

業種別格付方法

【小売】

小売業には百貨店、スーパー、コンビニエンスストアなど店舗販売を中心とした業態から、通信販売のような無店舗販売の業態までが含まれるが、本稿では主にスーパーやホームセンター、家電量販店など多店舗チェーン展開している小売業を対象とし、通信販売ビジネスは対象外としている。また、個店展開方式で自社による販売ではなく実質的に「場所貸し」ビジネスに近い百貨店については一部当てはまらないケースがある。

1. 事業基盤

小売業は基本的にドメスティックな産業であり、国内の消費動向に左右される面がある。しかし、個々の企業をみた場合、マクロの消費動向や業界動向とは関係なく業績を伸ばしている企業も多いのが小売業の特徴である。このため、格付評価においてもマクロの消費動向や業界動向を踏まえつつも、個社が持つビジネスモデルの特徴や競争優位性、リスク特性などを勘案して格付に織り込んでいる。

(1) 産業の特性

① 市場概要

わが国の小売業界は国内市場を中心に展開している企業が多い。海外へ進出している企業もあるが、海外事業が業績全体に大きく貢献するまでに至っている企業は少ない。また、インバウンド需要の恩恵を受けている企業もあるが、わが国の小売業界は国内の景気や雇用、所得の動向、人口動態などの影響を受けやすい。

国内総人口が減少に転じ、中長期的に消費全体のパイが減っていく中で、小売業全体としては成熟産業と位置付けされる。ただ、少子高齢化が進むわが国では、消費構造や消費行動が従来とは大きく変わっていくことになり、従来の消費市場が縮小する一方で高齢者向けなど新たに拡大していくマーケットもある。

また、わが国の小売業の歴史をみると、幅広い品揃えを武器にした百貨店が戦前に興隆し、長らく売上高トップの地位を占めてきた。しかし、1970年代に戦後興隆してきた総合スーパーのダイエーが売上高トップに立ち、2000年代にはそのダイエーがコンビニエンスストアのセブン-イレブン・ジャパンに抜かれるといった形で、業態による盛衰がみられる。さらに2000年代に入ると、衣料専門店、家電量販店など特定のカテゴリーに特化した専門店が台頭し、百貨店や総合スーパーがこうした専門店に市場を奪われるようになっている。ドラッグストアは医薬品や化粧品のほか、食料品の品揃え強化などにより存在感を増している。また、電子商取引（EC）のニーズが拡大しており、注力している企業もある。

このように小売業の中でも成長している業態もあり、業態により産業の成長ステージは異な

っている。このため、マクロの消費動向だけでなく、業態別の市場動向も踏まえて個別の格付評価に反映させている。

② 競合状況

わが国では、コンビニエンスストア業界を除けば上位企業による市場寡占度はさほど高くはなく、中小を含めた多数の企業が乱立する構造にある。消費のパイ自体が増えない中、「オーバーストア」と呼ばれるような店舗が乱立する状況となっている。郊外では大型のショッピングセンターの開発が進み、広域にわたり影響を及ぼしてきた。店舗間における価格やサービスなどの競争は激しくなっている。

このような中、特定の地域で高いシェアを維持するローカルチェーンも存在する。こうした特定地域で展開していたチェーンが近隣地域へエリアを拡大していく中で、各地域の有力チェーンとの競争が激化するケースもみられる。また、衣料専門店やドラッグストア、家電量販店など専門店業態の台頭が進み、百貨店や総合スーパーでは、そのカテゴリーの一部を専門店に奪われるなど業態の垣根を超えた競争も激化している。

小売業の格付評価においては、各企業の競合状況の変化を確認し、それが中長期的な事業基盤に与える影響を重視している。

③ コスト構造

小売業は労働集約的な産業であり、一般的に販管費の中で人件費が最大の費用項目となっている。特にチェーン展開している小売業では、レジ打ちや商品の陳列作業、店内加工などにおいて大量のマンパワーが必要である。しかし、人口減少が進む中、人手不足が深刻化しており、それに伴い人件費負担が増加している。このような中、セルフレジやセミセルフレジの導入、プロセスセンターの設置などを進め、店内作業の軽減を図っている。省人化施策などの推進は重要であり、人件費比率の動向を確認している。

また、多数の店舗を有している装置産業としての側面もあるため減価償却費、賃料など設備関連の固定費のウェイトが比較的高い。格付評価においては、店舗展開を進める中で人件費、賃借料といった固定費の増加により損益分岐点が上昇し、収益圧迫を招くことはないかに留意している。

(2) 市場地位、競争力のポイント

① 市場地位

小売業界では、売上規模が大きくても外部環境の変化により収益力が低下している業態や企業もあり、現在の売上規模や順位が必ずしも競争力に結びつくわけではない。

全国レベルでのシェアは低くても、特定の地域で高いシェアを有している企業もある。食品スーパーでは地域特性を反映した商品構成が、消費者の支持を得るために重要となっている。売上規模や全国でのシェアは低くても特定の地域内において高い競争力を有していることを格付上高く評価しているケースもある。

