンを実現するべく戦略的な資産を蓄積し、戦略資産を活用して競争優位を創出し、その結果として企業価値の向上とビジョンの実現を達成するの

が企業価値経営の真髄であると考え。関西電力では経営理念は創業の年 1951 年に『前垂れかけ精神』を、1964 年に『ほ・ま・ち』として作られたとされる。当時の太田垣士郎社長の強いリーダーシップの賜物であり、戦後の停電続きの混乱、黒四ダムの建設などしんどい中にもロマンのあるこの時代に響いたものであったと思われる。ただ、その後改定されることなく、2004 年にグループ経営ビジョンとしてサイドスポットライトを浴びることとなる。このビジョンでは、「エネルギーをコアに」「くらしの基盤となる領域において」「お客さま満足 No.1 企業」を目指す」とされているが、この文言・文脈からは同社の先細りが予想されるがいまだキャッシュカウの電気事業にすがりつつも、光ファイバーを **FTTH** として活用し、関電ブランドを活かして生活に入り込むなど、顧客や社会の利便性に貢献するという意図、つまり、顧客価値と社会価値への貢献意図を感じ取ることができる。

(1) 業績評価システム

(2) 報酬システム

その他、社員の自律を促すチャレンジ研修などのプログラムを準備してきている。業績連

動報酬とまで踏み込めるところまでの大改革は不要であり、現状を拡大・発展することで充分かと判断する。

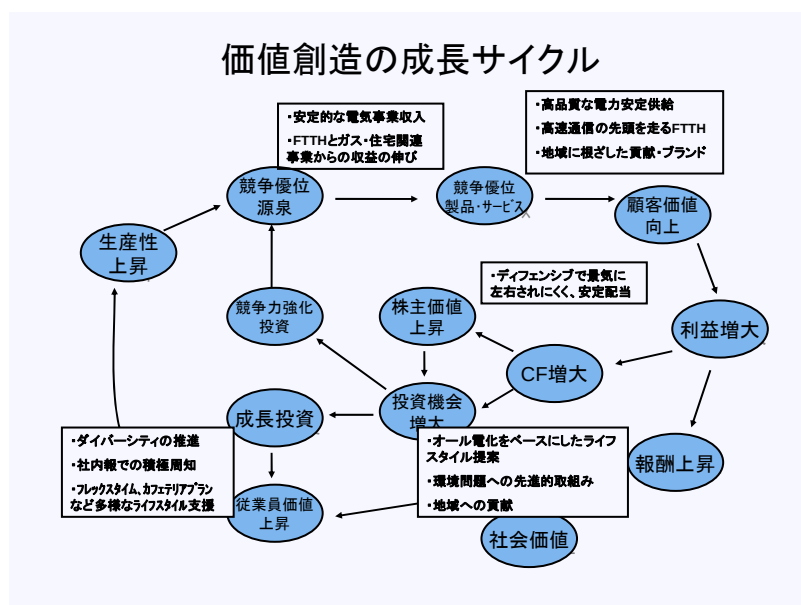
(3) 市場の評価

このような企業価値創造プロセスに沿った事業活動を資本市場はどのように評価しているのだろうか。既に述べたとおり、株価は NTT に弱さを感じるものの、概ね日経平均と同じか弱含みな推移を示している。この株価の動きをどう評価すべきか。私は市場が収益性の物足りなさを徐々に表現してきているのではないかと考える。他電力特に中部電力や九州電力などの株価が高く、石炭発電や原子力発電での安定運転、不祥事があまり出てこないことなどが市場の評価であろう。

4.3 企業価値創造に基づいた顧客価値・企業価値・社員（従業員）価値の持続的向上

4.3.1 株主価値

同社を取り巻く株主、顧客、従業員、社会の 4 大ステークホルダーに対して、実際にどのような価値を提供しているのかを順に見ていく。まず株主に対しては、コーポレートガバナンス体制およびコンプライアンス体制の整備を行ない、企業価値向上を目指しているとしている。また、IR 活動は巧妙ではないが、時宜を得た適切な対応ができています。同社を取り巻く株主、顧客、従業員、社会の 4 大ステークホルダーに対して、実際にどのような価値を提供しているのかを順に見ていく。まず株主に対しては、コーポレートガバナンス体制およびコンプライアンス体制の整備を行ない、企業価値向上を目指しているとしている。ここで詳細に株主価値向上への現れを分析する。



ここで詳細に株主価値向上への現れを分析する。**Capital gain** と **Income gain** の 2 種類が挙げられる。**Capital gain** に関連して、売上高、営業利益、経常利益等は既に課題設問 1 で見たとおりである。株価は 07 年度 3 月まではほぼ上昇基調であった。ディフェンシブ株である電力株であるため、日経平均とほぼ連動するものの、ベーターが低いことから分かるように日経平均株価推移より丸められた形であった。すなわち、市場からの期待感は大いとはいえない。一株当たり純利益「EPS」は年々改善されて、07 年 3 月期では 154 百万円と上昇基調にある。また株価収益率について、ほぼ横ばいであり、これはすでに株式市場で電力会社に対する確立された（ステレオタイプな）見方が確立されており、市場からの期待感は感じられない。**Income gain** に関して、配当政策については、中長期的な視点に立って企業価値の増大を目指している。す

なわち、安定配当を維持しつつ、株主価値を持続的に向上させ、内部留保資金は設備投資及び財務体質強化方策に充当していくこととしている。配当性向については、40～50%でほぼ安定している。また、半期 25 円配当を最近では半期 30 円配当へと挙げている。電源開発や中部電力に対してチルドレンが、ブルドックにスティールパートナーズが大幅な増配要求を敵対的 TOB を見せつつ入り込んでくるなど、適切なキャッシュを持つことが不用意な買収計画を呼び込まない株主対策とも言える。

4.3.2 顧客価値

関西電力は、顧客ニーズにお応えする新商品・新メニューやソリューションの提供により、住宅・産業・空調分野でのシェア拡大を目指している。平成 18～19 年度の合計で全電化住宅、蓄熱システムをはじめとする電化機器・システムへの販売を目標通り獲得することができるなど、着実に実績を伸ばしている。情報通信事業で主力となる FTTH サービスについては、近畿 2 府 4 県の 90%を越えるエリアカバー率の強みを活かしながら、「光インターネット+光電話+光テレビ」の 3 つのサービスを「eo 光」の統一ブランドのもと提供しており、同サービスの契約件数も順調に伸ばしている。その他事業でも高付加価値ソリューション、生活環境づくりを指向しており、概ね業績も良く、顧客価値はあると考えられる。

4.3.3 従業員価値の向上

関西電力では、従業員こそが関西電力グループの将来の成長を切り拓く原動力とし、従業員一人ひとりの成長につながるような教育施策・支援策を積極的に展開している。ただ、ここでも美浜 3 号機事故の後遺症もあり、「安全を最優先に、確実な業務遂行を支える研修施策の実施」を重点方針として、専門分野や能力段階に応じた研修を充実させ、専門知識・技術力の確実な継承を目指すなど、愚直さが目に付く。ただ、休日を利用した公募型の「チャレンジ研修」を、件数・内容の両面から充実させており、問題意識の高い社員の受け皿としての精度として高く評価できる。また、従来の評価制度を見直し、新たに「貢献度評価」を導入した。「成長」をキーワードに、人事賃金制度をはじめとした、人材活性化諸施策の再整備をしようとしているが、やはり関西電力でも成果評価制度は根付いていない。上辺だけの評価で終わり、勝負が端から決まっている結果ありきの評価に陥っており、制度不全を呈している。なお、専門技術・技能者制度として、マイスター制を導入した点は今後の要因の育成・モチベーション効用につながるかどうか興味深い点である。

以上の通り、いずれの会社も苦勞している成果評価を除けば、教育・研修制度の充実や従業員の自律性を重視しており、従業員価値を意識した経営が行なわれていると考えても良いだろう。ただ、こうした取組み（スローガン）はある意味どの会社でも行われていることであり、同社の場合は如何に金太郎飴的な社員ではなく、癖のある積極果敢でチャレンジングな人材を育成しその成果に報いるかが、本当の従業員価値を引き出す鍵ではないかと考えられる。

4.4 まとめと課題

関西電力は自由化以前は、従業員に焦点を当てた価値創造をしてきたが、今では顧客価値を重視した経営を行なっている。株主価値の点では、安心感を与える安定的な配当政策から同社に対する市場からの評価は悪くないが、いまだに電力村として十把一からげとして扱われている缶は否めない。また、社会価値については詳述しなかったが、地域貢献のリーディングカンパニーとして非常に評価は高い。従業員価値は悪くはないが本当に従業員が望むものかといえば層ではなく、かつ他社と差別化されたものではないので、ドラスティックな成果評価制度や人材育成プログラム(経営層育成でも)を導入する必要もあろう。しかしながら、あえて言えば多少留意すべきは株主価値であろう。業績指標、将来の定量的目標の明示はあるものの、最終形として電気事業で食っていくのか、情報通信・その他事業を柱にするのか、いまだポジショニングがはっきりしない点が株価に現れているものとする。

5 企業理念とビジョン

5.1 企業理念・ビジョンの企業経営に対する位置づけ

企業理念については古文書的な太田垣イズムが残っているだけであり、ここでは省略する。ビジョンについても、2004年に策定されたグループ経営ビジョンがあるが、独占企業で公益事業、その供給が生活や生命にまで影響を及ぼす、そして原子燃料を扱い国家的セキュリティにまで入り込んでいる、そうした非常に特殊な企業にしては、あまりに一般的過ぎる。確かに一般向けあるいはIRとしてのツールであるためやむをえず、その舵取り、方向性を示した点は評価できる。年度経営計画にて落とし込みがなされているため、まずは及第点といえるのではないかと考える。

5.2 企業理念・ビジョンと経営戦略との関連

『お客様満足 No.1 企業』というビジョンのもと、それを実現するため07年に中長期計画を策定しており、目指すべき企業像の具体的姿を定めた。

- ・CSRを全う
- ・お客さまのお役に立つ商品・サービスを安定して提供し、社会の発展に貢献
- ・グループ全体として成長継続、トータルソリューションを提供
- ・電気事業においては、原子力を基軸とし、他社に追随を許さない高品質の電気
- ・従業員は全体最適の視点
- ・自分自身の明確な将来像を描いて、やる気、やりがいを持つ
- ・皆が次世代に向けた人材育成・技術力伝承に貢献している。

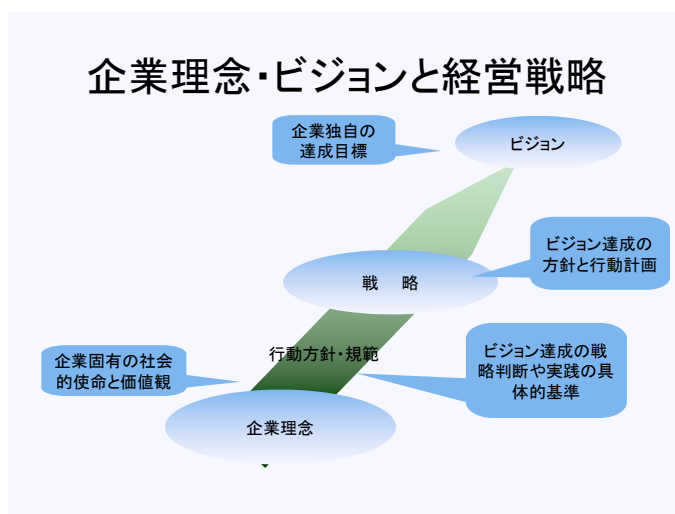
この目指すべき企業像実現のための方針として3つを挙げている。

- グループ全体の事業経営の質を高める
- さらにグループの成長を押し上げる
- 従業員の成長を促す

上記のように企業理念→ビジョン→経営戦略（中長期戦略）をリンケージさせながら策定しているプロセスは企業価値の創造を測る上で適切なプロセスであり、特に問題はない。

5.3 企業理念・ビジョンの策定プロセス

企業理念・ビジョンは『経営』の根幹であり、第一義的には経営者たる取締役、さらには代表取締役社長が決定するものである。とかく、現場からのボトムアップでビジョンをという声もあるが、ビジョンの策定ができない経営者は経営者ではなく、専売特許といっても過言ではない。ただ現実には、関西電力でも『企画室』というセクションが音頭をとって、各部署からのデータ収集、実現可能性などの検討、ビジョンの策定まで行っている。ステークホルダーがあまりにも多いため、どうしても『整合性』というキーワードのもと、優等生的ビジョンが生まれてくるが、経営者のカラー、夢が入っていない。ソフトバンクの孫社長のようなワンマンはありえない選択としても、経営者の想いがこめられる策定プロセスを構築する、簡単に言えば強力なリーダーシップを発揮できる会社への脱皮が求められる。



5.4 それらの全社組織への浸透と徹底

企業理念は会社創業の志であり、企業ビジョンは社長の熱い思いであることから、全社組織へは分かりやすい平易な言葉が必要である。また、浸透のためには、濃密で頻度の高い効果的な伝達が必要である。関西電力では、毎月社報『関電新聞』を発行している。現在行っていないが、同誌の目立つところに毎号掲載することや、現場で行われている朝礼の際の理念・ビジョン呼称の実践、理念等が記述されたバッジの佩用などが考えられるが、理念については皆無、ビジョンについては年始挨拶や経営会議の挨拶で発言される、あるいは関電新聞で年度経営計画が掲載された号に小さく記載されるにとどまっており、創業時や現社長の思いはなかなか届いていない。

5.5 まとめ

企業理念・ビジョンがない企業もある中で、明示されたものがある、それも創業時からある点は評価できる。また、ビジョンと紐付けて経営計画が策定されている点もよい。しかしながら、社員への浸透度合いは必ずしも高いとはいえないだろう。様々なツールで、社長が熱い想いを吐露する、そうしない限り社員の心には響かない。

6 企業成長戦略

6.1 事業展開シナリオ

6.1.1 沿革

沿革以前を少し紐解くと、現在の電気事業という概念とは違うものが見えてくるので、少し紙面を割きたい。明治 16 年（1883 年）に創業となった東京電燈を中心にわが国における一般電気供給事業が形成され、関西でも間をおかず、神戸電燈、大阪電燈、京都電燈と設立され、日露戦争（1904 年）前後には全国の主要都市のほとんどの電燈が普及した。さらに日露戦後から第一次世界大戦（1914 年）にかけて水力発電の普及、高圧送電の発展によって電力供給コストが下がり、タングステン電球などとも相まって、電気事業が著しく発展するとともに電燈会社が非常に増えていった。元来、電気事業もベンチャー事業だったのである。関西では東京に 1 年後れを取ったものの、大阪電燈が創業当初から東京電燈の直流発電方式に対抗して、後に主流となる交流発電方式に踏み切ったり、京都市が蹴上発電所によって日本最初の公営電気供給事業を行うなど先進的であり、電燈需要化戸数の全国シェアでも明治 20 年代には 50% 台、30 年代には 30-40% 台を占め関東を上回っていた。日本の電気事業草創期においては、関西は中心地であった。明治末期になると大容量の水力発電所が登場し、電源構成は全国的には「火主水従」から「水主火従」へと転換した。その流れで後の関西電力を構成する宇治川電気が誕生している。またこの時期は、大阪市や神戸市も電気事業に参入し、かつ阪神電鉄も参入するなど電気の供給体制は著しく多極化した。大正 9 年（1920 年）恐慌以降、10 年余り景気低迷が続いたが、昭和 7 年（1932 年）以降の高橋是清財政期には重化学工業をけん引役に、電力業界も目覚しく発展を遂げた。電力業界では 5 大電力体制（東京電燈、宇治川電気、日本電力、大同電力、東邦電力）が形成され、当時日本最大の工業地帯であった阪神工業地帯で、各電力会社が大口需要家の争奪戦をしていた。日中戦争勃発後、戦時体制の一環として昭和 10 年より電力国家管理の動きが始まり、電気事業者の激しい反対にもかかわらず、昭和 14 年 4 月に発送電部門が統括され、日本発送電（にっぽん）が形成される。ここで戦中戦後の動乱期の「日発+9 配電会社」体制が誕生した。その後第二次大戦を経て、「電力の鬼」といわれた東邦電力社長であった電力民営論者として有名であった松永安左エ門が電気事業再編成審議会長となり、松永の強硬な姿勢、リーダーシップにより、現在の発送配電一貫体制の 9 電力会社（後に沖縄電力を加えて 10 社）が、昭和 26 年（1951 年）5 月 1 日に誕生することとなった。1951 年の発足以降については、前出沿革一覧の通りであるが、ターニングポイントとなったのは昭和 48 年（1973 年）と 54 年の 2 度のオイルショックである。収益を一気に悪化させ、昭和 29 年以来改定されていなかった電気料金を 19 年ぶりに値上げをせざるを得なくなった。その後需給関係で言えば、順調に需要が伸び、それに応じた供給力確保に奔走する時期が続いたが、平成 7 年（1995 年）に 31 年ぶりに電気事業法が改正され、卸電気事業者として IPP が参入することとなった。いわゆる電力自由化の幕開けであった。神戸製鋼などが入札し、IPP として参入した。また、こうした卸事業者への対抗として電気料金の引下げが、これ以降断続的に続くこととなった。収益面では悪化要因の根源はここにある。その後 2000 年にも電気事業法が改正され、特別高圧需要家に対して相対取引での直接販売も可能となる特定電気事業者 PPS が誕生した。これによ

り、関西電力、東京電力を中心に PPS との需要化争奪戦が始まった。特に関西電力にとっては、関西経済の景気回復の足取りの遅さ、電気料金の値下げ、PPS による顧客離れというトリプルパンチにより、電気事業の収益性が悪化する結果となった。

6.1.2 現在から将来へ

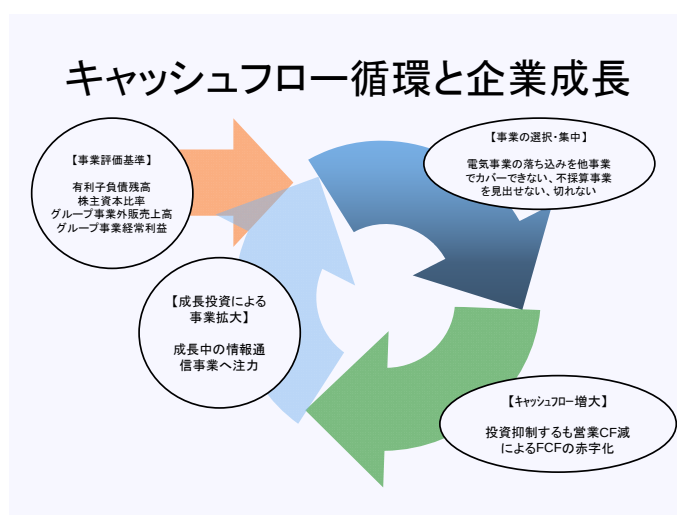
2007年度 通期業績予想(連結・個別)

(単位:億円)	連結			個別		
	2007予想	2006実績	増減	2007予想	2006実績	増減
売上高	26,300	25,963	(+ 1.3%) +336	24,200	23,968	(+ 1.0%) +231
営業利益	2,300	2,716	(Δ15.3%) Δ416	2,000	2,282	(Δ12.4%) Δ282
経常利益	1,900	2,316	(Δ18.0%) Δ416	1,600	1,893	(Δ15.5%) Δ293
当期純利益	1,170	1,479	(Δ20.9%) Δ309	970	1,176	(Δ17.6%) Δ206

関西電力では、平成 19 年度グループ経営計画においては、既出の有利子負債残高削減、株主資本比率の向上、グループ外販売上高と経常利益の向上のみ財務上の定量的目標として掲げているが、決算説明資料として上表が挙げられている。これによると、景気が引き続き堅調に推移すると予想し、オール電化住宅の普及拡大によって売上高は増大するものの、燃料費の増加や円安による悪影響、修繕費の増加によって利益は低下する、「増収減益」になるとしている。ただ、昨今の燃料費用の高騰、米国のサブプライム問題に端を発した信用不安での株式市場の冷え込み、円高の動きは、業績に影響を及ぼすため注視が必要である。しかしながら、2 点の問題があるのではないかと考える。まずひとつは、中長期計画も同時に発表しているものの、いつまで、どんな具体的な数値を想定しているのかが見えないことである。もうひとつは、厳しい状況にはあるとはいえ、グループ事業の収益化や電気事業の持ち直しに非常に時間がかかっていることである。以下現在から将来にかけての事業展開シナリオが明確ではないので、「過去から現在」「現在から将来」に分けて検討・分析を進める。

6.2 資源循環

関西電力の資源循環状況を確認する。右図は同社における近年のキャッシュフロー循環状況を表したものである。キャッシュフローを円滑に循環し企業価値向上に結び付けていくためには次の 4 つの視点でのチェックが必要になる。



(1) 事業評価基準の有無

資本コストを上回る成長がなければ企業価値向上はありえない。企業価値向上のためには、事業の状況を的確にモニタリングするための判断し票が不可欠である。

(2) 事業の選択と集中の状況

①にしたがって選択と集中を行うことがキャッシュを生み出す上での分岐点となる。この選択と集中の判断こそがトップマネジメントの要諦である。キャッシュフローの状況：②により選択した事業について必要な策を打ち、キャッシュフローをさらに増加させることが求められる。

(3) 成長投資による事業拡大の状況

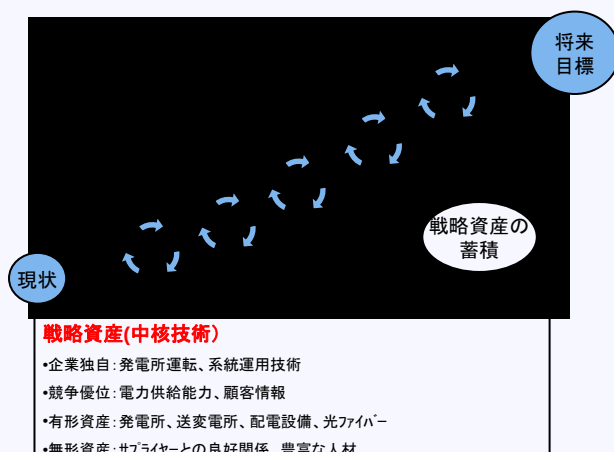
③までを実行することにより潤沢にキャッシュフローが創出されることになる。しかし、持続的な企業価値向上を図るためには、新たな投資機会を探索し、生み出されたキャッシュフローをさらに活用することが求められる。事業レベルでのポートフォリオの概念が必要になってくる。

これらの視点に基づき、関西電力のキャッシュフロー循環について検証する。まず①について、平成 19 年度グループ経営計画においては、既出の有利子負債残高削減、株主資本比率の向上、グループ外販売上高と経常利益の向上のみ財務上の定量的目標として掲げている。ここでは電気事業のキャッシュの源泉たる営業利益を見落としている。②については、環境要因が大きいとはいえ、問題があると考ええる。伝記事業でのシュリンク、FTTHでのキャッシュカウ育成遅れなど、EVA や企業価値の低下原因が放置されていることになる。ついでに③07 年 3 月期には投資キャッシュフローを営業キャッシュフローで賄えず、フリーキャッシュフローがマイナスとなってしまった。余剰資金を有利子負債返済に充て投資を抑制するなど理想的ではあったが、株主対応、すなわち配当政策での 5 円増配や、電気料金引下げなど、もう少し身の丈を考えて営業キャッシュフローの維持・増加に努められたのではないか。最後に④だが、有価証券報告書でも述べているように、成長中のグループ事業への積極投資をうたっている。この方向は全く間違っていないが、数あるグループ事業のうち不採算となっている事業もあるはずであり、小額であってもその性差と売却などのアクションが欲しい。

6.3 戦略資産の蓄積

戦略資産として挙げられるのは、右図の通りである。関西電力のバランスシートのほとんどを占める、固定資産である。発電所、送電所、変電所などに加えて、例えば電柱置き場や資材置

成長経路と戦略資産の蓄積



き場として、また福利厚生施設（社員寮、保養所など）と、グループ事業例えば有料老人ホームなども事業のように供しており、関係資産といえる。無形ではあるが、電力を同時同量、電圧降下もほとんどなく高品質に送り届けるのは容易なことではない。これを担っている人材やソフトウェアなどもこれに当たるといえよう。

6.4 企業価値の持続的創造

戦略資産は、蓄積されることで自社の強みになる。しかし、今後の事業展開シナリオにいかにか戦略資産を移転し、蓄積された戦略資産を活用するかを考えることこそが戦略資産を定義する意味であるといえる。つまり、戦略資産を新たな事業に移転・活用していくことで、新たな企業価値が生まれ、企業の永続的な成長が実現されると考える。既に企業価値評価で見たとおり、同社の企業価値については、頭打ちあるいは十分な付加価値提供ができていない状態といえる。企業価値を生み出す源泉は、ひとつは営業利益を増加させること、ひとつは株価を適正な額に保つこと、そして資本コストなど財務レバレッジを適正レベルに保つことが挙げられる。関西電力の場合は、第一の営業利益である。これがすべてに優先されるといっても過言ではない。同社の資源循環を充分検討し、電機事業における投資配分、グループ事業への投資・撤退方策について吟味が必要である。

7 戦略資産

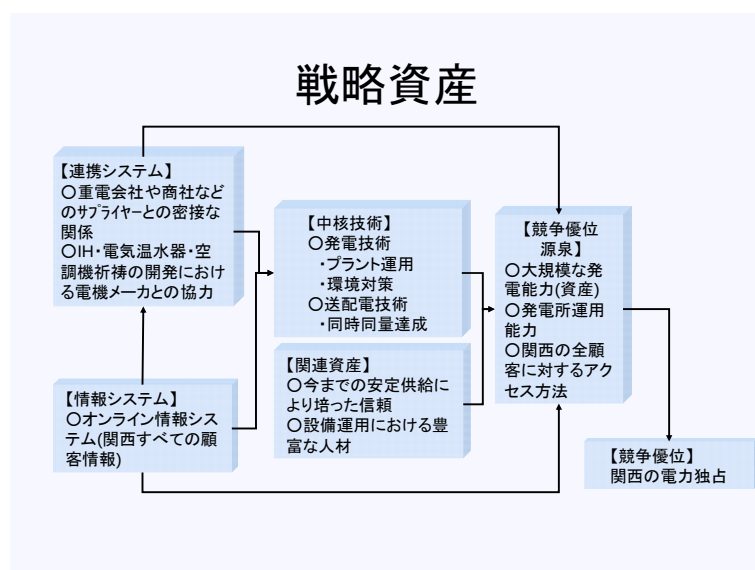
7.1 分類

(1) 現状で、戦略資産と呼べるもの

関西電力の競争優位源泉は、すべてのベースとなる発電所と送変電設備によって生み出すことのできる電力供給能力に加えて、発電所や給電指令所をトラブルなく運転するノウハウ、さらには関西圏の独占的地位にあるが故の超良質な顧客情報にある。この競争優位源泉を生み出す中核技術は、この発電所の運用に当たって過去の公害対策などで培った環境対策や欲しい電気が安定的に高品質で使える、すなわち欲しいものが欲しいときに欲しいと思った分だけ使えるという同時同僚を実現する送配電技術である。それを支える重電メーカーや商社との良好な関係、逆に電気を使っていただくための IH・電気温水器・空調機等の開発における電機メーカーとの協力が連携システムとして、またオンライン情報システムや関連資産としての顧客からの信頼、設備運用人材などが戦略資産を支える形で形作っている。

(2) 今後の投資で戦略資産と成り得るもの

関西電力は、送電線網形成の際に給電指令等の用に供するため、光ファイバーを敷設して



きた。また、戦中戦後から資材置き場、電柱置き場としての不動産を、また社員寮などの施設を都市部の有料地にいまだに抱えているところがある。すなわち、これらグループ事業として活用できる資産が、大容量高速通信あるいは都市部の拠点としての医療介護解除複合施設の展開など、まさに統合（シンセシス）によるキャッシュ創出の可能性を秘めた競争優位源泉となりうる。すなわち、これらを支える、光ファイバー保守及びデータサーバ等の管理に加え、ブロードバンドを活かしたコンテンツの開発あるいは提携による線貸しからの収入、あるいはオール電化医療介護基地での顧客情報管理や緊急時体制としてのホームセキュリティノウハウ、ディベロッパーや地元工務店とのパイプなどが戦略資産となりうるだろう。

(3) コア・コンピタンスと呼べるもの

コア・コンピタンスと戦略資産はその定義づけが難しいが、以下の通り整理して考える。コア・コンピタンスは、企業が持つ組織的な中核能力をさす。ただし、戦略資産のような企業独自性や模倣困難性を意識したものではなく、比較的汎用性が高いものである。したがって、戦略資産を包含する概念である。ケイパビリティは、企業独自の業務を遂行するための能力や技術をさし、戦略資産を構成する要素となるものあるいは戦略資産である中核技術を組み合わせることで生じる。インプットをバリューに置き換えるプロセスにまつわる資産であり、無形が多い。企業独自性と競争優位性がともに高い。では、関西電力では何がコア・コンピタンスといえるのか。例えば、落雷は送電に当たって非常に怖い。現在関西電力では、気象庁の情報を活かしつつ独自の落雷予知システムを持っており、系統運用に活かされている。その他、フィリピンサンロケ水力発電所での協力や、太平洋のツバル国における太陽光発電などの、海外展開資産・ノウハウもコア・コンピタンスといえるだろう。他社でも導入可能だが必要不可欠なもの、こうしたものが挙げられよう。

(4) 今後の投資でコア・コンピタンスと成り得るもの

今後、情報通信事業で電機事業と同じような消耗戦は避けなければならない。したがって、FTTH 事業に魅力的なコンテンツを組み合わせたワンストップサービス、ソリューションサービスに向かうことが考えられるが、これを支える情報は威信システムが不可欠となるため、こうしたものが今後のコア・コンピタンスになりうるといえよう。

(5) どれにも分類できないもの

本社間接部門に関連する資産、研究開発部門に関連する資産については、分類できない。また、非正規従業員、例えば期間限定の派遣労働者やイベント等でのアルバイトといった人材も分類に悩ましい。

以上より、今後蓄積すべき戦略資産については、無形の「グループ経営事業における統合能力」ではないか。経営層はもちろん、現場営業部隊においても、グループ経営企画部門においても、「統合」がキーワードである。シナジーを発揮するためには何らかの統合が必要となり、その人材育成が重要となろう。

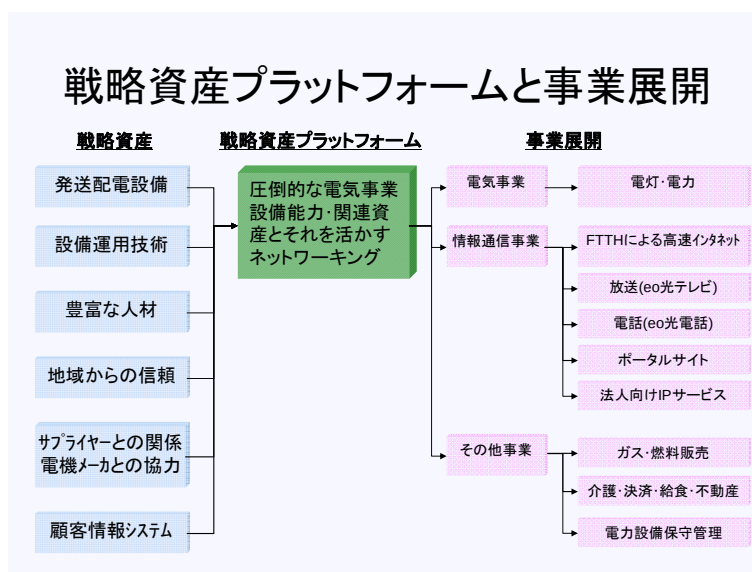
7.2 戦略資産プラットフォームと事業展開

7.2.1 現在の戦略資産プラットフォーム

関西電力の戦略資産プラットフォームは、圧倒的な電気事業設備能力とそれを活かすネットワークリングであると考ええる。

戦略資産として、発送配電設備、設備運用能力・技術、豊富な人材、地域からの信頼、サプライヤーとの良好関係や電機メーカーとの共同開発協力、顧客情報システムを挙げてきたが、戦略資産プラットフォーム、すなわち複数の戦略資産を組み合わせ、新

規に事業展開する際の土台となる部分は、電気事業に関する資産（発送配電設備や事業用不動産）とそれを活かしていく情報、人、ネットワークといえる。これが事業として、電機事業、情報通信事業、その他事業、具体的には、電灯・電力の販売はもちろん、インターネット接続や放送、電話、ポータルサイト、法人 IP サービスに、またガス・燃料販売、介護など生活アメニティ、電力関係設備保守、環境ビジネス等々に展開されていくのである。



7.2.2 今後の構築・蓄積

人口減少、関西の実力低下などマチュアな産業となった関西電力の電気事業の戦略資産プラットフォームの今後については、電気事業設備能力に焦点を当てるという選択肢はない。やはり、現有の固定資産、不動産を如何に活用するか、またその資産から相乗効果が得られるならばそれを取り巻く設備・施設などの積極的な購入ということもありえるだろう。また、ネットワークリングとしては、『電気事業は日とあまりだろうから、別の事業に移そう』という人の視点からのものではなく、人脈や良質な顧客情報から導かれる需要の喚起、ソリューション提供という付加価値伝達のネットワークである。これらの蓄積・構築により戦略資産プラットフォームはより強固になる。

8 事業ポートフォリオ

8.1 企業成長戦略との関連での事業ポートフォリオ

8.1.1 事業ポートフォリオの作成

有価証券報告書、その他公表データを基に同社の現状の事業ポートフォリオを作成した。その策定根拠及び結果は次のとおりである。

(1) 電気事業

【策定根拠】

・相対市場シェア

関西電力は地域独占の一般電気事業者であり、東京電力や中部電力と競合しない。競合他社としては大阪ガスや神戸製鋼が上げられる。シェアを測定するためには、関西エリアの販売電力量が必要となる。電気事業分科会資料より、全国でみた①電力会社の小売電力量が 8,919 億 kWh、②PPS の小売電力量が 137 億 kWh、③IPP からの卸相対契約購入電力量が 1,560 億 kWh、④自家発からの購入電力量が 142 億 kWh、⑤電力から PPS への常時バックアップが 58 億 kWh であるため、簡略的に電力会社の相対市場シェアは、第 2 のポジションを IPP とすれば、 $(①-③-④+⑤) / ③ = 4.66$ となり、これが関西圏でも同じであると仮定とする。

・市場成長率

市場成長率として、電力取引市場、PPS による販売のウエイトが非常に小さく、PPS の発電容量自体がほとんど増えていないため、全国の電力会社の販売電力量の 02 年 3 月期から 07 年 3 月期までの 5 年間の平均成長率 1.5% を市場成長率と仮定する。

出典：電気事業連合会統計資料

・営業キャッシュフロー投資キャッシュフロー比率

2007 年 3 月期の値は、209.3%であり、営業キャッシュフローが投資キャッシュフローを大幅に上回っている。

・営業キャッシュフロー

同セグメントの営業キャッシュフローを{営業利益×(1-実効税率)+減価償却費}で算出すると、2007 年 3 月期の値は、458,061 百万円である。

・事業ポートフォリオポジション

市場シェアは高く、市場成長率は低いため、「金なる木」領域に位置付けた。

(2) 情報通信事業

情報通信事業は FTTH というブロードバンド・インフラを強みにしている。

【策定根拠】

・相対市場シェア

シェア測定のため、FTTH 契約回線数にて比較する。2006 年 3 月末時点で関西での NTT 西日本及びケイ・オプティコムシェアはそれぞれ 47.8%及び 29.0%であった。したがって、相対シェアは $29.0 \div 47.8 = 0.61$ とする。

出典：「DATA BOOK 2005」（総務省）より

・市場成長率

市場成長率測定のため、ブロードバンドサービス契約数 (FTTH+DSL+CATV+FWA) を成長率として適用した。2006 年度の契約数は 2,664 万件 (前年対比 13.5%増) のため、市場成長率を 13.5%とする。

・営業キャッシュフロー投資キャッシュフロー比率

2007 年 3 月期の値は、93.7%であり、投資額は営業キャッシュフローを越えて行われている。

・営業キャッシュフロー

同セグメントの営業キャッシュフローを{営業利益×(1－実効税率)+減価償却費}で算出すると、2007年3月期の値は、47,320百万円である。

- ・事業ポートフォリオポジション

市場シェアは二番手クラス、市場成長率は高いため、「問題児」領域に位置付けた。

(3) その他事業

【策定根拠】

- ・相対市場シェア

シェア測定は、様々な事業があり測定しづらく、個々の事業でのウエイトも分からないため、仮に相対シェアを0.3とした。

- ・市場成長率

市場成長率についても測定しづらいが、やむを得ず、当該事業における5期の売上高増収率の平均を成長率として適用し、9.1%を市場成長率とする。

- ・営業キャッシュフロー投資キャッシュフロー比率

2007年3月期の値は、153.1%であり、営業キャッシュフローが投資キャッシュフローを大幅に上回っている。

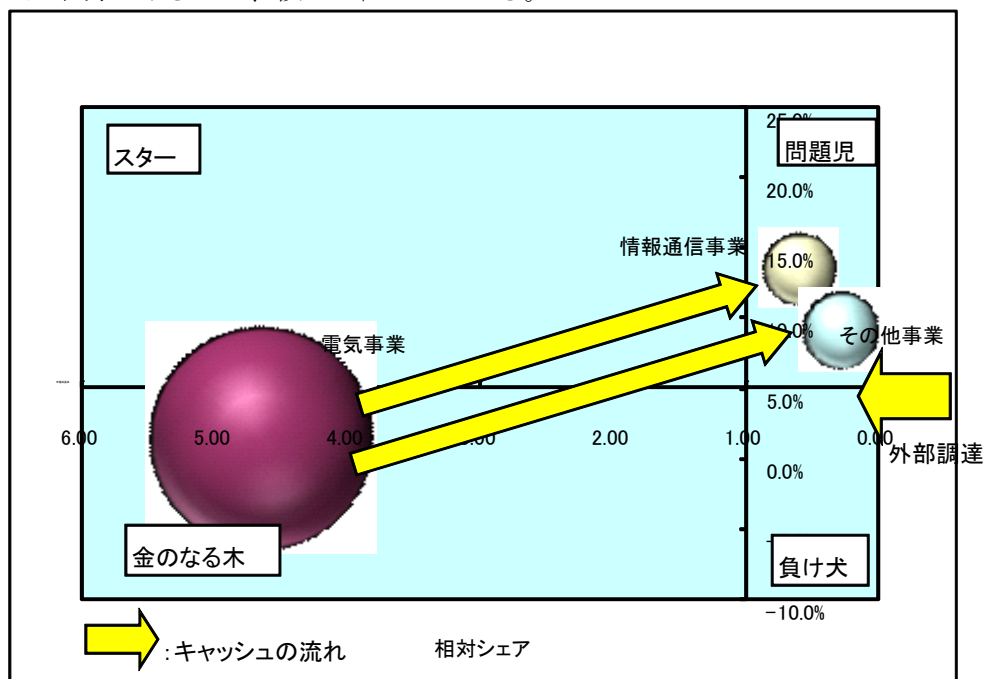
- ・営業キャッシュフロー

2007年3月期の値は、52,650百万円である。

- ・事業ポートフォリオポジション

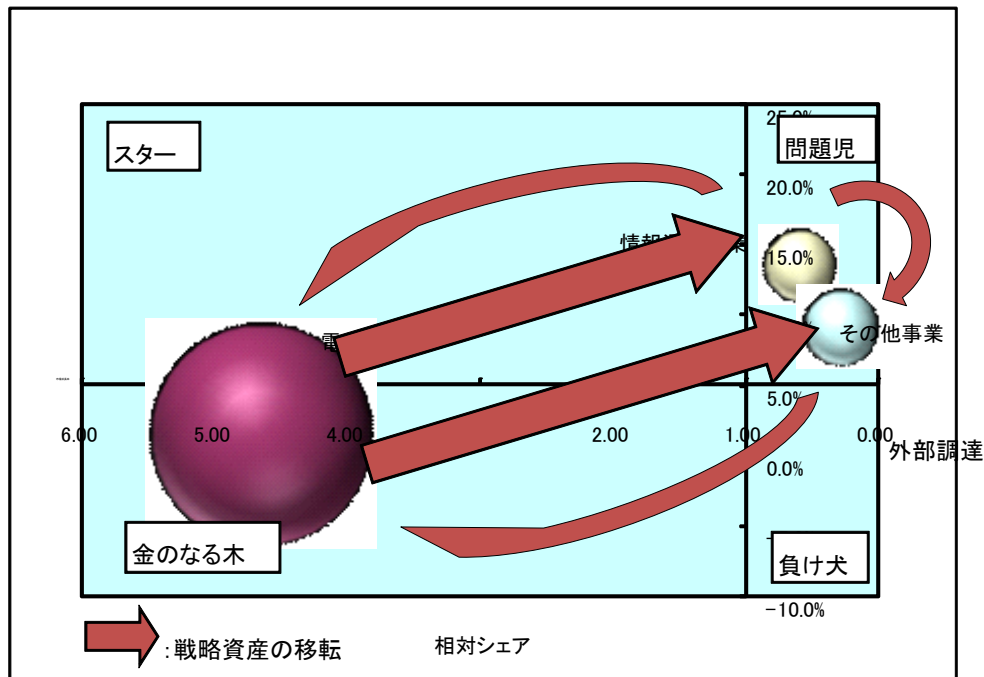
市場シェアは低く、市場成長率は高いため、「スター」領域に位置付けた。

以上を整理すると下図の通りとなる。なお、市場成長率の適正レベル(X軸とY軸の交点)は不明であるため、仮に5%としている。



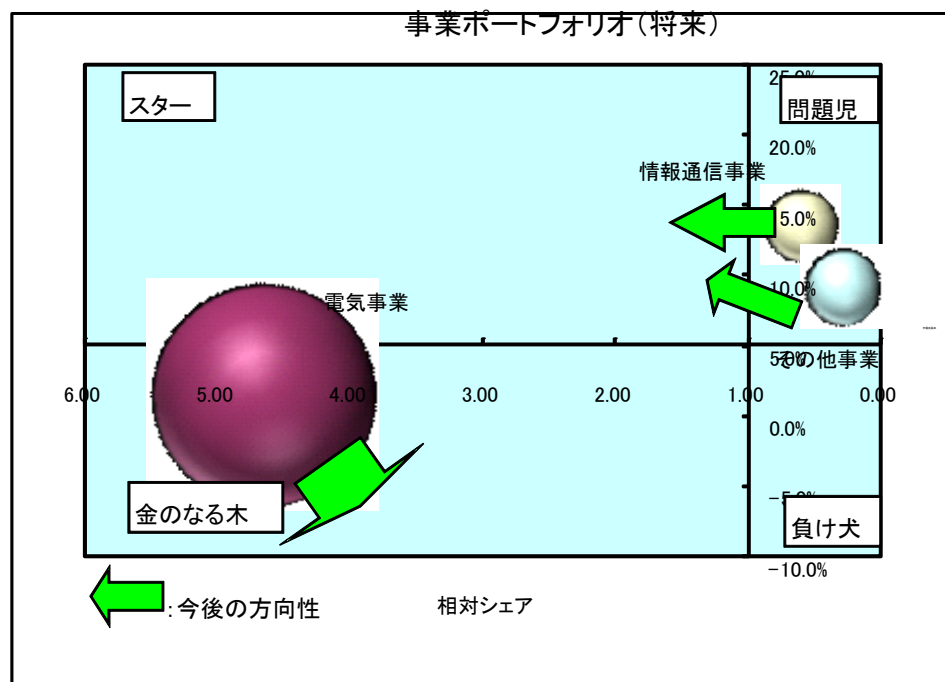
8.1.2 事業展開、資源循環

事業展開、資源循環の観点から、事業ポートフォリオを見てみる。現在、圧倒的なシェアをもち金のなる木である電気事業によりキャッシュを作り出して、せっせと情報通信、その他事業に運んでいる構図が明らかである。市場の成長率が高い情報通信事業は、特に関西ではNTTと充分渡り合える規模にあり、事業間のシナジーを活かしながらシェアを広げ、「スター」そして「金のなる木」への移行が期待される。その他事業についても、十分な市場成長性を期待できるので、電気事業からのキャッシュアウトがその育成に大きく貢献する。ただ、足下の景気の弱含み、関西の地力の少なさを鑑みると、早期の「スター」化への努力が欠かせない。



8.1.4 企業価値の持続的創造

企業価値の持続的創造に関して、将来のポートフォリオ像を挙げてみる。電気事業がこれ以上優位性を伸ばすことは難しく、成長率の低下とともにシェアを下げていくことが予想される。ただ、まだキャッシュカウとしての役割を果たすため、電気事業での企業価値低下を情報通信事業とその他事業において挽回させねばならない。電気事業を通じて得てきた戦略資産を活用することで、両事業を良化させることは可能である。関西電力が得てきた信頼を鑑みれば、奇をてらった方法では持続的創造は期待できないので、地道に充実させて企業価値を高めるしかない。



8.2 事業ポートフォリオでのシナジー効果



関西電力の事業ポートフォリオとその将来性について、前節まで述べてきた。ここでは、各事業セグメントとシナジー効果について考察する。上手のように、電気事業から派生してきた情報通信事業、電気事業のブランド力・信用力を活かしたソリューションを指向して結集しているその他事業においては各事業活動でシナジーが生み出されている。まず、マーケティングシナジーについては、すべての顧客が望む安くて高品質な電気のお届けと情報や他サービスの組み合わせによる価格引下げ効果あるいは付加価値向上効果のいずれもが発揮される事業活動分野であるが、このシナジーの視点は最も基本的な発想であり、充分考慮されているといえる。良質な顧客情報を活かしたマーケティング段階でのシナジー、これこそが関西電力の競争優位源泉といえる。ついで製品開発シナジーであるが、情報通信事業における放送やポータルサイトなどのコンテンツ開発に当たって収集するあるいは発信する製品情報が、その他事業の展開に大いに相互利用可能になると考えられる。

調達シナジーについては、その他事業が主にサービス系が多いと判断し、ケーブルやターミナル、監視あるいは管理センターといった箇所双方のメリットを考慮した設備構成ができるのではないかと考える。ある意味では、調達シナジーからスケールメリットあるいは学習効果で生産性シナジーが利くということもいえるかもしれない。販売シナジー及びサービス・顧客対応シナジーではすべての事業でのシナジーが期待できる。既にある営業所でのグループ事業展開のお知らせ、コンサルティング、トラブルシューティング、全世帯へと配布されている電気料金のお知らせへの情報通信・その他事業の導入誘導など、既存の地域に根ざした活動の中で十分なシナジーが生み出すことができる事業活動といえよう。ここまででたように、川上と川下でのシナジー効果が十分に期待できる有利な位置取りをしているといえる。ただ、事業活動ごとのシナジーが発揮できたとしても、一連のバリューチェーンをひとつのつながりとしてみなければならない。すなわち、サービス・顧客対応で発揮されるシナジーから得られた情報を、再度川上のマーケティング活動でのシナジーへとつなげなければならないということである。まだまだ、「副業」意識がある情報通信事業、その他事業は、シナジーを活かせる事業活動において、電灯・電力販売量を牽引する主力事業である、そうなるという意識を持って進めていかねばならない。

9 事業ポートフォリオ・マネジメント

関西電力の現在の組織を概観すると、現業統括部門を「事業本部」として呼称している。また、主にスタッフ部門、企画立案、役員関係などを「室」として区分している。ただ、呼称の別はあるにせよ実態としては従来の職能別組織、ピラミッド型組織からは大きく逸脱していない。関西電力では、DCF/NPV に基づく経営を志向しているようには見えない。すなわち関西電力本体では事業ポートフォリオ・マネジメントがなされていないといえる。グループ事業に目を向けてみると、本社のグループ経営推進本部が各社を統括している。グループ会社は、情報通信（FTTH サービス、企業向け通信サービス、システム構築等）、総合エネルギー（ガス等のエネルギー販売、コジェネサービス、ESCO サービス、設備管理等）、生活アメニティ（オール電化住宅、住宅性能評価、ホームセキュリティ、介護・看護、給食、決済、健康管理支援等）の3分野に分けられている。組織の改変としては、平

成 16 年に大規模な組替がなされた。それまでは、グループ各社が収益性を求めて多角化する傾向にあり、例えば保険代理業務や設備保守業務など重複する業務が多かった。そうした弊害をなくし「全体最適」を目指すべく、事業レベルで同一または類似のものが一会社に集約された。ただこれもポートフォリオ・マネジメントとしては物足りない。本体と同じく、職能別に分類がなされただけであり、最適な組み合わせを指向したものとはいえない。

以上

付属資料 5：企業戦略分析

（出所：松村 高輔 「経営戦略応用研究 期末レポート」 2008 年 11 月 4 日）

関西電力株式会社（2008）

1 事業内容と業績

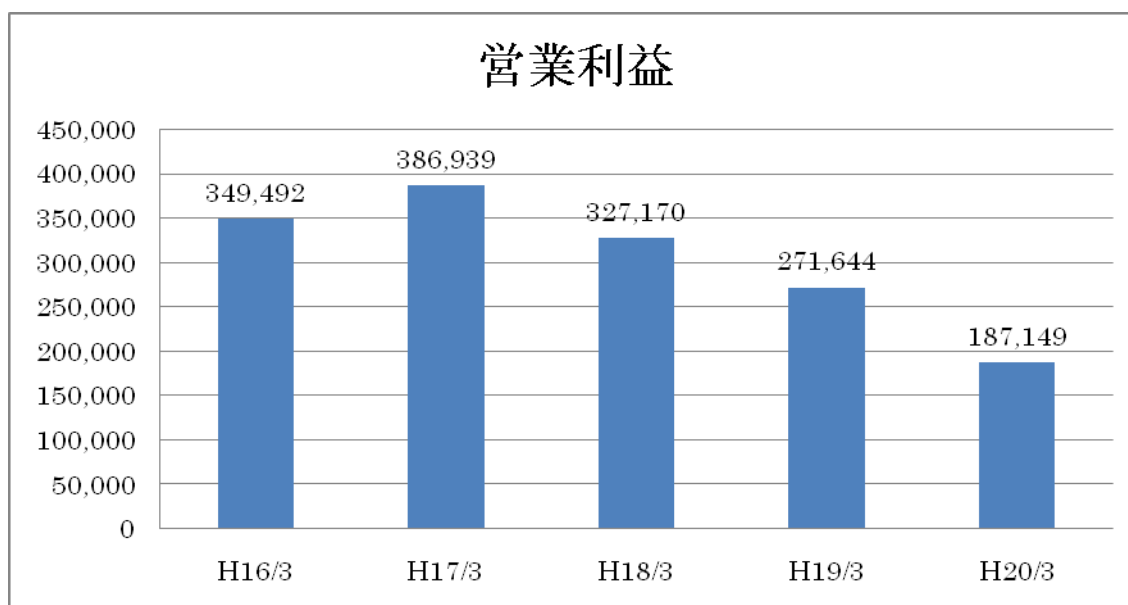
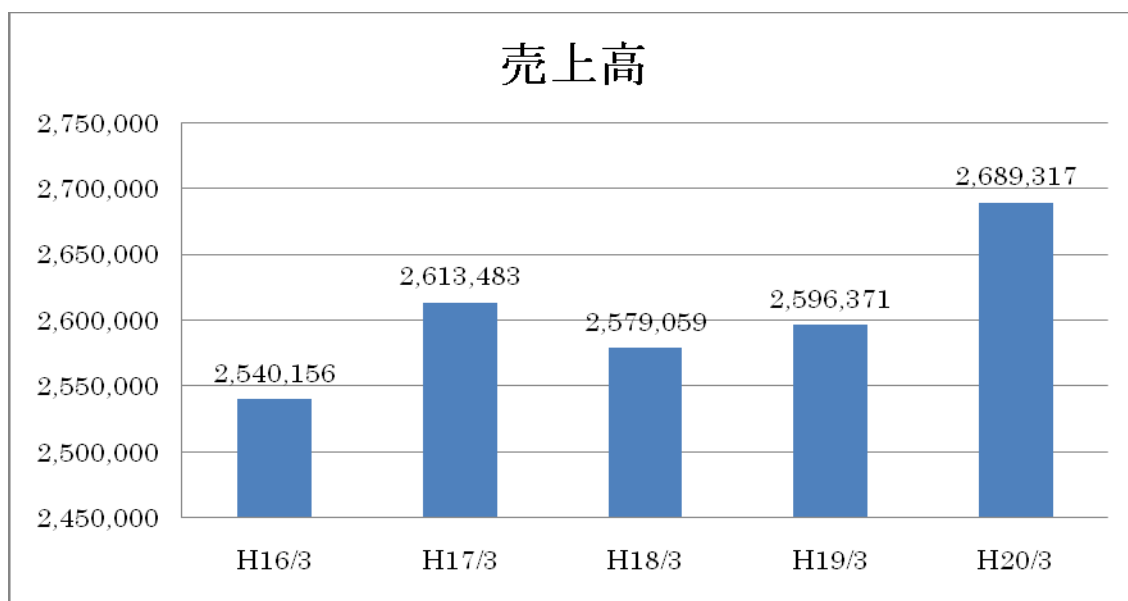
1.1 事業内容

戦前には多数の小さな発電・配電会社が存在したが、「安定供給が最重要課題」「事業に膨大な設備が必要」などの理由により、電力業界は 1951 年から 10 電力体制（北海道～沖縄まで）の下、「地域独占（二重投資を避けるため）と明確な供給責任」「総括原価方式」によって事業を運営してきた。関西電力は 10 電力の中の 1 つ、関西地域の電力供給を担う会社として前身の関西配電を母体にこの時（1951 年）に誕生した。以降、1963 年に黒部の太陽で有名な「黒四発電所（水力）」の竣工、1970 年に「美浜発電所（原子力）」の運転開始、1979 年に「姫路 LNG 基地」の竣工などの供給力拡大により、高度経済成長に伴う電力需要の伸びに対応してきた。また、1984 年に「デミング賞」を受賞するなど、品質管理にも力を入れてきた会社でもある。このように「品質の高い電力を安定供給すること」に注力してきたが、1990 年代に入りバブル崩壊を機に、国際的に見て割高な電気料金の水準を下げようと電力自由化議論がスタート、2000 年 3 月から電力の小売部分自由化が始まることとなった。電力は商品特性上差別化しにくい商品であり、単純な価格競争に突入すると値下げスパイラルに陥る危険性がある。現に、電力自由化後これまでに 4 回（H12/14/17/18）の電気料金値下げを実施している。そこで電力各社は電力に付加価値をつけるソリューション営業を標榜し川上進出することで、単なる値下げ競争を回避しようとしている。しかしながら、2008 年 10 月現在、25 社の PPS（新規参入者）が電力小売事業に参入しており、関西電力管内においては特別高圧の業務用市場でみると 1 割以上が既に PPS へ離脱している。さらに 2005 年 4 月からは振替料金制度廃止により本格的な電力間競争の基盤が整備され、今後さらなる競争激化が予想される。付加価値でいかにお客さまのスイッチングコストを高められるかが重要な課題と言えるだろう。

1.2 全社業績推移

1.2.1 売上高・利益・財務内容およびそれらの過去5年間の推移

近年、H19年度終盤から景気に陰りが見られたものの、輸出の増加を背景とした設備投資や生産の増加に牽引され販売電力量はゆるやかに伸びている。しかしながら、H17・H18の電気料金値下げが起因し電灯電力料は微減状態である。H20年3月期は、電力以外の事業の売上高が伸びたためH19年3月期に比べ総売上高は伸びているが、関西電力グループは中核事業である電力事業が売上高・営業利益の大半を占めているため、電力事業の成長率の鈍化はグループ全体の成長に大きな影響を与える。



営業利益については先に述べた電気料金値下げに加え、H19年度の燃料価格の高騰により

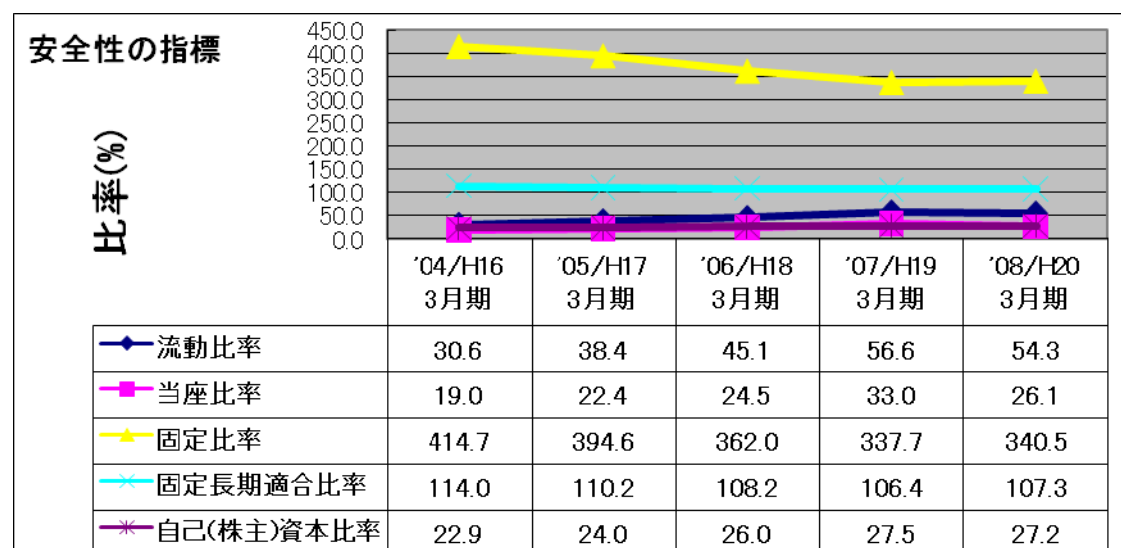
火力発電用燃料費が大幅に増加しており、H20 年 3 月期は大きく悪化している。これは燃料費の増減を価格に転嫁する制度である燃料費調整制度が半年遅れで H20 年 9 月で実施。一方、財務面を見ると、連結株式資本比率の向上と連結有利子負債削減を財務体質強化の重点戦略と位置付けており、新たな投資を抑制して FCF の大半を連結有利子負債削減につぎ込んできたといっても過言ではない。関西電力は現在の借金返済に邁進しているが、新たなキャッシュを生みだすための将来を見据えた投資があまりできていないという問題を抱えている。

1.2.2 過去 5 年間業績推移の財務諸表分析

①安全性

安全性	'04/H16 3月期	'05/H17 3月期	'06/H18 3月期	'07/H19 3月期	'08/H20 3月期
流動比率	30.6	38.4	45.1	56.6	54.3
当座比率	19.0	22.4	24.5	33.0	26.1
固定比率	414.7	394.6	362.0	337.7	340.5
固定長期適合比率	114.0	110.2	108.2	106.4	107.3
自己(株主)資本比率	22.9	24.0	26.0	27.5	27.2

表：安全性（関西電力）



図：安全性（関西電力）

流動比率、当座比率ともに企業の短期的な支払能力を測る指標である。流動比率の上場公開企業の平均は 120%から 140%程度である。関西電力の流動比率は過去 5 年平均 45%程度、大阪ガスは 100%を切る数値で推移している。同業他社を比較してみると、大阪ガスはガス業界の他社に比べて高い数値であり、関西電力も電力業界の他社に比べ高い数値を示している。一般に電力会社・ガス会社は、流動比率の数値が低いといわれている。しかし、電力会社・ガス会社共に、口座引き落としにより料金回収を行うことから、通常の商取引で見られる売掛金や受取手形といった売上債権は小額となる。そのため、一概に、

流動比率・当座比率が低いということから安全性が低いとは言い切れない。また、ガス業界と電力業界の流動比率・当座比率の差は未回収の売上代金回収期間と関連がある。関西電力は検針日の翌日から 20 日後に代金回収し、大阪ガスは検針日の翌日から 30 日後に代金を回収する。このように電力会社はガス会社に比べ資金回収が早いため、流動比率・当座比率が低くなっていると考えられる。関西電力の流動比率は 2008 年 3 月期に、有利子負債を削減することによって、54.3%まで高まっている。固定比率、固定長期適合比率は、固定資産に対する資金調達の安全性を示す指標である。固定比率、固定長期適合比率は一般的に 100%以下が望ましいとされている。しかし、2 社ともに、100%を超えている。関西電力は事業運営上膨大な固定資産が必要となることから、固定比率・固定長期適合比率とも高くなっている。ただし、事業特性上、公共性が高いため倒産の可能性は極めて低く特段の問題はないと考える。会社が調達した資金の安全性を示す指標である自己資本比率は大阪ガスの方が数値は大きい。関西電力は財務基盤の強化に向けて営業活動から得られたキャッシュフローを有利子負債の削減に充てることで着実に自己資本比率のアップを実現している。

安全性	'02/H14 3月期	'03/H15 3月期	'04/H16 3月期	'05/H17 3月期	'06/H18 3月期
流動比率	76.3	88.0	80.7	97.4	92.4
当座比率	46.3	57.7	50.4	61.8	56.8
固定比率	223.9	219.0	200.8	181.3	177.2
固定長期適合比率	106.9	103.9	106.1	101.8	103.9
自己(株主)資本比率	37.7	37.5	41.3	43.6	44.9

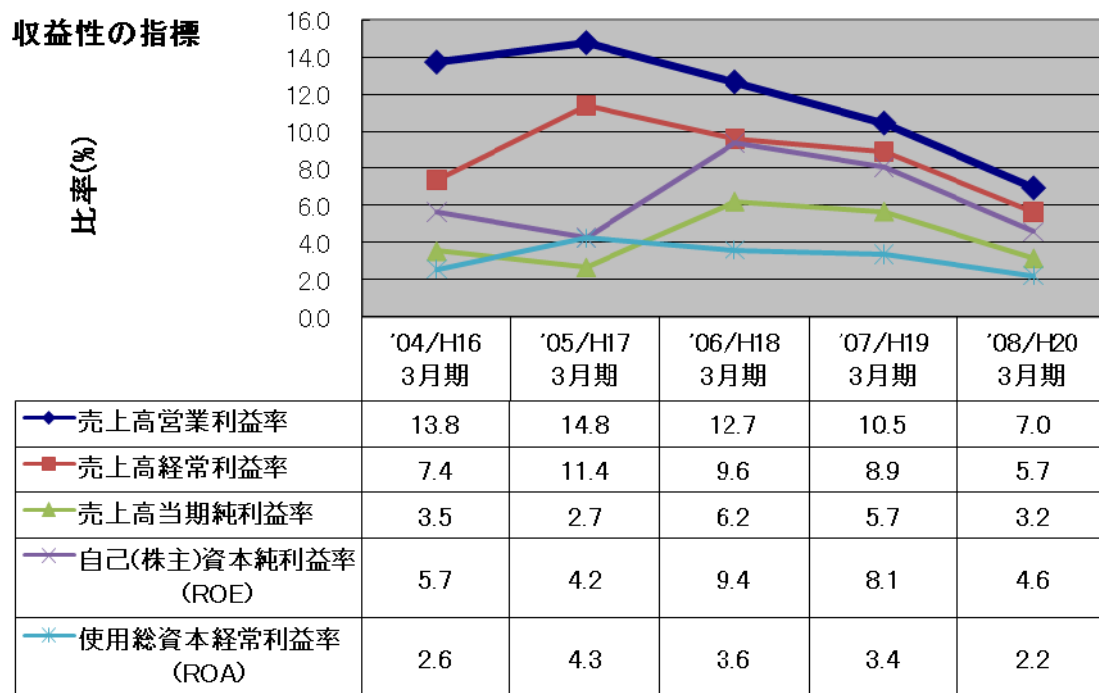
表：安全性（大阪ガス）

②収益性

収益性	'04/H16 3月期	'05/H17 3月期	'06/H18 3月期	'07/H19 3月期	'08/H20 3月期
売上高営業利益率	13.8	14.8	12.7	10.5	7.0
売上高経常利益率	7.4	11.4	9.6	8.9	5.7
売上高当期純利益率	3.5	2.7	6.2	5.7	3.2
自己(株主)資本純利益率(ROE)	5.7	4.2	9.4	8.1	4.6
使用総資本経常利益率(ROA)	2.6	4.3	3.6	3.4	2.2

表：収益性（関西電力）

収益性の指標



図：収益性（関西電力）

2008 年関西電力の売上高営業利益率は 7.0%、売上高経常利益率は 5.7%で、それぞれ経時的に悪化している。これは、電気料金値下げによる電力電灯料金収入の減少および設備投資費用の増加が起因している。一方、大阪ガスは過去 5 年間の推移をみると、売上高利益率が 8%も落ちている。株主資本の投資効率を表したものとして自己資本純利益率がある。 ※自己資本純利益率（ROE）は以下のように分解される

$$\text{ROE} = \text{純利益} / \text{自己資本} = \text{①純利益} / \text{売上高} \cdot \text{②売上高} / \text{総資産} \cdot \text{③総資産} / \text{自己資本}$$

2006 年 3 月期に、関西電力・大阪ガスともに ROE は飛躍的に上がっている。関西電力は 2005 年 3 月期に比べて 5.2%アップしている。その要因として、2005 年の冬場の気温が前年より低く推移し、暖房需要が増加したため総販売電力量が 1.5%上回り、純利益率が前年比 2.3 倍となったことが原因である。（①の向上要因）一方、大阪ガスは 4%アップしている。その要因は、ガスの販売単価が前期に比べて高めに推移したこと、さらに既存連結子会社の事業拡大や連結子会社が増加したことにより売上高が 9.3%アップしたことである。また、当期純利益も LNG 取扱業務の改定契約等の締結に伴う生産の発生等により、特別利益が生じたことから、300 億円増（前年比 59.2%増）となった。（①の向上要因）また、連結子会社の株式取得により総資産も増えている。そのうえ、有形固定資産の取得により、借入金の負債が増加している。負債の増加に伴い、財務レバレッジ効果を利用して ROE が上がっている。（③の向上要因）

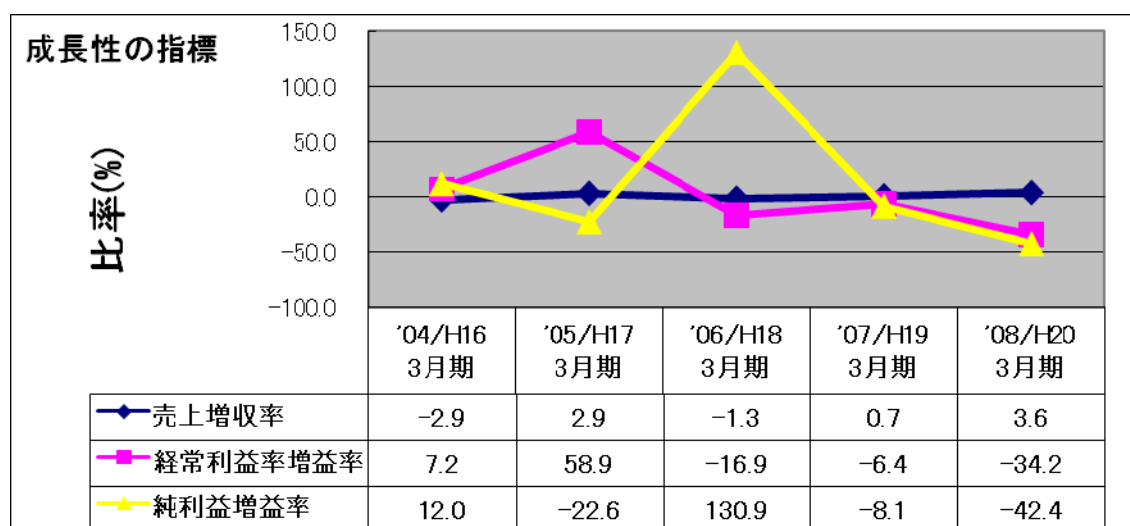
収益性	'02/H14 3月期	'03/H15 3月期	'04/H16 3月期	'05/H17 3月期	'06/H18 3月期
売上高営業利益率	9.9	9.1	9.7	9.8	9.4
売上高経常利益率	7.8	6.9	8.6	10.0	9.7
売上高当期純利益率	4.0	3.1	4.9	5.2	7.6
自己(株主)資本純利益率(ROE)	8.4	6.4	9.9	9.9	13.9
使用総資本経常利益率(ROA)	7.7	7.1	7.7	8.0	8.0

表：収益性（大阪ガス）

③成長性

成長性	'04/H16 3月期	'05/H17 3月期	'06/H18 3月期	'07/H19 3月期	'08/H20 3月期
売上増収率	-2.9	2.9	-1.3	0.7	3.6
経常利益率増益率	7.2	58.9	-16.9	-6.4	-34.2
純利益増益率	12.0	-22.6	130.9	-8.1	-42.4

表：成長性（関西電力）



図：成長性（関西電力）

2006年3月期関西電力は、2005年4月に実施した電気料金値下げの影響により、電灯電気料収入が減少し、売上増収率が-1.3%となっている。また、経常利益率も-16.9%となっているが、これは、2005年に電源開発会社の株式を売却した影響が大きい。純利益増益率は、-130.9%と非常に高いスコアを残しているが、この増益は、湯水準備金引当金を取り崩した結果である。一方、大阪ガスは2006年に売上増収益9.3%、経常利益率6.0%と伸ばしている。これは、ガスの販売量の増加と、LNG価格の上昇に伴い、原材料費調整制度に基づいてガスの販売単価が前期に比べ高値に推移したこと、さらに、既存連結会社の事業拡大や連結子会社数が増加したことが影響している。

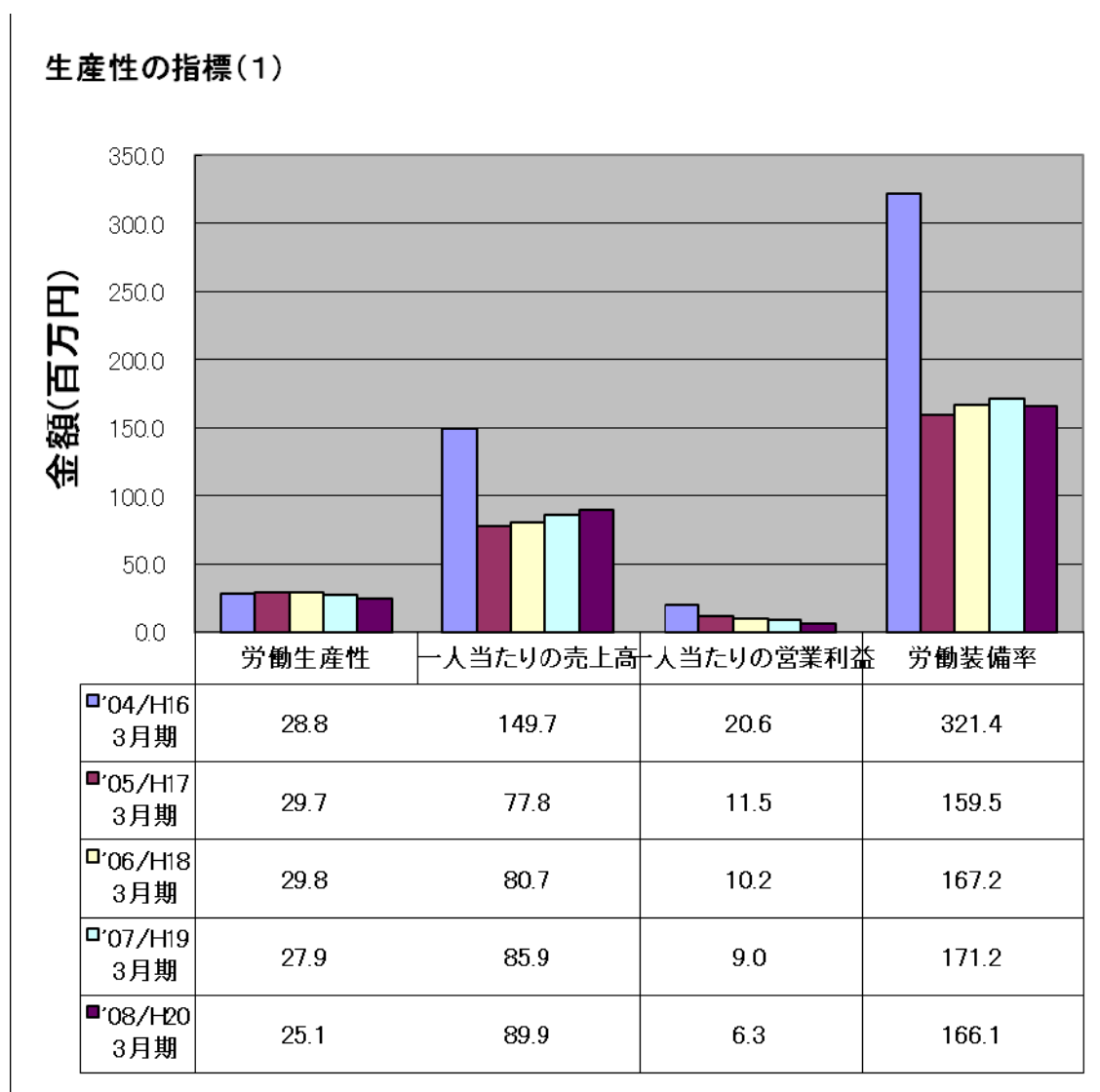
成長性	'02/H14 3月期	'03/H15 3月期	'04/H16 3月期	'05/H17 3月期	'06/H18 3月期
売上増収率	2.3	-2.6	0.4	2.5	9.3
経常利益率増益率	19.0	-14.4	25.1	19.7	6.0
純利益増益率	9.2	-24.7	58.5	7.7	59.2

表：成長性（大阪ガス）

④生産性

生産性(1)	'04/H16 3月期	'05/H17 3月期	'06/H18 3月期	'07/H19 3月期	'08/H20 3月期
労働生産性	28.8	29.7	29.8	27.9	25.1
一人当たりの売上高	149.7	77.8	80.7	85.9	89.9
一人当たりの営業利益	20.6	11.5	10.2	9.0	6.3
労働装備率	321.4	159.5	167.2	171.2	166.1

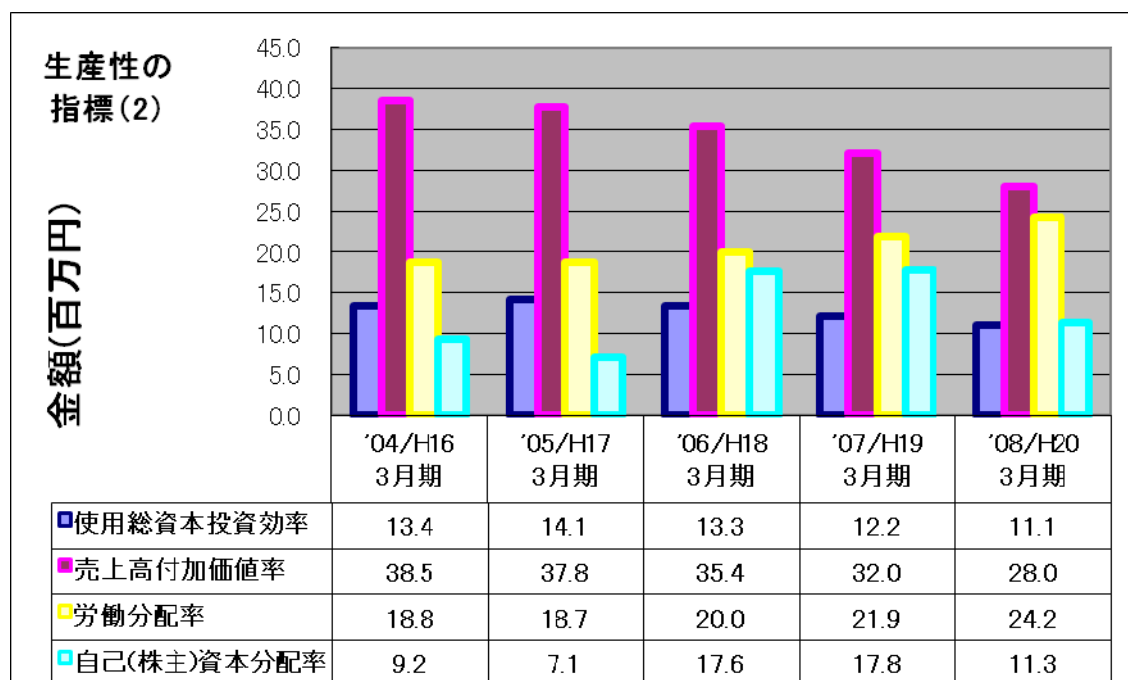
表：生産性 1（関西電力）



図：生産性 2（関西電力）

生産性(2)	'04/H16 3月期	'05/H17 3月期	'06/H18 3月期	'07/H19 3月期	'08/H20 3月期
使用総資本投資効率	13.4	14.1	13.3	12.2	11.1
売上高付加価値率	38.5	37.8	35.4	32.0	28.0
労働分配率	18.8	18.7	20.0	21.9	24.2
自己(株主)資本分配率	9.2	7.1	17.6	17.8	11.3

表：生産性 2（関西電力）



図：生産性 2（関西電力）

関西電力の1人当たり売上高は2005年を底に回復してきている。2005年の早期退職制度実施により約3000人の従業員が減少した効果であると考えられる。一方、大阪ガスの1人当たり売上高も2006年に回復している。2005年から2006年に欠けて従業員は増加しているが、販売単価の回復や連結子会社増加に伴う売上増がこれを上回った結果、1人当たり売上高がアップしている。1人あたりの営業利益については、大阪ガスでは過去5年間同額で推移しており、従業員数と営業利益額のバランスが保たれていることが分かる。一方、関西電力では2006年に落ち込みが見られる。2005年の電気料金引き下げの影響により売上減収となったこと、販売費及び一般管理費が増加したこと等がその原因であると推察される。使用総資本投資効率は総資本を活用した付加価値創出の効率を示す指標である。大阪ガスは2006年3月期に4.3%の改善を見せている。これは、旺盛な設備投資によって分母である期中平均総資本は増えたものの、売上の増加による純利益の増加（400億⇒700億）により改善したものである。また、関西電力と大阪ガスの2社を比較すると、関西電力が11～13%台に対し、大阪ガスは20%前後を推移している。大阪ガスの方が少ない資産で、より効率的に付加価値を生み出していると言える。労働装備率は従業員1人当たりの設備投資金額を表し、設備導入による省力化・合理化の目安となる。関

西電力は大幅なリストラによる従業員削減の影響で、労働装備率が高くなってきているが、大阪ガスは減少傾向にある。

生産性(1)	'02/H14 3月期	'03/H15 3月期	'04/H16 3月期	'05/H17 3月期	'06/H18 3月期
労働生産性	25.0	24.0	29.0	33.0	44.0
一人当たりの売上高	65.0	63.0	63.0	62.0	66.0
一人当たりの営業利益	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0
労働装備率	52.0	50.0	50.0	46.0	45.0

生産性(2)	'02/H14 3月期	'03/H15 3月期	'04/H16 3月期	'05/H17 3月期	'06/H18 3月期
使用総資本投資効率	20.9	19.3	20.9	19.0	23.3
売上高付加価値率	28.9	26.4	28.0	25.7	30.5
労働分配率	52.1	56.6	49.4	43.7	36.8
自己(株主)資本分配率	17.4	13.3	19.3	22.2	29.4

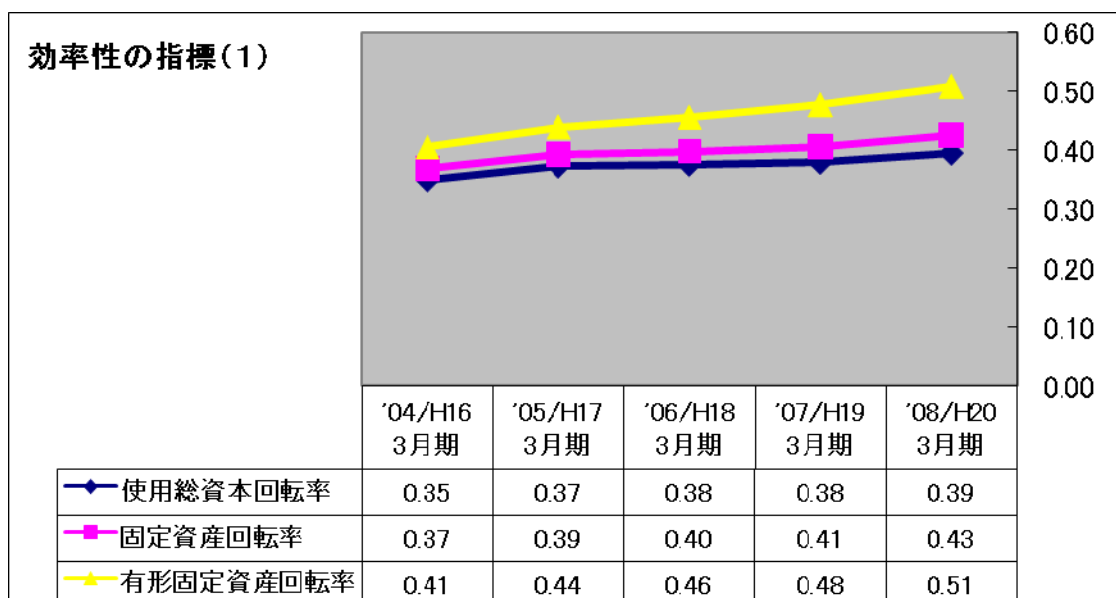
表：生産性 1（大阪ガス）

表：生産性 2（大阪ガス）

⑤効率性

効率性(1)	'04/H16 3月期	'05/H17 3月期	'06/H18 3月期	'07/H19 3月期	'08/H20 3月期
使用総資本回転率	0.35	0.37	0.38	0.38	0.39
固定資産回転率	0.37	0.39	0.40	0.41	0.43
有形固定資産回転率	0.41	0.44	0.46	0.48	0.51

表：効率性 1（関西電力）



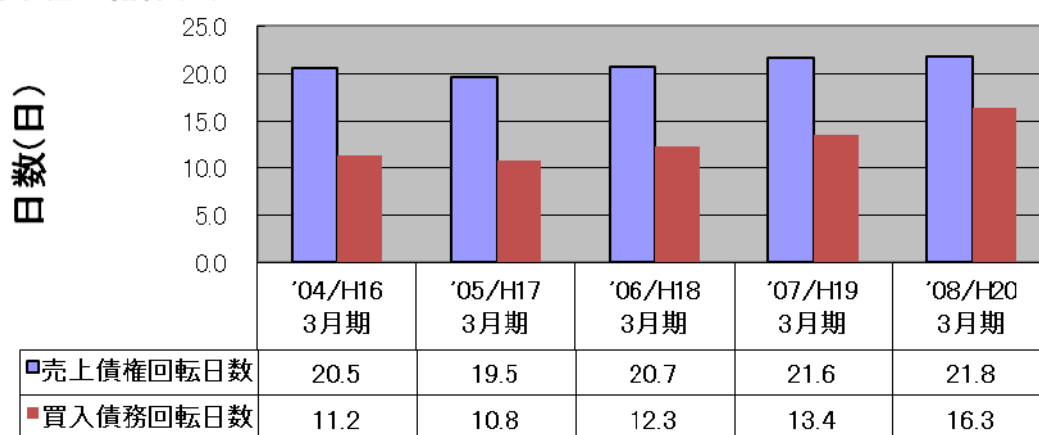
図：効率性 1（関西電力）

総資本回転率は、企業の資産をどの程度効率的に使って、売上を達成したかを示す比率であり、総資産の利用効率を示す総合的な指標である。当指標は、各期において大阪ガスが上回っており、資産及び負債が効率的に売上に結びついているといえる。事業内容を勘案すると、関西電力は、電力事業・情報通信事業等多額の設備投資を前提とする事業が大半であるのに対して、大阪ガスは「機器・ガス工事」等回転率の高いセグメントを有することもこの差に繋がっていると考えられる。固定資産回転率は、企業の固定資産をどの程度効率的に使って売上を達成したかを表す比率である。当比率も大阪ガスが大きく上回っており、より効率的に固定資産を利用しているといえる。但し、電力業界は（平均 12 社）平均で、総資産の 8 割以上を固定資産に投資しているのに対して、ガス業界は 6 割強にとどまっており、巨額の設備投資を有する業界特性も考慮に入れる必要がある。このことは総資本回転率の場合も同様である。

効率性(2)	'04/H16 3月期	'05/H17 3月期	'06/H18 3月期	'07/H19 3月期	'08/H20 3月期
売上債権回転日数	20.5	19.5	20.7	21.6	21.8
買入債務回転日数	11.2	10.8	12.3	13.4	16.3

表：効率性 2（関西電力）

効率性の指標(2)



図：効率性 2（関西電力）

棚卸資産回転日数については、大阪ガスが中核事業であるガス事業に付帯するかたちで、ガス機器、住宅設備機器の販売セグメントを有しており、少ないながらも棚卸資産が存在するのに対して、関西電力は B/S 上棚卸資産に区分される資産が存在しないため、単純な数値比較は不可能である。尚、大阪ガスの当指標は概ね 11 日～15 日のレンジで推移している。また、電力事業、ガス事業ともに現金回収が中心であり、売上債権は少ないが、両社を比較すると、関西電力の方がより売上債権回転日数が短い。すなわち資金が拘束される期間が短いといえる。これは、関西電力が検針日の翌日から 20 日後に代金を回収するのに対し、大阪ガスは検針日の翌日から 30 日後に代金を回収するため、大阪ガスの打ち上げ債権回転日数が長くなっているものと推察される。さらに両社の買入債権回転日数を

比較すると、関西電力の方が若干短いものの、その差はそれほど大きくない。支払条件は概ね類似していると推測される。

効率性(1)	'02/H14 3月期	'03/H15 3月期	'04/H16 3月期	'05/H17 3月期	'06/H18 3月期
使用総資本回転率	0.80	0.80	0.80	0.80	0.80
固定資産回転率	0.90	0.90	1.00	1.00	1.00

表：効率性 1（大阪ガス）

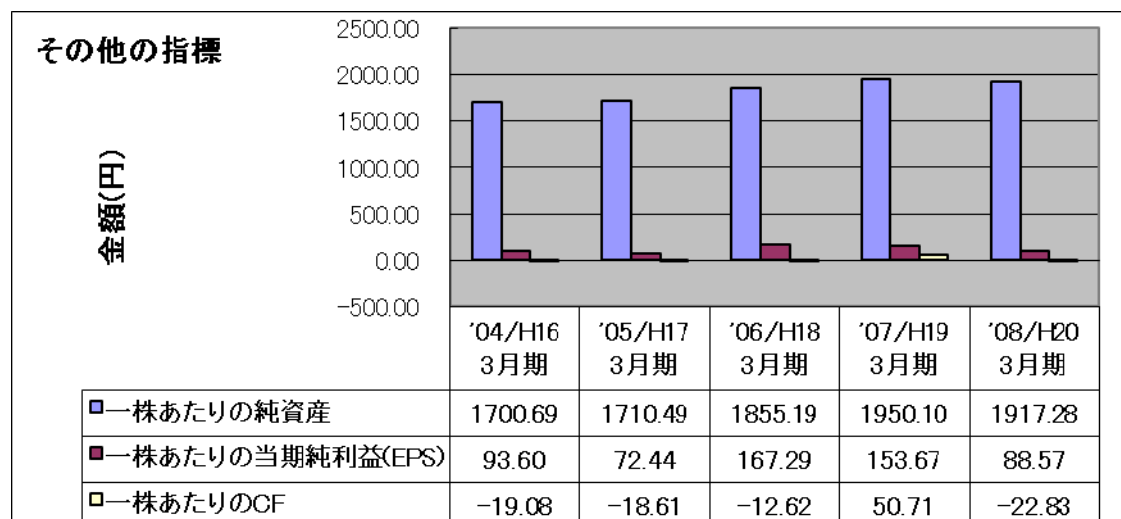
効率性(2)	'02/H14 3月期	'03/H15 3月期	'04/H16 3月期	'05/H17 3月期	'06/H18 3月期
売上債権回転日数	40.9	42.4	42.7	41.9	15.3
買入債務回転日数	16.5	16.0	15.2	14.9	15.3

表：効率性 2（大阪ガス）

⑥その他

その他(1)	'04/H16 3月期	'05/H17 3月期	'06/H18 3月期	'07/H19 3月期	'08/H20 3月期
一株あたりの純資産	1700.69	1710.49	1855.19	1950.10	1917.28
一株あたりの当期純利益(EPS)	93.60	72.44	167.29	153.67	88.57
一株あたりのCF	-19.08	-18.61	-12.62	50.71	-22.83

表：その他 1（関西電力）



図：その他 1（関西電力）

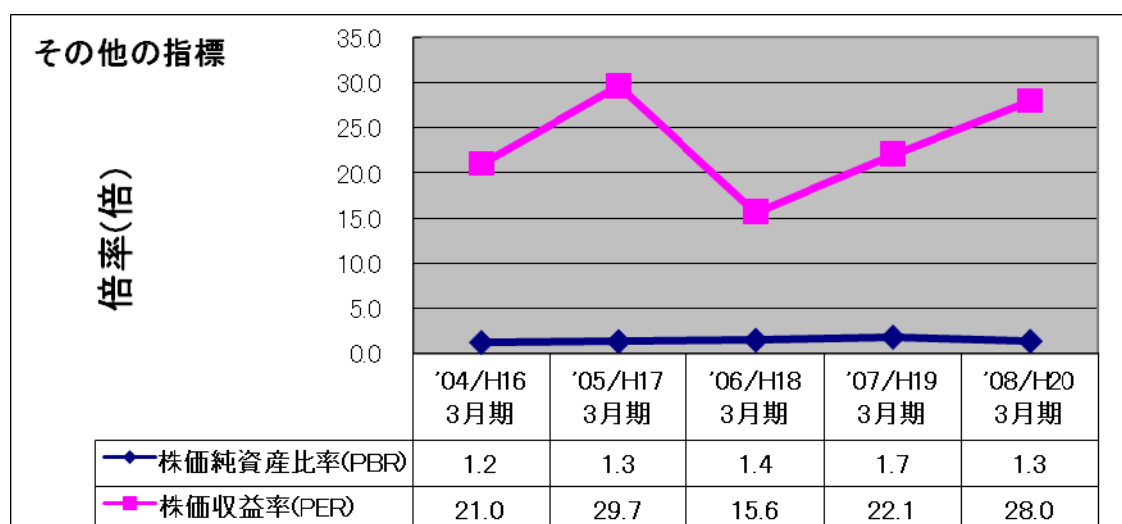
1株あたり純資産額は両社とも2003年3月期以降順調に向上してきているが、その絶対額は関西電力が大阪ガスを圧倒している。両社の事業規模の違いが如実に現れていると言える。関西電力では有利子負債圧縮に伴い純資産額が減少したが、それを上回るペースで自己株式取得等により期中平均株式数が減少したことから、1株あたり純資産額が向上した。大阪ガスも1株あたり純資産が増加しているが、その性質は関西電力と異なっている。

期中平均株式数は 2006 年 3 月期に微減するまではほぼ横ばいの中で、旺盛な設備投資による有形固定資産の増加等により純資産が拡大した結果、1 株あたり純資産額が向上している。このように見ると、両社とも堅調なように見えるが、大阪ガスは電力事業拡大というビジネスチャンスを活用すべく純資産額を増加させているのに対し、関西電力は資産圧縮の中で純資産額を向上させており、意味合いが異なっている点に注意する必要がある。

次に、関西電力の 1 株あたり純利益は 2002 年以降、下降トレンドにあったが 2006 年 3 月期に持ち直している。しかしながら、2005 年と 2006 年を比較すると、2006 年は経常利益段階までは減収減益となっているが、各種準備金積立額が減少したことにより特別損失が減少した結果、当期純利益が大幅増益となった背景がある。期末発行済株式数も減少しており、1 株あたり純利益は見かけ上大幅アップとなっているが、本質的に収益構造が好転したとは言えないに留意が必要である。大阪ガスも関西電力と同様に 2006 年 3 月期に 1 株あたり純利益が大幅に改善している。しかしながら、1 株あたり純資産額と同じく、その背景は関西電力とは大きく異なっている。2005 年と 2006 年を比較すると、経常利益段階までは増収増益となっており、加えて利益増による自己資本の増加等により当期純利益が大幅増益となったことがその理由である。このように見ると、両社の 1 株あたり純利益の絶対額は事業規模の差から関西電力が高くなっているが、大阪ガスが増収増益を主要因として収益性を向上させているのに対して、関西電力の収益性は向上しているとは言えない。

その他(2)	'04/H16 3月期	'05/H17 3月期	'06/H18 3月期	'07/H19 3月期	'08/H20 3月期
株価純資産比率(PBR)	1.2	1.3	1.4	1.7	1.3
株価収益率(PER)	21.0	29.7	15.6	22.1	28.0

表：その他 2（関西電力）



図：その他 2（関西電力）

株価純資産倍率（PBR）は株価が 1 株あたり純利益の何倍の水準にあるかを示す指標であ

る。会社の将来性・成長性が買われれば株価収益率は高くなる。さほど成長が期待できない会社は低くなる。株式時価総額はマーケット全体の影響を受けるから一概に指標数値のみを見た判断は出来ないが、両社とも100%を超えて推移していることから、水準そのものに大きな問題はないと考えられる。関西電力は過去5年間順調に伸びてきており、資本市場で一定の評価を得ているものと理解できる。大阪ガスは2003年以降、下降トレンドにあったが2006年に回復の兆しを見せている。株式市場の回復から株価が好転したことが影響している。両社のPBRを比較すると、過去5年間大阪ガスの値は関西電力の値を上回っており、大阪ガスが関西電力に比べて割高な状態となっている（市場は大阪ガス株を評価している）。

まとめると、事業構造の違いを反映して1株あたり純資産額および1株あたり純利益額は、関西電力が大阪ガスより高い水準にある。しかしながら、その背景を見ると、大阪ガスは増収増益により1株あたり指標が向上しているのに対して、関西電力は資産圧縮や特別損失の影響を受けた指標の動きとなっており、その性質は好対照である。今後、関西電力は更に有利子負債の圧縮を進めていくことを予定しているが、資産効率を高める一方でどのようにして収益性を高めていくのかが今後の課題であろう。

その他	'04/H16 3月期	'05/H17 3月期	'06/H18 3月期	'07/H19 3月期	'08/H20 3月期
一株あたりの純資産	1700.69	1710.49	1855.19	1950.10	1917.28
一株あたりの当期純利益(EPS)	93.60	72.44	167.29	153.67	88.57
株価収益率(PER)	21.0	29.7	15.6	22.1	28.0
株価純資産比率(PBR)	1.2	1.3	1.4	1.7	1.3

表：その他（大阪ガス）

1.2.3 企業価値分析

①経済付加価値（EVA）

経済付加価値（EVA）

項目	単位	2004年度	2005年度	2006年度	2007年度	2008年度
		H16/3	H17/3	H18/3	H19/3	H20/3
期中平均有利子負債	百万円	3,990,353	3,506,866	3,226,819	3,264,476	3,181,997
負債利子	百万円	102,973	82,045	66,712	60,885	56,934
負債利率	%	2.581%	2.340%	2.067%	1.865%	1.789%
無リスク利率	%	1.500%	1.360%	1.750%	1.700%	1.430%
リスクプレミアム	%	5.000%	5.000%	5.000%	5.000%	5.000%
市場全体の期待収益率	%	6.500%	6.360%	6.750%	6.700%	6.430%
β（ベータ）値		0.704	0.704	0.704	0.704	0.704
株主資本コスト	%	5.020%	4.880%	5.270%	5.220%	4.950%
株主資本の時価（E）	百万円	1,895,552	2,069,801	2,517,455	3,263,546	2,387,491
有利子負債（D）	百万円	56,687	24,759	3,813	21,813	19,809
投下資本（時価）①（D+E）	百万円	1,952,239	2,094,560	2,521,268	3,285,359	2,407,300
D/(D+E)	%	2.904%	1.182%	0.151%	0.664%	0.823%
E/(D+E)	%	97.096%	98.818%	99.849%	99.336%	99.177%
加重平均資本コスト（WACC）	%	4.918%	4.839%	5.264%	5.193%	4.918%
投下資本（簿価）②	百万円	1,693,935	1,671,445	1,789,798	1,899,168	1,865,567
資本コスト	百万円	83,303	80,875	94,213	98,617	91,748
税引後事業利益（NOPAT）	百万円	204,076	230,738	195,186	164,137	115,360
EVA	百万円	120,774	149,863	100,973	65,520	23,613

経済付加価値（EVA）の算出手順

項目	説明・計算式及びデータの出所
期中平均有利子負債	(前期有利子負債＋本期有利子負債)/2
負債利息	支払利息＋社債利息
負債利率	負債利息/期中平均有利子負債
無リスク利率	10年物国債 財務局 http://www.mof.go.jp/jouhou/kokusai/1c010.htm
リスクプレミアム	企業価値評価(ダイヤモンド社) 21章に従い5%とする
市場全体の期待収益率	無リスク利率＋リスクプレミアム
β（ベータ）値	Bloomberg HPより、2006年11月2日修得
株主資本コスト（CAPM）	無リスク利率＋β×リスクプレミアム
株主資本（時価）	期末株価×発行済株式数、期末株価はYahoo Finance http://quote.yahoo.co.jp/
有利子負債（簿価）	短期借入金＋長期借入金＋社債
投下資本（時価）①	有利子負債（簿価）＋株主資本（時価）
加重平均資本コスト（WACC）	負債利率×(1－実効税率)×D/(D+E)＋株主資本コスト×E/(D+E)
投下資本（簿価）②	有利子負債（簿価）＋株主資本（簿価：BSの資本合計）
資本コスト	投下資本（簿価）②×加重平均資本コスト（WACC）
税引後事業利益（NOPAT）	(営業利益＋受取利息＋受取配当金)×(1－実効税率)
EVA	税引後事業利益－資本コスト

②投下資本収益率（ROIC）

投下資本収益率（ROIC）

項目	単位	2004年度	2005年度	2006年度	2007年度	2008年度
		H16/3	H17/3	H18/3	H19/3	H20/3
(期末)有利子負債	百万円	3,886,396	3,127,336	3,326,302	3,202,650	3,161,343
株主資本（簿価）	百万円	1,637,248	1,646,686	1,785,985	1,877,355	1,845,758
投下資本（簿価）	百万円	5,523,644	4,774,022	5,112,287	5,080,005	5,007,101
営業利益	百万円	351,856	391,082	330,823	278,199	195,526
実効税率	%	42.000%	41.000%	41.000%	41.000%	41.000%
NOPLAT	百万円	204,076	230,738	195,186	164,137	115,360
ROIC	%	3.695%	4.833%	3.818%	3.231%	2.304%

NOPLAT/ROIC の算出手順

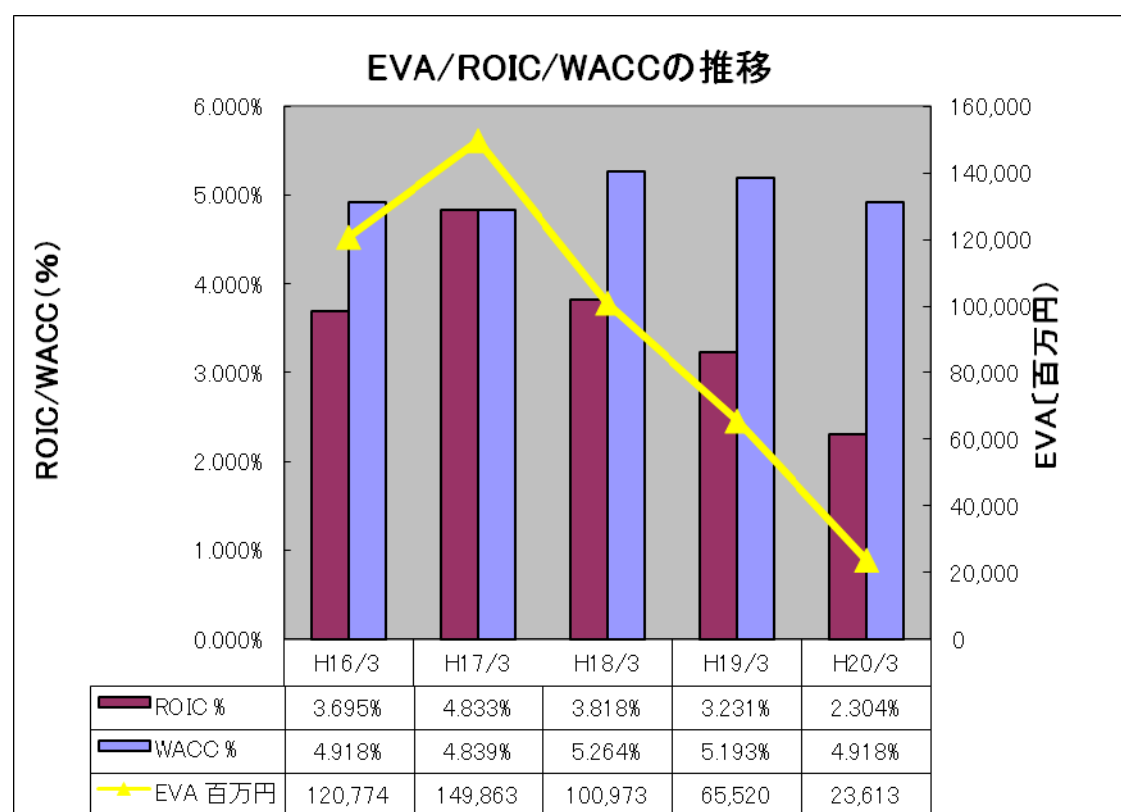
項目	支払利息＋社債利息
有利子負債（簿価）	短期借入金＋長期借入金＋社債
株主資本（簿価）	連結貸借対照表の資本合計
投下資本（簿価）	有利子負債＋株主資本（簿価）
NOPLAT	営業利益×(1－実効税率)
ROIC	みなし税引後営業利益(NOPLAT)/投下資本(簿価)

