

2009 年上半期ガバナンス回顧

2009 年 7 月 17 日 全 3 頁

アデランス総会でスティール提案可決

経営戦略研究所
藤島 裕三

株主総会で投資ファンドによる株主提案が可決された例は極めて珍しい。

[要約]

- 5月28日、アデランスホールディングスの株主総会で、スティール・パートナーズ・ジャパンによる取締役候補者の株主提案が可決された。ファンド提案が可決された例は極めて珍しい。
- アデランスはユニゾン・キャピタルとの提携に基づく取締役選任議案を上程したが、スティールは反対を表明していた。結果的に多数の株主が、スティールの提案を支持したことになる。
- スティールは自らの推薦者で取締役会を固めたからには、単なる株主として以上の責任を持って一般株主の期待に応えることが求められる。今後、改革が着実に進むかが注目されよう。

国内系ファンドとの 資本提携を発表

4月16日、アデランスホールディングス（以下、アデランス）は、投資ファンドのユニゾン・キャピタルとの資本・業務提携を発表した。同時に経営陣は、5月28日の定時株主総会にユニゾンの関係者を含む取締役選任議案を提出している。本議案の可決を条件に、ユニゾンはTOB（株式公開買い付け）を実施する予定であった。

ユニゾンは国内系バイアウト・ファンド（投資先企業の経営に深く関与、企業価値を高めた後に売却するファンド）の草分けである。同社ウェブサイトによると、これまでに累計で約7,000億円の投資実績があるという。主要な投資先の例としては、東八ト、マインマート、クラシエ（旧カネボウ）、コバレントマテリアル（旧東芝セラミックス）などが、ウェブサイトにおいて挙げられている。

当該TOBは総議決権数の35.2%を下限に、株主総会特別決議事項の拒否権を持つ筆頭株主の座を目指したものだ。買付価格は1株当たり1,000円であり、これは提案前日までの1ヶ月間平均株価に31.6%のプレミアムが付されたものだ。買い付け予定に上限は設けていないが、上場廃止の予定はなく、また回避すると示した。

大株主スティールは 経営陣に不信感

本提案に先立つ3月25日、アデランス筆頭株主（約29%：2009年2月末）であるスティール・パートナーズ・ジャパンは、取締役会の過半数掌握を狙って、取締役選任に関する株主提案を提出していた。昨年8月の臨時株主総会でスティールは2名の取締役を送り込んだが、経営の主導権を握るには至っていなかった。

3月31日付の日経ヴェリタスマーケット online は「スティール派遣の社外取締役は、遊休資産の売却や自社株買の実施などを提案したものの、社内取締役と、アデランス推薦の社外取締役で過半数を占める取締役会は、同提案をことごとく退けた」と指摘、その間に業績悪化と株価下落が進んだと報じている。

4月16日付のニュースリリースによると、昨年9月にアデランスは資本業務提携を40社超の候補先に打診、12月の最終入札でユニゾンに優先交渉権を付与したという。しかし同日の取締役会でユニゾンの提案を決議した際、スティール出身者を含む3名の社外取締役が反対に回ったとされる。アデランス経営陣とスティールの対立関係は明白で、本提携はスティールの影響力低下を狙ったものとも理解されよう。

株主総会では多数が
スティールを支持

スティールは5月11日、当該TOB価格1,000円は「一株当たり純資産額である1,582円を大幅に下回って」と非難、会社提案の取締役候補者に対する反対を表明した。同14日にはアデランス株主に9項目の改革案を提示して(図表1)、株主提案に賛成するよう求めた。なおスティールによると、議決権行使アドバイザーのISSとグラスルイスは、株主提案への賛成を推奨するレポートを発表したという。

当時のアデランス株価は歴史的な低水準で、スティールを始め一般株主にとって、1,000円の対価では応じにくかったのは事実だろう。ユニゾン主導の経営陣を信任するならば、売却せずに経営改革の進捗を見定めて、値上がりを待つ選択肢も考えられる。ユニゾンは5月25日、TOB価格を1,200円に引き上げると発表したが、依然として一株当たり純資産額を下回る水準には変わりがなかった。

