



慶應義塾大学ビジネス・スクール

日本たばこ産業株式会社

1999年夏、日本たばこ産業株式会社（J T (Japan Tobacco)）は、R J Rナビスコ
のアメリカ以外のたばこ事業を買収した後も、たばこ事業以外への多角化を積極的に検討 10
していた。とりわけ、J Tは医薬品事業、食品事業およびアグリ事業を多角化の三本柱と
して重要視しており、これら事業をどのようにして強化すべきかが課題であった。

沿革

1898年（明治31年）、戦費調達のために葉煙草専売法が施行されて、大蔵省に専売 15
局が設置され、葉たばこの生産・販売は国家管理下に入った。1904年（明治37年）には、
煙草専売法が制定されて、たばこの製造と販売も政府の専管事業となった。

1949年6月、日本専売公社が設立された。1954年、日本専売公社は国産初のフィル
ター付製造たばこ「ホープ（10）」を発売した。1970年、日本専売公社は、アメリカン・
ブランド・タイプの第1号製品として「チェリー」を発売した。¹ 1973年には、研究開発体 20
制の充実・強化を図るため、中央研究所を横浜市に設立し、東京都より移転した。1975年、
日本専売公社は、フィリップ・モリスとの間で、「マールボロ」のライセンス生産の契約を

¹ アメリカン・ブランド・タイプとは、原料葉たばこに香料などのソースを多量に添加し
て高温の熱風で乾燥させ、葉たばこ特有のクセや異味異臭を除去して新しい香りづけの
特殊加工をした原料を配分した製品である。前尾毅，知られざるJ Tの底力（実業之日
本社，1994年11月），p.40

このケースは、慶應義塾大学大学院経営管理研究科でのクラス討議のために、同大学
教授の鈴木貞彦が、公表資料に基づいて作成したものである。このケースは、経営上の処
理状況の適否を例示することを目的としたものではない。（1999年11月作成，2000年2月
改定）

Professor Sadahiko Suzuki of Graduate School of Business Administration, Keio
University, Japan prepared this case as the basis for class discussion rather than to
illustrate either effective or ineffective handling of an administrative situation. (Prepared
in November 1999 and revised in February 2000)

Copyright © 1999 by Professor Sadahiko Suzuki. No part of this publication may be
reproduced, stored in a retrieval system, used in a spreadsheet, or transmitted in any
form or by any means - electronic, mechanical, photocopying, recording, or otherwise -
without the permission of the author.

結んだ。

1984年、専売改革関連法案が成立した。また、製造たばこの輸出を目的として日本たばこインターナショナル（現在ジェイティインターナショナル）を設立した。1985年、日本政府は、外国たばこの日本国内での販売を認めた。1985年4月、日本専売公社は民営化されて日本たばこ産業株式会社（JT）が誕生した。しかし、日本たばこ産業法によつて、政府はJTの発行済株式数の少なくとも50%を所有しなければならないことに決められた。同時に、付則第18条の規定によって、当面、政府は発行済株式数の3分の2に当る株式を所有しなければならないことも決められた。

一方、1987年、日本政府は、アメリカ政府からの関税引き下げ要求に抗しきれずに、1983年以来10%に下げているたばこの関税をゼロにした。この変更後、海外たばこの輸入がさらに増加した。JTでは、アメリカン・ブレンド・タイプが世界の主流になるものと予想して、1970年以降もアメリカン・ブレンド・タイプのたばこの研究に努め、アメリカン・ブレンド・タイプのたばこの製造にも力を入れていた。ところが、アメリカン・ブレンド・タイプにとって日本国産の葉たばこは最適な原料とは言えなかった。このため、JTはアメリカン・ブレンド・タイプに最適な外国産葉たばこの輸入を増やしていた。

しかし、国産葉たばこの仕入れ価格は外国産葉たばこの価格を大幅に上回っていた。ところが、JTは、日本国内で生産された葉たばこを購入する義務があった。このため、JTにとっては、国産葉たばこの過剰在庫を削減することが大きな課題になっていた。そこで、民営化後、JTは巨額の奨励金を支払うことなどして葉たばこの減反政策を進めた。一方、葉たばこ農家のほうでも後継者難と高齢化も加わって、耕作面積も半分以下に減少した。また、葉たばこ農家の数も毎年1千軒以上減り続けて、1999年3月には25千人弱に減少していた（附属資料7）。この結果、1989年からは、外国葉たばこの購入量が国産はたばこの購入量を上回るようになり、1998年には60%強に増加していた。これによって、1994年3月以降には、JTの葉たばこの在庫は1985年当時の1兆300億円のほぼ3分の1に減少した。

1994年10月、JTはその株式を東京証券取引所に上場した。1997年4月、塩専売制度が廃止されて、JTは塩専売事業を終了した。一方、JTは民営化した1985年以来、合理化を進めており、工場数を37から25に、従業員数を35千人から20千人に減らした。

民営化後、社長には元大蔵省官僚が3代続けて就任していた。長岡実氏および水野繁氏に次いで、元国税庁長官の水野勝氏（1932年生）が1994年6月から社長に就いた。

たばこ事業

日本国内のたばこの需要は、日本国内の少子高齢化や健康志向の高まりによって伸び悩んでいた。1998年の喫煙率は33.6%と過去最低になった。2009年には成年人口もピー

クに達すると予想されていた（付属資料23及び24）。

ところが、日本国内では、旧国鉄、国有林事業の累積債務の処理財源を確保するために、1998年12月にたばこ特別税が導入された。このため、JTは1998年12月にたばこの値上げをせざるを得なくなり、たばこの売上高を抑えるものと予想されていた。

また、日本市場への外国たばこメーカーの参入で、日本市場におけるJTのたばこのシェアは1998年には78%にまで低下し、たばこの売上高は1990年代に入って横ばいとなった。その一方で、販売競争も激化していた。販売競争は、自動販売機の設置でも激化していた。1998年4～9月期には、たばこ自動販売機メーカーの出荷台数で前年同期比で70.1%増の64.8千台になっていた。¹ たばこ自動販売機には、設置者が自前で購入する場合とたばこメーカーが派手な広告を施して設置店に貸与するマーキング機の二通りがあったが、増加した自動販売機の殆どは海外たばこメーカーも含めたたばこ会社のマーキング機であった。この状況において、1998年、JTは自動販売機の発注を一括方式に変更した。すなわち、発注を各機種別に自動販売機メーカー1社に集中する方法を採用した。JTはこれによって、大幅な値引きを要求できるようになった。事実、たばこ自動販売機メーカーでは「たばこ自販機の単価が前年度比、一気に3割近く急落した」と述べていた。²

JTの海外展開の挫折

1985年、JTが民営化された時、アメリカや西ヨーロッパの市場は、フィリップ・モリス、BAT（ブリティッシュ・アメリカン・タバコ・インダストリーズ）およびRJレノルズに抑えられており、JTが参入できる余地は少なかった。この状況において、1988年5月、JTは、ヨーロッパのM&A専門の金融機関から、RJレイノルズを買収する意思があるかどうかという打診を受けた。買収金額など詳細な条件は明示されなかったが、RJレイノルズはたばこ事業で1987年に63億ドルの売上高をあげており、買収金額は1兆円を下回らないであろうと推察されていた。この時点で、JTは動かなかったが、長岡社長は、海外企業を買収することについて、「国内の葉たばこ農家の問題もあり、製品の輸入を目的に外国メーカーを買収するのは無理な話。（しかし）海外市場戦略を考えるうえでの重要検討課題」と述べていた。³ 一方、これ以前にも、JTに対しては、「ラーク」を生産していたリゲット・アンド・マイヤーズが売却を打診したことがあった。ラークは日本では人気銘柄であった。この時には、フィリップ・モリスが、関税撤廃後の日本市場の攻略を狙う布石としてラークのブランドを1～2億ドルで買収した。その後、ラークの日本国内での販売は好調で、1987年度に全輸入たばこの22%のシェアをとりトップを独

¹ 日本経済新聞（1998年11月19日）、p.11

² 田村広済、「復権できるか自販機業界（中）」日経産業新聞（1999年1月26日）、p.1

³ 太田泰彦、「米レイノルズ身売り？相手は日本たばこ。M&A業者、買収打診」日経産業新聞（1988年6月1日）、p.1

走っていた。¹ このようなこともあって、1988年10月、J Tは国際的なM & Aを行う組織として国際企画室分室を設立した。

1989年、ベルリンの壁が取り除かれて、東ヨーロッパとソ連のたばこ市場が西側たばこメーカーにも開かれた。J Tは、この新市場であれば、勝てると思った。そこで、J Tはハンガリーとチェコスロバキアへの進出を検討した。しかし、アメリカと西ヨーロッパの大手は、ハンガリーの市場が開放される以前から国営のたばこ会社に自社ブランドの商品をライセンス生産をさせて、すでに高い知名度を確立していた。さらに、市場開放後も、大手3社は、地元企業を買収したり合併事業を組んだりして、ハンガリーの80%近くのシェアを握ってしまっていた。チェコスロバキアも同様な状況であった。このため、J Tが入り込む余地は殆どなかった。

そこで、J Tは、次にポーランドへ進出することにして、1992年に地元の小規模たばこメーカーに生産を委託した。しかし、J Tのブランドの知名度は無かった。流通網も持たなかったため、宣伝をしても、商品が店頭で不足して、販売に結び付かなかった。

一方、J Tは、1992年4月、イギリスのマンチェスター・タバコ (MTC) を500万ポンド (約11億5千万円) で買収した。売上高は89百万ポンド (約200億円) で、イギリスでのシェアは1.3%であった。J TはMTCをヨーロッパにおける拠点として強化しようとした。1994年5月、J Tは47百万ポンド (約72億円) の投資を行ってMTCの生産能力をそれまでの2.5倍に相当する年産100億本に高めることにした。1998年12月、J TはMTCからポーランドに向けて紙たばこの輸出を開始した。しかし、ポーランドでは、フィリップ・モリス、BATやレームツマ (ドイツの大手たばこ会社) が優勢で、J Tは依然として劣勢に立たされていた。このため、J Tは、自力での進出戦略を変更して、1998年11月、レームツマと提携して、レームツマの工場で製造したJ Tの商品を、レームツマの販売網を通じて店頭で並べることを考えた。

このように、J Tが東ヨーロッパで試行錯誤を繰り返している間に、フィリップ・モリス、BATおよびRJ Rの大手3社は東ヨーロッパから旧ソ連各国までの市場の大半を抑えてしまった。

世界のたばこ事業における寡占競争

たばこ業界で、競争優位に立つためには、少なくとも3つの要因が重要であった。第一に、たばこ事業は規模の経済の働く構造になっていた。このため、まず、原材料を低いコストで調達することであった。次に、低コストで加工および輸送をすることであった。とりわけ、製造工程は細かく刻んだたばこ葉と香料を紙で巻くだけという単純なものであ

¹ 太田泰彦、「米レイノルズ身売り？相手は日本たばこ。M & A業者、買収打診」日経産業新聞 (1988年6月1日), p.1

った。さらに、大規模に宣伝を行うことが効果的であった。

ところが、日本では原料の葉たばこの価格が国際価格を大幅に上回っていた。すなわち、民営化後も、JTは、毎年、国産葉たばこを、学識経験者達で構成する葉たばこ審議会の答申した価格で全量買い取る義務があった。JTは審議会に対して価格引き下げを求めていたが、耕作者側が事前に政治決着で価格を10年間据え置いてきた。この結果、アメリカ産の葉たばこの価格差は4倍にもなっており、アフリカ産との差は7倍にも開いていた。¹ このため、JTは、今後とも、外国葉たばこの比率を高めたいと思っていた。しかし、それでも、JTにおいては、たばこ税を差し引いた後の売上高に対する原材料費などの変動費の割合は、フリップ・モリスなどのアメリカ大手2社の20%よりも高く、50%近くになっており、営業利益率の差も大きくなっていった。²

このため、JTは、コストを削減するために、製造過程でもコスト・ダウンに取り組んでいた。民営化の年に毎分2,000～3,000回転の機械を使っていたが、いずれ14,000回転、16,000回転の機械に置き換えていくことにしていた。また、工場の集約化を進めることにした。³

第二に、たばこ業界においては、ブランド力を確立することが重要であった。有名なブランドは国境を越えて世界中に広がる性格をもっていた。例えば、フィリップ・モリスがアメリカで確立したブランドの「マールボロ」は、東ヨーロッパや旧ソ連地域でも知名度が高かった。とりわけフィリップ・モリスは積極的なマーケティング戦略によってシェアを伸ばしていた。このため、JTはマーケティング・マネジャー達をアメリカに出張させて、フィリップ・モリスなどのアメリカ企業の洗練されたプロモーション・プログラムを調査することも行った。⁴ また、JTの社員をフィリップ・モリスのカナダ子会社でのマーケティングの業務研修などに派遣することも行った。⁵

第三に、たばこ業界においては、先手を打って市場を押さえた企業が圧倒的な優位に立てると言われていた。消費者は、いったんあるたばこ商品を吸い始めると、新しい商品が売り出されても、容易に新製品に切り換えることはしない傾向があった。加えて、テレビやラジオによる広告・宣伝は禁じられるようになっており、新しいブランドの参入は難しくなっていた。⁶

このような状況のなかで、1990年代に入って、世界市場では、たばこ企業の国際間の合弁や買収が進み、寡占化の傾向を強めていた。1992年7月、RJRNabiscoはスペイ

¹ 「日本の組織、日本たばこ産業株式会社（JT）」フォーサイト（1999年3月），p.119

² 日経産業新聞（1999年7月6日），p.13

³ 松室哲生，「インタビュー、水野勝」週刊ダイヤモンド（1999年3月13日），p.51

⁴ Yumiko Ono, "RJR Deal Will Show if Japan Tobacco Can Compete Globally," The Wall Street Journal (March 11, 1999), p.A17

⁵ 日経産業新聞（1997年1月31日），p.16

⁶ 高橋圭介，「JT、たばこ『世界寡占』に参戦」日経ビジネス（1999年4月19日），p.108

ンのたばこ公社と合併企業設立で合意した。1994年6月、フィリップ・モリスは、ウクライナの大手たばこ製造工場を買収した。また、1996年2月、フィリップ・モリスはポーランドのたばこ最大手のZPTクラクフを傘下に収めた。一方、BATは、メキシコ最大手のシガレーラ・ラ・モデルナを買収した。さらに、1999年1月、BATは世界4位のロスマンズ・インターナショナル（スイス）と合併することで合意した。これによって、新会社は中南米、アフリカ、アジア、オーストラリア市場で首位を目指すとともに、西ヨーロッパ市場でも市場占有率を拡大することを見込み、世界1位になるための重要な一歩になると期待していた。この合併によって、両社の市場占有率は16%に高まり、トップのフィリップ・モリスに接近することになった（附属資料21）。BATはラッキーストライクやケントなどのブランドを持ち、また、ロスマンズはダンヒルなどのブランドを持っていた。このため、この合併は、取り扱い製品を拡充するとともに、コストの削減を目指すものであった。¹

RJRナビスコのアメリカ外事業の買収

1999年に入って、RJRナビスコは海外たばこ事業を売却することを明らかにした。RJRナビスコは、全米各地で提訴されたたばこ健康被害訴訟に悩まされており、1998年11月までに、メーカー側が50州に2050年までに総額2,460億ドルを支払うことで和解していた。² RJRナビスコでは、和解金が1998年だけでも632百万ドルに達し、1999年以降も多額の和解金の支払に迫られていた。また、RJRナビスコは、7.7%の株式を持つ大株主のカール・アイカーンから取締役会の構成を変更することと食品事業をスピンオフするようにとの圧力を受けていた。そこで、RJRナビスコは、収益構造改善のために、たばこ事業の35%も占めていた海外たばこ事業を売却することを決断していた。³ 買い手としてはフィリップ・モリスが有力候補とみられ、アナリスト達は売却金額が60億ドル程度になると推察していた。また、JT側のフィナンシャル・アドバイザーを務めたソロモン・スミス・バーニーは「適正価格」を60億ドルから65億ドルと計算していた。⁴

一方、世界のたばこ市場が寡占傾向を強めていたなかで、JTは国際市場において、競争力の面で上位2社に遅れをとっていた。⁵ その一方で、日本など先進諸国では「たばこ離れ」が進んでいた。しかも、1985年のたばこ輸入の自由化以降、JTの日本市場でのシェアは徐々に低下し、外資系のシェアは1998年には23%を超えていた。JTがライセンス生産していたフィリップ・モリスの「マールボロ」を含めると約30%に達したと見られて

¹ 朝日新聞（1999年1月12日）、p.11

² 朝日新聞（1999年3月10日）、p.1

³ 読売新聞（1999年3月10日）、p.9

⁴ 「日本の組織、日本たばこ産業株式会社（JT）」フォーサイト（1999年3月）、p.119

⁵ 日本経済新聞（1999年3月10日）、p.3

いた。¹ 1998年12月に、JTがたばこ特別税の課税にともなって20円値上げしたが、フィリップ・モリスは、逆に、1998年3月に260円から250円に値下げしていた「ラク」の価格を据え置いた。これによって、「ラク」の売上げ本数は20%近く伸びたと推察されていた。²

JTは事業の多角化を急いで進めていたが、それら事業の業績への貢献にはまだ目処がたっていなかった。このため、JTの経営陣はたばこ事業で当面会社を支えていかざるを得ないと思っていた。そこで、JTはたばこ事業での活路を海外市場に求めようとした。しかし、JTグループの販売に占める海外での販売の割合は1997年で7%にすぎなかった。アメリカ市場でのシェアは0.1%に過ぎず、海外市場で後発のJTが食い込むのは難しい状況にあった。東ヨーロッパ、アジア、中東などに参入するには実績のあるブランドが必要であった。³ また、自社でクリティカル・マスを達成するほどの売上高を実現するためには、多額の資金と時間が必要と思われた。

このような折り、1999年1月上旬、JTに対して「RJRNビスコ社のたばこ事業に興味があるか」という公式の打診があった。JTは、RJレイノルズと1997年から「エアーズ」というたばこの共同開発で事業上の関係をすでにもっていた。⁴ そこで、JTは、数人による極秘プロジェクト・チームを設けて、この買収案件を検討した。この結果、JTは、RJRNビスコ社のアメリカ以外の海外たばこ事業に絞ることにした。とりわけ、JTにとって、RJレイノルズのたばこのブランド力が魅力的であった。「RJRNが持つキャメルのブランド力は、簡単には金銭価値に置き換えられない」と言われており、⁵ 世界的な知名度では、マイルドセブンでも、キャメルには及ばなかった。また、この買収にあたって、JTは葉たばこの調達コストも重視した。すなわち、JTは原材料の半分強を輸入に頼っていたが、スポット買いで調達していた。これに対し、RJレイノルズは生産者と長期の大口契約を結んでいたために、JTよりも相当安く原材料を購入していた。このため、JTは、RJレイノルズの海外たばこ事業を買収することによって原材料の調達コストを大幅に削減できると判断した。⁶

種々の要因を検討した後、1999年3月初め、水野社長は、RJレイノルズのアメリカ以外の海外たばこ事業を買収するという案件を臨時取締役会に提示した。⁷ JTは、RJRNビスコに対して78億ドルを提示するとともに、海外部門の負債2億ドルも負担することに合意した。このような高い価格の提示を受けて、RJRNビスコの実業取締役会はアメリカ以外の海外たばこ事業をJTに売却することを決定した。⁸ それは、カール・アイカ

^{1,2} 高橋圭介、「JT、たばこ『世界寡占』に参戦」日経ビジネス（1999年4月19日）、p.108

³ 読売新聞（1999年3月10日）、p.9

⁴ 朝日新聞（1999年3月10日）、p.1

⁵ 日本経済新聞（1999年3月14日）、p.13

^{6,7} 日本経済新聞（1999年3月14日）、p.13

⁸ 日本経済新聞（1999年3月10日）、p.3

ーンが代理戦争を仕掛けると予想されていた年次株主総会の3日前であった。1999年3月9日、JTは、RJレイノルズのアメリカ以外での海外たばこ事業を7,830百万ドル（約9,500億円）で、また、負債の負担分を含めると約80億ドルで買収することで合意したことを発表した。JT首脳は「高いとは分かっていたが、この機会を逃せば、世界市場には永久に打ってでられなかった」と述べていた。¹ また、水野社長は「本業であるたばこが 5
しっかりしなければ、多角化もうまく進まない。今回のRJRの事業買収が、これまで積極的に進めてきた多角化を鈍らせるものではない」と強調していた。²

ところで、RJレイノルズのアメリカ外での海外たばこ事業の入札については、フィリップ・モリス、セイタ（フランス）、タバカレラ（スペイン）も加わっていた。³ そのうちタバカレラは66億ドルを用意したと言われていた。⁴ また、フィリップ・モリスはJT 10
の提示価格に最も近い価格を提示したと推察されていた。しかし、フィリップ・モリスは税金問題や「規制上の問題があって、とりわけ、EUでの問題があって、我々は全事業について競合できるような単一の提案をできなかった」と述べていた。⁵

また、アメリカのアナリストの間では、「RJR側は買い取り価格が60億ドル台であれば、別に負債肩代わり額を25億～30億ドルつけようと考えていたふしがある」と言わ 15
れていた。⁶ この買収のアドバイザーとしてRJレイノルズ側にはメリルリンチとモルガン・スタンレー・ディーン・ウィッターがついていた。⁷

この買収に伴って、JTはRJRインターナショナル（RJRI）の全株式を取得した。RJレイノルズは海外たばこ事業でアメリカを除く18カ国に22工場（アメリカを除く） 20
を持ち、従業員は15千人であった。西ヨーロッパで6%、東ヨーロッパで12%、カナダで13%のシェアを持っていた。⁸ たばこのブランドとしては、ウィンストン、キャメル、セーラムなどを持っており、世界70カ国で1998年には1,867億本を販売して3,069百万ドルの売上高を達成していた。また、1998年12月期、RJRインターナショナル（RJRI）は税引前利益で468百万ドル（1ドル＝120円で561億円）を計上していた。しかし、海外事業部門でのたばこの販売は減少しつつあり、1999年第1四半期には前年同期比31%も減少 25
していた。

¹ 江村亮一他、「JT、ナビスコ事業78億ドル買収」日経産業新聞（1999年3月11日）、p.1

² 日刊工業新聞（1999年3月11日）、p.26

^{3,7} 江村亮一他、「JT、ナビスコ事業78億ドル買収」日経産業新聞（1999年3月11日）、p.1

⁴ Andrew Edgecliffe-Johnson, "RJR Nabisco sells global tobacco arm," Financial Times (March 10, 1999), p.1

^{5,6} 日本経済新聞（1999年3月14日）、p.13

⁷ Suen L. Hwang and Paul M. Sherer, "RJR Nabisco to Shed Tobacco Businesses," The Wall Street Journal (March 10, 1999), p.A10

⁸ Stephanie Strom, "Few in Japan See Bargain in Price of Tobacco Deal," The New York Times (March 11, 1999), p.

