

商学部 研究論文

〈題 目〉

事業戦略と財務諸表から見る
アパレル企業 3 社の比較分析

指導教員

太田 浩司 先生

〈学籍番号〉 商 2 1 - 0 3 3 0

〈氏 名〉 瀬川 純令

要 約

新型コロナウイルス感染症の世界的大流行によって、私たちの購買活動は大きく変化した。緊急事態宣言に伴い、不要不急の外出自粛が求められたことで、人々は家の中での暮らしの質を追求するようになったのである。こうした動きの中では、家電や家具、飲食店のフードデリバリーサービスなどの需要が高まったが、その一方で、人々の消費が減少したのも多く存在する。その一つが、被服及び履物、すなわち「アパレル」である。外出の機会が減少し、業界全体の売上が落ち込む中で、アパレル企業はどのようにしてコロナ禍を乗り越えたのだろうか。本論文では、事業戦略と財務諸表の二つの観点から比較分析を行うことで、コロナ禍におけるアパレル企業の変化と、その将来性について検討を行う。

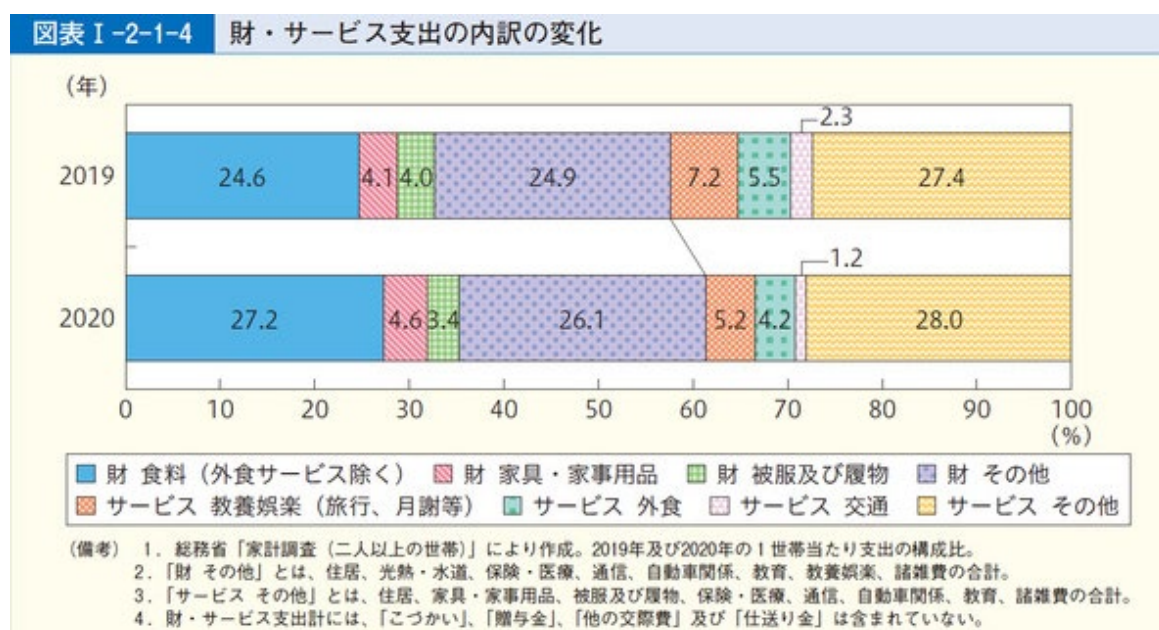
まず第 1 章では、本論題を選択するに至った経緯について述べる。第 2 章では、2018 年から 2022 年にかけてのアパレル業界全体の動きについて、売上高と EC 市場規模をもとに述べる。第 3 章では、企業規模と経営における類似性の観点から、比較分析の対象とする企業を選定する。第 4 章では、選定した 3 社の概要と事業戦略について説明するとともに、各社の特徴や違いについて述べる。第 5 章では、成長性、収益性、安定性の 3 つの観点から財務諸表分析を行う。第 6 章では、事業戦略の比較と財務諸表分析から得られた、コロナ禍における各社の対応と効果、そして各社の将来性について述べる。

目 次

	ページ
要約	2
目次	3
第1章 はじめに	4
第2章 アパレル業界の動向	5
第3章 分析対象の選定	6
第4章 各社の概要と事業戦略	8
第1節 アダストリア	8
1) 経歴	8
2) 事業戦略	9
第2節 パルグループホールディングス	10
1) 経歴	11
2) 事業戦略	11
第3節 ユナイテッドアローズ	13
1) 経歴	13
2) 事業戦略	14
第4節 各社の事業戦略の比較	16
第5章 財務諸表分析	17
第1節 成長性分析	17
第2節 収益性分析	21
第3節 安全性分析	23
第6章 おわりに	25
引用・参考文献一覧	27

第1章 はじめに

2019年12月初旬、第1例目の感染者が報告された新型コロナウイルス感染症は、ものの数ヶ月で世界中に蔓延し、大混乱を引き起こした。コロナ禍を通して人々の購買行動は大きく変化し、あらゆる業界が影響を受けたが、中でもその影響を大きく受けたのが小売業・流通業である。消費者庁によると、緊急事態宣言に伴う外出自粛によって、財・サービス支出の内訳に変化が起きた。下図に示す通り、外出サービスを除く食料や、家具・家事用品などの巣ごもり消費が増加している一方で、被服及び履物の占める割合は4.0%から3.4%に減少している¹。



出所) 消費者庁「第1部第2章第1節(2)外出型消費の減少と『巣ごもり消費』の増加」
『令和3年版消費者白書』

https://www.caa.go.jp/policies/policy/consumer_research/white_paper/2021/white_paper_123.html, (参照 2024-07-12)。

商材そのものの需要が落ち込む中で、アパレル企業は、どのようにしてコロナ禍を乗り越えたのだろうか。本論文では、アパレル業界に属する企業のうち、企業規模や出店戦略に類似性のある企業を選定し、事業戦略の比較によってコロナ禍における各社の対応と効果を検証するとともに、財務諸表分析によって各社の将来性を判断する。また、分析の対

