

⇒ 調査報告 ⇐

亀田製菓株式会社の財務政策

齋 藤 達 弘

この論文の目的は、亀田製菓株式会社が、1985年から2012年までの28年間、どのように企業成長をファイナンスしてきたのかを検証し、その財務政策を考察することにある。亀田製菓のメインバンクは日本長期信用銀行（長銀）だった。1990年代前半から業績が悪化し続けた亀田製菓に単身赴任で移籍した長銀出身の田中通泰が2000年代に入り経営改革を押し進めた。その一環として、資本市場が高く評価する財務政策が導入された。長銀で企業金融部長や外国営業部長を歴任した田中通泰の財務政策へ貢献は大きかった。いずれは田中通泰が社長を退任する 때가来る。亀田製菓はファミリー企業の承継（大政奉還）、そしてその後の財務政策が問われている。

日本の米菓の市場規模は約2500億円である。その市場で、新潟県に本社を置くメーカーがシェア上位3社を占めている。2008年度のシェアは、1位の亀田製菓株式会社（以下、亀田製菓と書く）が26.6%、2位の三幸製菓が15.3%、3位の岩塚製菓が7.8%である。これら3社のシェアを合わせるとほぼ50%になる。2008年度のシェア4位から10位まで（企業名と本社所在地）はつぎのようである。¹

4位	もち吉	福岡県	6.8%
5位	栗山米菓	新潟県	4.4%
6位	ぼんち	大阪府	3.6%
7位	ブルボン	新潟県	3.1%
7位	小倉山荘	京都府	3.1%
9位	越後製菓	新潟県	2.8%
10位	播磨屋本店	兵庫県	2.7%

4位以下にも新潟県に本社を置くメーカーが3社、含まれている。トップ・テンのシェアを合わせると、新潟県は米菓の約60%を生産していることになる。ここ数年、三幸製菓がシェアを伸ばし、米菓市場の寡占度は高まる傾向にある。

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。

¹ <http://www.kamedaseika.co.jp/admin/images/irInfo/upload/307.pdf>

2011年7月1日から、「米穀等の取引等に係る情報の記録及び産地情報の伝達に関する法律」(米トレーサビリティ法)により、加工食品に使うコメの原産地表示(使用比率の高い原産地から順に2か国)が義務づけられた。「(大手米菓幹部の話として)新潟の米菓は新潟産の米を使っていると思っている消費者が多い」(『日本経済新聞』(2010年7月8日付,朝刊,新潟経済))と言われているのは、実際には、米菓の原料にはタイや米国などで栽培されたミニマム・アクセス米が多く使われているからだ。原産地表示の義務づけが始まる直前、『日本経済新聞』(2011年6月18日付,朝刊,新潟経済)は

岩塚製菓や亀田製菓が国産米へのシフトを強める一方、三幸製菓(新潟市、佐藤裕紀社長)は原料米の産地を変更せず、現時点での品質を維持する方針。各社の戦略の違いが売れ行きをどう左右するか。

「国産米100%を前面に押し出して、7月上旬から販促活動を強化する」。米菓業界3位、岩塚製菓の郷芳夫管理本部長はこう宣言する。同社は法律施行を前に、主力の32製品を国産米100%に切り替えた。3月から「国産」をうたった販促キャンペーンを始めており、施行後にも第2弾を展開する予定だ。さらに今秋に収穫される原料米については、東日本大震災で被災した東北地方のコメを一部購入することを検討。「『がんばろう東北』という意味で、消費者には理解してもらえるはずだ」と郷氏は自信をみせる。

業界首位の亀田製菓も「まがりせんべい」や「ぼたぼた焼」などの主力製品で国産米の使用比率を高める。2つ以上の表示が義務付けられている原産地のうち、「国産」を最初に記載できるようにするためだ。原材料に3か国以上のコメを混ぜて使う場合は「国産」「米国産」「タイ産」などと3か国まで記載。消費者に透明度の高い情報を提供して支持獲得を急ぐ。せんべいやおかきなどの米菓は一般的に「日本のおやつ」とのイメージが強いが、大手では米国などからの輸入米を原料に使うことも多い。「消費者の『外国産』に対する抵抗感は薄れてきた」(亀田製菓)というが、両社は国産色を強めることで消費者の購買意欲を高めたい考えだ。

と伝えている。

この論文の目的は、米菓市場におけるシェア1位の亀田製菓を取り上げ、1985年から2012年までの28年間、どのように企業成長をファイナンスしてきたのかを検証し、その財務政策を考察することにある。ここでのアプローチは、コーポレート・ファイナンス理論を日本企業に適用し、日本の文脈で解釈を与える砂川・川北・杉浦(2008)と比べると、二つの違いがある。ひとつの違いは、大企業を対象とするのではなく、中堅企業(とは言っても地域経済においては大企業なのだが)を対象としていることである。中堅企業にとっては、依然として、メインバンクとの関わりが重要である。そのため、財務政策を株式市場がどのように評価するかというコーポレート・ファイナンスよりも、銀行が重視するアカウンティング(財務諸表分析)に近いアプローチになる。もうひとつの違いは、ファミリー企業を対象としていることから、コーポレート・ガバナンス、とりわけ経営陣に焦点を当てていることである。

この論文で用いる財務情報は総合企業情報データベース eol に収録されている1985年からの有価証券報告書から採取し、1999年までは単独決算を、2000年からは連結決算を対象とし

表 1
2000 年の役員削減 (12 人から 4 人へ)

役名	氏名 (年齢)	2000 年 3 月期
取締役社長	古泉肇 (57 歳)	取締役会長 (2008 年に退任)
専務取締役	高橋昌生 (62 歳)	常勤監査役
常務取締役 (ロジスティックス本部長)	古泉榮三 (52 歳)	退任 (1989 年)
常務取締役 (総務部長)	廣瀬利雄 (56 歳)	常務取締役 (2003 年に退任)
取締役 (マーケティング部長)	大橋陽一 (56 歳)	退任 (1990 年)
取締役 (PM 管理部長)	和田充彦 (52 歳)	退任 (1990 年)
取締役 (市場開発室長)	高山正人 (51 歳)	退任 (1990 年)
取締役 (営業本部長)	高橋常孝 (52 歳)	退任 (1991 年)
取締役 (企画室長)	井田増夫 (54 歳)	常勤監査役
取締役 (ロジスティックス本部副本部長)	田中通泰 (54 歳)	取締役 (営業統括本部長) → 2006 年に社長
取締役 (生産本部長)	兼田主計 (52 歳)	退任 (1994 年)
取締役 (R&D センター長)	金津猛 (51 歳)	取締役社長 (2006 年に退任)

