

CARF ワーキングペーパー

CARF-J-002

事業再生に関するケーススタディ： 雪印乳業

東京大学大学院経済学研究科

柳川 範之

大木 良子

2004 年 4 月

❁ 現在、CARF は第一生命、日本生命、野村ホールディングス、みずほフィナンシャルグループ、三井住友銀行、三菱東京 UFJ 銀行、明治安田生命（五十音順）から財政的支援をいただいております。CARF ワーキングペーパーはこの資金によって発行されています。

CARF ワーキングペーパーの多くは
以下のサイトから無料で入手可能です。

http://www.carf.e.u-tokyo.ac.jp/workingpaper/index_j.cgi

このワーキングペーパーは、内部での討論に資するための未定稿の段階にある論文草稿です。著者の承諾無しに引用・複写することは差し控えて下さい。

事業再生に関するケーススタディ：雪印乳業*

2004年4月

柳川 範之

東京大学大学院経済学研究科

大木 良子

東京大学大学院経済学研究科修士課程

要旨

本ケーススタディでは、雪印乳業のグループ事業再編について取り上げている。雪印乳業は、牛乳食中毒事件、子会社雪印食品による牛肉偽装事件という2つの不祥事をきっかけに、急速に経営状態が悪化、債務放棄や増資による財務リストラだけでは経営の建て直しが出来ず、大幅な事業再編を行った。アイスクリーム事業や、冷凍食品事業など雪印乳業本体の事業に加え、雪印乳業の実質的な営業活動を行っていた雪印アクセスや乳酸菌関連食品の製造を行っていた雪印ラビオのような子会社、関係会社を次々と他社へ売却したりすることで雪印グループ全体の規模は約半分程度になるまで縮小した。

本ケーススタディでは、「小さくても利益の出る会社」を目指した雪印乳業と雪印グループが事業再編をどのように行ったのかについて事実関係を整理した上で、企業における事業再編を考えていく際に必要となる意思決定の基準や留意点などを、経済学的な視点から論じている。

* 本稿は、経済産業省委託「平成14年度創業・起業促進型人材育成システム開発等事業(事業再生人材育成プログラム導入促進事業)」のために作成されたものである。

A case study about corporate revival process:

Snow Brand Milk Products

Abstract

This paper explains the corporate revival process of Snow Brand Milk Products Co. Ltd. (Yuki-Jirushi), a famous dairy-products company in Japan. As a result of a string of scandals, Yuki-Jirushi experienced sudden drops of sales and profits. In order to improve the profit condition, Yuki-Jirushi implemented drastic corporate restructurings and M&A. This paper explains this process in detail and shows the general implications for corporate revival process of Japanese firms.

事業再生ケーススタディ：雪印乳業¹

1.はじめに

「解体」、「崩壊」、「分解」…

ここ数年、雪印を語るキーワードとしてこれらの言葉が多く使われている。食中毒事件、牛肉偽装事件という 2 つの不祥事によって大きく悪化した経営状況に対し、雪印グループは雪印乳業本体の一部事業および、子会社、関連会社の売却という事業再編戦略によって再建の望みをかけた。それによって、雪印乳業の連結売上高は、2000 年 3 月期の 1 兆 2877 億円から、2003 年 3 月期の 7270 億円、約 1/2 にまで縮小、グループ会社数も同 122 社（内訳は子会社 97 社、関連会社 17 社）から、67 社（内訳は子会社 49 社、関連会社 18 社）に減少した。

雪印の経験は、突然の不祥事に対して、会社がどのような対応をしたかという点で貴重な事例であると同時に、その結果として、このような極めて大胆な事業再編が行われたという意味で、事業再編のあり方を考える好事例でもある。そこでこのケーススタディでは、「小さくても利益の出る会社」を目指した雪印乳業と雪印グループが、「解体」、つまり事業再編をどのように行ったのかについて、整理していくことにしよう。その上で、企業における事業再編を考えていく際に必要となる意思決定の基準や留意点などについて、雪印の事例を基にして考えていくことにする。

2.雪印乳業およびグループの経営破たんの経緯

2-1 破たん前の雪印グループの全貌

有価証券報告書に記載されている沿革によれば、雪印は、大正 14 年に、乳製品、肉、皮革、種苗、薬品等を事業目的とする有限会社北海道製酪販売組合として設立された。戦後の過度経済力集中排除法の適用により、北海道バター株式会社と雪印乳業株式会社とに分割されたが、昭和 33 年に両社が合併、雪印乳業株式会社として現在の形に到った。

その間、肉製品、および種苗の事業を切り離し、雪印食品株式会社、雪印種苗株式会社を設立。また、営業・物流機能を切り離し、株式会社雪印アクセスを設立した。また、冷凍食品では雪印冷凍食品株式会社、医薬品では大塚製薬と提携して開発を行うなどし、乳製品、肉、種苗、薬品の周辺で事業を拡大して行った。（表 1：2000 年 3 月期有価証券報告書事業の系統図参照）数ある子会社の中では、東証二部上場である雪印種苗や、雪印食品、また食品卸業界のリーダーである雪印アクセスの 3 社がいわば孝行息子として、グループの柱を形成していた。

2000 年 3 月期の時点で、子会社は 95 社、関連会社は 17 社あり、グループ全体の従業員数は 1 万 5 千人を超える日本でも有数の大企業グループであった（臨時雇用者を入れ

¹本ケースは、東京大学経済学研究科助教授柳川範之とリサーチアシスタントの大木良子が討議用の資料として作成したもので、経営状況の適否を例示しようとするものではない。

ば2万2千人)。売上は、雪印乳業の連結ベースで1兆2千億円を超え、うち食品の製造販売が9割、残り1割が、飼料、種苗などであった。(表2：従業員数の変遷、表3：売上・経常利益の推移参照)

一方、本体である雪印乳業では、チーズ、バター、ヨーグルトなどの乳製品、市乳(牛乳、乳飲料)、アイスクリーム、医薬品などを製造・販売していた。“雪印”ブランドは、高品質であることを消費者に強く浸透させることに成功しており、価格競争からは一線を画して他社より高い価格を付けても乳製品、市乳市場では一人勝ちを収めることが可能であった。

雪印は本業を中心とした多角的経営を行っていて、業績は比較的良好であった。(表4：2000年3月期雪印乳業連結財務諸表セグメント情報)

雪印グループが経営の危機を経験する要因となったのは、2つの不祥事事件であった。ひとつは、2000年6月に起きた雪印乳業の低脂肪乳などによる集団食中毒事件であり、もうひとつは2002年1月に起きた子会社雪印食品の食肉の産地を偽装した牛肉偽装事件である。以下では、この2つの事件の概要と経営への影響について整理する。

2-2 一度目の不祥事(低脂肪乳などによる集団食中毒事件)

2000年6月27日、この日を境に“名門雪印”は、急速にその信用を失墜していくことになる。

大阪工場から出荷された低脂肪乳に黄色ブドウ球菌が繁殖、毒素(エンテロトキシンA)を発生したため、低脂肪乳を飲んだ人が食中毒にかかったのである。その後低脂肪乳だけでなく、「毎日骨太」、「カルパワー」の2商品からも同様に黄色ブドウ球菌が発見され、食中毒被害は関西を中心に全国で合計1万3420人までに及んだ。

黄色ブドウ球菌が繁殖した原因は、雪印大阪工場が単純な衛生管理を怠っていたこと、また北海道の大樹(たいき)工場で製造された乳飲料の原料としてつかわれる脱脂粉乳が作業中の停電事故によって汚染され、細菌が発生していたことであった。ここで2つの工場でのずさんな衛生管理が露呈されることになる。雪印は、「少しでも(食中毒の)疑義のある商品は回収すべきと判断した」(2000年7月4日雪印乳業石川社長発言)とし、製品回収を進め、大阪工場と大樹工場は、衛生上の安全が確認されるまでの間、操業停止を余儀なくされた。(後に大阪工場は、大阪府からの無期限営業停止処分を受け、その後閉鎖された。)

さらに、雪印乳業としてのこの集団食中毒事件に対する対応の遅れ、説明の歯切れの悪さ、不正確さが、連日新聞やテレビで報道された。消費者の雪印製品への不信感は急速に拡大し、小売店での製品撤去に繋がっていく。特に、コンビニエンスストアやスーパーの大手チェーンからの、乳製品だけでなく、すべての雪印製品の排除は、業績に大きな痛手を与えた。「これまでチーズで4割、バターで3割、飲用牛乳で2割弱を誇ったシェアは大幅に低下」(日本経済新聞2000年9月27日付)した

引責辞任をした石川社長に代わり就任した西社長は、その就任会見で経営状況についての発表を行った。その発表によれば、「2000年7月期の飲用乳部門の売上高は、前年同月比8割減の約60億円に落ち込んだ」。飲用乳部門は雪印乳業の売上高の1/2を占める事業の柱だった。

また、西社長が「操業再開後の出荷製品も予想以上の返品を受けている」と発表したとおり、2001年3月期の雪印乳業は、連結ベースで経常利益589億円の赤字となった。雪印乳業が経常赤字を記録したのは創業以降初めてのことである。固定資産の売却等で特別利益を約400億円計上したが、製品回収等の特別損失をやはり400億円程度計上したことで、この期の当期純損失は500億円を超えた。

2000年9月以降、数回にわたり、雪印乳業は経営再建計画を発表する。これらの計画の中で従業員2800人を削減、収益改善のために飲用乳工場を21工場から半減させるなど、「なりふりかまわず「身を切る」姿勢を打ち出し」、「ブランド力を生かしたこれまでの多角化路線から離れ、事業の中心を飲用乳、チーズなどの主力乳製品に特化する“縮小路線”」（検証「雪印」崩壊・北海道新聞取材班・2002年）を採った。製造する商品の数も半減させ、人員削減、コスト削減を優先し、アップサイドとしては、利益率が高くシェアも大きいチーズ市場の強化だけに絞り込んだ。

初めて経営再建計画を発表した2000年9月、雪印はもうひとつの発表をした。世界最大の食品メーカー、ネスレとの業務提携であった。これをきっかけに、雪印にネスレが近づいているのではないかと雪印が外資のネスレに買収されるのではないかとといった憶測が飛び交うようになった。両社は2001年2月に、コーヒーを用いた乳飲料など乳製品を製造、販売する合併会社として、ネスレ・スノーを設立した。

6月に集団食中毒事件を体験した2000年度（2001年3月期）、雪印乳業の業績は先に述べたように、経常利益、当期利益が400億円、500億円と大幅な赤字を記録した一方で、連結売上ベースでは、12%程度の減少に留まった。事件後、牛乳や乳飲料市場では売上が回復させるために矢継ぎ早に新製品を投入、2001年3月には前年比9割程度の売上を確保、冷凍食品やチーズなどの乳製品では積極的なプロモーション戦略をとり、同様に2001年3月には前年並みまでの回復を見せていた。

2001年7月、当時の雪印乳業社長西氏は、日経産業新聞のインタビューにこう答えている。「売上の1/3を失った会社が、二年後に黒字化を達成するという目標は決して簡単ではない。（中略）ようやく既存品のレベルで八割程度まで売上が回復してきた。後の二割を新製品で稼がなくてはいけない」（日経産業新聞7月30日付）

工場の閉鎖や人員削減、固定資産の売却と新製品や積極的なプロモーションで雪印はようやく2002年度での黒字化にめどを付けようとしていた。

2-3.二度目の不祥事（雪印食品牛肉偽装事件）

食中毒事件から一年以上が過ぎ、何とかどん底から這い上がろうと努力を重ねていた

2002年1月、もうひとつの事件が雪印グループを襲った。そしてそれもまた、消費者を裏切る事件だった。

雪印グループの三本柱のひとつ、雪印食品(注雪印食品の概要:雪印乳業の子会社で1950年創業の食肉メーカー。ハム、ソーセージなど食肉製品が事業の86%を占め、年間売り上げは約900億円(2001年3月期)で社員数約1100人。東証2部上場。)において、牛肉の出産地の偽装が常習的に行われていたことが取引先の保冷倉庫会社、西宮冷蔵からの内部告発によって公になった。BSE(別名狂牛病、牛海綿状脳症)の生産者保護政策として行われていた、国による国産牛肉の買い上げ制度²を悪用して、輸入牛肉を国産和牛として偽装して買い取らせ、補助金を騙し取っていたというのである。