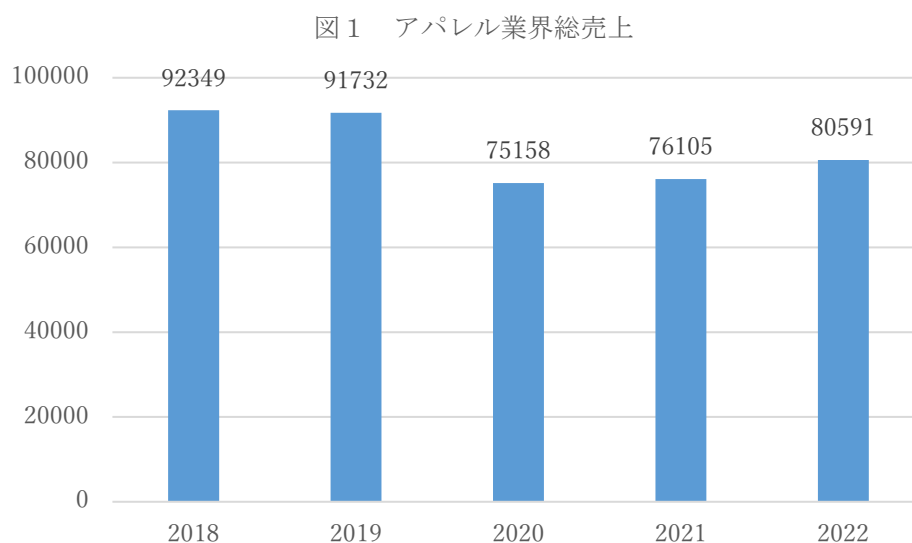
¹ 巣ごもり消費とは、外出することなく、自宅内で行う消費活動のことである。

象期間については、コロナ禍のはじまりの年である 2020 年の前後 2 年間を含めた、2018 年～2022 年の 5 年間としている。

第 2 章 アパレル業界の動向

ここでは、2018 年から 2022 年にかけてのアパレル業界全体の動きがどのようなものであったのかについて、売上高と EC 市場規模をもとに述べる²。

図 1 では、アパレル業界全体の総売上上の推移をあらわしている。



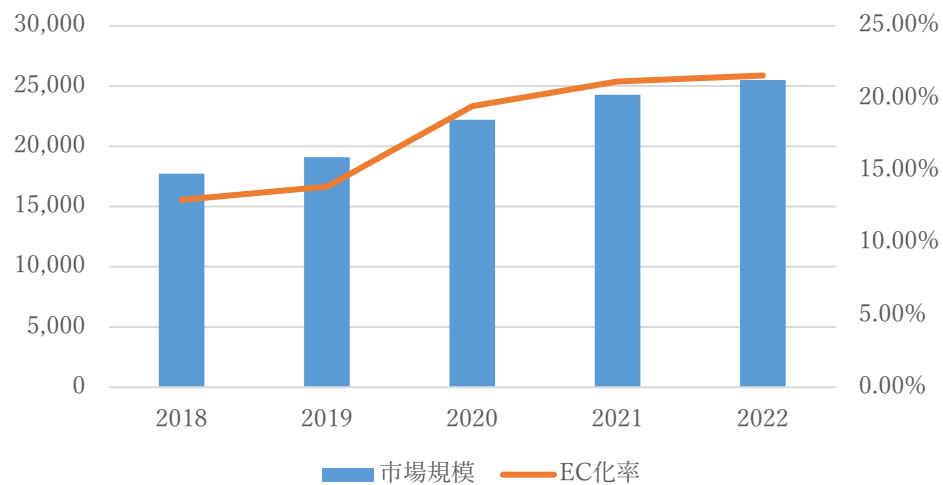
出所) 株式会社矢野経済研究所(2023)「国内アパレル市場に関する調査を実施」
https://www.yano.co.jp/press-release/show/press_id/3354, (参照 2024-07-12)。

2018 年から 2019 年にかけては好調に見えるが、2020 年時点で突然大きく落ち込んでいる。この原因が新型コロナウイルス感染症であり、日本国内においても、2020 年 4 月 7 日に第 1 回の緊急事態宣言が発出された。緊急事態宣言とは、対象地域の住民に対し、不要不急の外出自粛と感染防止への協力を要請するものである。アパレル業界も衣類の需要減少や店舗営業の停止などの影響を受け、苦境に立つこととなった。

しかし、外出自粛の状況下で発展したものもある。それが EC 市場である。図 2 では、アパレル EC 市場規模をあらわしている。

² EC 市場は、Electronic Commerce の略である。データ通信やコンピュータなど電子的な手段を介して行う商取引の総称。e コマース、電子商取引とも呼ばれる。

図2 アパレルEC市場規模



出所) 経済産業省(令和元年度～令和4年度)「電子商取引実態調査」

https://www.meti.go.jp/policy/it_policy/statistics/outlook/ie_outlook.html,

(参照 2024-07-12)。

2018年から2022年の5年間に渡って順調に成長しており、特に2020年は業界総売上が下落した年であるが、EC市場規模はかえって高まる結果となった。コロナ禍以前のアパレル業界にとっては、衣類という商材の特性上、試着や接客による価値提供が主であったため、店舗営業が最も重要であり、EC事業はそれほど重視されるものではなかった。しかし、コロナ禍を受けて突然に店舗での売上が見込めなくなったことで、早急にEC事業の体制を整える必要に駆られたのである。

第3章 分析対象の選定

比較分析を行うにあたって、まずはアパレル業界の中から分析対象とする企業を選定する。以下の表1は、上場しているアパレル企業のうち、東洋経済業種分類の細分類で「カジュアルウェア売り」に分類される企業の時価総額をランキング形式にまとめたものである³⁴。

³ eol データベース「業種分類を用いた企業抽出・分析“活用事例”

https://www.indb.co.jp/sample/casestudy/pdf/casestudy_bd07.pdf, (参照 2024-07-12)。

⁴ 企業の規模を示すものであり、通常「株価×発行済株式数」で計算される。

表 1：アパレル時価総額ランキング （単位：百万円）

ファーストリテイリング	14,065,366
Z O Z O	1,319,382
しまむら	523,799
アダストリア	151,524
パルグループホールディングス	148,995
ユナイテッドアローズ	64,445
ハニーズホールディングス	44,137
バロックジャパンリミテッド	29,267
ラオックスホールディングス	19,880
T O K Y O B A S E	12,228

出所）eol データベースから筆者が作成（2024 年 2 月期または 3 月期）

「ユニクロ」や「GU」などの有名ブランドを世界中に展開しているファーストリテイリングが群を抜いて高く、その後にモール型 EC サイト「ZOZOTOWN」を運営する ZOZO、年代・性別を問わず豊富な品揃えを誇る「ファッションセンターしまむら」を展開するしまむらが続いている（表 1）。これら上位三社は、経営の方向性が大きく異なる。例えば、ファーストリテイリングが海外進出に力を入れ、世界 8 か国で店舗展開を行っているのに対して、しまむらはドミナント出店を基本としており、特定の地域に集中して店舗を出店することで知名度向上や配送効率化を実現している。また、ZOZO は自社ブランドや実店舗を持たず、EC サイト上のみで活動している。一方で、四位から六位を占める三社（アダストリア、パルグループホールディングス、ユナイテッドアローズ）は共通点が多い。具体的には、特定のブランド運営に注力する一点集中型ではなく、複数のブランドを展開することで幅広い客層の獲得を試みる分散型である点や、主にイオンモールやららぽーとななどの大型商業施設に出店している点が挙げられる。以上の理由から、経営の方向性や出店戦略に類似性があり、互いに有力なライバル企業である、アダストリア、パルグループホールディングス、ユナイテッドアローズの 3 社を分析対象とする。

第4章 各社の概要と事業戦略

第1節 アダストリア

株式会社アダストリアは、グループで30を超えるブランドを国内外で約1,400店舗展開するカジュアルファッション専門店チェーンである。ブランドの開発から商品企画、生産、物流、販売までをグループ内で行うことによって業務効率化を図るとともに、すべての工程をシステムで繋げることでデータドリブン経営を実現している⁵。また、自社ECサイトにおいては1,000万人以上の会員数を誇る。デジタルサイネージを活用し、自社ECサイトにおける購入履歴やお気に入りなどの情報からよりパーソナルなスタイリング提案を実現するなど、デジタル技術とリアルなサービス・体験を融合させた新しい接客体験を提供している。