EVA（経済付加価値）は、市場の期待も含む投下資本コストを上回り創出される企業価値を表す指標である。EVA は、税引後事業利益から資本コストを引いて算出される。EVA を改善するためには、①税引後事業利益を増加させる、②資本コストを減少させる。資本コストを減少させるためには、投下資本を構成している有利子負債を減少させるか、WACC を低下させる必要がある。関西電力の EVA は、2008 年 3 月期で 236 億円となっており、ここ 5 年で最低となっている。関西電力は、電力自由化以降、①有利子負債を減らす、②設備投資費用の抑制、③資材調達、燃料調達のコスト低減を実施している。有利子負債に関しては 2008 年 3 月期 3 兆 1664 億円で、ここ 5 年間で 7000 億円程度削減してきた。有利子負債を減らす努力を図り投下資本がそれほど伸びていないのにも関わらず EVA が減少しているのは、税引後事業利益減少が起因している。電力事業での利益減少をカバーする戦略を早期に実施していく必要がある。ROIC は、みなし税引後営業利益を投下資本（簿価）で割り算出している。投下した資本に対する収益率を表している。ROIC

を改善するためには、みなし税引後営業利益（NOPLAT）を増加させるか、投下資本を減少させる必要がある。投下資本は自己資本（簿価）と有利子負債で構成されているので、有利子負債を減らすことが ROIC 改善につながるが、利益が減少しているため ROIC についてもここ 5 年間で最低となっている。

		2004年度	2005年度	2006年度	2007年度	2008年度
項目	単位	H16/3	H17/3	H18/3	H19/3	H20/3
ROIC	%	3.695%	4.833%	3.818%	3.231%	2.304%
WACC	%	4.918%	4.839%	5.264%	5.193%	4.918%
投下資本	百万円	331,397	330,569	366,750	404,635	388,311
EVA	百万円	120,774	149,863	100,973	65,520	23,613

表：ROIC、WACC の推移

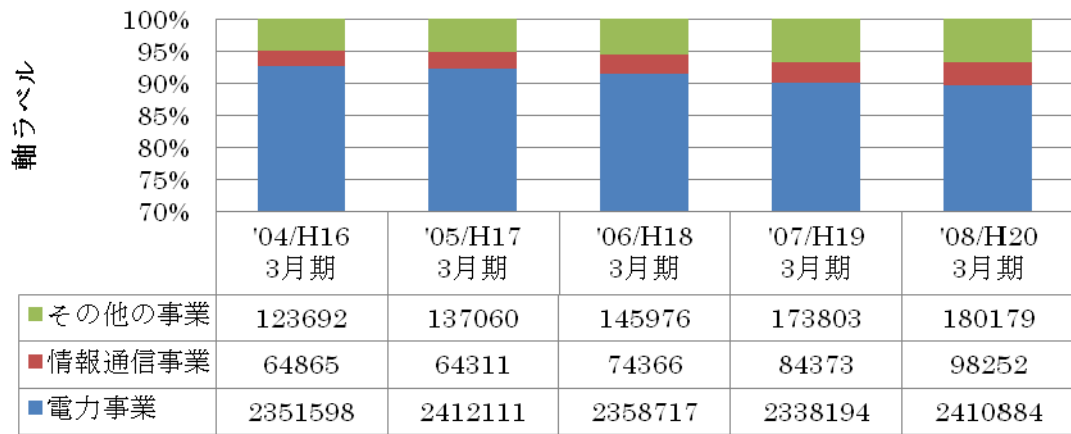


図：EVA、ROIC、WACC の推移

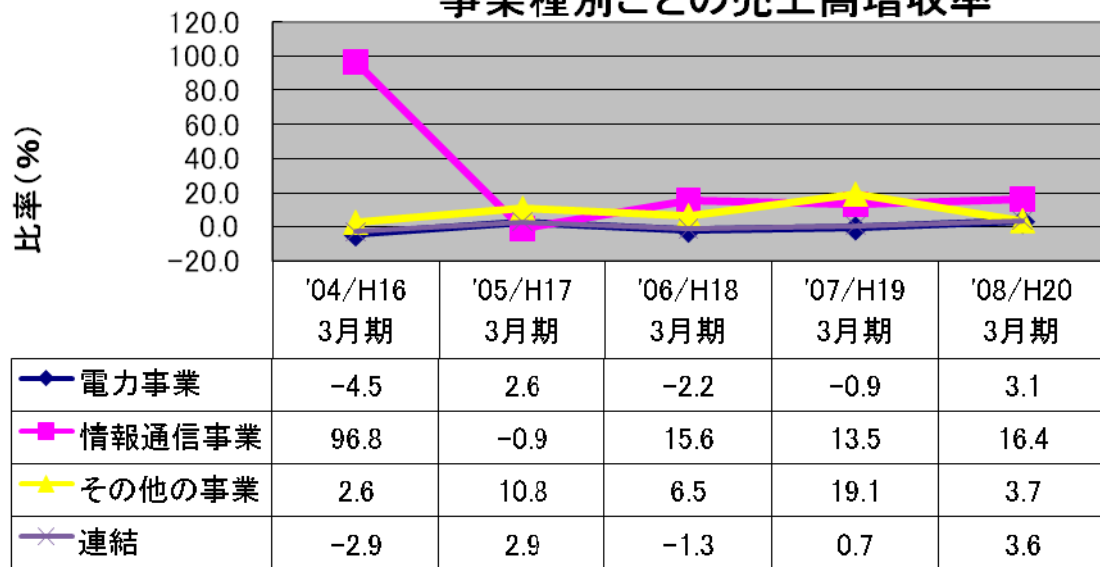
1.2.3 主要事業部門別業績推移

関西電力グループの事業系統図を見ると、本体の「電力事業」とケイオプティオムを中心とする「通信事業」と生活アメニティ、総合エネルギー、グループサポートを担う「その他事業」に大別され、これら 3 事業の業績推移を次に示す。関西電力グループの各事業セグメント別売上高、営業利益のシェアを比較すると中核事業である電気事業の占める割合が大半である。しかしながら、売上高・営業利益とも年々全体に占める割合が低下してきていることは見逃せない。特に、営業利益は、04 年 3 月期 94.6%から 08 年 3 月期に 79.2%低下しておりインパクトが大きい。これは、05 年・06 年の電気料金値下げによる収益悪化と近年の燃料価格の高騰が主な原因であると考えられる。

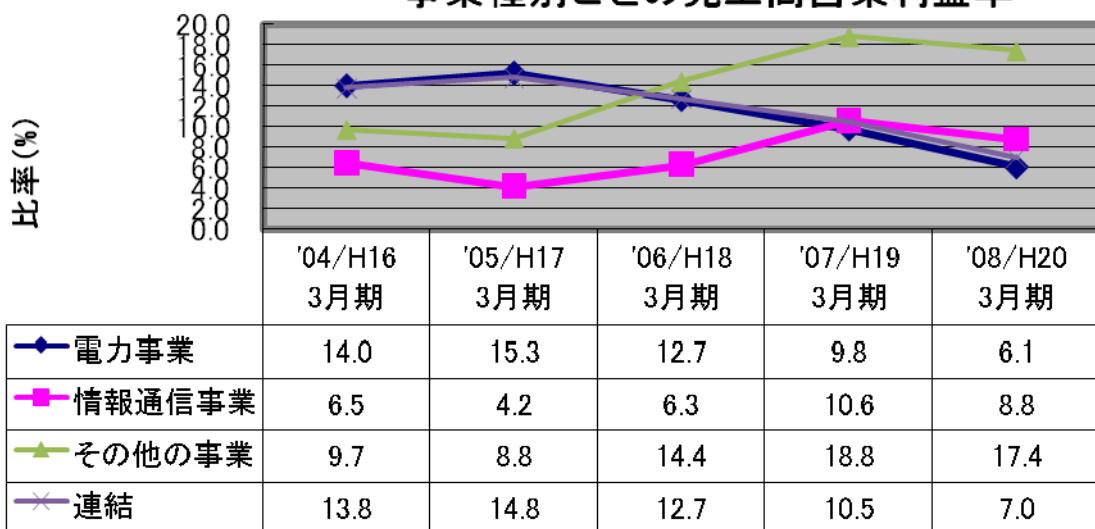
セグメント別売上高



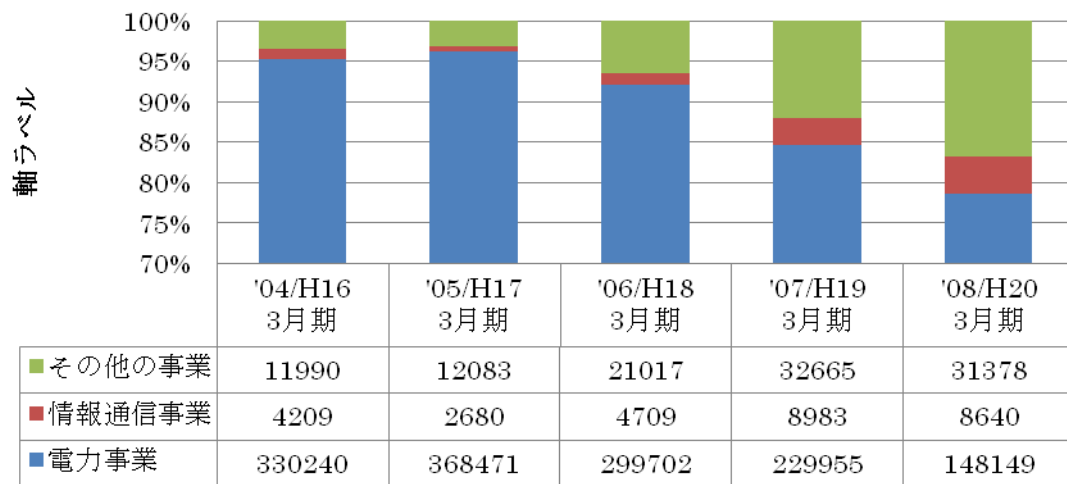
事業種別ごとの売上高増収率



事業種別ごとの売上高営業利益率



セグメント別営業利益



事業種別ごとの売上高増収率・売上高営業利益率を見ると、中核事業である電力事業はマイナスの一途であり、早急に電力事業に代わる収益の柱の確立が必要である。しかしながら、その期待の1番手とみられる信事業は2004年3月期に通信事業がようやく黒字転換したのち、順調に成長はしているものの営業利益全体からみると5%程度でありまだまだ物足りない状況である。

2 業界分析

2.1 関西電力の販売電力量の推移

高度経済成長期以降、日本の電力需要は順調に伸びてきた。しかし、バブル崩壊による景気後退・生産設備の海外移転・環境意識の高まりによる省エネの進展などにより近年では需要が伸び悩んでいる。平成9年度までの10年間で年平均2.9%の伸びであったのに対して、平成9年度以降の10年間は、年平均0.9%の伸びに低下している。全国と比較すると、関西は早くから家電機器の普及が進み、他地域に比べ飽和傾向が強いことから、省エネルギーの進展によるマイナス影響が大きくなっている。また、古くからの企業・工場が多く、本社・工場の海外・他地域への移転という二重の空洞化の影響を大きく受けた結果、関西電力の販売電力量の伸び率は、全国平均を概ね下回って推移している。

今後の販売電力量については、マイナス要因もあるが、アメニティ志向の高まりや情報化の進展に加え、大型工場の立地や、オール電化住宅の普及拡大といったプラス要因も多いことから、平成18年度から29年度までは、年平均伸び率（気温閏補正後）0.8%と、緩やかながらも増加基調で推移すると見込んでいる。一方、電力小売自由化により地元電力以外にPPSや他電力からの購入ができるようになったため、買い手の行動に大きな変化が出てきている。「全国一括購入」「官公庁の電力入札」などお客さまの積極的な動きにより、地元電力からの需要離脱が発生している。電気料金値下げは自由化による暗黙の圧力によるものと言える。

2.2 供給要因：業界の開発・生産・流通設備への投資、生産能力、供給量、流通、価格動向

電力は発電即消費という在庫のきかない商品（蓄電池にすると経済的に不合理である）で

あり、さらに発電所建設には長期間を要するため長期的な視点で需要を考えていかなくてはならない事業である。高度経済成長期以降、急激な電力需要の伸びに対し、いかに供給力を確保するかが電力会社の一番の経営課題であり、常に一定の予備率を確保しながら先行投資を行ってきた。しかし、バブル崩壊とともに電力需要が伸びなくなり、一気に供給過剰の状態となった。さらに、PPS の参入により新規電源の建設が進んでおり、供給過剰状態に拍車をかけている。地域独占という規制下では大きな問題にはならなかったが、2005 年から電力取引市場の創設もあり、一気に価格が暴落する危険性を孕んでいる。

2.3 競争要因：競合他社の戦略

(1) 空調・厨房・給湯などの熱源分野（大阪ガス）

ガス会社はもともと「厨房分野」「給湯分野」を得意としていたが、近年はそれに加えて「空調分野」へ攻勢をかけている。大型空調（セントラル方式）では約 65% がガス空調であり、中・小型の空調（個別分散型）でもガス空調がそのシェアを伸ばしている。それに対し電力会社はガス会社が得意としている「厨房分野」「給湯分野」に攻入る相互乗り入れ状態になっている。ガス会社は量をさばくことが重要な経営課題であるため、大規模工場への販売は利幅が薄く、家庭用分野で利益を稼ぐという収益構造になっている。そこで電力会社としては特にこの家庭用分野に「オール電化住宅（IH／エコキュート）」を当てることで対抗している。

(2) 分散型電源（大阪ガス・エネサーブなど）

分散型電源（オンサイト電源）とは、大規模集中電源とは異なり、需要地（電力を必要とする場所）の近傍に分散して配置される電源であり、ガスエンジンや太陽光発電等が該当する。分散型電源は、お客さまのエネルギートータルでのコスト意識や、省エネ・環境意識の向上、瞬停対策の推進などにより、普及が進んでおり、電力会社に大きな影響を及ぼしている。このうち、大口需要家向けとしては、ガスタービンやディーゼルエンジンなどがある。近年、特にコージェネ（熱電併給）として競争力が非常に高まっており、熱を多く利用されるお客さまを中心に普及が進み、大口のお客さまの総使用量の約 30% が自家発電になっている。

(3) 特定規模電気事業者（PPS）

平成 12 年にスタートした電力小売り供給の部分自由化は、現在、契約電力 50kW 以上の全ての高圧のお客さまが自由化対象となっている。平成 19 年度末時点で、自由化された市場における PPS のシェア（販売電力量ベース）は全国で 2.59%（特別高圧：3.93%、高圧：1.55%）となっており、PPS の販売電力量は、ペースは鈍化しているものの依然拡大基調にある。また、平成 20 年 3 月現在、特定規模電気事業の届出を行って PPS となった新規参入者は 25 社にのぼっている。PPS の電力調達、前回の制度改正により、それまでの自家発電設備の余剰電力購入等による供給力の確保に加え、卸電力取引所からの電力調達や、取引所参加事業者どうしの相対契約など、選択肢が拡大している。一方、昨今の原油価格の高騰や環境規制の強化を背景として PPS の事業環境は厳しくなっており、事業を縮小・撤退する事業者も現れ始めている。しかし、天然ガスを主な燃料とする PPS を中

心に最新鋭の大型発電所の建設計画も進んでおり、その中には、大阪ガスの泉北製造所での 110 万 kW 級発電所建設計画（平成 21 年運開予定）など、電力会社の発電所に匹敵する大規模なものも含まれている。こうした状況を総合的に判断すると、関西電力からの離脱需要が今後も増加することは避けられないと見込まれる。

(4) 他電力

他の電力会社に目を向けると、各社の需給構造・コスト構造は均質的である上に、これまでの効率化競争・値下げ競争の結果、会社間の料金格差はほとんどなくなっている。しかしながら、平成 17 年 4 月以降のパンケーキ廃止により、他の電力会社の供給区域への供給が容易になったため、お客さまが電力会社を選択する傾向が強まることも考えられる。お客さまからの「全国一括購入」などの要望は避けられない状況である。電力会社同士の競争は値下げスパイラルに陥るため正面をきっての戦いはほとんどないが、関西電力としては、他の電力会社の動向にも留意しながら競争力強化に取り組む必要がある。

2.4 技術要因：研究・開発、生産技術・製品技術・情報技術開発

競争要因のところで記述したとおり、分散型電源の技術革新が大きな脅威となっている。一般家庭向けとしては、太陽光発電、ガスエンジン、燃料電池などがあるが、太陽光発電については、お客さまの環境意識の向上などにより、戸建て住宅を中心に普及が急速に拡大している。また、ガスエンジンについては、大阪ガスが平成 15 年 3 月に 1kW 級コージェネシステム「エコウィル」を発売したことを皮切りに、各都市ガス会社が追従し、普及が次第に進んでいる。燃料電池については、平成 17 年 2 月に東京ガスなどがリース販売を開始し、今年度の 6 月には松下電器産業の量産工場（滋賀県草津市）が稼動するなど、商用化がはじまっている。一方で、至近の世界的な石油価格の高騰の影響により、大口需要を中心に、自家発を停止し、系統電力に切替えるといった動きがある。しかし、分散型電源については、近年の技術革新による発電効率の向上や価格低下により、今後ますます競争力が高まっていくと予想される。このような状況に対応するため、関西電力は、平成 19 年 8 月に関電 GASCO と関電ファシリティマネジメントを合併した関電エネルギーソリューションを設立し、オンサイトのエネルギー供給や ESCO サービスなどお客さまにとって最適なエネルギーシステムや、お客さま設備のライフサイクルにあわせた最適な設備ソリューションを提供していくことで、サービス力の充実・強化を図っている。

2.5 外部要因：法・政府規制、マクロ経済・政治・社会動向

1995 年にまず卸電力が自由化され IPP 制度が取り入れられた。その後 2000 年に特別高圧分野（販売量の約 30%）の小売自由化がスタート、2004 年に高圧大口分野まで拡大（同 40%）、2005 年からさらに高圧小口分野までの拡大（同 60%）と振替料金制度（電力会社をまたぐ時の通行料・これが参入障壁になっていた）の廃止、卸電力取引市場の開設と矢継ぎ早に自由化策が打ち出されている。平成 17 年 4 月に、わが国初の電力取引所となる「有限責任中間法人 日本卸電力取引所（略称：JEPX）」で卸電力取引が開始された。

JEPX の取引量は年々拡大しており、それに伴って卸市場における競争も徐々に進展しつつある。JEPX における取引は開始から 3 年が経過したが、その実績は下記表のとおり。特にスポット取引は大きく増加中で、平成 20 年度は 1 日あたり平均 1000 万 kWh 超え（kW 規模で見ると概ね 30 万 kW から 60 万 kW 程度）の取引が行なわれている。このようなスポット取引の取引量増加は、取引参加者の増加、新規電源の運開、燃料費高騰による自社電源との差し替え量の増加などが要因ではないかと考えられる。

こうした卸市場の発達、電気事業に関わるプレーヤーにとって大きな意味を持ち、競争の構図に変化をもたらすと考えられる。例えば、PPS は、より容易に電源調達が可能になる。また、余剰電源を PPS に提供している事業者や、今後電源を開発する能力を持つ事業者にとっては販路の拡大やリスクの低下をもたらすこととなる。これらのことは結果として、発電から販売を一体のものとして小売のフィールドで競うこれまでの競争構図に加え、卸つまり発電分野のみでの競争、さらに販売分野のみでの競争が顕在化することを意味している。関西電力が将来の競争局面で勝ち抜くためにはあらゆる面での強化が必要だが、卸取引の面でも競争力を着実に強化していく必要がある。

3 戦略分析

3.1 全社レベル（企業戦略）

3.1.1 企業価値創造

関西電力は、今まで地域独占・総括原価主義などの規制で守られてきたため、「株主」「顧客」といったステークホルダーからの市場評価をあまり意識せず、安定供給を最重要課題として事業運営してきた。しかし、2000 年 3 月からの電力部分自由化により、いきなり市場競争に直面し、戸惑いながらも企業価値を創造していこうと努力している。このような流れから、「FCF の最大化」のために電力事業以外も含めた「お客さま価値の創造」を掲げ、「資本コストの最適化」のために固定資産や長期有利子負債の圧縮に注力しており、これに伴い以前は公表していなかった「財務目標」を明示した。また、これらの成果を測るため、関西電力版 EVA として PCA を策定した。現状では PCA がマイナスであり、関西電力は資本市場で求められる価値を創出できていない状態であり、大きな課題と言える。なお、PCA とは「Profit after Cost Asset（資産コスト差引後利益）」の略で、資本市場から求められる必要最低利益を「資産コスト」として認識し、資産コスト差引後の付加価値を示す独自の指標で「税引後事業利益－資産コスト」で求める。資産コストとは、資本コスト（WACC）を資産ベースに読み替えたものである。

3.1.1.1 企業価値創造の経営プロセス

企業価値創造のため「FCF の最大化」「資本コストの最適化」に勤しんでいるが、「FCF の最大化」のための「お客さま価値の創造」に悪戦苦闘しているのが現状である。一方で「資本コストの最適化」のための固定資産や長期有利子負債の圧縮などに財務戦略は機能している。問題となっている「お客さま価値の創造」であるが、「電力以外の部分でお客

さまにどのような価値を提供できるのか」が不明確な状態である。どういうサービスを誰に提供すればお客さまの満足を得ることが出来、また会社も利益をあげられるかという根本的な部分「顧客価値の再設計」が必要と考える。

3.1.1.2 顧客価値・株主価値・社員（従業員）価値の持続的向上

今まで規制に守られてきた関西電力は、「社員価値」に偏重していた事是否めない事実である。昔は需要に対応できるだけの供給力確保のため、黒部川の発電所建設をはじめ困難な課題にチャレンジすることが多かったが、技術進歩に伴い、だんだんと社員の仕事はルーティン化していった。電気事業法という制度に縛られた裁量の少ない仕事への報いとして、ある程度の報酬を出していた部分もある。しかし、自由化が始まり、「株主」や「顧客」の価値が企業経営にとって重要なファクターになった。特に、株主価値については、総括原価主義による投資回収が保障されていたからこそ電力は安定株であったが、普通にB/Sを見ると固定資産や有利子負債の多さからいつ倒産してもおかしくない内容であり、早急な対応が必要となった。財務目標を掲げ、株主重視の経営は出来つつあるが、顧客価値の創出が遅れていることが課題である。また、漠然とした不安により社員の士気も下がっており、仕事の報酬の捉え方を給料中心から、自己実現の機会提供・経営への参画として「会社側」「社員側」双方の意識改革が必要となっている。今まで規制のぬるま湯につかってきた企業が、いきなり市場競争に直面して面食らっている訳だが、「普通の会社」はどこもステークホルダーの価値バランスを保っており、早くそのような実力を身につけなければ市場競争では生き残れないと考える。

3.2 企業理念とビジョン

3.2.1 企業理念・ビジョンの企業経営に対する位置づけ

当社の経営理念は、正式に制定されたものは存在しないが、太田垣初代社長が経営姿勢とされていた「前垂れがけの精神」を明文化した「関電サービスの確立」（S39.1社達）に示された「（ほ）豊富・良質・低廉な電気で需要家に奉仕する」「（ま）真心のこもったサービスに全力を尽くす」「（ち）地域社会の発展、繁栄に貢献する」の3点が経営理念を凝縮したものとされている。当社HPには、それぞれの頭文字「ほ・ま・ち」に略語化され、今日まで受け継がれていると書かれていたが、昇進テストの時にさらっと目を通すくらいで従業員には浸透していない。ただし、社員は「人々の生活を支える」という使命感をなんとなく共通認識としてもっており、それが企業理念にあたるのかもしれない。関西電力では企業理念よりも「ビジョン」策定に力を入れている。平成16年3月にも新たに「関西電力グループビジョン」が策定された。そのビジョンは「エネルギーをコアに、くらしの基盤となる領域において、お客さま満足NO1企業を目指します」である。社内では事あるごとにこの言葉が発せられるが、社員の意識にどれだけ届いているかは定かではない。

3.2.2 企業理念・ビジョンと経営戦略との関連

「お客さま満足度 NO1 企業」というビジョンのもと、それを実現するための 4 つの重点項目が上記のとおり、打ち出されている。そして、「アクションプラン」にて数字への落とし込みを行っているが、重点項目からアクションプランへの落とし込みでいくつかの飛躍があり、一貫性に欠けるところがあると感じる。

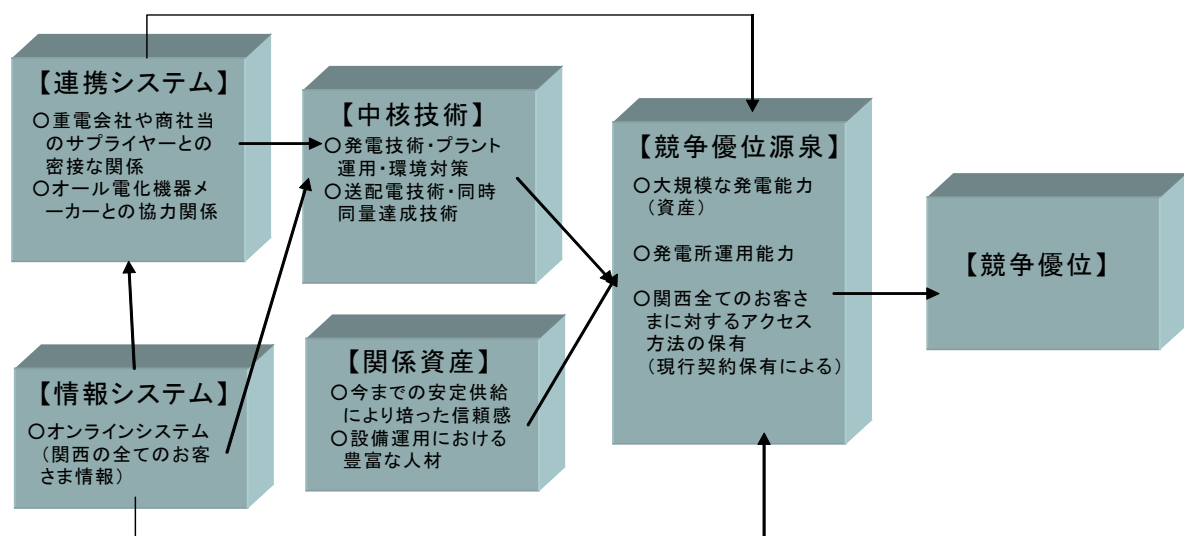
3.2.3 企業理念・ビジョン策定のプロセス

ビジョンは「本社企画室」が中心になって策定している。そのプロセスで他部門にも多少の意見は聞いているものの、それも本社内だけの狭い範囲である。お客さま起点の経営として第一線職場を重視するといいいながらも、現場の意見は反映されず、どうしても会社としての一体感に欠ける。関西電力では、本社企画部門と現場実行部門の人事交流が少なく、どうしても「絵に描いた餅」になりがちのところがある。企業としてもっと一体になってビジョンを作り上げていく必要があるのではないかな。

3.2.4 全社組織への浸透と徹底

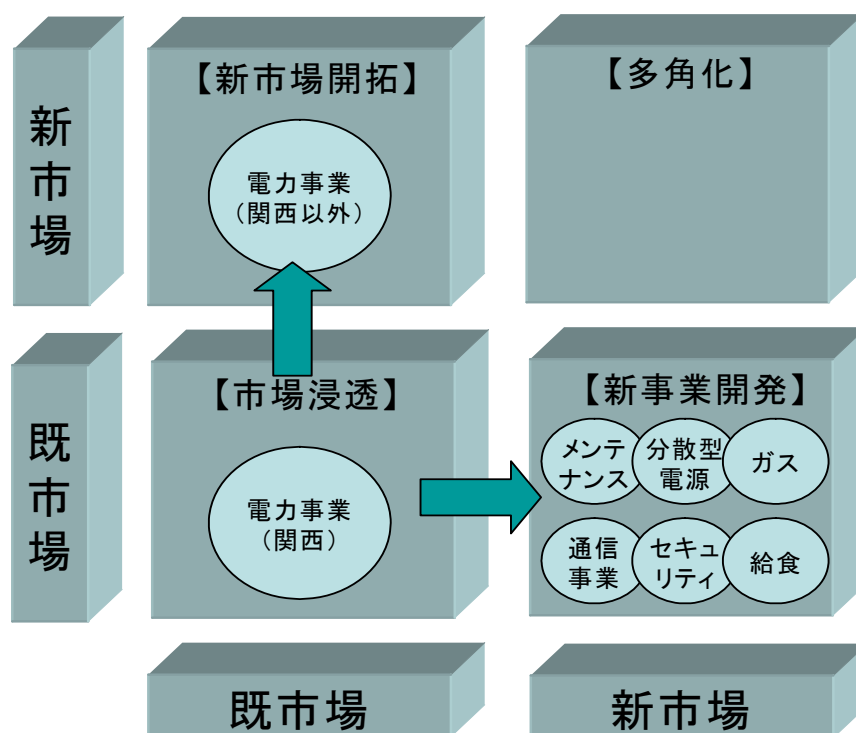
ビジョンは社内ポータルサイトからダウンロードすることにより確認できる。以前に比べると、色々な場面で「ビジョン」に触れる機会が増え、そこは評価できる部分である。社長も社内放送や経営会議・年初挨拶などの場面で自分の言葉に置き換えて、このビジョンを語っている。それでもビジョンが浸透しないのは大きく分けて 2 つの理由がある。1 つは現場トップ（支店長や営業所長など）がビジョンを語る場面が少ないため、もう一つはビジョンが頻繁に改定されるためである。このような理由で社員は経営ビジョンに対して思いいれが持てず、冷たい見方をしている。

3.3 戦略資産



関西電力の戦略資産で特筆すべきは、「大規模な発電設備の保有」と「そのオペレーション能力」そして「50年以上にわたる関西のお客さまとの継続取引実績」である。これらの資産をうまく運用していくことで、安定した電力供給を実現してきた訳だが、これからは強みが弱みになる危険性が孕んでいる。大規模な設備は需要の減少や競争の激化などの対応において重荷になる。また、需要の伸びを見越して多くの火力発電所向けの人材を採用してきたが、予想に反し需要が伸び悩んだことでかなりの人数を営業部隊に配置転換している。地域密着企業のため採用方法も関西出身者に偏っている。地域内で事業運営するために最も良い体制であるが、管外や海外に打って出るには向いていない。自由競争に耐えうるような企業への変革が急務となっている。

3.4 企業成長戦略



関西電力は電力事業を中核として、お客さまの暮らしや生産活動を下支えするための、いくつかの新事業にチャレンジしている。大きく一般家庭向けの「リビング営業」と法人向けの「エネルギー分野」に分かれる。

3.4.1 リビング営業

一般家庭向けとしては中核事業の電力供給とともに、オール電化(IH クッキングヒーター、エコキュート)の普及に力を入れている。これを軸として、快適な生活空間の提供というコンセプトで、「情報通信事業」「セキュリティ事業」を立ち上げ、家庭向けソリューションプラットフォームの構築を目指している。社内ではこれらの顧客価値を総括して「はぴ

e 価値」と呼んでいる。

3.4.2 エネルギー営業

エネルギー分野では総合エネルギーというコンセプトで「ガス・分散型電源事業」「設備メンテナンス事業」などを立ち上げている。これらの事業は未だに規模が小さく、エネルギー分野ではリビング営業に比べ、ソリューションプラットフォームの構築が遅れている。

3.5 企業変革

関西電力では ONE TO ONE 営業を実施している自由化対象分野（高圧大口以上）を対象にした営業改革「ACTIVE プロジェクト」を実施している。このプロジェクトは単なる営業力強化を目的としているわけではなく「お客さま起点の逆ピラミッド組織」への組織文化改革も目的にしている。このようなことを実施しようと考えたとき、お客さまに接している営業部門が最も実行し易く、またその中でもコア人材を集めている大口分野から始めていくことが現実的であるとして選ばれた。これを起点として、小口など他のチームにも変革の波を拡げていくことを視野に入れている。

3.6 事業ポートフォリオ・マネジメント

3.6.1 新たなお客さま価値創造事業（「生活アメニティ」「総合エネルギー」「情報通信」）

電力自由化に伴い電力事業以外にも手がけることが可能となり、また競合との差別化のための付加価値創出を目的とし、当社の経営資源を有効活用しながら上記の 3 カテゴリに分けてグループ会社を立ち上げてきた。比較的場当たり的に立ち上げてきたため、全体を通しての価値が見えにくくなっているという課題を抱えている。

3.6.2 電力関連事業の再編

電力供給事業を運営する中で、本体から切り離した（アウトソース）事業で、基本的には社外のお客さま向けサービスではなく、本体事業の下請け的要素が強い。本体よりも低いコストでの運営や人材の受け皿（出向先）を目的に作られたものが多く、歴史も長い。平成 16 年 7 月に機能別に再編した。目的は事業の重複部分の整理・統合によりコスト競争力を強化することと将来にわたる雇用確保である。パターンとしては「事業創造型（事業再編後創造）」である。この再編で下図のような関西電力の電気事業のバリューチェーンに合わせた形に整理されており、非常に分かりやすくなった。かなりスリム化が進み、コスト競争力の強化など大きな効果が期待される。



電力事業のバリューチェーン

この再編は電力関連事業を中心に事業再編が行われており、いわば本丸ではない「お客さまから見えないバックヤード部分」の再編と言える。今後、関西電力グループとしてどのような価値を提供していくかという「お客さま価値創造（新規）」部分の事業ポートフォリオの組み換えは本体の「電力事業（既存）」も含めた形で行う必要があり、そこだけは未だ手付かずである。個人的には、お客さまとの接点を持つ「お客さま本部」と新事業を開発する「グループ経営推進本部」を統合するべきである。自由化の進展のスピードを考えるとあまりゆっくりしていられず、早急に「お客さま価値提供」部分の事業ポートフォリオを組み替え、併せてお客さま起点の組織に変える必要がある。

4 戦略の評価と課題

財務諸表分析、企業価値分析の結果からわかるとおり、近年、関西電力は有利子負債を懸命に削減し、財務体質の改善を図るなど様々な取組みを行っており、その結果が財務諸表・企業価値に現れつつある。財務体質の改善自体は今後も継続して行うべきであるとする。ただ、売上高が伸び悩んでいる等の昨今の傾向を鑑みると、財務体質の改善に加えて今後も継続して企業価値を増大し続けるために事業の成長性を確保していくことが最も大切な課題であるとする。そういった視点から、関西電力の経営課題として、（１）電力事業の成長性の限界をいかに克服するか、また（２）電力事業以外の収益の柱をつくることが重要となってくる。

4.1 電力事業の成長性の限界

関西電力の事業収益の多くは、電力事業に因っている。しかし、その電力事業の成長性にかげりが出てきており、これから関西電力が成長していくためには、成長性を確保していく必要がある。関西電力の売上高の過去５年間の推移をみれば、事業年度により増減があるものの減少する傾向にあると考えられる。本業での利益を示す営業利益についても、増加傾向になるとは考えられない。売上高増収率が伸び悩んでいる理由は、日本の人口が伸び悩み昨年より減少する状況となり電力使用者が減少する傾向にあることや（首都圏ではまだ人口増加傾向にあるが、関西電力の事業エリアは年々減少している）、激化するエネルギー間競争に勝ち抜くために、電気料金の引下げを行ったことが原因であると考えられる。今後についても、電力の自由化拡大はあるかも分らず、関西電力の顧客が脱落する可能性があることに加えて、顧客との相対契約で決定する電気料金が低減していく可能性があり、関西電力の売上高に大きな影響があるとする。さらに、2008年に非電力事業者の発電設備としては国内最大となる大阪ガス泉北天然ガス発電所が稼動することにより、自由化対象顧客の脱落が予想される。関西電力は、一般家庭に対して、IH クッキングヒーターやエコキュートといった商品を切り口にオール電化住宅拡大を進め、伸び悩む電力需要を他エネルギー（天然ガス、LPG ガス等）需要からの切り替えにより確保しようとしている。

今後、関西電力がとり得る戦略としては、①現在の事業エリアの中で他エネルギーの需要を取り込み電力事業での成長を目指し、今まで通り関西電力本体がグループ全体の成長を牽引していく（関西電力で創出したキャッシュで関連事業を育てていく）、②現在の事業エリアを超えて電力事業を拡大していく（他電力事業社の供給エリアで電力を販売していく）、もしくは③他の事業で成長を遂げて関西電力グループ全体として成長を継続する（関連事業自体がグループの収益に大きな貢献を行う）の3つがあると考える。③については、次項で検討するとし、ここでは①・②について検討を行う。自事業エリア内での他エネルギー駆逐：関西電力は他電力事業者に比べて、オール電化施策を積極的に推進しており、順調にその数を増やしている。特に新築住宅においては、約1/3がオール電化になっている。新築住宅をオール電化にすることは、住宅の中にガス設備が当初から設置されないことになり、以後ガス化することは非常に困難となる。電気事業者としては安定的な利用者を獲得することになり有益な施策である。

4.2 事業エリア外での電力販売

電力事業の成長を達成するためのもう1つの方策は、事業エリア外への電力販売である。卸電力取引所の設立や電力パンケーキ問題が解決されたことなど他事業者への電力供給の制度は整備されてきた。ただし、今のところ電気事業者が他の電気事業者の供給エリアへ電力を供給した事例は非常に少ない（広島市のジャスコが、2005年11月より九州電力の区域外電力供給を受けるために中国電力からの電力供給を取りやめた1事例がある程度）ただ、事業エリア外への電力販売については、それを推進することが関西電力の利益となるかどうか慎重に検討すべきである。事業エリア外へ電力を販売することは、他事業者の自エリアへの進出を誘引するトリガーとなりかねない。電力事業者間での相互進出が本格化されれば、特定規模電気事業者とは比べられないほどの電力供給量および価格競争力をもつ電力事業者間での競争となり、関西電力にも相当のダメージがあると思われる。また、関西電力は、北陸電力等他電力より電力の卸供給をうけている等相互に密接な協力関係があり、事業エリア外へ積極的に電力販売を行うことによるメリット・デメリットを勘案すると、現状では得策ではないと考える。

4.3 電力事業以外の収益の柱を作る

電力事業での成長が大きく望めないという現状を打開するために、関連事業を成長させ、グループ全体として成長させることで電気事業の低成長という経営課題を解決できないか検討する。関西電力では、中核事業である電力事業のほかに、情報通信事業、ホームセキュリティ事業等を営んでいる。有価証券報告書上のセグメントとしては、「電力事業」「情報通信事業」「その他事業」に分類されており、「情報通信事業」が電気事業に次ぐ主要な事業に位置づけられている。セグメント別の売上高を見ると、そのほとんどが電力事業からもたらされていることが分かる。この傾向は、営業利益にもあてはまり、電力事業以外の事業については、まだグループの収益に大きく貢献するところまで育っていない

のが現状である。まず、「情報通信事業」については、NTT という巨人を相手に検討している。光ファイバーを利用した通信事業は今後も成長が見込まれており、関西電力としては単体で稼いだキャッシュを投入し、ケイ・オプティコムのさらなる成長を目指すべきである。また、「その他事業」に含まれるホームセキュリティ事業については、関電 SOS の市場シェア自体はまだそれほど高いが、市場自体は今後も成長を見込めることから、関西電力のブランド力を活かして投資する価値はあると考えられる。次にガス事業については、商品そのものである天然ガスは発電用途に大量に調達しており、競争力のある価格で顧客に提供することができる。ただ、パイプライン網や供給技術についてはノウハウを持たず、今後事業を拡大するためには供給技術や顧客へ提供できるエンジニアリング力の向上が必要である。その点、越前市のガス供給事業を関西電力系の越前エネラインが事業譲渡を受けることでガス事業に関するノウハウ蓄積が可能となり、今後の布石を打っていると評価することができる。このように、関西電力が現在投資している関連事業は将来的に成長が見込めるものであるので、今後も投資を継続し、電気事業の低成長性を補うべきである。また、関西電力は近畿地方において抜群の知名度とブランド力を誇っており、関連事業を展開する上で、優位に働く。顧客へのワンストップサービスを目指し、事業相互のシナジーを高めることが肝心である。例えば、家を新築する際に、オール電化・光ファイバー・セキュリティなどの顧客ニーズに合わせたサービスを提供することが今後の目指すべき姿であり、単なる電気事業社ではなく生活基盤を支える企業として成長することが望ましい。

以上

付属資料 6：企業戦略分析

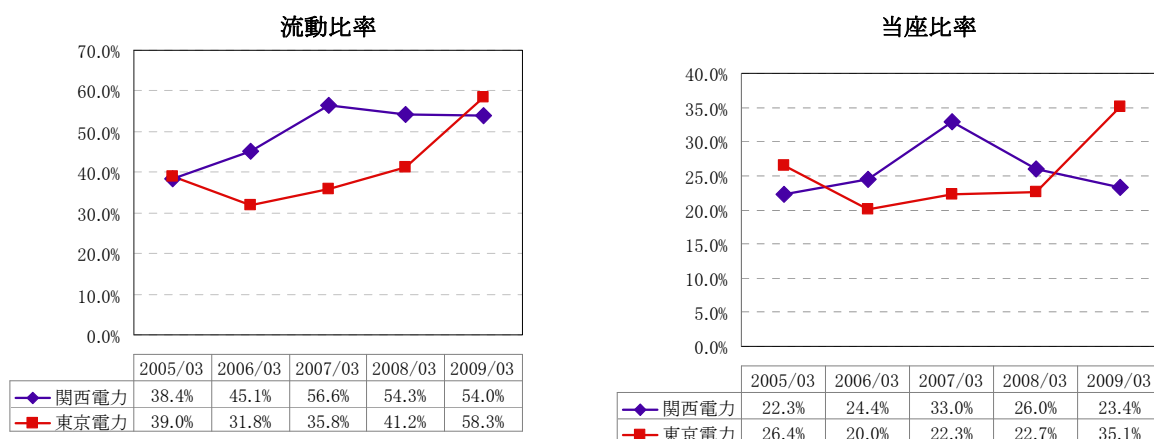
(出所：高村 健一 「経営戦略応用研究 ケースレポート No.1 関西電力 vs. 東京電力」 2009 年 8 月 29 日)

関西電力株式会社 (2009)

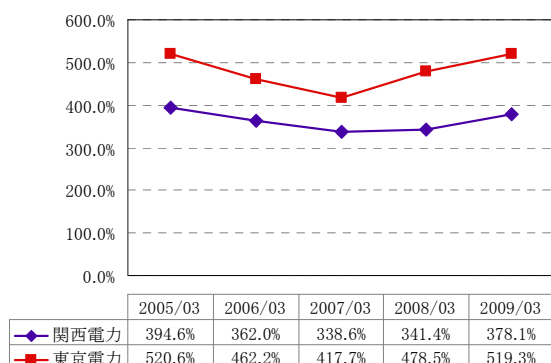
1 財務諸表分析

1.1 連結貸借対照表および損益計算書にもとづいた経営分析

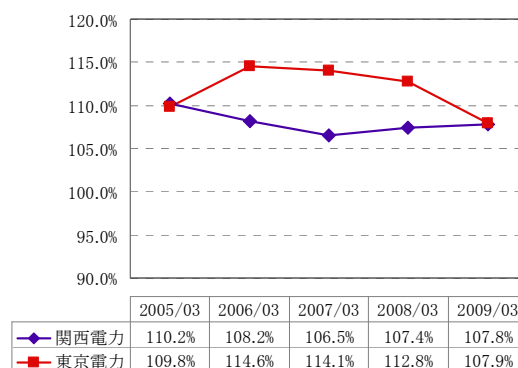
(1) 安全性



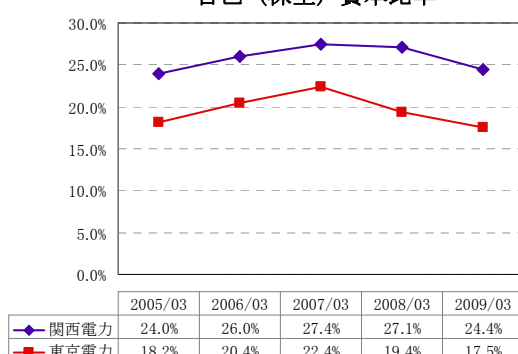
固定比率



固定長期適合率



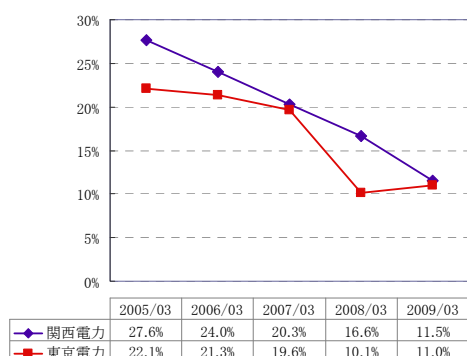
自己（株主）資本比率



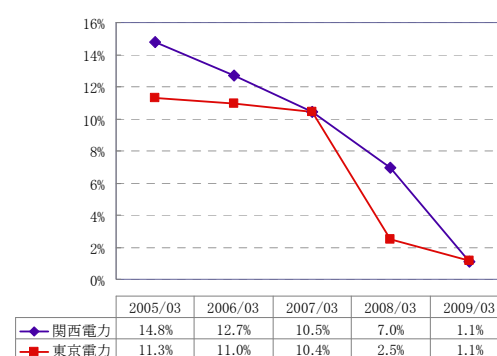
流動比率、当座比率ともに、企業の短期的な支払能力を測る指標であり、一般的には流動比率は 200%以上、当座比率は 100%以上が望ましいといわれている。両社ともに、改善傾向にはあるものの、ともに望ましい数値を大きく下回っており、支払能力の安全性は低いといえる。固定比率、固定長期適合率は長期的な設備投資と、それに必要な資金の源泉に関する比率であり、一般的に固定比率は 100%以下、固定長期適合率は 80%以下が望ましいといわれている。両社とも固定比率が一般的に望ましい数値を大きく上回っているが、これは電力産業という膨大な設備を有する業界の特徴であるともいえる。自己資本比率は、調達資金の安定性を測る指標で、自己資本（純資産）は返済義務のない資本なので、この比率が高いほど資金の安定性が高い。日本の全業種平均が 40%であるのに対し、両社とも低い水準にとどまっている。固定比率や固定長期適合率等の指標でもわかるように、電力会社が資金の調達を負債に頼っていることが考察できる。

(2) 収益性

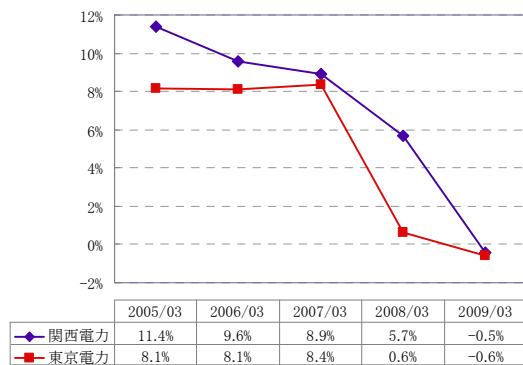
売上高総利益率



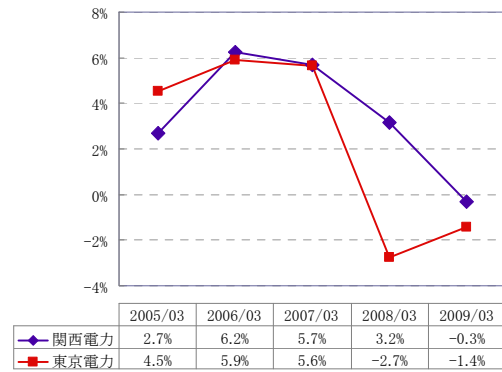
売上高営業利益率



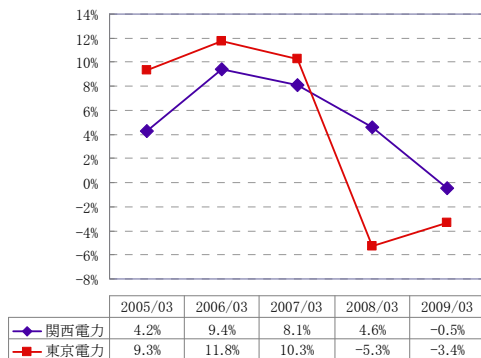
売上高経常利益率



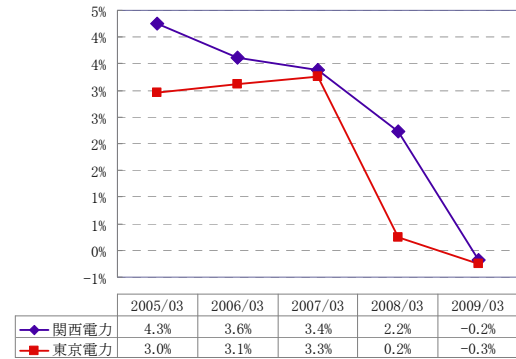
売上高純利益率



自己資本純利益率 (ROE)



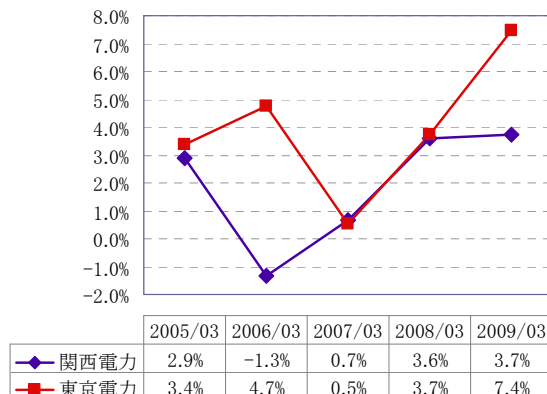
使用総資本経常利益率(ROA)



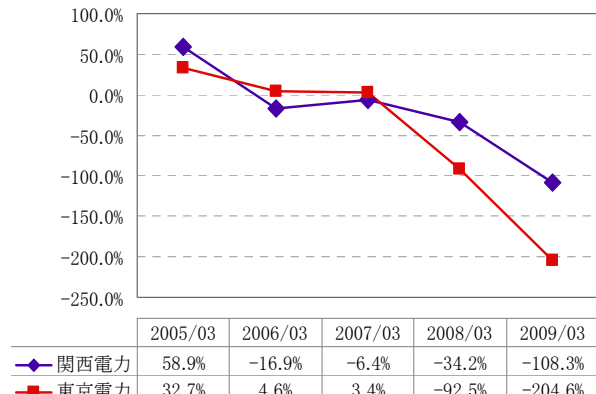
電力産業は他業種に比べて、業績が安定しているが、2009年3月期は、燃料価格の上昇に伴う販売単価増の影響により電力事業収入が増加し、増収になった一方、火力燃料費等が増加したことから、大幅な減益となった。このため、両社とも各利益率とも、大きく下落した。電力産業は有利子負債の割合が大きいため、支払利息の負担が大きく、両社とも、営業利益から支払利息等を控除した経常利益で赤字に転落した。純利益については、東京電力が2008年3月期に法人税等の影響により、大幅赤字となった反動で、マイナスながらも利益率は改善しているが、両社とも厳しい状況である。株主から見た投資効率尺度を測る自己資本純利益率についても、マイナスであるが、東京電力の方がより悪化している。これは、東京電力の方が、レバレッジ（総資本/自己資本）が大きいことなどが原因であるが、業績が改善すれば東京電力の方が、改善幅が大きい。以上、利益率の観点からは、総じて関西電力の方が優位であるといえる。

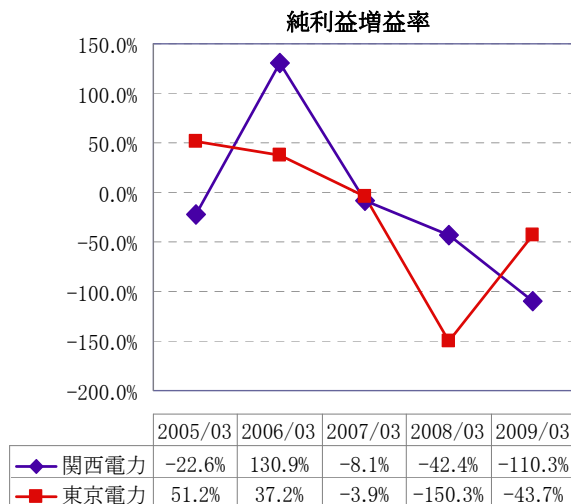
(3) 成長性

売上高増収率



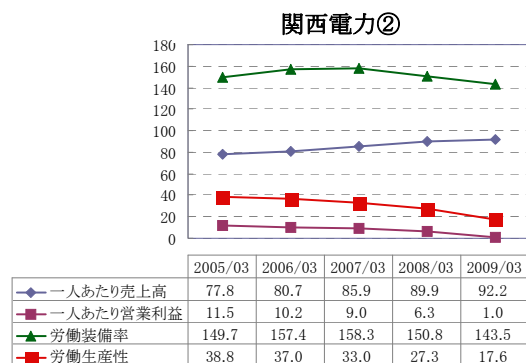
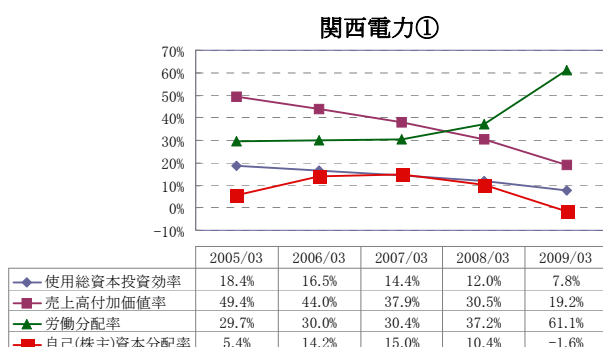
経常利益増益率

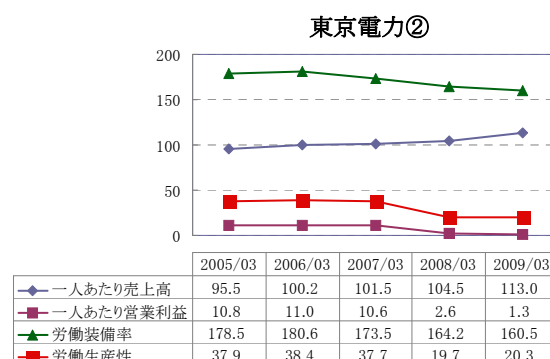
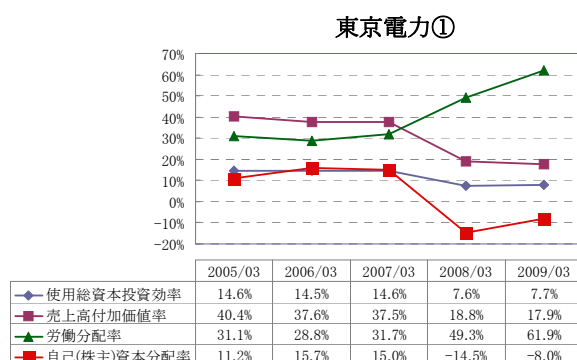




電力の販売単価は、燃料価格の変動に影響を受けるが、2009年3月期は、燃料価格の上昇に伴う販売単価増の影響により、電灯電力収入が増加したことなどから、両社とも増収となっている。一方、主幹電力事業の燃料価格上昇の影響による火力燃料費や他社からの購入電力量の増加で、増益率はともに大幅なマイナスに陥った。電気料金は、原価主義に基づいて算出され、「燃料費調整制度」(燃調)の適用によって、エネルギー価格や為替レートの変動を3ヶ月に1度、半年遅れで料金に反映させる仕組みになっている。燃調の対象となるのは、原油、LNG(液化天然ガス)、石炭の火力燃料3種であり、基準燃料価格に対して、それぞれの変動幅を料金に反映させる。小幅な料金改定を避けるため、変動幅が基準価格の上下5%に留まる場合は調整しない。また、プラス調整には上限値があり、基準価格の1.5倍を超える燃料コストは転嫁できない。近年の原油価格の上昇によって、電気料金は3ヶ月毎にプラス調整が続いていた。2008年に入ってから、多くの電力会社において、燃料価格が上限値を超え、コスト回収できない事態になっており、それを回避するためには、基準価格を引き上げなければならない状況となっていた。原油価格(WTI先物)が1バレル147ドルの史上最高値を記録した2008年7月、中部電力・北陸電力を除く電力8社は、基準価格を引き上げる本格改定に踏み切った。原油価格の上昇を、半年後の2009年1月から料金転嫁する条件を整えたのである。しかし、そこに経済産業省の二階俊博大臣が待ったをかけた。原油価格の高騰の料金プラス調整は、東京電力の場合、標準家庭の負担額が月800円(12%)も増える大幅値上げだった。二階経産相は「国民生活に与える影響が大きい」として見直しを要請し、官民の交渉の結果、電力8社は調整額を半分に圧縮し、残る半分は2009年4月以降に分割回収するという措置がとられた。この結果、2009年3月期では各電力会社の決算において赤字転落が相次いだのである。このように赤字に陥ったのは、経産省の介入による期ずれの影響が背景としてあり、2010年3月期は、その反動で大幅な増益となる見通しである。

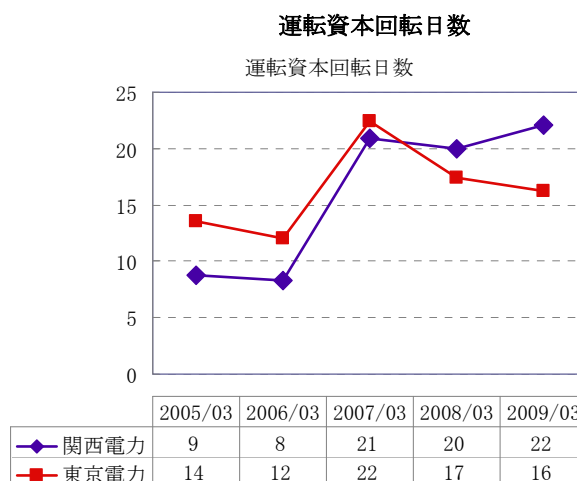
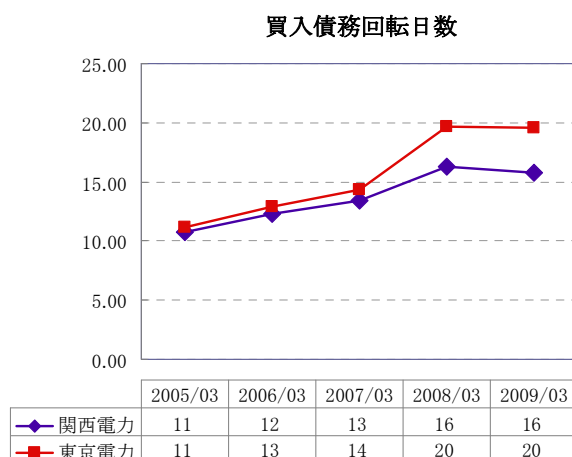
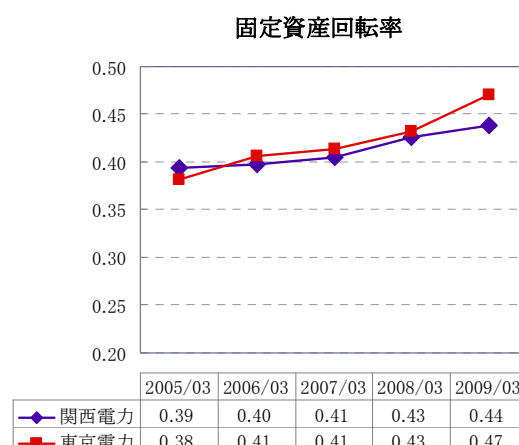
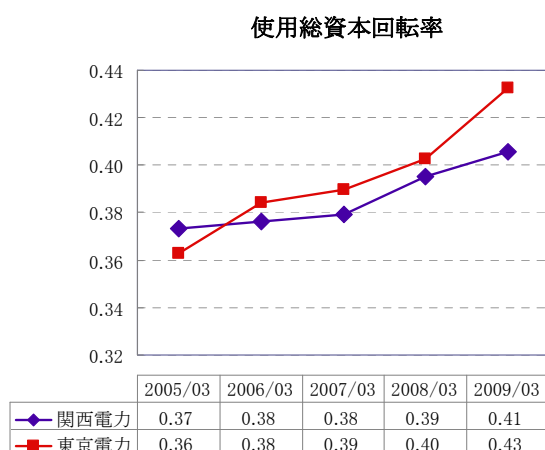
(4) 生産性





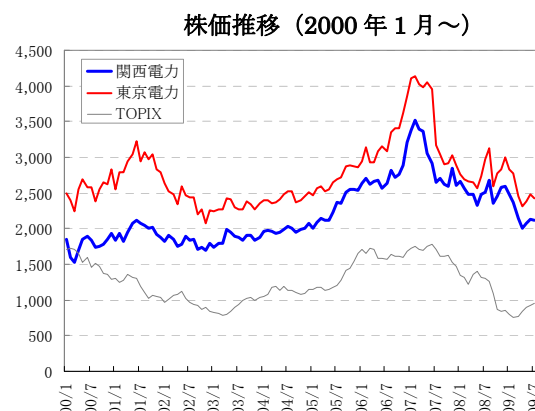
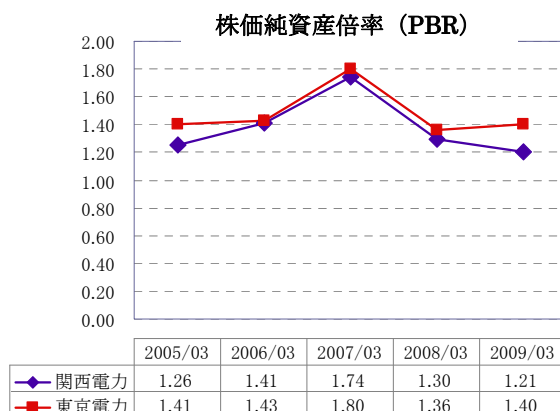
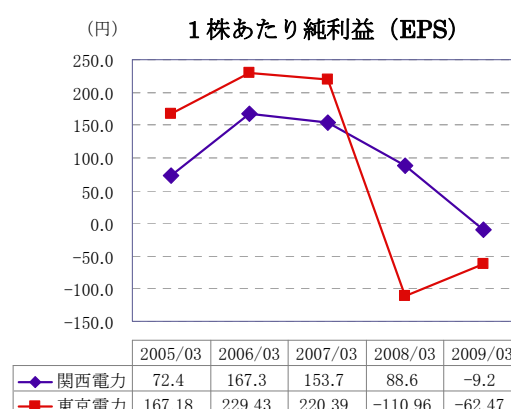
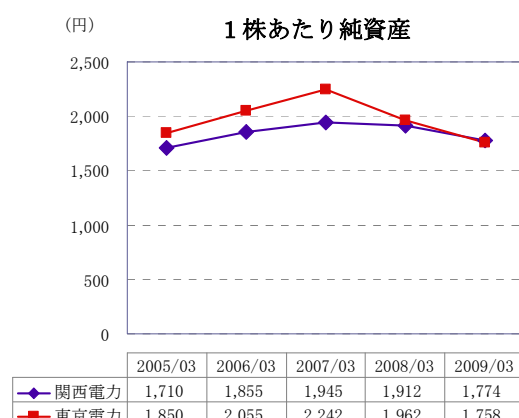
使用総資本投資効率や売上高付加価値率では、関西電力の方が優位であるといえる。東京電力は、2007年7月に発生した新潟県中越沖地震の影響による柏崎刈羽原子力発電所の運転停止が影響していると推察される。一方、一人当たり売上高や労働生産性では、東京電力の方が優位である。また、労働装備率においては、両社とも投資額が大きい分、さらなる省力化や合理化が必要である。

(5) 効率性



使用総資本回転率は企業の総資産の利用効率を表す指標であり、全業種では 1.0 が目標であるが、電力会社は多大な資産を有しているため、他業種に比べて数値が低い。また、固定資産回転率も、業種の特性を反映して、他業種よりも低い数値となっている。したがって、資産の利用効率の観点からは、改善余地が大きいとも言える。買入債務回転日数は、債務の支払に何日かかるかを示しており、長い方が好ましいが、両社とも、全業種平均（57 日）を大きく下回っており、資金繰り上は好ましくない。また、両社とも運転資本回転日数は 2007 年 3 月期以降、長期化しており、資金の回収効率が悪化していることが伺える。

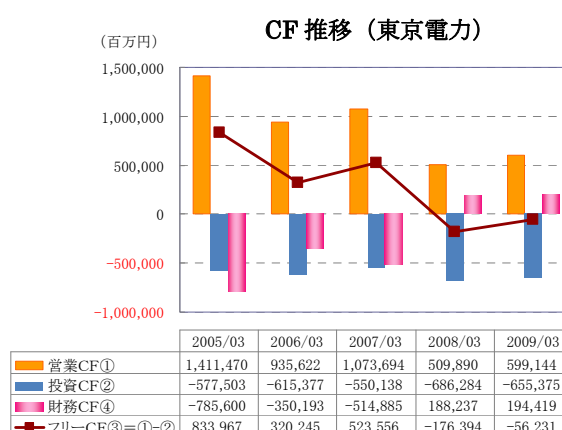
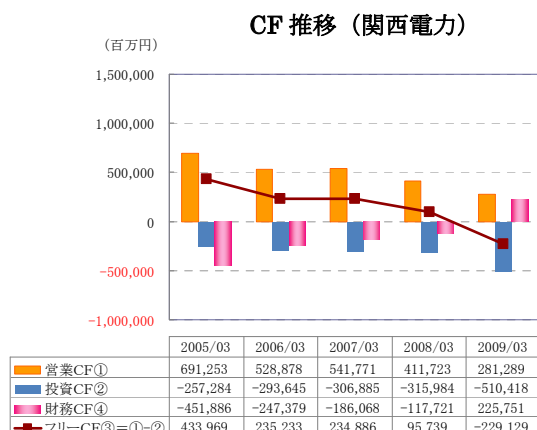
(6) その他



一株あたり純資産は、2009 年 3 月期に当期純損失を計上したことなどから、純資産が低下したことを受け低下しているが、電力会社の特性を反映して全業種平均に比べると大きい水準である。一株あたり純利益 (EPS) についても、当期純損失の経常を反映して、大幅に悪化している。柏崎刈羽原発の運転停止の影響を受ける前は、東京電力の方が優位であった。株価純資産倍率は、株主資本の時価が簿価の何倍で評価されているかを表す指標であるが、電力会社は基本的には業績のぶれが小さく、安定配当を支払うディフェンシブ銘柄であるため、1 倍を超えて安定的に推移している。関西電力と東京電力の株価の推移を比較すると、両社とも同じように推移しており、2000 年 1 月以降の期間においては、TOPIX を上回っていることが分かる。

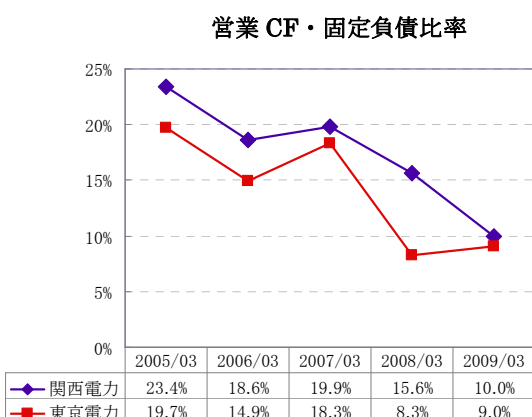
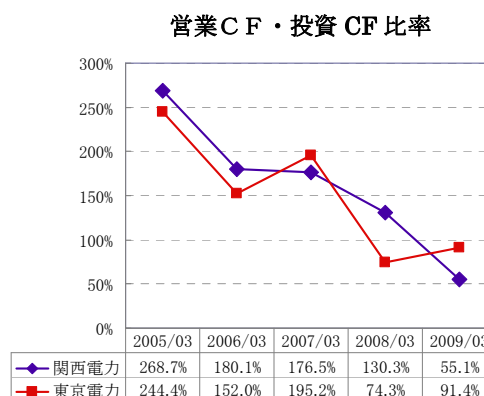
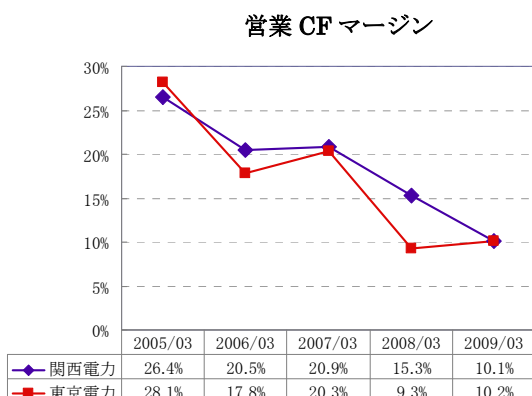
1.2 連結キャッシュフロー計算書の内容およびCF分析指標を用いた分析

(1) キャッシュフローの状況



本業で獲得したキャッシュフローを表す営業キャッシュフローは、近年減少傾向にあるが、キャッシュフローの絶対額は両社とも大きく、特に東京電力は大きい。一方で投資キャッシュフローは両社とも増加傾向（マイナス金額が大きくなる）にある。発電所の新規設備投資を拡大させていることが背景にある。そのため、フリーキャッシュフローは赤字に転じており、その赤字を補うために、財務キャッシュフローがプラスとなっている。関西電力では、堺港、和歌山、姫路に LNG 火力、舞鶴に石炭火力の設備投資を行っており、東京電力は、常陸那珂、広野に石炭火力、富津、川崎に LNG 火力、福島に原子力などの設備投資を行っている。

(2) キャッシュフローの分析

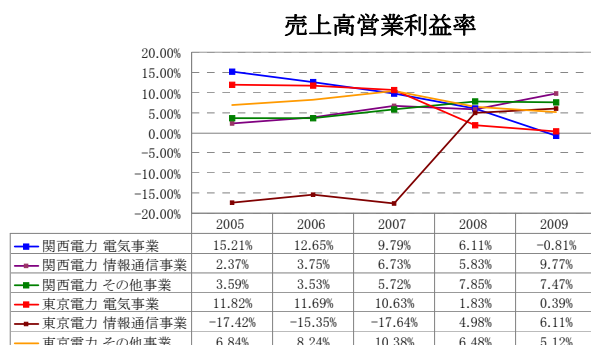


営業キャッシュフローマージンは、売上高に対する営業キャッシュフローの割合を示しており、キャッシュフローの収益性を表している。両社とも、エネルギー価格の高騰を受けた販売単価の増加によって売上高が増加する一方、営業キャッシュフローが低下していることから、営業キャッシュフローマージンについても減少傾向にある。営業 CF 投資 CF 比率は、営業キャッシュフローが投資をどれだけカバーしているかを見る指標である。両社とも望ましいとされる水準である 100%を上回って推移してきたが、直近では 100%を割っている。営業 CF 固定負債比率は、固定負債の返済能力を示す指標である。固定負債が大きい電力業界の特性に加え、営業キャッシュフローの減少によって、同指標も悪化している。2009 年 3 月期は燃料価格の上昇を転嫁することができなかった背景などから、営業キャッシュフローが大幅に減少したため、キャッシュフロー分析の指標は軒並み悪化しているが、2008 年の燃料価格の上昇を電気料金に転嫁できる 2010 年 3 月期は、改善する見込みである。

1.3 事業種類別および所在地別セグメント情報にもとづいた経営分析

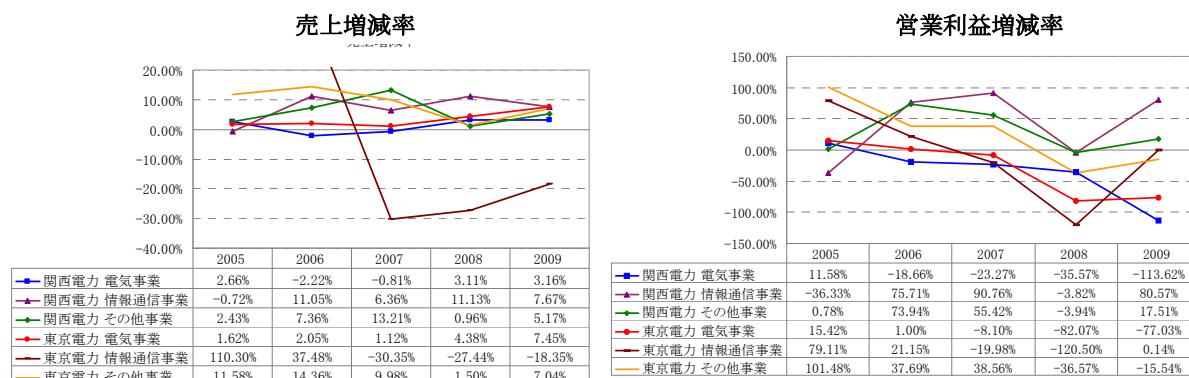
関西電力と東京電力では、日本以外の国または地域における売上高が、連結売上高の 10%未満であるため、連結財務諸表規則（第 15 条の 2 第 2 項）に基づき、その記載を省略している。よって、以下は事業種類別のセグメント情報にもとづいて分析する。

(1) 収益性



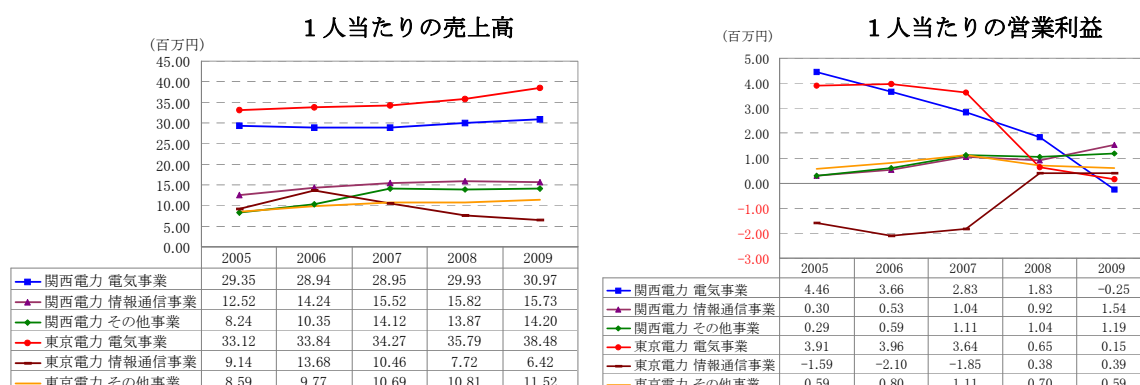
両社とも情報通信事業の利益率は上昇しているが、主幹の電気事業において、利益率が低下傾向にある。電気事業は直近では大幅減益となったことから利益率は低下しているが、通常は 10%以上の利益率を誇っており、安定した収益源である。情報通信事業やその他事業についても、通常の電気事業の利益率を上回るような事業に成長させることが重要になるだろう。

(2) 成長性



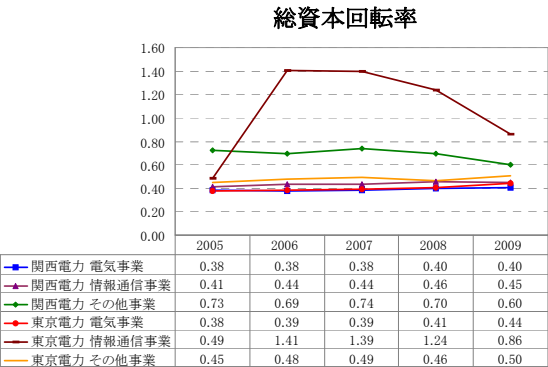
東京電力の情報通信事業が、売上増減率、営業利益増減率において大幅なマイナスとなっているのは、2007年8月にフュージョン・コミュニケーションズが連結対象から外れたことなどによる。東京電力の情報通信事業を除くと、両社ともそれぞれの事業で売上を伸ばしてきていることが分かる。電気事業の売上高は、燃料価格や為替レートの変動の影響を受けるため、今後減ることが想定されるので、全社で安定的に売上を伸ばすためには、情報通信事業とその他事業を拡大させていく必要がある。また、営業利益増減率については、電気事業が大幅な減益となっているが、関西電力は情報通信事業やその他事業で利益を増加させている。情報通信事業では、「eo 光」ブランドで提供している FTTH サービス、その他事業では、オール電化やホームセキュリティ等の事業が好調で増収増益となっている。

(3) 生産性



一人当たりの売上高を見ると、両社とも電気事業の生産性が高いことが分かる。前述のとおり、東京電力はフュージョン・コミュニケーションズを連結対象外にしたことなどから、情報通信事業の一人当たりの売上高が低水準である。また、電気事業の一人当たり売上高は、東京電力の方が優位に推移している。一人当たりの営業利益は、2008年3月期以降、急速に減少しているが、両社とも通常であれば、電気事業の同指標は4%程度で推移している。そのため、情報通信事業やその他事業の収益性の改善が課題である。

(4) 効率性

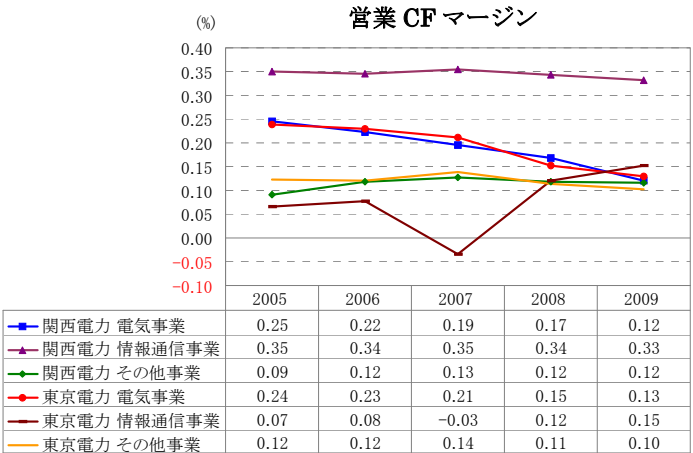


総資本回転率は、1 以上であることが望ましいが、両社の全事業セグメントとも、1 を下回っている。電力産業という特性上、多額の資産を保有しているため他業種に比べて低いのは仕方ないとしても、情報通信事業やその他事業においては、改善の余地が大きいといえる。

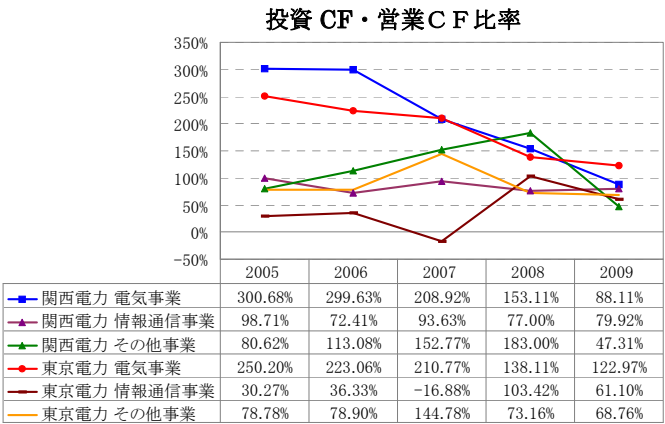
1.4 事業種類別セグメント情報にもとづいた CF 分析

(1) 営業キャッシュフローマージン

事業種類別に営業キャッシュフローマージンを比較すると、最も高いのは、関西電力の情報通信事業である。「eo 光」ブランドの FTTH サービスは、加入者が増加すればするほど、単位あたりのコストが逓減し、収益構造が改善するのが背景である。ただし、同指標では両社の全ての事業セグメントが低水準であることから、キャッシュフロー創出に向けた取組が重要である。



(2) 営業キャッシュフロー投資キャッシュフロー（資本支出）比率

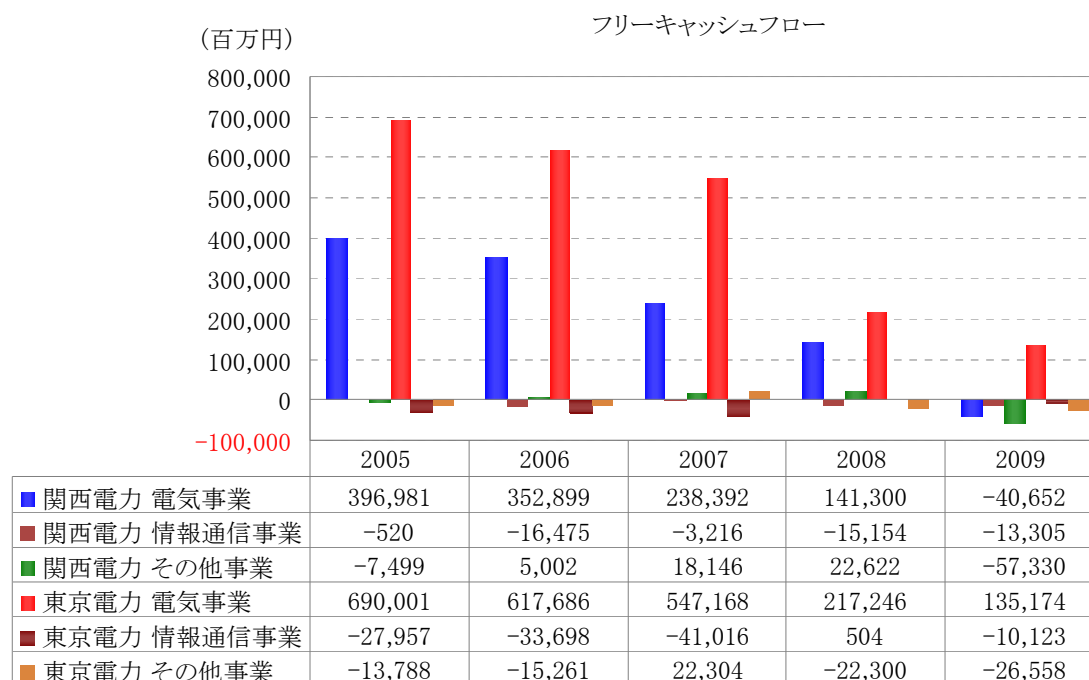


電気事業は、通常は豊富な営業キャッシュフローを創出するので、情報通信事業やその他事業に比べて、営業 CF・投資 CF 比率は高い。しかし、直近では業績の低迷を受けて、同指標は低下している。両社とも、全事業セグメントにおいて、将来の成長に向けた投資を支えるために、営業キャッシュフローを創出する仕組みづくりが必要である。

(3) フリーキャッシュフロー

(営業キャッシュフロー＝営業利益＊(1－実行税率)＋減価償却費)

(フリーキャッシュフロー＝営業キャッシュフロー－資本的支出)



そのフリーキャッシュフローを情報通信事業やその他事業への投資にまわしているということである。特に情報通信事業は初期投資が大きいので、事業規模が拡大し軌道に乗るまでの間は、フリーキャッシュフローの赤字が続くが、事業継続をできるのは、電気事業の潤沢なフリーキャッシュフローがあるためである。しかし、近年、電気事業のフリーキャッシュフローが低下傾向にあることには留意が必要である。2009年3月期は燃料価格の上昇を販売価格に転嫁できなかったという事情があったが、将来の需要創造に向けた積極的な設備投資を背景にして、投資 CF が拡大していることも要因である。フリーキャッシュフローはプラスの年もあれば、マイナスの年もあるが、中長期的にはプラスを確保できるよう、営業キャッシュフローを安定的に獲得するとともに、新規投資の採算性を見極め、事業の選択と集中を進めることが重要である。

2 企業価値分析

2.1 資本コストを算出し、それにもとづいて経済付加価値（EVA）および投下資本収益率（ROIC）を算出

2.1.1 経済付加価値（EVA）および投下資本収益率（ROIC）の算出結果

表 2.1.1.1 関西電力の EVA および投下資本収益率（ROIC）

指 標	単位	2005/03	2006/03	2007/03	2008/03	2009/03
経済付加価値(EVA)	百万円	-27,708	-14,478	-68,265	-112,293	-186,726
投下資本収益率(ROIC)	%	2.94%	3.18%	2.70%	1.83%	0.32%

■EVA算出要素

NOPAT	百万円	193,229	204,729	174,258	117,483	20,930
資本コスト	百万円	220,937	219,207	242,522	229,776	207,655
WACC	%	3.36%	3.41%	3.76%	3.58%	3.22%
負債コスト	%	2.24%	1.98%	1.87%	1.79%	1.70%
株主資本比率	%	41.8%	40.5%	47.0%	47.0%	40.4%
有利子負債	百万円	3,656,131	3,376,084	3,264,476	3,181,997	3,267,342
株主資本コスト	%	6.49%	6.60%	6.65%	6.35%	6.28%
投下資本	百万円	6,567,818	6,433,123	6,456,706	6,413,894	6,450,827

■計算式要素

株主資本(時価)	百万円	2,069,802	2,517,457	3,263,549	2,387,493	2,043,055
β	倍	0.586	0.586	0.586	0.586	0.586
リスクプレミアム	%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%
無リスク金利	%	1.504%	1.622%	1.666%	1.371%	1.296%
実効税率	%	50.06%	37.42%	35.85%	37.22%	32.59%

表 2.1.1.2 東京電力の EVA および投下資本収益率 (ROIC)

指 標	単位	2005/03	2006/03	2007/03	2008/03	2009/03
経済付加価値(EVA)	百万円	-7,637	-6,423	-86,447	-320,062	-324,005
投下資本収益率(ROIC)	%	2.66%	2.98%	2.68%	0.76%	0.43%

■EVA算出要素

NOPAT	百万円	345,086	382,110	335,642	94,608	54,402
資本コスト	百万円	352,723	388,533	422,089	414,670	378,408
WACC	%	2.72%	3.03%	3.37%	3.33%	3.02%
負債コスト	%	1.97%	2.02%	2.09%	2.06%	1.86%
株主資本比率	%	28.7%	31.9%	38.8%	38.4%	31.5%
有利子負債	百万円	8,335,336	7,984,517	7,418,925	7,258,581	7,547,010
株主資本コスト	%	6.50%	6.62%	6.66%	6.37%	6.29%
投下資本	百万円	12,954,897	12,842,204	12,542,146	12,467,914	12,549,256

■計算式要素

株主資本(時価)	百万円	3,517,456	3,970,666	5,452,056	3,605,392	3,328,054
β	倍	0.588	0.588	0.588	0.588	0.588
リスクプレミアム	%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%
無リスク金利	%	1.504%	1.622%	1.666%	1.371%	1.296%
実効税率	%	39.06%	33.69%	39.08%	30.64%	18.72%

(図) 2.1.1 EVA・ROIC 推移

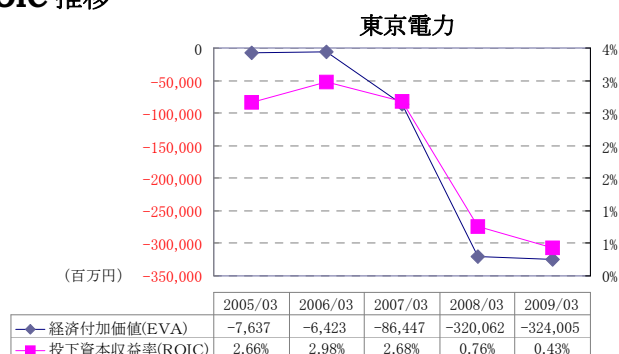
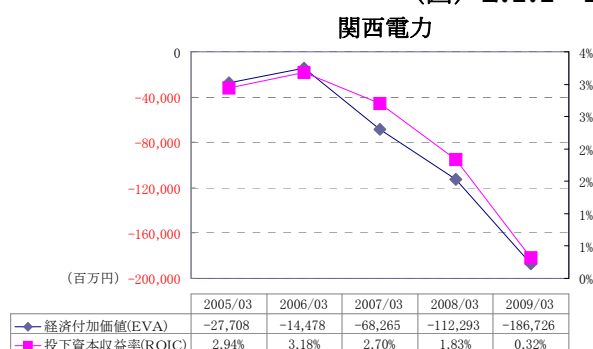


表 2.1.1.3 EVA・ROIC 計算 データ入手方法

指 標	説明または計算式
経済付加価値(EVA)	NOPAT－資本コスト
投下資本収益率(ROIC)	NOPAT／投下資本

■EVA算出要素

NOPAT	営業利益×(1-実効税率) (金融資産は事業利益と考えないことにし、含めない)
資本コスト	WACC×投下資本
WACC	負債コスト×(1-実効税率)×(1-株主資本比率) +株主資本コスト×株主資本比率
負債コスト	支払利息/有利子負債
株主資本比率	資本合計÷(有利子負債+資本合計) 【期首期末平均】
有利子負債	短期借入金+長期借入金+社債 【期首期末平均】
株主資本コスト	無リスク金利 + β (株式期待収益率－無リスク金利)
投下資本	正味運転資本[流動資産－流動負債-(短期借入金+1年以内長期借入金・社債)]+固定資産 (『経営財務入門』より)

■計算式要素

株主資本(時価)	株価×発行済み株式数
β	ブルムバーグ社ホームページより
リスクプレミアム	イボットソン・アソシエイツ社の長期データより
無リスク金利	財務省HPの10年もの長期国債利回りより
実効税率	{(法人税等+法人税等調整額)÷税金等調整前当期純利益}で算出。

EVA は株主資本コストも加味した投下資本コストをどれだけ上回る価値を企業が創出したかを表す指標であり、税引後事業利益（NOPAT）から資本コスト（＝簿価投下資本×WACC）を差し引いて求められる。従って、EVA を向上させるためには、NOPAT を増加させるか、資本費用を減少させるかの2通りの方法がある。さらに資本費用を減少させるためには、簿価投下資本を減少させるか、加重平均資本コスト（WACC）を低下させる必要がある。両社とも、EVA がマイナスの状態が続いている。資本コストは変動があるものの、NOPAT の水準が低いことが、マイナスが主たる要因である。ただし、前提の数値をどうおくかによって、計算結果が大きく変わってくることは留意が必要である。

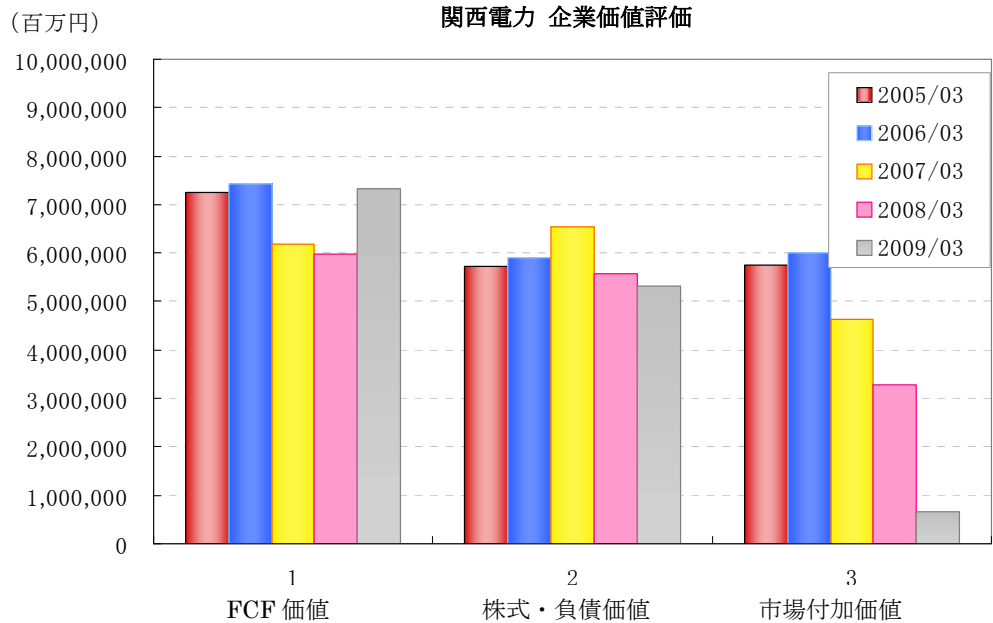
ROIC は、簿価投下資本に対する税引後事業利益（NOPAT）の割合を示している。したがって、ROIC を向上させるには、NOPAT を増加させるか、簿価投下資本を減少させるか、という2つの方法がある。両社の過去5年のROICを分析すると、簿価投下資本にはあまり変動がない一方で、NOPAT が大幅に減少しているため、ROIC も悪化している。ただし、EVA と同様、過去5年の期間を通じてみると、関西電力の方がROIC は高く優位性がある。

2.2 企業価値指標の算出

2.2.1 企業価値指標計算結果および算定方法（関西電力）

表 2.2.1.1 関西電力の企業価値評価指標

指 標	単位	2005/03	2006/03	2007/03	2008/03	2009/03	5期平均
フリーキャッシュフロー価値	百万円	7,261,832	7,439,488	6,194,251	5,973,029	7,337,233	6,841,167
株式・負債価値(時価評価)	百万円	5,725,933	5,893,541	6,528,025	5,569,489	5,310,397	5,805,477
市場付加価値(MVA)+投下資本	百万円	5,744,137	6,008,231	4,639,289	3,279,393	650,186	4,064,247



企業価値指標の算出手順は次の通りである。

フリーキャッシュフロー価値 : 表 2.2.1.2.の通り

株式・負債価値（時価評価） : 期末株価×発行済株式数×有利子負債簿価

市場付加価値 : EVA/資本コスト+簿価投下資本

表 2.2.1.2 関西電力 フリーキャッシュフロー価値算出手順

関西電力	単位	2005/03	2006/03	2007/03	2008/03	2009/03	2010/03	2011/03	2012/03	2013/03
フリーキャッシュフロー	百万円	433,969	235,233	234,886	95,739	-229,129	154,169	154,198	154,228	154,257
平均フリーキャッシュフロー	百万円					154,140				
売上高	百万円	2,613,483	2,579,059	2,596,371	2,689,317	2,789,575				
売上高成長率	%	2.9%	-1.3%	0.7%	3.6%	3.7%				
平均成長率	%					1.9%				
2005/03月期に係る予測期間の価値	百万円		227,577	219,846	86,693	-200,726	130,663			
2006/03月期に係る予測期間の価値	百万円			227,146	89,533	-207,216	134,831	130,413		
2007/03月期に係る予測期間の価値	百万円				92,273	-212,840	138,024	133,053	128,261	
2008/03月期に係る予測期間の価値	百万円					-221,204	143,689	138,746	133,973	129,364
2009/03月期に係る予測期間の価値	百万円						149,361	144,731	140,244	135,896
予測期間の割引現在価値 (A)	百万円	464,053	374,707	278,772	324,569	701,914				
加重平均資本コスト : WACC	%	3.36%	3.41%	3.76%	3.58%	3.22%				
リスクフリーレート	%	1.50%	1.62%	1.67%	1.37%	1.30%				
継続価値の資本コスト	%	1.86%	1.79%	2.09%	2.21%	1.92%				
継続価値 (B)	百万円	6,797,779	7,064,782	5,915,479	5,648,460	6,635,319				
企業価値 (A) + (B)	百万円	7,261,832	7,439,488	6,194,251	5,973,029	7,337,233				

フリーキャッシュフロー価値算出の前提条件は、過去 5 年の平均キャッシュフローが売上高の平均成長率で増えると仮定したことである。ここでは、以下の条件を仮定した。

今後 5 年間の平均成長率：2010 年 3 月以降 1.9%

2010 年 3 月期の FCF : 154,169 百万円

2.2.2 企業価値指標計算結果および算定方法（東京電力）

表 2.2.2.1 東京電力の企業価値評価指標

フリーキャッシュフロー価値	百万円	21,049,188	18,038,820	14,503,809	13,151,968	15,423,641	16,433,485
株式・負債価値(時価評価)	百万円	11,852,791	11,955,183	12,870,981	10,863,973	10,875,064	11,683,598
市場付加価値(MVA)+投下資本	百万円	12,674,390	12,629,910	9,973,429	2,844,576	1,804,159	7,985,293

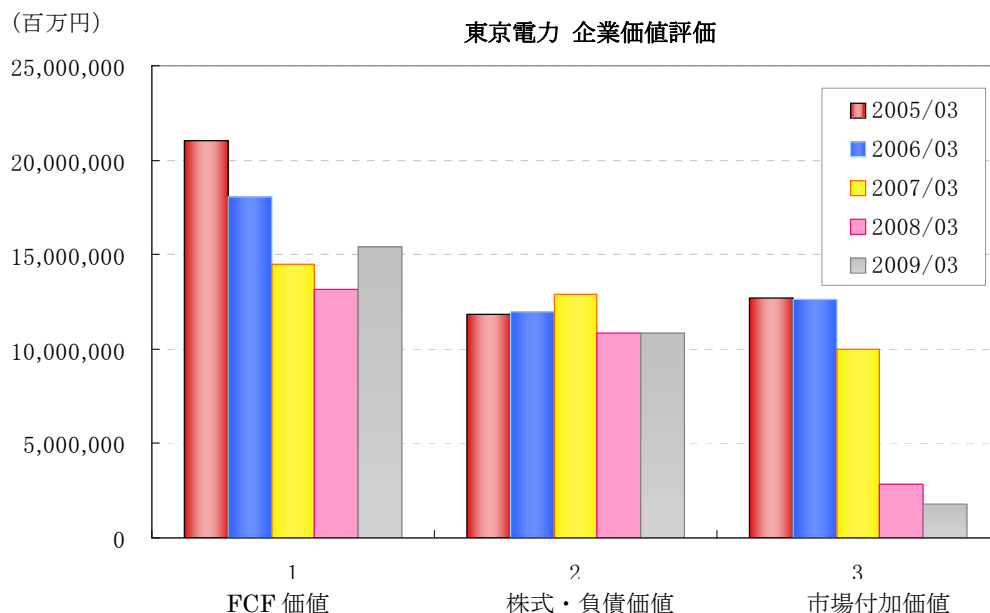


表 2.2.2.2 東京電力 フリーキャッシュフロー価値算出手順

東京電力	単位	2005/03	2006/03	2007/03	2008/03	2009/03	2010/03	2011/03	2012/03	2013/03
フリーキャッシュフロー	百万円	833,967	320,245	523,556	-176,394	-56,231	289,143	289,258	289,372	289,487
平均フリーキャッシュフロー	百万円					289,029				
売上高	百万円	5,017,210	5,255,495	5,283,033	5,479,380	5,887,576				
売上高成長率	%	3.4%	4.7%	0.5%	3.7%	7.4%				
平均成長率	%					4.0%				
2005/03 期に係る予測期間の価値	百万円		311,757	496,170	-162,736	-50,502	252,802			
2006/03 期に係る予測期間の価値	百万円			508,181	-166,186	-51,421	256,646	249,208		
2007/03 期に係る予測期間の価値	百万円				-170,651	-52,629	261,811	253,387	245,235	
2008/03 期に係る予測期間の価値	百万円					-54,421	270,829	262,215	253,875	245,801
2009/03 期に係る予測期間の価値	百万円						280,680	272,572	264,698	257,052
予測期間の割引現在価値 (A)	百万円	847,490	796,428	537,153	978,298	1,324,627				
加重平均資本コスト : WACC	%	2.72%	3.03%	3.37%	3.33%	3.02%				
リスクフリーレート	%	1.50%	1.62%	1.67%	1.37%	1.30%				
継続価値の資本コスト	%	1.22%	1.40%	1.70%	1.95%	1.72%				
継続価値 (B)	百万円	20,201,698	17,242,391	13,966,656	12,173,670	14,099,013				
企業価値 (A) + (B)	百万円	21,049,188	18,038,820	14,503,809	13,151,968	15,423,641				

フリーキャッシュフロー価値算出の前提条件は、過去 5 年の平均キャッシュフローが売上

高の平均成長率で増えると仮定したことである。ここでは、以下の条件を仮定した。

今後 5 年間の平均成長率：2010 年 3 月以降 4.0%

2010 年 3 月期の FCF : 289,143 百万円

2.2.3 算定結果からの考察

(1) フリーキャッシュフロー価値

フリーキャッシュフロー価値については、直近の決算で大幅な赤字を計上しているため、過去 5 期平均のフリーキャッシュフローが、売上高成長率の 5 期平均と同様に伸びると仮定して算出した。前提となる株式のリスクプレミアムを 8.5% と高めに設定したが、この数値をどう設定するかによって、フリーキャッシュフロー価値は大きく変動することには留意が必要である。電力会社は負債が大きいにも関わらず、負債コストが低いことに加え（格付参照）、株式ベータ（ β 値）が低いので、WACC（加重平均資本コスト）が低いのが特徴である。そのため、後述する株式・負債価値に比べても、フリーキャッシュフロー価値は大きく評価されることになる。

