

第19回 Zozoを反面教師にして学ぶ、経営に生かすKPI

【戦略会計ナメ読み】

■ 第19回 Zozoを反面教師にして学ぶ、経営に生かすKPI

今月は、昨年から様々な方面で話題を欠かない、ファッション通販サイト「ZOZOTOWN」を運営している株式会社ZOZOの財務分析を行います。

ZOZOスーツへの投資失敗によるプライベートブランド(PB)事業のつまずき、有料会員向けの安売り施策「ZOZOARI GATOメンバーシップ」による、アパレル企業のいわゆる「ZOZO離れ」など、業績悪化に関する報道が頻繁にされてきた結果の2019年3月期決算。

ZOZOの経営状況はどうなっているのでしょうか。

■ ZOZOの概要

ZOZOは前澤友作氏が1995年に輸入レコードやCDの通信販売事業を始めたことをきっかけに創業、1998年5月に有限会社スタートトゥデイとして法人化されました。

2000年4月に株式会社に改組し、アパレルのインターネット通販事業に参入、2004年にオンラインショッピングサイト「ZOZOTOWN」を開設し、2007年12月に東証マザーズに上場、2012年2月に東証一部に市場変更し、2018年10月に株式会社ZOZOに社名変更しました。

人気ブランドを数多く取り揃えたZOZOTOWNは、2019年3月末時点のショップ数は1,245、取り扱いブランド数は7,056に達しており、日本最大級のアパレル通販サイトとして、縮小傾向にあるアパレル市場において、これまで圧倒的な強さを見せつけてきました。

ZOZOTOWNでは各店舗の商品を自社の物流倉庫で預かり、保管、写真撮影、梱包、発送までの一連の作業全てを代行することで各店舗の売上高から一定のマージン（受託手数料）を得るビジネスモデルで、ZOZOの「売上高」の70%超が、その受託手数料から構成されています。

ご存じのように、2019年9月にヤフーからの買収案を受け入れ、同社の傘下に入ることが決まったのを機に、創業者であり代表取締役社長の前澤友作氏が退任することが大きく報じられました。

■ ZOZOの変動損益計算書とストラック

では早速、直近3期のZOZOの変動損益計算書とストラック図を確認してみましょう。

【ZOZO 連結変動損益計算書】

2017年 3月31日	金額 (単位:百万円)	%		
売上高	76,393	100.0%	—	
変動費	21,554	28.2%	—	
限界利益	54,839	71.8%	100.0%	
人件費	役員報酬	292	0.4%	0.5%
	給料賃金	5,719	7.5%	10.4%
	間接人件費	—	—	—
	計	6,011	7.9%	11.0%
固定費	21,543	28.2%	39.3%	
設備費	843	1.1%	1.5%	
固定費合計	28,397	37.2%	51.8%	
経常利益	26,442	34.6%	48.2%	

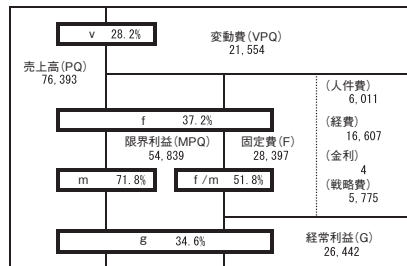
【ZOZO 連結変動損益計算書】

2018年 3月31日	金額 (単位:百万円)	%		前期比	
売上高	98,432	100.0%	—	128.8%	
変動費	30,661	31.1%	—	142.3%	
限界利益	67,771	68.9%	100.0%	123.6%	
人件費	役員報酬	344	0.3%	0.5%	117.8%
	給料賃金	6,494	6.6%	9.6%	113.6%
	間接人件費	—	—	—	—
	計	6,838	6.9%	10.1%	113.8%
固定費	27,204	27.6%	40.1%	126.3%	
設備費	989	1.0%	1.5%	117.3%	
固定費合計	35,031	35.6%	51.7%	123.4%	
経常利益	32,740	33.3%	48.3%	123.8%	