1) 経歴

1953年10月の創業当初は、「株式会社福田屋洋服店」という紳士服小売店であった。当時の水戸には郊外型紳士服チェーンが多く、福田屋洋服店もその並びの中で経営していた。現CEOである福田会長は、周辺地域に学生が気軽に服を買うことのできる店がないことに着目し、1973年にF C形態のメンズカジュアルショップ「メンズプラザ・ベガ福田屋」をオープンさせた。これがアダストリアの原点である⁶。1992年にはレディースカジュアルウェア小売業に進出し、「ローリーズファーム」の展開を開始する。「ローリーズファーム」は2023年現在も人気を博しており、アダストリアの代表ブランドの一つとなっている。2007年に自社サイトでWEB事業を開始し、その翌年にはビジネスモデルを垂直統合型SPA体制に変革する⁷。2014年11月に自社ECサイトを全面リニューアルし、サービスを開始した公式WEBストア「.st（ドットエスティ）」は、その後約5年間で会員登録者数1,000万人を突破している。

⁵ データドリブン経営とは、データの分析結果をもとに意思決定を行うことである。

⁶ 織研新聞社（2016）「あの企業も始まりは一つの店からだった」

<https://senken.co.jp/posts/first-shop-160101>, (参照 2024-07-12)。

⁷ SPAは、specialty store retailer of private label apparelの略である。商品企画から生産、販売までを一貫して行う業態の小売業のこと。製造小売業とも呼ばれる。

2) 事業戦略

まず、コロナ禍以前の事業戦略について説明する。アダストリアは、2019年2月期～2021年2月期において、3つの戦略から成る3ヶ年計画を示している⁸。

1つ目は、「“収益”を継続的に向上させる体制の実現」である。この戦略は、各ブランドの特性に応じて運営体制を見直し、在庫量の最適化と値引き販売の抑制によって利益改善を実現する、というものである。実際に2019年には、福袋販売の廃止によって売上総利益率の改善に成功している。2つ目は、「社会・お客様の変化がもたらす成長機会の“事業化”」である。この戦略は、WEB事業、海外事業、新規事業の各事業領域の成長、拡大を目指すものであり、自社ECサイトの利便性向上、アジア事業の収益改善、飲食事業子会社の出店開始などが具体的な施策である。3つ目は、「変革と成長を支える“経営基盤の構築”」である。この戦略は、社会課題・業界課題解決への貢献やサステナブル経営への取り組みによって、グループマネジメント力の強化を目指すものである。

この計画の進捗は2年目となる2020年2月期まで順調であったが、新型コロナウイルス感染症拡大の影響を受けて取り下げることになる。そして、2025年に向けた4つの成長戦略が新たに掲げられた⁹。

1つ目は、「マルチブランド、マルチカテゴリー」である。アダストリアは多種多様なブランド展開と、雑貨や家具などのアパレル以外のカテゴリーにおいてもファッション性の高い商品展開を行っていることが強みである。この強みを最大限に発揮するため、既存のブランドを役割とステージに応じて3つのグループに分類し、各グループに合わせた戦略を立てている。3つのグループとは、独自の成長戦略で大型化を目指す独立型ブランド、新規市場や新カテゴリーの開拓によって高成長を図る成長型ブランド、既存市場の深掘りによって収益性の向上を目指す収益型ブランドである。

2つ目は、「デジタルの顧客接点、サービス」である。2019年時点で1千万人規模であった会員基盤は、コロナ禍におけるデジタル戦略の進捗とともにさらに成長し、2022年2月期には1300万人を超えている。この確固たる基盤をもとに、2026年2月期にEC売上高800億円を目指し、2022年2月期比で購買客数を60%、購買回数を25%アップさせることが当戦略の目標である。まず、購買客数増加の具体策としては、TVCMの活用などの積極的なプロモーションによる認知度アップ、取り込みきれていないメンズやシニ

⁸ 株式会社アダストリア「2019年2月期決算説明会資料」

⁹ 株式会社アダストリア「2023年2月期～2026年2月期中期経営計画」

アなど新しい顧客層に向けたカテゴリーの拡大、M&A や協業を通じた参画企業の増加による当社以外の顧客の取り込みを掲げている。そして、購買回数増加については、生活雑貨や家具など、非アパレルカテゴリーの拡大、他社商材の取り扱い、自社スタッフのインフルエンサー化を推進していく、としている。

3 つ目は、「グローカル」である¹⁰。アダストリアは現在、中国大陸、台湾、香港、米国、東南アジアに事業を展開しているが、地域によって市場規模や競合状況が異なるため、各地域のマーケット特性に合わせて最適な策を講じる、というのが当戦略の概要である。そして、各地域の中でも特に中国大陸での店舗展開に力を入れており、詳細なビジネスモデルを構築している。その内容は、まず大規模旗艦店に投資してブランドを確立させ、その後に周辺のショッピングセンターに出店し、エリア内での収益化を図ることで、旗艦店ドミナント戦略モデルの確立を目指す、というものである。中国大陸は規模が大きく競争が激しいマーケットであるため、まずは認知度を上げることが得策である。

4 つ目は、「新規事業」である。新規事業戦略は、食分野の確立と BtoB 事業の拡大を目的としている。食分野においては、飲食事業のゼットン社をグループ化し、実店舗の魅力向上や EC サイトにおける取り扱い拡大などを狙いとしている。また、BtoB 事業に関しては、取締役直下に法人営業部を新設し、商品企画・生産・店舗開発などにおいて、強みであるバリューチェーンの機能を外部の企業に提供するという新たなビジネスモデルの確立を目指す、としている。

第2節 パルグループホールディングス

株式会社パルグループホールディングス（以下パルグループ）は、株式会社 PAL、株式会社ナイスクラブをはじめとする 7 つの会社から成り立つ企業である。10 代、20 代をターゲットとした婦人服・紳士服・雑貨等の企画・製造及び卸・小売を事業内容としており、生産のグローバル化によって低価格かつ高品質の商品の供給を実現している。最も特徴的な点としては、生活雑貨などを取り扱う「3COINS」の売上が大きく、2023 年 2 月期時点において全体売上の約 30% を占めているという点である¹¹。近年アパレル業界

¹⁰ グローカルとは、グローバル（global）とローカル（local）をかけ合わせた造語である。「国境を越えた地球規模の視野と、草の根の地域の視点で、さまざまな問題を捉えていこうとする考え方。グローカリズム。」（大辞林）

¹¹ 株式会社パルグループホールディングス「2023 年 2 月期決算説明会資料」p.8

では取り扱う商品の幅を広げる動きがみられ、生活雑貨や食品などを販売する企業も多いが、その中でもパルグループが展開する「3COINS」は、知名度が高く業績の良い、顕著な成功例である。

1) 経歴

1961年9月に設立された株式会社スコッチ洋服店よりカジュアル部門を分離し、1973年10月に設立したのが株式会社パルである。当時のダイエー中百舌鳥店（大阪府堺市）にジーンズショップ「パル青山」を開店し、その後、大阪府を中心に関西圏の出店を進める。1988年6月には渋谷パルコにトレンドショップ「アレグロバーチェ」を開店し、東京進出を果たす。そして、1994年4月に現在の主力事業である300円ショップ

「3COINS」1号店を大阪市北区茶屋町に開店する。順調に業績を伸ばし、2006年8月1日に東京証券取引市場第一部に上場を果たしている。株式会社パルは、2016年9月に会社分割の方式により持株会社体制に移行し、分割後「株式会社パルグループホールディングス」に商号変更している¹²。持株会社体制への移行の背景と目的について、「より一層の経営のスピード化を図り、機動的かつ柔軟な経営判断を可能にするグループ運営体制を構築することが望ましいと判断した」と説明している¹³。

2) 事業戦略

2019年2月期から2023年2月期までの事業戦略は一貫しており、「“パル流”経営のグループ会社への一層の浸透」、「新規ブランドの創設（社内提案、社外コラボ、M&Aなど）」、「インフラ強化（IT、物流、生産）」、「海外事業推進」、「WEB事業推進」の5つである¹⁴。このうち、経営の核となっているものや実際に変化があったものについて述べる。