一方、この買収により、JTは、世界トップ銘柄のうち3銘柄を保有することになった。

買収後の経営体制

水野社長は「今回の話は今年に入ってから」と述べていた。¹ 買収金額について、水野社長は「合理的な範囲に収まったと思います。当社がRJRIを買収することで、大きな相乗効果が生まれます。買収価格はそれが実現する可能性を見極めたうえで現在の企業価値と足し合わせ、さらにRJRIが抱えている借金を相殺して算出しました。あとは当社がRJRIをどれだけ円滑にマネジメントできるかによって、買収価格が高いか安いかが検証されると思います」と述べていた。² また、「RJRIの買収にかかる資金は今のキャッシュフローの水準からすれば、短ければ5～6年、長くても10年程度で回収できます」と述べていた。³ 一方、JTの役員達は、RJRIの国際事業をどのように経営していくのかについては詳細をまだ詰めていないと述べていた。JTの広報の佐々木氏は「当面、現在の（経営陣を含めた）組織をそのまま維持する」と述べていた。⁴ また、従業員も引き継ぐことにした。このようなことから、水野社長は「企業のカルチャー云々というほどのものではありません」と述べていた。⁵

一般的に、たばこは一つの国・地域で10%のシェアを握れば、製造拠点や流通網の構築にかかった投資に見合う利益をあげられると言われていた。フィリップ・モリスとBATでは、シェアが10%以上の国・地域が、30カ所あると言われていた。しかし、JTでは、RJレイノルズの海外拠点を含めても15カ所に止まっていた。⁶ また、RJナビスコの海外たばこ事業は1996年をピークに減収減益が続いていた。買収される前には、新製品の投入やブランドへの投資を怠ったことが原因であると指摘されていた。

一方、アメリカでのたばこ健康被害訴訟がJTの海外進出に及ぼす影響については水野社長は、「米国特有の現象ではないでしょうか。米国は70万人の弁護士がいる訴訟社会ですし、陪審員制度という独特の裁判制度があります。他国にそのまま伝播することはないと思います」と述べていた。⁷

アナリスト達の評価

この買収について、アメリカのアナリスト達の多くは価格が「予想よりも30%も割

¹ 毎日新聞（1999年3月10日）、p.9

^{2,6} 高橋圭介、「JT、たばこ『世界寡占』に参戦」日経ビジネス（1999年4月19日）、p.110

³ 高橋圭介、「JT、たばこ『世界寡占』に参戦」日経ビジネス（1999年4月19日）、p.111

⁴ Yumiko Ono, "RJR Deal Will Show if Japan Tobacco Can Compete Globally," The Wall Street Journal (March 11, 1999), p.A17

⁵ 高橋圭介、「JT、たばこ『世界寡占』に参戦」日経ビジネス（1999年4月19日）、p.109

⁷ 高橋圭介、「JT、たばこ『世界寡占』に参戦」日経ビジネス（1999年4月19日）、p.109

高」と見ていた。クレディスイス・ファーストボストンのマルデン氏は「この価格は驚くべき値である。この評価方法は、今後のこの産業の評価を引き上げることに利用されることになるであろう」と述べていた。J Tは営業キャッシュフロー（EBITD）の15倍を支払ったが、この金額は、B A Tがロスマンズに支払った金額のほぼ2倍になっていた。¹ INGベアリングのアナリストの佐々木氏も「それほど多くのプレミアムを正当化できるのかどうか」として疑問を呈していた。² しかし、同時に、佐々木氏は、この買収が自己防衛的な性格を持っていることを示唆していた。すなわち、フィリップ・モリスかB A Tがこの事業を買収した場合には、J Tの将来は悲観的なものになっていたはずであると指摘していた。³ 「仮にフィリップ・モリスが買収していたら同社が世界の有力ブランドのほとんどを手中に収めてしまう。日本市場で勢力を伸ばしつつあるフィリップ・モリスにさらなる対日攻勢の足がかりをあたえるようなものだ」と述べて、買収しない場合にはJ Tにとって大きな脅威になると推察していた。⁴

また、この買収そのものについて、明治ドレッシング・マネジメントの八木氏は「食品、薬品への多角化に力を注いでいたのに一転し、たばこ事業への巨額資金を投資することに違和感を覚える」と述べていた。また、岡三証券のアナリストの山田氏は「多角化を推進するために医薬、食品分野の上場企業を丸ごと一つ買うほうが良いのではないか」と述べていた。⁵ このほか、「当面の収益には負担のほうが目立つ。2000年3月期は商標権の償却負担301億円などが重荷となり、連結純利益は730億円と前期比2%減る見通しだ。商標権の償却負担は今後10年間続きそうだ」という消極的な見方もあった。さらに、「(買収で) 成長性の高い非たばこ部門の割合が低下する」ことを指摘する見方もあった。⁶ このような否定的な評価を反映して、3月10日の東京株式市場では、J Tの株価は終値で4.8%も下がった。⁷

一方、この買収を肯定的に評価するアナリストも多かった。モルガン・スタンレーの出村氏は「買収で原料の葉たばこの調達経費が節約できるうえ、ブランド力も強まる」とプラスの評価をしていた。⁸ ゴールドマンサックスのアナリストの藤森氏は「ブランド・エクイティとコストの観点からみて、この買収は会社にとっては合理的な意思決定で

¹ Andrew Edgecliffe-Johnson, "RJR Nabisco sells global tobacco arm," Financial Times (March 10, 1999), p.1

² Yumiko Ono, "RJR Deal Will Show if Japan Tobacco Can Compete Globally," The Wall Street Journal (March 11, 1999), p.A17

³ Stephanie Strom, "Few in Japan See Bargain in Price of Tobacco Deal," The New York Times (March 11, 1999), p.

⁴ 日本経済新聞 (1999年3月14日), p.13

⁵ 日本経済新聞 (1999年3月11日), p.11

⁶ 日本経済新聞 (夕刊) (1999年7月14日), p.9

⁷ 日本経済新聞 (1999年3月11日), p.11

⁸ 日本経済新聞 (夕刊) (1999年7月14日), p.9

ある。RJRの規模の会社を買うためには、JTはプレミアムを支払うことになる」と述べていた。¹ また、メリルリンチのアナリストの柴沼氏は「海外のたばこ事業を買収した戦略は大正解であった。・・・どれだけ収益が期待できるかわからない未経験の部門を強化するよりも、勝手知った本業で競争力を高めるほうが確実だ。たばこ販売で世界市場シェアの上位3位内を確保することは、JTの至上命題だった。・・・事業の多角化は、右肩上がり5の経済状況では成果を発揮する。しかし、デフレ経済下では常にトップブランドが優位に立つ傾向があり、多角化にはむしろマイナスの局面。JTが本業であるたばこ事業の展開に力を入れるのは、理にかなった教科書的な行動だ」と分析していた。² 同様に、大和総研のストラテジストである菊地氏も「産業界はグローバルな寡占化の時代を迎えている。JTにとっては買収によって、世界市場で、ある程度のシェアを確保することが生き残るための必須条件だった」と述べていた。³ さらに、シュローダー・ジャパンのリサーチ部門のギャラガー氏は「この買収は、JTにとって価値を創造するものである。JTは利付負債を持っていない。このため、加重平均資本コストは高い。利付負債を取り入れることによって、JTは資本コストを引き下げることになり、純利益を拡大することになる」と述べていた。⁴ 15

このほか、JTは、その戦略がRJRのマーケティングと流通部門との間でシナジーを見出すことにあると述べていた。しかし、証券アナリスト達は、JTが結合した会社を効率的に経営出来る能力をもっているのかどうかについて疑問を呈していた。ギャラガー氏は「JTは国内型の会社であり、マネジャー達も日本人だけである。しかし、グローバルな大手3社の1社となり、グローバルなビジョンをもった会社と競争しなければなら20なくなる。JTはRJRからグローバル・ゲームを学ぶことができるのであろうか」と述べていた。⁵

たばこ企業買収への批判

JTによるRJRナビスコのアメリカ以外の海外たばこ事業の買収について、3月2510日、たばこ病訴訟の弁護団長の伊佐山氏は「(途上国では、子供達がなけなしの金をはたいてまで、たばこに飛びついている。) 発展途上国の子供達をターゲットにしていることは明らか。許しがたい暴挙である・・・反喫煙の世界的潮流に真っ向から逆らうものだ」と抗議声明を出した。また、たばこ問題情報センター代表の渡辺氏は「一般の企業買収とは訳が違う。世界保健機関や各国の保健衛生当局、市民団体を敵に回す覚悟があるのか」30

¹ Alexandra Nusbaum, "RJR buy depresses Japan Tobacco," Financial Times (March 11, 1999), p.20

² 日本経済新聞 (1999年3月14日), p.13

³ 日本経済新聞 (1999年3月14日), p.13

^{4,5} Alexandra Nusbaum, "RJR buy depresses Japan Tobacco," Financial Times (March 11, 1999), p.20

と、買収を疑問視していた。¹

このほか、「欧米でも日本でも、たばこは健康を害するものとして嫌われてしまっていて、たばこの売上げはひたすら下がっている。需要先細りの代表格。欧米のたばこ企業は、いかにしてたばこ事業を縮小し、ほかの事業で生き残ろうかと必死になっている。JTだって同じ状況なはずです。それにもかかわらず、どうして1兆円近くもの金を出してたばこ事業を買収するのか、まるでわからない。JTの経営陣は気がどうかしたのではないかと、つい思ってしまった」という声も聞かれた。²

企業買収の契約締結

1999年5月12日、公正取引委員会は、JTによるRJRNタバコのアメリカ以外の海外たばこ事業の買収を条件付で承認した。その承認を受けるにあたって、JTは、日本国内のたばこ販売シェアの約76.5%を握っており、RJレイノルズ・ブランドのたばこの日本への輸入と日本国内での販売に、JTが関与しないとことにした。³ すなわち、日本市場において、RJRNタバコは、1985年に三菱商事との合弁会社「レイノルズ・エム・シー・タバコ」(RJRNタバコ70%、三菱商事30%) (資本金175百万円、発行済株式350千株) を設立しており、1999年には日本市場で約2.6%を占めていた。このため、JTがRJRNタバコの日本市場でのシェアも取得する場合には、JTの合算シェアは80%弱に高まると思われた。このため、JTは、日本市場での独占的シェアが高まることを配慮して、日本市場でタバコ・ブランドのたばこの販売を行わないことにした。⁴

1999年5月12日、JTはRJRNタバコの海外事業部門であるRJレイノルズ・インターナショナル (RJRI) の殆どすべての海外事業、すなわち、アメリカ合衆国およびその管轄領土 (プエルトリコを含む) 以外の全海外たばこ事業を7,803百万ドル (9,424億円) で現金買収したことを発表した。その内訳は、RJRNタバコの海外たばこ事業会社の株式5,065百万ドル、商標権、特許権など知的財産権2,680百万ドルであった。この買収資金を、JTはシティバンクを主幹事とする融資団からの短期借入金5,000百万ドルと自己資金2,803百万ドルでまかなった。商標権などの知的所有権は、JTが直接買い取るとともに、海外たばこ事業会社43社の株式とその他の資産は、4月にオランダに新設した持ち株会社のJTインターナショナル・ホールディングBV (JTIH) とその子会社が取得

¹ 永田稔、「JT買収劇に大丈夫?の声」アエラ (1999年3月22日), p.20

² 館澤貢次、「『NYタイムズ』に酷評されたJTの“1兆円買収劇”」月刊経営塾 (1999年5月), p.112

³ 日本経済新聞 (1999年5月13日), p.11

⁴ 1999年秋、JTは「レイノルズ・エム・シー・タバコ」の株式210千株を約1,230百万円で、三菱商事に売却した。この結果、JTインターナショナル・ホールディング (オランダ) がレイノルズ・エム・シー・タバコの10%、三菱商事が90%を保有することになった。日刊工業新聞 (1999年10月22日), p.1

した。¹ このほか、J TはR J R ナビスコの利付負債200百万ドルを負担した。この買収によって、J Tが販売するたばこの本数は年間4,592億本に増えて、フィリップ・モリスおよびB A Tに次ぐ世界第3位のたばこメーカーとなった。

1998年、東ヨーロッパの事業はR J R Iの3分の1を占めていた。この地域では、ロシアでの混乱などでは採算がとれていなかった。このため、J Tでは低価格のローカル・ブランドを提供することを検討していた。² 5

また、R J レイノルズ・インターナショナルをJ T I Hの傘下に置くとともに、社名をJ T インターナショナルB Vに変更した。さらに、J Tは、R J R Iの現在の経営陣を維持することにした。J Tは、海外たばこ事業をJ T インターナショナルB Vを通じて経営していくことにしていたが、その取締役会のメンバーを6人とし、J Tからの4人とR J R Iからの2人によって構成することになっていた。 10

このほか、J Tは、買収した事業をJ Tの海外事業と統合して、統合後5年後に税引後利益ベースで3億ドルの相乗効果を期待していた。³ すなわち、J Tは、海外たばこ事業を手掛けるJ T インターナショナル（東京・港区）と買収した事業の本社機能を果たしているR J R I（スイス・ジュネーブ）を2000年6月までに統合することになっていた。まず、J T製品とR J R製品の葉たばこ、巻き紙、フィルターなどの仕様を共通化することにした。また、原料の調達を一本化して大量調達によるコストダウンを目指すことにした。さらに、買収した18カ国22工場の生産拠点も削減する方向で検討することになっていた。これまで、日本で生産して輸出してきたJ Tブランドのたばこの生産を消費地に近いR J R Iの工場での生産に切り替えることで生産と輸送コストを引き下げることになっていた。一方、韓国や台湾などJ Tの強い市場に「キャメル」などR J Rブランドを投入するとともに、R J R Iが強いヨーロッパ市場には「マイルドセブン」などのJ Tブランドを投入することによって販売増加を狙っていた。⁴ このほか、R J R Iは1998年12月に今後1年以内に従業員の数を2,900人削減することを含む合理化プログラムを発表しており、J Tとしては、そのプログラムを引き続き実行することになっていた。 25

J Tが買収した商標権などの知的所有権は2,680百万ドル（1ドル＝120円で約3,200億円）と計算されていたが、J Tは、これを10年で償却することになっていた。このため、2000年3月期に、1999年5月から2000年3月までの11カ月分として301億円、2001年3月期以降は毎年323億円を、10年間にわたって償却することになっていた。一方、R J R Iの純資産の時価価値と株式取得額の差額の確定には約3カ月かかると予想されていた。1999年5 30

¹ 日本経済新聞（1999年5月13日）、p.11

² Yumiko Ono, "Japan Tobacco To Boost Profile In East Europe," The Asian Wall Street Journal (May 13, 1999), p.3

³ 日経産業新聞（1999年5月24日）、p.19

⁴ 日本経済新聞（1999年5月19日）、p.12

月時点では、その金額は2,700百万ドル（1ドル＝120円で約3,240億円）と推定されていた。したがって、この金額を営業権と認識して、オランダの会計基準にしたがって40年で償却することにしていた。この場合、営業権の償却は初年度の2000年3月期には、1999年8月から2000年3月までの8カ月分として54億円、2001年3月期以降は毎期80億円で40年で償却することにしていた（附属資料13B）。 5

アジアでのたばこの輸出および生産委託

J Tは、アジアでは、1989年6月に韓国への輸出を開始した。1992年10月には、マレーシア第三位のマレーシアR Jレイノルズ・タバコとの間でマイルドセブンとマイルドセブンライトの2銘柄の製造・販売に関するライセンス契約を結んだ。1993年4月には、台湾向けのたばこの輸出をスイスの生産委託先からイギリスのMTCに切り換えて、MTCの製造するたばこを輸出していた。さらに、1993年12月には、J Tはタイで自社製たばこを販売した。J Tは、アジアで1998年には120億本を販売していたが、台湾や韓国が中心であった。特に、韓国ではマイルドセブンなどの銘柄を年間20億本販売していた。また、台湾では、年間80億本を販売して、シェアを約20%に高めていた。¹ 10 15

一方、J Tにとって、中国市場はほとんど未開拓状態であった。² 中国は年間1兆7千億本の需要があり、世界最大の市場であった。しかし、海外たばこに200%以上の関税がかけられていた。このため、J Tは、年間数億本程度を輸出するだけであった。1993年10月、J Tは、中国煙草総会社と共同で開発したたばこを江蘇省周辺で発売した。1999年5月、J Tは、中国でも最新鋭のたばこ工場の一つである上海高揚国際煙草有限公司と製造委託契約を結んだ。2000年からマイルドセブン、マイルドセブン・ライトなどJ Tブランドのたばこを年間4億本を生産することを計画していた。今後は、この関係を技術協力や製品共同開発にまで進めることを検討していた。³ 20

多角化事業

 25

J Tは民営化に伴って、地方の支社や工場の組織を大幅に再編成し、1987年3月期から5年間で、社員数を7,000人減らして25,000人体制にすることにしていた。一方、J Tでは将来にむけて危機感を強め、事業の多角化を急いでいた。1985年4月の民営化に伴って、初代の長岡実社長は多角化戦略を進めるために事業開発本部を設けた。新規事業を行うにあたっては、全額所有株主の大蔵大臣の認可を得る必要があった。その際の条件の一つは、「本業であるタバコ事業に付帯する事業であること」であった。第二の条件は、「民 30

¹ 日刊工業新聞（1999年12月16日），p.3

² 朝日新聞（1999年5月14日），p.

