



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 12 回 **M&A プロセス・マネジメント (M&A Process Management)**

付属資料 1：企業戦略分析

(出所：大川 泰蔵 「経営戦略応用研究Ⅱ 期末レポート ソフトバンク」 2005 年 11 月 7 日)

ソフトバンク株式会社 (2005)

1 当該企業の事業内容と業績

1.1 事業内容

ソフトバンクは、主な事業としては、ブロードバンドの通信インフラ（音声については一部ナローバンドが残存する）から、その上で展開するポータルやコンテンツに関するまでコンテンツ流通に関する川下から川上までのバリューチェーンについてトータルに事業を展開している。それらの多彩な事業を行う企業をサービス群としてグルーピングしており、そのグループは 9 つ存在する。それは以下のとおりである。

事業	事業概要	主なグループ会社
固定通信	音声伝送サービス、データ伝送サービス、専用線サービス等の固定通信事業を実施している	・日本テレコム ・日本テレコム IDC
イーコマース	パーソナルコンピュータ向けソフトウェア、コンピュータ本体や周辺機器等のハードウェアの流通、エンタープライズ事業、企業間および企業消費間の電子商取引事業を実施している	・ソフトバンク BB
放送メディア	放送や通信等のブロードバンド関連サービスに関する普及促進およびコンテンツ調達支援事業等を実施している	・ソフトバンク・ブロードメディア ・クラビット
海外ファンド	米国やアジアを中心にインターネット関連会社を対象とする投資事業等を実施している	・SOFTBANK Korea ・SBCHINA HOLDING
ブロードバンド・インフラ	ADSL および光ファイバーによる高速インターネット接続サービス、IP 電話サービスやブロードバンド TV 等コンテンツの提供を実施している	・ソフトバンク BB ・ビー・ビー・ケーブル
インターネット・カルチャー	インターネット上の広告事業、オークション事業、ブロードバンドポータル事業を実施している	・ヤフー
テクノロジー・サービス	ブロードバンド事業を基盤にネットワークからセキュリティ、アプリケーションまでのトータルなサービス・ソリューションの提供を実施している	・ソフトバンク・テクノロジー
メディア・マーケティング	パーソナルコンピュータ、インターネット、エンターテインメント等の雑誌ならびに書籍の出版事業、IT 等の分野に特化したインターネット上のコンテンツ事業等を実施している	・ソフトバンク・メディア・アンド・マーケティング ・ソフトバンク・パブリッシング
その他	レジャー・サービス事業、イーファイナンス事業、海外における持株会社機能、国内におけるバックオフィス・サービス業務を実施している	・福岡ソフトバンクホークス ・福岡ソフトバンクホークスマーケティング ・ソフトバンク・インベストメント

今までの通信事業の特徴としては設備（ネットワーク）産業であり、ネットワーク上を流れるコンテンツは音声による通話あるいは主に企業による業務上のデータが主流であった。つまり、コンテンツについては回線設備（ネットワーク）に紐ついた限定的なサービス（音声であったりデータであったりといった情報）を扱っていたために、顧客が付加価値として認めるものは、サービスを提供するための回線設備の種別（いかにフルラインナップであるか）とそれらのサービスを提供するための低価格な料金だけであったといえる。よって、特に付加価値のうち前者については大きな投資が必要とするために大きな資本を有す

るキャリアが競争優位を保ってきたわけである。しかし、今後は、IP 化によって、回線設備（ネットワーク）とサービス種別が完全分離することが出来ることによって、競争環境がハードウェアからソフトウェア（コンテンツ）へとシフトしていくことになる。コンテンツとしては、映像（ストリーミング、VOD）、音声、オークション、オンラインショップ、株式売買などのイーコマース、e ラーニングといったいわゆるオールドビジネスといわれていた事業まで取り込み、巨大マーケットを形成することとなる。同社の沿革は次のようになる。

- 90 年 米ビジネスランドと合併で日本法人設立。日本ソフトバンクからソフトバンクに社名変更。
- 91 年 3 月にノベルと合併で設立したノベル日本法人に NEC、富士通、東芝、キャノン、ソニーが出資。
- 92 年 ネットプロ（現・ソフトバンク・テクノロジー）設立。ソフトベンチャーキャピタル設立。
- 94 年 テレマーケティングの米 A&L を買収。
- 95 年 NTT データと合併で VOD（ビデオ・オン・デマンド）を開始。株式を店頭公開。
- 96 年 社債管理会社を置かず 500 億円の無担保社債発行。ジフ・デイビス出版部門買収、ヤフーへ出資。
- 97 年 豪ニュースと J スカイ B を発表。テレ朝株取得。キングストン買収。テレ朝株を朝日新聞社に譲渡。
- 98 年 J スカイ B にソニー、フジテレビが参加。ヤフー日本法人が店頭公開。東証一部へ情報。
- 99 年 米ジフ持株会社が NY 市場に上場。米ブロードキャスト・コムと日本法人を設立。
- 00 年 ナスダック・ジャパン構想発表。無線高速インターネットのスピードネット設立を発表。
- 01 年 日債銀に資本参加。イー・トレード上場。ソフトバンク・インベストメント上場。
- 02 年 ADSL サービス「ヤフーBB」を発表。IP レボリューションが 26GHz 帯無線局予備免許取得。
- 03 年 ヤフーBB12M サービス開始。BB ケーブル TV が米ユニバーサル映画と VOD のライセンス契約締結。
- 04 年 ヤフーBB24M サービス開始（続いて、ヤフーBB48M サービス開始）。あおぞら（旧日債銀）株売却。ヤフーBB 個人情報流出。
- 05 年 日本テレコム、C&WIDC、ダイエーホークス買収発表。おとくラインサービス開始。

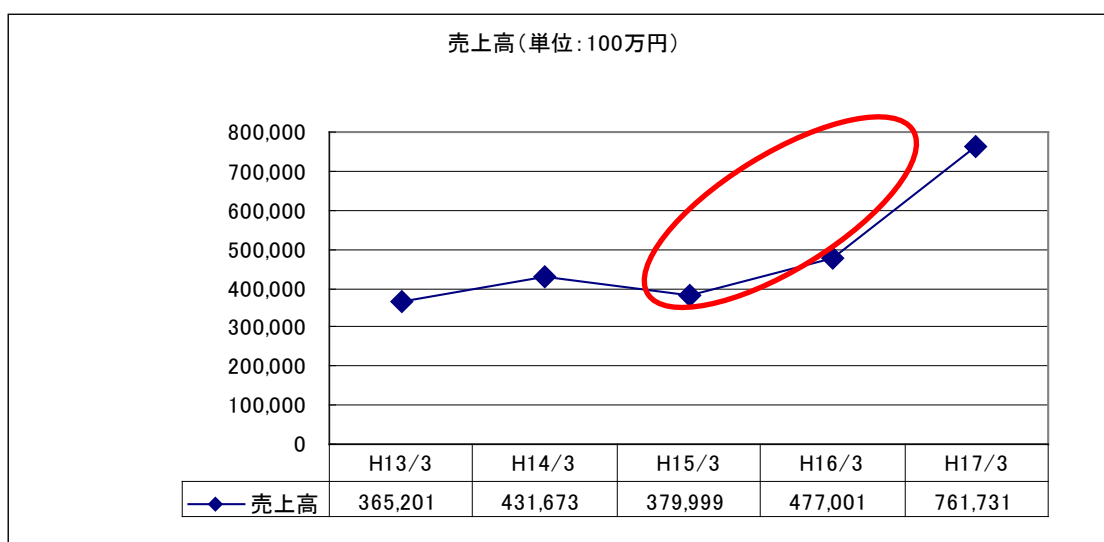
ソフトバンクの歴史は M&A の歴史であるといっても過言でないほど、成長の源泉を買収に頼っている。大きく成長過程を分けると、次のようになる。ソフトウェア卸業として創業し、出版事業への進出、ベンチャーキャピタルとしてベンチャー等の投資を積極化させ、ナスダック・ジャパンを設立するも業績の悪化により撤退。通信事業へとシフトしていく。これらの通信事業前までは CEO である孫正義のアメリカでの経験が大きく、アメリカと

日本における IT 産業の成熟度のギャップをビジネスにしている感が強かったが、通信事業への進出によって、ソフトバンクの独自の事業展開が始まったといえるのではないかな。

1.2 全社業績推移

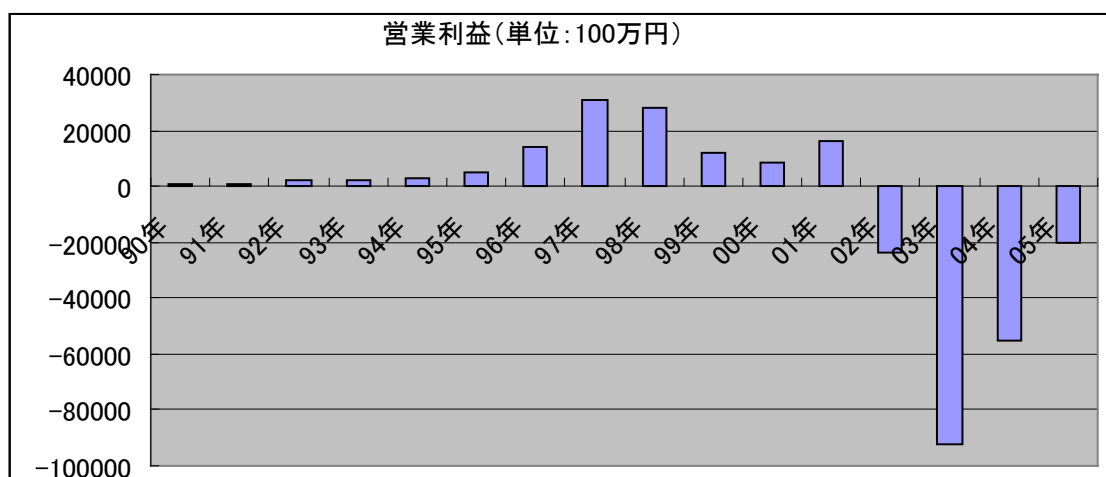
(1) 売上高・利益・財務内容

【売上高】



売上高については、H15(2003)年度を境に大きく伸ばしている。これは、通信事業への参入に伴う売上高の増加が大きな要因である。その要因として考えられる大きな要素は、ADSL 事業の開始と日本テレコムを買収である。ADSL 事業については、YahooBB というブロードバンドサービスを立ち上げ、パラソル隊によるモデム販売展開によって大きく加入者を伸ばした。H17 年度についてさらに大きな伸びを示している理由は、日本テレコムの買収であると考えられる。

【営業利益】



営業利益については、02年度から大幅に落ち込んでいる。これは、およそ1年間で1,000億円以上かかったといわれるYahoo!BBへの営業経費によるものと考えられる。03年を境に減少傾向にあるのは、パラソル隊による営業活動の縮小と500万契約に迫ろうとしているYahoo!BB契約者からの売上が販売促進期間を終了し、上がり始めてきたことによるものと考えられる。実際、直近の2005年大に四半期については、ブロードバンド事業初の黒字化を実現していることがわかる。日本テレコム(600万回線)を3,400億円で買収したが、1回線あたりに直すと56万円となる。仮に1回線あたりの収益を年7万円として考えた場合、8年で回収することになるが、通信ビジネスの流動性などを考えた場合、これらの固定通信回線をどれくらいの確率でYahoo!BBサービスによるIPへの移行させることができるか、また、Yahoo!BBが提供する付加サービスをどれだけ利用してもらえるかが今後、大きな金となる木になる可能性を秘めている。

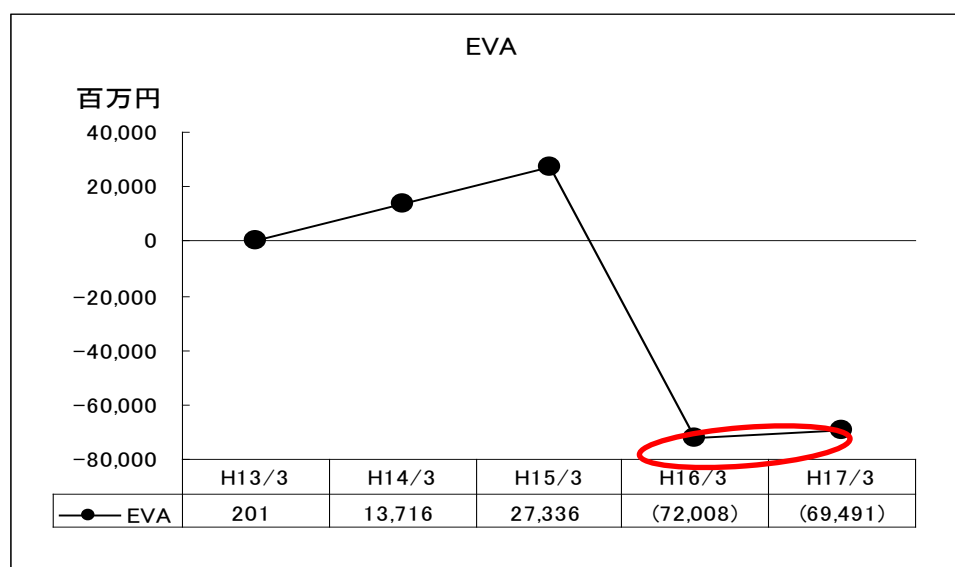
(2) 過去5カ年間業績推移の財務諸表分析

	99年度	00年度	01年度	02年度	03年度	04年度
営業CF	3	-915	-791	-686	-838	-307
投資CF	-603	-425	397	1,197	813	-1,775
財務CF	2,209	245	13	-176	3,063	1,537
現金等期末残高	2,680	1,591	1,198	1,475	4,371	3,819
有利子負債	4,187	4,134	3,656	3,407	5,755	8,297

注目すべき点としては、営業CFが2,000年度から赤字となっている点である。Yahoo!BBの販促活動にかかる営業経費が、非常に大きな負担となっていると考えられるが、2004年度から改善傾向にあり、ADSLサービスについては500万回線に迫るまで顧客を獲得し、このままいくと、数年以内に営業CFを黒字へと転換できると想定できる。投資キャッシュフローについては、乱高下しているがこれは、2000年度の日本長期債権銀行(あおぞら銀行)を507億円で買収、2001年度には米ヤフー株463億円で売却、米Eトレード株447億円で売却、2002年度には、1,039億円売却、日本のヤフー株522億円で売却、

2003 年度にはあおぞら銀行株を 1,006 億円で売却、2004 年度には日本テレコム、ケーブル&ワイヤレス IDC、福岡ダイエーホークスを買収したということが大きく影響している。これらの一連の M&A については、ソフトバンクがコンテンツから設備まで通信事業における垂直統合を非常に短期間で整備し、他連合に対して圧倒的に優位に立とうという経営姿勢がうかがえる。しかし、リスクファクターとして、通信回線（ネットワーク）が ADSL から光ファイバーへと移行し、メタル線のように NTT が光回線に対して、ADSL と同様に相互接続サービス(※)を行うかどうかについては、まだ現時点では流動的な要素がある。(※)原価ベースで回線を NTT 以外の他キャリアに貸し出すサービスのこと)

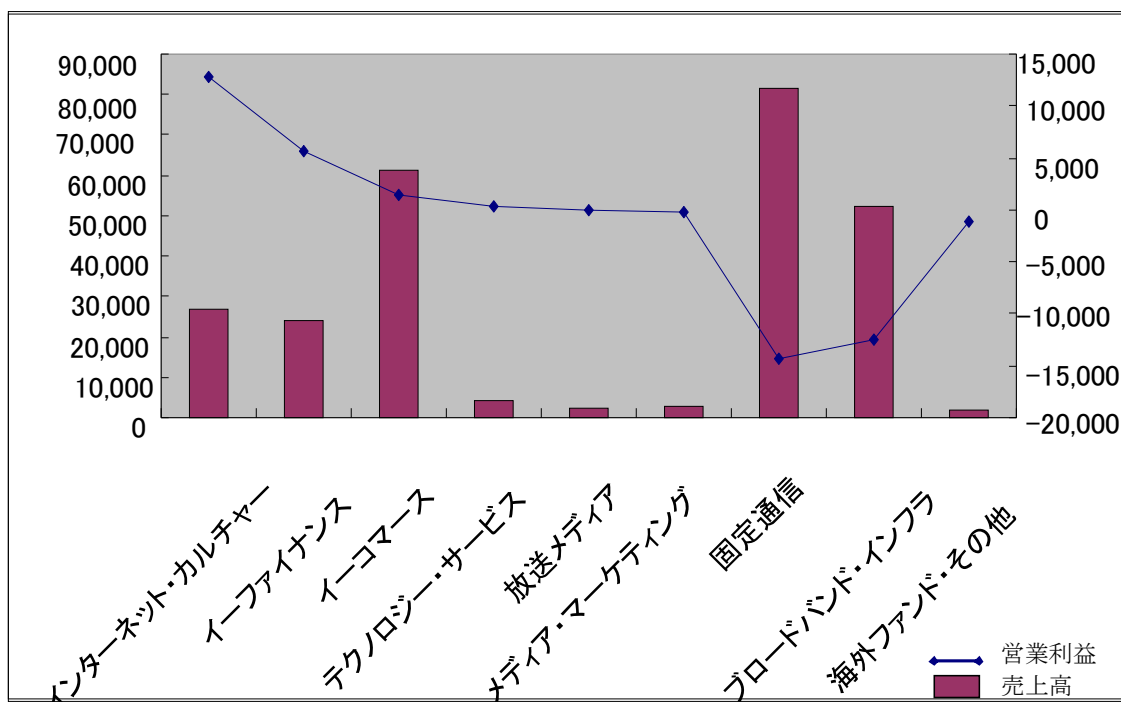
(3) 過去 5 カ年間業績推移の企業価値分析



H16(2004)年度、H17 年度における EVA の落ち込みが激しい。これは営業利益の落ち込みによるところが大きい。ソフトバンクの現状の経営戦略に従うならば、今までの M&A などの投資を中心としたビジネスからコンテンツ流通を通信とした総合通信事業へと業態を変革している時期であり、ある程度の EVA の下落は避けられない状況にあるといえる。しかし、新事業へと業容拡大を図るテコ役目を果たしているのが、Yahoo!などのネット株であるものの、投資に対するこれらのネット株の売却は自社の主力事業の推進力を弱めかねないために、新事業への投資と既存事業における株式比率の変更には慎重になる必要がある。

1.3 主要事業部門別業績推移

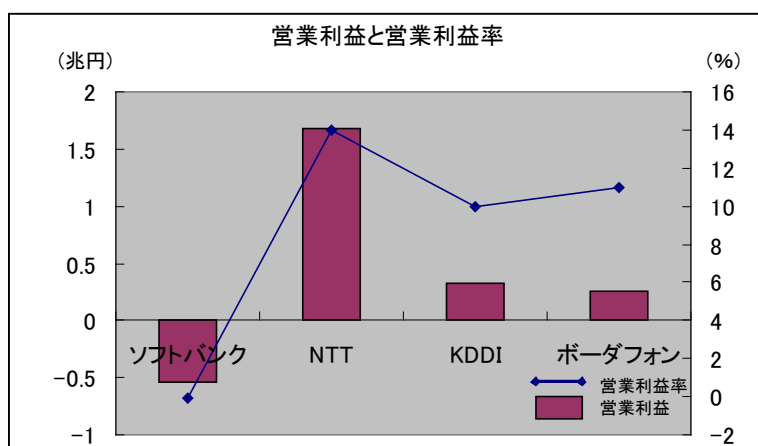
主要事業の部門別の業績の推移について、売上高と営業利益について以下に示す。



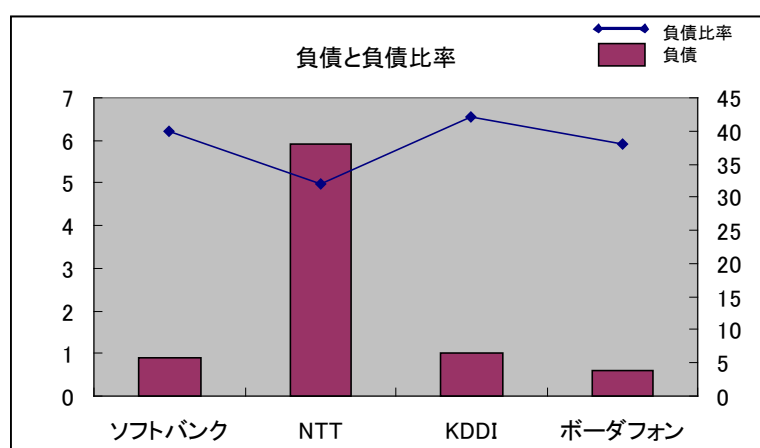
収益の足を引っ張っている事業が固定通信事業とブロードバンド・インフラ事業である。ブロードバンド・インフラ事業については 500 万回線に迫る顧客を獲得し、無料キャンペーン期間を終えたユーザーからの回線料金が収益に上がり始めている。今後はどの程度、光ファイバーへの乗り換えが進むのかが大きく収益に影響を与えることとなる。BBTV では今のユーザーの 7 割をカバーできるとするものの、顧客のインターネット利用目的がホームページの閲覧から映像へと移行すれば、テレビ（あるいはハイビジョン）並みの映像品質を求めることが想定されるために、その映像品質を提供可能な光ファイバーへの乗換えが進むことになる。Yahoo はそのジレンマにどのようにチャレンジするか、今後の課題となる。

1.4 競合他社との業績・財務比較

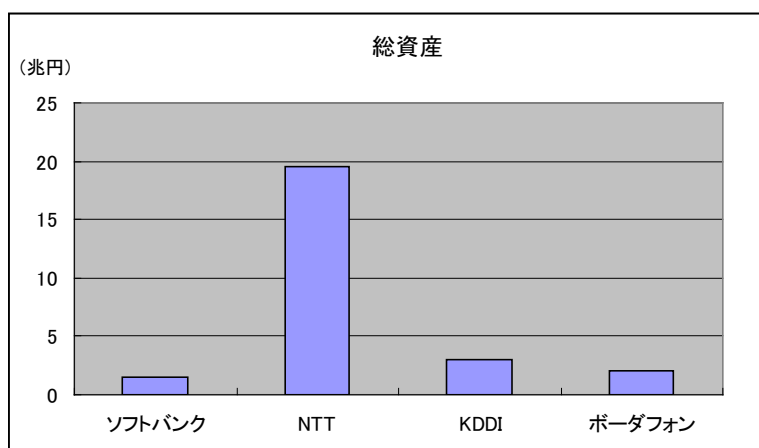
競合他社との比較として、営業利益と営業利益率について比較し、今後の本業における投資能力の差を確認することとした。



NTT グループは特に NTT ドコモによる利益への貢献が非常に大きく、業績を引き上げている。顧客サービスによるシナジーについてはグループ間連携がうまくいっていないために図れていないものの投資面においては、固定通信事業で稼いだキャッシュを無線基地への投資にまわし、また、携帯事業で稼いだキャッシュを光ファイバー事業へ投資するなど事業ポートフォリオが営業 CF をうまく投資キャッシュフローにまわすという点においてはうまく機能している。一方、ソフトバンクについては、主力事業の営業 CF が赤字に陥っているために新規事業への投資をネット株に頼るという事業展開を続けているために株式市場へ依存する非常に脆弱な経営基盤にあるといえる。



負債額については大きな差があるものの、売上高や総資産など事業規模に大きな違いがあるために同列に比較は出来ない。そこで、負債比率で比較すると、設備産業であることから各社負債比率が高いことはある程度、業界の特徴であるといえるが、特に収益力の弱いソフトバンクが KDDI と並んで高い状況にあり、財務状況は良いとはいえない。



自前の通信設備を持つ **NTT** と借り受けて通信サービスを実施するソフトバンクでは、実に総資産にして約 10 倍以上の差（日本テレコムを買収前）がある。また、営業利益についても、約 1.7 兆円以上の差がある状態においては設備投資の差は歴然としており、通信設備への投資は膨大なキャッシュを生み出す必要があるために大変なリスクを背負った意思決定であるといえる。

2 業界分析

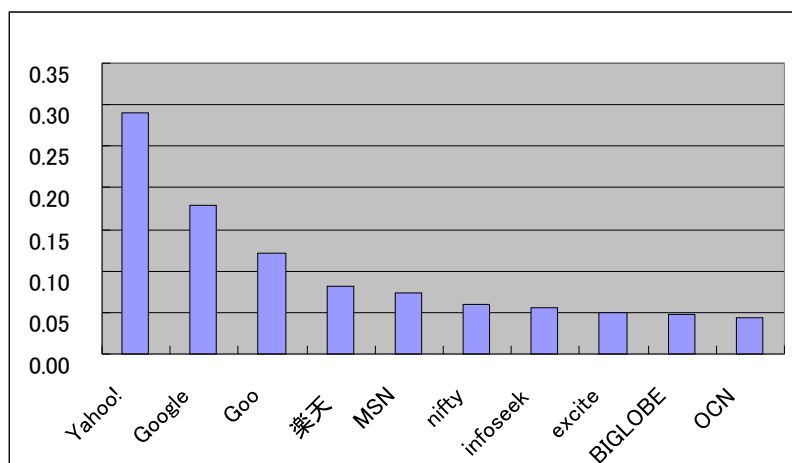
2.1 需要要因：需要量および顧客の行動

日本では、10 年間で人口の 6 割近くがインターネットを利用する時代となり、インターネットの利用目的も単なるホームページ閲覧からオンラインショッピング、e トレード、オークション、音楽ダウンロードなどへと多様化してきている。つまり、初期のインターネットビジネスとはプロバイダによるインターネット利用料のみであったが、現在では IP 電話、オークション利用料、オンラインショッピング手数料など多岐に渡る。現在のインターネットの主な利用目的が、ホームページ閲覧（一部、動画が含まれているものもある）、メール、インターネットコマースやコンテンツダウンロードなどが主流であり、DSL レベル（8Mbps～50Mbps 程度）の通信速度で十分、事足りる状況にある。しかし、今後は、技術的に光ファイバーの普及に伴って、動画（6Mbps～20Mbps）を十分流すためのインフラが整うことになり、価格面などで折り合いがつけば、現在、著作権などで配信が進まない動画についても、視聴のニーズが大きくなってくることが予想される。**Yahoo! BB** サービスは 500 万回線に迫る契約を獲得しており、損益分岐点を越えたといわれるものの既に、**NTT** 等による光ファイバーサービスが DSL サービスを侵食し始めており、値引きや付加サービスの拡充等による差別化が必要になってくる。次に携帯電話市場における市場動向について以下に示す。

市場・分野		2004 年度	2005 年度	2009 年度
携帯電話市場	キャリア (注 1)	68,437	69,155 70,224	66,257 74,302
	モバイルプラットフォーム	298	522	2,401
	モバイル系コンテンツ	2,530	2,753	3,395

注 1：予測値 2005 年度と 09 年度の上段は、キャリア各社の ARPU（各社の 1 契約当たりの月額収入）が 05 年度以降も毎年 3% ずつ下落し続けた場合の予測。下段は、各社の ARPU が、05 年度から徐々に下げ止まった場合の予測。

携帯電話市場については、近い将来、契約者数については頭打ちの状態になる。しかし、現時点においても寡占状態にあるものの、規模の経済が非常に働きやすい市場であるために、一強が存在するマーケットになる恐れがある。一方で、携帯電話におけるプラットフォーム・コンテンツ（決済機能、ダウンロード、ゲーム等）については今後、市場が大きく拡大することが想定される。電波帯域の一部開放と番号ポータビリティをひかえ、携帯電話における覇権争いが激しくなることが予想される。



ポータルサイトのランキングについてであるが、特に Yahoo!、楽天などについては他のポータルとの違い、e トレード、オークション、オンラインショッピング、トラベルなどの大きな他との差別化コンテンツがある。Google については、近年、急速にアクセス数を伸ばしてきているものの戦略資産としての検索ロジックは模倣が容易であり、次のサービスの展開を示せなければ、競合他社による追従を許してしまうことになる。Microsoft 社が Google を脅威としてみており、Internet Explorer と Netscape Navigator のように、激しい競争にさらされることになることが想定される。Microsoft 社が Google 並みの検索処理技術を獲得する前に、どれだけ差別化されたサービスを準備できるかが生き残りの鍵となり、時間との戦いとなっている。

オークションについては、年率数 10%の割合で市場が成長基調にある。その中においても、Yahoo!オークションは圧倒的なシェアを占めており、オークションビジネスでは、出展された商品とそれを買い求める購買者のマッチングの場の提供であると考えた場合、電話事業と同様に利用者が増えれば増えるほど利益が増加するネットワークビジネスであり、シェアが非常に大きな強みとなる。そのために、この傾向が今後も続くことが予想される。

オンライン映像、オンライン音楽配信市場が大きく成長を遂げている。ソフトバンクでも STB による映像サービス等が開始されているものの利用者は数万人規模にとどまっている。しかし、今後は光ファイバーケーブルの整備によって、さらなる利用拡大が見込め、通信と放送の融合は、テレビ上に流れるコンテンツを取り込むことによって急速に拡大することが予測される。今まで地上波が届かなかった地域にも光ケーブルを通して映像が届けられ、劇的に視聴者が増加することが想定される。また、これらがコピーされて見られる 2 次利用も増えることから、CM 効果も増大するのではとの見解を示す学者もあり、映像配信のためのポータルサイトが今後、テレビ局に取って代わるとの見方もあり、現在、IT 各社がテレビ局に目をつけている理由というのは上記の可能性に目をつけているからであると推測できる。

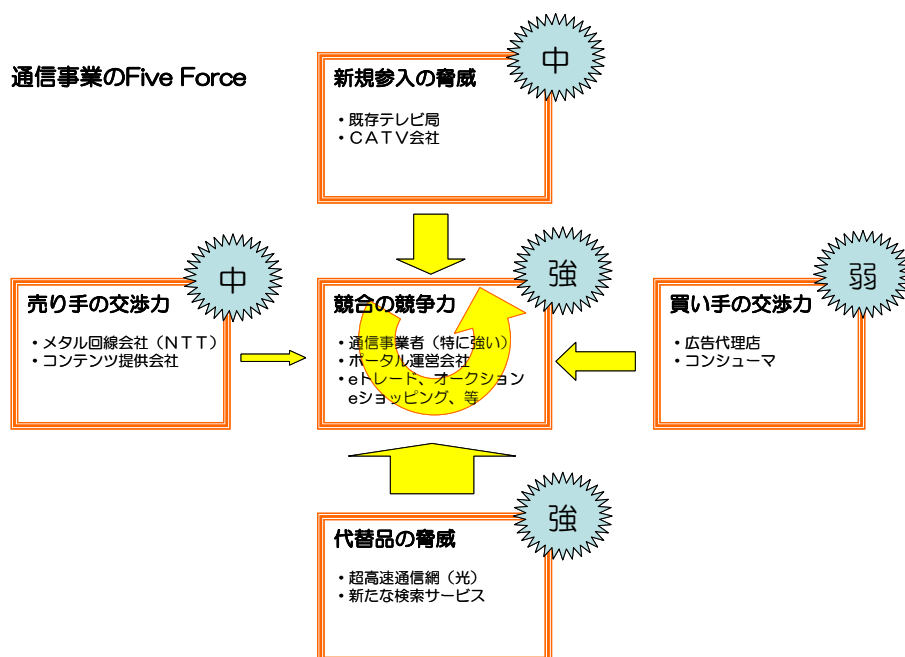
主要オンライン証券の口座数比較であるが、イー・トレードが大きく他の e トレードを引き離している。特に e トレードについては、取り扱い手数料において安く抑えることができるか、より多くの売買サービスをそろえることができるかが大きな鍵を握る。取り扱い手数料を抑えることでより多くの会員を集めることに成功しているが、松井証券やマネックス証券にサービス面でどこまで追いつけるかが更なる取扱量を増加させるためのポイントとなる。

2.2 供給要因：サービス、価格動向等

市場成長に合わせ、ソフトバンクでは Yahoo のポータルサイト上で、オークションからトラベルにいたるまで、現在、インターネット上で提供されているサービスのほぼすべてを網羅するフルラインナップ戦略を強いているといえる。特に Yahoo において他社よりも優位に立っているサービスは、オークション、E トレードであるといえる。価格動向については、ADSL サービスが始まったころ、YahooBB の価格が際立って低価格であったものの他社が競争可能な価格へと引き下げてきたためにあまり優位性がなくなってきたといえる。そのために顧客の伸びも鈍化してきているといえる。しかし、一方でオークションや E トレードなどの利用者については現在においても成長基調にあり、プロバイダ料金に加えて付加価値サービスで売上が順調に伸びている。

2.3 競争要因：競合各社の戦略

競争環境を図式化するために通信事業における Five Force を以下のとおり整理した。



競合の競争力としては、通信回線ビジネスにおいて苦戦しているといえる。ADSL 事業において、2005 年度に黒字化を実現したとはいえ、NTT による光ファイバーへの投資が急ピッチで進む中、今まで販売経費として投入した約 4000 億円にわたる投資を回収できるのかどうか、依然不透明な状況である。また、ネットビジネスでは、各種オンラインサービスの競争が激化してきている。e トレードについては、マネックス証券や松井証券といったオールドビジネスからの参入や楽天証券などの新規参入も相次ぎ、競争が激化している。e ショッピングについては、現在、楽天が圧倒的なシェアを握っており、今後も差は開く傾向が見て取れる。現在の圧倒的なシェアを握っているオークションサービスについては、一人勝ちの状況にあるもののその他のサービスについては気を許せない状況にある。

2.4 技術要因：研究・開発、生産技術・製品技術・情報技術開発

ソフトバンクにおける技術要因としては、インターネットサービスを提供するための情報システムとブロードバンドサービスを提供するための通信設備が挙げられる。情報システムについては日本最大を誇るポータルサイトアクセス数をさばくための処理能力が必要になるが、既に確立された技術である情報システムの並列処理については特別な技術等を使わずに実現可能であり、汎用的な技術により対応可能である。一方、通信回線のイノベーション（メタルから光ファイバーへ）に伴い、インターネットの利用用途が静止画や EC などの利用から音声や動画の利用へ移行することが想定される。光ファイバーを全国に張り巡らせるためには、数兆円におよぶ投資が必要といわれており、この投資に耐えうる事

業者としては、NTT と電力系通信会社の 2 グループのみであり、他業者はこれらの 2 グループのネットワーク設備を借り受ける必要がある。

2.5 外部要因：法・政府規制、マクロ経済・政治・社会動向

ソフトバンクは政府による規制などをうまく利用して、NTT の設備を安く借り受け、ビジネスを展開しているといえる。Yahoo! BB の ADSL サービスなどは、NTT が利用していない光ファイバーケーブル（ダークファイバー）や交換局からユーザー宅までのメタルケーブルを原価ベースで第二種通信事業者に貸し出すことを義務付けた法制度などをうまく利用して、安価なブロードバンドサービスを展開することに成功している。実際、ソフトバンクのこれらの取り組みによって世界一安価なブロードバンドサービスが提供されており、ブロードバンドの普及に大きく貢献したといえる。しかし、これは通信回線の開放をうたった総務省の施策として、今後も続けられる予定であるが、NTT としても戦略資産として、社運をかけて投資を行っている光ファイバーおよび携帯電話の電波基地を原価ベースで貸し出しを強要されることは経営に大きな影響を及ぼすために光ファイバーの貸し出しおよび携帯電話の電波基地については強い抵抗を示している。以上から、ソフトバンクの通信サービスは、技術イノベーションや国の意向などに大きな影響を受ける脆弱な経営環境上にあり、場合によっては撤退を余儀なくされるリスクがあるといえる。

3 企業戦略分析

3.1 企業理念とビジョン

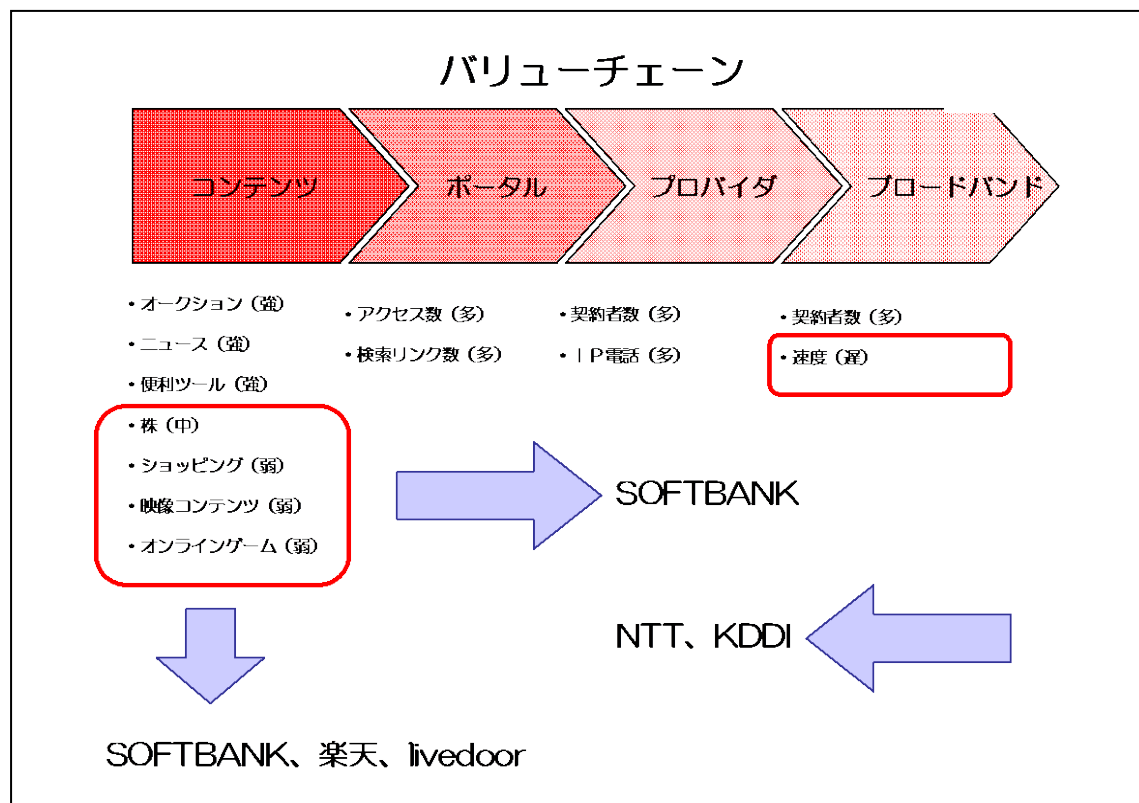
ソフトバンクグループは、企業理念を「デジタル情報革命を通じて、人々が知恵と知識を共有することを推進し、人類と社会に貢献すること」としている。1981 年の創業以来、デジタル情報産業が日々成長するなかで、「世界一のインフラ提供者になる」というビジョンのもと、ソフトウェア流通チャネルの構築、製品普及を促す出版事業、インターネット事業の拡大につながる事業展開といった、さまざまなインフラ作りを手がけてきた。いま、全力で取り組んでいるブロードバンドの総合サービス事業、「Yahoo! BB」もまさにこのビジョンにもとづくものである。世界一のインフラ提供者といっても、NTT 等が提供するインフラの意味と若干違った使い方をしている。鉄道にたとえるならば、NTT は、線路を用意する会社であり、ソフトバンクは線路を含め、その上を走る列車、さらには駅などの飲食店、コンビニエンスストアも含めた総合サービスをインフラとしている。ソフトバンクが目指す通信の姿というのは、パソコンと携帯電話の境界をなくし、テレビ、ゲームなどすべてを IP 上に載せる。光ファイバー、無線、携帯電話などを複合的に活用することができる世界で最も革新的なブロードバンド IP ネットワークを目指している。

3.2 戦略資産

戦略資産としては、大きなところで①IPO をひかえているベンチャーの企業群、②今後も大きな成長が見込めるヤフーポータル、③孫正義氏の M&A も含めた経営能力、④日本テレコム、YahooBB ユーザーを含めた約 1,100 万人の顧客リストが挙げられる。今後、通信インフラの整備へと経営資源をシフトしたからにはそこへの経営資源の集中投資が必要となってくる。携帯電話市場の開放（番号ポータビリティ、電波帯域の数社への開放）という機会を得て、大手通信会社にはないコンテンツを武器にどこまで競争優位を作れるかが今後の大きな経営課題になるであろう。

3.3 企業成長戦略

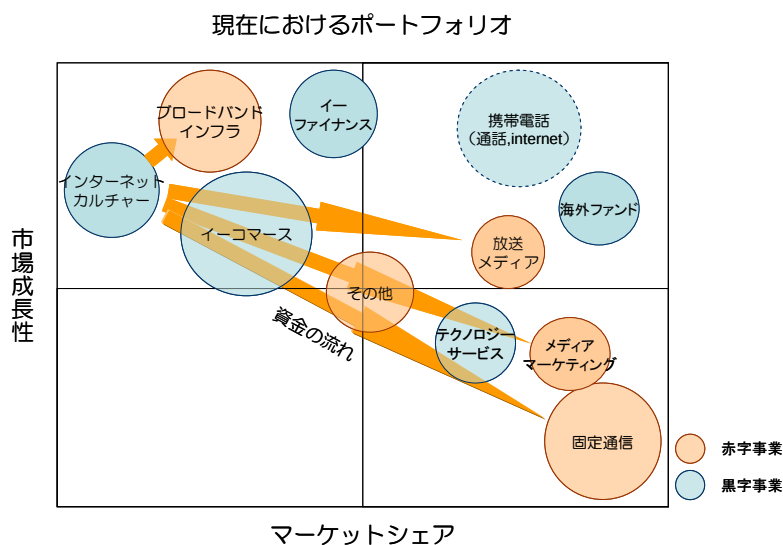
企業成長戦略について分析を行うためにバリューチェーンについて把握することとする。



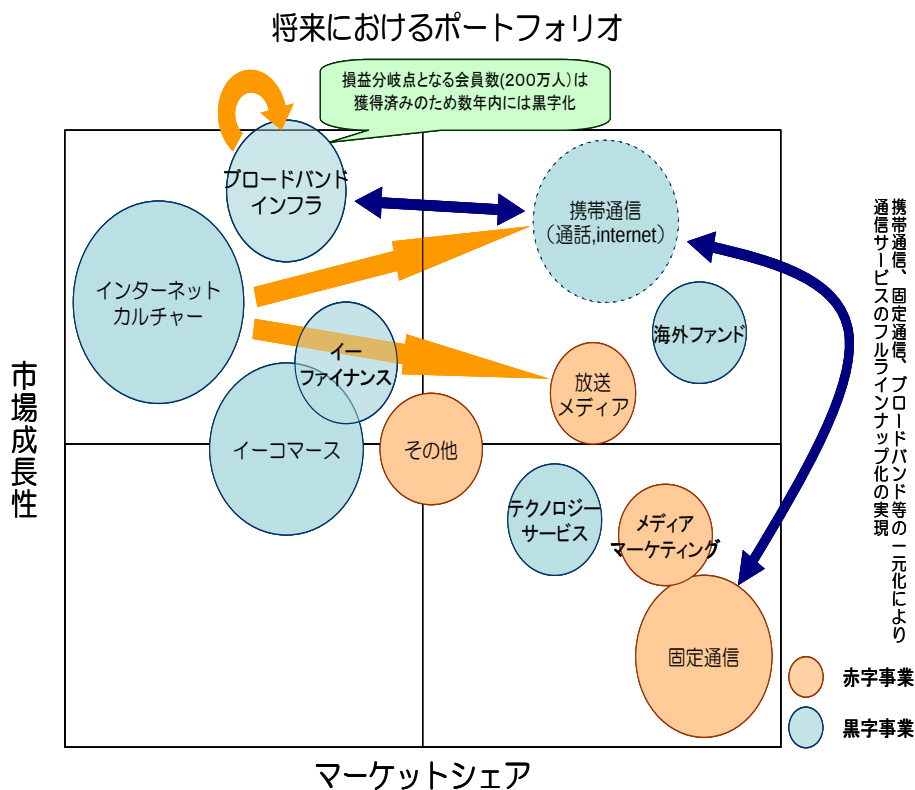
ソフトバンクによる戦略は水平的なサービスの統合と垂直的なバリューチェーンの確立を同時に実現する企業成長戦略を描いている。NTT 等は goo などのポータルサイトを所有するものの IT 業界におけるスピーディな M&A 戦略などについていけず、他のポータルサイト事業者が魅力的なコンテンツ事業を買収する中、取り残されていく感がある。一方で、楽天や livedoor のようなポータル事業を主力とする事業会社とは、魅力的なコンテンツ提供会社の奪い合いを行っており、投資能力の高い SOFTBANK が一歩リードした形となっている。しかし、楽天などは比較的長期的な関係を築きやすいショッピングモールを中心としたコンテンツを売りにしている点などから、今後、どのサービスが最も魅力的なキラ

ーコンテンツとなるかについては、予測がむずかしい状況にある。

3.4 事業ポートフォリオ



過去から現在におけるポートフォリオでは、インターネット・カルチャーつまり、Yahoo における収益でブロードバンド・インフラやその他の赤字事業へ投資する形をとっていた。特に固定通信については、深刻な赤字事業であるとともに市場は縮小し、マーケットシェアも低い事業であるために事業としてみると魅力はないもののソフトバンクが描く通信網の IP 化によって、固定的なコストは激減するとともに携帯電話との融合によって、花形へ金のなる木に変化する可能性を秘めている。



将来のポートフォリオについては、図の紺色の矢印にあるとおり、ブロードバンド・インフラ、携帯通信、固定通信の一体的なネットワークの整備が実施をどれだけ早い段階で進むかがカギになってくる。しかし、一方で大手通信事業者についても同様のネットワーク構想を掲げており、ソフトバンクにとっての差別化要因としては、ネットサービスとの融合ということになる。一方で、ネットサービスについては、楽天やライブドアが成長してきており、バリューチェーンをおさえるというソフトバンクの戦略が価値創造のシナジーを生み出すことになるのか、あるいは、投資の分散化になるのかについては、次々と登場するサービス、技術イノベーションの動向にも左右され、将来の戦略が読みにくい状況にあるといえる。

3.5 事業ポートフォリオ・マネジメント

ソフトバンクにおいては、ホールディングスの形態をとり、事業のポートフォリオ・マネジメントを実施してきたわけであるが、ほとんどの事業が M&A により、獲得したものである。その投資の源泉についてもヤフー株頼みのところがあり、健全な成長とは言いがたい。また、急速な成長を遂げるために M&A を積極的に活用しているものの巨人 NTT の設備を借り受けた通信ビジネスには大きなリスクを伴うために通信市場における垂直的なバリューチェーンを構築するべきなのか、あるいは今までどおりアプリケーションレイヤーにおける水平的展開を積極的に行うべきかについては、検討を要するところである。ソフトバンクは、現時点では水平と垂直を同時並行的に進めていこうとしているが、通信事業を携帯通信、固定通信、放送技術などを融合させたユビキタス社会を実現するのであれば、そのために実証実験を含めた必要な端末開発等到大規模な投資を必要とすることになる。

3.6 M&A

ソフトバンクでは、数多くの企業に M&A を実施してきた。しかし、本業を通信インフラ会社と位置づけているために、本業に関連する事業については買収した企業をどのようにして成長あるいはシナジーを利かせていくのかということを模索している。一方で本業に位置づけない事業については、うまく財務状況にメスを入れた上で、購入時よりも価値を向上させ、キャピタルゲインを得ている。

4 戦略の評価と課題

4.1 資源（ヒト・モノ・カネ）要因

人という資源については、ソフトバンクは CEO である孫正義の M&A とともに成長してきた企業であり、その経営能力に依存するところが大きい。度重なる M&A によって、業態を非常に短いスパンに変革を進めており、それに伴う人材不足は否めない状況にある。実際、人員不足を派遣社員、契約社員によって補ってきた経緯があり、2005 年度にはそれを補うために、2091 人の新規採用を実施している。これらの状況から人材育成についてのプログラムなど人事体制の整備はこれからという状況にある。一方、SBI の北尾吉孝、

ヤフー株式会社の井上雅博などは外部からのヘッドハンティングなどによって経営の実力者をそろえているものの、今後は社内からどのようにして人材を創出していけるかが企業成長の鍵を握るといえる。次にモノ（設備）については、ライバル視していかなければならない NTT が年間 1.7 兆円を超える設備投資を実施しており、現時点では、投資体力についてはまったく太刀打ちできない。光ファイバー回線について 2010 年までに全国 3000 万回線を目指して、光ファイバーの敷設を行っており、ADSL 同様、比較的成本優位な条件で開放されるかどうかソフトバンクにとっての経営に非常に大きな影響を与えることになる。最後に資金については、今まで述べてきたとおり、通信各社の中で最も財務状況が悪い状況にあり、当面の目標としては FCF をプラスにすることである。営業利益が ADSL サービスの業績の向上によって達成されており、プラスに転じることも時間の問題ではあるものの光ファイバーによる ADSL 利用顧客の侵食がどれくらいのスピードで進むのかは非常に大きな問題となる。

4.2 組織・人事要因

現在、日本の企業は欧米の企業よりも、経営を実践できる人材の不足が深刻であるといえる。それらの理由として大きく上げられているのが職能別組織から事業部組織への完全移行が実施できていないことを指摘する学者も多く存在する。つまり、経営を実践する人材は経験を通じて育成されるものであり、その土俵が社内にどれだけ準備できるかが大きなキーになるといえるが、ソフトバンクでは多くの事業を抱える企業体であることから考えると経営人材を育成するのに適した事業構造をとっているといえる。

4.3 経営管理要因

業績評価については、年俸制やストックオプションの導入など、業績連動型のインセンティブを導入している。

以上

付属資料 2：企業戦略分析

(出所：下垣 有弘 「経営戦略応用研究 ケース・レポート No.4 ソフトバンク」 2007年8月18日)

ソフトバンク株式会社 (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にもとづいた経営分析

1.1.1 安全性

ソフトバンクについて5種類（流動比率、当座比率、固定比率、固定長期適合比率、自己（株主）資本比率）の指標に基づき安全性を算定した。その際、比較考察するための競合企業としてKDDIについても同様の指標に基づき安全性を算出した。算定結果は次のとおりである。

図 1.1.1.(1)：安全性の推移（ソフトバンク）

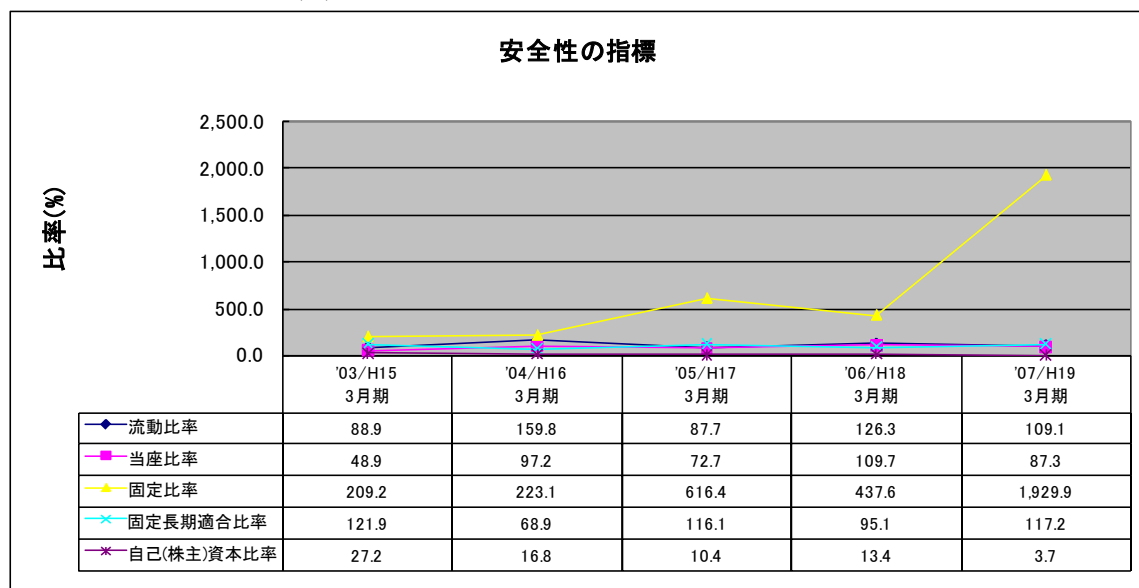
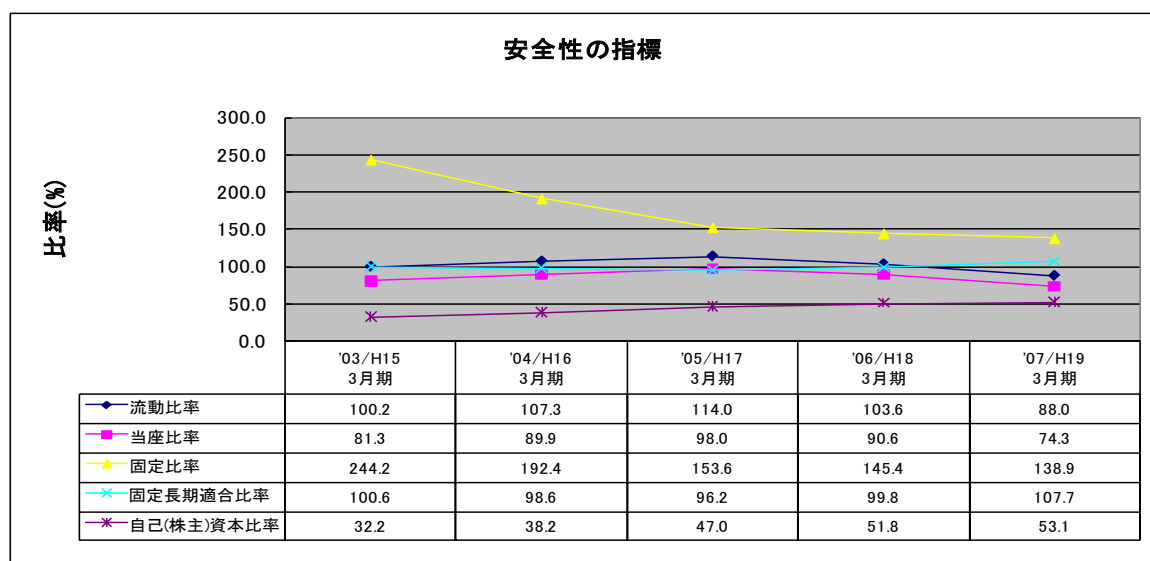


図 1.1.1.(2) : 安全性の推移 (KDDI)

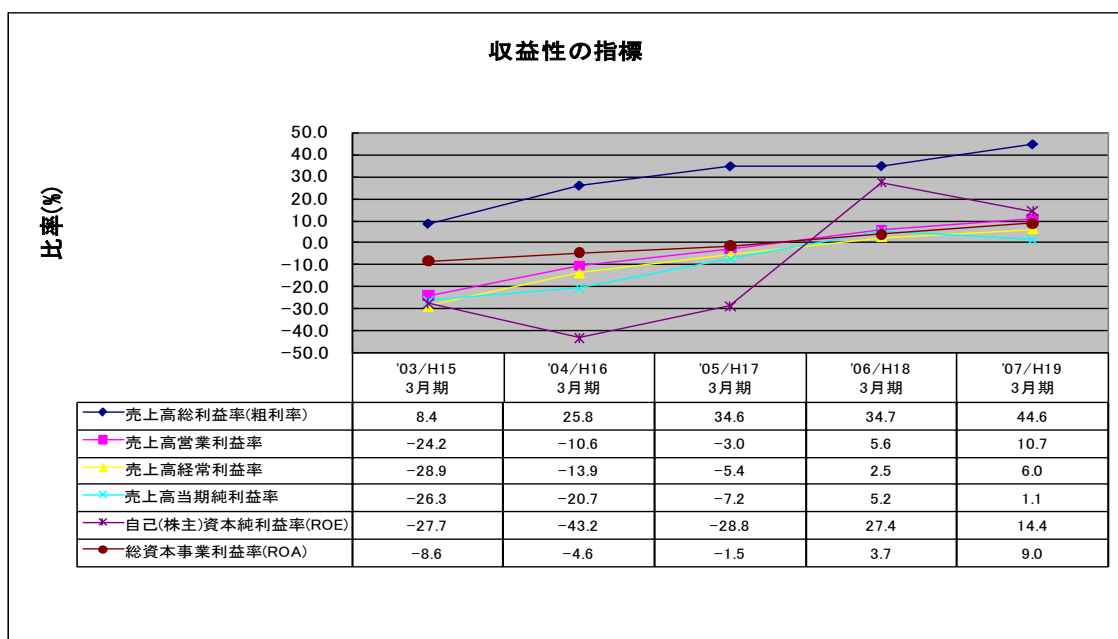


流動比率は、当座比率とともに企業の短期的な支払能力を測る指標である。ソフトバンクは、100%を下回る年度もあり、安定しているとは言いがたい。特に当座比率に関しては、50%を切った年度もあった。これらの指標からは必ずしも安定性が高いとは言えない。固定比率、固定長期適合比率は一般的に 100%以下が望ましいとされているが、非常に高い数値となっている。2007年度3月期には、ボーダフォンの買収もあり、固定比率は、1900%超となっている。これは、ボーダフォンの買収資金をブリッジローンとして調達し、その後、リファイナンスを実施し、長期の有利子負債に変換することによりまかなっている為である。その結果、固定長期適合比率は 117%となっている。これも、100%を超えており安定性が高いとは言えない。調達資金の安全性を示す指標である自己資本比率も、ボーダフォンの買収資金を借入金で調達している為、3.7%と極めて低い数値となっている。ソフトバンクについては、M&A を通じて業務を拡大してきた背景もあり、大型の投資件名が多数含まれている為、安定性を通常の財務諸表から算出することは難しい。

1.1.2 収益性

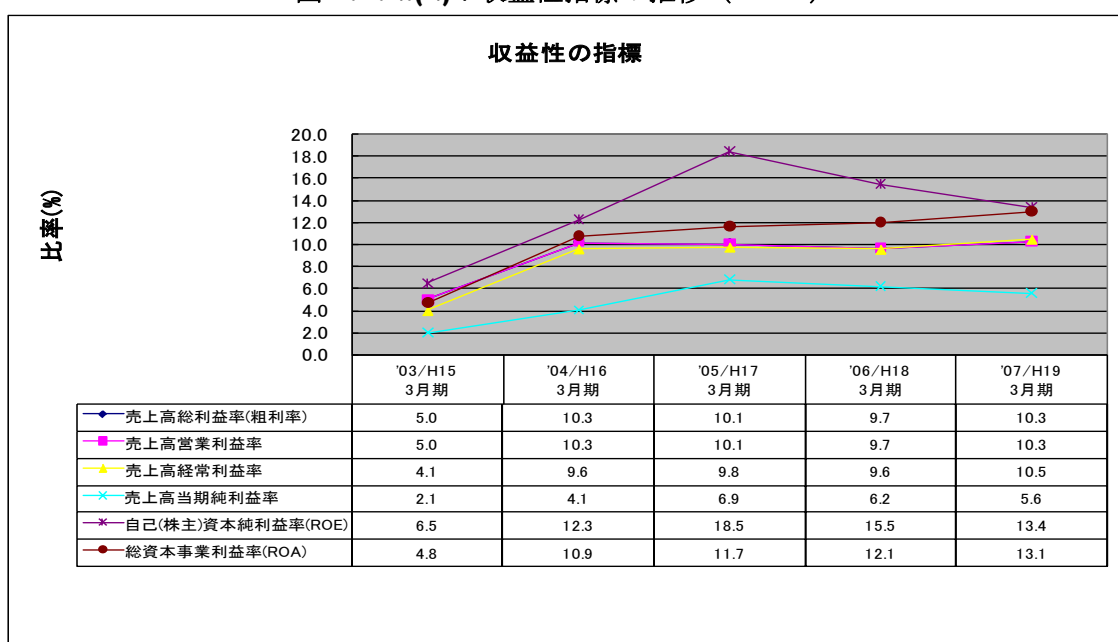
6 種類の指標（売上高総利益率・売上高営業利益率・売上高経常利益率・売上高当期純利益率・自己資本純利益率・総資本事業利益率）に基づき、ソフトバンクと KDDI の 2 社について、収益性を算定した。その算定結果は次のとおりである。

図 1.1.2.(1) : 収益性指標の推移 (ソフトバンク)



ソフトバンクの売上高総利益率は、順調に増加してきており高い水準にある。またその結果、売上高営業利益率・売上高経常利益率においても回復傾向で推移してきている。しかしながら、2005年3月期までは赤字の状況であり、2006年3月期以降、ようやく黒字転換となっている。これは、ブロードバンド・インフラ事業とインターネット・カルチャー事業の利益が増加してきていることに加え、ボーダフォンの買収による移動体通信事業の利益の上積みによるものである。売上高当期純利益率・自己資本純利益率に関しても、同様の推移であるが、2007年3月期は、法人税等の調整により減益となっている。

図 1.1.2.(2) : 収益性指標の推移 (KDDI)



1.1.3 成長性

3 種類の指標（売上増収率・経常利益率増益率・純利益増益率）に基づき、ソフトバンクと KDDI の 2 社につき成長性の分析を行った。分析結果は次の通りである。

図 1.1.3.(1)：成長性指標の推移（ソフトバンク）

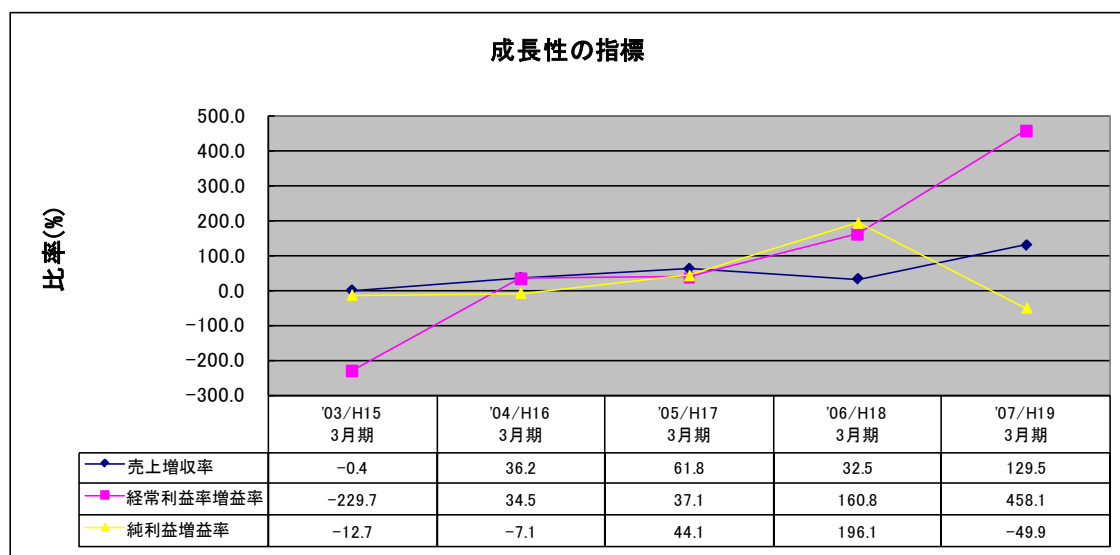
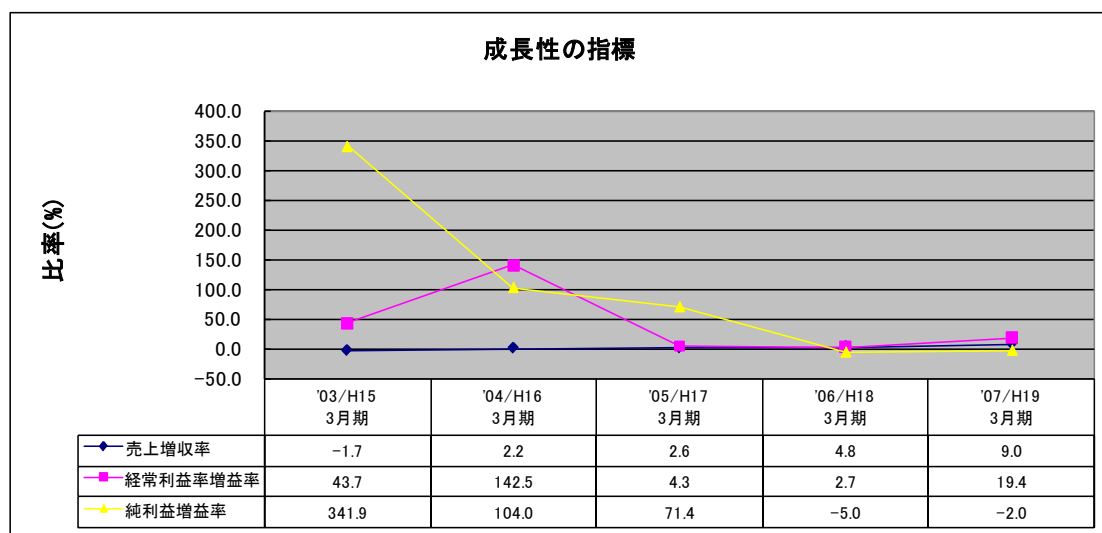


図 1.1.3.(2)：成長性指標の推移（KDDI）



ソフトバンクの成長性に関数する指標である売上増収率は、2004 年 3 月期以降非常に高い数値を示している。いずれも 2 桁成長をしてきており、2007 年 3 月期においては、ボーダフォンの買収により 129.5%に急上昇している。営業利益率増益率についても同様に、2007 年 3 月期には 458.1%となっている。一方、KDDI は安定して推移しており、着実な成長軌道を進んでいる。

1.1.4 生産性

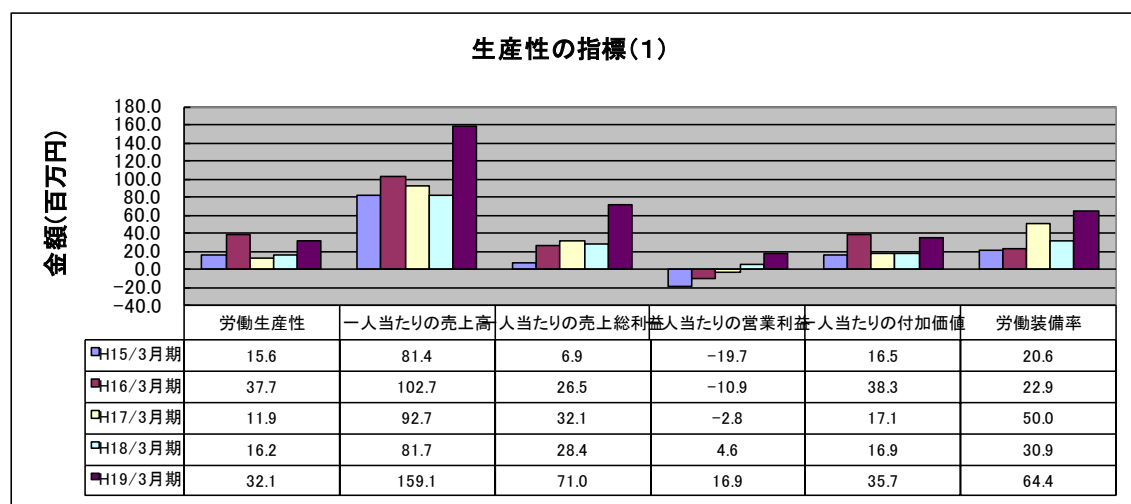
10 種類の指標（労働生産性・一人当たりの売上高・一人当たりの売上総利益・一人当たりの営業利益・一人当たりの付加価値・労働装備率・使用総資本投資効率・売上高付加価値率・労働分配率・自己資本分配率）に基づき、ソフトバンクと KDDI の 2 社について、生産性を算定した。その算定結果は次のとおりである。

表 1.1.4.(1)：生産性の指標（ソフトバンク）

生産性(1)	'03/H15 3月期	'04/H16 3月期	'05/H17 3月期	'06/H18 3月期	'07/H19 3月期	単位
労働生産性	15.6	37.7	11.9	16.2	32.1	百万円/人
一人当たりの売上高	81.4	102.7	92.7	81.7	159.1	百万円/人
一人当たりの売上総利益	6.9	26.5	32.1	28.4	71.0	百万円/人
一人当たりの営業利益	-19.7	-10.9	-2.8	4.6	16.9	百万円/人
一人当たりの付加価値	16.5	38.3	17.1	16.9	35.7	百万円/人
労働装備率	20.6	22.9	50.0	30.9	64.4	百万円/人

生産性(2)	'03/H15 3月期	'04/H16 3月期	'05/H17 3月期	'06/H18 3月期	'07/H19 3月期	単位
使用総資本投資効率	7.3	16.3	9.9	13.1	18.7	%
売上高付加価値率	20.3	37.3	18.5	20.7	22.5	%
労働分配率	31.4	13.8	40.7	37.8	19.5	%
自己(株主)資本分配率	-129.4	-55.5	-38.7	25.1	5.0	%

図 1.1.4.(1)：生産性の指標（ソフトバンク）



ソフトバンクの一人当たりの売上高、および一人当たりの営業利益については、一度下落傾向を示したものの、2007 年 3 月期にはいずれも回復し大きく数値を伸ばしている。KDDI の同指標を比較すると、一人当たりの売上高では KDDI が圧倒的に高いにも関わらず、一人当たりの営業利益ではソフトバンクが高い数値となっている。また、一人当たり

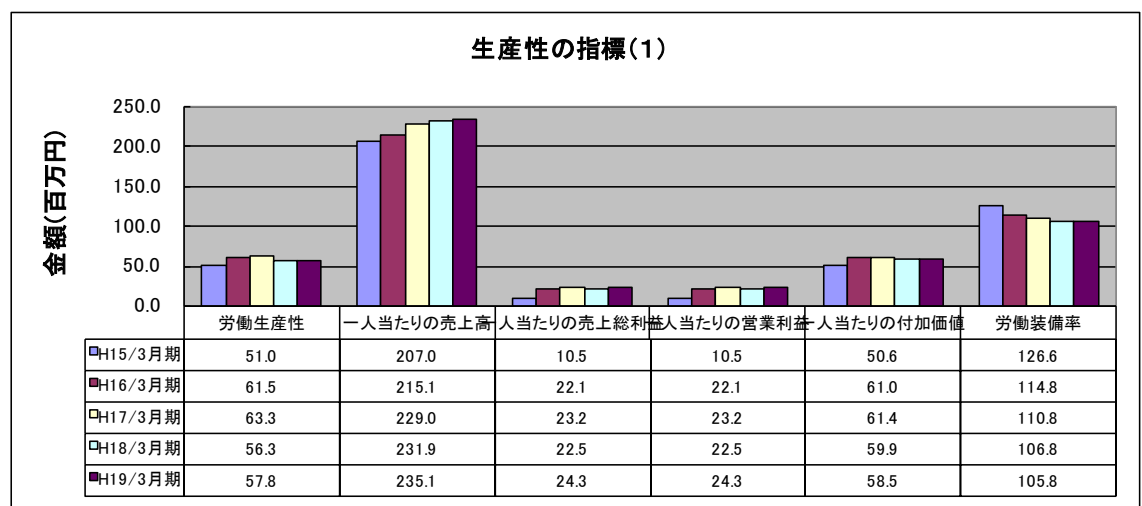
の付加価値や労働装備率も 2007 年 3 月期に最高となっている。しかしこの指標も KDDI より低い。その他の指標である使用総資本投資効率・売上高付加価値率・労働分配率、自己資本分配率に関しても、労働分配率以外は KDDI が高く、安定した推移を示しているのに対し、ソフトバンクは変動が激しい。セグメント・事業内容の変更、追加が発生しているのがその原因である。

表 1.1.4.(2)：生産性の指標（KDDI）

生産性(1)	'03/H15 3月期	'04/H16 3月期	'05/H17 3月期	'06/H18 3月期	'07/H19 3月期	単位
労働生産性	51.0	61.5	63.3	56.3	57.8	百万円/人
一人当たりの売上高	207.0	215.1	229.0	231.9	235.1	百万円/人
一人当たりの売上総利益	10.5	22.1	23.2	22.5	24.3	百万円/人
一人当たりの営業利益	10.5	22.1	23.2	22.5	24.3	百万円/人
一人当たりの付加価値	50.6	61.0	61.4	59.9	58.5	百万円/人
労働装備率	126.6	114.8	110.8	106.8	105.8	百万円/人

生産性(2)	'03/H15 3月期	'04/H16 3月期	'05/H17 3月期	'06/H18 3月期	'07/H19 3月期	単位
使用総資本投資効率	22.7	29.8	30.6	31.8	31.3	%
売上高付加価値率	24.4	28.4	26.8	25.8	24.9	%
労働分配率	22.2	18.6	17.5	20.0	19.3	%
自己(株主)資本分配率	8.4	14.5	25.6	24.1	22.5	%

図 1.1.4.(2)：生産性の指標（KDDI）



1.1.5 効率性

8 種類の指標（使用総資本回転率・固定資産回転率・有形固定資産回転率・棚卸資産回転率・棚卸資産回転日数・売上債権回転日数・買入債務回転日数・運転資本回転日数）に基づき、ソフトバンクと KDDI の 2 社について、効率性を算定した。その算定結果は次のと

おりである。

表 1.1.5.(1) : 効率性の指標 (ソフトバンク)

効率性(1)	'03/H15 3月期	'04/H16 3月期	'05/H17 3月期	'06/H18 3月期	'07/H19 3月期	単位
使用総資本回転率	0.4	0.4	0.5	0.6	0.8	回/年
固定資産回転率	0.6	1.0	1.0	1.0	1.2	回/年
有形固定資産回転率	5.8	4.8	3.0	2.5	3.5	回/年
棚卸資産回転率	9.7	15.4	23.2	22.7	39.9	回/年

効率性(2)	'03/H15 3月期	'04/H16 3月期	'05/H17 3月期	'06/H18 3月期	'07/H19 3月期	単位
棚卸資産回転日数	37.7	23.7	15.8	16.1	9.1	日
売上債権回転日数	60.7	53.7	55.9	58.8	55.4	日
買入債務回転日数	55.4	37.4	24.3	20.4	18.3	日
運転資本回転日数	43.0	40.0	47.4	54.5	46.3	日

表 1.1.5.(2) : 効率性の指標 (KDDI)

効率性(1)	'03/H15 3月期	'04/H16 3月期	'05/H17 3月期	'06/H18 3月期	'07/H19 3月期	単位
使用総資本回転率	0.9	1.0	1.1	1.2	1.3	回/年
固定資産回転率	1.2	1.4	1.6	1.7	1.7	回/年
有形固定資産回転率	1.5	1.8	2.0	2.2	2.3	回/年
棚卸資産回転率	36.3	47.7	52.1	70.4	71.4	回/年

効率性(2)	'03/H15 3月期	'04/H16 3月期	'05/H17 3月期	'06/H18 3月期	'07/H19 3月期	単位
棚卸資産回転日数	10.1	7.6	7.0	5.2	5.1	日
売上債権回転日数	47.7	45.5	44.8	43.1	42.9	日
買入債務回転日数	12.1	10.1	8.5	8.5	12.6	日
運転資本回転日数	45.7	43.0	43.3	39.8	35.4	日

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って、総資本の運用効率をみる指標である。指標基準としては1回転で、これよりも低いと個別資産の投資効率を改善する必要があるが、KDDIがここ3年間1回を上回っているのに対し、ソフトバンクは2007年3月期には0.8回と改善が見られるものの平均して、非常に低い水準を推移している。この回転率を上げるためには、売上高を増やすか、総資本を減少させることが必要となる。固定資産回転率は売上高を得るのに期中平均固定資産を何回転させたかを示す指標であり、固定資産が効率的に使用されているかを表す。また、売上債権回転日数は365日／売上債権回転率で求められる。いずれの指標もソフトバンクには改善が見られよい傾向ではあるものの、運転資本回転日数なども合わせてKDDIと比較すると低い水準に止まっており、改善の余地を残している。

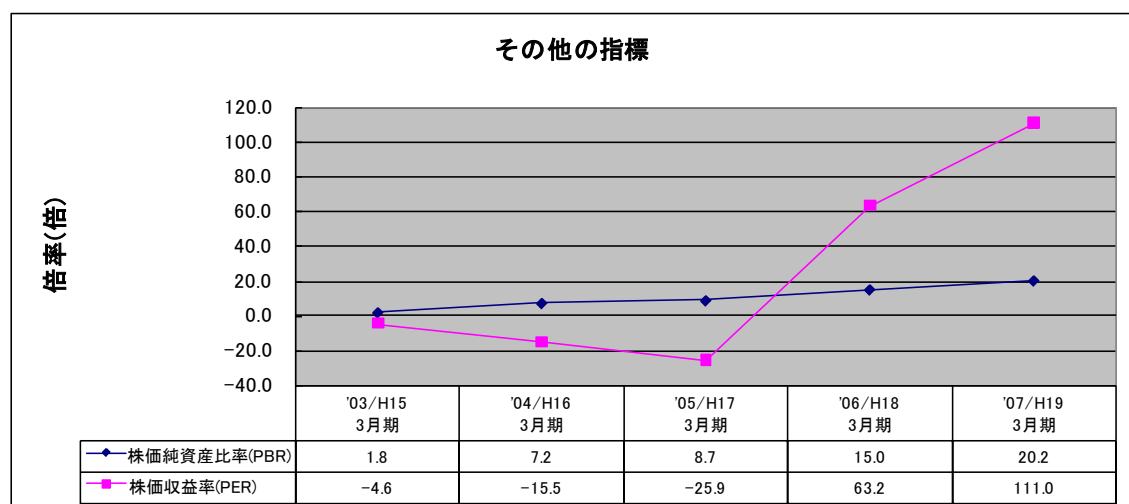
1.1.6 その他

その他の指標として、ソフトバンクと KDDI の 2 社の「一株当たりの純資産」「一株当たりの純利益（EPS）」「株価純資産比率（PBR）」「株価収益率（PER）」を比較する。

表 1.1.6.(1)：その他の指標（ソフトバンク）

その他(1)	'03/H15 3月期	'04/H16 3月期	'05/H17 3月期	'06/H18 3月期	'07/H19 3月期	単位
一株あたりの純資産	764	677	506	230	150	円/株
一株あたりの当期純利益(EPS)	-297	-315	-170	55	27	円/株
一株あたりのCF	54	894	-32	110	-65	円/株

図 1.1.6.(1)：その他の指標（ソフトバンク）

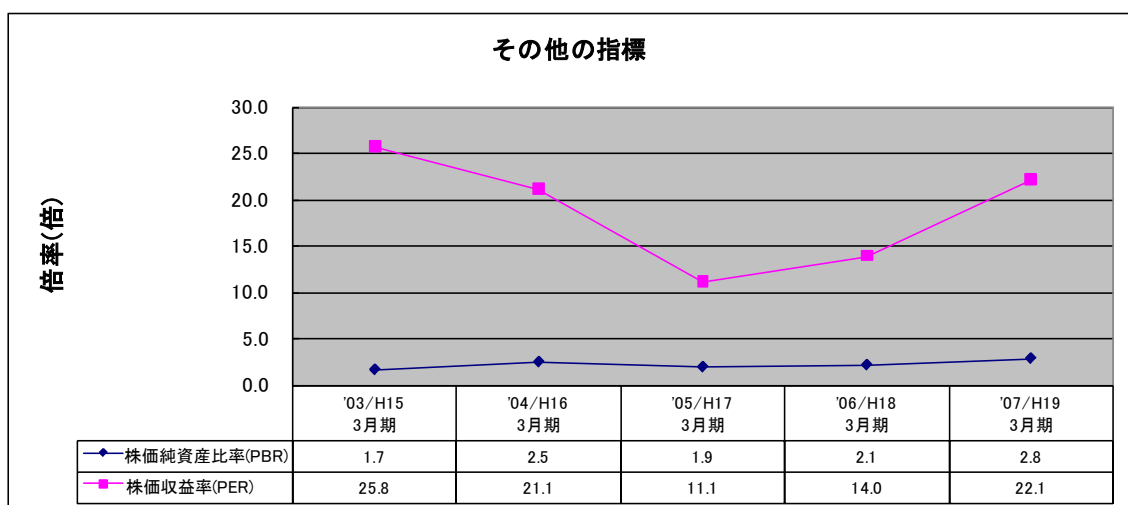


ソフトバンクは、2006 年 3 月期に株式の分割により発行済み株式数を大幅に増やしており、1 株当たりの指標は 2006 年・2007 年 3 月期は低い数値となっている。また、株価純資産比率は順調に上昇してきており、株価収益率についても、2006 年 3 月期よりプラスに転じ、非常に高い数値で上昇を続けている。2007 年 3 月期においては、111 倍となっている。

表 1.1.6.(2)：その他の指標（KDDI）

その他(1)	'03/H15 3月期	'04/H16 3月期	'05/H17 3月期	'06/H18 3月期	'07/H19 3月期	単位
一株あたりの純資産	210973	238014	274045	292626	332115	円/株
一株あたりの当期純利益(EPS)	13578	27766	47633	45088	42505	円/株
一株あたりのCF	12776	17871	6200	-27759	8550	円/株

図 1.1.6.(2) : その他の指標 (KDDI)



ソフトバンクは、いずれの指標も買収などにより事業内容が年度ごとに变化しており、時系列比較・同業他社などと比較することは、非常に困難な状況である。総じて言えば、資金繰り関連の指標を除く、ボーダフォン買収による効果は、プラスの方向に動いていると言えるのではないだろうか。

1.2 連結 CF 計算書の内容及び CF 分析指標を用いて分析

図 1.2.1 : その他の指標 (ソフトバンク)

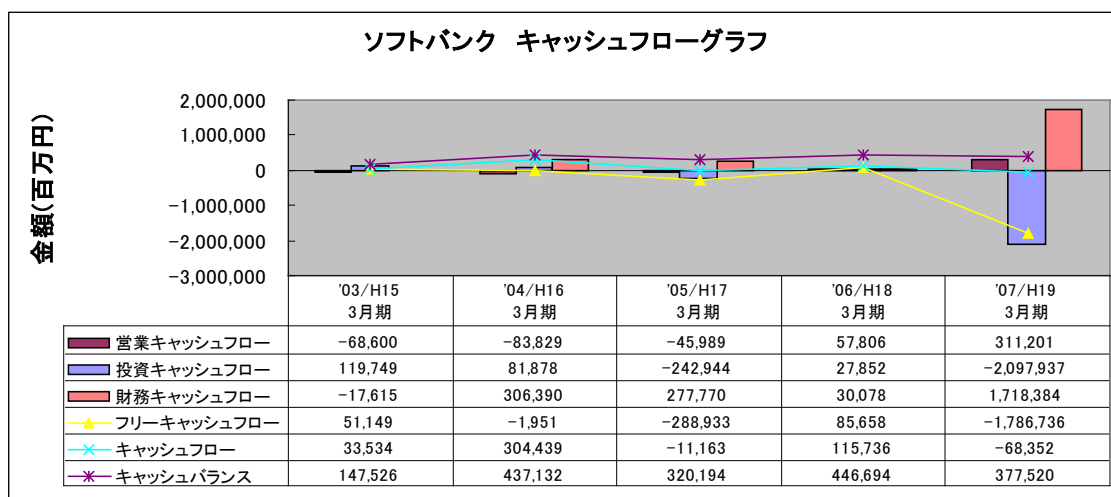
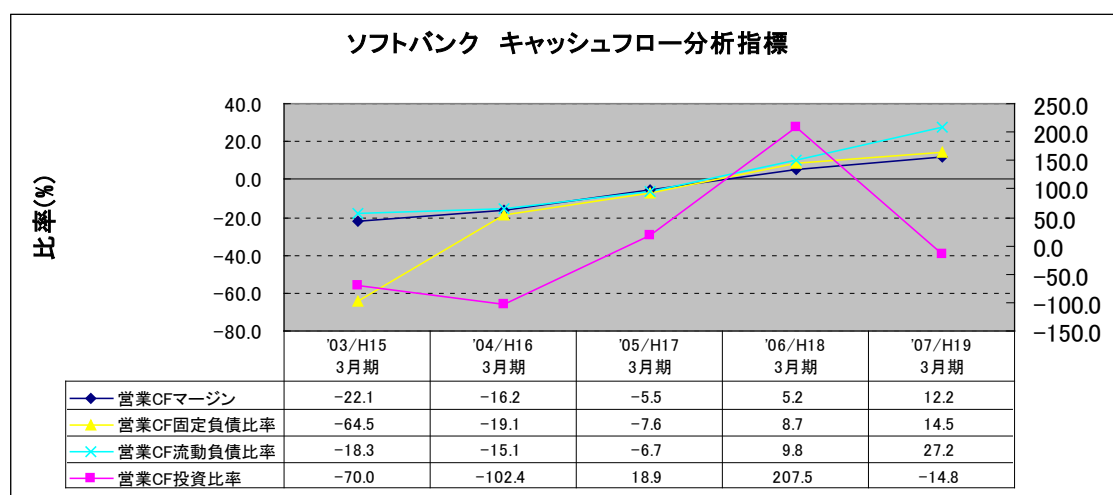


図 1.2.2：その他の指標（ソフトバンク）



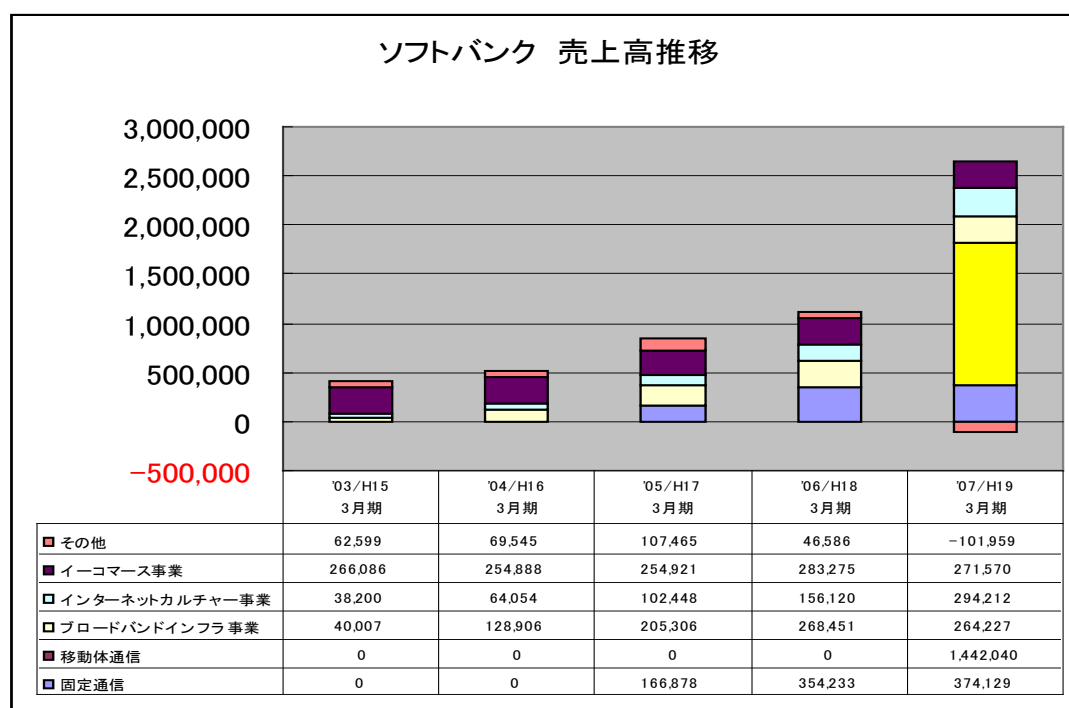
ソフトバンクの営業キャッシュフローは、2003年度～2005年度まではマイナスであったが、マイナスながらも2005年度から改善傾向を示し、2006年度以降はプラスに転じている。ブロードバンド・インフラ事業 Yahoo!BB の販促活動において営業経費が負担とみられるが、営業損失を計上したことを主因とする税金等調整前当期純損失を計上した事等でマイナスとなっている。2005年度は、BB コール（株）の売却等に伴い有価証券等売却損益、イー・トレード証券（株）、ソフトバンク・インベストメント（株）等の持分変動によるみなし売却損益などが調整項目として特別利益へ影響し、ヤフー（株）などの法人税を支払ったことでマイナスとなっている。2006年度のプラスは、税金等調整前当期純利益に含まれる有価証券等売却損益等が影響しているものの、モデムレンタル事業の売却に伴うロイヤリティの前受等によりプラスに転じた。2007年度は、ソフトバンクモバイルの連結開始により、飛躍的に営業キャッシュフローが増加している。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と売上高から算出される数字である。営業キャッシュフローマージンも営業キャッシュフロー同様、2003年度～2005年度まではマイナスであったが、設立から25年目の2006年度の売上高が1兆円を超えた時点で、営業キャッシュフローマージンはプラスに転じている。ソフトバンクの投資キャッシュフローは、2007年度のみ、営業CFを上回る財務CFとなっている。2003年度はソフトバンク BB（株）の通信設備購入を主とする有形固定資産へ約650億円の投資、イー・ファイナンス事業を約330億円で買収する一方、Yahoo! Inc.株式を約1700億円の売却があった。2004年度には2000年度に507億円で買収した日本長期債権銀行の（株）あおぞら銀行株式及びUTStarcom Inc.株式をはじめとする投資有価証券等を約1500億円で売却、イー・トレード証券（株）株式、ソフトバンク・インベストメント（株）株式を約300億円で売却。2005年度には日本テレコム（株）、ケーブル＆ワイヤレス IDC、福岡ダイエーホークスの買収等の支出をする一方、イー・アクセス（株）株式を売却。2006年度には欧州、韓国の Yahoo!グループ4社の株式、Tao Bao Holding Limited 株式をはじめとする子会社株式の売却により収入を得ている。2007年3月期の投資キャッシュフローの支出では、直近のボーダフォン（株）の買収に伴い約1兆8500億円支出している。

財務キャッシュフローも 2007 年 3 月期にボーダフォン（株）の買収に係わる資金調達として長期借入により約 1 兆 6000 億円を計上した他、Vodafone International Holding B.V.を割当先とした BB モバイル（株）の優先株式発行により、少数株主に対する株式の発行による収入を約 3000 億円計上しており、一時的に拡大している。ただし、ボーダフォンの買収資金は、WBS(Whole Business Securitization：事業証券化 ストラクチャードファイナンスの一種で、事業から創出されるキャッシュ・フローを裏付け資産として事業を証券化する事で、資金返済の確実性を高めるスキーム)による資金調達方法を採用しており、携帯電話事業から創出されるキャッシュフローをベースに資金返済の確実性を高める事を可能としているため、通常の借入と比較すると調達コストが削減される再調達法となっている。フリーキャッシュフローは、文字通り会社が自分の意思で自由に使うことの出来る資金であるが、2004 年、2005 年、2007 年はマイナスで、2006 年にプラスに転じるが、フリーキャッシュフローは健全な状態とは言えない。キャッシュフローは、単純には、会社が一年間に稼いだ資金を示すが、2005 年度と 2007 年度がマイナスとなっている。2005 年度の日本テレコム、C&WIDC、ダイエーホークス、2007 年度のボーダフォン買収が数字に表れている。

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

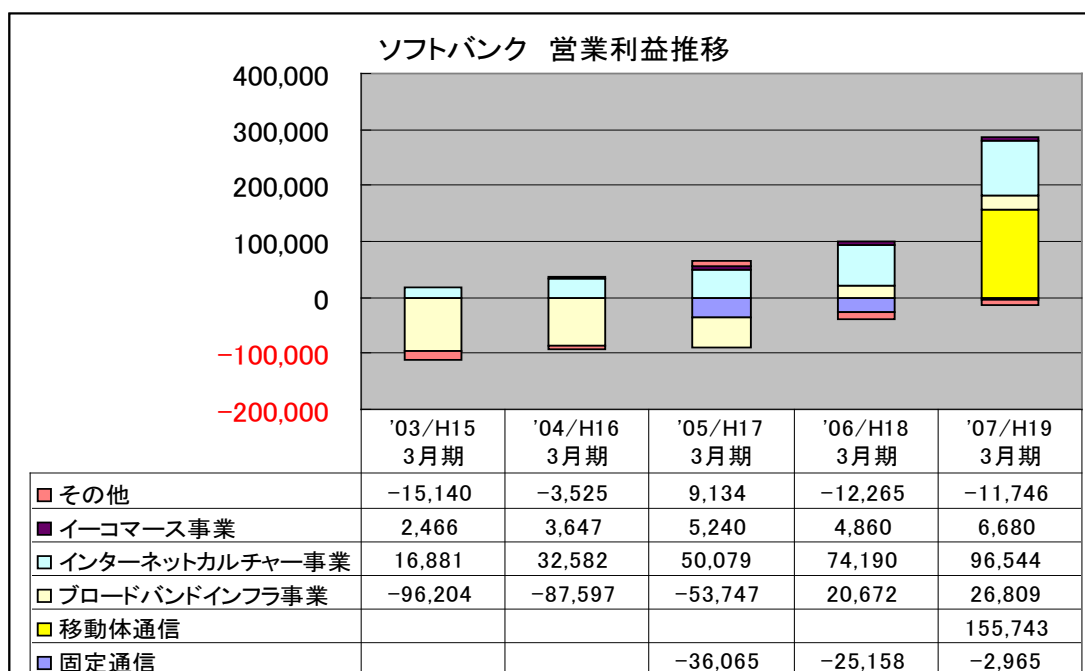
事業種別セグメントは過去 5 年で、2004 年の固定電話事業参入、そして 2006 年の携帯電話事業参入をしており、セグメントシェアが大きく変更している。詳細を分析する前に、事業の種類別セグメントの売上高と営業利益を示す。なお、同社の所在地別セグメントは、国内事業が売上の 90%以上を占めるため、ここでは省略する。