しかも、この偽装工作が組織的に行われており、合計30トンにも及んだ。また、BSE対策の買取制度を利用するためだけでなく、その前から肉の産地の偽装が繰り返し行われていたというのである³。

雪印食品は東証二部に上場していた。その株価は事件が発覚した2002年1月23日に前日比20円安の72円へ落ち込み、その12日後には26円にまで暴落した。また、その株式の6割を保有していた親会社雪印乳業の株価もまた、100円を切るところまで転がり落ちていくことになる。

この事件にすばやく反応したのは株式市場だけではなかった。消費者および小売業でも急速に雪印食品の製品撤去が始まった。雪印食品の食肉だけでなく、乳製品などそのほかの雪印商品にもその動きは広がった。関係者によれば、「誰にも止めようがないくらい、雪印商品の売上が激減していた。毎月数百億円レベルでの赤字補填資金が必要になっていた」。

当初、雪印食品は、経営陣の辞職、人員削減、生肉事業からの撤退などによる再建計画の実行を試みていたが、事件発覚から1月後の2001年2月22日、雪印食品の取締役会は経営再建を断念し、4月末をもって解散することを決める。「すでにパートなど約1000人の契約打ち切りや、社長以下管理職の給与カット実施を決め、経営再建を模索していたが、売上高が事件前の2割前後に激減したことや、信用失墜のダメージが大きいことなどから業績回復の見通しが立たないとの判断だった」(検証「雪印」崩壊・北海道新聞取材班・2002年)雪印食品2002年3月期決算の損失は約100億円、債務超過額は50億円を超えた。

雪印食品の解散にあたって、親会社の雪印乳業は総額250億円の損失を引き受けた。雪印食品の債務を全額引継ぎ、必要となる資金を雪印アクセス株の売却や土地の再評価益などでまかなう方向で、親会社としての全面的な金融支援を行った。

この親会社主導の企業清算に関しては、「グループ内の論理だけを考え、雪印乳業の株主を軽視している」という批判が相次いだ。高木新二郎・獨協大学教授も、「グループ全体の

² BSEの全頭調査以前に解体された国産和牛について、業界団体を通じて買い上げ、焼却処分した。費用総額201億円。

³ 北海道産の鶏肉を熊本産と偽り出荷していた等数件が明らかになる。

再建スキームが求められているのに、まず子会社を解散してしまう。その債務を肩代わりする自分(雪印乳業)が健全と思っているのだろうか?子会社の全員解雇も無責任すぎる。たとえば会社更生法を申請し、スポンサーを探す努力をすれば回避できた事態だ」(日経ビジネス・2002年3月4日号)と批判した。

しかし、雪印乳業社内では、『民事再生法はだめだ』。雪印食品の再建策作りを担当していた雪印乳業常務の山口次男から法的処理での再建希望を聞いた副社長の岡田ら雪印乳業幹部は即座に否定した。乳業本体で950人もの雇用を吸収する余裕も無く、「解散」へ選択肢は絞られていった」(日経産業新聞2002年2月25日付)という。

2001年12月には、月次決算がプラスマイナスゼロになるところまで、回復の兆しを見せていた雪印グループにとって、この雪印食品の事件はまさに出鼻をくじく出来事であった。2002年3月には、2002年度の黒字化を目指していた経営再建計画を下方に修正し、結局2003年度黒字化を目指すこととなった。

3. データで見る雪印グループの破綻の状況

ここまで、2000年の雪印乳業による集団食中毒事件、2002年の雪印食品による牛肉偽装事件2つの不祥事の経緯と概要を整理してきた。以下ではこれらの不祥事がどのように雪印グループ、そしてその中核をなす雪印乳業の業績や株価に影響を与えたのか、また“雪印”ブランドがどの程度その価値を失ったのかについて、それぞれのデータによって改めて確認しておくことにしたい。

3-1. 雪印乳業株価の推移

雪印乳業の株価の推移は、表5のようになっている。(2002年の8月に、2株を1株に併合している。)食中毒事件がおきた2000年6月以降、株価が低下を続けていることが分かる。また、2002年1月の雪印食品牛肉偽装事件後、株価の低下が、短期的なものでなく、その後1年以上低下し続け、長期的な低迷に陥っていたことが分かる。

3-2. ブランドイメージ調査(雪印ブランド)

ここでは、各種の団体が行った幾つかの雪印ブランドのリサーチの結果を紹介したい。まず、雪印乳業が行った消費者調査では、2002年11月時点で「雪印製品を購入したくない」との回答は東京地区で47%にのぼり、消費者からの根強い不信感があることが分かる。(日本経済新聞2003年1月23日付)

また、日本経済新聞が国内有力企業を対象にした「企業ブランドスコア調査」で、不祥事以前の2000年には58位、不祥事後の2001年には117位に滑り落ちた。

さらに、イギリス、インターブランド社の日本法人は、「雪印ブランドの価値喪失は700億円」と発表した。1999年3月末から2002年3月1日までの間でブランドの信用力低下に伴う売上減少が700億円と試算した。(表6:日本経済新聞2002年3月11日付)

3-3. 売上・利益推移

売上高、経常利益の雪印乳業連結、単体の推移は表 3、表 7 のようになっている。連結、単体とも 2001 年 3 月期決算以降、赤字が続いていることがわかる。また売上規模が、食中毒事件前の 2000 年 3 月期と比べ、直近の 2003 年 3 月決算時点では、大幅に縮小していることも分かる。

3-4. 負債の増加・資本の減少

売上・利益に加えて、負債額、資本額の推移も見てみたい。表 8 にあるように雪印乳業連結での流動負債・固定負債別での推移を見てみると、2001 年以降増え続けていたが、2003 年 3 月期には、再建計画の一環で行われた債権放棄やデットエクイティスワップの影響で約 300 億円と大幅な減少が生じている。

また、表 9 にあるように雪印乳業連結の資本の部合計の推移は、1999 年 3 月期、2000 年 3 月期では 1000 億円を超えていたが、急激に減少し、2002 年以降、300 億円程度になっている。

4. 雪印グループの企業再建の経緯

次に、再建策の変遷という軸で、雪印グループの行動を整理してみることにしよう。

4-1. 雪印乳業が提示した幾つかの経営再建策

現在の雪印乳業ホームページの中の、“IR ライブラリー”というページを見ると 2001 年以降公表された幾つかの経営再建計画を見ることが出来る。

ひとつ目は、2001 年 11 月 21 日に発表された「平成 14 年度黒字に向けた再建計画について」である。

雪印乳業単体で 4000 名体制の実現（2700 人以上の削減）

市乳事業の抜本的改革（生産拠点の再編成、商品種類の半減など）

雪印乳業単体でコスト削減（工場合理化、労務費削減などで 120 億円のコスト削減を目指す）

の 3 つを柱とした再建計画であり、不祥事を起こした雪印乳業の体制を立て直すための計画であった。

2002 年 1 月の雪印食品の解散劇の後、2002 年 3 月 28 日に発表された「新生雪印にむけた取り組みについて」では、再建計画を「グループ会社を含めて大幅な見直しをせざるを得ない」とし、

市乳事業を全酪連（全国酪農業協同組合連合会）、全農（全国農業協同組合連合会）の 3 社での事業統合を視野にいれた事業提携

伊藤忠商事との業務提携

雪印乳業本体のチーズ、バターなどの乳製品を中心とした構造への再編

医薬品、育児品、アイスクリーム、冷凍食品各事業で他社との事業提携を策定を柱としていて、それらの成果として

2003年度での黒字化を目指す、というものだった。

次に発表された再建計画は、2002年5月23日のもので「新再建計画の概要について」と題されている。

事業戦略としては、各事業の他社との提携を模索、財務体質の強化策として

資本金5億円を残し273億円の減資を実施、普通株式2株を1株へ併合、それに先立って資本準備金189億円を全額取り崩し

100億円規模の第三者割当増資

農林中金を中心とする取引金融機関への債務免除とデットエクイティスワップをあわせた金融支援の要請を行う。

それらによって、2003年3月期で有利子負債を950億円に圧縮、未処理損失を115億円までに減少させ、2003年度(2004年3月期)決算での黒字化、2005年度の未処理損失の一扫を目標とするものであった。これに伴い、6月27日の株主総会において、西社長に代わり高野瀬氏が社長に就任するなど、経営陣を一新、第二の創業と位置づけ再建計画を実行していくこととなった。

4-2. 実行に移された再建策の内容

以上のような再建計画を受けて実行された再建策は、大きく分けて、金融支援、リストラ(人員整理、コスト削減)、事業再編(グループ事業の売却による現金化)の3つが再建の柱とみることができる。

以下ではこれら3本の再建の柱それぞれについて、集団食中毒事件後の方策と、牛肉偽装事件後の方策とに分けて整理してみよう。

まず、集団食中毒事件後、2000年6月から2001年12月までの1年半の間に採られた方策は以下のようにまとめられる。

金融支援：

・追加融資(事件直後に300億円の追加融資、さらに2001年に700億円の追加融資。ともに農林中央金庫が中心となり、主要な用途は運転資金)

リストラ：

- ・8工場の閉鎖
- ・人員の削減
- ・賃金カットの実施
- ・本社ビルの流動化

事業再編(グループ事業の現金化)：

- ・雪印アクセス株の売却

次に、牛肉偽装事件後、2002年1月から現時点までの約2年間に採られた方策を同様に整理すると以下ようになる。

金融支援：

- ・農林中央金庫による300億円の債務免除
- ・総額200億円のデットエクイティスワップ（内訳は農林中央金庫85億円、UFJ銀行60億円、みずほコーポレート銀行55億円）
- ・取引関係にある38団体から総額109億円の第三者割当増資（主な内訳は、全農50億円、伊藤忠30億円、カゴメ5億円、ヤクルト本社3億円、日清オイリオ2億円、日本たばこ産業2億円等、表10現在の雪印乳業の株主一覧参照）

リストラ：

- ・工場売却
- ・本社などの不動産証券化
- ・大幅な人員削減（乳業単体で2002年4月の4500名から1500名体制へ、グループ全体では12000名から4600名体制へ）⁴

事業再編（グループ事業の現金化）：

- ・雪印食品の解散
- ・市乳部門の切り離し、全農、全酪連との事業統合
- ・雪印乳業内のアイスクリーム事業、医薬品事業、育児品事業を他社との共同出資企業へ移管
- ・雪印アクセス株の売却
- ・子会社の雪印ラビオ、雪印ベルフォーレを他社へ売却

集団食中毒事件後、牛肉偽装事件後を通じて、金融支援の中心になって雪印を支えたのは農林中央金庫であった。追加融資、出資、債務免除、デットエクイティスワップ、と次々に支援策を講じ、雪印グループの窮地を救った。

事業再編においても農林中央金庫の存在は大きかった。特に、市乳部門を日本ミルクコミュニティとして、全農、全酪連と事業統合した際にも、その先導役を果たしたのは農林中央金庫であった。

リストラでもっとも目に付くのは、人員削減である。事業再編に伴って他社へ転籍した従業員も存在するが、単純な雇用調整によって解雇された人員も多く、グループ企業でも多くの人々が職を失った。また、パートやアルバイトと言った臨時雇用者の大幅な削減も各社で行われた。

また、事業再編は特に牛肉偽装事件後に活発になった。優良子会社であった雪印アクセ

⁴ これらの削減には雇用調整だけでなく、事業分割による他社への転籍と、連結子会社の減少の影響もある。単体ベースでは、減少した3000名のうち1300名程度が雇用調整により解雇された

ス株の 2 回目の売却、雪印食品の解散に加え、雪印乳業内の事業や子会社を次々に切り離して行くことになった。他社への売却以外にも、子会社の解散や統合を行い、グループ企業数を半減させる結果となった。

5. 雪印事業再編の整理

ここでは、上で説明した金融支援、リストラ、事業再編の 3 つの柱のうち、特に事業再編に焦点を当て、詳しく見ていくことにする。

先にも述べたように、事業再編は牛肉偽装事件後、急速に展開された。その発端ともいえるのが、雪印食品の解散である。この解散に伴い 250 億円程度の特別損失が発生、全債務を親会社である雪印乳業が引き継いだ。また、雪印ブランドの信用低下に伴う売上の減少も続き、財務体質の脆弱化がさらに進んだ。