³ 日経産業新聞（1999年5月14日），p.18

業を圧迫しない」ことであった。

一方、工場の合理化による余剰人員が発生せざるを得なくなる事態を回避するために、JTは、1986年の初めに、「工場プロジェクト」を発足させ、工場ごとに自立のための新規事業を見つけることを指示した。この工場プロジェクトでは、きのこの栽培、メロンの栽培、ヒラメの養殖、ホットドッグのファーストフード店の展開など様々な事業が試みられた。しかし、これらプロジェクトの殆どは失敗に終わった。工場プロジェクトを通じて、JTは新規事業の難しさを実感したが、一方で社員の意識革命が進んだ。そこで、JTは新規事業を他企業との合弁で進めようとして、パートナー探しを行い、1988年9月から次々と合弁会社を設立した。しかし、この段階でも「工場プロジェクト」の性格が強く残っていた。

1991年、JTは、本社段階での戦略を重視して、2000年に向けての長期計画を策定した。この計画において、JTは「たばこを中核とする多角化・国際化企業への変貌を掲げ、2000年の時点においては、国内たばこ税を除いた売上高比率で、国内たばこ事業70%、海外たばこ事業と新規事業を合わせて30%を目標」とした。¹ 多角化事業を進めるにあたって、事業開発本部は、タバコそのものの研究と関連している事業として、アグリカルチャーとバイオテクノロジー、タバコ関連から派生した技術を活かしていく事業として、ケミカル、医薬品、エンジニアリング・エステートを取り上げた。このほか、たばこ自動販売機を扱っていた関連で、大蔵省との調整を行って、「ハーフタイム」のブランドで清涼飲料水事業へも進出した。²

1999年現在、水野社長は「たばこ販売が安定しているうちに、たばこ以外の収益源を育てたい」と述べていた。水野社長は「多角化の目標はアメリカのたばこ会社のフィリップ・モリス」であると強調していた。フィリップ・モリスはビール（ミラー）、食品（クラフト）などの事業を買収して1997年12月には非たばこ事業が売上高の45%、営業利益の36%を占めるようになっていた。³

JTでは、その多角化の柱として、医薬品事業、食品事業、アグリ事業を据えていた。JTでは「2000年度には連結の実質売り上げベースで、非たばこを30%に高めたい」と語っていた。⁴

一方、JTはコアビジネスと関連の薄い事業からは撤退していた。1999年2月には、大和ハウス工業と共同で展開していたDIY（日曜大工）用品店販売事業から撤退し、運営子会社（資本金 360百万円）の持ち株（51%）を大和ハウス工業に譲渡した。1999年3月、

¹ 前屋毅，知られざるJTの底力（実業之日本社，1994年11月），p.185

² 前屋毅，知られざるJTの底力（実業之日本社，1994年11月），pp.88-101, 160-165

³ 日本経済新聞（1999年2月23日），p.19

⁴ 週刊東洋経済（1999年3月6日），p.13

J Tはスイッチング電源製造のジェイティパワークラフト（松山市）を特別清算した。¹ 不動産事業については、1999年12月に着工する東京・品川の再開発以降の新規の大型投資を凍結することになっていた。²

このほか、1999年10月には、印刷事業部門を再編成することになっていた。すなわち、アルミニウム蒸着製品の印刷・加工を行うジェイティメタリック印刷を増資するとともに、
5 広告宣伝の企画制作などを手掛けるプランザートを吸収合併してジェイティプロスプリントとすることになっていた。同時に、営業拠点3カ所と水戸印刷工場を新会社に譲渡するとともに、京都印刷工場を閉鎖することになっていた。³

医薬事業

J Tは、医薬事業を、極めて長期的な意味において、たばこ事業に次ぐ重要な戦略的
10 事業と位置付けていた。J Tは、日本専売公社の時代から葉たばこ抽出物の薬理活性機能研究や安全性研究を行っていたが、その関連から医薬事業への進出を決めていた。医薬事業には巨額の先行投資が必要であり、医薬品を上市するまでには15年もかかると見られていた。また、医薬品の研究開発には1品目でも100億円を下回らない金額が必要と言われて
15 しており、上市するまでのリスクも非常に高かった。このため、J Tでは、「たばこ事業で稼いでいるうちは、そうしたリスクもカバーしてもらえるので医薬事業に進出できた」と述べていた。⁴

1986年11月、J Tは医薬事業準備室を設置した。1987年6月、医薬品業界に進出することについて宮沢大蔵大臣の認可を得た。1988年には、有機合成の分野で取引関係にあ
20 った吉富製薬との協力体制も進め、大衆薬を開発することにした。J Tは全国の約27万店のたばこ小売店と取引しており、そのうち薬局・薬店と兼業しているたばこ店は全国に約7,000店であった。このため、J Tはこの販売網を活用することにした。⁵ 1987年12月には、吉富製薬との合弁会社ライフィックスをJ T 51%、吉富製薬49%の出資比率で設立した。当初は、大衆薬や健康食品を製造することでスタートした。1988年11月、ライフィックス
25 は第1号製品として、かぜ薬、胃腸薬、解熱・鎮痛剤、鎮咳・去痰薬の4種類を発売した。ライフィックスは5年後に商品ラインで50品目、売上高で170億円を目指すことした。

研究開発面では、J Tは、1987年7月に1998年春までに、研究者のリーダー格5～6名をスカウトすることにした。1988年4月に、J Tは、薬効物質の安全性研究を目的として、神奈川県秦野市に安全性研究所を設立した。1987年3月期には、医薬品の基礎研究の
30

¹ 日経産業新聞（1999年3月8日）、p.11

² 日経産業新聞（1999年4月1日）、p.15

³ 日本経済新聞（1999年3月20日）、p.8

⁴ 前屋毅、知られざるJ Tの底力（実業之日本社、1994年11月）、p.184

⁵ 朝日新聞（1987年6月16日）、p.30

ために中央研究所を設立した。そこでは、中枢神経、循環器官、免疫系などの医薬品開発に取り組むことにした。1989年4月、JTは吉富製薬が開発中の抗炎症剤「Y-23023」の臨床試験に入った。「Y-23023」は手術後の疼痛、抜歯後の痛み、神経痛、腰痛などの急性炎症や慢性関節リウマチ、変形性骨関節症などに効果があり、胃腸への副作用の少ない抗炎症剤であった。JTでは4年以内に上市することを目標にして、上市後年商100億円の大型商品に育つことを期待していた。¹

1990年7月、JTは、イギリスの医薬品研究開発会社のブリティッシュ・バイオテクノロジー・リミテッド（BBL、オックスフォード）との間で、HMG-CoA還元酵素阻害剤と呼ばれる高脂血症治療薬についての共同研究開発を進めることで合意した。この医薬品は、体内で酢酸からコレステロールを作る酵素の働きを抑制するものであり、JTでは、10年後をメドに商品化することを期待していた。JTは、その時点での市場規模を1,300億円と予想していた。BBLが創製・前臨床開発を主に担当し、臨床試験は両社が独自に実施することになっていた。² この分野では三共が1989年に発売したメバロチンがあり、すでに月商40億円の大型商品に育っていた。さらに、1990年12月に、JTはBBLとの間で新タイプの血栓溶解剤を共同で開発することにも同意した。

1991年5月、JTはハンガリーの第三位の製薬会社で中枢神経系、循環系の医薬品に強いエイギス・ファーマスーティカルズ（ブタペスト）と医家向け医薬品の開発について業務提携した。JTが、エイギスに研究施設拡充のための10百万ドル（約13億円）を無利子で貸し付けて、その見返りに、エイギスの今後の全ての開発成果に関して、日本を含むアジアで優先的に製造・販売する権利を取得した。³

1991年6月、JTはセル・ジェネシス（カリフォルニア州）とヒト型モノクローナル抗体の開発に着手した。この共同研究を開始するにあたって、JTは20百万ドル（約20億円）を拠出した。⁴ これによって、JTはアメリカの西海岸で「医薬品」会社としても認識されるようになった。⁵

1992年12月、JTは、医薬ベンチャーでハイテク技術を使った薬物設計で有名なアグロン・ファーマスーティカル（サンディエゴ市）と新薬の共同開発で提携した。JTはアグロンの株式の2%にあたる16万株を約3百万ドルで取得し、株式取得費用を含めて合計24万ドル（約30億円）を研究開発費として、アグロンに投資した。アグロンは疾病細胞のたんぱく質の構造をコンピューターなどによって解析し、治療上、そのたんぱく質に合致する化合物を設計する合理的薬物設計（RDD）を得意としており、ガンやエイズなどの

¹ 日経産業新聞（1989年4月21日）、p.1

² 日経産業新聞（1990年7月24日）、p.13

³ 日本経済新聞（1991年5月17日）、p.13a

⁴ 蜂谷隆、JT多角化経営のゆくえ（オーエス出版、1994年10月）、p.56

⁵ 日経産業新聞（1992年12月19日）、p.4

治療薬の開発で実績があった。J Tは自社のバイオ技術とアグロンのRDD技術とを組み合わせ
わせて新薬を効果的に開発することにしてきた。J Tは自己免疫疾患、抗アレルギー、免
疫抑制の分野で3年後にこの分野の病気に作用する化合物を作りあげてを期待してい
た。¹

1992年、J Tは横浜市金沢区に医薬研究所を開設した。1993年1月には、小野薬品 5
工業の専務であった坪島氏（58歳）を医薬総合研究所の所長に迎え、新薬開発を事実上
「任せる」ことにした。² さらに、1993年4月、武田薬品工業の元研究開発本部副本部長で
米国武田のマンハッタン事務所首席駐在員だった岩塚氏（58歳）を、安全性研究所の所長
に迎えた。³ 1993年9月、J Tは大阪府高槻市のたばこ製造工場の跡地（約64千㎡）に400
億円を投じて、医薬総合研究所を設立した。J Tは、この研究所において老人病や成人病 10
をターゲットとして、循環器系（血液やリンパ）、中枢神経系（アルツハイマー病など）、
免疫（リウマチなど）・炎症系、代謝系疾患などの領域で新薬開発に取り組むことにした。
1993年10月、J Tは医家向け医薬品のMRを配置した。⁴

1994年1月、J Tは吉富製薬と共同開発していた抗ガン剤の副作用の吐き気を抑え
る制吐剤セロトーン注射薬について厚生省から製造承認を得た。J Tが製造して、吉富製 15
薬が販売を担当することにした。セロトーン注射薬はJ Tが共同開発した最初の医家向け
医薬品であった。制吐剤は、スミスクライ・ビーチャム製薬がすでに発売しており、市場
規模は約130億円であった。しかし、制吐剤市場は急拡大が見込まれていた。J Tは薬価
ベースで1995年3月期で17億円、3年後に35億円の売上高を見込んでいた。⁵

1994年3月、J Tはアグロンと抗ウイルス剤を共同開発することについて2回目の 20
契約を結んだ。期間は2年間で、J TはC型肝炎とヘルペスの治療薬の開発を目指してい
た。このプロジェクトには、J Tは総額16百万ドル（約17億円）を拠出した。1996年3月、
J Tはアグロンと共同開発中の抗エイズ（H I V）薬「AG-1343」の第一相臨床試験（フ
ェーズ1）に入ることを明らかにした。⁶

1996年9月、J Tは、アメリカの医薬品開発ベンチャーのチュラリック（サンフラ 25
ンシスコ市）と肥満と糖尿病の薬効物質（原因関連たんぱく質レプチンを遺伝子が作りだ
す際に作用する物質）を共同開発することで2年間の期間について契約した。日本の糖尿
病薬市場は1996年時点で年間1,200億円規模であると見られていた。⁷

¹ 日刊工業新聞（1999年12月3日），p.1

² 日本経済新聞（1999年7月8日），p.13

³ 日経産業新聞（1993年4月2日），p.27

⁴ 日経産業新聞（1993年9月3日），p.17；蜂谷隆，J T多角化経営のゆくえ（オーエス出
版，1994年10月），p.51

⁵ 日本経済新聞（1994年1月27日），p.13；蜂谷隆，J T多角化経営のゆくえ（オーエス出
版，1994年10月），p.51

⁶ 日経産業新聞（1996年2月15日），p.21

⁷ 日経産業新聞（1996年9月23日），p.13

1997年1月、J Tはロッシュ（スイス）との間で、抗H I V薬（ビラセプト）のヨーロッパにおける販売契約を結んだ。また、7月には、日本及び韓国を除くアジア地域での販売契約も結んだ。

1997年9月、J Tはジーンロジック（メリーランド州）との間で腎疾患治療薬の開発に向けた化合物探索に関するゲノム研究で提携した。また、1997年10月、J Tは、ジョンソン&ジョンソン・グループのR.W. ジョンソン・ファーマスーティカル・リサーチ・インスティテュート（P R I）との間で、自社開発中の経口抗炎症薬（JTE-522）導出に関するライセンス契約を結んだ。この導出は、J Tオリジナル化合物として導出第1号となった。1998年6月には、ファルマシア&アップジョンとの間で、自社開発中の経口抗糖尿病治療薬（JTT-501）の導出に関する契約を結んだ。

また、1994年12月からはアグロンと共同開発を進めていた抗H I V薬（ビラセプト）が、新薬として、1997年3月にアメリカで、1998年1月にヨーロッパで、それぞれ承認された。1998年3月に日本でも新薬として承認され輸入されていた。このビラセプトは、医薬品事業の赤字幅を大幅に縮小させるのに貢献していた（付属資料3）。

1998年12月、J Tは、アサヒビールの子会社の鳥居薬品の株式約54%を公開買い付け方式により413億円で取得した。鳥居薬品では、代謝性医薬品が1999年3月期の売上高の51%を占めていた。この分野の主力品は蛋白分解酵素阻止剤「注射用フサン」、高尿酸血症改善剤「ユリノーム」であった。次に大きな分野は、アレルギー用薬が26%を占めており、タザノールやアレゲン治療薬エキス「トリイ」が主力品であった。第三の分野としては外皮用薬（9%）であり、スタデルムクリームなどを販売しており、外用ステロイド剤「アンテベートクリーム」が主力品であった。

J Tは約370人の研究者を有し、年間200億円の研究費を投じて新薬開発のスピードアップを狙っていた。一方、鳥居薬品では研究開発費は40億円に過ぎなかった。このため、組織を変革して、J Tが医薬品の研究開発と製造分野に集中し、鳥居薬品が営業に専念することにした。1999年10月からは、鳥居薬品の研究開発担当のほぼ全員にあたる約160人がJ Tに出向することにした。¹ また、J TではMR（医薬情報担当者）が約50人にすぎず、営業体制は弱かった。しかし、鳥居薬品は約400人のMRを有するとともに、全国14支店17営業所の営業網を持っていた。² そこで、J TはMRなど約70人を鳥居薬品に出向させ、鳥居薬品での営業力を強化することにした。

1999年5月、J Tは、再び、セル・ジェネシスと、遺伝子がん細胞ワクチン「GVAX」を前立腺がんや肺がん向けの治療法としての開発を進め、国際的な医薬品に育てることにしていた。アメリカでは第一相臨床試験を進めており、2000年には第二相臨床試

¹ 日本経済新聞（1999年7月11日）、p.7

² 日刊工業新聞（1999年12月7日）、p.3

験（フェーズ2）に入る予定にしていた。J Tは、がん細胞を「ワクチン」用に使う細胞治療技術に、33.5百万ドル（41億円）以上を投資することになっていた。¹

1999年6月、J Tは、生命工学ベンチャーのコリクサ（シアトル）と、遺伝子技術を活用した肺がん治療薬の共同開発に乗り出すことを発表した。J Tは、共同開発した新薬を日本や北米で販売する権利を得る一方、特許使用料として40百万ドルを投資することにした。² 5

1999年9月、J Tは第一相臨床試験の段階で4種類、第二相臨床試験の段階で4種類の自社開発医薬品を持っていた。J Tは、今後3年間にわたって毎年平均して250億円の研究開発費を医薬事業に投資することを計画していた。³ J Tはそのうちの30%程度を海外投資に向けることにしており、すでに自社開発の抗痴呆薬「JTP-4819」などの臨床試験を海外で進めていた。⁴ 10

水野社長は「医薬は2004年には採算ベースに乗せる」⁵と述べており、単体の医薬事業を2004年3月期の黒字化することになっていた。⁶ 医薬品関係者の間では、J Tの多額の研究開発投資に鑑みて、「J Tの医薬品は21世紀に入ると脅威になるかもしれない」という見方もあった。⁷ しかし、J Tの医薬事業については厳しい見方もでていた。例えば、製薬関係者は「J Tの医薬品事業は手詰まり状態だ。その状態から抜け出そうとして鳥居薬品を買収したと思えるが、J Tの医薬品事業に甘さがある限り、一人前の事業になるのはまず無理」と指摘していた。⁸ 一方、海外の医薬品ベンチャーへの投資については、同業他社の評価は分かれていた。例えば、J Tがベンチャーに多額の契約金を出すために、相場をつり上げているとして「いいカモにされている」という見方があった。これに対し、大手製薬会社の研究開発担当役員は「J Tの契約金は全世界的な権利を買っているために、妥当な額。ベンチャーに対する目も決して甘いとは思わない」として、J Tの戦略を肯定的に評価していた。1999年3月期には、J Tの医家向け医薬品の売上高 200億円のうち、約150億円はアグロン社と共同開発した抗エイズ薬に対する海外からのロイヤルティ収入であった。⁹ 25

¹ 日経産業新聞（1999年5月24日）、p.1

² 日本経済新聞（夕刊）（1999年6月17日）、p.3

³ 日経産業新聞（1999年5月24日）、p.17

⁴ 日経産業新聞（1999年9月3日）、p.25

⁵ 日本経済新聞（1999年7月8日）、p.13

⁶ 「日本の組織、日本たばこ産業株式会社（J T）」フォーサイト（1999年3月）、p.121

⁷ 蜂谷隆、J T多角化経営のゆくえ（オーエス出版、1994年10月）、pp.71-74

⁸ 館澤貢次、「『NYタイムズ』に酷評されたJ Tの“1兆円買収劇”」月刊経営塾（1999年5月）、p.115

⁹ 日刊工業新聞（1999年12月8日）、p.3

食品事業

J Tは、食品事業については、21世紀に向けて豊かな食生活を提案していく事業を目指していた。食品事業の核としては飲料、加工食品およびクイックサービスレストラン(QSR)の3分野を構築して、早期に事業体制を確立することを目指していた。

5

1. 飲料分野

1988年4月、J Tは初めての清涼飲料水「ハーフタイム」を関東地域で発売した。ハーフタイムは甘さを抑えた薄味に加えて、容器から自動販売機までをトータル・デザインしたことが消費者に好評であった。1989年2月からは中部4県で清涼飲料水の販売を開始した。缶入りコーヒー、スポーツ・栄養ドリンクなどハーフタイム・ブランドの23品目を扱い、初年度で約6億円の売上高を見込んでいた。また、1989年5月、J Tは自動販売機を4千台設置していた。J Tは、密度の高い販売網を築くために、1990年3月までに、たばこ販売店を中心に約2千台の専用自動販売機を設置することにしていった。¹

10

1990年1月、J Tはハーフタイムを関西地区で販売した。また、自動販売機をたばこ店の店頭を中心に3千台を設置することにした。²

15

J Tは、ハーフタイムの大半を自動販売機で売り上げていた。J Tは、たばこでは27万店という小売り販売網をもっていた。しかし、清涼飲料を小売店で販売するにあたっては、この流通チャネルを十分に活かしていないと見られていた。また、たばこの場合には、各地の物流センターから全国のたばこ店に直納するシステムであったが、一般の加工食品や飲料の場合には、厳しい鮮度管理や多頻度少量配送が必要であり、このため、既存の間屋ルートを効率的に活用することも重要であった。しかし、J Tの営業マンは、小売店との価格交渉や間屋との交渉の面で苦慮していた。また、他の民間企業のような小売店支援策でも遅れていた。³

20

1995年3月、J Tは設置自動販売機を約20千台にまで増やしていた。しかし、設置台数では、大手飲料メーカーに大きく遅れをとっていた。販売地域も関東、中部および関西に限られていた。このため、J Tは「販促費をかける分を、製品開発や原材料に回し、他社と商品の品質面での差別化を図る」戦略をとることにした。

25

1998年2月、J Tはニアウォーターの「桃の天然水」を発売したが、これが予想を上回るヒット商品となった。1998年度には、約16百万ケースを販売した。このようなヒットは、1998年2月に、1993年以来5年ぶりで再開したテレビCMによっても支えられていた。すなわち、J Tは1998年4月からのたばこ広告の自粛で浮いた原資を飲料の広告に充

30

¹ 日本経済新聞 (1989年1月18日), p.7

² 日経産業新聞 (1990年1月17日), p.17

³ 日経流通新聞 (1991年1月31日), p.1

て、食品部門の見込み売上高150億円に対して、当初予算で30億円もつぎ込んだ。¹

飲料分野では、J Tは全国16カ所の主要都市部で、販売子会社による直販営業体制を敷いた。それと同時に、それ以外の地域についてはオペレーター会社との取引を通じて、また、コンビニエンスストアや量販店等への働きかけによって販売の拡大を図っていた。

一方、飲料業界では「自動販売機のシェアがそのまま売上高のシェアになる」とさえ言われていた。² 1998年4月、J Tは飲料自動販売機オペレーターのユニマットコーポレーション（従業員1,432人、売上高736億円、純利益7億円）³ と業務提携し、1999年5月までの期間において株式の62.9%を346億円で買収した。これによってJ Tはユニマットコーポレーションが保有していた飲料のノンマーケティング機約18千台を獲得して、それまでのJ Tの20千台に追加した。1998年8月には、京葉地区で独占的な自動販売機のシェアを持ち関東カナダドライが前身のエースタードリンク（千葉市、従業員114人、売上高44.8億円）の株式の50.6%を取得して子会社化した。

J Tは、30社程度に飲料生産を委託しており、OEM比率は70%を占めていた。J Tは、自社の要望に応じた生産体制を構築するために優良メーカーには資本参加などで連携を強化することにしてきた。ところが、1998年10月初旬、「桃の天然水」の一部の商品でカビが発見された。これは日本キャンパック赤城工場で生産されたものであった。J Tは「保管、再検査の過程でカビのもとになる菌が付着したとみられる」と説明した。近藤専務は「品質管理の基準を従来よりも厳しくしたい」と述べて、生産委託先に対する指導を強化する方針を打ち出した。⁴