【ZOZO 連結変動損益計算書】

2019年 3月31日	金額 (単位:百万円)	%		前期比	前々期比	
売上高	118,405	100.0%	—	120.3%	155.0%	
変動費	42,983	36.3%	—	140.2%	199.4%	
限界利益	75,422	63.7%	100.0%	111.3%	137.5%	
人件費	役員報酬	459	0.4%	0.6%	133.4%	157.2%
	給料賃金	9,017	7.6%	12.0%	138.9%	157.7%
	間接人件費	—	—	—	—	—
	計	9,476	8.0%	12.6%	138.6%	157.6%
固定費	38,711	32.7%	51.3%	142.3%	179.7%	
設備費	1,518	1.3%	2.0%	153.5%	180.1%	
固定費合計	49,705	42.0%	65.9%	141.9%	175.0%	
経常利益	25,717	21.7%	34.1%	78.5%	97.3%	

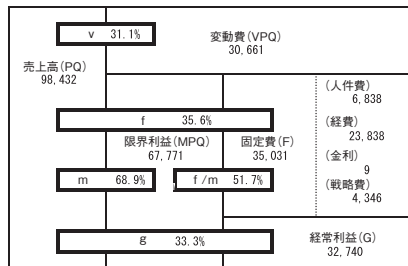
【ZOZO 2017.3 STRAC】



【労働分配率】 10.4%
 労働分配率 0.6%
 役員報酬分配率 11.0%

ROA 58.3%
 売上高当期利益率(ROS) 34.6%
 総資本回転率 1.7回

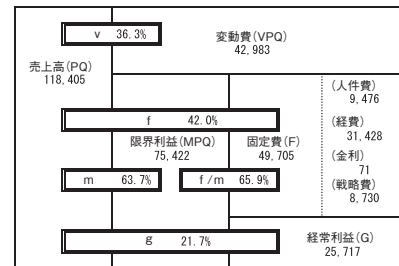
【ZOZO 2018.3 STRAC】



【労働分配率】 9.5%
 労働分配率 0.6%
 役員報酬分配率 10.1%

ROA 51.8%
 売上高当期利益率(ROS) 33.3%
 総資本回転率 1.6回

【ZOZO 2019.3 STRAC】



【労働分配率】 11.9%
 労働分配率 0.7%
 役員報酬分配率 12.6%

ROA 34.4%
 売上高当期利益率(ROS) 21.7%
 総資本回転率 1.6回

従業員数: 800人
 臨時社員: 1755人
 1人当たり売上高: 300百万円
 1人当たり限界利益: 21百万円
 1人当たり経常利益: 10百万円

従業員数: 904人
 臨時社員: 1860人
 1人当たり売上高: 36百万円
 1人当たり限界利益: 25百万円
 1人当たり経常利益: 12百万円

従業員数: 1094人
 臨時社員: 2298人
 1人当たり売上高: 35百万円
 1人当たり限界利益: 22百万円
 1人当たり経常利益: 8百万円

ZOZOTOWN事業は、出店店舗からの受託手数料が「売上高」になるため、一般的なアパレル企業とは収益構造が全く異なっています。

2017年3月期、2018年3月期ともに限界利益率は70%前後と高く、労働分配率は7~8%と低い上に、固定費も少ないため、経常利益率が34.6%、33.3%と、かなりの高収益体質であることが分かります。

資産効率は低めですが、高収益によってROAは58.3%、51.8%と、とんでもない数値になっています。

業績悪化が盛んに報道された、直近の2019年3月期では経常利益率が21.7%まで下がったことで、ROAも34.4%まで下がってしまっていますが、それでも依然として高収益体質であることに変わりありません。

■ 2019年3月期 業績悪化の原因

ZOZOスーツの失敗によるPB事業の不発や、有料会員向けの安売り施策によるアパレル企業の「ZOZO離れ」などが、業績悪化の原因として挙げられますが、前2期との収益構造の違いは、限界利益率の低下、人件費の増加、固定費の増加にあります。

人件費の増加については、社員を190名、臨時社員を438名増やしたことに起因しています。

これについては、人材採用が極めて困難である現在において、人材確保ができていくということは、それだけで先行投資として他社に対するアドバンテージになり得ることですので、必ずしもネガティブに捉える必要はないでしょう。

