

氏名	目 篤
学位の種類	博士（経済学）
学位記番号	博経済甲第77号
学位授与年月日	平成25年3月25日
学位授与の要件	学位規則第3条第3項該当
学位論文題目	大規模小売業の倒産過程における経営と財務戦略 —バブル崩壊前後の経営政策と銀行取引を中心にして—
論文審査委員	委員長 教授 箕輪 徳二 委員 教授 近田 典行 委員 准教授 井原 基 委員 准教授 水村 典弘

論文の内容の要旨

本論文の目的は、先行研究では十分分析されてこなかった、大規模小売会社の生成・成長・発展・成熟・衰退の過程を歴史的な視点で、経営者の特性と経営戦略、銀行との融資の関係性を中心に財務分析等により解明することである。とりわけ、バブル経済崩壊後の小売業の行き詰まりを見せたダイエー等複数社のそれぞれの内容について分析することを通じて、日本の大規模小売業の倒産会社と生き残った会社とのそれぞれの違いを析出している。本研究は、日本の高度成長時代に成長発展し、バブル経済崩壊後、総需要が減少するなか行き詰まりを見せる非製造業の1つである大手小売業の経営政策を経営者の資質・リーダーシップの側面と銀行との融資関係の側面を丹念に膨大な1次資料により分析解明したもので高く評価できる。本研究の目的を具体的に示すと次のとおりである。

その1つは、会社の行き詰まりの原因を検討し、会社が行き詰まりに至る経営行動の理由と動機を明らかにすることである。その分析視点は、個別会社の経営行動について、銀行との関係を中心に、経済環境・制度・政策との関係においてどのように実施されたかを分析・検討する。そしてこの経営行動が、経済環境、特に1970年代以降の低成長経済・その後のバブル生成と崩壊、再生との間で、どのように相互に影響を与えあったのかを明らかにする。その2つは、以上の検討を通じ、倒産に至るその主な要因と再生に関する一般的傾向、生き残っている大規模小売業との違い、特色を明らかにすることである。

本論文の分析方法は、①倒産に至るまでのその小売業の経営戦略の行き詰まり・つまずきの歴史的視点、②経営者資質と会社経営の特質の視点、③倒産に至る5年程度前からの銀行取引関係の特徴・転換社債発行等とその資金の用途の分析の視点、④倒産に

至るまでの収益性・流動性分析を中心とした財務分析手法により経営実態変動を捉える財務の視点で、小売業の倒産要因と再生に関する新知見（傾向性）の提示を目標に、その時代特性を解明しようとするものである。