1999年2月、J Tは夏までに清涼飲料全品目のブランドをハーフタイムからJ Tに切り替えることにした。ハーフタイム・ブランドの飲料に加えて、全国に約20千台あった自動販売機の看板も入れ替えることにした。⁵

1999年5月、J Tは、中堅飲料メーカーのハルナビバレッジ（群馬県）の第三者割り当て増資14百万円を引き受け、10.2%の第2位の株主となった。ハルナビバレッジは「桃の天然水」500ミリリットル入りペットボトル飲料を中心にOEM生産をしており、新工場の建設のためにJ Tに出資を要請したものであった。⁶

1999年6月、J Tは大手食品卸の旭食品の子会社であった旭ベンディング（高知市）を10億円弱で買収した。旭ベンディングは約3千台の自動販売機を展開していた。ただ、旭ベンディングの主力は大塚製薬の自動販売機であり、当分はJ T以外の会社の自動販売

¹ 日経流通新聞（1998年6月4日），p.1

² 激流（1999年5月），p.23

³ 1998年3月、ユニマットコーポレーションは、業界5位のゼネラル・ミッションを傘下に収めていた。日経産業新聞（1998年5月7日），p.14

⁴ 日経産業新聞（1998年10月6日），p.15

⁵ 日経流通新聞（1999年2月23日），p.3

⁶ 日本経済新聞（1999年5月8日），p.8

機として運営されることになっていた。このため、J Tは、旭ベンディングが自動販売機の新規の設置場所を開拓することを期待していた。四国では、四国コカコーラ・ボトリングが40千台を超える自動販売機を持っていたが、他の大手メーカーは直販部隊を持たず、営業基盤も弱かった。このため、旭ベンディングを通じて、J Tは四国での自動販売機による販売に拍車がかかることを期待していた。¹

一方、1999年4月、ユニマット・コーポレーションは、京都府内のオペレーターである京都ベンダーを買収した。また、東京都と神奈川県で自動販売機を運営するナックの東京都内の営業権を買収した。これら2社の買収によって、ユニマット・コーポレーションは自動販売機400台を取得した。さらに、1999年8月、ユニマット・コーポレーションは東京都内の墨田区および江東区を中心に展開していた中堅オペレーターのマスダベンディングの営業権を1億円弱で買収した。マスダベンディングはU C C上島珈琲やカルピスなどの自動販売機を600台展開していた。ユニマット・コーポレーションは、今後は、各社の売れ筋商品を集めた「白ベンダー」を切り替えることを検討していた。この買収によって、ユニマット・コーポレーションは120千台の自動販売機を保有することになった。地方の中小規模の自動販売機のオペレーターのなかには、経営難や後継者難に直面していた企業が多かった。このため、ユニマット・コーポレーションは、J Tの信用力と資金力を背景に、全国的な規模でオペレーターの買収を進め、自動販売機の保有台数をさらに増やすことにしていた。²

1999年6月、J Tではユニマット・コーポレーションと組んで、白ベンダーのなかの自動販売機から、J T商品が40%を占める「J Tコンビ機」を2000年3月期に4千台以上設置し、2000年3月末までに6,500台以上に増やすことにした。1999年3月期、J Tの飲料売上高のうち、自動販売機経由が30%を占めていた。J Tは、1999年3月期中に自動販売機の所有台数を40千台に高めることにしていた。また、J Tは、3年後をメドに売上高を1,000億円に高め、その時点で、自動販売機による売上高の比率を50%に高めることを目標にしていた。³

また、J Tでは、「桃の天然水」ブランドを多面的に活用することも始めていた。例えば、J Tは森永製菓に製造・販売を委託して、「桃の天然水」ブランドのキャンデーや氷菓を販売することも始めていた。1999年7月には、J Tは、明治乳業と「桃の天然水」などの冷蔵流通する紙パック飲料（チルド飲料）事業で提携することにした。J Tが広告やマーケティング戦略を担当し、明治乳業が生産・物流・販売を担当することにした。これによって、明治乳業が保有する自動販売機80千台で販売を始めた後に、コンビニエンスス

¹ 国司田拓児、「自動機運業者、地方で再編加速」日経産業新聞（1999年7月7日），p.21

² 日経産業新聞（1999年7月14日），p.21

³ 日経流通新聞（1999年6月10日），p.3

トアなどに販売を広げることにしていた。¹ J Tは、発売後1年間で30億円の販売を目指すことにした。²

1999年3月、J Tは紅茶飲料「ビクトリア」2種類と中国素材をブレンドした混合茶飲料「飲茶楼」7種類を発売した。しかし、J Tは、飲料の分野では「桃の天然水」に続くようなヒット商品を作りだしてはいなかった。しかし、将来「食品事業として年間売上高を2,000億円～3,000億円に乘せるには缶コーヒーと自然水という二つの柱が不可欠」であると考えていた。とりわけ、缶コーヒーについては、すでにハーフタイムブランドとして「完熟豆」を売り出していたが、他社製品に押されて販売は捗々しくなかった。「飲料市場でも競合が激しいといわれる缶コーヒーでは、よほどの差別化をしない限り成功は難しい」と考えていた。しかし、「缶コーヒーで勝てば大事な販路である自販機の設置競争でも優位に立てる」と言われていた。³ このため、J Tは時間をかけてヒット商品を開発して2000年秋に独自の缶コーヒーブランドを市場に投入する準備をしていた。⁴

1998年9月、J Tは、オフィス向けコーヒーサービスの最大手のユニマットオフィスコの第三者割り当て増資36億円を引き受けて16.4%の第2の株主になった。コーヒー市場は成熟しつつあった。このため、ユニマットオフィスコは日本茶とミネラルウォーターの提供事業に、コーヒーの営業網や供給網を生かして、本格的に参入することになっていた。日本茶用のサーバー（給茶器）はメーカーとの共同開発かOEMで調達することになっていた。給茶器は大量発注で生産コストを従来の半分以下にし、オフィスに無料で提供し、年間3千台、5年間で15千台を設置する計画であった。また、ミネラルウォーターのサーバー（給水器）は海外メーカーとのOEM調達契約を結び、生産コストを従来に比べて半分に引き下げた。ミネラルウォーターのサーバーについても無料で提供し、年間4千台、5年間で20千台を設置することになっていた。⁵

2. 加工食品分野

加工食品分野では、1998年2月、ピルスベリー社（アメリカ）と商標、技術ノウハウおよび販売のライセンス契約を締結するとともに、ピルスベリーの日本における100%子会社ピルスベリー・ジャパンの全株を80億円で取得した。

さらに、1999年7月、J Tは、旭化成の食品事業を買収した。すなわち、旭化成の冷凍食品、調味料、ベーカリーなどの営業権を含む全資産と、旭フーズ（冷食や加工食品の販売会社）（東京・墨田）など国内子会社6社と海外子会社2社の旭化成保有株を、総額

¹ 日本経済新聞（1999年7月7日），p.21

² 日本経済新聞（1999年6月9日），p.15

³ 友山宏済，「缶コーヒー秋の陣」日経産業新聞（1999年9月29日），p.17

⁴ 日刊工業新聞（1999年7月15日），p.27

⁵ 日本経済新聞（1999年7月27日），p.15

240億円で譲り受けた。この事業の1999年3月期の連結売上高は462億円、経常利益は10億円（見込み）¹で、従業員約1,300人を引き継いだ。旭フーズの売上高の半分が冷凍事業であり、JTは、この買収によって冷凍食品事業に本格的に進出することにした。冷凍食品のなかでは、業務用の比率が75%で、その市場の伸びは家庭用を下回っていた。JTでは「飲料事業で培ったマーケティング力を生かし、業務用をベースに市販用の冷凍市場を開拓する」と述べていた。² 5

一方、旭化成の山口会長はその食品事業をJTに売却したことについて次のように述べていた。「ここで食品事業を大きくしていこうと思うと、相当大きな資金を投じる必要があるんです。食品事業というのは、配送力とブランド力の競争だからです。とくに難しいと思うのは、後者で、宣伝広告費に思い切った投資をしなくてはなかなか売上げは伸びてきません。・・・JTにはうちよりもずっと大きな顔があるんです。これは聞いて意外だったんですが、小売業にとって、たばこは1番の戦略商品だそうですね。・・・うちの食品事業があまり相手にしてもらえなかったようなところにも、わりと影響力を持っているんです。食品事業そのものを考えたとき、旭化成に残すよりも、JTにお渡ししたほうが大きく成長できるんじゃないかと思ったわけです。」³ 10 15

3. レストラン分野

JTは1989年にホットドッグ店のシカゴフーズのチェーン展開を目指したが、1994年に3店舗を展開した段階で撤退した。⁴ 近藤専務は「外食チェーンを一定の規模まで拡大することの難しさを痛感。一から始めるより、チャンスがあれば企業を買収し、人材や物件、経営のノウハウなど土台がある段階からスタートするほうが、事業を拡大するうえでのメリットが大きいと判断した。初期投資はかかるが、長い目でみればM&Aは効率的だ」と述べていた。⁵ 20

1996年6月に、JTは、イギリスのグランド・メトロポリタンと折半出資の新会社「JTグランメット」を、さらに、その100%子会社として「バーガーキングジャパン」を設立した。JTは、世界第2のバーガーキング・ブランドによるハンバーガー・レストラン事業を展開することにした。JTは、4～5年以内に、関東地区を中心に、フランチャイズを含めて最低100店を展開し、その後全国展開を進めることにしていた。⁶ 25

1996年6月、JTは、レストラン森永から「森永ラブ」の営業権と48店舗を買収し

¹ 日刊工業新聞（1999年2月25日）、p.40

² 日本経済新聞（1999年1月28日）、p.11

³ 館澤貢次、「『NYタイムズ』に酷評されたJTの“1兆円買収劇”」月刊経営塾（1999年5月）、pp.54-55

⁴ 日経産業新聞（1996年3月15日）、p.17

⁵ 日経流通新聞（1998年2月6日）、p.21

⁶ 日経産業新聞（1996年5月29日）、p.19

た。森永ラブは年商約45億円で営業利益は数億円であり、買収価格は森永ラブの資産の約二十数億円プラス営業権を加味した金額であった。¹ 森永ラブの従業員約120人は、バーガーキングジャパンに移籍した。近藤専務は「ハンバーガーチェーンも激しいが、我々はブランド力にかけている」と述べていた。² 1997年4月、ハンバーガー・レストランを22店（森永ラブからの業態転換店14店、FC8店）を増やしていた。1998年4月、JTは、バー
5
ガーキング・ジャパンの出資比率を50%から66%に引き上げた。

さらに、1998年1月、JTは、6億円を投資して、イタリアンレストラン・チェーンのレナウン・ミラノの株式の90%を取得して、イタリア・レストラン事業に参入した。レナウン・ミラノは27店を展開し、1996年12月期で売上高3,410百万円、経常段階で85百万
10
円の赤字を計上していた。³ JTは、ピルスベリーの持っているイタリアン・レストラン食品との相乗効果を期待した。1998年12月にイタリア・レストラン「バルダルノ」の1号店を出店した。レナウン・ミラノの既存店を転換しながら店舗数を増やすことにしていた。⁴

1999年3月期、バーガーキングの売上高は4,430百万円であったが、JTでは2000年3月期に7,000百万円に高め、経常段階で黒字転換することを目指していた。⁵ しかし、1999年現在、バーガーキングの店舗数は40店舗足らずに止まっており、日本の同業他社で
15
は「意思決定が遅くて、競争相手にはなりえない」と述べていた。⁶

4. その他

JTは食品事業のなかでも体力を生かして収益力の高い酒類製造・販売事業にも関心も持っていた。大手ビール会社の買収も選択肢の一つであると見られていた。JTの首
20
脳も「酒はのどから手がでるほど欲しい。・・・（しかし）国内でたばこの独占販売権を握っている現状では、さらに免許事業である酒類に進出することへの根強い反発がある」と述べていた。⁷

アグリ事業

JTは、中央研究所において植物バイオの研究に取り組んでいた。とりわけ、1982年には農水省からトマトの細胞融合に関して研究委託を受けていた。JTは、民営直後の1986年11月にアグリ事業部を設けて、アグリビジネスに積極的に取り組み始めた。1987年
25

¹ 日経産業新聞（1996年3月18日），p.15

² 日経産業新聞（1996年3月20日），p.14

³ 日経流通新聞（1997年12月8日），p.2

⁴ 立木奈美，「インタビュー，JT近藤浩一専務」日経流通新聞（1999年3月18日），p.18

⁵ 日経流通新聞（1999年4月27日），p.13

⁶ 「日本の組織，日本たばこ産業株式会社（JT）」フォーサイト（1999年3月），p.121；館澤貢次，「『NYタイムズ』に酷評されたJTの“1兆円買収劇”」月刊経営塾（1999年5月），p.114

⁷ 毎日新聞（1999年3月11日），p.10

5月にはジェイティアグリスを設立した。葉たばこは、組織培養がしやすく、バイオテクノロジーの研究に適した素材であると言われていた。そこで、JTは、長年の葉たばこで培った研究を通じて得られた様々な農業ノウハウ、組織、細胞培養、遺伝子組み替えを始めとする先端的なバイオテクノロジー技術や植物研究の成果を活用したアグリビジネスに着目して事業化を進めていた。1988年、JTは遺伝育種研究所を静岡県豊田町に開設した。1988年7月には、宇都宮試験場を分割して、植物開発研究所を設立した。JTはこれらの研究所を中心として、先端育種技術等を活用した穀物、野菜、花きの品種開発、農業資材および微生物農薬の開発に取り組んでいた。

1989年3月、JTは研究開発型バイオベンチャー企業のマイコジェン（サンディエゴ市）の株式200千株（発行済株式総数の3%）を1.8百万ドルで取得した。同時に、JTはアメリカに現地法人JTバイオテックを設立した。JTは、現地法人とパートナーシップ方式でMJTパートナーシップを設立し、JTが7.7百万ドルの全額を出資した。JTは、この新会社で、無公害農薬として期待されているバイオ除草剤を開発することにしてきた。¹ JTはバイオ除草剤で15年後に80億円、新品種開発を始めとする種苗で10年後に200億円の売上高を目標にしていた。²

1989年4月、JTはベルギーの植物遺伝子組み換え技術を持つベンチャー企業のプラント・ジェネティック・システムズ（PGS、アントワープ市）の株式10千株（発行済株式総数の8.7%）を約850百万円で取得した。PGSは遺伝子操作で害虫抵抗性植物を世界で初めて開発することに成功していた。JTでは、イネ、ジャガイモ、トウモロコシなどの新品種の開発を共同で進めることにしていた。³

1989年8月、JTは遺伝育種研究所で3年間栽培試験を実施してきたトウモロコシの種子と有機肥料を農家向けに販売することにした。また、1990年7月、JTは19の府県に農業資材や種子の販売組織「アグリセンター」を設けた。1991年10月、JTは独自に品種改良したハウレンソウや大根の種子を発売した。

1994年、JTは目的の遺伝子を注入することによって植物の性質を変える方法として、アグロバクテリウム「スーパーバイナリー・ベクター」を開発し、イネへの遺伝子導入に成功していた。⁴ 1995年4月、JTはマイコジェンから技術導入して改良した除草剤「グランドトリコ乳剤」を開発した。この除草剤は、馬鈴薯や落花生の畑やゴルフ場などの雑草を除去するのに即効性があった。⁵ さらに、1995年7月、JTはトウモロコシに「スーパーバイナリー・ベクター」を用いて、新たな遺伝子組み込み新品種を作る技術を確立した。⁶

¹ 日経産業新聞（1989年3月8日），p.7

² 日経産業新聞（1989年4月19日），p.7

³ 日経産業新聞（1989年4月14日），p.7

⁴ 日本経済新聞（1995年7月29日），p.10

⁵ 日本経済新聞（1995年4月25日），p.1

⁶ 日本経済新聞（1995年7月29日），p.10

1995年12月、J Tはモンサントと遺伝子組み替え技術などを用いて多収量で良食味のイネを共同開発することで合意した。¹ J Tは、コメの市場性を極めて高いと判断して、コメに実用化対象を絞り込むことにした。² J Tは、1997年から遺伝子組み替え技術を使って酒米向けにたんぱく質を通常の60%程度に減らした低たんぱく質米の栽培実験を、民間企業として3年前に初めて作った隔離圃場で開始した。³ 1997年7月には、J Tは、遺伝子組み替えのイネの実験場を屋内から野外の一般圃場に移した。これによって、自然条件の下で遺伝子組み替えの効果を検討することにした。⁴

1996年12月、J TはP G Sの保有株式をヘキスト・シェーリング・アグレボ（フランクフルト市）に売却せざるを得なくなった。すなわち、アグレボがP G Sを買収したことに伴って、J Tに対して、P G Sの保有株式を売却を要請してきた。J Tは、この売却によって50億円程度の売却益を得たが、提携戦略の見直しを迫られることになった。⁵

一方、種子や種苗だけでは付加価値が少なかった。このため、1993年頃から、J Tは、収穫した作物を販売するという青果物の流通を事業として構築することにした。J Tは、1996年6月から試験的に自社開発した野菜品種を販売するために日本橋高島屋にJ T特設コーナーを設けた。しかし、幅広い顧客層にJ Tの生産物を知ってもらうため、1997年からはスーパーなど量販店でのテスト販売を開始した。1998年には、大手量販店との取引を、ブロックやエリア段階での契約のほかに、本社段階で契約することを本格化した。

一方、J Tは、1999年には、事業化のめどがついたと判断して、1999年3月期の2倍にあたる1,600軒の農家と契約を結んで、出荷ベースで40億円の販売を目指していた。すなわち、J Tが契約農家に苗を供給し、作物を農家から直接買い取って量販店に限定して販売する仕組みを構築することにした。卸売り市場を経由しないために、量販店にとって安定した価格で調達できるほか、農家の経営も安定すると見られていた。品質管理についても葉たばこの経験を生かして、全国22カ所にあるアグリセンターのうち、葉たばこ農家の多い千葉、愛知などで青果の栽培指導ができる担当者を配置した。葉たばこ農家の転作対策的な意味合いもあって、契約農家を沖縄県以外の全都道府県にまたがって抱えており、野菜を年間を通じて供給できる点もメリットであった。当面は、J Tが独自に開発したベータカロチンなどの栄養分を高めた中玉トマト「ヘルシーミディ」、生食用のホウレンソウ、糖度の高い種なしスイカ、短くて歯ごたえのあるキュウリ、ピーマンなど7品種を扱い、今後は大玉トマトなども順次追加し、年間2品種程度増やしていくことにしていた。

¹ 日経産業新聞（1995年12月10日）、p.14

² 日経産業新聞（1996年1月5日）、p.13

³ 日経産業新聞（1996年12月2日）、p.20

⁴ 日経産業新聞（1997年8月5日）、p.21

⁵ 日経産業新聞（1996年12月9日）、p.25

例えば、「ヘルシーミディ」についてはJ T育苗センター（高知市）で育てた苗を約500軒の契約農家に供給することになっていた。収穫後はJ Tが全量買い取って、卸市場を通さずに、大手量販店に直接販売することになっていた。毎年農家とグラム単位で買い取り価格を契約し、供給量にある程度めどをつけてから量販店への価格を決めようとしていた。¹ 小売り価格は通常のトマトよりも10%程度割高であったが、J Tでは特徴があれば売れるとみていた。まだシステム全体から見ると試験的な段階であったが、「ヘルシーミディ」の売れ行きは好調であった。マーケティング面では、首都圏のスーパーの店頭で月1回程度、トマトの「ヘルシーミディ」などの試食キャンペーンを展開していた。J Tは、取り扱い小売店を1999年中に2,000店程度まで増やすことを計画していた。² J Tは、青果物流通の形での売上高で、1997年3月期に2億円、1998年3月期に5億円を実現し、1999年3月期には20億円を見込んでいた。

しかし、J Tとの取引を始めていた量販店との対応においては問題も残っていた。例えば、J Tは生産地と消費地とを接近させる方針をとっており、量販店側も同じ県の顔の見える農家の生産した安心野菜を販売することは消費者に好評であると評価していた。このためには、J Tが地元農家との契約を増やす必要があったが、量販店側は地元農家を獲得する意気込みがJ Tから伝わってこないと感じていた。例えば、J Tの生産数量が少ないことから、安定的な供給を受けられないことも多く、また、生産県も地元県以外からの生産物も多かった。さらに、品質（甘さや玉の大きさなど）のバラツキも多く、量販店でも扱いに苦慮していた。また、価格も高めに設定していることから、量販店のなかには品質と価格のバランスが取れていないと見る店もあり、価格の引き下げを要請していたが、J Tの譲歩を引き出すにはいたっていなかった。このような数量や価格などについて、量販店ではJ Tの対応に必ずしも満足していなかった。このため、J Tのアグリセンターにおける農家の指導員や販売担当者の対応力は限界に近いと指摘する人々も見られた。

