

資産効率の向上に取り組む米國小売業界

岩谷 賢伸、吉川 浩史

■ 要 約 ■

1. 小売業は、代表的な成熟産業の一つとして位置付けられることが多いが、米国では、過去 10 年間の売上高成長率が概ね年間 5%と決して低くない。さらに、主要企業の間では、同成長率が 2002 年度以降上昇傾向にあり、2006 年度は 12.2%であった。
2. 利益率は他の業界に比べて低く、2006 年度の主要小売企業の営業利益率は 7.4%であった。ただし、売上高総利益率は過去 10 年で 5%近く上昇している。だが、販売及び一般管理費率が上昇している結果、純利益率は過去 10 年間、3、4%台を行き来している。
3. 資産の効率性に関しては、総資本回転率が 2.0 から 2.5 回の間で安定しており、目立って改善しているとも悪化しているとも言えない。また、レバレッジは全般的に低く、財務の安定性は総じて高い。
4. 収益性指標である株主資本利益率は、過去 10 年間、15~20%と高い水準で推移しており、10%を切っているわが国主要小売企業とは大きな差がある。
5. 過去数年、小売企業に対する投資ファンドからの資産効率向上のプレッシャーが高まっている。多くの小売企業がバイアウト・ファンドに買収され、事業の再構築を行っている。また、アクティビスト・ファンドに、事業・資産の売却と自社株買いの増加を迫られるケースも増えている。
6. そのような中で、資産効率改善策として、セール・リースバックを活用したり、自社株買いを活発に行ったりする会社が増えてきている。全般的に資産効率の低いわが國小売企業においては、これらの米國小売企業の取り組みが参考になろう。

I 米國小売業界概況

1. 小売業界全般

過去 10 年間の米国経済の成長と、個人消費の伸びを反映し、2006 年の米國小売売上高

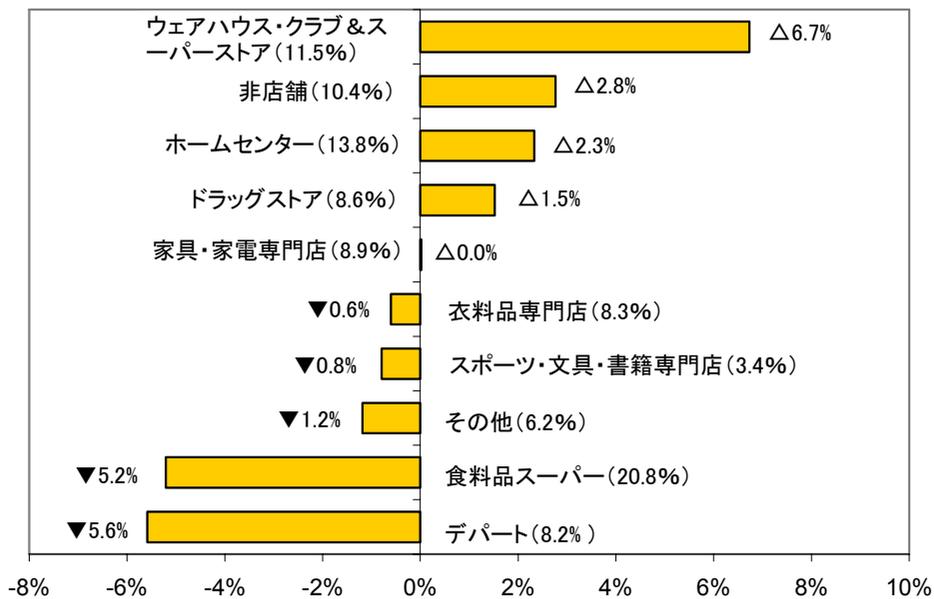
は約 2.6 兆ドル¹と、10 年前の約 1.5 兆ドルから 1.7 倍に増加した。その中で、小売業界においては、2つの大きなトレンドが見られた。

一つ目は、M&A や主要企業の大規模な店舗拡大による寡占化の進行である。小売上位 100 社の売上高合計金額は、1996 年度は約 0.74 兆ドルで、小売売上高全体の 48%であったが、2006 年度は約 1.58 兆ドルで 61%を占めるに到っている²。

二つ目は、業態の趨勢変化である。1996 年に業態別売上高シェアで 26.0%を占めていた食品スーパーのシェアは 2006 年には 20.8%まで低下し、代わりに、巨大店舗で商品を安く提供するウェアハウス・クラブ&スーパーストアのシェアが 4.7%から 11.5%に上昇した(図表 1)。また、住宅建材や器具などを販売するホームセンター(1996 年: 11.5%→2006 年: 13.8%)と、カタログ・オンライン販売を含む非店舗(1996 年: 7.6%→2006 年: 10.4%)のシェアが上昇したのに対し、デパートのシェアは下降した(1996 年: 13.7%→2006 年: 8.2%)。

以下では、小売各業態の概況を述べた後、過去 10 年間の財務動向を分析する。

図表 1 米国小売業界の業態別売上高シェア変化(過去 10 年間)



(注) 括弧内は 2006 年のシェア
(出所) US Census データより野村資本市場研究所作成

¹ US Census データより。小売売上高は、自動車ディーラー、ガソリン・スタンド、飲食店の売上高を除いて算出している。また、国内の売上のみで海外の売上は含まない。

² 100 社合計の数字は、Chain Store Age.com のデータより算出。100 社合計の数字には海外売上分も含むので、実際のシェアは少し低くなると考えられる。

2. スーパー／ドラッグストア

スーパー業界（食料品スーパー、ウェアハウス・クラブ&スーパーストア、ゼネラルストア等）では、10年前にも圧倒的なシェアを誇っていたウォルマートが、徹底した低価格戦略を維持し、また、全国に店舗網を張り巡らす拡大戦略を強力に推進してきたことで、更にシェアを拡大している。2006年度の売上高は、スーパー／ドラッグストア主要12社合計の46%に当たる約3,500億ドルで、第2位のクローガーを遥かに凌ぐ（図表2）。クローガー（食料品スーパー）、ターゲット（ゼネラルストア）などウォルマート以外のスーパーでは、ウォルマートとの差別化をいかに図るかが競争戦略の鍵となる。店舗網の拡大よりも既存店舗の改装を、低価格よりも品質・品揃え・サービスなどを重視する戦略を採り、成功しているケースもある。例えば、食品に関しては、近年、有機食品やエスニック食品の強化が盛んである。

一方、ドラッグストア業界は、ウォルグリーンとCVSケアマークの二強時代に入っている。両社を含むドラッグストア・チェーンの薬販売シェアは約40%に達する。ただし、ウォルマート等のスーパーが低価格のジェネリック薬（後発医薬品）の販売に力を入れており、競争は激しくなっている。一方、ドラッグストア・チェーン自身は、近年、メール・オーダーによる薬の処方サービスや店舗内のカスタマー・サービスの強化に乗り出している。例えば、2007年のCVSによる薬剤給付管理（Pharmacy Benefit Management）大手ケアマークの買収は、M&Aによって上記のサービスを強化したケースである。ドラッグストア業界には、中長期的には、高齢化による医薬品需要の増加、合従連衡によるスケール・メリットの享受、利益率の高い新たなジェネリック薬品の登場といった好材料が多い。

