

⇒ 調査報告 ⇐

雪国まいたけの TOB とコーポレート・ガバナンス

齋 藤 達 弘

この論文の目的は、キノコの生産販売大手、雪国まいたけの創業経営者、大平喜信の突然の辞任から、雪国まいたけが米系投資ファンドに TOB（株式公開買い付け）され、上場廃止に至るまでの一連の出来事をコーポレート・ファイナンスの視点から考察することにある。この論文では、視点を創業経営者が経営する同族企業のコーポレート・ガバナンスに広げて、雪国まいたけとはどのような会社だったのか、大平喜信はどのような経営者だったのかについても考察する。経営者の迅速な意思決定は拙速と紙一重で、迅速は成長を導く一方で、拙速は暴走を招く。この論文は、オーナーが支配する中堅企業について、創業経営者のワンマン経営や血族主義の弊害の典型的な事例を提示する。

1. はじめに

この論文の目的は、新潟県南魚沼市に本社を置く、キノコの生産販売大手、株式会社雪国まいたけ（以下、雪国まいたけと書く）の創業経営者、大平喜信（おおだいらよしのぶ）の突然の辞任から、雪国まいたけが米系投資ファンドに TOB（株式公開買い付け）され、上場廃止に至るまでの一連の出来事をコーポレート・ファイナンスの視点から考察することにある。コーポレート・ファイナンスと経営戦略の融合を試みる砂川・川北・杉浦・佐藤（2013, iv 頁）は「コーポレート・ファイナンスは、経営戦略や資本政策を価値ベースで評価する手法を提供する」と説いている。その教えは「資金をいかに活用するのか」であり、言い換えるとバランスシートの右側から左側を観察するということだろう。この論文では、まずは砂川・川北・杉浦・佐藤（2013）の試みを踏まえつつ、加えてその視点を創業経営者が経営する同族企業のコーポレート・ガバナンスに広げて、雪国まいたけとはどのような会社だったのか、大平喜信はどのような経営者だったのかについても考察する。なお、人物の敬称はすべて省略し、年月日は引用も含めて、原則、西暦で表記する。

富山（2014, 38–39 頁）は「コーポレートガバナンスの必要性が切実に論じられるべき上場企業は、日本の数多ある株式会社のうち一パーセントもない。残りの九九パーセントは非上場企業で、オーナーが支配する中堅・中小企業だ。その世界の企業にコーポレートガバナンスが必須だと強調しても、むなしただけだ」と主張する。そして「ガバナンスに問題のあるオーナー企業は少なくないので、無視できるはずもないのだが、非上場企業、中堅・中小企業がこの研究は科学研究費補助金（基盤研究 (C)、課題番号 23530431）の助成を受けている。ここに記して深謝する。

バランス問題を真剣に研究している学者には滅多にお目にかかれない」と苦言を呈している。ここでの「コーポレートガバナンス」を「コーポレート・ファイナンス」に置き換えても同じような状況にあるのではないかと思う。この論文は「コーポレート・ファイナンス」の視点から「オーナーが支配する中堅企業」について「創業経営者のワンマン経営」や「血族主義の弊害」など、柳川（2013）が懸念した「オーナー経営者の暴走」の典型的な事例を提示する。

この論文の構成はつぎのようである。続く第2節では大平喜信が雪国まいたけを創業し、成長させる過程について、第3節では創業経営者、大平喜信が辞任するに至る経緯について解説する。第4節では雪国まいたけの株式公開の前と後のコーポレート・ファイナンスについて分析し、あわせて株主構成について言及する。第5節ではキノコ業界に視点を移し、信越きのこ戦争とよばれた動きについて検証する。第6節では大平喜信はどのような経営者であったのかを考察する。第7節では大株主としての大平喜信が株主総会において現経営陣を解任するに至る経緯について解説する。第8節では現経営陣を解任した後の新体制の雪国まいたけについて考察する。第9節では新体制の雪国まいたけに対する創業家株主の再反乱を、続く第10節ではそれに対する経営陣の逆襲について検討する。第11節では、一連の出来事の総括として、大平喜信と雪国まいたけのメインバンクである第四銀行との関係について考察する。第12節はまとめである。

2. 大平喜信と雪国まいたけ

雪国まいたけの創業経営者である大平喜信は、1948年に新潟県南魚沼郡六日町五十沢（いかざわ）で農家の長男として生まれた。地元の五十沢中学を卒業した後、集団就職で上京し、川崎の両角工務店（木工製作所）に勤務した。その職場で中卒だからと差別的な扱いを受け、3年後に帰郷した。2年間、農業に従事した後、地元の理研電具製造（磁石工場）に勤務し始めた。しかし、ここでも「次々と収益アップのための提案をして会社に貢献したにも関わらず、待遇面で自分よりも学歴の高い高卒の社員が優遇される理不尽さに耐え切れず」、6年間、勤務した1974年、オイル・ショック不況の最中に会社に見切りをつけ、希望退職に応募した。¹

翌1975年、大平喜信は「大平もやし店」を構えた。きっかけは、『日経ベンチャー』（1999年10月号）によると、大平喜信の妻の親戚が東京で、もやしの卸売を営んでいて、その店で販売していた太もやしを商売にしてはどうかと勧められたことだった。当時、太もやしはラーメン店などで人気だった。3年間の苦勞の末、太く短く、歯ごたえがあって甘い太もやしの栽培ノウハウを確立した。ところが、安定軌道に乗り始めた頃、太もやしの自動栽培装置が市販され、同業者が増えてきた。

先々の過当競争を案じていたときに、もやしを配達に行った地元の農協で人工マイタケを見かけた。買って食べてみると天然マイタケと比べて遜色なく、「これを量産すればビジネスに

¹大平喜信の発言は2006年7月16日にTBS系列で放送された「がちりマンデー!!」のサイト <http://www.tbs.co.jp/gacchiri/archives/20060716/1.html> から引用している。

なるのでは」と思った。²それがきっかけとなり1982年からマイタケの人工栽培に転向し、翌1983年7月に35歳で「株式会社雪国まいたけ」を創業している。大平喜信は「実家が林業もやっていて、まきや木炭になじんでいたし、サラリーマン時代にもシイタケを栽培していてキノコ栽培には抵抗はなかった。キノコ栽培は土に親しんだ人でないとつとまりにくい。農業の盛んな魚沼地方は人が集めやすいし、地価も安い」と当時を振り返っている。³

瀧澤（1986）によると、日本人は大変なキノコ好きで、匂いマツタケ、味シメジ、これにマイタケを加えて日本の三大キノコとして珍重してきた。マツタケやシメジは気軽にキノコ狩りを楽しめる一方で、マイタケは山奥深く踏み入らないと手に入らなく、その発生場所は家族にも教えないほどの秘密に守られた「幻のキノコ」という位置付けだった。そんなこともあり、マイタケ（舞茸）という名称は「見つけた人はうれしさに舞い踊る」から来ているといわれている。また、マイタケは、味だけでなく、1株10kgを超えるほどに大きく育つことも魅力だった。

雪国まいたけがマイタケの人工栽培に初めて成功したかのように報じられることがあるのだが、そうではない。⁴すでに述べたように、大平喜信がマイタケの人工栽培に転向した1982年当時、すでに人工栽培のマイタケは販売されていた。⁵しかし、天然ものと同じように100g当たり1,000円以上の高値だった。瀧澤（1986）は、当時、人工栽培法を確立すれば大金持ちになれると考えた大勢の人がマイタケの人工栽培に熱中したと綴っている。その大勢の中の一人が大平喜信だった。

大平喜信は1年ほどの悪戦苦闘の末にマイタケの人工栽培の独自のノウハウを会得した。太もやし事業の苦い経験を踏まえて、将来、過当競争に巻き込まれないように、とにかく量産することを目標にした。そして、高級料亭でしか味わうことができなかったマイタケを100g当たり200円ほどでスーパーや八百屋で手に入るようにした。大平喜信は1992年には社団法人ニュービジネス協議会からアントレプレナー大賞部門の最優秀賞を受けている。また、1994年度の地域活性化貢献企業賞（日本経済新聞社主催、国土庁後援）を受賞している。『日経ビジネス』（1995年7月24日号）によると、1994年の人工栽培によるマイタケの生産量は約14,000トンと推定され、そのうち雪国まいたけが約10,000トンを生産していた。雪国まいたけは創業から10年ほどの間にマイタケの国内シェアの70%を獲得したことになる。佐藤（2011）は雪国まいたけを「植物工場ベンチャー」と称している。マイタケの工業生産化に成功した大平喜信は、中卒（極貧）から上場企業の社長への出世物語としてマスコミに取り上げられる機会が多くなり、立志伝中の人物になった。

雪国まいたけがマイタケ市場で高いシェアを獲得できた要因は二つある。一つは量産により価格を下げて、大手企業の参入を阻止したことである。大平喜信はつぎのように語っている。⁶

² 『日経ビジネス』（1995年7月24日号）。

³ 『日本経済新聞』（2001年1月16日付、朝刊、新潟経済）。

⁴ 『日本経済新聞』（1996年5月27日付、朝刊）。

⁵ 大平喜信がマイタケの量産に成功する時期の人工栽培については瀧澤（1986）を参照されたい。

⁶ <http://www.tbs.co.jp/gacchiri/archives/20060716/2.html>

まいたけの売り上げを的確に予測し、毎年少しだけ多めに生産して市場に放出し、徐々にまいたけの価格を下げる。「市場価格が右肩下がりの際は、他社も様子見で参入できないはずだ」との狙いから、このような策をとることにしました。その結果、価格コントロールで新規参入を阻みつつ、まいたけの品質を改善し、独占的なポジションを確立することができたのです。

もう一つは農協ルートを通さずに量販店に直販できたことである。1987年からイトーヨーカ堂に納入できるようになり、その取引から評判や信頼を得て、販売が他の量販店にも広がった。『日経産業新聞』(1996年10月29日付)は「非常識」と思われた農協ルートを通さずに量販店への直販について「新食糧法施行後、コメ生産者が農協を通さずに消費者への直販を重視した販売を志向している動きなどを見ても、雪国まいたけの販売戦略が先んじていた」と評価している。これら二つの要因に加えて、大平喜信は、『日経ビジネス』(2002年7月15日号)において、価格交渉において不利にならないように、顧客1社に対する出荷量を全生産量の20%以下に抑えたことをあげている。

2011年7月、雪国まいたけはムハマド・ユヌスが率いるグラミン・グループのグラミン・クリシ財団および国立大学法人九州大学との間で、合弁会社「グラミン雪国まいたけ」を設立した。⁷ グラミン雪国まいたけは、バングラデシュの農村部でユヌス・ソーシャルビジネスのポリシーに基づき、もやしの原料である緑豆を栽培し、現地の貧困解消や生活改善に取り組んだ。グラミン銀行とのビジネスは大平喜信を一段と有名にした。

雪国まいたけとはどのような会社なのだろうか。大平喜信が1983年に創業した雪国まいたけは、創業と同時につぎのような3人の実弟が参画した同族企業である。

氏名	誕生年	最終学歴	前職	1994年6月の役職
若井猛	1950年	五十沢中学	株式会社なぐもや	取締役
大平安夫	1952年	五十沢中学	日本電気株式会社	取締役(研究開発室長)
大平正夫	1956年	神田外語学院	京浜通運株式会社	常務取締役

2000年3月期の有価証券報告書の「役員状況」は、名字の異なる若井猛を含むこれら3人が大平喜信の実弟であることを注記している。若井猛は1982年5月から大平もやし店に勤務し、1983年7月に雪国まいたけの設立に参画し、監査役に就任している。そして、1990年6月に取締役に就任している。大平安夫と大平正夫は大平もやし店での勤務実績はなく、雪国まいたけの設立に参画し、取締役に就任している。

雪国まいたけは1994年3月に新潟証券取引所の地域産業育成部に上場した。ところが新潟証券取引所は2000年3月に廃止され、上場していた企業は東京証券取引所に引き継がれた。そのとき新潟証券取引所に単独上場していた雪国まいたけは東京証券取引所の規定により東証2部に移され、それ以降、東証2部(証券コードは1378)に上場し続けた。⁸

⁷ <http://www.kyushu-u.ac.jp/pressrelease/2010/2010-10-13.pdf>

⁸ 2000年3月に新潟証券取引所に単独上場していた企業は、雪国まいたけのほか、つぎのような12社だった。亀田製菓(証券コードは2220、2012年4月6日に東証1部)、ブルボン(2208)、セイヒョー(2872)、北越メタル(5446)、コロナ(5909、2006年3月1日に東証1部)、倉敷機械(倉敷紡績の完全子会社になり2011年4月27

新潟証券取引所に上場した直後の1994年3月期の有価証券報告書（役員の状況）に記載されている所有株式数は、大平喜信が267万4,000株、若井猛が21万8,000株、大平安夫が11万4,000株、大平正夫が21万8,000株である。2歳年下の若井猛と8歳年下の大平正夫は同じ所有株式数だが、若井猛が取締役である一方で、大平正夫は常務取締役である。これらから推測できるように、大平正夫は大平喜信の右腕となって雪国まいたけを支え続けた。

3. 創業経営者・大平喜信が辞任するに至る経緯

2013年11月5日、雪国まいたけの創業経営者、大平喜信が「不適切な会計処理」の経営責任を取って辞任することが明らかになった。大平喜信はその日に辞任を申し出て、それが臨時取締役会で了承され、辞任時期や後任人事は未定のまま、午後9時35分の適時開示による突如の発表だった。雪国まいたけは2012年3月期、2013年3月期と2期連続の最終赤字で、2014年3月期はV字回復による最終黒字を目指していた矢先の辞任だった。

この節では大平喜信が辞任するに至る経緯を、雪国まいたけが公表した二つの文書、

- (1) 2013年11月5日に公表した「社内調査報告書（要約版）」（以下、調査報告書と書く）、
- (2) 2013年11月28日に東京証券取引所に提出した「改善報告書」

に基づいて整理する。原因分析については(1)のほう、事実関係については(2)のほう詳しく書かれている。

3.1. 内部告発

雪国まいたけの創業経営者、大平喜信が辞任を発表する5か月前の2013年6月5日、『日本経済新聞』（朝刊、新潟経済）に、「雪国まいたけ取締役「社長らを提訴」会社に請求」という見出しで、つぎのような記事が掲載された。

（2013年）6月27日の株主総会で退任予定となっている雪国まいたけの取締役が、同社に対し、大平喜信社長らの責任を追及する訴えを起こすよう請求していることが分かった。過去の増産投資や土地取得で多額の損失を出したなどと主張。会社側が提訴しない場合は株主代表訴訟も検討しているという。同社は「書類の中身の精査はこれからだが、厳正に対処していく」（吉川博志管理本部長）と話している。請求者は前管理本部長という。雪国まいたけは2013年3月期まで2期連続で最終赤字を計上。自己資本比率が5.5%まで低下した。

この記事は地方面（新潟経済）だけの掲載だった。この日の雪国まいたけ株式は、取引高は増えたものの、大きな値動きはなく、前日比4円安の259円で引けた。雪国まいたけがこの新聞記事についてIR情報を発表しなかったことや、小幅安で引けたことから、事件に発展する

日に上場廃止）、北越工業（6364、2014年3月4日に東証1部）、ツインバード工業（6897）、大和（8247）、原信（8255、現在はアクシアルリテイリングとして東証1部）、北陸ガス（9537）、真電（ノジマに吸収合併され2007年2月23日に上場廃止）。

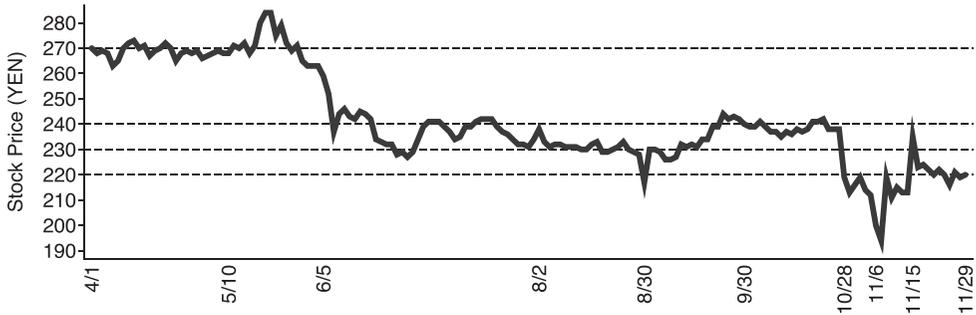


図1. 雪国まいたけの株価推移（2013年4月1日から2013年11月29日まで）。

ようなニュースではなかったのかと思いきや、2日後の6月7日、株価は急落した。取引を膨らませて235円まで下げた。この2日間に雪国まいたけの株価に影響を与えるような特別なニュースは確認できないことから、その下落は6月5日の新聞記事の影響といえよう。率にして約11%、金額（時価総額）にして約11億円の下落だった。

議論を進める前に雪国まいたけの株価推移を観察しておこう。図1は2013年4月1日から2013年11月29日までの7か月間の株価推移を示している。2013年5月10日、雪国まいたけは、2013年3月期が最終赤字だったことから、2013年3月期の無配を発表している。それは市場の予想通りで、悪材料出尽くしとばかりに株価は反転し、280円を回復している。しかし、2013年6月5日の新聞記事による不安材料は株価水準を230円に引き下げた。その後、2013年8月2日に2014年3月期第2四半期の業績予想（累計）を上方修正（赤字幅の縮小）したものの、直後に株価に目立った反応はなかった。9月下旬には、業績回復への期待からだろうか、株価は若干、持ち直し、240円前後を推移しながら10月下旬を迎えていた。

2013年6月5日からの約5か月の間、「雪国まいたけ取締役「社長らを提訴」会社に請求」に関連する報道は何もなかった。やはり、事件に発展するようなニュースではなかったと思われるだろう。ところが、2013年10月25日午後7時、雪国まいたけは「不適切な会計処理が行われていた可能性についてのお知らせ」を発表した。突然の発表だった。そこには「過年度における会計処理の一部について、外部からの指摘により適切な会計処理が行われていなかった可能性があることが判明」したことを受けて、「2013年10月18日の取締役会において社内調査委員会を設置」し、その調査結果を11月上旬に報告する旨が書かれていた。なぜ、このタイミングでの発表だったのか。1週間後の11月1日に2014年3月期第2四半期の決算開示を控えていたために、その前に事態を公にせざるを得なかったのだろう。

「不適切な会計処理が行われていた可能性についてのお知らせ」にある「不適切な会計処理」という言葉には専門用語としての定義がある。ここで確認しておこう。日本公認会計士協会が2012年3月22日に発表した監査・保証実務委員会研究報告第25号「不適切な会計処理が発覚した場合の監査人の留意事項について」は「不適切な会計処理」を「意図的であるか否かにかかわらず、財務諸表作成時に入手可能な情報を使用しなかったことによる、又はこれを誤用

したことによる誤り」と定義している。これは過年度遡及会計基準第4項における「誤謬」と同じで、具体的にはつぎのような誤りを指している。

- ① 財務諸表の基礎となるデータの収集又は処理上の誤り
- ② 事実の見落としや誤解から生じる会計上の見積りの誤り
- ③ 会計方針の適用の誤り又は表示方法の誤り

一方、監査基準委員会報告書第35号「財務諸表の監査における不正への対応」は、「財務諸表の意図的な虚偽の表示であって、不当又は違法な利益を得るために他人を欺く行為を含み、経営者、取締役等、監査役等、従業員又は第三者による意図的な行為」を「不正」と定義し、「財務諸表の意図的でない虚偽の表示であって、金額又は開示の脱漏」を「誤謬」と定義して区別している。すなわち、意図的ならば「不正」、意図的でなければ「誤謬」である。「不適切な会計処理」の定義において「意図的であるか否かにかかわらず」としている理由は「虚偽表示の状態にある財務諸表について監査人は一定の対応を行う必要がある」からである。

盛田・蟹江・長吉（2013, 第6章）が教えるように、「不正」(fraud)は、財務状況が悪化しているときに、売上を水増ししたり、経費を圧縮したりするなどの不正な会計処理により虚偽の財務諸表を作成して報告する、いわゆる「粉飾決算」である（その実態については須田・山本・乙政（2007）を参照されたい）。「粉飾決算」という言葉は、以前は頻繁に使われていた。最近の新聞は、まずは「不適切会計」という言葉を用い、「不当な利益を得るための意図的な行為」だと判明した後に「不正会計」や「不正決算」という言葉に変えている。なお、「粉飾決算」という言葉の定義は曖昧で、毎日新聞は「強制調査（捜査）の見通しが強まったと判断できた段階で切り替えを検討する」とのことである。⁹

2013年6月5日の新聞記事には「過去の増産投資や土地取得で多額の損失を出した」と書かれているだけで「不適切な会計処理」については書かれていなかった。市場が予想していなかった「不適切な会計処理」のニュースは、週明け、2013年10月28日の株価を引き下げた。雪国まいたけの株価は、一時、207円まで下げたものの219円まで戻して1日の取引を終えた。約8%の下落だった。この日、1日の商いは2013年6月から9月までの月間出来高に相当する464,400株だった。

雪国まいたけは予告通り11月上旬（2013年11月5日午後9時35分）に「社内調査委員会の調査報告書の受領及び当社の対応について」を発表した。と同時に「代表取締役の異動（社長交代）に関するお知らせ」も発表した。このニュースは翌11月6日の株価をさらに引き下げた。年初来安値の191円まで売られた後、200円まで戻して取引を終えた。下落率は約6%、出来高は571,900株だった。

この小節の最後に、もう一度、図1を観察しておこう。すでに述べたように、10月下旬から11月上旬にかけて、株価は乱高下した。11月中旬には落ち着きを取り戻すのだが、「不適切な会計処理」は株価水準を270円から220円にまで引き下げた。

⁹ <http://thepage.jp/detail/20150725-00000003-wordleaf>

表 1
雪国まいたけの 2013 年 6 月の取締役会

役職	氏名 (年齢)	略歴
代表取締役社長	大平喜信 (65 歳)	創業者
取締役 (営業本部長兼機能性食品部長)	大平洋一 (39 歳)	創業者の長男
取締役 (生産本部長兼生産管理部長)	鈴木邦夫 (57 歳)	日本 HP (2009 年 5 月入社)
取締役 (生産本部副本部長兼栽培技術部長)	南雲朗浩 (52 歳)	アカオアルミ (2004 年 3 月入社)
取締役 (管理本部長兼情報システム部長)	吉川博志 (51 歳)	スルガ銀行 (2010 年 12 月入社)
取締役	星名光男 (71 歳)	イオン (2013 年 6 月入社)
(社外) 取締役	荒木和男 (72 歳)	東京弁護士会副会長
(非常勤) 取締役	東貢 (75 歳)	雪国まいたけ取締役
常勤監査役	田口喜一 (66 歳)	雪国まいたけ財務企画部推進役
(社外) 監査役	北村計 (78 歳)	南魚沼郡大和町議会議員
(社外) 監査役	川村博 (66 歳)	監査法人トーマツ代表社員

3.2. 社内調査委員会

表 1 は『日本経済新聞』(朝刊, 新潟経済)に「雪国まいたけ取締役「社長らを提訴」会社に請求」と報じられた直後の 2013 年 6 月の雪国まいたけの役員の状況を示している。2013 年 11 月 5 日に公表した調査報告書は, 取締役の星名光男を委員長とし, 社外監査役の川村博, 公認会計士の竹中徹, 弁護士の渋谷卓司の 3 人を委員とする調査委員会により作成された。¹⁰ 星名光男は, 1942 年に三重県で生まれ, 1966 年に早稲田大学教育学部卒を卒業後, 三重県四日市市に本社を構えていた岡田屋 (ジャスコを経て, 現在はイオン) に入社し, 2003 年 5 月にイオン株式会社専務執行役に, 2004 年 5 月にイオン株式会社常任顧問に就き, 退任の後, 株式会社やまや (イオン・グループの酒類・食品・飲料などを発売する小売店チェーン) の取締役や株式会社ノジマ (首都圏を中心に家電量販店) の社外取締役を兼任していた。星名光男は 2013 年 6 月に取締役として雪国まいたけに入社したばかりで, 「不適切な会計処理」が指摘される過去の決算に関係していないという理由から, 調査委員会の委員に, そして委員長に選ばれている。川村博は 2011 年 6 月に有限責任監査法人トーマツの代表社員を退いて社外監査役に就いている。

調査報告書は不適切な会計処理に関係している 3 人の役員 (大平洋一と鈴木邦夫, 南雲朗浩) がつぎのように減俸処分されることを明らかにしている。

取締役 (営業本部長)	大平洋一	月額報酬 40% 減額を 3 か月
取締役 (生産本部長)	鈴木邦夫	月額報酬 40% 減額を 3 か月
取締役 (生産本部副本部長)	南雲朗浩	月額報酬 20% 減額を 3 か月

¹⁰ 星名光男は 2000 年 11 月からウエルシア関東株式会社の監査役である。公認会計士の竹中徹もまた 2009 年 11 月からウエルシア関東株式会社の監査役である。2 人には接点がある。

大平洋一は大平喜信の長男である。大平洋一は1997年3月に東京農業大学農学部農芸化学科を卒業している。1998年4月に日本食肉流通サービス株式会社に入社し、その後、1999年3月に株式会社シーズ、1999年9月に株式会社日本情報基盤整備、2000年9月に株式会社タクミ入社と転職し、2002年11月、28歳で雪国まいたけに入社している。そして、2007年4月に執行役員営業本部副本部長兼販売促進部長に、2007年5月に執行役員営業本部副本部長兼マーケティング部長に、2007年6月に33歳で取締役兼執行役員営業本部副本部長兼マーケティング部長に就任している。¹¹ 鈴木邦夫は日本ヒューレット・パッカード株式会社の常務取締役を経て、2009年5月に雪国まいたけに入社している。翌6月には執行役員に就任し、その年の12月には循環型農業団地プロジェクトリーダーに任命され、2010年6月に取締役に就任している。大型プロジェクトの経験を買われて、2010年度から2012年度までの中期経営計画における基本戦略の一つである循環型農業団地構想の事業構築を任された。南雲朗浩はアカオアルミ株式会社の生産部長から2004年3月に雪国まいたけに入社している。¹² そして2年後の2006年に執行役員品質保証室長に、2010年に執行役員生産本部長に、2011年6月に取締役兼上席執行役員生産本部長に就任している。

表1に示した常勤の取締役5人のうち3人（大平洋一と鈴木邦夫、南雲朗浩）が不適切な会計処理に関与したとして減俸処分された。処分を受けた取締役に大平喜信に代わる代表取締役に選出することはできなく、その候補は星名光男と吉川博志になる。雪国まいたけにおける社歴は吉川博志のほうが長いのだが、調査委員会の委員長を務めた星名光男が大平喜信の後任として2013年11月22日付で代表取締役社長に就任することになった。それは「(星名氏は)しがらみがなく、極めて第三者的な人間」で「株主や金融機関を納得させるためには星名氏しかない」というなし崩しの選任だった。¹³ そして、その選任が雪国まいたけのその後の成り行きを大きく左右することになる。

2013年11月5日に公表した調査報告書は問題点を洗い出すための調査ではない。雪国まいたけの意向を受け、証券取引等監視委員会からの指摘を踏まえて、雪国まいたけが特に疑義があると考えて選定した事項に限定して調査を実施した結果である。調査項目はつぎの三つである。なお、それぞれの項目について、『日本経済新聞』（1999年1月13日付、朝刊、新潟経済）と調査報告書、改善報告書に基づいて、経緯を要約している。

- (1) 滋賀県近江八幡市に生産と物流の部門を併設した滋賀事務所を建設するための1995年10月から1997年6月までの土地取得に関する建設仮勘定の処理について、費用計上すべきだったのではないか。

雪国まいたけは、1995年当時、市場開拓の余地があると思われた西日本地域への生産・供

¹¹ 2009年11月に雪国まいたけ・取締役兼執行役員として、優れた経営やビジネスで活躍し社会に貢献している卒業生に贈られる「東京農大経営者賞」を受賞している (http://www.nodai.ac.jp/news/category-detail.php?new_id=1001)。

¹² アカオアルミは、1円玉に図柄が刻印される前段階の円形（えんぎょう）を製造している唯一のメーカーである。

¹³ 『新潟日報』（2013年11月15日付、朝刊）。

給体制を確立するために、関西地区に生産・物流の拠点を設置しようと考えていた¹⁴。その候補として開発業者から滋賀県近江八幡市東町の土地を提示された。しかし、土地規制の問題があり、近江八幡市からそれとは別の琵琶湖湖岸の干拓地を紹介された。それは、名神高速道路の竜王インターに近い広大な土地だった。建設のための土地開発を進め、1995年10月から1997年6月までの間に、手付金や仲介手数料などを合わせて7億1,600万円を開発業者に支払い、建設仮勘定に計上した。

ところが、その土地の周辺が総合保養地域に指定されていて、リゾートとして開発しなければいけなかった。雪国まいたけは農業公園を中心としたリゾートとして体裁を整えたが、滋賀県や近江八幡市は難色を示した。雪国まいたけは「見通しが見つからないようだ」と、他の候補地を探さなければならぬ」と計画の変更を考えざるを得なかった。結局、1998年にその土地への進出計画を中止した。そして、建設仮勘定に計上した7億1,600万円をそのままにして、2000年から代替建設候補地として滋賀県蒲生郡竜王町に土地開発を進め、2007年に造成を完了した。取得価格は10億600万円だった。

2001年3月の経営会議（常勤取締役で構成し、経営に関する重要事項を協議することを目的とした会議）において、建設仮勘定に計上した7億1,600万円は竜王町の土地開発費用の一部でもあり、費用処理しないで、資産として土地勘定に振り替えることを決議した。この決議が問題だった。近江八幡市の土地開発と竜王町の土地開発との関連は薄く、7億1,600万円は竜王町の土地取得価額を構成するものではなく、近江八幡市の開発計画が中止となった時点で費用計上すべきだった¹⁵。

(2) 2006年3月期における不動産の減損処理について、減損処理すべきだったのではないかと。

2006年3月期より「固定資産の減損に係る会計基準」と「固定資産の減損に係る会計基準の適用指針」が強制適用されることになった。埼玉県日高市の「日高配送センター及び日高工場」と東京都新宿区の「西新宿YMビル」（東京営業所）について、当時の利用状況やその後の利用目的などを総合的に検討すると、いずれも2006年3月期に減損処理する必要があった。

(3) 東日本大震災の風評被害対策のために、2011年9月に締結された、2011年9月から

¹⁴ 大平喜信は、新潟証券取引所の地域産業育成部に上場した直ぐ後、『日本経済新聞』（1994年6月6日付、朝刊）において「これまでは東日本中心に出荷していたが、マイタケになじみの薄い中部以西の潜在的購買力を考えると、売り上げは将来四、五倍に増えるだろう。（一九）九二年春の大阪営業所設置に続き、昨年は名古屋出張所を開設した。関西圏については、売上高が二・五倍となり地域別シェアでも一割以上を占めるようになるなど成長は上がっている」と語っている。

¹⁵ 2010年8月1日付「りゅうおう議会だより」（No. 152）は「雪国まいたけ どうなっているの？」と題して、工場進出の経緯を報告している。竜王町は農工法の農工計画（導入すべき業種：食品製造業、雇用期待従業員数：590人、年間工業出荷額：93億円）を策定し、2001年2月15日に、雪国まいたけと竜王町および竜王町山面区において「株式会社雪国まいたけ滋賀工場の工場進出にかかる基本協定」が取り交わされた。2005年4月、雪国まいたけは新潟県中越地震による売上高の減少を理由に、工場建設の延期を申し出た。農工法の許可期限が2006年9月に来ることから、竜王町は雪国まいたけに操業開始の照会をし、雪国まいたけは「野菜相場の急激な下落や茸の販売にマイナスとなる温暖な気候等の理由により需要の伸びは鈍く業績が足を引っ張られ着工が出来ない」と回答した。2007年に倉庫が建築され、それにより農工計画は2009年度末まで再延された。この時点で、土地造成は100%完了したものの、建物の建設工事は10%の完成だった。竜王町と雪国まいたけは条件を交渉し、農工計画は再び2012年度末まで延長された。そして、竜王町は雪国まいたけから2010年12月末までに倉庫の利用計画と事業計画を提出させることになった。雪国まいたけの有価証券報告書（2014年3月期）には「2011年1月に滋賀パッケージセンターを滋賀県蒲生郡竜王町に新設し、もやし・カット野菜の生産及び出荷を開始」と記載されている。その従業員数は24人である。そして、許認可手続が完了した後、まいたけを日産22トン増加する総額63億円の設備投資に着手する計画を記載している。

2014年3月までの広告宣伝の業務委託契約に係る費用処理について、2012年3月期に一括して費用計上すべきだったのではないか。

2011年9月1日から2014年3月31日までを契約期間として、総額7億3,300万円の販売促進及び広告宣伝業務契約を締結した。支払条件は2011年10月末を第1回（月額2,400万円、別途営業管理費45万7,000円）とした30回の分割支払いとなっていた。そこで、それに則り、30回の分割支払いを2012年3月期から2014年3月期の3期間に広告宣伝費として計上した。ところが、契約に基づく役務提供（テレビCMの制作・実施や新聞雑誌等への広告掲載）は、大部分が2012年3月末までに終了していた。

調査報告書はこれらすべてについて「すべきだった」を認めた。そして、1999年3月期からの累計で13億8,400万円の損失を修正計上した。その主な内訳は、(1)に関係する滋賀工場の土地取得原価の修正が7億1,600万円、(2)に関係する固定資産の減損が4億7,000万円（旧日高工場が1億2,200万円、西新宿YMビルが3億4,800万円）、(3)に関係する広告宣伝費の修正が1億8,000万円である。その結果、2013年3月期の純資産は約22億から8億円に減少し、株主資本比率は5.5%から2.1%に低下した。ここから先は訂正後の有価証券報告書から財務数値を採取して議論を進める。

2013年11月14日に2週間遅れで開示された2014年3月期第2四半期決算は、上半期が約6億5,000万円の純損失になり、純資産は約4億2,000万円に減少し、債務超過に陥ることはなかったものの、株主資本比率はわずか1.1%になっていることを明らかにした。丸福証券（現在は岡三にいがた証券）・エクイティ情報部長の小森卓は「自己資本比率1.1%は低すぎるが、利益を出すことができ、融資を受けるなどして資金繰りがつく限り、会社は維持できる。利益を地道に積み立て、内部留保などの純資産を増やす必要がある」と述べている。¹⁶しかし、雪国まいたけの製品そのものに瑕疵があったわけではないから、業績が急激に悪化することはないとしても、融資による資金繰りには限界があり、経営再建のためには資本構成や株主構成を再編する必要があると考えるのが自然だろう。

3.3. 告発者（元役員）

2013年10月25日の「不適切な会計処理が行われていた可能性についてのお知らせ」に書かれていた「外部からの指摘」については2013年11月5日に公表した調査報告書が詳細を明らかにしている。調査報告書はつぎのような文章で始まっている。

2013年6月上旬に、当時の当社取締役（2013年6月27日に開催された定時総会の終結をもって退任）から当社の監査役に対して、当社の会計処理に関する疑義を指摘する文書（以下「告発文」という）が送付されたことを契機として、告発文に記載された事項に限定して、当社の過去の会計処理についての社内調査を開始した。

その後、2013年8月27日、告発文に記載された事項に関して、証券取引等監視委員会による立入調査を受けるとともに、金融商品取引法26条に基づく報告を求められた。

¹⁶ 『新潟日報』（2013年11月15日付、朝刊）。

この文章から、当時の当社取締役（告発者）は、既に退任が決まった後の2013年6月上旬に監査役に対して告発文を送付し、時を置かず金融庁にも告発文を送付しているであろうことがわかる。金融庁が取締役からの内部告発を重く受け止めたであろうことは容易に想像できる。

調査報告書が公表された2日後の2013年11月7日、『新潟日報』（朝刊）は一面トップに「雪国まいたけ元役員が株主訴訟へ、社長に賠償求める」と見出しを付けた記事を掲載した。その記事は「元役員は6月と7月、同社に対して大平社長の経営で被った損害の賠償を求める訴訟を起こすように文書で請求したが、同社から提訴しない趣旨の回答があったため、株主代表訴訟に踏み切ることにした」と伝えていた。株主が会社の監査役に対して役員への損害賠償請求の訴えを起こすように請求し、監査役が60日以内に役員の請求を追求しないとき、株主は提訴できる。

元役員は監査役に対して取締役として告発し、株主として損害賠償請求の訴えを要請したことになる。その元役員について、『新潟日報』（2013年11月7日付、朝刊）は「今年6月末まで同社で取締役を務めていた男性（62）」と書いている。2013年5月17日の「役員の異動に関するお知らせ」は、2013年6月27日に開催予定の第30期定時株主総会における退任予定取締役として

取締役	大平正夫（57歳）
取締役	海野光夫（62歳）
取締役（社外取締役）	小梁建一（67歳）

の3人をあげている。年齢を照らしてみると、元役員（告発者）が海野光夫だとわかる。

海野光夫（うんのみつお）はスズキ株式会社の取締役管理統括部長を経て、2010年9月、59歳で雪国まいたけに入社している。2011年1月に執行役員・社長特命経営改善担当兼管理本部副本部長に就き、2011年6月に取締役兼首席執行役員・管理本部長兼情報システム部長に昇進し、2011年9月には海外事業部長を兼任している。伊藤博敏（ジャーナリスト）によると、大平喜信はコンサルタントに勧められるまま、スズキで最年少役員となった海野光夫を役員に迎え入れ、実質的なナンバー2に遇して、経営戦略を委ねたという。¹⁷ 2012年4月からは、委嘱業務変更により情報システム部長と海外事業部長を解かれ、取締役兼首席執行役員・管理本部長となったものの、10月に再び、情報システム部長を兼任している。そして、2013年2月8日、海野光夫は、2013年度から2015年度までの3年間を対象期間とする中期経営計画を発表している。『日本経済新聞』（2013年6月5日付、朝刊、新潟経済）が「損害賠償の請求者は前管理本部長」と書いていることから、元役員は海野光夫だと確認できる。

海野光夫の委嘱業務の多さは大平喜信の期待の表れだと考えるならば、2012年10月頃までは何事もなかったように見える。ところが、その半年後、2013年4月15日付で吉川博志が執行役員・管理本部副本部長に就き、その1か月後の2013年5月17日の「役員の異動に関するお知らせ」は、海野光夫が退任すると同時に、吉川博志が取締役兼執行役員・管理本部長に

¹⁷ <http://gendai.ismedia.jp/articles/-/40335?page=2>

昇進することを伝えている。¹⁸ 海野光夫は、5月中旬には6月27日の株主総会において取締役を退任することが正式に決まっていた、その上で6月上旬に告発文を送付しているのだが、吉川博志の管理本部副本部長への昇任人事（4月15日付）を考えると、4月中旬までには約半年間の議論が物別れになり退任する方向に傾いていたのだろう。海野光夫の雪国まいたけ在籍期間は2年10か月だった。

『新潟日報』（2013年11月20日付、朝刊）は、元役員（海野光夫）が大平喜信に28億円の損害賠償を求める株主代表訴訟を新潟地裁長岡支部に起こしたことを報じている。当初は約100億円を請求する予定だったが「社長個人に負債があるため、現実的に支払える額にした」という。海野光夫は「株価の下落を避けるため、固定資産の減損処理を意図的に避け、事実上の債務超過を隠し、コンサルタント委託や納豆工場建設など、収益を生まず経営を圧迫した」と主張している。大平喜信は株価の下落を避けようとしたと海野光夫は指摘している。指摘の根拠は示されていないものの、大平喜信の行動を理解する上で重要と考える。

雪国まいたけの会社の目的の一つが「納豆等大豆食品の製造・加工および販売」である。1988年1月に本社隣接地に納豆工場を新設し、納豆の製造販売を開始し、その後も細々と続けられていたのだろう。2012年3月期の有価証券報告書（事業の状況）には「商品を全面的にリニューアルした「雪国納豆」の売上が増加」という記述があり、納豆・MD工場（新潟県南魚沼市）には約5億円が投下されている。これがここでいう「納豆工場建設」だと推測する。