本論文の目次は次の通りである。

はじめに —研究の課題と方法—

第Ⅰ編 大規模小売業の成長・衰退・再生の通史

第1章 経営行動と時代背景

第1節 経営行動の概要

第2節 マクロ経済動向と小売業の関係

第2章 事業戦略と合併・再編

第1節 時代背景

第2節 大規模小売業における取引銀行の行動

第3節 銀行からみた銀行取引

第3章 各社の財務戦略

第1節 1960年代終盤から1970年代までについての財務状況

第2節 1980年代～1990年代についての財務状況

第3節 2000年代の財務戦略について—1990年代との違いについて—

第Ⅰ編 小括

第Ⅱ編 小売各社の経営行動

第4章 先行研究

第5章 イトーヨーカ堂の長期経営行動

第1節 事業の成長・拡大過程

第2節 銀行取引体制，資金調達体制

第3節 収支財政構造と経営改善活動

第6章 イオンの長期経営行動

第1節 事業の成長・拡大過程

第2節 銀行取引体制，資金調達体制

第3節 収支財政構造と経営改善活動

第7章 ダイエーの長期経営行動

第1節 事業の成長・拡大過程

第2節 銀行取引体制，資金調達体制

第3節 収支財政構造と再建計画

第8章 西友の長期経営行動

第1節 事業の成長・拡大過程

第2節 銀行取引体制，資金調達体制

第3節 収支財政構造と再建計画

第9章 ヤオハンの長期経営行動

第1節 事業の成長・拡大過程

第2節 銀行取引体制，資金調達体制

第3節 収支財政構造

第10章 マイカルの長期経営行動

第1節 事業の成長・拡大過程

第2節 銀行取引体制，資金調達体制

第3節 収支財政構造

第Ⅱ編 小括

第Ⅲ編 大規模小売業各社の会社倒産と経営再建

第11章 倒産状況と制度運営の沿革

第1節 倒産状況の概要

第2節 法制度の沿革

第3節 政府による対銀行政策

第4節 銀行による取引企業施策

第12章 再建方法の分析

第1節 ダイエーの再建

第2節 再建企業の比較

第Ⅲ節小括

第Ⅳ編 総括—銀行と経営者—

第13章 銀行取引の特性

第14章 経営者の行動

第1節 経営行動全般

第2節 会社の行き詰まりと生き残りの原因

おわりに

非製造業としての日本のスーパー業界の時代特性を次のように明らかにする。

スーパーを主要店舗とする大規模小売業は、戦後に誕生した業態である。製造業のように工場、機械装置といった生産装置を持たず、資金調達力、担保力が弱いという特性があった。さらに、国策として推進された歴史を持たず、各社で独自に考察し金融調達手段を工夫する必要があったのである。創業当初のスーパーの歴史は金融調達の苦難の歴史でもある。ダイエーのように複数の銀行を競わせたり、イトーヨーカ堂のように担保借入そのものを極小化すべく店舗の賃貸方式を中心にしたりと、以後の会社の資産保有形態を形成する重大な動機になったのである。

1970年代初頭に公募時価発行が大規模会社の主な資金調達手段になると、状況が一変する。銀行の主たる顧客であった大規模製造業は銀行借入を返済していったために、銀行は融資先を中小企業、個人向け住宅ローンなどにシフトしていった。この時代以降、当然、大規模小売業にも銀行の目が向いてくる。1980年代は大規模小売業における出店制限法である大店法が強い力を持ち、それに加えて、1985年からは銀行の過剰資金が市場に供給された。このときが小売業経営者の夫々の個性が発揮されることになった時期である。

ダイエーは収益性に劣る多角化に邁進し、ヤオハン、マイカルは管理能力がないにも関わらず国内外で大型ショッピングセンターを作った。西友はセゾングループの多角化事業の出資元となり、不動産担保融資事業で失敗した。さらに、各社とも、1990年代以降は衣料を中心とする消費低迷の時代に入り、専門店が台頭しスーパーが消費者のニーズを満たすことが難しくなった。イオンは、1980年代を通じて穏健な拡大に留め、バブル崩壊後に破たんした小売各社を合併・統合して、巨大ショッピングセンターの管理能力を涵養し、ユニクロなどの新興専門店を自社設備に入居させ、不動産管理収益を得る構造を作った。イトーヨーカ堂は1980年代に品揃えの高品質化に努め、在庫改革を通

じて他を圧する高利益率を達成したが、その後、通常店舗の出店を加速させ、専門店の自社施設取り込みは遅れていることもあって停滞をみせている。しかし、スーパー業態とは別にグループ内部で強力なコンビニチェーンと銀行を育成するなどの展開を見せたとする。

小売企業に対する銀行取引は本来、店舗出店に必要な相応の決済経路・レジ等に必要な現金、差入保証金（賃貸用不動産の場合）、土地・建物（保有の場合）のための資金使途となる。また、例えばイトーヨーカ堂の場合には地主の建物建設費用も銀行貸付の資金使途となる。商品在庫に関しては、貸方に商品仕入にかかわる買掛金があり、これが通常在庫と売掛金の合計を超えるために資金需要が生じず、資金余剰が生じる。イオンがマイカルとヤオハンを救済したときには、この効果を利用したとする。

