

2008 年上半期ガバナンス回顧

2008 年 7 月 14 日 全 3 頁

アデランスが経営陣刷新を発表

経営戦略研究所
藤島 裕三

経営トップを買収防衛策で守ることができなかった事例でもある。

[要約]

- 2月8日にスティールはアデランスに経営陣刷新を要求、5月29日の株主総会で社長ほか取締役の再任が否決された。これを受けて同社は6月30日に新人事案を発表している。
- アデランスの収益は減少基調にあり、前期は経常利益が半減した。今期は増益を見込むものの減配予想であり、議案否決は株主の不信・不満が高まっていた結果と考えられる。
- 今総会シーズン全体では波乱が少なかったのは、株主還元の積極化が評価されたためかもしれない。来期以降も株主に報い続けられるのか、多くの企業において問われるだろう。

スティールが経営陣刷新を初めて要求

2月8日、スティール・パートナーズ・ジャパン（以下、スティール）は投資先であるアデランスホールディングス（以下、アデランス）に、「業績評価と提言」と題する書簡を送付した。同書簡は31頁から構成され、有価証券報告書などの公開情報を基に、各種の企業分析および提言を行っている。

同書簡においてスティールは、「現経営陣の経営能力をこれ以上信頼し続けることはできない」とした上で、抜本的な経営変革を講じるよう提言した。具体的には以下の3点である。スティール代表を取締役とする、投資アドバイザーを起用する、他社との統合など代替案を考慮する。

またスティールは同日に発表したプレスリリースで、同ファンドの代表であるリヒテンシュタイン氏のコメントとして、「現経営陣の皆様よりアデランスの主導権を譲り受けるべき経営陣を探すべき」と主張している。スティールが投資先企業に対して経営陣刷新を求めたのは初めてのこと。

株主提案なく取締役選任議案が否決

果たして5月29日のアデランス定時株主総会において、岡本社長はじめ7人の取締役再任が否決されるに至った（新任社外取締役2名は可決）。スティールは当該議案について反対票を投じたことを、同日付リリースで明らかにしている。ファンド主導で経営陣の再任が否決された例は極めて珍しい。

もっとも、アデランスの株主構成において外国人株主比率は約50%に達しており、否決される可能性はもともと少なくなかった。各種報道機関が伝えるところによれば、約26%（大量保有報告書ベース）を保有するスティールに加えて、第2位株主である約10%保有（同）の米投資顧問会社ドッチ&コックスも反対に回った模様。さらに、国内の機関投資家や個人投資家の一部が同調した可能性も少なくないだろう。

昨年の総会シーズンでスチールは、サッポロホールディングスやブラザー工業など7社に株主提案を実施した。増配や買収防衛策の廃止を求める内容だったが、全て否決に終わっている。このこともあったのか、今年は1件も株主提案には踏み切っていない。昨年からの戦略転換が、本件においては奏功した形になっている。

株主の不信・不満が高まっていた結果

スチールによる株式保有が明らかになったのは2004年10月。現時点の持株比率は29%にまで達している。アデランスは2008年2月期末で現預金141億円、有価証券39億円、投資有価証券97億円など金融資産を豊富に抱え、また子会社を通じてゴルフ場も保有している。これらは同社が投資対象となった一因だろう。

アデランスの収益は2002年2月期をピークに減少基調であり、前2008年2月期においては売上高で微増を確保するも経常利益は半減した(図表1)。主因として同社は、市場間競争の激化や少子高齢化の影響によって、国内の男性用かつら市場が縮小したことを挙げている。特損もあり当期利益は10分の1まで減少した。

今2009年2月期の業績について同社は、女性市場と海外事業の伸長により、5%増益・31%経常増益を見込む。ただし配当は50円減配の年間30円を予想すると発表。決算発表前後の株価も2年前と比較してほぼ半減しており、外資系の投資ファンドでなくとも、経営陣に対して「モノ申す」気運が高まっていたといえよう。

スチール主導の経営再建がスタート

6月30日、アデランスは新人事案を発表した(図表2)。岡本社長と創業者である2名の最高顧問が取締役を退任、女性用かつら子会社のトップが社長に昇格する。社外取締役の候補者は、定時総会で否決された1名に加えて、新たにスチール幹部を含む2名が挙げられた。8月9日開催予定の臨時株主総会を経て決定される。

また今回の人事案においては、社外取締役3名による「特別委員会」の設置も発表されている(スチール幹部の社外取締役もメンバー)。スチールは前述の「業績評価と提言」において、「アデランスの経営を委託できる他社との統合の可能性も含めて、戦略的な代替案を考慮」することを求めている。今後は同委員会を中心に、既存の枠組みに囚われない大胆な施策が検討される可能性もあるだろう。

