

老舗企業の財務分析

—百貨店 3 社の経営戦略と決算書の分析—

山田 純平

I はじめに

老舗企業というと、古くからの伝統と独自の技術に支えられ、昔ながらの経営を頑なに守っているというイメージを持つかもしれない。実際、何百年も続いている老舗企業のなかには、そのようなイメージに適った企業も存在するであろう。

それに対して本稿で扱う百貨店 3 社（三越伊勢丹、J. フロントリテイリング、高島屋）は、長い歴史を持つ老舗企業の代表⁽¹⁾といってもいいが、業界の内外に多くの競合相手を持ち、安泰な経営を行っている企業とは決していえない。このような企業を老舗企業として選んだのは、老舗とはいっても急変する現状に直面して何らかの変化や対応が求められるはずであり、そうした企業行動の極端なケースとみることができると思ったからである。

ここでは、百貨店の売上高で上位 3 社を分析対象として、どのような競争戦略のもとで経営を行っているのか、またその戦略が決算書の数値にいかんにか反映されているかをみていくことにする。3 社とも歴史のある企業が前身であるが、企業再編やリストラを行っており、各社ごとに異なる戦略のもとで経営を行っている。そのような経営の現状を経営戦略と決算書の分析の観点から明らかにしてみる。

検討の結果、3 社ともそれぞれ異なる百貨店像を模索しながら戦略を立てており、その戦略の一端が決算書の数字にもあらわれていること、伝統のある百貨店というイメージにもかかわらず、合併時に負ののれんを記録していることなどを指摘している。

II 競争要因と経営戦略の分析

百貨店の経営戦略を分析する前に、いくつかの競争要因について検討を行うことにしたい。ここでは、(1)業界内外の競争要因⁽²⁾と(2)買い手・売り手としての交渉力に分けてみていくことにする。

(1) 三越の前身である越後屋の創業は1673年、伊勢丹の前身の伊勢屋丹治呉服店の開業は1886年、大丸の前身である大文字屋の開業は1717年、松坂屋の創業が1611年、高島屋の創業が1831年である。

(2) 本来、競争要因としては、①既存企業間の競争、②新規参入の脅威、③代替製品・サービスの脅威に分けることが一般的であるが、ここでは便宜的に一つのカテゴリーとした。

(1) 業界内外の競争要因

まず考慮しなければならないのは、百貨店業界全体の売上高の推移である。図表1では、日本のGDPの推移とともに、百貨店・スーパー・コンビニエンスストア（以下、コンビニという）の売上高の推移をあらわしている。

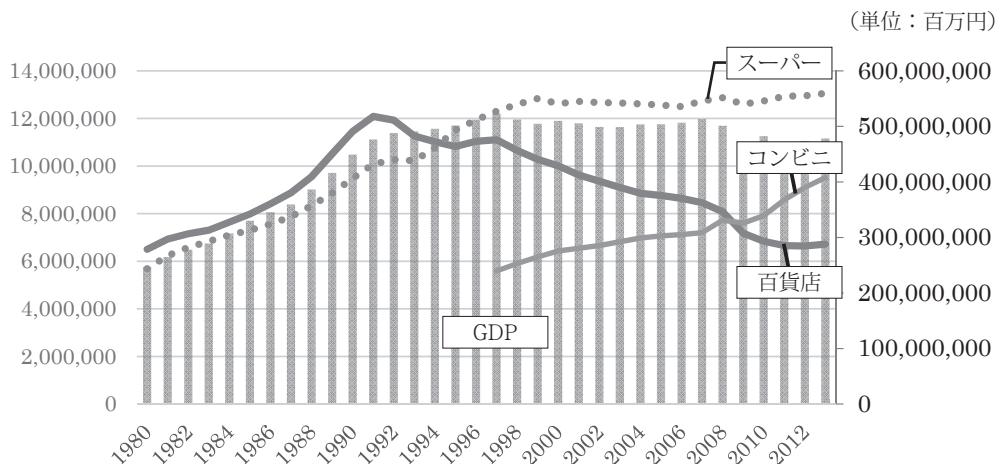
百貨店の売上高の推移をみると、1991（平成3）年の約12兆円を頂点として徐々に減少し、2013（平成25）年には約6.7兆円となり、最盛期の約半分強となっている。

次に、百貨店以外の売上高の数値にも目を向けてみると、次の2点が指摘できる。第一に、1980年から1990年代初めまでは、GDPの成長とともに、百貨店とスーパーの売上高は増加していた。特に百貨店の売上の成長は著しく、その売上高はスーパーよりも多かった。第二に、1995年を境に、百貨店の売上高はスーパーに抜かれ、さらに、2009年には途中からあらわれたコンビニの売上高にも抜かれている。

要するに、1995年より以前と以後で分けることができ、それ以前は日本経済の発展とともに百貨店の売上も伸びていったのに対して、1995年以後の安定成長に入ると、他の業態の売上が伸びているなかで、百貨店の売上は減少に転じている。このことから、百貨店の売上が減少しているのは、国内需要が減少していることだけではなく、顧客の支持を得られていないことが大きな要因となっていると考えられる。

図表1には出てはいないが、百貨店の直接的な競合相手として、その他に、ショッピングセンターや駅ビルがあげられる。東京ミッドタウンや新丸の内ビルディング、駅ビルには、衣料品やレストランなどが揃っており、百貨店と重なるところも多い。また最近では、衣料品や雑貨をインターネットで購入する人も増えていることから、インターネットも百貨店を脅かす存在となっている。

