

# セイヒョーの財務政策

齋藤 達弘

この論文の目的は、新潟市に本社を置く株式会社セイヒョーが1989年から2019年までの31年間、どのように企業成長をファイナンスしてきたのかを検証し、その財務政策を考察することにある。セイヒョーは、主たる事業を冷菓（アイスクリーム・氷菓）、和菓子（笹だんご・ちまぎ）、冷凍倉庫における保管とする、創業100周年を迎えた老舗企業で、70年を超える上場の歴史を持つ企業ではあるが、売上高は40億円ほど、従業員は80人ほどの中堅企業である。取引先の代表社員で、大株主でもあった村山勤が、1993年から12年もの長い間、社長を務めた後、2006年、OEM契約先（明治乳業）出身の菅豊文を社長として迎え入れて退任した。村山勤は経営の停滞を招いた。菅豊文は停滞した経営を改革しようとするが、業績はより一層、悪化し、堅持してきた無借金経営を断念し、負債を残してわずか2年で引責辞任する。後任の社長には生え抜きのベテラン、山本勝が就くものの、経営状況は変わらず、3年で引責辞任する。代わって取締役2年目の若手、飯塚周一が社長に就く。しかし、それでも経営状況は好転せず、2012年6月、株価低迷から時価基準に抵触し、上場廃止の危機に瀕することになる。自社株買いにより株価を引き上げ、何とか上場を維持した。その後、株価は安定し、上場廃止の危機は遠のいたように見えるのだが、新潟におけるセイヒョーのような上場中堅企業が上場し続けることの意義を再考する時期が来ている。

キーワード: セイヒョー, もも太郎, 地域上場企業, メインバンク, 無借金経営, 上場基準, 上場廃止

## 1. はじめに

この論文の目的は、新潟市に本社を置く株式会社セイヒョー（以下、セイヒョーと書く）が1989年から2019年までの31年間、どのように企業成長をファイナンスしてきたのかを検証し、その財務政策を考察することにある。セイヒョーは1916年3月に新潟製氷株式会社として創業した。<sup>(1)</sup> セイヒョーは2016年に創業100周年を迎えた老舗企業である。その後、越佐製氷冷凍株式会社（1946年9月から）、新潟製氷冷凍株式会社（1950年9月から）、そして1995年9月に株式会社セイヒョーと商号を変更して現在に至っている。かつての企業名が示しているように「製氷」を生業としていたセイヒョーの現在の主たる事業は、冷菓（アイスクリーム・氷菓）、和菓子（笹だんご・ちまぎ）、冷凍倉庫における保管である。<sup>(2)</sup> なお、以下では、以前の企業名もセイヒョーと書く。また、人物の敬称はすべて省略し、年月は引用を除く。

この研究は科学研究費補助金（基盤研究(C)、課題番号23530431）の助成を受けている。ここに記して深謝する。

<sup>(1)</sup> <http://www.seihyo.co.jp/corporate/profile.html>

<sup>(2)</sup> <http://www.seihyo.co.jp/corporate/business.html>

て西暦で表記する。

セイヒョーは1949年7月、新潟証券取引所の開設時に上場している。取引所間の競争により、新潟証券取引所は2000年2月に廃止され、上場していた企業は東京証券取引所に引き継がれた。東京証券取引所の規程により、新潟証券取引所に単独上場していたセイヒョーは東証2部に移され、それ以降、東証2部（証券コードは2872）に上場し続けている。<sup>(3)</sup>

セイヒョーは創業100周年を迎えた老舗企業で、70年を超える上場の歴史を持つ企業ではあるが、売上高は40億円ほど、従業員は80人ほどの中堅企業である。セイヒョーという会社名は、氷バーアイス「もも太郎」や「金太郎」を製造販売している会社として、地域を狭く限定するならば、新潟市周辺だけに知られているのだろう。<sup>(4)</sup>「もも太郎」は「基本的に新潟県だけの販売で、他県で目にするのはまずない」からである。<sup>(5)</sup>ご当地アイスである氷バーアイス「もも太郎」は1961年から発



セイヒョーの「もも太郎」

売されている新潟市周辺の夏の風物詩で、1981年に発売され、今日、全国区となった赤城乳業（本社は埼玉県深谷市）の「ガリガリ君」よりも歴史は古い。<sup>(6)</sup>

ご当地アイスを製造販売する上場企業として希有な存在であるセイヒョーでは、取引先の代表社員で、大株主でもあった村山勤が1993年から12年もの長い間、社長を務めた。村山勤は、2006年、アイスクリームOEM（Original Equipment Manufacturer）契約先である明治乳業出身の菅豊文を社長として迎え入れ退任する。菅豊文は精力的に経営改革に取り組んだ。しかし、その経営改革は社内に混乱を招き、業績はより一層、悪化し、堅持してきた無借金経営を断念し、負債を残して引責辞任する。菅豊文の後任の社長には生え抜きのベテラン、山本勝が就くものの状況は変わらず、2011年、代わって取締役2年目の若手、飯塚周一が社長に就く。しかし、経営状態は好転せず、2012年6月、株価低迷から上場廃止の危機に瀕することになる。2013年1月に自社株買いにより株価を引き上げ、何とか上場を維持した。

セイヒョーには新潟証券取引所の廃止に伴って東証2部に移行したという特殊な事情があるのだが、新潟におけるセイヒョーのような上場中堅企業は、地方には少なくない。2013年1月に東証と大証（大阪

<sup>(3)</sup> 2000年2月末時点で新潟証券取引所に単独上場していた企業（証券コード）は、セイヒョーのほか、つぎのような12社であった。雪国まいたけ（1378、バインキャピタルによるTOBが成立して2015年6月16日上場廃止）、亀田製菓（2220、2012年4月6日に東証1部）、ブルボン（2208）、北越メタル（5446）、コロナ（5909、2006年3月1日に東証1部）、倉敷機械（倉敷紡績の完全子会社になり2011年4月27日上場廃止）、北越工業（6364、2014年3月4日に東証1部）、ツインバード工業（6897）、大和（8247）、原信（8255、現在はアクシアルリテイリングとして東証1部）、北陸ガス（9537）、真電（ノジマに吸収合併され2007年2月23日上場廃止）。

<sup>(4)</sup> 氷バーアイス「もも太郎」の元々は、昭和初期に新潟県下越地方（新潟市を含む北部地域）の祭りの屋台で桃の形をした木型にかき氷といちごシロップを入れたものが「もも型」として売られていたことにある。そんな背景から、氷バーアイス「もも太郎」はセイヒョーだけが製造販売しているわけではなく、新潟県燕市に本社を置く第一食品も製造販売している。それぞれに違いがあり、セイヒョーの「もも太郎」はシロップにリンゴ果汁を合わせている一方で、第一食品の「もも太郎」は無果汁である。

<sup>(5)</sup> <http://news.mynavi.jp/news/2013/06/25/076/>

<sup>(6)</sup> <http://www.nico.or.jp/nospace/ippin/16.html>

証券取引所)が経営統合し、2013年7月に現物株式市場が東証に統合され、大証に単独上場していた企業は東証に移されている。大証2部に単独上場していた企業には地方に本社を置く企業が多く、それらの企業の時価総額は概して小さい。

東京証券取引所は東証1部を中心に市場を再編する計画である。<sup>(7)</sup>再編の狙いは、優良企業と小粒で低収益な企業が混在する「玉石混交」の状態を解消し、優良企業だけを東証1部に残すことにある。東証1部の上場基準の緩さが原因であったことから、上場基準を時価総額250億円以上に設定する案が議論されている。セイヒョーが上場している東証第2部は、マザーズやジャスダックと合わせて、新興と中堅・安定の2市場に集約されるという。この市場再編に伴い、株主数や流通株式数、流通株式比率、時価総額などの上場基準が見直される可能性もある。<sup>(8)</sup>『日本経済新聞』(2019年5月24日、朝刊、日銀ウオッチ)は、「大きな利益は期待できなくても地域に不可欠な企業はある」(日銀幹部)と断った上で、時価総額の低い地銀に向けて、上場企業というステータスを得ることだけになっていないか、上場を保つコストに照らして合理的なメリットが見えづらく、株式を上場している意味を含めて問い直してほしいと説いている。地方銀行に限らず、新潟におけるセイヒョーのような上場中堅企業にとって上場していることの意義を再考する時期が来ている。

この論文の構成はつぎのようである。第2節では経営者と大株主について説明する。第3節では営業成績(売上高と利益)について分析する。第4節では財務政策を検討する。第5節では2010年2月23日に発表された『セイヒョー中期経営計画』に基づいたリストラクチャリングについて、第6節では2014年2月25日に発表された中期経営計画『Challenge For Next Century』について、第7節では2018年4月19日に発表された新中期経営計画『Challenge For Next Century 2nd Stage』について考察する。第8節はまとめである。

## 2. 経営者と大株主

### 2.1. 経営者

セイヒョーの歴代の代表取締役社長(以下、社長と書く)はつぎのようである。年月は社長就任時を、括弧内は社長就任時の年齢を示している。

高杉隆平	1971年 4月 (54歳)	1981年4月に死亡。
新田見賢五	1981年 5月 (61歳)	
梨本操	1991年 5月 (66歳)	1993年11月に死亡。
村山勤	1993年11月 (57歳)	
菅豊文	2006年 5月 (64歳)	明治乳業出身、村山勤は代表取締役会長に就任。
山本勝	2008年 9月 (57歳)	
飯塚周一	2011年 5月 (47歳)	

<sup>(7)</sup> 『日本経済新聞』(2019年3月16日、朝刊)。

<sup>(8)</sup> 本則市場(東証1部と東証2部)の上場廃止基準は、株主数が400人、流通株式数が2,000単位、流通株式時価総額が5億円、流通株式比率が5%、時価総額が10億円、売買高が10単位未満または3か月間売買不成立となっている。

この論文の分析対象期間は1989年から2019年まで（社長としては梨本操から飯塚周一まで）の31年間であるが、高杉隆平から議論を始める。

### 2.1.1. 2人の取締役（高杉隆一と梨本操）の死亡

高杉隆平は1917年に生まれ、1938年3月に小樽高等商業学校を卒業している。1957年10月にセイヒョーの取締役に就任し、14年後の1971年4月に社長に就任している。一方で、高杉隆平には合名会社高杉商店という家業があり、1971年8月にその代表社員に就任している。高杉商店はセイヒョーと取引関係にあり、セイヒョーから見ると取引先の代表社員が社長を務めていたことになる。また、後に取り上げることになるのだが、高杉隆平はセイヒョーの全株式の約12%を所有する筆頭株主でもあった。<sup>(9)</sup>

高杉隆平は約10年間、社長を務めた1981年4月に64歳で死亡し、その後任には代表取締役専務（以下、代表権を持たないときには専務とだけ書く）の新田見賢五が就任した。新田見賢五は1920年に生まれ、1941年3月に長岡高等工業学校応用化学科を卒業している。1946年10月にセイヒョーに入社し、1959年10月に取締役に、1978年10月に専務に就任している。新田見賢五は、社長に就任する2年前の1979年5月から代表権を持つ専務を務めていることから、そのときから次期社長の座を約束されていたのだろう。

1981年5月、高杉隆平が死亡により社長を退任すると入れ替わりに、その子息である高杉隆一が取締役（業務部長）に就任している。このとき、高杉隆一は高杉隆平の所有株式を相続し、セイヒョーの筆頭株主になっている。<sup>(10)</sup> 高杉隆一は1949年に生まれ、1972年3月に高千穂商科大学を卒業し、翌4月に合名会社高杉商店に入社している。そして、高杉隆平が社長を務めていた1976年5月にセイヒョーに入社し、1980年10月に業務部長代理に就任し、1981年5月、32歳の若さで取締役に就任している。<sup>(11)</sup>

ところが、11年間、取締役を務め続けていた高杉隆一の名前が1993年5月の役員の状況からなくなっている。大株主としての高杉隆一の名前は1993年2月期が最後で、1994年2月期からは高杉キサ（母親）に変わっていた。1993年2月期の有価証券報告書（関係当事者との取引）に故人と書かれていることから、高杉隆一は1993年3月から1993年5月までの間に44歳で死亡したことになる。1992年5月の役員の状況を見ると、高杉隆一は次期社長に最も近い位置にあった。<sup>(12)</sup>

1981年5月に新田見賢五が社長に就任すると同時に、10年後に次の社長に就くことになる梨本操が取締役（経理部長）から代表取締役専務に昇格している。梨本操は1925年に生まれ、1943年10月に新潟商業学校を卒業している。セイヒョーには1946年2月に入社し、1973年10月に取締役に就任している。梨本操は同じ時期に取締役に就任した3人の中から代表取締役専務に抜擢され、次期社長への道が約

<sup>(9)</sup> 高杉隆平がどのような経緯でセイヒョーの取締役に就任したのか、筆頭株主になったのかについて、この論文を範囲を超えていることから、別稿に委ねることにしたい。

<sup>(10)</sup> 1982年2月末時点における高杉隆一の所有比率は12.90%である。

<sup>(11)</sup> 高杉隆一は高杉隆平が死亡する以前の1978年5月に高杉商店の代表社員に就任している。

<sup>(12)</sup> 1993年2月期において、セイヒョーは高杉商店に約80万円の商品を販売し、高杉商店から約3,900万円の商品を購入している。

束されたのだろう。

新田見賢五が10年間、社長を務めた後、1991年5月に梨本操が社長に就任する。それまで、社長と専務という2人代表取締役体制であったが、梨本操は専務や常務を設けず、1人代表取締役制を敷いた。梨本操は『日経産業新聞』（1991年11月7日付）の「新社長登板」において「当面の目標だった自己資本十億円は八月中間期でほぼ達成した。今後は、社債が発行できるようになる最低ラインである（自己資本十五億円に一日でも早く到達したい。新しいビジネスチャンスをつかんだ時に、いつでも資金を調達できる体制に持って行く）」と抱負を語っている。また「業務内容と社名がかけはなれてきており、社名変更も考える」とも語っている。

ところが、1993年11月、社長在任から3年も経たずに、梨本操は死亡してしまう。高杉隆一が存命であれば後任の社長に就任したのではないかと思うのだが、半年前に死亡してしまっている。これら2人の取締役の死亡がセイヒョーの行く末を変えた。

後任の社長には取締役の村山勤が就任した。村山勤は1936年に生まれ、1956年3月に新潟商業高等学校を卒業している。梨本操とは同窓で、13年後輩にあたる。1973年10月に大協リース株式会社の社長に就任し、1987年5月にセイヒョーの監査役に就いている。そして、1993年5月に取締役に就任している。セイヒョーの有価証券報告書（役員の状況）には役名と職名が書かれているのだが、村山勤には職名が書かれていない。高杉隆一が死亡した後、監査役から取締役への横滑りであった。村山勤の後任の監査役には五十嵐総一が就任している。五十嵐総一は1979年5月にセイヒョーの取締役に就任した五十嵐乙造の一族で、1984年4月、五十嵐乙造の死亡により株式会社五十嵐乙造商店の社長に就任している。このようにセイヒョーには取引先の関係者が取締役や監査役を世襲する慣習が見られる。

### 2.1.2. 長期体制の確立とその崩壊

村山勤は、取締役に就任してから半年後、梨本操の急逝を受けて社長に推薦された。それは当時のセイヒョーの取締役に村山勤の「四十年近く商売を続け、色々な業種を見て来た」という実績に期待を込めたということだろう。<sup>(13)</sup> 村山勤は『日本経済新聞』（1994年2月4日、朝刊、新潟経済）において、つぎのように抱負を述べている。

堅実な社風だが、今まではPRする努力など、前向きさに欠けるところがあった。株主から非常勤監査役として入社したが、その後各工場を熱心に見回ったつもりだ。梨本前社長の急逝という事態で社長に推薦されたが、ぜひ役に立ちたい。消費不況や冷夏も響き九四年二期も減収減益となりそうだが、今後のかじ取り次第で発展すると確信している。

新潟製氷冷凍という社名は長すぎてわかりにくい部分がある。社員からの公募も含め変更に取り組みたい。また豊栄（とよさか）の冷蔵庫増設も計画。以前よりも冬季の売り上げが伸びたが、まだ夏の天候に左右されやすい。冷蔵庫新設はアイスクリームや農産物加工の集散基地というだけでなく、倉庫レンタル業なども拡大して安定した通年収益体制を確立したい。

(13) 『日本経済新聞』（1994年5月24日、朝刊、新潟経済）。

表 1

セイヒョーの経営陣（1994年5月）

役名及び職名	氏 名 (生年月日)	略 歴	所有株式数
代表取締役 社 長	村 山 勤 (昭和11年11月11日生)	昭和31年3月 新潟商業高等学校卒業 昭和48年10月 大協リース㈱代表取締役社長(在任中) 昭和62年5月 当社監査役就任 平成5年5月 当社取締役就任 平成5年11月 代表取締役社長就任(現任)	千株  27
取 締 役 (東京営業所長)	古 寺 忠 男 (昭和14年9月4日生)	昭和36年2月 東京電機大学電気学科中退 昭和36年7月 当社入社 昭和46年7月 東京営業所長 昭和58年5月 取締役東京営業所長就任(現任)	19
取 締 役	成 田 昭 一 (昭和2年4月25日生)	昭和24年3月 農林省水産講習所本科増殖科卒業 昭和29年6月 山津水産㈱代表取締役社長(在任中) 昭和58年5月 当社取締役就任(現任)	千株 0
取 締 役 (豊栄冷凍倉庫 工 場 長)	山 際 徹 雄 (昭和13年6月25日生)	昭和32年3月 三糸実業高等学校卒業 昭和32年9月 当社入社 昭和63年6月 豊栄冷凍倉庫工場長代理 平成2年12月 豊栄冷凍倉庫工場長 平成3年5月 取締役豊栄冷凍倉庫工場長就任(現任)	10

村山勤は社長就任当時、有限会社サンマツを介してセイヒョーの全株式の5.53%を所有する大株主（第2位）であった。<sup>(14)</sup> 株主としての村山勤はセイヒョーを「堅実な社風だが、今まではPRする努力など、前向きさに欠けるところがあった」と捉えていた。経営者としての「今後のかじ取り次第で発展する」という自信は、その後、村山勤が株式所有比率を引き上げていることに現れている。

村山勤は前任の梨本操が言及した社名変更について「社員からの公募も含め変更に取り組みたい」と具体的に語っている。その実行は素早く、1995年5月26日の株主総会において、

一九九五年二月期の売上高に占める製氷、冷蔵倉庫部門の比率は、合計で七・五％。業務内容の多角化に伴い、製氷、冷凍冷蔵倉庫部門の比重が低下して社名が実態と合わなくなった。また、冷食部門は東京営業所の扱いが四割に達しており、今後販売力を強化するうえで「新潟」を社名からはずした方が有利、

と判断し、社名を「新潟製氷冷凍」から「セイヒョー」に変更することになる。

村山勤が梨本操に代わって社長に就き、取締役や監査役はすべて留任して、村山勤体制（以下、社長の在任期間を社長名を付けて体制と書く）が始まった。表1は村山勤体制の主要な取締役3人を示している。古寺忠男と山際徹雄は生え抜きで、2人とも30年を超えるベテランである。一方、成田昭一は、セイヒョーの取引先である山津水産株式会社の社長である。山津水産は、1881年に鮮魚販売業として創業し、

<sup>(14)</sup> 1994年2月期の株主に記載されている有限会社サンマツの住所は、1996年2月期から大株主に名を連ねる大協リース株式会社と同じである。なお、2003年2月期から、有限会社サンマツは合併により株式会社シンキョーと名義を変えている。

表 2

セイヒョーの役員の状況 (2000年から2017年まで)

◎は常務、○は取締役(●は社外)、△は常勤監査役(▲は社外)、△は銀行出身を示している。また、氏名の太字は大株主を表している。

氏名	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
村山勤	社長	社長	社長	社長	社長	社長	社長	社長	社長	社長	社長	社長	社長	社長	社長	社長	社長	社長	社長	社長
菅豊文						会長	社長	社長	社長	専務										
越村俊輔																				
山際徹雄	○	○	○	◎	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
古寺忠男	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
成田昭一	○	○	○	○	○	△	△	△	△											
藤田忠雄	○	○	○	○	○	○	○	○	○											
黒鳥博	○	○	○	○	○	○	○	○	○											
山本勝						◎	◎	◎	◎	社長	社長									
宮尾公夫						○	○	○	○	○	○	△								
佐藤清						○	○	○	○											
高山義明						○	○	○	○											
飯塚周一						○	○	○	○											
菅原健司						○	○	○	○											
戸田和義						○	○	○	○											
佐藤敏司						○	○	○	○											
田辺俊秋						○	○	○	○											
村山栄一						○	○	○	○											
松原紘						○	○	○	○											
前田博						○	○	○	○											
鹿取邦男	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲											
五十嵐総一	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲											
和田晋弥			▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲											
奥山浅治			▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	◎										
伊藤政幸			▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲
渡辺弘			▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲
山田学			▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲
伊藤伸介			▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲
若槻良宏			▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲

1950年に株式会社として設立され、1966年に日本水産株式会社の関係会社（特約店）になり、冷凍魚や塩干物、冷凍食品、加工食品などの卸売部門を併設した。また、1984年に山津水産の冷蔵部現業部門を分離・独立させた山津冷蔵食品株式会社もまた日本水産の関係会社である。

表2は2000年から2019年までの20年間のセイヒョーの経営陣の推移を示している。ここからの議論は表2に基づいて進めることにする。

表1に示した村山勤体制は、山際徹雄が2003年5月に退任し、古寺忠男が2003年5月に常務に昇格した後、2004年5月に退任し、成田昭一が2005年5月に第一線を退く（役員の状況における記載順序が劣後）まで、10年以上続くことになる。表2に示す2000年当時の村山勤体制には、これら以外に藤田忠雄がいる。藤田忠雄は1943年に生まれ、1962年3月に新潟商業高等学校を卒業している。村山勤とは同窓で、6年後輩にあたる。1962年7月にセイヒョーに入社し、1993年7月に経理部長に、1995年5月に取締役（経理部長）に就任している。その後、2000年3月に取締役（新潟工場長）に担当が変わり、2006年5月に常勤監査役に就任している。なお、村山勤体制においては、山本勝（2008年6月に社長に就任）や宮尾公夫が生え抜き社員から取締役に昇格し、第四銀行から出向し、その後、転籍した佐藤清が取締役（総務部長兼経理部長）に就任している。

