

債券格付けの研究 －流通業大手3社の事例*－

岡 東 務

Abstract

A study of bond ratings in cases of retail leading company in Japan

－ Case study of Seven & i Holdings, Aeon and Uny －

The purpose of this paper intends to explain how bond ratings are performed in Japan.

Here we comment about what the bond ratings are. Bond ratings are first to evaluate the default risk and to assign the corresponding rating to bond issuer by the credit rating agencies. The default risk means to estimate the probability of the issuer defaulting and evaluate the probability of losses in the event of default, and incorporate the outcome in the rating. Default risk analysis forms the base of the assessment and determines the issuer's general capacity to achieve all of its financial obligations. This credit rating generally is called an issuer rating. A credit rating is second assigned to individual obligation according to terms and conditions of a contract including covenants when individual bond actually issues. This is called an issue rating.

Seven & i Holdings is a holding company that oversees a wide range of operations in the fields of convenience stores, superstores, food supermarkets, department stores, food services, financial services, and IT/services.

Aeon is a retailing group of 180 companies. With retailing as its core, the Group operates lifestyle-enhancing retail and a variety of other services, from general merchandise stores and supermarkets, to fashion-conscious specialty stores, financial services and amusement facilities.

Uny is a conglomeration of retailers that derives its revenues primarily from superstores and convenience stores, which serve as the Group's foundation. The Group's activities span a wide spectrum of retail service domains that also include such other retail formats as specialty stores and other types of stores as well as

such businesses as real estate development and credit card businesses.

On March 11, 2011, the Great East Japan Earthquake caused major havoc in the Japanese economy. In particular, the Tohoku region and northern Kanto area suffered economic loss due to the devastation of production facilities and radioactive contamination of agricultural and fishery products.

Nevertheless, consumer confidence is sure to decline and we therefore expect to face a harsh

* 筆者は匿名の査読者に感謝を申し上げる。査読者から賜ったご助言とご指摘は本論文の改善に貢献した。なお、残された過誤については当然ながら筆者のみの責任である。

business environment for some time. Each company will strive to maintain operations amidst these circumstances by enhancing profitability and leveraging Group synergies to enhance competitiveness.

Credit ratings tentatively assigning to each company are as follows.

Seven & i Holdings : AA zone, Aeon : upper zone of A, Uny : lower zone of A

I はじめに

本稿は、債券格付けの考え方とその方法を、実例を中心に詳しく説明することを目的としている。ここで、債券格付けあるいは単に格付けとは何かについて簡単に説明しておきたい。

格付けとは、投資情報である。発行体が債券を発行して資金を調達したいと考えたとき、債券の信用度、つまり債券の利子や元本がどの程度の確実性のもとで支払われるか、また償還されるかについて、債券の買い手である投資家に説明をすることが必要になる。

通常、その説明などは有価証券報告書、目論見書あるいは発行体が自発的に提供する IR（インベスター・リレーションズ）資料などによって行われるが、それらの情報を短時間で読みこなすことは投資家にとって負担になる。つまり情報量が多すぎて、すべてを読みこなすため時間をとられてしまい、債券を買うかどうかの意思決定が迅速にできないという悩みがある。

そこで、発行体からも、さらに投資家からも独立した第三者の立場に立って、当該債券の信用度を提供するビジネスが登場してきた。これが、格付会社が行う格付けビジネスである。格付けビジネスは、1908年の米国で、ジョン・ムーディーによる鉄道債の格付けで始まったとされるが、100年余を経て、日本でも格付けが定着した感がある。

格付会社は日本に6社がそれぞれビジネスを展開している⁽¹⁾。発行体は、格付会社を選択できる。発行体の立場からすれば、自社の信用力なり債券なりを高く評価してくれる格付会社がベストという考え方もあるが、投資家からすれば公正かつ客観的な格付けが望ましい。現実には、格付け実績の豊富な会社が競争上有利な地位にある。なぜなら実績が豊富なほど当該格付けを他社の格付けと幅広く比較できるので、利用価値があるうえに公正な格付けが行われる可能性が高いからである。

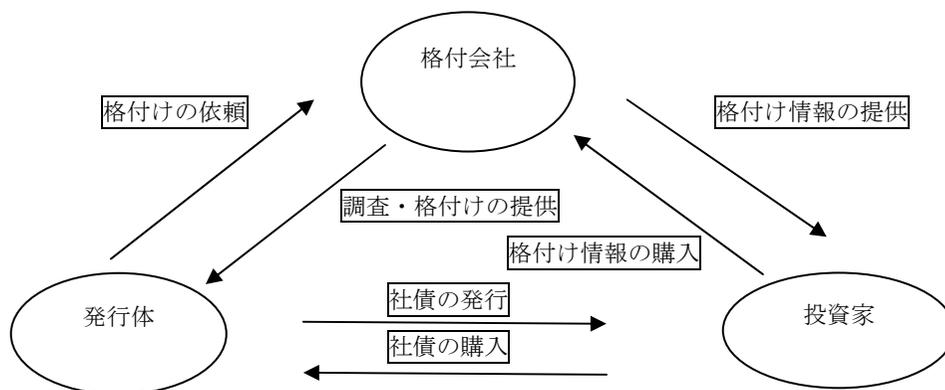
次に、格付けビジネスの事業モデルを紹介しよう。図表1-1を見ていただきたい。

まず発行体は、債券の発行に当たって、まず格付けを取得する必要がある。格付会社に対して、格付け取得の依頼をし、そのための資料を作成しなければならない。

次に、格付会社のアナリストは、発行体の調査、分析及び評価を行う。これが格付けの実務である。通常、作業に要する期間は1カ月ないし2カ月程度になる。発行体を総合的に検討した後、当該債券の格付けを提示する。ここまでのとりあえずアナリストの守備範囲になる。

事例研究では、セブン&アイ・ホールディング（以下「セブン&アイ」と略称）、イオン及びユニーの流通業大手3社を取り上げる。3社は日本の流通業界の最大手クラスであるが、個人消費の長期的な低迷が続くなかで、流通業界全般は売り上げが伸び悩むどころか前年割れの状態が続く企業が多いなど環境は極めて厳しい状況にある。

図表 1-1 格付けのビジネスモデル



しかし、セブン&アイは傘下にコンビニエンスストア（以下「CVS」と略）業界のトップ企業を持つほか、銀行業（セブン銀行）にも進出し、業績はおおむね安定している。ただし、セブン&アイの創業事業である総合スーパーや、食品スーパー事業、百貨店事業の収益性は必ずしも高くなく、外食産業では依然として低収益に陥っているなど経営課題も少なからず残されている。

イオンは地方のスーパーとの提携などで、その後は経営不振に陥った大手スーパー各社を傘下に加えるなどの戦略で規模を拡大した。2011年10月には中四国を地盤とする食品スーパーのマルナカと山陽マルナカを11月に買収し、子会社とする方針を発表した。

ユニーは前2社に比べると、営業収益の規模は連結ベースでみてはほぼ5分の1だが似通った事業構造を持ち、中部地区で安定した経営基盤を持っている。

II 格付けの手順

1 資料の収集

まず格付けには十分な資料が必要である。セブン&アイのサイトを覗いてみよう。<http://www.7andi.com/#top>を開くと、トップページが現れる。トップページの中段の中央部にある「IR情報」というタイトルを見つけて欲しい。IRとは、「投資家向け広報」と訳されている。

このIRのページには格付けに必要な財務資料が収容されている。最も一般的な資料として挙げられるのは、有価証券報告書である。これは発行体である会社が決算期後、3ヵ月以内に金融庁に提出を義務付けられているもので、いわば年1回の“通信簿”である^②。

このほか、「決算短信」「株主総会招集通知」の添付書類（事業報告、株主総会参考資料）などの資料にも目を通しておきたい。これ以外にも、会社の中には情報開示に熱心なところが多く、ニュースリリースも丁寧に見ておく必要がある。特に中期計画の概要を公表している場合や新商品の販売計画が具体的に記載されていれば、これらの資料は格付けをするうえで参考になる。

また、新聞や経済雑誌の関連記事も参考になることもある。とにかく当該会社に関する情報はくま

なく集めて、読みこなし、分析することが必要である。

2 有価証券報告書の検索法

多くの資料のなかで中心となる有価証券報告書を検索する方法には、前述の①発行会社のホームページでみる方法のほかに、②金融庁が提供している EDINET を利用する方法 (EDINET)、③企業総合情報提供サービス会社のプロネクサスが提供している eol (イーオーエル) のデータベースを使用する方法などがある。このうち①と②は、年度ごとの有価証券報告書を検索して、必要な資料を探していくことや収録期間は原則として過去 5 年間など利用の仕方や期間はほぼ同じである。

これに対して、eol を利用する方法は、有価証券報告書の内容を 150 以上のパーツに分解しているので必要な箇所を検索しやすいこと、同一箇所のパーツをクリック 1 つで検索できるので経年比較あるいは変化を見るのに優れていること、有価証券報告書以外の企業情報も網羅的に提供していること、収録期間が 1984 年から 2011 年までの 28 年間と長いこと、XBRL 形式で提供していることなどの特徴がある。本稿では、原則として eol を使用して説明していく。

