

地域・成熟企業の資本調達状況 亀田製菓株式会社の事例から

佐藤弘子

Abstract

This paper observes the funding situation of a regional enterprise by using the enterprise named Kameda Seika Co., Ltd. for the sample. It is a purpose to clarify how the relation between regional enterprises and regional financial institutions becomes it by observing how the region enterprises are doing the funding at time when region and small and medium-sized financial institutions try to activate dealings of region and the small and medium-sized enterprises for the relationship banking promotion.

According to the result of this paper, I find that even if it is a regional enterprise, it is possible to escape from the restriction of the funding according to the degree of maturity. Regional financial institutions should think about the directionality of the relationship banking considering the scale and the ability of regional enterprises at the same time as oneself.

キーワード……地域企業 地域金融機関 リレーションシップ・バンキング

1 はじめに

近年、地域金融機関に対して、地域企業との積極的な取引促進が求められている¹⁾。その一方で、企業とその取引先銀行の間の株式持合は継続して減少傾向にある。大和総研(2004)の「持ち合い解消、さらに発展」によると、事業会社の保有する保有株の動向においては、銀行株(被保有側)の削減が著しいとされている。こうした状況は、地域金融機関にとっては取引強化を進めなくてはならない時期に、とても厳しい状況である。そこで、地域企業と地域金融機関の資本関係が、実際にはどのようなになっているのか検証する必要があると考える。

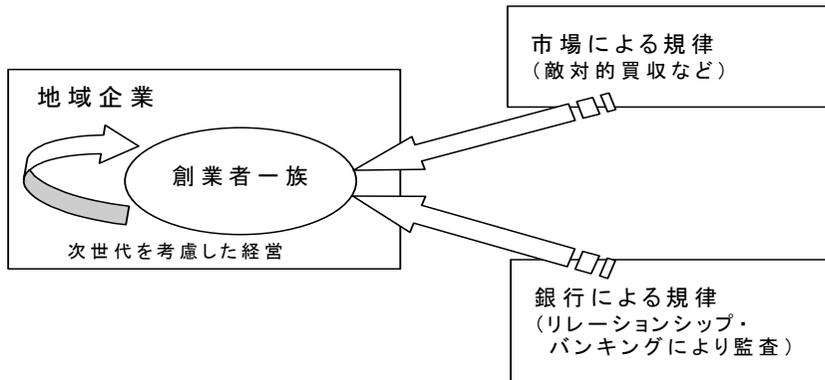
本稿は、亀田製菓株式会社(以下、亀田製菓と書く)という企業をサンプルとして、地域企業の資金調達状況を観察する。亀田製菓をサンプルとした主な理由は、米菓市場でトップ企業であり、新潟県を代表する産業を牽引しているこの地域企業が、どのような資金調達を行うのかを観察することに意義があると思われるからである。また、地域企業に特有のファミリー企業であることから、ファミリー経営が資金調達においてどのような影響を与えているのかを観

察することも重要である。地域・中小金融機関がリレーションシップ・バンキング促進のため、地域・中小企業との取引を活発化させようとしている時期に、地域企業がどのように資金調達を行っているのかを観察することで、地域企業と地域金融機関との関係が明らかになるであろう²⁾。

堀内(1994)は、企業に対して2つの規律メカニズムが働いていると説明している。そこで対象としている企業には、所有と経営が分離した企業を仮定している。しかし、地域企業ではいまだその多くは所有と経営が一致しているだろう。本稿では、地域企業に対する規律メカニズムは図1のように働いていると考えている。まず、外部からの2つの規律メカニズムが働いている。堀内(1994)の説明によると、「市場による規律メカニズム」は、適切に開示された情報に基づいて株価が形成されると同時に、個々の企業の株式を専門的な投資家グループが公開買付けの対象にしたり、敵対的な企業買収の対象としたりする等の活動により企業を規律付けるメカニズムと説明している。これによって、形骸化しがちな株主総会や監査役制度などの機能を補強し、株主の側から企業経営に対して影響力を有効に加えることができるとしている。もう一方の「銀行による規律メカニズム」は、地域金融機関（主に地方銀行）が地域・中小企業とのリレーションシップ・バンキングという取引によって、企業にとって株主にも債権者にも、また企業幹部（役員として行員が派遣されている場合）にもなり得て、定量・定性的情報の両方入手するために企業をモニタリングし、規律付けるメカニズムである。この2つのメカニズムのうち、市場による規律メカニズムは、長い間日本において有効に働いてこなかったとされている。したがって、リレーションシップ・バンキング関係においては地域金融機関が規律付けに大きな影響力を持ち、銀行による規律メカニズムが市場による規律メカニズムを補完・代替していたと考えられる。この規律付けは、主に創業者一族に対して向けられる。これは多くの地域企業においては、創業者一族が経営者でもあり大株主でもあり、実質的に経営と所有を支配しているからである。この創業者一族は、銀行による規律付けをされる一方で、次世代に企業を託そうとする心理から、低収益な投資（所有と経営が一致している場合に可能性が指摘される）を控えるといった効率的な経営効果を生むとも考えられる。

このような一連の規律メカニズムを、本稿で対象とした亀田製菓を例に見てみると、その成熟化につれて経営と所有の分離した企業体に向かっていく地域企業においては、その過程においては地方銀行の役割・ポジションは徐々に低下していることが分かる。このような状態では、地方銀行が長期間にわたって築いた企業とのリレーションシップ・バンキング関係が弱まっている可能性があり、叫ばれているようなリレーションシップ・バンキング関係の促進は困難な状況になっている。したがって、地域金融機関はその主な取引先である地域企業の企業ライフサイクル度合い、同時に地域金融機関自体の規模・能力に応じて、リレーションシップ・バンキングの方向性を考え、実行する必要があるだろうというのが本稿の結論である。

図 1 . 地域企業に対する規律メカニズム



注) 筆者作成。

本稿の構成は次のとおりである。第 2 節では、対象企業とした亀田製菓について説明している。第 3 節では、亀田製菓の財務状態を観察することで、メインバンクである第四銀行という地方銀行との資本関係を観察する。第 4 節では、その他の規律メカニズムである市場からの規律メカニズムと、創業者一族による経営効果について考察し、亀田製菓を取り巻くガバナンス環境を説明する。第 5 節はまとめである。

2 亀田製菓株式会社について

亀田製菓は、米菓等菓子類および食料品の製造・販売を中心事業としている。本社を新潟県新潟市（旧中蒲原郡亀田町）に置き、企業の名前がかつての町の代名詞になるほどの地域の有力企業である。と同時に、12 の支店と 44 の営業所を通して全国に営業展開し、9 社のグループ企業を擁する株式上場企業である。