村山勤は2006年5月に社長を退任し、代表権を持つ会長に就任し、後任の社長、菅豊文を外務から招いている。菅豊文は1942年に生まれ、1961年3月に新潟工業高等学校を卒業している。翌4月に明治乳業株式会社に入社し、1989年6月に明治乳業新潟事業所所長に就任し、1999年6月に東京牛乳運輸株式会社（現在は明治ロジテック株式会社）の社長に転じ、2005年6月に会長に就任している。セイヒョーは明治乳業からアイスクリームのOEM（Original Equipment Manufacturer、相手先ブランドによる生産）生産を受注していた。菅豊文は1980年ごろに明治乳業新潟工場に赴任し、セイヒョーに品質管理を指導していた。村山勤と菅豊文は、菅豊文が明治乳業新潟事業所長に就いた1989年からの知り合いだったという。村山勤会長は菅豊文社長との2人代表取締役体制を敷いた。菅豊文体制が軌道に乗るまでの期間を念頭に置いていたのであろう。

菅豊文について『日本経済新聞』（2006年5月25日、朝刊、新潟経済）は「在任十二年を超える村山勤社長に招かれて社長に就き、長く停滞するセイヒョー再生の期待がかかる」と書いている。『日本経済新聞』は「長く停滞するセイヒョー」と書いているように表1に示した村山勤体制をネガティブに評価している。それに応じて菅豊文は「農産物や果物の加工など新潟発の商品を作りたい」と抱負を語り、「牛乳などとのドッキングも考えられないか」と意欲を見せている。

村山勤は菅豊文体制が始まって1年後の2007年5月に取締役会長を退任するのだが、そのタイミングで、一族の村山栄一が社外取締役に就任している。<sup>(15)</sup> 村山栄一は、2003年6月には大協リースの経営を、2005年4月にはシンキョーの経営を村山勤から継承されていた。2007年5月に社外取締役の成田昭一が退任し、社外取締役に求めているタイミングであった。成田昭一が代表取締役会長を務める山津水産はセ

(15) 有価証券報告書（役員の状況）に社外取締役や社外監査役が明記されるようになるのは2007年2月期以降である。



イヒョーの主要な取引先であり、社外取締役としての独立性に疑義が持たれるという判断が働いたのではないかと推測する。<sup>(16)</sup>

2008年4月1日、セイヒョーは物流部を新設し、その担当に佐渡在住の常務、山本勝を当てた。その一方で、菅豊文体制が3年目を迎えようとする2008年5月、金沢市に本社を置く食料品や酒類の卸売会社、カナカン株式会社の取締役（物流・情報システム部長）の越村俊輔を専務として招いた。<sup>(17)</sup> 前職を踏まえると、物流部の機能強化が目的と思われる。しかし、この唐突な人事から半年後、菅豊文は社長を辞任してしまう。

2008年9月25日、取締役会は菅豊文の辞任を了承し、後任の社長に常務の山本勝を選任した。『新潟日報』（2008年9月26日付、朝刊）は「業績不振で菅社長辞任」と報じた。山本勝は1951年に生まれ、1969年3月に両津高等学校を卒業している。その後、明星大学に進学するものの中途退学し、セイヒョーには1977年1月に入社している。2002年5月に取締役（佐渡工場長）に、菅豊文が社長に着任するのと同じ2006年5月に常務に抜擢され昇格している。このときに次期社長への道が約束されたと思われる。

専務として招かれた越村俊輔は、菅豊文が引責辞任した後、2008年10月に専務を退き、取締役（物流部担当）に降格される。そして、その4か月後の2009年2月に取締役を退任する。越村俊輔が担当していた物流部は社長の山本勝が担当することになった。菅豊文が越村俊輔を招いて、どのような経営体制を構想していたのかはわからないが、山本勝体制において越村俊輔は戦力外だったのであろう。

山本勝が社長の下、2009年5月に明治乳業出身の奥山浅治が常務に就任している。奥山浅治は、菅豊文体制のときに社外監査役に招かれ、2009年3月には常勤の社外監査役に就任していた。しかし、奥山浅治もまた1年後の2010年5月に取締役を退任することになる。カナカンの越村俊輔や明治乳業の奥山浅治の一件は、村山勤による長期体制がもたらした、後継者を育てていなかったマイナスを象徴する出来事である。

2008年9月に山本勝が社長に就任したとき、宮尾公夫（営業本部長）と高山義明（生産本部長）という2人の取締役がいた。ところが、2009年4月17日の取締役会において、高山義明（取締役品質保証部長）の退任が決まる。高山義明は1957年に生まれ、1981年11月にセイヒョーに入社し、三条工場長や製造部長、生産本部長を歴任していた。セイヒョーは生産部門を担う生え抜きの人材を失うことになった。

### 2.1.3. 経営体制の若返り

山本勝体制2年目の2010年5月、46歳の飯塚周一が取締役に登用される。『新潟日報』（2011年4月1日付、朝刊）は「経営体制の若返りが狙い」と報じている。山本勝による組織変更で新潟支店の位置付けが格上げされ、それ以前の新潟支店長とは違うという事情もあるのだが、新潟支店長が取締役に就任し

<sup>(16)</sup> 2006年2月期において、セイヒョーは山津水産に約2,100万円の商品販売し、山津水産から約1億5,200万円の商品を購入している。社外取締役について、馬杉（2014）を参照されたい。

<sup>(17)</sup> 越村俊輔を取締役として迎え入れ、株主総会終了後に開催する取締役会で専務に就任することは2008年3月28日に発表されていた。

表 3

セイヒョーの主要な設備の状況 (2011年2月期)

事業所名 (所在地)	設備の内容	帳簿価額 (千円)						従業員数 (人)
		建物及び 構築物	機械及び 装置	土地 (面積㎡)	リース 資産	その他	合計	
本社・新潟工場 (新潟市北区)	冷蔵、アイスクリー ム製造設備	216,347	78,827	145,741 (9,967)	41,439	1,872	484,228	35 (11)
物流部・新潟支店 (新潟市北区)	冷蔵保管設備	163,049	12,585	14,402 (16,875)	5,500	5,532	201,071	38 (5)
三条工場 (新潟県三条市)	和菓子製造設備 冷蔵保管設備	236,667	14,453	36,675 (6,398)	7,781	2,119	297,697	10 (45)
佐渡事業部 (新潟県佐渡市)	氷、冷蔵製造設備 冷蔵保管設備	70,719	30,886	842 (2,671)	2,101	2,083	106,632	19 (28)
東京支店 (東京都中央区)	販売設備	[74.98]	—	—	—	195	195	5 (2)

- (注) 1 建物及び構築物の欄中〔 〕内の数字は、賃借中の面積 (㎡) であります。  
 2 新潟市中央区所在の土地27,130千円 (面積3,192㎡) は賃貸中であり、上記には含まれておりません。  
 3 従業員数の ( ) は、パート及び契約社員数を外書しておりますが、人材派遣会社からの派遣社員(1名)、顧問契約社員 (2名) は含まれておりません。

表 4

セイヒョーの経営陣 (2011年5月)

役名	職名	氏名	生年月日	略歴	任期	所有 株式数 (千株)
取締役社長 (代表取締役)	—	飯塚 周一	昭和39年10月15日生	昭和59年3月 当社入社 平成18年7月 営業本部 新潟支店次長 平成21年4月 営業本部 新潟支店部長 平成22年4月 新潟支店長 平成22年5月 取締役新潟支店長就任 平成23年5月 代表取締役社長就任 (現任)	(注) 3	1
常務取締役	—	菅原 健司	昭和31年4月18日生	昭和52年6月 当社入社 平成18年7月 営業本部 新潟支店次長 平成19年3月 営業本部 新潟支店部長 平成20年6月 物流部 物流部長 平成23年5月 常務取締役就任 (現任)	(注) 3	2
取締役	新潟工場長	戸田 和義	昭和32年8月26日生	昭和51年3月 当社入社 平成18年7月 佐渡工場 製造課長 平成21年4月 佐渡工場 工場長代理 平成22年10月 生産部新潟工場 新潟工場長 平成23年5月 取締役新潟工場長 (現任)	(注) 3	—

た前例はなく、大抜擢の人事であった。表 3 に示すように物流部と新潟支店 (営業部) を併せて 38 人で、2005 年 2 月期の物流部 (当時の豊栄工場) の従業員数が 29 人であったことに照らすと、新潟支店 (営業部) は 10 人前後の所帯ではないかと推測する。

2011 年 4 月 1 日、山本勝は社長退任を発表する。2010 年に続いて 2011 年も最終赤字が見込まれていた。山本勝の社長在任は約 2 年半であった。そして後任の社長には取締役 2 年目の飯塚周一が就任する。飯塚周一は 1964 年に生まれ、1983 年 3 月に三条高等学校を卒業した。表 4 に示すように、飯塚周一は

表 5

セイヒョーの主要な大株主の株式所有比率の推移

取締役（退任者を含む）には、大株主の住所の一致を確認した上で、その一族も含んでいる。

	1990	1995	2000	2005	2010	2015	2019
<b>取締役（退任者を含む）</b>							
高杉隆一（高杉商店）	12.90	12.23	10.71				
村山勤（シンキョー）	5.17	5.53	6.00	9.72	9.72	9.72	
村山勤			3.43	4.25	4.35	4.35	4.88
村山勤（大協リース）			4.17	4.62	4.62	4.62	15.15
近藤賢司	3.00						
新田見賢五（新田見富美子）	2.17	2.17	2.17	2.25	2.25	1.55	
五十嵐乙造（五十嵐乙造商店）	1.66	2.08					
成田昭一（山津水産）		2.17	2.17	2.26	2.26	2.26	2.38
<b>その他</b>							
岡崎靖	5.80	2.33					
第四銀行	5.00	5.00	5.00	4.72	4.72	4.72	4.98
あいおいニッセイ同和損保	3.33	3.33	3.33	3.47	3.47	3.47	1.09
氷室産業	2.50	2.52	2.52	1.93	1.92	1.40	
従業員持株会	1.93	1.73	1.80	2.57			1.25
和田商会				7.17	7.17	7.17	7.57
井嶋孝					2.36	2.36	2.49
取引先持株会							2.22
イチマサ冷蔵							1.46

営業畑を歩んできた。大抜擢の理由は出世の早さにあるのだろう。飯塚周一は『新潟日報』（2011年7月26日、朝刊）のインタビューにおいて「地元・新潟で愛される企業にならないといけぬ。現在発売中の約20アイテムに加え、本件特産の果物を使った商品を開発し、発売したい。1～3アイテムを考えている」と経営の立て直しに意気込みを見せている。<sup>(18)</sup>新潟を前面に押し出そうとするならば、このとき、1995年5月に社名から「新潟」を外してしまった判断を再考すべきだったと思う。

2011年5月、飯塚周一は、表4に示すように、菅原健司（常務）と戸田和義（取締役新潟工場長）と共に新体制をスタートさせる。菅原健司は飯塚周一よりも8歳年長、戸田和義は7歳年長で、共に社歴は長く、菅原健司と戸田和義が飯塚周一を支える体制である。飯塚周一と菅原健司は2006年7月、同時期に新潟支店次長に就任している。菅原健司は翌2007年3月に新潟支店部長に昇任し、2008年6月に新設された物流部の部長に異動になる。当時、物流部は常務の山本勝が担当していた。飯塚周一は菅原健司から2年遅れて2009年4月に新潟支店部長に昇任し、翌2010年4月に新潟支店長に就任する。飯塚周一と菅原健司はかつて部下と上司の関係にあった。それが今回は上司と部下の関係になる。この難しさが菅原健司を常務に処遇した理由ではないかと考える。戸田和義は、佐渡工場つながりで山本勝と接点があり、山本勝体制の2010年10月に新潟工場長に就任している。生産部門を担う人材として山本勝が推挙したのではないかと推測する。

<sup>(18)</sup> Serfling (2014) は、CEOの年齢が若いほど投資政策はリスクになることを報告している。

ところが、安定したかに思えた体制は2年で終焉を迎える。2013年5月に戸田和義（取締役生産部部长）が退任し、後任には佐藤敬司が取締役（生産部部长）に就任する。佐藤敬司は1957年生まれの56歳で、1984年10月に理研電線株式会社に入社し、管理グループ担当部長を最後に2009年7月に退社し、山本勝体制の2010年1月にセイヒョーに途中入社している。<sup>(19)</sup> 2010年10月に品質保証部課長に、2012年3月に、生産部部长に昇任した戸田和義の後任として、新潟工場長に就任し、2013年3月には三条工場長を兼任している。生産部門を統括・担当できる生え抜きの人材は山本勝（1951年生）や高山義明（1957年生）、戸田和義（1957年生）と揃っていた。佐藤敬司はセイヒョーに途中入社して3年半ほどで取締役に就任したのだが、当初からこのような待遇を約束されていたわけではなかったであろう。

## 2.2. 大株主

表5にセイヒョーの大株主の推移を5年ごとに示している。ここまでの議論のなかで、たびたびふれてきたことなのだが、セイヒョーの大株主の特徴は取締役であることだ。そのことにより経営者と株主の利害対立を緩和することになる。もっとも、過去においては、すべての株主が経営者を支持していたわけではない。1984年5月29日の株主総会において、当時の第2位の大株主、岡崎靖が社長の新田見賢五と監査役の上原廉三（新潟日産自動車株式会社の取締役会長）の解任を求める株主提案権を行使している。岡崎靖は株価が低迷していることを理由に、販売力を強化するために経営陣の刷新を求めている。解任提案は圧倒的多数で否決された。

1990年2月期の筆頭株主の高杉隆一は、1971年4月から1981年4月まで社長を務めた高杉隆平の子息で、合名会社高杉商店の代表社員であり、セイヒョーの最年少取締役でもあった。1994年2月期からは名義が母親の高杉キサに代わり、高杉キサは所有株式を徐々に減らしてはいるものの、2001年2月期まで筆頭株主であり続けた。

2002年2月期の株主の状況には高杉キサの名前はなく、代わって株式会社和田商會が筆頭株主になっている。<sup>(20)</sup> おそらく和田商會が高杉キサの所有する株式のほぼすべてを買い取ったのであろう。<sup>(21)</sup> 2002年5月から和田商會の代表取締役社長の和田晋弥がセイヒョーの社外監査役に就任している。和田晋弥は2010年5月までの8年間、社外監査役を務め続けて退任している。和田商會の所有株式数は徐々に減り、

<sup>(19)</sup> 佐藤敬司が理研電線株式会社を退いた3か月後、理研電線株式会社は2010年4月1日付で、巻線・ステンレス線事業を分割し、古河電気工業株式会社の100%子会社である古河マグネットワイヤ株式会社に譲渡している。と同時に、佐藤敬司が所属していた管理部門（人事総務、経理、資材）は本社から千葉工場に移転された。理研電線株式会社は、その名称から明らかのように、理化学研究所が1934年に東京に設立した大和電線株式会社に端を発している。翌1935年に理研電線株式会社と名称を変更し、新潟県白根市（現在の新潟市秋葉区）に工場を置いてエナメル銅線や綿絹巻線を製造は始めた。1950年に新潟証券取引所に、1954年に東京証券取引所に上場し、2008年に古河電気工業株式会社の完全子会社となり、東証2部を上場廃止になっている。佐藤敬司と新潟とのつながりはわからないのだが、無関係ではないといえよう。

<sup>(20)</sup> <http://www.wada-gr.co.jp/>

<sup>(21)</sup> 2002年2月期、和田商會は10.41%を所有していた。ところが、2005年2月期には7.17%と、3.24%減少している。一方、村山勤（シンキョー）は、同じ期間に株式所有比率を3.41%増加している。数字の符合からの推測だが、村山勤と和田商會の代表取締役社長の和田晋弥の間で打ち合わせがあったのではないかと思う。

表 6

セイヒョーの主要商品の売上高構成比（1990年2月期と1991年2月期）

部 門 別	主 要 品 目	売 上 構 成 比 率	
		第 7 9 期 (平成元年3月～平成2年2月)	第 8 0 期 (平成2年3月～平成3年2月)
製 氷	角氷、クリーンアイス	1.9 %	1.9 %
冷 凍 冷 蔵	保管、荷役	4.7	4.8
清 涼 飲 料 水	シトロン、ラムネ、牛乳	1.7	1.6
冷 菓・アイスクリーム	ソフトクリーム、氷物	84.6	84.2
冷 凍 魚 ほか	冷魚、冷凍食品	48.6	45.4
農 産 加 工 品 ほか	さといも、ゴボウ、ホーレン草、甘栗、笹団子	18.5	12.1
合 計		100.0	100.0

2005年2月期には筆頭株主は村山勤が経営する株式会社シンキョーに代わっている。

すでに述べたように、村山勤が社長に就任するのは1993年11月で、その時点では村山勤は有限会社サンマツを介して5.53%の株式を所有しているだけだった。村山勤が所有株式を増やし始めるのは1996年2月期からで、まずは大協リース株式会社が2.67%を所有する。1997年2月期には村山勤個人も第10位の大株主となる。このときの株式所有比率は、サンマツが5.67%、大協リースが3.00%、村山勤が1.57%で、合計10.34%になる。その後は表5に示すように、2000年には13.60%、2005年には18.59%と増え、その水準のまま現在に至っている。<sup>(22)</sup> 村山勤は2007年5月に会長を退くが、一族の村山栄一が社外取締役就任している。

社長であり筆頭株主であった高杉隆平が死亡し、株式を相続した子息の高杉隆一が取締役に就任した。セイヒョーは高杉一族のファミリー企業のようなところだが、将来を嘱望されていたであろう高杉隆一が若くして死亡し、その半年後に、代表取締役専務を10年間、勤めた後、社長に就任した梨本操もまた死亡してしまう。その混乱を收拾するために、推薦されて社長に就任した村山勤は経営陣を留任させて10年以上に及ぶ体制を築き、その間にセイヒョーの大株主になる。現在のセイヒョーは、世襲のように就任した社外取締役の村山栄一とその一族が約19%の株式を所有するファミリー企業となってしまった。<sup>(23)</sup>

### 3. 営業成績

この節では、1989年から2011年までの営業成績（売上高と利益）を検証する。2012年以降については、第5節以降で取り上げる。

<sup>(22)</sup> 2006年2月期において、セイヒョーは大協リースに約5,000万円のリース料を支払っている。

<sup>(23)</sup> 村山栄一の名義で所有している株式は1,000株（0.24%）に過ぎない。

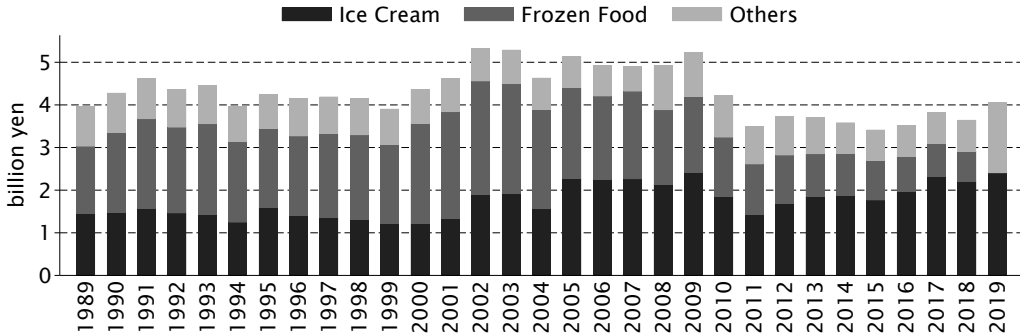


図1. 売上高

アイスクリーム部門 (Ice Cream) と冷凍食品部門 (Frozen Food), その他 (Others) に区分している。その他には、製水部門や飲料部門、冷凍冷蔵部門、和菓子部門、冷凍果実部門が含まれている。このような七つの部門区分は2018年までで、2019年からはアイスクリーム部門、仕入販売部門、和菓子部門、物流保管部門の四つの部門に変更になっている。そのため、2019年については、アイスクリーム部門 (Ice Cream) と、それ以外の三つの部門を合計してその他 (Others) としている。

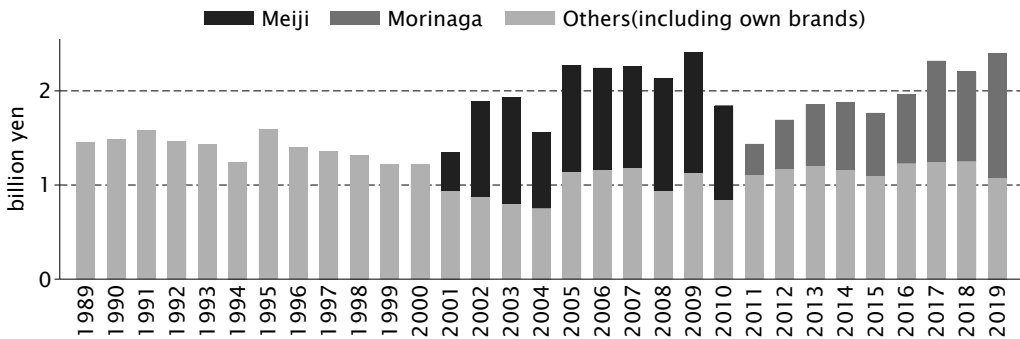


図2. アイスクリーム部門の売上高

明治乳業 (Meiji) と森永乳業 (Morinaga) はOEM (相手先ブランドによる生産) を示している。その他 (Others) には他社商品の仕入販売と自社商品の販売が含まれている。