図表2 米国スーパー／ドラッグストア主要12社（S&P500構成銘柄）

企業名	ティッカー	業種	売上高 (百万ドル)	時価総額 (百万ドル)	株主資本 利益率 (%)
1 ウォルマート	WMT	スーパーストア	348,650	198,318	19.7
2 クローガー	KR	食料品スーパー	66,111	17,719	23.9
3 コストコ	COST	会員制ウェアハウス	60,151	27,524	12.2
4 ターゲット	TGT	ゼネラルストア	59,490	43,835	18.7
5 ウォルグリーン	WAG	ドラッグストア	47,409	34,788	18.4
6 CVSケアマーク	CVS	ドラッグストア	43,814	58,441	15.2
7 セーフウェイ	SWY	食料品スーパー	40,185	14,006	16.4
8 スーパーバリュー	SVU	食料品スーパー	37,406	6,007	11.4
9 シスコ	SYU	食料品卸売り	35,042	17,926	29.4
10 ファミリー・ダラー	FDO	ディスカウントストア	6,395	2,759	14.8
11 ホールフーズ	WFMI	食料品スーパー	5,607	5,392	14.7
12 ビッグ・ロット	BIG	ゼネラルストア	4,743	1,567	11.2
12社合計			755,003	428,282	-

(注) 売上高、株主資本利益率は、2006年度の数値。時価総額は、2008年2月14日現在。

(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

3. デパート

デパート業界は、景気低迷やショッピング・モールの増加などを背景に、2000年代初頭に多くの会社の業績が悪化した。その後、積極的なIT投資によって在庫管理の効率化や顧客ニーズの適正な把握に成功したJCペニーやノードストロムは業績を改善したが、シアーズやメーシーズは苦戦を続けた。2005年に起きた2件の巨大M&A（メーシーズによるメイ・デパートメント・ストアーズの買収とKマートによるシアーズ・ローバックの買収）は、閉塞した局面を打開し、規模の拡大によって調達コストや物流コストの圧縮を目指したものだと言える。一方で、2005年にはニーマン・マーカス、2006年にはロード&テイラーがプライベート・エクイティ・ファンドに、2007年にはバーニーズ・ニューヨークがドバイの政府系投資ファンドに買収されるなど、近年、デパートは投資ファンドのターゲットになっている。また、デパートは、かつて独自のクレジット・カードを発行して顧客へのサービスを充実させてきたが、最近では、コア事業への集中の一環として、多くのデパートがクレジット部門を金融機関に売却した。

図表3 米国デパート主要6社（S&P500構成銘柄）

企業名	ティッカー	売上高 (百万ドル)	時価総額 (百万ドル)	株主資本 利益率 (%)
1 シアーズ・ホールディングズ	SHLD	53,012	13,592	12.3
2 メーシーズ	M	26,970	10,838	7.7
3 JCペニー	JCP	19,903	10,347	27.8
4 コールズ	KSS	15,544	14,027	19.2
5 ノードストロム	JWN	8,561	8,383	31.8
6 ディラーズ	DDS	7,810	1,291	10.0
6社合計		131,800	58,478	-

(注) 売上高、株主資本利益率は、2006年度の数値。時価総額は、2008年2月14日現在。

(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

4. 専門小売

専門小売とは、様々な商品を売るスーパーやデパートとは異なり、特定の領域の商品に特化した小売業態を総称したものである（図表4）。

ホームセンターは、日曜大工用品、建築資材を倉庫型の店舗で売る業態であり、この業態が発達するのは広い住居の多い米国ならではのと言える。最大手のホームデポは、1978年の創業以来急成長を遂げ、米国第二位の小売企業にまで上り詰めた。ロウズと共に、業界の2強を形成する。同業態は、住宅市場の好不況に左右されやすく、2006年以降の住宅市場の落ち込みは業績に負の影響を及ぼし始めている。

家電量販店は、ウォルマートやコストコなどの大手スーパーのディスカウント攻勢により、近年、競争は激しさを増している。最大手のベストバイは、自宅への家電の設置や修

図表 4 米国専門小売主要 18 社 (S&P500 構成銘柄)

	企業名	ティッカー	業種	売上高 (百万ドル)	時価総額 (百万ドル)	株主資本 利益率 (%)
1	ホームデポ	HD	ホームセンター	90,837	46,173	22.2
2	ロウズ	LOW	ホームセンター	46,927	33,684	20.7
3	ベストバイ	BBY	家電小売	35,934	18,558	24.0
4	オートネーション	AN	自動車小売	18,989	2,776	7.6
5	ステーブルズ	SPLS	オフィス用品小売	18,161	15,493	20.5
6	T J X	TJX	衣料品小売	17,405	13,115	35.3
7	ギャップ	GPS	衣料品小売	15,943	14,716	14.7
8	オフィステポ	ODP	オフィス用品小売	15,011	3,803	19.3
9	サーキット・シティ	CC	家電小売	12,430	813	-0.4
10	リミテッド・フランス	LTD	衣料品小売	10,671	6,194	24.9
11	ジェニユイン・パーツ	GPC	部品小売	10,458	7,527	18.1
12	オフィスマックス	OMX	オフィス用品小売	8,966	1,613	4.9
13	シャーウィン・ウィリアムズ	SHW	ホームセンター	7,810	6,699	35.0
14	ベッド・バス・アンド・ビヨンド	BBBY	家庭用品小売	6,617	7,654	24.2
15	オートゾーン	AZO	自動車小売	6,170	7,105	132.3
16	ラジオシャック	RSH	家電小売	4,778	1,983	11.8
17	アバクロンビーアンドフィッチ	ANF	衣料品小売	3,318	6,565	35.2
18	ティファニー	TIF	宝飾品小売	2,648	4,929	14.0
	18社合計			333,071	199,400	-

(注) 売上高、株主資本利益率は、2006 年度の数値。時価総額は、2008 年 2 月 14 日現在。

(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

理など、サービスの向上による差別化を図って健闘しているが、サーキット・シティやラジオシャックなど、二番手以降の会社は苦戦している。

アパレル・ジュエリー業界は、ティファニーやコーチ、ギャップなどが積極的な海外進出を行う一方で、H&M（スウェーデン）や Inditex（ザラなどを傘下に持つスペイン企業）など、海外有力企業の進出を受け、国内市場の競争は激しくなっている。

5. オンライン小売

インターネットを通じたオンライン小売業は、過去 10 年間急拡大し、2006 年の売上高は 1,142 億ドルに達した。直近で小売業の総売上高の約 3%を占め、年間 20%強のペースで増加している³。

オンライン小売業の形態は、店舗を持たない会社によるオンライン専業型と、スーパーやデパートのように実店舗を持つ会社による補完型の二つに分類できる。オンライン専業会社で代表的なのは、書籍、CD・DVD、家電、衣料品など様々な商品を販売する世界最大のオンライン小売業者アマゾン・ドット・コムと、検索サイトのアスク・ドット・コムや街情報サイトのシティーサーチ、結婚・恋人紹介サービスのマッチ・ドット・コムなど約 30 の有力サイトを運営する IAC インタラクティブの 2 社である (図表 5)。アマゾン・ドット・コムは、2003 年度に黒字化を達成し、近年は、低価格設定、無料宅配サー

³ 米国商務省調べ

図表 5 米国オンライン小売主要 2 社 (S&P500 構成銘柄)

	企業名	ティッカー	売上高 (百万ドル)	時価総額 (百万ドル)	株主資本 利益率 (%)
1	アマゾン・ドット・コム	AMZN	10,711	31,107	56.1
2	IACインタラクティブ	IACI	6,278	6,223	2.1

