



2012年12月19日

収益改善のポテンシャルを秘めた日本企業

フロンティア・マネジメント株式会社
代表取締役 松岡真宏

目次

1. 日本の小売業の時価総額推移
2. 日本企業の収益改善が進展しない3つの論点
3. 収益改善に向けた3つの可能性
4. 業種区分の見直し: サービス業は一括りではない
 - ・コングロマリット化、外部化、組み換え

日本の小売企業の時価総額推移

小売企業 時価総額上位ランキング										
順位	1990年		1995年		2000年		2005年		2010年	
1	イトーヨーカ堂 GMS 14,542億円 14.4%		セブン - イレブン・ジャパン CVS 27,561億円 22.0%		セブン - イレブン・ジャパン CVS 54,138億円 39.3%		セブン & アイ・ホールディングス CVS 67,992億円 36.5%		セブン & アイ・ホールディングス CVS 19,236億円 23.1%	
2	セブン - イレブン・ジャパン CVS 13,963億円 13.8%		イトーヨーカ堂 GMS 26,391億円 21.0%		イトーヨーカ堂 GMS 23,830億円 17.3%		イオン GMS 21,762億円 11.7%		ファーストリテイリング "衣"専門店 13,715億円 16.5%	
3	松坂屋 百貨店 7,393億円 7.3%		ダイエー GMS 8,921億円 7.1%		ファーストリテイリング "衣"専門店 11,870億円 8.6%		ヤマダ電機 "住"専門店 13,343億円 7.2%		イオン GMS 8,133億円 9.8%	
4	丸井 百貨店 7,065億円 7.0%		イオン GMS 8,301億円 6.6%		イオン GMS 8,100億円 5.9%		ファーストリテイリング "衣"専門店 12,230億円 6.6%		ヤマダ電機 "住"専門店 5,354億円 6.4%	
5	三越 百貨店 5,576億円 5.5%		丸井 百貨店 7,919億円 6.3%		丸井 百貨店 6,359億円 4.6%		丸井 百貨店 8,534億円 4.6%		ニトリホールディングス "住"専門店 4,063億円 4.9%	
6	高島屋 百貨店 4,858億円 4.8%		三越 百貨店 4,666億円 3.7%		ローソン CVS 5,193億円 3.8%		しまむら "衣"専門店 5,968億円 3.2%		ローソン CVS 4,027億円 4.8%	
7	伊勢丹 百貨店 4,858億円 4.8%		高島屋 百貨店 4,635億円 3.7%		ファミリーマート CVS 2,818億円 2.0%		高島屋 百貨店 5,822億円 3.1%		三越伊勢丹ホールディングス 百貨店 3,725億円 4.5%	
8	ダイエー GMS 4,748億円 4.7%		マイカル GMS 3,774億円 3.0%		伊勢丹 百貨店 2,677億円 1.9%		伊勢丹 百貨店 5,629億円 3.0%		ファミリーマート CVS 2,989億円 3.6%	
9	イオン GMS 4,499億円 4.5%		伊勢丹 百貨店 3,746億円 3.0%		高島屋 百貨店 2,370億円 1.7%		ダイエー GMS 5,623億円 3.0%		しまむら "衣"専門店 2,780億円 3.3%	
10	長崎屋 GMS 4,224億円 4.2%		ファミリーマート CVS 3,706億円 3.0%		ユニー GMS 2,309億円 1.7%		ローソン CVS 5,084億円 2.7%		J.フロント リテイリング 百貨店 2,381億円 2.9%	
11	マイカル GMS 3,951億円 3.9%		ユニー GMS 3,672億円 2.9%		ヤマダ電機 "住"専門店 2,294億円 1.7%		大丸 百貨店 4,610億円 2.5%		高島屋 百貨店 2,303億円 2.8%	
12	ファミリーマート CVS 3,893億円 3.9%		オートバックスセブン "住"専門店 3,242億円 2.6%		三越 百貨店 2,242億円 1.6%		オンワード樺山 アパレル 4,012億円 2.2%		エービーシー・マート "衣"専門店 2,184億円 2.6%	
13	青山商事 "衣"専門店 3,550億円 3.5%		西友 GMS 2,865億円 2.3%		しまむら "衣"専門店 2,218億円 1.6%		三越 百貨店 3,966億円 2.1%		丸井グループ 百貨店 2,110億円 2.5%	
14	西友 GMS 2,904億円 2.9%		阪急百貨店 百貨店 2,827億円 2.3%		ワールド アパレル 2,195億円 1.6%		ファミリーマート CVS 3,898億円 2.1%		ドン・キホーテ "住"専門店 1,900億円 2.3%	
15	アオキインターナショナル "衣"専門店 2,898億円 2.9%		オンワード樺山 アパレル 2,633億円 2.1%		シアンドエス CVS 1,955億円 1.4%		ユニー GMS 3,523億円 1.9%		ユニー GMS 1,630億円 2.0%	
16	ユニー GMS 2,558億円 2.5%		青山商事 "衣"専門店 2,364億円 1.9%		オンワード樺山 アパレル 1,637億円 1.2%		ニトリ "住"専門店 3,114億円 1.7%		サンドラッグ "住"専門店 1,590億円 1.9%	
17	オンワード樺山 アパレル 2,520億円 2.5%		松坂屋 百貨店 2,298億円 1.8%		日本トイザラス "住"専門店 1,499億円 1.1%		良品計画 "住"専門店 2,889億円 1.6%		ケーズホールディングス "住"専門店 1,348億円 1.6%	
18	阪急百貨店 百貨店 2,417億円 2.4%		大丸 百貨店 2,167億円 1.7%		大塚家具 "住"専門店 1,447億円 1.1%		エービーシー・マート "衣"専門店 2,776億円 1.5%		イズミ GMS 1,305億円 1.6%	
19	大丸 百貨店 2,412億円 2.4%		ヨークベニマル スーパー 1,984億円 1.6%		ダイエー GMS 1,306億円 0.9%		コメリ "住"専門店 2,759億円 1.5%		スギホールディングス "住"専門店 1,238億円 1.5%	
20	チヨダ "衣"専門店 2,119億円 2.1%		ベスト電器 "住"専門店 1,935億円 1.5%		ヨークベニマル スーパー 1,256億円 0.9%		エディオン "住"専門店 2,705億円 1.5%		エイチ・ツー・オー リテイリング 百貨店 1,224億円 1.5%	

