

J.P.Morgan

日本の運転資本指数レポート 2022-23

～リスクと機会の間で～



目次

1. はじめに	3
2. 計算方法について	4
3. 主な考察	6
I. 日系企業とグローバル企業間におけるROCE(使用資本利益率)ギャップの拡大	6
II. 日系企業の流動性クッションの増加	8
III. 運転資本水準の逆転	9
IV. 3年後のキャッシュコンバージョンサイクルにポジティブな兆し	10
4. キャッシュコンバージョンサイクルにおけるセクターの洞察	11
5. 将来の成長のための原動力	14
6. 流動性管理のアクションプラン	18
7. まとめ	21
8. 概観	23
9. 著者	24

01

はじめに

2022年は、金融緩和政策による世界的な需要の持ち直しや、新型コロナワクチン接種の加速、コロナ関連規制緩和により多くの日本企業にとって収益回復の兆しが見えた一年だったのではないのでしょうか。

一方でロシアのウクライナ侵攻による地政学的な緊張や、日本の最大貿易相手国である中国での依然厳しいコロナ規制の情勢もあり、予想外の逆風を受け、日本経済の回復ペースは年度後半にかけて鈍化しています。

不確実性の高まる世界において、ビジネスを取り巻く環境は複雑化し、日本企業とグローバル企業のROCE（使用資本利益率）の差は更に広がり、2021年の3.3%から2022年には4.5%へと拡大しました。

日本はこれまで世界的な感染症大流行からの回復に後れを取ってきましたが、上述のようにコロナ関連措置が徐々に解除され、10月には入国制限が大幅に緩和するなど、政府が経済の立て直しに向けて動く中で、日本の状況、特に内需の見通しは改善しつつあります。

日本経済にとってもう一つの追い風は、FRB(米連邦準備制度理事会)が金利を段階的に引き上げていくのに対し日本銀行は金融緩和を維持する方針から円安が進行し、日本からの輸出は有利な立場となっていることです。

これらの要因により日本経済の見通しは改善しつつありますが、ロシア・ウクライナ戦争の継続、中国のコロナ規制、2023年の米国における不況の可能性、円の変動など、グローバル・マクロ経済の不確実性は依然として残っています。

日本企業にとって、運転資本や流動性などの内部リソースを効果的に管理することは、目先の課題に対処し、成長への投資を行いながら、グローバル企業とのROCEギャップを縮小させるために極めて重要です。

本レポートにて運転資本指標の分析から得られる洞察を通じて、運転資本のパフォーマンスを検証し、将来の成長に向けてより良い備えをしていくための一助となれば幸いです。

本レポートでは以下の4点を取り上げます

- ROCEトレンド分析および日経225 S&P 1500の比較
- 日経225企業における運転資本指数、現預金指数、キャッシュコンバージョンサイクル(CCC)の2022年度パフォーマンスを検証
- 2022年度のパフォーマンスに関する業界洞察
- 長期的な運転資本への影響をもたらす業界横断的な主要テーマの分析

02

計算方法について

本レポートでは以下3つのデータセットについて分析を行っています:

I. **日本運転資本指数** は、日経225企業の正味運転資本/売上高の平均値をトラッキングします:

$$\text{平均正味運転資本} = \frac{\sum_{K=1}^n \text{正味運転資本}_k / \text{売上高}_k}{n}$$

II. **日本現預金指数** は、日経225企業の平均キャッシュ/売上高をトラッキングし、以下のように計算されます:

$$\text{平均現預金} = \frac{\sum_{K=1}^n \text{現預金}_k / \text{売上高}_k}{n}$$

正味運転資本 = 売掛債権 + 棚卸資産 - 買掛債務

n = 総企業数

日本運転資本指数、日本現預金指数とも、2011年を基準年:100としています

III. **CCC (キャッシュ・コンバージョン・サイクル)** は在庫の購入から販売を経て、資金をキャッシュフローに変換するためにかかる日数を指します。CCCは、企業の運転資本効率を定量化するための指数であり、以下の3つの要素から導き出されます。

→ DPO (買入債務回転日数) 企業が商品を調達してからサプライヤーに支払うまでの日数

→ DIO (棚卸資産回転日数) 企業が在庫を販売するまでに在庫を保持している日数

→ DSO (売上債権回転日数) 顧客から支払回収をするのに要した日数



企業は、在庫の削減（DIOの削減）、サプライヤーとの支払条件の延長（DPOの延長）、顧客からの代金回収の迅速化（DSOの短縮）を通じて、CCCの個々の要素を効果的に管理することにより運転資本を改善できます。

一般的にCCCの数値が低いほど、運転資本の効率は高いとされます。

IV. 2022年度については、すべて日本企業の決算期(2021年4月-2022年3月)に基づき算出し、2022年度以前の年度については、暦歴(1月-12月)の決算に基づいて計算しています。

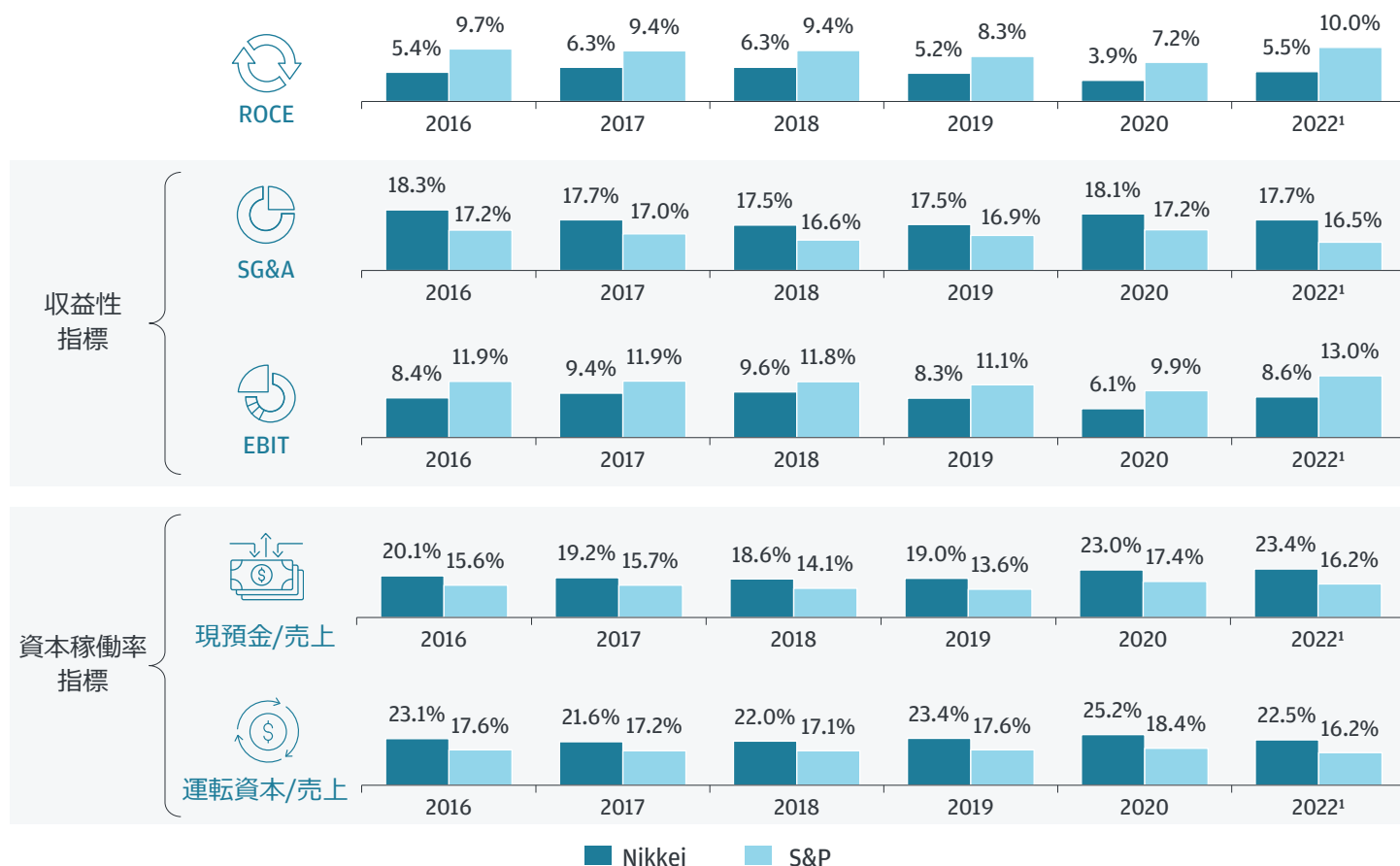
注:

不動産業と金融機関は他業種と比較して独自のビジネスモデルと運転資本指標を用いているため、データの歪みを避けることを目的にS&P 1500および日経225の両方において計算から除外しています。また、運転資本の変動性が高い企業やデータが不十分な企業の数値(外れ値)についても、計算から除外しています。そのため、本分析の対象となる企業総数は900社以上程度となります。計算に用いるためのすべての数値データは、Capital IQから収集しています。

03

主な考察

I. 日系企業とグローバル企業間におけるROCE(使用資本利益率)ギャップの拡大



出典：本分析は企業の公開財務情報に基づいており、財務情報はCapital IQより引用しています。

注：

比較のため、S&P 1500の数値は日経225の業界の比重に基づいて再計算されています。

SG&A (販売管理費/販管費)は、売上高に占める販売費および一般管理費の略です。

運転資本/売上高は、現在の暦年と前の暦年の平均運転資本を現在の暦年の売上高で割って計算されます。運転資本は、売掛金+在庫-買掛金として計算されます。

現金/売上高は、現在の暦年と前の暦年の平均現金および現金同等物を現在の暦年の売上高で割って計算されます。

¹ 2020年までは12月時点の値、2022年は日経225企業については2022年3月時点の値、日本企業の大半とS&P企業については2021年12月決算日時点の値で算出しています。

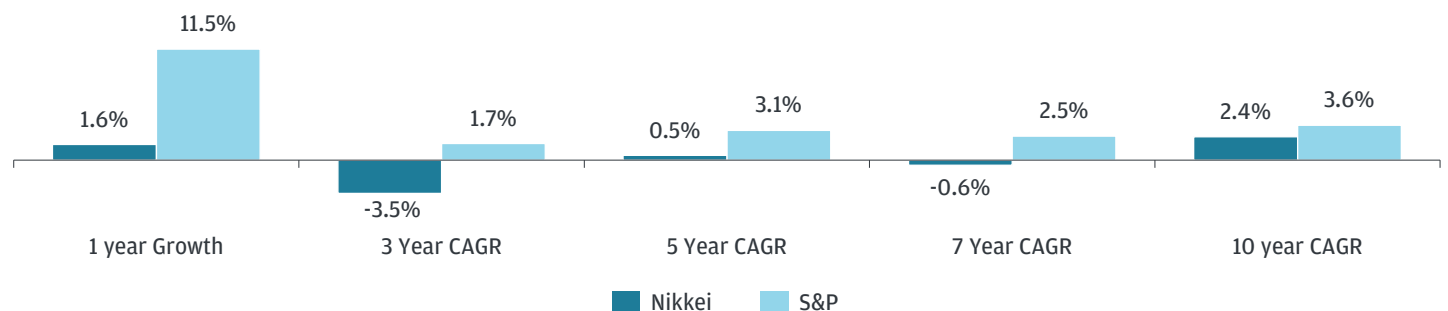
日経225企業とS&P 1500企業のROCE水準の差が拡大していることが分かります。日経225企業のROCEは需要の回復によりパンデミック前の水準まで改善していますが、S&P 1500企業のROCEは大きく上昇しています。

また、S&P 1500企業に比べ、高い直接費(低い粗利益)および間接費(販管費)が見られ、日本企業全体の収益性を低下させていることが分かります。S&P 1500企業と日経225企業のEBIT(利払前・税引前利益)率の差は、2020年の3.8%から2022年には4.4%に拡大しています。

ROCEギャップの全体的な拡大には、資本稼働率の悪化も大きな要因です。運転資本と売上高の水準差は2022年に0.5%縮小するものの、日経225企業では22.5%と、S&P 1500企業の16.2%と比べ、依然として著しく高いといえます。

日経225とS&P 1500の構成銘柄の間で傾向が異なるのは、現金収支の水準です。S&P 1500のキャッシュ/売上高が1.2%減少したのに対し、日経225では0.4%増加し、2022年時点では7.2%と大幅に差が開いています。

日経225はS&P 1500と比較すると歴史的にCapex(設備投資)の成長で後れを取っています



出典：本分析は企業の公開財務情報に基づいており、財務情報はCapital IQより引用しています。

日本企業は歴史的に世界の同業他社に比べ設備投資に保守的であり、平均的なS&P 1500企業の年間平均成長率が3.1%であるのに対し、日経225企業の過去5年間の設備投資の成長率はわずかに0.5%に過ぎないことが示されています。このギャップは、日本企業が資本活用を改善し、資本支出に投資するための資金を確保することで、企業がより速い成長を実現する機会が十分にあることを示唆しています。

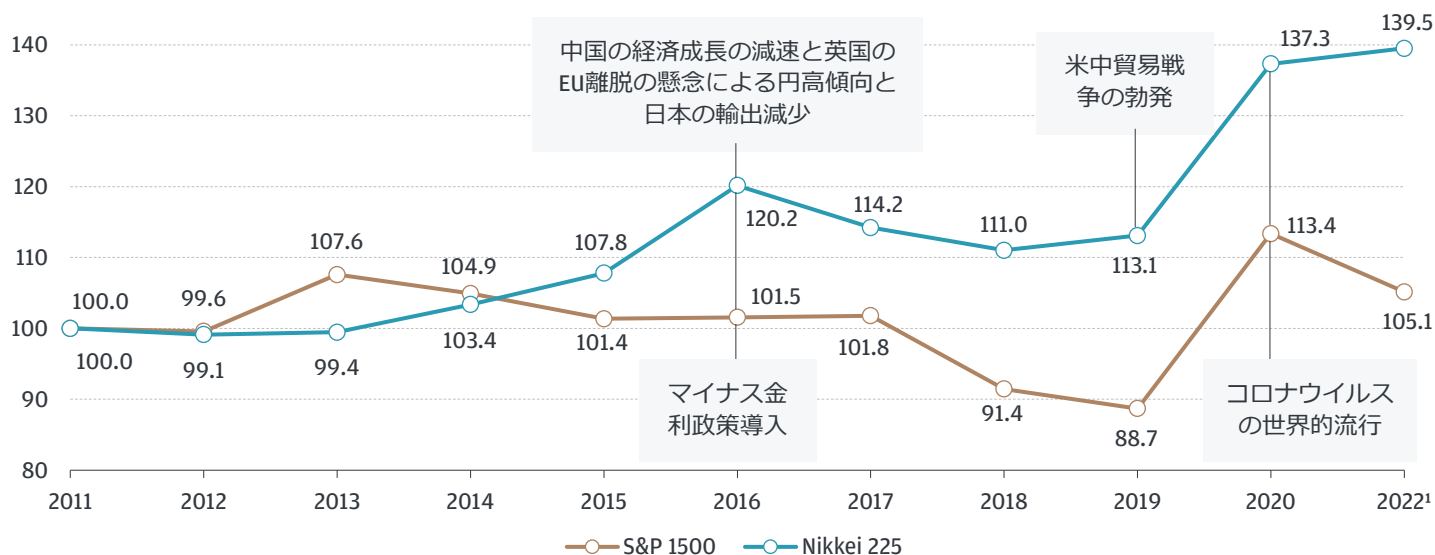
まとめ:

日本企業とS&P1500企業の使用資本利益率（ROCE）には、大きな差があります。内需の回復が期待される一方で、マクロの不確実性が伴う情勢において、企業が近い将来の不確実性に耐えるだけでなく、成長に向けて投資できるようにするためには、企業の財務担当者は運転資本と流動性の管理に焦点を当てていく必要があります。

II. 日系企業の流動性クッションの増加

S&P 1500企業の平均キャッシュパフォーマンス 2011-2022年

(単位: 平均日数)