はじめに、「“パル流”経営のグループ会社への一層の浸透」について説明する。“パル流”経営の特徴は、SNSを重要視したオムニチャネルを実施していることである。まずInstagramやYouTubeなどのSNS、ブログなどで顧客を実店舗・自社ECサイトに呼び込み、接客で顧客データを蓄積し、得られたデータを長期利用や顧客生涯価値の向上のため

¹² 株式会社パルグループホールディングス「沿革」『パルグループホールディングス公式ホームページ』 <https://www.palgroup.holdings/company/history.php>

¹³ 株式会社パル（2016）「会社分割による持株会社体制への移行に伴う吸収分割契約締結及び定款の一部変更（商号及び事業目的の一部変更等）に関するお知らせ」
https://www.palgroup.holdings/wp/wp-content/uploads/2016/08/20160412_003.pdf

¹⁴ 株式会社パルグループホールディングス「2019年2月期決算説明会資料」p.18

めに活用する、というサイクルを構築している¹⁵。パルグループは、前述のとおり 2016 年に会社分割により持株会社に移行している。持株会社の長所のひとつとして、親会社がグループ全体の経営方針の策定、および経営判断を行うため、グループ会社は事業に専念でき、より効率的に業務を行えることが挙げられる。そして、旧株式会社パルが持株会社へ移行した理由も、このような持株会社体制の強みを活かすためである。パルグループは 7 つの会社から成り立つため、“パル流” 経営がグループ全体に行き渡れば、SNS の認知度向上につながり、さらに多くの顧客を呼び込むことができるだろう。

次に、「新規ブランドの創設（社内提案、社外コラボ、M&A など）」について説明する。2019 年 2 月期から 2023 年 2 月期までの 5 年間では、イタリア発のバッグブランド「IACUCCI」の独占販売や、双日株式会社との共同開発による「ローカスト株式会社」の設立、NBCユニバーサル・エンターテイメントジャパン合同会社の新たなマルチ・キャラクターブランド「ポケユニ/ポケットユニバーサル」の世界独占展開などを実現している。

最後に、「WEB 事業推進」について説明する。パルグループは、オンライン接客サービス「STAFF START」を活用した、店舗スタッフのインフルエンサー化を推進している。「STAFF START」とは、トランスコスモス株式会社が提供するサービスであり、店舗スタッフが、コーディネートや商品レビュー、動画などを EC サイト上に投稿できるというものである。パル常務執行役員の堀田覚氏は、スタッフ個人の顧客接点に着目し、2016 年ごろから、社員とアルバイトを含む販売スタッフの個人アカウントによる SNS 発信を奨励してきた。しかし、当初はスタッフの個人アカウントと EC サイトを結びつけることができず、顧客の購買に活かせていなかった。そこで、「STAFF START」を導入したことによって、スタッフの投稿から EC サイトへの流れが円滑になり、EC 売上を大幅に伸ばすことに成功している。実際に、2017 年に 15～20 億円であった売上額は、2020 年にはおよそ 5 倍である 75 億円にまで達しており、この内の約 7 割が「STAFF START」経由の流入である¹⁶。

¹⁵ OPTPiX（2021）「パル堀田氏が語る、オンライン一択になったからこそ気付いた 3 つの大切なこと」
<https://www.webtech.co.jp/smartipeg/gallery/showcase/ecfaironline2021.html>, (参照 2024-07-12)。

¹⁶ STAFF START（2021）「【前半】パル、STAFF START 導入後に EC 売上 700% UP！

また、5つの事業戦略には含まれていないが、パルグループにはトレンドをとらえるための独自の周期表「パルマップ」が存在する。その内容は、ファッションテイストをドレスアップ、ドレスダウン、ハード、ソフトの4つに分類し、トレンドを、12年周期で4つのゾーンを一巡するサイクルとして捉える、というものである。このパルマップをもとにブランド投入や出店の判断を下すことによって、全方位的にマーケットをカバーし、安定した売り上げを確保している¹⁷。

第3節 ユナイテッドアローズ

ユナイテッドアローズは、国内外から調達したデザイナーズブランドとオリジナル企画の紳士服・婦人服および雑貨等の商品をミックスし販売するセレクトショップを展開する企業であり、BEAMS（ビームス）、SHIPS（シップス）と並んでセレクトショップ御三家と称されている。ユナイテッドアローズは、前述したアダストリアやパルグループと比べるとやや高めの30代、40代から支持されていることが特徴的である。その理由として、価格帯が高めに設定されていること、デザインが若年層の支持を得やすいカジュアルテイストではなく、トラッド、コンサバティブなテイストに集中していることなどが挙げられる。

1) 経歴

現名誉会長である重松理氏が、現上級顧問クリエイティブディレクション担当の栗野宏文氏らと共に、株式会社ワールドからの資金援助および共同出資をうけて1989年に設立、その翌年に1号店をオープンした¹⁸。これがユナイテッドアローズの起源であり、アパレル業界において比較的新しい企業であるといえる。1992年に旗艦店であるユナイテッドアローズ原宿本店を開店して以降、1999年に系列ブランドのユナイテッドアローズ・グリーンレーベル・リラクシング事業の本格出店、並びにクロムハーツ事業本格展開を開始し、2000年にディストリクト・ユナイテッドアローズをオープン、アウトレットモールへの出店を開始するなど、着々と業績を伸ばし、現在は27のストアブランド・レ

フォロワー500万人のスタッフたちが主役のEC施策とは？」, <https://media.staff-start.com/case/pal/>, (参照 2024-07-12)。

¹⁷ 日経MJ (2024), 「『拝啓社長殿』でヒット連発 パル、全社挙げて企画開発」, (参照 2024-07-12)。

¹⁸ READY TO FASHION MAG (2024) 「ユナイテッドアローズとはどんな会社？事業内容や最近の動向を解説」 <https://www.readytofashion.jp/mag/column/companyguide-unitedarrows/>, (参照 2024-07-12)。

ーベルを展開するまでに至っている。2022年には、2009年に立ち上げた自社運営通販サイト「ユナイテッドアローズ オンラインストア」を「ユナイテッドアローズ オンライン」としてリニューアルオープンしており、EC領域にも力を入れている¹⁹。

2) 事業戦略

ユナイテッドアローズは、10年ごとの長期経営計画と3年ごとの中期経営計画をそれぞれ公表している。本論文は、2018年度～2022年度の5年間を分析の対象としているため、中期経営計画をもとに戦略の変遷について説明する。まず、2018年3期～2020年3期の中期経営計画では、4つの事業戦略を示している²⁰。

1つ目は、「強い経営基盤の確立」である。2015年3月期から2017年3月期まで3期連続の減益であったことを踏まえ、再成長に向けて組織風土・人事改革、不採算事業・店舗の精査、収益構造の健全化等を実施している。

2つ目は、「実店舗の強みを生かしたEC拡大」である。EC売上高の成長は、実店舗で獲得してきた顧客に起因するという前提をもとに、実店舗において築き上げてきたノウハウを活かし、EC戦略に取り組む、というものである。具体的には、ブランドサイトと自社ECサイトの統合、ネット通販在庫の拡充、自社EC運営体制変更を実施している。