### 3.1. 売上高

表6に1990年2月期と1991年2月期のセイヒョーの主要商品の売上高構成比率を示している。ここに示されている主要商品の売上高構成比が、1991年5月に社長に就任した梨本操が『日経産業新聞』(1991年11月7日付)において「業務内容と社名がかけはなれてきており、社名変更も考える」と語った状況である。このときすでに、かつての主力だった製氷や冷凍冷蔵はわずか数%の構成比率に縮小していた。製氷は船積用・鮮魚輸送用の水産用氷と食品としての陸上氷の二つの業務から構成され、冷凍冷蔵は水産会社や乳業会社から寄託された冷凍魚やアイスクリーム、冷凍食品などを保管する業務である。『日経産業新聞』(1996年4月14日付)はセイヒョーを「冷凍・冷蔵技術を核に、冷凍食品販売や冷凍・冷蔵倉庫業など様々な顔を持つ」と評価しているのだが、(図5に示しているように) 冷凍・冷蔵倉庫業の利益率が高いとしても、その売上高は小さく、収益に貢献しているとはいえない状況にあった。

### 3.1.1. 部門別売上高

図1に売上高をアイスクリーム部門 (Ice Cream) と冷凍食品部門 (Frozen Food), その他 (Others) に区分して示している。その他には、製氷部門や飲料部門, 冷凍冷蔵部門, 和菓子部門, 冷凍果実部門が含まれている。このような七つの部門区分は2018年までで、2019年からはアイスクリーム部門, 仕入販売部門, 和菓子部門, 物流保管部門の四つの部門に変更になっている。そのため、2019年については、アイスクリーム部門 (Ice Cream) と、それ以外の三つの部門を合計してその他 (Others) としている。表6にある「農産加工品ほか」は、2000年2月期に、さといもやゴボウなどの農産品 (凍菜類) の加工販売を中止し、それ以降、笹だんごを主力とした「和菓子部門」に名称を変更している。『日本経済新聞』(1985年3月23日, 朝刊, 新潟経済) は、セイヒョーが製氷部門や冷凍冷蔵部門の売上が低迷していることから、笹だんごの拡販に力を入れていると報じている。その販路は首都圏が中心で、それを京阪神にも拡大しようとしていた。

部門別売上高については、2008年2月期から、「加工氷」(商品名はクリーンアイス) の売上高がアイスクリーム部門から製氷部門に変更になり、東京支店と新潟支店が取り扱った飲料商品の売上高はそれぞれ冷凍食品部門とアイスクリーム部門に計上されていたが、それらが飲料部門に集約され、冷凍食品部門に混在していた「冷凍みかん」などが「冷凍果実部門」を新設して表記され、これらに加えて冷凍食品部門から和菓子部門に売上高が移転表記されている。冷凍食品部門から和菓子部門に移転される売上高は約1億円で、その結果、2007年と2008年の売上高は、冷凍食品部門が20億5,600万円と17億4,900万円、和菓子部門が1億7,800万円と4億5,600万円となり、集計方法の違いが金額に現れている。2007年から2008年にかけての冷凍食品部門の売上高の減少にはこのような背景がある。なお、冷凍食品部門の内実はよくわからない。表6に示すように、冷凍魚が主たる商品だったことは把握できるのだが、このほかについて有価証券報告書に具体的な記述はない。そのため、何を仕入販売しているのかわからなく、一括りに冷凍食品と書かざるを得なく、また何がどのように売上高や利益に影響を与えているのかを分析できていない。

売上高は1989年からの10年間、40億円前後で推移している。売上高の部門別構成比は年度により増減はあるものの安定している。ところが、2002年からアイスクリーム部門が寄与して10億円ほど増え、2009年までの間には50億円を超える年度がある。しかし、2010年には冷凍食品部門が大幅に減少し、売上高は50億円から40億に減少している。そして翌2011年にはさらに減少し、その後は30億円台半ばで推移している。

### 3.1.2. アイスクリームの OEM

2002年からの売上高の増加はアイスクリームにおける OEM によってもたらされた。OEM による売上高は2001年から有価証券報告書に記載され始め、それらを区分したアイスクリーム部門の売上高を図

2に示している。図2を見ると、2001年から2010年までの間、明治乳業へのOEMが自社ブランド製品の売上高の伸び悩みを助けてきたことがわかる。セイヒョーは明治乳業の「うまか棒」や「うずまきソフト」などのバック商品やかき氷を生産していた。OEMは売上高だけでなく収益の回復にも貢献した。セイヒョーにとっての明治乳業は救世主であり、村山勤が明治乳業出身の菅豊文を社長として迎え入れる動機になったはずである。

ところが、明治乳業とのOEM契約は突然に打ち切られてしまう。『新潟日報』（2009年3月7日付、朝刊）は、1955年ごろから取引関係が続いてきた明治乳業からのOEM契約が1年後の2010年3月末で終了することを報じている。セイヒョーは「明治乳業のアイスクリーム事業の再構築や生産体制の再編が理由」と説明しているが、実際は「セイヒョーの自社製品の氷菓に不織布が混入し自主回収したことで、品質管理体制に対する不備も（明治乳業は）指摘していた」と伝えている。<sup>(24)</sup>

話は約10か月前に遡る。『新潟日報』（2008年8月2日付、朝刊）によると、明治乳業のOEM契約が打ち切られる最大の原因となった氷菓への不織布混入事件はつぎのようである。2008年4月23日、かき氷に糖類などを混ぜた自社製品「かき氷しろ」を製造している新潟工場のかき氷製造機械に結露防止用の不織布が巻き込まれ、商品の大部分を処分した、しかし、商品の一部が出荷されてしまった。明治乳業から受託生産しているアイスクリームは不織布が混入した新潟工場で生産していた。<sup>(25)</sup> 2008年7月上旬から8月1日までの間に小売店から「布が入っている」というクレームが8件あり、健康被害の報告はなかったが、8月6日までに出荷商品を自主回収することにした。氷菓への不織布混入が明治乳業にセイヒョーへの不信感を抱かせたのではないかというのが『新潟日報』（2008年8月2日付、朝刊）の見立てであり、セイヒョーも2009年2月期の有価証券報告書（経営上の重要な契約等）において「当社の品質管理体制に不備があるとの指摘を受けていたことも原因の一つとして受け止めております」と認めている。

2008年8月にはもう一つ事件が発覚している。それは主力商品の「もも太郎」に使われていた水についての不適切表示である。2004年3月から「もも太郎」のパッケージに「佐渡の金北山伏流水」と表示していた。金北山は佐渡島の最高峰の名称である。「もも太郎」は佐渡工場で製造されていて、その水は水道水と井戸水を使用していた。2009年5月の株主総会において、株主から「本当に「佐渡の金北山伏流水」を使用しているのか」という質問が出て、セイヒョーは調査せざるを得なくなった。<sup>(26)</sup> 調査の結果、「必ずしも金北山の伏流水とは証明できない」と判断し、セイヒョーは表示が不適切だったと認めた。パッケージに「佐渡の金北山伏流水」と表示し始めた2004年3月当時の佐渡工場長は山本勝である。しかし、この不適切表示について責任を問うような動きはなく、山本勝は、菅豊文の突然の辞任という状況があったにせよ、2008年9月に社長に就任している。

2006年5月に社長に就任した明治乳業出身の菅豊文は営業力の強化や業務拡大を図る一方で、食の安

(24) 2014年12月現在、明治乳業の「うまか棒」は広島県に本社を置く株式会社やまひろがOEM生産している。

(25) 『日本経済新聞』（2009年3月7日付、朝刊、新潟経済）。

(26) 『新潟日報』（2008年8月26日付、朝刊）。



心や安全に向けて積極的に設備投資した。<sup>(27)</sup>しかし、不織布混入事件について「食の安全に関して、従業員教育や工場の管理体制を強化し、品質管理を徹底していきたい」と謝罪し、不適切表示について「表示開始前の調査が不十分だった。今後、管理体制を一層評価したい」とコメントした直後の2008年9月25日に菅豊文は引責辞任することになった。

明治乳業からのOEMは、セイヒョーの売上高全体の約25%を、アイスクリーム売上高の約50%を占めていた。『日本経済新聞』(2009年3月7日付、朝刊、新潟経済)は「(アイスクリームの)自社製品の増産では売上高の減少を補いきれないと判断。他の氷菓メーカーからの新規のOEM契約獲得を目指す」と伝えている。目指した結果、2009年12月3日、セイヒョーは森永乳業とOEM契約を締結する。『新潟日報』(2009年12月4日付、朝刊)は、森永乳業による「アイスクリームの売り上げが年々増加しており、増産体制を整えるため」というコメントを紹介している。図2に示すように、2011年から森永乳業へのOEM生産が始まり、年々、売上高は増加している。セイヒョーはこれを契機にOEM供給のリスクを意識し、有価証券報告書(事業等のリスク)に

顧客企業へのOEM供給は、顧客企業の業績など当社が管理できない要因により大きな影響を受けます。顧客企業の業績不振、調達方針の変更、予期できない契約打ち切り、値下げ要求などが、当社の業績と財務状況に影響を及ぼす可能性があります。

と記載し始めた。

### 3.1.3. 自社製品の追求

明治乳業とのOEM契約が打ち切られたことによる危機感は、自社ブランド商品を拡充する動きを強め、社長の山本勝は売上高の減少を補う対策を打ち出している。『日本経済新聞』(2009年8月7日付、朝刊、新潟経済)は、セイヒョーが観光客向けに新潟を代表する庶民的な氷菓で主力商品の「もも太郎」の土産用商品や、モモの果汁を30%使い果肉を混ぜ込んだ佐渡島限定の氷菓「おけさ姫」を発売したり、佐渡島の観光施設「かもこ観光センター」に新潟名物、笹だんごの販売コーナー「工房だっちゃ」を設置したりしていることを報じている。

また、『日本経済新聞』(2010年12月21日付、朝刊、新潟経済)は、クリスマス贈答品用のカップアイス「セイヒョー・スイーツ・セレクション」と北海道産メロンを使用した棒アイス「チョコにメロメロ」の2種類の新製品を販売することを報じている。山本勝体制2年目に46歳で取締役役に就任した飯塚周一が陣頭指揮したのではないかと推測する。

その一方で、日本水産から和菓子製品の製造委託を受注している。『日本経済新聞』(2011年1月25日付、朝刊、新潟経済)によると、日本水産が投入する大福の新製品をOEMで供給するために、三条工場に約1,000万円をかけて生産設備を導入した。しかし、図1を見ると、2011年から2014年までの間に

<sup>(27)</sup>2007年3月1日にSeihyo-Web Shopを開設している。

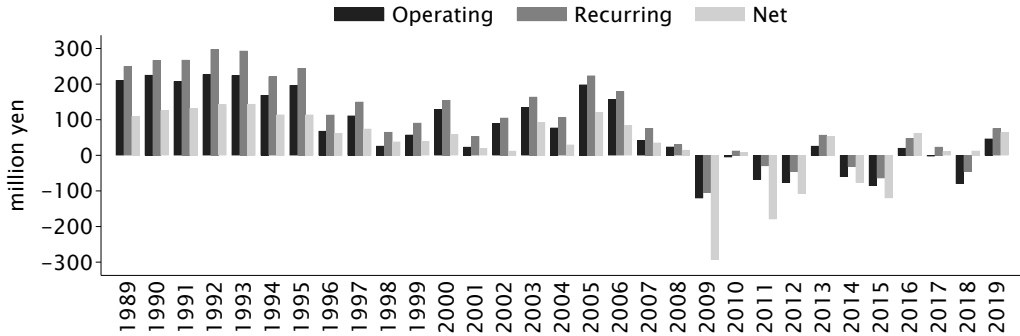


図3. 営業利益と経常利益, 当期純利益

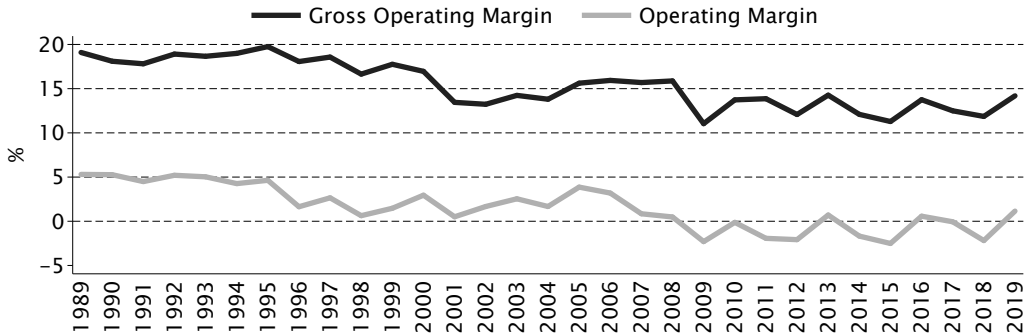


図4. 売上高総利益率と売上高営業利益率

は売上高を押し上げる効果は得られていない。(28)

### 3.2. 利益

図3に営業利益と経常利益, 当期純利益を, 図4に売上高営業利益率と売上高経常利益率を示している。営業利益と経常利益は平行に変化しているため, ここでは利益という言葉で総称することにする。1989年からの10年間, 売上高は40億円前後で推移しているのだが, 利益は1996年に減少し, その後, 利益水準を低下させ, 1995年の水準を回復するのは2005年になる。しかし, その後, 2007年には利益は激減し, 2009年からは損失を計上することになる。ここでは, 明治乳業へのOEMが売上高を増加させた2002年以降に焦点を当てて議論を進める。

#### 3.2.1. 小さな事業とOEM

村山勤は「大手と同じことをやったら負ける。大手が手掛けない狭間で知恵を絞らなくては」と考え, 学校給食用アイスクリームや黒崎茶豆の販売などを手掛けた。学校給食用アイスクリームについて, 笹だ

(28) 『日本経済新聞』(2019年4月24日付, 朝刊, 新潟経済)によると, 新元号「令和」を記念した紅白大福(1パック150円)を豊栄工場内のアンテナショップ「もも太郎ハウス」で販売している。

んごや冷凍みかんは学校給食への納入実績があり、そのルートにアイスクリームを投入しようとした。村山勤は「小さな市場で大きなシェアを得る戦略」で「年 40~50% ずつ伸ばせる」と強気であったが、給食を学校単位で考えると、多くても年 2、3 回しか献立に載らず、売上高にも収益にも貢献していない。<sup>(29)</sup> 黒崎茶豆は、生産者と契約し、朝取りの茶豆を自社製の氷とともに梱包し、全国に発送した。新潟県内の百貨店では中元商品として好評だった。しかし、それはセイヨー独自のビジネスではない。2003 年に「くろさき茶豆」が「新潟市園芸銘産品」に指定され、生産者や行政、JA が「新潟市黒埼地区茶豆組合協議会」を設立し、一体となって枝豆産地としての確立を進めてきた背景がある。

また、自社ブランド製品として、アズキ味の氷菓「金太郎」を 2005 年 5 月から販売している。「金太郎」は 2003 年に関東地区で販売し、失敗した商品だった。それで、「もも太郎」が知られている新潟県と隣県とに限定して販売することにした。これはひとまず成功だった。2006 年 2 月期の有価証券報告書（事業の状況）は「5 月からリニューアル新製品「金太郎」を 100 万本の出荷計画として投入し、期末現在で約 191 万本という好調な結果」と記している。『日本経済新聞』（2003 年 6 月 11 日付、朝刊、新潟経済）は、村山勤は「一つ一つの事業は小さいが、地歩を築いてきた」と評価しているが、図 4 に示したように売上高営業利益率は 1990 年代前半と比べて低迷し続けていた。

明治乳業への OEM が売上高を増加させた 2002 年から 2009 年までの利益を見ると、多少の押し上げはあるものの、2007 年には利益は激減している。明治乳業への OEM 契約が終了したから赤字に転落したのではなく、それ以前に問題が発生していたことになる。図 4 を見ると、2002 年から 2005 年までの間は売上高総利益率と売上高営業利益率は平行に変化している。しかし、2006 年から 2008 年までの間は売上高総利益率が一定の水準を維持している一方で、売上高営業利益率は低下傾向にある。

『日本経済新聞』（2006 年 5 月 25 日、朝刊、新潟経済）は村山勤体制を「長く停滞するセイヨー」と書いているようにネガティブに評価している。それは図 3 や図 4 に示したように、利益も利益率も低迷し始めたからである。明治乳業への OEM 生産を拡大させた村山勤の功績は認められるものの、OEM 生産への依存を高める結果となった。

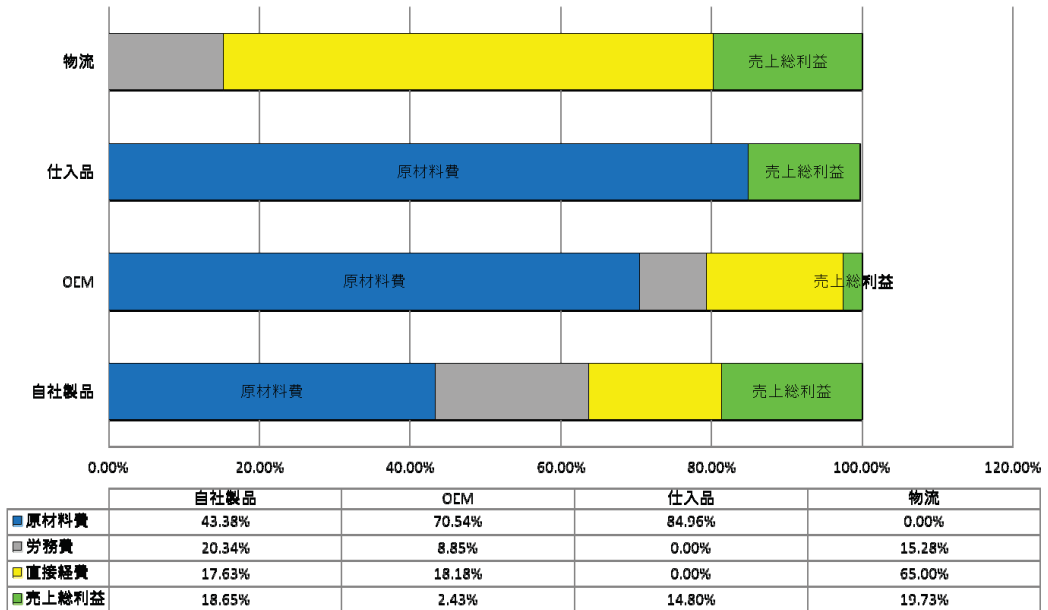
### 3.2.2. 自社製品製造の陥穽

2006 年 5 月に社長に就任した菅豊文は、新潟県を中心に販売してきた自社ブランドのアイスクリームを首都圏に売り込む方針を立てた。菅豊文は、2007 年 2 月期の有価証券報告書（対処すべき課題）において、重要課題の一つに「営業力強化とマーケットの拡大」を掲げ、つぎのように述べている。

当社のマーケットの中心は新潟県内であり、売上高の約 8 割が県内となっております。そこで、当社といたしましては、「新潟のセイヨー」から「日本のセイヨー」を目指します。翌事業年度より新製品を投入する計画にそって、平成 18 年 7 月以降、営業社員を順次採用し、28 名体制から 33 名体制といたしております。特に、新製品は全国仕様の品揃えを計画しているところから、順次県外マーケット拡大に向け努力してまいり

<sup>(29)</sup> 『日本経済新聞』（2002 年 12 月 25 日付、朝刊、新潟経済）。

### 102期売上原価分析



### 103期売上原価分析

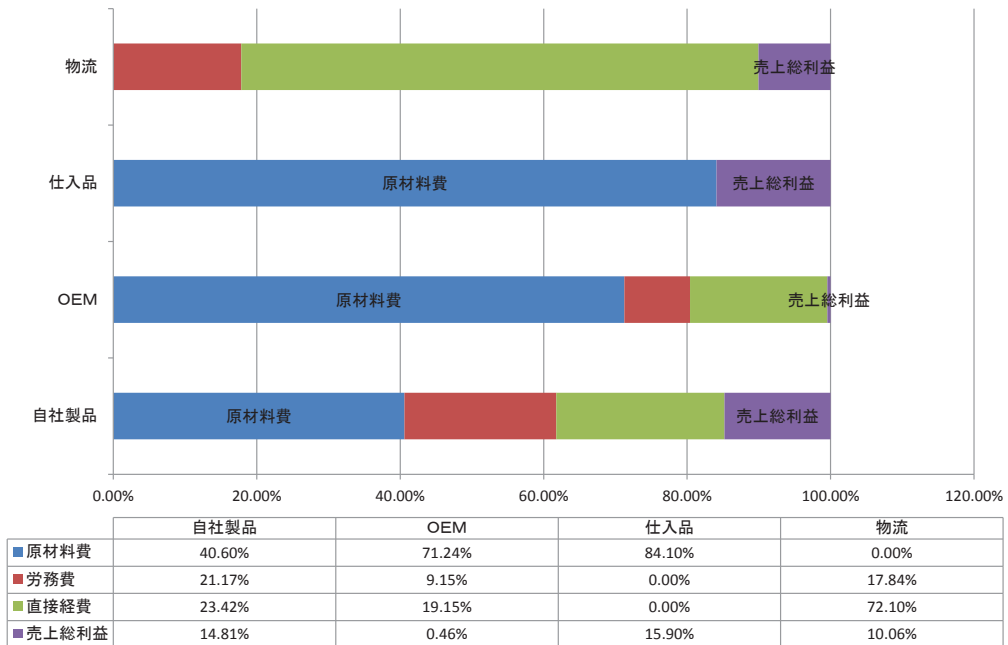


図 5. セイヒョーによる売上原価分析

上段は、2014年2月25日に発表された中期経営計画『Challenge For Next Century』(104期～106期)からの再掲である。102期とは2013年2月期のことである。下段は2015年2月23日に発表された修正中期経営計画からの再掲である。103期とは2014年2月期のことである。