(注) 売上高、株主資本利益率は、2006 年度の数値。時価総額は、2008 年 2 月 14 日現在。

(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

ビスなどの戦略が功を奏している。IAC インタラクティブは、これまで数々のネット企業を買収して、インターネット・コングロマリットを築いてきたが、2007 年 11 月に、あまりにも複雑になりすぎた事業ポートフォリオの見直しを発表し、チケット販売のチケットマスターなど 4 事業を 2008 年にスピン・オフする予定である。

II 過去 10 年間の財務動向

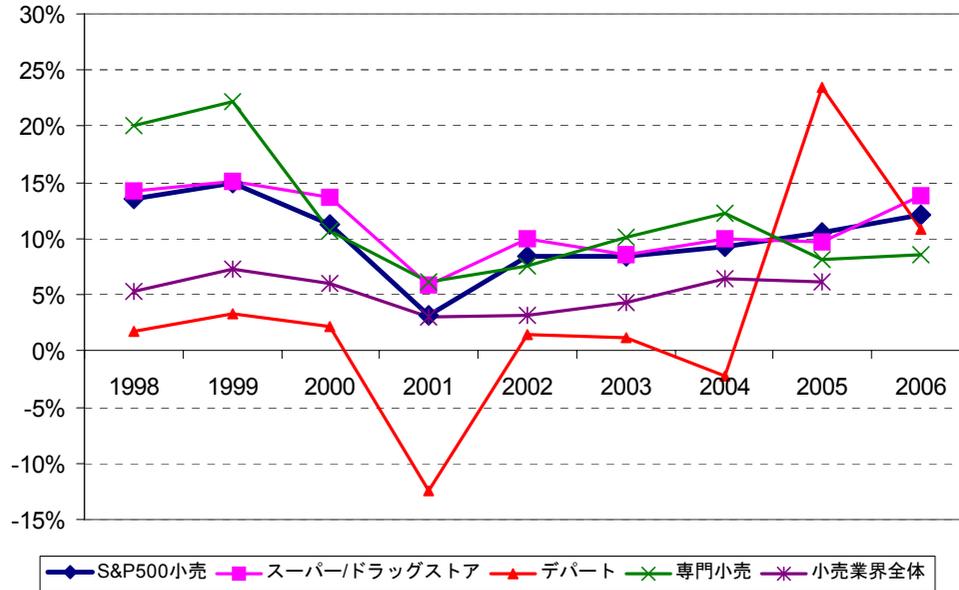
以下では、米国小売業界の過去 10 年間 (1997~2006 年度) の財務動向の分析を行う。S&P500 株価指数に含まれる主要 38 社 (以下 S&P500 小売: 図表 2~5) と、スーパー/ドラッグストア (12 社)、デパート (6 社)、専門小売 (18 社) の 3 つのサブ・カテゴリーについて財務データを集計した。さらに、日米比較のため、わが国の主要小売企業 (NOMURA400 構成銘柄の 29 社) の財務データの集計も一部の項目について行っている。

1. 成長性分析 ~売上高成長率が 2001 年度以降上昇傾向

小売業は、代表的な成熟産業の一つとして位置付けられることが多いが、米国では、過去 10 年間の売上高成長率が概ね年間 5%と決して低くない。さらに、S&P500 小売では、同成長率が 2001 年度以降上昇傾向にあり、2006 年度は 12.2%であった (図表 6)。その要因には、消費の拡大による既存店売上高の増加もあるが、冒頭でも述べたように、新規出店の拡大と M&A による寡占化の進行によるところが大きい。例えば、2006 年度にウォルマートは 860 店舗、ウォルグリーンは 475 店舗増やした。だが、ガリバー企業ウォルマートの成長には翳りも見られる。同社の既存店売上高の成長率は、1998 年度の 9%から 2006 年度は 2%にまで低下してきている。対して、ライバルであるターゲットの 2006 年度の同成長率は 4.8%で、4 年連続でウォルマートの水準を上回った。

スーパー/ドラッグストアと専門小売が似たような成長率の軌道となっているのに対し、デパートの 1990 年代後半から 2000 年代前半の成長率は低く、2001 年度はマイナス成長であった。だが、過去 2 年、大型の M&A もあって、売上高成長率は大きくプラスに転じている。

図表 6 売上高成長率



(出所) US Census Bureau、ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

2. 利益率分析 ～純利益率は3.4%台で安定的に推移

小売業の利益率は、他の業界に比べて低い。金融を除く S&P500 企業の直近の営業利益率（オペレーティング・マージン）⁴が平均で 15.5%であるのに対し、S&P500 小売では 7.4%（2006 年度）に過ぎない。

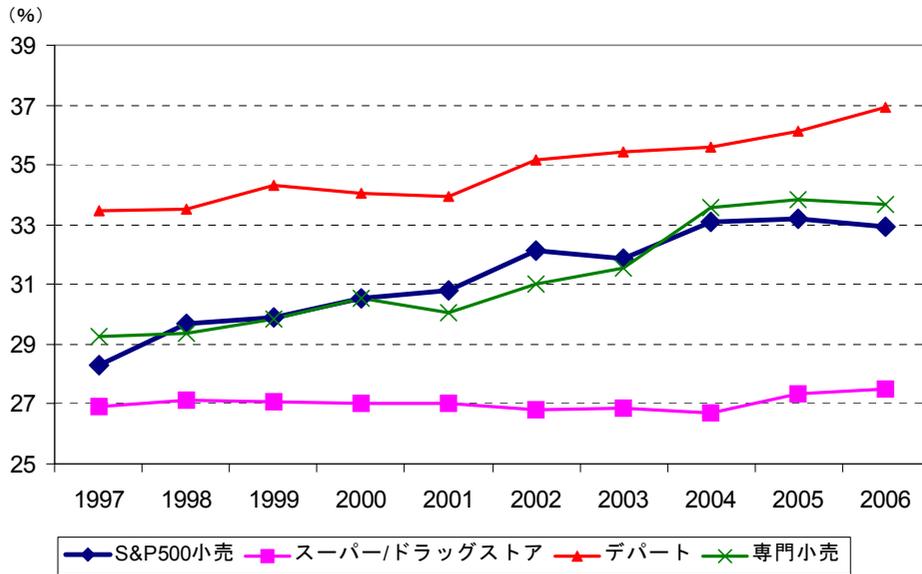
さらに細かく、過去 10 年間の利益率の分析を行うと、S&P500 小売では、1990 年代後半から 2004 年にかけて売上総利益率（グロス・マージン）⁵が 5%近く上昇している（図表 7）。サブ・カテゴリー別に見ると、グロス・マージンの水準は、高い方から（デパート）→（専門小売）→（スーパー／ドラッグストア）の順になっている。専門小売とデパートでは、グロス・マージンが過去 10 年間上昇傾向にあるのに対して、スーパー／ドラッグストアでは 27%でほぼ横ばいである。デパートでグロス・マージンが高まった要因としては、利益率の高いプライベート・ブランドの積極的な導入などが挙げられる。スーパーでは、業界トップのウォルマートが低価格戦略を採り、非常に低いグロス・マージンを維持していることから（24.2%：2006 年度）、競争上、マージン比率が上がりにくいといえる。だが、同じスーパーでも、ターゲットとする顧客層や商品の販売形態によって、マージンの水準は異なることに注意しなければならない。例えば、ウォルマートよりも上の所得層を狙うターゲットのグロス・マージンは 33.8%（2006 年度）と高いが、わが国にも進出している会員制ウェアハウス（倉庫店舗）のコストコは、大量の商品を薄利で売るため、グロス・マージンが 12.3%（2006 年度）と非常に低い値になっている。