ところで、トマトは日本では最も多く消費される野菜であり、タキイ種苗（京都市）が1985年から発売した桃色系トマト「桃太郎」が市場の約80%を抑えていた。しかし、1998年末、オムロンの孫会社のエム・エー・エム・アソシエーション（MAMA）は千歳空港の近くに東京ドームの1.5倍の広さをもつ7ヘクタールの総ガラス張り温室を完成させ、1999年6月からは、自社技術で栽培した高品質トマトの販売に乗り出していた。また、カゴメも農業生産法人を組織化して独自に品質改良した抗酸化作用のあるリコピンを豊富に含む赤系の生食用トマトを中心に開発販売することになっていた。1999年春、茨城県美野里町に農業生産法人の第1号を確保し、約5億円を投じた約13,000m²のガラス温室を完成さ

¹ 国司田託児、「食ビジネス新世紀7：J T，新種“収穫”間近」日経産業新聞（1998年6月17日），p.14

² 堤篤史、「J Tの野菜事業参入」日経産業新聞（1999年7月15日），p.22

せた。¹ 夏ごろから4種類のトマトの苗を供給し、秋からカゴメ・ブランドでの出荷を計画し、桃太郎よりも常に10～15%安で汎用品種を供給することにしていた。カゴメでは「世界で生産される約70百万トンのトマトの9割以上が赤系。桃色系一辺倒の日本に赤系を上乗せして市場を活性化したい」と述べていた。² さらに、従来農水省は、防疫上の理由からトマトの輸入を制限していたが、1999年6月、アメリカ産とカナダ産のトマトの輸入を
5 全面解禁する方針を決めた。

このように競争の激化が予想される状況のなかで、J Tは、たばこ事業で得たノウハウを徹底的に活用して、これら野菜の品種開発のスピードを速めようとしていた。さらに、J Tは日華化学と提携して、日華化学の持つ同一品種の苗を組織培養で大量生産するバイオテクノロジー技術とJ Tの育種技術とを組み合わせることで品種開発の速度を高めること
10 にしていた。³ J Tは、従来の生産者志向の農家とは異なって、品種開発を消費者のニーズを反映した形で進めていた。J Tが肥料や農薬など必要な資材をすべて1社で提供できる一貫開発体制を敷いていたことは、このアプローチを他社よりも有利に展開することを可能にしていた。多少栽培しにくい品種があっても、J Tは「品種に合わせた専用の肥料を開発し、全国22カ所のアグリセンターを通じてきめ細かい栽培指導」をしていくことに
15 していた。⁴ J Tは、これによって農家の栽培リスクを軽減することが出来ると期待していた。

一方、コメの分野では、1998年、J Tはイトーヨーカ堂系の192店で米「ななほ」の販売を開始した。

1999年6月、J Tは、イギリスの医薬・農薬大手のアストラゼネカの植物バイオ部門のゼネカアグロケミカルズと、イネの新製品開発の合弁契約を結んだ。ゼネカは1993年にイギリスの化学大手ICIグループから医薬・農薬などのバイオサイエンス事業を分離して発足した会社であった。また、ゼネカは遺伝子組み換えトマトをターゲットにしていたために穀物では出遅れていた。ゼネカはトウモロコシ、小麦などの穀物を中心に農業バイオの研究に力を入れており、イネについても豊富な遺伝子資源を持っていた。1994年から
20 遺伝子組み換えイネの開発にも着手していた。このため、両社は、お互いの技術を組み合わせ、品種・収量の改善や病虫害抵抗性などのある品種を作りだすための研究開発を速めることにした。J Tとゼネカが50%ずつ出資して、新会社（静岡県豊田町；資本金1億円）を設立した。⁵ ゼネカは2000年までに中国に大型工場を建設する計画であり、J Tはゼネカと組むことでアジア地域での展開も見込んでいた。⁶
25 30

¹ 日経産業新聞 (1999年4月6日), p.16

² 堀直樹, 「生食用トマト, カゴメ総合研究所」日経産業新聞 (1999年5月11日), p.13

³ 日本経済新聞 (1999年6月24日), p.13

⁴ 堤篤史, 「J Tの野菜事業参入」日経産業新聞 (1999年7月15日), p.22

⁵ 日経産業新聞 (1999年6月22日), p.13

⁶ 日本経済新聞 (1999年3月18日), p.13

このほか、JTでは、園芸分野でユリやカーネーションなども手掛けていた。

資金調達

JTは、1985年4月の民営化に当たって年間約3兆円の資金の動きを一元的に管理する本社の中心銀行として、富士銀行と第一勧業銀行を選定した。このほか、本社取引銀行として三菱銀行等5行を選定した。短期借入金についても、5～6行に絞った。一方、JTの株式は、民営後も、日本政府が全株式を持っており、エクイティ・ファイナンスもできなかった。このため、外部からの資金調達は、利付負債に依存せざるをえなかった。

1987年10月、JTは、資金調達の多様化の一環として、初めてスイス・フラン建て公募普通社債を発行した。調達金額は150百万スイス・フラン（約140億円）、発行価額100.25%、表面利子率は5%、期間7年の条件であった。続いて、1990年3月には、2回目の公募普通社債を、同じくスイス・フラン建てで110百万スイス・フラン（約100億円）の金額で発行した。

1994年8月、政府が保有しているJTの発行済株式総数の3分の1に相当する436,666株を売り出した。1株当りの発行価格については、多くの証券アナリストは1百万円前後が適正水準であるとみていた。また、1株当り純資産は565千円で、地価税から推定した1株当り土地含み益350千円を加えると915千円となっていた。しかし、入札を行った結果、最高落札価格は2,110千円、最低落札価格1,362千円、最多価格帯1,400千円台であった。そこで、落札加重平均価格を基準に、発行価格は1株1,438千円と決められた。ところが、発行価格が高く決められたために、約60%の払い込み辞退者が出た。このため、政府は272,390株の売り残り株の売り出しを凍結した。¹

1994年10月27日、JT株は東京証券取引所に上場された。しかし、初値は、売り出し価格を大幅に下回って1株1,190千円（終値1,110千円）となり、JT株式を売り出し段階で購入した投資家は上場初日から含み損を抱えることになった。

1999年5月、JTはRJRNabiscoのアメリカ以外の海外たばこ事業を買収した際に、シティバンクを主幹事として金融機関27行（うち日本の銀行は日本興行銀行等12行）から総額50億ドル（約6,000億円）の協調融資（シンジケートローン）を受けていた。その借入期間は364日で30億ドルのトランシェについての利子率はLIBOR² プラス60ベースポイントであった。また、20億ドルのトランシェは円建てであり、それについての利子

¹ この凍結株の売り出しは1996年6月に完了した。

² 1999年5月12日における合衆国ドル建ての期間1年のLIBORは5.34625%であった。また、5月12日の1ドルの値は120.60～121.10円であった。

率はLIBOR¹プラス60ベーシスポイントであった。²

ところが、この頃、長期金利に先高観が出てきた。そこで、JTは、このつなぎ融資（ブリッジ・ローン）を返済するために、1999年6月、日本国内で10年満期の普通社債を発行して1,500億円を調達した。格付けは日本格付投資情報センター（R&I）でAA⁺であり、発行価格99.98円、利子率1.98%（10年国債の利子率に対するスプレッドは0.31%）であった。JTは、国内社債発行登録枠として、さらに1,500億円を残していた。また、1999年7月、JTは、ヨーロッパを中心とする海外市場（アメリカを除く）で10億ドル（1ドル＝115円で1,150億円）のドル建て普通社債を発行した。期間は5年（償還期限2004年7月）で、発行価格99.913%、利子率6.75%であった。格付けはムーディーズでAa3、S&PでAAであった。³ このほか、銀行からの長期借入金（期間4年）で2,000億円、生命保険会社からの長期借入金（期間8年）で700億円を調達した。残りの約600億円は、自己資金でまかなった。これによって、8月には、50億ドルのブリッジ・ローンを完済した。

業績見通し

JTは、2000年3月期には、連結売上高として4兆4300億円（前期比14%）を見込んでいた（附属資料13A）。たばこ事業では、RJRの買収による4,084億円が加わって、13%伸びると見込んでいた。JTは、5月時点で、5月～12月の期間について、税込み売上高として40億ドル、EBITDAとして430億ドルを見込んでいた。⁴ また、JTIBVの税引き後利益を258億円と見込んでいた。⁵ 一方、食料部門は、清涼飲料水が好調を維持して11%伸びると予想していた。また、医薬品部門は、鳥居薬品を買収したこともあって前期比2.6倍の650億円に伸びると見込んでいた。一方、連結純利益は、買収に伴う商標権などの償却費の増加などもあって、730億円と2%減少するものと予想していた。⁶

食品事業の今後の戦略

証券関係者の間では、JT株式は「食品の代表銘柄として多くの機関投資家が保有せざるをえない」と見られていた。しかし、JTがRJRナビスコのアメリカ以外のたばこ事業を買収したことによって、JTにおいて成長性の高い非たばこ部門の割合が低下し

¹ 1999年5月12日における円建ての期間365日ベースのTIBORは0.32154%であった。

² Gillian Tett, "Citibank sets up \$5bn loan for Japan Tobacco," Financial Times (May 11, 1999), p.15

³ 三国レーティングの格付けはAAであった。

⁴ JTニュース・リリース（1999年9月16日）

⁵ 日本経済新聞（1999年11月11日）、p.9

⁶ 日本経済新聞（1999年5月22日）、p.15

たことを指摘するアナリストも見られた。¹ 食品メーカー関係者のなかには、「JTには今回の巨額買収の潤沢なキャッシュフローがあります。これだけの手元流動資金をもっていながら民営後15年近くも経って新規事業が総売上の2%しか成長させられなかったのは、はっきり申し上げてJTの経営者が無能だったというほかありません。本業は民営化の後も国内マーケットで圧倒的独占状態にあり座していても儲かる仕組みになっているだけに結局、過去15年間、JTの本業独占の上にアグラをかいたままで事業拡大努力を何一つしてこなかったということなる」と指摘している人もいた。² 株式市場関係者も、旭化成グループの食品事業を買収した際に、「この買収は食品加工のインフラが整うだけで、将来性は未知数。資金を考えればもう少し大胆な買収ができたのでは」と指摘していた。³ 事実、RJRナビスコの国際たばこ事業を買収する直前の1999年2月には、JTが自動販売機を約50千台持つサッポロビール飲料さらにはサッポロビールを買収するかもしれないという噂が流れたこともあった。⁴ さらに、別のアナリストはJTが本当に買うべきなのは「ナビスコのたばこ部門ではなくて、食品部門だったといえるでしょう。・・・(JTは)積極的にM&Aを展開していますが、多角化は、とても成功したといえる状態にありません。・・・JTが多角化を本当に推進するつもりならば、大規模な買収を、食品分野でこそ実施すべきだったといえるでしょう」と強調していた。⁵

このような評価に対して、JTの近藤専務は「(なぜ食品事業では有力企業ではなく、中小ばかりを買収するのかという質問に対して) 利益を上げている企業は売りにでない。どのような市場も新規参入は難しい。M&Aは入場料、つまり参入するためのインフラ整備として必要最小限のものを買うという考えで進めてきた」と述べていた。⁶ さらに、JTの幹部のなかには、「事業として考えると、例えば、食品なら味の素クラスの企業を買うべきだが、日本の風土として大型買収は成立しにくいというえ、大蔵省が株式の3分の2を保有する会社として敵対的買収を仕掛けるわけにもいかない」と述べていた。⁷ 事実、JTは中堅クラスの飲料会社の買収を試みていたが、実現していなかった。⁸ しかし、JTは海外でのたばこ事業で安定的な収益を確保し、それによって多角化を押し進めることにしており、「医薬、食品事業を積極的にやっていくことに変わりがない」と述べていた。⁹ 水野社長は「本業であるたばこがしっかりしなければ、多角化もうまく進まない」とし、「(今回のRJRの事業買収が、これまで積極的に進めてきた多角化を鈍らせるものではない」

¹ 日本経済新聞 (1999年7月14日), p.9

² 実業界 (1999年5年), p.37

³ 堤篤史, 「巨象のJT (下)」日経産業新聞 (1999年4月2日), p.22

⁴ 経済界 (1999年4月6日), p.42; 激流 (1999年5月), p.23

⁵ 財界 (1999年4月13日), p.35

^{6,9} 立木奈美, 「インタビュー, JT近藤浩一専務」日経流通新聞 (1999年3月18日), p.3

⁷ 館澤貢次, 「『NYタイムス』に酷評されたJTの“1兆円買収劇”」月刊経営塾 (1999年5月), p.114

⁸ 激流 (1999年5月), p.23

ことを強調していた。¹ 近藤専務も「(今後資金面で食品部門の新規投資は難しくならないかという質問に対して) たばこ食品は投資規模が比較にならない。そのような問題は全くない」と述べていた。²

1999年7月、JTは飲料および加工食品を強化するために、これら2事業部を担当する食料事業本部を設けた。³ JTが事業本部を置くのは、たばこ事業以外では食品事業が初めてであった。食品事業の売上高は、1998年3月期の153億円から1999年3月期には451億円へと伸びていた。特に、そのうち飲料事業は379億円を占めていた(附属資料8)。⁴ 近藤専務は「飲料・食品が根本的にたばこ違うのは、消費者のブランドロイヤリティが極めて低いこと。優れた商品を開発し、ブランドメイキングが出来ればいくらでも食い込める市場だ」と見ていた。⁵ 水野社長は、飲料事業で、2001年には、1999年3月期の2倍強の1,000億円の売上高を達成することを目指すと述べていた。⁶

¹ 経済界 (1999年4月6日), p.42

² 市川徹, 「JT, 米ナビスコの海外事業買収」 日刊工業新聞 (1999年3月11日), p.26

³ 日本経済新聞 (1999年6月5日), p.20

⁴ 激流 (1999年9月), p.17

⁵ 日経流通新聞 (1999年3月18日), p.3

⁶ 日本経済新聞 (1999年7月8日), p.13

付属資料 1

日本たばこ産業の連結貸借対照表
(10億円)

	1994年 3月末	1995年 3月末	1996年 3月末	1997年 3月末	1998年 3月末	1999年 3月末
現金及び預金	410.3	490.3	653.1	572.1	388.3	500.1
売掛債権	29.8	34.2	39.9	38.1	44.0	72.8
有価証券	62.3	70.1	111.4	202.1	325.6	306.1
棚卸資産	527.7	521.9	499.1	457.5	450.8	452.3
前渡金	39.9	32.5	26.1	27.0	33.4	n.a.
その他	36.6	33.0	27.7	30.3	24.1	66.3
貸倒引当金	-1.3	-1.2	-1.2	-1.4	-0.7	-8.2
流動資産合計	1,105.4	1,180.8	1,356.2	1,325.7	1,265.4	1,389.4
建物および構築物	529.0	618.4	643.3	645.1	651.8	671.8
機械および装置	392.0	451.8	477.5	481.0	483.0	508.7
器具および備品	200.2	144.2	226.2	204.3	206.1	238.7
粗償却資産合計	1,121.1	1,281.6	1,347.0	1,330.4	1,340.9	1,419.2
減価償却累計額	636.6	737.1	791.1	804.3	840.9	916.1
純償却資産	484.5	544.5	555.9	526.0	499.9	503.1
土地	157.8	167.6	168.2	165.7	158.6	164.7
建設仮勘定	36.2	28.5	16.2	5.8	10.3	8.1
その他	5.6	12.9	13.8	15.0	16.0	-
減価償却累計額	-4.4	-8.0	-9.4	-10.5	-11.5	-
有形固定資産合計	679.7	832.6	744.6	702.0	673.4	675.9
連結調整勘定	-	-	-	-	-	43.7
その他無形固定資産	-	-	-	-	-	10.0
無形固定資産合計	3.1	2.5	4.3	6.0	5.3	53.7
投資有価証券	63.8	41.9	49.8	31.2	41.8	44.1
長期貸付金	6.1	1.1	1.1	0.3	1.1	1.5
長期前払費用	25.0	22.4	19.0	22.1	21.6	-
厚生年金移管負担金	-	-	-	45.7	34.3	22.9
その他投資	21.7	22.5	22.1	26.8	31.0	49.0
貸倒引当金	-5.5	-1.2	-1.1	-0.6	-2.6	-
投資評価引当金	-6.9	-2.1	-2.7	-3.4	-12.7	-
投資合計	104.2	84.6	88.1	122.1	114.6	108.4
固定資産合計	787.0	832.6	837.1	830.1	793.2	837.9
繰延資産	-	0.8	0.5	0.3	0.1	0.1
為替換算調整勘定	-	4.1	3.5	0.3	-	1.2
資産合計	1,892.4	2,018.4	2,197.2	2,156.4	2,058.7	2,228.6
買掛債務	62.0	79.4	81.3	95.1	86.6	99.4
短期借入金	24.6	24.9	30.8	27.8	33.9	49.8
1年以内償還社債	12.6	-	5.0	10.0	-	-
未払金	45.7	56.8	56.6	89.0	41.6	41.4
未払たばこ税	74.8	74.6	131.1	88.4	66.2	67.5
未払たばこ特別税	-	-	-	-	-	21.6
未払地方たばこ税	91.3	92.0	159.5	113.3	86.1	86.7
未払法人税等	19.2	31.9	38.7	30.5	22.3	48.6
未払事業税等	8.9	10.4	11.7	9.5	7.6	-
未払消費税等	18.0	18.8	20.7	23.6	49.5	37.6
賞与引当金	17.0	19.0	19.2	19.4	17.6	19.7
その他	14.3	16.7	17.8	15.3	18.6	32.9
流動負債合計	386.5	424.4	572.5	521.8	430.1	505.3

付属資料 1 (続き)

	1994年 3月末	1995年 3月末	1996年 3月末	1997年 3月末	1998年 3月末	1999年 3月末
社債	25.3	25.3	20.3	10.3	11.3	1.6
長期借入金	82.5	89.1	81.4	86.2	70.5	62.0
退職引当金	168.4	164.2	157.5	162.6	161.5	169.9
その他	11.3	15.3	12.7	12.8	18.0	42.7
固定負債合計	287.6	294.0	271.9	271.9	261.4	276.2
負債合計	-	-	-	-	-	781.5
為替調整勘定調整	-	-	-	-	1.4	-
少数株主持分	2.6	8.7	9.8	9.9	10.2	31.1
負債合計	676.6	727.1	854.2	803.6	703.0	-
資本金	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
塩専売事業運営基本金	25.7	25.7	25.7	25.7	-	-
資本準備金	736.4	736.4	736.4	736.4	736.4	736.4
利益準備金	7.4	8.5	10.5	11.9	13.4	-
塩専売価格安定準備金	65.8	68.7	71.8	16.1	-	-
その他の剰余金	280.4	352.0	398.0	462.7	505.9	-
連結剰余金	-	-	-	-	-	579.6
資本合計	1,215.8	1,291.3	1,343.1	1,352.8	1,355.7	1,416.0

付属資料 2

連結損益計算書
(10億円)

	1994年 3月期	1995年 3月期	1996年 3月期	1997年 3月期	1998年 3月期	1999年 3月期
売上高	3,462.4	3,569.1	3,614.5	3,766.2	3,596.9	3,876.5
売上原価	2,942.2	2,996.3	3,025.3	3,133.6	2,970.7	3,149.4
売上総利益	520.1	572.8	589.2	632.6	626.2	727.1
広告宣伝費	25.9	25.9	23.2	23.6	31.1	31.6
販売促進費	63.6	65.4	67.5	70.8	77.6	109.8
報酬・給料手当	74.9	84.8	84.6	84.6	85.4	93.1
退職給与引当金繰入額	7.6	7.0	7.2	8.3	10.7	9.7
法定福利費	31.4	32.2	33.2	44.7	43.7	45.1
賞与引当金繰入額	9.2	9.6	9.9	10.2	8.7	10.9
減価償却費	11.3	11.2	15.7	15.4	14.7	16.6
研究開発費	-	32.6	35.8	36.2	37.8	37.2
その他	184.2	175.3	167.7	179.8	187.0	204.3
販売及び一般管理費	408.8	443.9	444.9	473.8	496.7	558.2
営業利益	111.4	129.0	138.6	158.8	129.5	168.9
受取利息	9.4	8.5	5.0	3.4	3.7	7.9
有価証券利息	2.1	2.0	2.8	2.7	3.8	-
受取配当金	-	-	-	-	-	1.9
その他	7.2	5.7	5.8	4.9	7.2	6.1
営業外利益	18.7	16.3	13.7	11.0	14.7	15.9
支払利息及び割引料	8.2	7.7	6.5	4.8	4.0	4.3
社債利息	2.1	1.9	1.5	1.4	0.9	-
有価証券評価損	-	-	-	6.8	9.8	4.1
たばこ災害援助金	4.0	0.5	1.6	4.7	2.0	2.7
投資評価引当金繰入額	4.2	-	0.9	1.6	6.4	-
その他	3.5	5.5	7.1	5.6	6.0	8.5
営業外費用	22.2	15.7	17.6	24.9	29.0	19.5
経常利益	107.2	128.7	134.7	144.8	115.2	165.3