2014年4月2日のMSN産経ニュースによると、海野光夫は2014年3月18日付で新潟地裁長岡支部に約90億5,000万円の損害賠償を追加提訴している。これで請求額の合計は約120億円となり、当初予定の請求額である約100億円を上回った。海野光夫は取材に対して「消費者や従業員のために正しい経営が不可欠。訴訟を通じて会社の再生に貢献したい」と話したと記事は伝えている。

¹⁸ 吉川博志は1985年にスルガ銀行に入行し、7年間、勤務した後、1992年に株式会社グッチェスに入社している。有価証券報告書の経歴にはこれだけしか書かれていない。グッチェスは神奈川県厚木市に本社を置く、女性用下着類の製造販売会社である。1994年、新案特許や新製品の開発により科学技術庁長官賞を受けている。「グッチェス」や「ミセラン」というブランドがあるのだが、日本ではあまり知られていない。しかし、中国では人気の女性下着ブランドを確立している。グッチェスは1992年に合弁会社「上海達吉斯高級內衣有限公司」を設立し、吉川博志はその社長を務めている。社長に就任した時期はわからないのだが、2007年に社長であったことは確認できる（中小企業診断協会『企業診断ニュース』2007年7月号）。吉川博志は社長就任前から150回以上訪中し「中国市場で競争に打ち勝つには日本的経営手法だけでは限界がある。品質がよく、比較的安価で、納期が守られるよさは維持しながら、戦略指向の欧米流経営手法もとりいれて、言葉の障害や文化の違いがあるので優秀な中国人に任せて現地化を進めるしかない」と語っている。ところが2009年8月にグッチェスは18億円の負債を抱えて破産している（帝国データバンク『全国企業倒産集計』2009年8月報）。吉川博志が入社した翌年1993年のグッチェスの売上高は過去最高の86億円だった。しかし、平成不況は厳しく、2002年から赤字決算が続く、2008年の売上高は9億8,000万円にまで落ち込んでいた。雪国まいたけは2010年に全国紙に2度、幹部候補生の求人広告を出し、400人以上の応募があり、10人以上を採用した。吉川博志はその中の一人だったのだろう。吉川博志は2010年12月に雪国まいたけに入社している。中期経営計画（2010年度－2012年度）の基本戦略の一つが中国におけるこの事業の展開だった。大平喜信は中国ビジネスの拡大を念頭に吉川博志を迎え入れたと推測する。

3.4. 不適切な会計処理が行われた原因

2013年11月5日に公表した調査報告書は不適切な会計処理が発生した原因としてつぎの6項目をあげている。

- (1) 経営者のリーダーシップ
- (2) 経営管理組織の機能
- (3) 幹部社員のコンプライアンス意識
- (4) 業務プロセスにおける内部統制
- (5) 会計監査人に対する対応
- (6) 監査役会の機能

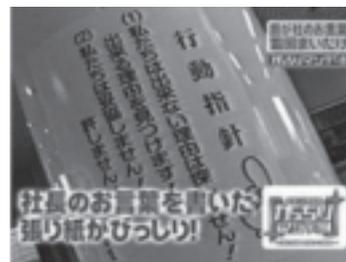
これらは2013年10月18日から2013年11月4日までの2週間ほどの調査だけで明らかになったことではなく、2012年4月の監査役会による意見具申や2013年6月上旬の海野光夫による告発文がベースになっていると推測する。

調査報告書は「経営者の強すぎたリーダーシップによる暗黙の重圧により担当役員または担当者が業績に与える影響を回避した」や「経営トップによる業績維持の圧力が幹部や担当者までに及んでいた」など、経営者個人、すなわち大平喜信の責任を厳しく指摘している。普通は「ワンマン経営」と書くところを「強すぎたリーダーシップ」と表現し、多くのマスコミがこの言い得て妙なフレーズを引用した。

また、調査報告書は「経営管理組織の基幹をなす部長・本部長は短いサイクルで入れ替わっている。幹部といえども定着率が悪く頻繁に退職している事実がある」と指摘している。それは委嘱業務を明確にして迎え入れたであろう海野光夫の担当が短いサイクルで変更されていることにも見て取れるのだが、取締役会の動きからも見ることができる。表2は1994年から2013年までの雪国まいたけのすべての取締役と監査役の就任と退任を示している。これを見ると、思いつきと言われても仕方がないような短いサイクルがある。古くからの役員や実弟の若井猛と大平安夫が退任した2005年あたりから取締役会が不安定になっているといえよう。¹⁹ このことについては第6.1節であらためて取り上げることにする。

そして、調査報告書は「経営理念や行動指針の見直し」に言及し、

社内には、会社の行動指針である「私たちは出来ない理由を探しません！ 出来る理由を見つけます！ 私たちは妥協しません！ 許しません！」が浸透し幹部社員のコンプライアンス意識の低下を招き、リスク管理意識が希薄となっている。



¹⁹ 『日経ビジネス』（1995年7月24日号）によると、実弟の若井猛や大平安夫が退任した後も取締役に就いている高橋育美は、大平喜信が1975年に大平もやし店を開業した六日町の隣人だった。

と指摘している。大平喜信は「社訓は20年前位前に作ったものがあるんだけど、10項目もあって内容がボケているんです。これを覚えるだけで、なかなか心は伝わらない。今の行動指針だと、一個で社訓の何個分もカバーしちゃうわけですよ。言葉が多すぎて、なかなか真意まで伝わらなかった10個の社訓を、ぎゅっと2つに凝縮。こうして2年前に制定したのが、この行動指針でした」という。この行動指針は2005年あたりに策定され、前頁に示している写真のように、会社のあちこちに張り紙されて浸透していった。²⁰

このことについて改善報告書はつぎのような方向で改訂すると書いている。

- a. 会社の方向性（従業員を大切にすなわち会社、法令遵守、堅実な経営）
- b. どの従業員が読んでもわかるような表現にする
- c. 具体的な事例を入れる

そして、改善報告書のフォローアップ（改善措置の実施状況及び運用状況）である「改善状況報告書」には、つぎのように行動指針を改訂したことを報告している。

善なるか
会社のためか
もっといい方法はないのか
私たちは 考えて変わります。

後半は「何事もすぐに出来ないと言えないようにしよう」という意味ならば言い回しを変えただけで、ポイントは前半にあるのだろう。「人の性は悪にして、其の善なる者は偽なり」という『荀子』（性悪篇）の言葉を思い浮かべるのだが、人間は生まれつき利を好むもので、そのままでは悪だから、偽（礼儀）を学びましょうと伝えたいように読める。

調査報告書は「社長は、強いリーダーシップで会社を上場会社にするまでに成長・発展させてきた」と認めつつ、「強くなりすぎたリーダーシップが、自ら構築した組織を軽視する行動や過度の目標設定などにつながり不適切な会計処理を招くに至った面がある」と述べ、

本調査委員会は、不適切な会計処理の発生、その結果により過年度決算訂正に至った事態の重要性に鑑み、特に本事案の発生当初から一貫して経営トップの地位にあった社長の責任は重いと考
え、進退の是非を含む相応の責任の取り方を自ら考え頂く

と大平喜信に対して表舞台から去るように促している。『新潟日報』（2013年11月7日付、朝刊）は、60代の元社員（男性）による「在職中は、社長のリーダーシップが強すぎて風通しの悪さを感じていた。大平さんは社長を退いても何らかの役職で今後も経営に影響を残すのでは」という談話を紹介している。大平喜信は毎朝のジョギングを欠かさず、その走る姿を見て地元の人々は「社長、がんばれ」と声を掛けるという。²¹ 雪国まいたけは地元唯一の上場企業であり、臨時雇用も含めると2,000人ほどを雇用している。雪国まいたけの地元経済への貢献を考えると、罪を憎んで人を憎まずということなのだろう。

²⁰ <http://www.tbs.co.jp/gacchiri/archives/20071118/3.html>

²¹ <http://www.soumunomori.com/column/article/atc-113068/>

3.5. 監査役会の意見具申

調査報告書につきのような文章がある。

監査役会は、2012年4月に社長、取締役及び執行役員宛に監査役の所見として書面による意見具申を行っている。所見の内容は、当社の実情を的確に捉え、コーポレートガバナンス、組織運営問題、資金繰り、会計処理関係、労務安全など多岐にわたる課題について提言している。

所見の中で広告宣伝費の繰延処理は不適切である旨の指摘がなされているが、監査役会の所見は反映されることなく今回の不適切な会計処理に至っている。

監査役会が幅広く当社の課題を提言しているにもかかわらず監査役会の意見を真摯に受け止めることができなかつた社長や取締役のコーポレートガバナンスの認識不足は改めなければならない。

2012年4月当時の監査役は、表1に示している3人（田口喜一と北村計、川村博）と茨木宏隆である。茨木宏隆は1961年に東京大学経済学部を卒業し、古河電気工業株式会社に26年間、山一電機株式会社に8年間の勤務を経て、1996年2月、58歳のとき経理部長として雪国まいたけに入社し、その年の6月に取締役就任し、管理本部長や総務部長を歴任し、2000年6月に監査役に就任している。田口喜一は1990年に42歳で雪国まいたけに入社し、1996年に経理部長兼財務課長に、2006年に企画管理部長代理兼財務課長に、というように経理・財務畑を歩み、2008年3月に雪国まいたけを一度、退社し、2010年6月に監査役に就任している。北村計は南魚沼郡大和町議会議員を経て、2002年6月に監査役に就任している。川村博は先に書いたように2011年6月に有限責任監査法人トーマツの代表社員を退いて監査役に就いている。

意見を具申した2012年4月当時の監査役会は、常勤監査役の茨木宏隆と田口喜一、社外監査役の北村計と川村博の4人で構成されていた。茨木宏隆は1996年から1999年までの4年間を取締役として、2000年から2012年までの13年間を監査役として、合わせて17年間、雪国まいたけの経営に関与してきている。その間、経理部長や管理本部長を歴任していることから「不適切な会計処理」の全貌を知り得る地位にあった。また、田口喜一は社員として18年間、監査役として3年間、雪国まいたけの経理・財務に携わっていた。おそらく茨木宏隆とは上司と部下という関係の時期もあつただろう。

2013年11月5日に公表した調査報告書が「監査役会の意見を真摯に受け止めることができなかつた社長や取締役のコーポレートガバナンスの認識不足」を指摘する一方で、2013年11月28日に東京証券取引所に提出した改善報告書は「監査役会は、意見具申の内容について経営会議、取締役会の議題として取り上げ、十分検討してもらうまで提起すべきであった」と取締役会に対する監査が十分に機能していなかつたと問題視している。このことは海野光夫が2013年6月上旬に送付した告発文においても指摘されていたのではないだろうか。海野光夫は2012年4月当時、執行役員だった。したがって2012年4月の監査役会の意見具申を読んでいるはずだ。そして、「監査役会は、意見具申の内容について経営会議、取締役会の議題とし

て取り上げ、十分検討してもらうまで提起すべきであった」という思いを強く持ったのではないかと推測する。

茨木宏隆は2013年4月30日付で健康上の理由により辞任している。そのため海野光夫が2013年6月上旬に送付した告発文を受け取っていない。2012年4月当時、監査役会と海野光夫は問題意識を共有していたと考えられるのだが、茨木宏隆が抜けた監査役会(表1に示した3人)は、2013年6月あるいは7月の海野光夫による役員への損害賠償請求を棄却している。ここでも監査が十分に機能していたとはいえない。2013年4月30日付で監査役を辞任した茨木宏隆が2012年4月の意見具申を先導したのだろう。茨木宏隆は、2013年4月中旬よりも前に、海野光夫が取締役を辞任し、株主代表訴訟も辞さない覚悟であることを知り、「意見具申の内容について経営会議、取締役会の議題として取り上げ、十分検討してもらうまで提起すべきであった」責任を取って辞任したのではないかと考える。

『新潟日報』は、2013年11月8日、辞任を表明した直後の大平喜信を取材し、翌日の朝刊1面に「私の指示ではない」と題して報じた。大平喜信の言い分は「私はキノコを作ることは得意だが、会計のことは明るくない。会計士などもいるのだから、私が(不適切な会計処理を)指示したとしても通るわけがない」、「部下がやった」だった。そして、辞任を決断した理由について「資産を実際よりも多く表示してしまった。私の指導管理ミスであり、指導不足を認めざるを得ない。(調査)報告書を尊重して、経営者として責任をとらなければいけない」と語った。『日本経済新聞』(2013年11月15日付、朝刊、新潟経済)は、上場企業のトップとして説明責任を果たしていないと大平喜信を厳しく断罪し、「消費者が口にする食品を扱う立場からも、自らの口で詳しく事情を説明すべきだ」と揶揄している。

4. 雪国まいたけのコーポレート・ファイナンス

4.1. 株式公開

1992年7月、新潟証券取引所は「地域産業育成部」を新設した。札幌や京都、広島、福岡の地方証券取引所も同じように「地域産業育成部」を新設し、それらは「地方2部市場」と位置付けられた。上場企業を増やそうと、審査対象期間を過去3年から過去1年に短縮し、無配でも上場を認めるなど、基準はさまざまに緩和された。その中でも、同族企業にとっては、公開時株主数を400人以上から300人以上に引き下げたこと、上場後、初めての決算期の少数特定者持株比率を70%以下から80%以下に緩めたことの恩恵は大きかっただろう。

『日本経済新聞』(1993年1月23日付、朝刊、新潟経済)は、雪国まいたけが「地域産業部育成銘柄」への上場候補として有力であると報じた。当時、「知名度を向上させて全国展開するには、地方証取よりも店頭公開のほうが有利」で「地方の証取は商いが閑散なうえ株価が乱高下しがちで、企業イメージにはマイナス」といわれていた。^{22 23} そんなこともあり、雪国まい

²² 『日経金融新聞』(1994年4月19日付)。

²³ 『日本経済新聞』(1985年8月20日付、朝刊、新潟経済)は新潟証券取引所の商いの閑散ぶりを伝えている。新

たけは、当初、店頭登録を考えていた。しかし、バブル崩壊による証券市場の悪化から公開待ちになる懸念があり、「将来は東証へ上場するつもりだし、店頭公開にこだわっていたら事業に支障をきたす恐れがあった」ため、「地域産業部育成銘柄」への上場を考え始めた。²⁴そして、その1年後、『日本経済新聞』（1994年1月25日付、朝刊、新潟経済）はその上場が確実になったと伝えた。

1994年3月11日、雪国まいたけは、全国初の「地域産業部育成銘柄」として、新潟証券取引所の地域産業育成部に上場した。大平喜信は、「1次産品の上場企業は全国でも珍しいですね」と話しかけられ、「キノコを人工栽培する会社が珍しいのか、バラエティ番組にも度々取り上げられるなど、知名度が飛躍的に高まった。社員、特に中堅の士気が向上したことも強く感じる。新卒、パートを問わず採用活動もスムーズになりそうだ」と答えている。²⁵また「上場は資金調達で利点大きい」とも語っている。²⁶初日の終値は3,840円（1株当たり純資産は518円）で、雪国まいたけは時価総額363億円の上場企業になり、大平喜信は法人名義分も合わせると220億円を超える株長者になった。『日経ビジネス』（1995年7月24日号）によると、大平喜信は1994年の新潟県の高額納税者において、ヨネックス会長の米山稔に次ぐ第2位で、納税額は約1億3,000万円だった。

4.2. 株式公開以前の資金調達

雪国まいたけは株式公開以前、どのように資金調達していたのだろうか。1994年3月期の有価証券報告書（最近6事業年度の推移）から総資産と純資産、株主資本比率を書き出すとつぎのようになる。

	総資産（百万円）	純資産（百万円）	株主資本比率（%）
1989年6月期	2,995	572	19.1
1990年3月期	6,272	1,825	29.1
1991年3月期	6,591	1,866	28.3
1992年3月期	8,304	3,242	39.0
1993年3月期	8,593	3,449	40.1
1994年3月期	11,672	4,889	41.9

純資産の増加から1990年3月期と1992年3月期に増資していると推測できる。純資産が1989年6月期から1992年3月期までの間に約27億円増加し、同じ期間に総資産が約53億円増加している。その差約26億円が負債の増加になる。

新潟証券取引所に単独上場している「新潟三越」が、3月25日以来、久しぶりに値がついた。親会社の三越や金融機関が全株式の75%を所有しているために浮動株が少ないという事情はあるものの、「これほど長期間、出来値がつかなかった」ことは証券取引所にとっても珍しかったようだ。

²⁴ 『日経金融新聞』（1994年4月19日付）。

²⁵ 『日本経済新聞』（1994年6月6日付、朝刊）。

²⁶ 『日本経済新聞』（1994年3月12日付、朝刊、新潟経済）。

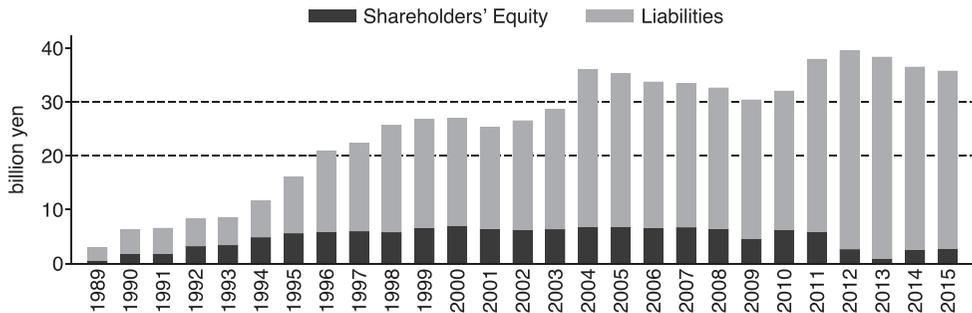


図2. 雪国まいたけの総資産と資本構成.

大平喜信は「株式公開を決断したのは1988年のことだった」と語っている。²⁷ 株式公開はベンチャー・キャピタル、日本合同ファイナンスとの申し合わせであり、共有するシナリオだった。株式公開を前提にして日本合同ファイナンスから資金調達し、「株式公開のメリットを先取りして」設備投資に向けた。1994年3月期の有価証券報告書（資本金の推移）を見ると、1989年11月に4億8,000万円、1990年3月に5億7,400万円を資金調達している。合わせて約11億円である。また、1991年9月20日には新株引受権付社債の新株引受権の一括権利行使により約14億円（資本金の増加額は744,250,000円）を資金調達している。

雪国まいたけは、ベンチャー・キャピタルからの株式による資金調達と時期を同じく、つぎのように無担保社債を発行している。

	発行年月	償還年月	発行総額（百万円）
第1回無担保社債	1989年9月	1993年9月	292.5
第2回無担保社債	1989年11月	1994年9月	510.0
第3回無担保社債	1990年3月	1995年3月	592.8

これら3回の発行総額は約14億円である。1989年6月期から1992年3月期までの負債の増加額、約26億円のうちの約14億円が社債による資金調達である。

このように、雪国まいたけは株式公開以前、株式と負債を組み合わせて資金調達していた。決して銀行借入一辺倒ではなかった。株式公開を意識して、株主資本を多くし、株主資本比率を高めようと考えたのだろう。

1994年3月期は株式公開直後である。純資産の増加額から約14億円を株式市場から資金調達していることがわかる。一方で、総資産が約31億円、増加しているから、負債が約17億円、増加していることになる。雪国まいたけは1994年3月期に約12億円、長期借入により資金調達している。第四銀行から6億円、新潟中央銀行から6億円である。

²⁷ 『日本経済新聞』（1996年7月30日付、朝刊、新潟経済）。

表 3

雪国まいたけの銀行からの長期借入金の主な借入先とその借入額

この表は有価証券報告書（主な資産及び負債の内容（単体））における「長期借入金」に基づいて作成している。数値の単位は百万円である。みずほは 2002 年までは日本興業銀行だけを、2003 年からはみずほ銀行を記載している。三井住友は住友銀行からの借入を、りそなはあさひ銀行からの借入を遡って記載している。なお、2014 年 3 月期の有価証券報告書には該当する情報開示がない。

3 月期	A 期末残高	B 1 年以内	B/A %	C 第四銀行	C/A %	新潟中央	みずほ	三井住友	りそな
1994	5,292	489	9.2	3,142	59.4	1,240			
1995	8,208	687	8.4	3,833	46.7	2,070	474		32
1996	11,618	1,317	11.3	5,413	46.6	2,551	1,330		426
1997	12,355	1,214	9.8	5,458	44.2	2,603	1,343	100	491
1998	12,697	1,344	10.6	4,917	38.7	2,467	1,644	323	740
1999	13,882	1,774	12.8	5,284	38.1	2,324	2,022	429	872
2000	12,623	1,903	15.1	4,556	36.1	2,073	1,893	377	792
2001	10,989	1,858	16.9	4,012	36.5	破綻	1,783	425	1,097
2002	12,813	2,711	21.2	4,155	32.4		1,818	753	981
2003	12,316	2,628	21.3	3,869	31.4		2,736	992	865
2004	16,595	3,629	21.9	3,156	19.0		2,167	4,031	1,449
2005	15,976	4,011	25.1	2,784	17.4		2,136	3,414	1,234
2006	14,246	4,617	32.4	2,470	17.3		2,090	2,797	1,293
2007	12,213	4,418	36.2	2,314	18.9		1,889	2,182	1,252
2008	13,741	4,568	33.2	2,603	18.9		2,587	1,872	1,095
2009	12,946	4,446	34.3	2,567	19.8		3,051	1,217	884
2010	11,238	4,124	36.7	2,657	23.6		2,760	684	862
2011	15,584	4,284	27.5	3,322	21.3		3,426	1,946	1,256
2012	18,750	5,092	27.2	4,335	23.1		3,374	2,547	1,095
2013	18,587	5,211	28.0	5,573	30.0		3,547	3,605	786
2014	17,499	7,497	42.8						

4.3. 株式公開以後の資金調達

図 2 は 1989 年から 2014 年までの 26 年間のバランスシートの右側を示している。棒グラフの高さは総資産を表している。総資産は、株式公開するまでの 5 年間に約 30 億円から約 110 億円まで増加している。1994 年には 110 億円、その後、1996 年には 200 億円を上回り、2004 年には 300 億円を超えている。これらの増加は固定資産の増加に呼応している。1994 年に約 90 億円だった固定資産は 1996 年には約 162 億円で、2004 年には約 243 億円に増加している。過剰投資ではないかと危惧された。しかし、純資産は 1994 年からほとんど増減なく推移している。雪国まいたけは株式公開以後、一度も株式市場から資金調達することなく、総資産の成長をすべて負債（その大部分が銀行借入）で賄っている。²⁸

表 3 は長期借入金の残高と主な借入先を示している。1994 年から 1996 年までの 2 年間に

²⁸ Cronqvist, Makhija, and Yonker (2012) は企業の財務行動（レバレッジの選択）と CEO 個人の財務行動の間には正の相関があると報告している。

長期借入金の残高は約 53 億円から約 116 億円に倍増している。大平喜信が言った「上場は資金調達で利点が大い」とは銀行からの信用供与を受けやすくなったということだ。1994 年の長期借入金残高、約 53 億円のうち約 31 億円を第四銀行から借り入れている。その比率は約 60% である。2 年間の長期借入金の増加額、約 63 億円の借入先を見ると、第四銀行が 23 億円と最も多く、新潟中央銀行が約 14 億円、みずほ（日本興業銀行）が約 13 億円と続く。

このような株式公開後の借入先の多様化は Pagano, Panetta, and Zingales (1998) も指摘している。多様化が進んだ 2000 年代半ばには第四銀行の貸出占有率は 20% を下回るまでに低下し、年によってはみずほ銀行や三井住友銀行が筆頭借入先になることもあった。『日本経済新聞』（1999 年 1 月 6 日付、朝刊、新潟経済）は「マイタケ市場の成長性に加え、技術力や大平社長の先見性、カリスマ性が高く評価されたからにはほかならない」と解釈している。「巨額の先行投資を必要とする設備集約型の産業」では「本来、銀行との密接な関係があつてしかるべき」といわれる。2012 年 2 月に会社更生法の適用を申請したエルピーダメモリの社長、坂本幸雄が後日談として「しっかりしたメインバンクがあれば、苦しいときに支えてくれたかもしれない。各銀行との等距離外交は私の判断ミスだった」と述べている。²⁹ 借入先の多様化にはコストが伴うのである。

銀行との関わりについて、大平喜信は『日経ビジネス』（2002 年 7 月 15 日号）において興味深い話をしている。売上高が 20 億円のところに 23 億円かけて本社ビルを作ろうとしたら、メインバンクがモノを生まない本社にカネをかけるのは非常識だと猛反対し、メインバンクを降りてしまったという。有価証券報告書（沿革）によると 1986 年 6 月に本社新築と書かれていることから、この話はそれよりも数年前の出来事なのだろう。雪国まいたけは関越自動車道の六日町インターチェンジ近くに 13 階建ての本社を構えた。大平喜信は「信用力のない会社にとっては、これも大事な投資なんです。実際、社員のモラルが上がったし、新卒の採用でも親はこの職場を見れば安心するんです」と本社ビルの効用を語っている。撤退したメインバンクがどの銀行なのかを確認することはできないのだが、雪国まいたけが創業してから数年後にメインバンクを変更しているとする、内田（2010、290 頁）が「新規に借入を行おうとする企業は、まずは信用金庫や信用組合から借入を行うが、成長し、良い企業であるという評判を確立するに従って、これらの金融機関から卒業し、より規模の大きな地方銀行、さらにはメガバンクからの借入に移行していく、といわれる」と述べているように、事業規模の拡大に応じたメインバンクの変更ということも考えられる。

表 3 において注目すべきは長期借入金に占める、短期借入金に含まれる 1 年以内に返済する長期借入金の割合である。この割合が高いということは、長期借入金の借入期間が短くなっていること、すなわち負債の満期構造の短期化を意味する。加えて、長期借入金の残高が変わらないということは借入をロール・オーバーしていることを意味する。2006 年から 2010 年の資金繰りはまさに綱渡りで、Gopalan, Song, and Yerramilli (2014) が指摘するように、信

²⁹ 『日本経済新聞』（2015 年 2 月 3 日付、朝刊、一目均衡）。

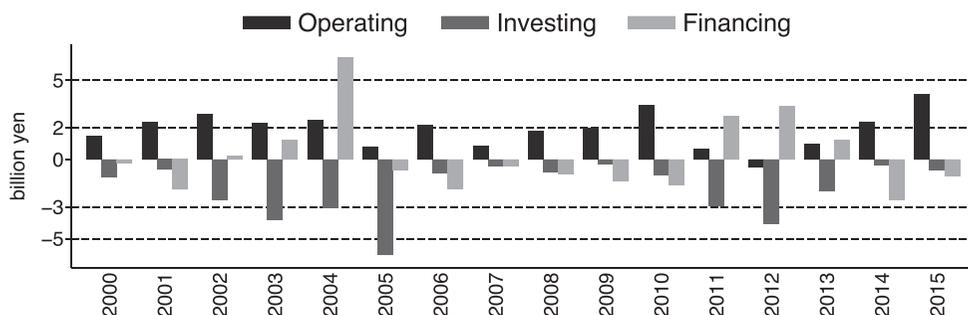


図3. 雪国まいたけのキャッシュ・フロー。

用に直結するロール・オーバー・リスクが高まっていた。

図3に示すキャッシュ・フローを見ると、投資活動によるキャッシュ・フロー（Investing）に見合うほど営業活動によるキャッシュ・フロー（Operating）は多くなく、長期借入金は「根雪」のように残る。中小企業金融においていわれる「擬似資本」である。『日本経済新聞』（2014年12月1日付、朝刊）は、地域金融機関が地元融資を拡大しやすい環境をつくるために、金融庁が1年以内に借り換える融資契約である「短期継続融資」を「不良債権ではない」と明確にし、金融機関に伝えたことを報じた。金融庁は、事業が頓挫して返済見込みがない場合は不良債権として査定する必要がある、このような融資を「根雪融資」とよび、「擬似資本」としての「短期継続融資」と区別している。これまで「短期継続融資」は金融検査マニュアルにおける取り扱いが不明確で、「擬似資本」という言葉はネガティブな印象を与えてきたが、これからは違ってくるのかもしれない。

4.4. 創業者一族の株式所有比率

雪国まいたけはなぜ株式市場から資金調達しようとししないのだろうか。そこには所有と経営が一体化している同族企業の特徴があると考えられる。³⁰ 雪国まいたけは、株式公開前の1991年9月20日に新株引受権付社債の新株引受権の一括権利行使により、373,744株を発行し、約14億円（資本金の増加額は744,250,000円）を資金調達している。これにより株主資本比率は28%から39%に上昇した。いわゆる財務基盤を強くした。しかし、それ以上に株主構成を強くした。

資本金500万円で設立された司興業株式会社が、1991年4月1日に744,250,000円を増資した上で、株式会社雪国まいたけを存続会社として合併している。増額された資本金が符合することから、1991年9月20日の新株引受権付社債の新株引受権の一括権利行使は司興業

³⁰ Malmendier, Tate, and Yan (2011) は、経営者の特性 (characteristics) が資金調達方法の選択に与える影響を検証している。株式が過小評価されていると考える自信過剰な経営者は株式による資金調達を回避しようとする傾向がある。

表 4
雪国まいたけの主要な大株主の株式所有比率の推移

() は大平喜信との関係を示している。

	1995	2000	2005	2010	2013	2014
創業者一族						
有限会社大平商事	41.2	41.1	36.0	32.3	32.3	32.3
大平喜信	21.8	22.5	22.2	19.2	20.0	20.0
大平洋一(長男)	2.0	2.0	2.0	1.7	1.8	0.9
大平正夫(実弟)	1.8	2.2	1.9	2.2	2.3	2.3
若井猛(実弟)	1.8	2.3	2.4	2.5	2.5	2.5
大平安夫(実弟)	0.9	1.3	1.2	1.0	0.9	0.8
大平秀子(妻)		1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
大平仁太郎		0.8	0.8			
大平ヨシトミ		0.7	0.7		0.7	0.7
計	69.5	74.1	68.4	60.1	61.7	60.8
その他の関係者						
従業員持株会	1.4	1.0				
第四銀行			0.7			0.7
大和ハウス				4.6	4.6	4.6

株式会社との関係と推測できよう。一括権利行使直前の発行済み株式数は1株の券面額を500円とすると531,000株である。一括権利行使の結果、発行済み株式数は904,744株に増え、新規に発行された373,744株はその41.31%に当たる。この比率は、1994年3月期の有価証券報告書(大株主)に示されている筆頭株主、有限会社大平商事の株式所有比率の41.18%に近い。数字の符合からの推測だが、同族の株式所有比率を確保するための資本政策だったのだろう。

雪国まいたけの主要な大株主の株式所有比率の推移を表4に示している。創業者一族の株式所有比率は、ここ近年は有限会社大平商事の株式所有比率の減少により60%前後に低下しているものの、かつては70%を超えていた。海老原・久保田・竹原・横田(2011)のアンケート調査に照らすと、60%前後でも十分に高い比率である。2013年11月28日に東京証券取引所に提出した改善報告書は「オーナーシップの問題」として「(星名光男が代表取締役を務める)当社は、創業者兼大株主の影響を受けないようにするため、適度な出資割合まで引き下げていく方向で交渉を行ってまいります」と述べている。表4に示しているように、創業者兼大株主、すなわち大平喜信は法人名義を合わせると52.3%の株式を所有している。

4.5. 株式分割

雪国まいたけは1994年に新潟証券取引所に上場して以降、一度も株式市場から資金調達していない。その一方で、つぎのように上場直後から株式分割を繰り返している。

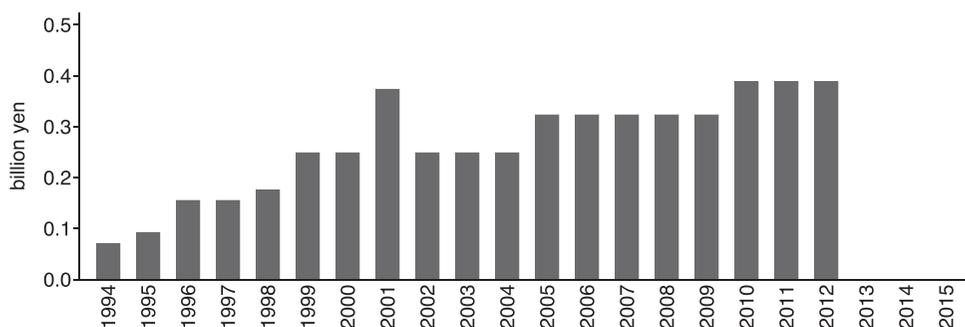


図 4. 雪国まいたけの配当総額。

1994年5月	1株 → 1.3株	1.3株
1995年5月	1株 → 1.3株	1.69株
1996年2月	1株 → 1.3株	2.197株
1999年2月	1株 → 1.2株	2.6364株
2005年2月	1株 → 1.3株	3.42732株
2009年4月	1株 → 1.2株	4.112784株

繰り返しの株式分割により、上場直後の1株は4.11株になっている。一般に、株式分割の目的は株式価格を引き下げて、市場の流動性を高めるためだといわれる。雪国まいたけは、2005年2月は「株式の流動性向上を図り、個人投資家層の拡大を目的とすると共に、新設しましたぶなしめじ及びもやし栽培工場が順調に稼動したことを踏まえ、株主の皆様への還元を行う」ため、2009年4月は「株式の流動性向上を図るとともに、当社の設立25周年を記念して」と述べている。「株主の皆様への還元」や「設立25周年を記念して」という意味は、1株当たりの配当を変えなければ、株主にとっては望ましいということだろう。図4に示す配当総額は、2001年の東証2部上場記念配当(1株当たり5円)を除いて、株式分割に合わせて増加している。そして大株主である創業者一族の受け取りもまた増加している。

2012年5月2日、雪国まいたけは「平成24年3月期配当予想の修正に関するお知らせ」を発表した。そこにつぎのような文章が書かれている。

当社筆頭株主である有限会社大平商事、当社代表取締役社長大平喜信、当社孫会社である有限会社今町興産代表取締役社長若井猛、当社常務取締役大平正夫、当社子会社である株式会社トータク代表取締役社長大平安夫の当社創業者一族各氏から当社取締役会に対し、配当が実施された場合は、経営不振の責任を感じ、当該配当を辞退したい旨の申し出がありました。当社といたしましては、この申し出を受け入れることとし、平成25年3月期が当社創業30年の節目の年であることから、前記の配当辞退があった当社創業者一族各氏を除く一般の株主の皆様には、創業30年記念配当として6円を加え年間配当金10円といたしたく存じます。

辞退される配当は、配当総額、3億6,000万円の60%と計算すると2億2,000万円である。ところが、皮肉なことに、「過去決算の修正により、2012年3月期は配当可能剰余金がゼロ

となり、2012年3月期に実施した株主配当金133百万円は、全額違法配当の状態」だった。2014年5月8日の「特別利益計上の件」において、

平成25年11月14日付「過去の剰余金の配当に関する件」にてお知らせした、平成24年3月期（第29期）にかかる分配可能額を超える剰余金の配当額金額1億3300万円（1株あたりの配当額10円）に関し、当社は、平成24年3月期の配当を決議した関連役員より補填を受けることになっております。当社は、本日開催の取締役会で、本補填金1億3300万円を平成26年3月期の特別利益に計上することを決議しましたのでお知らせいたします。

と報告している。創業者一族は自らへの配当を辞退した上に、補填のための支払いをしている。大平喜信は「決算訂正により2年前の配当が違法とされ、1億円余りの賠償を求められたことが許せなかったようだ」³¹。

配当を辞退することが経営陣としての責任を取っていることにはならず、まずは報酬を減らすべき、6円の記念配当は止めるべき、あるいは一般の株主も一律に無配にすべきと考えるのだが、「経営者や創業者一族が、真摯に会社を運営していこうという気持ちの現れ」という見方が強いのだろう。2013年には、6月5日にはアムスク（証券コード7468）が、8月20日には三栄建築設計（証券コード3228）が、同じように経営者でもある筆頭株主が配当辞退を申し出ている。

5. 雪国まいたけとホクト

この節では、雪国まいたけはどのように経営されてきたのかを考察する。対象期間は1994年から2014年までの21年間である。比較対象として、信越きこ戦争の宿敵で、長野市に本社を置くホクト株式会社（以下、ホクトと書く）を取り上げる。両社は同じような時期にキノコの人工栽培に着手し、大量生産に成功し、業績を上げ、株式を公開している。

5.1. ホクト

キノコ栽培における菌床栽培の普及には種菌企業が重要な役割を果たしていた。菌床栽培とは、オガクズなどの木質基材に米糠などの栄養源を混ぜて固めた人工の培地に種菌を接種し、施設内において菌を蔓延させてキノコを発生させる方法である。種菌企業には、森産業のような創業時からの専業企業と異業種からの参入企業がある。後者の例としては、ユニチカやカネボウが繊維産業からの参入企業で、キッコーマンやヤクルト、明治製菓、タカラバイオが食品産業からの参入企業である。ヤクルトやキッコーマン、明治製菓は種菌部門を森産業に譲渡して撤退したが、ユニチカはハナピラタケを栽培して健康補助食品の原料にし、タカラバイオはホンシメジやハタケシメジの種菌を雪国まいたけに販売した。松尾（2010）は、資本に恵まれた異業種からの参入企業が栽培技術や種菌開発を先導したことがキノコ産業の発展要因だった

³¹ <http://facta.co.jp/article/201408024.html>

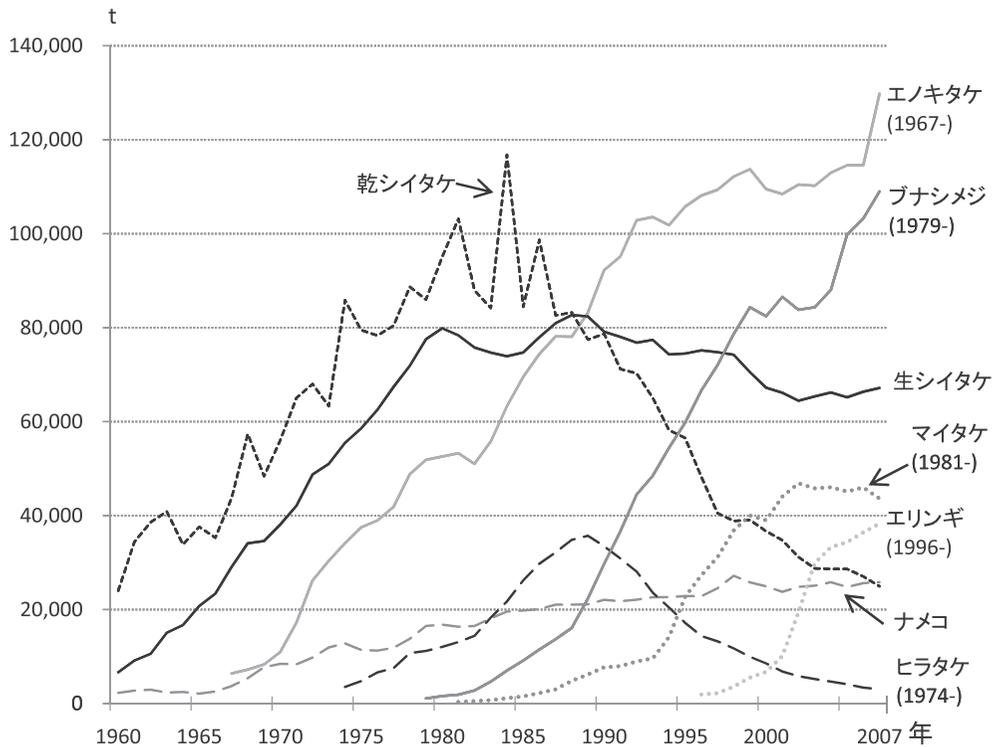


図5. 日本におけるキノコ類生産量の推移（1960–2007年）。

松尾（2010，第1図）を再掲している。

と論じている。

ホクトはもともとはキノコ栽培用資材のトップ・メーカーだった。1983年に「きのこ総合研究所」を設立し、キノコの新品種の開発から製造・販売までの事業を開始した。キノコ生産者は種菌の開発を専門業者に委ねるのが一般的であるが、ホクトは研究開発に精力的に取り組んだ。『日経産業新聞』（1998年1月6日付）によると、きのこ総合研究所は著名なキノコ研究家を招き入れ、キノコ研究専門の新卒を採用する民間では異例の研究施設だった。異なる品種を交配したり、細胞を融合させるバイオテクノロジーを駆使して、1986年にエノキダケの新品種（種菌）を開発した。全国各地の農家が、形状が良く、味や歯触りも良く、根本まで食べられるホクトのエノキダケ種菌を使うようになり、そのシェアは80%を超えた。1991年には栽培サイクルが短く、特有の苦みがないブナシメジの新品種を開発している。ホクトはエノキタケやブナシメジを中心に業績を伸ばし、1994年11月に店頭市場に株式を公開した。その後、東京証券取引所の基準が緩和され、1999年11月に東証2部を経ないで直接に東証1部に上場している（雪国まいたけは1994年3月に新潟証券取引所に、2000年3月に東証2部に上場）。