3つ目は、マーケット変化への対応である。ユナイテッドアローズは、独自のマーケット定義を持っている。

¹⁹ 株式会社ユナイテッドアローズ「沿革」『株式会社ユナイテッドアローズ 企業サイト』<https://www.united-arrows.co.jp/about/history/>, (参照 2024-07-12)。

²⁰ 株式会社ユナイテッドアローズ「UA グループ中期ビジョン」https://www.united-arrows.co.jp/ir/pdf/ir19_6.pdf, (参照 2024-07-12)。



出所) 株式会社ユナイテッドアローズ「ユナイテッドアローズグループが取り組むマーケット」『株式会社ユナイテッドアローズ 企業サイト』<https://www.united-arrows.co.jp/ir/business/>, (参照 2024-07-12)

まず、マーケット全体を「比較的低価格なデイリーウェアがメインのヴォリュームマーケット」と、「ファッション性が高く、ファッションの潮流に敏感なトレンドマーケット」に2分類したうえで、後者のトレンドマーケットをターゲットとしたビジネス展開を行っている。トレンドマーケットに向けた事業については、量より質の追求・ロイヤルティの向上を目指し、ミッドトレンド、ニュートレンドマーケットに向けた事業については、今後のニーズ拡大が想定し、業容の拡大を目指す、としている。

4つ目は、「お客様との接点の拡大」である。具体的には、衣料品以外のドメインの拡大、リユース・リサイクルへの取り組み、海外展開の拡張である。特に海外展開については、2019年3月期に、ミッドトレンドおよびニュートレンドマーケットに向けたテストマーケティングを台湾で開始している。

また、2023年3月期を最終年度とする中期経営計画においては、前期の計画を発展させ、持続的な成長基盤の強化と顧客創造をテーマに、二つの事業戦略を示している²¹。

1つ目は、「既存事業の安定成長継続」である。これは、この戦略においては、マーケットごとに具体的な施策が定められている。まず、主軸となるトレンドマーケットにおい

²¹ 株式会社ユナイテッドアローズ (2020) 「新中期経営計画」 <https://www.united-arrows.co.jp/ir/pdf/tabaya41-4.pdf>, (参照 2024-07-12)。

では、小型事業やウィメンズ店舗の拡大を行い、ミッドトレンドマーケットではカジュアルの強化やウィメンズ小型事業の拡大を推進する。この二つのマーケットでは、ネット通販の強化にも取り組む。そして、ニュートrendマーケットにおいては、新規出店の拡大を目指す、としている。この戦略は、各マーケットで同時に不採算な取り組みの精査・整理による収益性改善を進めることで、収益拡大を狙うものである。

2つ目は、「新規事業創出の挑戦」である。ユナイテッドアローズは、現在4つのブランド事業を主力としているが、加えて第5の主力事業となる新たな事業開発に着手するとともに、ライフスタイル事業としてアパレル以外の分野の開拓にも取り組む。また、海外展開については、台湾に続き中国市場への本格進出を目指す、としている。

第4節 各社の事業戦略の比較

各社の事業戦略を比較すると、ターゲット層と今後の展望に大きな違いがあることがわかる。

まず、ターゲット層について述べる。アダストリアは市場全体のニーズを網羅する規模の大きな経営により、幅広い客層・年齢層に対応することで安定した成績を収めている。一方で、パルグループはSNSの運用やWEB事業に特化しており、特に若年層からの支持を受けている。そして、ユナイテッドアローズは高所得層をターゲットとしているため、他2社と比べて顧客の年齢層が高い傾向にあると考えられる。

次に、今後の展望について述べる。アダストリアは、アパレル以外の事業への進出と、既存事業の拡大を目指している。事業戦略として、「マルチカテゴリー・マルチブランド」を第一に掲げているように、幅広い事業展開が強みであるが、新たな試みである“飲食事業への進出”は特に挑戦的である。このような柔軟な経営を可能にしているのは、1,000万人以上の顧客と複数の人気ブランドから成る確固たる経営基盤である。次に、パルグループは、WEB事業の推進とグループ運営体制の強化に取り組んでいる。SNSを活用した顧客の呼び込みを強みとしており、特に店舗スタッフのインフルエンサー化が進んでいる点は他社と比べて有利である。EC市場規模が成長し続けている中で、強みであるWEB事業をさらに拡大することによって、他社との差別化を図ることができると考えられる。最後に、ユナイテッドアローズは、既存事業の安定化と新事業開発を目標としている。既存事業においては、高価格帯を中心とした商品展開を行っているため、アパレル業界に多い薄利多売のビジネスモデルには当てはまらない。しかし、ショッピング

グモールなどの大型商業施設に出店する際には、隣り合う他社ブランドと比較されることは避けられないため、顧客が納得できる付加価値を提供することが必要になると考えられる。

第5章 財務諸表分析

第1節 成長性分析

本節では、各社がどのような成長過程にあるのかを把握し、各社の成長性を判断する。図Aは各社の売上高成長率、総資産成長率の一覧である。

図A 各社成長率一覧

アダストリア

	2018	2019	2020	2021	2022	前期比平均
売上高	9.38%	-0.06%	-0.13%	-17.32%	9.63%	0.30%
総資産	0.81%	0.18%	7.27%	-2.53%	2.63%	1.67%

パルグループ

	2018	2019	2020	2021	2022	前期比平均
売上高	5.83%	5.87%	1.29%	-17.89%	23.66%	3.75%
総資産	7.53%	5.85%	8.23%	13.94%	-13.36%	4.44%

ユナイテッドアローズ

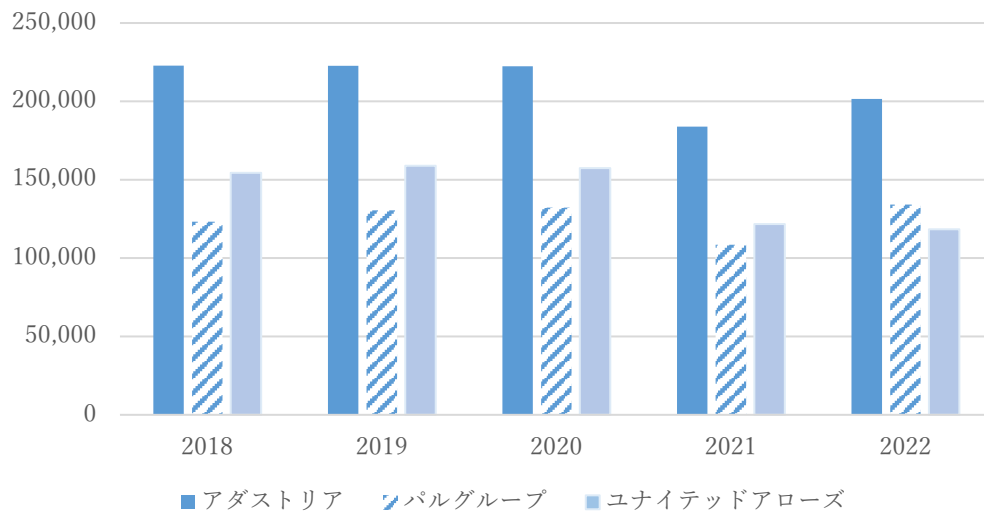
	2018	2019	2020	2021	2022	前期比平均
売上高	6.10%	2.92%	-0.95%	-22.68%	-2.73%	-3.47%
総資産	-1.02%	5.41%	-1.03%	-9.12%	-6.16%	-2.38%

