

HOYAとペンタックスが経営統合

～M&Aにおけるガバナンス・サイドの責務～

経営戦略研究所

藤島裕三

- 2007年下半期に話題となった経済ニュースを、コーポレートガバナンスの視点から回顧する。第一回目は、HOYA・ペンタックスの統合について。
- 混乱に陥った要因として、ペンタックス取締役会の機能不全がある。取締役会は平時から基本的な認識をトップと共有し、適切に方向付けることが求められる。
- 大株主が合併比率の変更を迫ったことも、混乱の端緒となった。プレミアムについては、株主価値に関する適切なロジックを伴った、統一的な議論が望まれる。

2007年8月14日、光学ガラス最大手のHOYAは、カメラ・医療機器のペンタックスを連結子会社化した。両社で取り交わした経営統合の合意に基づき、HOYAは7月3日から8月6日にかけてTOB（株式公開買い付け）を実施、ペンタックス発行済株式数の90.5%を取得していた。

合意の時点ではペンタックスの完全子会社化を目指していたが、TOBを経て合併による統合に切り替えられた。迅速な経営判断と最適な資源配分を実現するには、一体化が望ましいと判断したため。「ペンタックス」ブランドは残るが、企業としてのペンタックスは2008年3月に消滅する。

そもそも両社は2006年12月の段階で、合併により経営統合することを発表していた。新たな成長の柱を模索するHOYAと、技術を生かす資金力を求めるペンタックスの思惑が一致。ホールディング会社の下で事業分野別に組織を再編して、医療機器に集中投資する青写真を描いていた。

しかし2007年4月、ペンタックスの大株主である複数の資産運用会社が、合併比率（1:0.158）に難色を示していると報じられた。これを受けてHOYAは、より高いプレミアムを付与することで株主の支持を取り付けるため、TOBによる統合に切り替える提案をペンタックスに打診した。

ところがペンタックス取締役会は、ここで意外なアクションに出る。HOYAとの合併を撤回することを宣言、併せて代表取締役社長の交代を発表した。このような変節の背景として、統合を推進してきた浦野社長（当時）と大多数の取締役との間に、対立関係のあったことが見て取れる。

迷走する事態を收拾するべく、統合自体には賛成だったペンタックス筆頭株主のスパークス・グループは、浦野氏の取締役留任と新経営陣の解任を柱とする株主提案を実施した。同提案にはフィデリティ投信も賛成と報じられ、他の外国人・個人次第では可決の確率が十分にあった（図表）。

ペンタックスは単独での生き残りを前提とした中期経営計画を発表したが、スパークスなど大株主の理解は得られなかった模様。これ以上の混乱は企業価値を損なうと判断して、提案撤回の見返りに取締役は総退陣（浦野氏も再任を固辞）、TOB受諾の合意書をHOYAと締結するに至った。

混乱に陥った最大の要因として、ペンタックス取締役会の機能不全がある。多数が統合に反対だったのなら、HOYAと合意する前の段階でストップすべきである。また、いったん承認した以上は、徹底して社長をサポートしなければならない。同社の取締役会はそのいずれをも欠いていた。

M&Aを成功に導くには、迅速な意思決定と徹底した機密保持が必須である。そのため事前に議論を尽くすことは難しく、決定後に異論が出る事態は容易に想像できる。したがって取締役会には、平時からM&Aに対する基本的な認識をトップと共有し、適切に方向付けることが求められる。

もう一点、大株主に求められる視点を指摘する。当初プランの合併比率は3ヶ月平均株価に対して30%近いプレミアムで、決して低い水準ではない。しかし大株主は直近株価と比較、10%程度に過ぎないとして引き上げを迫ったと報じられている。このことが混乱の端緒となった感は否めない。

機関投資家が受託者責任を果たすため、高値を要求するのは当然の行動原理である。しかし同時にガバナンスを担う重要な立場として、その行動は株主価値に関する適切なロジックを伴うべきである。どれくらいの期間を基準に、どれだけのプレミアムを要求するのか、統一的な議論が望まれる。

—以上

図表：ペンタックスの株主構成と大量保有報告書の状況