生き残ったスーパーチェーンであるイトーヨーカ堂とイオンは上記の資金使途の範囲内にほぼ限定されていたとよい。破綻したダイエー、西友、ヤオハン、マイカルは上記の範囲での資金使途に留まっていなかった。ダイエーはホテル・レジヤ施設・ビル・異業種企業株式などが資金の使途となった。これらはバブル崩壊後に取引価格が暴落し、損失を与えることになった。西友の傘下にあった東京シティファイナンスはメイン銀行出身者により運営され、当該銀行の別働隊としての機能を果たして不動産事業者向け融資を行っていたので、資産価値下落により回収不能債権が大規模に生じた。ヤオハンでは中国向け投融资、マイカルでは大型ショッピングセンター土地取得費、建築費に資金が向かった。このような資金使途上の違いに加え、各社の借入の相手先、社債、借入など有利子負債種類の点でどうであったかが重要な点であるとしている。

大規模小売会社の銀行取引関係の特質を次のように明らかにする。

小売企業の資金需要は、店舗出店に必要な相応の決済経路・レジ等に必要な現金、差入保証金（賃貸用不動産の場合）、土地・建物（保有の場合）取得等の場合である。例えばイトーヨーカ堂の場合には地主の建物建設費用も銀行貸付の資金使途となる。

生き残ったスーパーチェーンであるイトーヨーカ堂とイオンは上記の資金使途の範囲内にほぼ限定されていたとよい。破綻したダイエー、西友、ヤオハン、マイカルは上記の範囲での資金使途に留まっていなかった。ダイエーはホテル・レジヤ施設・ビル・異業種企業株式などが資金の使途となった。これらはバブル崩壊後に取引価格が暴落し、損失を与えることになった。西友の傘下にあった東京シティファイナンスはメイン銀行出身者により運営され、当該銀行の別働隊としての機能を果たして不動産事業者向け融資を行っていたので、資産価値下落により回収不能債権が大規模に生じた。ヤオハンでは中国向け投融资、マイカルでは大型ショッピングセンター土地取得費、建築費に資金が向かった。このような資金使途上の違いに加え、各社の借入の相手先、社債、借入など有利子負債種類の点でどうであったかが重要な点である。

ヤオハン、マイカルは、バブル生成期に銀行借入が大きく減少するパターンを示している。特にヤオハンでは取引銀行シェアにも大きな変動があり、残高自体も極端に減少

させているのである。両社ともバブル生成期を通じて、社債（転換社債，新株引受権付社債）の増加が著しい。バブル崩壊後には、両社ともヤオハンが銀行取引を再び増加させるが、取引銀行構成とシェアが大きく変動した。他業態（生保，地銀など）の参入を促すなど，新規借入銀行が頻繁に登場するなどの現象がみられたのである。両社は，バブル崩壊後に，転換社債，新株引受権付社債の借り換えを「個人向けの普通社債」発行で賄った。格付が投資適格にあったこと，販売時の投資家への説明過程に問題があったことが問題視されたが，両社とも伝統的な意味でのメイン銀行取引が実は当初より崩壊していたことが指摘している。取引銀行は概ね巨額投資の時期に一貫して残高を減らしており，早くに社債権者にその座を譲っている。メイン銀行としては，取引意義を否決しているということを他投資家，金融機関に知らせず，金融環境の様子を見ながら取引圧縮を続けることが最適戦略であったと推定している。