亀田製菓の主力商品である米菓は、1960 年代から新潟県に本社を置く多くの米菓製造企業によって製品改良され、日本全国で消費されるようになった。米菓市場はバブル景気の頃までは右肩上がりに成長してきた。その中で亀田製菓はヒット商品を生み出すことにより、1975 年に米菓市場の売上高トップに立った。図 2 は 2003 年の米菓市場における占有率を示している。亀田製菓の市場占有率は 25% を上回っている。そして 1975 年以来、継続して市場占有率トップを維持している。

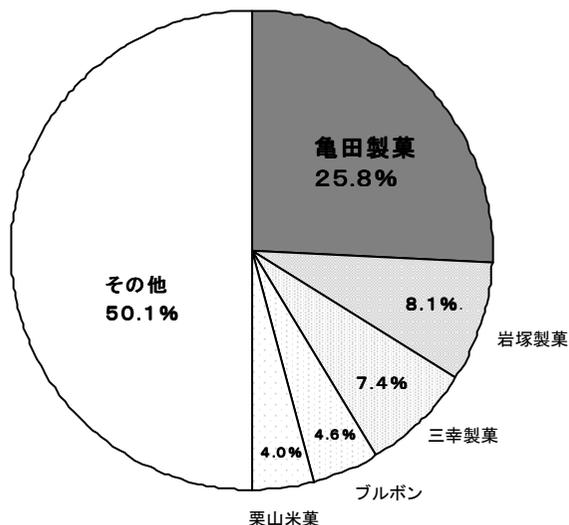
図 2 に示すシェア上位 5 社は、全て新潟県に本社を置く米菓製造企業である。これら上位 5 社の市場占有率の合計はほぼ 50% である。米菓は新潟県を代表する産業である。そのように至ったのは、米菓を新潟県を代表する産業にしようとする動きがあったからである³⁾。昭和 30 年

代からバブル崩壊までの期間、多くの新潟県米菓製造企業が貢献した製品改良によって、米菓は日本全国で広く消費されるようになり、米菓市場はバブル景気の頃までは安定した推移で成長してきた。ところがその後は景気が後退し、家庭の消費が減少した影響を受けて米菓市場は一貫して縮小傾向にあり、今後大きく成長する市場とは考えにくい。さらに米菓市場は大手米菓企業の寡占状態であり、大手企業によるパイの奪い合いがさらに熾烈になると考えられる⁴⁾。

図3は、1985年（新潟証券取引所に上場した年）からの亀田製菓の売上高成長率を示している。1985年から1992年までの8年間は、成長率にばらつきはあるものの、バブル景気を追い風にプラスの成長率を記録している。ところが、バブルが崩壊し、景気が後退し始める1993年に-4%を超えて、初めて売上高が減少する。その後、売上高は1997年に一時、回復するが、1999年には-8%を超える売上高の減少に見舞われ、2000年には赤字決算となっている。

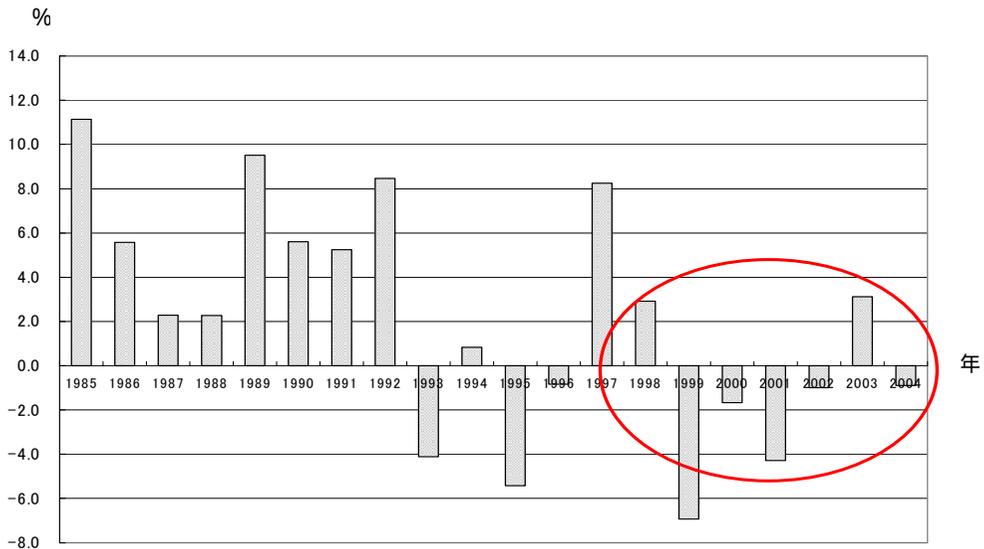
本稿は、図3に印で示している、初めて赤字決算に陥る直前の1999年から2004年までの期間に注目し、これらの時期における亀田製菓のキャッシュ・フローと金融機関との取引を検証する。検証の目的は、リレーションシップ・バンキングの促進を迫られ始めたこの時期における地域金融機関（地方銀行）と、成熟期を迎え新しい事業展開が必要となる地域企業が、どのような関係を維持・築いているのかを明らかにすることにある。

図2．2003年の米菓市場の占有率



注) 出所：株式会社富士グローバルネットワーク「市場格付情報 2003（上巻）」。

図3. 亀田製菓の売上高成長率



注) 筆者作成。

3 地方銀行とのリレーションシップ・バンキング関係について

この節では、亀田製菓とリレーションシップ・バンキング関係にある地方銀行である第四銀行との関係が、どのようなものかを明らかにする。また、銀行による規律メカニズムがどのように働いているのかを確認することにより、第四銀行との関係がどのようになってきているのかも明らかにすることができるだろう。

3.1 地域・中小企業にとっての地域金融機関からの資金調達の意味

地域・中小企業にとって、資金調達先として地域金融機関からの借入れが大きな割合を占める。それはこれまでの亀田製菓にとっても当てはまり、2002年までの資本構成において地方銀行からの借入金（短期+長期）は大きな割合を占めている。このように地域・中小企業にとって地域金融機関からの借入れが資本調達において最も行われやすいのには大きな理由がある。そこで亀川（1987）が説明している、資本調達において新株発行と他人資本のどちらのほうが利得が大きいかという証明を詳しく見て、地域・中小企業にとっての他人資本の重要性を考えてみる。亀川（1987）では、新規投資の資金調達を行おうとしている企業を、全額自己資本出資の企業と想定している。創業間もない地域・中小企業ではこうした状況であることが多いし、またファミリー企業が多いので、実質的には全額自己資金出資の企業と仮定して考えても差し支えないだろう。