固定費の増加については、ZOZOスーツの無料配布に伴う広告宣伝費の増加に加え、システムリプレイスによる通信費の増加、物流拠点拡張に伴う消耗品の増加等が主な要因で、固定費、設備費ともに前々期比で約180%の増加と売上高の増加を大きく上回っていますので、収益を圧迫するのは当然です。

中小企業においても、順調に業績を伸ばしている企業ほど、固定費の増加を必要コストとして過度に許容し、いつの間にか固定費が膨れ上がっているといったことが起きがちです。

経済全体が縮小傾向にある現在において、売上高の成長は必ずどこかで止まります。

収益を確保し続けるには、固定費のコントロールが重要なのは言うまでもないことです。

■ 限界利益低下の理由

ここ3年で、71.8%⇒68.9%⇒63.7%と限界利益率が低下した原因について、細かく見てみましょう。

ZOZOは受託販売をメインにしているため、ZOZOの売上高の多くは受託販売による手数料です。そのため、ZOZOの有価証券報告書では売上高だけでなく、受託手数料の基となる各出店店舗の売上高である「商品取扱高」が必ず掲載されています。

【変動費の増加と限界利益の低下】

	2017年3月期		2018年3月期		前期比	2019年3月期		前期比	前々期比
	金額	比率	金額	比率		金額	比率		
商品取扱高	212,090	100.0%	270,543	100.0%	127.6%	323,129	100.0%	119.4%	152.4%
売上高	76,393	36.0%	98,432	36.4%	128.8%	118,405	36.6%	120.3%	155.0%
売上原価	7,180	9.4%	7,968	8.1%	111.0%	13,443	11.4%	168.7%	187.2%
荷造運賃	8,918	11.7%	14,172	14.4%	158.9%	20,463	17.3%	144.4%	229.5%
代金回収手数料	5,456	7.1%	8,521	8.7%	156.2%	9,077	7.7%	106.5%	166.4%
変動費計	21,554	28.2%	30,661	31.1%	142.3%	42,983	36.3%	140.2%	199.4%
限界利益	54,839	71.8%	67,771	68.9%	123.6%	75,422	63.7%	111.3%	137.5%

有料会員サービスに起因する値引きによって、計算上の受託販売手数料率が低下したものの、送料収入や広告事業売上の増加によって、商品取扱高に占める売上高の率は維持することができたと同時に、売上高自体は順調に伸びていることが分かります。

一方で、売上高の増加率を大きく上回って変動費全体が増加し、限界利益率が下がり続けていることが確認できます。

ZOZOTOWNにおける売上高である受託手数料については、受託手数料がそのまま粗利益の額に近くなっているはずですが、2019年3月期には売上原価が倍増しています。

おそらくPB商品の販売や「買取ショップ」「ZOZOUSED」など、商品仕入れを要する事業に関するものが売上原価の多くを占めていると推測されますが、これらの事業の伸びをはるかに上回って売上原価が増加しているのは、PB商品在庫の評価損計上が影響しているようです。

また、変動費の中で顕著な増加が確認できるのが荷造運賃です。

ZOZOTOWNは各店舗の商品を自社の物流倉庫で預かり、保管、写真撮影、梱包、発送までの一連の作業全てを代行して一定のマーゲンを得るビジネスモデルですので、荷造運賃は変動費になります。

ECサイトで購入された商品の配送は当然、宅配会社に委ねることになります。

ここ数年の宅配料金の運賃改定がZOZOを直撃したことは間違いなく、限界利益率低下の最大の原因であることは間違いありません。

本来であれば、送料の高騰などを筆頭に、近年著しい諸経費の高騰を受託販売手数料率に転嫁しなければいけないところを、「ZOZOARIGATOメンバーシップ」による値引きで、手数料率を実質的に下げてしまうという真逆の行動によって限界利益率をさらに悪化させてしまったのではないのでしょうか。