3 資料の整理と定量的分析

(1) 資料の精読

実務の最初のステップとして、有価証券報告書を熟読することである。第一部の【企業情報】には、企業の概況のほか、事業の状況、設備の状況、提出会社の状況、経理の状況、提出会社の株式事務の概要、提出会社の参考情報が詳細に説明されている。

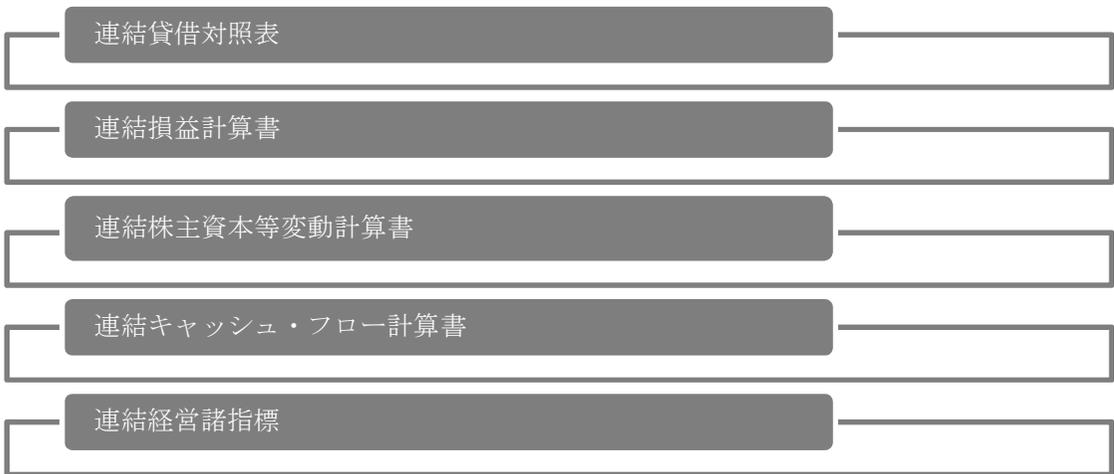
(2) 定量的分析

有価証券報告書には、直前の決算期とその前の決算期の 2 年間のデータが収録されているが、格付けには、少なくとも過去 5 年間程度のデータは必要なので 5 期分の有価証券報告書に目を通していただきたい (理想を言えば 10 年間あるいはそれ以上が望ましい)。

格付け作業は有価証券報告書のデータをもとに、財務分析用のデータベースをすることから始まる。財務分析用のデータベースは、パソコンソフトのエクセルを使ってデータをひとつひとつずつ入力しながら作成するか、あるいは eol を使う方法がある。

eol を使うと迅速に必要なデータが作成できるので作業効率が高い。対象となるデータは、連結貸借対照表、連結損益計算書、連結株主資本等変動計算書、連結キャッシュ・フロー計算書及び連結経営諸指標が格付けのための財務分析の 5 点セットになる。

図表 2-1 財務分析の 5 点セット



このうち、連結経営諸指標を除く 4 点は対象会社が作成する原データであるが、最後の連結経営指標は、原データをもとに作成する加工データになる。ただし一部の連結経営指標は有価証券報告書に掲載されている。それらを利用しながら独自に分析に必要な経営指標を作成することが望ましい。

4 定性的分析

次のステップは、対象企業の定性的分析・評価に進む。定性的分析という用語は一般的ではないが、数字を基礎とした評価要素の判断を定量的分析とすれば、定性的分析とは数字には表せない評価要素の分析・評価という意味である。

先に説明した有価証券報告書の内容のうち、経理の状況は定量的データであるが、企業の概況のほか、事業の状況、設備の状況、提出会社の状況、提出会社の株式事務の概要、提出会社の参考情報などは定性的な情報である。

これらの情報を格付けにあたっての定性的評価要素に挙げられる項目として整理すると、次のようなものがある。

経済環境（マクロ経済）、所属産業及び業種の特徴、業界ランク、株主構成（所属する企業集団との株式の持合い関係など）、主要な取引関係（販売および仕入）、財務政策（資金調達、運用および配当政策）、トップマネジメントおよび経営組織、研究開発費および主要な開発テーマ、設備投資計画の概要、退職年金債務の処理状況、国際競争力、グループ会社戦略（子会社政策）などである。

(1) 経済環境（マクロ経済）

経済環境（マクロ経済）は、日本及び世界経済の見通しについての判断である。先行きの見通しの 1 つに、例えば為替の動向がある。為替が円高に振れれば、輸出依存度の高い企業の業績にはマイナスに響く。仮に競争力のある製品であれば、現地通貨建ての価格を引き上げることができるが、そうではない場合は深刻な事態になることも覚悟しなければならなくなるといった分

析・評価が格付けには必要になる。

(2) 所属産業及び業種の特徴

分析対象企業が属する産業及び業種の特徴のことである。その企業が成長産業に属するかどうかは重要な情報になる。成長産業であれば売上高を毎年増やし続けることはできる。しかし、衰退産業であれば、パイがだんだんと小さくなっていく中で、前年並みの売上高を確保していくことは難しい。一方、業種の特徴は会社間の競争状態あるいは監督官庁の規制や暗黙の指導などが働く業界かどうかである。例えば自動車やエレクトロニクスの業界は競争が激しい。小売業界も同様に競争が激しい。一方、私鉄業界は、継続的な人口減少やモータリゼーションの影響を受けるが、競合路線を除くと需要は比較的安定しているうえに、売上高の基礎となる料金の改訂時には監督官庁の認可が必要ではあるが、必要なコストは料金算定の際に考慮されるので、鉄道事業の業績は安定している。

(3) 業界ランク

業界ランクは、対象企業が業界の中でどのような位置を占めているかである。業界トップ企業には、業界をまとめるという責任はあるものの、監督官庁との交渉にあたるなどの役割を任されることが多い。情報が集まりやすいうえに、人材も集まりやすい。

(4) 株主構成

所属する企業集団との株式の持合い関係などの株主構成は当該企業が有力な企業集団の一員かどうかは評価の一つのポイントになり得る。格付け対象会社が、三菱、三井住友などのグループのメンバーであると、有形、無形の支援が受けられる可能性がある。一方、大株主上位に企業集団の所属企業の名前があると、株式の買占めなどの株式市場での標的にはなりにくい。時代の流れとしては、企業間の株式の持ち合いは以前ほど評価されないとはいえ、安定株主としての一定の役割は期待できるという利点はある。

その他の評価要素については拙著を参考にさせていただきたい⁽³⁾。

5 格付け対象債券と財務上の特約

定量的分析と定性的分析を経て、次に発行対象証券の財務上の特約についての検討に進む。財務上の特約とは、対象証券の発行条件と返済順位の検討に関わる問題である。具体的には、対象債券に担保が付せられているかどうか、あるいは「財務上の特約」と称せられる特約条項の有無などを調査することである。一般的には、無担保債券は、担保付き債券あるいは金融機関からの担保付き借入金があれば、その支払順位はそれらの担保付き債務に劣後することになる。ただし、たとえ担保付きの債務があったとしても、当該債務を弁済できるだけの余力が十分にあれば、当該債券の支払順位が劣後するとは考えられないので、格付けにあたって劣後性を反映させることはないと考えられる。

6 総合評価

最終の段階が、総合評価になる。総合評価とは、格付けの決定と決定に至った事由の説明になる。対象債券に格付記号が付けられて、どのような理由でそのような格付けが付けられるようになったのかの理由が説明される。格付記号は過去の実績に基づく償還実績を反映したものでなければならない。例えば当該債券に BBB という格付けがついたとする。BBB は、格付けの定義の説明だけでなく、この記号は発行後 5 年間に何%の割合で、10 年間に何%の割合でデフォルトになったという実績を説明しているということである。この説明があれば、格付会社が当該債券に格付けを付けるときに、発行体をはじめ、投資家にも納得が得られやすくなる。当該格付けの過去のデフォルト実績が無い場合には、どうしても発行体寄りの格付けになりがちだからである。

参考までにムーディーズが公表している日本企業のデフォルト率の推移を紹介しておきたい。図表 2-2 によると、最初に付いた格付けが Baa とすると、1 年後に 0.07%の企業がデフォルトになったことを示す。年を経過するごとにデフォルト率は上昇していき、10 年後には 1.89%の企業がデフォルトになることを表わしている。すなわち 1.89%の意味は対象企業の 50 社に 1 社がデフォルトになることである。格付けが上がればデフォルト率は低下し、逆に格付けが下がればデフォルト率が上昇することになる。

図表 2-2 日本企業の平均累積デフォルト率の推移 (1990 年~2010 年) (単位: %)

格付/年	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Aaa	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Aa	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
A	0.04	0.09	0.16	0.22	0.29	0.37	0.55	0.76	1.00	1.17
Baa	0.07	0.24	0.38	0.53	0.69	0.87	0.98	1.18	1.50	1.89
Ba	0.54	1.25	2.01	2.85	3.91	4.99	5.94	6.35	6.35	6.35
B	0.60	2.16	4.10	6.61	8.64	11.19	14.83	19.86	19.86	19.86
Caa-C	95.24	99.77	99.99	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
投資適格等級	0.04	0.12	0.21	0.29	0.38	0.48	0.60	0.76	0.96	1.16
投機的等級	0.87	1.74	2.68	3.76	4.93	6.14	7.31	8.06	8.06	8.06
全格付	0.15	0.33	0.52	0.73	0.96	1.19	1.43	1.65	1.84	2.02