まず、増資前の既存株主の簿価資産（既存株主の購入した株式の取得原価）を A とし、その資産の利益率 r_A は、自己資本コスト K_e に等しい。投資額は I で、その利益率 r_I は、 K_e を上回っているとす。増資前のキャッシュ・フロー C_a は $r_A \times A$ であり、増資後のキャッシュ・フロー C_p は $r_A \times A + r_I \times I$ となる。増資後のキャッシュ・フローの質が同じであれば、新株発行による既存株主の獲得する創業者利得は、

$$\frac{(C_p - C_a)}{K_e} - I = \frac{r_I \times I}{K_e} - I \quad (1)$$

である。ここで $r_I > K_e$ の場合、創業者利得は正になる。

次に、他人資本調達を行った場合に既存株主が得る、創業者利得を考える。他人資本コストは K_d とし、その性質上常に $K_e > K_d$ が成立しているとする。他人資本への利子支払後の株主へのキャッシュ・フロー C_{dp} は、 $(r_A \times A + r_I \times I) - K_d \times I$ である。 K_e を一定とみなせば、創業者利得は、

$$\frac{C_{dp}}{K_e} - \frac{C_a}{K_e} = \frac{(r_I - K_d) \times I}{K_e} \quad (2)$$

である。ここで $r_I > K_d$ の場合、創業者利得は正になる。自己資本調達、他人資本調達それぞれの場合の創業者利得は、(2)式 - (1)式より、

$$I - \frac{K_d \times I}{K_e} \quad (3)$$

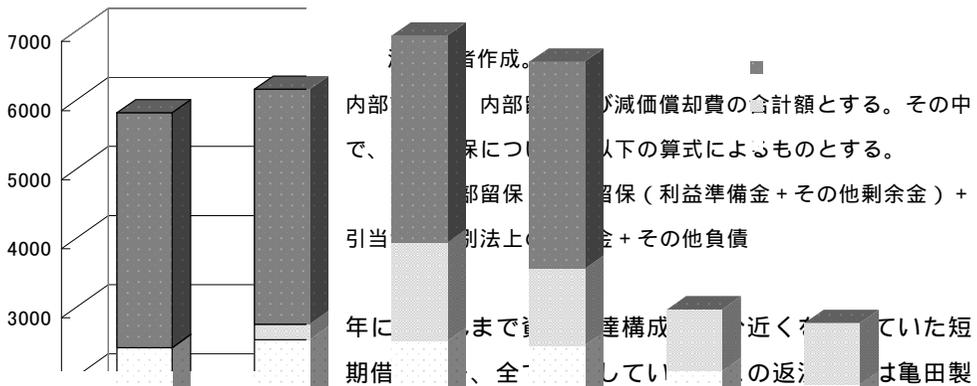
が求められ、 $K_e > K_d$ であるならば、他人資本調達による創業者利得の方がメリットがあることを示している。 $K_e > K_d$ であるのは、地域・中小企業であるからこそ満たされる。地域・中小企業はその規模から株式市場による資金調達が制限されている中、リレーションシップ・バンキングによって、地域金融機関が貸出を行ってくれる可能性があるからである。また、これまでリレーションシップ・バンキングにおいて地域金融機関がコミットメント・コストとして貸出金利を低くしていたこともあり、 $K_e > K_d$ は満たされるであろう（佐藤(2004)参照）。

以上のようなことから、資金調達が困難であるとされる地域・中小企業にとって、借入という形での資本調達は重要且つメリットがあり、その調達先である地域金融機関との関係は重要であると考えられる。

3.2 資金調達構成からみる亀田製菓の状態

図4は、亀田製菓の1999年から2004年までの資金調達の構成を表したものである。資金調達の方法としては、法人企業統計年報の定義に従うと、5つに分類することができる。その5つとは、(1)増資(2)長期借入金(3)短期借入金(4)内部調達(5)社債、である。この期間の亀田製菓は、これらの資金調達方法のうち長期借入金、短期借入金、内部調達を利用している。2002年以前は、そのうち短期借入金が大きなウェイトを占めていた。ところが、2003

図 4. 亀田製菓の資金調達構成



菓の財務担当者、と、現 債金と を両方 し、パ シート リム化する ためだったとい 亀田製菓 借入 続して れてい 、多 金・預金を 計上している状 について、こうし、は、フ フホル から預た 資金を 年 に効率的に利用していないということから問題が生じること、買収の標的になりやすいことか ら解消する必要があったという。

また、こうした行動は、真壁（2002）の報告にある、90年代後半以降は多くの企業で借入金を返済し、レバレッジ比率を下げるといった行動ともとれるだろう。真壁（2002）によると、この借入金返済の行動は、80年代後半に資産価格の急上昇に合わせてレバレッジ比率を上昇させた企業が、90年代後半の資産価格の下落に伴ってレバレッジ比率を落とし、経営の安定化を指向する行動、と説明している⁵⁾。実際に亀田製菓のROAはこの時期低迷しており、こうした業績の時期に経営の安定化の効果もあっただろう。

このような大規模な借入金返済は、潤沢な内部資金に支えられていることが、次に説明するキャッシュ・フロー計算書から理解できる。

3.3 キャッシュ・フロー計算書からみる亀田製菓の状態

表1は、売上高の成長率が低下しつつある、そして資金調達構成が急激に変化した、1999年から2004年までの期間の財務指標とキャッシュ・フローの推移を示した表である。この時期のキャッシュ・フローを見ることで、亀田製菓の資金調達状況と資金需要がどのようになっているのかが明らかになる。そしてそれに対応して、地方銀行との取引はどのようになっているのかを明らかにする。

2000年に亀田製菓は、創業以降初めて営業利益段階で赤字を計上している。表1から分かるとおり、税引き前の当期純損失が39億円にも上っている。この大きな要因は、2000年退職給与引当金の引当率が従来の40%から100%に引き上げられたことだと説明されている。この引当金は営業キャッシュ・フローの計算において足し戻されるので、結果的に営業キャッシュ・フローはマイナスとはなっていない。2001年においても税引き前の当期純損失が13億8000万