この状況をなんとかしのぐために、雪印グループは常套手段である金融支援やリストラと併せて、事業や子会社を他社に売却して財務状況を改善する手段を採ったのである。

この時の状況を知る関係者によれば、「雪印食品の不祥事後、グループ全体での売上が激減し、毎月数百億円の赤字補填資金が必要になった。誰にもこの状況がいつまで続くのか把握できなかった。一種のパニック状態にあった」と言い、急速に雪印グループが窮地に追い込まれた様子が分かる。

事業再編にあたっては、「取引のあった複数の銀行の M&A アドバイザリー部門などが中心となり、雪印と提携、売却先との仲介を行った」（同関係者）。このような中で、雪印グループは短期間で複数の事業売却、分割を実行に移していった。以下では、これらの事業再編について、雪印乳業の子会社（雪印グループ）の事業再編、雪印乳業本体の事業分割の 2 つに分けて整理する。

5-1. 雪印グループ事業再編

雪印グループの事業再編に当たって、最も規模が大きく、報道でも大きく取り上げられたのは、食品卸会社、雪印アクセスの株式の一部売却である。（雪印アクセス会社概要：食品、酒類、タバコ類、その他一般日用雑貨類の販売、乳製品および農畜産物の加工ならびに輸出入、売上高 6,768 億円（2002 年度）、経常利益 31 億円（2002 年度）、従業員数 2,291 名（2003 年 3 月末現在））

雪印アクセスは、雪印乳業の「実質的な営業部隊」（関係者）であり、「冷凍・冷蔵食品物流で業界トップ企業」（日経産業新聞 2002 年 2 月 27 日付）である。雪印アクセスが保有する低温輸送ネットワークは、ネットワーク構築に必要となる初期設備投資の大きさと専門的なノウハウの必要性から他社の追随を許さず、大きな競争優位性がある。雪印乳業や雪印食品の不祥事に対し、当時雪印アクセスの社長を務めていた湯浅氏は、「雪印ブランドがだめになったら、うちにとっては雪印グループは商売上邪魔な存在」、「雪印の看板をいつでも下ろせる心積もりはしておく」（「日経ビジネス」2002 年 2 月 18 日号）と発言し

ているほど、雪印アクセスは単独でも確固とした事業基盤を築いていた。2000年3月期における雪印乳業の連結売上1.3兆円のうち、5割以上が雪印アクセスの売上であった。

雪印アクセスは、株式公開を目標としており（「(雪印の相次ぐ不祥事に関わらず)株式市場の準備は淡々と進めていく」(湯浅雪印アクセス社長・当時) 日経ビジネス 2002年2月18日)、雪印乳業が保有していた9割近い雪印アクセス株は、含み益を抱えた資産であった。

この『超優良子会社』を巡っては、伊藤忠、丸紅、三井物産などの商社、サントリー、サッポロビール、キリンビールなどの飲料メーカー、カゴメ、日清食品などの食品メーカーなどが強い興味を示した。雪印アクセス株の買収は、争奪戦となった。

第一回目の雪印乳業による雪印アクセス株の売却は、集団食中毒事件後の2001年9月に実施された。雪印乳業は保有していた87%の株式のうち35%を売却した。主な分割先の商社間で争奪戦になった結果、雪印アクセスとの既存取引量に応じて、各商社が分散保有する形になった。このように、財政難に陥っている雪印乳業が売却先に強気に出ることが出来るほど雪印アクセス株の魅力は高かったといえる。(表11:2001年9月の雪印アクセス株売却先、割合)

第二回目は、雪印食品牛肉偽装事件後の2002年5月に実施された。雪印乳業は保有していた52%の株式のうち41%を売却した。この時は商社だけでなく、飲料、食品メーカーにもアクセス株が譲渡された。(表12:雪印アクセス株主一覧(2003年10月現在)参照)

一連の雪印アクセス株売却を通じて、雪印乳業の雪印アクセスに対する持ち株比率は、87.6%から10%に低下し、筆頭株主は伊藤忠商事に代わった。その対価として、雪印乳業は合計約300億円の売却益を手に入れた⁵⁶。

雪印アクセスは、その後2003年6月に伊藤忠から社長を迎え入れ、2004年4月には、日本アクセスへの名称変更を検討している。(日経流通新聞2003年10月2日)これで名実ともに脱雪印を達成することになる。

雪印アクセスに続いて、2002年9月には乳酸菌飲料の製造を行っていた雪印ラビオの株式100%をカゴメに30億円で売却した。雪印ラビオは、2001年度売上高146億円で、利益面では二期連続赤字が続いていた。そのラビオに対し、カゴメ側は、「社名をカゴメラビオに変更し、当面は事業体系は変えずに黒字化を実現してもらおう(喜岡カゴメ社長)」(日本経済新聞2002年9月27日付)とし、「2工場、全社員をそのまま引き継ぐ方針」(日本経済新聞2002年9月21日付)で、当面は資本関係による支配だけにとどめる意向を示している。

⁵合計の売却益は、新聞報道などにある株式1%あたり4億円で試算。

⁶2003年8月に、丸紅が保有するメリットが少ないと判断し、一度購入した雪印アクセス株7.5%を雪印乳業に買い戻し要請をし、これに応じたため、2003年8月現在の雪印乳業による雪印アクセス株保有割合は17.5%になっている。

これ以外にも、2002年11月には山梨県でワイナリーを経営していた雪印ベルフォーレを洋菓子製造販売業のシャトレゼに4億円で売却するなどしている。(表13：子会社売却一覧表参照)

5-2. 雪印乳業本体事業分割

雪印乳業本体の事業分割にあたって、最初に手を付けたのは冷凍食品事業である。集団食中毒事件後の2001年1月に雪印乳業と伊藤忠が冷凍食品事業に関する業務提携に合意し、2001年10月に雪印乳業は自社の冷凍食品部門(2001年度売上高約370億円)を分社し、100%子会社として雪印冷凍食品株式会社を設立した。2002年1月には伊藤忠商事と雪印乳業で冷凍食品事業の共同持ち株会社、アクリを設立した。ヤヨイ食品(伊藤忠グループの子会社、持ち株比率88%、冷凍食品製造、売上高2000年度317億円)と雪印冷凍食品を共同持ち株会社傘下に移管し、将来的にはこのアクリに二社の冷凍食品事業を統合する予定であった。(この間、2002年9月に雪印冷凍食品はアクリフーズに名称変更した。)

しかし、牛肉偽装事件などの雪印グループの不祥事のため、アクリフーズの業績低迷が続く、伊藤忠側は、当初の統合効果は期待できないと判断、この冷凍食品事業統合計画は白紙に戻されることになった。その後、2002年12月、このアクリフーズの株式の70%をニチロに売却することで合意した。売却を通じて雪印乳業は2.1億円をニチロから得ることになる。(雪印乳業2003年3月期有価証券報告書、【経営上の重要な契約等】より計算)

続いて行われた雪印乳業本体の事業分割は、大塚製薬との医薬品事業に関する合弁会社の設立である。雪印乳業のなかでの医薬品事業のうち、経腸栄養剤に関しては、従来から大塚製薬と共同研究を行っていた。2002年3月に大塚製薬60%、雪印乳業40%の出資比率(資本金15.1億円)で新会社、イーエヌ大塚製薬を設立し、雪印乳業の経腸栄養剤部門をそれに移管した⁷。日本経済新聞2001年5月11日付け記事によれば、雪印乳業は、1981年に医薬品事業に参入したが赤字が続いていた。売上高は2001年3月期、30億円弱で、うち経腸栄養剤事業が、売上25億円、残りの第一製薬に売却した事業が売上5億円程度であった。大塚製薬との合弁会社の設立と第一製薬への売却により雪印乳業は事実上、医薬品事業から撤退した。

また、2002年5月にはアイスクリーム部門すべてをロッテとの合弁会社に移管している。新しく設立された合弁会社ロッテスノーには、ロッテが80%、雪印乳業が20%出資し(資本金30億円)、経営の主導はロッテに委ねた。雪印乳業にあった3工場、7支店、研究開発部門はそのままロッテスノーに移管された。発足当時は、雪印乳業のアイスクリーム部門の人員がほとんどであったが、今後ロッテとしては、商品形態ごとにロッテ本体とロッテスノーとですみ分けて運営していく意図があった。ロッテは、ロッテスノーと自社を合わせるとシェア18%とトップに立った。

⁷医薬品事業のうち経腸栄養剤以外の部分は、同時期に第一製薬に吸収されている。

2002年10月には、本体の育児品事業を分社化し、大塚製薬との共同出資で新会社ビーンスターク・スノーを設立した。出資比率は、大塚製薬20%、雪印乳業80%で、資本金は5億円であった。大塚製薬は、従来から“ビーンスターク”ブランドによる育児栄養事業を展開しており、この新会社設立で雪印の育児品事業(2001年度売上115億円)と“ビーンスターク”ブランド事業を統合し、「両社の持つ品質管理のノウハウやマーケティング力を合わせ」て行くことで合意している。

冷凍食品、医薬品、アイスクリーム、育児品といったこれらの事業の分割は、雪印乳業にとっては、コアビジネスの周辺で展開していた派生事業の分割であった。しかし、事業再編の動きは、本丸である乳製品事業にも及ぶ。

2003年1月1日、日本ミルクコミュニティが発足した。目を引く赤いパッケージと“MEGUMILK”のロゴは、今ではほとんどの乳飲料製品の棚で目にすることが出来るだろう。

日本ミルクコミュニティは、雪印乳業、全国農協直販(全農、全国農業協同組合連合会の市乳部門)、ジャパンミルクネット(全酪連、全国酪農業協同組合連合会の市乳部門)が、それぞれの市乳事業(一般流通用牛乳の製造・販売事業)を統合し、共同出資で設立した新会社である。出資比率は、全農40%、全酪連20%、雪印乳業20%、農林中金10%であり、資本金150億円で設立、3社から工場や従業員、営業権の譲渡を受けた。統合の結果、市乳市場でのシェア2割を握ることになり、国内首位になった。

3社の市乳事業統合の背景には、3社のメインバンクであった農林中央金庫の動きと、農林水産省の意向があった。日経産業新聞2002年5月24日付の記事によれば、「農水省は雪印の経営悪化を機に過剰な国内牛乳工場の再編を一気に進める腹積もり」であり、「農林中金も経営基盤の弱い3社を統合し、債権を保全したい目的があった」という。また、数多くの報道などで取り上げられたことには、当初、雪印乳業への資本参加を有力視されていたネスレなど外資系企業が日本の酪農事業へ進出することを生産者保護の観点から、農林水産省や政治家(特に農水族議員)などが強く反対を唱えたとされる。その中で、雪印乳業のメインバンクである農林中央金庫が、同じくメインバンクを務めていた全農、全酪連との事業統合案を作成し、合意を取り付けたとされる。

事業統合にあたり、雪印乳業は、8つの牛乳工場を閉鎖し、日本ミルクコミュニティに10工場の土地と建物、設備を譲渡した。「営業権を含む売却益は400億円前後と見られる」(日本経済新聞2002年7月10日付)

また、3社の統合によって「店頭の商品を並べる力が強まった」。それは「それぞれに違った流通ルートに食い込んでいたからだ。雪印は卸業者と宅配店、全農は量販店、全酪連は生活協同組合に太いパイプを持っていた」(日経ビジネス2003年5月19日号)とも言われている。

しかし、そもそも市乳業界は構造的な問題を抱えている。雪印乳業にとって市乳事業は、売上高ベースで単体売上の4割を占めるコアビジネスではあったが、利益ベースでは採算

のとれない赤字事業であったようで、このような状況は雪印乳業に限ったことではなかった。牛乳の価格競争が激化し、一時は「水より安い」とも言われたこともある。「一般的に、パック牛乳 1000 ミリリットルの製造原価は原料代、人件費など約 160 円推定。市場価格 150 円で一本あたり 10 円の赤字が出る計算。」(東洋経済 2002 年 5 月 11 日号)市乳事業を展開する各社は、原料を同じくする加工乳などの乳飲料やヨーグルト、チーズ、バターなど比較的高利益率な周辺商品で採算を取っているのが現状のようである。(ただし、チーズ、バターなどの周辺事業にとって、市乳は重要な原料供給源という側面もあり、設備や製造、仕入れ、販売チャネルなどを共有しているという点で、シナジー効果が高かったとみることもできるだろう。)