図1.3.1：ソフトバンク セグメント別売上高推移



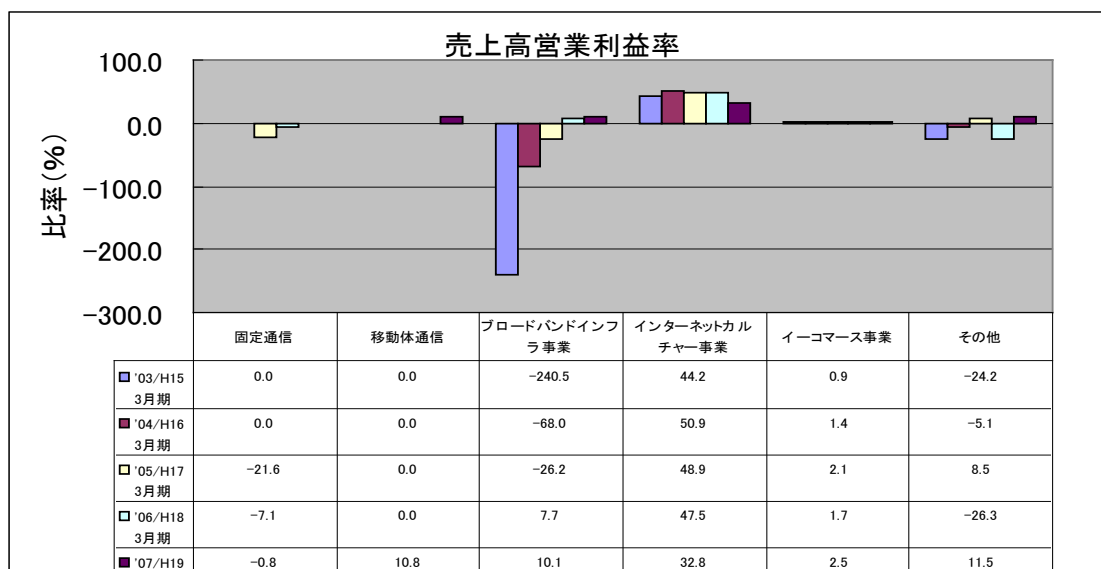
ソフトバンクの事業種別セグメントは2007年現在、「ブロードバンド・インフラ」事業、「固定通信」事業、「インターネット・カルチャー」事業、「イーコマース」事業、「移動体通信」事業、「その他」事業に大別されている。各セグメントにおける中核会社は、「ブロードバンド・インフラ」事業はBBテクノロジー（株）、ソフトバンクBB（株）、「固定通信」事業＝日本テレコム（株）、「インターネット・カルチャー」事業＝ヤフー（株）、「イーコマース」事業＝ソフトバンクBB（株）がある。「その他」事業には放送メディア事業、テクノロジー・サービス、メディア・マーケティング、海外ファンド事業がある。2006年に約1.4兆円のリファイナンスによる資金調達で買収したボーダフォン売上が1兆4400億円。全体からこの売上を除くと、2006年度売上は前年度比99.4%と微減であることがわかる。営業利益の推移を見ると、2006年になって漸く「ブロードバンド・インフラ」事業の利益額がプラス基調に変わったことと、「インターネット・カルチャー」事業は右肩上がりの成長を続けていることが見て取れる。これらの指標を踏まえて予備設問1.3について分析する。

図1.3.2：ソフトバンク セグメント別営業利益推移



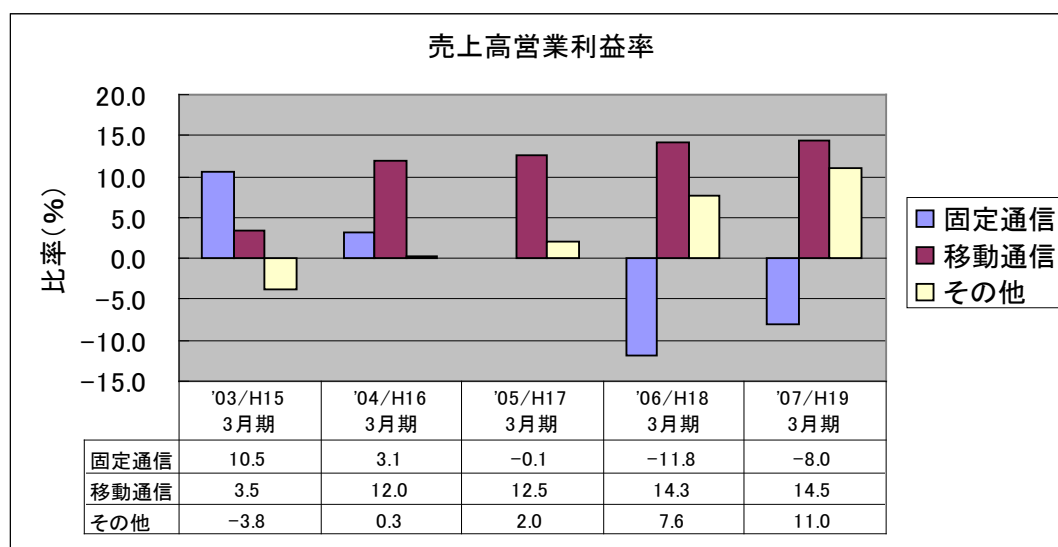
(1) 収益性

図 1.3.1.1 : ソフトバンク セグメント別売上高営業利益率



ソフトバンクの収益性を見ると、「インターネット・カルチャー」事業では安定して高い営業利益率で推移しているものの、その他事業では安定的な利益が生み出せていない。日本テレコム買収により参入した固定電話事業では、2004 年以降 2006 年まで営業利益がプラスになった年度は一度もない状態である。但し、マイナス幅は縮小している。特筆すべきは、「ブロードバンド・インフラ」事業である。2005 年まで－500 億円を超えるマイナスを計上してきた事業であるが、直近の 2 年間は 200 億円以上の営業利益を上げており、今後もこの状況が続けば安定した中核事業になる可能性がある。

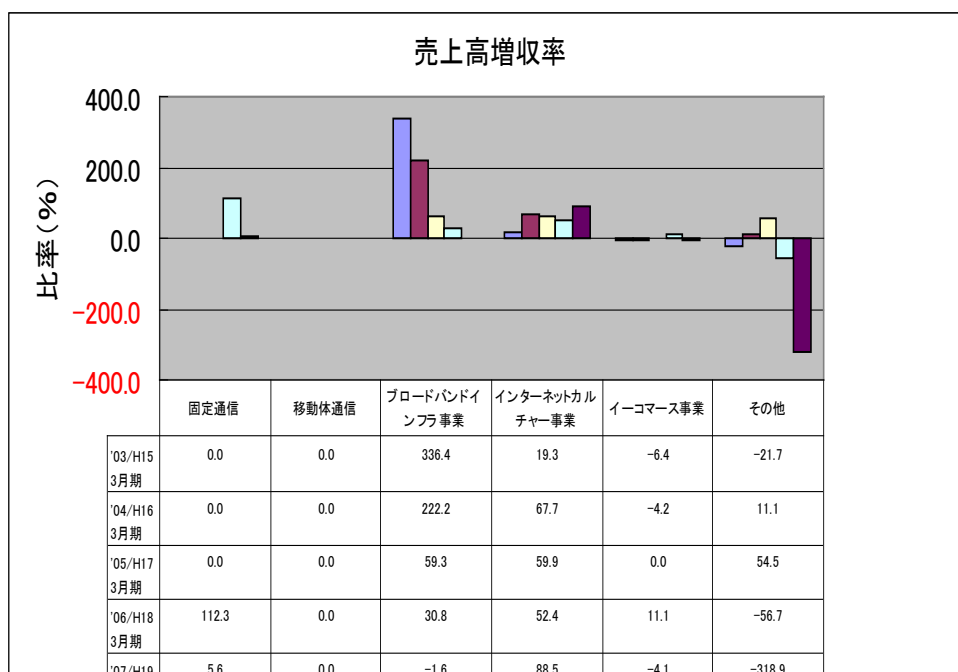
図 1.3.1.2 : KDD I セグメント別売上高営業利益率推移



一方、KDDIのセグメント別売上高営業利益率の推移を見ると、移動通信事業はまさに中核事業であることが見て取れる。しかしながら、2005 年を挟んで固定通信事業は、直近 2 年間はマイナスになっており、この事業で営業利益を生み出すことが困難であることが分かる。

(2) 成長性

図 1.3.2.1：ソフトバンク 売上高増収率の推移



「ブロードバンド・インフラ」事業の売上高増収率が 5 年間で大きく数値を下落させている。この事業の売上高は 2007 年決算期で前期比 2%、約 42 億 2400 万円減少。逆に営業利益は+30%で、61 億 3700 万円増加し、268 億 900 万円となっている。これは、2007 年 12 月に現ソフトバンク B B（株）がモデムレンタル事業を売却したため、前期に比べてモデムレンタル収入が減少している一方で、業務委託契約を結んだ B B モデムレンタルからサービシング手数料やインセンティブ手数料による収入が発生しているためである。「インターネット・カルチャー」事業では安定した売上高増収率を維持している。

(3) 生産性

図 1.3.3.1 : ソフトバンク 1 人当たり売上高の推移

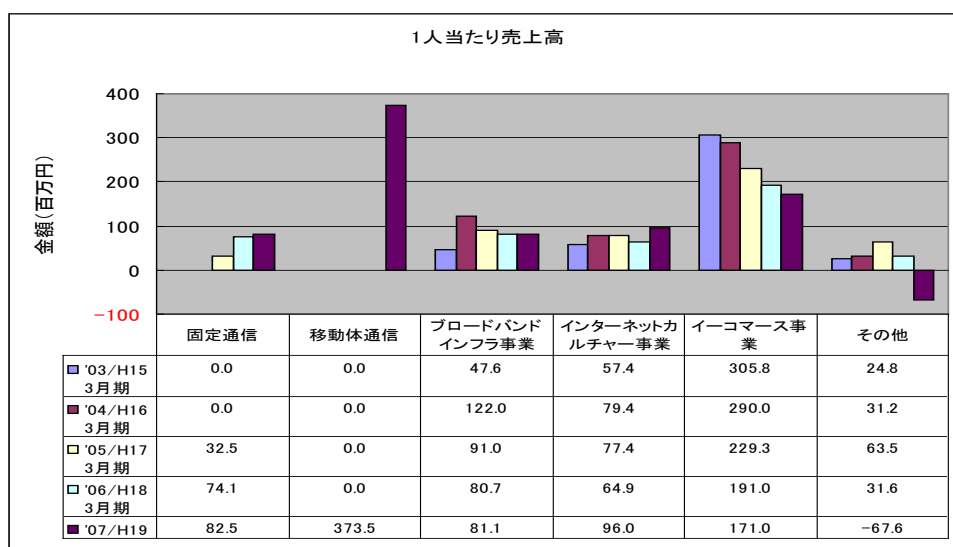
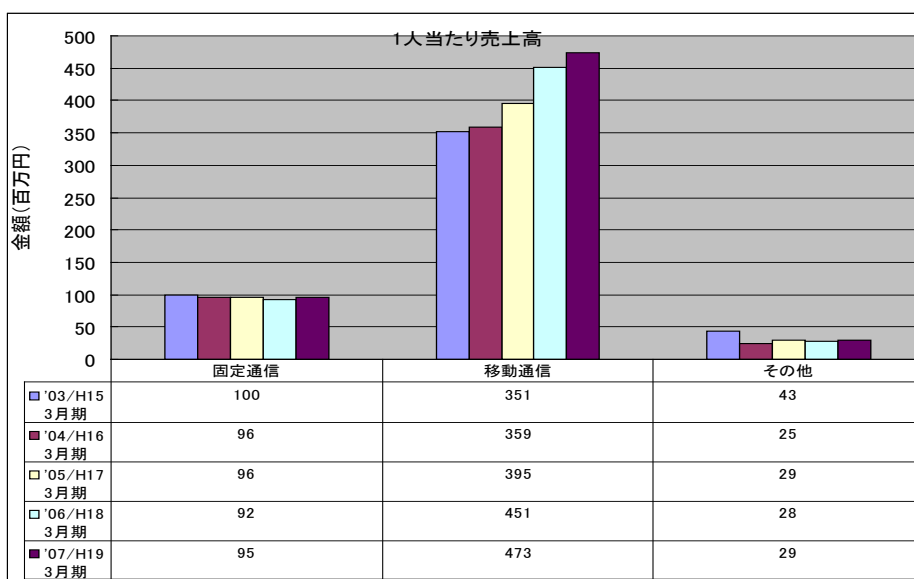


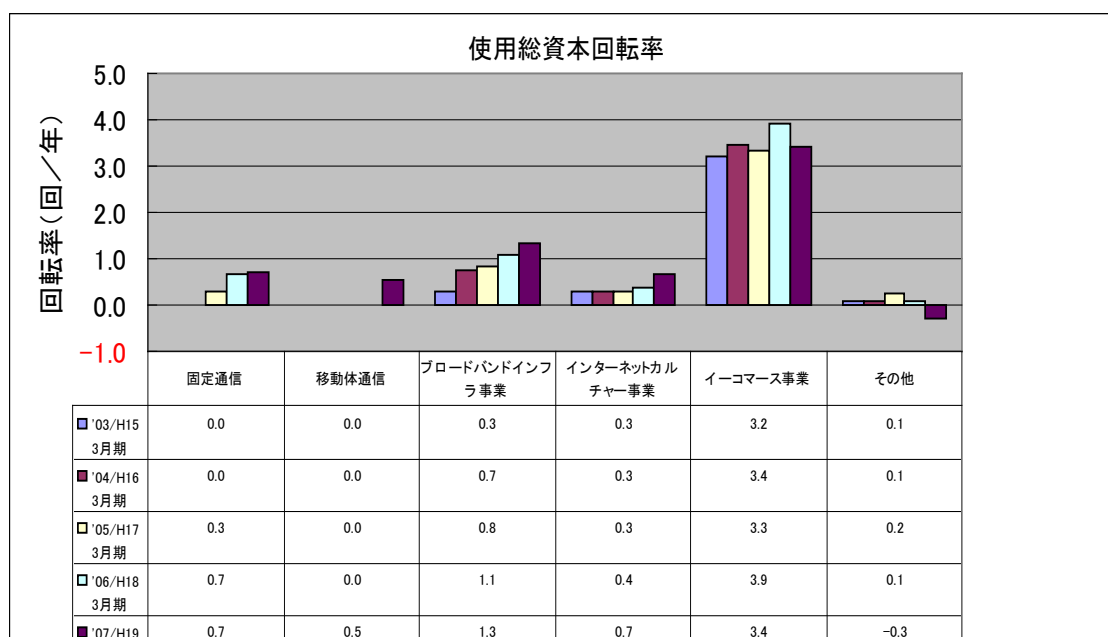
図 1.3.3.2 : KDD I 人当たり売上高の推移



ソフトバンクとKDD I ではセグメント構成が異なるが、ソフトバンクと比較してKDD I は中核事業である移動通信の 1 人当たり売上高を高めている。ソフトバンクは「インターネット・カルチャー」事業は不安定。「ブロードバンド・インフラ」事業と「イーコマース」事業は数値を下げている。「固定通信」事業は成長している。これは、法人向けの「おとくライン」の累積接続回線数が前期比約 38 万回線増加して 122 万回線となっていることに起因しており、代理店管理業務を日本テレコムインボイス(株)に移管したことから収益性が改善傾向にあるのだが、先に見たとおり営業利益額は依然としてマイナスであり、固定通信事業の位置づけが課題の一つに挙げられる。

(4) 効率性

図 1.3.4.1：ソフトバンク 使用総資本回転率推移



効率性指標として事業セグメント別の使用総資本回転率推移を示す。総資本は会社が経営に投下している資本の総額のことであり、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り、総資本の運用効率を見ようとするものである。そのため回転率が低いということは資本効率にムダがあることを示す。全業種の平均は0.77回であるので、この数値との比較においては、「インターネット・カルチャー」事業と「固定通信」事業が平均並み。「ブロードバンド・インフラ」事業と「イーコマース」事業は効率が良く、「移動体通信」事業は0.5回転と、参入間もないということもあるが、効率性は低いといえるため、今後はこの数値の改善も課題となる。

1.4 セグメント別キャッシュフロー分析

ここでは、ソフトバンクおよびKDDIの事業セグメント別キャッシュフロー分析を行う。分析指標は営業キャッシュフローマージン、営業キャッシュフロー資本的支出比率、フリーキャッシュフローの3点である。なお、両社のセグメント分類は、上述のとおりである。

(1) 営業キャッシュフローマージン

図 1.4.1.1 : セグメント別 営業キャッシュフローマージン (ソフトバンク)

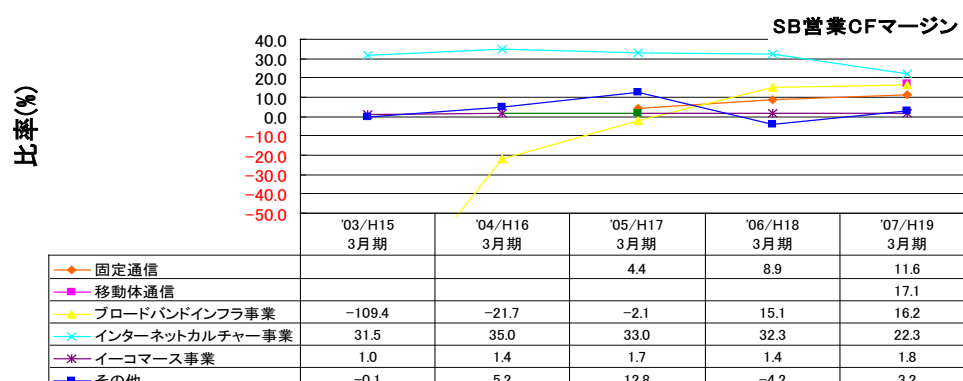
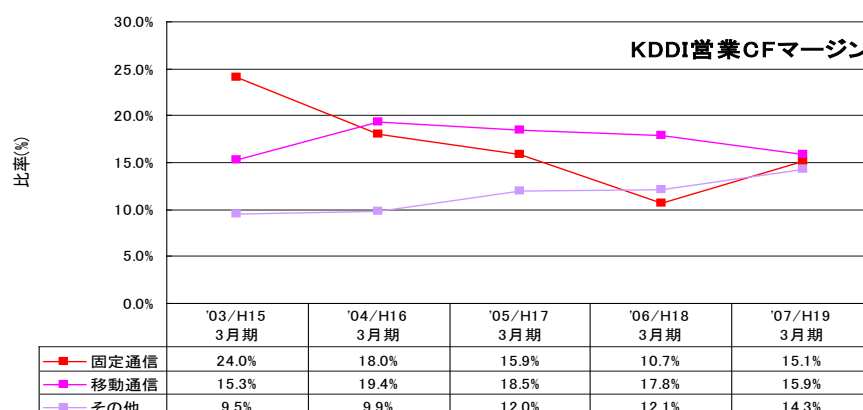


図 1.4.1.2 : セグメント別 営業キャッシュフローマージン (KDDI)



営業 CF マージンは、営業 CF／売上高で、企業の収益力、特に、キャッシュ獲得能力の強さを表し、収益性の分析に用いる。ソフトバンクのセグメント別営業 CF マージンはインターネット・カルチャー事業が過去 5 年平均で 30.8%と安定した数値となっている。また固定通信事業については、同業他社の KDDI の数値には及ばないものの、過去 3 年間で約 4 ポイントずつ上昇させている。固定通信事業については、移動体通信事業の買収により、営業・サービス面、あるいは経営効率の視点から、ある一定期間まではシナジー効果が生み出すものと期待される。一方でブロードバンド・インフラ事業については、2003 年 3 月期に -109.4%と大きくマイナスとなっている。これは接続回数が急拡大したことにより、接続回線獲得に伴う販売代理店へのインセンティブの支払いや設備投資に関わる減価償却費、リース料の負担増に起因する。その後ブロードバンド事業の営業キャッシュフローマージンは、2006 年 3 月期より課金者数増加と A R P U の堅調な増加による売上高の増加、顧客獲得に関する費用の削減により、堅調に推移している。

(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

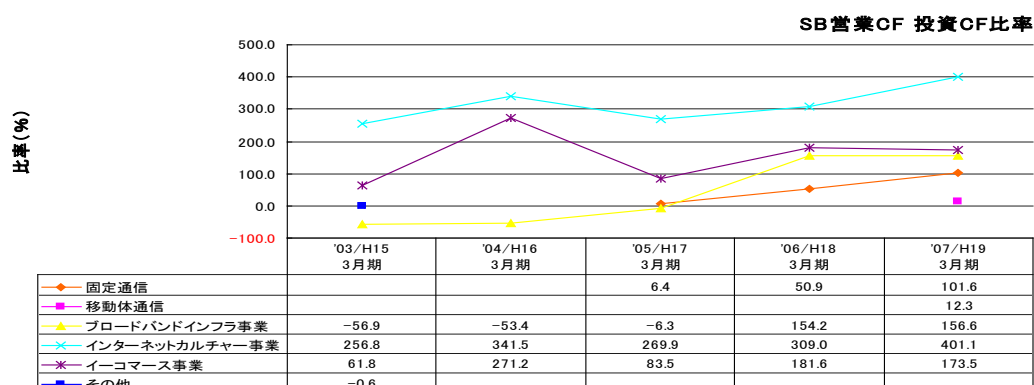


図 1.4.2.1 : セグメント別 営業キャッシュフロー資本支出比率（ソフトバンク）

営業 CF 資本支出比率は、営業 CF が資本支出に対してどの程度の割合であり、営業 CF / 資本支出で算出する。投資に対する姿勢が現れる指標で、企業の安全性を見るものである。ソフトバンクのセグメント別の営業キャッシュフロー投資キャッシュフロー比率は、2006 年 3 月期以降から安定化の傾向が見受けられる。特にインターネット・カルチャー事業において本指標は優れている。また移動体通信事業については買収後間がないため、今後の動向を注視したい。

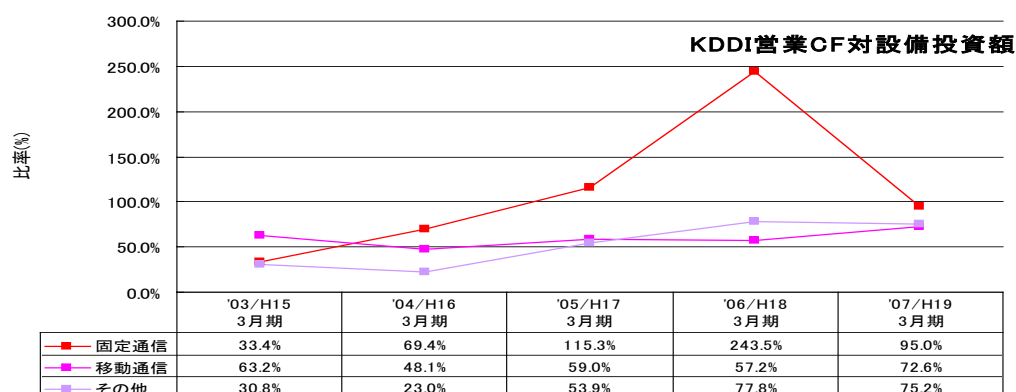


図 1.4.2.2 : セグメント別 営業キャッシュフロー資本支出比率の比較（KDDI）

(3) フリーキャッシュフロー

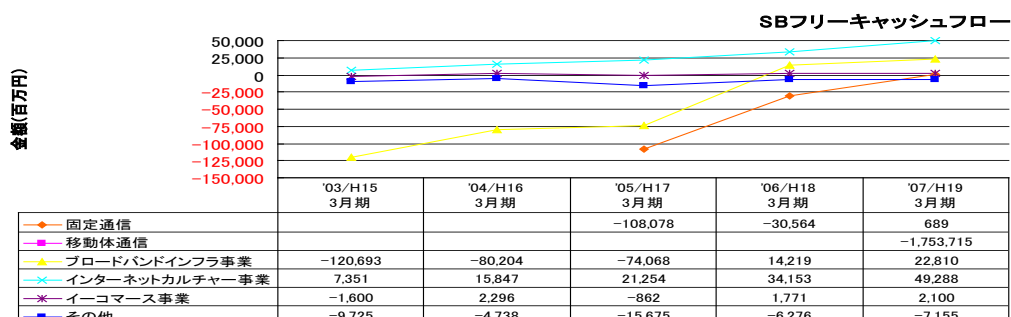


図 1.4.3.1 : セグメント別 フリーキャッシュフロー（ソフトバンク）

ソフトバンクのセグメント別フリーキャッシュフローは、2006 年に買収した移動体通信事業の大幅な投資によるキャッシュフローマイナスが大きな特徴として挙げられる。それを除くと同社において、インターネット・カルチャー事業がキャッシュの大半を稼ぎ出しており、ブロードバンド事業がそれに続く構造となっている。本構造から言えることは、移動体通信事業で大半のキャッシュを稼ぐKDDと比較し、多角化によるリスク分散が行われているという点である。しかしながら、各事業が互いにシナジーを生む構造になっているかどうか分析し、その結果によっては事業のリストラを進める必要も生じるだろう。一方、通信事業の競合社である KDDI は、本業である移動体通信事業がキャッシュの大半を稼ぐ構造であり、金額も 1160 億と大きい。ただしソフトバンクと比較して、KDDI は移動体通信事業一本である点が、逆にリスクを抱えているともいえる。ソフトバンクが今後、移動体通信事業を強化していくためには、同業他社である KDDI との間のフリーキャッシュフローにおける絶対額の大きな隔たりをいかに埋めていくのかが課題である

2 企業価値分析

2.1 資本コスト、EVA、ROIC 分析

ここでは、ソフトバンクと KDDI の EVA、ROIC を算出し、推移を分析した。結果は下記の通り。

表 2.1.1 資本コスト、EVA、ROIC の計算結果（ソフトバンク）

	'03/H16 3月期	'04/H17 3月期	'05/H17 3月期	'06/H18 3月期	'07/H19 3月期
I WACC算出					
① 有利子負債[簿価](D) (百万円)	280,469	528,385	790,271	883,798	2,345,438
② 株主資本[時価](E) (百万円)	464,890	1,711,497	1,553,622	3,640,549	3,199,265
③ 負債コスト(Rd)	2.98%	2.98%	3.48%	3.23%	4.93%
④ 無リスク利率	1.28%	0.99%	1.50%	1.36%	1.75%
⑤ 株式ベータ	1.381	1.381	1.381	1.381	1.381
⑥ マーケット・リスク・プレミアム	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%
⑦ 株主資本コスト(Re)	8.87%	8.58%	9.09%	8.96%	9.35%
⑧ 負債比率(D/(D+E))	37.63%	23.59%	33.72%	19.53%	42.30%
⑨ 株主資本比率(E/(D+E))	62.37%	76.41%	66.28%	80.47%	57.70%
⑩ 法人税実効税率	42.00%	42.00%	42.00%	42.00%	42.00%
⑪ 加重平均資本コスト(WACC)	6.18%	6.97%	6.71%	7.57%	6.60%
II EVA算出					
① 税引後営業利益(NOPAT) (百万円)	-52,698	-31,271	-13,255	38,048	160,419
② 投下資本[簿価] (百万円)	537,865	766,465	968,287	1,126,566	2,503,953
③ WACC	6.18%	6.97%	6.71%	7.57%	6.60%
④ 資本費用 (百万円)	33,263	53,395	64,961	85,309	165,291
⑤ 経済付加価値(EVA) (百万円)	-85,962	-84,666	-78,216	-47,261	-4,873
III ROIC算出					
① NOPAT (百万円)	-52,698	-31,271	-13,255	38,048	160,419
② 投下資本[簿価] (百万円)	537,865	766,465	968,287	1,126,566	2,503,953
③ 投下資本収益率(ROIC)	-9.80%	-4.08%	-1.37%	3.38%	6.41%

図 2.1.1 EVA、ROIC の推移 (ソフトバンク)

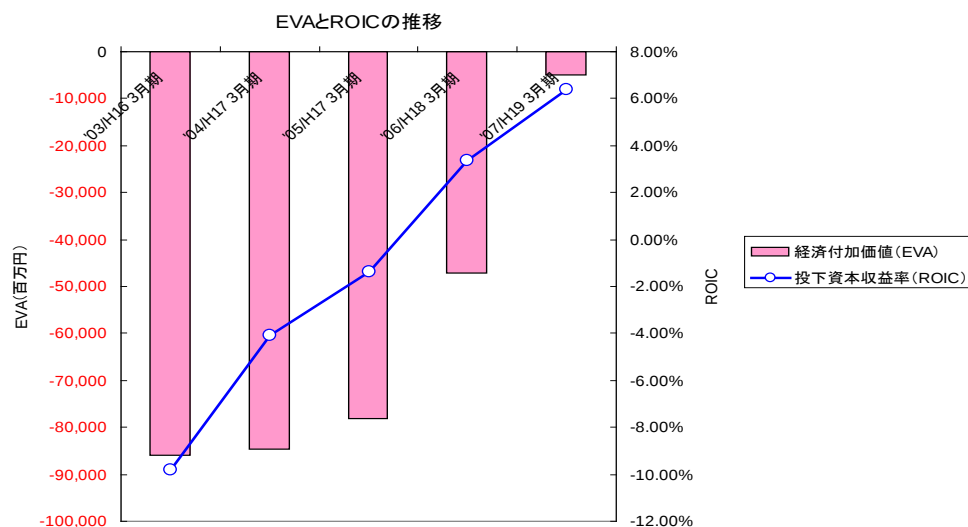
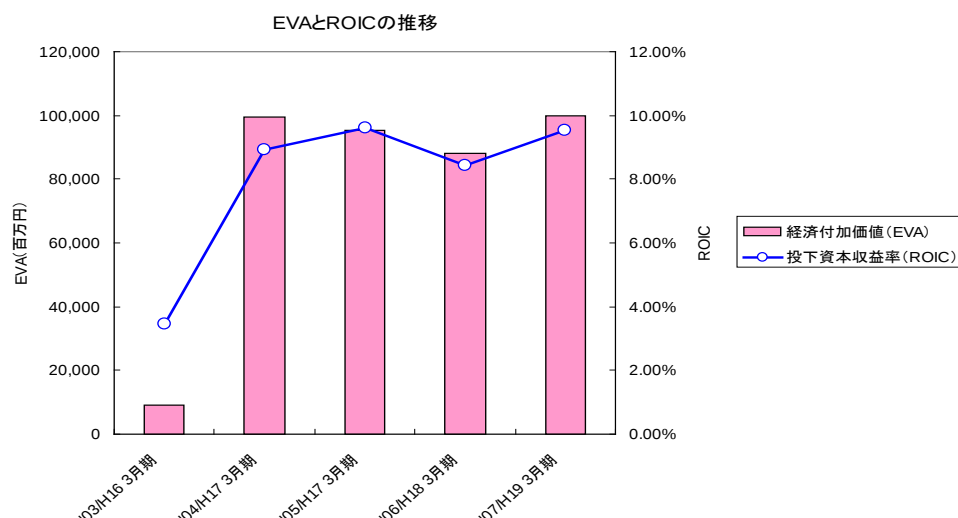


表 2.1.2 資本コスト、EVA、ROIC の計算結果 (KDDI)

		'03/H16 3月期	'04/H17 3月期	'05/H17 3月期	'06/H18 3月期	'07/H19 3月期
I WACC算出						
① 有利子負債[簿価] (D)	(百万円)	1,489,001	900,190	640,236	770,895	620,495
② 株主資本[時価] (E)	(百万円)	1,484,308	2,489,397	2,251,907	2,784,744	4,220,214
③ 負債コスト(Rd)		2.23%	2.32%	2.72%	2.22%	1.70%
④ 無リスク利率		1.28%	0.99%	1.50%	1.36%	1.75%
⑤ 株式ベータ		0.654	0.654	0.654	0.654	0.654
⑥ マーケット・リスク・プレミアム		5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%
⑦ 株主資本コスト(Re)		4.88%	4.59%	5.10%	4.96%	5.35%
⑧ 負債比率(D/(D+E))		50.08%	26.56%	22.14%	21.68%	12.82%
⑨ 株主資本比率(E/(D+E))		49.92%	73.44%	77.86%	78.32%	87.18%
⑩ 法人税実効税率		42.00%	42.00%	42.00%	42.00%	42.00%
⑪ 加重平均資本コスト(WACC)		3.08%	3.73%	4.32%	4.16%	4.79%
II EVA算出						
① 税引後営業利益(NOPAT)	(百万円)	82,682	170,599	173,014	173,942	200,870
② 投下資本[簿価]	(百万円)	2,383,711	1,909,580	1,802,427	2,066,425	2,109,970
③ WACC		3.08%	3.73%	4.32%	4.16%	4.79%
④ 資本費用	(百万円)	73,458	71,138	77,799	86,016	101,047
⑤ 経済付加価値(EVA)	(百万円)	9,225	99,462	95,215	87,926	99,823
III ROIC算出						
① NOPAT	(百万円)	82,682	170,599	173,014	173,942	200,870
② 投下資本[簿価]	(百万円)	2,383,711	1,909,580	1,802,427	2,066,425	2,109,970
③ 投下資本収益率(ROIC)		3.47%	8.93%	9.60%	8.42%	9.52%

図 2.1.2 EVA、ROIC の推移 (KDDI)



項目	データ出所
無リスク利子率	株式会社 I I C パートナーズ HP (http://www.iicp.co.jp/library/debt.html) より、10 年国債の応募者利回り (年平均) の推移を入手して使用
株式ベータ	Bloomberg より、直近の β 値を入手し、過去にも援用
マーケット・リスク・プレミアム	事例では 5～6%の推計値をとることが多いため、ここでは 5.5%で固定推計期間によって値は異なる
発行済株式数	各社の有価証券報告書「株式等の状況」
株価 (期末)	Yahoo! ファイナンスより、各期末日の株価情報を入手して使用
法人税実効税率	42.0%に固定

ソフトバンクの EVA (経済付加価値) は 2003 年 3 月期の－859 億円から、2007 年 3 月期には－48 億円と上昇傾向を続けている。ソフトバンクの財務指標から分析を行うと、同社の税引き後営業利益 (NOPAT) は 2006 年以降プラスに転じ、2007 年 3 月期には 1600 億円を計上している。また、WACC についても 2006 年度 7.57%と比較し、6.60%と減少している。この時点で EVA がプラスとならなかった要因は、2006 年にボーダフォンより買収した移動体通信事業への巨額投資によるところが大きい。また ROIC (投下資本収益率) については、2003 年の－9.8%から、2004 年－4.08%、2005 年－1.37%と推移し、2006 年には 3.38%とプラス成長に転ずる。また 2007 年には 6.41%と、投下資本に対する利益をより効率的に上げられるよう努力している点は評価に値する。一方で、KDDI は、2003 年の 3.47%から 2007 年の 9.52%へと、上昇しており、直近 4 年間の平均は 9.12%と安定している。EVA スプレッドに関しても、2003 年では、ソフトバンクが－3.62、KDDI が 0.39 であり、2007 年では、ソフトバンクが－0.19、KDDI が 4.73

である。KDDI はソフトバンクと比較すると投下資本に対する利益をより効率的に上げていることが分かる。今後、ソフトバンクが EVA・ROIC を改善するには、新規買収した移動体通信事業と既存の固定通信・インターネット関連事業とのシナジー効果により各事業体の経営効率を高め、有利子負債の圧縮を進めることにより、税引後営業利益（NOPAT）を増やし、かつ資本費用を減らしていくことが求められる。

2.2 企業価値評価算出

フリーキャッシュフロー価値は、2003 年度～2007 年度の平均フリーキャッシュフローと平均成長率から単純に算出すると、2007 年度のフリーキャッシュフローは約 74 兆円のマイナスとなる。一方の企業価値(2)株式・負債時価評価価値と企業価値(3)MVA+投下資本で計る価値はプラスである。だとすれば、FCF を用いた企業価値算定指標が、このケースにおいては有効ではない、と考えられる。実際にテレコム買収と、ボーダフォン買収に巨額の資金を投じており、この特異値を除くと、それはソフトバンクの真の姿ではなくなるが、ここではあえて、この特異値を控除して企業価値(1)について算出し直す。企業価値(1)ボーダフォン買収のために調達した 1.28 兆円のリファイナンスには、事業証券化(WBS Whole Business Securitization:ストラクチャードファイナンスの一種で、事業から創出されるキャッシュフローと裏づけ資産として事業を証券化する事で、資金返済の確実性を高めるスキーム)を採用しており、通常の借入よりも調達コストは削減される。仮に 2007 年度の平均フリーキャッシュフローを過去 5 年の中より買収の影響の少ない 2003 年度、2004 年度、2006 年度の平均値の 44,952（百万円）とし、平均成長率も同様に買収の影響の少ない上記 3 年の平均値の 22.8%で算出した場合、企業価値は 2 兆 5162 億円となる。

ソフトバンク 企業価値算定結果

		(百万円)				
項目と評価方法		'03/H1 5 3 月期	'04/H1 6 3 月期	'05/H1 7 3 月期	'06/H1 8 3 月期	'07/H19 3 月期
企業価値 (1)	フリーキャッシュフロー価値	-587,230	-635,007	-2,264	-121,481	2,516,231
企業価値 (2)	株式・負債時価評価価値	745,359	2,239,882	2,343,893	4,524,347	5,544,703
企業価値 (3)	MVA+投下資本	-852,124	-448,879	-197,580	502,453	2,430,140

KDDI 企業価値算定結果

(百万円)

項目と評価方法		'03/H15 3 月期	'04/H16 3 月期	'05/H17 3 月期	'06/H18 3 月期	'07/H19 3 月期
企業価値(1)	フリーキャッシュフロー価値	16,722,192	11,365,580	10,977,410	11,662,479	10,876,198
企業価値(2)	株式・負債時価評価価値	2,973,309	3,389,587	2,892,143	3,555,639	4,840,709
企業価値(3)	MVA+投下資本	2,683,051	4,579,474	4,008,368	4,178,752	4,194,380

企業価値の算出方法

企業価値(1)下表を参照

企業価値(2)時価株主資本+有利子負債＝期末株価×発行済株式数＋有利子負債簿価

企業価値(3) $EVA \div$ 資本コスト＋簿価投資資本

企業価値（２）株式・負債時価評価価値は、過去５年間では、右肩上がりであることが企業評価が上がっている。2005年度の日本テレコム（株）買収発表、2007年度のボーダフォン（株）買収等があり、株価が3000～4000円台で推移している事と2007年に株式数が急増した事が影響して増加していると考えられる。企業価値（３）MVA（市場付加価値）＋投下資本は、単年のEVAの将来的価値ともいふべき価値であり、将来企業価値が織り込まれた株価に基づく価値である。2004年以降、約4兆円台で推移するKDDIに対し、ソフトバンクは2006年度、漸くプラスに転換し、ボーダフォンを買収した2007年度は2兆4000億円と高く出ている。

図 2.2.1 ソフトバンク企業価値推移

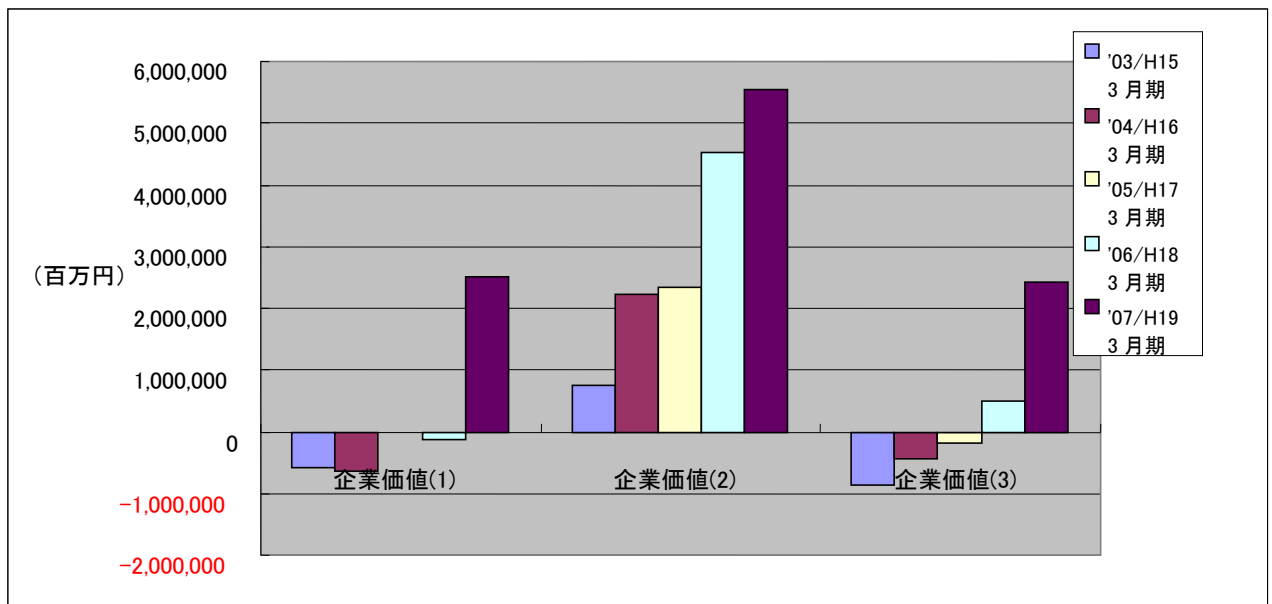
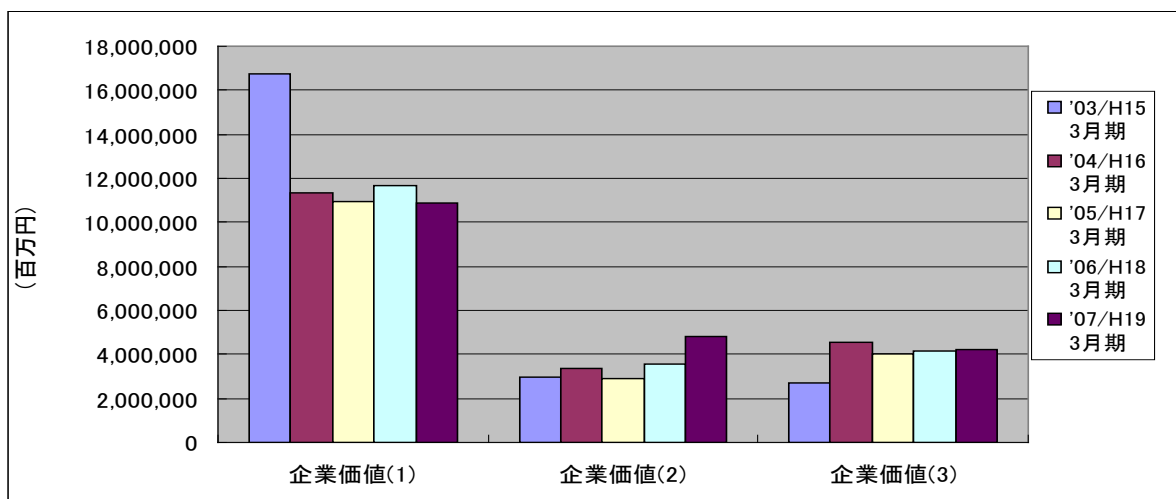


図 2.2.2 KDDI 企業価値推移



3 経営課題抽出

ソフトバンクの財務分析結果を下記の通り要約する。

- ・ 日本テレコムやボーダフォン買収のために多額の借入金をしているため安全性に関する指標は数値レベルが低く、安定しているとは言えない。
- ・ 多額の投資をしてきた固定電話事業がプラスに転換した。その分、収益性・成長性の指標についてはスコアが良くなってきた。
- ・ その他の指標として、1株あたりの指標は発行済み株式数の増大から低い数値である。
- ・ 営業 CF は 2006 年にプラスに転じた。営業キャッシュフローマージンも同様に 2006 年にプラスに転換した。しかし、フリーキャッシュフローはマイナスで、健全な状態

とは言えない。

- ・ セグメント構成がソフトバンクとは大きく違うために、KDDI を単純に競合企業として比較はできないが、総じて KDDI の方が安定的な財務を保持している。
- ・ 近年の大きな負債と売上高の増加などから、フリーキャッシュフローを用いた企業価値評価では、巨額のマイナスが計算上現れる。成長の早いネット業界企業に対しては、従来のファイナンスでは対応仕切れない状況にあるのではないかと疑問を表す。
- ・ 厳しい財務体質になることが予見されていたにもかかわらず、踏み切ったボーダフォンの買収には、孫氏の強い意志が働いている。今後はこの事業を中核事業とした展開が望まれる。

4 企業価値創造経営

4.1 企業概要

ソフトバンクは、M&Aの歴史が同社成長の歴史であるといっても良いほど、成長の源泉を買収に頼ってきたが、沿革から事業内容を大きく三つに分けることができる。まず、ソフト流通業、出版業が中心であった 1994 年ごろまでの第一期、ベンチャー企業に対するエンジェル事業やアメリカ日本における IT 産業のギャップを埋めるタイムマシン経営を行っていた 2001 年ごろまでの第二期、その後通信事業に本格参入した第三期、の三つである。

4.2 企業理念

ソフトバンクは、1981 年の創業以来一貫して「デジタル情報革命を通じて、人々が知恵と知識を共有することを推進し、企業価値の最大化を実現するとともに、人類と社会に貢献する」ことを経営理念としている。創業時には、パソコン時代の到来を予見し、パッケージソフトの流通事業をいち早く手がけたほか、90 年代にはインターネット時代の本格的な幕開けを前にヤフー株式会社を設立し、後に日本最大のインターネット・ポータルとなる「Yahoo! JAPAN」を立ち上げ、また、2001 年には高速で安価な「Yahoo! BB ADSL」の商用サービスを開始し、日本を世界一のブロードバンド大国へと牽引した。また、2004 年には日本テレコム株式会社を傘下に収めて固定通信事業へ、2006 年にはボーダフォン株式会社を傘下に収めて移動体通信事業へと業容を拡大し、「いつでも、どこでも、誰とでも」ブロードバンドでつながる「ユビキタス社会」の実現に向けて、大きな一歩を踏み出したといえる。世界で最も進んだ IP バックボーン・ネットワークとその上の「Yahoo! JAPAN」をはじめとした各種プラットフォーム、さらにその上の多彩な高付加価値サービスやコンテンツ、これらを通して、ソフトバンクグループは創業以来の夢の実現に向かっている。

4.3 組織体制、事業概要

4.3.1 組織体制

同社は変化の激しいインターネット産業に参画していく中で、さまざまな事業セグメントへ細分化し、傘下の事業会社がそのセグメントにおける業界構造に対して即応すると同時に、グループとしてシナジーを発揮するため、純粋持株会社・事業統括会社・事業会社の3層からなる組織構造を1999年より導入した。純粋持株会社とは、ソフトバンク株式会社そのものであるが、その機能は以下に集約される。①ソフトバンクグループとしての全体戦略の策定、②新規事業分野の開発とそれにとまなう事業統括会社の創設、③3層構造を利用した、各グループ会社の管理と調整、である。また事業統括会社は、国内においては事業セグメント別、海外においては地域別の設立を現在のところ前提としている。業務内容は①事業セグメントもしくは地域における戦略の策定および新規事業の開拓、②傘下事業会社の管理、③事業セグメントもしくは地域におけるシナジーなど傘下事業統括会社グループの調整を目的とする業務を行っている。事業会社はその事業活動を通じ、キャッシュフローの獲得を目的としている。

4.3.2 事業概要

同社は多岐にわたる事業領域すべてを、デジタル情報革命による「新たなライフスタイルの創造」を実現するための手段と位置づけ、ひとつの領域として考えている。インフラ、ポータル・プラットフォーム、さらにその上のサービス・コンテンツが、それぞれの価値を高めながら、シナジーを発揮することを目指して、グループ全体の企業価値を高めていく戦略である。現在、同社の事業セグメントは、大きく5つのセグメントとその他セグメントに分類される。

① ブロードバンド・インフラ事業

日本のブロードバンドを先導してきた同社ならではの「高い技術力」と「グループシナジー」を活かして、新たなライフスタイル創造につながる幅広いサービス・コンテンツを提供し、インフラの付加価値を高めている。

<強みと特長>

- ・ 事業展開スピードの速さとグループシナジーを活かした幅広い付加価値サービス・コンテンツ
- ・ 強力なIPバックボーン・ネットワーク、高い技術力・営業力

<今後の成長の背景>

- ・ ブロードバンドのさらなる普及
- ・ 動画などコンテンツのリッチ化
- ・ Webサービスへのニーズ拡大

<課題>

- ・ 通信業界に根強く残る不公正競争条件の是正に向けた提言と積極的な研究開発（特にFTTH事業）

②固定通信事業

コミュニケーション・インフラの進化は、新たなライフスタイルや企業活動を支えてこそ意義を持つ。同社はネットワークの技術だけでなく、そうした法人顧客のビジネス課題を解決しうる、総合的なICT*1ソリューション提供集団となることで、付加価値を高めながら成長を加速させていく方向にある。

<強みと特長>

- ・ 次世代ICTプラットフォームサービスの提言における先駆性
- ・ ソリューションサービスとコンサルティング能力
- ・ グループ総合力を活かした新しいビジネスモデルの提案

<今後の成長の背景>

- ・ 迅速で機動的な事業展開が可能なオンデマンド型サービスへの需要増大
- ・ 企業のアウトソーシング・ICTインテグレーション志向の高まり
- ・ 新たなワークスタイル創造への企業意識の高まり

<課題>

- ・ 音声伝送サービス市場とデータ伝送サービス市場での競争激化への対応策として、「おとくライン」、WANサービスからアプリケーションまでを含めたプラットフォームサービスを活用した総合的なソリューション提案による収益性の向上

③インターネット・カルチャー事業

No.1インターネットサイトとしての高いリーチ力などの基盤の上に、サービスの品揃えと質を強化することで成長を続けている。

<強みと特長>

- ・ Yahoo!のブランド力と利用者への圧倒的なリーチ
- ・ 1日12億ページビューのアクセスにも対応できる技術力
- ・ 多彩な付加価値サービスとそれを可能とするグループ総合力

<今後の成長の背景>

- ・ 広告媒体としてのインターネットの価値向上
- ・ 消費に占めるイーコマース比率の上昇
- ・ 高付加価値サービスへのニーズの増大と多様化

<課題>

- ・ イーコマースでの一層のシェア拡大
- ・ Web2.0に対応した新たなビジネス機会の創出とサービスの品揃え拡充
- ・ 新たなモバイル・インターネットサービスの創造

④イーコマース事業

IT機器・ソフトウェアの流通大手にとどまることなく、ソフトウェアのサービス化(SaaS)など、ブロードバンドの特長を活かした新たな形態の流通事業の拡大にも取り組んでいる。

<強みと特長>

- ・ IT商品のB2Bポータルサイト「IT-Exchange」など量・質両面で差別化された情報インフラを提供

- ・新しい流通形態ソフトウェアサービスの展開で先行
- ・一人当たりの生産性で他社を圧倒（流通事業）

＜今後の成長の背景＞

- ・ユーザーのソフトウェア購入形態の変化
- ・セキュリティソリューションへの需要拡大
- ・ブロードバンドに対応した次世代IT技術の拡大に伴う市場自体の成長
- ・電子商取引（EC）市場の拡大

＜課題＞

- ・流通事業からコマース&サービス事業への転換による収益性の向上（フロービジネスからストックビジネスへ）

⑤移動体通信事業

同セグメントは、2006年度にソフトバンクモバイル㈱を連結したことに伴い、新設。今後同社の主力事業として成長が期待される。

⑥その他の事業

「魅力あるコンテンツ」と「高度な配信技術」で、業界プレイヤーの優勝劣敗のカギとなる。

＜強みと特長＞

- ・差別化技術「G-cluster」を所有（ゲームオンデマンド事業）
- ・世界最大手の米国アカマイ・テクノロジーズ社および韓国シーディーネットワークス社と連携。
- ・CS放送サービス事業やBBTV事業で培ったコンテンツ調達ノウハウ

＜今後の成長の背景＞

- ・差別化コンテンツへの需要の増大
- ・コンテンツのリッチ化を背景に安定的・高品質な配信サービスへの需要増大

＜課題＞

- ・CS放送サービスから育成注力分野（ゲームオンデマンド、CDN、メディアコンテンツ）へ経営資源をシフト

4.3.3 未来の事業概要

同社が経営理念にもあげ、同社のキーワードとしている「情報革命」には4つのステージがあるとしており、①アナログ・情報テクノロジー産業（家電メーカーなど）、②アナログ・情報サービス産業（放送・新聞・情報誌事業など）、③デジタル・情報テクノロジー産業（コンピューター・ハード・ソフトメーカーなど）、④デジタル・情報サービス産業（インターネット事業など）の順序で進展していると考えている。同社については特に、第4のステージであるデジタル・情報サービス事業を主要な事業領域としており、今後より一層、経営資源を集中させていくと見られる。

4.4 ステークホルダー価値

4.4.1 顧客価値

同社は、世界最高レベルの品質と経済性を持つブロードバンド・インフラを作り上げたとの自負をもっている。同社は、全ブロードバンド回線数の中で約22%のシェアを占め、2位以下を大きく引き離す不動の地位を確立。また、2005年度においてはブロードバンド・インフラ事業の黒字化も達成している。最近では、光通信にとって代われ、純減傾向にあるとはいえ、現状のインターネットサービスのレベルであれば、ADSLでも十分に役割は果たすと見られ、廉価な価格に価値を見出す顧客は一定数維持すると見られている。

また、同社の最終的な目的は、ブロードバンドの普及を図り、その高度なインフラを舞台として、ユーザーが多彩なサービス・コンテンツを快適かつ経済的に楽しめる、新しい「ライフスタイルの創造」としている。インフラだけではなく、一日当たりのページビューが12億を超える、国内で圧倒的No.1のインターネット・ポータルを運営するとともに、オンラインショッピングやオークションなどの電子商取引市場においても、2位以下を大きく引き離し、さらにその上のサービス・コンテンツを取得、提供していることは、同社ユーザーに対する顧客価値を高める取り組みとして評価できる。

4.4.2 従業員価値

約17800人の従業員（2007年3月現在）のうち、ソフトバンク本体に勤務する従業員はわずか113人とどまり、その平均勤続年数もわずか4.2年である。しかし、彼らはソフトバンクで勤務し、孫氏のもとでグループを統括し、いずれ彼ら自身も起業するというところに価値を見出していると推測され、従業員価値は高いと思われる。しかし、それぞれの事業会社については度重なるM&Aで非常に短いスパンで業態の変革を進めており、人材不足は否めない状況にあるといえる。また、新規採用についても、事業会社ごとに行っており、グループ会社としての人事運営力はお弱いと見られる。現在の経営陣を見てもわかるように、必要な人材を外部からヘッドハンティングで調達する風土になっており、今後同社の事業会社それぞれが成長を果たしていくために内部で人材を育成する仕組みについては課題があると見られる。

4.4.3 株主価値（市場価値）

同社の株価については、2000年前後のITバブル時に最高値を記録したがその後、2000円台前半から後半を上下している。しかし、同社はM&Aによって売上高は拡大しているものの営業損益では、赤字となっているにも関わらず、日経平均と比較して株価は高値で推移していると言える。これは、同社は主力ハイテク銘柄が低迷している中であって一番の人気銘柄であること、孫氏が打ち出す新規事業の動向への期待感から来るものとみられる。また、同社の強みとして、連結子会社に上場企業を複数所有していることも挙げられ、グループのシナジーで企業価値（時価総額）を上げていく意味においても株主が期待感を持って、成長戦略を発信していくことが望まれる。

5 企業環境分析

ソフトバンクの外部環境の脅威を M. E. Porter の Five Forces Model を用いて分析する。
各セグメントの Five Forces を下表に示す。

Five Forces	Entry	Rivalry	Substitutes	Suppliers	Buyers
移動体通信	巨額の投資が必要であり、政府による規制もあるため脅威は小さい	寡頭競争だがシェアは NTT ドコモ 51 %、au 28%に対し、同社は 16% (2007 年 7 月)。脅威は大きい。	IP mobile や無線 LAN 経由のスマートフォンなどは携帯電話に吸収可能。脅威は小さい。	クアルコム、モトローラなど少数のサプライヤー。脅威は大。	消費者が成熟しており、コストに敏感。脅威は中。
ブロードバンド・インフラ	同上 (脅威は小)	主力の ADSL は純減に。競合の NTT の FTTH は急成長。脅威は大。しかも FTTH 参入への障壁は大。	同社の主力は ADSL であり、すでにその代替である FTTH に取って代わられる傾向にある。	今後主流になると予測される FTTH については NTT が多く所有。脅威は大。	ADSL から FTTH への移行を考えている顧客は 40%。その逆はいない。脅威は大。
固定通信	同上 (脅威は小)	NTT 東西のシェアが圧倒的。脅威は大。	音声伝送は移動体通信に取って代わられつつあるが、専用線サービスやデータセンターサービスは代替品の脅威は小さい。	サプライヤーの脅威は小さい。	IP 電話やソフトフォンが普及しつつあるが、脅威は大きいとは言えない。また専用線やデータセンターは重要が拡大中であり、脅威は小。

インターネット・カルチャー	参入障壁は低い。新たな技術やアイデアが短期間で一変し得る。	競合企業は少なく、インターネット・オークション、インターネット広告、ポータルシェアはいずれもダントツトップ。脅威は小。	代替品を吸収可能。脅威は小さい。	サプライヤーは存在しないに等しい。脅威は小さい。	圧倒的シェアを背景に、顧客の脅威は小。
イーコマース	同上（脅威は大）	競合は多く、同社の市場への影響力も大きいわけではない。製品の差別化は難しい。脅威は大。	代替品は考えにくい。脅威は小さい。	サプライヤーは多く存在している。脅威は小さい。	製品の差別化は難しく、購入者が高い経済的利益を得ているわけでもない。脅威は中。

インターネット・カルチャーを除く各事業に共通して競合者の脅威が大きい事がわかる。総じて、移動体通信、ブロードバンド・インフラ事業は市場競争が激しい様子がうかがえる。次に、業界の構造分析をもとに機会について検討する。M. E. Porterによれば、5種類の業界構造がある。

- ① 市場分散型業界
- ② 新興業界
- ③ 成熟業界
- ④ 衰退業界
- ⑤ 国際業界

さらに他の研究者によって以下の3つの業界構造が指摘されている。

- ⑥ ネットワーク型業界
- ⑦ 超競争業界
- ⑧ コアなし業界

ソフトバンクの事業において、移動体通信事業は国内においては今や成熟業界と考えられる。製品の改良（デジカメ搭載、音楽機能、ワンセグ、デザイン競争、2Gから3Gへの移行、など）、サービス品質への投資（基地局数の拡充など）、プロセス革新によるコスト削減に機会を見出すことができる。しかし、その延長線上に基礎技術を有するわけではないソフトバンクが競争優位を得ることは困難であると思われる。一方、孫社長が携帯電話

をコンピューター・ネットワークにおける格好の **Thin Client** と位置づけているように、携帯電話をネットワーク端末として移動体通信と固定通信ネットワークとの融合（**FMC ; Fixed Mobile Convergence**）を図ってインターネット広告やネットオークションや動画等のコンテンツの配信事業などのプラットフォームとし、**SaaS** やデータセンターサービスなどの法人需要を取り込むサービスも加えて、これまでの移動体通信事業の枠組みを超えた事業システムを構築することが競争優位の源泉になると考えられる。ソフトバンクにはそれを実現するのに必要な資源を他事業として既に有している。移動体通信事業を成熟業界から脱出させて、新興業界あるいはネットワーク型業界に先頭を切って移行させる可能性を持つことがソフトバンクの大きな機会であると思われる。以下に他の事業についても業界分析し、機会について検討する。

(1) ブロードバンド・インフラ事業

①現行製品の改良、②サービス品質の向上、③プロセス革新による製造コストの削減と品質向上。ソフトバンクが **ADSL** の普及によって切り開いたインターネット・インフラの革新的な品質向上（＝ブロードバンド・インフラ）および「落下傘部隊」と巨額の投資による電撃的な顧客獲得で手にした先行者優位は、**NTT** の **FTTH** という技術リーダーシップによって取って代われようとしている。また、**NTT** や電力系のブロードバンド・インフラ企業は戦略的な経営資源としての光ファイバー網を既に圧倒的な量を先制確保している。これに対してソフトバンクは総務省に光ファイバー網の開放の働きかけを継続するとともに、**FTTR (Fiber to the Remote Terminal)** や高速 **PLC (Power Line Communication)** によって対抗しようとしている。光ファイバー網の開放にはまだまだ時間がかかる見通しであり、**FTTR** などの技術は **FTTH** を上回るものではなく技術リーダーシップを取ることは無いだろう。つまり、ブロードバンド・インフラ事業単独では勝てる見込みは小さいと言わざるを得ない。やはり移動体通信事業等との融合したサービスが鍵になるだろう。

(2) 固定通信事業

音声伝送サービスは成熟業界から衰退業界に移行したと考えられる。ソフトバンクが数年前に機会を実現した重要な製品改良は、音声伝送の **IP** 化であった。**IP** 電話を普及させ価格破壊によって競合に打撃を与えると同時に、**ADSL** 事業にシナジー効果を与えて **ADSL** 契約数 500 万件突破に貢献した。しかし現在では **NTT** 等の競合他社においても当たり前のサービスとなっている。固定通信では通話時間・回数は携帯電話に奪われて減少傾向にある（**NTT** 東西で 2001 年度から 2006 年度で売上高が 1 兆 1218 億円減少し 4 兆 128 億円になった）が、データ通信量は 2 年で倍増という勢いで増加している（総務省調べ）。従来の音声伝送からデータ通信（音声も **IP** 化してデジタル・データの一つとして扱う）への移行という形での「撤退」がこの業界の最適な機会であると考えられる。データセンターサービスは新興業界と言ってよく、単なるデータの「情報の倉庫」以上のサービス（分析、データマイニング等）や技術革新で大きな潜在需要を取り込める可能性がある。例えば、データセンターサービスを発注した顧客企業に対して携帯端末を活用した利便性の高いサービスを提供できれば、シナジー以上の競争優位をもつ新たな事業になる可能性がある。

(3) インターネット・カルチャー事業

ネットワーク型業界と考えられる。この業界の特徴は顧客数の増加が顧客価値を高める収獲逡増の法則に従うことである。そのためネットワーク型業界における主要な機会は、「先行者優位」である。新興業界においても先行者優位が機会とされるが、ネットワーク型業界におけるそれとは重要な違いがある。すなわち、ネットワーク型業界では先行してある程度の数の顧客を獲得するとデファクト・スタンダードとなり、市場を席卷するに至る勝者総取り状態となる。事実ソフトバンク（ヤフー（株））はその先行行動によって勝者総取り状態にある。例えば日本市場において 1999 年 9 月という早い時期にネットオークションを開始し、現在そのシェアは 75%を獲得している。米国で 95%のシェアを誇る eBay も 2001 年に日本市場に参入したが、2002 年には撤退している。同様にインターネット広告でもシェア 67.5%である。この資産の拡大と他事業との連動は、ソフトバンクの競争優位の源泉になり得ると考えられる。

(4) イーコマース事業

ソフトやハードの販売や卸事業は成熟業界であろう。しかし流通事業において「コマース & サービス事業」への転換を掲げており、個人向け SaaS 事業を独立させるなど他の事業とのシナジー効果の高いサービス事業を強化しており、他の事業との融合を図ってネットワーク型業界への移行と、そこでの機会をものにする一貫した動きであろう。以上のように、ソフトバンクの事業は個別に見ると脅威が小さくない。しかしながら、NTT や KDDI 等の競合他社に無い競争優位を得る可能性を秘めている。それを実現するには、新たな通信・インターネット融合事業システムを敏速に構築できるかどうかにかかっている。

【参考資料】

移動通信（携帯電話＋PHS）のシェア

NTT DoCoMo	52927100 件 (51%)
KDDI(au+Tu-Ka)	28900600 件 (28%)
SOFTBANK MOBILE	16665300 件 (16%)
WILLCOM(PHS)	4659100 件 (5%)
NTT DoCoMo(PHS)	352600 件 (0%)

5.2 情報通信事業における SWOT 分析

	強み	弱み
内部環境	・Yahooポータル、Yahooオークション、Yahoo動画 ・機動力、・ADSL事業展開もシェア No.1	財務基盤の悪さ、ADSL偏重、効率のよい800MHz帯周波数がない
	機会	脅威
外部環境	ブロードバンド・サービスの拡大、放送と通信の融合	グーグルの日本市場でのシェア拡大 ・ADSLから光ファイバーへの移行

5.2.1 内部環境

(1) 強み

・Yahooポータル、Yahooオークション、Yahoo動画などの No.1 のインターネット・コンテンツ。インターネット・カルチャー事業は過去 5 年平均で売上高営業利益率は約 47% と高い収益性である。

・機動力

ボーダフォンは 2007 年 5 月、6 月、7 月に純増 No.1。

ADSL 事業展開もシェア No.1 の座を確保。

・ブロードバンド・固定通信・移動体通信を提供するサービス力

ボーダフォン買収によりブロードバンド、固定通信、移動体通信を網羅するネットワーク・インフラを有することになった優位性。

(2) 弱み

・財務基盤の悪さ

多額の債務を持ち、財務基盤は極めて脆弱である。自己資本比率も減少傾向にある。企業買収の原資として利益剰余金があてられて、大幅なマイナスとなっていること、企業買収に伴って、長期借入金や社債が大きく増加していることが要因。

・ADSL 偏重

ソフトバンクは光ファイバー網のインフラを整備していないため、将来的に大きな弱みと見ることができる。

・ARPU

NTT ドコモ、KDDI と比べて携帯電話事業者の 1 契約あたりの売上額を表す ARPU (Average Revenue Per User) で劣っている。

・効率のよい 800MHz 帯周波数がない

1.5GHz 帯、2.0GHz 帯は建物内への電波浸透性が悪く、より多くの基地局を必要とする。逆に最も効率のよい 800MHz をもつ NTT ドコモ、KDDI はソフトバンクと比べれば少ない投資で済む。

5.2.2 外部環境

(1) 機会

- ・ブロードバンドサービスの拡大、光ファイバー網の拡大に伴う大容量化

ブロードバンドサービス全体が拡大し、その中でも光ファイバー網（FTTH アクセスサービス）が拡大している。ブロードバンドサービスが拡大することで、インターネット・コンテンツ、およびイーコマースの需要が拡大する。ADSL から光ファイバーへの移行が進むことで、より大容量、高速の通信が可能になる。それにより動画など大容量、高速通信を必要とするインターネット・コンテンツ、およびイーコマースの需要が更に拡大する。

- ・放送と通信の融合ー携帯用放送（MediaFLO）

2011 年にテレビのアナログ放送が終了し、空き地になる 710～770MHz 帯の利用方法に注目が集まっている。すでに米国ではベライゾンが 2007 年 3 月からサービスを開始している携帯用放送（MediaFLO）は、日本でも検討が進んでいる。FLO は Forward Link Only の意味で、他のデジタル放送と同様に電波を使って一斉に多くの端末にコンテンツを配信する「マルチキャスト配信」を行ない、それに携帯電話の通信機能を融合させたものになっている。

(2) 脅威

- ・グーグルの日本市場でのシェア拡大

グーグルが日本でのシェア拡大を目指しており、実際、2005 年から 2006 年からの月間閲覧数（ページビュー、PV）は 65.3%と大幅な伸びを示している。米国市場では米 Yahoo は業績不振である。また、携帯事業でのグーグルは KDDI との提携を進めている。2006 年 7 月より au のインターネットサービス「EZweb」にグーグルの検索エンジンを採用した。グーグル検索を取り入れた結果、KDDI は広告収入を増やしている。さらに KDDI が提供するケータイと PC が一体化した新ポータルサイト「au one」において、2007 年 9 月下旬より、グーグルの Gmail を活用したメールサービス「au one メール」の提供を開始し、利用客の利便性向上を図っている。

- ・ADSL から光ファイバーへの移行と ADSL 事業の縮小

下左表に示す総務省の統計データから（A）DSL 契約者は縮小傾向にある。下右表の事業ライフサイクルの図と重ね合わせてみると、ADSL 事業は成熟期から衰退期に差し掛かっていることとみなすことができる。

- ・携帯事業での価格競争（ARPU の低下傾向）

2006 年 10 月 24 日から開始した番号ポータビリティ（MNP; Mobile Number Portability）によって契約している携帯電話事業者を変更しても、電話番号は変更しないまま、継続して利用できるようになった。これにより携帯電話事業者間で契約者を争奪するため、価格競争に陥っている。その結果、携帯電話事業者の 1 契約あたりの売上額を表す ARPU（Average Revenue Per User）は低下傾向にある。実際に下表に示す通り、ソフトバン

クでは 2007 年第 1 四半期には ARPU は 5000 円にまで低下している。

・縮小が続く固定電話市場

人口が減や代替手段が台頭することで、固定電話市場は縮小している。この縮小傾向には歯止めがかかることはない。

6. 企業成長戦略

6.1 事業展開シナリオ

ソフトバンクの経営理念は、「デジタル情報革命を通じて、人々が知恵と知識を共有することを推進し、企業価値の最大化を実現するとともに人類と社会に貢献する」である。いつでもどこでも誰とでもあらゆる情報をブロードバンドでやり取りすることができる「真のユビキタス社会」を実現すべく、事業に取り組んでいる。そのユビキタス社会での「総合デジタル情報カンパニー」として、固定通信と移動体通信のブロードバンドサービスを融合させ、そのインフラ上で様々なブロードバンド・コンテンツをシームレスに展開することを目指している。

固定通信（固定電話、ソフトバンク B B 等）と移動体通信（ソフトバンクモバイル等）、とブロードバンドコンテンツ（ヤフー等）を複合的にリンクさせ、その相乗効果により、グループ全体の企業価値（時価総額）を高めることを基本としている。そのためには、移動体通信事業のてこ入れが不可欠であるが、現在のところ、W-CDMA 基地局の増設と端末ラインナップの充実、移動体通信へのヤフーサービスの導入、販売力強化（価格競争力確保）の 4 点が挙げられる。

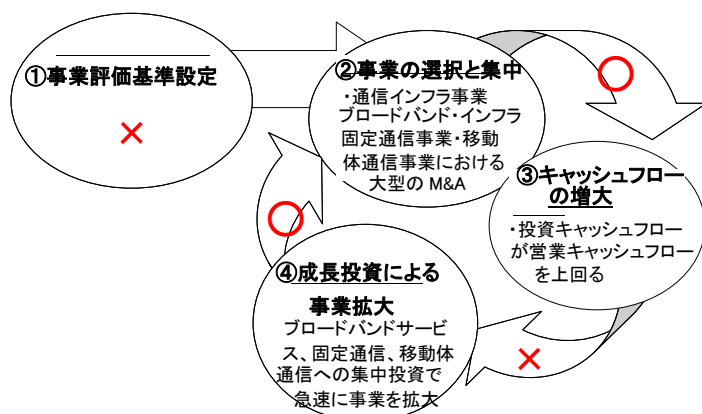
- ① 2007 年 3 月期に 4.6 万台まで W-CDMA の基地局を増設する計画。顧客からのアンケートでは大幅に通話地域の拡大が得られたとの意見が出ていないことから、更なる増設は不可欠である。通話地域の拡大について見守っていく必要がある。
- ② アクオス携帯を始めとした、端末のラインナップの充実には全力で取り組んでいるところである。しかし、KDDI が推進する EV-DO サービスに今後、携帯番号ポータビリティサービス等で対抗していくためには、同社も今後、HSDPA 端末の導入が不可避といえる。この HSDPA 端末の導入が端末における鍵となると考えられる。
- ③ ヤフーとの携帯を使ったサービス提供が不可欠となっていることから、同社の新端末には、ヤフーに自動で移行できるボタン等がついており、これも競争力の鍵のひとつとして同社も行っているところである。
- ④ 携帯番号ポータビリティサービス以降、ホワイトプラン等の新料金プランを矢継ぎ早にだしている。それにより、携帯番号ポータビリティサービス開始直後は、一人負けの様相を呈していたが、現在は、そうした料金効果もあり、一人勝ちとなっている。しかし、これには、国内での新規の携帯電話の利用者が増えない閉塞した市場の中で、顧客の純増という、固定料金の確保をもたらす代わりに、変動料金である通話料収入の減というリスクを背負っていることも事実である。

同社の企業成長は、M&A により、企業を買収し、その買収先を含めた企業グループとしての時価総額を高めることにより、新たな企業買収を行うことで、持続的な企業成長を行ってきている。つまり、その資源循環が円滑に進む限り、企業成長が見込まれる可能性が高いが、今回のボーダフォンの買収のように資金的に多額なキャッシュを必要とする企業買収を行った際には、企業そのものがひっくり返るリスクをもちあわしている。今回のボーダフォンの買収については、オーナーである孫氏自身が携帯電話事業への参画を早くから表明していたこともあり、新たにインフラを整備し、閉塞市場の中で顧客を獲得するよりも現実的には安価であったと評価することもできる。同社の企業成長戦略については、中期的には方向性として誤りはないと考えるが、企業が大きくなった今、同様の M&A による成長拡大一辺倒での企業成長は難しいといえよう。

6.2 資源循環

ソフトバンクはパソコン周辺事業であるソフトウェア流通業および出版業としてスタートした。「パソコンブーム」に乗って、同社が創刊したパソコン雑誌「月刊 Oh! PC」、「月刊 Oh! MZ」などは、発行部数を大きく伸ばした。当時のパソコンソフト事業から得たキャッシュによって、同社の土台が築かれたといえる。第 2 期として、有望な事業に出資を行うベンチャーキャピタルによって利益を獲得。企業規模を拡大することに成功。米国 Yahoo! への出資と Yahoo! Japan の設立によって、検索サイトは、国内最大のポータルサイトに成長。インターネット・カルチャー事業は大きなキャッシュフローの源泉となった。事業の選択と集中について、同社は通信インフラ事業にキャッシュを集中拠出している。

- ・ ブロードバンド・インフラ、
- ・ 固定通信事業
- ・ 移動体通信事業における大型の M&A



営業キャッシュフローは大幅に増加しているものの、投資キャッシュフローが営業キャッシュフローを上回る投資先行の状態であり、フリーキャッシュフローの増大には繋がっていない。投資の原資は外部調達による財務キャッシュフローによって充当されている。このようにソフトバンクでは、通信インフラ事業への集中投資により、事業拡大を行ってい

るが、その原資は借入金などに依存しているおり、キャッシュフローという観点からすると資源循環が機能しているとはいえない状況にある。今後も外部調達に依存した事業規模拡大を継続するのは無理があるため、キャッシュフロー循環を図っていく必要がある。そのためには資源循環の起点となる①事業評価基準設定を設けることから始めなくてはならない。

7 事業ポートフォリオ

7.1 事業ポートフォリオ分析意義

2007 年 3 月期のソフトバンクグループの事業領域は、ソフトバンク（株）を純粋持株会社とし、2007 年 3 月期より事業セグメントに加わった携帯電話サービスを提供する「移動体通信事業」をはじめ、「Yahoo! BB」などのブロードバンドサービスを提供する「ブロードバンド・インフラ事業」、主に法人向けの音声・データ通信サービスを提供する「固定通信事業」、「Yahoo! JAPAN」を運営する「インターネット・カルチャー事業」、パソコン向けソフトウェアやハードウェアの流通などを手がける「イーコマース事業」、および「その他の事業」の 6 セグメントで構成されている（同社有価証券報告書、および IR 資料による）。このうち最近 5 年間で新規に手を広げた事業領域として、「固定通信事業」および「移動体通信事業」があげられる。「固定通信事業」は 2004 年 7 月に日本テレコム株式会社を子会社化したことにより事業を開始したものであり、「移動体通信事業」は 2006 年 4 月にボーダフォン株式会社を子会社化したことにより事業を開始したものである。このように同社は、M&A を繰り返すことにより事業領域を拡大してきた企業である。したがって、過去の事業ポートフォリオと現在の事業ポートフォリオは大きく異なり、過去と現在との比較対照は意味をなさないと考えられる。ポートフォリオの変化が、既存事業の円の面積変化やポジショニング変化だけではなく、新規事業の円が突然登場するような変化を繰り返しているためである。また同社では、今後の企業成長戦略においても M&A が多用されることが十分に想定され、将来にわたってドラスティックな事業ポートフォリオの変化が起こる可能性があることは留意しておく必要がある。上記より、同社の事業ポートフォリオを分析する上では、M&A による新規事業獲得を視野に入れておくことが本来必要であると考えられる。しかしながら、どのような新規事業を手に入れるべきか、どのような新規事業を獲得することが可能かについては、現時点では想定不可能である。したがって本章での分析は、現時点での同社の事業構成（上述の 6 セグメントから「その他事業」を除いた 5 セグメント）が、将来にわたって大きく変化しないとの仮定に立脚した分析を行うにとどめることとする。

7.2 事業ポートフォリオ

ソフトバンクの事業ポートフォリオを作成するに当たり、同社の直近期（2007 年 3 月期）の事業セグメント毎の営業 CF を推定した。推定方法、推定結果は以下の通りである。

事業セグメント毎営業 CF 推定式

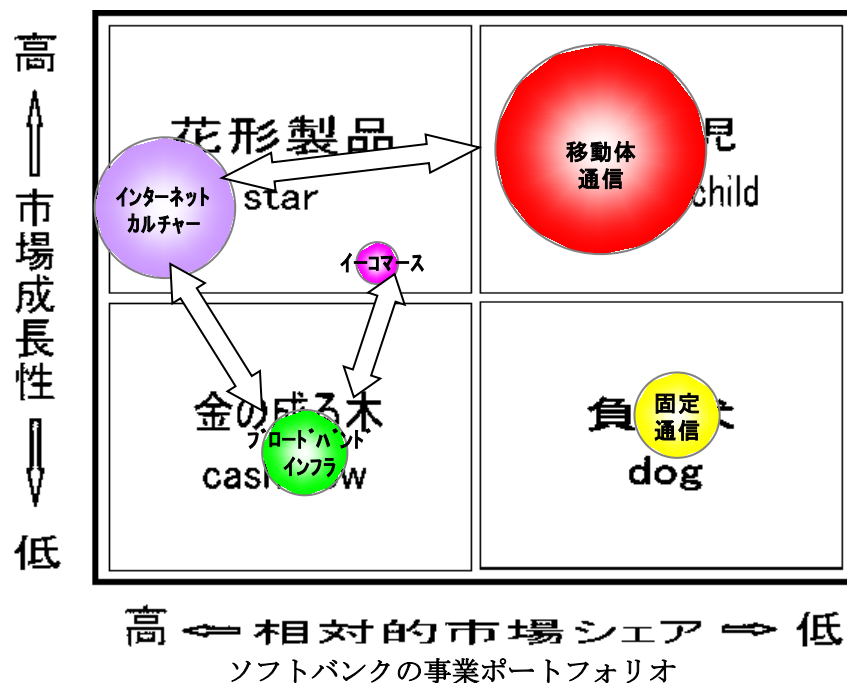
$$\text{各事業セグメント営業キャッシュフロー} = \text{各事業セグメント営業損益} + \text{減価償却費}$$

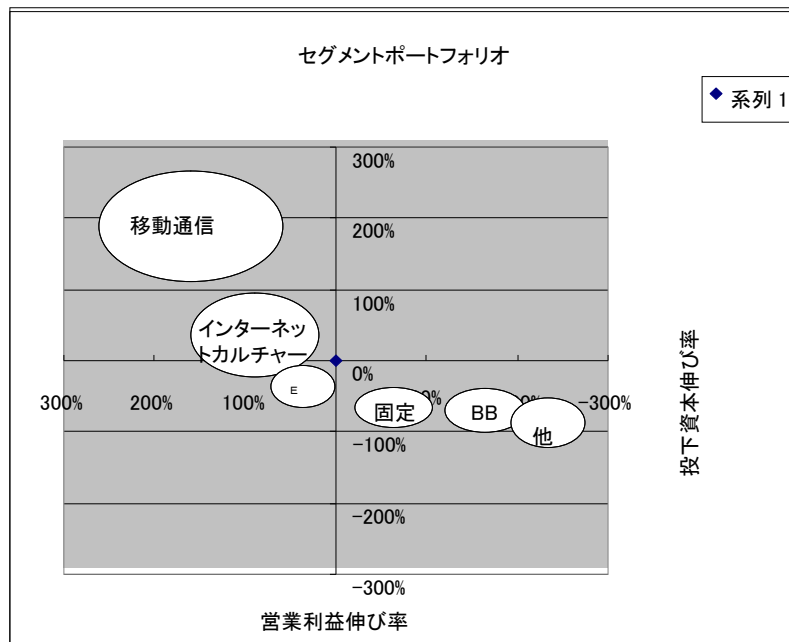
事業セグメント毎営業 CF 推定結果 (07 年 3 月期)

(単位: 百万円)

	営業損益	減価償却費	営業CF推定値
移動体通信事業	155,743	156,166	311,909
ブロードバンドインフラ事業	26,809	27,311	54,120
固定通信事業	-2,965	44,933	41,968
インターネットカルチャー事業	96,544	9,662	106,206
イーコマース事業	6,680	1,083	7,763

事業セグメント毎の営業 CF 推定結果によると、全事業の中で最大の CF を生み出しているのは「移動体通信事業」(営業 CF 推定値: 約 3,100 億円/年)であることがわかる。続いて「インターネット・カルチャー事業」が約 1,000 億円/年の営業 CF を生み出しており、「固定通信事業」「ブロードバンド・インフラ事業」は約 500 億円/年で同程度、最低が「イーコマース事業」の約 80 億円/年である。事業ポートフォリオの作成に当たっては、これらのセグメント毎営業 CF 推定値を参考にした。現在のソフトバンクの事業ポートフォリオについて、下図に示す。横軸に相対市場シェアをとり、縦軸に市場成長率をとった。各事業のマトリックス上の位置については、書籍、インターネット等による情報収集やケース資料を参考にプロットしたものである。





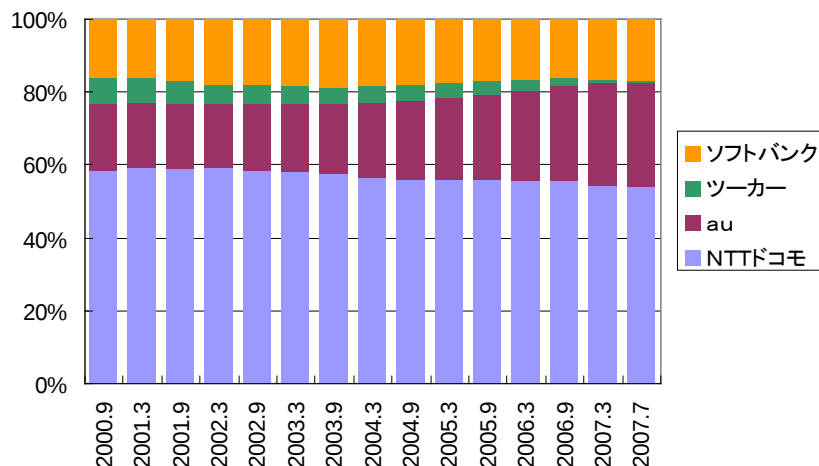
上図は営業利益と投下資本の伸び率と売上規模を基に算出したソフトバンクのセグメント別ポートフォリオ概念図である。固定通信とブロードバンドがマイナスの象限にある。ソフトバンクは、通信インフラ、ポータル、コンテンツといった IT に関連する様々な階層から収益を上げるユニークなビジネスモデルを築き上げ、上記ポートフォリオを構成する各事業間で大きなシナジー効果（相乗効果）を生むことによって、他社に対する優位性を確保してきた。実際、携帯電話事業をボータフォンから買収した後は、「Yahoo! JAPAN」と連携して携帯電話から閲覧可能なコンテンツ・サービスを充実させるなど、同社独特の事業展開を行っている。同社の孫社長のコメントによると、『ソフトバンクグループは、既存の通信事業者の枠を超え、インフラと様々なブロードバンド・コンテンツを複合的に提供できることを最大の強みとしています。グループ内でのシナジーを生み出していることも、「総合デジタル情報カンパニー」である私たちならではの事業展開です。』としている（2007 年株主通信第 2 号）。なおソフトバンクグループでは、組織体制面においても、通信事業に関わるグループ企業の経営体制を統合し、グループ一体となって通信事業に取り組む体制を整備している。以下にポートフォリオを構成するそれぞれの事業について、詳しく見ていくこととする。

7.2.1 移動体通信事業

移動体通信事業は、ボーダフォン株式会社の買収（2006 年 4 月）により 2007 年 3 月期から新たに加わった事業である。この事業は、携帯電話サービスの提供および同サービスに付随する携帯電話端末の販売等を事業内容としており、2007 年 3 月期には約 1 兆 4,000 億円の売上高、約 1,500 億円の営業利益を記録している。この数値は、いずれも同社の事業セグメント中最大のものであり、同社事業の中では最も新しいものでありながら、現在の同社の資金供給源としての役割を果たしている。また同社の孫社長は、かねてより「い

つ、どのような方法によるかは別にして、必ず携帯電話事業に参入する」との意志を繰り返し表明してきており、同社念願の事業領域であるといえる。移動体通信事業を構成する主なグループ会社は、ソフトバンクモバイル（株）、BB モバイル（株）などである。日本における携帯電話市場は、90 年代以降成長を続けており、未だ頭打ちの状態にはない。またこの中で事業者のシェア推移は以下の図に示すとおりである。ソフトバンクの携帯電話市場におけるシェアは、2000 年以降、16～18%で推移している。ソフトバンクの前身である J-PHONE 時代（～03 年 10 月）には、「写メール」などのサービス展開により契約純増数を確実に増やし、KDDI の提供する au ブランドとシェア 2 位の座を争うまでになったが、Vodafone 時代（～06 年 10 月）に料金施策や国際戦略の失敗等によりシェアを大きく失い、「着うた」などのサービスをリリースした au とも差を広げられてしまった。その後、ブランド名を「SoftBank」に変更する 06 年 10 月前後を境に、「予想外割」「ゴールドプラン」といった料金施策や、携帯電話端末の割賦販売といった独自施策の展開によって、再びシェアを回復しつつある。しかしながら au のシェア拡大の勢いは強く、国内シェア 2 位の獲得には程遠い状況である。

日本における携帯電話・PHS の加入者数推移



携帯電話各社のシェア推移（社名は現在のもの）
※電気通信事業者協会発表データより

携帯電話事業における近年の大きなトピックは、2006 年 10 月の「番号ポータビリティ制度（MNP（Mobile Number Portability）」導入である。この制度は、携帯電話の電話番号を変更せずに事業者（ブランド）の変更が可能になる制度であり、制度実施によって結果的に事業者間の競争を激化させることとなった。MNP 導入当初は、ソフトバンクの切り替え手続きの停止騒動などもあり、KDDI（au）の一人勝ち状態であったが、その後のソフトバンクのサービス改善（Yahoo!ケータイの展開、「ホワイトプラン」「W ホワイト」の導入、デザインの向上、基地局の大量増設など）により、2007 年 5 月～7 月には 3 ヶ月連続でソフトバンクの契約者純増数が DoCoMo、KDDI を抜いて 1 位となっている。このことについて同社の富田副社長は、「1 位は偶然ではない。さまざまな施策が浸透し、構造的に勝てる流れができてきた。」と語っており、今後に向けての更なるシェア拡大が期待

されるところである。

7.2.2 ブロードバンド・インフラ事業

ブロードバンド・インフラ事業は、ADSL および光ファイバーによる高速インターネット接続サービス、IP 電話サービス、コンテンツの提供等を事業内容としており、2007 年 3 月期には約 2,600 億円の売上高、約 270 億円の営業利益を記録している。同事業を構成する主なグループ企業は、ソフトバンク BB(株) (もと BB テクノロジー(株) : 2007.3 に称号変更) などである。同事業は、サービス開始から 4 年目の 2005 年度第 2 四半期になって営業利益が出始めたばかり (決算期では 2006 年 3 月期に黒字転換) であり、ようやく巨額投資の回収過程に入った事業であると言える。特に同事業の中心である ADSL 事業では、契約者数で NTT 東日本、西日本両社をしのぐトップシェアを誇っている現状である。このことの背景としては、ブロードバンド普及を目指す総務省の方針として、NTT に対するインフラ開放義務が定められた (2000 年頃) ことによる影響が大きいと考えられる。上述のとおり、ようやく回収フェーズに入ったソフトバンクの ADSL 事業であるが、同事業は既に FTTH (光ファイバーによる家庭向けのデータ通信サービス) という大きな代替技術の脅威にさらされている。FTTH の台頭は、2001 年に NTT 東日本・西日本が開始した光ファイバーによる常時接続サービス「B フレッツ」が呼び水となり、近年では都市部を中心に急速な勢いで進行している。2008 年 3 月には光ファイバーは ADSL と同程度の契約者数にまで成長する見込みとなっている。光ファイバーは ADSL と異なり、NTT の設備開放についてペンディング中 (2010 年以降検討再開) の状態となっており、2010 年までに既に光ファイバーの普及が相当程度進行しているであろうことを考えると、ソフトバンクの光ファイバーにおけるシェア獲得は難しいと考えられる。これらの理由により、ソフトバンクのブロードバンド・インフラ事業 (ADSL 事業) は、今後キャッシュ創出力を一気に失う可能性が高い事業であると考えられる。

7.2.3 固定通信事業

固定通信事業は、2004 年 7 月に日本テレコム株式会社の買収によって始められた事業であり、音声伝送サービス、データ転送サービス、専用線サービス、データセンターサービス等の提供等を事業内容としている。中心的事業は、直収型固定電話事業「おとくライン」である。同事業を構成する主なグループ企業は、ソフトバンクテレコム(株) などである。同事業は過去 3 年間に於いてそれぞれ 360 億円 (05 年 3 月期)、250 億円 (06 年 3 月期)、30 億円 (07 年 3 月期) の営業赤字となっており、苦戦を強いられている。2007 年 3 月期には、接続回線数が前期末から約 38 万回線増加して約 122 万回線となったが、NTT の 5,500 万回線以上には遠く及ばない。また、料金面からも、NTT の基本料金値下げ策や KDDI による同種事業 (「メタルプラス」) の攻勢にさらされ、インセンティブが確保し難い状況となっている。ソフトバンクでは同事業について、IR 資料において『今後は法人向けの「おとくライン」とデータサービス、ソフトバンクモバイル (株) のサービスを活用したモバイルソリューションを中心に、法人向けの事業に特化していくとともに、ソフト

バンクグループ通信 3 社のシナジーを追求することにより、経営の効率化とコスト削減に取り組んでいきます。』と述べているが、同事業の今後の具体的な成長戦略は描き難い状況であるといえる。なお、直収電話事業とは、足回りに NTT の加入者回線（ドライカップ）を使用し、一般家庭向けに安価な固定電話サービスを提供する事業であるが、既に各家庭に固定電話が行き渡っている現状から、今後の固定電話市場の大きな成長は見込めないと考えられ、事業自体の将来性にも疑問が残る。

7.2.4 インターネット・カルチャー事業

インターネット・カルチャー事業は、インターネット上の広告事業、ブロードバンドポータル事業、オークション事業等を中心とした事業である。同事業の主なグループ企業として、ヤフー(株)がある。同事業は、アメリカにおいて成功した事業システムを日本に持ち込み実行する、所謂「タイムマシン経営」の成功により、これまで着実に売上高、営業利益を伸ばしてきた。2007 年 3 月期には、インターネット広告の売上増、法人向けビジネスの好調等により、売上高約 2,000 億円、営業利益約 1,000 億円を記録している。同事業の利益率の高さは非常に特徴的であり、過去から現在に至るまで、ソフトバンクのキャッシュの大きな源泉であり続けている。実際、ボーダフォンの買収に際しても、同事業(Yahoo)から得られたキャッシュが投入された。同事業の最大の強みとして、ポータルサイト「Yahoo! JAPAN」の圧倒的なシェアの高さがあげられる。同社ではこの圧倒的なシェアを背景に、「Yahoo!メール」「Yahoo!オークション」「Yahoo!ショッピング」等の幅広いコンテンツを提供している。また、1 つの「Yahoo! ID」を取得することにより全てのサービスが利用可能となることから、サービス相互間のシナジー効果が生まれるだけでなく、顧客の囲い込みにも大きな効果をもたらしている。さらには、近年でも「Yahoo!動画」等の新サービスや、高度なフラッシュ技術を用いた「メガバナー」等の新技術を投入しており、同事業には今後のさらなる成長が見込めると考えられる。ただし同事業のリスクとして、コンテンツ事業の特性上、画期的なコンテンツの登場や革新的技術の登場によって、一気にシェア構成が塗り変わってしまう可能性が否定できない。「Google」「楽天」「YouTube」「MIXI」などは、今後のインターネット・カルチャー事業に対する脅威として、十分に認識しておかなければならない。逆に言えば、同事業については、現在の好調さに安住せず、今後も継続的に事業に対して投資を行い、さらなるサービスアップを図っていく必要があると言えるだろう。

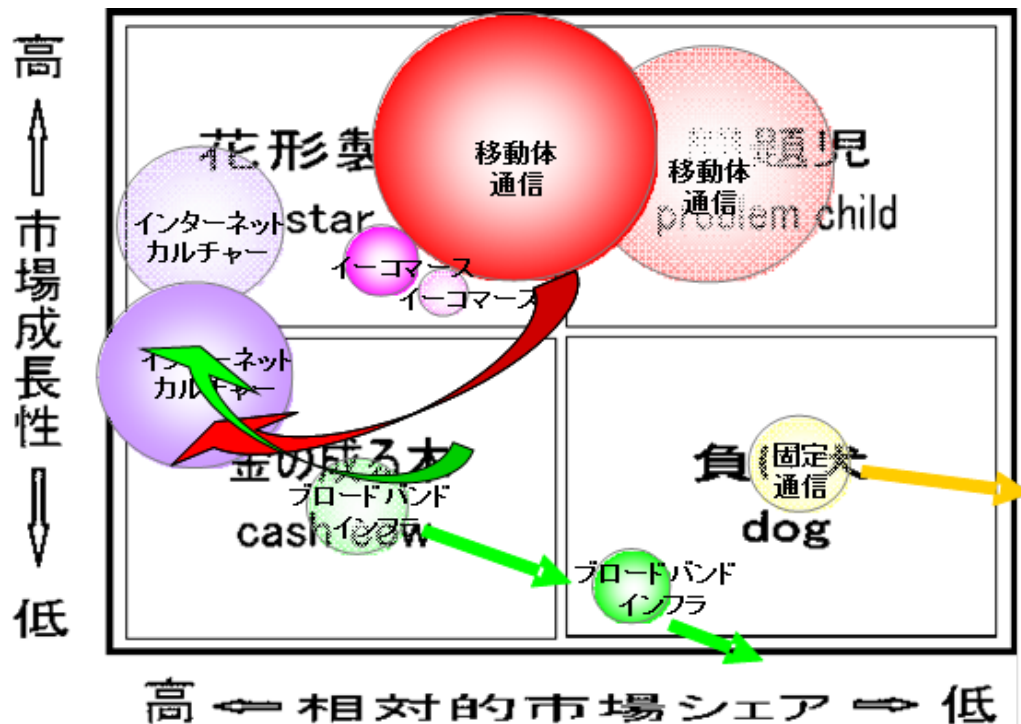
7.2.5 イーコマース事業

イーコマース事業は、パーソナルコンピュータ向けソフトウェア、パーソナルコンピュータ本体や周辺機器等のハードウェアの流通、エンタープライズ事業、企業間および企業消費者間の電子商取引事業等を事業内容とする事業であり、主なグループ会社としてソフトバンク BB(株)、(株)ベクター、(株)カービューなどがある。同事業は、1981 年に PC 用パッケージソフトの流通業として設立されたソフトバンク（当時：株式会社日本ソフトバンク）の本来の事業であるといえ、現在でも高い売上高構成比を維持している。しかしながら

