

## 業種別格付方法「小売」「鉄道」を改定

株式会社日本格付研究所（JCR）は、このたび業種別格付方法「小売」「鉄道」を改定しましたので、お知らせします。

いずれの業種の改定も、枠組み、考え方および取扱いなどの内容を変更するものではありません。格付方法の背景となる業界特性の説明に最近の動向等を反映させるため、あるいは考え方の説明をより分かりやすくするため、記述を見直したものです。したがって、個別格付への影響もありません。

改定された格付方法は「格付方法 事業法人」（[https://www.jcr.co.jp/rinfo/meth\\_corp/](https://www.jcr.co.jp/rinfo/meth_corp/)）のページに掲載されます。

（担当：小売）上村 暁生・大塚 浩芳

（担当：鉄道）加藤 直樹・下田 泰弘

### ■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が定める 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。

### ■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

最終更新日：2025 年 12 月 1 日

## 業種別格付方法

### 【小売】

本格付方法では主にスーパーやコンビニエンスストア、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いる。

##### (1) 産業の特性

###### ① 市場概要

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。このため、小売企業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。インバウンド需要の恩恵を受けている企業もあるが、為替動向などにより当該需要が減少し、業績に影響が及ぶケースもある。

国内総人口が減少傾向にあり、長期的に消費全体のパイが縮小していくとみられる中、小売業全体としては成熟産業と位置付けされる。ただ、少子高齢化の進行に伴い、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。

小売業の歴史をみると、市場の中心的存在が百貨店から総合スーパー、その後にコンビニエンスストアへと移り変わり、業態による盛衰がみられる。さらには、衣料専門店、家電量販店、ドラッグストアなども存在感を増してきた。また、電子商取引（EC）の需要が伸びており、多店舗チェーン展開する業態でも EC 事業に注力している企業がある。

このように小売業の中でも、業態により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評価に反映させている。

## ② 競合状況

小売業界では、コンビニエンスストア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、「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。しかし、地方を中心とした人口減などによる市場の縮小を見据えて、大手企業が主導する形で経営統合など再編が進んでいる。

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ある。

また、衣料専門店や家電量販店、ドラッグストア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てきた。同業はもとより、業態の垣根を超えた競争も激化している。

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する。

## 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、人件費比率の動向に着目する。

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、賃借料など設備関連の固定費のウェイトが比較的高い。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、利益を圧迫することはないか確認する。

## (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。売上規模や全国レベル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高く評価することもある。

### 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、収益力のベースとなるのは既存店の競争力である。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する。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ういう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などを確認する。

### 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。商品分野別の競争力、価格訴求や接客・サービスなどによる差別化、EDLP（毎日安い）戦略やチラシによる特売、ポイント付与といった販促などマーチャンダイジング施策の特徴を把握した上で、消費動向や各企業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といった点に着目する。

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し、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。プライベートブランド商品の展開方針、販売状況、粗利益率改善への貢献状況などを確認する。

### ④ 店舗戦略

チェーン展開する小売業では、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上で、老朽化店舗などの改装が必要である。各企業が有する店舗フォーマットや店舗網・物流体制、今後の出店および既存店改装の方針などから地域毎の事業基盤、収益力への影響を考察する。

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。業績の悪化とともに、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、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、中長期的に収益力への影響を判断する。

### 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、などを重視する。また、近年、国内市場の伸びが見込みにくい中で海外展開を強化している小売業も増えている。海外事業の推進計画や損益・財務への影響を評価し、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を確認する。

## 2. 財務基盤

### (1) 収益力

小売業では出店により売上高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、既存店売上高対前年比を指標として重視する。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利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とともに、長期的な推移に着目する。

本業の収益力を評価する上で営業利益の動向を確認する。また、投資した資産から効率的に利益を創出していくことも重視する。

(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

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と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を把握した上で債務償還能力を確認する。

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利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できているか確認する。

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。また、グループでカード会社や銀行などの金融事業を展開している場合、それらに関わる有利子負債については調整することもある。

(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

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。特に当該企業の業績が悪化している局面では、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り、財務への影響も大きくなる。

小売業では不採算店舗を早期に閉めることが、業績回復に向けた重要な選択肢となっている。また、小売業のバランスシートでは有形固定資産以外に在庫や差入保証金などの項目が占めるウェイトが比較的高い。不採算店舗の評価や店舗閉鎖、在庫処理などに伴う損失に耐えうる自己資本が必要であり、その充実度を重視する。