役名と年齢は 1999 年 3 月期を示している。斜字体は取締役に就任した年を示している。

ている。なお、敬称はすべて省略する。また、誤解が生じないと判断するときには、名字を省略し名前で人物を示すことにする。

社長

この論文の対象期間、1985 年から 2012 年までの 28 年間における亀田製菓の社長はつぎの 3 人である。

古泉肇	1983 年 6 月就任
金津猛	2000 年 4 月就任
田中通泰	2006 年 6 月就任

古泉肇は創業家の二代目にあたる。先代の社長、古泉榮治が、内規として決めていた社長定年の 68 歳に達したことから、長男の常務取締役、肇に座を譲った。ファミリー企業の事業承継である。就任当時、42 歳だった。

金津猛は創業家以外からの初めての社長である。『日本経済新聞』(2000 年 2 月 1 日付、朝刊、新潟経済)は、2000 年 3 月に新潟証券取引所が閉鎖し、上場先が東京証券取引所に移行するのを機会に、古泉肇が抜てきしたと伝えた。古泉肇の退任には 1990 年代前半に大病を患ったからの体調不良という理由があると言われているものの、タイミングとしては 2000 年 3 月の業績不振の引責とも考えられる。古泉肇が退任するとき、その実弟、古泉榮三 (53 歳) が常務取締役にいた。創業家一族や長幼の序を重んじるならば、榮三が後継すると誰もが考えただ

表 2
短期借入金の借入先

	1985	1990	1995	2000
第四銀行	22	24	24	17
日本長期信用銀行	4	4	18	4
富士銀行	4	4	4	6
住友銀行	4	3	3	3
協和銀行	3			
農林中央金庫	3	3	3	1
東京三菱銀行				3
計	36	34	52	34

データは各年度の有価証券報告書から採取している。単位は億円。

ろう。新聞は金津猛の社長就任に「異例の 10 人抜き」と見出しを付けている（表 1 を参照）。金津猛は、製品開発に手腕を発揮し、本社工場長やヘルスケア事業部長などを歴任し、実績重視で抜てきされたとは言え、1 年前に取締役役に就任したばかりで、就任当時、52 歳だった。

田中通泰は 1998 年 10 月に日本長期信用銀行（以下、長銀と書く）から単身赴任で亀田製菓に移籍し、翌年に取締役に、7 年目に社長に就任している。就任当時、61 歳だった。当時の四季報は亀田製菓のメインバンクを長銀と捉えていた。長銀との関係が亀田製菓のその後を左右することになった。

株式上場

「地元経済界には以前から亀田製菓の上場を期待する声が強く」（『日本経済新聞』（1984 年 5 月 12 日付、朝刊、新潟経済））、古泉肇が社長に就任する前後から、上場準備を進め、1984 年 10 月 31 日に新潟証券取引所に上場した。翌日の『日本経済新聞』（1984 年 11 月 1 日付、朝刊、新潟経済）はつぎのように伝えている。²

亀田製菓は三十一日、新潟証券取引所に新規上場した。九百五十円の基準値（公募価格は八百十円）で始まったが、八十一万三千株の売り注文に対し、二百八十五万四千株の買い注文が殺到。結局、初日は差し引き二百四万一千株の買い注文を残して初値決定に至らず、ストップ高の千五

² 亀田製菓の上場から 1 年後、『日本経済新聞』（1985 年 10 月 26 日付、朝刊、新潟経済）はつぎのように成功を伝えている。

亀田製菓は上場以来、市場での人気が高く、新証単独銘柄の中では出来高トップを続け、市場振興にも大きく寄与している。新証単独銘柄八社の今年一―九月の合計出来高七百八十六万七千株のうち、亀田製菓が三百二十七万七千株と一社で全体の四一％も占めている。既存上場企業の取引不活発ということもあり、新証としては、亀田製菓のような有力地場企業の新規上場をのどから手が出るほど欲しがっている。

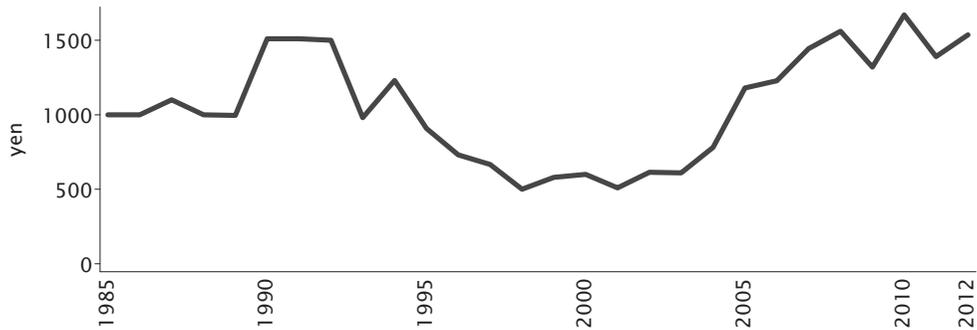


図1. 株価

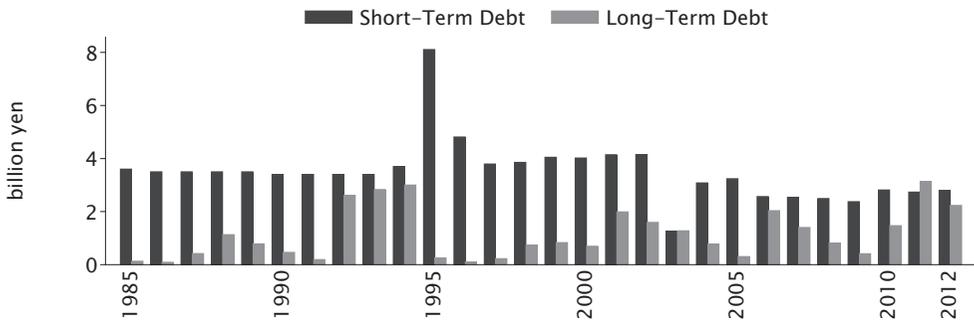


図2. 短期借入金と長期借入金

1999年までは単独決算を、2000年からは連結決算を採用している。

十円の気配で引けた。これを受けて同取引所は市場終了後、同社株の売買規制を実施することにしたため、一日には売買取引が成立して初値がつく見通しである。

同社は上場に先立ち三百万株の公募増資を実施したが、これによって得た資金は亀田工場団地に建設を予定している新工場の用地取得費に充てる。計画によると、約八万二千五百平方メートルの敷地を取得して、六十年着工、六十一年春から一部稼働を目指している。