2007 年 3 月期における営業利益は約 66 億円の規模であり、キャッシュ創出力はあまり大きくない。同事業の今後については、「コマース&サービス事業への転換」が戦略として掲げられており、個人向け SaaS サービス（Software as a Service：アプリケーションソフトウェア等を買取りではなく、事業者側のサーバーにあるものを従量制で利用できるサービス）や、法人向けソフトバンク携帯電話の販売等の展開が進められている。事業規模の急激な拡大は困難であると思われるが、グループ各社のシナジー効果を発揮しながら、着実なサービス向上を図っていくべき事業であると考えられる。

7.3 今後の事業ポートフォリオ

現在のソフトバンクの事業ポートフォリオの中で、それぞれの事業の特性について述べてきた。今後の同社の事業ポートフォリオ戦略のあり方を考察した。結果は下図のとおりである。



今後の事業ポートフォリオのあり方

ポートフォリオの解説に先立ち、ソフトバンク自身が表明している今後の事業戦略のあり方についてのコメントをIR資料（2007年「株主通信」第2号）より引用すると、ソフトバンクは今後もブロードバンドサービスを中心とした事業展開を進めていくとともに、グループ内の人材、営業力、技術力、コンテンツ、顧客基盤、販売チャネルなどのリソースを有機的に組み合わせ、そのポテンシャルを最大限に引き出すことで、様々なグループシナジーの創出を追求していくことを通して、顧客に新しいライフスタイルの提案を行うとしている。また、現在中核にあるインフラ事業から、軸足をコンテンツ・サービス事業に移すことを宣言している。以下では、このことを前提に、今後の事業ポートフォリオのあり方についての考察を行うこととしたい。

移動体通信事業については、携帯電話市場の伸びに下支えされ、相応のキャッシュを創出している現状であるが、現時点での相対的市場シェアは高くない。すなわち同事業は、「問題児」の位置にプロットされると考えられる。もし仮に携帯電話市場の成長性が乏しくなった場合（ありえないケースではない）、同事業が一気に「負け犬」化する可能性は否定できない。したがって、DoCoMo、au に対して後塵を拝している現状を打破し、シェアを拡大することによって、早期に同事業を「スター」の位置へ持っていく必要がある。そのための戦略としては、現在の独自性ある料金施策や広告戦略の継続と拡大が考えられるだろう。また、インターネット・カルチャー事業との連携によるさらなるシナジーの創出も必要となろう。さらに、下記にあげるアンケート調査の結果によると、ソフトバンクの携帯電話は、他者と比較して「通話品質」「圏外の少なさ」の2つの指標において、著しく

評価が低い。基地局の増設等によって、これらの不満点を解消することも、携帯電話のシェア拡大に大きく寄与する施策であると考えられる。

次にブロードバンド・インフラ事業については、ADSL 事業のシェアが 1 位である一方で、既に光ファイバーという代替技術が登場してきており、市場成長性は乏しいと考えられる。すなわち同事業は、現時点では「金のなる木」の категория にプロットされると考えられる。過去からの経緯を見ると、同事業は「問題児」→「スター」→「金のなる木」の順にポートフォリオ上を移動し、近年になってようやく利益を生むことができるようになってきた事業であると考えられる。しかしながら、光ファイバー（FTTH 事業）の拡大は既に急速に進行しており、今後の ADSL 市場の縮小、およびソフトバンクのシェア縮小（ブロードバンド・インフラ市場全体で見た場合の）は、ますます加速していくものと考えられることから、同事業の早晩の「負け犬」化は避けられないだろう。NTT の設備開放が進まず、これからのブロードバンド・インフラの柱となる FTTH 事業の将来展望が描けない現状を見る限り、同事業については適切な時期に撤退を決断することを考えるべきであろう。またそのことは、ソフトバンクの「コンテンツ・サービス事業へのシフト」という方針とも適合し得ると思われる。

固定通信事業については、現時点で既に「負け犬」にカテゴライズされる。固定電話の市場拡大は今後とも見込めず、またシェアの面でも NTT が圧倒的である。さらには、同事業は今後のソフトバンクの事業の中核をなすコンテンツ関係事業とのシナジーを生みにくい側面もある。したがって同事業については、早期に撤退の判断を下すべきであろう。

最後にインターネット・カルチャー事業について述べる。現時点での同事業の圧倒的なシェアと市場の将来性は、まさに「スター」のポジションにふさわしいものである。また同事業は、ソフトバンクの「コンテンツ事業へのシフト」という方針に鑑みた場合、将来のソフトバンクの中核を担うべき事業であると考えられる。今後は市場の成熟と競争の激化による成長性鈍化が考えられることから、現在のシェアを維持し、「金のなる木」のポジションをキープする努力が必要となってくるだろう。特に同事業はコンテンツ事業であることから、新陳代謝が激しく、急速なシェア変化がおきやすい環境にあることには、十分に留意しておかなければならない。そのような環境下で、急速なシェア変化を防ぎ、高シェアを維持するための最大の対策法は、サービスの継続的拡大において他にないであろう。具体的には、現在実施している「Yahoo! ID」による顧客囲い込みがシェアの急激な変化を防ぐのに大変有効な施策であるので、この「Yahoo! ID」に紐付くサービスを拡大していくことが良策であろう。今後ソフトバンクが推進すべき「コンテンツ事業」においては、現時点で既に、「Google」「楽天」「MIXI」といった独自サービスを強調する競合企業が現れてきている。今後のソフトバンクのポートフォリオ戦略としては、移動体通信事業で得たキャッシュや、ブロードバンド・インフラ事業の売却キャッシュを元手に、インターネット・カルチャー事業のサービス拡充に、これまで以上に注力していくことが最適であると考えられる。なお先述したとおり、ソフトバンクはこれまで、M&A を中心とした事業拡大施策により、事業ポートフォリオをドラスティックに変化させてきた企業である。このベクトルは今後も継続される可能性が高い。今回の分析では、同社が新しい事業に進出

- ・ 水平型合併 : 競合企業を買収
- ・ 製品拡大型合併 : M&A によって既存製品を補完する製品ラインを獲得
- ・ 市場拡大型合併 : M&A によって新たな市場を獲得
- ・ コングロマリット型合併: ビディング企業とターゲット企業の間に戦略的関連性なし

この FTC による分類では、日本テレコム㈱の買収は水平型合併にあたる。ソフトバンクは、自社で販売が弱かった法人顧客 17 万社と 158 万件のネット接続 (ODN) の個人顧客を一気に入手することができた。また、ボーダフォン㈱の買収では、同社にとって念願であった移動体通信事業に新規参入を達成することができたことから市場拡大型合併である。最後に、コンテンツ充実のための㈱福岡ダイエーホークスの子会社化と国際通信事業の競争力獲得のためのケーブル・アンド・ワイヤレス IDC㈱の子会社化は、製品拡大型合併といえる。

①ー 2. ビディング企業とターゲット企業間の戦略的関連性の源泉による分類

- ・ 技術の経済性 : 企業内の物理的プロセスが変更され、同量のインプットから、より多くのアウトプットが生産される時に起こる規模の経済。技術の経済性の源泉としては、マーケティング、生産、経験、日程調整、銀行取引、報酬制度などがある。
- ・ 金銭上の経済性 : 市場支配力を行使して有利な価格設定ができることによって実現する経済性。
- ・ 多角化の経済性 : 既存のリスクの下で企業パフォーマンスを向上したり、あるいは企業パフォーマンスに関連するリスクを低減することによって実現される経済性。多角化の経済性の源泉としては、事業ポートフォリオ・マネジメントやリスク低減がある。

次に、ビディング企業とターゲット企業間の戦略的関連性の源泉による分類をみていくと、ソフトバンクの M&A は同社の相次ぐ低価格戦略の実施から、金銭上の経済性が源泉であると考えられる。

M&A の目的は以下の通り分類できる。

①ー 3. M&A 戦略を行なおうとする目的

- ・ 製品ライン、事業活動・分野を統合することにより、シナジー効果を得る。
- ・ 統合することにより、コスト節約効果 (規模の経済性) を得る
- ・ 統合することにより、コスト節約効果 (範囲の経済性) を得る
- ・ 統合することにより、戦略資産を獲得・強化する
- ・ 新規事業開発投資を節約する (時間を買う)
- ・ 統合することにより、事業リスクを軽減する
- ・ 競合企業や競争の基盤に影響を与えることによって、競争のやり方を有利に変える

同社の M&A 戦略を行なおうとする目的は、日本テレコム㈱とボーダフォン㈱の買収から判断すると、競合や競争の基盤に影響を与えることによって、競争のやり方を有利に変え

るためだと判断できる。NTTの通話料金を引き下げることを実行させたのも、同社の低価格戦略の賜物である。しかしながら、同社は漸く赤字体質が脱却しかけた段階であり、ボーダフォン㈱買収による多額の負債も抱えていることから、収益力強化の必要性がある。

①のまとめ

同社は、なぜ日本テレコム㈱買収の水平型合併やボーダフォン㈱買収の市場拡大型合併のような、大型案件のM&Aをするのであろうか。通信事業は、鉄道事業と同じようにインフラ整備のコストが必要である。即ち、参入障壁が高い。しかしながら、技術革新のスピードが速く、既存技術の陳腐化も速い。これらの要因から、自社で新規事業として育てる時間が無い。また、通信事業の場合、顧客のパイを他社から奪うことが困難な業種であるため、後発の企業が市場占有率を挽回することは非常に困難である。したがって、高価な買い物であっても買収に頼らざるを得ないのである。ところが、同社は低価格戦略を実施するため、設備投資を回収するまでに、次世代インフラの整備（同社の場合は買収である）をしなければならなくなるので、赤字体質から脱却するのが困難であった。今回、ボーダフォン㈱の買収により、念願の移動体通信を手にすることができ、漸く総合的に競争できる体制が構築できた状況である。

これらの大型M&Aの案件が実現できる資金源はどこにあるのだろうか。それは、②のシナジー効果が生み出せずに売却した当該企業の株式売却の利益や、同社所有の有価証券の売却により、資金を捻出している。同社の保有する有価証券の含み益の大部分を占めるのがヤフー㈱であり、その他の企業の含み益は200億円程度である。今回のボーダフォン㈱の買収金額は1兆7,500億円である。この莫大な買収資金を手持ち資金で賄うことは、同社でも困難であり、買収相手企業の資産を担保にして資金を借り入れるLBO（レバレッジド・バイアウト）により1兆1,660億円を調達した。この融資は、ボーダフォン㈱の資産売却や収益のみを返済資金として充当する非遡及型融資のノンリコースローンとしている。ソフトバンクからは、その他のグループ企業に返済が飛び火しない安心があるものの、通常の金利より高くなってしまう。それを回避するため、WBS（Whole Business Securitization）という事業の証券化によるリファイナンスの活用により高格付けを取得し、金利削減に努力していることは評価できる。しかしながら、負債であることは変わりなく、多額の負債の返済ができるだけの収益力強化が同社の課題である。その一方で、有価証券の含み益が1兆円を超える資金力により、様々な企業に投資を実行している。昨年度の投資総額1,611億円（同社アニュアルレポートより）にも達している。同社の投資活動の特徴は、前述の通り、事業をゼロから育てることはなく、企業買収により最新の技術や市場動向の情報を獲得することである。現在では、投資により増殖した衛生型の巨大企業群ができあがっている。

同社は、「総合デジタルカンパニー」を目指し、収益力よりも事業規模拡大に軸足を置いている。ただでさえ同社は人材が不足しているのに、買収で事業規模を拡大すれば、いつまでもたっても、プロパーの人材が不足したままである。資金についても同様である。いくら含み益があったとしても、全額利用できないし、いつまでも続かない。収益力が伴わな

いと長期戦は戦えない。収益力強化にシフトすべきである。その判断をしていたのが、SBIホールディングス(株)の北尾吉孝氏である。③北尾氏は、同社の経営方針について黒字転換を主張した。孫社長は、事業規模拡大路線を赤字でも続ける姿勢を変更しなかった。その結果、北尾氏はグループからの離脱を決心した。同社にとっては、あおぞら銀行の買収に続いて金融ノウハウを取り逃がしたことになってしまった。今後、金融ノウハウの蓄積が弱まることは、深刻な問題である。ネットワークビジネスと金融ビジネスは相性が良いからである。世界戦略も目論んでいる同社にとって金融ノウハウは強力な武器になるはずである。また、同社の M&A 戦略にとっても手薄にならざるを得ない。本業に集中するという言い訳は通用しない。同社の収益力改善は道半ばであり、今後も M&A による資金調達が必要であり得るからである。これらのことから、北尾氏と共にイーファイナンス事業を手放したことは大きな痛手である。

9 今後の経営についての課題

課題1 「ADSL 事業投資の回収」

◇対策 2001 年以降、ソフトバンクは積極的な展開を行った結果、ADSL 局舎数は 4000 以上となり、累積投資額は約 3400 億円に上る。単年度の事業黒字化は 2006 年 3 月期となった。インターネットサービスのインフラについては当面は ADSL で十分機能を果たすであろう。ソフトバンクの ADSL サービスの解約率は業界でも最も低い水準にある。これは同社が IP 電話、無線 LAN、セキュリティなどの各種サービスを追加で提供していることに寄る。このような他の商品とのセットサービスは今後も有効である。しかしながら、NTT による FTTH サービス攻勢、光化計画促進によって、この巨額投資の回収のために ADSL の更なる低価格化などの戦略を迫られているといえる。ソフトバンクはブロードバンドサービス提供において、今後は①FTTH への規制環境の変化への対応準備、②光とメタル回線を組み合わせた新技術の開発、③2.5GHz 帯での携帯ブロードバンド用周波数の獲得、などの課題に対応する必要がある。

課題2 「オリジナル端末の開発とリスク」

7 月の携帯電話契約純増数で業界 3 位のソフトバンクモバイルが 22 万 4800 件となり、3 ヶ月連続の首位に立っている。料金プランと端末の機能デザインで優位に立ったと考えられる。ソフトバンクはワンセグ AQUOS 端末や薄型 W-CDMA 端末などで他社と差別化ができてきている結果が出てきているのであろう。通常、携帯端末開発期間は 12~18 ヶ月前後と推定されている。2006 年 4 月にボーダフォンを買収したことを考慮すると、今後オリジナルハードウェアが続々と市場投入されることになるであろう。端末原価は現状で 4 万 8000 円前後に達しており、いかにマーケットシェアを高めて利益を生み出すか、その戦略が問われる。一方で、端末については意外なところにリスクを内包している。松下電池工業製のリチウムイオン電池を搭載したノキアの携帯端末が 2007 年 7 月 28 日に日本国内で火災を起こし、ノキアの日本法人も直後に「事故」を認識していたにも関わらず、8 月 14 日まで不具合を公表せず、その間に別の発熱事故が起きていたことが新聞記事となった。この件に絡んで販売元のソフトバンクは、不具合事象をメーカー側に 2 度にわ

たり報告したにも関わらず、原因究明と早期の公表はなされなかった。携帯端末を持つ契約者との窓口はソフトバンクであり、同社のブランドにも大きな傷がつくこととなった。ハードウェアに関連するリスクにどう対処するか？同様なケースに対するリスク対応も今後の課題である。

◇対策 今回のトラブルにおけるソフトバンクの対応は、報道によると、的確で素早かった。ユーザーへの正確な情報提供を第1に考える姿勢を貫くべきである。

課題3 「ヤフーと携帯のシナジー効果の追求」

KDDI とグーグルが携帯での検索エンジンサービスで提携した。もう一方の検索の雄がヤフーであるが、ソフトバンクはキャリアとプロバイダと検索エンジンを全て併せ持つことが競合2社と比較するうえでは大きな特徴である。これを競争優位としていかに資源循環させるかが課題である。ソフトバンクがボーダフォン日本法人を買収した際、ソフトバンクが41%出資するヤフーは優先株を1200億円取得し、両社の提携が強化されている。ソフトバンクの携帯ポータルもヤフーが主導する内容が強まるであろう。オリジナル端末導入に伴い、サービス結合が進むに違いない。ユーザーの期待が高くなる分、要求されるレベルも上がるが、既に問題の一端も表面化している。ヤフーの携帯版「YAHOO!モバイル」でも、グーグルモバイルも、パソコンに比べて検索の精度が甘いことが問題視されている。一般のウェブサイトでは役立つサイトやお気に入りサイトにリンクを貼ることが一般化しており、貼られたリンクの数がサイトの人気を示している。両社共にこの論理を検索結果ランク付けに利用している。しかし、携帯ネットでは事情が異なる。携帯サイトでは互いにリンクを貼る習慣になっていないためである。サイト数そのものや、情報量の差も検索精度が低くなる要因ではあるが、ソフトバンクモバイルが携帯ネットの入り口をヤフーの携帯版にした後、昨秋から携帯各社は検索サービスへの窓をネット接続のトップ画面に取り入れた。NTT ドコモも昨年10月からiモードメニューのトップで独自の検索サービスを始めている。利便性を高め、このサービス分野での競争を勝ち抜かねばならない。

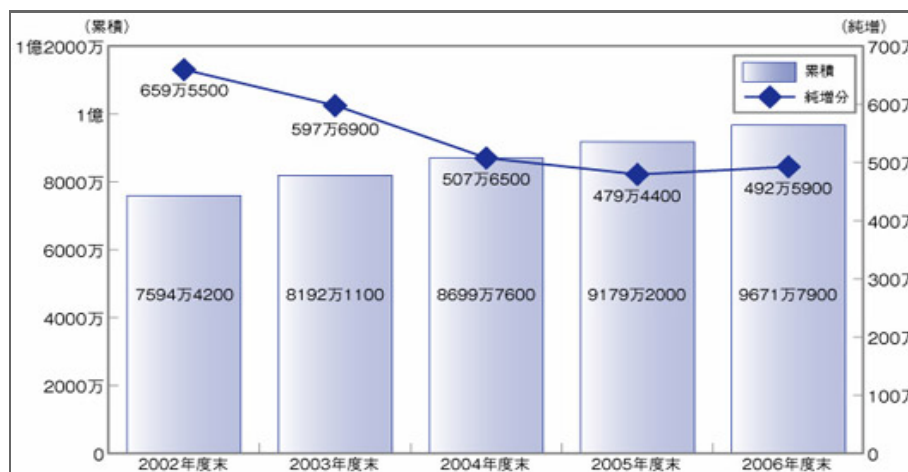
◇対策 今後の展開は予測が難しい。しかしながら、技術革新と共にユーザーに提供できるサービスを早い段階で導入していくべきである。例えば次のような取り組みがある。2007年6月にヤフーは「モバメル探」という携帯向けのサービスを開始している。携帯から特定エリアで「おいしいカレー屋は？」といったメールを指定のアドレスに送ると、Yahoo!モバイルの検索結果を即座にメールで返してくれるというサービスである。このようなサービスが収益事業になる見込みは少ない。しかし、「我々が理解しづらい世代が思いもよらない使い方をしてくれるのでは、という偶然性を期待している」（ヤフー検索事業部企画部 宮崎部長）とのコメントにあるように、携帯ネットビジネスは参入障壁が低いため混沌としており、先行投資をせざるを得ない状況が多い。如何にヒット率を高めていくかも課題である。

井上雅博ヤフー社長は「携帯電話のインターネットはまだまだ使われていない。携帯ネットの世界が広がるために重要なのは、公式サイトと勝手サイトの垣根を下げること。だから我々はソフトバンクモバイルと提携し、ヤフーを携帯ネットの入り口にして勝手サイトへの道をつくった」（日経ビジネス2007年6月）とコメントしている。「検索」ベースに

した新しい機能を活用して他社が模倣困難なサービスが顧客に提供できるかどうか成長性の鈍化が予見される市場で優位に立つための条件となってきた。

課題4 「ネット事業と世界戦略」

携帯電話事業者の業績の推移



携帯電話の累積の契約者数と、年間純増の推移
(電気通信事業者協会の発表する数値を基に作成)

2006 年度決算を見ると、移動通信各社は例外なく携帯電話事業に大きく依存しているが 3 グループの移動通信事業の決算推移を見ると、状況が異なることがわかる。最大手の NTT ドコモは、売上高や営業利益で他社を大きく引き離すが、成長は鈍化し、横ばい。業界 2 位の KDDI は携帯電話事業が拡大し続けている。売上高は 6.6% 増の 2 兆 6774 億円で、営業利益は 8.8% 増の 3856 億円。今期の売上高は 3.1% 増の 2 兆 7630 億円で、営業利益は 13.5% 増となる 4380 億円の見込み。ソフトバンクは、ボーダフォン日本法人時代の 2004 年度と 2005 年度決算で減収減益が続き、特に 2005 年度は営業利益が約半分に激減した。だが、ソフトバンクの買収により業績は急回復。売上高は増収となり、営業利益は約 1.8 倍へ跳ね上がった。もっとも、ソフトバンクが導入した携帯端末の割賦販売は、利益を先取りする構造でありリスクも内包している。今後も割賦販売によるユーザーを獲得し続けないと、利益先取りのサイクルは途切れる構造となっている。

携帯だけで 1 億ユーザーに到達間近であるが、携帯電話ユーザー全体の年間純増数の推移を見ると、市場の飽和感が漂う（上図）。2000 年度は 1000 万近い純増だったが、徐々にペースを落とし、ここ 3 年間はその半分である年間純増 500 万前後で推移しており、安定成長期に入っている。それでも、同じペースで 2007 年度も増加するなら、累積では携帯電話だけで 1 億ユーザーに到達する。NTT 東西地域会社の固定電話が 2007 年度中に 5000 万回線を切る見込みであることを考えると、通信市場における移動通信と固定通信の立場がいかに大きく変わったかが分かる。成長が鈍化したとはいえ、携帯電話の年間純増は 500 万近くあり、携帯端末の 2 台目需要を掘り起こせば、伸びる余地がまだ出てくる。移動

通信事業の業績が大手通信グループの業績を大きく左右するのは当然と言えよう。

◇対策 このような状況下で、第3世代携帯で国際標準技術を採用するならば、ネットワークコストや端末コストを削減するために世界市場の拡大に進まざるを得ない。ソフトバンクは2006年4月にボーダフォンを買収するなど、インターネットから通信インフラに進出し、ネットと携帯の融合を進める新たなイネーブラーでもある。現在、インターネットサービスにおける課題を解決できる世界規模のイネーブラーが求められている。通信とネットを融合し、豊富なコンテンツのプロバイダでもあるソフトバンクにしかできない課題に取り組むべきである。

課題5 「他業界との連携」

◇対策 固定・携帯を合計した通信業界の売上高は過去3年間増加していない事実がある。売上拡大には新たなサービスが提供できる環境が必要であり、それを可能にするのが技術革新である。但し、技術革新を実際のサービスに適用していくためのノウハウが通信会社には不足していると思われる。そのため、今後は通信会社とインターネット会社、金融機関、放送会社、広告会社などとの提携が進み、新しい仕組み作りが活発化するであろう。しかしながら、現在のソフトバンクは、自社のグループ企業にそれらの機能を内包しており、NTTやKDDIと比べて優位に立っている。今後はグループ内のリソースを活用して、販売手数料、広告収入、コンテンツ収入、アフィリエイト収入など収益源を多様化させるためのシステム作りが欠かせない。

課題6 「2008年以降のビジネスモデル作り」

携帯向けの独自放送が可能になる2008年以降のビジネスシステムを、いかに収益事業として構築できるかが問題になっている。現状のワンセグ放送は携帯事業者に利益をもたらしていない。これは、家庭用テレビ向け放送と同様の番組を放送するサイマル放送となっているために、通信会社が独自の番組や広告を放送することができないことに起因している。2008年以降、この規制は緩和され、携帯独自放送の可能性が高くなる。自宅で視聴することを前提にしない放送がどのようなものになるのか、創造力が問われるが、広告を含めて新たなビジネス展開の可能性はある。実際の周波数割当は2012年以降になるが、技術革新と共にノウハウの蓄積が課題である。

◇対策1 PC向け放送事業の可能性

ソフトバンクが60%、ヤフーが40%出資した動画配信会社「TVバンク」が立ち上がっている。「Yahoo! 動画」のコンテンツ数を拡大し、自社サイト以外の動画検索を可能にし、広告収入や有料配信であれば視聴収入を提携企業とシェアするビジネスモデルが想定されている。50万人以上が同時にアクセスするネットワークと、7万サイトもの検索が可能な動画検索システムをもとにしたビジネスとなる。日本テレコムは2005年12月に「IRIS」という名の次世代ネットワーク構想を発表したが、これはネットワークのIP化とIMSによるサービス制御を基礎としたものであった。ソフトバンクはボーダフォンのネットワークを統合したIPネットワーク化構想を持っているが具体案は発表されていない。

◇対策2 NGN (Next Generation Network)

NGNは、電話網の持つ信頼性や安定性と、インターネットの持つ利便性や経済性という

両者の良い面を併せ持つ光によるフル IP のネットワークであり、NTT グループ、KDDI が標準化作業に取り組んでいる。下図のようなオープンなインターフェースを採用しており、固定網と移動網を融合したいわゆる FMC (Fixed-Mobile Convergence) の実現も推進することになる。光ファイバー網を持たないソフトバンクにとっては脅威となる。

以上

付属資料 3：企業戦略分析

（出所：染谷 光宏 「経営戦略応用研究 期末レポート 大正製薬」 2001 年 11 月 5 日）

大正製薬株式会社(2001)

1 内容と業績

1.1 事業内容

大正製薬は 1912 年（大正元年）に大正製薬所として創業、1928 年（昭和 3 年）に株式会社大正製薬所として設立、1948 年（昭和 23 年）に商号を大正製薬株式会社と改称して現在に至る。主な事業分野は、セルフメディケーション事業（一般用医薬品他）と医薬事業（医療用医薬品）の二本柱である。特にセルフメディケーション事業では業界最大手の地位を確立している。2001 年 9 月 17 日に、医療用医薬品の老舗である田辺製薬株式会社との共同持ち株会社の設立（2002 年 4 月）、事業統合（2002 年 10 月）を発表した。この事業統合に対しては、賛否両論の意見が飛び交っているが、日本国内における大手製薬企業同士では初めての経営統合であり、世界市場での生き残りをかけた選択が、今後どのように推移していくのか目が離せない状況である。

1.2 全社業績推移

直近 3 年間の財務状況からは、若干の山谷はあるものの、高売上高収益を継続しており、成長力の高い企業ぶりを発揮していることが窺える。

●安全性

極めて健全な財務内容であり、安全性は高いと言える。昨年度との比較においては、本社は、工場の設備投資によって固定比率が昨年よりも 30%以上増えているものの、社債の発行もなければ借入金もほとんどない状況である。連結剰余金を約 4,117 億円抱え、自己資本比率 81.5%（前年度 83.6%）で見るようにかなりの内部留保を行っており、極めて潤沢なキャッシュを抱えている。流動比率も 300%以上を超えている。

●収益性

売上高総利益率 74.3%は驚異的な数字である。この数字の背景には、自社品比率の高さおよびその生産量の大きさが起因しているだろう。後に触れるがドリンク剤の「リポビタミンシリーズ」だけで年間 1,000 億円以上、内「リポビタミン D」だけで 800 億円近い売上を上げている。リポビタミン D の薬局卸価格は不明だが、仮に卸値が 100 円／本（小売価格 150 円／本）としても、単純計算で年間 8 億本という計算になる。これだけの数量を数箇所の自社工場で生産しており、原価低減に寄与しているものと思われる。営業利益率 24.9%、経常利益率 26.9%も高い数字である。ROE は、前年との比較では大正が 11.5%→6.9%となっている。主たる原因は、当期純利益の減少によるものであるが、退

職給付債務の処理で特別損失を計上されており、ROE については、短期的な落ち込みと見る。

●成長性

経常利益が前年比-17.8%減、総利益が-38.4%減の減収減益となっている。原因は3点ある。1点目は売上そのものの減少で、主力のセルフメディケーション事業の売上高が198,897百万円（対前期比1.3%減）となり26億円減少した分を、医薬事業の伸び17億円でカバーしきれなかった。2点目は、一般販管費である研究開発費が約102億円（実際額334億円）、広告宣伝・販促費が約35億円（実際額423億円）増加したことが経常利益の減少に繋がった。3点目については、退職給付会計の特損173億円を計上したことが当期純利益の減少に繋がっていることに伴うものである。後にも触れるが、セルフメディケーション事業の市場そのものの成長が鈍化した事に加え、市場環境が大きく変化してきていることが、成長過程にブレーキをかけた状態となっている。医薬事業のてこ入れが大正にとっては急務の課題であり、そのことが事業統合にも繋がっている。

●生産性

人件費の算定が有価証券報告書からは出来ないもので、一人当たりの指標で見ている。一人当たり売上は、連結：54.6百万円／単体：59.1百万円。一人あたり当期純利益は、連結：6.22百万円／単体：6.85百万円となっている。売上規模的には、若干従業員数が多いと感じる。

●効率性

使用総資産回転率は、固定資産が多い製造業では低くなりがちだが、1を切っており、効率性が高いとは言えない。売上債権回転日数が94.7日と比較的長い事が目を引く。キャッシュをより効率的に回転させるのであれば、回収サイトを短くして債権回収を早めることが望まれる。

●その他

一株あたり純資産は約1,372円、EPSは91.7円となっており、高株価を維持していることから、付加価値は高い。なお、創業者上原家関連が有価証券報告書に記載されているものだけでも30.03%と相当の株式を保有しており、典型的な同族企業である。

●キャッシュフロー

今期については、営業活動でのインフローよりも投資／財務活動のアウトフローが若干上回っている。主たる原因は投資有価証券の取得によるものである。現金同等物残高は十分抱えており、資金繰りには問題ないだろう。むしろ、この潤沢なキャッシュをいかに振り向けていくかが大きな課題。

潤沢なキャッシュを内部に抱えており、財務内容の安定性は高いと言える。しかし、その源泉であるセルフメディケーション事業がやや頭打ちの状況で、今後も劇的な成長性が期

待できないことから、研究開発への積極的投資、販売強化を目的とした営業費用の活用を進め、医薬事業の強化を急いでいることが窺える。特に研究開発におけるキャッシュの使い方を推測すれば、自前で時間をかけて育成していく視点よりも、ベンチャーへの投資も含め、研究開発を投資として捉え、早期育成を目指している。研究開発力はそれ程強くなく、キャッシュの使い道にも手を拱いている状態かもしれない。今回の事業統合では、田辺製薬の研究開発力を含めた医薬事業での実績を考慮したものである。両社にとって最高のシナリオとなるかどうかは、キャッシュの使い道にも掛かっている。

1.3 主要事業部門別業績推移

●セルフメディケーション事業

2001年3月期決算においては、売上高 198,897 百万円（対前期比 1.3%減）、営業利益 61,093 百万円（対前期比 9.3%減）の減収減益となったものの、全売上構成比率 72.5%を占める大正製薬の主力事業である。同事業には一般用医薬品のほか、栄養素食品、食品、衛生用品等が含まれており、特に一般用医薬品分野では、業界最大手の地位を確立している。構成比が最も大きい一般用医薬品分野を詳細に分析すると、領域別売上では、ドリンク剤領域が圧倒的に強く 110,970 百万円（対前期比 5.2%増）の売上を上げており、このうち滋養強壮剤「リポビタミンシリーズ」で、103,106 百万円（対前期比 6.1%増）を稼いでいる。リポビタミンシリーズは、1962 年に「リポビタミンD」を発売して以来、同社の象徴的な製品として存在し、日本国内はもとより、アジア、ヨーロッパでも“エナジードリンク”として愛飲されている。日本では、1999 年 3 月末に一部 OTC 薬の医薬部外品への移行、販売に関する規制緩和が実施されたことも追い風となり、製品種類の増加、販売チャネルの多様化を図りながら拡大を続けている。また、壮年性脱毛症における発毛剤「リアップ」は、1999 年 6 月の新発売以来爆発的なヒットを続けている。今期は 23,600 百万円（対前期比 20.5%減）と大幅に落ち込んだが、同社の主力製品としての位置付けは変わらない。

●医薬事業

2001年3月期決算においては、売上高 75,499 百万円（対前期比 2.4%増）、営業利益 5,498 百万円（対前期比 67%減）の増収減益であり、全売上構成比率 27.5%を占める事業である。主力のマクロライド系抗生物質「クラリス」：23,200 百万円（対前期比 0.9%増）、末梢循環改善剤「パルクス注」：19,000 百万円（対前期比 5%減）の 2 品目で医薬事業全体売上の 55.9%を占めている。同社は、1955 年に医薬事業へ進出以来、拡大路線を図ってきたが、近年、医薬事業への注力強化は、同社の大きな経営課題となっており、研究開発費、販売促進費の積極的な投入を行っているが、現時点では投資効果が現れておらず、苦戦していると言えよう

1.4 競合他社との業績比較

大正製薬は、医薬品メーカーの総売上高ランキングでは、国内8位に相当する。しかしその内訳は、セルフディケーション事業では業界1位であるが、医薬事業では10位にも入らない中堅メーカーの位置付けとなる。医薬品メーカー間では、医薬事業が強い会社こそが医薬品メーカーであるといった暗黙の認識が存在しており、あまり意識されていなかったのが本音である。市場性が大きい医薬事業に参入し、そこで確固たる地位を獲得することが大正にとって悲願であったと言える。

2 業界分析

2.1 需要要因

日本国内においては、少子高齢化が急速に進展している。その結果として、医療費負担が大きい高齢者を支えるしくみである医療保険制度は破綻寸前であり、一人あたり医療費総額の低減、自己負担額の増大といった動きが進んできている。その動きと併せて、一般用医薬品の分野では、近年の健康志向意識の高揚から、簡単な病気では医者へ行かずに薬局で薬を購入し、自分で治療する「セルフメディケーション志向」が高まっている。現在、全医薬品に占める一般薬（薬局向）比率は約15%程度ではあるが、医療保険支出抑制の観点から、医療用医薬品の一般薬への転用、いわゆる「スイッチ OTC」や先にも述べた医薬部外品への移行、販売に関する規制緩和が進んでおり、急激な伸びは期待できないものの、比率自体は向上していくであろう。また、医療用医薬品市場に目を転じてみると、日本の医療用医薬品の市場は、約6兆円規模でアメリカに次いで世界第2位の市場であるが、規模的には頭打ちの状態である。この市場に対して、昨今は外資系製薬メーカーの参入攻勢が続いており、製薬業界の勢力図も塗りかえられつつある。国内最大手の武田薬品工業ですら、世界のトップ10に入らない中で、国内系企業、外資系企業が入り乱れた生き残りをかけた戦いは、ますます激しくなるものと推測される。

3 戦略分析

3.1 企業理念とビジョン

同社の経営理念は、「生活者が納得する優れた医薬品・健康関連商品および健康関連情報・サービスを社会から支持される方法で創造・提供し、生活者の健康でより豊かな暮らしの実現に貢献する」となっている。

3.2 戦略資産

- 中核技術
 - ・セルフメディケーション分野における製品開発力
 - ・セルフメディケーション分野における販売力
- 情報システム

- ・ 自社オリジナルの顧客管理 D-B
- 連携システム
 - ・ 徹底的なマーケティングによって、自社と市場を繋ぐマーケティング連携
 - ・ 卸を通さない直販体制
- 関係資産
 - ・ 大正会を中心とした、顧客関連資産
 - ・ 「鷺のマーク」「リポビタン」等のブランド力

ここに挙げた戦略資産は、どれも一級品のものばかりと言え、競争優位源泉となっているものばかりである。中核技術で挙げた一般用医薬品分野における製品開発力と販売力について、製品開発力に関しては、「リアップ」などの開発で見られるように、医療用医薬品とも考えられる製品をセルフメディケーション分野で開発して市場に出した所に凄さを感じずには入られない。販売力については、約 1,000 名のセールスを駆使して、全国約 56,000 店の薬局、薬店をサポートしている。そこで培った信用と実績が、ブランド力の強化にもつながり、「鷺のマークの大正製薬」として浸透している。

3.3 事業ポートフォリオ

事業の柱はセルフメディケーション事業と医薬事業の二本柱である。セルフメディケーション事業は、約 1,000 名のセールスを擁し、56,000 軒の顧客をくまなく訪問している。業界で約 16%のシェアを獲得しており、あらゆる薬効群で品揃えを図るだけでなく、その薬効群の中で少なくとも 3 位以内に入る製品を有しており、最大手のうまみと強みを生かした事業展開を行っていると言える。大正製薬の販売形態の特徴は特約店（卸）を通さない直販体制である。つまりセールス担当が、薬局等を訪問した際には、宣伝活動のみならず、注文から債権回収に至るまでを行なっている。このシステムの優位性は、卸を中抜きにして、中間コストを浮かせることで、利益を確保することである。このしくみの源は、「大正会」という薬局経営者による持ち株会組織である。株主には、納入価格に多少の便宜を図ることを前提とし、薬局経営者の店主に自社の株式を保有してもらうことで薬局の組織化を行い、そこにセールスが隙間なく訪問攻勢をかける形で規模の拡大を進めてきた。しかし、大手ドラッグチェーンが誕生してくるにつれ、個人薬局は衰退の一途を辿り、このシステム自体が機能しなくなってきた。従来からのパイプを生かしつつも、新たなシステムの構築が望まれる。医薬事業は、約 550 名のMR（医薬情報担当者）を抱えているが、前述しているが、主力品が 2 品目しかなく、メーカーランクも 10 位には入っていない中堅所であるため、こちらは相当の苦戦を強いられている。ベンチャー企業への投資を含め、研究開発に相当の力を入れているが、実になるまでは時間を必要とするため、自社単独ではなかなか道は開けてこなかったであろう。

3.4 M&A

2001年9月17日に田辺製薬との経営統合が発表された。概略は次の通りである。

- ・両社共同の持ち株会社を設立する
- ・両社は新会社へ現在保有している株式をすべて拠出し、新会社の100%子会社となる
- ・新会社の新株式発行比率は、新会社株1株に対して、大正製薬1株、田辺製薬0.55株とする。
- ・田辺製薬、大正製薬の間で事業交換を行い、田辺製薬は医療用医薬品中心、大正製薬は一般用大衆薬中心の企業として、それぞれ存続する。

各種メディア、アナリストの評価は二分しており、両社でこういった戦略を打ち出すかが今後の焦点となってくる。公表されている範囲で、メリットとデメリットについて述べることにする。メリットと考えられる点は2つある。1点目は規模の拡大を果たしたこと、2点目は製品構成上の重複が少ないことである。1点目の規模の拡大に関しては、少なくとも国内第3位の売上規模を誇ることとなり、外資系企業からのTOBによるM&Aの危険性は若干回避できるであろう。新聞紙上等の記事から両社とも外資系企業からマークされていた可能性が高かった。ともに外資の傘下に入ることは経営をコントロールされることから、それを望んでいなかった面も見受けられ、ある程度お互いが経営をコントロール可能という側面からもこの組み合わせはBetterなものと考えられる。2点目の製品構成上の重複が少ないことについては、医薬事業に関しては、大正製薬の主力は2品目であり、重ならないことと、セルフメディケーション事業においても、田辺では広告宣伝に力を掛けられず燻っていた有望な製品が存在していることと、医療用医薬品でスイッチOTCに回せそうな製品を数品目保有しているため、これらを展開していくことで、継続的に市場でのイニシアティブを取ることが可能と推測される。

一方デメリットとして考えられる点は2つある。1点目は短中期的な研究開発力の問題、2点目は人員配置の問題である。1点目の短中期的な研究開発力の問題は、両社ともここ数年以内には、会社業績に大きく寄与できそうな新製品が見当たらないことである。田辺の研究開発力に大正の潤沢な資金を投入し研究開発を進めていけば、長期的には、ある程度の製品が誕生する可能性も高いが、当面は、そこに至るまでの短中期をいかに凌ぐかが大きな課題となってくる。2点目の人員配置に関しては、新聞報道によれば、大正から田辺へは約1,300名、田辺から大正へは約150名が移るとされている（※まだ確定していません）中で、当面のリストラは行わないと体的にも公表しており、既存の範囲内での配置が必要となってくる。例えば、MR数では両社を合わせて1,500名規模となり、確かに人員の面での充足感はあるが、生産性、効率性の部分は悪化することになり、そのまま配属するだけでは、明らかに統合のメリットを生かすことが出来ない。更に両社間の組織形態を比較すると、大正は、セルフメディケーションと医薬事業の二本柱による事業部制組織を敷いているのに対し、田辺は職能別組織を敷いていることから、単純に部門同士を統合していく事が難しい状況である。また、管理系の組織も両社でそれぞれ抱えることとなる。持ち株会社の機能とそれぞれの子会社の機能をどのように分担するのか、非常に大

事な問題である。総合的に判断すると、今回の組み合わせ自体には、「組み合わせの妙」はあると考える。問題はスピードである。持ち株会社と子会社の機能定義、トップダウンによるビジョンの提示と共有を早期に進めることで、統合のメリットが生まれてくるものと考えられる。今後の動きに注視していきたい。

(資料1)

	1999.3	2000.3	2001.3
売上高 (百万円)	231,876	275,250	274,396
経常利益 (百万円)	64,764	89,845	73,826
当期純利益 (百万円)	29,567	50,754	31,269
純資産額 (百万円)	394,746	441,409	467,601
総資産額 (百万円)	476,638	527,728	573,612
1株当たり純資産額 (円)	1142.52	1285.55	1371.99
1株当たり当期純利益 (円)	85.58	147.32	91.41
自己資本比率 (%)	82.8	83.7	81.5
自己資本利益率 (%)	7.7	12.14	6.88
株価収益率 (倍)	43.24	24.03	29.26
営業CF (百万円)		73,098	36,610
投資CF (百万円)		-53,405	-27,906
財務CF (百万円)		-13,921	-16,901
現金及び現金同等物の期末残高 (百万円)	25,164	30,928	22,864

(資料2)

連結前期比較財務分析

会計年度		2000 (H13)	1999 (H12)
安全性	株主資本比率	81.5%	83.6%
	固定比率	70.3%	39.7%
	固定長期適合率	64.6%	37.7%
	負債比率	18.4%	16.2%
	流動比率	381.4%	556.7%
	インスタントカバレッジ	2,770.77	2,677.82
	財務レバレッジ	1.23	1.20
収益性	売上高総利益率	74.3%	74.3%
	売上高営業利益率	24.3%	30.5%
	売上高経常利益率	26.9%	32.6%
	売上高当期純利益率	11.4%	18.4%
	株主資本当期純利益率 (ROE)	6.9%	11.5%
	総資本経常利益率 (ROA)	5.7%	9.6%
	総資本経常利益率	13.4%	17.0%
	労働分配率	0.0%	0.0%
	配当性向	27.5%	13.6%
成長性	売上高伸び率	-0.3%	#DIV/0!
	売上高総利益伸び率	-0.3%	#DIV/0!
	営業利益伸び率	-20.8%	#DIV/0!
	経常利益伸び率	-17.8%	#DIV/0!

	当期利益伸び率	-38.4%	#DIV/0!
	総資産伸び率	8.7%	#DIV/0!
生産性	1人当り売上高（百万円）	54.6	55.0
	1人当り当期純利益（百万円）	6.22	10.14
効率性	労働装備率	17.06	18.31
	使用総資産回転率	0.5	0.5
	有形固定資産回転率	2.8	3.0
	流動資産回転率	1.1	0.8
	棚卸資産回転日数	26.1	26.2
	売上債権回転日数	94.7	83.9
	買入債務回転日数	20.5	22.8
	キャッシュコンバージョンサイクル	100.4	87.2
総合力	1株当り純資産額	1,371.99	1,285.55
	1株当り当期純利益（EPS）	91.41	147.36

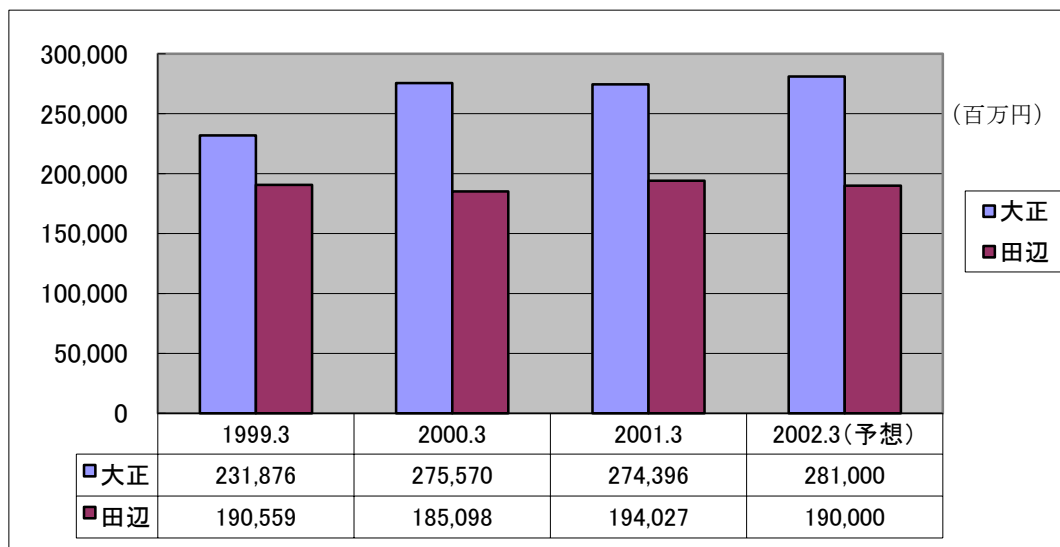
キャッシュフロー

営業キャッシュフロー	36,610	73,098
投資キャッシュフロー	-27,906	-53,405
財務キャッシュフロー	-16,901	-13,921
フリーキャッシュフロー	36,610	73,098
受取手形売掛金増加額	7,949	63,258
営業キャッシュフローマージン	13.7%	34.5%
キャッシュフロー比率	81355.56%	30331.12%
1株当たり営業キャッシュフロー	107	213
営業キャッシュフロー固定負債比率	89.0%	313.4%

（資料3）

	セルフメディケーション事業				医薬事業			
	1999.3	2000.3	2001.3	前同比	1999.3	2000.3	2001.3	前同比
I. 売上高及び営業損益								
売上高	160,942	201,512	198,897	98.7%	70,934	73,738	75,499	102.4%
営業費用	119,893	134,133	137,804	102.7%	51,717	57,065	70,001	122.7%
営業利益	41,049	67,379	61,093	90.7%	19,217	16,673	5,498	33.0%
II. 資産、減価償却費及び資本的支出								
資産	211,269	242,701	253,448	104.4%	88,203	93,159	90,601	97.3%
減価償却費	11,024	10,452	10,043	96.1%	3,776	4,969	4,529	91.1%
資本的支出	4,611	5,416	12,930	238.7%	14,168	4,608	3,544	76.9%

(資料 4)

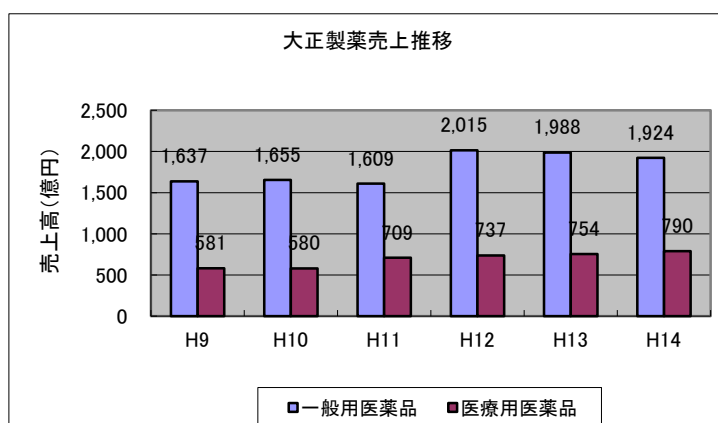
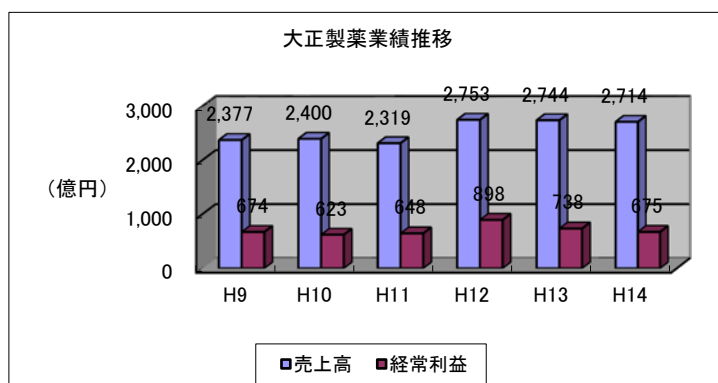


付属資料 4：企業戦略分析

(出所：佐竹 忠敏 「経営戦略応用研究 期末レポート 大正製薬」 2002 年 9 月 29 日)

大正製薬株式会社(2002)

1 業績推移



<収益性指標>	H9	H10	H11	H12	H13	H14
ROA (事業利益/総資本)	15.8	14.1	13.7	17.6	13.1	11.3
売上高事業利益率 (事業利益/売上高)	27.0	25.3	26.2	30.7	24.4	22.5
ROE (純利益/自己資本)	10.2	9.3	7.7	12.1	6.9	7.8
売上高純利益率 (純利益/売上高)	14.0	13.8	12.8	18.4	11.4	13.8
<成長性>						
売上増収率	107.6	101.0	96.6	118.7	99.7	98.9
経常利益増益率	108.9	92.3	104.0	138.7	82.2	91.4
純利益増益率	104.3	99.4	89.1	171.7	61.6	119.5

大正製薬は「一般用医薬品事業」と「医療用医薬品事業」を展開している。同社の医療用医薬品事業は 1980 年代後半に漸く軌道に乗り始めたが、創業以来同社の成長を支えたの

は一般用医薬品事業である。H12(2000)年に業績が伸張した要因は、大型商品「リアップ」の発売と、「リポビタミン D」などの栄養ドリンクの医薬部外品化に伴う販路拡大によるものである。同社の業績は、H12の伸張はあったものの、ここ数年はやや不安定で成長経路が踊り場に差し掛かっていることをうかがわせる。直近では売上高、経常利益ともにマイナス成長であり、また収益性指標も前年を下回っており、その高い収益性にかげりが見え始めている。

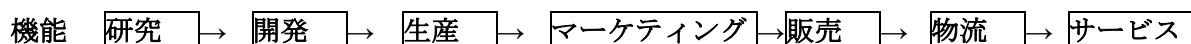
同社は一般用医薬品におけるトップメーカーであり、10年以上にわたって高いシェアを維持し続けており、また収益性でも他社を圧倒し、競争優位のポジションを確保している。本事業におけるこれまでの競争優位の源泉を分析するとともに、その成長戦略が何であったかを考察する。

	大正製薬 (一般用 医薬品部 門)	エスエ ス製薬	佐藤製 薬	ロート 製薬	養命酒 製造	カネボ ウ薬品	わかも と製薬 (一般 用医薬 品部門)	太田胃 酸	カイゲ ン
売上高(百万円)	192,427	70,420	39,973	62,941	17,900	19,966	2,597	5,800	11,600
営業利益(一部経 常利益)(百万円)	53,215	8,314	8,056	4,620	2,224	-1,106	77	450	600
売上高営業利益率 (%)	27.7	11.8	20.2	7.3	12.4	-5.5	3.0	7.8	5.2

主に H14 年
実績

2 競争優位源泉

現在に至るまでの同事業の競争優位の源泉を、一般用医薬品のバリューチェーンのなかで分析すると、生産、販売に関する機能において競争優位性が存在していることがわかる。また、そのうちコア・コンピタンスは、プロモーション、営業、サービスを含めたマーケティングミックスにあったと考えられる。



2.1 研究開発

同社は一般用医薬品専門の研究所を持つなど、一般用医薬品の研究開発に経営資源を積極的に投入している。その成果の一つが発毛剤「リアップ」の製造承認取得である。リアップはアップジョン社(米)が開発した発毛成分ミノキシジルを有効成分とする医薬品で、同社は1985年に日本における開発契約を締結して以来、臨床試験を実施してきた。そして1992年にダイレクトOTCとして承認申請し、1999年に製造承認を取得した。一般用医薬品の場合、製品のほとんどが厚生労働省の規定する製造指針に基づいて開発されてい

る。この基準にあてはまらない製品のうち、医療用医薬品としての実績を持った有効成分を使用したものがスイッチ OTC で、製品化（承認申請）にあたって有効性や安全性を示したデータの取得が求められ、メーカーにとってはこれが大きな負担となる（一品目開発費用 2～3 億円）。またダイレクト OTC とは医療用医薬品において使用実績がない有効成分を使用した OTC である。大正製薬の弱点として、新薬メーカーでないことから、スイッチ OTC に使用すべき有効成分を、多くは保有していないことがあげられる。したがって新しい成分による差別化を図る場合、他社から有効成分を導入せざるを得ない。また、リアップ以外、明らかに市場の既存品と差別化された効果効能を有する製品の上市は出来ておらず、200 人以上の研究開発員を抱えているにも関わらず、その研究開発力で他社を圧倒するまでには至っていない。資金力にものを言わせた研究開発という色合いが強い。因みに過去 10 年間の新製品開発品目数は業界 3 位の 120 品目であり、そのうちスイッチ OTC（ダイレクト OTC／リアップを含む）は 3 品目にすぎない。

1990～2001 年、新製品開発品目数

メーカー	開発品目	ス イ ッ チ OTC
佐藤製薬	156	5
エスエス製薬	122	3
大正製薬	120	3
ロート製薬	95	5
ゼリア新薬	87	2

2.2 生産

	H9	H10	H11	H12	H13	H14
売上高	237,696	240,009	231,876	275,250	274,396	271,397
売上原価	64,185	65,805	63,359	70,870	70,554	70,798
売上原価率（売上原価／売上高）	27.0	27.4	27.3	25.7	25.7	26.1

売上原価率は 25～27%であり、エスエス製薬の 35%（H14 実績）、ロート製薬の 43%（H14 実績）に比べて極めて低い。リポビタミン D の売上原価率は 15%以下ともいわれている。目薬、水虫薬、胃腸薬から栄養ドリンクまで総合的な商品ラインアップを有しながら、全て自社製造し、且つこの売上原価率は驚異的ともいえる。この売上原価率は、外用、パップ剤に集中特化している久光製薬（H14 実績 31%）をも凌駕する。

2.3 マーケティングミックス

これまでの同事業におけるコア・コンピタンスはこのマーケティングミックスにあったといえる。その両輪が、TVCM を中心とした広告宣伝によるプロモーションと、株主特約店制度などによる強固な薬局薬店のチェーン組織である。

(1) プロモーション

TVCM を中心とした積極的なプロモーション活動を継続して行い、消費者のブランド認知度を高めてきた。特に TVCM の投下量では他社を圧倒している。これまでスポンサーとなった主な番組は、「プロ野球のナイター中継」の他、「コンバット」「俺は男だ」「Gメン 75」など記憶に残る番組が多い。「ワシのマークの大正製薬」や「ファイト一発！リポビタミン D」など印象的なプロモーションを展開し、その結果、コーポレートブランドと商品ブランドの認知率は、医薬品企業のなかで群を抜いている。

広告宣伝費（億円）、2000 年度実績	
大正製薬	196
武田薬品	178
エスエス製薬	56
ロート製薬	110
興和	75
佐藤製薬	32
中外製薬	45

(2) チェーン組織

大正製薬は直販体制をとっており、薬局薬店に対して、卸を経由せず直接販売を行う。この直販制度にくわえ、同社の販売施策をさらにユニークなものにしたのが、薬局薬店のチェーン化である。チェーン化により薬局薬店に共同事業意識を持たせ、消費者と直接接する店頭での販売力を強化してきた。同社による薬局薬店チェーン化の歴史は 1947 年にまで遡る。同年、大正チェーンを発足させ、商品をチェーン薬局のみに卸すという施策を開始した。その後「連鎖加盟店」制度に移行し、さらに強固なチェーン化を図った。しかしながら、チェーンとなった薬局薬店のみに安価な卸価格を提示することは、独占禁止法の不当な差別待遇に該当し、大正製薬は公正取引委員会の注目を集めるところとなり、その排除命令により幾度となくチェーン組織の改変を余儀なくされた。このような試行錯誤から生まれたのが、1969 年の TFC 制度である。TFC とは大正フランチャイズチェーンのことで、個人経営の薬局薬店を株式会社に改組し TFC 参加店とする制度である。大正製薬は、その TFC 参加店の株式を 49% 保有し株主となる。つまり、商法上 TFC 参加店は大正製薬の関係会社であり、特別廉価で納入しても問題にはならなかった。この TFC 制度は上手く機能したが、業界内の非チェーンサイドからの反発が激しく、1973 年には解散に追い込まれた。この TFC 制度をモディファイしたものが、1980 年に導入した「株主特約店制度」である。「株主特約店制度」とは、薬局薬店に大正製薬株を 1000 株以上保有させ、これら株式を保有した特約店をチェーン化する制度である。株主への特典として商品を廉価で卸し、経営指導も行うとして、公正取引委員会からも了解を得ることが出来た。現在では、この制度の加盟企業（特約店）は約 33,000 企業、店舗数では 50,000 店を超えている。2000 年の薬局薬店の店舗総数が約 76,000 であるから、その特約店数は尋常でないことがわかる。なお、大正製薬が取引する全薬局薬店数は約 60,000 店である。

＜株主特約店制度＞

株主特約店に対しては、一般取引店にはない特約店専売製品を供給するほか、通常製品を特別廉価（3.6 掛け。つまり末端市場価格¥1000 の商品の卸値が¥360）で卸している。また、経営ノウハウやサポートシステムなど、経営合理化と販売促進をフォローする数々のシステムを提供している。このフォローシステムのうち、POS システムを通じて薬局薬店の経営を支援するのが「サポート VAN」である。約 6000 店の「サポート VAN」加盟店に対して、在庫管理や売れ筋商品を分析できるパソコン端末やソフトウェアを提供し、経営の改善状況を定期的に分析・評価する。さらに「サポート VAN」の進化版というべき戦略的商圈開発マニュアル「IMAS」を提案し、各薬局薬店について、①来店客の職業や年齢などの客層、②来店の理由と頻度、③購入品目と平均単価、などを分析することにより、固定客層のプロフィールを把握し、同時に新規に開拓すべき顧客を検索し、それぞれの顧客層に対しての最適なサービスや品揃えを提案している。また、数多くの株主特約店に対してきめ細かいサービスを可能にしてきたのが、同社の誇る営業体制である。同社の営業組織は、対ドラッグ（個人経営の薬局薬店）、対チェーン（特定エリア内でチェーン展開しているドラッグストア）、対量販（CVS、GMS）、対ナショナル（全国展開をしている企業）に分かれ、またMR（営業担当者）数は約 1000 人にのぼり、数でも他社を圧倒している（エスエス約 600 人、サトウ約 400 人、タケダ約 200 人）。各 MR は VAN（POS ネットワーク）を持ち、製品の紹介にとどまらず、経営面でのコンサルティングや販促企画を提案している。

3 これまでの事業戦略

3.1 戦略の概要

一般用医薬品の場合、消費者の購入動機は「マス媒体を見て（30%）」、「薬局薬店のすすめ（30%）」、「自分の使用経験（40%）」の三要因である。また、自分自身や家族の健康に深く関連するものであるから、その「効果効能」に加え「安心感」といった要素も重要であり、これら総合的な「信頼性」が商品の選択要因になる。また一度使用した商品を継続して使用する傾向にあり、総じて消費者のブランドロイヤルティは高い。一方、市場においては、薬事行政の指導により、有効性より安全性を重視した製品が大多数を占める。製造指針を大きく逸脱した製品はあり得なく、本質である効果効能での製品差別化が困難な市場である。

このような特性を持った市場においては、消費者のブランド認知を高めながら、薬局薬店に推奨販売してもらい、いかにトライアルユーザーを多く獲得するかが、競争戦略立案上の大きな目標になる。これを消費者の視点から見た場合、TVCM などによるプロモーションや薬局店頭による推奨によって商品を「認知」し、店頭における対話や説明によって商品を「理解」することで、効果や安全性（副作用関連）に対する信頼感が醸成され、購買に結びつくのである。特に、消費者の健康意識や健康知識レベルが低かった時代には、商品を「理解」することにおいて、店頭による説明が果たした役割は現在と比較にならないほど大きかったと考えられる。大正製薬は、大量の、且つ効果的なプロモーションで「商品を認知」させ、さらに有力薬局をチェーン化して囲い込み、店頭での推奨販売により「商

品を認知」、「商品を理解」させることにより、消費者の購買を決定づけることができた。

3.2 戦略上のポイント

(1) 広告宣伝費

差別化しにくい、信頼感が重要であるなどの一般用医薬品の特性から、薬局での推奨販売が売上に大きく影響するため、各メーカーは流通（卸、薬局）に対し、値引きや、売上に応じて報奨金（バックマージン）を供与するなどの施策を行った。薬局がその製品を推奨するインセンティブを競ったのである。大正製薬は、これら競合他社とこのような熾烈な価格競争をすることを避けた。競合他社が流通側に支払うインセンティブというコストを、プロモーション費用に振り替えたともいえる。同社は現在でも、この種のインセンティブコストが非常に少ない。

(2) チェーン薬局の経営安定化

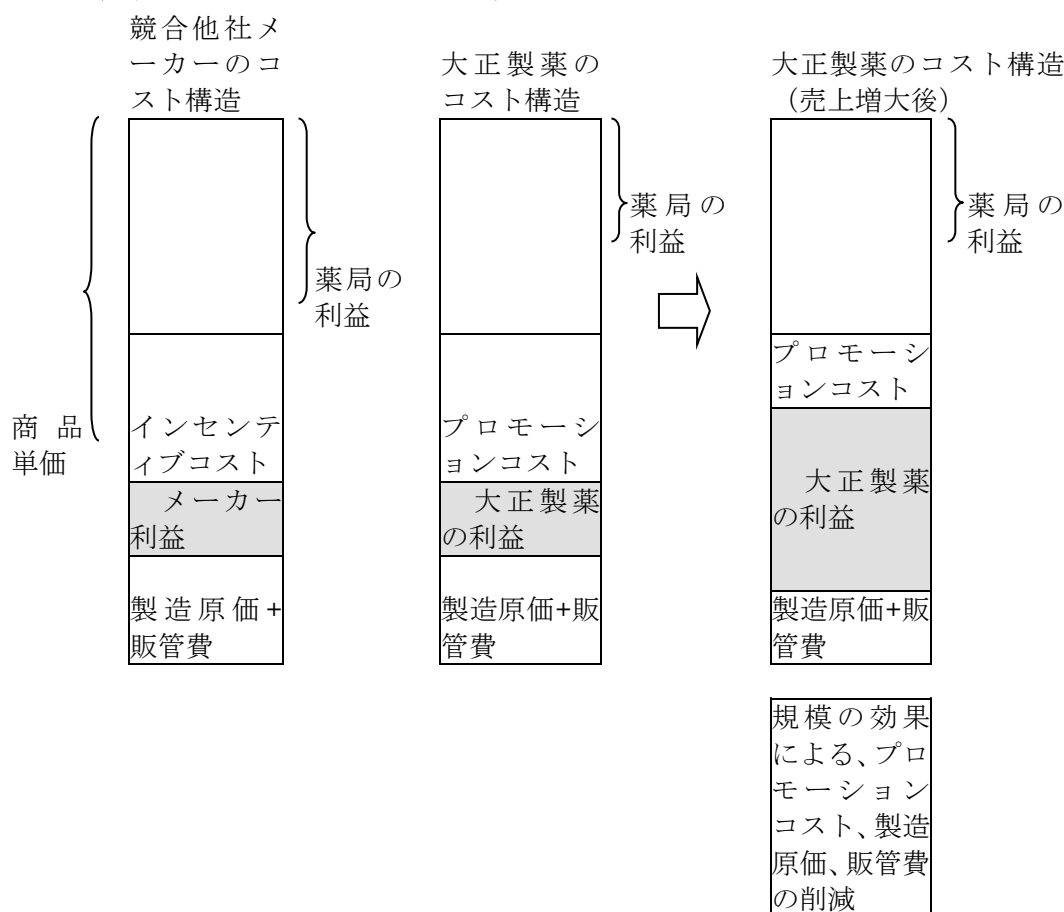
大正製薬はチェーン薬局に対して、一般取引店にはない特約店専売製品を供給するほか、通常製品を特別廉価で卸した。チェーン薬局はブランド力のある大正製薬製品を仕入れ、推奨販売を行うことで確実な収益を得ることができた。さらに大正製薬が行う大規模なプロモーションによって、大きな集客力が望めた。他薬局に流れていた消費者を自店舗に誘引することができたのである。チェーン薬局は、他メーカーからのインセンティブがなくても、大正製薬製品を大量に販売することで、売り上げと利益を拡大することができ、経営も安定した。一方、大正製薬は幅広い製品ラインアップを揃え、またチェーン薬局に対し経営に関するアドバイスをするなど、信頼関係を形成しながら取引を増大させていった。その際に、大正製薬がどうしても死守しなければならない事項があった。それは製品の末端市場価格の維持である。

(3) 価格の維持

マスプロモーション、および薬局の囲い込みを継続させるためには、末端市場価格を維持しなければならなかった。同社の戦略の生命線はここにある。仮にブランド力のある大正製薬製品を取り扱う薬局が増えれば、薬局同士の価格競争が始まり、大正製薬製品の価格が崩され、その結果、薬局はもはや利益のでないこれらの商品を推奨するのを止めるであろう。当然のことながら薬局は、大正製薬製品を店頭に並べることによって誘引した消費者に対して、利益率が高く、報奨金も得ることができる競合他社品を販売しようとする。また価格破壊により、ブランド価値も低下してしまい、最終的に市場から撤退する運命を辿ると予想される。薬局のチェーン化について、大正製薬の目的の一つは、薬局同士の競争を避けることによる価格のコントロールであったと思われる。さらに大正製薬は、独占禁止法の規制緩和に伴い導入された「再販売価格維持契約制度（再販制度）」をいち早く取り入れた（1955）。その結果、薬局同士の競争をコントロール必要性が低くなり、チェーン薬局数の増加を追求することが出来るようになった。この再販制度と薬局チェーン化により、価格コントロールが可能になった同社は、販売量が急伸したことにより製造原価を低減させることができ、ますます収益性を高め、またチェーン薬局も確実な利益を確保で

き、安定した経営を継続した。つまりここに、薬局と大正製薬による共存共栄の体制が築かれたのである。

<大正製薬と競合他社のコスト構造：製品のコスト構造>



現在、一般用医薬品市場には 250 社ものメーカーが参入し、6000 品目以上の製品が存在している。大正製薬は、他社を圧倒する広告宣伝費を投入し、マスメディアを主体としたプロモーションを展開することによるブランド認知の向上を図り、また強固なチェーン組織による推奨販売を行ってきた。今では、同社の製品のほとんどがそのカテゴリーにおけるトップ製品であり、大正製薬は一般用医薬品市場において、ほとんど絶対優位というべきポジションを確保している。

薬効群	No 1	No 2	No 3
ドリンク剤（ミニドリンクを含む）	リポビタミン D	ユンケル（サトウ）	エスカップ（エスエス）
風邪薬	パブロン	ベンザ（タケダ）	ルル（タケダ）
胃腸薬	キャベジン（興和）	大正漢方胃腸薬	太田胃酸（太田胃酸）
解熱・鎮痛剤	バファリン（ライオン）	ナロンエース	ノーシン（アラクス）
目薬	ロート目薬（ロート）	サンテ（参天）	アイリス

発毛育毛剤	リアップ	カロヤン（第一）	
水虫治療剤	ダマリン	スコルバ（タケダ）	バイクリア（バイエル）
便秘薬	コーラック	タケダ漢方便秘薬（タケダ）	スルーラック（エスエス）

網掛けは全て大正製薬製品。

4 直面する課題

大正製薬はこれまで、一般用医薬品市場において、他社が模倣出来ない「売るための仕組み」を創り上げ、競争優位のポジションを確立してきた。しかしながら、近年一般用医薬品市場そのものの市場が縮小気味であることも影響し、同社の成長にもかげりが見られる。ここでは大正製薬が直面する課題を具体的に分析する。

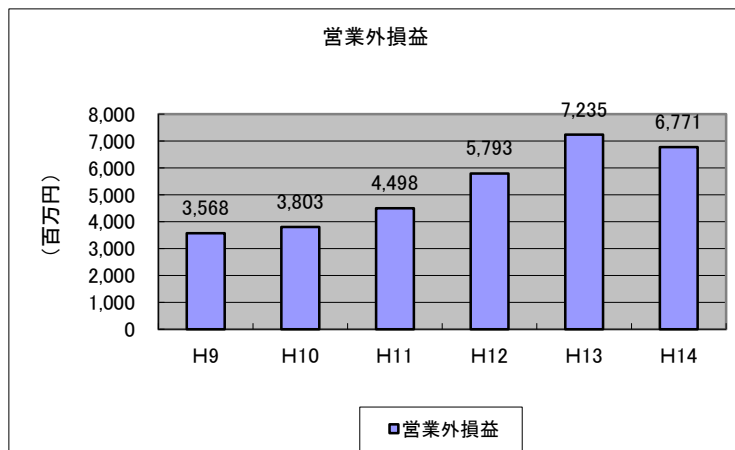
4.1 経営分析

ここでは財務諸表を用い、数字から同社の現状を探りたい。

連結ベース	H9	H10	H11	H12	H13	H14	単位
現金および預金	226,315	202,606	107,564	128,179	122,406	115,990	百万円
売掛金および受取手形	63,747	66,015	65,924	63,258	71,207	73,574	百万円
有価証券	0	18,000	104,124	126,647	9,007	25,104	百万円
当座資産	290,062	286,621	277,612	318,084	202,620	214,668	百万円
棚卸資産	17,100	18,915	17,551	19,753	19,658	19,296	百万円
そのほか流動資産	3,358	2,943	3,700	9,075	22,800	17,829	
流動資産	310,520	308,479	298,863	346,912	245,078	251,793	百万円
有形固定資産	94,670	90,799	97,365	91,785	97,074	107,775	百万円
投資有価証券	18,838	18,909	54,236	55,326	208,290	197,304	百万円
固定資産	122,640	140,073	174,720	175,171	328,534	338,243	百万円
総資産	433,160	448,552	473,583	527,728	573,612	590,036	百万円
支払手形および買掛金	16,335	16,230	15,917	17,218	15,407	16,370	百万円
短期借入金	0	0	541	590	561	578	百万円
流動負債	69,225	54,084	58,042	62,319	64,257	60,155	百万円
長期借入金	0	0	437	241	45	0	百万円
社債	4,437	0	0	0	0	0	百万円
固定負債	22,726	22,631	23,070	23,325	41,112	42,536	百万円
負債の部計	91,951	76,715	81,112	85,644	105,369	102,691	百万円
自己資本	341,209	371,837	394,746	441,409	467,601	486,882	百万円
総資産	433,160	448,552	476,638	527,728	573,612	590,036	百万円

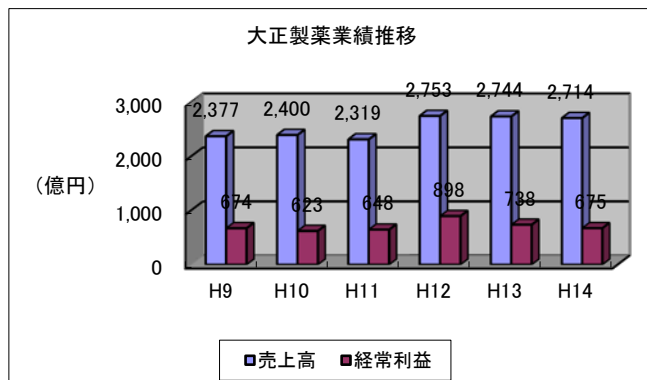
(1) 財務体質

同社の特徴は、自己資本比率が極めて高いことにある。その比率は80%を超えており、短期借入金、長期借入金はほとんどゼロに等しく、事実上無借金経営である。また、資産に関しては、H10までは現預金が総資産の半分以上を占めるほどであったが、H11には資金の運用方法を変更し、現預金の半分で有価証券を購入し、またH13にはその有価証券の保有目的を検討し、1年以内に満期の到来する有価証券以外は投資有価証券（固定資産）としている。



(2) 成長性

H12年は「リアップ」と「リポビタミンD」の売上伸張により業績が拡大しているが、ここ2期は連続してマイナス成長であり芳しくない。事業別にみれば、もともとの事業規模に差があるが、医療用医薬品事業は年々売上を伸ばしている。



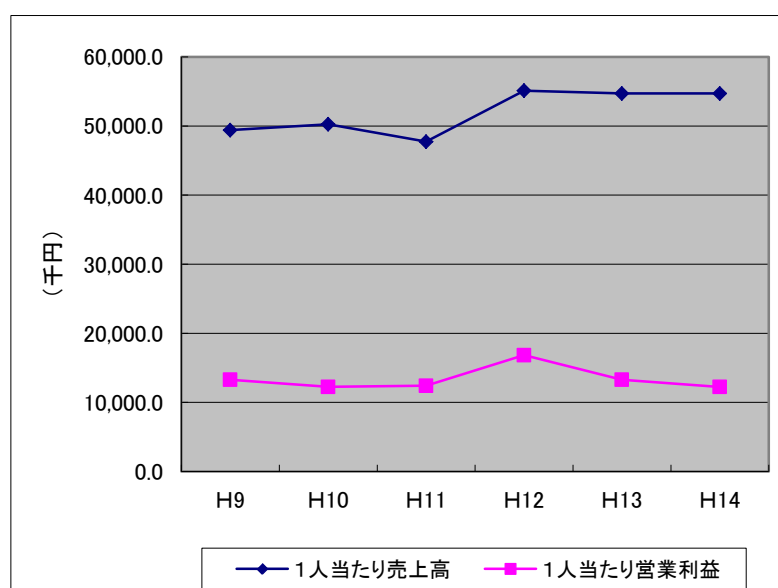
(3) 収益性

高い収益性を誇るが、H12年を除いて収益性は低下傾向にある。売上原価率は低下傾向にあるにかかわらず、収益性指標が低下しているのは、自己資本、総資本が増加していることに加え、販売費、一般管理費が増加したことがあげられる。この販売管理費の増加は、研究開発費と販売促進費の増加によるものである。事業別では、一般用医薬品事業、医療用医薬品ともに収益性が低下している。特に医療用医薬品は、研究開発費が増大したH13より収益性が著しく低下している。

		H11	H12	H13	H14	単位
一般用医薬品事業	売上高	160,942	201,512	198,897	192,427	百万円
	営業利益	41,049	69,379	61,093	53,215	百万円
	売上高営業利益率	26	34	31	28	%
医療用医薬品事業	売上高	70,934	73,738	75,499	78,969	百万円
	営業利益	19,217	16,673	5,498	7,485	百万円
	売上高営業利益率	27	23	7	9	%

(4) 安全性、効率性、生産性

80%を超える自己資本比率で、借入金もほとんどなく、安全性については全く問題ない。H13、流動比率、固定比率などの数値が増減しているが、これは有価証券を投資有価証券に振り替えたことによる数値の変動で、実際の安全性は不変である。問題にすべきは、むしろ自己資本比率が高値で固定されていることで、その結果、総資本回転率は 0.5、自己資本回転率は 0.6 と、低値で推移しており、効率性向上の兆しが見られない。また、従業員一人当たりの売上高は約 5,500 万円、一人当たりの営業利益は約 1,200 万円と生産性は極めて高い。しかし近年、一人当たり売上高は上向き傾向であるが、一人当たり営業利益は停滞気味である。



(5) キャッシュフロー、配当政策

ここ3年のキャッシュフローは下表のとおりである。有形固定資産取得費用の多くは、工場や物流センターの新設、増設に伴うものである。収益性維持のための企業努力が伺われる。

また、自社株買いを3期連続して行い、株主価値向上を図っている。またH13より配当金も増額し、配当利回りも高めるなど、株主に対する配慮が見られる。

	H12	H13	H14	単位
営業 CF	73,098	36,610	44,654	百万円
投資 CF	-53,405	-27,906	-30,455	百万円
有形固定資産取得による支出	-8,320	-10,875	-21,366	百万円
財務 CF	-13,921	-16,901	-11,480	百万円
自社株式の取得による支出	-7,664	-8,490	-2,998	百万円

	H10	H11	H12	H13	H14	単位
一株あたり配当金	20	20	20	25	25	円
配当金	6,887.0	6,910.1	6,888.6	8,552.3	8,517.4	百万円
配当利回り（一株あたり配当額／株価）	0.6	0.7	0.5	0.8	1.1	%
配当性向（配当金／当期純利益）	20.8	23.4	13.6	27.4	22.8	%

(6) 企業価値

EVA は、プラスを継続しており、その値も 100 億程度と高い。企業価値も約 1 兆近くあり非常に高い。しかしながら、両指標とも H12 をピークに下降している。企業価値の低下は株価が低下したことによる。同社の β 値は 0.57 であり株式市況からの影響は少ないことを考えると、この株価下落は、市場が大正製薬という企業の現在価値を素直に判断したものであると考えるべきである。

4.2 現状の問題点

(1) 成長性の低下

一般用医薬品市場が、長引く不況下、1993 年をピークに縮小傾向にある。また近年のデフレの影響をまともに受け、末端市場では熾烈な価格競争が繰り広げられている。これらの影響から同市場のリーディングカンパニーである大正製薬も、一般用医薬品事業において、成長性、収益性にかげりが見え始めた。医療用医薬品事業においても、このような一般用医薬品事業の成長性、収益性の停滞を補うには至っていない。特に同事業の収益性は、H13 より、主に研究開発費の増加から極めて低くなっており、新薬メーカー大手 10 社の平均売上高営業利益率が 20% (H13 実績) に対し、大正製薬の同事業は 10% 未満である。大正製薬の現在の企業成長戦略を、事業ポートフォリオ・マネジメントの視点から見た場合、それは、一般用医薬品事業から生まれる資金を医療用医薬品事業に投資するというものである。大正製薬は 10 年ほど前から、医療用医薬品事業に対して、一般用医薬品事業以外の、もう一つの収益の柱にすべく経営資源を投入してきた。このとき一般用医薬品事業は、すでに **Cash Cow** 事象にあった。しかしながら、この医療用医薬品事業は、徐々に売上を増大させているものの、医療用医薬品市場に占めるシェアは極めて低く (約 1.3%、H13 実績)、本事業における直近 2 期の営業利益率の低さに象徴されるように「問題児」事象からの脱却には程遠い状態である。即ち、同社が直面している問題の一つは、一般用医薬品から得られる資金を投入している医療用医薬品事業がなかなか第 2 の収益の柱になり得ないこと、さらに激変する環境下において、**Cash Cow** の事象にある一般用医薬品でさえ、成長が停滞し収益性も低下し始めていることである。

(2) 有り余る資金

大正製薬は、現預金、有価証券などの自己資金を多く保有する。またメインの一般用医薬品事業より、毎期潤沢なキャッシュが生みだされる。問題は、このような資金を経営資源として有効に活用していないことで、持て余している印象すらある。H11 に総資産の 40% を占める現預金の約半分を有価証券の購入にあてたが、この「現金+有価証券 (投資有価証券を含む)」は年々増加し続けていた。同社の株主資本コストは 5.5% 程度であり、自己資本比率が高いことから、WACC も 5% に達する。今後一般用医薬品市場の停滞が予想されるなか、新たな成長シナリオを株主に示さなければ、株主からの支持も得られなくなる。その兆しは既に現れており、最近では株価も低迷し、企業価値が低下している。同社も、自社株買いを行って一株当たりの価値を向上させたり、配当金を多くするなどして、株主対策を始めている。しかし、株価から判断する限り、現時点では市場の評価は得られてい

ない。このまま株価が低迷し続けると、気になる問題がクローズアップされてくる。海外製薬企業による買収である。年間売上高 2 兆円以上の国際的製薬企業、所謂「メガファーマ」にとって、日本の一般用医薬品市場において圧倒的優位性を築いており、また借入金がなく、現預金や有価証券などの余剰資金を多く保有する大正製薬は、まさしく垂涎的であろう。現時点での M&A レシオは 6.9 と高値であるが、株価がさらに下がった場合、エスエス製薬がベーリンガーインゲルハイムに買収されたように、TOB による買収が現実のものとなるかもしれない。(M&A レシオ：(時価総額×0.5－手元流動性)／連結キャッシュフロー)

	H9	H10	H11	H12	H13	H14
現預金+有価証券+投資有価証券	245,153	239,515	265,924	310,152	339,703	338,398

大正製薬が直面する課題は、早急に新たな成長シナリオを描くことである。環境が変化し、将来の成長に不透明さが増してきた今、成長戦略を構築し直し、有り余る資金を有効に活用して、その戦略を遂行しなければならない。自己資本比率が大きいことも影響し、市場が同社に求める成長率は高く、今後この要望に応え企業価値を向上させるためにも、同社は変化することを求められている。

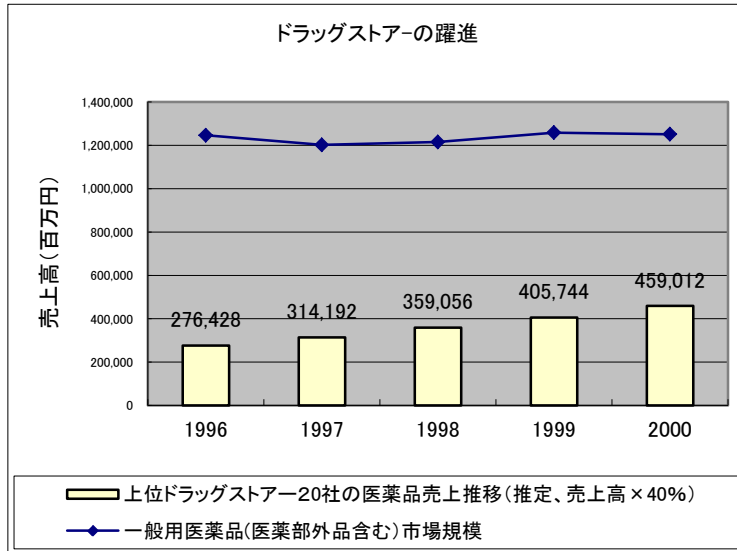
5 新たな成長戦略

5.1 一般用医薬品事業

5.1.1 環境変化

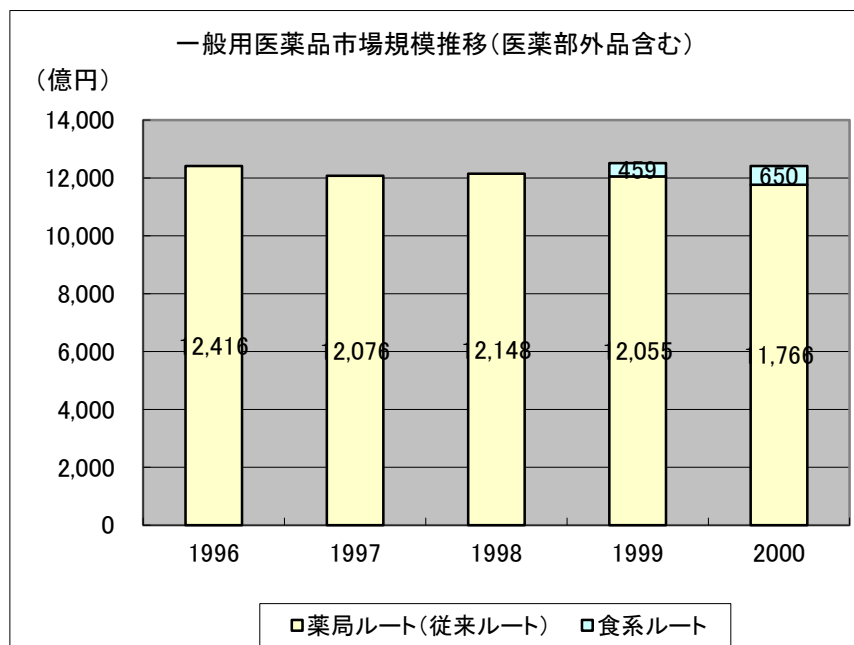
(1) ドラッグストアチェーンの台頭～熾烈な価格競争

一般用医薬品は、バブル後の景気低迷により市場は低調に推移しており、さらに 97 年の再販制度の撤廃以降、各メーカー間および小売り同士の熾烈な価格競争が始まった。小売りでは、90 年代に入り、マツモトキヨシ、カワチ薬品などの量販ドラッグストアチェーンが台頭し始め、売上を拡大し、店舗数も増加させていった。一方、市場の低迷と価格下落により、従業員 1～2 人の薬局は苦しい経営を迫られ、このような零細薬局の店舗数は減少の一途をたどり、80 年代初頭には、その数は医薬品小売業の約 7 割を占めていたが、95 年には 5 割を切るところまでになり、仮に総店舗数を 7 万とすれば、実に 1 万軒以上が廃業したことになる。なお、総店舗数は、ドラッグストアチェーンの増加店舗数がこのような零細薬局の減少数を上回っているため、90 年代から現在まで継続して増加している。90 年代半ばまでは、ドラッグストアチェーンが地域薬局のシェアを侵食する状況であったが、90 年代後半には、ドラッグストアチェーン間での競争が激化し、中小チェーンの倒産が相次ぎ、本格的な淘汰の時代に突入した。2000 年以降は、大手チェーン同士が提携をし始め、グループ化の動きが一気に進み始めている。将来的には、国内のドラッグストアチェーンは数グループに集約されると予想される。



(2)消費者の傾向

一方消費者に目を向けると、セルフ志向がますます高まる傾向にある。またメーカー主導の大量販売が影を潜め、少量化、個別化、適時・適品へ向かうものと思われる。消費者自ら情報を収集し、自ら選択する時代である。現在の一般用医薬品においても、以前ほどカウンセリングが重要でなくなった。この傾向を象徴するのが、CVSでの医薬部外品市場の伸びである。1999年3月、販売規制緩和が実施され、ドリンク剤など15製品群の一般食系チャネルでの販売が開始されたが、この新規チャネルでの売上は好調である。



(3) ダイコク vs.大正製薬

このように激変する環境変化に伴って、大正製薬と小売りとの関係性にも変化が見られる。大正製薬はこれまで、ブランド品を持つ強み、株主特約店制度により薬局から高いロイヤルティーを得ていたこと等を理由に、他メーカーと比較した場合、小売りに対してやや優位な立場にあった。正確には小売りとの対等な関係性を保ってきた、ということが出来る。そのため再販制度撤廃後でも、ほぼ価格をコントロールできた。しかしながら、その関係性が微妙に変わりつつある。それを象徴するのが、一般用医薬品の安売りを巡り、大正製薬がドラッグストアチェーンのダイコクを提訴した事件である。2001 年春ダイコクは「大正製薬原価セール」と称し、大正製薬の卸価格を表記したチラシセールを実施。大正製薬がセールの差し止めを求める訴えを東京地裁に起こしたが、棄却された。大手ドラッグストアチェーンは、提携やグループ化を経て、ますます販売量を増加させ、そのバイイングパワーを増大させている。すでに大正製薬も、一般用医薬品の 60%以上がこのようなドラッグストアチェーンでの販売によるものと思われる。またダイコクなどのドラッグストアチェーンのほとんどが株主特約店であるが、彼らにとって、サポート VAN などのサービスは全く不要と思われる。ドラッグストアチェーンにとって、情報は企業の競争力を左右する。保有する情報量がメーカーとの関係性を決定付ける要素ともなる。従って、自らの情報を決して他ドラッグストアチェーンや大正製薬とは共有しない。このように、今後は大正製薬がドラッグストアチェーンに対して、自社製品の価格をコントロールすることは極めて困難な状況である。今回のダイコクを巡る判決は、世間がそのような価格コントロールを認めなったということである。また、同社の一般用医薬品事業における、ここ 2 期連続の売上高営業利益率の低下は、販売促進費の増加によるものと思われ、ドラッグストアチェーンに対して、報奨金などのインセンティブコストが発生している可能性も否定出来ない。

5.1.2 今後の展開

この一般用医薬品事業は大正製薬の屋台骨であり、今後も Cash Cow 事象にありつづけなければならない。そのためにはこれまでの戦略資産を有効に利用しつつ、新たな競争優位性を確立しなければならない。

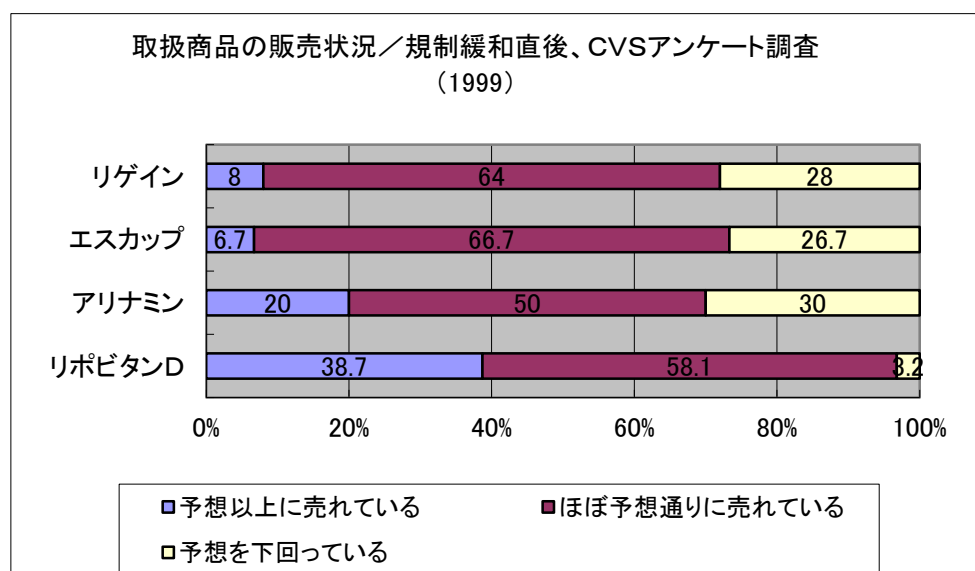
(1) 今後の一般用医薬品市場

高齢化社会の進展による QOL 意識の向上や生活習慣病の増加などにより、自分の健康に対して強い関心を持つ生活者が増加している。特に高齢化により、病気を抱えながら生活する期間が長期化する傾向にあることから、「自分の健康・身体は自分で管理し自分で守る」というセルフケア（自己健康管理）の思想が浸透し始めている。このような社会環境と現状を考慮した場合、今後消費者が薬局に求めるものが大きく二極化していくと思われる。一つの流れは「セルフ志向」の流れであり、現状のドリンク剤、胃腸薬、風邪薬などの既存製品群がこれにあてはまる。このような既存製品群はもはや消費者の知識レベルも高く、薬局でのカウンセリングをますます不要化させるであろう。このような製品群は今後ドリンク剤と同じく、規制緩和により CVS などのチャンネルで販売されるようになることが予

想される。もう一つの大きな流れは、「カウンセリング志向」である。カウンセリングが今以上に必要とされるものが、生活改善薬といった製品群で、病気ではないが生活の質を向上させるための製品、あるいは生活習慣病などの病気を予防するための製品である。例えば育毛剤や禁煙補助剤（ニコレット／タケダ）、特定保健用食品（アミール／カルピス）などがこの範疇に入る。

(2) セルフ志向への対応

大正製薬はこのセルフ志向の流れにおいて、「ブランド」という戦略資産があるため競争優位性を十二分に築いていけると考える。1999 年、ドリンク剤が食系ルートへ進出したときに、「リポビタミンD」が他社製品を圧倒したことに象徴されるように、同社のブランドは現時点でも競争優位性を有する。但し、今後は末端市場価格の低下によるブランドの陳腐化も予想されることから、これまでの「認知」から、「信頼性」の獲得に目標比重を移したプロモーション方法を検討する必要がある。



(3) カウンセリング志向への対応

現在、生活者に「セルフケア」の意識が浸透し始めているが、そのセルフケアを充実させる役割を担うインフラの一つが薬局であると考えられる。特に、調剤機能を充実させたカウンセリング主体の薬局が果たす役割が大きくなる。このようなカウンセリング主体の薬局は、生活者に最も身近で、最も親近感のある、いわばヘルスケアステーションのような役割を持つ。今後、薬局の形態も二極化していくと予想され、一つはセルフ志向に対応する量販ドラッグストアチェーン、もう一つはこのようなカウンセリング主体の薬局である。逆に言えば、ますます大型化する量販ドラッグストアチェーンに、規模でいえば到底かなわない薬局は、このような使命を持った事業展開をしなければ、市場から淘汰される可能性は高い。ヘルスケアステーションとして、病院、診療所などの医療機関と調剤機能で結びつき、それら他のインフラと連携をとりながら、生活者に必要な情報をカウンセリングの形態で提供することによって、社会的な存在価値が見出される。IT や病院では得られない情報を生活者に提供し、One to One のマーケティングを実践しなければならない。そ

の際にベースとなるデータが調剤履歴である。

大正製薬の株主特約店は現在、企業数で 30,000 以上である。ドラッグストアチェーンの数を 1000 企業とすれば、残り全てはドラッグストアチェーン以外の薬局である。大正製薬の一般用医薬品全売上の 60%以上がドラッグストアチェーン向けと言われており、このままの状態が続けば、今後さらにこの割合は高まると予想される。一方ドラッグストアチェーン以外の株主特約店は経営難が続き、大正製薬株を手放すところが益々増えるであろう。そうすると、株価の維持はいよいよ不可能になる。しかしながら、大正製薬が持つこのチェーン薬局の組織は維持すべきである。大正製薬に対してロイヤルティーの高い薬局は手放すべきではない。既存の株主特約店のうちヘルスケアステーションとしての役割を担うべく薬局を再編し、それに見合った生活改善薬を提供することによって新たな競争優位性を築くべきである。生活改善薬は、特定保健用食品などの疾病予防を目的とした食品や、育毛剤などの QOL 向上を目的とした医薬品などが含まれる新しいカテゴリーであり、生活習慣に取り入れるべきものが多く、カウンセリングが必要である。具体的なステップとしては、まず一般用医薬品事業における今後の戦略を提示したうえで、自社株買いを行い、チェーン薬局を淘汰する。残った薬局に対して生活改善薬を供給し、サポート VAN などを使って有効な情報を提供し、ヘルスケアステーションとしての役割をバックアップする。また、カウンセリングから得られた生の声を、大正製薬が商品に具現化する。逆に消費者はカウンセリングによってメーカー商品企画者の真の意図を聞く。このように薬局を基点とした One to One マーケティングを行うことにより、消費者との新たな関係性を構築すべきである。莫大なコストと時間を要するが、高齢化社会をにらんだ場合、このような社会的要求は大きくなると思われる。今後、新たなビジネスモデルの構築を目指し、可能性を追求すべきである。