また、小売事業の拡大には、出店や既存店改装をはじめとした設備投資を継続的に実施していく必要がある。円滑な資金調達のために不可欠な財務内容を維持できているか確認する。

(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とを問わず、一切責任を負いません。また、当該情報は JCR の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。本文書に係る一切の権利は、JCR が保有しています。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。

**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



## 業種別格付方法

### 【鉄道】

本格付方法は、大手の民間鉄道会社および JR 旅客会社などを対象とする。各社は鉄道事業を中心とする運輸事業のほかに、不動産、流通、ホテル等の関連事業を展開している。鉄道会社は運輸事業と関連事業の結びつきが強いことから、以下では鉄道事業を中心に格付の考え方を示しつつ、関連事業についても、適宜、言及する。

#### 1. 事業基盤

鉄道会社の格付にあたっては、公共性の高いインフラ事業である鉄道事業のキャッシュフローの安定性を確認しつつ、関連事業については各事業が属する産業の格付方法に基づいて個々の事業の評価を行った上で、連結ベースの評価を行う。連結ベースの評価にあたっては、個々の事業の評価や事業間のシナジーの発現状況の確認に加えて、事業ポートフォリオの変化に伴う全社的なリスクの変化も重視する。

##### (1) 産業の特性

###### ① 市場概要

パンデミック時を除けば、鉄道各社の鉄道輸送人員は総じて堅調に推移している。ただ中長期的にみれば少子高齢化の影響は避けられない。国内インフラ産業である鉄道事業の特性上、事業を展開する地域性（人口動態、経済状況、旅客分担率等）の影響を強く受けている。このため、各社は少子高齢化に向けて、沿線居住人口の増加に向けた施策や観光資源の活性化などの交流人口の増加に向けた施策を展開している。また他社線との相互直通運転の拡大を進めることで利便性向上を図り、沿線の魅力を高める取り組みも見られる。

関連事業（不動産事業、流通事業、ホテル事業等）については、鉄道の主要ターミナルや自社沿線周辺を中心に、沿線住民の利便性向上および駅施設の集客力向上などを目的として事業を展開することが多く、運輸事業と関連事業が密接に関連している。このため、関連事業についてはそれぞれの事業単独の収支状況だけでなく、鉄道事業と関連事業間のシナジーの発現状況も重視する。また、不動産事業やホテル事業において海外展開を進めている場合には、収支状況だけでなく地域的なリスク分散やプロジェクトごとのリスク軽減の状況も確認する。

###### ② 競合状況

鉄道事業は鉄道事業法に基づく国土交通大臣による許可事業である。また、長大なインフラ整備に多額の資金を要することや資金回収が長期にわたること、高度な列車運行ノウハウを要すること、等により参入障壁は高い。民鉄や JR 在来線の競合先はバス、マイカーだが、地域により旅客分担率が異なり、

競合状況に違いがある。また地域によって民鉄間および民鉄と JR 間の競合状況が異なるため、主要沿線別に競合状況と輸送人員への影響を確認する。

JR 各社が運行する新幹線については航空機との競合がみられるものの、移動時間および輸送頻度の観点から、運行エリア内においては航空機に対して高い優位性を確保していると判断している。

### ③ コスト構造

鉄道事業は、(a)長大な鉄道網、(b)多くの駅施設や鉄道車両、(c)高度な列車運行システム、等を擁する典型的な装置産業だが、列車運行には多くの人力を要する。こういった事業特性から、稼働率の状況（＝輸送人員の増減）に加えて、駅業務の効率化、ワンマン運転の実施および DX の推進や要員を確保するための定年後再雇用の実施等による人件費の削減状況を確認する。鉄道業界は規制業種のため、本質的に鉄道運賃の改定の柔軟性は低い。ただ、近年は制度改正に伴ってコスト上昇分の運賃への転嫁が実施しやすくなっていることから、各社の上限運賃引き上げの実施状況や見通し、鉄道事業利益への影響等を確認する。

## (2) 市場地位、競争力のポイント

### ① 市場地位

鉄道会社は、各地域において鉄道を中心に一定水準の利用が見込まれることや高い参入障壁等を背景に、比較的安定したキャッシュフローを獲得できている。ただ、鉄道事業においては路線距離の長さは必ずしも高い競争力をもたらさず、むしろ不採算路線を多く抱えることによって運送効率の低下を招くリスクもある。このため、沿線人口の状況の把握や不採算路線への対応を含めた鉄道輸送効率の改善に向けた取り組みの進捗と成果を確認する。