⁴ (営業利益) / (売上高)

⁵ (粗利益) / (売上高)

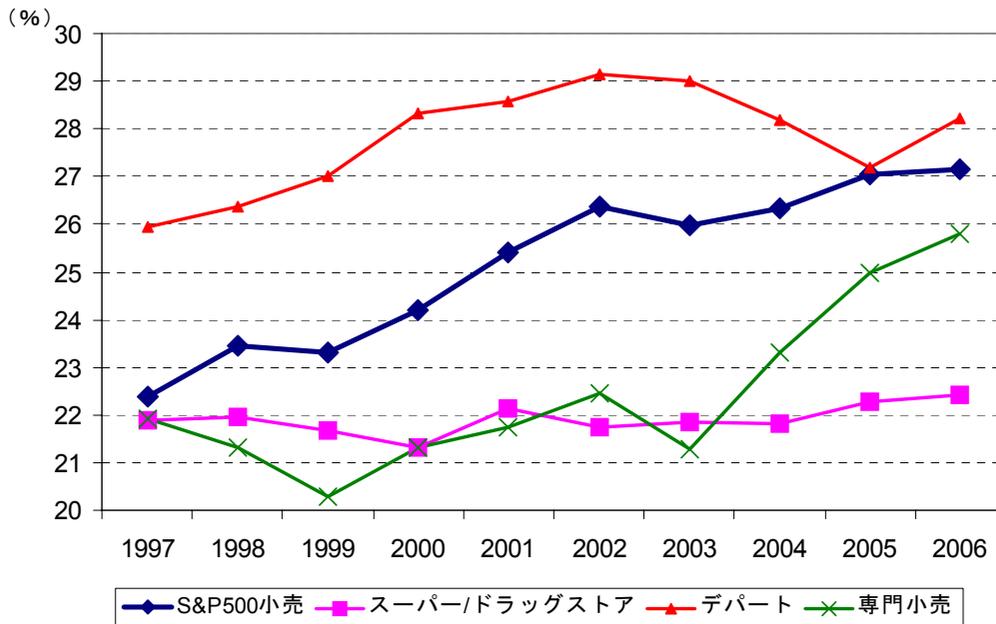
一方、販売及び一般管理費率⁶は過去 10 年間上昇傾向にあり、グロス・マージンの上昇分を相殺している（図表 8）。その背景には、賃金水準の上昇や積極的な IT 投資などが考えられる。サブ・カテゴリー別に見ると、スーパー/ドラッグストアではほぼ横ばい、

図表 7 売上総利益率（グロス・マージン：中央値）



（出所）ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

図表 8 販管費率（中央値）



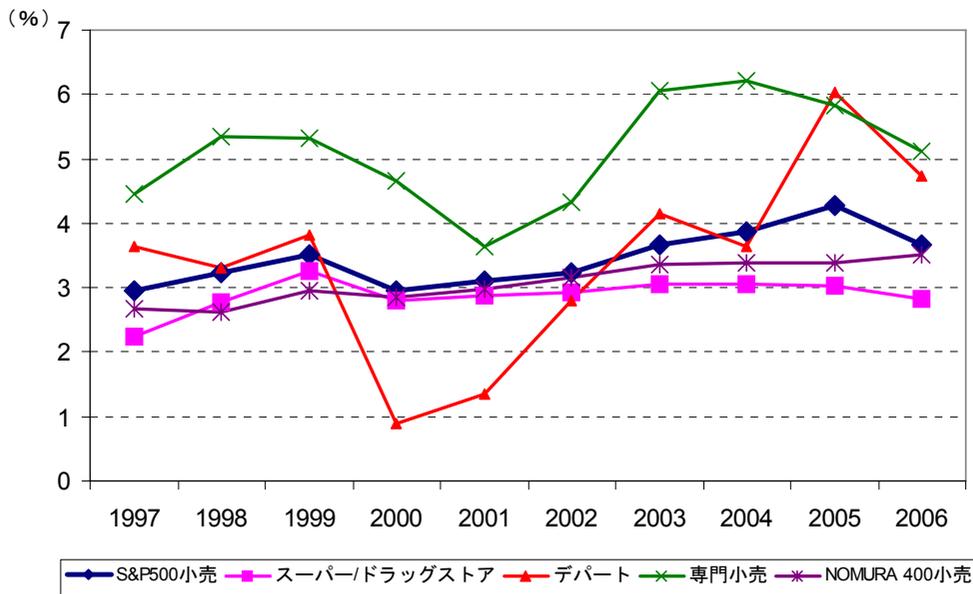
（出所）ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

⁶ (販売及び一般管理費) / (売上高)

デパートでは 2002 年度をピークに若干減少傾向、専門小売では 2004 年度から急激に上昇している。

以上の結果、米国主要小売企業の純利益率（プロフィット・マージン）⁷は、過去 10 年間 3、4%台で安定的に推移している。2006 年度の数値は日米でほとんど変わらない（図表 9）。サブ・カテゴリー別に見て特徴的なのは、デパートの利益率が 2000 年度を底に回復基調にあることである。

図表 9 純利益率（プロフィット・マージン：中央値）



（出所）ブルームバーグ、オーロラより野村資本市場研究所作成

3. 効率性分析 ～資産効率に目立った改善見られず

効率性分析では、会社の資産をどの程度効率的に使っているか検証する。まず、総資本回転率⁸を見ると、S&P500 小売では、過去 10 年間、2.0 から 2.5 回の間でほぼ安定しており、資産効率は目立って改善しているとも悪化しているとも言えない（図表 10）。サブ・カテゴリー別には、高い方から（スーパー／ドラッグストア）→（専門小売）→（デパート）の順になっているが、デパートの総資本回転率は、近年上昇傾向にある。対して、わが国小売業の総資本回転率は、過去 10 年間 1.5 回弱で推移しており、米国に水を開けられている。このような差が生まれる要因の一つとして、わが国小売企業が余剰キャッシュを多く抱えていることを指摘できる。S&P500 小売のキャッシュ・ポジション⁹が過去 10 年間 2.5～7%なのに対して、わが国主要小売企業のキャッシュ・ポジションは 10%台

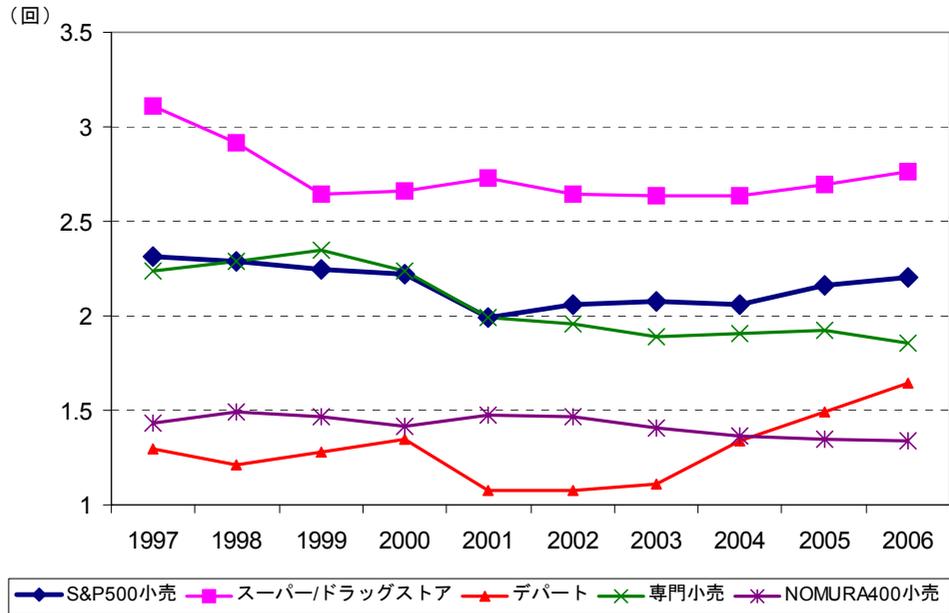
⁷ (純利益) / (売上高)