5.2 医療用医薬品事業

5.2.1 環境変化

国内の医療用医薬品市場は、薬価改定や医療制度改革に強く影響を受け、国民医療費が増大しているにもかかわらず、その市場は伸び悩んでいる。厚生労働省は今後 5 年間の市場伸び率を年率 2.3%と算出している。その医療用医薬品市場において、グローバル化が急速に進展している。国際競争力を増すために、M&A を繰り返すことで巨大化した、ファイザー、グラクソ・スミス・クラインなど外資系医薬品企業（所謂メガファーマ）による日本市場への攻勢はますます強まっており、国内出荷金額における外資系企業の出荷金額は約 25%（2000 実績）を占めるに至っている。今後成長率が低い日本国内の市場において、メーカー間の競争がさらに激化すると思われ、規模に劣る国内メーカーは苦戦を強いられそうだ。一方、国内製薬企業のうち、エーザイ、藤沢薬品、タケダらは、積極的に海外へ進出し売上高を急伸させている。彼らは、国内市場においては売上を落とす傾向にあるが、海外市場において独自の販売網を築き、売上を伸ばしている。海外市場は今後も市場全体の伸びが見込まれており、このような国内メーカーによる海外進出は加速するであろう。このように、医療用医薬品に関しては、ボーダレスに事業を展開しなければ成功し

ない傾向が強まってきた。

医薬品売上高順位 (2001)	(百万ドル)
ファイザー	25,518
グラクソ・スミス・クライン	24,973
メルク	21,351
アストラゼネカ	16,057
アベンティス	15,659
ブリストル・マイヤーズ・スクイブ	15,300
ジョンソン&ジョンソン	14,851
・・・・・・・・	
武田薬品	5,850

5.2.2 大正製薬の現状

大正製薬の医療用医薬品事業の現状を、製品（研究開発）と販売について分析する。

(1) 製品（研究開発）

同事業の主力製品は「パルクス」「クラリス」であり、共に年間約 200 億以上の売上をほこる大型製品である。しかし、パルクスは 1988 年、クラリスは 1991 年にそれぞれ上市され、共に製品として成熟期を迎えており、今後の伸びは期待できない。そのほかの製品で 1990 年～2000 年に上市された製品は、「ヒカミロンディスポ」のみであり、これとて年間 10 億程度の製品である。ようやく 2001 年に待望の新製品「ロンカム」が発売された（年間 50 億の売上見込み）が、研究開発部門に 400 人の研究開発員を抱え、年間 200～300 億の研究開発費を投入しながら、なかなか新薬パイプラインが充実してこないことが、同社の大きな問題である。このような状況を受け、大正製薬では研究開発効率の向上を目指し、事業改革に取り組んでいる。具体的には、重点開発分野を脳循環、免疫、精神神経、糖尿病に絞込み、またオリジナル新薬が上市されるまでは、バイオベンチャーと積極的に提携することで新薬パイプラインの充実を図るとしている。2001 年 8 月には海外開発体制を整備するため、大正 R&D USA も設立した。現在バイオベンチャーとの提携による開発品目は 7 品目にもものぼり、3 品目の共同基礎研究も実施している。しかし、2002 年 9 月に糖尿病治療薬 INS-1 の開発を中止したように、これらの提携による効果がどれほどあるのかは、甚だ疑問である。医薬品業界では、大正製薬が次々に発表する提携ニュースには冷ややかだった。端的に言えば、新薬候補物質のポテンシャルを見極めたうえでの提携とは程遠かったのだ。同社もこの INS-1 開発中止のリリース文において、「バイオベンチャーとの提携については継続性を判断する時期にきている」としている。

(2) 販売

現在同社の MR 数は約 500 人である。同業他社との生産性を比較した場合、その生産性は低い。競争優位性を持った新薬がないため、人海戦術のような販売方法をとらざるを得ないことを象徴している。

	MR 数	医療用医薬品売上高（百万円）	生産性（売上高／MR）
タケダ	1,350	512,286	379
三共	1,200	346,730	289
山之内	1,200	287,128	239
シオノギ	1,250	178,555	143
エーザイ	1,100	205,304	187
大正製薬	500	78,969	158

(3) M&A

大正製薬の医療用医薬品事業が抱える大きな問題は、競争優位性を持った新薬がないことと、新薬パイプラインが充実しないため、説得力のある事業の成長シナリオが描けないことである。これらの根源は全て研究開発力の競争劣位に帰結する。研究開発において、資金を有効に使用する術を知らないことである。医療用医薬品市場は現在、激変のときを迎えており、各メーカーはグローバル化による厳しい生存競争にさらされている。製品開発においても、ヒトの遺伝子が解読されて以来、ゲノム創薬という新しい手法による新薬開発競争が激化している。このゲノム創薬には、今まで以上の研究開発費が必要であるといわれ、国内大手新薬メーカーの平均研究開発費が 500 億／年であるのに対し、その 5 倍以上の研究開発費を投資している外資系医薬品企業の優位性がますます高まると予想される。このような状況にあって、大正製薬が早期に他社と同等の研究開発力を獲得するには、新薬メーカーとの M&A が最も有効と思われる。まず、競争力のある他社の研究開発力を確保し、有り余る資金を投入して新薬パイプラインを充実させるべきである。また同時に、買収することによって製品ポートフォリオを再構築しなければならない。

大正製薬は先ごろ（2002/8/9）、富山化学工業との資本及び業務提携を発表した。提携の骨子は、大正製薬が富山化学の株式を 20%取得し資本提携を行う、研究開発の協力体制を築く、営業販売体制の強化を目的に、共同出資会社「大正富山医薬品㈱」を設立する、などである。この提携によって、大正製薬は研究開発力を補完することができ、また新薬パイプラインの拡充も図れたと思われる。しかしながら、この富山化学との提携は、H13 に破談してしまった田辺製薬との提携により想定された場合と比べ、研究開発力の補完や新薬パイプラインの拡充、製品ポートフォリオなど、全ての点において見劣りする。また、研究開発費のみ考えても、欧米の製薬企業の研究開発費には遠く及ばず、日本の大手新薬メーカーより少ない数字である。今後、医療用医薬品事業をもう一つの収益の柱とするためには、更なる M&A を模索すべきである。

	大正+富山化学	大正+タナベ
年間売上金額 50 億以上の製品数	5	10
開発品目数（新薬）	11	14
研究開発費（億円）	371	527

現在、一般用医薬品市場、医療用医薬品市場ともに環境が激変している。その背景には、高齢化社会の進展、規制緩和、生活者の個別化傾向、グローバルゼーションなどの社会的変化がある。大正製薬は、これまで一般用医薬品市場において、競争優位のポジションを確保してきた。また医療用医薬品事業には、もう一つの収益の柱に育成すべく、積極的に経営資源を投入してきた。しかしながら、両事業とも環境変化により、これまでの戦略が陳腐化し始めている。市場が同社に要望する企業成長率は相変わらず高い。これまでの経営戦略を継続しても、とても市場が要望する成長を遂げられるとは思えない。経営陣は環境変化を読み取り、新たな経営戦略を立案し実行することで、市場が要望する成長を遂げなければならない。競争がますます激化するなかで、新たな戦略には莫大なコストを必要とすることが予想され、経営陣には高度な経営の舵取りが望まれる。

経営分析指標、キャッシュフロー指標

連結ベース	H9	H10	H11	H12	H13	H14	単位
現金および預金	226,315	202,606	107,564	128,179	122,406	115,990	百万円
売掛金および受取手形	63,747	66,015	65,924	63,258	71,207	73,574	百万円
有価証券	0	18,000	104,124	126,647	9,007	25,104	百万円
当座資産	290,062	286,621	277,612	318,084	202,620	214,668	百万円
棚卸資産	17,100	18,915	17,551	19,753	19,658	19,296	百万円
そのほか流動資産	3,358	2,943	3,700	9,075	22,800	17,829	百万円
流動資産	310,520	308,479	298,863	346,912	245,078	251,793	百万円
有形固定資産	94,670	90,799	97,365	91,785	97,074	107,775	百万円
投資有価証券	18,838	18,909	54,236	55,326	208,290	197,304	百万円
固定資産	122,640	140,073	174,720	175,171	328,534	338,243	百万円
総資産	433,160	448,552	473,583	527,728	573,612	590,036	百万円
支払手形および買掛金	16,335	16,230	15,917	17,218	15,407	16,370	百万円
短期借入金	0	0	541	590	561	578	百万円
流動負債	69,225	54,084	58,042	62,319	64,257	60,155	百万円
長期借入金	0	0	437	241	45	0	百万円
社債	4,437	0	0	0	0	0	百万円
固定負債	22,726	22,631	23,070	23,325	41,112	42,536	百万円
負債の部計	91,951	76,715	81,112	85,644	105,369	102,691	百万円
自己資本	341,209	371,837	394,746	441,409	467,601	486,882	百万円
総資産	433,160	448,552	476,638	527,728	573,612	590,036	百万円

	H9	H10	H11	H12	H13	H14	単位
売上高	237,696	240,009	231,876	275,250	274,396	271,397	百万円
売上原価	64,185	65,805	63,359	70,870	70,554	70,798	百万円
売上総利益	173,511	174,204	168,517	204,380	203,842	200,599	百万円
販売費、一般管理	109,719	115,782	108,251	120,405	137,265	139,870	百万円

費							
営業利益	63,874	58,467	60,266	84,052	66,591	60,701	百万円
営業外損益	3,568	3,803	4,498	5,793	7,235	6,771	百万円
経常利益	67,442	62,270	64,764	89,845	73,826	67,472	百万円
税引前当期純利益	66,007	61,257	62,223	88,112	55,868	66,446	百万円
当期純利益	33,385	33,181	29,567	50,754	31,269	37,361	百万円
支払いベース法人税	32,622	28,076	32,788	37,164	38,157	34,775	百万円

	H11	H12	H13	H14	
営業 CF	36,516	73,098	36,610	44,654	百万円
投資 CF	-32,767	-53,405	-27,906	-30,455	百万円
財務 CF	21,221	-13,921	-16,901	-11,480	百万円
フリーキャッシュフロー	3,749	19,693	8,704	14,199	百万円
営業キャッシュフローマージン	13	27	13	16%	
営業キャッシュフロー投資比率	-90	-73	-76	-68%	
営業キャッシュフロー固定負債比率	160	315	114	107%	
1株あたり営業キャッシュフロー	105,688	212,228	107,018	131,067%	

	H9	H10	H11	H12	H13	H14	
<効率性>							
総資本回転率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	回
有形固定資産回転率	2.6	2.6	2.5	2.9	2.9	2.6	回
自己資本回転率	0.7	0.7	0.6	0.7	0.6	0.6	回
売上債権回転率	3.71	3.70	3.51	4.26	4.08	3.75	回
売上債権回転日数	98.30	98.67	103.84	85.65	89.43	97.36	日
棚卸資産回転率	13.9	13.3	12.7	14.8	13.9	13.9	回
棚卸資産回転日数	26.3	27.4	28.7	24.7	26.2	26.2	日
<収益性指標>							
ROA	15.8	14.1	13.7	17.6	13.1	11.3	%
売上高事業利益率	27.0	25.3	26.2	30.7	24.4	22.5	%
ROE	10.2	9.3	7.7	12.1	6.9	7.8	%
売上高純利益率	14.0	13.8	12.8	18.4	11.4	13.8	%

＜成長性＞							
売上増収率	107.6	101.0	96.6	118.7	99.7	98.9	%
経常利益増益率	108.9	92.3	104.0	138.7	82.2	91.4	%
純利益増益率	104.3	99.4	89.1	171.7	61.6	119.5	%
＜安全性指標＞							
流動比率	448.6	570.4	514.9	556.7	381.4	418.6	%
当座比率	419.0	530.0	478.3	510.4	315.3	356.9	%
固定比率	35.9	37.7	44.3	39.7	70.3	69.5	%
固定長期適合率	33.7	35.5	41.8	37.7	64.6	63.9	%
自己資本比率	78.8	82.9	82.8	83.6	81.5	82.5	%
負債比率	26.9	20.6	20.5	19.4	22.5	21.1	%
インデット・カバレッジ・レシオ	8,207.9	3,262.3	1,861.3	2,677.8	2,770.8	3,274.8	倍
＜生産性＞							
1人当たり売上高	49,406.8	50,253.1	47,735.7	55,121.7	54,709.6	54,717.1	千円
1人当たり営業利益	13,276.7	12,241.8	12,406.8	16,832.3	13,277.0	12,238.1	千円
労働装備率	19.6	19.2	19.5	18.3	19.3	22.0	百万円

	H10	H11	H12	H13	H14	単位
＜企業価値＞						
期末株価	3,093	3,008	3,806	3,161	2,218	円
期末発行済株式総数	344,352	345,507	344,432	342,091	340,696	千株
期末株式時価総額	1,065,196	1,039,112	1,310,851	1,081,293	755,721	百万円
営業利益	58,467	60,266	84,052	66,591	60,701	百万円
NOPAT	35,080	36,160	50,431	39,955	36,421	百万円
負債時価総額	76,715	81,112	85,644	105,369	102,691	百万円
株式時価総額	1,065,196	1,039,112	1,310,851	1,081,293	755,721	百万円
負債総額＋株式総額	1,141,911	1,120,224	1,396,495	1,186,662	858,412	百万円
リスクフリーレート	0.018	0.018	0.018	0.018	0.018	
ベータ値	0.570	0.570	0.570	0.570	0.570	
株式のリスクプレミアム	0.064	0.064	0.064	0.064	0.064	
株主資本コスト	0.054	0.054	0.054	0.054	0.054	
負債利子率	0.009	0.070	0.036	0.036	0.034	
税率	0.400	0.400	0.400	0.400	0.400	

(税引き後) 負債コスト	0.005	0.042	0.022	0.022	0.020	
加重平均資本コスト	0.051	0.053	0.052	0.051	0.050	
流動資産	308,479	298,863	346,912	245,078	251,793	百万円
流動負債	54,084	58,042	62,319	64,257	60,155	百万円
短期借入金	0	541	590	561	578	百万円
正味運転資本	254,395	241,362	285,183	181,382	192,216	百万円
固定資産	140,073	174,720	175,171	328,534	338,243	百万円
投下資本	394,468	416,082	460,354	509,916	530,459	百万円
EVA	14,939	13,920	26,320	13,711	9,745	百万円
期中株式平均時価総額	1,065,196	1,039,112	1,310,851	1,081,293	755,721	百万円
負債時価総額	76,715	81,112	85,644	105,369	102,691	百万円
企業価値（市場価値）	1,141,911	1,120,224	1,396,495	1,186,662	858,412	百万円
MV A	747,443	704,142	936,141	676,746	327,953	百万円

	H10	H11	H12	H13	H14	
M&A Ratio		7.9	6.7	12.8	6.9	
一株あたり配当金	20	20	20	25	25	円
配当金	6,887.0	6,910.1	6,888.6	8,552.3	8,517.4	百万円
配当利回り	0.6	0.7	0.5	0.8	1.1	%
配当性向	20.8	23.4	13.6	27.4	22.8	%

以上

付属資料 5 : 企業戦略分析

(出所: 佐藤 安昭 「経営戦略応用研究 ケース・レポート No.4 ファーストリテイリング」 2000年1月17日)

株式会社ファーストリテイリング(2000)

1 事業内容と業績

1.1 事業内容

昭和 38(1963)年 5 月山口県宇部市にて、それまで個人営業であった「メンズショップ小郡商事」を引き継ぎ、資本金 6,000 千円にて小郡商事株式会社として設立され、昭和 59(1984)年 6 月、広島県広島市にカジュアルウェアの販売店「ユニクロ袋町店」を出店し、カジュアルウェア販売店としての第一歩を踏み出した。自社で企画開発したノンエイジ・ユニセックスのカジュアルウェアを「ユニクロ」という店名の郊外型店舗で販売する小売業である。いわゆる SPA(Specialty Store Retailer of Private Label Apparel=製造小売)の手法を用い、素材段階からの自社企画商品開発を行い、本部一括購入、自社直営店舗(一部フランチャイズを含む)での販売を行っている。社名のファーストリテイリングは、ファーストフードのファーストで「速い」という意味であり、リテイリングは「小売」の意味である。この二つの言葉を合成し使用することで、『顧客要望商品の即商品化』を表しており、ファーストフードのコンセプトを持った小売業でありたいという企業の根本精神を表現している。店舗の名称であり、ブランドである「ユニクロ」は、「Unique Clothing Warehouse」の略で Warehouse とついているのは、無駄を省いた倉庫型店舗で、スーパーマーケット型のヘルプユアセルフ方式を採用して、どこよりも安い価格で販売することを意味している。

平成 3 年には、行動指針を表象するために社名を小郡商事株式会社から株式会社ファーストリテイリングに変更した。この行動指針とは、『顧客要望の即商品化』で、ファーストフードのコンセプトを持った小売業でありたいという企業の根本精神を表している(ファーストはファーストフードのファーストで「速い」を表し、Retailing は「小売」の意味で、これら二つを合成して事業展開の特徴を表している)。事業内容としては、「ユニクロ」ブランドのカジュアルウェアが主の事業として展開してきており、「ユニクロ」という店舗を昭和 59 年に出店して依頼、「ユニクロ」店舗の拡大を行い、店舗数は順調に拡大してきた。91 年 8 月期以降、売上成長力は 30~90%台という高い水準が 95 年 8 月期まで続いたが、96 年 8 月期 23.1%、97 年 8 月期 25.1%と落ち込み、98 年 8 月期には 10.8%までに低下した。加えて、98 年 8 月期には 97 年 10 月にスタートした新業態「ファミクロ」「スポクロ」の低稼働が表面化し、期中に 17 店舗を閉鎖した。この時期最も問題であったのは、既存店昨対売上が 7.5%減と大幅に落ち込んだことであり、これは、既存店の売上高減少に対応して商品を大量に投入し、既存店売上高の持ち直しをはかった結果、大量の在庫が発生し、その廃棄損により粗利率が大幅に減少したこと(97 年 8 月期)、前年の反省の

もとに商品投入量を抑えた結果、シーズンのピーク前に売れ筋商品が品切れをおこし機会ロスにより既存店売上高が落ち込んだこと(98年8月期)に起因している。

それまでのファーストリテイリングの強みは、①ローコストな海外調達方 SPA(製造小売)体制をいち早く確立し、②規格統一された標準型店舗をロードサイドに“先手必勝”で大量出店し、③徹底した本部主導型オペレーションとマニュアルによる店の“自動販売装置化”をはかり、④幅広いターゲット層を前提に小商圈でも成り立つ“カジュアル・コンビニエンス”という新しいスタイルを確立したことであった。こうしたシンプルな戦略が比較的長く通用したのは、国内に同社を脅かす強力な競合が存在しなかったからであるが、上記のような低迷の原因はこうした環境がファーストリテイリングの低迷の原因ともなったのである。つまり、“売り手優先の成功戦略”が次第にマーケットニーズとの乖離を生み、ファーストリテイリングを“迷走”させたと考えられる。しかしながら、ファーストリテイリングの迷走は短期間で終了し、99年8月期には、売上高 1111 億円(前年対比 33.6%増)、経常利益 142 億円(同 124.1%増)、既存店昨対売上が 18.9%、という伸びを示した。過去3年の“迷走状態”から脱しえたのは、以下のような「過去の成功体験からの脱却」があったためであり、柳井社長の意思決定と決断力の的確さ、早さ、強さがあったからであると言える。

(1) ドラスティックな経営陣の刷新

「(企業)規模が大きくなるほど、トップの真意を実際の企業行動にズレが生じてくる。それを是正するのも必要であり、各分野のエキスパートによる“経営者チーム”を再編した。各部門の責任を明確にすることで、トップ(社長)の正確な意思実現を図り、かつ各経営部門のパフォーマンスを厳正に評価するのが狙い」との意思により、思いきったトップマネジメントの入れ替えをはかり、企業体質の変革を行った。7人の取締役中、柳井社長と堀端専務を除く5人が総入れ替えとなり、取締役の平均年齢も 39.7 歳と大幅に若返った。

(2) 本部主導から店舗主導への転換

本部による店舗の完全コントロール一辺倒から「店舗はわが社の唯一のプロフィットセンター(利益中心)」という考えのもと、店頭重視の経営構造に転換した。具体的には、POSデータと98年7月から始めたSKU(絶対単品、Small Picking Unit)管理により店頭情報を吸い上げ、個店ごとにきめこまかいMD(マーチャンダイズ)を行うこと。組織の大幅変更を実施(98年7月)、全国を14ブロック・50エリアに分け、各ブロックに店舗経営リーダー(マネジメント業務)、各エリアにスーパーバイザー(オペレーション業務)を配置し、地域、個店の事情に根ざした運用を行うこと。一部店舗発注、および店舗業績連動型報酬制度のスタートである。

(3) 「売りさばき型」から「ニーズ対応、ニーズ創造型ビジネス」への転換

POSによる店頭情報把握システムの強化などもあり、需要予測と生産における計画精度が向上してきているため、ローコストであるが、長いリードタイムと大ロットを要する海外大量調達というハイリスクな従来の売りさばき型から、「週単位で需要予測と販売戦略を立

て、生産計画まで連動し修正することで顧客ニーズにキメ細かく対応する」という体制を 98 年 10 月からスタートさせており、商社経由の調達(素材調達から生産までを商社に行ってもらう)の比率が高めることや、生産委託契約工場を 140 箇所から 40 箇所に絞り込むことなどで効率のよいサプライチェーンの構築を目指している。加えて、上海や広州に現地事務所を設置し、工場に十分目が行き届き、品質管理や販売状況の伝達、納期の管理などがしやすいように改善を行った。また、マーケットニーズ対応型の生産・調達体制に改める一方でニーズ創造型の新しい形の単独大量販売に取り組んでおり、「プロダクトフォーカス」と称して、単品の全国紙 1 面広告やテレビ CM などの販促を含め強力に展開している。

(4) 郊外ロードサイドから都心、ショッピングセンター(SC)への出店

これまでファーストリテイリングは、コスト構造とオペレーション、立地、商圈戦略、出店スピードの観点から、郊外ロードサイドの 150 坪型フリースタANDING出店を出店基準としており、都心や SC への出店は行ってこなかったが、その姿勢を大きく変更してきている。98 年 11 月に東京・原宿に出店したことにより「ユニクロ」の認知度とイメージアップがはかられたことがきっかけになっている。

以上のような企業の経営構造・戦略の抜本的改革に加え、ファーストリテイリングでは、次のような新路線を打ち出してきている。

- ・企業・ブランドイメージ強化
- ・米国ワイデン&ケネディ社との契約
- ・一部役員、社員を対象にしたストックオプションの導入
- ・将来の e-リテールを見据えた通販事業のスタート

ファーストリテイリングでは、これらすべての方針、戦略を有機的に結び付け、会社レベルでの徹底を図るために「ABC改革」「サプライチェーンの再構築」「ニュープロトタイプの構築」というスローガンを掲げてその活動規範を明確化している。また、一連の改革を推進するために「ABC 推進会議」を設置し、リーダー(一般の部課長)以上の幹部など 70 人が月曜日の午前中に山口本社に集まり、「全社的なあらゆる問題に関して討議し、基準を決めて、全社で実行する」体制を整えている。午後からは、営業会議(SV や一部店長など営業部門を中心に 100 人が参加。店レベルの問題点を中心に討議)と合わせて、ファーストリテイリングの日常の意思決定を行っている。

・「ABC(All Better Change)改革」

本部主導型経営から店舗自立型経営への移行を目的とした全社的な意識・行動、仕組の変革活動。「それまでは『本部は考える人、店舗は実行する人』だったのを、『店舗を含む全部の現場で考えて実行する』というスタイルに変え、『作ったものをどう売るか』という売りさばき型だったのを、『売れるものをどうやって作るか』という顧客ニーズ対応のスタイルに文字通り“すべてを変えていく”という取り組み(柳井社長)」である。前者が、店舗が自発的に商売をし、それを本部がサポートするという「意識・行動改革」であり、これ

までの行き過ぎたマニュアル経営が現場を指示待ちした、という反省が動機となっている。この改革の中心は、人事・組織変更であり、それまで店長には売上責任がなかったが、98年7月から業績を店長の評価とした。また、実験を経て99年2月からSS(Super Star)店長」制度を本格的に導入し、十数人の実力店長を対象に、ボーナスに店舗営業利益目標の達成度を反映させる仕組みをとり入れた。さらに、会議体を増やしたり、社内教育の強化、スーパーバイザー(SV)を新たに設置し、エリアの数店舗を受け持ち、売り方などの指導、問題の発見と本部との共同解決などの行動様式転換を促している。後者では、顧客のニーズに合わせて商品を提供するために、企画、生産、物流、販売という仕組みを組み立てなおす「事業システム改革」としての「サプライチェーンの再構築」と顧客との接点である店舗の形態や商品、プロモーションをきめ細かくつくり変える「ニュープロトタイプ構築」の2つのことを進めている。

・「サプライチェーン再構築」

「販売と生産をイコールにすること」を目的とし、これまでのように作った商品を、売価変更などをして売りさばくのではなく、売れ筋を早期に発見し、売れる量だけ期中に素早く追加生産し、逆に売れない商品は在庫量を抑えることにより廃棄ロスの極小化を狙っている。このため、98年秋から商品アイテムを限定するなどの実験的取り組みを開始している。

・「ニュープロトタイプの構築」

新しい売り場作りや新仕器の導入など顧客が買いやすい売り場づくりを実験店舗や新店で進める一方で、プロモーションについてもそれまでとは違う方法を取り入れるなどの取り組みを実施している。

1.2 全社業績推移

(1) 業績の推移

特徴的なのは、34期(95年8月期)から38期(99年8月期)の5年間にわたり増収増益を続けていることである。売上高は、486億円から1,110億円へと約2.2倍、経常利益は、45億円から141億円へと約3.1倍、営業利益は、41億円から143億円へと躍進しており、非常によい業績をあげているといえる。

(2) 経営指標の推移

安定性を測るための指標としては、流動負債に対してどれだけの流動資産があるかを示す流動比率と自己資本率を用いることとした。ファーストリテイリングの、流動比率の推移は、174.4%(34期)→162.3%(35期)→136.3%(36期)→120.4%(37期)→178.9%(38期)となっている。34期から37期にかけて、流動比率が顕著に低下している。これは、既存店舗標準化および在庫の本部統括がうまく機能しなくなったことに起因し、36期に売上確保のため大量に商品投入を行ったことにより、大量の売れ残りが発生し、処分のための値引が多発し粗利益率が大幅に減少したこと、また、37期に商品投入を抑えたことにより粗

利益率は改善したが、売り逃しによる機会ロスが既存店に発生したことによっていると考えられる。しかし 38 期においては、37 期から実施している ABC (All Better Change) 活動の効果により 178.9%と大幅に流動比率を改善している。また、自己資本比率は、34 期から 36 期は概ね 56%であったのに対して、37 期 54.4%、38 期 45.7%と低下傾向にある。低下の理由は、100 億円の長期借入を行っているからであるが、この借入は柳井社長が「今後 3 年間で東京に 100 店舗以上のユニクロを大量出店する」との事業計画を明らかにしていることから、積極展開のための準備資金と考えられる。以上の 2 つの指標から、ファーストリテイリングの安定性は磐石と言えるものではないと考えられ、安定性確保のためには、ABC 活動の徹底による効率化と今後の新規出店の成功がかかせないものと考えられる。

収益性については、総資本利益率、売上総利益率(粗利率)、営業経費率、総資産利益率から分析する。総資本利益率は、13.6%(34 期)→12.3%(35 期)→13.2%(36 期)→13.2%(37 期)→19.3%(38 期)となっており、38 期に大きな改善が見られ、収益性が向上している。売上総利益率(粗利率)は、39.8%(34 期)→39.7%(35 期)→37.7%(36 期)→41.1%(37 期)→41.3%(38 期)となっている。36 期までは若干落ち込み傾向であったが、37 期、38 期と上昇傾向に戻しており、収益性の向上している。営業経費率は、31.2%(34 期)→32.3%(35 期)→30.7%(36 期)→33.9%(37 期)→28.7%(38 期)となっている。36 期に改善したかのように見えるが、36 期には多量の商品投入を行うことによる売上増を行っているため売上が増加したため数値的な改善が見られるものと考えられる。傾向としては、非効率になり始めていたところを 38 期で効率を改善したといえる。総資産利益率は、2.6(34 期)→2.9(35 期)→3.2(36 期)→3.2(37 期)→3.3(38 期)と増加傾向にあり、資産の有効活用効率の年々改善されていると考えられる。以上のことから、収益性は、36 期は減少するが、年々向上しており、また、資本、資産の効率も向上しているといえる。

成長性は、経常利益増加率(対前年比)、店舗数増加率で分析する。経常利益増加率は、0.8%(34→35 期)、20.5%(35→36 期)、14.6%(36→37 期)、124.1%(37→38 期)となっている。店舗数増加率は、30.1%(34→35 期)、20.5%(35→36 期)、21.7%(36→37 期)、9.5%(37→38 期)となっている。37 期までは、積極的な店舗展開により成長性を確保してきたが、37→38 期に店舗数増加率が下がっているのは 38 期に改革(ABC 改革など)を優先させたからであると考えられる。柳井社長は、「国内 3000 店舗構想」を発言し、39 期は 65 店、40 期以降は 100 店ペースの積極出店を予定している。しかしながら、今後の成長性を維持して行くためには、これまでの郊外型ロードサイド店に加えて、新たな業態またはこれまでとは違う店舗展開(都心や SC への出店)が必要であると考えられる。

生産性は、従業員一人当たりの売上高・利益、1 店舗当たりの売上高・利益で分析する。従業員一人当たりの売上高は、89.7 百万円(34 期)→96.4 百万円(35 期)→94.0 百万円(36 期)→87.5 百万円(37 期)→105.3 百万円(38 期)である。また、利益は、8.3 百万円(34 期)→7.3 百万円(35 期)→6.9 百万円(36 期)→6.7 百万円(37 期)→13.4 百万円(38 期)となっている。一店舗当たりの売上高は、276.7 百万円(34 期)→261.8 百万円(35 期)→271.8 百万

円(36期)→247.4百万円(37期)→301.9百万円(38期)となっている。また、利益は25.7百万円(34期)→20.0百万円(35期)→20.0百万円(36期)→18.8百万円(37期)→38.5百万円(38期)となっている。生産性については、従業員一人当たりと一店舗あたりの売上・利益とも34期から37期にかけて悪化の傾向であったが、38期に大幅に改善したといえる。

1.3 主要事業部門別業績推移

ファーストリテイリングは、「ユニクロ」という店名でカジュアルウェアを販売する小売業のみが主要な事業部門であり、現在多角化は行っていない。97年10月に、ファミリー向けの「ファミクロ」、スポーツカジュアルを狙った「スポクロ」を新業態としてスタートするが、98年8月には17店舗すべてを閉鎖している。

1.4 競合他社との業績比較

ファーストリテイリングは、カジュアルウェアを専門に扱うマーケットに属しているが、日本のアパレル業界においてカジュアルウェアを専門的に扱うところがないのが現状である。ファーストリテイリング 柳井社長は、「ライバル企業はGAPだと思っている」と言っており、業績比較としてGAPを取り上げる。GAPは、米国企業であり、その店舗展開をグローバルに行っており、現状国内での事業展開を行っているファーストリテイリングとは事業規模において比較にならないため、経営指標をもとに比較を行いたい。資料3にあるように、企業の安定性の点では、ファーストリテイリングがGAPに勝っているが、収益性、成長性においてはGAPが勝っている。収益性においては、ファーストリテイリングの売上原価率58.4%に対して、GAP49.4%となっており、ファーストリテイリングは原価削減やコストダウンの一層の努力が必要と思われる。また、資産の回転率においても一層の効率化が求められる。

2 業界分析

2.1 業界の構造と傾向

ファーストリテイリングは、「ユニクロ」という名前の郊外型店舗でカジュアルウェアを専門で販売する事業を主に行っているが、日本においては、こうした業態はこれまでに存在しなかった。これまでの日本におけるアパレル業界は、小売店への展示会型卸売ビジネスが中心であり、半年に一度展示会を開き、そこで受注した商品をシーズンに納入するやり方であった。しかし、そうしたやり方は、需要予測の精度が悪く、売れ残る率が高かった。アパレル商材の場合、一旦売れ残ると、流行があるために在庫の価値はないも同然となるため、小売店側からは納入後の値引、返品、交換を当然とする商慣習が存在し、アパレルメーカーはその分のリスクを見こんだ価格設定をおこなっているため、業界平均40~50%という粗利率となっている。一方、新たな動きとして、SPAと呼ばれる新たな業態が出現し、多くのアパレルメーカー、アパレル小売がこのSPAを目指している。SPAは、Specialty Retailer Store of Private Label Apparel の略であり、自社のリスクで商品企画を行い、

生産し、直営店で販売することを意味しており、本部の一括仕入、買取が前提となる。日本においては、大手アパレルメーカーが展開しており、実績を上げてきている。例えば、ワールドは、98年度の売上で、従来の卸型ビジネスとSPA型ビジネスの比率が逆転した(SPA：約800億円、卸：約700億円)。ファーストリテイリングは、こうしたSPA業態を採用している会社であり、このSPAを中心にして以下をのべることにする。

(1) 需要要因

最近数年(95～98年)の家庭の消費に対する衣料品の割合は、概ね35%前後を大きく変わっていないが、98年は、平成不況の深刻化、個人消費低迷などを背景に衣料の消費動向は、生活防衛的なマインドが強く、家計の衣料支出が萎縮した状態で推移している。そのような経済状態にあつて、カジュアル系を中心にした低価格化傾向が見られている。また、一方では、有名ブランド品などの高額商品が売れているという状態が存在し、消費の二極化が進んでいると考えられる。ブランドの持つ意味にも二つの側面があるものと思われ、一つはいわゆる「カッコいい」という側面であり、もう一つは「このブランドであれば知っているから安心(品質は問題ない)」という安心感の側面であると考えられ、ユニクロの場合は後者であると考えられる。また、消費者のニーズが多様化してきており、「店に並べるまで、なに(どれ)が売れるかわからないという」というのもこの業界の特徴もあり、商品が短命化してきていることも特徴としてあげられる。

(2) 供給要因

厳しい経済環境とニーズの多様化の中、供給者側として求められるのは、

(a)ロス(在庫ロス・廃棄ロス)をださないこと

(b)市場(消費者)からの情報にすばやく反応し行動できること

である。現在、アパレル業界では、従来の卸型業態からSPA型業態へ大手を中心に変革が進んでいる。SPA業態では、自社のリスクで商品企画を行い、直営店で販売することを基本しているため、店舗を起点として消費者情報を入手することができ、その情報をもとに店頭から企画・生産までの商品コントロールを効率的に行うことができる。具体的には、QR(Quick Response)と呼ばれており、店頭での販売実績をもとにして売れるものを売れる分だけ作って売るところへ置く、ということが行われおり、サプライチェーンマネジメントが行われている。また、店頭の売れ筋情報を適格に把握することにより、仮説検証のプロセスが短い期間で回せるようになり、「なに(どれ)が売れるかわからない」なりに、まず出してみても反応がよければ追加で供給するということができるようになってきている。追加商品の供給リードタイムは、1～2週間で供給できるようになっている。MD(マーチャンダイズ)のサイクルが毎週末である小売店舗では、前週末の結果を把握してから次ぎ(または、次々)の週末までに商品の補充ができることは重要な要素になる。しかしながら、店頭情報をもとに追加生産を行う際に、生地のリードタイムのみが1～2週間のサイクルにあわず、2～3ヶ月要する。したがって、生地の手配はアパレルメーカーのリスクとなるのである。ただ、最近、商社と連携し情報を共有することで、生地の手配から生産までを一括して商社に任せ、リスクを軽減するアパレルも出現している。

(3) 競争要因

日本におけるカジュアルウェア市場は、ファーストリテイリング(ユニクロ)がマーケットでの老舗であり、1995年9月にSPAの代表例である米GAPが日本市場に参入してきた形となっている。同じカジュアルウェア市場にいる両者であるが、ファーストリテイリングとGAPとは同じSPAであるが、基本的戦略に差がある。ファーストリテイリングは、「ユニクロ」ブランドで高品質なベーシックカジュアルを市場最低価格で継続的に供給する戦略であり、GAPは、「GAP」「GAP Kids」「Banana Republic」「Old Navy」のブランドを持ち、アメリカン・カジュアルのライフスタイルを売るグローバル・ブランドビジネスである。そのため、現在のところ価格帯と顧客が異なり、直接の競合に至っていない状態である。しかしながら、GAPは日本市場と英国市場をフォーカスすることを発表しており、特にGAPの低価格ブランドである「Old Navy」と「ユニクロ」の競合が考えられる。

(4) 技術要因

アパレルにおける技術要因は、素材、デザイン(企画力)、縫製技術があげられる。しかしながら、素材はアパレルメーカーが開発生産するものではなく、各社共通であるために差別化できない。縫製技術では、アパレルメーカーでは外部の縫製工場へ委託していたり、生産そのものをアウトソースしてきており、自社の技術として有していないが、縫製技術は品質を左右するため重要となり、また、その素材ごとに縫製技術が違い得意な素材は工場ごとにちがうため、どれだけ優秀な技術を持った縫製工場と連携できるかが鍵となっている。デザイン(企画力)において、ファーストリテイリングは、1994年にニューヨークにデザイン会社を設立したり(1998年閉鎖)、1998年に開発体制充実のために大阪・東京の事務所の統合を行っている。しかしながら、商品のデザインを真似するということが横行しているアパレル業界にあっては、デザインでの差別化は商品投入初期段階に限られると思われる。総じて、この業界では、縫製技術以外の技術要因の果たす役割は低いと考えられる。情報技術の観点では、SPAを支えるための情報システムの整備が大きく関わってくると考えられる。SPAの店頭を起点とした情報の流れを如何に社内に構築するか、また、その情報をもとに如何に需要を分析することができるかは重要なファクターであると考えられる。また、インターネット技術を活用したビジネスモデルの確立やElectronic Commerce(EC)においては、この情報技術を使いこなした企業が優位を握るものと考えられる。

(5) 外部要因

特に規制が働く業界ではないと考えるが、大店法の改正があり、出店にあたっての規制が緩和されたことは、外資系の参入などの機会が増え影響があるものと考えられる。また、消費は景気に大きく影響されるため、消費税の値上りや減税などの政策に影響されることが考えられる。

2.2 競争優位源泉

(1)ブランドの確立

アパレルの業界においては、ただ安ければ売れることはなく、顧客の好みに合っていないとあればどんなに安くても買わないのである。また、品質に対しての信頼感がなければ、やはり買うことはしない。また、有名ブランド品に代表されるように高価であっても「かっこいい」という理由で買う人がいるのも事実である。つまり、この業界においては、価格－品質－好み(かっこよさ)のバランスの上に需要が成り立っているものと考えられる。また、ブランドは、このバランスの上に構築されるものであり、一旦構築されるとなかなか崩れないものであると思われ、如何にしてブランドを築くかは競争優位源泉を獲得する上で非常に重要である。ファーストリテイリングは、「ユニクロ」というブランドをカジュアルウェア市場における、市場最低価格であるが品質の良いお得な商品として認知させることに成功したと考えられる。したがって、「ユニクロ」ブランドを支えている市場最低価格と品質の両要素を維持するためのしくみがファーストリテイリングにとって最も重要な競争優位源泉であると考えられる。そのしくみの一つとしては、ユニクロの採用している SPA 業態のしくみであり、それを支えている店舗を起点とした情報の流れ、情報システムが競争優位源泉であると考えられる。

(2)サプライチェーンの確立

アパレル業界において、MD サイクルの中心は週末であり、前週末の売上状況を確認し、売れ筋を把握し、次ぎの週末までに商品補充ができるかが、機会ロスを経小化する上で重要になる。そのためには、売上を適格・迅速に把握し分析するしくみと商品を短納期で調達するためのしくみが必要となる。加えて、売れ残りが発生しない需要予測も合わせて重要である。また、アパレルの場合には、扱う商材が季節物、流行のあるものという特徴があり、売れ残った商品(消極在庫)の価値はシーズンオフになると引き取り手がなくなり、その価値は二束三文となる。そのため、前述のような廃棄ロスのでないような商品の発注の仕方が重要になると同時に、売り残った商品を如何に価値があるうちにお金に換えるかのしくみが必要となってくる。具体的には、売れていない店から売れている店に商品を移す(店間移動)や価格を下げる(売価変更)などが行われるが、こうしたことに迅速に対応できるしくみが整えられていることが重要となる。

3 事業戦略分析

3.1 事業定義

ファーストリテイリングは、これまでの消費者は流行や小手先のデザインというよりも日常快適に過ごせる、老若男女、誰でも着られる、しっかりしたベーシックな普段着こそ望まれているのではないかと考え、ブランド品の高い服でなくても、安くても良い服を作ること会社設立の原点においている。そのため、企業のビジョン・ミッションを「いつでも、どこでも、誰でも着られるファッション性のある高品質のベーシックカジュアル(ウェア)を市場最低価格で継続的に供給すること(ファーストリテイリング 柳井社長)」として

おり、このビジョン・ミッションを達成するためにビジネスプロセスを改善し、結果として売上および収益の高い成長を目指し、世界的なカジュアル企業になることを目標としている。また、5年後に、年商3000億円を計画しており、それを達成した段階で海外市場に進出することを構想している。その目標を達成するために、ローコスト経営に徹し、“最短最安”を実現するためのビジネスプロセスを構築し、改善していくことがファーストリテイリングに最も必要な能力といえ、現在実施している「ABC改革」や「サプライチェーンの再構築」、「ニュープロトタイプの構築」の取り組みは現在のファーストリテイリングにとって的を射たものであると判断できる。

3.2 企業ビジョン

ファーストリテイリングには、「23ヶ条の経営理念」が存在する。これは、柳井社長が、会社経営をするにあたってまとめたものであり、つぶれずに急成長と高収益を維持、継続していくためには、能力とやる気が発揮できる会社でなければならず、そのためには誰が考えても良い会社であることが必要であり、良い会社とは「良い心構えを持った会社」であるとの信念に基づくものである。この「23ヶ条の経営理念」は従業員への行動規範となるべき、基本的なファーストリテイリングの従業員としての価値観を表しているものである。その価値観の上に、企業としてのビジョン・ミッションを「いつでも、どこでも、誰でも着られるファッション性のある高品質のベーシックカジュアル(ウェア)を市場最低価格で継続的に供給すること(ファーストリテイリング 柳井社長)」と定義している。また、「グローバルネットワークの構築」「ユニクロビジネス原則」「ローコスト経営」「商品政策」が定義され、公開されておりその目指すところが明確である。

3.3 戦略資産

(1)「ユニクロ」のブランド

創業当初からこのブランドが戦略資産であった訳ではないが、店頭のアアイテム数を絞り込むことにより、価格ラインを絞り込み、「安い」という印象を強く与えながら、94年に導入された返品制度(3ヶ月以内であれば理由の如何に関わらず引き取る制度)からのクレームを元に、商品や仕組の改善を行う活動を通じて「ユニクロ」の品質面でのイメージが醸成され、ユニクロ＝品質のよい低価格カジュアルウェアと認知され始めることになった。また、上述のようなインフラを整えながら。販促宣伝活動を強化し、ブランドの認知度を高める活動を行い、98年11月には、原宿店出店と同時にプレスルーム*を開設し、雑誌などのメディアへの掲載も増やしていったことにより、ブランドの認知度を高めたことにより「ユニクロ」ブランドが浸透していき、ユニクロ＝品質のよい安いカジュアルというブランドイメージが確立されたのである。このブランドイメージは、ファーストリテイリングにとって大きな戦略資産であり、ブランドイメージの強化を今後一層強めていくために米国の広告代理店ワイデン&ケネディ社との契約を締結している。

*アパレルでのプレスルームは記者会見場のことなく、商品展示場に近い機能である。マスコミへの情報提供や雑誌取材への商材の貸し出しを行っており、宣伝活動の延長であ

る。

(2) パートナースhipに基づく SPA 型のビジネスプロセス

ファーストリテイリングは、顧客要望に応えるために企画と販売は自社責任で行っている。そうすることによって、消費者の情報を迅速に吸上げ、企画や商品コントロールに反映することができるからであり、こうした重要な部分については自社で力を徹底的に強めている。その一方で、生産や物流などの自社にとってのコア・コンピタンスでない分野については積極的に外部を利用しており、社内で水平分業と呼んでいる。

アパレルにおけるビジネスプロセスは、一般に、「商品企画→資材調達→生産→物流→販売」となるが、多くの SPA 型アパレルでそうであるように、ファーストリテイリングにおいては、自社内に自社の強みである商品企画、販売の機能のみを置き、他の資材調達、生産、物流をパートナーにアウトソースをしている。このパートナーは、ファーストリテイリングのビジネスプロセスに組み込まれ、ファーストリテイリングからは通常の条件を越えた納期や品質などについて厳しい条件提示がされるが、大量一括買取や POS 情報の提供などを行っており、Win-Win の関係を確立しており、お互いに効率的なビジネスモデルの構築を目指している。

(3) SPA 型ビジネスを支える情報システム

SPA 型においては、売れ筋を把握することによって、「売れるものを売れるところに売れるだけ」供給することにより、在庫を少なく、機会ロスを極小化するためのビジネスモデルであり、売れ筋を適格に把握し、分析することが大変重要となる。そのためには、店頭 POS の情報を適格・迅速に捉えられる情報システムの存在が欠かせないものであり、ファーストリテイリングは、店頭情報をきちんと管理することにより、自社の SPA ビジネスモデルを実行しており、この実行を可能とする情報システムはファーストリテイリングの戦略資産であると考えられる。

(4) 社内改革力(柳井社長のリーダーシップ)

「経営陣の大幅な刷新」や「ABC 改革」など悪いと思ったらすぐ改革を実行できる柳井社長のリーダーシップは大きな力であると考えられる。

3.4 多角化

ファーストリテイリングは、97 年 10 月に新業態の「ファミクロ」「スポクロ」に進出しているが、98 年 8 月期には、17 店舗すべて撤退してしまっている。新業態は撤退しているが、「ユニクロ」ブランドが新たな転換期を迎えていると考えられる。柳井社長は、今後のブランドの多角化については考えていないと明言しており、ブランドとしては「ユニクロ」一本となると思われ、このブランド戦略は、これまでファーストリテイリングが「ユニクロ」を育ててきて、認知されてきた現状を考えると納得できる戦略である。しかしながら、出店戦略には変化しており、これまでファーストリテイリングは「ユニクロ」の出店を郊外ロードサイドが基本として出店してきたいたものが、都心部や SC への出店、百

貨店への出店も視野に入るようになってきている。これは、ブランドつまり商品自体の多角化を図るのではなく、売り方の多角化を図っているものと考えられる。郊外ロードサイドの店舗と都心の原宿店での客層は違うわけであり、当然品揃えも違ってくるが、商品そのものは変えずに、店舗を構成する商品比率を変えることによってそれぞれの顧客に対して、アピールを変えることを狙っている。この店舗形態の多角化は、商品自体は他店と同じ商品であるため、ものを作るというプロセス自体を変える必要がないことがもっとも大きなメリットであると考えられ、多角化に伴う設備への投資やプロセス構築のための投資を回避できるものと考えられる。もちろん、店舗形態が違い、家賃や坪効率が違ってくるため単一の店舗管理形態では管理できなくなると考えられるため、それぞれの店舗形態に応じた管理のしくみを構築する必要がある。ファーストリテイリングでは、当分の間は浸透し始めた「ユニクロ」の単一ブランドで店舗の多角化を図っていこうとする現在の戦略が最適であると考えられる。しかしながら、将来の日本国内での事業拡大を考えた際には、「ユニクロ」の単一ブランドには限界があると考えられるが、柳井社長は、売上 3000 億円を越えた時に海外への展開をしたいとの意向を表明している。ブランドを拡大する戦略ではなく、市場を拡大する方針であると考ええる。海外戦略においては、進出する国によっては新たにサプライチェーンを築かなくてはならない場合が考えられ、そうした場合、ファーストリテイリングの強みが発揮できるかどうかを慎重に見極める必要があるであろう。

4 今後の課題

4.1 人材教育

ファーストリテイリングでは、現在でも人材の教育には力を注いでいるが、今後ますます人材が重要になってくるものと考ええる。今後、「ユニクロ」が店舗として、進化するにつれて店舗の存在する地域のニーズにあった品揃えやサービスがますます必要になってくることが考えられ、店舗の独立性が強くなってくると考えられる。その際には、店長やスタッフのその地域におけるマーケティング能力や店舗運営の能力が強く求められることになるため、人材の育成は今後のファーストリテイリングの重要な鍵になるものと考ええる。

4.2 新市場の開拓

ファーストリテイリングは、カジュアルウェアを「ユニクロ」という店で売る事業にこれまで、ほぼ専念してきており、今後も当分の間はその路線を継続するようである。新たな店舗形態(都心型や SC への出店)を始めているが、今後継続的に成長していくためには、新たなマーケットの開拓が必要となってくる。3000 億円に達した時に海外展開と柳井社長は発言しているが、海外を含めた成長先を見つけることが重要であると考ええる。

4.3 常にフィードバックが利く組織の維持

現在のファーストリテイリングは、36 期、37 期の“迷走“から自力で短期間に脱したようなフィードバック機能を持っている。今後、成長し企業として大きくなっていく過程においてこのフィードバック能力を維持していくことが重要であると考ええる。

強い企業の条件として、企業のやりたいことが明確になっていて、そのことに集中していることが条件と考えているが、ファーストリテイリングは、明確にその条件に当てはまっているのではないかと考える。柳井社長の強い意思のもと、カジュアルウェアに専念し、そのカジュアルウェアを中心に事業のモデルを組立て実行している。その背後には、企業としての理念が明確に打ち出されている。非常に感心するのは、業績悪化の傾向が出始めた際に、大なたを振るって改革を実行したことであり、役員改革などはユニクロ出店当時の仲間もいたことが想像できるが、血を流して断行したことである。この強い経営に対する意思や改革のできる風土がファーストリテイリングにある限り、今後もファーストリテイリングは成長を続けるのではないかと期待している。

以上

付属資料 6：企業戦略分析

(出所：橋本 敏行 「経営戦略応用研究 期末レポート ファーストリテイリング」 2006年11月20日)

株式会社ファーストリテイリング(2006)

1 当該企業の事業内容

1.1 事業内容

沿 革

- 1949年3月 山口県宇部市で「メンズショップ小郡商事」を個人営業にて創業
- 1963年5月 個人営業を引き継ぎ、資本金600万円にて小郡商事(株)を設立
- 1984年6月 ユニクロ第1号店(ユニクロ袋町店、1991年閉店)を広島市に出店
- 1985年6月 ユニクロ初のロードサイド店(ユニクロ山の田店、1991年閉店)を下関市に出店、その後のユニクロ店舗の原型となる
- 1991年9月 社名を小郡商事株式会社から株式会社ファーストリテイリングに変更
- 1994年7月 広島証券取引所に株式を上場
- 1997年4月 東京証券取引所市場第二部に株式を上場
- 1998年10月 フリース1,900円のキャンペーンにより、話題を呼ぶ
- 1998年11月 首都圏初の都市型店舗、ユニクロ原宿店(東京都渋谷区)を出店
- 1999年2月 東京証券取引所市場第一部銘柄に指定
- 1999年4月 生産管理効果を図るため、中国に上海事務所を開設
- 2000年4月 マーチャンダイジング及びマーケティング機能の強化を図るため、東京本(東京都渋谷区)を開設
- 2000年10月 新たな販売チャンネル開拓とお客様の利便性を高めるため、インターネット通信販売を開始
- 2001年9月 ユニクロ海外進出の第一歩として、英国ロンドン市に4店舗を出店
- 2002年4月 50人を超えるデザイナーとパタンナーを有する独立した組織として、ユニクロデザイン研究室を開設
- 2002年9月 中国上海市にユニクロ2店舗を出店し、中国における営業を開始
- 2002年11月 「SKIP(スキップ)」というブランド名で食品事業を開始(2004年4月撤退)
- 2004年1月 キャリアアパレルブランド「Theory(セオリー)」を展開する(株)リンク・インターナショナル(現(株)リンク・セオリー・ホールディングス)へ出資
- 2004年2月 レディースアパレル「national standard(ナショナルスタンダード)」を展開する(株)ナショナルスタンダードを子会社化
- 2004年12月 R&D強化を目的とし、米国ニューヨーク州にデザイン子会社UNIQLO Design Studio, New York, Inc.を設立
- 2005年3月 靴小売チェーンを展開する(株)ワンゾーン(店舗名「フットパーク」等)を子会社化

2005年5月 欧州中心に「COMPTOIR DES COTONNIERS (コントワー・デ・コトニエ)」ブランドを展開するネルソン フィナンス社を子会社化

2005年9月 コントワー・デ・コトニエ ジャパン(株)を設立

2005年9月 伊国「ASPESI (アスペジ)」ブランドの日本での販売子会社である、アスペジ・ジャパン(株)を子会社化

2005年9月 韓国ソウルに韓国初の店舗を出店

2005年9月 米国ニュージャージー州に米国初の店舗を出店

2005年9月 香港・尖沙咀(チムサアチュイ)に香港初の店舗を出店

2005年11月 ユニクロ事業の再強化、新規事業の拡大を目的とし、持株会社体制へ移行

2006年8月 株式会社キャビンを子会社化

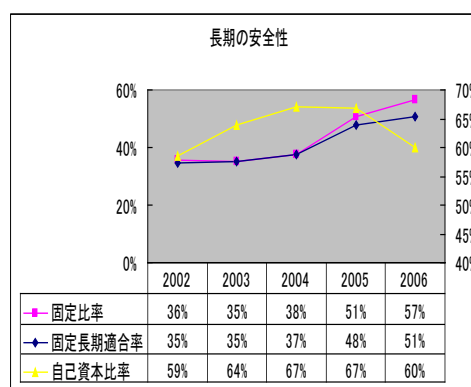
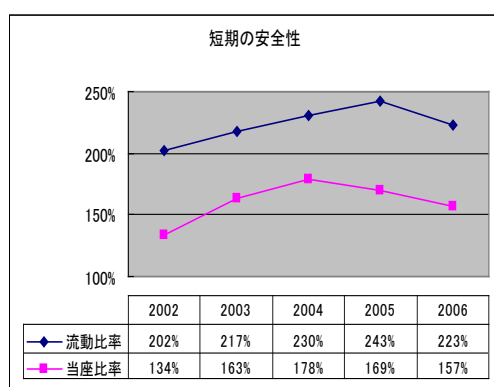
2006年8月 (株)ナショナルスタンダードの清算終了

1.2 全社業績推移

1.2.1 過去5カ年間の業績推移を財務諸表分析

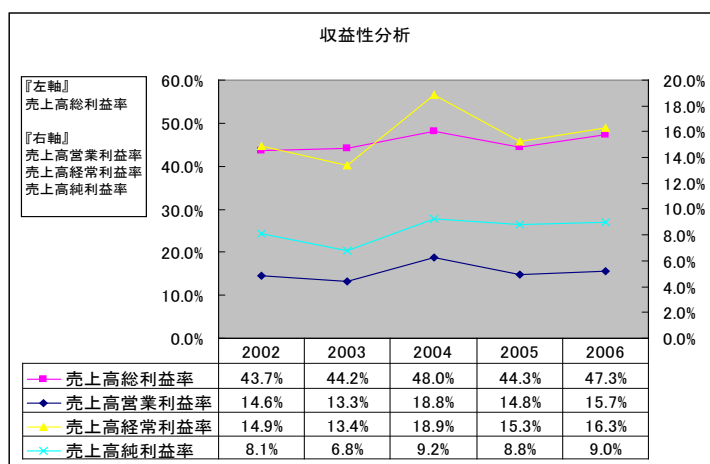
(1) 安全性

- ✓ 短期及び長期安全性は共に良好な財務体質を保持している
- ✓ ただし、昨今のM&A等の積極的な事業拡大策によって、棚卸資産や固定資産は増加傾向にある
- ✓ 一方、2006年8月期の期末有利子負債残高は227億円と極めて少額なため、今後の事業拡大に伴う現預金支出に対する借入余力は十分に保持。
- ✓ よって、今後の事業拡大により急速な財務体質悪化にはつながりにくい



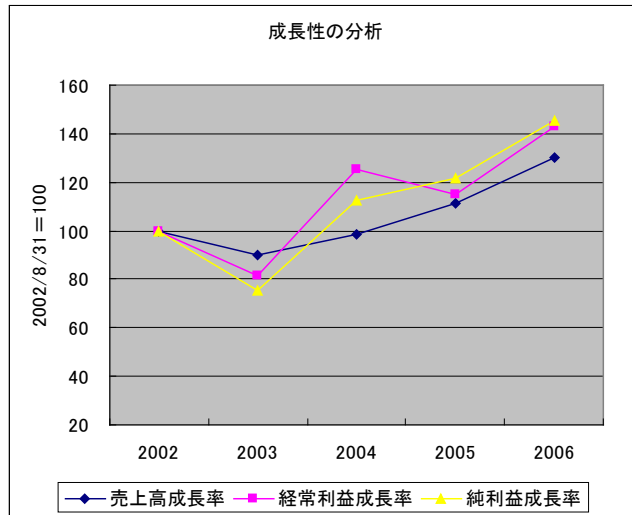
(2) 収益性

- ✓ 収益性は、相対的に高い数値を維持しているが、2005 年よりデザイン性を重視した製品ラインナップを拡大したことで粗利益率は低下。また、M&A等の積極的な事業拡大へと転換したことで、人件費等の営業費用が増加し収益性は減少に転じた。
- ✓ ただし、2006 年は、本業の国内ユニクロ事業の業況が好調であったため収益性は上昇に転じた。
- ✓ なお、海外ユニクロ事業およびM&Aによって連結対象となった子会社の収益性改善は、フランスの一部事業を除き、概ね苦戦を強いられている。
- ✓ 同社の収益構造が国内ユニクロ事業に大きく隔たっている「一極集中構造」となっており、同社の経営課題の一つとなっている。



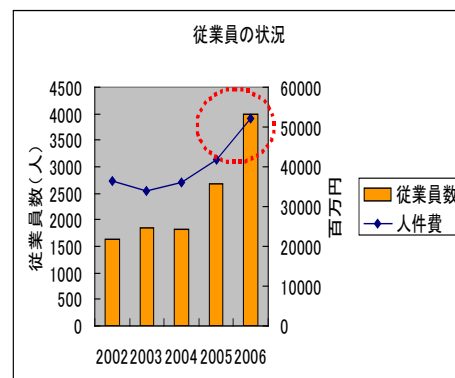
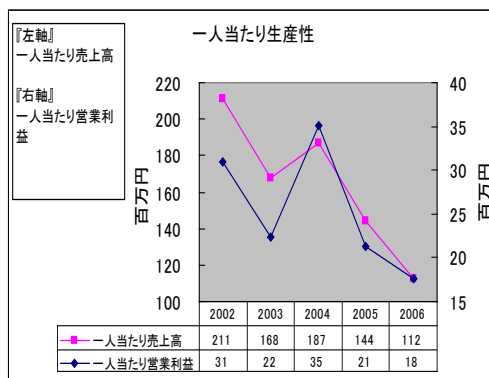
(3) 成長性

- ✓ 2002 年のユニクロブーム終焉による大幅な成長鈍化以降、数々の事業拡大策により、売上高は着実に成長
- ✓ 直近は、M&Aを効果的に活用することで、とくに売上面、すなわち増収効果を享受してきた
- ✓ 一方、利益成長は、国内ユニクロ事業の店舗網を増加させることで規模の経済性を追及すること、あるいは、原価低減や販管費低減等の地道なコスト削減によって実現してきた。



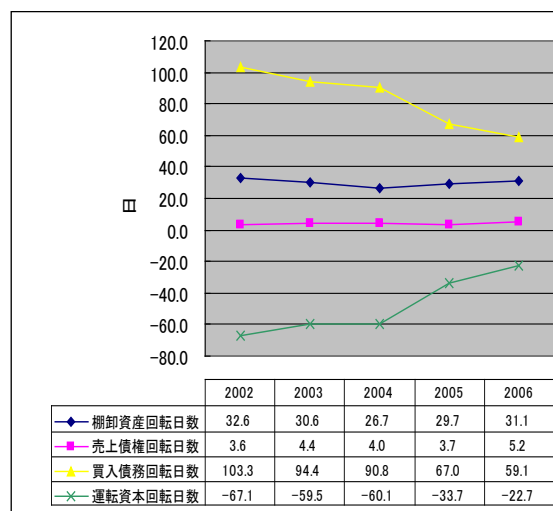
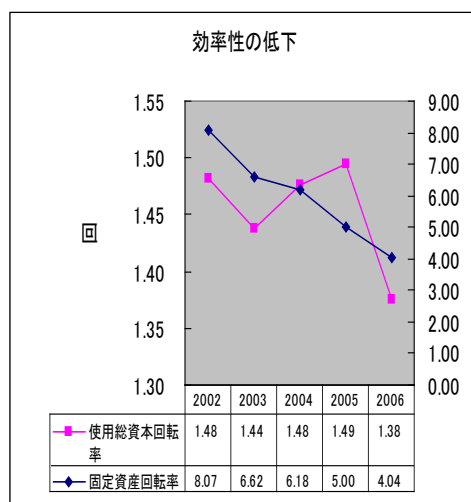
(4) 生産性

- ✓ 急速な事業拡大により、従業員数は増加の一途を辿っている。
- ✓ この影響により、一人当たり売上高および一人当たり営業利益は、ともに大幅な落ち込みを見せている。



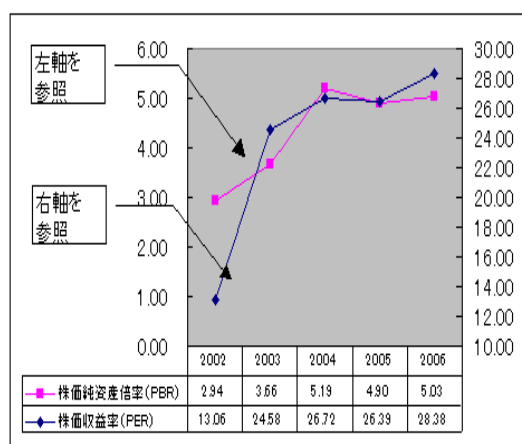
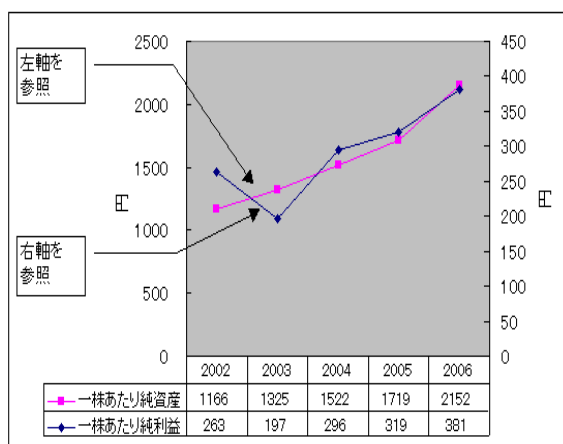
(5) 効率性

- ✓ 使用総資本回転率は、新店舗の積極出店により来店客数を増やし売上を増加させてきたことで、ほぼ一定水準（年間 1.4 ～1.5 回転）に保たれている。
- ✓ 固定資産回転率は、過去 5 年間継続的に出店数を増加させたため、固定資産（主に建設補償金および敷金礼金）が増加し年々低下傾向にある。とくに 2005 から 2006 年にかけては前述示したとおり、買収によるのれん代の発生により回転率低下は顕著になっている。
- ✓ 一般的な商慣習は、売掛商売のため、現金入金までの期間を借入で賄う必要がある。しかし、同社のような小売商売は、販売後に即現金回収が可能のため、現金流入の方が、現金流出のタイミングよりも早い。その結果、必然的に現金が備蓄されるビジネスモデルとなっている。



(6) その他

- ✓ 一株当たり指標は、2002 年の株式分割を考慮に入れた場合、概ね各指標とも上昇傾向にあり良好に推移している
- ✓ 株価指標は、同社の事業戦略が投資家に評価された結果、上昇基調にある



1.2.2 過去5カ年間業績推移の企業価値分析

(1) WACC の推定

a. 負債コストの推定(bloombergおよび有価証券報告書より)

	負債コスト
有利子負債のコスト	
直近の10年物国債金利	1.90% bloombergより
スプレッド(格付A-)	0.55% bloombergより
合計	2.45%
退職給付引当金のコスト	0.00% 有価証券報告書より

b. 株主資本コストの推定(bloombelgより)

	借入ありベータ(β_L)	有利子負債比率 (時価ベース)	借入なしベータ(β_u)
ファーストリテイリング	0.94	1.7%	0.02

(固有の β 値を採用したケース) $\beta_e = \text{固有の}\beta_u / \text{固有の負債比率}$	0.94
--	------

c. 株主資本コスト

β_e	0.94	業界平均 β を採用(*)
リスクフリーレート	1.90%	直近の10年物国債
マーケットリスクプレミアム	5.00%	企業価値評価より
株主資本コスト	6.60%	

d. WACCの推定

	割合	利子率	税率	税引き後利子率	加重利子率
短期借入金+長期有利子負債	4.34%	2.45%	40.00%	1.47%	0.06%
退職給付引当金	0.10%	0.00%	40.00%	0.00%	0.00%
資本	95.57%	6.60%	-	6.60%	6.31%
加重平均資本コスト(WACC)					6.37%

(2) 経済付加価値（EVA）および市場付加価値（MVA）

	2002/8/31	2003/8/31	2004/8/31	2005/8/31	2006/8/31
1. WACCの推定					
①株式期待収益率(k)	7.38%	8.50%	7.01%	5.85%	6.60%
a. リスクフリーレート(10年物国債期末利子率)	1.33%	1.45%	0.71%	1.40%	1.90%
b. マーケットリスクプレミアム(企業価値評価より)	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
c. 株式ベータ(103週)	1.21	1.41	1.26	0.89	0.94
② 税引き後負債利子率(i)	1.93%	1.66%	1.66%	1.66%	2.38%
a. 支払利息	406	332	169	344	853
b. 有利子負債総額	5,809	0	51	6,185	19,584
c. 実効税率	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%
③ 負債比率(時価ベース)	1.6%	0.0%	0.0%	0.7%	1.7%
WACC=i×負債比率+k×(1-負債比率)	7.29%	8.50%	7.01%	5.82%	6.53%
2. EVAの算出(百万円)					
① NOPAT	30,251	24,785	38,372	34,015	42,214
② 投下資本	129,440	140,504	161,485	188,734	248,247
③ 投下資本×WACC	9,442	11,943	11,318	10,977	16,209
EVA=NOPAT-(投下資本×WACC)	20,809	12,842	27,054	23,038	26,005
スプレッド=ROIC-WACC	16.1%	9.1%	16.8%	12.2%	10.5%
MVA=EVA/WACC+投下資本	414,715	291,586	547,499	584,830	646,536

(3) 投下資本収益率（ROIC）

a. 投下資本の算定	(単位: 百万円)				
	2002/8/31	2003/8/31	2004/8/31	2005/8/31	2006/8/31
資本合計	123,631	140,504	161,434	182,349	228,226
短期借入金	1,809	0	0	0	0
1年内長期借入金	0	0	19	1,240	0
長期借入金・社債	4,000	0	32	4,945	19,584
退職給付引当金	0	0	0	200	437
投下資本合計	129,440	140,504	161,485	188,734	248,247
b. NOPLATの算出	(単位: 百万円)				
	2002/8/31	2003/8/31	2004/8/31	2005/8/31	2006/8/31
EBITA=営業利益	50,418	41,308	63,954	56,692	70,356
実行税率	40%	40%	40%	40%	40%
NOPAT	30,251	24,785	38,372	34,015	42,214
c. 投下資本利益率	(単位: 百万円)				
	2002/8/31	2003/8/31	2004/8/31	2005/8/31	2006/8/31
投下資本	129,440	140,504	161,485	188,734	248,247
NOPAT	30,251	24,785	38,372	34,015	42,214
投下資本利益率(ROIC)	23.4%	17.6%	23.8%	18.0%	17.0%

(4) フリーキャッシュフロー価値

	(単位: 百万円)						
	2006/8期	2007/8期	2008/3期	2009/3期	2010/3期	2011/3期	2012以降
売上高	448,819	482,032	517,702	556,012	597,157	641,346	
売上原価	236,401	261,457	283,837	304,841	327,399	351,627	
販管費	142,062	152,575	163,865	175,991	189,014	203,002	
営業利益	70,356	68,000	70,000	75,180	80,743	86,718	
法人税	40%	40%	40%	40%	40%	40%	
NOPAT	42,214	40,800	42,000	45,108	48,446	52,031	
減価償却費	5,364	5,761	6,187	6,645	7,137	7,665	
有形固定資産	29,892	32,104	34,480	37,031	39,772	42,715	
設備投資額		7,973	8,563	9,197	9,877	10,608	
運転資本	-377	-404	-434	-467	-501	-538	
運転資本増減額		-28	-30	-32	-35	-37	
FCF		38,616	39,654	42,589	45,740	49,125	
FCFの割引現在価値		36,303	35,046	35,385	35,727	36,073	
永続価値(1%成長)							571,851
永続価値(0.5%成長)							569,020
永続価値(0%成長)							566,189

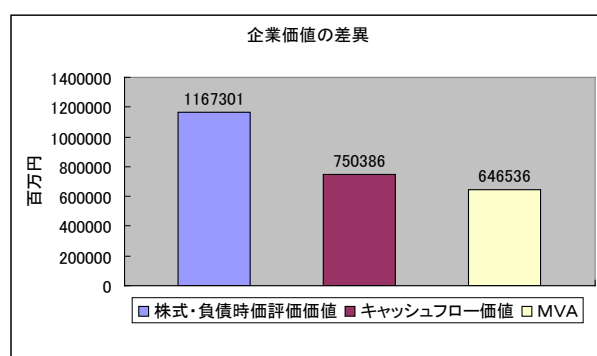
企業価値(1%成長の場合)	750,386
企業価値(0.5%成長の場合)	747,555
企業価値(0%成長の場合)	744,724

■ 前提条件

	2007/8期	2008/3期	2009/3期	2010/3期	2011/3期	2012以降
売上高成長率	107.4%	107.4%	107.4%	107.4%	107.4%	
売上原価率	54.2%	54.8%	54.8%	54.8%	54.8%	
販管費率	31.7%	31.7%	31.7%	31.7%	31.7%	
法人税率	40%	40%	40%	40%	40%	
減価償却費率	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	
固定資産率	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%	
運転資本率	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	
割引係数	94.0%	88.4%	83.1%	78.1%	73.4%	
継続成長率						1.0%
						0.5%
						0.0%
WACC						6.37%

- ・ 売上高は、過去5年間の成長率平均
- ・ 売上原価率および販管費率は、2006年の実績を参考に算出
- ・ その他、減価償却比率・固定資産比率・運転資本率も上記同様、2006年の実績を参考に算出。

(5) 総括



以上のように、企業価値指標を計算した結果、MVAは、投下資産が増加傾向にある影響で最も低い数値となった。株式・負債時価評価価値は、約1.2兆円、またキャッシュフロー価値は、約7,500億円と約4,200億円もの開きがあることが確認できた。これはマーケットが同社の売上高成長率を概ね年率15%で織り込んでいる計算となる。同社は、中期経営計画で2010年までに売上高1兆円を目標に、積極的な事業拡大策を展開すると表明している。仮にこの目標を達成しようとした場合、年率23%もの売上高成長をしなければならない。さすがに、この成長率にはマーケットは懐疑的なのであろう。以上のような、多岐にわたる財務分析の結果、下記のような経営課題が導き出されてきた。

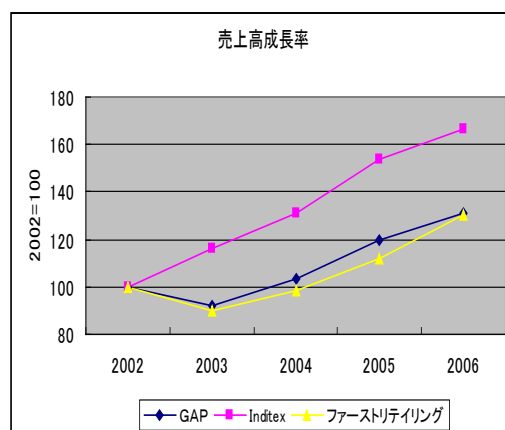
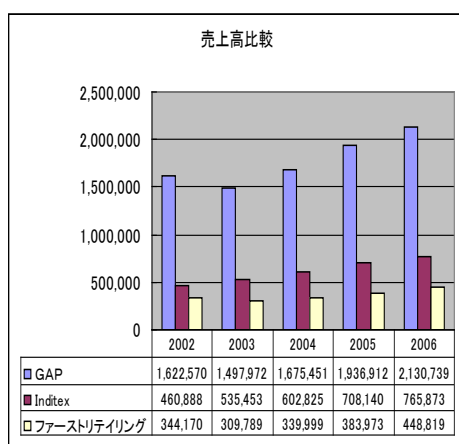
- ✓ 事業拡大策に伴って増加した「売上原価」および「販管費」のコントロールをどのように行っていくか。
- ✓ 資産増加に似合う付加価値をどのように生み出していくか。
- ✓ 豊富な現金をどのように有効活用するか。
- ✓ 国内店舗網拡大による規模の経済性は、閾値を越えたのではないか。
- ✓ 国内ユニクロ事業に依存した成長は、限界に近づきつつあるのではないか？

これら経営課題に対する解決策を立案するに当たっては、以下の切り口で戦略代替案を抽出し、スクリーニングを行うべきである。

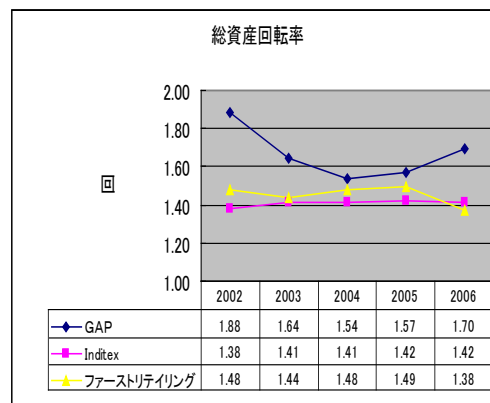
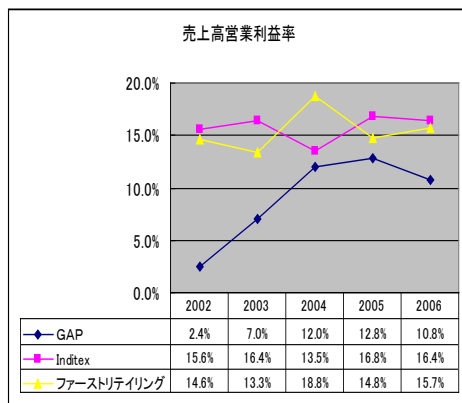
- ✓ 製品ラインを拡大し、買上げ点数増加させる
- ✓ 店舗の魅力度を向上させ、顧客の来店頻度を高める
- ✓ 店舗の地域分散を積極化することで、出荷数量を安定化させ、売上原価をコントロールする
- ✓ 製品単価を向上させる
- ✓ 事業多角化を推進し、成長鈍化の可能性から脱却する

1.3 競合他社との業績比較

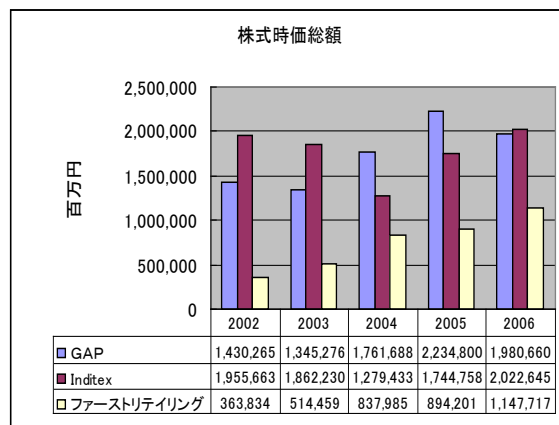
- ✓ 海外SPA企業である、アメリカGAP社、スペインInditex社（ZARAブランドが有名）および同社で各種指標を比較する。
- ✓ 同社の売上高は、GAP社に遠く及ばず、またInditex社との格差も年々拡大傾向にある。
- ✓ これは、売上高成長率からも分かるとおり、同社のZARAブランドが世界的に認知され、急速に拡大しているからである。
- ✓ 同社は、2010年に売上高1兆円という目的を掲げている。これは、グローバルな競合他社を意識しての目標設定であろう。



- ✓ 売上高営業利益率は、Inditex社と同等程度であり、ここからも同社の効率的な事業運営が、行われていることがわかる。
- ✓ ただし、総資産回転率は、昨今のM&A戦略実行により、一貫して低下傾向にあり、同社の懸念事項となりつつある。
- ✓ さらに、多額の買収により、当面のれん代の償却負担が増加する見込みであり、同社の高い収益性を圧迫する要因にもなる。



株式時価総額は、GAP社・Inditex社から大きく溝を開けられており、同社の今後の成長施策を如何に展開するかが大きなカギとなる。



2 業界分析

2.1 需要要因：需要量および顧客の行動

(1) 少子高齢化による国内マーケットは縮小

国立社会保障・人口問題研究所「日本の将来推計人口」（平成14年1月推計）の中位推計では、わが国の人口は、2006（平成18）年にピークを迎えた後、減少に転じ、2020（平成32）年には12,411万人、2050（平成62）年には10,059万人と、現在（2004（平成16）

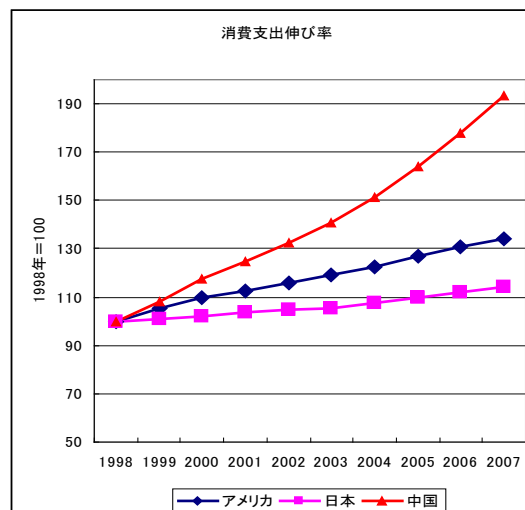
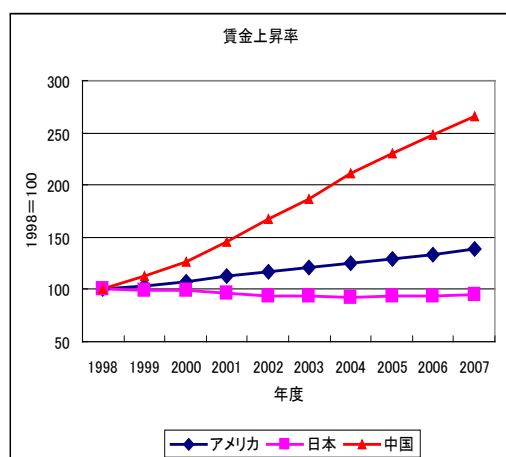
年) よりも約2,700万人減少する。この将来人口推計によれば、出生数は2010年代前半に100万人を割り込み、2020年代には80万人台になる。一方、死亡数は、今後とも増加し、2010年代には130万人台から140万人台へ、2020年代には150万人台から160万人台になる。2006年から、死亡数が出生数を上回る自然減が始まり、2020年代には、年間の自然減が70万人台にもなる。少子化が進行する一方で、高齢化率が高まり、2050年には現在の2倍近い約36%にも達する。生産年齢人口(15歳から64歳までの人口)も減少し、2050年には現在(2004年)よりも約3千万人も減少する。総人口に占める生産年齢人口の割合は、2000(平成12)年の68%から2050年には約54%に縮小する。さらに、この人口推計における参考推計では、2100年には6,414万人(中位推計)と、現在の総人口から6,000万人もの人口が減少するという「人口半減社会」を迎えることが予想されている。以上のように、中長期的には、国内マーケットの減少は避けることは困難であり、同社の事業のグローバル化は、避けては通れないテーマとなっている。

(2) グローバル市場の勃興

(単位: 億人)

順位	国名	人口	世界人口に占める割合	06年GDP成長率
1	中国	13.2	20.3%	9.4%
2	インド	11.0	16.9%	9.0%
3	アメリカ	3.0	4.6%	3.7%
4	インドネシア	2.2	3.4%	4.7%
5	ブラジル	1.9	2.9%	3.0%
6	パキスタン	1.6	2.5%	8.4%
7	ロシア	1.4	2.2%	6.0%
8	バングラデシュ	1.4	2.2%	5.0%
9	ナイジェリア	1.3	2.0%	5.1%
10	日本	1.3	2.0%	3.1%
	世界人口	65.0	100.0%	

(出典: 05年世界人口白書 ; 06年HSBC Global Research ; Bloomberg)



2005年世界人口白書によると、世界全体の人口は約6.5億人。最も人口の多い国は、中国(13.2億人)で世界人口の約20%を占める巨大国家である。さらに、2002年のWTO加盟によりGDPの伸びは目覚しく、賃金上昇率は10年前の約2.5倍に達する。さらに、2008年には北京オリンピック、2010年には上海万博等、国を挙げてのイベントが目白押しであり、さらなる経済成長が期待できる。

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

2.2.1 原油価格上昇など、原材料費の上昇

原油価格は日々変動するが、確かなのはこの2年間で2倍以上に高騰している点だ。指標となるドバイ原油（スポット価格）は2004年初め、1バレル28ドル強。それが同年11月には、50ドルを超えた。これに伴いナフサ価格が上昇し、合繊原料である高純度テレフタル酸、エチレングリコールなども上げ基調が続く。合繊メーカーが数次にわたる値上げを打ち出しており、今年に入って生地値への転嫁も活発化。合繊価格は着実に上昇傾向にあり、同社の原材料費上昇の大きな要因となっている。

2.2.2 最適在庫の維持

どの業界でも、在庫レベルを最小限に抑えることが必須課題であるが、特にファッション・アパレル業界では、商品寿命が短いため、在庫管理が難しいものとなっている。ファッション・アパレル企業の多くは、サイズ、色、模様、素材、個別のロゴなど、多次元的な変数を組み合わせた何千何万という数のSKU（在庫管理単位）を扱っているため、業務は非常に複雑なものとなっている。消費者が買おうと思ったときに、その商品の欲しい色とサイズが即座に手に入らなければ、消費者はすぐに他のブランドに移りしてしまう。そのため、予測、資材購入、生産計画、および流通の精度向上がカギとなる。このように、アパレル業界全体にとって、必要なレベルに在庫を維持するための仕組みづくりが大きな課題となっている。

2.2.3 長いリードタイム、短い商品ライフサイクル

タイミングが重要なこの業界においては、予測に基づく事前生産が基本。販売側は、シーズンに先駆けて、商品を企画し、どのように広告や宣伝を行うかを計画し、売場の割り当てを行う。一方、生産側は、取引先から要求された商品を定められた短い期間内で必ず納品できるよう、それに合わせて資材を購入。納期どおりに商品を提供できなければ、売上や収入の減少につながってしまう極めて複雑な業務体系となっている。

2.3 競争要因：競合各社の戦略

スペインのファッション製造小売ブランド「ZARA」を展開する INDITEX 社の成長が目覚ましい。同社のアニュアルレポートによれば、2000年から2004年の間で店舗数は1,080店から2,244店に倍増、同期間の年平均売上高成長率は22－25%にも及ぶ。営業利益率も10－11%と同業のSPA（Speciality store retailer of Private label Apparel：製造小売業）を引き離している。ZARAの急成長を支えるのが、超高速のサプライチェーン。「ファースト・ファッション・システム」と称されるZARAのサプライチェーンは次のような特徴を持っている。

- ① 週2回のペースで世界中の店舗に新商品を陳列する

- ② 店舗には少量の商品を陳列し、品切れを厭わない
- ③ 店舗とデザイナー、調達、生産担当はリアルタイムのコミュニケーションで結ばれている
- ④ 自前の工場を持ち新製品の企画から生産までを最短 1 週間で回す
- ⑤ 生鮮品のごとく、航空便を使って世界中 3 日以内の納品体制を敷く

アパレル業界では、多くの企業が自社工場や物流施設を持たずに、製造や物流をアウトソーシングしているのに対し、ZARA のサプライチェーンでは、生産と流通に積極的な設備投資が行われている。自社内に余剰能力を持つことで需要の変動に対応する。本社でのメーカー、デザイナー、調達、生産担当の共同作業から生みだされる最新デザインの多品種少量商品を即座に販売することで高収益を実現している。

2.4 技術要因：研究・開発、生産技術、製品技術・情報技術開発

サプライチェーンマネジメントは、経営効率の向上を実現する経営管理手法の一つである。サプライチェーンは、文字どおり「原材料や部品の調達から最終顧客までの製品やサービスの流れを一つの供給の連鎖」ととらえたもの。この連鎖には、原材料メーカー、部品メーカー、製品メーカー、卸売業、小売業、物流業、メンテナンスサービス業などの企業が加わり、一般的には、イニシアティブをとる大企業が中心になって連鎖を構成します。つまり、サプライチェーンマネジメントとは、「サプライチェーンの全体最適を実現するため、構成企業間で取り交わす情報をベースに、製品やサービスの流れを統合的に管理する手法」という意味になります。サプライチェーンマネジメントという経営管理手法が成り立つもとになったのは、著しい IT の発達やネットワークインフラストラクチャの充実、高度化であり、日本でも、急速に発展を遂げている。SCM 発展の背景には、企業が会計上の利益増大と共に、キャッシュフローの増大をますます重視するようになってきたからである。キャッシュフローを重視する経営では、在庫やリードタイムが限りなくゼロに近づくことが理想であり、SCM は、この理想に近づく効果的な手法として、導入企業が増えている。情報のコントロールというオペレーションレベルでは、IT の発展により、ますます SCM 構築の構築が容易になってきた。また、サプライチェーンプランニングツールと呼ばれる SCM ソフトも使われるようになり、導入企業が次第に増えている。SCM ソフトは、生産管理系ソフトから発展してきたもので、需要予測、物流、在庫計画、生産計画、納期確認・回答など、SCM 導入に必要な基本機能のすべてがそろっている。ただし、実際に高度なレベルの EC や SCM ソフトを導入して SCM を構築するには、各企業内の基幹システムとの連携を図る必要がある。そして SCM 導入の目的であった、過剰にならず、しかも品切れを防止するという、相反する目標を達成するには、どれだけの在庫水準が適正なのかを見極めることも重要である。

2.5 外部要因：法・政府規制、マクロ経済・政治・社会動向

「会社法」施行により、外国企業が日本の子会社を通じて日本企業を買収する「三角合併」

が2006年にも解禁される。これにより、株式時価総額の大きい欧米の有力企業が積極的に活用するケースなど、国境を越えたM&A（企業の合併・買収）の活発化が予想される。外国企業による実質的な株式交換が日本でも解禁されれば、外国企業が日本企業を狙うM&A旋風が吹き荒れる可能性もあり、日本企業にとっては大きな脅威となる。ファーストリテイリングの株式時価総額は、GAPおよびInditex社の2分の1。時価総額の大きい企業は、大型買収に伴う負担が小さく、無理なく買収に乗り出せる。リストラで経営体質が改善したうえ株価が割安な企業は、常に買収の対象になりうる。つまり、日本の優良企業が外資に買収される時代に突入したのである。

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

(1) 顧客価値

「いつでも、どこでも、誰にでも着られるカジュアルウェアを提供する。」このコンセプトは、年齢を問わず男性も女性も集まるカジュアルウェアショップとして人気を集めた。しかしながら、高品質なカジュアルウェアを、驚くほどのリーズナブルな価格で提供するためには、商品企画から素材の開発・調達、デザイン、生産、物流、販売までを自社で一貫しておこなうこと、すなわちSPAの推進が必要不可欠と考え、そのビジネスシステムを構築してきた。こうした取り組みが大きな成果となってあらわれたのが、1998年にはじまった爆発的なフリースブームである。一部の人のみに知られていたフリースという新素材を、誰もが手にできるようにしたことで生まれたこのブームを通じ、同社はお客さまの期待を超える潜在ニーズを発掘し、新たな需要を創造する手ごたえを得た。

(2) 従業員価値

同社の従業員に対する姿勢は、フェアに評価し、向上心を尊重すること。年齢、性別、国籍などの差別が一切なく、その人自身がもつ能力と、成し遂げた仕事をフェアに評価している。店長、スーパーバイザー、マーチャンダイザー、本部社員のひとりひとりが「独立自尊の商売人」であり、プロフェッショナルとして機能する組織を目指している。その具体的な施策は以下の通りである。

- ・社員フランチャイズ制度の導入：ユニクロの社員フランチャイズ（FC）制度は、社員が独立して会社を作りFC店を展開できる制度で、2002年10月に開始。「独立自尊の商売人」を目指す店長にとって、社員FCはキャリアプランの大きな目標として位置づけられている。

- ・スーパースター店長、スター店長に権限を委譲：店舗から自由に在庫発注ができるなど一般の店長以上の権限を与えられ、自店の売上・利益に責任をもつスーパースター店長やスター店長は、自店のパフォーマンスに応じた高い報酬を受けることができます。現在、国内ユニクロ事業では、約40人のスーパースター店長、スター店長が育っている。

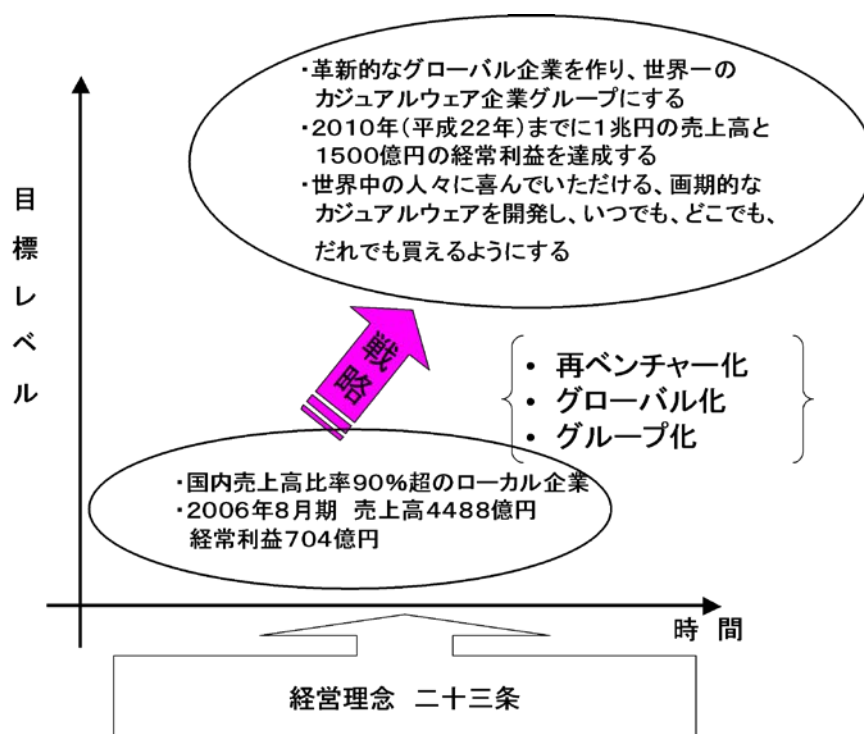
- ・女性店長を積極的に登用：同社では女性社員の活用にも積極的である。700店舗の中で約120名の女性店長が活躍している。2004年5月には「女性店長プロジェクト」を発足。

女性が働きやすい職場環境の構築や女性のキャリアプランのほか、さまざまな支援制度の設計に向けて取り組みを進めている。

(3) 株主価値

株式パフォーマンスに関しても、日経平均を一貫して上回っており、株主価値に報いている。

3.1.2 企業理念とビジョン



同社は、後述に示す経営理念23条を経営の土台として、主として国内ユニクロ事業の拡大を中心に企業成長を図ってきた。しかし、前述示した課題、すなわち①国内ユニクロ事業への依存体質は未だ変わらず事業リスク分散が図れていないこと、②「客単価低下を新規出店による来店客数増加でカバーし売上高向上を実現する」ビジネスモデルが限界に近づいていること、以上2点を克服すべく、同社は「グローバル企業」への転換を図るべく下表に示すような経営理念を策定した。

【経営理念】

1. 顧客の要望に答え、顧客を創造する経営
2. 良いアイデアを実行し、世の中を動かし、社会に貢献する経営
3. いかなる企業の傘の中にも入らない自主独立の経営
4. 現実を直視し、時代に適応し、自ら能動的に変化する経営
5. 社員一人ひとりが自活し、自省し、柔軟な組織の中で個人一人ひとりの尊重とチームワークを最重視する経営
6. 世界中の才能を活用し、自社独自のIDを確立し、若者支持率NO.1の商品、業態を開発する、真に国際化できる経営
7. 唯一、顧客との直接接点が商品と売場であることを徹底認識した、商品・売場中心の経営
8. 全社最適、全社員一致協力、全部門連動態勢の経営
9. スピード、やる気、革新、実行力の経営
10. 公明正大、信賞必罰、完全実力主義の経営
11. 管理能力の質的アップをし、無駄を徹底排除し、採算を常に考えた、高効率・高配分の経営
12. 成功・失敗の情報を具体的に徹底分析し、記憶し、次の実行の参考にする経営
13. 積極的にチャレンジし、困難を、競争を回避しない経営
14. プロ意識に徹して、実績で勝負して勝つ経営
15. 一貫性ある長期ビジョンを全員で共有し、正しいこと、小さいこと、基本を確実に正しい方向で忍耐強く最後まで努力する経営
16. 商品そのものよりも企業姿勢を買ってもらい、感受性の強い、物事の表面よりも本質を追求する経営
17. いつもプラス発想し、先行投資し、未来に希望を持ち、活性化する経営
18. 明確な目標、目的、コンセプトを全社、チーム、個人が持つ経営
19. 自社の事業、自分の仕事について最高レベルの倫理を追求する経営
20. 自分が自分に対して最大の批判者となり、自分の行動と姿勢を改革する自己革新力のある経営
21. 人種、国籍、年齢、男女等あらゆる差別をなくす経営
22. 相乗効果のある新規事業を開発し、その分野でNO.1になる経営
23. 仕事をするための組織があり、顧客の要望に応えるために社員、取引先があることを徹底認識した壁の無いプロジェクト主義の経営