(資料) ムーディーズ・ジャパン「日本の発行体におけるデフォルト率と格付遷移 1990-2010」

2011 年 8 月 16 日。

Ⅲ 事業の概況

1 業績等の推移

データの整理が済んだら、会社の業績の推移がそれなりに把握できるので、次は事業の概況の整理をすることにより、より具体的に業績の推移（背景）を理解できるようにする。会社の経営環境を把握したのち、事業が好調に推移した、あるいは低迷した理由や経営課題などを見つけ出していく。事業概況は会社全体の総論説明と事業部門別（セグメント別）の説明とからなる。

(1) セブン&アイ

① 業績の推移

まず総論の例をセブン&アイの2007年2月期から2011年2月期までの有価証券報告書（第2【事業の状況】1【業績等の概要】）を参考にしながら作成してみよう。

図表3-1 セブン&アイ・ホールディングスの業績の概要の推移

年度（決算期）	業績の概要
2006（2007/2）	同社はミレニアムリテイリング（MR）やヨークベニマルの完全子会社化を実施するとともに、レストラン事業の統合・再編に向けセブン&アイ・フードシステムズを設立するなど、事業領域の強化を進めた。
2007（2008/2）	更なる事業の強化を目的とした資本・業務提携を実施した。スーパーストア（SS）事業では、イトーヨーカ堂が平成19年7月に赤ちゃん本舗を子会社化し、平成19年11月にはヨークベニマルが福島県いわき市で食品スーパーの藤越を子会社化した。また、百貨店事業は、MRが平成19年3月にロフトを子会社化するなど、新たな事業の展開に向けた取組も推進した。
2008（2009/2）	平成20年4月にセブニーイレブン中国有限公司、平成20年7月にセブン&アイ・ネットメディア、平成21年1月にセブカルチャーネットワークを設立した。平成20年8月には大手調剤薬局のインファーマシーズと業務・資本提携を実施した。
2009（2010/2）	平成21年6月にインファーマシーズとの合併によりドラッグストアの運営を行うセブンヘルスクエアを設立、平成21年12月にはチケット販売などに関する経営資源の相互活用を目的として、ぴあと業務・資本提携を実施した。
2010（2011/2）	新たな事業展開に向けた取り組みは、平成22年9月に同社の連結子会社であるセブン&アイ・フィナンシャル・グループ及びそごう・西武が流通系カード会社であるクレディセゾンと包括提携基本契約を締結した。この契約に基づき、そごう・西武がクレディセゾンとの間で行っている提携カード事業を合併会社化するため、クレディセゾンの100%出資によるセブンCSカードサービスを設立した。平成23年4月には同社を連結子会社とし、カード事業のサービス強化を推進した。

（資料）セブン&アイ・ホールディングス『有価証券報告書』から作成。

② セグメント別の業績の推移

セブン&アイの業績の推移を概観したが、次にセグメント別に業績の推移をさらに詳しく見てみたい。ただしセグメント別の業績は紙幅の関係上直近期のみの紹介にとどめた。同セグメントはコンビニエンスストア（以下「CVS」と略）、スーパーストア（以下「SS」と略）、百貨店、フードサービス、金融及びその他の6部門である。

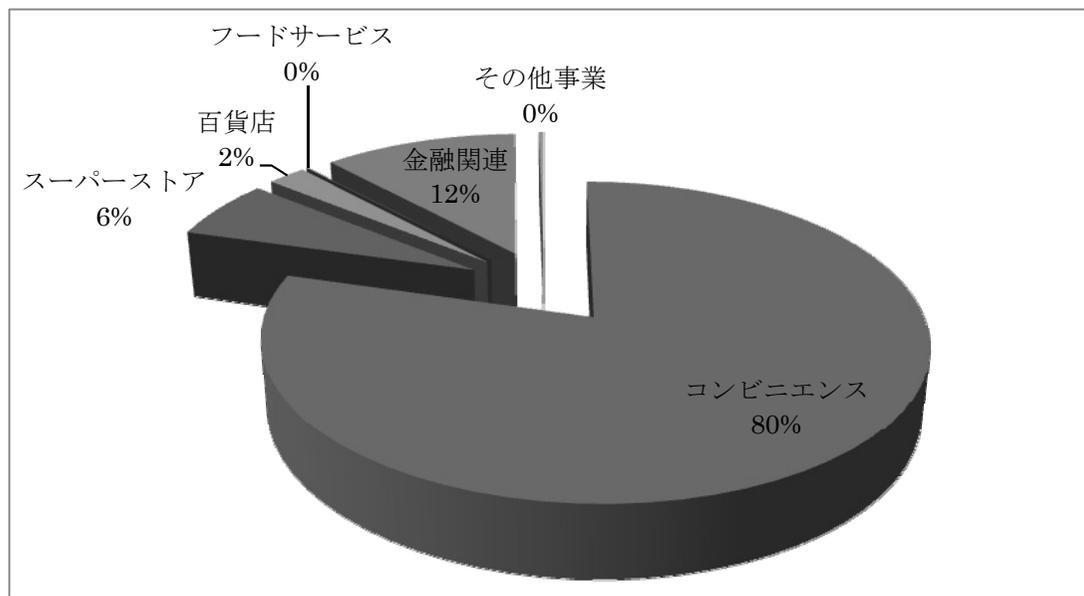
図表 3-2 セブン&アイのセグメント別の業績の推移

年度（決算期）	業績の概要
2010（2011/2）	<p>◇CVS：当年度末時点の店舗数は38都道府県で13,232店舗（前期末比479店舗増）。販売面では、高齢化や働く女性の増加といった社会の変化に対応した「近くて便利なお店」の実現に向けて、質の高いファースト・フード商品の開発に引き続き注力するとともに、「セブンプレミアム」を中心とした頻度品の品揃えを強化した。サービス面では、平成22年6月にクレジットカードによる決済を開始し、平成22年11月には「チケットぴあ」の店頭における販売を開始した。さらに、住民票の写しや印鑑登録証明書を発行する行政サービスも、利用可能な自治体を積極的に拡大した。</p> <p>◇SS：国内の総合スーパーは、イトーヨーカ堂が当年度末時点で170店舗（前期末比4店舗減）を運営している。大型ショッピングセンター（SC）「Ario（アリオ）」を含む6店舗を開店する一方で、地方の店舗を中心に10店舗を閉鎖した。ロフトと共同開発した生活雑貨専門店「tanosia（タノシア）」をイトーヨーカドー店舗内に開店するなど、グループの専門店を活用した売場づくりも進めた。既存店売上高伸び率は前年割れとなった。</p> <p>◇百貨店：同事業は、経営資源の集中と資産効率の向上に向けて、そごう・西武が平成22年12月に「西武有楽町店」を閉鎖したことに加え、平成24年1月に「そごう八王子店」を閉鎖することを決定した。</p> <p>◇フードサービス：国内は、セブン&アイ・フードシステムズが経費削減を進める中、レストラン事業部門は不採算店舗を中心に50店舗を閉鎖した。一方、販売面では夏場の天候が良好に推移したことなどから、既存店売上高伸び率は前年を上回った。</p> <p>◇金融：セブン銀行は、当年度末時点のATM設置台数が15,356台（前期末比786台増）まで拡大したが、主に法改正に伴う貸金業提携先のキャッシング取引件数の減少により、当年度中の1日1台当たり平均利用件数は113.1件（前年同期比1.3件減）となった。</p> <p>◇IT事業：平成23年1月にセブンネットショッピングがネット通販サイト「セブンネットショッピング」の機能やコンテンツを大幅に刷新するとともに、イトーヨーカ堂が当年度末時点で、133店舗で展開している「ネットスーパー」を同サイト内に開設するなど、グループが持つインフラを活用したサービスの提供に向けて注力した。</p>

（資料）図表 3-1 に同じ。

次に営業利益のセグメント別の構成比を見てみよう。2011年2月期の営業利益は2,433億4,600万円だったが、このうち80.3%（消去又は全社控除前、以下同じ）をCVS事業が稼ぎ出した。その他のセグメントを含めた構成比は図表3-3を参照していただきたい。

図表3-3 セブン&アイの営業利益のセグメント別構成比（2011年2月期）



（資料）図表3-1に同じ。

セブン&アイグループの最大の収益源となっているCVS事業の内容を少し詳しく見てみよう。図表3-4は地域別及び世界全体の店舗の推移を示したものである。一部データが不明であるが、平成22年に世界全体で40,000店を超えた。

今後も品ぞろえの強化や行政サービスの代行などを続けながら、店舗網の充実を進めていくと思われるので、同社の屋台骨として位置付けには当分大きな変更はなさそうである。

図表3-4 セブン&アイの店舗数（CVS）の推移

年度	日本		北米		中国		世界合計	
	店舗数	増加数	店舗数	増加数	店舗数	増加数	店舗数	増加数
2005	11,320	484	5,829		30		29,706	1,979
2006	11,735	425	6,050	221	50	20	31,835	2,129
2007	12,034	299	6,088	38	60	10	33,913	2,078
2008	12,298	264	6,196	108	72	12	35,738	1,825
2009	12,753	455	6,389	193	92	20	37,696	1,958
2010	13,232	479	6,610	221	100	8	40,293	2,597