■ ZOZOの貸借対照表

では、貸借対照表を確認しましょう。

ZOZO
会計年度(2017年3月31日)
【要約連結貸借対照表】

流動資産		流動負債	
現金・預金	22,068	買掛金等	25
売掛金等	20,858	未払金・未払法人税等	9,101
棚卸資産	1,177	その他	14,778
その他	1,536	短期借入金	0
固定資産	10,078	固定負債	1,945
有形固定資産	3,364	その他	1,945
無形固定資産	1,075	長期借入金	0
投資その他の資産	5,639	負債合計	25,849
		株主資本	29,868
		純資産合計	29,868
資産合計	55,717	負債・純資産合計	55,717

ZOZO
会計年度(2018年3月31日)
【要約連結貸借対照表】

流動資産		流動負債	
現金・預金	24,571	買掛金等	25
売掛金等	25,382	未払金・未払法人税等	10,105
棚卸資産	2,389	その他	17,110
その他	1,230	短期借入金	0
固定資産	17,137	固定負債	2,659
有形固定資産	5,668	その他	2,659
無形固定資産	3,222	長期借入金	0
投資その他の資産	8,247	負債合計	29,899
		株主資本	40,810
		純資産合計	40,810
資産合計	70,709	負債・純資産合計	70,709

ZOZO
会計年度(2019年3月31日)
【要約連結貸借対照表】

流動資産		流動負債	
現金・預金	21,560	買掛金等	1,693
売掛金等	27,404	未払金・未払法人税等	8,151
棚卸資産	5,885	その他	20,399
その他	3,053	短期借入金	22,000
固定資産	21,056	固定負債	4,059
有形固定資産	6,318	その他	4,059
無形固定資産	3,112	長期借入金	0
投資その他の資産	11,626	負債合計	56,302
		株主資本	22,656
		純資産合計	22,656
資産合計	78,958	負債・純資産合計	78,958

ZOZO
会計年度
2017年3月31日

現金・預金	39.6%	買入債務	0.04%
売上債権	37.4%	未払金・税金	16.3%
棚卸資産	2.1%	その他債務	30%
他流動資産	2.8%		
株主資本	53.6%		
有形固定資産	6%		
無形固定資産	1.9%		
投資等	10.1%		

ZOZO
会計年度
2018年3月31日

現金・預金	34.7%	買入債務	0.03%
売上債権	35.9%	未払金・税金	14.3%
棚卸資産	3.40%	その他債務	28%
他流動資産	1.7%		
株主資本	57.7%		
有形固定資産	8%		
無形固定資産	4.6%		
投資等	11.7%		

ZOZO
会計年度
2019年3月31日

現金・預金	27.3%	買入債務	2.1%
売上債権	34.7%	未払金・税金	10.3%
棚卸資産	7.5%	その他債務	31%
他流動資産	3.9%		
短期借入金	27.9%		
株主資本	28.7%		
有形固定資産	8%		
無形固定資産	3.9%		
投資等	14.7%		

前期までは自己資本比率が6割近くと、その厚さが確認できますが、2019年3月期決算では自己資本比率が一気に28.7%まで減少してしまっています。

原因は報道でご存じのとおり、前澤氏からの自社株買いです。

ZOZOは240億円を銀行から借り入れ、ほぼ同額のZOZO株を前澤氏から買い取ったことで、自己資本は借入金へと姿を変えたのです。

もちろん財務体質の悪化とも言えますが、これだけの規模の上場企業がとった行動として疑問はあるものの、業績悪化を原因とした自己資本比率の低下で

はなく、稼ぐ力に衰えが見えるとはいえZOZOの利益水準を考えれば、今後も自己資本比率はそれなりに高まっていくことが予測されます。

一方で、気になるのが資金繰りです。

ZOZOの資金繰りについては、インターネット上を中心にネガティブな意見が散見されますが、中にはZOZOの財務状況を見誤っているものも見受けられます。

ZOZOの資金繰りを正しく読み解くには、そのビジネスモデルを正しく理解した上で貸借対照表を分析する必要があります。

繰り返しになりますが、ZOZOの売上はZOZOTOWNでの受託販売による受託手数料が多くを占めていますので、売上高の多くは受託手数料です。

しかし、貸借対照表に計上されている売掛金は受託手数料部分のみならず、ECサイトで購入した顧客から受け取る代金総額で計上されており、ZOZOの売上となる受託手数料を除いた、各ショップへ支払う差額については受託販売預り金として、その他負債に計上されているのです。