（資料 2.2.3.1）関西電力・東京電力 長期債務格付比較

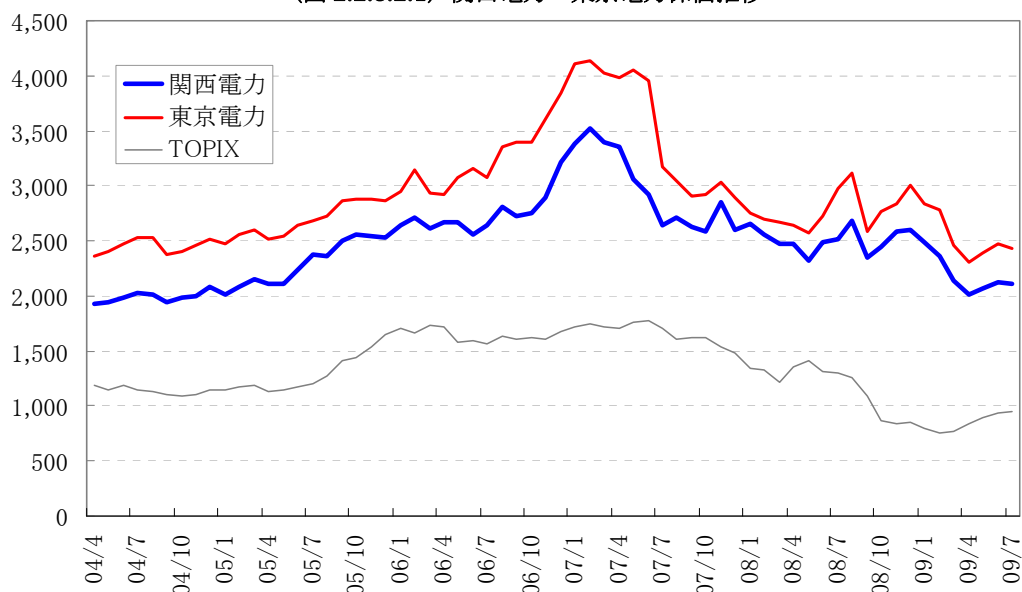
	Moody's	S&P	R&I	JCR
関西電力	Aa2	AA	AA+	AAA
東京電力	Aa2	-	AA+	AAA

（2009 年 8 月 27 日現在）

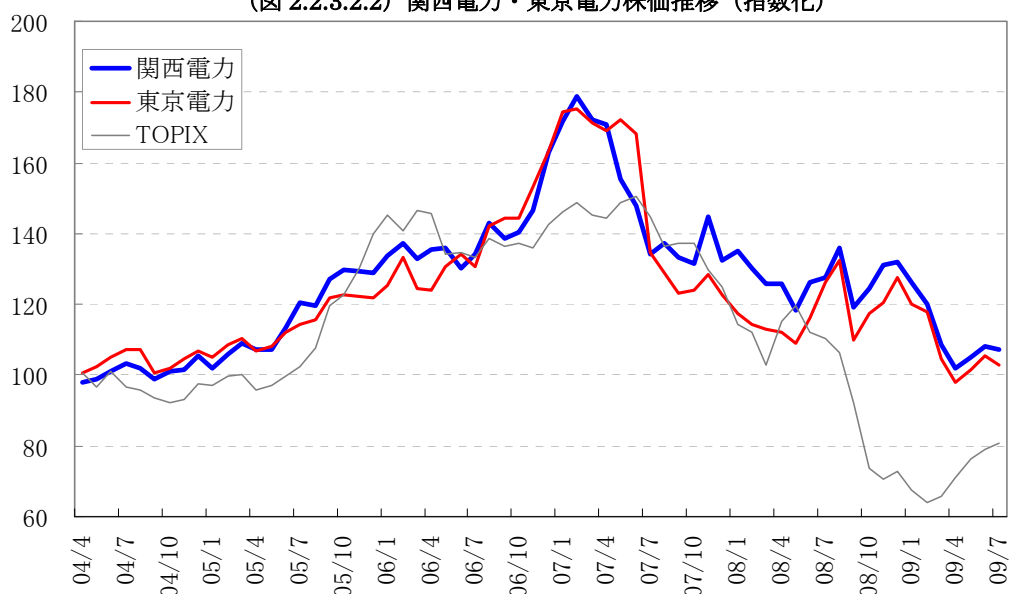
(2) 株式・負債価値

株式・負債価値については、両社とも減少傾向にある。有利子負債の水準には大きな変動はないが、株価の下落により、株主資本（時価）が大幅に下落したことがその要因である。以下に、両社の株価とトピックスの推移を示す。両社の株価は連動していることが分かる。また、（図 2.2.3.2.2）では 2004 年 3 月末を 100 として指数化しているが、この期間では、関西電力の方が東京電力に比べて株価上昇率が高い。また、TOPIX に比べて両社の株価上昇率の方が高いのは、景気後退（株価下落）局面においては、高配当でディフェンシブ銘柄である電力株が選好されるためである。

（図 2.2.3.2.1）関西電力・東京電力株価推移



(図 2.2.3.2.2) 関西電力・東京電力株価推移 (指数化)



※2004年3月末を100として指数化

(3) 市場付加価値 (MVA)

MVAは将来のEVA期待値の現在価値であり、これに投下資本を加えたものが企業価値として表される。両社ともEVAのマイナスが継続しているため、MVAもマイナスとなっている。その結果として、市場付加価値は、投下資本の占める割合が大きくなっている。EVAおよびMVAは、前提の数字をどう設定するかによって、数値の変動幅が大きくなるということではあるが、今回前提とした数値に基づいて算出すると、投資家の期待する経済付加価値を創出できていないことが考察できる。

(4) 各指標の評価

以上、3つの企業価値指標で両社の評価をしたが、フリーキャッシュフロー価値が他の価値よりも大きな数値を示している。キャッシュフローを過去5年平均の絶対的な水準が高いことや、資本コストが低いこと等がその要因である。しかし、資本コストや将来の成長性などの前提を変えれば、その価値は大きく変わってくることには留意が必要である。一方で、株式・負債価値は、バランスシートと株式市場という客観的な視点から評価されている数値であり、説得力のある価値である。また、EVAがマイナスとなっていることから分かるように、両社は投資家の期待する利益水準を必ずしも達成できていない。したがって、今後どれだけ継続的に収益構造を改善するかが重要になってくる。

3 経営課題抽出

関西電力・東京電力の財務分析結果と企業価値評価から、3つの観点で課題を抽出する。

3.1 電気事業におけるリスクマネジメントの強化

電力の販売単価は、燃料価格の変動を反映し、3ヶ月に1度、半年遅れで改定されるが、2009年3月期は燃料価格の上昇を完全に販売単価に転嫁することができず、両社は赤字に転じた。電力は長期的には安定し、業績の変動も小さい事業だが、東京電力が新潟県中越沖地震の影響により、柏崎刈羽原子力発電所を運転停止にしたり、関西電力が美浜原子力発電所で事故が発生したり、天災や人為的災害によって、大規模な操業停止に見舞われると、業績は急激に落ち込んでしまう可能性がある。電力事業は安定的に顧客に電力を供給するという公益性の高い事業であるため、企業の社会的責任（CSR）の観点からも、様々なリスクに対応する危機管理対策の強化は必須である。リスクマネジメントを強化することによって、事故やトラブルの可能性を抑えることができ、収益性の改善にもつながる。

3.2 周辺事業の選択と集中・収益改善

電力会社の周辺事業は、情報通信やセキュリティ事業など多岐に渡っているが、連結売上高に占める割合は10%程度と決して高くない。現在のところ、電力事業で獲得したキャッシュフローを周辺事業に投資しているという形になっているが、周辺事業自らが安定的にキャッシュフローを創出し、自立した事業として成長していくことが重要である。過去数年の平均と比較すると、電力事業の収益性に比べて、情報通信事業などの収益性は劣っている。電力会社の規模やノウハウを活かし、事業拡大と収益構造の改善をすることが今後の課題である。また、多角化した事業の中には、電力事業とのシナジー効果を発揮できずに、収益性の低い事業も存在する。そのため、明確な事業の撤退基準を設け、選択と集中を推進することが重要である。

3.3 強固な財務基盤の構築

電力会社は大規模な発電所を有しているため資産規模が大きく、その資金調達の源泉として有利子負債が大きい。そのため、流動比率、負債比率、固定比率、固定長期適合率、自己資本比率等の安全性を図る指標は、全業種平均よりも劣っているのが現状である。一方、電力事業は業績が安定しているので財務格付が高く、支払利息の金利負担を軽減することができる。しかし、それでも有利子負債の規模を反映して、両社の支払利息負担は極めて大きい（関西電力：554億円、東京電力：1,400億円）。2008年9月のリーマンショック以降、高格付の企業でも資金調達をするのが困難になり、金利スプレッドの拡大によって支払利息の金利が上昇した。電力会社は資金調達の大部分を社債発行に頼っているが、資本市場が機能不全に陥った場合は、想定どおりに資金調達できないリスクもある。景気が悪化し、平時以上に財務基盤の健全性が求められる今だからこそ、強固な財務基盤の構築が求められ、電力会社は積極的なIR等を通じて、資本市場や金融機関とのコミュニケーションを継続してとることが必要である。

4 企業価値創造経営

4.1 経営ビジョン（2004 年 3 月策定）

関西電力は 2004 年 3 月に制定した「関西電力グループ 経営ビジョン ～お客様満足 No.1 企業を目指して」の中で、「変わらぬ使命のために、変わり続けていく関西電力グループ」でありたいとした。グループの目指すべき姿を策定するにあたって、2020 年頃の経営環境を念頭におき、①社会の成熟化と消費者ニーズの広がり、②エネルギー市場の変化、③循環型社会の到来、④ユビキタス・ネットワーク社会の到来、⑤企業の社会的役割に対する期待の高まり、という 5 つのトレンドに注目した。そして、経営環境の変化の中、変わらぬ使命の達成に向け目指すべき企業像を「エネルギーをコアに、くらしの基盤となる領域において、『お客様満足度 No.1 企業』を目指します」と定義し、一人ひとりの従業員はこの企業像に向かって、「お客様の喜びのために私の最善をつくします」という指針に基づき行動することになった。この目指すべき企業像に向けて、関西電力は「お客様にご満足いただける最高のサービスをお届けします」、「企業として社会的責任を全うします」、「一人ひとりの力を、お客様の喜びにつなげていきます」、「期待される利益を確保し、グループとして成長を図ります」という指針を策定した。これらの活動の結果として、また、これらの活動をさらに持続的に展開していくために、期待される利益を確保して企業価値の向上を図り、グループとしての成長を目指している。

4.2 中期経営計画（2007 年 3 月策定）

関西電力グループは、上記経営ビジョンの具体的な肉づけを行い、それを基に、「お客さま満足 No.1 企業」実現に向けた道筋を具体的に示す「関西電力グループ中長期計画」を策定した。まず、経営ビジョンで示された目指すべき企業像を具体化した上で、その企業像実現に向けて、事業活動の根幹である安全を最優先に、高い効果が見込まれるものから、優先的に取組を進めるべく、中長期的に以下の取組方針に沿って事業活動を進めていくとした。

- グループ全体の事業経営の質を高める
- さらにグループの成長を押し上げる
- 従業員の成長を促す

関西電力グループは、効率化等により生み出した経営資源を、上記方針に沿った具体的方策に投入することに従来以上に注力しつつ、各年度の経営計画を、その実行計画として策定し、「お客さま満足 No.1 企業」の実現を目指していくとした。

4.3 平成 21 年度 関西電力グループ経営計画（2009 年 3 月策定）

～変化への対応力を高めつつ、強みをより盤石にしていけるために～

2009 年度は、将来の成長につながるグループの強みをさらに盤石なものにしていく年と位置づけ、CSR を軸に「安全最優先・お客さま価値の創造・人づくり」の 3 つのアクションプランを展開していくとした。

1.3.1 アクションプラン

- ・安全最優先の組織風土の醸成
- ・安全確保を最優先とする意識・行動の徹底
- ・社内外におけるコミュニケーションの充実
- ・安全・品質管理の充実・強化
- ・グループの総合力によるお客さま価値の創造
- ・原子力を中心とした最適な電源構成の構築
- ・安全で高品質かつ効率的な電力流通設備の形成・維持・運用
- ・お客さまのお役に立つ高品質な価値の創造・提供
- ・グループ事業・海外事業の推進
- ・環境問題への先進的取組みの推進
- ・事業活動全般を支える取組み
- ・一人ひとりの成長を支えるしくみづくり
- ・グループの持続的な成長を支える人材の確保・育成
- ・従業員が能力を最大限に発揮できる人材マネジメントの推進
- ・従業員が安心して働ける環境の整備

1.3.2 財務目標および株主還元方針

1.3.2.1 財務目標

電気事業およびグループ事業の持続的な成長を見据え、効率的な業務運営に努めつつ、資産効率・投資効率を勘案しながら経営資源の投入を着実に実施し、経営基盤の強化を図っている。これにより、継続的に営業キャッシュフローを創出し、企業価値の向上を図るとした。

1.3.2.2 株主還元方針

株主還元方針に基づき、安定的な配当を維持しつつ、あわせて自己株式の取得を実施することで、株主に対して経営の成果を適切かつ安定的に配分するとし、配当と自己株式の取得を株主還元と位置づけ、平成 19～24 年度の各年度における連結ベースでの自己資本総還元率は 4%程度を目標とした。

1.4 関西電力の企業経営戦略

1.4.1 経営指標 PCA（関西電力版 EVA）の導入

日本では、1990 年代に内外価格差是正の社会的要請が高まるなか、他産業における規制緩和の試みや電力自由化の世界的潮流を受け、日本の電力産業もまた自由化への道を進むことになった。このことにより、さまざまな分野において新規参入業者、第三者的供給者と競合・協調が必要となり、他のエネルギーや自家発電の普及による分散型電源との競合激化するなか、更なるコストダウンと資産の効率的活用が求められるようになった。独占

企業は、競争企業に比べ経営管理制度の導入が遅れる傾向にある中で、関西電力では自由化を前に経営管理システムを見直した。関西電力では、経営管理システム改革の当初から、企業価値を向上し続ける事が同社の究極的なゴールであるという認識が共有化されており、その為の独自の EVA 指標である PCA (Profit after Cost of Assets:資産コスト差し引き後利益) を設計し、全社経営指標と位置付けた。

1.4.1.1 PCA 指標のポイント

PCA は、資本市場から求められる必要最低利益を「資産コスト」として認識し、資産コスト差し引後の付加価値を示す関西電力独自の指標で「税引後事業利益-資産コスト」で求めます。資産コストとは、資本コスト (WACC) を資産ベースに読み替えたものである。資本市場の求めるコストを差し引いた後の付加価値を表わすという意味では、EVA と同じ考え方だが、EVA があくまで負債・資本ベースであるのに対し、PCA は資産ベースに置き換えてある点が大きな違いである。これは、全社への浸透を考え、より現場等が実感しやすい資産ベースとしたもので、いわば実践面から EVA を改良したものである。尚、2005 年度以降は、経営目標から PCA が外れている。

1.4.2 BSC の導入

PCA と資産効率、財務健全度といった切り口の指標（これらをまとめて「収益性指標」と位置づけた）に加え、やる気指標という、現場従業員の日々の業務に密着した業績評価指標が掲げられた。やる気指標の具体例としては、送電継続中事故未収発生率、直営作業件数、工事竣工後 3 ヶ月以内の不具合発生率などがあげられる。これらの指標は本店発で決定される業績評価指標を、ボトムアップ的に補うもので、現場従業員の志気を高める役割を担っていた。この収益性指標＋やる気指標という枠組みは、その後『3 性（収益性、公益性、成長性：収公成）』という形に統合・整理された。すなわち、収益性指標とやる気指標を、別々に分断された指標群にとらえるのではなく、関西電力が満たさなければならぬ究極的なミッション（収益性の向上、公益性の確保、成長の維持）の各方面に業績評価指標を掲げるべきだ、という考え方の転換である。これは、BSC（バランス・スコアカード）のバランスと同じ要素に着眼したものであった。一方、業績評価制度をいくら改革したところで、組織長自身が新制度のなかで活性化し、自ら掲げる高い目標の達成に対してコミットしなければ、改革の真の果実は獲得できない。このような問題意識から、関西電力では業績評価制度をあえて「成果契約制度」と呼ぶことにした。

1.5 ステークホルダー価値

1.5.1 従業員価値

従業員に対するアクションプランとして「一人ひとりの成長を支えるしくみづくり」を掲げている。専門分野や能力に応じた研修制度の充実を図り、人材の育成に取り組み、従業員が安心して働ける環境を整備することを目標としている。関西電力の従業員平均年収は

809 万円（2009 年 3 月期）で、東京電力（同 759 万円）に比べて高い。電気・ガスの業界平均よりも高い水準であり、過去 5 年間、増加傾向にあることから、報酬体系でも従業員価値向上に努めていることが伺える。

1.5.2 顧客価値

関西電力ではアクションプランの 1 つとして「グループの総合力によるお客さま価値の創造」を掲げ、原子力を中心とした最適な電源構成の構築、安全で高品質かつ効率的な電力流通設備の形成・維持・運用、顧客の役に立つ高品質な価値の創造・提供等に取り組んでいる。電気事業においては、安全かつ安定的に電力を供給するという使命のもと、発電所と顧客をつなぐ電力系統の確実な運用と最適な設備形成をつとめることによって、世界トップレベルの品質を維持している。また、光ファイバー通信サービスの「eo 光」も顧客から高い満足を得ている。

1.5.3 社会価値

関西電力は地域や生活に密着した事業者として、地域社会と連携し、地域が抱える課題の解決に積極的に貢献するための CSR 行動原則として、「商品・サービスの安全かつ安定的なお届け」「環境問題への先進的な取り組み」「地域社会の発展に向けた積極的な貢献」「人権の尊重と良好な職場環境の構築」「透明性の高い開かれた事業活動」「コンプライアンスの徹底」を挙げている。重点的な取組項目としては、「電力の安全・安定供給を使命とし、技能を高め、技術を伝えること」と「低炭素社会の実現を目指し、技術開発に挑む」に取り組んでいる。

1.5.4 株主価値

株主還元方針で述べたとおり、関西電力は株主還元方針に基づき、安定的な配当を維持しつつ、あわせて自己株式の取得を実施することで、株主に対して経営の成果を適切かつ安定的に配分するとし、配当と自己株式の取得を株主還元と位置づけ、平成 19～24 年度の各年度における連結ベースでの自己資本総還元率は 4%程度を目標としている。関西電力では、2006 年 3 月期から、一株当たりの配当金を 60 円とし、配当性向も 30%から 60%と、高い水準を維持している。このような株主還元方針が評価され、予備設問 2.2.3 で述べたように、東京電力や株式市場全体（TOPIX）に比べて、株価が上昇している。

1.6 企業価値創造経営まとめ

以上、関西電力は、従業員価値、顧客価値、社会価値、株主価値のいずれのステークホルダーの価値についても、向上させる努力が見られる。2000 年に PCA が導入されたが、2005 年度からは経営方針からなくなっている。株主価値向上に取り組むことはもちろん重要だが、近年では、環境への関心の高まりから、CSR に重点をおいた顧客価値や社会価値の向上に重点をおいていると考えられる。

2 企業環境分析

2.1 業界分析

2.1.1 電気事業の現状

電気事業とは、発電所で発電した電気を顧客に届けるという事業である。一般の事業と異なるのは、生産から流通、販売までを一つの会社で行っているということである。電力会社は自ら原料を調達し、発電所を建設・運営し、送電線や変電所を整備し、電気を供給している。電気事業の大きな特徴として、地域独占ということが挙げられる。各社は供給区域が決められており、その区域には供給義務があり、同時に他社が参入することもできなかった。日本の電力会社は 10 電力体制といわれるように、それぞれの供給区域が決められている。この地域独占という特徴には、顧客から見ると負の側面もある。それは、顧客が電力会社を選べないということである。10 電力体制をつくる電力会社は、地域独占の 10 社と、この 10 社に電力を卸している日本原子力発電、J パワーの合計 12 社が主な会社である。各社の販売電力量を見ると、東京電力が最も多く、関西電力は二番手である。これに中部電力を加えた 3 社を「中三社」と呼び、10 電力体制の中枢を担っている。

2.1.2 電力自由化

日本では、1990 年代に内外価格差是正の社会的要請が高まる中、他産業における規制緩和の試みや電力自由化の世界的潮流を受け、電力産業も自由化に向けて進展した。まず、1995 年には発電分野が自由化され、IPP（独立発電事業者）の参入が開始した。2000 年には小売分野が部分自由化され、PPS（特定規模電気事業者）の参入が開始した。2003 年の法改正では、小売自由化範囲の拡大、託送制度の見直し、卸電力取引所の創設等を骨子として更なる自由化が進められた。2007 年の制度改革では前面自由化は先送りとし、2013 年から再検討とすることとした一方で、当面は卸電力取引市場の活性化等の競争環境の整備を図ることとし、現行の枠組を機能的にするための改善策が導入された。日本の電力自由化は、発送電一貫体制を前提として安定供給と環境適合と競争・効率性の 3 つの同時達成を図るという「日本型自由化モデル」を選択しており、欧米諸国の電力自由化とは一線を画したものとなっている。小売分野の新規参入の状況や取引所の取引量を見るとまだ小規模であるものの、安定供給を確保しつつ小売価格の低下により内外価格差が縮小していることを鑑みれば、自由化の成果は徐々に現れているといえる。しかし、自由化は内外価格差が縮小されれば終わりというのではなく、長期的な視点に立った評価が必要である。

2.2 企業環境分析

2.2.1 PEST 分析

2.2.1.1 Political（政治的環境要因）

公益事業を営むことから、国、地方公共団体との強い結びつきを求められる。主力の電気事業は、国のエネルギー政策に規制されるかわりに、地域独占を許されている。また、社会インフラ破壊を狙ったテロの標的となりうる。

2.2.1.2 Economical（経済的環境要因）

関西圏のマクロ経済動向、所得環境に加え、大企業の工場の建設などミクロ的な観点からも大きな影響を受ける。また、直接的には原油や天然ガスなどのエネルギー価格の動向も経営に影響を与える。

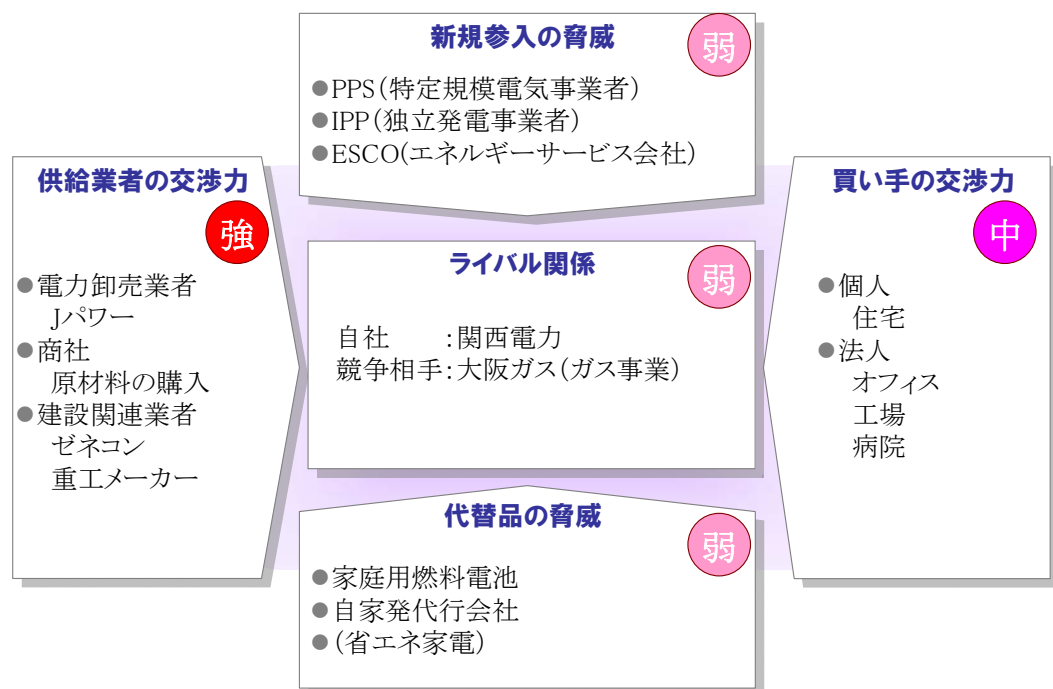
2.2.1.3 Social（社会的環境要因）

関西圏は、関東圏に次ぐ人口を抱える地域であるが、少子化による人口減や産業の東京一極集中の影響で地盤沈下が言われて久しく、今後の成長率には大きな期待は持てない。

2.2.1.4 Technological（技術的環境要因）

エネルギーは国の産業政策の根幹であり、技術革新は目覚ましい。具体的には、太陽光発電、蓄電技術、スマート・グリッド、等々の新規発電・送電技術についてを、経済産業省の委託・補助を得ながら、主要な電機メーカーと組んで共同開発を行っている。

2.3 ファイブ・フォース分析



2.2.2.1 業界内のライバル関係

関西電力は、関西（近畿2府4県中心）において、地域独占電気事業を営み、電力事業者の競合はいないが、LNG基地を建設するなど、本格的にガス事業に進出し、地域熱供給などの案件において大阪ガスと競合関係にある。

2.2.2.2 新規参入の脅威

政府許認可事業であり、新規参入のハードルは高い。電力会社は発電から販売までの事業を垂直統合しているが、電力自由化によって、新規参入が可能になった。

IPP（特定発電事業者＝Independent Power Producer）は、電力市場自由化の最初の段階として登場した。PPS（特定規模電気事業者＝Power Producer & Suppliers）は、1999年の電気事業法改正により、大口需要家への電力供給が自由化されたのをうけ、業務用の大口顧客をターゲットとして登場した。現在、大口需要家の PPS のシェアは 2%程度である。ESCO（エネルギーサービス会社＝Energy Service Company）は、事業所の省エネを代行することでサービス料を得る事業者である。

いずれの事業者も、関西電力にとっての脅威は弱いといえる。

2.2.2.3 代替品の脅威

ガスや石油会社に比べ、電気の汎用性、低コスト、安全性を勘案すると比較優位であると考えられる。一方、現在のところ規模は大きくないが、家庭用燃料電池や自家発電の浸透は、電力会社にとっては需要を奪われる要素である。また、エネルギー効率のいい冷蔵庫やテレビなどの家電の普及も、将来の販売電力量が伸び悩む要因となりうる。

2.2.2.4 供給業者の交渉力

供給業者としては、電力卸の J パワーや、原油や天然ガスの販売業者（商社等）が挙げられる。取引価格は、市場での取引価格を反映しているので、関西電力の価格交渉力は弱いといえる。よって、供給業者の交渉力は、強い脅威である。

2.2.2.5 買い手の交渉力

電力の自由化が進展し、買い手は関西電力以外の業者から、購入することが可能になったが、基本的には顧客が電力会社を選択することはできない。一方、電気料金は、発電・送電から電力販売までのすべての費用を総括原価とし、これに一定割合の報酬を上乗せして決める「総括原価方式」によって決定されるため、買い手の価格交渉力は弱い。

関西電力のファイブ・フォース分析をしたところ、関西電力にとって最も脅威となるのが供給業者の交渉力である。電力自由化によって、新規参入の障壁は低くなったが、現在のところ関西電力にとって、大きな脅威となるには至っていない。

2.2.3 SWOT 分析

(資料 2.2.3) 関西電力の SWOT 分析

内部環境	強み (Strengths)	弱み (Weakness)
	◆ 近畿地区における独占事業体 ◆ 燃料効率のよい原子力発電所 ◆ 送電網などの整ったインフラ ◆ グループ会社を含めた幅広い事業展開	◆ 事故を起こしたときのリスク ◆ 高コスト体質 (固定費の高さ) ◆ 地区外での事業ケイパビリティ不足
外部環境	機会 (Opportunities)	脅威 (Threats)
	◆ 環境意識の高まり 環境技術 太陽光発電 電気自動車 ◆ 海外の電力事業のニーズ	◆ 電力自由化による新規参入 ◆ 国 (経済産業省) の経営関与 ◆ 為替相場、原油相場の変動 ◆ 自然災害による原発停止の可能性 ◆ 人口減、景気後退

2.2.3.1 強み (Strengths)

近畿地区での地域独占事業を営み、他のエネルギー事業と比較しても汎用性、低コスト、安全性を勘案して、電気事業は比較優位を保っている。また、発電コストの低い原子力発電の割合が大きいのも強みである。また、情報通信事業、総合エネルギー、ホームセキュリティなど幅広い事業を展開していることも強みである。

2.2.3.2 弱み (Weakness)

天災や人為的災害が起こったときに、発電所の運転停止に見舞われることがしばしばあり、大きな事業リスクである。また、多数の発電所を有し、固定費が大きいため、高コスト体質とならざるを得ない。地域独占を許されている一方で、他地域への展開をすることも困難である。

2.2.3.3 機会 (Opportunities)

世界規模で環境への意識が高まっており、国の政策的にも環境関連の取組は積極的に行われている。この環境への意識の高まりは、環境について高い技術とノウハウを持つ関西電力にとって、機会となりうる。また、将来的には太陽光発電や蓄電池など技術革新に対する社会的要請が高まっていることも機会である。詳細は本設問 3 で述べるが、関西電力はグローバル展開も積極的に行っている。海外の電力事業のニーズが高まりは、優れた技術を持つ関西電力にとって機会となるだろう。

2.2.3.4 脅威 (Threats)

電力自由化によって、新規参入障壁が低くなっていることは脅威である。また、2009 年 3 月期に電力各社が赤字に転落する要因のひとつとなった電気料金の引上げの繰延を主導した国（経済産業省）の、経営関与も脅威となりうる。また、PEST 分析から、為替相場・原油相場の変動、人口減、景気後退も関西電力にとっての脅威である。

2.3 業界分析・企業環境をふまえた企業戦略への影響

2.3.1 コスト・リーダーシップ戦略

電力という財は、製品差別化が出来ない均質的な特徴を持っているため、電力会社は製品差別化が出来ない。電気料金は、総括原価方式によって、一定の規制のもとで決定されるが、高コスト体質である電力会社にとって、コスト削減は必要不可欠なものである。コスト・リーダーシップ戦略は、事業の経済的コストを、競合他社を下回る水準に引き下げることによって競争優位を構築するものである。将来、成長が期待される太陽光発電や電気自動車は現状では非常に高コストであるため、本格的な普及にまでは至っていない。関西電力は長期的視点でコスト削減に取り組む必要がある。コストで優位性を持てば、電力自由化によって参入してくる新規業者に対しても優位性を持ち、新規参入の脅威を軽減できる。

2.3.2 多角化戦略

関西電力は、情報通信事業や総合エネルギー事業、ホームセキュリティ事業など事業の多角化を推進している。連結売上に占める割合は小さいものの、今後大きな伸びが期待できない国内の電気事業を補う意味でも、電気事業とシナジー効果を発揮できる事業を、積極的に拡大させていく必要があるだろう。

2.3.3 国際戦略

国際戦略は多角化戦略の一種である。関西電力は、国際的なネットワークを活用しつつ、長期的に安定した電力需要の伸びが期待できる地域を中心に、IPP 事業を主軸とした海外事業の拡大を推進している。規模はまだ小さいが、優れた電力技術を海外に展開することで、国内事業の伸び悩みを補うとともに、事業リスクを分散させることができる。

3 企業成長戦略

3.1 事業展開シナリオ

関西電力の事業展開シナリオについて、電力の供給（本業）、多角化、グローバル、新たな需要の創出、そしてそれらを支える研究開発の観点から述べる。

3.1.1 電力の長期持続的な安定供給の確保（本業）

電力会社に第一に求められるのは、公益事業として、長期持続的に電力を安定供給することである。関西電力は、平成 21 年度経営方針で、「原子力を中心とし、需給変動等に強い火力設備の形成を進めるなど、電源構成の最適化を図るとともに、エネルギーセキュリティなどにも確実に対応し、安全・安定供給の使命を全うする」という目標を掲げた。

(1) 原子力を中心とした最適な電源構成の構築

確実な業務の遂行により、既設プラントの安全・安定運転を継続するとともに、需給変動や経営環境の変化に迅速かつ適切に対応しながら、原子力を中心に、エネルギーセキュリティを確保しつつ環境に優しく競争力のある最適な電源構成を構築し、将来にわたり万全な供給力を確保するとした。

原子力発電所の安全・安定運転の遂行

原子燃料サイクルの着実な推進

経営環境の変化に柔軟に対応できる火力発電設備の形成・運用

水力発電所の最適な形成・維持・運用

(2) 安全で高品質かつ効率的な電力流通設備の形成・維持・運用

託送供給に係る公平性・透明性の確保を前提に、技術力や新技術を活用することにより、最適な設備の形成・維持・運用を進めるとともに、業務運営の高度化を図り、安全で世界でもトップレベルの電力品質を維持することを目指すとした。

最適な電力流通設備の形成

電力流通設備の最適な維持・運用

新技術導入による業務運営の高度化

3.1.1.1 太陽光発電

関西電力はシャープと共同で大阪府堺市に世界最大級のメガソーラーを建設している。

<堺第 7-3 区太陽光発電所（仮称）>

事業者： 関西電力（株）

場 所： 堺第 7-3 区産業廃棄物埋立処分場（大阪府堺市西区築港新町 4 丁）

※大阪府から借用予定

面 積： 約 20Ha

発電出力： 約 10MW（約 1.0 万 kW）

発電電力量： 約 1,100 万 kWh/年

設置形態： 陸上設置

総事業費： 約 50 億円

着工予定： 平成 21 年度

運転開始予定： 平成 23 年度

太陽光発電は原子力発電や水力発電と同様、発電過程で CO2 を排出せず、次世代型の再

生可能エネルギーとして期待されている。しかし、太陽光発電の利用拡大については、関西電力をはじめ電力会社は慎重である。その最大の理由は、太陽電池の発電量が天候任せであるという点にある。電気は発電されたら、直ちに消費しなければならない。発電所で大量に作られた電気を保存する手段は、普及していないのが現状である。各電力会社は周到に需要を予測し、それに一致するように供給計画を立てる。それでも当日になって予想外に電力消費が増えた場合、バッファとして保有する火力発電所をすぐさま点火し、需要の変化に即応する。このように普段から綱渡り的な運用をしている電力会社にとって、天候任せの太陽光発電や風力発電の拡大は懸念材料である。また、2009年2月24日、二階俊博経済産業相は、家庭や企業が太陽光で発電した電力を、電力会社が約10年の間、当初は従来の2倍程度の1キロワット時あたり50円弱で買い取る仕組みを導入すると発表した。（しかし、通常よりも高い値段で買取る場合の補償をどこが負担するのかを巡っては、経済産業省と業界団体（電気事業連合会）とで調整が続いている。）このように、太陽光発電設備は電力会社にとって、高い価格で余剰電力を買取らなくてはならないので、現状では、必ずしも歓迎すべきものではない。太陽光発電は現状では、初期投資額が高く、事業収益を圧迫する要因であるが、低炭素社会を目指す日本にとって、重要度が増すことは間違いない。したがって、太陽光発電の普及のためには、国・政府による補助金の支給や、蓄電池技術のさらなる普及が必要となってくる。

3.1.2 多角化戦略の推進

関西電力は、総合エネルギー、情報通信、生活アメニティの生活総合3分野を中心にトータルソリューションの提供を目指している。同社では、これら本業以外の事業（情報通信事業・その他の事業）の売上が3,020億円（外販売上高、2009年3月期）と、連結売上に占める割合は1割程度にとどまっている。電力会社にとって、新たな事業を育成していくことは、収益構造を維持するためだけではなく、企業組織の活性化や地域貢献の観点で重要な意義を持ち、また、電力需要が地域経済によって影響を受けることを踏まえると、間接的に本業に寄与するものでもある。したがって、電力会社の多角化展開は非常に重要であるが、電気事業が赤字に陥った2009年を除くと、本業に比べて収益性が低いという課題がある。そこで、多角化展開を成功させるためには、ガス事業や水道事業等のように燃料調達や料金回収等の特定の部門で電気事業と密接に関係し、本業とのシナジーが働く分野や、既存資産の有効活用が可能なガス事業や通信関連分野において、積極的な展開をすることが求められる。

3.1.2.1 情報通信事業

FTTH（Fiber To The Home：光ファイバーによる家庭向けのデータ通信サービス）を中心に、顧客のニーズに応じた幅広いメニューを取りそろえるとともに、サービスの品質向上に努めながら、総合的な情報通信サービスを提供することを目指している。顧客には、「eo光」ブランドのもと、「インターネット＋電話＋多チャンネル放送」の3つのサービスを一体的に提供し、FTTHの一層の利用促進を図り、法人の顧客には、データ通信サー

ビスに加え、データセンター、電話、事業所内 LAN 構築、セキュリティサービスなど、サービスメニューの充実を図り、顧客の多様なニーズに応えることを掲げている。

3.1.2.2 生活アメニティ関連事業

顧客の豊かな生活環境づくりを手伝うため、住宅関連サービスや生活関連サービスを提供し、安全・安心・快適な暮らしの実現をサポートする。住宅関連サービスでは、オール電化をベースに各種グループサービスを組み合わせ、安全性・環境性・経済性・快適性に優れ、高品質の住宅を提案・提供することに加え、住宅性能評価や電化機器の販売、リフォームといったサービスを提供し、快適な住まいづくりをサポートすることを目指す。生活関連サービスでは、ホームセキュリティ、介護、健康管理支援、給食、決済等のサービスの充実に努めるとともに、オール電化や通信サービスと組み合わせ、顧客ニーズに応える「くらしソリューション」の提案を強化していく。

3.1.3 グローバル化

国際的なネットワークを活用しつつ、長期的に安定した電力需要の伸びが期待できる地域を中心に、IPP 事業を主軸とした海外事業の拡大を推進することを目指している。東南アジアでの水力開発をはじめ、再生可能エネルギーへの投資にも新たに取り組むなど、収益性を高めながら、長期的かつグローバルな視点に立った地球環境保全にも積極的に貢献していくことを目指している。このように、関西電力は安定的な収益源として、国内電気事業で培った技術・ノウハウを活用し、電力インフラ整備への貢献を目的に、海外事業を積極的に展開するとしているが、その課題について述べる。海外展開については、国内事業にはない様々なリスクが存在する。資金回収リスク、プロジェクトそのもののリスク（資金調達、建設、燃料調達、運転までの一連のリスク）、政治的リスク、市場リスク、法的リスク、プラントが建設される周辺地域社会に関わるリスク、カントリー・リスクなど、多様である。電力会社の場合、これらの様々なリスクを冒してまで積極的に海外展開しなくてはならないインセンティブは低いが、それでも海外展開する場合には、様々なリスクに対する軽減策を講じなければならない。しかし、実際には、これら多様なリスクを軽減させることは容易ではない。慎重な事前調査を行うとともに、現地の電気事業者、政府関係機関、請負事業者、資機材供給事業者や燃料供給事業者とのパートナーシップでジョイントベンチャーを設立すること、現地経験の豊富な商社や現地企業をオーガナイザーとして利用することで、リスクの軽減を図るべきである。関西電力の海外展開の場合、丸紅や三井物産、住金物産など、商社と手を組んで進出していることから、これらのリスクの軽減策は講じていると推測される。

3.1.4 新たな需要の推進

電力企業にとって、本業の成長を維持することは重要な課題である。経営計画には触れられていなかったが、今後、既存事業において持続的に需要が伸びていくことは期待できな

い中で、新たな需要として PHEV（プラグイン・ハイブリット車）や EV（電気自動車）の普及促進による、ガソリン等の輸送用燃料から電力へのシフトも期待できる。運輸部門は我が国のエネルギー消費の 4 分の 1 を占めており、電力需要の新たな成長分野として期待が大きい。長期的には電気自動車の普及によって輸送用エネルギーが電力へシフトすれば、本業の成長を維持することが可能になる。一方、輸送用電力需要は供給区域をまたいで移動することから、料金やサービスによる差別化次第では、電力会社間で需要の取り込み度合いに差異が生じる可能性がある。したがって、電力産業としては、これらの需要を確実にとらえるためにも、電気自動車の普及促進に向けて、充電インフラを積極的に整備し、研究開発にも主体的に関与するなど、自らイノベーションを推進することが重要である。ただし、期待される需要量に対して、急速充電器は未だコストが高いため、充電ビジネスの具体化には相当な時間を要することが予想される。また、先に述べた太陽光発電の普及や電気自動車の普及に向けて、期待されているのが、スマート・グリッドの存在である。スマート・グリッドとは、再生可能エネルギーを大量導入するにあたり、IT を駆使して、供給者（電力会社）と消費者のあいだの電力伝送における課題を解決しようという概念である。

3.1.5 研究開発

関西電力では、上記の事業展開を支えるべく、将来にわたる安全・安定供給、地球温暖化防止への貢献につながる研究開発を推進しており、特に、火力発電所の排煙から CO2 を取り除くための分離・回収システムの低コスト化、ヒートポンプを活用した環境にやさしい電化システムの開発を推進している。また、数十 kW 燃料電池（SOFC）システム、次世代パワー半導体素子（SiC）を用いたインバータの実用化に向けた取り組みを継続するなど、将来の事業に繋がる技術基盤の強化を図っている。

3.2 資源循環

下図は関西電力がキャッシュフローを企業価値向上につなげるための循環状況を 4 つの評価視点で示したものである。以下、関西電力の資源循環の状況をそれぞれの視点に基づいて考察する。

(図) 3.2 資源循環



3.2.1 事業の評価基準・事業の選択と集中

企業価値向上のためには、事業の状況の評価するための基準が明確になっている必要がある。そして、この事業評価基準に基づいて、事業の選択と集中を継続的に行う必要がある。事業の評価基準については、グループ全体の財務目標が存在し、個別の事業についても、これに基づいて経営が行われることになる。関西電力は、かつて関西電力版 EVA の PCA (Profit after Cost of Asset) が導入し、経営効率を高めてきたが、現在は開示されていない。

(1) 事業の選択と集中

関西電力の本業であるエネルギー事業は、公益性が高く、事業採算が悪いからといって、すぐに撤退できるものではない。一方、多角化した事業の中には、本業とのシナジー効果が働かないものもあり、収益が上らない事業は撤退を検討する必要がある。そして、そのための基準策定も重要である。

(2) キャッシュフロー増大

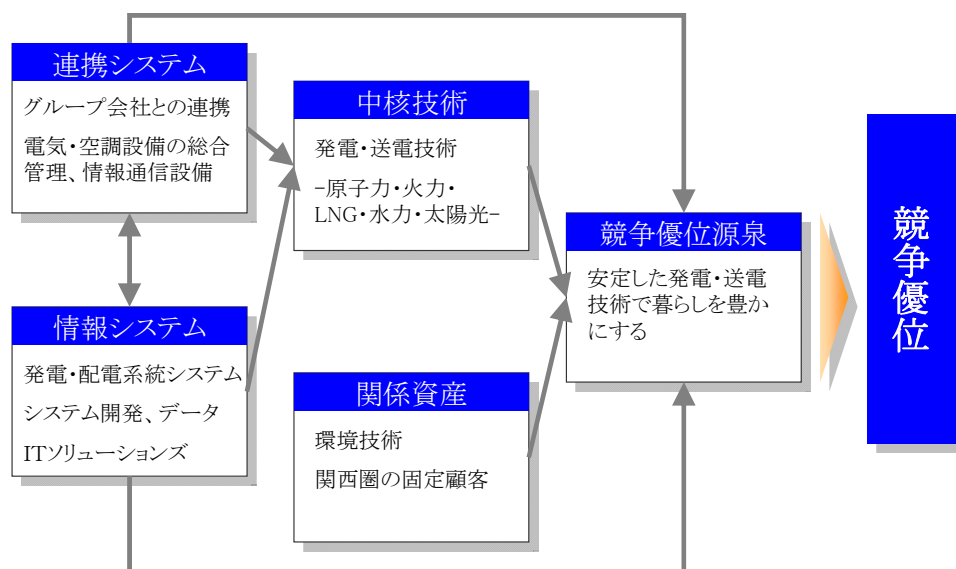
関西電力は本業の電気事業から、安定したキャッシュフローを創出している。これを強みのある成長分野に投資することで事業多角化を推進している。

(3) 成長による事業拡大

持続的な企業価値の向上を図るためには、キャッシュフローを新たな成長分野に投資しなければならない。関西電力は現在、既存の LNG 火力、水力、原子力の設備投資に加えて、太陽光発電や海外事業など、新たな成長分野への投資を加速させている。

3.3 戦略資産の蓄積

(図) 3.3 戦略資産



3.3.1 中核技術

関西電力の中核技術は本業の電気事業において、安定的に電力を発電し、送電する能力である。原子力を中心にエネルギーセキュリティを確保しつつ、環境に優しく競争力のある最適な電源構成を構築し、万全な電力供給力を確保することを目指している。

3.3.2 連携システム・情報システム

中核技術を補完するものとして、連携システムや情報システムがある。関西電力には、関電システムソリューションズ（情報システム・電気通信に関するコンサルティング、システム開発・運用・保守・ソフトウェア・機器類等の開発、販売、賃貸及び情報処理設備・電気通信設備の設計・設置・保守）、関電エネルギーソリューションズ（ガス販売代行、コージェネレーションシステムの販売、ESCO 事業、電気・空調・機械等の総合管理サービス）、かんでんエンジニアリング（電力流通・電気・情報通信設備の保守・工事）、関電プラント（火力・電子力プラントの保全・工事）をはじめ、多数のグループ会社が存在しており、関西電力グループの競争優位の源泉となっている。

3.3.3 関係資産

関西電力の関係資産としては、発電における環境負荷軽減技術のほか、持分法適用会社のきんでん（電気・情報通信・環境関連工事）が挙げられる。また、関西圏の固定顧客も重要な関係資産である。

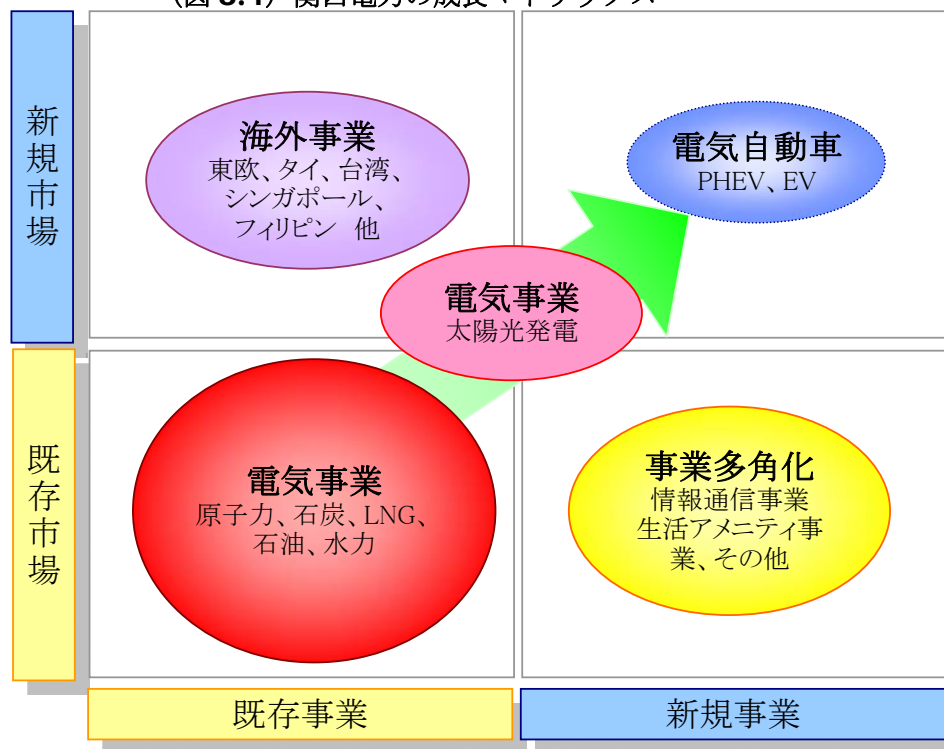
3.3.4 競争優位源泉

以上のように、中核技術を軸に、関係資産、連携システム、情報システムのそれぞれ戦略資産が連携しあい、関西電力の競争優位源泉を創出している。

3.4 企業成長戦略のまとめ

これまで見てきたとおり、関西電力が掲げる経営計画において、本業である電気事業の長期持続的な安定供給の確保を土台とし、今後の国内の需要伸び悩みに対する対抗策として、海外事業展開、情報通信事業・生活アメニティ事業への多角化を推進している。現状では、本業以外の割合は小さく、収益性が低いという問題点はあるものの、本業の戦略資産やノウハウを活かして更なる成長が期待できる。また、将来の需要の創造に向けて電気自動車の普及に向けた取組も、長期的な電力産業の発展に向けて不可欠であるといえる。関西電力の成長マトリックスを図示しているが、現状では本業の電気事業の規模が大きく、事業の多角化やグローバル展開、また太陽光発電などの新エネルギー開発は、本業から得られたキャッシュフローをもとに、展開している。今後は、本業の収益伸び悩みを補完するためにも、周辺事業を関西電力グループの核として成長させることが求められる。また、成長分野に原資を「集中」する一方で、本業とのシナジーが働かない事業については、明確な基準を設けて「選択」（撤退）することが重要である。

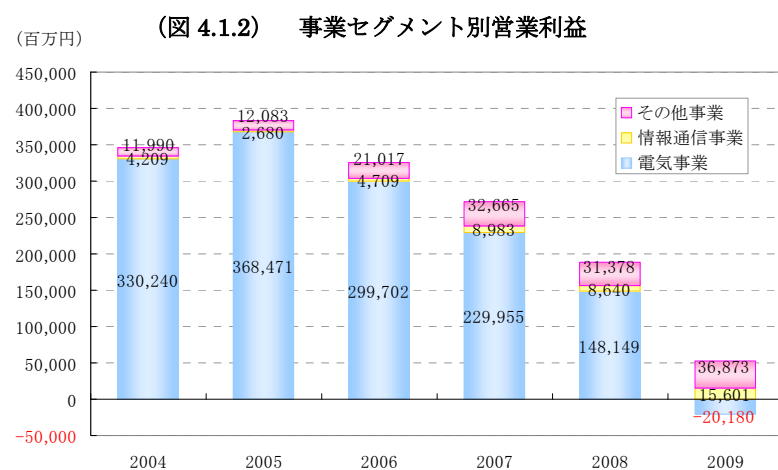
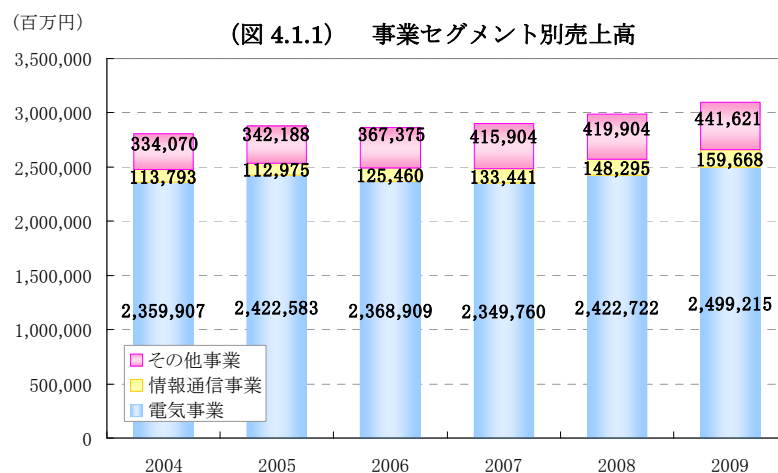
(図 3.4) 関西電力の成長マトリックス



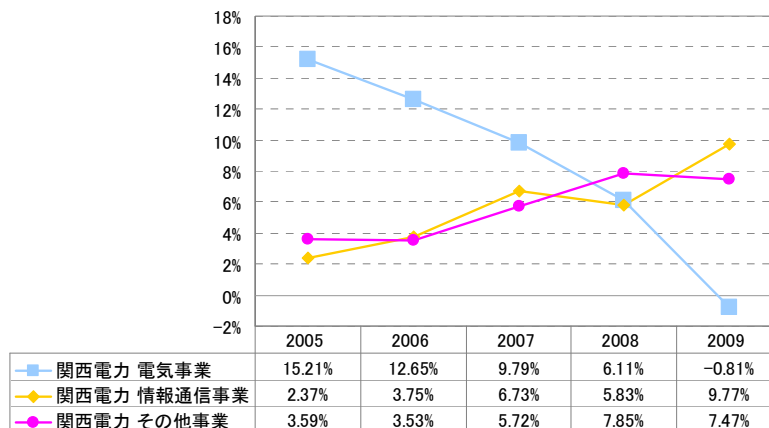
4 事業ポートフォリオ戦略およびマネジメント

4.1 事業セグメント別売上高・営業利益率比較

以下に、関西電力の事業セグメント別売上高と営業利益率（内部売上込み）を比較する。



(図 4.1.3) 事業セグメント別営業利益率



これらを見て分かるとおり、関西電力の事業セグメント別売上は、電気事業が大半を占めている。また、営業利益率については、2008年3月期、2009年3月期と電気事業が大幅な減益となったことや、情報通信事業とその他事業が少しずつ収益性を向上させていることから、電気事業よりも情報通信事業とその他事業の営業利益率の方が高くなっている。

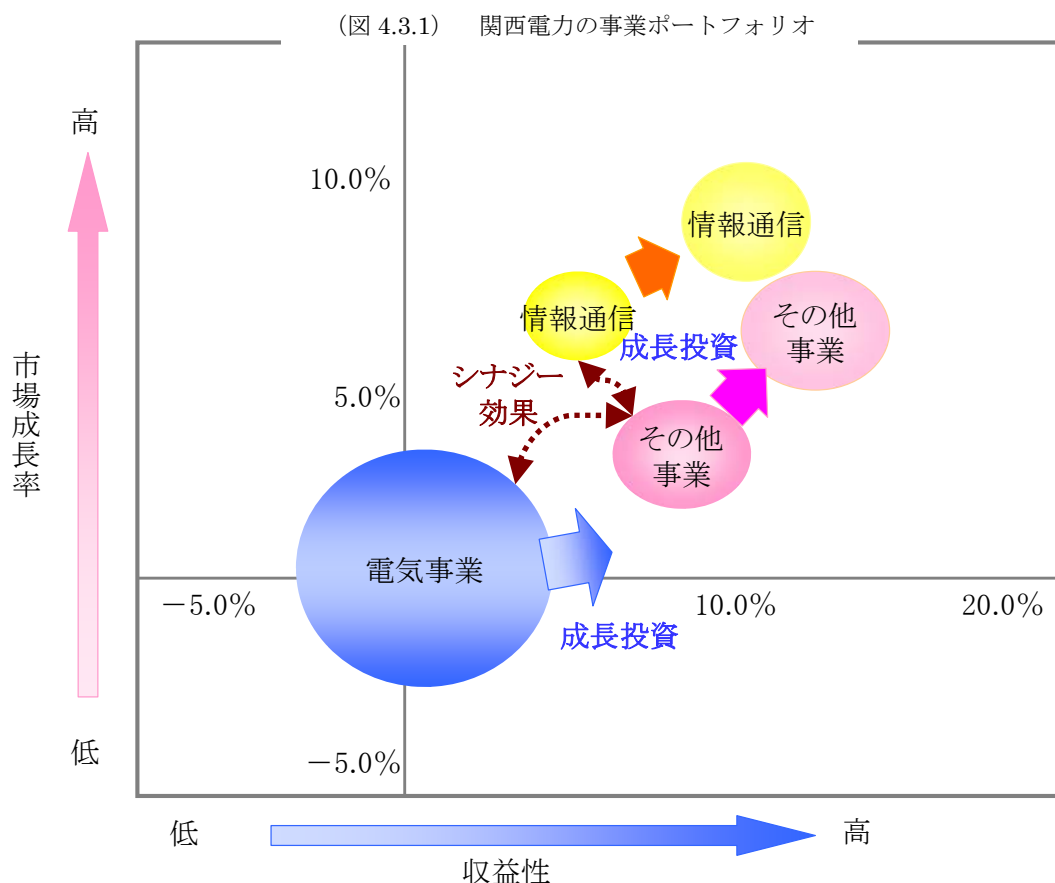
4.2 事業ポートフォリオに関する分析

情報通信事業とその他の事業(総合エネルギー事業や生活アメニティ事業)は市場成長性、収益性がともに高く利益を伸長させているが、全体の売上高に占める割合と利益貢献額はまだ小さい。本業の電気事業に関しては、電力化率の向上を背景に長期的には増加基調を維持するものの、世帯数や経済成長の緩やかな低下とともに、伸び率や緩やかに鈍化する見通しであり、市場成長性が見込めないため、いかに収益性を高めていくかが経営課題に挙げられる。

電気事業の収益率を改善するためには、新たな戦略資産を取り込むことが考えられる。新たな戦略資産としては、シャープと共同で大阪府堺市に建設しているメガソーラー設備、住宅や非住宅(オフィス、学校等)向けの太陽光発電システムが挙げられる。これらは、既存の電気事業とシナジー効果を発揮し、成長することが期待される。情報通信事業においては、2011年までに地上デジタル放送対応テレビへの買い替え需要や、CATV事業、TVのインターネット機能、ネットゲーム等により、市場規模の拡大が期待できるため、それらをうまく取り込むことによって、成長性、収益性をともに向上させることが可能となる。その他の事業については、まず総合エネルギー事業では、電気に加え、ガスなどのエネルギー販売やESCOサービス、ユーティリティサービスなどを提案している。生活アメニティ事業では、付加価値の高い生活環境づくりを支援するため、オール電化住宅の提供をはじめとする住宅関連サービスと、ホームセキュリティや介護、健康管理支援などの生活関連サービスを提供し、安全・安心な快適な暮らしの実現をサポートしている。今後の少子高齢化社会を考えると、これらの事業の成長性には期待が持てるため、確実に需要を取り込む戦略が必要である。尚、2009年7月30日に発表された2010年3月期第1四半期決算によると、売上は減少しているものの、原子力発電所の稼働率の向上や燃料価

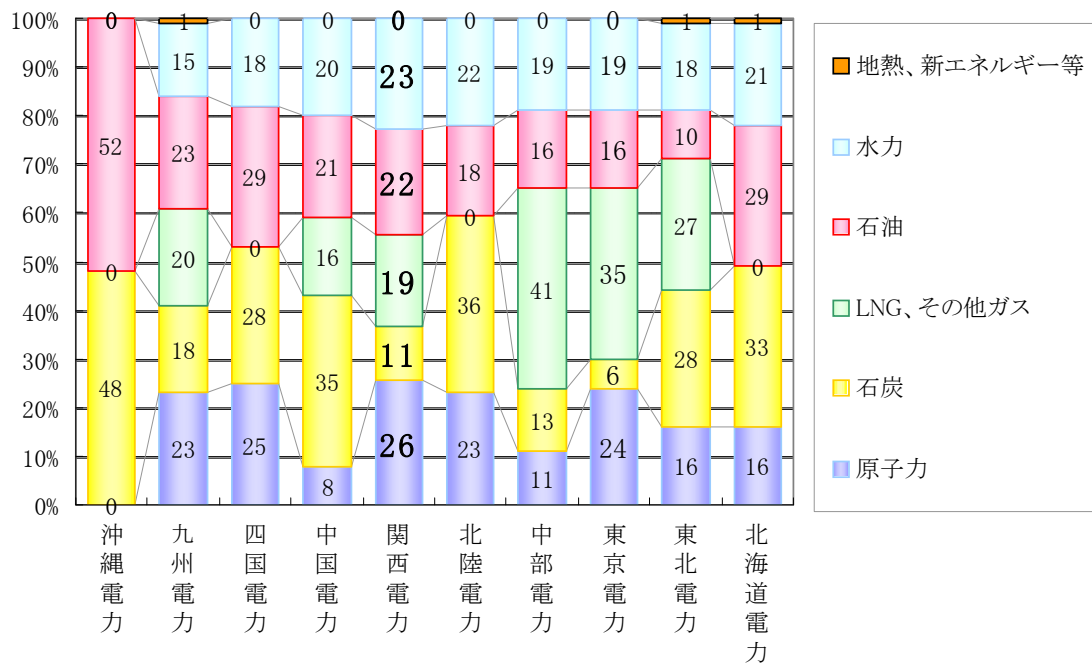
格の低下などを受けて火力燃料費が大幅に減少し、営業費用が抑制されたことから、営業利益、経常利益、純利益が大幅に改善していることが示された。本業の電気事業の収益性が改善し、キャッシュフローを獲得できれば、将来の成長分野への投資原資が確保できる。

4.3 事業ポートフォリオ戦略



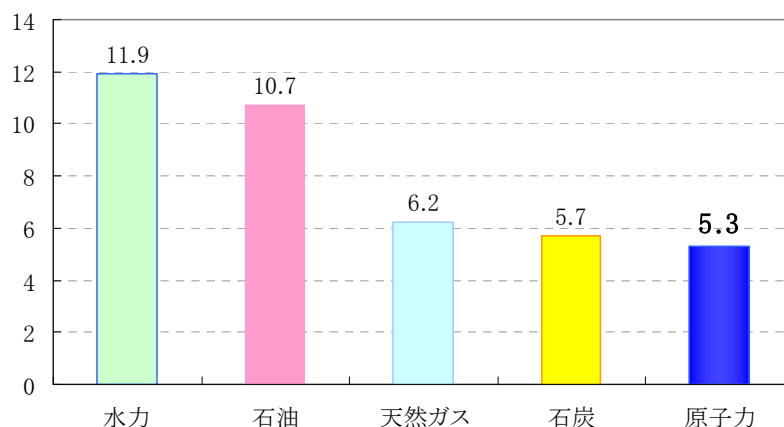
関西電力は、関西圏の電力需要は伸び悩みをうけ中小火力発電所の停止を進めてきた。今後も既存事業では、需要の伸びは期待できず、いずれは価格競争による競争激化が予想される。一方で最近、大阪市の再開発プロジェクトや、パナソニック、シャープなど大手企業の工場建設が相次いでいることから、電力需要の回復の期待が高まっている。建設中の舞鶴石炭火力2号機以外は目立った新規電源はないが、堺港LNG火力、姫路第二LNG火力のガスコンバインド発電への全面改修や高浜3号・4号機のプルサーマル計画を進めており、課題は発電効率の改善による競争力の確保が挙げられる。下図は、電力10社の電力構成の比較である。

(図 4.3.2) 電力 10 社の電力構成 (2008 年度)



電力 10 社の電力構成を比較すると、関西電力の特徴は、原子力の設備比率が約 26%と高いことである。原子力は、(図 4.3.3) で示すとおり、発電コストにおいて他の電源に比べて優れている。再処理費用を含めても 1kW 時あたり 5.3 円と、LNG 火力、石炭火力に比べ遜色がない。また CO₂ を排出しない原子力発電は地球環境に適した電源であるともいえる。つまり、原子力は①安定供給 (Energy security)、②環境保全 (Environmental conservation)、③経済性 (Economic growth) の「3 つの E」を満たす唯一のエネルギーであることから、国策として推進されているのである。

(円/キロワット時) (図 4.3.3) 各種電源のコスト比較 (40 年運転の例)



(出所) 電気事業分科会 (2004 年 1 月資料)

このように、関西電力にとって原子力発電の電源構成比が大きいことはコスト優位の源泉となる。原子力発電所は、地震などの天災や人為的災害によって、たびたび操業停止になることがあるが、リスクマネジメント体制を強化した上で通常通り稼働できれば、上記で述べた「3 つの E」を発揮することができる。関西電力は、低炭素社会の実現という CSR の観点からも、原子力発電の割合を伸ばしていくことが予想される。

4.4 事業ポートフォリオ戦略 まとめ

上記のとおり、関西電力は本業の電気事業を軸に、情報通信事業やその他の事業への展開を推進している。電気事業については、同社の強みである原子力発電の稼働率拡大と、太陽光発電等、次世代型エネルギー開発に注力していくと見られる。情報通信事業やその他事業においては、本業のノウハウや戦略資産を活用し、シナジー効果を発揮できる事業へと成長させる必要がある。関西電力は、電気事業や情報通信事業など、公益性の高い事業を展開しているため、CSRの観点から、安全最優先の経営戦略の策定が必要であろう。

5 同社の今後の経営についての課題や問題点

5.1 公益的課題への対応

電力会社に第一に求められるのは、一層重みを増す公益的諸課題への対応である。そこで、長期持続的な安定供給の確保、エネルギーセキュリティの確保、地球環境問題への対応の3点について述べる。

5.1.1 長期持続的な安定供給の確保

長期持続的な安定供給の確保として、以下のような取組が期待される。

第1に、安定供給のための適正な設備投資を継続することである。電力10社合わせた総資産は40兆円あるが、既に設備の高齢化が進んでいること、また、足許の景気後退においても、家庭用需要は生活必需品であることから景気変動の影響を受けにくく、他産業に比べて需要の落ち込みの少ないことを踏まえ、少なくとも現状程度の投資は継続していくべきである。

第2に、リスク管理体制の強化が求められる。昨今の原子力発電所の運転停止の反省を踏まえ、耐震性の強化や安全維持基準の明確化をするとともに、万が一原発等の供給力が停止した場合に備え、余剰石油火力を廃棄せずに保険的機能として確保しておくことも考えられる。石油火力はコストが高く、環境負荷も高いが、石油の燃料調達面での柔軟性の高さを評価し、原子力と石油火力の併用も図る視点を持つべきである。

第3に価格体系の再構築が求められる。燃料価格の変動リスクや設備の稼働リスクは、従来は総括原価方式のもとに電力産業が緩衝材の役割を担ってきたが、今後は限界費用を意識した市場化が進展する可能性もあり、その場合、より直接的に需要家に価格転嫁する体制、言い換えれば、価格にリスクを反映させる料金体系の構築を図る必要がある。

第4に原子力の円滑なリプレースのための取組の強化である。関西電力は他の電力会社に比べて、原子力発電の比率が高いこと（26%）は先に述べたが、原子力発電所の建設には巨額の投資と、立地から建設にいたるまでの長期のリードタイムが必要である。したがって、将来の原子力発電のリプレースを円滑に実施するためには、過度な値下げに経営資源を費やすことなく、企業体力を維持・向上させる必要がある。

5.1.2 エネルギーセキュリティ確保

小資源国である我が国の電力産業にとって、足許、燃料価格は低下したとはいえ、長期的にみれば資源を巡る国際競争が厳しくなることが予想されるなか、エネルギーセキュリティの確保は重要な課題である。我が国にとって、原子力を有する電力産業にエネルギー自給率の大部分を依存しているという実情を踏まえ、燃料の安定調達に関わる事業者の取組が従来以上に重要である。

具体的な燃料調達力の強化策として、以下に上流権益の確保、調達リスクの分散が挙げられる。

第1に上流権益の確保である。電力会社ほど多様なエネルギー資源を利用する企業は無いことや、企業規模が大きいこと、さらに安定的な資金調達力を有していること等から、上流権益投資に取り組むことができるエネルギー企業として、電力会社の社会的期待は大きい。しかし、同時に上流権益投資は、ハイリスク・ハイリターンであるため、本業への悪影響に留意する必要がある。そのため、権益を自ら保有しなくとも、権益を有する商社等と協働することも重要である。関西電力は丸紅や三井物産等の商社と連携している。

第2に調達リスクの分散を図ることも重要である。我が国の主な輸入先をみると、石油は中東に依存しており、石炭は豪州に依存している。このように、特定の地域や国に調達が偏ると、主要調達先からの輸入が滞ったときの影響が大きくなる。したがって、事業者としても輸入先の分散を図ることは重要である。

5.1.3 地球環境問題への対応

地球環境問題が国際的に重要課題として認識される中、電力産業の地域環境問題への取組に対する期待は大きい。電力業界はCO₂排出原単位を2008年度から2012年度の5年平均で90年度比2割削減するという自主目標を定めているが、近年の原子力発電の稼働率低迷の影響によって、排出原単位はむしろ悪化しており、原子力発電の稼働率向上なくして目標達成は厳しい。原子力発電の比率が高い関西電力に期待される役割は大きい。また、新エネルギー発電の導入を推進していくことも重要である。しかし、新エネルギー発電の導入コストは高く、原子力1基を代替するには、住宅用太陽光発電で8兆円、風力発電で1.1兆円を要する（出所：電気新聞「原子力ポケットブック」）。しかし、太陽光発電などの新エネルギーの導入拡大は、地球環境問題への対応だけではなく、エネルギー自給率の改善にも貢献するものである。したがって、関西電力がシャープと共同で堺市に建設しているメガソーラーなどの取組は、地球環境問題の対応という観点からも、極めて重要である。

5.2 今後の成長戦略

公益的課題への対応を果たした上で、成長戦略への更なる挑戦が期待される。

5.2.1 財務戦略

今後、需要の伸びが低迷し、料金低廉化が継続すれば、本業の電気事業の成長は緩やかに鈍化する可能性がある。また、競争環境が徐々に厳しさを増す中、足許、関西電力や東京電力がそうであるように、キャッシュフローの余力も徐々に縮小に向かうことが考えられる。今後の成長戦略を考察する上で、それを支える財務戦略について述べる。電力会社は自己資本比率が低いにもかかわらず、格付会社から高格付を得ている。株式市場では、電力産業は長期安定的な産業として認識されており、投資家から見て安定した利回りを確保できるディフェンシブ銘柄として、選好されている。関西電力は、60 円/株の安定配当維持に加え、継続的な自社株買い等の株主還元策（配当＋自社株取得の自己資本総還元率で 4% 以上を維持）は、電力会社の中では最も株主還元を果たしており、株式市場からは評価を得ている。しかし、電力産業の持つ公益性、すなわち不特定多数の消費者利益を重視するという観点から言えば、株主還元は需要家還元よりも優先して実施されるものではなく、キャッシュフローの還元は、財務健全性を維持した上で、需要家還元と同時平行して需要家還元を上回らない規模で実施されるべきである。

5.2.2 新たな需要創出

電力産業にとって、本業の電気事業の成長を維持することは、需要家還元の余力確保という意味でも、株主還元の余力確保という意味でも、重要な課題である。そのため新たな需要として PHEV（プラグイン・ハイブリッド車）や EV（電気自動車）の普及が期待される。関西電力は、2008 年から電気自動車市場で先行している三菱自動車と電気自動車の普及促進に向けた共同研究を実施し、2009 年 7 月 23 日に電気自動車「i-MiEV（アイミーブ）」13 台を業務用車両として導入した。このように関西電力は「系統電力の低炭素化」と、電気自動車の普及促進を含めた「電化社会の推進」という電力の需給両面の取組みを着実に推進し、低炭素社会の実現のために積極的に取り組んでいる。

5.2.3 多角化戦略の推進

関西電力は本業以外の事業の売上が 3,020 億円（外販売上高）と、連結売上に占める割合は 1 割程度であり、多角化戦略の推進は極めて重要である。事業多角化については、本業とのシナジー効果を期待できる分野に限定できる分野に限定すべきである。ただし、シナジー効果が期待できないものでも、経営の判断としてブランド戦略の一環として展開されるビジネスもありうる。多くの電力会社により展開される生活サポートビジネスはその代表例である。真にシナジー効果が期待できる分野は、電気事業と極めて密接な事業（たとえば、分散型電源・省エネ・サービス）やガス事業である。ただし、関西電力も含めて、日本の電力会社の多角化の程度は相対的に小さく、将来的にシナジー効果が期待できる事業を検証する意味でも、投資効率を見極めながら様々な事業展開するということも考えられるだろう。

5.2.3 国際戦略

第3の成長戦略のポイントは、海外への事業展開の拡張である。関西電力は、国際的なネットワークを活用しつつ、長期的に安定した電力需要の伸びが期待できる地域を中心に、IPP事業を主軸とした海外事業の拡大を推進しているが、今後、拡大し、発電事業だけでなく小売分野も含めた電気事業の海外展開を図ることも重要であろう。

5.3 おわりに

電力産業は、長期的には需要低迷と競争進展により本業の成長が徐々に鈍化する可能性がある中、縮小均衡に陥る前に新たな成長戦略に挑戦し、従来のビジネスモデルからの脱皮を模索する必要がある。ただし、成長戦略への挑戦は、電力自由化時代において、競争優位性の確保と公益的使命の達成という2つの課題を両立して初めてできるものである。今後、地球環境問題や資源の安定調達の確保が重要課題として迫り、電力産業を取り巻く世界情勢も大きな転換点にある中で、電力会社は公益的課題への取組、成長戦略への挑戦という使命を達成することを目指していくことになる。ただし、全て経営戦略について網羅的に取組むことはできないので、各電力会社が「選択と集中」を図りつつ、独自性のある長期的ビジョンを持つことが重要である。関西電力は2005年に策定したグループの経営ビジョンにおいて、「変わらぬ使命のために、変わり続けていく関西電力グループ」という自己変革の挑戦を掲げた。電力自由化や経済情勢の悪化、地球環境問題など、歴史的転換点にある電力業界において、関西電力の変革に期待したい。

以上

付属資料7：企業戦略分析

（出所：中島 丈敬「経営戦略応用研究 期末レポート」 2005年11月7日）

株式会社大丸（2005）

1 事業内容と業績

1.1 事業内容

株式会社大丸は、1717年下村彦右衛門正啓が京都伏見に呉服店「大文字屋」を開業したことを創業とする。江戸時代、享保といえは第8代将軍徳川吉宗の時代である。「大丸」という屋号はそれから11年後、名古屋に店を開いた際に「大丸屋」と称したことから使われ始めたそうである。江戸時代に心斎橋、名古屋、京都中京区、江戸と多店舗を出す繁盛振りで、その間に、現在も企業理念として伝わる「先義後利」が社是として定められた。明治時代に江戸店、名古屋店を閉鎖して、新しい「株式会社」を中心とした商業形態への変化に対応し、大正14年には定款に「百貨陳列販売業（デパートメントストアの営業）」

ほか」と定め、「株式会社大丸」の商号を表したのは昭和 3 年である。現在の複数の商材、ウインドーやショーケースへの陳列販売、豪華な内装・建築といった、総合小売業「百貨店」の形態が確立したのはこの頃である。当時は三越が「デパートメントストア」宣言を日本で最初に行い、当社も負けじと後を追ったようである。大阪心斎橋店はその象徴として昭和 8 年に完成し、現在も本店となっている。

戦前の動乱と戦後の復興を通して、さらに大丸はいくつかの発展の契機を経験している。まずは小売業以外の事業の展開である。昭和 23 年 1948 年に大丸興業株式会社を設立し、アジアを中心とした海外の商品、原料の取り扱い、卸売りを始めた。また、昭和 22 年 1947 年の高知大丸を皮切りに、各地の地元企業の大店舗を買収・提携し、大丸の名前を冠した百貨店を関係会社として展開していった。更に、昭和 28 年 1953 年クリスチャン・ディオールと独占契約を結び、百貨店の中でも最も早く海外デザイナーによる婦人服のプレタポルテを導入した。ちなみに高島屋は 1959 年ピエール・カルダンと契約、ブランドとして大きく育成した。大丸は、これらの小売業としての基盤構築を進めたハイライトとして、昭和 29 年 1954 年東京八重洲口に東京店をオープン、あらためて全国的に百貨店として認知される存在となった。

昭和 34 年 1959 年には紳士服「トロージャン」を開発。当時紳士服はまだ 90%以上が「あつらえ」つまりオーダー背広が中心の業界であった。その紳士服業界において既製服の製造技法を海外から導入し、「トロージャン」という既製服ブランドを一から立ち上げたのである。ちなみに伊勢丹も 1957 年に欧米の技術研究を基礎に服飾研究室を新設し、既製服化に取り組みをはじめていた頃であった。昭和 35 年 1960 年にはスーパーマーケットのピーコックを立ち上げた。ダイエーが一号店を神戸市長田区にスタートさせたのが 1957 年 9 月であるから、機を見て敏に動いていたようである。これら画期的な商品や業態の導入で大変な人気を博し、昭和 36 年 1961 年には小売業界日本一の座に到達する。(1968 年まで)以後、1990 年代までは東南アジアを中心に海外に小～中規模の店舗や、駐在所を設けるなど、海外進出の動きを進めていたものの、折からのバブル経済崩壊を受けて、それら海外事業は 1990 年代後半には縮小を進めた。また 1997 年社長に着いた奥田務社長の時代に、不採算の関係百貨店店舗やシナジーを生むにはかなりの資源投下による建て直しが必要な事業に関して、清算・売却を進めた。2005 年現在では、関連会社で行っている事業は、婦人服製造・販売事業、レストラン事業、地方・郊外百貨店の開業、海外店の開業、商業施設開発事業、クレジット事業、通販事業など多角化・多店舗化を進め、現在は百貨店事業（「株大丸」直営店舗 6 店舗、郊外店 4 店舗、地方関係百貨店 6 店舗）、スーパーマーケット事業（「株大丸ピーコック」関東 39 店舗、関西 27 店舗）、貿易・卸売事業（「大丸興業(株)」）、通信販売業、婦人服製造業、飲食店業、建装事業、不動産賃貸業・テナント業、商品試験・品質管理業、人材派遣業、販売・店舗運営業務受託業、情報サービス業、リース業・駐車場管理業、物流事業、クレジット業、ソフトサービスなどである。

1.2 全社業績推移

1.2.1 売上高・利益・財務内容およびそれらの過去 5 年間程度の推移（添付資料 1-2-1）

連結の売上高は、2000 年から若干の上下動はあるもののほぼ横這い。利益面は、総利益は売上と同じく上下動はあるものの横這い、営業利益・経常利益はほぼ一定して増加傾向、当期純利益は 2001 年度に大きな損失を出しているもののその後は増加傾向にある。2001 年度、2002 年度は退職給付会計基準変更時の積立不足分の一括処理（2001 年大丸本体：約 474 億円、2002 年大丸ピーコック・大丸興業分：約 45 億円）を特別損失として処理している。資産については、総額は 2003 年度を最大にしてその後減少している。内容としては、固定資産として 2003 年度に札幌店を開業した際の、土地・建物合計約 300 億の取得によるものが大きな変化である。負債についても資産と同じく、総額は 2003 年度を最大にしてその後減少している。内容としては 2002 年度から退職給付金引当金を多く積み増していること、社債を合計 150 億円ほど増やしていることが変化としてあげられる。自己資本は 2001 年度を底に増加傾向にある。

1.2.2 過去 5 年間の業績推移・財務諸表分析より

以上の業績推移より、財務分析を行うと、以下のような特徴がわかる。

(1) 収益性（添付資料 1-2-2-①）

利益率は一貫して営業利益率・経常利益率が改善傾向にあるものの、売上高総利益率が横這い傾向にあることが特徴と言えそうである。売上高純利益率が 2002 年 2 月期マイナスになっているのは、先述した退職給付会計処理に伴う損失である。ROA（経常利益／期中平均総資本）は改善傾向にあり、ROE（当期純利益／期中平均自己資本）は 2002 年 2 月期マイナスになった後は改善傾向にある。2002 年の退職給付会計処理に加え、2003 年 2 月期の札幌店資産取得に 2002 年から自己資本を活用したことが自己資本投資効率の変化として現れている。

(2) 安全性（添付資料 1-2-2-②）

流動比率、当座比率は、2000 年度は業界では高水準にあったが、5 年連続で低下した結果、伊勢丹（04 年度 84.4%、44.2%）、高島屋（04 年度 61.4%、38.9%）よりも悪い状態になっている。固定比率、固定長期適合率は、2003 年 2 月期をピークに改善傾向にあるものの 2000 年度の水準ではない。同業他社の事例では、伊勢丹（04 年度 186.1%、113.7%）、高島屋（04 年度 290.7%、73.7%）と比較しても悪い。ちなみに GMS・SC 業態のイオンは 04 年度：191.9%、125.2%であるので、それよりも固定資産の投資負担が高い状態である、と言える。原因は、2000 億以上の流動負債を圧縮する一方で、札幌店以後、そごう心斎橋店開店の対抗措置であった心斎橋店の改装（2005 年）、つづく東京店の増床工事と大型投資に向けた現預金・受取手形など当座資産の減少があること。また、札幌店を土地・建物ともに自社資産としたために固定資産が拡大した一方、固定負債を増やさず自己資本の増強で賄おうとしているが利益創出が急には進まないこと、などがあげられる。

(3) 成長性（添付資料 1-2-2-③）

売上は横這いであるが、営業利益率、純利益率は増益基調である。売上高の成長性に課題がある。

(4) 生産性（添付資料 1-2-2-④）

一人当たり売上高、一人当たり営業利益、労働生産性が向上し、労働分配率が抑制されていることから、人員削減による人件費削減が進んでいることがわかる。営業利益率が拡大傾向にあるにもかかわらず、売上高付加価値率が減少していることから、営業利益以外の費用性の高い指標（人件費や賃貸料など）が抑制されていることがわかる。捻出した利益は、自己資本への分配が進められている。

(5) 効率性（添付資料 1-2-2-⑤）

使用総資本回転率、固定資産回転率ともに 2003 年 2 月期を底に回復基調にある。数値自体は同業他社を大きく上回る水準であり、資産の運用効率は高い。たな卸し資産、売上債権、運転資本など回転日数は低減傾向にあり、運用資金の効率化が進んでいることがわかる。買入債務の回転日数は大きく減少させていないことから短期的な資金確保を念頭に入れていることがわかる。

(6) キャッシュフロー分析（添付資料 1-2-2-⑥）

営業 CF は、2003 年 2 月期を除き投資 CF をカバーするだけの水準にある。2003 年度、2004 年度と上下はあるが、売上高からの CF 創出は向上している。それでも固定負債の大きさをカバーするにはいならず、先述した今後の投資案件を考慮すると、いっそうの営業 CF 拡大が必要である。

1.2.3 過去 5 年間の業績推移・企業価値分析

(1) 株主価値の分析

・株価関連指標（添付資料 1-2-3-①）

発行株式総数に変化はないため、1 株あたり純資産、1 株あたり純利益は向上している。また PBR も急激に上昇している。これは、期末株価が 2002 年度 2 月末 400 円から、2005 年度 2 月末 922 円と上昇しているために、自己資本の拡大以上の割合で株式時価総額が拡大している、つまり大丸の資本に対する市場の評価は高まっている様子を示している。株価自体を確認すると、上述したように株価水準自体が特に 2004 年度より上昇しており 2005 年度 11 月現在は投機的な動きも含め 1500 円近くまで上昇している。競合他社に比較しても上昇度合いが大きい。

・EVA、MVA、FCF 価値分析（添付資料 1-2-3-②）（添付資料 1-2-3-③）

EVA による企業価値は増加傾向にある。2004 年、2005 年と有利子負債を圧縮し、株主資本コストのウェイトが高まったために WACC が上昇したものの、税引き前営業利益（NOPAT）の拡大が大きく寄与している。MVA 価値（MVA+投下資本）も同様に増加傾向にあるものの、FCF 価値の計算値は 2001 年比で減少傾向になる。この試算では今後 6 年間の予測売上成長率を傾向値から 0.6%としているため、2005 年の WACC で割引いて算出される継続価値が低いためである。

ちなみに、2001 年度比で FCF 価値が増加となるには、今後 6 年間の売上成長率が 12.3% 必要となる。株主価値は過去高めてきているものの、今後も高い成長性による価値創出を期待されている状態である。

(これより以下、囲みを入れた部分は、現状の戦略的課題の指摘にあたる部分である)

1.3 主要事業部門別業績推移

株式会社大丸の事業セグメントは「百貨店事業」「スーパーマーケット事業」「卸売業」「その他事業」と 4 分類している。以下、4 つの事業セグメント別業績を分析する。

(1) 成長性 (添付資料 1-3-1-①) (添付資料 1-3-1-②)

どの事業も成長性は低く、安定しない。卸売業が 2005 年度増収傾向に転じ、その他事業も増収傾向を取り戻したものの、準主力のスーパーマーケット事業はいまだ減収、主力の百貨店事業も 2005 年度は減収となった。

(2) 収益性 (添付資料 1-3-2)

営業利益率は各事業とも増加傾向にある。事業の収益力は高まっていることがわかる。特に主力の百貨店事業がもっとも収益力が高い。

(3) 効率性 (添付資料 1-3-3)

資産に対する売上効率は、その他事業・卸売業が改善傾向、百貨店事業は横這い、スーパーマーケット事業は悪化傾向である。営業利益効率に置き換えると、各事業改善傾向にあるのがわかる。

(4) キャッシュフロー分析 (添付資料 1-3-4)

事業種類別の営業 CF を比較すると、百貨店事業は CF を稼いでいて且つ増加させているが、その他の事業は CF 高はわずかであり、増加幅も小さい。一方資本的支出は、2002 年、2003 年とその他事業、スーパーマーケット事業にも投資がされており、その他事業以外は投資の負荷が大きいのがわかる。2004 年、2005 年は投資を抑えている分、営業 CF が大きく投資額を上回るように改善傾向にある。

1.4 競合他社との業績比較

百貨店以外の小売業態を中核に持つ企業を同時に比較してみた。比較対象企業は、百貨店業から「伊勢丹」「高島屋」「丸井」、GMS とショッピングセンター (以下 SC) を持つ「イオン」、GMS とコンビニを持つ「イトーヨーカドー (セブン&アイ・ホールディングス)」である。以下業績より比較分析を行う。(添付資料の中の単年度他社比較は 2005 年度のデータである。また文中に下線を引いている部分があるが、そこは最終章にて費用構造の提言の際に活用したい視点を示す。)

(1) 売上規模と成長性 (添付資料 1-4-1)

他の小売企業が伸び悩む中、イオンは急激な成長基調にある。2004 年度にはイトーヨーカドーを抜いて小売業トップに立った。イオンの好業績は、中核となるGMS、スーパーの地方有力スーパーとの資本提携などをテコに多店舗化による規模拡大を図っていることが主な理由である。子会社のイオンモール(株)、ダイヤモンドシティ(株)による SC 開発が成功し年間 10～15 店舗の新規開発、年率 10%程度の伸びを維持していることも要因として挙げられるが、ディベロッパーとしての家賃収入が売上高（営業収入）であるので、連結売上高には寄与度は小さい。むしろイオンの事業の第二の柱であるのは、専門店事業（グラフではその他に含まれる）とコンビニ事業であるが、これらの売上成長は横這い状態である。一方のイトーヨーカドーはコンビニ事業は引き続き好調なものの成長速度は鈍化していること、SM 事業が対前年で減収から横這い基調であることがイオンに比較して苦戦の原因である。百貨店業界においては、業界トップの高島屋が減収傾向である中で、2001 年度比較で、丸井は 4.8%増加、伊勢丹は 6%の増加、大丸は 1.8%の増加である。

(2) 収益性 (添付資料 1-4-2)

利益率を比較すると、百貨店の中では丸井がもっとも利益率が高い。特に粗利益率が高いことが特徴的である。伊勢丹もそれについて粗利益率が高い。これは、丸井や伊勢丹がオリジナル商品の販売を多く行っているためである。他の百貨店（ここでは大丸、高島屋）は自社製造もしくは自社での買い付け、在庫責任を持って売り切る形態の営業、いわゆる「完全買取り・自主販売」は 10%程度しか行っていない。（「完全買取り・自主販売」の粗利益率は 50%～60%あり、その一方で返品可能な取引制度である「委託販売」や在庫責任も取引先側が負担する「売上仕入」制度の粗利益率は 20%～35%である。）営業利益率以下は、伊勢丹、大丸、高島屋とそう変わりはない。また、各企業のセグメント別の利益内容・営業利益率を見ると、高島屋のディベロッパー事業（二子多摩川ショッピングセンター）での営業利益率が大きく、また売上以上に利益に貢献していることが良くわかる。一方でイオン、イトーヨーカドーは粗利益率はそう高くない。イトーヨーカドーは営業利益率が高いが、これはセグメント比較で見られるようにセブンイレブンの営業利益率の高さが寄与しているからである。イオンの SC 事業は家賃収入による粗利益率は 40%以上あり営業利益率も 30%近くあるため、売上では連結に影響するほどの規模はなかったものの営業利益高ベースではその好影響は無視できないことがわかる。イオン、イトーヨーカドーともに中核の総合スーパー事業では利益創出のけん引役になりえないことを示している。資産効率、投資効率で収益性を見ると、自己資本、総資産の小さい大丸の ROE・ROA・ROIC が目立つ。イオンも大丸同様に ROE が大きく、負債を活用している様子がわかる。イトーヨーカドーは逆に自己資本を活用した投資が多く投資収益性は大変高い。百貨店業界は投資に対するリターン率は全体的に低い。

(3) 安全性 (添付資料 1-4-3)

大丸の流動比率・当座比率の低さは先述したように業界内、小売業全体で見ても良くはない。固定比率・固定長期適合率も他社より高く、自己資本の拡充が望まれる。特筆すべきことは丸井の流動比率である。流動資産が流動負債の 3 倍近くあり、支払い能力の高さ

負債の少なさ、自己資本の大きさを示している。(D/E 比 63.35%は、イトーヨーカドーの 89.77%を上回る)

(4) 生産性 (添付資料 1-4-4)

売上高付加価値率は各社似た結果である。労働分配率は丸井が群を抜いて低い。関連指標の労働生産性、一人当たり売上高も大きく、少人数でキャッシュを稼いでいるのがわかる。丸井がどこに資金を分配しているのか、であるが、これは減価償却と自己資本である。特に減価償却は実額としても高島屋の 2 倍あり、2004 年から 2005 年に店舗への投資を進めてきたことが反映されている、と思われる。また自己資本分配率が特に低いのが高島屋、イオン、イトーヨーカドーであるが、イオン・イトーヨーカドーは総額の大きい人件費、賃貸料への分配が大きいためである。その中でイオンはイトーヨーカドーの 3~4 倍近い減価償却に耐えている。高島屋は人件費が大丸の 2.3 倍、賃貸料が 2.6 倍と大きく、そちらに資金を回さざるを得ないためのものである。労働生産性の関連指標を見ると、一人当たり売上高・営業利益は、大丸、丸井、イトーヨーカドーが高い。労働装備率と人員数を見ると、百貨店では伊勢丹、総合スーパーのイオン・イトーヨーカドーが、施設・設備・資産に対して人員が豊富である。これは一般的な労働装備率の解釈と異なり、店舗面積当りの人員数が多い状態、つまり、BtoC の小売業として豊富な店員数で顧客満足を維持し、また、店員の労働意欲・環境を充実させることにつながるものかも知れない。

(5) 効率性 (添付資料 1-4-5)

店舗を持って商売をする小売業として資産効率を確認してみると、売上への活用(回転率)、営業利益への活用効率性ともに大丸は良いようである。セグメント別を見ると、他社ではディベロッパー、コンビニの効率性がかなり良い一方で本業の百貨店、スーパーの資産効率は良いとはいえない状態であることがわかる。

(6) CF 分析 (添付資料 1-4-6)

営業 CF マージンは丸井、イトーヨーカドーが群を抜いて良い。営業利益・営業 CF を売上比として効率よく稼いでいる。投資と営業 CF バランスでは、イオンだけが投資負担が営業 CF を上回っている。固定負債に対する営業 CF の大きさはイトーヨーカドーが抜群によい健全性を示している。セグメント別に見ると、本業で投資 CF 以上に営業 CF を生み出している企業は高島屋、大丸、丸井であり、他社は投資の負担が重いようである。高島屋のディベロッパー事業とセブンイレブンは投資を大きく上回る営業 CF をたたき出している。イオンは積極的な出店を行っているが、投資負担が営業 CF ギリギリでまわしていることがわかる。ちなみに玉川高島屋 SC が開業したのは昭和 44 年 1969 年のことである。グループ企業の東神開発(株)が運営しているが、兼任役員を中心に人材の交流などを通じて百貨店運営と SC ディベロッパー運営のノウハウ技術の蓄積が行われていると思われる。

ここまでの分析によってわかる、大丸の財務・業績面における強みと、弱み・課題を以下整理する。

・強み：生産性。特に労働生産性が高く、人員の売上・利益効率が良い。少人数で運営力がある。

：効率性。資産、投下資本に対する売上、利益の効率が良い。無駄な投資を行わないことと、面積や在庫など資産の効率活用のマネジメント技術も高い。

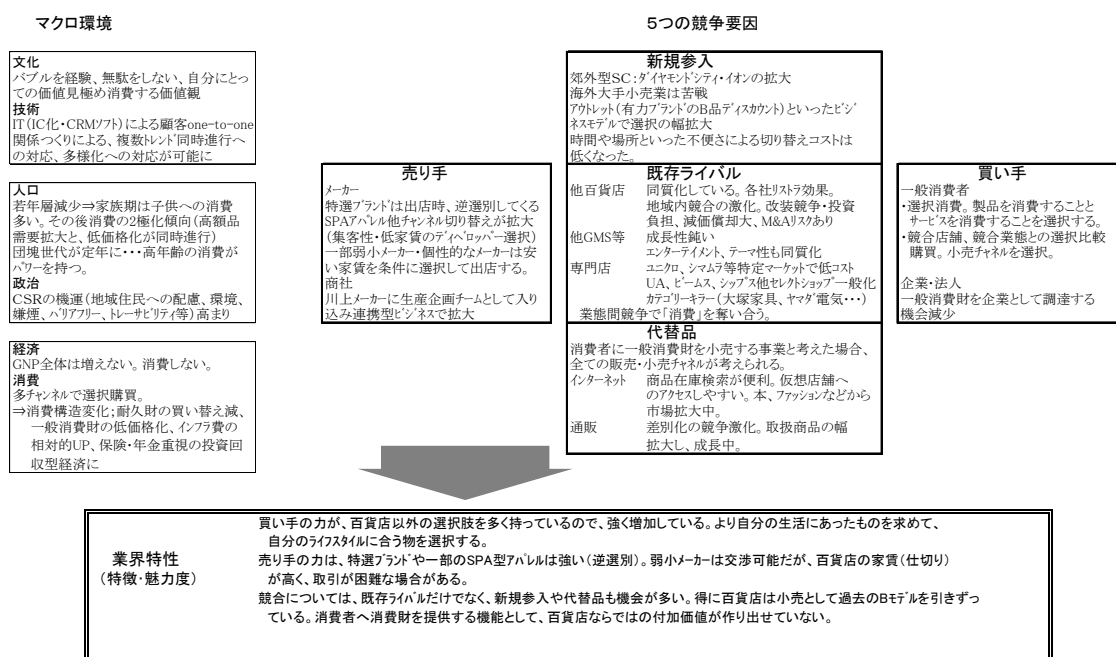
・弱み：安全性。自己資本が少ないために、どうしても固定負債の負荷感がぬぐえない。今後の成長戦略や競争対策を考えると、巨額の投資による長期負債に耐える自己資本の増強は急務であろう。

：収益力。営業CFを生み出す力は小売業の中でも高いが、売上規模が小さく、売上自体の伸びも少ない。営業費用削減でのCF捻出は限界に来ているので、事業機会を見つけて売上拡大、もしくは他者に比べて低い総利益率向上、また他者に追いつかれた営業利益率をさらに高めるためにも、より高収益の事業への進出展開も必要がある。

2 業界分析

大丸を取り巻く事業環境について分析する。5 FORCE のフレームにて整理した内容をもとに、以下考察を記述する。

<< 大丸（百貨店） >>



(1) 需要要因

徐々に消費に復調の兆しが見えるが、消費者は賢く選択型の消費を進めている。商品とサービスのいずれかの消費の選択を行っている。また小売でも購買チャネルの選択を行っている。その中で百貨店に対する交渉力は大変強いが、百貨店にとってプラス要因となる点とマイナス要因となる点がある。以下、論拠を添付資料をもとに述べ、プラス要因とマイナス要因について言及する。

①物価全般は平成 12 年度殻比較すると低水準のままであるが、ここ 3 年は下げ止まり始めている。②商業販売全体額が、卸売りベースでは H16 年 4 月以降前年比 100%以上であり、小売ベースでも H17 年 3 月以降前年比 100%以上の推移にある。プラス要因である。③消費費目で男女全体を見ると、酒、光熱水費、被服履物、保健医療、交通通信などが伸び、男性だけが増えている費目は住居、家具家庭用品、女性だけが増えている費目は被服履物、教養娯楽である。商品消費で年齢別にピックアップすると、女性の 30 未満では家具家庭用品、被服履物、30~59 歳では被服履物、60 以上では食料、酒が伸びている。男性では 30 歳未満に家具家庭用品、60 以上で酒である。30~59 歳は支出全体は抑えられているが唯一被服履物だけが伸びている（いずれも単身世帯のデータから抜き出した状況であるが、共働きが多いことなどから以前よりも全体の傾向を反映していると思われる）。住居、家具家庭用品、被服履物などは百貨店にとってプラス要因にできる。ただし家庭用品のウエイトを下げている企業や店舗は逆効果の可能性もある。④小売チャンネル別に見ると、チャンネルを選択している動きがわかる。30 歳未満では主に家具家庭用品、被服履物の百貨店での支出が減り、家具家庭用品はディスカウントストア、被服履物は「その他」つまり、SC やファッションビルなど新業態を選択している可能性がある。特に女性はその傾向にある。30~59 歳でも家具家庭用品が百貨店からディスカウントストア、通販（インターネット）に流れている。特にここでのインターネットの伸びは 10%以上で、全変化の中で最も大きい。また被服履物はこの年代では増加しているが、男女別を見ると、男性が百貨店チャンネルより一般小売店やディスカウントストアで買う傾向が多いのがわかる。60 以上でも 30 未満と同様家具家庭用品、被服履物の百貨店での支出が減少し、いずれもディスカウントストアやスーパー、通販に流れている。これら、30 歳未満、60 以上の方々の「賢い消費」は現在の百貨店・大丸のままでマイナスイメージである。魅力的でかつ価格でもある程度対抗できるような商品の品揃えへと見直す必要がある。

(2) 供給要因

メーカーと小売の関係は、強いメーカーが販売チャンネルとして百貨店を含む小売業や直営を選別する状態になっている。例えば、(株)ワールドは百貨店チャンネルを中核としながらも、チャンネル構成比は 2001 年と比して百貨店▲13.6%、SC+17.2%である。また、(株)サンエー・インターナショナルもチャンネル構成比が 2003 年から 2004 年で百貨店▲2.3%、ファッションビル・路面店+1.2%、アウトレット+0.5%と変化している。他の有力アパレルも大小の差はあれ、同じような動きになっている。よりマクロに見ると、卸による小売業への在庫投入は新規店を優先している様子がわかる。既存店は H17 第一四半期以外ここ 1 年在庫水準が前年を下回っている。これらの川上側の動きは、より効率の良い販売チャンネルを使おう、という考え方であり、百貨店が今までの営業構造のままでマイナスイメージとなる。「良いチャンネル」として選択していただけるようにするには、後に述べる「SC（ショッピングセンター）」やインターネット流通などに対抗できる、あるいはそれらを活用したビジネスモデルへ変化する必要がある。

(3) 競争要因

大丸を取り巻く競争状況は、特徴を大きく 2 点にまとめることができる。1 点は業態間競

争が激しくなっていること、もう 1 点は同一業態内での競争は地域内競争での優勝劣敗が明確であることである。変化できなければすべてマイナス要因である。

①業態間競争については需要要因でも確認したが、ひとつは家具家庭用品の「ディスカウントストア」の伸びである。これは、いわゆる Y2BK（ヤマダ電機、ヨドバシカメラ、コジマ、ビッグカメラ）のようなディスカウントを前提とした大型電気専門店（カテゴリーキラー）の台頭を示していると思われる。そう考察できる背景として、家具家庭用品といった耐久消費財の中でここ 5 年間で伸びている 11 品目のうち、携帯電話、パソコン、ファクシミリ、DVD、薄型 TV、食器洗い機など 7 品目が家電・電気製品であるというデータがある。先に見た需要要因の変化の中で、30~59 歳の男性の支出の中で唯一伸びていた被服履物の購買チャネルとして、構成比が高かったのがディスカウントストアと一般小売店であったが、この業態にはどのような企業が成長もしくは参入してきているかを、確認しておこう。まずひとつは、セレクトショップと言われる服飾専門店の台頭である。セレクトショップの草分けは BEAMS。1976 年設楽社長が原宿で立ち上げた 6.5 坪の小さな店が始まりであった。業態として確立し消費者に認知され始めたのは 1990 年以降と思われる。1990 年は、BEAMS を設楽とともに立ち上げ育ててきた重松理、栗野宏文らが BEAMS を離れワールドの資本を受けて、ユナイテッドアローズを立ち上げた年である。これも原宿に一号店を出店した。その後他のアパレル企業による参入が進み、1995 年以降各社が独自性を模索しながら急成長を進めてきている。彼らの中心購買客層は、1980 年後半の当時高校生、2005 年現在では 30 代前半となった団塊ジュニア世代である。BEAMS が紳士服からスタートしたためか（婦人服の「レイ・ビームス」は 1984 年開始）、団塊ジュニアは男性を中心におしゃれなファッションは百貨店でなく、セレクトショップで購入する、という購買行動が完全に根付いている。セレクトショップのカバーする市場規模がいったいどれくらいなのか詳細は不明であるが、先述した重松社長が「当社を含む上位 5 社の売上高はここ 5 年間ほどで 3 倍になっています。売上規模も 1 千億円程度で今後も成長を継続できる」（2000 年度第 12 期事業報告書）と述べていることと添付資料のグラフ推計から、下位の企業も含むと 4000 億~5000 億の規模にはなっていると想定される。