また、この日記者会見した古泉肇社長は、上場の理由について資金調達が多様化、社会的地位の向上などを挙げる一方、「消費者のニーズに合った製品開発により社会に寄与したい。生産の合理化、機械化に努めるとともに、潤いのある菓子を提供していきたい」と抱負を語った。東京二部など他の市場への上場に関しては「当面考えていない」と述べた。

亀田製菓上場の幹事証券は第一証券（長銀系列）と新日本証券（日本興業銀行系列）である。亀田製菓と長銀とのつながりは、表2に示す短期借入金に加えて、系列の第一証券による幹事により深まっていった。短期借入金の残高は第四銀行のほうが圧倒的に多い。しかし、企業が

株式を公開する段階において、身近にいる地域銀行の第四銀行が、広範囲の業務をカバーする大手銀行の長銀の役割を担うことは難しかったのではないかと思う。³

社債発行と日本長期信用銀行

亀田製菓は1991年12月に、1995年満期（償還期間4年）のスイス・フラン建て新株引受権付き社債（Warrant Bond: WB）を発行している。発行総額は3,000万スイス・フラン（約27億円）である。『日経金融新聞』（1991年12月3日付）は

本社工場（亀田町）を増築するとともに、現本社工場に新たに米菓生産ラインを設置し、生産体制を強化する。株価低迷で、エクイティファイナンス（新株発行を伴う資金調達）を手控える企業が多いが、業績好調を背景に強気の資金調達に踏み切った。エクイティファイナンスは上場時に時価発行増資をして以来になる。

と報じている。この起債は第一証券（長銀系列）のスイス現地法人が主幹事を受託している。

図1の株価の動きを見ると、バブル崩壊により株式市場全体が低迷する中で、1990年以降も高い価格を維持している。図5に示すように、売上高も伸びている。これらのことが亀田製菓を強気にさせたのだろう。亀田製菓としては、株価がWBの行使価格1,733円を上回り、新株引受権（ワラント）が行使されて、資金が流入し、それを社債の返済に充てようと計画していただろう。しかし、その後、業績悪化にともない、株価は下落し続けることになる。

1995年、亀田製菓はWB償還のために、長銀から18億円を短期に借り入れている。図2を見ると、1995年に短期借入金が大幅に増加していることがわかる。1995年にWBを返済しなければいけないことは、WBを発行したときにキャッシュ・フローの予定に入っていたはずだ。短期借入金の急激な増加はあまりにも場当たりの印象を与える。

長銀から借入をする前年、1994年2月に、亀田製菓は長銀（子会社の日本リースに出向中）から高橋昌生（57歳）を迎え入れ、1994年6月に専務取締役（管理本部長）に据えている。高橋昌生の移籍が翌年の短期借入と無関係ということはないだろう。メインバンクによる経営へのテコ入れと考えるのが自然だろう（シェアード（1997））。ちなみに、後に社長になる田中通泰が長銀から移籍するのは、その2年後、1996年10月である。高橋昌生が就任した専務取締役（管理本部長）のポストは、社長、古泉肇の実弟、古泉榮三（取締役）の上役に位置

³ 伯野（2007，44頁）につきのような記述がある。

昭和四〇年代の初頭以降、長銀の審査は三審制と呼ばれる形に定着しました。まず、一次審査が窓口で行われ、二次審査が審査部で、そして三次審査が業務部で行われます。特に営業窓口での一次審査は、担当者が書いた原案に係長、課長、次長、部長と四段階のチェックが入る厳しさでした。大体、一つの企業に融資するのに、B4版の稟議書で三〇枚から四〇枚は必要でした。だから、月に二本か三本やるのが精一杯でした。でも、そうした審査に通った企業は、ほとんどがその後、見事に成長していきました。

