



Topics / Insight

2026年4月の注目ディール： 養命酒に対する TOB が成立

2026年5月14日

TOBに係る一連の取引の全体像

レノが2026年2月25日より実施していた養命酒製造に対するTOBが、4月8日に成立しました。今後、株式併合によるスクイーズアウト手続きを経て、養命酒製造の株主は、レノとTOB開始前より筆頭株主であった湯沢のみとなります。その後、レノは全保有株を湯沢に譲渡。湯沢は、養命酒製造における養命酒事業以外の非事業性資産を現物配当等によって吸い上げた後、株式をツムラに譲渡することとなっています。

本件の経緯

本件は、2025年3月に大正製薬が保有していた23.7% (3,300千株)の養命酒製造の株式を、湯沢に譲渡したことから始まります。それまで筆頭株主であった大正製薬は、養命酒製造と資本・業務提携の関係にある安定株主でしたが、株式譲渡と共に当該提携関係も解消しました。湯沢は、村上世彰氏の義理の息子である野村氏が実質保有する投資会社です。筆頭株主となった湯沢は、養命酒製造に対して非公開化を含む資本効率の改善を求めてきました。

これに対して養命酒製造は、マーケットチェックとして非公開化パートナー選定のための入札を実施します。その結果、買い手候補として残ったのが、KKRとツムラのコンソーシアム。KKRの提案では、湯沢保有株式を養命酒製造による自己株取得として処理することで得られる税務メリットを前提として、TOB価格が4,282円とされていました(税務メリットを利用しない場合の4,021円に相当)。しかし、養命酒製造に対する所有割合を33.34%まで上げていた湯沢がこれを拒否し、KKRに与えられた独占交渉権は2025年12月に解除されます。

その後、今度は湯沢主導の非公開化プロセスが開始されます。資金調達と実務能力の面から、公開買付の実行主体は村上グループのレノが担当。再度の入札の結果、養命酒事業を引き継ぐ事業パートナーとしてツムラが再び選出されました。

TOB価格は4,050円。自己株取得を利用しないことを考慮すればKKRよりも評価額は高いとは言えますが、一般株主にとっての手取りは減少する結果となりました。加えて、2025年8月に非公開化の憶測報道がされてから市場株価が高騰していたため、TOB公表前日の市場株価4,595円よりもTOB価格が低いディスカウントTOBとなりました。

そのためレノは、TOBの買取予定数の下限を湯沢の所有分と合わせて53.8%の所有割合となる水準に設定し、TOB成立の可能性を高めます。これを受け、養命酒製造はTOBに対しては賛同をするものの、応募については中立の立場をとる旨の意見を表明しました。

Topics / Insight

湯沢における投資採算

湯沢は、大正製薬から養命酒製造株式を譲り受けた後も追加で株式を取得しており、TOB 開始時点では、4,642 千株まで積み増していました。その取得価額は 132 億円。レノが一株 4,050 円で残りの株式を取得すると 376 億円となるため、レノへの報酬を無視し、これがそのまま湯沢に譲渡されるとすると、最終的な湯沢の取得額合計は 508 億円となります。

一方、湯沢が現物配当等で養命酒製造から無税で吸い上げる非事業性資産は、2026 年 3 月末時点の簿価換算で、438 億円(但し、有形固定資産は 2025 年 3 月簿価で計算)。ツムラに売却する養命酒事業は 68 億円とされているため合計では 506 億円となり、湯沢の回収額は、簿価ベースでは取得原価とほぼ同額となります。

但し、非事業性資産に含まれる有形固定資産には、東京渋谷区の本社など、多額の含み益がある不動産が含まれているものとみられ、実際の損益は数十億単位のプラスになるものと思われます。

子会社株式簿価減額特例

更に、本件における投資採算を考える上で考慮しないといけない点は、法人税法上の子会社株式簿価減額特例の扱いです。子会社株式簿価減額特例とは、子会社よりその株式簿価の 10%以上の配当等を受けた場合には、原則として、子会社株式の税務上の簿価を当該配当等に係る益金不算入額分だけ減額するというもの。本件に当てはめれば、益金不参入となる現物配当等 438 億円だけ、養命酒製造株式の簿価が減額され、株式売却損が 2 億円となることとなります。

仮に本特例の適用が無い場合には、養命酒製造株式の簿価は現物配当等では変わらずに 508 億円のままとなり、子会社株式売却損の金額は 440 億円迄増加。実効税率を仮に 30%とすると 131 億円の税金支出を減らすことが出来ることとなります。

本件は、本特例の適用が除外されるための要件の1つである内国株主割合要件(設立から支配関係が生じるまでの間、株式の 90%以上を内国株主が保有していること)の充足により、適用除外になる可能性が高いと思われます。上記の税務メリットを享受するためには、湯沢に売却損を相殺するだけの課税所得が必要になりますが、この一連のストラクチャーを採用したことから、本社不動産の含み益以外にも相当程度の回収が見込まれていると考えるのが良いでしょう。

その場合、湯沢は、非公開化に係る一連の取引を実行することにより、100 億円単位の利益を得た可能性があると考えられます。そうであるならば、TOB 価格が一般株主にとって公正・妥当であったといえるかどうかは、再考の価値があるものと思われます。

<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: <https://benediconsulting.jp>