付属資料 2 (続き)

	1994年 3 月期	1995年 3 月期	1996年 3 月期	1997年 3 月期	1998年 3 月期	1999年 3 月期
固定資産売却益	8.9	16.3	6.5	6.2	2.6	4.6
投資有価証券売却益	-	-	-	6.9	0.5	-
塩専売制度運賃調整清算金	-	-	-	3.3	-	-
その他	0.5	0.5	2.9	0.6	0.7	1.7
特別利益	9.4	16.8	9.4	17.0	3.8	6.3
固定資産売却損	0.5	0.6	0.3	0.2	0.1	0.2
固定資産除却損	11.1	7.3	4.7	10.8	8.1	9.3
塩専売事業厚生年金移管負担金	-	-	-	1.4	-	-
その他	1.3	13.3	1.2	1.5	0.6	1.9
特別損失	13.0	21.3	6.3	13.9	8.9	11.3
税金等調整前						
当期純利益	103.6	124.2	137.7	147.9	110.1	160.2
法人税・住民税	38.4	51.9	64.1	61.1	52.4	84.1
少数株主損益	-0.7	-1.5	-1.2	-0.4	+0.4	1.5
連結調整勘定						
当期償却額	-0.7	-2.0	-	+0.0	-0.1	-
持分法による投資損益	-	-0.1	0.0	-0.0	-0.0	-
為替換算調整勘定	-	+0.7	-1.3	-	-	-
当期純利益	63.7	69.5	71.1	86.5	58.0	74.6
研究開発費						
たばこ事業	15.5	13.7	12.5	13.0	12.3	n.a.
多角化事業	16.2	17.6	21.6	22.5	23.4	n.a.
合計	31.7	31.3	34.2	35.6	35.7	

注：国内におけるたばこ製品の配送及び代金業務を東京たばこサービス（所有割合73.8%）等連結子会社5社に委託している。東京たばこサービス等5社は、ユニ・タバコ・サービス（連結子会社）から外国たばこを仕入れ、その卸売業務を行っている。

なお、東京たばこサービスの売上高は4,030億円（1999年3月期）で連結売上高に占める割合が10%を超えているために開示されているが、関西、中部、九州および北海道の各たばこサービスの売上高は開示されていない。

付属資料 3

J Tのセグメント情報
(10億円)

A. 1998年3月期(未監査)

	たばこ	医薬	食品	アグリ	その他
売上高	2,558.7	15.0	15.3	7.4	25.2
営業利益	150.0	-10.0	-7.0	-5.0	-9.0
研究開発費	12.3	19.5	0.7	2.7	0.5

B. 1999年3月期(監査済)

1. 事業別

	たばこ	医薬	食品*	その他**	合計	消去又 は全社	連結
売上高							
外部売上高	3,616.7	23.8	150.7	85.3	3,876.5	-	3,876.5
部門間売上高 又は振替高	5.6	2.4	0.4	20.3	28.7	(28.7)	-
計	3,622.3	26.1	151.6	105.6	3,905.2	(28.7)	3,876.5
営業費用	3,428.5	38.7	159.8	108.2	3,735.2	(27.6)	3,707.6
営業利益	193.9	-12.6	-8.7	-2.6	169.9	(1.0)	168.9
資産	1,634.9	121.1	92.7	175.0	2,023.7	204.8	2,228.6
減価償却費	63.8	3.4	3.8	17.1	88.1	0.6	88.7
資本的支出	57.7	1.8	4.8	17.8	82.0	0.0	82.0

* 清涼飲料水, 加工食品: ユニマツトを含む。

** 不動産賃貸, リース, エンジニアリング他

2. 所在地別

売上高および資産の合計額に占める「本邦」の割合がいずれも90%も超えているため所在地別セグメント情報が省略されている。

(注) 1998年3月期以前は, 売上高, 営業利益及び資産の合計額に占める「たばこ事業」の割合がいずれも90%を超えていたため, 事業の種類別セグメント情報は省略。

付属資料 4

日本たばこ産業の単独貸借対照表
(10億円)

	1994年 3月末	1995年 3月末	1996年 3月末	1997年 3月末	1998年 3月末	1999年 3月末
現金及び預金	359.6	415.8	560.4	492.2	326.2	403.0
売掛債権	28.4	26.7	34.5	31.6	36.3	32.9
有価証券	56.9	58.8	100.0	173.2	298.0	278.2
棚卸資産	505.2	487.9	459.4	415.4	411.1	404.2
前渡金	29.4	28.6	25.9	26.1	33.1	27.5
その他	9.8	9.3	10.5	15.9	19.4	30.3
貸倒引当金	-0.5	-0.5	-0.5	-1.0	-4.3	-7.6
流動資産合計	988.7	1,024.6	1,190.3	1,153.5	1,108.8	1,168.6
建物および構築物	506.2	590.0	614.4	615.4	616.6	615.6
機械および装置	392.1	404.9	425.0	423.6	418.2	420.8
器具および備品	52.4	54.2	59.8	59.9	59.9	60.2
粗償却資産合計	960.7	1,049.1	1,099.2	1,098.8	1,094.7	1,099.5
減価償却累計額	539.8	582.9	629.8	656.9	683.6	714.9
純償却資産	420.9	466.3	469.4	411.1	411.0	384.6
土地	151.6	154.3	154.0	150.3	142.5	142.3
建設仮勘定	46.9	27.3	11.7	1.7	6.5	8.9
有形固定資産合計	619.4	647.9	635.1	593.1	560.0	535.9
無形固定資産合計	3.0	1.8	3.8	4.8	4.9	3.8
投資有価証券	25.8	29.6	37.1	19.5	27.8	23.0
関係会社株式	40.9	46.7	47.2	46.8	49.3	128.5
関係会社長期貸付金	6.0	3.0	2.5	4.3	3.9	4.2
長期前払費用	19.9	17.2	13.5	15.7	16.9	18.9
厚生年金移管負担金	-	-	-	45.7	34.3	22.9
その他投資	16.5	15.1	14.4	18.8	20.3	10.2
貸倒引当金	-5.0	-2.0	-0.0	-0.0	-0.1	-0.0
投資評価引当金	-5.4	-7.2	-10.9	-14.2	-19.0	-14.3
投資合計	98.7	102.4	103.8	136.6	133.3	193.3
固定資産合計	721.1	752.1	742.7	734.5	698.2	733.0
資産合計	1,709.8	1,776.6	1,933.0	1,888.0	1,807.0	1,901.6
買掛債務	16.5	15.5	15.6	15.3	15.8	15.7
1年以内返済長期借入金	0.2	0.2	3.1	0.2	0.2	5.3
1年以内償還社債	12.6	-	5.0	10.0	-	9.9
未払金	42.4	58.3	55.0	91.1	43.3	38.4
未払たばこ税	74.8	73.3	129.1	87.4	64.4	66.0
未払たばこ特別税	-	-	-	-	-	18.6
未払地方たばこ税	74.9	73.7	128.8	87.3	66.6	65.6
未払法人税等	16.5	26.7	33.0	27.3	19.1	34.9
未払事業税等	6.0	8.9	10.1	8.6	6.5	-
未払消費税等	15.1	15.0	16.6	19.1	40.7	29.6
預り金	2.2	2.4	1.9	2.0	4.9	2.1
賞与引当金	15.0	14.9	14.9	15.0	13.2	12.9
その他	5.7	6.0	6.7	6.6	9.1	10.7
流動負債合計	281.9	294.9	419.8	369.8	283.8	309.7
社債	24.9	24.9	19.9	9.9	9.9	-
長期借入金	11.6	11.5	8.4	8.3	8.1	2.8
退職引当金	162.2	152.5	145.2	150.5	149.7	156.4
その他	7.7	12.2	9.9	10.2	15.7	39.4
固定負債合計	206.5	201.2	183.5	178.9	183.5	198.6
負債合計	488.4	496.1	603.2	548.7	467.3	508.3

付属資料 4 (続き)

	1994年 3月末	1995年 3月末	1996年 3月末	1997年 3月末	1998年 3月末	1999年 3月末
資本金	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
塩専売事業運営基本金	25.7	25.7	25.7	25.7	-	-
資本準備金	736.4	736.4	736.4	736.4	736.4	736.4
利益準備金	7.4	8.5	10.5	11.9	13.4	14.8
塩専売価格安定準備金	65.8	68.7	71.9	16.1	-	-
その他の剰余金	286.1	341.4	385.3	449.3	489.9	542.1
資本合計	1,221.4	1,280.6	1,329.7	1,339.4	1,339.7	1,393.3
発行済株式総数 (百万株)	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
時価評価対象の有価証券の時価						
流動資産に属するもの	-	-	-	103.3	138.0	125.5
(貸借対照表計上額)	-	-	-	-	(134.7)	(121.9)
固定資産に属するもの	-	-	-	9.3	12.8	78.9
(貸借対照表計上額)	-	-	-	-	(6.9)	(51.7)

付属資料 5

単独損益計算書
(10億円)

	1994年 3月期	1995年 3月期	1996年 3月期	1997年 3月期	1998年 3月期	1999年 3月期
たばこ事業等売上高	2,711.9	2,688.0	2,660.8	2,735.4	2,621.6	2,757.1
塩専売事業売上高	68.8	68.7	65.6	68.7	-	-
売上高	2,780.7	2,754.7	2,726.5	2,804.2	2,621.6	2,757.1
たばこ事業等売上原価	2,252.3	2,265.6	2,167.5	2,197.4	2,080.5	2,178.1
(うち当期総製造費用)*	(516.9)	(518.0)	(498.2)	(477.2)	(486.9)	(492.3)
(国たばこ税)	(842.7)	(830.9)	(816.1)	(838.3)	(788.6)	(798.2)
(国たばこ特別税)	-	-	-	-	-	(59.3)
(地方たばこ税)	(842.7)	(830.9)	(816.1)	(838.3)	(788.6)	(798.2)
塩専売事業売上原価	51.5	49.6	48.9	51.8	-	-
売上原価	2,303.8	2,265.6	2,216.4	2,249.2	2,080.5	2,178.1
売上総利益	476.9	489.0	510.1	555.0	541.1	579.0
広告宣伝費	24.8	23.7	21.4	19.9	26.6	26.8
販売促進費	61.8	61.8	62.8	61.8	70.3	87.0
運賃・保管費	33.8	32.1	31.3	31.7	25.0	28.5
報酬・給料手当	57.6	57.7	58.2	57.8	56.8	55.7
退職給与引当金繰入額	6.6	5.9	6.0	6.5	9.4	7.7
法定福利費	29.2	29.0	30.0	41.4	40.2	40.2
従業員賞与	17.5	19.4	18.1	18.3	17.6	17.9
賞与引当金繰入額	8.1	8.0	8.5	8.5	7.1	7.1
租税公課	16.4	18.8	22.3	20.2	17.9	4.6
減価償却費	8.7	8.2	12.7	12.1	11.1	10.5
研究開発費	32.6	32.1	35.2	35.8	35.7	37.0
その他	77.7	83.2	86.3	91.7	104.1	110.0
販売及び一般管理費	374.8	379.9	392.6	405.7	422.1	432.9
営業利益	102.1	109.1	117.4	149.3	119.1	146.1
受取利息	10.3	8.4	3.9	2.7	2.7	2.4
有価証券利息	2.8	2.7	2.7	2.6	3.7	4.4
受取配当金	0.8	0.6	0.8	1.7	1.1	1.8
その他	6.8	6.2	6.5	5.8	6.7	5.5
営業外利益	20.7	17.9	13.9	12.8	14.2	14.1

付属資料 5 (続き)

	1994年 3 月期	1995年 3 月期	1996年 3 月期	1997年 3 月期	1998年 3 月期	1999年 3 月期
支払利息及び割引料	1.0	0.6	0.9	0.6	0.4	0.4
社債利息	2.1	1.9	1.5	1.4	0.8	0.7
有価証券評価損	-	1.2	-	6.8	9.7	3.2
たばこ災害援助金	4.0	0.5	1.6	4.7	2.0	2.7
投資評価引当金繰入額	3.5	1.8	3.4	3.7	4.8	4.6
その他	3.1	2.7	4.9	5.0	3.1	7.2
営業外費用	13.7	8.7	12.4	22.2	24.3	18.8
経常利益	109.2	118.4	119.0	139.9	109.0	141.4
土地売却益	7.7	13.3	5.1	5.1	1.7	4.3
投資有価証券売却益	-	-	-	5.4	0.5	-
塩専売制度運賃調整清算金	-	-	-	3.3	-	-
その他	0.8	2.9	5.5	0.8	0.7	0.2
特別利益	8.5	16.2	10.6	14.6	3.8	4.5
固定資産売却損	0.5	0.4	0.3	0.9	0.1	0.1
固定資産除却損	11.4	7.2	5.0	10.6	6.8	8.8
塩専売事業厚生年金移管負担金	-	-	-	1.4	-	-
その他	0.2	13.6	0.1	-	-	-
特別損失	13.1	21.1	5.4	12.8	8.9	8.9
当期純利益	104.6	113.4	124.2	141.7	104.2	137.0
法人税・住民税	34.8	44.0	54.9	55.9	46.9	69.3
当期純利益	69.7	69.4	69.3	85.8	57.3	67.7
* 製造費用						
原材料費	362.8	358.8	343.4	325.4	325.6	321.0
労務費	62.3	64.0	58.4	58.5	67.1	62.7
経費	91.8	95.2	96.4	93.2	94.2	108.7
(うち減価償却費)	(32.6)	(33.6)	(32.3)	(31.2)	(28.8)	(26.3)
当期総製造費用	516.9	518.0	498.2	477.2	486.9	492.3
減価償却費合計		67.8	70.6	66.7	59.0	58.4
1株当たり当期純利益 (百万円)	33.2	33.3	33.1	39.8	28.7	33.9
1株当たり配当金 (百万円)	5.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0

付属資料 6

J Tの大株主
(1999年3月31日)

	株式数	割合
大蔵大臣	1,336.5千株	66.83%
住友信託銀行 (信託口)	28.4	1.42
ステートストリートバンクアンドトラストカンパニー	25.4	1.27
三菱信託銀行信託口	19.1	0.95
J T社員持ち株会	18.2	0.91
ザチェアスマンハンタンバンクエヌエイロンドン	17.6	0.88
安田信託銀行 (金銭信託指定単口)	16.4	0.82
ポストンセーフデポズイットビーエスデー		
ティートリーティークライアンツオムニバ	15.6	0.78
富士銀行	14.0	0.70
第一勧業銀行	13.0	0.65
計	1,504.3	75.22
外国株主	177.3	8.8
投資信託	7.4	0.3
浮動株 (50,000株未満)	128.7	6.43

付属資料 7

国内葉たばこ生産

	耕作面積 (千ha)	耕作人員 (千人)	買入数量 (千トン)	買入代金 (10億円)	1kg当単 価 (円)
1989年3月期			86		(円)
1990年3月期			74		
1991年3月期			80		
1992年3月期			70		
1993年3月期			79		
1994年3月期	27		67		
1995年3月期	26	32	79	155.3	
1996年3月期	26	30	70	136.6	1,955
1997年3月期	26	28	66	123.5	1,941
1998年3月期	25	27	68	130.1	1,872
1999年3月期	25	25	63	118.5	1,901

付属資料 8

J T の販売実績

(金額は10億円, 数量は10億本)

3月期	紙巻きたばこ 数量 (JTシェア)	たばこ事業売上高 税引後*	多角化事業売上高 (単独)				合計 (塩専売事 業を除く)	
			医薬 事業	食品 事業	アグリ 事業	その他 事業		
1986年	303.2 (97.6%)	2,686.5	1,010.8	—	0.1	—	2,686.6	
1987年	296.5 (96.1)	2,868.1	988.2	—	2.4	—	2,870.5	
1988年	277.9 (90.2)	2,721.4	927.9	—	5.7	—	2,727.1	
1989年	269.2 (87.9)	2,641.6	906.2	—	12.4	—	2,654.0	
1990年	267.7 (85.3)	2,556.5	915.8	—	15.9	—	2,572.4	
1991年	270.8 (84.1)	2,601.9	936.9	—	21.5	—	2,623.4	
1992年	274.1 (83.5)	2,655.6	967.3	—	28.3	—	2,683.9	
1993年	272.6 (82.9)	2,659.2	976.9	—	29.5	—	2,688.7	
1994年	272.9 (82.1)	2,676.6	991.2	—	35.3	—	2,711.8	
1995年	268.8 (80.4)	2,647.8	986.0	3.3	9.0	4.4	23.3	2,688.0
1996年	263.7 (78.8)	2,612.9	980.6	3.6	9.3	5.3	29.5	2,660.8
1997年	270.6	2,683.7	1,007.2	4.6	12.4	6.4	28.0	2,735.4
1998年	267.7	2,558.7	981.5	14.9	15.3	7.4	25.1	2,621.6
1999年	270.8	2,652.3	996.6	22.5	45.1	10.0 #	27.1##	2,757.1

(注) 1985年までの紙巻きたばこの販売数量は, J T が製造した紙巻きたばこの国内販売数量である。

* 製造たばこに関する税を控除した値
見込み ## その他の実績からアグリ事業の見込みを差し引いた値

付属資料 9

J T の海外での販売

(10億本)

3月期	輸出 (JTインターナショナルへの販売)	海外製造分を 含む海外販売
1994年	16.2	17.8
1995年	14.8	18.9
1996年	17.8	21.4
1997年	12.7	17.7
1998年	13.2	18.2
1999年	13.2	20.5

付属資料 10

J Tにおける新薬の開発状況

開発品コード	開発段階	薬効・作用 または分類	備考
Y-25130:セロトーン	剤形追加	制吐剤	吉富製薬との共同開発 1994年から注射薬として上市
JTT-501	フェーズII	糖尿病治療薬	吉富製薬との共同開発 インスリン 抵抗改善作用を有する。ノスカー ル(三共)と同タイプ。ファルマシア&アップジ ョンにと独占ライセンス契約を締結(1998年5月) 5年以内に上市される可能性あり、後発で あるが大型化も期待可能*
JTE-522	フェーズII	抗炎症薬	自社開発 慢性関節リウマチへの効果が期待される COX-2 選択的阻害剤。COX-2 選択阻害剤 は市場拡大が有望視されている。 5年以内に上市される可能性あり、 後発であるが大型化も期待可能*
JTH-601	フェーズII	排尿障害治療薬	α_1 ブロッカー
JTV-519	フェーズII	心筋梗塞治療薬	

* 松野勉, 「日本たばこ産業」大和総研 (1999年6月2日), p.3

付属資料 11

鳥居薬品の財務諸表
(10億円)

	3 月末			
	1996年	1997年	1998年	1999年
流動資産	23.56	25.43	27.95	31.42
(うち現金, 預金, 有価証券)	(4.36)	(6.54)	(9.75)	(11.37)
固定資産	18.66	17.79	17.80	17.21
(うち投資有価証券, 長期貸付金)	(0.55)	(0.69)	(1.32)	(0.88)
資産合計	42.22	43.40	45.74	48.62
流動負債	12.82	12.21	12.32	12.89
(うち利付負債)	(1.70)	(0.60)	(0.50)	(0.60)
固定負債	2.07	1.91	1.80	1.39
負債合計	14.89	14.12	14.12	14.28
株主資本	27.34	29.28	31.62	34.35
	3 月末			
	1996年	1997年	1998年	1999年
売上高	36.39	38.33	38.01	40.35
営業利益	5.08	5.74	6.22	7.39
経常利益	5.25	5.91	6.39	7.64
(受取利息・配当金)	(0.04)	(0.04)	(0.07)	(0.09)
(支払利息)	(0.04)	(0.02)	(0.01)	(0.01)
税引後利益	2.28	2.64	2.96	3.35
減価償却費	2.13	2.14	1.89	1.83
1株当り利益(円)	79.3	91.7	102.8	116.4
1株当り配当金(円)	20.0	20.0	20.0	20.0
株価 高値(円)	2540	2770	3000	4160
安値(円)	1410	1960	1800	2020
β 値	-	-	-	0.57

付属資料 12

J Tの従業員状況

	3月末	
	1995年	1999年
男子 従業員数 (人)	18,612	16,643
平均年齢 (歳)	40.9	42.6
平均金属年数 (年)	19.8	21.4
平均給与額 (千円)	484.9	509.2
女子 従業員数 (人)	4,596	3,866
平均年齢 (歳)	42.0	43.6
平均金属年数 (年)	21.1	22.6
平均給与額 (千円)	305.5	328.4
従業員数合計 (人)	23,208	20,509

付属資料 13

J Tの業績予想
(10億円)