（資料）セブン&アイ「2012年2月期 第2四半期決算補足資料」8頁

ちなみにイオン傘下のミニストップの店舗数は、2011年2月期現在で3,811店舗である。このうち海外は1,922店舗。またユニー傘下のサークルKサンクスの店舗数は、同期現在で6,335店舗である。一方、第2の柱となっているのがセブン銀行である。CVS店舗内などから駅や空港などにATMの設置場所を広げているのが読み取れる。1日1台あたりの利用件数は2010年度に足踏みしたものの、これは平成22年6月から完全施行された改正貸金業法によるノンバンクの取引減少などが影響した。提携金融機関数の拡大とともに、新規事業の金融サービス事業の早期収益化など収益構造に厚みを増すことが同社の当面の課題である。

図表 3-5 セブン&アイのATM（セブン銀行）の設置台数

年度	台数	増加台数	利用件数（注）	利用件数増減
2005	11,188	1,222	88	—
2006	12,101	913	97	9
2007	13,017	916	108	11
2008	13,755	738	114	6
2009	14,570	815	114.4	0.4
2010	15,356	786	113.1	-1.3

（資料）セブン&アイ「2012年2月期 第2四半期決算補足資料」16頁。

（注）利用件数は1日1台当たり。

（2）イオン

① 業績の推移

イオンの2007年2月期から2011年2月期までの業績の推移はつぎのとおり。

図表 3-6 イオンの業績の概要の推移

年度（決算期）	業績の概要
2006（2007/2）	イオン並びに連結子会社129社の連結営業収益は、4兆8,247億75百万円（前期比108.9%）、連結営業利益は1,897億28百万円（同114.2%、236億円増）となり、持分法適用関連会社25社を加えた連結経常利益は1,883億3百万円（同107.0%、123億円増）といずれも7期連続で過去最高を達成した。
2007（2008/2）	営業収益は過去最高となったが、米国タルボット（The Talbots, Inc.）が米国での消費低迷の影響を受け大幅な減益となったこと、改正貸金業法施行の影響によりイオンクレジットサービスの国内業績が低迷したこと、当社業績が天候不順の影響を受け想定水準に至らなかったことなどにより、10期ぶりに連結営業利益は減益に。また、ダイエーののれん相当額の損失処理を行なったこともあり、当期純利益も2期ぶりに前期を下回る結果となった。
2008（2009/2）	当期重点課題であるGMS（総合スーパー）事業の収益構造改革に取り組んだものの、環境の変化、顧客ニーズの変化に対し、商品や価格、結果としてサー

	<p>ビス面で十分な対応が出来なかった。また、再建に取り組むなか、非常に厳しい経済の影響を受けた米国タルボット社も減益となり、連結営業利益は減益となった。</p>
2009 (2010/2)	<p>イオンは、平成 20 年 8 月より純粋持株会社として、企業価値向上に向け、グループマネジメント体制の改革を続けており、当期は利益を確実に確保できる収益体制を構築し、さらなる成長を実現するため、グループの事業構造改革、コスト構造改革、新たな事業の展開、シナジーの追求に取り組んだ。下期には、グループをあげて取り組んだコスト構造改革において、機能会社の活用を通じた調達コスト低減等による荒利益率のマイナス幅の改善、販管費削減等が一層進み、GMS 事業を中心に大きく利益を改善した。タルボット社の業績の回復もあり、連結営業利益は増益に。退職給付制度改定に伴う過去勤務債務の一括処理で発生する特別利益や、タルボット社株式の譲渡に伴う繰延税金資産計上による法人税等調整額を計上した。</p>
2010 (2011/2)	<p>イオン及びグループ企業各社は、さらなる成長に向けた収益基盤を構築すべく、グループ事業構造改革を推進するとともに、新たな成長領域における事業展開に取り組んだ。イオン独自の商品開発力やサプライチェーン、ショッピングセンター (SC)、並びに電子マネー等のインフラや総合小売事業を中心とした多様な業種・業態を有することによるグループ力を活かした商品・売場改革や、販売促進機会の拡充に努め、営業力の向上に力をいれた。増収増益に。</p>

(資料) イオン『有価証券報告書』から作成。

② セグメント別の業績の推移

イオンのセグメントは総合小売業（総合スーパー、スーパーマーケット (SM)、アジアにおける総合小売業)、専門店事業、ディベロッパー事業及びサービス等事業の 4 部門である。

図表 3-7 イオンのセグメント別の業績の推移

年度 (決算期)	業績の概要
2010 (2011/2)	<p>◇総合小売事業 (総合スーパー事業) : 新しい GMS 事業へ進化させることを目的に、イオンリテールを存続会社とし、同社はイオンマルシェと平成 22 年 12 月 1 日に、マイカルと平成 23 年 3 月 1 日に合併した。これにより誕生した新生イオンリテールは営業収益 2 兆円を超えるスケールメリットを最大化するとともに、既存の店舗ブランド「ジャスコ」「サティ」を「イオン」に統一し、イオンブランドの認知度向上に努める。(SM 事業等) : 国内の SM は、持分法適用会社を含め 49 店舗を出店、28 店舗を閉店し、総店舗数 1,282 店舗に。ミニストップ、オリジン東秀、小型スーパー「まいばすけっと」には、首都圏における出店エリアの拡大や人員体制の見直しをはかりながら、当期 60 店舗を出店し、当期末店舗数は 173 店舗となった。(アジアにおける総合小売業) : 中国、アセアンにおける小売事業各社合計では、GMS を 8 店舗、SM を 7 店舗出店し、GMS を 2 店舗、SM を 1 店舗閉店し、総店舗数は 101 店舗となった。</p> <p>◇専門店事業 : イオンは、当期に CFS コーポレーションを連結子会社化し、8 月には同社の SM 事業を分離することでドラッグ・ファーマシー事業への専門化をはかり、首都圏・中部地方でのドラッグストア展開の基盤を強化する体制を整備した。</p>

	<p>◇ディベロッパー事業：イオンモールは、国内でSCを3カ所（プロパティ・マネジメント受託物件1カ所含む）開設するとともに、中国において2号店となるイオンモール天津 TEDA（天津市）を開設した。</p> <p>◇サービス等事業：チェルトと合併したイオンディライトは、イオングループ内外の企業や団体に対し、経営戦略上の重要な事業に専念できる環境構築の提案を行った。新たに国内では国際空港や再開発複合施設等、グループ外における取引先を拡大した。</p>
--	--

（資料）図表 3-6 に同じ。

(3) ユニー

① 業績の推移

ユニーの 2007 年 2 月期から 2011 年 2 月期までの業績の推移は次のとおり。

図表 3-8 ユニーの業績の概要

年度（決算期）	業績の概要
2006（2007/2）	ユニーグループは、競合の影響により既存店売上が低迷したが新設店等の要因により、売上高は前期比 2.3%増となった一方、営業利益は前期比 8.2%増となったものの、当期純利益は前期の厚生年金基金代行部分返上益がなくなったこと等により前期比 42.2%減となった。
2007（2008/2）	米国のサブプライムローン問題が長期化し、原油価格や原材料価格の高騰が続く中、世界経済の下振れリスクが高まり、景気は減速傾向となった。同グループは、競合の影響により既存店売上が低迷したことなどにより、売上高は前期比 1.5%減となった。営業利益は前期比 113.1%減、経常利益は前期比 16.4%減、固定資産の減損損失等の計上により当期純利益は前期比 95.9%減となった。
2008（2009/2）	わが国経済は、米国の金融不安に端を発した経済不況が 2008 年夏以降急速に悪化した影響や、急激な円高・株価の下落による企業業績の圧迫により、深刻な景気後退局面に入っている。小売業界は、このような経済情勢による消費マインドの萎縮により、急激に厳しい状況に陥っている。このような状況の中で、同グループの連結営業収益は、前期比 2.1%減となった。営業利益は前期比 1.9%減、経常利益は前期比 3.7%増、固定資産の減損損失等の計上により当期純利益は 53 億 44 百万円となった。
2009（2010/2）	小売業界は、個人消費が低迷し、引き続き厳しい状況が続いた。当年度のグループ連結業績は、営業収益は前年同期比 4.7%減、営業利益は前年同期比 47.5%減、当期純損益は特別損失として減損損失 140 億 2 百万円及び会計基準の変更に伴うたな卸資産評価損 40 億 72 百万円を計上したこと等により、当期純損失 49 億 95 百万円（前年同期は当期純利益 53 億 44 百万円）となった。
2010（2011/2）	小売業界は、政府による景気刺激策等を背景に個人消費の持ち直しの動きもみられたが、引き続き厳しい状況が続いた。 営業収益は前年同期比 1.9%減、営業利益は同 66.4%増、経常利益は同 69.7%増となった。また、特別損失として減損損失 99 億 77 百万円を計上したこと等により、当期純利益は 60 億 46 百万円となった。