【受託販売取引の構造】

(単位:百万円)

ショップでの販売金額(商品取扱高):全額売掛金に計上される ※1	
294,230	
ZOZOの売上高(受託販売手数料)※2	ショップの取り分:受託販売預り金に計上される ※3
88,269	205,961

※1 ユーザーの購入価格の総額

※2 ZOZOの受託販売手数料は30%程度ではないかと言われているため30%と仮定

※3 売掛金回収から受託手数料を差し引いて、ZOZOがショップに支払う額

ZOZOの資金繰りを危ぶむ声の中で多いのが、売掛金の多さと、その回収期間の長さです。

ZOZOの売上債権回転日数はどれくらいなのでしょう。ショップに支払う預り金債務回転日数とともに計算してみましょう。

通常、売上債権回転日数を計算するにあたっては分母には売上高を用います。

<p>[売上債権回転日数]…販売から売掛金回収にかかる日数</p>	
$\text{売上債権回転日数} = \frac{\text{売上債権}}{\text{売上高}} \times 365 \text{ 日}$	
<p>[預り金債務回転日数]…販売から預り金債務を支払うまでの日数</p>	
$\text{預り金債務回転日数} = \frac{\text{期末受託販売預り金}}{\text{受託販売預り金年間総額}} \times 365 \text{ 日}$	

しかし、ZOZOに限っては、この計算では正しい分析ができません。

売掛金が受託手数料部分のみならず、ECサイトで購入した顧客から受け取る取引額総額で計上されている以上、売上債権回転日数を計算する際に用いる分母は商品取扱高であるべきなのです。

ZOZOのビジネスモデルと貸借対照表の構造を正しく理解せずに、売上高(受託販売手数料)を分母として売上債権回転日数を計算してしまうと、回収期間が100日以上と計算されてしまいます。

これを根拠にその資金繰りを危ぶむ声があるようですが、それはそもそも分析方法を誤っていると言えます。

では、商品取扱高を分母に売上債権回転日数を、商品取扱高から受託販売手数料を差し引いた受託販売預り金の総額を分母として、受託販売預り金の回転日数を計算してみましょう。

すると、それぞれ売掛金回収日数は34日、ショップに支払う受託販売預り金の支払い日数は29日と、若干預り金の支払い期間が短くなっているものの、いずれも1カ月程度で精算が行われており、この点については問題ないことが分かります。

<p>【ZOZO 売上債権回転日数】</p> $\frac{27,404}{294,230} \times 365 = 34 \text{ 日}$ <p>↑ ZOZO のビジネス構造から分母は売上高ではなく、取扱高を用いる</p>
<p>【ZOZO 預り金債務回転日数】</p> $\frac{16,310}{205,961} \times 365 = 29 \text{ 日}$

しかし、手持ちのキャッシュと同程度の借入によって実行した自社株買いが、今後のキャッシュフローへ影響を与えることは間違いありませんので、資金繰りに一抹の不安があることは確かです。