⁸ (売上高) / (総資産)

⁹ (現金及び現金同等物) / (総資産)

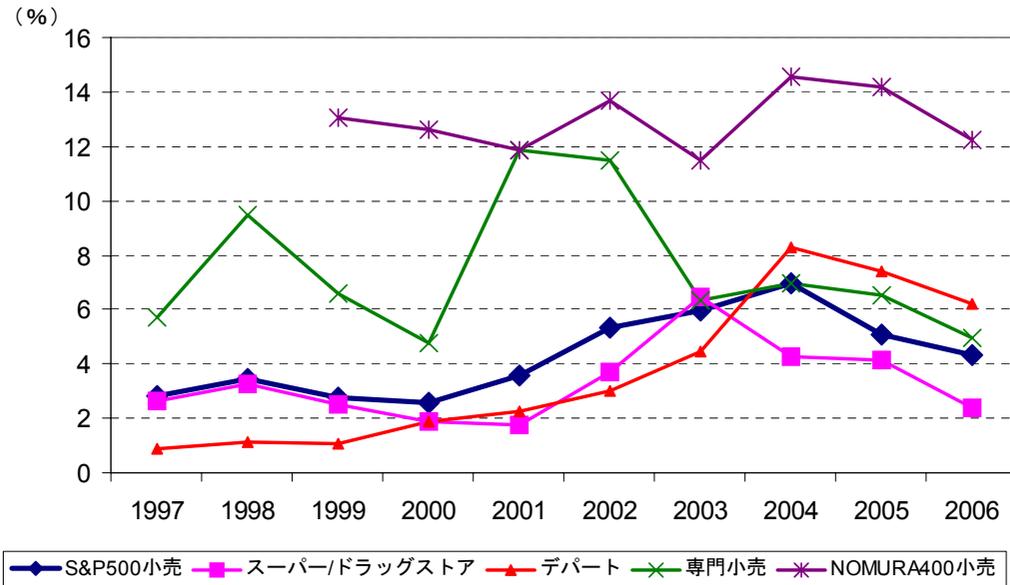
前半と、米国より高い水準で推移している（図表 11）。

図表 10 総資本回転率（中央値）



（出所）ブルームバーグ、オーロラより野村資本市場研究所作成

図表 11 キャッシュ・ポジション（中央値）



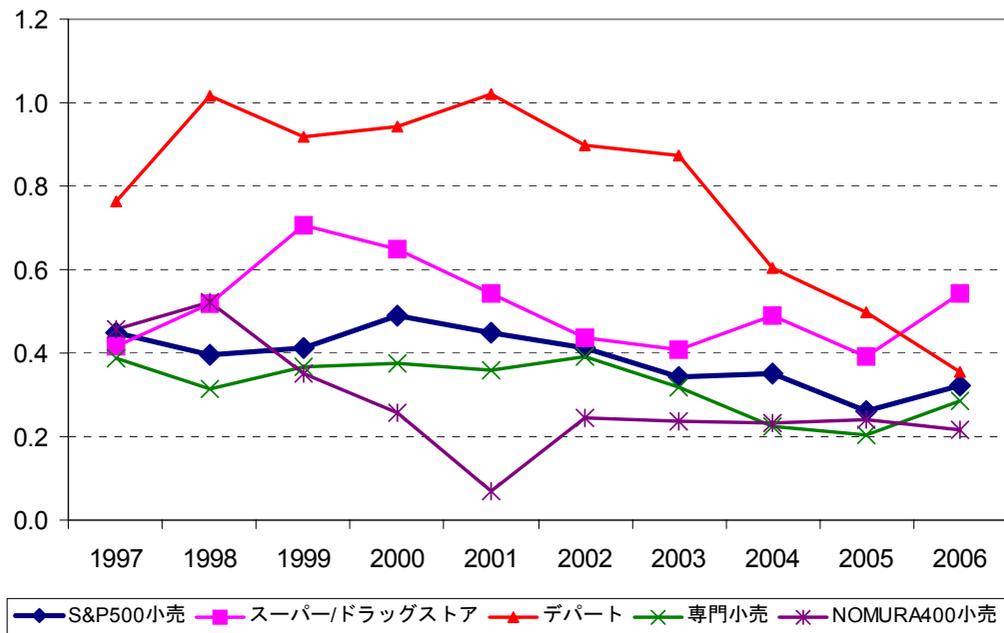
（出所）ブルームバーグ、オーロラより野村資本市場研究所作成

4. レバレッジ分析 ～低いレバレッジ

米国主要小売企業のレバレッジは、全般的に低い水準であり、財務の安定性は総じて高いと言える。裏を返せば、レバレッジの活用による株主価値の向上はあまり図られていない。S&P500 小売のデット・エクイティ・レシオ¹⁰は、2000 年度にかけて上昇したが、その後は低下してきており、直近は約 0.3 である（図表 12）。サブ・カテゴリー別には、1990 年代後半から 2000 年代初頭にかけて、デパートのレバレッジが高いのが目立つが、2002 年以降急激に下がってきている。財務状況が悪化し、格付けを下げられた会社が、資本コストの改善のために、有利子負債の削減に努めたことが理由である。ちなみに、わが国の主要小売企業のデット・エクイティ・レシオは、過去 10 年間、米国よりも更に低い水準で推移している。

この結果、米国主要小売企業の格付けの大半は投資適格で、一番多くの会社が属するのはトリプル B 格（格付けを取得している 33 社中 15 社）である（図表 13）。トリプル B マイナスより下の投機的格付けの会社はそれほど多いわけではないが（9 社）、過去 2 年間にホールフーズ、ギャップ、ラジオシャック、IAC、スーパーバリューの 5 社が投機的格付けになっている。目標格付けを開示している会社はそれほど多くないが、例えば、ターゲットの最高財務責任者（CFO）がシングル A 格を維持するのが目標であると発言したり、コールズ（デパート）が開示資料の中で、最低維持すべき格付けを BBB+/Baa1 と定めたりしている。

図表 12 デット・エクイティ・レシオ（中央値）



（出所）ブルームバーグ、オーロラより野村資本市場研究所作成

¹⁰ (有利子負債) / (自己資本)

図表 13 格付け (S&P 社)

AA	ウォルマート(スーパー)
AA-	シスコ(卸)
A+	ターゲット(ゼネラルストア)、ウォルグリーン(ドラッグストア)、ロウズ(ホームセンター)
A	コストコ(スーパー)、TJX(アパレル)
A-	ノードストロム(デパート)、シャーウィン・ウィリアムズ(ホームセンター)
BBB+	CVSケアマーク(ドラッグストア)、コールズ(デパート)、ホームデポ(ホームセンター)、ステーブルズ(オフィス用品)、オートゾーン(自動車)
BBB	ベストバイ(家電)、ベッド・バス・アンド・ビヨンド(家庭用品)
BBB-	クローガー(スーパー)、セーフウェイ(スーパー)、ビッグ・ロット(ゼネラルストア)、メーシーズ(デパート)、Jペニー(デパート)、オートネーション(自動車)、オフィスデポ(オフィス用品)、リミテッド・ブランド(アパレル)
BB+	ホールフーズ(スーパー)、ギャップ(アパレル)
BB	シアーズ(デパート)、IAC(ネット小売)、ディラーズ(デパート)、ラジオシャック(家電)、アマゾン・ドット・コム(ネット小売)
BB-	スーパーバリュー(スーパー)、オフィスマックス(オフィス用品)