図5に示すように、1990年頃までのキノコの国内消費量は多い順番に、シイタケ、エノキダ

表 5

ホクトの 2013 年 6 月の取締役会

役職	氏名 (年齢)	略歴
代表取締役社長	水野雅義 (48 歳)	創業者の長男
専務取締役 (管理本部長)	高藤富夫 (58 歳)	山一証券 (1998 年 4 月入社)
専務取締役 (きのこ販売本部長)	小松茂樹 (62 歳)	八十二銀行 (2000 年 4 月入社)
常務取締役 (経営戦略本部長)	森正博 (61 歳)	八十二銀行 (2005 年 2 月入社)
取締役 (きのこ生産本部長)	玉木敏明 (58 歳)	1977 年 4 月入社
取締役	西村太計志 (62 歳)	1971 年 4 月入社
取締役	重田克己 (57 歳)	みずほ証券 (2007 年 10 月入社)
(社外) 取締役	北村晴男 (57 歳)	弁護士法人北村法律事務所代表弁護士
(社外) 取締役	小竹貴子 (41 歳)	クックパッド株式会社執行役
常勤監査役	渡辺淳一 (71 歳)	長野信用金庫 (1995 年 10 月入社)
(社外) 監査役	更級尚 (68 歳)	八十二銀行常務取締役
(社外) 監査役	松橋達生 (48 歳)	トライアン株式会社取締役副社長
(社外) 監査役	市岡武久 (71 歳)	長野県信用組合常務理事

ケ、ヒラタケ、ブナシメジ、ナメコ、マイタケだった。ホクトは 3 位のヒラタケではなく、4 位のブナシメジに着目した。1970 年に宝酒造がブナシメジの種菌の人工栽培に成功し、それを JA 長野経済連が独占購入し、農家に供給していた。ホクトはその農家に資材を販売していた。ホクトは「ブナシメジは (調理がしやすく) ヒラタケに比べ日持ちが二倍。将来の需要は十分あり、生産規模の拡大で収益が確保できる」と確信し、ブナシメジの種菌を自社開発して参入した。『日経産業新聞』(2000 年 9 月 5 日付)によると、ホクトのブナシメジを長野県で見かける機会は少なかったという。ホクトが、ブナシメジの国内シェアの 60% 近くを握っている JA 長野経済連との直接衝突を避けたからだ。その結果、ホクトは北海道や九州など JA 長野経済連の影響力が及ばない地域に生産拠点を設けることになり、それが全国展開を促進させた。

ホクトはヒラタケ科ヒラタケ属のキノコの一種である「エリンギ」や白いブナシメジ「ブナピー」などのヒット商品を世に出している。ホクトが知られるようになったきっかけは、2002 年に社名をホクト産業からホクトに変更し、新しいロゴマークを導入し、キノコをキャラクターにしたイメージ・ソングとして「きのこの唄」を採用し、8 億円を掛けてテレビ CM で放映するようになってからだ。³² 商品パッケージのデザインも統一するブランド戦略が功を奏し

³² 『日本経済新聞』(2002 年 12 月 19 日付、朝刊、長野経済)によると、2002 年 8 月に博報堂が発表した消費者アンケートにおいて、「知っているきのこメーカー」という問いに対して、雪国まいたけが 93% である一方で、ホクトは 16% でしかなかったことに、ホクトの社長、水野正幸は愕然としたという。雪国まいたけは、五泉工場増設によりマイタケの増産体制が整ったことから、郷ひろみを起用したテレビ CM (博報堂が作成) を流し、飛躍的に知名度を高めていた。そこでホクトは急速「きのこの唄」を作成し、8 億円を投じてテレビ CM を開始した。「きのこの唄」は「きのこのこのこげんきのこエリンギマイタケブナシメジきのこのこげんきのこおいしいきのこはホクト」という歌詞である。博報堂が作詞したといわれている。「きのこの唄」は、テレビ CM だけでなく、スーパーの売り場でも小型テレビで流された。その結果、携帯電話の着メロでも人気が出た。『日経金融新聞』(2003 年 5 月 30 日付)によると、「たった一年で (ホクトの) 知名度が四倍になった」。ホクトのテレビ

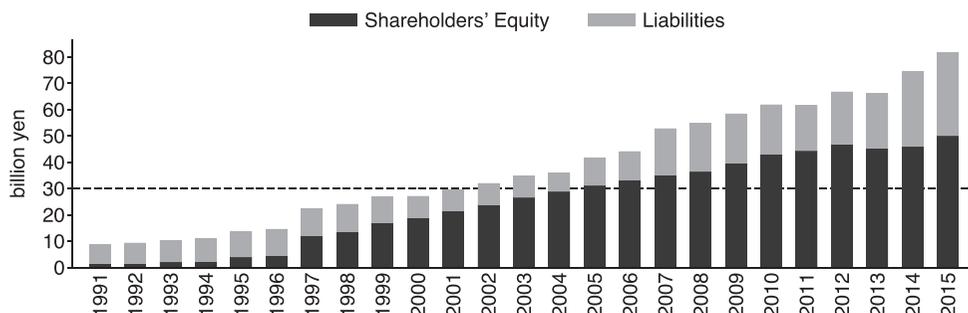


図 6. ホクトの総資産と資本構成。

たといえよう。

表 5 は 2013 年 6 月のホクトの役員の状態を示している。役員構成を見ると、生産部門は生え抜きが、管理部門は金融機関出身者が占めている。³³ 表 1 に示した雪国まいたけとは大きく異なっている。代表取締役の水野雅義は創業者、水野正幸の長男で、2 代目の社長である。創業者の水野正幸は 1940 年に長野県千曲市で生まれ、高校卒業後、食品問屋の勤務を経て、1964 年に包装資材の販売会社を設立した。「日本製キノコのポテンシャルは大きい」と言い続け、東京証券取引所での決算会見には必ず自社のキノコ製品を持参した。近代日本画のコレクターとしても知られていて、2002 年、長野市に横山大観や菱田春草、下村観山などを展示した水野美術館を設立している。

水野正幸は 2006 年、66 歳で会長に退き、41 歳の長男、水野雅義が社長に就いている。水野雅義は 1990 年 4 月、青山学院大学経営学部を卒業後、ホクトに入社し、1995 年に常務取締役役に就いている。その後、1997 年に専務取締役、2005 年に取締役副社長というように昇格し、要職を歴任しながら帝王学を学んできた。なお、水野正幸は 2009 年に 69 歳で死去している。表 1 に示したように、雪国まいたけは大平喜信が 65 歳、長男の大平洋一が 39 歳であるから、2013 年 6 月は、そろそろ長男が社長に就任する時期を迎えていたともいえよう。

図 6 は 1991 年から 2014 年までの 24 年間のバランスシートの右側を示している。棒グラフの高さは総資産を表している。ホクトの株式公開直後の 1995 年を図 2 に示した雪国まいた

CM については、2013 年 10 月、「奥さん。普通のキノコと立派なキノコ、味がいいのはどっち」という扇情的なテレビ CM は苦情が多く、放送中止になった。しかし動画サイト YouTube にアップされ、「普段食品スーパーに行かない男性や 10 代の若い世代」が見たことから話題になり、テレビ CM を超えてみんなが知ることになった。ホクトは「テレビ CM の放映前に社長を交えた役員会で内容について確認し、「少しやり過ぎではないか」という声も挙がったが、多少のリスクを躊躇しては生まれ変わらない」という危機感から放映に踏み切った。「ホクトの名前を覚えてもらうことができた」とすると、今回もまたテレビ CM に助けられた。(日経ビジネスオンライン <http://business.nikkeibp.co.jp/article/topics/20131118/255999/>)

³³ 取締役の中に金融機関出身者がいることの影響については Güner, Malmendier, and Tate (2008) が検証している。その影響は小さくなく、金融機関出身者が出身母体（債権者）の意向に則した意思決定に傾く可能性について注意を促している。また、Custódio and Metzger (2014) は、CEO がファイナンスの実務経験を持つかどうか財務政策に影響を与えていることを報告している。

と比べると、ホクトの総資産が約 135 億円に対して雪国まいたけは約 161 億円、ホクトの株主資本比率が約 30% に対して雪国まいたけは約 35% である。両社に大きな違いはない。しかし、その後の推移はまったく違っている。ホクトは、1996 年と 1998 年に公募による資金調達を実施し、株主資本を厚くしながら総資産を成長させている。³⁴ 2014 年には総資産が約 744 億円、株主資本比率は 62% である。ブナシメジの量産には大規模な設備が必要だった。ホクトはその資金を資本市場から調達した。ブナシメジ生産のライバルである農協はそのような機動的な資金調達ができなく、ホクトにシェアを奪われた。³⁵ ホクトと雪国まいたけは同業であるからビジネスが直面する環境には共通点が多いだろう。どのように企業経営（資金調達）するのかの違いが、バランスシートにこれだけの違いを生んでいる。

5.2. 信越きのご戦争

まずは出来事を時系列に見ていこう。

1996 年 2 月：ホクトが瓶栽培用のマイタケの新しい種菌を開発 『日経産業新聞』（1996 年 2 月 27 日付）は、ホクトが瓶栽培用のマイタケの新しい種菌「ホクト・マイタケ 95 号」を開発したと報じた。当時のマイタケ栽培は袋で栽培していた。ホクトは自らが生産販売するのではなく、栽培に必要な機械や資材と組み合わせて農家に販売しようとしていたのだが、マイタケの栽培農家が増えることは雪国まいたけに脅威を感じさせただろう。

1996 年 5 月：一正蒲鉾がマイタケの生産販売に進出 同じ 1996 年、水産練り物を主力とする一正蒲鉾は「練り製品と同時配送」できることに着目し、マイタケの人工栽培と販売に乗り出した。マイタケを配送する適温はかまぼこなどの練り製品と同じセ氏 5 度から 10 度で、倉庫やトラックなどを共用でき、一括納入できる。1 年半ほど前から本社敷地内の研究棟で量産体制を試行し、1996 年 3 月、目処が立ったことからマイタケ事業を担当するバイオ事業部を新設した。

2000 年 11 月：ホクトがマイタケの生産販売に進出 2000 年 11 月、ホクトは 2001 年に自らマイタケの生産に進出すると発表した。³⁶ これが信越きのご戦争の始まりといわれている。静岡県小笠町に建設中のブナシメジ工場の隣に専門工場を設け、2001 年 9 月から年間 5,300 トンの生産（年商 42 億円）を開始するという具体的な発表だった。水野正幸は『日本経済新聞』

³⁴ ホクトは、1994 年 11 月に入札による募集で約 15 億、1996 年 8 月に公募で約 64 億円、1998 年 8 月に公募で約 17 億円を資金調達している。その結果、創業者である水野正幸が所有する株式割合は、資産管理会社である株式会社北斗を加えて、1995 年 3 月期には 38.0% であるが、2000 年 3 月期には 25.6% に低下している。その後、水野正幸の所有が減り、財団法人水野美術館の所有が増え、水野正幸が亡くなった後の 2010 年 3 月期では、株式会社北斗が 17.68%、財団法人水野美術館が 4.49%、水野雅義が 1.78% を所有することになる。

³⁵ 『日経産業新聞』（1998 年 1 月 6 日付）

³⁶ 『日本経済新聞』（2000 年 11 月 7 日付、朝刊、長野経済）。

(2000年11月7日付、朝刊)において「エリンギ以降は新たな収益源がなかなか育たなかった」、「ブナシメジ、エリンギに続き、マイタケを第三の柱にする」との意気込みを語っている。

突然に思えるホクトのマイタケ参入には伏線があった。ホクトは雪国まいたけに対して、鍋に入れても煮汁が黒くならないマイタケの栽培技術を売ろうとした。しかし売却価格で折り合いが付かず、それならば、と自社で生産することを決めた。³⁷ ホクトはブナシメジの市場拡大が頭打ちになり、エリンギに続く成長の柱を模索していた。すでに、マイタケの全国生産量が約40,000トンで、雪国まいたけが国内シェアの70%を握っていたが、鍋に入れても煮汁が黒くならないマイタケにより、今後、市場規模は60,000トンまで拡大すると予想しての参入だった。ホクトの創業経営者、水野正幸は「既存市場に割り込むのではなく、市場が拡大する分を狙う」と語っている。³⁸

2001年12月：雪国まいたけがエリンギの生産販売に進出 「(マイタケ市場に) 殴り込みをかけられた」雪国まいたけは「ここでヨソの分野に出ないとつぶされてしまう」とエリンギの生産販売に進出することを発表した。³⁹ 大平喜信は「上信越キノコ戦争がありました、その勝算は？」と問われて、「負けませんよ！我々は相手が攻めてくる前からくるぞ、と用意していました。ただ攻められるだけではまずいので、ホクトが一番儲かっていて、かつ当社も作ると儲かりそうなエリンギ事業に参入しました」と答えている。⁴⁰ 『日経産業新聞』(2001年6月29日付)は、雪国まいたけがエリンギの市場規模(約6,000トン)を上回る年間10,000トンの生産能力を持つ工場を新設し、2002年5月から出荷することを報じている。当時、ホクトはエリンギを2001年3月期は4,500トン、2002年3月期は6,300トンを生産し、国内シェアの70%を握っていた。

2002年2月：雪国まいたけがブナシメジの生産販売に進出 雪国まいたけはブナシメジの人工栽培にも進出し、試験販売を始めたことを発表した。しかし、『日本経済新聞』(2002年2月28日付、朝刊、新潟経済)は、五泉(ごせん)工場生産を始めて、現在の出荷量は1日あたり3トンから5トンで、北海道や東北などマイタケと同じルートで販売しているという簡単な内容が紹介されているだけで、大平喜信の「マイタケの販売チャンネルに乗せてエリンギ販売を伸ばす。ブナシメジを三点セットで総合的なキノコメーカーにする」という発言だけが印象に残る記事だった。大平喜信は『日経ビジネス』(2002年7月15日号)において「マイタケはルートづけが目的で、ルートをつけたら、国内の野菜を流通に乗せるとか、あるいは中国など海外の野菜をそのルートで流すとか。それが一番リスクがなく良い商売ではないか」と語っている。この発言から、大平喜信はエリンギやブナシメジの生産について、困難を伴うとは考えていないことがわかる。当時、ブナシメジの市場規模は年間約80,000トンで、ホク

³⁷ 『日経流通新聞』(2001年12月18日付)。

³⁸ 『日本経済新聞』(2000年11月7日付、朝刊)。

³⁹ 『日経流通新聞』(2001年12月18日付)。

⁴⁰ <http://www.tbs.co.jp/gacchiri/archives/20060716/1.html>

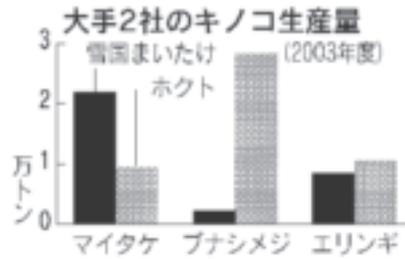


図7. 2003年度のキノコ生産量（『日本経済新聞』（2004年6月23日付，朝刊，新潟経済））。

表6

雪国まいたけのキノコの売上高の推移

単位は百万円である。

3月期	マイタケ	ブナシメジ	エリンギ	合計
2003	13,796	776	1,221	15,793
2004	11,954	738	3,836	16,528
2005	10,543	1,711	4,180	16,434
2006	10,291	3,846	3,949	18,086
2007	9,648	5,112	3,948	18,708
2008	9,728	5,201	4,278	19,207
2009	9,922	5,589	4,385	19,896
2010	10,341	5,484	4,465	20,290
2011	10,828	4,513	4,071	19,412
2012	10,132	4,100	3,535	17,767
2013	9,224	5,683	3,119	18,026
2014	10,208	6,736	3,371	20,315
2015	10,448	6,138	3,379	19,965

トは2001年3月期は25,000トン、2002年3月期は27,000トンを生産し、約30%の国内シェアを占めていた。

ここまで信越きのこ戦争の経緯をたどってきた。ホクトは、2003年3月期、最高の経常利益を計上している。「スーパーのバイヤー間で高かったブランド力が消費者にも知れわたった」、その結果、高くても売れるようになったからだ。⁴¹しかし、市場をほぼ独占しているエリンギは、自社の増産が単価の下落を招いていた。三菱証券のアナリスト、森岡秀樹は「ホクトは価格決定力を失いつつある」と述べている。⁴²独占企業は生産コストに比べて価格を高く保つために生産量を抑制する。生産量を抑制しないときには価格を高く保つことはできない。エリンギに対して競争的に供給される代替品がなく、需要の価格弾力性が高くないときには、価格を高く維持できるが、そうでなければ価格は下落する。⁴³そこに雪国まいたけが量産すれば供給過

⁴¹ 『日経金融新聞』（2003年5月30日付）。

⁴² 『日経金融新聞』（2003年5月30日付）。

⁴³ 長岡・平尾（1998，第3章）を参照されたい。

剩になり、さらに値崩れする恐れがある。⁴⁴ 雪国まいたけは、ホクトがマイタケ市場に参入した後、2002年にテレビCMを中止した。2002年度上半期のマイタケの売上が前年比で11%減少し、「これまでマイタケ市場を広げれば会社の売り上げも伸びたが、今年は敵に塩を送ってしまう」からだ。^{45 46}

図7は2004年3月期の雪国まいたけとホクトのキノコの生産量を示している。雪国まいたけは、2002年3月に五泉工場でブナシメジの生産を、2002年5月に津久野工場でエリンギの生産を開始したばかりである。ホクトのマイタケ生産は2002年3月期は2,945トン、2003年3月期は7,185トン、2004年3月期は9,490トンと急激に増加し、雪国まいたけのほぼ半分に達している。ホクトのエリンギ生産は2000年3月期は2,957トン、2001年3月期は4,488トン、2002年3月期は6,239トン、2003年3月期は9,958トン、2004年3月期は10,510トンと推移している。エリンギの生産については、増産してきたホクトと生産を始めたばかりの雪国まいたけは、ほぼ同じ水準に達している。そこで、「仕掛けられた以上、遠慮はしない」という雪国まいたけは、ホクトとの差が大きい、劣勢のブナシメジに注力し始める。大平喜信は「相手にとって最も脅威だろう」と語っている。⁴⁷

表6はその後の雪国まいたけのキノコ別売上高を示している。雪国まいたけはブナシメジの生産量を短期間に急激に増加させている。同業者だから可能だったのだろうと考えるのだが、可能だからこそ、それまで、雪国まいたけはマイタケ、ホクトはブナシメジとエリンギと棲み分けていたのではないか。言い換えるとお互いに暗黙に了解していたのではないか。

雪国まいたけのマイタケの売上高は2003年をピークに頭打ちになっている。日本経済新聞』(2003年8月20日付、朝刊、新潟経済)は、雪国まいたけが不法投棄により六日町保健所から改善命令を受けていたことを報じている。浦佐工場の敷地内にマイタケの不良品や菌床に使われたオガクズなど約40トンを穴を掘って捨てていた。その理由について雪国まいたけは「生産量が予定していた販売量を上回り、オーバー分を安易に敷地内に埋めてしまった」と話している。ホクトがマイタケに参入したという影響もあるだろうが、雪国まいたけのマイタケ生産がブナシメジやエリンギに置き換えられたカニバリゼーションという側面もあるだろう。

こうなるとお互いに体力を消耗させるだけになる。「競争を一度やめた方がいいのでは？ したら、雪国まいたけもホクトもお互いにもっと儲かるのではないかと思います」と尋ねられた大平喜信は「でも、単に儲かるよりも面白いじゃないですか(笑)」と答えている。⁴⁸ 「強い敵愾心に燃えた大平社長はすぐに170億円という巨額投資を断行した。相手の主力のエリン

⁴⁴ 「大竹文雄の経済脳を鍛える」(2012年6月15日 <http://www.jcer.or.jp/column/otake/index371.html>) は、農家がレタスを処分する理由は、全農と国の協議によって、競争的な市場の場合よりも生産量を減らして価格を吊り上げて利潤を増やすという独占企業の行動様式にあると説いている。

⁴⁵ 『日本経済新聞』(2002年12月19日付、朝刊、長野経済)。

⁴⁶ マイタケの価格(東京中央卸売市場年平均)の変化率と雪国まいたけの営業利益の変化率との相関係数は0.36である。

⁴⁷ 『日本経済新聞』(2003年10月15日付、朝刊、新潟経済)。

⁴⁸ <http://www.tbs.co.jp/gacchiri/archives/20060716/1.html>

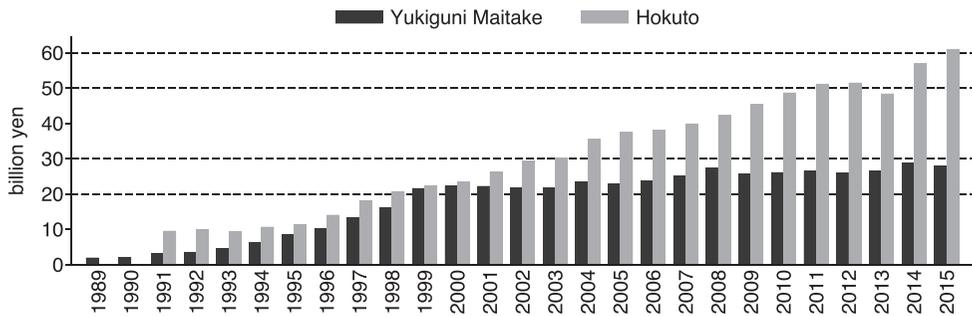


図 8. 売上高（雪国まいたけとホクト）.

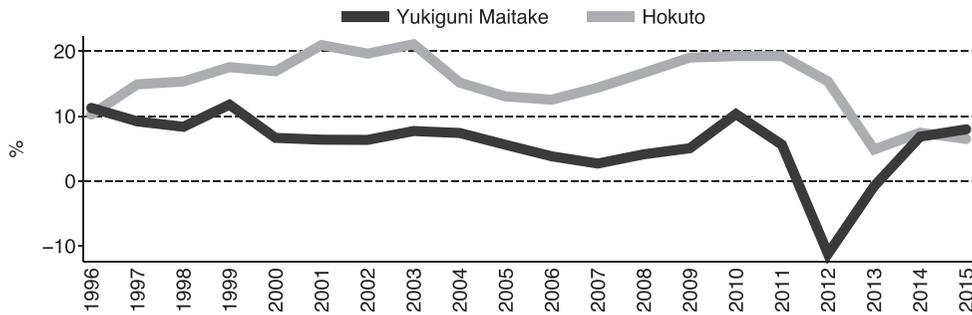


図 9. 売上高営業利益率（雪国まいたけとホクト）.

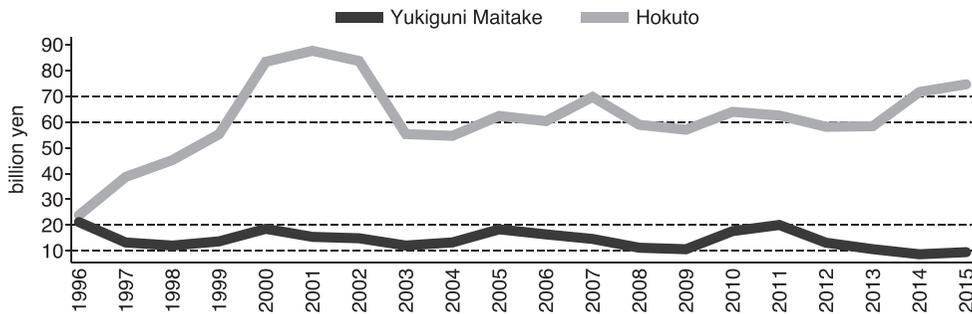


図 10. 株式時価総額（雪国まいたけとホクト）.

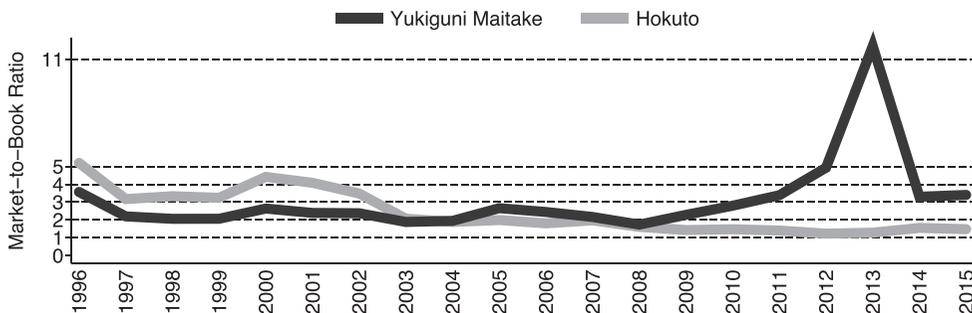


図 11. Market to Book (MB) レシオ（雪国まいたけとホクト）.

ギなどに逆参入した。しかし、売り上げは期待したほどには伸びず、巨額の借入金が収益を圧迫し、2006年度には赤字寸前になった。⁴⁹ 儲かってもなく、面白くもなかっただろう。

一足先にマイタケ市場に参入した一正蒲鉾の野崎正博は「いつまでも続くはずがない。消費者ニーズを置き去りに、供給量を急激に拡大し過ぎている」と冷静に見ていた。⁵⁰ 雪国まいたけの大平喜信も、ホクトの水野正幸も、創業経営者である。一方で、一正蒲鉾の野崎正博は創業者の長男、2代目社長である。野崎正博の冷静さには、年齢の違いもさることながら、創業者と後継者の違いもあるのではないかと考える。⁵¹

雪国まいたけとホクトの約20年間を振り返っておこう。図8は売上高を、図9は売上高営業利益率を、図10は株式時価総額を示している。1996年、両社は売上高も営業利益率も時価総額もほぼ同じだった。ところが、この20年間に大きく差が付いてしまった。図5に示したブナシメジとマイタケの生産量（市場規模）の差がすべてを物語っている。「ブナシメジは（調理がしやすく）ヒラタケに比べ日持ちが二倍。将来の需要は十分あり、生産規模の拡大で収益が確保できる」というホクトの確信が実現した。『日経流通新聞』（2001年12月18日付）は、雪国まいたけが地元で資本を集中し、海外も視野に入れる一方で、ホクトは消費地に工場を設置し、国内に専念しているというように両者は対照的だと記している。

雪国まいたけは大量生産、大量販売を目指していたのだから売上高営業利益率が低いことはその結果である。しかし、売上高が伸びなければ営業利益が伸びることはなく、株式時価総額もまた低迷したままである。一正蒲鉾のきのこ事業の売上高営業利益率は2011年が20.8%、2012年が16.6%、2013年が10.1%である。これはほぼホクトと同じ水準であり、ホクトがとりわけ効率的に営業しているということではない。図9に示すように、雪国まいたけもホクトも「マイタケ、エリンギ、ブナシメジの三点セットで総合的なキノコメーカー」になった2003年以降、売上高営業利益率は低下している。その後、2009年あたりには元の水準を回復しているのだが、生産販売するキノコの種類を広げることによる範囲の経済性を十分に享受しているとはいえない。

5.3. 大平喜信が辞任に追い込まれた遠因

2005年5月24日にテレビ東京系列で放送された「日経スペシャル「ガイアの夜明け」風雲！きのこ三国志～夢のキノコで覇権を握れ～」は「2000年冬、戦いの火蓋が切られた。狼煙を挙げたのは「ホクト」だった。「雪国」が独占していたマイタケの生産に切り込んだのだ」と捉えている。⁵² 『新潟日報』（2013年11月12日付、朝刊）は、雪国まいたけの業績が悪化し、大平喜信が辞任に追い込まれた原因を信越きのこ戦争に求め、トラブルや不運もあったが、大平喜信の経営手腕に対する強い自負心がすべてを招いたと断定している。大筋ではその通り

⁴⁹ 『日経ビジネス』（2011年11月3日号）。

⁵⁰ 『日本経済新聞』（2003年12月3日付、夕刊）。

⁵¹ Fahlenbrach (2009) を参照されたい。

⁵² <http://www.tv-tokyo.co.jp/gaia/backnumber/preview050524.html>

だが、ここでは大平喜信が辞任に追い込まれた遠因について詳しく検討する。

信越きこ戦争が表面化するのは2000年11月にホクトがマイタケの生産販売に進出したときであるが、信越きこ戦争の起点は1996年にあると考える。1996年はホクトがマイタケの新しい種菌「ホクト・マイタケ95号」を発表した年である。大平喜信の辞任の遠因は、2000年よりも前、1996年から始まる冷静さを失った暴走にあると考える。

『日本経済新聞』（1994年6月6日付、朝刊）において、新潟支局・遠西俊洋は1994年の時点で「続々と発表される工場計画に対して「過剰投資では」と心配する声も。急成長企業ゆえにひずみが今後生じてくる危険性もないとはいえない」と記している。新潟証券取引所の地域産業育成部に上場した直ぐ後だけに、期待に応えようとして大風呂敷を広げた感は否めないのだが、大平喜信は『日本経済新聞』（1995年8月9日付、朝刊、新潟経済）において「設備増強はメーカーとしての責務」と言い切り、その勢いはその後もそのまま1996年まで続いていた。『日経産業新聞』（1996年10月29日付）においても「需要が伸びてきた時に工場を増設しても間に合わない。消費を伸ばすには量産効果を高めて、できるだけ安く供給することだ」と述べて強気の姿勢を崩していない。そして、1997年2月17日、大平喜信は、営業部門の強化を目的とした組織変更を実施し、社長が営業本部長を兼任する人事を発表することになる。⁵³

図8は、雪国まいたけが1999年まで急速に売上高を伸ばしていることを示している。売上高は200億円を超え、ホクトと並んでいる。図9は、売上高が成長している過程で、ホクトが売上高営業利益率を高める一方で、雪国まいたけはやや下げ気味の横ばいであることを示している。これらの数字を踏まえて図10に示した株式時価総額を見ると、ホクトは店頭市場、雪国まいたけは新潟市場という違いや、ホクトは公募増資していることには留意しなければいけないのだが、株式市場は1997年には、あるいは遅くとも1999年までには勝敗を決している。図11に（2012年までの）Market to Book (MB) レシオ（株価純資産倍率）を示している。MBレシオが高いほど成長性を高く評価していると解釈するならば、株式市場は雪国まいたけよりもホクトの将来に期待していた。なぜ、このように株式市場の評価は早々にクッキリとわかれたのだろうか。

1996年2月にホクトがマイタケの新しい種菌「ホクト・マイタケ95号」を発表し、1996年5月に一正蒲鉾がマイタケの人工栽培と販売に乗り出した。これらのニュースは、マイタケ市場への新規参入はそれほど難しくないと株式市場に知らしめたと推測する。株式市場は、雪国まいたけはそれまでのようにマイタケだけで成長することは難しくなると予想し、雪国まいたけの次の一手を評価したと考える。

雪国まいたけは1994年から1996年までの2年間に約63億円を長期に借り入れ、約45億円を投下して六日町工場を新設、増設し、マイタケの増産体制を強化している。ちなみに、1996年3月期、雪国まいたけの売上高は約99億円で、ほぼすべてがマイタケ関連である。一方のホクトは、売上高に占めるきのこの割合は約68%で、その他に農業資材が約11%、包装

⁵³ 『日本経済新聞』（1997年2月18日付、朝刊、新潟経済）。

資材が約 19% と多角化している。株式市場は、ホクトや一正蒲鉾のマイタケ市場への参入に対する、雪国まいたけの借入によるマイタケの増産計画をそれではダメだと低く評価したのではないか。その後、雪国まいたけは 1999 年 9 月まで約 58 億円を投下して五泉工場を増設し、マイタケ市場に固執し続けている。

Bhattacharya, Borisov, and Yu (2015) は、1985 年から 2006 年までの間を分析対象期間として、アメリカにおける IPO (Initial Public Offering) 企業が何年後に非自発的に上場廃止するのかを調査している。その結果、非自発的上場廃止率 (mortality rate) は、IPO から 3 年後まで上昇して 3 年後に 6% を超えてピークに達し、それ以降は低下していることを明らかにしている。すでに述べたように、この論文は信越きのこ戦争の起点を 1996 年と捉えているのだが、1996 年は雪国まいたけの IPO から 3 年目に当たる。Bhattacharya, Borisov, and Yu (2015) に照らすと、信越きのこ戦争の起点は IPO 企業の経営がもっとも不安定な時期であったと指摘できる。Bhattacharya, Borisov, and Yu (2015) の関心はベンチャー・キャピタルやアンダーライターが非自発的上場廃止率にどのような影響を与えているのかにあり、IPO 企業そのものには向けられていない。そのため、上場廃止に至るような経営の不安定がなぜ、どのように発生するのかについては検討されていない。雪国まいたけは IPO から 3 年目には上場廃止には至らなかったが、冷静さを失った暴走が一つの事例を提供していると考ええる。

2000 年 11 月にホクトがマイタケの生産販売に進出した後、雪国まいたけは「ここでヨソの分野に出ないとつぶされてしまう」と 2001 年 12 月にエリンギの生産販売に進出する。大平喜信はホクトとの暗黙の了解が崩れたと思い、方針を転換したのだろう。図 7 に示したように、エリンギの生産販売は成功した。大平喜信は 2002 年 2 月に「マイタケとエリンギ、ブナシメジを三点セットで総合的なキノコメーカーにする」と目標を掲げた。エリンギの成功は、これならばブナシメジも行ける、と大平喜信を強気にさせたのだろう。その結果「経営規模や資本力で上を行くホクトに対する正面からの戦い」に突入することになる。⁵⁴

2002 年の時点では総資産や売上高で見る経営規模は差がつき始めたばかりだった。しかし、資本力を株主資本比率で見ると歴然とした差があった。雪国まいたけがホクトとの戦いに敗れた理由は「正面からの戦い」という経営戦略にあるのだが、資金調達方法の選択にもあると考える。大平喜信には、所有を分散させる株式発行による資金調達は選択肢になかったのだろう。あらためて、第 7 節で大株主として大平喜信を取り上げることにする。

5.4. 株式市場におけるリスク評価

キノコのパイオニア企業で、雪国まいたけが創業からマイタケの菌を購入している森産業の社長、森喜美男は「当社はかねてマイタケ種菌を雪国まいたけに供給しているが、量販店に絞った販売戦略は新鮮に映った。量販店販売はかなりの供給量を確保しなければならないため

⁵⁴ 『日本経済新聞』(2014 年 7 月 31 日付, 電子版)。

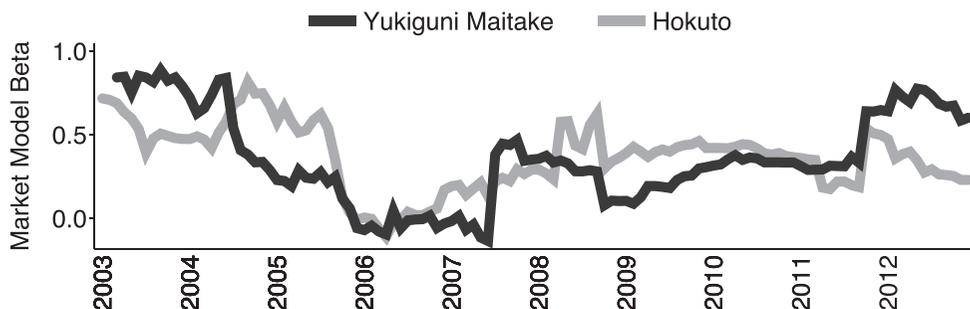


図 12. 市場モデルの β (36 か月のローリング推定) .

