

大型提携・統合が示唆する ドラッグストア業界の将来

＜要旨＞

ドラッグストア業界において、大手企業間で提携・統合の検討が開始された。当該業界において、上位企業同士の提携・統合は、おそらく初めてと思われる。

小売業界においては、家電量販店やホームセンター業界などで上位企業同士の提携・統合の事例があるが、何れも業界全体が成熟期に入った後で生じている。

ドラッグストア業界は、現在でも量販店業態の中では最も勢いがあり、未だ「成熟期」に入った様子が見え難い。しかし、業界の現状を若干詳しく見ると、販売額が大きく伸びているのは食品であり、医薬品や化粧品は相対的に緩やかな伸びに止まっている。

したがって、業界全体が高成長を謳歌しているわけではなく、医薬品や化粧品の販売に軸足を置く企業は、相対的に低い成長率となる傾向が生じている。今回の大型提携・統合は、これらの企業が既に業界の「成熟化」を視野に入れ始めたことを示唆しているように思われる。

1. 表面化した提携検討 — 大型統合に発展する可能性

ドラッグストア業界で、(株)ココカラファインを当事者とする2つの提携・統合事案が表面化した。

まず本年4月26日、(株)ココカラファインと(株)マツモトキヨシホールディングスが、「資本業務提携の検討」を開始すると発表した。次いで6月1日、今度は(株)ココカラファインがスギホールディングス(株)との「経営統合」について検討を開始することを公表している。(株)ココカラファインは、何れか1社との提携ないし統合を目指す方針と言われており、「3社の大同団結に発展する」との見方は今のところ有力視されていない。

このうち、(株)ココカラファインと(株)マツモトキヨシホールディングスが提携を目指すのは、以下が目的とされている。

- ドラッグストアと調剤薬局のシナジー効果を追求。
- 商品仕入・物流の共同化、PB商品の共同開発。

報道等によれば、両社には①品目別の販売構成比が類似している(医薬品・化粧品の販売構成比が高く、食品の比率は低い)、②都市型店舗を多く保有している、といった共通点があり、「親和性が高い」といった見方がされている。また、(株)ココカラファインは西日本に、(株)マツモトキヨシホールディングスは東日本に強く、地域的に補完関係が期待できるという面もある。

一方、(株)ココカラファインとスギホールディングス(株)の経営統合は、スギホールディングス(株)側から、統合によって「調剤を核とした医療・介護事業の連携により No.1のヘルスケアカンパニーを目指す」というような提案があったためと発表されている。こうした提案の背景には、両社が単なる小売ビジネスのみではなく、調剤を起点としたヘルスケア分野に注力していることがある。

本稿執筆時点では、未だ結論が発表されていないが、どちらが成立しても、業界上位企業による大型統合に発展する可能性がある。統合が成立した場合には、何れの組み合わせとなった場合でも、売上ベースで業界首位に躍り出ることが確実である。

図表1 主な上場ドラッグストア企業

社名	売上高	(決算期)
(株)ツルハホールディングス	7,824	'19/5期
ウエルシアホールディングス(株)	7,791	'19/2期
(株)コスモス薬品	6,111	'19/5期
(株)サンドラッグ	5,881	'19/3期
(株)マツモトキヨシホールディングス	5,760	'19/3期
スギホールディングス(株)	4,885	'19/2期
(株)ココカラファイン	4,006	'19/3期
(株)クリエイトSDホールディングス	2,863	'19/5期
(株)カワチ薬品	2,649	'19/3期
(株)クスリのアオキホールディングス	2,509	'19/5期
(株)キリン堂ホールディングス	1,296	'19/2期
Genky DrugStores(株)	1,039	'19/6期
(株)薬王堂	917	'19/2期

(金額単位: 億円)