発言者は、日本長期信用銀行の最後の頭取、鈴木恒男氏である。見事に成長した企業の一つが「亀田製菓」である。

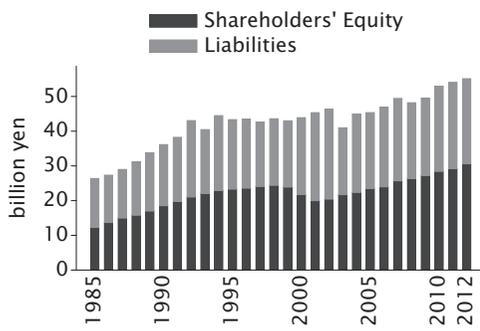


図3. バランスシートの右側: 資本構成

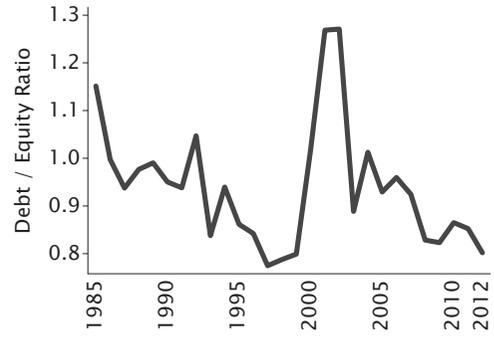


図4. (簿価) DE レシオ

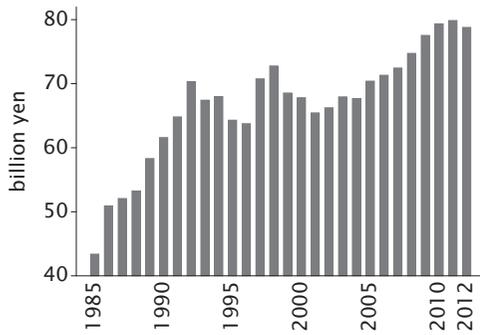


図5. 売上高

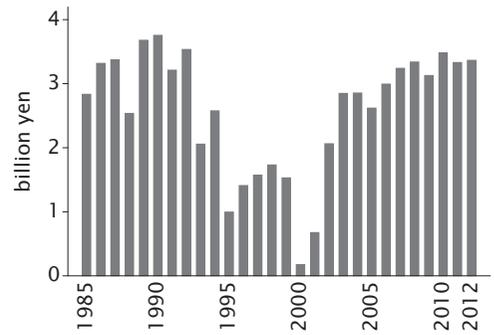


図6. 営業利益

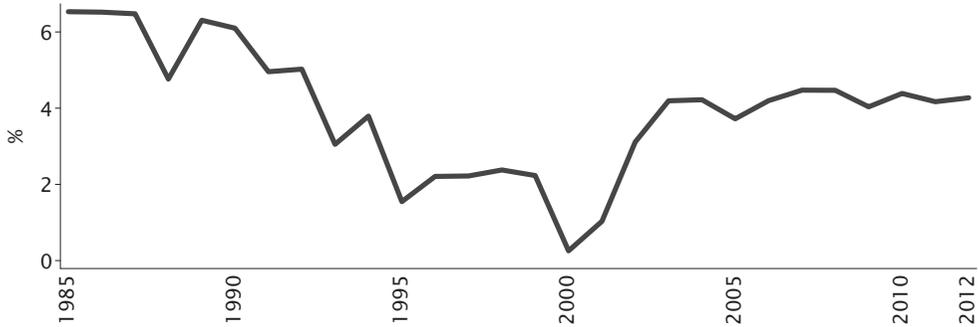


図7. 売上高営業利益率

1999年までは単独決算を、2000年からは連結決算を採用している。

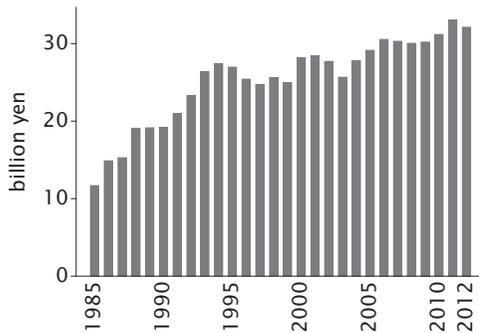


図 8. 固定資産

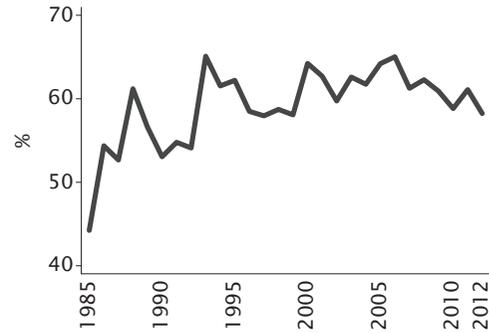


図 9. 総資産に占める固定資産の比率

1999年までは単独決算を、2000年からは連結決算を採用している。

する。高橋昌生は、1998年、もう1人の専務取締役が退任した後、ナンバー2になり、2000年、前線を離れて常勤監査役になる。高橋昌生は古泉肇の右腕として経営管理全般を取り仕切っていただろうと推測する。

四季報には取引銀行が記載されている。複数行と取引がある場合、記載の順番が関係の親密さを表していると言われる。亀田製菓の取引銀行は、上場した1984年から一貫して、長銀、第四の順番だった。1994年当時、第四銀行は、最大の借入先であり、上限5%の株式を保有している。データから判断すると、メインバンクである。WBの償還資金を第四銀行から借り入れるという選択肢もあっただろう。しかし、亀田製菓は、資本市場とのつながりを強めていく過程で、地域銀行から証券業務に長ける大手銀行へシフトしていった。

亀田製菓は長銀とカネの繋がりはあった。そして、このWBの一件で人の繋がりが加わった。長銀は1998年に経営破綻、その後、消滅したが、亀田製菓のその後を決めたのはWBだったと考える。現在、四季報の取引銀行の記載は、第四、みずほ、三菱UFJ、新生(旧・日本長期信用銀行)の順番となっている。また、幹事証券は三菱UFJ、モルガン・スタンレー、みずほ、野村の順番で記載されている。

資本構成

図3は1985年から2012年までの28年間の亀田製菓のバランスシートの右側を、図4はその情報を集約するDEレシオ(Debt Equity Ratio)を示している。DEレシオの計算における分子は、一般には有利子負債(短期借入金、長期借入金、社債)が、狭義には有利子負債から現預金を差し引いたネット有利子負債が、広義にはバランスシートの負債の部が用いられる。ここでは広義を採用している。分母はバランスシートの資本(純資産)の部を用いている。

したがって、図3の棒グラフの高さは総資産を表し、その推移から、1985年に250億円ほどだった総資産が2010年にはその2倍の約500億円に成長していることを示している。DEレシオは、財務諸表分析では財務の安定性を図る指標として、1倍を下回ることが目安と言われている。その推移を見ると、2000年前後に特異に高くなっているものの、概ね1倍を下回る水準を維持し、財務諸表分析では問題なく安定していると評価されるだろう。

業績

図5に売上高を、図6に営業利益を、図7に売上高営業利益率を示している。

売上高は1986年の500億円から1992年の700億円まで急成長している。売上高の成長は、図8と図9に示すように、旺盛な設備投資により支えられた。固定資産は100億円から200億円に2倍になり、総資産に占める固定資産の比率も50%から60%に上昇している。ところが、売上高は1993年から足踏み状態に陥る。

営業利益は、売上高の成長を反映することなく、一定水準に取まっている。そのため、売上高営業利益率は、6%から3%へと下落している。1993年に減収減益になった原因のひとつは加工用原料米のもち米やうるち米が高騰したことにある。しかし、急速な成長過程で、経営レバレッジ (operating leverage) が高まっていたことが主因ではないかと考える。⁴ 亀田製菓は、設備投資を抑制し、広告宣伝費を削減し、営業所を再編するなどの対策を講じている。