リスクはあるが、成功した時に得るものは大きい」と語っている。⁵⁵ 同業者から見る雪国まいたけのリスクは大量生産できるかどうかにあった。

株式市場はどのように見ていたのだろうか。図 12 は市場モデルの β (市場感応度) の推移を示している。topix と t1378 (雪国まいたけ) あるいは t1379 (ホクト) の組み合わせにより市場モデル (単回帰モデル)

$$t1378_t = a + b \text{topix}_t + \tilde{\epsilon}_t, \quad t = 1, 2, 3, \dots, 36$$

を 36 か月ごとにローリング (36 か月を固定して、期間を移動させて) 推定したときの b の推移を示している。すなわち、まずは 2000 年 4 月から 2003 年 3 月までの 36 か月について市場モデルを推定して b_1 を求め、つぎに 2000 年 5 月から 2003 年 5 月までの 36 か月について市場モデルを推定して b_2 を求め、という計算を続けて、得られた b を推定期間のエンドに配置して、それらをつないで折れ線グラフを描いている。横軸の年は各年の 1 月を示している。

ここで注目すべきことは、雪国まいたけとホクトの市場モデルの β がかけ離れて違わないことである。図 2 と図 6 から明らかなように、雪国まいたけのファイナンシャル・レバレッジはホクトのそれよりも遙かに高い。ということはファイナンシャル・レバレッジのレバード β を高める影響を取り除いたアンレバード β は雪国まいたけのほうが遙かに小さい。つまり、株式市場は、雪国まいたけのビジネス・リスクを小さく、むしろホクトのほうが大きいと評価していたことになる。なお、雪国まいたけは東証 2 部に上場していることを含めて、両銘柄に全期間、市場インデクスとして topix を用いることは望ましくない。感触を掴む程度の分析と位置付けておきたい。

6. 経営者としての大平喜信

この節では大平喜信とはどういう経営者だったのかをその言動を中心に考察する。

⁵⁵ 『日経産業新聞』(1996 年 10 月 29 日付)。

表 7

雪国まいたけの 2004 年 6 月の取締役会（監査役を除く）

人名の太字は 2005 年 6 月に退任する役員を示している。

役職	氏名（年齢）	略歴
代表取締役社長	大平喜信（56 歳）	創業者
常務取締役（生産本部長）	大平正夫（48 歳）	創業者の実弟
取締役（営業本部長）	大平安夫（52 歳）	創業者の実弟
取締役（本社工場長）	高橋育美（54 歳）	1983 年 11 月入社
取締役（生産本部副本部長）	桜井俊雄（51 歳）	桐生建設（1985 年 5 月入社）
取締役（管理本部長）	山本忠義（62 歳）	大光銀行（1991 年 11 月入社）
取締役（総務部長）	結柴敬雄（59 歳）	プリマハム（1996 年 1 月入社）
取締役	若井猛（54 歳）	創業者の実弟
取締役	鳥山晴沖（56 歳）	雪国アグリ

表 8

雪国まいたけの 2005 年 6 月の取締役会（監査役を除く）

人名の太字は新任の役員を示している。

役職	氏名（年齢）	略歴
代表取締役社長	大平喜信（57 歳）	創業者
常務取締役（生産本部長）	大平正夫（49 歳）	創業者の実弟
取締役（本社パッケージセンター長）	高橋育美（55 歳）	1983 年 11 月入社
取締役（生産本部副本部長）	桜井俊雄（52 歳）	桐生建設（1985 年 5 月入社）
取締役（管理本部長）	結柴敬雄（60 歳）	プリマハム（1996 年 1 月入社）
取締役	鳥山晴沖（57 歳）	雪国アグリ
取締役（総務部長）	宮崎浩（51 歳）	東海バルブ（2003 年 9 月入社）
取締役（営業本部副本部長）	小林嗣明（57 歳）	みずほ銀行（2003 年 8 月入社）
取締役	加藤寛樹（43 歳）	日立製作所（2005 年 4 月入社）

6.1. 同族企業として分岐点

表 7 に 2004 年 6 月の取締役会を、表 8 に 2005 年 6 月の取締役会を示している。いずれも監査役を除いている。表 7 の人名の太字は翌年に退任する役員、表 8 の人名の太字は新任の役員である。これら二つの時点を取り上げる理由は、表 2 を眺めて、ここに一つの分岐点があると考えからだ。

キャッシュ・フローを示した図 3 を見ると 2002 年から 2005 年にかけて設備投資 (Investing) が大きく増加し、表 3 を見ると 2003 年から 2004 年にかけて銀行からの長期借入金がジャンプして増加していることがわかる。これらは「強い敵愾心に燃えた大平社長はすぐに 170 億円という巨額投資を断行した。相手（ホクト）の主力のエリングなどに逆参入した」という信越きこの戦争の戦況を表しているのだが、「しかし、売り上げは予想ほど伸びず、巨額の借入金が

収益を圧迫し、2006年度には赤字寸前になった」という事態に陥った。⁵⁶ 第5.3節で指摘したように、1996年から始まる冷静さを失った大平喜信の暴走が「身の丈を超えた無理な拡大策」を招き、この分岐点に至らしめたと考える。⁵⁷

2005年6月、大平正夫が取締役に留任し、若井猛と大平安夫が取締役を退任した理由は喧嘩別れということではない。7年後の2012年5月2日の「平成24年3月期配当予想の修正に関するお知らせ」につぎのように書かれているからだ。

若井猛 有限会社今町興産・代表取締役社長
大平安夫 株式会社トータク・代表取締役社長
大平正夫 株式会社雪国商事・代表取締役社長

3人の実弟はいずれも子会社や孫会社の社長に就いている。若井猛が社長を務める今町興産は、雪国まいたけの子会社である株式会社雪国商事の完全子会社で、茸栽培用原料を製造している。大平安夫が社長を務めるトータクは、1997年、当時の雪国まいたけの子会社、雪国スーパーバが株式を取得し、1998年に雪国スーパーバが解散し、その営業を譲渡された会社で、水産物の加工食品を製造・販売している。⁵⁸ 大平正夫が社長を務める雪国商事は、ガソリンスタンドやレストラン雪国、雪国まいたけ物産館を経営している。第7節と第9節で示すことになるのだが、若井猛と大平安夫は、株主として、大平喜信と行動を共にしている。

2004年6月と2005年6月の取締役会を比べて、注目するのは山本忠義の退任である。山本忠義は1942年に生まれ、1965年に法政大学経済学部を卒業後、大光相互銀行（現在の大光銀行）に入行し、高崎と学校町（新潟市）の支店長を経て、27年間の銀行勤務の後、1991年11月に雪国まいたけに生産本部付部長として入社している。雪国まいたけでは取締役として三つの本部長を歴任している。⁵⁹ 雪国まいたけの全体像を知る山本忠義の退任理由はわからな

⁵⁶ 『日経ビジネス』（2011年11月3日号）。

⁵⁷ 『日本経済新聞』（2014年7月31日付、電子版）。

⁵⁸ 雪国スーパーバは1996年に事業の多角化と、販売ルートが多様化によるマイタケの消費拡大とを目的として、食品関連技術を研究するかたやま（福岡県水巻町）と共同で設立し、雪国まいたけの本社内に本社を構えていた。『日本経済新聞』（1996年5月27日付、朝刊）によると、動物性たんぱくを細胞レベルでゼリー状に軟らかく固める技術を用いて、1996年6月から崩れない魚の切り身を試験販売し、その先には加工食品メーカーへの食材供給を目論んでいた。

⁵⁹ 山本忠義の履歴はつぎのようである。

1993年6月から1995年1月まで	取締役・生産本部長（前任は常務取締役の大平正夫）
1995年2月から1997年1月まで	取締役・営業本部長（1997年2月からは大平喜信が営業本部長を兼任）
1999年5月から2001年3月まで	取締役・営業本部長（2001年4月からは大平安夫が営業本部長）
2001年4月から2005年1月まで	取締役・管理本部長（後任は総務部長の結柴敬雄）
2005年1月から2005年6月まで	取締役・営業本部長（後任は2005年6月に取締役に就任する加藤寛樹）

2005年6月に取締役に就任する加藤寛樹は大平喜信がヘッドハントした人物の一人だろう。「経営管理組織の基幹をなす部長・本部長は短いサイクルで入れ替わっている。幹部といえども定着率が悪く頻繁に退職している事実がある」という典型例である。加藤寛樹は1962年に生まれ、UCLA（University of California, Los Angeles）を卒業し、1989年に日立製作所に入社している。日立アメリカ（サンフランシスコ）情報技術部事業開発マネージャーやCSKベンチャーキャピタル株式会社投資開発室シニアマネージャー、株式会社日立製作所コンシューマネットビジネス推進本部プロジェクトマネージャーを経て、表8に示したように2005年4月に営業本部顧問として雪国まいたけに途中入社している。2005年6月には43歳の若さで取締役兼執行役員営業本部長兼販売促進部長に就任しているのだが、表

いのだが、60歳を超えていたことが一つの要因ではないかと推測する。取締役を退任した山本忠義は翌7月に嘱託顧問に就いている。雪国まいたけを離れたわけではなかった。そして、2009年6月に再度、総務部付コスト低減プロジェクトリーダーから取締役（管理本部長兼情報システム部長）として復帰する。

若井猛と大平安夫、山本忠義が取締役を退任したことで、信越きのこ戦争の結果「売り上げは予想ほど伸びず、巨額の借入金で収益を圧迫し、2006年度には赤字寸前になった」ことは無関係ではないだろう。図2に示した総資産と資本構成を見るだけでも、2003年までと2004年からでは会社の状況が一変していることがわかる。大平喜信がこれまでと同じようではダメだ、変えないといけないと考えたのではないかと推測する。

大平喜信は大平安夫や山本忠義の後任を中途採用者に求めた。大平喜信の目に適う内部からの昇進者はいなかったということなのだろう。ここが一つの分岐点だったと考える。もし、このとき、信越きのこ戦争の最中で、その可能性は無きに等しかったのだろうが、大平喜信が社長を大平正夫に託していたならば、その後の展開はまったく違っていただろう。なお、このとき、大平喜信の長男、大平洋一は2002年11月に雪国まいたけに入社して2年半ほどしか経ってなく、取締役にさえ就いていなかった。

6.2. 2期連続の最終赤字

雪国まいたけは、2012年3月期に約25億円、2013年3月に約18億円の最終赤字を計上した。「不適切な会計処理」の訂正により2012年3月期の最終赤字の金額は増加したのだが、この期は営業損益の段階で（訂正前において）約24億円の営業損失を計上していた。翌2013年3月期の営業損失は（訂正前において）約5億円と赤字幅は縮小し、大幅に改善しているように見える。ここでは、2期連続で最終赤字だったことよりも、2012年3月期の営業損失が極めて深刻だと考える。

創業以来初めての2012年3月期の最終赤字について、大平喜信はつぎのように説明している。⁶⁰

1株当たり160グラムだったブナシメジを100グラムに小株化するに際し、ある機械メーカーに自動収穫機の製造を依頼した。安い見積もりでできると言っていたが、農業関連の経験がない企業だったためうまくいかず、改めて経験のある企業に設計からやり直させた。コストに加えて時間も無駄になった。自動化で生産性を2倍にするはずだったが、実際は機械が使えなかった分を数百人の人手を雇って対応したため労務費が増加。栽培した菌の性質が安定しなかったことも響

2に示したように2006年6月には取締役を退任している。2006年2月に柏原一彦が執行役員営業本部長に就任していることから、そのときに加藤寛樹は役職を解かれている。その後、加藤寛樹は2006年7月に神戸市に本社を置く創業支援と創業を事業とするカルナバイオサイエンス株式会社に事業開発担当として入社し、2006年12月に取締役事業開発部長に就任している。カルナバイオサイエンスは2008年3月にジャスダック証券取引所NEOに株式を上場するのだが、その直後の2008年5月に加藤寛樹は取締役を辞任する。そして、2010年11月に株式会社トランスパレント（細胞培養システムCell-ableの開発・販売）を起業している（<http://profile.ameba.jp/rockykato/>）。

⁶⁰ 『日本経済新聞』（2012年8月22日付、朝刊、新潟経済）。

いた。原発事故に対応すべく放射能検査を行い、その広告宣伝に6億円かけたのも一因だ。

大平喜信は、赤字の原因は労務費と広告宣伝費にあると主張している。

まずは、労務費について検討しよう。営業損益の前段階にある売上総利益（連結）は2011年3月期から2012年3月期に約38億円、減少している。売上高が約5億円の減少で、売上原価が約33億円の増加という内訳である。売上原価について、有価証券報告書の製造原価明細書（単体）から当期総製造費用に注目して書き出してみると、つぎのようになる。⁶¹

(百万円)	2011年3月期	2012年3月期	2013年3月期
材料費	2,448	2,717	2,897
労務費	5,402	5,527	4,955
経費	7,594	9,213	8,658
（減価償却費）	1,358	2,229	1,449
（包装材料費）	1,661	1,965	2,203
（燃料費）	1,069	1,305	1,392
当期総製造費用	15,446	17,458	16,511
増減		+2,012	-947

当期総製造費用は2011年3月期から2012年3月期に約20億円増加している。しかし、労務費は大平喜信が言うようには急増していない。5,402百万円から5,527百万円に若干、増えた程度である。したがって労務費の増加が赤字の原因とはいえない。増加しているのは材料費（2億7,000万円）と経費（16億2,000万円）である。経費の中では減価償却費が約9億円、急増している。その他にも包装材料費が約3億円、燃料費が約2億円増加している。これらの費用増加により2012年3月の営業損失（訂正前）の約24億円を大筋で説明できよう。

広告宣伝費についてはどうだろうか。広告宣伝費の6億円は2012年3月期に全額、費用計上されていない。調査報告書や改善報告書によると、大平喜信は費用計上されていないことを知っていたはずであり、まさにそのことが「不適切な会計処理」として指摘された。したがって、広告宣伝費もまた赤字の原因ではない。販売費及び一般管理費（広告宣伝費）は8億1,800万円（2011年3月期）から5億6,700万円（2012年3月期）に減少していて、大平喜信が言うように広告宣伝を費用計上していたならば、営業損失も最終赤字もさらに大きくなっていた。

2012年3月期の赤字の主たる原因は材料費と経費、中でも減価償却費の増加が著しいからである。赤字のもう一つの原因は「栽培した菌の性質が安定しなかった」ことにもある。大平喜信はホクトへのライバル意識からブナシメジの種菌の自主開発に執着した。大平喜信は『朝日新聞』（2015年3月26日付、朝刊、新潟）において「（ブナシメジ）を栽培すると、シメジのかさが思うように開かない。買ったたかれば、作れば作るほど損失が膨らんでしまった」と実情を明らかにし、伊藤歩（金融ジャーナリスト）に「社長在任中の12年3月期、13年3月期に、

⁶¹ 2014年3月26日に内閣府令第19号「財務諸表等の用語、様式及び作成方法に関する規則等の一部を改正する内閣府令」が公布され、連結財務諸表上セグメント情報を注記している場合は製造原価明細書の開示を免除されることになった。そのため2014年3月期から製造原価明細書（単体）は記載されていない。

表 9
大平正夫の履歴

2010年3月期の有価証券報告書（役員の状況）からの再掲である。

常務取締役	内部監査室長 兼 研究開発室長	大 平 正 夫	昭和31年 3月29日生	昭和58年7月	当社設立取締役就任
				昭和61年10月	取締役大和工場長
				昭和62年2月	常務取締役就任
				平成元年7月	常務取締役大和工場長
				平成3年4月	常務取締役生産本部長兼大和工場長
				平成5年6月	常務取締役
				平成7年1月	常務取締役生産本部長兼大和工場長
				平成7年7月	常務取締役生産本部長兼大和工場長兼六日町工場長
				平成8年7月	常務取締役
				平成12年2月	常務取締役生産本部長兼大和工場長
				平成12年9月	常務取締役生産本部長
				平成17年4月	取締役兼常務執行役員生産本部長
				平成18年2月	常務取締役兼執行役員
				平成20年2月	常務取締役兼執行役員内部監査室長
				平成21年6月	株式会社雪国商事代表取締役社長就任(現任)
平成22年2月	当社常務取締役兼執行役員内部監査室長兼研究開発室長(現任)				

ブナシメジの自社菌開発に失敗し、2期連続で多額の赤字を出した」と失策を認めている。⁶²

2013年3月期、減価償却費は大幅に減少している。減価償却の方法を定率法から定額法に変更したからである。2013年3月期の有価証券報告書はつぎのように説明している。

従来、当社及び国内子会社は、有形固定資産の減価償却方法について定率法（ただし、1998年4月1日以後に取得した建物（建物附属設備は除く）と、それに対する資本的支出及びリース資産については定額法）を採用しておりましたが、当連結会計年度より全ての有形固定資産について定額法に変更しております。

この変更は、主要な商品である茸の収穫実績を考慮し、生産数の急激な増減はなく安定的に生産されており、現有する茸生産設備や建物等について維持コストの見直しを行った結果、著しい陳腐化や物理的劣化が発生しにくいことが判明したため、時の経過に応じて均等に償却することがより適正な期間損益を反映できると判断したものであります。

これにより、従来の方法に比べて、当連結会計年度の売上総利益は822百万円増加、営業損失は856百万円、経常損失及び税金等調整前当期純損失はそれぞれ858百万円減少しております。

一方で増産を唱えながら、他方では「生産数の急激な増減はなく」という、少しでも赤字幅を小さくしたいというのが本音だろう。「損失が減少」と書かれているためにわかりづらいのだが、2013年3月期の営業損失は訂正前において約5億円だったが、減価償却の方法を定率法のまま採用しているとすると約13億円の赤字だった。減価償却の方法を定額法に変更しなければ、2014年3月期第2四半期の時点で、債務超過に陥っていた。にもかかわらず、大平喜信は「問題はほぼ解決した」と答えている。そして「新たなコスト削減案もある」と強気なの

⁶² http://biz-journal.jp/2015/04/post_9647.html

だが、材料費や経費（包装材料費や燃料費）は着実に増加し、収益を圧迫している。

6.3. 大平正夫の退任

大平正夫は大平喜信の8歳年下の実弟である。大平正夫の履歴を表9で確認しておこう。雪国まいたけの設立に参加し、1983年7月に取締役として雪国まいたけに入社している。1986年10月に取締役大和（南魚沼郡）工場長に、1989年2月に常務取締役に昇格し、1991年4月には生産本部長に就いている。2011年6月に鈴木邦夫が常務取締役に就くまでの22年間、1人だけの常務取締役として雪国まいたけの生産部門を担い、大平喜信を支え続けた。

雪国まいたけは2005年3月22日の取締役会において執行役員制度の導入を決議し、2005年4月1日から実施した。そのとき、大平正夫の役職は「常務取締役」から「取締役兼常務執行役員」に変わった。新設された執行役員の中で、ただ1人の常務執行役員ではあったが、対外的には常務取締役から取締役への降格とも受け取られる人事だった。ところが、それから3か月後、2005年6月29日の取締役会で大平正夫の役職は「取締役兼常務執行役員」から「常務取締役兼執行役員」に変わった。「常務取締役」への復帰だった。そして「常務執行役員」は不在のポストになった。

常務執行役員の制度が廃止されるのは、それから6年後の2011年6月29日の取締役会においてである。「常務」執行役員は廃止され、「上席」執行役員が新設されている。そのとき、上席執行役員に就いたのは、常務取締役の大平正夫と、常務取締役に昇格したばかりの鈴木邦夫、取締役としては、大平喜信の長男の大平洋一と、海野光夫、南雲朗浩、そして取締役ではない事業開発部長の佐竹右行、あわせて6人だった。最後にあげた佐竹右行は、大平喜信がヘッドハンティングして、2008年に雪国まいたけに入社し、カット野菜の開発やグラミン銀行との合弁会社の設立に携わっていた。

『日本経済新聞』（2012年10月3日付、朝刊、新潟経済）は、雪国まいたけが、2012年3月期が最終赤字となった責任を明確にし、その原因となった生産部門を立て直すために、大平正夫と鈴木邦夫を常務取締役から取締役に降格する人事を発表したと報じた。ところが、2012年10月2日の「取締役の役位及び委嘱業務変更並びに執行役員の人事に関するお知らせ」にはつぎのように書かれている。これを見ると新聞報道とはやや異なった印象を受ける。

氏名	旧役職	新役職
大平正夫	常務取締役・上席執行役員・海外事業部長	取締役・上席執行役員・生産本部長
大平洋一	取締役・上席執行役員・営業本部長	取締役・上席執行役員・営業本部長
鈴木邦夫	常務取締役・上席執行役員・研究開発室長	取締役・執行役員・生産本部副本部長
南雲朗浩	取締役・上席執行役員・生産本部長	取締役・執行役員・生産本部生産管理部長

最終赤字の責任が大平正夫と鈴木邦夫の常務取締役から取締役に降格であろうが、最高責任者の大平喜信は何の責任も取っていない。⁶³ 大平正夫と鈴木邦夫は共に降格されているのだが、

⁶³ 久保（2010、第2章）は、3年連続経常赤字でも翌年に経営者が交代するケースは少ないことを報告している。

大平正夫は上席執行役員のみである一方で、鈴木邦夫は上席から外れている。生産部門の立て直しのために、生産本部長を南雲朗浩から大平正夫に交代させている。その南雲朗浩もまた上席から外れている。この人事は、実弟の大平正夫が生産部門を、長男の大平洋一が営業部門をそれぞれ上席執行役員として担当する同族体制を固めたことになる。これこそ、沈（2009）や Mehrotra, Morck, Shim, and Wiwattanakantang（2013）が指摘する「血族主義」そのものである。これで、上席執行役員は、鈴木邦夫と南雲朗浩が外れ、大平正夫と大平洋一、海野光夫、佐竹右行の4人になった。

2012年10月11日、社長直轄の経営改善委員会を設置し、その委員長に取締役・上席執行役員の大平正夫が就いた。海野光夫は2011年1月に執行役員・社長特命経営改善担当として入社し、管理本部長の職にあった。大平喜信は、海野光夫を信頼し、その手腕による2013年3月期の最終黒字に向けた業績回復を期待しただろう。しかし、2013年3月期は、再び、赤字決算に終わった。

株主総会を1か月後に控えた2013年5月17日、「取締役の委嘱業務変更及び執行役員の人事に関するお知らせ」をつぎのように発表した。

氏名	旧役職	新役職
大平正夫	取締役・上席執行役員・生産本部長	取締役・生産技術担当最高顧問
海野光夫	取締役・上席執行役員・管理本部長	取締役
大平洋一	取締役・上席執行役員・営業本部長	取締役・上席執行役員・営業本部長
鈴木邦夫	取締役・執行役員・生産本部副本部長	取締役・執行役員・生産本部長
南雲朗浩	取締役・執行役員・生産本部栽培技術部長	取締役・執行役員・生産本部副本部長
吉川博志	執行役員・管理本部副本部長	執行役員・管理本部長

大平正夫は生産本部長を解かれ、生産技術担当最高顧問に就き、海野光夫は委嘱業務無しになった。そして、大平正夫と海野光夫は2013年6月に共に取締役を退任する。一方の海野光夫は雪国まいたけを去った。他方の大平正夫は、2014年3月24日の「組織変更及び取締役の委嘱業務変更並びに人事異動に関するお知らせ」により明らかになるのだが、生産技術担当アドバイザー兼第5バイオセンター長として雪国まいたけに残った。大平正夫が務めていた生産本部長には鈴木邦夫が副本部長から昇進し、副本部長にはかつての生産本部長だった南雲朗浩が就く。この昇格人事により2012年10月の2人への処分は帳消しになったようなものだ。

2013年5月17日の人事により、上席執行役員は、大平正夫と海野光夫の2人が外れ、大平洋一と佐竹右行の2人になった。そして、9か月後の2014年2月13日、雪国まいたけは「執行役員制度の廃止に関するお知らせ」を発表することになる。2013年11月28日に東京証券取引所に提出した改善報告書に基づいて、経営の一層の効率化と取締役の責任と権限を明確にするために2014年3月31日付で執行役員制度の廃止することを決めた。2013年5月17日から2014年2月13日までの間に執行役員についての情報発信はなく、大平洋一も佐竹右行も上席執行役員であるはずなのだが、「執行役員制度の廃止に関するお知らせ」の旧役職は執行役員と書かれている。執行役員制度そのものが有名無実化していたといえよう。

大平喜信は辞任を発表する2か月前の2013年9月に『日本証券新聞』のインタビューに応じている。⁶⁴ 2013年8月27日に不適切な会計処理について証券取引等監視委員会による立入調査を受けているのだが、2014年3月期の第1四半期業績と上半期業績の増額修正を発表し、V字回復の後の社長続投に意欲を見せる大平喜信はつぎのように語っている。

社内の機構改革の考え方はまとめ、実行に移す段階となっている。簡単にいえば、社員と会社の利害を一致させる仕組みを作って、運用していきたい。外部のコンサルタントを入れて今、動いている。こうした社内改革とともに、今期(2014年3月期)の大目標である収益黒字化を達成し、株主にも早い時期に復配というかたちで報いたい。当社は私自身が経営者代表であるとともに、お客さま・消費者代表として、食べたくないものは作らない・出荷しない精神で経営している。生鮮食品という相場物を取り扱う企業であり、装置産業でもある。名だたる大企業も参入してきたがほとんどが手を引いた。業界に先駆けてキノコ事業を起こし、マイタケと一蓮托生の気持ちで経営してきた自負がある。

「外部のコンサルタントを入れて今、動いている」という「社内の機構改革の考え方」について、具体的なことは何も語られていないのだが、実行に移す主体は表1に示した経営陣である。そこには大平正夫の名前はない。すでに述べたように、大平正夫は、2012年10月に生産本部長に就き、8か月後の2013年5月に退いている。生産技術担当最高顧問という委嘱業務はわずか1か月ほどで、2013年6月には取締役を退任してしまう。混乱する社内を目の当たりにし、そろそろ後進に道を譲ろうと考えたのかもしれないと推測したのだが、そうではなかった。第8.1節で述べるように、大平正夫は、実兄の大平喜信が社長辞任に追い込まれる契機を作った星名光男に登用され、2014年4月1日付で栽培技術部長という要職に就く。ちなみに、「外部のコンサルタントを入れて今、動いている」と関係していると思われるのだが、2013年5月28日の取締役会において、星名光男を取締役として迎え入れることを決議している。

6.4. 「相手の立場に立って考える」という教訓

『プレジデント』(2011年8月15日号)に興味深い談話が載っている。大平喜信は、雪国まいたけを創業した当時、パートさんを集めることに苦勞した。しかし、苦勞して集めたパートさんがしっかりと働いていないと考え、その理由を「パートさんは勤めてやっていると考えている」と結論づけた。そこで、大平喜信はパートさんの意識を変えようと、時給を450円から610円に引き上げた。その上で、時給600円で新規にパートさんを募集した。世間相場よりも高い時給に大勢の募集者が集まったのだが、その効果は古株のパートさんの態度に及んだ。古株のパートさんが「勤めてやっている」から「クビにされたくない」に変わった。大平喜信の狙い通りになった。そこで得た教訓は「相手の立場に立って考える」ことだった。

大平喜信が得た教訓「相手の立場に立って考える」とはどのようなものなのかを考えるために雪国まいたけに導入された二つの制度、業績連動型の報酬制度と部門別賞与業績配分制度を

⁶⁴ <http://kabu.nsjournal.jp/kobetsu/9971.html>

紹介しよう。

業績連動型の報酬制度 大平喜信が報酬や給与などの制度作りに着手するのは、この論文が信越きのご戦争の起点として注目する1996年からである。その手始めが役員15人と管理職従業員27人を対象とした新株引受権（ワラント）を使った業績連動型の報酬制度である。額面6億円の無担保社債（新株引受権付）を発行し、引受会社の野村証券からワラント部分だけを買戻し、役員には報酬の一部として、社員にはワラントを購入する代金相当を臨時賞与として支給するというスキームだった。株式価格がワラントの行使価格を上回った段階で新株を取得し、市場で売却すると売買益が得られる。このような制度はストック・オプションとして一般的であるが、新潟県内の上場企業では初めての導入だった。一般的な権利行使期限は4年であるが、大平喜信はそれを2年に短縮し、短期間の業績向上を狙った。しかし、さすがに期間2年は短いと判断したのか、1998年から3年に変更している。

部門別賞与業績配分制度 1998年12月、部門別賞与業績配分制度を開始している。それまで賞与や昇給は役員会が決めてきた。賞与における個人査定と同じように部門査定を導入する。その結果、期末賞与は部門業績によって2.6か月から2.8か月と幅が出る。定期昇給率もそれまでの全員が2%から3%に収まるようにしていたものを0%から5%の幅に広げた。能力給制度や管理職への年俸制を導入するための準備だった。

大平喜信は「成功した創業者がワンマン経営で暴走する」ことを自覚しているという発言をしている。⁶⁵しかし、これらの二つの事例から、「相手の立場に立って考える」という教訓は「自分がそうであったように、相手の行動インセンティブはカネにある」と解釈できるのではないだろうか。そう思われぬように大平喜信はつぎのような手を打っている。⁶⁶

9月の20日、21日の2日間、朝の9時から夕方の5時まで、雪国まいたけの本社付近からヘリコプターが何度となく舞い上がっては、村の上空をぐりと一周してもどってくる動きを繰り返した。実はこれが、私の考えた「他の企業では絶対に味わえない家族サービス」であった。ヘリを2日間チャーターして、社員とその家族を乗せた遊覧飛行を企画したのだ。自分が生まれた村を上空から眺める経験など、一生に一度のことだろう。

この家族サービスの内容は瞬く間に村中に広まり、弊社にまつわる悪い噂はあっという間に消えてしまった。なぜなら、9月20日と21日の両日は、稲刈りの日だったからだ。私は、村人が総出で稲刈りをしている日を選んでヘリを飛ばしたのだ。弊社の家族サービスを村人全員に知ってもらうには、こうするのが一番確実に手取り早かったのである。

しかし、大平喜信が確信したように相手（村人）が考えたかどうかは疑わしい。

『日本経済新聞』（2001年1月16日付、朝刊、新潟経済）は、「新世紀・新潟飛翔の課題」として、大平喜信へのインタビューを掲載している。2000年3月、新潟証券取引所と東京証券

⁶⁵ 『日経ビジネス』（2011年11月3日号）。

⁶⁶ 『プレジデント』（2011年8月15日号）。

取引所の合併に伴ってのことであるが、「将来は東証へ上場するつもりだ」と宣言していた東証2部に上場を果たした後の高揚した時期だった。「どうすればベンチャー精神をはぐくめるか」と問われた大平喜信はつぎのように答えている。

子供の時の教育だね。環境に順応しやすい幼児期に豊かさにおぼれないよう徹底的にしつけなくては。幼児期に欲求を抑えられていると、これがバネになって志を持った人間が育つ。それなのに、今や競争心をあおるといって運動会でも順位をつけない。教育は政治の仕事だが、問題は多いね。

続く「新潟県はそうした起業精神に乏しいといわれる」という記者の挑発的な問いかけにはつぎのように答えている。

人間は何とか生きていける状態を否定されなくては本気になれない。ところが新潟県の人は土地を持っていて、家もあり、食べ物にも小遣いにも困らないといった具合に中途半端に豊かだから、もうけようという欲望、言い換えれば向上心に乏しい。リスクは事業を興す時と事業に失敗する時の二種類があるが、向上心がなくては起業リスクすら選択しない。

そして、「中途採用者に求めた条件は」という問いかけに対するつぎのような返答に、大平喜信が求める社員像がハッキリと現れている。

強い欲望を持つ、チャレンジ精神がある、自己管理ができる、長期的な視点がある、成功体験がある、創造性を発揮できる、など十項目をあげたが、メーカーの海外駐在員や、金融機関、量販店の管理職、企画担当者など東日本だけで三百三十人が応募してきた。私より社長に適した人材が来たら席を譲ってもいいと思っている。

雪国まいたけの社員も『日本経済新聞』（2001年1月16日付、朝刊、新潟経済）を読んだらう。「幼児期に欲求を抑えられてなく、中途半端に豊かで、成功体験がない新潟出身の社員」はどのように受け止めただろうか。

業績連動型の報酬制度と部門別賞与業績配分制度に続いて、2002年6月、大平喜信は記述試験を取り入れた人事制度を導入した。それは、大平喜信の起業家精神を受け継いでいるかどうかを判断するために記述試験を実施し、大平喜信が採点するという制度だった。記述試験は年2回、実施され、自己理解力と他人理解力、社会性理解力、欲望高揚力の4項目で採点され、社員は試験結果に基づいて達成目標を決め、その達成度により職等級を決めることになっていた。大平喜信は「常に他人の考えを理解することが重要なのを理解できない社員や、職務意識が昔のままの社員が増えた。新人事制度は他人の価値観を知り、自分の潜在能力を常に高めていかなければ昇格や昇級できない」と語っている。⁶⁷

「私より社長に適した人材が来たら席を譲ってもいい」と語った大平喜信は辞任を表明する2013年11月5日まで社長の席を譲ることはなかった。「私より社長に適した人材」は現れなかったということだろう。大平喜信は「学歴に関わらず、社長になる秘訣があれば教えて下さ

⁶⁷ 『日本経済新聞』（2002年6月19日付、朝刊、新潟経済）。

い」と問われ、つぎのように答えている。⁶⁸

それは三つあります。

一つは、社長になりたいと強く望むこと、

二つ目はお客様が何を求めているかを正確に予測すること、

三つ目はお客様が望んでいることを誰よりも有利な条件で叶えてあげることです。

社長になりたいという強い思いがあれば、どんなに精神的・肉体的に負荷がかかったとしても、普通のことであればへこたれません。欲望欲求を刺激して、死んでもいいと思えるくらいに価値ある目標、人生の目標を設定することですね。

「大平もやし店」が「大平まいたけ店」に変わっただけで「職務意識が昔のまま」だったのかもしれない。『日本経済新聞』（1999年1月13日付、朝刊、新潟経済）は「生産体制の再構築や多角化への模索、組織や制度の整備など今、同社に求められている課題は、ベンチャー企業から全国区の中堅企業へ脱皮するハードルとも言える。それをクリアした時、さらなる飛躍の扉が開くだろう」と述べている。「ベンチャー企業から全国区の中堅企業へ」は企業成長であり、企業規模の拡大なのだが、そのハードルをベンチャー企業の創業経営者がクリアできるのかどうか、そのためには何が必要になるのか、いまだ十分に研究されていないのではないかと思う。

6.5. 栽培技術

野中・紺野（2012、273頁）は「自然の植物の栽培から学んだ高度な智慧に技術を活用してシステム化すること、つまり、効果的に暗黙知を形式知に変換する知識創造のサイクルを回している」と雪国まいたけを絶賛している。しかし、企業組織として、暗黙知が形式知に変換され、知識創造のサイクルが上手く回っているかどうかについては疑問を抱く。

マイタケの栽培法は、『日経産業新聞』（1992年7月11日付）によると、つぎのようである。

広葉樹のオガクズに栄養素を混ぜたものをビニール袋に詰め込み、圧力釜で殺菌後、マイタケの菌を植え付けて、温度、湿度を一定にした培養室に2か月間置いておくと発芽。これを発生ルームに移してさらに2週間置くと見事なマイタケに育つ。

他社にはない技術を開発したと確信した大平喜信はまずは実家の田んぼに工場を建設して、増設を繰り返して生産量を増やしていった。これは大平喜信だからこそ成し得た功績だろう。

株式公開した後の雪国まいたけについて、『日経産業新聞』（1996年10月29日付）はその課題の一つとして「ノウハウ継承」をあげている。それは「マイタケ生産のノウハウを創業者である大平社長とその一族の「勘」に頼っている部分も少なくない」からである。だから、「工場の歩留まりは現在99%以上というが、標準的なノウハウの確立と継承が欠かせない」と指摘している。しかし、それから10年後の2006年の時点でも

大平社長は大事な栽培技術が外に漏れないように、作業工程を細分化して工場の人員を配置しました。まいたけ作りの全工程を知っているのは、社長と数人の社員だけなのです。室内の湿度や

⁶⁸ <http://www.tbs.co.jp/gacchiri/archives/20060716/1.html>

温度などの情報は、絶対に教えられない最重要機密なのだそうです。

のように「工場はブラックボックス化」されている。⁶⁹ 大平喜信は『日経ビジネス』（2002年7月15日号）において「(マイタケ栽培の) 全工程を知っているのは、私と私の身内の人2人だけです。その人間の目が届く範囲ということで六日町周辺に工場を集中立地しているわけです」と語っている。

大平喜信と（おそらく一族を含んでいるであろう）数人の社員だけが全工程を知っていて、その人たちが雪国まいたけを去るとき、どうなるのだろうか。大平喜信は取締役を退任し、栽培指導の顧問に就任することになったが、その期限は2014年3月末までだった。期限を区切った理由は、2013年11月28日に東京証券取引所に提出した改善報告書が指摘した「オーナーシップの問題」にある。「工場はブラックボックス化」のままでは、この先「雪国まいたけの製品そのものに瑕疵」が生じる恐れがあると懸念する一方で、第5節で述べたように、ホクトや一正蒲鉾がマイタケの生産販売に参入できたことを踏まえると、大平喜信の「(マイタケ栽培の) 全工程を知っているのは、私と私の身内の人2人だけです。その人間の目が届く範囲ということで六日町周辺に工場を集中立地しているわけです」という発言は自画自賛が過ぎるのかもしれないとも思う。

7. 大株主としての大平喜信

この節では大株主としての大平喜信をその言動を中心に考察する。

7.1. 創業家の乱（第31期定時株主総会）

2014年6月27日に開催された第31期定時株主総会において、代表取締役社長の星名光男が解任された。会社が提案する、星名光男を含む取締役8人を選任する議案を、大平喜信を代表とする創業者一族が否決したからだ。星名光男は、2013年6月に取締役として雪国まいたけに入社し、大平喜信の突然の退任により、7か月前に社長に就任したばかりだった。

大平喜信の議決権所有割合は、2014年6月30日の「支配株主等に関する事項について」によると、直接所有分が21.97%、合算対象分が45.36%で、その合計は3分の2を上回る67.33%だった。大平喜信の議決権所有割合は、2009年3月期は70.50%、2010年3月期は62.18%、2011年3月期は67.12%、2012年3月期は68.53%、2013年3月期は68.49%と推移してきている。2010年3月期は大和ハウス工業株式会社を割当先とした第三者割当による自己株式の処分により、一時的に低下しているが、翌期には買い増しして、その後は3分の2を上回る水準を維持していた。

解任された星名光男は、『新潟日報』（2014年6月28日付、朝刊）において、「大株主の大平氏が総会で権利を行使し、今日のような動議を出すのではと悪い予感がしていた。ここ数日

⁶⁹ <http://www.tbs.co.jp/gacchiri/archives/20060716/2.html>

は大平氏と連絡が取れていなかった。恐れていた事態が起こった」と悔しさをにじませている。「ここ数日よりも前まで」は大平喜信と連絡が取れていたとすると、その蓋然性を検討すべきだったのだが、よもや恐れていた事態が現実になると想像した人は皆無だっただろう。

昨今、社長解任のニュースは珍しくない。しかし、それらの大部分が取締役会での出来事である。この度のような株主総会の席上で、7か月前に退任したばかりの前社長が大株主として議決権を行使し、現社長を解任するというケースは寡聞にして知らない。『日本経済新聞』（2014年7月31日付、電子版）は「創業家の乱」と題して「上場企業の株主総会ではめったに見られない「珍事」だった」と書き出している。⁷⁰

雪国まいたけは、第31期定時株主総会の2週間ほど前の2014年6月11日に、「改善状況報告書」を東京証券取引所に提出している。⁷¹ これは2013年11月28日に東京証券取引所に提出した「改善報告書」のフォローアップ（改善措置の実施状況及び運用状況）である。「改善状況報告書」の提出は、東京証券取引所の有価証券上場規程第503条第1項により、改善報告書の提出から6か月経過後に速やかに提出することが求められていた。

その「改善状況報告書」において、

【改善報告書に記載した改善策】

大平前代表取締役社長は、今回の経営責任をとり、平成25年11月22日に代表取締役社長を退任し、経営の一線から退きました。取締役会、経営改善委員会への参加はせず、顧問としてきのか栽培に関する栽培技術に専念し、期間は、平成26年3月末までとなっております。

【実施・運用状況】

大平前社長は、平成25年11月22日に代表取締役社長を退任し、きのか栽培に関する栽培技術顧問に就任し、まいたけ生産の品質改善に関する会議に参加し、栽培技術アドバイスを発行しておりました。平成26年3月31日に退職しております。

と述べている。大平喜信は2013年11月5日に辞任を表明し、2013年11月22日付で正式に退任し、2014年3月31日の「人事異動に関するお知らせ」は、顧問を退任したことを伝えている。大平喜信は辞任の記者会見を開催せず、そのことへの批判はあったものの、辞任は潔い姿勢に思えた。その一方で、「改善状況報告書」は、

【改善報告書に記載した改善策】

当社は、創業家兼大株主の影響を受けないようにするため、適度な出資割合まで引き下げていく方向で交渉を行ってまいります。

【実施・運用状況】

当社は、創業家兼大株主の影響を受けないようにするために、適度な出資割合まで引き下げていく交渉を継続的に行っております。

⁷⁰ <http://www.nikkei.com/article/DGXMZ074857610Y4A720C1000000/>

⁷¹ <http://www.maitake.co.jp/company/pdf/20140611.pdf>

と述べている。しかし、表4に示したように、大平喜信を代表とする創業者一族が容易に株式を手放すことはなく、株主構成はほぼ変わらずだった。

そのような中で、大平喜信の長男、大平洋一は株式保有比率を1.8%から0.9%に減らしている。わずか0.9%ともいえそうだが、自身の持ち株の半分を手放して、創業者一族の意に反していることは疑いようがない。3分の2を上回る議決権所有割合を確保しようと考えていたであろう大平喜信にとっては貴重な0.9%だったはずだ。大平洋一は2014年6月に取締役を退任している。

2014年6月27日に開催された第31期定時株主総会について、『新潟日報』（2014年6月28日付、朝刊）は「異例づくめの株主総会」と見出しを付けて、株主総会の様子をつぎのように伝えている。2014年6月27日、定刻の午前10時から数分遅れて株主総会が始まった。すぐさま、議長に就こうとする社長の星名光男に対して「議長不信任の動議」が出された。採決の結果、賛成多数で可決された。それで別の取締役が議長を務めようとする、再び「議長不信任の動議」が出され、採決の結果、賛成多数で可決された。これが繰り返され、取締役全員が議長に就くことができなくなり、株主から選任されることになった。1人の株主が大平喜信を議長に選任したいとの意見を述べ、挙手による採決になり、過半数の議決権を所有する大平喜信が挙手し、自ら議長に就いた。そして、大平喜信は会社が準備した事業報告を読み上げ始めた。

7.2. 社長解任と経営陣の一新

第31期定時株主総会における決議事項はつぎのような五つだった。

- 第1号議案 定款一部変更の件
- 第2号議案 取締役8名選任の件
- 第3号議案 監査役3名選任の件
- 第4号議案 補欠監査役1名選任の件
- 第5号議案 ストックオプションとして新株予約権を発行する件

大平喜信が議長に就いた株主総会において、原案どおりに承認可決されたのは第1号議案だけで、第2号議案と第3号議案、第4号議案は修正動議が承認可決され、第5号議案は否決された。第5号議案は、2014年5月19日の「ストックオプション（新株予約権）発行に関するお知らせ」に述べられていた「当社の社外取締役を除く取締役及び幹部従業員（嘱託を含む）に対し、特に有利な条件をもってストックオプションとして新株予約権を発行すること及び新株予約権の募集事項の決定を取締役に委任することについて承認を求める議案」だった。

