



Topics / Insight

2026 年9月の注目ディール:

かどや製油の創業家がインテグラルをスポンサーに TOB

2026 年 10 月 12 日

成立の前提が固まらないまま始まった TOB

2026 年 9 月 14 日、インテグラルによる、かどや製油の非公開化を目的とする TOB が公表されました。注目すべきは、成立を左右する大株主との合意と、他候補者の提案に対する検討が完了しないまま、会社が賛同・応募推奨を表明し、TOB が始まった点です。公表された取引条件も大株主の対応によって変わる設計であり、外部から見ても、買付価格と成立見通しが流動的な案件といえます。

TOB 価格は 1 株 2,514 円、買付期間は 9 月 15 日から 10 月 30 日まで。買付予定数の下限は 13,847,100 株(50.09%)で、応募しない創業家株主の保有株式約 16.51%と合わせて、株式併合に必要な議決権を確保する設計です。成立後は株式併合と自己株式取得等を経て、買付者と創業家株主のみを株主とする予定です。

大株主の対応に依存する価格と成立見通し

本件の第一の特徴は、合計 48.80%を保有する三菱商事と三井物産の対応が未確定であることです。自己株式取得を組み込む非公開化では、協力する大株主との合意を得てから TOB を開始することが多いのに対し、本件はその合意に先行して開始されました。

三菱商事(26.88%)と三井物産(21.92%)が TOB に応募せず、非公開化後の自己株式取得に応じる合意をすれば、以下の価格へ引き上げる予定です。同時に、買付予定数の下限も各社の保有株式数に応じて引き下げられます。法人株主のみなし配当の益金不算入を利用し、TOB 応募時と同等の税引後手取り額を、より低い自己株式取得価格で確保することにより、買収側の総支払額を増やさずに、税務メリットを応募株主への買付価格引上げに振り向ける仕組みです。

三菱商事のみ合意 2,644 円

三井物産のみ合意 2,620 円

両社とも合意 2,760 円

自己株式取得に合意しなくても、両社が TOB に応募する可能性はあります。しかし、両社とも自己株式取得に合意せず、TOB にも応募しなければ、他の応募対象株式だけでは下限に届きません。両社の対応は、価格引上げだけでなく成立そのものを左右します。一般株主は、最終的な買付価格と大株主の売却方針が定まらない段階で、応募の判断を求められていることになります。

候補者比較を終えないまま賛同した背景

第二の特徴は、会社が本件 TOB への賛同・応募推奨を決めながら、一部の競合候補者との検討を



Topics / Insight

継続していることです。買収者を選定し、大株主の協力を確保した上で TOB に移行するという順序ではなく、候補者比較と大株主との調整が TOB 開始後にも残る構造となっています。

端緒は、取引先の事業会社 A 社による 2025 年 9 月の打診と、同年 11 月の非公開化提案でした。創業家とインテグラルは同年 12 月に共同提案を提出。その後、三菱商事・三井物産との意見交換を通じて候補者が追加され、会社と特別委員会は複数提案と上場維持案を比較しました。候補者の参加時期と検討の進捗が異なったため、比較検討を一斉に完了させることは容易ではありませんでした。

会社は 2026 年 6 月に創業家・インテグラルへ独占交渉権を付与し、9 月には優先交渉権を付与しました。特別委員会は、商社 2 社の自己株式取得を前提とする 2,760 円の提案を、価格、資金調達、実行確実性、成長支援策等から総合的に最良と評価しました。一方、他候補者の追加提案の可能性も認識していました。その結果、インテグラルの提案が失効するリスクを避けつつ、他候補者の検討機会も残すという判断に至っています。

この判断により、買収提案を確保できた反面、条件付きの 2,760 円を前提とした候補者比較と、2,514 円で始まる TOB との間に隔たりが残りました。公開買付契約には、検討済みの一部候補者を除外するフィデューシャリー・アウト条項や買付者の再提案機会が設けられていますが、これらは商社株主の売却意思を確保するものではありません。会社の賛同表明だけでは価格も成立も確定せず、競合候補者の動向と商社株主の判断をなお見極める必要がある点に、本件の不安定さがあります。

対抗提案による条件改善と成立への影響

こうした状況では、現行条件を上回る対抗提案が出る可能性が重要となります。商社 2 社の協力による最大 2,760 円への引上げは、買収側の総支払額を変えずに税務メリットを応募株主へ還元するものです。インテグラルが基礎とした 2,514 円の評価自体が上昇するわけではなく、2,760 円がかどや製油の価値評価の上限を示すものでもありません。

みずほ証券による DCF 法の評価レンジは 2,203～3,970 円で、中央値は約 3,087 円です。この中央値を適正価格とみなすことはできませんが、競合提案者が成長性や買収後のシナジーをより高く評価し、中央値以上の価格を提示することはあり得ます。より有利な提案が具体化する可能性がある限り、商社株主がインテグラル案への対応を慎重に検討することにも合理性があります。

今後の焦点は、競合候補者がより高い価格と実行確実性を備えた提案を示すか、商社 2 社がどの案に応じるか、インテグラルが条件を改善するかです。競争が一般株主の受取額を高める可能性がある一方、大株主の判断が定まらなければ本件 TOB の成立見通しも固まりません。本件は、税務メリットを活用した価格改善と、未完了の候補者比較、大株主との未合意が重なり、条件改善の余地と不成立リスクが併存している点に特徴があります。

<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>