(資料) 有価証券報告書等より三井住友信託銀行作成

2. 今回の提携・経営統合の特徴 — 業界上位企業同士の連合

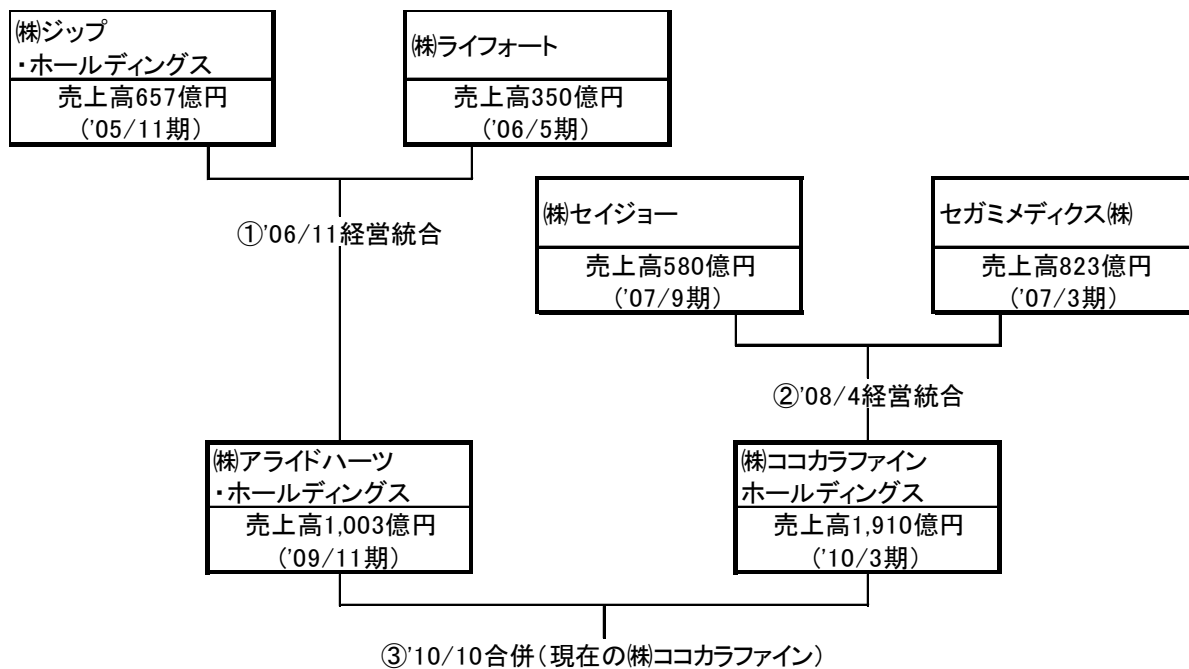
ドラッグストア業界では、これまでも経営統合や合併が頻繁に行われてきた。特に、売上高で業界首位を争う2社((株)ツルハホールディングス、ウエルシアホールディングス(株))はM&Aに積極的であり、何れも過去に10社以上を買収してきている。

もともと、これまでのドラッグストア業界におけるM&Aは、上位企業による中堅以下の企業を買収、即ち「大が小を飲む」形のM&Aが大半であり、対等に近い経営統合や合併はほとんど例が無かった。少なくとも筆者の知る限り、今回検討が始まったような上位企業同士による対等に近い統合が行われた事例は見当たらない。

単に「対等に近い統合」という意味であれば、今回の提携・統合事案の当事者である(株)ココカラファイン自身が、それを重ねて発展してきた経緯を持つ(図表2)。ただし、過去の(株)ココカラファインの統合は、売上高が1,000億円に満たない中堅企業同士が連合したものであった。当時、業界最大手だった(株)マツモトキヨシの売上高が既に3,000億円を超えていたことを考慮すれば、過去の(株)ココカラファインの再編は、「業界上位企業同士の統合」と言えるものではなかった。むしろ、複数の中堅企業が、生き残りをかけて上位企業との規模格差を縮めるべく、大同団結に踏み切った事例と解釈することが妥当である。

これに対して、今回の(株)ココカラファインを軸とする提携・統合事案では、当事者3社はどれも業界上位に位置する企業である。既述の通り、何れかの統合が実現すれば、統合会社は売上ベースで首位となるなど、業界の勢力図を塗り替える公算が大きい。このように、業界全体に大きな影響を及ぼすという点で、今回の事案は、ドラッグストア業界においてこれまで見られなかったものと言えることができる。

図表2 ㈱ココカラファインの成立過程(主要な統合・合併のみを記載)