（資料）ユニー『有価証券報告書』から作成。

② セグメント別の業績の推移

ユニーのセグメント別情報は、総合小売業、コンビニエンスストア、専門店及び金融の4部門であるが、2011年2月期から「その他」が加わった。

図表 3-9 ユニーのセグメント別の業績の推移

年度（決算期）	概要・業績の特徴
2010（2011/2）	<p>◇総合小売業：営業収益は、家計収入の伸び悩みによる低価格・節約志向、緩やかなデフレ状況の継続等により、引き続き厳しい状況が続き、前期比 1.3% 減。営業利益は、経費削減の徹底により、人件費や広告費、賃借料などが減少し、営業費用が同 2.3% 減少した結果、130 億 79 百万円（同 179.8% 増）となった。</p> <p>◇コンビニエンスストア：営業収益は、コスト削減のため政策的に自営店の削減を進めたため、前年同期比 1.1% 減に。営業利益は、本部コストの見直しや徹底的なムダの削減により、営業費用が前期比 3.0% 減少した結果、同 23.7% 増となった。</p> <p>◇専門店：営業収益は、さが美(連結)、パレモ、鈴丹（連結）、モリエの既設店売上高がいずれも前期比減となり、同 8.5% 減となった。営業利益は、さが美（連結）が営業減益、モリエが営業赤字となったが、ローコスト経営ならびにスクラップ&ビルドの推進等によりパレモが営業増益、不採算店舗の閉鎖・削減の効果等により鈴丹(連結)が営業黒字に。営業利益は 15 億 48 百万円（前期は営業損失 2 億 61 百万円）となった。</p> <p>◇金融：営業収益は、ゼロネットワークスが増収となったが、UCS が総量規制による融資市場全体の縮小により減収となり、前年同期比 3.6% 減に。営業利益は、貸倒関連費用の減少やローコスト経営への取組みによるコスト削減により 35 億 31 百万円（同 21.6% 増）となった。</p> <p>◇その他：当社グループ内のサービス会社としてコスト削減を行いつつ、当社グループ外への事業拡大に努めた。その結果、営業収益は 191 億 66 百万円（同 2.2% 減）、営業利益は 6 億 12 百万円（同 5.5% 増）となった。</p>

（資料）図表 3-8 に同じ。

IV 定量的分析

主な経営指標の選択にあたっては、セブン&アイ、イオン及びユニーの3社とも各社が公表する財務諸表の中から拾い出すことにする。売上高、利益額、総資産額、営業キャッシュ・フローなどの原データと、若干の加工データを作成すればとりあえずは十分であると考えた。

1 セブン&アイ

まず、格付けでは対象企業の定量分析から始めることが多い。セブン&アイの連結財務指標（図表 4-1）を見てみよう。

定量的な分析に当たっては対象とする実績期間は、最低限 5 年間は必要である。過去の実績期間は

今後の業績を予想する場合の出発点であり、なりよりも説得力のあるデータである。セブン&アイの場合は2005年9月1日に傘下企業3社の共同株式移転方式により純粋持株会社を設立したため、分析可能なデータは5年間である。

図表 4-1 セブン&アイの主な経営指標 (単位：100万円、%)

	2006年度	2007年度	2008年度	2009年度	2010年度
営業収益	5,337,806	5,752,392	5,649,948	5,111,297	5,119,739
売上高	4,839,554	5,223,832	5,094,757	4,549,867	4,530,684
営業利益	286,838	281,088	281,865	226,666	243,346
EBITDA	419,531	424,730	434,033	377,768	392,373
経常利益	282,016	278,262	279,306	226,950	242,907
当期純利益	133,419	130,657	92,336	44,875	111,961
総資産	3,809,192	3,886,680	3,727,060	3,673,605	3,732,111
純資産	1,969,149	2,058,038	1,860,672	1,793,940	1,776,512
有利子負債	822,107	766,358	793,867	701,487	720,992
有利子負債比率(倍)	0.43	0.39	0.44	0.41	0.41
営業活動によるCF	157,209	465,380	310,007	322,202	310,527
投資活動によるCF	-235,983	-237,184	-139,568	-115,158	-312,081
財務活動によるCF	37,241	-130,136	-169,755	-156,708	-56,258
現金等の期末残高	570,133	667,770	663,483	717,320	656,747
設備投資	278,388	217,738	188,943	211,189	338,656
減価償却費	132,693	143,642	140,529	132,232	132,421
自己資本比率	50.1	51.1	47.9	46.9	45.6
自己資本当期純利益率	7.6	6.7	4.9	2.6	6.5
総資産当期純利益率	3.7	3.4	2.4	1.2	3.0

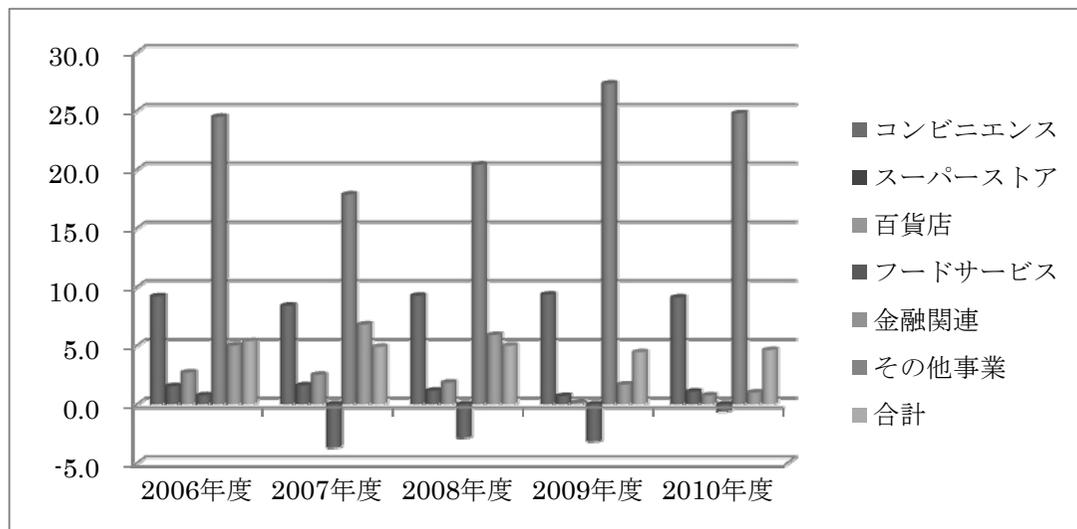
(資料) セブン&アイ『有価証券報告書』などから筆者が作成。

セブン&アイの財務データをみていえることは、個人消費が必ずしも活発ではないという厳しい環境下にある企業であるが、売上高、営業利益や経常利益などの利益指標、さらに営業キャッシュ・フローなどから判断する限り、業績がおおむね安定して推移していることである。営業利益は2,800億円台を続けた後、最近2年間を平均してみると、2,300億円台で推移する一方、営業キャッシュ・フローは年により変動がみられるものの、最近では3,000億円台を確保している。

純資産額(規模)、純資産に対する有利子負債の比率は直近期中、それぞれ1兆7,765億円、0.41倍である。特に有利子負債比率は41%台にとどまっていることは財務のコントロールが効いていることを示している。他の指標もおおむね良好である。ただし、対象期間の5年間のうち、総資産当期純

利益率でみて、最も良かったのは2006年度である。それ以後低下を続けたあと、2010年度になって上向いたものの、2006年の水準には及ばない。

図表 4-2 セブン&アイの部門別営業利益率の推移 (単位：%)



(資料) セブン&アイ『有価証券報告書』から作成。

セブン&アイの部門別営業利益率の推移をみると、CVS や金融関連の利益率が高く同社の収益源になっていることが分かる。半面、フードサービスが赤字あるいは低収益体質に陥っている。

2 イオン

同社の主な経営指標は図表 4-3 のとおりである。イオン及びグループ企業各社は、さらなる成長に向けた収益基盤を構築すべく、グループ事業構造改革を推進するとともに、新たな成長領域における事業展開に取り組んだ。また、イオン独自の商品開発力やサプライチェーン、SC、並びに電子マネー等のインフラや総合小売事業を中心とした多様な業種・業態を有することによるグループ力を活かした商品・売場改革や、販売促進機会の拡充に努め、営業力の向上に注力した。

2010年度(2011年2月期)の業績は次のとおり。イオン並びに連結子会社155社の連結営業収益は、5兆965億69百万円(前期比100.8%)、連結営業利益は1,723億60百万円(同132.4%)、持分法適用関連会社24社を加えた連結経常利益は1,820億80百万円(同139.8%)、当期純利益は596億88百万円(同191.8%)となり、増収増益となった。

同社の業績は2010年度に回復基調に復したとはいえ、なお2006年度の業績を下回っている。マイカルやダイエーなどを傘下に収めるなど規模の拡大を急いだが、その相乗効果が出るに至っていない。イオンの有利負債比率は1倍前後で推移している。この背景には、直近期を除く4年間の投資活動が活発だったことが一因。収益率の改善も今後早急に取り組まなければならない課題の1つである。

図表 4-3 イオンの主な経営指標 (単位：100 万円、%)