出所) eol データベースから筆者が作成

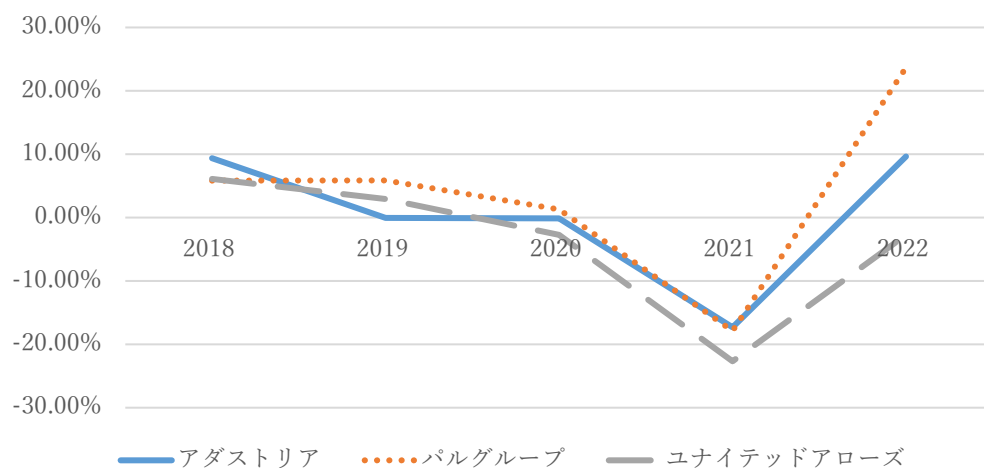
まず、売上高の実数値推移と成長率を図示し、増減の要因について述べる。

表Aでは分析対象3社の売上高の推移をとり、表Bでは売上高成長率をとっている。

表A 売上高



表B 売上高成長率

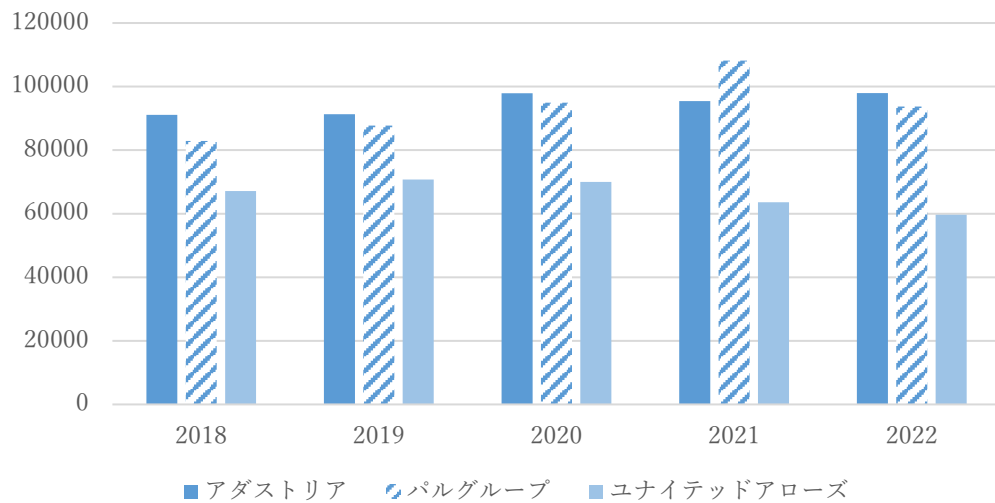


出所) eol データベースから筆者が作成

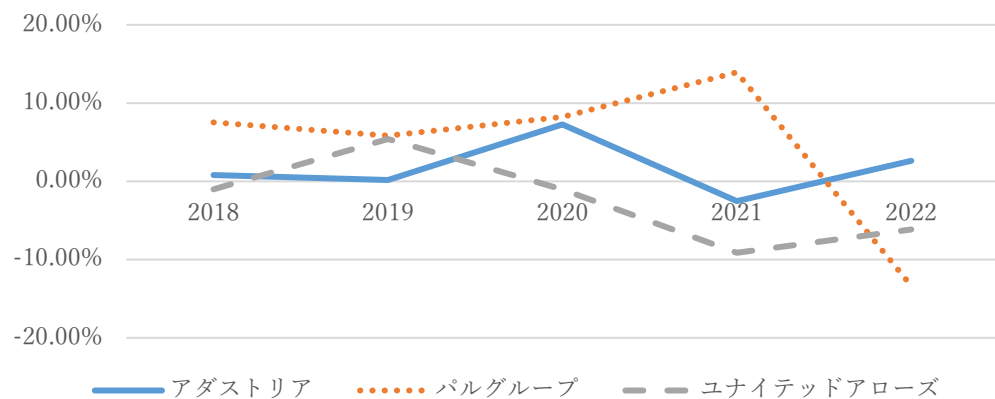
2021 年度は 3 社とも成績を落としているが、これは第 2 章で述べた通り、緊急事態宣言発出に伴う実店舗の営業停止などが原因である。また、翌年の 2022 年度には、アダストリアとパルがプラスの成長率をとっているのに対し、ユナイテッドアローズはマイナスの成長率をとる結果となった。事業戦略の節で説明したように、ユナイテッドアローズは経営基盤が不安定な状況であったため、コロナ禍における急激な市場の変化に対応しきれなかったと考えられる。

次に、総資産の実数値推移と成長率を図示し、増減の要因について述べる。

表C 総資産



表D 総資産成長率



出所) eol データベースから筆者が作成

総資産は会社が保有する財産の総額であり、会社の規模を量ることができる。よって、アダストリアとパルグループの規模は同程度であり、ユナイテッドアローズは2社に比べて規模が小さいことがわかる。また、2021年度にパルグループの総資産が増加している原因は、短期借入金の増加である。これは、コロナ禍への対応によって経費が先行したため、資金繰りの安定化を目的として借り入れたものである。また、翌年度にはキャッシュフローの改善に伴い、一括返済を行っている²²。

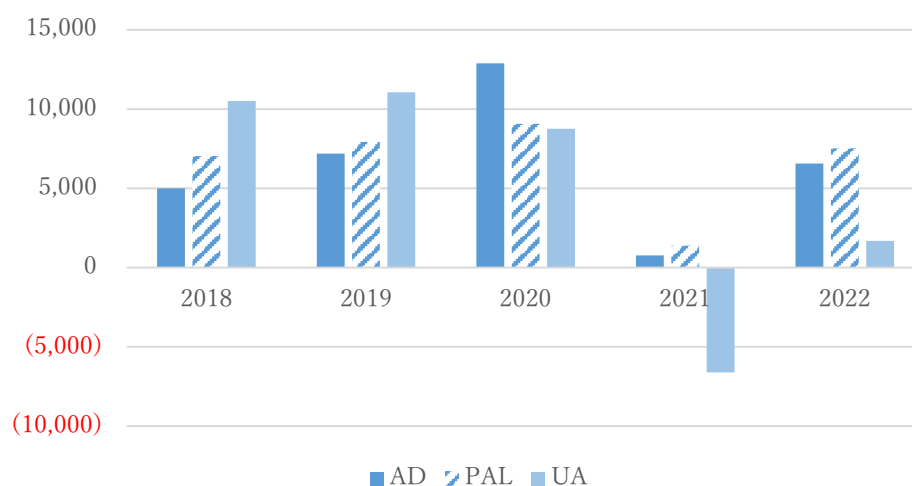
²² 株式会社パルグループホールディングス「2022年2月期決算説明会資料」p.13