大規模小売会社の衰退，倒産要因と生き残り会社の特質を次のように分析している。

スーパーの衰退の要因の1つは，先ずは消費支出の減少—1990年を100として2010年までに食料85.9，衣料50.5の水準—に起因するものである。これに伴い，不動産賃貸・保有に係わる費用，すなわち賃貸料・減価償却費，管理費用，減損費用，借入金利息が増加した。不振店舗における人件費，不動産賃貸・保有費用の削減にはかなりの手間がかかり，かつ売上の減少幅程度に人員数を圧縮することはできないことが窺われる。その2つは，業務多角化を安易に行い，低収益投資を過剰に行ったこと，バブル期を過ぎた時期にも過去に計画していたプロジェクトが次々と完成することにより過剰投資が顕現化するケースである。その3つは，規制に係わる要因である。大店法の規制緩和に伴い，スーパー事業者（特に地方の中小食品スーパー）が過剰な出店を一斉に実施したために単位当たり売上の急落がみられたのである。1990年代以降スーパーチェーン事業者は概ね一斉に業況が悪化したが，それでも各社毎にはかなり対応に違いが生じた。倒産した会社と生き残った会社との分水嶺は何だったのだろうか。

イトーヨーカ堂は，フランチャイズ・コンビニエンスチェーン展開方法と通底する，店舗の貸し手を前提とする資産保有形態の特異性が指摘しうる。次に，1982年以降の「業務改革会議」の成果—在庫の「死に筋商品」排除を軸とした品揃え改革，在庫縮減と粗利益の改善をもたらした高いROA等の財務指標の優位性が指摘しうる。その後の売上低下は免れなかったとしても，この歴史的蓄積による財務健全性が他社との差別化になっていた。1980年代のジャスコは大店法による参入障壁が適切に機能し，横ばいながらも相応の水準を保ち，かつ小売業以外には大きな多角化は行わなかったことに加え，ショッピングセンターを大量に展開することにより「その他営業収益」である不動産賃料・不動産管理料収入で高位にあり，売上低下を相当程度補完したとしている。生き残ったイトーヨーカ堂とイオンは，各オーナーが社会情勢に敏感であり，バブル的投資をついに行わなかったこと，借入手法・財務諸表に強い関心を持ち，それぞれのやり方で，主体的に独立心旺盛な姿勢で銀行を操ったこと，厳しい採算性管理を行ったこと，

が共通点であることを指摘している。

倒産したダイエー、西友、ヤオハンでは投資採算性の検討能力に課題があったことが指摘しうる。マイカルは個別店の店舗運営面、顧客ニーズの捕捉の面で優れた能力を持っていたという評もあるが、会社全体としての過剰投資を防止できなかった。店舗開発に向け、新しい集客政策を構想し、世間にそれをアピールすることは小売業経営の醍醐味であり、消費喚起に資することでもあるが、これら各社はそこに溺れてしまった。破綻したダイエー、ヤオハン、マイカルはいずれも銀行取引の形式面に異常性がみられた。ダイエーは五行並行取引を構築し、事業の説明をしないで資金を機械的に引き出す仕組みを構築し、ヤオハン取引銀行を次々に替え、助言を受けない代わりに説明もしない体制を作った。マイカルは銀行取引だけの各行シェアは強固に一定だが、実は全体として借入が削減され、個人向け社債に肩代わりをさせていたことである。西友は一見すると伝統的な金融取引であったが、銀行と一蓮托生でありすぎた故に、セゾングループの損失処理に資金負担を強いられ、銀行OBが作った東京シティファイナンスの損失を受け入れざるを得なかったことが命取りとなったことを明らかにする。

論文審査の結果の要旨

本論文の意義は、大規模小売業各社の生成・成長・発展・衰退の過程を、個別銀行取引のありようを相互に比較分析し、経営戦略上での意思決定の過程、収支財政面からみた事業構造、ひいては経営者の資質・特性に迫り、バブル経済崩壊後において衰退・倒産に至った要因を明らかにし、生き残った小売業の経営特質を解明したことである。

本論文での新知見は、先行研究では十分分析されてこなかった、「大規模小売業の経営戦略と銀行取引との関係性分析の視点」、「大規模小売業の生成・成長・発展・衰退の歴史的な分析の視点」、「経営者資質と経営特質の視点」により、とりわけ、バブル経済崩壊後の大規模小売業の行き詰り、倒産過程とその要因を解明し、生き残っている各社との違いを分析解明したことである。