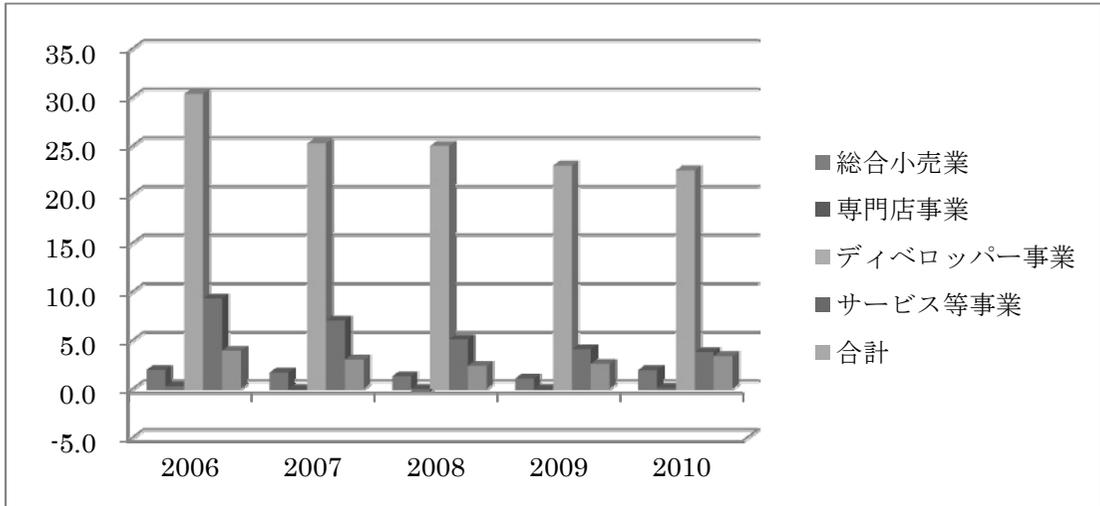
	2006 年度	2007 年度	2008 年度	2009 年度	2010 年度
営業収益	4,824,775	5,167,366	5,230,786	5,054,394	5,096,569
売上高	4,345,308	4,650,088	4,706,069	4,542,599	4,561,748
営業利益	189,728	156,040	124,373	130,193	172,360
EBITDA	312,391	287,617	261,472	268,090	302,200
経常利益	188,303	166,326	126,030	130,198	182,080
当期純利益	57,656	43,932	-2,760	31,123	59,688
総資産	3,534,346	3,591,406	3,741,447	3,785,288	3,774,628
純資産	1,200,783	1,167,477	1,105,712	1,144,434	1,219,236
有利子負債	1,041,587	1,041,265	1,194,611	1,246,294	1,152,623
有利子負債比率 (倍)	0.87	0.89	1.08	1.09	0.95
営業活動による CF	141,644	200,050	234,082	361,096	261,132
投資活動による CF	-364,248	-291,283	-325,758	-324,573	-105,517
財務活動による CF	314,348	-141,266	165,000	11,179	-121,847
現金等の期末残高	382,851	159,744	224,625	280,521	306,820
設備投資	276,716	296,221	367,145	321,211	184,122
減価償却費	122,663	134,457	140,313	141,905	134,034
自己資本比率	25.8	24.2	21.9	22.2	23.5
自己資本当期純利益率	7.3	4.9	-0.3	3.7	6.9
総資産当期純利益率	1.8	1.2	-0.1	0.8	1.6

(資料) イオン『有価証券報告書』。

イオンの財務内容はセブン&アイと比べると次のような点を指摘できるのではないかと。まず、営業収益や売上高などの規模は上回ったが、収益性が見劣りすることや有利子負債が相対的に多いことである。また、2008 年度の赤字転落は収益力のもろさを露呈した。米国の専門店タルボット社の極度の不振が主因とも考えられるが、その不振を補えるだけの収益力がイオンに不足していたことになる。

図表 4-4 イオンの部門別営業利益率の推移

(単位：%)



(資料) 図表 4-3 に同じ。

部門別にみると、最大の課題は総合小売業の収益力の底上げだが、専門店事業が収益に貢献していないことも指摘できよう。

3 ユニー

同社の主な経営指標は図表 4-5 のとおりである。小売業界は、政府による景気刺激策等を背景に個人消費の持ち直しの動きもみられたが、家計収入の伸び悩みによる低価格・節約志向、緩やかなデフレ状況の継続等により、引き続き厳しい状況が続いた。

2011年2月期の連結業績は、営業収益 1兆 1,127億 81百万円（前期比 1.9%減）、営業利益 351億 1百万円（同 66.4%増）、経常利益 322億 82百万円（同 69.7%増）となった。また、特別損失として減損損失 99億 77百万円を計上したこと等により、当期純利益は 60億 46百万円（前期は当期純損失 49億 95百万円）となった。

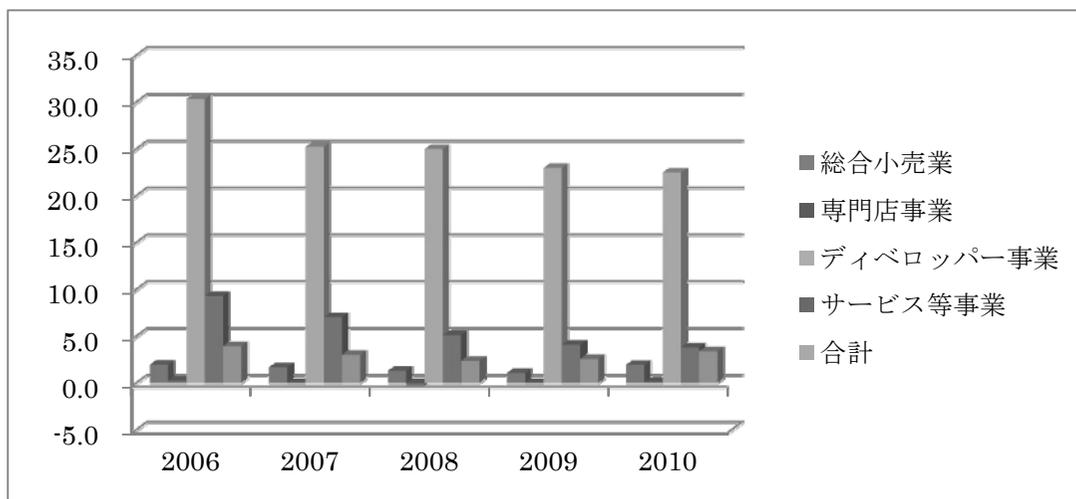
売上高は、セブン&アイ及びイオンの2社に比べると、大きく見劣りしている。特に最近ではその差がむしろ広がっている。ユニーも収益力が必ずしも良くない。特に総資産当期純利益率は1%以下、ときには赤字になっていることは厳しい状況に置かれていることを示している。同社の営業地域が中部圏にあるため、リーマンショック後の影響が強く出たという事情があるのかもしれないが、利益率の向上が課題である。

図表 4-5 ユニーの主な経営指標 (単位：100 万円、%)

	2006 年度	2007 年度	2008 年度	2009 年度	2010 年度
営業収益	1,228,946	1,216,246	1,190,248	1,134,427	1,112,781
売上高	1,061,711	1,046,126	1,017,609	970,924	946,914
営業利益	47,142	40,954	40,157	21,095	35,101
EBITDA	76,153	69,390	69,337	53,765	67,742
経常利益	44,915	37,561	38,947	19,019	32,282
当期純利益	9,302	377	5,344	-4,995	6,046
総資産	966,225	973,142	960,602	943,380	940,078
純資産	364,291	350,835	344,870	336,404	341,140
有利子負債	310,513	324,193	331,144	318,927	297,953
有利子負債比率 (倍)	0.85	0.92	0.96	0.95	0.87
営業活動による CF	69,635	36,824	56,142	57,920	60,465
投資活動による CF	-72,542	-47,663	-58,902	-40,332	-13,648
財務活動による CF	-4,576	6,052	162	-20,448	-30,868
現金等の期末残高	102,120	97,709	94,733	91,777	107,669
設備投資	67,000	65,530	64,690	59,073	44,716
減価償却費	26,681	26,388	28,036	31,829	31,714
自己資本比率	25.3	24.2	25.5	25.0	25.4
自己資本当期純利益率	3.9	0.2	2.2	-2.1	2.6
総資産当期純利益率	1.0	0.0	0.6	-0.5	0.6

(資料)ユニー『有価証券報告書』などから作成。

図表 4-6 ユニーの部門別営業利益率の推移 (単位：%)