このような状況において日本ミルクコミュニティでは、1000 人程度の人員削減や、約 4000 の品目数を一気に 1900 程度まで削減するなどの合理化を実施、市乳事業の黒字化を図っている。

また、雪印乳業は「過去 30 年牛乳事業で常に 2 割のシェアを握ってきた。『雪印牛乳』のブランドは圧倒的」(日本経済新聞 2002 年 12 月 12 日付)であった。しかし、現状では、雪印ブランドの牛乳は、「食中毒事件前と比べ(売上が)五割弱にまでしか回復していない」ため、現在日本ミルクコミュニティは“MEGUMILK”ブランドと“雪印”ブランドを併売しているが、「2004 年には雪印ブランドを廃止する」(日本ミルクコミュニティ杉谷社長)方針であるという。(日本経済新聞 2003 年 1 月 23 日付)

これらの一連の事業分割により雪印乳業(単体)は、単体では、バター・チーズなどの乳食品事業部門を中心とする、売上高 1300 億円程度(2003 年 4 月-6 月の単体業績より推定)、従業員 1500 人規模の会社に生まれ変わった。これは、不祥事が起きる前、2000 年 3 月期と比べて、実に売上ベース、従業員ベースともで、1/4 の大幅な縮小であった。(表 14:事業分割一覧表参照)

しかしその一方で関係者からは、「今の雪印には儲かる事業しか残っていない」という声が聞こえ、雪印グループは、経営危機の状況下において、約 1 年半の間で縮小均衡を目指した結果、利益が出る事業だけを残すことが出来たとも言える。

5-3.雪印グループの再建の兆し

2003 年 5 月 23 日、雪印乳業は 2003 年 3 月期決算を発表した。連結での最終損益は 270 億円の赤字となり、前期の 717 億円から赤字が大幅に縮小した。連結売上高は、下期に雪印アクセスが連結対象からはずれたことが大きく影響し、前期比で 37%減の 7270 億円だった。

高野瀬社長は、発表の場で「『再建計画はほぼ予定通りに進んでいる』と話した」(日本経済新聞 2002 年 5 月 23 日付)。実際 2004 年 3 月期の連結業績は、売上高 3100 億円、経常利益 60 億円、純利益 30 億円と黒字化する見通しである。

6. 雪印グループ再建の事例におけるポイント

これまで、雪印グループがどのように窮地に追い込まれたのか、そしてそこからどのように再建を行ってきたのかという一連の動きを整理してきた。特に事業分割・事業再編については、詳しく事実の整理を行ってきた。そこでこの章では、その事業分割・事業再編を中心に考えておくべきポイントをいくつか指摘しておこう。

6-1. ポイント : 『元雪印』事業売却の収支

これまで見てきた一連の事業再編では、他社へ売却された子会社や、新しく設立された会社に移管された事業などが多数あった。雪印本体あるいは雪印グループとしてみたときに、外部に売却するという行動はどのように評価することができるかを考えてみよう。

売却しているのだから、その分雪印の資産は減少していき、組織の規模も小さくなっていく。その代わりに、一定の売却代金を新たに資産として受け取っている。したがって、簡単にいえば減少する資産価値よりも売却価格のほうが大きければ、雪印にとってこの再編はプラスの効果があったということになるし、そのような売却は推進していくべきということになる。

ただし雪印の側が資産売却によって失う資産価値は、売却する事業部門や子会社の価値そのものではない点に注意が必要である。どのような側面を考慮して、失う資産価値を判断すべきかが、ビジネス上の大きなポイントとなる。しばしば、その事業は誰が始めたものか、売却によって誰の面子に傷がつくか等の面が重視されることも少なくない。が、もちろん、これらの点は論外である。

雪印内にあることによって他の事業にも追加的な利益が生じるという、何らかの「結合の利益」やシナジー効果が存在していたとすれば、事業を売却することは、単に一事業部を失うだけの損失にとどまらない。その結合の利益やシナジー効果がなくなることによって、他の事業部に発生する損失も考慮すべきである。逆に社内で重複している事業が存在している等の状況があれば、売却によって他の部門にプラスの効果が発生する可能性もあるだろう。売却にあたっては、これらの副次的な効果のプラスとマイナスを冷静に検討すべきである。

やや難しいのは、その副次的な効果がかなり間接的な影響であったり、かなり長期的な取引関係の中で発生したりする可能性もある点であろう。たとえば雪印アクセスは、雪印乳業の実質的な営業部隊であり、当初雪印が 9 割近い株式を所有していた。しかし一連の事業再編の結果、株式保有率は大きく低下し、筆頭株主の座は 25% を握る伊藤忠に譲ることになった。この結果、雪印乳業の営業力には、影響があるかもしれない。

従来から雪印アクセスの取扱商品のうち、「雪印の乳製品の取扱高は年間約 2400 億円。売り上げの 30% 程度を占める。」(日本経済新聞 2000 年 8 月 8 日)ではあった。しかし、9 割近い株式を雪印乳業が保有していた当時は、雪印アクセスはあくまでも雪印グループ内の企業であり、雪印乳業は支配株主としても大きな存在感を持っていたはずである。

それに対して、保有株のほとんどを他社へ売却してしまった現在、雪印乳業は「自社の営業部隊」として雪印アクセスとの取引を今後も継続していくことが可能だろうか。取引価格等に影響がでることはないのだろうか。それは、伊藤忠をはじめとする新たに雪印アクセスの株主となった企業の意向や、雪印アクセスとしての今後の経営戦略などに依存するものではある。しかし、もしこれまでのような雪印アクセスからの協力や営業努力が得られなくなった場合には、雪印乳業製品の売上が現在よりも低下するリスクもあるだろう。

その意味では、雪印乳業としては、将来の取引環境について大きな不確実性を抱えたとも考えられる。したがって、雪印アクセス売却にあたっては、このような将来の営業力や取引環境への影響も、副次的な効果のひとつとして評価した上での売却が必要だといえるだろう。

一方、売却価格については、高いほど望ましいという点で、判断は単純である。しかし、考慮すべき点がいくつか存在する。第一に、高い価格で売却するためには、購入する側にとって出来るだけ魅力のある事業である必要がある。その点で重要になるのは、雪印の内部にある場合よりも、事業運営面や経営面でのプラスの効果があるかどうかである。それは、突き詰めて考えてみると、雪印内部として事業活動を行っていた場合に比べて、他の企業内で活動することによって、より大きな便益がその事業から発生するかどうかであろう。

第二に、高く売却するためには、適切な売却戦略が必要である。たとえ購入のメリットが大きいと考える企業が存在するとしても、適切な売却の仕方を考えないと、売却価格は高くなる。購入する側からすれば、出来るだけ安く買いたいと考えるからである。たとえば、売却を必要以上に急げば、当然安く売る必要が出てきてしまうだろう。複数の購入希望企業をうまく競わせることも必要となるかもしれない。また、雪印の場合には複数の事業や子会社を売却しているので、売却する順番も重要だったはずである。雪印のケースにおいて、これらの観点から見た場合、実行された戦略は適切だったのか検討してみることは、今後の同様なケースを考えていく上で重要であろう。

第三に、単純に売却することが最適とは限らない。実際雪印が行っているように、共同出資会社を設立し、そこへ売却するというケース等も考えられる。この場合には、売却価格だけではなく、出資費用や入ってくる配当なども含めて実質的な売却による収益と考えるべきであるが、その場合と単純売却とどちらが望ましいのかは、興味深い検討課題である。その際、考慮すべき点は、雪印がどこまで経営に関与しつづけるかであろう。それは、必ずしも出資比率と一致するとは限らない。カゴメによる雪印ラビオの買収のように、カゴメが100%買い取っても、当面は雪印が経営を行うとされる場合もあるし、アイスクリーム事業を共同出資企業へ移管したロッテスノーのように、出資しても経営は完全にロッテサイドに委ねる場合もある。恐らく同じ事業分割であってもどちらを採るかで、その企業価値への影響は違ってくるだろう。したがって、単純に売却するのか、それともある程度出資をするのか、出資するとしたらどの程度の比率にするのか、またどの程度経営に関

与する形にするのか、選択肢は多い。どのような場合に、どの選択をすべきか考えてみると面白いだろう。

これらのことを踏まえて考えると、どのような点に留意して企業売却の判断をおこなうべきだろうか？以下のような質問への回答も考えてみることで、さらに留意点が見えてくるはずである。

売却によって事業の価値を向上させることは可能だろうか？またそれにはどうすべきだろうか？

自社内に残された事業と売却された事業との間で、売却以前の取引関係を維持することは可能だろうか？また、それにはどうすべきなのだろうか？

6-2.ポイント : 雪印グループの株価上昇の理由

表 15 は 2002 年 9 月以降⁸における雪印乳業連結の株価の推移を表したものである。この表をみると、2003 年 2 月あたりから株価が上昇している様子が分かる。雪印の事業再生の経緯を改めて整理するにあたっては、この株価の推移をどう解釈するかを考えてみると面白いだろう。なぜこのように株価が上昇してきたのだろうか。直接的な理由は、業績は回復してきたからかもしれないが、それではなぜ業績が回復してきたのだろうか。雪印の再建策は、株価にどのような影響を与えたのだろうか。これらの点を、考えてみることで、雪印再建策が、雪印グループの経営に与えた影響と雪印グループの企業価値に与える影響が見えてくるはずである。

一連の雪印に再建策の中で、株価に影響を与えかどうか検討するポイントとしては、たとえば以下のようなものがあげられる。

事業売却を含む事業再編策
債権放棄などの金融支援
その他、人々の予想の変化など

の事業再編については、そもそもどのような事業再編を行った場合に株価が上昇するのか考えてみるのが重要だろう。この点は上記の 6 - 1 ポイント の議論が参考になるはずである。現実にはすべての事業売却が株価に同じような影響を与えていたとは限らない。どの売却が株価に影響したと考えるか、それぞれについて検討してみると事業売却の意義が整理できるだろう。

の金融支援については、そもそも債権放棄やデットエクイティスワップなどの金融支援策が、株価を押し上げる要因になり得るのか、どのような支援策であれば株価を上昇させるか等について考えてみるのが重要だろう。また、雪印に対する金融支援のタイミン

⁸ 2002 年 8 月に株式併合を行っているので、ここでは議論の混乱を避けるため、それ以降の株価の推移をみている。

グと株価上昇のタイミングを比べてみることは、金融支援がどの程度、株価に影響を与えているかについて推理する手助けとなるだろう。

のその他については、さまざまな要因が考えられるだろう。たとえば、消費者に対する信頼がある程度回復してくることで、投資家が抱く雪印に対する信頼感や将来性も上昇し、その結果株価が上昇したという説明も考えられるかもしれない。あるいは、この時期のマクロ的な経済環境も株価に影響している可能性もある。いろいろな角度から検討してみることがここでは重要である。

6-3.ポイント : 企業(事業価値)と事業再編を行う際の判断軸

以上の点を踏まえて考えてみると、雪印グループの「小さくても利益の出る会社」を目指すという事業再編の戦略は、より企業価値を高めるための戦略だったとみることができよう。それでは、グループの規模はどの程度まで小さくしていくことが最適な戦略なのだろうか。この問題を考えるために、思考実験として以下のようなことを考えてみると面白いだろう。それは、雪印グループをゼロから作り上げていくとして、

まず、ひとつだけ選ぶとしてどのような事業が必要か

それにプラスするとしたら、最低限どのような事業が必要か

のふたつを考えてみることである。

最初の問いかけは、雪印グループとして、一番重要と考えるコア事業は何かという質問である。そして2番目の問いかけは、ミニマムセットとしてどのような事業の組み合わせが重要だと考えられるかという質問である。その際に、重要となるのはコア事業とのシナジー効果がどこまであり、それをどこまで重視するかであろう。シナジーが何もなければ、外部から購入すれば済むかもしれない。

これらの問いかけに対する答えを考えることで、本当に必要と考える事業は何で、実はどのような事業の組み合わせが重要か、が見えてくるだろう。この点は、他の企業の事業再編を考える上でも重要な示唆を与えてくれるに違いない。