一方で統計にディスカウントストアとして現れている業態の代表的な企業はユニクロであろう。ユニクロは 2001 年度の「フリース」の爆発的なヒットで急拡大する方針を採りその後不採算事業の整理をするなどの見直しがあったものの、被服履物のマーケットに「リーズナブルな定番商品」店という新たなマーケットを確立した、と言える。市場規模は一社で 3000 億を超える。ユニクロは男性のマーケットを開拓できたが、「ユニセックス」という切り口をブランドとして強調してきたために、最近はや若い女性を初め婦人のカジュアル服としても一般化してきた。これら被服履物のマーケットは、百貨店業態にとって最も重要な市場であるが、そこに対してユニクロのカジュアルと違う切り口の提案で、海外企業が同様の業態で産有してきている。ベネトン、GAP、そしてザラ（インデックス社）などである。彼らは全世界で大規模な生産・販売能力を有していることと、よりファッション感度に優れた製品製造ができる能力を有していることが特徴である。彼らがリーズナブ

ルな価格で、現在の百貨店とアパレル企業を中心としたファッションに負けない感度のファッションを提供し始めるときが来たら、需要要因で見てきた顧客の購買チャネル変更と、業態間・企業間の市場獲得争いは更に激化する可能性が高い。百貨店にとってこの環境変化がマイナス要因となるのか、プラス要因とするよう動くのかは、百貨店の今後の企業戦略次第である。

②大型小売業の百貨店とスーパーの競合は、全体的に見ると双方とも苦戦しており、次に見る地域間競争の激化をあわせて考えると、大型小売業はオーバーストアであり、弱小店舗の閉鎖・生き残りに向けた競争になっていると考えられる。

③同一業態内地域内競合の一例として、大丸の主力店舗のある大阪、京都、神戸の状況をわかる範囲内で比較分析してみると、どの地区も 01 年度以降マイナスをしている店舗は必ずある中で、1 店舗は必ず伸びているか現状を維持できている店舗がある。大阪では阪神、大丸、京都では伊勢丹、神戸では大丸。いずれも商品構成で極端に強い中心商品を持っていることが特徴である。逆に商品品揃え面で特徴を出せない場合は、規模だけの勝負となり、どこかが負けるまで戦う状態にある。そのような現状の中、更に各地で店舗間競争が激化する動きである。大阪地区では SOGO 心斎橋店が 2005 年度 9 月にオープン、2011 年にはなんば高島屋が現在の 2 倍弱に増床するといった新聞報道もある。梅田地区では三越が 2011 年開業、それを迎え撃つかたちで阪急が 2005 年から改・増築を行い 2011 年グランドオープンの予定とのことである。計画を発表。また、東京では大丸が 2007 年 10 月、2011 年 3 月と、2 期にわたる改・増築を行う。新丸ビル以降、日本橋三越の改装を通じて、東京駅周辺も再開発が確実に進み新たな機会と競争環境が生まれようとしている。札幌地区では経営不振に陥っている道内 NO1 の百貨店丸井今井の経営支援を伊勢丹が本格的に行う、とのことである。各地で有力百貨店同士の競争が再燃する事業環境におかれている。大丸にとっては改善・改革のチャンスである。この機会を逆にうまく好期に変えられればこれらの競争要因もマイナス要因ではなくなる。

(4) 技術要因

小売業の新たな代替品になりうる技術要因としては、IT の発達に伴うインターネットショッピングの可能性の拡大と、消費者の変化（高齢化、買い物行動の変化）に伴う通信販売の拡大が主にあげられる。

①添付資料からはインターネットによるサービス消費、製品購入が進んでいて、一部の消費に関しては急激に拡大していることがわかる。まだ規模としては大きくはないことと、商品によっては試用体験を必要とするものもあること、また決済や情報の信頼性の確保の問題などがあり、課題は多いものの、新たな有力販売チャネルになりそうなことは明白である。

②通信販売の使用状況も拡大している。拡大の速度は緩やかなものの、特に雑貨など一部の商品は動きが活発で、全体に低成長な現代では売上増加貢献度は高い。なお、通販の対

象商品としては中心店・専門店と言われる業態が扱っている商品（家電、家具・家庭用品など）が多いようである。これらの店頭をプロモーションの場、商売の場として成り立ってきたこれまでの小売業の常識を覆す動きは、今後も確実に広がるものと思われる。その理由・要因は次に外部要因で述べる人口や社会のあり方の変化のためである。IT は一方で企業の内部プロセスを劇的に効率化できる武器でもある。大丸はもちろん、現在の店頭を基点とした小売業すべてにとってインターネットや通販を含む IT 技術の有効な導入によって、新たなチャネル開発・業務改革に取り組むことでプラス要因に変えられるし、そうすべきである。

(5) 外部要因

業界を取り巻くマクロ要因として、以下主な点を上げる。

文化：バブルを超えて、無駄な消費をしない、自分にとって価値のある消費を行う価値観が徐々に定着。消費はトレンド（流行）による大きな波（売上の一商品への偏り）は少なくなり、個々人の個性・ライフスタイルを基盤にした消費グループができている。変わらない価値を重視する風潮（欧州ブランド志向、LOHAS などの志向）もその流れから来ている。新たな価値観の芽生え、それは百貨店にとっては最大のチャンス、プラス要因であるはずだ。

人口：団塊世代が定年を迎え始める。最大の消費の力を 60 歳以上が持つ時代。団塊 Jr が家族形成期になり子供を持ち始める。子供への出費も大きくなる。これらの消費も、賢い消費者が選択的にミクロな小売業選択を行うので百貨店はどの部分に対応するべきかの見極めが重要である。

社会：環境、省エネ、法令順守、バリアフリー、トレーサビリティなど、健康・安心安全を重視し人間と自然を大切にする社会のあり方へ変化を始めている。新たな商品が生まれる可能性も高く、百貨店にとってはプラス要因としてうけとめたい。以上、5 FORCE のフレーム分析から得た課題認識は、

- | |
|--|
| <ul style="list-style-type: none">①魅力的で価格でもリーズナブルな商品・売場開発②SC やインターネット流通に対応する、もしくは活用する小売ビジネスモデル開発③激化する競争環境ならではの、大丸の独自性の発揮④IT 技術の活用による小売の新しいビジネスモデルの実現。 |
|--|

である。

3 戦略分析

これまで、2005 年現在の百貨店及び小売業全体を取り巻く事業環境について俯瞰してきた。ここからは、大丸という企業内部の要因分析を、少し過去にさかのぼりながら検討し

てみよう。先に述べたように大丸は、1997年に社長に就任した奥田（現会長）が1998年3月から取り組みを始めた「4つの改革（営業改革、人事改革、外商改革、後方部門改革）」によって、百貨店としては最も早い時期に低収益体質から抜け出すことができた。当時の記録（注）を見ると、1997年度（1998年2月度）の営業利益率は0.8%。それを3年間の改革を通して2001年2月度には2.4%まであげることができた。当時の百貨店各社の営業利益率は1%台が普通であり、その営業利益率の水準は百貨店業界で2001年当時トップクラスであった。奥田は2004年に現在の社長の山本にバトンを渡すまで、計7年間社長として改革をリードしてきたが、そのひとつの集大成のかたちが2003年3月開業した札幌店であった。札幌店は初年度の売上が計画の約20%上回り、単年度の営業利益で黒字を出巢ことに成功し、文字通り「改革の集大成」となった。札幌店の順調な走り出しの様子を見届けて、奥田は社長の座を現在の山本に委ねた。

2004年度山本社長は、中期経営計画の第一期計画、3カ年の「リグロースプラン＜第一期＞」を策定、発表した。それは①今までの改革によって培った高効率運営の精度向上追究を基盤に、②激変する事業環境の中事業機会に挑戦、③事業ドメインを物品販売から顧客の生活課題のソリューション対応とし、④各事業の自主自立経営を前提にグループシナジーを生み出すという内容である。この計画によって、大丸は日本の百貨店業界のリーディング企業としての存在を明確にしたい、という目標である。2006年度末（2007年2月）には連結営業利益320億（2003年度比+37.3%）、ROA（営業利益ベース）8.5%、単体営業利益率4.4%、有利子負債900億を財務目標としている。売上高目標は8300億となり、対2003年度比で1.6%増の目標である。

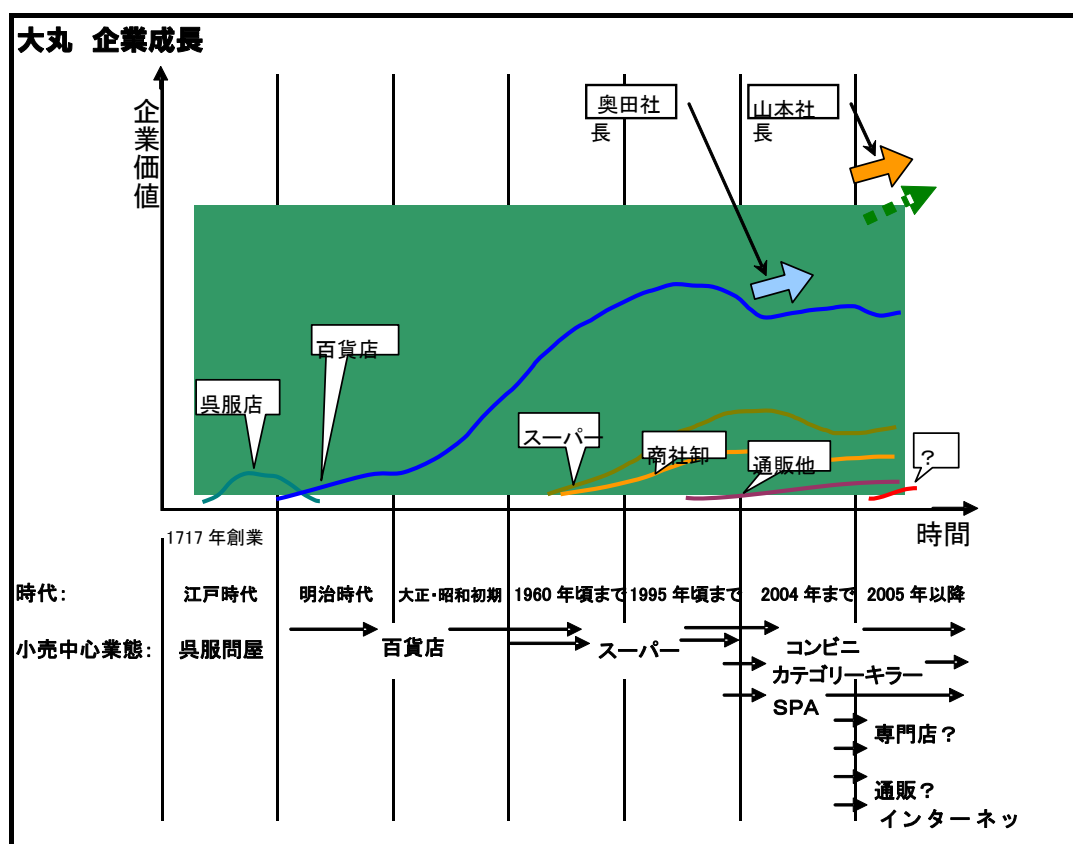
本レポートでは大丸の諸改革のうち、百貨店事業における1998年から2005年現在に至る「営業改革」の活動の分析と、その後山本社長によって開始された「リグロースプラン」の戦略案分析を行う。次章では、大丸の戦略資産・成長戦略・事業ポートフォリオ戦略・企業変革の状況を確認し、百貨店事業における競争優位源泉・競争戦略を確認し戦略を評価した後、最終章では戦略の課題と解決策案を提示する。提示する戦略課題・解決策案は、事業定義の見直しと、事業価値システム設計の方向性、費用構造の改善点とその業績への影響の可能性についてである。

3.1 全社レベル（企業戦略）

3.1.1 戦略資産と企業成長戦略

「営業改革」の話に入る前に、冒頭の事業内容の段で触れた大丸のそれまでの戦略資産について分析しておこう。大丸は、1717年創業後、呉服店、百貨店、スーパー、商社・卸、通販事業、クレジット他サービス事業を拡大するという企業成長シナリオを踏んできてい。業界分析の段でも述べたとおり、小売業は業態の開発を通して発展を遂げてきた歴史がある。大丸は企業成長を百貨店業態を中心としながらも、スーパー、通販といった新業態へのチャレンジを行いながら発展してきた、と言える。現在は百貨店やスーパー、通販以外にも、コンビニ、カテゴリーキラー、SPAなど多くの小売業態が生まれており、それ

ぞれが独自の技術を有して発展しつつあり、百貨店は逆に独自の優位性を失い安定した事業と言えない状況になっている。企業の成長状態を簡単なイメージとしてまとめたものが下図（次ページ）である。



厳しい評価をすれば、1995 年までの大丸の不振の間に他企業は小売業の新技术を検討していて、大丸が営業改革という内部リストラに汲々としている 2004 年までの 10 年間に、その事業形態を試行錯誤しながら確立してきたのである。コンビニ、カテゴリーキラーやSPAといった圧倒的なコスト優位の技術を持つ業態に加え、2005 年現在では、大型小売業でも新しい技術（SC）が確立され、イオンを中心に業態革新に取り組まれている。そうして見たときに大丸の企業成長は決して順調なもの、とは言えそうにない。次に、これらを通して、大丸が得た戦略資産とは何だろうか？2005 年から再成長を期して遅れてきた 10 年間を取り戻すために何を強みとして次のステップに向かえばよいのだろうか？次ページにその事業展開と、都度獲得してきた中核技術を図表として整理した。

ここからわかるように、大丸は百貨店事業を通して、「店づくり・開発技術」「仕入れ技術」「販売運営技術」「顧客管理技術」といった中核技術と、その縁を支える関連技術「資材調達」「多店舗設計」「決済多様化」「人材管理運営」「顧客シナジー管理」「グループ支援」などの技術を蓄積してきた、と言える。これらの中核技術によって、大丸は「小売業の開発力、最適運営力」と「顧客への最適なお買い物提案力」を戦略資産として有すまでにいたった、と言えそうである。その実証が札幌店の成功であり、後に述べるが「リグロースプラン」における東京店増床、また心斎橋、梅田地区での競合相手への対応や、将来的に政令指定都市への中型店舗を水平展開するための武器でもある。

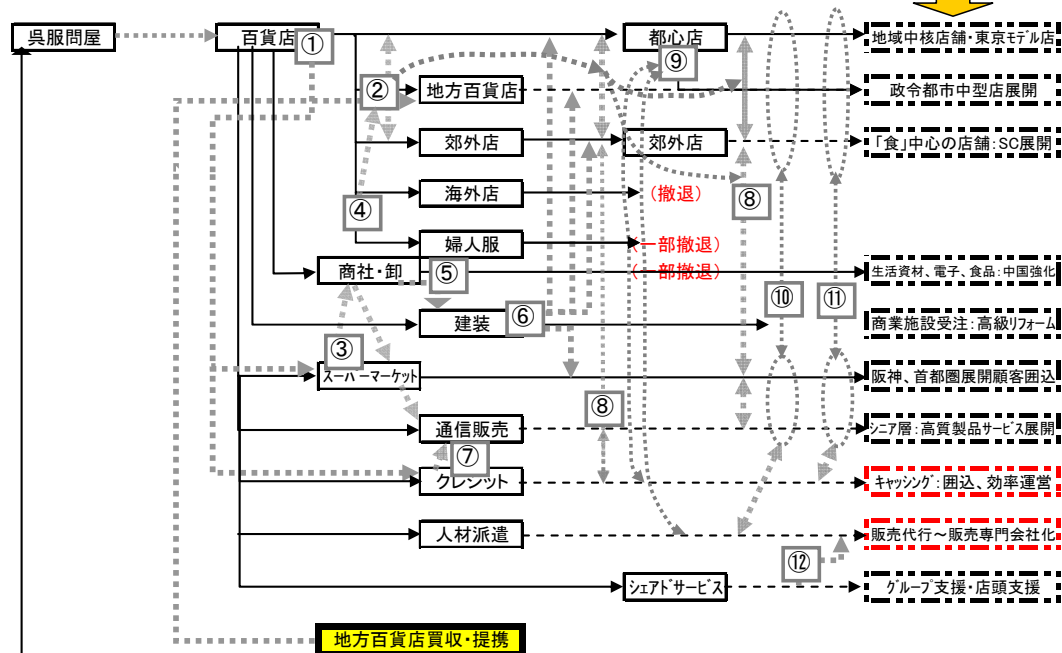
大丸 戦略資産

アミケ

は外部資本

○と ---> は中核技術とその獲得領域を指す

リグロースプラン



戦略資産

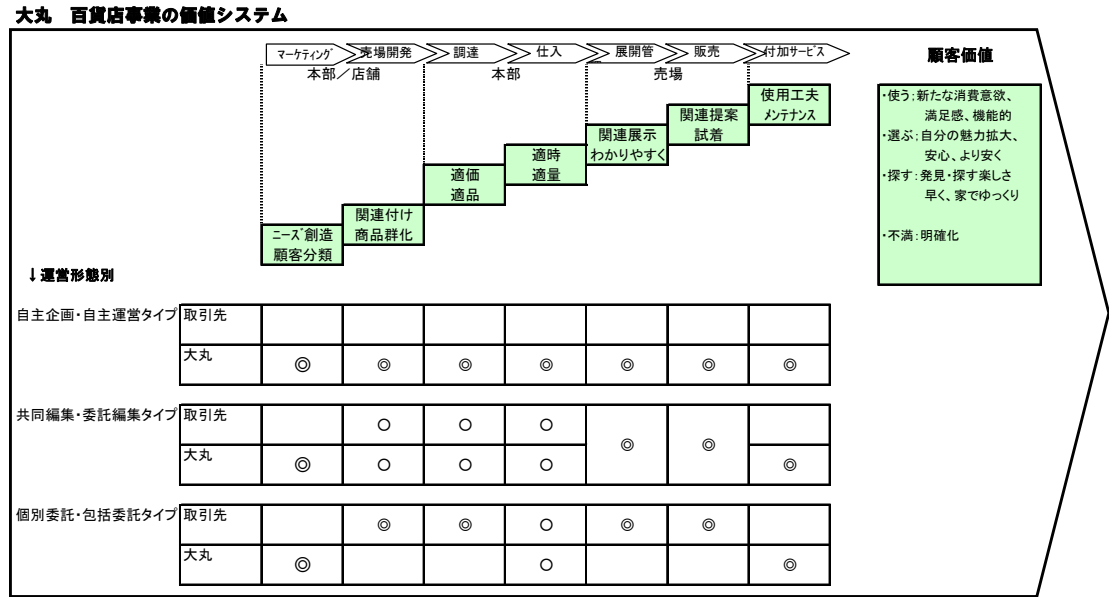
	店舗開発	仕入	販売	サービス
百貨店事業	①店づくり	②仕入連携		
スーパー事業	⑨都市開発	③仕入多様化	⑨効率運営	⑨顧客固定化
商社卸事業	⑤資材調達	④仕入効率化		
建装事業	⑥多店舗設計			
通販事業				⑧顧客獲得
クレジット事業			⑦決済多様化	⑪顧客シナジー
人材事業			⑩運営事業	
シェアドサービス				⑫グループ支援

- ・小売業の開発、最適運営技術力。
- ・顧客への最適な買い物の提案力。

そうした社内での内部評価もあって、リグロースプランでは既存事業の「再生」がプランニングされ、社内の各事業をハイブリッドに組み合わせ顧客のニーズ・生活課題のソリューションを行う企業体になろう、と決められたのである。リグロースプランの成功に向けての「戦略資産」評価として考えたときには、まだまだ獲得・蓄積しないといけない技術がありそうである。それら次の戦略資産獲得課題については、以下奥田社長による「営業改革」の振り返りを行った後に、再考したいと思う。

3.1.2 営業改革（1998 年～2003 年）の内容

1998 年から奥田社長が進めた「営業改革」は、百貨店事業の営業部門（店頭販売部門と仕入れ・マネジメント部門）の大きく 3 つの業務領域における業務と組織の改革であった。3 つの領域とは「仕入れ」「販売」「付帯業務」であり、「仕入れ」の改革には「運営形態タイプによる売場の分類」、「販売」の改革には「接客パターンによる売場の分類」、「付帯業務」の改革には「店頭業務の再設計」と名づけられた業務オペレーションの改革アプローチが実行された。「運営形態別アプローチ」は取引先との契約関係を、お互いの小売ミックスの強み・弱みを組み合わせ、ベストな組み合わせによる役割分担と仕入れ形態をとろう、というものである。ちなみに百貨店の仕入れ形態は、「完全買取り：小売側が在庫を買って責任を持つもの」「条件付仕入れ：双方協議の元返品可能とする契約形態」「売上仕入れ：販売時点で小売側が仕入れる形態。小売側に在庫管理は発生せず、取引先側に在庫責任がある」の 3 種類がある。これらの仕入れ形態もこの分類で意味を持って整理された。



（慶応ビジネススクールケースを元に、筆者が独自に作成。公表資料ではない。）

この整理は、大丸の仕入れ業務の標準化を意味した。それまでの仕入れ活動は各店に所属するバイヤーが、自分なりのやり方で取引先と交渉し商品を入れていたが、この改革を通して業務基準書やそれに基づく教育も継続的に実施され、仕入れ活動の本部一本化への土台が整った。次に「接客パターンによる売場の分類」は、顧客の期待する接客サービスに沿って販売機能を必要なものに組み立てる、という考え方で 4 分類に売場を整理した。「コンサルティング売場」「対面売場」「ポイントサポート売場」「セルフ売場」である。それまでの大丸では「百貨店は対面販売が当然である」という妄信に似た考え方が一般的で、サービスといえば人的サービスしか考えていなかった。この 4 分類の整理に当たっては、商品群ごとに顧客の購買行動に沿った販売員の行動基準や、売場環境を明確にし、売場の分類に沿った環境整備が進められた。一方販売員は分類に応じたマニュアルとともに、役割・

職務が分解され、担当別教育体系と教育組織・教育担当者も創設された。結果として大丸としてのサービス基準が明確になり、それまで各店バラバラであった販売サービスに対して、本部による方向付けが進められるようになった。最後に付帯業務の「店頭業務の再設計」であるが、さまざまな付帯業務が販売員の接客販売の時間を阻害している、という問題を解決するものであった。顧客から見て直接価値の高い業務とそうでもない「低付加価値業務」に業務を分け、低付加価値業務をフロアごとに「作業チーム」を作り集約したものである。これによって販売員は接客に集中できるようになり、売上にも貢献できた。

一連の改革メソッドによって大丸の中にある「個別最適」による無駄をあぶり出し、標準化によるコストダウン効果を大きく出すことにつながったが、それらは奥田社長の狙いどおりであったと言えそうである。と言うのも、3つの改革領域に関する目標イメージは、奥田社長は当初から明確に持っていた。「最大の顧客満足を最少のコストで」というテーマフレーズは、もっとも初期の企画段階で社長から提示されたもので、現在でも社内での業務方針として口にあがるほどである。その目標像を具体的な手順論に落とし込む作業、つまりロードマップ策定と推進の担当者が山本（当時）部長であり、営業改革推進室という6名ほどの企画スタッフによる小さな組織を率いて、現場マネジャーに直接働き掛ける「モデル取組み」を多く活用しながら、プランを実行に移していった。

営業改革は結局各店から余剰人員の規模を明確にする結果を生んだ。奥田社長は人事改革の第一弾として、800人規模の希望退職者募集による人員削減に踏み切った。営業改革のマスタープランが社内に提示されてからほどない発表であったため、「やはり営業改革は人員削減の手段か」など反発に似た声や態度も一部で見られたが、結果的にはこの決断がその後の改革推進のはずみ車となった。手を上げて離職する元同僚のためにも、絶対やり抜かねばならない、という強いメッセージと受け止められたのである。これらの改革は1998年からの3年間で「基盤構築」として位置付けられ、マニュアル整備、教育体系整備、組織役割整備（人事制度の修正）、全階層へのトレーニングを行い、ついで札幌店開業までの3年間は既存店への「定着活動」として、更に下部組織のQCに似たOJT型の組織開発活動と、日々のマネジメントで徹底できるような行動指標によるマネジメントの導入も行われた。「営業改革」の集大成として2003年3月に札幌店の開業が位置付けられ、札幌店長の小林泰行と当時百貨店事業本部の理事であった山本良一は、開業までの2年間のきめの細かい準備プランを策定した。特に札幌店の人材には、関西での半年から1年間の実習が義務付けられ、その実習責任者として各店の現場マネジャーに札幌店の新人が割り当てられた。奥田社長からの彼らへのメッセージは「今まで実践してきた営業改革の現場での運用内容を全て教えよ、それが札幌店を成功に導く」であった。

ローコストで且つ収益力のある組織・オペレーションにする店舗運営の目標イメージも固められた。特徴的なことはその少人数体制である。公開情報では面積45,000㎡、初年度売上高395億円で社員490人とされているが、開業1年後のH16年2月の決算発表の資料では360名（社員・嘱託215名、パートナー・セルパートナー145名）、H17年度2月期の有価証券報告書では202名（うち159名契約社員・臨時社員）となっている。他店が400名

から 600 名となっているのに比較して極端に少ない人員数であるが、報道にもあるようにサービスレベルは低くない。それだけの運営ノウハウができた、ということである。この一大プロジェクトを終えて山本理事は社長となり、小林店長は東京店店長として再び理想の店舗づくりをゆだねられた。

以上述べてきたことが「営業改革」のアウトラインであるが、その領域ではないものの、奥田社長が一方で同期間に行ってきた他の経営政策の一部を述べておく。海外不採算店の閉鎖と、国内関連企業のうち婦人服製造販売会社（株）ミッチインターナショナル、不動産・資産管理会社（中央興業）の分割・吸収、大丸興業（株）のフィッシング事業会社（ダイコー（株））の解散・清算、（株）大丸装工・大丸木工（株）・（株）どれくせるへりていじドレセルヘリテイジの再編、子会社（大丸興業）の中の早期退職も進めてきたことは記しておきたい。

3.1.3 山本社長とリグロースプランへの取組み

札幌店を軌道に載せた 2004 年春、奥田社長は会長に退き、後進を当時まだ役員でもなかった山本良一（理事、百貨店事業本部副室長）を任命した。山本社長はその時まだ 40 代であり、しかも理事からの大抜擢ということで、NHK の夕方のニュースや古館一郎が司会をしているニュースステーションで大きく取り上げられるなど話題となった。山本社長は任命を受ける前から社内の検討チームで今後の成長戦略を研究していた。その内容を「リグロースプラン＜第一期＞」として上期のうちに提示した。（別途添付冊子参照）その内容であるが、基本的には「営業改革」による高効率の経営方針を引き継ぎ、一方で新たな企業の方針として「再成長」を掲げ、「時代の変化に即応した新しい事業戦略と仕組みの開発を行う」「グループシナジーを効果的に発揮することでマーケットの深耕と拡大を図る」ものだとしている。「リグロース（再成長）」というものの業績目標の中の売上自体は連結で 8,300 億円（対 2003 年度比 1.6%増）と抑えられており、「第一期」と銘打った 2006 年までには成長機会を見出し、仕組みを開発して稼働させ始めよう、と考えている様子がわかる。その意味では「新たな取組み」がいくつか注目される。

(1) 全国主要都市への 4 万㎡規模の都心型百貨店の出店（政令指定都市を優先）

札幌店の成功モデルを水平展開するのに、政令都市 4 万㎡店は最適なフォーマットである。既存店と違って間違いなく成果が出る取組みであろう。

(2) 東京店移転増床計画

全国展開を進める上でイメージを一新し、新たな 21 世紀の百貨店の革新モデル店と位置付け、営業改革後の次なる STEP へ進化した大丸の姿を店舗にしたいと考えられている。

(3) 新しい商品・売場・サービス提案

顧客のニーズ・声を反映（カスタマーズビュー、PB）、デジタル家電、住宅リフォーム、高級惣菜宅配など、成長マーケットを積極的にとっていく、というものである。具体的な中身にまでは触れられていない。

(4) ウェブ通販・ギフト通販の拡大。

商品調達～受注～配送までの一連のシステムを見直し、インターネットを活用した新たなギフト販売の可能性を広げる取組みである。

(5) 営業改革第 2 ステージ

さらにいっそう高収益の「百貨店オペレーションモデル」の構築、を目指すものである。今まで営業改革で取組み標準化されてきた業務を組織的に活用し「百貨店をオペレートする」社内の仕組みを作ってしまう取組みである。PB売場の拡充、取引先との新たなコラボレーションの強化、本社集中仕入の体制への転換、返品率削減などにより総利益率向上を図る。百貨店の持つ構造的な問題にメスを入れる取組みである。

(6) 関連事業での取組み

シニア層への高級インテリア提案（建装事業）、シニア層の日常生活向け高級商品通販（通販事業）など、シニア層を放さない戦略の第一歩として今後の展開も期待したい。

(7) 新たな事業開発

クレジット：キャッシング機能を持たせたクレジットカード化により顧客の囲い込みを進める戦略である。人材派遣事業：営業改革で進めてきた独自の販売・サービスノウハウの活用による人材ビジネスの水平展開である。採用・教育・販売員派遣・販売代行まで、小売店頭販売運営をすべて行う機能会社として、取引先も含めて相乗効果を生む可能性がある。ここに挙げていないが、プレスリリースされた取組みとして「横浜ららぽーと」SCへの「食品専門館」の出店を付け加えるべきであろう。これも、百貨店の中核技術である高級総合食品フロアのプロデュース、マネジメントを事業化し、注目のチャネルであるSCで展開しようという取組みである。

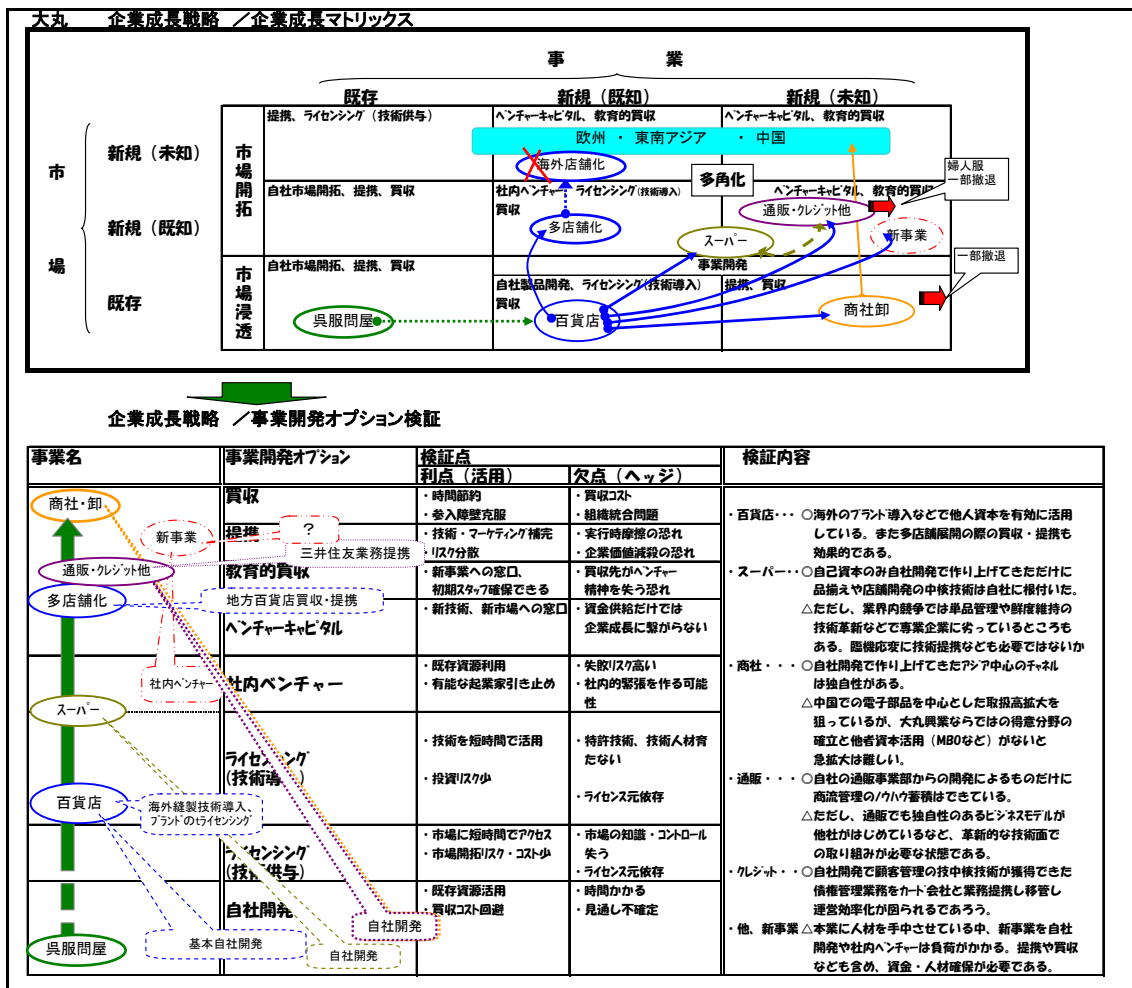
これらの取組みの中から、＜第二期＞へステップアップし本当に大丸を「リグロース（再成長）」させるものがどれだけ出てくるか、その見極めとタイミングを逃さない戦略的投資や人的資本も含めての投入ということが経営の課題である、それに失敗すると、将来的に成長するオプションを失うという大きなリスクもはらんでいる。また先に述べたように、今まで蓄積していた戦略資産だけでこれらのプランをものにすることができるだろうか？次項に行く前に、ここであえて先の戦略資産の評価に戻って、大丸の「営業改革」がリグロースのための戦略資産を作りえたのか、と問い直してみたい。厳しい評価と課題を示すのであれば、現状の中核技術だけでは表記した戦略資産が実現できるとは思えない。あるいは、リグロースプランが置かれた事業環境つまり次々と生まれる新たな競合小売チャネルに対し大丸ならではの百貨店や小売のビジネスモデルが可能になるまでの戦略資産はできているとは言えそうにない。一つは、札幌店の成功があったとしても、現実的にはそれを既存店舗には応用できていないことがその理由である。2003 年度に札幌店で成功した最小の人員体制で成り立つ店舗運営の技術も、2005 年現在においても各店の営業体制に大きな変化は与えられていない。これはなぜなのか？ということが本質的な課題と感じる。二つ目に、現実には業績分析で確認したように、既に競合他社に営業利益率水準で追いつかれている。ということは、これからの事業環境で収益力を拡大するには現状レベルの運営技術水準では不足だ、ということを示している。リグロースプランでは、利益率とともに売上も同時に向上させねばならない。これからの競争力を持つレベルといえば、中核技術と位置付けた「個々の技術」を更に業界トップ水準とする最先端の取り組みを行ういっば

う、日々進化するそれらの技術を常に有機的に結びつける統合のマネジメントも持っていないければ、全体のソリューションシステムとして最高のパフォーマンスが発揮できないわけで、そうした高度な技術や企業運営の力はまだついていない、と考えられるからである。

したがって、成功事例をダイナミックに既存事業に応用していく展開力、「個々技術の更なるレベル向上」と「個々技術の組み合わせのマネジメントプラットフォームづくり」を進める力、この課題が大丸の戦略資産蓄積の上で内在していることをここで提示しておきたい。

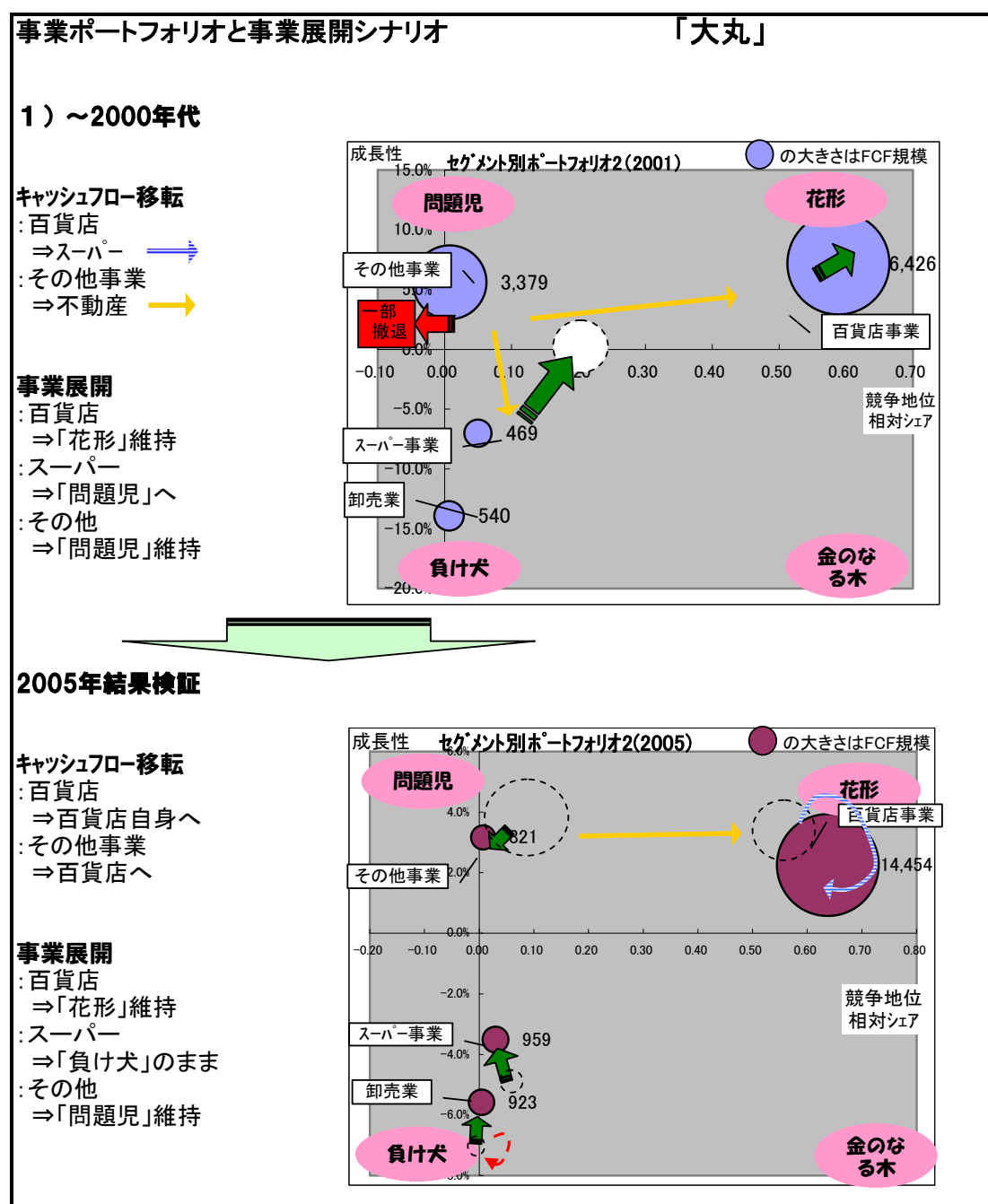
3.1.4 事業展開と事業ポートフォリオ

これらの事業展開に際して大丸はどのような事業開発オプションを選択してきたのか？を振り返ってみよう。その結果はどのように評価でき、今後の教訓を得るとしたら何であろうか？以下に事業展開における事業開発のオプションの可能性を分析してみた。



要約すると、今後の事業展開において、特に新規事業や既存事業でも専業の競合企業などがいる業態で独自性やコスト優位性を持つためには、自社開発以外の手段や思い切った資

本投下も必要である、ということがわかる。また、百貨店の多店舗化の為には他社とのM&Aも有効な武器であろう。(過去はスーパーやクレジットなどもすべて自社開発であった。)次に結果として、これらの事業展開が数値的にどのように反映されたのかを見てみよう。



この図表で見てわかるように、2001年から2005年の間の全社のポートフォリオは「営業改革」以外の改革も進めていたにもかかわらず、百貨店事業へ一極集中したかのような結果に終わってしまっている。先に述べたように、資金も豊富でなく、人材も百貨店事業本体優先に使われる現状であることがわかる。この分析からリグロースプランにあるよう

な収益性の課題解決に向けて、またグループ各事業によるリグロース機会へのチャレンジを進める取組みにおいて、今後「再成長」を遂げるための有効な資本投下コントロールがグループレベルで可能なのか？不安が残る考察結果となった。

3.1.5 企業変革

これまで事業展開における戦略資産蓄積の上での課題点と、事業ポートフォリオの上での資源配分上の課題点を確認してきた。この項では、奥田社長の「営業改革」が改革プロセスとしての問題はなかったのか？つまりリーダーシップが組織に対してどのように働き、何が働いていなかったのか、について、連続変革に取り組む山本社長を中心とした今後の経営のためにもここで検証しておこう。使用する検証フレームはコッターの変革のリーダーシップ「8つのステップ」である。

危機意識を高める。：◎

② 変革推進チームをつくる：◎

③ 適切なビジョンをつくる：◎。

④ 変革のビジョンを周知徹底する：◎

⑤ 従業員の自発的な行動を促す：◎

⑥ 短期的な成果を生む：◎

⑦ さらに変革を進める：○

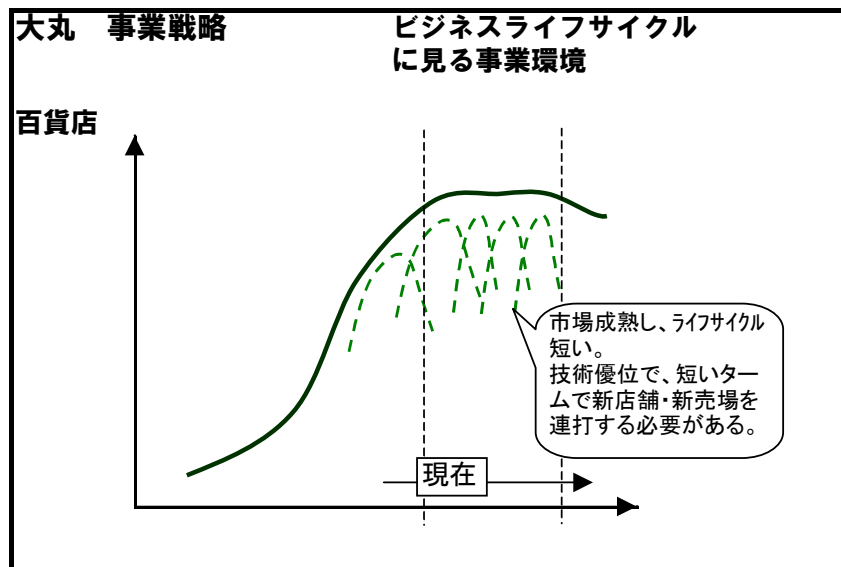
⑧ 変革を根付かせる：△？

7番目の項目を○としたのは、先に戦略資産蓄積の分析の段で確認した課題があるためである。8番目の項目に関しては、コッターの言う「変革には新しい文化の醸成・定着が欠かせない。それがないと、また変革前に自然と戻ってしまう。」といった点が、一部の店舗・店頭の働き方に見られるからである。もちろんこれは社長1人のリーダーシップが原因ではない。大丸のマネジメンタラインを中心とした一人一人のリーダーシップの問題であると思われる。それだけに問題要因は捉えにくい。

要因として考えられることは例えば「やらなくても許される」社内環境への甘えや、率先垂範を嫌うマネジャーがいるなどの企業体質である。これらは店中心の人事権運用や、取引先派遣者に売ってもらうことがマネジメンタ業務になっている管理体系など、背景に大丸の持つ本質的な構造の問題があると考えられる。そうした事例は、ここに上げた以外にも多数事例と根拠があり、とても奥田社長時代だけで解決できるものではなかった、と言えるだろう。いずれにしろ大丸がやりたいことの本質は、利益を上げる構造や売上を上げる戦略だけではなくて、そのバックボーンとなる「自ら顧客に向き合う」考え方をできる社員ばかりに、会社をすることであろう。引き続き我々は変革を通してそこへ向かわねばならない。

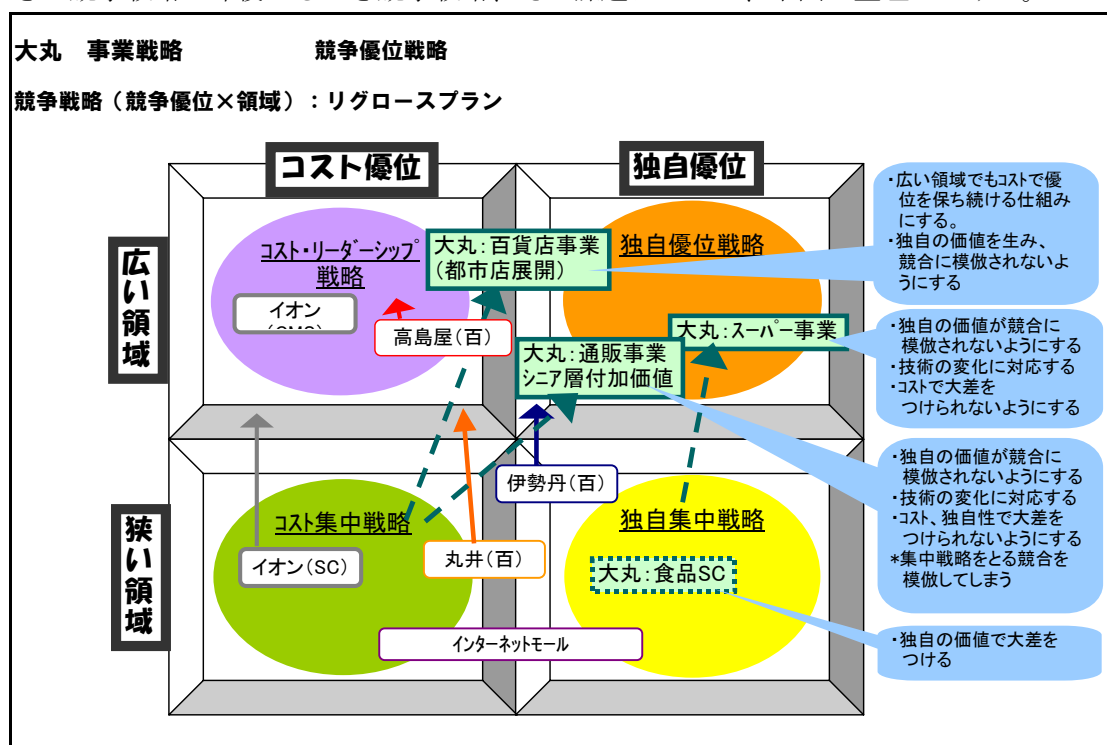
3.2 事業戦略（百貨店事業レベル）

この項では、営業改革の各施策を通じて成長してきた大丸の百貨店事業が、競争戦略上どのようなチャンスと課題を持っているのか、その競争優位源泉と競争戦略を分析し、評価する。まずは大丸の百貨店事業が置かれた状況をビジネスライフサイクルの概念で考えてみたい。



同一業態での競争で言えば、上図のようなことが言えるであろう。また、破壊的技術によるイノベーションを実現した企業が参入し、百貨店というフォーマットを陳腐化させる可能性（後発優位）もありうる。いずれにしても「技術優位で短タームの売場・商品開発」か「圧倒的なコスト優位技術」かしか生き延びる術がない。そのような状況である。

次に、大丸の競争優位源泉は競合企業に対してどのようなものであるのか、と同時に取りつてきた競争戦略と今後とるべき競争戦略、その課題について、下図で整理してみた。



大丸が百貨店事業において取ってきた競争優位源泉は「営業改革」によるローコストオペレーションであり、関西を中心としたコスト集中戦略であったと言える。そしてそれは一定の成果をあげてきた。しかしいまや各百貨店は同様のローコストオペレーションを実現しつつある。我々がリグロースプランで目指していることは、ひとつは札幌店の成功を皮切りに、政令都市中心に4万㎡規模の百貨店を多店舗展開すること（広い領域へ）、ふたつめは高島屋に対抗して販売とMD技術により独自優位を実現することである。（独自優位へ）したがってこれから大丸が百貨店事業で目指す競争戦略は「広い領域での」「独自優位戦略」であり、課題としては①他社が模倣しにくい独自優位の実現（そのための地域・顧客ベースのMD・販売のアレンジ技術の獲得・向上）②ある程度のコスト優位を維持しつつつけること（売場形態別オペレーションの進化、販売店頭の効率運営モデル化）などが考えられる。

これらの課題を実現するために現状の大丸の戦略資産は有効であるものの、一部は見直しも必要なものがある。それは、IT技術による業務革新である。関西中心の事業であれば、店舗間を回るのも一日で可能で、データが不十分でもコミュニケーションによる品揃え・販売サービスの方向付け・修正活動ができていたが、政令都市への展開となれば、そのような管理では限界がある。どこまで効率的なシステムを導入できるか、が今後の「成長」に対して重要な規定要因となる可能性がある。

ここまで長々といろいろな角度より、大丸の「営業改革」の検証と「リグロースプラン」の実践する上での課題の検討を進めてきた。今までの文中に囲みを入れた部分（課題提示）を以下に簡潔にまとめた。この後最後の章で戦略課題として絞り込み、その解決策案とともに呈示したいと思う。

ここで今まで指摘した課題は、以下のような項目であった。

- 1 高い売上成長率（シミュレーション値：12.3%）を投資家から期待。
- 2 安全性。自己資本の強化。
- 3 収益力。利益規模の拡大＝売上拡大 or 総利益率向上 or 営業利益率の更なるUP。
- 4 5 FORCE より
 - ①魅力的で価格でもリーズナブルな商品・売場開発
 - ②SCやインターネット流通に対応する、もしくは活用する小売ビジネスモデル開発
 - ③激化する競争環境ならではの、大丸の独自性の発揮
 - ④IT技術の活用による小売の新しいビジネスモデルの実現。
- 5 成功事例をダイナミックに既存事業に応用していく展開力
- 6 「個々技術の更なるレベル向上」
- 7 「個々技術の組み合わせのマネジメントプラットフォームづくり」を進める力
- 8 新規事業や既存事業で独自性やコスト優位性を持つため思い切った資本投下
- 9 百貨店の多店舗化の為他社とのM&A
- 10 グループ各事業への有効な資本投下コントロールが
- 11 大丸のマネジメントラインに変革のリーダーシップを根付かせる

- 12 「技術優位で短タームの売場・商品開発」か「圧倒的なコスト優位技術」
- 13 他社が模倣しにくい独自優位の実現（そのための地域・顧客ベースの MD・販売の
アレンジ技術の獲得・向上）
- 14 ある程度のコスト優位を維持しつづけること（売場形態別オペレーションの進化、販
売店等の効率運営モデル化）

4 今後の戦略上の課題

以上分析・評価を進めてきた結果、結論を先に述べると、大丸はリグロースプラン遂行にあたって、以下の 3 点を加えて解決しなければならない。

- 1 グループ会社は機能会社化されて独自の価値向上に努め、グループシナジーを生むためのビジネス統合を高度にデザイン・コントロールする経営管理を行う。
- 2 小売業価値システムの見直しによる飛躍的な効率化推進
- 3 上記 1、2 を実現するための施策（外部人材活用、IT（システム）化推進）

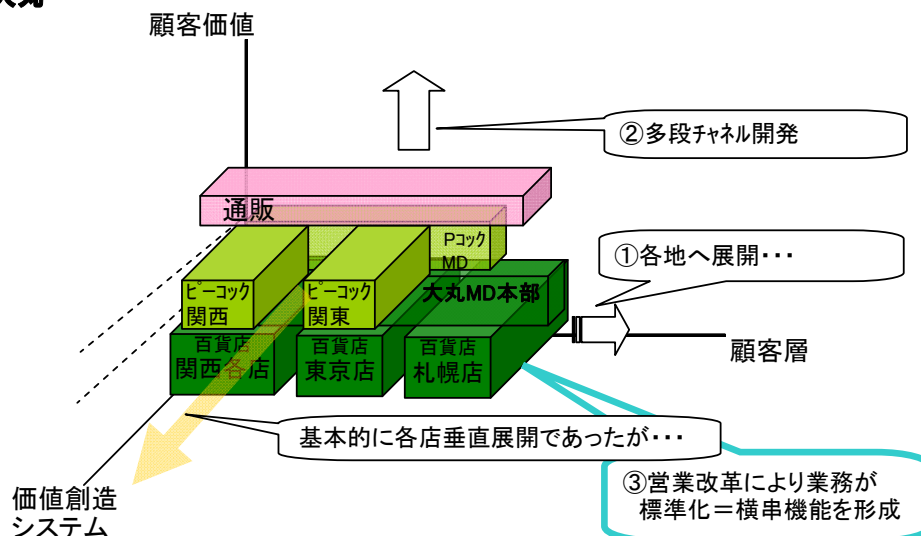
この 3 点の課題を、事業定義の見直し、事業価値システム設計の方向性、費用構造の改善点とその業績への影響の可能性、という 3 側面から説明し具体的な解決策案について述べていく。

4.1 事業定義に見る、グループコントロールの枠組み

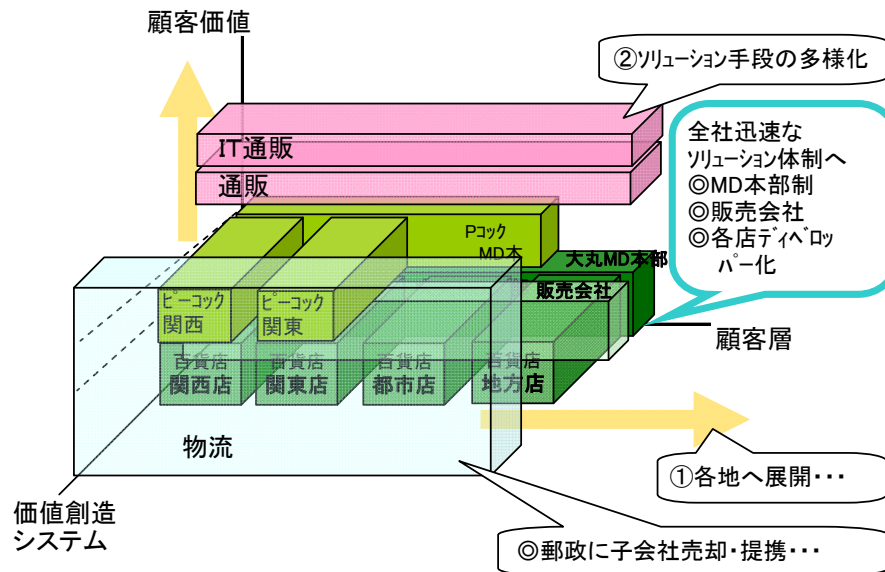
これまでの大丸の事業定義から「ソリューション」を標榜したことが、リグロースプランの大きな特徴であるが、下図に整理すると、今後大丸が留意すべき点が明確である。

事業定義

今までの大丸

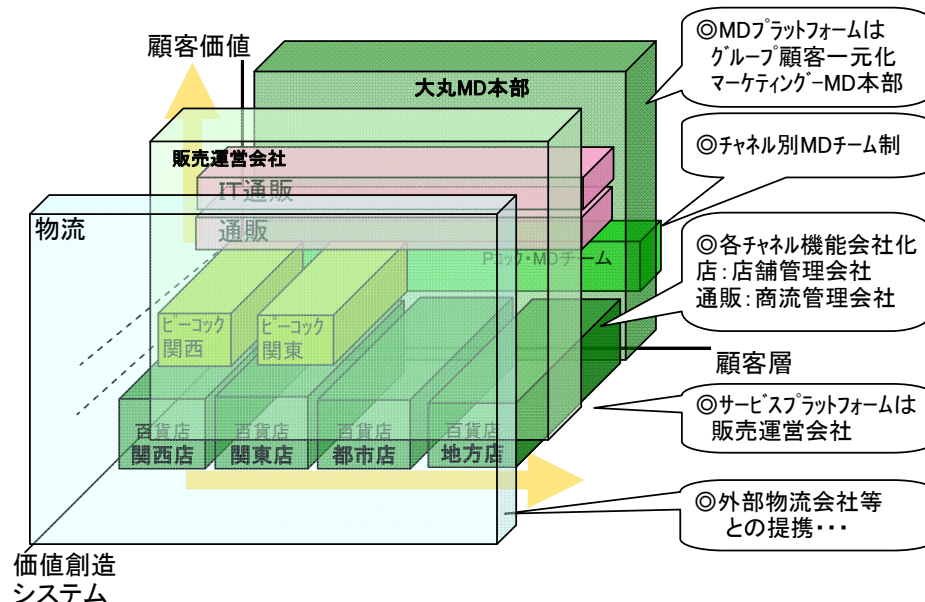


これからの大丸①「リグロス・プラン」：顧客のソリューションを実行できる企業へ・・・」



今までの大丸と比べ、組織機能の組み合わせによる顧客価値の向上が図られていることがわかる。しかしまだ各業態別、店別の垂直統合が基本であり、ソリューションを実現するには組織間の壁が弊害となることがわかる。したがって、今後各事業が本質的な機能を明確にし、その個性的な各事業全体を統合するプラットフォームのような統合・管理の仕組みが必要である。下図のような事業定義の構造イメージである。

これからの大丸②方向性「企業間シナジーで、顧客ソリューションをデザインする」



これにより 1 つめの戦略課題と具体策が提示できる。

戦略課題 1：グループ会社は機能会社化されて独自の価値向上に努め、グループシナジー生むためのビジネス統合を高度にデザイン・コントロールする経営管理を行う。

<具体策>

①**MD** プラットフォーム (**MD** 本部機能) を持つ。

そこでは、グループ顧客を一元管理し、マーケティングと顧客セグメント別の商品及び販売戦略を行う。

②**MD** 本部内に、小売チャネル別 **MD** チームをおく。

小売チャネル別とはつまりグループ事業別と読みかえられる。ここで、グループ事業間の品揃えの「際」のコントロールなど品揃え面でのグループシナジーをコントロールしやすくする。

③小売チャネル内部を機能会社化する。

スーパー、百貨店、食品専門館など業態別に店舗運営会社を持つ。

④サービスプラットフォーム (販売本部機能) を持つ。

そこでは、商品及び販売戦略を最適に実行する店頭販売オペレーションを設計・実行する。グループ事業間のサービス戦略の統合・調整など、サービス面でのグループシナジーをコントロールしやすくなる。

⑤外部企業との連携

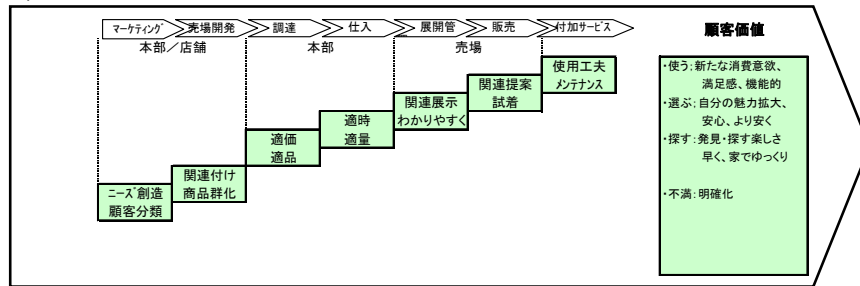
直近の大丸の動きでは、物流子会社 (株アソシア) を日本郵政公社へ売却したが、事業定義外の機能は提携なども活用して変動費化する。

4.2 事業価値システム設計による費用構造の改善の方向性、業績への影響可能性、

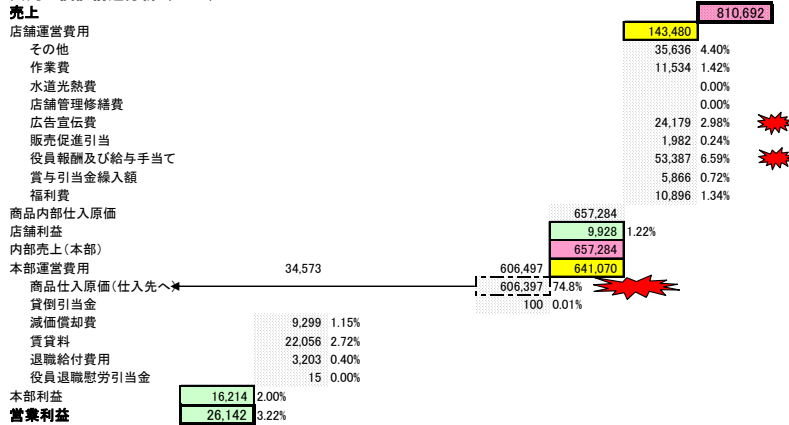
1 章の財務分析や、競合他社との比較の中で気付いた視点があつた。ひとつは、丸井、伊勢丹に見る総利益率の高さ、もうひとつは高島屋 SC 事業、イオン SC 事業に見る営業利益率の高さである。この費用構造を大丸の現状構造と置き換えた際にどこが改善点なのか検討してみた。(次ページ上図参照) 大きな問題のひとつは商品仕入原価が大丸の場合高いことである (74.8%)。そして、SC の営業利益率の高さと比較した際に費用面で課題と捉えられるのは、店舗人件費率である。(大丸 6.59%、イオンモール 3.20%) イオンのようなディベロッパー技術を活用すれば、現在の「店舗」という立地やフォーマットそれ自体から生み出す価値を純粋に高めることが可能である。営業収入となるために売上高自体は下がるであろうが営業利益は上げられる可能性がある。その成功例が高島屋 SC 事業に見られる。優良な立地物件であれば、SC としての魅力維持は百貨店の運営技術を統合すれば可能であり高い収益力を発揮できることを示している。

・大丸の費用構造

小売事業の価値システム

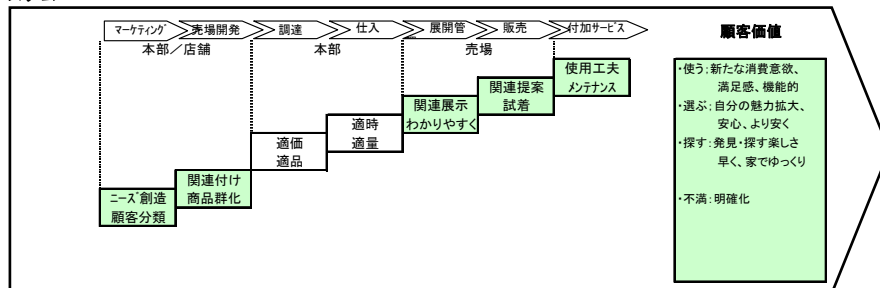


大丸の価値構造分析（2005）

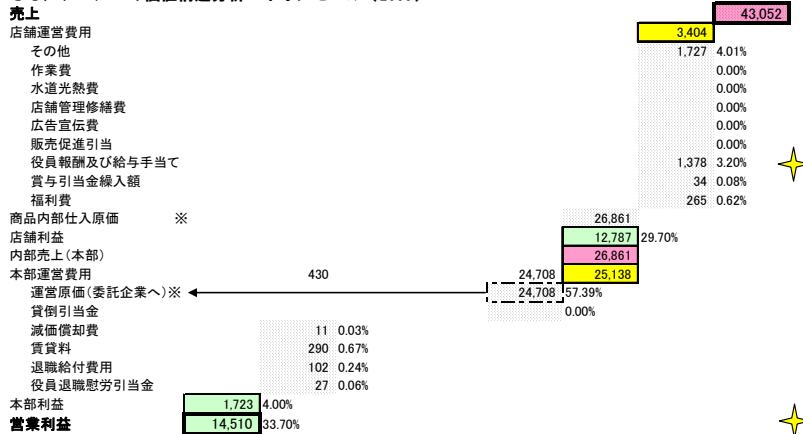


・イオンモールの費用構造

小売事業の価値システム



SCテナントの価値構造分析：イオンモール（2005）

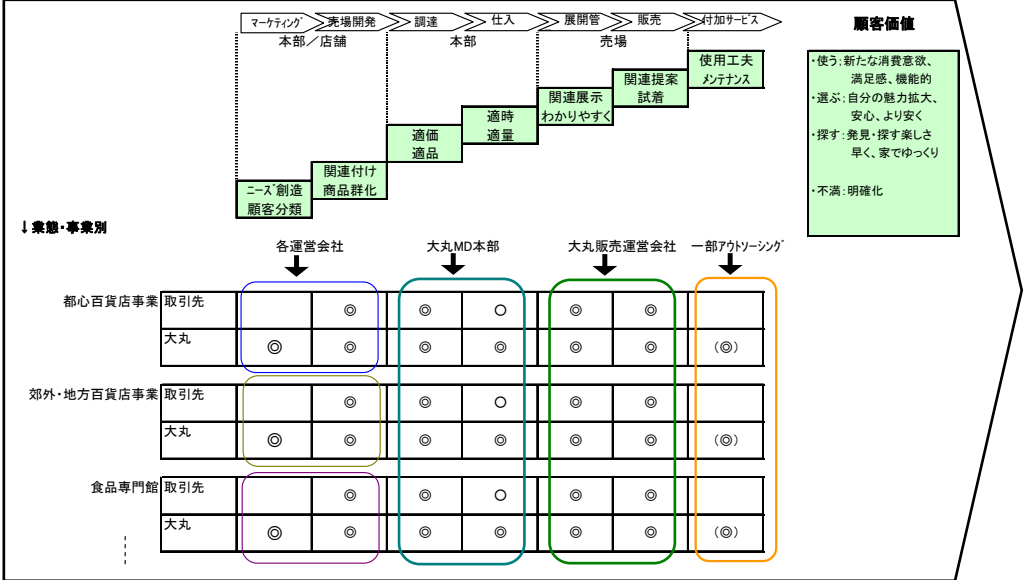


※SCの単独PLでは、「売上原価」となる。小売業の「商品仕入」の原価ではなく、ビル管理会社への支払いや水道光熱水費などテナント管理業として発生するコストを示す。

その具体的な統合技術を活用したときの事業価値システムと費用構造シミュレーションを以下に示す。

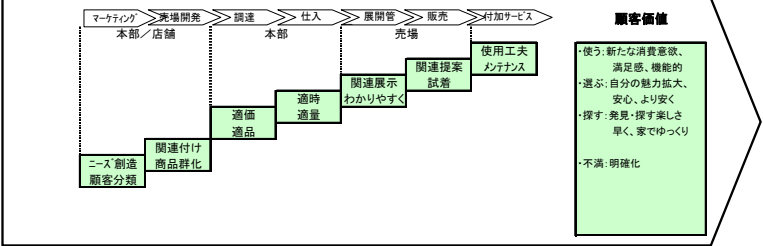
<事業価値システム>

大丸 百貨店事業の価値システム（リグロースプラン以降の展開案）



これは先ほど事業定義で整理した機能会社化の統合モデルである。こうすることで期待できるメリットは今まで課題として述べてきた「個々技術の更なる向上」を可能にすることと、もう1点は流通内部の不明確になりやすいコスト構造を明確にできることである。つまり管理会計をグループ事業管理レベルで可能にしてしまうということである。その一例として最後に、大丸の費用構造の変革シミュレーションを示す。

小売事業の価値システム



大丸の価値構造分析（リグロースプラン以降 現在の20%をディベロッパー化した場合のシミュレーション）

		810,692		★	20%をアランド収入化	648,554	24,321	672,874
売上		143,480						94,916
店舗運営費用								
その他		35,636	4.40%			○	○	29,578 4.40%
作業費		11,534	1.42%			◎		9,573 1.42%
水道光熱費		0.00%						0 0.00%
店舗管理修繕費		0.00%						0 0.00%
広告宣伝費		24,179	2.98%	★		8,060	1,612	9,672 1.44%
販売促進引当		1,982	0.24%			661	132	793 0.12%
役員報酬及び給与手当て		53,387	6.59%	★		26,694	7,783	34,476 5.12%
賞与引当金繰入額		5,866	0.72%	★		2,933	855	3,788 0.56%
福利費		10,896	1.34%			5,448	1,588	7,036 1.05%
商品内部仕入原価		657,284						522,784
店舗利益		9,928	1.22%					55,174 8.20%
内部売上(本部)		657,284						522,784
本部運営費用	34,573	606,497						502,598
商品仕入原価(仕入先へ)		606,397	74.8%	★		453,988		453,988 67.47%
運営原価(委託企業へ)※				★			13,958	13,958 2.07%
貸倒引当金		100	0.01%			80		80 0.01%
減価償却費	9,299 1.15%						9,299	9,299 1.38%
賃料	22,056 2.72%						22,056	22,056 3.28%
退職給付費用	3,203 0.40%						3,203	3,203 0.48%
役員退職慰労引当金	15 0.00%						15	15 0.00%
本部利益	16,214 2.00%							20,186 3.0%
営業利益	26,142 3.22%							75,360 11.2%

※ディベロッパー部分の単独PLでは、「売上原価」となる。小売業の「商品仕入」の原価ではなく、ビル管理会社への支払いや水道光熱水費などテナント管理業として発生するコストを示す。

ここで右端に★印をつけている部分が統合技術による費用改善のポイントである。このシミュレーションでは、「百貨店の 20%をディベロッパー管理とした場合」である。以下統合技術の解説とメリットのポイントを説明する。ひとつはイオンモールに見られるディベロッパー部分（20%）の管理を「出店先の管理人件費」として明確化したことである。管理人件費率が 3.20%というのは、流通費用構造としてみれば納得行く水準であろうし、わかりやすい。

第 2 は、ディベロッパー部分の取引先からいただく収入（取引先の費用）は、現在の「売上仕入れ」の仕切りによる「売上高の仕入原価としての支払い」から、明確に「家賃」としていただくことにしたことである。大丸のテナント営業収入 32,428 百万円とあるのは、店頭売上の 15%として試算した。現在の売上仕入れ原価率が 30%から 35%であることを考えると、取引先には「お安い家賃」と写るであろうし、百貨店としては有力なテナントであればその家賃の魅力で囲い込む、というメリットに加え、逆に売上が悪くても家賃収入でディベロッパー側が利益圧迫されるデメリットもなくなる、ということである。

第 3 は、ディベロッパー以外の部分に関して、百貨店ならではの独自性のある MD を発揮することで高収益を達成すると言う点である。ここで商品原価 453,988 百万円とあるのは、百貨店売上 648,554 百万円に対して 70%の原価率、百貨店にとって 30%の粗利益率を確保することを意味する。今まで大丸は P30 にあったように 74.8%の原価率（25.2%の粗利益率）であったから、これを伊勢丹レベルまで引き上げるということである。そのためにも高度に専門化された MD 技術と販売技術、その統合技術が必要となってくる。

第 4 は副次的な意味合いがあるが販促費の改革である。これまで各店舗レベルで発生していた販促経費であるが、テナント部分にかけていた販促経費は、各店共通化することで効率化できる。ここではテナント部分にかかっていた経費を展開店舗数（10 店とした）で割り店舗あたりのコストを出した。これによって 2.98%かかっていた販促費が 1.42%に押し下げられる。

これらの施策を行えば、単店舗の営業利益率はこの試算上は 11.2%となる。丸井の 6.6%、イトーヨーカドーの 5.8%といった水準をはるかに凌駕する、まさにダントツの（山本社長の口癖）高収益小売事業モデルとなる可能性があることを示している。以上の施策を、戦略課題の解決策として整理すると以下ようになる。

戦略課題 2：小売業価値システムの見直しによる飛躍的な効率化推進

<具体策>

①各小売チャネルを機能会社による統合システムで運営する。

機能会社は、「都心百貨店運営・郊外百貨店運営・食品専門館運営など小売フォーマット別運営会社」「大丸 MD 本部」「販売運営会社」などである。

②百貨店の一部（20%程度）をディベロッパー運営形態とする。

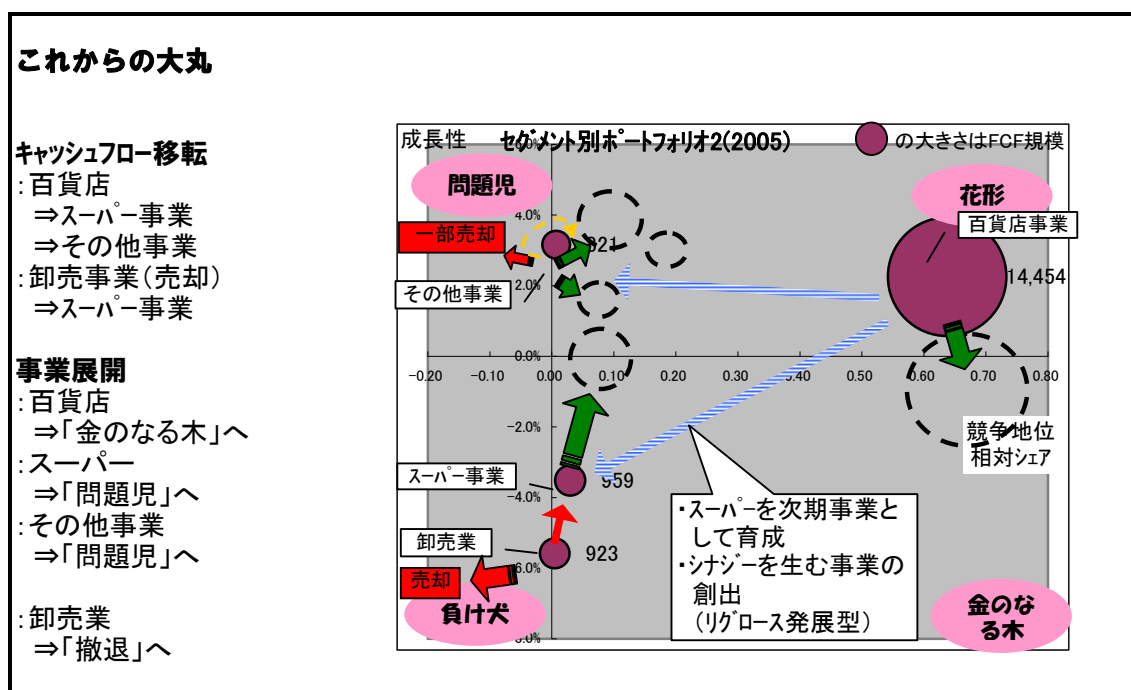
管理構造を明確化、テナント管理部分の費用を圧縮し、有力取引先を誘致しやすくする。

また家賃収入で収入を固定化し、売上変動リスクを回避できる。百貨店部分は、MD 本部と販売運営機能会社の統合チームによる、独自性のある売場づくり、商品・サービスづくりが求められる。それによって総利益率向上に寄与する。

③全体の統合技術の発揮

③で述べた「MD 技術」「販売技術」に加え、「販促技術」も各店固有部分とテナントをはじめとする連結部分とがある。それら店舗間、及びグループ間での統合技術・組織の開発が必要である。

これら 1、2 の施策を実行すると、ポートフォリオはどのような変化を示すのか、イメージだけでもつかんでおきたい。



4.3 上記のことを実現するための施策（外部人材活用、IT（システム）化推進）

最後に、言わずもがな、ではあるがあえてこのトピックスには触れておきたい。ここまで戦略的にリグロスプランを補完・発展させるための課題と具体策を提示してきた。いずれも十分魅力的で実行可能なものだと信じるし、縷々述べてきた小売業態間の競争を考えると、絶対実行してやり抜いて勝たねばならないものだと断言したい。そのためには、2つの本質的な課題を大丸は内在しているように感じる。

第1は、事業ポートフォリオのところで述べた「リグロス機会へのチャレンジを進め「再成長」を遂げるための有効な資本投下コントロールができるのか?」という問題である。戦略の窓は一瞬しか開かない。（と、小島先生にも強烈に教わった）そのとき、すばやく資本を投下できるのか? 人材であれば、実際に社内にはいない場合どうするのか? 無理だ、で終わらせるわけには行かないのである。第2は、変革のところで述べた「大丸のマネジメ

ントラインを中心とした一人一人のリーダーシップの問題」である。新しい戦いを勝ち抜いていく際に、おそらく多くの壁が大丸のマネジャー一人ひとりの前に立ちふさがる。一人ひとりが強くあること、そして弱い個人もスクラムを組めば必ず壁は突破できる。その際に有効なのは武器である。桶狭間の戦いで武田勢は織田勢の鉄砲にビックリしたわけではない。鉄砲隊、その組織化された使い方に負けたのである。戦略も微分すれば戦闘に行きつく。そして戦闘を技術的に高質なものにするのが武器であり、それらをいかに統合して使うかに戦略が必要である。しょうしょう乱暴な比喻であるが、小売という戦場においても個々マネジャーという兵士にとって IT 技術という武器を武器たらしめるもの、つまり IT を正しく使うという戦略が必要だと感じる。小売業は確実に次の世紀へ突入している。IT をはじめとする最新の技術ベースの小売ミックス設計と個々技術の開発による、新しいオペレーションによる戦い、ビジネスモデルの戦いが日本・世界を関係なく進むに違いない。その時代に大丸がメインプレイヤーたりえるのかは、リグロースプランの実行と発展の先に答えがある。

以上

付属資料 8：企業戦略分析

(出所：岡崎 路易「経営戦略応用研究 期末レポート」 2008 年 11 月 4 日)

J.フロント リテイリング株式会社 (2008)

1 事業内容と業績

1.1 事業内容

2007 年 9 月に㈱大丸と㈱松坂屋ホールディングスが経営統合し、共同持株会社「J.フロント リテイリング株式会社」が発足した。当社を純粋持株会社とする 58 社（当社含む）によって構成されており、百貨店業を中心としてスーパーマーケット業、卸売業、通信販売業、不動産賃貸業・駐車場及びリース業、建装工事請負及び家具製造販売業、クレジット業などの事業を展開している。従業員は、連結で 9,697 名。事業エリアは国内のみである。グループビジョンは「百貨店事業を核とした、質・量ともに日本を代表する小売業界のリーディングカンパニーの地位確立」である。J.フロント リテイリングは百貨店事業を核とした質・量ともに日本を代表する小売業界のリーディングカンパニーを目指しており。その決意と意思を示すために、J.FRONT RETAILING (JFR) の頭文字を用いて日本の象徴のひとつである富士山を表現。さらに、その JFR の富士山から昇る太陽を円の形で表すことで、これからさらなる発展を続け、輝き続ける企業の強い意思を表明している。

1.1.1 百貨店事業

(1) 大丸

高質・新鮮・ホスピタリティを追求し、札幌、東京、大阪、京都、神戸、博多など全国主要都市に 18 店舗を展開。2003 年 2 月に 45,000 ㎡でオープンした札幌店は 1998 年から取り組んできた経営諸改革の成果を全面的に採り入れた店舗である。従来必要とされていた従業員数の約半分の 490 名という少数での運営を可能にし、通常 3、4 年にかかるといわれる営業黒字化を開店初年度で達成。「高効率・高収益型ビジネスモデル」として内外の注目を集めた。今後さらにこのビジネスモデルに磨きをかけ、新規出店・増床にも生かしていく予定である。また、東京店は 2007 年 11 月 6 日に新店として第 1 期オープンの後、2012 年夏頃には現在の約 1.5 倍の 46,000 ㎡にまで増床し、首都玄関にふさわしい斬新で 21 世紀の都市型百貨店のモデルとなる本格的な百貨店として生まれ変わる。この東京新店を中核として、食品専門大店「ららぽーと横浜店」「浦和パルコ店」、スーパーマーケットの大丸ピーコック、さらには松坂屋銀座店を中心に 2 街区を一体開発する「銀座プロジェクト」などと併せ、首都圏における営業基盤の強化拡大とブランド価値の向上を目指す。

(2) 松坂屋

品揃えの充実と編集力の向上、時代のセンスを的確に捉えた新しいライフスタイル提案、楽しく魅力あふれる空間づくりなど、百貨店らしさの追求を基本に、店頭販売力の強化と収益力の向上を目指す。旗艦店である名古屋店は、本館・北館・南館の 3 館体制で、売場面積は日本最大級の 86,758 ㎡（ハローナゴヤ）である。2007 年春には、本館レストラン街を全面改装し、3 年半に及ぶ全館大改装計画が完了した。2006 年、全館改装により豊かで創造的な暮らしをサポートする「ライフ・リゾート館」として生まれ変わった北館をはじめ、本館は「オーセンティック&スペシャリティ充実の総合百貨店」、南館は「次世代のクリエイターズ・トレンド発信スクエア」として、それぞれの特色を明確に打ち出すとともに、3 館の連携をさらに強化しながら、「見やすく、買いやすい」店づくりに努めている。また、2013 年完成を目指して取り組み中の「銀座プロジェクト」は銀座店のある街区とその後方の街区の 2 街区を一体開発する計画で、このプロジェクトを通じ、銀座という立地にふさわしく、かつこれまでの百貨店という概念にとらわれない新しい時代に適合した事業モデルを構築していく。

(3) 店舗展開

大丸（18 店舗）、松坂屋（9 店舗）各グループを合わせ札幌から博多まで全国主要都市に 27 店舗を展開している。

1.1.2 スーパーマーケット事業

百貨店事業に次ぐ第 2 の事業の柱であるスーパーマーケット事業を担うピーコックストア（2008 年 9 月に大丸ピーコック、松坂屋ストア、横浜松坂屋ストア、野沢商事の 4 社を統合）は、首都圏、関西圏および中部圏を中心に 100 店に迫る店舗網を構築。最近では、都

心型の小型店舗を開発し、新たなマーケットへのアプローチにも取り組みを始めている。高質・新鮮・ホスピタリティそして安心・安全・健康・環境を通じ、地域の食文化向上を目指す。

1.2 全社業績推移

当社の 2004、05、06、07、08 年 2 月期の財務諸表を用いて、次のような分析を行う。

1.2.1 過去 5 カ年間の売上高・利益・財務内容の推移

下記の表は、統合前の数値を(株)大丸と(株)松坂屋の単純合計として算出した、過去 5 年間の財務データの推移である。

①単純合計	大丸+松坂屋	大丸+松坂屋	大丸+松坂屋	大丸+松坂屋	JFR
決算年月	'04/H16 2月期	'05/H17 2月期	'06/H18 2月期	'07/H19 2月期	'08/H20 2月期
売上高(百万円)	1,192,594	1,155,037	1,165,186	1,172,195	1,016,402
経常利益(百万円)	24,588	30,065	37,830	40,885	39,812
当期純利益(百万円)	3,417	17,005	21,544	22,559	20,538
純資産額(百万円)	122,363	137,510	162,249	173,816	315,854
総資産額(百万円)	600,196	571,562	588,006	593,006	805,375
1株あたり純資産(円)	618.29	643.23	761.62	801.42	582
1株あたり当期純利益(円)	-42.02	68.81	92.32	97.18	46
自己資本比率(%)	42.8	50.1	57.2	57.6	38
株価収益率(倍)	15.66	53.11	55.31	57.10	15
営業CF(百万円)	41,295	18,384	39,250	33,107	27,796
投資CF(百万円)	-4,796	-10,240	-8,456	-5,298	5,792
財務CF(百万円)	-31,630	-18,651	-24,797	-21,605	-39,309
従業員数(人)	12,285	11,167	10,372	10,089	9,697

また、下記の表は大丸、松坂屋から見た財務データの変化である。

②大丸から見た経営統合	大丸	大丸	大丸	大丸	JFR
決算年月	'04/H16 2月期	'05/H17 2月期	'06/H18 2月期	'07/H19 2月期	'08/H20 2月期
売上高(百万円)	817,314	809,275	821,250	835,522	1,016,402
経常利益(百万円)	22,243	25,387	30,170	33,353	39,812
当期純利益(百万円)	11,879	14,499	16,025	17,304	20,538
純資産額(百万円)	65,114	77,328	91,803	109,308	315,854
総資産額(百万円)	375,647	361,749	370,364	375,513	805,375
1株あたり純資産(円)	276.67	289.82	347.88	400.29	581.97
1株あたり当期純利益(円)	8.36	53.99	60.11	65.65	45.74
自己資本比率(%)	17.3	21.4	24.8	28.1	38.2
株価収益率(倍)	15.66	17.08	26.22	25	14.98
営業CF(百万円)	33,198	20,810	28,684	24,347	27,796
投資CF(百万円)	-8,635	-5,438	-5,061	3,357	5,792
財務CF(百万円)	-25,501	-18,636	-16,716	-18,590	-39,309
従業員数(人)	7,336	6,996	6,368	6,201	9,697

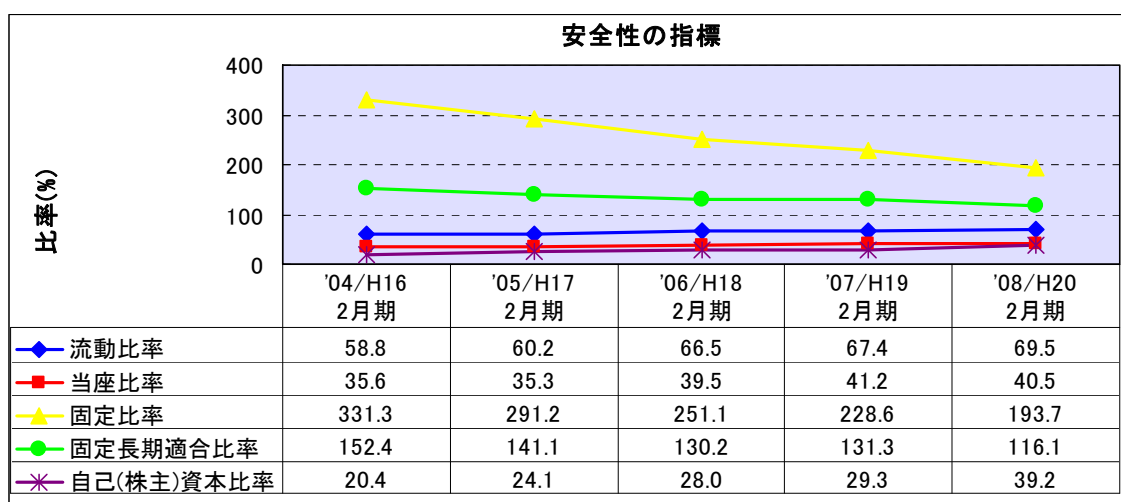
③松坂屋から見た経営統合	松坂屋	松坂屋	松坂屋	松坂屋	JFR
決算年月	'04/H16 2月期	'05/H17 2月期	'06/H18 2月期	'07/H19 2月期	'08/H20 2月期
売上高(百万円)	375,280	345,762	343,936	336,673	1,016,402
経常利益(百万円)	2,345	4,678	7,660	7,532	39,812
当期純利益(百万円)	-8,462	2,506	5,519	5,255	20,538
純資産額(百万円)	57,249	60,182	70,446	64,508	315,854
総資産額(百万円)	224,549	209,813	217,642	217,493	805,375
1株あたり純資産(円)	341.62	353.41	413.74	401.13	581.97
1株あたり当期純利益(円)	-50.38	14.82	32.21	31.53	45.74
自己資本比率(%)	25.5	28.7	32.4	29.5	38.2
株価収益率(倍)		36.03	29.09	32.1	14.98
営業CF(百万円)	8,097	-2,426	10,566	8,760	27,796
投資CF(百万円)	3,839	-4,802	-3,395	-8,655	5,792
財務CF(百万円)	-6,129	-15	-8,081	-3,015	-39,309
従業員数(人)	4,949	4,171	4,004	3,888	9,697

この図表からわかるように、それぞれの企業は経営統合により、売上高・経常利益・資産規模は拡大したが、単純合計の推移を見ると、統合初年度は売上高・経常利益は伸びていない。今後、大丸が経営改革によって構築した高効率・高収益型の業務運営の仕組みを松坂屋に導入することにより、松坂屋の経営効率と業績は飛躍的に向上させ、「最大の顧客満足度を最小のコストで実現」を目指し、J.フロント リテイリンググループは、「経営の質的向上と充実を基本とした成長拡大」を目指し、情報およびカードシステム、後方事務部門業務、販売と仕入れ業務、人事制度、関連事業などの各分野で、順次統合を進め、早期に両社の経営体制の統合を完了させなければならない。

1.2.2 過去 5 ヶ年間の財務分析（連結貸借対照表および損益計算書、連結キャッシュフロー計算書の内容にもとづく経営分析）

なお、以下のデータにおいて 04～06 年 2 月期の数値は株式会社大丸と株式会社松坂屋、2007 年 2 月期の数値は株式会社大丸と株式会社松坂屋ホールディングスを合算したもの。2008 年 2 月期の数値は J.フロント リテイリング株式会社の数値を使用している。両者を分離して分析していないのは、数値を合算することによって、統合前後の数値に一貫性を持たせて、現在の J.フロント リテイリング株式会社を分析するためである。

(1) 安全性



流動比率は一年以内に資金化できる流動資産と返済しなければならない流動負債との比率であり、短期の支払い能力をみる指標である。2 対 1 の原則といわれ、流動資産が流動負債の 2 倍あれば理想とさせる。一般的に非製造業では原材料・仕掛品などの半製品や製品などの棚卸資産が少ないので、製造業よりも比率は悪くなる。滞留債権や不良在庫は流動資産を増加させ、相対的に比率が良くなるため、その資産の中身にも注意する必要がある。また、売掛金や棚卸資産のように、代金を回収し資金化しなければならない資産があるため、全ての流動資産がすぐに支払いに回せるわけではない。よって、いつでも返済に充てることが可能である現金及び預金等の資金の額に注目することが必要である。当社の場合、約 59%から約 70%まで改善されたものの低い水準である。しかしながら、百貨店業はもともと売掛金や棚卸資産が多く、逆に商品券などの形での前受金があるため、業界平均は大手百貨店（5 市場平均）（出典：日経財務情報<07 年度>、以下業界平均の出典は同じ）で 46.2%と低水準である。このように低水準であるのが業界特性であり、当社は業界内では比較的高い水準であり、必ずしも支払 9 能力が低いというわけではない。

当座比率は、流動資産のうちすぐに資金化できる当座資産と、1 年以内に返却しなければならない流動負債との比率で、短期的な支払いの能力をより厳格に見る指標である。100%を越えていれば支払い能力に問題はなく理想的である。当社の場合、この 5 年間安定して

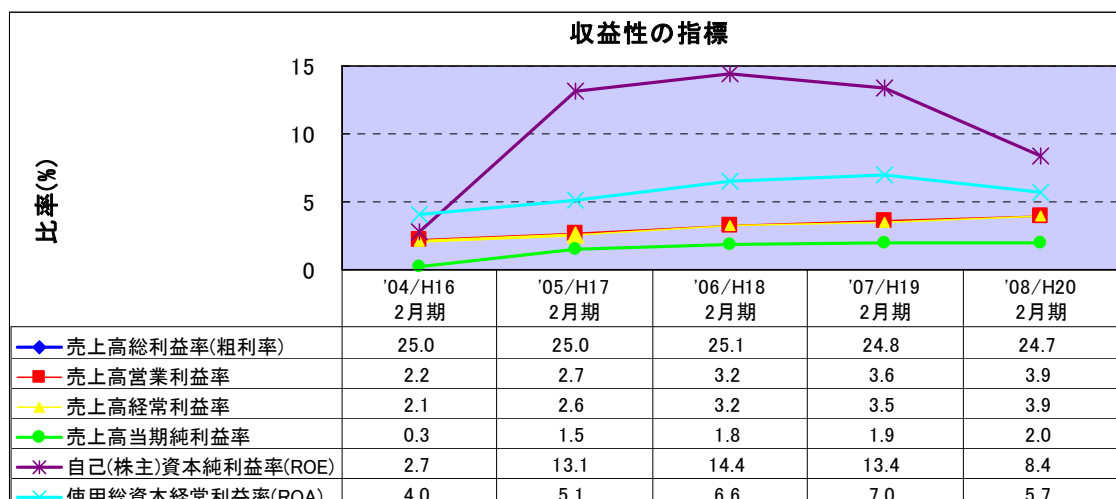
この指標は流動比率と同様に低い数値であるが、流動比率と相対的に見ると高い水準である。業界平均はで 22.6%と非常に低水準であり、業界内での当社の当座比率は高い水準であり、短期的な支払い能力については問題ないといえる。

固定比率は固定資産と資本との比率で、固定資産投資の安全性を確認するものである。固定資産投資が自己資本の範囲内であれば、返済義務はなく資金繰りの面で安全といえるための固定比率は 100%以下が理想である。当社の固定比率は統合前の約 300%から約 190%程度まで年々低下してきている。これは店舗閉鎖などによる固定資産の圧縮と、純資産の増加によるものである。統合後は大丸東京新店出店による固定資産の増加があったものの、固定比率は低下傾向である。全体として低い固定比率の要因は、店舗数を多く構える百貨店業特有のものであり、業界平均は 407.3%であり、業界内での当社の固定比率は問題ない水準である。

固定長期適合比率は固定資産と資本及び固定負債との比率で、固定資産投資の安全性をみる指標である。固定資産投資と調達資金の関係を分析することで、固定資産に対する過大投資がないかを判断する指標である。固定比率と比べ、分母の資本に長期借入金、社債などの固定負債が加わっている。これらの固定負債は返済義務のあるものの、返済期間が長期にわたるため比較的安定した資金として資本と同様に考えられる。当社の固定長期適合率は約 150%から約 110%まで改善されている。固定比率同様に店舗閉鎖による固定資産圧縮の影響が大きい、本年度については統合による負ののれんの増加で固定負債が増加したため低下し、健全といわれる一般的に近づいている。固定長期適合比率の業界平均は 170%であり、業界内での当社の固定比率は問題ない水準である。

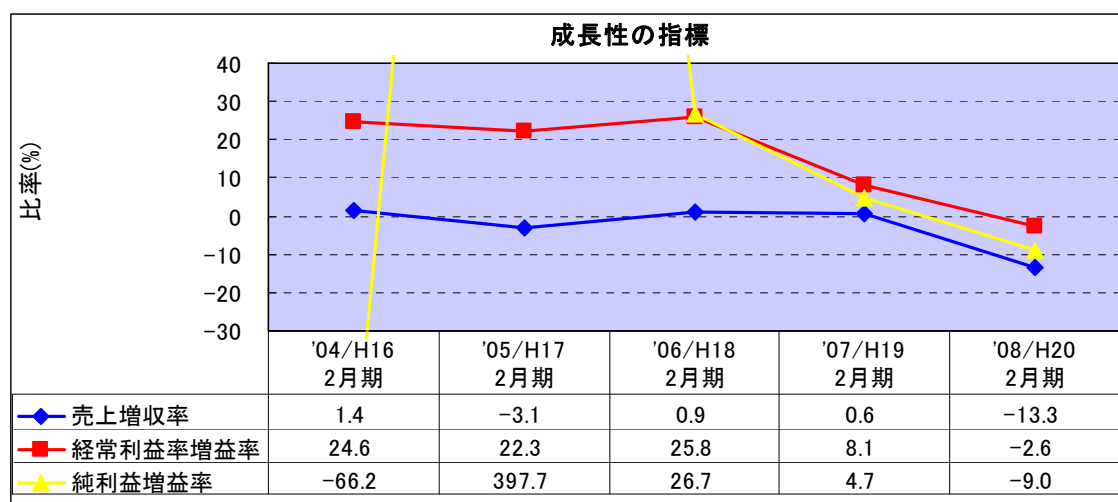
自己資本比率は、総資本に占める自己資本（株主資本）の割合を示す比率である。自己資本は返済義務のない資本であるため、この比率が高いほど調達資金の安定性が高いといえる。自己資本は基本的に、資本金、資本準備金、利益準備金、その他の余剰金からなる。全業種の平均は約 35%で、50%以上あれば理想的である。当社は、過去 5 年間に上昇傾向で、統合後は 39%と全業種平均を上回る。また、業界平均は 18.0%であり、業界内での当社の自己資本比率は問題ない水準である。純利益を内部留保することで、その他剰余金を増やしたことと、有利子負債を圧縮してきたことで、自己資本比率が増加している。以上より、当社の安全性については業界基準において問題ないといえる。

(2) 収益性



売上高総利益率についてはこの5年間同様の推移はあまりないものの、営業利益率、経常利益率、純利益率は改善されてきている。これは後に述べる大丸のコストを抑えた経営「ローコストオペレーション」の成果であり、今後この効果が松坂屋にも波及することが期待される。また、これらの指標は決して高い水準ではないが、業界平均において売上高営業利益率1.8%、経常利益率1.7%、純利益率0.3%からもわかるように、収益性の低さは個別企業の特有のものではなく、業界全体のものであり、当社は業界内において平均水準を上回る数値であり、特に営業利益率においては首位である。自己資本純利益率（ROE）は株主資本の投資効率を表すものである。当期純利益は、株主持分の当期増加額であるので、ROEは株主資本の投資効率を表したもので、株主の立場から見た投資効率尺度になる。当期純利益と純資産の比となる。使用総資本経常利益率（ROA）は、総資産の投資効率を表すものである。ROAは業種の違いを超えて普遍的に投下資本に対する運用効率を表す指標である。経常利益と総資産の比となる。当社は5年前はROEが2.7%であったが（これは松坂屋の影響である）約15%まで上昇したが、統合後8.4%まで下がっている。これは、統合後の資本準備金の変更によるものである。ROAは4.0%から7.0%まで上昇していたが、こちらも統合後の負ののれんの効果により固定資産が増加したことにより、本年は5.7%である。これらの指標は業界平均ROE：2.4%、ROA2.6%であり、ともに平均を上回っている。以上より、百貨店業界の利益率水準の低さ自体に問題はあるものの、当社は利益構造の改革に取り組んでおり、業界で非常に高水準の利益率であるといえる。

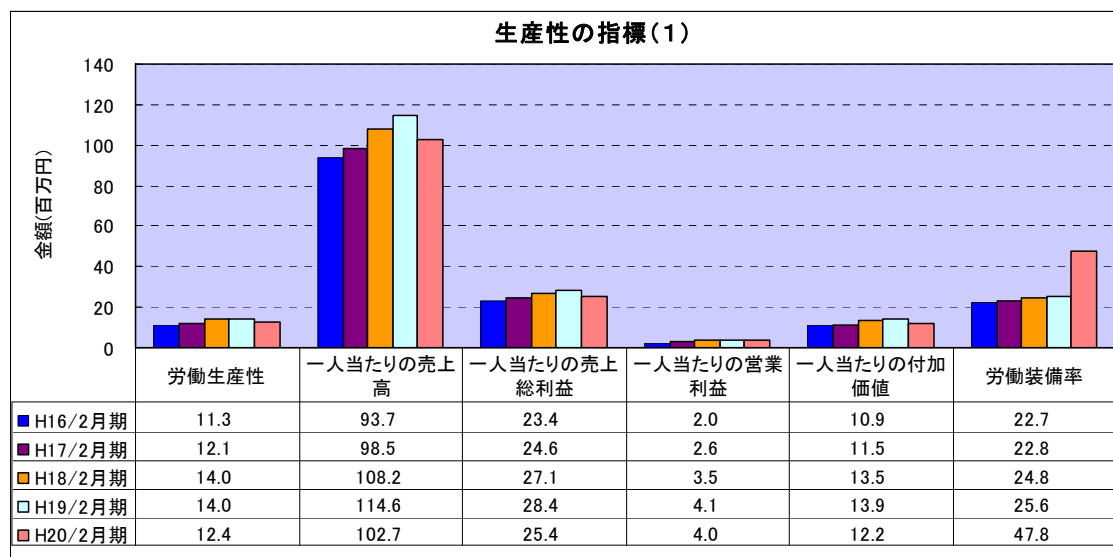
(3) 成長性



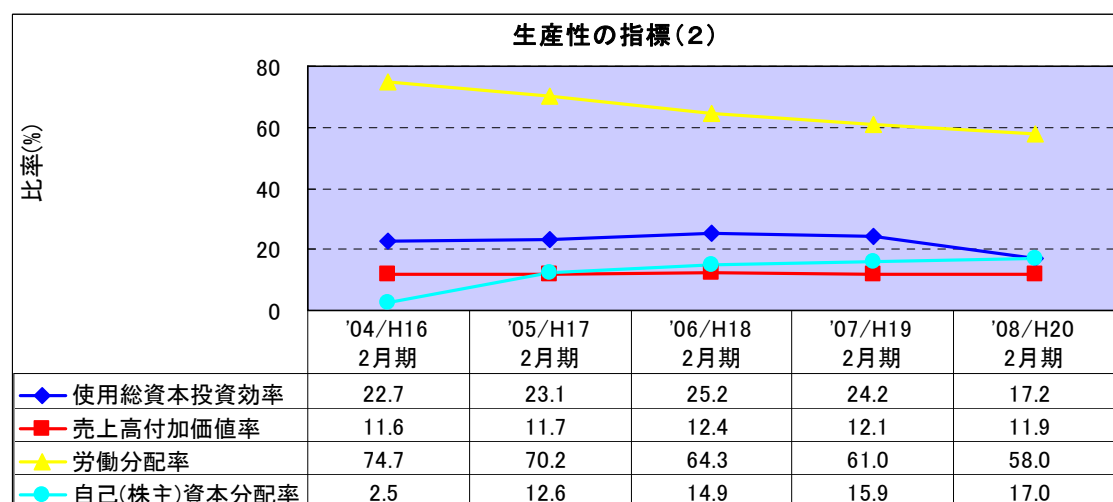
売上高、経常利益は18年、19年と増収増益を続けてきたものの、再び成長が止まり、2008年3月期は減収減益となっている。また、純利益についても、売上高および経常利益と連動した成長率になっておらず、安定して利益を増加させることができていない。成長性については、問題を抱えているといえる。業界平均が2007年度において増収率▲4.3%、5年間平均▲1.1%と百貨店業界全体がシュリンクしている状態であり、成長性については業界全体が問題を抱えている。なお、04年から06年における純利益率の変動は松坂屋の店舗閉鎖にともなう特別損失の計上によるもので、当時の松坂屋は店舗閉鎖、訴訟和解金、