ここでは、修正動議が承認可決された第2号議案と第3号議案、第4号議案に注目する。これらの修正動議は、株主総会の席上、大平喜信の4歳年下の弟で、2005年3月期に取締役を退任している大平安夫が出している。その修正動議は、当然のこと、大平喜信を代表とする創業者一族の考えを反映しているはずである。なお、第9節で述べるのだが、大平安夫は2014年11月26日に再び、創業家の乱を引き起こすことになる。

第2号議案 2014年5月19日の「役員の変動に関するお知らせ」は、取締役会において

新任取締役候補者

取締役	小林 秀人（当社前営業本部副本部長）
取締役（社外取締役）	川村 博（当社社外監査役）
取締役（社外取締役）	村上 義弘（弁護士）

退任予定取締役

取締役（社外取締役）	荒木 和男
取締役	東 貢

を内定した旨を伝えている。退任予定の荒木和男と東貢は1年前の2013年6月に就任した取締役である。これら2人は星名体制においては戦力外だったのだろう。

これを踏まえての原案は「星名光男、大平洋一、鈴木邦夫、吉川博志、小林秀人、川村博、村上義弘、南雲朗浩の8氏を取締役に選任する」という内容で、それに対する修正動議は、南雲朗浩を取締役に選任することを承認した上で、その他の7氏の代わりに「東貢、荒木和男、中原伸之、大塚政尚、鈴木克郎、上野紘一の6氏を取締役に選任する（荒木和男、中原伸之、大塚政尚の3氏は社外取締役）」という内容だった。『週刊東洋経済』（2015年3月21日号）によると、大平喜信が株主総会の1か月前に知人から大塚政尚を紹介され、大塚政尚が金融機関との関係構築を目的に中原伸之（元日本銀行審議委員）を招聘した。そして、その経緯はわからないのだが、株主総会の数日前に鈴木克郎と上野紘一が候補にあがった。創業者一族の修正動議には大平喜信の長男、大平洋一を取締役に選任することは含まれていない。大平洋一は、株式所有を1.8%から0.9%に減らしていることから、創業者一族との間で何らかの決定的な意見の違いがあり、見限られたのではないかと推測する。

原案は社長の星名光男を「大平洋一、鈴木邦夫、吉川博志、小林秀人、南雲朗浩」が取締役として支えるという現状維持の体制を意図している。一方の修正動議の狙いは鈴木克郎と上野紘一を取締役に選任することであるが、取締役会において退任予定が内定している荒木和男と東貢を留任させようとし、原案に明確に反対していることがわかる。

鈴木克郎と上野紘一は、高校を卒業した直後の1960年4月に本田技研工業株式会社に入社した同期生である。鈴木克郎は代表取締役専務取締役を最後に、上野紘一は汎用本部事業企画室長を最後に本田技研工業を退職している。そして、その後、本田技研工業のつながりで、親子会社の役員同土という関係になる。鈴木克郎はリサイクルトナーカートリッジ「リパクトナー」を製造販売しているケイティケイ株式会社の常務取締役で、上野紘一はケイティケイの100%子会社である株式会社アイオーテクノの常務取締役だった。⁷²

⁷² このような関係になる経緯には伊藤主計という人物の存在がある。1999年4月に本田技研工業の常務取締役を退任した伊藤主計は株式会社アイテクノを設立した。アイテクノは2002年6月にケイティケイに買収され、100%子会社となり、伊藤主計は、2004年8月に親会社であるケイティケイの代表取締役副社長に、1年後の2005年8月に代表取締役社長に就任している。鈴木克郎がケイティケイの顧問に就任するのは2003年8月である。おそらく伊藤主計が呼び寄せたのだろう。上野紘一は1996年7月に本田技研工業の関連会社である増田製作所の代表取締役に就

表 10

雪国まいたけの 2014 年 6 月の取締役会

役職	氏名 (年齢)	略歴	主な委嘱業務
代表取締役会長兼社長	鈴木克郎 (73 歳)	本田技研工業	経営・事業遂行全般
取締役副社長	上野紘一 (72 歳)	本田技研工業	対内経営全般, 子会社統括
取締役	東貢 (76 歳)	雪国まいたけ取締役	地域渉外
(社外) 取締役	中原伸之 (80 歳)	東亜燃料工業	新規事業, 金融, 資本政策に関する提案
(社外) 取締役	大塚政尚 (67 歳)	東京三洋電機	新規取引先の開拓の提案
(社外) 取締役	荒木和男 (73 歳)	東京弁護士会副会長	コンプライアンスを中心とした施策の提案
常勤監査役	平田富峰 (72 歳)	警視庁	
(社外) 監査役	建部和仁 (67 歳)	大蔵省	専門的知見 (金融) を活かした監査
(社外) 監査役	藤澤鈴雄 (65 歳)	東京国税局	専門的知見 (会計・税務) を活かした監査

原案においても修正動議においても取締役役に選任されている南雲朗浩は生産本部から分離し、独立した組織となった「研究開発室」を担当する取締役だった。その前職は栽培技術部長であり、いずれの陣営からも必要な人物だったことがうかがえる。しかしながら、南雲朗浩はその就任を辞退している。

第 3 号議案 2014 年 5 月 19 日の「役員の異動に関するお知らせ」は、取締役会において

新任監査役候補者

監査役 (常勤) 小林 嗣明 (当社内部監査室長)
 監査役 (社外監査役) 麻生 光洋 (弁護士)
 監査役 (社外監査役) 竹中 徹 (当社仮社外監査役・公認会計士)

退任予定監査役

監査役 (常勤) 田口 喜一
 監査役 (社外監査役) 川村 博

を内定した旨を伝えている。2014 年 4 月 25 日、社外監査役の北村計が死去し、監査役の法定員数を欠くために、新潟地方裁判所長岡支部へ社外仮監査役の申し立てを行い、2014 年 5 月 7 日に社外仮監査役として竹中徹 (公認会計士・税理士) を選任した旨の決定通知を受けていた。竹中徹の社外仮監査役の任期は、次の定時株主総会において後任監査役が選任されるまでの期間だった。

任し、2000 年 7 月に別の関連会社、武蔵精密工業株式会社に移り、2008 年 2 月にアイオーテクノの顧問に就任している。おそらく伊藤主計あるいは鈴木克郎が呼び寄せたのだろう。伊藤主計は 2012 年 8 月にケイティケイの代表取締役社長から代表権のない取締役相談役に就いている。鈴木克郎もまたケイティケイの常務取締役を退任し、2012 年 3 月にコンサルタント会社、NEW DEVICE の代表取締役会長に就任するのだが、その NEW DEVICE の代表取締役社長は田中経丸で、その本業は太陽光発電設備と土地をセットにした「ソーラーフィールド」の販売会社、アリア・デパートメント株式会社である。鈴木克郎は名ばかりの代表取締役会長である。上野紘一は、2009 年 10 月にアイオーテクノの常務取締役に就任し、その役職のままであった。

これを踏まえての原案は「小林嗣明、麻生光洋、竹中徹の3氏を監査役に選任する」という内容で、それに対する修正動議は、小林嗣明を監査役に選任することを承認した上で、その他の2氏の代わりに「平田富峰、建部和仁の両氏を監査役に選任する（建部和仁は社外監査役）」という内容だった。

原案においても修正動議においても取締役役に選任されている小林嗣明は、1948年の生まれで、富士銀行や日本ダイナースクラブ、みずほ銀行などを経て、2003年8月に社長室室長補佐として雪国まいたけに入社し、2005年6月に取締役兼執行役員営業本部副本部長兼業務部長に、2007年4月に取締役兼執行役員内部監査室長に就任している。おそらく大平喜信が迎え入れた人物の一人だろう。しかしながら、小林嗣明もまたその就任を辞退している。

第4号議案 原案は「高野健二氏を補欠監査役に選任する」という内容で、それに対する修正動議は、それを認めず、「藤澤鈴雄氏を補欠監査役に選任する」という内容だった。修正動議が承認可決されたものの、監査役に選任された小林嗣明氏が就任を辞退したことにもない、法令に定める員数を欠くことになり、補欠監査役の藤澤鈴雄が社外監査役として就任することになった。

表10に2014年6月の雪国まいたけの取締役会を示している。表1に示した1年前の取締役会と比べてみると、重なっているのは東貢だけで、経営陣が総入れ替えされた。手続き的にはまったく問題はない。いわゆる資本の論理が貫かれただけである。熊谷貴之（弁護士）は「大株主として役員の人選に口を出すことについては反対のしようがない」と述べている。⁷³

『日本経済新聞』（2014年7月1日付、朝刊、新潟経済）は「主取引銀行の第四銀行や他の株主への根回しなしに修正動議を出したもようだ」と書いている。そして、創業者一族が株主総会で強い影響力を発揮したことは、前経営陣が東京証券取引所と交わした「創業家兼大株主の影響を受けないようにする」という約束に反するのかどうか、問われることになった。

7.3. 敗軍の将、兵を語る

「創業者の乱」と報じられた株主総会から3か月後、『日経ビジネス』（2014年9月22日号）は「陰謀」で会社を追放された」と題して大平喜信のインタビュー記事を掲載している。大平喜信は「告発は事実無根で、自身の失脚を目的とした陰謀だ」と主張し、2013年11月5日に発表された社内調査報告書において「強力なリーダーシップが過度の目標設定につながり、不適切な会計処理を招いた」と自分が悪者に仕立て上げられたことへの強い憤りを露わにしつつも、「私は悪いことをしていませんが、（その時点では）辞任する以外に道は残されていませんでした」と当時を振り返っている。

『日経ビジネス』（2014年9月22日号）は、雪国まいたけの財務状況を懸念する第四銀行やみずほ銀行、三井住友銀行など主要取引行が大平喜信の社長退任を条件にした第三者からの資

⁷³ 『日経産業新聞』（2014年9月26日付）。

本注入をアレンジしたものの、最終段階で大平喜信が破談にし、海野光夫はそのことに失望して退任を決め、不正を正すために告発したと書いている。記事は時期を明らかにしていないのだが、雪国まいたけの2012年3月期の営業損失を深刻に捉えた銀行が、2012年春から2013年春までの間、大平喜信の社長退任を議論していたのだろう。大平喜信は2012年9月に海野光夫が不穏な動きをしていることを耳にしたと話している。海野光夫が内密に銀行と話を進めていた可能性は十分に考えられる。

大平喜信は、不適切な会計処理を告発した海野光夫は自分が退任させたと考える一方で、調査委員会の委員長を務めた星名光男に対しては、自分を社長の座から引きずり下ろして後任の社長に就いたと考え、怒りの矛先を向けている。大平喜信は、『日経ビジネス』（2014年9月22日号）において、つぎのように語っている。

社長交代直後に、私が星名氏と連れ立ってメインバンクの第四銀行に挨拶に行った時のことです。星名氏は第四銀行の首脳に向かって、「当社の借入金は私が作ったのではない。雪国まいたけは法的処理をしてもいいほどに劣悪な財務状態の会社だ」という趣旨の発言しました。

社長職を継いだら「借金は約束通りに返すように頑張ります」と銀行に言うのが筋ではないでしょうか。ところが、「借金のことなどは知ったことではない。融資は焦げつくぞ」と言わんばかりの態度です。第四銀行にしてみたら恐ろしいことを平気で口にする星名氏の感覚を疑いました。

星名光男が第四銀行の首脳に対してどのように発言したのかは知る由もないが、大平喜信にとって、株主資本比率が1桁の前半にまで落ち込んだ「法的処理をしてもいいほどに劣悪な財務状態」に言及することは自分への非難だと聞こえたのだろう。「社長交代直後」ということは2013年12月ころではないかと思うのだが、第11.1節で述べるように、このときすでに第四銀行は雪国まいたけの財政状態について重大な懸念を抱いていた。

大平喜信は、星名光男が「毎日実施していた農薬・重金属検査を、1カ月に1度の頻度に変更しようとした」ことにも言及し、付加価値の源泉である安全・安心を理解しようとしぬ星名光男には社長の資質はなく、このままでは会社は潰れてしまうと考え、顧問弁護士の反対を押し切って「創業者の乱」に打って出た。

対象製品等	変更後	御参考：変更前
まいたけ、えりんぎ、ぶなしめじ	出荷前製品検査 (月1回)	出荷前製品検査 (毎日)
もやし		
カット野菜の原料野菜(キャベツ、ニンジン、ニラ、白菜、玉ねぎ)	出荷前原料検査 出荷組合別	出荷前原料検査 納品日別・出荷組合別

ところが、奇妙なことに、雪国まいたけ安全システムのサイトは「毎日実施していた農薬・重金属検査を、1カ月に1度の頻度に変更」することを2014年8月、すなわち星名光男が退任した後に、このように発表している。⁷⁴ 大平喜信は新たに代表取締役になった鈴木克郎に「毎日実施していた農薬・重金属検査を、1カ月に1度の頻度に変更」しないように提案した。し

⁷⁴ <http://www.yukiguni-anzen.jp/pchk.html>

かし、鈴木克郎はその提案を受け入れず、そこから両者の反目が始まった。

大平喜信は海野光夫に続いて、星名光男も退任させた。大平喜信は「星野氏には当初、長く社長を続ける意思はありませんでした」と語っている。なぜそのように言い切れるのか明らかではないが、「ですが考えを変え、続投する意思があることを今年（2014年）3月下旬に知りました。私は星名氏の続投はあり得ないと判断した」と続けている。星名光男は続投して東証との約束を果たそうと考えたのだろう。

大平喜信は、『週刊東洋経済』（2015年3月21日号）のインタビューに、大塚政尚を社長に据え、自分が会社に戻り、栽培技術を支援するシナリオだったと答えている。大塚政尚は、1947年に群馬県に生まれ、1971年に群馬大学工学部を卒業している。その後、東京三洋電機株式会社に入社し、空調・冷凍機の開発に従事し、その経験が群馬県大泉町の植物工場の新プラント（レタス生産）に活用された。それは「大泉町長から、大泉の（三洋電機の）工場や倉庫を再生できるプロジェクトとして、要請をうけ、モデル事業として展開」されたものだった。大塚政尚は、

全国には、植物工場が、約50か所ほどあるが、なかなか広がっていかない。理由は、露地物に比べて、断然コスト高となるからだ。通常、施設整備などをしっかり行くと、坪単価は、100万円くらいとなる。しかし、今回、完成したものは、坪20万円を切っている。私は、普及させていくためにも、坪25万円から30万円できり組むつもりだ。今後、大泉町の空いた工場や、倉庫、邑楽郡内の農家の納屋においても、どんどん取り組めるよう、是非、普及に力を入れていきたいと思う。

と語っている。⁷⁵そして、「漢方薬の植物工場としても、展開できるよう目指しています。現在中国は、漢方薬の輸出を規制しようとしています。こうした時に、群馬県での供給体制が、充実する事は、大変魅力的な事ではないでしょうか」と抱負を述べている。大平喜信が大塚政尚に白羽の矢を立てた理由は植物工場にあった。ちなみに、大塚政尚は2013年4月21日の大泉町長選挙に立候補し、落選している。

結局、大平喜信の意に反して、鈴木克郎が社長に就いた。大平喜信は、代表取締役は星名光男以外ならば誰でもよく、『日経ビジネス』（2014年9月22日号）において、「今後、（鈴木克郎による）経営がうまくいかなかったら、いずれ自分が経営陣の一人として舞い戻らざるを得ないのではないかと考えています」と意中の人物が自分であることを明らかにしている。

ところが、そうはできない事情があった。同じ時期、伊藤博敏は大平喜信に「オーナー権を行使すれば居座れたのに、なぜ退任。その後も、自ら復帰しようとししないのか」と尋ね、大平喜信は「開き直ればそれもできた。だが、そうすれば上場維持が危うくなる。会社を守るためには仕方がなかった」と答えている。⁷⁶「上場維持が危うくなる」という意味は、「開き直って自ら復帰する」ならば、東証から上場廃止の処分を受ける恐れがあるということだ。上場を廃止しても会社は残るのだが、大株主としての大平喜信は、上場企業としての雪国まいたけを守

⁷⁵ <http://www.kaz-map.jp/report2011/report7.php>

⁷⁶ <http://gendai.ismedia.jp/articles/-/40335?page=3>

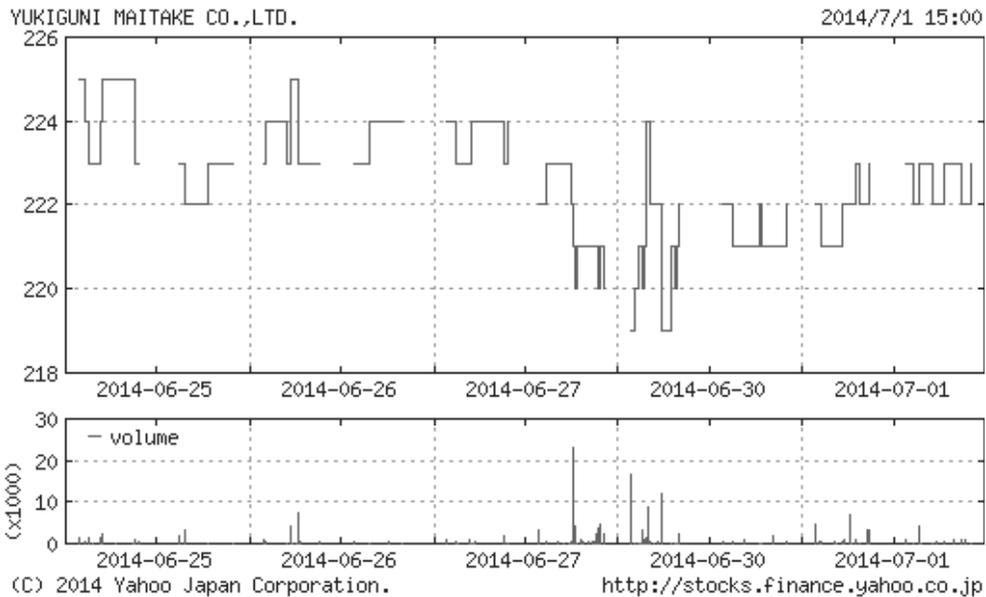


図 13. 雪国まいたけの株価推移 (2014年6月25日から2014年7月1日まで) .

りなかったのだろう。と同時に、自分が代表取締役ならばうまく経営し、株価を上げることができると思っていたのだろう。

この一連の騒ぎを株式市場はどのように捉えていたのかを見ておこう。図 13 は 2014 年 6 月 25 日から 7 月 1 日までの 1 週間の株価推移を示している。株主総会当日の 6 月 27 日の後場と週明け 6 月 30 日の前場取引を伴った値動きが観察されるものの、220 円を挟んだ狭い範囲での変動である。経営陣が総入れ替えになるわりには値動きが小さい。すでに株価はここまでの期間に下がりきっていると解釈できよう。雪国まいたけの株価は 2013 年度の 1 年間に 18.5% 下落している。図 10 に示したように、雪国まいたけとホクトの株式時価総額の差は大きくなるばかりだった。

7.4. 「私の会社」の従業員

大平喜信は『日経ビジネス』(2014年9月22日号)のインタビューの最後に「雪国まいたけはまだ私の会社です」と語っている。株価への影響は限定的だったものの、「私の会社」の従業員への影響は小さくなかった。表 11 に示すように、雪国まいたけ本体の従業員数は、2011年3月末をピークに減少していて、2013年3月末から2014年3月末にかけては、971人から879人へと92人、率にして9.5%減少していた。

「経営分析ニュース」第104号(猿木真紀子税理士事務所、2014年7月20日発行)には「創業者の大平喜信社長は2013年11月、辞任しました。その後、星名社長に交代し、2014年にV字回復しました」と書かれている。2013年3月期と2014年3月期を比較すると、営

表 11
雪国まいたけの従業員の状況

3 月期	従業員数 (人)	増減	平均年齢 (歳)	増減	平均勤続年数 (年)	増減
1994	327		37.5		3.8	
1995	461	+134	36.8	-0.7	3.5	-0.3
1996	575	+114	35.3	-1.5	3.5	±0.0
1997	634	+59	35.8	+0.5	3.8	+0.3
1998	769	+135	35.9	+0.1	4.0	+0.2
1999	863	+94	35.9	±0.0	4.4	+0.4
2000	869	+6	36.4	+0.5	5.1	+0.7
2001	847	-22	38.3	+1.9	6.4	+1.3
2002	862	+15	38.5	+0.2	6.7	+0.3
2003	946	+84	38.1	-0.4	5.9	-0.8
2004	959	+13	38.6	+0.5	6.6	+0.7
2005	985	+26	38.2	-0.4	6.9	+0.3
2006	928	-57	38.8	+0.6	8.2	+1.3
2007	930	+2	39.5	+0.7	8.6	+0.4
2008	931	+1	39.1	-0.4	8.9	+0.3
2009	934	+3	39.4	+0.3	9.2	+0.3
2010	951	+17	39.8	+0.4	9.5	+0.3
2011	1,025	+74	39.8	±0.0	9.4	-0.1
2012	1,011	-14	40.1	+0.3	9.7	+0.3
2013	971	-40	39.6	-0.5	10.3	+0.6
2014	879	-92	40.0	+0.4	11.1	+0.8

業損益（連結）は、2億1,100万円の損失から19億7,600万円の利益に転じている。星名光男の社長としての関わりは5か月ほどであり、星名光男の貢献とは言い切れない。2014年3月期の有価証券報告書（財政状態、経営成績及びキャッシュ・フローの状況の分析）は「まいたけ及びぶなしめじの売上高の増加」と「報酬及び給料手当（販売費及び一般管理費）の減少」を要因としてあげている。皮肉にも従業員数の減少が営業損益の黒字化に寄与していた。

1994年3月から1999年3月までの有価証券報告書（従業員の状況）は、男女別、職務別に記載されている。1994年3月末から1999年3月末までの間に従業員は536人増加している。内訳は現業（含技術）が465人（男が211人、女が254人）、営業が65人（男が49人、女が16人）、事務が6人（男が6人）である。工場増設に伴う現業（含技術）が大幅に増加している。1999年3月末の従業員の男女比率は46%対54%で、平均年齢は男が34.6歳、女が37.0歳、平均勤続年数が男が3.9年、女が4.7年である。このような傾向が続いているとすると、女が退職するとき、平均年齢や平均勤続年数への影響が大きい。⁷⁷

従業員数のピークの2011年3月末からの従業員の減少について、平均年齢の伸びが頭打ちになっていることは年齢の高い人たちが退職しているのではないかと考える一方で、在職年数

⁷⁷ 従業員が22歳で入社して60歳で退社し、全ての年齢層が均等に在籍しているとする、従業員の平均年齢は41歳になる。このとき平均勤続年数は19年になる（<http://www.meijigakuin.ac.jp/econ/academics/column/topics13/>）。雪国まいたけの場合、平均年齢は41歳に近づきつつあるが、平均勤続年数は、長くなってはいるものの、中途採用が多いために11年ほどである。

の増減からは、必ずしも年齢の低い人たちとは限らないのだが、在職年数の少ない人たちが退職しているのではないかと考える。平均年間給与（賞与や基準外賃金を含む）は、2011年3月末が3,917,804円で、年々、低下し、2014年3月末は3,257,019円である。雪国まいたけの営業成績が芳しくない時期であるから給与（とりわけ賞与）が引き下げられていると思うのだが、1994年3月から1999年3月までの有価証券報告書（従業員の状況）に記載されている平均給与月額（基準外賃金は含み、賞与は含まない）は男1に対して女0.7の割合で、この状況が続いているとすると、給与の高い男の退職が多く、その結果、平均年間給与が減少しているのかもしれない。いずれにしても、南雲朗浩や小林嗣明が取締役や監査役への就任を辞退しているように、派閥抗争が表面化した居心地の悪い職場環境には優秀な人材は居着かないだろう。

『日本経済新聞』（2015年2月5日付、朝刊、大機小機（癸亥））は「オーナー系企業のように経営陣が尖っている場合には、その企業が大成功するかもしれない一方で、暴走もありうる。このとき、助言し、暴走を阻止できるのは独立社外取締役である」という。しかし、オーナーが大株主として経営陣を選任し、そこで選任された経営陣が「助言し、暴走を阻止できる独立社外取締役」を選任できるのかどうかを雪国まいたけのケースは問いかけている。熊谷貴之は

不正が起きて、『大丈夫だ』と言われてしまうと止めようがないという空気になってしまう。過半数以上の株式を所有するオーナーにモノを言うのはハードルが高い。通常、従業員にこれをはねのけるモチベーションやインセンティブ（誘因）は起こらない。

と指摘し、「そもそも、創業家やオーナー問題は人的な問題である以上、今の制度上は人的な方法でしか解決できないのではないか」と述べている。⁷⁸

「私は悪いことをしていない」と思っても、従業員にはそうは思えないケースがある。「雪国まいたけはまだ私の会社（my company）です」と明言する大平喜信が上場を維持しようとするならば、自分が社会の公器（your company）の経営者としてどのように相応しいのかを従業員に、そして社会に説明しなければいけない。古瀬（2011）は中小企業M&Aにおける経営者の苦悩を「譲渡不可能な財」（Inalienable Goods）という概念を手がかりに分析している。大平喜信にとって雪国まいたけは依然として「譲渡不可能な財」のままだったのだろう。

8. ポスト大平喜信の雪国まいたけ

雪国まいたけは、2014年6月27日の定時株主総会および取締役会において役員の異動を決め、新しい経営体制に移行した。この節ではポスト大平喜信の雪国まいたけについて考察する。

8.1. 経営体制

星名光男の社長名で出された2014年3月24日の「組織変更及び取締役の委嘱業務変更並びに人事異動に関するお知らせ」は、大平喜信の8歳年下の実弟、大平正夫が生産技術担当ア

⁷⁸ 『日経産業新聞』（2014年9月26日付）。

ドバイザー兼第5バイオセンター長から生産技術担当アドバイザー兼栽培技術部長栽培技術部長に昇格することを伝えた。バイオセンターとはいわゆる工場のことで、新潟県南魚沼市に第1から第5までのバイオセンターと新潟県五泉市に五泉バイオセンターがある。⁷⁹ 大平正夫は2013年6月に取締役を退任し、社員（生産技術担当アドバイザー兼第5バイオセンター長）になっていた。通常、取締役を退任すると同時に会社から離れると考えるのだが、雪国まいたけでは取締役を退任して社員として勤務するというケースは、創業者一族に限らず珍しくない。栽培技術部長の前任は南雲朗浩（取締役・生産本部副本部長）である。任を解かれた南雲朗浩は、生産本部から分離し、独立した組織となった研究開発室を担当する取締役にになり、品質保証室長を兼任した。

星名光男が雪国まいたけを経営するにあたり、大平正夫や南雲朗浩は栽培技術の核となる人材だったのだろう。とりわけ大平正夫が栽培技術部長に就任することは、2014年3月31日付で大平喜信が顧問を退任することを受けて、「栽培技術のノウハウ継承と標準化」を考えてのことだったのだろう。2013年11月28日に東京証券取引所に提出した改善報告書には「オーナーシップの問題」として「(星名光男が代表取締役を務める) 当社は、創業者兼大株主の影響を受けないようにするため、適度な出資割合まで引き下げていく方向で交渉を行っていきます」と述べているが、大平正夫は創業者でも大株主でもない。大平正夫は大平喜信とは一定の距離を置いて行動していたとかがえる。

社長が鈴木克郎に代わった2014年6月の雪国まいたけの取締役会を示した表10の右端の欄、主な委嘱業務は、2014年7月17日の「組織変更及び役員の担当または委嘱業務決定並びに人事異動に関するお知らせ」に書かれている内容である。そこには栽培技術や生産管理という業務は見当たらない。その上で、組織変更の一つとして、「生産管理部」と「栽培技術部」を統合し、「生産技術部」を新設することを知らせている。その部長には購買部長の大塚杉男が兼務して就いているのだが、栽培技術と生産管理の二つの部門を管轄する部長が兼任で務まるとは到底、思えない。廃止になった「栽培技術部」の部長職にあった大平正夫は、2014年3月24日に就任してからわずか4か月弱で役職を解かれ、肩書きは生産技術担当アドバイザーだけになった。一方、取締役への就任を辞退した南雲朗浩が兼任していた品質保証室は、「栽培技術部品質管理課」を組み入れて再編され、栽培技術部品質管理課長の行方景久が横滑りで品質保証室長に就いている。品質保証室長は長らく取締役が務めていた重要なポストだった。なお、行方景久は2015年4月1日付で執行役員・事業企画室長兼品質保証室長に昇進している。

2014年7月17日の人事異動により、管理本部長（前任は吉川博志）には新任の副社長の上野紘一が、営業本部長（前任は大平洋一）には副本部長の鈴木盛人が、生産本部長（前任は鈴木邦夫）には副本部長の桜井俊雄が就いた。鈴木盛人と桜井俊雄は、星名光男が社長を務めていた2014年4月1日付で副本部長に昇進していた。

⁷⁹ それぞれの生産能力は第1バイオセンターがマイタケ日産22トン、第2バイオセンターがマイタケ日産11トン、第3バイオセンターがマイタケ日産33トン、第4バイオセンターがエリンギ年産1万トン、第5バイオセンターがブナシメジ年産1万2,000トン、五泉バイオセンターがマイタケ日産44トンである。

生産本部長に昇格する桜井俊雄は表 2 に示したように 2011 年 6 月に退任するまで取締役だった。1953 年生まれで、1969 年に京都市立花山中学を卒業し、1983 年に株式会社桐生建設に、1985 年 5 月に雪国まいたけに入社している。雪国まいたけの創業が 1983 年であるから、創業初期の社員の一人である。1988 年に取締役に就任し、五十沢や大和、浦佐、六日町、五泉などの工場長を務め、1997 年に生産本部副部長に、2006 年に生産本部長に昇任している。桜井俊雄は、2010 年 12 月 1 日付で、生産本部長を解かれ、生産本部栽培技術担当に委嘱業務が変更になり、後任の生産本部長には品質保証室長だった南雲朗浩が就いている。そして、2011 年 6 月の株主総会で、23 年間、務めた取締役に退任し、南雲朗浩が取締役に就任している。このとき、桜井俊雄は退社してなく、その後、社員として第 3 バイオセンター長を務めていた。桜井俊雄は大平喜信社長により降格され、社長が星名光男に代わって再登用され、再び、大平喜信社長のときに務めた生産本部長に就くことになった。

2014 年 7 月 17 日の人事異動はつぎ（真ん中のコラム）のように多数の「〇〇本部副本部長」を配置している。

若井 進	生産本部 副本部長 兼 第4バイオセンター長	生産本部 第4バイオセンター長
青木 隆	営業本部 副本部長 兼 配荷業務部長	営業本部 部長 兼 配荷業務部長
湯澤 尚史	営業本部 副本部長 兼 トータク販売部長	営業本部 トータク販売部長
足利 巖	管理本部 副本部長 兼 経理財務部長	管理本部 経理財務部長
曳田 登志男	管理本部 副本部長 兼 人事総務部長	管理本部 人事総務部長

生産本部副本部長に就く若井進もまた表 2 に示したように 2010 年 6 月に退任するまで取締役だった。⁸⁰ 1956 年生まれで、1994 年 5 月に雪国まいたけに入社している。その後、もやし生産の子会社「株式会社ゼネラルバイオフーズ（現在は株式会社雪国バイオフーズ）」の代表取締役社長を務め、2004 年 6 月に雪国まいたけの取締役に就任し、2010 年 6 月の株主総会で取締役を退任している。このとき、若井進もまた退社してなく、その後、社員として第 4 バイオセンター長を務めていた。若井進も大平喜信社長により降格された一人だった。

第 6.4 節に「大平喜信と（おそらく一族を含んでいるであろう）数人の社員だけが全工程を知っていて、その人たちが雪国まいたけを去るとき、どうなるのだろうか」と工場のブラックボックス化を懸念して書いた。将来への布石と考えられる人事異動に大平喜信の意向がまったく反映していないとは言い切れない。2014 年 7 月 17 日の人事異動は大平正夫や南雲朗浩が担っていた栽培技術を、かつての取締役だった桜井俊雄や若井進に委ねようとする意図なのではないかと推測する。

⁸⁰ 若井進は大平喜信の実弟である若井猛と同じ名字で、親戚関係にあるのではないかと推測するのだが、確かめることはできていない。

8.2. 所有と経営の分離

2014年7月29日、雪国まいたけは「改善報告書等における改善措置の継続的实施および新経営体制の経営方針について」を発表した。そこには、東京証券取引所に提出した「改善報告書」（2013年11月28日）と「改善状況報告書」（2014年6月11日）とへの対応とそれらに基づく経営方針とが書かれていた。この文書は「改善報告書に対する姿勢を投資家に示すように東証から要請された」もので、東証は向こう5年間、必要ならば「改善状況報告書」の提出を求めることができる。⁸¹

発表された「改善報告書等における改善措置の継続的实施および新経営体制の経営方針について」には、「経営改善委員会のメンバー変更」や「コンプライアンス委員会のメンバー変更」、「執行役員制度の復活」などの改善措置の具体策が書かれているのだが、「異例づくめの株主総会」後の最大の関心事は「オーナーシップの問題」すなわち「創業者兼大株主の影響を受けないようにするため、適度な出資割合まで引き下げていく方向で交渉を行っていきます」という約束にある。それについての対応をつぎのように述べている。

創業者兼大株主とは、株主と会社という適切な距離感の中で、継続的に対話を行うことにより円滑な関係を保ちつつ、当社の企業価値を向上させ、株式の流動性を高めることで、創業者兼大株主がその保有する株式を処分しやすい環境を形成し、その出資割合を引き下げることに交渉を行うことで、安定的な事業運営を継続できるものと考えております。

「改善報告書等における改善措置の継続的实施および新経営体制の経営方針について」は代表取締役・鈴木克郎の名前で出された文書であるが、資本の論理にしたがうならば、大平喜信の意向が反映していると考えるのが自然だろう。その意向は、「企業価値を向上させ（つまりは株価を高くして）、株式の流動性を高めることで、保有する株式を処分しやすい環境」が形成されるならば「出資割合を引き下げることに合意しようということである。言い換えると、出資割合を引き下げるかどうかは株式市場の価格と出来高、次第ということである。2013年11月28日に東京証券取引所に提出した改善報告書（11頁）に「前社長は、創業者兼大株主としての立場もあつたため、幹部や担当者に対し、黒字決算を維持し続けなければならないという重圧をかけてしまい」という下りがある。この下りは、大平喜信が「大株主として、赤字決算になると株価が下がり、損失を被る」と考えていたことを星名光男が表現したのだろう。

『新潟日報』（2014年6月28日付、朝刊）は、創業者一族が乗っ取った株主総会の最後に、大平喜信が「私は数十億円の金を借りており、雪国まいたけの株をもっている。借金を返済していかなければならない」と発言したと報じている。海野光夫が大平喜信に損害賠償を求める株主代表訴訟を報じた『新潟日報』（2013年11月20日付、朝刊）には、当初は約100億円を請求する予定だったが、社長個人に負債があるため、現実的に支払える額（28億円）にしたと書かれていた。いずれにしても、大平喜信は相当な額の借金を抱えていることは確かなよう

⁸¹ 『日本経済新聞』（2014年7月31日付、朝刊、新潟経済）。

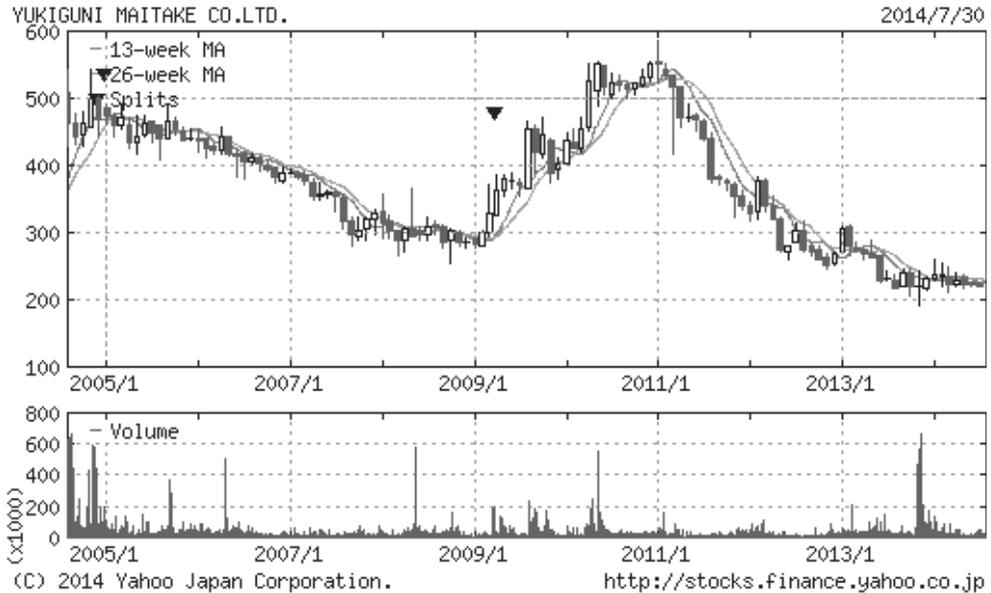


図 14. 雪国まいたけの株価推移（2014年7月30日までの10年間）。

だった。図 14 は 2014 年 7 月 30 日までの 10 年間の株価推移を示している。大平喜信の頭の中には借金を返済するための逆算した株価の目安があっただろう。2009 年から 2010 年にかけて、300 円から 500 円まで株価を引き上げた創業経営者としてのプライドを上乗せして考えると、その目安は 500 円を超えた水準にあったのではないかと推測する。

そして、発表文書はつぎのように続く。

なお、当社は、当社の経営が創業家兼大株主の影響を受けないことを創業家兼大株主との間で確認しているほか、資本と経営の分離から、当社の経営方針およびこれに基づく具体的施策等にかかる意思決定ならびにその執行に関与しないこと、ならびに創業家兼大株主の出資割合を引き下げることにについて交渉を継続していくことを内容とする覚書を平成 26 年 8 月上旬頃を目処に締結することを予定しており、今後も継続して改善報告書等における改善措置を実施することができると考えております。

この文章は「資本（所有）と経営は分離されるべき」と読むことができよう。しかし、一般には所有と経営は分離していなければいけないということではない。経営支配が資本所有者から専門経営者へと移行する過程で資本と経営が分離する、あるいは分離せざるを得ないと考えられている。資本と経営が分離されるならば「（創業家兼大株主は）経営方針およびこれに基づく具体的施策等にかかる意思決定ならびにその執行に関与しない」ことが担保されるだろう。しかし、それはこれからの交渉だ。覚書（予備的合意書）が持つ法的拘束力にもよるのだが、これでは「当社の経営が創業家兼大株主の影響を受けないことを創業家兼大株主との間で確認している」状態から前進しているようには思えない。

『新潟日報』（2014年8月22日付、朝刊）は「創業家兼大株主の出資割合を引き下げることに
ついて交渉を継続していくことを内容とする覚書」が8月21日までに取り交わされたこと
を伝えている。覚書の主たる内容は、2014年7月29日に発表した「改善報告書等における改
善措置の継続的实施および新経営体制の経営方針について」に書かれているように、「資本と経
営の分離から、当社の経営方針およびこれに基づく具体的施策等にかかる意思決定ならびにそ
の執行に関与しないこと、ならびに創業家兼大株主の出資割合を引き下げることに
ついて交渉を継続していくこと」である。

これまでの経緯について、『新潟日報』（2014年8月22日付、朝刊）は「大平氏の出資割合
を引き下げようと試みた前経営陣は退任させられた」と書いている。前経営陣とは星名光男体
制のことだが、「大平氏の出資割合を引き下げよう」という方向については、前経営陣と現経
営陣（鈴木克郎体制）は同じである。違いは「株主と会社という適切な距離感の中で、継続的
に対話を行うことにより円滑な関係を保ちつつ、当社の企業価値を向上させ、株式の流動性を
高めることで、創業家兼大株主がその保有する株式を処分しやすい環境を形成」しようとする
かどうかである。それは「私（大平喜信）は数十億円の金を借りており、雪国まいたけの株を
もっている。借金を返済していかなければならない」ということを斟酌するかどうかの違いな
のだろう。すでにふれたように、現経営陣は「出資割合を引き下げるかどうかは株式市場の価
格と出来高に依存する」ことを容認したが、前経営陣はそれを容認しなかったのだろう。