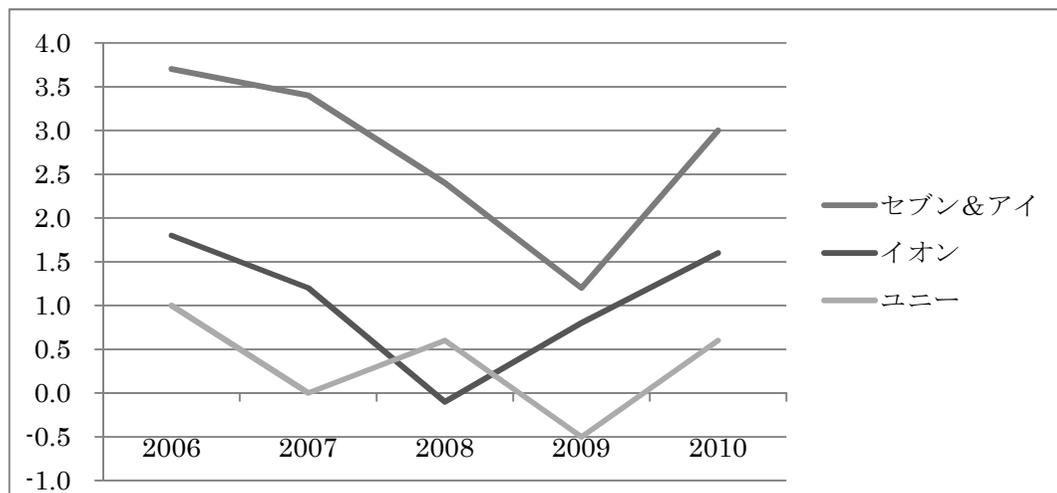
(資料)『有価証券報告書』。

4 大手3社の比較

次にセブン&アイ、イオン及びユニーの3社の業績のデータをもとに比較を試みる。3社の中では、セブン&アイの業績が、収益性、安定性などの点から判断して他の2社の業績を上回っている（図表4-7、図表4-8参照）。特に収益性（自己資本利益率、総資産当期利益率）、安定性（自己資本比率）では、かなりの差がある。またキャッシュ・フローの各指標も明らかに差がある。

図表4-7 総資産当期利益率の推移

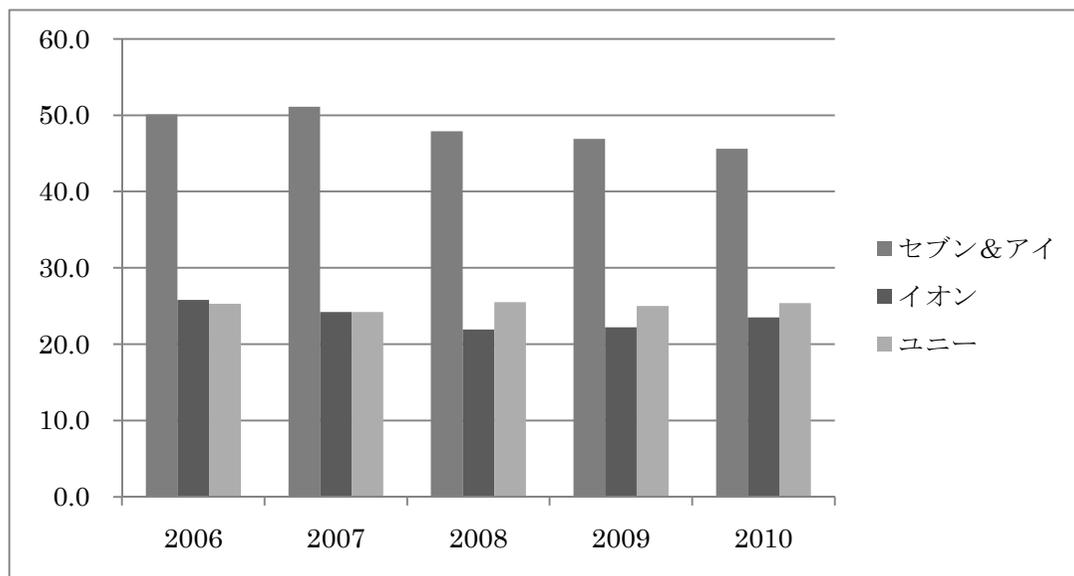
(単位：%)



(資料) 各社『有価証券報告書』から作成。

図表4-8 自己資本比率の推移

(単位：%)



(資料) 図表4-7に同じ。

以上の定量的な分析の結果から、セブン&アイは、イオン、ユニーの2社に対する優位は動かせないと考えられる。イオンとユニーの比較に移る。規模ではイオンが勝っているが、収益性と安定性ではほぼ互角、決定的な差は乏しいように思われる。ただし総合力ではイオンがユニーを大きく上回っている。

大手流通業では短期間に順位が入れ替わるような劇的な変動は考えられない。国民の消費生活を日々支えているため、業績の大幅な変動が少ないからである。しかし、業態構成、それに基づいた立地・出店戦略、さらにそれを裏付ける財務能力の違いが長期的にみると、大きな格差となって現れてくる。

V 定性的分析

格付けにあたって、定性的な要因の検討は欠かせない。定性的要因の具体的な内容は前述したとおりである。定性的要因のうち、ここでは、所属産業及び業種の特徴と設備投資の動向を中心に説明したい。

流通業は国民の消費生活を支えている。食料、衣料および住生活関連の商品を安定的に供給する役割を担っている。販売高が底割れするリスクはほとんどない半面、マクロ経済の影響、特に所得環境の影響を受ける。賃金の増加率が低調、あるいはボーナスのカットなどが続くと、節約志向が消費者の間で強まり、それが流通業各社の業績に響く。

加えて、流通業の中での業態間競争が一段と激しくなっている。代表的な例は、電化製品、衣料、家具、薬品・日用品などの専門店業態の成長が著しい。またコンビニエンスストアも加盟店合計の売上高は百貨店のそれを抜いたとの報道もある。

それでは、次に経営の重要な要素である設備投資の各社の動向を順にみてみよう。

1 セブン&アイ

図表 5-1 設備投資額の推移 (単位：100 万円)

事業部門／年度	2006	2007	2008	2009	2010
CVS	98,518	108,585	104,233	104,936	106,368
SS	49,444	57,561	46,064	65,379	54,133
百貨店	93,657	17,512	12,464	19,734	27,807
フードサービス	4,474	1,545	1,177	752	527
金融関連	31,872	31,990	23,932	15,543	19,616
その他	298	518	1,058	3,702	127,429
全社（共通）	122	24	12	1,140	2,774
合計	278,388	217,738	188,943	211,189	338,656

(資料) 『有価証券報告書』から作成。

(注) 1 上記金額には差入保証金および建設協力立替金を含めて記載。

2 「全社（共通）」はセブン&アイ・ホールディングス（持株会社）の設備投資額。

図表 5-1 によると、業績が悪化した 2008 年度以降、投資額は若干減ったがそれでもベースとして 2000 億円前後の水準が続いていることは同社グループの今後の競争力を維持していくことの担保になると考えられる。2010 年度の設備投資額のうち、約 3 分の 1 はそごう・西武の最大の基幹店舗である「西武池袋本店」の土地建物等を保有することを目的として、平成 22 年 6 月にセブン&アイ・アセットマネジメントを設立し、同社が平成 22 年 9 月に当該資産を取得したことによるもの。セブン&アイの設備投資額は、毎年 1000 億円前後が CVS に投じられていることが明白に読み取れる。同グループの収益源である CVS 部門の更なる強化という戦略を裏付けている。一方、創業部門であるスーパーストア (SS) 部門は、競争激化や個人消費の不振あるいは低迷による影響を取り除くべく懸命の投資が続いているが、現在のところ、GMS 業態に対する明確な答は見いだせていないように思われる。同じような傾向は百貨店業態にも見られる。

2 イオン

イオンの直近 2 期間のセグメント別設備投資額は図表 5-2 のとおりである。

図表 5-2 イオンのセグメント別設備投資額の推移 (単位：億円)

セグメント	2009 年度	2010 年度
総合小売事業	2,124	934
専門店事業	109	69
ディベロッパー事業	771	610
サービス事業	207	227
設備投資額合計	3,212	1,841

(資料) イオン『2011 年 2 月期 決算補足資料』(第 86 期) 2 頁。

図表 5-2 によると、2010 年度の設備投資額は 1,841 億円と前期比 42.7%減少した。財務内容の改善を優先した結果である。

3 ユニー

ユニーの直近 2 期間の設備投資額は図表 5-3 のようになる。

図表 5-3 ユニーのセグメント別設備投資額の推移 (単位：百万円)

セグメント	2009 年度	2010 年度
ユニー・ユニー香港	30,731	19,646
サークルKサンクス(連結)	26,437	22,073
さが美(連結)・パレモ・鈴丹(連結)・モリエ	1,006	987
その他	2,526*	1,907
設備投資額合計	60,700*	44,616

(資料) ユニー「決算参考資料」から作成。(注) *は概算。

ユニーの2010年度の設備投資額は446億16百万円と前期比26.5%減となった。業績の停滞傾向を反映して、慎重な経営に徹したと推測される。

4 3社のセグメント別事業の優劣比較

セブン&アイ、イオン及びユニーの大手各社も、傘下に、創業事業である総合スーパー、食品スーパーのほか、コンビニエンスストア、専門店、外食産業、金融サービスなど各業態を持っている。このうち、セブン&アイはコンビニエンスストアでは業界トップ、イオン社およびユニーも傘下にコンビニエンスを持っているがかなりの差をつけられていることは前述した。セブン&アイは金融サービスの分野でも力を発揮している。

一方、3社に共通しているのは、総合スーパーや食品スーパーの低迷が長らく続いている。その理由の1つは、一部の商品が専門店との競争に敗れたことである。かつての総合スーパーでは、家電や家具など販売していたが、これらの高額商品はほぼ専門店に奪われてしまった。売り上げに貢献し、利益率の高い高額商品の喪失は、総合スーパーの不振を反映している。専門店業態をいかに取り込むかが今後の成長力を考えるときのカギになると思われる。

