

国内市場成熟の中で高水準の ROE を保つ米国食品業界

岩谷 賢伸、吉川 浩史

■ 要 約 ■

1. 米国主要食品企業の売上高成長率は、国内市場成熟の中で緩やかに下降しているが、成長性の高い海外市場進出などにより、過去 10 年間では年率平均 4.6% で成長してきた。
2. 利益率は、2006 年度の営業利益率が 15.9% と、金融を除く S&P500 企業の平均営業利益率と同水準である。過去 10 年間、ブランド力の強化によるマージン維持の努力などにより、純利益率は 2.1 ポイント上昇している。
3. 資本の効率性と財務レバレッジの低下により、株主資本利益率は、1998 年度の 26.3% から 2006 年度には 23.2% に低下している。一方、米国企業よりも純利益率と財務レバレッジが低いわが国主要食品企業の ROE は、米国とは 15~23 ポイントの大差がある。
4. 近年、主に自社株買いを通じて、潤沢なフリー・キャッシュ・フローを積極的に株主に還元し、資産効率を高めようとする流れが定着しつつある。
5. M&A について、2000 年前後は、規模の拡大や有力巨大ブランドの獲得を意図した大型買収が多かったが、近年は、コアの製品ラインアップの補完や海外進出のための M&A が増加している。
6. 原材料価格の上昇が食品企業の利益率の圧迫要因となる中で、原材料価格変動リスクのヘッジを目的としたデリバティブ取引の活用が、業界で拡がりつつある。
7. 過去 10 年間で 3 ポイント低下したとはいえ、米国主要食品企業は、20% を超える高水準の ROE を保っている。利益率、成長率、資産効率の維持・向上を目指した彼らの様々な取り組みは、わが国企業にとって示唆に富んでいる。

I 米国食品業界概況

米国食品業界（食料品、飲料品、タバコ）の国内市場規模は、2004 年に売上高ベースで約 6,200 億ドルに達している¹。だが、1998 年以降の売上高成長率は年率平均 1.6% と低い上に、2002 年以降の人口成長率が年率 1% を下回っていることや、競争の激化などを勘

¹ Internal Revenue Service, “Statistics of Income”より

案すると、今後も国内売上高の著しい拡大は見込めない。そのため、主要食品企業は、過去 10 年間で、M&A による規模の拡大や海外市場への展開を通して成長を模索してきた。

本レポートでは、米国食品業界の過去 10 年間（1998 年度から 2007 年度）の変遷を、S&P500 株価指数を構成する主要食品企業 24 社（食料品 13 社、飲料品 8 社、タバコ 3 社：以下、S&P500 食品）を通して、主に財務的な側面から分析する。日米比較のため、わが国主要食品企業（NOMURA400 構成銘柄の 28 社）の財務データも一部の項目で集計している。以下では、まず、食品業界の事業概況について述べる。

1. 食料品

食料品業界は、扱う食料品の種類が多岐に渡るため、全体としては市場の寡占化は進んでいないが、シリアルなど各カテゴリー別に見ると、トップ 3 社で 7 割以上のシェアを占めるなど、寡占化の進んでいる分野もある。食料品トップ 7 社の過去 10 年間の売上高順位の推移を見ると、2000 年頃に事業の買収や売却が活発に行われていたため、同時期に順位が大きく変動している（図表 2）。

事業戦略のトレンドとしては、キャンベルスープのスープ事業やハーシーのチョコレート事業などに見られるように、コア事業の強化とノン・コア事業の分離を推進したり、急速に成長するアジア等への海外市場進出のために、現地の食料品企業を買収し、有力ブランドや販売チャンネルを獲得したりする動きが活発になっている。また、近年、消費者の健康志向の高まりや、国民の肥満率上昇を受けた食品業界への批判に対応して、製品の塩分、脂質、糖分などのカットや、自然食品、健康食品やサプリメントへの注力がなされている。

図表 1 米国食料品主要 13 社

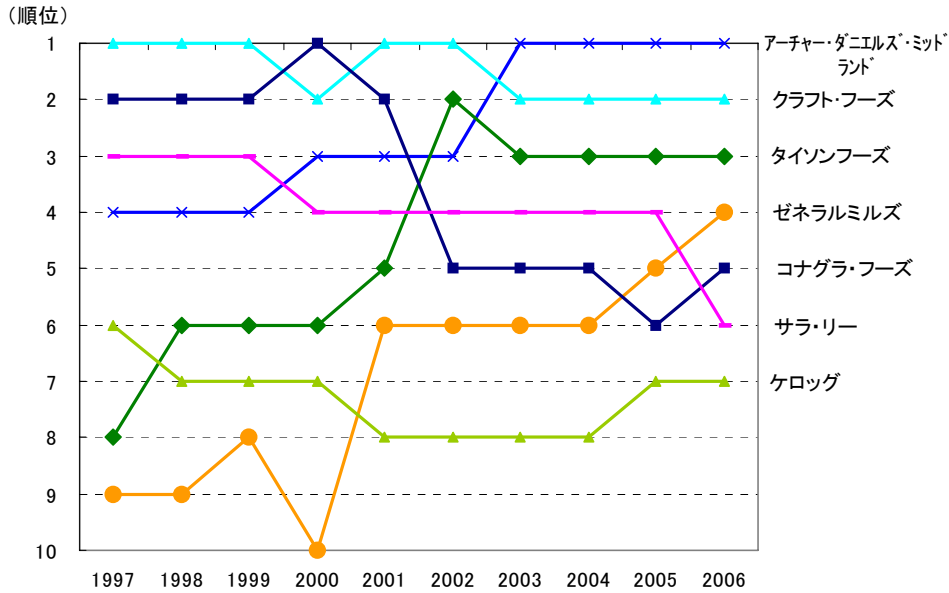
企業名	ティッカー	主な分野	売上高 (億ドル)	時価総額 (億ドル)	ROE(%)
1 アーチャー・ダニエルズ・ミッドランド	ADM	シリアル、食用油等	366	286	14.4
2 グラント・フーズ	KFT	乳製品、シリアル、スナック菓子等	344	485	10.5
3 タイソンフーズ	TSN	食肉加工	256	51	-
4 ゼネラルミルズ	GIS	冷凍食品、シリアル、菓子等	124	191	20.6
5 コナグラ・フーズ	CAG	冷凍食品、スナック等	120	107	16.6
6 サラ・リー	SLE	製パン、乳製品、シリアル等	115	93	21.4
7 ケロック	K	シリアル、菓子	109	201	46.1
8 ティーン・フーズ	DF	乳製品、菓子等	101	32	12.1
9 ハインツ	HNZ	ケチャップ、冷凍食品、レトルト等	90	143	40.4
10 キャンベルスープ	CPB	スープ、ソースなど	73	125	50.4
11 ハーシー	HSY	菓子類	49	83	65.8
12 WMリグレー・ジュニア	WWY	菓子類	47	162	23.0
13 マコーミック	MKC	香辛料、香料など	27	45	23.3
13社合計			1,821	2,084	

(注) 売上高、ROE は 2006 年度の数値。時価総額は 2008 年 2 月 22 日現在。

タイソン・フーズは、2006 年度は最終赤字。

(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

図表2 売上高順位の推移(食品加工13社中、上位7社)



(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

2. 飲料品

ノン・アルコール飲料事業は、国内では、ザ・コカ・コーラ・カンパニー（以下、コカ・コーラ）、ペプシコ、キャドベリー・シュウェップス（英国）の3社による寡占化が進んでいる。ノン・アルコール飲料品の約3分の2を占める炭酸飲料の9割のシェアを3社で占める²。また、近年、ノン・アルコール飲料の事業者は、食料品業界と同様に、消費者の健康志向への対応を迫られている。炭酸飲料の出荷量が2005、2006年と2年連続で前年割れする中で、カロリーを抑えた商品を拡充したり、ボトル・ウォーター、スポーツ飲料、茶系飲料といったその他の成長分野に注力する動きが目立つ。

アルコール飲料事業では、シェアの半分以上を占めるビール事業において、国内ではアンハイザー・ブッシュ、ミラー・ブルーイング（世界第二位のビール会社サブ・ミラー傘下）、クアーズ・ブルーイング（モルソン・クアーズ傘下）の3社で約8割のシェアを占める。だが、業界全体としては、ワインやスピリッツの人気の高まりシェアが拡大する一方で、ビールのシェアは低下している。その中で、アンハイザー・ブッシュは、移民をターゲットにしたメキシコ産ビールが輸入ビールの多くを占めていることに注目し、メキシコのビール会社を買収したり、他にもブラジルや香港のビール会社を買収したりして海外展開を積極的に進めている。また、ワイン製造大手のコンステレーション・ブランズは、競合との差別化を図るため、国内高級ワイン会社モンダビやオーストラリアの大手ワイン会社BRLハーディーを買収した。

