



## Topics / Insight

### 2024年6月の注目ディール: ジャパンフーズに対する TOB

2024年7月15日

#### ジャパンフーズに対する TOB に対する条件変更

2024年5月10日に公表されたジャパンフーズに対する TOB について、公開買付人であるアイ・シグマ・キャピタルは TOB 価格を 1,994 円から 2,449 円に引き上げるとともに、6月21日までとしていた公開買付期間を7月8日まで延長する旨公表しました。この変更で、公開買付価格は 455 円 (22.8%) 上がることになりました。

この変更の結果、本件 TOB は7月8日に無事成立しました。

#### 案件の概要

ジャパンフーズは、伊藤忠商事が設立した清涼飲料等の製造販売会社。2000年の店頭公開を経て、2022年より東証スタンダード市場に上場しています。伊藤忠商事は子会社の伊藤忠食糧と合わせて 36.39%の株式を所有し、ジャパンフーズは同社を筆頭株主とする関連会社です。一方、アイ・シグマ・キャピタルは、丸紅グループにおけるベンチャーキャピタルファンド。即ち、本件は伊藤忠商事がジャパンフーズ株式を丸紅グループに売却することに伴う TOB といえます。

本件では、一般株主を対象としたアイ・シグマによる TOB を実施した後、ジャパンフーズが伊藤忠を始めとする法人株主を対象とした自己株 TOB を実施するという2回の TOB が実施されることとされました。

最初の TOB における当初の TOB 価格は上記の通り 1,994 円。これは、TOB 公表日の前日の市場終値、同日までの1カ月間、3カ月間及び6カ月間の市場終値平均に対して、それぞれ 42.5%、43.1%、40.1%及び49.1%のプレミアムが付されており、一般的な TOB 案件におけるプレミアム水準よりも高い水準です。買付予定数の下限は 30.27%に設定されました。伊藤忠商事と伊藤忠食糧とは、第1回 TOB には応募しない合意がされており、その後のスクイズアウトのために、両社の所有株式と合わせて 66.67%となるように設定された水準です。

2回目の TOB では、ジャパンフーズが自己株式の取得を目的とした TOB を実施し、伊藤忠商事を含む法人株主より株式を買い取ります。TOB 価格は第1回 TOB よりも 368 円低い 1,860 円。これは自己株式の取得とすることにより、法人税法上のみなし配当の益金不算入の規定適応が可能となることから、伊藤忠商事の手取り額が、仮に第1回目に応募した場合と同じ金額になるように設定されたことによります。第2回 TOB では、買付予定数の下限・上限を設けずに、第1回 TOB 後に残った株式の全てを対象とすることとされました。

そのため、会社法上自己株式取得の制限となる分配可能額を引き上げるため、第2回 TOB の実施前の定時株主総会にて、別途積立金の取り崩しをしています。

## Topics / Insight

### 株価の推移と TOB 価格の変更

TOB を 2 回続けるプロセス自体は、一般的ではありませんが、他の事例もあることから、特段特殊なストラクチャーとは言えません。当初の TOB 価格 1,994 円におけるプレミアムも 40% 台であり、また、ジャパンフーズの 2024 年 3 月期末における 1 株あたりの純資産額は 1,750 円に照らすと、TOB 価格は PBR1.13 倍にあたることから、すんなり成立するものと予想されました。TOB 公表後の市場株価は TOB 価格にサヤ寄せするように推移します。

しかし、TOB 期間終了まであと 10 営業日となった 6 月 10 日に取引が急増し、一時 2,002 円の高値を付けます。13 日には 2,100 円という TOB 価格を上回る終値を付けました。TOB 期間終盤におけるこの株価の動きは、対抗 TOB 出現等の波乱を予感させます。TOB への応募撤回をした株主も多く出たことも想像に難しくないでしょう。

この状況を受けてアイ・シグマが公表したのが、冒頭の TOB 価格の引き上げです。同社の迅速な対応と有無を言わせないような大幅な TOB 価格引き上げが功を奏することとなりました。市場株価は新たな TOB 価格にサヤ寄せし、そのまま TOB の成立を迎えることとなりました。

同社の対応には感心するばかりですが、一つの疑問は残ります。それ、TOB 価格についてアイ・シグマとジャパンフーズとの間で繰り広げられた価格交渉についてです。

プレスリリースによれば、「総合的に勘案して提示できる最大限の価格」として TOB 価格の引上げを拒むアイ・シグマに対して、ジャパンフードは更なる価格上乗せを何度も要請し、その激しいやり取りの結果、合意に至った水準が 1,994 円という TOB 価格とされていました。それが、TOB 期間終盤の株価変動で成立が危ぶまれたことにより、一気に 455 円の上乗せです。最終的に 2,449 円を TOB 価格することが可能であったにもかかわらず、アイ・シグマ側では 20% 以上も有利な価格を勝ち取っていたということになるのでしょうか。本件の実質的な交渉相手は、強気で交渉巧者と見られている伊藤忠商事ですので、このことは見逃すことは出来ません。

但し、それ以上に見逃せないのは、市場株価に対する揺さぶりで TOB 成立を危うい状況に見せかけることが出来れば、TOB 価格をつり上げられる可能性があるということです。本件の事例が、今後の TOB に悪影響を与えないことを望みます。

### <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](mailto:info@benediconsulting.jp)

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