早期退職者への退職金などの支出の影響を受け、非常に厳しい状況にあったためである。現状では売上の減少率より経常利益率の減少率の方が低く、統合後の松坂屋の営業費の圧縮による効果が出ているものと見られる。しかしながら、過去5年において、売上の増収幅よりも減収幅の方が大きい状況であり、統合後の松坂屋への「営業改革」のノウハウの導入完成の早期実現し、利益率の減少の歯止めをかけるとともに、全社的な売上拡大が必要である。

(4) 生産性

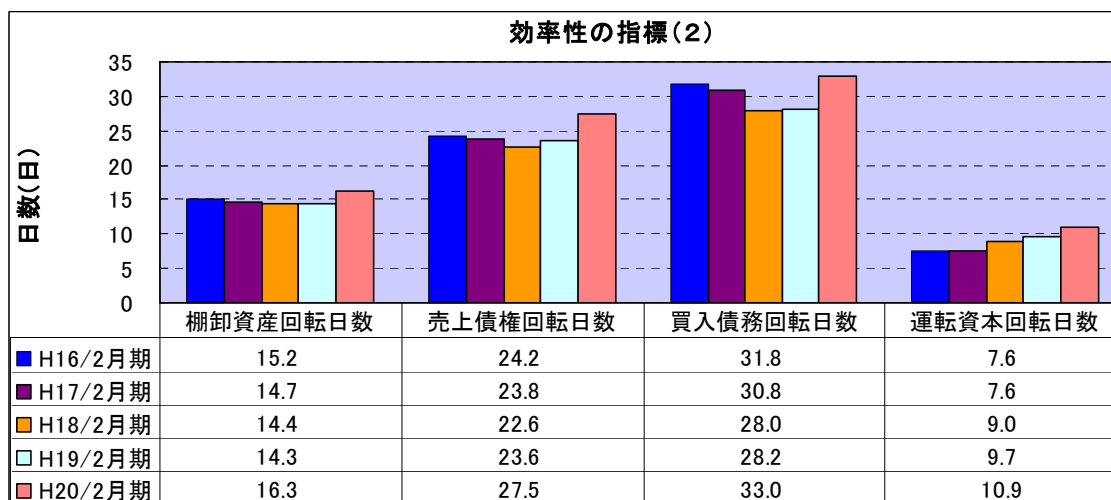
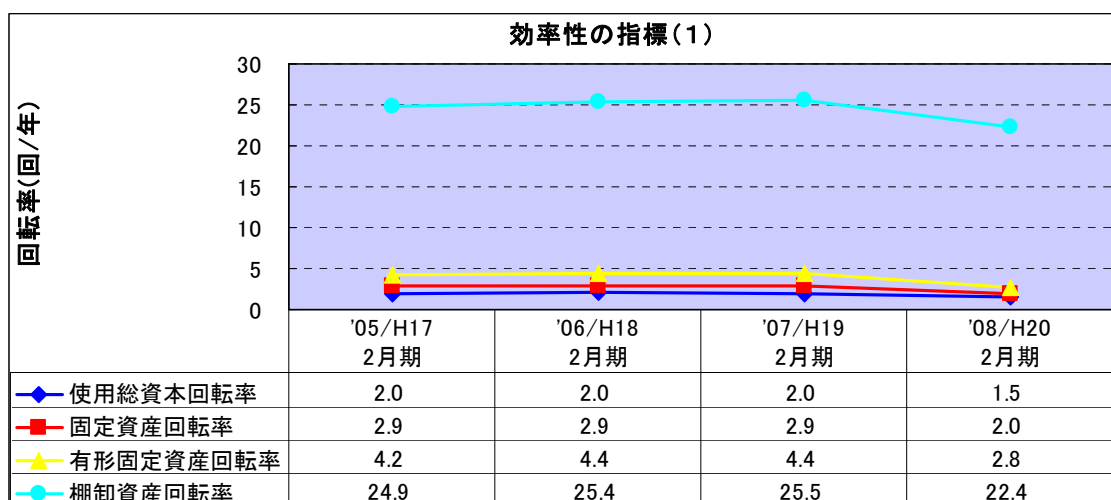


労働生産性は、従業員一人当たりの付加価値額であって、企業の収益力や競争力などの強さの源を示すものである。当社は生産性については、この5年間ほぼ横ばいであり、変化が見られない。しかし、これらの指標は全業種や非製造業と比べて非常に高い。ここで、一人当たりの売上高に注目してみても。業界平均は77.2百万円に対し、2007年度の実績は102.7百万円と非常に高い。取引先従業員を使った効率的な店舗運営がなされているからである。また、労働装備率は新規出店等による固定資産の増に影響し、2007年度は大きく上昇している。



他の生産性についても、統合後は株主資本分配率以外低下している。いずれも営業利益の低下が影響しているが、労働分配率は、営業利益が減少しつつ、人件費が減少したため、減少している。当社は従業員数をこの5年間、一貫して減少させており、今後とも効率的な人員配置を考慮する必要がある。以上より、生産性は決して高いとはいえない水準ではあるものの、業界平均より高いレベルであり、今後とも人材の有効活用が望まれる。

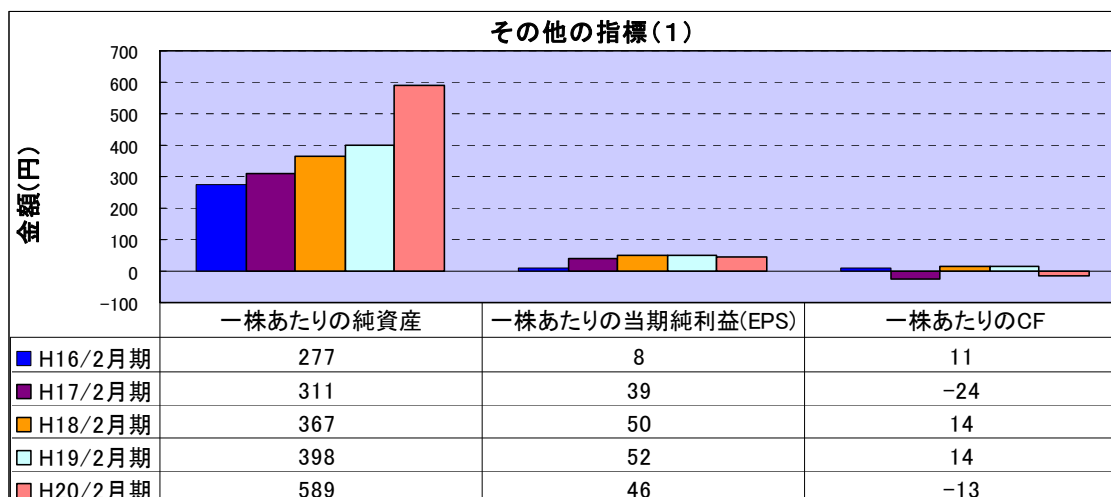
(5) 効率性



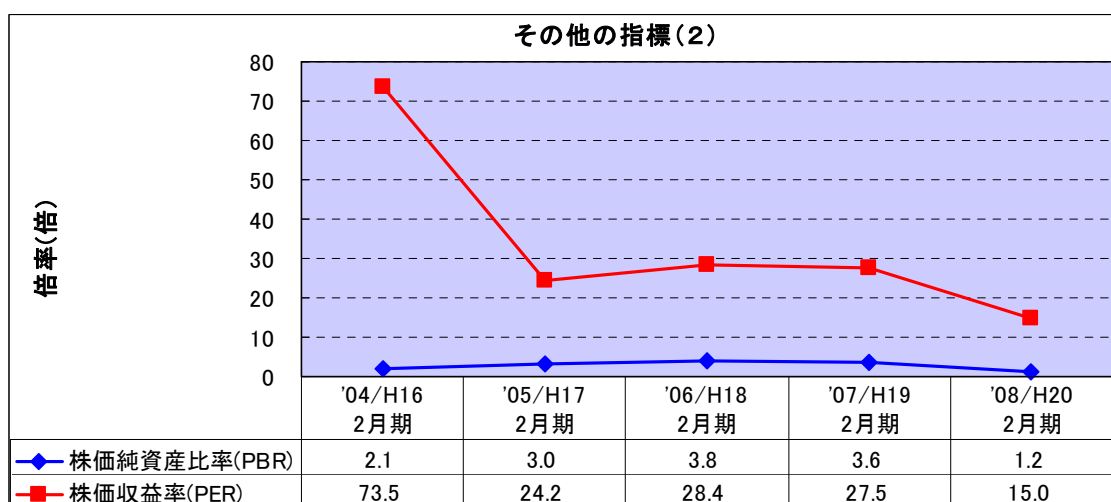
回転率は、売上高を使用総資本や固定資産などの資産で除したものであり、各資産が売上高に対して何回転しているか、資産の効率性を見る指標である。目安として1回転以上なら効率性は良いとされるが、最も資産として大きい使用総資本の回転率がこの5年間1以上となっており、効率性は良いといえる。売上債権回転日数は、売上債権を回収するための日数を示し、買入債務回転日数は買入債務を支払うのに売上高の何日分が必要かを示す指標である。売上債権回転日数は短いほうが、買入債務回転日数は長いほうがよいとされるが、当社の場合、買入債務回転日数が売上債権回転日数を上回っており問題ない。しか

しながら、売上債権回転日数も買入債務回転日数も経営統合後長くなっておりで、改善の余地がある。以上のことより、効率性についても問題はないが、いずれの指標も経営統合後、回転数の低下、日数の長期化をしており、今後の改善が望まれる。

(6) その他



一株あたり純資産は、純資産を尺度とする株式の評価基準である。自己資本／期末発行済株式数で算出される。純資産は株主が払い込んだ資本と会社が留保してできた利益であるので、一株あたりの純資産は会社の価値を表しているといえる。一株あたり純利益 (EPS) は、利益を尺度とする株式の評価基準である。当期純利益／期中平均発行済株式数で算出される。過去実績と比較する場合、株式分割などに注意する必要がある。EPS は高ければ高いほど企業の安定性は高いことになる。当社は、一株あたり純資産、EPS とともに過去 5 年間上昇してきている。しかし、EPS は 2007 年 2 月期に落ち込んだ。これは経営統合後初の期中平均発行済み株式数で計算されており、次年度よりの変化を見なければ、その正確な理由が求められない。

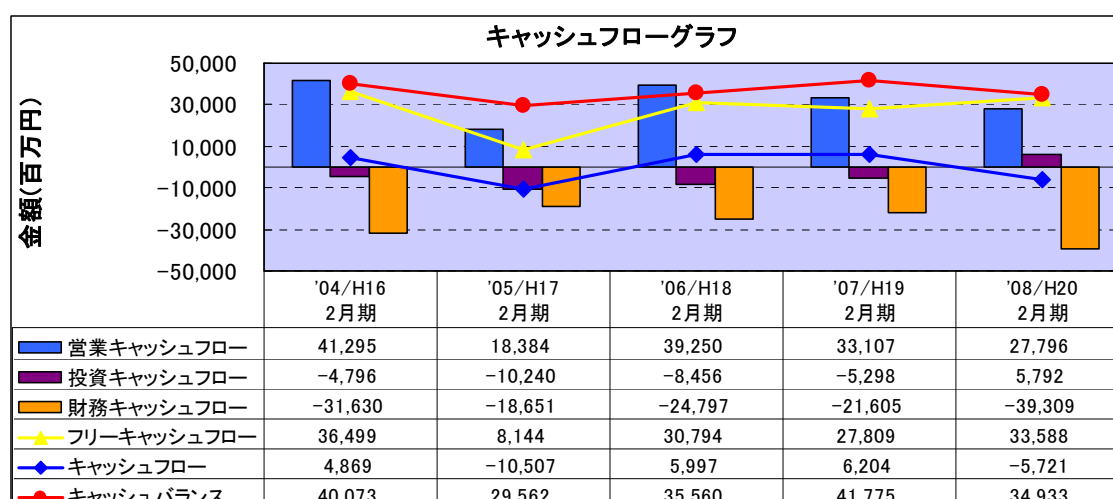


株価純資産比率（PBR）は、純資産に対する株価時価総額の比率である。2008年2月期は株価低下の影響もあり、PBRが1.2まで低下しているが、解散水準である1は上回っており、問題ないレベルといえる。株価収益率（PER）は、当期純利益に対する株価時価総額の比率（倍率）である。このPERも株価低下の影響を受け、2008年2月期は減少している。統合前の大丸と松坂屋のPERの変化を見ると、2007年2月期は大丸で26.0倍、松坂屋ホールディングスで31.5倍あり、その落ち込みはともに激しい。大丸のPERの方が低い倍率ではあったものの、この落ち込みは株価低下の影響によるものが一番大きいと思われる。

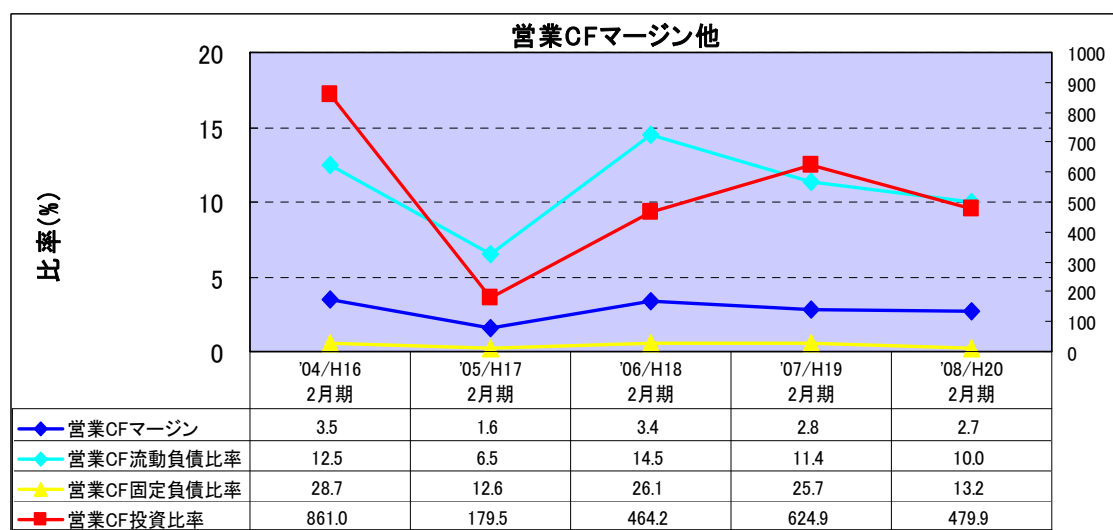
(7) まとめ

以上、連結貸借対照表、損益計算書のデータから分析を行った。どの指標においても業界内では特に問題はないが、成長性は業界全体を含めて問題の大きい部分である。激しい環境の変化に対応できない百貨店業は、後発の小売業者（家電量販店・アパレルブランド直営店・大手セレクトショップ）やインターネットショッピングなどに顧客を奪われるいっぽうで、新たな顧客の創出ができず、業界全体が縮小し、限られたパイの奪い合いになってしまっている。当社の売上の成長性は長期的に見て、当社の主力とする百貨店事業以外に売上拡大のための事業を展開しなければ厳しい。収益性では、営業利益率は大丸において2004年度から取り組んできた、第一次営業改革の影響を受け、年0.5ポイントずつの上昇をし、業界首位の利益率を誇る高収益構造となった。しかしながら、粗利率は過去5年間に於いてほとんど変わらず、頭打ち状態である。これは「返品条件付買取仕入」の導入によるものが大きい。一般に小売業は商品を仕入れた場合、その商品に欠陥があるなどの特殊事情を除いて仕入元に返品することはできない。しかし、この「返品条件付買取仕入」は期末に売残った商品の返品を仕入元が受け入れる代わりに、仕入価格（商品原価）を高めを設定するという方法である。なおかつ、百貨店の正社員だけでは販売要員が少ないであろうことを補うため、自社の商品を積極的に販売する「派遣店員」と呼ばれるメーカーからの販売要員が百貨店に供給された。これにより、極めて種類の多い商品を顧客に提供できるという日本独自の仕入システムが構築されたが、最も粗利率の高い商品である衣料品部門に主に導入された「返品条件付買取仕入」は、在庫リスクと粗利率のトレードオフが固定されてしまい、百貨店が主導権を持って粗利率を高めることができなくなった。この問題は百貨店業界全体で起こっていることだが、当社においても今なお解決できていない問題であり、収益性の指標に反映されていることがわかる。

(8) キャッシュフロー分析



営業 CF については、過去 5 年間プラスになっているものの、減少傾向である。投資 CF は 2008 年 2 月期がプラスになっている。これは有形及び無形固定資産の売却による収入、21,322 百万円があったためプラスとなっている。財務 CF は短期借入金、長期借入金を減額しているもののマイナスが増加している。フリーキャッシュフローにおいては、2005 年 2 月期以外は、この 5 年間 FCF は安定しており、キャッシュを生み出している。営業 CF は減少しているものの、設備投資などの圧縮により投資 CF も減少しているため、FCF は比較的安定して推移している。よって、キャッシュバランスは増減しているものの安定してプラスを推移している。



営業キャッシュフローマージン：営業キャッシュフロー／売上高

営業キャッシュフロー流動負債比率：営業キャッシュフロー／流動負債

営業キャッシュフロー固定負債比率：営業キャッシュフロー／固定負債

営業キャッシュフロー投資比率：営業キャッシュフロー／投資キャッシュフロー

営業 CF マージン、営業キャッシュフロー流動比率：営業キャッシュフロー負債比率は、

それぞれほぼ営業利益率、流動比率、固定比率と同じレベルで推移している。業界の特性上、営業利益率が低いため、営業 CF マージンも同様の傾向になっている。営業 CF 投資比率は営業 CF を投資 CF で除して算出される指標で、投資 CF を営業 CF でまかなえているかどうかを判断する指標である。各年度とも、営業 CF が投資 CF を十分上回っており、問題はない。

以上、キャッシュフロー計算書の内容および、CF 分析指標から分析を行った。

当社の CF については、FCF が減少傾向であり、長期的には問題があるが、現状ではプラスの水準にあり、問題はないといえる。営業 CF マージンについては、営業利益率と同様に低い水準となっている。よって、以上より、キャッシュフロー分析においては、大きな問題は見られないものの、今後はより一層の安定した営業 CF の創出が求められるといえる。

1.2.3 過去 5 カ年間の企業価値分析

(1) 資本コストを算出し、経済付加価値 (EVA)、投下資本収益率 (ROIC)、EVA スプレッドを算出

EVAの算出手順

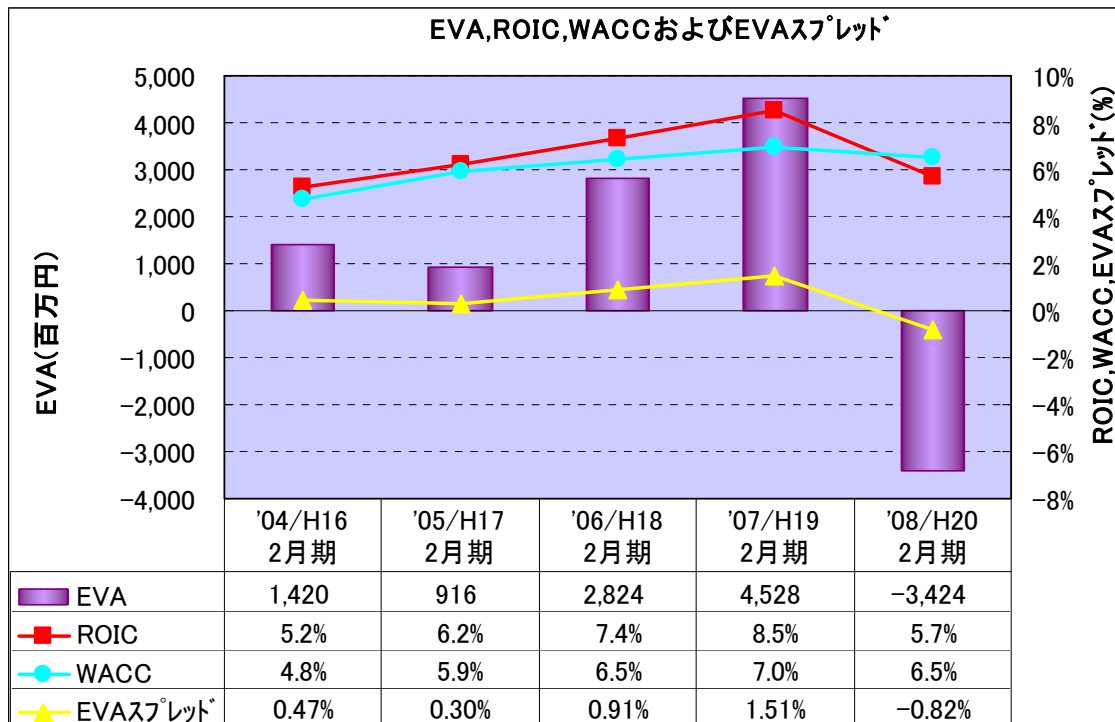
項目	説明・計算式及びデータの出所
期中平均有利子負債	(前期有利子負債+今期有利子負債)/2
負債利子	支払利息+社債利息
負債利子率	負債利子/期中平均有利子負債
無リスク利率	10年物国債 財務局 http://www.mof.go.jp/jouhou/kokusai/1c010.htm
リスクプレミアム	企業価値評価(ダイヤモンド社) 21章に従い5%とする
市場全体の期待収益率	無リスク利率+リスクプレミアム
β (ベータ) 値	Bloomberg HPより、2006年7月5日修得
株主資本コスト (CAPM)	無リスク利率+ β ×リスクプレミアム
株主資本 (時価)	期末株価×発行済株式数、期末株価はYahoo Finance http://quote.yahoo.co.jp/ より
有利子負債 (簿価)	短期借入金+長期借入金+社債
投下資本 (時価) ①	有利子負債(簿価)+株主資本(時価)
加重平均資本コスト(WACC)	負債利子率×(1-実効税率)×D/(D+E)+株主資本コスト×E/(D+E)
投下資本 (簿価) ②	有利子負債(簿価)+株主資本(簿価:BSの資本合計)
資本コスト	投下資本(簿価)②×加重平均資本コスト(WACC)
税引後事業利益(NOPLAT)	(営業利益+受取利息+受取配当金)×(1-実効税率)
EVA	税引後事業利益-資本コスト

■NOPLAT/ROICの算出手順

項目	
有利子負債 (簿価)	短期借入金+長期借入金+社債
株主資本 (簿価)	連結貸借対照表の資本合計
投下資本 (簿価)	有利子負債+株主資本(簿価)
NOPLAT	営業利益×(1-実効税率)
ROIC	みなし税引後営業利益(NOPLAT)/投下資本(簿価)

以上の入手したデータおよび仮定により、当社の経済付加価値を算出すると以下の結果となる。

経済付加価値	'04/H16 2月期	'05/H17 2月期	'06/H18 2月期	'07/H19 2月期	'08/H20 2月期	単位
項目						
簿価有利子負債(D)	178,551	165,057	148,162	125,425	103,041	百万円
時価株主資本(E)	254,936	417,537	621,337	629,945	367,323	百万円
負債コスト(re)	1.61%	1.34%	1.34%	1.46%	1.35%	%
リスクフリーレート	0.99%	1.50%	1.36%	1.75%	1.70%	%
リスクプレミアム	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	%
株主資本コスト(rd)	7.44%	7.95%	7.81%	8.20%	8.15%	%
D/(D+E)	0.412	0.283	0.193	0.166	0.219	%
E/(D+E)	0.588	0.717	0.807	0.834	0.781	%
加重平均資本コスト(WACC)	4.77%	5.92%	6.46%	6.98%	6.54%	%
簿価投下資本	300,914	302,567	310,411	299,241	418,895	百万円
資本費用	14,351	17,922	20,050	20,893	27,397	百万円
税引き後営業利益(NOPAT)	15,772	18,838	22,874	25,421	23,973	百万円
経済付加価値(EVA)	1,420	916	2,824	4,528	-3,424	百万円
ROIC(NOPAT／簿価投下資本)	5.24%	6.23%	7.37%	8.50%	5.72%	



EVA（経済付加価値）

EVA（経済付加価値）は、市場の期値も含む資本コストを上回り創出される企業価値を表す指標である。EVAは、税引き後事業利益（NOPAT）から資本コスト（簿価投下資本×加重平均資本コスト（WACC））を差し引くことで算出される。EVAを改善するためには①税引き後事業利益を増加させる、もしくは②資本コストを減少させる、という2つの方法がある。また、資本コストを減少させるためには、①簿価投下資本を構成している有利子負債を減少させるか、②WACCを低下させる必要がある。当社のEVAは2008年2月期に大幅減少した。本年度は前期より約80億円も減少し、マイナスに転じていることが

わかる。その要因を検証すると、EVA の理由は、簿価有利子負債が過去 5 年間に於いてに約 750 億円（42.3%）減少しているが、簿価投下資本が同様に約 1,100 億円（39.2%）上昇し、これにより資本コストが増加し、加重平均コスト（WACC）が、過去五年間で 2.2 ポイント上昇したことで、資本コストが格段に増加し、EVA が飛躍的に減少した。

ROIC（投下資本収益率）

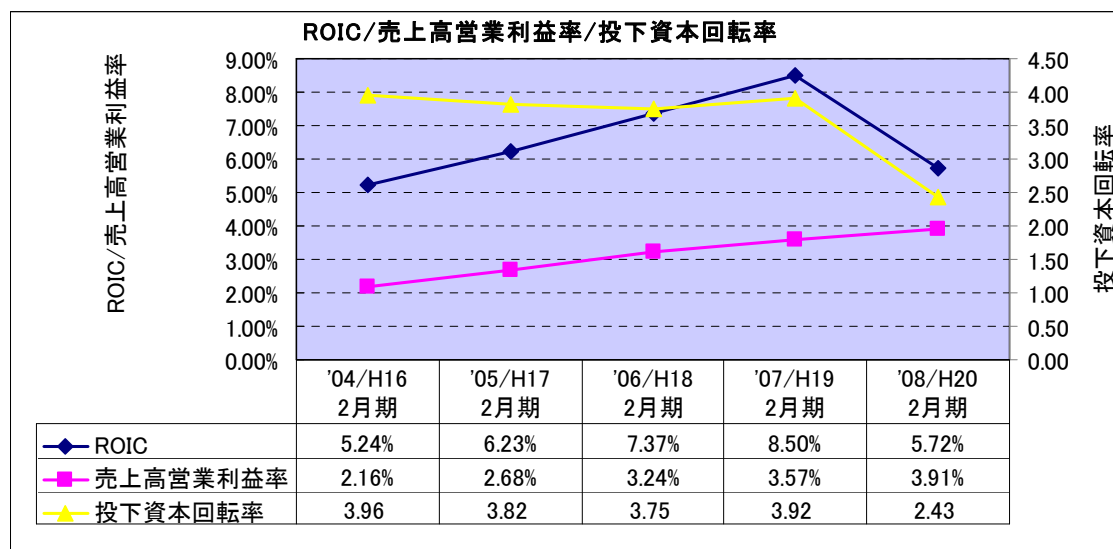
ROIC（投下資本収益率）は、税引き後事業利益（NOPLAT）を簿価投下資本で割ることで算出される指標であり、投下した資本に対する本業の収益率を表している。ROIC を改善するためには①税引き後事業利益（NOPLAT）を増加させるか、②簿価投下資本を減少させる必要がある。簿価投下資本は、簿価自己資本合計簿価有利子負債で構成されているため、簿価有利子負債を減少することが EVA 同様に ROIC の改善につながる。よって、ROIC は EVA の動きに同調していることがわかる。2005 年 2 月期において、EVA が減少しているにも拘わらず ROIC が上昇しているのは簿価投下資本の減少による。また、過去 5 年間の推移において、いったん上昇したのち下降傾向にあるのは、簿価投下資本が増加してきたことによるものであるといえる。

ROIC は以下のように分離することができる。

$$\text{投下資本収益率 (ROIC)} = \frac{\text{営業利益}}{\text{売上高}} \times \frac{\text{売上高}}{\text{簿価投下資本}} \times (1 - \text{法定実効税率})$$

$\frac{\text{売上高営業利益率}}{\text{投下資本回転率}}$

つまり ROIC の低下は①売上高に対する営業利益の割合の低下、②事業に対する投下資本の効率が悪化することにより生じるといえる。上記の式に当てはめて考えると、ROIC、売上高営業利益率、投下資本回転率の過去 5 年間の推移は以下のように表される。



これによると、2004 年 2 月期から 07 年 2 月期までの ROIC の改善は、投下資本回転率の上昇が影響していると考えられるが、2008 年 2 月期において売上高営業利益率は上昇しているものの、投下資本回転率が 1.5 ポイント低下しており、ROIC の低下を招いている。

EVA スプレッド

EVA（経済的付加価値）は、企業活動により創出された価値が投下資本コストを上回るかを表す指標であり、企業の EVA（経済的付加価値）がプラスとなるときに、当該企業が付加価値を創出していると判断することができる。また、投下資本利益率（ROIC）は、投下した資本に対する収益性を表しており、従って ROIC-WACC（EVA スプレッド）がプラスとなるとき、企業は加重平均資本コスト（WACC）を上回る価値を生み出しているといえることができる。

EVA/ROIC/WACC/EVAスプレッド

	'04/H16 2月期	'05/H17 2月期	'06/H18 2月期	'07/H19 2月期	'08/H20 2月期
EVA	1,420	916	2,824	4,528	-3,424
ROIC	5.2%	6.2%	7.4%	8.5%	5.7%
WACC	4.8%	5.9%	6.5%	7.0%	6.5%
EVAスプレッド	0.47%	0.30%	0.91%	1.51%	-0.82%

上記の指標より、EVA スプレッドは過去 4 年間はプラスを維持している。これは当社が過去 4 年間に於いて、NOPLAT の増加により ROIC を上昇させてきたからである。しかしながら、2008 年 2 月期において、マイナスに転落しており、今後は、有利子負債の削減、資産圧縮による簿価投下資本の縮小により WACC の上昇を抑えることにより EVA スプレッドを上昇させ、高い付加価値を生み出す体質への変化が求められる。

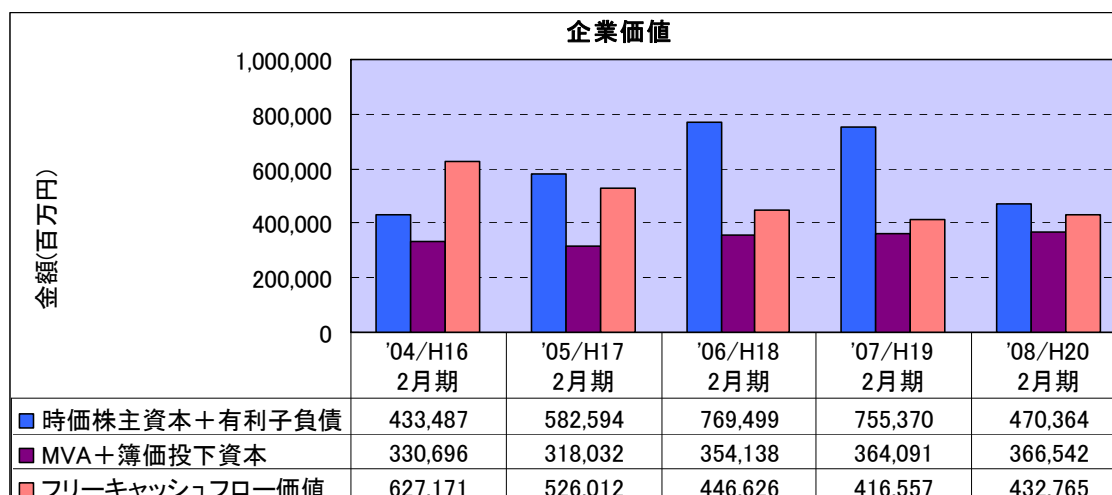
(2) 企業価値指標を算出し企業価値を評価

・前提条件

フリーキャッシュフロー＝営業 CF－投資 CF で算出

今後 5 年間の予測フリーキャッシュフロー：27,367 百万円（5 年間のフリーキャッシュフローの平均値）

今後 5 年間の平均成長率：－2.7%（過去 6 年間の売上成長率の平均値）と仮定



単位: 百万円

フリーキャッシュフロー分析	'04/H16 2月期	'05/H17 2月期	'06/H18 2月期	'07/H19 2月期	'08/H20 2月期	'09/H21 2月期	'10/H22 2月期	'11/H23 2月期	'12/H24 2月期	13/H25 2月期
営業キャッシュフロー	41,295	18,384	39,250	33,107	27,796					
投資キャッシュフロー	-4,796	-10,240	-8,456	-5,298	5,792					
フリーキャッシュフロー	36,499	8,144	30,794	27,809	33,588	26,624	25,900	25,197	24,513	23,847
平均フリーキャッシュフロー					27,367					
売上高	1,192,594	1,155,037	1,165,186	1,172,195	1,016,402					
売上高成長率	1.4	-3.1	0.9	0.6	-13.3					
平均成長率					-2.7					
H15/3の予測期間		7,773	28,054	24,182	27,877	21,091				
H16/3の予測期間			29,072	24,786	28,262	21,149	19,424			
H17/3の予測期間				26,122	29,636	22,066	20,164	18,426		
H18/3の予測期間					31,396	23,262	21,153	19,236	17,492	
H19/3の予測期間						24,989	22,818	20,836	19,025	17,372
予測期間の割引現在価値(A)	108,977	122,694	116,413	112,538	105,041					
加重平均資本コスト	4.77%	5.92%	6.46%	6.98%	6.54%					
リスクフリーレート	0.99%	1.50%	1.36%	1.75%	1.70%					
継続価値の資本コスト	3.78%	4.42%	5.10%	5.23%	4.84%					
継続価値(B)	518,194	403,318	330,212	304,019	327,724					
企業価値: (A)+(B)	627,171	526,012	446,626	416,557	432,765					

MVA+簿価投下資本による企業価値ならびに、フリーキャッシュフロー価値は、減少傾向で推移しており、フリーキャッシュフロー価値の方が高めに突出している。時価株主資本+簿価有利子負債価値については、有利子負債を減らしていることもあり、時価株主資本の影響が大きく出る。2006年2月期のこの企業価値は7,695億円と他の企業価値と比較して約2倍となっているが、株価下落の影響で2008年2月期において、それぞれ企業価値はほぼ一致している。TOPIXと比較しても下落幅は大きいものの、現在の株価は企業価値を適正に反映したものといえる。

1.3 主要事業部門別業績推移

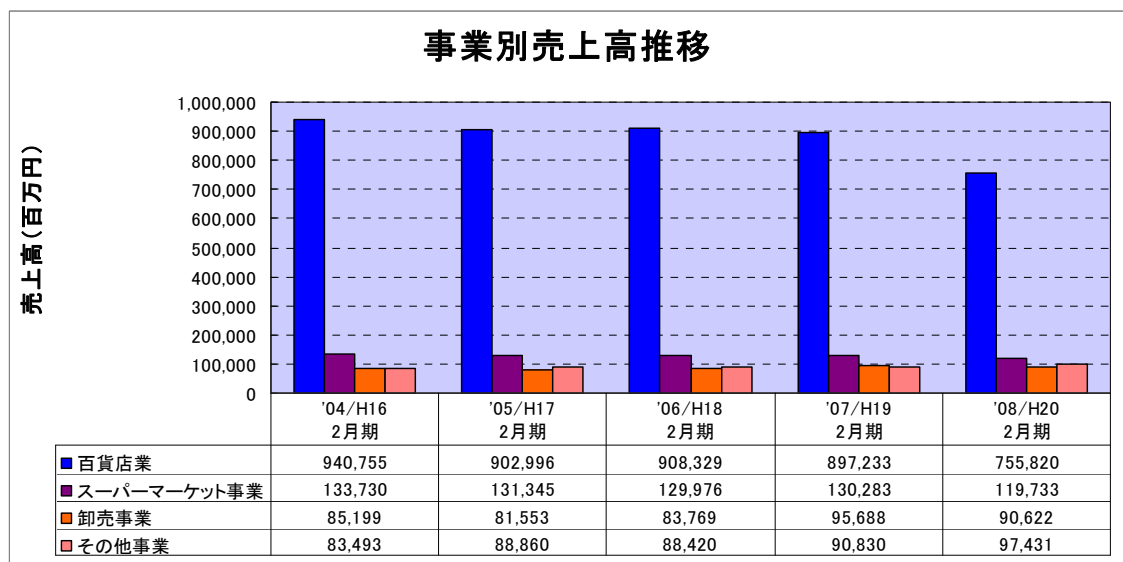
1.3.1 事業種類別および所在地別セグメント情報にもとづく経営分析

当社の事業種類別セグメントは、百貨店業とスーパーマーケット業、卸売業、その他の事業に分かれている。なお、統合以前に㈱松坂屋および㈱松坂屋HDにあった不動産賃貸業は㈱大丸との合計計算の際に、その他の事業に合算した。所在地別セグメントは、全セグメントにおける売上高の合計および資産の金額の合計額に占める日本の割合がいずれも90%を越えているため、財務諸表への記載がなされていないので省略した。

過去5年間の各事業の業績の推移を以下に示す。

単位: 百万円

事業別売上高推移	'04/H16 2月期	'05/H17 2月期	'06/H18 2月期	'07/H19 2月期	'08/H20 2月期
百貨店業	940,755	902,996	908,329	897,233	755,820
スーパーマーケット事業	133,730	131,345	129,976	130,283	119,733
卸売事業	85,199	81,553	83,769	95,688	90,622
その他事業	83,493	88,860	88,420	90,830	97,431



これらより、主力の百貨店事業は過去 5 年間縮小傾向であり、統合後の 2008 年 2 月期は全ての事業の売上高が減少しているものの、それ以前の 4 年間に於いて、卸売事業は好調に推移していることが見て取れる。

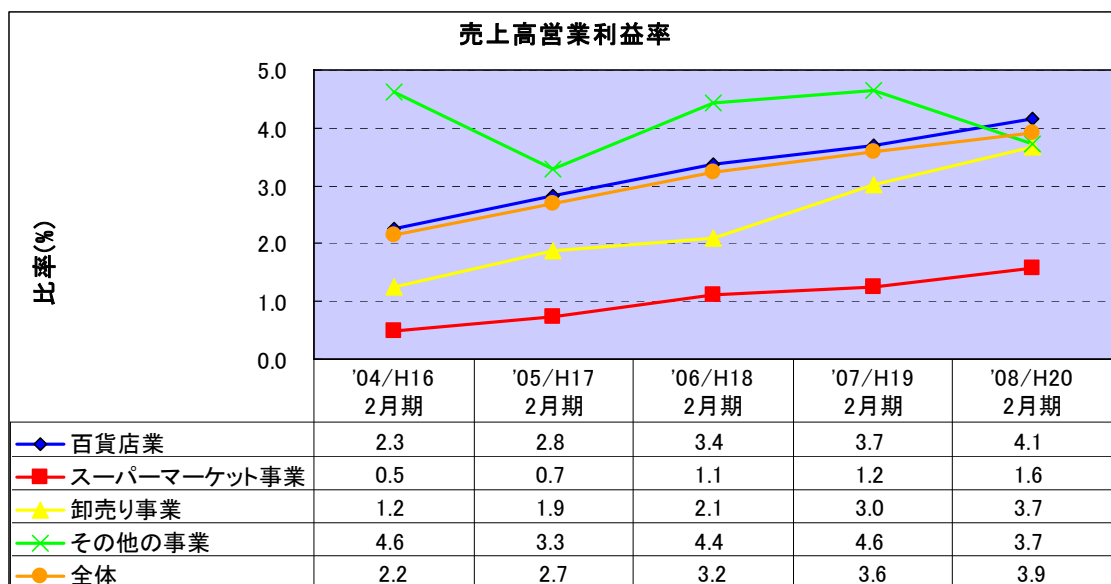
2008 年 2 月期の各事業の業績ならびに構成率を以下に示す。

(単位: 百万円・人)

	百貨店業	スーパーマーケット事業	卸売り事業	その他の事業	全体
売上高	755,820	119,733	90,622	97,431	1,016,402
営業利益	31,341	1,884	3,327	3,634	39,717
資産	728,833	43,791	29,732	98,549	805,375
減価償却費	10,047	832	159	473	11,301
資本的支出	15,438	1,275	115	376	17,205
従業員数	7,012	1,113	227	1,345	9,697
売上高構成率	74.4%	11.8%	8.9%	9.6%	100.0%
営業利益構成率	78.9%	4.7%	8.4%	9.1%	100.0%
資産構成率	90.5%	5.4%	3.7%	12.2%	100.0%
従業員数構成率	72.3%	11.5%	2.3%	13.9%	100.0%

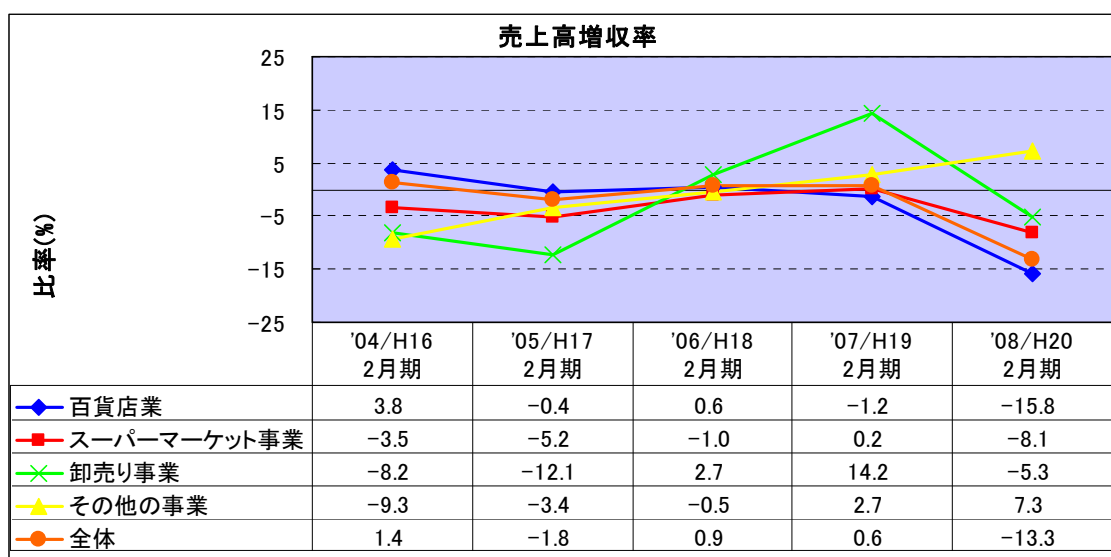
統合後第 1 期にあたる 2008 年 2 月期のこれらの数値から、現在構成する事業の基本的な情報を読み取ると、百貨店業が資産のほとんどを使用して売上のおよそ 75%を得ていることがわかる。また、百貨店業の次に売上の規模の大きいスーパーマーケット事業は、一番低い営業利益率であり、卸売業は従業員の構成率が低いが非常に大きな売上と営業利益を生み出していることがわかる。

(1) 収益性



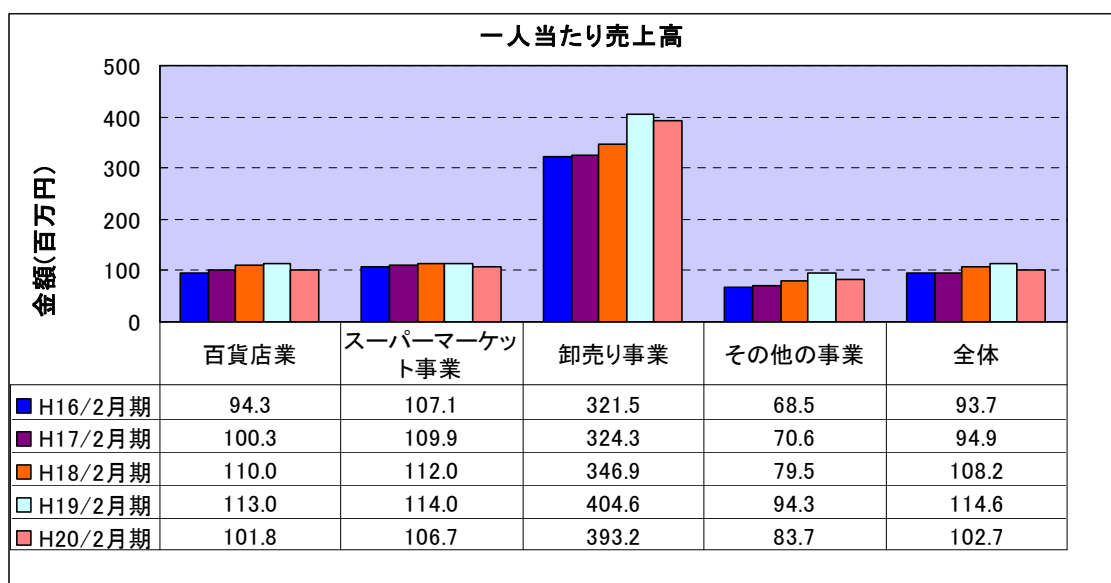
事業別セグメントにおいて、百貨店業が 7 割以上を占めており、百貨店業の業績がほぼ全社の業績と一致している。その他の事業を除く 3 事業は過去 5 年間、順調に営業利益率を伸ばしている。卸売業は百貨店業の次に営業利益率がよい事業であり、その伸びはスーパーマーケット事業と同様に大きく、過去 5 年間で 3 倍ほど伸ばしている。

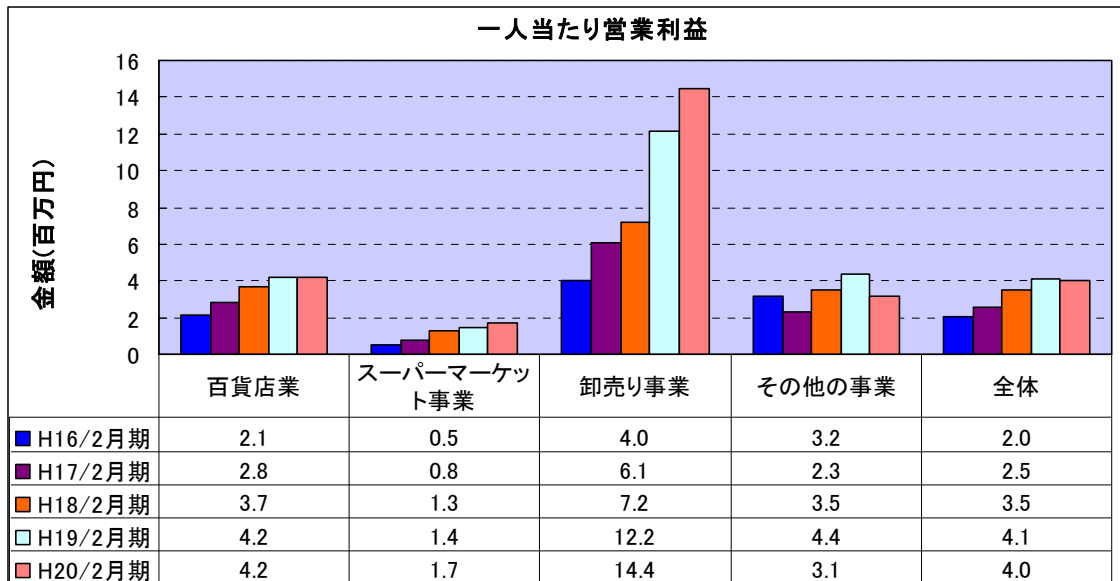
(2) 成長性



成長性についても、百貨店業と全社業績はほぼ一致している。2007 年度はその他の事業を除き、どの事業も減収であるが、卸売り事業の率が一番低く、2004 年度から高い成長率である。

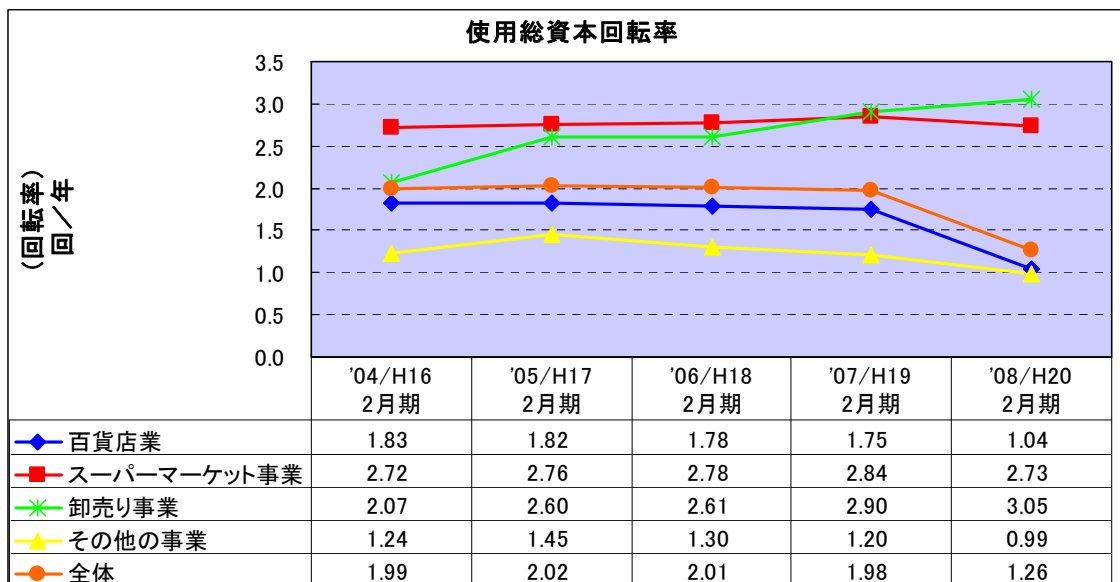
(3) 生産性





生産性について、過去 5 年間、どの事業もほぼ横ばいであるが、卸売業は非常に高い業績である。卸売事業の大丸興業の取り扱う製品は、化学品原料やソフトウェア、樹脂、住宅資材、電子デバイス部品など、小売業に比べて単価の高い製品の販売を行っているためである。また、卸売業の一人当たり営業利益は過去 5 年間で 3.5 倍の増率で伸びており、営業事務の業務オペレーションの標準化や効率化により営業費を圧縮しており、売上高の伸びもあいまって、営業利益の大幅な伸びが見られる。百貨店業で培ったコスト構造の見直しの能力が他の事業へと波及し、すべての事業において営業利益が増加していることが見て取れる。

(4) 効率性

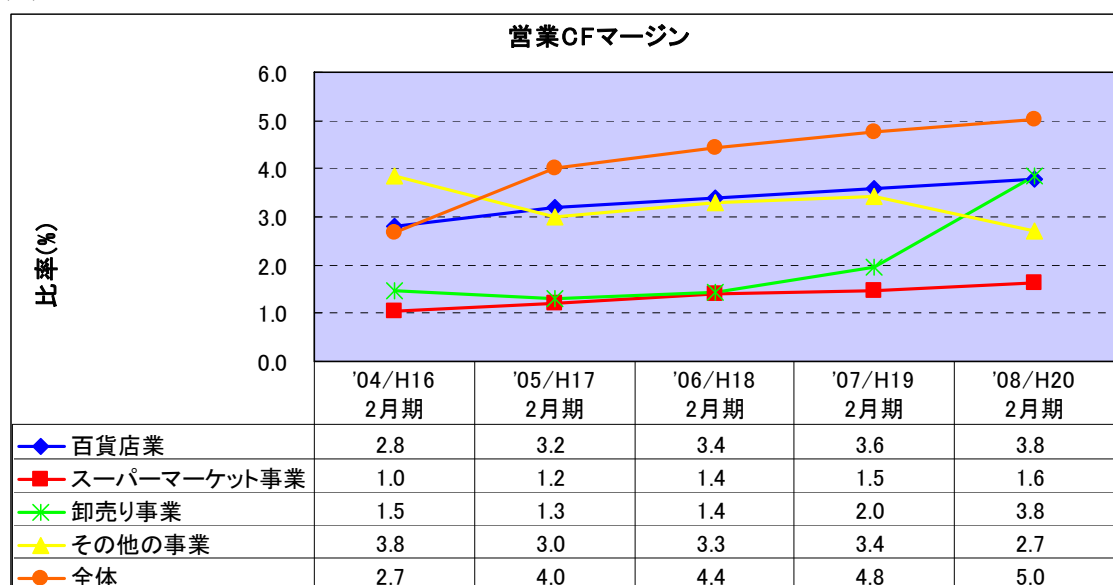


百貨店業は資産が少ないこともあり、使用総資本回転率がこの指標の目安である 1.0 回転を上回っているが、統合後は固定資産の増加により、低くなっている。しかし、卸売事業

においては、過去5年間順調に推移しており、回転率も3.0回にまで達している。事業別セグメントにおいて、百貨店業が7割以上を占めており、全ての指標において百貨店業の業績がほぼ全社の業績と一致している。しかしながら、事業別に分析を行うことによって、卸売業が高収益かつ高成長であることが判明した。百貨店業・スーパーマーケット事業といった小売業より、卸売業の方が一人当たりの得売上高・営業利益、資本回転率において、非常に高い水準である。売上高営業利益率は本業の百貨店業を主軸に各種事業においても、ローコスト経営の徹底がはかられすべての事業において成果が見られる。

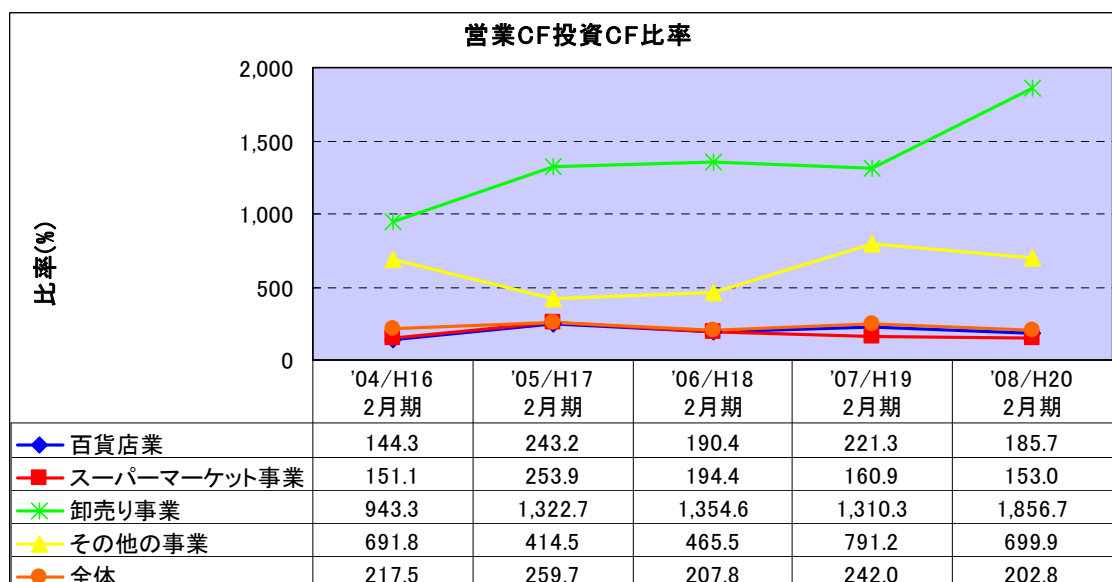
1.3.2 事業種類別セグメント情報に基づいて、次の事項についてCF分析を行う。

(1) 営業キャッシュフローマージン



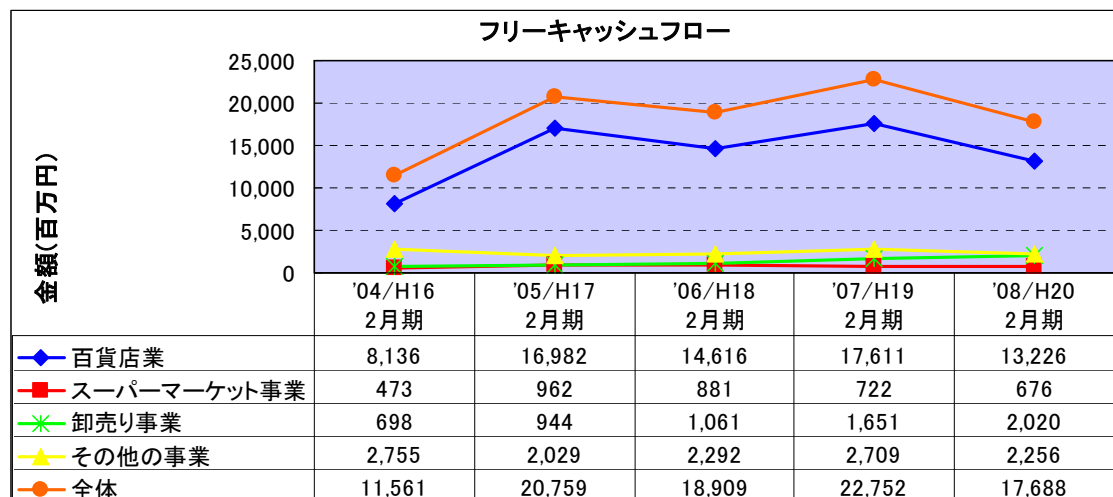
営業キャッシュフローマージンは、営業キャッシュフローを売上高で割ることによって求められる。売上高のうちどれだけの割合のキャッシュが創出・回収されたかを示すものである。営業利益率同様低い水準ではあるものの、営業利益率に比べ百貨店業は高い数値を示しており、スーパーマーケット業は低い数値となっている。このことから百貨店業がキャッシュを大きく稼ぎだしていることが伺われる。

(2) 営業キャッシュフロー投資キャッシュフロー（資本支出）比率



営業 CF 投資 CF 比率は、各事業の投資 CF を営業 CF でまかなえているかどうかを見る指標で、100%以上であれば営業 CF で投資 CF をまかなえているといえる。各事業ともこの比率が 100%を超えており、投資 CF を営業 CF でまかなえているといえる。卸売業においては、非常に高い比率であり、かつその成長性もある。

(3) フリーキャッシュフロー



フリーキャッシュフローについても、百貨店業が圧倒的に高いことがわかる。またこの指標においても、営業 CF 投資 CF 比率が百貨店業の 4 分の 1 である卸売事業については、FCF も当然高く、高収益性でありといえる。

当社の各事業は、百貨店業が 7 割以上を占めており、百貨店業の業績がほぼ全社の業績となっている。また、卸売事業においては、キャッシュフローの分析からも、非常に成長性があるといえる。現状では海外事業はなく、今後は新興国などの海外市場への展開、他業種への展開、卸売事業への本格参入などが成長の鍵といえる。

1.4 競合他社との業績比較

百貨店業界競合他社との比較を行う。百貨店各社の単体の業績および、財務分析の比較を以下に示す。

	【大丸】 H20.2					【松坂屋】 H20.2					【高島屋】				
	金額		対前年 増減高	対前年 増減率	大丸を100 とした比率	金額		対前年 増減高	対前年 増減率	大丸を100 とした比率	金額		対前年 増減高	対前年 増減率	大丸を100 とした比率
	19年度	18年度				19年度	18年度				19年度	18年度			
売上高	482,141	470,756	11,385	2.4	285.455	290,677	△5,222	△1.8	59.2	832.345	838,388	△6,043	△6.043		
営業収益	128,158	128,321	△163	△0.1	70.935	71,847	△912	△1.3	55.3	236.159	240,116	△3,956	△3.956		
販管費	108,817	107,499	1,318	1.2	63.036	65,354	△2,318	△3.5	57.9	213.303	220,064	△6,761	△6.761		
営業利益	19,340	20,822	△1,482	△7.1	7,898	6,492	1,406	21.7	40.8	22.856	20,051	2,804	2.804		
経常利益	19,782	21,528	△1,746	△8.1	7,448	6,521	927	14.2	37.7	24.778	22,241	2,536	2.536		
当期純損益	11,500	12,651	△1,151	△9.1	9,965	3,855	6,110	158.5	86.7	10,664	17,620	△6,956	△6.956		

	【三越】 H20.2					【伊勢丹】 H20.3				
	金額		対前年 増減高	対前年 増減率	大丸を100 とした比率	金額		対前年 増減高	対前年 増減率	大丸を100 とした比率
	19年度	18年度				19年度	18年度			
売上高	729,396	747,982	△18,586	△2.5	151.3	462,059	454,951	7,108	1.6	95.8
営業収益	191,543	197,653	△6,110	△3.1	149.5	133,929	131,685	2,243	1.7	104.5
販管費	182,088	185,264	△3,176	△1.7	167.3	110,667	109,861	805	0.7	101.7
営業利益	9,455	12,388	△2,933	△23.7	48.9	23,261	21,823	1,438	6.6	120.3
経常利益	6,965	9,002	△2,037	△22.6	35.2	25,912	22,832	3,079	13.5	131.0
当期純損益	△3,027	△1,671	△1,356	△81.1	—	11,522	12,383	△860	△7.0	100.2

	H18/2月期						H19/2月期						H20/2月期					
	大丸	高島屋	三越	阪急	伊勢丹	松坂屋	大丸	高島屋	三越	阪急	伊勢丹	松坂屋	大丸	高島屋	三越	伊勢丹	松坂屋	
【収益性】																		
売上高営業利益率	%	3.9	2.6	1.8	3.9	4.5	2.2	4.4	2.4	1.7	4.1	4.8	2.2	4.0	2.7	1.3	5.0	2.8
売上高経常利益率	%	4.0	2.7	1.4	4.2	4.9	2.2	4.6	2.7	1.2	4.5	5.0	2.2	4.1	3.0	1.0	5.6	2.6
総資産利益率(ROA)	%	7.1	3.3	2.6	5.5	6.1	3.3	7.8	3.1	2.4	5.1	6.4	3.2	7.4	3.8	1.9	7.0	4.0
自己資本当期純利益率(ROE)	%	15.5	5.6	0.4	5.4	8.9	6.7	16.1	7.8	△1.6	8.7	7.8	5.9	13.7	4.3	△3.0	7.3	15.7
投下資本利益率(ROI)	%	13.1	5.6	3.6	9.1	9.6	5.7	15.0	5.6	3.1	8.6	9.9	5.4	14.8	6.4	2.5	11.6	6.5
配当性向	%	24.8	25.9	361.4	36.0	23.8	30.4	22.9	17.7	—	20.6	24.9	99.0	—	30.9	—	26.8	31.2
【安定性】																		
自己資本比率	%	28.0	31.4	20.2	57.3	45.3	33.1	31.0	37.2	20.3	54.7	46.9	30.0	33.8	39.3	19.4	48.3	33.9
有利子負債依存度	%	26.4	30.0	36.8	9.1	22.4	25.8	22.4	23.3	34.2	8.1	19.9	29.0	15.5	19.5	35.8	20.2	23.0
固定比率	%	247.3	254.2	396.1	111.5	157.3	229.8	208.7	184.7	401.6	115.4	153.2	252.8	203.1	195.5	420.1	147.9	225.3
流動比率	%	61.2	48.2	47.0	170.8	76.4	68.3	65.3	69.7	43.6	144.4	66.0	60.3	62.7	57.8	38.5	67.7	53.6

2 業界分析

2.1 需要要因

百貨店業界の売上高は、2007年まで11年連続で減少しており、百貨店の外部環境は大きく変化している。構造的な問題としては、(1)「少子高齢化と人口減少による小売市場の縮小」、(2)モノ離れや選択消費、カジュアル化に見られるような「消費者のライフスタイルや価値観、購買行動の激変」、(3)SCやインターネット通販に見られるような「業際を超えた競合の激化」などがある。また、足下では、昨年の下期以降、経済情勢や景気の悪化が続いており、消費者は、収入が増えない中での物価上昇、強い将来不安などから、百貨店が得意とするファッション衣料や高額商品を中心に買い控え傾向を強めるなど、経営環境は時を追うごとに厳しさが増している。下記の図表より、小売業界において、百貨店業界の売上は減少傾向であるが、新しく参入してきた通販業界など好調な業界へと売上の分布が推移している。日本通信販売協会会員社の売上高の合計は2兆66,700億円で7.2%増加している。取扱商品が多岐にわたる総合通販企業とワンカテゴリーの商品を中心に扱ういわゆる単品通販企業を比較すると、前者の伸び率は+9.0%、後者は+4.5%と総合通販企業の伸び率が高くなっている。

2.2 供給要因

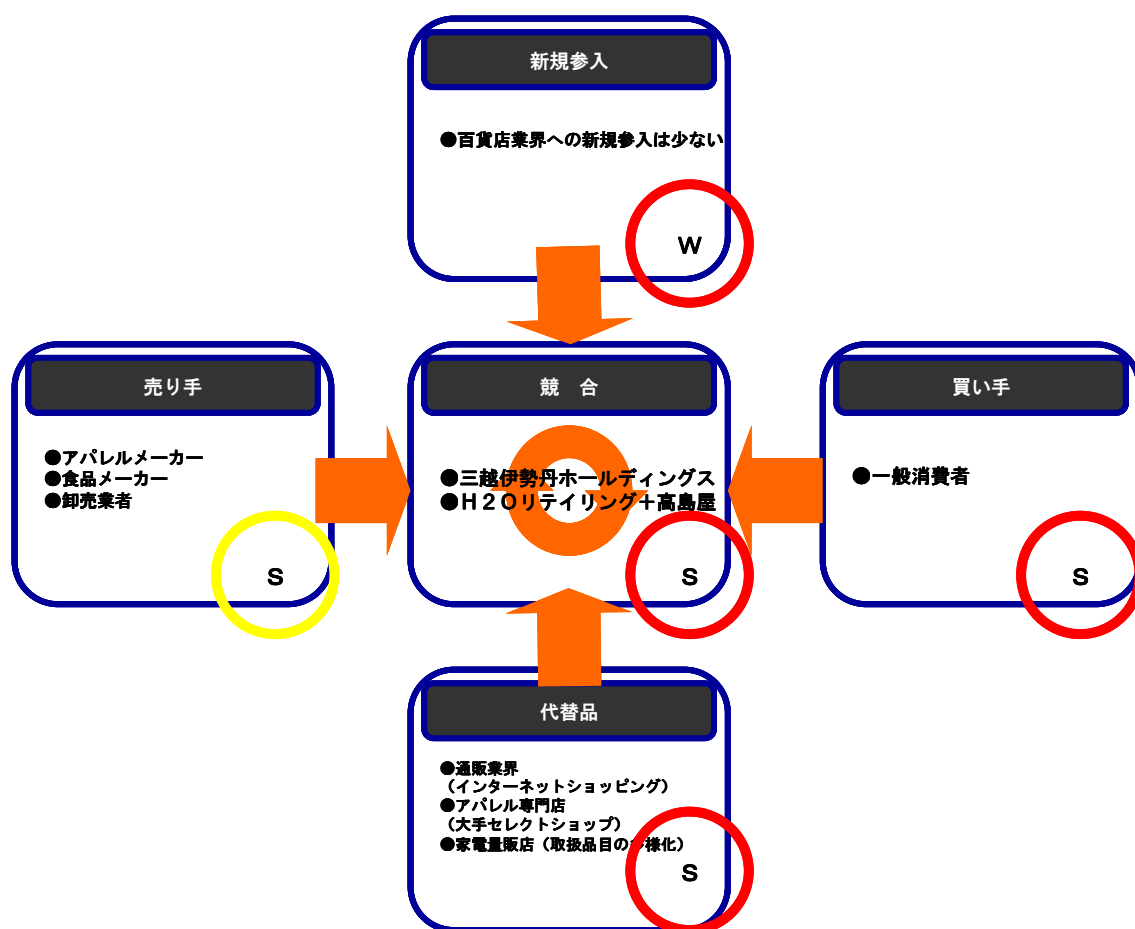
百貨店業界において業界再編が行われる要因の一つとして、規模の経済により商品確保の

ための動きがある。百貨店の主力商品である衣料品業界においては、小売業同様にコスト削減を掲げ、製品の減産傾向にある。よって、力のある百貨店はメーカーに対し、商品を要求することができるが、そうでない百貨店はメーカーのいいなりである。また、力のある百貨店といえども、先に述べた「返品条件付仕入」というトレードオフに固定され、粗利率の影響どころか、商品納入の要求もできない場合が多い。そもそも、メーカー自体に商品が存在しない状況にあるのだから、例えば、特選品の特価催事を開催しようとしても、メーカーの在庫がないため商品の調達ができず、開催できない。セール用商品でなく、新規商品を値引きする交渉をすると、メーカーは（新規商品が値引きされるのをあまり顧客に知らせたくないため）会場の指定をしてくる。「返品条件付買取仕入」の普及に伴い、供給サイドに対する百貨店の力はなくなってきてしまった。

2.3 競争要因

2008年10月10日、高島屋とH2Oリテイリングが資本・業務提携で合意し、2009年末をめどに相互に株式の10%を取得し、3年以内の経営統合を目標に、商品調達の共同取り組みなどの業務提携を進めることを発表した。また、2008年4月、三越と伊勢丹は持株会社の三越伊勢丹ホールディングスを設立し、両社は完全子会社として持株会社の傘下に入った。百貨店業界では近年、再編が加速している。特に、当社の設立以降、阪神百貨店と阪急百貨店によるH2Oリテイリング、三越伊勢丹ホールディングスの設立、そしてH2Oと高島屋の統合発表と大きな再編が起きている。これら統合の直接の動機は様々だが、根底には競合激化による業績悪化の危機感が存する。日本百貨店協会によると、2007年度の全国百貨店売上高は、7兆7,052億円（前年比0.8%減）となった。11年連続の減少である。2008年度も現状、前年同月比でマイナスの月が多い。今後も少子高齢化と消費の多様化を背景に市場は縮小、プレーヤー間の優勝劣敗がより鮮明になると予想される。大手百貨店が経営統合する目的は、いくつか考えられる。第一に収益力の向上。当社においては、松坂屋は大丸の効率化ノウハウを、三越は伊勢丹の商品開発スキルを、体質強化のため導入できる。第二に店舗網の充実。大丸は松坂屋の中部支配圏を、伊勢丹は三越の全国店舗網を、事業拡大の橋頭堡とできる。また競争に備えて投資余力を増強する必要から、ミレニアムリテイリングが2006年6月にセブン&アイホールディングスの傘下に入った意味は大きい。さらに大都市の一等地に店舗を構えるなど、優良資産の含み益を持つ百貨店にとって、経営統合は敵対的買収に対する防衛策の側面も持つ。持株会社方式の採用にも意味がある。最大の利点は、統合前の組織構造を維持できるため、従業員の不安や動揺を抑えられることである。またそれぞれの「のれん（屋号）」も変わらないので、顧客や取引先の理解を得やすい。老舗が揃う百貨店業界においては、特にメリットが大きい。もっとも、会社ごとの縦割り構造が温存されたのでは、本来の目的であるスキルやノウハウの共有が進まず、期待した統合効果は得られないだろう。そもそも百貨店業態は委託仕入れの割合が大きく、また店舗ごとの営業政策が重要になるため、スケールメリットが働きにくいという指摘もある。統合効果を最大化するには、大胆な施策を断行しなければならない。

ファイブ・フォース分析を以下に示す。



①新規参入

百貨店業界（日本百貨店協会加盟の百貨店）の新規加盟は過去5年間増えておらず、大規模な店舗の建設、多品目（百貨）の取扱い、大勢の従業員の調達、など新規参入の障壁は非常に高く、脅威は弱い。

②競合

先にも述べたように、業界内の競合は激化している。今後、再編は更に進み、メガ百貨店数社が業界を支配するようになると思われる。この大規模な業界再編は脅威が強いといえる。

③代替品

小売業としての百貨店の代替品は、通信販売、インターネットショッピングなどの、店頭以外での消費行動が上げられる。また、アパレルメーカーもユニクロに代表する製造直販のモデルへの参入が多く、国外からの参入（GAPやZARAなどの例）も多い。また、大手家電量販店（ヤマダ電機など）は電化製品の取扱だけではなく、アパレルブランド商品の取扱も始めており、消費者の選択の幅は増え、代替品が増えたといえる。また、モノ消費からコト消費への変化と言われるように、旅行や映画などのアミューズメントの商品も代替品といえる。よって、代替品の脅威は非常に強いといえる。

④供給者

先に述べたように、メーカーの減産、「返品条件付仕入」の導入により、百貨店の供給者からの脅威は強まった。

⑤消費者

消費行動の変化、ニーズ・ウォンツの多様化により、顧客からの要求のレベルは高くなっている。また、選択の幅が広がったことも顧客の脅威を強まる原因である。さらに、少子高齢化社会を迎えるにあたり、百貨店の主要顧客となる世代の喪失が訪れる可能性があり、これもまた脅威である。

2.4 技術要因

大手百貨店が、自社企画商品（自ら企画し、独自のブランド名をつけた商品。以下、PB）を提携関係にある地方百貨店に供給する動きが目立つ。従来、大手各社は、PB で他社と品揃えの差異化を図るとして自社のみで販売してきたが、最近、商品の共同仕入や仕入先紹介等で関係の深い地方各社に PB を提供するケースが相次いでいる。これには、PB の商品力を強化する狙いがある。大手各社は、百貨店市場が縮小するなか、粗利が厚く他社にない品揃えが可能な PB の拡販に注力してきたが、百貨店は数百万もの商品を扱うため品目毎の仕入量が纏まりづらく、商品開発を行おうにもメーカーの協力が得られるのは比較的仕入量の纏まる定番品に限られていた。そこで、地方各社に PB を供給することで仕入量を拡大し、より個性の強い商品も開発しようというのである。また、これは地方各社にもメリットがある。地方各社は総じて販売力が弱く、仕入先が売れ残りの返品を懸念し納品を抑えるため、売れ筋商品を十分に確保できていない。この点、大手の PB が加われれば、品揃えの強化を図れる。しかし、大手各社が所期の成果をあげるのは容易ではない。まず、地方各社の販売力強化が問題となる。仕入量拡大には、まずもって地方各社に PB が円滑に納品される必要があるが、大手の一括仕入とはいえ、販売が地方各社任せでは、やはり地方分について仕入先が納品を抑える虞が強いし、さりとて大手が地方各社分まで在庫を引き取るのもリスクが大きい。このため、大手が手を貸し地方各社の販売力を高めることで仕入先の懸念を和らげるほかなく、実際、担当者を派遣し、売場運営や販売手法を教育する等の対応を計画しているが、地方各社の販売不振は、商圈内に百貨店が主力とする高額品の需要が少ない、他業態との競合が特に激しい等の環境要因も大きいだけに、販売力強化には苦戦している。また、商品企画にも課題は多い。大手の PB とはいえ、地方で販売する以上、商品企画に当地の売れ筋を反映させる必要があり、単品管理システムにより店舗毎の販売動向を詳細に分析し、顧客ニーズの把握に努めることが求められる。しかし、地方各社の多くはそうした体制が不十分で、その整備には数年を要するとあって、的確な商品企画は一朝一夕にはいかない。大手各社の業績改善の鍵を握る PB であるが、その強化には、本腰を入れた取り組みが求められる。

2.5 外部要因（法・政府規制）

百貨店業に関する法的規制として、大規模小売店舗立地法が上げられる。大規模小売店舗立地法は大規模小売店舗の立地に関し、その周辺の地域の生活環境の保持のため、大規模小売店舗を設置する者によりその施設の配置及び運営方法について適正な配慮がなされることを確保することにより、小売業の健全な発達を図り、もって国民経済及び地域社会の健全な発展並びに国民生活の向上に寄与することを目的として制定された日本の法律である。日本においては昭和 40 年代頃から各地で「スーパーマーケット」を初めとした大型商業店舗の出店が急増し、それに対抗するようにして地元商店街による大型商業施設の進出反対運動も盛り上がりを見せるようになった。こうした問題を踏まえ、昭和 48 年には旧百貨店法の対象を拡大する形で「大規模小売店舗における小売業の事業活動の調整に関する法律」（大規模小売店舗法、略称「大店法」）が制定され、1974 年より施行された。実際に調整にあたるのは商工会議所（商工会）に置かれる商業活動調整委員会で、商業者・消費者・中立委員の 3 グループで構成され、中立委員が中心となって調整を進めていた。1975 年頃からは、大型店進出が集中するような地域では商業調整が厳しく行われ、極端な場合は出店調整にあたる商工会議所が出店の凍結を宣言する場合も出てきた。だが流通の国際化とともに、主としてアメリカから「大店法は海外資本による大規模小売店舗の出店を妨げる非関税障壁の一種である」という批判と市場開放を求める圧力が強まり、平成以後はこうした外圧に対応する形で大店法の規制緩和が進められることとなる。特に重要な分岐点となったのは、1990 年頃の日米貿易交渉におけるトイザらス進出をめぐる議論である。これによって大店法の規制が大きく緩和され、郊外への大型店出店が進むこととなった。また、1990 年代半ばにコダックの訴えを受けて始まった「日米フィルム紛争」は、最終的には世界貿易機構（WTO）の場で、日米両政府が日本の写真フィルム・印画紙市場の構造的閉鎖性をめぐって議論を繰り広げるという事態に到った。結局 WTO パネルは米国の主張を斥け、この紛争自体は日本側の勝利に終わったとされるが、その審議過程では日本の大店法に WTO 違反の疑いがあることも否定できない状況となった。この結果、2000 年 6 月にはまちづくり 3 法の一部として、店舗面積などの量的側面からの商業調整を撤廃した本法が新たに立法化され、これに伴って大店法は廃止された。

個人情報保護に関する法律も、顧客情報を多く扱う百貨店にとっては重要な法令である。個人情報保護法および同施行令により、5,000 件以上の個人情報を個人情報データベース等として所持し事業に用いている事業者は個人情報取扱事業者とされ、個人情報取扱事業者が個人情報を漏らした場合や、主務大臣への報告義務等の適切な対処を行わなかった場合は、事業者に対して刑事罰が科される。昨今の個人情報に対する、社会の関心の高まりにより、法令違反を行った場合、刑事罰が科されることだけでなく、社会的信用・企業イメージ・ブランドイメージ、それだけでなく、企業の価値を損ねることとなる。

2.6 企業環境分析まとめ

百貨店業界において、業界内での生き残りは限られたパイの奪い合いの状態であり、大規

模な業界再編は、経営統合による高効率化されたオペレーションにより、売上高が拡大しない中でも、一定の利益を上げ続けるためのやむをえない手法といえる。しかしながら、業界内でそのような動きが起こっているなか、顧客の百貨店離れはますます進んでいる。これは、ニーズ・ウォンツの多様化により、百貨店の取り扱う品目では顧客を満足させることができなくなり、消費行動の変化により、百貨店の提供するサービスにおいても満足させることができなくなったことによる。そういった状況であるがゆえに、業界内への新規参入はないものの、小売業界においては、アパレルブランドの直販モデルにより、製造から販売までを一貫して行うため、顧客の意見を反映しやすい商品構成を行っている企業が台頭してきた。また、大手家電量販店は大規模な店舗を持ち、百貨に迫る商品構成力で、百貨店業に対し大きな脅威となってくる。また、モノ消費からコト消費の変化にあげられるモノへの執着の変化が、百貨店での買物をするに対して、意味を見出せない消費者も存在する。このように、当社の属する業界は競争優位確立にとって、制約要因となる要因が多く存在する。

3 戦略分析

3.1 全社レベル（企業戦略）

3.1.1 企業価値創造

当社の企業価値創造について、顧客価値、株主価値、従業員価値、社会的価値の観点から分析する。

(1) 顧客価値

グループ理念は「私たち J.フロント リテイリンググループは、1.時代の変化に即応した高質な商品・サービスを提供し、お客様の期待を超える満足の実現を目指します。2.公正で信頼される企業として、広く社会への貢献を通じグループの発展を目指します。」とされている。顧客のニーズに応えることは、企業として当然のことであり、いかなる企業にも共通する企業の使命である。しかしながら、小売業は、顧客は一般消費者であり、顧客にわざわざ店舗にお越しいただき、そこで商品やサービスを消費していただくことによって、利益を創出する業種である。よって、この理念に掲げられている「時代の変化に即応した高質な商品・サービスを提供する」ことは製造業など他の産業にとっての意義以上のものを持つ。さらに、小売業において百貨店業は、より高質なものを提供している存在であるということも示している。そして、商品やサービスを提供することにとどまらず、「お客様の期待を超える満足の実現」という、より高次元の商品とサービスの提供を約束している。これは当社のビジネスモデルである、小売業のコア競争力となる商品力、販売サービス力を中心とするマーチャンダイジング力の格段のレベルアップを目指す第2次営業改革への取り組みに表れている。そして、これまでの試行・成果検証の段階を経て、2008年3月からは営業改革第2ステージとして、マーチャンダイジングオペレーションの仕組みを、効率的に成果が出せる取り組み体制に再構築している。

(2) 株主価値

上場以降、TOPIX と同調した推移となっており、景気動向に左右される小売業界の業績をよく表している。しかし、必ずしも強い同調性は見られず、TOPIX よりも下げ幅が低い状態になっていることもあれば、上昇しているときもある。2007 年 9 月から 2008 年 1 月までの上昇は、経営統合後の上場に対する市場の評価の高さを示している。また、それ以降の急激な下げ幅は、消費の急激な冷え込みにより業績不振を懸念されたためである。経営方針として、ROE の向上（10%の早期達成）を挙げており、配当性向も増やすなど、株主重視の経営姿勢が見られ、一定の評価ができる。

(3) 従業員価値

企業規模を示す、売上高の成長とは逆に、従業員数は 5 年前の 13,174 名から 9,697 名に減少している。高効率経営の裏側には数字から読み取れるように、一人当たりの作業負担が増加していることがあげられる。採用活動は、大卒・大学院卒の新卒入社が多く、中途採用はされていない。また、新卒採用数も年間 30 名程度と少ないが、少ないがゆえに、密接かつしっかりとした新入社員教育がとられている。特に、当社においては、入社後 3 年間で百貨店人としての基本知識をしっかりと身につけるための大切な旗艦として位置づけ、新入社員 3 年間育成スクールに全員が入学し、本部主導の育成をおこなっている。当社の人材育成のベースは「人は仕事をやりきることによって成長する」という基本概念に基づいており、その最大のテーマとされているのが「キャリア自律」である。社員各々が自らのキャリア目標を立て、自発的にキャリアアップをしていく仕組みを構築している。そして、これらのもとに、業界はもとより日本有数の「人材育成企業」となることを目指している。「人材育成」を通じて、活力のある企業風土を作り上げ、社員一人ひとりの仕事を通じた自己実現と成長をサポートする体制が整っている。当社の自立的キャリア形成の仕組みを下記に示す。また、更に高い能力開発のために、さまざまな人事・研修制度を整備しており、例えば自ら主体的にキャリア形成をしていくための Web 自己申告制度、公募制度、FA 制度などが存在する。専門能力を高めていくために、外部企業や IFI ビジネススクール、慶應ビジネススクールへの派遣を実施しています。また、自分の時間を使って学ぶための仕組みとして、キャリアサポートカレッジがあります。よって、これらの取り組みにより従業員価値は高いといえる。

(4) 社会的価値

当社では、グループ理念において、「公正で信頼される企業として、広く社会への貢献を通じグループの発展を目指します。」と記載されている。また CSR 活動として、①環境②人③地域と 3 つの分野に分けて活動を行っている。①環境に貢献する活動として、「環境に配慮した商品の販売」を行っている。顧客の生活に直結する百貨店として、環境に配慮した商品の品揃えに積極的に取り組み、生活の中にスマートなエコを取り入れることを提案している。具体的には、ケフナ素材使用ワイシャツ（成長の早い草木類を使用した商品）の販売や、エコバックの販売を通じ「マイバック運動」を推進している。②人に貢献する活動として、すべての顧客にお買物を快適に安心して楽しんでいただくために、バリアフリーの店づくりを進めている。入り口の段差解消や多目的トイレの設置など店内施設の改

善を進め、ご高齢の方、障害をお持ちの方も安心してお買物を楽しむことができる店舗環境づくりに取り組んでいる。③地域貢献活動として、阪神・淡路大震災以降も続く旧居留地連絡協議会活動や育児環境の再整備に向けた取り組みを行っている。このように、ステークホルダー全体を視野に入れた「価値創造」の自主的な取り組みを積極的に行っている。

3.1.2 企業理念とビジョン

当社のグループビジョンは「百貨店事業を核とした、質・量ともに日本を代表する小売業界のリーディングカンパニーの地位確立」である。経営統合によって設立された、持株会社であるゆえに、グループとしてのビジョンは経営成果の目標を示すだけのものといえる。よって、以下に事業会社2社（大丸と松坂屋）の企業理念、基本理念と経営理念を示す。

(1) 大丸

・経営理念：「先義後利」

元文元年（1736年）、業祖・下村彦右衛門によって「先義而後利者栄」を事業の根本理念として定められる。この言葉は中国の儒学の祖の一人、荀子の榮辱編の中にある「義を先にして利を後にする者は栄える」から引用したものである。企業の利益は、お客様・社会への義を貫き、信頼を得ることでもたらされとの意味で、言い換えると「お客様第一主義」「社会への貢献」となる。これは、大丸グループ共通の精神、営業方針の根本となっている。

企業行動指針

- (1) お客様第一主義に徹します。
- (2) 改革に挑戦し、収益性の高い企業をつくれます。
- (3) 開かれた企業を目指し、公正で透明な企業活動を推進します。
- (4) 個性と能力が尊重される、公平で活気あふれる組織をつくれます。
- (5) 社会と共生する良き「企業市民」を目指します。
- (6) 経営をはじめとする組織の上に立つ者が、率先垂範する企業風土を目指します。

(2) 松坂屋

・基本理念

私たち松坂屋グループは、地域の人々との信頼を深め、社業の発展を通じて、豊かな生活文化の創造に貢献します

・経営理念

「地域社会 貢献企業」

公正な企業活動により社会的使命を果たし、地域社会に貢献する

「生活文化 創造企業」

顧客の満足を第一に、最良の商品と最善のサービスを提供し、

価値ある生活文化を創造する

「未来と夢 挑戦企業」

未来をみつめ、進取の精神と果敢な行動をもって、社業の発展に挑戦する

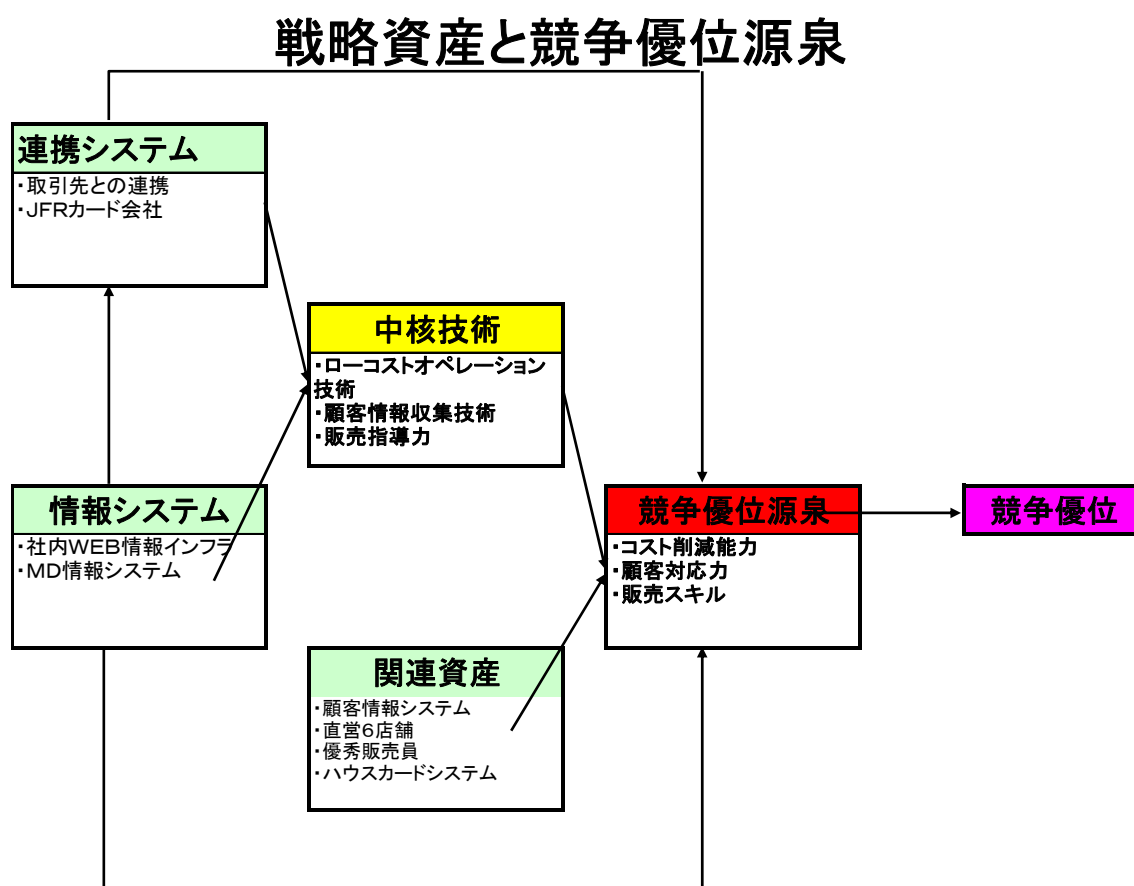
「人間賛歌 実現企業」

自由かつ達に、働く喜びと誇りを共有する、人間賛歌の企業風土を実現する

事業会社の理念は同じ業種で、どちらも呉服商から発展した百貨店であり、老舗の百貨店というよく似た背景を持つ企業であるため、よく似たものとなっている。両社に共通するものは、「顧客第一主義」と「地域貢献」である。小売業として、事業運営の根幹となる「顧客第一主義」を謳っており、また両社とも関西と中京において地域密着型の店舗を構えているため「地域貢献」を謳っていると考えられる。これらの歴史的、地理的背景を感じる経営理念から見れば、持株会社の経営理念は、非常に簡素で、その言葉に深みと重みのない印象を受ける。

3.1.3 戦略資産

当社の戦略資産と競争優位の源泉を下図に示す。



戦略資産は、競合他社に模倣されることがなく、経済価値を創出することができる資産のことである。当社の戦略資産は、最小の費用で成果を生み出す「ローコストオペレーション」と、蓄積された「顧客情報システム」、優秀販売員を生み出す「販売指導力」である。

コスト削減能力：グループ全体の営業利益率を過去 5 年間連続で向上させている。業界首位の営業利益率を生み出す力。顧客対応力：業界トップの顧客情報数と処理能力で、顧客の購入金額・来店頻度・来店日を特定し、分析することが可能。MD データとの連携で、顧客の趣味嗜好の分析も可能に。販売スキル：売場運営タイプごとに、販売の仕方を変えて、顧客の買いやすい状況を作り、顧客満足を創出する。正社員・契約社員・取引先派遣社員問わず、優秀販売員を育成する教育システムの存在。以上の中核技術が、情報システム・連携システム・関連資産を補完されることで上記の競争優位源泉となり、百貨店業界において売上高 2 位、営業利益率 1 位の地位を確立している。当社は同業他社と比較すると高効率を生み出す「コスト削減能力」と、高精度の顧客関係管理を行う「顧客対応力」、利益を生み出す「販売スキル」が戦略資産となっている。しかし、コスト削減能力では大丸グループでは、削減領域が限界にきており、統合した松坂屋グループでの能力発揮が必要であり、顧客対応力についてはシステムの構築が先立つ形になっており、現場での管理者すべてが活用できる能力を備えているわけではない。また、販売スキルでは、管理者自身においては、個人の販売力より、販売指導力に重点が置かれる。

3.1.4 企業成長戦略

フロンティア 21 プラン

フロンティア 21 プランとは、2008～2016 年度（3 期 9 ヶ年）の中長期にわたる JFR グループの経営の方向性を示したものであり、この実現により、当グループが 21 世紀において質・量ともに日本の小売業界のリーディングカンパニーとして、持続的な成長と利益の拡大を図る。

「フロンティア 21」プラン推進の基本方針

- 1 激変する経営環境を「チャンス」と捉え、百貨店事業をはじめとする各事業分野で従来の発想や枠組みを超えた「革新への挑戦」、「経営の質の充実」により、グループの成長を図る。
- 2 企業運営の基本を「マーケット対応力の強化」と「生産性の向上」に置き、「持続的な利益拡大を伴う成長」に努める。
- 3 成長に向けた重点施策として、
 - ・ 統合効果を踏まえ、店舗レベルで営業利益率 7% の新百貨店事業モデルの構築
 - ・ 大都市圏における店舗の大型化、新鋭化の推進
 - ・ アライアンスの強化、Web をはじめ新規事業の開発、海外戦略の検討など事業規模及び事業領域の拡大 に取り組む。
- 4 百貨店事業及びグループ関連事業各社は、「自律経営」と「全体最適」を基本に、グループシナジーを発揮し、効果的に計画の達成に努める。
- 5 「フロンティア 21」プランを 3 つのステージに分け、「ビジョン」の着実な実現を目指します。

・第 1 期（2008～2010 年度）… 成長基盤の充実と整備

- (1) 大丸・松坂屋の経営統合型の完成
- (2) グループ経営基盤の充実と整備

－第２期での飛躍的成長を確実にするための営業力の強化と強固な財務基盤の確立－

・第２期（2011～2013年度）… 飛躍的成長

(1) 増床、新規出店、地区再開発

2011年	梅田店増床	(売場面積 40,000 m ² → 64,000 m ²)
2011年	浜松店出店	(売場面積 34,000 m ²)
2012年	東京店Ⅱ期増床	(売場面積 34,000 m ² → 46,000 m ²)
2013年以降	銀座再開発	(計画策定中)

(2) 第３期に向けての更なる収益力強化とキャッシュフローの拡大

・第３期（2014～2016年度）… 新たな事業展開による拡大・再成長

(1) 第２期での成長による利益の安定的実現

(2) 拡大するキャッシュフローを活用した都心大型店舗の建て替え・新鋭化

(3) 成長の柱となる新規事業の推進及び海外戦略の検討

(4) グループビジョンの実現を通じた営業利益 800 億円、ROE10%の早期達成

3.1.5 企業改革

ジョン・P・コッターによる「企業改革力」による８つの変革プロセスを下記に示す。

- ・危機管理を高める
- ・変革推進のための連帯チーム
- ・ビジョンと戦略を生み出す
- ・変革のためのビジョンを周知徹底する
- ・従業員の自発を促す
- ・短期成果を実現する
- ・成果を生かして、さらなる変革を推進する
- ・新しい方法を企業文化に定着させる

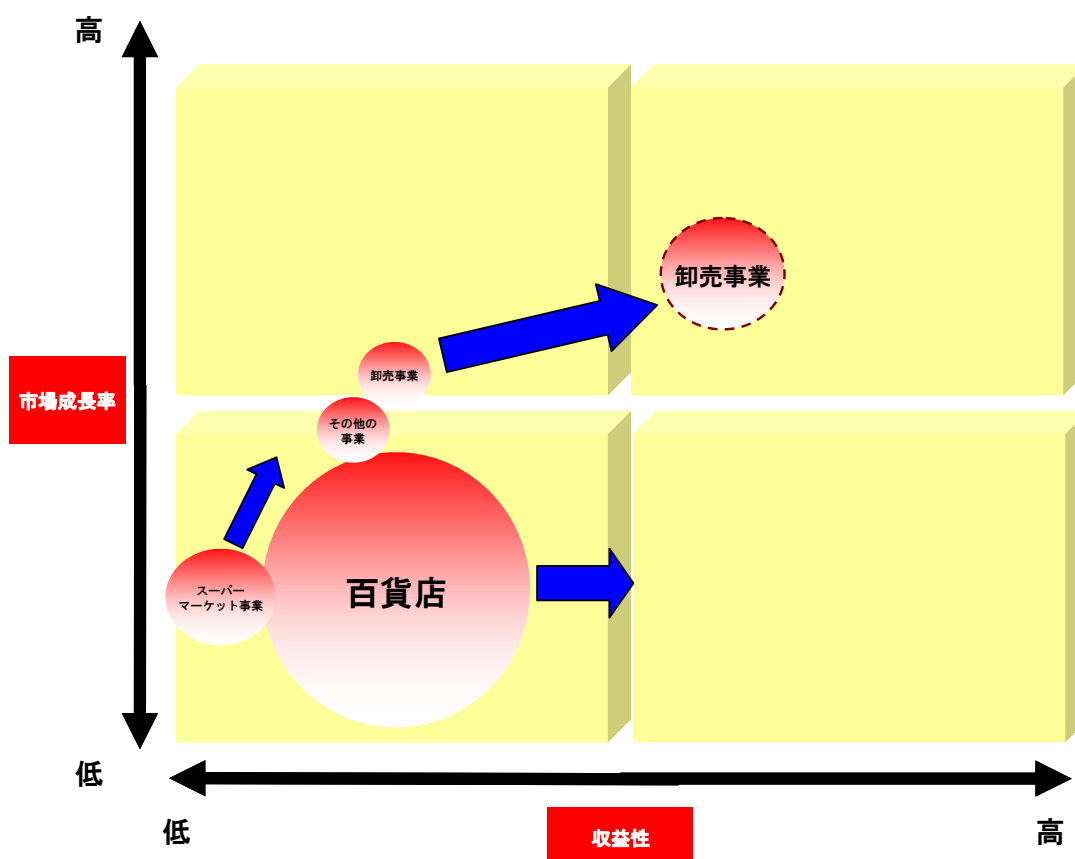
以上の８段階のプロセスのうち、当社が実行していることは①危機管理を高める、②変革推進のための連携チーム⑤従業員の自発を促すことの３つである。しかし、現場において、まだまだ危機管理の足りない部分もあり、変革のためのビジョンの周知がなされていない。また、新しい方法を企業文化に定着させなければならない。

3.1.6 事業ポートフォリオ・マネジメント

(単位: 百万円・人)

	百貨店業	スーパーマーケット事業	卸売り事業	その他の事業	全体
売上高	755,820	119,733	90,622	97,431	1,016,402
営業利益	31,341	1,884	3,327	3,634	39,717
資産	728,833	43,791	29,732	98,549	805,375
減価償却費	10,047	832	159	473	11,301
資本的支出	15,438	1,275	115	376	17,205
従業員数	7,012	1,113	227	1,345	9,697
売上高構成率	74.4%	11.8%	8.9%	9.6%	100.0%
営業利益構成率	78.9%	4.7%	8.4%	9.1%	100.0%
資産構成率	90.5%	5.4%	3.7%	12.2%	100.0%
従業員数構成率	72.3%	11.5%	2.3%	13.9%	100.0%

当社の事業種類別業績は、百貨店業が 77.5%を占め、スーパーマーケット事業が 12%、卸売業が 9%、その他の事業が 9%である。



売上高の大半を稼ぎ出していた百貨店業は前年比がマイナス成長に陥っており、スーパーマーケット事業も含め、小売業全体がマイナス成長である。そんな中好調なのが、卸売業であるが、全体におけるシェアが9%と利益貢献は小さい。現在この卸売事業が好調である要因は、任天堂DSの半導体部品の輸入卸を行っているからである。当面、この契約続き、任天堂DSの好調が続くであろうことより、当事業の成長は見込めるが、主力がDSだけで、そのほかのグロサリーの輸入やアパレル商品の輸入では利益貢献はほとんどない。

3.1.7 合併・買収戦略

前社長による改革により業績回復をしたものの、村上ファンドによる株式の保有で経営の自由度を失った松坂屋。一方、第2次営業改革で業界随一の営業利益率を達成したものの、業界の再編統合が進む可能性が高いと考える大丸。この2社の利害と考えが一致して業界再編の先駆けとなって生まれたのが、当社である。すでに、そごうと西武百貨店がそれぞれ会社更生法と民事再生法によって再生し、ミレニアムリテイリングを設立しており、そしてその株式をセブン&アイ・ホールディングスが取得し、コンビニエンスストア・総合量販店・食品スーパー・百貨店・外食・銀行というポートフォリオを持つコングロマリットを形成するなかで、単独の百貨店では必ずしも十分なビジネスチャンスを得ることは難しいと判断され、現在、業界再編は熾烈を極めていいる。両社が経営統合する最大の目的は「顧客満足の飛躍的向上」と「企業価値の最大化」であり、その柱となるのは、(1) 強化

される営業基盤を背景に、品揃えやサービス、販売促進活動などの営業力を抜きん出たレベルにまで向上させ、より多くのお客様から圧倒的なご支持を得ること。(2) 両社の人材、ノウハウ、保有資産、財務力など経営資源の最適活用をはかり、収益力と経営効率の抜本的向上を目指すことである。そして、(1) 相互の優れたノウハウ、システムの導入による経営効率の向上 (2) 百貨店事業における営業力強化 (3) 首都圏エリア戦略の強化 (4) キャッシュフローの増大と強固な財務体質構築による成長力強化 (5) 業務の効率化とコスト削減 (6) 人的生産性、企業活力の向上 (7) 関連事業の再編・統合による経営効率の向上などの統合効果を発揮していかなければならない。特に、大丸が経営改革によって構築した高効率・高収益型の業務運営の仕組みを松坂屋に導入することにより、松坂屋の経営効率と業績は飛躍的に向上することが期待されている。両社は、「最大の顧客満足を最小のコストで実現」を目指し、先ず営業力の基本となる両社の売場運営マネジメントの標準化と効率化をはかり、販売に専心できる体制の確立を行い、販売力の強化に優先して取り組んでいる。今後、J.フロント リテイリンググループは、「経営の質的向上と充実を基本とした成長拡大」を目指し、情報およびカードシステム、後方事務部門業務、販売と仕入れ業務、人事制度、関連事業などの各分野で、「スピード・徹底実行・活発なコミュニケーション」を合言葉に順次統合を進め、2009 年度中をメドに両社の経営体制の統合を完了させる予定である。そして、「百貨店事業を核とした、質・量ともに日本を代表する小売業界のリーディングカンパニー」の地位確立と発展を目指している。