6-4.ポイント : 雪印再建の選択枝の棚卸、メリット・デメリット

今までみてきたように、雪印グループの再建は、債権放棄や事業再編を中心とした私的整理によって行われてきた。しかし再建の手法としては、その他にもいろいろと考えられる。この雪印の事例において、他の手法の可能性やメリット・デメリットを考えてみるとは、有意義な検討課題だろう。

たとえば、かなり早い段階で、法的整理に持ち込むという選択枝は考えられなかっただろうか。その場合には、どのようなメリット・デメリットが雪印グループにあったと考えられるだろうか。法的整理でも、民事再生法と会社更生法とでは、この場合大きな違いがあっただろうか。

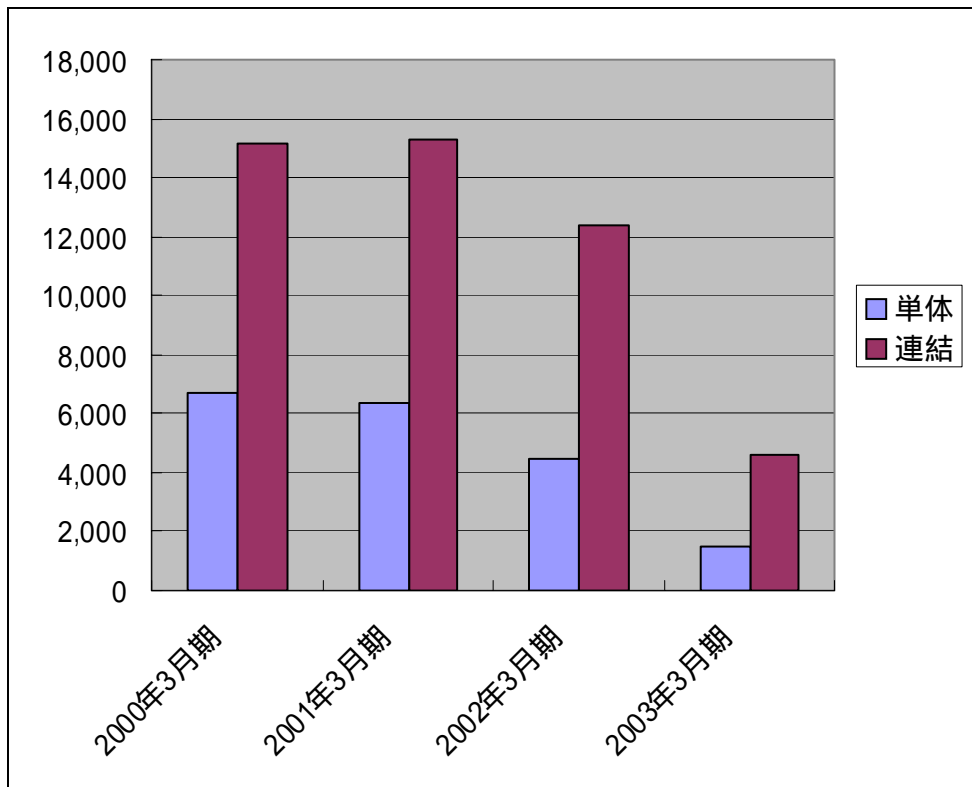
あるいは、積極的に事業再生ファンドを活用することは出来なかっただろうか。その場

合のメリット・デメリットは何であろうか。近年、再生ファンドが事業再生に関与するケースが増えてきているが、この雪印のケースは、再生ファンドに向いていない特殊事情があったと考えられるだろうか。あるいはそのようなものはないと考えられるだろうか。再生ファンドの立場、雪印乳業の立場、農林中央金庫の立場等、それぞれの立場で考えることが重要である。場合によって上記の問いかけに対する答えは、それぞれの立場によって異なってくるかもしれない。その点も踏まえて、どのようなメリット・デメリットが存在するかを考えてみると良いだろう。

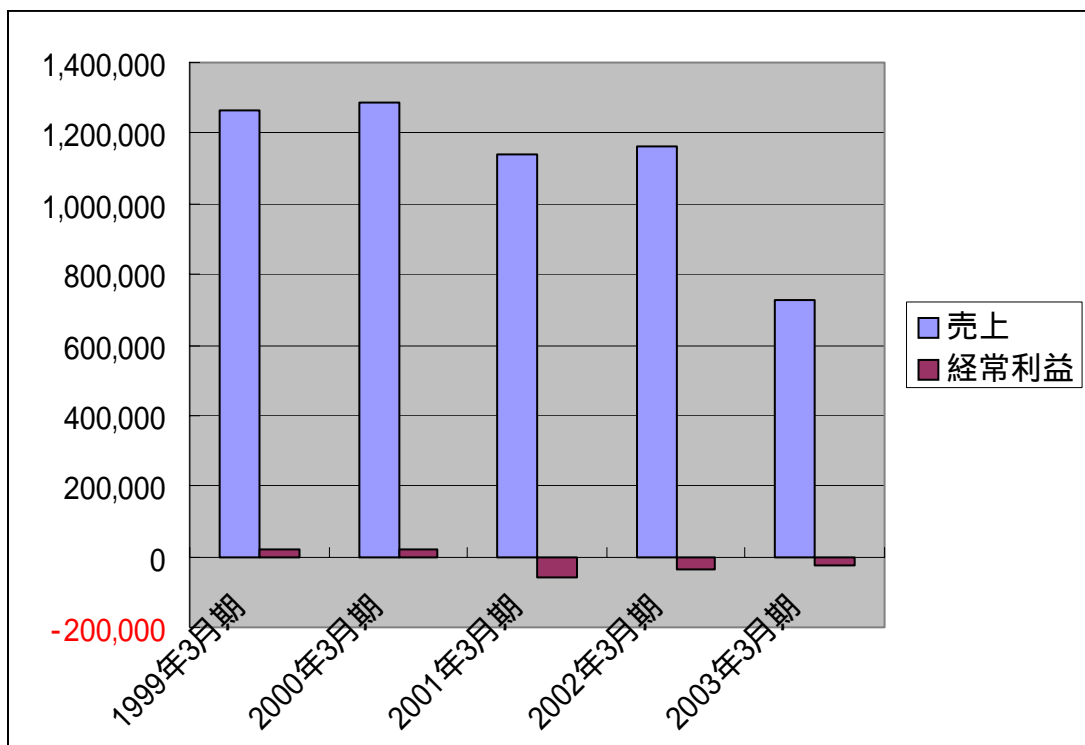
【表 1】事業の系統図（2000年3月期）（別ファイル参照）

出所：雪印乳業有価証券報告書

【表 2】従業員数の変遷（単位：人）



【表 3】雪印乳業連結売上・経常利益推移（単位百万円）

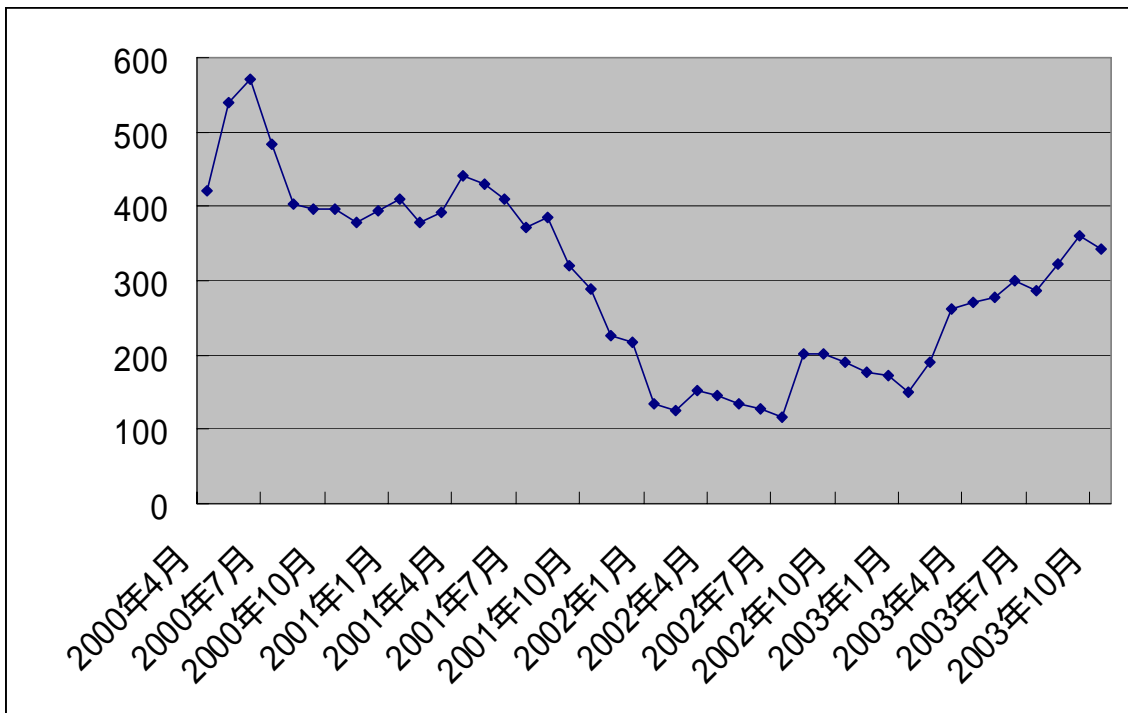


出所：雪印有価証券報告書

【表 4】雪印乳業連結セグメント別情報（別ファイル参照）

出所：雪印乳業 2000 年 3 月期有価証券報告書

【表 5】雪印乳業株価推移 (2000年4月 2003年10月)(単位:円)