(注) 格付けは、2008年2月14日現在のS&P社による長期債務格付け。

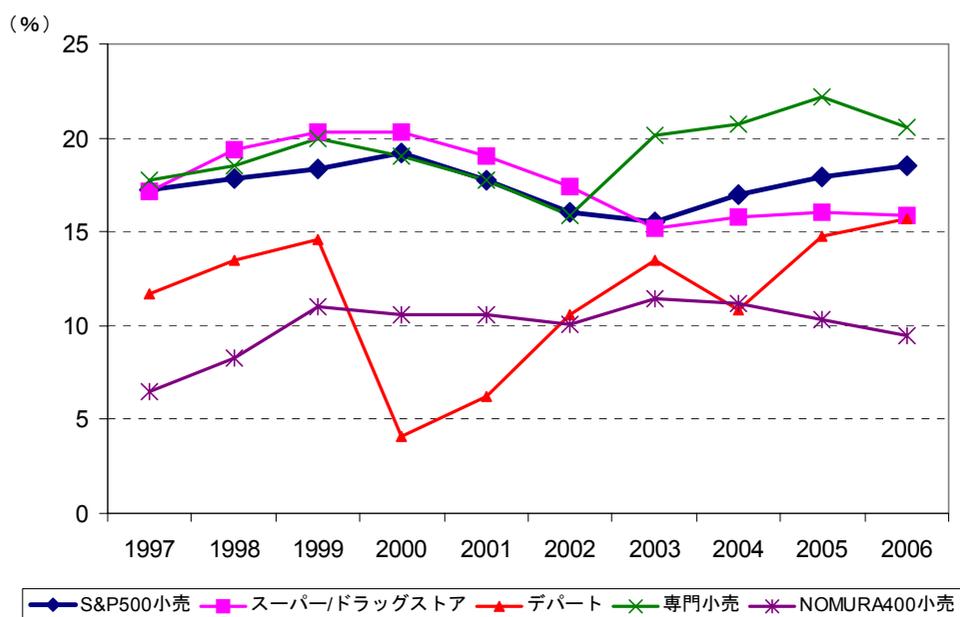
(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

5. 収益性分析 ～ROE が 15～20% の高水準で推移

最後に、収益性指標として株主資本利益率 (ROE) の水準を見ると、S&P500 小売では、過去 10 年間、15～20% と高い水準で推移している (図表 14)。デパートの ROE が、マージンの改善と共に 6 年前の 4% 台から 2006 年度に 15% 超まで伸びている。専門小売でも、2003 年以降、主にマージンの改善によって ROE が 20% を超えている。

対して、わが国主要小売企業の ROE は、直近 (2006 年度) で 10% を切っている。日米で、純利益率とデット・エクイティ・レシオにはそれほど差がないため、ROE の水準の違いは資産効率 (総資本回転率) の差に起因するところが大きいと考えられる。

図表 14 株主資本利益率 (ROE : 中央値)



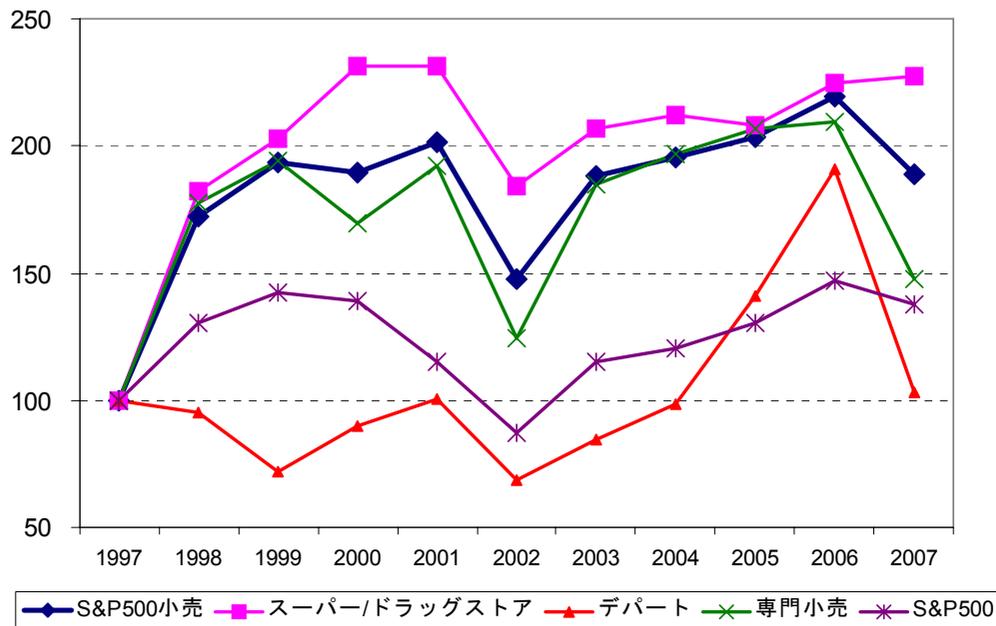
(出所) ブルームバーグ、オーロラより野村資本市場研究所作成

6. 株主価値 ～S&P500 を大きく上回るペースで時価総額が上昇

以上、過去 10 年間の財務動向を分析してきたが、米国主要小売企業はその間にどれくらい株主価値を向上させたのか。

S&P500 小売の時価総額合計は、1997 年度末の 3,837 億ドルから 2006 年度末の 8,423 億ドルへと約 2.2 倍になった。S&P500 株価指数が底を打った 2002 年度と直近では大きく時価総額を減らしているが、過去 10 年間を通しては、S&P500 を大きく上回るペースで株主価値を向上させてきたと言える¹¹。サブ・セクター別に見ると、スーパー/ドラッグストアでは、1990 年代の終わりにかけて時価総額が大きく上昇したが、2000 年代に入ってからには小幅な上昇にとどまっている。専門小売では、直近では大きく減価しているものの、2006 年度末の時点では、時価総額が 10 年前の倍以上になっている。デパートでは、長く株価が低迷していたが、2005、2006 年度にかけて大きく時価総額が上昇した。ちなみに、過去 10 年間（1997 年度から 2006 年度にかけて）で時価総額が 5 倍以上になった会社は、アマゾン・ドット・コム（11.2 倍）、ホールフーズ（9.7 倍）、ベストバイ（8.4 倍）、ロウズ（5.9 倍）、IAC インタラクティブ（5.7 倍）の 5 社である。

図表 15 時価総額



(注) 1997 年度末の時価総額合計を 100 とする。各社の年度末の時価総額を元に集計。2007 年度の数値は、2008 年 2 月 14 日の時価総額を元に算出。

(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

¹¹ ただし、過去 10 年間に起こったメーシーズによるメイ・デパートメントストアーズの買収、K マートによるシアーズ・ローバックの買収、CVS によるケアマークの買収などの大型買収が、時価総額の上昇に寄与している部分もある。