A. 東洋経済新報社の予想

	売上高	営業利益	経常利益	税引後利益	1株当たり数値 (円)	
					利益	配当
2000年3月期 (単独)	2,850	110	98	56	28,000	7,000
(連結)	(4,430)	(160)	(143)	(73)	(36,500)	
2001年3月期 (単独)	2,870	115	100	57	28,500	7,000

資料：東洋経済新報社，会社四季報（1999年7月15日）,p.209

B. 大和総研の予想

	売上高	営業利益	経常利益	税引後利益	1株当たり
					利益(円)
2000年3月期連結					
既存事業	4,044	164.5	162.5	83.9	41,950
R J R I 事業 *	396	41.0	34.0	23.5	11,750
	4,440	205.5	196.5	107.4	53,700
知的財産権償却	-	-30.1	-30.1	-18.0	-9,000
営業権償却	-	-5.4	-5.4	-5.4	-2,700
金融収支悪化	-	-	-20.0	-12.0	-6,000
	4,440	170.0	141.0	72.0	36,000
2001年3月期連結					
既存事業	4,048	164.3	162.3	83.9	41,940
R J R I 事業 **	622	66.0	55.0	38.0	19,000
	4,670	230.3	217.3	121.9	60,940
知的財産権償却	-	-32.3	-32.3	-19.4	-9,690
営業権償却	-	-8.0	-8.0	-8.0	-4,000
金融収支悪化	-	-	-20.0	-12.0	-6,000
	4,670	190	157	82.5	41,250

* R J R I の業績は8カ月分を加算

** R J R I の業績は12カ月分を加算

資料：松野勉，日本たばこ産業（DIR アナリスト速報）（1999年6月2日），p.4

付属資料 14

J Tの β 値

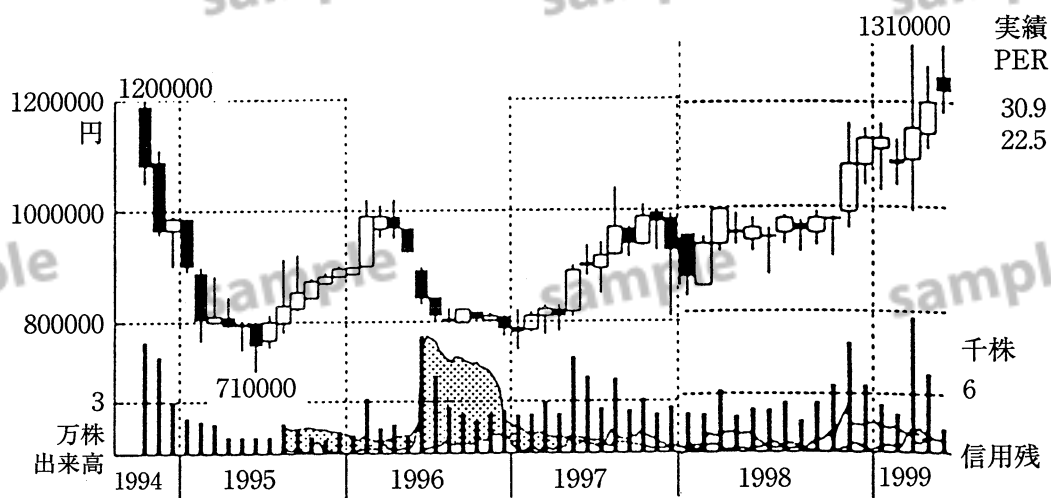
1996年10月～1999年3月： 0.23

1994年10月～1999年3月： 0.32

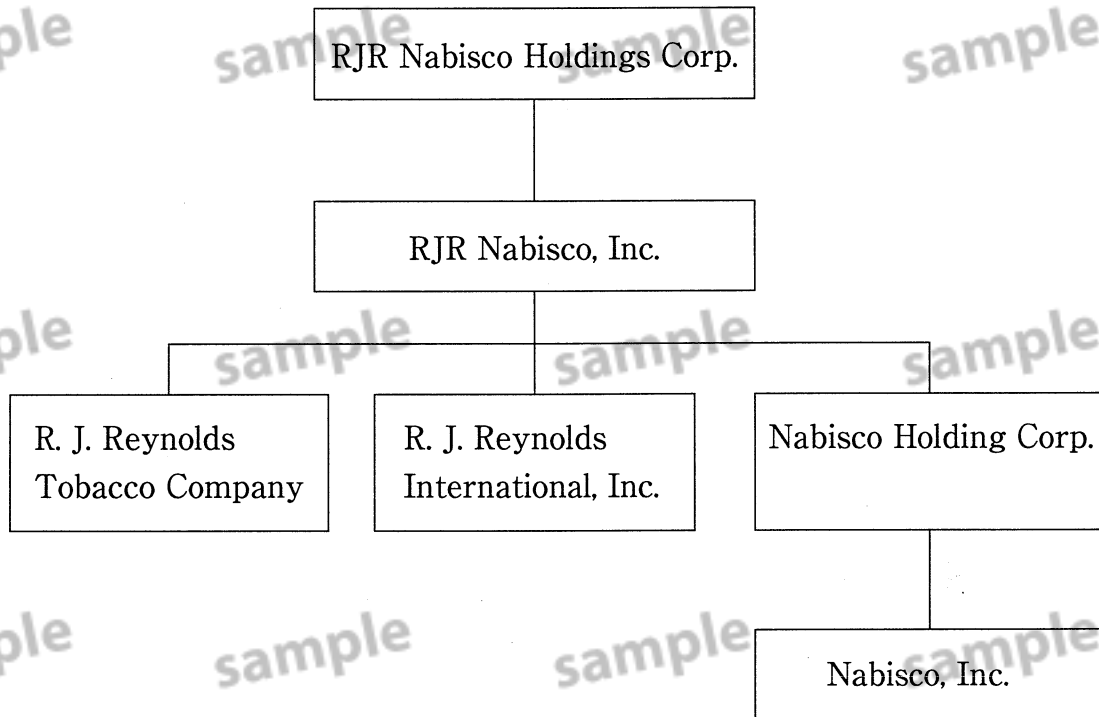
資料：東京証券取引所, TOPIX ニュー・インデックス CD-ROM 版 Vol.5 (1999年6月)

付属資料 15

J Tの株価



RJRナビスコの概要



国際たばこ事業

合衆国において、たばこ事業はR.J. Reynolds Tobacco Company (RJRT) によって行われている。合衆国の外では、たばこ事業はレイノルズ・インターナショナル (R.J. Reynolds International, Inc. ; 本社所在地、スイス・ジュネーブ) によって行われている。

レイノルズ・インターナショナルは、売却契約にしたがって、日本たばこ産業に売却されることになるが、世界の170を超える市場で事業を行っている。レイノルズ・インターナショナルは、自社が主に競争しているアメリカン・ブレンドのセグメントが外国のシガレット全体の販売よりも、大幅に速い割合で伸びている。レイノルズ・インターナショナルは、アメリカン・ブレンドのセグメントで大きな地位を占めている国際的なシガレット・メーカー2社のうちの2番手であるが、このセグメントにおける売上高のシェアは、最大のアメリカン・ブレンド・メーカーであるフィリップ・モリス・インターナショナル・インクのシェアの約4分の1となっている。

レイノルズ・インターナショナルは、西ヨーロッパでは強いブランド力をもつとともに、中東／アフリカ、アジア、C I Sおよびバルティック地域およびカナダなどの重要な市場においても、その地位を確立している。レイノルズ・インターナショナルは、世界のいたるところで、事業展開の機会を追求している。

レイノルズ・インターナショナルは、約100種類のブランドを販売している。そのう

ち、WINSTON, CAMEL, SALEMなどのオール・アメリカン・ブレンドのシガレットは、国際市場においてもリーダーとなっている。WINSTONはレイノルズ・インターナショナルの最も多く売れている国際的ブランドであるが、プエルトリコで大きなシェアをもっており、また、西ヨーロッパ、中東／アフリカ地域でも特に強い力をもっている。CAMELは世界中の約140の市場で販売されており、レイノルズ・インターナショナルでは第二に多く売れている国際的ブランドである。SALEMは世界で最も多く売れているメントール・シガレットであり、極東市場で特に強い力をもっている。レイノルズ・インターナショナルは様々な外国市場において数多くのローカル・ブランドも販売している。1998年、レイノルズ・インターナショナルには、売上高の10%を超える国際的な顧客はいない。

レイノルズ・インターナショナルの1998年における販売数量の約17%は合衆国で製造されたものであり、残りは合衆国の外で製造されている。レイノルズ・インターナショナルのブランドは、合衆国の外の22カ所にある自社施設や合弁施設で製造されている。このほか、その他の約16カ国においてライセンス契約に基づいても製造されている。レイノルズ・インターナショナルの自社や合弁の製造場所には、アンドラ、カナダ、中国、チェコ共和国、フィンランド、ドイツ、香港、インドネシア、カザフスタン、マレーシア、メキシコ、プエルトリコ、ポーランド、ルーマニア、ロシア、スペイン、スイス、タンザニア、チュニジア、トルコ、ウクライナ、ベトナムが含まれている。

原材料

シガレットの国内生産において、RJRTは主に国内の入札で購入した国産のバーレーン種および熟干しした葉たばこを用いている。RJRTは、主にトルコやギリシャで生産されたオリエンタルたばこや他の国産以外のたばこを購入している。レイノルズ・インターナショナルは合衆国および国際的な生産地の双方からの各種のたばこ葉を用いている。RJRTとレイノルズ・インターナショナルは、世界中のたばこ市場では、現在の生産必要量を満たすのに十分なたばこの供給量があると信じている。

競争

競争はブランド、パッケージ、ブランド・ロイヤルティ、小売りディスプレイ、プロモーション、品質および価格に基づいて行われている。RJRTとレイノルズ・インターナショナルのブランドの大部分について、多額の広告宣伝費およびプロモーション向け支出が、ブランドの市場における位置を維持・改善したり、新しいブランドを導入するのに必要になっている。喫煙反対グループは、シガレットの販売、シガレットの広告宣伝や形や内容、新しいシガレット製品のテストや導入を抑制するための活動を行っている。

資料：1998 Form 10-K of RJR Nabisco Holdings Corp.

付属資料 17

R J R ナビスコの部門別財務数値
(百万ドル)

	12月期				
	1994年	1995年	1996年	1997年	1998年
連結純売上高					
RJR タバコ	4,570	4,480	4,551	4,895	5,568
レイノルズ・インターナショナル	3,097	3,234	3,623	3,428	3,069
ナビスコ・ビスケット	} 6,315	3,569	3,677	3,545	3,542
USフーズ・グループ		2,451	2,638	2,604	2,334
インターナショナル・フード・グループ	1,970	2,274	2,574	2,585	2,524
合計	15,366	16,008	17,063	17,057	17,037
連結継続事業営業利益貢献額 *					
RJR タバコ	1,450	1,420	1,450	1,510	1,620
レイノルズ・インターナショナル	755	692	803	670	468
ナビスコ・ビスケット	} 935	535	600	691	542
USフーズ・グループ		355	379	386	339
インターナショナル・フード・グループ	117	239	248	231	206
本社	-138	-64	-67	-70	-79
合計	3,179	3,177	3,413	3,418	3,096
連結減価償却費					
RJR タバコ			166	140	130
レイノルズ・インターナショナル			100	85	101
ナビスコ・ビスケット			149	148	146
USフーズ・グループ			49	49	46
インターナショナル・フード・グループ			72	80	81
本社			2	2	2
合計	523	535	538	504	506
長期資産の追加額					
RJR タバコ			62	57	46
レイノルズ・インターナショナル			241	314	189
ナビスコ・ビスケット			190	206	188
USフーズ・グループ			89	64	49
インターナショナル・フード・グループ			158	122	103
本社			1	-	1
合計			538	504	506
総資産					
RJR タバコ				2,231	1,808
レイノルズ・インターナショナル				3,502	3,422
ナビスコ・ビスケット				2,273	2,079
USフーズ・グループ				1,116	816
インターナショナル・フード・グループ				2,737	2,550
本社				336	533
合計	31,408	31,518	31,289	30,678	28,892
純売上高	15,366	16,008	17,063	17,057	17,037
売上原価	6,977	7,468	7,973	7,847	7,530
販売, 広告, 一般管理費	5,210	5,412	5,774	5,881	6,453
	3,179	3,128	3,316	3,329	3,054
たばこ和解金及び関連費用	-	-	-	-359	-1,442
のれん及び商標権減耗償却費	-629	-636	-636	-634	-629
リストラ費用	-	-154	-428	-301	-585
営業利益	2,550	2,338	2,252	2,035	398
利息及び利付負債費用	-1,065	-899	-927	-912	-880
その他純利益(費用)	-110	-173	-126	-107	-132
所得税差引前利益	1,375	1,266	1,199	1,016	-614

付属資料 17 (続き)

	12月期				
	1994年	1995年	1996年	1997年	1998年
納税引当金	-611	-580	-585	-530	23
Nabisco Holdingsへの 少数株主権差引前利益	776	686	614	486	591
Nabisco Holdings少数株主権	-	-59	-3	-84	-14
特別項目差引前利益	776	627	611	402	577
特別項目	-245	-16	-	21	-
純利益	519	611	611	381	577
1株当たり利益(ドル)	2.07	1.58	1.74	1.11	-1.91
1株当たり配当金(ドル)	-	1.50	1.85	2.05	2.05
株価 高値				38 7/8	38 1/16
安値				27	21 5/16
終値				37 1/2	29 11/16

* 商標権及びのれんの減耗償却費, リストラクチャリング費用および非経常的費用を差し引く前の営業利益

付属資料 18

R J R ナビスコの地域別財務数値
(百万ドル)

	長期資産			売上高	
	1996年	1997年	1998年	1997年	1998年
アメリカ合衆国	3,746	3,135	10,860	11,038	11,435
カナダ	250	236	675	662	625
ブラジル	218	179	610	567	543
スペイン	109	116	483	414	454
ロシア	188	266	152	300	310
アルゼンチン	199	202	319	308	284
日本	4	4	330	311	279
ドイツ	265	282	263	204	209
フランス	2	3	246	186	188
メキシコ	39	33	94	109	122
その他外国	919	842	3,031	2,958	2,584
合計	5,939	5,298	17,063	17,057	17,037

付属資料 19

RJRナビスコのインターナショナル・タバコ事業の損益計算書
(百万ドル)

	1998年12月期				1999年1月～3月			
	中止する インターナショナル タバコ事業	継続 * 事業の NGH	調整 額	合計	中止する インターナショナル タバコ事業	継続 * 事業の NGH	調整 額	合計
純売上高	2,921	14,037	-	17,037	673	3,548	-	4,321
売上原価	-1,494	-6,036	-	-7,530	-332	1,777	-	2,109
売上総利益	1,427	8,001	-	9,507	341	1,771	-	2,212
販売一般管理費	-1,003	-5,402	-48	-6,453	-236	-1,302	-12	-1,550
たばこ補償金 及び関連費用	-	-1,442	-	-1,444	-	-	-	-
無形資産償却費	-42	-587	-	-629	-9	-145	-	-154
リストラクチャリング費用	-55	-530	-	-585	-	-	-	-
営業利益	327	119	-48	398	96	324	-12	408
利息及び負債費用	-53	-481	-346	-880	-13	-110	-93	-216
その他利益, 純	-75	-29	28	-132	-22	-10	-7	-39
税引前利益	199	-391	-422	-614	61	204	-112	153
所得税引当金	-139	8	154	23	-25	-87	42	-70
税引き前利益	60	-383	-268	-591	36	117	-70	83
ナビスコへの少数株主権 継続事業からの利益	-	14	-	14	-	-7	-	-7
	60	-369	-268	-577	36	110	-70	76

* RJR Nabisco Holdings Corp.は、インターナショナル・タバコ事業を売却することによって、NGH (Nabisco Group Holdings Corp.) と社名変更された。同じ1999年5月に、このNGHはRJR (RJR Reynolds Tobacco Holdings, Inc.) をスピン・オフしている。

付属資料 21 (51ページからの続き)

	1999年3月31日							
	株主資本 時価 (百万ドル)	株価 収益率 (倍)	配当 利回り (%)	ROE (%)	売上高 (百万ドル)	税引後 利益 (百万ドル)	資産合計 (百万ドル)	
フィリップ・モリス(アメリカ)	93,547	18	4.6	32.7	57,813	5,372	59,920	
BAT(イギリス)	14,379	28	4.2	497.4	27,858	555	11,947	
ギャラハー(イギリス)	4,274	12	5.2	n.a.	6,822	349	3,561	
インペリアル(イギリス)	5,862	14	3.5	n.a.	6,459	370	1,727	

資料: "The global 1000," Business Week (July 12, 1999), pp.53-62

付属資料 20

R J Rナビスコのインターナショナル・タバコ事業の貸借対照表
(百万ドル)

	1999年3月末					
	中止する インターナショナル タバコ事業	継続 * 事業の N G H	インターナショナル タバコ事業 売却代金	新規 負債	支出	合計
現金及び現金類似商品	143	3,235	-7,800	-1,250	5,918	246
売掛債権	521	639				1,160
棚卸資産	1,023	2,353				1,330
前払費用及び物品税	235	493				728
流動資産合計	1,922	5,697	-7,800	-1,250	5,918	4,487
有形固定資産、純	1,220	3,960				5,180
子会社への投資	-2,838	-	2,838	-	-	-
商標権	717	6,485				7,202
のれん	434	10,891				11,325
その他資産及び繰延費用	133	393			-88	438
資産合計	1,588	27,426	-4,962	-1,250	5,830	28,632
短期借入金	212	67				279
買掛債務	746	2,975				3,721
1年以内返済の長期利付負債	19	277	-	-	111	407
未払所得税	2	2,275	-2,000	-	-	277
流動負債合計	979	5,594	-2,000	-	111	4,684
長期利付負債	195	5,757	-	-1,250	3,928	8,630
ナビスコへの少数株主権	-	727				727
その他非流動負債	388	1,889				2,277
繰延所得税	26	28,14	300	-	9	3,149
負債合計	1,588	16,781	-1,700	-1,250	4,048	19,467
株主資本	-	10,547	-3,262		533	7,838

付属資料 21

世界の主要たばこ企業のたばこ販売数量及びβ値

	販売数量	買収・合併後	β値**
フィリップ・モリス(アメリカ)	9,445億本		0.65
BAT(イギリス)	7,120	+ 2170 = 9290	0.35
RJRナビスコ(アメリカ)	3,120	- 1867* = 1253	
JT(日本)	2,725	+ 1867* = 4592	
ロスマンズ(イギリス)	2,170	- 2170 = 0	
レームツマ(ドイツ)	1,190		
KT&G(韓国)	990		
グダンガラム(インドネシア)			
テケル(トルコ)			
セイタ(フランス)	681		
ギャラハー(イギリス)	460		0.35
タバカレラ(スペイン)	398		
イースタン(エジプト)			
インペリアル(イギリス)			0.13

* R J R ナビスコの海外たばこ事業の1998年12月期の販売本数, 資料: 読売新聞 (1999年3月10日), p.1

** 1999年10月現在の値 (S&P 500 によって計算), 資料: www.nasdaq.com

(50ページへ続く)

付属資料 22

フィリップ・モリスの財務諸表
(百万ドル)

	1997	1998		1998
営業収入	72,055	74,391	現金及び現金相当品	4,081
売上原価	26,689	26,820	売掛債権, 純	4,691
製品物品税	15,941	16,578	棚卸資産	
粗利益	29,425	30,993	葉たばこ	4,729
マーケティング, 管理及び研究費	15,720	17,051	その他原材料	1,728
和解費用	1,457	3,381	製品	2,988
のれん償却費	585	584	合計	9,445
営業利益	11,663	9,977	その他	2,013
利息及び他の負債費用, 純	1,052	890	流動資産	20,230
税引前利益	10,611	9,087	土地及び土地改良	655
税金	4,301	3,715	建物及び器具	5,386
純利益	6,310	5,372	機械	13,771
			建設仮勘定	1,422
事業別			小計	21,234
たばこ			差引: 減価償却累計	8,899
国内			有形固定資産 (純)	12,335
営業収入	13,584	15,310	のれん及び他の無形資産	17,566
営業会社利益	3,287	1,489	その他資産	3,309
国際			消費財事業資産	53,440
営業収入	26,240	27,390	金融資産, 純	6,324
営業会社利益	4,572	5,029	その他資産	156
食品			金融サービス資産	6,480
北米			総資産	59,920
営業収入	16,838	17,312		
営業会社利益	2,873	3,055	短期借入金	225
国際			長期利付負債の当期返済	1,822
営業収入	10,852	9,999	未払債務	3,359
営業会社利益	1,326	1,127	所得税	1,144
ビール			未払配当金	1,073
営業収入	4,201	4,105	流動負債	16,379
営業会社利益	459	451	長期利付負債	11,906
金融サービス			繰延所得税	929
営業収入	340	275	未払退職後医療費	2,543
営業会社利益	297	183	その他	7,019
合計			消費財事業負債	38,776
営業収入	72,055	74,391	長期利付負債	709
営業会社利益	12,814	11,334	繰延所得税	4,151
			その他	87
			金融サービス負債	4,947
			負債合計	43,723
			普通株式 (2,806百万株)	935
			留保利益	26,261
			外国為替換算等	-1,106
			自社株買戻コスト	-9,893
			株主資本	16,197