図表1 売上高の推移とGDP



出所：スーパー、コンビニ、百貨店（左軸）の売上高は経済産業省「商業動態統計調査」
GDPは世界銀行データベースより（右軸：GDP current LCUを使用）

(2) 買い手・売り手としての交渉力

従来、百貨店の買い手としての立場は圧倒的に有利なものであった。それは、俗に「消化仕入」と呼ばれる業界内の慣行によるところが大きい。消化仕入とは、百貨店側は、在庫が売れ残るリスクをまったく負わずに、売れ残った場合は、仕入先にそのまま返品できる慣行をいう。この消化仕入のおかげで、百貨店は、売れ残りのリスクを負わずに、季節にあった商品を十分に取り揃えることができる。逆に、通常の買い取り制度であれば、百貨店は、売れ残りのリスクを負うために、十分な品揃えができず、またその時々流行に合った商品を店頭に出すことはできなくなるといわれてきた。

他方で、仕入先であるアパレルメーカーにとっても、消化仕入には、それなりのメリットがあったとされる。百貨店の商品は高品質というイメージがあり、また百貨店の店舗は一等地にあり立派な施設を備えているため、顧客は高い価格であっても百貨店の商品を購入すると考えられてきた。このような百貨店のイメージと集客力のために、アパレルメーカーは、売れ残りのリスクを負っても、百貨店に商品を納入することを行ってきた。

ところが、このような百貨店にとって圧倒的に有利な立場は、最近になって揺らぎつつある。その理由としては、ユニクロやZARA、H&Mなどの製造から販売まで一貫した体制をとる販売店（SPA）やユナイテッドアローズやビームスなどのセレクトショップ（特定のブランドの商品だけを扱うのではなく、バイヤーが選んできた商品を店頭におく店）が出てきたことがあげられる。

元々、消化仕入の場合、百貨店は売れ残りのリスクを負わないので、メーカー側が利益を確保するために、価格設定を高くする必要がある。また、消化仕入のために、百貨店側は、商品の仕入れや販売方法に工夫をほどこすことがおろそかになってしまう。そのため、割高で魅力の乏しい商品が百貨店に並んでしまうおそれがあった。それに対して、SPAでは、仕入れのみならず製造まで工夫をこらすことにより、低価格で良い商品を提供できる。また、セレクトショップは、自分たちの目で仕入れ先の選定を行うために、百貨店とは異なる魅力的な品揃えが可能となる。

このような経営環境の変化から、百貨店とアパレルメーカーの間での消化仕入という慣行は見直しを迫られている。

(3) 分析対象の選定と経営戦略の分析

次に百貨店業界のなかから分析対象とする企業を選定し、それらの企業の経営戦略を概観することにしよう。以下の図表2は上場している百貨店の売上高をランキング形式にまとめたものである。

図表2の売上高ランキングをみると、上位3社（三越伊勢丹、J.フロント リテイリング、高島屋）が他社を圧倒していることがわかる。本稿でも、この百貨店3社を対象とした分析を試みたい。ここでは、特に百貨店3社の経営戦略についてみることにする⁽³⁾。

図表2 百貨店売上高ランキング (単位：百万円)

三越伊勢丹ホールディングス	1,321,512
J.フロントリテイリング	1,146,319
高島屋	904,179
エイチ・ツー・オー リテイリング	576,852
近鉄百貨店	277,066
井筒屋	87,234
松屋	75,488
大和	50,471
さいか屋	37,703
丸栄	24,690
ながの東急百貨店	23,643
山陽百貨店	19,874

出所：日経 NEEDS から筆者が作成（2014年2月期または3月期）

① 三越伊勢丹一本業回帰の経営戦略

三越伊勢丹の経営戦略を一言でいうと、本業への回帰ということになる。後述するように、他の2社が新しい百貨店のビジネスモデルを模索しているのに対して、三越伊勢丹は、本業である百貨店業に力を入れようとしている。具体的には、第一に接客力の強化、第二に自主企画商品による商品力の強化があげられる。

接客力の強化は、自社の販売員を増やし人件費を高めることから、通常は収益性の低下を招くとされる。ところが、三越伊勢丹の大西洋社長によれば、自社の販売員を増やすことは「人と人との会話で成り立つ商売である以上、当然」であり、「自社の販売員を抱えることで、顧客へのサービスの差別化やマーケティングのための情報を得ることができる」としている。

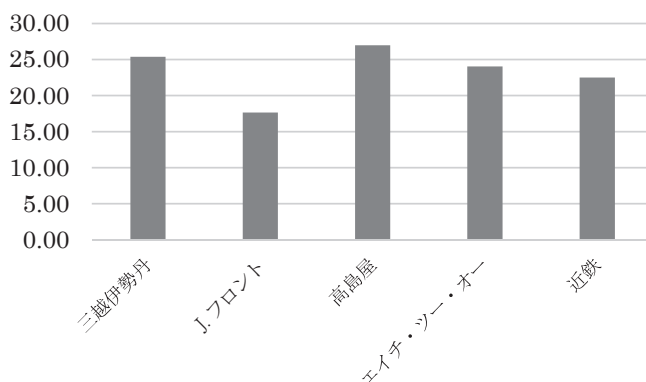
もうひとつの自主企画商品については、一般的には、ユニクロのようなSPAと同様に、製造から販売まで一貫した体制をとって、物流にかかるコストを低減すると理解されるかもしれない。ところが、三越伊勢丹の場合は、自主企画商品を通じて、原価率が高くて価値ある商品を顧客に提供すること、また在庫リスクを自ら抱えることで販売力を強化することを掲げている。このように、自主企画商品の狙いは、単なる物流コストのカットというよりも、従来の消化仕入に依存する経営から脱却し、高品質のものを低価格で提供するという商売の原点に回帰することを意味している。

② J.フロントリテイリングマーケットへの対応と合理性の追求

本業に回帰しようとしている三越伊勢丹に対して、新しい百貨店像を模索しているのがJ.フロントリテイリング（以下、J.フロントと呼ぶ）である。J.フロントの山本良一社長は次の2つの課題と改善策を掲げている。

(3) ここでの経営戦略の説明は、主として『週刊ダイヤモンド』2014年6月7日号の「百貨店包囲網」に基づいている。

図表3 大手5社の売上高販管費比率 (単位：パーセント)