次に3社のセグメント別に見た業績の推移等から、各社が強みとする部門と課題を抱える部門を整理してみる。セグメントの横の欄は、営業利益率でみて全社平均を上回っている場合を○、全社平均を下回っている場合を×として表わしている。

図表 5-4 大手3社のセグメント別事業の優劣比較

セブン&アイ		イオン		ユニー	
コンビニエンス	○	総合小売	×	総合小売	×
スーパーストア	×	専門店	×	コンビニエンス	○
百貨店	×	ディベロッパー	○	専門店	×
フードサービス	×	サービス	×	金融	○
金融	○			その他	×
その他	×				

(出所) 筆者作成

マクロ経済の観点から若干指摘しておきたい。それは日本経済の長期低迷の原因の1つに構造改革の遅れが指摘されていることである。それに輪をかけて、少子高齢化の荒波が押し寄せている。生産年齢人口の減少と、総人口の減少が続く中で、流通業が成長・拡大を図っていくためには、内需に依存するだけでなく、海外、特に東南アジアへの進出が課題となる。すでに部分的な進出は実現しているが、今後は本格進出が避けては通れないと考えられる。

課題の克服には、資金と時間がかかる。安定的なキャッシュ・フローの創出能力と不況期を耐え忍べる財務能力の高さの有無が格付けの視点でとりわけ重要である。

VI 格付け対象債券と財務上の特約

(1) セブン&アイ

セブン&アイの格付けの対象となる債券は次のとおりである。セブン&アイには直近期末現在合計11銘柄、300,073百万円の社債の発行残高がある。このうち、主な銘柄は図表6-1のようになる。

該当する社債の財務上の特約条項を確認するために、セブン&アイの発行登録書（提出日20年2月13日）および発行登録追補書類（同20年6月26日）をみると、対象3銘柄はいずれも財務上の特約として担保提供制限条項のみが付せられ、担保切替条項その他の財務上の特約は付されていない。すなわち、セブン&アイの社債に付せられている担保提供制限条項の内容の骨子は次のとおりである。

当社（セブン&アイ）は、本社債の発行後、本社債の未償還残高が存する限り、当社が国内で今後発行する他の無担保社債(略)のために担保提供(略)する場合には、本社債のためにも担保付社債信託法に基づき、同順位の担保権を設定する。

以上の説明から、セブン&アイの対象社債には、担保提供制限条項のみが付せられているので、当該社債の支払順位が他の社債などの債務に劣後することはない。このため、格付け決定にあたって当該社債の信用力が劣るといふ、いわゆる「劣後性」の問題は生じないことになる。

図表6-1 セブン&アイの主な社債発行残高（単位：100万円、%）

会社名	銘柄	発行年月日	当期末残高	利率	担保	償還年月日
セブン&アイ	第1回	20.7.3	39,998	1.48	無担保	25.6.20
同	第2回	20.7.3	29,992	1.68	同	27.6.19
同	第3回	20.7.3	29,982	1.94	同	30.6.20
同	第4回	22.6.29	30,000	0.541	同	27.6.19
同	第5回	22.6.29	20,000	0.852	同	29.6.20
同	第6回	22.6.29	60,000	1.399	同	32.6.19
セブン銀行	第2回	18.12.4	36,000	1.45	同	23.12.20
同	第3回	18.12.4	24,000	1.67	同	26.12.20
同	第4回	21.7.2	10,000	0.74	同	24.6.20
同	第5回	21.7.21	20,000	1.04	同	26.6.20
赤ちゃん本舗	第9回	18.3.27	100	1.32	同	23.3.25

（資料）第6期有価証券報告書（平成22年3月1日～平成23年2月28日）

【連結付属明細表】〔社債明細表〕から一部引用。

(2) イオン

イオンの平成 23 年 2 月現在の社債明細表は次のとおりである。

図表 イオンの社債発行残高 (1)

会社名	社債	発行年月日	当期末残高	利率	担保	償還期限
		平成年月日	(百万円)	(%)		平成年月日
イオン	第 13 回無担保社債	17.6.22	15,000	年 2.59	無担保	37.6.20
同	第 14 回無担保社債	17.6.22	20,000	年 1.6	同	27.6.22
同	第 1 回無担保社債	18.9.29	4,500	年 3.25	同	68.9.29
同	第 2 回無担保社債	18.9.29	26,500		同	68.9.29
同	第 15 回無担保社債	21.7.3	34,000	年 1.59	同	26.6.30
同	第 6 回無担保転換社債型 新株予約権付社債	21.11.25	49,982	—	同	24.11.22
同	第 7 回無担保転換社債型 新株予約権付社債	21.11.25	49,994	年 0.3	同	25.11.22
イオンクレジット サービス	第 5 回国内普通社債	16.6.24	10,000	年 1.6	同	23.6.24
同	第 6 回国内普通社債	17.5.9	20,000	年 1.08	同	24.5.9
同	第 7 回国内普通社債	18.2.14	10,000	年 1.55	同	25.2.14
同	第 8 回国内普通社債	19.2.20	20,000	年 1.79	同	26.2.20
同	第 9 回国内普通社債	19.7.10	20,000	年 1.78	同	24.7.10
イオンモール	第 1 回無担保普通社債	20.8.6	10,000	年 1.6	無担保	25.8.6
同	第 2 回無担保普通社債	21.11.13	23,000	年 1.54	無担保	26.11.13

(資料) イオン『有価証券報告書』。なお、イオンの海外子会社がタイ、マレーシア市場で社債等を発行しているが本稿ではその内容は割愛する。

(3) ユニー

ユニーの社債は平成 23 年 2 月期末現在、すべて償還済みとなっている。このための同社の格付け対象となる債務は短期及び長期の借入金、コマーシャルペーパーの合計残高 297,853 百万円となる。

Ⅶ 総合評価

本節のまとめとして、「図表 7-1 総合評価のためのスケール」を参考にしながら、セブン&アイの評価を試みることにする。スケール上にセブン&アイおよび同業 2 社を記入すると、次のようになると思われる。

図表 7-1 総合評価のためのスケール

(セブン&アイ)

AAA	▽	BB
	△	△
	(イオン)	(ユニー)

流通業大手 3 社のセブン&アイ、イオン、ユニーの格付けの位置とその根拠は次のようになる。格付けは、セブン&アイが AA ゾーン、イオンは A ゾーン中位、ユニーは A ゾーン下位の評価を行った。各社の評価の要旨は次のとおり。

(1) セブン&アイ

- ① セブン&アイは事実上の業界のリーダーである。コンビニエンスストア（CVS）を核に、多様な小売業態を持つ。
- ② セブン&アイの財務内容は、成長性を欠くが、収益性、安定性に優れている。
- ③ セブン&アイには、スーパー、百貨店や外食産業の収益性向上という課題がある。

(2) イオン

- ① 営業収益（売上高）ではセブン&アイを上回るものの、収益性や財務内容の点で見劣りする。
- ② ディベロッパー事業は収益源の一翼を担うものの、コンビニエンス部門や金融部門がセブン&アイに比べて見劣りするほか、専門店事業の再建という課題を背負う。
- ③ イオンは投融資を含む設備投資額が未回収の段階にあり、回収の成果が出るにはなお時間がかかる。

(3) ユニー

- ① ユニーは、中部・東海地区では有力であるが、規模、今後の展開力に制約があるほか、財務面でも課題がある。
- ② コンビニエンスストア（サークル K サンクス）が収益源に育っている。
- ③ 専門店事業が全般的に低収益である。

【注】

- ① 金融庁が平成 22 年 12 月 17 日現在で信用格付業者として登録したのは次のとおり。日本格付研究所、ムーディーズ・ジャパン、ムーディーズ SF・ジャパン、スタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン、格付投資情報センター、フィッチ・レーティングス・ジャパン（登録番号順）。
- ② 有価証券発行会社の情報開示（ディスクロージャー）の法的な根拠は次のとおり。金融商品取引法第 4 条第 1 項によると、1 億円以上の有価証券を、50 名以上の者に取得させようとする発行会社は、有価証券届出書（発行開示）を内閣総理大臣に提出する義務がある。その理由は、発行会社に企業の内容を正しく開示させて、投資

家に冷静な判断のための冷却期間を置くことにある。一方有価証券報告書は、上場証券の発行者など一定の条件下にある会社に継続開示を義務付けるもの。流通市場で証券取引を行う投資家の投資判断に資することを目的としている。継続開示義務を負う発行者は、事業年度ごとに、その終了後3ヵ月以内に、有価証券報告書と呼ばれる開示書類を作成して内閣総理大臣に提出しなければならない(同24条)。重要な事項につき虚偽記載のある有価証券報告書を提出した者は、10年以下の懲役、1000万円以下の罰金、またはその両方が課せられる(同197条第1項1号)など罰則がある。

③ 拙著 [2004] 94-99 頁。

【参考文献】

- [1] イオン [2007]『有価証券報告書』及び [2008] 以降の各年版。
- [2] 岡東 務・川口史麻 [2003]『実例に見る債券格付けの方法』税務経理協会。
- [3] 岡東 務 [2004]『日本の債券格付け』税務経理協会。
- [4] セブン&アイ・ホールディングス [2007]『有価証券報告書』及び [2008] 以降の各年版。
- [5] ユニー [2007]『有価証券報告書』及び [2008] 以降の各年版。