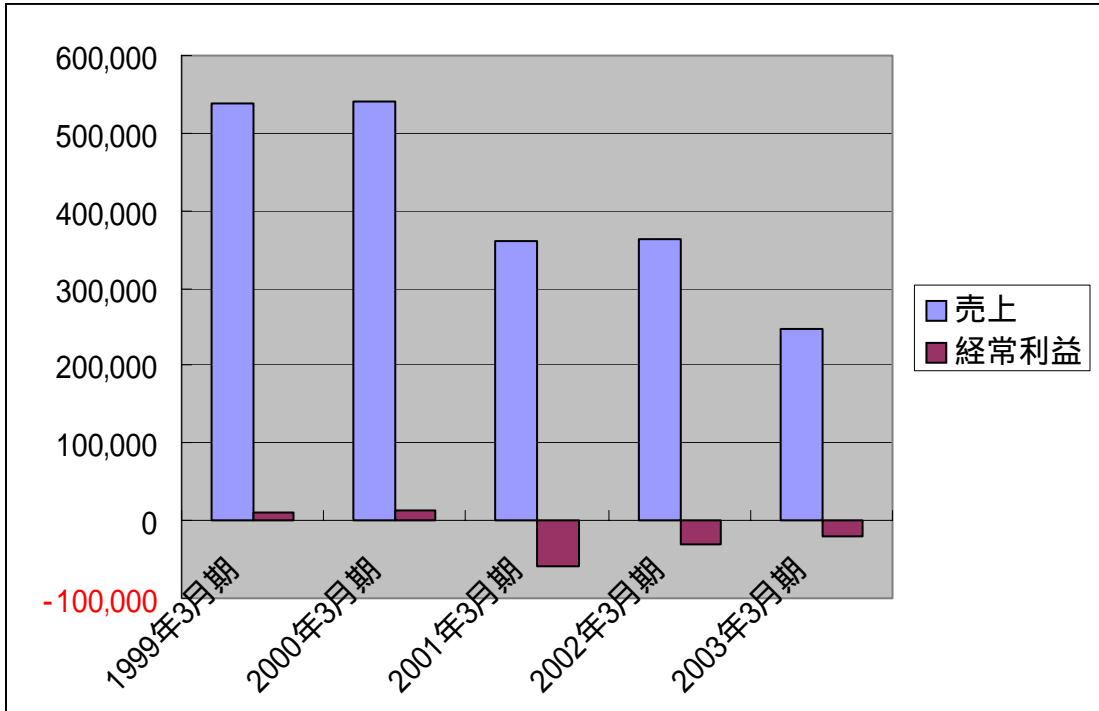


出所: Yahoo!ファイナンス

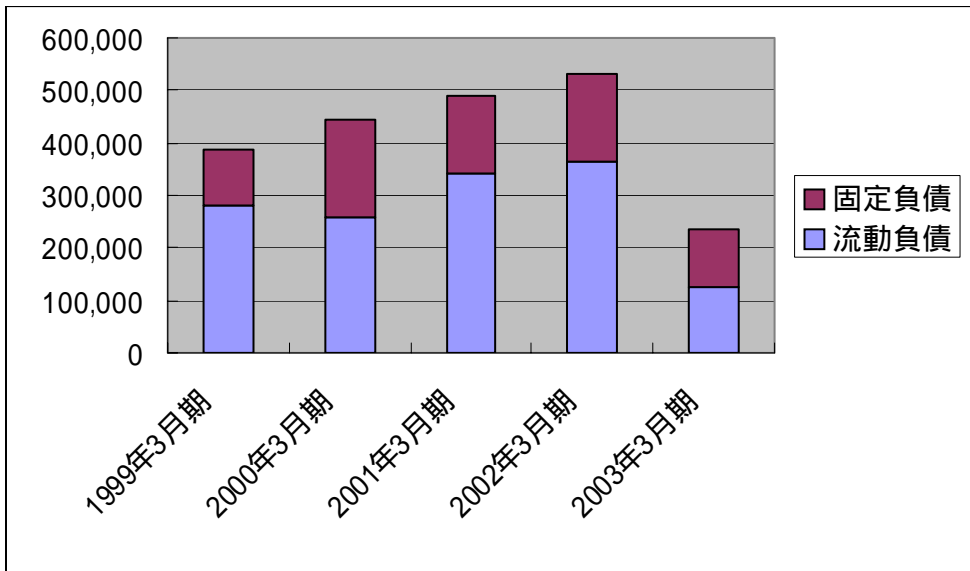
【表 6】雪印ブランドの価値試算

出所: 日本経済新聞 2002年3月11日

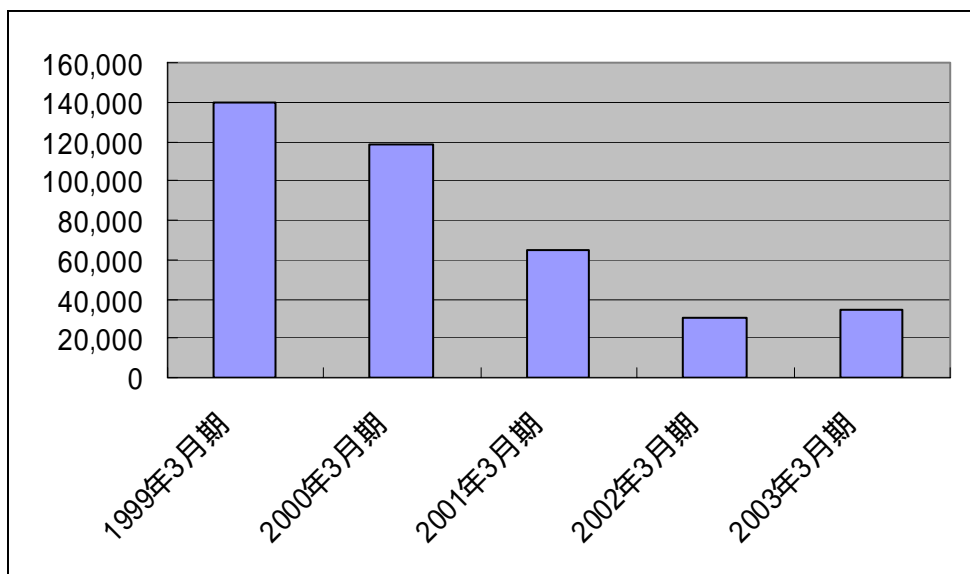
【表 7】雪印乳業単体売上・経常利益推移（単位：百万円）



【表 8】雪印乳業連結負債額推移（単位：百万円）



【表 9】雪印乳業連結資本の部合計金額推移（単位：百万円）



【表 10】2003年2月の第三者割当増資後の雪印乳業の大株主構成

順位	会社・団体名	持ち株比率（％）
1	全国農業協同組合連合会	13.71
2	伊藤忠商事	8.07
3	農林中央金庫	6.34
4	みずほコーポレート銀行	3.39
5	UFJ銀行	3.29
6	みずほアセット信託銀行	2.13
7	雪印乳業同人会	2.06
8	ホクレン農業協同組合連合会	1.72
9	日本興亜損害保険	1.43
10	カゴメ	1.34

出所：日経産業新聞 2003年2月7日

【表 11】2001年9月の雪印アクセス株売却先と内訳

売却先企業名	割合（単位：％）
伊藤忠商事	10
三菱商事	8
丸紅	7.5
国分	5
三井物産	2.5
日本酒類販売	2
合計	35
	…
雪印乳業	51.7

出所：日経産業新聞 2001年10月2日

【表 12】雪印アクセスの株主構成（2003年10月現在）

社名	比率（％）
伊藤忠商事	25
雪印乳業	17.74
国分	8.19
三菱商事	8
社員持ち株会	6.76
日本酒類販売	5
三井物産	5
豊田自動織機	5
アサヒビール	3
麒麟ビール	3
サントリー	3
カゴメ	1.54
日清食品	1.5
旭電化工業	1.12
サッポロビール	1
その他	5.15

出所：日経産業新聞 2003年6月3日

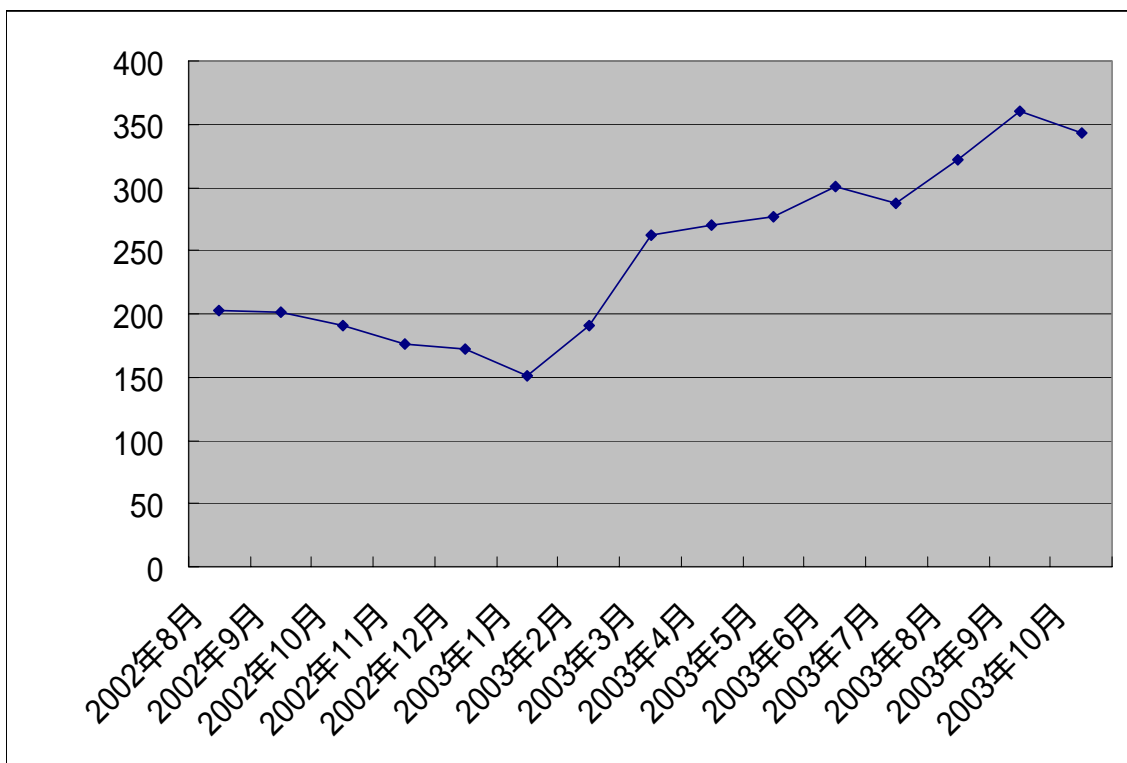
【表 13】雪印乳業連結子会社再編一覧

分離会社名	旧会社名・事業部名	株主	備考
アクリフーズ	雪印冷凍食品	ニチロ(70%)、雪印(30%)	伊藤忠に売却予定(100%子会社のヤヨイ食品と合併の予定)で、アクリという持ち株会社も作っていたが頓挫。売上高250億円
雪印ベルフォーレ(ワイナリー)	雪印ベルフォーレ(ワイナリー)	シャトレーゼ(100%)	年間売上約1700万円。シ社のリゾート事業の中心にすえる予定。社員14人の雇用は継続
雪印アクセス	雪印アクセス	伊藤忠(25%)、雪印(10%)、豊田自動織機(5%)、他(サントリー、サッポロビール、キリン、国分、三井物産、カゴメ、日清食品)	2001年9月(35%)と2002年に二回放出、売上高6600億円
カゴメラビオ	雪印ラビオ	カゴメ(100%)	雪印ラビオは、二年連続赤字2001年度売上高146億円。

【表 14】雪印乳業事業再編一覧

分離会社名	旧会社名・事業部名	株主	備考
ロッテスノー	アイスクリーム事業	ロッテ(80%)、雪印(20%)	2002年5月。雪印のアイス部門まるごと。経営はロッテ。ロッテとしては本体とロッテスノーとで商品形態ごとにすみ分ける意図
日本ミルクコミュニティ	市乳事業	全農(40%)、雪印(20%)、全酪連(20%)、農林中央金庫(10%)、資本金150億円で新たに設立、雪印から営業権などを譲渡	市乳事業の分離、三社統合。全体で3工場、1000人のリストラ。国内首位、二割弱のシェアに。
ビーンスターク・スノー	育児品事業	雪印(80%)、大塚製薬(20%)	2002年10月創業。育児用粉乳や離乳食が中心。2002年8月に雪印が新会社を設立し、その後大塚が出資した形。2001年度売上げは150億円程度
イーエヌ大塚製薬	医薬品事業(経腸栄養剤)	大塚製薬(60%)、雪印(40%)	雪印と大塚製薬は、以前より共同開発を行っていた
第一製薬	医薬品事業	第一製薬(100%)	