4 戦略の評価と課題

4.1.1 戦略の評価

4.1.1 資源（ヒト・モノ・カネ）要因

(1) 顧客価値

「時代の変化に即応した高質な商品・サービスを提供する」ことは小売業にとって特に有意義なものであり、小売業において百貨店業は、より高質なものを提供している存在であるということも示している。そして、商品やサービスを提供することにとどまらず、「お客様の期待を超える満足の実現」という、より高次元の商品とサービスの提供を約束している。これは当社のビジネスモデルである、小売業のコア競争力となる商品力、販売サービス力を中心とするマーチャンダイジング力の格段のレベルアップを目指す第2次営業改革への取り組みに表れている。そして、現在は営業改革第2ステージとして、マーチャンダイジングオペレーションの仕組みを、効率的に成果が出せる取り組み体制に再構築していることから、当社が顧客に提供できている価値は高いと評価できる。

(2) 株主価値

当社の営業活動はとりわけ、景気に左右されやすく、消費の急激な動向により株価は大きく変動する。しかしながら、経営方針として、ROE の向上（10%の早期達成）を挙げており、配当性向も増やすなど、株主重視の経営姿勢が見られ、一定の評価ができる。

4.1.2 企業風土・文化要因

(1) 社会価値

当社は CSR 活動として、さまざまな活動を行っており、特に、顧客の生活に直結する百貨店として、環境に配慮した商品の品揃えに積極的に取り組み、生活の中にスマートなエコを取り入れることを提案している。具体的には、ケフナ素材使用ワイシャツ（成長の早い草木類を使用した商品）の販売や、エコバックの販売を通じ「マイバック運動」を推進している。また、本年よりカーボンオフセットを付加されたエコバックの販売などますます、環境活動には力を入れている。また、すべての顧客にお買物を快適に安心して楽しんでいただくために、バリアフリーの店づくりを進め、ご高齢の方、障害をお持ちの方も安心してお買物を楽しむことができる店舗環境づくりに取り組んでいる。このように、ステークホルダー全体を視野に入れた「価値創造」の自主的な取り組みを積極的に行っており、一定の評価ができる。

4.1.3 組織・人事要因

(1) 従業員価値

当社の人材育成のベースは「人は仕事をやりきることによって成長する」という基本概念に基づいており、その最大のテーマとされているのが「キャリア自律」である。社員各々が自らのキャリア目標を立て、自発的にキャリアアップをしていく仕組みを構築している。そして、これらのもとに、業界はもとより日本有数の「人材育成企業」となることを目指している。「人材育成」を通じて、活力のある企業風土を作り上げ、社員一人ひとりの仕事を通じた自己実現と成長をサポートする体制が整っている。このことから、従業員価値は非常に高いと評価できる。

4.1.4 経営管理要員：業績評価・報酬など

(1) 企業成長戦略

「フロンティア 21」プラン推進の基本方針

- 1 激変する経営環境を「チャンス」と捉え、百貨店事業をはじめとする各事業分野で従来の発想や枠組みを超えた「革新への挑戦」、「経営の質の充実」により、グループの成長を図る。
- 2 企業運営の基本を「マーケット対応力の強化」と「生産性の向上」に置き、「持続的な利益拡大を伴う成長」に努める。
- 3 成長に向けた重点施策として、
 - ・ 統合効果を踏まえ、店舗レベルで営業利益率 7% の新百貨店事業モデルの構築
 - ・ 大都市圏における店舗の大型化、新鋭化の推進
 - ・ アライアンスの強化、Web をはじめ新規事業の開発、海外戦略の検討など事業規模及び事業領域の拡大 に取り組む。

以上より、既存事業におけるさらなる高効率化を目指すとともに、新規事業への拡大も視野にいたし、当社の企業成長戦略は評価できる。

(2) 戦略資産

当社は同業他社と比較すると高効率を生み出す「コスト削減能力」と、高精度の顧客関係

管理を行う「顧客対応力」、利益を生み出す「販売スキル」が戦略資産となっている。しかし、コスト削減能力では大丸グループでは、削減領域が限界にきており、統合した松坂屋グループでの能力発揮が必要であり、顧客対応力についてはシステムの構築が先立つ形になっており、現場での管理者すべてが活用できる能力を備えているわけではない。また、販売スキルでは、管理者自身においては、個人の販売力より、販売指導力に重点が置かれる。競争優位をもたらす戦略資産を所有しているが、活用しきれていないのが現状であり、この点を克服することができれば、より一層の評価ができる。

(3) 企業改革

当社が実行していることは①危機管理を高める、②変革推進のための連携チーム⑤従業員の自発を促すことの3つである。しかし、現場において、まだまだ危機管理の足りない部分もあり、変革のためのビジョンの周知がなされていない。また、新しい方法を企業文化に定着させなければならない。

(4) 事業ポートフォリオ戦略

売上高の大半を稼ぎ出していた百貨店業は前年比がマイナス成長に陥っており、スーパーマーケット事業も含め、小売業全体がマイナス成長である。そんな中好調なのが、卸売業であるが、全体におけるシェアが9%と利益貢献は小さい。今後の安定した成長をするためには、百貨店業を主業にしつつも、他の事業を伸ばす必要がある。

(5) 合併・買収戦略

両社が経営統合する最大の目的は「顧客満足の飛躍的向上」と「企業価値の最大化」であり、その柱となるのは、(1)強化される営業基盤を背景に、品揃えやサービス、販売促進活動などの営業力を抜きん出たレベルにまで向上させ、より多くのお客様から圧倒的なご支持を得ること。(2)両社の人材、ノウハウ、保有資産、財務力など経営資源の最適活用をはかり、収益力と経営効率の抜本的向上を目指すことである。

4.2 課題の抽出

課題1 統合の早期完成および統合のシナジー効果の発揮

財務分析より、両社は経営統合により、売上高・経常利益・資産規模は拡大したが、単純合計の推移を見ると、統合初年度は売上高・経常利益は伸びていない。今後、大丸が経営改革によって構築した高効率・高収益型の業務運営の仕組みを松坂屋に導入することにより、松坂屋の経営効率と業績は飛躍的に向上させ、「最大の顧客満足を最小のコストで実現」を目指し、J.フロント リテイリンググループは、「経営の質的向上と充実を基本とした成長拡大」を目指し、情報およびカードシステム、後方事務部門業務、販売と仕入れ業務、人事制度、関連事業などの各分野で、順次統合を進め、早期に両社の経営体制の統合を完了させなければならない。

課題2 成長の鈍化、百貨店業界の衰退

全国百貨店売上高は、2007年度も減少しており、11年連続の減少である。2008年度も現状、前年同月比でマイナスの月が多く各社とも減収の見通しである。今後も少子高齢化

と消費の多様化を背景に市場は縮小、プレーヤー間の優勝劣敗がより鮮明になると予想される。

課題 3 アジア市場を中心とした海外事業への進出

当社の事業は、売上の 90%を日本国内で上げている。国内の小売市場が飽和しつつある現在、市場を広げるには海外市場への展開が必要となる。新規参入として欧米市場へ打って出るのは難しく、ターゲットとなるのは中国を始めとする新興国市場である。経営方針でも、2014 年ごろから、成長の柱となる新規事業の推進及び海外戦略を謳っているが、より早期に中国・アジア市場へ浸透できるかが成長への課題である。しかしながら、当社は以前の経営改革において、海外不採算店舗の閉鎖を強行した経緯があり、今一度の海外進出には課題が多く存在する。

課題 4 新規事業、新市場への進出

海外事業への進出ともに、新規事業の推進も経営方針で謳っている。現在は Web 事業への取り組みを行っているが、これらの事業への展開と拡大戦略が他社に比べて遅れている。成長領域である Web 事業について、成長・発展に向けた重点事業分野と位置づけ、経営資源を重点的に投入するとともに、外部企業との提携や M&A も視野に入れ、強化・拡大を図らなくてはならない。具体的には、先行モデルである化粧品の通販サイト「マルコレ」を大丸の Web サイト運営に取り込み、体制強化を図ることで、大丸において Web 通販事業モデルを確立させ、松坂屋をはじめグループ各社に展開することで事業規模拡大を目指す。また、グループの顧客基盤や営業基盤を活用し、外商機能の再活用や他社との提携による販売チャネル開発など、販路拡大への取り組みを強化しなければならない。

課題 5 事業ポートフォリオの見直し

売上高の大半を稼ぎ出している主業がマイナス成長に陥っており、リスク分散の観点からも、百貨店業の次の柱となる事業が必要である。Web 事業での展開の遅れも問題ではあるが、本業から少し離れた分野において既存技術・ブランドイメージを有効活用できる事業を見出す。

4.3 企業戦略案の抽出

経営課題の整理を踏まえて、当社がとるべき企業戦略オプションを考える。今後 5 年間の企業成長目標を設定するなら、新規事業の育成、キャッシュフローの増大が挙げられるので、戦略案の評価は、ベースケースでシミュレーションした EVA の増加で行う。

4.3.1 戦略案

百貨店事業の強化：営業利益の拡大に向け、特にマーチャンダイジング力、販売・サービス力をはじめ“お客様に働きかける力”を徹底的に強化し、百貨店事業の共通課題＝売上高・売買益率の向上による売上総利益の拡大に取り組む。

・サービス業への進出：既存のブランドイメージを活かして、モノ消費からコト消費への顧客動向の変化にあわせた、物販だけでないコンテンツビジネスを中心としたアミューズメント・サービス業への進出をおこなう。

・Web 事業の強化：成長領域である Web 事業について、成長・発展に向けた重点事業分野と位置づけ、経営資源を重点的に投入するとともに、外部企業との提携や M&A を行う。

M&A 対象企業として、㈱千趣会（時価総額 33,627 百万円）とする

・アジア圏への百貨店進出：小売市場が飽和しつつある現在、市場拡大には海外進出が戦略のひとつとなる。バブル期に海外出店を果たした企業が多いが、そのほとんどは不採算になり店舗閉鎖を余儀なくされた。しかしながら、高度情報化社会の現代において、商品と情報の伝播速度は非常に早くなっており、かつ戦略資産である「ローコストオペレーション」をもって運営を行えば、国内市場以上の利益を生み出す可能性がある。

・卸売業の強化：グループ内において小売業全体がマイナス成長である中、好調なのが、卸売業であるが、全体におけるシェアが 9%と利益貢献は小さい。この卸売事業に資源投入を行い、リスク分散を行い、本業から少し離れた分野において既存技術・ブランドイメージを有効活用していく。

成長戦略案と課題との整合性

戦略案	解消できる課題
1 百貨店事業の強化	課題1・2
2 サービス業への進出	課題4・5
3 Web事業の強化	課題1・4
4 アジア圏への百貨店進出	課題2・3
5 卸売事業の強化	課題4・5

4.3.2 ベースケースの設定

当社の 2008 年 2 月期までの財務諸表から、今後 5 年間の財務シミュレーションを行った。前提は下記の通りである。

- ①売上高、売上原価、販売管理費が、過去 5 年間平均の伸び率で今後 5 年間伸びると設定。
- ②減価償却費は、過去 5 年間の平均で今後 5 年間推移すると設定。
- ③営業 CF は、営業利益×（1－実効税率 40.2%）＋減価償却費で算出。投資 CF、財務 CF は過去 5 年間の平均で今後も推移すると設定。
- ④有利子負債、株主資本、株主ベーターなどは 2007 年度水準で推移すると設定。
- ⑤NOPAT は、営業利益×（1－実効税率 40.2%）で算出。

以上のような設定でベースケースを算出すると、下表のように EVA は 2009 年 2 月期以降、いったんマイナスになるも 5 年後にはプラスに回復する結果となった。

ベースケース計算結果

ベースケース計算結果

算出の項目	単位	'04/H16 2月期	'05/H17 2月期	'06/H18 2月期	'07/H19 2月期	'08/H20 2月期	'09/H21 2月期	'10/H22 2月期	'11/H23 2月期	'12/H24 2月期
売上高	百万円	1,192,594	1,155,037	1,165,186	1,172,195	1,016,402	988,797	961,941	935,815	910,398
売上高成長率	%	1.4	-3.1	0.9	0.6	-13.3				
売上原価	百万円	894,462	866,817	872,956	881,499	765,101	744,443	724,343	704,786	685,757
売上原価変動率	%	1.2	-3.1	0.7	1.0	-13.2				
販売管理費	百万円	272,373	257,249	254,465	248,797	211,584	201,716	192,308	183,339	174,788
販売管理費変動率	%	1	-5.6	-1.1	-2.2	-15.0				
営業利益	百万円	25,759	30,971	37,765	41,899	39,717	42,637	45,290	47,690	49,853
減価償却費	百万円	9,395	9,299	13,997	13,397	10,922	11,402	11,402	11,402	11,402
売上原価率	%	75.0	75.0	74.9	75.2	75.3	75.3	75.3	75.3	75.3
販売管理费率	%	22.8	22.3	21.8	21.2	20.8	20.4	20.0	19.6	19.2
営業利益率	%	2.2	2.7	3.2	3.6	3.9	4.3	4.7	5.1	5.5
営業CF	百万円	41,295	18,384	39,250	33,107	27,796	36,899	38,485	39,921	41,214
投資CF	百万円	-4,796	-10,240	-8,456	-5,298	5,792	-4,600	-4,600	-4,600	-4,600
財務CF	百万円	-31,630	-18,651	-24,797	-21,605	-39,309	-27,198	-27,198	-27,198	-27,198
FCF	百万円	36,499	8,144	30,794	27,809	33,588	32,300	33,886	35,321	36,615
CF	百万円	4,869	-10,507	5,997	6,204	-5,721	5,101	6,687	8,123	9,416
営業CFマージン	%	3.5	1.6	3.4	2.8	2.7	3.7	4.0	4.3	4.5
簿価有利子負債	百万円	178,551	165,057	148,162	125,425	103,041	103,041	103,041	103,041	103,041
時価株主資本	百万円	254,936	417,537	621,337	629,945	367,323	367,323	367,323	367,323	367,323
負債コスト	%	1.6	1.3	1.3	1.5	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
リスクフリーレート	%	1.0	1.5	1.4	1.8	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7
株式ベータ		1.29	1.29	1.29	1.29	1.29	1.29	1.29	1.29	1.29
マーケットリスクプレミアム	%	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
株主資本コスト	%	7.4	8.0	7.8	8.2	8.2	8.2	8.2	8.2	8.2
負債比率	%	41.2	28.3	19.3	16.6	21.9	21.9	21.9	21.9	21.9
株主資本比率	%	58.8	71.7	80.7	83.4	78.1	78.1	78.1	78.1	78.1
WACC	%	4.8	5.9	6.5	7.0	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5
NOPAT	百万円	15,772	18,838	22,874	25,421	23,973	25,497	27,083	28,519	29,812
投資資本	%	300,914	302,567	310,411	299,241	418,895	418,895	418,895	418,895	418,895
資本費用	百万円	14,351	17,922	20,050	20,893	27,397	27,397	27,397	27,397	27,397
ROIC	%	5.24	6.23	7.37	8.50	5.72	6.09	6.47	6.81	7.12
EVA	百万円	1,420	916	2,824	4,528	-3,424	-1,900	-314	1,121	2,415

4.3.3 一次スクリーニング評価項目と内容

以上の戦略オプション案から一次スクリーニングを行い、絞り込みを行う。

戦略選択基準を以下の通り設定する。

- ①市場成長性：今後成長が期待でき、継続的な売上増収が見込める市場であるか？
- ②競争優位性：その市場では、戦略資産を有することが出来れば、簡単に多くの企業が市場へ新規参入する参入防壁となりえるか？
- ③変革持続性：選択した戦略オプションは少なくとも 5 年間は競争優位性を維持できるか？
- ④戦略資産の活用度：既存事業で保有する戦略資産を活用できるか？またそれによって既存事業のコスト削減・収益向上に寄与できるか？
- ⑤市場収益性：高い収益力を確保できる市場か？
- ⑥実現可能性：選択した戦略オプションは当社にとって実現可能性は十分あるか？
- ⑦シナジー効果性：既存事業と相互のシナジー効果が生み出せるか？

一次スクリーニング結果

上記の視点で戦略オプション案をスクリーニングで評価した。結果は下表の通りである。

評価は 5 段階で、3 を中として 5 が一番高く、1 を最低とした。

成長戦略案の評価(一次スクリーニング)

戦略案	市場成長性	競争優位性	変革持続性	戦略資産活用度	市場収益性	実現可能性	シナジー効果	合計	
1 百貨店事業の強化	1	4	3	4	2	4	5	23	
2 サービス業への進出	4	3	4	4	4	3	4	26	採択
3 Web事業の強化	5	4	4	4	3	4	4	28	採択
4 アジア圏への百貨店進出	4	3	4	3	3	2	4	23	
5 卸売事業の強化	3	2	2	3	3	4	3	20	

・スクリーニング評価で、25 点以上の戦略案を採択とした。

→「サービス業への進出」、「Web 事業の強化」を採択。

4.3.4 今後の企業成長戦略の財務シミュレーション

(1) 戦略オプション① 「サービス業への進出」

『アミューズメント施設運営を展開するアドアーズ（株）は10月8日、東京・銀座に直営アミューズメント施設84店舗目となる『アドアーズ銀座店』（東京都千代田区有楽町2～3～5 ORE 有楽町）をオープン、さらに10月25日に同施設地下2階にアミューズメントカジノ『addict（アディクト）』をオープンさせた。『addict』は「贅沢に遊ぶ・飲む・楽しむ 大人の社交場」をコンセプトに掲げ、個性的でゴージャスな空間で女性ディーラーによる高品質な接客を提供するなど、あたかもラスベガスのカジノにいるような雰囲気を作りあげている。80坪（256㎡）の面積にはルーレット、ブラックジャックなど10台のテーブルゲームや日本初登場のメダルゲームを用意、テーブルのディーリングはディーラースクールの卒業生やタレントとして活動する女性を起用することにより、お客様に艶やかな空間と時間を提供していく。また20歳未満のお客の立ち入りを制限することによりアルコールの提供も可能にした。同施設では当然現金の提供はしていないが、「ギャンブル性を廃し、エンターテインメント性を前面に出すことにより安心して心から楽しめる」（同社広報）という。10月24日のオープニングイベントには俳優の石田純一さんがゲストとして来場、カジノ談義や女性ディーラーとのカード勝負を行ない、マスコミ関係者を湧かせた。』上記は2008年10月25日にオープンしたアミューズメントカジノ『addict（アディクト）』に関する記事である。この店舗の対象とする顧客層は百貨店の顧客層であった顧客層と相容れる点がある。可処分所得を持っており、モノ消費からコト消費へと消費行動が移った人々である。彼らを再び百貨店の顧客に取り入れるというシナジーを持ちながら、新規事業での収益獲得ができ、かつ既存の戦略資産である「販売スキル」「顧客情報収集能力」「ローコストオペレーション」を生かし、百貨店のブランドイメージを用いて、安心できる大人の優雅なカジノを運営することで、サービス業（アミューズメント業）に参入する。さらにカジノ産業は日本国内に合法的に参入する方向で行政は取り組んでいる。以下に地方自治体によるカジノ合法化にむけた組織を示す。

【地方自治体カジノ研究会】

メンバー：東京都、神奈川県、静岡県、大阪府、和歌山県、宮崎県

オブザーバー：北海道、群馬県、栃木県、茨城県、石川県、福井県、岐阜県、愛知県、京都府、奈良県、広島県、香川県、愛媛県、大分県

検討内容：カジノ導入目的に関する考察

カジノ合法化に向けた動き

カジノの内容とロケーションの考察

カジノに関する法規制

運営システムに関する考察

カジノ収益に関する課税等のあり方

カジノに対する懸念や反対意見と対応策

総合的なカジノ像に関する考察

このように、合法的に行政主体でカジノの日本での運営開始に向けたとりくみがあり、「ギ

「チャンプル」とは異なる、「合法的」で「優雅」で「大人の社交場」としてのカジノ運営に取り組めば、今後の収益の大きな柱となる事業をもつことができる。投資コストについて、カジノ事業は、用地取得からの開業への流れは百貨店の新規出店のノウハウを活用できるので、有形固定資産に対する投資は2,000億円ほどを有利子負債として概算する。カジノ運用費用を年間500億円とし、売上高1,000億円の増収を見込む。投下資本の効果の精度を上げるため、WACCを6.5%から7.0%と0.5ポイント多く見積もり、投下資本には投資した2,000億円を算入する。それより導出されたROICをもちいると、EVAは2009年2月期から大きくプラスとなる。

カジノ参入ケース計算結果

算出の項目	単位	'04/H16 2月期	'05/H17 2月期	'06/H18 2月期	'07/H19 2月期	'08/H20 2月期	'09/H21 2月期	'10/H22 2月期	'11/H23 2月期	'12/H24 2月期	13/H25 2月期	08/2月期 まで平均
売上高	百万円	1,192,594	1,155,037	1,165,186	1,172,195	1,016,402	1,088,959	1,188,959	1,288,959	1,388,959	1,488,959	
売上高成長率	%		1.4	-3.1	0.9	-13.3	¥100,000	¥100,000	¥100,000	¥100,000	¥100,000	-2.7
売上原価	百万円	894,462	866,817	872,956	881,499	765,101	744,443	724,343	704,786	685,757	667,241	
売上原価変動率	%		1.2	-3.1	0.7	-13.2						-2.7
販売管理費	百万円	272,373	257,249	254,465	248,797	211,584	251,716	289,976	326,452	361,227	394,379	
販売管理費変動率	%		1	-5.6	-1.1	-2.2	¥50,000	¥50,000	¥50,000	¥50,000	¥50,000	-4.7
営業利益	百万円	25,759	30,971	37,765	41,899	39,717	92,800	174,640	257,721	341,976	427,338	
減価償却費	百万円	9,395	9,299	13,997	13,997	10,922	11,402	11,402	11,402	11,402	11,402	11,402
売上原価率	%		75.0	75.0	74.9	75.2	75.3	68.4	60.9	54.7	49.4	44.8
販売管理费率	%		22.8	22.3	21.8	21.2	20.8	23.1	24.4	25.3	26.0	26.5
営業利益率	%		2.2	2.7	3.2	3.6	3.9	8.5	14.7	20.0	24.6	28.7
営業CF	百万円	41,295	18,384	39,250	33,107	27,796	66,896	115,837	165,519	215,904	266,950	
投資CF	百万円	-4,796	-10,240	-8,456	-5,298	5,792	-4,600	-4,600	-4,600	-4,600	-4,600	-4,600
財務CF	百万円	-31,630	-18,651	-24,797	-21,605	-39,309	-27,198	-27,198	-27,198	-27,198	-27,198	-27,198
FCF	百万円	36,499	8,144	30,794	27,809	33,588	62,297	111,237	160,920	211,304	262,351	
CF	百万円	4,869	-10,507	5,997	6,204	-5,721	35,098	84,039	133,721	184,106	235,152	
営業CFマージン	%		3.5	1.6	3.4	2.8	2.7	6.1	9.7	12.8	15.5	17.9
簿価有利子負債	百万円	178,551	165,057	148,162	125,425	103,041	123,041	123,041	123,041	123,041	123,041	+20,000
時価株主資本	百万円	254,936	417,537	621,337	629,945	367,323	367,323	367,323	367,323	367,323	367,323	固定
負債コスト	%		1.6	1.3	1.3	1.5	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4 固定
リスクフリーレート	%		1.0	1.5	1.4	1.8	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7 固定
株式ベータ			1.29	1.29	1.29	1.29	1.29	1.29	1.29	1.29	1.29	1.29 固定
マーケットリスクプレミアム	%		5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0 固定
株主資本コスト	%		7.4	8.0	7.8	8.2	8.2	8.2	8.2	8.2	8.2	8.2 固定
負債比率	%		41.2	28.3	19.3	16.6	21.9	21.9	21.9	21.9	21.9	21.9 固定
株主資本比率	%		58.8	71.7	80.7	83.4	78.1	78.1	78.1	78.1	78.1	78.1 固定
WACC	%		4.8	5.9	6.5	7.0	6.5	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0
NOPAT	百万円	15,772	18,838	22,874	25,421	23,973	55,494	104,435	154,117	204,502	255,548	
投下資本	%		300,914	302,567	310,411	299,241	418,895	438,895	438,895	438,895	438,895	20,000
資本費用	百万円	14,351	17,922	20,050	20,893	27,397	30,723	30,723	30,723	30,723	30,723	
ROIC	%		5.24	6.23	7.37	8.50	5.72	12.64	35.11	46.55	54.24	
EVA	百万円	1,420	916	2,824	4,528	-3,424	24,772	73,712	123,395	173,779	224,826	

(2) 戦略オプション②「Web事業の強化」

現在、先行モデルである化粧品通販サイト「マルコレ」を大丸のWebサイト運営に取り込み、体制強化を図り、大丸においてWeb通販事業モデルを確立させ、松坂屋をはじめグループ各社に展開することで事業規模拡大を目指している。この事業拡大を強化し、グループの顧客基盤や営業基盤を活用し、外商機能の再活用や他社との提携による販売チャネル開発など、販路拡大への取り組みを早急に行うにあたり、通販業界で一定の評価を得ている千趣会の買収を提案する。千趣会は2007年12月期の売上が156,792百万円、営業利益が5,291百万円（営業利益率が・・・）で成長率が・・・の大手通販企業である。通販事業を成功するためには既存の百貨店事業とビジネスモデルが異なるため、現在進行中の事業であるものの、既存の戦略資産を有効活用して、時間優位を築くことは難しい。また、Web通販業界での成功はデルコンピューターやアマゾンに代表されるSCMの構築が決定要因となる。百貨店にはこのSCMのノウハウはなく、SCM構築にかかる時間と費用は多大なものとなるだろう。しかしながら、百貨店の商品調達力を生かした通販となれば、独自優位を築くことができるといえる。ここで、千趣会の2008年12期の売上高見通し160,000百万円、売上原価見通し82,264百万円、販管費見通し74,735百万円を運営費として、2007年2月期の業績に単純合算する。売上高と原価はその後の一定とし、

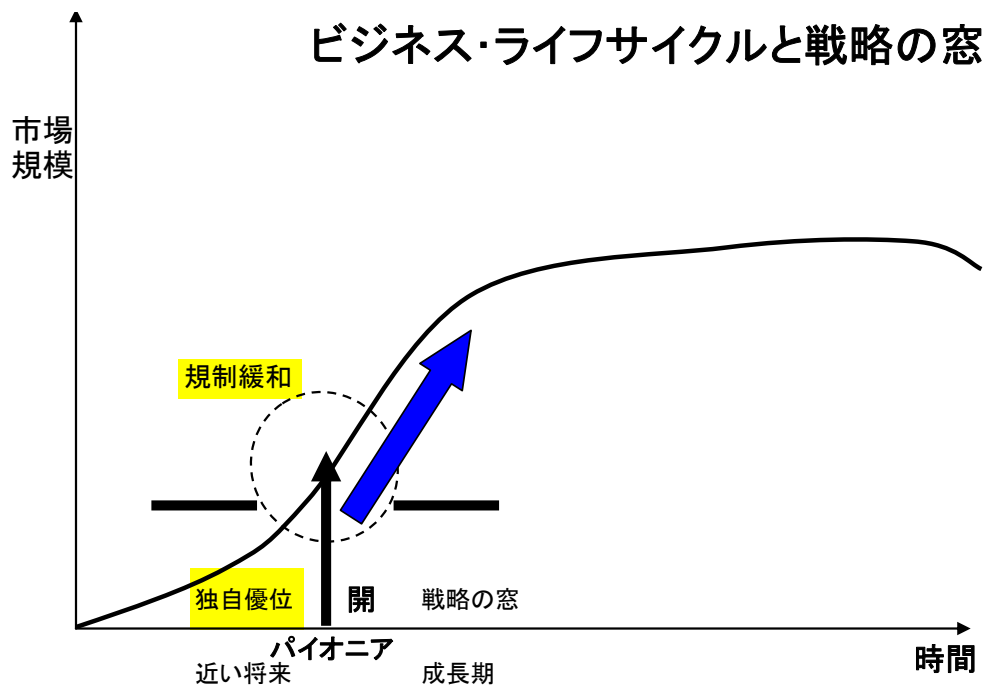
販管費は統合のシナジーによる効率化をもって、ベースケースと同じ減率とする。投資コストについて時価総額 34,246 百万円から簿価有利子負債 18,878 百万円を差し引いたおよその金額 16,000 百万円を当社の有利子負債として調達、2007 年 2 月期の投下資本に加える。その他の設定は、投下資本の効果の精度を上げるため、WACC を 6.5%から 7.0%と 0.5 ポイント多く見積もり、投下資本には投資した 1,600 億円を算入する。それより導出された ROIC をもちいると、EVA は 2009 年 2 月期から大きくプラスとなる。

千歳会買収ケース計算結果

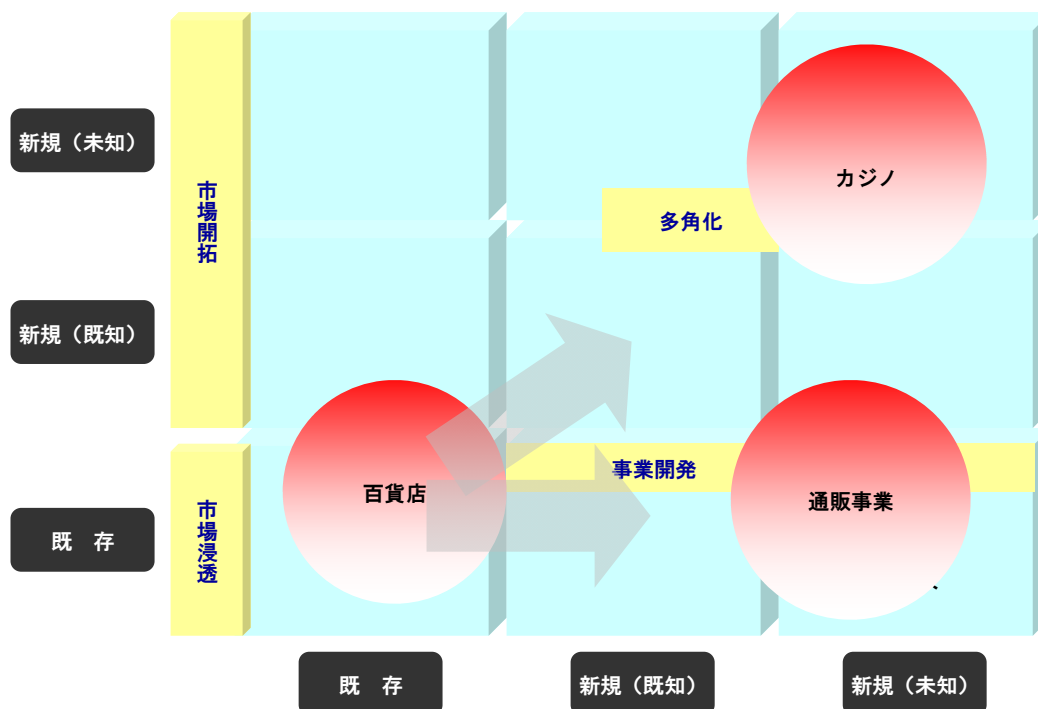
算出の項目	単位	'04/H16 2月期	'05/H17 2月期	'06/H18 2月期	'07/H19 2月期	'08/H20 2月期	'09/H21 2月期	'10/H22 2月期	'11/H23 2月期	'12/H24 2月期	13/H25 2月期	08/2月期 まで平均
売上高	百万円	1,192,594	1,155,037	1,165,186	1,172,195	1,016,402	1,148,959	1,308,959	1,468,959	1,628,959	1,788,959	
売上高成長率	%	1.4	-3.1	0.9	0.6	-13.3	¥160,000	¥160,000	¥160,000	¥160,000	¥160,000	-2.7
売上原価	百万円	894,462	866,817	872,956	881,499	765,101	826,707	886,650	944,975	1,001,724	1,056,942	
売上原価変動率	%	1.2	-3.1	0.7	1.0	-13.2	¥82,264	¥82,264	¥82,264	¥82,264	¥82,264	-2.7
販売管理費	百万円	272,373	257,249	254,465	248,797	211,584	276,451	334,807	387,118	433,822	475,327	
販売管理費変動率	%	1	-5.6	-1.1	-2.2	-15.0	¥74,735	¥71,249	¥67,926	¥64,758	¥61,738	-4.7
営業利益	百万円	25,759	30,971	37,765	41,899	39,717	128,065	87,502	136,866	193,413	256,690	
減価償却費	百万円	9,395	9,299	13,997	13,397	10,922	11,402	11,402	11,402	11,402	11,402	11,402
売上原価率	%	75.0	75.0	74.9	75.2	75.3	72.0	67.7	64.3	61.5	59.1	
販売管理費率	%	22.8	22.3	21.8	21.2	20.8	24.1	25.6	26.4	26.6	26.6	
営業利益率	%	2.2	2.7	3.2	3.6	3.9	11.1	6.7	9.3	11.9	14.3	
営業CF	百万円	41,295	18,384	39,250	33,107	27,796	87,985	63,728	93,248	127,063	164,903	
投資CF	百万円	-4,796	-10,240	-8,456	-5,298	5,792	-4,600	-4,600	-4,600	-4,600	-4,600	-4,600
財務CF	百万円	-31,630	-18,651	-24,797	-21,605	-39,309	-27,198	-27,198	-27,198	-27,198	-27,198	-27,198
FCF	百万円	36,499	8,144	30,794	27,809	33,588	83,385	59,129	88,648	122,463	160,303	
CF	百万円	4,869	-10,507	5,997	6,204	-5,721	56,187	31,930	61,450	95,265	133,105	
営業CFマージン	%	3.5	1.6	3.4	2.8	2.7	7.7	4.9	6.3	7.8	9.2	
簿価有利子負債	百万円	178,551	165,057	148,162	125,425	103,041	119,041	119,041	119,041	119,041	119,041	+16,000
時価株主資本	百万円	254,936	417,537	621,337	629,945	367,323	367,323	367,323	367,323	367,323	367,323	固定
負債コスト	%	1.6	1.3	1.3	1.5	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	固定
リスクフリーレート	%	1.0	1.5	1.4	1.8	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	固定
株式ベータ	-	1.29	1.29	1.29	1.29	1.29	1.29	1.29	1.29	1.29	1.29	固定
マーケットリスクプレミアム	%	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	固定
株主資本コスト	%	7.4	8.0	7.8	8.2	8.2	8.2	8.2	8.2	8.2	8.2	固定
負債比率	%	41.2	28.3	19.3	16.6	21.9	21.9	21.9	21.9	21.9	21.9	固定
株主資本比率	%	58.8	71.7	80.7	83.4	78.1	78.1	78.1	78.1	78.1	78.1	固定
WACC	%	4.8	5.9	6.5	7.0	6.5	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0
NOPAT	百万円	15,772	18,838	22,874	25,421	23,973	76,583	52,326	81,846	115,661	153,501	
投下資本	%	300,914	302,567	310,411	299,241	418,895	434,895	438,895	438,895	438,895	438,895	20,000
資本費用	百万円	14,351	17,922	20,050	20,893	27,397	30,443	30,723	30,723	30,723	30,723	
ROIC	%	5.24	6.23	7.37	8.50	5.72	17.61	11.92	18.65	26.35	34.97	
EVA	百万円	1,420	916	2,824	4,528	-3,424	16,140	21,604	51,123	84,938	122,779	

4.3.5 戦略オプションのまとめ

戦略オプション評価から、サービス業、カジノ産業の展開をオプション案として挙げたが、当社の百貨店事業とはビジネスモデルが大きく異なるため、戦略資産を生かした展開とは必ずしもいえない。しかしながら、今まで培ったブランド力や顧客との関係から、事業展開していくことも可能ではないだろうか。当社の財務体質であれば、資金調達も問題なく、大型の固定資産投資をとまなう新規事業立ち上げは現実的なオプションではないかと考えられる。また、この時期にカジノ産業に参入することは、カジノ合法化の規制緩和が行われる際に戦略の窓を利用した時間優位の創出が期待される。

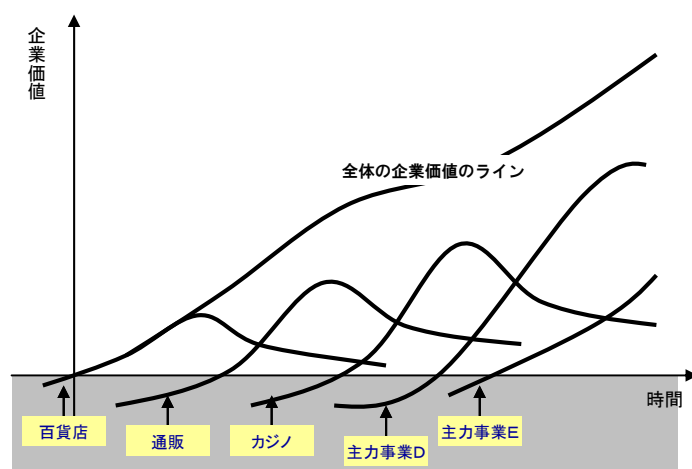
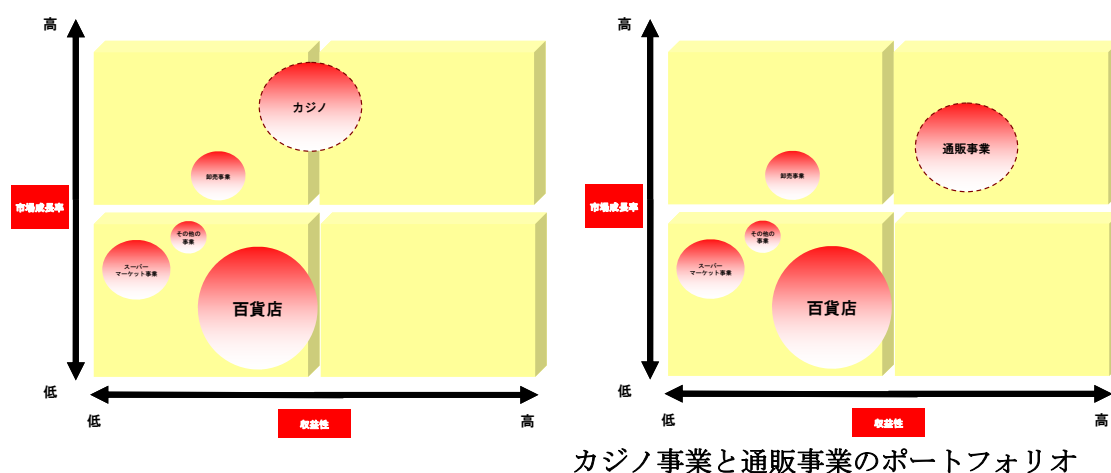


一方、千趣会との提携も戦略オプション案としてあげたが、こちらのシミュレーションでも、大きな EVA 改善になった。中核技術である「ローコストオペレーション」を通販業界でも活用することができれば、千趣会の培ってきた SCM やブランド力とシナジーがもたらされ、大きな成長が望める。アンゾフのマトリクスは以下のように構築されることとなる。



4.4 今後の企業戦略

当社は、日本における百貨店業界2位でその収益率では1位の企業である。しかしながら、その主業たる百貨店業界が成熟期を迎え、業界内は経営統合により不採算店舗の閉鎖という製品ラインの合理化をおこなっている。この業界において、これ以上の成長は期待できず、企業価値の大幅な拡大は見込めない。当社の中核技術である「ローコストオペレーション」はさまざまな業種に応用可能なビジネスモデルであり、リスク分散の視点からも、本業から少し離れた分野において既存技術・ブランドイメージを有効活用できる事業を見出すべきである。ビジネスモデルだけでなく、当社は長い歴史の中で、「顧客第一主義」「地域貢献」という消費者との信頼関係による顧客からの支持やブランドイメージを有している。現状の百貨店業1本ではなく、競争が激化する市場と別の市場にこれらの戦略資産を有効に活用できるポートフォリオを展開していくべきではなかろうか。その例として、カジノ事業と通販事業の戦略案を提示した。これらのポートフォリオは以下になる。そしてこれらの事業を取り入れることにより、成長経路と事業展開シナリオが見出され、企業の永続的な価値創造がなされることになるであろう。



以上

付属資料 9：企業戦略分析・策定

(出所：大西 則好 「経営戦略応用研究 期末レポート」 2011 年 10 月 24 日)

J. フロント リテイリング株式会社 (2011)

1 事業内容と業績

1.1 事業内容

1.1.1 事業内容

JFR は、2007 年 9 月に、株式会社大丸と株式会社松坂屋ホールディングスによって設立された共同持ち株会社であり、老舗百貨店の「大丸」と「松坂屋」を運営する株式会社大丸松坂屋百貨店を始め、スーパーマーケット業や卸売業、通信販売事業、クレジット事業、建装工事請負及び科家具製造販売業事業、不動産賃貸業、駐車場業及びリース業などを営む。2010 年 3 月現在、小売業では国内 5 位、百貨店業では国内 2 位であり、全国に 22 店舗（図 1-2）を擁する。資本金 300 億円、売上高が連結 9,501 億 200 万円、単体 65 億 200 万円（グループ会社からの配当や経営指導料）である。従業員数は連結 7,768 人、単体 78 人である。

1.1.2 沿革

JFR の百貨店業を構成する大丸と松坂屋の沿革を表 1-2、1-3 に示す。大丸は 1717 年に下村彦右衛門正啓が京都に開いた呉服店「大文字屋」が、松坂屋は 1611 年に伊藤源左衛門祐道が名古屋本店に開いた呉服小間物商が発端であり、非常に長い歴史を抱えている。

表 1.2 大丸の沿革

1717	下村彦右衛門正啓が京都伏見に呉服店「大文字屋」を開業
1726～	大阪心斎橋筋に大阪店(1726年)、名古屋店(1728年)、
1743	京都・東桐院船屋町に大丸総本店(1736年)、 江戸日本橋大伝馬町に江戸店(1743年)を次々と開店
1736	「先義後利」の社是を全店に布告
1837	大塩平八郎の乱が勃発。その際、大丸は「義商なり、犯すなかれ」と 焼討ちを免れる。
1907	「株式会社大丸呉服店」を設立
1913	商標(現・社章)の大の第一画を3、両尾を左5、右7裂に改め登録
1920	「株式会社大丸呉服店」を設立
1928	商号を大丸に改める
1960	ピーコック産業株式会社(現・ピーコックストア)を設立
1961	日本の小売業界No.1を達成(1960年下期～68年下期まで)
1997	神戸店が復興レグランドオープン。博多大丸別館増床グランドオープン
2003	札幌店オープン
2007	松坂屋と経営統合

※JFR ホームページより筆者加工

表 1.3 松坂屋の沿革

1611	名古屋本店に呉服小間物商を創業(慶長16年)
1740	尾張徳川家の呉服御用達になる
1745	京都仕入店を室町姉小路に開設
1768	上野の松坂屋を買収し「いとう松坂屋」と改める
1907	上野店を洋風建築、陳列式に改め「合資会社いとう呉服店」を設立(資本金25万円)
1910	「株式会社いとう呉服店」を設立(資本金50万円)。名古屋店(栄町)を新築開店
1917	上野店新本館完成
1924	銀座店開店(百貨店初の土足入場)
1925	「株式会社松坂屋」に社名変更。名古屋店南大津町へ移転
1929	上野店新本館再建(1923年関東大震災により全焼)
1932	静岡店開店
1971	岡崎店開店
1972	銀座店別館増築。名古屋店北館増築
1979	高槻店開店
1991	名古屋店南館オープンで三館体制に
2001	豊田店開店
2007	大丸と経営統合

※JFR ホームページより筆者加工

百貨店業界は人口減少や消費者のライフスタイルの変化に対応できず、売上減少に苦しんでおり、経営の効率化が求められていた。そのような環境の中で、両社はともに老舗である事、地域競合が少ない事から経営統合した場合のメリットがデメリットを上回ると判断、2007年9月3日に経営統合を果たし、現在に至る。JFR 設立後の沿革を表 1.4,1.5 に示す。

1.1.3 役員

JFR の取締役数は 12 名であり、社外取締役 2 名、常勤監査役 2 名、監査役 3 名を含む。また、別途執行役員が 9 名存在する(表 1.6)。また、取締役の報酬は表 1-7 の通りである。

表 1.6 JFR の取締役及び執行役員

代表取締役会長 兼 最高経営責任者 (CEO)	奥田 務
代表取締役社長	茶村 俊一
取締役 兼 (株)大丸松坂屋百貨店代表取締役社長	山本 良一
取締役 兼 常務執行役員 経営計画事業統括部長	塚田 博人
取締役 兼 常務執行役員業務統括部長	林 俊保
取締役	高山 剛
取締役	竹内 功夫
監査役	荒井 健治
監査役	西浜 確
監査役	鶴田 六郎
監査役	野村 明雄
監査役	夏目 和良
執行役員 経営計画事業統括部 部長 経営企画担当	斎藤 賀大
執行役員 経営計画事業統括部 部長 グループシステム戦略担当	阪下 正敏
執行役員 経営計画事業統括部 部長 開発事業担当	松田 伸治
執行役員 経営計画事業統括部 部長 関連事業担当	清水 三樹夫
執行役員 経営計画事業統括部 グループ組織要員政策担当	平山 誠一郎
執行役員 業務統括部 財務部長	小澤 雅
執行役員	樋口 雅一
(株)ピーコックストア 代表取締役社長 執行役員	榎本 朋彦
(株)JFRオンライン 代表取締役社長 理事 内部監査室長	平野 忠昭

※JFR ホームページより筆者加工

表 1-7 JFR の取締役の報酬

H22年3月期	役員数 (人)	報酬／年 (百万円)	報酬／役員 1人当たり (百万円)	役員報酬／ 従業員給与
JFR				
取締役	5	201	40.2	5.6
監査役	2	37	18.5	2.6
社外取締役	2	21	10.5	1.5
社外監査役	3	23	7.7	1.1
平均	12	282	23.5	3.3

※JFR 有価証券報告書（第3期）より筆者作成

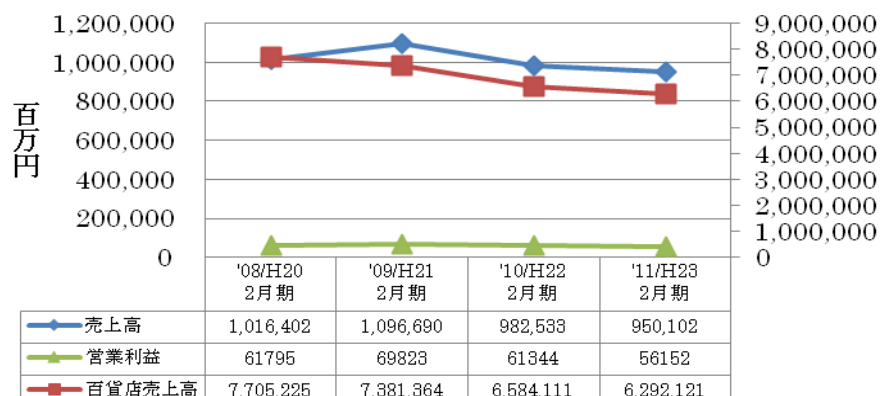
1.2 業績分析

JFR の連結貸借対照表および損益計算書に基づいて、安全性、収益性、成長性、生産性、効率性、その他について財務諸表分析を行う。なお、JFR は合併が 2007 年 9 月であり、財務諸表が 2008、09、10、11 年 3 月期しか存在しない為、4 か年の財務諸表を用いて分析を行う。

(0) はじめに

まず、詳細な分析に入る前に、百貨店業界の売上高推移と JFR の売上高及び営業利益の推移を確認すると、2009 年 2 月期にトレンドとは異なる成長しているかに見える。これは、JFR の設立が 2007 年の 9 月であり、その会計年度である 2008 年 2 月期決算は年間換算された低めの数値を用いている為であり、大丸と松坂屋の実際の業績合算による売上高と 2009 年 2 月期決算数値と比較すると前年比 6.9%減となる。よって、百貨店業界の推移と同様に凋落の一步を辿っていると言える

売上高利益推移



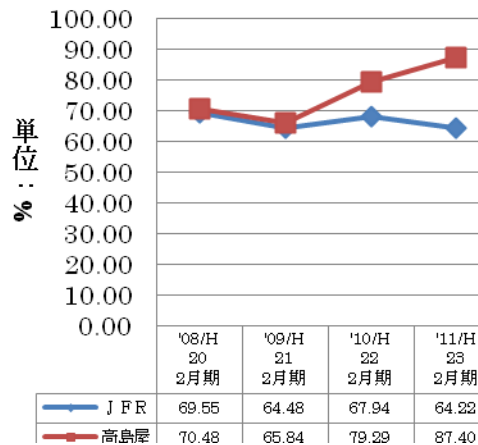
次いで、各経営指標の分析に入る。本分析には、財務分析上の比較対象として、(株)会社高島屋（以下、「高島屋」と表記）を取り上げ、業界内平均値等と共に競争市場の観点から各種指標を分析する。

(1) 安全性

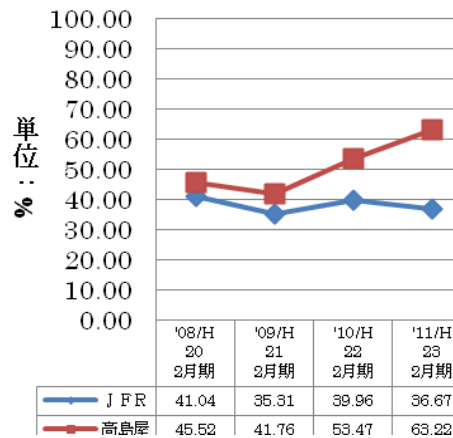
本項では、短期及び長期の債務返済能力・返済の必要性・時系列の変化など、資金的な側面から見た企業の安全性について分析を行う。安全性は、事業を安定的に行っていくための資金調達余裕度について検討するものであるが、事業を行っていくために最低限維持すべき一定のレベルを確保するという視点で考えることが望ましい。なぜなら、必要以上の安全性の追求は、株主にとって成長性の面で魅力が乏しくなる可能性があるからである。

短期的な返済能力について、以下の指標を基に分析を行う。流動比率は、流動負債（1 年以内に返済すべき負債）を流動資産（短期間で換金可能な資産）がどの程度カバーしているかを示す比率であり、流動比率が 200%以上ある事が安全性の目安である。この指標における 2011 年 3 月期の小売業上場 387 社平均値は 91.8%、全業種（上場企業 3,895 社）平均値は 159.8%である。当座比率は、流動負債を当座資産（即座に現金化可能な資産）がどの程度カバーしているかを示す比率であり、100%以上ある事が安全性の目安といわれる。過度のキャッシュの持ち過ぎは資本効率を悪くするため、当座比率が低めになる傾向もみられる。この指標における 2011 年 3 月期の電気機器上場 387 社平均値は 52.9%、全業種（上場企業 3,895 社）平均値は 122.0%である。

流動比率



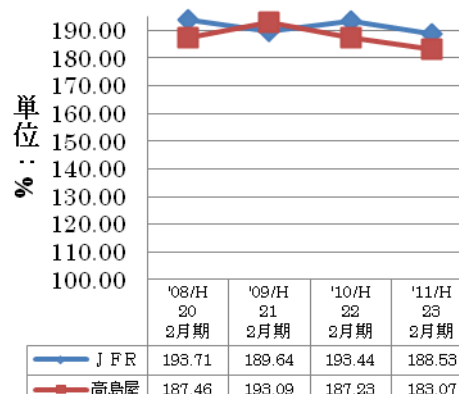
当座比率



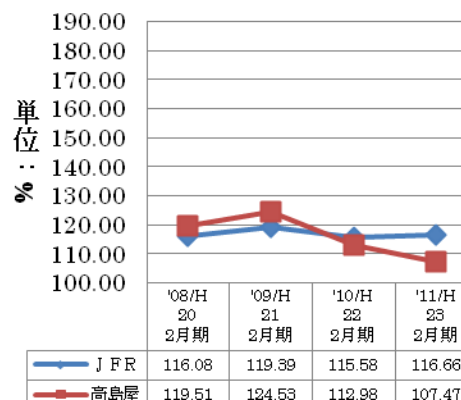
短期的返済能力において、両者共に望ましい水準である **100%**を下回っており、百貨店業界自体が流動負債の多い業種である事が分かる。これは、百貨店が商品券の販売が前受金に計上される特徴を有している為である。流動比率と当座比率において **JFR** は低い水準の中でほぼ横ばいに推移しているが、高島屋においては数値が改善されており、安全水準に近づきつつある。これは、高島屋の流動負債が一定であると同時に、経年的に現金や売掛金、有価証券を増やしている為である。また、**当座比率**において、**JFR** と高島屋の差が拡大しているが、これは **JFR** の棚卸資産が少なく、高島屋が多い為に差が開いたものと考えられる。つまり、**JFR** は自社仕入商品の比率が低い事が考えられる。

次に、投資設備における長期的な安全性について、以下の指標を基に分析を行う。固定比率は、固定資産のうちどの程度が自己資本で賄われているかを示す比率であり、固定資産は借入ではなく自己資本で賄われているのが理想である為、この比率は **100%以下**である事が望ましい。この指標における **2011 年 3 月期**の小売業 **387 社**平均値は **138.0%**、全業種（上場企業 **3,895 社**）平均値は **106.6%**である。固定長期適合比率は、固定資産の内どの程度が長期性の資金（自己資本と長期の借入金）で賄われているかを示す比率であり、**80%以下**が望ましい。

固定比率



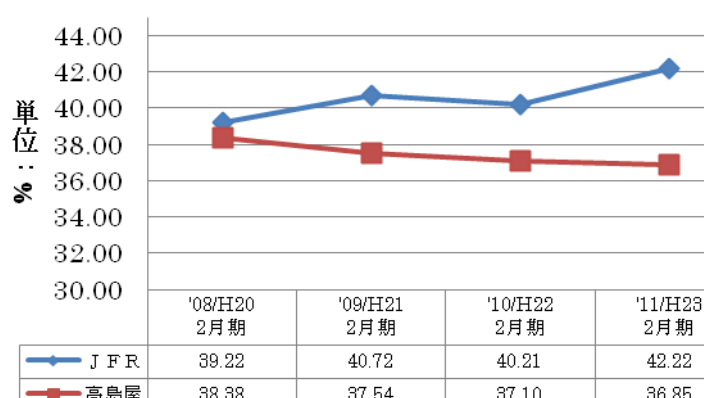
固定長期適合比率



百貨店は、店舗建物や土地を始めとする固定資産が多く、総じて固定比率や固定長期適合率が高い。**JFR** は横ばい、高島屋は微減傾向にある。固定長期適合率が固定比率と比較して大きく減少しており、百貨店が積極的に借入金を取得している事が分かる。

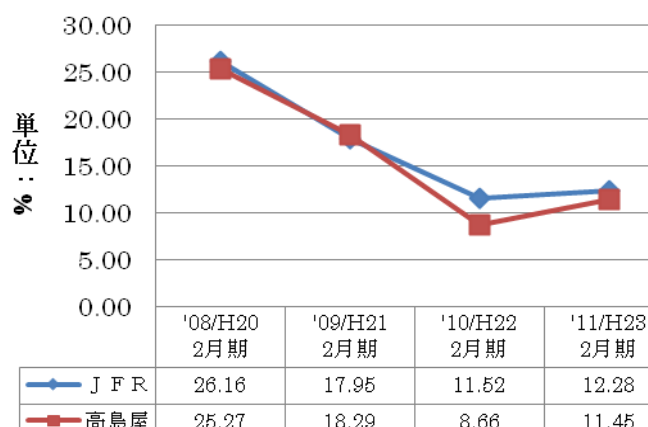
自己資本比率は、総資産に占める自己資本の割合を示す比率であり、一般的にこの比率が高いほど、返済義務のない資金が多く、資本構成が安定しており経営の安全度が高いことを示す。この指標における 2011 年 3 月期における東証 1 部上場企業の小売業（198 社）平均値は 41.2%、非製造業（1,025 社）平均値は 32.9%である。

自己（株主）資本比率



JFR は、直近の改装案件により長期借入金は増加しているものの、前受金の減少や利益剰余金の積み増しなどにより、**2011 年 2 月期**で自己資本比率は業界水準以上の値に至っており、かつ微増傾向である。高島屋は、**JFR** 同様に利益剰余金を積み増しているものの、改装案件による長期借入金の増加分を他の費目でカバーできていない為、微減となっている。しかしながら、自己資本比率はデュポンシステムの財務レバレッジの逆数であり、高すぎる場合には借入をレバレッジとして使った方がよいという見方もできるため、安全性と株主の立場、そして事業リスクによって総合的に判断するべきである。インタレスト・カバレッジ・レシオは、有利子負債の支払余力を表す指標である。一般的には 1 倍未満だと危険、8 倍から 10 倍以上が理想的と言われている。

ICレシオ

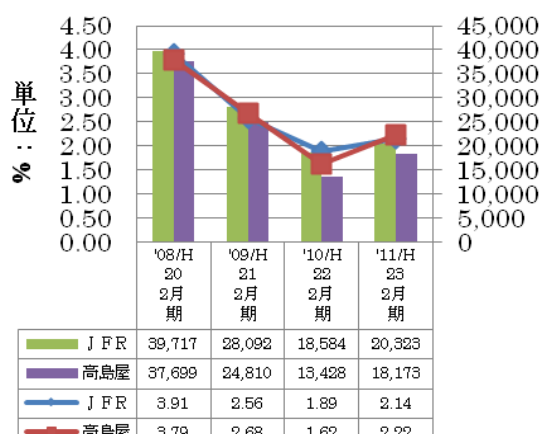


百貨店業は相対的に支払利息が多くない為、インタレスト・カバレッジ・レシオは高く、安全圏内をキープしている。下落傾向にはあるものの、リーマンショック後の利益水準の落ち込みも漸く回復してきたことから、下げ止まりの様相を呈している。以上より、業界特性を勘案すると、両社は異常値ではないものの、非製造業全体の平均値と比較すると**安全性は共に低く、不要な固定資産の整理など、財務体質の改善が望まれる。**

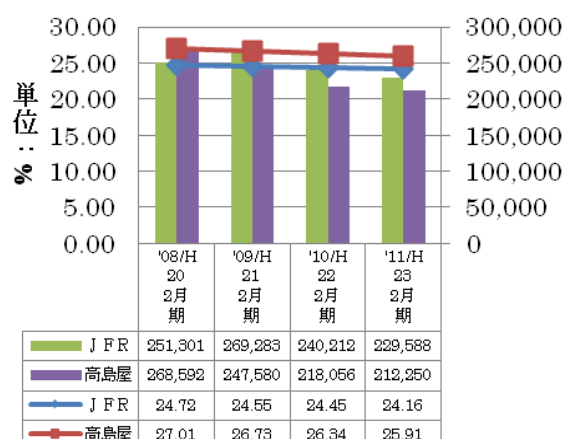
(2) 収益性

本項では、売上と利益の関係、及び資産・資本と利益の関係といった収益性について分析を行う。まず、売上と利益の関係について、以下の指標を基に分析を行う

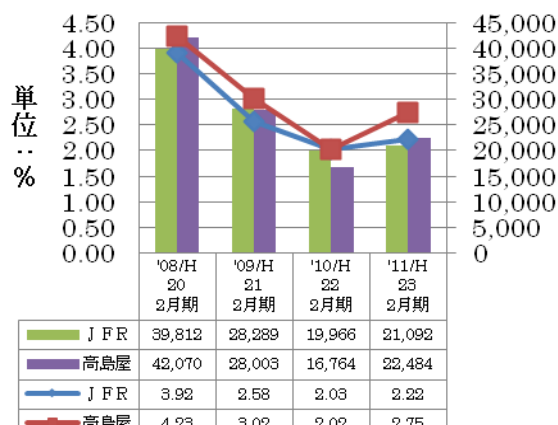
売上高営業利益率・額



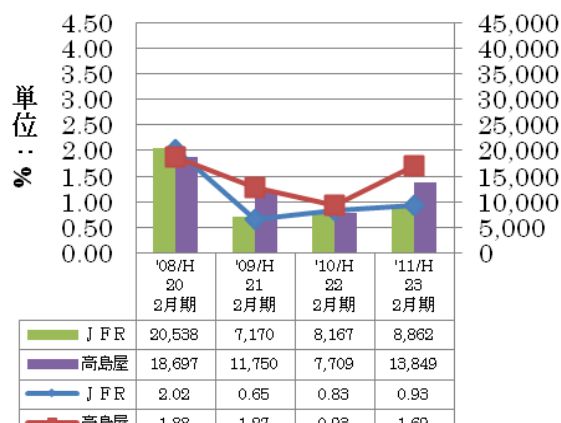
売上高総利益率・額



売上高経常利益率



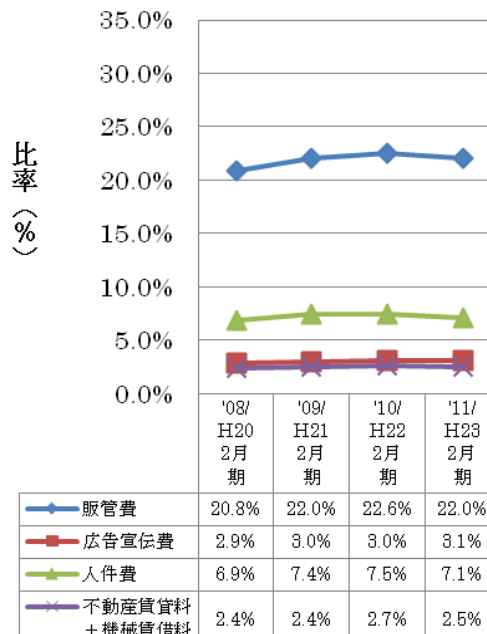
売上高当期純利益率



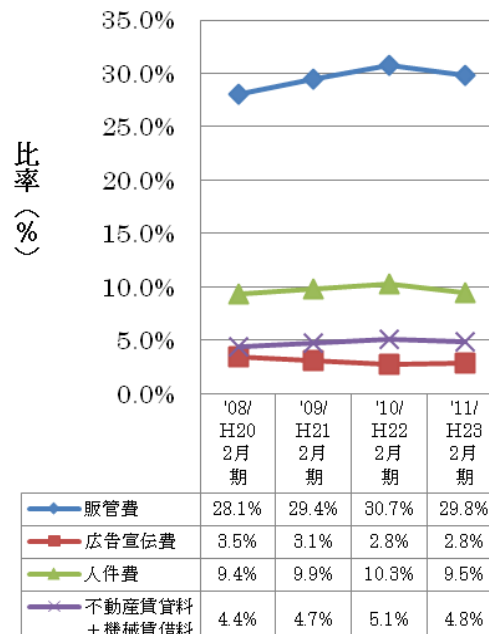
売上高総利益率について、両者を比較すると、2点の傾向が見て取れる。一つは、高島屋がJFRより2ポイントほど粗利率が高い事、もう一つは、全体的に粗利率が微減傾向にある事である。これらに共通する要因としては、下図に見られるように、粗利率が高く収益源として依存していた婦人服衣料品の売上が減少傾向である点と、マーケット対応力の不足から脱却しようと、市場に支持されているブランドの導入を推進している点がある。市場から支持されているブランドほど交渉難易度が高く、原価率の低い（つまり、価値の高い）ものづくりを行っている為、百貨店が享受する歩率は低い。JFRは、婦人服の構成比減少というトレンドに加え、業界に先駆けてこういったブランドの導入によるマーケット対応力強化を進めている事から、数値が低いと考えられる。

売上高営業利益率における2011年3月期における東証1部上場企業の小売業（198社）平均値は3.6%、非製造業（1025社）平均値は5.3%である。百貨店は労働集約型産業であり、人件費の高さから営業利益率は低水準となっている。加えてリーマンショック後の売上低迷により、固定費の高さが利益率を圧迫している。両社を比較すると、粗利率の高かった高島屋と大丸の営業利益率が均衡している事が分かる。これは大丸が販管費において積極的なコスト削減を行っている為であり、両社の販管費とその主要費目が売上高に占める割合を比較すると一目瞭然である。

販管費率 (JFR)

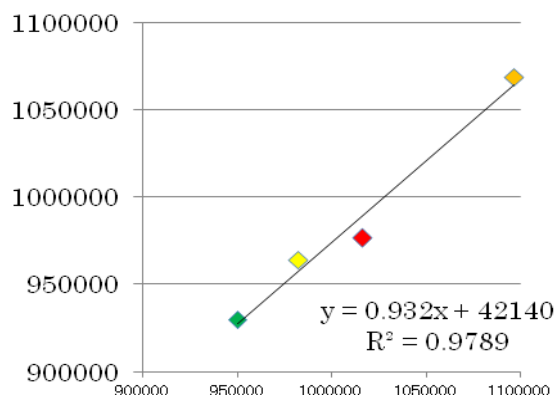


販管費率 (高島屋)

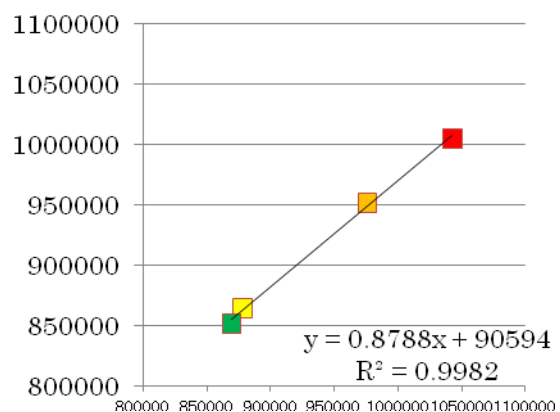


この事は損益分岐点を比較しても明らかである。**CVP** 分析または損益分岐点分析は、管理会計上の分析手法の 1 つであり、利益と販売数量、コストの関係について行う分析方法である。下記に売上高と営業利益及び営業費から近似直線を基に導き出した損益分岐点分析を示す。

CVP分析 (JFR)



CVP分析 (高島屋)



JFR（上段）と高島屋（下段）の損益分岐点分析

	変動費率	0.932	固定費	42140
	08年2月期	09年2月期	10年2月期	11年2月期
売上高	1016402	1096690	982533	950102
変動費	947287	1022115	915721	885495
限界利益	69115	74574.92	66812.24	64606.94
固定費	42140	42140	42140	42140
限界利益率	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%
損益分岐点売上高	619706	619706	619706	619706
損益分岐点比率	61.0%	56.5%	63.1%	65.2%

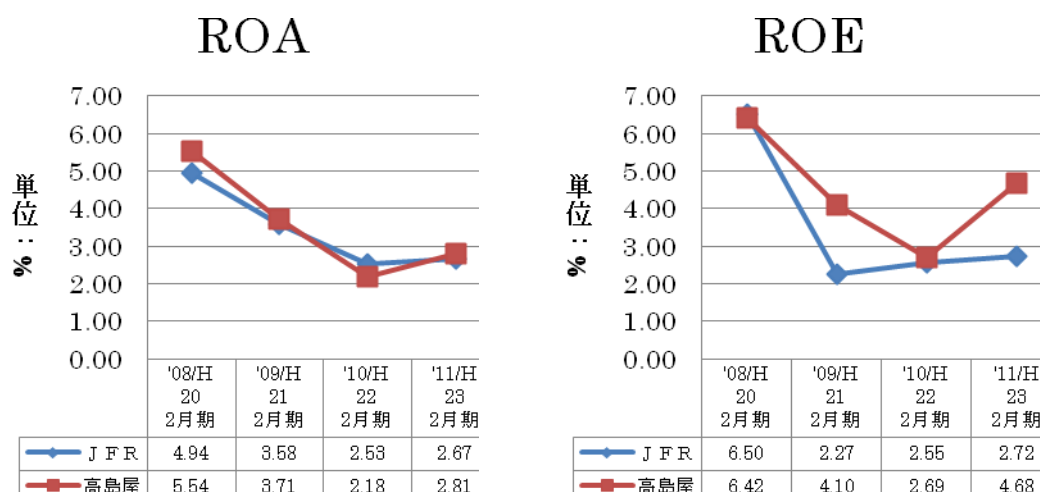
	変動費率	0.8788	固定費	90594
	08年2月期	09年2月期	10年2月期	11年2月期
売上高	1042711	976116	877762	869476
変動費	916334	857811	771377	764096
限界利益	126377	118305.3	106384.8	105380.5
固定費	90594	90594	90594	90594
限界利益率	12.1%	12.1%	12.1%	12.1%
損益分岐点売上高	747475	747475	747475	747475
損益分岐点比率	71.7%	76.6%	85.2%	86.0%

JFR は、業界屈指のローコストオペレーションを得意としており、「最小のコストで最大の顧客満足」を創出する事をスローガンに上げている。表より、自社は限界利益率が低く、コストの多くを変動費化させている事が分かる。よって、固定費の高い高島屋と比べて損益分岐点は低い。

売上高経常利益率における 2011 年 3 月期における東証 1 部上場企業の小売業（198 社）平均値は 4.4%、非製造業（1025 社）平均値は 5.0%である。注目すべき点は、両者の経常利益率が営業利益率を上回っている点である。小売業も同様の傾向を示しており、一つの要因としては、商品券の未引き換え分を一定の基準で「商品券勘定」から「債務勘定整理益」として収益計上を行っている事が考えられる。多くのデパートでは 5 年経過後に未引き換え分を収入計上しており、**JFR** では年間 300 億超、高島屋では年間 100 億超を計上している。また、両者独自の特性として、**JFR** は松坂屋との経営統合に伴う「負ののれんの償却」が、高島屋は「持分法による投資利益」が営業外収益の多くを占めている。「負ののれんの償却」は、被買収企業が持つ価値以下で買収した際に発生した場合の差額を均等償却で営業外収益として計上したものであり、「持分法による投資利益」は、持分法適用会社の当期純利益を出資比率に応じて連結損益計算書の営業外収益に計上したものである。負ののれんは、百貨店販売が極度の不振に陥る中、業績の下支えに寄与している。但し、株価はそうした特殊要因を認識しているとは言い切れず、投資家は割高な評価をしている可能性がある。

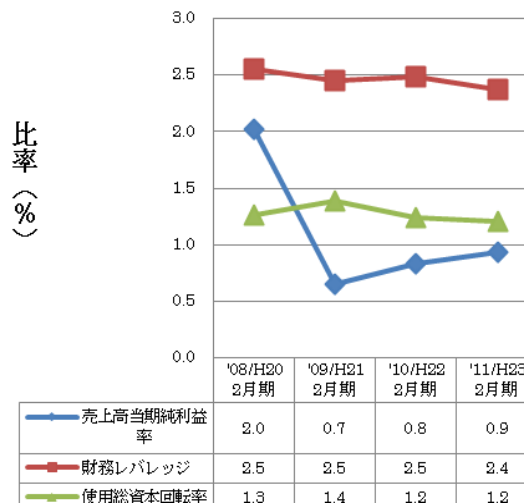
売上高当期純利益率における 2011 年 3 月期における東証 1 部上場企業の小売業(198 社) 平均値は 1.8%、非製造業(1025 社) 平均値は 2.0%である。高島屋は **2011 年 2 月期**に 数値が回復しているが、これは土地の売却に伴う固定資産売却益の特別利益が発生したためであり、百貨店業界の当期純利益率は低調である。

次に、資産・資本と利益の関係について、以下の指標を基に分析を行う。使用総資本経常利益率(ROA)は、総資産に対する利益率を示し、保有する資産をどれだけ有効活用しているのかを示す指標である。この指標における 2011 年 3 月期における東証 1 部上場企業の小売業(198 社) 平均値は 6.7%、非製造業(1025 社) は 4.8%である。自己資本純利益率(ROE)は、株主の持分に対してどれだけのリターンを生み出しているのかを示す指標である。この指標における 2011 年 3 月期における東証 1 部上場企業の小売業(198 社) 平均値は 6.8%、非製造業(1025 社) は 5.8%である。

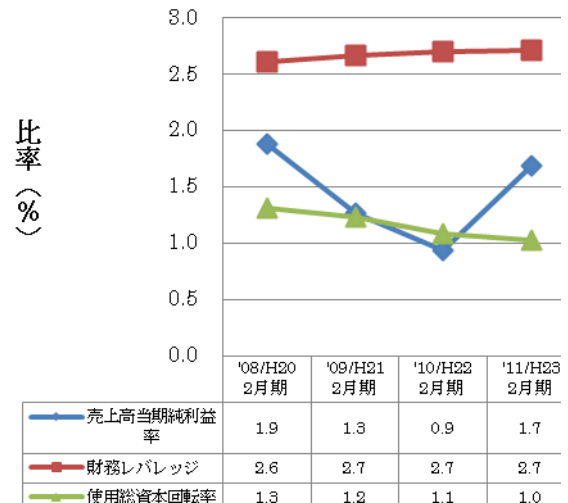


ROA に関しては、両社とも同様の動きを見せており、その数値は業界特性として低い。これは、百貨店が店舗の規模が多きく、不要な資産も多数所有しており、効率的な経営に至っていない点を示唆している。また、百貨店の得意とする高額帯や中価格帯の商品がリーマンショックやデフレ基調に伴うカテゴリキラーの躍進により苦戦している点が挙げられる。**ROE** に関しては、高島屋が直近で改善しており、大丸の回復幅は軽微であった。デュポンシステムでは、**ROE** をその構成要素である売上高純利益率、総資本回転率、財務レバレッジに分解する事で、個々の比率を改善する事によって自己資本純利益率が最終的に改善すると言われている。高島屋の **ROE** 改善は当期純利益率の改善に伴うものであり、前述のように土地売却に伴う要因である為、継続的な改善効果とは言えない。

ROE分解（J F R）



ROE分解（高島屋）

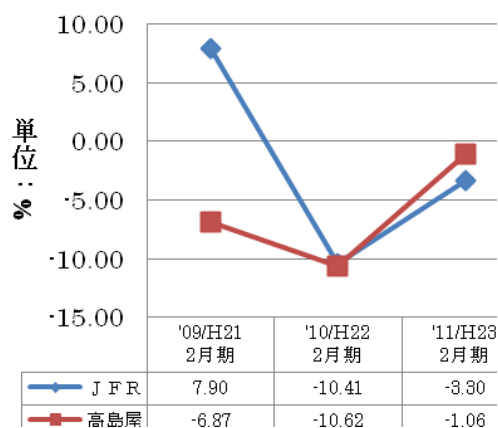


以上より、売上と利益の収益性に関しては、**JFR** のコスト構造改革の成果が見られる一方、負ののれん償却高の効果など、実際の営業活動による利益でないものもあり、肝心の営業活動においては、婦人服という収益源のダウントレンドが影響し、企業の収益性としては不安定であると言える。資産・資本と利益の関係に関しては、**資産の無駄な所有が収益性を低下させている**と考えられる。

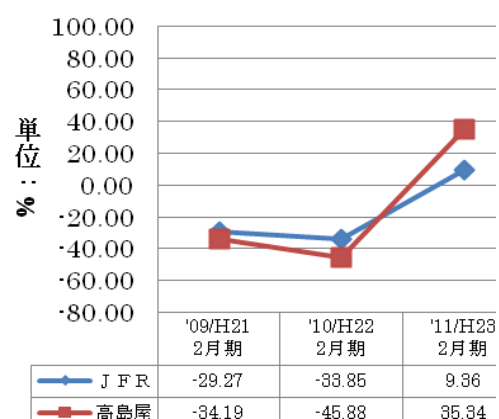
(3) 成長性

本項では、売上高や利益率の成長性について、以下の指標を基に分析を行う。

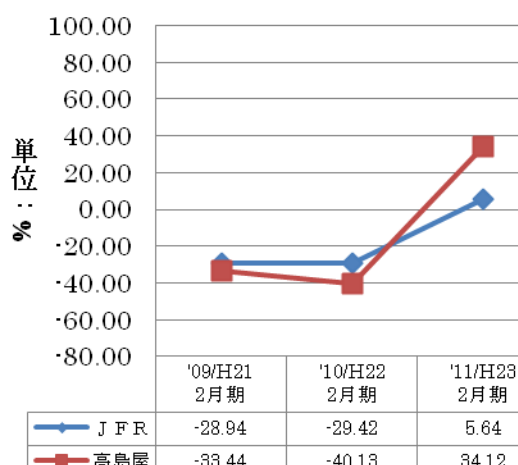
売上増収率



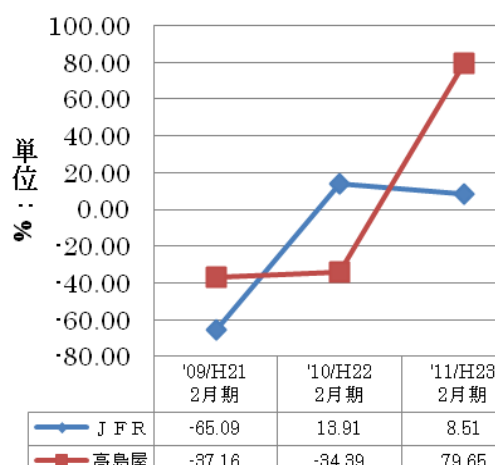
営業利益増益率



経常利益増益率



純利益増益率



売上増収率に関しては、**JFR** はマイナス基調へ、高島屋は回復基調へ転じている。**JFR** は **2009** 年に松坂屋岡崎店を、**2010** 年に松坂屋名古屋駅店を閉店しており、大丸梅田店を改装工事の為店舗面積が半減した事による売上減少が要因となっている。高島屋は **2010** 年に基幹店である大阪店の増床 1 期・2 期オープンさせた事と、それまでの改装工事による店舗面積減少との対比によるものである。

営業・経常利益率増益率については、両社とも、**2011** 年 2 月に市況の回復に伴い、増益に転じている。しかし両社とも粗利ベースは減少しており、**JFR** は定年退職者無補充、高島屋は早期退職による人件費削減などの営業費用圧縮努力による面が大きい。純利益増益率については、**JFR** においては、**2009** 年に大丸心斎橋店北館を 80 人という超ミニマム体制でオープンさせた事により **2010** 年 2 月期から穏やかな増益傾向となっている。高島屋においては、前述の土地の売却により大きく純利益を向上させている。

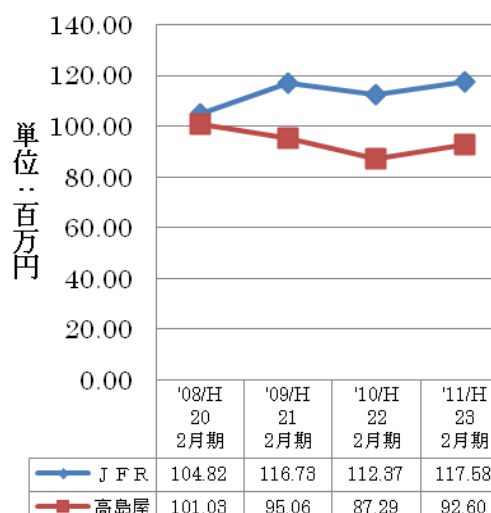
以上より、成長性に関しては、**JFR** は地方不採算店舗の閉店と、人口密集地への増床・出店により国内成長を図ろうとしているが、人口減少化する国内において、採算の取れる人口密集地は今後減少していく事が自明であり、**国内だけでの成長には限界があると思われる。**

(4) 生産性

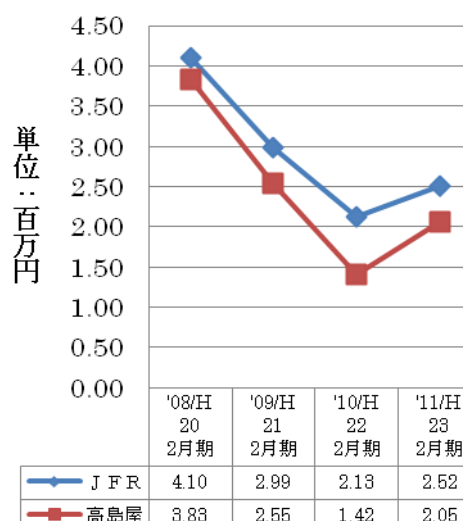
本項では、生産要素として投入されたものがどれだけの価値を伴って算出されたか、算出された価値がどのように配分されているかといった生産性について分析を行う。分析には労働生産性及び資本投資効率を中心とした比率の 2 種類のアプローチを行う。まず、生産要素として従業員一人当たりの労働生産性を、以下の指標を基に分析を行う。生産性分析は付加価値分析とも呼ばれ、リソースが企業活動上どのように活用されているかを図るものである。付加価値とは、企業が他社に依頼せず正味稼得した価値であり、本分析では、日銀の「主要企業経営分析」統計における定義である、付加価値＝営業利益＋減価償却費＋賃借料＋人件費＋支払特許料＋租税公課」と捉える。

従業員一人当たり売上高における 2011 年 3 月期の小売業 387 社平均値は 38.5 百万円、全業種（上場企業 3,895 社）平均値は 34.9 百万円である。

一人当たり売上高



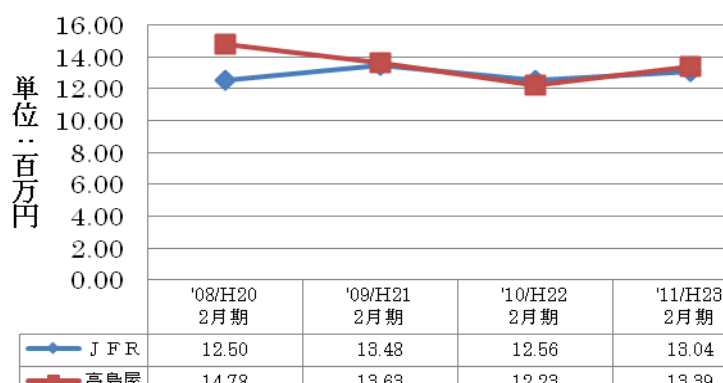
一人当たり営業利益



JFR は減収傾向にある中、**2008 年 2 月期に 9,697 人**いた従業員数を、出向・転籍・自然減により **7,768** まで圧縮した。このコスト圧縮により、一人当たり売上高を上昇させている。また、人員圧縮による店舗運営ミニマム体制の構築は **JFR** の得意とするところであり、一人当たり営業利益に関して高島屋より優位にある。

労働生産性とは、従業員 1 人当たりの付加価値額を示す指標であり、従業員から提供された労働力がどの程度効率的に機能しているかを見る指標である。この指標における 2011 年 3 月期の小売業 387 社平均値は 14.1 百万円、全業種（上場企業 3,895 社）平均値は 9.2 百万円である。

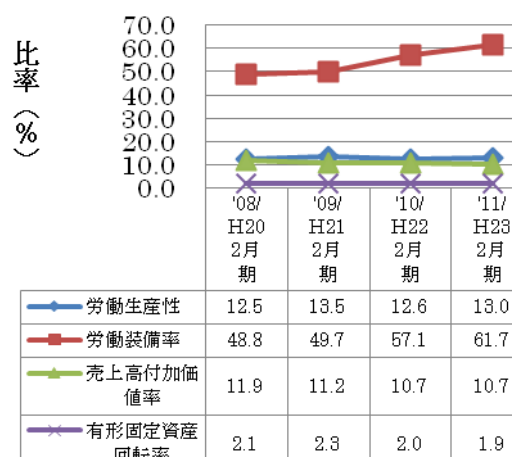
労働生産性



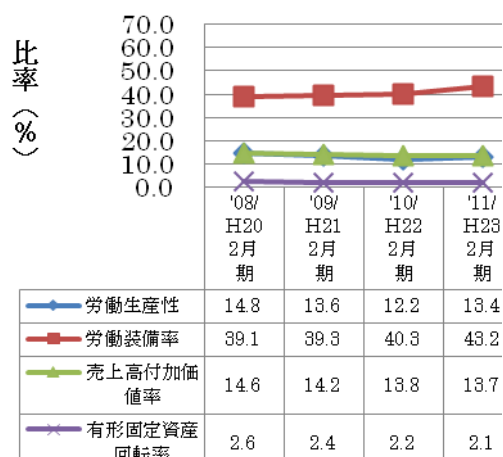
労働生産性に関しても、高島屋が下落傾向の中、**JFR** は人員圧縮の中コンスタントに付加価値を創出している。ただし、高島屋は近年早期退職の募集により人員のスリム化を急激に進めており、経営の効率化が一層進展する可能性も含んでいる。

次に、資本投資効率の観点から以下の指標を基に分析を行う。労働装備率とは、使用総資本の内、固定資産が従業員 1 人当たりどれくらい使われているかを示す指標である。売上高付加価値率とは、売上高に占める付加価値の割合を見る指標であり、自社加工度がどれだけ高いかを表す。なお、労働生産性は、労働装備率、売上高付加価値率、(有形) 固定資産回転率に分解できる。

生産性指標（J F R）



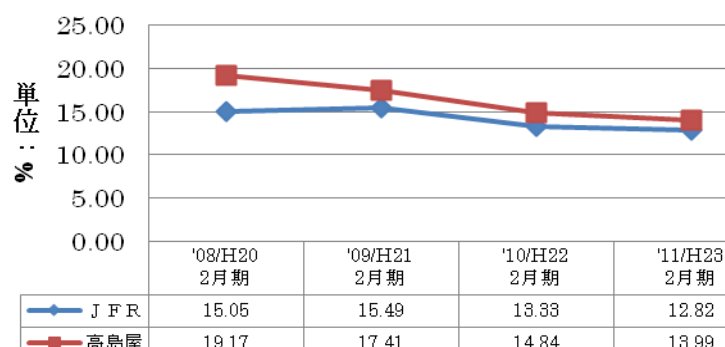
生産性指標（高島屋）



JFR は従業員数の圧縮により、労働装備率が非常に高い。それゆえに、一方では、積極的にショップへの委託運営を推進している事によって人件費率が低い為、売上高付加価値率が低くなっている。高島屋は従業員の多さと自主販売運営の比率が高い事による人件費率の高さによって全く逆の事が起こっており、最終的な労働生産性に関しては両者ともに大差がない状態である。

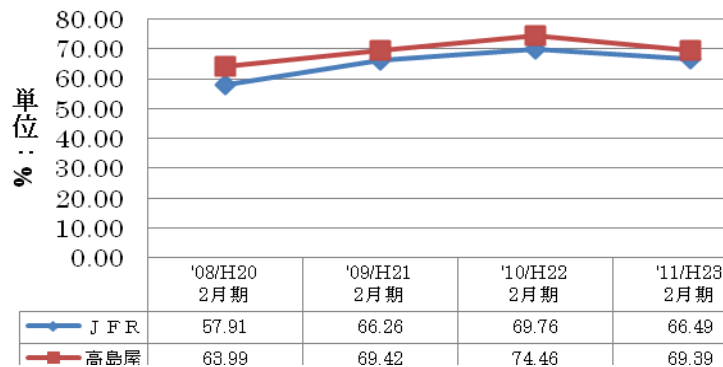
使用資本投資効率とは、付加価値額を総資本で割ったものであり、資産効率を評価する総合的な指標である。

使用総資本投資効率



労働分配率とは、人件費を付加価値額で割ったものであり、付加価値が労働者にどの程度合理的に配分されているかを見る指標である。なお、労働集約型産業の場合、労働分配率は約 60%、装置型産業の場合は約 20%である。

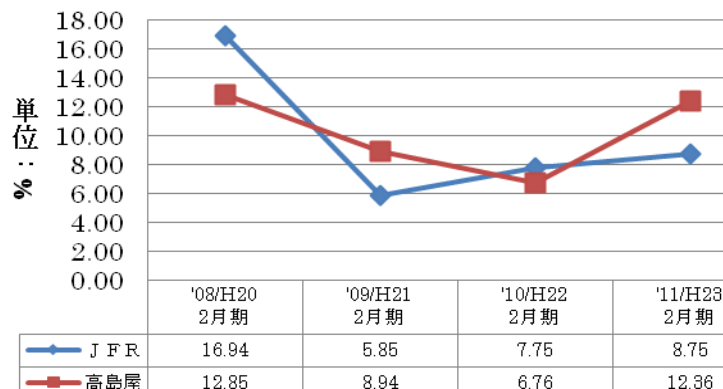
労働分配率



百貨店は労働集約的産業でありサービス産業である為、人件費が高く、必然的に労働分配率は高くなる。また、両社ともに付加価値の低下より人権費の低下幅が少ない為、労働分配率自体は増加傾向にある。現状は高島屋が **JFR** の労働分配率を上回っているが、これは、**JFR** の人件費が既にかかなりの水準まで削減されており、付加価値に占める割合が低い事を示している。

自己資本分配率とは、当期純利益を付加価値額で割ったものであり、会社が生み出した付加価値のうち、どれだけ自己資本に分配されているかを示す。

自己（株主）資本分配率

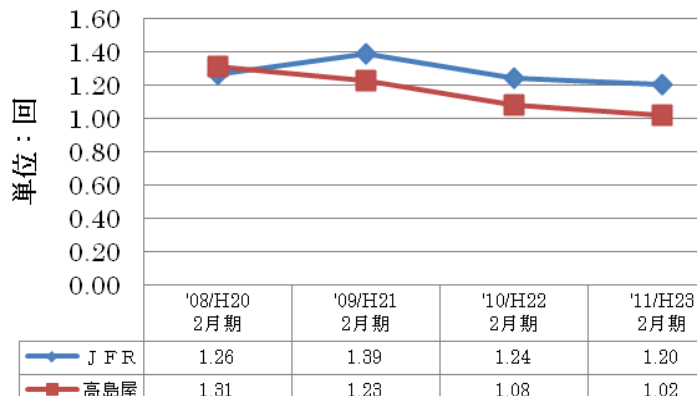


両社の値は付加価値が近似した変動を示している為、当期純利益の変動と同じ動きを示している。以上より、**徹底的なミニマム体制推進により、従業員の生産性は JFR が高い**と言える。

(5) 効率性

本項では、ワーキングキャピタルの分析である、事業活動における資金活用の効率性について、以下の指標を基に分析を行う。総資産回転率における 2011 年 3 月期の小売業 387 社平均値は 1.29 回転、全業種（上場企業 3,895 社）平均値は 0.84 回転である。

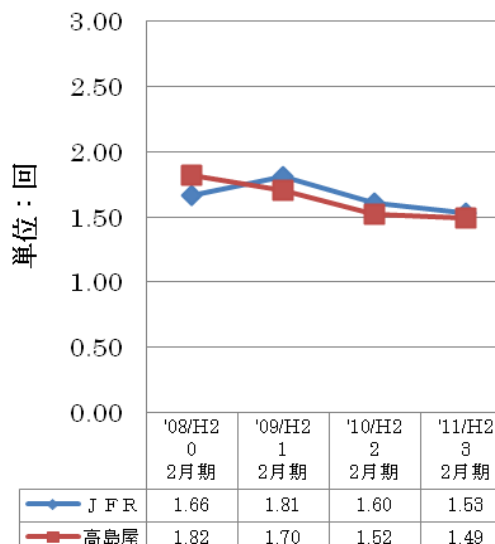
使用総資本回転率



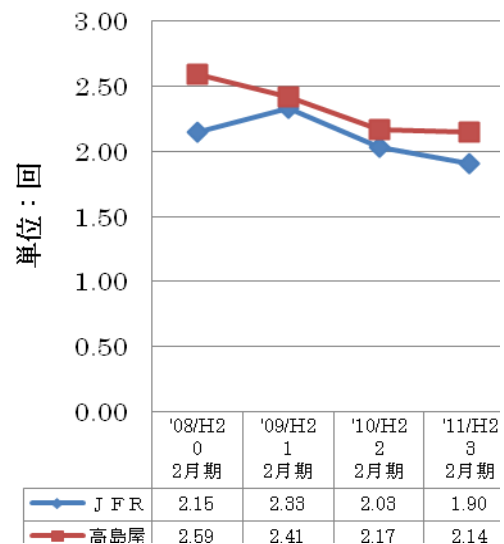
ここでは、**JFR** の効率性の高さが明確となっている。高島屋の回転率が **1.0** の水準まで下降しているのに対し、**JFR** は **1.2** の水準を維持している。これは、**JFR** の売上高が減少傾向にある中で、沿革にあるように、**大丸と松坂屋に分化していた同業種企業を積極的に1社化した事により、総資産額を圧縮した効果**である。一方の高島屋は、改装により上昇した総資産額に対して、投資対効果がまだ表れていない状態である。

固定資産回転率における 2011 年 3 月期の小売業 387 社平均値は 2.61 回転、全業種（上場企業 3,895 社）平均値は 2.70 回転である。

固定資産回転率



有形固定資産回転率

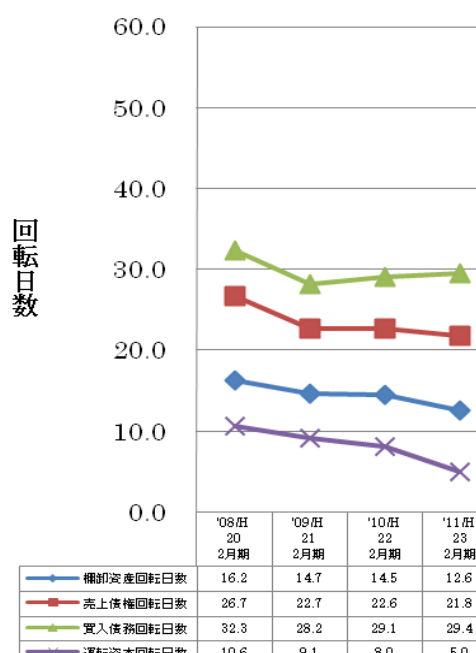


百貨店は、**都心に大型店舗を構え、数年サイクルで改装するなど、全体的に固定資産が占める割合が大きい上、それが適切な売上となって返ってきていない為、両社ともに低水準**にある。また、**JFR** は **2010 年 2 月期の心斎橋店北館取得や 2011 年 2 月期の梅田店改装工事**、高島屋は **2009 年 2 月期から 2011 年 2 月期における大阪店の増床工事など**、

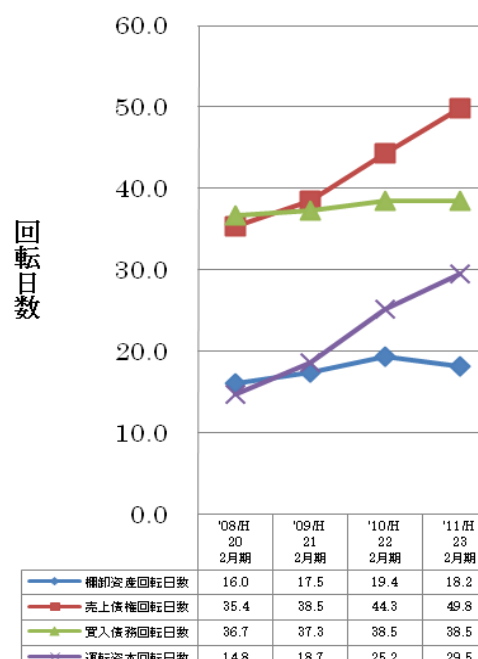
改装案件により有形固定資産が大幅増加した為、有形固定資産回転率において更に直近の回転率が低下している。

キャッシュ・コンバージョン・サイクル（CCC）は、企業の営業活動での現金回収サイクルである現金循環化日数のことで、この期間が短いほど企業が少ない運転資金で運営できる事を表す。企業の流動資産を管理する際の企業の効率性を示す指標であり、かつ企業の流動負債の支払能力を明確に示す指標でもある。なお、CCC は棚卸資産回転日数＋売上債権回転日数－買入債務回転日数で表され、日本企業の CCC 平均値は 50.9 日（2007 年度）である。

回転日数（JFR）



回転日数（高島屋）

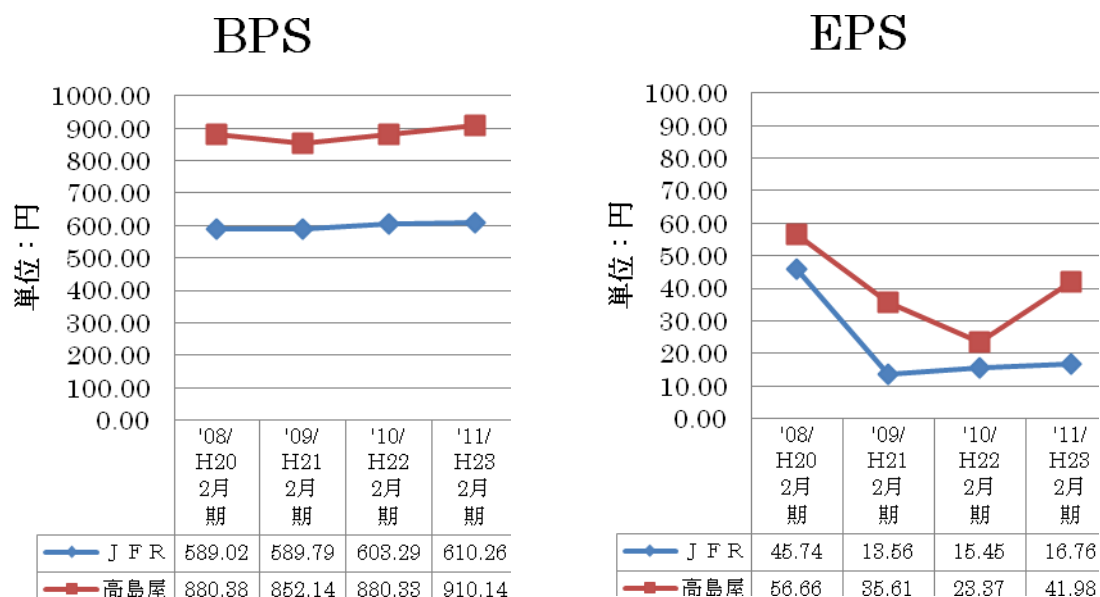


この指標は両社で全く逆の傾向を示している。**JFR** は、全体的に回転が早く、**CCC** がこの 4 年で 10.6 日から 5.0 日に減少しており、高島屋は 14.8 日から 29.5 日に増加している。内訳では、**JFR** は棚卸資産と売上債権の回転日数を縮めた事により、高島屋は逆に棚卸資産と売上債権の回転日数を延ばした事による。両社ともに売上債権額の変動による影響が大きい。また、棚卸資産回転日数の違いは、**営業委託運営を強化する JFR と自主編集に注力する高島屋の戦略の違いを示唆している。**

(6) その他

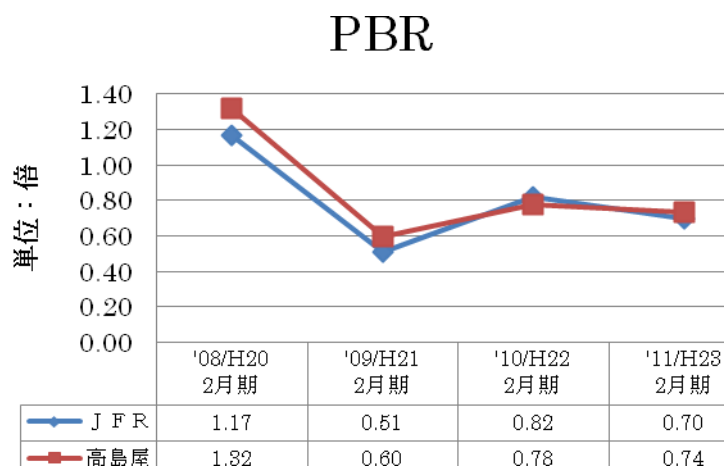
本項では、株式に関する評価について、以下の指標について分析を行う。1 株当たり純資産（BPS）・1 株当たり純利益（EPS）は財産の面から株価の割高・割安を判断する指標であり、1 株純利益が低く株価が低い会社の下値限界を知るためのものである。EPS は収益面から株価の割高・割安を判断する指標であり、1 株当たり純利益が伸びると予想されれば株価は上昇する。また、株価は長期的には EPS に連動するので、あらかじめ 1 株当た

り利益が上がると予想できる会社の株式を購入すれば、キャピタルゲインが得られる可能性がある為、投資家にとっては重要な情報である。



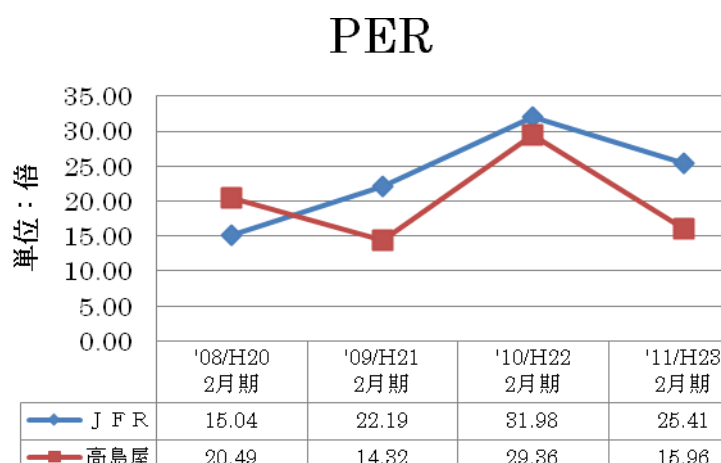
発行株式数に変化がない為、**BPS** は純資産、**EPS** は当期純利益の増減によって左右されている。**EPS** は、トレンドとして **JFR** はリーマンショックの落ち込み以降は回復にあり、高島屋も **2011 年 3 月期** より回復しているが、収益性分析の項で述べたように、これは土地の売却に伴う固定資産売却益の特別利益である為、長期のトレンドとしては注意深く観察する必要がある。