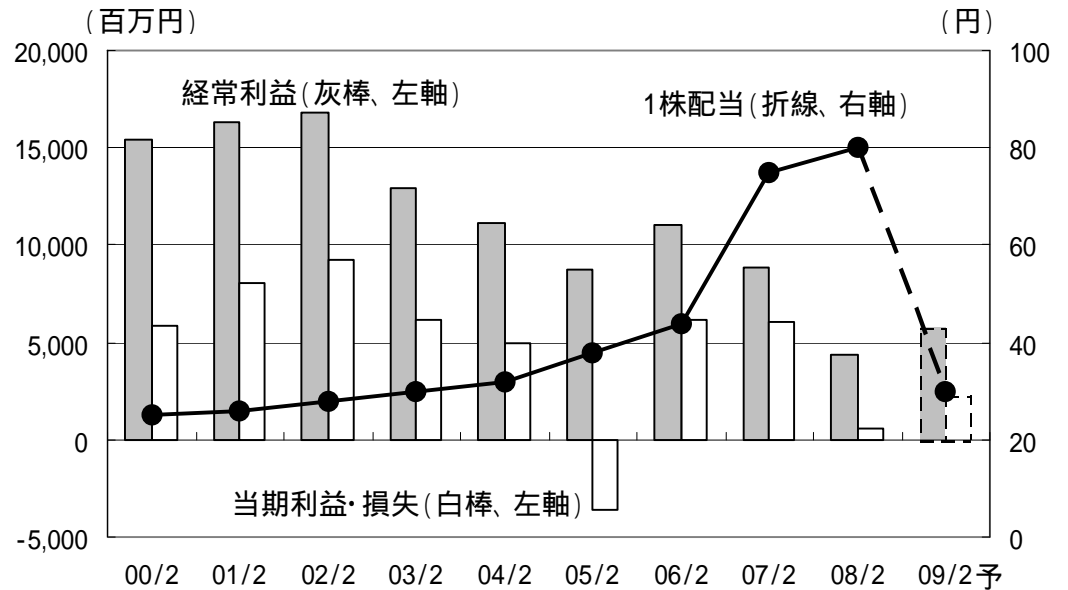
株主に報い続けられるかが問われる

アデランスは昨年の総会で買収防衛策を導入した。スチールは廃止を求めて株主提案を提出、委任状争奪戦を展開するも敗れている。しかし1年が経過した今総会ではスチールの主張が支持を集めて、役員を送り込む流れまで至っている。結果的に買収防衛策では、経営トップを守ることができなかったことになる。

今総会シーズン全体を俯瞰すると、本件を除けば会社提案(取締役の選任、買収防衛策の承認など)の否決はほとんどなく、経営者側にとっては無風だったといえる。ファンドによる株主提案が昨年よりも減ったとはいえ、足下の株価低迷や買収防衛策への批判を考え併せると、意外感はない。多くの企業は増配や自社株償却を実施しており、株主還元の積極化が相応の評価を得たと見ることはできる。

アデランスは業績回復の道筋が不透明な上、過大な金融資産を抱えるにも関わらず減配に転じたため、一般株主の離反を招いたことが容易に想像できる。多くの企業は今総会を波乱なく乗り切ったが、業績が楽観できない今期決算を受ける来シーズンにおいても、株主還元を高められるのか問われることになる。継続して株主に報いていないと、買収防衛策は経営者を守ってはくれないのかもしれない。

図表1 アデランスホールディングスの収益および配当推移



アデランスの有価証券報告書および決算短信よりD I R経営戦略研究所作成

図表2 アデランスホールディングスの取締役会新人事案

	氏名	役職	特別委員会	備考
社内	早川 清	代表取締役社長		フォンテ(株) 代表取締役社長
	田中 二男	取締役		経営企画室・広報 IR 室担当 兼 経営企画室長
	山川 寛恭	取締役		総務室・財務室・法務室担当 兼 総務室長
	箕輪 睦夫	取締役		関連事業統括室長
社外	深澤 武久	取締役		弁護士 (元 最高裁判所 判事)
	石井 静太郎	取締役		110SS(株) 代表取締役社長 (元 アプライト マテリアル Inc. 副社長)
	白田 佳子	取締役		筑波大学大学院 教授
	相原 宏徳	取締役		TTI・ILCユー(株) 取締役会長 (元 三菱商事(株) 取締役副社長)
	ジョシア・シクター	取締役		スタイル・パートナーズ Ltd. パートナ-

アデランスのニュースリリースおよび有価証券報告書よりD I R経営戦略研究所作成