² Beverage Digest より

図表 3 米国飲料品主要 8 社

企業名	ティッカー	主な分野	売上高 (億ドル)	時価総額 (億ドル)	ROE(%)
1 ペプシコ	PEP	ソフトドリンク	351	1,143	38.1
2 サコカ・コーラカンパニー	KO	ソフトドリンク	241	1,350	30.5
3 コカ・コーラエンタープライズ	CCE	ソフトドリンク	198	117	—
4 アンハイザー・ブッシュ	BUD	ビール製造	157	350	54.0
5 ヘフシ・ホドリンク・グループ	PBG	ソフトドリンク	127	79	25.3
6 モルガン・クアーズ	TAP	ビール製造	58	95	6.5
7 コンステレーション・フランス	STZ	蒸留酒・ワイン製造	52	43	10.2
8 ブラウン・フォーマン	BF/B	蒸留酒・ワイン製造	22	84	24.8
8社合計			1,208	3,261	

(注) 売上高、ROEは2006年度の数値。時価総額は2008年2月22日現在。

コカ・コーラエンタープライズは、2006年度は最終赤字。

(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

3. タバコ

米国内のタバコ市場は2006年には、首位のアルトリア・グループ（以下、アルトリア）が50%以上、2位のレイノルズ・アメリカンが30%近くのシェアを占めており、寡占化が進んでいる。喫煙率の低下などから、国内市場の成長が期待できない中で、アルトリアは、タバコの消費量が増加している海外市場へ進出するべく、パキスタンやインドなど海外のタバコ会社を買収している。また、近年、アルトリアは事業再編を進めており、2007年にクラフト・フーズをスピン・オフした後、2008年には海外タバコ事業を司るフィリップ・モリス・インターナショナルのスピン・オフを発表している。

喫煙率の低下に加え、国内タバコ産業のもう一つの懸念材料は、高い訴訟リスクである。過去10年間にも、タバコが健康に与える悪影響を巡る個人や集団による訴訟に加えて、州政府がタバコによる健康被害によって増加した医療費支出の補償を求める訴訟などが相次いで提起された。前者では、数は少ないものの、会社側が敗訴して賠償金を支払うケースもあった。後者では、1998年の包括的和解により、大手タバコ会社4社が25年間に渡って総額2,500億ドルを州政府に支払うことで合意した。

図表 4 米国タバコ主要 3 社

企業名	ティッカー	売上高 (億ドル)	時価総額 (億ドル)	ROE(%)
1 アルトリア・グループ	MO	703	1,550	31.9
2 レイノルズ・アメリカン	RAI	85	190	17.8
3 UST	UST	18	85	717.9
3社合計		806	1,825	

(注) 売上高、ROEは2006年度の数値。時価総額は2008年2月22日現在。

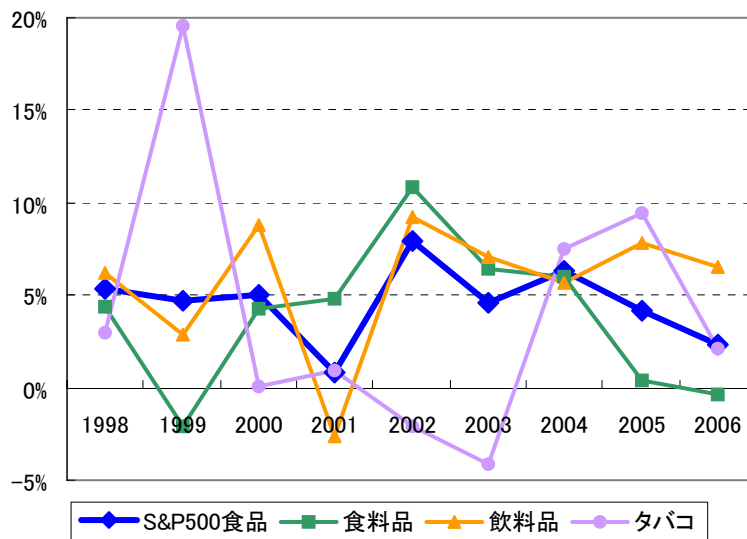
(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

II 過去 10 年間の財務動向

1. 成長性分析～売上高は増加するも、成長率は低下傾向

海外市場における高成長や M&A による規模拡大により、S&P500 食品の売上高成長率は過去 10 年間で年率平均 4.6%と、米国食品業界全体の 1.6%を大きく上回っている。だが、国内市場の低成長が響き、2002 年度以降、成長率は緩やかに下降している（図表 5）。サブ・カテゴリー別には、食料品企業の売上高成長率が 2005、2006 年度にゼロ近くまで低下しているが、これはサラ・リーによる有力アパレルブランドの売却が影響している³。この影響を除くと、食料品企業の 2005、2006 年度の成長率はそれぞれ 2.4%、2.3%であった。一方で、飲料品企業では、2002 年度以降、8 社全ての売上高が前年度比で増加し続けており、売上高成長率は 5%を超える水準を保っている。その背景には、M&A による規模の拡大に加え、アジアや東欧など新興市場における売上高の伸長が挙げられる。

図表 5 売上高成長率



(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

2. 利益率分析～マージン低下圧力の中で数ポイントの上昇

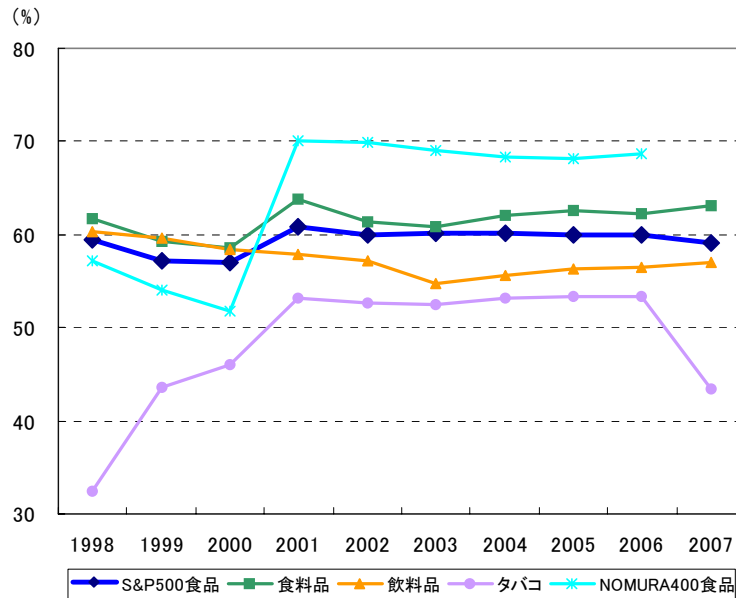
主要食品企業の利益率の水準は、営業利益率⁴が 15.9%（2006 年度）と、金融を除く S&P500 企業の直近の平均営業利益率 15.5%と同水準である。食品業界のコスト構造を見ると、まず、原価率⁵は 57～61%で安定している（図表 6）。サブ・カテゴリー別には、

³ 2004 年度のサラ・リーの売上高に占めるアパレル事業全体の売上高は 33.7%と、食品事業の 39.7%に次ぐ規模。

⁴ (営業利益) / (売上高)

⁵ (売上原価) / (売上高)

図表 6 原価率



(注) 2007年度は決算期を迎えた企業のみ集計。中央値。2007年度のタバコ業界の原価率の低下は、クラフト・フーズのスピンのオフが影響している。NOMURA400のデータは2001年度以降、連結ベース。