出典: 本分析は企業の公開財務情報に基づいており、財務情報はCapital IQより引用しています。計算方法の詳細は“2.計算方法について”を参照ください。分析で導き出したトレンドは、J.P.モルガンの調査、各社のプレスリリースや公開資料に基づくものです。

注:

オレンジの折れ線は2011年時点の日経平均株価を100とした場合の平均現預金/売上高を、青の折れ線は2011年時点のS&P 1500を100とした場合の平均現預金/売上高を表しています。比較のため、S&P 1500の指標は日経225企業の業種別ウェイトに基づいて算出されており、不動産、金融機関、非銀行金融機関(NBFI)および異常値を除いて計算されています。

日経225企業の現預金指数は2.2ポイント上昇し、S&P 1500企業の現預金水準が8.3ポイント低下したのとは対照的な結果となっています。これは、企業が長期にわたる現金保有の後に現金を投入して成長に投資し、世界需要がこの1年で上向いたためです。

日経225企業もS&P 1500企業と同様に、設備投資、自社株買い、配当、M&Aなどの支出を増やしましたが、やや保守的な傾向でした。

企業の現預金残高が増加した他の理由としては、日銀の強力な財政支援とハト派的な金融政策による需要およびインフレの促進、円安が挙げられます。

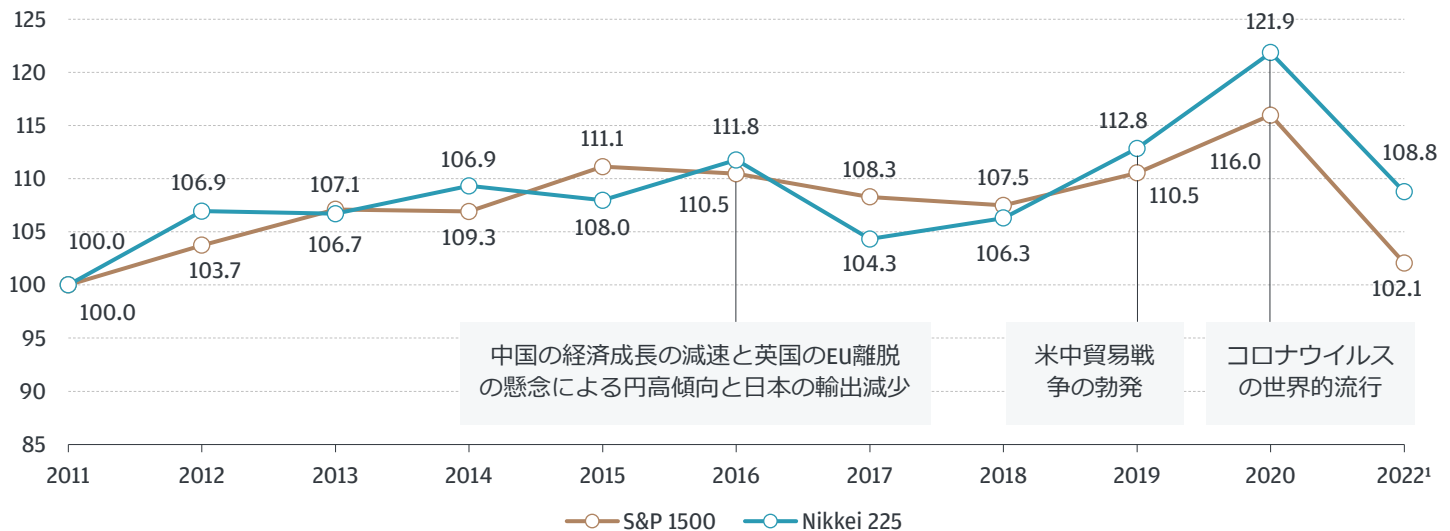
まとめ:

不透明な時代において、財務担当者にとって最も重要なものとして流動性の管理が挙げられます。日本企業は米国の企業に比べて流動性を確保しているといえますが、ビジネスのボラティリティを管理していくうえで、グローバルな現預金残高を一元的に把握し、簡便にアクセスできるような環境を整えることが重要です。

¹ 2020年までは12月時点の値、2022年は日経225企業については2022年3月時点の値、日本企業の大半とS&P企業については2021年12月決算日時点の値で算出しています。

III. 運転資本水準の逆転

平均運転資本水準 2011-2021 年 (単位: 平均日数)



出典: 本分析は企業の公開財務情報に基づいており、財務情報はCapital IQより引用しています。計算方法の詳細は“2.計算方法について”を参照ください。分析で導き出したトレンドは、J.P.モルガンの調査、各社のプレスリリースや公開資料に基づくものです。

注:

オレンジの折れ線は2011年時点の日経平均株価を100とした場合の平均運転資本/売上高を、青の折れ線は2011年時点のS&P 1500を100とした場合の平均運転資本/売上高を表しています。比較のため、S&P 1500の指標は日経225企業の業種別ウェイトに基づいて算出されており、不動産、金融機関、非銀行金融機関(NBFI)および異常値を除いて計算されています。

日経225企業の運転資本水準は、S&P 1500構成企業の運転資本水準と同様に、大幅に改善しました。これは、政府および中央銀行による財政・金融支援政策により、世界的に需要が大幅に回復したためです。需要の高まりは売上高の増加をもたらし、その結果、在庫の回転が早まりました。原材料の不足や物流の滞りなど供給サイドの混乱により、在庫水準はさらに低下しました。

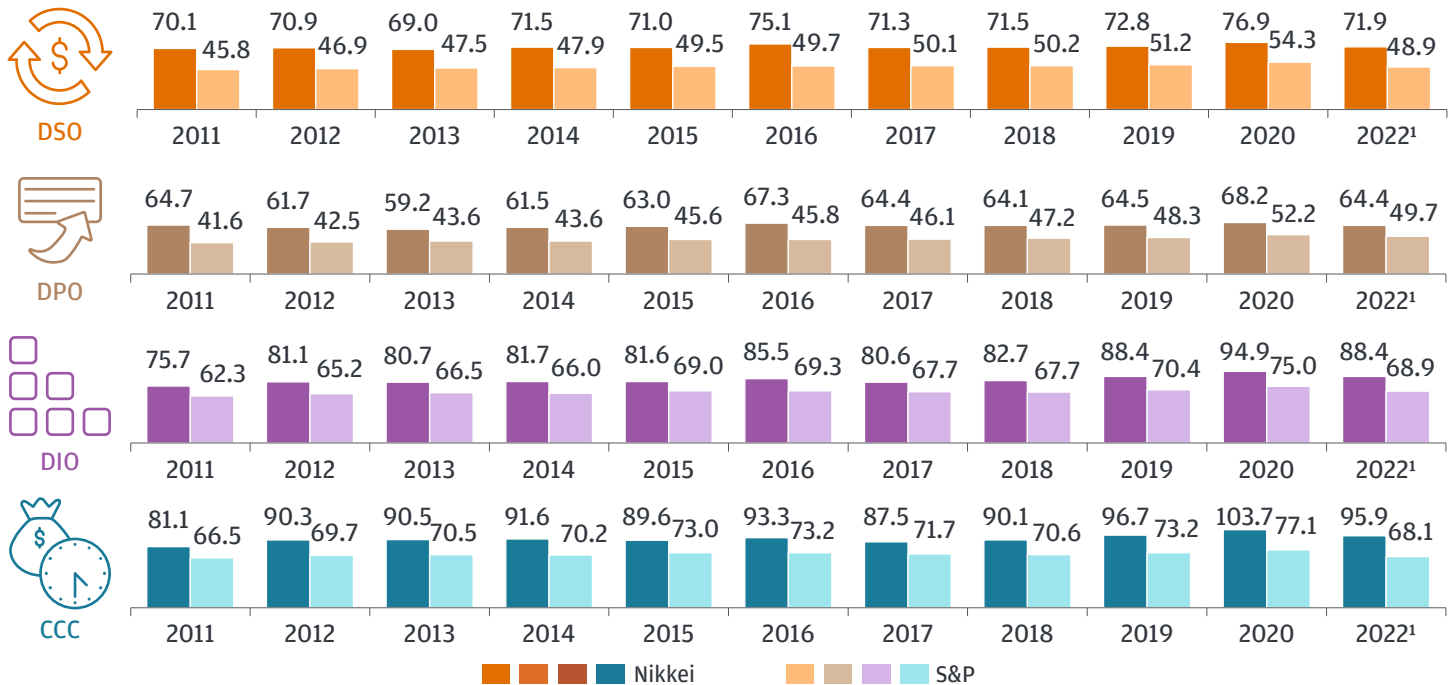
需給ギャップが大きいいため、回収までの時間が早く、運転資本が少なく済むというメリットもあります。このギャップが縮小し始めると、企業は今後、運転資本の増加を経験することになるでしょう。