付属資料 23

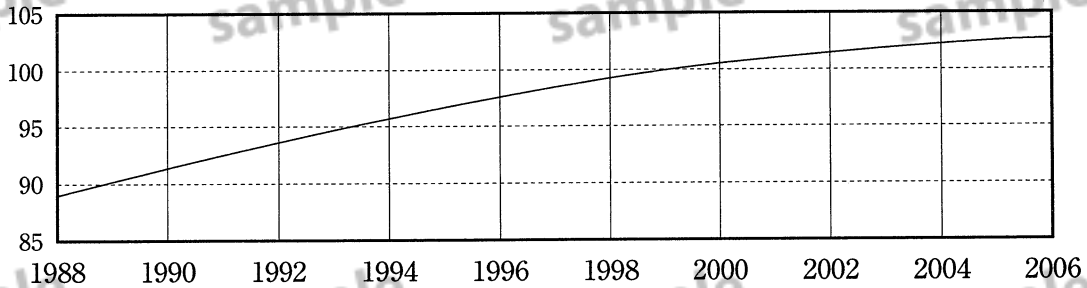
日本における喫煙者率の推移(%)



資料：日本たばこ産業，会社概況1998，p. 5

付属資料 24

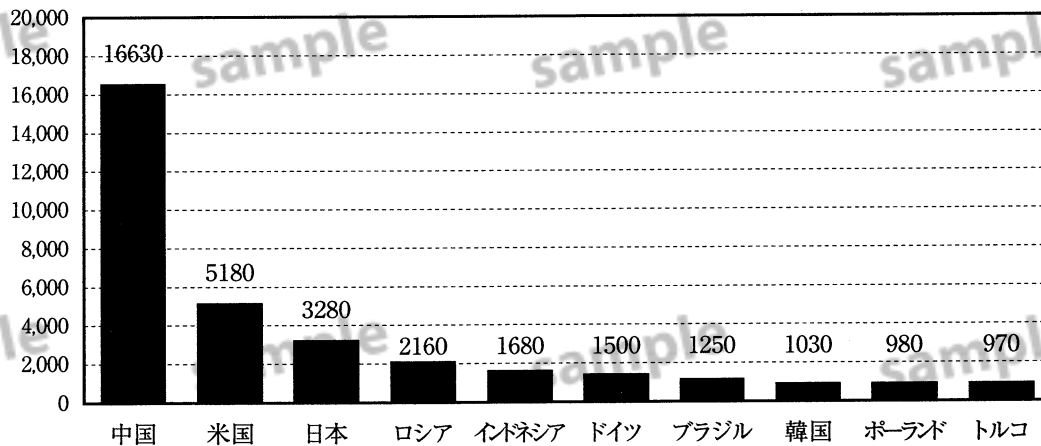
日本の成年人口の推移(予測)
(百万人)



資料：日本たばこ産業，会社概況1998，p. 5

付属資料 25

世界のたばこ市場
(1996年，億本)



資料：日本たばこ産業，会社概況1998，p. 11

付属資料 26

自動販売機の設置台数
(1997年末, 千台)

	1996	1997	1998
飲料			2,597
清涼飲料			(2,064)
牛乳			(172)
カップ式			(192)
酒・ビール			(170)
食品			175
たばこ			506
券類			41
その他			927
自動サービス機			1,230
合計	4,000	5,000	5,476

資料 日本自動販売機工業会
： 毎日新聞 (1998年11月14日), p.25

付属資料 27

自動販売機設置台数 (千台)

	1996年	1998年 (推定)
1. コカコーラ	850	770
2. サントリー	260	335
3. ダイドー	220	175
4. キリンビバレッジ	150	133
5. アサヒ飲料	120	131
6. 大塚製薬	150 *	127
7. UCC	150	108
8. ポッカコーポレーション	105	105
9. ペプシコーラ	80	-
10. ヤクルト	32	46
		2,042 **

*ネスレと合算 **瓶・缶ペット用 (紙カップ用を除く) 清涼飲料自動販売機

付属資料 28

主な飲料会社

	売上高	営業	純利益	EPS	株価	PER	発行済 株式数 (百万株)	株主資本 (10億円)
		利益			(1999.) (3.31)			
	-----	10億円	-----	(円)	(円)	(倍)		
コカコーラグループ(1998.12)								
中京コカコーラ	90.8	3.84	2.67	55.6	1,248	22.4	48.30	60.28
三国コカコーラ	124.6	9.34	5.51	90.0	2,560	28.4	61.69	157.91
北海道コカコーラ	74.8	5.46	2.81	71.2	1,250	17.6	39.52	49.40
山陽コカコーラ	76.1	6.25	2.75	76.5	2,185	28.5	37.75	82.37
三笠コカコーラ	33.2	1.49	0.58	36.9	976	26.4	16.47	16.07
近畿コカコーラ	159.1	7.35	3.57	58.1	1,600	27.5	62.08	99.31
富士コカコーラ	98.9	3.24	2.88	90.5	1,430	16.4	31.85	47.13
四国コカコーラ	46.5	4.65	1.84	79.8	1,480	16.4	23.85	39.73
北九州コカコーラ	102.5	11.78	5.58	116.0	5,010	43.2	48.06	240.76
計	806.5	53.40	28.19					792.96

主要製品売上高とマーケットシェア (10億円)	缶コーヒー	327.00 (49.0% (1))
	スポーツドリンク	77.30 (38.9% (1))
	ウーロン茶	41.17 (15.4% (2))
	果実着色炭酸飲料	34.54 (52.6% (1))
	果汁入り清涼飲料	28.20 (18.5% (1))
	栄養ドリンク	24.18 (15.7% (2))
	緑茶飲料	9.76 (11.3% (3))
	乳酸入り炭酸飲料	5.16 (30.9% (1))
	計	547.31

サントリーフーズ(1997.12)	304.3	n.a.	2,933	1466.5	非公開	-	2.00	n.a.
-------------------	-------	------	-------	--------	-----	---	------	------

主要製品売上高とマーケットシェア	缶コーヒー	66.59 (10.0% (2))
	ウーロン茶	51.74 (19.4% (1))
	スポーツドリンク	51.74 (3.3% (3))
	果汁入り清涼飲料	19.73 (13.0% (3))
	緑茶飲料	13.90 (16.1% (2))
	果実着色炭酸飲料	9.11 (13.9% (2))
	果汁飲料	0.87 (7.3% (1))
	計	213.68

キリンビバレッジ(1998.12)	243.4	7.44	2.85	52.4	2,175	41.5	54.4	118.28
-------------------	-------	------	------	------	-------	------	------	--------

主要製品売上高とマーケットシェア	果汁入り清涼飲料	22.77 (15.0% (2))
	ウーロン茶	20.18 (7.5% (3))
	天然果汁飲料	11.61 (8.8% (2))
	緑茶飲料	2.76 (3.2% (5))
	トマトジュース	1.65 (6.4% (3))
	果汁飲料	0.71 (5.9% (2))
	計	59.68

アサヒ飲料(1998.12)	229.3		1.67	39.2	非公開	-	52.59	
----------------	-------	--	------	------	-----	---	-------	--

主要製品売上高とマーケットシェア	果汁入り清涼飲料	18.97 (12.5% (4))
	乳酸入り炭酸飲料	1.24 (7.4% (3))
	果汁飲料	0.30 (2.5% (3))
	計	20.51

付属資料 28 (続き)

	営業			株価			発行済 株式数 (百万株)	株主資本 (10億円)
	売上高	利益	純利益	EPS	(1999.) (3.31)	PER		
	-----10億円-----			(円)	(円)	(倍)		
ポッカコーポレーション(1999.3)	86.3	2.08	-5.59	-179.9	700	-	31.09	21.76
主要製品売上高とマーケットシェア				ウーロン茶			12.84 (4.8% (5))	
				果粒入り果実飲料			3.07 (26.7% (1))	
				計			15.91	
カルピス(1998.12)	99.1	2.03	0.95	12.1	541	44.7	78.75	42.60
主要製品売上高とマーケットシェア				濃厚乳酸飲料(白物)			13.10 (92.9% (1))	
				栄養ドリンク			6.80 (4.4% (4))	
				乳酸入り炭酸飲料			3.79 (22.7% (2))	
				濃厚乳酸飲料(フルーツ系)			1.00 (90.9% (1))	
				計			24.69	
ダйдードリンコ(1998.1)	129.7	1.70	1.12	184.2	非公開	-	6.107	[45.00]
主要製品売上高とマーケットシェア				缶コーヒー			51.88 (7.8% (4))	
				緑茶飲料			5.78 (6.7% (4))	
				果実着色炭酸飲料			7.59 (11.5% (3))	
				計			65.25	
カゴメ(1999.3)	108.8	5.26	1.40	18.0	875	48.6	77.25	67.59
主要製品売上高とマーケットシェア				野菜ジュース			21.35 (36.4% (1))	
				トマトジュース			14.90 (57.5% (1))	
				計			36.25	
伊藤園(1999.4)	134.7	8.92	3.12	72.6	6,000	82.6	45.61	273.64
主要製品売上高とマーケットシェア				緑茶飲料			34.54 (40.0% (1))	
				野菜ジュース			19.10 (32.5% (2))	
				ウーロン茶			16.59 (6.2% (4))	
				果粒入り果実飲料			1.51 (13.1% (3))	
				計			57.54	
全国農協直販(1998.3)	66.18	-0.04	-0.08	-	非公開	-	0.2	[2.49]
主要製品売上高とマーケットシェア				天然果汁飲料			16.32 (12.4% (1))	
				野菜ジュース			7.50 (12.8% (3))	
				計			23.82	
UCC 上島珈琲(1998.3)	196.29	3.87	0.31	23.7	非公開	-	12.952	[29.25]
主要製品売上高とマーケットシェア				缶コーヒー			60.54 (9.1% (3))	
大塚製薬(1998.3)	358.8	16.39	9.02	752.0	非公開	-	12.0	[169.89]
主要製品売上高とマーケットシェア				スポーツドリンク			73.25 (36.9% (2))	
				栄養ドリンク			54.34 (35.3% (1))	
				計			127.59	

付属資料 28 (続き)

	営業		純利益	株価 (1999.)		発行済 株式数 (百万株)	株主資本 (10億円)	
	売上高	利益		EPS	(3.31) PER			
	-----10億円-----		(円)	(円)	(倍)			
ヤクルト(1999.3)	152.6	8.46	11.83	67.3	850	12.6	175.91	149.52
	主要製品売上高とマーケットシェア		栄養ドリンク 果肉飲料 計				11.16 (7.3% (3)) 4.55 (46.9% (1)) 15.71	
雪印乳業(1999.3)	543.1	10.60	3.30	10.2	650	63.7	324.16	210.7
	主要製品売上高とマーケットシェア		天然果汁飲料				10.01 (7.6% (5))	
森永乳業(1999.3)	431.2	8.28	2.49	9.8	340	34.7	324.16	110.21
	主要製品売上高とマーケットシェア		濃厚乳酸飲料 (白物)				0.70 (5.0% (2))	
キッコーマン(1998.12)	144.7	3.55	2.03	10.3	808	78.4	197.20	159.34
	主要製品売上高とマーケットシェア		トマトジュース				3.14 (12.1% (2))	
不二家(1999.3)	96.1	1.18	0.12	1.0	248	248.0	126.34	313.33
	主要製品売上高とマーケットシェア		果肉飲料				1.90 (19.6% (2))	
グリコ共同乳業(1998.3)	83.2	2.93	1.66	184.9	非公開	-	9.0	[16.97]
	主要製品売上高とマーケットシェア		天然果汁飲料				10.47 (7.7% (4))	
はごろもフーズ(1998.3)	76.43	1.37	0.37	80.1	非公開	-	4.557	{13.92}
	主要製品売上高とマーケットシェア		果粒入り果実飲料				2.10 (18.3% (2))	
サッポロビール 飲料(1997.12)	50.88	-0.49	-0.64	-	非公開	-	0.058	[1.95]
ユニマツトオフィスコ(1998.3)	24.72	2.58	1.07	105.0	非公開	-	10.18	[6.11]

- 資料：1. 非公開会社については、会社総鑑 (未上場会社版) (1999年5月)
[]内の非公開会社の株主資本は資本の簿価金額。
2. 製品別売上高及びマーケットシェア(括弧内は順位)については矢野経済研究所、日本マーケット・シェア事典 '99 (1999年5月)
3. 緑茶飲料については
東洋経済新報社編、全図解日本のシェアと業界地図 (東洋経済新報社、1999年3月)、p.107
市場規模を伊藤園の1997年4月期の緑茶飲料販売実績(34,537百万円から逆算の上、計算。

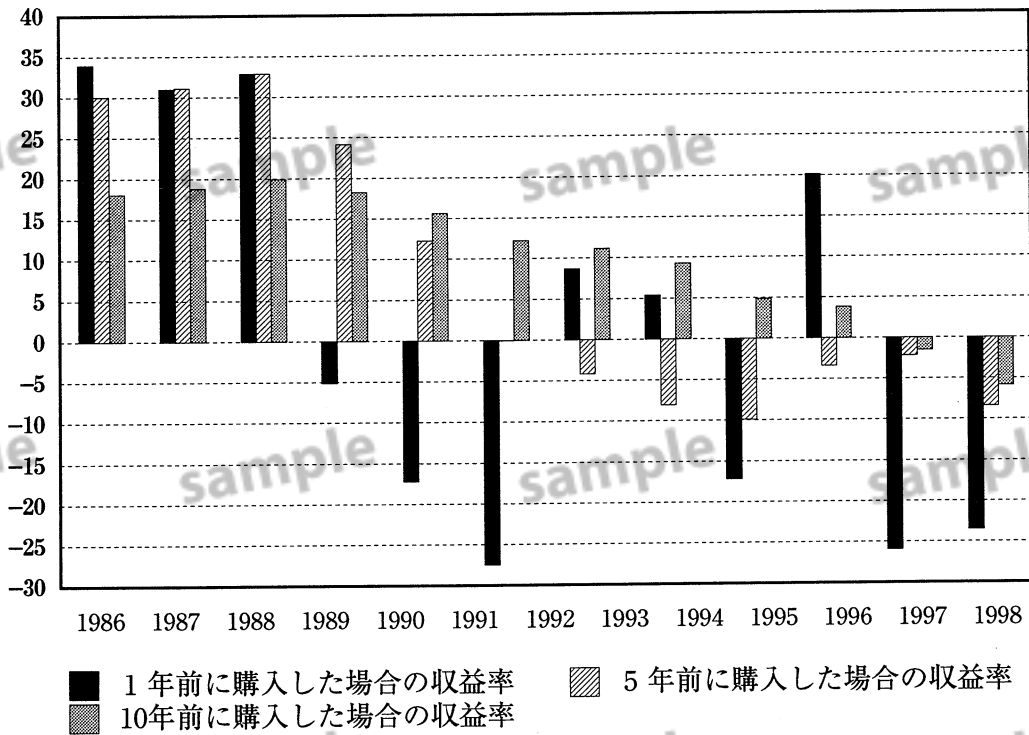
上場会社のβ値

	1997年			1998年				1999年	
	6月	9月	12月	3月	6月	9月	12月	3月	6月
サカタのタネ	0.60	0.51	0.48	0.50	0.37	0.37	0.37	0.33	0.27
飲料会社平均 (7~10社)	0.68	0.69	0.66	0.66	0.62	0.66	0.62	0.64	0.69
調味料会社平均 (4社)	0.99	0.95	0.86	0.90	0.92	0.92	0.83	0.77	0.76
(カゴメ)	0.86	0.88	0.86	0.87	0.76	0.74	0.74	0.63	0.64
医薬品会社平均 (33~34社)	0.66	0.64	0.69	0.70	0.66	0.66	0.59	0.56	0.56

資料 Daiwa Institute of Research Ltd., Tokyo Stock Market Quarterly Review

株式市場収益率

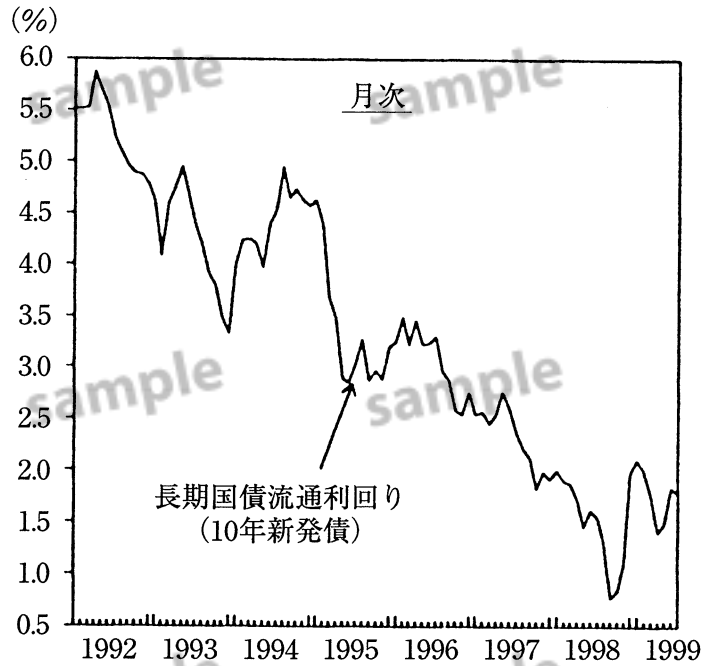
(東京証券取引所第一部市場上場株式の買い持ち型)



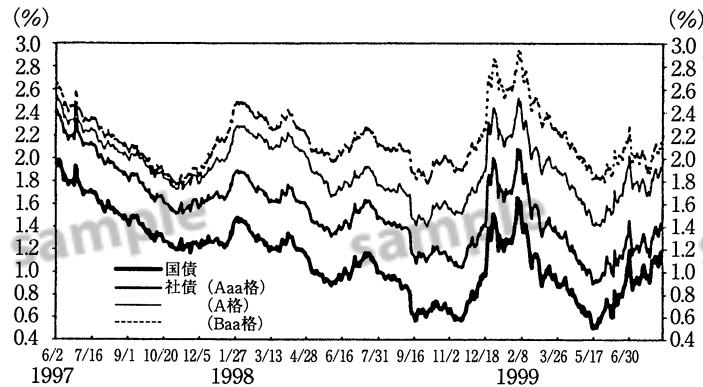
資料：紺野典子監修，株式投資収益率 '98 (日本証券経済研究所，1999年8月)

日本の利子率

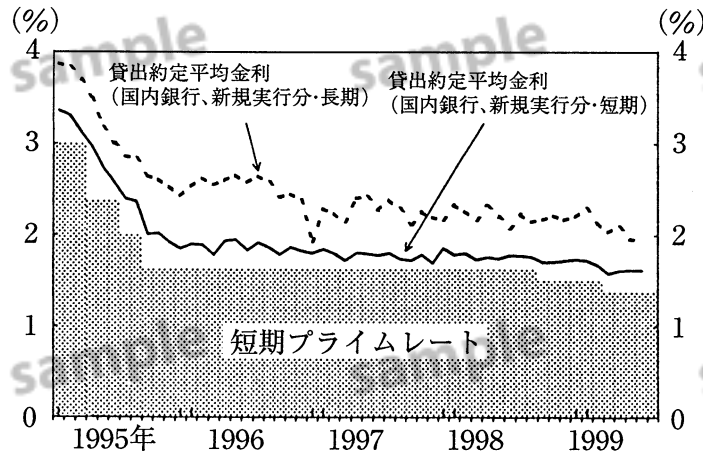
(1) 長期国債利子率



(2) 社債利子率 (流通利回り) (残在年数5年、格付けはムーディーズによる)



(3) 貸出利子率



資料：日本銀行，日本銀行調査月報（1999年9月），pp. 34, 35 and 37

付属資料 32

アメリカの利子率

	1996年	1997年	1998年	1999年	
				3月	5月
財務省証券 (入札高値)					
3カ月	5.02%	5.07%	4.81%	4.48%	4.51%
6カ月	5.09	5.18	4.85	4.52	4.55
合衆国国債					
1年	5.52	5.63	5.05	4.78	4.85
5年	6.18	6.22	5.15	5.14	5.44
10年	6.44	6.35	5.26	5.23	5.54
30年	6.71	6.61	5.58	5.58	5.81
社債					
Aaa	7.37	7.27	6.53	6.62	6.93
Aa	7.55	7.48	6.80	6.98	7.23
A	7.69	7.54	6.93	7.14	7.40

資料：Federal Reserve Bulletin (August 1999) , p.A23

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample



不許複製

慶應義塾大学ビジネス・スクール

Contents Works Inc.