出所: Bloomberg, 日経 Need Financial-Quest より, フロンティア・マネジメント株式会社作成



日本企業の収益改善が進展しない3つの論点

(株)産業再生機構、ならびに企業再生コンサルティングの経験から、、、

1. ビジネスモデル変更が先送りされる構造問題

- ・極めて協力的な労働組合
- ・企画部、本社スタッフのセカンダリーマーケット不在

2. 長年の業績不振で、本質的な業績改善が困難になっている

- ・高採算部門と低採算部門の格差縮小
- ・不採算部署、不採算店舗などの閉鎖資金・閉鎖損金が多い

3. 株主 & 債権者からの健全なプレッシャーが霧消

- ・アクティビストの退場
- ・金融機関行動の一部に過度の保守性

収益改善に向けた3つの可能性:投資のポイントと同値

1. 人事、特に企画担当役員に誰が就くか

- ・新しいボードメンバーについての情報アピール不足
- ・外部からの人材をどれくらいボードメンバーやシニアスタッフにいれるか

2. 増資含めたニューマネーの獲得と株主への説明




- ・日本全体での収益改善にニューマネーがより必要となっている
- ・損金の長期活用など事業再構築に向けたインセンティブ作りも必要

3. 株主 & 債権者からの健全なプレッシャーの再構築

- ・不道德でなく、社会的に共感を得られる株主代理組織の必要性
- ・金融機関のより経済合理的な行動の必要性
- ・韓国の事例:企業構造調整促進法

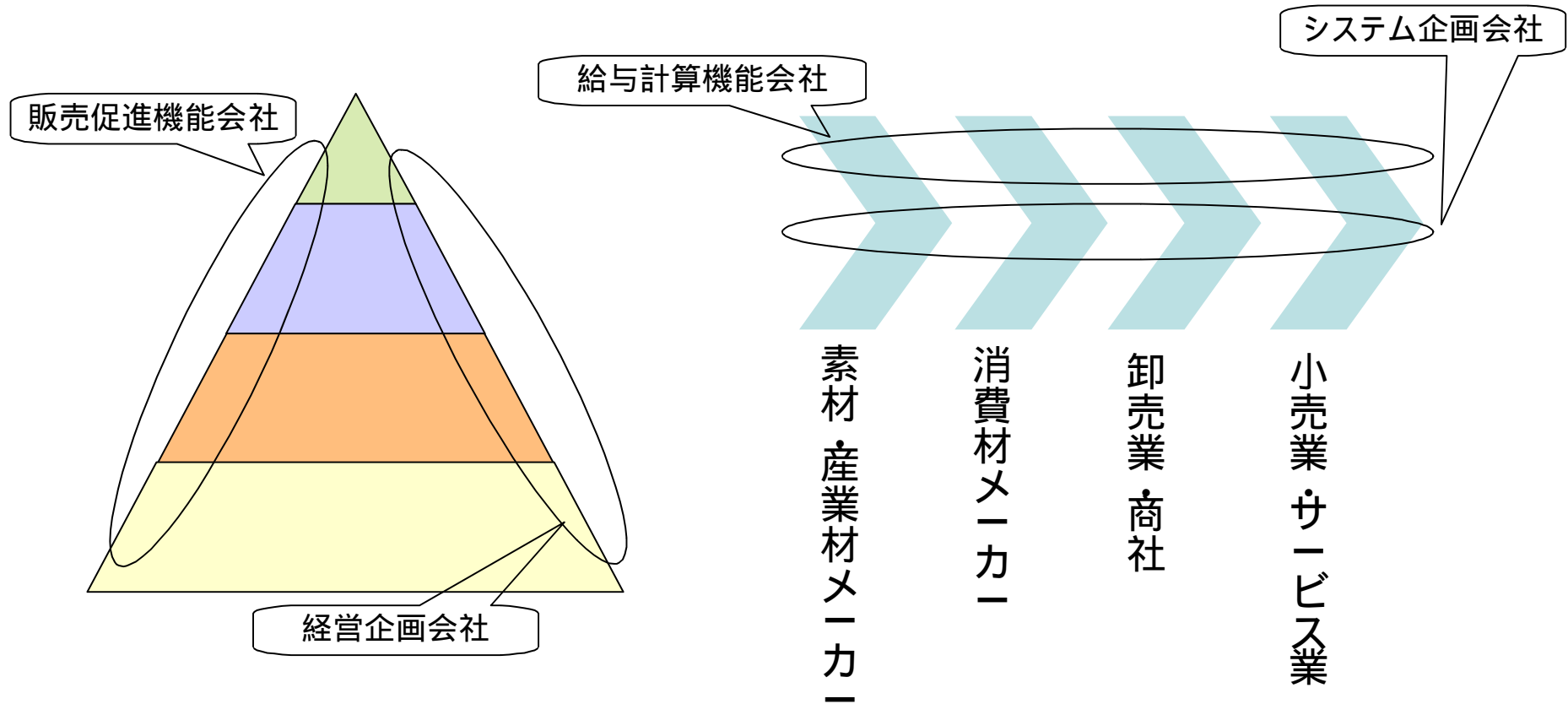
業種区分の見直し(1/2) : 欧州に見られるコングロマリット型再編

コングロマリット(複合企業体)の形成