### ② 沿線環境

鉄道各社の事業展開は沿線経済と不可分の関係にある。中核の鉄道事業や関連事業が今後も安定的なキャッシュフロー創出力を維持していけるかどうかは、鉄道の主要ターミナルや沿線観光資源の集客力と将来性、それらと鉄道で結ばれる周辺地域の沿線特性や人口動態、開発動向等に大きく左右される。このため、沿線別に周辺環境や各社の取り組みをきめ細かく分析した上で、それぞれの沿線競争力を評価に反映する。

### ③ 沿線価値向上策

市場が成熟から縮小に転じる中、少子高齢化の影響を軽減にとどめるための取り組みが重要である。(a)沿線居住者の囲い込み、(b)他社沿線から自社沿線への居住者の取り込み、(c)定期外利用者の増加に向けた沿線観光資源の活性化や拠点駅での商業施設展開など、沿線価値向上に向けた取り組みと成果を確認する。

### ④ 鉄道事業のコスト削減

鉄道事業では、従来から人件費の削減や運行ダイヤの見直しによる運行車両本数の削減、ワンマン運転の実施など運行効率の向上に向けた取り組みを進めている。また省エネタイプの新型車両の導入による運行コストの削減も進めている。安全性の維持・向上の観点からコスト削減には限界があるものの、



中長期的な需要見通しを勘案すれば一層の固定費の削減は不可避である。各社とも駅業務の効率化など継続的に固定費の削減を進めており、その成果を確認する。

## ⑤ 関連事業の利益貢献とシナジー

長期的に見て鉄道事業の利益の拡大余地は限られているため、関連事業の強化が重要である。不動産賃貸事業の利益の安定性は比較的高いが、流通事業およびホテル事業は景気変動や消費行動の変化等の影響を受けやすい。このため、関連事業の強化に向けた取り組みが計画されている場合は、その内容や投資規模等を重視する。関連事業の展開は沿線価値向上策と密接に関係するため、自社沿線の特性を見極めたうえで、利益拡大を図る事業、他線との差別化を図るためにブランドイメージの向上や沿線住民の利便性に資する事業など、明確な戦略を持って取り組むことが必要である。長期ビジョン等に表示されている経営方針や中期経営計画に示されている開発計画などを確認し、事業化の見通しや計画の進捗、財務への影響等を分析した上で、評価に織り込む。

## 2. 財務基盤

### (1) 収益力

連結ベースの収益力だけではなく、鉄道事業でのコストの状況および関連事業や必要に応じてそのサブセグメントの損益状況を確認する。鉄道各社が取り組んでいる間接部門を含めた業務効率化の状況を把握するため、売上高営業利益率を重視する。鉄道会社は保有資産の規模が大きく、各事業セグメントでの再編も多いことから、事業再編に関連する損益が計上される特別損益項目の動向も確認する。

(重視する指標)

- 売上高営業利益率
- 特別損益項目

### (2) キャッシュフロー創出力

鉄道会社は鉄道事業を中心とする維持更新投資に加えて関連事業の強化に向けた投資を行うため、投資原資の確保に向けたキャッシュフロー創出力の状況と見通しの確認を行う。連結ベースのキャッシュフロー創出力だけでなく、安定性の高い鉄道事業や不動産賃貸事業など、事業別のキャッシュフローの推移なども重視する。維持更新投資と異なり、関連事業の強化に向けた投資は外部からの資金調達を前提とすることが多いため、債務返済能力を示すキャッシュフロー創出力と有利子負債のバランスやその推移を確認する。

(重視する指標)

- EBITDA
- 有利子負債／EBITDA 倍率

### (3) 安全性

沿線開発投資、特に主要ターミナルでの再開発は投資規模が大きく開発が長期間にわたることから、有利子負債の規模が大きくなる傾向がある。このため、投資の進捗と有利子負債の推移について現状と見通しを確認する。それぞれの鉄道会社におけるリスク許容度は沿線特性や事業ポートフォリオ等によって異なることから、自己資本とのバランスも合わせて確認する。ホテル事業などを強化している会

社においては、賃借契約により簿外債務であるオペレーティング・リースの未経過リース料が増加しているケースが見られる。多額の未経過リース料を抱える会社については、オンバランスされている有利子負債だけではなく、当該返済負担も加味した上で評価する。

(重視する指標)

- 有利子負債
- 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とを問わず、一切責任を負いません。また、当該情報は JCR の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。本文書に係る一切の権利は、JCR が保有しています。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。

**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