出所：日経 NEEDS より作成 (2014年2月期または3月期)

第一に、マーケット対応力の弱さを克服することをあげている。これまでの百貨店には、高級ブランド店が入ることが多く、主に高齢の富裕層を主な顧客として想定していた。ところが、アパレルの分野では低価格化やカジュアル化が進み、そうした動向を反映した商品は、百貨店外の専門店で販売されることが多くなってしまった。その結果、若者を中心に百貨店離れが進み、百貨店外の専門店の専門店の専門店が活況を呈している。こうした状況に対して、J.フロントは、若者に支持されている専門店にも百貨店に入ってもらおうとしている。そのために、(2)で取り上げた消化仕入という売り手に有利な慣行を改めようとしている。また、J.フロントでは、販売価格のうちメーカー側が6割程度、百貨店側が4割程度の取り分とする従来の取引条件を改め、メーカー側が8割程度、百貨店が2割程度の取り分とする契約も出てきているという(『日経ビジネス』2012年10月8日)。

第二に、コスト体質の改善を目指している。百貨店の取り分が少なくても利益を出すためには、コストを削減する必要がある。具体的には、組織構造や人員配置を見直すことにより、低コスト化をはかっている。顧客にとっては必要な部分は削っていないといえるものの、この方針は三越伊勢丹と対照的といえるであろう。

図表3は、大手5社の売上高販管費比率を比較している。三越伊勢丹が25.38%、高島屋が26.98%であるのに対して、J.フロントが17.65%となっており、他の2社と比べるとだいぶ違うことがわかる。販売員をメーカー側に任せて、J.フロントの社員は全社的なオペレーションに回り、人員削減に努めているようである。ただし、このようなJ.フロントの体制は、ショッピングセンターとの差別化がはかれないという批判もある。

③ 高島屋

かつての高島屋は、百貨店のなかでは売上高がトップであったが、他の百貨店が合併することにより、現在では売上高は第3位となっている。今後5年の事業計画においても、売上高が減少するという予測を示している。ただし、営業利益は現在の約1.9倍と予測しているため、規模は

追求しないで収益性の高い百貨店を目指しているといえる。

その高島屋が活路を見出しているのが、子会社の東神開発による不動産開発事業である。これまで東神開発は、玉川高島屋ショッピングセンターやシンガポール店により、周辺の一体開発を進めてきた経験がある。高島屋は、この不動産開発事業を会社の中核として掲げている。テナント料で儲けるというのは従来とそれほど違いはないのであろうが、周辺の商業施設とともに不動産開発を行って、ビルの賃料で儲けるというのが、高島屋の目指す百貨店像ということになる。

Ⅲ 会計分析

会計分析では、(1)仕入・売上の会計、(2)合併会計、(3)リース取引の会計、(4)セグメント会計について、上記3社の取扱いをみていくことにしよう。

(1) 仕入・売上の会計

百貨店の仕入・売上形態としては、買取仕入・委託仕入・消化仕入に分類する⁽⁴⁾ことができる⁽⁵⁾。

まず買取仕入については、通常の商品売買の会計処理と変わらない。損益計算書上で販売された商品の売価が売上、原価が売上原価として記録される一方で、残った在庫はバランスシート上で棚卸資産として記録される。

次の委託仕入は、納入業者から百貨店が委託を受けて販売する形態をとる。百貨店側では、販売したときの手数料が売上として記録され、在庫はバランスシート上で記録されることはない。

最後の消化仕入では、販売した時点で、仕入と売上が同時に計上されるというやや特異な会計処理をとる。そのため、損益計算書上は、買取仕入と同様に、販売した分の売価が売上として、原価が売上原価として計上される。しかし、在庫とすることがないので、バランスシート上で棚卸資産が記録されることはない。

残念ながら、各社の仕入・売上形態の構成比を外部から知ることはできないが、テナント収入を除くと、一般的には消化仕入の割合が高いといわれている⁽⁶⁾。そのため、小売業の比率分析では、棚卸資産回転日数が役に立つとよくいわれるが、消化仕入では棚卸資産が記録されないのので、このような比率はあまり役立たないと思われる。

(4) その他に、テナント収入を得るという形態もあるが、この場合出店者側に独自性があり、百貨店はそこからテナント料を得ることになる。

(5) 会計処理の説明は、新日本有限責任監査法人『業種別会計シリーズ小売業』第一法規2011年を参照した。

(6) 百貨店の仕入・売上形態の構成比（ただしテナント収入を除く）は、買取仕入が5～8%、委託仕入が25～35%、消化仕入が60～70%と推定されている（宮副謙司・内海里香『全国百貨店の店舗戦略2011』同友館、16頁）。

(2) 合併会計

上記3社のうちで、最近合併を行っているのは、三越伊勢丹とJ.フロントである。そのため、この2社の合併の会計処理についてみておく。

① 三越伊勢丹

三越と伊勢丹は、2007（平成19）年8月に株式移転による共同持株会社の設立を合意し、2008（平成20）年4月に三越伊勢丹として上場している。

両社の合併は、伊勢丹が三越を買収する形（パーチェス法）で会計処理された。このとき、共同持株会社の全株式387,859,022株のうち、旧伊勢丹側の株主に220,367,421株（合併後の議決権比率56.82%）、旧三越側の株主に167,491,601株（合併後の議決権比率43.18%）が引き渡されている。

会計上は、伊勢丹が継続企業で、その帳簿価額が引き継がれるのに対して、三越の継続性は断たれ、その資産負債は再評価される。パーチェス法では、旧三越の株主に引き渡された株式の時価で増加資本が測定され、引き継いだ資産負債の時価評価額との差額がのれんとされる。以下の図表4は、三越の決算書を受け入れたときの会計処理を図示している⁽⁷⁾。

図表4 旧三越の受入額
(単位：百万円)