その後、2000年を前に売上高は再び700億円に回復するものの、営業利益は回復していない。売上高が減少するなか、2000年の営業利益（連結決算）は前年の10分の1、約1億7000万円まで落ち込むことになる。⁵ 金津猛が社長に就任するのは、ちょうど、この頃である。

中期経営戦略（2000年）

亀田製菓は構造改革に着手する。『日本経済新聞』（2000年5月24日付、朝刊、新潟経済）によると、その骨子はつぎのようである。

- 取締役を8人減員し、4人体制に
- 従業員を2002年度末までに約2割削減
- 和菓子事業からの撤退
- ヘルスケア事業を米菓に次ぐ事業の柱に構築

⁴ 伊藤（2010、673頁）は、営業レバレッジを「固定費の利用の程度により売上高の増減が営業利益に及ぼす影響が異なる」と教えている。

⁵ 単独決算は1億4000万円の赤字である。製造原価明細書を見ると、製造原価は約16億円、増えている。材料費が4億円、経費が11億円増加している。労務費はほぼ横ばいである。経費には、外注加工費、減価償却費、燃料費、運賃、修繕費などの内訳が示されているが、いずれも目立って増えていることはなく、詳しいことはわからない。

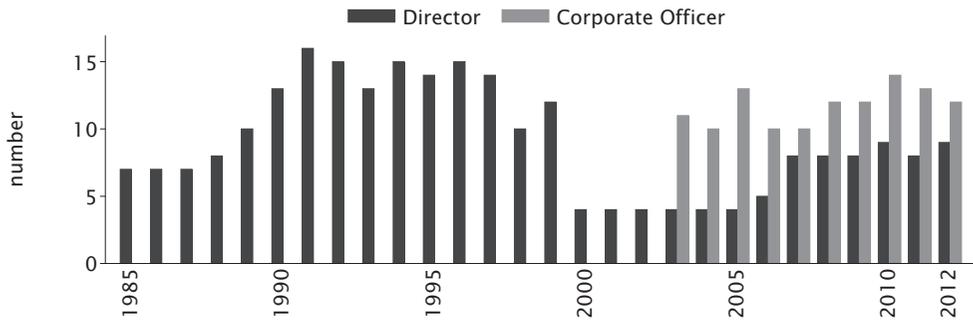


図 10. 取締役と執行役員の人数

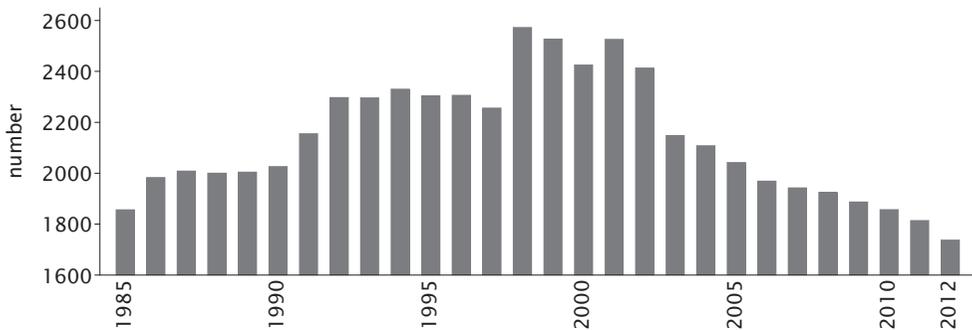


図 11. 従業員数

- 米国市場での米菓販売
- 製造生産性・販売生産性を 10% 向上
- 遊休不動産の売却
- 商品アイテムを月間 700 から 400 に削減

このなかで、もっとも注目するのは、先に表 1 に示した、取締役の減員である。『日本経済新聞』（2000 年 5 月 24 日付、朝刊、新潟経済）は

組織のスリム化では、経営の意思決定を迅速化するため、役員を古泉肇会長と今年四月に創業一族以外から初めて就任した金津猛社長を含め四人体制にする。「上場会社ではもっとも少ない役員体制になる」（田中通泰取締役）という。意思決定と業務執行機能の分化を図るため、執行役員や外部取締役などの制度導入も検討する。

と伝えている。亀田製菓は株主総会において定款を変更し、株主総会、取締役会の招集権者と議長を取締役社長（金津猛）から取締役会長（古泉肇）に変更し、会長と社長の責任分担を明確にした。

田中通泰は『日本経済新聞』（2000年12月6日付、朝刊、新潟経済）において、亀田製菓の窮状を「いわゆる大企業病に陥っている」、「これまでトップメーカーとしておごりがあったことは否定できない」と分析している。図10に取締役の人数を示している。売上高の成長に歩調をあわせて、取締役の人数は7、8人から14、15人へと2倍になっている。2000年の構造改革により取締役の数は12人から4人になった。図11に従業員数を示している。計画よりも1年遅れて2003年に大幅に減少している。

「上場会社ではもっとも少ない役員体制になる」過程で、生え抜きの取締役が退いている。その多くは1990年代前半に取締役に就任した50歳代前半である。経営危機に直面しているからこそできた断行なのだが、構造改革に大なたを振るった田中通泰が、その後、亀田製菓の経営の中核となって動くことになる。

2002年、「亀田製菓の経営を考える懇談会」が発足される。『日本経済新聞』（2002年9月7日付、朝刊、新潟経済）はつぎのように伝えている。

亀田製菓は経営戦略の立案や新商品づくりに際し外部の企業トップらの意見を聞く「亀田製菓の経営を考える懇談会」を発足させた。三カ月に一回程度、金津猛社長らとの意見交換会を開き、他社から見た指摘や助言を自社の経営に役立てる。来年度以降の中期経営計画でも意見を求める。懇談会メンバーは安齋隆アイワイ（IY）バンク社長、大河原愛子ジェーシー・フーズネット会長、大山轟介キュービー社長、関根繁明明和工業（新潟県白根市）社長、久保利英明弁護士の五人。

亀田製菓は「成熟産業である米菓業界で一段の競争力をつけるためには、従来の発想にとらわれない意見がほしかった」（田中通泰・経営統括本部長）と懇談会の設置理由を説明している。