円となっているが、この大きな要因は退職給与費用によるものであるため、これもまた足し戻されるため、営業キャッシュ・フローはプラスになっている。しかし2000年、2001年と、伸び悩む売上高によって投資キャッシュ・フローが営業キャッシュ・フローを上回ったため、2001年にこれまで行われなかった約11億円の長期借入が行われる。亀田製菓財務担当者により提供された資料によると、この11億円のうち、第四銀行からの借入は約3億円、日本長期信用銀行からの借入は1億5千万円と、ここでは第四銀行がメインバンクとして働いていることが伺える。以上から、一時的に陥った赤字決算等の状況は会計制度の変更等に伴う費用の計上が大きな要因であり、それは健全な財務体質を図ったものであり、経営上に非常に大きな問題があったわけではないと考えられる。そのため、2002年には税引き前純利益を約11億円計上し、その結果、現金及び現金同等物の増加額は約35億円と大幅に増加する。それによって2003年には、これまで自己資本のように固定的だった短期借入金30億円を全額返済している。ここで、上場以来借入金額が最大で、リレーションシップ・バンキング関係にある第四銀行からの借入金も、全て返済している。

このようにして、借入金を返済してしまうほどの資金力は、例年かなりの規模で出る減価償却費によるプラスの営業キャッシュ・フローであり、それに加えて減少傾向にある設備投資需要により支えられている。結果として内部資金となる現金及び現金同等物が増加し、これにより大幅に借入金を返済している。このような状況は、菊池(1998)の説明する成熟期の企業のキャッシュ・フローの動きである。大規模な設備投資が売上高上昇につながるという企業ライフサイクルにおける成長期を経て、現在は大きな設備投資を必要とせずに、堅調に内部資金を留保できる成熟期に突入していることが伺える。

それを裏付けるかのように、企業ライフサイクルの段階に応じた、事業の見直しや新しい事業展開等も行われている。例えば2003年（平成15年）には、とよす株式会社の高級米菓のノウハウと亀田製菓の生産管理技術の融合を目的に、業務・資本提携を行っている。さらに2004

表1. 亀田製菓の財務指標とキャッシュ・フロー計算書

	1999/3	2000/3	2001/3	2002/3	2003/3	2004/3
売上高	66,117	65,011	62,230	61,610	63,535	62,976
税引前当期純利益	1,103	-3,900	-1,380	1,095	3,272	2,166
当期純利益	334	-2,396	-1,077	498	1,701	1,269
	1999/3	2000/3	2001/3	2002/3	2003/3	2004/3
税引前純利益	1,103	-3,900	-1,380	1,095	3,272	2,166
減価償却費	2,617	2,772	2,804	2,681	2,181	1,982
その他	-530	2,122	1,704	244	-3,029	-111
営業CF	3,190	994	3,128	4,020	2,424	4,036
設備投資	-2,204	-3,094	-2,436	-1,796	-1,922	-1,740
投資・貸付	259	1,696	-2,364	1,553	1,226	-459
その他	-29	44	367	196	-151	22
投資CF	-1,974	-1,354	-4,433	-47	-847	-2,177
短期借入	0	0	-400	0	-3,000	0
長期借入	0	0	1,110	-312	-255	-346
配当金支払い額	-237	-237	-237	-237	-284	-236
財務CF	-237	-237	473	-549	-4,617	-582
現金及び 現金同等物の増加額	979	-597	-833	3,424	-3,041	1,278

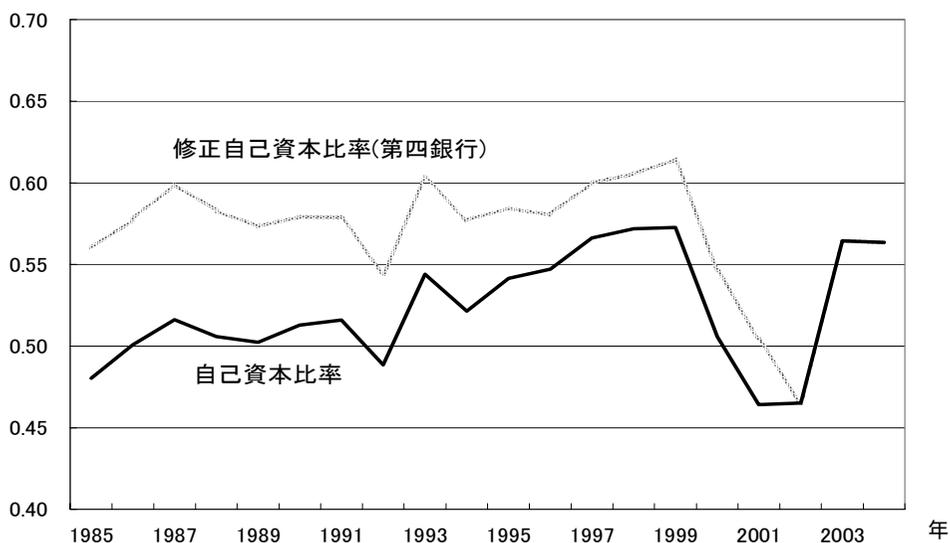
注) 単位は百万円。筆者作成。

年(平成16年)にも、日新製菓の独創的な商品開発力と機動的生産が可能な工場を持っているという強みと、亀田製菓の生産管理技術の融合を目的に、業務・資本提携(子会社化)を行っている。これは、とよす株式会社の高級米菓生産のノウハウと、日新製菓のフレキシブルな生産能力をM&Aで得ようという戦略だろう。また、これらは米菓事業に対する新しい事業展開であるが、その他にも1994年(平成6年)から、ヘルスケア事業に参入している。例えば、慢性腎不全患者向けの低タンパク、低リンの「ゆめごはん」や、米の乳酸菌から作られた日本で初めての「植物性乳酸菌ヨーグルト」など、米を中心としつつもこれまでにない新しい製品展開を行っている。この事業は、まだ亀田製菓の主要事業とまではなっていないこと、そのため製品作りは現在亀田製菓が所有する設備で賄っていることから、まだ大規模な設備投資を行っていないとのことである。

企業ライフサイクルの中で成熟期にあたる亀田製菓の対応策が、こうした近年の新しい事業戦略に見て取れる。このようなM&A手法により既存の経営資源の「選択と集中」を図っている企業こそ、寺田(2001)に説明のある通りの成熟企業であり、そしてその状況を支えているのは、亀田製菓の場合は主に潤沢な内部資金であることが分かる。

さらに、潤沢な内部資金によって大幅な借入金返済を行ったことで、変化したのは資本構成だけではないだろう。これまで資本構成において、そしてガバナンスにおいて密接な関係を持っていたメインバンクの影響力に変化があったと考えられる。