資産 356,307	株主資本 289,090
	その他 1,046
	負ののれん 66,171

この会計処理で注目されるのは、負ののれん66億1,100万円が記録されている点である。通常の買収では、会社には目に見えない資産があると考えられて、バランスシート上の資産・負債の時価評価額以上に支払いがなされる。そのため、のれんは左側に出てくる。しかし、図表4からもわかるように、この買収ではのれんは右側に出てきている。このように受け入れた資産・負債の時価評価額よりも支払い額が少ない場合、その差額は負ののれんと呼ばれている。この負ののれんは、買収後の5年間にわたって償却されるので、約132億円の利益が每期記録されていく⁽⁸⁾。

なぜ負ののれんが記録されるのか。（特に三越のような）百貨店では、これまでの顧客が引き継がれて、文字通りののれんがありそうなものだが、このときにはマイナスののれんが出てきてしまっている。資産をばらして市場で売却してしまったほうが買い手にとっては得だったという

(7) 図表4の資産の金額は、資産から負債を控除した額である。また、その他の項目は、取得に要した支出939百万円と新株予約権の107百万円である。

(8) なお、現行の制度では、複数年度にわたって償却処理することは認められておらず、一括で利益に算入することとされている。

ことになる。

ひとつの説明としては、合併比率を算定するときに三越の持つ資産（特に土地）が適切に評価されていなかったことがあげられる（日経新聞2008年6月25日、第16面）。三越の土地が本来の価格よりも小さく評価されていたとすると、三越の合併比率は小さくなり、旧三越の株主に引き渡される株式数も少なくなる。その結果、本来増加する株主資本はもっと大きくなっていったと考えられる。

このことは、資本として拘束すべきであった金額が、負ののれんとなり、その後の利益に加算されていくことを意味する。約661億円という金額は資本として拘束されるはずであったが、負ののれんとされることにより利益計算に入ってしまったということになる。

② J.フロント

J.フロントは、2007（平成19）年4月に大丸と松坂屋ホールディングス（以下、松坂屋と呼ぶ）の間で共同持株会社により設立の合意がなされ、2007（平成19）年11月に大丸が松坂屋を吸収合併する形で設立された。新会社の株式は、旧大丸の株主には370,342,498株（合併後の議決権比率は69.06%）、旧松坂屋の株主には165,895,830株（合併後の議決権比率は30.94%）引き渡された。

この合併もパーチェス法で会計処理され、大丸が継続会社で、その帳簿価額がそのまま引き継がれるのに対して、松坂屋が非継続会社とされ、その帳簿価額は引き継がれずに評価替えされる。三越伊勢丹の場合と同じように、松坂屋を受け入れたときの会計処理を図示すると以下の図表5のようになる。

図表5 松坂屋の受入額
(単位：百万円)

資産 207,433	株主資本
	195,638
	その他 1,001
	負ののれん 10,794

この合併でも負ののれんが計上され、負ののれんは5年間にわたって償却された。そのため、負ののれんの償却額が約22億円利益に加算されていく。

(3) リース取引の会計

リース取引とは、リースの借り手がリース会社から物件を借り受けるとともに、その代金を使用している期間にわたって支払う契約である。リースの借り手は、資金を借りてリース物件を購入した（ファイナンス・リース）とみなすか、単なる賃貸借取引（オペレーティング・リース）

とみなすかどちらかで会計処理することになる⁽⁹⁾。ファイナンス・リースでは、バランスシート上でリース資産とリース債務がオンバランスされるのに対して、オペレーティング・リースではそれらはオフバランスとされる。ここでは、百貨店3社のリース取引に関する会計上の取扱いをみてみることにしよう。

三越伊勢丹の決算書（2014年3月末）では、オンバランスのリース取引に対して、オフバランスのリース取引のほうが多い。ファイナンス・リース自体の記述はないが、オンバランスのリース債務が2,449百万円（うち1年内のリース債務が1,036百万円）とされている⁽¹⁰⁾。それに対して、オペレーティング・リースの残高（未経過リース料）は、57,529百万円（うち1年内の残高は8,277百万円）とされている。オンバランスのリース債務対オフバランスのリース残高は、1：23.49となる。

J.フロントの決算書（2014年2月末）でも同じように数値を拾ってみると、オンバランスのリース債務が3,007百万円（うち1年内のリース債務が892百万円）とされているのに対して、オペレーティング・リースの残高は、14,341百万円（うち1年内の残高は2,817百万円）とされている。J.フロントのオンバランスのリース債務対オフバランスのリース債務の比率は、1：4.77となる。

同様に高島屋の決算書（2014年2月末）でも数値を拾ってみると、オンバランスとされているリース債務が2,638百万円（うち1年内のリース債務が923百万円）とされているのに対して、オペレーティング・リースの残高は、20,453百万円（うち1年内の残高は6,633百万円）とされている。オンバランスのリース債務対オフバランスのリース残高は、1：7.75となる⁽¹¹⁾。

以上の数値をまとめると、以下の図表6となる（単位：百万円、ただし比率は除く）。

オンバランスのリース債務対オフバランスのリース債務の比率（図表6の②／①）をみると、百貨店3社のなかでは、三越伊勢丹がオフバランスのリース債務の割合が高く、逆にJ.フロントはその割合が低いということになる。高島屋はその中間ということになる。

図表6 オンバランスとオフバランスのリース債務

（単位：パーセント表示以外は百万円）

	三越伊勢丹	J.フロント	高島屋
オンバランスのリース債務①	2,449	3,007	2,638
オフバランスのリース債務②	57,529	14,341	20,453
②／①	23.49%	4.77%	7.75%
有形固定資産の金額③	733,081	653,554	394,436
②／③	7.85%	2.19%	5.19%

(9) ファイナンス・リースとするかオペレーティング・リースとするかは、いくつかある条件から決められる。

(10) ファイナンス・リースであっても例外的にオフバランスとできる規定（所有権移転外ファイナンス・リース）に該当するリース残高（未経過リース料）として42百万円があげられている。