まとめ:

世界的なマクロ経済の逆風は日本にも波及し、サプライチェーンに圧力をかける可能性があります。企業は、滞留したキャッシュを放出し、戦略優先度の高い分野に資金を回せるよう、運転資本の効率的な管理に注力する必要があります。

¹ 2020年までは12月時点の値、2022年は日経225企業については2022年3月時点の値、日本企業の大半とS&P企業については2021年12月決算日時点の値で算出しています。

IV. 3年後のキャッシュコンバージョンサイクルにポジティブな兆し



出典：本分析は企業の公開財務情報に基づいており、財務情報はCapital IQより引用しています。DSOは、過去2年の平均売上債権*365日/前年度売上高、DPOは、過去2年の平均仕入債務*365日/前年度売上原価、DIOは、過去2年の平均棚卸資産*365日/前年度売上原価、CCCは、DSO+DIO-DPOで算出されます。計算方法の詳細は“2.計算方法について”を参照ください。分析で導き出したトレンドは、J.P.モルガンの調査、各社のプレスリリースや公開資料に基づくものです。

注：一部修正したJPM WCインデックスS&P 1500企業のデータを使用しています。比較のため、S&P 1500メトリックは日経225の業界の比重に基づいて計算されています。

中国でのロックダウンの影響もあり新型コロナからの回復は遅れたものの、日本企業では世界的な需要の回復により、CCC全体では7.8日改善しました。

DSOは、需要の回復と、企業が顧客により良い条件を提示することで回収が早まったことにより、5日減少しました。デジタル販売チャネルの拡大、D2C販売戦略の普及もDSO日数改善に寄与しました。

2020年度のDPOは、パンデミック時に企業が流動性保全のために支払いを延長した要因により急増しましたが、2021年度のDPO水準は3.8日に減少しています。この減少は、経済活動の回復に伴い、パンデミックによる流動性確保方針が解除され、支払条件が正常化したことによるものです。

日経225企業のDIOは6.5日減少しましたが、これは予想を上回る消費者需要とサプライチェーンの混乱が要因です。日経225とS&P 1500のCCCギャップはほぼ横ばいで、平均で1.2日とわずかに改善しました。

まとめ:

サプライチェーンの混乱、世界的な量的引き締め、高インフレは、経済全体へ不安定さをもたらしています。日本企業は、運転資本への圧力を高めている供給ショックやサプライチェーンの不安定さに耐えられるように、エンドツーエンドのサプライチェーンを綿密に見直す必要があります。

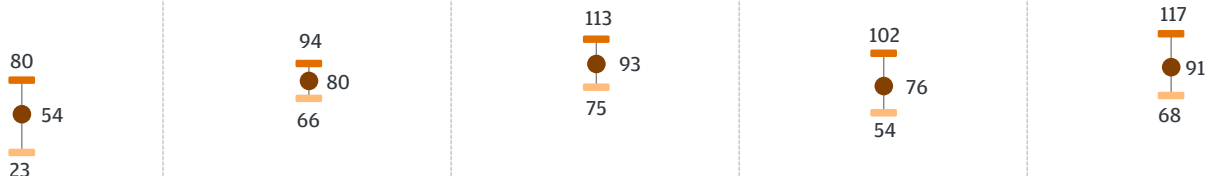
¹ 2020年までは12月時点の値、2022年は日経225企業については2022年3月時点の値、日本企業の大半とS&P企業については2021年12月決算日時点の値で算出しています。算出しています。

04

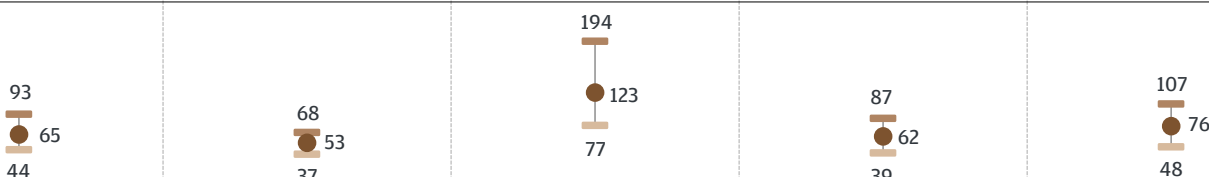
キャッシュコンバージョンサイクル におけるセクターの洞察

各セクター別にみる平均運転資本パフォーマンスのスナップショット

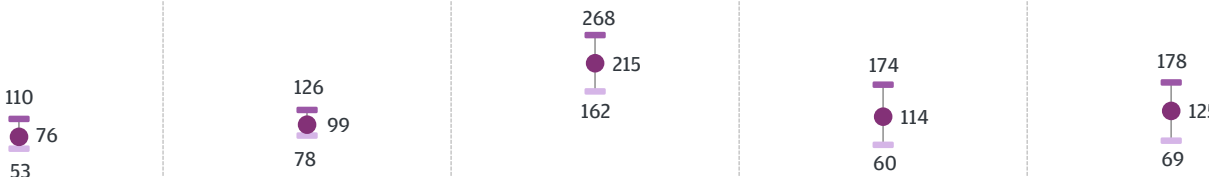
DSO 売上債権回転日数 (日)



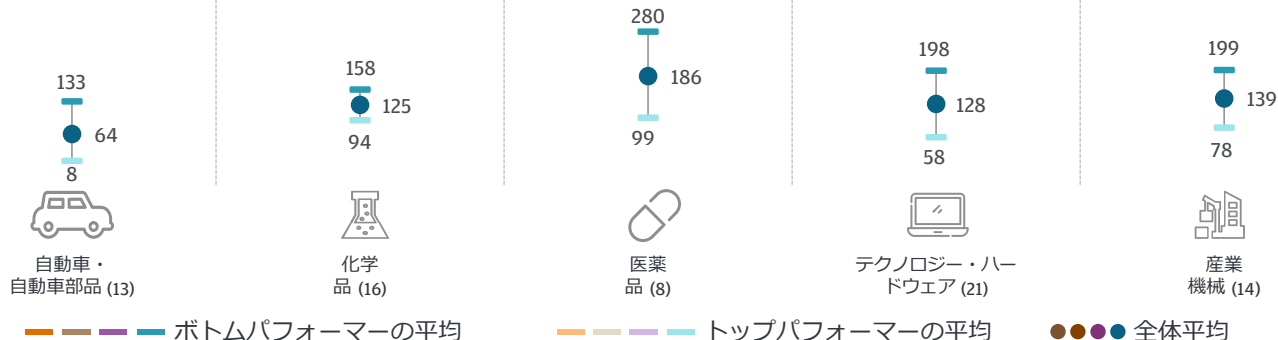
DPO 買入債務回転日数 (日)



DIO 棚卸資産回転日数 (日)



CCC キャッシュコンバージョンサイクル (日)