(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

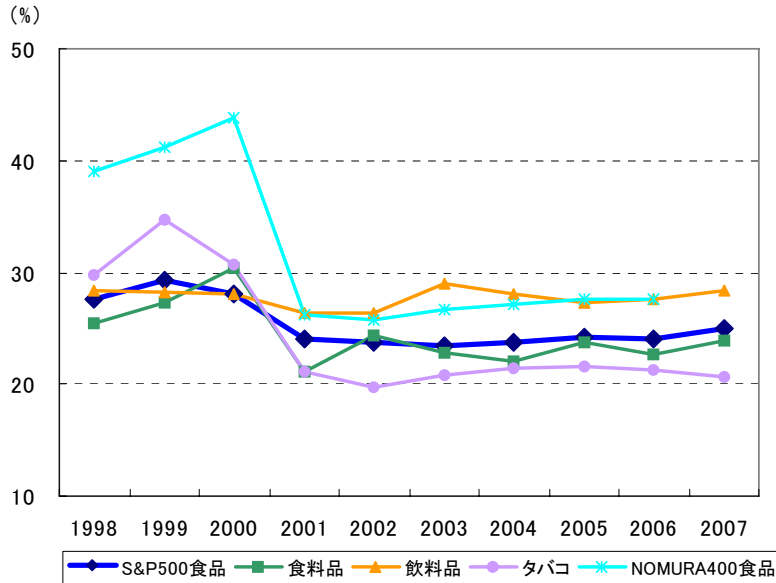
近年、食料品企業では原価率が60%強と、50%半ばの飲料品企業やタバコ企業に比べて高いが、今のところ原材料価格の上昇分を製品の値上げなどで補っており、大幅な原価率の上昇は見られない。個別企業を見ると、製品のブランド力やマーケット・シェアの高いコカ・コーラ、ペプシコ、WM リグレー・ジュニア（チューインガム等）などの原価率は低く、対して、加工度合いの低い製品を販売するアーチャー・ダニエルズ・ミッドランドやタイソン・フーズなどの原価率は90%を超える。ちなみに、わが国主要食品企業の原価率は、米国よりも8~10ポイント高い。小麦など、原材料の多くを輸入に頼っているため、原価が割高であることや、流通構造が米国とは異なり、卸売業者の介在により流通コストが高いことなどが要因として考えられる。

一方、販売及び一般管理費率（販管費率）⁶は、1999年度に約30%まで高まったが、2001年度にかけて下降し、その後は24~25%で推移している（図表7）。この販管費率の減少は、会計上、ディスカウント・クーポンなどの販売促進支出の分類が、従来の販管費からネットの売上高の減少分に変更されたことによる影響が大きい。サブ・カテゴリー別の販管費率は、原価率の場合と異なり、食料品企業よりも飲料品企業の方が高い。飲料品企業では、ブランド及び販売強化のためにより多くの費用を広告・マーケティングにかけているためである。例えば、ブランド力の高いコカ・コーラやペプシコの販管費率は業界全体の水準よりも高く、35%を超える。

⁶ (販売及び一般管理費) / (売上高)

以上の結果、米国主要食品企業の純利益率⁷は、2006年度は9.1%と10年前に比べて2.1ポイント上がっている（図表8）。サブ・カテゴリー別には、原価率の低いタバコ企業の

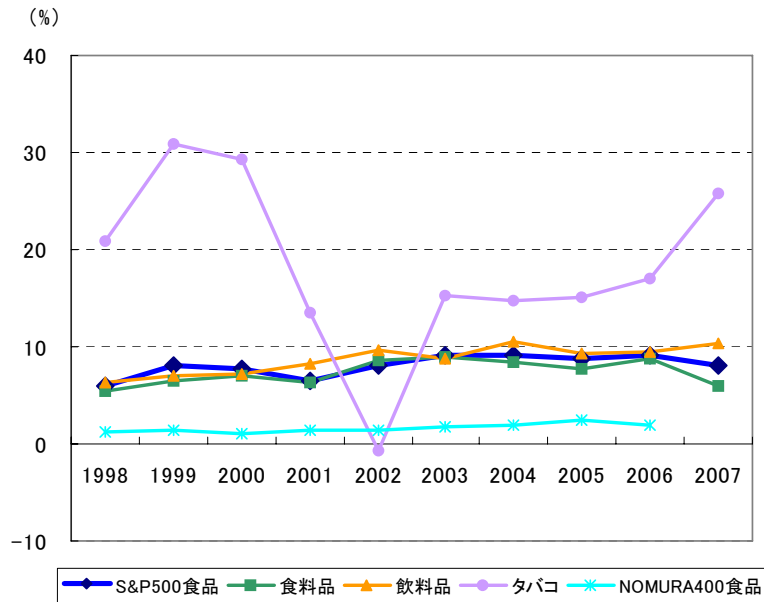
図表7 販売及び一般管理費率



(注) 2007年度は決算期を迎えた企業のみ集計。中央値。

(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

図表8 純利益率



(注) 2007年度は決算期を迎えた企業のみ集計。中央値。

(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

⁷ (純利益) / (売上高)

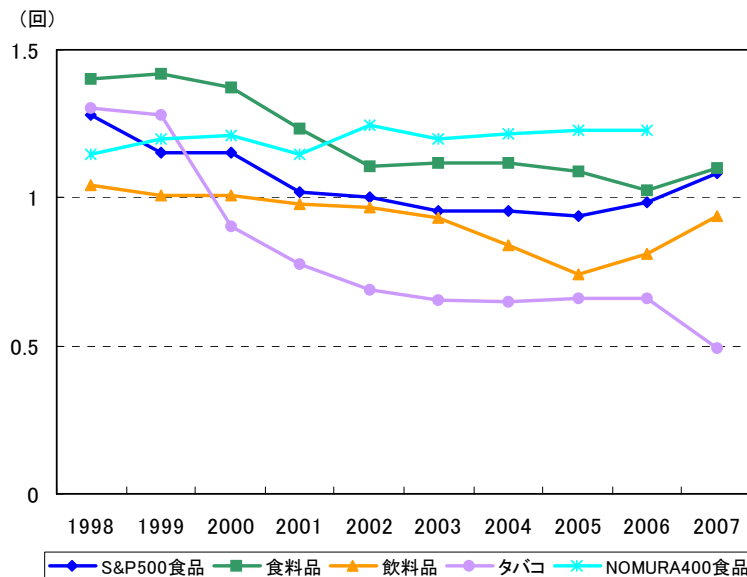
純利益率が高いのが目立つ。対して、わが国主要食品企業の純利益率は 1.0～2.4%で推移しており、米国とは年度によって 5～8 ポイントの開きがある。主に、原価率の差が純利益率の差に表れているといえる。

3. 効率性分析～資産効率は低下傾向

米国主要食品企業の資産効率について、まず、総資本回転率⁸を見ると、S&P500 食品では、2006、2007 年度は前年度より上昇しているものの、1998 年度から 2005 年度にかけては、1.3 回から 0.9 回へ緩やかに下降している（図表 9）。その要因としては、M&A による資産の増大や余剰キャッシュの増加などが挙げられる。サブ・カテゴリー別には、回転率の高い方から、（食料品）→（飲料品）→（タバコ）の順になっている。ちなみに、わが国主要食品企業の総資本回転率は、約 1.2 回で安定的に推移し、1999 年度以降は米国よりも高い水準にある。

次に、在庫管理の効率性を表す棚卸資産回転率⁹を見ると、直近では大きく数値が改善しているものの¹⁰、過去 10 年間、5.4～5.9 回で安定的に推移してきた（図表 10）。サブ・カテゴリー別には、回転率の高い方から（飲料品）→（食料品）→（タバコ）の順になっている。タバコ企業の回転率が低いのは、購入したタバコの葉を倉庫で保管したり、製品を貯蔵したりする期間が長いからである。また、一つ興味深いのは、2006 年度、わ

図表 9 総資本回転率



（注） 2007 年度は決算期を迎えた企業のみ集計。中央値。

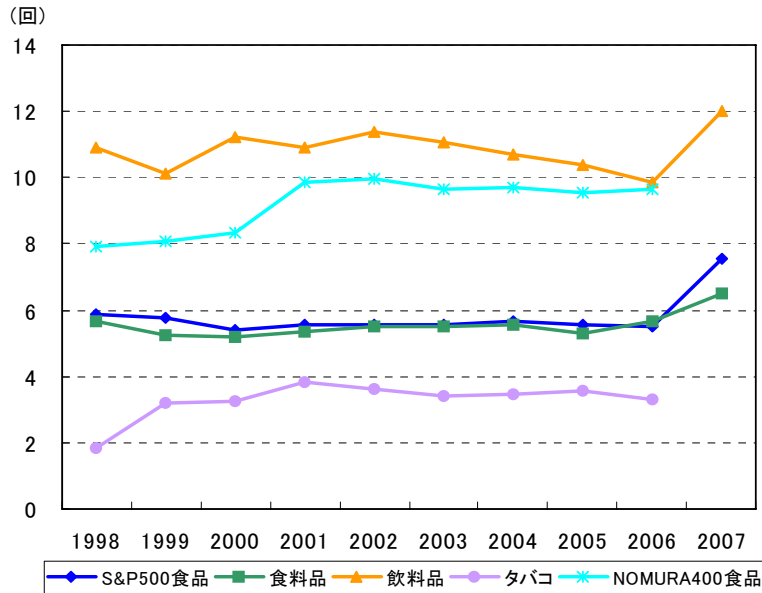
（出所）ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

⁸ (売上高) / (総資産)