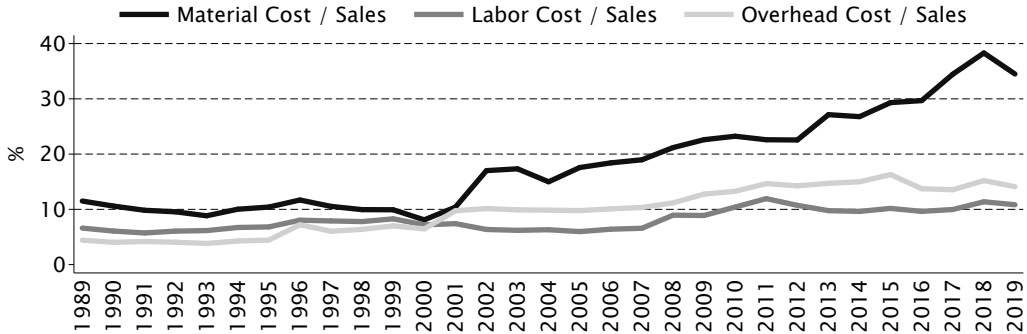


図 6. 売上高材料費比率と売上高人件費比率、売上高経費比率

それぞれの当期製造費用は【製造原価明細書】から採取している。

ます。

また、「水を作って 90 年」の当社としましては、原点に立ち戻り、水を意識した製品開発にも注力してまいります」とも述べている。岡三にいがた証券（エクイティ情報部）のアナリストレポート（2014 年 7 月 22 日発行）によると、「水の材料となる水は佐渡の良質な地下水を汲み上げてろ過して不純物を取り除いて作った「純水」を使用し、氷缶製法という特殊な製法により 48 時間かけてじっくりと角氷 1 本を製造している。同社の水は純度が高く溶けにくいと好評であり」、「高い製氷技術を活かして氷菓を製造しており、同社の氷菓は他社にはない独特の歯ざわりを持つ」という。菅豊文は外部者の視点からセイヒョーの強みを理解して「新製品は全国仕様」と考えたのであろう。

村山勤が推進した学校給食用アイスクリームに注力していた東京支店（営業部）は、小売店への販路を開拓するために、スーパーやコンビニエンス・ストアにおける卸売の実務経験者を中途採用し、営業部員を増加させた。そのための新商品開発にも余念はなく、創業以来、最多の 11 種類に及んだ。狙いは一つ、首都圏での知名度を上げることにあった。

菅豊文は 2006 年 7 月、新製品の開発を各工場に委ねている体制を改めて、生産本部に開発室を設置した。製品開発のコンセプトを「食と健康」及び「新潟の素材へのこだわり」とし、「野菜のアイス」など 11 種類の新製品を投入した。ところが、まったくの不振だった。その反省から、生産本部の開発室を廃止して、生産部門だけで進めていた商品開発体制を改めて、営業部門を加えた社長直轄の「製品企画開発委員会」を設置する。<sup>(30)</sup> その一方で、売上高の 40% を占める冷凍食品（卸売）は粗利益率が数 % と低い取引が多く、戦略的に縮小しようという方針を打ち出している。<sup>(31)</sup>

図 5 はセイヒョー自身による売上原価分析（上段は 2013 年 2 月期、下段は 2014 年 2 月期）を示している。ここでは、図 5 の上段、2013 年 2 月期について概算でチェックしておこう。部門別売上高に照らす

(30) 『日本経済新聞』（2008 年 4 月 16 日付、朝刊、新潟経済）。

(31) 図 5 を見ると、仕入品（冷凍食品部門）の売上高総利益率（粗利益率）はそんなに低くない。菅豊文体制において、採算が悪い冷凍食品（卸売）を整理した結果、それなりの売上高総利益率を確保しているのかもしれない。

と、それぞれ、物流は冷凍冷蔵部門に、仕入品はアイスクリーム部門と冷凍食品部門、冷凍果実部門に、OEMはアイスクリーム部門に、自社製品はアイスクリーム部門と和菓子部門に該当するだろう。ここでは売上高の大きい部門順にアイスクリーム部門と冷凍食品部門、和菓子部門、冷凍冷蔵部門を取り上げて、それぞれに売上総利益を求めてみる。これら四つの部門で売上高の95%を占めている。

		売上高 (百万円)	売上高総利益率	売上総利益 (百万円)
アイスクリーム部門	自社製品	1,209	18.65%	225
アイスクリーム部門	OEM	649	2.43%	16
冷凍食品部門	仕入品	992	14.80%	147
和菓子部門	自社製品	356	18.65%	66
冷凍冷蔵部門	物流	315	19.73%	62

アイスクリーム部門のOEM(森永乳業)以外はすべて自社製品で、和菓子部門も自社製品と仮定している(実際には仕入品が含まれていると思われる)。2013年2月期の売上総利益は5億2,800万円で、ここでの概算の合計は(やや多めに推計して)5億1,600万円である。粗い計算ではあるが売上総利益に近い数字が得られたことから、図5に表記されている売上高総利益率に基づいて議論を進めることにする。

図5を見ると、冷凍冷蔵部門の売上高総利益率が高く、1993年11月に社長に就任した村山勤が真っ先に冷凍倉庫の増設に着手したことに首肯する(図7に示す有形固定資産の推移を見ると、1995年の「豊栄第三冷凍倉庫」への設備投資がいかに大きいかかわかるだろう)。しかし、冷凍冷蔵部門が期待通りに拡大することはなかった。OEMの売上高総利益率は低く、売上高には貢献しても、利益には寄与しない。そうすると、とりわけアイスクリーム部門の自社製品に躍起にならざるを得ない。

図4に示した売上高総利益率と売上高営業利益率の差を調べるために、図6に売上高材料費比率と売上高人件費比率、売上高経費比率を示している。図6を見ると、2000年を境にして変調が見られる。2001年2月期の有価証券報告書(事業の状況)には「(2000年)3月から生産活動に入った新潟工場の稼働が、導入機械の不備や、操作不慣れ等で製造原価高となり、立ち上がり費用等も重なり、予定外の厳しいスタートとなった」と書かれている。その後、2002年から売上高材料費比率が上昇し続けるのは、図2に示したように明治乳業へのOEMによる。図3に示したように、明治乳業へのOEMは収益を回復基調に乗せ、2004年に足踏みするものの、2006年までは順調であった。

2007年2月期、図1と図2に示したように、売上高は横ばいだったにもかかわらず、収益は大きく落ち込んでいる。その理由について、2007年2月期の有価証券報告書(事業の状況)は

2007(平成19)年3月に新製品を投入することを計画したことから、7月から12月にかけて品質管理強化策として5名、営業力強化策として5名、管理部門強化策として3名の合計13名を採用いたしました。これにより人件費が、前期比44百万円増加いたしました。

と書き、それが営業利益を押し下げたと理由づけている。しかし、それが主因ではない。営業利益は、販売費及び一般管理費に含まれる運搬保管費や販売手数料、減価償却費などの増加により押し下げられてい

るが、最大の金額は役員報酬（村山勤と成田昭一への退職慰労金）の増加である。<sup>(32)</sup>

2008年2月期も、同じように売上高は横ばいで、役員報酬（退職慰労金）という一時的な要因はなくなったにもかかわらず、収益は落ち込んだままになっている。2008年2月期の有価証券報告書（事業の状況）は「当社ではアイスクリーム部門に9種類の新製品を投入いたしました。開発に時間を要したため当初計画より1ヶ月程度スタートが遅れてしまい」、「梅雨明けの遅れや（2007年7月16日の新潟県中越沖）地震の影響が大きく、また県内全域が、原子力発電所の放射能漏れ事故による風評被害にさらされ、観光客や海水浴客等が激減した結果、営業活動における大きな支障」となったと説明している。営業利益を押し下げた主因は基幹システム導入（リース契約）に伴う賃借料なのだが、雑費の増加が影響している。

2008年2月期、販売費及び一般管理費に占める雑費の割合は、それまでは10%前後だったのだが、11%を超えている。この増加傾向はその後も続き、2009年2月期から2014年2月期までの間、12.9%、14.3%、12.5%、12.6%、13.1%、12.8%と推移している。これを売上高に対する比率で見ると、2007年2月期から2014年2月期までの間、1.51%、1.72%、1.73%、1.96%、1.97%、1.79%、1.79%、1.78%となる。1990年代前半と比較すると、売上高に対する雑費の比率は1%以上高く、それだけ確実に売上高営業利益率が押し下げられていることになる。こうなると、通常、考えられる「販売費及び一般管理費に含まれる費用のうち、他のどの勘定科目にも当てはまらないものや一時的な費用（発生頻度が少なく臨時的な費用）で、重要性も高くない（金額が少額な）ため、特に科目を設ける必要のないものをまとめて管理するための勘定科目」としての雑費ではなくなっている。毎年、有価証券報告書（対処すべき課題）には「コストダウン」が謳われているのだが、雑費には目配りされていない。

2009年2月期は1967年8月期以来の最終赤字に陥った。最終赤字が膨らんだ理由は新潟工場の製造設備が減損会計の対象になったことによる特別損失にある。しかし、図1に示したように売上高は主として「アイスクリーム部門において自社製造製品の拡販に軸足を置いた営業戦略」により前期比6.5%で、50億円を超え、これまでのピークに近づいている。一方で、図3や図4に示したように、利益や利益率の下落は著しい。2009年2月期の有価証券報告書（事業の状況）はつぎのように状況を説明している。

自社製造品の販売を前事業年度より強化を行い、製造工場においても操業率向上に積極的に取り組みました。上半期においては、アイスクリーム製造専門工場である新潟工場において、OEM受注増加及び自社ブランド製品の増産計画を消化すべく、初めての試みとして24時間稼働を行った結果、工場管理に徹底さを欠いた面もあって、機械のトラブル、製造ロス、異物混入事故等が生じました。下期以降は上半期における製造ロスによるコスト増加を減少させるべく、製造工場における管理体制の強化を徹底的に行い、また、販売部門においては、コスト上昇分の販売価格転嫁に取り組み、利益向上活動及び経費低減に努めましたが、増収減益という結果となりました。

「初めての24時間稼働」の試みを指揮したのは菅豊文である。菅豊文は1980年ごろに明治乳業新潟工場に赴任し、セイヨーに品質管理を指導していたのだから、工場回りに疎かったわけではない。2007年

<sup>(32)</sup> 役員退職慰労金制度は2010年5月に廃止された。

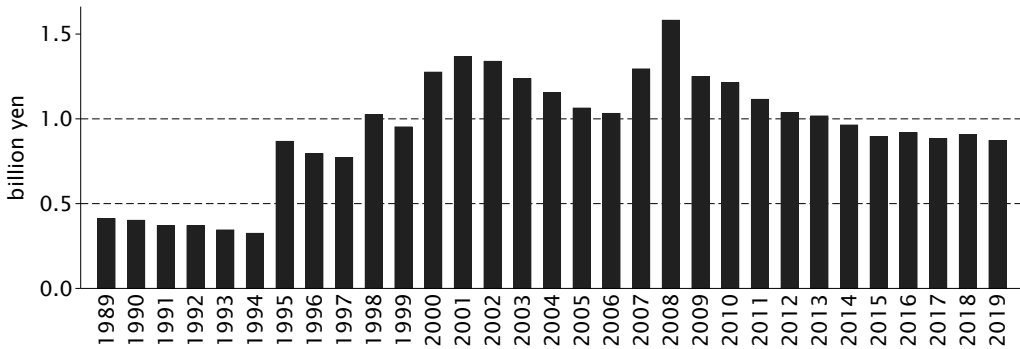


図 7. 有形固定資産

2 月期, 2008 年 2 月期と 2 期連続で利益が低迷していることへの焦りがあったのだろう。2009 年 2 月期の有価証券報告書(財政状態及び営業成績の分析)は, 売上高総利益率が 4.9% 下落した要因は自社製造品の製造原価増加によるとして, 材料費については「(増加) 原因の多くは製造ロス及び機械トラブルによって生じ, 労務費については「売上増加に伴う増産計画に対応する為、初めての試みとして 24 時間稼働を行ったことにより増加し, 経費については「機械トラブルの防止及び品質管理の徹底に対応する修繕費により増加」したと分析している。これら製造原価の増加は図 6 においてその傾向を確認できる。2009 年 2 月期の業績不振の原因は「社内管理体制の不備」であるとすると事態は深刻で, 主力商品であるアイスクリームについて「更なる改善を促すために、外部からアイスクリーム製造のエキスパートを招聘し改善活動を実践」することになった。

菅豊文は「食品メーカーとして、食の安全・安心及び品質管理強化には設備更新が必要不可欠と判断し, 「新潟・三条・佐渡の製造三工場及び物流基地たる豊栄工場の設備投資及び老朽化更新設備投資等」を実施した。2008 年 2 月期の設備投資は 6 億 3,300 万円で, 前期と比べると 4 億 3,400 万円, 増加した。その結果, 固定資産の減価償却費が増加し, 2009 年 2 月期だけでなく, それ以降の収益を圧迫することになる。

菅豊文が取り組んだ設備投資がいかに大きかったのかを図 7 は示している。2008 年 2 月期の有形固定資産は, 明治乳業への OEM 生産に備えた 2001 年を上回っている。なお, 2008 年から 2009 年にかけて, 有形固定資産が減少しているのは「主要な取引先(明治乳業)との取引が終了することに伴い、新潟工場の収益性の低下が見込まれるため、減損損失を認識」したからである。2009 年 2 月期の有価証券報告書(注記事項)は「主要な取引先との取引が終了することに伴い、新潟工場の収益性の低下が見込まれるため、減損損失を認識しました」と記載している。そして, 事業等のリスクとして減損会計に関するリスクを新たに加えて「当社は事業の用に供する不動産をはじめとする様々な資産を所有しております。これら資産は、時価の下落や将来のキャッシュ・フローの状況により、資産の収益性が低下して投資額の回収が見込めなくなった場合、当該資産の帳簿価額にその価値の下落を反映させる減損会計の適用を受ける可能性があり、これらは業績と財務状況に影響を及ぼす可能性があります」と記載している。



菅豊文は社長に就任した直後の2006年7月に生産本部に開発室を立ち上げ、2007年3月には新製品を念頭において生産本部・営業本部・管理本部の3本部制を導入した。ところが、2008年4月には管理本部を廃止し、それを管理部と物流部の二つの部に改組し、生産本部と営業本部の2本部と管理部と物流部の2部に組織を変更している。また生産本部に置いた開発室を廃止し、社長直轄の全社横断的な「製品企画開発委員会」を設置している。狙いは、製品開発に関係する部署をすべて社長直轄とし、意思決定のスピードアップを図ることにあった。

菅豊文は、女性社員3人による「プロジェクトチーム」と社内横断的な6人による「製品開発企画委員会」を新製品開発のコアに据えた。その成果として、アイスクリーム9品と和菓子2品の新製品を商品販売し、あわせて、三つの商品名（開港記念アイスクリンとうらしま亀太郎、3太郎）と一つのキャラクター（笹だんごキャラクター）を特許庁に商標登録している。

しかし、村山勤体制に慣れきった社内が、このような組織変更にスムーズに適応することは難しかったのではないかと推測する。Hu and Liu (2015) は多様な実務経験を持つCEOの投資意思決定における効用を示している。日本企業、とりわけ中堅以下の企業の場合、外部から社長を招くことに慣れていないため、多様な実務経験がかえって混乱を招いてしまう恐れがある。菅豊文はその成果を見る前に2008年9月に社長を退任してしまう。

### 3.2.3. 卸売業の中抜き

2010年2月期、売上高は約10億円、減少している。約6億円減少しているアイスクリーム部門は最盛期である夏季期間における天候不順が主因で、約4億円減少している冷凍食品部門（仕入販売部門）は食品量販店の仕入ルートがメーカーからの直接仕入に変更されたこと、いわゆる卸売業の中抜きが原因である。この売上高の減少は収益を大きく引き下げると思われたのだが、2009年2月期に発生した一時的な要因が取り除かれたため、営業利益のマイナスは縮小した。

2期連続の営業赤字を受けて、2010年2月23日、セイヒョーは2010年度から2012年度の3年間を対象とする『セイヒョー中期経営計画』を発表した。2008年2月期の有価証券報告書につきのように書かれている。

中期経営計画（平成20年度から平成22年度）を平成20年6月に公表する予定といたしておりましたが、原油市況や海外産（特に中国産）の原材料等の先行きが全く不透明であることから、当面、数値目標の公表を見送らせていただきます。なお、市況及び消費者の皆様への動向等を見極めながら対応いたしますことといたします。

『セイヒョー中期経営計画』は事実上は「セイヒョー再建計画」であった。

『セイヒョー中期経営計画』には重要な取組課題として、つぎの六つがあげられていた。

- ① 業務の適正性を確保するための体制のさらなる確立
- ② 体質改善・作業効率化・コスト削減
- ③ 品質管理体制の強化

- ④ 製品開発の強化
- ⑤ 拡販体制、新規開拓の推進強化
- ⑥ 製販体制の強化と取扱品種数・在庫圧縮

①と②に関連し、『新潟日報』（2011年4月1日付、朝刊）は「セイヨー・佐渡工場 アイスクリーム製造終了へ」という記事を掲載している。セイヨーの三つの工場はつぎのように製品の製造を担当している。

新潟工場 氷、アイスクリーム（ピバオール）、冷菓（氷カップ品）

三条工場 和菓子（笹だんご・冷凍大福・ういろうちまき）、冷凍果実（冷凍みかん）

佐渡工場 氷、冷菓（もも太郎、金太郎）、和菓子（笹だんご）

佐渡工場で生産している冷菓を新潟工場に集約し、三条工場の和菓子を佐渡工場に移管するという計画である。<sup>(33)</sup> 主力製品の「もも太郎」や「金太郎」を佐渡工場で生産し、それを新潟市まで輸送するコストは高いという課題により着手した。2014年2月25日に発表される中期経営計画『Challenge For Next Century』の中で明らかにされていることだが、佐渡工場が生産する冷菓の売上高（2013年2月期）は1.53億円である。2011年2月期は、固定資産の減損に係る会計基準に基づき、佐渡工場の製造設備についての減損損失として3,600万円を特別損失に計上し、加えて繰延税金資産の一部を取崩して約1億1,000万円の法人税等調整額を計上したため、図3に示したように最終赤字となった。

ところが、佐渡工場で生産している冷菓を新潟工場に集約する計画は2011年8月に中止になる。つまり、これまで通りに、佐渡工場で冷菓を製造し続ける決定をする。その理由は、森永乳業からのOEM生産が増加し、新潟工場の稼働率が上がったために、冷菓製造を受け入れる余裕がなくなったからである。<sup>(34)</sup>

OEM契約が明治乳業から森永乳業に切り替わり、引き続きの卸売の中抜きの影響もあり、2011年2月期の売上高はさらに約5億円、減少する。そんな中で、自社製造製品を強化するために専担部署として製品開発室を設置し、積極的に開発と販売を図った結果、猛暑にも助けられ、セイヨー・ブランドの氷菓やアイスクリームの売上が好調だった。図5に示したように、自社製品の売上高総利益率は高く、収益は回復すると思われるのだが、営業赤字は拡大してしまう。2011年2月期の有価証券報告書（事業の状況）はその原因を「OEM受託量が当初の見込みから大きく下回ったこと、加えて新潟工場におけるOEM製造受託先の変更初年度のため、生産効率が大幅に低下し、製造コストが上昇した」と説明している。ちなみに、アイスクリーム部門と冷凍食品部門の売上高の変化率と営業利益の変化率との相関係数を計算してみると、アイスクリーム部門と営業利益の相関係数が0.52である一方で、冷凍食品部門と営業利益の相関係数は0.07となる。部門別利益について情報開示されていないために詳細な分析はできないのだが、アイスクリーム部門の売上高が営業利益を左右している。山本勝は3期連続の営業赤字の責任を取って2011

<sup>(33)</sup> [http://www.seihyo.co.jp/viva\\_all/](http://www.seihyo.co.jp/viva_all/)

ピバオールは、1970年代、仙台市の株式会社しまかげが販売していた、表面は淡い桃色のイチゴクリームラクトアイスで、先端のコーティングされた部分には濃い赤色のイチゴジャムが入った氷菓である。1997年にしまかげが事業から撤退し、2004年3月からセイヨーが三角形から四角形に形を変えて製造し、新潟県と東北地方で販売している。