3.1.3 戦略資産

(1) 戦略資産① 柔軟な生産体制

値引きには、「期間限定販売」、「売価変更」の2種類がある。「期間限定販売」とは、例えば「土日限定」など特定期間に絞って集客することを目的とした値下げ。期間終了後はもとの価格に戻る。一方、「売価変更」は売れ行き不振の商品を早期に売り切るために実施する値下げ。同社は、中国の生産委託工場に発注した数量を100%買取により在庫リスクを含有している。しかし、タイムリーな販売情報に合わせて増産・減産を機動的に実施できる生産体制を整えており、「売価変更」による粗利率の低下を最小限に抑えることを可能にしている。

(2) 戦略資産② 規模の経済性を生かした購買力

原材料の100%買い取りをおこなうことに加え、国内700店舗という業界最大のスケールメリットを背景に、原材料コストの引き下げに成功している。このような規模の大きさを背景に世界有数の大手繊維メーカーとの直接交渉が可能となり、新素材の共同開発（例：高機能繊維を使ったヒートテックの商品化など）を積極的に進めている。

(3) 戦略資産③ 供給業者との連携関係

縫製コストは、委託工場の効率アップを図ることにより極小化している。同社は、委託工場を長期間付き合うことのできるパートナーとして考えており、積極的な技術移転をおこなっている。上海の事務所には、縫製や工場管理などの日本人ベテラン技術者による「匠チーム」があり、委託工場で、それぞれが30年以上かけて蓄積した日本繊維技術を中国の若い技術者に伝授している。こうした地道な取り組みによって委託工場の品質向上や歩留率の改善を図っている。

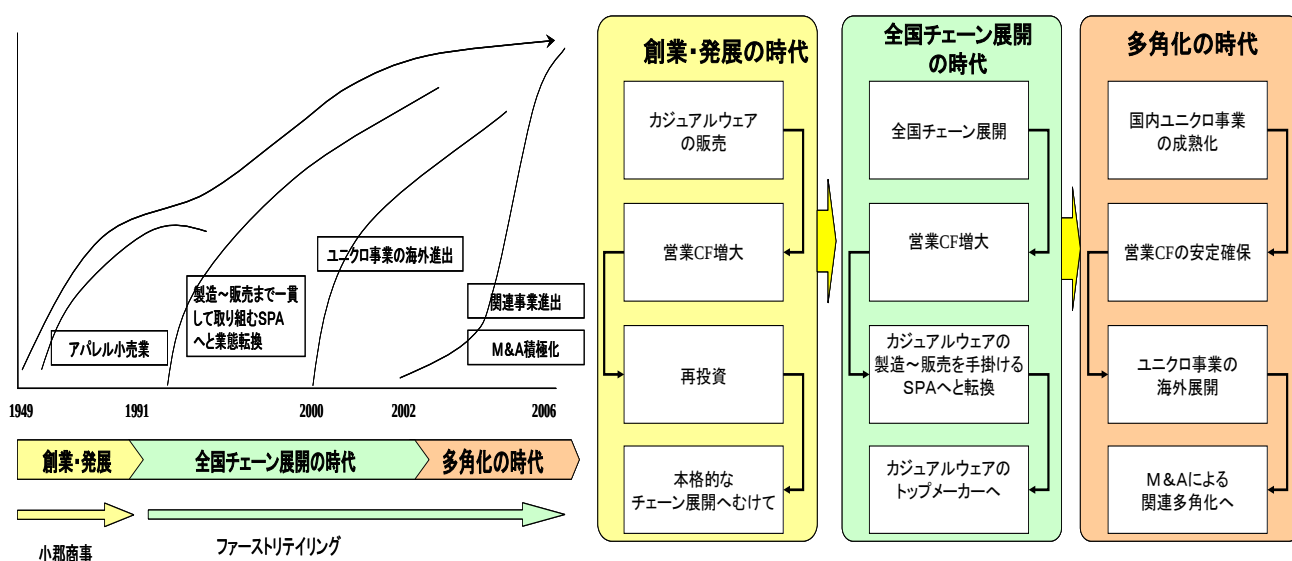
(4) 戦略資産④ 店舗運営ノウハウ

人件費は、店舗人件費が大半を占めており、その中心はパート・アルバイトの人件費である。同社では、店舗レイアウトや陳列棚、フィッティングルームなどを全店舗で統一し、店舗業務の標準化・マニュアル化を図っている。このような結果、国内ユニクロ事業の各店舗は最小限の人員で運営することが可能となっている。

(5) 戦略資産⑤ 新店舗開発力

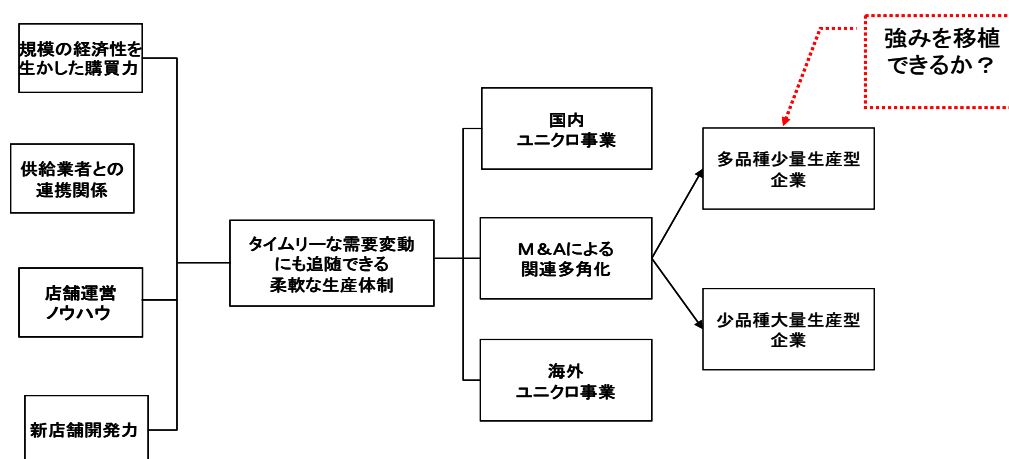
国内店舗の65%が郊外ロードサイド店であるため、売上高賃料比率はきわめて低くなっている。都心やショッピングセンター内へ出店する際も、事前に厳密な売上シミュレーションを実施し、過大な賃料負担にならないようにコントロールしている。

3.1.4 企業成長戦略



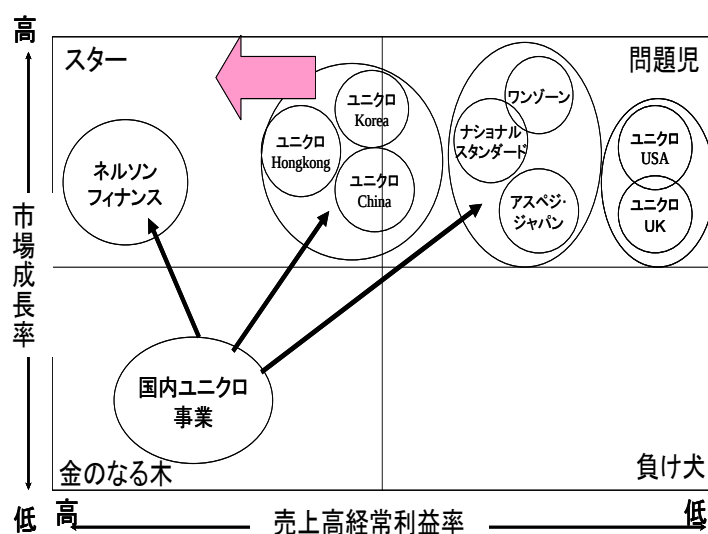
同社は、1949年、現社長 柳井正の父、等氏が山口県宇部市で「メンズショップ小郡商事」という紳士服を開業により、その歴史がスタートする。1972年、現社長 正氏が家業を継ぎ、紳士服販売からカジュアルウェア販売へと業態転換を図った。1990年代には、本格的に全国へチェーン展開を初め、この時期に現在の製造小売業（SPA）の仕組みが作り上げられていった。1994年には広島証券取引所に株式上場を果たし、1997年には東京証券取引所市場第二部に株式上場を果たす。2001年のユニクロブームを経て2002年8月期には売上高は、前年度比▲18.4%の3400億円、経常利益は前年度比▲46.8%の550億円と上場以来初の大幅減収減益決算となる。ここを転機として、ユニクロ事業の海外展開や食品事業会社設立等、しばらく迷走を続けるが、2004年度より本格的にM&Aを軸とした関連多角化を推進している。

3.1.5 企業変革



同社は、天候等の外部要因によって刻々と変化する消費者の需要をタイムリーに反映し、柔軟に対応できる生産体制を中核的なプラットフォームとして、主に国内ユニクロ事業を中心に成長を図ってきた。しかし、国内ユニクロ事業は、現在のところ客単価下落を店舗数拡大による来店客数増加により補完しているが、いずれ近い将来、国内店舗数は飽和状態になる。そこで、同社は、この「強み」を海外ユニクロ事業、あるいはM&Aによる被買収先への水平展開を図っている。ただし、この「強み」は、あくまでも「大量仕入れ・大量販売」を前提に構築されたものである。つまり、デザイン性にこだわり、「多品種少量生産」を前提にビジネスを展開している被買収企業には、水平展開は困難を極める。M&A活用による事業拡大策を明確に打ち出している同社にとって、「柔軟な生産体制」をうまく移植できるビジネスモデルであるか否かが、今後の企業価値増加に大きく影響する。

3.1.6 事業ポートフォリオ



同社は、国内ユニクロ事業の成熟化に伴い、海外進出およびM&Aによる関連多角化を推進している。しかしながら、売上・利益共に大半（90%超）を国内ユニクロ事業に依存しているのが現状である。昨今のアジア地域のユニクロ事業がようやく収益を生み出す体質へと転換しており、海外戦略の道筋が見えてきた。また、M&Aに関しても、フランスの「ネルソンフィナンス社」が収益に貢献しつつあり、緩やかな多角化が進展している。なお、ネルソンフィナンス社（以下、ネルソン社）が展開するブランド「コントワー・デ・コトニエ」は、自社のデザイナーによる企画商品を主にヨーロッパで製造・販売。店舗数はフランスを中心に205店舗（2005年10月末現在）、2006年8月期の売上高実績 約226億円 営業利益率22%と高利益率の経営を実現している。コントワー・デ・コトニエの店舗（売場面積約60m²）は、路面店やギャラリーラファイエットやプランタンなどの高級百貨店で展開しており、現在フランスを中心に、スペイン、ベルギー、ドイツに出店。今後は英国、スイスをはじめとするヨーロッパ各国へ店舗網を拡大する計画である。

事業が拡大し、従来の単一事業から多角化が進展すると、機能別組織のような中央集権的経営管理手法から分権型経営管理手法へと転換が図られる。つまり、事業ユニットごとに一定の権限が委譲され、各事業ユニットはその権限の範囲内で自由に戦略を立案・実行することができる。同社は、2005年11月に持株会社体制に移行。組織構造を再構築し、スピード感を持った経営を取り戻し、これまで以上に大きな成長を遂げるための土台作りを行った。持株会社体制は、本社であるホールディングスカンパニーがすべての子会社の株を保有することで統制機能を果たしている。資金調達や株主還元策などはホールディングスカンパニーが行い、事業運営は独立した子会社が実施する。意思決定のスピードが格段に速くなることで、管理者の士気が向上。社員に起業家精神を発揮させ、社内が活性化する効果が期待できる。

同社は、各子会社を統括するホールディングスカンパニーの役割として、①グループ事業開発およびグループ事業支援、②経理・財務、人事、法務等のスタッフ部門の集約を主と

して掲げている。このような、持株会社体制が採用された背景には、2005 年に発表された「F R グループ事業構造改革」がある。同改革の骨子は、以下の 3 点。

再ベンチャー化

- ・ 大企業体質から、高収益・高成長の革新的な企業グループへの転換

グローバル化

- ・ 市場、商品、オペレーション、人材、経営など、あらゆる面でのグローバル化を推進

グループ化

- ・ M&Aを通じ、関連性のある事業分野に進出し、ユニクロとの相乗効果を高め、グループ企業価値の最大化を達成

同社は、構造改革案を策定するに当たって、「今後のグローバルな成長を支えるだけの経営人材の質・量が共に不足しており、育成の仕組みが構築されていない」との現状を把握。その上で、成長への活力を醸成するために、①短期間に経営者を育成する、②外部の経営人材にとって魅力的な企業構造・制度を作る、③ユニクロの慣性を断絶し、成功体験を否定する、④人事・評価・報酬・コーポレートガバナンスを改革する、⑤大企業体質を否定し、再ベンチャー化する、⑥社員全体が仕事のやり方を根本的に見直し、革新的な行動をする、以上①～⑥の基本方針を打ち出した。

3.1.7 M&A

同社は、2010 年売上高 1 兆円、経常利益 1500 億円達成のために、積極的に M&A を活用している。事実、この中期経営計画を発表後、現在までに複数社の買収を実施した。なお、同社の M&A 狙いとしては、①国内を中心に S P A の強みを生かす、② E U を中心にグローバルブランドポートフォリオを構築する、③世界の主要市場で、F R およびユニクロのプラットフォームを構築する、以上 3 点が挙げられている。

①に関しては、同社の店舗オペレーション、出店開発力、高効率・高品質のサプライチェーンなど国内ユニクロ事業で培った様々な中核資産を水平展開し、事業拡大を図っていく方針である。

②に関しては、ヨーロッパの主要国で展開しているローカルブランドを同社の資金力を活用することで、世界ブランドに成長させ、それぞれのブランドが年間 1000 億円程度の売上を達成できる規模まで成長させる。また、投資に当たっては、収益性・成長性・R O I などの財務指標を基準に規律ある投資を行っていく方針である。

3.1.8 提携

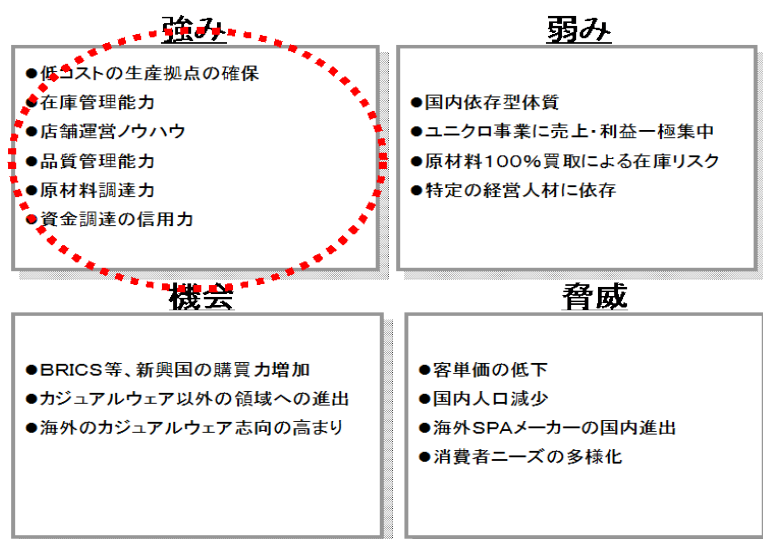
同社は、2006 年 6 月に高品質・低価格商品の販売実現のため、原材料である「繊維」の製品開発について、東レ株式会社と新商品の開発・企画に共同で緊密に取り組んでいくための中長期提携方針を策定した。本中長期提携方針の狙いは、両社は素材メーカーと S P

A（製造小売業）の境界線を越え、素材段階から最終商品の販売に至るまでの一貫した商品開発体制を構築すること。今回の中長期的な取り組みにより、東レの同社に対する素材・製品供給は、2010年までの5年間累積金額で2,000億円を超える計画で、世界の繊維業界では類のない規模の取り組みとなる。両社は、それぞれが保有する研究・開発・生産・販売・マーケティングの総合力を結集することにより、市場のニーズを的確に把握し、現在の市場には存在しない画期的な素材開発を目指し、今までにない“夢のある”商品創りにつなげ、新たな需要を創出する予定である。この取り組みにあたり、両社は本年3月にプロジェクトチーム（名称：次世代素材開発プロジェクト）を設置。「美・健康」「SUPER NATURAL」「エコロジー」「FUNCTION&COMFORT」「新機軸」の5つの方向性をもとに、73項目にわたるテーマを抽出し、具体的な素材の共同開発に着手している。また、素材開発に伴う人材交流も活発に行っていく予定である。

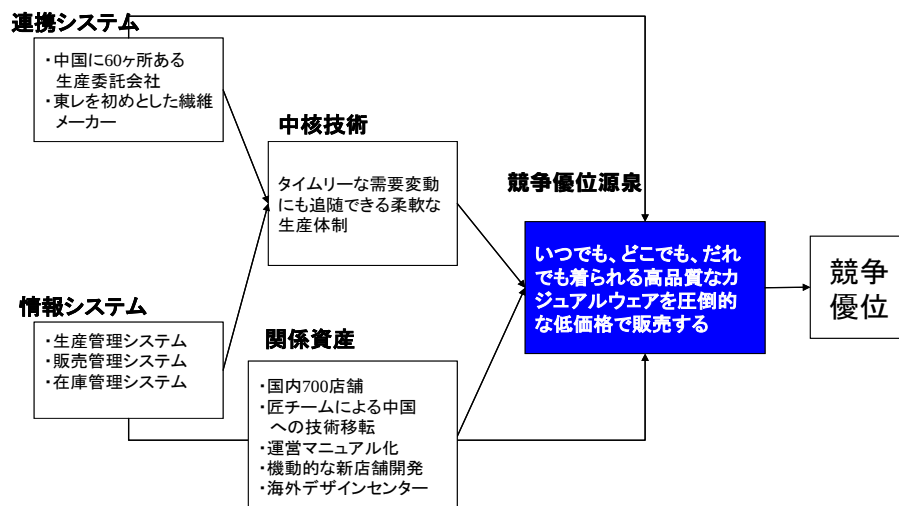
3.2 事業レベル（事業戦略）

3.2.1 競争優位・競争優位源泉

当該事業戦略については、同社の連結売上高の約90%を占める「国内ユニクロ事業」をその対象とする。



SWOT分析を行うと、同社の強みは、上記6項目を挙げることができる。これら強みの大半が、同社の基本コンセプトである「世界中の人々に喜んでいただける、画期的なカジュアルウェアを開発し、いつでも、どこでも、だれでも買えるようにする」を実現するための基本要素となっている。つまり、同社は、上記のような強み、すなわち「競争優位源泉」を効果的に活用することで一定水準以上の価値を提供する製品・サービスをどの競争相手より安く提供する「コスト優位」を構築していると考えられる。



さらに、上記のような競争優位源泉を構築するため、数々の戦略資産が社内に蓄積されている。同社にとっての中核技術は、「タイムリーな需要変動にも追従できる柔軟な生産体制」であり、その中核技術を構築するために、製販在の各種管理システムにより中国に 60 箇所もある生産委託会社を接続。また、繊維メーカーである東レとの戦略連携により、素材の安定供給を実現している。さらに、そのシステムを国内 700 店舗とつなぎ、瞬時の内にデータを反映できる仕組みを作り上げている。

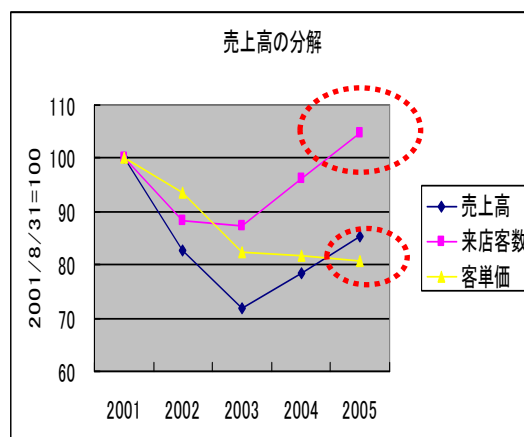
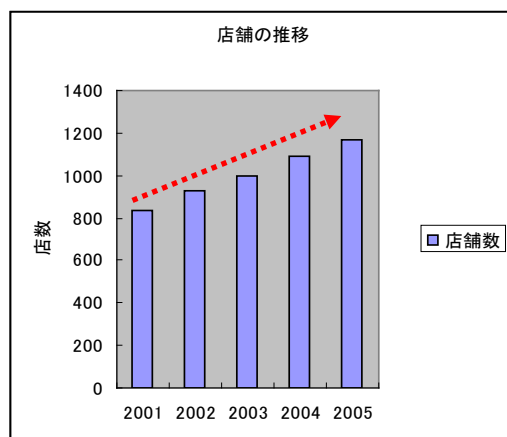
3.2.2 競争戦略

(1) 時間優位を享受

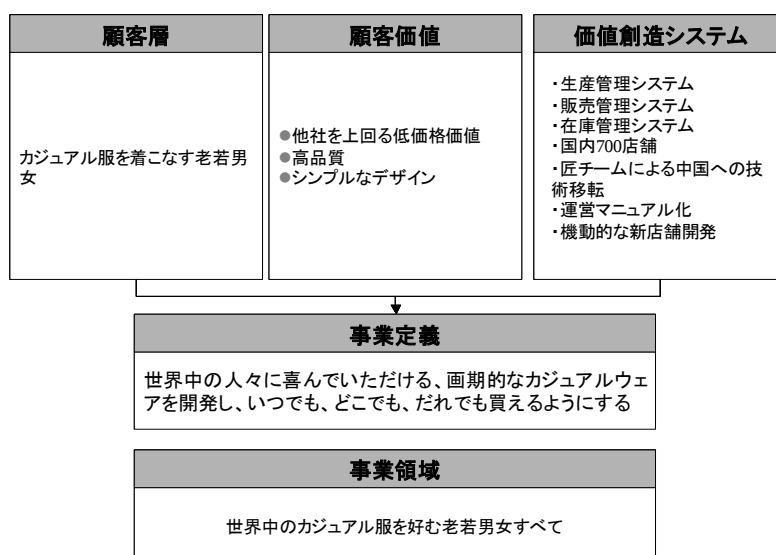
同社は、SPAを導入したリーダー企業として「時間優位」、すなわち買い手によって価値のある製品・サービスの提供を競争相手よりタイミングよく、早く始め、追いつかれないスピードで続けることができることを享受してきた。事実、同社がSPA導入後、数々の企業が同様の戦略を採用したものの、同社ほどの高い収益性は享受できていない。折しも、フリースブームが起こった1999年は、バブル崩壊後の不況期に当たっており、より安いものを求める消費者ニーズと、「いつでも・どこでも・だれでも着られる高品質なカジュアルウェアを圧倒的な低価格で販売すること」という同社の競争優位源泉が合致したと考えられる。つまり、同社は「戦略の窓」すなわち、市場での競争優位に導く需要・環境要因と企業の持つ独自能力となる戦略資産が適合する、特定企業にとって独自の市場機会を見事に勝ち取ったのである。

(2) キャパシティ拡大戦略を積極的に実施

同社は、中核事業である「国内のユニクロ事業」の積極的な拡大、つまり売場面積のキャパシティを積極的に拡大させている。しかし、この店舗数拡大には、同社の恒常的に悩まされている課題への苦肉の策なのである。その課題とは、「客単価の下落」である。下記グラフで示すとおり、同社は過去5年間で客単価が約20%下落している。この下落を新規店舗を増加させることで、売上高を向上させる施策を取り続けているのである。

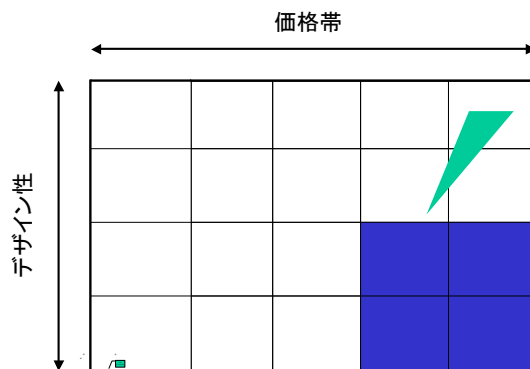


3.2.3 事業定義



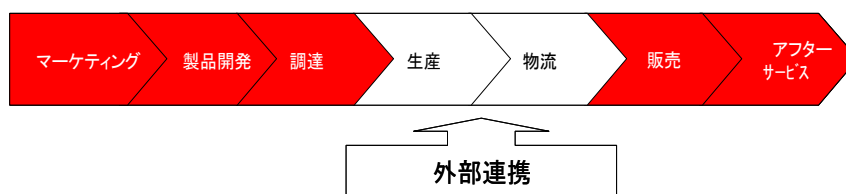
同社は、カジュアル服を着こなす老若男女に対し、高品質でシンプルなデザインの服を他社を上回る低価格で提供する「コスト優位」を構築。それら優位性を構築するために、製販在の各種システムを整備、あるいは低コストの生産拠点の品質向上を実現するための匠チームによる中国への技術派遣等を行ってきた。同社のこれらの取組により、「世界中の人々に喜んでいただける、画期的なカジュアルウェアを開発し、いつでも、どこでも、だれでも買えるようにする」事業定義を設定した。

3.2.4 顧客価値創造



同社は、先に述べた事業定義、「世界中の人々に喜んでいただける、画期的なカジュアルウェアを開発し、いつでも、どこでも、だれでも買えるようする」を実現するために、①独自のデザイン性を極力排除した服、②高品質であるが圧倒的に低価格、以上①②を競争領域として設定し、全世界へ販売拠点を拡大させている。

3.2.5 事業システム設計

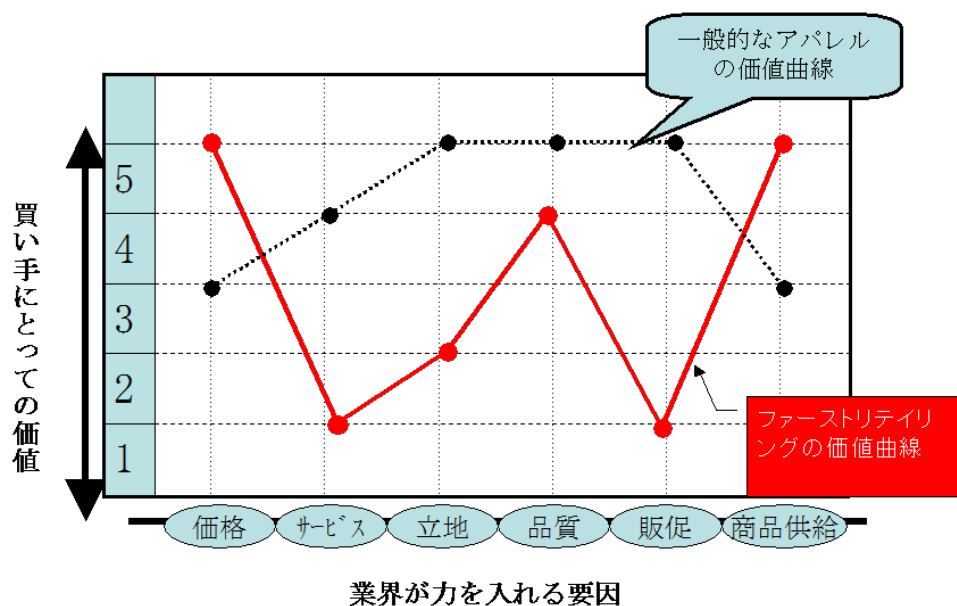


同社のユニクロ事業は、SPA（製造小売業）形態を採用している。SPAとは、とは「Speciality store retailer of Private label Apparel」の略。元々は製造から小売りまで一貫して行うアパレル業のことを指していたが、近年では「製造小売業」と訳されることが多い。同社のほかに、「無印良品」の良品計画、「オゾック」など多数のブランドを展開するワールド、「コムサデモード」などのブランドを展開するファイブフォックスなど、アパレル業界を中心に多くの企業がSPAに取り組んでいる。アパレル業界でSPAが進んだのは、ファッション性が高いことから商品の寿命が短く、デザインや価格などによって売れ行きが大きく変わるため、商品の売り上げ予測が難しい業界特性にある。商品の発注から店頭に並ぶまでに時間を要するため、よく売れる商品は欠品しやすく、逆に売れない商品は在庫過剰に陥ってしまう。アパレル業界は百貨店を中心として委託販売が主流であり、多めに仕入れて売れ残りは返品するというスタイルであったが、売れ残りのリスクは最終的に消費者価格に上乗せされることになってしまう。こうした状況を打破するために生まれたのがSPAという業態であった。

SPAのメリットは、第一に「需要に即応できること」が挙げられる。流行の変化や天候等、商品の売れ行きは様々な要素によって日々変化する。こうした需要の変化を細かく追えることだけでなく、需要予測と生産計画をたてて生産を進め、実際の売り上げとのギャップ

を分析して需要予測の精度を上げていくことも、“生（生産）”“配（物流）”“販（販売）”を一体化した SPA なら可能になる。第二に、生産から販売までを自社で行うことから、製造過程や物流過程における中間マージンを圧縮できることである。細かい需要予測と生産計画を立てることで在庫の圧縮を実現できるだけでなく、中間マージンの削減も合わせることで生産コストを低減し、低価格販売を実現することができる。自社で多くを抱えることからリスクも高いが、その分メリットも大きいと言える。

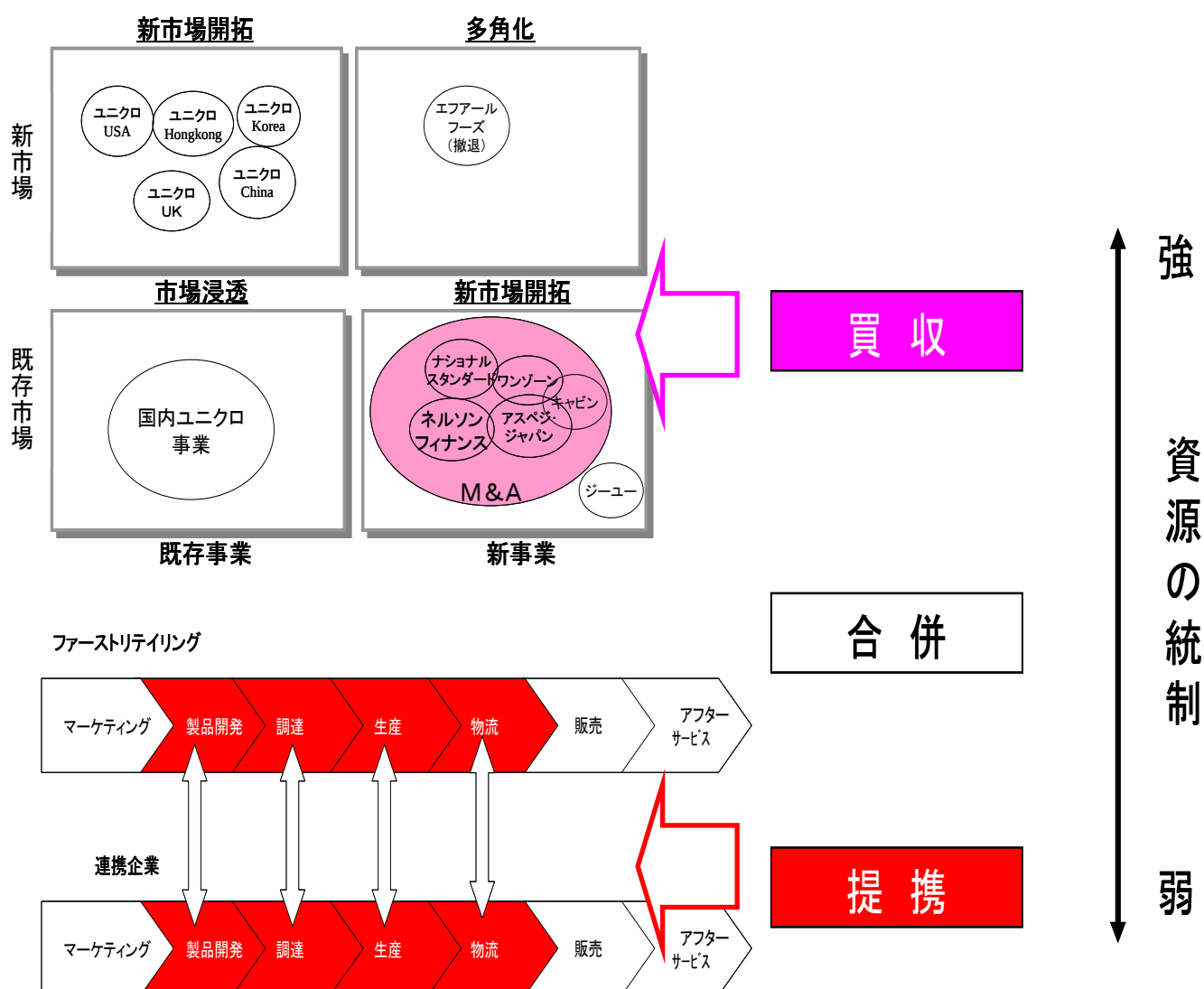
3.2.6 事業創造



同社の戦略キャンパスを描くと、その特徴が一目瞭然である。すなわち、同社が「価格」「品質」「商品供給」に大きな力点を置いているのに対し、一般的なアパレルメーカーは、「立地」「品質」「販促」に力点を置いている。つまり、一般的なアパレルメーカーと明確な差別化を図ることで、同社の高い収益性が維持されているのである。

3.2.7 機能別(主要活動)戦略

(1) 買収と提携の使い分け



同社は、リスクとリターンに応じ、効果的に買収および提携戦略を使い分けている。買収に関しては、主として川下分野、すなわち事業ポートフォリオ拡大、特に海外市場拡大を目的としたものが多くを占める。一方、提携は、主として川上分野で積極的に展開している。戦略資産蓄積で示したとおり、同社のコストリーダーシップ戦略の根幹を成す、中国国内に約60ヶ所もある製造委託工場。または、「画期的な繊維素材開発」を目的とした東レ株式会社との戦略的連携など、材料調達・商品製造工程での連携が特に目立つ。このように、メリハリの利いた戦略を活用し、同社の高い収益性を実現している。

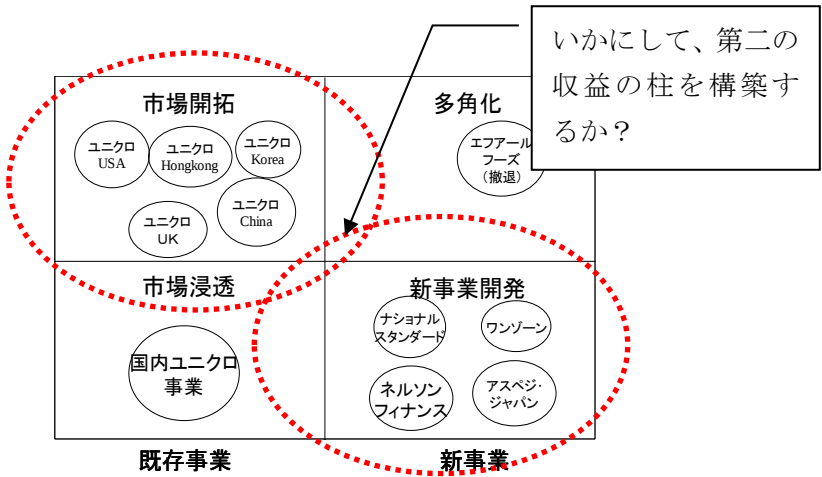
さて、同社の川上工程における戦略的連携の活用は何を目的としているものであろうか。中国国内にある60ヶ所の製造委託工場は、自社工場を持たない同社が低価格商品を製造するために、「中国企業と補完関係を築き上げることで競争優位源泉を増強すること」を

目的としたものである。また、東レとの素材開発分野における戦略的連携についても、同社の競争優位源泉である高品質・低価格のカジュアルウェア販売を実現するため、最上流である素材分野に関して、「高品質素材を素材メーカーと相互に学習することで競争優位源泉の増強すること」を目的としたものである。

4 戦略の評価と課題

4.1 資源（ヒト・モノ・カネ）要因

同社は、中核事業である「国内のユニクロ事業」の恒常的な「客単価下落」に対応すべく、店舗網および売場面積のキャパシティを積極的に拡大により売上高増加を実現してきた。しかし、いずれ国内市場の飽和は訪れ、現在の成長施策は、限界を迎える。そこで、同社は、国内ユニクロ事業で得た豊富なキャッシュフローを、同事業の海外展開、あるいは、国内外のブランドの買収資金に活用。事業ポートフォリオの拡大化を図っている。ただし、残念ながら、下記に示すとおり、一部の海外事業を除き軒並み赤字を計上しており、現在のところ、収益には貢献していない。同社にとっての今後の課題は、「いずれ飽和状態を迎える国内ユニクロ事業を代替できる第二の柱を作ること」であると考えられる。



■ 買収企業の業績は芳しくない

単位：億円

	連結		ワンゾーン		FRフランス ※1		コントワー・デ・コニエ	
	売上比		売上比		売上比		売上比	
連結対象期間	05/9～06/8		05/9～06/8		05/9～06/8		05/9～06/8	
売上高	4,488	100.0%	214.8	100.0%	226.4	100.0%	2.1	100.0%
営業損益	703	15.7%	▲7.6	-	50.4	22.3%	▲3.9	-
経常損益	731	16.3%	▲6.8	-	46.1	20.4%	▲3.9	-
特別損益	▲4	-	7.3	3.4%	▲0.4	-	0.0	0.0%
当期純損益	404	9.0%	▲0.5	-	28.8	12.7%	▲3.9	-

	アスベジ・ジャパン		リンク・セオリー・HD		キャビン	
	売上比		売上比		売上比	
連結対象期間	05/9～06/8		05/9～06/8		06/6～06/8	
売上高	7.7	100.0%	持分法適用関連会社		持分法適用関連会社	
営業損益	▲1.0	-				
経常損益	▲1.0	-	3.1		▲0.4 ※2	
特別損益	▲0.2	-				
当期純損益	▲1.3	-				

■ 海外ユニクロ事業の業績も芳しくない

単位: 億円

	UNIQLO (U.K.)		FRJS		UNIQLO USA		FRL Korea		UNIQLO H.K.	
	【英国】	売上比	【中国】	売上比	【米国】	売上比	【韓国】	売上比	【香港】	売上比
連結対象期間	05/9～06/8		05/7～06/6		05/9～06/8		05/9～06/8		05/9～06/8	
売上高	27.0	100.0%	15.3	100.0%	7.9	100.0%	24.9	100.0%	11.9	100.0%
営業損益	▲1.9	-	▲0.1	-	▲13.5	-	▲1.4	-	2.2	18.4%
経常損益	▲1.9	-	▲0.2	-	▲13.5	-	▲1.3	-	2.2	19.1%
特別損益	0.7	2.6%	▲0.6	-	0.0	0.0%	0.0	0.0%	0.0	0.0%
当期純損益	▲1.2	-	▲0.9	-	▲13.5	-	▲1.3	-	1.9	16.2%

4.2 組織・人事要因

今後、同社は、M&Aを一つの成長施策として位置づけている。つまり、高度な専門性を持った人材、あるいは会社経営ができる人材が大量に必要となってくる。同社は、創業以来、「ユニクロ」という単一ブランドを運営する企業に過ぎず、内部人材だけでは、上記のような人材は、多くは発掘できない。確かに、同社は店舗運営に関するスキルは、極めて高いものと考えられる。事実、同社はユニクロ大学という独自の人材育成機関を運営。この組織の主な目的は2つ。まず一つ目は、国内ユニクロ事業の店長としての基本教育。どうやってお店を運営していくのか。システムをどのように使うと一番商売に有効で、どうやって商品の販売計画を作ればいいのか。店長は店舗の長としてどうあるべきか。こういった店舗運営の基本を学ぶ機会を設ける。二つ目が、経営者の育成。リーダーや部長などに、経営についてもっと考えてもらうこと。経営トップ自らファーストリテイリングに対する思いを直接伝える場を設ける、または上司の基本教育や評価に対する考え方などもこの組織を通して指導している。ただし、これらの教育体制は、あくまでも国内および海外ユニクロ事業にとって役に立つものであり、企業買収等のスキルを向上させるものではない。つまり、同社にとっての課題は、「いかにして高度な専門性を持った人材を外部から確保するか？」であると考えられる。

4.3 経営管理要因：業績評価・報償など

同社の長期ビジョン達成のための「事業構造改革」の取り組みとして、2005年11月にファーストリテイリングを持株会社体制に移行した。この最大の目的は、経営の「監督機能」と「業務執行機能」を明確に分離し、グループとしてのガバナンスを強化すること、近年目立ち始めた大企業体質を全面的に否定し、取締役・執行役員・社員すべての仕事との向きあい方を根本から変え再ベンチャー化を図ること、そして世界中から良いビジネスと経営者を探してM&Aを推進し、事業をグローバルに展開し、成長スピードを加速させることである。創業以来、ユニクロ事業という単一事業を運営してきた企業にとって、多種多様な起業を統一的に管理する手法は、社内には築かれていない。つまり、ホールディングスカンパニーである同社が、果たすべき役割は、株主価値を高めるためのツールとしての業績管理方法の確立であろう。

以上

付属資料 7：企業戦略分析

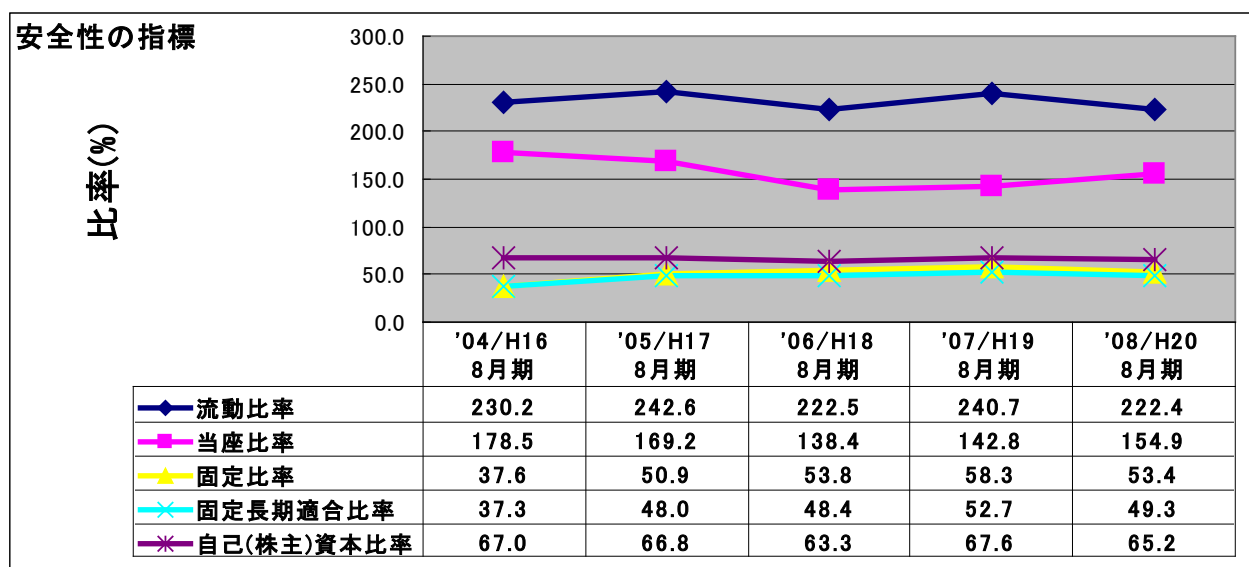
(出所：井上 俊郎 「経営戦略応用研究 期末レポート ファーストリテイリング」 2008 年 11 月 4 日)

ファーストリテイリング株式会社(2008)

1 財務諸表分析

1.1 連結貸借対照表及び損益計算書に基づいた経営分析

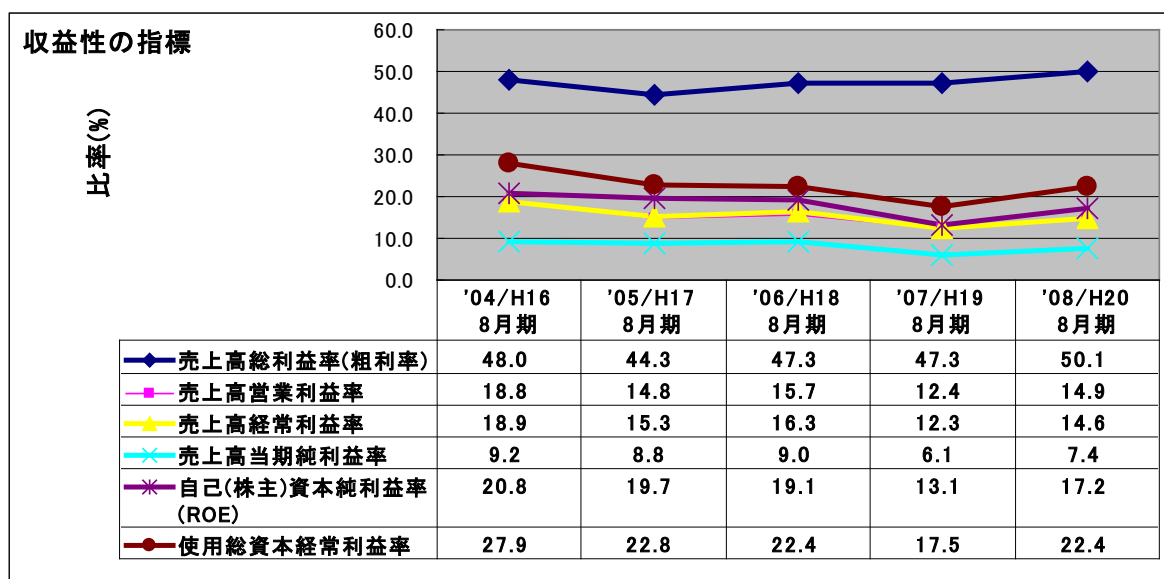
(1) 安全性



流動比率は、 $[\text{流動資産} \div \text{流動負債}]$ として計算され、1年以内に支払わなければならない債務の裏づけとなる、1年以内に回収できる債権が2倍以上あるかどうかの評価基準となる。流動資産：流動負債＝2：1が安全性を計る目安とされ、同社は220%以上で推移しており、一般的な基準と言われる150～180%の範疇を超えている。安全性は問題がない。当座比率は、 $[\text{流動資産} \div \text{流動負債}]$ として計算され、流動資産のうちより資金化の早い資産である当座資産と流動負債の関係を示す比率であり、企業の支払い能力を表す。当座資産は、現金・受取手形・売掛金・一時所有の有価証券を足した数字である。当座比率は100%が目標値とされ同社は問題ない。固定比率は、 $[\text{固定資産} \div \text{自己資本}]$ として計算される。固定資産は1年以上にわたり使用される資産であるので、この調達源泉は返済期限のない株主資本でまかなうのが安全な財務措置といえる。よって、固定比率は低ければ低いほど望ましく、100%を下回ることが理想的である。同社は60%以下と下回っており問題ない数値である。固定長期適合率は、 $[\text{固定資産} \div (\text{株主資本} + \text{固定負債})]$ として計算される。日本企業の多くは、固定資産の購入には株主資本を中心とした自己資本のほかに銀行からの借入金や社債を発行することでまかなっている。1年以上にわたり使用される固定資産をまかなう調達源泉は返済期限がないことが望ましいが、長期借入金などの固定負債でま

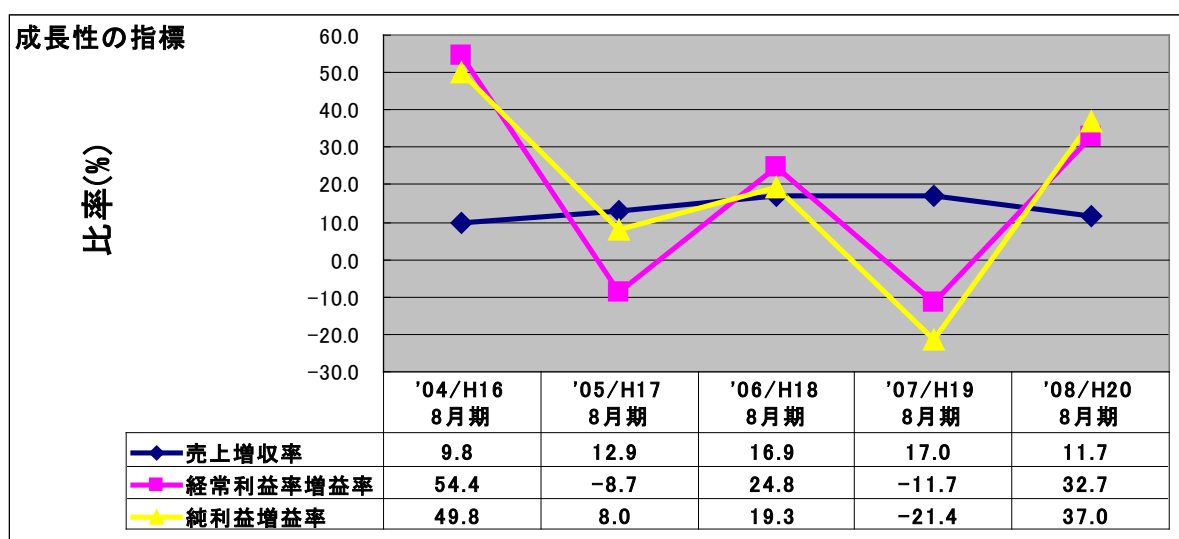
かなうことでも安全な財務措置と言える。同社はほぼ 50%以下で安定しており、多少の上下変動はあるものの全体的には低下傾向になる。自己資本比率は、[自己資本÷総資本]として計算される。自己資本は他人資本とは異なり、返済義務がなく株主資本に関しても配当金を業績に応じて弾力的に行えるために、安定した企業経営を行うのに好都合な資金源である。ゆえに総資本に占める自己資本の割合が大きければ大きいほど、つまり自己資本比率が高ければ高いほど企業は安定した経営を行えることになる。成長性と安全性のバランスから目標値は 60%と言われているが、同社は 60%以上であり問題ない。総じて安全性には大きな問題はなく、それどころか年々改善傾向にあるといえる。

(2) 収益性



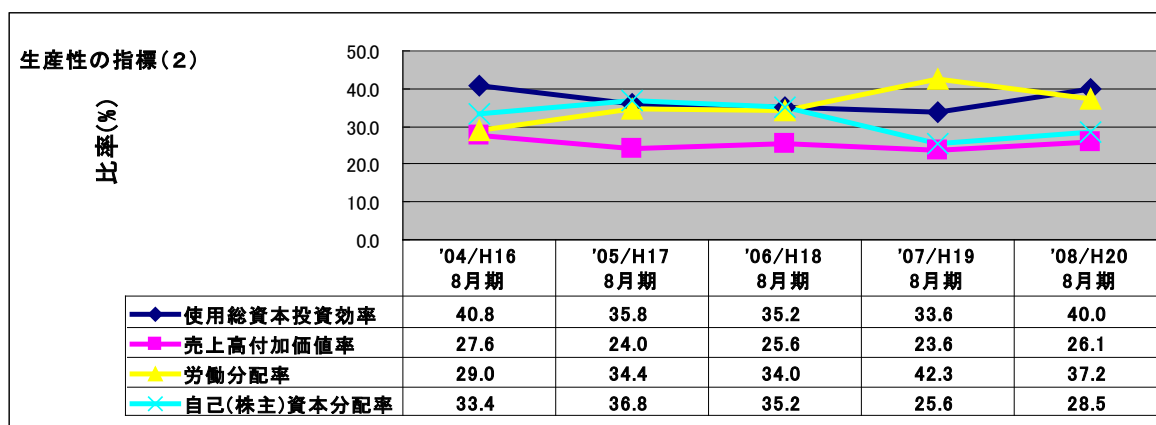
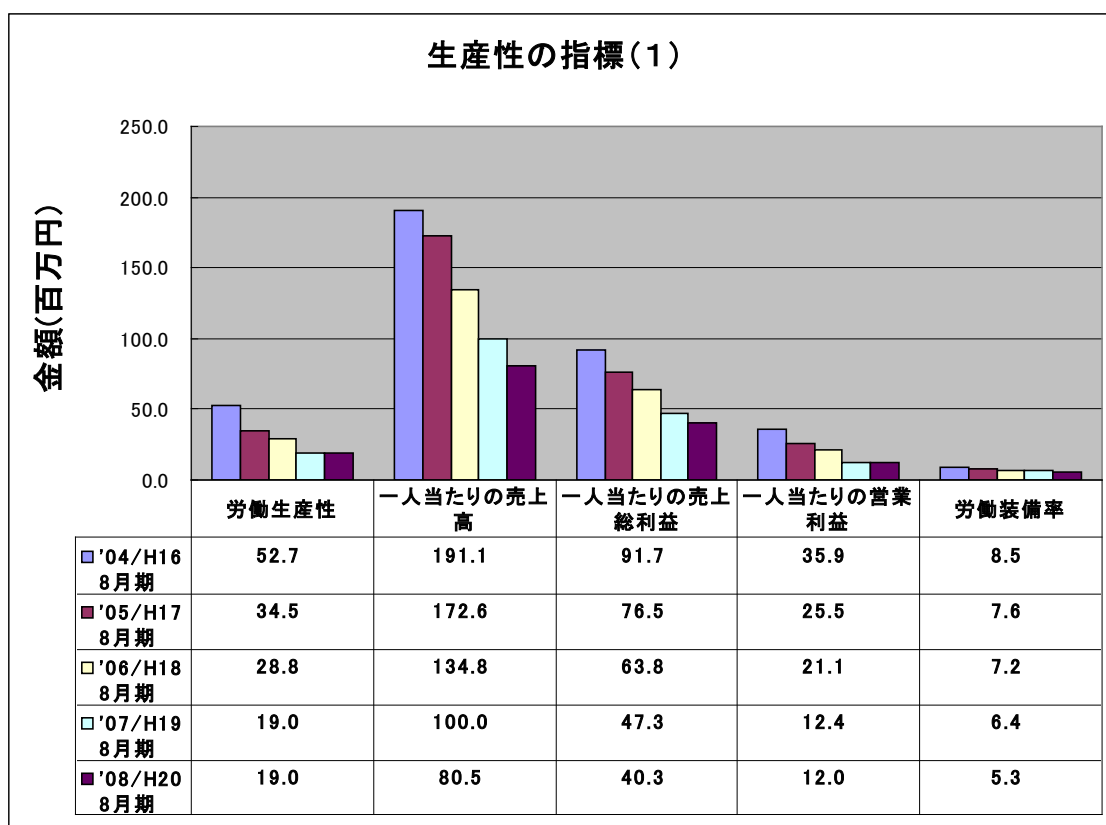
売上（営業収益）総利益率、売上（営業収益）営業利益率ともに 45%超と安定している。売上（営業収益）営業利益率、経常利益率については 10%を超える高い数値を示しており問題ない。自己資本純利益率(ROE)について 07 年 8 月は 13.1%と低い値を示していたが、おおむね 20%程度である。以上より、収益性については、全般的に高い数値を示している。

(3) 成長性



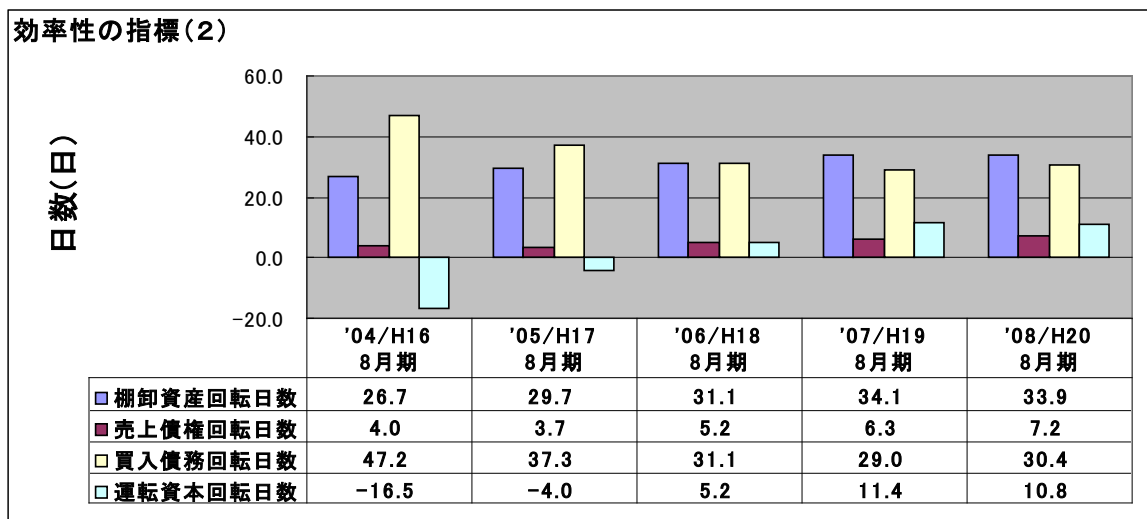
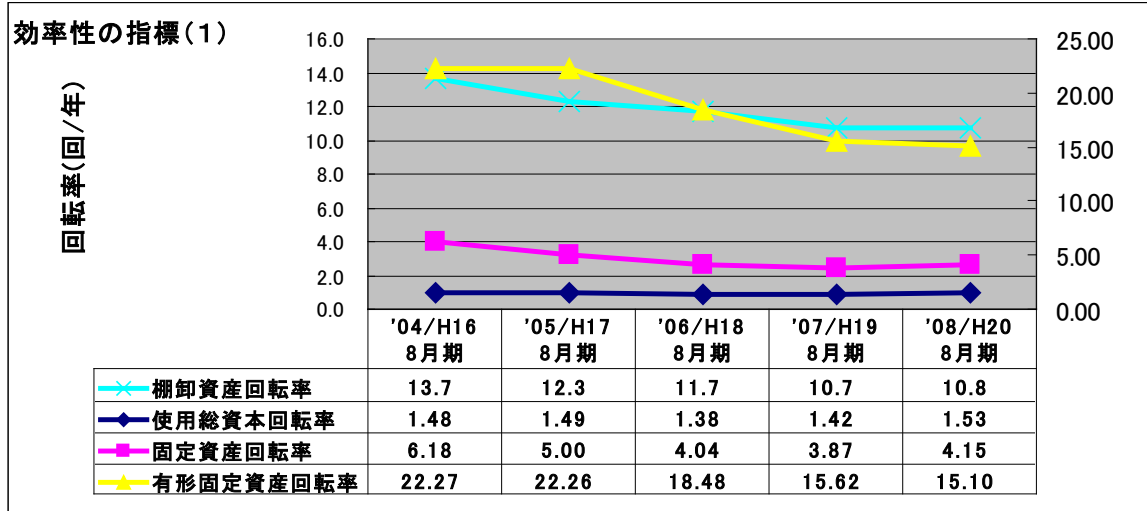
売上増収率は、国内景気との相関性が高い。おおむね 10%を超えており問題ない。経常利益率増益率は、2005 年、2007 年とマイナスに転じた。純利益増益率は上下変動を繰り返しており、1 回マイナスに転じている。総括すると同社は成長を続けており成長性は高いといえる。

(4) 生産性



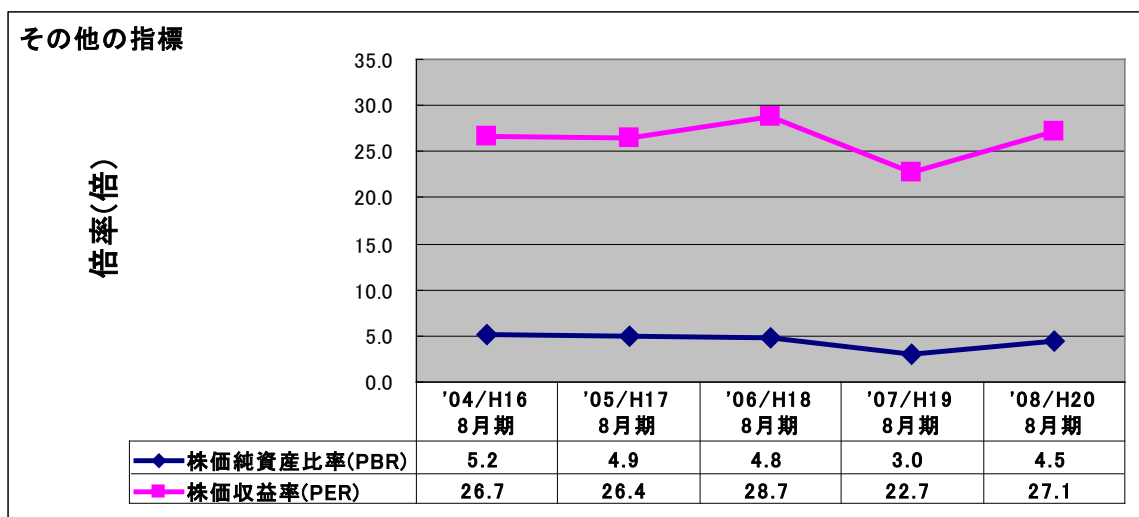
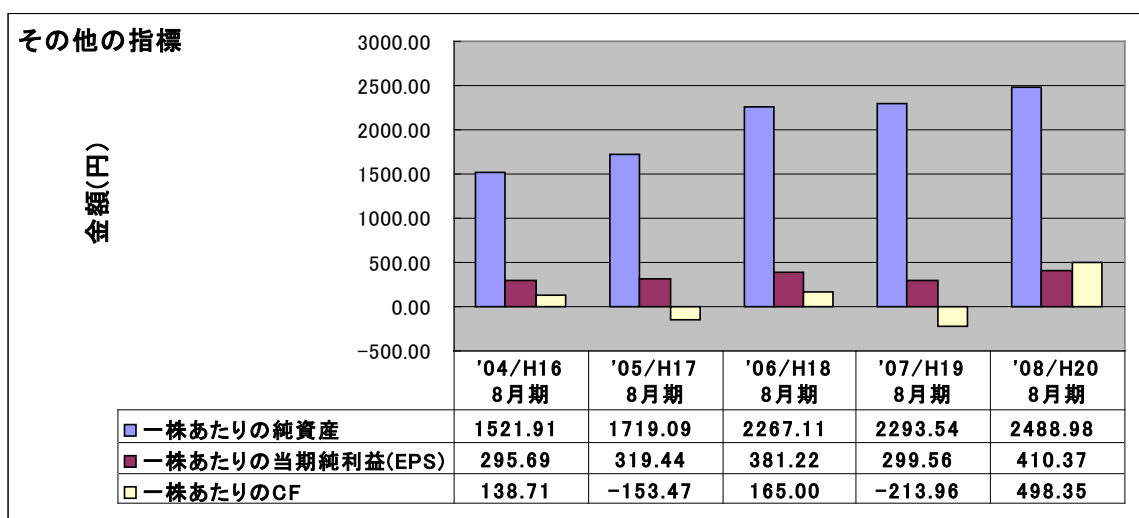
一人当たりの各指標は年々低下。労働装備率は、 $[(\text{有形固定資産} - \text{建設仮勘定}) \div \text{従業員数}]$ として計算される。使用総資本のうち、土地・建物・機械などの固定資産が従業員一人当たりどれくらい使われているかを表す。これも年々低下傾向である。

(5) 効率性



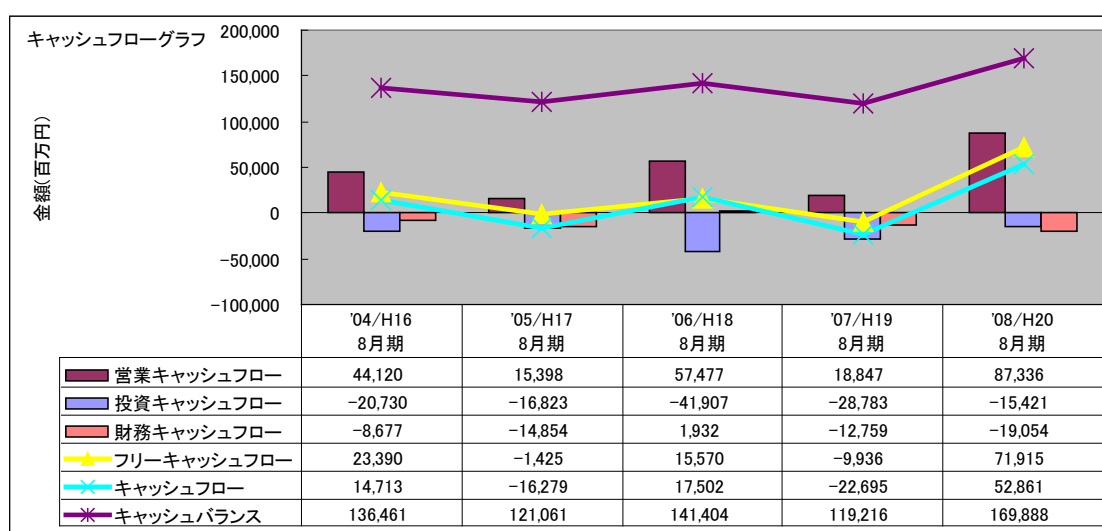
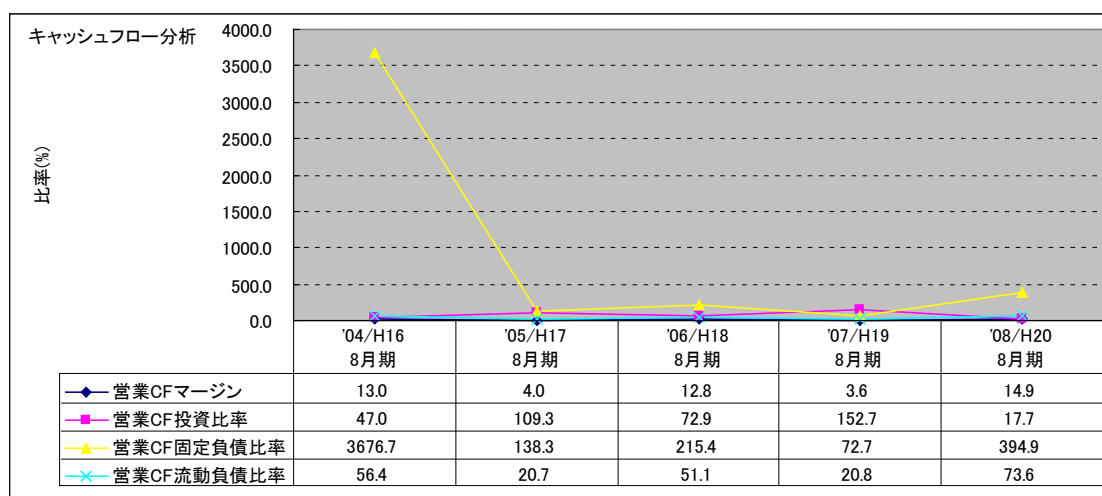
使用総資本回転率は[売上高÷総資本]として計算される。使用総資本が年間で何回回転したかを見るもので高ければ高いほど効率性が高いことになる。1.5 回程度で安定している。固定資産回転率は、[売上高÷固定資産]として計算される。固定資産が有効に活用されているかを測るものであり、高ければ効率性が高いことになる。低下傾向にあるが、有効に活用されている。棚卸資産回転率は、[売上高÷棚卸資産]として計算される。一般的には在庫回転と考えられる。回転率が高いほど、在庫から入庫までの実際に販売期間が短く在庫管理が効率的に行われている。10%以上と効率的である。回転日数については売上債権回転日数、運転資本回転日数が少しずつ長くなっているのが気になるが大きくは上下しておらず大きな問題はないと考える。

(6) その他



一株当たりの純資産は、[自己資本÷発行済み株式数]として計算される。株式の価値を表している。一株当たりの当期純利益は上下変動する当期純利益に応じて変動している。ともに年々増加している。一株当たりのキャッシュフローは、[営業キャッシュフロー÷発行済み株式数]として計算される。2005年、2007年はマイナスとなるも増加傾向にある。株価の収益性を図ることができる。株価純資産比率(PBR)については1.0倍以上と、実際の株価が理論株価より評価されている。株価収益率(PER)も同様に20倍以上であり、株価評価は高いといえる。

1.2 連結キャッシュフロー計算書の内容およびキャッシュフロー分析



営業キャッシュフローは営業利益×(1－実効税率)＋減価償却費で求めることができる。キャッシュフロー計算書の営業利益と言われ、企業がどれだけ利益を上げているかを測ることができる。同社は2004年度から多少の上限変動を繰り返しており、これは営業利益と高く相関している。営業キャッシュフローは5年間プラスを維持している。営業キャッシュフローを稼ぎ出す力は安定的といつてよい。投資キャッシュフローはマイナスである。財務キャッシュフローは、2006年にいったんプラスに転じているが、他の年においては上下動があるもののマイナスになっている。フリーキャッシュフローは簡便法を用い、[営業キャッシュフロー＋投資キャッシュフロー]として計算される。これは、投資に見合う利益を生み出しているかを見るものであり、マイナスの場合は投資額を減らすか投資のより効率的な活用が求められる。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÷売上高]として計算される。売上高に占める営業キャッシュフローであり、キャッシュフロー計算書における営業利益率に似た役割を果たす。

2 企業価値分析

2.1 資本コスト、経済付加価値（EVA）、投下資本収益率（ROIC）、EVA スプレッド

■ 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	$(\text{前期有利子負債} + \text{今期有利子負債}) / 2$
負債利子	支払利息 + 社債利息
負債利子率	$\text{負債利子} / \text{期中平均有利子負債}$
無リスク利子率	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	無リスク利子率 + リスクプレミアム
β （ベータ）値	Bloomberg HP より、2008 年 10 月 29 日修得
株主資本コスト（CAPM）	$\text{無リスク利子率} + \beta \times \text{リスクプレミアム}$
株主資本（時価）	期末株価 $\times$ 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）	$\text{負債利子率} \times (1 - \text{実効税率}) \times D / (D + E) + \text{株主資本コスト} \times E / (D + E)$
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 $\times$ 加重平均資本コスト（WACC）
税引後事業利益（NOPAT）	$(\text{営業利益} + \text{受取利息} + \text{受取配当金}) \times (1 - \text{実効税率})$
EVA	税引後事業利益 - 資本コスト

■ EVA の算出

項目	単位	2004 年 度	2005 年 度	2006 年 度	2007 年 度	2008 年 度
		H16/8	H17/8	H18/8	H19/8	H20/8
期中平均有利子負債	百万円	26	2,499	12,265	21,750	21,703
負債利子	百万円	169	344	853	1,775	1,635
負債利率	%	650.000%	13.768%	6.955%	8.161%	7.534%
無リスク利率	%	1.850%	1.348%	1.931%	1.810%	1.503%
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	%	6.850%	6.348%	6.931%	6.810%	6.503%
β（ベータ）値		0.789	0.789	0.789	0.789	0.789
株主資本コスト	%	5.795%	5.293%	5.876%	5.755%	5.448%
株主資本の時価（E）	百万円	837,977	894,195	1,161,499	720,236	1,180,592
有利子負債（D）	百万円	52	4,945	19,584	23,916	19,489
投下資本（時価）①（D+E）	百万円	838,029	899,140	1,181,083	744,152	1,200,081
D/（D+E）	%	0.006%	0.550%	1.658%	3.214%	1.624%
E/（D+E）	%	99.994%	99.450%	98.342%	96.786%	98.376%
加重平均資本コスト（WACC）	%	5.819%	5.309%	5.848%	5.727%	5.433%
投下資本（簿価）②	百万円	161,486	187,294	260,063	267,199	283,503
資本コスト	百万円	9,397	9,944	15,208	15,304	15,403
税引後事業利益(NOPAT)	百万円	38,676	34,489	42,840	39,766	53,840
EVA	百万円	29,279.4	24,545.2	27,632.1	24,462.6	38,437.3

■ NOPAT /ROIC の算出手順

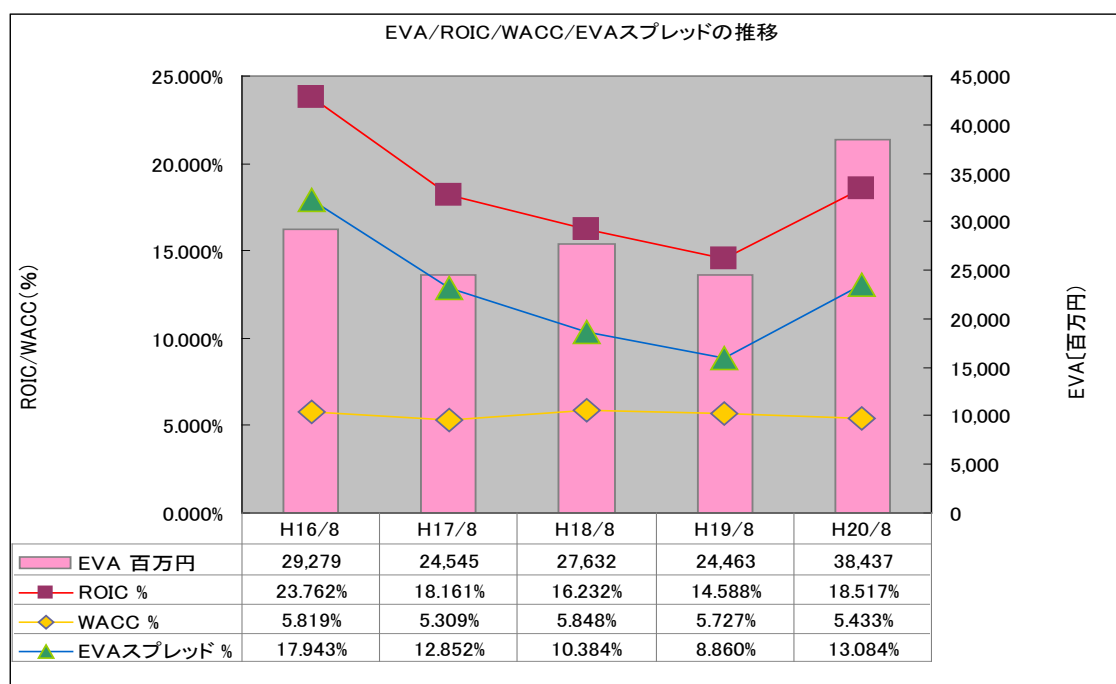
項目	説明・計算式及びデータの出所
有利子負債（簿価）	短期借入金＋長期借入金＋社債
株主資本（簿価）	連結貸借対照表の資本合計
投下資本（簿価）	有利子負債＋株主資本（簿価）
NOPAT	営業利益×（1－実効税率）
ROIC	みなし税引後営業利益（NOPLAT）/投下資本（簿価）

■ NOPAT/ROIC の算出

項目	単位	2004 年度	2005 年度	2006 年度	2007 年度	2008 年度
		H16/8	H17/8	H18/8	H19/8	H20/8
(期末) 有利子負債	百万円	52	4,945	19,584	23,916	19,489
株主資本 (簿価)	百万円	161,434	182,349	240,479	243,283	264,014
投下資本 (簿価)	百万円	161,486	187,294	260,063	267,199	283,503
営業利益	百万円	63,954	56,692	70,355	64,963	87,493
実効税率	%	40.000%	40.000%	40.000%	40.000%	40.000%
NOPAT	百万円	38,372	34,015	42,213	38,978	52,496
ROIC	%	23.762%	18.161%	16.232%	14.588%	18.517%

■ EVA/ROIC/WACC の推移

項目	単位	2004 年度	2005 年度	2006 年度	2007 年度	2008 年度
		H16/8	H17/8	H18/8	H19/8	H20/8
ROIC	%	23.762%	18.161%	16.232%	14.588%	18.517%
WACC	%	5.819%	5.309%	5.848%	5.727%	5.433%
EVA スプレッド	%	17.943%	12.852%	10.384%	8.860%	13.084%
EVA	百万円	29,279	24,545	27,632	24,463	38,437



ROIC : H19 年 8 月期までは、低下していたが、H20 年 8 月期に上昇に転じている。同社は ROIC についても概ね 10%以上を安定的に稼いでいる。投下資本の拡大に伴いそれに見合う営業利益を安定的に上がることができているといえる。EVA・EVA スプレッド : EVA は ROIC と WACC の差である EVA スプレッドに投下資本を乗じたもので、利益から税金と利息の他、株主に対する配当も差引いた値である。つまり、財務会計ベースの利益では

なく、経済的な意味での利益を表す指標であり、株主の期待利回りや負債の利子の加重平均より税引き後の利益が多い場合に、初めて経済価値を生んでいるといった概念を表している。EVAは5年間連続してプラスとなっている。同社は有利子負債の割合が低く株主資本の割合が高いため加重平均資本コスト（WACC）は高くなるが、その結果として負担する高い資本コストを吸収するだけの税引き後事業利益を安定的に上げられる収益力があるということがいえる。

2.2 企業価値指標

算出 の 手 順	200 4年 度 H1 6/8	200 5年 度 H 17/8	200 6年 度 H 18/8	200 7年 度 H1 6/8	200 8年 度 H 17/8	200 9年 度 H 18/8	201 0年 度 H 22/8	201 1年 度 H 23/8	201 2年 度 H 23/8	201 3年 度 H 24/8	201 4年 度 H 25/8
営業 キャ ッ シュ フロー	44,1 20	15,3 98	57,4 77	18,8 47	87,3 36						
投資 キャ ッ シュ フロー	-20, 730	-16,8 23	-41, 907	-28, 783	-15, 421						
フリー キャ ッ シュ フロー	23,3 90	-1,42 5	15,5 70	-9,9 36	71,9 15	22,2 24	25,2 21	28,6 22	32,4 82	36,8 62	41,8 33
平均 フリー キャ ッ シュ フロー					19,9 03						
売上 高	339, 999	383, 973	448, 818	525, 203	586, 451						
売上 高成 長率	9.8	12.9	16.9	17.0	11.7						
平均 売上 高成 長率					13.5 %						

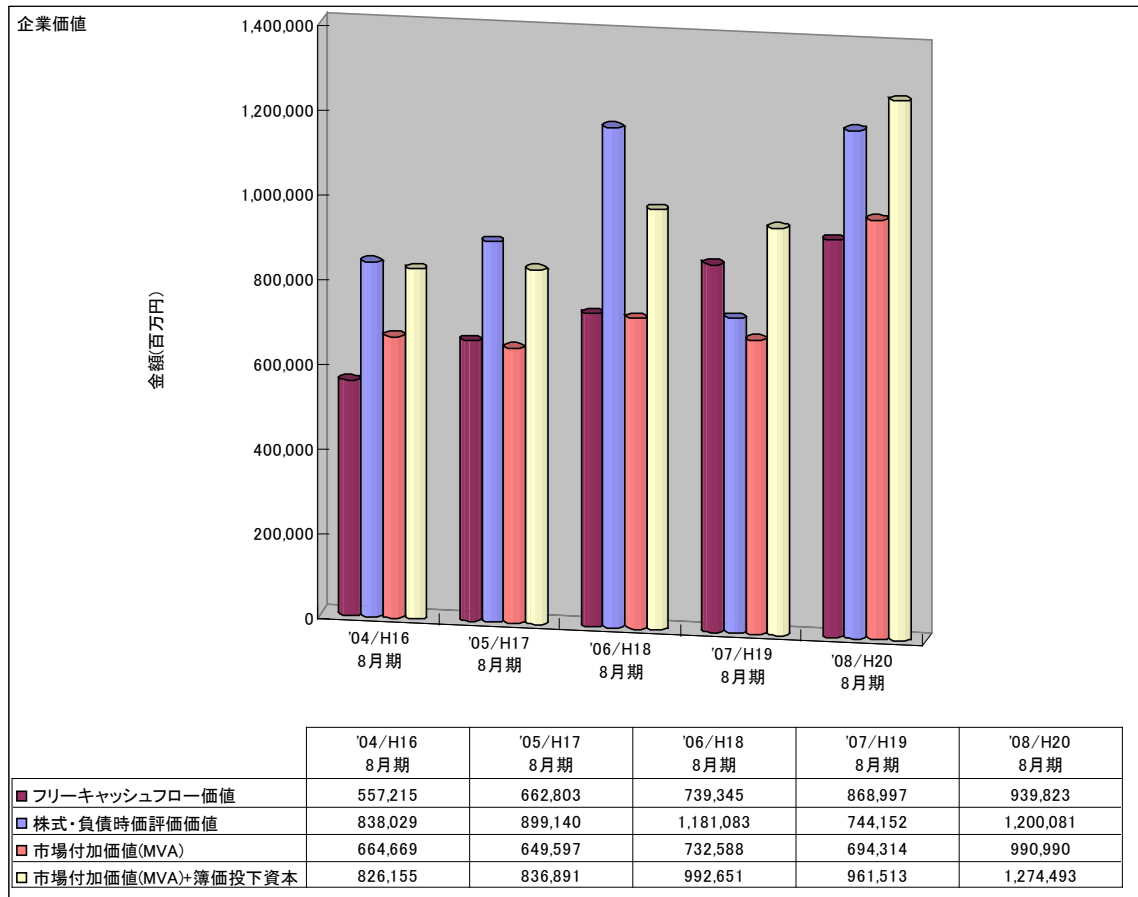
H16 /3 の予 測期 間にお ける FCF の NPV		-1,34 7								
H17 /3 の予 測期 間にお ける FCF の NPV			13,9 05	-8,3 85	57,3 54	16,7 50				
H18 /3 の予 測期 間にお ける FCF の NPV			14,7 85	-8,9 59	61,5 77	18,0 70	19,4 73			
H19 /3 の予 測期 間にお ける FCF の NPV				-9,3 87	64,1 88	18,7 40	20,0 92	21,5 42		
H20 /3 の予 測期 間にお ける FCF の NPV					68,0 19	19,8 81	21,3 40	22,9 06	24,5 87	
予測 期間	78,2 77	104, 945	115, 176	156, 733	122, 769	21,0 79	22,6 89	24,4 21	26,2 87	28,2 94

における FCF の NPV (A)											
加重 平均 資本 コスト WA CC	5.82 %	5.31 %	5.85 %	5.73 %	5.43 %						
永久 成長 率(リ スク フリー レート)	1.85 %	1.35 %	1.93 %	1.81 %	1.50 %						
継続 価値 の資 本コ スト	3.97 %	3.96 %	3.92 %	3.92 %	3.93 %						
継続 価値 の NPV (B)	478, 939	557, 858	624, 169	712, 263	817, 054						
企業 価値 (A) + (B)	557, 215	662, 803	739, 345	868, 997	939, 823						

(注) 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6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

企業価値評価	'04/H1 6 8月期	'05/H1 7 8月期	'06/H18 8月期	'07/H1 9 8月期	'08/H20 8月期
フリーキャッシュフロー価値 (1)	557,215	662,803	739,345	868,997	939,823
株式・負債時価評価価値 (2)	838,02	899,14	1,181,08	744,15	1,200,08

	9	0	3	2	1
市場付加価値(MVA) (3)	664,669	649,597	732,588	694,314	990,990
市場付加価値(MVA)+簿価投下資本	826,155	836,891	992,651	961,513	1,274,493



時価投下資本と、FCF 価値を比較すると、過去 5 年間に亘り、時価投下資本額が下回っている。これは、株式市場が、ファーストリテイリングの成長性を期待しているためと考えられる。FCF は、上昇基調が認められる。また、MVA は EVA と関連した指標であり、

- ① 株式市場は効率的である
- ② 将来の NOPAT の期待値は一定とする
- ③ 企業は事業規模を変えないものとする（投資額＝減価償却費）
- ④ 企業の市場価値は、将来に生み出す FCF の割引期待値であるとする
- ⑤ $FCF = NOPAT + \text{減価償却費} - \text{投資額} = NOPAT$ が成立するとする

以上、五つの前提の下で、 $MVA = EVA / WACC$ になる。

上記前提が、株式市場で全て成り立つとは限らず、そのため、MVA と EVA/WACC の間に差異が生じる。同社の MVA は過去 5 年間プラスとなっており、企業が株主価値を創造している判断できる。また、EVA/WACC は常にプラスとなっており、資本コストを上回る利益を創出していることが認められる。MVA は株式市場の影響を受けやすく、EVA の

方が自らの経営努力を反映するものと考えられ、企業経営者としては、経営努力によりコントロール可能な EVA の最大化を当面の目標として、最終的に MVA 向上を達成すべきと考えられ、EVA の改善を最優先とすべきと考えられる。総括、問題点等は以下の通りである。収益性、成長性は安定している。積極的な業容の拡大に伴い、従業員数も増加を続けており人件費が増加しているが、収益性の伸びより、生産性・効率性が低下している。収益性、成長性に対し市場が反応し株価が堅調傾向にあり、現在では理論株価以上のレベルまで株価が上昇している。営業キャッシュフローを投資キャッシュフローが上回るフリーキャッシュフローのプラス状況が恒常化しており好調といえる。

3 企業環境の特徴とそれらの同社の企業戦略についての影響

3.1 企業環境の特徴とその影響

ここ数年間、世界のアパレル・ファッション業界の成長を牽引してきたのは、欧米や日本などのファッション先進国である。ところが、2007年はファッションにおけるメガトレンドが見られず、厳しい事業環境へと変化しつつある。そのため、欧米や日本市場の成長の伸びは、鈍化傾向にある。また、米国発のサブプライム問題の影響による景気動向の不透明さが、衣服などへの消費マインドにもじわじわと影響を及ぼしつつあると考えられる。その一方で、中国・ロシアなど近年経済成長が著しい新興市場においては、拡大する中間所得層の強い消費意欲を背景に、アパレル・ファッション分野の消費が伸びる、という傾向がみられる。ただし、これらの新興市場においても、ニューヨーク・パリ・ミラノ・ロンドン・東京といった世界の主要なファッション都市で人気を博しているグローバルブランドへの需要が強いという傾向が見られる。このような市場環境において、グローバルに事業を展開しているアパレル製造小売業のトッププレーヤーの多くは、そのスケールメリットを活かした資金力や開発力によって高成長を実現し、シェアを拡大しつつある。グローバル化する市場のなかで、アパレル・ファッション企業は、競合他社と差別化できる商品を開発し、世界中で通用するブランドを確立しなければ生き残れない時代へと変化しているといえるであろう。

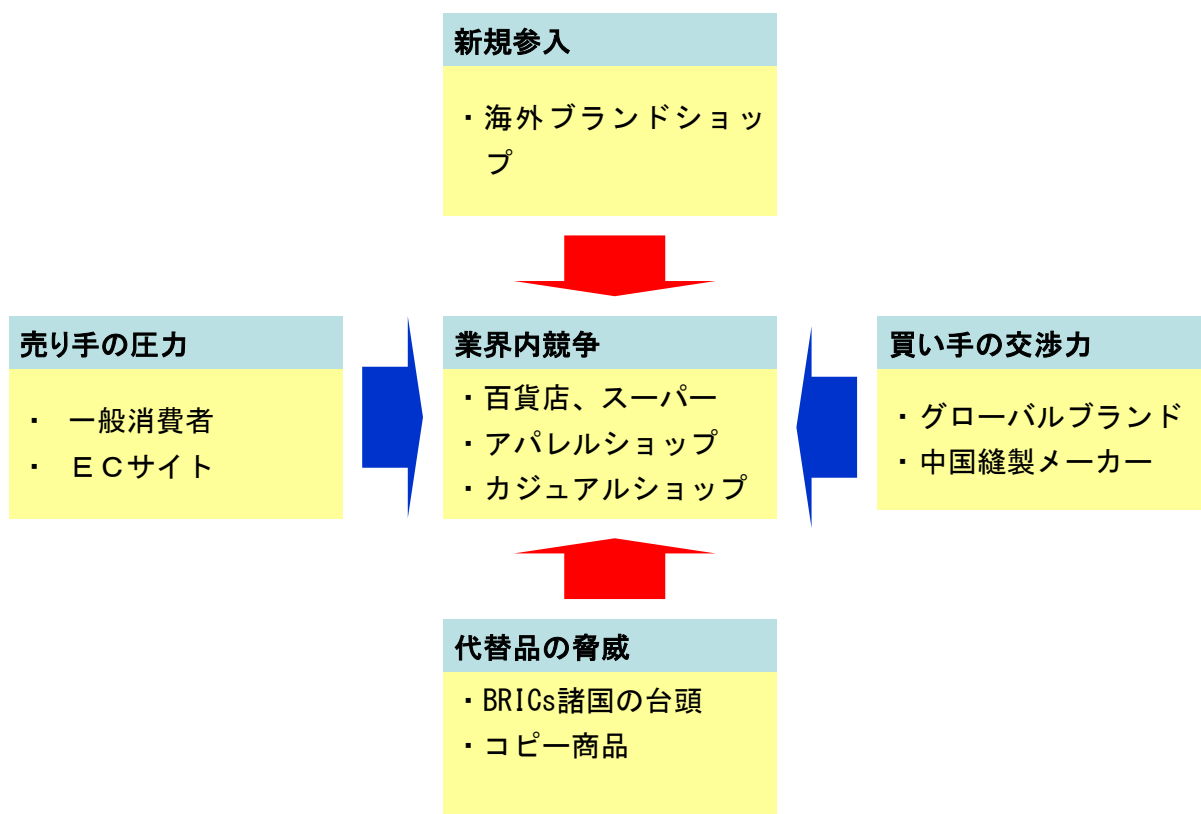
企業名（主なブランド名）	国	決算期	売上高（億円）	前期比（%）
ギャップ	アメリカ	2007 年 1 月	18,505	▲0.5
インディテックス（ZARA）	スペイン	2007 年 1 月	12,996	21.6
リミテッド	アメリカ	2007 年 1 月	12,385	10.0
H&M	スウェーデン	2006 年 11 月	11,552	11.7
ネクスト	イギリス	2007 年 1 月	7,674	5.7
リズ・クレイボーン	アメリカ	2007 年 12 月	5,796	3.0
ファーストリテイリング（ユニクロ）	日本	2007 年 8 月	5,252	17.0
ポロラルフローレン	アメリカ	2007 年 1 月	4,985	14.6
エスプリ	香港	2007 年 6 月	4,413	26.9
アバクロンビー&フィッチ	アメリカ	2007 年 1 月	3,851	19.2

【SWOT分析】

	強み	弱み
	1) ユニクロブランドの認知 2) 企業理念が企業戦略に直結 3) 製造から販売までの一貫体制 4) スケールメリット 5) 有力ブランドの取込み 6) 資金力	1) 流行の追及 2) 原材料費の高騰 3) 商品カテゴリーのマンネリ化 4) 海外売上比率の伸び悩み 5) 海外でのブランド認知不足
内部環境	機会	脅威
	1) 広告手法の多様化 2) BRICsを始めとした新興国の市場の拡大 3) 世界的不況 4) ブランド企業の身売り	1) ファッションの多様化 2) 在庫調整 3) 世界的な景気減速懸念 4) 消費行動の二極化
外部環境		

ファーストリテイリングは、国内ユニクロ事業、海外ユニクロ事業、国内関連事業、グローバルブランド事業と事業範囲を規定しているが、この4事業は並列の概念である。国内ユニクロ事業と海外ユニクロ事業は地理的な市場であり、国内関連事業、グローバルブランド事業は付随事業の市場に当たる。実際には、海外にも今回は同社の企業環境の特徴を分析するに当たり SWOT を用いるが、内部環境と海外環境に分けて考える。

【Five Forces 分析】



4 企業戦略

4.1 企業理念とビジョン

ステートメント

「服を変え、常識を変え、世界を変えていく」

行動規範

- ・ ■お客様の立場に立脚
- ・ ■革新と挑戦
- ・ ■個の尊重、会社と個人の成長
- ・ ■正しさへのこだわり

グループのミッション

- ・ ■本当に良い服、今までにない新しい価値を持つ服を創造し、世界中のあらゆる人々に、良い服を着る喜び、幸せ、満足を提供します
- ・ ■独自の企業活動を通じて人々の暮らしの充実に貢献し、社会との調和ある発展を目指します

「幸せ」「元気」「平和」を創る

企業価値創造

ファーストリテイリングを取り巻く環境は、景気の減速・個人消費の伸び悩み等により、成長の伸びが鈍化している。更に、不透明な経済状況下で、買い渋りを起こしている消費マインドを喚起する為、消費者のマーケティングニーズは高度化している。また、同社の海外における事業展開も加速しており、これらの環境変化に対応することが重要である。ここでは、同社の企業戦略を、企業価値創造の考え方に基づいて評価する。同社は、その事業目標を「ファーストリテイリングは、世界一のアパレル製造小売業グループになる」と位置づけ、世界的な視野で、この領域を発見・開拓し、創造的で卓越したサービスを提供する、と謳っている。また、社会的役割として、「本当に良い服、今までにない新しい価値を持つ服を創造し、世界中のあらゆる人々に、良い服を着る喜び、幸せ、満足を提供」「独自の企業活動を通じて人々の暮らしの充実に貢献し、社会との調和ある発展を目指す」とする。また、同社は、ステートメントとして、「服を変え、常識を変え、世界を変えていく」を挙げており、消費者の利益という経済価値の創造・満足感・幸福感を含め、多種多様な価値を創造するパートナーを目指している。

4.2 顧客価値

多くのお客様は、すでにたくさんの服をもっている。新たに服を購入してもらうには、デザイン性や機能性というプラスαが必要である。つまり、「ニュースのある服」ということである。また、商品の良さを、お客様にアピールしていくためには、店舗デザイン・売場・商品構成・接客サービスのあり方など、すべてを変えていかなくてはならない。大型店戦略もその一貫で、新しいステージへとユニクロを改革していくための、ひとつの過程である。大型店では、商品の見せ方やお客様の満足度を高める接客サービスなど、一人ひとりのスタッフのスキルを高めていくことも大切になってくる。商品の良さをしっかり伝え、シーズンごとに新しい商品を提案し、日々の生活を楽しくいただくことをユニクロは目指している。消費者が求める新しさを提案し続けていくことこそ、ユニクロの成長の源泉である。

4.3 従業員価値

(1) ダイバーシティ（多様性）の推進

ユニクロでは、ダイバーシティ推進の一環として、2004年に「女性店長プロジェクト」を発足させた。このプロジェクトでは、全国で活躍する女性店長（女性店長比率約20%）が長期的な視野でキャリアを形成するためのサポートを行っている。また、女性社員の活躍を紹介する季刊誌「style」の発行や、女性のキャリア開発をテーマとした「ウィメンズフォーラム」も定期的に開催し、女性店長だけでなく、男性上司、男性の同僚も参加して活発な意見交換を実施している。

(2) 障がい者雇用の推進

ユニクロでは、2001年から「1店舗1名以上」を目標に障がい者の雇用を進めている。障がい者雇用は、店舗のスタッフが多様な背景をもつ仲間とチームで働く機会を提供している。2007年6月現在の障がい者雇用率は7.43%と全国の大企業（従業員5,000名以上）においてトップクラスの水準となっている。そうした取り組みが評価され、2007年6月に内閣府より「再チャレンジ支援功労者表彰」を受賞した。

(3) ワーク・ライフ・バランスの改善

ユニクロでは、安心して働きやすい職場環境づくりを目指して、育児・介護休暇の制度の運用や、メンタルヘルスケアの相談窓口の設置などを行ってきた。また、東京本部では火曜日から金曜日までを「ノー残業デー」とするほか、店舗では1カ月の残業時間に上限を設けている。また、従業員一人ひとりが年間の有給休暇の取得計画を管理し、休暇取得を促進するなどワーク・ライフ・バランスを推進する取り組みを行っている。価値向上に対する取組は評価できる。