⁹ (売上原価) / (棚卸資産)

¹⁰ 2007 年度の数値が高い主な理由は、回転率の低い企業で、決算期を迎えておらず、集計に入っていない会社が複数あるためである。

図表 10 棚卸資産回転率



(注) 2007年度は決算期を迎えた企業のみ集計。中央値。
 (出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

が国の主要食品企業の棚卸資産回転率は9.6回と、S&P500食品の5.5回を大きく上回っている点である。その要因としては、①ITを駆使した在庫管理の効率性において、わが国の方が米国よりも優れている、②米国で販売されている食品のうち、保存期間や賞味期限の長いものの割合がわが国よりも高い、③米国では、小売の売り場面積が広く出荷のロットが大きいため、在庫の量が増える、などの可能性を指摘できる。

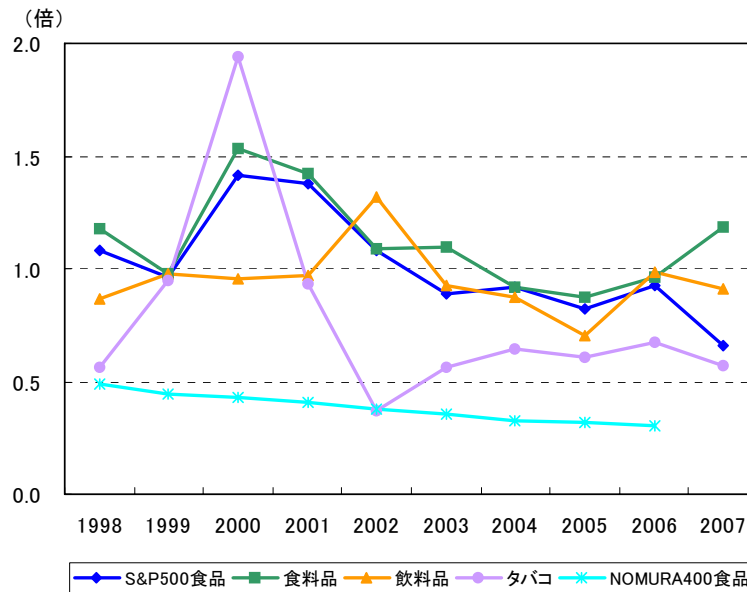
4. レバレッジ分析～低下するレバレッジ

米国主要食品企業のレバレッジは、2000年度をピークに低下傾向にある。S&P500食品のデット・エクイティ・レシオ（以下、DEレシオ）¹¹は、2000年度の1.4から2007年度には0.7まで低下している（図表11）。そもそもDEレシオが高まったのは、2000年頃に負債により調達した資金で大型のM&Aを行った企業が多かったからである。その後のDEレシオの低下は、各社が、資本コストを下げるために、有利子負債を積極的に弁済したことや、大型のM&Aの件数が減ったことなどによる。一方、わが国主要食品企業のレバレッジは、米国よりも更に低い水準で、2006年度のDEレシオは0.3まで低下している。わが国食品業界では、過去10年間、大型のM&Aが少なく、また、設備投資もキャッシュ・フローの範囲で行われ、長期債務の活用があまりなされなかったためだと考えられる。

¹¹ (有利子負債) / (自己資本)

レバレッジが低く、かつ、キャッシュ・フローも潤沢な会社が多いため、米国主要食品企業の格付けは、ほとんどの場合、投資適格となっている（図表 12）。投機的格付けが付与されているのは、レイノルズ・アメリカン、ディーン・フーズ、コンステレーション・ブランズの 3 社のみである。格付けに関しては、現在の格付けの維持を目標とする会社が多い。

図表 11 デット・エクイティ・レシオ



(注) 2007年度は決算期を迎えた企業のみ集計。中央値。
(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

図表 12 格付け (S&P 社)

A+	WMリグレー・ジュニア、ペプシコ、ザ コカ・コーラカンパニー、コカ・コーラエンタープライズ
A	アーチャー・ダニエルズ・ミッドランド、キャンベルスープ、ハーシー、マコーミック、アンハイザー・ブッシュ、ペプシ・ボトリング・グループ、ブラウン・フォーマン、UST
A-	
BBB+	ゼネラルミルズ、コナグラ・フーズ、サラ・リー、ケロッグ、アルトリア・グループ
BBB	ハインツ、モルソン・クアーズ
BBB-	タイソンフーズ
BB+	レイノルズ・アメリカン
BB	
BB-	ディーン・フーズ、コンステレーション・ブランズ

(注) 2008年2月22日現在の S&P 社による長期債務格付け。
(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

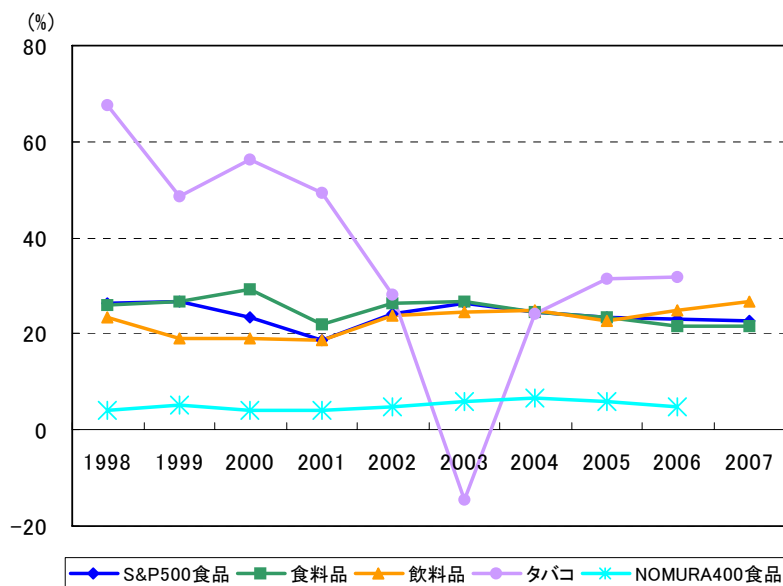
5. 収益性分析～ROE は数ポイント低下

収益性指標として株主資本利益率 (ROE)¹²の水準を見ると、S&P500 食品では、純利益率は上昇したが、総資本回転率及びレバレッジの低下により、1998 年度の 26.3%から

¹² (純利益) / (株主資本)

2006年度には23.2%に低下している（図表13）。一方、わが国主要食品企業のROEは、過去10年間、4~7%で推移し、日米の主要食品企業のROEの差は年度によって15~23ポイントと非常に大きな値になっている。ROEを純利益率、総資本回転率、財務レバレッジに分解して考えると¹³、両国のROEの差は、わが国主要食品企業の純利益率と財務レバレッジが米国企業よりも低いことに主に起因する。

図表13 ROE



(注) 2007年度は決算期を迎えた企業のみ集計。中央値。
 (出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

6. キャッシュ・フロー分析～潤沢なフリー・キャッシュ・フロー

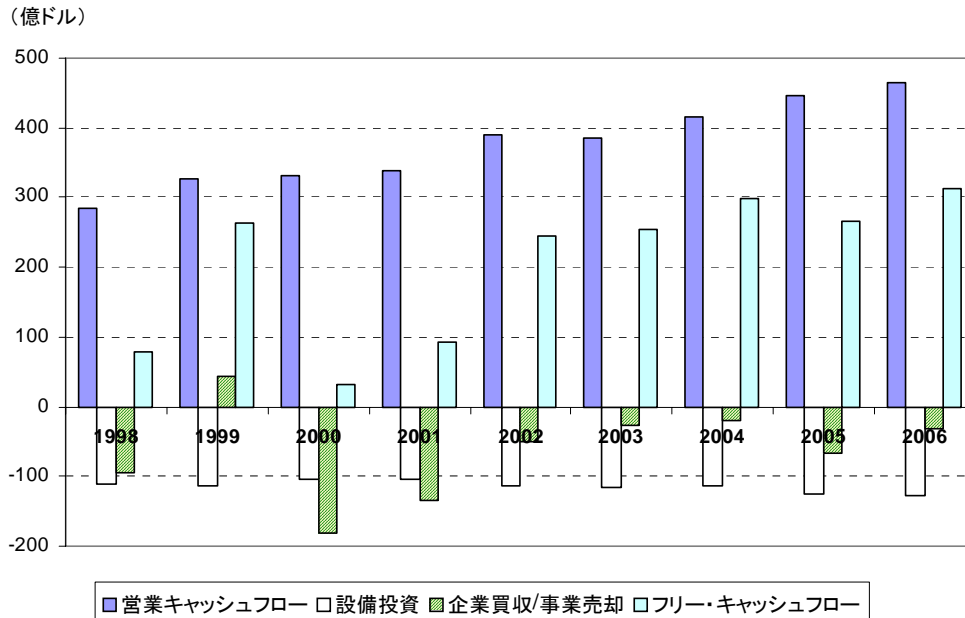
S&P500 食品の営業キャッシュ・フローとフリー・キャッシュ・フロー¹⁴を比較してみると、大型の企業買収が盛んだった1998、2000、2001年度は、フリー・キャッシュ・フローの水準が低い¹⁵。その後は、営業キャッシュ・フローが緩やかに増加する一方で、設備投資の水準は安定的に推移し、買収によるキャッシュ・アウト・フローが減少したため、2002年度以降はフリー・キャッシュ・フローが合計で200億ドルを超えている（図表14）。設備投資やM&A投資については、一部の大型M&Aを除いては、営業キャッシュ・フローの範囲内で行われており、10億ドルを超えるような大規模なデットによる資金調達はない。