株価純資産比率（PBR）は、解散価値と等しいとされる 1.0 を上回っている事が理想であり、1.0 以下の場合解散した方が株主の利益になるとみなされる。PBR が 1 倍ということは、BPS と株価が同じであることを意味し、これは株価の下値の目安となる。PBR が低い会社は成熟企業で、PBR が高い企業は成長企業である事が多い。



百貨店は紛れもなく成熟産業であり、両社ともに **1.0** を割り込んでおり、市場が望む企業価値を創出できていない事を意味している。

株価収益率（PER）は、株主側から見れば「利益が全て配当に回された場合に何年で元本を回収できるか」という指標として、企業側から見れば「株主からの出資をどれくらいの利回りで運用しているか」という指標の逆数として見る事ができる。日経平均 225 や TOPIX の PER は 16～17 倍の間が通常値、50 倍前後であれば短期・長期的にもかなり成長が見込まれ、10 倍前後だとマイナス成長あるいは低成長であるとされるが、個別企業の成長性や不確実性に左右される。



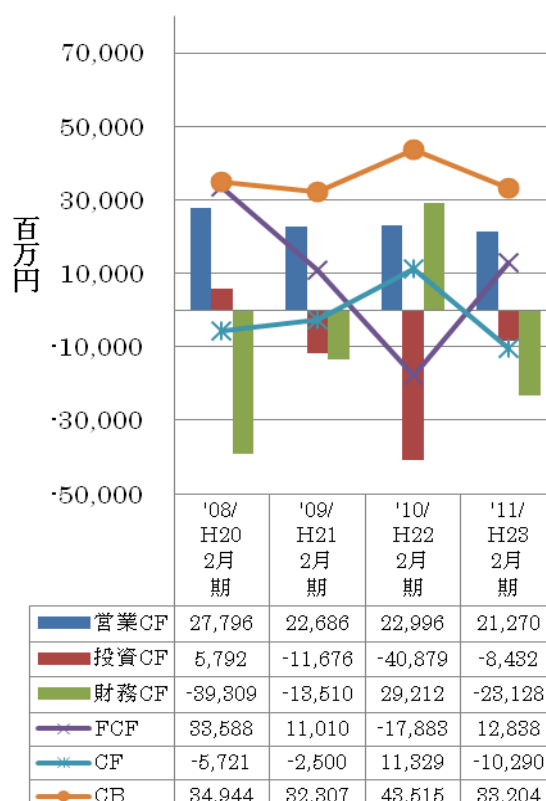
両社ともに株価が急速に下落しており、パフォーマンスが厳しい状態であるが、**JFR** に関しては上昇基調にある。これは、**株価の減少（増加）よりも当期純利益の減少（増加）の影響が大きく**、相対的に値が増加しているだけであり、パフォーマンスの向上とは考えづらい。なお、直近 **4-5** 年間の株価推移を見てみると **JFR (3086.T)** は、**TOPIX** の指標をアンダーパフォームしており、高島屋 (**8233.T**) も **TOPIX** と同等の推移から近年はアンダーパフォーム気味に推移している。特に最終消費者と直接接する小売業である為に、震災後の下落が大きい。

1.3 CF 分析

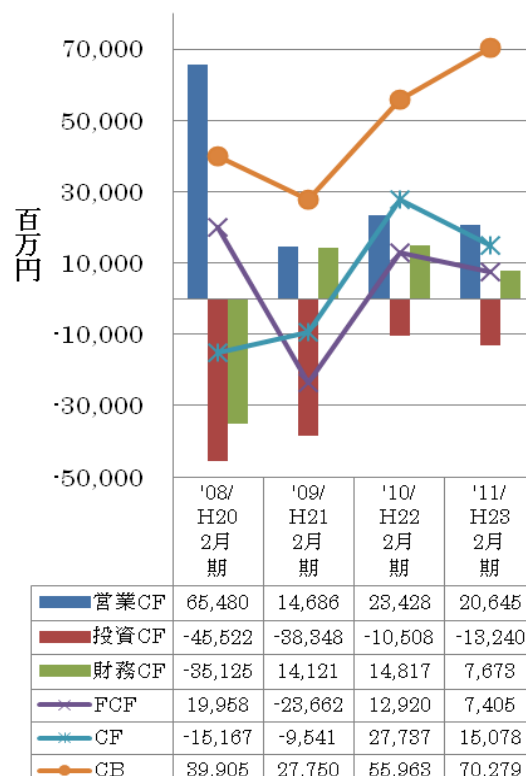
キャッシュフロー分析は、企業間比較する際に、会計方針による影響を考慮しなくて良い長所がある為、より収益力について正確に分析する事ができる。まず、営業・投資・財務の各 CF やフリーキャッシュフロー（FCF）、キャッシュバランス（CB）の推移を概観する。次いで営業 CF マージン、一株あたり営業 CF、営業 CF 投資比率、営業 CF 長期負債比率、営業 CF 流動負債比率を指標に分析を行う。

CF 各値

CF推移 (JFR)



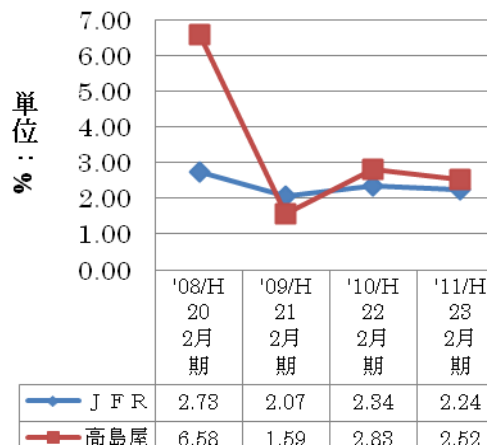
CF推移 (高島屋)



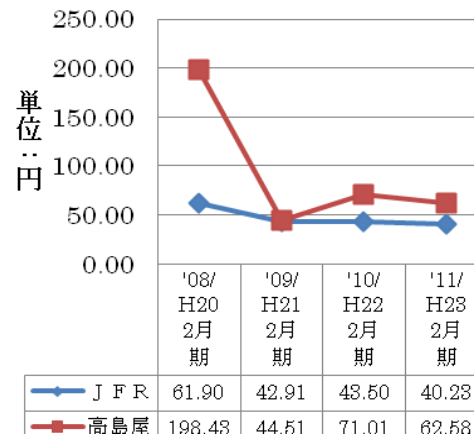
JFR は、営業 **CF** がプラス、投資・財務 **CF** がマイナスであり、比較的健全な経営が行われていると考える。高島屋は、営業・財務 **CF** がプラス、投資 **CF** がマイナスであり、成長に対する積極的な様子が見て取れる。実際に投資に対する減価償却費も、毎年 100 億以上と大きい。両社ともに、大型改装案件がある時は投資 **CF** の増大により一時的に **FCF** がマイナスとなるが、基本的にはプラスをキープしている。**JFR** の **CB** は横ばい基調になるよう借入金の返済を行いながらも積極的改装投資を行っているが、高島屋は **CB** が増加をしており、借入金を中心に **CF** をプラスにし続ける事で、今後の戦略投資やリスク対策に備えて手元流動性を高めている。**JFR** は攻めの経営、高島屋は攻めの前の準備段階にあると言える。また、**JFR** は合併時に不要資産の売却を進めており、2008 年 2 月期の投資 **CF** はプラスとなっている。この資産効率化は同業種企業が合併する事のメリットの一つである。

営業 **CF** マージン・一株当たり営業 **CF** (CFPS) とは、売上がどれほど効率的にキャッシュフローを稼いでいるかを示す指標である。高島屋が僅かではあるが高い営業 **CF** を稼いでいる。なお、2008 年 2 月期に高島屋の値が大きいのは、高島屋新宿店の預け入れ補償金の返済による一時的な影響である。

営業CFマージン



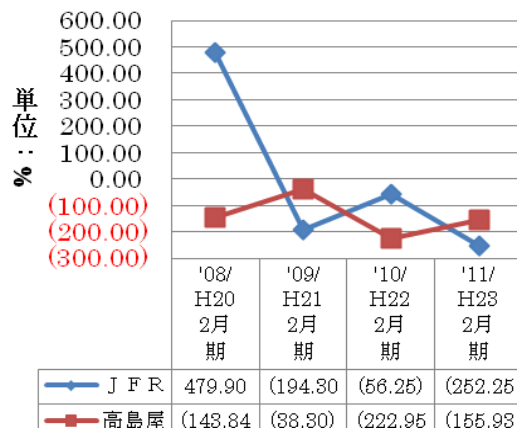
CFPS (一株当たりの営業CF)



CFPS が高いほど株価が高い事を意味する。従って、今後の株価を占うには、**CFPS** の伸びがどのような推移をしてきたかを見れば良い。発行株式数の変動がない事から、営業**CF** マージンと同様の動きを示している。

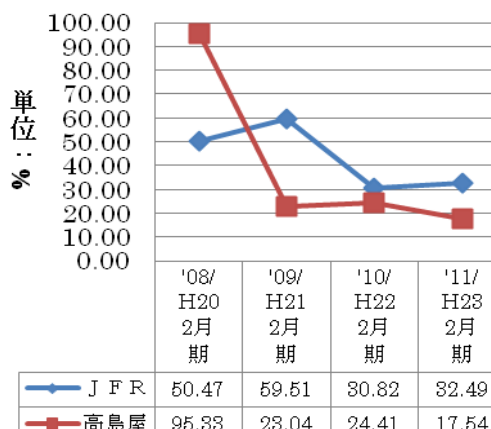
営業 CF 投資比率は、投資の中でも最も重い比重を占める設備投資額を、どの程度営業 CF でカバーできるかを示しており、低いほど無理の無い投資活動を行っていると言える。

営業CF投資比率

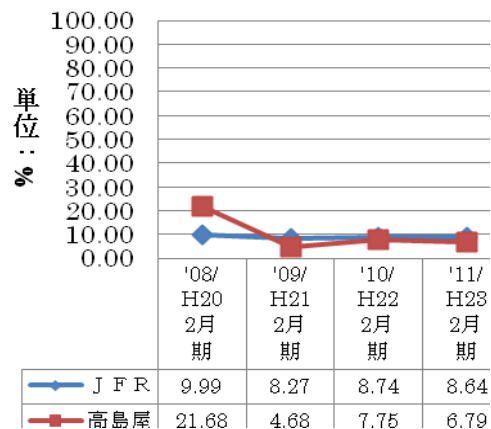


-100%を上回る年度がいくつかあるが、これは大型改装案件発生時に現れる傾向であり、それ以外の時期は、無理のない範囲での投資を行っていると考ええる。

営業CF長期負債比率



営業CF流動負債比率



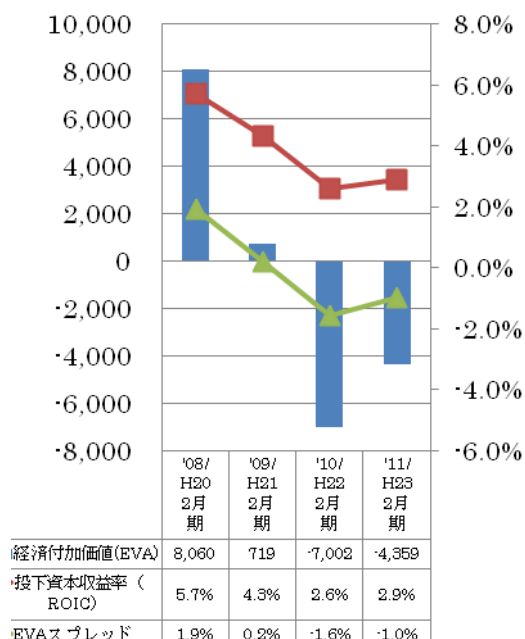
営業 CF 長期負債比率は、1 年以上に渡って支払わなければならない長期借入金や社債などの負債をどの程度まかなえるかを示しており、企業の長期的な支払能力・返済能力、財務的な安全性を見るために用いられる。この逆数は、長期負債が営業 CF 何年分で返済できるのかを示す。両者を比較すると、高島屋は比率が低く、借入における負担が大きい事を示している。**JFR** は大丸梅田店の改装に伴い、**2010 年 2 月期**に借り入れを増やしているが、借入に関しては慎重な姿勢が見て取れる。営業 CF 流動負債比率は、営業活動から生み出される CF により、短期的な支払義務である流動負債をどれだけまかなうことができるのかを示しており、企業の短期的な支払能力・返済能力、財務的な安全性を見るために用いられる。こちらも長期負債比率同様の傾向を示しており、流動比率の項で述べたように、商品券の前受金などにより流動比率が低い事から、この値も長期負債比率と比べると低く、キャッシュ・コンバージョン・サイクルを短くする事で少ない運転資本で対応していると考えられる。

1.4 企業価値分析（過去 5 年間の業績）

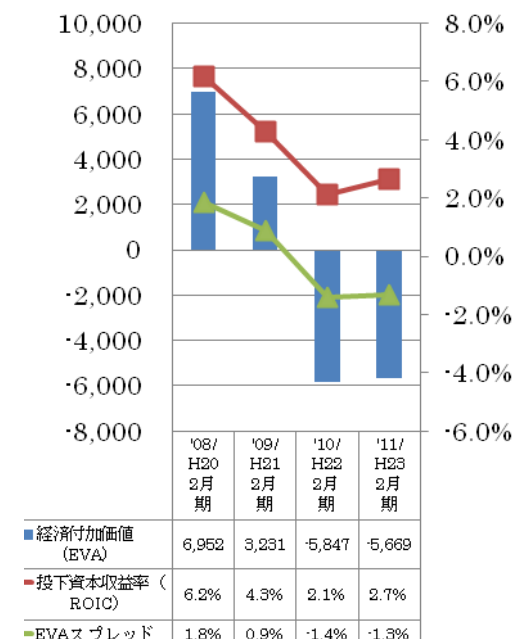
1.4.1 資本コストを算出し、経済付加価値（EVA）・投下資本収益率（ROIC）算出。

JFR と高島屋の **EVA** 及び投下資本収益率（**ROIC**）

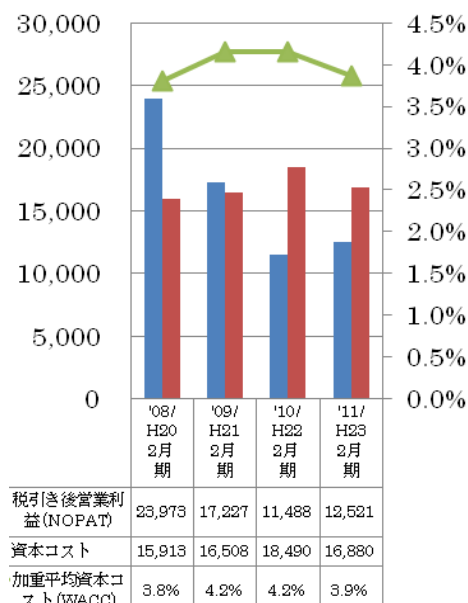
EVAとROIC（JFR）



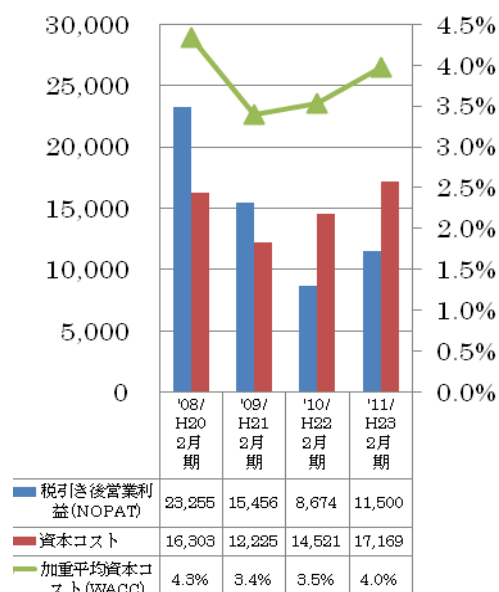
EVAとROIC（高島屋）



EVA・ROIC分解（JFR）



EVA・ROIC分解（高島屋）



JFR の EVA 算出要素

	'08/H20 2 月期	'09/H21 2 月期	'10/H22 2 月期	'11/H23 2 月期
税引き後営業利益 (NOPAT)	23,973	17,227	11,488	12,521
資本コスト	15,913	16,508	18,490	16,880
簿価投下資本	418,895	396,945	444,442	435,899
加重平均資本コスト (WACC)	3.8%	4.2%	4.2%	3.9%
負債コスト (re)	1.5%	1.8%	1.7%	1.5%
株主資本コスト (rd)	4.6%	5.7%	5.6%	5.3%
株主資本比率	78.2%	66.7%	68.7%	67.8%
簿価有利子負債 (D)	103,041	80,677	120,936	108,657
時価株主資本 (E)	368,932	161,408	264,902	228,437
法定実効税率	40.60%	40.60%	40.60%	40.60%
10 年物国債応募者利回り	1.29%	1.34%	1.40%	1.26%
対指数 β 値	0.811	1.067	1.028	0.985
リスクプレミアム	4.10%	4.10%	4.10%	4.10%

高島屋の EVA 算出要素

	'08/H20 2 月期	'09/H21 2 月期	'10/H22 2 月期	'11/H23 2 月期
税引き後営業利益 (NOPAT)	23,255	15,456	8,674	11,500
資本コスト	16,303	12,225	14,521	17,169
簿価投下資本	376,011	359,915	411,794	432,861
加重平均資本コスト (WACC)	4.3%	3.4%	3.5%	4.0%
負債コスト (re)	1.8%	1.7%	1.7%	1.3%
株主資本コスト (rd)	5.1%	4.5%	4.9%	5.9%
株主資本比率	81.9%	68.4%	65.3%	62.7%
簿価有利子負債 (D)	84,758	78,004	120,555	131,762
時価株主資本 (E)	384,091	168,722	226,948	221,655
法定実効税率	40.60%	40.60%	40.60%	40.60%
10 年物国債応募者利回り	1.29%	1.34%	1.40%	1.26%
対指数 β 値	0.919	0.767	0.846	1.121
リスクプレミアム	4.10%	4.10%	4.10%	4.10%

EVA・ROIC 計算根拠

	算出根拠
経済付加価値 (EVA)	NOPAT－資本コスト
投下資本収益率 (ROIC)	NOPAT÷簿価投下資本
税引き後営業利益 (NOPAT)	(営業利益＋受取利息＋受取配当金) × (1－法定実効税率)
資本コスト	簿価投下資本×加重平均資本コスト WACC
簿価投下資本	資本合計＋有利子負債 (短期借入金＋長期借入金＋社債)
加重平均資本コスト (WACC)	$D / (D+E) * rd * (1-t) + E / (D+E) * re$
負債コスト (re)	支払利息 / (短期借入金＋長期借入金＋社債)
株主資本コスト (rd)	リスクフリーレート＋対指数 β 値×リスクプレミアム
簿価有利子負債 (D)	簿価有利子負債＝短期借入金＋長期借入金＋社債
時価株主資本 (E)	株価×発行済株式数
法定実効税率	有価証券報告書の記載数値を使用
10 年物国債応募者利回り	10 年物国債応募者利回り (出典：財務省 HP)
対指数 β 値	「株価 ベーター値一覧」HP より、週間終値ベース銘柄別株価ベーター値一覧より、確実度が最も高い日経 225「10 日間ベーター値」を年間平均換算 (http://kabu-data.info/beta/beta_d_up/3086_d.htm)
リスクプレミアム	Ibbotson Associates Japan1970 年 1 月～2009 年 12 月末 (高度成長期を除く) (http://www.prominent-c.com/accounting/cn15/pg129.html)

(1) EVA の評価

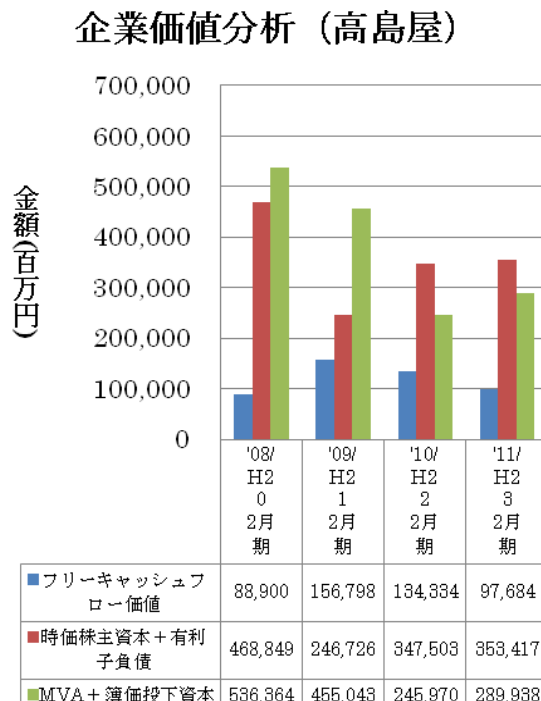
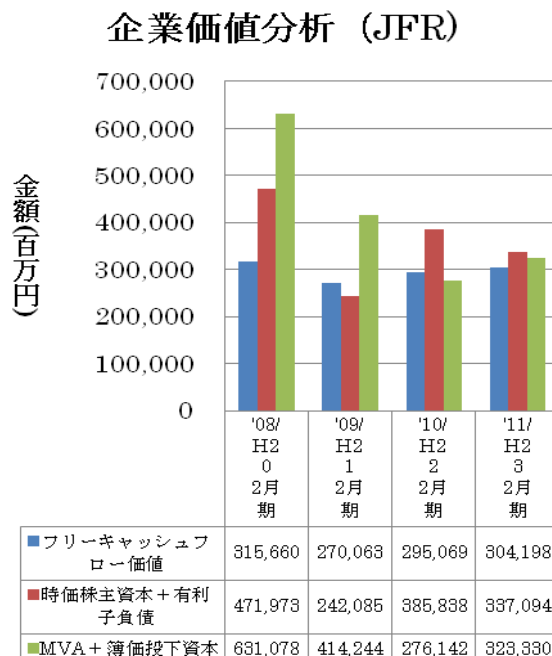
米スターン・スチュワート社の登録商標である EVA、企業が株主資本コストを加味した投下資本コストをどれだけ上回る価値を創出したかを表す指標であり、税引後事業利益 (NOPAT) から資本コスト (簿価投下資本×WACC) を差し引いて求められる。したがって EVA を向上させるには、①税引後営業利益 (NOPAT) の増大 ②簿価投下資本の減少 ③ WACC の低下が考えられる。**両社ともに、EVA が極度に落ち込んでいる。原因は、2010 年以降、急速に百貨店がマーケットから見放されたことによる営業利益の減少に拠る所が大きい。また、改装による長期借入金の増加に伴う簿価投下資本上昇が、EVA の減少に拍車をかけていると考えられる。**

(2) ROIC の評価

ROIC は、簿価投下資本に対する NOPAT の割合を表している。したがって ROIC を向上させるには、①NOPAT の増大 ②簿価投下資本の減少が考えられる。**EVA 同様に、NOPAT の減少と簿価投下資本の増加が ROIC を大きく減少させており、その為、ROIC と WACC の差である EVA スプレッドも 2010 年 2 月期を境にマイナスとなっている。**

1.4.2 企業価値指標：(1) フリーキャッシュフロー (2) 株式・負債時価評価 (3) 市場付加価値 (MVA)

JFR と高島屋のフリーキャッシュフロー



各評価の算出根拠は以下の通りである。

(1) フリーキャッシュフロー価値

予測期間の割引現在価値に関しては、5年間で予測期間と設定し、年度ごとの FCF を算出し、各年度の WACC で現在価値に割り引いて FCF 価値を算定した。過去 4 年間は期末実績値を基に算定し、2012 年 3 月期以降は、2011 年 3 月期末時点の FCF を基に将来の FCF 成長率を過去 4 期の売上高年平均成長率と同率に設定した。6 年目以降の継続価値に関しては、6 年目の予測 FCF を WACC で割り引いて現在価値になおし、そこから継続価値の資本コストで割る事でターミナルバリューを算定した。予測期間の割引現在価値と 6 年目以降の継続価値、この 2 つの和を企業価値とする。

(2) 株式・負債価値 (時価評価)

期末株価×発行済株式数+有利子負債簿価で算出を行った。

(3) 市場付加価値 (MVA)

MVA は将来の EVA 期待値の現在価値であり、これに投下資本を加えたものが企業価値として表される。よって、 $EVA \div \text{加重平均資本コスト} + \text{簿価投下資本}$ で算出を行った。

FCF 価値は過去の FCF 実績を基に将来価値を算定しており、過去実績が評価の前提となる。株式・負債時価評価はマーケットの時価評価を前提としており、株式の時価評価がベースとなる。MVA は足元の収益を前提とした評価といえる。

フリーキャッシュフロー価値算出に用いた数値を下記に示す。

JFR の FCF 算出根拠

	'08/H20 2 月期	'09/H21 2 月期	'10/H22 2 月期	'11/H23 2 月期	12/H24 3 月期	'13/H25 3 月期	14/ 3 月
営業キャッシュフロー	27,796	22,686	22,996	21,270			
投資キャッシュフロー	5,792	-11,676	-40,879	-8,432			
フリーキャッシュフロー	33,588	11,010	-17,883	12,838	9,668	9,453	9,2
平均フリーキャッシュフロー				9,888			
売上高	1,016,402	1,096,690	982,533	950,102			
売上高成長率		7.90	-10.41	-3.30			
平均成長率 (CAGR)				-2.22			
H16/3 の予測期間		10,607	-16,598	11,479	8,329	7,846	
H17/3 の予測期間			-17,169	11,833	8,556	8,032	7,5
H18/3 の予測期間				12,325	8,912	8,365	7,8
H19/3 の予測期間					9,308	8,762	8,2
予測期間の割引現在価値 (A)	21,663	18,792	44,826	41,389			
加重平均資本コスト (WACC)	3.80%	4.16%	4.16%	3.87%			
リスクフリーレート	1.29%	1.34%	1.40%	1.26%			
継続価値の資本コスト	2.51%	2.82%	2.77%	2.62%			
継続価値 (B)	293,997	251,272	250,243	262,809			
企業価値 : (A) + (B)	315,660	270,063	295,069	304,198			

高島屋の FCF 算出根拠

	'08/H20 2 月期	'09/H21 2 月期	'10/H22 2 月期	'11/H23 2 月期	12/H24 3 月期	'13/H25 3 月期	14/H26 3 月期
営業キャッシュフロー	65,480	14,686	23,428	20,645			
投資キャッシュフロー	-45,522	-38,348	-10,508	-13,240			
フリーキャッシュフロー	19,958	-23,662	12,920	7,405	3,895	3,651	3,422
平均フリーキャッシュフロー				4,155			
売上高	994,585	926,281	827,872	819,062			
売上高成長率		-6.87	-10.62	-1.06			
平均成長率 (CAGR)				-6.27			
H16/3 の予測期間		-22,679	11,869	6,520	3,287	2,953	
H17/3 の予測期間			12,496	6,926	3,523	3,194	2,896
H18/3 の予測期間				7,153	3,634	3,290	2,979
H19/3 の予測期間					3,746	3,377	3,045
予測期間の割引現在価値 (A)	1,949	29,035	19,753	15,389			
加重平均資本コスト (WACC)	4.34%	3.40%	3.53%	3.97%			
リスクフリーレート	1.29%	1.34%	1.40%	1.26%			
継続価値の資本コスト	3.05%	2.05%	2.13%	2.71%			
継続価値 (B)	86,951	127,763	114,580	82,295			
企業価値 : (A) + (B)	88,900	156,798	134,334	97,684			

注 1 : 平均キャッシュフローが売上高の平均成長率で増えると仮定

注 2 : 平均フリーキャッシュフローは 4 年間のフリーキャッシュフローを平均化

注 3 : 平均成長率は 4 年間の成長率を CAGR で算出

注 4 : 予測期間を 5 年と仮定

注 5 : 継続価値は 6 年目のフリーキャッシュフロー／継続価値の資本コスト

iii. 算定結果からの考察

iii - i .FCF 算定結果の考察

FCF 価値は両社ともに最も低い。これは、**FCF** が低い上に、年平均成長率がマイナスである為である。年平均成長率の下落が大きい高島屋においては、その影響が色濃く出ている。しかも、**FCF** 価値は直近の投資による改装の売上向上が反映される前の状態での価値算出となる為、**2011** 年の大丸梅田店祖増床オープンや、同年の高島屋大阪店完全改装オープンの過去の投資負担のみが反映されている状態となっている。

両者の時価評価を構成する要素の推移を示すと、下記のようなになる。

JFR の時価評価構成要素

	'08/H20 2 月期	'09/H21 2 月期	'10/H22 2 月期	'11/H23 2 月期	
簿価有利子負債 (D)	103,041	80,677	120,936	108,657	百万円
時価株主資本 (E)	368,932	161,408	264,902	228,437	百万円
株価 (決算日終値)	688	301	494	426	円
発行済株式数	536,238	536,238	536,238	536,238	株
短期借入金	47,968	42,556	46,324	43,181	百万円
長期借入金	36,073	33,121	74,612	65,476	百万円
社債 (転換社債含む)	19,000	5,000	0	0	百万円

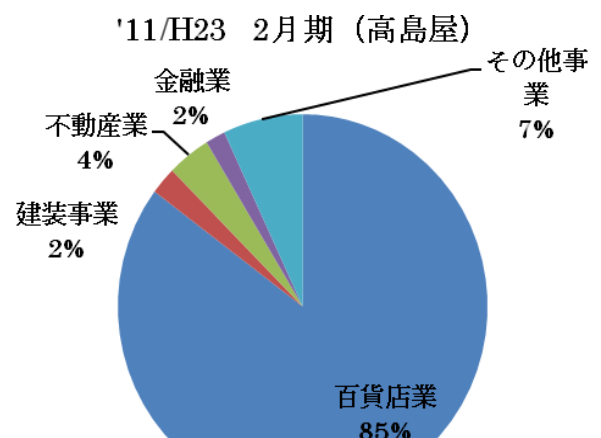
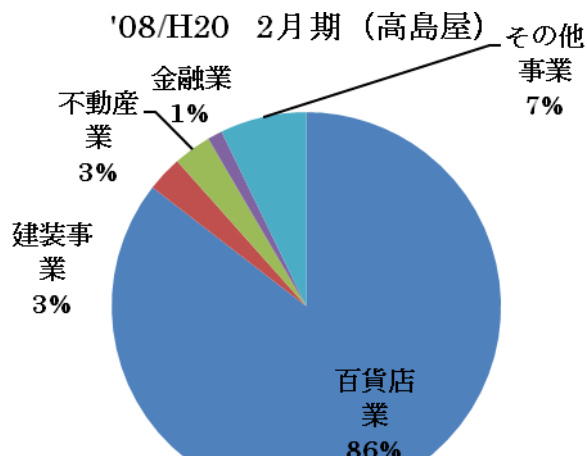
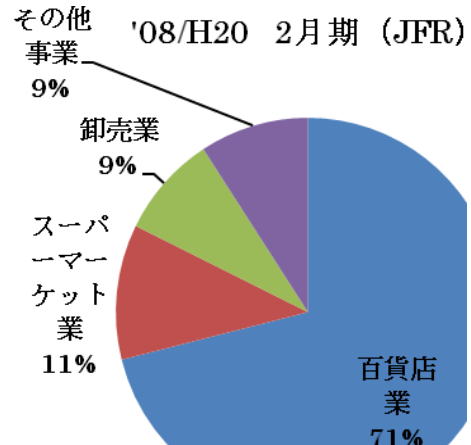
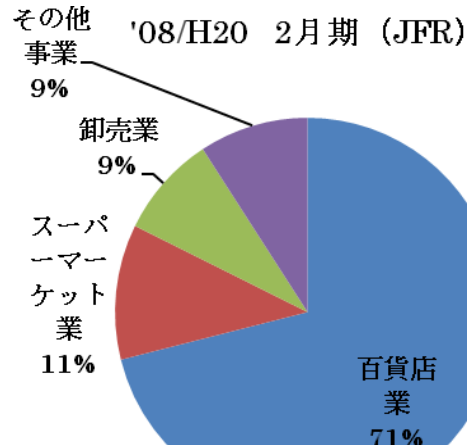
高島屋の時価評価構成要素

	'08/H20 2 月期	'09/H21 2 月期	'10/H22 2 月期	'11/H23 2 月期	
簿価有利子負債 (D)	84,758	78,004	120,555	131,762	百万円
時価株主資本 (E)	384,091	168,722	226,948	221,655	百万円
株価 (決算日終値)	1,161	510	686	670	円
発行済株式数	330,828	330,828	330,828	330,828	株
短期借入金	16,072	14,249	24,593	14,083	百万円
長期借入金	47,455	53,755	65,962	87,679	百万円
社債 (転換社債含む)	21,231	10,000	30,000	30,000	百万円

株式・負債価値は、当初は突出した値を見せていたが、**JFR** は株価の減少により下降、高島屋は借入金の増加に伴い直近で回復している。特に株価の低下による影響が、どちらの企業においても大きく、マーケット非対応という百貨店業界特有の非システムティックリスクが価値を下げている。**MVA** は、当初は株式・負債価値同様よりも突出した値を見せていたが、**2010** 年 2 月期からは株式・負債価値に逆転されている。これは直近の営業利益が下落をした為であり、商況を最も反映したリアルな評価と言える。

1.5 主要事業部門別業績推移

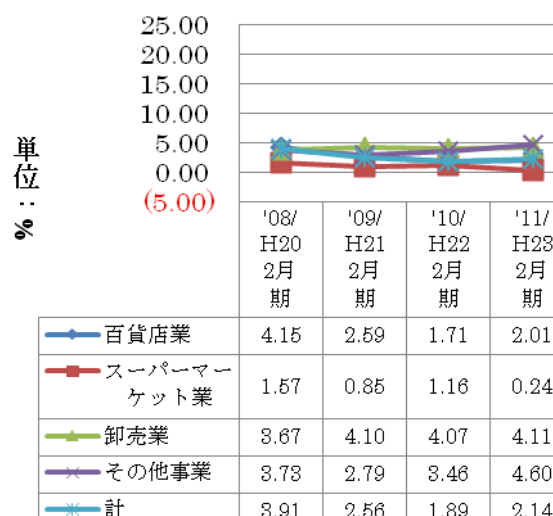
次に、事業セグメント別の業績について分析を行う。両社の **2008** 年 2 月期と **2011** 年 2 月期の事業セグメント構成比は下図の通りである。百貨店が売上の大半を占める構図は両社ともに変わらないが、**JFR** の方が事業ポートフォリオは比較的分散している。



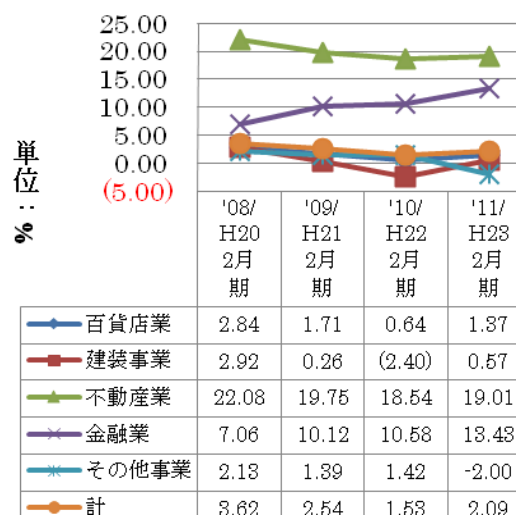
(1) 収益性

収益性に関しては、**JFR** は各々の事業によるばらつきは少なく、唯一スーパーマーケット事業における下落幅が目立つものの、売上構成比の大きい百貨店業の利益率減少に伴って下降している。これは高島屋も同様で、販管費率の低いテナントリーシング業を営む不動産と、カード事業を営む金融業が大きな利益率を占めているが、全体での利益率は百貨店業に引っ張られている。

売上高営業利益率（JFR）



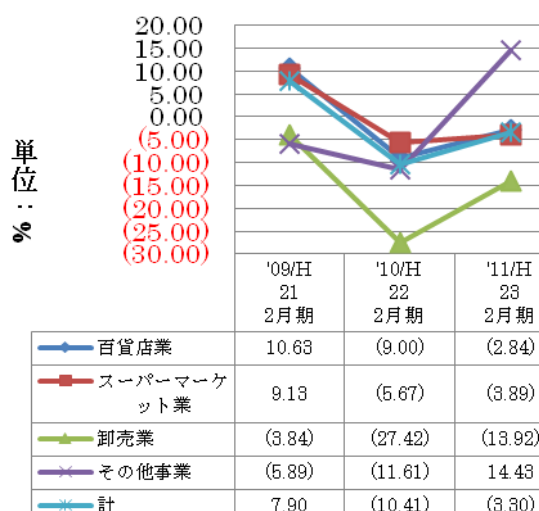
売上高営業利益率（高島屋）



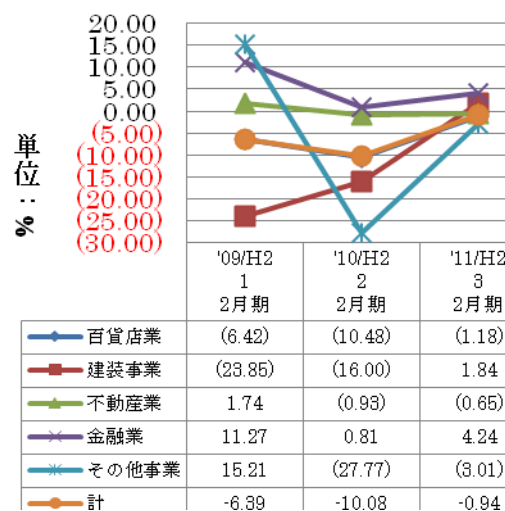
(2) 成長性

事業の中核である百貨店業の苦戦が目立つ。また、両社共に金融業（JFR はその他事業の一部）が好調である。これは百貨店の重要資産の一つであるカード顧客の継続的な増加によるものである。

売上高増収率（JFR）



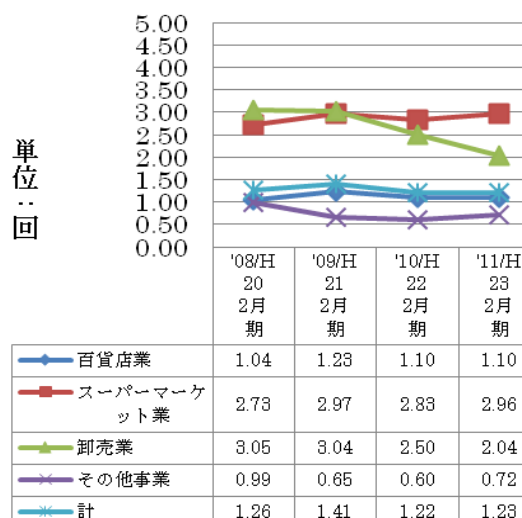
売上高増収率（高島屋）



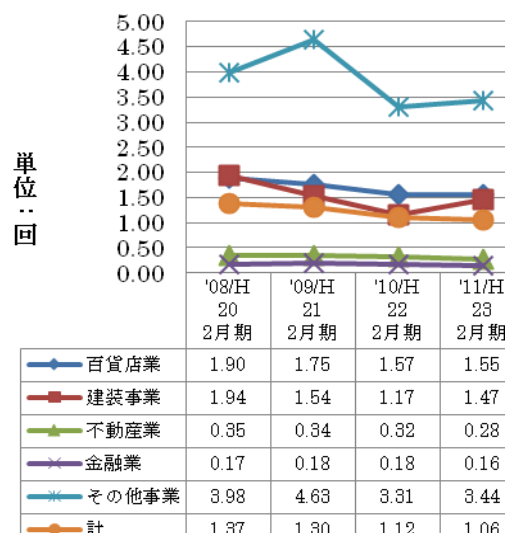
(3) 効率性

スーパーマーケットは、百貨店よりも店を簡素にして商品の価格帯を抑える事で、売上高を稼ぐ販売方式を採用している。つまり、売上高利益率を抑える一方で、高い総資産の回転を図っている業態である。JFR はスーパーマーケット事業で更なる回転率の改善が見られるものの、全体の影響はやはり百貨店業に影響されている。

使用総資本回転率 (JFR)



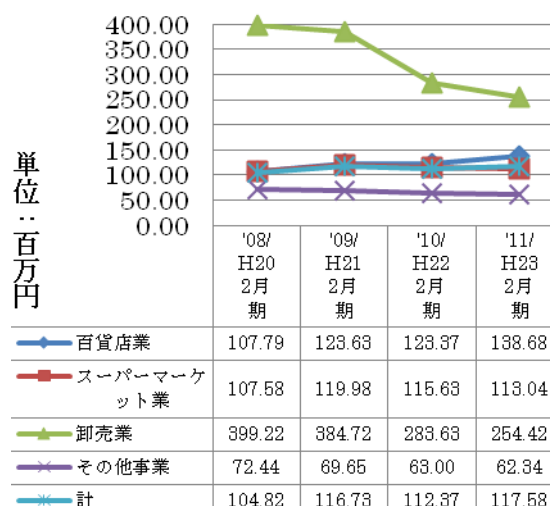
使用総資本回転率 (高島屋)



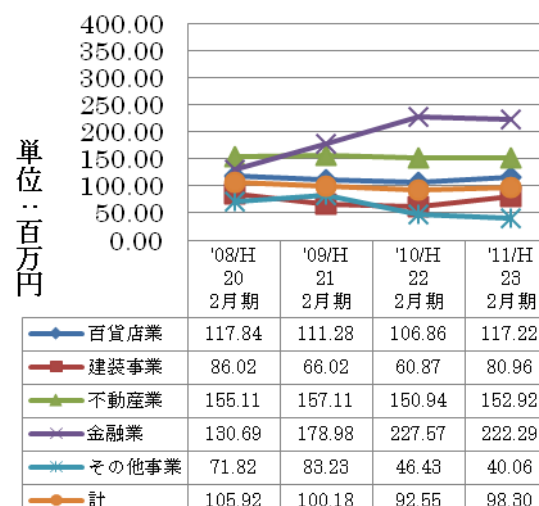
(4) 生産性

その他事業及び金融業を除く全ての事業で従業員数が減少しており、当然一人当たり売上高は増加している。特に百貨店業は大規模なリストラが再発しており、業態転換レベルの改革が行われようとしている。一人当たり営業利益に関しても、成長が続いている金融業は増加しているのと、高島屋においては不動産事業が高い利益を捻出しているが、双方ともに全体のシェアに占める割合は軽微である為、2010年2月期の下落のインパクトからは脱しきっていない。

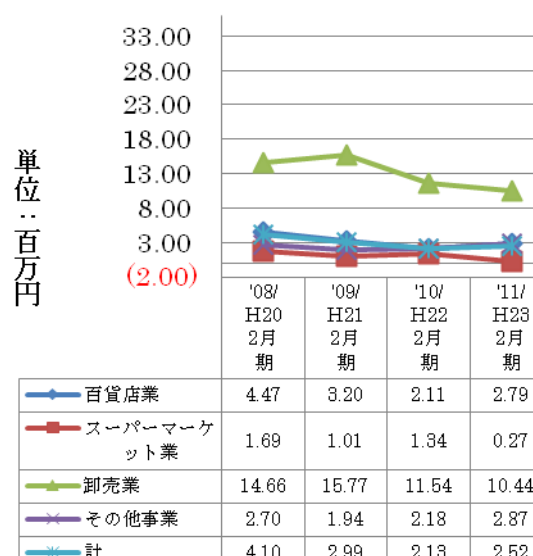
一人当たりの売上高 (JFR)



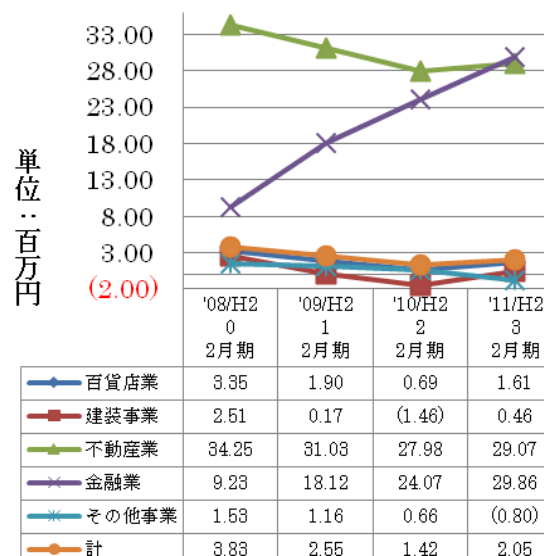
一人当たりの売上高 (高島屋)



一人当たりの営業利益（JFR）



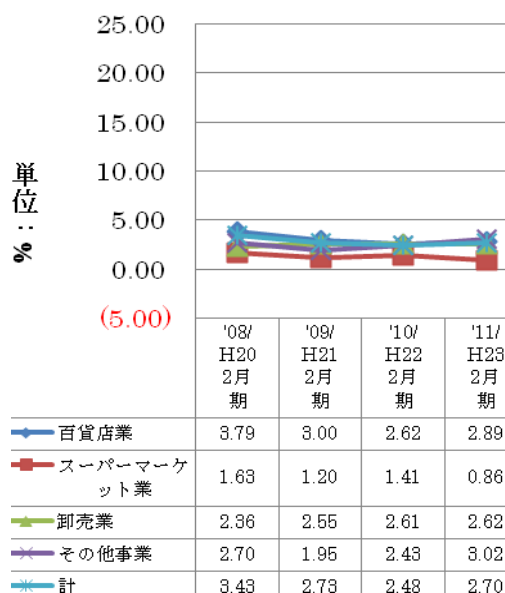
一人当たりの営業利益（高島屋）



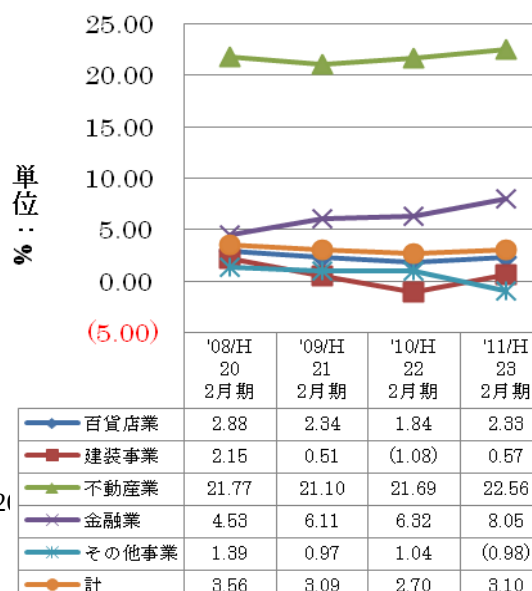
(5) CF

営業CFマージンに関しては、JFRの中では、事業ごとのCF収益性の差異はほとんどなく、唯一スーパーマーケット事業だけが営業利益率の低下に伴い下落幅が目立っている。高島屋の中では、CFベースの収益性が最も良い事業は不動産事業であり、カード事業も収益性の項で説明したように伸ばしてきているが、全体に対する影響は軽微である。営業CF内設備投資額は、JFRは全体的に営業CFが投資CFを上回っており、百貨店事業において波がある。これは、百貨店の大型改装に対して積極的な姿勢を持っている為である。高島屋においても基本的にはJFRと同様の構造だが、加えて不動産業が投資の掛かる事業と位置付けられており、これを百貨店含む他の事業全体でカバーをしており、全体で営業CFと投資CFのバランスを取っている。FCFに関しては、JFRを見れば、百貨店業がFCFの源泉としての役割が大きい事がわかる。高島屋に関しては、不動産への投資額が大きい為、双方の事業をカバーできるキャッシュを創出できていないという課題がある。

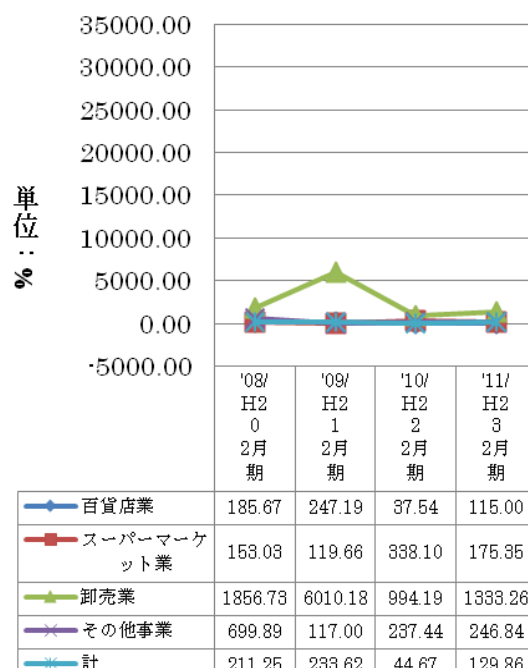
営業CFマージン（JFR）



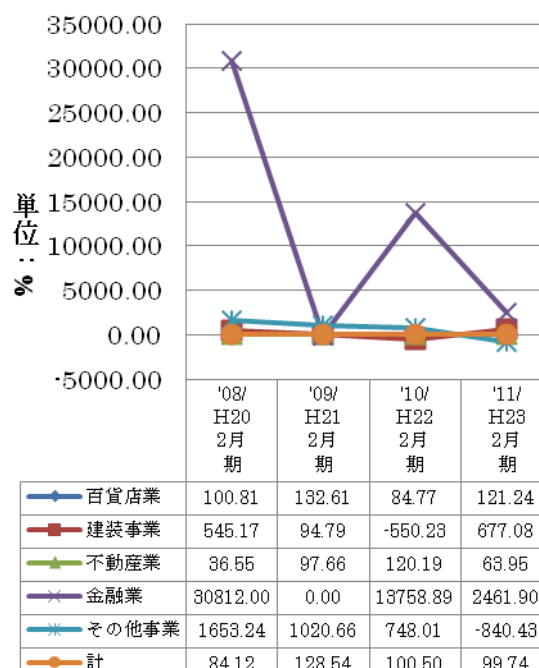
営業CFマージン（高島屋）



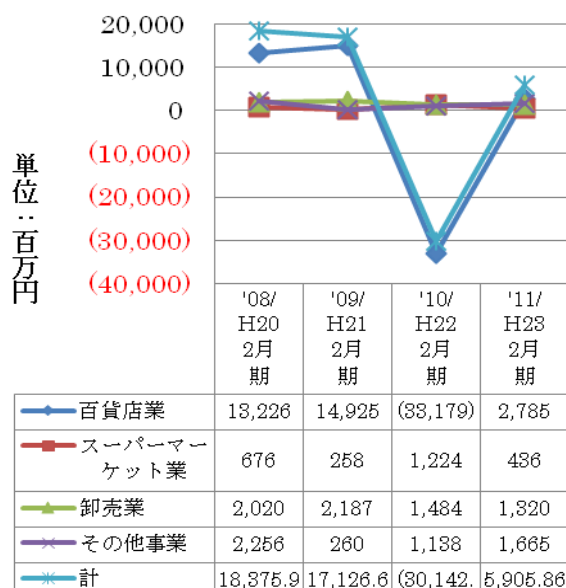
営業CF対設備投資額（JFR）



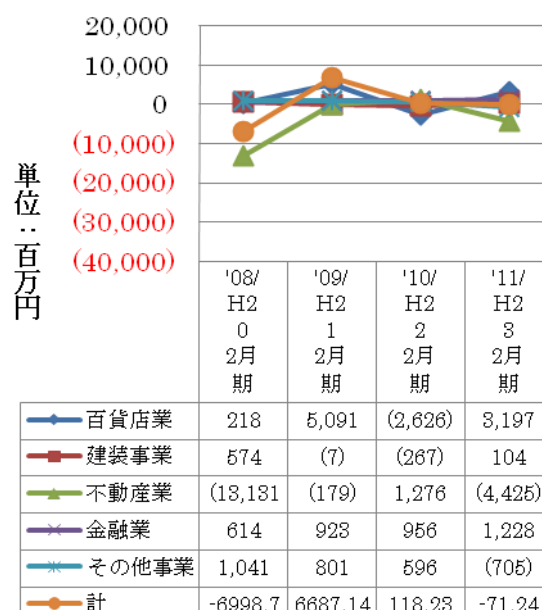
営業CF対設備投資額（高島屋）



FCF（JFR）



FCF（高島屋）



(6) 市場占有率

百貨店の各社は、**2009** 年を境に大型再編が一段落し、小売業界のハーフィンダール指数と比較すると高い。それでも同指数は **1234** と低く、業界内の競争を阻害する要因はないと言える。この事は、今後更なる再編が起こりうる事を暗示している。現に、アメリカの百貨店数は **1970** 年までに **202** 社が存在していたが、**1990** 年には **150** 社、**2006** 年には **17** 社まで劇的に再編統合が行われてきた。

表 百貨店各社の市場シェアと業界ハーフィンダール指数

順位	企業名	売上高(億円)	市場シェア	HHI
1	三越伊勢丹ホールディングス	12916	19.6%	384.8
2	J.フロント リテイリング	9,825	14.9%	222.7
3	セブン&アイ・HD (百貨店事業)	9,224	14.0%	196.3
4	高島屋	8,777	13.3%	177.7
5	東京急行電鉄 (リテール事業)	5,554	8.4%	71.2
6	エイチ・ツー・オー リテイリング	4,703	7.1%	51.0
7	丸井グループ	4,192	6.4%	40.5
8	近鉄百貨店	3,088	4.7%	22.0
9	パルコ	2,610	4.0%	15.7
10	小田急電鉄 (流通業)	2,291	3.5%	12.1
11	東武鉄道 (流通事業)	2,141	3.3%	10.6
12	京王電鉄 (流通部門)	1,704	2.6%	6.7
13	天満屋	1,500	2.3%	5.2
14	名古屋鉄道 (流通事業)	1,312	2.0%	4.0
15	遠州鉄道 (商品販売事業)	967	1.5%	2.2
16	井筒屋	967	1.5%	2.2
17	松屋	814	1.2%	1.5
18	大和	700	1.1%	1.1
19	さいか屋	571	0.9%	0.8
20	丸栄	416	0.6%	0.4
21	ながの東急百貨店	238	0.4%	0.1
22	中三	213	0.3%	0.1
23	山陽百貨店	207	0.3%	0.1
24	金沢名鉄丸越百貨店	170	0.3%	0.1
	その他 54 社			5.4
	総計	65842		1234

※日本百貨店協会ニュースレター「平成 21 年 12 月・年間 百貨店売上高 概 況 」 及 び 業 界 動 向 search.comHP (<http://gyokai-search.com/4-dept-uriage.htm>) より

※両者の対象企業が合致していない為、シェア合計が 100%を超えるが、大きな影響はないと判断し算定を続けた

※25 位以下の企業に関しては、算定簡便化の為 24 位の HHI=0.1 と仮定した。

値が小さい為、結果には影響ない

今までの財務、キャッシュフロー、企業価値、事業セグメント別財務分析などから見えた JFR の課題は、EVA がマイナスである事の要因として、以下に集約される。

(1) 収益性（営業利益率）の低さ

百貨店業の持つ問題として、景気の悪化に伴い、国内では今まで得意としてきた高額帯や中価格帯の商況が悪化している。その要因は、収益源として売上規模・利益率ともに大きい婦人服の低迷であり、それに代わるような顧客に支持される品揃えによるマーケット対

応力強化が課題である。また、従業員・建物・販促（ポイント費含む）といった百貨店が構造的に抱える高コスト構造からの脱却により、固定費率を下げ継続的に営業活動において十分な収益を創出できる構造を作り上げる必要がある。

(2) 固定資産回転率の低さ

百貨店の **ROA** や **PBR**、**EVA** の低さを見るに、資産の効率化による収益性の向上と共に、資本コストの高さが課題であると言える。小型店の不採算店舗や不要な固定資産を整理し、資産効率を向上させる事で有利子負債を圧縮する必要がある。

(3) 低成長

コンスタントな店舗改装にも拘らず、売上高増収率はマイナス基調である。

(4) 株式時価総額の低下

上記の課題や、百貨店という業態に対しての市場の期待から、株価は年々アンダーパフォームしており、業態転換レベルの刷新が求められている。

(5) 百貨店依存

売上の大半は百貨店事業で成り立っており、百貨店という事業の是非がマーケットに問われている今、リスク回避の観点からも別事業による収益の柱を構築する必要がある。その為には新規事業進出、あるいは既存事業育成の観点で選択肢を設ける必要がある。

(6) 海外チャネルの不在

JFR は海外に店舗を持たない。新興国が経済的に豊かになると、かつての日本がそうであったように、「モノ」にステータスを感じる消費社会へと移行する。一方、国内市場は人口減少であり、コスト構造転換や統合によって生きながらえる事は出来ても、大きな成長という観点では難しい。日本と親和性の強いアジアの新興国中心に出店を検討する必要があるものの、他の競合企業と比べると、国内基盤の盤石化に注力していた為、海外進出に出遅れているのが現実である。

2 企業環境分析

2.1 業界分析

2.1.1 百貨店業界とは

日本における百貨店の定義としては、日本百貨店協会に加盟しており、「衣・食・住の商品群のそれぞれが 10%以上 70%未満を取り扱い、従業者 50 人以上のいわゆる百貨店および総合スーパー」（商業統計調査より）と定義されるのが一般的である。このうち伝統的な意味での百貨店は、売場面積 3000m²以上（東京特別区および政令指定都市は 6000m²以上）の「大型百貨店」と、3000m²未満（同 6000m²未満）の「その他の百貨店」に区分されている。百貨店の歴史としては、東京日本橋の合名会社三井呉服店が 1904 年に株式会社三越呉服店を設立し、「デパートメントストア宣言」を行ったのが日本の百貨店の始ま

りである。この三越呉服店を初め、松坂屋（1611 年創業のいとう呉服店が発祥）、大丸（1717 年創業の大文字屋が発祥）など、「呉服系百貨店」と呼ばれる古くからの呉服屋が百貨店になったタイプと、阪急百貨店や西武百貨店など、「電鉄系百貨店」と呼ばれる鉄道会社がターミナル駅に系列の百貨店を作るタイプとに大きく分けられ、さらに、立地によって「都市型」及び「郊外型」に二分される。

規制緩和と日本国内の消費活況により、1990 年初頭まで百貨店は大きく栄えた。下記の図は、百貨店業界の売上高の推移について、1980 年（昭和 55 年）から 2010 年までの変化を記したものである。1991（平成 3 年）に小売販売額の 6.7%のシェアを占め、9.7 兆円の市場規模を獲得しピークとなった後、その規模は急速に下落している。これは、コンビニ・ファッションビル・専門店（カテゴリーキラー）・ネット通販など、消費者のライフスタイルに適した業態の登場、人口の都市集中による公害百貨店の不振などの要因に拠る所が大きく、2009 年現在、百貨店売上高は 6.6 兆であり、小売販売額に占めるシェアは 5.0%である。こういった、厳しい商況の中で、百貨店魚介の再編が進んだ。2007 年に大丸と松坂屋が持株会社 J.フロントリテイリングを、阪急百貨店と阪神百貨店がエイチ・ツー・オーリテイリングを設立し経営統合したのに続いて、2008 年には三越と伊勢丹が経営統合を果たした。2003 年に経営再建のために西武百貨店とそごうがミレニアムリテイリングを設立した前例はあるものの、これまでの百貨店業界は商品調達を中心とした緩やかなグループ化が主流であっただけに、相次ぐ大手百貨店の経営統合は百貨店業界の本格的な再編が始動したものと注目されている。その背景には、(1) 持ち株会社の解禁のように経営統合の基盤整備が進んだこと、(2) バブル崩壊後の長期化する消費低迷の中で経営戦略の巧拙が業績格差を明瞭にしたこと、(3) グローバル市場や競争に対応した経営規模の拡大の要請があること、(4) ショッピングセンターやカテゴリーキラーとの競争が激化していること、(5) 保有資産に比べて百貨店の株価が相対的に割安なために、外資や投資ファンドによる敵対的買収の脅威にさらされていることなどが挙げられる。

2.1.2 PEST 分析

事業を取り巻く外部環境、即ち政治的 (Political)、経済的 (Economic)、社会的 (Social)、技術的 (Technology) の側面から分析を行うと、以下のような要因が事業に影響していると考えられる。

図 百貨店を取り巻くマクロ環境 (PEST) 分析

政治的要因 politics	・「まちづくり 3 法」などの法律による出店規制 ・PL法・食品衛生法などの品質表示義務 ・中国人の中間層へのビザ付与
経済的要因 economic	・デフレの進行による客単価減少 ・円高基調による海外旅行者の減少
社会的要因 society	・エコ・エシカル消費の台頭 ・少子高齢化・都心回帰・人口減少社会 ・「モノ」消費から「コト」消費への変化
技術的要因 technology	・メディアミックス型コラボレーションビジネスの台頭 ・インターネットを活用した顧客獲得 ・取引先による様々な新業態開発

(1) 政治的要因

百貨店の発展は法改正に影響されてきた。第 1 次世界大戦後、大企業による低賃金労働・合理化による生産性向上により、労働力が農村から都会に移動し、都会に集中した過剰労働力を商業やサービス業が吸収していた。そんな中、生活必需品まで品揃えし、中小商業者の商売を圧迫するようになった百貨店の営業活動を自制し、中小商業者の保護と百貨店経営の改善・合理化・統制を目的として、1937 年に「(第 1 次) 百貨店法」が制定された。これは、1,500 m² (6 大都市では 3,000 m²) 以上の百貨店業者に対し、①百貨店開業の許可制 ②支店開設などの営業拡張及び出張販売の許可制 ③閉店時刻 ④休業日 ⑤百貨店組合への強制加入を定め、これらの規定に違反した場合は、業務停止、許可の取り消し、罰金などを定めたものである。この法令は終戦後、GHQ の意向もあり、独占禁止法と重複する事と百貨店の自由競争が消費者に利益をもたらすとの理由で、1947 年に廃止された。

戦後復興を経て再び百貨店が隆盛するようになると、より直接的な百貨店の規制を求める声が中小小売業者から上がり、百貨店法の復活が要求された。その結果、1956 年に「(第 2 次) 百貨店法」が成立した。店舗の新設、拡張、営業時間の延長などにより無制限に事業活動を拡大している百貨店が、小売業の過当競争を誘発、中小商業者の事業活動を圧迫し、我が国商業の正常な発達を阻む恐れがあるとして、中小商業者に適当な事業活動の機会を確保する事を目的とした。これは、百科に対し、①百貨店営業の許可制 ②店舗の新設・増設の許可制 ③閉店時刻 ④休業時刻を定めるなど、百貨店法を継承した内容である。さらに、1974 年に、「(第 2 次) 百貨店法」に代わるものとして「大規模小売店舗法」が施行された。これは、「消費者の利益の保護に配慮しつつ、大規模小売店舗の事業活動を調整することにより、その周辺の中小小売業者の事業活動の機会を適正に保護し、小売業の正常な発展を図ること」と条文にあり、中小企業保護の意味合いが強いものである。主な規則としては、①1,500 m² (政令指定都市は 3,000 m²) 以上の店舗新設・開店・休業日数・閉店時刻の届出、②企業単位から建物単位の規制が挙げられている。この法律において、長期に亘る出店調整が各地で発生した。これは、商工会議所の意見調査審議機関である商業調整協議会(商調協)に帰する問題である。これには、地元の商店街や大型店舗代表が商業関係者として審議メンバーに加わっており、既得権益の確保という目的に向かってこの法律は活用されてしまい、百貨店の営業に関して大きな規制を蒙る結果となった。なおこの法律は、日本トイザらスの国内出店時の出店停滞に伴い、対日貿易赤字に苦しむ米国から槍玉として上げられた。市場開放を叫ぶ米国の圧力により、1991 年には日米協議の元で改正され、対象売場面積の拡大、商調協の廃止が実施され、当該法律の運用は大幅に緩和された。

その後、2000 年には「大規模小売店舗立地法」が施行され、条文にある「大規模小売店舗の立地に関し、その周辺の地域の生活環境の保持のため、大規模小売店舗を設置する者によりその施設の配置及び運営方法について適正な配慮がなされることを確保することにより、小売業の健全な発達を図り、もって国民経済及び地域社会の健全な発展並びに国民生活の向上に寄与すること」を目的とした法律である。今までに挙げてきた従来の法律と

は異なり、大規模店舗の店舗規模の制限を主目的とせず、大規模店舗の地域社会との融和促進を図ることを主目的としており、改正都市計画法、中心市街地活性化法と合わせて街づくり 3 法と呼ばれ、経済規制から社会規制への転換と位置付けられている。この改正により、都心型の百貨店は参入障壁を高めたものの、結果的に郊外に大型 SC 等の出店を促した事と、規制外の面積で出店できるカテゴリーキラー（ユニクロなど）は特に影響を受けず、競合環境は激化していると言える。また、こういった法律・条令による出店規制に加え、PL 法に代表される消費者保護の法律の厳格化も、販売方法に影響を与えている。

(2) 経済的要因

デフレによる低価格志向は、顧客に「賢い消費」を促し、百貨店が得意としてきた高額帯から中価格帯の衣料品の売上構成比下落に直結している。比較的好調な食品と異なり、このカテゴリーは利益率が高い為、売上の低下は営業利益の下落に直結する。また、円高に伴う海外旅行者の減少も、消費に旺盛なアジアの中国人中心に影響が表れている。政治的要因でも既述したように、中国人に対するビザ波及は段階的に緩和されており、1999 年 1 月の中国政府による日本団体観光旅行解禁に始まり、2000 年の日本政府による査証発給開始、2009 年の中国人個人観光客への査証発給開始、2010 年の中国人個人観光客への査証発給要件緩和など、観光・ショッピングを中心とした入国の受け入れに積極的であった。特に、2010 年の緩和に関しては、これまでの発給要件の「一定の職業上の地位及び経済力を有する者」から「一定の職業上の地位」を除いて「一定の経済力を有する者」とし、滞在期間をこれまでの 15 日から 30 日まで延長した事により中国個人観光客の更なる増加を期待している。しかしながら、円高基調に加え、震災に伴い外国人観光客が大きく減少。銀座や心斎橋筋商店街の外国人観光者数減少は、海外ブランドや化粧品売り上げに影響を与えている。

(3) 社会的要因

まずは人口減少社会に突入した事による国内マーケットの縮小と、高齢者社会という先進国でも前例のない社会構造に入らる中で、小売業のあり方も新たな道を模索する必要がある。また、消費者のライフスタイルの多様化に伴い、「モノ」ありきの社会からサービスやイベントといった「コト」への消費にシフトをしている。小売業も、「コト」の為の「モノ」販売という位置づけ、消費社会時の販売手法からの脱却を図る必要がある。

(4) 技術的要因

SNS などソーシャルメディアの普及により、インタラクティブな販売促進が可能となっている。ツイッターや携帯電話の GPS 機能を利用すれば、タイムセールやイベントといった刹那的な販促に関しても効果的に情報を発信・共有する事が可能である。また、ライフスタイルの多様化に伴い、様々な新業態が開発されており、ネット通販の利便性向上や、婦人・紳士・生活雑貨などのカテゴリミックス型店舗の台頭等、従来のカテゴリ別展開に囚われない業態が現れてきている。

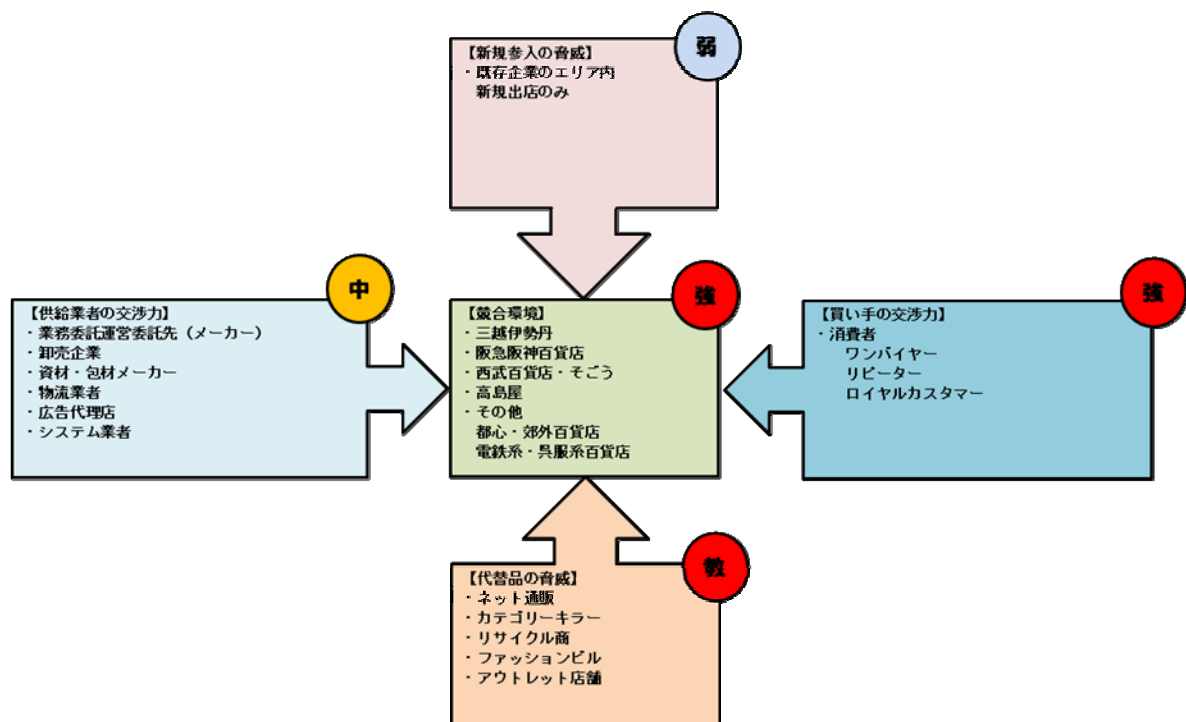
(5) PEST 分析小括

このように、法律・条例による出店規制の中、デフレによる価格志向やライフスタイルの変化に伴う消費構造の変化に対応し、マーケットに対応する新業態を積極的に取り入れ続ける事が百貨店業には必要である。しかしながら、これは商売の基本であり、こういう事がすぐにできない百貨店の組織やコスト構造に問題があると言える。

2.1.3 5Forces 分析

次に、百貨店業界を取り巻く競争環境を 5Forces 分析にて明らかにする。分析結果を下図に示す。

図 百貨店業界の 5Forces 分析



(1) 業界内の競争関係

業界自体の急激な衰退と価格競争によって厳しい競争環境にある。そんな中、現状は三越伊勢丹（三越＋伊勢丹）、J.フロントリテイリング（大丸＋松坂屋）、H2O リテイリング（阪急＋阪神）といった業界再編が進んだとは言え、「1.5 主要事業部門別業績推移」で述べたように、百貨店業界のハーフィンダール指数は 1,200 程度と高くなく、まだ業界再編は進むと考えられる。百貨店は、店舗賃貸料や減価償却費・人件費などコスト削減の難しい固定費率が高い為、売上高の向上と売上原価低下による利益確保が重要となる。しかし、調達チャネル同質化（「売り手の交渉力」で言及する）と市場規模減少下でのシェア死守によって、価格競争（ポイントカード・値引販促・セール）に陥りやすく、利益確保が難しい状態にある。

(2) 新規参入の脅威

新規出店に伴う設備投資額の大きさ、法規制など参入障壁は高い。併せて、暖簾や歴史による信頼感・安心感・ロイヤリティ・カード顧客データベース など、新規参入には持ち得ない強みを持っており、参入障壁は高いと言える。

(3) 代替品の脅威

ルミネやルクアに見られる高感度ファッションビル、イケアやヨドバシカメラ・ユニクロ・東急ハンズに見られるカテゴリーキラー、ZOZOTOWN などに見られるネット通販、シネコンなどが融合したイオンモールなどの準郊外 SC、ヤフーオークションなどのリサイクル、アウトレット店舗など、消費者の購買に関する選択肢は今や多種多様であり、ライフスタイルの多様化に伴い、代替品の脅威は今後ますます増すものと考えられる。

(4) 供給者の競争力

大手サプライヤーとは取引規模や利益率の高さから百貨店は相当な依存状態にある。一方、サプライヤー側は、脱百貨店型のチャネル展開を積極的に開拓しており、必ずしも百貨店に依存していない場合が増えている。どの百貨店も、商品供給源の大半を同じ大手サプライヤーに依存しており、そういったサプライヤーはクイックレスポンスによる売筋追求型の商品構築を行っている為、取扱商品の同質化が甚だしく、同じブランドの同じ商品がいろんな百貨店に並んでいるという現象が起きている。結果的に、立地や店舗規模に伴うバレーゲニングパワー拡大が、粗利向上や売筋確保の決め手となっている。

(5) 買い手の交渉力

買い手は幅広い客層であるものの、価格感応度が非常に高く、購買チャネルも代替品を含め多様に存在する事から、買い手の交渉力は強いと言える。その中でも、顧客を、新規顧客である「ワンバイヤー」、来店頻度の高い「リピーター」、外商顧客に代表される「ロイヤルカスタマー」に分類するとワンバイヤーの他チャネルへの流出が激しく、継続顧客になりえていない点が課題である。

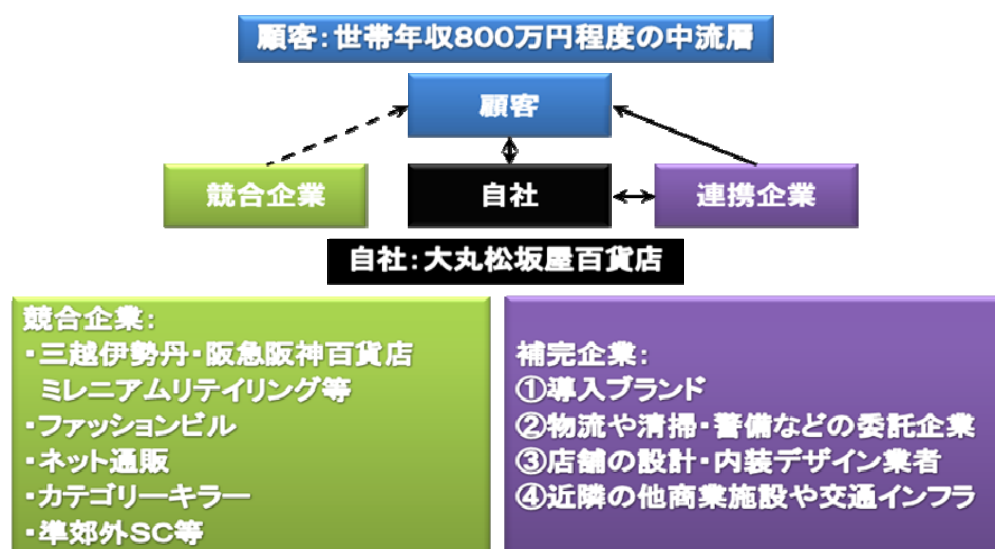
(6) 5Foeces 分析小括

以上、様々な代替購買チャネルの台頭により選択肢の増えた消費者、業界内の企業の多さなどにより、成熟した業界でありながらも競争環境は非常に激しい。大手サプライヤーによる売筋追求によるブランドや商品の同質化と、それしか導入できない百貨店の高コスト構造による魅力の低下が起きており、その為に新規顧客が獲得できず、顧客の減少というマイナスサムの中で競争が激化している状態にありながら、新しい試みができないという構造的欠陥を抱えている。

(7) バリューネット

このような厳しい競争環境において、どのような切り口が顧客からの価値獲得につながるのか。この問いに関して、バリューネットを基に糸口を見つける。

百貨店業界のバリューネット



自社である大丸松坂屋百貨店は、顧客として最も人口ボリュームの高い、世帯年収 800 万円程度中流層をターゲットとしている。競合企業としては、5Forces で述べたように、三越伊勢丹・阪急阪神百貨店・高島屋等の競合百貨店を始め、前述の代替品であるファッションビル・ネット通販・ユニクロやヨドバシカメラなどのカテゴリーキラー・準郊外 SC・リサイクル企業など多岐にわたる。特にルミネに代表される駅前立地のファッションビルや、市場規模で百貨店を追い抜いたネット通販等、新規の販売チャネルが台頭している。自社にとっての補完企業は大きく 4 つと考える。第 1 に導入ブランド、第 2 に物流や清掃・警備などの委託企業、第 3 に店舗の設計・内装デザイン業者、第 4 に近隣の他商業施設や交通インフラが挙げられ、これら補完企業との連携によって付加価値が創造される。特に、サービスコンテンツを含む導入ブランドとの連携は、差別化の要素として非常に大きく、その選択肢をできる限り広く持ってマーケットに対応する事が重要となる。他商業施設との連携はエリアとしての商業魅力度を高める事に貢献するが、高まる商業魅力度により付加価値の創造ができた後は、その価値を取り合う構図となるので、競合百貨店との連携に関しては長期的優位性を構築する戦略的視座が重要となる。

2.1.4 SWOT 分析

大規模小売業である百貨店における、自社の強み・弱み・機会・脅威に関して、SWOT 分析を行う。それぞれの項目をマトリクスにして、仕掛けるべき点と対処すべき点を明確にし、そのアプローチ方法を探る。



SWOT マトリクスより、SWOT 分析の各項目を組み合わせ、自社が取るべき戦略を整理すると以下のような要素が洗い出される。強みと機会による積極的攻勢としては、「ローコスト運営力をノウハウにしたライフスタイル変化対応」「ノーコスト運営ノウハウによる海外小売業とのコンサル提携」「海外百貨店の買収及びローコスト運営による収益改善」が挙げられる。国内に関しては、JFR が培ってきたローコスト運営力を武器に、変化しつつある消費者のライフスタイルにいち早く適応する戦略を取る。今まで百貨店は、その高コスト構造故にマーケット対応力ができなかった経緯があるが、業界一の効率経営力によりこの対応を可能とする。海外に関しても、国内同様に JFR が持つローコスト運営力を武器に、マーケットの成長性が見込める海外進出をするという着眼点であるが、JFR に事業基盤の無い海外百貨店に、業務提携や買収という手段を適用する。海外への小売業の進出は現地商慣習や法規制・マーケット調査など、日本のセオリーをそのまま輸出する事は出来ず、現地適応力が問われるため、ゼロからの進出ではなく、提携や買収という選択肢を取る事は合理的であると言える。これにより、競合に比べて出遅れた海外進出に追いつく事を可能とする。弱みと機会による段階的施策としては、「ライフスタイル対応による若年新

規顧客獲得」「円安の今、海外百貨店を買収」「欠落 MD・サービス企業買収（提携）」が挙げられる。高齢者に購買層が集中している状況を打破するべく、強み同様消費者のライフスタイルに対応した店舗戦略を取る。また、国内依存体質では、今後の人口減少社会の中での成長が困難である為、円高の今を機会として海外小売業の取り込みを検討する。手段は、基盤構築という時間を解決する為、買収を主眼に置く。

強みと脅威による差別化戦略としては、「立地やのれんを活かし、カテゴリーキラーの百貨店内導入」「ローコスト運営による人気（低歩率）ブランド積極的導入」「抜本的改装によるマーケット対応」「地域社会との連携」「旅行会社との積極的提携」「他百貨店との合併」が挙げられる。カテゴリーキラーや専門店ブランドが台頭して新規顧客を逸しているのではあれば、それを店舗内に取り込んでしまえば良い。実際に 2011 年 4 月にグランドオープンした大丸梅田店は、ユニクロや東急ハンズといったカテゴリーキラーを賃貸借契約により導入し、上層階の集客装置として機能している。また、強みで述べたマーケット対応の具体的手法として、マーケットに支持されているブランドの積極的導入が考えられる。人気ブランドは交渉難易度が高く、得てして歩率が低い為、ローコスト運営によって低歩率ブランドの導入に耐えられるコスト構造になっている事は、選択肢の増加に直結する。

経営効率で悩む競合百貨店に関して、合併を持ちかける事も手段の一つである。この場合は、店舗の重複、文化の違い、優劣の明確化など、PMI を含めて留意すべき点が多い。また、既存顧客の囲い込みに関しては、店舗網が全国に分散している事を活用し、それぞれの地域社会との連携を図り、魅力的な催事や自治体との連携によるイベントによって店舗を活性化することも考えられる。さらに海外観光客の取り込みとしては、今でも行われている旅行のバスルートへの採用を拡大する事が挙げられる。今は大丸心斎橋店に集中している取組であるが、中国人観光客のゴールデンルート（大阪（大阪城・心斎橋・難波）→京都→愛知→静岡（富士山）→箱根→横浜→東京（銀座・秋葉原・新宿・浅草・お台場・成田空港））上の殆どに店舗が存在している事を武器に、利用店舗を拡大するよう旅行会社に働きかける。

弱みと脅威による専守防衛または撤退としては、「ディベロッパーへの転換」「店舗売却など不要資産の整理」「他百貨店との合併」が挙げられる。店舗改装による改装費や、店舗運営の為の人件費が大きくかかる百貨店業からの脱却という抜本的構造改革を行う事も選択肢の一つである。事業範囲内であれば、非効率な資産の整理を積極的に推し進めるべきである。これらの対応の中で、短期的に何が必要で長期的には何が必要かを、現状の事業課題と合わせて次項で検討する。

2.1.5 百貨店業における課題と取りうる戦略

PEST 分析・5FORCES 分析・SWOT 分析によって導き出した課題・施策を整理する。百貨店は、マイナスサム化する国内市場でのみ戦い続ける事は今後困難である。国内で戦い続けるにしても、マーケット対応ができていない為に他チャネルの躍進による競争激化が

進んでおり、保有資産に比べて百貨店の株価が相対的に割安な為、外資や投資ファンドによる敵対的買収の脅威にもさらされている事から、店舗価値の向上やグローバル市場や競争に対応した経営規模の拡大志向が起きている。そのような環境にも関わらず、百貨店は組織やコスト構造により、マーケット対応という当たり前の変化ができず、価格競争（ポイントカード・値引販促・セール）によるシェア死守が激化し、利益確保が難しく、新しい試みができないという構造的欠陥に陥ってきた。こういった状況の打破を JFR が行う為には、業界の中で先んじて行ってきた構造改革によるローコスト運営力をコンピタンスとしたマーケット対応力を強化して成長を図ると共に、不要資産の売却などの効率化を同時に行うべきである。そこで生まれたキャッシュを活用し、百貨店業一辺倒のポートフォリオから脱却すべきである。その後経営基盤の拡大として、他百貨店との合併やアジア新興国を中心とした海外企業の買収を行って事業基盤を拡大する。ただし、機会に応じてこの順序は逆転する可能性もある。

3 企業戦略分析

3.1 企業価値創造

過去の JFR（大丸及び松坂屋）の経営戦略について検討し、今まで築き上げてきた企業価値について論じる。

3.1.1 大丸の第 1 次営業改革

1997 年に、現 JFRCEO の奥田氏が大丸の社長に就任した事が、大丸の経営改革の始まりである。この頃の外部環境は、バブル崩壊、消費税導入、社会保険料負担の増加、山一証券など金融機関の倒産による貸し渋りによる景気悪化に突入しており、百貨店もその規模が減少していた。また内部環境も、中高年社員数の増加に悩む時代であった。そのような不安定な時期に就任した奥田は、オーストラリア店での 8 年の店長経験による合理的判断力から、従来の慣習に囚われない抜本的な改革を推進すべく、守りと攻めの同時進行による改革を行った。まずは守りの改革として、今まで大丸が行って来なかった、非採算事業・店舗の撤退と早期退職優遇を行った。この措置により、海外店舗は全て閉店、国内も和歌山店、町田店、新居浜店を立て続けに閉鎖した。早期退職に伴い、45 歳以上の 4 分の 1 にあたる 746 名の社員が大丸を去った。これらの痛みを伴う改革は、社内で「次は自分かもしれない」という疑心暗鬼を生んだが、一転して攻めの改革に移行する事で、再成長への期待感を社員に醸成させ、モチベーションを保たせた。攻めの改革では、1998 年に第 1 次営業改革が実行された。これは、お客様に支持される店頭営業活動を通じて、利益を飛躍的に生み出す体質作りを目標に、「売場運営のマネジメントの標準化」と「経営書資源の再配分と資源の重点化」を方向性とする取組であった。「人の意識を変えないと改革は空回りする」との奥田氏の想いから、ワンフレーズでの改革内容が定められ、「最大の顧客満足を最小のコストで実現する」というメッセージを全社員が共有した。具体的取組としては、業務内容の実態調査を現場にさせ、「やらされ感」ではなく「腹に落とす」巻き込み型の改革を念頭に、買取・委託・消化の 3 仕入形態を肯定しながら、「店頭業務の再設計」「接客

パターン別アプローチ」「売場運営形態別アプローチ」という、業務の「見える化」を念頭に、生産性を高め、顧客満足度を高める仕組みの構築を行った。

「店頭業務の再設計」は、店頭販売時間の増加を主目的に、現状の店頭業務の価値分類を行い、店頭業務を「非付加価値業務（顧客が売場に期待していない業務...シフト表作成・単品管理台帳記入）」、「低付加価値業務（顧客が売場に期待する度合いの低い業務...レジ業務・検品）」、「付加価値業務（顧客が売場に期待する業務...接客販売・欠品補充）」に分類、非付加価値業務・低付加価値業務の組織化・集中化・標準化と付加価値業務の機能強化を行った。また、購買ニーズと販売形式のズレの解消による顧客満足向上を目的に、「接客パターンによる売場分類」を行った。これは、接客に対する期待をベースに、接客を「コンサルティング売場」「対面販売売場」「ポイントサポート売場」「セミセルフ・セルフ売場」の4つの接客パターンに分類、接客パターン別販売業務基準書による、パターンごとの業務・ポストの設定、を行い、売場のあり方・イメージ・環境のポイント・人員配置ポスト・販売業務基本フロー・役割分担を明確にしたものである。さらに、「売場運営形態別アプローチ」では、仕入と販売において取引先との関係を整理し、大丸か取引先、どちらが主体性を持って運営するほうが効果的な売場かを明確にし、大丸が運営するほうが効果的な売場に人員を再配置する事で更なる業務の効率化を目指した。「店頭業務の再設計」「接客パターン別アプローチ」「売場運営形態別アプローチ」という、これら3つの取り組みにより、百貨店小売業務内容の「見える化」を行い、自社と取引先を含めたビジネスシステムにおける役割の再整理と新たな役割付与に繋がった。これら経営改革の成果は、2003年の大丸札幌店の出店に集大成として表れた。大丸札幌店は、業務オペレーションの考え方として、「絶対員数の少数化を最大課題とし、管理スパンを拡大、権限の集中化を志向する」事を掲げ、物流・人事（パートナー）・出納のアウトソーシング、部門横断的な40名の業務支援チーム、後方事務所の集約化、営業部事務所の主要フロア集約配置などにより、45,000㎡の売場面積を、従来の百貨店では考えられない478名（パート236名含む）という体制で運営を行い、かつ高い収益性と成長性を確保した。

3.1.2 大丸の第2次営業改革

第1次営業改革で、売場運営形態別分類での取引先関与の分離を行った結果、売上に影響の大きい取引先委託運営形態において、商品配分が不足する事態が散見された。そこで、2005年度に第2次営業改革を実施、委託運営形態に対して商品配分に関与すべく、「仕入は本社・販売は店」という体制を構築し、商品部長であるマーチャンダイザーを筆頭にした本社バイヤー・アシスタントバイヤー体制導入を行った。具体的取組としては、取引形態別に、商品全量を単品レベル発注、重点商品を型番のみ発注、ダラーコントロールといったように、仕入に対する関与度合を細分化し、人的資源を効率よく割り振った。同時に、マネジャーの仕入業務ウェイト負荷を軽減し、「強い店頭販売力」と「高効率オペレーション」のさらなる強化を目的に、5つの管理視点（売上・商品・販促固定客・販売体制・販売力）を基本にした「販売計画」策定を徹底した。これらの改革は、消化仕入形態に対して仕入に関与するという点において、リスクの所在が不明確であり、取組として投入した

人的資源に見合う成果が出たものではなかった。この取組により大丸は、仕入の関与によるマーチャンダイジングの強化は困難との結論に達し、百貨店の中でいち早く、従来のパラダイムからの脱却を図る端緒となった。

3.1.3 大丸の第2次営業改革完成系

第2次営業改革の反省を踏まえ、2008年には第2次営業改革完成型に向けた取組が実施された。これは、販売形態を「自主運営型」と「ショップ運営型」に集約化し、「自主運営型」においては、第2次営業改革の取組を継続、「ショップ運営型」においては、マーチャンダイジングは取引先に完全委託し、大丸は販売促進やCRM業務、販売サービス業務といった「プロデュース」と「カウンセリング」業務に特化する事となった。この事は、従来百貨店に見られた、すでにアウトソーシングされているはずのマーチャンダイジングへの資源投入からの脱却と、新たなコア・コンピタンスとして「取引先（ブランド）を評価して組み合わせる」外部資源活用能力の構築へと舵を切る事を意味した。

3.1.4 小括

これら大丸が行った各種営業改革は、百貨店運営のローコスト化と、資源手中による収益最大化を並立させる取組であると言える。この強みを基に企業価値が向上し、この強みを持って松坂屋と合併したのが、これまでの企業価値創造のあり方である。

3.2 企業理念とビジョン

JFRの社会的使命と信念を表す「企業理念」と目指すべき将来像である「ビジョン」、及びその際の拠り所となる「行動指針」の3点について分析する。これらの関係は、企業理念という使命・価値観の元、行動指針を頼りにビジョンの実現へと向かう構図であり、従業員・顧客・株主・社会的価値を実現する意味づけとしていずれも必要な要素である。JFRのグループ基本理念は、大丸の経営理念であった「先義後利（義を先にして利を後にする者は栄える）」と、松坂屋の経営理念であった「諸悪莫作 衆善奉行（諸悪をなすなかれ、多くの善行を行え）」を継承し、伝統精神に共通する「お客様第一主義」、「社会への貢献」の要素を表現したものである。また、事業運営方針には、大丸の改革のキーメッセージであった「最大の顧客満足を最小のコストで」を継承するものとなっている。また、JFRグループで働く一人ひとりが、基本理念に基づき心がけるべき行動原則を挙げている。これらの理念・指針をもって、「日本を代表する小売業界のリーディングカンパニー」というビジョンに向けて邁進している。

3.3 CSR

ビジョン実現に向けた行動指針において必要となる要素がCSRである。JFRにおいては、「グループ理念」、「グループ方針」を業務の現場において確実に実践するため、社則や各種

業務マニュアルを整備するとともに、品質管理や個人情報保護管理について厳しい自主基準を設け、お客様ご相談窓口による苦情受入れと再発防止に努めるなど、日常のコンプライアンス行動を徹底している。

3.4 ステークホルダーとの関係

3.4.1 顧客価値

2007年11月に第1期オープンした大丸東京店は、今後のJFRモデル店舗としてバリアフリーを徹底している。全館ステップフリー・多目的トイレ各階設置・バリアフリー機能付エレベーター設置・ユニバーサル対応試着室等、不自由なお客様でもご利用頂ける店舗設計を考慮している。

3.4.2 従業員価値

競合他社と比較すると、JFRの年収は減少傾向であるものの、他社もそれほど相違はなく、給与水準も勤続年数も比較的良好である。

表 百貨店各社の従業員の状況

	JFR			高島屋			H2O			三越伊勢丹		
決算期	年齢	勤続	年収	年齢	勤続	年収	年齢	勤続	年収	年齢	勤続	年収
H23年2月期	46.8	24.4	791.0	43.6	22.0	624.6	44.8	22.5	917.1	45.5	22.4	792.2
H22年2月期	45.0	23.3	721.9	43.8	22.3	648.1	44.2	21.9	798.1			
H21年2月期	47.6	25.8	838.4	44.4	23.1	677.6	43.2	21.3	880.5	46.3	22.3	1,017.8
H22年2月期	46.5	23.5	884.2	44.0	22.8	692.4	43.2	20.9	883.0			

※各社有価証券報告書より作成（決算期はJFRに準拠）

ただし、役員報酬と従業員給与の間には大きな他社と比べても大きな差があり、業績の推移によっては不満の種となりえるポイントである。

表 百貨店各社の役員報酬と従業員給与の比率

カテゴリ／会社名		H22年3月期			
		Jフロント	高島屋	H2O	三越伊勢丹
役員報酬／従業員給与	取締役	5.6	5.0	3.3	4.4
	監査役	2.6	3.0	3.1	2.1
	社外取締役	1.5	1.2	1.1	1.3
	社外監査役	1.1	1.2		
	平均	3.3	3.2	2.6	2.6
従業員平均給与／年		7,218,910	6,481,000	7,981,000	7,612,280

金銭面以外の重要な指標として、人材育成の観点があるが、JFRのHRMは、「自分のキ

キャリアは自分で作る」という考えの下、キャリアの棚卸や目標のすりあわせを定期的に行い、個々のキャリアパスを明確にしている。例えば、キャリアの節目となる年齢で実施される「節目面談」、年 1 回のペースで上司・同僚・部下からの評価と自己評価を比較して行動計画に落とし込む「360 度多面評価」、豊富な研修を通じて年間 2,000 名が受講する「キャリアサポートカレッジ」、本人の意欲を配置に反映させる「自己申告制度・公募制度・FA 制度」などが相当し、キャリアを自分で積み重ねる物へのサポート体制においては非常に充実している。

3.4.3 取引先価値

取引先販売員に対するインセンティブ制度や、社内研修への門戸開放など教育の機会を提供し、共に育つ姿勢を大切にしている。

3.4.4 社会価値

JFR は、下記の「グループ環境方針」を策定しており、“持続可能な社会の実現”に向けた「環境にやさしい企業経営」を積極的に推進している。

1 環境に及ぼす影響とその原因を認識し、グループ各社の事業活動を通じて環境保全活動を推進する体制・仕組みを構築し、環境負荷の低減に積極的に取り組みます。

(1) 資源・エネルギーの有効活用

(2) CO2 排出量の削減

(3) 廃棄物の削減と再資源化

(4) 環境にやさしい商品・サービス・情報の提供

(5) お客様、お取引先様や地域の皆様と取り組む環境保全活動の推進

2 環境に関する法令、条例及び協定などの要求事項を順守します。

3 教育・啓発活動を通じて環境保全に対する意識の向上を図り、グループ内で働く一人ひとりが環境課題に自ら取り組む基盤を強化します。

4 この環境方針はグループ各社で働くすべての人に周知徹底するとともに、社外にも公開します。

具体的な取組内容としては、「エネルギーの削減」「地球温暖化防止活動への参画」「廃棄物の削減」「包装資材の削減」などを推進している。中でも、エネルギーの削減に関しては、大丸梅田店が環境省の「平成 22 年省エネ照明デザインアワード」でグランプリを受賞する等、各界の注目を浴びている。これは、大丸梅田店の増床グランドオープンに合わせ、全フロアの天井照明器具の LED 化を実現。後方部門等の照明も人感センサーつきの高効率 Hf タイプ蛍光灯に変更し、省エネと店内冷房の効率化にも大きく寄与した。

3.4.5 株主・投資家価値

百貨店は個人株主が多く、株主優待による特典付与は大きなインセンティブとなっている。海外や法人投資家に対しては、両社ともに営業利益の下落と共に株価が急速に下落しており、直近 4-5 年間の株価推移を見ると JFR (3086.T) は、TOPIX の指標をアンダーパフォームしており、高島屋 (8233.T) も TOPIX と同等の推移から近年はアンダーパフォーム気味に推移している。

顧客価値、従業員価値、社会価値に関しては、向上の努力が現れており、一定の評価を受けている。しかし、株主価値に関しては、十分に対応できているレベルとは言えず、株主価値の向上を通じて更なる企業価値創造を目指す必要がある。

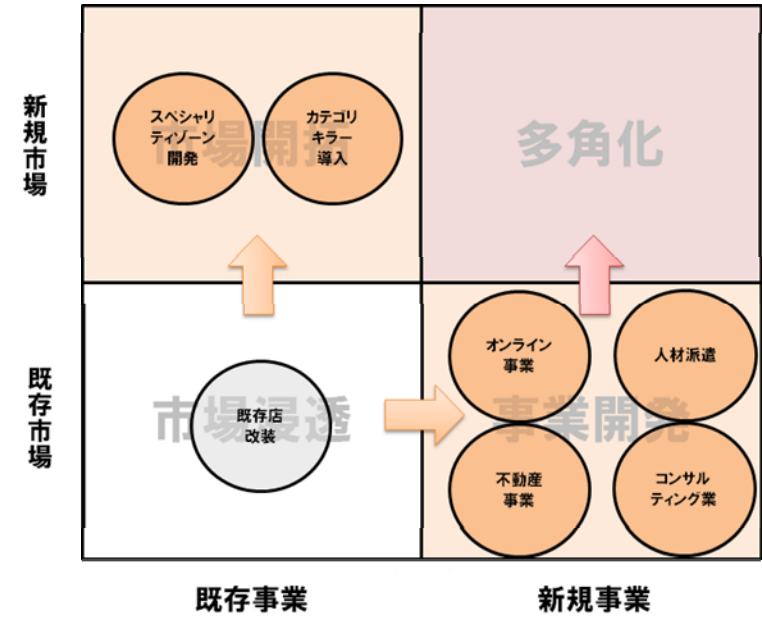
3.5 企業成長戦略

3.5.1 事業展開シナリオ

新規事業開発として、上記の事業の内、不動産によるリーシング・人材派遣業の社外展開・オンライン事業への注力・コンサルティングでのローコストオペレーション指南などは、比較的新しく発足しており、成長性の期待できる新規事業として積極的なヒトやカネの資源投入が為されている。一方の新規市場開拓に関しては、新規出店がないことから、既存店舗の中で新しいマーケットに対応する売場づくりによって行う事になる。一つの方向性としては「スペシャリティゾーン」の構築がある。この「スペシャリティゾーン」とは、お客様がひと目見て「私の売場、と感じていただけるゾーンであり、地域ごとのマーケット調査に基づく店舗戦略をベースに、対象とする顧客層ごとの価値観やライフスタイルに合わせた「コンセプト」や「テーマ」に基づき、ブランドやショップ、商品などを従来の枠組みに囚われずに編集したゾーンである。自社では、「スペシャリティゾーン」の切り口として、ライフスタイルの専門性を追求する「ターゲット絞り込み型」と商品アイテムを絞り込む「パワーカテゴリー型」を中心に開発を進めている。前者の例としては、18 - 34 歳の女性をターゲットにした「うふふガールズ」の構築が挙げられる。これは、百貨店が従来獲得できずにファッションビルへの流出を傍観していたヤング層獲得の為、超ローコストオペレーション構築に伴い、従来の百貨店では取引できなかったファッションビル系低益率ブランドの出店を可能にし、ターゲットにフックする様々なカテゴリ・デジタルプロモーションアドを活用した新規販促を連打するゾーンである。後者の例としては、2011 年 3 月に大丸梅田店でオープンした婦人肌着売場「オーランジェリーゼ」が挙げられる。これは、「うふふガールズ」同様、超ローコストオペレーションを基に、従来のコンサルティングによる肌着提案に加え、カジュアル感覚で購買できる低価格の肌着ブランドやルーム雑貨、スキンケア施設の導入を図り、ライフスタイルに根差した新しい感覚の肌着売場である。現在、肌着分野では西日本一の売上を獲得している。また、店舗によっては、ミセスの多い京都などでは、「マダムセレクション」というミセスの為の「モノ」「コト」提案に特化した売場などもスペシャリティゾーンとして展開している。新規市場開拓に関しては他にも、百貨店の総合性に対する強敵であったカテゴリーキラーを、百科店舗内に

取り込む動きも出てきている。大丸梅田店は上層階に「東急ハンズ」と「ユニクロ」を導入し、通勤導線上の老若男女を幅広く獲得している。既存市場に関しては、既存店の積極的な改装を通じて飽きのこないエバーリフレッシュな店舗作りを目指す。これら市場浸透・新規事業開拓・新規市場獲得により、国内での成長戦略を描くシナリオである。