図5. 亀田製菓の自己資本比率の推移



注) 筆者作成。

修正自己資本比率（第四銀行）は、以下の式による。

$$\text{修正自己資本比率} = (\text{自己資本} + \text{第四銀行から借入金}) / \text{総資本}$$

2000年以降は、修正自己資本比率と自己資本比率が等しくなり、重なっている。

3.4 自己資本比率からみる亀田製菓の状態

図5は、亀田製菓の自己資本比率の推移を表している。併せて、自己資本に第四銀行からの借入金を合計して自己資本として算出した修正自己資本比率（第四銀行）も表している。ここで第四銀行からの借入金を自己資本と見なしたのは、第四銀行からの借入金が1999年頃まで安定しており、ほとんど増減していない自己資本と同じような働きをしていると考えられるからである。自己資本比率と修正自己資本比率が平行に動いているということは、第四銀行からの借入金が変化していないことを意味する。このことから、第四銀行からの借入金は固定的な資金源であり、自己資本とほぼ同じとも言えるだろう。したがって、自己資本比率としては50%から55%辺りを推移しているが、第四銀行からの借入金を含めた修正自己資本比率では55%から60%辺りを推移しており、実質的には資産の60%近くを今すぐに返済する必要のない資金として確保していると考えられる。

その自己資本比率、修正自己資本比率が2000年、2001年において急激に低下している。これは、その年度に当期純損失を計上したことにより発生した当期末処理損失を処理するために任意積立金を取り崩したことによる自己資本の減少と、緊急の長期借入による負債の増加が原因である。しかし2003年以降、今度は自己資本比率および修正自己資本比率が急激に上昇する。これは、これまで続けてきた第四銀行からの短期借入金を全額返済したことで、自己資本比

率が急激に上昇したためである（したがって、図 5 の自己資本比率と修正自己資本比率の線が重なっている）。これにより、負債による規律付けの効果が減少したと考えられる。Jensen(1986)は、経営者は企業のキャッシュ・フローが潤沢になると、収益性の低い投資を行うなど無駄な消費（過剰投資）をしてしまう傾向があるが、それに対して負債は経営者に借入利息等を支払い続けていかななくてはならないという約束を請け負わせる、つまり金利によって規律付けを行っていると説明している。小佐野(2001)もこうした議論をまとめて、投資機会が少ない低成長（成熟産業）の企業に対して負債は規律付けという正の影響をもたらすと説明している。この議論によると、亀田製菓は成熟企業であるから、負債は亀田製菓に正の影響をもたらしていたと考えられる。ところが、この負債を急減させたことによって、金融機関からのモニタリング、規律付け効果を減少させることになり、これまでの第四銀行とのリレーションシップ・バンキング関係を弱体化させているとも言えるだろう。それに反応し対抗しているかのように、第四銀行も亀田製菓の株式保有率を低下させている⁶⁾。第四銀行の亀田製菓の株式保有比率は、1998年の5.0%から1999年は4.97%に、2003年には4.94%に、2004年には4.88%とわずかながらも低下している⁷⁾。

しかしながら、亀田製菓は第四銀行とリレーションシップ・バンキング関係を完全に解消しようとしているのではないだろう。例えば、1995年以降、第四銀行から監査役が派遣されている。リレーションシップ・バンキングにおいては、外部から観察が容易でないソフト・インフォメーションを得る必要があり、そのソフト・インフォメーションを得るために金融機関から取引先企業へ役員が派遣されることが多い（佐藤(2004)参照）。また、「投資有価証券」の「その他の証券」においても、第四銀行の株式を60万株保有している（1985年約40万株、1986年48万株、1989年50万株、1996年60万株と増加してきている）。したがって、これまでのリレーションシップ・バンキング関係は弱められながらも維持されており、一方で大幅に借入金を返済するという行動は、Myers(1984)の説明する借入能力を蓄えておくという行動であるとも考えられる。Myers(1984)によると、資本構成に関する企業行動の一つに、通常の投資支出には借入を利用すること、しかし負債を安全に保てるようにその借入は抑制されることが報告されている。その理由は、借入能力を蓄えるという形で財務上のたるみ（borrowing power）を維持するためだとされている。つまり、また資金が必要となったときに安全な負債という形で資金調達できるように、余裕を備えておくという意味である。

また、亀田製菓は上場以来一度も有償増資が行われていない。一般的に、設備投資のための資金が必要な時に行われると考えられるが、亀田製菓は設備投資を活発に行った時期にも増資していない。Myers(1984)の説明する企業行動によれば、企業は有形資産に対する投資には株式発行による資金調達は利用せず、負債による資金調達の方を愛好すると説明している。そして、負債ではどうしてもまかなえなくなったときに、株式発行による資金調達を行うのである。亀田製菓ではできるだけどちらの資金調達にも頼らず、多くは内部資金によって設備投資を行い、

財務上のたるみを温存してきたと考えられる。実際に、2003年に借入金返済後の対応として、第四銀行との間で35億円のコミットメントラインの設定を行っている。これは、機動的な財務政策と説明されている。借入を抑制していざ資金が必要になったときのためにコミットメントラインという財務上のたるみを備えているという、これはまさに借入能力を備えておくという行動と説明できる。

借入金の大幅返済によって、修正自己資本比率のこれまでの水準に匹敵するまでに自己資本比率を上昇させた内部資金調達能力の高い企業に対し、地方銀行がこれまでと同じように大規模な貸出金によりリレーションシップ・バンキングを維持することは困難である。つまり、融資だけでなく、企業経営・財務に関するコンサルタントといったサービスまでも提供することが、地域企業といえども成熟企業である亀田製菓には必要だからである。亀田製菓の財務担当者によると、この点においてやはり地方銀行と都市銀行のノウハウ、技術の差は大きいという。例えばファクタリングというサービスに関して、都市銀行主導で行ったという⁸⁾。現時点の日本では、ファクタリング会社は大手都市銀行系が主力であり、これは都市銀行が融資以外の金融サービスの需要が出てくる成熟企業に対して、営業活動する際に有利だろう。

アクション・プログラムの中でリレーションシップ・バンキングにおいて考えられるとして挙げたであろう金融サービスを全て網羅的に行い、且つ新規・既存の取引地域企業全てに対してそのようなリレーションシップ・バンキングを行わなければならないとすると、地域金融機関は都市銀行以上の金融技術やノウハウが必要になってしまう。果たしてこうした取り組みが、地域金融機関にとって必要あるいは有効なのであろうか。地域金融機関は、メインの取引先である地域・中小企業に対して、その企業規模や企業のライフサイクル段階を考慮したリレーションシップ・バンキングを考える必要があるだろう。

