

## Topics / Insight

### 2024年8月の注目ディール: 伊藤忠商事がデサントに対するTOBを公表

2024年9月16日

#### 本件 TOB の概要

2024年8月5日、伊藤忠商事がデサントに対するTOBを開始する旨公表し、デサントは同日、これに対して賛同意見を表明するとともに少数株主に対して応募推奨する旨を公表しました。伊藤忠商事は、子会社の投資会社を通じてデサント株式の44.44%を所有しており、デサントは伊藤忠の持分法適用関連会社です。

TOB 価格は4,350円。これは公表日の前営業日における市場終値3,730円に対して16.6%、直近1カ月の終値平均3,817円に対して14.0%、同3ヶ月間の終値平均3,567円に対して22.0%、同6ヶ月間の終値平均3,469円に対して25.4%のプレミアムをそれぞれ加えた水準です。

今後本件TOBは、中国及び日本における競争法のクリアランスの取得を経て、本年11月頃に開始される見込みです。

#### 2019年の敵対的TOB

実は、伊藤忠は2019年にデサントに対して敵対的TOBを実施しています。当時、TOB開始前における伊藤忠の所有比率は30.44%。買付予定数の下限は設けず、上限を9.56%に設定し、所有割合を40%まで引き上げるためのTOBでした。そもそもの背景は、経営支援のためにデサントに対する出資を増やし、1990年代には主要株主として伊藤忠が経営陣を送るほどであった両社の協調関係が、創業家社長の復帰後に弱まってきており、伊藤忠がこれに危機感を抱いていたということ。経営陣の入れ替えなどを通じて、同社の経営に対する影響力を強めることが、前回TOBの目的です。

これに対して、デサントは猛反発をします。創業家社長を中心とした取締役会はTOBに対する反対意見を表明。これに合わせて、労組とOB会も反対表明しました。加えて、従業員の9割以上が反対の署名をするという状況にまで発展します。

しかしながら、元々買付予定数が少ないうえに、プレミアム水準は直近1カ月の終値平均に対して50.4%と高かったため、買付予定数の2倍以上の応募を集めてTOBは成立しました。

その後、伊藤忠は社長とCFOを送り込み、経営権を握ります。社内に軋轢はあったと想像できますが、時間をかけて融和を図ってきたのでしょう。その結果が、今回のTOBに対しては賛同意見の決議につながったと思われます。

#### TOB 価格の交渉

賛同意見に至るまでのTOB価格をめぐる交渉では、厳しいやり取りがあったことがプレスリリースからは伺えます。

## Topics / Insight

伊藤忠による最初の TOB 価格の提案は 3,600 円。提案前日の市場株価に対するプレミアムは、僅か 7.1%という水準です。その後の交渉の中で上げていくことを前提としていたとしても低過ぎるといえるでしょう。デサントの経営陣と特別委員会が粘り強く交渉をした結果、伊藤忠は 8 回目の提案において 4,350 円まで TOB 価格を上げることとなりました。当初の提案価格に比べると 750 円、率にすると 20.1%の上乗せです。

但し、それでも、デサント側が当初要望した 4,800 円には遠く及ばない水準に過ぎません。前述の通り、プレミアムも支配株主による完全子会社化案件の中では、明らかに低いプレミアム水準となりました。

### 特別委員会の判断

この TOB 価格に対し、特別委員会は以下のロジックで「相応のプレミアムが付されている」と結論付けました。

まず、デサント市場株価のボラティリティに着目します。2024 年 8 月 2 日の終値 3,817 円に対して、2023 年 11 月 21 日の高値は 4,480 円。2024 年 2 月 15 日には 3,085 円まで下落し、その後は 3,000 円と 4,000 円の間を上下しました。TOPIX の推移と比べてもボラティリティの高さは一目瞭然です。そのため、特別委員会は、プレミアムの水準を判断する際には、より長期の平均株価を基準としてみるべきと判断します。但し、6 か月間の終値平均に対するプレミアムは 25.4%ですので、それでも高いプレミアム水準とはいえません。



更に注目したのは PBR です。デサントの PBR は 2024 年 6 月末時点で 2.2 倍。株式市場で企業価値が高く評価されている企業を対象とした TOB のプレミアム水準は 20%~30%のケースが最頻であり、本件もこれに当てはまるということでした。

特別委員会によるこうした理論展開は、他では見られず、とても参考になります。

但し、プレミアムの大小は市場株価との乖離を示すだけであり、企業の本源的価値と比べた評価の大小とは異なります。少数株主にとって不利益かどうかは、本来は、この本源的価値に将来発生するであろうシナジーの価値をどれだけ上乗せしているかという観点からの議論が必要です。DCF方式にて算定された株式価値は、シナジーを含まない事業計画に基づいていることが一般的であるため、そのシナジーを含まない株式価値との比較にもっと注目をしても良いと考えます。

### <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>