田中通泰が社長に就任し、社外取締役制度を導入している。そのさいに、大河原愛子が社外取締役に、大山轟介が社外監査役に就任している。「亀田製菓の経営を考える懇談会」はその布石だったと言える。

企業の合併・買収（M&A）

2000年の構造改革が軌道に乗り、売上高の上昇とともに営業利益も回復した2003年と2004年、亀田製菓はM&Aに打って出た。

2003年、大阪府池田市に本社を置く中堅米菓メーカーの「とよす」と資本提携する。亀田製菓は約4億5,000万円を出資し、とよす株の75%を取得し、子会社化した。『日本経済新聞』（2003年12月5日付、朝刊、新潟経済）は田中通泰の記者会見を伝えている。

表 3
2003 年の取締役と執行役員

役名	氏名 (年齢)	2007 年
取締役会長	古泉肇 (61 歳)	取締役会長
取締役社長・社長執行役員	金津猛 (55 歳)	
取締役 (営業統括本部長)・専務執行役員	田中通泰 (58 歳)	取締役社長・社長執行役員
取締役 (開発本部長)・執行役員	古泉直子 (33 歳)	取締役 (管理本部長)・常務執行役員
執行役員 (営業本部長)	周佐政良	取締役 (生産本部長)・常務執行役員
執行役員 (生産本部長)	坂爪俊明	
執行役員 (営業統括本部副本部長)	石崎泰	取締役 (商品開発本部長)・常務執行役員
執行役員 (総務部長)	佐藤勇	取締役 (営業統括本部長)・常務執行役員
執行役員 (管理部長)	松澤三治	執行役員 (管理本部経理部長)
執行役員 (購買部長)	小林寛	
執行役員 (海外業務室長)	梶原圭介	
執行役員 (お米科学研究室長)	渡辺紀之	

—資本提携の狙いは。

「当社はスーパー、コンビニエンスストア向けが中心で、百貨店や通販向けは手付かずだった。とよすは大阪を中心に百貨店などで高級米菓を展開しており、相互補完できる。両社のブランドを使い分けていく。米菓も含め菓子市場は年一%ずつ縮小。米菓メーカーも毎年三十社程度ずつ減っている。資本提携により、とよすの売上高三十億円が単純に当社に追加され、シェアも上昇する」

—いつから交渉が始まったのか。

「今年の秋口にとよすから話を持ちかけられた。まず業務提携の話から始まり、資本提携に至った。同社とは過去に製品のOEM (相手先ブランドによる生産) で関係があったほか、経営陣の交流もあった。同社は業績が落ち込んでいるが、すでにリストラを進めている」

—提携でなく、独力で販路開拓を目指す選択肢はなかったのか。

「高級商品は自社でも開発できるが、販売チャネルを一から開拓しようとなると数年かかる。資本提携でスピードアップが図れる。今後も他の企業との提携・合併には関心を持っている」

2004 年、今度は、栃木県上河内町に本社を置く米菓メーカー「日新製菓」と資本提携する。日新製菓も製品の OEM 関係があったという。日新製菓は債務超過状態に陥っていたため、発行済み株式を無償で強制消却し、第三者割当増資 (1 万 2,000 株、発行額 6 億円) を実施し、亀田製菓はその 75%、4 億 5,000 万円を出資する。日新製菓の売上高、約 20 億円が亀田製菓に上乘せされることになった。

いずれも相手先を救済する資本提携であり、亀田製菓の規模を考えると、出資は大きくはない。その積極的な姿勢が注目を集めた。しかし、範囲の拡大は再び、経営陣の拡大に繋がっている恐れがある。

表 4
 主要な大株主の株式持ち分比率の推移

	1985	1990	1995	2000	2005	2010
創業者一族とその関連						
古泉榮治	10.50	5.80				
古泉肇	10.69	4.15	4.32	4.46	3.19	2.71
株式会社エイケイ		10.41	10.58	10.91	10.90	10.62
子会社および関係者						
亀田あられ株式会社	2.23	2.35				
従業員持株会		2.89	3.36	4.41	3.43	2.93
KAMEDA 共栄会			2.26	5.43	7.58	8.57
取引先						
株式会社 第四銀行	4.66	5.00	5.00	4.97	4.88	4.83
株式会社 日本長期信用銀行	4.66	5.00	5.00	3.23		
株式会社 富士銀行				3.21		
株式会社 みずほ銀行					3.21	3.41
株式会社 原信					1.72	1.85
キッコーマン株式会社						1.55
その他						
佐々木賢太郎	5.45					
佐々木テイ		2.82	2.93	3.04		
長ビル株式会社			3.20			
櫻井正宏	3.38	3.38	3.48	3.16	2.53	1.88
櫻井ヨリ	1.95					
吉澤一成	1.94	1.98	2.04	2.04		
石本一枝	1.87					
長ビル株式会社			3.20			
信託口					4.59	2.21
計	47.33	43.80	42.15	44.86	42.07	40.61

データは各年度の有価証券報告書から採取している。

いまいちど、図 10 と図 11 を見てみよう。従業員数は 2003 年以降、着実に減少している。その一方で、取締役の人数は増加している。その増加は、表 3 に示すように、2003 年に就任した執行役員が 2007 年に取締役に兼任することによりもたらされている。意思決定と経営執行の機能を分離するために導入された制度の形骸化が始まっているのではないかと懸念する。