4.4 社会価値

同社はCSR活動のあるべき姿を、「世界を良い方向に変えていく」ことだと考えている。本来、企業とは事業で付加価値を生み出し、獲得した利益から税金を納め、雇用を創出し、維持していくことにより、社会に対する責任を果たしていく存在です。また、利益を株主・お取引先・従業員と役員に適切に配分していくことも、重要な社会的責任の一つである。さらにグローバルに活動する企業として、国際紛争に巻き込まれたり大災害に見舞われるなど逆境に置かれた人々に対して、国や民族などの違いを超えて、どのような貢献ができるかを考え、実行していくことも、真剣に取り組むべきCSRの課題だと考えている。日々の企業活動において、「社会にとって何が良いことか」が私たちのCSR活動の判断基準です。ファーストリテイリングは、常にその視点から果たすべき社会的責任を考えている。

(1) ユニクロ店舗での省エネ・省資源

ユニクロの各店舗では、さまざまな省エネ・省資源活動を行っている。2003年に店舗の電力使用量の10%を削減したのに始まり、2006年には商品の店舗への配送に使われるダンボールの10%の削減、2007年にはポリエチレン製素材の軽量化によりショッピングバッグの約10%の削減に成功した。2007年10月、ユニクロは環境方針と環境ガイドラインを策定した。今後は、より具体的な環境負荷の削減に向けた取り組みを進めていく。

(2) 緊急災害支援

「難民や、災害に遭われた人たちに、ユニクロの商品を提供してほしい」というお客様からのご意見をもとに、2001年から国内外の紛争地域や自然災害での被災者に、衣料品の寄贈や寄付などの支援活動を行っている。

「スペシャルオリンピックス日本」への支援：スペシャルオリンピックスは、知的発達障がいのある方たちにスポーツトレーニングとその発表の場である競技会を提供する国際スポーツ組織である。ユニクロでは、2002年から「スペシャルオリンピックス日本」のオフィシャルパートナーとして支援を行っている。2006年11月の「夏季ナショナルゲーム・熊本」ではボランティアスタッフとして参加し、2007年10月の「夏季世界大会・上海」に参加する日本選手団には、約3,000着のユニフォームを寄贈した。

(3) 全商品リサイクル活動

2006年9月から、ユニクロの店舗で販売するすべての商品のリサイクル活動を開始した。毎年3月と9月の年2回、ユニクロの店舗で回収を実施している。

4.5 株主価値

同社は、株主への利益還元を重要政策の一つと考え、事業成長による企業価値の長期的向上、安定的な配当、機動的な自己株式の取得、により、資本効率の向上を目指し、同時に、総合的な利益還元を図っている。キャッシュフローの用途として、設備投資：システムへ

の投資、ツールやメソッドの開発など。事業投資：優良コンテンツ、インターネット領域、グローバルブランド市場への投資など。株主還元：安定的な配当、機動的な自己株式の取得などを挙げており、競争力および収益力の向上を図っている。

株主価値向上に関する基本方針は、

当期純利益の増大

- 収益拡大と費用低減による当期純利益の拡大
- 株主資本の適正化
- 増配、自己株買による株主還元の増大
- 株主資本を過度に蓄積しない

としている。

当期純利益については、景気の変動を受けて、多少の増減は有るが、この5年間で、約38%の増加となっている。

配当については、安定性を重視しつつ、変化に対応する為の持続的案投資に必要な内部留保、当期業績および中長期的な業績見通し、資金の状況等を総合的に勘案し決定、今年度も年130円を維持。これにより、配当金総額は約13,240百万円となり、連結配当性向も41.7%から30.4%まで低下する見込み。

4.6 資源循環

(1) 企業の評価基準、

ファーストリテイリングが世界のトップ企業と伍して戦うためには、グローバルに通用するグループ事業ポートフォリオの拡充と、売上高「1兆円」の企業規模が、最低限必要だと考え、「2010年にグループ売上高1兆円、経常利益1,500億円」を目指している。

(2) 事業セグメントの選択・集中

同社の事業別セグメント売上げの大部分が、衣料品販売事業であり、全体の約90%以上となっている。

(3) CF増大

主要事業セグメントである、ユニクロ事業に集中することにより、景気変動の影響を受けながらも、一定のFCFを獲得している。

(4) 成長投資による事業拡大

衣料品販売事業で得たCFを、これら基盤事業の拡大と新たな展開のために大規模な投資を計画。その戦略の中心はM&A戦略である。

4.7 戦略資産

(1) 連携システム

クリエーションネルソン社、プティヴィクル社、リンク・セオリー・ホールディングス社の子会社化。

(2) 情報システム

製造・販売管理システム。

(3) 中核システム

大きく変化する事業環境の下、これまで蓄積してきた創造力有るプランニング力、プロデュース力、マーケティング力を活かし、真の「服を通じた幸せ・満足」の提供を行い、従来の SPA 事業から、新たな成長モデルへ転換する基盤を築くことが出来る。

(4) 関係資産

同社は創設期から柳井会長が密接な人的つながりを構築している

4.8 M&A

(1) 新分野での事業獲得

グローバルブランドのポートフォリオ拡充のためアフォーダブルラグジュアリーのブランド買収。

(2) 海外でのプラットフォーム獲得

欧米でユニクロのプラットフォームとなる企業絵を買収。

ファーストリテイリングのグループ戦略の軌跡

2004年1月 ■ 「セオリー」を展開するリンク・インターナショナルへ出資

2005年3月 ■ ワンゾーンを買収

5月 ■ 「コントワー・デ・コトニエ」を展開するネルソンフィナンス社の経営権を獲得

2006年2月 ■ 「プリンセスタム・タム」を展開するプティヴィクル社を買収

3月 ■ 新規事業のジーユーを設立

4月 ■ キャビンの株式を取得し、業務提携

11月 ■ ビューカンパニーへ出資

2007年8月 ■ キャビンを TOB により完全子会社化

ファーストリテイリングは、M&Aによって、グローバルな視野と豊富な経験を有する優れた人材を獲得すると同時に、こうしたグループのビジョンに共感する社員に活躍の場を提供することにより、ダイナミックで革新的な企業グループであり続けることを目指している。

5 今後の課題

5.1 新しい各事業の収益モデルの確立

2007年8月期の業績は残念ながら増収減益という結果となったが、ファーストリテイリングが向かうべき方向性がはっきり確信できた年となった。目標とする「世界No.1のアパレル小売業になる」ために、国内ユニクロの店舗の大型化、海外ユニクロ事業の拡大、子会社や新規事業のグループ化などさまざまな取り組みを積極的に進めた。まさに2007年度は、「産みの苦しみ」を経験した年であった。しかし、こうした経験を通してユニクロ事業そのものの再強化とともに、再ベンチャー化・グループ化・グローバル化の実現を、社員全員が本気で考え、実現に向けての決意を新たにした年であった。グループの中核事業であるユニクロでは、2006年11月にニューヨークにグローバル旗艦店をオープンし、成功を収めることができた。また、中国・香港・韓国などのアジアで展開するユニクロ事業が好調に収益を拡大するなど、新しい展開が見え始めた。海外展開を進めていくなかでいちばん驚いたのは、ユニクロの品質が世界中のお客様から高く評価されたことである。ユニクロがこだわり続けてきた高品質のカシミア、メリノウールセーター、プリントTシャツ、ジーンズなどは、日本だけでなく海外のお客様にも素直に評価された。品質の良さこそが、ユニクロが海外市場で強みを発揮できる最適なポジショニングである。こうした再認識をふまえて、2007年11月にはロンドンにグローバル旗艦店をオープンした。また、12月にはパリ郊外にコンセプトショップを出店し、フランスへの上陸も果たした。今後はヨーロッパ市場だけでなく、アジア地域、特に中国と韓国での出店を本格化していく。2007年8月期の国内ユニクロ事業は、増収減益という結果だったが、これは売上の増加以上に経費が膨らんだことが最大の要因である。ユニクロが地方の一企業として出発したころに比べると、規模が大きくなった一方で、スピード感をもち、ローコストで仕事をするができなくなってきた。また、天候要因による売上未達と、それに伴う粗利益率低下も減益を招いた要因である。2008年8月期の国内ユニクロでは、ローコスト経営の原点に立ち返ると同時に、本来のスピード感とダイナミックさを取り戻し、完成度の高いベーシックカジュアルを、適時に適切な数量生産し、客のニーズに応えることで高い利益率を達成する。

国内ユニクロでは、2007年8月期から「500坪規模の大型店」という新しい業態の出店を加速している。今後の国内ユニクロの成長の鍵は、この大型店戦略が握っている。大型店戦略を成功に導くためには、成長ポテンシャルが高いウィメンズ商品の開発が課題である。そのために、グローバルR&Dの能力をさらに強化していくべきである。国内関連事業については、ワンズオン、キャビンなどの子会社の再建、新規事業のジーユーの業績改善はいまだ道半ばであり、満足のいく数字には届いていない。しかし靴・婦人服・低価格カジュアル服の市場には潜在的な需要があると考えており、経営・インフラ・人材の支援においてグループ力を結集することで、成長軌道に乗せられることであろう。グローバルブランド事業については、フレンチカジュアルのコントワー・デ・コトニエやランジェリーのプリンセスラム・タムなどが順調に業績を伸ばしている。これらの明確なコンセプトをもつブランドには、大きな成長の可能性があることを確信している。ファーストリテイリンググループでは、今後もこうした良いブランドをM&Aにより獲得し、世界中で展開していく。

社長は「世界で戦える企業にならなければ、国内市場でも生き残れない」と考えている。刻々と移り変わる世界の動きのなかで、もはや業界や国の境はなくなりつつある。このような環境下で、どう勝ち抜いていくか。日本でユニクロが成長してきたように、世界市場でもユニクロを育てていくことがそのひとつ。同時にファーストリテイリングとしては、世界市場で展開できるグローバルブランドを複数もつ企業グループになることが必要である。なぜなら、「グループ売上高1兆円」という数値は、最終目標ではなく、通過点のひとつにすぎないからである。ファーストリテイリングは明確な長期戦略をもち、バランスの良い事業ポートフォリオを高効率で経営し、売上規模、収益性、客の満足度、人材の豊かさ、社会貢献度においても、世界最高レベルの企業でありたいと考えている。そして、これからも世界中の人々の生活を豊かにする本当に良い服を企画・生産し、それを客に伝え販売するために、これからも新たな挑戦を続けていく。

5.2 M&A

グループの事業ポートフォリオを拡充するためのM&Aの基準として最も重視しているのは、「成長性」と「収益性」である。成長性の基準の1つは、グローバルに展開できる潜在力を有する良いブランドであるかどうか、ということである。コントワー・デ・コトニエやランジェリーのプリンセスタム・タムが、その好例である。しっかりしたブランドコンセプトをもっている良いブランドであれば、ファーストリテイリンググループの資金力や、店舗オペレーション、生産調整、在庫管理などのノウハウ、中国における生産体制、情報システムなど事業インフラの共有化を積極的に行うことによって、高成長と高収益を実現することができると考えている。投資の決定に際しては、専門部署による案件の開発後に、関連部署や執行役員、取締役が検討を重ね、社外取締役3名を含む5名のメンバーで構成される取締役会において、4名の社外監査役を含む5名の監査役の参加のもと、慎重に判断がなされている。その際には、収益性と成長性を基準とした企業価値と投資リターンを確認するほか、グループ事業間のシナジー効果の分析も重要な判断材料となる。ファーストリテイリングが今後のM&Aの対象とするのは、グローバルな展開が可能な潜在力をもつアパレル事業を有し、将来的に1,000億円以上の売上と15%以上の売上高経常利益率を確保できる企業である。グループ・M&A戦略を積極的に推し進め、今後数年間で3,000～4,000億円の投資を行うことにより、持続的な高成長を実現したいと考えている。

5.3 新しいニーズの創出

(1) カシミヤに世界のクリエイティブな才能が結集

発売5年目を迎えるユニクロのカシミヤシリーズ。秋冬シーズンは、素材の上質感などユニクロの得意技に加え、世界の才能を集め、洗練されたカシミヤスタイルを提案していく。商品は、ユニクロのR&Dセンターのデザイナーの総力を結集し、アダム・ジョーンズ、ルッツアンドパトモス、丸山敬太ら世界の気鋭のデザイナーとのコラボレーション商品も加え、ユニクロのイメージを一新させる商品として話題を集めた。

(2) ホテルの快適さで満たす新ブランド

ホテルズホームズは、素材の品質を大切にするユニクロならではのこだわりから生まれたホームグッズ（タオル・シーツ・シャンプーなど）の新ブランドである。ホテル仕様の品質をテーマに、無添加で天然精油の香りが特長のボディケア商品、上質素材を使った肌触りのよいシーツやタオルなどが揃っている。生活の基本分野だから、今後も伸びが期待される市場である。

(3) 女性の心をとらえたユニクロと東レの共同開発商品

「快適で透けにくい夏のボトムスがほしい」という女性たちの願いを実現したのが、「スタイリッシュホワイト（透けにくい白）」である。2007年春、東レ株式会社との共同開発により販売を開始したスタイリッシュホワイトは、ポリエステル繊維に高密度のセラミックを練りこんだ、光を通しにくい糸に微細な捲縮を加えて織りあげた生地で、外側からの光の透過を少なくすることで透けにくくしている。

5.4 組織改編

(1) コーポレートガバナンスの強化

・企業活動の透明性を高める取締役会

株主からの委託を受け、経営に関する重要事項を決定するのが取締役会の役割である。同社では透明性の高い経営を実行するために、経営に関する重要事項である「年度予算」「決算」「グループの中期戦略・計画」「買収・投資案件」「執行役員の人事」「組織改定」「配当政策」などを、業務担当取締役とともに社外の実業家が十分な情報の提供を受けて討議し、意思決定を行っている。特に重要な案件については、各取締役は事前に関係者から説明を受けて、複数回にわたって討議を重ねることを常としている。

2007年8月期では、決算の承認をはじめ、「国内ユニクロの課題」「ユニクロの海外展開」「グローバルブランド事業の成長戦略」「株式会社キャビンの公開買付けによる完全子会社化」「バーニーズの買収申込」「靴事業の戦略」「内部統制システムの整備」「役員の報酬制度」などについて討議するため、年間25回の取締役会を開催した。

・経営を監督する監査役の設置

監査役の役割は、取締役の業務執行の適法性および内部統制の監査である。取締役会に参加して、職務執行に問題がないかどうかを監督するほか、人事委員会、CSR委員会、リスクマネジメント委員会、開示委員会などにもオブザーバーとして出席し、業務の適法性や内部統制が有効に機能しているかどうかを監視している。

以上

付属資料 8：企業戦略分析

(出所：青木 慶 「経営戦略応用研究 期末レポート ファーストリテイリング」 2009 年 10 月 26 日)

ファーストリテイリング株式会社(2009)

1 事業内容と業績

1.1 事業内容

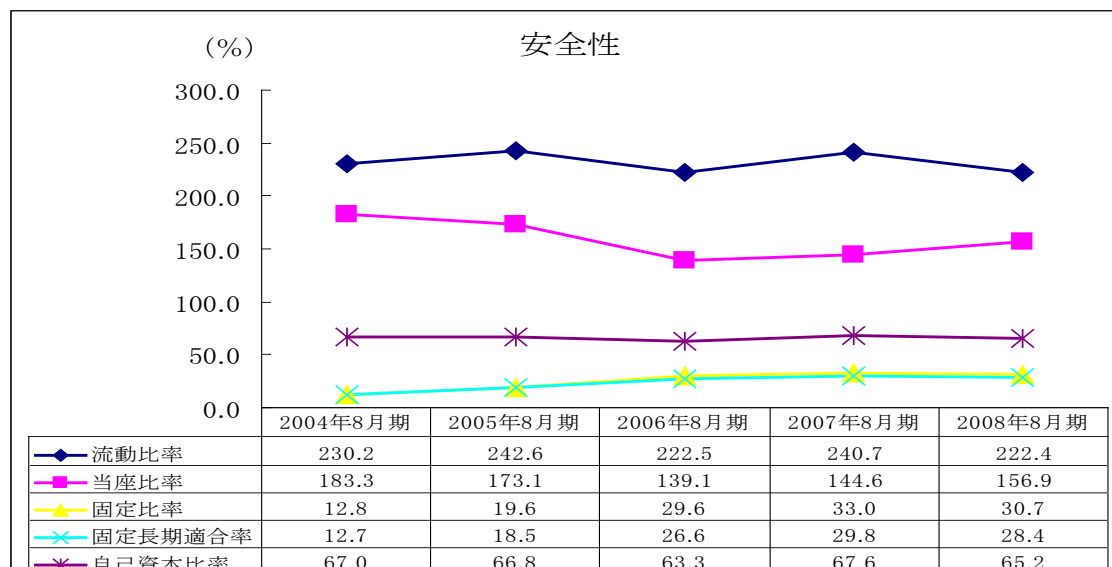
中核を担うユニクロは、商品企画・生産・物流・販売までを一貫して行う SPA（アパレル製造小売企業）モデルを確立し、高品質なカジュアルウェアを低価格で提供することで成長を続けている。1984 年に 1 号店を広島にオープンし、1998 年のフリースキャンペーンでブームを起こす。2001 年から海外進出し、英国、中国、香港、韓国、米国、フランス、シンガポールに出店。現在の店舗数は国内 777 店舗、海外 90 店舗（2009 年 6 月末）である。事業基盤の多角化で 2005 年から M&A を開始し、フランスのコントワー・デ・コトニエ事業（婦人服）、プリンセス タム・タム（ランジェリー）、国内の靴事業、キャビン（婦人服）、リンク・セオリー・ホールディングスを買収。グループ化を進めている。

1.2 業績分析

1.2.1 過去 5 カ年間の業績推移を財務諸表分析

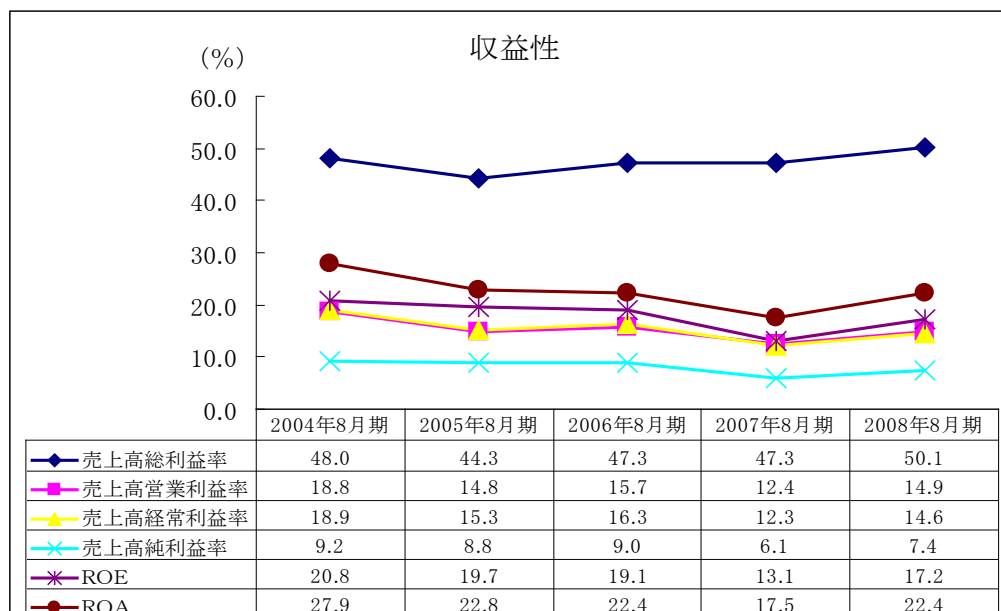
当社は 8 月決算であり、2009 年度のデータが揃っていないため、財務諸表分析は 2004 年 8 月期～2008 年 8 月期のデータで行う。尚、最新の売上・利益は下記の通り。2009 年は売上・利益ともに過去最高となっている。

➤ 安全性



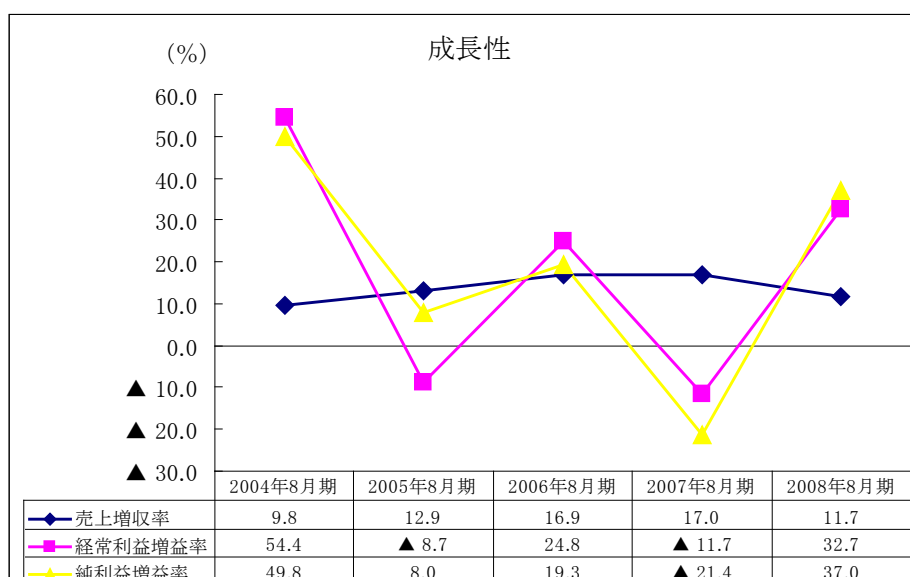
流動比率は安定的に 220%～240%を推移しており、1 年以内に弁済しなければならない流動負債が、1 年以内に現金化すると考えられる流動資産によって十分に裏付けられている。支払い能力を表す当座比率も、高い水準で推移している。固定資産は返却の必要がない自己資本で賄えていることが望ましいということで、固定比率の評価は100%以内が目安とされているが、当社は30%台である。全く問題ないと考えてよい。固定資産を全て自己資本で賄えずとも、社債や長期借入金のような固定負債を加えたもので賄えていれば、一時的な資金不足を起こすことはないだろうという考えから考案されたのが固定長期適合率であるが、こちらでも全く問題ない。自己資本はB/S上の純資産であり、企業の利益の積み重ねである。自己資本比率が高いほどその企業は安定しているということができ、50%以上が良好と判断される目安である。こちらでも安定して65%水準を推移している。どの指標を取っても申し分なく、当社は非常に安定的であるといえる。

➤ 収益性



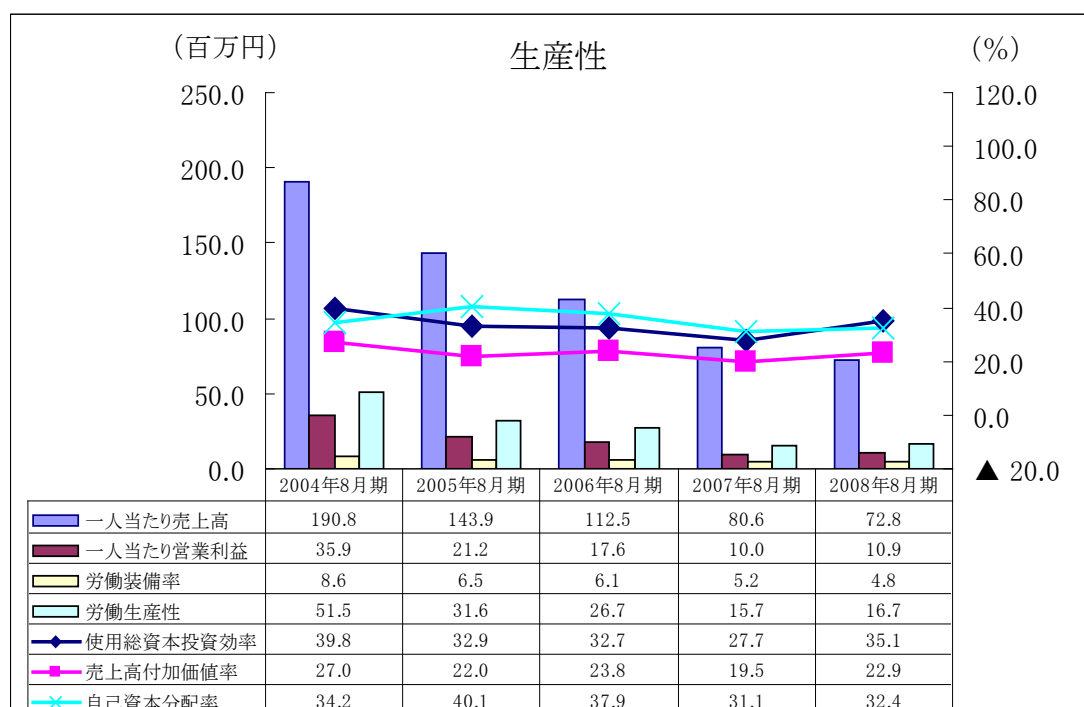
収益性も問題ない。特に売上高営業利益率、経常利益率、純利益率は業界平均（小売業）と比較してもダントツの水準にある。（業界平均は 08 年の売上高営業利益率 41%、経常利益率 3%、純利益率-1.6%）

➤ 成長性



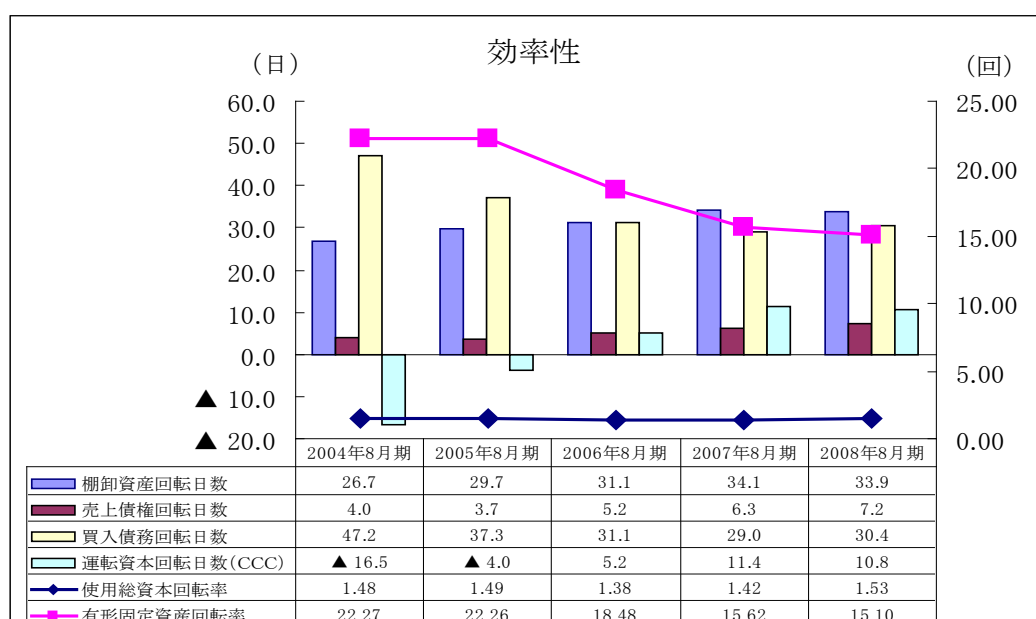
売上増収率は継続的に 2 桁増である。増益率はアップダウンがあるが 08 年には再び 30% 台の増加、最新の発表によると 09 年も引き続き増収増益であり、成長性も申し分ないといえる。

➤ 生産性



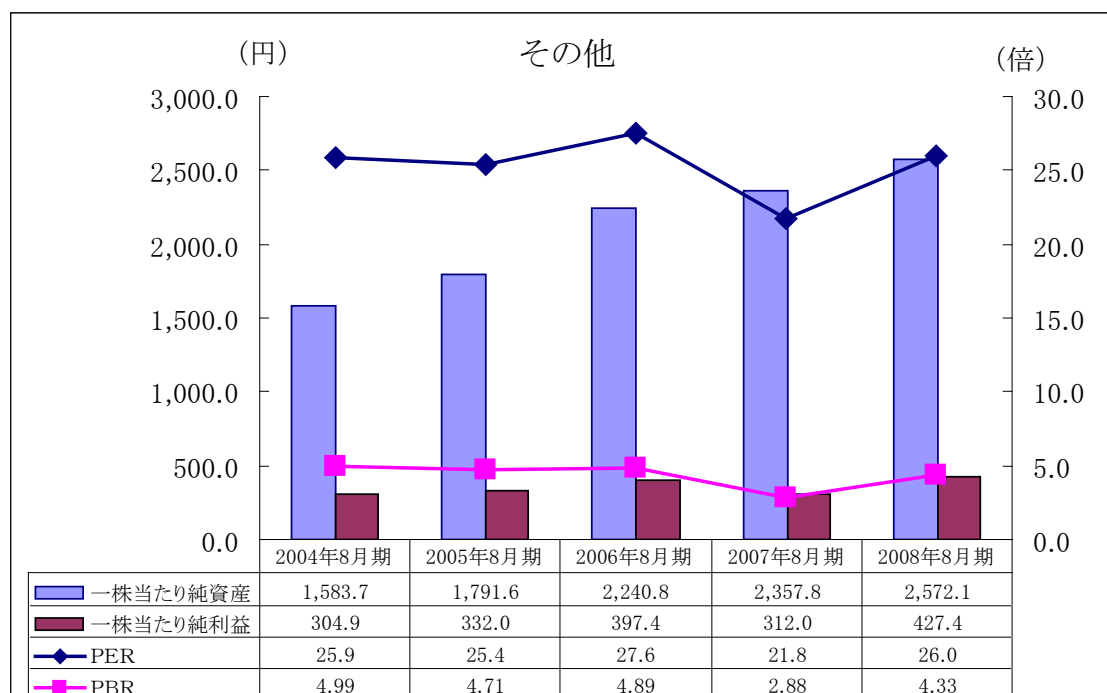
1 人当たり売上高・営業利益ともに減少している。これは大幅に従業員数が増えているためと考えられる。2004 年から 2008 年の間に従業員数が 4 倍以上になっており、どう組織としてまとめあげていくのが今後の課題と思われる。

➤ 効率性



棚卸資産回転日数、売上債権回転日数が徐々に長期化しており、在庫の回転率、売上債権の回収スピードの鈍化を示している。有形固定資産回転率も下落傾向にある。これは積極的な出店攻勢を反映しているものと考えられるが、全般的に効率性が落ちてきている。いかに効率性を落とさずに企業規模拡大していくのかが、今後の課題であるといえよう。

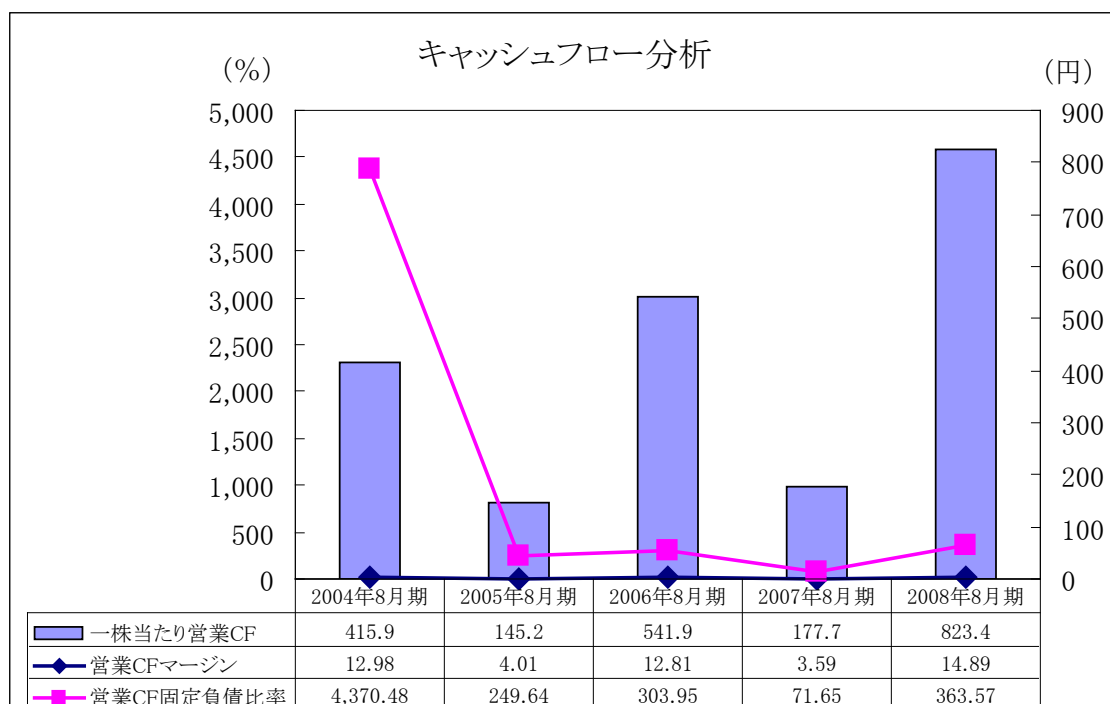
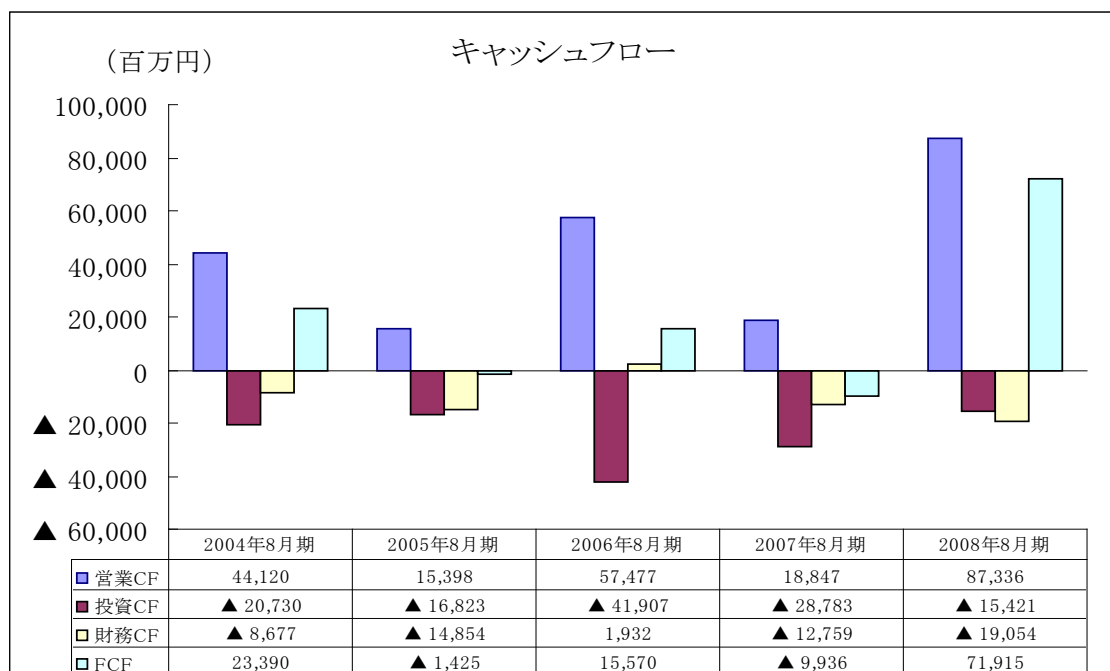
➤ その他



1株あたりの純資産・純利益ともに増加している。株価は過去10年間でみると、2002

年に柳井氏が社長を退いた際と、2007年11月に株式投資単位が引き下げられた際に一時的に落ち込んだが、総じてTOPIXを上回る水準で推移している。

➤ キャッシュフロー

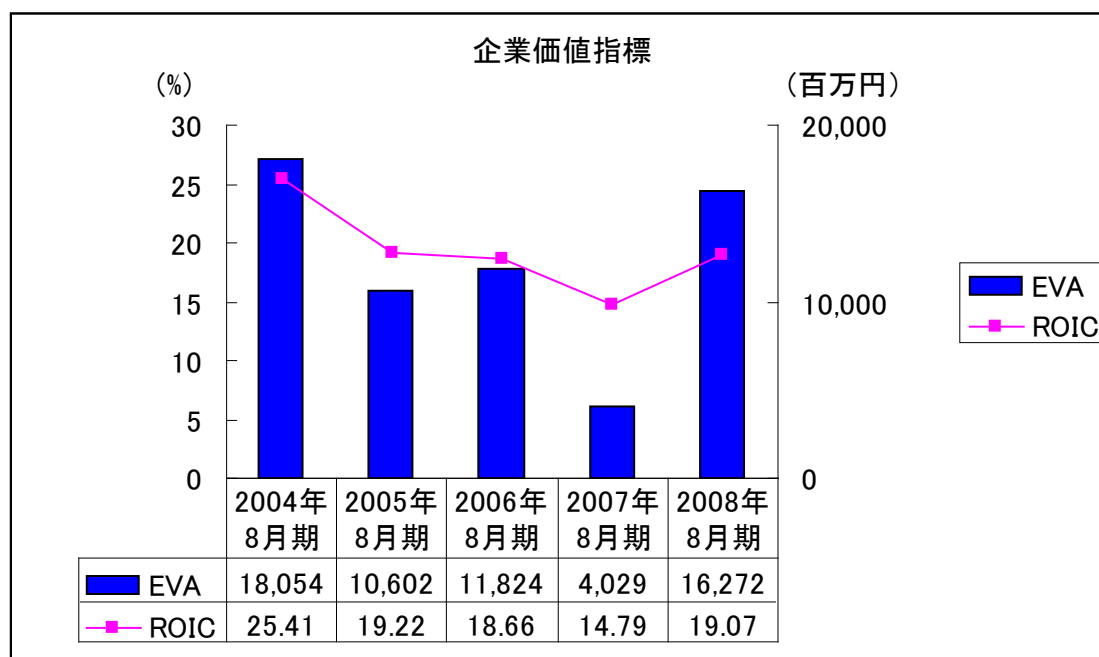


営業CFが着実に増加している。国内外への出店攻勢で投資CFはマイナスが続いているが、本業で稼いで投資へまわしていることが読み取れる。FCFもプラスであり、資金繰りに問題はないとみてよい。

1.2.2 過去5カ年間の業績推移を企業価値分析

➤ 企業価値指標による分析

項目	単位	2004年8月期	2005年8月期	2006年8月期	2007年8月期	2008年8月期
投下資本利益率(ROIC)	%	25.41	19.22	18.66	14.79	19.07
NOPAT	百万円	38,372	34,015	42,214	38,978	52,496
投下資本	百万円	150,995	176,963	226,252	263,631	275,351
経済付加価値(EVA)	百万円	18,054	10,602	11,824	4,029	16,272
NOPAT	百万円	38,372	34,015	42,214	38,978	52,496
営業利益	百万円	63,954	56,692	70,356	64,964	87,493
実効税率	%	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0
投下資本	百万円	150,995	176,963	226,252	263,631	275,351
純資産	百万円	150,969	171,892	211,414	241,881	253,649
少数株主持分	百万円	0	2,573	2,573	0	0
有利子負債	百万円	26	2,499	12,265	21,750	21,703
退職・年金債務	百万円	0	0	0	0	0
WACC	%	13.46	13.23	13.43	13.26	13.16
有利子負債	百万円	26	2,499	12,265	21,750	21,703
株主資本(時価)	百万円	837,982	894,201	1,161,507	720,240	1,180,600
株式・負債価値(時価)	百万円	838,008	896,699	1,173,771	741,990	1,202,302
負債コスト	%	650.00	13.77	6.96	8.16	7.53
株主資本コスト	%	13.44	13.24	13.53	13.51	13.31
無リスク利率	%	1.535	1.335	1.620	1.600	1.405
β	—	0.863	0.863	0.863	0.863	0.863
リスクプレミアム	%	13.8	13.8	13.8	13.8	13.8
ROIC-WACC	%	+ 11.96	+ 5.99	+ 5.23	+ 1.53	+ 5.91

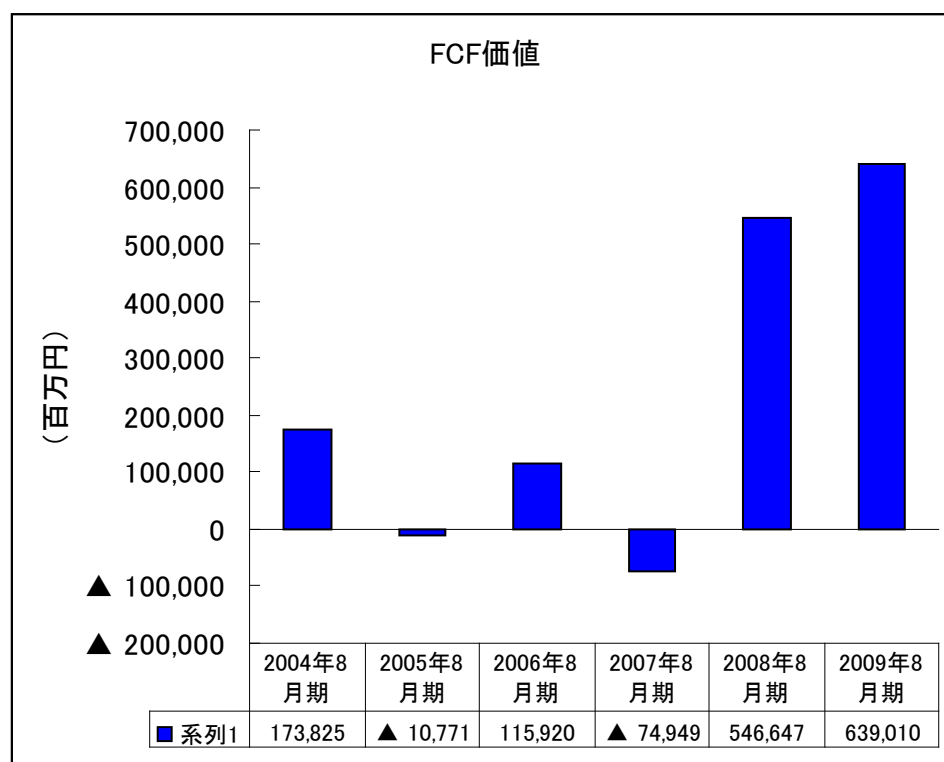


経済付加価値(EVA)は全期間通じてプラスである。つまり投下資本に対する株主の期待収益を上回る成果を出して、企業価値を高めたことになる。投下資本に対して税引後営業利益がどれくらい得られたかを表す投下資本収益率 (ROIC) は 20%±5%の範囲で推移している。ROIC-WACC は全期間を通じてプラスであり、当社が投資家の期待を上回

る収益性を確保しているといえる。

➤ フリーキャッシュフロー価値

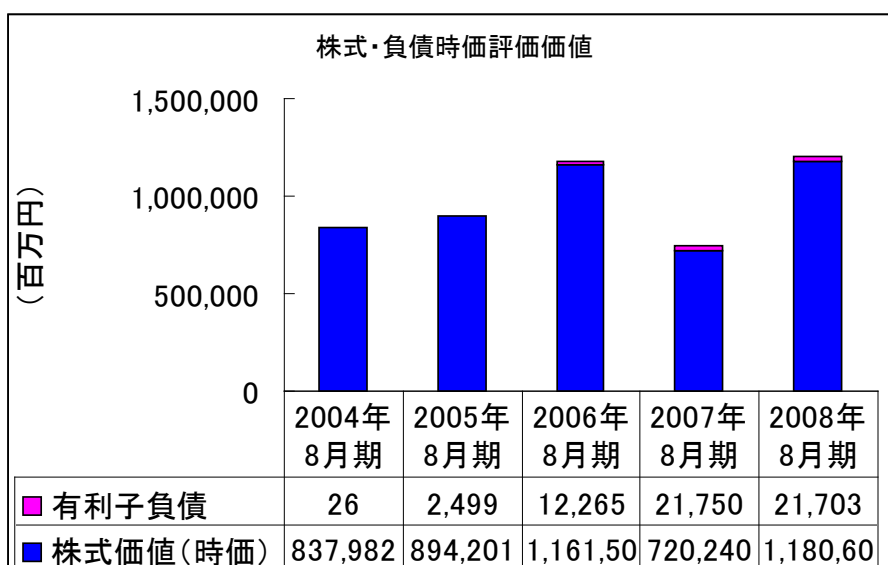
項目	単位	2004年8月期	2005年8月期	2006年8月期	2007年8月期	2008年8月期	2009年8月期
FCF価値	百万円	173,825	▲ 10,771	115,920	▲ 74,949	546,647	639,010
FCF	百万円	23,390	▲ 1,425	15,570	▲ 9,936	71,915	84,066
税引後営業利益	百万円	38,871	32,634	39,423	34,189	49,365	108,639
減価償却費	百万円	63,954	56,692	70,356	64,964	87,493	9,700
投資CF	百万円	▲ 20,730	▲ 16,823	▲ 41,907	▲ 28,783	▲ 15,421	▲ 34,273



FCF価値は08年、09年と増加している。これは当社の企業価値向上を示すものである。

➤ 株式・負債時価評価価値

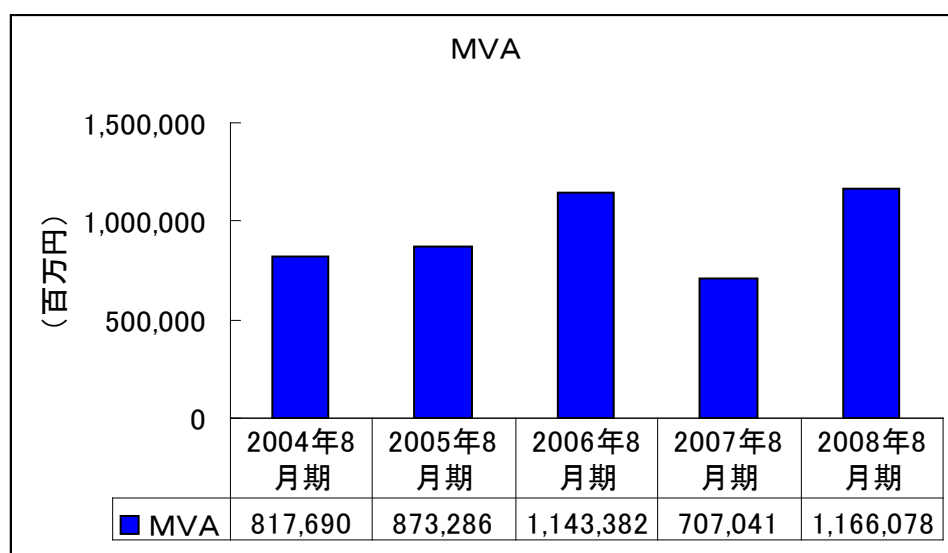
項目	単位	2004年8月期	2005年8月期	2006年8月期	2007年8月期	2008年8月期
株式・負債時価評価価値	百万円	838,008	896,699	1,173,771	741,990	1,202,302
株式価値(時価)	百万円	837,982	894,201	1,161,507	720,240	1,180,600
有利子負債	百万円	26	2,499	12,265	21,750	21,703



株式と負債の合計によって当社の企業価値を測ると、2007 年を除けば上昇基調にある。当社の企業価値に影響を与えた原因は、株式時価総額の動きである。順当に企業価値を向上しているといえる。

➤ **市場付加価値 (MVA)**

項目	単位	2004年8月期	2005年8月期	2006年8月期	2007年8月期	2008年8月期
市場付加価値(MVA)	百万円	817,690	873,286	1,143,382	707,041	1,166,078
株式・負債価値(時価)	百万円	838,008	896,699	1,173,771	741,990	1,202,302
投下資本	百万円	150,995	176,963	226,252	263,631	275,351
WACC	%	13.46	13.23	13.43	13.26	13.16



株式・負債時価評価価値から、投下資本に対する期待収益部分を控除したものが市場付加価値である。この間、投下資本は増加したものの WACC には大きな変化がなかった

ため、これは株式・負債時価評価価値の推移を反映している。市場付加価値は株式・負債時価評価価値よりも若干小さな値となっているが、投資家の要求収益額が控除されているため、企業価値評価としての客観性をもったものと考えることができる。

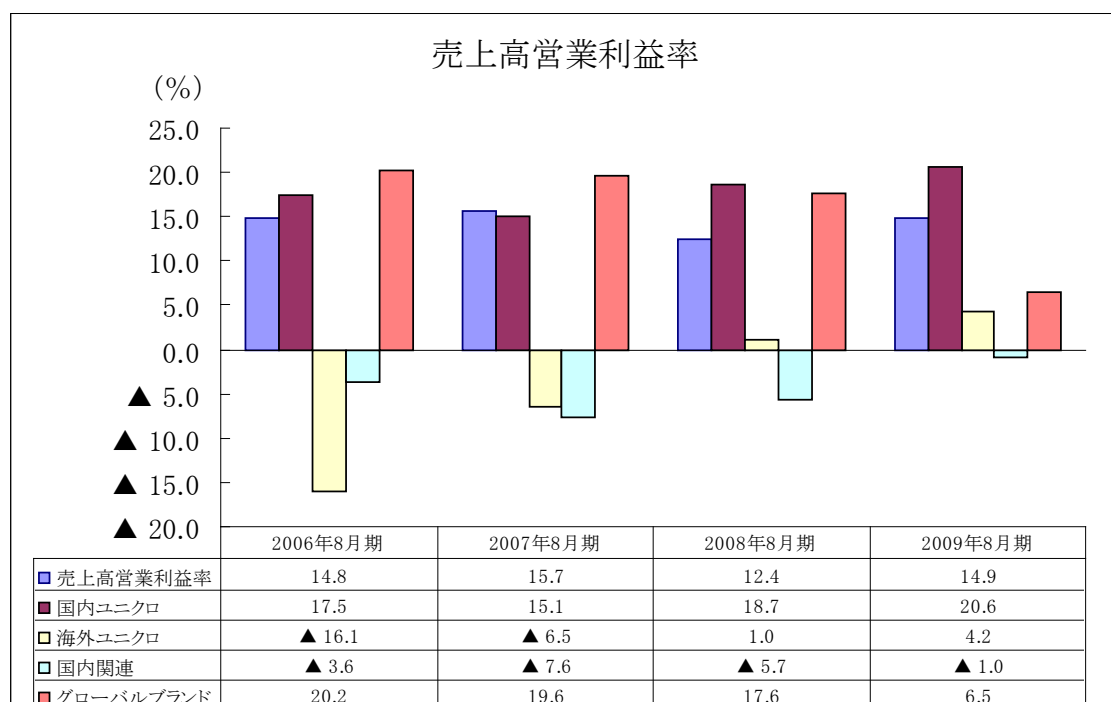
項目説明

項目	算出式	出所
ROIC	$\text{NOPAT} \div \text{投下資本}$	
EVA	$\text{NOPAT} - (\text{投下資本} \times \text{資本コスト})$	
NOPAT	$\text{営業利益} \times (1 - \text{実効税率})$	有価証券報告書
営業利益		有価証券報告書
実効税率		
投下資本	$\text{純資産} + \text{少数株主持分} + \text{有利子負債} + \text{退職・年金債務}$	
純資産		有価証券報告書
少数株主持分		有価証券報告書
有利子負債	$\text{短期借入金} + \text{CP} + \text{社債} + \text{長期借入金}$	有価証券報告書
退職・年金債務		有価証券報告書
WACC	$\text{負債比率} \times \text{負債コスト} \times (1 - \text{実効税率}) + \text{株主資本比率} \times \text{WACC}$	
有利子負債		有価証券報告書
株主資本(時価)	$\text{発行済株式数} \times \text{平均株価}$	
株式・負債価値(時価)	$\text{有利子負債(時価)} + \text{株主資本(時価)}$	
負債コスト	$\text{支払利息} \div \text{有利子負債}$	
株主資本コスト	$\text{無リスク利率} + (\beta \times \text{リスクプレミアム})$	CAPM
無リスク利率		新発10年債利回り(日本銀行)
β		Bloomberg
リスクプレミアム		Ibbotson Associates; 『日本経済のリスク・プレミアム』山口勝業、2007年
FCF価値	$\text{FCF予想} \div \text{WACC}$	
FCF予想(2009年8月期)	$\text{税引後営業利益} + \text{減価償却費} - \text{投資CF}$	
税引後営業利益	$\text{営業利益予想} - \text{法人税予想相当額}$	決算短信
減価償却費	減価償却費予想額	決算短信
投資CF	設備投資予想額	決算短信
株式・負債時価評価価値	$\text{有利子負債} + \text{株主資本(時価)}$	
MVA	$\text{株式・負債価値(時価)} - (\text{投下資本} \times \text{WACC})$	

1.3 主要事業部門別業績推移

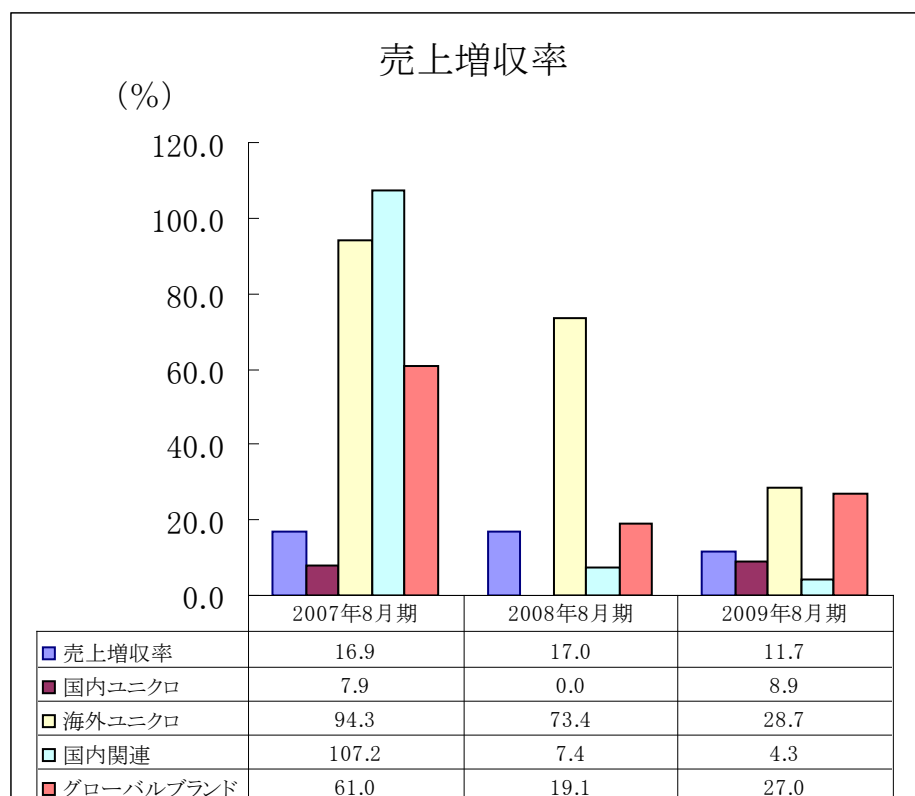
2006年8月期～2009年8月期の入手可能なデータに基づき分析する。主要事業は下記4部門である。国内ユニクロ 海外ユニクロ 国内関連 グローバルブランド

➤ 事業種類別収益性

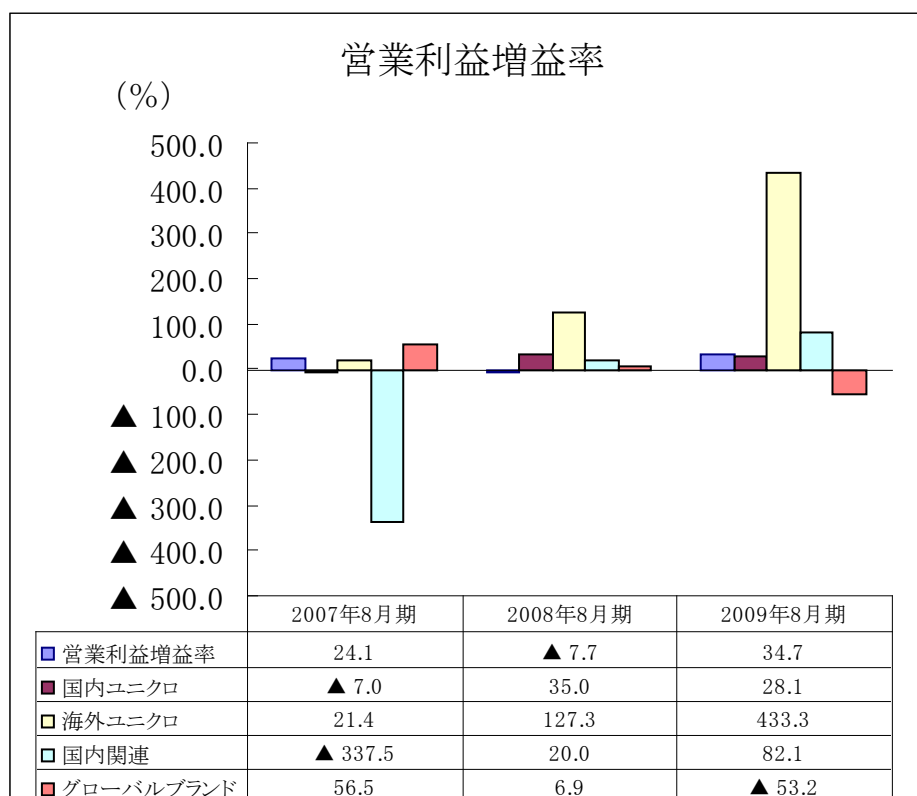


主力の国内ユニクロ事業で着実に利益を出している。店舗数が800店舗近くまで拡大しており、「ヒートテック」「ブラトップ」の大ヒットでウィメンズ商品の拡大で来客数を大きく伸ばしたことが増益に寄与した。また、ここ数年間、開発に注力してきた500坪規模の大型店の出店も好調に進められている。ユニクロの海外店舗は、英国、中国、香港、韓国、米国、フランス、シンガポールに出店している。NY、ロンドンといった欧米のファッション都市にグローバル旗艦店を出し、認知度を高めると同時に、アジア地域での出店を本格化している。海外ユニクロ事業は、2008年8月期から黒字化し、2009年度も収益拡大が続いている。国内関連事業はGOVリテイリング事業（低価格衣料のg.u.など）とキャビン事業（女性向け低価格衣料）である。2009年3月発売の、「990円ジーンズ」が話題となり、収益性の改善に寄与した。グローバルブランド事業は、コントワー・デ・コトニエ事業、プリンセス タム・タム事業、セオリー事業である。2009年8月期は利益率が前年の50%程度に落ち込んでいる。

◆事業別種別別成長性



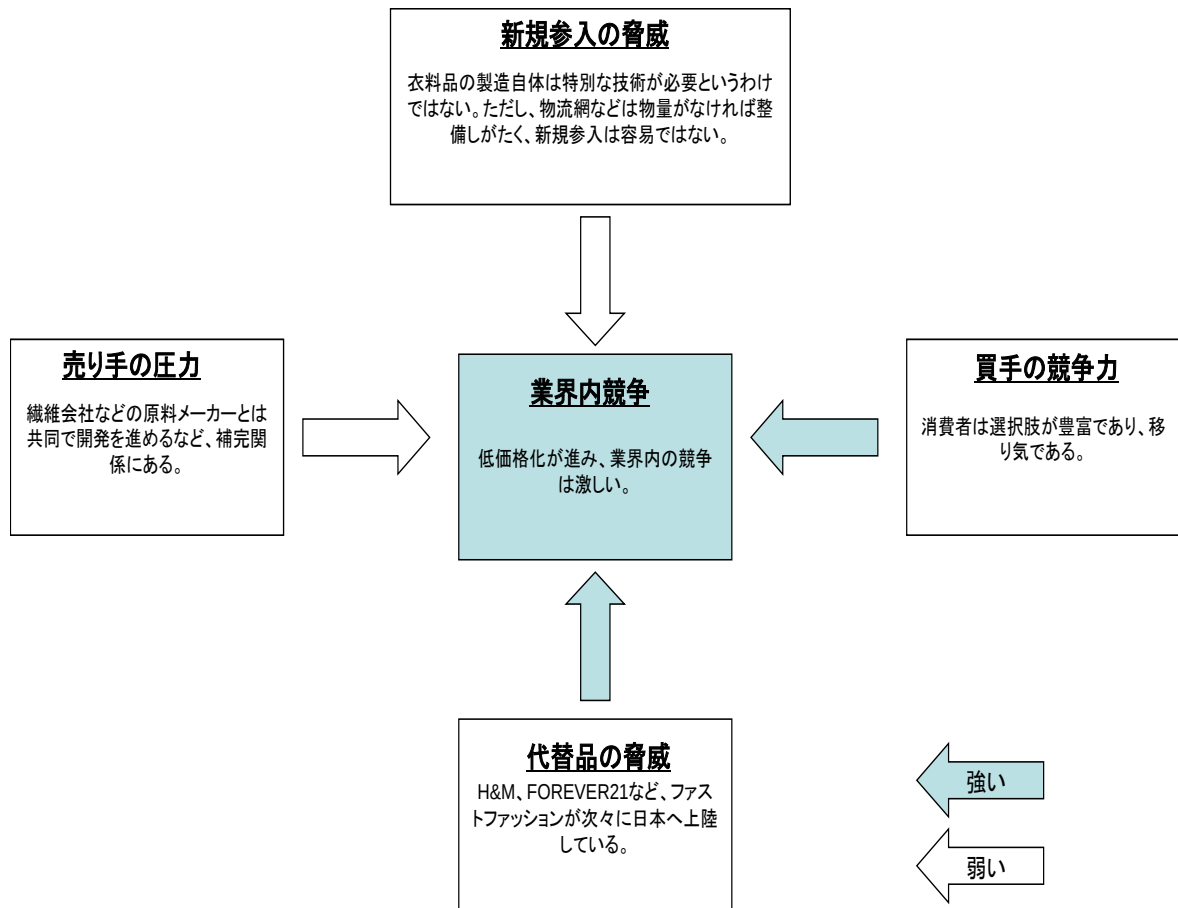
主力事業より、その他事業の増収率が高い。多角化による売上拡大路線が読み取れる。



海外ユニクロ事業が好調に利益を拡大している。今後もアジアを中心として海外への事業拡大路線はつづくものと考えられる。

2 企業環境分析

◆ 5 フォース分析



◆新規参入

アパレル業界は、特異な技術を必要とするわけではないため、比較的、参入はたやすい。ただし、ユニクロやGAPのように製造・販売を一体化する仕組みを構築するためには、グローバルな物流網や販売網の整備が必要で、これらを実現できる企業は限られてくる。

◆売り手との関係

例えば大ヒットとなったヒートテックを東レと共同開発したように、補完的な関係を構築している。これにより、ユニクロは低価格衣料から低価格・高機能衣料への転換に成功した。売り手との戦略的パートナーシップの構築が、当社の強みのひとつであると考えられる。

◆競合状況

日経 MJ（2008 年 6 月 25 日付）の「2007 年度バイイングパワーランキング」における日本国内の衣料品販売のランキングでは、ユニクロは第 2 位。衣料品販売トップ 10 社のほとんどを百貨店が占めており、衣料品の企画から製造・販売までを手がけている SPA（製造小売）としてはユニクロ 1 社のみである。健闘しているとはいえ、衣料販売は軒並み前年割れとなっており、競争は厳しい。

ランキング		企業名	業態	2007年度		
2007年度	2006年度			衣料品販売額(億円)	前年比(%)	売上比率(%)
1	1	高島屋	百貨店	4,226	▲2.6	50.8
2	2	ユニクロ	専門店	4173	8	-
3	3	イオン	GMS	3,677	0.4	19.1
4	5	しまむら	専門店	3,669	4.7	100
5	4	三越	百貨店	3,475	▲1.5	48.2
6	6	イトーヨーカ堂	GMS	2,781	▲4.3	19
7	7	伊勢丹	百貨店	2,763	1.4	59.8
8	8	大丸	百貨店	2,677	▲1.2	55.7
9	9	そごう	百貨店	2,349	▲3.1	48
10	10	西武百貨店	百貨店	2,228	▲1.1	48.3

出所：日経 MJ 『2007 年度バイイングパワーランキング』 (08.06.25)

◆代替品

上述の通り、ユニクロは国内市場において低価格と高機能を武器に健闘しているが、低価格でファッション性の高い外資の参入が相次いでいる。近年ユニクロは「ウィメンズ」で売上を伸ばしており、ユニクロより売上も利益率も大きい ZARA や H&M の上陸は、まさに大きな脅威であると言えよう。

世界の主な SPA（アパレル製造小売）企業との比較

企業名(主なブランド名)	国	決算期	売上金額	前期比(%)
			(億円)	(現地通貨ベース)
ギャップ	アメリカ	2008年 1月	17,237	▲1.0
インディテックス(ZARA)	スペイン	2008年 1月	15,175	15.1
H&M	スウェーデン	2007年 11月	13,421	14.5
リミテッド	アメリカ	2008年 1月	11,082	▲5.0
ネクスト	イギリス	2008年 1月	6,662	1.4
ファーストリテイリング(ユニクロ)	日本	2008年 8月	5,864	11.7
ポロ ラルフローレン	アメリカ	2008年 3月	5,336	13.6
リズ・クレイボーン	アメリカ	2007年 12月	5,005	▲1.4
エスプリ	香港	2008年 6月	4,512	8.7
アバクロンビー&フィッチ	アメリカ	2008年 1月	4,100	13
ベネトン	イタリア	2007年 12月	3,354	9.1

出所：ファーストリテイリングHP （注）2008年8月末時点での為替レートで円換算。

➤ 買い手との関係

ファッションは毎年流行が変わり、消費者のスイッチングコストがゼロに近い。今年ユニクロで服を買った消費者が、翌年も買ってくれる保証はどこにもなく、常に価値を提供し続けなければ簡単に他へ移ってしまう。アパレルは買い手の脅威が非常に大きい市場である。

3 戦略分析

3.1 企業戦略の場合

(1) 企業価値創造

◆顧客価値

<顧客サービス>

当社ではお客様を最も大切な存在と位置づけ、商品、売場、サービス、コミュニケーションなど、販売に関わる活動はじめ、組織体制づくりや経営計画、その他あらゆる経営施策について、「お客様の立場に立脚」することを常に意識して取り組んでいる。具体的には、消費者からメールや電話、はがきで寄せられる年間 10 万件にも上る声はカスタマーセンターがとりまとめ、全従業員が毎日メールにて共有するというシステムが採られている。また、全店舗に補助犬同伴ステッカーを掲出したり、スロープの設置やトイレの整備、通路幅の改善をするなど、体の不自由な人や高齢者へも配慮した店舗づくりをしている。また、「サービスアテンダント」という接客・対面販売を専門とする職種を一部店舗で新設し、フロア案内や商品説明だけでなく、コーディネート提案から店舗周辺の案内までのサービスでさらなる顧客満足を目指している。国内のユニクロで培ったCS向上のノウハウを、他の事業や海外へどう展開するかが今後の課題であるが、ユニクロ USA で、「UNIQLO」の 6 文字を頭文字とする、カスタマーサービス強化のための標語を作成するなど、CS向上への活動は盛んである。

ユニクロUSAの標語

■Unique Approach:

お客様が必要とされる時はいつでも、お役に立てるような提案をご提供する

■Never Judge:

すべてのお客様に対して公正かつ平等にサービスをご提供する

■Identify:

お客様のニーズを把握する

■Quickly Determine:

最善、最速の方法でお客様のニーズにお応えする

■Listen:

お客様が我々の商品・サービス、或いはご提案に満足されているかどうか耳を傾ける

■Outstanding Customer Service:

いつでも、誰に対しても最上級のご満足を頂けるサービスをご提供する

<品質>

当社では安心して着られる安全かつ高品質な商品の提供を目指して、SPA 全てのプロセスにおいて、徹底した品質・安全管理体制を行っている。事業展開を行っている全ての国・地域で制定されている安全基準の中で最も厳しいものを「ユニクロのグローバル品質・安全基準」として採用し、全てのユニクロ商品がこの基準を達成するよう、本部とユニクロの主要な取引工場を管轄する上海事務所が中心となり、現地のパートナー工場と連携しながら安全性の確認と改善を行っている。

◆取引先価値

当社では、取引先との関係を、ともに「正しさ」を追求する真のパートナーシップとしている。お互いに知恵を絞り、成長することを目指す。単なる「取引」を超えて、「世界中のお客様により服を届けて喜んでもらう」という理念を共有する「取り組み」をしていると同社は表現する。例えば中国に 70 社ある生地の特約工場では、最先端の生産システムで効率と質の両立を実現している。「匠チーム」と呼ばれる各工程のスペシャリストが週数回足を運んで指導して回る。徹底的に協働することで、問題発生時にも迅速に原因を特定し、対策を打てる体制であることは大きな強みである。このように強い信頼関係を築くことで、取引先価値を向上している。

◆株主価値

当社では一部の期間を除き、TOPIXを大幅に上回る水準で株価が推移している。また、以下の通り、配当性向も上昇傾向にあり、株主満足は高いものと考えられる。同業他社との比較においても、高水準の価値を提供している。

◆従業員価値

当社は従業員に対するキーワードにダイバーシティを掲げ、社会に対する責任を果たし、世の中で尊敬される企業になって優秀な人材が集まる、という循環をつくり出すことを目

指している。年齢や性別、国籍などに関係なく自由に発言でき、正当に評価される企業風土づくりに努めている。「社会には健常者もいれば、障がい者もいる。私たちのお客様も然り」という考えのもと、障がい者雇用も積極的に推進しており、社会的にも高い評価を得ている。女性活用も推進しており、女性店長の増加や、女性の勤続年数も長期化など一定の成果を得ている。また、女性のみに限らず、「個の尊重」を掲げており、休日を取りやすくする、ノー残業デーを徹底するなどの対策を講じ、労働時間を短くし、自己啓発や家族との時間、社外とのコミュニケーションに時間を充て、ビジネスパーソンとして従業員が成長できるような職場環境を目指す。ただ、現状では執行役員に外国人は3人、女性は1人など、目指すべきグローバル企業像との隔たりがあるため、更なる企業努力が望まれる。

また当社では主力の国内ユニクロビジネスは、これ以上伸びないだろうと思われる既存市場で、高付加価値化などにより、既存事業の再活性化を繰り返しながら成長してきた。ただ、これらは柳井社長の強力なリーダーシップの下で実現したものである。現在、下記の人材タイプで見た場合に、全ての役割を柳井氏1人で兼ねている状態であり、一刻も早くこの状況を変えなければならない。経営戦略型人材タイプで見た場合も然りであり、柳井氏に代わるリーダーの育成が求められる。今後もM&Aで企業規模を拡大していくことは必至であり、柳井氏が全ての事業に関与することは不可能になる。特に既存事業で培ったノウハウを、M&Aで買収した新規事業に転用する能力を持つ人材の育成が、今後の成長のために必要である。

経営戦略型人材タイプと能力

戦略資産型 人材	外部資源活用型 人材	内部資源強化型 人材
特徴	特徴	特徴
事業部門間に転用できる 独自能力	M&A 提携成果を実現できる 能力	既存事業の成長に 能力を発揮できる
能力	能力	能力
戦略立案 推進力 職能専門職	事業掌握力 職能専門力 戦略立案 推進力	問題識別解決力 職能専門能力
ファーストリテイリング	ファーストリテイリング	ファーストリテイリング
×	△	×

◆社会的価値

当社では、企業として環境負荷を最小限に抑えるためにできることは、経営の効率化だと考えており、最低限の資源で最大の付加価値を提供することを考えている。当社では以下の3つの観点で、環境活動に取り組んでいる。(1)高効率経営の推進により、最小限の資源投入・活用による最大限の効果と価値創造を図る。(2)お客様、お取引先、従業員、グループ会社、社会などを巻き込み、事業活動を通じた循環型の活動を推進する。(3)本当に良い服、お客様が求める新しい価値を持つ服を提供する。

(A) 企画：商品における環境配慮

当社では最先端の素材を使用することで、衣服を通じて人々の快適な暮らしに貢献することも、環境への配慮だと考えている。この考えのもと、高い保温性と保湿性を兼ね備えたヒートテック商品や、汗をすばやく吸い取り、すぐに乾くドライ商品など衣服によって暑さや寒さを軽減可能な素材や商品の開発を行っている。

(B) 生産：工場出荷時の取組み

工場の出荷時に商品の品質を保持する目的で使用しているポリエチレン袋を削減。これまでの個別包装から複数枚をまとめて包装する方法へと変更した結果、2008年度は、2007年度の5倍以上となる年間1,080万点のポリ袋を削減した。

※2007年度は、200万枚を削減

(C) 物流：物流での省エネ・省資源活動

高効率な物流体制の構築を目指し、常に物流フローの見直しや改善に取り組んでいる。また、物流における積載効率の向上を図るため、商品配送用段ボール箱の重量を見直し、軽量化を図った。2008年より、物流拠点を集約するなど見直すことで、無駄な流通を省くことでCO2排出量の削減に成功。

(D) 本部オフィス：オフィスでの省エネ・省資源活動

本部ではフリーアドレス制を導入し、部署変更や人員増などに伴うレイアウト変更時に発生しやすい、備品や資源の無駄を省いている。また、コピー機の使用においても、定期的な紙の使用量削減と、両面印刷、縮小印刷などの促進を呼びかけている。

(E) 販売：店舗での省エネ・省資源活動

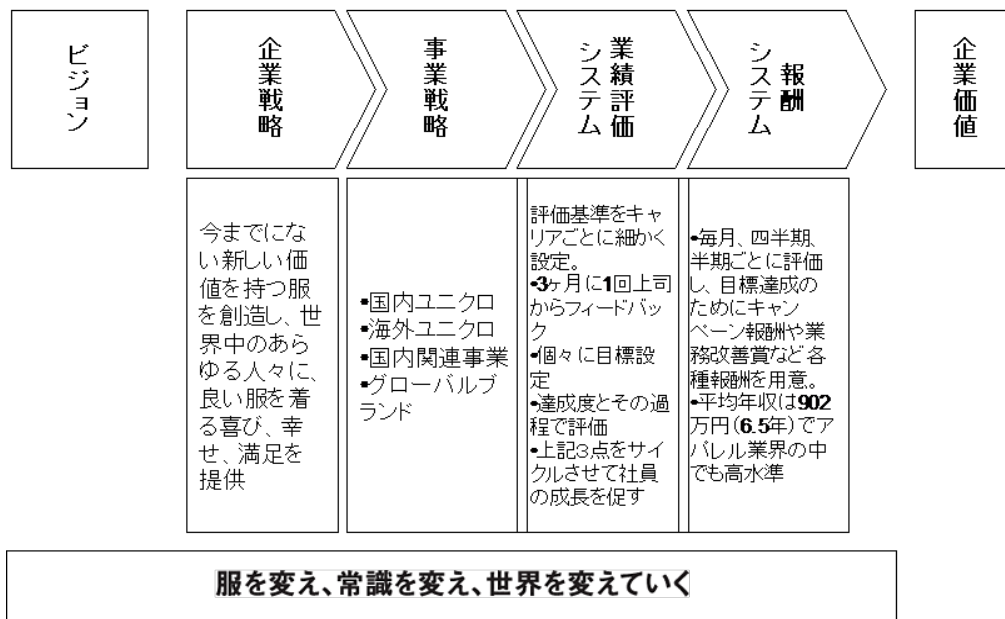
「店舗における省エネ・省資源マニュアル」を全店に配布し、電力使用量などの削減をチェックしている。また、店舗のハード面においても空調効率を上げたり、照明設備の見直しを図るなどの取組みを始めている。

(F) 使用／廃棄：リサイクル倉庫の設置

ユニクロ店舗の閉店時やレイアウト変更時に発生する什器や備品等を1ヵ所のリサイクル倉庫に集め、保管・管理し、既存の店舗や新規オープン店舗で必要となった場合に、すぐに使用できる仕組みを構築している。これにより、資源の無駄を省き、リサイクルによって新たな価値を生み出すとともに、迅速な店舗開発や店舗運営を可能にした。このように、日々の小さなカイゼン活動から、素材開発のような全社的な取り組みまで、様々な活動によって社会的価値を高めている。

(2) 企業理念とビジョン

企業価値創造経営プロセス



以下のように FAST RETAILING WAY（FR グループ企業理念）を掲げ、グローバルに共有化している。

ステートメント－Statement

服を変え、常識を変え、世界を変えていく

ファーストリテイリンググループのミッション－Mission

ファーストリテイリンググループはー

- ・ 本当に良い服、今までにない新しい価値を持つ服を創造し、世界中のあらゆる人々に、良い服を着る喜び、幸せ、満足を提供します
- ・ 独自の企業活動を通じて人々の暮らしの充実に貢献し、社会との調和ある発展を目指します

私たちの価値観－Value

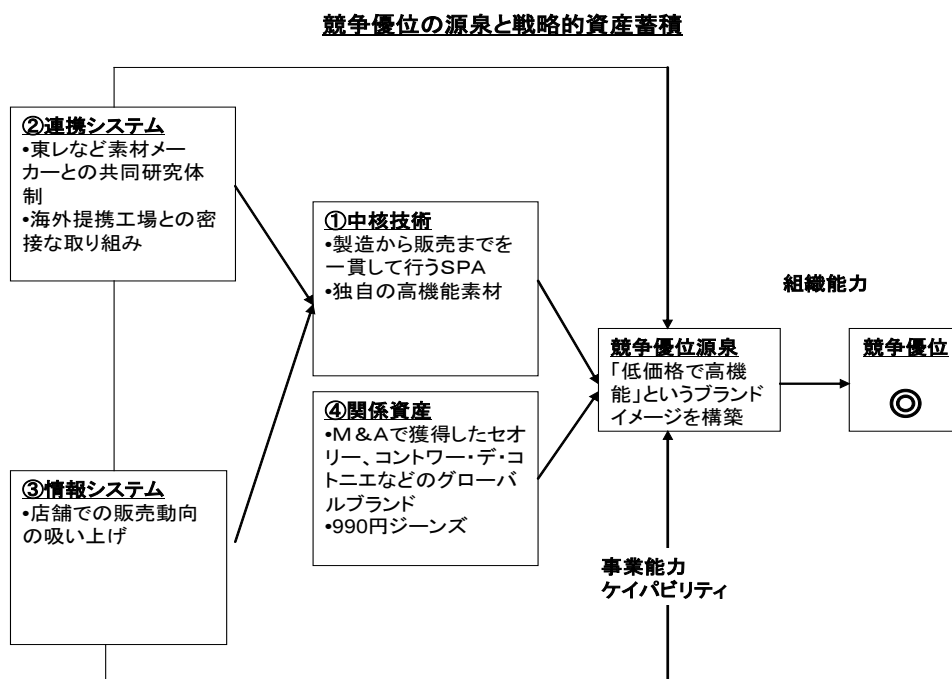
- ・ お客様の立場に立脚
- ・ 革新と挑戦
- ・ 個の尊重、会社と個人の成長
- ・ 正しさへのこだわり

私の行動規範 – Principle

- お客様のために、あらゆる活動を行います
- 卓越性を追求し、最高水準を目指します
- 多様性を活かし、チームワークによって高い成果を上げます
- 何事もスピーディに実行します
- 現場・現物・現実に基づき、リアルなビジネス活動を行います
- 高い倫理観を持った地球市民として行動します

一企業が世界に出て行く場合、まず自分たちは何者であるのか、どういう価値観や道徳観念、基本的能力をもっているのかを明確にして、伝えなければならないということで、柳井社長はこの上記のように **FR WAY** を制定した。これは、日本語、韓国語、中国語、英語、フランス語それぞれで作られており、全社員に共有化されている。真のグローバルリテラシーへの第一歩である。

(3) 戦略資産



当社の中核技術は、無駄を極限まで省いたSPAモデルと、独自の機能性をもつ商品である。当社は単なるSPAモデルの成功者にとどまらず、「製造業」に足を踏み入れ、繊維メーカーの高付加価値繊維を「部品」として取り入れることで、革新的新商品の開発を成功させた。その中核技術を実現するのは、素材メーカーや提携工場との連携である。中国の提携工場では、人海戦術ではなく、高額機械で最新の生産システムを用いて生地作りから染色、プリント、縫製までを一貫体制で行っている。欧米のアパレルメーカー

が 500 近い提携工場で生産を行うのとは対照的に、同社は 70 の提携工場に集約し、いわばケイレツ化している。ユニクロを中核とし、価値の高いグローバルブランドや 990 円ジーンズの g.u.を持つことで、ユニクロの「低価格で高機能」という位置づけをより明確にし、競争優位に立っている。

(4) 企業成長戦略

企業成長マトリックス

	市場開拓	多角化
新市場	海外ユニクロ (ファッション都市での旗艦店展開、 アジアでの出店攻勢)	国内 靴事業
既存市場	国内ユニクロ (超大型店舗の展開、 百貨店への出店など)	国内関連事業 (g.u.など) グローバルブランド (セオリーなど)
	既存事業	新事業

<既存市場・既存事業>

国内ユニクロ事業は、ファストファッション（H&Mや FOREVER21）の進出に対抗するかたちで都心の大型店舗出店が加速している。大型店舗は品切れを起こさないメリットがあり、ウィメンズ商品を拡充する同社の意向とも一致する。また、ユニクロの集客力が欲しい百貨店からの出店要請を受け、百貨店への出店も相次ぐ。単なる安価な衣料という位置づけから、「高機能で低価格」というポジションを確実に築くことで、さらなる市場浸透を図る。

<新規市場・既存事業>

将来を考えると国内市場は人口減のため、大きな成長は見込めない。そこでユニクロは積極的に海外進出している。同社は 2020 年までに売上 5 兆円を目指すとしており、達成するためには、5 兆円の売上目標のうち 5 割以上は海外ユニクロ事業で作らなければならないものと考えられる。まずはアジアで No.1 になり、それから世界 No.1 ということで、中国・香港は 2011 年までに 100 店舗超を目指し、年間 100 店舗出店の体制を整える。そこを拠点に周辺各国に進出したい考えである。並行して NY やパリなどのブランド旗艦店からは世界に向けてユニクロのブランドメッセージを発信する。先日オープンしたパリ オペラ店の盛況ぶりは世界で話題になり、ユニクロブランドのイメージ向上に一役買っている。

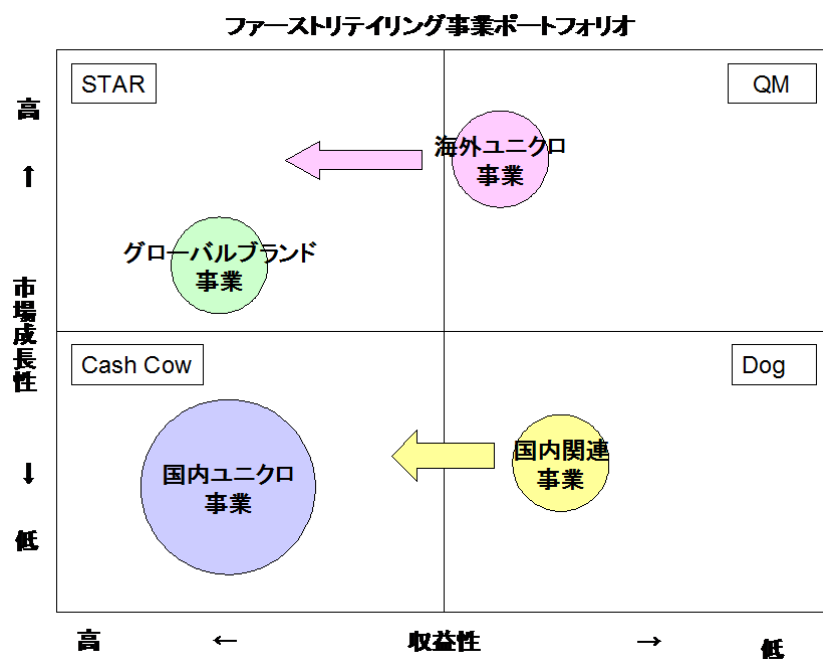
<既存市場・新規事業>

国内関連事業では、990 円ジーンズが好調の g.u.を中心に進める。超低価格ブランドをつくることで、ユニクロの「高機能・低価格」のポジショニングが明確化するというシナジーもある。グローバルブランド事業は、優れたブランドを買収することで、短期間に売上と収益を上げている。柳井氏は今後も当社の意向に合うブランドを買収する可能性を示唆している。

<新規市場・新規事業>

新たに靴事業に参入。かつては多角化で農業に参入し、収益が上がらず撤退を余儀なくされたが、靴事業は本体とのシナジーも見込める。靴の市場では低価格商品は存在するが、「高機能・低価格」の商品はないため、これが提供できれば大きな収益が見込めると考えられる。

(5) 事業ポートフォリオ



国内ユニクロ事業は、収益性は高いが市場成長性が低い。次なる柱として大きく期待されるのが海外ユニクロ事業である。08 年 8 月期にようやく黒字化し、本格的に利益貢献していく体制が整いつつある。グローバルブランド事業は現在、利益率が高く、増益率も 4 事業の中で 1 番高い。この事業の成否は、買収するブランドの良否にかかっている。今のポジションを維持するためには、買収するブランドを見極める判断力にかかっている。国内関連事業は収益がマイナスであるが、990 円ジーンズのヒットにより、ようやく改善されつつある。また、新規参入した靴事業でそこまで利益を出せるかが今後の課題である。今後も経済の停滞が続き、低価格志向に拍車がかかるようであれば、市場成長性はあがる可能性もある。

(6) M&A

当社では売上規模、収益性を高めていくために、M&A を有効な選択肢のひとつと位置づけている。M&A の目的は、まず第 1 に、海外や新しい市場でユニクロのビジネスのプラットフォームを獲得することである。M&A によって、新しい市場で店舗開発、人材育成を短期間で高い水準にすることや、優れた経営人材の獲得が可能になる。当社は M&A の第 2 の目的を、グローバル展開の可能性のあるブランドを買収し、事業ポートフォリオを強化・拡充することに置いている。現にコントワー・デ・コトニエやプリンセス タム・タム事業を買収することで、グローバルブランド事業を拡充している。M&A の基準として最も重視しているのは、「成長性」と「収益性」である。成長性の基準のひとつは、グローバルに展開できる潜在力のあるブランドであるかどうかである。確固たるブランドコンセプトをもつブランドであれば、ファーストリテイリンググループの資金力や、店舗オペレーション、生産調整、在庫管理などのノウハウ、中国における生産体制、情報システムなど事業インフラとの高いシナジーが期待でき、高成長と高収益を実現することが可能になる。もうひとつの基準は、経営者がユニクロやファーストリテイリングと同じ価値観、すなわちアパレルビジネスを創出し、高収益・高成長の大型ビジネスにつくりかえ、グローバルに展開していく革新と挑戦のスピリットをもっているかである。投資の決定に際しては、社外取締役 3 名を含む 4 名のメンバーで構成される取締役会において、投資リターンやシナジー効果を検討し、判断される。

当社のこれまでの M&A 実績は以下の通りである。

➤ 2004 年

1 月 ; 「セオリー」を展開する、リンク・インターナショナル（現リンク・セオリー・ホールディングス）へ出資

➤ 2005 年

3 月 ; ワンゾーン（現 GOV リテイリング）を買収

5 月 ; 「コントワー・デ・コトニエ」を展開する、ネルソンフィナンス社の経営権を獲得

➤ 2006 年

2 月 ; 「プリンセスタム・タム」を展開する、プティヴィクル社を買収

3 月 ; 新規事業のジーユー（現 GOV リテイリング）を設立

4 月 ; キャビンの株式を取得し、業務提携

11 月 ; ビューカンパニー（現 GOV リテイリング）へ出資

➤ 2007 年

8 月 ; キャビンを TOB により子会社化

➤ 2008 年

2 月 ; ビューカンパニー（現 GOV リテイリング）を TOB により子会社化

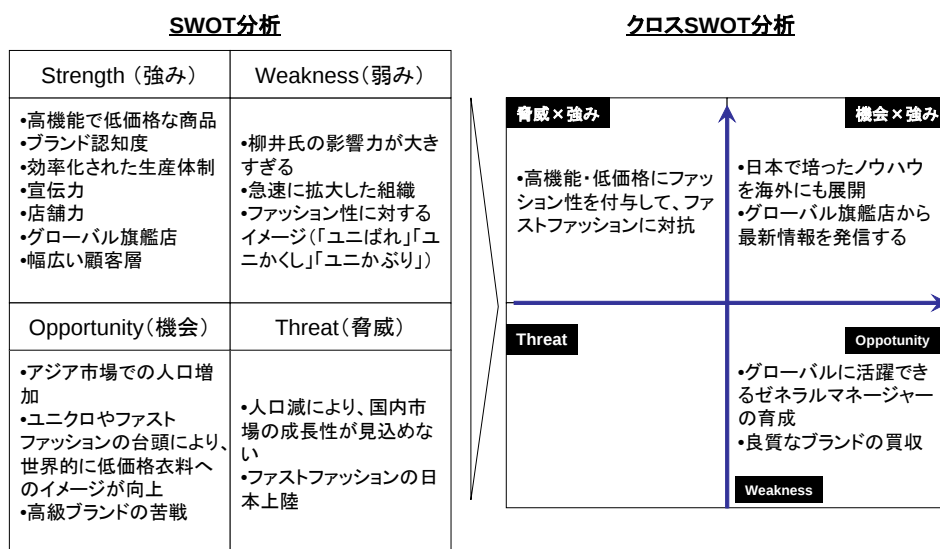
➤ 2009 年

3 月 ; リンク・セオリー・ホールディングスを TOB により子会社化

当社は世界のトッププレーヤーと伍して戦うために、事業ポートフォリオの拡充と 1 兆円の売上規模、1,500 億円の経常利益が最低限必要だという考えを明らかにしている。今後も規模拡大の手段として、M&A を積極的に行っていくことが予測される。

4 戦略の評価と課題

ファーストリテイリングの戦略を総括して、主な事項を以下の SWOT にまとめる。



柳井正氏が社長職に復帰した 2005 年以降、ファーストリテイリングは 1 兆円規模のグローバル企業を目指して急ピッチで拡大を続けてきた。同社の増収増益、09 年に関しては過去最高益という結果が、ここで採られた企業成長戦略や事業ポートフォリオ戦略、M&A 戦略の方向性の正しさを証明している。全体としてブレのない戦略の策定と遂行が可能であったのは、策定者と実行者がともに柳井氏だからであると考えられる。当社の 1 番の課題点はここであると考ええる。この課題も含めて、以下の観点から課題を抽出していく。

(1) 資源 (ヒト・モノ・カネ) 要因

同社の商品は「高機能で低価格」というポジションを確立しつつある。老若男女問わず、幅広い層がユニクロ商品を購入しており、ここが H&M や FOREVER21 などのファストファッションにはない強みである。ただ、これらに負けている点がファッション性である。広告に一流モデルを起用するなど、イメージ向上を図っているものの、若年層の間では「ユニばれ」(ユニクロを着ていることがばれるという意味)、「ユニかくし」(ユニクロの服にペイントしたり、わざと破ったりして自分なりにアレンジを加えて着用すること)、「ユニかぶり」(全く同じものの着た人と居合わせること)などという言葉が存在し、まだファッション性という点で抜けきれていない一面がある。ただ、品質はユニクロのほうが勝っており、ここにファッション性が加わればファストファッションに十分対抗しうるものと思われる。また、本当にユニクロのファッション性が低いのかというと、イメージに

左右されているところが非常に大きいと感じられる。多くの人の中に、地方の道路沿いにある昔のユニクロの店舗のイメージがまだ記憶に残っており、それを払拭することで解消される課題なのではないか。また、昔のユニクロを知らない海外では、この問題はあまり深刻なものではないとも考えられる。パリやロンドン、ニューヨークの旗艦店は高級ブランドと並んで全く引けをとらない店構えである。ここを最大限に活用するなどで、巻き返しは十分に期待できる。また、ルイヴィトンが銀座への出店を取りやめる、ベルサーチが日本から撤退するなど、高級ブランドが苦戦している。この機に乗じて、ユニクロとシナジーが見込めるブランドを買収することも考えられるのではないか。

(2) 組織・人事要因

柳井氏の後継者問題がファーストリテイリング最大の課題であると思われる。同氏は一旦は経営に専念すべく会長職に退いたが、「現場がやるべきことを徹底してやるためには社長がその中心にいないといけない」ということで、現在は社長職を兼任しあらゆる商品のデザインにまで口を出し、現場に緊張感を与え続けている。これによって、ヒートテックやブラトップなどのユニークな商品が生み出されたのであるが、柳内氏 1 人に頼っているのは同社の将来は不安要素が残る。現に柳内氏が会長職に退いた 2002 年には株価が下落している。同氏は 2014 年に引退することを明言しており、この 5 年以内に後継者を育成しなければならない。同氏は後継者の条件を「ユニクロの考えを 100%理解している人」としており、ユニクロが急成長を始めてから採用し始めた大卒社員の成長に大きく期待している。現在 30 代半ばの彼らが、5 年後には 40 歳前後になっており、ここで次世代へと企業理念が伝承されることが、ユニクロの将来を大きく左右する。

(3) 経営管理要因：業績評価・報償など

同社では、後継者育成の一環として、「委任型執行役員制度」を 05 年に導入している。1 年ごとに契約を結びなおし、ミッションを達成すれば多額の報酬を与えることで、役員たちに経営者のマインドを持たせるという取り組みである。09 年 10 月時点での執行役員は 24 名である。但し、制度導入後の執行役員は下記の通りであり、24 名中 8 名が新規登用である。4 年間でメンバーの入れ替わりも多く、後継者育成の多難さを示すものであると思われる。この状況では、2014 年の柳井氏の退任は延期せざるをえないのではないかとと思われる。

氏名	2006年4月	2006年10月	2007年4月	2007年11月	2008年5月	2008年11月	2009年4月	2009年10月
柳 井 正								
大 筈 直 樹								
堂 前 宣 夫								
佐々木 力								
田 中 広 司								
Andrew Rosen								
中 嶋 修 一								
中 島 徹 郎								
潘 寧								
若 林 隆 弘								
勝 田 幸 宏								
柚 木 治								
京 極 康 信								
Francois Lapeyronie								
香 川 雅 哉								
永 井 弘								
門 脇 滋 人								
佐 藤 崇 史								
樋 田 真								
横 濱 潤								
畑 誠								
大 西 秀 亜								
Yoram Arieven								
Marianne Romestain								
Roland de Farcy								
白 井 恵 美								
松 下 正								
岡 田 章 二								
吉 高 信								
井 上 輝 男								
新 田 幸 弘								
和 田 弘 嗣								
Jisoo Kim								
平 内 優								
宮 岡 洋 司								
門 田 剛								
鶴 博 幸								
Stephen Dacus								
勝部 悦子								
出口 靖								
桑原 尚郎								
Frederic Biouuse								
田中 明								