<sup>(34)</sup> 『日本経済新聞』（2011年8月31日付、朝刊、新潟経済）。

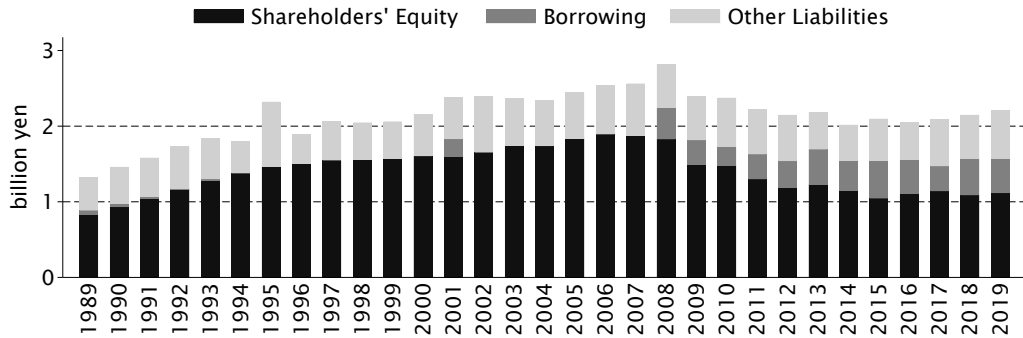


図 8. 総資産と資本構成

借入金 (Borrowing) は短期借入金と長期借入金の合計である。

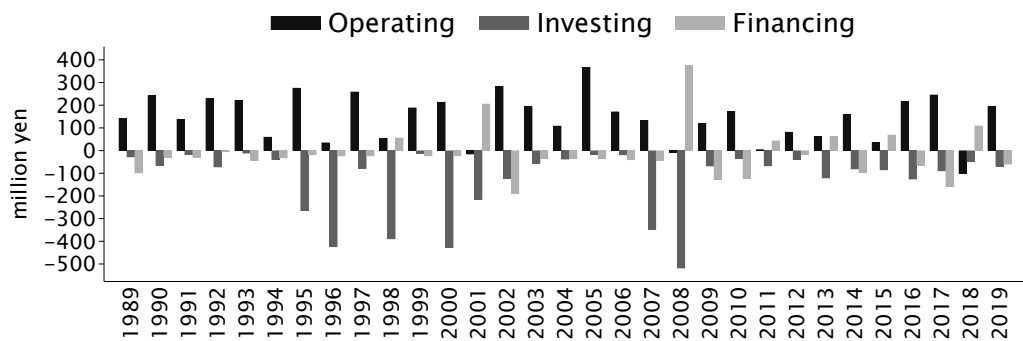


図 9. キャッシュ・フロー

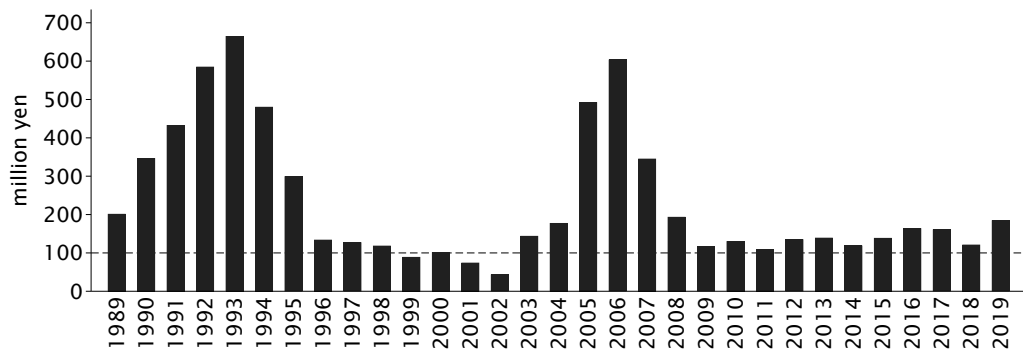


図 10. 現金及び現金同等物の期末残高

年 5 月に社長を退任する。

## 4. コーポレート・ファイナンス

### 4.1. 無借金経営

図8に総資産と資本構成を示している。総資産は1989年から2008年まで着実に増加している。1995年は未払金により一時的に負債が増加しているのだが、基本、総資産は株主資本の増加による。図4に示した売上高営業利益率は、1989年から1995年まで5%前後で推移しているのだが、それ以前も同じような水準で推移していた。その結果、株主資本は、1980年2月期は約2億9,000万円、1985年2月期は約4億9,000万円、1990年2月期は約9億3,000円、1995年2月期は約14億7,000円と増加している。セイヒョーは1995年までは順調だった。

ここで注目すべきは2000年代半ばまでの借入金の無さである。1991年5月に社長に就任した梨本操は『日経産業新聞』（1991年11月7日付）の「新社長登板」において「現在、約二千五百万円の借入れがあるが、一九九三年二月期をメドに無借金にする」と語っている。1991年2月期の株主資本は約10億円で、それに対する借入金が約2,500万円であるから、普通に考えると、気にするような額ではないのだが、わずかな借入金も許されないという雰囲気である。無借金は、1年遅れの1994年2月期に持ち越されたのだが、宣言通りに実現している。

借入金の少なさは以前からの方針ではない。たとえば、1980年2月期は株主資本、約2億9,000万円に対して借入金（短期と長期の合計）は約3億6,000万円で、1985年2月期は株主資本、約4億9,000万円に対して借入金は約1億8,500万円だった。それが、1990年2月期は株主資本、約9億3,000円に対して借入金は5,600万円に減少している。資金使途は運転資金もあるのだが、設備投資のための資金を長期借入に依存していた。短期借入金の大部分は第四銀行から、長期借入金は主として北海道東北開発公庫や商工組合中央金庫、日本興業銀行からの借入である。セイヒョーは、第四銀行と株式持ち合い関係、いわゆるメインバンク関係にあるのだが、第四銀行から役員を受けて入れてはいなかった。

とにかく借入金を減らすことが、社長の新田見賢五なのか、代表取締役専務の梨本操なのか、あるいは両者の方針だったのかはわからないのだが、梨本操は「当面の目標だった自己資本十億円は（一九九一年）八月中間期でほぼ達成した。今後は、社債が発行できるようになる最低ラインである十五億円に一日でも早く到達したい。新しいビジネスチャンスをつかんだ時に、いつでも資金を調達できる体制に持って行く」と考えていた。<sup>(35)</sup> 当時は、適債基準があり（1996年1月に廃止）、銀行借入よりも社債発行が望ましい（優良企業の証）と考えられていたのだが、増資は念頭になかったようだ。なお「自己資本十五億円」を達成するのは1996年2月期になる。

砂川・川北・杉浦（2008, 181–182頁）は「無借金経営にこだわる企業には、負債のマイナス面である“万が一の事態”を極端に嫌う創業者の経験や考え方が根強く残っていることが少なくない」と事例をあげ

<sup>(35)</sup> 『日経産業新聞』（1991年11月7日付）。

ている。無借金経営へのこだわりの理由はほかにもある。<sup>(36)</sup> 納税を社会的責任と考えている企業は負債の節税効果に対して否定的で無借金経営を選好する。「借金をすると経営が緩むかもしれない、あえて内部資金だけと資金制約を課すことにより、プロジェクト選択や成長速度をコントロールしている」と考える企業には、ファイナンス理論が想定する負債の規律付けは通用しない。バブル崩壊を経験したことが影響していると思われるのだが、むしろ無借金の規律付けのほうが強く働いている。

梨本操が死亡した後、1993年11月に社長に就任した村山勤がまず着手したのは冷凍倉庫の増設だった。『日本経済新聞』(1994年5月24日付、朝刊、新潟経済)は、「今までは自社の製品も他社の倉庫に預かってもらうことがあった」ため、生産力を強化する基本として、そして「年間を通した収益体制の確立」のために豊栄倉庫の収容能力を2倍近くにすることを伝えている。総工費は約6億円で、全額を自己資金で賄い、村山勤は無借金を貫いた。

無借金経営が可能だった状況を図9に示すキャッシュ・フローと図10に示す現金及び現金同等物の期末残高から確認できる。1989年から1993年まで、営業活動によるキャッシュ・フローは潤沢で、それを現金として積み上げることができた。2002年から2006年までにも同じような状況を確認できる。村山勤は『日本経済新聞』(1994年5月24日付、朝刊、新潟経済)において「将来の設備投資に向けて、今まで生かし切れなかった上場メリットを活用し、公募増資などで低コストの資金調達をする」と語っているのだが、実際には「堅実な無借金経営」を実践した。<sup>(37)</sup> セイヒョーが無借金経営を貫く理由は「公募増資は低コスト、借入は高コスト」という誤ったコスト認識に基づいているだけなのかもしれない。

#### 4.2. やむを得ない増資

2000年3月、新潟証券取引所の閉鎖により東証2部に移行したのだが、上場株式数が400万株未満という上場廃止基準に抵触していて、その基準を2年以内に満たす必要があった。当時の発行済み株式数は300万株だった。1963年以来、一度も増資していないセイヒョーは、増資せざるを得ない状況に置かれていた。

株式分割という選択肢もあっただろうが、そうはしなかった。セイヒョーは、1株につき0.5株を株主に割り当て、300万株を450万株に増やそうとした。発行価額は額面と同じ50円とした。当時の株価は300円台後半だった。発行済み株式数を1.5倍にするのだから、当然、株価は下がるのだが、セイヒョーの総務部は、『日本経済新聞』(2001年1月31日付、朝刊、新潟経済)において、「時価を大幅に下回る額面での発行なので、大半は購入してもらえる」との見通しを示している。ちなみに、権利確定日の2001年2月22日の終値は488円だった。50円を支払って0.5株を取得する権利を行使すると1.5株を538

<sup>(36)</sup> 林原(2006, 122頁)は、格付けや財務の健全性を重視するため、その延長線上で、大型投資を銀行借入により資金調達するときの条件を有利にするためという理由をあげている。

<sup>(37)</sup> 村山勤は『日本経済新聞』(1994年5月24日付、朝刊、新潟経済)において「株主は四〇%強を県外が占める」から、県外展開や株主への利益還元の見点を重視すると語っている。村山勤は1995年2月期の1株あたり配当を6円から8円に増やしたものの、それから2005年2月期まで8円を維持している。

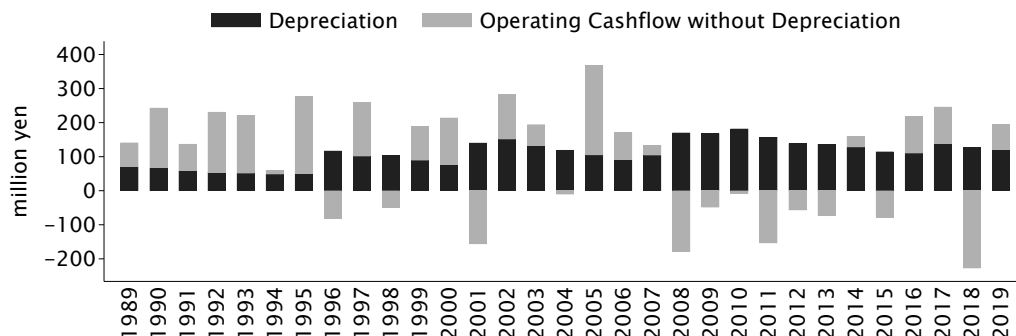


図 11. 営業活動によるキャッシュ・フローに占める減価償却費

円（1株を358.7円）で取得したことになる。その後、株価は一時、359円を上回ることもあったが、市場メカニズムが働き、数か月後には高い買い物になった。

2001年4月27日、セイヒョーは、予定していた1,500,000株の88%にあたる1,320,810株を新規に発行し、約6,600万円を資金調達した。2001年に新潟工場への設備投資のために2億3,000万円を第四銀行から短期に借り入れるのだが、翌2002年には増資資金と営業活動によるキャッシュ・フローにより借入金を返済し、再び無借金に戻っている（図8と図9を参照されたい）。

当時の社長である村山勤は、関係する会社を含めてセイヒョー株式の13.76%を所有する大株主だった。このタイミングで上場を廃止しようという考えは微塵もなかったはずだ。何とか上場廃止基準に抵触しないように発行済み株式数を増やし、自らの資産価値を低めない方策を思案したに違いない。調達した資金の使い方について、当初から借入金の返済を考えていたとすると、「公募増資は低コスト、借入は高コスト」という誤ったコスト認識に基づいていたのだろう。

#### 4.3. 無借金経営の断念

2006年5月に社長に就任した菅豊文は「当社の設備は老朽化が進んでおりましたが、食品メーカーとして、食の安全・安心及び品質管理強化には設備更新が必要不可欠と判断し」、「新潟・三条・佐渡の製造三工場及び物流基地たる豊栄工場の設備投資及び老朽化更新設備投資等」を実施した。そのために、2007年2月期には約2億円、2008年2月期には約6億3,300万円を投資している。

2007年2月期の設備投資資金は積み上げてきた現金（自己資金）で賄っている（図9と図10を参照されたい）。ところが、営業活動によるキャッシュ・フローを減価償却費とそれ以外に分解した図11を見ると、2008年2月期の営業活動によるキャッシュ・フローは、減価償却費の増加を棚卸資産の増加が打ち消してしまい、ほぼゼロになってしまっている。そのため、設備投資資金は、自己資金を約1億7,000万円、費やして、残りの4億6,000万円を長期借入により調達せざるを得なくなった。菅豊文に無借金経営へのこだわりがあったのか、発言などで確かめることができなかったのだが、2007年3月23日にシンジケー

ト・ローン契約を締結していることから、当初から長期借入の想定はあったのだろう。<sup>(38)</sup> 菅豊文は無借金経営よりも設備投資を優先した、5年固定金利(1.995%)の返済額は年間9,200万円になる。図9に照らすと、これはセイヒョーにとって小さい金額ではなかった。

ところが、『セイヒョー中期経営計画』を策定した山本勝は5年借入の3年目に期限前償還する。2010年2月の有価証券報告書(第2【事業の状況】の5【経営上の重要な契約等】)につぎのように書かれている。

当社は、金融機関4社からなるシンジケート団との間で、返済期限を平成24年3月28日とするシンジケートローン契約を締結しており、当事業年度末現在230,000千円の借入金残高がありましたが、中期経営計画の必達のための重要取組事項に専念すべく、当該契約に係る財務制限条項等により今後の経営戦略の鈍化を避ける為に、平成22年3月19日において同契約に対する借入金残高全額の繰上償還を行い、同契約については解消しております。

「当該契約に係る財務制限条項」とは、【注記事項】(貸借対照表関係)によると

- ① 貸借対照表における純資産の部の金額を、当該決算期の直前の決算期末日の金額または平成18年2月期の金額のいずれか大きい方の75%以上に維持すること。
- ② 損益計算書上の経常損益につき2期連続して損失を計上しないこと。

である。財務制限条項(ファイナンシャル・コベナンツ)に抵触した場合には「契約上のすべての債務について期限の利益(期限の到来までは債務の履行をしなくてもよい)を喪失する可能性」があった。<sup>(39)</sup>

財務制限条項の①は、ある1期の巨額の最終赤字や配当による純資産の部の減少を想定しているのだろう。これに抵触する可能性は小さいとして、財務制限条項の②については抵触する可能性が高かった。経常損益は、2008年2月期は+30,283千円、2009年2月期は-105,193千円、2010年2月期は+12,593千円と推移している。表向きは「(2010年2月23日に発表した)中期経営計画の必達のための重要取組事項に専念すべく、当該契約に係る財務制限条項等により今後の経営戦略の鈍化を避ける為」だが、辛うじて2期連続の経常損失は逃れた、薄氷を踏む状況であった。期限前償還は転ばぬ先の杖であったのだろう。その後、2011年2月期は-29,959千円、2012年2月期は-46,063千円と2期連続の経常赤字になり、5年の満期を迎えたことになっていた。

借入金残高230,000千円を繰上償還する資金はどこから調達したのか。図10に示すように、それだけの現金はなく、自己資金では賅うことができなかった。図11に示すように、2011年2月期の営業活動によるキャッシュ・フローは、減価償却費の増加を棚卸資産の増加が打ち消してしまい、ほぼゼロだった。そこで、3億3,000万円を短期に借り入れることになる。その後は、図8に示したように、短期借入金が

<sup>(38)</sup> <https://www.daishi-bank.co.jp/release/detail.php?id=1267>

シンジケート団は、主幹事(アレンジャー)が第四銀行、参加金融機関代理人(エージェント)も第四銀行、参加金融機関(貸出人)は第四銀行と商工組合中央金庫、日本生命保険、新潟県信用農業協同組合連合会である。その手数料は650万円だった。

<sup>(39)</sup> Roberts (2015) は銀行借入には再交渉が付き物だと報告している。

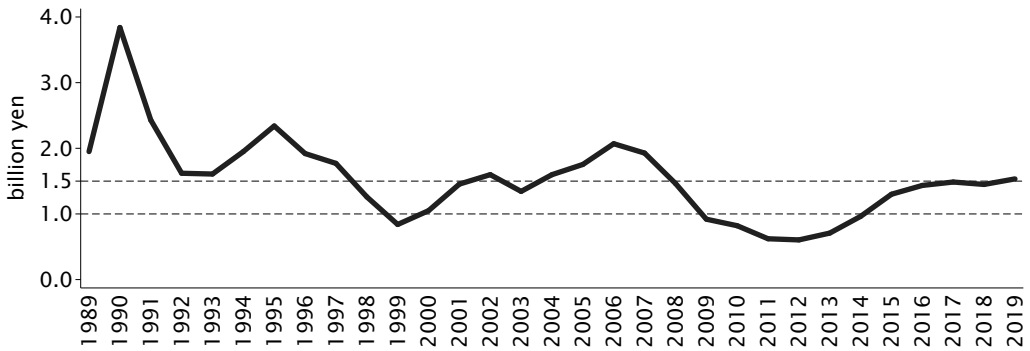


図 12. 株式時価総額

セイヒョー（証券コードは 2872）は 2000 年 3 月までは新潟証券取引所に、2000 年 4 月からは東証 2 部に上場している。

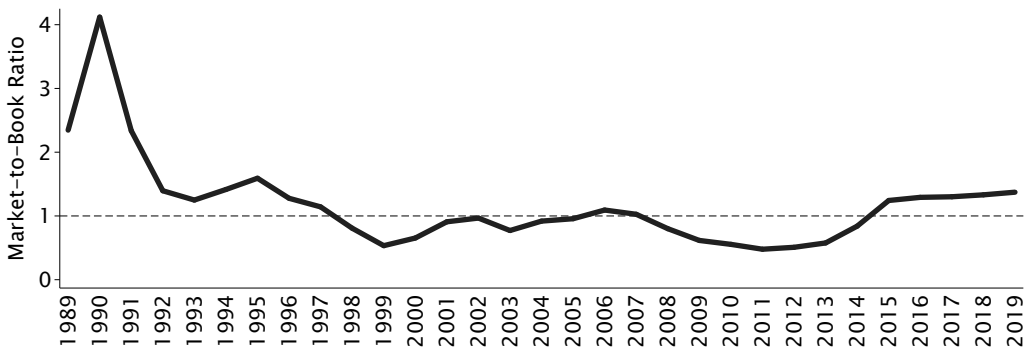


図 13. MB レシオ

残り、その残高は、2012 年 2 月期は 3 億 5,000 万円、2013 年 2 月期は 4 億 6,583 万円、2014 年 2 月期は 4 億円、2015 年 2 月期は 5 億円と増えている。こうなると無借金経営へのこだわりは持ちようもなく、営業活動によるキャッシュ・フローが増えた（減った）ときには短期借入金を減らす（増やす）という資金繰りを迫られている。富山（2014、212 頁）があるべき姿として描く「地域金融機関が適切で的確な「デットガバナンス」を効かせる」状況になっている。

#### 4.4. 上場廃止の危機

セイヒョーは 1949 年 4 月に新潟証券取引所に上場している。新潟証券取引所は 2000 年 2 月に廃止され、上場していた企業は東京証券取引所に引き継がれた。新潟証券取引所に単独上場していたセイヒョーは東京証券取引所の規定により東証 2 部に移され、それ以降、東証 2 部に上場し続けている。セイヒョーは 70 年を超える上場企業としての歴史を持っている。

図 12 に株式時価総額を示している。バブル絶頂のころ約 40 億円だった株式時価総額はバブル崩壊に伴って約 20 億と半分減少した。1994 年には回復するものの、業績が悪化し始める 1996 年からは再び減少し、1999 年には 10 億円を割り込んでいる。2001 年 4 月には発行済み株式数を増やすために、



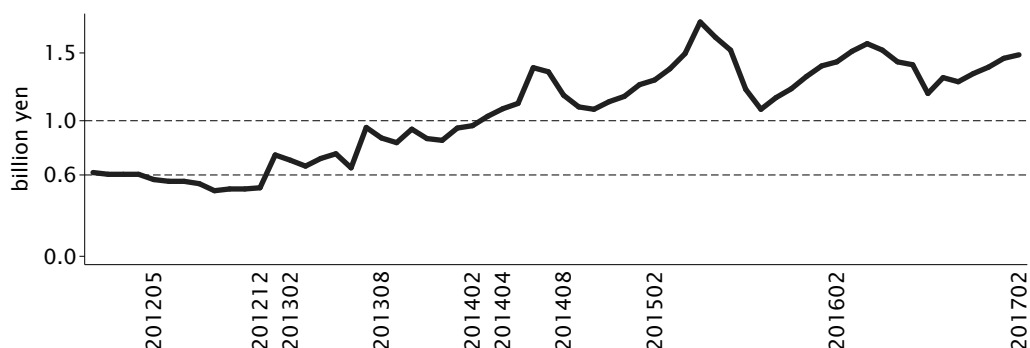


図 14. 株式時価総額 (2012 年 1 月末から 2017 年 2 月末までの月次)

表 7

セイヒョー一株の値動きと出来高 (2012 年 5 月 1 日から 2012 年 5 月 31 日まで)

取引日	終値 (円)	前日比 (円)	出来高 (株)
5 月 7 日	141	1	1,000
5 月 16 日	131	- 10	1,000
5 月 18 日	131	0	3,000

1,320,810 株を新規に発行し、約 6,600 万円を資金調達した。その後、業績の回復に対応して、2006 年には 20 億円と倍に増加している。しかし、再び業績が悪化し始める 2007 年から減少し、2009 年には再び 10 億円を下回った。図 12 に示す MB レシオは 1997 年に 1 を下回って以降、低迷し続けている。

2012 年 6 月 1 日、セイヒョーはつぎのような「当社株式の時価総額に関するお知らせ」を発表した。

当社株式は、平成 24 年 5 月の月間平均時価総額及び月末時価総額が 6 億円未満となりました。東京証券取引所有価証券上場規程では、9 ヶ月（事業の現状、今後の展開、事業計画の改善その他東京証券取引所が必要と認める事項を記載した書面を 3 ヶ月以内に東京証券取引所に提出しない場合にあっては、3 ヶ月）以内に、毎月の月間平均時価総額及び月末時価総額が 6 億円以上とならないときは、上場廃止になる旨規定されております。なお、上場株式にかかる時価総額基準につきましては、平成 21 年 1 月末より平成 24 年 12 月末までの間、時価総額基準が 10 億円未満から 6 億円未満に変更となっております。

2012 年 5 月の月間平均時価総額は 580,428,810 円で、2012 年 5 月の月末時価総額は 566,026,110 円だった。セイヒョーは 2012 年 8 月 20 日付で開示した「事業の現状及び今後の展開について」を東京証券取引所に提出し、猶予期間は 2012 年 6 月から 2013 年 2 月までの 9 か月間となった。<sup>(40)</sup>

図 14 に 2012 年 1 月末から 2014 年 12 月末までの月次の株式時価総額を示している。時価総額は 2012 年 1 月から 6 億円すれすれの状態だった。表 7 に 2012 年 5 月はどうのような相場（東証 2 部）だっ

(40) 東京証券取引所に提出した書面について、2012 年 8 月 20 日の適時開示「事業の現状及び今後の展開について」において解説しているのだが、その内容は 2012 年 2 月期の有価証券報告書（対処すべき課題）とほぼ同じであり、何か特別なことが書いてあるわけではない。