さらに、営業利益の増減の要因について述べる。営業利益の分析においては、マイナスの値が存在するため、実数値のみを用いる。

図 B 営業利益

	2018	2019	2020	2021	2022
アダストリア	5,005	7,190	12,885	766	6,564
パルグループ	7,042	7,933	9,067	1,383	7,520
ユナイテッドアローズ	10,518	11,063	8,758	-6,613	1,683

表E 営業利益



出所) eol データベースから筆者が作成

営業利益とは、売上高から売上原価と販売費および一般管理費を差し引いて得られる金額であり、企業が本業で稼いだ利益をあらわすものである。

まず、2018 年度から 2020 年度にかけては、アダストリアとパルグループが着実な成長を見せている。特にアダストリアについては、3 年間で 2 倍以上の数値に達しており、事業活動が好調であったと捉えられる。また、ユナイテッドアローズについても、大きく数値を伸ばしているわけではないものの、他 2 社を上回る営業利益を生み出している年があり、好成績であったことがわかる。2021 年度は、3 社ともコロナ禍の影響により大きく数値を落としている。特にユナイテッドアローズは赤字であり危険な状態であった。2022 年度には黒字に回復しているが、他 2 社との差は大きい。

ここで、3社の売上高、売上原価、販管費を実数で示したうえで、売上原価率と販管費率を比較することによって、2022年度におけるユナイテッドアローズの改善点を特定する。

	売上高	売上原価	販管費	売上原価率	販管費率
アダストリア	201,582	90,569	104,448	44.93%	51.81%
パルグループ	134,200	59,886	66,793	44.62%	49.77%
ユナイテッドアローズ	118,384	59,293	57,407	50.09%	48.49%

出所) eol データベースから筆者が作成

売上原価率について、アダストリアとパルグループの差は0.31%と大きな差はないが、ユナイテッドアローズは他2社よりも約5%高い。一方で、販管費率は3社の中で最も小さい。アダストリアとの差は3.32%であり、パルグループとの差は1.28%である。このことから、2022年度におけるユナイテッドアローズが改善すべき点は、売上原価率の高さであるといえる。

第2節 収益性分析

本節では、投下資本と利益の関係を分析することによって、分析対象3社の収益力を判定する。図Cは、2018年度から2022年度における各社のROEの推移である²³。一般にROEが8~10%以上であれば優良企業であるとされている。

図C ROEの推移

	2018	2019	2020	2021	2022
アダストリア	1.71%	7.37%	11.25%	-1.37%	9.22%
パル	6.50%	11.51%	15.10%	0.61%	8.38%
ユナイテッドアローズ	16.04%	17.92%	10.82%	-21.82%	2.42%

出所) eol データベースから筆者が作成

²³ ROEは、Return On Equityの略である。自己資本のみを投下資本とみなして、その投下資本を元手に、企業がどれだけの利益を生み出したかを表す指標。自己資本利益率とも呼ばれる。

2018年度から2020年度にかけては、2020年度にユナイテッドアローズの数値が下がっているものの、10.82%と高い記録であり、3社いずれも安定した成長を見せている。しかし、2021年度は、やはりコロナ禍の影響により、3社いずれも大幅に数値を落としている。特にユナイテッドアローズは-21.82%と変動の幅が大きい。また、2022年度は、3社とも一定の回復を見せており、アダストリア>パルグループ>ユナイテッドアローズの順で高い。特にアダストリアは9.22%と高いROEを記録しており、これは3社の中で最もコロナ禍以前の水準に近い数値である。

次にROEを分解して、増減の要因を検討する。ここでは、ROEを売上高純利益率、総資産回転率、総レバレッジの3つの要素に分けている。2022年のROEを分解して比較したのが図Dである。

図D ROEの分解

	アダストリア	パルグループ	ユナイテッドアローズ
売上高純利益率	2.44%	2.96%	0.62%
総資産回転率	2.06	1.43	1.98
総レバレッジ	1.84	1.98	1.98
ROE	9.22%	8.38%	2.42%

出所) eol データベースから筆者が作成

総レバレッジに関しては、3社いずれも近い値をとっている。売上高純利益率はパルグループが最も高く、総資産回転率はアダストリアが最も高い。ユナイテッドアローズと他社の差を生み出しているのは、売上高純利益率の低さであるといえる。

図Eは、各社の時系列データの一覧である。

図 E 各社の時系列データ

アダストリア

	2018	2019	2020	2021	2022
売上高純利益率	0.39%	1.75%	2.86%	-0.38%	2.44%
総資産回転率	2.44	2.44	2.27	1.93	2.06
総レバレッジ	1.81	1.73	1.73	1.89	1.84
ROE	1.71%	7.37%	11.25%	-1.37%	9.22%

パルグループ

	2018	2019	2020	2021	2022
売上高純利益率	2.02%	3.65%	5.32%	0.25%	2.96%
総資産回転率	1.49	1.49	1.39	1.00	1.43
総レバレッジ	2.17	2.12	2.04	2.43	1.98
ROE	6.50%	11.51%	15.10%	0.61%	8.38%

ユナイテッドアローズ

	2018	2019	2020	2021	2022
売上高純利益率	3.50%	4.26%	2.65%	-5.36%	0.62%
総資産回転率	2.30	2.25	2.25	1.91	1.98
財務レバレッジ	1.99	1.87	1.81	2.13	1.98
ROE	16.04%	17.92%	10.82%	-21.82%	2.42%

出所) eol データベースから筆者が作成

ユナイテッドアローズの 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。2021 年のように売上高純利益率がマイナスの値をとると、ROE の値に大きく影響する。

第 3 節 安全性分析

本節では、各社の負債あるいは資本の構成を分析し、資金的な安定性、余裕度を測定する。図 F では分析対象 3 社の流動比率の推移をとり、図 G では当座比率をとって

る。流動比率は、流動負債に対する流動資産の割合を表し、当座比率は、流動負債に対する当座資産の割合を表している。

図 F 流動比率の推移

	2018	2019	2020	2021	2022
アダストリア	129.49%	136.08%	142.10%	125.61%	125.39%
パル	193.38%	190.39%	188.43%	157.08%	192.27%
ユナイテッドアローズ	168.59%	164.44%	194.42%	134.44%	151.26%

図 G 当座比率の推移

	2018	2019	2020	2021	2022
アダストリア	73.50%	77.40%	97.21%	82.65%	69.90%
パル	152.61%	153.65%	164.32%	134.91%	161.26%
ユナイテッドアローズ	67.36%	69.70%	75.89%	64.10%	67.47%

出所) eol データベースから筆者が作成

まず、流動比率については、100%以上であれば短期間の支払いに対して現金化できる資産のほうが多いということになるため、3社いずれもこの基準は満たしている。さらに、120～150%以上であれば安全であり、200%以上であれば優良であるとされているため、平均して約180%を記録するパルは、一般基準で見れば安全性において特に優良な企業である。しかし、流動比率の計算には商品や製品などの棚卸資産も含まれる。アパレル企業においては、不良在庫が流動比率を押し上げている可能性があるため、流動比率が高いことを一概に評価することはできない。

当座比率を見てみると、アダストリアとユナイテッドアローズは100%を超える年がなく、流動比率との差が大きい。一方で、パルグループは150%前後を維持しており、120%を下回る年がない。

ここで、各社の流動資産に占める棚卸資産の割合と棚卸資産回転率を比較する。図 H では分析対象3社の流動資産に占める棚卸資産の割合をとり、図 I では棚卸資産回転率をとっている。

図 H 流動資産に占める棚卸資産の割合

	2018	2019	2020	2021	2022
アダストリア	36.30%	35.10%	28.19%	30.48%	39.98%
パルグループ	17.07%	16.44%	11.57%	11.88%	15.41%
ユナイテッドアローズ	54.05%	56.11%	60.76%	50.10%	53.40%