5 戦略策定

当社は世界のトッププレーヤーと伍して戦うために、事業ポートフォリオの拡充と1兆円の売上規模、1,500億円の経常利益が最低限必要だという考えを明らかにしている。売上高1兆円のうち、6,000億円を国内ユニクロ事業、1,000億円を海外ユニクロ事業で達成し、3,000億円を国内関連事業、グローバルブランド事業などの既存・新規のビジネスで達成することを目標にしていることも明らかにしており、これをベースに今後5年間の企業価値を以下のようにシミュレーションした。09年8月期は決算短信の数値、10年8月期は当社予測値である。当初、柳内氏は2010年までに1兆円規模に成長することを掲げていたが、10年の予測値は7900億円であったので、1年後ろ倒しで2011年に1兆円を達成するプランを策定した。当社はさらに2020年に売上2兆円で世界最大のアパレル製造小売企業になることを目標として公言しているため、かなりのハイペースで毎年増収増益を達成していかなければならない。

企業価値シミュレーション

予想損益計算書

項目	単位	2009年8月期	2010年8月期予想	2011年8月期予想	2012年8月期予想	2013年8月期予想
売上高	百万円	727,800	790,000	1,000,000	1,200,000	1,410,000
国内ユニクロ	百万円	583,100	595,000	600,000	650,000	700,000
海外ユニクロ	百万円	37,700	65,000	100,000	200,000	300,000
国内関連	百万円	51,500	50,000	150,000	150,000	160,000
グローバルブランド	百万円	55,500	80,000	150,000	200,000	250,000
売上原価・販管費	百万円	565,600	579,700	724,486	817,046	919,546
国内ユニクロ	百万円	472,400	475,000	478,992	518,908	558,824
海外ユニクロ	百万円	21,700	20,000	30,769	61,538	92,308
国内関連	百万円	52,000	49,700	149,100	149,100	159,040
グローバルブランド	百万円	19,500	35,000	65,625	87,500	109,375
営業利益(内部取引調整後)	百万円	162,200	210,300	275,514	382,954	490,454
国内ユニクロ	百万円	110,700	120,000	121,008	131,092	141,176
海外ユニクロ	百万円	16,000	45,000	69,231	138,462	207,692
国内関連	百万円	▲ 500	300	900	900	960
グローバルブランド	百万円	36,000	45,000	84,375	112,500	140,625
受取利息・配当金	百万円	25,000	25,000	25,000	25,000	25,000
支払利息	百万円	1,634	1,797	2,305	2,802	3,334
経常利益	百万円	185,566	233,503	298,209	405,152	512,120
税引前当期純利益	百万円	185,566	233,503	298,209	405,152	512,120
法人税	百万円	74,226	93,401	119,284	162,061	204,848
少数株主持分	百万円	0	0	0	0	0
当期純利益	百万円	111,340	140,102	178,926	243,091	307,272

予想各種指標

項目	単位	2009年8月期	2010年8月期予想	2011年8月期予想	2012年8月期予想	2013年8月期予想
売上高営業利益率	%	20.3	21.5	21.3	21.5	21.5
売上高純利益率	%	14.1	14.7	14.2	14.0	13.8
一株当たり純利益	円	968	1,092	1,334	1,587	1,839
株価収益率(PER)	倍	11.5	11.5	11.5	11.5	11.5
想定株価	円	11,150	12,555	15,345	18,249	21,154

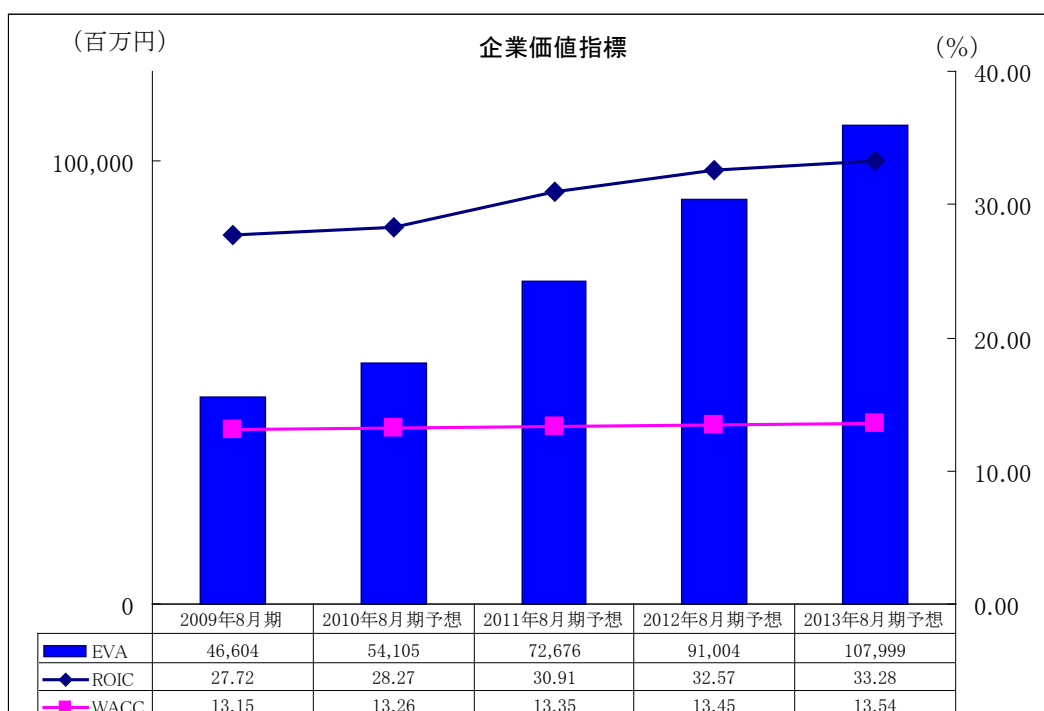
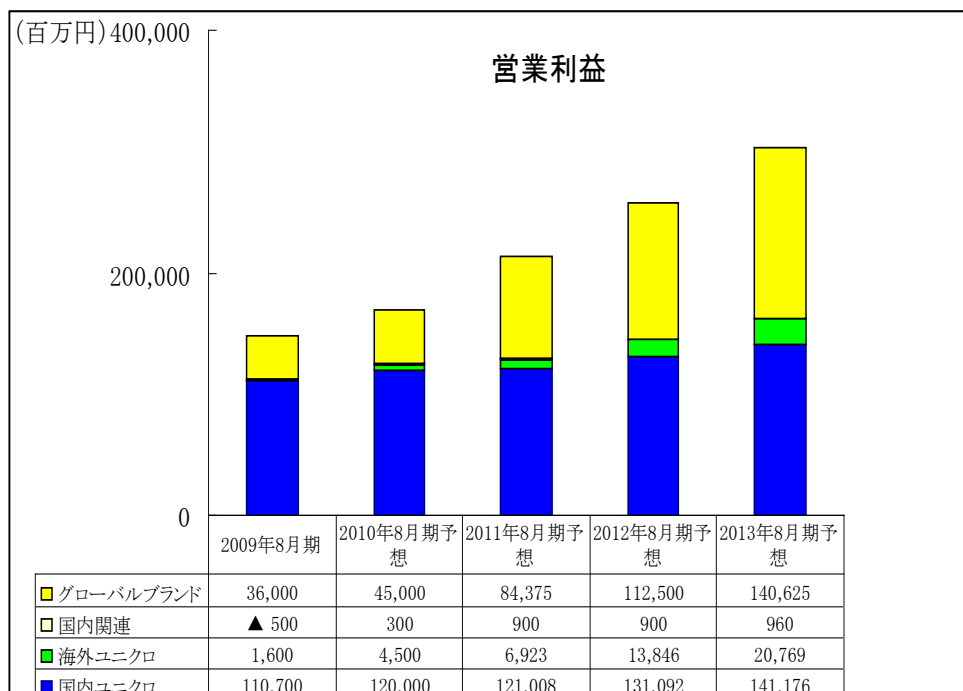
予想企業価値指標

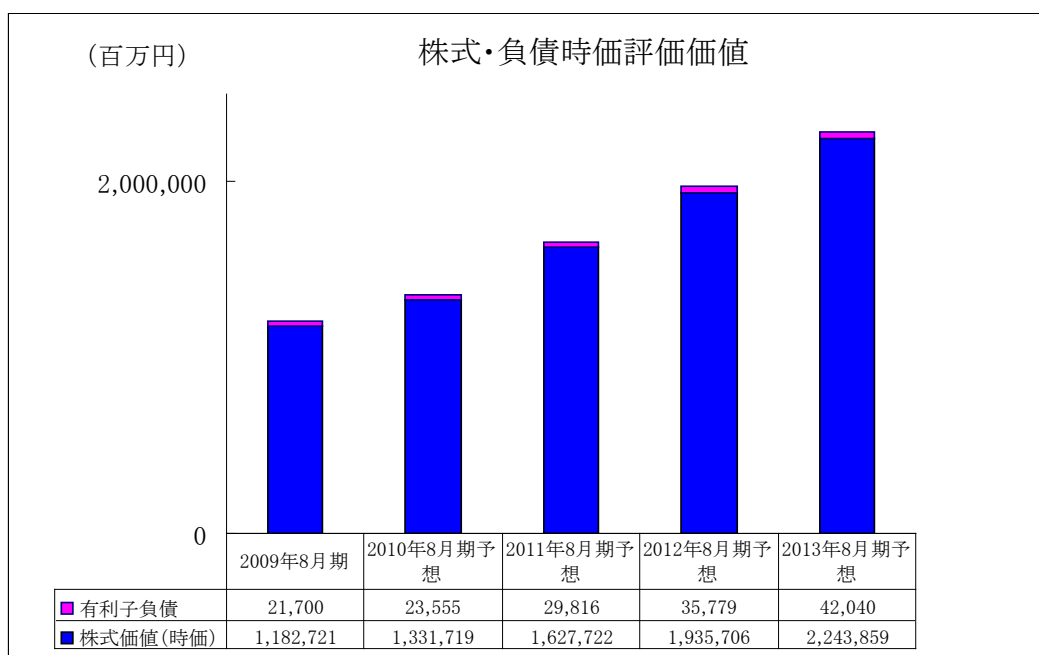
項目	単位	2009年8月期	2010年8月期予想	2011年8月期予想	2012年8月期予想	2013年8月期予想
ROIC	%	27.72	28.27	30.91	32.57	33.28
NOPAT	百万円	88,680	101,880	127,924	155,003	182,118
投下資本	百万円	319,947	360,402	413,844	475,915	547,215
EVA	百万円	46,604	54,105	72,676	91,004	107,999
NOPAT	百万円	88,680	101,880	127,924	155,003	182,118
営業利益	百万円	147,800	169,800	213,206	258,339	303,531
実効税率	%	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0
投下資本	百万円	319,947	360,402	413,844	475,915	547,215
純資産	百万円	298,247	336,848	384,028	440,136	505,175
少数株主持分	百万円	0	0	0	0	0
有利子負債	百万円	21,700	23,555	29,816	35,779	42,040
退職・年金債務	百万円	0	0	0	0	0
WACC	%	13.15	13.26	13.35	13.45	13.54
有利子負債	百万円	21,700	23,555	29,816	35,779	42,040
株主資本(時価)	百万円	1,182,721	1,331,719	1,627,722	1,935,706	2,243,859
発行済株式数	百万株	106	106	106	106	106
平均株価	円	11,150	12,555	15,345	18,249	21,154
株式・負債価値(時価)	百万円	1,204,421	1,355,274	1,657,538	1,971,485	2,285,899
負債コスト	%	7.53	7.63	7.73	7.83	7.93
株主資本コスト	%	13.31	13.41	13.51	13.61	13.71
無リスク利率	%	1.400	1.500	1.600	1.700	1.800
β	—	0.863	0.863	0.863	0.863	0.863
リスクプレミアム	%	13.8	13.8	13.8	13.8	13.8
ROIC－WACC	%	+ 14.57	+ 15.01	+ 17.56	+ 19.12	+ 19.74

項目	単位	2009年8月期	2010年8月期予想	2011年8月期予想	2012年8月期予想	2013年8月期予想
株式・負債時価評価価値	百万円	1,204,421	1,355,274	1,657,538	1,971,485	2,285,899
株式価値(時価)	百万円	1,182,721	1,331,719	1,627,722	1,935,706	2,243,859
有利子負債	百万円	21,700	23,555	29,816	35,779	42,040

少数株主持分、株式数は増減なしという前提で、簡略化してシミュレーション。

負債コスト、無リスク利率は年 10 b p 上昇、株主資本コストはCAPM、 β 、リスクプレミアムはヒストリカル値を用いて算出。





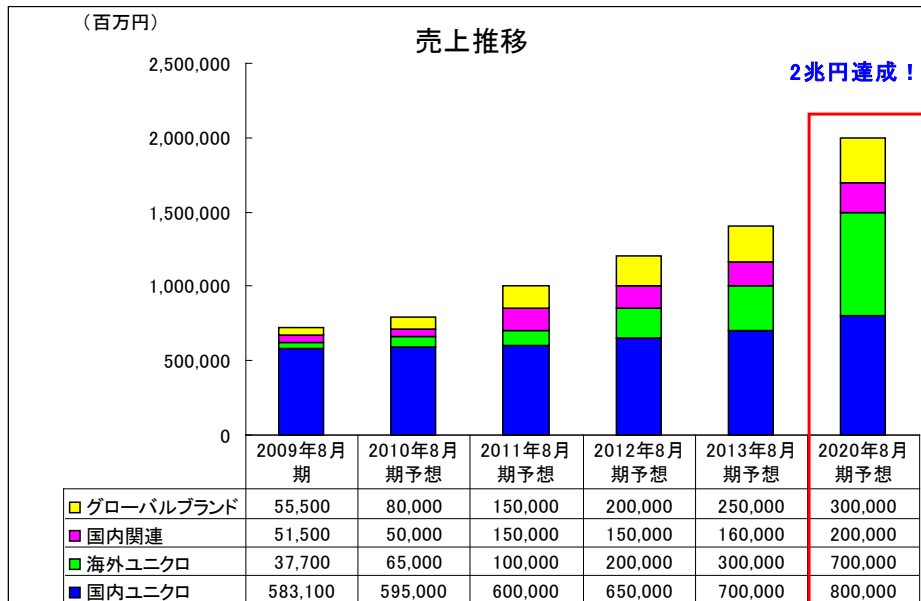
各事業の戦略を以下に述べる。

◆国内ユニクロ

国内市場は既述の通り、消費者マインドにあるファッション性へのバリアを取り除くような立地を選んで出店する。すなわち、百貨店への出店や新宿店のような都心型大型店舗などを増やす。デザイナーのジル・サンダー氏とのコラボレーション、「+ J」のような取り組みを前面に出す。また、ヒートテックなどのような機能性衣料を充実させる。世界一厳しいといわれる日本の消費者の目をクリアできれば、海外へも転用できるものと思われるので、日本をR&D拠点として活用する。

◆海外ユニクロ

今後のファーストリテイリングがこれまでと大きく異なるのは、海外比率の高まりである。まずはアジアでN o 1、そして世界N o 1という明確な指針に基づき、既に進出している中国(32店舗)、韓国(30)、香港(11)、シンガポール(1)では、中国と香港で100店舗、韓国で100店舗、その他で100店舗という出店計画である。また、近隣のタイ、インドネシア、マレーシア、フィリピン、インド、オーストラリアなどへの進出も検討しており、積極的な出店攻勢で2011年に1000億円を達成する。2020年に売上2兆円を達成するためには、海外ユニクロ事業で8500億円水準の売上を作らなければならず、アジアで足場を固めた後は、今後爆発的な市場拡大が期待されるアフリカや南米などへも進出すべきと考える。欧米市場は日本市場と同じく、大きな成長性は見込めないため、象徴的なブランドメッセージ発信地という位置づけで活用していく。



◆国内関連事業

2010 年までは g.u.の不採算店舗の清算などが優先課題であるが、2013 年に新規のシューズ事業で 200 店舗体制、売上 500 億円を目指すとのことで、徐々に売上を伸ばしていく。また、今の経済状況が続けば g.u.のような低価格商品へのニーズも高まることが考えられる。こちらも 2013 年に売上 500 億円を目標としている。国内関連事業は買収したブランドの集約と強化が大きな方向性となる。

◆グローバルブランド

さらなる成長のためには、新たなブランドの獲得が必要である。ブランド買収のメリットはブランド構築のための時間やコストが大幅に圧縮できることである。例えば＋Jプロジェクトで提携しているジル・サンダーなどを傘下に収められれば、既存ビジネスとのシナジーも期待できるのではないかな。

付属資料 9：企業戦略分析

(出所：鴻巣 忠司 「経営戦略応用研究 期末レポート ファーストリテイリング」 2010 年 10 月 25 日)

ファーストリテイリング株式会社(2010)

1 事業内容と業績

1.1 事業内容

1.1.1 会社概要

株式会社ファーストリテイリング (FAST RETAILING) は「手軽に食べられるファーストフード (Fast Food) のように、素早い小売業」という意味の造語であり、SPA のビジネスモデルを活かし、顧客が欲しい商品をできるだけ早く届けるという想いがこめられた社名である。また、ファーストリテイリングは、2005 年 11 月 1 日より持株会社体制に移行した結果、国内ユニクロ事業を担う事業会社を株式会社ユニクロとし、ファーストリテイリングは純粋持株会社となった。ファーストリテイリングの会社概要は以下のとおりである。

商 号	株式会社 ファーストリテイリング / FAST RETAILING CO., LTD.
設 立	1963 年 5 月 1 日
本 社 所 在 地	〒754-0894 山口県山口市佐山 717-1
従業員数 (連結)	11,245 名 (2010 年 2 月 28 日現在)
資 本 金	102 億 7,395 万円
発行済株式の総数	106,073,656 株 (自己名義株式を含む)

1.1.2 主要なグループ企業

1.1.2.1 株式会社ユニクロ

株式会社ユニクロは、ファーストリテイリングの中核企業であり、国内ユニクロ事業を行う。商品企画・生産・物流・販売までを一貫して行う SPA をビジネスモデルとして確立し、高品質なカジュアルウェアを低価格で提供することで成長を続けている。

商 号	株式会社ユニクロ / UNIQLO CO., LTD.
設 立	1974 年 9 月 2 日 (株式会社ユニクロの前身であるサンロード株式会社の設立日)
本 社 所 在 地	〒754-0894 山口県山口市佐山 717-1
事 業 内 容	商品企画・生産・物流・販売までの自社一貫コントロールにより、高品質・低価格のカジュアルブランド「ユニクロ」を提供する製造小売業 (SPA)
店 舗 数	793 店 (うち FC20 店舗) (2010 年 1 月 31 日現在)

2010 年 4 月には、グループ会社の G O V リテイリングからシューズ事業をユニクロのシューズ事業部門へ統合し、靴の SPA を目指し、服と同様に、「品質」「履き心地」「低価格」「ファッション」の要素を備えたカジュアルシューズを提案している。

1.1.2.2 G O V リテイリング

株式会社 G O V リテイリングは、低価格衣料のジーユーブランドの店舗を全国展開し、2009 年 3 月の「990 円ジーンズ」を発売、その後も「490 円 T シャツ」「490 円フリース」などの新商品を切れ目なく発売し、ユニクロ事業で培った SPA のさまざまなノウハウ（企画・デザイン・生産・在庫コントロール・生産調整・店舗オペレーションなど）を受け継ぎ、「新しい低価格衣料事業」のビジネスモデルの確立を目指している。

商 号	株式会社 G O V リテイリング
設 立	2008 年 9 月
本 社 所 在 地	〒107-6231 東京都港区赤坂 9 丁目 7 番 1 号 ミッドタウン・タワー
事 業 内 容	ジーユーブランドの衣料品・雑貨等の企画・生産・販売
店 舗 数	93 店 （2010 年 2 月 28 日現在）

1.1.2.3 リンク・セオリー・ジャパン

株式会社リンク・セオリー・ジャパンは、TOB（株式の公開買付け）により、2009 年 8 月期よりファーストリテイリングの連結子会社となった。日本と米国を中心とした事業を展開するブランドは、Theory、Theory Men、Theory Luxe、HELMUT LANG、PLST などがある。

商 号	株式会社リンク・セオリー・ジャパン
設 立	1997 年 12 月
本 社 所 在 地	〒107-6231 東京都港区赤坂 9 丁目 7 番 1 号 ミッドタウン・タワー
事 業 内 容	Theory（セオリー）、HELMUT LANG（ヘルムート・ラング）、PLST（プラステ）ブランド等の婦人服、紳士服等の企画・生産・販売
店 舗 数	326 店 FC 含む（2010 年 8 月 31 日現在）

1.2 業績分析

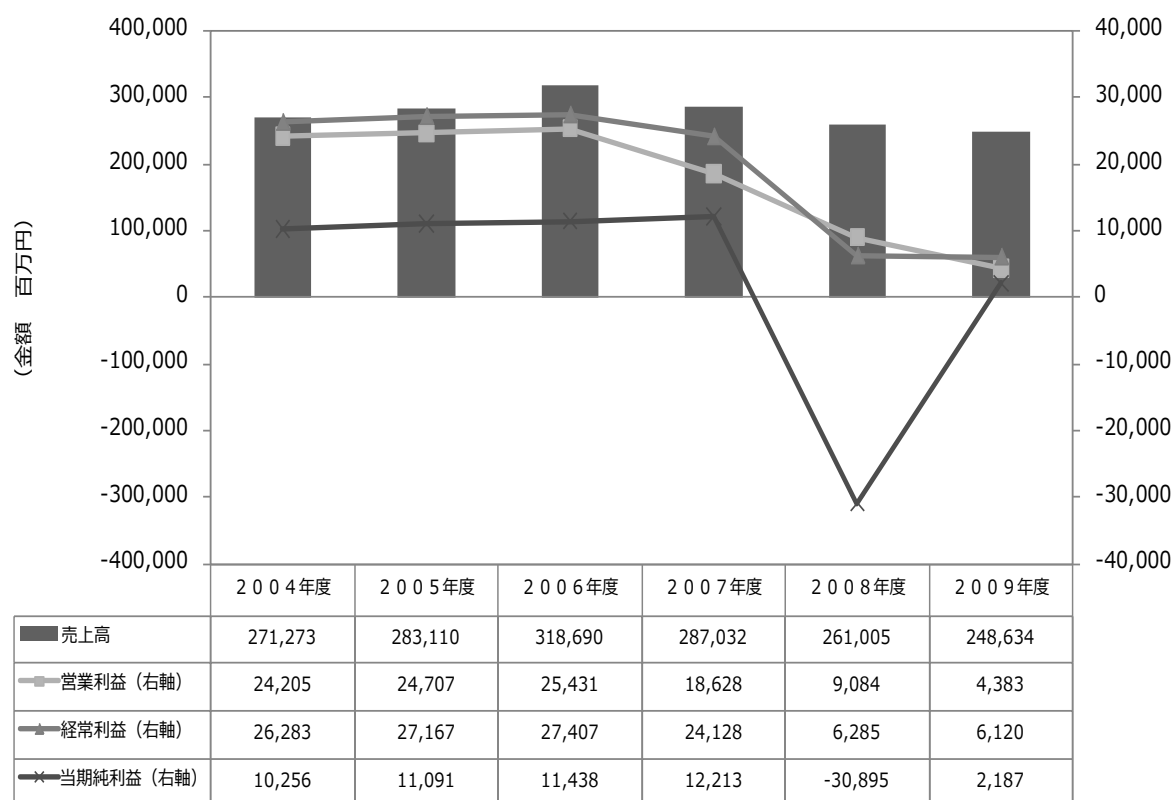
ファーストリテイリングの業績分析を行うにあたり、従来型の日本を代表するアパレル企業であり、自社ブランドのアパレルに加え、数多くの海外ブランドライセンス契約を締結し、百貨店などを中心にブランド展開するオンワードホールディングス（以下オンワード）と比較することによって、ファーストリテイリングの優位性や問題点を明らかにしていく。

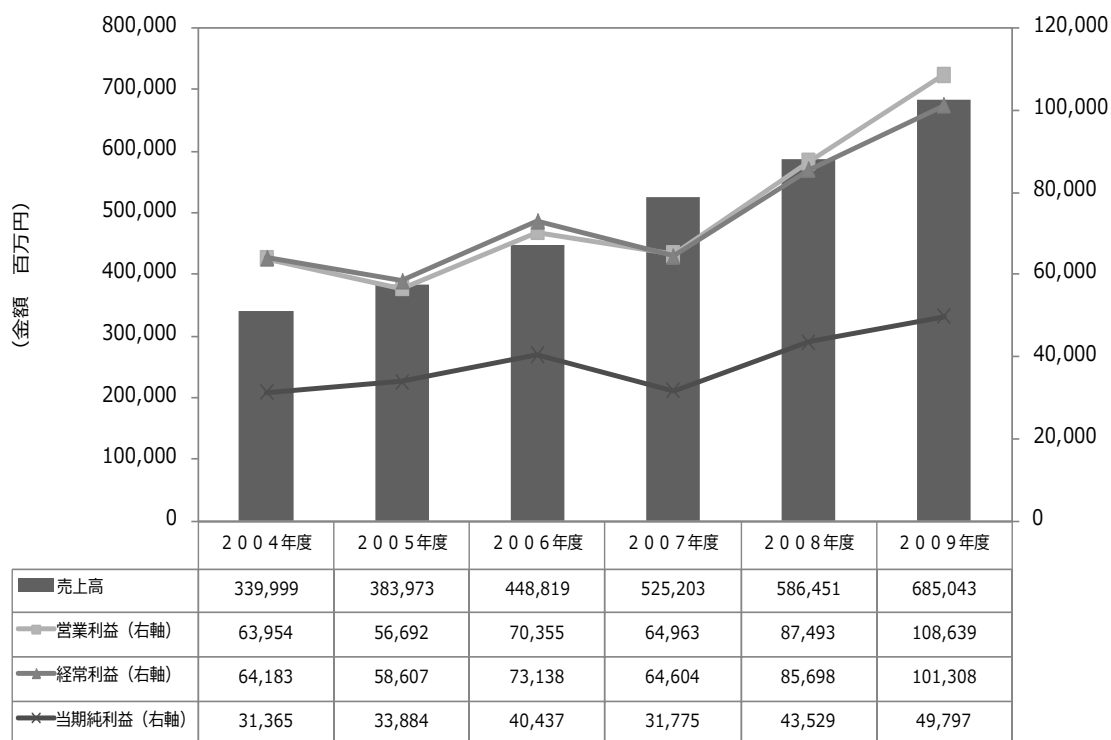
1.2.0 ジル・サンダーを巡るユニクロとオンワードの関係

2009 年秋シーズンより、ユニクロはファッションデザイナー Ms. Jil Sander (以下、ジル・サンダー氏)との取り組みによりユニクロ プラスジェイ(以下プラスジェイ)を、展開しているが、ジル・サンダー氏が作ったブランド「ジル・サンダー」を有する、ドイツの Jil Sander AG の持株会社である Violine S.à r.l.は、2008 年にオンワードが M&A にて全株式を取得し子会社している。オンワードは大金を投じてジル・サンダーというブランドを取得したが、ユニクロはジル・サンダー氏本人というブランドとしての「ジル・サンダー」ではなく、デザイナーの個人名前として「ジル・サンダー」を取得したといえ、一人勝ちと言われるユニクロの好調とオンワードの不振という事実はここにも表らわれているといえる。

1.2.1 業績概要

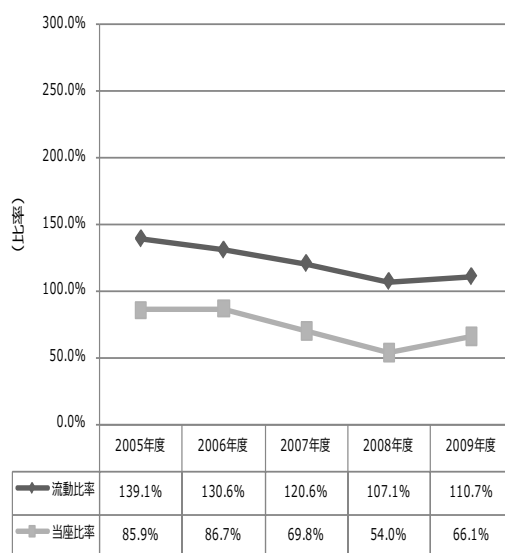
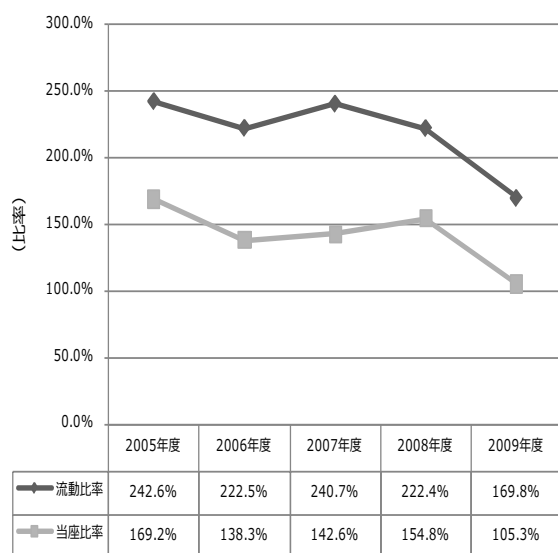
ファーストリテイリングとオンワードの過去 6 年間の売上高と利益の推移である。ファーストリテイリングは 2004 年度から 2009 年度にかけて売上高で倍、利益も順調に伸ばしている。一方、オンワードは、売上高は横ばいと伸び悩み、利益は 2007 年度以降下落傾向が続き、当期純利益は、2008 年度は大きな損失を計上するに至っている。





1.2.2 財務諸表分析

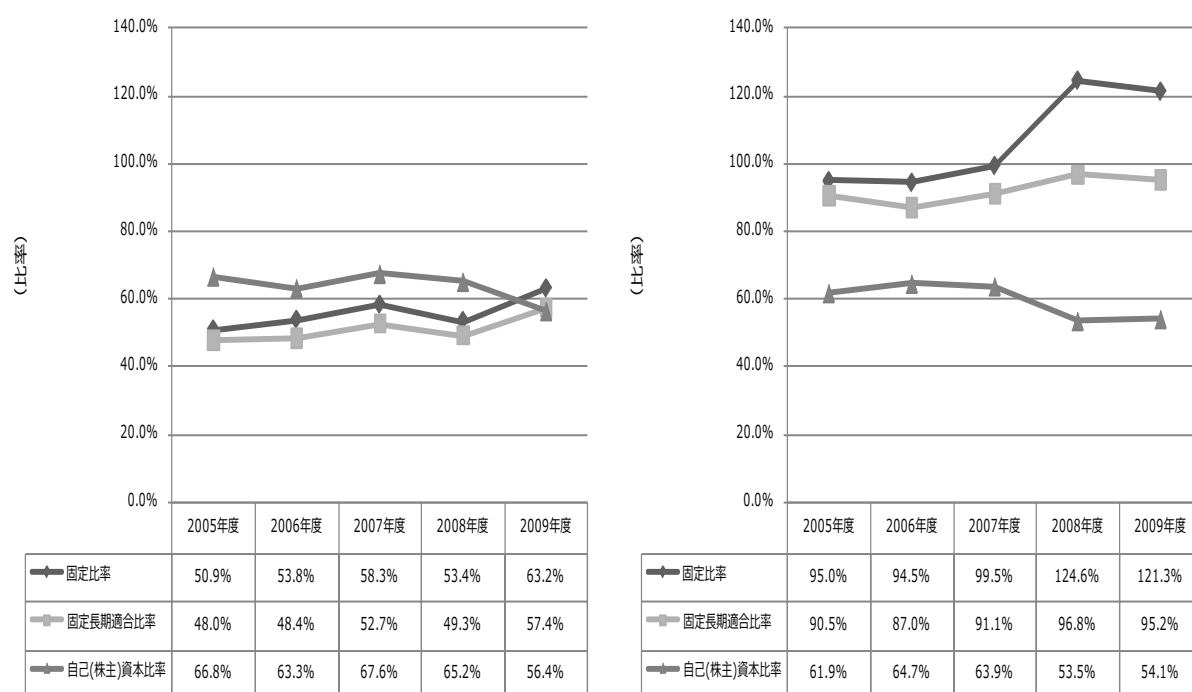
1.2.2.1 安全性



安全性は、貸借対照表を中心に事業を安定的に行っていくための資金調達の面を中心とした余裕度を見るが、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。つまり、必要以上の安全性を追求することによって、株主にとっては成長性といった面で魅力がなくなってしまう可能性がある。まず、短期的

な支払能力がどの程度あるかを示す流動比率は、一般に 200%以上が望ましいとされているが、日本の上場企業の平均は 100～150%程度である。ファーストリテイリングは 2008 年度までは 200%を超えていたが、2009 年度には若干下げ 169.8%となったが、依然高い水準にあるといえる。オンワードもファーストリテイリングよりは低いもの視するレベルではない。

流動資産のなかから特に現金化しやすいものを選び出した当座資産を用いる当座比率は、一般に 100%以上が望ましいとされているが、最近はキャッシュの持ち過ぎは資本効率が悪く、また特に優良企業は銀行にコミットメントラインを設定し、所有するキャッシュの金額を減らしていることが多いため、当座比率が低めになる傾向もみられる。ファーストリテイリングは 2009 年度に流動比率と同様に若干さげているが、依然 100%を超え、安全性は高い水準で保っている。オンワードは約 70%程度であり危険視するレベルではない



ものの、2008 年度は一時的に 60%を割っており、若干注視が必要である。

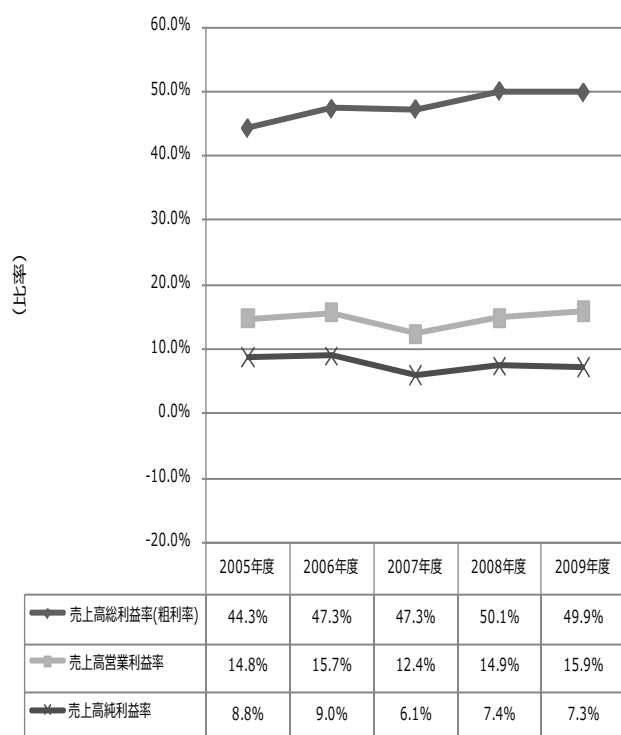
次に、固定資産に対する資金調達の源泉が、返済する必要のない自己資本を中心に行われているかどうかを示す固定比率は、一般的には 100～150%以下が望ましいとされ、自己資本に加え、長期の借入金・社債などの固定負債で調達されているかどうかを示す固定長期適合費率は、同様に 100%以下が望ましいとされる。

ファーストリテイリングは、固定比率が約程度、固定長期適合費率は約 50%程度と表示に高い財務的安定性を示している。オンワードも、ファーストリテイリングほどではないが、固定比率が 90%～120%程度、固定長期適合比率が 100%を切っており十分安全な水準で、財務的に安定しているといえる。また、調達資金の安定性を測る自己資本比率は、一般的

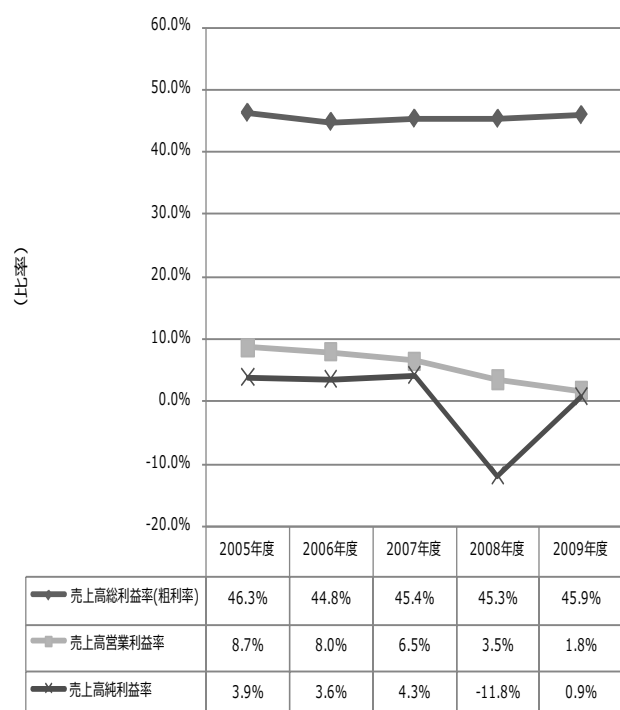
には 30%～40%となっている場合が多い。ファーストリテイリング、オンワードともに約 60%程度を保っており、非常に安全性が高い。また、長期債務の返済能力を表す格付機関による格付けにも安全性の高さが表れている。しかし、自己資本比率はデュポンシステムの財務レバレッジの逆数であり、高すぎる場合には借入をレバレッジとして使った方がよいという見方もできるため、安全性と株主の立場、そして事業リスクによってとらえる必要がある。

1.2.2.2 収益性

売上と利益の関係、および資本と利益の関係など、会社の収益性についてみる。



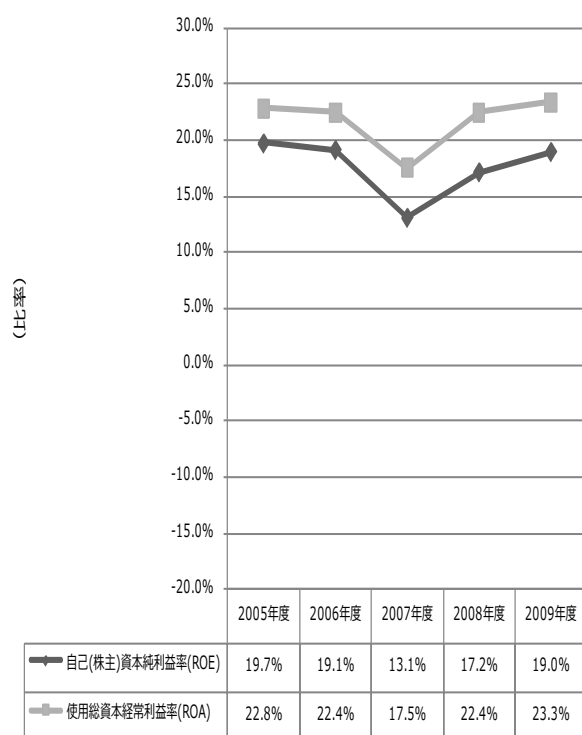
(収益性 1 ファーストリテイリング)



(収益性 1 オンワード)

売上高総利益率は、同じ業界の企業で、競合するような商品や製品を販売しているような場合は大きく変わらないといわれる。ファーストリテイリングとオンワードともに 2008 年 9 月のリーマンショック以降の世界レベルでの景気減速にもかかわらず、45%から 50%程度で安定しているといえる。売上高営業利益率は、本来の営業活動による利益率であり、本業の収益力を示している。基本的には売上高総利益率と連動することが多いが、連動せずに低下している場合は販売促進をしているが売上高が伸びない、もしくは管理コストがかさんでいるというような販売管理費に問題があることがある。ファーストリテイリングは売上高総利益率に連動し、15%程度で安定している一方で、オンワードは、売上高総利益率は安定しているにもかかわらず、売上高営業利益率は、徐々に低下し 2009 年度には 1.8%にまで下がってしまった。さらに売上高純利益率は、ファーストリテイリングが安定

しているのに対し、オンワードは、有価証券の売却・評価損などによる特別損失の計上により 2008 年度はマイナスになるなど大きく下げている。



(収益性 2 ファーストリテイリング)



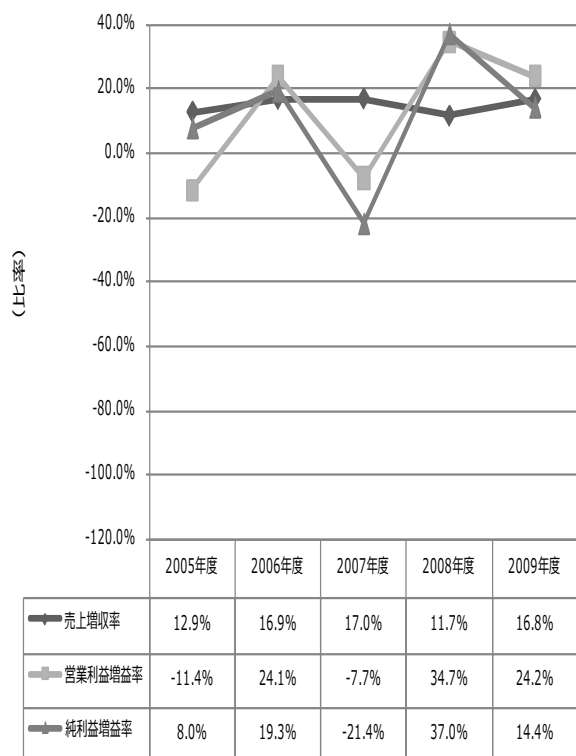
(収益性 2 オンワード)

投下資本に対する利益率について、オンワードは 2008 年度には有価証券の売却・評価損により ROE がマイナスとなるなど特殊要因はあるが、ROA、ROE 共にファーストリテイリングがオンワードに比して非常に高いレベルで推移している。なお、一般的な日本の上場企業はバブル期のエクイティファイナンスによって ROE の分母である自己資本が大きく膨らんだ状態を引きずっていることから、平均的な ROE は 1990 年代半ばから 5% を下回る水準で推移している状況からもファーストリテイリングの ROE は非常に高いレベルであるといえる。

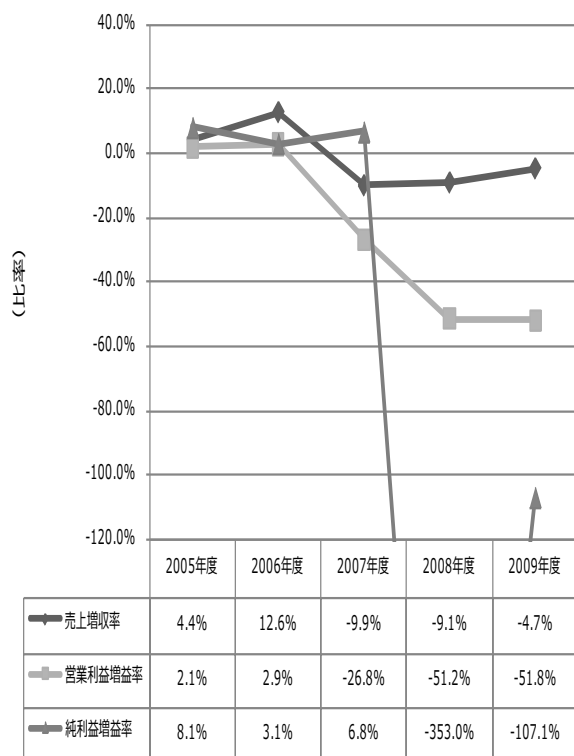
1.2.2.3 成長性

売上高成長率は、売上高が基準となる時点からどの程度伸びたのかを示す比率である。成長という視点からは高いほうが望ましい。しかし、売上高の急激な増加は売上債権や棚卸資産の増加につながり資金繰りの悪化につながる可能性がある。また急激な成長は一時的なブームや大ヒット商品に支えられている場合は、将来的な急激な売上高の減少や、各利益率の減少につながるリスクを抱えている場合がある。ファーストリテイリングは、売上高成長率は、毎年安定的に 10% 台の成長を維持している。また各利益の伸び率については、安定的な成長とはいえないものの、詳細は後に示すが売上債権、棚卸資産も一定のレベル

を維持しており、全体としては成長ステージにあるといえる。一方、オンワードは、2007年度以降売上高、各利益率（純利益率は2008年度以降）ともにマイナスとなり、さらにリーマンショック後の景気悪化の影響を世界的に受けて、マイナスの幅が大きくなっており、競争力の低下など本業での大きな問題を抱えている可能性がある。



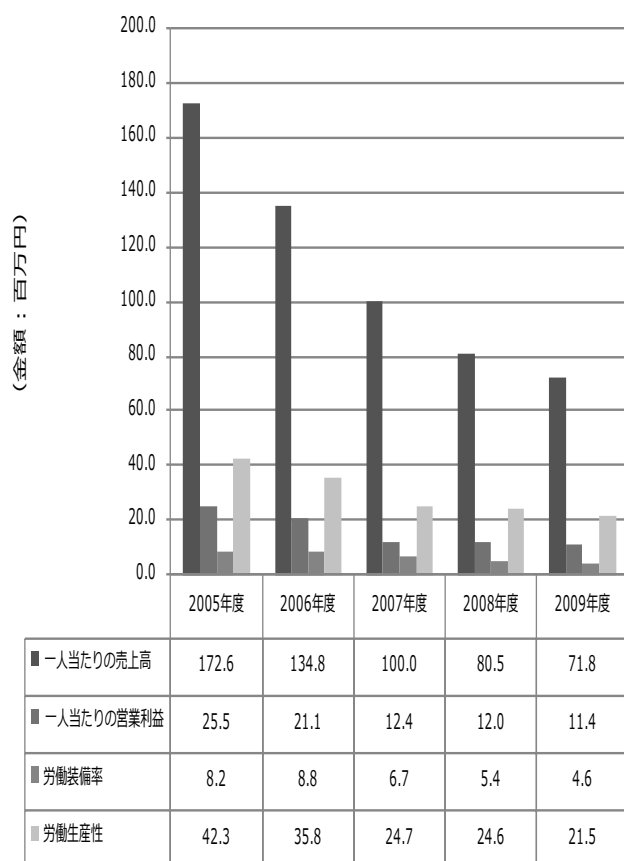
(成長性 ファーストリテイリング)



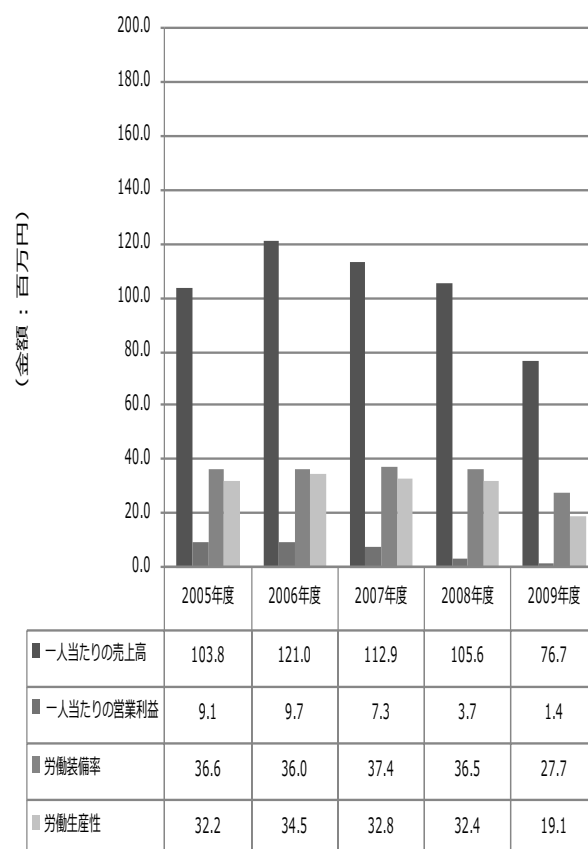
(成長性 オンワード)

1.2.2.4 生産性

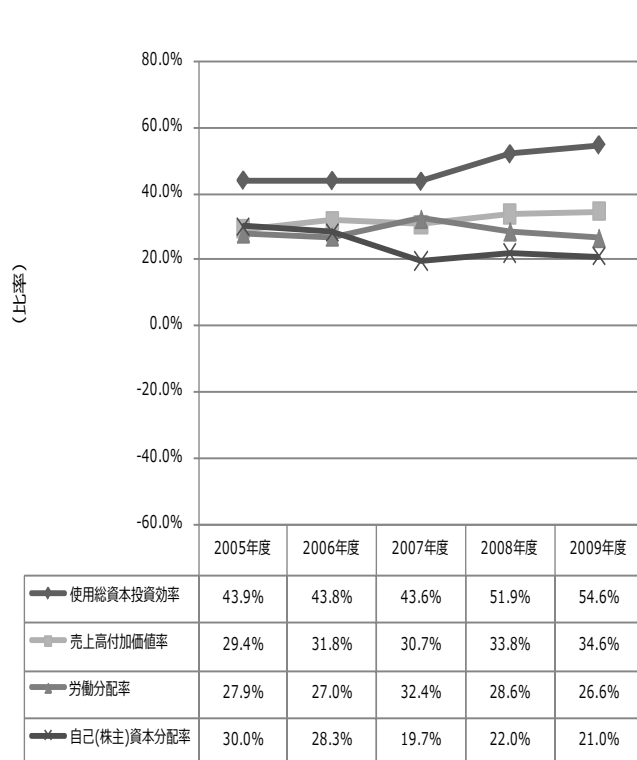
一般的に企業は、外部から購入した原材料やエネルギーを労働力や技術力など企業内資源を投下することで生産活動を行い、付加価値を追加し外部に販売するという役割を担っているといわれている。その新たに付加価値を生み出す能力は生産性と呼ばれる。また付加価値を生み出す最も重要な源泉である労働力であり、従業員の人数と関係づけられる。



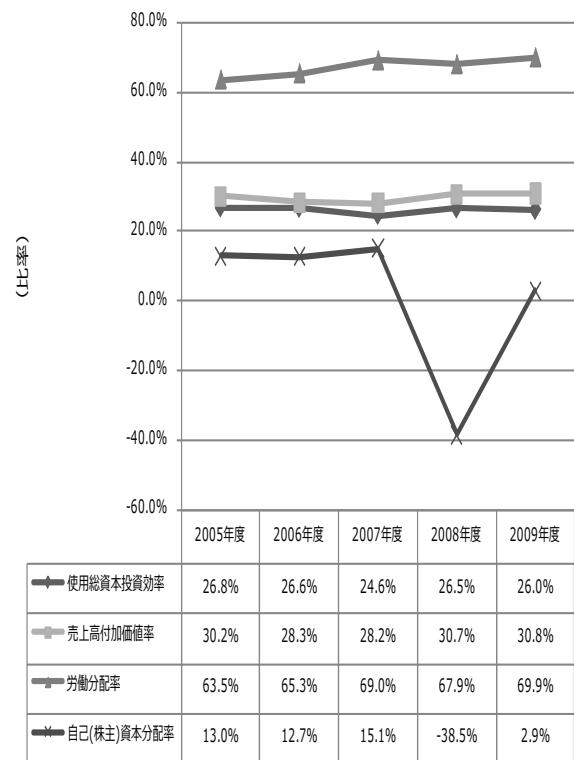
(生産性1 ファーストリテイリング)



(生産性1 オンワード)



(生産性2 ファーストリテイリング)

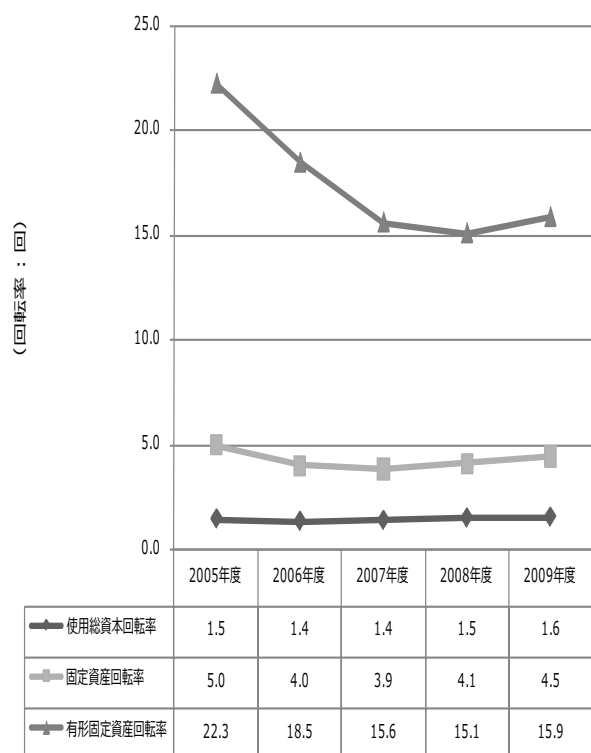


(生産性2 オンワード)

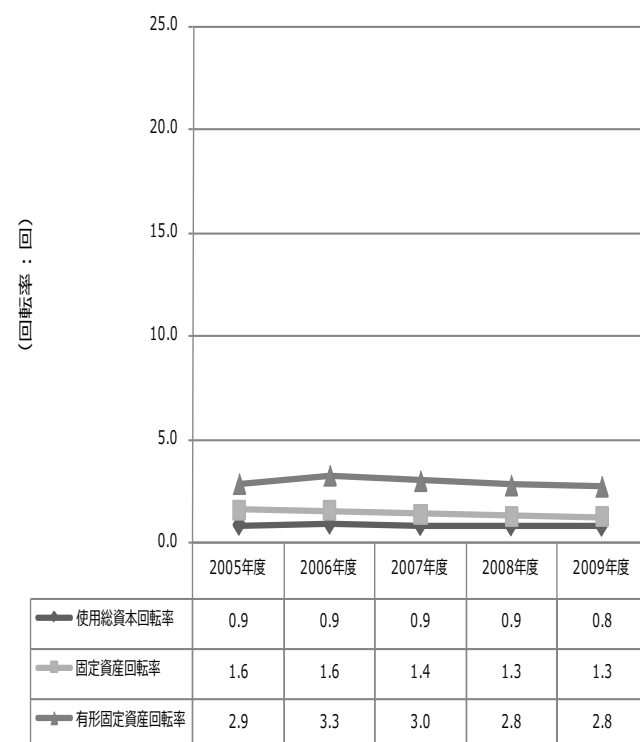
ファーストリテイリングは、先に示したように成長ステージにあり、売上高の増加に対応すべく従業員数を2005年度の2,668人から2009年度に11,037人まで4倍以上に増やしている。このため従業員数を分母とする一人当たり売上高、一人当たり営業利益率、労働設備率、労働生産性ともに低下傾向にある。しかし、付加価値額も2005年度から2009年度にかけて倍以上に増加させていることから、付加価値を分母とする使用資本投資効率などは安定的に増加させている。今後、新規に取り込んだ従業員の生産性を高め、さらなる付加価値額の増加させることで生産性を高めていくことが課題である。一方、オンワードは2009年度より海外の従業員(1,458人)を「従業員数」に加えたことにより数値上は増加しているが、それを差し引くと2,550人と2005年度の2,653名から若干減少しているものの、ほぼ一定であることから、一人当たり売上高の減少などは主に売上高の減少など分子側の減少が原因である。よって、(1.2.2.3 成長性)で指摘したように競争力の低下など本業での大きな問題が懸念される中で、大規模なリストラなど抜本的な対応により生産性の向上が必要である。

1.2.2.5 効率性

効率性は、事業に投入している資産の状況を表す貸借対照表と、それらを使って行った事業の成果を現す損益計算書の関係から、いかに効率よく資産を使用して、売上高や利益を獲得できたかを分析する。

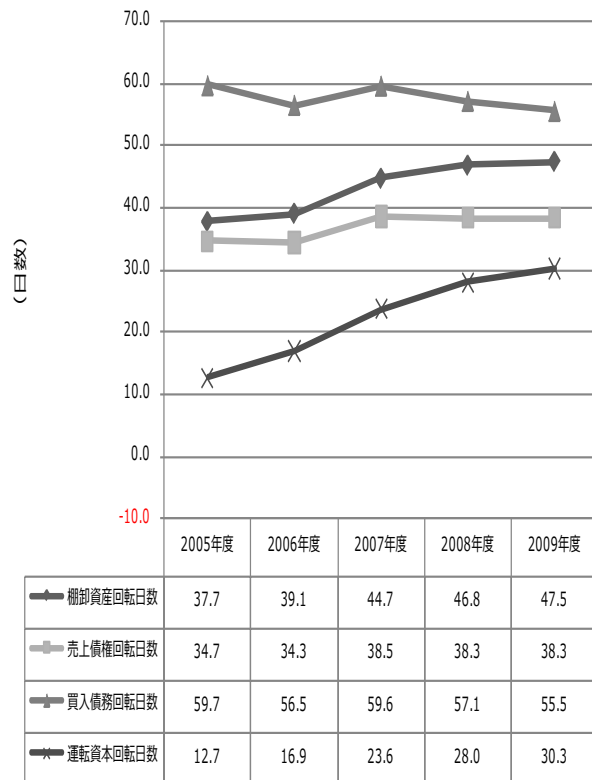


(効率性1 ファーストリテイリング)

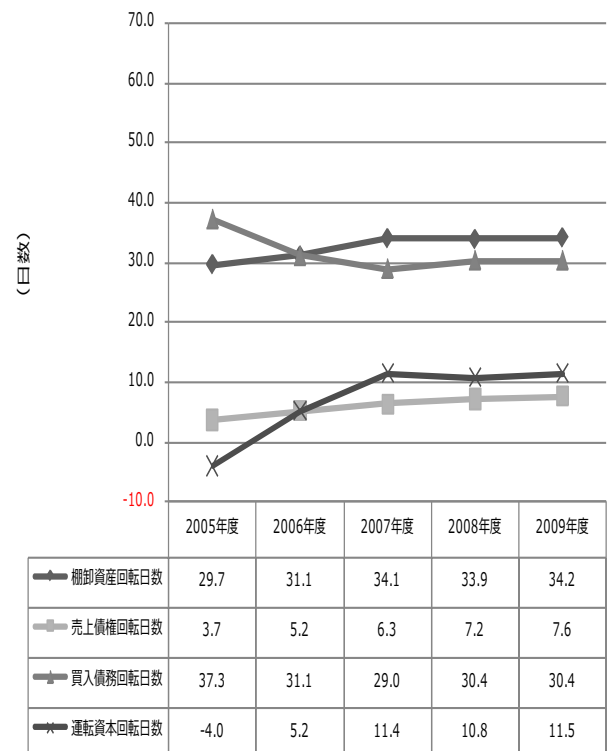


(効率性1 オンワード)

(効率性2 ファーストリテイリング)



(効率性2 オンワード)

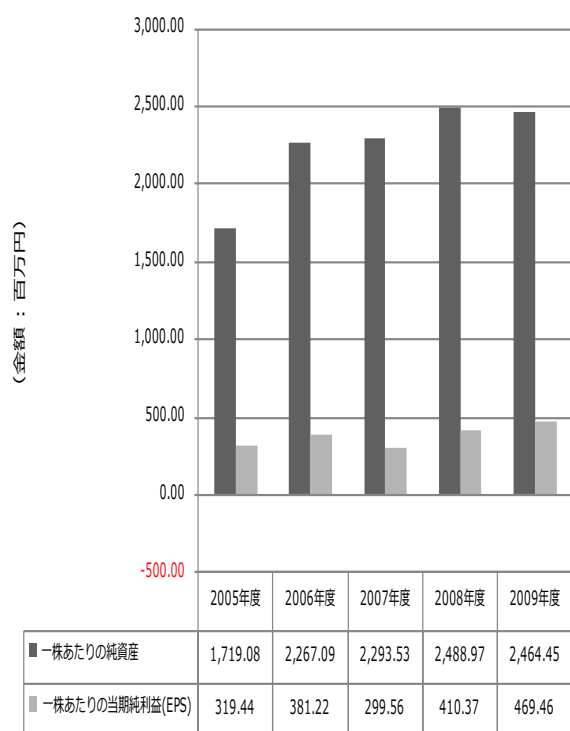


その中で、まずは損益計算書のスタートである売上高と貸借対照表の総額である総資本とを比較した総資本回転率をみると、ファーストリテイリングの 1.5 回程度に対し、オンワードは 0.9 回程度とファーストリテイリングの方が資産を効率的に使っているといえる。また、ファーストリテイリングの有形固定資産回転率は 2005 年度に 22.3 回と非常に高い効率性を示しているが、2007 年度以降 15 回程度と大きく下げている。しかし、これは投資を積極的にしていることが理由であり、(1.2.2.3 成長性)で示したように成長ステージにあることが原因である。一方、オンワードの有形固定資産回転率は 3 回を若干下回る程度で安定していることから、積極的な投資が行われていない状況であり、成長戦略が描けていないことと、そもそも後に示すように投資の源泉であるキャッシュフローを潤沢に獲得できていないといえる。また、売上債権が売上高の何日分あるのかを表す売上債権回転日数は、通常は短いと回収が順調であり、不良債権もないことを示す。ファーストリテイリングは 2005 年度の 3.7 日から 2009 年度の 7.6 日と倍になっているが、オンワードの 1 ヶ月以上という状況と比べると非常に早い回収期間を維持しているといえ、この回収期間がキャッシュフローに余裕を生むことにつながっている。また、売上債権と棚卸資産から買入債務を控除した運転資本の回転日数は、売掛金や在庫をいかに早く現金化し、買掛金を支払っていくという事業運営に必要な資金である運転資本の出入りの効率性を示すのが運転資本回転日数は、ファーストリテイリング、オンワードともに長期化しているといえる。しかし、ファーストリテイリングの運転資本回転日数は依然 10 日程度であり、

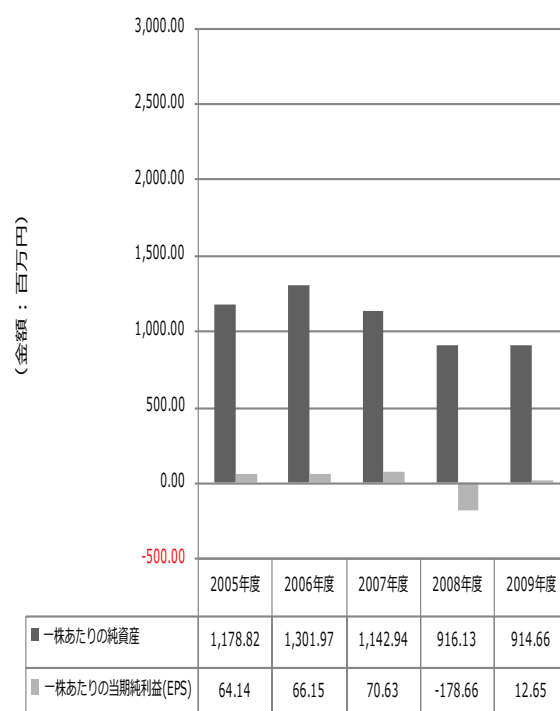
売上が増加しても回収までの資金繰りに十分な余裕をもっている状況であるといえる。

1.2.2.6 その他

一株あたり純資産と一株あたり純利益（E P S）は、共に一株あたりの投資効率を測る指標である。

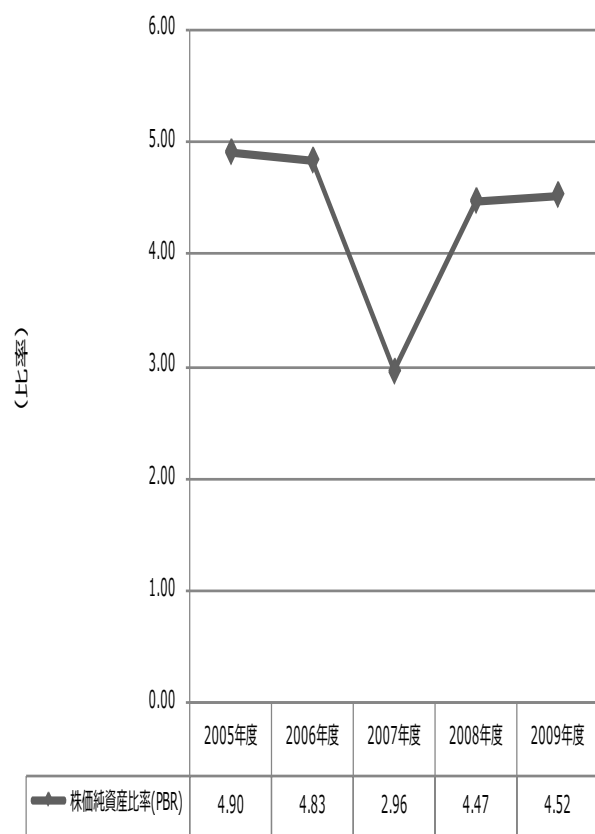


(その他1 ファーストリテイリング)

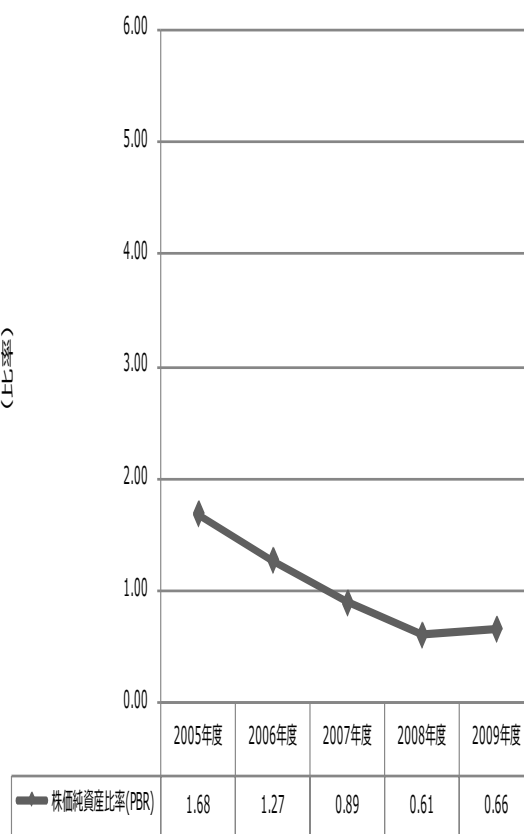


(その他1 オンワード)

ファーストリテイリングがオンワードに比べ、一株あたり純資産と一株あたり純利益（E P S）共に、額で大きく上回っているだけでなく、一時的に若干ではあるが減少している時期はあるものの、当該期間全体ではその差をさらに広げている。



(その他2 ファーストリテイリング)

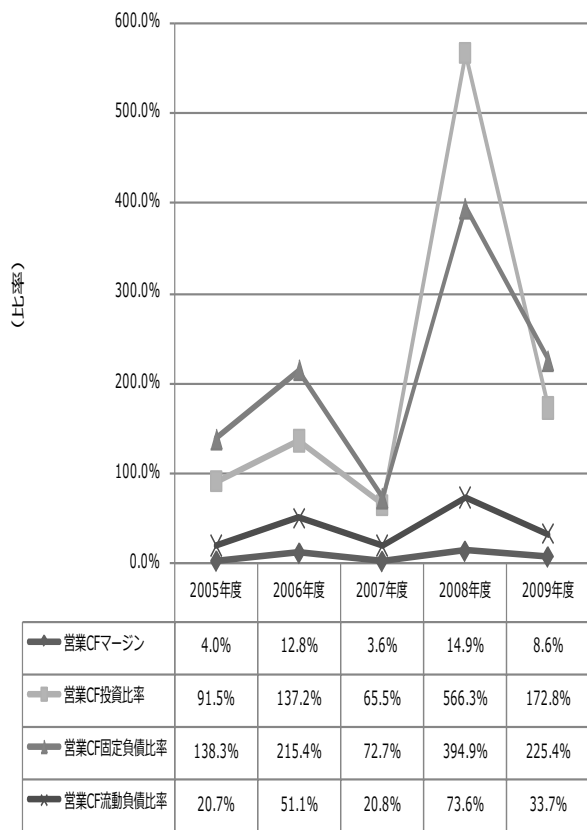


(その他2 オンワード)

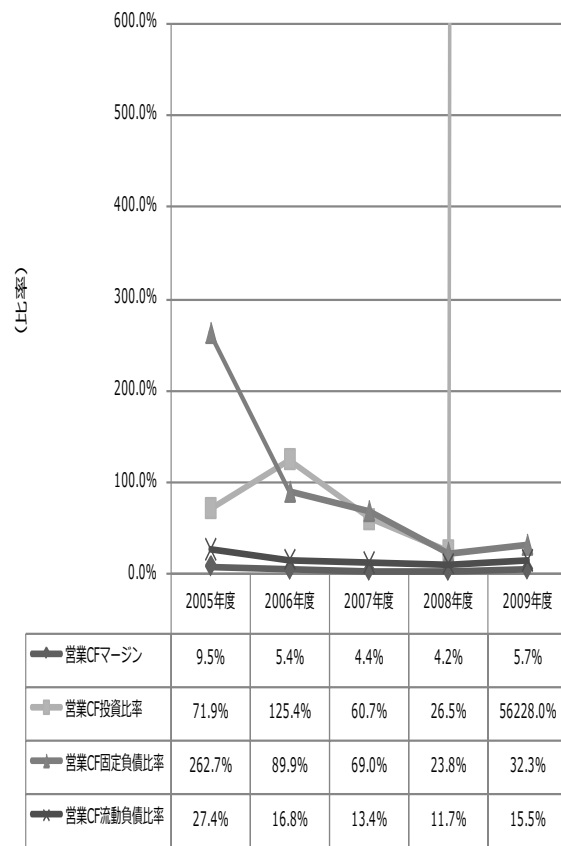
株価純資産倍率（PBR）は、ファーストリテイリングは2007年度に一旦下げているものの、2008年度には、ほぼもとの水準までもどしているのに対し、オンワードは低下傾向にあり、2007年度には1を割り込み、理論上は1を下回らないことから、資産サイドから株価を評価すると極めて割安な状況が続いており、株式市場の評価は低いといえる。

1.2.3 キャッシュフロー分析

営業キャッシュフローは、本業自体のキャッシュフローを生み出す力であり、これが安定してかつ成長している場合は事業の安定性が高いといえる。ファーストリテイリングは2005年度の1,500億円程度から2009年度の6,000億円程度と、右肩上がりとはいえないものの、成長しているといえる。一方オンワードは、2005年度は2,600億円程度あったが2009年度の1,400億円程度と減少傾向にある。



(C F ファーストリテイリング)



(C F オンワード)

また、キャッシュフローベースの利益率ともいえるべき、売上高に対する営業キャッシュフローの割合を示す営業C F マージンはオンワードが 4%から 5%程度で安定しているのに対し、ファーストリテイリングは、オンワードに比べて高い率ではあるが、安定せずに大きく上下している。なお、営業・投資C F 比率をみると、ほぼ営業キャッシュフローで投資C F を十分にカバーしていることから、ファーストリテイリングは、依然成長ステージにあり積極的な投資をしている営業キャッシュフローの水準を踏まえての投資を行っており、キャッシュフロー重視の財務戦略をとっていることはうかがえる。

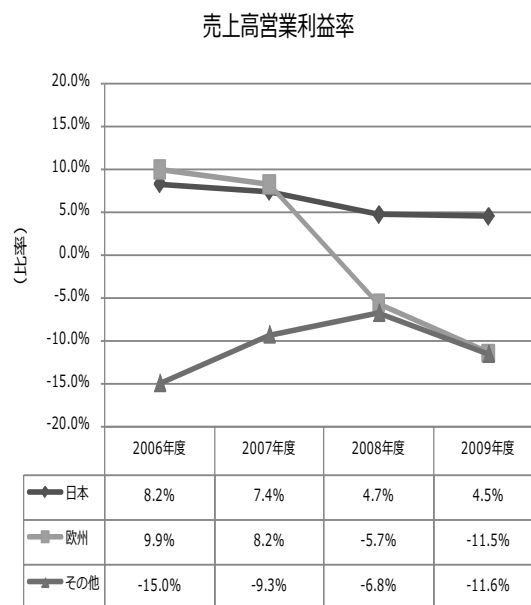
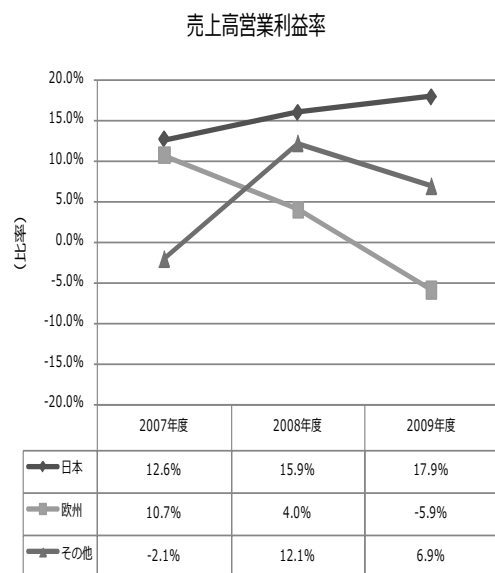
1.2.4 事業種類別セグメント分析

ファーストリテイリングは、全セグメントの売上高の合計、営業利益及び全セグメントの資産の金額の合計額に占める衣料品販売事業の割合が、いずれも 90%を超えているため、事業の種類別セグメント情報は開示されていない。一方、オンワードも売上高ベースで、その他事業の割合は 5%程度である。

1.2.5 所在地別セグメント分析

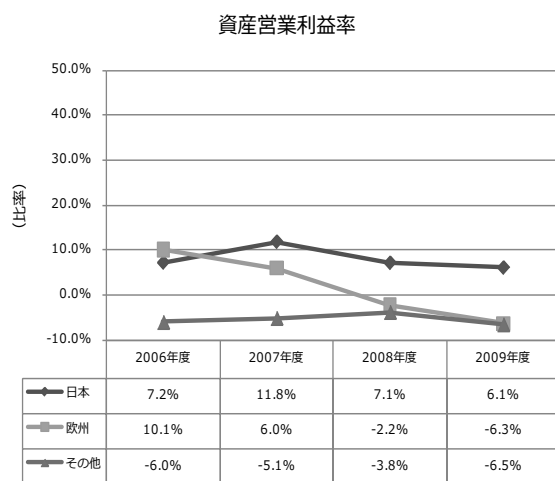
1.2.5.1 所在地別セグメント分析ー収益性

所在地別セグメント情報は、ファーストリテイリングが 2007 年度から、オンワードは 2006 年度から開示している。

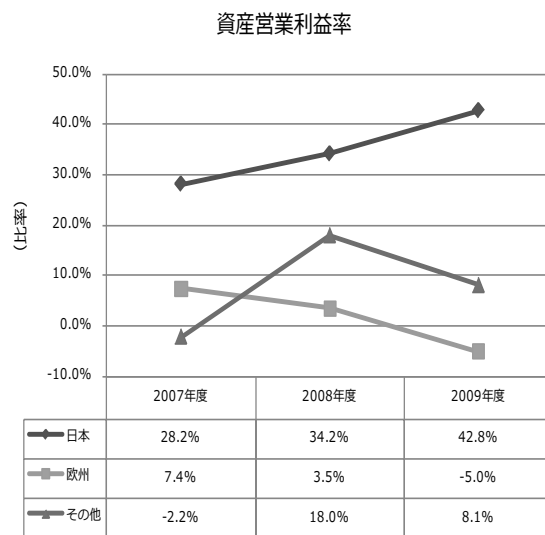


(地域別収益性 1 ファーストリテイリング)

(地域別収益性 1 オンワード)



(地域別収益性 2 ファーストリテイリング)

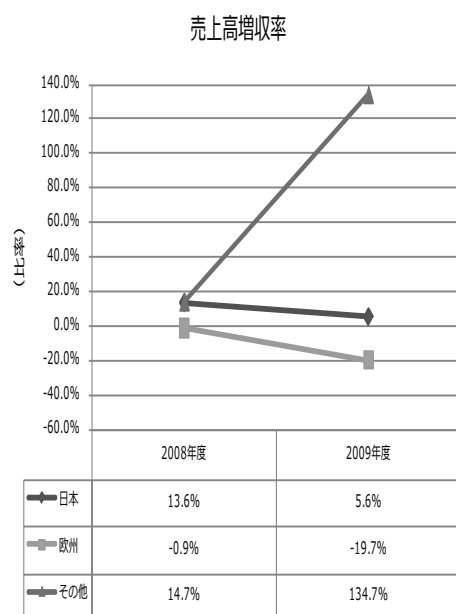


(地域別収益性 2 オンワード)

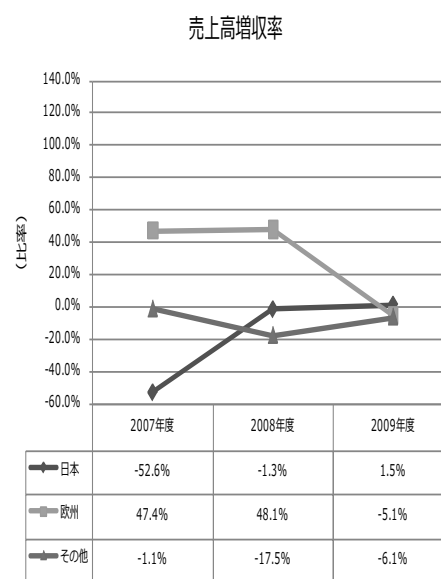
ファーストリテイリングの地域別収益性をみると、日本が継続的に売上高営業利益率、資産営業利益率ともに増加させているのに対し、欧州は減少傾向にあり、2009 年度は売上高営業利益率、資産営業利益率ともにマイナスにまで下げている。そして、その他にはアジアと北米が含まれるが、2007 年度のマイナスから 2008 年度に急増している。これは、2008 年 11 月からニューヨーク、ロンドン、パリ、北京、ソウルの 5 都市でヒートテックのグローバルキャンペーンを実施したことにより、2008 年シーズンに全世界でヒートテックを 2,800 万枚販売と世界的に大ヒットさせたことが影響していると考えられる。一方、オンワードは売上高営業利益率、資産営業利益率を日本国内においても低下傾向であり、欧州においては日本以上に急激に下げている。そして、その他（アジア、北米）においては、マイナスから回復できないでいる。

1.2.5.2 所在地別セグメント分析－成長性

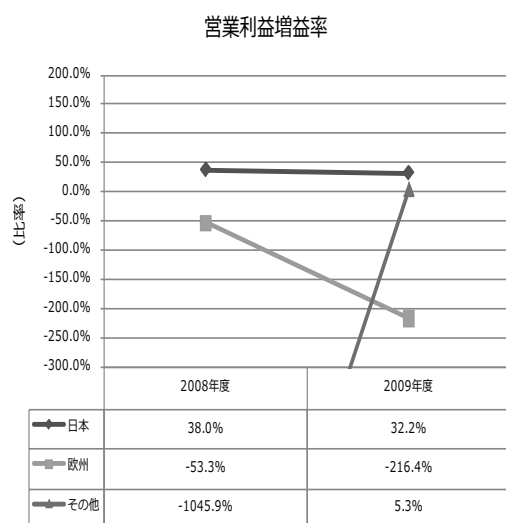
次に所在地別の成長性を売上高増収率と営業利益増益率でみる。ファーストリテイリングはともに、その他が大きく伸びている。これは、2009 年度に中国、香港で店舗数を倍増させ、特に上海と北京でブランド認知度を大幅に向上させたことが大きく影響している。



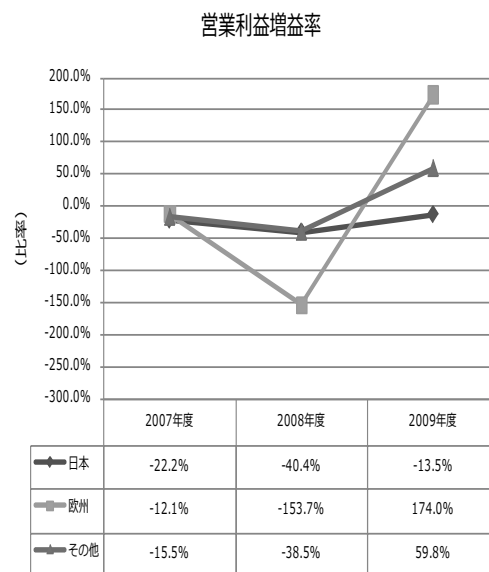
(地域別成長性 1 ファーストリテイリング)



(地域別成長性 1 オンワード)



(地域別成長性2 ファーストリテイリング)

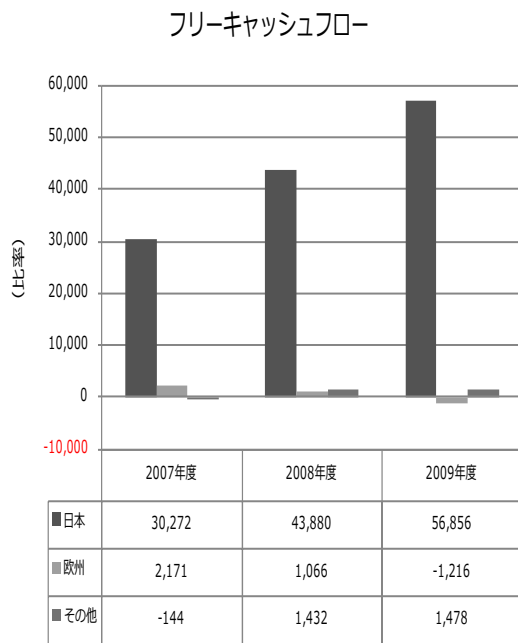


(地域別成長性2 オンワード)

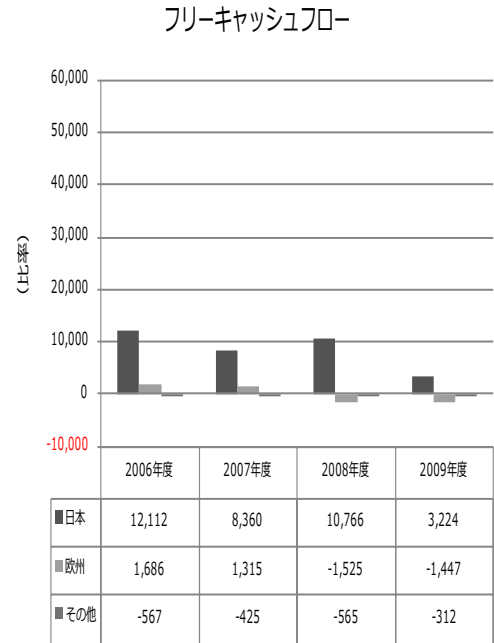
さらに中国・香港では2011年に100店舗体制、そして年間100店舗の出店が可能な体制の構築を目指すなど、中国市場でのシェア拡大を志向している。また、東南アジアにおいても2009年4月には、シンガポール1号店タンパニーズワン店を開業し、シンガポールを拠点として、タイ、インドネシア、マレーシア、フィリピン、インド、ベトナムなどへの出店も計画されており、2010年には台湾1号店である統一阪急百貨台北店を開業、11月にはマレーシアに1号店となるファーレンハイト88店の開業を目指している。今後もアジアなどの新興国を中心とした今後大きな成長が期待できる市場に対して、安定した売上げおよび利益を確保できる仕組みが構築されつつあり、売上高、利益の大幅な拡大が期待できる。一方、低迷している欧州の立て直しが課題であるが、パリのフラッグシップストア（旗艦店）であるパリオペラ店のオープンには終日行列ができるなど、日本で成功した大型店戦略を海外でも展開していくことで成長を実現することが必要である。

1.2.5.3 所在地別セグメント分析ーキャッシュフロー分析

所在地別のキャッシュフローを比較すると、ファーストリテイリング、オンワードともに日本からのキャッシュフローが大きいことがわかる。



(地域別 C F ファーストリテイリング)



(地域別 C F オンワード)

しかし、生み出したキャッシュフローの使い途として、ファーストリテイリングは積極的に（**1.2.5.2 所在地別セグメント分析－成長性**）に示したように、今後大きな成長が期待できる市場に対して、積極的に投資をするといった資源循環による成長戦略を描いているといえる。今後は、投資した日本以外の地域からも安定的なキャッシュフローを生み出せるようにすることが課題である。

1.3 企業価値分析

ファーストリテイリングおよびオンワードの2005年度から2009年度の財務諸表を用いて、企業価値分析を示す。

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

ファーストリテイリングのEVAおよびROICの算出結果は以下の通りである。

	単位	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年
経済付加価値 (EVA)	百万円	22,905	25,540	18,059	31,190	41,157
投下資本収益率 (ROIC)	%	17.7%	15.6%	12.4%	16.5%	19.4%

	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年
簿価有利子負債(D)	4,945	19,584	23,916	19,489	32,853
時価株主資本(E)	894,201	1,161,507	720,240	1,180,600	1,182,721
負債コスト(rd)	7.0%	4.4%	7.4%	8.4%	2.8%
リスクフリーレート	1.3%	1.6%	1.6%	1.4%	1.3%
リスクプレミアム	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%
株主資本コスト(re)	5.5%	5.8%	5.8%	5.6%	5.5%
D/(D+E)	0.5%	1.7%	3.2%	1.6%	2.7%
E/(D+E)	99.5%	98.3%	96.8%	98.4%	97.3%
加重平均資本コスト(WACC)	5.5%	5.7%	5.6%	5.5%	5.4%
簿価投下資本	187,294	260,063	267,199	283,503	294,266
税引後営業利益(NOPAT)	33,183	40,441	33,084	46,808	56,949
資本費用	10,278	14,901	15,025	15,618	15,792

※データ入手先：

株主資本(時価)	期末株価×期末発行済株式数
β	ブルームバーグ社(2010年9月30日付)
リスクプレミアム	マーサー社
リスクフリーレート	10年国債利回り (2010/9/30)

オンワードのEVAおよびROICの算出結果は以下の通りである。

	単位	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年
経済負荷価値(EVA)	百万円	2,546	2,203	-747	1,843	-4,970
投下資本収益率(ROIC)	%	5.3%	5.3%	3.9%	4.2%	0.7%

	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年
簿価有利子負債(D)	26,419	26,916	25,677	58,393	60,268
時価株主資本(E)	342,558	285,840	176,553	96,490	104,618
負債コスト(rd)	1.1%	3.2%	1.5%	0.9%	1.9%
リスクフリーレート	1.3%	1.6%	1.6%	1.4%	1.3%
リスクプレミアム	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%
株主資本コスト(re)	4.4%	4.7%	4.7%	4.5%	4.4%

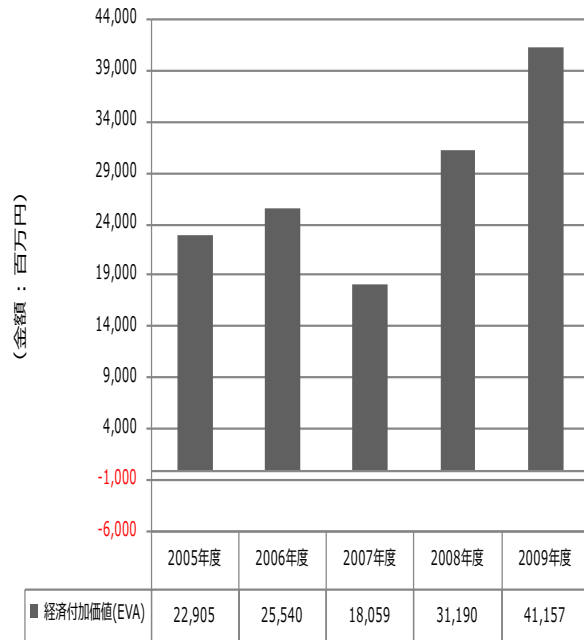
D/(D+E)	7.2%	8.6%	12.7%	37.7%	36.6%
E/(D+E)	92.8%	91.4%	87.3%	62.3%	63.4%
加重平均資本コスト (WACC)	4.2%	4.4%	4.2%	3.3%	3.0%
簿価投下資本	230,262	252,054	223,316	216,811	218,432
税引後営業利益 (NOPAT)	12,134	13,288	8,635	9,095	1,520
資本費用	9,588	11,085	9,381	7,252	6,490

※データ入手先：

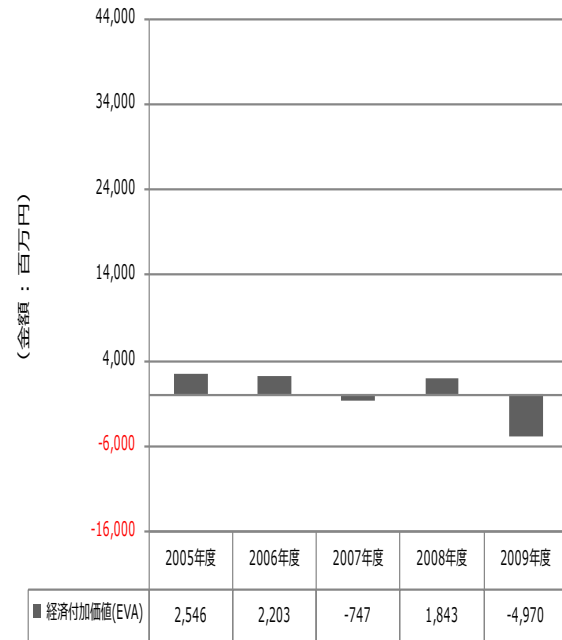
株主資本(時価)	期末株価×期末発行済株式数
β	ブルームバーグ社(2010年9月30日付)
リスクプレミアム	マーサー社
リスクフリーレート	10年国債利回り (2010/9/30)

1.3.2 EVAについての評価

EVAは、株主資本という形で企業に資金を供給している株主と、借入金や社債といった形で企業に資金を提供している債権者といった、企業にとっての資金提供者の立場からみて、企業が事業から獲得しているリターンが資金提供者の要求しているリターンをどの程度上回っているかを示す指標であり、米国のスタン・スチュワート社の登録商標である。



(EVA ファーストリテイリング)

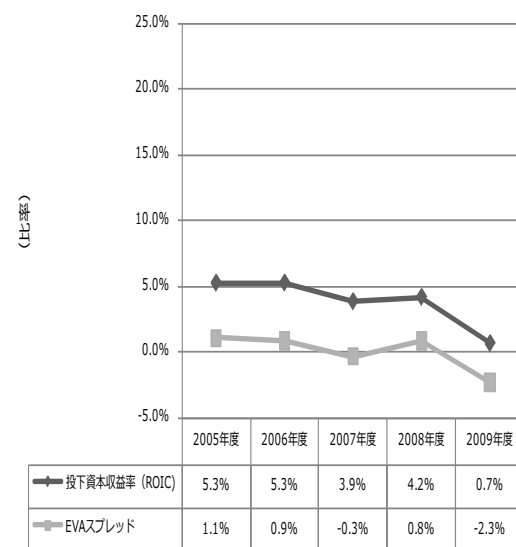
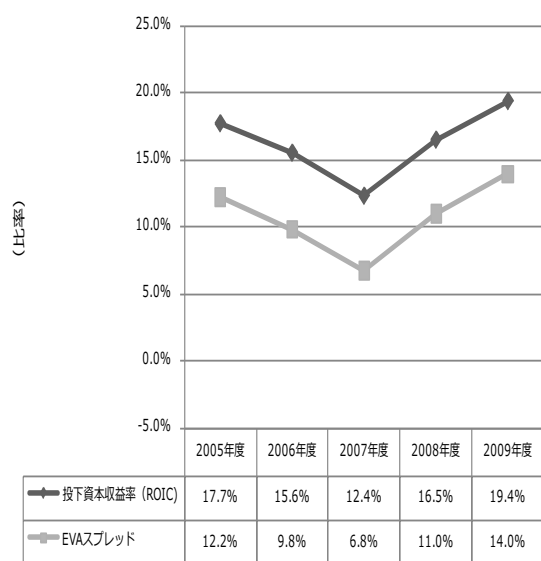


(EVA オンワード)

算出については、税引後営業利益（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。つまりEVAを向上させるためには、次の3つ、①NOPATを高める、②投下資本を少なくする、③WACCをある程度（財務的に危険な状態にならない範囲で借入金や社債による資金調達の比率を高める）まで下げるという方法がある。ファーストリテイリングのEVAは、2007年度に一時的に下げているものの、一貫して増加しており、また絶対額においても、ゼロ近辺（2007年度、2009年度はマイナス）を推移しているオンワードに比べ圧倒的な額を示している。これは、簿価投下資本では同程度、WACCにいたっては、1%以上ファーストリテイリングが高いことから、圧倒的なNOPATによるものであり、本業からのリターンが高いEVAを実現しているといえる。

1.3.3 ROICについての評価

ROICは簿価等資本に対する税引後営業利益（NOPAT）の割合を示している。ROICを向上させるには、①NOPATを増大する、②簿価投資資本を減少させるという2つの方法がある。



そして、ROICは事業に投下している資金に対するリターンの率を表していることから資金提供者の期待しているリターンの率であるWACCをどれだけ上回っているかを示すEVAスプレッドはプラスであることが望ましく、下回っている場合は、その事業に投下している資本は縮小すべきであるといえる。

オンワードのROICはWACCと同程度を推移していることか、EVAスプレッドも0%近辺を推移し、2007年度、2009年度はマイナスとなっていることから、抜本的な事

業構造の変革が必要であるといえる。一方、ファーストリテイリングは、ROICも15%程度を維持しており、WACCを大幅に上回っている（EVAスプレッドも10%以上）ことから、積極的に投資を行い、事業拡大をしていくことが期待されているともいえる。

1.4 企業価値指標

1.4.1 企業価値指標の算出結果

ファーストリテイリングの企業価値指標の算出結果は以下のとおりである。

	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年
F C F 価値	1,562,871	1,694,425	1,971,396	2,347,698	2,774,920
株式・負債価値 (時価評価)	964,015	1,263,873	760,415	1,228,359	1,193,744
市場付加価値 (MVA)	711,852	921,028	476,957	916,586	921,308

なお、フリーキャッシュフロー価値の算出は以下に示す。

表1 直前期(2009年度)の要約損益計算書と要約貸借対照表

損益計算書	百万円	貸借対照表 (資産の部)	百万円
売上高	685,043	現金等	43,876
売上原価	343,515	売上債権	15,213
売上総利益	341,528	棚卸資産	74,580
販売管理費	232,888	流動資産計	298,171
EBITDA(※)	110,881	固定資産	165,114
営業利益	108,639	資産計	463,285
支払利息	917	(負債・資本の部)	
税引き前利益	143,104	買入債務	56,930
法人税等	45,432	有利子負債	32,853
当期純利益	49,797	負債計	201,871
キャッシュフロー計算書	百万円	純資産	261,413
減価償却費	2,242	負債・資本計	463,285