たのかを示している。月中に取引が成立したのはわずか3日だけだった。<sup>(41)</sup>5月下旬には、計算すれば、このままでは時価総額基準に抵触することはわかったはずだ。しかし、何も手を打たなかった。

2013年1月に東証と大証が経営統合し、2013年7月に現物株式市場が東証に統合され、大証に単独上場していた企業は東証に移されている。大証2部から東証2部へ移った倉庫精練株式会社(3578、石川県金沢市)は時価総額基準(10億円未満)に抵触することが懸念されていた。そこで、2014年10月24日、閉鎖し、使用する予定がない米丸工場を譲渡する決定を発表した。この譲渡により、約20億円の特別利益を計上することになった。これにより、株価(時価総額)は110円前後(約7億9,000万円)から220円前後(約15億7,000万円)にまで上昇し、その後もその水準で推移している。本業の回復による株価上昇までの猶予期間を得るために、評価益を実現するとともに、経営資源の有効活用や経営の合理化を明らかにする効果があった。

時価総額基準に抵触するケースは珍しくなく、その場合、倉庫精練のような対応策もあるのだが、増資による時価総額の引き上げにより対応することが多い。<sup>(42)</sup>セイヨーもそう考えたはずだ。その一方で、業績回復の兆しが見えれば、株式時価総額も回復するだろうという期待も持っていただろう。

2012年11月28日に「期末配当予想の修正(復配)に関するお知らせ」を発表した。セイヨーは2010年2月期と2011年2月期、2期連続で無配だった。ところが、2013年2月期に当期純利益を確保できる状況になったため、1株あたり3円の期末配当を実施すると発表した。2012年11月28日は出来高1,000株、終値は105円だったが、復配を発表した翌11月29日は出来高36,000株、終値は121円と約15%の値上がりだった。その後の値上がりを大きく期待しただろう。しかし、復配効果は1日で消え、12月、株価は110円台半ばで推移し、株式時価総額は6億円を回復することはなかった。

2007年2月期の有価証券報告書(対処すべき課題)において、三つの重要課題の一つとして「会社の支配に関する基本方針について」をあげ、つぎのように書いている。

当社取締役会は、上場会社として当社株式の自由な売買を認める以上、当社の取締役会の賛同を得ずに行われる、いわゆる「敵対的買収」であっても、企業価値ひいては株主共同の利益に資するものであれば、これを一概に否定するものではありません。また、株式会社の支配権の移転を伴う買付提案に応じるか否かの判断も、最終的には株主全体の意志に基づいて行われるべきものと考えています。したがって、現時点における当社取締役会は、「買収防衛策」を導入するとの考えはございません。ただし、株主が「買収防衛策」の導入を推奨する場合は、当社取締役会において検討し、定時株主総会又は臨時株主総会に付議いたします。

この課題は前年度までではなく、社長が村山勤から菅豊文に代わり、新たに追加されている。その当時、このような課題を追加するような事情や出来事は見当たらず、図12に見るように株式時価総額は20億円

<sup>(41)</sup> 月中に取引が成立した日(月間出来高)は、2012年1月が3日(4,000株)、2月が4日(7,000株)、3月が15日(36,000株)、4月が3日(4,000株)だった。2012年4月の月間平均時価総額は602,032,860円で、2012年4月の月末時価総額は604,913,400円だった。

<sup>(42)</sup> <http://toyokeizai.net/articles/-/12137>

東証2部では2011年に時価総額基準に抵触して1社(メルクス)が上場廃止になっている。

表 8

セイヒョー株の値動きと出来高（2013年1月11日から2013年1月31日まで）

取引日	終値 (円)	前日比 (円)	出来高 (株)
1月11日	133	3	14,000
1月15日	151	18	61,000
1月16日	164	13	29,000
1月17日	164	0	73,000
1月18日	176	12	33,000
1月21日	180	4	20,000
1月22日	184	4	10,000
1月23日	177	-7	8,000
1月24日	181	4	10,000
1月25日	167	-14	23,000
1月28日	177	10	18,000
1月29日	177	0	17,000
1月30日	177	0	15,000
1月31日	173	-4	17,000

前後だった。おそらく、菅豊文が自分の考えを述べたのだろうが、その後も有価証券報告書（対処すべき課題）には同じ記述が繰り返されている。<sup>(43)</sup> それを踏まえると、上場廃止もやむなしという株式市場からの評価を受け入れようとするのかと思われた。しかし、そうではなかった。

猶予期限まで残り1か月半となった2013年1月11日、セイヒョーは「自己株式取得に係る事項の決定に関するお知らせ」を発表する。自己株式の取得を行う理由は「経営環境の変化に応じて機動的な資本政策を実施するため」と書かざるを得ないのだが、上場廃止の危機にあることは公然だった。2013年1月15日から2013年2月21日までの間に、発行済み株式数（自己株式を除く）の3.5%にあたる150,000株を上限として自己株式を取得する計画だった。

表8に2013年1月11日から2013年1月31日までのセイヒョー株の値動きと出来高を示している。時価総額6億円を回復するための株価は139円（600,000,000円÷4,320,810株）である。1月15日と16日の2日間で株価は大きく値上がりし、1週間後には180円を上回った。その後は売りに押し戻されるものの1月の取引を173円で終えた。セイヒョーは、2013年2月1日に「自己株式の取得状況に関するお知らせ」を発表し、2013年1月15日から1月31日までの間に79,000株の自己株式を13,657,000円で取得したことを明らかにした。1株あたり172.87円になる。上限150,000株の半分強を取得したことになる。1月15日から1月31日までの出来高は334,000株で、途中、売りも入れての売買だったと推測するのだが、効率的に株価を押し上げることができたと思う。<sup>(44)</sup> 2013年1月の月間平均時価総額は

<sup>(43)</sup> 2006年2月期の有価証券報告書に、初めて「株式価値」という言葉が登場している。菅豊文が社長に就任した最初の年度に当たる。翌2007年2月期の有価証券報告書には「株式価値」という言葉はなく、代わって「企業価値」という言葉が用いられている。そして、2008年2月期の有価証券報告書には「企業価値の最大化」という言葉が用いられている。その言葉は、社長が山本勝に代わった2009年2月期の有価証券報告書にも用いられているのだが、2010年2月期の有価証券報告書から「の最大化」という表現がなくなっている。

<sup>(44)</sup> 島田（2013、282頁）は、自社株買いは短期的な株価上昇には有効な資本政策だと論じている。しかし、その株価上昇が長期的

688,600,667 円、2013 年 1 月の月末時価総額は 747,500,130 円となり、「平成 25 年 1 月における月間平均時価総額及び月末時価総額が 6 億円以上となり、東京証券取引所の上場廃止基準に該当しない」ことになった。<sup>(45)</sup>

東京証券取引所は、リーマン・ショックによる株価低迷を受けて、2008 年 10 月から 12 月までの間、時価総額基準の適用を一時停止し、それが延長されていた。時価総額基準は 2014 年 4 月 1 日から 10 億円未満に変更されている。セイヒョーは、その対応策として、2014 年 2 月 25 日に株主優待制度の導入を決めた。2014 年 2 月 25 日は出来高 1,000 株、終値は 205 円だったが、株主優待制度の導入を発表した翌 2 月 26 日は出来高 57,000 株、終値は 221 円と約 8% の値上がりだった。2014 年 3 月 26 日には「株式の流動性の向上及び将来の機動的な資金調達を可能とするために」発行可能株式総数を 600 万株から 1,500 万株に増加する予定を発表している。これには株価は無反応だった。

セイヒョーの上場廃止の危機は依然として続いている。時価総額 10 億円を維持する最低株価は 232 円 (1,000,000,000 円 ÷ 4,320,810 株) である。なお、2017 年 9 月 1 日に単元株式数を 1,000 株から 100 株に変更し、発行済み株式数は 432,081 株 (発行可能株式総数は 150 万株) となった。これは全国証券取引所による「売買単位の集約に向けた行動計画」に呼応したものである。それ以降は時価総額 10 億円を維持する最低株価は 2,314 円となっている。セイヒョーの株式価格は 2019 年 4 月末時点で 3,700 円、時価総額 15 億 9,900 万円は東証 2 部 492 銘柄中 469 位である。

## 5. リストラクチャリング

### 5.1. 希望退職者の募集

山本勝は、2010 年 2 月 23 日に発表した『セイヒョー中期経営計画』において、2011 年 2 月期の売上高と経常利益の数値目標を 42 億 300 円と 4,500 万円と設定した。ところが、実際は、売上高が約 35 億円と目標よりも約 7 億円少なく、経常利益ではなく経常損失が約 3,000 万円で、目標を 7,000 万円以上、下回った。

そのような中、2011 年 5 月に山本勝の後任として社長に就任した飯塚周一は、2011 年 9 月 30 日に「製造工場の合理化に関するお知らせ」を発表した。2011 年 3 月 31 日に発表した「佐渡工場におけるアイスクリーム製造を今夏で終了する」を撤回し、「佐渡工場におけるアイスクリーム製造を継続する」ことを決めた。2011 年 3 月 31 日当時の社長は山本勝だったのだが、同日に飯塚周一の社長就任を発表していることから、実質的には飯塚周一体制の意思決定であろう。撤回する理由は「東日本大震災の影響による節電対応及び新潟工場の稼働増加により、現行の製造拠点の分散化と製造品目の適正化、保有資産の有効

かはその後の業績次第で、多くの場合、短期的な上昇の反動も手伝って株価は下落する傾向にあると報告している。

<sup>(45)</sup> 2013 年 2 月 22 日に「自己株式の取得状況に関するお知らせ」を発表し、2013 年 2 月 1 日から 2 月 21 日までの間に 71,000 株の自己株式を 11,369,000 円で取得したことを明らかにした。1 株あたり 160.12 円になる。都合、上限の 150,000 株を 25,026,000 円で取得したことになる。1 株あたり 166.84 円になる。

表 9

セイヒョーの従業員の状況

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
本社・新潟工場	35	20	24	26	22	24	28	27	30
物流部・新潟支店	38	35	29	28	33	31	28	30	32
三条工場	10	8	5	7	7	7	9	9	9
佐渡事業部	19	14	14	11	10	7	8	8	9
東京支店	5	5	4	4	5	4	4	3	2
従業員数	107	82	76	76	77	73	77	77	82
平均年齢	40.5	39.9	40.5	41.3	42.1	42.4	42.5	42.2	41.8
平均勤続年数	12.0	12.2	13.1	13.0	13.3	13.8	13.3	13.4	13.1

活用が必須である」と考えたからであった。その上で、「佐渡工場における和菓子製造については、大半を当社三条工場に移管」し、「佐渡事業部佐渡工場においては、アイスクリーム製造設備の導入を図り、既存の生産量を維持しつつ、人員配置の適正化及び業務の効率化を図る」ために、有期契約社員（パートタイマー）18人を解雇した。

ところが、その2か月半後の2011年12月19日、「繁忙期である夏場の節電による自家発電機の導入や、新潟工場の稼働が減少したこと等により製造原価が増加した」ために2012年2月期も営業赤字になる見込みとなり、つぎのように「希望退職者募集に関するお知らせ」を発表することになる。

- ① 募集対象者 30歳以上の正社員、嘱託社員及び契約社員で会社が認めた者
- ② 募集人員 30名程度
- ③ 募集期間 平成24年1月16日～平成24年2月3日
- ④ 退職日 平成24年2月24日
- ⑤ その他 退職者に対しては、会社都合扱いの退職金と特別加算金を支給するとともに、希望者には再就職支援を行う。

表9に2011年2月期から2019年2月期まで従業員の状況を示している。30名は2011年2月末の従業員の約30%に相当する。2011年2月期から2012年2月期に従業員が減少していることについて、有価証券報告書は「従業員数が前事業年度末と比べて25名減少しておりますが、その主な理由は、希望退職の募集に対する応募が31名あったためであります」と書かれているだけで、希望者全員が退職したのかはわからない。<sup>(46)</sup> 従業員の減少が多いのは、本社・新潟工場の15人と佐渡事業部の5人である。経年変化を踏まえて、平均年齢の減少や平均勤続年数の伸び悩みを考えると、比較的年齢が高い人たちが希望退職したのではないかと推測する。そして、2012年2月期から2013年2月期までの間に、さらに従業員が6人減少している。2013年2月期や2014年2月期の従業員の配置を見ると、人事異動があったと思われるのだが、それぞれの部署が押し並べて従業員を減らしている。全社的にスリムになった。その状態は現在に至るまで維持されている。

<sup>(46)</sup> 2012年2月期に希望退職者への特別加算金及び就職支援費用として特別退職金（特別損失）を約4,700万円計上している。

## 5.2. 2014年2月期から2期連続の営業赤字

2009年2月期から4期連続で営業損失を計上し、2013年2月期、ようやく営業利益を計上した。<sup>(47)</sup> 2013年2月期の有価証券報告書(事業の状況)は「自社製造品の売上高が増加となり、利益率の改善に繋がりました」と書かれているのだが、図1や図2に照らすと、冷凍食品部門の減収を森永乳業へのOEMによる増収がカバーし、売上高全体としては横ばいである。損益への影響として「製造工場の合理化策として、製造品の集約化や生産効率の向上のための設備投資を行い、製造ロスの管理の強化に努めた」効果はあるだろうが、営業損益がプラスに転じた最大の要因は希望退職者31人による人件費の削減にある。2012年2月期と2013年2月期を比べると営業損益は約1億円、改善していて、そのうち人件費が約4,800万円、寄与している。

しかし、翌2014年2月期、営業損益は再びマイナス(約6,000万円)に陥ってしまう。その原因について、2014年2月期の有価証券報告書(事業の状況)はつぎのように説明している。

当社は、基幹事業であるアイスクリーム製造及び和菓子製造へ経営資源を集中し、積極的な営業活動並びにコスト構造の改革に取り組み、OEM(相手先ブランド名製造)は順調に推移いたしました。しかし、当社の最盛期である第2四半期に、主要販売エリアである新潟県及び東北地方の梅雨明けの遅れによる天候不順の影響で、当社の主力製品であるアイスクリームの売上高が伸び悩みました。また、冷凍冷蔵部門や和菓子部門についても、得意先の減少等の理由により売上高が減少いたしました。売上の減少を補うべく、営業活動の強化を行いました。売上高は3,585百万円(前期比3.1%減)となりました。

損益面については、コスト構造の改革として、生産管理室を中心に製造コストの低減に取り組むと共に、生産性向上のための設備投資や改善活動を行いました。天候不順の影響で収益性の高い自社製品の販売数量が減少したことに加え、製造工場の操業低下や販売不振に伴う在庫品の増加による保管スペースの減少の影響で冷凍冷蔵部門の売上高が減少したこと等により収益を圧迫いたしました。経費に関しては、売上の減少を補うべく、製造原価を中心に節約に努めました。

なぜ、2014年2月期、営業赤字に陥ったのか。部門別の売上高の増減については「主要販売エリアである新潟県及び東北地方の梅雨明けの遅れによる天候不順の影響」や「得意先の減少」などと説明しているのだが、それが損益にどのような影響を与えているのか、要領を得ない。花枝(2005, 194頁)が教えるように、営業レバレッジが高くなったからという説明ならば理解しやすい。固定費を削減する対策が必要になる。図4を見ると2014年2月期は売上高総利益率が低下していて、図6を見ると売上高材料費が横ばいになっている。変動費と考えられる材料費が減少してなく、売上総利益が確保できていないのだ。

2013年2月期と2014年2月期の売上高は約1億2,000万円、減少していて、それは大筋、冷凍冷蔵部門の約7,000万円の減少と和菓子部門の約6,000万円の減少で説明できる。図5に照らして、冷凍冷蔵

<sup>(47)</sup> 2012年2月期の有価証券報告書になって初めて「過去5事業年度から低下傾向にある業績の回復を最優先の課題としておりましたが、当事業年度においても77百万円の営業損失を計上することとなり、平成21年2月期以降連続して営業損失を計上した」ことから「継続企業の前提に関する重要事象等」の存在認識を記載している。

部門は物流に対応していると考え、それは収益(売上総利益)に影響を与えても、材料費には影響を与えない。アイスクリーム部門の売上高は横ばいであるが、森永乳業へのOEM売上高(自社製造製品)が約6,200万円、増加(減少)している。これが材料費を高止まりさせた原因の一つと考えられる。

もう一つの原因は和菓子部門にある。2013年2月期、和菓子部門の生産実績は約2億8,000万円、商品仕入実績は約6,000万円、販売実績(売上高)は、前期比13.9%の減少の約3億6,000万円だった。2014年2月期、前期程度には売れるだろうと判断したのか、和菓子部門の商品仕入実績は約3,000万円で、生産実績は約3億5,000万円と売上高総利益率の高い自社製造を前期の売上高と同じ程度に増やしている。ところが、販売実績(売上高)は約3億円に留まり、減少している。その結果として「販売不振に伴う(和菓子部門の)在庫品の増加による(商品としての)保管スペースの減少の影響で冷凍冷蔵部門の売上高が減少」したのではないかと推測する。しかしながら、この推測には弱みがある。そうであるならば、在庫(商品及び製品期末たな卸高)が増加していると期待するのだが、約6,000万円、減少している。

2015年2月期、2期連続で営業赤字を計上する。その理由について、「当社の最盛期である第2四半期(6月1日から8月31日)の天候不順の影響で主力製品であるアイスクリームの販売数量が減少し」、「OEM製品(相手先ブランド名製造)の販売数量も前期に比べ減少し」、「製造工場の稼働率減少による固定費負担の増加や、原材料価格・エネルギーコストの上昇が収益を圧迫しました」と説明している。2014年2月期と2015年2月期の売上高を比べると、約1億7,000万円減少している。製氷部門の増加をアイスクリーム部門と冷凍果実部門の減少が消し去ってしまった。森永乳業への売上高の減少は約5,000万円であるから、(自社製品の)アイスクリームの販売数量の売上高の減少が大きく影響している。図4を見ると売上高総利益率と売上高営業利益率は平行に低下していることから、2014年2月期と同じように、売上総利益が確保できていないことがわかる。その理由は、利益率の高い(自社製品の)アイスクリームの売上高が減少していることに加えて、図6に照らしてみると、「製造工場の稼働率減少による固定費負担(Labor Cost / Sales や Overhead Cost / Sales)の増加」よりもむしろ「原材料価格・エネルギーコスト(Material Cost / Sales)の上昇」にある。

## 6. 中期計画 (Challenge For Next Century)

2014年2月25日、セイヒョーは中期経営計画『Challenge For Next Century』(104期から106期まで、2015年2月期から2017年2月期まで)を発表した。ところが、その1年後、2015年2月23日に中期経営計画の対象期間を105期から107期まで(2016年2月期から2018年2月期まで)に変更している。変更理由は2014年2月25日に公表した中期経営計画において示した組織体制を「生産効率向上の一環として製造拠点の集約化を図る」組織体制にするためである。具体的には、佐渡工場が生産部から営業部営業第5課へと配置換えになっている。

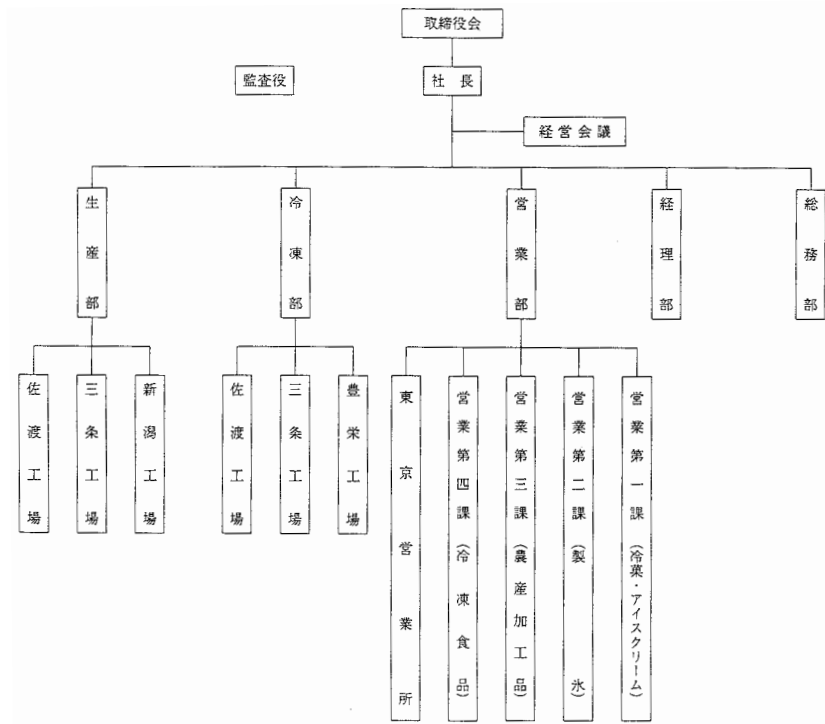


図 15. 経営組織 (1995年2月期)

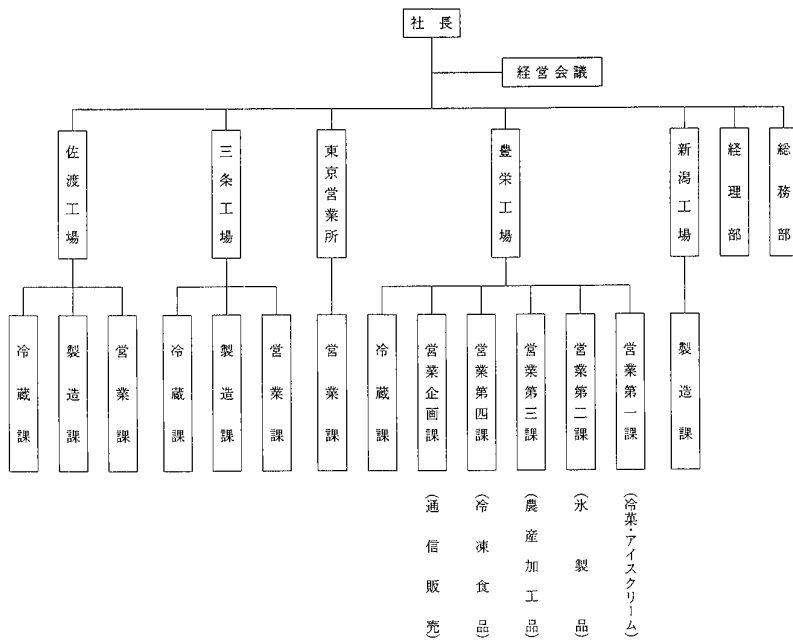


図 16. 経営組織 (1996年2月期)