(11) 3社のうちバランスシート上でリース債務が明示されているのは高島屋だけであった。他の2社は、借入金のうちの1項目とされている。

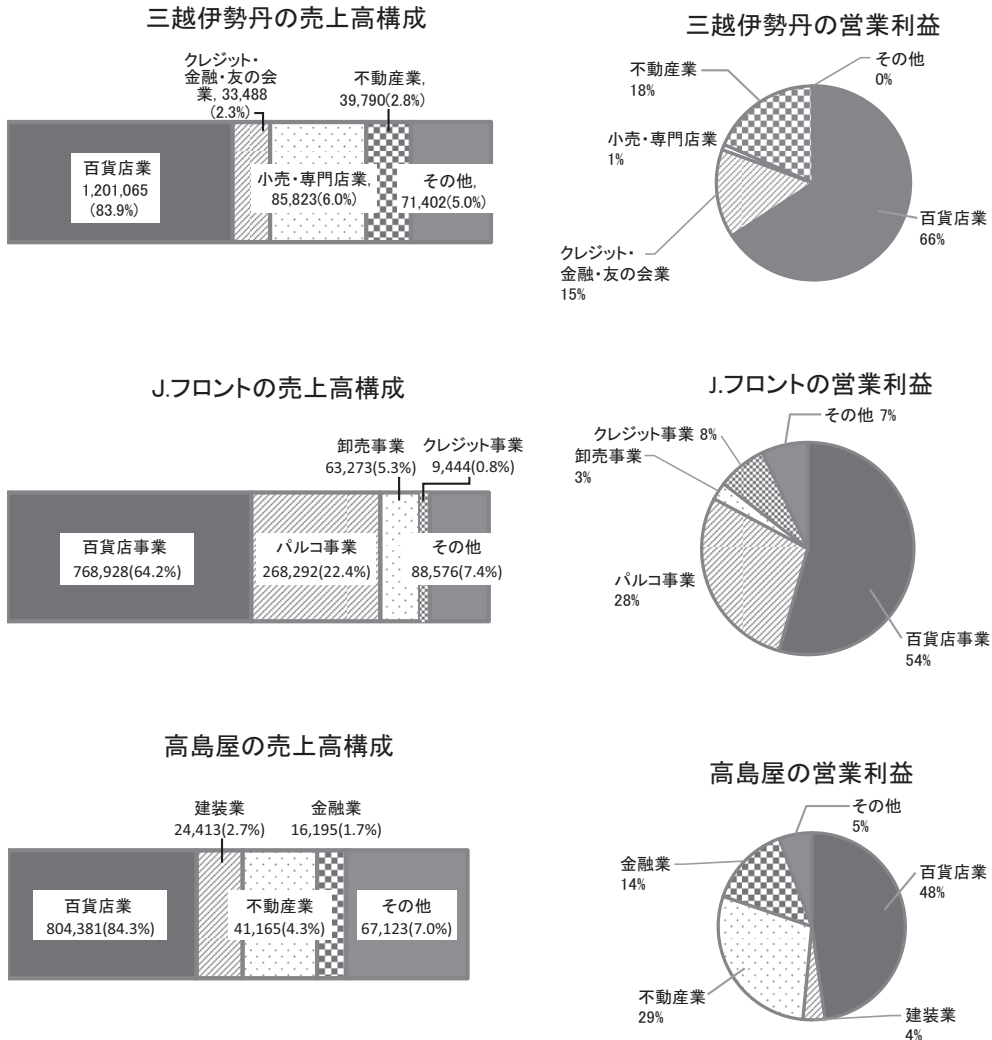
(4) セグメント会計

会計分析の最後に、百貨店3社のセグメント会計をみておくことにしよう。3社のセグメントごとの売上と営業利益をまとめたのが以下の図表7である。

どの会社も百貨店事業を中心としているが、それ以外の事業の比重が各社で少しずつ違っている。三越伊勢丹は、小売・専門店業の売上が大きい。経営戦略のところで、三越伊勢丹は自主企画商品に力を入れているとされていたが、それだけでなく自社で小売店や専門店を営んでいる割合が比較的大きいことがわかる。ただし、今のところ小売・専門店業は儲かってはいないようである。J.フロントは、パルコ事業というショッピングセンターを持っているところに特徴がある。販売店の接客をメーカー側の人員に任せて、コストを削減するというのがJ.フロントの戦略であっ

図表7 百貨店3社のセグメント会計 (2014年2月期, 3月期)

(単位: パーセント表示以外は百万円)



だが、パルコ事業も併せて考えると、J.フロントはショッピングセンターの事業形態に近づきつつあるといえるかもしれない。最後の高島屋は、建装業と不動産業の比率が大きい。特に、百貨店事業の営業利益は半分以下になっており、不動産業や建装業にかかる期待が大きいことがわかる。

IV 比率分析⁽¹²⁾

本節では、いくつかの比率を用いて百貨店3社を分析することにした。大きく成長性分析と収益性分析に分けて比率分析を行うこととする。

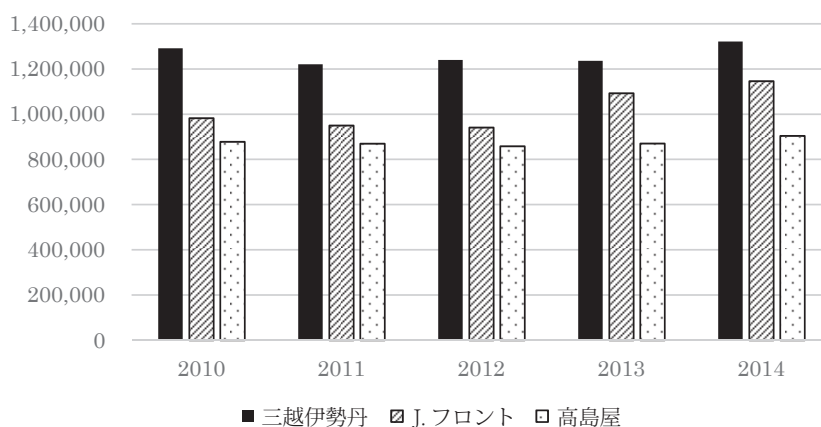
(1) 成長性分析

何の成長率をとるかで結果は変わってくるが、売上高の成長率⁽¹³⁾をとるのがもっとも一般的である。資産や利益などの成長率は売上高に関連することが多いからである。図表8では百貨店3社の売上高の推移をとり、図表9では売上高成長率をとっている。