III 株主からのプレッシャーと資産効率改善策

米国主要小売会社は、業界全体が成熟していく中で、過去 10 年間高い成長率を維持してきた。だが、市場がさらに成熟し、利益率の低下圧力が増してくると、株主からは高い収益性を維持するために、資産効率向上のプレッシャーが高まる。以下では、過去数年の投資ファンドからのプレッシャーと、業界で近年見られる資産効率改善策について述べる。

1. 投資ファンドからのプレッシャー

1) 増えるバイアウト・ファンドによる小売企業の買収

米国では、過去数年、企業買収を専門にするバイアウト・ファンドの活動が非常に活発になっているが、小売業界にはキャッシュ・フローが安定していて財務体質の良い会社が多いため、買収の噂が絶えず、実際に多くの会社がバイアウト・ファンドに買収された（図表 16）¹²。

ターゲット企業の特徴を分析すると、業態については、小売業の各業態が満遍なく標的となっている。規模に関しては、中堅の上場会社が多いが、アルバートソンズ（スーパー）のように買収金額が 159.2 億ドルという巨大な案件もあった。更に、財

図表 16 バイアウト・ファンドによる小売企業買収例

ターゲット企業	業態	買収者	買収年月	時価総額 (百万ドル)	DE レシオ	PBR	EV/ EBITDA	純固定資 産回転率
メルビンズ	デパート	サン・キャピタル、サーベラス、ルバート・アドラー、クラフ・リアルティ (REIT)	2004年9月			未上場		
トイザラス	玩具小売	KKR、ベイン・キャピタル、ボルナード・リアルティ (REIT)	2005年7月	4,588	0.53	1.06	7.09	2.53
ニーマン・マーカス	デパート	TPG、ウォーバーグ・ピンカス	2005年10月	2,625	0.34	1.93	6.12	4.95
ショップコー	ゼネラルストア	サン・キャピタル	2005年12月	530	0.52	0.83	4.77	4.16
リネンズ・シングズ	家具・インテリア小売	アポロ・マネジメント	2006年2月	1,121	0.00	1.39	5.02	5.57
アルバートソンズ	スーパー	サーベラス、キムコ・リアルティ (REIT)、スーパーバリュー、CVSなど	2006年6月	8,596	1.27	1.59	6.56	4.06
ペトコ	ペット小売	TPG、レオナルド・グリーン	2006年10月	1,308	0.70	6.03	6.47	5.62
ロード&テイラー	デパート	NRDC、アポロ・リアル・エステート	2006年10月			未上場		
マイケルズ	クラフト等小売	ベイン・キャピタル、ブラックストーン	2006年11月	4,577	0.00	3.56	11.32	8.84
ダラーゼネラル	100円ショップ	KKR	2007年7月	5,383	0.15	3.08	12.11	7.55
S&P500小売平均 (2006年度)					0.32	3.4		6.7

(注) 買収年月は完了日ベース。各財務指標は、買収発表直前期末の数値を採っている。

(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

¹² 米国のバイアウト・ファンドについて詳しくは、岩谷賢伸「米国バイアウト・ファンドの興隆と変貌」『資本市場クォーターリー』2006年冬号参照。

務的な特徴を見ると、第一に、株価純資産倍率（PBR）の低い会社が多い。買収の対象となる企業は、何らかの理由で不振に陥り、株式市場の評価を下げているケースが一般的だからである。第二に、デット・エクイティ・レシオの低い会社が多い。これは、バイアウト・ファンドがレバレッジをかけて買収するには好都合だからであろう。第三に、純固定資産回転率が低い会社が多い。バランス・シートに遊休不動産や不採算の店舗を多く抱えている証拠であり、バイアウト・ファンドは買収後、これらの資産を売却などで処分することが多い。トイザラスやアルバートソンズのケースのように、最初から不動産の売却を想定して、不動産投資信託（REIT）が買収者グループに入っている場合もある。

サブプライム問題に端を発したクレジット市場の混乱により、直近ではバイアウト・ファンドの活動は鎮静化しているが、潜在的には今後もファンドに買収される小売企業が出てくる可能性が高い。

2) アクティビスト・ファンドのターゲットとなる小売企業

米国では、バイアウト・ファンドに加えて、アクティビスト・ファンドと言われる投資ファンドの活動も近年活発化しており、小売企業が標的になるケースも増えてきている。アクティビスト・ファンドとは、保有株式を裏付けに、投資先公開企業に様々な要求や提案を行い、それを実施させることで企業価値の向上、すなわちパフォーマンスの向上を目指す投資ビークルである¹³。小売企業の中には、多角化の結果うまくいっていない会社や、バランス・シート上では低い価値で計上されている不動産等の優良資産を保有している会社が少なくない。アクティビスト・ファンドはそのような会社に対して、事業や資産を売却し、売却資金を自社株買いなどに回すことを要求する（図表 17）。

ターゲット企業の株式を原則 100%買収するバイアウト・ファンドと異なり、アクティビスト・ファンドは 5~20%といった少数持分を元にターゲット企業に働きかける。そのため、より規模の大きい会社もターゲットになりうる。例えば、ラルフ・ホイットワース氏が率いるリレーショナル・インベスターズは、米国で売上高第二位の小売企業であるホームデポの 1.2%の持分を取得し、事業戦略、オペレーション、資本配分、コーポレートガバナンスに欠陥があることが 2000 年以降の株価低迷の理由だと批判した。そして、①取締役会の中に戦略の方向性を再検討する特別委員会を設置すること、②取締役会の議席獲得、③CEO との会談を要求した。最終的に、会社はホイットワース氏との会談に応じ、取締役会の 1 議席を与えた。加えて、2007 年 6 月に、ホールセール・サプライ部門をバイアウト・ファンド連合に売却するとともに、発行済み株式の約 3 分の 1 を買い戻す 225 億ドルの自社株買いプログラムを発表した。

¹³ 米国のアクティビスト・ファンドについて詳しくは、岩谷賢伸「米国アクティビスト・ファンドの実態と資本市場における役割」『資本市場クォーターリー』2007 年秋号参照。

図表 17 小売企業をターゲットとするアクティビスト・ファンドの例

アクティビスト・ファンド (ファンド創業者)	ターゲット企業	業態	要求と結果
リレーショナル・インベスターズ (ラルフ・ホイットワース)	JCペニー	デパート	・エカード(ドラッグストア・チェーン)売却 →2004年に売却
	ホーム・デポ	ホームセンター	・取締役会議席→1議席獲得 ・企業価値向上策→2007年にHD部門売却 #CEO退任
ESLインベストメンツ (エドワード・ランパート)	シアーズ	デパート	・身売り→2005年にESL保有のKマートが買収
パーシング・スクウェア (ウィリアム・アックマン)	ターゲット	ゼネラルストア	・要求未公表:クレジット・カード・ビジネス 又は不動産の売却?自社株買い増(進行中)
	ボーターズ	書籍小売	・要求未公表(進行中)
	パーンズ&ノーブル	書籍小売	・要求未公表(進行中)
	シアーズ	デパート	・要求未公表(進行中)
トライアン・ファンド (ネルソン・ベルツ)	ティファニー	宝飾品小売	・マージンの改善、海外展開積極化(進行中)
ハイフィールド・キャピタル (ジョナサン・ジェイコブソン)	サーキット・シティ	家電小売	・買収提案→拒絶 ・企業価値向上策→自社株買い増 #CEO退任
アイカーン・パートナーズ (カール・アイカーン)	JCペニー	デパート	・要求未公表(進行中)