¹³ ROE = [(純利益) / (売上高)] × [(売上高) / (総資産)] × [(総資産) / (自己資本)]

¹⁴ (営業キャッシュ・フロー) + (投資キャッシュ・フロー)

¹⁵ 1999年度は、レイノルズ・アメリカンが、日本たばこ産業に海外タバコ部門を売却したため、キャッシュ・フローがプラスになっている。

図表 14 キャッシュ・フロー



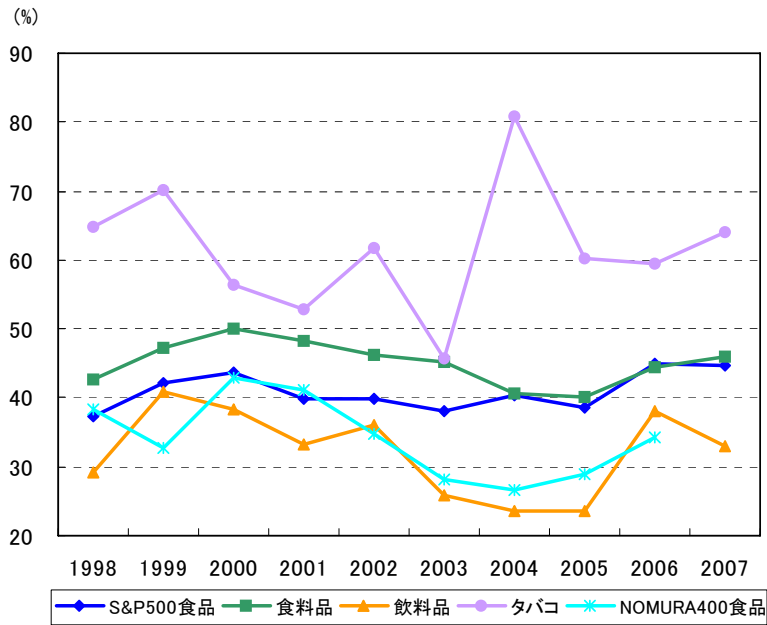
(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

7. 株主還元～自社株買いの活発化

では、潤沢なフリー・キャッシュ・フローがある中で、米国主要食品企業はどのような株主還元策を採っているか。まず、配当性向を見ると、S&P500 食品では、過去 10 年間、37～45%で推移しており、大きな変化は見られない(図表 15)。全般的に、以前から安定的な配当を行っており、過去に配当を出したことのない会社は 24 社中 1 社もない。サブ・カテゴリー別には、タバコ企業の配当性向が高いのが目立つ。

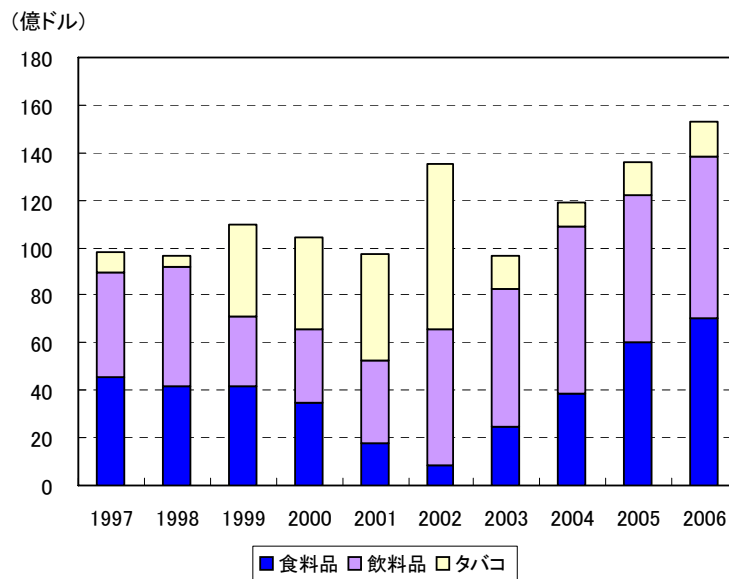
一方、自社株買いに関しては、過去数年間、増加傾向にあり、2006 年度には S&P 食品合計で約 150 億ドルに達した(図表 16)。特に、食料品企業で積極的に行う会社が増えている。過去 10 年間、最も多くの自社株買いを行ってきたのは、ペプシコとアルトリアで、共に合計約 230 億ドルに達している。近年、積極的に設備投資を増やしたり、大型 M&A を仕掛けたりする会社が少ない中で、自社株買いを通じて、フリー・キャッシュ・フローを機動的に株主に還元する流れが定着しつつあるといえる。

図表 15 配当性向



(注) 2007年度は決算期を迎えた企業のみ集計。中央値。
 (出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

図表 16 自社株買い



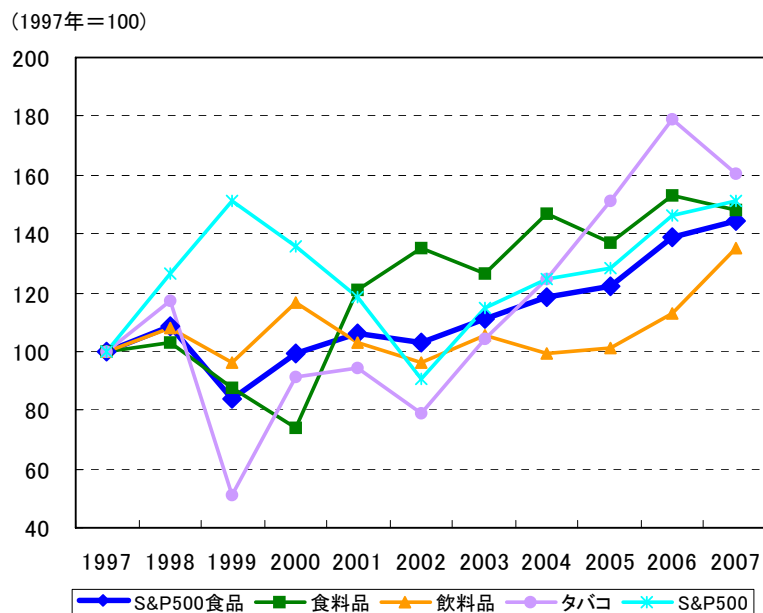
(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

8. 株主価値～過去 10 年間で、S&P500 のパフォーマンス下回る

以上、過去 10 年間の財務動向を分析してきたが、この間に、米国主要食品企業の株主価値はどのように変化しているか。1997 年度を基準に時価総額合計の変化を見ると、S&P500 食品では、2000 年度以降上昇基調にあるが、過去 10 年間では S&P500 の上昇率を下回る水準である（図表 17）。

サブ・カテゴリー別に見ると、食料品企業では、2001 年度以降上昇傾向にあるが、2001 年のクラフト・フーズの IPO とゼネラル・ミルズによるピルズベリー買収の寄与分を除くと、上昇幅はより緩やかになる。飲料品企業では、2005 年度まで概ね横ばいの後、過去 2 年間で 3 割強も時価総額が増加している。コカ・コーラとペプシコで飲料品企業の時価総額の 7、8 割を占めるので、この 2 社の動向が大きく影響している。コカ・コーラの時価総額は 10 年前に比べて 14% 減少したのに対し、ペプシコでは 2.3 倍になった。タバコ企業の時価総額は、規模の大きいアルトリアの時価総額推移とほぼ相似である。1999 年に大きく下がっているのは、個人訴訟において敗訴が相次ぎ、多額の賠償金支払い命令が出たことなどが市場で嫌気されたことによる。だが、その後は高い収益性を反映して、株主価値が向上している。