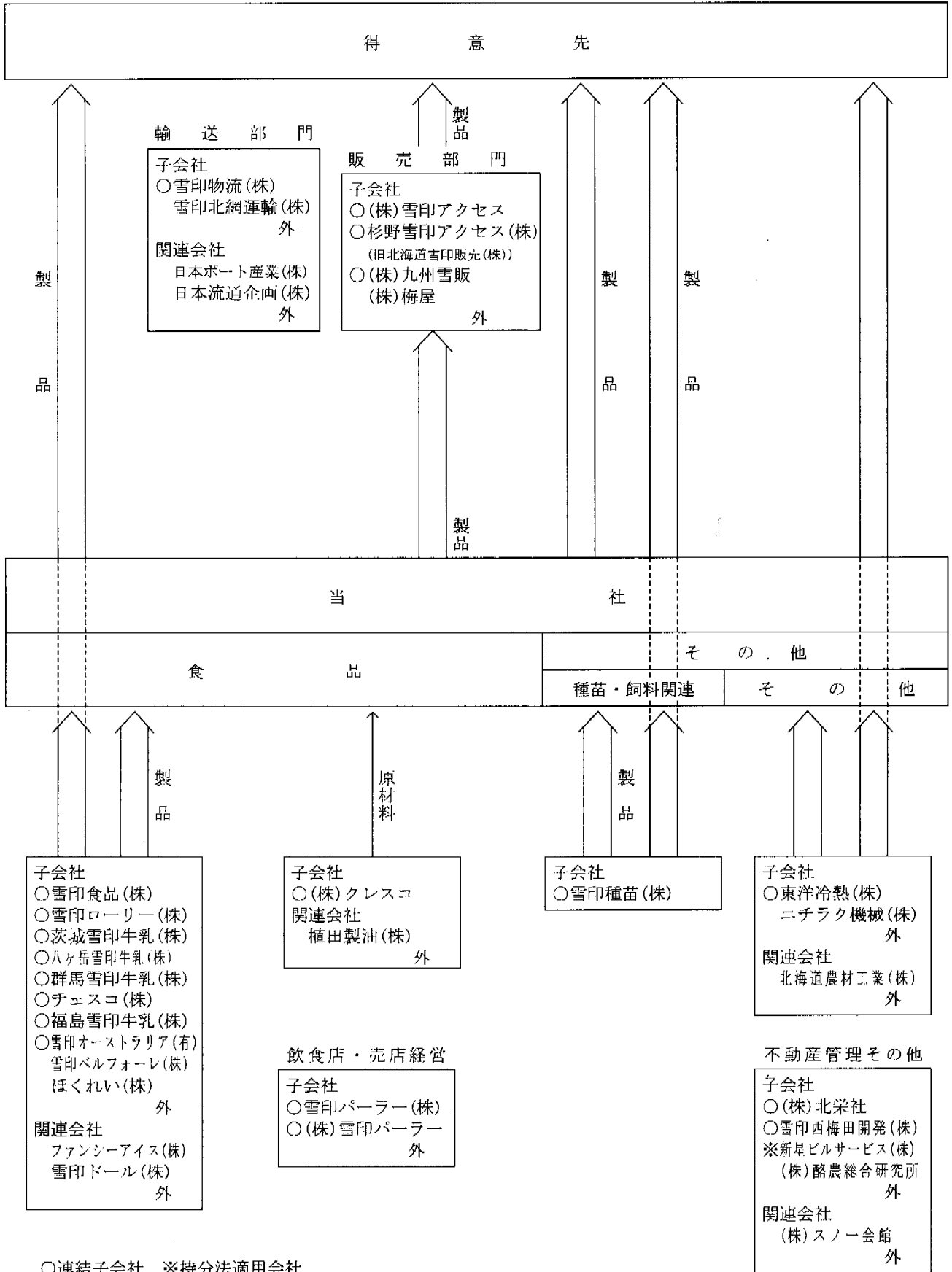
【表 15】雪印乳業株価推移（2002年9月以降）（単位：円）



出所：Yahoo!ファイナンス

【表 1】事業の系統図（2000 年 3 月期）
出所：雪印乳業 2000 年 3 月期有価証券報告書

事業の系統図は次のとおりです。



【表 4】雪印乳業連結セグメント別情報

出所：雪印乳業有価証券報告書

(セグメント情報)

(イ) 事業の種類別セグメント情報

(単位：百万円)

	前連結会計年度 自 平成10年4月1日 至 平成11年3月31日				
	食 品	そ の 他	計	消 去 又は全社	連 結
I. 売上高及び営業損益					
売上高					
(1) 外部顧客に対する売上高	1,157,238	106,488	1,263,726	—	1,263,726
(2) セグメント間の内部売上高又は振替高	6,758	40,933	47,692	(47,692)	—
計	1,163,996	147,422	1,311,419	(47,692)	1,263,726
営業費用	1,148,357	144,965	1,293,323	(47,692)	1,245,630
営業利益	15,639	2,456	18,095	(—)	18,095
II 資産・減価償却費及び資本的支出					
資 産	454,964	75,026	529,990	13,131	543,121
減 価 償 却 費	22,486	2,738	25,225	(131)	25,094
資 本 的 支 出	32,968	3,784	36,753	(108)	36,644

(注) 1. 事業区分は、製品の種類及び販売市場の類似性を考慮して、食品事業とその他の事業に区分しています。

2. 各事業の主な製品

(1) 食 品……………乳製品、市乳、アイスクリーム、油脂等

(2) そ の 他……………飼料・種苗、包装材料、斡旋品等

3. 資産のうち、消去又は全社の項目に含めた全社資産の金額は27,453百万円であり、その主なものは、親会社での余資運用資金（現金及び有価証券）、長期投資資金（投資有価証券）及び事業の用に供していない土地等です。

4. 会計処理基準等の変更

(1) 耐用年数の変更

「連結会計方針に関する事項」4. (3)に記載の通り、当連結会計年度より耐用年数の短縮を行っています。この変更に伴い、従来の方法に比べて前連結会計年度の営業費用は、食品事業が402百万円、その他事業が16百万円増加し、営業利益はそれぞれ同額減少しています。

(2) 連結財務諸表規則の改正に伴い、事業税の表示区分の変更を行っています。

この変更に伴い、前連結会計年度と同一の区分によった場合に比べ営業利益は、食品事業が1,771百万円、その他事業が278百万円多く計上されています。

(3) 連結財務諸表規則の改正に伴い、連結調整勘定償却額の表示区分の変更を行っています。

この変更に伴い、前連結会計年度と同一の区分によった場合に比べ営業利益は、食品事業が300百万円少なく計上されています。

5. 減価償却費及び資本的支出には、長期前払費用の償却額及び増加額がそれぞれ含まれています。

【表 6】雪印ブランドの価値試算
出所：日本経済新聞 2002 年 3 月 11 日

雪印ブランドの 価値喪失700億円

雪印乳業が失ったブランド価値は約七百億円―。企業価値を算定する際に基づく企業価値を算出。その差額を「無形価値」として試算したところ、こ

調査会社、不祥事の影響試算

食中毒事件と子会社の牛肉偽装事件という相次ぐ不祥事の影響の大きさが浮き彫りになった。

インターブランドモリヤマは雪印の不祥事前の一九九九

年三期末と今年三月一日の同時点での株式時価総額などに基づく企業価値を算出。そこから株主資本など投下資本を差し引いた金額をブランド価値と見なした。三年前は八百三十億円だった無形価値は二百四十億円の赤字になった。

ブランド価値の算出は通常、企業が提出する詳細な経営指標や幹部との面談などが材料となる。欧米ではヒジネスとして普及しており、今後、日本でも注目されそうだ。

で七〇%。この数字を当てはめると雪印が失ったブランド価値は約七百億円となる。インターブランドモリヤマは英国に本社を持つ国際的なブランドコンサルティング会社、インターブランドが、日本法人を通じて昨年十月に設立した。

【参考資料 1】雪印乳業および雪印食品の不祥事の経緯

雪印乳業・集団食中毒事件の経緯と雪印食品・牛肉偽装事件の影響

* 2000 年

- 3 月 31 日 大樹工場で脱脂粉乳の製造中に停電(4 月 1 日製造分)
- 4 月 9 日 大樹工場が 1 日製造の脱脂粉乳の残りを再利用(4 月 10 日製造分)
- 6 月 27 日 大阪市が雪印乳業大阪工場製造の低脂肪乳による食中毒症状を確認
- 6 月 28 日 大阪市が同工場を立ち入り調査、自主回収を要請
- 6 月 29 日 大阪市と雪印乳業が健康被害発生を公表、雪印乳業は大阪工場の低脂肪乳製造を停止、自主回収を開始
- 7 月 2 日 大阪府警が同工場の現場検証開始。大阪府が低脂肪乳の飲み残しから黄色ブドウ球菌の毒素エンテロトキシン A を検出。大阪市は同工場を無期限営業禁止
- 7 月 4 日 大阪市が大阪工場製の「雪印毎日骨太」「雪印カルパワー」の二製品にも回収命令
- 7 月 11 日 雪印乳業が全国 21 工場の操業停止を発表
- 7 月 28 日 石川社長辞任。他の役員 7 人も退任。西紘平氏が新社長に
- 8 月 4 日 西紘平新社長が東京本社で就任記者会見
- 8 月 18 日 大阪市が大樹工場が 4 月 10 日に製造した脱脂粉乳から毒素を検出と発表
- 9 月 26 日 雪印乳業が 2002 年度末までに従業員の 20%(約 1300 人)削減などを含む再建計画を発表。ネスレジャパンと業務提携
- 11 月 21 日 雪印乳業が株式上場来初の赤字を発表。経常損益 224 億円
- 12 月 20 日 厚生省と大阪市の合同専門家会議が、食中毒の原因を大樹工場製造の脱脂粉乳と断定。食中毒患者数は 1 万 3420 人と発表

* 2001 年

- 1 月 15 日 雪印乳業が事業構造改革策を発表。高松、新潟、仙台、東京の西工場閉鎖へ

* 2002 年

- 1 月 7 日 雪印乳業、花巻工場を 3 月末に閉鎖と発表
- 1 月 29 日 西紘平社長が雪印食品牛肉偽装事件に対するおわびのコメントを発表。あわせて近日中にグループ再建計画を公表することを明言
- 2 月 22 日 雪印食品の解散にともなう最大約 250 億円の損失について、親会社の雪印乳業が支援を表明
- 雪印乳業が、品質保持期限の切れた業務用冷凍バターを別海工場に運んだ上、同期限を 1 年後に書き換えて再包装したのち加工乳などに再利用

- していた事が発覚
- 3月15日 ネスレジャパングループの藤井俊一 CEO が、雪印乳業への資本参加を拒否する可能性を示唆
- 3月28日 雪印乳業が全農、伊藤忠商事、農林中金からの資本導入、全農、全酪連との事業提携による市乳事業の再編、冷凍食品・育児品・アイスクリーム・医薬品などの事業分離、譲渡を軸とした新再建計画を発表

BSE(狂牛病)をめぐる動きと雪印食品牛肉偽装事件

* 2001年

- 9月21日 雪印食品の関西ミートセンターが、北海道産の牛肉に熊本産とのラベルを張り替えて偽装した上で出荷する
- 10月12日 東京都中央卸売市場食肉市場で、BSEの疑いのある牛1頭が見つかったと都が発表
- 10月18日 食肉牛のBSE全頭検査はじまる
- 10月31日 関西ミートセンターが、オーストラリア産牛肉12.4トン分を国産牛と表示した箱に詰め替えて偽装
- 11月5日 雪印食品が、日本ハム・ソーセージ工業協同組合に偽装分を含む計約280トンの牛肉買い取りを申請
- 11月14日 関西ミートセンターが、さらにオーストラリア産牛肉1.4トン分を国産牛と表示した箱に詰め替えて偽装

2002年

- 1月23日 西宮冷蔵の水谷洋一社長が雪印食品の牛肉偽装を告発。農水省近畿農政局、兵庫県、西宮市保健所などが関西ミートセンターや西宮冷蔵などに一斉立ち入り調査。兵庫県警が詐欺容疑で菅原哲明センター長を事情聴取
- 1月28日 関西ミートセンターによる北海道産牛肉の熊本産偽装が明らかになる。農水省が日本農林企画(JAS)法違反の疑いで、関西ミートセンターに立ち入り検査
- 1月29日 社内調査委員会の報告で、本社と関西ミートセンターでも輸入牛肉を国産と偽装していた事が判明する
- 2月2日 兵庫・埼玉両県警と北海道警・警視庁の合同捜査本部が詐欺容疑で、雪印食品本社や関西ミートセンターなど十数カ所を家宅捜索
- 2月22日 雪印食品が4月末をめどにした会社解散を正式発表
- 2月28日 雪印食品の全国4カ所のミートセンターが閉鎖。社員約950人のうち約800人に3月末日付の解雇通知が告げられる
- 3月10日 雪印食品のパート、アルバイト従業員全員が一斉解雇
- 3月31日 雪印食品の大半の社員が解雇される

4 月 26 日 雪印食品臨時株主総会。会社解散を決議

4 月 30 日 雪印食品解散

出所：北海道新聞取材班(2002)『検証・「雪印」崩壊 その時、何がおこったか』講談社
より抜粋。

【参考資料 2】

雪印アクセス社長インタビュー

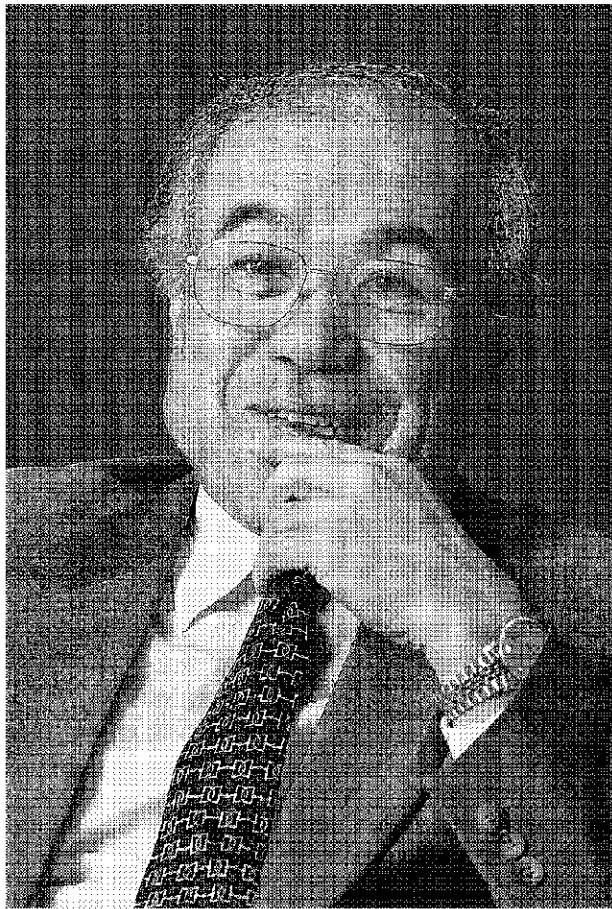
出所：日経流通新聞 2003年10月2日

食品卸三位の雪印アクセスは一日、設立満十年を迎えた。全国に張り巡らせた低温物流網をいかに成長戦略は、親会社だった雪印乳業の食中毒事件など一連のグループ不祥事で減速気味だ。新