※ EBITDA＝営業利益＋減価償却費

表2 売上高とコスト予想

		2009年度	2010年度	2011年度	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度
売上高	伸び率	19.0%	685,043	815,201	970,089	1,154,406	1,373,744	1,634,755
売上原価比率	削減率	0.0%	50.1%	50.1%	50.1%	50.1%	50.1%	50.1%
売上原価			343,515	408,783	486,452	578,877	688,864	819,748
販売・管理費率	削減率	0.0%	34.0%	34.0%	34.0%	34.0%	34.0%	34.0%
販売・管理費			232,888	277,137	329,793	392,453	467,019	555,753

表3 資本支出と減価償却

	2009年度	2010年度	2011年度	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度
資本支出(百万円)	-18,213	-18,213	-18,213	-18,213	-18,213	-18,213	-18,213
減価償却(百万円)	2,242	2,242	2,242	2,242	2,242	2,242	2,242

表4 予測損益計算書(2009年も計算値)

損益計算書(百万円)	2009年度	2010年度	2011年度	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度
売上高	685,043	815,201	970,089	1,154,406	1,373,744	1,634,755	1,945,358
売上原価	343,515	408,783	486,452	578,877	688,864	819,748	975,500
売上総利益	341,528	406,418	483,638	575,529	684,879	815,007	969,858
販売管理費	232,888	277,137	329,793	392,453	467,019	555,753	661,346
EBITDA	110,882	131,524	156,087	185,318	220,102	261,495	310,754
減価償却費	2,242	2,242	2,242	2,242	2,242	2,242	2,242
営業利益	108,640	129,282	153,845	183,076	217,860	259,253	308,512
支払利息	917	917	917	917	917	917	917
税引き前利益(※)	107,723	128,365	152,928	182,159	216,943	258,336	307,595
法人税等	43,628	51,988	61,936	73,774	87,862	104,626	124,576
当期純利益	64,095	76,377	90,992	108,384	129,081	153,710	183,019

実効税率 40.5%

※ 税引き前利益には特別損益は考慮しない

表5 運転資本管理

		期間(日間)
売上債権	(対)売上高	8
棚卸資産	(対)売上原価	79
現金等	(対)売上高	23
買入債務	(対)売上原価	60

表6 運転資本予測

運転資本(百万円)	2009年度	2010年度	2011年度	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度
流動資産							
売上債権(売掛金・受取手形)	15,213	18,103	21,543	25,636	30,507	36,304	43,201
棚卸資産	74,580	88,750	105,613	125,679	149,558	177,974	211,789
現金等	43,876	52,212	62,133	73,938	87,986	104,704	124,597
計	133,669	159,066	189,289	225,254	268,052	318,982	379,588
流動負債(買入債務)	56,930	67,747	80,619	95,936	114,164	135,855	161,668
NWC(流動資産－流動負債)	76,739	91,319	108,670	129,317	153,888	183,126	217,920
NWC増分(対前年)		14,580	17,351	20,647	24,570	29,239	34,794

表7 FCF予測

FCF(百万円)	2010年度	2011年度	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度
営業利益(1-実効税率)	76,923	91,538	108,930	129,627	154,256	183,564
減価償却	2,242	2,242	2,242	2,242	2,242	2,242
NWC増加	14,580	17,351	20,647	24,570	29,239	34,794
資本支出	-18,213	-18,213	-18,213	-18,213	-18,213	-18,213
FCF	82,797	94,642	108,738	125,511	145,472	169,225

単位: 百万円

	2005年度	2006年度	2007年度	2008年度	2009年度	2010年度	2011年度	2012年度	2013年度	2014年度
フリーキャッシュフロー	61,645	62,372	74,768	47,628	100,113	82,797	94,642	108,738	125,511	145,472
2005年度の予測期間		59,128	67,191	40,575	80,852	63,389				
2006年度の予測期間			70,716	42,606	84,703	66,256	71,631			
2007年度の予測期間				45,092	89,738	70,265	76,041	82,716		
2008年度の予測期間					94,886	74,377	80,578	87,745	95,992	
2009年度の予測期間						78,580	85,247	92,954	101,829	112,012
予測期間のNPV(A)	311,135	335,912	363,852	433,578	470,621					
WACC	5.49%	5.73%	5.62%	5.51%	5.37%					
Terminal Value(B)	1,251,737	1,358,513	1,607,544	1,914,120	2,304,298					
企業価値: (A) + (B)	1,562,871	1,694,425	1,971,396	2,347,698	2,774,920					

注: 継続価値は6年目のフリーキャッシュフローで定額成長すると仮定した場合のTerminal Value

オンワードの企業価値指標の算出結果は以下のとおりである。

	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年
FCF価値	195,910	164,705	153,506	169,710	192,631
株式・負債価値 (時価評価)	372,275	316,314	187,725	61,512	78,680
市場付加価値 (MVA)	138,715	60,702	-21,086	-61,928	-53,546

なお、フリーキャッシュフロー価値の算出は以下に示す。

表1 直前期(2009年度)の要約損益計算書と要約貸借対照表

損益計算書	百万円	貸借対照表	百万円
		(資産の部)	
売上高	248,634	現金等	34,330
売上原価	134,458	売上債権	25,730
売上総利益	114,176	棚卸資産	30,893
販売管理費	109,792	流動資産計	100,680
EBITDA(※)	4,677	固定資産	191,888
営業利益	4,383	資産計	292,568
支払利息	1,136	(負債・資本の部)	
税引き前利益	143,104	買入債務	35,961
法人税等	4,174	有利子負債	60,268
当期純利益	2,187	負債計	134,404
		純資産	158,164
キャッシュフロー計算書	百万円	負債・資本計	292,568
減価償却費	294		

※ EBITDA＝営業利益＋減価償却費

表2 売上高とコスト予想

		2009年度	2010年度	2011年度	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度
売上高	伸び率	0.0%	248,634	248,634	248,634	248,634	248,634	248,634
売上原価比率	削減率	0.0%	54.1%	54.1%	54.1%	54.1%	54.1%	54.1%
売上原価			134,458	134,458	134,458	134,458	134,458	134,458
販売・管理費率	削減率	0.0%	44.2%	44.2%	44.2%	44.2%	44.2%	44.2%
販売・管理費			109,792	109,792	109,792	109,792	109,792	109,792

表3 資本支出と減価償却

	2009年度	2010年度	2011年度	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度
資本支出(百万円)	-2,967	-2,967	-2,967	-2,967	-2,967	-2,967	-2,967
減価償却(百万円)	294	294	294	294	294	294	294

表4 予測損益計算書(2009年も計算値)

損益計算書(百万円)	2009年度	2010年度	2011年度	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度
売上高	248,634	248,634	248,634	248,634	248,634	248,634	248,634
売上原価	134,458	134,458	134,458	134,458	134,458	134,458	134,458
売上総利益	114,176	114,176	114,176	114,176	114,176	114,176	114,176
販売管理費	109,792	109,792	109,792	109,792	109,792	109,792	109,792
EBITDA	4,678	4,678	4,678	4,678	4,678	4,678	4,678
減価償却費	294	294	294	294	294	294	294
営業利益	4,384	4,384	4,384	4,384	4,384	4,384	4,384
支払利息	1,136	1,136	1,136	1,136	1,136	1,136	1,136
税引き前利益(※)	3,248	3,248	3,248	3,248	3,248	3,248	3,248
法人税等	1,315	1,315	1,315	1,315	1,315	1,315	1,315
当期純利益	1,933	1,933	1,933	1,933	1,933	1,933	1,933

実効税率 40.5%

※ 税引き前利益には特別損益は考慮しない

表5 運転資本管理

		期間(日間)
売上債権	(対)売上高	38
棚卸資産	(対)売上原価	84
現金等	(対)売上高	50
買入債務	(対)売上原価	98

表6 運転資本予測

運転資本(百万円)	2009年度	2010年度	2011年度	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度
流動資産							
売上債権(売掛金・受取手形)	25,730	25,730	25,730	25,730	25,730	25,730	25,730
棚卸資産	30,893	30,893	30,893	30,893	30,893	30,893	30,893
現金等	34,330	34,330	34,330	34,330	34,330	34,330	34,330
計	90,953	90,953	90,953	90,953	90,953	90,953	90,953
流動負債(買入債務)	35,961	35,961	35,961	35,961	35,961	35,961	35,961
NWC(流動資産－流動負債)	54,992	54,992	54,992	54,992	54,992	54,992	54,992
NWC増分(対前年)		0	0	0	0	0	0

表7 FCF予測

FCF(百万円)	2010年度	2011年度	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度
営業利益(1-実効税率)	2,608	2,608	2,608	2,608	2,608	2,608
減価償却	294	294	294	294	294	294
NWC増加	0	0	0	0	0	0
資本支出	-2,967	-2,967	-2,967	-2,967	-2,967	-2,967
FCF	5,869	5,869	5,869	5,869	5,869	5,869

単位:百万円

	2005年度	2006年度	2007年度	2008年度	2009年度	2010年度	2011年度	2012年度	2013年度	2014年度
フリーキャッシュフロー	28,626	32,001	24,876	25,961	4,885	5,869	5,869	5,869	5,869	5,869
2005年度の予測期間		30,721	22,927	22,970	4,149	4,786				
2006年度の予測期間			23,828	23,820	4,293	4,941	4,733			
2007年度の予測期間				24,914	4,499	5,188	4,979	4,778		
2008年度の予測期間					4,726	5,496	5,318	5,146	4,979	
2009年度の予測期間						5,700	5,536	5,376	5,221	5,070
予測期間のNPV(A)	85,554	61,615	44,357	25,665	26,903					
WACC	4.16%	4.40%	4.20%	3.34%	2.97%					
Terminal Value(B)	110,356	103,091	109,149	144,045	165,728					
企業価値: (A) + (B)	195,910	164,705	153,506	169,710	192,631					

注:継続価値は6年目のフリーキャッシュフローで定額成長すると仮定した場合のTerminal Value

1.4.2. 企業価値指標の評価

フリーキャッシュフロー価値の算出に際しては、ファーストリテイリングの2010年度以降の売上高成長率を19%と設定している。これは(1.2.5.2 所在地別セグメント分析－成長性)に示したように、アジアなどの新興国を中心とした今後大きな成長が期待できる市場に対して、安定した売上げおよび利益を確保できる仕組みが構築されつつあり、売上高、利益の大幅な拡大が期待できることからの予測であり、実際に2010年10月8日に発表された2010年度決算のサマリーでは、売上高8,148億円(2009年度比18.9%増)と、ほぼ設定通りとなっている。しかし、2011年度は8,560億円(2010年度比5.1%増)と成長の度合いを鈍化させる見込みとの発表である。これは、国内事業が下期になって、従来から強みとしているコア商品の在庫不足により、既存店売上高が減収、粗利益率も低下したことが原因と発表されているが、キャッシュフローの源泉であった国内市場の成長鈍化は海外市場への積極的な投資の源泉ともなっていることから、早期の立て直しが課題である。一方、海外事業は、2010年度の営業利益が前期比4倍、2011年度の見込みは33%増と、業績を順調に拡大させる見込みが発表されている。しかし、海外事業も先行きの不透明な世界経済の状況や、過剰投資によるリスクなども想定されることから、フリーキャッシュフロー価値が大きく変動することには留意が必要である。

2 企業環境分析

2.1 PEST分析

2.1.1 Political (政治的環境要因)

ファーストリテイリングの事業分野であるアパレル産業は、小売事業セクターに位置づけられ、いわゆる「まちづくり三法」が政治環境要因として及ぼす影響は大きい。まちづくり三法とは、中心市街地の空洞化を食い止め活性化活動を支援する「中心市街地における市街地の整備改善及び商業等の活性化の一体的推進に関する法律」(以下「中心市街地活性

化法)」、生活環境への影響など社会的規制の側面から大型店出店の新たな調整の仕組みを定めた「大規模小売店舗立地法」(以下「大店立地法」)、ゾーニング(土地の利用規制)を促進するための「都市計画法」という3つの法律の総称である。かつては「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」(以下「大店法」)により、大規模な集客が予想される大型店の出店に際して、既存の中小店を保護するため、店舗の規模や閉店時間等の調整が行われていたが、近年の中心市街地の衰退状況から、出店するのが中心市街地か郊外かという立地場所も焦点となってきた上、規制緩和や地方分権の流れもあり、1998年に大店法が廃止され、大型店の出店調整にとどまらない総合的な観点から、関連法を一体的に推進し、地域の実情に合ったまちづくりを行うことを目的として制定(都市計画法は改正)されたのが、まちづくり三法である。大店法の廃止、まちづくり三法の制定により届け出と地元との調整は要するものの、実質的に大型ショッピングセンターの出店はかなり自由になった。しかし、中心市街地の衰退には歯止めがかからず、また、中心市街地活性化法に基づく活性化策も当初の目的どおりの進捗がみられなかったことから市街地の郊外への拡散を抑制し、まちの機能を中心市街地に集中させるコンパクトシティの考え方などにに基づき、2007年よりまちづくり三法が改正され、大型ショッピングセンターが出店できる地域が再び限定され、「都心既存店の改装」「非ターミナル駅の駅ビルへの出店」などによる中心市街地の活性化が期待されるようになった。家族経営のいわゆる「パパママストア」を含めると、日本全体で100万店以上あるとされる小売業界の中で、ファーストリテイリングをはじめ大規模事業者に対する政治的な規制は大きく、事業戦略立案にあたっては、政治環境要因への注意が必要である。

2.1.2 Economic (経済的環境要因)

世界各国の活発な経済政策に刺激され、ここ数か月の世界経済は安定してきている。また、国際貿易は、2009年夏以降拡大しており、世界経済活動は、特に中国などの新興国市場(ブラジル、中国、インド)の爆発的需要に支えられている。今後の世界経済の回復は、これらの新興国および他のアジア諸国の成長に牽引されていくと考えられる。主要な世界市場では消費者信頼感が大きく改善している。ファーストリテイリングは、アジアなどの新興国を中心とした今後大きな成長が期待できる市場に対して、安定した売上げおよび利益を確保できる仕組みが構築されつつあり、売上高、利益の大幅な拡大が期待できる。一方、日本経済についてみると、2010年のGDPは、2009年のマイナス成長から2.5%のプラス成長へと転じると見られている。しかし、賃金カットによるデフレが定着したとの見方もあり、デフレの状態が長引けば長引くほど、消費環境は悪化し、消費支出の減少にもつながる。少子化・高齢化による消費市場の減退に加え、アパレル業界を含む小売業界全体としては厳しい環境が続くと考えられるが、ファーストリテイリングは、低価格・高品質な商品を展開するユニクロ、さらに低価格を打ち出しているジーユーとデフレは追い風であるともいわれているが、消費者の「節約疲れ」もいわれるなど、単に低価格、高品質だけでない、例えばヒートテックなどの機能性衣類といった商品を継続的に展開できるかが課題となる。

2.1.3 Social (社会的環境要因)

日本の人口ピラミッドをみると、少子化が進み、ファッションに関心の高い若年層の減少、団塊の世代といわれる 60-65 歳人口と団塊ジュニアといわれる 35-40 歳人口が大きく膨らみ、アパレル企業においてもこれらの年齢層の顧客を取り込むことが重要となる。一方、世界に目を向けると、新興国では人口は増加傾向にあり、また中産階級の増加によるファッションへの関心の高まりから需要が増加すると思われる。しかし、新興国と日本とを比べると一人当たりの GDP、そして所得水準には依然として大きな隔りがある。しかし、今後の経済成長、また人口増加を考えると、新興国への展開を本格化し、各国でのノウハウを蓄積することが重要である。

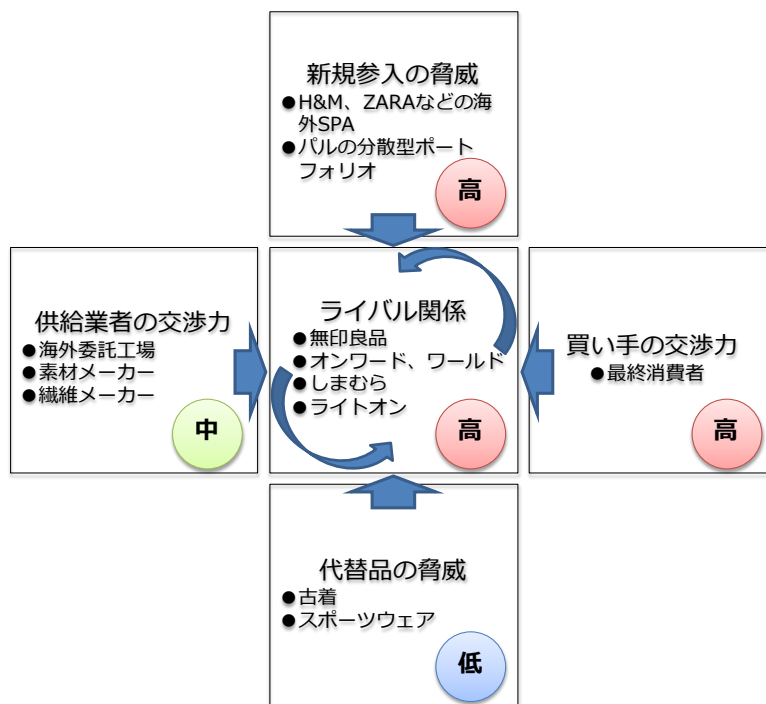
2.1.4 Technical (技術的環境要因)

インターネットの普及に伴い 2010 年の通信販売全体の市場規模約 5 兆円のうちインターネット経由での市場規模は 2.5 兆円を占めるまでになった。今後は、携帯電話などのモバイル経由を含めネット通販事業は、さらなる成長が見込まれる。また、ブログなどのアフィリエイト経由での顧客の取り込みや、Twitter (ツイッター) などの新しい技術を取り込むことが成否を分ける要因となっている。ファーストリテイリングは、Twitter でのタイムセール告知や 2009 年シーズンに品切れが続いたヒートテックを 2010 年 8 月からオンラインストアで先行販売をするなど直接的に売上げに貢献させているだけでなく、時報のリズムに合わせ、ユニクロの服を着た女の子たちが無表情で踊り続けるウェブ広告「UNIQLOCK (ユニクロック)」は 2007 年の「カンヌ国際広告祭」など世界の 3 大広告祭すべてのインターネット部門でグランプリを勝ち取るなど、世界にユニクロブランドを認知させることにもインターネットを積極的に活用し、また貢献させているといえる。

2.2 ファイブ・フォース分析

2.2.1 新規参入

新規参入の脅威と位置づけられるのは、H&M や ZARA といった海外アパレル企業である。(2.1.3 Social (社会的環境要因)) でも指摘したように、日本国内においては、少子化が進み、ファッションに関心の高い若年層の減少と、日本経済の長期低迷から衣料品支出が減少していることから、オーバーストア化している日本のマーケットでアパレル企業の淘汰、変革の時代は確実に到来している。また、H&M の上陸によって、消費者の低価格志向も一段と進んでいる。また、国内においても、H&M やユニクロという単一ブランドに近い業態に対し、チャオパニックやミスティックといった個性の違う数十億円規模の中小ブランドを 40 以上展開する「分散型」でファッションマーケットのトレンドの変化に対応しているパルをはじめ、消費者のニーズに合致した商品展開やブランド展開ができれば、比較的新規参入が容易であることから、新規参入の脅威は高位とした。



(図表 2.2 ファーストリテイリングのファイブ・フォース分析)

2.2.2 競合

既存のアパレル企業も、百貨店系に多数のブランドを展開するオンワードや、ワールドといった老舗アパレル企業も、オンワードが「エニィファム」といった若年総向けブランドでSPA展開をしたり、総合スーパーであるイオンがヒートファクトといった機能性衣料でヒートテックのヒットに対抗したりするなど、競合ライバルの脅威は非常に高いといえる。また、SPAによる商品展開をとっていたライトオンは、2010年8月期決算で売上は869億7500万円（前期比13.5%減）、経常利益は12億1300万円（同55.8%減）、当期損失は4億7200万円と大幅な減収減益となり、SPAから再度ナショナルブランド戦略に転換を打ち出しているなど、単純なSPA化で成功要因にならない難しさもある。

2.2.3 代替品

代替品の脅威としては、古着やスポーツウェアが考えられる。衣料品支出の削減から流行に左右されず、長期間同じ衣料品を着続けたり、古着やレンタルで対応したり、またスポーツウェアを普段着としたりすることが考えられるが、衣料品が完全になくなることは想定できないことから、代替品の脅威は低位と考える。

2.2.4 供給者

ファーストリテイリングは、素材重視を打ち出しており、素材の機能面の開発を繊維メーカーと共同で実施している。その中でも東レとは2006年6月に中長期的・包括的な調達及び供給に関する合意書を締結している。両社は素材メーカーとSPAの境界線を越え、素材段階から最終商品の販売に至るまでの一貫した商品開発体制を構築しており、ヒートテックの開発や、2009年シーズンで5,000万枚という驚異的な生産体制など緊密な関係を構築するなど、供給サイドにも深く関与している。また、ファーストリテイリングは自社工場を持たず、生産は主に中国の契約工場に負っている部分がかなり大きい。しかし、自社工場を持たずに最高水準の品質を保つには、工場との持続的なコミュニケーションを重視し、工場には日本の繊維産業が誇る世界一の技術と知識を持った日本人ベテランの熟練技術者たちによって組織され「匠チーム」による技術指導を行うなど、生産過程にも深くコミットしている。そして、生産アイテム数を絞り込み、1アイテム当たりのロットを数万から数十万と拡大し、他社より有利な条件で契約を結ぶことなど供給業者との交渉は優位に運びやすい状況にある。円高の影響より、海外からの商品供給も優位な状況にあり、供給者に対する脅威は低と考える。

2.2.5 購入者

長引く不況から一層高まっている顧客の節約志向により消費意欲は低迷が続いている。ファーストリテイリングは、低価格・高品質な商品を展開するユニクロ、さらに低価格を打ち出しているジーユーとデフレは追い風であるともいわれているが、消費者の「節約疲れ」もいわれるなど、単に低価格、高品質だけでない、例えばヒートテックなどの機能性衣類といった商品を継続的に展開できるかが課題となる。また、インターネットの普及により、情報の非対称性が薄れ、急激に購入者の目は厳しくなっている。例えば、ヒートテックといったヒット商品でも、イオンのヒートファクトに追い上げられるなど、高品質・低価格の両立を追求した商品でなければ、顧客の購買意欲を駆り立てることができないことから、購入者の脅威を高位と評価する。

2.2.6 ファイブ・フォース分析のまとめ

高品質、低価格の両立を強く求める消費者は購入者の脅威として強力。単に良いものなら売れる時代ではなく、消費行動も多様化している。さらに、長引く不況と将来的な人口減、そして少子高齢化といった閉塞感が漂う日本市場において、小さくなったパイを取り合う競合ライバルは大きな脅威となっている。この2つの脅威にさらされながらも、ファーストリテイリングは脅威としては低位と考える供給者との関係をうまく利用するなど競争優位を得ているといえる。また、H&MやZARAなど海外ファストファッションを国内において迎え撃つだけでなく、自ら海外市場への展開を拡大するためには、高品質、低価格だけではなく、機能性衣類や、ファッション性など+αの付加価値による独自性によるブランド認知度の確立が必要であると考ええる。

2.3 SWOT分析

内部環境	強み (Strengths) ● アパレル業界国内一位の規模 ● 第三世代SPA ● 東レとの戦略的パートナーシップ ● ヒートテックなどの機能性衣類を生み出すイノベーション力 ● 高品質を大量に生産できる体制 ● 認知度の高いマーケティング力 ● 経営者の協力的リーダーシップ	弱み (Weaknesses) ● 後継人材の育成 ● 急激な拡大による人材不足 ● 不透明なM&Aによるシナジー
	機会 (Opportunities) ● 海外市場（アジア、欧米） ● ウィメンズ市場 ● 機能性衣類（ヒートテック、ブラトップ） ● ジル・サンダーとの契約	脅威 (Threats) ● ヒートテックの類似品 ● 海外ファストファッション（H&MやZARA） ● 分散型ポートフォリオアパレル（パル）

（図表 2.3 ファーストリテイリングのSWOT分析）

2.3.1 機会 (Opportunities)

日本のアパレル市場は 2009 年の推計で 1,340 億ドルに対し、アジアのアパレル市場は 3,750 億ドル、そして世界全体のアパレル市場は 13,610 億ドルと日本の約 10 倍の規模である。特に、アジアなどの新興国市場は、経済成長にともない、今後大きな成長が期待できるが、（1.2.5 所在地別セグメント分析）で示したように、ファーストリテイリングは中国や東南アジアに対して、安定した売上げおよび利益を確保できる仕組みを構築しつつあり、事業の拡大が見込まれる。また、世界展開においては 2008 年 11 月からニューヨーク、ロンドン、パリ、北京、ソウルの 5 都市でヒートテックのグローバルキャンペーンを実施し、2008 年シーズンに全世界でヒートテックを 2,800 万枚販売と世界的に大ヒットさせるなど、機能性衣類という世界戦略商品をどう認知させ、広めていくかというマーケティング力も重要になってくる。

2.3.2 脅威 (Threats)

国内市場において、しまむらなど好業績を維持する競合や、既存のアパレル企業でも、百貨店系に多数のブランドを展開するオンワードが若年総向けブランドでSPA展開をするなど競合ライバルの脅威は非常に高いといえる。また、1998 年にフリースを高品質、低価格で発売し一大ブームを起したが、イオンをはじめ競合他社が安価な製品で市場参入を果たし、2002 年には上場来初の減収減益となるなど、製品の模倣が行われ、差別化が難しいことから過度な競争が今後も続くことが見込まれる。さらに、日本経済の落ち込み

で、消費環境はさらに厳しい状況が続くとも考えられ、国内市場での成長余地を見出すことは難しい。さらに、長引く円高、先行き不透明な世界市場、不安定な欧州情勢も脅威といえ、ますますグローバル展開を図る上では、マクロ経済の動向にも十分注意しなければならない。

2.3.3 強み (Strengths)

2005 年 9 月の事業戦略説明会で柳井社長は「第三世代SPAを目指す。情報発信型小売業になる」と宣言している。第一世代SPAとは、1980 年代後半から 1990 年代にかけて台頭した、GAP など、ジーンズ、カジュアルウェアなどを中心に展開し、ベーシックな商品を、単品を主体にシーズンごとにテーマを設定して販売、成功してきた企業群を指す。第二世代SPAは、1990 年代後半から台頭してきたH&MやZARAなど、最新のファッションを扱い、テーマとルックスを提案することで、商品と同等以上の「情報価値の提供」を強みとし、月ごとにテーマを設定し短サイクル化した「ファッション&トレンド」を売って急成長した企業群を指す。そして、第三世代SPAは、事業構造と商品のすべてを再定義・再設計し、世界中の情報を集め、そこから商品を開発し、情報を付加して提供する情報発信型の小売業を目指すとしている。情報発信型の小売業（アパレル）とは、今までファッションと同じ意味でとらえられてきた洋服の「機能」としての側面に着目し、保温性インナーという機能をヒートテックで商品化したように顧客の潜在ニーズを顕在化すること、そしてシーズン毎に顧客ニーズに基づき改良を加えていくことが商品の企画から商品開発、タイムリーなマーケティング、そして販売と自らが行っていくSPAであれば可能であるということであり、かつこれまでの単なるSPAではない、第三世代SPAというビジネスモデルが競合に対し模倣困難性で差別化を図れる最大の強みになりうるといえる。そして、機能を実現すべく素材レベルからの開発するため東レと包括的なパートナーシップを締結しており、ヒートテックに続き 2009 年には 270g という軽さを実現した「ウルトラ ライトダウン」を発売し、さらに 2010 年にはさらに 206g まで軽量化をすすめた「新ウルトラ ライトダウン」を発表している。また、ヒートテックは 2009 年シーズンに 5,000 万枚という驚異的な枚数を販売したが、企画した商品を大量に安定して供給できる体制もファーストリテイリングの強みといえる。市場に認知された製品を大量に安定供給することで、世界戦略商品として巨大な世界市場に向けて販売することが可能であり、規模の経済を活かすことのできる優位な戦略資源といえる。

2.3.4 弱み (Weakness)

ファーストリテイリングは、(1.1.1 会社概要)に示したように急激に規模を拡大していることから、人材の不足が懸念される。また積極的な海外展開する上でもグローバルに対応した人材の獲得が課題であるが、2012 年までに社内の公用語を英語にすると発表していることから、必要な人材の獲得も日本国内に限らず世界の労働市場から優秀な人材を獲得しやすくなることが期待できる。また、これまでの成長は柳井社長の強力なリーダーシップによるところが大きかったことは否めない。自身の後継に関しては、2002 年に玉塚

氏を後継社長としたが、2005 年には玉塚氏を更迭し社長に復帰していることから、早急に後継人材の育成を行うことが必要である。

2.4 今後の課題

P E S T分析、ファイブ・フォース分析、そしてS W O T分析を踏まえて、ファーストリテイリングのおかれた環境からの今後の課題としては、競合するしまむらやオンワードなどのアパレル各社に加えて、日本国内に進出してきたH&MやZ A R Aなどの海外のファストファッション企業との熾烈な競争を勝ち抜くために、どのような差別化ができるか、どのような価値を提供できるかということである。例えば、2009 年シーズンに世界で5,000 万枚という大ヒットを記録したヒートテックは、(2.3.2 脅威 (Threats)) で指摘した他社の容易な追随を招いたフリースとは異なり、保温性インナーという新しい市場を創出し、「知っている保温性インナー」「買ったことのある保温性インナー」で圧倒的な地位を築き、他社の模倣困難な状況を構築している。

ヒートテックの成功の要因としては、柳井社長が掲げている「第三世代S P A」の実践があると考えられる。

- ・洋服の機能としての側面に着目し、顧客の潜在ニーズを顕在化する商品企画
- ・商品企画に基づき、素材から開発するイノベーションを実現する東レとの戦略的パートナーシップ
- ・新しく提案する機能を顧客に認識してもらう情報発信としてのマーケティング力
- ・創出した需要に応えるために大量に安定供給できる生産体制
- ・シーズン毎に顧客のニーズを反映させて翌シーズンの商品に反映

といった、強みをより強化することで差別化をはかっており、今後も継続的に消費者の潜在ニーズに訴えかける製品を市場に投入できるかが課題であり、2009 年で世界 5 位の売上高ランキングを 2020 年までに 5 兆円を達成し、世界 1 位になるという目標を達成するためには不可欠であるといえる。

3 戦略分析

3.1 経営理念

ファーストリテイリングは、グループの企業理念をF R W A Y (FAST RETAILING WAY) として以下に示す①ステートメント (Statement)、②ミッション (Mission)、③価値観 (Value)、④行動規範 (Principle) として掲げている。

①ステートメント – Statement

服を変え、常識を変え、世界を変えていく

②ファーストリテイリンググループのミッション – Mission

ファーストリテイリンググループは—

- ・本当に良い服、今までにない新しい価値を持つ服を創造し、世界中のあらゆる人々に、良い服を着る喜び、幸せ、満足を提供します
- ・独自の企業活動を通じて人々の暮らしの充実に貢献し、社会との調和ある発展を目指します

③私たちの価値観 – Value

- ・お客様の立場に立脚
- ・革新と挑戦
- ・個の尊重、会社と個人の成長
- ・正しさへのこだわり

④私の行動規範 – Principle

- ・お客様のために、あらゆる活動を行います
- ・卓越性を追求し、最高水準を目指します
- ・多様性を活かし、チームワークによって高い成果を上げます
- ・何事もスピーディに実行します・現場・現物・現実に基づき、リアルなビジネス活動を行います
- ・高い倫理観を持った地球市民として行動します

(図表 3.1 FR WAY)

そして、ミッションにある「本当に良い服、今までにない新しい価値を持つ服を創造」については、『本当に良い服』とは、従来からの服が持つ価値観から抜け出した『新しい価値を持つ服』でなければならないのです。お客様が抱いておられる服の概念をも超越した、『今までにない新しい価値』の提案をするからこそ、より多くの人々の心をゆさぶることができ、お客様の熱い支持を獲得することができるのではないのでしょうか。」と解説しているが、これがSWOT分析の(2.3.3 強み (Strengths))で示した「第三世代SPA」であり、ヒートテックをはじめとする機能性衣類で「今までにない新しい価値」を提供し、実践しているといえる。また、FR WAYは日本語だけではなく、英語、中国語（普通語、広東語）、韓国語、フランス語として作成しグローバルに展開する様々な国籍を持つ従業員がFR WAYという共通の価値観を持てるように配慮している点は評価できる。

3.2 企業価値創造

3.2.1 顧客価値

ファーストリテイリングは、(3.1 経営理念)に示したように「本当に良い服、今までにない新しい価値を持つ服を創造し、世界中のあらゆる人々に、良い服を着る喜び、幸せ、

満足を提供します」をミッションとして掲げており、第三世代SPAとして顧客の潜在ニーズを顕在化させることで、新たな価値の創造を進めていると評価できる。また、メールや電話、FAXなどによるお客様窓口を設置し、年中無休でお問い合わせを受け付けたり、店舗においても「サービスに関するアンケート」ハガキを積極的に配布したり、顧客の声をダイレクトに吸い上げるとともに、専任部署であるCS推進部が取りまとめ、速やかに関連部署や経営に報告し、回答が必要なものは、迅速に回答する仕組みを整えている。

3.2.2 従業員価値

ファーストリテイリングは、働きやすい職場環境の実現と、従業員満足度の継続的な向上を掲げており、そのひとつに国内ユニクロ店舗で障害者雇用の推進を積極的に進めている。2001年より「1店舗1名以上」を目標とし、現在約9割の店舗で雇用が進み、ユニクロ全社の障害者雇用率は法定雇用率の1.8%を大幅に上回る8.04%となっていることは従業員に配慮した労働環境を作り出す成果として特筆すべきことである。また、従業員向けの人材開発、教育を目的として2000年に「ユニクロ大学」を設置し、店舗や本部で求められる人材像を踏まえ、新人店長研修やサービス研修、キャリアステップ研修など、従業員のキャリアアップを体系的に支援する仕組みを構築している。例えば、従業員が独立して会社をつくり、ユニクロのフランチャイズ店舗として展開できる「社員フランチャイズ制度」、また一般の店長以上に責任権限が付与される「スーパースター店長制度」など、個人のキャリアに応じた制度を運用することで、従業員にとって、高い価値創造に取り組んでいることが分かる。

3.2.3 社会価値

ファーストリテイリングは、「高い倫理観を持った地球市民として行動します」という行動規範のもと、社会・環境活動を積極的に行なっている。

(1)衣料を中心とした緊急災害支援活動

国内外を問わず、災害被災した地域に以下に示すような衣料を通じた支援活動を行っているが、例えば、エアテックジャケットといった寒さ対策を備える機能性衣類を提供することで、現地のニーズに合った緊急支援活動を行っている。

2010年1月 ハイチ大地震

米国赤十字社、特定非営利活動法人JENを通じて、義捐金500万円を寄付

2009年9月 スマトラ沖地震・フィリピン台風・西サモア地震被災地

財団法人ジョイセフ（JOICEP）、日本赤十字社、特定非営利活動法人ジェン（JEN）などを通じて、義捐金1100万円と、下着類などの救援物資を寄贈。また、グループ従業員から義捐金約80万円を集め、寄贈

2008年5月 ミャンマーで発生したサイクロン「ナルギス」被災地

財団法人ジョイセフを通じてミャンマー母子福祉協会に衣料品約20万点を寄贈

2008年5月 中国・四川大地震

衣料品約33,000着（約5000万円相当）を寄贈

2008年1月 バングラデシュで発生したサイクロンの被災地

UNDP（国連開発計画）を通じ、全商品リサイクルで回収した衣

料の一部を寄贈
 2006年7月 ジャワ島中部地震
 日本赤十字社を通じ 2,000 万円を寄付
 2005年10月 パキスタン北部地震
 JEN を通じ冬物衣料 2 万 3,000 点を寄付
 2005年1月 インドネシア・スマトラ沖地震
 日本赤十字社を通じ 2,000 万円を寄付
 2004年10月 新潟中越地震
 アウター・インナーなど計 4 万 4,000 点を寄付
 2004年7月 新潟豪雨
 Tシャツ・インナーなど 2 万 4,000 点を寄付。
 従業員が災害救援ボランティアとして参加
 2004年2月 イラン大地震
 Tシャツ 1 万着を寄付
 2002年11月 ペルー大寒波
 エアテックジャケットを 3 万着寄付
 2001年12月 アフガニスタン難民
 JEN を通じエアテックジャケットを 1 万 2,000 着寄付
 2001年2月 インド西部大地震
 フリース 1 万着を寄付

(2)衣類を通じた難民支援活動

国連難民高等弁務官事務所（UNHCR）と協力し、世界規模の社会問題である難民問題に対して、衣料を通じた支援活動を行っているが、その衣料は主として新品ではなく、全商品リサイクル活動を通じてユニクロ店舗で顧客から預かった衣料であり、環境・リサイクル面での支援、そして顧客が「一緒に支援する」という共感を抱かせていることは評価できる。

(3)ソーシャルビジネス

社会価値創造の新たな取り組みとして、ノーベル平和賞を受賞したムハマド・ユヌス総裁により設立されたバングラデシュのマイクロクレジット機関であるグラミン銀行グループと合弁会社を設立し、バングラデシュにおける社会的課題（貧困・衛生・教育など）を服の企画、生産、販売を通じて解決するソーシャルビジネスを開始する予定である。

ソーシャビジネスの方針としては、

- ①商品の素材調達、生産、物流、販売までをバングラデシュ国内で完結するしくみをつくる。
- ②商品開発は、貧困層の保健衛生、教育機会の創出といった課題解決につながる商品を生産し、確実に購入できる価格で販売することで、日々の生活改善に寄与する。
- ③バングラデシュの貧困層が起業家として自立した生活を営むことができるよう、雇用機会を創出する。
- ④本ビジネスの収益は、ソーシャルビジネスへ再投資する。

を示しており、(1)(2)で示した単なる支援の次の段階として、自立を促すことが目的であり、モノやカネだけない積極的なコミットメントをする姿勢を示している。

以上、これらの活動はファーストリテイリングの事業分野である「衣料」を軸とするこ

とで、表面的でない地に足がついたものであり、高い社会価値創造に取り組んでいるといえる。

3.2.4 株主価値

ファーストリテイリングは、株主・投資家に対し、公平、かつ迅速に、適時、適切に開示することを基本方針としてIR活動を行っている。法令・諸規則等に基づいた情報だけではなく、積極的に業績、財務内容、経営戦略、社会的責任を果たすためのコンプライアンスやコーポレートガバナンスに関する情報を開示する姿勢を掲げている。これらの取り組みの結果、ファーストリテイリングの英語版年次報告書「アニュアルレポート2009」が、米国で開催される世界最大規模のアニュアルレポートのコンテスト「インターナショナルARC アワード2010」において、総合部門（OVERALL ANNUAL REPORT）、専門店カテゴリーのGold Award（金賞）を受賞している。また、株価について過去5年間の推移が、日経平均、TOPIXを大きく上回る水準で推移していることから、株価向上に努め、株主価値向上に貢献しているといえる。

3.2.5 企業価値創造のまとめ

各ステークホルダーの価値という側面でファーストリテイリングの企業戦略を考えた場合、顧客価値、従業員価値、社会価値、株主価値のいずれの価値も向上させる努力が見られる。

（3.2.3 社会価値）で示したように、すべてのステークホルダーに対する取り組みが、「衣料」を軸とすることで連関している点は大きく評価できる。今後は、日本国内だけではなく、海外への本格的な展開のステージに入ったことから、グループ全体での価値観の共有をさらにすすめていくことで企業価値創造を迫及することが望まれる。

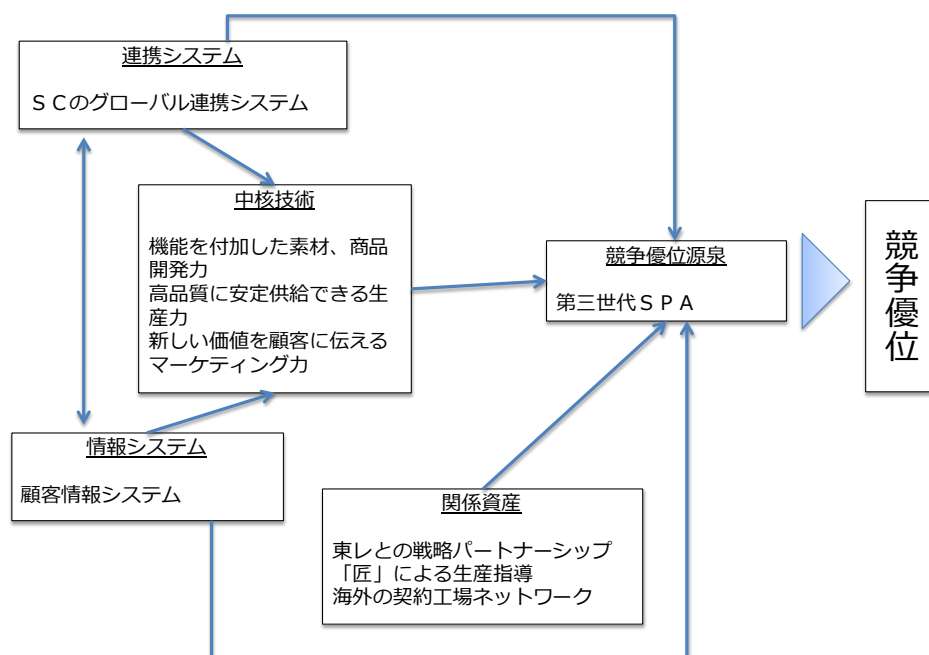
3.3 企業成長戦略

3.3.1 戦略資産

(1)中核技術

ファーストリテイリングの中核技術は、「ユニクロにしかできないもの」を実現するために、戦略素材部を中心とした素材開発力、商品開発力が上げられる。戦略開発部以前から素材には着目しており、元々アウトドア用、特に登山着として知られていた素材だったフリースを、ただの防寒着ではなく、ファッション性豊かで、高品質かつ低価格で提供できるものとして大ヒットさせている。その後も、カシミヤセーターのように、最高品質をありえない低価格で提供するなど、常識を打ち破る斬新な素材開発実現している。そして、最大のヒットは、2009年シーズンに全世界で5,000万枚を売り上げ、保温性インナーという市場を確立したヒートテックである。また、フリース、カシミヤセーター、ヒートテックともに、ワンシーズンに数千万点という単位で安定供給できる調達力、生産体制も競争優位につながる中核技術である。そして、ヒートテックのような、「機能」をもった衣類という新しい価値を顧客に的確に伝えるマーケティング力、販売力も重要な戦略資産といえ、

商品開発、調達、生産、マーケティング、販売といったバリューチェーン全体が中核技術といえる。



(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。ファーストリテイリングは自社工場を持たず、生産は主に中国の契約工場に負っている部分かなり大きい。また、SPAとして構築したグローバルなサプライチェーンマネジメントは、サプライチェーン全体のムダ、ロスを極小化することで効率化を図っている。また、POSシステムなどのコンピューターによる情報収集だけでなく、実際に店舗で働くアルバイトやパートを含めた店員が直接顧客から得た情報や、顧客の行動の観察といった生々しい情報を共有し、商品開発や生産にフィードバックすることで、潜在的な顧客ニーズを吸い上げ、顧客満足と安心を顧客に提供することを可能にしている。

(3)関係資産

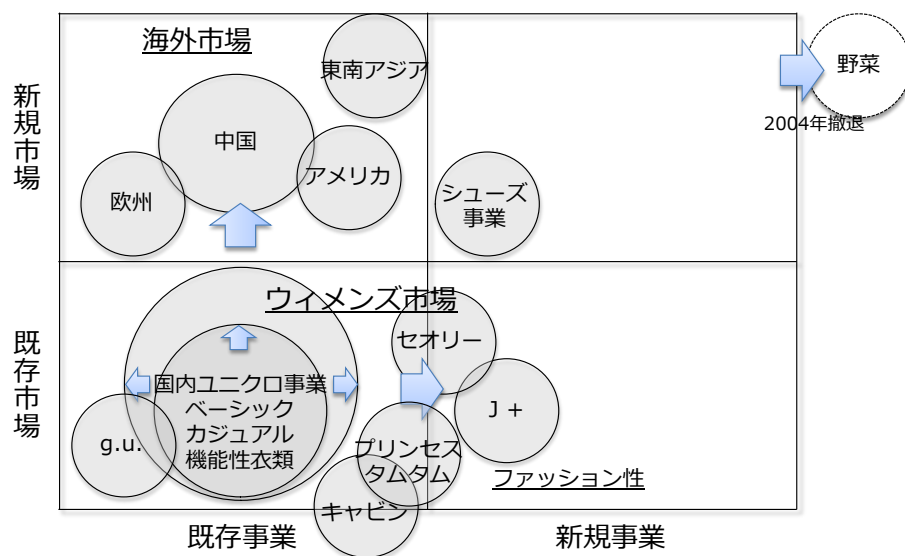
ファーストリテイリングが、素材を重視していることは先に述べたが、2006年6月に繊維メーカーの最大手の東レと戦略的パートナーシップを結んでいる。柳井社長は繊維メーカーのあり方に苦言を呈していた。「日本の繊維メーカーは高い技術力をもっているのに、ちまちまと少量の商品を作っている。これでは儲かりっこない。それに素材の部分はプロでも、商品を開発して消費者に届けるところでは情報が分断されている。もったいない。」そこからパートナーシップへと発展し、「互いに戦略的に新しい価値を創造する。東レがボーイングと組んで新しい機体を造るのと同じようなことを繊維でもできればいい。担当部署だけでなく、全社を挙げて研究開発から販売まで取り組み、生活を変えるような画期的な商品を開発したい」と述べており、東レとのパートナーシップは重要な関係資産である。また、ファーストリテイリングは自社工場を持たず、生産を主に中国の契約工場に委託し

ていることは述べたが、自社工場を持たずに最高水準の品質を保つために、工場との持続的なコミュニケーションを重視し、契約工場に日本の繊維産業が誇る世界一の技術と知識を持った日本人ベテランの熟練技術者たちによって組織され「匠チーム」による技術指導を行うことで、高品質かつ1アイテム当たり数十万という大量生産を担う工場があげられる。

以上のような戦略資産が、ファーストリテイリング全体のシナジー効果として高い収益性を生み出すことを可能としており、業界をリードする競争優位を創出しているといえる。そして、世界中の情報を集め、そこから商品を開発し、情報を付加して提供する情報発信型の小売業になると柳井社長が掲げ、SWOT分析の（2.3.3 強み（Strengths））で示した「第三世代SPA」が、競合する他社に模倣困難性を示す、競争優位の源泉を創りあげているといえる。

3.3.2 事業展開シナリオ

ファーストリテイリングの事業展開シナリオを以下に示す。2008年9月3日の事業戦略説明会で、柳井社長は「この1年は、我々が世界で売るのはファッション性のあるベーシックだという方向性がはっきり見えた年だった」と振り返ったが、ファーストリテイリングのコアビジネスは老若男女誰もが着ることができるベーシックカジュアル衣料を高品質、低価格で展開するユニクロ事業である。また、ジーユーは990円ジーンズなどで、そのコンセプトをさらに追求して展開している。このベーシックカジュアルを核としたシナジーを（1）ウィメンズ市場、（2）海外市場に生み出すことが事業展開シナリオである。



（図表 3.3.2 ファーストリテイリングの事業展開シナリオ）

(1) ウィメンズ市場

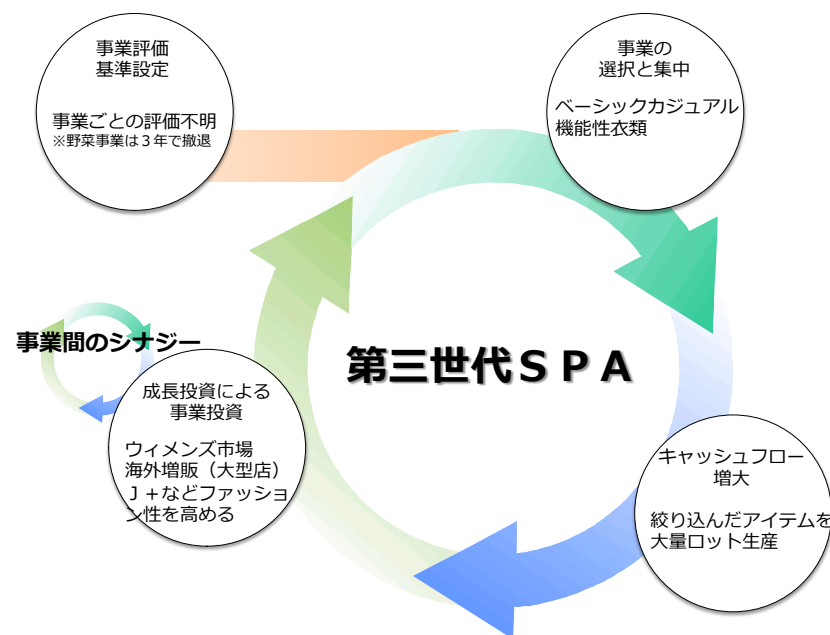
ウィメンズ市場は、メンズ市場の 2～3 倍の規模をもち、既存のベーシックカジュアルや機能性衣類での展開に加え、(1.2.0 ジル・サンダーを巡るユニクロとオンワードの関係)で示したようにジル・サンダー氏と「プラスジェイ」を立ち上げファッション性を打ち出している。また、セオリーやプリンセスタム・タムといった欧米のファッション性が高いブランドをM&Aで取得したが現時点では十分なシナジーが発揮できているとはいえず、ブランド価値の向上が今後の展開が課題である。

(2) 海外市場

日本国内は、少子化・高齢化による消費市場の減退が明らかであり、今後も大きな成長は望めない成熟市場であるといえる。一方、(2.1.3 Social (社会的環境要因))や(2.3.1 機会 (Opportunities))で分析したように、アジアのアパレル市場は日本の約 3 倍、そして世界全体のアパレル市場は約 10 倍の規模である。特に、特新興国では人口は増加傾向にあり、また中産階級の増加によるファッションへの関心の高まりから需要が増加すると思われる。日本同様に、消費者の潜在ニーズに訴えかける製品を継続的に市場に投入できるかが課題であり、2009 年で世界 5 位の売上高ランキングを 2020 年までに 5 兆円を達成し、世界 1 位になるという目標を達成するためには、今以上に海外への事業展開が不可欠であるといえる。

3.3.3 資源循環

次に、ファーストリテイリングの成長戦略、企業価値向上につながる資源循環を以下に示し評価する。



(図表 3.3.3 ファーストリテイリングの資源循環)

（１）事業評価

企業価値向上のためには、事業の状況を評価するための基準が明確になっていなければならない。また、その基準が確かに運営されてこそ、事業の選択と集中が可能となる。ファーストリテイリングの場合、公開情報からそのガイドラインの所在を確認することは出来なかった。しかし、2002年9月に永田農法による農作物、健康食品など非衣料品分野の販売に進出するために設立した子会社エフアール・フーズ（SKIPブランド）は、3年間赤字が続き、黒字化の目処も立たなかったことから、設立から3年の2004年6月に同社を解散させるなど、一定の撤退基準を設けていると思われる。

一方、2006年にM&Aにより取得したキャビン事業は、売上高は減少、赤字幅は拡大しているが、2011年に休止を決定しているものの、休止の決定まで若干時間を要しており、明確な事業評価基準を打ち出す必要があると考えられる。

（２）選択と集中

ファーストリテイリングは、これまで示してきたように、老若男女誰もが着ることができ、ベーシックカジュアル衣料を高品質、低価格で展開するユニクロ事業を中核事業として資源を集中させ、それらを相互補完するために、より低価格化を進めたジーユーや、ベーシックに「機能」という新しい価値を加えたヒートテックや、ブラトップなどの機能性衣類の展開など事業の選択が行なわれていると判断する。

（３）キャッシュフロー増大

ファーストリテイリングは自社工場を持たず、生産は主に中国の契約工場に負っている部分がかなり大きい。生産にあたっては、ベーシックゆえにアイテム数を絞り込みことが可能であり、1アイテム当たりのロットを数万～数十万と拡大することにより、欧米アパレル企業も含めた他社より有利な条件で契約を結ぶことにより、コストを削減している。ベーシックカジュアルの中核事業であるユニクロのアイテム数は、色やサイズのバリエーションを別にすれば、ワンシーズン350～400と極端に絞り込まれており、店舗での展開で見ると、このアイテム数は一般的なカジュアル衣料を販売する店舗に比べ3分の1から5分の1の水準であり、この大胆なアイテムの絞り込みがSPAの優位性を最大限に引き出し、キャッシュフローの創出に貢献しているといえる。

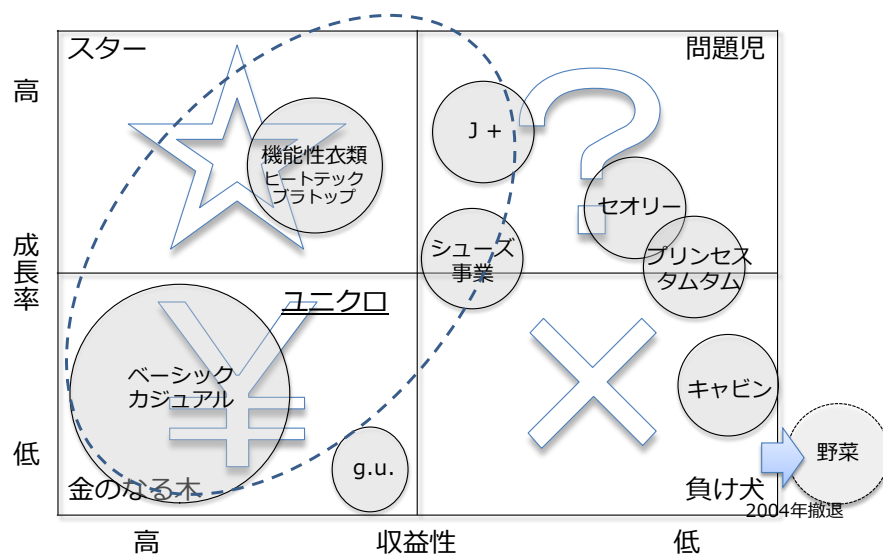
（４）成長投資による事業拡大

ヒートテックに続き2009年には270gという軽さを実現した「ウルトラ ライトダウン」を発売し、さらに2010年にはさらに206gまで軽量化をすすめた「新ウルトラ ライトダウン」を発表するなど新しい付加価値によりベーシックカジュアル、機能性衣類についても拡大の余地はあるが、**（2.1.3 Social（社会的環境要因））**で示したように、日本国内市場は少子化が進み、ファッションに関心の高い若年層の減少は避けられない事実である。**（3.3.2 事業展開シナリオ）**で示したように、ベーシックカジュアルや機能性衣類から得られるキャッシュフローを源泉とした成長投資による事業拡大を打ち出すことが求められる。人口が増加傾向にあり、また中産階級の増加によるファッションへの関心の高まりから需要が増加すると思われる新興国を含めた海外市場への展開や、「プラスジェイ」な

どファッション性を高めた商品を選択肢として加えたウィメンズ市場への展開が可能である。また既存のベーシックカジュアルや機能性衣類とのシナジーを高めた商品展開をすることで資源循環が弾みをもって回転し始めると考える。

3.4 事業ポートフォリオ戦略

次に、成長投資による事業拡大に関し、ファーストリテイリングの事業ポートフォリオを以下に示す。



（図表 3.4 ファーストリテイリングの事業ポートフォリオ）

ファーストリテイリングは、ベーシックカジュアル商品を展開するユニクロ事業をメイン事業として展開する。また、ベーシックカジュアルにファッション性を加味したオリジナルブランド「プラスジェイ」をジル・サンダー氏との提携により設立、また、M&Aにて取得したシューズ事業は、業績が伸び悩んでいたことから、2010年にユニクロのシューズ事業として再編し、シューズにおいてもベーシックカジュアル商品として展開をはじめた。ベーシックカジュアル商品を展開することから、対象とする顧客年齢層が2歳から60歳までと想定される世界でも例のないユニクロ事業のビジネスモデルで提供される「本当に良い服」は、安定したキャッシュフローを生み出している。また、ヒートテックやブラトップなど顧客の潜在ニーズを顕在化する「今までにない新しい価値」を持った機能性衣類は、新しい市場を創出するとともに、競合する他社に対しては模倣困難性を示し、顕在化した顧客の要望を取り入れることで改良を重ね、ベーシックカジュアルの定番商品化し、さらなるキャッシュフローに貢献している。創出したキャッシュフローの再投資先として、ベーシックカジュアルを補完するためにM&Aにて取得した、ウィメンズをターゲットとしたファッション性の高い複数のブランド、セオリー、プリンセス・タム・タム（高級インナー）、そしてキャビンを保有する。しかし、ヒートテックなどの「今までにない新しい価値」を持った機能性衣類や、グローバルに展開するマーケティングなどによりユニクロの

国際的認知度があがる一方で、これらのファッション性の高い独自ブランドは、消費者への訴求力に乏しく、キャビンにいたっては、売上高は減少、赤字幅は拡大しているが、2011年に休止を決定するなど、これらのファッション性の高いブランドの価値向上と事業ポートフォリオへの貢献が今後の課題である。

3.5 M&A

以下に、ファーストリテイリングのM&A戦略を考察するが、その前にM&Aの目的について振り返る。一般的にM&Aを実施する目的は次の7項目に集約されるといえる。

- ①製品ライン、事業活動、分野を統合することにより、シナジー効果(顧客価値相乗効果)を得る。
- ②統合することにより、コスト節約効果(規模の経済性)を得る。(コスト節約)
- ③統合することにより、コスト節約効果(範囲の経済性)を得る。(コスト節約)
- ④統合することにより、戦略資産を獲得、強化する。
- ⑤新規事業開発投資を節約する。(時間を買う)
- ⑥統合することにより、事業リスクを軽減する。
- ⑦競争企業や競争の基盤に影響を与えることによって、競争のやり方を有利に変える。

ファーストリテイリングは、売上規模、収益性を高めていくための有効な選択肢のひとつとして、M&Aを積極的に活用していくことを掲げており、2004 年以降、積極的にM&Aを実施しており、①～⑦分類とともに以下に示す。

2004 年

- 1 月：「セオリー」を展開する、リンク・インターナショナル（現リンク・セオリー・ホールディングス）へ出資(分類⑤)

2003 年

- 3 月：ワンゾーン（現 GOV リテイリング）を買収(分類⑤)
- 5 月：「コントワー・デ・コトニエ」を展開する、ネルソンフィナンス社の経営権を獲得(分類⑤)

2006 年

- 2 月：「プリンセスタム・タム」を展開する、プティヴィクル社を買収(分類①)
- 3 月：新規事業のジーユー（現 GOV リテイリング）を設立
- 4 月：キャビンの株式を取得し、業務提携
- 11 月：ビューカンパニー（現 GOV リテイリング）へ出資

2007 年

- 8 月：キャビンを TOB により子会社化(分類①)

2008 年

- 2 月：ビューカンパニー（現 GOV リテイリング）を TOB により子会社化(分類①)
- 9 月：ジーユー、ワンゾーン、ビューカンパニーの 3 社を経営統合し、GOV リテ

イリングを設立(分類②)

2009 年

3 月：リンク・セオリー・ホールディングスを TOB により子会社化(分類①)

ファーストリテイリングのM&Aは、⑤と①に分類される。さらに時間軸でみると、最初に新規事業開発投資の時間を節約する分類⑤で取得した複数の事業を、製品ライン、事業活動、分野を統合することにより、シナジー効果(顧客価値相乗効果)を得る分類①と展開されているのが特徴である。これらの戦略はベーシックカジュアルで展開するユニクロを補完するファッション性の高いウィメンズ市場で展開、かつグローバル展開の可能性のあるブランドを買収し、またシナジーを高めるために、適切に組み替えることで事業ポートフォリオを強化・拡充していると評価できる。ただし、ベーシックカジュアルを補完する目的で取得したウィメンズをターゲットとしたファッション性の高い複数のブランドは、消費者への訴求力に乏しく、今後これらのファッション性の高いブランドの価値向上と事業ポートフォリオへの貢献が今後の課題であることは、**(2.3 事業ポートフォリオ戦略)**で示したとおりである。

4. 戦略の評価と課題

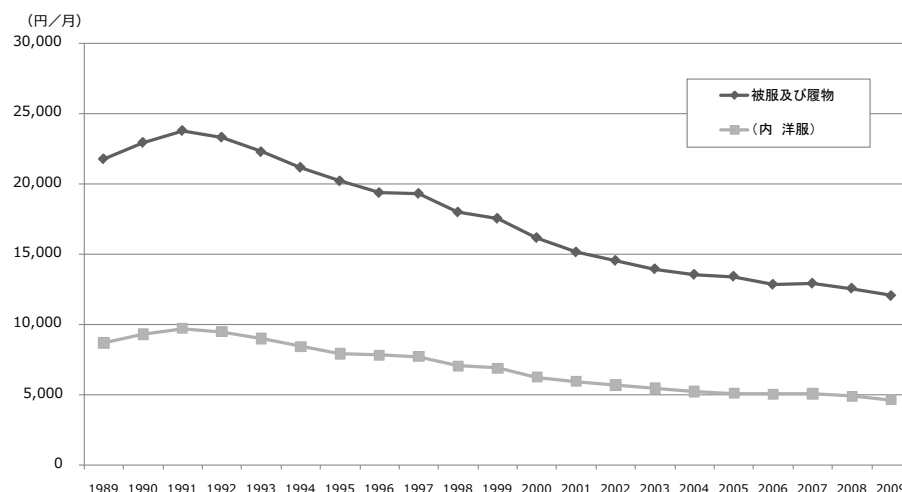
これまでのファーストリテイリングの戦略の分析・評価をもとに、課題を明らかにするとともに企業戦略を策定する。

4.1 課題の抽出

これまでの分析をもとにファーストリテイリングの課題を整理する。

課題1 少子化による日本国内の需要減と競合他社とのパイの奪い合い

先の**(2 企業環境分析)**にて、PEST分析、ファイブ・フォース分析、SWOT分析で具体的事例を挙げながら示したが、日本国内のアパレル市場は、少子化が進み、ファッションに関心の高い若年層の減少をはじめとする市場は縮小している。**(図表 4.1)**に日本国内の1世帯あたりの月間消費支出における衣料品に対する消費支出をみると、1991 年をピークとして、この20年で半分近くにまで減少していることが分かる。



(出所 総務省 統計局 「家計調査」より作成)

(図表 4.1 1世帯当たり年平均1か月間の衣料品関係支出推移)

一方で、縮小した市場にもかかわらず、既存の国内アパレル各社に加えて、イオンをはじめとしてプライベートブランドを要する流通大手各社、さらに日本国内に進出してきたH & MやZARAなどの海外ファストファッション各社との熾烈な競争は激しさを増しており、どのような差別化ができるか、どのような価値を提供できるかが課題である。

課題2 国際化の対応と人材不足

縮小した日本国内市場に比して、2009年の推計でアジアのアパレル市場規模は2倍以上、全世界では約10倍の規模である。特に、アジアなどの新興国市場は、経済成長にともない、今後も大きな成長が期待できるが、ファーストリテイリング2009年で世界5位の売上高ランキングを2020年までに5兆円を達成し、世界1位になるという目標を掲げている。その目標を実現するためには、国際化の進展は避けては通れないが、**(3.3.1 戦略資産)**で示したように、世界中の情報を集め、そこから商品を開発し、情報を付加して提供する情報発信型の小売業になると柳井社長が掲げる「第三世代SPA」というビジネスモデルが、競合する他社に模倣困難性を示す、競争優位の源泉になりうることを、日本国内では、ヒートテックの大ヒットで一定の成功を収めたといえるが、日本国内のみならず世界でどう実現していくかが課題である。また、グローバル化を模索する日本企業全般にいえるが、欧米企業や新興国企業に比べ弱いと指摘されるグローバル対応人材の育成は急務である。特に、**(1.2.2.4 生産性)**でみたように、成長ステージにあるファーストリテイリングは、急激に拡大する売上高の増加に対応すべく従業員数を2005年度の2,668人から2009年度に11,037人まで4倍以上に増やしているものの、労働生産性も低下傾向にあり、国際化対応のみならず、日本国内においても人材育成が課題であるといえる。

課題3 ファッション性が求められるウィメンズ市場への展開

ファーストリテイリングの中核事業であるユニクロに代表されるベーシックカジュアルや、今までにない新しい価値を提供する機能性衣類を補完するためにファッション性の高いセ

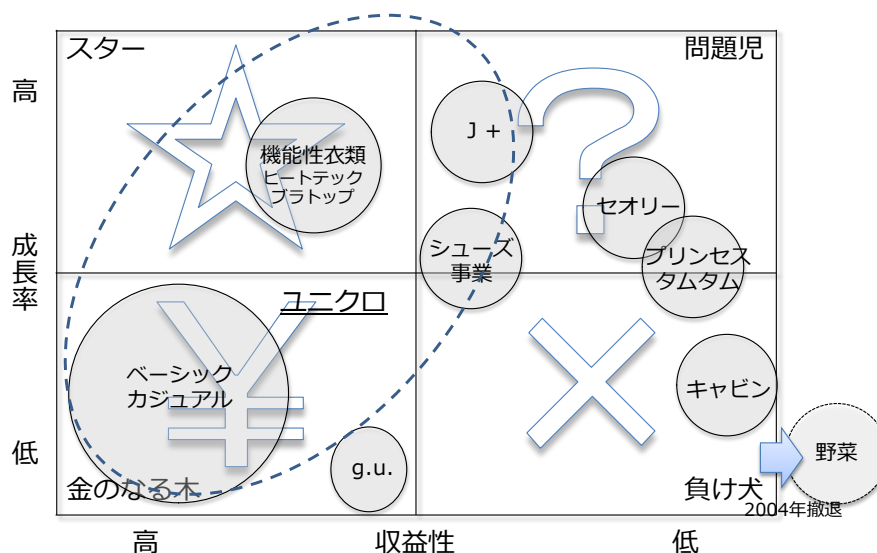
オリーやプリンセスタム・タムといったブランドをM&Aで取得したが現時点では十分なシナジーが発揮できているとはいえないことは、(3.4 事業ポートフォリオ戦略) や (3.5 M&A戦略) で指摘し、また (3.3.3 資源循環) で示したように、ベーシックカジュアルや機能性衣類から得られるキャッシュフローを源泉とした成長投資による事業拡大を打ち出すことが課題である。

4.2 企業戦略の立案

ファーストリテイリングが抱える課題に対する企業戦略を策定するにあたり、(2 企業環境分析) で示したSWOT分析、および (3.3 企業成長戦略) で示した事業ポートフォリオを再掲する。

内部環境	強み (Strengths) ●アパレル業界国内一位の規模 ●第三世代SPA ●東レとの戦略的パートナーシップ ●ヒートテックなどの機能性衣類を生み出すイノベーション力 ●高品質を大量に生産できる体制 ●認知度の高いマーケティング力 ●経営者の協力的リーダーシップ	弱み (Weaknesses) ●後継人材の育成 ●急激な拡大による人材不足 ●不透明なM&Aによるシナジー
	機会 (Opportunities) ●海外市場 (アジア、欧米) ●ウィメンズ市場 ●機能性衣類 (ヒートテック、ブラトップ) ●ジル・サンダーとの契約	脅威 (Threats) ●ヒートテックの類似品 ●海外ファストファッション (H & MやZARA) ●分散型ポートフォリオアパレル (パル)

(図表 4.2.1 ファーストリテイリングのSWOT)



(図表 4.2.2 ファーストリテイリングの事業ポートフォリオ) 再掲

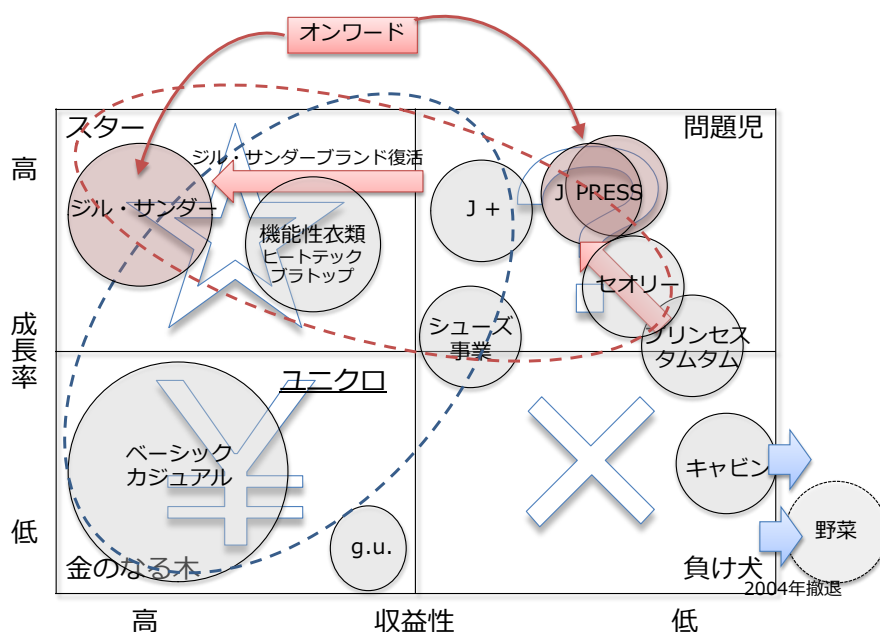
これらを踏まえて、ファーストリテイリングの企業戦略案を以下に示す。

戦略案1 オンワードの買収（課題1・2・3に対応）

ファーストリテイリングは、2010年8月期の決算発表で売上高が前年同期比18.9%増の8,148億円、営業利益が同21.9%増の1,323億円、当期純利益が同23.9%増の616億円で、いずれも過去最高を更新した。しかし、国内既存店の3～8月の下半期の売上高は前年同期を下回り、2011年8月期は4期ぶりの減益を見込んでいる。記者会見の席で柳井社長は、「ファッション性を高めて装飾に凝った衣類を発売したが、シンプルな『ユニクロらしさ』が失われ、受け入れられなかった。」「表面的なファッションを追う製品を作ってしまった」と述べているが、(図表 4.2.2)で示すように、ユニクロの事業ポートフォリオはあくまでも、ベーシックカジュアルや機能性衣類であり、ファッション性の高い衣類はセオリーや、プリンセスタム・タム、そしてキャビン事業であるが、セオリーは米国で増益を出しているものの、プリンセスタム・タムは減益、キャビンに至っては2011年に休止を決定するなど、事業ポートフォリオにおいて「問題児」から「負け犬」になってしまう恐れがある。そこで、従来型の日本を代表するアパレル企業であり、自社ブランドのアパレルに加え、数多くの海外ブランドライセンス契約を締結し、百貨店などを中心にブランド展開するオンワードを買収することにより、既に高いファッション性が認知されているブランド資産を活用するとともに、ファーストリテイリングのSPAとしての戦略試算をオンワードにも展開することでシナジーの発揮が期待できる。

また、(1.2.0 ジル・サンダーを巡るユニクロとオンワードの関係)で述べたように、オンワードは、ユニクロが展開するプラスジェイのデザイナーであるジル・サンダー氏のオリジナルブランド「ジル・サンダー」を有する、ドイツのJil Sander AGの持株会社であるVioline S.à r.l.を2008年にM&Aにて全株式を取得し子会社している。オンワードを買収することによって、ジル・サンダー氏本人が「ジル・サンダー」ブランドに復帰させることも可能であり、グローバルに展開できるブランドとして期待できる。

ファーストリテイリングにおけるオンワード買収のシナジー効果、また事業ポートフォリオの変化を以下に示す。



(図表 4.2.3 ファーストリテイリングの事業ポートフォリオの変化)

戦略案2 グローバル人材の獲得 (課題2に対応)

2010年6月24日の毎日新聞に以下の記事が掲載された。カジュアル衣料のユニクロを展開するファーストリテイリングは23日、12年3月から社内の公用語を英語にする方針を明らかにした。日本のオフィスも含めて、幹部による会議や文書は基本的に英語とする。海外展開を加速させており、言語の共通化が不可欠と判断した。柳井正会長兼社長は毎日新聞の取材に「日本の会社が世界企業として生き残るため」と語った。導入までに「海外で業務ができる最低限の水準」(柳井会長)として、国際英語能力テスト「TOEIC」で700点以上の取得を求める。幹部社員の賃金体系も世界で統一し、店長クラスの海外異動を日常化させる。新卒採用も外国人を増やし、11年入社は600人の半数を外国人にする計画だ。日本企業が英語を公用語にしたケースは、日産自動車、楽天など極めて限られている。

(2010年6月24日 毎日新聞) 英語を公用語にすることによって、日常の業務遂行に時間がかかるなど、当初は大混乱することも予想されるが、2020年までに売上高で5兆円を達成し、世界1位になるという目標を掲げるファーストリテイリングにとっては、言語(英語で)の共通化は必要不可欠であるといえる。また、英語の公用語化のみが、大きく取り上げられているが、見逃してならないのが幹部社員の賃金体系基準を世界で統一し、店長クラスの海外異動を日常化させるということと、新卒採用も外国人を半数とするということである。英語公用語化は、賃金体系の統一と国籍によらない人材ポートフォリオを組むための手段にすぎないといえる。一般的に日本企業は、日本国内は当然のこととして、海外現地法人においても、日本語ベースでの業務システムが標準となっているといえる。そのため日本人以外の従業員には、ある程度日本語を理解する、もしくは日本的経営を理解することが求められており、本来の仕事の能力とは違うところで従業員の選抜が行われ

ている可能性が否めない。公用語を英語にすることによって、労働市場からグローバルに対応できる優秀な人材を獲得しやすくなることが期待できる。一方で、**(3.2.2 従業員価値)**で示したように、障害者雇用に積極的に取り組むなど、ファーストリテイリングは従業員価値創造に取り組んでいる点を評価したが、すべての従業員がグローバル志向であるとは限らない。日本国内でのみ勤務を希望する従業員も存在することから、多様な価値観を尊重し、個人のキャリアに応じた制度を運用することが、より重要になってくる。

戦略案3 機能性衣類の開発継続（課題1・2に対応）

国内外の競合他社との熾烈な競争は激しさを増しており、どのような差別化ができるか、どのような価値を提供できるかが課題であるが、**(3.3.1 戦略資産)**で示したように、世界中の情報を集め、そこから商品を開発し、情報を付加して提供する情報発信型の小売業になると柳井社長が掲げる「第三世代SPA」というビジネスモデルが、競合する他社に模倣困難性を示す、競争優位の源泉であり、ヒートテックの大ヒットに続く、機能性衣類の継続的な提供が必要である。また、日本国内での提供にとどまらず、世界戦略商品として巨大な世界市場に向けて販売することで、規模の経済を活かし、2020年までに売上高で5兆円を達成し、世界1位になるという目標の達成が見えてくるといえよう。

発売時期	商品名	主な機能
2008年 夏	ブラトップ	ユニクロの「ブラトップ」は、ブラカップを一体化したトップスです。「ブラを付けるストレスからの解放感」と「ブラを付けているかのような安心感」を両立。
2010年 夏	シルキードライ	ユニクロと東レの共同開発による極細繊維インナーだから驚くほどの滑らかな肌触りで、締め付けることなく身体にフィットします。その感触は、言わば「着心地ゼロ」。また、汗を素早く吸収・拡散するドライ機能も備えています。
2010年 夏	サラファイン	旭化成の呼吸する繊維「キューブラ」と東レの異形断面ナイロンを複合したハイテク繊維を使用。「キューブラ」が湿気を吸収し、衣服内を常に快適に保ちます。また、異形断面ナイロンとの組み合わせが柔らかい風合いとさらさらの肌触りを実現しました。まさに「エアコンインナー」です。
2010年 秋	レギンスパンツ	「世界中の脚を、ラクに、美しく。UNIQLOのレギンスパンツ」。見た目はスキニージーンズなのにフィット感はレギンス級。スキニーならではのシルエットと、レギンスのようなはき心地をかねそなえた新しいジーンズがこの「レギンスパンツ」です。
2010年 秋	新・ウルトラ ライトダウン	ユニクロの「新・ウルトラ ライトダウン」は、東レとの共同開発により、特別な技術を駆使することで、206gという驚きの軽さと暖かさの両立を実現したアウターです。ジャケットとパーカーは小さくたためるポケットダブル仕様なので、バックにもすっぽり収納できる「新・ウルトラ ライトダウン」は持ち運びにも便利。気温差が心配な秋の行楽シーズンはもちろん、重ね着もできる新しいダウンジャケットとして、この秋冬に欠かすことのできないアイテムです。

（出所 ファーストリテイリング プレスリリースより作成）

（図表 4.2.4 ファーストリテイリングの機能性衣類展開）

4.3 戦略案の財務シミュレーション

4.3.1 ファーストリテイリングのベースケース

財務シミュレーションの実施については、まずベースケースの設定を行う。ベースケースに関連する前提条件は以下のとおりである。

(1) 予測期間

予測期間は 2010 年度から 2015 年度までの 6 年間とする（2009 年度は実績値）。

(2) 主な前提条件

ベースケースは、個別の事業ではなく、連結指標から算出した（**1.4.1 企業価値指標の算出結果**）をベースとする。

- ・売上高は 2010 年 10 月 8 日発表の 2010 年度実績値（18.9%増）をベースに年率 19%増と仮定
- ・売上原価比率は 2010 年度以降、2009 年度実績より一定と仮定
- ・販売管理比率は 2010 年度以降、2009 年度実績より一定と仮定
- ・資本支出と減価償却は 2010 年度以降、2009 年度実績より一定と仮定
- ・実効税率は 40.5%と仮定
- ・WACC は 2010 年度以降、（**1.3.1 経済付加価値（EVA）および投下資本収益率（ROIC）の算出結果**）で算出（以下に再掲）した 2009 年度実績より一定と仮定

	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年
簿価有利子負債(D)	4,945	19,584	23,916	19,489	32,853
時価株主資本(E)	894,201	1,161,507	720,240	1,180,600	1,182,721
負債コスト(rd)	7.0%	4.4%	7.4%	8.4%	2.8%
リスクフリーレート	1.3%	1.6%	1.6%	1.4%	1.3%
リスクプレミアム	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%
株主資本コスト(re)	5.5%	5.8%	5.8%	5.6%	5.5%
D/(D+E)	0.5%	1.7%	3.2%	1.6%	2.7%
E/(D+E)	99.5%	98.3%	96.8%	98.4%	97.3%
加重平均資本コスト(WACC)	5.5%	5.7%	5.6%	5.5%	5.4%
簿価投下資本	187,294	260,063	267,199	283,503	294,266
税引後営業利益(NOPAT)	33,183	40,441	33,084	46,808	56,949
資本費用	10,278	14,901	15,025	15,618	15,792

※データ入手先：

株主資本(時価)	期末株価×期末発行済株式数
β	ブルームバーグ社(2010年9月30日付)
リスクプレミアム	マーサー社
リスクフリーレート	10年国債利回り (2010/9/30)

以上の条件で、ファーストリテイリングの事業全体(連結)の今後の6年のEVAを算出した。

		(単位:百万円)						
ベースケース		2009年度	2010年度	2011年度	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度
売上高	FCF予測に準ずる	685,043	815,201	970,089	1,154,406	1,373,744	1,634,755	1,945,358
売上原価比率	"	50.1%	50.1%	50.1%	50.1%	50.1%	50.1%	50.1%
売上原価	"	343,515	408,783	486,452	578,877	688,864	819,748	975,500
販売・管理費率	"	34.0%	34.0%	34.0%	34.0%	34.0%	34.0%	34.0%
販売・管理費	"	232,888	277,137	329,793	392,453	467,019	555,753	661,346
営業利益	"	108,639	129,282	153,845	183,076	217,860	259,253	308,512
資本支出	"	-18,213	-18,213	-18,213	-18,213	-18,213	-18,213	-18,213
減価償却	"	2,242	2,242	2,242	2,242	2,242	2,242	2,242
簿価投下資本	前年+前年NOPAT+資本支出-減価償却	294,266	330,760	378,076	438,268	513,782	607,531	722,979
NOPAT	実効税率47.6%で一定	56,949	67,770	80,647	95,970	114,204	135,903	161,724
ROIC	NOPAT/簿価投下資本	19.4%	20.5%	21.3%	21.9%	22.2%	22.4%	22.4%
営業CF	NOPAT+減価償却	59,191	70,012	82,889	98,212	116,446	138,145	163,966
営業CFマージン	営業CF/売上高	8.6%	8.6%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.4%
FCF	営業CF-資本的支出(FCF予測と一致しない)	100,113	88,225	101,102	116,425	134,659	156,358	182,179
WACC	2009年度で固定	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%
EVA	NOPAT-簿価投下資本*WACC	41,157	50,019	60,357	72,449	86,631	103,298	122,924

4.3.2 戦略案のシミュレーション (戦略案1 オンワードの買収)

4.3.2.1 オンワードの会社概要

オンワードについては、(1.2 業績分析)でファーストリテイリングと業績比較をしているが、会社概要について以下に示す。

1927年に大阪で榎山商店として創業したオンワード榎山が2007年9月に純粋持株会社に移行して「株式会社オンワードホールディングス」に商号変更した。そして、事業会社として、(新)株式会社オンワード榎山を設立し、新たに営業を開始した。

商 号	株式会社オンワードホールディングス
創 業	1927年2月
設 立	1947年9月4日
本 社 所 在 地	〒103-8239 東京都中央区日本橋3丁目10番5号
従業員数(連結)	4,008名 (2010年2月期)
資 本 金	300億79百万円 (2010年2月期)

(図表 4.3.2.1 オンワード会社概要)

4.3.2.2 オンワードのベースケース設定

財務シミュレーションの実施に先立ってオンワードの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を以下に示す。

(1) 予測期間

予測期間は2010年度から2015年度までの6年間とする(2009年度は実績値)。

(2) 主な前提条件

- ・売上高は2010年4月12日発表の2010年度計画及び2010年10月12日発表の2010年度上期実績及び下期計画(-2.1%減)をベースに2009年度実績より一定と仮定
- ・売上原価比率は2010年度以降、2009年度実績より一定と仮定
- ・販売管理比率は2010年度以降、2009年度実績より一定と仮定
- ・資本支出と減価償却は2010年度以降、2009年度実績より一定と仮定
- ・実効税率は40.5%と仮定
- ・WACCは2010年度以降、(1.3.1 経済付加価値(EVA)および投下資本収益率(ROIC)の算出結果)で算出(以下に再掲)した2009年度実績より一定と仮定

	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年
簿価有利子負債(D)	26,419	26,916	25,677	58,393	60,268
時価株主資本(E)	342,558	285,840	176,553	96,490	104,618
負債コスト(rd)	1.1%	3.2%	1.5%	0.9%	1.9%
リスクフリーレート	1.3%	1.6%	1.6%	1.4%	1.3%
リスクプレミアム	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%
株主資本コスト(re)	4.4%	4.7%	4.7%	4.5%	4.4%
D/(D+E)	7.2%	8.6%	12.7%	37.7%	36.6%
E/(D+E)	92.8%	91.4%	87.3%	62.3%	63.4%
加重平均資本コスト(WACC)	4.2%	4.4%	4.2%	3.3%	3.0%
簿価投下資本	230,262	252,054	223,316	216,811	218,432
税引後営業利益(NOPAT)	12,134	13,288	8,635	9,095	1,520
資本費用	9,588	11,085	9,381	7,252	6,490

※データ入手先：

株主資本(時価)	期末株価×期末発行済株式数
β	ブルームバーグ社(2010年9月30日付)
リスクプレミアム	マーサー社
リスクフリーレート	10年国債利回り(2010/9/30)

以上の条件で、オンワードの事業全体(連結)の今後の6年のEVAを算出した。

(単位:百万円)

ベースケース		2009年度	2010年度	2011年度	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度
売上高	FCF予測に準ずる	248,634	248,634	248,634	248,634	248,634	248,634	248,634
売上原価比率	"	54.1%	54.1%	54.1%	54.1%	54.1%	54.1%	54.1%
売上原価	"	134,458	134,458	134,458	134,458	134,458	134,458	134,458
販売・管理費率	"	44.2%	44.2%	44.2%	44.2%	44.2%	44.2%	44.2%
販売・管理費	"	109,792	109,792	109,792	109,792	109,792	109,792	109,792
営業利益	"	4,383	4,384	4,384	4,384	4,384	4,384	4,384
資本支出	"	-2,967	-2,967	-2,967	-2,967	-2,967	-2,967	-2,967
減価償却	"	294	294	294	294	294	294	294
簿価投下資本	前年+前年NOPAT+資本支出E減価償却	218,432	216,691	214,949	213,208	211,467	209,726	207,985
NOPAT	実効税率65.3%で一定	1,520	1,520	1,520	1,520	1,520	1,520	1,520
ROIC	NOPAT/簿価投下資本	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
営業CF	NOPAT+減価償却	1,814	1,814	1,814	1,814	1,814	1,814	1,814
営業CFマージン	営業CF/売上高	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
FCF	営業CF-資本的支出(FCF予測と一致しない)	4,885	4,781	4,781	4,781	4,781	4,781	4,781
WACC	2009年度で固定	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
EVA	NOPAT-簿価投下資本*WACC	-4,970	-4,918	-4,866	-4,815	-4,763	-4,711	-4,659

2010年4月12日発表の2010年度計画及び2010年10月12日発表の2010年度上期実績及び下期計画では、2010年度は2009年度比で-2.1%減と成長が期待できない状況である。また、ベースケースのシミュレーションにおいても、EVAはマイナスから脱却できない結果となった。

オンワードは、「エニフアム」といったSPA展開をしている若年総向けブランドが検討しているものの、基幹ブランドとして位置づける百貨店系のファッション性の高い多数のブランド展開が中心であり、リーマンショック以降の景気低迷から脱却出来ない結果、単独では成長が見込めない状況であるといえる。

4.3.2.3 戦略案の財務シミュレーション

ファーストリテイリング及びオンワードのベースケースをもとに戦略案の財務シミュレーションを実施するが、前提条件を以下に示す。

(1) 予測期間

予測期間は2010年度から2015年度までの6年間とする(2009年度は実績値)。

(2) 主な前提条件

- ・2011年度にM&Aを実施
- ・売上高は(4.2 企業戦略の立案)で示した買収によるシナジーを見込み、2011年度より、ファーストリテイリングがベースケースより20%増、オンワードも10%増と仮定
- ・売上原価比率及び販売管理費は、買収によるシナジー効果を見込み、2011年度以降、年1%ずつ削減と仮定
- ・実効税率は40.5%と仮定
- ・WACCは2010年度以降、(1.3.1 経済付加価値(EVA)および投下資本収益率(ROIC)の算出結果)で算出(以下に再掲)した2009年度実績より一定と仮定

以上の条件で、オンワードの事業全体(連結)の今後の6年のEVAを算出した。

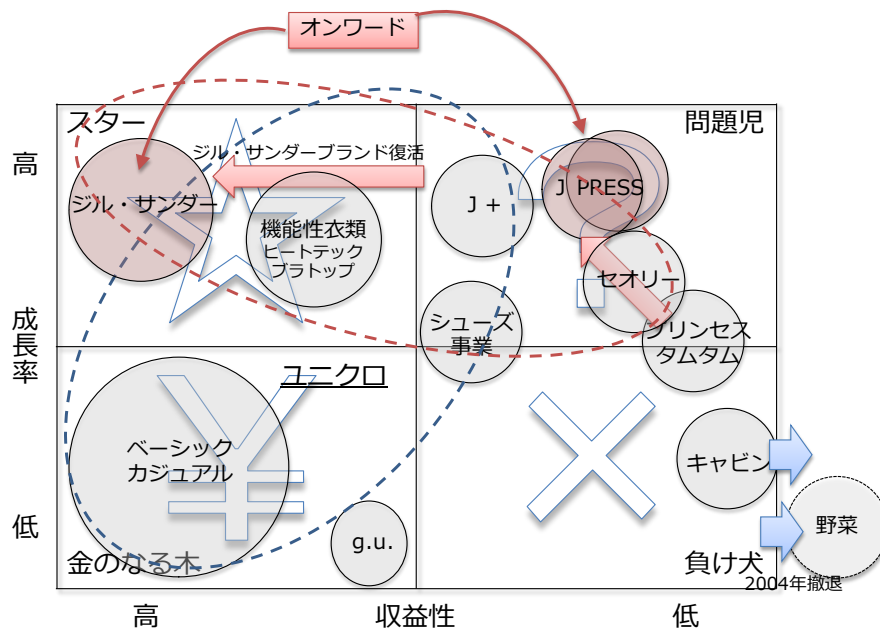
(単位:百万円)

シミュレーション	2009年度	2010年度	2011年度	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度
売上高	685,043	815,201	1,437,605	1,686,135	1,979,424	2,325,731	2,734,857
売上原価比率	50.1%	50.1%	49.1%	48.1%	47.1%	46.1%	45.1%
売上原価	343,515	408,783	706,511	811,790	933,200	1,073,209	1,234,652
販売・管理費率	34.0%	34.0%	33.0%	32.0%	31.0%	30.0%	29.0%
販売・管理費	232,888	277,137	474,354	539,498	613,545	697,629	793,002
営業利益	108,640	129,282	256,740	334,847	432,680	554,893	707,203
資本支出	-18,213	-18,213	-21,180	-21,180	-21,180	-21,180	-21,180
減価償却	2,242	2,242	2,536	2,536	2,536	2,536	2,536
簿価投下資本	前年+前年NOPAT+資本支出-減価償却	294,266	563,629	840,553	951,422	1,103,235	1,306,333
NOPAT	実効税率47.6%で一定	56,949	67,770	134,585	175,529	226,814	290,879
ROIC	NOPAT/簿価投下資本	19.4%	12.0%	16.0%	18.4%	20.6%	22.3%
営業CF	NOPAT+減価償却	59,191	70,012	137,121	178,065	229,350	293,415
営業CFマージン	営業CF/売上高	8.6%	8.6%	9.5%	10.6%	11.6%	12.6%
FCF	営業CF-資本的支出(FCF予測と一致しない)	100,113	88,225	158,301	199,245	250,530	314,595
WACC	2009年度で固定	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%
EVA	NOPAT-簿価投下資本*WACC	41,157	37,522	89,475	124,469	167,607	220,772
							286,276

4.3.2.4 戦略案の財務シミュレーションの結果考察

シミュレーションの結果、2011年度以降フリーキャッシュフローは両社単独の合計よりも大きくなり、EVAもファーストリテイリングのベースケースの2倍以上となった。ファーストリテイリングのコアビジネスは老若男女誰もが着ることができるベーシックカジュアル衣料を高品質、低価格で展開するユニクロ事業である。また、ジーユーは990円ジーンズなどで、そのコンセプトをさらに追求して展開している。そして、ユニクロ、ジーユーは、ファッション性を高めすぎると、消費者のニーズと乖離してしまうことから、ファッション性の高い衣類はユニクロ以外のブランドで展開することが望まれる。また、一方でファッション性の高い衣類として保有するセオリーや、プリンセスタム・タム、そしてキャビン事業は、国内外においてブランドとしての認知度は確立しているとはいえない。そこで、オンワードが保有するに国内外で高いファッション性が認知されているブランド資産を活用することで、(図表4.2.4)で示したようにバランスのとれた事業ポートフォリオを構築することができ、ブランド価値を高め、双方の売上高の拡大が期待できる。

さらにファーストリテイリングのSPAとしての戦略資産をオンワードに展開することで、原材料を共同で調達、物流機能を統合し、間接部門を合理化することで、財務シミュレーションで想定したシナジー効果以上のコスト削減効果も期待できる可能性がある。



(図表 4.2.4 ファーストリテイリングの事業ポートフォリオの変化) 再掲

4.4 まとめ

少子化が進み、ファッションに関心の高い若年層の減少と、日本経済自身の長期低迷から大きな成長が望めない日本のアパレル市場は、H&Mなどの海外ファストファッションの上陸によって、オーバーストアの状況及び消費者の低価格志向に拍車がかかり、確実に淘汰、変革の時代が到来している。その中で、ファーストリテイリングは、「第三世代SPA」を掲げ、情報発信型のアパレル業として、今までファッションと同じ意味でとらえられてきた洋服の「機能」としての側面に着目し、保温性インナーという機能をヒートテックで商品化したように顧客の潜在ニーズを顕在化することで、シーズン毎に継続的にヒットアイテムを打ち出すことで、着実に確固たるプレゼンスを示している。また、機能性衣類を日本国内での提供にとどまらず、世界戦略商品として巨大な世界市場に向けて戦略的に販売することで、規模の経済を活かし、2020年までに売上高で5兆円を達成し、世界1位になるという目標の達成も現実のものとして見えてくるといえる。現時点においても、アジアなどの新興国を中心とした今後大きな成長が期待できる市場に対して、安定した売上げおよび利益を確保できる仕組みが構築されつつあり、日本市場だけでなく、世界市場の勝ち組となる局面が近づいているといえが、海外展開に不可欠なグローバル対応人材の不足を課題として指摘したが、対策のひとつとしては、既に2012年に社内公用語として英語を公用語に採用することを打ち上げている。さらに、幹部社員の賃金体系基準を世界で統一し、店長クラスの海外異動を日常化させるということと、新卒採用も外国人を半数とするということなど、英語公用語化によって、賃金体系の統一と国籍によらない人材ポートフォリオを効率的に進めることを目指していることは評価すべき点であり、組織面、人材面からもグローバル対応に向けて着実に手を打っている。また、資源循環の視点からは、ベーシックカジュアルや機能性衣類から得られるキャッシュフローを源泉とした成長投資

による事業拡大を打ち出すことが重要であるが、資源循環を加速させるためには、先に示したようにベーシックカジュアルを中心としたユニクロ事業の海外展開だけではなく、セオリーやプリンセスタム・タムといったファッション性の高いウィメンズ市場も含め事業でのポートフォリオ全体の補強のための投資が必要である。今回オンワードの買収案を財務シミュレーションにて提示したが、シミュレーション上は財務邸に有効であることがいえた。しかし、この財務シミュレーションを実行するにあたっては、財務的なM&Aだけではなく、これまで示した機能性衣類の継続的開発や、グローバル人材の獲得などの戦略案と同時に実施することで、相互に影響し合い、シナジーを発揮することが可能であり、より大きな企業価値創造に結びつくと思われる。そして、これまで示したファーストリテイリングの成長戦略のベースには、「服を変え、常識を変え、世界を変えていく」というステートメントにはじまるファーストリテイリング・ウェイといった経営理念があることを忘れてはならない。また、国内外グループ全体、日本人、外国人にかかわらずグループを構成するパートタイマーを含めた従業員全員が経営理念及び経営理念を投影させた成長戦略を共有することで成長戦略が現実のものとなると思われる。

以上