

ガバナンス回顧 -2007年上半期③-

「牛角MBO」の根源的問題

～成長神話の袋小路と説明責任の誠実性～

経営戦略研究所
藤島裕三

- 2007年上半期に話題となった経済ニュースを、ガバナンスの視点から回顧する。第三回目はレックス・ホールディングスのMBOによる株式非上場化を取り上げる。
- 争われているのはTOB価格の妥当性。ファンド提示は株価を下回っており、株主に著しい不利益を強いるとして、一部株主が司法に適正価格の決定を申し立てた。
- 株価が不適正だと企業価値の評価にズレを生じて、M&Aは資本市場の支持を得られない。誠実な説明責任が不可欠であること、上場企業は強く自覚すべきである。

4月29日、レックス・ホールディングスはMBO(経営者による企業買収)により、ジャスダック証券取引所を上場廃止となった。今後は投資ファンドの傘下で、経営再建に取り組む見通し。しかし株式の買い取り価格を巡っては、一部の個人株主との間で争いが続いている。

同社は牛角などの店舗をフランチャイズシステムにより大量出店、さらにレッドロブスターや成城石井、am/pmなどを買収することで、急速に企業規模が成長した。その一方で財務体質は著しく悪化。業容拡大にマネジメントが追いつかず、直近は期間損益も赤字転落した。

そこで2006年11月10日、西山社長(当時、現会長)は抜本的に建て直すため、アドバンテッジ・パートナーズの支援による、共同出資会社AP8を通じたMBOの実施を発表した。なお西山社長の出資は33.4%に止まっており、実質的にはファンドに対する身売りを意味する。

AP8は11月から12月にかけて、23万円の価格でTOBを実施。さらに西山氏の資産管理会社も買収して、持株比率は90%超に至った。残りの株式も同じ価格で強制的に買い取ることを、3月28日開催の株主総会で決定。あとは持株比率を100%にするだけの状態にある。

争われているのは、TOB価格の妥当性である。AP8が提示した23万円では、過去6ヶ月間の平均株価を18%下回っている。株主に著しい不利益を強いるとして、残存株主を代表する「アドバンテッジ被害者牛角会」は4月12日、東京地裁に適正価格の決定を申し立てた。

訴えに対してファンド側は、「採算性を考慮した結果」であって、第三者の評価機関による報告書に基づいて判断した、妥当な価格と主張している。このことは、既存株主に損失が及ぶ価格でなければ採算が確保できないほど、レックスの企業価値が毀損していることを意味する。

そうだとすれば、なぜ同社の株式は企業価値を反映しない、不当な割高に値付けされていたのか。日頃から真摯な情報開示を徹底して、「それなりの株価」を形成しておけば、TOB価格には相応のプレミアムが付くことになり、株主から訴えられることもなかった筈である。

従前より同社経営に関しては、少なからず懸念を覚える向きは存在した。FC契約を結んだ時点で同社には高額な加盟金が入るが、加盟者による出店は必ずしも順調でなかったともいう。スーパーやコンビニの買収に関しても、本業とのシナジーが不明確と指摘する声はあった。

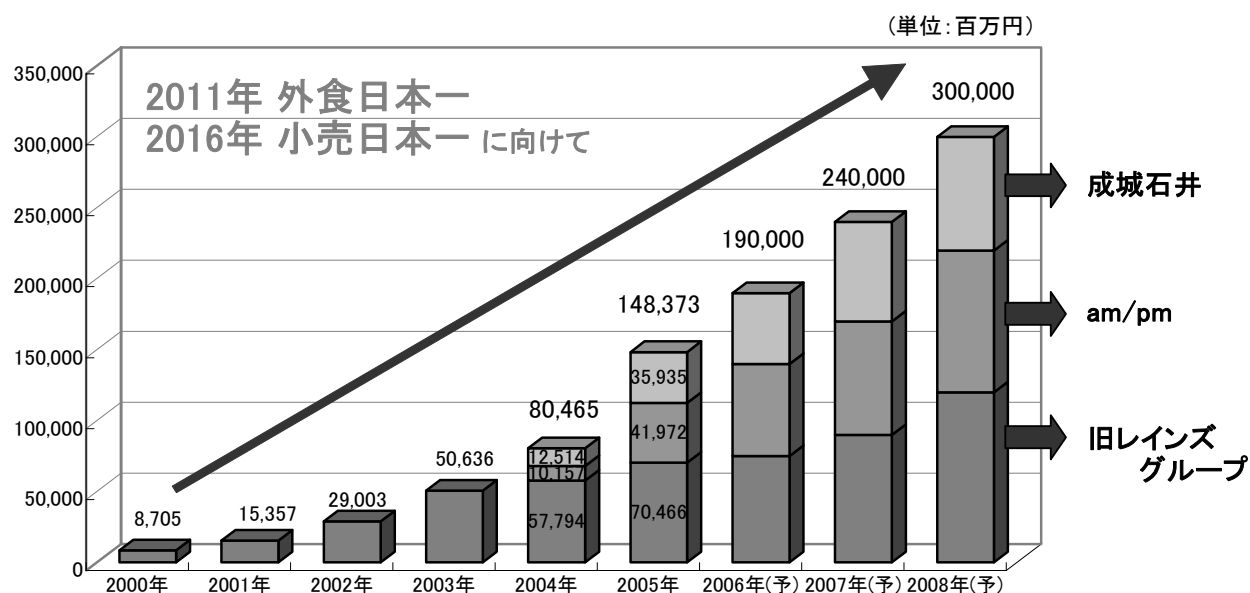
同社は2000年の上場以来、「外食FCの雄」として高成長をもちはやされてきた。そのイメージを保つため、無理に加盟契約数を伸ばし続け、大規模なM&Aを繰り返した節はあるかもしれない。IRを通じても過大な期待が集まり、株価が実体を追い越した可能性がある。

株式投資は自己責任に基づくものであり、今回のMBOで損をしても仕方ない、とする見解も有り得る。しかし、投資家は常に「情報の非対称性」に晒されており、IR情報に頼って投資判断せざるを得ない。同社の意欲的な経営計画にも、疑問を覚えることは難しいだろう。

MBOはじめM&Aの局面においては、株価が企業価値を判断する重要な要素となる。適正株価を形成していないと企業価値の評価にズレを生じ、株主の支持を得られない。誠実な説明責任が伴ってこそ資本市場を利用する資格があると、上場企業は強く自覚すべきである。

—以上

図表：レックスの中期経営計画（2006年2月発表）



決算説明会資料より作成