

太陽 ASG 拝啓社長殿

経営者のための財務情報 第 438 号

この資料は全部お読みいただいて 120 秒です。

今回のテーマ： HOYA vs ペンタックス ー会社はだれのものかー

完全子会社へ ー対等合併 vs 完全子会社化

5月31日、HOYAがペンタックス全株式の取得を目的としたTOB（公開買付け）実施に関する基本合意を発表しました。昨年12月の合併による経営統合発表から、社長交代、外資ファンドからの株主提案、新経営陣による中期経営計画発表といった紆余曲折を経て、HOYAがペンタックスを完全子会社化することはほぼ確実な情勢となりました。

データ比較 ーHOYA vs ペンタックス

比較項目	HOYA	ペンタックス	HOYA : ペンタックス
時価総額 (06/11/30 統合発表前)	1兆9700億円	783億円	25 : 1
売上高 (2007/3)	3,901億円	1,573億円	2.5 : 1
当期純利益 (2007/3)	834億円	36億円	23 : 1
従業員数 (連結)	28,450人	5,723人	5 : 1

上記のような規模の違いがありながら、HOYA・ペンタックスはいったん対等合併し、持株会社の下に各分野の事業会社をぶら下げる企業統治体制を目指しました（06/12/12適時開示）。しかし最終局面でTOB・株式交換を通じた完全子会社化という手法に変化しました。HOYA 定時株主総会において鈴木洋・代表執行役が「ペンタックスが独立した経営判断が出来るような事業構造を確立したい」（07/6/20日経新聞）と述べたように、ペンタックスの独立性重視の、緩やかな経営統合を指向していることがうかがえます。HOYAが経営統合のメリットを得るには時間を要する気配です。

経営陣のスタンス ー友好的 TOB vs 敵対的 TOB

ペンタックス主要銀行は「敵対的 TOB ならペンタックスの経営陣につく」との判断だったようですが（07/6/6日経新聞）、そもそも友好的、敵対的とは一体何でしょうか。一般的には「経営陣が TOB に賛同する＝友好的（反対する＝敵対的）」とされていますが、敵対的だったペンタックス新経営陣は大株主の意向を受けて「友好的 TOB」を強要された形となりました。敵対的 TOB は、企業価値を純粋に評価した上で価格形成されるので、より市場原理に即しており、株主利益を代弁しているとも言われます。

ステークホルダーの意向 ー主要株主 vs 創業家 vs 経営陣 vs その他利害共有者

今回、ステークホルダーとして注目されたのがペンタックス株式 20%超を保有する外資ファンドでした。外資ファンドは新経営陣が発表した中期経営計画にノーの判断を下し、HOYA との経営統合を促す株主提案を行いました（最終的には取り下げ）。また現在では大株主でない創業家も、ペンタックス新経営陣の意思決定に大きな影響を及ぼしたと言われています。ペンタックスの新経営陣はステークホルダーの信認獲得に失敗し退任予定。一般投資家、従業員、取引先、消費者といったその他のステークホルダーからの支援の声もなかった感があります。

お見逃しなく！

昨年12月21日発表の合併比率は「ペンタックス株式1株につき、HOYA 株式0.158株」。HOYA はペンタックス株式に 27%*のプレミアムをつけました。その点、本件はもともと対等合併ではなく、HOYA による吸収合併といえます。5月31日発表の TOB では 770 円の買付価格を設定、38%のプレミアムをつけました。欧米では M&A のプレミアムは 30%が一般的と言われています。今回のこのプレミアムが今後の M&A に与える影響、HOYA がいかにこのプレミアムを業績で取り返すかが注目されます。

*9/21～12/20の HOYA・ペンタックスの終値平均 4,495 円、559 円を基礎に算定