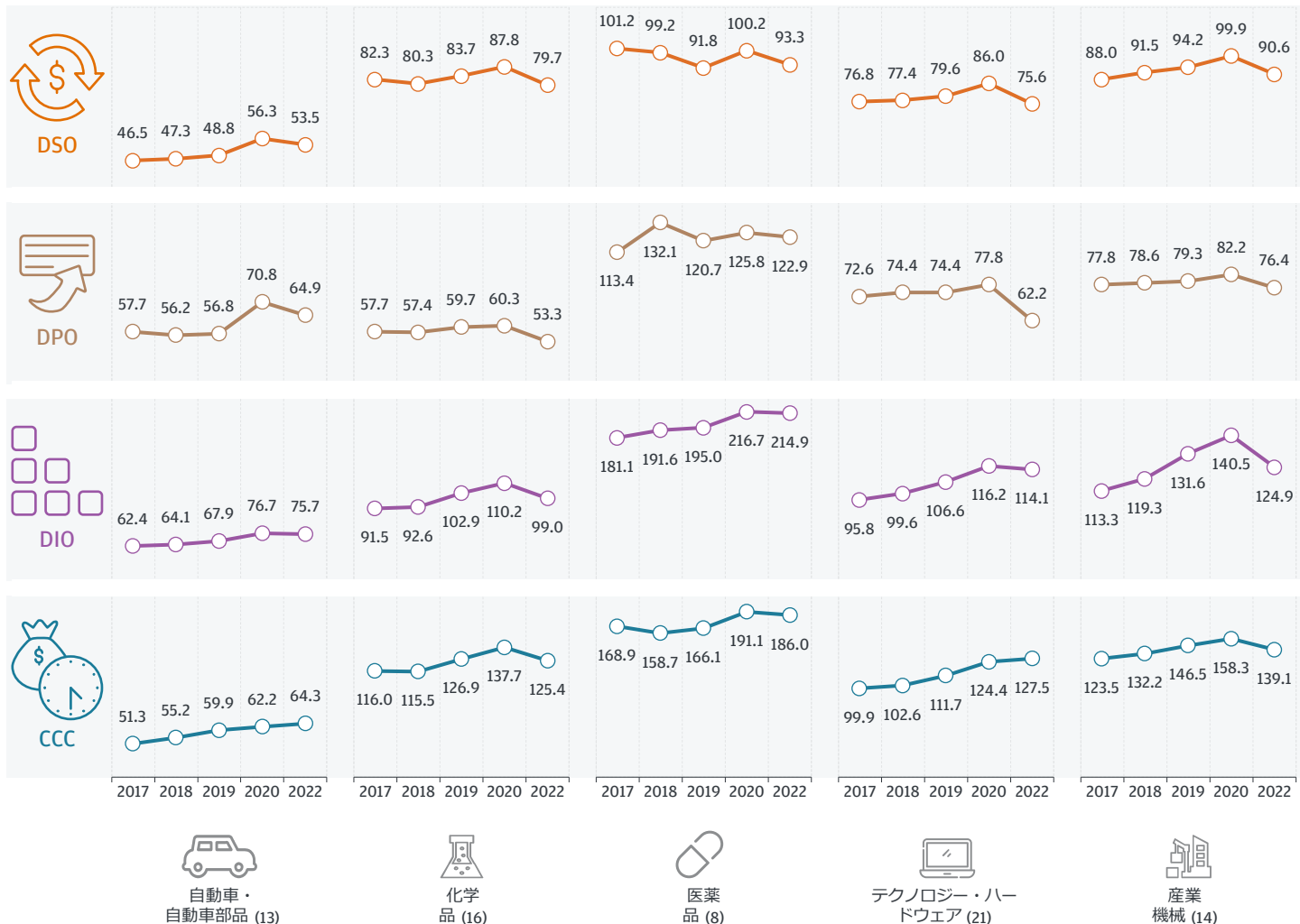


出典: 本分析は日経225の構成銘柄のうち、分析対象の各セクターを代表する企業の公開財務情報に基づいています。財務情報はCapital IQより引用しています。

日経225企業の主要業種では、CCC水準について上位と下位の間には大きな差があり、相当量の運転資本が滞留していることが示唆されました。JPMで算出したデータによると、すべての組織が運転資本を改善し、DSO、DPO、DIOの指標において各業界の次のパフォーマンス四分位値¹に移行したと仮定すると、運転資本のうち推定1,467億米ドルがフリーキャッシュフローとして放出される可能性があります。

¹ 運転資本パラメーターごとに、各業界内の企業を4つのパフォーマンス四分位値に分割しました (第1四分位値は業界内の上位25%のパフォーマンス、第4四分位値は下位25%に相当します。) フリーキャッシュフロー放出の計算では、ある企業が既存のパフォーマンスの四分位値から次に優れたパフォーマンスの四分位値に移動し、四分位値1の企業は現在のレベルを維持すると仮定しています。パフォーマンスの四分位値に移動し、四分位値1の企業は現在のレベルを維持すると仮定しています。

各セクター別にみる運転資本トレンド



出典：本分析は日経225の構成銘柄のうち、分析対象の各セクターを代表する企業の公開財務情報に基づいています。財務情報はCapital IQより引用しています。分析で導き出したトレンドは、J.P.モルガンの調査、各社のプレスリリースや公開資料に基づくものです。

注：一部修正したJPM WCインデックスS&P 1500企業のデータを使用しています。比較のため、S&P 1500メトリックは日経225の業界の比重に基づいて計算されています。

日経225企業のうち5業種のCCC動向を検証しました。

自動車および自動車部品



昨年末の需要増にもかかわらず、自動車・自動車部品メーカーのCCCは微増に留まりました。規制緩和が着実に進み、需要が供給を上回り、顧客からの回収が早まったことが要因です。一方、DPOは5.9日と大幅に減少し、DSOの減少を補って余りあるものとなりました。これは、企業がサプライチェーンにおける流動性圧力を緩和し、重要な原材料(例えば当期中に不足した半導体)を調達するため、サプライヤーへの支払いを早めたことによるものです。興味深いことに、あらゆる混乱に対応するために企業が原材料の保有を増やし、ジャストインタイムモデルから移行したため、需要が高いにもかかわらずDIOレベルはほぼ横ばいで、わずか1日の減少にとどまりました。また、原材料費の高騰や円安による在庫評価の上昇もDIOの増加に寄与しました。

化学品



化学品業界は、在庫日数の急減と回収期間の改善により、CCCが大幅に改善しました。DIOは、世界経済の見通しが改善し、需要が旺盛になったことから、11.2日減少しました。化学業界は、自動車や航空会社などの産業部門における需要の回復や、化学品価格の高騰の恩恵を受けました。DSO水準も8.1ポイント低下し、パンデミック前の水準に近づきました。業界全体では、CCCは12.3日改善されました。

医薬品



医薬品業界では、前年度時点で、全体的な運転資本の水準が改善されました。CCCは、昨年と比較して約5.1日の改善を示しました。CCCの改善は、在庫水準がパンデミック前に近づいたことによるDSO日数の改善が主な要因です。しかし、物流のボトルネックやサプライチェーンの混乱により、企業が重要な原材料を備蓄しているため、在庫水準は減少していません。

テクノロジー・ ハードウェア:



自動車および自動車部品業界と同様に、テクノロジー・ハードウェア業界もCCCが3.1日とわずかに増加しました。これは、需要の高まりにより顧客からの回収が早まり、DSOが10.4日減少した一方で、DPOが15.6日と大幅に減少したことによるものです。通貨切り下げと主要部品・材料の戦略的な確保により在庫評価額が上昇し、DIOは2.1日の減少にとどまりました。

産業機械



産業機械部門は、DSOとDIOの大幅な減少からCCCが大幅に改善しました。日本は製造業の世界的なリーダーであり、設備投資の増加により在庫が15.6日減少し、DSOは9.3日改善しました。全体ではCCCは19.2日改善しました。

まとめ:

運転資本管理の効率が低い企業は、業界のベストプラクティスとベンチマークパフォーマンスを継続的に調べ、事業回復を計画する際に、トラップドキャッシュの特定および放出を行う必要があります。

05

将来の成長のための原動力



ESGの課題



石油・ガス

クリーンエネルギーへの投資拡大



材料

CCSおよびリサイクルに注力



自動車

水素燃料電池と電気自動車の生産拡大



サプライチェーンの多様化



自動車

ニアショアリング+垂直統合



アパレル・アクセサリ

ニアショアリング製造; 予想データに基づくSCM



テクノロジー・ハードウェア

重要品目の在庫バッファ



技術主導のビジネスモデル



自動車

コネクテッドカーおよび車載サービスに注力



アパレル・アクセサリ

拡張現実とVコマースの取り込み



テクノロジー・ハードウェア

コネクテッドデバイスのエコシステムを拡大



Direct-to-customer (D2C) 戦略



アパレル・アクセサリ

顧客への直接リーチを拡大



クイックサービスレストラン

統合されたロイヤリティプログラム



自動車

オンラインでの車両購入

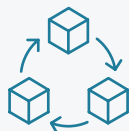
出典：分析で導き出したトレンドは、J.P.モルガンの調査、各社のプレスリリースや公開資料に基づくものです。