本論文において析出された主な新知見の内容は次のとおりである。

バブル生成期における大規模小売会社と銀行取引関係については、資金調達手段が社債発行にシフトし銀行借入金は減っている。そのなかでも、融資順位を守ったところはダイエー、西友、マイカルであり、イトーヨーカ堂、ヤオハンは優位順位を守らなかった。

特に、マイカル、ヤオハンは、バブル崩壊後に個人向け社債にシフトし資金繰りが逼迫化、生保など金融他業態体の登場がみられた。ヤオハンは当初より銀行の銘柄自体に秩序が無く、ダイエーは5行並列取引、西友は借入残高がメイン行に片寄せされる「メイン寄せ」がみられるなど、銀行取引はそれぞれ様々に異なった動きを見せた。

イオンは、バブル生成期に社債の発行は行うものの、借入も増えており、優位順位とシェアを守っていた。

生き残った会社における、経営者資質に関しては、イトーヨーカ堂とイオンについては、実質創業者が共に社会情勢に敏感であり、資産価格の値上がりを期待する投資を殆ど行わなかったこと、借入手法・財務諸表に強い関心を持ち、それぞれ主体的に独立心旺盛な姿勢で「銀行を操った」こと、厳しい採算性管理を行ったことなどが共通点である。両社と

も取引金額面のみならず、銀行出身人材の登用、助言の受入などについて、効果的に補完機能を活用したのか特徴であるとする。

経営戦略面では、イトーヨーカ堂は、スーパー事業において品揃え改革を継続することによる保守的姿勢を採り、セブン-イレブンの育成、米国セブン-イレブン買収、銀行設立など、自社保有資産をそれほど増やさず、グループとして近接する手持ち分野を拡大しようとした。イオンは、倒産した大手小売各社を買収していき、従業員とともに一体化した。競合していた大手チェーンをほぼ全て手中にしたことで競争環境が緩和された。これら両社の経営戦略は創業時からの経営者のいくつかの経営理念のなかに当初から埋め込まれていたことを指摘する。

ダイエー、西友、ヤオハンに投資採算性の「組織的な検討能力」に問題があった。さらにダイエー、ヤオハン、マイカルはいずれも「銀行取引の形式面に異常性」がみられた。西友は一見伝統的な金融取引であったが、銀行と一蓮托生でありすぎた。倒産に至る会社の銀行取引の特性は、「利害関係者である銀行との議論を回避する」こと、または「従順過ぎる」こと、銀行を「緊張感をもって活用し操る姿勢がない」こと、「投資における財務的検討体勢が希薄であること」などが明らかにしたのである。

一方、銀行側の取引姿勢の特性としては、メイン銀行は不振企業に対しては、他行の融資、社債調達について容認・促進する姿勢を示し、会社全体としての事業存続性に対して十分な助言を行わない—ないしは行えない—としても取引を継続する場合があることである。すなわち、バブル崩壊前後の時代の行動原理において、メイン銀行が主体的に倒産防止を講ずることができないことが多かったことを主張している。

以上のように、本論文は、大規模小売業の生成・成長・発展・行き詰まりを財務的分析と並行して銀行との取引特性、資金調達、返済の実態と経営との関係を明らかにしたもので高く評価できる。

だが、本論文にも次のようないくつかの疑問がある。その1つは、小売業の経営活動を論述するときに、経営戦略と経営政策をどのように概念付け、峻別して使っているかが

必ずしも明確でないことである。その2つは、経営者資質と経営特性の分析において、オーナー経営者の理念が強く経営に反映されて経営していることが述べられているが、経営者の暴走を抑える、監視、牽制の社内的仕組みを、どのように構築すればよいか等

の問題が残っているように考えられる。

しかし、本論文には上記疑問は、残るものの、本論文の成果を少しも低めるものではなく、今後の研究課題としてもらいたい。

以上により、本審査委員会は、本論文を博士（経済学）の学位に相応しいものと判定した。