株主構成

表 4 に株主構成を示している。1990 年に筆頭株主になる株式会社エイケイは、『日本経済新聞』（1990 年 3 月 28 日付、朝刊、新潟経済）によると

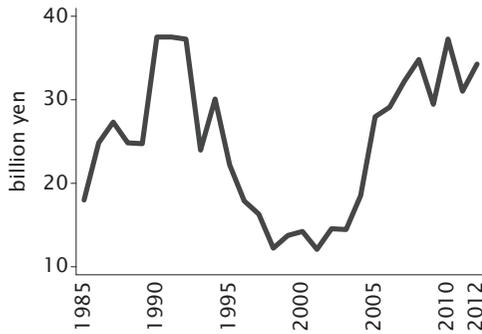


図 12. 株式時価総額

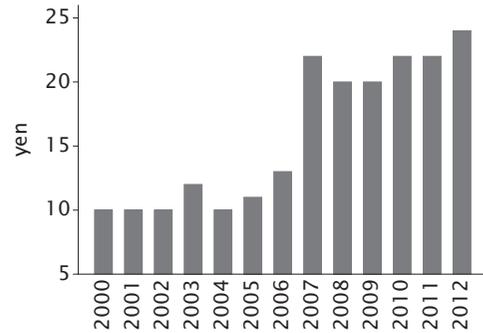


図 13. 配当

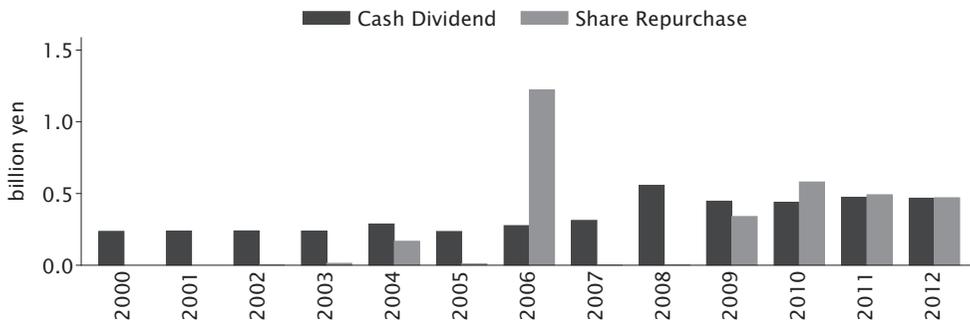


図 14. ペイアウト

亀田製菓はこれまで会長、社長が保有していた株式の一部を不動産取引や損害保険代理業の子会社、エイケイ（本社中蒲原郡亀田町）に移し筆頭株主の持ち株会社にした。大株主を個人ではなく企業にすることで株式の分散を未然に防ぎ経営を安定させる。

という経緯である。株式会社エイケイの株式保有比率は 10% 台を維持している。

昔からの個人株主が徐々に減少し、安定株主の役割を従業員持株会や KAMEDA 共栄会（取引先持株会）、そして銀行や取引先との株式持ち合いに委ねようとした動きが見られる。なお、2007 年 4 月、買収防衛策を導入している。株式（議決権ベース）の 20% 以上を取得することを目指す買収者に対して、事業計画の提出などを求める「事前警告型」の仕組みである。

ペイアウト

田中通泰が社長に就任した直後、『日本経済新聞』（2006 年 8 月 3 日付、朝刊、新潟経済）はつぎのように伝えている。

「業界トップとしては時価総額が小さい。敵対的TOB（株式公開買い付け）を仕掛けられることも念頭に置いている」と株価への意識も高い。愚直に利益を高め、配当を増やすことが最善策と考える。

図12に時価総額を示している。発行済み株式数に大きな変化がないことから、その推移は図1に示した株価と同じである。田中通泰が社長に就任して以降、株式時価総額は300億から400億円に迫る勢いで増加している。好調な業績が支えているのだが、それだけではないと考える。

図13に2000年からの1株当たりの配当を示している。田中通泰が社長に就任して以降、2007年から大幅に配当が増えている。株主に現金を還元する、配当に代わるもうひとつの方法は自己株式の取得である。図14に配当総額と自己株式取得総額を示している。いずれも現金の流出である。自己株式の取得は2006年に巨額であるが（翌年に消却している）、ここで注目したいのは2009年以降である。配当総額とほぼ同じ金額の自己株式を取得している。これらはペイアウト政策を変更したことを示唆しているだろう。資本市場は「事業投資に回されない資金は株主に還元する」という財務政策を高く評価する（Pinkowitz and Williamson (2007)）。⁶

田中通泰は、銀行出身ということもあり、無借金経営を目指す、というようなことは発言していない。図2に示した借入金の推移を見ると、ここ数年、短期借入金の水準を以前よりも低く維持し、長期借入金を取り入れて、資金管理していることがわかる。

短期借入金については、2003年3月期から運転資金の効率的な調達を行うために、取引銀行との間でコミットメント・ライン契約（シンジケート方式）を締結している。これにより、銀行は貸付義務を負い、亀田製菓は（アレンジメント・フィーやコミットメント・フィーを支払って）あらかじめ決められた期間・限度額・条件の範囲内であれば、いつでも資金を借り入れることができる。その総額は30億円あるいは35億円である。

長期借入金について、2011年に大きく増加している。図15に示すネット現金保有（現金から借入金を控除）は減少しているものの、図4を見ると、(簿価)DEレシオが上昇してはいない。むしろ低下している。その背景には、2011年3月期の連結決算の純利益が（法人税が少なかったこともあり）前期比0.5%増の21億1100万円と過去最高益を更新する好調さがある。2011年は、営業活動によるキャッシュ・フローを上回る投資活動によるキャッシュ・フロー（設備投資）を長期借入金により資金調達している。しかし、キャッシュを借入に頼らざるを得ないという状況ではない。図14に示したように、キャッシュを株主に返還している。

⁶一般に、自社株買いは、流通する株式数を減少させることから需給関係を緩和し、1株当たりの利益を高めることから、株価を押し上げる要因として好感される。自社株買いが企業価値を高めるかどうかについて、研究者の報告は必ずしも一様ではない。山口（2009）は「自社株式の過小評価を認識して自社株買いをアナウンスする」と報告している。