雪印アクセス社長

たな筆頭株主、伊藤忠商事出身の吉野芳夫社長は来春「のれん」の掛け替えなどで社員の意識改革を徹底、生鮮流通事業も強化し反攻のアクセスを踏み込む。（聞き手は日経MJ編集長 金子隆夫）

吉野 芳夫さん



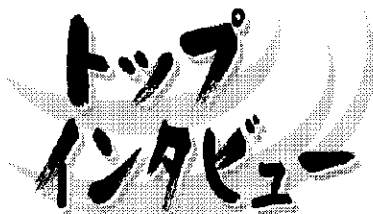
生鮮部門強化で成長期す

雪印から卒業 取引全方位で

「今年は冷夏が食品業界を苦しめました。全国的にアイスクリームは厳しかったが、ラーメンやパンなどは堅調に推移した。四〜八月の単体売上高は前年同期比一・三％増。計画の四・八％増です。雪印の牛乳事業を引き継いだ日本ミルクコミュニティ(MC)が順次小売業との直接取引に移行して行くのを織り込んで予算を堅めに組みましたが、明治乳業やオホヨー乳業などの取引を順調に増やし、日本MCの落ち込みを補いました」

「今年度は冷夏が食品業界を苦しめました。全国的にアイスクリームは厳しかったが、ラーメンやパンなどは堅調に推移した。四〜八月の単体売上高は前年同期比一・三％増。計画の四・八％増です。雪印の牛乳事業を引き継いだ日本ミルクコミュニティ(MC)が順次小売業との直接取引に移行して行くのを織り込んで予算を堅めに組みましたが、明治乳業やオホヨー乳業などの取引を順調に増やし、日本MCの落ち込みを補いました」

「初代の信田力正社長、二代目の湯浅慎一郎社長(現会長)が自立・戦略・システムを経営の柱に会社を引っ張ってききましたが、雪印の食中毒事件などの余波でまだ道半ば。私はその総仕上げを任せられたと考えています。全方位



高コスト体質改善急ぐ

「と考えている。ドラッグに体制・意識を変えて、経営を筋肉質にします」

「売上高経常利益率を二〇〇四年度からの中期三カ年計画で達成を狙います。幸い、アクセスの稼働力は抜かして、売上高粗利益率は同業他社より三、四割は高く、社員も皆まじめ。基礎体力はある。問題は高コスト体質です」

低温帯に磨き 営業力を強化

「高コストとは、人件費が高いという意味ですか。」「いや。アクセスは全国に百七十四カ所(九月現在)の物流拠点を持っていますが、低温帯(冷凍・冷蔵)にも対応しており、同業他社が主力とする常温帯の拠点より圧倒的にコストがかかる構造なのです。販社なら、隣のチーズ・バターが欲しいと取引先にいわれれば、どんな遠路地へも運ばねばならないが、卸会社はそれを採算が合うのか、という視点が不可欠。十月から全社を挙げて営業、物流、システム、業務などあらゆる面で構造改革に取り組み、経営指標を高めよう」

「意識改革、高コスト体質の改善。課題を三つ挙げれば、もう一つは何ですか。」「営業力です。小売業のみならず、メーカー対策がまだまだ不十分。総合的な組織活動ができていない面もある。低温物流網への世間の評価にも安心・安住すべきでない。現時点で同業他社を半歩から一歩リードしていることは認めますが、麦食が冷凍・冷蔵食品卸子会社をユキワと合併させるなど他社が追撃態勢を整えています。低温帯で圧倒的に強い会社になれば、常温帯の商いも維持できます」

「生鮮三品を含む業務用食料は単体売上高の一割強。仲はす余地があります。」「卸会社共通の課題です。当社も外食・中食、給食などの販路にもっと関与すべきだと考え、四月に開発本部をつくりました。この分野は新興企業が多く、調達・物流コストは多大な負担です。株主である伊藤忠や三菱商事、三井物産などの経営資源を大いに活用すれば、年商はゆうに五百億〜六百億円上積みできる。卸にとって生鮮食品は扱えぬが難しい商材ですが、野菜・果物などを効率的に流通させる仕組みをつくりたい」

「一部の生産者はブランドドブくりや価格形成などの面から、既存の市場流通に不満を持ち始めています。」「農業法人などと協力し、商品開発にも取り組みます。せめて青果物だけでも自給できる体制をつくらないと、日々

「現時点では感じませんが。非常に心配しているし、高木邦夫社長にも「安心して取引できるようお願いします」と申し上げましたが、十分注意して取引を継続します。吉野平八郎副会長や遠藤隆夫事務が社内を変えてつづいているのは我々も感じ期待しています」

一言

「雪印を卒業し……」と卒業という言葉は何度も繰り返して話されたのが印象に残りました。筆頭株主が雪印乳業から伊藤忠商事にかわるという劇的な変化を受け、社員の意識改革こそが最も重要な課題であると、真剣に受け止めていることの証しだと感じました。

意識改善に全力

「このほど社名を来年四月一日付で「日本アクセス」に変更すると決めたのも、意識改革を考えれば当然の結論でしょう。しかも「伊藤忠アクセス」ではなく、筆頭株主の「日本アクセス」としたことで、吉野さんの強い決意と戦略の意識が読みとれます。後は「日本」の冠に恥ずかしくない実力企業に脱皮できるかどうかです。

事業再生ケーススタディ・ティーチングノート：雪印乳業

1 このケースの目的

本ケーススタディでとりあげている雪印乳業、および雪印グループは、事業再生としてはやや特徴的なケースといえるだろう。突然の不祥事によって経営状況が急激に悪化し、雪印はその対応に追われ続けた。それまで超優良企業であった会社が、これだけ急速に経営が悪化していくケースは珍しい。しかし、情報化が進んだ現在、このような不祥事や評判の低下による経営悪化は、他山の石ではない。どこの企業においても起こりうる現象と考えるべきであろう。その意味ではこのケースは極めて貴重な事例であり、これを扱うことによって、突然の不祥事に対して会社がどのような対応をしたのか、またどのように対応をするべきだったのかを、さまざまな観点から考えていくことができるだろう。

作成者としては、それに加えてこのケースにはもうひとつ重要なトピックスが存在すると考えている。それは事業再生における事業再編の役割である。雪印は再生プランを実行していく過程で、結果的に極めて大胆な事業再編を行った。通常の実業再生や経営が悪化していない企業では、ここまで大幅な事業再編は多くの場合難しいだろう。しかし、経済全体が大きな変革期を迎えている現在、各企業が大きな事業再編を行う必要性は今後一層高まっていくと考えられる。したがってこのケースは、大幅な事業再編を行って経営改善を図った貴重な事例と考えることができる。本ケースを扱うことで、事業再編のあり方をさまざまな角度から考えることができ、事業再編を行う際に必要となる意思決定の基準や留意点などについても議論していくことができるだろう。

2 雪印グループ再建事例のポイント

本文でもある程度述べているが、ここではこの雪印のケースから考えることのできる事業分割・事業再編に関するポイントを、本文に補足していくつか指摘しておこう。

ポイント：『元雪印』事業売却の収支

一連の事業再編では、他社へ売却された子会社や、新しく設立された会社に移管された事業などが多数あった。雪印本体あるいは雪印グループとして見たときに、この外部に売却するという行動がどのように評価することができるかを考えさせるのが、ここでのポイントである。

本文で述べているように、単純に売却価格の多寡だけで決定しては判断を見誤る可能性が高い。どの点を考慮して判断すべきかを十分に考えたい。作成者としては、売却によるシナジー効果の変化がもたらす間接的な影響をどこまで読み込むかが重要なポイントのひとつと考えている。その意味では、雪印アクセスの売却が雪印の営業活動に与える長期的な影響は、やや懸念されるところであり、この点について議論してみるのも興味深いだろう。

う。

また、そもそも適切に売却がされれば、企業価値を高めることができるという点も、確認しておきたいポイントである。一般的に日本では、まだまだ事業売却に関する抵抗感が強く、よほどのことがない限り実行されない場合が多い。雪印の場合には、不祥事によって事業価値が低下した下での売却ではあったが、その過程で業績が回復している点は事業売却が企業価値を高める上で有効な手段であることを示唆している。

ポイント：雪印グループの株価上昇の理由

ここでは、雪印の業績が回復し、株価が上昇してきている理由を議論させることを目的としている。その過程で、不振企業の業績はどのような理由によって回復してくるのか、また株価をそもそも何によって決まるのか等のポイントも確認させることができるだろう。

実際雪印の株価が上昇してきた理由については、いくつかの点が考えられるが、作成者がポイントとしておいているのは、事業再編の影響である。ただし、事業売却を行った時点で、即座に株価がそれを反映して上昇しているわけではない。事業再編がどの程度その後の経営に影響を与えたか、株価上昇にどの程度関与したかを、議論することは上記のポイントとの関連でも重要だろう。また、債権放棄などの金融支援策が株価上昇に役立つのかも、ややファイナンスの知識を要求する点ではあるが、金融支援の役割を一般的に考えていく上では面白いポイントだろう。

ポイント：企業（事業価値）と事業再編を行う際の判断軸

ここでは、そもそも事業再編において、どのような事業が重要かを考えるために思考実験を行っている。それは

まず、ひとつだけ選ぶとしてどのような事業が必要か

それにプラスするとしたら、最低限どのような事業が必要か

のふたつを考えてみることである。

最初の問いかけは、雪印グループとして、一番重要と考えるコア事業は何かという質問である。そして2番目の問いかけは、ミニマムセットとしてどのような事業の組み合わせが重要だと考えられるかという質問である。ミニマムセットを考える際には、どのようなシナジー効果を重要視するのかを考える必要がある。

作成者としては、雪印に限らず、他の企業においてもこのような思考実験を行ってみるのは面白いのではないかと考えている。それによって本当に必要な事業はどれか、またそれを補完する事業として本当に重要なものはどれか、本当に大切なシナジーはなにかという点を改めて考えさせる良い機会ではないかと思うからである。多くの企業において事業が多角化・肥大化しすぎていると言われることも多い現在においては、このような冷静な思考実験も、事業再編の戦略を考えるうえでは必要なことではないかと考えている。

ポイント：雪印再建の選択肢の棚卸、メリット・デメリット

雪印グループの再建は、債権放棄や事業再編を中心とした私的整理によって行われてきた。しかし再建の手法としては、その他にもいろいろと考えられ、他の方法をとっていたら、もう少し違った様相を呈していたとも考えられる。そこでここでは、法的整理を用いた場合や事業再生ファンドが積極的に関与した場合に、どのようなメリット・デメリットがあったのかを考えたい。このような思考実験を行うことによって、法的整理の役割などもより明確になるだろうし、この雪印のケースから学んだことを、より幅広い状況に応用できるようになるだろう。

法的整理に持ち込まれた場合には、多くの事業売却は裁判所の関与の下で行われたはずで、その場合にどのような状況になっていたと考えるかが、ひとつの議論のポイントであろう。また、事業再生ファンドを活用した場合には、ファンドが雪印の経営にかなり関与する状況も想定できる。この点を、どう考えるかを検討すると同時に、そもそもファンドの役割とは何かという点まで議論を広げていくことができれば、このポイントは相当広がりのあるものになるだろう。