4 株式市場による規律付けと創業者一族による経営

4.1 株式市場による規律付け

株式市場からのガバナンスは、堀内(1994)のなかで「市場による規律メカニズム」として説明されている。この市場による規律メカニズムが、日本においては有効に働いてこなかったこと、そこには株式持合による大きな影響があったことは一般に知られている。この株式持合は、日本の資本市場の最も重要な特徴と言われ、そのため多くの説明がなされてきた。例えば、そのメリットとしては橘木・長久保(1997)により、経済効果として8つ挙げられている。そのなかで、「『静かな株主』である持ち合い企業の存在により、株主総会を経営者の思い通りに運営できる」「経営者が株主の干渉から逃れられる、長期経営が可能となる」という経済効果が挙げられているが、これが逆にデメリットとなっているとも説明している。そのデメリットとしては、「経営者への監視機能が十分に作用しえない」とことと「固定的な株主構成によって、新規

参入者には排他的と映る」が挙げられている。つまり、株式持合というシステムは、経営者に対する訴追を減少させ、株式市場からの規律付けを阻害させたとと言えるだろう。

大株主上位 10 名を見てみると、それは小泉一族(亀田製菓の創業者一族)と取引先金融機関、関係会社であり、それらを合わせた持株比率は 40%を上回っている。亀田製菓のこのような持合比率は、近年継続して低下していると言われている。ニッセイ基礎研究所(2004)の「株式持ち合い状況調査 2003 年度版」では、市場全体に占める持合比率は継続的に低下していると報告している。亀田製菓においても、市場による規律メカニズムが十分に働いているとは言えなくとも、働くような状態に近づいてきているとは言えるだろう。

これまでは、市場による規律メカニズムが有効に働いてこなかったとしても、これを補完・代替するように「銀行による規律付け」が有効に働いていたと考えられる。地域企業にとっては地方銀行によるリレーションシップ・バンキング、そして規律付けがあつてこそ、市場による規律メカニズムを補完・代替できたのだと考えられる。ところが、近年では既述の通り、企業側から金融機関からのモニタリング、規律付け効果を減少させる動きがあり、その一方で株式市場からの規律付けメカニズムが働くような環境に近づいているのである。

4.2 創業者一族による経営

前述したように、堀内(1994)においては、企業に対して 2 つの規律メカニズムが働いていると説明されている。この対象となっている企業は経営と所有が分離しているが、地域・中小企業の多くは創業者一族が経営者であると同時に大株主である(経営と所有が一致している)⁹⁾。そのため、自らも含まれる株主の利益最大化のため、また次世代の子孫に企業を託そうとする心理から、低収益な事業に対する投資(所有と経営が一致している場合に可能性が指摘される)を控え、効率的な経営が行われるという可能性が考えられる。したがって、地域・中小企業には市場による規律メカニズム、銀行による規律メカニズム、それに加えて創業者一族による効率的な経営効果が働いていると考えられる。このような、創業者一族による経営効果が働くと考えられ、地域企業に多く見られる、ファミリー企業について説明する。

一般的に、創業者一族により所有・経営が行われている企業を、ファミリー企業と呼ぶ。倉科(2003)によれば、ファミリー企業は以下の条件のどれかに当てはまる場合、ファミリー企業と呼ぶことが多いとされている。

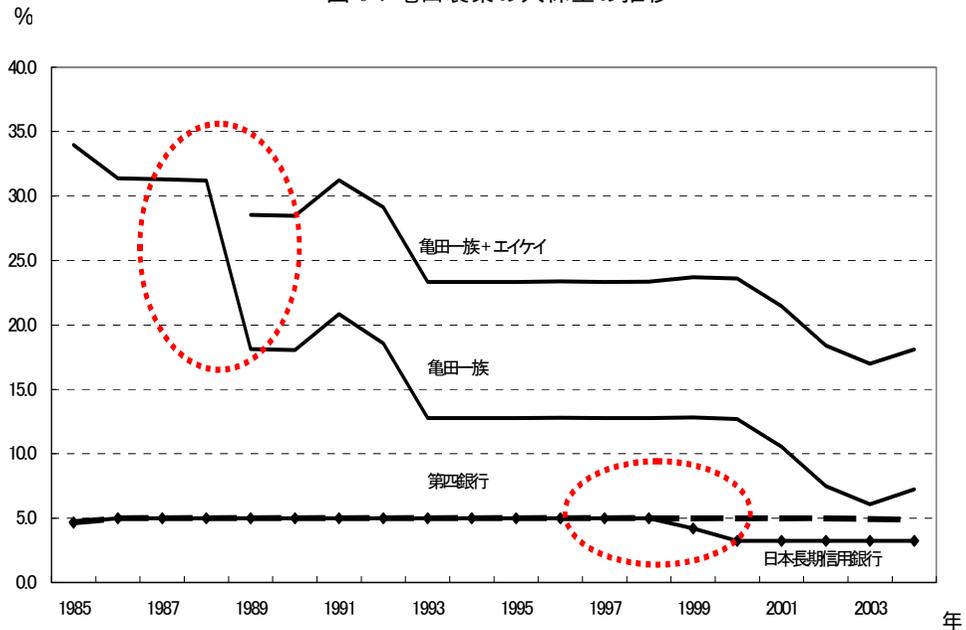
事業承継者としてファミリー一族の名前が取りざたされている。

必ずしも資産形成を目的としているのではなく、ファミリーの義務として株式を保有している。

ファミリーが、重要な経営トップの地位に就任している。

亀田製菓は、条件の中では に該当していると考えられる。このようなファミリー企業の多

図6．亀田製菓の大株主の推移



注) 筆者作成。

小泉一族とは、創業者古泉榮治の親族、および創業以来の株式所有者とみられる個人を含んでいる。
日本長期信用銀行は2001年から新生銀行となっている。

くは、経営と所有が一致しているため、一般的に専門経営者企業（家族のような企業の所有者ではない専門経営者が、企業の重要な意志決定を行う企業）と比べて、企業パフォーマンスが良くないと説明されてきた。しかしながら近年の研究によると、ファミリー企業のパフォーマンスは非ファミリー企業のパフォーマンスに劣ってはいないという報告がなされている（例えば、Anderson and Reeb(2003)、Denis and Diacé(1994)、James(1999)を参照のこと）。James(1999)は、ファミリー企業であることの有利点として、所有と経営が分離している場合に発生するエージェンシー・コストを抑制することができることを説明している。さらに、所有と経営が単純に一致している企業の経営者が陥りやすい非効率的な投資については、ファミリー企業の経営者である創業者が長期経営（具体的には次世代の子孫に企業を相続させること）を展望することによって抑制することができることを説明している。これが、創業者一族によって行われる効率的な経営効果と考えられる。