② 既存店の競争力

チェーン展開している企業において、事業基盤の強さ、収益のベースとなるのは既存店の競争力であり、収益力である。このため、既存店売上高対前年比を業界平均や競合チェーンと比較分析することで、そのチェーンが比較優位にあるのか劣後しているのか評価している。さらにこれを客数、客単価、一品単価、買上点数などに分解してみることで、売り上げの変化がどのような要因によって起きているのか、競合激化により集客力を失っているのか、価格競争による影響なのか、当該企業の商品戦略の変化による影響なのかといったことを分析し、評価している。

③ マーチャンダイジング力

小売業においては、商品力、価格戦略、販促手法などの巧拙により収益力に格差が生まれてくる。各企業がどのような商品分野に強みを有しているのか、あるいはどの商品分野が弱いのか、価格競争志向なのか、むしろ接客やサービスなどによる差別化を図っているのか、EDLP（毎日が安い）戦略なのか、チラシによる特売なのか、ポイントを使った販促なのか、など各企業のマーチャンダイジング政策の特徴を把握した上で、消費動向や各社の置かれた状況などに照らして、それが適切な戦略なのかを評価している。

また、仕入原価をいかに引き下げるかは価格競争力、あるいは粗利益率を高める上で重要な要素である。近年、小売業の規模拡大とともにスケールメリットを生かしてプライベートブランド商品を開発することで、ナショナルブランド商品よりも低価格かつ粗利益率の高い商品を販売するチェーンも多い。商品調達面においては、競合他社に対して有利な取引条件を得られているのか、十分な価格競争力を有しているのか、粗利益率改善に繋がるのか、などを分析し評価している。

④ 店舗戦略

チェーン展開する小売業では、新規出店および既存店改装が重要な戦略となる。チェーンストア理論では、物流効率、顧客の認知度アップなどの点において特定のエリアに集中するドミナント方式による出店が有利とされている。また、既存店の競争力を向上させるうえで、老朽化店舗などの改装が必要である。各企業がどのような店舗フォーマット、店舗網・物流体制を有しているのか、エリア別の事業基盤、収益力はどうなっているのか、今後はどの地域に出店していくのか、店舗を大型化するのか、小型店を中心とするのか、既存店改装をどのように進めていく方針であるのか、などから地域毎の事業基盤、収益力への影響を分析し評価している。

一方、チェーン展開している小売業では、商圈の環境変化による店舗の収益悪化や新店開業後の黒字化の遅れなどにより不採算店舗が存在している。足元では収益の足を引っ張るとともに、将来的に減損リスクを抱えることになる不採算店舗については、会社としての閉店基準や、個別の店舗毎の対応方針などを確認し、中長期的に収益基盤を弱めるおそれはないか特に留意している。

⑤ グループ力

比較的規模の大きい小売業では、グループに複数の業態やカード事業などの関連会社を有している企業もある。この場合、業態間のグループシナジーが機能しているのか、あるいは関連事業との間にシナジー効果があるのか、などを重視している。また、近年は国内の小売市場が伸びない中で海外展開を強化している小売業も増えてきており、海外事業の推進計画や損益・財務への影響を確認している。中長期的にグループ全体で事業基盤を強化していけるかが注目される。

2. 財務基盤

(1) 収益力

小売業では新規出店により売上自体を伸ばすことは容易であるが、収益力のベースとなるのはあくまでも既存店である。その既存店の収益力を測る上では、売上高自体もさることながら、前年の売上高と対比した既存店売上高対前年比を指標として重視している。

製造小売型の一部小売業を除けば、卸から仕入れて販売する形態が中心のわが国の小売業は、売上高営業利益率など収益性は概して高くはないが、他の産業に比べて比較的安定した収益水準を維持している企業が多い。

成長過程にある企業では、売上規模が小さい間は高い収益性を有していても、規模拡大とともに売上高営業利益率が低下していく企業も多い。このため、直近の売上高営業利益率の高低だけでなく、長期的に収益性が低下傾向にないか留意している。

(重視する指標)

- 既存店売上高対前年比
- 売上高営業利益率
- 営業利益
- ROA

(2) キャッシュフロー創出力

同じ営業利益を上げていても、小売業では業態によりキャッシュフローの出方は異なる。食品スーパーなど日銭が入る商売では支払サイトの方が長いいため回転差資金が生み出され、これがキャッシュフロー創出力を高めることになる。一方、ホームセンターなどのように在庫回転期間が長い商売や、直輸入取引のように支払サイトが短い取引形態では逆に運転資金が必要となるため、その分キャッシュフロー創出力が低下することになる。また、総合スーパーなど大型ショッピングセンターを展開するような業態では減価償却費の負担が大きいため、営業利益に比べ EBITDA や営業キャッシュフローが相対的に大きくなる業態もある。このように業態によるキャッシュフローの出方の違いにも注意を払っている。