ZOZOもそれを認識しているのでしょう。

3月に三井住友銀行、千葉銀行、京葉銀行による150億円のシンジケート方式によるコミットメントライン（融資枠）契約を締結しています。

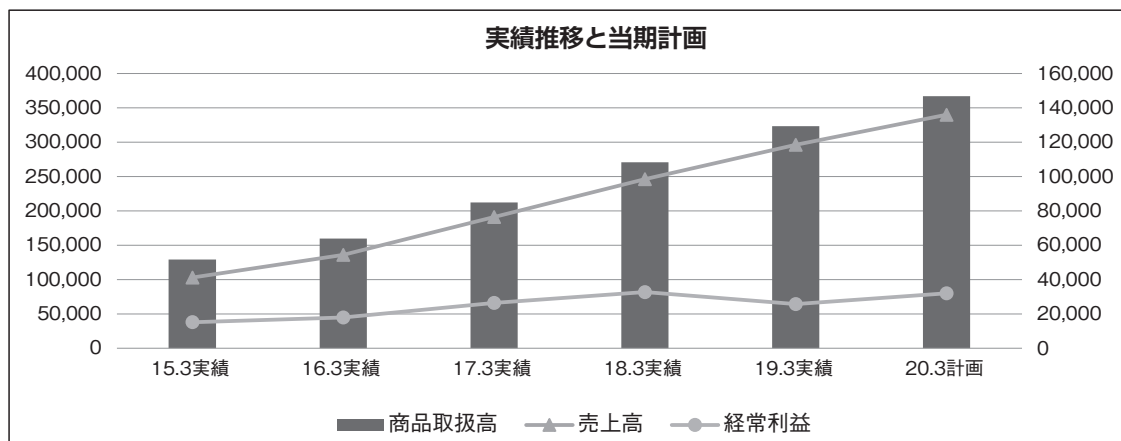
今後のZOZOの資金繰りに注目したいところです。

■ ZOZOのKPI

ZOZOは有価証券報告書で、ZOZOTOWN事業のKPIを公表しています。

KPI（Key Performance Indicator）とは、日本語にすると「重要業績評価指標」、要は目標達成に必要なアクションを管理する指標です。

ではKPIの前に、ここ5年の実績推移と今期の計画値をグラフで確認しておきましょう。



ZOZOは商品取扱高を増やすことで売上高(受託販売手数料)を伸ばして、経常利益を18年3月期の水準に持っていきたいと考えているようです。

では、その目標をどうやって達成するのか。
その指標として管理するのがKPIです。

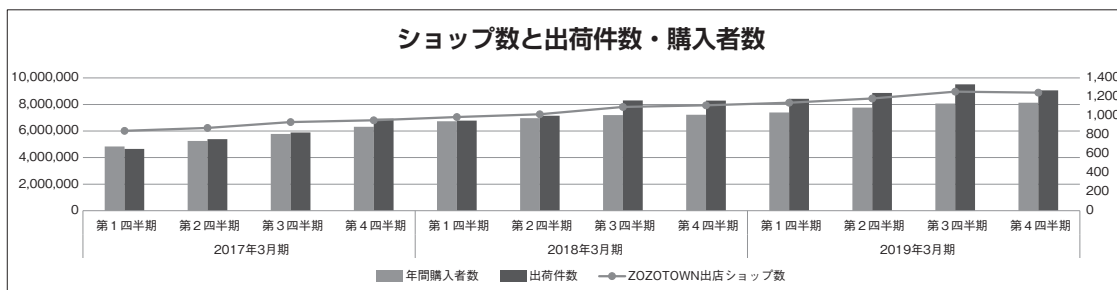
[ZOZO KPIの推移]

	2017年3月期				2018年3月期				2019年3月期			
	第1四半期	第2四半期	第3四半期	第4四半期	第1四半期	第2四半期	第3四半期	第4四半期	第1四半期	第2四半期	第3四半期	第4四半期
ZOZOTOWN 出店ショップ数	842	872	934	954	987	1,016	1,094	1,111	1,139	1,183	1,255	1,245
年間購入者数	4,832,558	5,252,541	5,783,381	6,324,033	6,734,740	6,963,986	7,205,777	7,223,227	7,392,126	7,769,546	8,073,672	8,126,524
アクティブ会員数	2,844,171	3,059,991	3,421,440	3,893,156	4,181,873	4,591,017	4,957,861	5,112,861	5,458,643	5,782,227	6,156,837	6,450,686
ゲスト購入者数	1,988,387	2,192,550	2,361,941	2,430,877	2,552,867	2,372,969	2,247,916	2,110,366	1,933,483	1,987,319	1,916,835	1,675,838
年間購入金額	48,644	48,556	48,275	46,417	47,119	46,818	46,707	47,661	46,870	46,120	46,009	46,315
年間購入点数	9.9	10.4	10.5	10.3	10.7	10.9	11.0	11.4	11.3	11.2	11.1	11.1
出荷件数	4,652,101	5,391,093	5,886,580	6,931,318	6,787,599	7,148,647	8,303,595	8,293,761	8,425,033	8,865,330	9,512,052	9,065,816
平均商品単価	4,468	3,855	5,236	4,474	4,099	3,664	4,858	4,203	3,953	3,655	4,759	4,364
平均出荷単価	8,680	7,941	10,143	8,955	8,530	8,186	9,043	8,611	8,122	7,777	9,560	9,454