図6によると、1988年の小泉一族の株式保有率は31%であった。それが1989年には、18%にまで低下している。その1989年から株式会社エイケイが10%余りの株式を所有し、筆頭株主となっている。このエイケイという会社の取締役社長には、亀田製菓取締役社長（当時）の古泉肇氏が1995年から就任している。つまり、このエイケイという会社は、実質的には小泉一

族が株式を所有しているのと等しいと考えられる。したがって、1989年の小泉一族の所有比率とエイケイの所有率を合わせてみると、1988年当時の小泉一族の所有比率とほぼ同じことが分かる。その後、小泉一族（エイケイも含む）の保有率は、1993年に23.4%まで低下するが、それから2000年までほぼ同じ水準を保ち、安定した創業者一族による規律メカニズムが働いていたと考えられる。しかし、2001年から、さらに保有率が低下している。またこの時期（2000年）創業者一族ではない社員が創業以降初めて社長として就任している。したがって、亀田製菓は健全な財務体質を図った2000年以降、これまでのファミリー企業を脱却し、経営と所有が分離した企業へと変化しつつある。それに伴い、創業者一族による効率的な経営効果も低下していると考えられる。

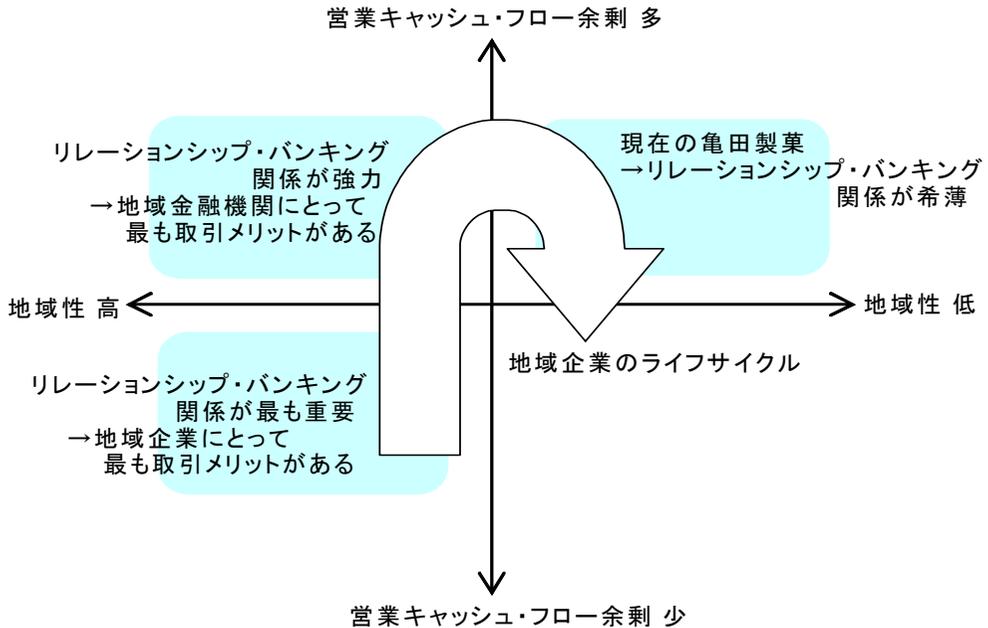
このように、成熟期に入り、また所有と経営の分離が進み、株式市場からの規律メカニズムが強くなるであろう地域企業に対して、地域金融機関はこれまで通りの規律メカニズムを担うことは可能だろうか。株式市場からの規律付けが強まり、都市銀行からの規律付けも行われる成熟企業に対して、地域金融機関はどこまでリレーションシップ・バンキング、それに付随する規律付けが可能あるいは必要なのか、考慮する必要があると考える。

5 おわりに

本稿では、亀田製菓の事例から、図7に見るような、地域性が低く、営業キャッシュ・フローの余剰が多いという特徴を持つ成熟期にある地域企業は、資金調達の制約から逃れられるような状況にあることが分かった。一般的にも、企業はその規模が大きくなるにつれ、設備投資などに必要な資金は内部資金でまかなえるようになったという（池尾(1993)参照）。本稿のサンプルである亀田製菓の場合も、借入も株式発行も行わず、十分な内部資金を獲得していることが明らかになった。これによって、地方銀行によるリレーションシップ・バンキング、それに付随する規律メカニズムは低下することになる。また、株主の分散化により、創業者一族の株式保有率も低下している。これにより、ファミリー企業に見られる創業者一族による効率的な経営効果も低下していると考えられる。

成熟企業であり、借入の必要がないため地方銀行からの規律付けが及びにくく、一方で株式市場からの規律付けが強まっている地域企業に対して、地域金融機関はこれまでとは異なるリレーションシップ・バンキングが行えるかどうか考慮する必要がある。例えば、成熟企業が行う傾向のあるM&Aに対応したコンサルタント機能等のサービスを提供し、新しいリレーションシップ・バンキングの強化を目指す、あるいは創業期の地域・中小企業を顧客として絞りリレーションシップ・バンキングを強化していく、というふうに、地域金融機関自体の規模・能力をふまえてリレーションシップ・バンキングの方向性を決定していくことは、オーバーバンキングが叫ばれる状況の中、ますます必要になると考えられるからである。したがって、地域

図7. 地域企業のライフサイクル



注) 筆者作成。

金融機関は地域企業の企業ライフサイクルの度合いにより、取引関係を再考・変更する必要性が出てくることが分かる。それによって、企業のライフサイクル過程に適した規律メカニズムが構成されると期待できる。また、地域企業の状況だけでなく、金融機関自体の規模・能力をふまえた上でリレーションシップ・バンキングの方向性を決定していくプロセスが必要であると考え。そこにおいては、アクション・プログラムにあるリレーションシップ・バンキングよりも限定されたりリレーションシップ・バンキングであっても構わないと考える。つまり、地域における経営についても、その主な取引先である地域企業の企業ライフサイクル度合い、同時に地域金融機関自体の規模・能力に応じて、特定の金融サービスを提供する地域金融機関としての生き残りも可能ではないかというのが本稿の結論である。図7に見るような、地域性が高く営業キャッシュ・フローの余剰が少ない時期（創業期）の地域企業と、地域性が高く営業キャッシュ・フローの余剰も多い時期（成長期）の地域企業に対してのリレーションシップ・バンキングが、地域金融機関にとっては最も重要となるだろう。そしてどの時期の企業を取引ターゲットとするかは、地域金融機関各自の規模・能力に応じて狙いを定めるべきだろう。

