

生産性とは、投入に対する産出の割合と定義される。投入資源は無尽蔵にあるわけではないので、投入に対してなるべく多くの産出を得られる方が効率的である。しかし、投入を減らせばよいのかという単純な話ではない。小売業は、パート化を進めて人的資源を減らしたが、肝心のプロセス改善が進まなかったため、狙い通りの成果を得られなかった。投入を減らしたために、産出も減ってしまったのでは、本末転倒である。それでは、投入を増やした方がよいのかと言えば、それも違う。商品の在庫を、増せば増すほど、利益が増えてくれるならよいが、過剰在庫がロスとなって跳ね返ってきたのでは、元も子もない。

最適な投入を行うことで最大の産出を得られるという原理を知り、さらに、プロセス改善を通じて産出量の割合を一層高める努力をすることが、マネジメントの本質である。適正在庫で販売すれば、ロスがなくなり、さらに、売り方（演出、値ごろ感、タイミング、接客等）を工夫すれば、需要が一層顕在化し、利益を増やすことができる。このような観点から、生産性向上の着眼点を探っていくことにしよう。

## 1 生産性の向上が企業価値を高める

企業は、超過収益を獲得するために活動している。顧客の欲するサービスを見極め、そのための施策を速やかに実行することで、他社との差別化を図る。さらに、実行コストの少ないビジネス・プロセスを構築することで、コスト優位を確立する。その結果として、企業価値を高めることを目標とする。

企業価値とは、企業が将来にわたって継続的に獲得するフリーキャッシュフローの現在価値である。もし、企業が毎年一定のフリーキャッシュフローを永続的に獲得できるとすると、企業価値は、以下の式で求めることができる。例えば、毎年10億円のフリーキャッシュフローを継続的に獲得すると予測され、資本コストが10%ならば、企業価値は100億円と算定される。

$$\text{企業価値} = \frac{\text{フリーキャッシュフロー}}{\text{資本コスト}}$$

この式は、次のような意味を持つ。ある資本コストの下で計算した企業価値が、正味使用資産（簿価）を上回っているならば、企業は超過収益を獲得していることになる。その結果、企業価値と正味使用資本（時価）が等しくなるよう株価の調整が行われる。

つまり、資本コストとは、調達資本に対して、企業に期待されている直近の投資収益率であることを意味している。調達資金は、負債と自己資本（株主資本）によって構成されるので、資本コストは、負債コストと自己資本コストの加重平均値となる。調達資本のうち、負債コストは、外部金融機関が要求する利子率であり、自己資本コストは、株主が期待する投資収益率ということになる。

前式を移行して、資本コストを求めると、以下のようになる。

$$\text{資本コスト} = \frac{\text{フリーキャッシュフロー}}{\text{企業価値}}$$

資本コストと類似の指標に **ROIC**（投下資本利益率）がある。企業が営業を継続するのに、毎年の減価償却額と同程度の投資を行うと仮定すると、フリーキャッシュフローは、営業利益×(1－実効税率)とほぼ等しくなる。そこで上式において、フリーキャッシュフローの代わりに営業利益×(1－実効税率)を代入し、企業価値として営業に直接関わる投下資本を代入すると、**ROIC**と同じ計算式が得られる。**ROIC**は、営業に直接関わる部分の収益性を税引き後の価値で算出することを意図している。**ROIC**は営業に直接関わる部分の収益性という点で、資本コストより狭義の指標であるが、いずれも、企業が事業に投じた資本を使い、どれだけ効率的に営業利益をあげているかを示す指標である。

我々は、企業が総資産を闇雲に拡大することを望んでいるわけではない。投資に見合ったキャッシュを稼ぎ、使用資本の効率性を高めること、ひいては、自己資本の時価が向上することを期待している。

企業に期待されていることは、企業価値を向上させる経営活動を通じて、自己資本の時価（株価）を高めることである。それには、使用資本の運用面に目を転じてみると、**図1-1**に示すように、営業利益を増やすことと、資産効率の最適化を図ることを見据えて、戦略を策定せよということになる。営業利益が増えることだけに関心が向けられるのではなく、同時に、資産が生産的に使用されているかについても関心が向けられている。有効な資産に投資を行い、ムダな資産を持たないようにすれば、資本調達を抑えても多くの利益が得られるようになり、企業成長を優位に進めることが可能になる。