(資料)有価証券報告書等より三井住友信託銀行作成

3. 小売業界における経営統合

もともと小売業界では、有力企業同士が対等に近い立場での統合を図る事例は、それほど多くはない。筆者が思い付く範囲で挙げれば、以下の通りである。

- ① 家電量販店業界における㈱デオデオと㈱エイデンの経営統合。両社とも業界 10 位以内の大手であった。2001 年に発表され、翌 2002 年に共同持株会社「㈱エディオン」を設立。その後も㈱ミドリ電化や石丸電気(株)などをグループ化し、一時は売上ベースで業界2位企業となった。
- ② ホームセンター業界における㈱ケーヨーとコーナン商事(株)の経営統合。何れも売上ベースで業界5位以内に入る主要企業であった。2002 年に発表され、1年後に経営統合を目指すとしていたが、その後破談となった。
- ③ ホームセンター業界におけるホームック(株)、㈱カーマ、ダイキ(株)の経営統合。2005 年に発表され、翌 2006 年に共同持株会社「DCMホールディングス(株)」を設立。3社とも売上ベースで 10 位以内の大手企業であり、統合会社は業界首位となった。
- ④ 百貨店業界における㈱大丸と㈱松坂屋ホールディングス、及び㈱伊勢丹と㈱三越の経営統合。何れも 2007 年に発表され、前者は現在のJ. フロント リテイリング(株)、後者は㈱三越伊勢丹ホールディングスとなった。どちらも業界大手同士の経営統合であったことは言うまでもない。

注目されるのは、これらの事例が、総じて成長期の終盤、若しくは成熟期に入った業界で発生している点である。例えば家電量販店業界では、早くも 1990 年代には競合激化の兆候が見られ、第一家庭電器(株)やそうご電器(株)といった老舗の有力企業が衰退に転じていた。ちなみにこれらの2社は、①の経営統合が行われた 2002 年に、相次いで経営破綻している。

ホームセンター業界も、1990 年代の終盤から急速に市場拡大ペースが鈍化し、2000 年代の初め

には成長が頭打ちとなっていた。②及び③の経営統合事案が表面化したのは、こうした時期に当たる。また百貨店業界では、市場規模は1990年代の初めにピークを付けており、④の経営統合が公表された2007年には、既にピーク時の7割程度まで縮小していた。

このように考えると、上記の①～④の経営統合事案は、何れも業界環境が厳しくなり始めた後に発生したものと見るができる。これは、決して偶然ではない。

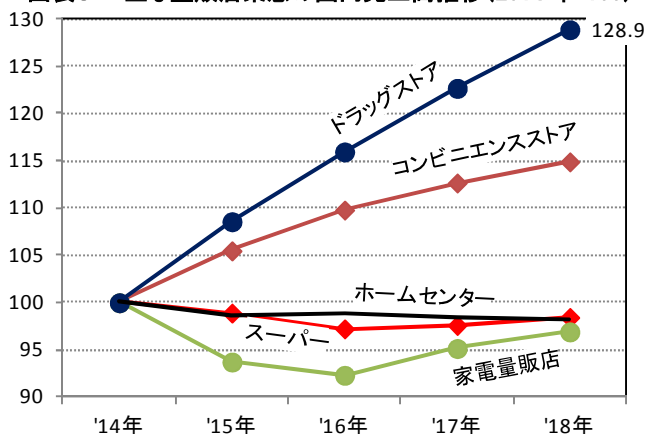
成長期にある業界では、上位企業は自力で業容を拡大していくことが可能であり、敢えてライバル企業と連合するインセンティブは沸き難い。M&Aを行うとしても、下位企業の買収に専念する方が、経営の主導権を握るという面で遥かに有利である。

しかし、業界全体が成熟してくると、上位企業と言えども自力成長は難しくなっていく。こうした中で店舗網や価格競争力で遅れを取れば、顧客基盤を喪失しかねない。このため、生き残りを図るべく、競合企業との統合によって一挙に規模の拡大や効率化を目指す動きが出易くなると考えられる。

かかる観点から今回のドラッグストア業界における提携・統合の動きを考えると、「なぜ今なのか」という疑問が浮かぶ。ドラッグストアは、近年の各種量販店業態の中では、最も「勢いのある業界」と言ってよく(図表3)、業界が「成熟段階」に入るのは、未だ先であるようにも見える。

これに加えて、(株)ココカラファイン、(株)マツモトキヨシホールディングス、スギホールディングス(株)の業績は堅調に推移しており、3社とも良好な収益力や財務安定性を維持できている。それでも現段階で他社との連合を模索する背景には、どのような事情があるのだろうか。

図表3 主な量販店業態の国内売上高推移(2014年=100)