8.3. 新経営陣の経営方針

星名光男が代表取締役を務める体制の下、雪国まいたけは、2014年2月末に執行役員制度
を廃止した。その理由は「取締役の大部分が業務執行取締役として執行役員を兼務し、監督機
能と業務執行機能との分離ができない状態にあった上、執行役員の権限、責任等についても
不明確なものであったため」であり、その原因は「取締役が執行役員を兼務していたこと」に
あった。

ところが、2014年7月29日に発表した「改善報告書等における改善措置の継続的实施およ
び新経営体制の経営方針について」では、「基本的には従業員のみを執行役員とする執行役員制
度を導入（復活）することを検討する」と表明している。社内議論の過程で「今般、新役員が
外部から就任したことを受けて、経営の意思決定と実務の執行との意思疎通を強化する必要性
の高いことについての認識が共有された」という。「執行役員制度そのものは、当社の業務執行
を適切かつ効率よく行うために極めて有用」であるが、現実には、外部から就任した、食品製造
業とは縁遠い取締役が業務を把握することは難しいという事情があるのだろう。⁸²

そもそも、なぜ経営陣を刷新する必要があったのかについて、「改善報告書等における改善措
置の継続的实施および新経営体制の経営方針について」には、つぎのように書かれている。

⁸² 2014年9月29日、管理本部を廃止して、人事総務本部と経理財務本部を新設する組織変更と同時に、執行役員
7名の選任を発表している。そこでは、何か特別な事情があるのかもしれないのだが、第3バイオセンター副センター
長の中村満正が選任される一方で、第3バイオセンター長の今井久は選任されていない。

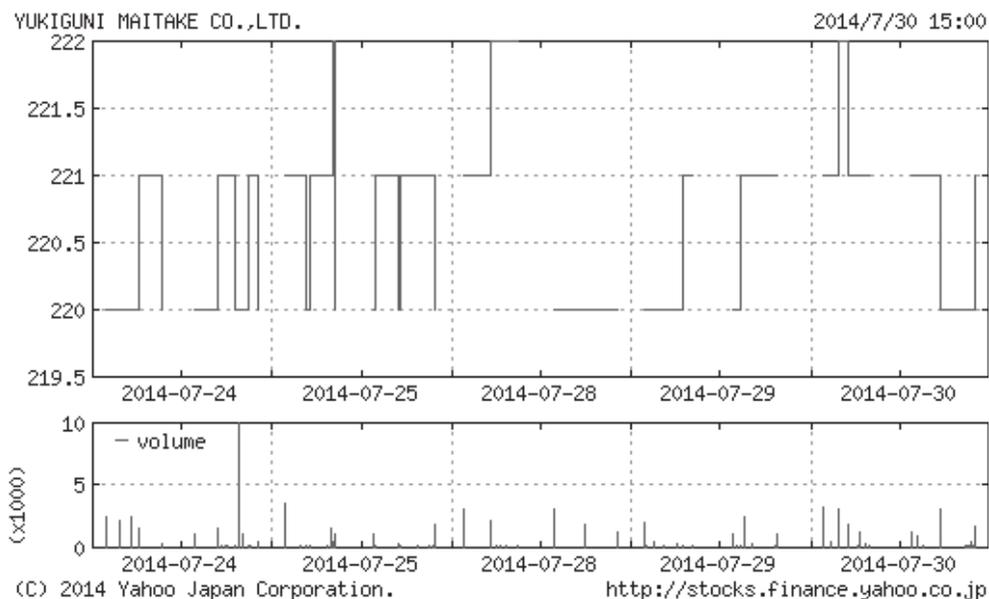


図 15. 雪国まいたけの株価推移 (2014年7月24日から2014年7月30日まで)。

(星名光男が代表取締役を務める体制で)「雪国まいたけ」ブランドの力が過去に比し相対的に低下していることや、商品開発に際し、開発・生産・営業が一体となってお客様の満足を得る商品開発を志向する体制が必ずしも確立されていないこと、また、将来を担う人材の育成を行うための体制が整備されていないなどの問題点も抱えておりました。そこで、旧経営体制における種々の問題点を解決しつつ、当事業の更なる発展と企業価値の向上のため、経営体制を刷新することといたしました。

星名光男の社長在任期間は2013年11月から2014年6月までの7か月に過ぎない。その間に「雪国まいたけ」ブランドの力が低下したとは到底、言えなく、低下していたとすると、それはそれ以前から始まっていただろう。

「企業価値の向上」のためには「お客様の満足を得る商品開発を志向する体制」や「将来を担う人材の育成を行うための体制」の整備が必要であることは当然のことだろう。「改善報告書等における改善措置の継続的実施および新経営体制の経営方針について」の最後につきのように「経営方針」を述べている。

新経営体制の下では、基本的には、旧経営体制の事業計画を踏襲しつつも、社社である「良品で社会に貢献生き甲斐のある職場」を追求し、当社経営における具体的問題点の発見・分析・解消を行うとともに、更なる企業価値の向上を積極的に推進するための施策を講じる所存です。具体的には、安全・安心・食べ頃の商品を、お買い求めやすい価格でお客様に提供することを基本理念として、きめ細やかなマーケティングを実施することにより、お客様の目線に立った商品開発等を徹底し、従来希薄であった開発・生産・営業の相互の有機的な関連を強固なものとする中で、それぞれの意見を反映させた商品開発を可能とする統一的な運営基盤を確立し、また、各従業員の仕事の質を向上させ、将来を担う人材の育成にも積極的に取り組みます。新経営体制の下、個々の従

業員の持つ力を存分に発揮できるような体制を整え、新役員のバックグラウンド・ノウハウを活かしながら、企業価値の向上に一層邁進いたします。

ほぼ「新経営体制移行の理由」の繰り返しである。「新役員のバックグラウンド・ノウハウを活かしながら」と書かれているのだが、すべては代表取締役・鈴木克郎に委ねられているといえるだろう。最後に、株式市場が鈴木克郎の事業計画を踏襲するという所信表明をどのように捉えたのかを見ておこう。図 15 は 2014 年 7 月 24 日から 7 月 30 日までの 1 週間の株価推移を示している。株式市場は無反応である。

2014 年 8 月 27 日、株式会社ユーグレナが雪国まいたけから Bangladesh の「グラミン雪国まいたけ」(GYM: Grameen Yukiguni Maitake Ltd.) の株式 (議決権割合 49.49% 相当の普通株式、および無議決権優先株式) と債権、もやし関連の商標を総額約 2,300 万円で取得することを発表した。⁸³ ユーグレナは、2013 年 10 月 1 日にダッカ事務所を開設し、2014 年 4 月 1 日から Bangladesh の子供たちにミドリムシ入りクッキーを無償配布する「ユーグレナ GENKI プログラム」を開始していた。⁸⁴ ユーグレナは、今後、GYM の社から輸入した緑豆を日本国内のもやしメーカーなどに販売する収益事業として育成するという。ムハマド・ユヌスが率いるグラミン・グループのグラミン・クリシ財団および国立大学法人九州大学と 2011 年 7 月に設立した合弁会社 GYM は、雪国まいたけにとっても、大平喜信にとっても、CSR (企業の社会的責任) として特別な位置付けだった。しかし、雪国まいたけは関係するサイト (<http://www.maitake.co.jp/csr/>) を削除したものの、譲渡契約についてはホームページに情報開示していない。

「きめ細やかなマーケティングを実施する」ことについて、社長が鈴木克郎に代わったことが「プレスリリース」に現れている。

2014.12.03	今度は総額 300 万円の旅行券と現金をどーんとプレゼント「年末年始 雪国まいたけを試して当よう」キャンペーン
2014.11.28	100種類以上のオリジナルまいたけメニューに舌鼓 雪国まいたけフェア 2014in 戸越銀座開幕
2014.11.10	“グルメの街”戸越銀座×雪国まいたけ 秋だ！きのこだ！雪国まいたけフェア 2014in 戸越銀座
2014.09.29	2014年きのこシーズン到来 総額約250万円相当豪華賞品が当たる「雪国まいたけを食べよう」キャンペーン開幕

これが社長が鈴木克郎に代わった 2014 年のプレスリリースである。食品メーカーとしては当たり前と思われる内容だが、それ以前はそうではなかった。大平喜信が社長を務めていた 2009 年から 2012 年までのプレスリリースには研究成果の学会発表がずらりと並んでいた。大平喜信の「キノコへの強烈なこだわり」は、2008 年 8 月に着手した、きのこ類の大規模なゲノム解析あたりから、バイオテクノロジー分野へと舵を切っている。大平喜信は辞任を発表する 2 か月前の 2013 年 9 月に『日本証券新聞』のインタビューで「マイタケは機能性食品としての

⁸³ <http://www.euglena.jp/news/2014/0827.html>

⁸⁴ GYM を担当していた佐竹右行はユーグレナ経営戦略部事業開発課課長に就いている。

将来性が膨らんでいるようですね」と振られて、つぎのように答えている。⁸⁵

国内では神戸薬科大学、富山大学、新潟薬科大学と共同研究体制を敷いているほか、米国の「メモリアル・スローン・ケタリングがんセンター」にマイタケの抽出物を提供している。台湾のバイオベンチャー「バイオライト社」とも提携し、メモリアル・スローン・ケタリングがんセンターの研究成果を基にした臨床試験を中国と台湾で実施する計画もある。バイオライト社はマイタケのエキスを利用した製薬としての可能性を探り、5月には当社と契約して製薬承認取得の準備に入っている。当社では、製法特許として日本特許と米国特許が成立している。抗がん剤の副作用を軽減する研究も海外で進んでいる。バイオ分野での研究成果の進展には期待を持っている。

これらは、不適切な会計処理を告発した海野光夫には「収益を生まず経営を圧迫した」と映ったのかもしれない。

9. 再び、創業家の乱

「創業家の乱」と称された2014年6月27日の定時株主総会から5か月後の2014年11月26日、雪国まいたけは「(株主から)平成26年11月25日付にて、臨時株主総会の招集請求に関する書面を受領いたしました」と発表した。臨時株主総会の招集を請求した株主は、大平喜信の実弟である若井猛と大平安夫、そして坂本のりみの3人だった。⁸⁶

9.1. 株主提案権行使とその主張

株主総会は原則として取締役が招集する。しかし、一定の要件の下、株主も取締役に對して株主総会の招集請求をすることができる。その要件とは3%以上の議決権を6か月以上前から引き続き所有する株主であることだ。若井猛と大平安夫、坂本のりみの3人が所有する議決権個数は、それぞれ、9,521個と3,032個、213個で、その合計は12,766個、総議決権の3.6%である。若井猛と大平安夫については6か月以上前からの引き続きの株主であることが有価証券報告書において確認できる。これら3人の株主は共同で要件を満たしているということで、取締役に對して、株主総会の目的である事項及び招集の理由を示して、株主総会の招集を請求した。⁸⁷

請求株主は若井猛と大平安夫であるが、大平喜信の意向であることに議論の余地はないだろう。大平喜信は創業者兼大株主としての影響を与えないように前面に出るわけにはいかない境遇にあった。ここでは請求株主を創業家株主と書くことにする。なお、2014年11月25日現

⁸⁵ <http://kabu.nsjournal.jp/kobetsu/9971.html>

⁸⁶ 坂本のりみは、発表された文書には東京都中野区在住と書かれているのだが、2012年4月に新潟県南魚沼市余川(雪国まいたけの本社近く)に設立された株式会社舞ライフ(資本金800万円)の代表取締役である。舞ライフはバイオテクノロジーの研究成果である「雪国まいたけ抽出物」を用いた健康食品「舞 Sulala (マイルラ)」の通信販売会社である。おそらく坂本のりみは創業者一族なのだろう。

⁸⁷ 株主総会を招集を請求した日から8週間以内の日を株主総会の日とする総会の招集の通知が発せられないときには、これら3人の株主は本社所在地を管轄する地方裁判所に申し立て、その許可を得て株主総会を招集することができる。

在、若井猛は雪国まいたけの孫会社である有限会社今町興産の代表取締役社長を、大平安夫は雪国まいたけの子会社である株式会社トータクの代表取締役社長を務めていた。

創業家株主が提案する臨時株主総会における決議事項はつぎの二つだった。(主旨)は雪国まいたけの発表文書をそのまま再掲している。

(1) 取締役4名(山本忠義氏、桜井俊雄氏、角谷勝海氏、平川滋氏)選任の件

(主旨)平成26年6月の当社定時株主総会で選任された取締役6名のうち5名が、当社の従業員出身者ではなく食品業界の出身者ではないため、当社の内部事業運営状況と製造現場状況を熟知する者が取締役会の構成員として参加することが、当社の企業利益を増進し、企業価値を高めるために、ぜひとも必要であること、及び、金融に精通し上場会社の代表取締役としての経験を有する平川滋氏による経営監督機能を果たすべきであること等。なお、取締役候補者の略歴は別紙記載のとおりとのことであり、このうち、山本忠義氏、桜井俊雄氏及び角谷勝海氏は、当社の従業員又は元従業員若しくは元取締役とのことであります。

(2) 監査役1名(田口喜一氏)選任の件

(主旨)平成26年6月の当社定時株主総会で選任された監査役3名の全員が、当社の従業員出身者ではなく食品業界の出身者ではないところ、当社の経理部長を約10年間にわたって務め、その後当社の常勤監査役を4年間にわたって務めた田口喜一氏は当社の内部会計経理状況を熟知しており、食品業界の内情にも精通していることから、同氏に当社の監査役会に加わって頂きたいこと等。なお、監査役候補者田口喜一氏の略歴は、別紙記載のとおりとのことであり、当社の元従業員かつ元監査役とのことであります。

これに対して雪国まいたけはつぎのように対応方針を述べている。

本請求に関する当社の方針につきましては、本請求の内容を慎重に検討して決定する所存です。

なお、当社の取締役5名が、当社の従業員出身者ではなく食品業界の出身者ではないところのご指摘につきましては、当社では、当社の業務運営を熟知するプロパー社員7名を執行役員に登用し、将来の取締役候補とするための、経営機構改革を平成26年10月1日より実施しているところですので。これにより、当社では、社外出身者を中心とする取締役会が、業務を熟知する執行役員による執行を監督するという、監督と執行を分離した適切なコーポレート・ガバナンス体制を構築しております。又、現在の当社取締役は、金融に精通した者や上場会社の専務取締役経験者など、当社の業務運営にあたり十分な専門知識及び経験を有し、十分にその職務を果たしております。

当社の監査役につきましても、それぞれの専門知識と経験を背景として、取締役の職務執行の適法性にかかる監査を、何ら不足なく実施して頂いております。

取締役4名選任の件について、ここでは山本忠義と平川滋に注目しよう。⁸⁸山本忠義は、第6.1節で述べたように、1991年11月に雪国まいたけに生産本部付部長として入社し、その後、

⁸⁸ 桜井俊雄については第8.1節で述べている。表2に示したように桜井俊雄は2011年6月に退任するまでの23年間、取締役を務めていた。その後、社員として第3バイオセンター長に就いていた。桜井俊雄は大平喜信社長により降格され、社長が星名光男に代わって生産本部副本部長として再登用され、「創業者の乱」の後の2014年7月17日の人事異動により、生産本部長に就いている。角谷勝海は1973年に生まれ、1996年に三光純薬株式会社(現在のエーディア株式会社)に入社し、2001年2月に雪国まいたけに途中入社し、2005年に大阪営業所長に就いている。桜井俊雄を取締役に選任しようとする思いは理解できるのだが、角谷勝海を取締役に選任しようとする理由は理解できない。

生産本部長、営業本部長、管理本部長の三つの本部長を歴任し、表2に示したように、1993年から2005年まで取締役を務め、退任した後、再び、2009年から2010年まで取締役を務めている。山本忠義はまさに「当社の内部事業運営状況と製造現場状況を熟知する」人物であり、若井猛や大平安夫とは同じ時期に取締役を退任している関係でもある。そして、今度、山本忠義が取締役に就くことになれば3度目になる。異例と言うほかはない。なお、山本忠義は、2014年11月25日現在、中国吉林省長春市に本社を置く在外子会社、えのき茸を製造・販売する雪国舞茸（長春）生物技術有限公司の代表（総経理）を務めていた。

創業家株主が「経営監督機能」を期待する「金融に精通し上場会社の代表取締役としての経験を有する」平川滋は、1950年に生まれ、1974年に明治大学商学部を卒業後、株式会社東京銀行（現在の三菱東京UFJ銀行）に入行している。1997年10月に東京三菱銀行信託会社に上級副社長として出向し、2002年9月に東京三菱投信投資顧問の内部監査部長、2004年10月に日本税理士国民年金基金の常務理事と歴任し、2009年6月に株式会社イクヨ（東証2部）の執行役員に転じ、2010年1月に常務執行役員管理統括部長、2011年6月に代表取締役社長、2013年7月に顧問に就いている。⁸⁹平川滋は東京銀行で証券部部長代理を務め、東京三菱投信投資顧問や日本税理士国民年金基金を経ていることから、金融の中でも証券分野に長けているのではないかと推測するのだが、イクヨの在籍期間は2年ほどで、表面的には「経営監督機能」を期待できる経歴ではない。

『新潟日報』（2014年11月28日付、朝刊）は「創業家の意向を反映させようと送り込んだはずの現経営陣に、さらに取締役を追加しようとするのかなぜか」と問い、「現取締役が一枚岩ではなく、全員が創業家の意向をくむ人物ではないのだろう」という関係者の推測を紹介している。いま、表10に示した取締役6人のなかで、「創業家の意向をくむ人物」が2人いるとしよう。そこに「創業家の意向をくむ人物」4人を追加するとき、取締役10人のなかで「創業家の意向をくむ人物」は6人となり過半数となる。取締役4名選任の件は、「当社の企業利益を増進し、企業価値を高めるため」や「経営監督機能を果たすべき」と書かれているように、表10に示した取締役会が創業家の期待に応えていないことから、まずは現状のまま取締役を4人送り込んで、「創業家の意向をくむ人物」を過半数にしてテコ入れしようという意図なのだろう。そして、その延長線上に監査役1名の件として、田口喜一の監査役への再任があるのだろう。

田口喜一は確かに「当社の内部会計経理状況を熟知しており、食品業界の内情にも精通している」のだが、2012年4月に「取締役及び執行役員宛に監査役の見解」を具申した監査役会のメンバーであり、2013年11月28日に東京証券取引所に提出した改善報告書において「意見具申の内容について経営会議、取締役会の議題として取り上げ、十分検討してもらうまで提起すべきであった」と責任を指摘されている。そのような経緯があり、星名光男体制においては相応しくないとの判断から、2014年5月19日の「役員の変動に関するお知らせ」において、

⁸⁹ イクヨは神奈川県厚木市など国内に四つの工場を持つ、合成樹脂部品やゴム部品など自動車の内装部品のメーカーである。2011年3月、ベンチャー企業ファンドの日本アジア投資と関連ファンドが保有するイクヨ株式の大半を大連日東塑料加工（中国）の日本法人、日東に売却し、日東は発行済み株式の30%を保有するイクヨの筆頭株主になった。

監査役（常勤）を退任することが予定されていた。

雪国まいたけは2014年7月29日に「改善報告書等における改善措置の継続的实施および新経営体制の経営方針について」を発表している。そこにおいて「当社の経営が創業家兼大株主の影響を受けないことを創業家兼大株主との間で確認しているほか、資本と経営の分離から、当社の経営方針およびこれに基づく具体的施策等にかかる意思決定ならびにその執行に関与しないこと」を約束している。そのために、2014年3月31日に廃止した執行役員制度をその半年後の2014年9月29日に復活させ、「社外出身者を中心とする取締役会が、業務を熟知する執行役員による執行を監督するという、監督と執行を分離した適切なコーポレート・ガバナンス体制を構築」した。低迷し続ける株価を横目に、創業家株主は「監督と執行を分離したコーポレート・ガバナンス体制」は「適切」ではあっても「企業利益を増進し、企業価値を高める」ことは期待できないと判断し、創業家の意を汲んでくれる取締役や監査役が「ぜひとも必要である」と考えたのだろう。

創業家株主、とりわけ大平喜信は、「創業家の乱」によって迎え入れた鈴木克郎や上野紘一が「当社の従業員出身者ではなく食品業界の出身者ではない」ことを承知の上で、「新役員のバックグラウンド・ノウハウを活かす」ことに期待したはずだ。鈴木克郎や上野紘一が「監督と執行を分離したコーポレート・ガバナンス体制」を構築したことは、コーポレート・ガバナンス・コードを策定する今ときにおいては当然なことである。⁹⁰そして、矛先を向けられた鈴木克郎や上野紘一が、「現在の当社取締役は、金融に精通した者や上場会社の専務取締役経験者など、当社の業務運営にあたり十分な専門知識及び経験を有し、十分にその職務を果たしており」、「当社の監査役につきましても、それぞれの専門知識と経験を背景として、取締役の職務執行の適法性にかかる監査を、何ら不足なく実施している」と主張することもまた当然のことである。伊藤博敏は雪国まいたけの幹部の発言として

叩き上げの大平さんはキノコに強烈なこだわりを持ち、会社に愛着がある。一方、外部出身のエリートは経営のプロを自任しているので、利益とコンプライアンスを優先し、コストカットやリストラも躊躇なく行なう。そうした両者の意識の差が埋まらないことが、長引く混乱の原因だ。

と記している。⁹¹大平喜信の「キノコへの強烈なこだわりと会社への愛着」は辞任を発表する2か月前の2013年9月に『日本証券新聞』のインタビューに見て取れる。⁹²雪国まいたけの商品が本格的に海外に出る可能性について問われた大平喜信はつぎのように答えている。

将来的には、「雪ん子」マークがついた当社製品が世界中の都市に並ぶようになればと期待している。日本の代表的な食材といってもいい「マイタケ」や「ブナシメジ」を世界の共通語にしたい。今でも欧米では「カラオケ」や「すし」が世界共通の日本語となっているように「マイタケ」をそうしてみたいという夢はある。決して、それは不可能ではない。キノコは既にインドで生産工場ができるほどの世界的な食材となっている。

⁹⁰ <http://www.tse.or.jp/rules/cg/cg-code/>

⁹¹ http://news.infoseek.co.jp/article/postseven_274153.

⁹² <http://kabu.nsjournal.jp/kobetsu/9971.html>

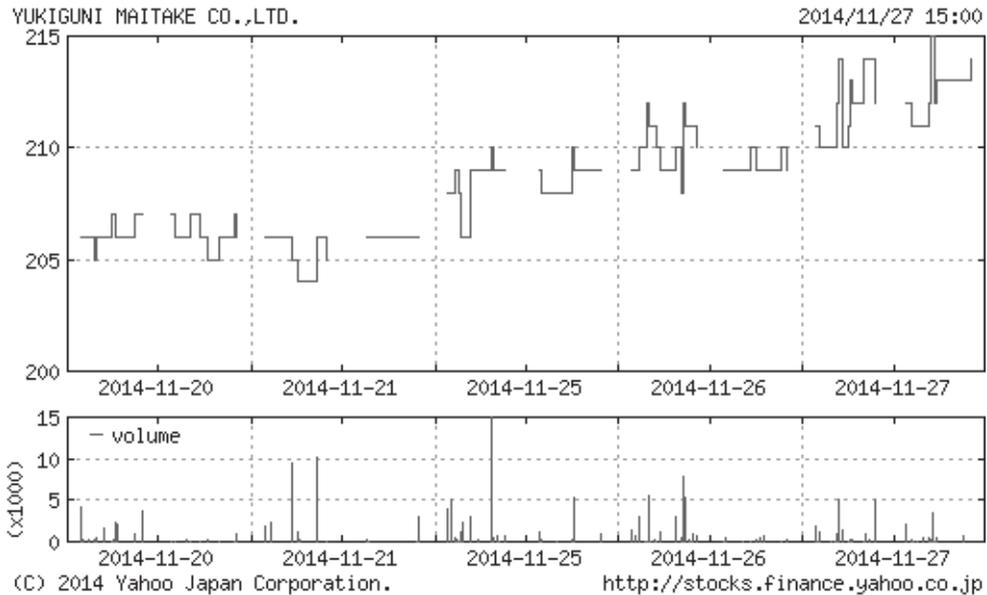


図 16. 雪国まいたけの株価推移 (2014 年 11 月 20 日から 2014 年 11 月 27 日まで) .

最後に、株式市場が再びの創業家株主の反乱をどのように捉えたのかを見ておこう。図 16 は 2014 年 11 月 20 日から 11 月 27 日までの 1 週間の株価推移を示している。ここ 1 か月ほど株価は、創業家の期待とは裏腹に、200 円台に水準を切り下げて推移してきているのだが、11 月 25 日から底値を切り上げて 210 円台を回復している。この値動きから、株式市場は「監督と執行を分離したコーポレート・ガバナンス体制」が変化するかもしれない（元に戻るかもしれない）というニュースを好感して受け止めているように思われる。

その後、株価は 12 月に入ると 210 円を挟んだ値動きになる。12 月 12 日と 12 月 19 日の信用残高をみると、信用買残が 198,900 株から 309,000 株に増え、2015 年 1 月 9 日には 360,600 株にまで増えている。信用売残は徐々に減り、2015 年 1 月 23 日の信用倍率（信用買残 ÷ 信用売残）は 31.61 倍に達している。信用買いが株価を下支えしていた。ところが、それ以降、2 月中旬まで、積み上げられた信用買残の解消に伴う売り圧力から、日々の高値が 210 円を超えることはほとんどなくなり、終値は 200 円台前半で膠着した。

9.2. 臨時株主総会の招集

若井猛と大平安夫、坂本のりみの 3 人の株主は新潟地方裁判所長岡支部に株主総会の招集を許可してほしいと申し立てた。2014 年 12 月 15 日、雪国まいたけは 2014 年 12 月 13 日に新潟地方裁判所長岡支部から送達されたことを発表した。雪国まいたけは「本申立てにかかる当社の方針としましては、却下を目指し、対応させて頂く所存です」と対決する姿勢を示した。

『新潟日報』（2015 年 1 月 11 日付、朝刊）が渦中の人物である大平喜信へのインタビュー記事を掲載している。大平喜信は「臨時株主総会の請求については関与していない」、「（請求者と

の考えは同じ。現経営陣の一部に（経営や品質への対応などについて）不信感がある」と答え、「創業家の乱」について「経営への関与ではない。株主としての権利を行使した」と語っている。そして、記事は大平喜信の「株価にもよるが、信頼できる経営陣になれば、将来的には徐々に（出資比率の）引き下げに応じる考えはある」という発言で結んでいる。株価に関心を持つことは株主としては当然なのだが、第8.2節で述べたように、この結びは、大平喜信はすべては株価次第と考えていることをあらためて明らかにしている。

しかし、創業家株主の申立は却下されなかった。2015年1月15日、雪国まいたけは「臨時株主総会招集許可決定に関するお知らせ」を発表した。そこには新潟地方裁判所長岡支部が「申立人（若井猛と大平安夫、坂本のりみ）らが、株式会社雪国まいたけの取締役4名の選任及び監査役1名の選任の件を株主総会の目的である事項とし、2015年3月31日までの日を株主総会の日とする同社の株主総会を招集することを許可する」と決定したことが書かれていた。雪国まいたけは「新潟地方裁判所長岡支部の決定を受け、法令の範囲にて、粛々と対応していく所存です」と表明した。

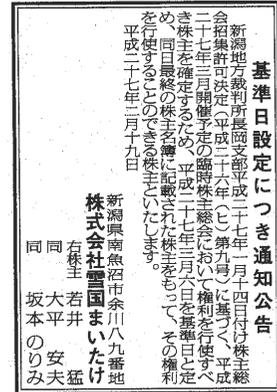
これで2014年6月27日の「異例づくめの株主総会」の再演が決まった。若井猛と大平安夫、坂本のりみの3人の株主、すなわち創業家株主は2015年3月31日までの間に臨時株主総会を開催できることになったのだが、一悶着起こった。その詳細を雪国まいたけが2015年2月19日に発表した「臨時株主総会の一連の動き及び株主による臨時株主総会招集のための基準日設定に関するお知らせ」が明らかにしている。

創業家株主は、2015年1月19日付の官報において、2月3日を臨時株主総会の基準日（株主を確定する日）と定めると公告した。そして、臨時株主総会を2015年3月5日午後3時から開催する予定であることを雪国まいたけに伝えた。その上で、1月30日、新潟地方裁判所長岡支部において、雪国まいたけとその株主名簿管理人（みずほ信託銀行）に対して株主名簿の閲覧謄写の仮処分を申し立てた。雪国まいたけは2月3日にその旨を送達された。ところが、創業家株主は、2月7日、申立の趣旨等を変更する旨の訂正申立書を提出した。そして、翌々日の2月9日には、訂正申立書（2月7日付）を撤回し、債務者みずほ信託銀行株式会社に対する申立を取下げ、申立書の趣旨を「債務者雪国まいたけは、2015年2月16日から20日までの間、債権者らに対し、債務者株式会社雪国まいたけ本店において、債務者株式会社雪国まいたけの営業時間内のいつにでも、2015年2月3日現在の株主名簿を閲覧及び謄写させなければならない」と変更して上申書を提出した。

ところが、雪国まいたけは定款第5条において「当会社の公告方法は、電子公告とする。但し、事故その他やむを得ない理由によって電子公告による公告をすることができない場合は、日本経済新聞に掲載して行う」と定め、その旨を商業登記によって公示していた。雪国まいたけは、そもそも創業家株主の官報による公告は法定公告としての効力を有しない、仮処分は認められないと考え、創業家株主のドタバタを傍観し、裁判所の決定を待った。

2015年2月12日、新潟地方裁判所長岡支部は「債務者は、債権者らに対し、2015年2月16日から同月20日までの間、その営業時間内のいつにでも、債務者の本店において、同月3日現在の債務者の株主名簿を閲覧及び謄写させよ」との決定を下した。それに対して、雪国まいたけは、翌2月13日に、基準日設定のための公告方法として官報は不適法であり、法定公告としての効力を有しないことを根拠に、仮処分命令の要件である被保全権利がないと主張して保全異議を申し立てた。

2015年2月19日、新潟地方裁判所長岡支部において審尋が行われ、その結果、創業家株主は株主名簿閲覧謄写仮処分命令の申立を取り下げた。そして、右上のように日本経済新聞（朝刊）において、「2015年3月開催予定の臨時株主総会において権利を行使すべき株主を確定するため、2015年3月6日を基準日と定め、同日最終の株主名簿に記載された株主をもって、その権利を行使することのできる株主とする旨」を公告した。株主名簿の確定や招集通知の発送などの手続きには1か月ほどかかるため「招集期限である平成27年3月31日までに臨時株主総会を適法に招集できるか否か不透明な状況」になった。2015年2月19日に雪国まいたけが発表した「臨時株主総会の一連の動き及び株主による臨時株主総会招集のための基準日設定に関するお知らせ」は「当該株主らは、独自の解釈に従い、当社に対して無関係な株主名簿の閲覧謄写を求めるばかりで、許可決定に従った臨時株主総会の招集に向けた適正な手を怠った」と創業家株主を厳しく批判して締め括っている。



9.3. 新経営陣の反論

雪国まいたけは、2014年12月25日と2015年1月13日に新潟地方裁判所長岡支部に対して「不適切会計により引責辞任した創業者の実弟らが不適切会計当時の取締役らを含む候補者を選任しようとする本申立は、当社を巡る経営環境やこれまでの経緯を踏まえると、権利濫用である」との見解を伝えていたことを明らかにしている。ところが、申立は権利の濫用には当たらないと新潟地方裁判所長岡支部は判断した。

見解における「不適切会計当時の取締役ら」とは山本忠義と桜井俊雄のことである。山本忠義は、1993年から2005年まで取締役を務め、退任した後、再び、2009年から2010年まで取締役を務めた。桜井俊雄は、2011年6月に退任するまでの23年間、取締役を務めた。しかし、山本忠義は、2014年11月25日現在、中国吉林省長春市に本社を置く在外子会社、雪国舞茸（長春）生物技術有限公司の代表であり、桜井俊雄は2014年7月17日付で生産本部長に就任している。いずれも「これまでの経緯（不適切会計）を踏まえ」た上での要職者である。

「不適切会計当時の取締役ら」について、『日本経済新聞』（2015年1月17日付、朝刊、新潟経済）は、「不適切な会計処理のため有価証券報告書を訂正することになった2009年3月期

から2013年3月期に取締役だった者」と限定している。雪国まいたけが発表した文書にはこのように限定する記述はない。有価証券報告書の訂正が2009年3月期から2013年3月期までの5期分であるのは、不適切会計の原因発生がそれ以前であるとしても、適切な情報開示の観点から過去5期分だけは訂正する必要があるという考えに基づいている。必ずしも、その期間の取締役に責任があるというわけではない。

第3.3節で述べたように、1995年10月から1997年6月までの土地取得に関する建設仮勘定の処理についての不適切会計は、2001年3月の経営会議が、建設仮勘定に計上した7億1,600万円を費用処理しないで、資産として土地勘定に振り替えると決議したことに起因している。表10に示した2014年6月の取締役である東貢は、1994年から1996年まで取締役に、1997年から2001年までは社外監査役を務め、不適切会計の原因発生時の役員だった。⁹³ 同じように山本忠義や桜井俊雄も不適切会計の原因発生時の役員だった。

見解における「当社を巡る経営環境」はさまざまに解釈できるのだが、第一義には、2014年6月11日に東京証券取引所に提出した「改善状況報告書」における「創業家兼大株主の影響を受けないようにする」という約束を指しているのだろう。そして、「創業家兼大株主」とは表4に示している大平喜信と若井猛、大平安夫、大平正夫などであるが、事実上は「創業者兼大株主」の大平喜信だろう。

東貢は2001年9月に子会社である株式会社平成興業の代表取締役に、2004年9月には雪国まいたけの顧問に就任している。2013年6月に取締役（非常勤）に就任するのだが、登用したのは大平喜信である。東貢は大平喜信の側近の一人だった。星名光男は、大平喜信の間接的な影響を排除するためではないかと推測するのだが、2014年6月27日の「異例づくめの株主総会」において東貢の退任を決めようとしていた。ところが、大平喜信はその退任を阻止し、東貢は鈴木木郎による新体制で取締役に就いた。一方で、東貢を新体制で取締役に就け、他方で、山本忠義や桜井俊雄への「これまでの経緯（不適切会計）」について言及することは、説得力に欠けると言わざるを得ない。

10. 新経営陣の逆襲、上場廃止へ

2015年3月5日、雪国まいたけは「当該株主ら（若井猛と大平安夫、坂本のりみの3人）より、本基準日設定（2015年3月6日）を取り下げの旨のご連絡がありました」と発表し、再びの創業家の乱は新経営陣の逆襲により3か月ほどで鎮圧された。新経営陣の逆襲とは、誰も想定していなかったであろう米系投資ファンドによる雪国まいたけ株式へのTOB（株式公開買い付け）だった。その引き金を引いたのは第四銀行だった。

⁹³ 東貢は1938年に生まれ、1957年3月に小千谷市共同職業訓練所を終了している。1976年11月に新潟県大和町（現在の南魚沼市）議会議員に就任している。その一方で、1978年4月に有限会社東竹塗装工業の代表取締役に、1985年8月に有限会社大和不動産の代表取締役に、1994年6月に雪国まいたけの取締役に就任している。東貢は地元の名士の一人だったのだろう。

10.1. 米系投資ファンド（バイン・キャピタル）による TOB

2015年2月23日、月曜日、午前8時16分、「米系投資ファンド、雪国まいたけに1株245円でTOB」というニュースがつぎのように流れた。⁹⁴

雪国まいたけは23日、米バイン・キャピタルが投資助言する投資ファンドから株式公開買い付け（TOB）の提案を受けていると発表した。1株245円で24日から4月6日まで買い付ける予定で、完全子会社化を目的とする取引の一環という。雪国まいたけは、TOBについて検討を開始したとしている。

このニュースは、雪国まいたけがそれに先立つ午前7時に発表した二つの文書、

- (1) 株式会社 BCJ-22 による株式会社雪国まいたけ（証券コード 1378）株券等に対する公開買い付け等の実施に関する事実（予定）のお知らせ
- (2) 主要株主、主要株主である筆頭株主及び親会社以外の支配株主の異動に関するお知らせ

に基づいていた。

(1) の文書は、バイン・キャピタル（Bain Capital Partners, LLC）の孫会社、株式会社 BCJ-22 が雪国まいたけを完全子会社とすることを目的として1株245円でTOB（株式公開買い付け）する予定を伝えている。公開買付代理人は大和証券である。第8.2節で、大平喜信の頭の中にある、株式を手放そうとする株価の目安は500円を超えた水準にあるのではないかと推測したのだが、TOB 価格はその半値以下である。

(2) の文書は、翌2015年2月24日に「当社（雪国まいたけ）普通株式に対して担保権を有している金融機関が、当該株式に対する担保権を実行することにより、主要株主、主要株主である筆頭株主及び親会社以外の支配株主に異動が生じる」予定を伝えている。予定される異動はつぎのようである（表4を参照されたい）。

	異動前		異動後	
有限会社大平商事	35.35%	第1位	7.74%	第2位
大平喜信	66.89%	第2位	19.05%	第10位
第四銀行	0.81%	第9位	39.23%	第1位

異動の前後それぞれについて、左の数値は総株主の議決権の数に対する割合（直接所有分と合算対象分の合計）を、右の数値は大株主（直接所有分）の順位を示している。そして、(2) の文書は「担保権実行により当社普通株式を取得する金融機関が当該普通株式の全てを公開買付けに応募することが予定されている」と続けている。

ニュースの見出し「米系投資ファンド、雪国まいたけに1株245円でTOB」からは敵対的TOBを思い浮かべてしまうのだが、そうではない。(1)と(2)の文書を合わせると、第四銀行が、大平喜信と大平商事への債権を回収するために担保の株式を取り上げ、名義を第四銀行に

⁹⁴ <http://jp.reuters.com/article/businessNews/idJPKBN0LQ0WG20150222>

変更した上で、その株式をバイン・キャピタルの雪国まいたけへの TOB に応募する（売却する）予定ということだ。第四銀行が新たに取得するのは 13,630,076 株で、TOB 価格 245 円による評価額は約 33 億 3,900 万円である。⁹⁵ 『日本経済新聞』（2015 年 2 月 23 日付、夕刊）は「第四銀行やみずほ銀行など複数の取引銀行が創業家にも同社株を担保に融資しているが、業績悪化に伴う株価下落で担保の価値が減少。返済も滞っていることから、銀行団は 23 日付で担保権を実行して TOB に応じる意向だ」と伝え、すでに根回しが済んでいることが明らかにされた。⁹⁶

TOB に乗り出したバイン・キャピタルは、「高齢化に伴い国内のキノコ消費が一段と拡大するとみているとともに、海外市場の開拓余地が大きい」と考え、以前から雪国まいたけの潜在的な成長力の大きさに着目していたという。⁹⁷ バイン・キャピタルが、2013 年 6 月の新聞報道から始まった一連の騒動が原因で、雪国まいたけの株式が過小評価されていると考えるならば、「こんな掘り出し物はめったにない」千載一遇のチャンスと捉えただろう。⁹⁸ しかも、第四銀行だけでも議決権の 39.23% を、銀行団が加われば過半数を獲得できることをほぼ確実にした上で TOB に望むことができる。将来に相当程度の売却利益を見込んでのことだろう。その通り、『日本経済新聞』（2015 年 2 月 23 日付、夕刊）は「(バイン・キャピタルは) 数年後の株式再上場をねらう見通しだ」と報じている。⁹⁹

雪国まいたけが二つの文書を発表した同時刻（2015 年 2 月 23 日午前 7 時）に、第四銀行は「株式会社雪国まいたけの株式取得及び公開買付けへの応募に関するお知らせ」を発表し、つぎのように伝えている。

当行は、当行が貸付けを行っている債務者に対する貸付債権を担保するため、雪国まいたけの株式の一部に担保権の設定を受けておりましたが、今般、当該株式に係る担保権を実行し、担保権実行により取得した株式を本公開買付けに応募することが、当行の債権回収とともに、雪国まいたけの持続性を高め、地域経済の発展と当行の保有する雪国まいたけに対する債権の保全強化に資すると判断し実施するものです。