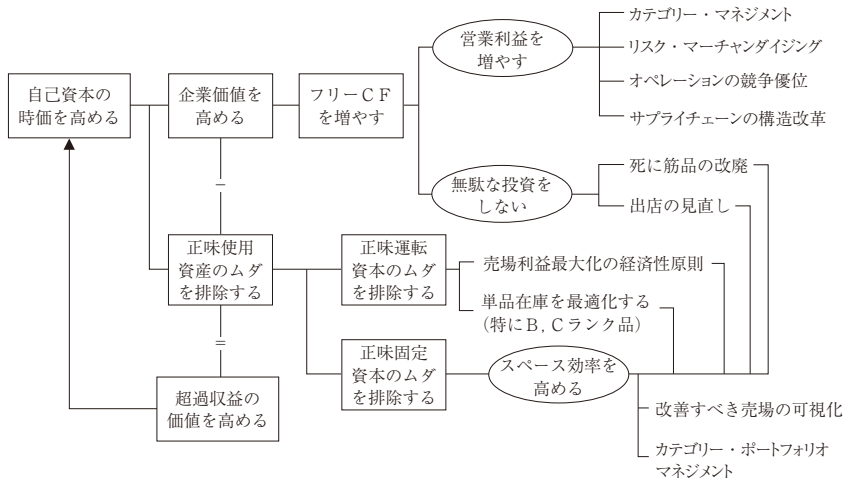


図1-1 企業価値の向上を通じて自己資本の時価を高める

◆ Column ◆

■ 企業価値とは

企業価値とは、企業が現在使用している正味資産（正味使用資産）を利用して、将来にわたって獲得するフリーキャッシュフローの現在価値のことをいう。現在価値を求めるには、毎年のフリーキャッシュフローを資本コストで割り引いて合計すればよいので、 $t$ 年のフリーキャッシュフローを $FCF_t$ 、資本コストを $i$ とすると、企業価値は以下のように求めることができる。

$$\text{企業価値} = \frac{FCF_1}{1+i} + \frac{FCF_2}{(1+i)^2} + \frac{FCF_3}{(1+i)^3} + \dots$$

いま毎年のフリーキャッシュフローが $FCF_1 = FCF_2 = FCF_3 = \dots = FCF$ で一定と仮定すると、上式は、等比数列の和を求める公式を利用して、以下のように簡単な式で表すことができる。

$$\begin{aligned} \text{企業価値} &= FCF \left\{ \frac{1}{1+i} + \frac{1}{(1+i)^2} + \frac{1}{(1+i)^3} + \dots \right\} \\ &= \lim_{n \rightarrow \infty} FCF \frac{1 - \frac{1}{(1+i)^n}}{i} = \frac{FCF}{i} \end{aligned}$$

企業価値が正味使用資産（簿価）より大きいときは、資本コストを上回る超過収益を獲得していることを意味し、その差が株価の上昇に反映される。企業価値の構成要素は以下のようになる。

正味使用資産＝正味運転資産（簿価）＋固定資産（簿価）

正味運転資産＝売上債権＋たな卸資産－仕入債務

固定資産＝建物、土地、投融資などのB/S上の固定資産の合計

正味使用資本（時価）＝有利子負債＋発行済株式数×株価－現金預金

投下資本＝固定資産－営業外固定資産（投融資など）

超過収益の現在価値＝正味使用資本（時価）－正味使用資産（簿価）

自己資本（時価）＝自己資本（簿価）＋超過収益の現在価値

企業価値	正味使用資産	正味運転資産（簿価）		投下資本	有利子負債－現金預金		正味使用資本（時価）
		固定資産	営業固定資産（簿価）		自己資本（簿価）	自己資本（時価）	
			営業外固定資産（簿価）				
	超過収益の現在価値			株式時価総額－自己資本（簿価）			

### ■フリーキャッシュフローとは

フリーキャッシュフローとは、企業が事業活動によって獲得した資金から事業継続に必要な投資資金を引いた残りの資金のことをいう。企業が投資した資産に対するリターンであり、事業の収益性を測定するために用いる。

フリーキャッシュフロー＝

利子引前・税引後営業キャッシュフロー－増加運転資本－設備投資

- ① まず利子引き前利益を求める。利子引き前利益は、会計上の営業利益から支払利息以外の営業外損失を差し引いて算出する。
- ② ①に実効税率を掛けて利子引前利益の税金を計算する。
- ③ ①から②を差し引き、それに減価償却等の非資金取引を加算する。これが、利子引前・税引後営業キャッシュフローである。
- ④ フリーキャッシュフローは、③から増加運転資本と設備投資額を差し引いて算出する。