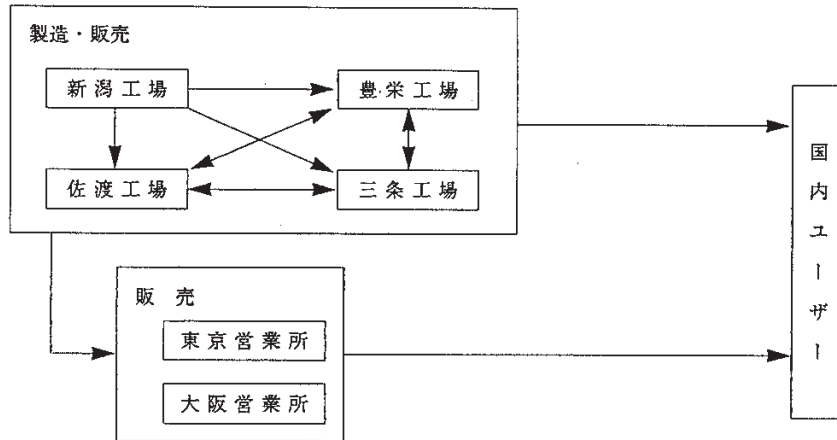


図 17. 事業系統図 (2001年2月期)

### 6.1. 経営組織の朝令暮改

1995年2月期までの経営組織は、図15に示すように、生産部と冷凍部、営業部、経理部、総務部というように機能別だった。社長に就任してから2年半を経過しようとしていた村山勤は、1996年2月期には、それを図16に示すように工場を主体とし、新潟工場に製造課、豊栄工場に冷蔵課と営業第1課から第4課まで、三条工場と佐渡工場のそれぞれに製造課と営業課、冷蔵課、そして東京営業所に営業課、というように変更した。村山勤は「冷食部門は東京営業所の扱いが四割に達しており、今後販売力を強化するうえで「新潟」を社名からはずした方が有利と判断し、「東京」を特別視した。<sup>(48)</sup> また、村山勤は『日経産業新聞』(1996年4月14日付)において「当面は販売力の強化に重点を置く。東京・築地の営業所をはじめ各拠点を増員した」と語っているように、新潟や三条、佐渡などの工場を拠点と見ていた。その一方で、拠点を中心に考える組織変更は「経営の集中力も分散されてしまいがちで、これからは伸びる分野に経営資源を集中的に投入していきたい」とも語っている。当時の従業員数は120人ほどで、それぞれの工場が独立した拠点として機能するのかが問われていた。

有価証券報告書に経営組織が記載されているのは2000年2月期までで、代わって2001年2月期からは図17に示す事業系図が記載されている。そこには村山勤の考えを反映して「各工場・事業所は互いに製造した自社製品や他の会社から仕入れた他社製品を調達して独自に販売している」と解説されている。「各工場・事業所」がそれぞれ独自に動いていることから、経営組織のあり方は2001年以降も同じだったと思われる。

2006年5月に社長に就任した菅豊文はすぐさま図18のように組織変更した。これまでの工場単位制度を根本的に改め、生産本部・営業本部・管理本部の3本部制を敷いた。<sup>(49)</sup> 三つの製造工場は生産本部に、

(48) 『日本経済新聞』(1995年4月29日付, 朝刊, 新潟経済)。

(49) 2006年7月, 営業本部長には東京営業所長の宮尾公夫が, 管理本部長には第四銀行出身で総務部長兼経理部長の佐藤清が就き,

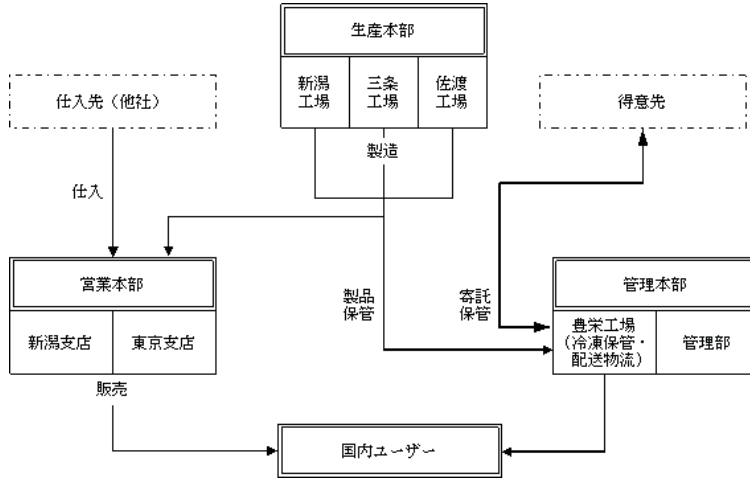


図 18. 事業系統図 (2007 年 2 月期)

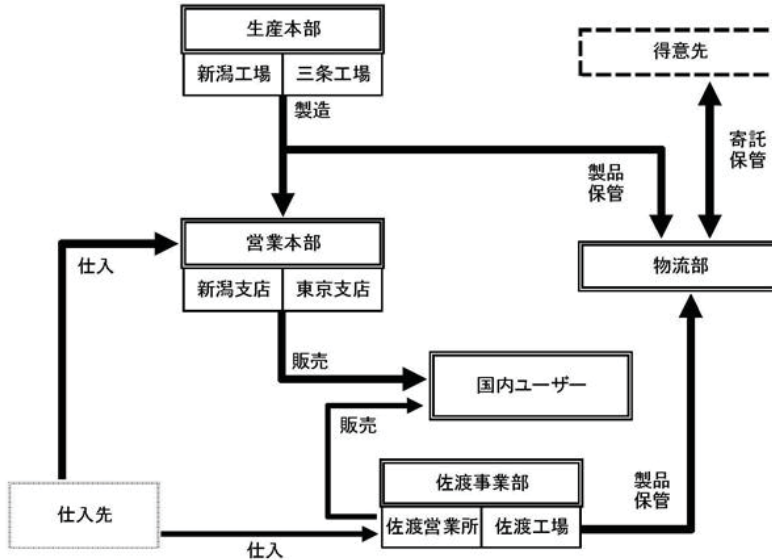


図 19. 事業系統図 (2009 年 2 月期)

それぞれの工場に配置されていた営業課と東京営業所は営業本部に組み入れられた。管理本部を設置し、会計と人事を一元管理することにした。そして、2008年4月には、製造を行わない豊栄工場を物流基地と位置付け、管理本部を廃止して管理部と物流部を新設し、品質保証部も新設した。このように菅豊文は機能を重視した。その上で、生産本部が担っていた商品開発体制を社長直轄の「製品企画開発委員会」に委ね、社内の意見を集約する体制を構築しようとした。菅豊文は90人にまで減っていた従業員を103人に、13人(品質管理強化策として5人、営業力強化策として5人、管理部門強化策として3人)増やした。

菅豊文は道半ばで辞任し、2008年9月に社長に就任した山本勝は、2009年5月に図19に示すように2007年9月、高山義明が生産本部長に就いている。

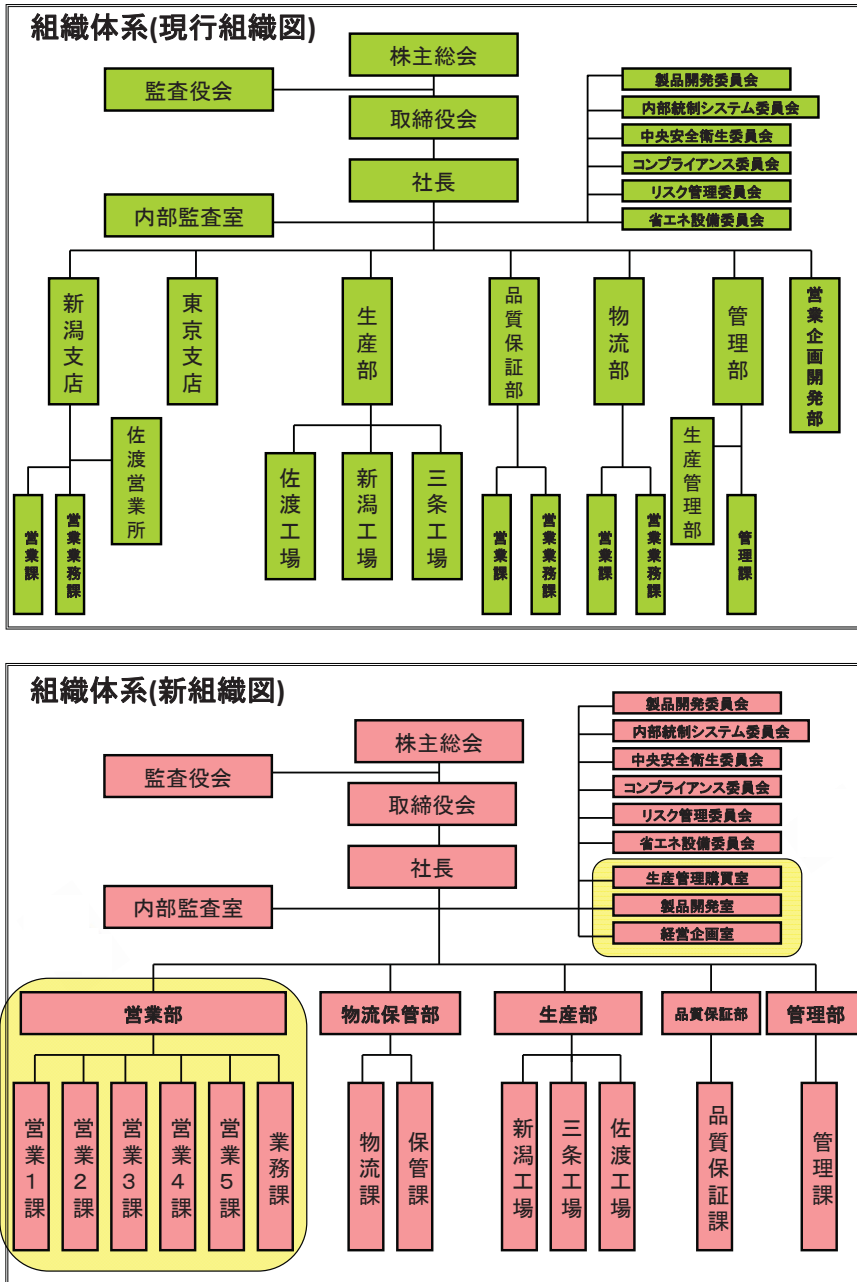


図 20. 組織変更 (2014 年 3 月 1 日付)

2014 年 2 月 25 日に発表された中期経営計画 (104 期~106 期)『Challenge For Next Century』からの再掲である。

「佐渡という地域性を鑑みて、生産本部佐渡工場、営業本部佐渡営業所を各本部より分離させ、生産・営業部門の業務効率を高めるため、新たに佐渡事業部を設置」し、2 本部 2 部制を 2 本部 3 部制に変更した。山本勝は両津高等学校を卒業し、長い間、佐渡工場に携わっていたから思い入れもあったのだろう。『日本

『経済新聞』(2009年8月7日付, 朝刊, 新潟経済)は佐渡島への観光客向けの製品販売を本格化することを報じている。

山本勝は2010年4月には「生産本部、営業本部としていた呼称を改め、生産部、営業部と変更」し、「新たに新規販売開拓の専担部署として販売促進部を設置」する。さらには、2010年6月には、営業部を廃止し、新潟支店と東京支店に改組する。ちなみに、格上げされた新潟支店の初代支店長が後に社長に就く飯塚周一である。村山勤が工場を拠点と見なしたように、山本勝もまた新潟と佐渡、東京というように拠点に基づいた考えが理解しやすかったのだろうと思う。山本勝には、村山勤の「経営の集中力も分散されてしまいがち」という留意が届いていなかった。山本勝が2009年2月期の有価証券報告書(対処すべき課題)において取り上げた課題は「今後は工場能力に見合った製造計画を策定しロス軽減活動の徹底」と「販売計画・製造計画に基づいた仕入・在庫管理、及び管理体制を構築」である。短期的に劇的な変化を引き起こそうとした菅豊文の経営改革は山本勝には納得しづらい危ういものに思っていたのだろう。しかしながら、手腕を振るって立て直そうとした山本勝も業績不振により引責辞任することになる。

## 6.2. 組織改革

飯塚周一が社長に就任するのは2011年5月なのだが、2012年2月期には、図19に示されている佐渡事業部は解体され、佐渡工場は生産部に、佐渡営業所は新潟支店の配下に置かれている。経営組織は図15から図16へ変わり、図18のように3本部制に再編されたものの、図19に示したように佐渡を分離することで組織が乱れ、その分離を解消して図20の上段に示す現状に至っている。菅豊文と山本勝による組織変更は、営業課や営業業務課があちらこちらの部に配置され(それらがマトリクス組織として配置されているという説明はなく)、管理部の下に生産管理部と管理課があるという、見るからに混乱した中途半端な状況を作り出していた。

2013年10月15日に「第2四半期業績予想との差異及び通期業績予想の修正に関するお知らせ」を発表し、2014年2月期の業績予想を下方修正している。売上高の予想に変更はなく37億5,500万円、営業利益は3,000万円から下方修正されて1,200万円とした。そして、2014年2月25日に「業績予想の修正に関するお知らせ」を発表し、2014年2月期の営業利益予想を4,900万円の損失と再度、下方修正している。奥村(2014, 152頁)は将来予測に影響を与える営業利益の修正は深刻だと指摘している。実際は売上高が約35億8,500万円、営業損失が約6,000万円であった。

2013年2月期の有価証券報告書(事業の状況)に「損益面については、コスト構造の改革として、操業度差異・材料費差異・労務費差異の分析を強化し、原価管理を徹底いたしました」と書かれている。その分析結果の一部が図5に示した売上原価分析なのだろう。ところが、2013年10月から2014年2月までの半年の間に営業損益予想を6,100万円、下方修正しなければならなかった原因が十分に分析されないままに、2014年2月25日、セイヒョーは中期経営計画『Challenge For Next Century』(104期から106期、2015年2月期から2017年2月期まで)を発表したのではないかと考える。

表 10

中期計画（数値目標）

2015年2月23日に発表された中期経営計画『Challenge For Next Century』（105期から107期、2016年2月期から2018年2月期まで）からの再掲である。

(千円)

	売上高	売上原価	原価率	売上総利益	売上総利益率	販売管理費	販管费率	営業利益	営業利益率
105期	3,500,000	3,010,000	86.0%	490,000	14.0%	472,500	13.5%	20,000	0.57%
106期	3,800,000	3,211,000	84.5%	589,000	15.5%	532,000	14.0%	59,000	1.55%
107期	4,000,000	3,320,000	83.0%	680,000	17.0%	580,000	14.5%	100,000	2.50%

『Challenge For Next Century』には六つの課題があげられている。

- ① 営業の強化
- ② 経営基盤の強化
- ③ 業務の効率化，標準化
- ④ 製品ブランドの強化
- ⑤ コストダウン
- ⑥ 人材の育成

2010年2月23日に山本勝が策定した『セイヒョー中期経営計画』との違いは⑥にある。「経営体制の若返り」と称された飯塚周一が「人材の育成」を重視することは、これまでの経営陣が人材を育成することを疎かにしてきたのではないかという反省と、信頼できる次世代が育っていないという危機感からだろう。

『Challenge For Next Century』における最大の変更は、「営業方針の徹底及び販売効率の強化を図る。また、経営・投資分析や資本政策を的確に行うこと、及び、原材料の品質及びコスト管理の強化を行うことを目的」とした、図20の下段に示す組織再編である。新潟支店や東京支店、営業企画開発部を廃止して営業部に改組し、経営企画室と生産管理購買室、製品開発室を新設している。営業部の改組は新潟や佐渡、東京と営業機能を分割するメリットはないとの判断から、図15に示した1995年2月期までの状態に戻したことになる。部単位で見るとスッキリしたのだが、そのしわ寄せは六つの委員会と三つの室に現れている。会議の数が相当に増えたに違いない。

廃止される営業企画開発部は2012年3月に自社製造製品の販売に特化した営業部門として新設された

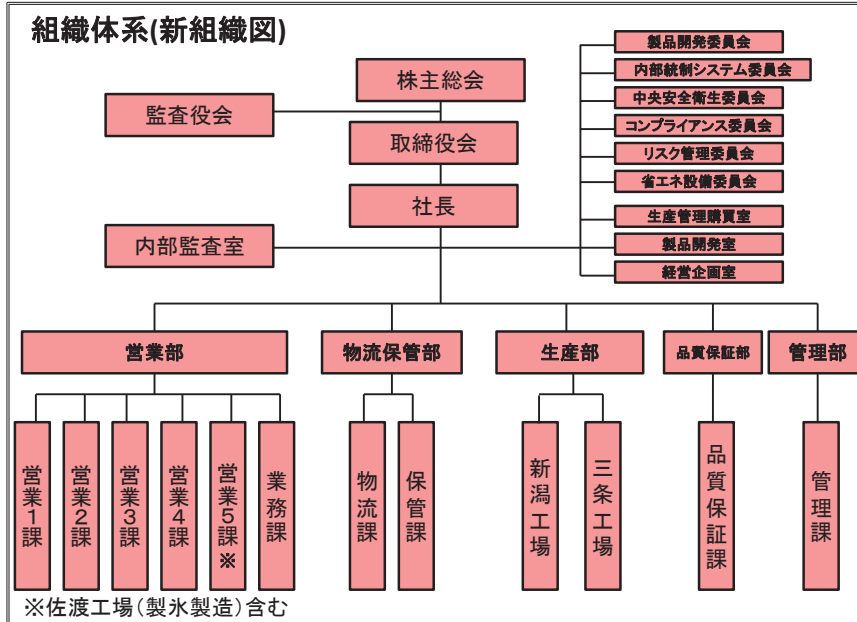


図 21. 組織変更 (2015 年 2 月 23 日付)

2015 年 2 月 23 日に発表された修正・中期経営計画 (105 期～107 期)『Challenge For Next Century』からの再掲である。

部署だが、その機能を新設する三つの室が担当するということなのだろう。製品開発室は何をするのか、つぎのように具体的に書かれている。

当社の資金力、技術力は大手メーカーより劣る

- ・ 当社の製造工場の設備や資金には限界がある
- ・ 製造工場と営業との間でコミュニケーションを最優先とする
- ・ 現設備で生産可能な製品は何かを把握する
- ・ 営業からの情報や要望を正確に捉える
- ・ セイヒョーが作るべき製品とは何かを考慮する
- ・ 開発した製品の将来性を考慮する

「当社の資金力、技術力は大手メーカーより劣る」には、現状を等身大で把握しようという意図が感じられる。「当社の製造工場の設備や資金には限界がある」や「現設備で生産可能な製品は何かを把握する」は、飯塚周一が考える菅豊文の経営改革への批判なのだろう。また「セイヒョーが作るべき製品とは何かを考慮する」や「開発した製品の将来性を考慮する」は、村山勤による「小さな事業と OEM」への反省なのだろう。

### 6.3. 数値目標

表 10 に飯塚周一が掲げた中期計画（数値目標）を示している。2017 年 2 月期（106 期）の数値目標は、図 4 に示した 2000 年 2 月期の売上高総利益率と売上高営業利益率とほぼ同じである。2000 年 2 月期との違いは OEM への依存度だろう。売上高総利益率の目標を達成するためには、図 6 を用いて指摘したように、売上高材料費比率の抑制が必要になる。

ところが、2014 年 10 月 14 日に発表した「第 2 四半期業績予想との差異及び通期業績予想の修正に関するお知らせ」には、早くも 2015 年 2 月期（104 期）は 4,300 万円の営業損失を見通していることが書かれている。営業利益の目標は 2,500 万円であるから、6,800 万円の違いがある。

2015 年 2 月期が目標未達になる理由はつぎのように説明されている。

第 2 四半期累計期間につきましては、当社の最盛期にあたる夏季に需要が集中する為、新潟工場において、生産性の向上を目的とした設備投資を行い、効率的な製造体制の構築及び製造ロスの低減を図りました。また、前事業年度から販売を開始した、夏季期間限定販売製品「ももえちゃん」をリニューアル販売したほか、新製品 8 品、既存品リニューアル 3 品を投入し販路の拡大を図りました。<sup>(50)</sup>

しかし、夏場の全国的な天候不順の影響で、自社製品の販売が伸び悩み、売上高が減少したほか、製造工場の稼働率も減少したことから収益を圧迫いたしました。加えて、佐渡工場における設備トラブルによる操業停止等があったことにより売上、利益共に大幅な未達となり、予想を下回る結果となりました。

「しかし」以下の文章は今期に限らず、これまでも同じような主旨が繰り返されてきた。ここに、2013 年 10 月から 2014 年 2 月までの半年の間に営業損益予想を 6,100 万円、下方修正しなければならなかった原因が十分に分析されないままに中期経営計画『Challenge For Next Century』を発表したと書いた理由がある。

佐渡工場における設備トラブルについて詳細は明らかにされていないが、2011 年 9 月 30 日の「製造工場の合理化に関するお知らせ」において書かれている「（一度はアイスクリームの製造中止を決めた）佐渡工場のアイスクリーム製造設備に、製造ラインの効率化を目的とした設備を新規に導入し、生産量を維持しつつ製造ラインの人員配置の適正化」が影響しているのではないかと考える。佐渡工場は、2010 年 10 月に有期契約社員（パートタイマー）18 人を解雇し、希望退職者応募の後、従業員は 19 人から 11 人に減っている。工場における設備トラブルは不可避なのだろうが、熟練が失われている恐れがある。