昨今の不安定な情勢下において、企業はかつてないほど革新的な適応力と運営方法を模索する必要に迫られています。分析を行う中で発見した、企業の事業運営、資金調達、商品やサービスの提供方法を根本的に変えつつある、業界を超えた主要テーマを紹介します。

テーマは以下の通りです：



環境、社会、ガバナンスの課題 (ESG)



サプライチェーンの多様化



技術主導のビジネスモデル



Direct-to-customer (D2C) 戦略

企業の経営や意思決定のあり方に長期的かつ永続的に影響を与えることから、サプライチェーンのエコシステムとそのエコシステムにおける企業のかかわり方にも、大きな影響を与えることが予想されます。



環境、社会、ガバナンスの課題(ESG)

ESGの課題は企業や政府の長期的なコミットメントを推進し、この10年で需要が高まっています。日本政府は、2050年のカーボンニュートラル目標達成に向け、産業界全体で高い成長が見込まれる14の分野を特定しています。例として、以下が挙げられます。

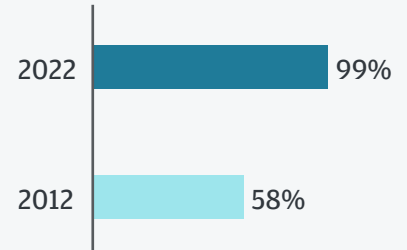
- 石油およびガス - 多様化するクリーンエネルギー：
 - 日本の洋上風力発電の潜在能力は世界最大級であり、今後大幅に増加し、日本の化石燃料への依存度を下げることが期待されています。
 - 出光興産は、Skye Renewable Energy社とパートナーシップを締結し、東南アジア全域で商業・産業用 (C&I) 太陽光発電プロジェクトを共同開発します。
- 自動車: 水素エネルギーが得意な日本は、水素燃料電池の分野で世界トップクラスの特許出願数を誇っています。また、燃料電池自動車についても高い世界市場シェアを持っています。
 - 電気自動車や水素燃料電池自動車を発売するほか、トヨタグループはENEOSと提携し、水素で動く未来都市「Woven City」の開発を進めています。

出典: Capital IQ, 企業の年次報告書、企業ページ

出光興産プレスリリース(2022年7月)、トヨタ自動車プレスリリース(2022年3月)

1キーワード: サステナビリティ、コーポレートガバナンス慣行、気候変動、ESG

公開書類において関連キーワード¹を使用している企業の割合





サプライチェーンの多様化

貿易摩擦、新型コロナウイルスの大流行、ロシア・ウクライナ戦争により、グローバルのサプライチェーンの脆弱性が露呈し、サプライチェーンへの対応を迫られています。日本企業も中国における生産拠点の集中が顕著であることから、サプライチェーン上の課題に直面しています。また、日本政府は2020年初頭からサプライチェーンの強靭性を回復させるための対策を講じています。2020年、経済産業省は日本企業の日本および東南アジア諸国への生産移転を支援する2つの補助金制度を開始しました。その結果、日本企業の間では、サプライチェーンの地理的分散、ニアショアリング、ジャストインタイムからジャストインケースへの調達戦略の見直しといった動きが活発化しています。各業界で見られる主な動きは以下の通りです。

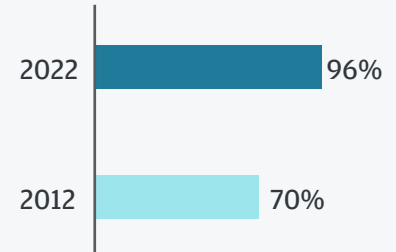
- 自動車: 在庫・材料不足を背景に、基幹部品のバッファストック化、ニアショアリング、サプライヤーの多様化などが進んでいます。
 - マツダは、サプライヤーとの長期的な契約締結を進めつつ、国内在庫の積み増しや中国以外の生産拠点への分散を図っています。
- テクノロジー・ハードウェア: 日本のテクノロジー・ハードウェアの分野では、戦略的な在庫の積み増しにより、企業の在庫水準が上昇しています。企業は将来の混乱への備えとして、サプライチェーンの多様化戦略を展開しています。
 - ソニーは複数拠点への生産移管と、主要部品の分散生産を着実に進めています²

出典: Capital IQ, 企業の年次報告書、企業ページ

¹キーワード: サプライチェーン、ロジスティックス

²ロイター記事(2022年8月) ソニー Q1 FY2022 投資家向けプレゼンテーション講演録

公開書類において関連キーワード¹を使用している企業の割合





技術主導のビジネスモデル

テクノロジーは急速に進化し、古いビジネスモデルに取って代わり、企業にとって新たな収益を生み出す機会を提供しています。決済テクノロジーのイノベーションに支えられ、AI、IoT、ブロックチェーン、バーチャルリアリティ(VR)のような技術が、企業が消費者と交流しサービスを提供する方法に変化をもたらしています。

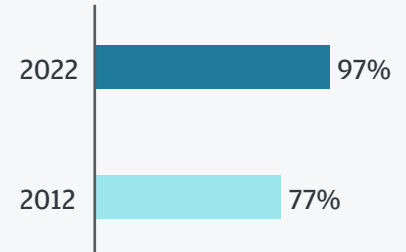
- **自動車:** 自動車メーカーは、消費者と直接かかわり、車載サービスから追加収益を得るためにコネクテッドカー技術に投資をしています。コネクテッドカーは、ガソリン代、駐車代、コーヒー代などを車載ウォレットで支払うことが出来るなど、様々な決済機会を消費者に提供します。
 - スズキは2025年までにすべての軽自動車をコネクテッドカー対応化する計画があります²
- **アパレルおよびアクセサリ:** ロボットやAIの助けを借りて、倉庫などのオペレーションを自動化しています。また、AI、3Dスキャニング、コンピューター生成画像などを活用し、消費者に合わせたカスタムフィッティングサービス展開を進めています。
 - ユニクロは、RFID(無線自動識別)技術を倉庫や店舗の在庫監視に導入し、スマートレジでの利用を拡大し、データを活用して効率的に在庫を補充しています²

出典: Capital IQ, 企業の年次報告書、企業ページ

¹キーワード: メタバース、ブロックチェーン、IoT、AI

²日経アジア記事(2021年12月) Fast retailing: Becoming a digital consumer retail company

公開書類において関連キーワード¹を使用している企業の割合





Direct-to-customer (D2C) 戦略

近年、企業は、店舗でのショッピング、Eコマース、マーケットプレイスの役割を取り入れたオムニチャネル型に軸足を移しています。このトレンドは今に始まったことではありませんが、パンデミック時には、コロナ関連制限の中で従来のチャネルで顧客にアプローチすることに苦労したこともあり、パンデミックがトレンドの大きな後押しとなりました。

日本企業も、成長を追求し、顧客ロイヤリティを高めるために、Direct-to-Customer(D2C)戦略を取り入れています。

- **アパレルおよびアクセサリー:** アパレル企業は近年、オムニチャネル・ショッピングに力を入れ始め、オンラインと実店舗のショッピング体験の垣根を低くしています。さらに、最終消費者に利便性と個別カスタマイズを提供するサービスも増えています。
 - 資生堂は、中期的な戦略として、デジタルを活用したビジネスモデルの構築に注力しています。また、デジタル対応策の一環として、拡張現実やウェブカウンセリングなどの機能を持つビューティーコンサルティングを消費者に直接提供しています。
- **自動車:** 日本における中古車のオンライン注文は、見積もりから販売店経由での契約まで、消費者に一気通貫でデジタル購買サービスを提供しています。円安の影響もあり、日本の中古車市場には海外のバイヤーが多く集まっています。
 - トヨタは中古車専用ストアを開設し、オンライン注文サービスを提供しています。