財務とは別にこういった数値管理をすることで、顧客の動向を把握し、目標達成に必要な戦略を練ることになります。

KPIとしてこういった指標を管理していくかはもちろん自由ですが、どの指標を管理していくことが自社のポイントになるかを見極めることが重要です。

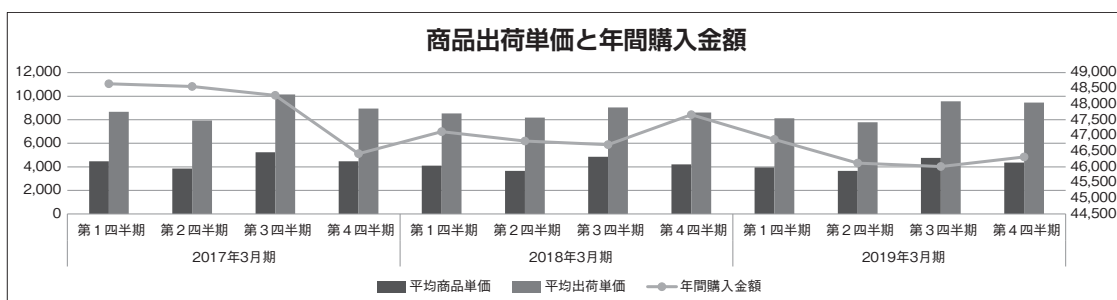
では、ZOZOのKPIのうち、ショップ数と出荷件数、購入数の推移をグラフにして確認してみましょう。



ZOZOTOWNはこれまでショップ数を増加させることで購入者数、出荷件数を増加させてきたことが確認できます。

この実績がZOZOの成功体験となり、今期もショップ数を増加させることで商品取扱高を増やし、売上高と経常利益を伸ばそうと考えていることは明らかです。

次に平均商品単価と平均出荷単価、1人当たりの年間購入金額を確認しましょう。



ショップ数を増やし、購入者数を増やすことで売上を伸ばしてきた一方で、このグラフからは、購入点数が増えていることで出荷単価は上がっているものの、平均商品単価は下がってきていること、また、1人当たりの年間購入金額は2017年に比べて1,600円以上も下がってきていることが分かります。

人口減少により市場が縮小していくことが明らかな現在、購入者数の増加よりも客単価の増加に取り組むべきであることは明らかですが、ZOZOの戦略はその真逆です。

確かにショップ数を増やすことで、取扱高・売上高はまだまだもう少し伸びるかもしれませんが、利益を確保していくために重要なのは商品単価と1人当たりの年間購入額です。

しかし、当期の計画からも、Z O Z Oの戦略は出店ショップ数を増やすことで、購入者数と出荷件数を増やすことにいまだに重きを置いていることが読み取れます。

せっかくのK P Iも、収益向上に生かせなければ意味がありません。

K P Iとして何を管理し、それをどう経営に生かすかが重要なのです。

■ まとめ

今月はZ O Z Oの財務分析を行いました。

その企業のビジネスモデルを理解することなく、式に数字を当てはめただけで行う財務分析は意味がないだけでなく、最悪、経営判断を誤る基となりかねません。

自社のビジネスモデルをしっかりと理解した上で数値管理を行いましょう。

また、K P Iに関しても、自社にとって重要な指標がどこにあるかを見極め、そこから何を判断するかが非常に重要です。

まずは、いくつかのK P Iを設定し、その推移から読み取れることがないか探ってみるといいでしょう。

<企画・執筆>

エー・アンド・パートナーズ税理士法人