(資料)経済産業省「商業動態統計」より三井住友信託銀行作成

4. ドラッグストア企業の戦略 — 個社毎の違いが大きい

上記の疑問に対する答を探る前段階として、まずドラッグストア業界各社の戦略上の特徴を整理しておきたい。ドラッグストア業界は、量販店型小売業態としては、企業によって戦略面での差異が大きい点が特徴である。戦略について確立された分類方法があるわけではないので、筆者独自の視点で以下のような分類を試みた。

- 類型①: ヘルス&ビューティ重視型。健康(ヘルス)及び美容(ビューティ)分野に軸足を置き、一般医薬品や化粧品のカウンセリング販売に注力する戦略。食品の販売にはあまり力を入れていない。伝統的なドラッグストア店舗の営業スタイルに近い。
- 類型②: ヘルスケア重視型。調剤事業に注力し、在宅調剤(薬剤師による訪問)など地域医療への取り組みを積極的に行う戦略。訪問看護や介護事業などを展開するケースもある。
- 類型③: 生活利便性重視型。「近くて便利で安い店」を目指すことで集客力の向上を狙う戦略。住宅街に積極的な出店を行い、食品や日用品の低価格販売に注力する。食品の販売構成比が高い点が特徴。

筆者の見るところ、今回の提携・統合事案の当事者である3社は、概ね次のような分類が当てはまるように思われる。

	類型①及び②の要素を持つ。
(株)ココカラファイン	理由 <ul style="list-style-type: none"> ● 調剤販売比率は 16.4%とかなり高い水準。 ● 介護事業も経営。医薬品販売や介護に加えて、クリニックやスポーツジムなどを一体化した「ヘルスケアネットワーク」の構築を志向。 ● 物販面では、医薬品・化粧品の販売構成比が6割強と比較的高く、食品の構成比は 11%程度に抑えられている。
(株)マツモトキヨシホールディングス	類型①の性格が濃い。 <ul style="list-style-type: none"> ● 医薬品・化粧品の販売構成比が7割に及んでおり、特に化粧品は4割と、他社を引き離している。 ● 食品の販売構成比は1割未満と低い。 ● 都市型店舗に強い。
スギホールディングス(株)	典型的な類型②。 <ul style="list-style-type: none"> ● 全 1,190 店のうち、7割に当たる 833 店で調剤を取り扱っている(直近決算期末時点)。この比率は業界内でも際立って高い。 ● もともと同社は、調剤併設型ドラッグストアの先駆的企業であり、他に訪問看護や居宅介護支援にも乗り出している。

以上のように、(株)ココカラファインは、(株)マツモトキヨシホールディングス、スギホールディングス(株)の何れの企業とも、戦略面で共通点を有している。したがって、どちらと提携・統合するにしても、相応に親和性が高いと言える。(株)マツモトキヨシホールディングスを選ぶ場合には化粧品や医薬品などのカウンセリング販売が、スギホールディングス(株)と組めばヘルスケア・地域医療分野での事業拡大が、それぞれ提携の主眼になっていくと考えられる。

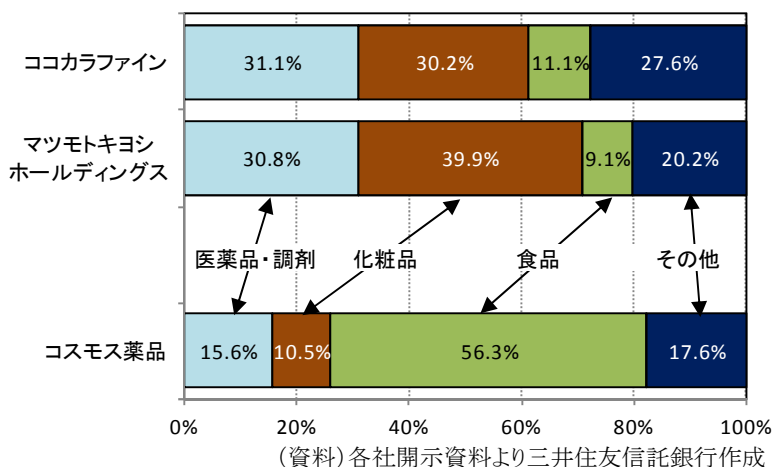
もともと、類型①と②は、「健康・医療・美容」といった比較的近い領域に軸足を置くものであり、その意味では方向性が大きく異ってはいない。こうした戦略を重視している3社の間で提携や統合が模索されるのも、ある意味では自然なことと言える。