図表 17 時価総額



(注) 1997 年度末の時価総額合計を 100 とし、各社の年度末の時価総額を基に集計。
2007 年度の数值は、2007 年末の時価総額を基に算出。

(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

III 注目される財務関連トピック

以下では、注目される財務関連トピックとして、財務政策の中で大きな位置を占めるM&Aのトレンドが過去10年間どのように変化してきたかについて述べるとともに、近年、マージンの下げ圧力として世界中の食品会社にとって大きな課題となっている原材料価格上昇問題に対して、米国企業が一つの対処法として用いるデリバティブ取引の活用を紹介する。

1. M&Aのトレンドの変化

1) 2000年前後の相次ぐ大型M&A

過去10年間の米国食品業界のM&Aの動向を見ると、2000年前後に大型のM&Aが相次いで行われていたことがわかる(図表18)。一つのトレンドは、海外企業に

図表18 食品業界の主なM&A

年	買収者	被買収者	金額 (億ドル)	備考
98	ペプシコ	トロピカーナ	33.0	コカ・コーラのミニッツ・メイドに対抗し、シーグラムからジュースの最大手ブランド、トロピカーナを買収。
99	日本たばこ産業(日本)	RJレインolz・インターナショナル	80.0	RJRナビスコの米国以外のタバコ事業を取得。
00	ユニリーバ(英・蘭)	ベストフーズ	226.6	マヨネーズ大手の買収
	アルトリア・グループ	ナビスコ・ホールディングス	188.1	買収後、傘下のクラフト・フーズと事業を統合し、2001年にIPO。
	コナグラ・フーズ	インターナショナル・ホーム・フーズ	28.9	北米最大の食品製造会社コナグラが同業大手インターナショナル・ホーム・フーズを買収。
	ユニリーバ(英・蘭)	スリム・ファースト	22.9	米ダイエット食品市場で45%のシェアを持つスリム・ファーストを買収し、ダイエット食品市場に参入。
01	ペプシコ	クエーカー・オーツ	149.4	クエーカーが持つスポーツ飲料最大手ブランド「ゲータレード」を取得。
	ネスレ(スイス)	ラルストン・ビュリナ	118.6	米ペットフード大手ラルストン・ビュリナを買収。
	ゼネラルミルズ	ビルズベリー	101.5	英ディアジオ傘下の米食品大手ビルズベリーを買収。
	ジョージ・ウェストン	ベストフーズ・ベーキング・カンパニー	17.6	ユニリーバ傘下の米国製パン事業を買収。
02	サウス・アフリカ・ブルワリーズ(南ア)	ミラー・ブルーイング	56.0	アルトリア・グループが、米ビール2位のミラー・ブルーイングを南アのサウス・アフリカ・ブルワリーズ(SAB)に売却し、事業統合。
	デルモンテ・フーズ	ハインツの北米食品部門の一部	27.2	HJハインツはペットフードやベビーフードなどの非主力部門を分離。
	ネスレ(スイス)	シェフ・アメリカ	26.0	非上場冷凍食品大手シェフ・アメリカを買収。
03	コンステレーション・ブランズ	BRLハーディー(豪)	13.7	オーストラリア3位のワイン会社BRLハーディーを買収。世界最大のワイン会社が誕生。
04	レイノルズ・アメリカン	ブラウン・アンド・ウィリアムソン	26.5	世界第2位のたばこメーカー、ブリティッシュ・アメリカン・タバコ(BAT)の子会社で米国3位のたばこメーカーと統合。
	コンステレーション・ブランズ	モンダビ	13.5	最高級ナバ・ワイン「オーパス・ワン」などで有名なワイン生産・販売元のモンダビを買収。
05	アルトリア・グループ	ハンジャヤ・マンダラ・サンプルナ(インドネシア)	51.2	インドネシア3位のタバコ会社ハンジャヤ・マンダラ・サンプルナ社を買収し、世界5位のタバコ市場である同国に足場を築く。
	クアーズ	モルソン(カナダ)	55.6	米ビール3位のクアーズとカナダの老舗ビール会社が合併し、世界5位のビール会社となった。
	WMリグリー・ジュニア	クラフトの砂糖菓子部門	14.6	主力事業に集中する米食品大手のクラフト・フーズから、キャンデーなど砂糖菓子部門を買収。
06	クラフト・フーズ	ユナイテッド・ビスケット(英)の事業部門	10.7	英ユナイテッド・ビスケットから、スペイン、ポルトガルの事業とナビスコ・ブランドの欧州商標権を買収。
07	ネスレ(スイス)	ガーバー	55.0	医薬大手ノバルティス(スイス)傘下の米離乳食メーカーを買収。ベビーフードで世界首位となる。
	ザ・コカ・コーラカンパニー	エナジーブランズ	41.0	ビタミンや栄養分を配合した飲料に特化したエナジーブランズの発行済み株式を100%取得。

(注) 金額は発表時のディール総額。

(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

よる米国企業への買収攻勢で、日本たばこ産業による RJR ナビスコの米国外のタバコ事業買収（1999 年）、ユニリーバ（英・蘭）によるマヨネーズ・メーカー大手のベストフーズ買収（2000 年）、ネスレ（スイス）によるペット・フード大手のラルストン・ピュリナの買収（2001 年）などがその例である。もう一つのトレンドは、規模の拡大や有力ブランドの獲得を意図した買収で、フィリップ・モリス（現アルトリア）による食品大手ナビスコの買収（2000 年）、ゼネラル・ミルズによるライバル食品会社ピルズベリーの買収（2001 年）、ペプシコによるスポーツ飲料等メーカー、クエーカー・オーツの買収（2001 年）などがその例である。フィリップ・モリスは、傘下のクラフト・フーズとナビスコを統合し、2001 年に新食品会社（クラフト・フーズ）の株式の一部を公開した。

2) 近年の製品ラインアップ強化と海外進出のための M&A

近年は、規模の拡大を目指すよりも、コアビジネスに集中し、小売業者への価格交渉力を高めようとする戦略を採る会社が増えているため、100 億ドルを超えるような超大型の案件は見られない。むしろ、利益率が低く、成長も見込めない製品・部門を他社への売却などで処理し、資産の圧縮を図るケースが増えてきている。

その中で、最近の M&A の第一のトレンドは、コアの製品ラインアップの補完である。例えば、ノン・アルコール飲料の事業分野では、主力の炭酸飲料の失速を補うために、炭酸飲料以外の飲料品ブランドを M&A によって獲得するケースが目立つ。コカ・コーラは、2006 年にビタミン入りのジュースや茶系飲料を製造するフュゼを、2007 年にはビタミン・ウォーターなどのボトル・ウォーターを製造するエナジー・ブランドを買収した。また、大手チョコレート・メーカーのハーシーは、2005、2006 年に相次いでオーガニック・チョコレートなどのプレミアム・チョコレート・メーカー3社を買収し、高級チョコレート市場に進出した。

第二のトレンドは、成長著しい海外市場に足場を築くための M&A である。海外企業を買収する場合、買収先の有力ブランド獲得が目的である場合もあるが、自社製品の販路拡大の足がかりとして、海外企業と合弁会社を作ったりするケースも増えている。例えば、アルトリアは、過去5年間でギリシャ、セルビア、コロンビア、インドネシア、オランダ、パキスタン、メキシコのタバコ会社を買収し、海外進出を加速している。また、クラフト・フーズは、2006 年に英国菓子メーカーのユナイテッド・ビスケットからスペイン、ポルトガルの事業とナビスコ・ブランドの商標権を買収し、自身のナビスコ・ブランドを欧州やアフリカに広げるための拠点を築いた。

以下では、コア事業の強化を進めてきた企業の中で、特に M&A にその傾向がはっきりと表れているペプシコの事例を紹介する。

3) ケース・スタディ～ペプシコ¹⁶

ペプシコは、1965年にペプシ・コーラとスナック菓子・メーカーのフリト・レイが合併して誕生した会社である¹⁷。10年前までは、炭酸飲料を中心とする飲料品、スナック菓子、ファースト・フード・レストランの3事業を手掛けていたが、過去10年間、M&Aと事業売却を通じて、スナック菓子と非炭酸飲料品事業を強化すると同時に、海外に積極的に展開していった。

同社は、過去半世紀以上に渡ってライバルのコカ・コーラと炭酸飲料のシェアを巡る競争（いわゆる“コーラ戦争”）を繰り広げてきたが、1990年代中盤は、海外展開でコカ・コーラに遅れをとり、加えて、売上高の約3割を占めるファースト・フード・レストラン事業（KFC、ピザ・ハット、タコ・ベルの3つのチェーン）の利益率が低下するなど、低迷期であった。一方、同時期にコカ・コーラは絶好調で、株価は1994年7月の20ドルから、4年後の1998年7月には過去最高の88ドルに到達した。