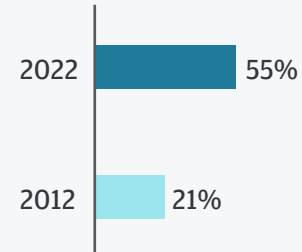
出典: Capital IQ, 企業の年次報告書、企業ページ
資生堂プレスリリース(2021年6月)、トヨタ自動車プレスリリース(2020年9月)
キーワード: Eコマース、マーケットプレイス

このような根本的な変化はすべて、企業がサプライヤーの多様化や新たなトレンドを活用しながら、新しいビジネスを生み出すためにサプライチェーンを調整する際に、企業の運転資本に大きな影響を与えます。企業が新しい場所で新しいサプライヤーと取引をしたり、場合によってはサプライヤーや顧客から成る全く新しいエコシステムの中で事業を展開することで、サプライチェーンはより複雑化するでしょう。

まとめ:

外的要因や内的要因に影響される根本的な変化にビジネスが適応するにつれ、サプライチェーンはより複雑になってきています。財務担当者は、ビジネスの流動性と資金調達ニーズを特定し、予測する責任を負っているため、この複雑性を管理する上で重要な役割を担っています。デジタル化およびデータは、運転資本の最適化とサプライチェーンの回復力の向上の両面から、企業にとって最適な結果を求める財務担当者にとって、きわめて重要な要素となります。

公開書類において関連キーワード¹を使用している企業の割合



06

流動性管理のアクションプラン

企業が新しいマーケットダイナミクスに適用し、新しい戦略を実行し、ベストプラクティスを取り入れようとすると、流動性を管理するための包括的なアクションプランが必要となります。この計画には、以下の重点項目が含まれる必要がありますが、これに限定するものではありません。

- 流動性へのアクセスの確保
- 運転資本の管理
- サプライチェーンの混乱への対応

企業は、サイバーセキュリティ、詐欺防止、消費者の進化といったテーマに触れ、さらに重要なこととして、流動性要件をより科学的に予測するためにAIやビッグデータ分析といったツールを活用することを検討する必要があります。

企業の維持・発展のため、財務担当者はキャッシュ予測能力を磨き、キャッシュポジションのリアルタイム可視化および一元管理が可能な環境を整える必要があります。適切なテクノロジー基盤を構築することで、データの収集、報告、分析、予測の精度を大幅に向上させ、ビジネス環境の変化に応じて財務担当者が機敏に対応することが可能となります。

データ分析を活用して過去の運転資本や現預金の動向、データパターン、ボラティリティを分析することで、企業の営業キャッシュの必要性を把握し、流動性ソースを効率的に活用できるようになります。J.P.モルガンは、過去データに基づき、将来必要となる営業キャッシュの予測をサポートする独自の分析ツールを開発しました。

経済環境が不安定な場合、企業にとってシナリオ・プランニングを行うことは重要です。企業は、為替、金利、商品価格の変動がキャッシュフローに与える影響を分析し、最悪のシナリオに備える必要があります。

パンデミックのような危機的状況では、企業はさまざまなシナリオで資金の利用可能性を効果的に管理するために、ストレステストと危機管理計画を活用することができます。企業が将来の危機を乗り切るために考慮すべきポイントを以下の3ステップで示しています。

① 主要な流動性要因の分析		② 流動性ストレス・シナリオ分析			③ アクションプランの作成	
流動性要因		3か月	6か月	12か月	アクションプラン	
営業利益	売上高	✓	✓	✓	Reduce	<ul style="list-style-type: none"> 消費・支出- 旅費、エンターテインメント、マーケティング等 固定費 - IT、不動産などの分野を削減
	消費・支出	✓	✓	✓		
	固定費			✓		
運転資本	内部資金	✓	✓	✓	Release	<ul style="list-style-type: none"> 内部資金の活用 (グループ間貸付) 支払条件の最適化とトレードソリューションによる運転資本の解放
	売上債権	✓	✓	✓		
	サプライヤーへの支払	✓	✓	✓		
外部資金	運転資本ローン	✓	✓	✓	Secure	<ul style="list-style-type: none"> コマーシャルペーパー市場の低迷に伴うバックアップ資金計画の策定 低金利環境下でのタームアウト
	銀行融資枠		✓	✓		
	債券発行		✓	✓		
	資本調達			✓		
株主	配当		✓	✓	Defer	<ul style="list-style-type: none"> 流動性に応じた配当の実施 流動性に応じた自社株買いの延期 設備投資の延期
	自社株買い			✓		
投資	設備投資	✓	✓	✓	Identify	<ul style="list-style-type: none"> 緊急時流動性確保のために売却可能な資産・事業の特定
	資産・ビジネス売却			✓		

現在の世界経済は、高インフレ、積極的な金融引き締め、ロシア・ウクライナ戦争と長引くパンデミックによる不確実性の中で、2022年を通して見通しが悪化し、複数の逆風にさらされています。しかしながら日本経済は世界的な見通しが暗くなる中で、比較的回復力があるように見受けられます。世界的な景気後退が日本の企業に波及する一方、新型コロナ関連規制が解除され、内需が回復しています。日銀は金融緩和政策を継続し、国内の消費者と企業を安価な資金供給でさらに支援すると予想されます。まだ不透明ではありますが、中国は日本にとって最大の貿易相手国であるため、中国規制の解除は日本経済と企業をさらに後押しする可能性があります。日経225企業は、S&P 1500企業と比べて有利な立場にあり、成長への投資を継続することで、S&P 1500企業とのROCEギャップを縮小することが可能です。日経225企業の分析では、運転資本として約1,470億米ドルの流動性があり、これが放出されれば、投資のための安価な資金源となります。同時に、日本企業は成長の機会と外部マクロの不確実性に伴うリスク管理のバランスを取る必要があります。