第四銀行が担保権を実行するのは、大平商事を含めて大平喜信個人への債権を回収するためである。そこで取得した株式を現金化するために TOB に応募することについて、第四銀行は、

⁹⁵ 大平喜信による大量保有報告書で、最後に公開されているのは 2012 年 7 月 18 日付である。そこには、第四銀行への担保提供は、大平喜信が 4,529,400 株、大平商事が 8,533,200 株、合わせて 13,062,600 株と記載されている。

⁹⁶ 第四銀行は 2015 年 2 月 27 日に報告義務発生日を 2015 年 2 月 23 日とした大量保有報告書を提出している。株式会社 BCJ-22 は 2015 年 2 月 18 日に第四銀行から雪国まいたけ株 100 株を単価 206 円で市場外で取得している。その結果、共同保有者は株式会社 BCJ-22 とりそな銀行、あおぞら銀行、北越銀行、大光銀行、みずほ銀行となっている。株式会社 BCJ-22 は 2015 年 3 月 2 日に報告義務発生日を 2015 年 2 月 23 日とした大量保有報告書を提出している。そこでの共同保有者は銀行 6 行と大和ハウス工業となっている。

⁹⁷ 『日本経済新聞』（2015 年 2 月 24 日付、朝刊）。

⁹⁸ 『日本経済新聞』（2015 年 2 月 28 日付、朝刊）。

⁹⁹ 株式会社レコフデータが発行する M&A 専門誌「マール」の 2015 年 11 月号 (<https://www.marr.jp/marr/entry/5612>) に、雪国まいたけの TOB の詳細についてはこの論文をお読みいただきたいと前振りし、バイン・キャピタルの杉本勇次（日本代表マネージング・ディレクター）が「TOB の経緯と今後の成長戦略」について語っている。

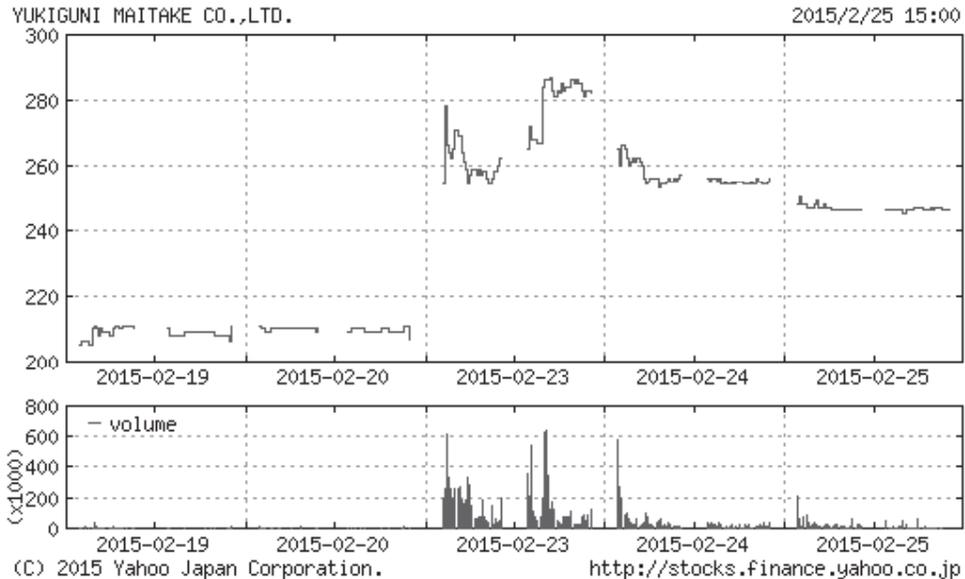


図 17. 雪国まいたけの株価推移 (2015年2月19日から2015年2月25日まで)。

それがひいては雪国まいたけに対する債権の安全性を高めると踏んだのだろう。しかし、「雪国まいたけの持続性を高め」ることは期待できるだろうが、「地域経済の発展に資する」のかどうかはペイン・キャピタル次第である。第四銀行はそうように書かざるを得なかった。

『日本経済新聞』(2015年2月23日付、夕刊)は「現状に危機感を強める現経営陣と銀行団は、すかいらーくなどの日本企業で再建実績があるペインと協力してファンド傘下で立て直しを図ることにした」と報じている。ペイン・キャピタルは、2011年10月21日、野村ホールディングス傘下の投資会社、野村プリンシパル・ファイナンス(NPF)から、すかいらーくの普通株式(約1,000億円)と優先株式(約280億円)を譲り受けた。それから約2半後の2014年4月25日、すかいらーくは東証に上場を申請し、それが認められ、2014年10月9日、2006年9月のMBO(経営陣が参加する買収)から8年ぶりに東証1部に再上場した。上場初日の株式時価総額は2,219億円で、MBOによる上場廃止直前の2,944億円には及ばなかったものの、まずまずの出だしだった。

『日本経済新聞』(2015年2月24日付、朝刊)は「脱・創業家へ「奥の手」を繰り出した」と書き始め、

「経営のガバナンスがガタガタで、このままでは上場廃止になる恐れがある。ファンドの資本の力で助けてほしい」。昨年12月、ある証券会社を通じ、雪国まいたけの現経営陣と取引銀行団から、ペインにTOBの要請が舞い込んだ。

と伝えている。大平喜信が多額の借入金を抱えていることは、『新潟日報』(2013年11月20日付、朝刊)における海野光夫の発言「社長個人に負債があるため」や、『新潟日報』(2014年

6月28日付、朝刊)における、創業家一族が乗っ取った株主総会の最後の大平喜信の発言「私は数十億円の金を借りており、雪国まいたけの株をもっている。借金を返済していかなければならない」などで明らかだった。一部では、返済が滞っていたとも報道されていた。大平喜信の個人負債に狙いを定め、合法的に粛々と進めるスキームは、2014年12月にホワイトナイト(白馬の騎士)としてバイン・キャピタルを取り込むことで大きく前進した。それは若井猛と大平安夫、坂本のりみの3人の株主が臨時株主総会の招集を請求した直ぐ後だった。バイン・キャピタル日本代表の杉本勇次は「(創業家側が要求する)臨時株主総会が一つの引き金になった」と述べている。¹⁰⁰

「奥の手」による経営陣の逆襲を株式市場はどのように評価したのかを見ておこう。図17は2015年2月19日(木)から2月25日(水)までの1週間の株価推移を示している。先週末、2月20日、金曜日の終値は207円だった。週明けの月曜日、場が始まる前、早朝に伝えられたTOBのニュースは買い注文を集め、9時12分に245円で寄り付き、その5分後、9時17分にはストップ高の287円を付けている。その後、前場は260円前後で取引されている。ところが、後場になると、再び280円を超えて推移し、終値は前日比75円高(+36.23%)の282円で、出来高は9,721,300株(売買代金は26億2,452万5,000円)だった。出来高が増えるのは当然としても、TOB価格の245円を超えた株価で買い注文が入っているのは、創業家株主 versus バイン・キャピタルというTOB合戦や、『日本経済新聞』(2015年2月24日付、朝刊)が指摘する「担保権の行使で株の名義を銀行に移された大平元社長ら創業家が裁判所に不服を申し立てる可能性」を考えたからではないかと推測する。2月24日になると、寄り付きには昨日の終値を引き継ぐ商いがあったものの、その後はTOB価格245円を意識して値を下げ、終値は前日比26円安(-9.22%)の256円で、出来高は2,535,400株(売買代金は6億6,845万1,000円)だった。2月25日にはほとんど値動きはなくなり、終値は前日比10円安(-3.91%)の246円となった。

2015年3月20日、プロスペクト・アセット・マネージメント・インク(PAMI: Prospect Asset Management, Inc.)が雪国まいたけの9.67%(議決権の割合は10.60%)を保有しているという大量保有報告書を提出した。¹⁰¹その報告書によると、PAMIは、TOBが発表された2015年2月23日ではなく、その3日後の2015年2月26日に817,800株(2.10%)を市場で買い付け、その日以降、連日、市場で買い付け、報告義務発生日の2015年3月13日までに3,761,900株を取得していた。その平均購入価格は、TOB価格245円を上回る248.49円だった。『新潟日報』(2015年3月24日付、朝刊)は「雪国まいたけを中心にしたマネーゲームが始まるのではないか」という関係者の談話を報じている。また、バイン・キャピタルの担当者の「(買い付け予定数の下限としている)51.44%を確保できれば問題ない。定款変更に必要な議決権の3分の2も確保できると考えている」というコメントを紹介している。PAMIの

¹⁰⁰ 『新潟日報』(2015年2月24日付、朝刊)。

¹⁰¹ PAMIは、東証2部に上場している不動産会社、株式会社プロスペクト(証券コードは3528)の子会社である。

カーティス・フリーズ社長は、『日本経済新聞』（2015年3月31日付、朝刊、新潟経済）において、雪国まいたけの経営に関与する意思はなく「ベインとの共同出資を狙い、再上場時にキャピタルゲインを得たい」と語っている。また、雪国まいたけ株を購入した理由について、500円前後の価値があると考えたからだと説明している。一方、ベイン・キャピタルは「新たなファンドの登場」を想定内と冷静に捉えていた。¹⁰²

10.2. 仕組まれた友好的 TOB

ベイン・キャピタルの雪国まいたけへの TOB は、関係者が水面下で周到に準備して合意した友好的 TOB だった。『日本経済新聞』（2015年2月28日付、朝刊）は、「割安な公開企業の経営権が敵対的買収では動きづらい」のだが「経営陣が賛同しているため今回の TOB は定義上、友好的買収だが、支配勢力である創業家に対しては敵対的。すべての利害関係者が合意しなければ経営の移転が進まない日本 M&A 市場で、「全員賛成」でなくとも案件が成立する可能性を証明した」と評価している。

しかし、そこに至るまでには紆余曲折があった。『新潟日報』（2015年2月26日付、朝刊）は、その前日に大平喜信に取材し、貴重な証言を記録している。大平喜信はベイン・キャピタルの TOB については「全く知らなかった」と語り、若井猛と大平安夫、坂本のりみの中の1人は「寝耳に水の話」と憤っている。¹⁰³ 大平喜信と若井猛、大平安夫、坂本のりみは、ベイン・キャピタルが「TOB に乗り出した」ことについては不意を突かれたが、ベイン・キャピタルの存在は知っていた。というのは、大平喜信は2013年9月ごろから数回、ベイン・キャピタルと株式売却について相談していた。そして、大平喜信がそういう相談をしていたことを若井猛と大平安夫、坂本のりみの3人が知っていたと考えることに無理はないだろうからだ。

なぜベイン・キャピタルなのか、大平喜信はつぎのように語っている。¹⁰⁴

実は昨年9月以降、ベインから TOB の話を持ちかけられていたのは私だった。何度か会って説明した。私の希望も伝えた。キノコの将来性や海外戦略も話した。それが、ベインがウチの会社の経営に積極的になった理由だと思う。しかし、最終的には彼らのオファーを断わったために、現経営陣に近寄ったのだろう。

ここでは大平喜信へのオファーがどのような内容だったのかは明らかにされていないが、「ベインから TOB の話」と語っていることから、上場廃止を前提としていたのだろう。そうであるならば、「ウチの会社」の主である大平喜信にのめるはずもなかった。大平喜信はオファーを断った時期を2014年10月と語っている。¹⁰⁵

ベイン・キャピタルから大平喜信へのオファーについて、『週刊東洋経済』（2015年3月21

¹⁰² 『新潟日報』（2015年3月24日付、朝刊）。

¹⁰³ 『新潟日報』（2015年2月24日付、朝刊）。

¹⁰⁴ http://www.news-postseven.com/archives/20150304_306966.html

¹⁰⁵ 『朝日新聞』（2015年3月26日付、朝刊、新潟）。

日号)によると、ベイン・キャピタルは大平喜信に「キノコ栽培の知見を事業活性化に生かしてほしい」と何らかのポジションを提示したという。しかし、大平喜信はベイン・キャピタルに、ポジションではなく、株主総会の特別決議事項に拒否権を行使できる3分の1超の株式保有を要求し、ベイン・キャピタルはそれを拒否し、物別れになった。ここでも、大平喜信はその時期を2014年10月と語っている。また、大平喜信は「(TOBのアプローチについて)今回は何も連絡がなかった。昨年夏ごろ、ベインキャピタルから私に電話があって、今回のような提案をもらった」と答えている。¹⁰⁶ 大平喜信が「全く知らなかった」のはTOBのタイミングであり、TOBという手法については承知していた。そして、おそらく、若井猛と大平安夫、坂本のりみの3人は、大平喜信から2014年10月に会談決裂の知らせを受け、大平喜信と合議し、2014年11月に臨時株主総会の招集請求に踏み切ったのだろう。

ベイン・キャピタルとの交渉が決裂した大平喜信は、銀行からの借入金を返済するために、2014年11月には個人の支援者を、2015年1月にはファンドの支援者を探したという。大平喜信は担保権の実行により雪国まいたけ株を手放すことになる懸念を考えたのではないかと推測する。しかし「最も多く借り入れていた第四銀側との交渉が不調に終わるなどして実現しなかった」。大平喜信は伊藤博敏のインタビューに「返済が滞っていたとはいえ、金利は払っていたし、返済する意思を示していた。長い付き合いの銀行が問答無用で実施するなんて思いもよらなかった」と答えているのだが、突然の出来事(問答無用)に見える第四銀行の担保権の実行には何らかの事前交渉があったのではないかと推測する。¹⁰⁷

若井猛と大平安夫、坂本のりみの3人は2015年1月19日付の官報に、2月3日を臨時株主総会の基準日(株主を確定する日)と定めると公告した。それが法定公告として効力を有しないという不手際(おそらく弁護士のミス)から、あらためて2月19日付の日本経済新聞(朝刊)に3月6日を基準日と定めると公告した。ベイン・キャピタルが雪国まいたけへのTOBを、第四銀行が担保権の実行を発表するのは、週明け5日後の2月23日だった。「23日は分刻みのスケジュールを作成した。事前にリハーサルを重ねたという周到な準備に、創業家は完全に虚をつかれた」。¹⁰⁸ 基準日は、公告の不手際により2月3日から3月6日に延期になっていたのだが、いずれにしてもTOBの合意は急がれていた。

ベイン・キャピタルがTOBに乗り出す経緯について、『日本経済新聞』(2015年2月24日付、朝刊)は「昨年12月、ある証券会社を通じ、雪国まいたけの現経営陣と取引銀行団から、ベインにTOBの要請が舞い込んだ」と書いている。また、『新潟日報』(2015年2月24日付、朝刊)は、2014年11月に若井猛と大平安夫、坂本のりみの3人が臨時株主総会の招集請求に踏み切った後、「第四銀行を中心とした金融機関や現経営陣などと(改革が後退するという)問題意識を共有し」、関係者の中から自発的にTOBを実施する案が出てきたと書いている。いず

¹⁰⁶ 後日の『朝日新聞』(2015年3月26日付、朝刊、新潟)のインタビューでは、その時期を「昨年(2014年)7月」と語っている。

¹⁰⁷ http://www.news-postseven.com/archives/20150304_306966.html

¹⁰⁸ 『日本経済新聞』(2015年2月24日付、朝刊)。

れも、2014年12月に「奥の手」が算段されていたことで共通している。

『新潟日報』（2015年2月24日付、朝刊）は、第四銀行が「TOB成立のめどが立つと判断したため応募を決めた」と説明していることを報じている。これはどういう意味なのだろうか。ペイン・キャピタル（株式会社BCJ-22）は2015年2月23日に発表した「株式会社雪国まいたけ株券等に対する公開買付け等の実施に関する事実（予定）のお知らせ」につきのように記している。

当社は、対象会社普通株式に対して担保権を有している金融機関との間で、本公開買付けに関する公開買付応募予約契約を締結しております。当社は、当該金融機関が担保権を実行することにより保有することができる対象会社普通株式を本公開買付けに応募していただくことを予定しており、本担保権実行が適法かつ有効に行われ、当社の実施する本公開買付けにおいて下記に記載する買付予定数（35,872,368株）の下限（18,454,521株）の応募が確実に確保できると当社として合理的に判断できる場合に限り、本公開買付けを開始する予定です。

第四銀行が既保有分を含めて13,917,983株をTOBに応募しなければ「下限（18,454,521株）の応募が確実に確保できると当社として合理的に判断できる」見通しは立たない。公開買付応募予約契約の締結は2015年2月20日であり、その前々日の2月18日には、その後の手続きのために、第四銀行はペイン・キャピタルに雪国まいたけ株100株を単価206円で売却している。ペイン・キャピタルは第四銀行の意思決定に迷いはないと判断できた。

ペイン・キャピタルの懸念は「本担保権実行が適法かつ有効に行われ」るかどうかにあったのだろう。それは『日本経済新聞』（2015年2月24日付、朝刊）が指摘した「担保権の行使で株の名義を銀行に移された大平元社長ら創業家が裁判所に不服を申し立てる可能性」である。第四銀行の「TOB成立のめどが立つと判断した」という言葉には「担保権実行が適法かつ有効に行われた」という意味が含まれていたのだろう。買収者が事前に大株主にTOBへの応募を依頼して契約を結ぶことは違法ではないが、今回のケースでは契約を結んだ時点では担保権を実行していなかった。そのため、インサイダー取引に該当するのではないかと話題になった。しかし、実際には「買収者に依頼されてTOBに応募するためにTOB実施公表前に市場で株を買い、応募することはセーフ」と解釈されていた。¹⁰⁹

伊藤歩（金融ジャーナリスト）は関東圏の地銀OBの言葉をつぎのように記している。

銀行としては、大平氏がTOBに応募する方向で話をつけてほしいという要望をペインに出すのが通常です。その上で会社側、つまり雪国まいたけの経営陣も賛同した上でのTOB実施なら、銀行は諸手を挙げて賛成する。だが、大平氏に黙って、しかも担保権実行という荒っぽいアクションを自ら起こすという貧乏くじを引いたとなると、良くも悪くもコトを荒立てることを嫌う銀行の行動としては、かなり違和感がある。

「銀行の、それも地銀の平均的な行動様式からするとかなり思い切った行動」の理由について、伊藤歩は「実は会社の資金繰りが苦しく、ペインによるTOBが失敗すると民事再生手続きの

¹⁰⁹ http://biz-journal.jp/2015/04/post_9647.html

申し立てをせざるを得ない」と会社側が銀行に説明したのではないかと推測している。¹¹⁰

『日本経済新聞』（2015年2月24日付、朝刊）は「経営陣と取引銀行6行がファンドと水面下で進めた買収劇は、日本のコーポレートガバナンス（企業統治）の行方にも影響を与えそうだ」と書いている。田村（2014）はこのような「アクティビスト・ファンドが日陰の存在からメインストリームに躍り出た」動きを「企業統治革命」と称している。バイン・キャピタルの雪国まいたけへのTOBは、ファンドが地域企業のコーポレート・ガバナンスに影響を与える「企業統治革命」を世に知らしめたといえるだろう。

10.3. 新経営陣の意見表明

2015年2月24日、バイン・キャピタルが正式にTOBを発表したことを受けて、雪国まいたけの取締役会はずつぎのように決議した。

- (1) 普通株式と新株予約権に対するTOBに賛同する、
- (2) 普通株式を保有する株主に対してTOBに応募することを推奨する、
- (3) 新株予約権の公開買付価格（1個につき1円）の妥当性について、行使価格（320円）がTOB価格（245円）を上回っているために判断を留保し、新株予約権を保有する新株予約権者がTOBに応募するか否かについては新株予約権者の判断に委ねる、

決議に至った取締役会について、報道されている情報をまとめるとつぎのようになる。表10に示した取締役のうち、鈴木克郎と上野紘一、中原伸之の3人がTOB賛成派、東貢と大塚政尚、荒木和男の3人がTOB反対派で、反対派はTOBの一件を把握していなかった。東貢が「こんな重要なこと、この場で決を採られても困る」と取締役会を退席し、出席者が6人から5人になり、賛成3、反対2でTOBへの賛同が決議された。賛否同数ならば雪国まいたけのTOBへの賛同決議が発表されることはなかった。

雪国まいたけは2015年2月24日午後4時55分に「株式会社BCJ-22による当社株券等に対する公開買付けに関する意見表明のお知らせ」を発表した。この発表は、雪国まいたけとバインキャピタル、取引先金融機関は2014年12月末頃から継続的に協議し、2015年2月20日、バイン・キャピタルは金融機関6行（第四銀行とりそな銀行、あおぞら銀行、北越銀行、大光銀行、みずほ銀行）と大和ハウス、それぞれとTOBに応募する契約を締結したという経緯を明らかにした。そして、それぞれの保有割合は、金融機関6行が51.44%、大和ハウスが5.00%、合わせて56.44%となり、バイン・キャピタルの雪国まいたけへのTOBは確実に成立することが記されていた。

ここからは、「株式会社BCJ-22による当社株券等に対する公開買付けに関する意見表明のお知らせ」の内容を詳細に検討する。雪国まいたけは、取締役会の意見表明に先だって、公正性を担保するために、独立した第三者算定機関としてCMCビジネスコンサルティング株式会社を、独立した法務アドバイザーとして鳥飼総合法律事務所を選任し、独立した弁護士と公認

¹¹⁰ http://biz-journal.jp/2015/04/post_9647.html

会計士を委員とする第三者委員会（委員長は今村誠弁護士，委員は石原幹郎公認会計士と笠野さち子弁護士）を設置した。それらを背景にして，雪国まいたけの取締役会はつぎのように判断した。ここでは五つの判断について，「株式会社 BCJ-22 による当社株券等に対する公開買付けに関する意見表明のお知らせ」の原文を再掲する。

- ① 多額の金融債務の返済期限が平成 27 年 3 月末日に迫っているところ、本公開買付けの成立により合理的な内容の返済猶予及び一定の運転資金の融資枠を含むその後のリファイナンスが確実と見込まれることは、過重な有利子負債の処理及び茸の不需要期である夏場の運転資金の調達という経営課題を抱える当社事業の存続のため必要かつ有益である。
- ② バインキャピタルは、すかいらーく、ドミノ・ピザ・ジャパンなどの食品系事業への投資実績もあり、国内事業の効率化や海外進出のための必要な経営資源を有していることが見込まれ、当社の企業価値向上のための合理的な経営方針につき共有できると認められる。
- ③ 経営方針を共有できる公開買付者が当社資本を専有することで、短期的な市場株価の変動に一喜一憂せず、一貫した経営方針の下、迅速な事業の再構築が可能となることが見込まれる。
- ④ 当社の高いブランド力に鑑みれば商品販売・採用にあたり上場を維持するメリットは大きくはなく、エクイティファイナンスの実績も乏しく、他方、不適切な会計処理の影響もあって上場維持コスト・管理コストが重いことから、上場を廃止することにも企業価値向上の観点で相応の合理性があると考えられる。
- ⑤ 第三者委員会からも同様の見地から本取引が少数株主にとって不利益とは認められない旨の答申書の提出を受けている。

判断の②について、すかいらーくやドミノ・ピザ・ジャパンと、雪国まいたけを食品系事業として一括りにすることには無理がある。一方は外食産業，他方は食品の製造・販売だからだ。判断の③について、ポイントは「当社資本を専有する」にあり、今一度、資本と経営を一致させるといことである。ここではこれら以外の判断の①と④，⑤に注目する。

判断①は、第 4.3 節において表 3 を用いて指摘したように、長期借入金に占める、短期借入金に含まれる 1 年以内に返済する長期借入金の割合が高く、すでにロール・オーバー・リスクが顕在していたことを明らかにしている。2015 年 3 月末に返済期限を迎える借入金についてだけでなく、「合理的な内容の返済猶予」と書かれているように、その先も資金繰りがつけられなくなるほどの財務的危機状態だった。独立した弁護士と公認会計士を委員とする第三者委員会はつぎのように指摘している。

不安定なガバナンス体制の解消を図らない場合、大手スーパーマーケット等への販売比率が高く、人の生命・身体に直接関わる食品を取り扱っていることから販売先の信用を喪失することは大いに予想され、年間売上高以上、株式時価総額の 3 倍以上に相当する過大な有利子負債を抱えているため金利上昇リスクがあるのみならず、金融機関の協力を受け続けることが困難となることも予想され、本取引を実施しない場合、当社の企業価値は毀損される可能性が高い。

ここでいう「不安定なガバナンス体制」とは、「当社が対外的にも公表している当社の目指すべき方向と、支配株主である創業者及びその親族による行動とが正反対の方向を向いている」状況と、「創業者らの持株比率からすると、現経営陣は、いつ解任されてもおかしくない」状況を

指している。第三者委員会は、雪国まいたけは金融機関の協力を受けることができなくなれば倒産することもあり得ると判断していた。雪国まいたけの担当者が、『新潟日報』（2015年3月24日付、朝刊）において、「TOBで有利子負債を処分できるなどの期待から、（創業家をめぐり）混乱が起きていたときに比べ、取引先にも安心感を持たれている」と話していることから、判断①は深刻だったことがうかがえる。¹¹¹

判断④は、上場を維持したままでは不安定なガバナンス体制は解消できなく、上場にはコストに見合うベネフィットがないことを述べようとしている。第三者委員会はつぎのように指摘している。

支配株主が存在したままでは創業家の意向から市場を通じた資金調達を行う現実的可能性は低く、当社社名である「雪国まいたけ」はTVコマーシャルを通じて全国に高い知名度、ブランド、信用力等を有しており、工場の大半が新潟県内にあることも踏まえれば、優秀な人材の確保が上場廃止により困難になるとは言い難く、通常の上場コストはもとより、上場しているために必要となる不適切な会計処理に端を発した東京証券取引所への対応に多大なりソースを割く必要があり上場を維持することによるデメリットとも評価でき、上場を維持する必要性は乏しいといえることから、本取引は当社の企業価値の毀損を回避し将来の当社の企業価値の向上に資する可能性のあるものと思料されその目的は正当と認められる。

ここでは、判断⑤を補強するために、もっぱら、なぜ上場を廃止するのかを少数株主に対して説明しようとし、「工場の大半が新潟県内にあることも踏まえれば、優秀な人材の確保が上場廃止により困難になるとは言い難く」、そうであるならば「通常の上場コスト」さえも払うに値しないと強弁している。「エクイティファイナンスの実績が乏しい」のは、確かに「創業家の意向から市場を通じた資金調達を行う現実的可能性」が低かったからだろう。しかし、そのことが上場を廃止しなければならない理由とはいえない。広田（2004）が主張するように、株式市場には資金調達以外にも企業評価という役割がある。企業評価を株式価格に反映させる役割のために「通常の上場コスト」を支払っているとも考えられるのだ。

独立した第三者算定機関に選任されたCMC（CMCビジネスコンサルティング株式会社）は雪国まいたけの株式をDCF法と市場株価法を用いて、つぎのように評価している。

DCF法（198円から296円まで） 雪国まいたけはCMCにつぎのような財務予測を提供している。

（単位：百万円）

	平成 27 年 3 月期	平成 28 年 3 月期	平成 29 年 3 月期	平成 30 年 3 月期	平成 31 年 3 月期
売上高	29,792	29,797	30,442	30,564	30,780
営業利益	2,416	2,506	2,537	2,475	2,418
FCF（※）	3,067	2,875	2,896	2,960	2,270

（※FCF＝フリー・キャッシュ・フロー）

¹¹¹ 金融機関の協力を受けることが債権放棄を意味するわけではないから「TOBで有利子負債を処分できる」ということはないだろう。

平成 31 年 3 月期に FCF が減少する理由は、繰越欠損金が消滅し、法人税の支払額が増加すると見込まれるからである。CMC は、割引率を 5.3% から 5.9% までとし、一定のキャッシュ・フローが永久に継続するものと仮定して予測期間の終了時点における継続価値（ターミナル・バリュー）を求める継続キャッシュフロー法を採用している。その結果、普通株式 1 株当たりの価値の範囲を 198 円から 296 円までと分析している。なお、「本取引の実行により実現することが期待されるシナジー効果は、現時点において具体的に見積もることが困難であったため、株式価値の算定の基礎とされた財務予測には加味していない」¹¹²

市場株価法（206 円から 211 円まで） 2015 年 2 月 20 日（基準日）の終値は 207 円、直近の終値単純平均は 1 週間が 207 円、1 か月間が 206 円、3 か月間が 208 円、6 か月間が 211 円であることを根拠に普通株式 1 株当たりの価値の範囲を 206 円から 211 円までと分析している。

10.4. ベイン・キャピタルの経営方針

TOB の成功をほぼ確実にしたベイン・キャピタル（公開買付者）は、「株式会社 BCJ-22 による当社株券等に対する公開買付けに関する意見表明のお知らせ」において、今後の経営方針について、つぎのように述べている。

本公開買付けが成立した場合、公開買付者は、臨時株主総会又は 2015 年 6 月開催予定の定時株主総会において、最終的に公開買付者が指名する取締役が対象者の取締役の過半数となるように、対象者に対して公開買付者の希望する取締役選任議案を上程するよう要請する予定ですが、本日現在において公開買付者が指名する取締役候補者は未定です。また、公開買付者と対象者の取締役及び監査役との間においては、本公開買付け後の役員就任について特段の合意をしておりませんが、公開買付者としては、対象者の経営改革の実行及び事業の積極展開のためには、現代表取締役会長兼社長の鈴木克郎氏については、引き続き対象者の経営に関与していただく必要があると考えており、鈴木克郎氏を含む公開買付者と基本的な理念を共有できる対象者の現取締役については、引き続き対象者の取締役として就任していただくことを検討する予定です。

経営支配が資本所有者から専門経営者へと移行する自発的な契機の一つは「市場を通じた資金調達」である。その一方で、「鈴木克郎氏を含む公開買付者と基本的な理念を共有できる対象者の現取締役については、引き続き対象者の取締役として就任していただく」というように、強

¹¹² 「株式会社 BCJ-22 による当社株券等に対する公開買付けに関する意見表明のお知らせ」に書かれている情報はこれだけである。砂川・笠原（2015）を参照して、試しに計算してみよう。いま、割引率を中を取って 5.6% とし、間近に来る平成 27 年 3 月期には割引計算を適用しないとすると、企業価値は

$$3067 + \frac{2,875}{1.056} + \frac{2,896}{1.056^2} + \frac{2,960}{1.056^3} + \frac{2,270}{1.056^4} + \frac{2,270}{1.056^4} = 45,404 \text{ 百万円}$$

と計算できる。ここから、2015 年 3 月期第 3 四半期決算短信に記載されている負債合計 34,796 百万円を引いて、発行済み株式数 38,890,375 で割り算すると、普通株式 1 株当たりの価値は

$$\frac{45,404 \text{ 百万円} - 34,796 \text{ 百万円}}{38,890,375} = 272.76 \text{ 円}$$

となる。

制的な契機の一つが、田村（2014）が「企業統治革命」と称するアクティビスト・ファンドの台頭である。^{113 114}

ベイン・キャピタルの関係者が、担保権を実行した異例を指して「最大のカギは取引銀行の決断だった」というように、ベイン・キャピタルの雪国まいたけへの TOB において引き金を引いたのは第四銀行である。¹¹⁵ その意味では日本のコーポレート・ガバナンスにおける銀行の役割は小さくないのだが、「ファンドの資本の力」もまた重要な役割を果たすように変わりつつあるのだろう。留意が必要なことは銀行とファンドの組み合わせということだ。「ファンドの資本の力」は、すべてがファンドの自己資金ではなく、それはたかだか 3 割ほどと言われていて、残りは銀行からの借入により資金調達するからだ。

TOB 価格が 2015 年 2 月 20 日の終値 207 円に対して 18.36% のプレミアムを加えた 245 円となったことについて、雪国まいたけはつぎのように述べている。

本公開買付価格は当該算定結果のうち DCF 法による算定結果の範囲内であり、市場株価法による上限値を超えていること、本公開買付価格の市場株価に対するプレミアムは、直近 1 年間の公開買付事例のプレミアムの単純平均と比較して高い水準とはいえないものの、ガバナンス体制の問題や過大な有利子負債により当社の企業価値が毀損される可能性があるという局面にあるといえ、本取引が MBO ではなく独立当事者間の取引であることをも考慮すれば、本公開買付価格に付加されたプレミアムが妥当ではないとまでは言えず、当社が第三者専門家の意見を参考としつつ少数株主の利益保護等の観点から提案された公開買付価格の是非を検討し、公開買付者と交渉して、公開買付価格を一株当たり（230 円から）15 円引き上げており、公開買付者が本公開買付価格を独断で一方的に決定したのではなく、当社及び公開買付者から独立した第三者の検討結果をも反映した交渉により形成されたものといえることができることから、本取引に係る買付条件は本公開買付価格を含め妥当であると認められる。

雪国まいたけの言いたいことは、つぎのようだろう。MBO（経営陣が参加する自社買収）ならば、経営陣の主張を受け入れてもらうためのプレミアムはもっと高くなるだろうが、雪国まいたけが関係しない、ベイン・キャピタルと株主の当事者同士が、ガバナンス体制の問題や過大

¹¹³ なぜベイン・キャピタルは鈴木克郎を信頼しているのか。鈴木克郎とベイン・キャピタルは基本的な理念を共有しているというのだが、それは何なのか。抜本的な成長戦略の実行や意思決定の迅速化、組織運営の再構築などが不可欠ということだけは明らかである。なお、TOB に賛成したと報じられている 3 人の取締役の中で中原伸之だけが「基本的な理念を共有できる対象者の現取締役」ではなかった。日本銀行政策委員会審議委員や金融庁顧問を務めた中原伸之の社外取締役としての役割は何だったのだろうか。

¹¹⁴ 加護野（2004）が興味深い議論を展開している。制度的には株主が経営者を選ぶのだから、「株主の要求に従うことが正しくないと感じたときの経営者の志ある諫言は経営者の地位を危うくする」。これはまさに雪国まいたけで起こったことだ。加護野（2004）は「株主は、経営の専門家としての経営者の意見を尊重しなければならないし、経営者は株主と上手に向かい合わなければならない」と説き、そのための方法の一つは、容易なことではないと断りつつ、「経営の基本的な姿勢を理解してくれる株主をつくること」だと主張する。つまり、経営者が株主を選ぶことで、これもまさに雪国まいたけで起こったことだ。加護野（2004）は、現状、「悪質な経営者が出てきたときの防衛手段についてはよく考えられているが、志のある経営者を支援するようにはできていない」のだが、実行可能な具体策は「利益処分や投資、雇用に関して会社の方針を明示し、それを支持してくれる人々に株主になってもらうという方策」、つまり IR（投資家向け広報）だという。

¹¹⁵ 『日本経済新聞』（2015 年 2 月 28 日付、朝刊）。

な有利子負債を踏まえて決めたことだから、プレミアムが低くても、それはそれで構わないのだけれど、少数株主のためにベイン・キャピタルと交渉して TOB 価格を 15 円も引き上げたのだから、みなさん、TOB に応募してほしい。

ベイン・キャピタルが買い付ける予定株式数は 35,872,368 株で、TOB 価格が 15 円高くなることにより約 5 億 4,000 万円だけ投資額が増える。それは、現在の株主への富の移転になるのだが、判断③に関連して、「経営方針を共有できる公開買付者（ベイン・キャピタル）が当社（雪国まいたけ）資本を専有する」ことに賛同する現在の株主への現経営陣からの対価を意識しての対応であり、判断⑤に関連して、少数株主の少なくない人たちが「工場の大半がある新潟県内」の住民で、この先の新潟県内での経営を円滑に進めるためのベイン・キャピタルと現経営陣の先行投資なのかもしれない。

ベイン・キャピタルは「従業員の雇用に関しては、現時点では、現状どおりの雇用を維持することを予定しております」という。しかし、「今後も成長が見込まれる海外市場へと事業の幅を広げていくことが急務である」、「雪国まいたけの品質で中国で大量生産が実現できれば、爆発的に成長できるはず」だと、その視線は海外に向いている。¹¹⁶ 『新潟日報』（2015年2月24日付、朝刊）は、長年勤めている女性従業員の「今の経営陣が決めた方針なら仕方がない。会社の体制がどうなろうと落ち着いて働きやすい環境を望むだけ」という言葉を伝えている。雇用が維持されるに超したことはないのだが、求められているのは「現状どおりの雇用」よりも「落ち着いて働きやすい環境」なのだろう。

『日本経済新聞』（2015年3月7日付、朝刊、新潟経済）は、南魚沼市にあるマイタケを生産する三つのバイオセンター（工場）は新設から 20 年以上が経過して老朽化が進み、それらの設備を更新するためには 100 億円以上が必要になるだろうという関係者の指摘を紹介している。第 1 から第 3 までのバイオセンターはそれぞれ 1986 年 10 月（大和工場）、1989 年 9 月（浦佐工場）、1994 年 9 月（六日町工場）に新設された。その後、それぞれに拡張しているのだが、マイタケ生産の約半分は 1995 年 9 月に新設した五泉バイオセンターに移行している。その五泉バイオセンターも設置から 20 年を経過しようとしている。2002 年から 2005 年にかけての設備投資はエリンギやブナシメジの生産設備が中心で、マイタケの生産設備については、表 6 に示したように売上高が頭打ちになっていることから、設備更新が進んでいなかったのだろう。ベイン・キャピタルがバイオセンターの集約に着手することは十分に予想され、あるいは生産拠点を海外に移設する計画も浮上するだろうから、そうすると「現状どおりの雇用」は維持されない恐れがある。

もう一つ、第 7.4 節で見たように従業員は減少し続けていて、ベイン・キャピタルが「現状どおりの雇用」を維持したくてもできない懸念もある。第 6.5 節でふれた栽培技術について、大平喜信は伊藤博敏のインタビューにおいて、つぎのように語っている。¹¹⁷

¹¹⁶ 『日本経済新聞』（2015年2月24日付、朝刊）。

¹¹⁷ http://www.news-postseven.com/archives/20150304_306966.html

肝心なのは、彼ら（ベイン・キャピタル）にキノコが栽培できるかどうか。私はキノコと会話できるまでになった。ひと目でキノコが何を欲し、それにどう応えてやればいいのかがわかる。自動車や機械の部品を作るなら、精緻なコンピューターでできるだろう。だが、キノコの難しさはそれとは比較にならないし、口でノウハウを伝えられるものではない。

大平喜信の「キノコへの強烈なこだわり」を割り引いて考えるとしても、生産現場を担ったり、取りまとめたりする人材が不足しているのではないかと考える。

2015年3月19日、雪国まいたけは、TOBが成立した場合に完全子会社とすることなどを目的とした臨時株主総会を2015年5月中旬に開催するための基準日を、買付け期間の最終日2015年4月6日の1週間後の2015年4月13日に決めたことを発表した。臨時株主総会は2015年5月15日に開催され、ベイン・キャピタルの完全子会社となるための手続きである定款の変更など一連の議案が可決された。そして、大和田正也（ベインキャピタル・アジア・LLC 副会長）と杉本勇次（ベインキャピタル・アジア・LLC マネージングディレクター、株式会社すかいらーく取締役）、横山淳（ベインキャピタル・アジア・LLC マネージングディレクター、株式会社ドミノ・ピザジャパン取締役）の3人が社外取締役に就任することも決められた。¹¹⁸ 出席者した株主はわずか20人ほどだったという。¹¹⁹

2013年6月16日、雪国まいたけは東証2部を上場廃止になり、2013年6月26日、非上場後、初めての株主総会が開かれ、30分ほどで終了した。株主総会の後、杉本勇次は新潟日報社のインタビューに応じ、「3～5年で安定した資本構成にしたい。生産や物流などは効率化できる余地が大きい。収益、売り上げとも飛躍的に成長できる」と見通しを語り、再上場については一つの選択肢として「3～5年が一つの目安となるが、現段階では決まっていない」と述べた。¹²⁰ 課題となっている財務体質（資本構成）を改善でき次第、再上場しようとしているのだろう。ベイン・キャピタルは「経営改革の実行及び事業の積極展開のためには、現代表取締役会長兼社長の鈴木克郎氏については、引き続き対象者の経営に関与していただく必要がある」と宣言していたのだが、2015年6月26日付で、鈴木克郎は代表権のない取締役会長に退き、上野紘一が代表取締役社長に就任している。