これに対して、ペプシコは、当時M&A責任者であった現最高経営責任者（CEO）のヌーイー氏の下で、事業のリストラを進めていった。まず、ファースト・フード・レストラン事業については、今後成長が停滞すると判断し、1998年にスピン・オフを実施して（現ヤム！ブランズ社）、会社から切り離れた。また、利益率の低いボトル部門についても、1999年にスピン・オフを実施した（現ペプシ・ボトリング・グループ）。

そして、主力のスナック菓子事業では、1998年のポーランドの菓子メーカー買収を皮切りに、過去10年間、中東、アジア、欧州、オセアニアと幅広い地域で積極的にM&Aを手がけてきた。食料品事業ではスナック菓子に特化し、他の事業はマーケット・シェアに関わらず分離するという方針に沿って、例えば、買収した大手ポーランド菓子メーカーでは、買収翌年にポーランド最大のビスケット事業とチョコレート事業を売却した。

続いて、飲料品事業では、米国社会で肥満が社会問題となりつつあり、炭酸飲料市場拡大の勢いが弱まる中で、コカ・コーラに先駆けて非炭酸飲料へのシフトを開始した。1998年には、米国のジュース最大手トロピカーナを33億ドルで、2001年にはスポーツ飲料最大手ブランドのゲータレードを持つクエーカー・オーツを株式交換で買収した。近年は、健康志向の高まりを背景に、体に良い影響を及ぼすと言われている機能性飲料や無添加ジュースのメーカーを買収し、非炭酸飲料の製品ラインアップを強化している。一方、コカ・コーラは、ペプシコに比べて非炭酸飲料の強化に消極的だったことと¹⁸、いくつかの非炭酸飲料メーカーを買収したものの、その後事業が振るわないケースが相次いだことなどから、現在、ジュース、スポーツ飲料、茶系飲料

¹⁶ 当ケース・スタディの作成に当たっては、“The Pepsi Challenge”, *Fortune*, March 3, 2008とDavid Yoffie, “Cola Wars Continue: Coke and Pepsi in 2006”, *Harvard Business School Case*, April 2, 2007を参考にした。

¹⁷ ただし、ペプシ・コーラ・ブランドの誕生は、1893年にまで遡る。

¹⁸ 1980年代にコカ・コーラのゴイズエッタCEOは、主力のミニッツ・メイド（ジュース）を残して、非炭酸飲料ビジネスを全て売却している。

の全てのカテゴリーでペプシコに引き離されている。

この結果、過去 10 年間で、ペプシコの売上高はコカ・コーラの 1.5 倍に対して 1.9 倍、1 株当たり利益もコカ・コーラの 1.6 倍に対して 2.5 倍とライバルを凌ぎ、ROE はほとんどの年度で 30%を超えている（図表 19）。また、2007 年度の海外部門の売上高比率は 40%まで高まり、売上高増加率は 22%と、国内飲料品部門（7%）や国内スナック部門（7%）に比べて高い成長を遂げている（図表 20）。セグメント別の売上高比率を見ると、国内ではスナック・その他食品 6 割弱、飲料品 4 割強であり、海外ではスナック・その他食品 7 割、飲料品 3 割というバランスの取れた売上高構成となっている。

一方、コカ・コーラの業績も決して悪い数字ではなく、ROE は過去 10 年間で 4 度

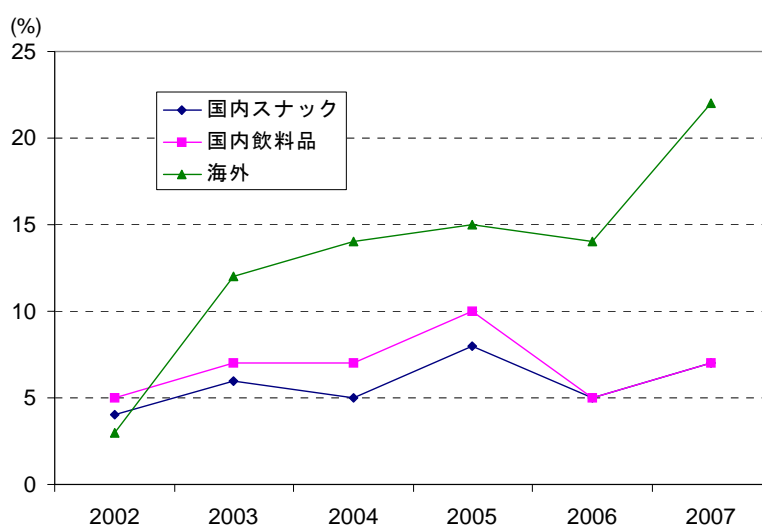
図表 19 ペプシコとコカ・コーラの財務指標

PepsiCo										
年度	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
売上高(億ドル)	223.4	203.6	254.7	235.1	251.1	269.7	292.6	325.6	351.3	394.7
売上高成長率(%)	6.8	-8.9	25.1	-7.7	6.8	7.4	8.5	11.3	7.9	12.3
営業利益率(%)	12.9	14.2	15.7	18.7	18.0	18.5	18.5	18.2	18.5	18.2
1株当たり利益(ドル)	1.35	1.40	1.45	1.51	1.71	2.07	2.47	2.43	3.42	3.48
ROE(%)	29.9	30.9	35.1	32.7	33.1	33.5	33.3	29.4	38.1	34.8

Coca Cola										
年度	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
売上高(億ドル)	188.1	198.1	198.9	175.5	195.6	210.4	217.4	231.0	240.9	288.6
売上高成長率(%)	-0.3	5.3	0.4	-11.8	11.5	7.6	3.3	6.3	4.3	19.8
営業利益率(%)	26.4	20.1	25.8	30.5	27.9	27.5	26.2	26.1	27.4	26.1
1株当たり利益(ドル)	1.43	0.98	0.88	1.60	1.23	1.77	2.00	2.04	2.16	2.59
ROE(%)	45.1	27.1	23.1	38.4	26.3	33.6	32.3	30.2	30.5	30.9

(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

図表 20 ペプシコの部門別売上高成長率

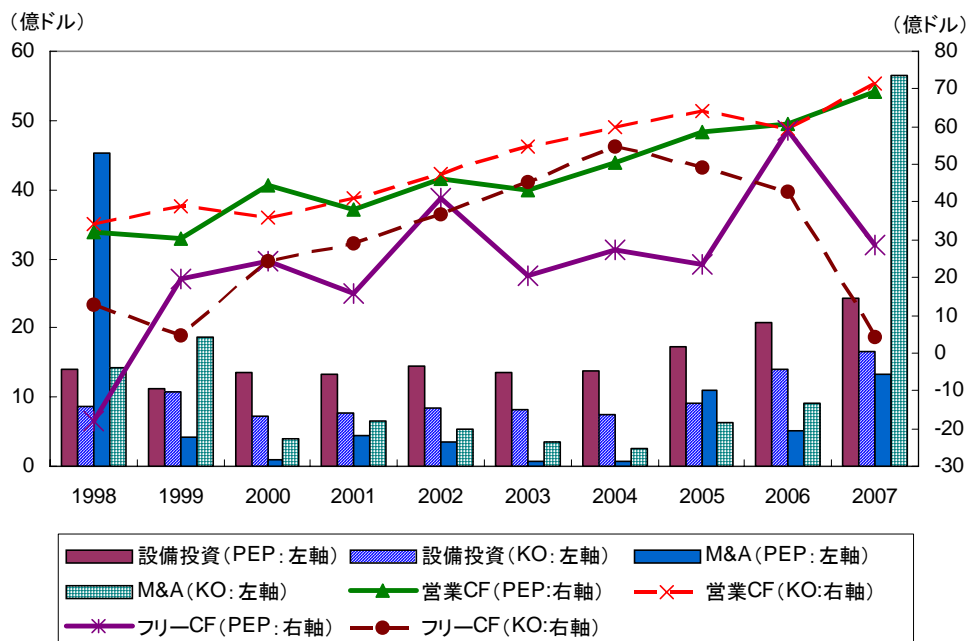


(出所) 会社開示資料より野村資本市場研究所作成

ペプシコを上回っている（図表 19）。にもかかわらず、過去 10 年間、コカ・コーラの時価総額が減少し、ペプシコの時価総額が大きく成長したのは、ペプシコが成長分野である健康に良い食品や海外市場へ、コカ・コーラよりも集中的に投資を行ってきたからではないだろうか。両社のキャッシュ・フローを見ると、海外で積極的に設備の増強を行ったペプシコの設備投資金額は、過去 10 年間、コカ・コーラを常に上回ってきた（図表 21）。M&A については、金額で見るとコカ・コーラがペプシコを上回る年度が多いが、ペプシコが非炭酸飲料分野で効果的に M&A を行ってきたことが市場で評価されたといえよう。ちなみに、2006、2007 年に非炭酸飲料メーカーを相次いで買収し、ペプシコの追撃に出たコカ・コーラの株価は、2006 年以降、上昇基調にある。