この時期の百貨店全体の売上高は横ばいあるいは微増であったのに対して、百貨店3社の売上高はおおむね増加している。特に、J.フロントの売上高の成長率（2013年と2014年）は大きく、マーケット対応力を高める戦略が一応は成功していることがわかる。

図表8 売上高推移

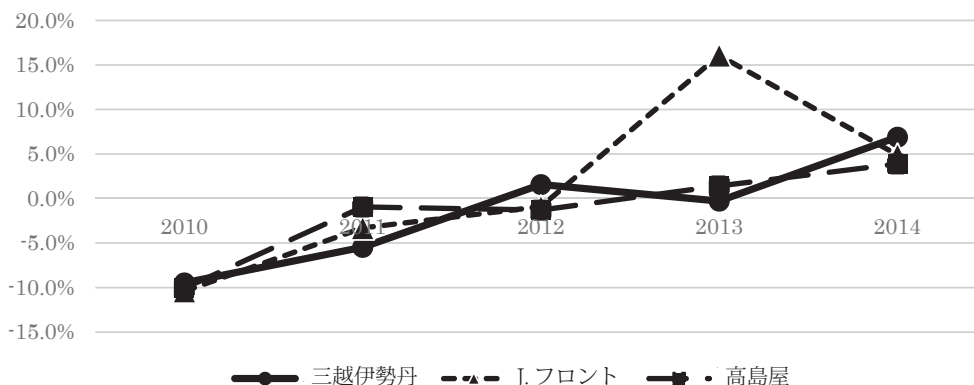
(単位：百万円)



(12) 本節の比率分析は、eval というソフトウェアを用いている (<http://www.lundholmandsloan.com/index.html> 参照)。

(13) 売上高成長率については、 $\text{売上高成長率} = \frac{\text{当年売上}}{\text{前年売上}} - 1$ で求めた。

図表9 売上高成長率



(2) 収益性分析

① ROE の分析

次に収益性の比率をみてみよう。まずは3社のROE（自己資本比率）を算定すると、以下の図表10のようになる⁽¹⁴⁾。

図表10 ROEの推移

	2010	2011	2012	2013	2014
三越伊勢丹	-14.26%	0.64%	13.61%	5.32%	4.16%
J.フロント	2.62%	2.80%	5.78%	3.61%	8.87%
高島屋	2.73%	4.75%	3.64%	5.24%	5.44%

直近の2014年3月期（または2月期）のROEは、J.フロント>高島屋>三越伊勢丹の順で高いことがわかる。特にJ.フロントは2014年に8.87%と高いROEを記録している。

個別にみると、三越伊勢丹は-14.26%から13.61%と変動幅が大きい。J.フロントと高島屋のROEは上がってきているが、先にみた売上高の推移とあわせてみると、J.フロントは売上高もROEも上がってきているのに対して、高島屋の売上高はほぼ一定だが、ROEは上がってきていることがわかる。

次にROEをいくつかの要素に分解して、増減の原因を探ってみることにする。ここでは、売上高純利益率、総資産回転率、総レバレッジに分けている⁽¹⁵⁾。2014年のROEを分解して比較したのが図表11である。

(14) $ROE = \frac{\text{当期純利益}}{\text{株主資本の期中平均}}$ で算定している。なお、ここでの株主資本は、バランスシート上の株主資本にその他包括利益累計額を加算した数値を用いている。

(15) $ROE = \frac{\text{当期純利益}}{\text{売上高}} \times \frac{\text{売上高}}{\text{総資産}} \times \frac{\text{総資産}}{\text{株主資本}}$ というように分解している。右辺の第1項が売上高純利益率、第2項が総資産回転率、第3項が総レバレッジに相当する。

図表11 ROEの分解

	三越伊勢丹	J.フロント	高島屋
売上高純利益率	1.60%	2.75%	2.07%
総資産回転率	1.05	1.14	1.07
総レバレッジ	2.46	2.82	2.46
ROE	4.16%	8.87%	5.44%

J.フロントは、売上高純利益率・総資産回転率・総レバレッジのそれぞれの項目が3社のなかでもっとも良かった。三越伊勢丹と高島屋の差を生み出しているのは、主に売上高純利益率であることもわかる。

各社の時系列データをまとめると図表12となる。

図表12 各社の時系列データ

三越伊勢丹

	2010	2011	2012	2013	2014
売上高純利益率	-4.92%	0.22%	4.75%	2.05%	1.60%
総資産回転率	1.00	0.99	1.01	1.01	1.05
総レバレッジ	2.91	3.01	2.85	2.58	2.46
ROE	-14.26%	0.64%	13.61%	5.32%	4.16%

J.フロント

	2010	2011	2012	2013	2014
売上高純利益率	0.83%	0.93%	2.00%	1.11%	2.75%
総資産回転率	1.24	1.20	1.22	1.23	1.14
総レバレッジ	2.54	2.50	2.37	2.63	2.82
ROE	2.62%	2.80%	5.78%	3.61%	8.87%

高島屋

	2010	2011	2012	2013	2014
売上高純利益率	0.88%	1.59%	1.27%	1.90%	2.07%
総資産回転率	1.14	1.09	1.06	1.09	1.07
総レバレッジ	2.71	2.75	2.71	2.52	2.46
ROE	2.73%	4.75%	3.64%	5.24%	5.44%