本稿では、地域企業のサンプルとして亀田製菓を取り上げて分析を行った。しかし、これでは数的な制限がある。そこで、さらにいくつかの地域・サンプルを用いることも必要であると考え。また、本稿では地域企業側からみた地域金融機関と地域企業との関係を考察したが、

地域金融機関自身がどのようにリレーションシップ・バンキングに取り組んでいるのか研究することも、今後の課題としたい。

<注>

- 1) 金融機関の不良債権問題が一段落し、今度は活性化のため、地域・中小金融機関に対して2003年3月27日に金融審議会金融分科会第二部会が「リレーションシップバンキングの機能強化に向けて」を、翌3月28日には金融庁が「リレーションシップバンキングの機能強化に関するアクションプログラム」(以下、アクション・プログラムとよぶ)を発表した。このアクション・プログラムの目標として、地域金融機関と地域企業が共存できるような経営改善が挙げられている。このアクション・プログラムについては、佐藤(2004)を参照されたい。
- 2) 本稿における地域金融機関としては、地方銀行(新潟市に本店を置く第四銀行)を取り上げている。
- 3) 昭和30年代当時の米菓製造は職人の勤や経験に基づいたものであったため、品質にばらつきがあり、大量生産・販売は難しかった。しかし、新潟県の多くの米菓企業が、新潟県食品加工研究所(現:新潟県農業総合研究所食品研究センター)の斉藤昭三所長が確立した量産化技術を導入し、大量生産、品質の均一化を可能とした。
- 4) 八田・井手(1989)によると、米菓産業は4社市場集中度が35%以上、かつ8社以上の市場集中度が45%以上の産業であり、中位以下集中型の寡占産業として分類される。
- 5) 総資産の収益性を示すROAと、自己資本の収益性を示すROEの関係を示す式は、以下の通りである(榊原・青山・浅野(1991)を参照のこと)。iは負債利率、Tは法人税率、Dは負債の簿価、Eは自己資本の簿価を表す。

$$ROE = [ROA + (ROA - i) \times D/E] \times (1 - T)$$
この式によると、ROAが負債利率を上回る限り、負債の自己資本に対する比率(レバレッジ比率)が高いほど、ROEが高くなる。こうした効果を、財務レバレッジ効果という。ROAが負債利率を下回っている場合には、レバレッジ比率が高いほど、ROEが低くなる。90年代後半からの不況においては、業績低下によりROAが負債利率を下回る可能性がある。したがって、そういった時期にはレバレッジ比率を下げようとする行動がなされる。
- 6) 企業と金融機関の間の保有株式売却の駆け引きについては、宮島・黒木(2003)で詳しく説明されている。
- 7) 上場前から取引があり、積極的に長期借入を行ってきた日本長期信用銀行も、第四銀行と並び大きな役割を果たしてきた。この日本長期信用銀行の株式保有比率は、1999年に5%を下回り、2004年には3.23%にまで低下している。
- 8) ファクタリングとは、企業の売掛債権を買い取り、自己の危険負担で代金回収を行うことを主とする金融業務である。ファクタリングの機能には、このような資産の資金化機能以外に、信用調査機能と情報提供機能もあり、こうした機能を活用できることは企業側にとって大きなメリットと考えられている。
- 9) 亀田製菓は2000年から、創業以来始めて、創業者一族ではない社長が就任している。

<参考文献>

- 池尾和人(1993)「メインバンク制の変容は企業への監視機能低下を招く」『エコノミスト』1993年6月8日号、毎日新聞社。
- 小佐野広(2001)『コーポレート・ガバナンスの経済学』日本経済新聞社。
- 倉科紹介(2003)『ファミリー企業の経営学』東洋経済新報社。
- 亀川雅人(1987)「資本構成の動学的問題 - 期待の不一致と創業者利得 - 」『経営行動』Vol.2、No.2、43 - 53頁。
- 榊原茂樹・青山護・浅野幸弘(1991)『証券投資論』日本経済新聞社。
- 菊池誠一(1998)『連結経営におけるキャッシュフロー計算書 その作成と分析・評価』中央経済社。

地域・成熟企業の資本調達状況（佐藤）

佐藤弘子(2004)「「リレーションシップ・バンキングの機能強化に関するアクション・プログラム」を通して
みる地域金融機関の現状」『現代社会文化研究』第 29 号、127 - 144 頁。

橋木俊詔・長久保僚太郎(1997)「株式持合と企業行動」『フィナンシャル・レビュー』1997 年 11 月号、第
43 号、158 - 173 頁。

寺田達史(2001)「経済社会の構造変革に対応した企業金融の諸課題」『フィナンシャル・レビュー』2001
年 3 月号、第 56 号、111 頁 - 135 頁。

八田英二・井手秀樹(1989)『寡占産業の経済学』勁草書房。

堀内昭義(1994)「日本におけるコーポレート・ガバナンス」『金融研究』第 13 巻第 3 号、日本銀行金融研
究所。

真壁昭夫(2002)「資金調達と資本構成」『フィナンシャル・レビュー』2002 年 6 月号、第 62 号、63 - 80 頁。

宮島英昭・黒木文明(2003)「株式持合い解消の計量分析：Mark」

(<http://www.rieti.go.jp/publications/dp/03j014.pdf>)

Anderson, Ronald C. and David M. Reeb(2003), “Founding Family Ownership and Firm Performance: Evidence
from the S&P 500,” *Journal of Finance*, Vol.58, No.3, June 2003, pp.1301-1328.

Denis, David J. and Diane K. Kenis (1994), “Majority Owner-Managers and Organizational Efficiency,” *Journal of
Corporate Finance*, Vol1, pp.91-118.

James, Harvey S. Jr. (1999), “Owner as Manager, Extended Horizons, and the Family Firm,” *International Journal
of the Economics of Business*, 6(1), 41-56.

Jensen, Michael C. (1986), “The Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers,” *American
Economic Review*, Vol. 76, No. 2, pp.323-329.

Lichtenberg, Frank R. and George M. Pushner (1994), “Ownership Structure and Corporate Performance in Japan,”
Japan and the World Economy, 6, pp.239-61.

Myers, Stewart C. (1984), “The Capital Structure Puzzle,” *Journal of Finance*, Vol. 39, No. 3, pp. 575-592.

< 参考資料 >

大和総研（2004）「持ち合い解消、さらに進展」

(<http://www.dir.co.jp/research/report/viewpoint/041207viewpoint.pdf>)

ニッセイ基礎研究所（2004）「株式持ち合い状況調査 2003 年度版」

(http://www.nli-research.co.jp/stp_repo.html)

主指導教員（永山庸男教授） 副指導教員（佐藤正教授・芹澤伸子教授）