結果として5月28日の株主総会では、スティール側の8名が全て可決された一方、会社側7名中のユニゾン出身者3名が否決された(図表2)。スティール以外の外国人株主(約22%)や創業者以外の個人株主(約11%)などが、スティールを支持した証左だともいえよう。投資ファンドによる株主提案が可決された例は極めて珍しい。スティールは「日本のコーポレートガバナンスに新たな進展」とコメントしている。

スティール主導での
再建がスタート

総会後の取締役会で早川社長は辞任、スティールが推薦した渡部氏(持株会社移行前の旧アデランスにおける元副社長)がトップの座に就いた。ユニゾンは6月1日、資本業務提携の中止を正式に発表している。また同日、会社側候補者として株主総会で承認された玉塚氏が取締役を辞任、アデランス取締役会は10人体制となった。

今後はスティールによる経営刷新を経た結果として、アデランスの経営再建が進展するのかが問われる。同社は近年、3期連続で営業減益に陥っており、前期に関しては最終赤字に転落している。同社事業の不振は深刻で、業績回復は容易でないのではないか。スティールは自らの推薦者で取締役会を固めたからには、単なる一株主として以上の責任を持って、一般株主の期待に応えなければならない。

まずは6月18日、アデランスは「企業価値向上への取り組み」を発表した。財務・資本など4委員会の設置、自己株式の消却、買収防衛策の廃止、などを内容とする。次いで7月15日には「アデランスグループ経営改革“DIO(ディオ)”の骨子」を公表した。この中ではマーケティングの強化、不採算店舗の統合、ノンコア資産の整理、などを打ち出している。着実に改革が進むかに注目が集まる。進捗次第では、従前よりスティールが求めている非上場化も検討に上るかもしれない。

- 以上

図表 1 スティールによるアデランス改革案

収益性の回復とアデランスの中核事業である男性用毛髪事業の運営改革
 アデランスの経営資源を重要な女性向け事業セグメントへ向けるため、女性関連事業を統合
 効率性と収益性を最大化するため、現在複数ある北米子会社を完全統合
 ターゲット顧客分析、各広告宣伝や販路チャネルの費用対効果（ROI）の検証を含めた、マーケティングと広告宣伝実務の刷新・改善
 アデランスの長期的安定と業績改善に資する、健全で効率的なバランスを創るための、コスト構造と運転資金需要の見直し
 アデランスが中核事業に再び注力し、顧客サービスと満足度を最大化させるために、非事業性資産、特に、アデランスのゴルフ場その他の不動産の処分を加速
 アデランスの資本の使途を改善するため、資源配分とキャッシュマネージメントシステムを見直し
 固定費の見直しと改善
 株主を持分希釈化から守るため、アデランスの自己株式保有を見直し、その消却を検討

スティール・パートナーズ・ジャパン「株主様宛てメッセージ」（5月14日付）より引用

図表 2 アデランス株主総会における取締役選任議案に対する議決権行使結果

	氏名（敬称略）	賛成割合	経歴など（4/30時点）
第3号議案 取締役7名選任の件 （会社提案）	早川 清	56.05%	前・代表取締役社長
	八木 専吉	55.89%	子会社アデランス 常務取締役
	伊江 邦男	55.89%	子会社フォンテーヌ 常務取締役
	長田 志織	37.45%	ユニゾン・キャピタル アソシエイト
	木曾 健一	37.50%	ユニゾン・キャピタル パートナー
	山本 修	37.49%	ユニゾン・キャピタル パートナー
	玉塚 元一	55.87%	リヴァンプ 代表取締役・代表パートナー
第6号議案 取締役8名選任の件 （株主提案）	渡部 信男	56.20%	元・旧アデランス 代表取締役副社長
	早川 清	56.94%	（会社提案と重複）
	石古 茂	56.34%	元・ナイガイ 代表取締役専務
	和田 浩子	56.34%	元・日本トイザラス 代表取締役社長
	相原 宏徳	56.79%	元・三菱商事 取締役副社長
	大槻 忠男	56.34%	元・日本ペプシコーラ 社長
	石井 静太郎	56.79%	元・アプライドマテリアル 副社長
	ジョシュア・シェクター	56.61%	スティール・パートナーズ パートナー

アデランス株主総会招集通知および6月11日付「当社第40回定時株主総会の最終結果について」よりD I R経営戦略研究所作成