図 I 棚卸資産回転率

	2018	2019	2020	2021	2022
アダストリア	12	13	15	12	10
パルグループ	12	12	17	11	12
ユナイテッドアローズ	6	6	6	6	6

出所) eol データベースから筆者が作成

まず、流動資産に占める棚卸資産の割合について述べる。まず、パルグループは 5 年間にわたって 20%以下を維持しており、棚卸資産の割合が低いことがわかる。一方で、アダストリアは 30～40%、ユナイテッドアローズは 50～60%であり、棚卸資産の割合が高い。次に、棚卸資産回転率について述べる。棚卸資産回転率は、11 回～23 回であれば、1 か月に 1 回以上回転している平均的な状態であり、この数値が高いほど商品の仕入や販売が効率的であることを表している。アダストリアとパルグループは 12 回転程度を維持しており、平均的な状態であるといえる。一方で、ユナイテッドアローズは 5 年間にわたって 6 回転であり、効率的な在庫管理ができていないと考えられる。

これらの情報を総合的に評価すると、まず、パルグループは、当座比率が高く、流動資産に占める棚卸資産の割合を低く抑えられており、棚卸資産回転率の数値が良好であることから、安全性が高いといえる。アダストリアは、棚卸資産回転率が平均的な数値であるものの、当座比率が低く、流動資産に占める棚卸資産の割合が高いことから、在庫管理に改善の余地があると考えられる。ユナイテッドアローズは、当座比率が低く、流動資産に占める棚卸資産の割合と棚卸資産回転率のいずれも高い数値であるため、他 2 社よりも安全性が低く、在庫管理を見直す必要があると判断する。

第6章 おわりに

本論文の目的は、分析対象として選定した企業について、事業戦略の比較によってコロナ禍における各社の対応と効果を検証するとともに、財務諸表分析によって各社の将来性を判断することであった。

まず、コロナ禍における各社の対応と効果について述べる。店舗営業停止や外出自粛の影響を受けて、3社とも共通してEC事業に注力していたが、経営基盤の強さによって結果に差が生じた。アダストリアは、コロナ禍以前から既に自社ECサイトの会員数が1000万人を超えており、外出自粛の状況下でも顧客の呼び込みがしやすい状況が整っていた。また、パルグループについても、コロナ禍以前から自社スタッフのインフルエンサー化を推進しており、SNS運用に強みがあったため、その強みをEC事業に活かし、早急に対応することができた。一方で、ユナイテッドアローズは減収減益が続いており、既存事業の安定化と並行してEC事業に取り組む必要があったため、他社と比べて遅れを取る結果となった。

次に、各社の将来性について述べる。アダストリアは、成長性と収益性において優良企業とされる基準を概ね満たしていることから、事業活動は好調であるといえる。今後の展望として、さらに効率性を高めるためには、在庫管理が課題となる。パルグループは、2022年度における売上高成長率や売上高純利益率が3社の中で最も高く、安全性も高いことから、優良企業であるといえる。特に、アパレル業界では在庫過多が問題視される中で、流動資産に占める棚卸資産の割合を低く抑えられている点において高く評価できる。ユナイテッドアローズは、全体的に低い水準にとどまっているものの、コロナ禍以前は他2社よりも営業利益の数値が高い年があることや、企業規模に対して売上高が大きいことから、経営基盤の確立と効率的な在庫管理が成されれば、大幅な成長が見込めると考える。

現在、新型コロナウイルス感染症が収束し、通常通りの店舗営業ができるようになったことで人々の消費行動も戻りつつあるが、全てが元通りになるわけではない。これからのアパレル企業は、コロナ禍を通して発展を遂げたEC事業と、回復していく既存事業の二つを軸に経営を行うことになるため、人々の消費行動を注視し、需要に合わせて事業のバランスを調整することが重要になるだろう。

参考文献一覧

山田純平(2014)「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―」『明治学院大学産業経済研究所研究所年報』第31巻、19-35頁。

経済産業省(令和元年度～令和4年度)「電子商取引実態調査」

https://www.meti.go.jp/policy/it_policy/statistics/outlook/ie_outlook.html,

(参照 2024-07-12)

株式会社矢野経済研究所(2023)「国内アパレル市場に関する調査を実施」

https://www.yano.co.jp/press-release/show/press_id/3354, (参照 2024-07-12)

経済産業省(令和元年度～令和4年度)「電子商取引実態調査」

https://www.meti.go.jp/policy/it_policy/statistics/outlook/ie_outlook.html,

(参照 2024-07-12)。

eol データベース「“業種分類を用いた企業抽出・分析“活用事例」

https://www.indb.co.jp/sample/casestudy/pdf/casestudy_bd07.pdf,

(参照 2024-07-12)

織研新聞社(2016)「あの企業も始まりは一つの店からだった」

<https://senken.co.jp/posts/first-shop-160101>, (参照 2024-07-12)

株式会社アダストリア「2019年2月期決算説明会資料」

<https://www.adastria.co.jp/ir/library/presentation/>, (参照 2024-07-26)

株式会社アダストリア「2023年2月期～2026年2月期中期経営計画」

<https://www.adastria.co.jp/ir/library/presentation/>, (参照 2024-07-26)

株式会社パルグループホールディングス「2023年2月期決算説明会資料」p.8

<https://www.palgroup.holdings/irinfo/page/6/>, (参照 2024-07-26)

株式会社パルグループホールディングス「沿革」『パルグループホールディングス公式ホームページ』 <https://www.palgroup.holdings/company/history.php>

株式会社パル(2016)「会社分割による持株会社体制への移行に伴う吸収分割契約締結及び定款の一部変更(商号及び事業目的の一部変更等)に関するお知らせ」

https://www.palgroup.holdings/wp/wp-content/uploads/2016/08/20160412_003.pdf

株式会社パルグループホールディングス「2019年2月期決算説明会資料」p.18

<https://www.palgroup.holdings/irinfo/page/6/>, (参照 2024-07-26)

OPTPiX（2021）「パル堀田氏が語る、オンライン一択になったからこそ気付いた 3 つの大切なこと」

https://www.webtech.co.jp/smartipeg/gallery/showcase_ecfaironline2021.html,

（参照 2024-07-12）

STAFF START（2021）「【前半】パル、STAFF START 導入後に EC 売上 700% UP！フォロワー500 万人のスタッフたちが主役の EC 施策とは？」, <https://media.staff-start.com/case/pal/>,（参照 2024-07-12）

日経 MJ（2024）, 「『拝啓社長殿』でヒット連発 パル、全社挙げて企画開発」,

（参照 2024-07-12）

READY TO FASHION MAG（2024）「ユナイテッドアローズとはどんな会社？事業内容や最近の動向を解説」 <https://www.readytofashion.jp/mag/column/companyguide-unitedarrows/>,（参照 2024-07-12）

株式会社ユナイテッドアローズ「沿革」『株式会社ユナイテッドアローズ 企業サイト』

<https://www.united-arrows.co.jp/about/history/>,（参照 2024-07-12）

株式会社ユナイテッドアローズ「UA グループ中期ビジョン」 https://www.united-arrows.co.jp/ir/pdf/ir19_6.pdf,（参照 2024-07-12）

株式会社ユナイテッドアローズ（2020）「新中期経営計画」 <https://www.united-arrows.co.jp/ir/pdf/tabaya41-4.pdf>,（参照 2024-07-12）