以上見てきたように、ペプシコのケースは、効果的な M&A・事業売却による選択と集中により、売上高の増加、収益性の向上、収益源の多様化の全てを同時に達成した成功事例と言えるだろう。

図表 21 ペプシコとコカ・コーラのキャッシュ・フローと投資



(出所) 会社開示資料より野村資本市場研究所作成

2. デリバティブを用いた原材料価格変動リスクのヘッジ

1) 原材料価格上昇問題

近年、食品企業にとって、原材料価格の上昇が重大な問題となっている。干ばつなどの自然災害や商品市場への投機資金の流入、また、トウモロコシに関しては、代替

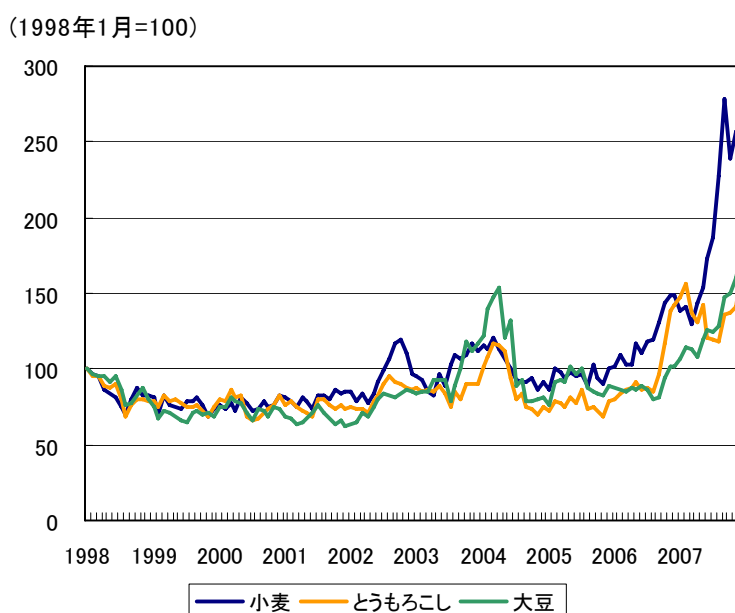
燃料としてのエタノール生産拡大による需要増によって主要な商品（小麦、とうもろこし、大豆）の価格が大幅に上昇し（図表 22）、食品企業の利益率を圧迫している。これに対し、食品企業は、主に製品の値上げや販管費の削減などで対応しているが、大幅な値上げは消費者の離散を招く恐れがあり、また、コストカットにも限界がある。そこで、ペプシコ、タイソン・フーズ、ゼネラル・ミルズなどの主要食品企業は、原材料価格の変動リスクのヘッジにデリバティブ取引を活用している。以下では、米国食品会社の中でも、いち早くデリバティブ取引を導入し、活発に活用しているタイソン・フーズのケースを紹介する。

2) ケース・スタディ～タイソン・フーズ

タイソン・フーズは、牛肉、豚肉、鶏肉及び加工食品を生産する食肉加工大手である。同社は、原材料として牛、豚のほか、鶏の飼料に用いる小麦、トウモロコシ、大豆といった穀物や、加工工場でエネルギーとして使用する天然ガスなどを購入している。食肉加工は、他の食品製造業に比べて加工の度合いが低いため、原価率は9割を超え、利益率は低い。その上、加工、販売プロセスの改善によるコストカットの余地は限られているため、原材料価格変動リスクのヘッジに力を入れる意義は大きい。

同社は 2001 年に、原材料価格変動リスクをヘッジする目的で商品取引を行っていた大手食肉加工業者 IBP の買収を契機に、元エンロンのトレーダーや商品市場のアナリストなどからなる約 40 名の部隊を作り、エネルギー会社が用いるのと同じソフ

図表 22 主要商品の先物価格の推移



(注) シカゴ商品取引所の期近物価格

(出所) シカゴ商品取引所より野村資本市場研究所作成

トウェアを使ってヘッジ取引を活発に実施し始めた^{19 20}。

具体的な取引について単純な例で説明すると、牛・豚は、バイヤーを通じて生産者からスポット市場経由で、あるいは市場価格で直接購入されるが、購入時点で価格が高騰するリスクに備え、同社は予め売買価格を決めておく先渡し契約を生産者と結んだり、商品市場で先物やオプションを買い建てたりする。先物やオプションを買い建てておくと、商品市場で牛・豚の価格が上昇した場合に利益を生み、牛・豚の購入費用の増加分を相殺することができる。逆に、商品市場で牛・豚の価格が下落した場合は、デリバティブ取引から損失が出るので、利益を減らすことになるが、牛・豚の購入費用は減る。この結果、デリバティブ取引によってネットの原材料の購入費用を平準化することが出来る。穀物や天然ガス等その他の原材料についても、商品市場で先物やオプション取引を駆使することで、同様に価格変動リスクをヘッジしている。

図表 23 は、売上原価及びその増減額と、鶏肉、牛肉、豚肉の各部門の原材料価格変動リスクヘッジに用いたデリバティブ取引の損益である。売上原価の増減には生産量の増減も影響しているが、原材料価格の上下に大きく影響を受ける。例えば、2007 年度の売上原価は、原材料価格上昇の結果、前年度比で 8.36 億ドル増加した。だが、デリバティブ取引からの利益が合計 1.38 億ドル増加し、売上原価増加分の 2 割弱を相殺した。一方で、2006 年度は、売上原価が 3.37 億ドル増加したにもかかわらず、デリバティブ取引からの損失は 1.3 億ドル増加し、売上原価の平準化に貢献しなかった。

デリバティブ取引にはトレーディング・リスクがあるので、必ずしも每期、原材料購入費用の平準化に資するとは限らないが、原材料価格のボラティリティが高まっている昨今、デリバティブ取引を利用した原材料価格変動リスクのヘッジ・プログラムは、食品企業の間で更に広まる可能性が高い。

図表 23 売上原価の増減とデリバティブ取引の損益

		(年度、百万ドル)			
		2004	2005	2006	2007
売上原価		24,550	24,294	24,631	25,467
売上原価増加/減少額(前年度差)		1,745	-256	337	836
デリバティブ取引損益	穀物(鶏肉部門)	127	-27	6	84
	牛	NA	13	-40	2
	豚	NA	-22	-15	3
	合計	NA	-36	-49	89

(出所) 会社開示資料より野村資本市場研究所作成

¹⁹ “Tyson Foods Refines a Recipe By Energy Firms”, *Wall Street Journal*, Dec 1, 2006

²⁰ 同社は、リスクヘッジのためのデリバティブ取引のルールとして、12 ヶ月より先の取引については原則ヘッジを行わないとしている。また、穀物のデリバティブでは予測される購入量を上回る規模の取引を行わないことを明示している。さらに、商品価格のリスクヘッジを目的としているが、会計上はヘッジ目的とならないデリバティブ契約についても 18 ヶ月より先の取引を原則行わないとしている。したがって、穀物や家畜等の購入に係るデリバティブの契約は、1 年以内に履行されるものがほとんどである。以上のような制限を設けることで、デリバティブ取引が投機ではなくヘッジに用いられることを明確にしている。

V まとめ

米国主要食品企業では、過去 10 年間で資産効率とレバレッジが低下した結果、ROE が約 3 ポイント下がった。にもかかわらず、依然として 20%を超える高い水準を保っているのには、二つの理由がある。第一に、原材料価格の上昇やライバル企業との激しい競争など、様々なマージン下げ圧力を受けながらも、利益率の維持・向上に努めてきたからである。そのために、従来の「規模の追求」から「収益性・成長性の高い事業への集中」へとパラダイム・シフトし、また、強いブランドの構築に力を注いだ。第二に、国内市場の成長率低下の中で、売上高成長率の維持に努めてきたからである。そのために、成長性の高い海外市場で盛んに M&A を実施したり、海外での設備投資を強化したりしてきた。加えて、近年、資産効率を改善するための自社株買いを中心とした株主還元策の強化にも努めている。成熟産業であるにもかかわらず、高水準の ROE を保ち続ける米国主要食品企業の以上の取り組みは、純利益率が 1~2%に留まり、ROE の水準も 5%程度と低いわが国の食品企業のみならず、わが国企業全般に大いに参考となるだろう。