図 7 に示したように工場や機械など設備を新設したものの、図 1 に示したように売上高はむしろ減少していて、その結果、図 11 に示したように固定費用である減価償却費の負担は重く、営業レバレッジが高くなっているのだろう。重点分野として掲げているアイスクリームや和菓子の売上高が増えれば、それに応じて営業利益も増えるだろうが、中期的には、佐渡工場におけるアイスクリーム製造の中止というような

<sup>(50)</sup> 夏季期間限定販売製品「ももえちゃん」はこれ以降、毎年、味を変えて販売している。2013 年はピーチ味、2014 年と 2015 年はうめソーダ味、2016 年はバイン味、2017 年はりんご味、2018 年はみかん味と続いている。

生産設備のリストラクチャリングが必要になる。

2015年2月23日、セイヒョーは「特別損失の計上及び業績予想の修正に関するお知らせ」を発表した。特別損失が発生する理由は、同日の取締役会において「佐渡工場でのアイスクリーム製造及び和菓子製造を中止し、アイスクリーム製造を新潟工場に、和菓子製造を三条工場に集約すること」を決議し、「佐渡工場のアイスクリーム製造設備及び笹だんご製造設備については、「固定資産の減損に係る会計基準」に基づき減損の対象となる」ためである。5,200万円の特別損失を計上することになった。佐渡工場については、2011年4月にアイス製造の終了を発表し、2011年8月にそれを撤回していた。図20に示した組織は、図21が示すように、佐渡工場は生産部から外れ、営業部営業5課に配置された。株価は、2015年2月期の最終赤字はすでに織り込み済みで、このリストラクチャリングを好感し、300円台を固める動きになり、時価総額は13億円を上回っている。

#### 6.4. デット・ガバナンス

第4.1節で述べたように、セイヒョーは1994年2月期に無借金になった。メインバンクの第四銀行とは株式持ち合い関係にあったが、役員を受けて入れてはいなかった。ところが、第4.3節で述べたように、営業活動によるキャッシュ・フローが乏しく、2011年2月期に無借金経営を断念せざるを得なくなった。

2015年4月27日、セイヒョーは第四銀行から2人の役員を受け入れることを発表した。第四銀行から受け入れる役員は田辺俊秋と松原紘（社外取締役）の二人である。

田辺俊秋は1977年4月に第四銀行に入行し、真野支長や出来島支長、富山支長、三条東支長、中条支長の支店長を歴任し、2009年2月にセイヒョーに出向し、管理部長に就いている。その2年後の2011年2月に新潟ニュータウン開発株式会社取締役営業副本部長に転じ、2014年7月にセイヒョーに転籍して経営企画室長に就いている。新潟ニュータウン開発株式会社は1971年に第四銀行と新潟交通、福田組の3社が出資して設立された不動産会社である。田辺俊秋がセイヒョーに出向するタイミングは、2008年2月期、営業活動によるキャッシュ・フローがほぼゼロになってしまい、設備投資資金、4億6,000万円を長期借入により調達せざるを得なくなっていた翌年度である。目的なし出向ではなかっただろう。

松原紘は1977年4月に第四銀行に入行し、小須戸支長や加茂支長、燕支長の支店長を歴任し、1998年6月に株式会社エフエムラジオ新潟常勤監査役に就き、2001年6月に第四リース株式会社取締役営業部長に転じ、その後、取締役燕三条支店長や取締役本社営業部長、常務取締役本社営業部長を歴任した後、2006年6月にツインバード工業株式会社取締役副社長に転じ、相談役、常勤監査役を務めている。

セイヒョーは「取締役4名は、第104期定時株主総会の終結の時をもって任期が満了いたします。つきましては、経営管理体制強化のため、取締役6名の選任をお願いするものであります」と伝えているのだが、富山(2014, 212頁)があるべき姿として描いた「地域金融機関が適切で的確な「デットガバナンス」を効かせる」ことになった。つまりは、小林(2015)の「バンク・ガバナンスの構造からエクイティ・ガバナンスへと日本の企業社会のガバナンス構造が変化すべきなのである」という主張とはまったく逆方向



にある負債権者による規律付けである。<sup>(51)</sup>

役員の中に金融機関出身者がいることの影響について Güner, Malmendier, and Tate (2008) が検証している。その影響は小さくなく、金融機関出身者が出身母体（債権者）の意向に則した意思決定に傾く可能性について注意を促している。一方で林原（2006, 118 頁）は「かつて銀行からメーカーに取締役として転職したが、もっとも注意したことの 하나가 企業情報が不当に銀行に漏出して、企業の利益を損なうことであった」との体験から、「メインバンクから“派遣”された役員はメインバンクのためにモニタリングする」ことはあり得ないと真っ向から否定している。

## 7. 新中期経営計画（Challenge For Next Century 2nd Stage）

### 7.1. 計画の概要

2018 年 4 月 19 日、セイヒョーは新中期経営計画（107 期から 109 期まで、2019 年 2 月期から 2021 年 2 月期まで）『Challenge For Next Century 2nd Stage』を発表している。そこでの重点的施策はつぎのような六つである。

- ① 工場の生産性の向上
- ② 品質管理体制の強化
- ③ 製品開発力の強化
- ④ 自社製品の販売強化
- ⑤ 人材の育成
- ⑥ 労働環境の整備

2010 年 2 月 23 日に発表した『セイヒョー中期経営計画』の重要な取組課題はつぎのようであった。

- ① 業務の適正性を確保するための体制のさらなる確立
- ② 体質改善・作業効率化・コスト削減
- ③ 品質管理体制の強化
- ④ 製品開発の強化
- ⑤ 拡販体制、新規開拓の推進強化
- ⑥ 製販体制の強化と取扱品種数・在庫圧縮

また、2014 年 2 月 25 日に発表した中期経営計画『Challenge For Next Century』の重要な取組課題はつぎのようであった。

- ① 営業の強化

<sup>(51)</sup> Jensen (1989) は負債権者による規律付けの有効性を説いている。Doidge, Karolyi, and Stulz (2015) は Jensen (1989) の予言 “the publicly held corporation has outlived its usefulness in many sectors of the economy” が実現しているのではないかと報告している。

表 11

新中期計画（数値目標）

2018年4月19日に発表された新中期経営計画『Challenge For Next Century 2nd Stage』（107期から109期まで、2019年2月期から2021年2月期まで）からの再掲である。

（単位：千円）

	2019年2月期	2020年2月期	2021年2月期
売上高	3,700,000	3,850,000	4,000,000
売上総利益	500,000	600,000	700,000
営業利益	20,000	60,000	100,000
営業利益率	0.5%	1.5%	2.5%

- ② 経営基盤の強化
- ③ 業務の効率化，標準化
- ④ 製品ブランドの強化
- ⑤ コストダウン
- ⑥ 人材の育成

『Challenge For Next Century 2nd Stage』において、⑥ 労働環境の整備（「働き方改革」の推進（時間外労働の削減，有給休暇取得の推進）と働き甲斐のある職場づくりの推進）が加えられたこと以外は，表現が違っているだけで，『セイヒョー中期経営計画』や『Challenge For Next Century』とほぼ同じ内容である。また，表 11 に示す数値目標は表 10 に示した『Challenge For Next Century』とほぼ同じである。

## 7.2. 「継続企業の前提に重要な疑義」からの脱出

2017年2月期は200万円の営業損失であった。そして，2018年2月期もまた7,900万円の営業損失であった。セイヒョーは2期連続して営業損失を計上したことから，再び，継続企業の前提に重要な疑義を生じさせる状況になった。2018年2月期に営業損失が膨らんだ理由を有価証券報告書において，つぎのように述べている。

損益面については，第1四半期会計期間における新潟工場の機械トラブルによる操業の一部停止，第3四半期会計期間における新潟工場の設備老朽化による修繕が発生し，それに伴う操業の一部停止等により稼働率が減少いたしました。第4四半期会計期間においては新潟工場の設備の調整不足等による製造トラブルが発生し，製品の廃棄が大量に発生いたしました。

1967年8月期以来の最終赤字に陥った2009年2月期の原因も新潟工場であった。新潟工場が安定しないがために，図3に示したように利益もまた低迷した状態が続いている。いずれの期も税引前当期純利益はプラスに取めているのだが，2018年2月期は，経常損失を計上して，特定投資株式として保有していた明治ホールディングス株式会社を売却し，その特別利益を計上することで辛うじてプラスを維持でき

た状況であった。

セイヒョーは、2017年2月期より連続して営業損失を計上し、2018年2月に最終年度を迎えた中期経営計画『Challenge For Next Century』は数値目標を達成することができなかった。その反省を踏まえて策定された中期経営計画『Challenge For Next Century 2nd Stage』の初年度である2019年2月期は売上高・営業利益ともに計画を上回り、2019年2月期決算短信において「継続企業の前提に関する重要事象等」の記載を解消している。

2019年2月期の目標は売上高が37億円、営業利益が2,000万円で、それらの実績は売上高が約40億円、営業利益が約6,400万円であった。2019年2月期決算の好調について、セイヒョーはつぎのように説明している。

営業部における自社製造品の販売拡充と生産部新潟工場における工場改善の結果、特にアイスクリームの製造工場である新潟工場においては、従来多量に発生していた製造ロスの改善に取り組み、生産スケジュールの最適化を図り、効率の良い稼働に努めた結果、製造原価の低減（間接費の節減）につながり、工場利益は大きく改善いたしました。

改善の要因は、自社製造品の販売拡充と新潟工場における製造ロスの改善にあるのだが、それは売上総利益にみることができる。売上高販売費及び一般管理費比率は14.04%から13.04%に低下しているのであるが、売上高総利益率は11.86%から14.19%へと2.33%上昇していることから、改善要因は図6に示しているように売上高材料費比率の低下にある。有価証券報告書の製造原価明細書から、間接費の節減を明確に確認することはできない。材料費にも補助材料費や消耗品費など間接費が含まれているが、それら間接費が貢献しているというよりも、自社製造の氷菓製品の売上に掛かる直接材料費が貢献しているのではないかと推測する。

『日本経済新聞』（2018年7月28日、朝刊、新潟経済）は、連日の猛暑により、セイヒョーの新潟工場はフル稼働が続き、かき氷の出荷量が前年比5割増の勢いで推移していると報じている。また、『日本経済新聞』（2018年10月31日、朝刊、新潟経済）は、需要のピークが夏場にあることは変わらないが、「冬アイスブーム」によりOEMのクリーム系アイスの受注が増えていると報じている。加えてシニア需要の拡大もあり、日本のアイスクリーム市場が拡大していることを背景に、主力の新潟工場の生産能力を稼働時間だけを増やすことにより2割増やし、それに合わせて10人の外国人留学生を採用する予定と『日本経済新聞』（2019年1月31日、朝刊、新潟経済）は報じている。しかし、そのことは図19にみるように、株式価格にはほとんど影響を与えていない。

### 7.3. 経営陣の危機

新中期経営計画『Challenge For Next Century 2nd Stage』を発表する約1か月前の2018年3月23日の取締役会において、取締役品質保証部長の佐藤敬司（当時、61歳）が5月の株主総会をもって取締役を退任することが決議された。佐藤敬司は1957年に生まれ、1984年10月に理研電線株式会社に入

表 12

セイヒョーの経営陣 (2018年5月)

役名	職名	氏名	生年月日	略歴		任期	所有株式数 (千株)
取締役社長 (代表取締役)	—	飯塚周一	1964年10月15日生	1984年3月 2006年7月 2009年4月 2010年4月 2010年5月 2011年5月	当社入社 営業本部(現営業部)新潟支店次長 営業本部(現営業部)新潟支店部長 営業部 新潟支店長 取締役新潟支店長 代表取締役社長(現任)	(注)3	14
常務取締役	—	菅原健司	1956年4月18日生	1977年6月 2006年7月 2007年3月 2008年6月 2011年5月	当社入社 営業本部(現営業部)新潟支店次長 営業本部(現営業部)新潟支店部長 物流部長(現物流保管部) 常務取締役(現任)	(注)3	8
取締役	経営企画 室長	田辺俊秋	1954年9月19日生	1977年4月 1999年2月 2001年2月 2003年2月 2005年2月 2007年2月 2009年2月 2011年6月  2014年7月 2015年5月	株式会社第四銀行入行 同行真野支店長 同行出来島支店長 同行富山支店長 同行三条東支店長 同行中条支店長 同行より当社へ出向入社 管理部長 新潟ニュータウン開発株式会社 取締役営業副本部長 当社入社経営企画室長 取締役経営企画室長(現任)	(注)3	—

社し、2008年10月には管理グループ担当部長に就いている。そして、2010年1月、53歳でセイヒョーに途中入社している。その後、2012年3月に生産部新潟工場長、2013年3月に生産部三条工場長を歴任し、2013年5月、戸田和義の後任として、取締役生産部長に就いている。ところが、2016年9月には、取締役生産部長を解かれ、取締役品質保証部長に就き、2017年5月には製品開発室長と生産管理購買室長を兼任している。

表12に、佐藤敬司が抜けた後の経営陣を示している。3人の経営陣の担当は、適時開示「役員を担当部門変更に関するお知らせ」によると、つぎのように推移している。

氏名	(佐藤敬司の退任後)		
	2017年5月26日付	2018年5月25日付	2019年5月24日付
飯塚周一	統括 内部監査室	統括 内部監査室 生産部	総括 内部監査室 生産部 営業部(東京営業所)
菅原健司	営業部 物流保管部	営業部 物流保管部 製品開発室	営業部(新潟, 佐渡営業所) 物流保管部
田辺俊秋	経営企画室 管理部	経営企画室 管理部 品質保証部	経営企画室 管理部 品質保証部 製品開発室

2016年9月1日付で生産部長を解かれた佐藤敬司は、取締役としての担当が生産部から品質保証部に変更になっている。生産部は佐藤敬司から飯塚周一へと担当が代わり、そのまま継続している。2018年5

月 25 日付で、佐藤敬司が抜けた穴を菅原健司が製品開発室を、田辺俊秋が品質保証部を担当することにより埋めている。製品開発室は田辺俊秋から菅原健司へと担当が代わり、それは 1 年限りで、再び田辺俊秋の担当に戻っている。第四銀行出身の田辺俊秋（65 歳）が製品保証部と製品開発部の製品部門を統括することになった。菅原健司が全体を担当していた営業部は、2019 年 5 月 24 日付で、飯塚周一が営業部（東京営業所）を、菅原健司が営業部（新潟、佐渡営業所）を担当することになった。図 20 の下段に示した組織再編により、新潟支店や東京支店、営業企画開発部を廃止して営業部に改組した。営業部の改組は新潟や佐渡、東京と営業機能を分割するメリットはないとの判断からだったはずであるが、再び、営業機能を分割しようとしている。

これまで株主総会に合わせて 5 月に役員担当部門の変更が発表されてきている。2016 年 9 月 1 日付の人事は会計年度半ばの異例で、新潟工場長や三条工場長を歴任した佐藤敬司が生産部門から離れることになった。後任の生産部長には三条工場長の小倉豊が就き、佐藤敬司は取締役品質保証部長として、品質保証部門だけを担当することになった。半年後の 2017 年 5 月 26 日付で、取締役として製品開発室と生産管理販売室（両方とも田辺俊秋が担当していた）を担当することになるのだが、会計年度半ばでの異動人事にはそれ相応の理由があるであろう。佐藤敬司が生産部長を務めていたのは 2013 年 5 月から 2016 年 9 月までの間である。2014 年 2 月期と 2015 年 2 月期は製造工場の稼働率低下により経常赤字に陥っている。しかし、2016 年 2 月期には経常黒字を計上しているため、2 年連続の経常赤字による引責と考えるにはタイミングがずれている。品質管理を重要施策と位置づけ、佐藤敬司に担当させるとしても、生産部門から離れる積極的な理由にはならないであろう。代わって生産部門を営業畑一筋であった飯塚周一が担当することも不可解である。佐藤敬司の退任は生産部門を離れたことが引き金になったのではないかと推測する。

2018 年 12 月 25 日に更新されたコーポレートガバナンス報告書の【補充原則 4-1-3】最高経営責任者 (CEO) 等の後継者計画にはつぎのように記載されている。

代表取締役社長と中心とした経営陣の後継者育成については、重要な経営課題と認識しております。十分な時間をかけて取締役会で議論を重ね、具体的な後継者計画の策定を進めてまいります。

飯塚周一は生産部門の要を欠いた状況で『Challenge For Next Century 2nd Stage』を遂行することになる。なお、2019 年 2 月期の有価証券報告書の【事業等のリスク】には経営陣の後継者育成については言及されていない。

## 8. まとめ

この論文の目的は、新潟市に本社を置く株式会社セイヒョーが 1989 年から 2019 年までの 31 年間、どのように企業成長をファイナンスしてきたのかを検証し、その財務政策を考察することにあつた。セイヒョーは冷菓（アイスクリーム・氷菓）、和菓子（笹だんご・ちまぎ）、冷凍倉庫における保管を主たる業務とする創業 100 周年を迎えた老舗企業で、70 年を超える上場企業としての歴史を持っている。

取引先の代表社員で、大株主でもあった村山勤が1993年から12年以上の長い間、社長を務め、功績は認められるものの、結果的に経営を停滞させた。2006年、村山勤はセイヒョーのアイスクリーム OEM 契約先である明治乳業出身の菅豊文を社長に迎え入れ退任する。菅豊文は積極的に経営改革に取り組んだ。しかし、その取組は社内に混乱を招き、業績は悪化し、無借金経営を断念し、負債を残して引責辞任する。後任の社長には生え抜きのベテラン、山本勝が就くものの状況は変わらず、2011年、代わって取締役2年目の若手、飯塚周一が社長に就く。しかし、経営状態は好転せず、株価低迷から上場廃止の危機に瀕することになる。自社株買いにより株価を引き上げ、何とか上場を維持した。

飯塚周一は2014年3月1日に発表した『Challenge For Next Century』における組織変更の目的として「資本政策を的確に行うこと」を掲げていた。しかし、図12に示したように、株式価格は安定して推移したために、資本政策は施されなかった引き続き社長を務めることになった飯塚周一は2018年4月19日に新中期経営計画『Challenge For Next Century 2nd Stage』を発表した。そこには資本政策への言及はなかった。セイヒョーは、2018年12月25日にコーポレートガバナンス報告書を更新し、【原則5-2】経営戦略や経営計画の策定・公表につぎのように記載している。

当社は2期連続で営業赤字を計上していることから、中期経営計画に基づき安定した営業黒字化を最優先課題としており、自社の資本コストを意識した収益計画や資本政策は策定しておりませんが、引き続き資本コストの経営戦略への活用を検討いたします。

また、2019年2月期の有価証券報告書には、セイヒョーが目指す将来像（あるべき姿）として「継続的に利益を出し、企業価値向上に努める」と記載している。

東京証券取引所が東証1部を中心に市場を再編する計画を議論し始め、その影響はセイヒョーが上場している東証第2部にも及ぶと思われる。『日本経済新聞』（2019年1月15日、電子版）は、年末の株価急落により、2019年1月4日付で時価総額が10億円を下回ったとして、東証2部の8銘柄を猶予期間入りに指定した。猶予期間入りから9か月間以内に時価総額が10億円を上回ればよく「かなり低いハードル」といわれていて、上場廃止銘柄の受け皿を含めて市場の新陳代謝を促す仕組みも期待されていると『日本経済新聞』（2019年1月15日、電子版）は結んでいる。セイヒョーの上場維持の危機は遠のいたように見える。しかし、上場企業というステータスを得ることだけになっていないか、上場を保つコストに照らして合理的なメリットが見えづらい。新潟におけるセイヒョーのような上場中堅企業にとって上場していることの意義を再考する時期が来ている。

## 参考文献

- 浅田一成・山本零，2016，「企業の中期経営計画に関する特性及び株主価値との関連性について—中期経営計画データを用いた実証分析—」、『証券アナリストジャーナル』（日本証券アナリスト協会）2016年5月号，67-78。
- 砂川伸幸・川北英隆・杉浦秀徳，2008，『日本企業のコーポレート・ファイナンス』日本経済新聞出版社。
- 奥村雅史，2014，『利益情報の訂正と株式市場』中央経済社。

- 小林慶一郎, 2015, 「資本生産性の時代—バンク・ガバナンスからエクイティ・ガバナンスへ—」, 『証券アナリストジャーナル』(日本証券アナリスト協会) 2015年6月号, 6-16.
- 島田佳憲, 2013, 『自社株買いと会計情報』中央経済社.
- 富山和彦, 2014, 『なぜローカル経済から日本は甦るのか』PHP新書.
- 花枝英樹, 2005, 『企業財務入門』白桃書房.
- 馬杉栄一, 2014, 「社外取締役の果たすべき役割について」(金融高度化セミナー「金融機関の経営管理の高度化—理論と実践」: [http://www.boj.or.jp/announcements/release\\_2014/re1140828a.htm/](http://www.boj.or.jp/announcements/release_2014/re1140828a.htm/)).
- 林原行雄, 2006, 『財務からみる企業行動 資金余剰下の企業金融とコーポレート・ガバナンス』魁星出版.
- Doidge, Craig, G., Andrew Karolyi, and René M. Stulz, 2017, The U.S. listing gap, *Journal of Financial Economics* 123, 464-487.
- Hu, Conghui, and Yu-Jane Liu, 2015, Valuing diversity: CEOs' career experiences and corporate investment, *Journal of Corporate Finance* 30, 11-31.
- Güner, A. Burak, Ulrike Malmendier, and Geoffrey Tate, 2008, Financial expertise of directors, *Journal of Financial Economics* 88, 323-354.
- Jensen, Michael C., 1989, Eclipse of the public corporation, *Harvard Business Review* 67, 61-74.
- Roberts, Michael R., 2015, The role of dynamic renegotiation and asymmetric information in financial contracting, *Journal of Financial Economics* 116, 61-81.
- Serfling, Matthew A., 2014, CEO age and the riskiness of corporate policies, *Journal of Corporate Finance* 25, 251-273.