(出所) 新聞記事等より野村資本市場研究所作成

2007年の前半以降、消費の減速による業績の悪化により、株価が大きく下落している小売企業が多いため、今後、アクティビスト・ファンドによる小売企業への攻勢は更に強まる可能性がある。

2. 資産効率改善策

では、資産効率を改善して企業価値の向上を図るために、米國小売業界では具体的にどのような財務政策が実施されているのか。

1) セール・リースバックの活用

セール・リースバックとは、企業が保有店舗などの不動産を第三者に売却すると同時に、リース契約を結ぶ財務手法である。不動産の売り手は、リース契約においてオペレーティング・リースの形態を採ることにより、不動産をバランス・シートから外して、資産を圧縮することができる¹⁴。その結果、総資本回転率は改善し、総資産利益率(ROA)が高まる。近年、小売業界でも、セール・リースバックの活用が活発になってきており、2005年の13.9億ドルから2006年には22億ドルに増加した¹⁵。

セール・リースバックは、バイアウト・ファンドに買収された会社が行うケースが

¹⁴ リース契約では、貸し手が資産の所有に伴うリスクと便益の全てを実質的に借り手に移転する場合、キャピタル・リースとして資産と負債として認識される。移転されない場合は、オペレーティング・リースとして費用計上される。

¹⁵ 不動産関連のリサーチ会社 Real Capital Analytics データより

多い。ファンドは、同手法により、バランス・シートに低い取得価格で計上されていた土地などの不動産の価値を実現し、新たな資金を得る。例えば、1962年創立の衣料品等のディスカウント・ストアであるショップコーは、2005年12月にPEファームのサン・キャピタルに13億ドルで買収された。その半年後、サン・キャピタルは、スピリット・ファイナンス（REIT）にショップコーの保有する178の不動産を8.2億ドルで売却すると同時に、15～20年間のリース契約を結んだ。売却により獲得した資金は、負債の削減に充てた。

一方、小売企業が自主的にセール・リースバックを活用するケースも徐々に増えてきている。例えば、CVSは、1990年代終わり頃から同手法を開始し、その収益を新規出店投資に充ててきた。現在は、店舗のほとんどをリースしている。2006年には、セール・リースバック取引から過去最高の13.8億ドルを得ている。

一方で、リース契約は長期に及ぶため、小売企業にとっては店舗の場所を固定され、柔軟な店舗展開戦略の阻害要因になる恐れもある。そのため、リースを敬遠する会社もある。例えば、ウォルマートやターゲットは大半の店舗を保有している。また、直近では、不動産価格が下落傾向にあるため、セール・リースバックを行うインセンティブは従来よりも弱まっている可能性がある。

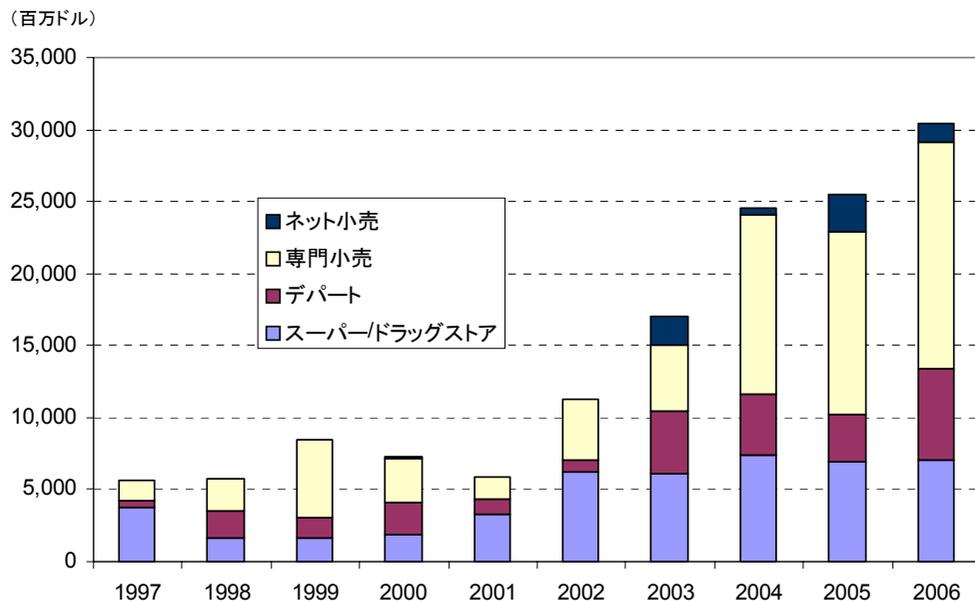
2) 自社株買いの活発化

米國小売企業は、全般的に、近年まで株主還元になんほど積極的ではなかった。特に、配当に関しては抑え気味であり、S&P500小売の配当性向は、2000年度を底に緩やかに上昇しているが、直近でも15%程度とそれほど高くない。過去4年間に配当を始めた会社が7社、過去に配当を出したことがない会社が依然として7社ある。一方で、自社株買いを活発に行う会社が近年増加し、2006年度はS&P小売合計で約300億ドルに達した（図表18）。ホームデポのように、株主からの要求に応じるかたちで増やすケースもあるが、自主的に余剰キャッシュを自社株買いに回し、資産効率を高めているケースもある。

小売企業の株主還元の傾向として、配当性向については、何%を目標とするなどの特定のスタンドアードは定めず、1株当たり配当金額を安定的に増やすことを目標とする会社が多い。一方で、自社株買いについては、自社の株価や株式市場の状況に応じて機動的に行う傾向が強い。わが国で最近掲げる企業が増えている総還元率¹⁶などの株主還元の指標には、それほど注意が払われていないのではないかと推察される。

¹⁶ (配当+自社株買い) / (純利益)

図表 18 自社株買い金額



(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

IV まとめと今後の展望

過去 10 年間に振り返って、米国主要小売企業で一番大きな改善が見られた財務指標はグロス・マージンである。それはやはり、積極的な IT 投資による顧客動向の把握に基づいた在庫管理徹底の賜物であろう。グロス・マージンを大きく高めてきたターゲット、JC ペニー、ロウズ、ベストバイといった企業では、同時期に株価が著しく上昇している。今後も各社は、グロス・マージン改善の努力を続けるだろう。一方、効率性に関しては、過去 10 年間、それほど目立った改善が見られなかった。今後は、株主からのプレッシャーを背景に、前章で紹介したような資産効率改善の努力が行われると考えられる。

米國小売業界では、足許では、米国内の景気後退懸念によって売上が伸び悩み、業績が悪化している会社が多く、それまで好調だった会社でも過去半年で大きく株価を下げている。2007 年度の決算は前年度よりも厳しい結果になることが予想される。主要各社では、販管費を減らすために、人員削減を含めたコストカットが始まっており、この動きは 2008 年も続くだろう。また、新規の出店ペースは鈍化し、不採算店舗閉鎖の動きも進むとみられる。

その中で、今後も高い売上高成長率を維持するためには、海外市場における売上増加が鍵となる。売上の地域分散は、収益の安定化にも寄与する。だが、これまで海外進出を積極的に推進してきたのは、ウォルマート、コストコ、ティファニー、アマゾン・ドット・コムなど主要小売企業の中でも一部に限られる。2006 年には、ホームデポとベストバイ

が中国市場に進出して注目を集めた。アジアなど、今後の成長が見込まれる市場には、既に欧州や日本の小売企業なども進出しており、競争は非常に激しいが、飽和状態にある国内市場に比べて、潜在性はまだまだ高い。今後、主要各社がどのような海外戦略を推進していくか注目される。