チェーン展開している小売業は、基本的に既存店が生み出した収益を新店に再投資するのが望ましい形ではあるが、実際には外部調達により新店投資を賄っているケースも多い。この場合、投下

した資本がきちんとキャッシュフローを生み出し、一定期間で投下資本を回収することが重要である。特にある時期に集中的な出店を行い、一時的に有利子負債が膨らむケースでは、その後投資が収益を生み、それにより悪化していた財務構成を復元できるかどうか重要となる。

小売業では出店の際にリースを活用しているケースが多い。オペレーティング・リースについては、事業において必要性の高い資産で、貸借対照表への影響が認められる場合には、それを調整した財務諸表も考慮している。なお、グループにカード会社や銀行などの金融事業を抱えている場合、それら金融事業に関わる有利子負債については調整している。

(重視する指標)

- 営業キャッシュフロー
- EBITDA
- 有利子負債／EBITDA 倍率
- 有利子負債／営業キャッシュフロー倍率

(3) 安全性

小売業では業績が大きく悪化した場合、不採算店舗を早期に閉めることが収益を早期に回復する上で重要な選択肢となる。ただ、それには店舗閉鎖に伴う損失に耐えられるだけの十分な自己資本が必要となる。

また、赤字が一定期間続いた店舗は減損会計の判定を経た上で減損損失を計上することになる。小売業の場合、減損会計適用の判定が基本的に店舗毎に行われるため、新たに減損損失の適用となる店舗がほぼ毎期発生することになる。特に当該企業の収益が低下している局面では、減損会計に抵触する店舗がスパイラル式に増えていくことになる。格付評価においては、こうした会計上の損失リスクに耐えられるだけの十分な自己資本を有しているかといった点も重視している。

長期の賃貸借契約で出店する際、わが国の取引慣行では相手先に多額の保証金を差し入れることが多く、小売業のバランスシートでは有形固定資産以外に差入保証金や敷金、建設協力金などの項目が占めるウェートが比較的高い。この場合、敷金や保証金、建設協力金の預け先に対する与信リスクが発生することになる。20年以上の長期に亘ることも珍しくない店舗の賃貸借契約では途中で相手先の信用状況が変化することがある。実際、過去にも相手先の破綻などにより保証金が返還されなかったり、減額されたりしたケースもある。したがって、相手先の与信リスクとともに、万が一の場合の回収リスクに耐えられる財務基盤があるかについても重要となる。

(重視する指標)

- 減損損失
- 自己資本
- 自己資本比率
- デット・エクイティ・レシオ

以上

■ 留意事項

本文書に記載された情報は、JCR が、発行体および正確で信頼すべき情報源から入手したものです。ただし、当該情報には、人為的、機械的、またはその他の事由による誤りが存在する可能性があります。したがって、JCR は、明示的であると黙示的であるとを問わず、当該情報の正確性、結果、的確性、適時性、完全性、市場性、特定の目的への適合性について、一切表明保証するものではなく、また、JCR は、当該情報の誤り、遺漏、または当該情報を使用した結果について、一切責任を負いません。JCR は、いかなる状況においても、当該情報のあらゆる使用から生じうる、機会損失、金銭的損失を含むあらゆる種類の、特別損害、間接損害、付随的損害、派生的損害について、契約責任、不法行為責任、無過失責任その他責任原因のいかんを問わず、また、当該損害が予見可能であると予見不可能であることを問わず、一切責任を負いません。また、JCR の格付は意見の表明であって、事実の表明ではなく、信用リスクの判断や個別の債券、コマーシャルペーパー等の購入、売却、保有の意思決定に関して何らの推奨をするものでもありません。JCR の格付は、情報の変更、情報の不足その他の事由により変更、中断、または撤回されることがあります。格付は原則として発行体より手数料をいただいて行っております。JCR の格付データを含め、本文書に係る一切の権利は、JCR が保有しています。JCR の格付データを含め、本文書の一部または全部を問わず、JCR に無断で複製、翻案、改変等を行うことは禁じられています。

■ NRSRO 登録状況

JCR は、米国証券取引委員会の定める NRSRO (Nationally Recognized Statistical Rating Organization) の 5 つの信用格付クラスのうち、以下の 4 クラスに登録しています。(1)金融機関、ブローカー・ディーラー、(2)保険会社、(3)一般事業法人、(4)政府・地方自治体。米国証券取引委員会規則 17g-7(a)項に基づく開示の対象となる場合、当該開示は JCR のホームページ (<https://www.jcr.co.jp/en/>) に掲載されるニュースリリースに添付しています。

■ 本件に関するお問い合わせ先

情報サービス部 TEL : 03-3544-7013 FAX : 03-3544-7026

株式会社 日本格付研究所

Japan Credit Rating Agency, Ltd.

信用格付業者 金融庁長官(格付)第1号

〒104-0061 東京都中央区銀座 5-15-8 時事通信ビル