三越伊勢丹のROEは年ごとの変動が大きかったが、その原因は売上高純利益率にあることがわかる。2010年のように売上高純利益率がマイナスになってしまえば、それ以外の比率がいくら良くても、ROEはマイナスになってしまう。三越伊勢丹の総レバレッジは年々低下しているため、借入金の返済により財務体質を良くしようとしていることがうかがえる。

次のJ.フロントで目をひくのは、売上高純利益率が年々上がってきている点である。これは、経営戦略であげられていたコスト体質の改善があらわれた結果といえるであろう。また、総資産回転率が他の2社よりも常に高いのは、テナントによる売上が多く資産をあまり持っていないた

め、あるいは若者向けの店舗が入っていて、マーケットに対応して大きな売上をあげているためなどの理由が推測される。総レバレッジは他の2社とは異なり、上昇してきている。

最後の高島屋は、売上高純利益率が上昇していることがROEの改善につながっていることがわかる。高島屋の場合は、総レバレッジが下がっているけれども、売上高純利益率の上昇により、結果的にはROEは改善している。高島屋の経営戦略は、規模を追求するのではなく、収益率を改善していこうとすることであった。このことから、大型の店舗を開かない代わりに、借金を返済して収益性を高めるといことが行われていると考えられる。

以上がROEの分析であるが、このROEには二つの問題点がある。第一に、営業項目のみの業績をみることができないという点である。ROEの分子である当期純利益には、営業項目のみならず財務項目による影響も含まれている。したがって、営業による業績だけをみたい場合には、別の比率を算定する必要がある。

第二に、分解したときに生じる総レバレッジの意味がわかりづらいという点である。この比率は、分母が返済の必要がない株主資本に対して分子が総資産となっている。分子の総資産には、返済義務の必要がないものも含まれてしまうので、本来のレバレッジとは異なってしまっている。たとえば、増資をしたとき、株主資本と同時に総資産も増えるので、総レバレッジの分子と分母がともに増加する。増資時にはレバレッジが減少するはずであるが、その減少は不完全にしかあらわされない。このことから、総レバレッジの分子を有利子負債のみに限定する必要がある。

② RNOAの分析

上記のROEの欠点を克服するのがRNOA（純営業資産利益率）である。RNOAとNBC（純借入コスト）は次のように算定される。

$$RNOA = \frac{NOI \text{ (純営業利益)}}{NOA \text{ (純営業資産)}}$$

$$NBC = \frac{NFE \text{ (純財務費用)}}{NFO \text{ (純財務負債)}}$$

ここで

$$NOI = \text{当期純利益} + NFE$$

$$NFE = \text{利息費用} \times (1 - \text{税率}) + \text{少数株主損益} + \text{優先株主への配当}$$

$$NOA = \text{株主資本} + NFO$$

$$NFO = \text{流動負債} + \text{長期負債} + \text{少数株主持分} + \text{優先株式}$$

この比率のポイントは、営業項目と財務項目を分離している点である。RNOAの分子（NOI）は、当期純利益に純財務費用（NFE）を足し戻すことにより求められる。NOIは、営業資産によって獲得された税引き後の利益をあらわす。RNOAの分母（NOA）は、株主資本に純財務負債（NFO）を足すことによって求められる。これは、NOIを生み出すために用いられた営業資産をあらわしている。したがって、NOIをNOAで割った比率は、営業上の資産から営業上の利

益がどれだけ獲得されたかをあらわしている。

ROE と RNOA の関係を示すと次のようになる。

$$\text{ROE} = \text{RNOA} + \text{レバレッジ} \times \text{スプレッド}$$

$$= \frac{\text{NOI}}{\text{NOA}} + \frac{\text{NFO}}{\text{株主資本}} \times \left(\frac{\text{NOI}}{\text{NOA}} - \frac{\text{NFE}}{\text{NBC}} \right)$$

上式から、ROE（普通株主にとっての業績値）は、RNOA（営業上の業績値）にレバレッジ×スプレッドの値を加算して求められることがわかる。スプレッドが正である（RNOA が NBC を超えている）とき、ROE は RNOA よりも大きくなる。このことは、RNOA > NBC の場合、普通株主は NOI の比例的な分け前以上の儲けを得ることができることを意味している。

なお、ここでいうレバレッジ（ $\frac{\text{NFO}}{\text{株主資本}}$ ）は分子が総資産ではなく、NFO（純財務負債）となっている点に注意してほしい。ROE の構成要素として総レバレッジが出ていたが、その分子は総資産であった。それに対して、ここでのレバレッジの分子は、NFO という有利子負債に近い項目になっている。その結果、総レバレッジの欠点とされていた増資時の効果は、分母の株主資本だけにあらわれるので、欠点は克服されている。

以上のように算定された RNOA について、3社で比較してみることにする。

図表13 百貨店3社の比較（2014年）

	三越伊勢丹	J.フロント	高島屋
RNOA（純営業資産利益率）	3.22%	5.90%	4.19%
NBC（純借入コスト）	0.72%	1.68%	1.08%
スプレッド（RNOA - NBC）	2.50%	4.22%	3.10%
レバレッジ	0.37	0.71	0.41
ROE = RNOA + レバレッジ×スプレッド	4.16%	8.87%	5.44%

3社のRNOAは、ROEと同様に、J.フロント>高島屋>三越伊勢丹の順であった。スプレッドの大きさもROEの大きさと同じ順番になっている。さらに、J.フロントのレバレッジは、他の2社よりも大きくなっている。J.フロントは、スプレッドとレバレッジの大きさに後押しされて、ROEを大きくしているということがわかる。