欧州大陸型	<p>ギャラリー・ラファイエット(フランス、非上場)</p>  <p>店舗数は2009年12月末時点。</p>	<p>メトログループ(ドイツ、Xetra上場)</p>  <p>店舗数は2009年12月末時点。</p>	<p>背景:</p> <p>フランス・ドイツでは大型店の出店を制限する法律(フランスでは1973年ロワイエ法制定)によって、店舗数増加による拡大が見込み難い。また、DSの台頭によって百貨店の市場規模は縮小傾向にあることから、成長戦略としてM&Aを含めた他業態への進出が積極的に行われた。</p> <p>・ギャラリー・ラファイエットは1991年にBHVを、2007年にLouis Pionを買収したほか、2001年にはMarks & Spencerのフランス店舗を買収するなど、小型店出店を強化している。</p> <p>・ドイツでは1956年に制定された閉店法により小売店舗の営業時間が厳しく制限され、2003年の同法緩和以降も日曜日の営業は禁止、土曜・平日も午後8時までとなっており、インターネット通販の利用率が高い。</p> <p>特徴:</p> <p>百貨店に加え、様々な業種(生活用品、スポーツ用品小売等)を傘下においたコングロマリット形式を採用。</p> <p>国内市場が飽和しつつあることから、厳しい競争を避けて他国への出店に積極的であると言える。</p>
	<p>アルカンドール(ドイツ、Xetra上場)</p>  <p>2009年に破産、旅行代理店部門を分離するなど再建中。</p> <p>店舗数は2008年9月末時点。その後店舗売却を実施している。</p>		

出所: 各社HP、各社公表資料、ミネルヴァ書房『ヨーロッパの大規模流通業(エンリコ・コッラ著)』、新評論『変わる世界の小売業(ブレンダ・スターンクイスト著)』、Global Industry Analysts, Inc.

業種区分の見直し(2/2):「外部化」と「組み換え」という新しい波



- ・「製造業」の微細な区分と比較して、「サービス業」は一括りにされている
- ・結果として、バリュエーションが適切でない企業は少なくない