



Topics / Insight

2020年7月の注目ディール： 伊藤忠商事が上場子会社のファミリーマートに TOB を開始

2020年8月12日

ファミリーマートに対する2度目の TOB

2020年7月9日、伊藤忠商事は上場子会社であるファミリーマートに対する TOB を開始する旨公表しました。

TOB 開始時点において、筆頭株主である伊藤忠商事が直接保有するファミリーマートの株式は41.5%。また、2018年8月に伊藤忠リテールインベストメントが TOB によって8.6%のファミリーマート株式を取得しており、当該 TOB によって所有割合が計50.1%となったことに伴い、ファミリーマートは伊藤忠商事の連結子会社となっています。今回の2度目の TOB では、買付予定数の上限を設けず、一端ファミリーマートを完全子会社化した後、戦略パートナーとして全農及び農林中金が4.9%、東京センチュリーが約0.4%の株式をそれぞれ伊藤忠商事より取得する予定です。

本件における2つの論点

本件において注目すべき取引上の論点は、TOB 価格と買付予定数の下限です。

TOB 価格は2,300円。これは、公表日前日の終値1,766円に対しては30.24%のプレミアムをつけたものですが、公表前1ヶ月間の終値平均1,980円に対しては20.55%、同3ヶ月間の終値平均1,878円には22.47%、同6ヶ月間の終値平均2,068円に11.22%と比較的低いプレミアムをそれぞれ上乗せした水準に過ぎません。

また、買付予定数の下限は、所有割合9.9%の水準に設定されました。伊藤忠商事グループの所有割合は50.1%ですので、マジョリティ・オブ・マイノリティとなる水準は24.95%。つまり、その半分以下の水準となりました。

プレミアムの小さい TOB 価格

本件 TOB における TOB 価格が低いのは、新型コロナウイルス感染症の感染拡大が、ファミリーマートの中長期的な業績にも悪影響を及ぼす可能性があることと伊藤忠商事が判断したためです。

元々、2020年3月初めにファミリーマートに提示された提案では一株あたり2,600円とされていました。しかし、新型コロナウイルス感染症の悪影響により、株式評価の前提となった事業計画を達成出来ない可能性が高まったと判断したことにより、伊藤忠商事は同月28日に TOB 価格を2,000円程度とする旨の再提案をしてきました。ファミリーマートは当該提案を拒否し、更には新型コロナウイルス感染症の影響を織り込んだ事業計画を再提出する等交渉を続けた結果、伊藤忠商事より2,300円とする提案が提出されました。



Topics / Insight

ファミリーマートが設置した特別委員会では、会社が選任した FA とは別に、独自に第三者評価機関を起用して株式価値算定書を取得しています。当該算定書によれば、TOB 価格は DCF 方式による算定結果のレンジの下限 2,472 円を下回る価格とのことでした。加えて、類似案件と比べてプレミアムの水準が低いことから、特別委員会は、応募を積極的に推奨することが出来る価格水準ではないと結論づけています。但し、ファミリーマートが起用した FA による算定結果のレンジには収まっていることから、一定程度の合理性はあるとの判断でした。

買付予定数の下限

6 月末に 2,300 円の TOB 価格が提示された際には、買付予定数の下限は設定されていなかったため、特別委員会はマジョリティ・オブ・マイノリティの水準である 24.45% の水準を下限とするよう求めています。しかしながら、これに対して伊藤忠商事の設定した下限は 9.9%。TOB 実施前の所有割合に、この下限の水準を加えても 60% に過ぎず、少数株主をスクイズアウトするための株式併合を株主総会で承認するために必要な 3 分の 2 にも届きません。

伊藤忠商事によれば、ファミリーマートの株主の内、約 3 割が上場 ETF やパッシブ・インデックス運用ファンドであり、これらのファンドはインデックスへの連動性を重視して、取引条件によらず TOB には応募しないことが推測されるとのことでした。即ち、9.9% という下限は、ファンドを除く約 2 割の少数株主の半分程度の水準です。その意味では、一定の合理性を認めることは可能でしょう。

特別委員会はせめて TOB 後に所有割合が 3 分の 2 以上となる水準を求めましたが、その条件は受け入れられませんでした。

TOB の行方

本年 TOB の取引条件は、ファミリーマートの少数株主にとって厳しいものであることが伺えます。ファミリーマートの取締役会は、TOB に賛同意見を表明するとして一方で、TOB への応募は推奨せず、株主の判断に委ねることを決議しました。市場株価は 7 月 10 日以降、常に 2,300 円を上回る水準で推移しており、市場は TOB 価格の見直しを期待して様子見をしていると言えるでしょう。

これまでの交渉経緯を踏まえると、伊藤忠商事が取引条件の変更を安易に認めるとは考えられません。但し、8 月 24 日までとされている買付期間も状況により延長される可能性も否定できません。今後の伊藤忠商事の対応が注目されます。

<問い合わせ先>

ベネディ・コンサルティング株式会社

Mail: info@benediconsulting.jp

Web site: <http://benediconsulting.jp>