回復に伴う成長のアプローチはセクターにより異なりますが、企業の財務担当者が管理すべき業界横断的なリスクと機会について、以下に示しています。

リスク



アメリカ・欧州のリセッション

輸出に悪影響を与えるマクロ
経済見通し



通貨のボラティリティ

通貨切り下げによるコスト増
および在庫評価減



サプライチェーンの混乱

機動的で強靱なサプライチェーンの構築



地政学的緊張

サプライチェーンやコストのリスク管理

機会



ESG

ESG基本方針の採用および
ESG目標に向けた投資



国内需要の回復

需要の回復を背景に成長へ前進



中国における

コロナ関連規制の緩和

戦略的パートナーシップの再構築



新時代のビジネスモデル

消費者ニーズの変化に柔軟に対応

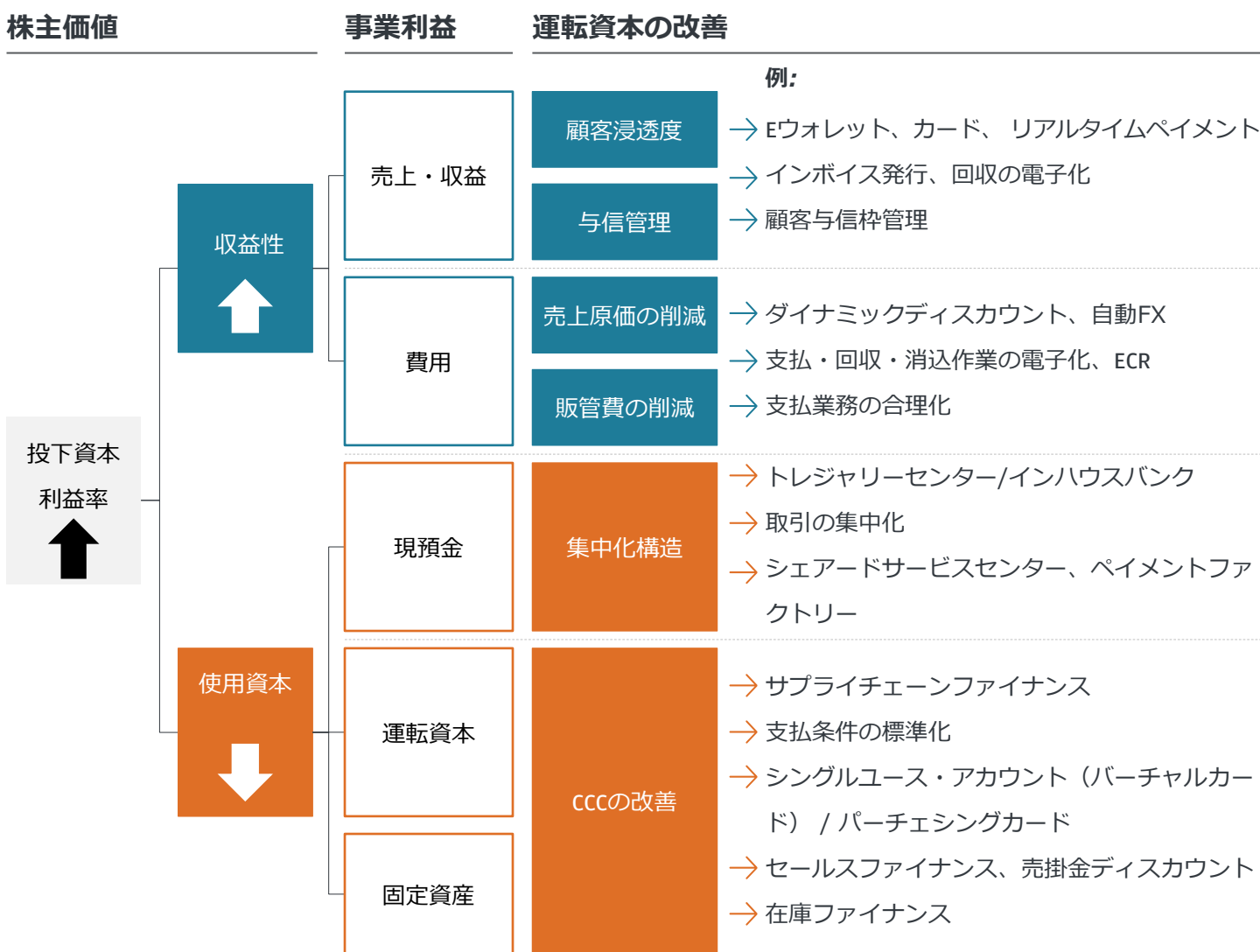
短期的なリスクやサプライチェーンの混乱が見受けられる中、戦略的な機会を追求していく上で、効率的な運転資本管理は、目標達成、リスク管理、長期的価値創造のために、重要な役割を担っています。

戦略的な機会を追求していく上で、財務担当者は、このような不確実な時代において、企業の戦略的目標をサポートするアドバイザーとして重要な役割を果たすことができます。財務担当者は将来を見据え、流動性、運転資本、リスク管理(トラップドキャッシュの管理、為替リスクの軽減、運転資本の最適化など)に優先順位をつける必要があります。これにより、滞留した流動性が放出され、業務効率が向上し、事業目標の達成とリスク管理のために必要な資金を提供することができます。日本企業は、グローバルな資金の可視化、管理、集中化を確立するために、グローバルにおけるベストプラクティスの採用にさらに積極的になる必要があります。地域トレジャリーセンター、シェアードサービスセンター、インハウスバンクなどのトレジャリーおよびオペレーティング拠点を設置することは、最適な財務状態を実現するための鍵となることでしょう。持続可能なサ

プライチェーンファイナンスやダイナミックディスカウントなどのソリューションは、サプライヤーとの関係を強化し、サプライヤーに追加の流動性を提供するだけでなく、企業のESGやサプライチェーンの回復力の目標に貢献するために有用です。同様に、企業はサプライチェーンの混乱に直面し、ジャストインタイムからジャストインケースへの転換を迫られています。財務担当者は、在庫ファイナンスなどのソリューションを活用して現金の流出を軽減する一方、必要となる時期まで在庫をバランスシートから切り離せるようにすることが重要です。

多様な地域や顧客基盤を持つグローバル企業は、現在、為替変動リスクの高まりに直面しており、流動性と運転資本の効率性を維持することが課題となっています。このような企業は、マルチカレンシー・ノーショナルプール(実際に資金を動かしたり、為替取引を起こして通貨を変換したりすることなく、通貨、会社を跨って、グループ内の資金融通を機動的に行うことが可能になる仕組み)を活用することで、運転資本のニーズを満たすための流動性を提供することができます。

企業の成長において、現預金と運転資本の最適化は引き続き重要なテーマになると考えられます。運転資本管理には大きな最適化の可能性があり、日本企業にとってはより費用対効果の高い資金調達を見極める良い機会となります。この資金調達は、混乱期を乗り切ろうとする企業にとっては十分な流動性クッションとなり、力強い回復を遂げ、国内外でのさらなる事業の発展と拡大を目指す企業にとっては成長を支え、株主にとってより大きな価値を生むことに繋がります。



08 概観

S&P 1500と日経225の企業間のROCE水準の差は、今年に入って3.3%から4.5%、およそ1.2%拡大しています。

1,467億米ドル

日経225企業全体で放出可能な
運転資本の推定値

日経 225企業と S&P 1500企業
のROCEギャップは1.2%縮小

1.2%
ROCE

13.1
ポイント
運転資本指数の低下


CCC
ギャップ拡大

1.2
days

26.6 27.8
2020 ▲ 2022

日経225とS&P1500企業
の比較


現預金
ギャップ拡大

1.6%

5.6% 7.2%
2020 ▲ 2022

日経225とS&P1500企業
の比較


EBIT
ギャップ縮小

0.6%

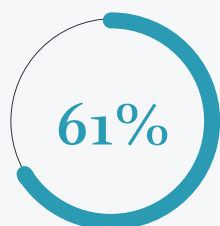
3.8% 4.4%
2020 ▲ 2022

日経225とS&P1500企業
の比較

157.7 日

パフォーマンス上位
と下位の差

2.2
ポイント
現預金指数の
増加



の企業がCCCを改善(日経225企業)

- 74%の企業でDSOが短縮
- 67%の企業でDIOが短縮

全体として
CCCは**7.8日**減少
DSOは**5日**改善

09

Authors



グーラン・シャー Gourang Shah

グローバルヘッド

トレジャリー & シェアードサービスセンター アドバイザリー

J.P.モルガン (サンフランシスコ)

gourang.shah@jpmorgan.com



ジャスミン・タン Jasmine Tan

アジア太平洋地域 ペイメンツ・ソリューション部長

J.P.モルガン (香港)

jasmine.tan@jpmchase.com



ヴィクラント・ヴァーマ Vikrant Verma

アドバイザー

アジア太平洋地域 ペイメンツ・ソリューション部

J.P.モルガン (シンガポール)

vikrant.verma@jpmorgan.com

本レポート（日本語版）は、Navigating risk and opportunity: Japan working capital index report 2022-23（英語版）の参考訳です。英語版の内容との間に齟齬がある場合は、英語版の内容が優先するものとします。

VISIT US AT JPMORGAN.COM

The views and opinions expressed herein are those of the author and do not necessarily reflect the views of J.P. Morgan, its affiliates, or its employees. The information set forth herein has been obtained or derived from sources believed to be reliable. Neither the author nor J.P. Morgan makes any representations or warranties as to the information's accuracy or completeness. The information contained herein has been provided solely for informational purposes and does not constitute an offer, solicitation, advice or recommendation, to make any investment decisions or purchase any financial instruments, and may not be construed as such.

Investments or strategies discussed herein may not be suitable for all investors. Neither J.P. Morgan nor any of its directors, officers, employees or agents shall incur in any responsibility or liability whatsoever to the Company or any other party with respect to the contents of any matters referred herein, or discussed as a result of, this material. This material is not intended to provide, and should not be relied on for, accounting, legal or tax advice or investment recommendations. Please consult your own tax, legal, accounting or investment advisor concerning such matters.

JPMorgan Chase Bank, N.A. Member FDIC.

JPMorgan Chase Bank, N.A., organized under the laws of U.S.A. with limited liability.

© 2022 JPMorgan Chase & Co. All Rights Reserved