11. 大平喜信と雪国まいたけ、第四銀行

ベイン・キャピタルは金融機関6行（第四銀行とりそな銀行、あおぞら銀行、北越銀行、大光銀行、みずほ銀行）それぞれとTOBに応募する契約を締結した。TOBに応募する金融機関6行の中で雪国まいたけが長期に借り入れている銀行は、表3に示しているように、第四銀行とりそな銀行、みずほ銀行の3行である。それら以外のあおぞら銀行と北越銀行、大光銀行の

¹¹⁸ 大和田正也は1978年3月に立教大学経済学部を卒業後、山一證券に入社し、1998年に日興証券に移り、企業情報部長や企業情報本部長としてM&Aアドバイザー業務に従事し、2012年3月に常務執行役員を退任してベイン・キャピタルに転じた。

¹¹⁹ http://www3.nhk.or.jp/news/business_tokushu/2015_0518.html

¹²⁰ 『新潟日報』（2015年6月27日付、朝刊）。

表 12

大平喜信と大平商事が保有する雪国まいたけ株式の担保提供

大量保有報告書に基づいて作成している。大量保有報告書とは、金融商品取引法に基づき、上場会社の株券等や投資証券等を5%を超えて保有した場合に大量保有開示制度に基づいて内閣総理大臣（金融庁）に提出が義務付けられる法定書類のことである。5%を超えて保有した者は5営業日以内に大量保有報告書を提出しなければならない（金融商品取引法27条の23第1項）。また、大量保有報告書を提出した後、株券等保有割合が1%以上増減した場合や、その株式を担保に差し入れるなどの事由が発生した場合、保有目的が変更となった場合その他の大要保有報告書に記載すべき重要な事項の変更が生じた場合には、5営業日以内に変更報告書を提出しなければならない（金融商品取引法27条の25第1項）。最後の列の株価[#]は参考情報として報告義務発生日[#]の終値を示している。

報告義務発生日 [#]	大平喜信		大平商事		株価 [#]
	担保提供比率	うち第四銀行	担保提供比率	うち第四銀行	
2003年8月29日	77.42	15.61	92.07	33.96	513
2004年6月15日	97.15	15.37	93.26	35.05	536
2005年5月23日	78.57	15.33	81.79	28.16	588
2006年2月16日	79.06	15.43	84.70	29.16	513
2007年8月8日	88.44	15.41	92.29	30.80	410
2008年9月9日	95.81	15.99	94.05	31.39	365
2009年3月11日	90.33	10.51	96.98	35.02	358
2010年11月2日	84.90	11.68	96.10	34.23	526
2011年8月4日	89.55	11.67	88.12	27.05	426
2012年4月26日	96.10	11.62	99.75	34.23	322
2012年5月14日	71.75	11.62	75.52	34.23	313
2012年5月23日	59.78	11.62	65.95	34.23	277
2012年5月29日	52.46	11.62	65.95	34.23	278
2012年5月31日	96.10	55.27	99.75	69.03	274
2012年7月10日	97.01	57.83	99.75	68.03	290

3行は大平商事を含めて大平喜信個人の取引銀行ということになる。三井住友銀行は雪国まいたけが長期に借り入れている銀行ではあるが、金融機関6行には含まれていない。三井住友銀行は大平喜信個人とは一定の距離を置いていた。

11.1. 大平喜信と第四銀行

金融機関6行の雪国まいたけ株式の保有割合は合わせて51.44%で、そのうち第四銀行の保有割合が38.80%と突出して高い。¹²¹ 第四銀行以外の5行にとって、第四銀行がTOBに応募するかどうか極めて重要だった。なぜ第四銀行の保有割合は突出して高いのか、それは第四銀行が雪国まいたけのメインバンクだからだ、と簡単に納得してしまうと、大切な背景を見落としてしまう。ここでは大平商事を含めて大平喜信と第四銀行との関係を見ることにしよう。

表12は、大量保有報告書と変更報告書に基づいて、大平喜信と大平商事が、保有する株式

¹²¹ 2014年12月31日における発行済み株式38,890,375株から自己株式3,260,907株を控除した35,629,468株に、新株予約権2,430個の目的となる株式243,000株を加算した35,872,468株を分母として、第四銀行がTOBに応募する13,917,983株の割合を計算している。大量保有報告書においては発行済み株式数38,890,375株を分母として計算するために第四銀行の保有割合は35.79%となる。

のどの程度を担保提供しているのか、そのうち第四銀行に担保提供しているのはどの程度なのかを示している。¹²² 表 12 は、入手できた 2003 年から 2012 年までの 38 通の大量保有報告書（以下、変更報告書を含めて大量保有報告書と書く）から、担保提供の推移を明らかにするために一部を選んで作成している。

2003 年 8 月 29 日の大量保有報告書は、大平喜信（大平商事）が保有する雪国まいたけ株式の 77.42%（92.07%）を担保として提供していることを明らかにしている。¹²³ それらの内数として、第四銀行への担保提供比率はそれぞれ 15.61% と 33.96% である。これらのことから、大平喜信は第四銀行以外へも担保を提供していることがわかる。大量保有報告書には保有株式を取得した資金の内訳が記載されている。大平喜信（大平商事）は自己資金 8,761 万円（0 円）に加えて、3 億 9000 万円（10 億 399 万 9,000 円）を借り入れて、5,431,100 株（9,661,500 株）を取得している。大平喜信は第四銀行六日町支店から 3 億 9,000 万円全額を借り入れ、大平商事は第四銀行六日町支店から 6 億 3,191 万 9,000 円、北越銀行六日町支店から 1 億 8,604 万円、りそな（旧あさひ）銀行長岡支店から 1 億 8,604 万円を借り入れている。なお、1 株当たりの購入価格は、大平喜信が 87.94 円、大平商事が 103.92 円、株価を 500 円とするとときの評価益は、大平喜信が約 22 億円、大平商事が約 38 億円である。

ここまでの観察により、つぎのようなことが明らかになる。

- 大平喜信と大平商事が保有している株式は借入金により購入されている。
- 担保提供しても名義は変更されないため、大平喜信や大平商事が大株主として登録されるのだが、それは第四銀行や北越銀行、りそな銀行からの借り入れにより成り立っている。
- 大平喜信と大平商事は購入した株式を担保として提供し、その金融機関だけでなく、ほかの金融機関からも借り入れている。

表 12 の最下段に記している 2012 年 7 月 10 日の大量保有報告書にも同じように保有株式を取得した資金の内訳が記載されているのだが、大平喜信は第四銀行六日町支店から 4 億 1,300 万円、みずほ銀行新潟支店から 2,100 万円を借り入れ、大平商事は第四銀行六日町支店から 4 億 2,762 万 1,000 円、北越銀行六日町支店から 1 億 8,604 万円、りそな（旧あさひ）銀行長岡支店から 1 億 8,604 万円を借り入れている。驚くことに、2003 年から 2012 年までの間に、保有株式の取得資金を借入金から自己資金に変えることができたはずなのだが、砂上の楼閣の

¹²² 大量保有報告書とは、金融商品取引法に基づき、上場会社の株券等や投資証券等を 5% を超えて保有した場合に大量保有開示制度に基づいて内閣総理大臣（金融庁）に提出が義務付けられる法定書類のことである。5% を超えて保有した者は 5 営業日以内に大量保有報告書を提出しなければならない（金融商品取引法 27 条の 23 第 1 項）。また、大量保有報告書を提出した後、株券等保有割合が 1% 以上増減した場合や、その株式を担保に差し入れるなどの事由が発生した場合、保有目的が変更となった場合、その他の大要保有報告書に記載すべき重要な事項の変更が生じた場合には、5 営業日以内に変更報告書を提出しなければならない（金融商品取引法 27 条の 25 第 1 項）。

¹²³ 大量保有報告書（変更報告書）の提出日は 2003 年 9 月 3 日だが、ここでは、以下、報告義務発生日を基準にして記述することにする。

ような有り様は何も変わっていない。それは大平喜信と取引銀行のお互いが納得してきた結果なのだろう。ちなみに、金融機関 6 行が担保権の実行により取得する雪国まいたけ株式はあわせて 18,166,614 株で、TOB 価格 245 円による評価額は約 44 億 5,080 万円である。大平商事を含めて大平喜信はそれに見合うだけの借入をしていたことになる。

大平喜信は『週刊東洋経済』（2015 年 3 月 21 日号）のインタビューにおいて「借り入れは雪国の株を買うためのものだった」と語り、『朝日新聞』（2015 年 3 月 25 日付、朝刊、新潟）において「会社を増資する際、株買い増し資金として借りた。利息分も借金し、資産管理会社と親族合わせて約 37 億円に膨らんでいました」と金額を明らかにしている。「会社を増資する際」というのは、第 4.2 節で述べたように、1991 年 9 月 20 日の新株引受権付社債の新株引受権の一括権利行使による約 14 億円ではないかと推測する。その金額は大量保有報告書に記載されている借入金とほぼ同じだからである。大平喜信はそのほかに約 23 億円を借り入れていた。大平喜信は「ずいぶん前に第四銀行の融資先が倒産し、担保にとっていた不動産を買ってくれと頼まれ、雪国まいたけで買うわけにはいかなかったので大平商事で買うことにし、その時に借りた分も含まれている」と事情を説明している。¹²⁴

表 12 の大平喜信の「うち第四銀行」に注目しよう。2003 年 8 月 29 日から 2008 年 9 月 9 日までの間、保有株式全体に占める担保提供比率は変動している一方で、第四銀行への担保提供比率は 15% 台で安定している。これは株価が 500 円を超えて高値で推移していた時期である。また、大平喜信が頻繁にマスコミに登場していた時期でもある。ところが、2009 年 3 月 11 日に第四銀行への担保提供比率は 10.51% まで低下し、2012 年 5 月 14 日までの約 3 年間、11% 台で続く。株価は弱含んで 300 円台に下落していたが、その後 500 円台を回復している時期である。大平喜信の第四銀行への担保提供比率は低下しているのだが、大平商事の第四銀行への担保提供比率はやや増加していることから、おそらく振り替えられたのだろう。そして、2012 年 5 月 31 日に第四銀行への担保提供比率は一転して 55.27% に跳ね上がる。2012 年 5 月 31 日の株価（終値）は 313 円である。2012 年 5 月 14 日から 2012 年 5 月 31 日への変化は保有株式全体に占める担保提供比率にも現れている。71.75% から 96.10% に急上昇している。この変化は大平商事についても見て取れ、保有株式全体に占める担保提供比率は 75.52% から 99.75% へ、第四銀行への担保提供比率は 34.23% から 69.03% へとジャンプしている。

第 7.3 節の繰り返しになるが、雪国まいたけの財務状況を懸念する第四銀行やみずほ銀行、三井住友銀行など主要取引行が第三者からの資本注入をアレンジし、大平喜信の社長退任を条件に話が進んでいたと『日経ビジネス』（2014 年 9 月 22 日号）が書いている。大平喜信は 2012 年 9 月に海野光夫が不穏な動きをしていることを耳にしたと話していることに基づいて、2012 年 3 月期の営業損失を深刻に捉えた関係者が動き出し、2012 年春から 2013 年春までの間、大平喜信の社長退任を議論したのではないかと推測した。第四銀行への担保提供比率が

¹²⁴ http://biz-journal.jp/2015/04/post_9647.html

急上昇したのは2012年5月31日であるから、その議論の中で起きた出来事だった。第三者からの資本注入と社長退任はセットではなかったが、バイン・キャピタルの雪国まいたけへのTOBは、大平喜信の第四銀行への担保提供比率が11.62%から55.27%へと急増した2012年5月31日からカウント・ダウンが始まっていたといえよう。

11.2. 雪国まいたけと第四銀行

雪国まいたけの株価が500円から300円に40%下落するとき、株価に依存した構図は維持できなくなることは容易に想像できる。いわゆるバブル崩壊である。大平喜信と大平商事の借入金の安全性は、担保として提供している雪国まいたけ株式の価値に依存していた。雪国まいたけの株価が高いときには問題は起こらないが、株価が低くなるときにはデフォルト・リスクが高くなる。そして、株価が雪国まいたけの営業成績を反映しているとする、そのときは雪国まいたけの会社としての借入金についてもデフォルト・リスクが高くなる。

第四銀行とりそな銀行、みずほ銀行の3行は横並びに、このような二重のデフォルト・リスクを抱えていた。そして、りそな銀行とみずほ銀行は、より高いリスクを抱えていた第四銀行の動向に注意を払っていただろう。なぜこのような構図が維持され続けたのか。一つの見方として、零細企業にありがちだと指摘される、事業と家計のどんぶり勘定に起因しているのではないかと考える。零細企業から上場企業へと急成長した雪国まいたけの関係者、すなわち大平喜信だけでなく、第四銀行やりそな銀行、みずほ銀行の3行の意識や行動がその急成長に追いついていなかったということだ。

あらためて雪国まいたけの銀行からの長期借入金の主な借入先とその借入額を示した表3を見ておこう。雪国まいたけは2003年から2004年にかけて、長期借入金を123億1,600万から165億9,500万円に増やしている。そのとき第四銀行は貸出を減らし、その増加を支えたのは三井住友銀行だった。その後、2005年から2010年まで、第四銀行は長期貸出を抑制し、その減少をみずほ銀行や三井住友銀行、りそな銀行が埋めている。2010年から2011年にかけて、雪国まいたけの長期借入金は112億3,800万から155億8,400万円に増え、第四銀行やみずほ銀行、三井住友銀行、りそな銀行、すべての銀行が同じように貸出を増やしている。図9に示したように、2010年から2011年にかけて営業成績が傾きかけていた。大平喜信個人の前に、雪国まいたけ本体を支えなければ大変なことになるという危機感が銀行の間で醸成されたのだろう。

2009年や2010年は長期借入金総額が減少しているように見えるのだが、社債（無担保社債や無担保変動利付社債）の残高は、2008年から2012年までの5年間、11億8,300万円、21億5,200万円、29億9,900万円、31億6,800万円、36億円と増加している。社債を考慮した長期借入金総額は、2008年から2012年までの5年間、149億2,400万円、150億9,800万円、142億3,700万円、187億5,800万円、223億5,000万円となり、減少しているわけではない。2012年は銀行借入と社債を合計した長期借入金総額は223億5,000万円とピー

クに達して、貸出を社債引受に振り替えている可能性を考えると、第四銀行の比率は実際には高かった可能性がある。社債残高は、2013年には21億1,500万円、2014年には11億4,000万円と減少している。おそらく新規発行できなくなったのだろう。

2012年5月14日から2012年5月31日にかけての第四銀行への担保提供比率の変化は、銀行以外の金融機関との担保契約を解約し、その株式を第四銀行に追加で担保提供したことにより発生しているのだが、結果的に担保提供を第四銀行に集中させた。それは、芝田・山田(2008)や小佐野・小林・寺崎・中村(2010)が理論分析している「メイン寄せ」と考えることができよう。芝田・山田(2008)はメイン寄せを「企業の信用力が低下した際に、貸出を回収する銀行に代わってメインバンクが追加貸出を行うことがあり、こうしたメインバンクへのエクスポージャー集中」と定義している。そして、小佐野・小林・寺崎・中村(2010)は「メインバンクがその企業を存続させたい場合には、メインバンクが追加的な資金(金融支援)を提供せざるを得ず、それにより自らの負債保有比率を高めざるを得なくなる」と説明している。

すでに述べたように、2012年から2013年にかけて、第四銀行は雪国まいたけへの長期貸出を43億3,500万から55億7,300万円に増やし、その結果、長期借入金全体に占める第四銀行の比率は30%に高まった。社債を貸出に振り替えた可能性が考えられる。短期借入金は、2012年3月期が40億500万円、2013年3月期が72億800万円で、うち第四銀行からの短期借入金(比率)はそれぞれ17億円(42.45%)と28億円(38.85%)である。第四銀行は、短期借入金の増加分、約32億円の約3分の1にあたる11億円を追加で貸し出し、残りはその銀行やみずほ銀行、三井住友信託銀行、みずほ信託銀行などが貸し出している。このとき第四銀行はメインバンクとして支えることができる上限を貸し出していたのではないだろうか。2012年から2013年にかけて、担保提供比率と貸出における第四銀行へのメイン寄せにより、メインバンクである第四銀行主導の解決策が模索され始めた転機だったと捉えられよう。『朝日新聞』(2015年3月26日付、朝刊、新潟)は、雪国まいたけが2012年に銀行の出向者を受け入れたことを大平喜信に確認している。銀行名は特定されていないのだが、おそらく解決策を模索する第四銀行からの出向者だっただろう。

雪国まいたけの借入金の40%近くを占め、株式の約40%を持つメインバンクの第四銀行が応募するかどうかはTOBの成否を決めた。第四銀行は、ほかの銀行が応募せず、TOBが成立しそうにないならば、あえて、このタイミングで担保権を実行することはなかった、ということではない。第四銀行が大平喜信と大平商事への債権を回収するために、単独で担保権を実行し、発行済み株式の約40%の雪国まいたけ株を取得したとしても、すぐに市場で売却することは難しく、事前に買い手を手当てしなければいけないだろう。そのようなアレンジメントも選択肢にあったのではないかと推測する。その意味では、ペイン・キャピタルと同じように、解決策を模索する第四銀行にとっても「こんな掘り出し物はめったにない」千載一遇のチャンスだっただろう。その一方で、1990年代前半のバブル崩壊のときのように、株価が反転して苦難が去ることも期待し続けていただろう。しかし、2012年5月31日に313円だった株価は、

図1に見たように、2013年6月5日の新聞記事により水準を270円から230円に引き下げ、その後も大きく反転することはなく、徐々に下値を切り下げ、200円台前半にまで下落していた。2012年春先から約3年が経ち、第四銀行はようやく肩の荷を下ろしたのだが、その解決は当初、想像していなかった方法だったに違いない。

11.3. 大平喜信による回顧と展望

大平喜信は『朝日新聞』（2015年3月25日付、朝刊、新潟）のインタビューの冒頭で取材に応じた理由を「長年付き合ってきた銀行に突然、株を奪われて腹に据えかねた。銀行は貸出金の回収に名を借りて、実は経営権を剥奪しようとした。この真実を知ってもらいたいと思いました」と答えている。その「真実」とはつぎのようである。

（2015年）2月23日の朝。家族が新聞を取ろうと自宅の郵便受けを見たら、消印のない封筒があった。差出人は銀行数行で、「担保権を実行する」と書いてあった。¹²⁵ 銀行の言い分は「借金を返さないから担保を取った」ということでしょう。（2015年）2月上旬からメインバンクの第四銀行に再三電話して返済方法の話し合いをお願いしたが、「審査部長も担当者も不在」と言われ続けた。その矢先に封書が届いた。いきなり担保権を実行するのではなく、事前に相談してほしいと思った。

第四銀行との遣り取りについて、『新潟日報』（2015年2月24日付、朝刊）は「最も多く借り入れていた第四銀側との交渉が不調に終わる」と書いていて、それが実際には「事前に相談はなかった（できなかった）」ということならば、大平喜信が「銀行に突然、株を奪われた」というのも無理はない。大平喜信にしてみれば、第四銀行が「経営権を剥奪しよう」とするならば、大平喜信が借入金を返済することは、すなわち第四銀行が大平喜信に株式を返還することになるため不都合になる、だから「審査部長も担当者も不在」と言われ続けたと考えるのだろう。大平喜信は別のインタビューにおいて

会社が無配にもなったので借金の返済が滞るようになったため、私が保有している株を売って返済することを考えたが、会社を辞めて1年たたないとインサイダー取引規制違反を問われるので売れない。晴れて保有株を売れる立場になった昨年（2014年）11月以降、何度もスポンサー候補を銀行に紹介したが、担保解除に応じてくれなかった。

と語っている。¹²⁶ 第四銀行は「個別事案なので事実関係など詳細は答えられない」から、真相は藪の中である。大平喜信は雪国まいたけ株式の配当金を借入金の支払利息に充てていた。雪国まいたけの業績が悪化し、無配になり、配当を原資としていた利息の支払が滞った。大平喜信にとって雪国まいたけ株式からの配当金は砂上の楼閣を維持するためには不可欠だったことがわかる。

¹²⁵ 伊藤歩 (http://biz-journal.jp/2015/04/post_9647.html) によると、第四銀行は朝8時に自宅に行員が届けに来たという。

¹²⁶ http://biz-journal.jp/2015/04/post_9647.html

大平喜信はよほど腹に据えかねたのだろう、2015年12月11日、大平喜信を含む創業家の4人と大平喜信が代表を務める資産管理会社「大平商事」は第四銀行に対して約13億2,534万円の損害賠償を求める訴えを新潟地裁に起こした。『朝日新聞』（2015年12月12日付、朝刊、新潟）は、「昨年（2014年）11月、東京の空調設備会社オーナーに大平商事の株を売って借金を完済しようとした。だが第四銀行は、すでに経営を退いていた大平氏側に「会社の借入金（約280億円）も返済しなければ株売買は認めないと主張した」と伝えている。『新潟日報』（2015年12月13日付、朝刊）によると、原告側は「独自に株を売却して借金を返済する意思があったのに、一方的に担保権が実行されたと主張。（TOBの）当時1株当たり最低でも320円の価値があったとして、株価差額分のほか、遅延損害金（年率14%）と利息分（年率3.1%）との差額の損害賠償を求めている」¹²⁷ 大平喜信は朝日新聞の取材に対して

第四銀行は大平家から多くの株を奪い、経営陣から追い出すのが目的だったとしか思えない。前例のない暴挙だ。雪国まいたけの経営に戻りたくて訴訟を起こしたのではない。創業者の多くは、自社株を担保に借金をしている。今回のような暴挙が許されれば、銀行の一存で経営権を奪われる創業者が全国で続出しかねない。

と答えている。もし、TOB 価格が320円だったならば、この訴訟はなかったのかと考えると、「「陰謀」で会社を追放された」（『日経ビジネス』（2014年9月22日号）と信じて疑わない大平喜信はおそらく訴えを起こしていただろう。2013年11月に代表取締役を辞任して以来「雪国まいたけの経営に戻りたい」という思いが弱まることは片時もなかったのだろう。

大平喜信は『週刊東洋経済』（2015年3月21日号）のインタビューで「経営者としての責任」を問われて、つぎのように述べている。

後継を育てられなかったことは反省している。数年前に「雪国もやしは高いから買うな」というCMを流したように、私の考え方は人とは少し違う。理解できる人を育てようとしたがあきらめた。6~7割を理解できる人はいたが、不適切会計にかかわったとして、外されてしまった。

「不適切会計にかかわったとして、外されてしまった6~7割を理解できる人」について具体的に述べていないが、大平喜信にとっての最大の誤算は2013年11月22日、後任の社長に星名光男が就いたところから始まっているのだろうから、表1に示した大平洋一や鈴木邦夫、南雲朗浩を思い浮かべているのではないかと推測する。2014年6月27日の「異例づくめの株主総会」において、長男の大平洋一と鈴木邦夫は取締役を退任するのだが、とりわけ長男には期待を掛けていただろう。そのとき、大平喜信は南雲朗浩を取締役に選任することを承認するものの、南雲朗浩はその就任を辞退している。

大平喜信は『朝日新聞』（2015年3月26日付、朝刊、新潟）のインタビューで

¹²⁷ 『朝日新聞』（2015年12月12日付、朝刊、新潟）は「TOB 当時の実勢価格（320円）」と書いているのだが、TOB 当時の実勢価格は200円から210円の間である。原告側が主張する「最低でも320円」は、図14に照らしてみると、2012年前半の株価になる。第11.1節で述べたように、2012年5月31日に第四銀行への担保提供比率が55.27%に跳ね上がっていて、その当時の株価が320円前後だった。そこからベイン・キャピタルの雪国まいたけへのTOBのカウント・ダウンが始まっていたことを大平喜信は意識しているのではないかと推測する。

私は 2010 年から会社幹部を全国公募した。優秀な人材がほしかった。「裸の王様」になりたいなら、会社幹部は一族にすればいい。ごうまんな経営者なら、全国公募なんてしないと思いませんか。

と語っている。「6～7割の理解」では容認できなかった大平喜信には、「創業経営者のワンマン経営」しかあり得なく、「後継（優秀な人材）を育てる」ことはできなかった。「後継（優秀な人材）を育てる」ことができるようならば創業経営者には成り得なかったのかもしれない。¹²⁸ このことは、大平喜信に限らず、創業経営者一般にいえることなのではないかと思うのだが、それに加えて、雪国まいたけに固有の構図は銀行、とりわけメインバンクの第四銀行とのなれ合いが支えた大株主としての地位にある。Jensen (1989) は、所有者と経営者の利害対立により公開企業 (public corporation) は衰退すると予言した。その予言に照らすと、大平喜信が所有経営者から所有者になったとき、雪国まいたけは公開企業であり続けることができなかったのかもしれない。

『週刊東洋経済』（2015年3月21日号）は「創業家の乱はもう鎮圧されたのだろうか。そうだとすると、それが雪国まいたけの未来につながるのだろうか。その判断はもう少し待たなければならぬ」と記事を結んでいる。大平喜信は『朝日新聞』（2015年3月26日付、朝刊、新潟）において

キノコは、温度や湿度、風量、光量、二酸化炭素濃度などを少しでも間違えると、生育不順になる。私が社長時代も、生育が悪くなれば私自身が工場にこもって、生産管理をしていた。栽培マニュアルはあるが、微妙なコツは経験でしか培われない。ペインの想定通りにはいきませんよ。

と語り、「私が会社を去ってから、雪国まいたけのマイタケの品質はもちろん、利益率も下がっていると聞く」や「すでに生育不順のキノコがあり、菌の種類を変えることを検討しているようです」と会社からの情報を披露している。ちなみに、2015年3月期は、売上高は3.1%減少したものの営業利益は12.9%増加し、図9に示すように売上高営業利益率はむしろ改善している。『週刊東洋経済』（2015年3月21日号）の含みを持たせた書き方の真意を推測するならば、大平喜信の発言に則しているのだろう。良くも悪しくも大平喜信あつての雪国まいたけだった雪国まいたけから大平喜信が完全にいなくなるとき、雪国まいたけのコーポレート・アイデンティティをどのように構築するのかという問いかけではないだろうか。大平喜信なしの雪国まいたけというブランドを継承することは、大平喜信が背負った創業と同じくらいの難題になるだろうからだ。

¹²⁸ Ahn, Bhattacharya, Jung, and Nam (2009) は、1990年から2002年までを分析期間に、日本の製造業上場企業1419社を分析対象にして、社長は重要かという問いを厳密に実証分析している。そこでは、社長の交代が企業業績に影響を与えているのかを検証している。その結果、短期的にはプラスの影響が観察できるものの、その影響は長期では観察できないと結論づけている。日本企業では個人よりも集団が重視されているために、社長個人の影響は小さいからだろうと解釈されている。日本企業の社長は重要ではないという結論は現実感に乏しく、富山 (2007) は納得するはずはないだろう。仮に日本企業の社長は重要であるという結論が得られたとしても、吉原 (2014) が言うように「計量分析の論文には、おもしろいものが少ない。経営のおもしろくて有用な現象や事実、あるいは特徴などは、計量分析からは逃げてしまうのかもしれない」ということになろう。

大平喜信は『週刊東洋経済』（2015年3月21日号）のインタビューの最後につきのように敗北の弁を述べている。

結局、銀行が求めたのは返済ではなく、臨時株主総会をやめることだった。納得いったわけではないが、みんながいいということにあまり反対はしていない。TOBに応じることになるのではないかな。もう雪国には戻らない。世の中にはもっと楽しいことがある。

大平喜信が「銀行が求めたのは返済ではなく、臨時株主総会をやめること」だと捉えたことが幕引きだった。「みんながいいということ」の「みんな」は若井猛と大平安夫、坂本のりみの3人であり、「いいということ」は「（臨時株主総会の）基準日設定（2015年3月6日）を取り下げる旨のご連絡」なのだろう。「世の中にはもっと楽しいことがある」と吹っ切れたように思える大平喜信の手元には（異動の前後からの計算では、大平商事を含めて）雪国まいたけ株2,170,818株、TOB価格245円で評価すると約5億3,200万円が残った。大平喜信は『朝日新聞』（2015年3月25日付、朝刊、新潟）のインタビューで「株の売買代金が借入額を上回った」ということで、銀行から、315万株（8億円相当）が返ってきました」と語っている。合計すると雪国まいたけ株約530万株、約13億になる。大平喜信は「借金は完済した。手元に残った株を売れば資金ができる。一度は夢を絶たれたが、あきらめずに再挑戦（キノコ栽培）します」と将来を見据えている。^{129 130}

大平喜信は『朝日新聞』（2015年4月2日付、朝刊）において「創業した会社と決別する日が来た」と語り、2015年4月5日の読売新聞のインタビューにおいては、バイン・キャピタルに対しては一定の信頼感を持っていることを明らかにして「現経営陣よりはバイン社の方が私の作った会社が永続的に発展させられる可能性がある」と答えている。そして、2015年4月7日、大方の予想通り、雪国まいたけはバイン・キャピタルが議決権78.33%を取得し、TOBが成立したことを発表した。¹³¹ バイン・キャピタルの杉本勇次（日本代表）は「従業員の雇用を守り、安全・高品質な製品供給の事業基盤強化を通じ、地域経済の発展にも全力で取り組む。バインの知見を生かし、スピード感を持って支援する」とコメントを発表した。¹³² 一方、第四銀行は「雪国まいたけのガバナンスが安定し、さらなる成長と事業基盤の強化を通じて地位経

¹²⁹ 『朝日新聞』（2015年3月26日付、朝刊、新潟）。

¹³⁰ 『日本経済新聞』（2015年12月8日付、朝刊、新潟経済）によると、大平喜信は2015年6月に株式会社大平きのこ研究所（資本金は800万円）を南魚沼市余川に設立した。社長には実弟の大平安夫が、取締役には創業家一族が就いた。塩沢信用組合（南魚沼市）と日本政策信用金庫長岡支店がマイタケ工場の建設資金を協調して融資し、2016年3月以降にも、首都圏の小売店や外食産業に年間売上高約1億円を目標に高級マイタケを販売する予定だという。日本政策信用金庫長岡支店は「独自に開発した栽培技術、運営ノウハウを生かして成長が見込める」と期待を寄せている。

¹³¹ 伊藤歩（http://biz-journal.jp/2015/04/post_9647.html）によると、78.33%という応募率は記録的に低く、「280以上もある過去のスクイズ・アウトの事例のうち、9割以上の応募を確保できなかった事例はそのうちの2割もない。まして8割以下となると、その事例は十数件しかなく」、金融機関や法律家、証券関係者などプロが注目したという。その原因の一つは、2015年3月20日にプロスペクト・アセット・マネージメント・インク（PAMI: Prospect Asset Management, Inc.）が雪国まいたけの9.67%（議決権の割合は10.60%）を保有したことにある。

¹³² 『新潟日報』（2015年4月7日付、朝刊）。

済の発展に貢献していくことを期待する」とコメントを発表した。¹³³

12. まとめ

2015年5月15日、東証は2015年6月16日に雪国まいたけを上場廃止にすることを発表した。1994年3月11日に新潟証券取引所の地域産業育成部に上場してから約21年が経っていた。この論文の目的は、新潟県南魚沼市に本社を置く、キノコの生産販売大手、雪国まいたけの創業経営者、大平喜信の突然の辞任から、雪国まいたけが米系投資ファンドにTOB（株式公開買い付け）され、上場廃止に至るまでの一連の出来事をコーポレート・ファイナンスの視点から分析することにあつた。視点を創業経営者が経営する同族企業のコーポレート・ガバナンスに広げて、雪国まいたけとはどのような会社だったのか、大平喜信はどのような経営者だったのかを考察した。それは成功した創業者がワンマン経営で暴走する事例だった。

大平喜信は不適切な会計処理の責任をとって、2013年11月5日に代表取締役の辞任を表明し、2013年11月22日付で正式に退任して顧問に就き、その顧問も2014年3月31日付で退任した。代表取締役の後任には、イオン株式会社の専務執行役や常任顧問を経て、わずか5か月前の2013年6月に取締役として雪国まいたけに入社した星名光男が就いた。星名光男は、不適切な会計処理の原因の一つを「オーナーシップの問題」と指摘し、「当社は、創業者兼大株主の影響を受けないようにするため、適度な出資割合まで引き下げていく方向で交渉を行っていきます」と大平喜信に引導を渡した。ところが、その星名光男は、2014年6月27日の株主総会において、大株主の大平喜信により解任される。後任には、本田技研工業株式会社の代表取締役専務取締役を務めた鈴木克郎が就いた。

鈴木克郎の社長就任は大平喜信にとっては不本意な人事だった。それでも、鈴木克郎と大平喜信は「企業価値を向上させ、株式の流動性を高めることで、創業家兼大株主がその保有する株式を処分しやすい環境を形成する」ことに合意した。その合意をできるだけ近い将来に実現させようとすると、経営行動は近視眼的にならざるを得ない。しかし、それが必ずしも株価を高くするとは限らない。大平喜信は、もし株価が低迷したままならば、再び、社長の首をすげ替える大株主としての合法的な手段を持ち続けていた。ただし、それは借入金の上に成り立つ砂上の楼閣だった。

『日本経済新聞』（2013年11月16日付、朝刊、新潟経済）は、雪国まいたけの財務改善を第四銀行に期待できるだろうかと不安を示していた。銀行は株主のような法的な統治権限を持っていないことや深くコミットすることにより実質的な外部者ではなくなり規律付けできなくなる懸念があるからだ（富山（2007, 145頁））。雪国まいたけの製品そのものに瑕疵があったわけではないから、業績が急激に悪化することはないとしても、融資による資金繰りには限界があり、経営再建のためには資本構成や株主構成を再編する必要があつた。第四銀行は、大平喜信への債権を回収するために担保として差し出されていた株式を取り上げ、その株式をペイ

¹³³ 『日本経済新聞』（2015年4月8日付、朝刊、新潟経済）。

ン・キャピタルの TOB に応募することに合意した。『日本経済新聞』の不安をよそに、ペイン・キャピタルの雪国まいたけへの TOB の引き金を引き、上場廃止へと導いたのは第四銀行だった。第四銀行は TOB のために担保権を実行するという「前例のない“ウルトラ C”の荒技」を演じてみせた。¹³⁴

2006年に王子製紙が北越製紙に敵対的買収を仕掛け、失敗に終わった「王子の乱」は「日本市場の進化が10年遅れる」といわれたが、2015年の「きのこの乱」は「日本 M&A の歴史に新たな1ページを刻む可能性を秘める」と期待されている。¹³⁵ これら二つの乱はともに新潟で起こっている。新たなページは地方で開かれるのかもしれない。

参考文献

- 砂川伸幸・笠原真人, 2015, 『はじめての企業価値評価』日経文庫。
- 砂川伸幸・川北英隆・杉浦秀徳・佐藤淑子, 2013, 『経営戦略とコーポレート・ファイナンス』日本経済新聞出版社。
- 内田浩史, 2010, 『金融機能と銀行業の経済分析』日本経済新聞出版社。
- 海老原崇・久保田敬一・竹原均・横田絵理, 2011, 「同族企業経営にかんするアンケート調査」, 『武蔵大学論集』(武蔵大学経済学会) 第58巻第4号, 81-98。
- 小佐野広・小林磨美・寺崎真美子・中村友哉, 2010, 「メインバンクをめぐる新しい問題: 「メイン寄せ」の理論的分析」, 『金融研究』(日本銀行金融研究所) 第29巻第1号, 1-46。
- 加護野忠男, 2004, 「企業統治の新地平(上)」, 『日本経済新聞』(2004年5月18日付, 朝刊, 経済教室)。
- 久保克行, 2010, 『コーポレート・ガバナンス 経営者の交代と報酬はどうあるべきか』日本経済新聞出版社。
- 佐藤光泰, 2011, 「植物工場のビジネス化に向けて」(アグリビジネスレポート No. 3), 野村アグリプランニング&アドバイザー株式会社。
- 芝田隆志・山田哲也, 2008, 「メイン寄せリスクと貸出債権価値の評価: ゲーム論的リアルオプションによるアプローチ」, 『金融研究』(日本銀行金融研究所) 第27巻別冊第2号, 1-46。
- 沈政郁 (Jungwook Shim), 2009, 「血縁主義の弊害: 日本の同族企業のデータを用いた実証分析」, Center for Economic Institutions Working Paper Series No. 2009-4, 一橋大学。
- 須田一幸・山本達司・乙政正太編, 2007, 『会計操作』ダイヤモンド社。
- 瀧澤南海雄, 1986, 「マイタケの秘密」, 『林産試だより』(北海道立林産試験場) 11月号, 1-8。
- 田村俊夫, 2014, 「アクティビスト・ヘッジファンドと企業統治革命」, 『証券アナリストジャーナル』(日本証券アナリスト協会) 2014年5月号, 56-68。
- 富山和彦, 2007, 『会社は頭から腐る』ダイヤモンド社。
- 富山和彦, 2014, 『なぜローカル経済から日本は甦るのか』PHP新書。
- 長岡貞男・平尾由紀子, 1998, 『産業組織の経済学』日本評論社。
- 野中郁次郎・紺野登, 2012, 『知識創造経営のシンプルー賢慮資本主義の実践論』東洋経済新報社。
- 広田真人, 2004, 「“資金調達機能”なき株式市場の存在理由」, 『証券経済研究』(証券経済研究所) 第48号, 33-48。
- 古瀬公博, 2011, 『贈与と売買の混在する交換』白桃書房。

¹³⁴ <http://www.sankei.com/premium/news/150317/prm1503170007-n1.html>

¹³⁵ 『日本経済新聞』(2015年2月28日付, 朝刊)。

- 松尾忠直, 2010, 「日本におけるキノコ類産地の地域的变化」, 『地球環境研究』(立正大学地球環境学部) Vol. 12, 53–66.
- 盛田良久・蟹江章・長吉眞一編, 2013, 『スタンダードテキスト 監査論 (第3版)』中央経済社.
- 柳川範之, 2013, 「同族企業の利点に注目」, 『日本経済新聞』(2013年3月18日付, 朝刊, 経済教室).
- 吉原英樹, 2014, 「経営の神話と実話 (第3回)」, 『一橋ビジネスレビュー』(一橋大学イノベーション研究センター) 第62巻第2号, 156–158.
- Ahn, Sanghoon, Utpal Bhattacharya, Taehun Jung, and Giseok Nam, 2009, Do Japanese CEOs matter? *Pacific-Basin Finance Journal* 17, 628–650.
- Bhattacharya, Utpal, Alexander Borisov, and Xiaoyun Yu, 2015, Firm mortality and natal financial care, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 50, 61–88.
- Cronqvist, Henrik, Anil K. Makhija, and Scott E. Yonker, 2012, Behavioral consistency in corporate finance: CEO personal and corporate leverage, *Journal of Financial Economics* 103, 20–40.
- Custódio, Cláudia, and Daniel Metzger, 2014, Financial expert CEOs: CEO's work experience and firm's financial policies, *Journal of Financial Economics* 114, 125–154.
- Fahlenbrach, Rüdiger, 2009, Founder-CEOs, investment decisions, and stock market performance, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 44, 439–466.
- Gopalan, Radhakrishnan, Fenghua Song, and Vijay Yerramilli, 2014, Debt maturity structure and credit quality, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 49, 817–842.
- Güner, A. Burak, Ulrike Malmendier, and Geoffrey Tate, 2008, Financial expertise of directors, *Journal of Financial Economics* 88, 323–354.
- Jensen, Michael C., 1989, Eclipse of the public corporation, *Harvard Business Review* 67, 61–74.
- Malmendier, Ulrike, Geoffrey Tate, and Jon Yan, 2011, Overconfidence and early-life experience: The effect of managerial traits on corporate financial policies, *Journal of Finance* 66, 1687–1733.
- Mehrotra, Vikas, Randall Morck, Jungwook Shim, and Yupana Wiwattanakantang, 2013, Adoptive expectations: Rising sons in Japanese family firms, *Journal of Financial Economics* 108, 840–854.
- Pagano, Marco, Fabio Panetta, and Luigi Zingales, 1998, Why do companies go public? An empirical analysis, *Journal of Finance* 53, 27–64.