このように、類型①及び②の戦略が比較的近いのに対して、類型③(生活利便性重視型)の戦略は、方向性が大きく異なる。この類型に該当する企業は、消費者の日々の買い物需要を取り込むことによって集客力を高め、医薬品や化粧品の購買を誘い、利益を確保する戦略を基本としている。したがって、購買頻度の高い食品や日用品の品揃えと価格競争力が重視される。

「生活利便性重視型」企業の代表例として、(株)コスモス薬品の商品分類別の販売構成比を示したものが、図表4である。食品の構成比が圧倒的に高く、(株)ココカラファインや(株)マツモトキヨシホールディングスとの違いは鮮明である。

近年、ドラッグストア業界の隆盛を報じるメディア記事には、ドラッグストアの基本的な事業モデルに関して、「食品の安売りで顧客を

図表4 商品分類別販売構成比の比較(各社直近決算期)



引き付け、利益率の高い医薬品や化粧品の『ついで買い』を誘うことで、利益の確保を狙う』と述べているものが多い。しかし、こうした戦略を採る企業は、あくまで上記の類型③に属する企業が中心である。ドラッグストア企業の全てがこれに該当するわけではないことを理解しておきたい。

5. 戦略の違いと成長性

それでは、以上のような戦略の違いが、ドラッグストア業界における個別企業毎の成長性に何らかの影響を及ぼしているのだろうか。以下、この点について考えてみたい。

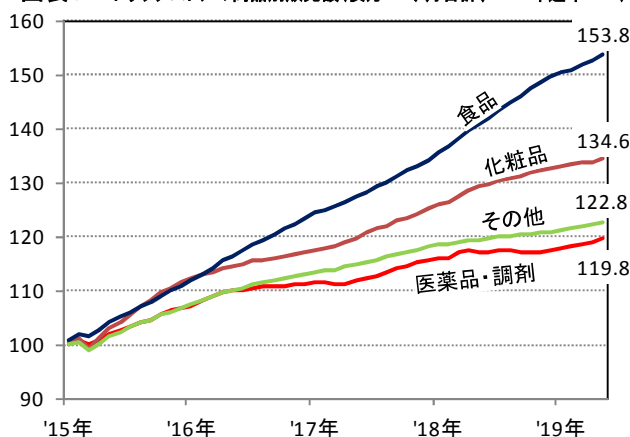
前々節の後段で、「ドラッグストアは、近年の各種量販店業態の中では、最も『勢いのある業界』』と述べた(図表3参照)。ただし、ドラッグストアで取り扱う品目が、満遍なく高い売上成長を維持しているわけではない。

実際に品目別の売上高の推移を示したものが図表5である。最大の伸びを示しているのは食品であり、2015年から足下にかけては概ね年率10%ペースで販売額が増加している。これに対して医薬品・調剤は、伸び率が年率約4%と相対的に緩やかである。また化粧品の販売額は年率7%程度のペースで増加してきたが、外国人観光客による“爆買い”の沈静化もあり、足下の伸びは鈍化している。

このように、近年のドラッグストア販売額においては、食品の増加が顕著であり、医薬品や化粧品の伸びは相対的に小さい。これは、次のような理由によるものと思われる。医薬品・化粧品はもともとドラッグストアの本業分野であり、他業態からシェアを奪う余地はあまり大きくはない。しかし食品については、ドラッグストアの販売額は、伸びているとはいえ未だ1.7兆円(2018年)に過ぎず、他の主要チャンネル(スーパー9.8兆円、コンビニエンスストア7.8兆円など)と比べれば、依然として規模は小さい。その分だけ、ドラッグストアにとってはシェアを奪う余地が大きく、伸ばし易い品目と言える。