## ■ 資本コストとは

資本コストとは、企業が資本を調達する際に要求される利率のことをいう。銀行などの外部金融機関からの借り入れ利率と株主資本コスト（自己資本に対して株主が期待する収益率）を加重平均して算出する。外部借入金の支払利子は、損金扱いによる節税効果があるので、税引後の収益性を評価する場合は、借入金利×(1－実行税率)を用いる。

資本コストの計算は、次のように行う。外部借入金と自己資本の時価（発行済株式数×株価）の構成比が6：4とする。借入金利が3%で実行税率が45%とすると、税引後の利率は $3\% \times 55\% = 1.65\%$ となる。株主資本コストは、株式市場の平均的な収益率に対して、企業がどのくらいリスクを持っているかによって利率が決まるので、例えば10%と仮定する。そうすると、資本コストは $1.65\% \times 0.6 + 10\% \times 0.4 = 5\%$ と算出される。

調達資本の源泉は、負債か株主資本である。負債の比率を高めれば株主資本に頼らずに資金を調達することができるが、倒産リスクが高まる。負債と自己資本の比率（財務レバレッジ）をうまく構成することで、株主に対する収益性も確保することができる。

## 2 営業利益を増やす着眼点

営業利益を増やす着眼点としては、カテゴリー・マネジメントが有用である。カテゴリー・マネジメントは、消費者視点に立ってカテゴリーのコンテキストを定め、それに整合した実行計画を策定することで、売場の魅力を高め、顧客数や買い上げ数の拡大をする効果がある。

ECR委員会は、カテゴリー・マネジメントを「消費者へ価値を提供することに焦点を当てながら、経営効率を高めるために、一つのカテゴリーを戦略事業単位して捉え、小売業とサプライヤが共同でマネジメントしていくプロセス」と定義している。包括的な方法論である一方、首尾一貫して取り組もうとすると、作業負荷が大きすぎて挫折する企業が大半であるとの報告もある。最近では、作業ステップを簡略化したアプローチもいろいろと考案されている。

消費者指向の売場をつくることには、誰も異論を唱えないであろう。カテゴリー・マネジメントの全体像を振り返り、その有用性と阻害要因を明らかにし

た上で、実践に向けた示唆を得ることにしよう。

## 2.1 カテゴリー・マネジメントは売場を差別化する思考プロセス

カテゴリー・マネジメントは、売場を差別化するための思考プロセスを提供する。消費者が楽しさを感じる売場になるようカテゴリーを定義し、他社との差別化の観点からカテゴリーの役割を決め、その指針のもとで戦略と戦術を策定する。通常は、四半期や半期ごとに、カテゴリーの品揃え、価格設定、棚割り、販促計画として展開される。カテゴリーの定義と役割は、いわば小売業の存在意義を規定する要素であり、マネジメント・レベルで明示化されるべきものである。

カテゴリー計画を作成するための一連のプロセスは、図1-2に示す「8ステップ」として体系化されている。

図1-2 カテゴリー・マネジメントの8ステップ

### ①カテゴリーの定義

カテゴリー定義では、消費者の視点から、カテゴリーに対するニーズを類型化し、商品選択の指針を明確化する。例えば、ラーメンを食べたいという消費者ニーズは、さらに、細分化することができ、調理不要でお湯を注ぐだけですぐに食べたいというニーズや、調理の手間は多少かかってもラーメン屋で食べるのと同じくらいおいしいラーメンを食べたいというニーズなど、様々なニーズを列挙することができる。このようにして、ニーズをサブカテゴリー、セグメントへと細分化していく。細分化の仕方によって、カテゴリーの特徴が差別化されるので、消費者が重視する商品属性（味、材料、内容量等）は何かなど、消費者の購買基準を明確にしながら、自由な発想で細分化を展開していく。こうしてできあがったカテゴリーの体系は、カテゴリー戦略・戦術を策定するときの基本方針となる。

カテゴリー定義は、その重要性に反して、日常業務の中で見過ごされることが多い。しかし、消費者ニーズは、様々な切り口から定義することができるため、シーズンごとの売場変更の際には、新しいカテゴリーの探索やサブカテゴリーの見直しを怠らないことが肝要である。カテゴリー定義を柔軟に行えるような仕組みも必要である。いわゆる商品分類は、仕入業務と密接に関連しており、その体系を変更するのは容易ではない。商品分類とは独立したカテゴリーマスターを利用することが不可欠である。