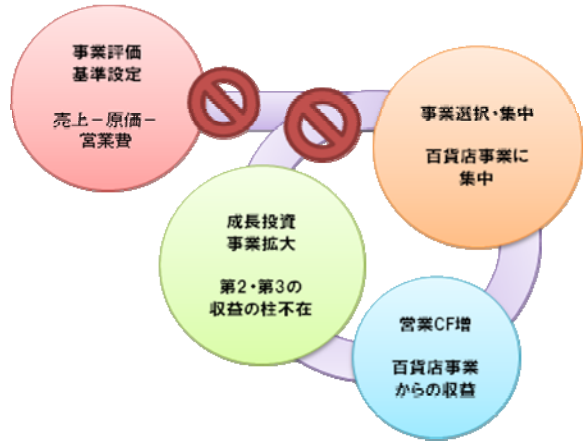
図 JFR の事業展開シナリオ



3.5.2 資源循環

次の図は、キャッシュフローを企業価値向上につなげる為の資源循環の状況を、4つの評価視点で示したものである。

図 資源循環評価



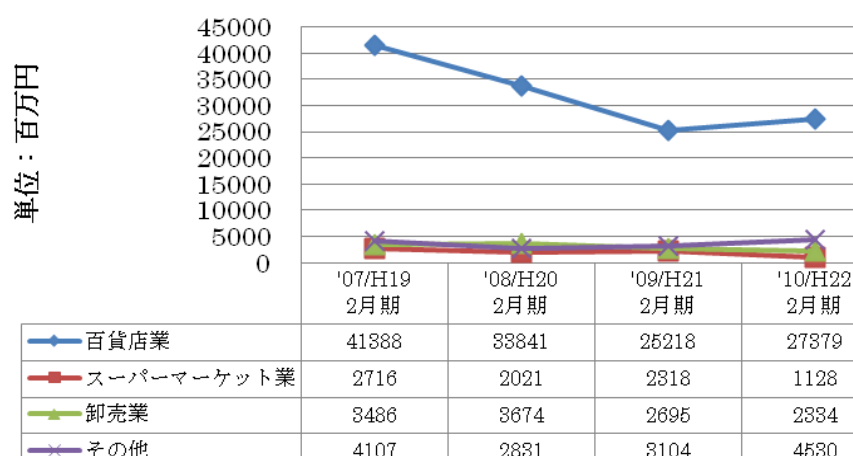
(1) 事業評価基準設定

JFR の事業評価については、いわゆる損益計算をベースとした初歩的なものを採用しており、回収期間法やDCF-NPV法、ましてやリアルオプションなどは一切採用されていない。具体的には、投資後営業利益（新規テナント予想）と投資前営業利益（退店テナント実績）を比較して、投資後営業利益が上回っていれば最低条件はクリアというものである。各々の営業利益の出し方は、売上-原価-営業費（投資後の場合は減価償却含む）で算出される。この算出方法では、減価償却を含む営業費で投資判断をしており、キャッシュフローや現在価値での考慮がなされておらず、ましてや回収期間の設定もない。最も算盤を舐めやすい売上に目線が行きがちであり、意思決定において売上至上主義に陥る危険性を孕んでおり、投資に対するリターンの最大化を目的とする投資家とのエージェンシー問題を起こす可能性が高いと思われる。

(2) キャッシュフロー増大

強みである事業に集中する事で、キャッシュフローの増大が可能となる。JFR の営業 CF 創出を事業別に見ると、営業 CF の大半を百貨店事業が創出している事が分かる。【1.5 主要事業別業績推移】で見たように、フリーキャッシュフローも大半は百貨店事業によって創出されており、**JFR の事業の柱が百貨店一本である**事が分かる。

事業別営業CF (JFR)



(3) 成長投資による事業拡大

JFR は、スーパーマーケット業やオンライン事業を第 2、第 3 の収益の柱にすると宣言しているが、殆どの事業は投資規模が少額であり、事業の構成比もスーパーマーケットで 11%と、収益の柱となるには規模が小さく、これらの事業は企業の成長にはあまり貢献していないのが現状である。

3.5.3 戦略資産蓄積・移転

厳しい競争環境を生き残る為に、同質化した店舗の「差別化」とマーケット対応による「顧客の Willing to Pay」の向上が今後の百貨店業の命運を分けると考えられる。さらに、差別化は「製品レベル」ではなく「能力レベル」での変化が必要であり、百貨店に限って言えば、どんなブランドを導入するかが「製品レベルの差別化」であり、導入ブランドの選択肢を如何に広げるかが「能力レベルの差別化」である。そして、この能力レベルの差別化の根幹となるのが戦略である。戦略資産とは、「将来に亘って、持続的に競争優位を築く為の核となるような、他社に真似のされない有形無形資産」とであると定義され、中核資産・連携システム・情報システム・関係資産から成る。

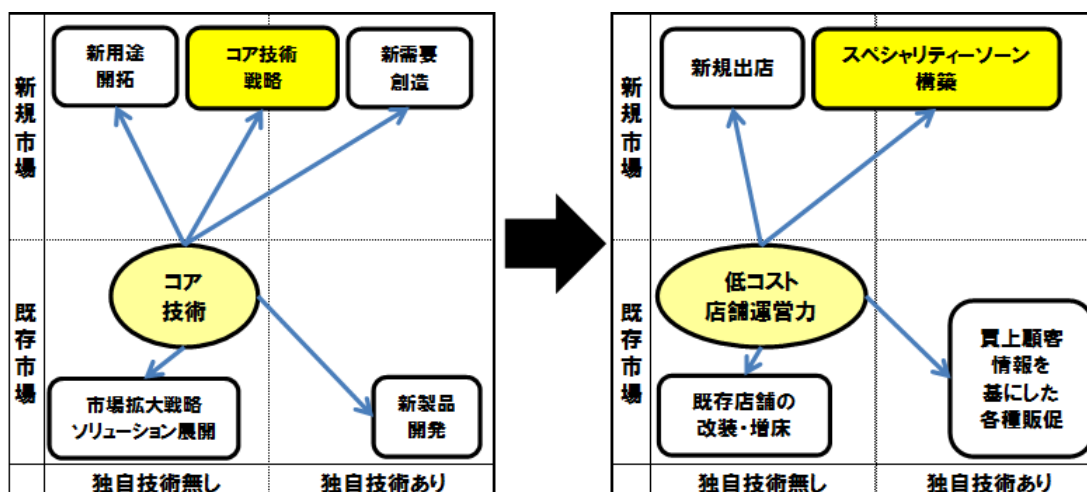
(1) 中核技術

自社の中核技術を一言で説明すると、「低コスト店舗運営力」である。百貨店の中核技術は、「仕入れによる品揃え力」とあるという表現を見かける事もあるが、これは、三越伊勢丹やバーニーズニューヨークなどに代表される「自主編集型百貨店」の中核技術である。「アウトソーシング型百貨店」の代表である JFR の仕入活動としては、消化仕入と業務委託運営によってリスクを伴わないアウトソーシングが売場の 8 割以上を占めている実態を鑑みると、「品揃え力」はもはや自社の中核技術とは言い難い。むしろ、ローコストオペレーションにより歩率の低いブランド導入にも耐えられる財務構造を持つ事で、アウトソーシングする品揃え（ブランド）の選択肢を拡大し、その豊富なコンテンツを編集して最大のパフォーマンスを発揮する「低コスト店舗運営力」が競合の追随を許さない中核技術であるとする。

(2) 自社のコア技術戦略

この中核技術を規定する自社の事業ドメインとして、百貨店の原点である大衆性とライフスタイル提案を基本にした「新しい運営モデルによる都市型ライフスタイルストアの創造」が挙げられる。現在自社は、「マーケティングを基軸にした商業施設としての店舗の魅力化」に業務運営の中心を移し、中核技術もこの範囲内で活用されるものである。中核技術をコア技術と読み替えた場合、市場・技術のポジショニングと JFR との関係は下図のように示される。図中のコア技術戦略は「スペシャリティゾーン構築」であり、これが JFR の構想優位源泉となる。その内容に関しては【3.4.1 事業展開シナリオ】で述べた通りである。

図 コア技術戦略（左）と自社適用例（右）



(3) 連携システム・情報システム。

「マーケティングを基軸にした商業施設としての店舗の魅力化」という中心業務において、連携システムとして「マーケティング力の強化と店舗戦略の確立」と「マーケット対応力とローコスト経営の両立を目指した店舗運営オペレーション体制の確立」といったベースを確立する仕組みが JFR 内に存在する。まず「マーケティング力の強化と店舗戦略の確立」という面に関しては、組織図において、店長をプロデューサーとする店舗戦略立案体制が構築されており、店長の戦略立案をサポートするマーケティング部門として、環境や生活の変化といったマクロ視点から分析する「マーケティング企画室」、商品カテゴリ単位でマーケットに適合したメニューを提案するミクロ視点の「MD 戦略推進室」が存在している。また、商品カテゴリで切り分けられた部門による縄張り意識やノウハウの囲い込みが発生し、部分最適に陥りがちであった組織を商品面から横断的にサポートする「MD 開発室」が新設されており、新鮮なマーケット情報とマーケットにマッチしたブランド編集を可能にしている。次に、「マーケット対応力とローコスト経営の両立を目指した店舗運営オペレーション体制の確立」であるが、これこそが大丸が 1998 年から取り組んでいる、模倣困難性を備えた最大のコア・コンピタンスである。単に人を減らすのではなく、接客パターンに分けた必要業務と不必要業務の選別や人員の標準化、商品情報や顧客分析システムの導入に基づき、最小のコストで最大の顧客満足を実現する仕組みと風土を確立した。これにより、64,000 m²の規模で運営する大丸梅田店は、同じ梅田地区で JR 大阪三越伊勢丹が 50,000 m²を 1,000 人の自社従業員で運営しているのに対し、300 人という人数で運営できている。この仕組みが他社に真似のできないローコスト体制の確立と、得てして歩率の低い新規チャネルのブランド導入に繋がっている。

情報システムとしては、「POS システム」と連携した「顧客情報管理システム J-CIS」と「月坪益高管理システム RAINBOW」などが存在する。前者は、顧客の購買行動を分析して、戦略立案や販売促進に利用するツールである。後者は、導入したテナントの収益性を検証する為のツールであり、想定家賃に見合う収益が得られているかを、月坪益高を指標として管理する事で把握するツールである。

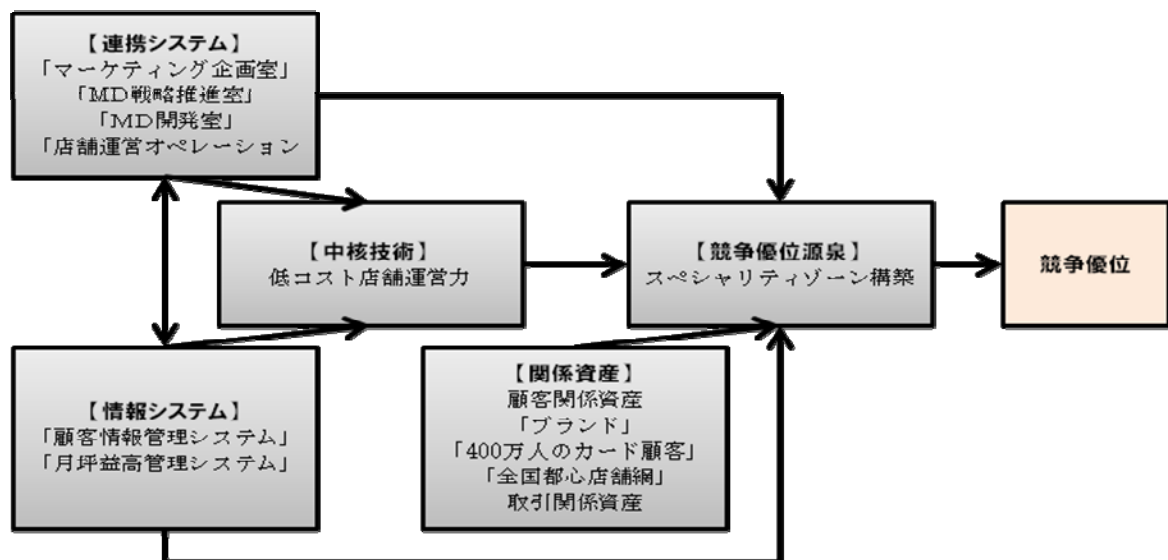
(4) 関係資産

JFR の関係資産としては、顧客関係資産においては「歴史に裏付けられたブランド」、「400 万人のカード顧客」、「全国都心店舗網」が挙げられる。特にカード顧客に関しては、年齢分析や居住地・来店頻度・購買金額・買い回りなど様々な情報が把握できる情報の宝庫であり、戦略ターゲットの特定や、ターゲットに適した品揃え、販促を構築するのに欠かせない情報である。取引関係資産においては、「業界 2 位の規模感」が挙げられる。

(5) 競争優位源泉

以上、「低コスト店舗運営力」という中核資産と、それを活用した「スペシャリティゾーンの展開拡大」という競争優位源泉、それを実現する連携システムとしての「マーケティング企画室」、「MD 戦略推進室」、「MD 開発室」と「マーケット対応力とローコスト経営の両立を目指した店舗運営オペレーション体制の確立」、情報システムとしての「POS システム」を基点とした「顧客情報管理システム J-CIS」と「月坪益高管理システム RAINBOW」が存在する。これらの価値が関係資産である「歴史に裏付けられたブランド」、「400 万人のカード顧客」、「全国都心店舗網」が挙げられる。取引関係資産においては、「業界 2 位の規模感」と結合し、「スペシャリティゾーン構築」という競争優位をもたらしている。

図 JFR の競争優位源泉と戦略資産



3.5.4 企業価値の持続的創造

JFR は、経営者インタビューなどを通じて、以下の戦略を長期的な指針としている。

①新しい運営モデルによる都市型ライフスタイルストアの創造（新百貨店モデル）

- ・グループ営業利益 300 億達成（早期）
- ・百貨店事業従業員数 5500 人体制（2012 年度）
- ・百貨店事業自主事業統括部、売上シェア+1%・売買益率+3%（2014 年度対 2011 年度）

・カード顧客数 470 万人（2013 年度）

②グループ全体の収益力向上と成長（スーパーマーケット・オンライン・M&A）

3.5.4.1 新しい運営モデルによる都市型ライフスタイルストアの創造

戦略資産蓄積・移転の一連の項で述べたように、「低コスト店舗運営力」という中核資産と、それを活用した「スペシャリティゾーンの展開拡大」という競争優位源泉による都市型ライフスタイルストア（新百貨店モデル）の創造を百貨店事業の目指すべき方針と位置付けている。特に、百貨店事業の新たな顧客獲得に結び付く 18 - 34 歳の女性をターゲットにしたスペシャリティゾーンである「うふふガールズ」は、2009 年 11 月 14 日に大丸心斎橋店北館の地下 1・2 階に開設し、その後、2010 年 4 月 22 日には大丸京都店 1・2 階、10 月 22 日には松坂屋銀座店本館 1・2 階、2011 年 2 月 23 日には大丸神戸店 3 階、3 月 16 日に大丸梅田店 1 階西と 5 階、3 月 23 日に大丸札幌店 2 階に新設されており、今後他の店舗にも拡大していく予定である。また、YOUTUBE や USTREAM、FACEBOOK などを活用した SNS による、インタラクティブなデジタルプロモーションといった販促面でも新たな試みを開始している。このスペシャリティゾーンの構築により、将来の百貨店顧客となりうるヤング層を獲得し、百貨店の成長エンジンと位置付ける。加えて今後の方向性として、大きく 2 つ、「自主編集売場の強化」「外商モデルの改革」という目標を掲げている。「自主編集売場の強化」に関しては、大丸の第 2 次営業改革完成系で述べたように、第 2 次営業改革で培ったノウハウは自主運営型の売場に活かされている。その体制を強化し、ファッションビルができない、婦人靴や婦人洋品・紳士雑貨などのアイテム編集売場の販売力・商品力・収益力強化を目的に、2011 年 9 月より大幅な組織改編を行った。従来の第 1MD 推進部（婦人服）、第 2MD 推進部（婦人洋品）、第 3MD 推進部（食品）、第 4MD 推進部（紳士）という商品カテゴリ別組織機能を、「自主事業統括部」、「ショップ運営第 1 統括部」、「ショップ運営第 2 統括部」、「フーズ統括部」に再編し、自主統括事業部に自主編集売場の運営・管理を行う「自主事業統括部店担当部長」を新設し、各店に配置する事で自主編集売場の強化を図った。自主事業統括部の売上シェアが 1%、売買益率が 3% 上昇すれば、百貨店事業の売買益率は 0.5% 上昇する。低収益の「スペシャリティゾーン」の収益ヘッジとして貢献や、仕入れて売るという小売のノウハウのスキルアップを図る場としての機能が期待される。

「外商モデルの改革」に関しては、百貨店が多業態にない強みとして持つ外商機能は、震災による店頭売上減少のヘッジと、エリア戦略とのセット機能として、「既存顧客高齢化対応」「次世代外商顧客の獲得」「店内外施策」「組織効率化」といった視点で改革を進めている。改革による顧客数拡大、販売機会拡大、商品バリエーションの増加により、掛売上の年 5%（年間 55 億）増収を計画している。

JFR の奥田 CEO は、新聞社のインタビューにて下記のように回答している。

「当社には約 1 兆円の連結売上高があるが、新たな事業に投資などをしていくためには最低でも 500 億円の営業利益（前期は 185 億円）がいると思う。なるべく早期に 300 億円

の営業利益を確保し、500 億円の目標を達成したい」「それだけの利益がなければ、海外に出て行っても（地政学上など）さまざまなリスクに耐えられない。（逆に言えば）海外で多少の損失を被っても事業を続けられるともいえる」（2011 年 01 月 07 日 日経 MJ）
このように、百貨店事業の収益力向上によるキャッシュフローの創出は、企業の成長戦略を遂行する上で欠かせない責務であると言える。

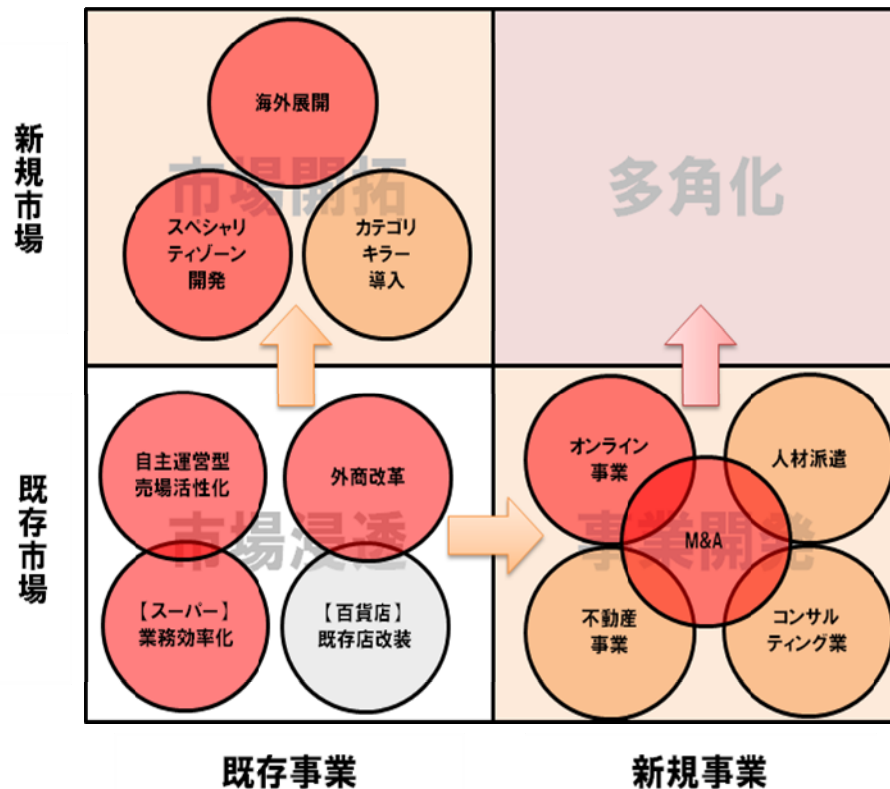
3.5.4.2 グループ全体の収益力向上と成長

既存関連事業の強化、新たな成長分野への取り組み強化、百貨店に偏らないバランスのとれた経営資源配分をめざし、新たな収益の柱を構築しようとする動きが目立っている。大きな動きとしては、「M&A の拡大」と「既存事業の強化」が挙げられる。既存事業に関しては、まずは WEB 通販の拡大強化を推進するオンライン事業の拡大が挙げられる。今まで別々のグループ会社であった「カタログ事業」「マルコレ（オンラインコスメ）事業」「ソーシャルネット（2 次流通）事業」「百貨店ギフト事業」などの大丸松坂屋百貨店の WEB 通販事業を、全て「大丸ホームショッピング」に統合した。また、スーパーマーケット事業である「ピーコックストア」における、取引先の集約化や業務プロセスの標準化、情報システムの統合と再構築による効率化による経営効率向上を行い、事業の早期立て直しを図る。

3.5.4.3 企業成長戦略まとめ

基幹である百貨店事業においては、「低コスト店舗運営力」という中核資産と、それを活用した「スペシャリティゾーンの展開拡大」と「自主編集売場の強化」、「外商改革」による再成長戦略を描き、新規事業開発としては、不動産によるリーシング・人材派遣業の社外展開・オンライン事業への注力・コンサルティングでのローコストオペレーション指南などの、比較的新しい事業に対して積極的なヒトやカネの資源投入が為されている。しかし、スーパーマーケット業やオンライン事業など、殆どの事業は投資規模が少額であり、事業の構成比も小さく、これらの事業は企業の成長にはあまり貢献していないのが現状である。これらの状況を打破するには、百貨店事業においてはキャッシュを創出し、それを他事業成長の源泉としてポートフォリオを分散させ、さらなる成長戦略としての M&A や海外出店を行うのが妥当と考えられる。これら企業成長戦略を加味した事業展開シナリオは下図のようになる。

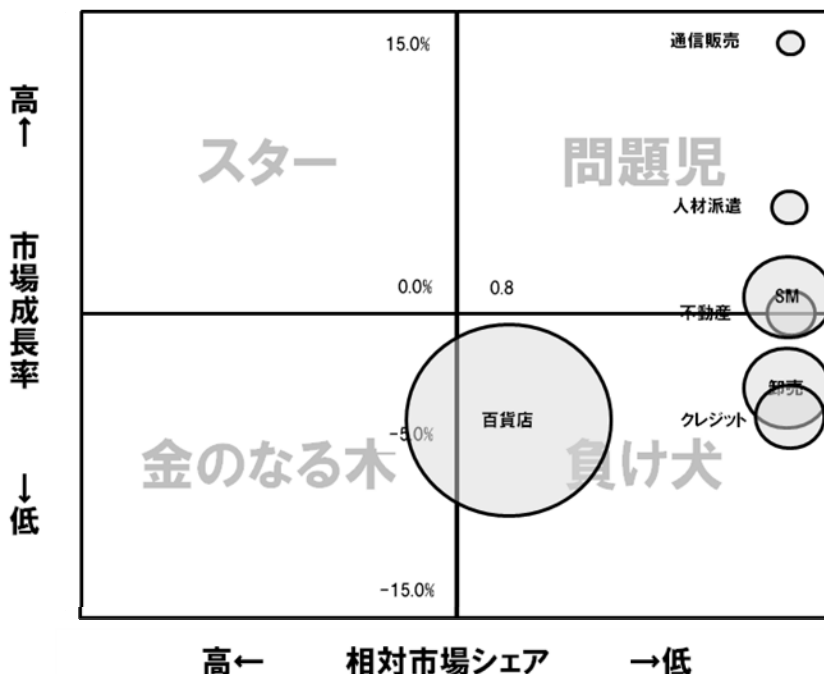
図 今後の JFR の事業展開シナリオ



3.6 事業ポートフォリオ戦略

JFR の事業ポートフォリオを下図に示す。主事業部門別業績推移で記した主要 3 事業（百貨店・スーパーマーケット・卸売）に、その他事業（通信販売・不動産・人材派遣・クレジット）をプロットした所、大半の事業は相対市場シェアが低く、「負け犬」に属している事が分かる。

図 JFR の事業ポートフォリオ



※市場成長率は、2006 年度から 2009 年度の市場売上高 CAGR

※相対市場シェアは 2011 年 2 月期の JFR÷1 位企業

※バブルの面積は 2011 年 2 月期の営業 CF

表 各事業の市場成長率推移（単位：兆円）

	2006 年	2009 年	CAGR
百貨店	8.6	7.5	-4.5%
スーパー	18.5	18.8	0.5%
卸売	39.4	36.7	-2.3%
通信販売	4.4	6.7	15.0%
不動産	10.0	10.1	0.3%
人材派遣	0.8	0.9	4.0%
クレジット	2.1	1.9	-3.3%

※筆者作成

3.7 事業ポートフォリオ・マネジメント

事業ポートフォリオ戦略で示したポートフォリオの課題を下記に挙げる。

①営業 CF を生み出す事業が百貨店事業に限定

②成長市場でのプレゼンスの低さ

③主要事業の市場鈍化

グループ全体として非採算事業の方向性を決定し、何を新しい事業の柱とするか、これらの課題解決策を考える必要がある。

3.8 M&A 戦略

M&A 戦略を行うに当たり、その目的は 7 つに大別される。

①製品ライン、事業活動・分野を統合する事によりシナジー効果を得る

②統合する事により、コスト節約効果（規模の経済性）を得る

③統合する事により、コスト節約効果（範囲の経済性）を得る

④新規事業開発投資を節約する（時間を買う）

⑤統合する事により、事業リスクを軽減する

⑥競争企業の競争の基盤に影響を与える事によって、競争のやり方を有利に変える

JFR は、沿革で述べたように、元々が大丸と松坂屋ホールディングスの企業合併により誕生した企業である。2011 年 3 月には、雑貨ショップ「プラザ」などを展開する株式会社スタイリングライフ・ホールディングスの株式を取得（2011 年 4 月 28 日現在で 49%）し、持分法適用関連会社化した。グループにない長所を持つ企業と、商品調達や人事交流面での連携を深める事で、売場編集力の向上や若年層顧客層の拡大などを通じ、主力の百貨店事業の競争力強化を図ると共に、新しく有力な企業を加える事によるグループ全体としての成長力向上を図る。今後も、シナジー効果の発揮が期待できる事業や会社については、アライアンスや M&A に前向きに取り組む事を明言している。これらの施策は、④「新規事業開発投資を節約する（時間を買う）」と、⑤「統合する事により、事業リスクを軽減する」に該当すると考えられる。ライフスタイルの多様化やドッグイヤーと言われる環境変化の速さの下で不確実性は高まるばかりであり、経営のスピード化が求められる中、これらの目的を満たす M&A は非常に有効な手段と考えられる。

4 戦略の評価と課題

4.1 戦略の評価

4.1.1 資源要因

資源循環で示した、JFR の資源循環の状況を再掲する。全体的な評価としては、主事業である百貨店で稼ぎ出したキャッシュを他の事業に回せず、新たな成長軌道に乗れていない点が問題である。

(1) 事業評価基準設定：評価×

JFR の事業評価については、売上-原価-営業費（投資後の場合は減価償却含む）で算出される。この算出方法では、キャッシュフローや現在価値での考慮がなされておらず、回収期間の設定もない。最も算盤を舐めやすい売上に目線が行きがちであり、意思決定において売上至上主義に陥る危険性を孕んでおり、投資に対するリターンの最大化を目的とする投資家とのエージェンシー問題を起こす可能性が高いと思われる。

(2) 事業の選択・集中：評価○

JFR の事業の柱は百貨店事業であり、現状は改装投資に投資を集中している事が分かる。しかしながら百貨店は年々マイナス成長であり、自社も増収率はマイナス推移であり、投入した資源の用途に改善の余地があるものと思われる。

(3) キャッシュフロー増大：評価△

主要事業別業績推移で見たように、フリーキャッシュフローの大半は百貨店事業によって創出されており、JFR の事業の柱が百貨店一本である事がより明確である。その為、百貨店の大型投資の際に大きく FCF はマイナスになり、他の事業柱がない為にリスクである事が課題であると言える。

(4) 成長投資による事業拡大：評価×

JFR は、スーパーマーケット業やオンライン事業を第 2、第 3 の収益の柱にすると宣言しているが、主要事業別業績推移で見たように、殆どの事業は投資規模が少額であり、事業の構成比もスーパーマーケットで 11%と、収益の柱となるには規模が小さく、これらの事業は企業の成長にはあまり貢献していないのが現状である。

4.1.2 組織・人事要因

JFR の組織要因について記述する。百貨店業においてキャッシュを生み出す直接的機能である、店頭販売員と商品本部のマネジメントや組織体制についてそれぞれ検討する。結論としては、これらの体制には労働生産性を向上させる取組余地が十分にあり、それらを改善する事で戦略達成を推進する体制が取れるものと思われる。

(1) 店頭販売員について：評価△

まず、キャッシュを生み出す源泉である店頭販売員のマネジメント体制について検討する。JFRを始めとする百貨店は、売場の約8割を取引先による運営を行っており、この運営において、自主運営売場を除くショップのほぼ全ては、取引先による業務委託運営という契約形態であり、商品調達だけでなく、顧客接点となる販売を始めとする顧客対応も取引先の販売員である。よって、百貨店としては、サービス品質向上という面において、取引先販売員の顧客対応力のマネジメントがカギとなる。元来サービスとは、「無形性」「不可分性」「異質性」「消滅性」といった特性を持ち、再現性や標準化が困難なものである。しかし、JFRでは、「カウンセリング」と呼ばれるフロアマネジャーによる販売指導や期中の取組会議、店頭指揮のサポート役であるフロアスタッフによるクレーム対応サポート、競合他社よりも拡充したサービス教育担当者によるカウンセリング支援（OJT）、「入店時研修」や「継続勤務者用研修」、「店学校」と呼ばれる店内講座（OFF-JT）、「ミステリーショッパー」と呼ばれる覆面調査によるサービス診断によって取引先販売員の教育を行い、サービスの水準と再現性を高めようとしている。また、販売員技術向上の取組のシンボルとして、「笑顔でお客様と対応できている」など、特定項目における達成度で付与される「スマイルバッジ」制度や、優秀販売員に対しての社長表彰制度である「フロンティアクラブ」など、モチベーションの向上や優秀販売員の確保において各種施策を実践している。以下に、現在の店頭指揮体制における取引先の販売サービスマネジメントの役割分担を整理する。

表 自社における販売サービスマネジメントの役割分担

カウンセリング内容			フロアマネジャー	フロアスタッフ	サービス教育担当	D'sスタッフ	顧客サービス企画部
支援・指揮	管理	好不調ショップとの期中会議	○				
	指揮	朝会・目標	○	△	△		
		MP	○	△	△		
		販促・カード	○	△	△		
		販売	○	△	△		
保守	保守	態度・業務チェック	△	○			
		クレーム対応	△	○			
指導	店・部戦略に沿ったスキルや知識・指標のフォロー		△		○		
	店・部戦略に沿ったスキルや知識の指導		△		○		
ツール	研修	入店時研修				○	
		継続勤務者用研修				○	
		店学校				○	
	調査	ミステリーショッパー覆面調査				○	
シンボル	ノルマ	スマイルバッジ					○
	表彰	フロンティアクラブ（社長表彰）					○

※自社資料を基に筆者作成

JFR の子会社である大丸の教育システムは、非常に充実していた。それゆえに、「(売れない) 梅田大丸で育て、(売れる) 梅田阪急に巣立たせる」などと揶揄されてきた事もあった。せっかく育っても販売員が他社に異動してしまい、ノウハウがショップ横断的に継承されない、といった事態は、育成をマネジメントする売場マネジャーの取組意欲にも影響を及ぼすものと考えられてきたが、現状の大丸および JFR の店頭マネジメントに対する取組には、大きく 4 つの問題点がある。

第 1 に、取引先運営ショップにおける販売員の人事権は取引先が掌握している為、販売員の異動や入替に関与できず、長期的な育成やノウハウの継承が成しにくい構造となっており、採用・配置・育成・評価・報酬・退出といった HRM システムを人材育成に関与させるににくい状態にある。社長報奨制度であるフロンティアクラブも、表彰された取引先販売員が翌期に異動している、という事も少なくないし、ショップの人員体制やシフトによっては、店学校などの教育機会に参加しにくい状況も存在する。第 2 に、JFR は百貨店の運営コストの 3 大主要因の一つである、人件費（他は家賃含む設備投資費・販促費）の圧縮に努めており、5 月にオープンした JR 大阪三越伊勢丹が 50,000 m²の面積に 1,000 人の自社従業員が勤務しているのに対し、大丸梅田店は 64,000 m²に 300 人しか自社従業員が存在しない。そのような超ミニマム体制に転換した今、弊社の戦略を取引先人員に推進させる役割を担うべき売場マネジャーが、今後取引先の販売員教育を熱心に行い、サービス品質を維持・継承できる状況であるかは実態として疑問である。第 3 に、自社はミニマム体制移行の中、既出の表のような分業体制を進めているが、これにより個々の当事者取組意欲向上や摺合せが難しくなり、各々の取り組みに整合性のない戦略なき分業に陥っているフロアも少なくない。最後に、ミニマム運営の結果、取引先販売員の入店時教育は主に DVD 放映による最低限の知識の伝達に終始しており、店頭に立ってから知識不足故に問題を起こす販売員が多くなり、研修における着実な効果性が現れていない。このような問題から、サービス品質の低下が顕在化しつつあり、年々減りゆく従業員数に対して、クレーム件数は増加している状況が分かる。

(2) 商品本部について：評価△

店頭で販売する商品・ブランドの導入に関わる商品本部に関して、組織の観点から検討する。2011 年 9 月より行われた大幅な組織改編では、従来の第 1MD 推進部（婦人服）、第 2MD 推進部（婦人洋品）、第 3MD 推進部（食品）、第 4MD 推進部（紳士）という商品カテゴリ別組織機能を、「自主事業統括部」、「ショップ運営第 1 統括部（外資高額系（特選（紳士・婦人）・化粧品・美呉宝）」、「ショップ運営第 2 統括部（（紳士・婦人）、子供服、婦人肌着・スポーツ（婦人・紳士））」、「フーズ統括部」に再編した。この目的は、自主統括事業部に自主編集売場の運営・管理を行せる事で自主編集売場の強化を図る事が目的であると、【3.4.4.1 新しい運営モデルによる都市型ライフスタイルストアの創造】の項で論じた。実は、この取組にはもう一つの目的がある。それは、商品カテゴリを超え、カテゴリミックス型の売場づくりを推進し、マーケット対応力を可能にする事である。今までの店舗改装においては、商品カテゴリ担当が縦割りであった為、組織間の調整において様々な問題が生じていた。

第1に、MD推進部のカテゴリズが店のフロア内ゾーニングと合致しない為、フロア高徳に関して様々な部門との調整が必要となる。例えば、ライフスタイル提案を強化するために婦人服のフロアの中にスイーツの店や雑貨の店を入れたいとなると、第1MD推進部だけではなく、第2や第4MD推進部との話し合いが必要になる。なぜ自部門のネタを提供しないといけないのか？というお互いの縄張り意識、予算はどちらの部に張り付くのか、監督者は飛び地で見るのか？等のネガティブな質問が様々に生じてきた。第2に、その問題の解消について、MD推進部統括部長（執行役員）まで話を挙げて調整する必要がある、非常に解決に時間と手間が掛かった。第3に、MD推進部の拠点が東京と大阪で分かれている為、情報のコミュニケーションが非常に煩雑であった。このように、上記3つの問題は、情報プロセスの組織処理能力を低下させる「部門間の壁の高さ」に影響を与える要因として挙げられている、①組織の多階層・官僚的な情報処理プロセス、②部門間の競争度合いの高さ、③物理的に遠距離という問題（延岡,2006）をそのまま抱えていた。今回の組織改編でカテゴリの壁を極力なくした事により、今まで紳士と婦人がバラバラで交渉をしていた特選やアパレルにおいて、より対取引先交渉力を持つと共に、担当する商品カテゴリが大きく広がる事で、組織内の余計な取引コストを削減して迅速なマーケット対応力が図れる体制となっている。

しかしながら、こういった変革時のJFRの問題点について2つ上げる事ができる。第1に、あまりに急激な変化の為コミットメントの度合いに乏しく、「継続は力なり」が実現できずに知識の継承が起きにくい組織変革となっているが、変革を定着させる為の解凍から再凍結に至るまでの過程をマネジメントする意識が欠如している。第2に、組織構造のトレードオフが避けられないという事が挙げられる。自社は全国に店舗網と取引先がいる為、MD推進部としての交渉力を優先すると部隊が東西で分断され、コミュニケーションロスが発生する事が避けられない。もし、各店舗にMD担当者をつけるとなると、コミュニケーションは円滑化するが、コストの増大化と交渉力の低下を招く。小売業はこのように組織構造のトレードオフがかなりはっきりしている業態であり、目的の重要性がより重視される。にもかかわらず、JFRは組織の方向性が定まらないまま、「とりあえずやってみる」という風土が強く、都度組織の向かう方向や体制が180度異なる事も多い為、組織変革にはトレードオフがあるという事を認識できていないように感じる。以上、物理的な距離感と知識の継承不全を解決するために、どのような組織マネジメントが必要であるかが、JFRの喫緊の課題であると考ええる。

4.1.3 経営管理要因

JFRの企業成長戦略に基づいて評価を行う。戦略資産やM&Aに基づいた成長戦略としては、他社模倣困難性や差別化・スピード化において有効な方向性であると考えるが、衰退する百貨店業と、存在感のない他事業しか所有していない中で成長の矛先が見えていない点が問題である。

(1) 戦略資産：評価○

競争優位源泉で述べたように、JFR は「低コスト店舗運営力」という、ノウハウに基づく模倣困難な中核資産と、それを活用した「スペシャリティゾーンの展開拡大」という競争優位源泉による競争優位をもたらしつつある。そこに「歴史に裏付けられたブランド」、「400 万人のカード顧客」、「全国都心店舗網」といった関係資産を如何に活用していくかが、戦略資産を圧倒的強みに変える為に必要な要素である。

(2) 企業成長戦略：評価△

企業成長戦略まとめて述べたように、基幹である百貨店事業においては、「低コスト店舗運営力」という中核資産と、それを活用した「スペシャリティゾーンの展開拡大」と「自主編集売場の強化」、「外商改革」による再成長戦略を描き、新規事業開発としては、不動産によるリーシング・人材派遣業の社外展開・オンライン事業への注力・コンサルティングでのローコストオペレーション指南などの、比較的新しい事業に対して積極的なヒトやカネの資源投入が為されている。しかし、スーパーマーケット業やオンライン事業など、殆どの事業は投資規模が少額であり、事業の構成比も小さく、これらの事業は企業の成長にはあまり貢献していないのが現状である。これらの状況を打破するには、百貨店事業においてはキャッシュを創出し、それを他事業成長の源泉としてポートフォリオを分散させ、さらなる成長戦略としての M&A や海外出店を行うのが妥当と考えられる。

(3) 事業ポートフォリオ戦略：評価×

JFR の大半の事業は相対市場シェアが低く、「負け犬」に属しており、以下の課題が明白である。

- ①営業 CF を生み出す事業が百貨店事業に限定
- ②成長市場でのプレゼンスの低さ
- ③主要事業の市場鈍化

グループ全体として非採算事業の方向性を決定し、何を新しい事業の柱とするか、これらの課題解決策を考える必要がある。

(4) M&A 戦略：評価○

2011 年 3 月の株式会社スタイリングライフ・ホールディングスの株式を取得見られるように、M&A を通じて、グループにない長所を持つ企業と商品調達や人事交流面での連携を深める事で、売場編集力の向上や若年層顧客層の拡大などを通じ、主力の百貨店事業の競争力強化を図ると共に、グループ全体としての成長力向上を図る。まだ数は少ないものの、M&A により「新規事業開発投資の短期化」を積極的に満たしていく考えである。また、M&A の際に必ず問題となるのは、統合後の PMI である。この点に関しては、JFR は非常に巧みな形で 2007 年 9 月の株式会社大丸と株式会社松坂屋ホールディングスというプライドの高い老舗百貨店同士の共同持ち株会社設立を行っており、大丸の持つローコスト運営ノウハウの松坂屋浸透を短期間で達成したノウハウがある。松坂屋との統合には、重複商圏の少なさや思惑の一致などの要因もあったものの、トップ会談によるイニシアチブの明確化とスピード化、活発なマネジメントレベルの人材交流、言語の共通化などを経て、短期間でノウハウ浸透による利益率改善という成果に結びつけた。

4.2 経営課題と戦略の整理

財務分析・企業価値分析・企業環境分析によって抽出された経営課題について整理する。

1. 収益性（営業利益率・ROA）の低さ
2. 高コスト構造
3. 固定資産回転率の低さ
4. PBR、EVA の低さ
5. 成長率を示す経営指標の低さ
6. 株式時価総額の低下
7. 百貨店事業への極度の依存（他事業のプレゼンスの弱さ）
8. 海外チャネルの不在
9. マイナスサム市場による競争激化の中、低価格志向やライフスタイル対応による新規顧客獲得
10. 脱同質化による価格競争（ポイントカード・値引販促）からの脱却

経営戦略分析結果を整理すると下記の通りになる。上記経営課題において、対応する項目を右欄に付記している。

表 経営戦略分析結果

課題		対応経営課題
高コスト構造の脱却	超ミニマム人員体制の構築	1,2,4,6
	不要資産の売却・整理	1,2,3,4,6
脱同質化・マーケット対応力強化	スペシャリティゾーンの構築	5,9,10
	カテゴリーキラー等顧客誘引装置の導入	5,9,10
	自主運営売場強化	1,5,9,10
	自社カード顧客の増加・情報活用	5,9
	外商改革	5
	デジタルプロモーションの促進	5,9
	M&A の推進	5,7,9
	海外進出	5,8
主事業以外のテコ入れ	スーパーマーケット・オンライン事業育成	5,7
	不採算事業の整理	3,7

以上、重複・同義の課題を整理すると、「高コスト構造の脱却」「脱同質化・マーケット対応力強化による成長」「主事業以外のテコ入れ」の3つが、今後のJFRの取りうるべき経営戦略の大項目として集約される。さらにその中で、これらの経営戦略は以下の小項目に分かれる。

- ・高コスト構造の脱却: 「超ミニマム人員体制の構築」「不要資産の売却・整理」
- ・脱同質化・マーケット対応力強化: 「スペシャリティゾーンの構築」「カテゴリーキラー

等顧客誘引装置の導入」「自主運営売場強化」「自社カード顧客の増加・情報活用」「外商改革」「デジタルプロモーションの促進」「M&Aの推進」「海外進出」
・主事業以外のテコ入れ：「スーパーマーケット・オンライン事業育成」「不採算事業の整理」

5 企業戦略策定

5.1 企業戦略案

JFRの経営課題に対する企業戦略を策定するに当たり、SWOT分析で述べたSWOT分析の結果を再度論じる。SWOT分析では、以下の打ち手を提案した。

1. 強みと機会による積極的攻勢

- ・ローコスト運営力をノウハウにしたライフスタイル変化対応
- ・ノーコスト運営ノウハウによる海外小売業とのコンサル提携
- ・海外百貨店の買収及びローコスト運営による収益改善

2. 弱みと機会による段階的施策

- ・ライフスタイル対応による若年新規顧客獲得
- ・円安の今、海外百貨店を買収
- ・欠落MD・サービス企業買収（提携）

3. 強みと脅威による差別化戦略

- ・立地やのれんを活かし、カテゴリーキラーの百貨店内導入
- ・ローコスト運営による人気（低歩率）ブランド積極的導入
- ・抜本的改装によるマーケット対応
- ・地域社会との連携
- ・旅行会社との積極的提携
- ・他百貨店との合併

4. 弱みと脅威による専守防衛または撤退

- ・ディベロッパーへの転換
- ・店舗売却など不要資産の整理
- ・他百貨店との合併

次項で、これらの打ち手から、経営課題の解決につながるオプションを策定する。

5.2 戦略案の抽出

JFRの経営課題と現状の経営戦略、及びSWOT分析から、下記の企業戦略オプションの方向性を戦略案として抽出する。具体的な施策に関しては後述する。

OP1：国内基盤確立を目指した他百貨店との合併（積極的攻勢）

主要事業部門別業績推移で述べたように、海外の小売業の動向や国内の分散する市場シェアから推測するに、今後も業界再編は続くと思われる。現在の JFR の市場におけるシェアは 14.9%であるが、これはランチェスター戦略でいうところの影響目標値（存在がマーケット動向に影響を与え、注目される：11%）と上位目標値（弱者の中の相対的強者：19%）の間のレベルである。マーケットで生き残っていくには、競合の多い競争環境である事は認識しながらも、最低でも下限目標値（弱者と共者の境目）である 26%までシェアを確保する必要があると考える。その中で、商圈の重複を避け、JFR のノウハウの有効活用が可能な合併先を見つけて取り込んでいく事は、来る業界再編を生き残る中で非常に重要な施策と思われる。なお、具体的な提携先としては、財務分析で比較対象とした、株式会社高島屋を挙げる。まず、高島屋の会社概要と事業展開について、概略を図表にて示す。

表 高島屋の会社概要

商号	株式会社高島屋 (英：Takashimaya Company, Limited)
事業内容	百貨店事業、法人事業、通信販売事業、グループ事業
本社所在地	〒542-8510 大阪府大阪市中央区難波 5 丁目 1 番 5 号
設立	1919 年（大正 8 年）8 月 20 日
創業	1831 年（天保 2 年）1 月 10 日
資本金	56,025,125,471 円
売上高	8,278 億 7200 万円（連結） 7,869 億 8700 万円（単体）
従業員数	15,790 名（連結） 10,650 名（単体）
代表者	取締役社長 鈴木 弘治

合併先として選択した理由としては、大きく 4 つが挙げられる。第 1 に、高島屋は百貨店市場の 4 位の地位に単独の企業として唯一入り込んでおり、約 8,500 億円の売上を単体で稼ぎ出している。合併すれば 1 兆 8500 億円と、ダントツの日本一の百貨店業になり、市場シェアは 28%を超え、ランチェスター戦略での下限目標値を超える地位に立つことができる。また、何より JFR にない東京でのプレゼンスと顧客基盤が得られる点が大い。1,000 億規模の基幹店を全国で 4 店（横浜・日本橋・大阪・名古屋）分散して持っているが、完全重複商圈は京都のみであり、近接地域としては難波や名古屋も挙げられるものの、地域内競合が対処可能な範囲である点もメリットがあると言える。第 2 に子会社とのシナジーである。子会社の一つに、東神開発がある。これは、高島屋の 100%出資子会社であり、1969 年に日本最初の大規模郊外型 SC と言われる「高川高島屋 SC」を開発し、成功に導いた企業である。他にも「流山おおたかの森 SC」や「シンガポール高島屋」などの開発・運営も行っている。規模こそは大きくないが、19%を超える営業利益率と、百貨店ではカバーしきれない、商圈のプロファイルに基づいたカテゴリミックス型の店舗開発力は、百貨店随縁の的であり、マーケット対応力によるライフスタイル対応強化を目指して低歩率の様々なブランド導入を積極的に行う JFR にとって、ぜひとも取り入れたい戦略資産である。もう一つの子会社は高島屋オンライン（（2010 年度年間売上 180 億円）であ

る、百貨店の中で先駆けて取り組んだオンライン事業は、当初システムダウンなどのトラブルに見舞われたものの、現在はオンライン通販事業で 34 位の位置に存在している。JFR が運営する JFR オンラインは売上高 168 億（2010 年度）、全国 36 位であり、ほぼ倍の規模に達し、業界 19 位まで浮上する事ができる。第 3 に海外展開が挙げられる。同社は海外に 2 店舗（シンガポールと大葉）を展開している。このうち、シンガポール高島屋（売場面積 35,000 ㎡）は、「グローバルの視点での店舗運営」が成果を上げており、経済発展の後追いの中、増収基調で年間約 330 億円を売り上げている。全店の 20%を占める観光客向けの販促やフードコート解説などのローカルニーズ対応により、地元マーケットの顧客を確実に増やしている。この成功にも、高島屋子会社の東神開発の力に拠る所が大きい。この成功モデルはアジア近隣の商業施設から誘致の誘いも多く、JFR にとって海外展開における橋頭堡たりえる。最後に、お互いに店舗網を全国に網羅的に展開しており、店舗戦略の考え方が似ている点である。かつて、高島屋は阪急阪神百貨店を擁する H2O リテイリングとの統合交渉を行っていたが、店舗戦略の考え方や統合比率などで意見が合わず破談になった経緯があるが、同じく全国に店舗網を持つ JFR であれば戦略も同じ方向性を描ける可能性が高い。また、高島屋は 2011 年オープンの大阪店にて、16 もの自主編集売場を開設した。自主事業を再強化するという思惑も一致している。

『高島屋<8233.T>は 3 月 25 日、2011 年までに予定していたエイチ・ツー・オー リテイリング（H2O）<8242.T>との経営統合の中止を決議したと発表した。

高島屋と H2O は統合比率や人事、店舗戦略などで両社の溝が埋まらず破談となった。相互に 10%ずつ保有する株式の持ちあいと業務提携は継続する。

高島屋と「阪急阪神百貨店」を傘下に抱える H2O との統合は 08 年 10 月に合意した。25 日に都内で会見した高島屋の鈴木弘治社長は、「全国に店舗網を展開する当社と大阪・梅田に一極集中の H2O で店舗に対する考え方の差異があった」と説明。

人事や統合比率を含め「話しあえば話しあうほど考え方に差異があり」、昨年末には破談する見通しとなり、両社から「必然的に（協議中止を）申し出た」という。』

（YAHOO!ニュース 2010 年 3 月 25 日より）

OP2：オンライン企業買収（段階的施策）

JFR の事業ポートフォリオからも明らかなように、オンライン事業はその市場の成長性に対して、プレゼンスが非常に低い現状である。JFR のオンライン事業は、認知度や品揃えの面においてあまりに小規模であり、オンライン通販においては顧客データベースが大きな武器となる為、客数を獲得し、顧客情報をフィードバックさせていかないと話にならない。物流網は百貨店のものが既にある為、システムと商い規模を拡大し、リアルな店頭との相互の取組（クーポンや来店時サービスの提供）などのシナジー創出を徹底すれば、事業の柱として十分に育てていけるのではないかと。

OP3：海外基盤の確立（段階的施策）

海外基盤の確立には、単なる商圈への出店だけでなく、エリアマーケティングや物流の整備など、克服すべき課題が多岐にわたる。JFR においては、旧大丸が海外拠点を 1990 年

代にすべて閉鎖した為、海外での展開店舗は存在せず、競合に出遅れている状況である。その為、アジアなどの新興国中心に海外展開を進めている百貨店業との合併を通じて、進出の足掛かりとする。

OP4：自主事業の独立事業部化（差別化戦略）

ミニマム人員体制や、マーケット対応によるカテゴリミックスなどにより、業際がファッションビルと近接しつつある中、差別化要因として重要なのがアイテム編集売場（婦人靴・婦人洋品・紳士雑貨など）を中心とする自主運営型ショッップである。この分野の商品は、買取が中心であり収益率が非常に高い。また、グループ販売員による運営体制であり、提案性や品揃えにおいて他店との差別化の余地も大きい。大丸梅田店に 2011 年 3 月オープンしたスペシャリティゾーンである婦人靴売り場「シンデレラアベニュー」は、まさにその好例である。

OP5：スーパーマーケット事業の売却（専守防衛）

JFR が第 2 の事業の柱として育成しようとしているスーパーマーケット業は、その業界特性上利益率の出にくい業態である。この事業を売却し、売却益をオンライン事業拡大の原資に、人的資源を百貨店の店頭マネジメントに充当する。

OP6：超ミニマム人員体制そのものの価値向上（積極的攻勢）

店頭販売員について述べたように、キャッシュを生み出すフロントラインであるはずの取引先店頭販売員において、品質サービスの低下が目立ちつつある。真にミニマム人員体制を効果的に稼働させる為には、品質サービスとトレードオフになるわけにはいかない為、人的資源投入及び仕組の構築により課題の解決を図る。

5.3 戦略評価（スクリーニング）

5.3.2 スクリーニング評価項目

前項で挙げた JFR の企業戦略に対し、評価を実施する。まずは、次の 8 項目を選択基準としてスクリーニングを行う。

- ①成長性：市場は成長性が期待できるか？自社にとって将来性が期待できる市場か？
- ②競合度：競合、新規参入の脅威は強いのか？
- ③理念・ビジョンとの整合性：企業理念・ビジョン実現に資するオプションであるか？
- ④戦略資産の活用度：自社の強みである戦略資産を活用できる内容か？
- ⑤期待収益改善度：当面の課題である収益改善がどの程度期待できるか？
- ⑥コスト優位：コスト優位を築くことができるか？
- ⑦差別化：他社と差別化で優位性が築くことができるか？
- ⑧シナジー効果：オプション実行後に事業間シナジーがどの程度期待できるか？

戦略案選択基準は、効果が大きくプラスする場合は 5 点、効果がある場合は 4 点、効果が

ない時は 6 点、マイナスに影響する場合は 2 点、大きくマイナスする場合は 1 点とする 5 段階評価を行い、平均点 3 点以上を戦略として採用する事とした。

5.3.1 戦略案スクリーニング結果

OP1 から OP6 までの戦略のスクリーニング結果を表に示す。

	成長性	競合度	ビジョン整合性	戦略資産活用度	期待収益改善度	コスト優位	差別化	シナジー効果	合計	平均	採否
他百貨店との合併	5	3	5	4	4	4	3	5	33	4.1	採
オンライン事業買収	4	2	5	4	3	3	3	4	28	3.5	採
アジア基盤確立	5	2	4	4	4	3	3	4	29	3.6	採
自主事業の独立事業部化	4	4	4	3	4	3	4	3	29	3.6	採
スーパー売却	3	4	2	3	5	4	2	1	24	3.0	採
超ミニマム人員体制価値向上	3	4	5	4	4	5	4	3	32	4.0	採

スクリーニングの結果、全ての戦略が基準を超え、戦略オプションとして詳細に検討する運びとなった。

5.4 戦略評価（詳細化と財務シミュレーション）

5.4.1 ベースケース算出

財務シミュレーションの実施に先立って、ベースケースの設定を行う。ベースケースに関する数値の前提条件は下記の通りである。

予測期間：

- ・2012 年 2 月期から 2016 年 2 月期の 5 年間

前提条件：

- ・ベースケースは個別の事業ではなく連結指標から算出。
- ・年間売上高は、売上高成長率は過去 4 年間の CAGR を採用。
- ・売上原価率は直近 4 年間の平均値を使用
- ・販管費は直近 4 年間の平均値を使用
- ・なお、2012 年 2 月期の業績予想は決算短信より抜粋。
- ・資本的支出は、定期的な大型店改装は今後も続く為、（2012 年：大丸東京店・松坂屋名古屋店、

2016 年：松坂屋銀座店）2012 年と 2016 年に 2010 年 2 月期同様の 400 億を設定。

あとは 2011 年 2 月期と同規模の 130 億を設定。

- ・資本コストの計算の前提条件は、企業価値分析より 2011 年 2 月期の 3.9%を設定。
- ・減価償却費は、前年度の 90%値と、新規の投資は残存価格 10%。5 年間定額法で償却実施。

- ・簿価投下資本は、前年の NOPAT を繰り入れ。

- ・実効税率は、40.6%で統一

以上の条件より導き出された、JFR（連結）の今後 5 か年の EVA は表の通りである。

表 JFR ベースケース

JFR	算出式・条件	2010 年 2 月期	2011 年 2 月期	2012 年 2 月期
売上高		977,880	944,140	910,400
CAGR	-2.2%			
原価比率	直近 4 年間平均値	75.9%	76.4%	76.9%
売上原価		742,321	721,514	700,704
販管比率	直近 4 年間平均値	22.7%	22.2%	21.7%
販管費		221,627	209,265	197,908
営利率		1.9%	2.2%	2.5%
営業利益		18,584	20,323	22,062
資本的支出	12 年・16 年 2 月期 400 億、残りは毎年 130 億	54,476	19,776	19,776
減価償却	前年×0.9+前年資本的支出×0.9/5	13,295	13,610	13,925
投下資本	前年投下資本+前年 NOPAT+資本支出ー減価償却	444,442	435,899	427,356
NOPAT	営業利益×（1-40.6%）	11,039	12,072	13,105
ROIC	NOPAT／投下資本	2.5%	2.8%	3.1%
営業 CF	NOPAT+減価償却	24,334	25,682	27,030
営業 CF マージン	営業 CF／売上高	2.5%	2.7%	2.9%
FCF	営業 CFー資本的支出	-30,142	5,906	7,284
WACC	3.9%	4.20%	3.90%	3.60%
EVA	NOPATー投下資本×WACC	-7,628	-4,928	-2,228

EVA がプラスになるのは、「CAGR が 5%+営業利益率 2.9%以上」の場合からとなる。
結果は表のとおりである。

表 JFR の EVA 達成時の CAGR と営業利益率

JFR	算出式・条件	2010 年 2 月期	2011 年 2 月期	2012 年 2 月期
売上高		977,880	944,140	910,400
CAGR	5.0%			
原価比率	直近 4 年間平均値	75.9%	76.4%	76.9%
売上原価		742,321	721,514	700,704
販管比率	直近 4 年間平均値	22.7%	22.2%	21.7%
販管費		221,627	209,265	197,908
営利率		1.9%	2.2%	2.5%
営業利益		18,584	20,323	22,062
資本的支出	12 年と 16 年 2 月期 400 億、 残りは毎年 130 億	54,476	19,776	19,776
減価償却	前年×0.9+前年資本的支出 ×0.9/5	13,295	13,610	13,925

投下資本	前年投下資本＋前年 NOPAT＋資本支出－減価償却	444,442	435,899	4
NOPAT	営業利益×（1-40.6%）	11,039	12,072	1
ROIC	NOPAT／投下資本	2.5%	2.8%	3
営業 CF	NOPAT＋減価償却	24,334	25,682	3
営業 CF マージン	営業 CF／売上高	2.5%	2.7%	3
FCF	営業 CF－資本的支出	-30,142	5,906	-
WACC	3.9%	4.20%	3.90%	3
EVA	NOPAT－投下資本×WACC	-7,628	-4,928	-

次に、戦略案の抽出で選定した戦略の財務シミュレーションを実施する。なお、財務シミュレーションの実施に当たっては、シミュレーション可能な戦略オプション OP1・OP4・OP5 について行う。OP2・OP3 に関しては、OP1 のシミュレーションにその内容が含まれることから、総括的に判断する。OP6 に関しては、改善的イノベーションの意味合いが強い為、企業努力的の具体的方法を提示するに留める。

5.4.2 OP1（高島屋との合併）

シミュレーションの条件は以下の通りである。まず、高島屋のベースケースを算出する。ベースケースに関する数値の前提条件は下記の通りである。

予測期間：

- ・2012 年 2 月期から 2016 年 2 月期の 5 年間

前提条件：

- ・ベースケースは個別の事業ではなく連結指標から算出。
- ・売上原価率は直近 4 年間の平均値を使用
- ・販管費は直近 4 年間の平均値を使用
- ・なお、2012 年 2 月期の業績予想は決算短信より抜粋。
- ・資本的支出は、2009 年 2 月期と同規模の 230 億を設定。
 - ・資本コストの計算の前提条件は、企業価値分析より 2011 年 2 月期の 4.0%を設定。
 - ・減価償却費は、前年度の 90%値と、新規の投資は残存価格 10%。5 年間定額法で償却実施。
- ・簿価投下資本は、前年の NOPAT を繰り入れ。
- ・実効税率は、40.6%で統一
 - ・なお、高島屋は、2015 年度の経営目標として、下記の数字を挙げている。高島屋は 2012 年上海出店やオンライン事業強化などの営業戦略による成長戦略を描いており、2016 年 2 月期に所与の売上高になるよう、CAGR1.3%、営業利益率は 3.4%を設定。

以上の条件より導き出された、高島屋（連結）の今後 5 か年の EVA は表の通りである。

表 高島屋ベースケース

高島屋	算出式・条件	2010年2月期	2011年2月期	2012年2月期
売上高		827,872	819,062	819,062
CAGR	1.3%			
原価比率	直近4年間平均値	67.6%	67.9%	67.9%
売上原価		609,816	606,812	606,812
販管比率	直近4年間平均値	30.7%	29.8%	29.8%
販管費		254,517	244,489	244,489
営利率	3.40%	1.6%	2.2%	2.2%
営業利益		13,428	18,173	18,173
資本的支出	毎年230億	23,542	26,994	26,994
減価償却	前年×0.9+前年資本的支出×0.9/5	15,684	16,128	16,128
投下資本	前年投下資本+前年NOPAT+資本支出ー減価償却	411,794	432,861	432,861
NOPAT	営業利益×(1-40.6%)	7,976	10,795	10,795
ROIC	NOPAT/投下資本	1.9%	2.5%	2.5%
営業CF	NOPAT+減価償却	23,660	26,923	26,923
営業CFマージン	営業CF/売上高	2.9%	3.3%	3.3%
FCF	営業CFー資本的支出	118	-71	-71
WACC	4.00%	3.50%	4.00%	4.00%
EVA	NOPATー投下資本×WACC	-6,437	-6,520	-6,520

合併効果として、以下の設定を行う。

- ・売上高シナジーは、オンラインの事業拡大や共同販促効果、及び東神開発のテナントリーシングノウハウの吸収を考慮に入れ、0.5%増
- ・売上原価率は、ー0.5%改善
- ・販管費は、JFRのノウハウ伝授によるー2.0%改善
- ・WACCは3.9%を設定

改善効果を載せたシミュレーションを下記に示す。

表 OP1（高島屋との合併）のシミュレーション

東京建物	算出式・条件	2011年2月期	2012年2月期	2013年2月期
売上高	2社合計	1,763,202	1,753,079	1,753,079
売上シナジー	0.5%		0.5%	0.5%
売上高増加分			8,765	8,765
シナジー後売上高		1,763,202	1,761,844	1,761,844
売上原価比率	2社加重平均	72.5%	71.9%	71.9%
売上原価		1,277,657	1,260,516	1,260,516
原価路値改善	-0.5%		-0.5%	-0.5%
シナジー後原価		1,277,657	1,258,010	1,258,010

販管費比率	2 社加重平均	25.7%	25.5%	2
販管費		453,754	446,982	4
販管費改善	-1.5%		-1.5%	-
シナジー 後販管費		453,754	422,789	4
営利率		1.8%	4.6%	4
営業利益		31,791	81,045	8
資本支出	2 社合計	46,770	63,000	3
減価償却	2 社合計	29,738	35,183	4
投下資本	前年投下資本+前年 NOPAT+資本支出ー減価償却	924,290	970,991	1
NOPAT	営業利益× (1-40.6%)	18,884	48,141	4
ROIC	NOPAT／投下資本	2.0%	5.0%	4
営業 CF	NOPAT+減価償却	48,622	83,323	9
営業 CF マージン	営業 CF／売上高	2.8%	4.8%	5
FCF	営業 CFー資本支出	1,852	20,323	5
WACC	3.90%	3.85%	3.90%	3
EVA	NOPATー投下資本×WACC	-16,701	10,272	8

シミュレーションの結果によると、5年後の EVA は 2,387 百万円であり、現在の▲4,928 百万円からプラスへ転換する。ローコストオペレーションのノウハウ共有による販管費改善、統合効果による原価率改善が大きく寄与する。この戦略は、今まで JFR が有していた中核資産であるローコストオペレーションと、高島屋が有していたテナントリーシング開発という、互いの戦略資産の取り込みによるシナジー効果が非常に有効に働く戦略である。上海・シンガポールという海外への拠点もでき、更なる成長戦略を描くことも可能である。

5.4.3 OP4（自主事業の独立事業部化）

新しい運営モデルによる都市型ライフスタイルストアの創造の項で述べたように、ファッションビルができない、婦人靴や婦人洋品・紳士雑貨などのアイテム編集売場の販売力・商品力・収益力強化を目指し、低収益の「スペシャリティゾーン」の収益ヘッジとして貢献や、仕入れて売るという小売のノウハウのスキルアップを図る場としての機能が期待される。シミュレーションに関する数値の前提条件は下記の通りである。

予測期間：

- ・2012 年 2 月期から 2016 年 2 月期の 5 年間

前提条件：

- ・ベースケースは個別の事業ではなく連結指標から算出。
- ・年間売上高は、売上高成長率は過去 4 年間の CAGR に、自主売場の商品差別化に伴う客数増加効果として、0.5%の改善を盛り込む。
- ・売上原価率は直近 4 年間の平均値に、百貨店事業の売買益率は 0.5%改善するという、【新しい運営モデルによる都市型ライフスタイルストアの創造】での仮定に従う。
- ・販管費は直近 4 年間の平均値を使用
- ・なお、2012 年 2 月期の業績予想は決算短信より抜粋。
- ・資本的支出は、定期的な大型店改装は今後も続く為、(2012 年：大丸東京店・松坂屋名

古屋店、

2016 年：松坂屋銀座店）2012 年と 2016 年に 2010 年 2 月期同様の 400 億を設定。

あとは 2011 年 2 月期と同規模の 130 億を設定。

・資本コストの計算の前提条件は、企業価値分析より 2011 年 2 月期の 3.9%を設定。

・減価償却費は、前年度の 90%値と、新規の投資は残存価格 10%。5 年間定額法で償却実施。

・簿価投下資本は、前年の NOPAT を繰り入れ。

・実効税率は、40.6%で統一

以上の条件より導き出された、JFR（連結）の今後 5 か年の EVA は表の通りである。

表 OP2（独立自主事業部化）のシミュレーション

JFR	算出式・条件	2010 年 2 月期	2011 年 2 月期	2012 年 2 月期
売上高	2011 年度は同社予想値	977,880	944,140	910,400
CAGR	-1.7			
原価比率	直近 4 年間平均値	75.9%	76.4%	76.9%
売上原価		742,321	721,514	700,696
販管比率	直近 4 年間平均値を 0.5%改善	22.7%	22.2%	21.7%
販管費		221,627	209,265	197,908
営利率		1.9%	2.2%	2.5%
営業利益		18,584	20,323	22,064
資本的支出	12 年と 16 年 2 月期 400 億、 残りは毎年 130 億	54,476	19,776	19,776
減価償却	前年×0.9+前年資本的支出×0.9/5	13,295	13,610	13,925
投下資本	前年投下資本+前年 NOPAT+資本支出ー減価償却	444,442	435,899	427,354
NOPAT	営業利益×（1-40.6%）	11,039	12,072	13,105
ROIC	NOPAT／投下資本	2.5%	2.8%	3.1%
営業 CF	NOPAT+減価償却	24,334	25,682	26,930
営業 CF マージン	営業 CF／売上高	2.5%	2.7%	2.9%
FCF	営業 CFー資本的支出	-30,142	5,906	10,819
WACC	3.90%	4.20%	3.90%	3.60%
EVA	NOPATー投下資本×WACC	-7,628	-4,928	-2,219

シミュレーションの結果によると、5 年後の EVA は▲4,719 百万円であり、現在の▲4,928 百万円から若干の改善が見られ、財務的には有効なオプションである事が分かる。

元々、自主売場は JFR の売場の 2 割程度しかしめず、差別化に関しては効果を発揮するかもしれないが、全体に対する収益へのインパクトは軽微であり、EVA のマイナスがプラスに転じるレベルのものではない事が分かる。

5.4.4 OP5（スーパーマーケット事業の売却）

事業規模が小さく、業界特性上利益率の出にくいスーパーマーケット事業を売却する。

売却益をオンライン事業拡大の原資に、人的資源を百貨店の店頭マネジメントに充当する事で、自社の戦略の弱体化している部分を補完する。シミュレーションに関する数値の前提条件は下記の通りである。

予測期間：

- ・2012年2月期から2016年2月期の5年間

前提条件：

- ・ベースケースは個別の事業ではなく連結指標から算出。
- ・売上高は、スーパーマーケット事業売上を減じた過去4年間の売上高CAGRを基に設定
- ・それに、百貨店店頭マネジメント人員充当による売上増0.5%を考慮
- ・営業利益はスーパーマーケット事業分を減じた直近4か年の利益率を設定
- ・事業譲渡における譲渡額として、2011年2月期のスーパーマーケット事業のFCF(436百万円)

をWACC(3.9%)で割り引いた額(11,179百万円)と想定

2012年2月期の資本的支出は上記譲渡額を2013年2月期の資本的支出から減額

- ・資本コストの計算の前提条件は、企業価値分析より2011年2月期の3.9%を設定。
- ・減価償却費は、2012年2月期以降スーパーマーケット事業分(900百万円)を減じた上で、

前年度の90%値と、新規の投資は残存価格10%。5年間定額法で償却実施。

- ・簿価投下資本は、スーパーマーケットが全体に占める減価償却費率(6.1%)を代用して

2011年2月期の簿価投下資本を差引き、2012年2月期以降を試算

- ・実効税率は、40.6%で統一

表 スーパーマーケット事業を除いたJFR売上・営業利益

	'08/H20 2月期	'09/H21 2月期	'10/H22 2月期	'11/H23 2月期	CAGR
売上高	896,669	966,030	859,275	831,640	-2.5%
営業利益	37,833	26,987	17,155	20,041	平均値
営業利益率	4.2%	2.8%	2.0%	2.4%	2.9%
資産	761,584	732,583	760,988	735,004	
減価償却費	10,469	12,341	12,406	12,764	
資本的支出	15,242	11,503	53,962	19,198	
研究開発費	0	0	0	0	
設備投資費	18,788	16,427	58,997	19,394	
従業員数	8,584	8,029	7,326	6,739	

以上の条件より導き出された、JFR(連結)の今後5か年のEVAは表の通りである。

表 OP3(スーパーマーケット事業の売却)のシミュレーション

JFR	算出式・条件	2010年2月期	2011年2月期	2012年2月期
売上高	10・11年2月期は除くスーパー売上で仮算出	859,275	831,640	800,000
CAGR	-2.0%			
営利率	2.9%	2.0%	2.4%	2.9%
営業利益		17,155	20,041	23,325
資本的支出	12年と16年2月期395億、残りは毎年125億 2012年は11,179百万円減	53,692	19,198	12,500
減価償却	前年×0.9+前年資本的支出×0.9/5 900百万円を減価償却費減	12,406	12,764	13,122
投下資本	前年投下資本+前年NOPAT+資本支出ー減価償却	416,887	408,873	400,851

NOPAT	営業利益× (1-40.6%)	10,190	11,904	1
ROIC	NOPAT／投下資本	2.4%	2.9%	3
営業 CF	NOPAT＋減価償却	22,596	24,668	2
営業 CF マージン	営業 CF／売上高	2.6%	3.0%	3
FCF	営業 CF－資本的支出	-31,096	5,470	-
WACC	3.90%	4.20%	3.90%	3
EVA	NOPAT－投下資本×WACC	-7,319	-4,042	-

※資本的支出や減価償却の予測を正確にする為、2011 年 2 月期でスーパーマーケットを手放した数値でシミュレーションを行っている。その為、2011 年 2 月期の EVA が実際値と異なっている。効果の比較の際は、ベースケースの EVA を用いる。

シミュレーションの結果によると、5年後の EVA は▲5,715 百万円であり、現在の▲4,928 百万円からマイナスになっており、財務的に有効なオプションとは言えない事が分かる。これは、スーパーマーケット業が投資のほとんどかかっている事業であり、商圈内での一定の収益が確保できている限り、わずかな利益であってもキャッシュになりやすい性質がある為である。しかしながら、このオプションを実行した場合は、非効率であった資源（約 1,000 名の従業員など）を成長分野と本業に回し、体制を立て直しにも寄与することも可能であり、あたらな資源投入先の有無によっては、資源の再配分の視点から検討する余地はある。

5.4.5 OP6（超ミニマム人員体制そのものの価値向上）

この項は、真にミニマム人員体制を効果的に稼働させる際に、店頭販売体制の品質サービスとトレードオフさせない為の仕組の提案を行う。近年、ファッションビルにおいてサービス品質の向上がよく見受けられる。百貨店との業際が薄くなる中、全館的な品質基準もなく、テナントお任せ運営であったファッションビルにおいて百貨店を上回る販売サービス力を提供する為の仕組を持つ所が現れつつある。また、ファッションビルは超ミニマム人員体制で運営が行われており、ローコストの先駆者としてどのような取組を行い、仕組として回しているのかを把握し、自社の品質向上に応用できる点を模索する。その為の事例として、株式会社ルミネを挙げる。

(1) 株式会社ルミネとは

株式会社ルミネは、JR 東日本グループの駅ビル型ショッピングセンターを運営する企業であり、従来の総花的な駅ビルを 20 代の OL 中心のファッションビルに転換させ、1997 年から取り組んだ、入居テナントとの C S 向上の徹底的な取組により 11 年連続増収増益を達成している企業である。2010 年にはファッションビルの代表格であったパルコを売上で追い抜き、その成長には目を見張るものがある。以下におもな業績について簡潔に示す。

売上高 : 2,701 億円 (2010 年度)

営業利益 : 87 億円 (2010 年度)

店舗数 : 13 店舗

従業員数 : 420 名

これは、JFR の 1 人当たり売上高が 2011 年 2 月期で 118 百万円であるのに対し、ルミ

ネは 640 百万円と、約 5 倍以上の生産性を誇っている事を意味する。

(2) ルミネの販売サービス向上の取組

ルミネの販売サービス力向上は以下 6 つの要素から構成されている。

- ①テナントを超えた会議体でのノウハウ共有
- ②販売サービス力向上の協業体制の確立
- ③販売教育機会の徹底提供
- ④E S の徹底的向上
- ⑤経営陣の広報活動
- ⑥結果が出ない際の取り決めの徹底

・テナントを超えた会議体でのノウハウ共有

ルミネでは、いわゆる従来の賃貸借によるファッションビル運営と異なり、ルミネの社員が売場運営に相当のレベルで入り込んでいる。まず、テナント店長（ルミネではショップマスターと呼ぶ）のモチベーション向上の為に、月 1 回のショップマスター会議による情報の共有化を行っている。これは、テナントのショップマスターが集まり、それぞれの課題や方針を発表し確認し合う場として実施されている。ここで抽出された課題やノウハウを基に、ルミネのフロアマネジャー（フロアマスターと呼ぶ）間で議論し、その統一見解を、月 1 回のフロア会議で各ショップマスターに伝達する。この会議では、ショップマスターが自店の状況やCS への取組などについて意見交換し、他店の成功事例を共有する場となっている。このようなテナントを超えた会議体が、テナント間の情報共有を促進、暗黙知の形式知化を推進しており、実際に会議で議論した「アルバイトの定着率向上策」に関して、核テナントで定着率が改善した等の事例も多く存在する。

・販売サービス力向上の協業体制の確立

CS（顧客満足）の判断方法として、ミステリーショッパーによる覆面調査を年 1 回行っている。これは、JFR を始めどこの百貨店でも取り組んでいる事であるが、ルミネはその徹底度が桁違いである。ルミネの覆面調査は、サンプリングブランドだけではなく、全テナントを対象に 3 か月をかけて徹底的に行われ、接客や 5S をチェックする。調査は 50 点満点で採点され、ここでの調査結果や抽出された課題は、テナント本部とルミネのフロアマスター、店のショップマスターと共有され、具体的な取組テーマや数値目標を定めて改善をしていく。結果が 35 点以下のショップは「特別研修」を受ける制度となっている。その際は、テナント内での改善では限界があるとみなされ、ルミネのフロアマスターと店のショップマスターに加え、外部の専門家、ルミネの経営幹部、テナント本部の部長職以上の人間の参加が義務付けられており、一体となって改善への対応を明確にする仕組みとなっている。

・販売教育機会の徹底提供

ルミネでは、アルバイトからベテランまでの徹底した販売教育機会が用意されている。

ルミネでは、全店で約 28,000 人のテナント販売員が勤務しているが、入店時にその全

員が研修を受けている。こういった入店時教育は百貨店でも行われているが、ルミネでは、いわゆる就業規則などのルールの伝達に終始せず、ルミネの CS 理念を徹底的に教え込む場として用いられている点が特徴的である。また、テナント店長向けのショッパマスター研修も、部下も育成方法やコーチング、CS 推進の手法について学ぶ場となっており、研修の教育対象は副店長にも広がっている。これらの研修を経て、培われた店舗運営力が評価される場として、年 1 回「ルミネスト大会」と呼ばれる接客コンクールがある。これは、ルミネ各店で実施される予選会、店大会、ルミネ全店で実施される決勝大会を通じて、接客の優秀スタッフを選出する大会である。全 28,000 名のテナント販売員の内、毎年約 100 名が、ルミネストゴールド・シルバー・ブロンズとして選出される。大規模な参加人数、年 1 回という希少性と大会場によるイベントという事で、参加テナントはさながら甲子園に出ているかのような盛り上がりを見せており、出場の喜びを語るテナント販売員のブログなども散見される。

「決勝大会は、持ち時間が 5 分前後の接客ロールプレイングで評価をします。接客の基本はもちろん、お客様のニーズを引き出し、トータルコーディネート提案が出来ているかに重点を置いています。この大会のための演技ではとりつくろえません。日頃から質の高い接客を実践していないと、大会では発揮できないんですね」(営業部営業推進グループ 折戸三沙氏)

ルミネストになると、専用のマークが印された黒い名札を勤務時に付け、顔写真入りの認定証が店に飾られる。これが販売員の目標にもなり、店舗全体で接客水準が高まるという好循環を生んでいる。さらに 2011 年 4 月からは、「エルジェニック」と呼ばれるスタッフ制度を導入。ルミネスト大会で店大会まで進出したがルミネストに漏れた 100 名を対象に、青いバッジを付与、来店客からの生の声を提言として館全体に浸透させる役割を持つ。

このように、ルミネは販売教育機会の徹底提供と、客観的で大規模な大会での評価によるステータスやシンボルの付与によってモチベーションの醸成を取引先と図っており、これが館全体での CS 向上に通じている。

・ES の徹底的向上

これらの活動の土台となっているのが従業員満足 of 徹底である。ディベロッパーにとってテナントを顧客と捉え、競争力の源泉を「テナント販売員の力」と言い切るルミネは、テナントの大半を占める女性販売員が快適な職場環境で過ごせるよう従業員施設の充実を図っている。一例としては、ファッションビルには珍しく社員食堂があり、グラム単位で量り売りのビュッフェなど選ぶ楽しみを備えたメニューを展開している店舗もある。また、従業員休憩スペースでのマッサージ器やパウダールームの充実、トイレの環境など、衛星要因を徹底的に排除している。このようにルミネ側の働きかけにより、「CS なくして ES なし」という考え方に基づいた教育と環境の充実が図られている。

・経営陣の広報活動

このような CS や ES に関わる理念の徹底には、経営陣の対外発言が大きく作用している。ルミネ会長の花崎氏は、雑誌や新聞のインタビューで必ず CS・ES について言及している。

「各ショップが期待された役割を果たして初めて、お客さまに喜んでいただける。ショップスタッフがベストな状態で働けるようルミネは努力しなければなりません。支配服従関係ではなくパートナーシップです。このことをルミネは事業の根幹として徹底しているつもりです」

(ブアイソーHP : <http://www.buaiso.net/interview/buaisointerview/4907/>)

花崎社長は社員に「テナント」という言葉を使うことも禁止した。テナントという言葉を使うと、どうしても上下関係が生まれてしまう。「ショップとは運命共同体。パートナーシップそのものであり、その意識が徹底できるかどうかすべてだ」

(東洋経済 HP :

<http://www.toyokeizai.net/business/strategy/detail/AC/43827a029642642ee3370893946f5cd1/page/2/>)

トップが広告塔として揺らぎない理念を唱え続ける事が、ビジョンへ向かって企業を推進させる要素となる事は想像に難くない。

・結果が出ない際の取り決めの徹底

「店舗は（年間）2 割ベースでドンドン入れ替わる」（花崎会長）。契約更新のない定期借地借家法の改正に伴い、坪効率・顧客満足度・覆面調査結果など様々な指標を基に、改善の見込めない低水準テナントは強制的に入れ替えられる。正のスパイラルで成長しているが故にできる施策ではあるが、この新陳代謝はマーケット対応力と取引先の緊張感を高め、C S の取組を推進する鞭となっている。

以上、ルミネは従来の場貸し業としてのファッションビルとは異なり、研修や大会といった機会の提供と接客力調査結果や課題の共有、能力の高い人間へのシンボルやステータス付与等によって、テナントの販売力を一緒になって向上させるという戦略的パートナーリングで成功している。あくまでルミネの事例は一つの例に過ぎないが、理念と仕組みと ES によって、現在 JFR が直面する、店頭販売体制のサービス品質とミニマム人員体制のトレードオフを避ける取組の好例であると考ええる。また、このような取組は他の戦略と並行して取り組む事が可能である。

5.5 まとめ

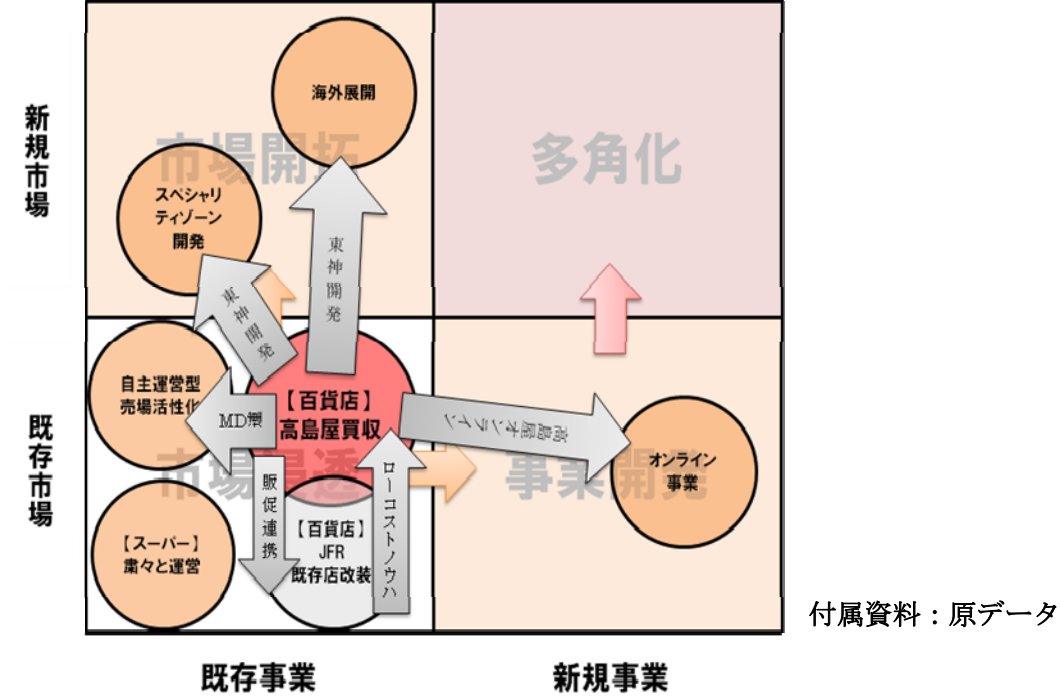
OP1（高島屋との合併）・OP4（自主事業の独立事業部化）・OP5（スーパーマーケット事業売却）の3つの戦略オプションについて、下記にまとめる。

表 戦略オプションのシミュレーション結果

	EVA（百万円）		
	2011 年 2 月期	2016 年 2 月期	差額
高島屋との合併	-4928	2387	7315
自主事業の独立事業部化		-4719	209
スーパーマーケット事業売却		-5715	-787

以上より、高島屋との合併が最も効果を発揮する事が分かる。高島屋との合併は、SC 開発ノウハウという中核技術の取込、海外店舗や顧客基盤という関係資産の取得を通じて、JFR のエンジンに変える事ができる。また、成長市場であるオンライン事業のプレゼンス拡大や、自主事業の強化や既存店販促面での連携も行う事ができ、更なる成長エンジンとして活用できる。商品差別化としては、自主事業の独立事業部化を並行して進め、業際の近づくファッションビルとの差別化に対してスピード感を持って行う事も検討に値する。これらのオプションはそれぞれが単独で行われるのではなく、タイミングを見て組み合わせしていく事が企業価値の最大化につながると考える。これら取組のシナジーを下図に示す。そして同時に、ローコスト運営でサービス品質を低下させない仕組みの構築を行い、自社の「新百貨店モデル」を確固なものにし、日本を代表する小売のリーディングカンパニー実現を目指す。

図 高島屋合併後の各事業への波及効果



社名：（J フロントリテイリング）

連 結 財 務 分 析

						単位：百万円
	'06/H18 2 月期	'07/H19 2 月期	'08/H20 2 月期	'09/H21 2 月期	'10/H22 2 月期	'11/H23 2 月期
流動資産			193,525	176,833	178,744	158,096
現金及び預金			37,562	32,858	44,103	34,087
受取手形及び売掛金			74,311	62,137	59,598	53,937
有価証券			1,531	1,093	776	1,484
貸倒引当金			-784	-743	-673	-761
（当座資産）	0	0	114,188	96,831	105,150	90,269
（売上債権）	0	0	74,311	62,137	59,598	53,937
棚卸資産			45,154	42,939	35,186	30,382
固定資産			611,849	599,782	625,790	616,933
有形固定資産			472,788	467,173	499,571	498,678

無形固定資産			20,423	20,285	18,951	18,466
流動負債			278,259	274,228	263,109	246,190
支払手形及び買掛金			89,956	79,685	76,955	76,310
(買入債務)	0	0	89,956	79,685	76,955	76,310
短期借入金			47,968	42,556	46,324	43,181
固定負債			211,260	186,118	217,918	201,596
長期借入金			36,073	33,121	74,612	65,476
社債（転換社債含む）			19,000	5,000	0	0
負債合計			489,520	460,347	481,028	447,786
資本合計			315,854	316,268	323,506	327,242
資本金			30,000	30,000	30,000	30,000
資本剰余金			209,787	209,657	209,636	209,605
利益剰余金			72,938	75,310	81,585	84,895
資産・負債/資本			805,375	776,616	804,534	775,029

売上高			1,016,402	1,096,690	982,533	950,102
売上原価			765,101	827,407	742,321	720,514
(売上総利益)	0	0	251,301	269,283	240,212	229,588
給与手当			61,795	69,823	61,344	56,152
賞与引当金繰入額			6,415	7,794	7,098	6,402
退職給付引当金繰入額			1,996	3,576	5,099	4,780
(人件費)	0	0	70,206	81,193	73,541	67,334
減価償却費			11,301	13,257	13,295	13,610
(付加価値)	0	0	121,224	122,542	105,420	101,267
営業利益			39,717	28,092	18,584	20,323
受取利息			270	276	254	278
受取配当金			372	634	502	478
支払利息			1,543	1,616	1,679	1,717
経常利益			39,812	28,289	19,966	21,092
当期純利益			20,538	7,170	8,167	8,862
従業員数			9,697	9,094	8,393	7,768
発行済株式数			536,238	536,238	536,238	536,238
期中平均株式数			449,037	528,667	528,689	528,676
株価（決算日終値）			688	301	494	426
営業 CF			27,796	22,686	22,996	21,270
投資 CF			5,792	-11,676	-40,879	-8,432
財務 CF			-39,309	-13,510	29,212	-23,128
キャッシュバランス（期末残高）			34,944	32,307	43,515	33,204
	'06/H18 2 月期	'07/H19 2 月期	'08/H20 2 月期	'09/H21 2 月期	'10/H22 2 月期	'11/H23 2 月期
法定実効税率			40.60%	40.60%	40.60%	40.60%
10 年物国債応募者利回り	1.754%	1.655%	1.285%	1.342%	1.395%	1.255%
対指数 β 値			0.811	1.067	1.028	0.985
リスクプレミアム	4.10%	4.10%	4.10%	4.10%	4.10%	4.10%

注：法定実効税率は有価証券報告書に記載の数値を使用

注：10年物国債応募者利回り（出典：財務省 HP）

注：β 値は「株価 ベーター値一覧」HP の週間終値ベース銘柄別株価ベーター値一覧より、
 確実度が最も高い日経 225「10 日間ベーター値」を年間平均換算

（http://kabu-data.info/beta/beta_d_up/3086_d.htm）

注：リスクプレミアム 4.1%は Ibbotson Associates Japan1970 年 1 月～2009 年 12 月末（高度成長期を除く）より

注：減価償却費は連結キャッシュフロー計算書より、人件費は一般管理費内訳より

販管費			211583	241189	221627	209265
広告宣伝費			29056	32587	29798	29293
人件費	0	0	70,206	81,193	73,541	67,334
不動産賃貸料 ＋機械賃借料			24,543	26,833	26,142	24,207

		'06/H18 2 月期	'07/H19 2 月期	'08/H20 2 月期	'09/H21 2 月期	'10/H22 2 月期	'11/H23 2 月期
百貨店業							
	売上高			755,820	836,189	760,919	739,311
	営業利益			31,341	21,616	12,995	14,853
	資産			728,833	679,624	691,741	671,811
	減価償却費			10,047	12,225	12,223	12,526
	資本的支出			15,438	10,140	53,121	18,564
	研究開発費			0	0	0	0
	設備投資費			18,844	15,000	58,155	17,698
	従業員数			7,012	6,515	5,821	4,841
スーパーマーケット業							
	売上高			119,733	130,660	123,258	118,462
	営業利益			1,884	1,105	1,429	282
	資産			43,791	44,033	43,546	40,025
	減価償却費			832	916	889	846
	資本的支出			1,275	1,314	514	578
	研究開発費			0	0	0	0
	設備投資費			1,275	1,668	569	626
	従業員数			1,113	1,065	1,067	1,029
卸売業							
	売上高			90,622	87,139	63,249	54,445
	営業利益			3,327	3,572	2,573	2,235

	資産			29,732	28,707	25,342	26,650
	減価償却費			159	102	122	99
	資本的支出			115	37	166	107
	研究開発費			0	0	0	0
	設備投資費			155	37	166	107
	従業員数			227	226	220	208
その他事業							
	売上高			97,431	91,688	81,044	92,737
	営業利益			3,634	2,558	2,803	4,263
	資産			98,549	140,828	135,266	129,291
	減価償却費			473	273	301	267
	資本的支出			376	1,532	828	1,134
	研究開発費			0	0	0	0
	設備投資費			487	1,603	839	2,201
	従業員数			1,345	1,288	1,285	1,690
計							
	売上高			1,016,402	1,096,690	982,533	950,102
	営業利益			39,717	28,092	18,584	20,323
	資産			805,375	776,616	804,534	775,029
	減価償却費			11,301	13,257	13,295	13,610
	資本的支出			16,517	12,817	54,476	19,776
	研究開発費			0	0	0	0
	設備投資費			20,063	18,095	59,566	20,020
	従業員数			9,697	9,094	8,393	7,768

社名：高島屋

連結財務分析

							単位：百万円
	'06/H18 2月期	'07/H19 2月期	'08/H20 2月期	'09/H21 2月期	'10/H22 2月期	'11/H23 2月期	
流動資産			212,888	206,617	239,816	265,878	
現金及び預金			35,130	31,165	56,011	55,503	
受取手形及び売掛金			96,396	98,960	102,200	121,263	
有価証券			5,000	20	3,000	15,000	
貸倒引当金			-948	-902	-497	-562	
(当座資産)	0	0	137,474	131,047	161,708	192,328	
(売上債権)	0	0	96,396	98,960	102,200	121,263	

棚卸資産			43,729	44,889	43,218	38,566
固定資産			545,982	544,340	545,282	551,209
有形固定資産			384,608	382,808	381,943	381,920
無形固定資産			15,710	19,273	19,417	26,451
流動負債			302,034	313,830	302,444	304,198
支払手形及び買掛金			99,921	89,188	85,684	87,248
(買入債務)	0	0	99,921	89,188	85,684	87,248
短期借入金			16,072	14,249	24,593	14,083
固定負債			165,583	155,215	191,415	211,789
長期借入金			47,455	53,755	65,962	87,679
社債（転換社債含む）			21,231	10,000	30,000	30,000
負債合計			467,617	469,046	493,859	515,988
資本合計			291,253	281,911	291,239	301,099
資本金			56,025	56,025	56,025	56,025
資本剰余金			45,080	45,084	45,085	45,085
利益剰余金			161,524	169,704	174,741	185,272
資産・負債/資本			758,870	750,957	785,098	817,088

売上高			994,585	926,281	827,872	819,062
売上原価			725,993	678,701	609,816	606,812
(売上総利益)	0	0	268,592	247,580	218,056	212,250
給与手当			86,184	83,585	76,505	69,919
賞与引当金繰入額			74	14	0	0
退職給付引当金繰入額			6,836	7,650	8,387	7,852
(人件費)	0	0	93,094	91,249	84,892	77,771
減価償却費			14,686	15,381	15,684	16,128
(付加価値)	0	0	145,479	131,440	114,004	112,072
営業利益			37,699	24,810	13,428	18,173
受取利息			770	494	367	359
受取配当金			681	716	807	829
支払利息			1,549	1,423	1,686	1,691
経常利益			42,070	28,003	16,764	22,484
当期純利益			18,697	11,750	7,709	13,849
従業員数			9,844	9,644	9,324	8,367
発行済株式数			330,828	330,828	330,828	330,828
期中平均株式数			329,983	329,958	329,935	329,918
株価（決算日終値）			1,161	510	686	670
営業 CF			65,480	14,686	23,428	20,645
投資 CF			-45,522	-38,348	-10,508	-13,240
財務 CF			-35,125	14,121	14,817	7,673
キャッシュバランス（期末残高）			39,905	27,750	55,963	70,279
	'06/H18 2 月期	'07/H19 2 月期	'08/H20 2 月期	'09/H21 2 月期	'10/H22 2 月期	'11/H23 2 月期
法定実効税率			40.60%	40.60%	40.60%	40.60%
10 年物国債応募者利回り	1.754%	1.655%	1.285%	1.342%	1.395%	1.255%
対指数 β 値			0.919	0.767	0.846	1.121

リスクプレミアム	4.10%	4.10%	4.10%	4.10%	4.10%	4.10%
----------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

注：法定実効税率は有価証券報告書に記載の数値を使用

注：10年物国債応募者利回り（出典：財務省 HP）

注：β 値は「株価 ベーター値一覧」HP の週間終値ベース銘柄別株価ベーター値一覧より、
確実度が最も高い日経 225 「10 日間ベーター値」を年間平均換算

(http://kabu-data.info/beta/beta_d_up/3086_d.htm)

注：リスクプレミアム 4.1%は Ibbotson Associates Japan1970 年 1 月～2009 年 12 月末（高度成長期を除く）より

注：減価償却費は連結キャッシュフロー計算書より、人件費は一般管理費内訳より

販管費			279018	272605	254517	244489
広告宣伝費			34383	28285	22896	22891
人件費	0	0	93,094	91,249	84,892	77,771
不動産賃貸料 ＋機械賃借料			43,387	43,278	41,850	39,318

		'06/H18 2 月期	'07/H19 2 月期	'08/H20 2 月期	'09/H21 2 月期	'10/H22 2 月期	'11/H23 2 月期
百貨店 業	売上高			946,274	885,529	792,707	783,371
	営業利益			26,903	15,121	5,098	10,728
	資産			498,875	505,275	504,816	503,959
	減価償却 費			11,226	11,722	11,592	11,878
	資本的支 出			26,988	15,613	17,246	15,053
	研究開発 費			0	0	0	0
	設備投資 費			26,988	15,613	17,246	15,053
	従業員数			8,030	7,886	6,950	6,416
建装事 業	売上高			32,686	24,890	20,908	21,292
	営業利益			955	64	-501	121
	資産			16,863	16,131	17,911	14,502
	減価償却 費			136	89	72	50
	資本的支 出			129	134	41	18
	研究開発 費			0	0	0	0
	設備投資 費			129	134	41	18
不動産 業	従業員数			380	374	313	213
	売上高			34,745	35,349	35,019	34,790
	営業利益			7,671	6,982	6,491	6,613
	資産			98,492	105,028	108,160	122,347
	減価償却 費			3,009	3,312	3,739	3,922
	資本的支 出			20,697	7,638	6,319	12,275

	研究開発費			0	0	0	0
	設備投資費			20,697	7,638	6,319	12,275
	従業員数			224	226	238	217
金融業	売上高			13,592	15,124	15,247	15,894
	営業利益			960	1,531	1,613	2,135
	資産			80,266	82,036	86,496	101,762
	減価償却費			46	14	5	12
	資本的支出			2	0	7	52
	研究開発費			0	0	0	0
	設備投資費			2	0	7	52
	従業員数			104	65	69	74
その他事業	売上高			79,430	91,509	66,096	64,109
	営業利益			1,688	1,271	938	-1,280
	資産			19,961	19,756	19,981	18,636
	減価償却費			105	133	131	130
	資本的支出			67	87	92	75
	研究開発費			0	0	0	0
	設備投資費			67	87	92	74
	従業員数			1,106	1,093	1,754	1,447
計	売上高			1,042,711	976,116	877,762	869,476
	営業利益			37,699	24,810	13,428	18,173
	資産			758,870	750,957	785,098	817,088
	減価償却費			14,686	15,381	15,684	16,128
	資本的支出			44,078	23,431	23,542	26,994
	研究開発費			0	0	0	0
	設備投資費			44,078	25,431	23,542	26,994
	従業員数			9,844	9,644	9,324	8,367

財務指標の定義・計算法

安全性の指標

流動比率 $\frac{\text{流動資産}}{\text{流動負債}}$

当座比率 $\frac{\text{当座資産}}{\text{流動負債}}$

固定比率 $\frac{\text{固定資産}}{\text{自己資本}}$

固定長期適合比率 $\frac{\text{固定資産}}{\text{自己資本} + \text{固定負債}}$

自己（株主）資本比率 $\frac{\text{自己資本}}{\text{総資本}}$

当座資産の定義：現金預金＋売上債権（受取手形、売掛金）＋有価証券－貸倒引当金

自己資本の定義：資本金＋資本剰余金＋利益剰余金＋その他有価証券評価差額金－為替換算調整勘定－自己株

自己（株主）資本比率：財務レバレッジは自己資本比率の逆数

収益性の指標

売上高総利益率（粗利率）	売上総利益/売上高
売上高営業利益率	営業利益/売上高
売上高経常利益率	経常利益/売上高
売上高当期純利益率	当期純利益/売上高
自己（株主）資本純利益率（ROE）	当期純利益/（期首・期末の平均自己資本）
使用総資本営業利益率（ROA）	営業利益/（期首・期末の平均総資本）
使用総資本経常利益率（ROA）	経常利益/（期首・期末の平均総資本）
使用総資本当期純利益率（ROA）	当期純利益/（期首・期末の平均総資本）

成長性の指標

売上増収率	（当期売上高-前期売上高）/前期売上高
経常利益率増益率	（当期経常利益-前期経常利益）/前期経常利益
純利益増益率	（当期純利益-前期純利益）/前期純利益

生産性の指標

労働生産性	付加価値/従業員数
一人当たりの売上高	売上高/（期首・期末の平均従業員数）
一人当たりの売上総利益	売上総利益/（期首・期末の平均従業員数）
一人当たりの営業利益	営業利益/（期首・期末の平均従業員数）
一人当たりの付加価値	付加価値/（期首・期末の平均従業員数）
使用総資本投資効率	付加価値/（期首・期末の平均総資本）
労働装備率	（有形固定資産－建設仮勘定）/（期首・期末の平均従業員数）
売上高付加価値率	付加価値/売上高
労働分配率	人件費/付加価値

自己（株主）資本分配率	当期純利益/付加価値
-------------	------------

人件費の定義：給与手当＋賞与引当金繰入額＋退職給付引当金繰入額

付加価値の定義：営業利益＋減価償却費＋賃借料＋人件費＋支払特許料＋租税公課

（もうひとつの付加価値の定義：当期純利益＋減価償却費＋賃借料＋金融費用（支払利息）＋税金）

ただし、税金：法人税＋住民税＋事業税

効率性の指標

使用総資本回転率	売上高/総資本（期首・期末の平均）
固定資産回転率	売上高/固定資産（期首・期末の平均）
有形固定資産回転率	売上高/有形固定資産（期首・期末の平均）
棚卸資産回転率	売上高/棚卸資産（期首・期末の平均）
棚卸資産回転日数	365÷（売上高/棚卸資産（期首・期末の平均））
売上債権回転日数	365÷（売上高/売上債権（期首・期末の平均））
買入債務回転日数	365÷（売上高/買入債務（期首・期末の平均））
運転資本回転日数	棚卸資産回転日数+売上債権回転日数-買入債務回転日数

棚卸資産の定義：製品、原材料、仕掛品、貯蔵品

売上債権の定義：受取手形、売掛金、受取手形割引高、工事未収金、（未収入金は含まず）

買入債務の定義：支払手形、買掛金、工事未払金、（未払金は含まず）

その他

一株あたりの純資産	自己資本/（発行済株数－自己株式）
一株あたりの純利益（EPS）	当期純利益/（平均発行済株式数）
株価純資産比率（PBR）	株価（決算日末日の終値）/一株あたりの純資産
株価収益率（PER）	株価（決算日末日の終値）/一株あたりの純利益

キャッシュフロー

営業キャッシュフロー	
営業キャッシュフローマージン	営業キャッシュフロー/売上高
営業キャッシュフロー投資比率	営業キャッシュフロー/投資キャッシュフロー
営業キャッシュフロー固定負債比率	営業キャッシュフロー/固定負債
営業キャッシュフロー流動負債比率	営業キャッシュフロー/流動負債
一株あたりのキャッシュフロー	営業キャッシュフロー/（期首・期末の平均発行済株式数）
フリーキャッシュフロー（1）	営業利益×（1－実効税率）＋減価償却費－資本的支出

フリーキャッシュフロー（2）、簡便法	営業キャッシュフロー＋投資キャッシュフロー
フリーキャッシュフロー（3）、簡便法	営業キャッシュフロー－減価償却費
キャッシュフロー	営業 CF＋投資 CF＋財務 CF