次に各社の時系列データをみてみることにしよう。

レバレッジの推移には、各社の財務上の戦略があらわれてくる。三越伊勢丹はレバレッジを低くしようとしているのに対して、J.フロントはレバレッジを高めている。高島屋はそれほど大きな変化はないようにみえる。三越伊勢丹はレバレッジを低下させることで安全性を高めている一方で、J.フロントはレバレッジを高めることでROEを上昇させている。

ただし、会計分析のリース取引でみたように、三越伊勢丹はJ.フロントよりもオフバランスのリース取引が多かったことに注意しなければならない。オフバランスのリース債務も含めてレバレッジを計算すると、三越伊勢丹のレバレッジはもう少し大きくなるのかもしれない。

図表14 各社の時系列データ

三越伊勢丹

	2010	2011	2012	2013	2014
RNOA（純営業資産利益率）	-8.84%	0.69%	9.98%	4.15%	3.22%
NBC（純借入コスト）	1.78%	0.77%	2.30%	1.22%	0.72%
スプレッド（RNOA - NBC）	-10.63%	-0.08%	7.68%	2.94%	2.50%
レバレッジ	0.51	0.53	0.47	0.40	0.37
ROE = RNOA + レバレッジ × スプレッド	-14.26%	0.64%	13.61%	5.32%	4.16%

J. フロント

	2010	2011	2012	2013	2014
RNOA（純営業資産利益率）	2.30%	2.31%	4.79%	2.79%	5.90%
NBC（純借入コスト）	1.46%	1.09%	2.03%	1.32%	1.68%
スプレッド（RNOA - NBC）	0.84%	1.22%	2.76%	1.47%	4.22%
レバレッジ	0.38	0.40	0.36	0.56	0.71
ROE = RNOA + レバレッジ × スプレッド	2.62%	2.80%	5.78%	3.61%	8.87%

高島屋

	2010	2011	2012	2013	2014
RNOA（純営業資産利益率）	2.34%	3.60%	2.84%	4.16%	4.19%
NBC（純借入コスト）	1.34%	1.04%	1.06%	1.28%	1.08%
スプレッド（RNOA - NBC）	1.00%	2.56%	1.78%	2.88%	3.10%
レバレッジ	0.38	0.45	0.45	0.38	0.41
ROE = RNOA + レバレッジ × スプレッド	2.73%	4.75%	3.64%	5.24%	5.44%

③ 売上高利益率の分析

最後に、いくつかの利益率をみてみることにしよう。2014年の百貨店3社についての結果をまとめたのが図表15である。

図表15 各利益率の比較

	三越伊勢丹	J. フロント	高島屋
売上高総利益率	28.00%	21.30%	30.20%
EBITDA マージン	4.30%	5.04%	5.23%
EBIT マージン	2.62%	3.65%	3.22%

売上高総利益率は、売上総利益（粗利益ともいう；売上高から売上原価を控除した金額）を売上高で割った比率である。意外なことに、これまで収益性の比率がもっとも良かったJ.フロントの売上高総利益率ももっとも低くなっている。これは、J.フロントの経営戦略のところ、百貨店側の取り分が少なくなっても、人気のある店舗に入ってもらおうとしていたことと関係があるかもしれない。また、高島屋の売上高総利益率ももっとも大きいのは、規模ではなく、収益性を追求する姿勢のあらわれともいえるであろう。高島屋は、他の百貨店と比べて、不動産業に力を入れているため、売上高総利益は大きくなっていると考えることもできる。

EBITDA マージンとは、EBITDA（支払利息や税金、減価償却費を控除する前の利益）を売上高で割った比率である。EBITDA は別の言い方をすると、売上高から売上原価・研究開発費・販売費および一般管理費を控除した値である。百貨店の場合、研究開発費はほとんどないので、EBITDA は、売上総利益から減価償却費以外の販売費および一般管理費を控除した値といえる。J. フロントは他社よりも、販売費および一般管理費の比率が低いので、ここで他社に追いつくことになる。ただしここでも、J. フロントは高島屋に負けている。

EBIT マージンは、EBITDA に償却費を足し戻した利益を売上高で割った比率である。EBIT 自体は支払利息と税金を控除する前の利益という意味である。ここでやっと、J. フロント > 高島屋 > 三越伊勢丹という順番になる。J. フロントは、他の2社と比べて、償却費の割合も低いことがわかる。

V おわりに

本稿では、老舗企業のなかでも、厳しい競争環境におかれている百貨店3社を対象とし、経営戦略と決算書の観点から分析を行ってきた。

どの老舗企業も伝統にあぐらをかいて昔と同じことをやっているだけで良いというわけではなく、その時々課題に対応した経営を行うことが必要となる。そのなかでも、百貨店は厳しい経営環境に直面しており、各社はそれぞれ戦略を持って経営に臨んでいた。

三越伊勢丹は、販売員を増やし、自主企画商品を開発するといった本業に回帰する経営を行おうとしていた。この会社は、業界内では売上高がトップであるが、決算書の数値には年ごとに変動がみられた。

それに対して、他の2社は新しい百貨店像を模索していた。J. フロントは、販売員などのコストを削減して、自社の取り分を減らしてでも、マーケットで支持されている商品を扱う店舗に入ってもらおうとしていた。コスト削減とレバレッジ効果により、収益性の比率は3社のなかではもっとも良かった。高島屋は、規模を追求するのではなく、不動産業を活かした街づくりにより新たな百貨店像をつくろうとしていた。売上高こそほとんど変わっていないものの、収益性を高めており、なかでも不動産業・建装業の成長がこれからの鍵をにぎるように思われた。

最後に、会計上の問題として、負ののれんの取扱いについて触れておきたい。本来、百貨店業は、名前や伝統のような目にはみえないが価値あるもの（正ののれん）が決定的に重要になってきそうである。ところが、ここでのケースでは、合併時に負の値（負ののれん）が記録されていた。なぜ百貨店業のような正ののれんが重要になってきそうな業界で、負ののれんが記録されるのか、今後の会計上の課題としたい。