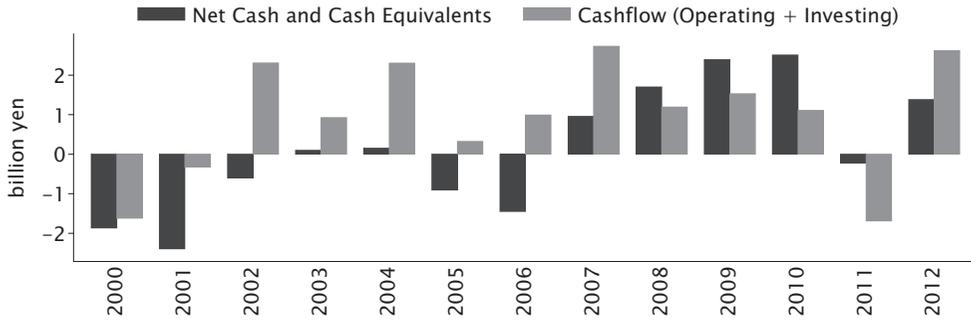


図 15. ネット現金保有とキャッシュ・フロー

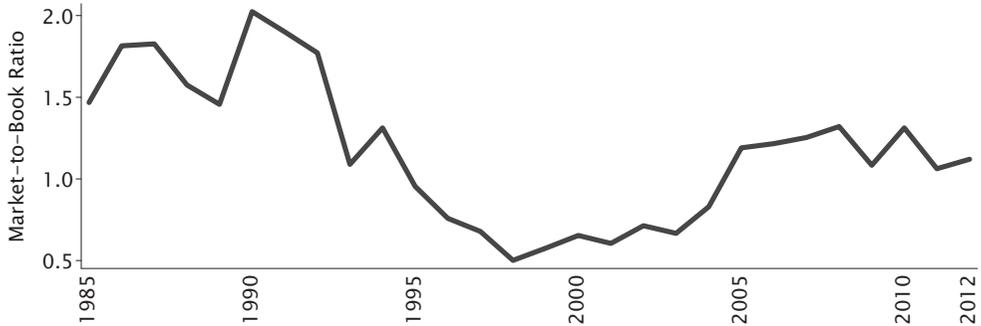


図 16. 時価簿価比率

1999年までは単独決算を、2000年からは連結決算を採用している。

亀田製菓は、DE レシオには上昇余地が十分にあり、株主資本を減らし、負債を増やすことにより加重平均資本コストを引き下げることができると考えているのだろう。

大政奉還

2000年の構造改革以降、売上高は700億円から800億円に成長し、営業利益もまた30億円を挟んで成長している。その結果、売上高営業利益率は4%を上回る水準で安定している。株式市場による成長性の評価といわれる時価簿価比率を見ると、現状、すべてが上手く回っているという感じだ(図16を参照)。

亀田製菓が内規として決めている社長定年は68歳で、これが踏襲されるならば、田中通泰は1年後に退任することになる。田中通泰は亀田製菓を「普通の会社」にしようと苦言を呈し、社内にながらのアウトサイダー感が特徴だったと言われる。「普通の会社」になること

表 5
2011 年の取締役（社外取締役および監査役を除く）

役名	氏名（年齢）
取締役社長	田中通泰（66 歳）
取締役（お米事業部長）	古泉直子（41 歳）
取締役（商品開発本部長兼技術開発部長）	周佐政良（61 歳）
取締役（営業統括本部長）	佐藤勇（57 歳）
取締役（総務部長）	高野洋一（55 歳）
取締役（生産本部長）	加藤政彦（54 歳）

表 6
2012 年の取締役（社外取締役および監査役を除く）

役名	氏名（年齢）
取締役社長	田中通泰（67 歳）
取締役副社長	佐藤勇（58 歳）
取締役（お米事業部長）	古泉直子（42 歳）
取締役（総務部長）	高野洋一（56 歳）
取締役（生産本部長）	加藤政彦（55 歳）
取締役（購買部長）	坂上一清（58 歳）
取締役（営業本部長）	小寺芳朗（57 歳）

を経営や組織の近代化と捉えるならば、長銀で企業金融部長や外国営業部長を経験した田中通泰の財務政策への貢献は非常に大きかったと思う。亀田製菓は株式公開企業として「普通の会社」に近づいたと言える。

亀田製菓は金津猛、田中通泰と 2 人続けて創業家一族以外から社長を選んできた。2012 年 6 月に佐藤勇が代表取締役副社長に就任した。この就任は次期社長含みと考えるのが普通だろう。

現在、取締役の筆頭に古泉肇の次女、古泉直子がいる（表 5 と表 6 を参照）。直子は、1998 年 4 月に入社し、広報室長、開発本部長、商品開発本部長、経営統括本部副本部長、管理本部長と主要ポストを歴任し、帝王学を学んできた。佐藤勇が副社長に就任したことにより、その時期はやや先になるだろうが、いわゆる「大政奉還」に関心が寄せられることになる。「大政奉還」をネガティブにだけ捉えているのではない。トヨタ自動車の豊田章男副社長が社長に昇格するにさいして、『日本経済新聞』（2009 年 1 月 26 日付、朝刊）が言うように「豊田家への大政奉還は保守的な発想ではなく、むしろ「大胆さ」を引き出すための思い切った賭けとみるべきかもしれない」という見方もある。

財務に関連する改善課題

財務に関連する改善課題は三つある。

まずは、財務の位置づけだ。2012年3月期の有価証券報告書を見る限り、亀田製菓には経理（アカウンティング）を専門とする部長（執行役員）の存在は確認できるものの、財務（ファイナンス）を専門とする取締役も執行役員も存在しない。アカウンティングとファイナンスが未分化のままになっている。ファイナンスの独立を考えてもいいだろう。

つぎは、自己株式の取得について、亀田製菓が決算期毎に株主に向けて発行している『株主通信』には、財務諸表の項目として記載されているだけで、説明が書かれていないことだ。自己株式の取得は配当と同列に位置づけられる株主への現金配分であることを踏まえると、株主へのアピールの機会を逸していることになる。

さいごは、株式市場における売買高を増やすようにすることだ。市場流動性を高めることにより企業評価が高まるだろう。そのためには機関投資家に向けたIRを重視する必要がある。

参考文献

砂川伸幸・川北英隆・杉浦秀徳，2008，『日本企業のコーポレート・ファイナンス』日本経済新聞社。

伊藤邦雄，2010，『ゼミナール現代会計入門（第8版）』日本経済新聞社。

シェアード，ポール，1997，『メインバンク資本主義の危機』東洋経済新報社。

伯野卓彦，2007，『レクイエム 「日本型金融哲学」に殉じた銀行マンたち』NHK出版。

山口聖，2009，「自社株買いと資本主義－株価反応に基づくシグナル仮説の検証」、『証券アナリストジャーナル』（8月号），31-41。

Pinkowitz, Lee, and Rohan Williamson, 2007, What is the market value of a dollar of corporate cash? *Journal of Applied Corporate Finance* 19, 74-81.