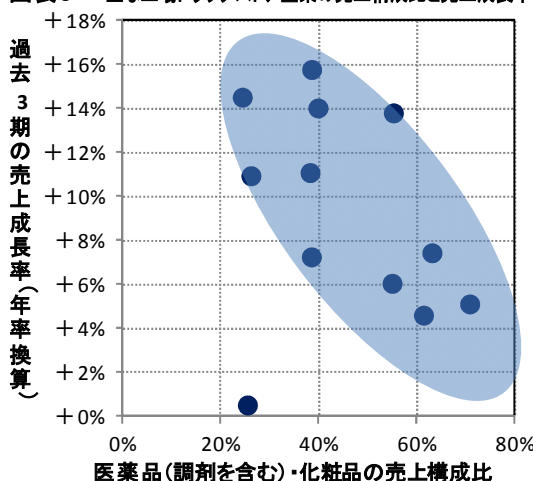
いずれにしても、ドラッグストアの販売が全体的に大きく伸びているわけではなく、食品の寄与が極めて大きいという事実は、注目すべき点である。こうした状況にあることから、近年の動向を見ると、医薬品や化粧品の売上構成比が低い企業ほど、成長率が高い傾向が認められる(図表6)。若干乱暴な言い方ではあるが、「医薬品や化粧品の売上構成比が低い」ということは、「食品の売上構成比が高い」とほぼ同義であり、これは前節で示した類型③、すなわち生活利便性重視型企業であることを示している。要するに、2桁成長

図表5 ドラッグストアの商品別販売額(後方12ヶ月合計、2014年通年=100)



(資料) 経済産業省「商業動態統計」より三井住友信託銀行作成

図表6 主な上場ドラッグストア企業の売上構成比と売上成長率



(資料) 有価証券報告書、各社開示資料より三井住友信託銀行作成

を持続している企業の多くは生活利便性重視型であり、逆に「健康・医療・美容」を重視する企業(先に述べた類型①または②の戦略を採る企業)は、一部を除けば相対的に低い成長率に止まっているということである。

前節で述べたように、今回の提携・統合事案の当事者である3社は、何れも「健康・医療・美容」を重視するタイプであるから、業界内で見れば成長率は低めとなりがちである。こうしたことから、既に各社の中では、事業環境の「成熟化」が視野に入りつつあるのかもしれない。勢いがあるように見えるドラッグストア業界ではあるが、全ての企業が高成長を謳歌しているわけではない点に注意する必要がある。

もちろん、依然として3社は成長を続けており、収益性や財務安定性の面でも良好な状態を維持している。現段階で、3社が「危機感」までを感じているかと言えば、それは考え過ぎであろう。しかし、将来的な安定経営の持続に向けて、各社が何らかの問題意識を持ち始めているとしても不思議ではない。これが、今回の提携・統合事案に繋がったものと、筆者は推測している。

6. 今後の見通し

本稿で述べてきた通り、そもそもドラッグストア業態には、戦略面でも商品販売構成においても大きく異なる企業が混在している。その意味では、これらを「ドラッグストア企業」として一括りにして論じること、どれほどの意味があるのかという疑問が感じられる。

それはともかくとして、「健康・医療・美容」を重視する企業群では、今後も新たな提携や統合が検討されるかもしれない。高齢化が進む中で、医療・介護の分野では、「地域医療連携」や「地域包括ケアシステム」への取り組みが進められており、地域に数多くの拠点を持つドラッグストアには様々な商機が期待できる。

ただし、収益モデルの確立には、相応の知見や関係機関(医療機関、介護事業者、官公庁等)とのパイプなどを要することが見込まれ、ノウハウや経営資源の相互活用を目的とした連合化の動きが強まることは、十分に有り得る。場合によっては、調剤薬局企業との提携や統合が浮上する可能性もある。

生活利便性重視型のドラッグストア各社は、対同業企業というよりは、むしろ食品スーパーとの競争を更に強めていこう。こうした競争は、今のところ中部地方以西で活発であるが、今後は主戦場を東日本に広げ、激しさを増していく見通しである。

食品販売に強い一部の企業では、ドラッグストアが苦手とされる生鮮食品を積極的に取り扱ったり、自ら生鮮食品のパッケージ工場を保有するなど、食品スーパー化の動きも見せている。やがては食品スーパー企業との提携・統合といった動きに発展することも考えられる。

なお、「健康・医療・美容」を重視するタイプの企業と生活利便性重視型企業の提携・統合は、理屈としては有り得るし、得意分野の補完性という意味で相応の意義は認められる。しかし筆者は、この組み合わせが実現する公算は小さいと考えている。それは、両者のドラッグストア経営に対する考え方があまりに違い、融和が難しいと思われるためである。

(調査部主管 半沢 努 : Hanzawa_Tsutomu@smtb.jp)

※ 調査月報に掲載している内容は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。