



**2019年1月の注目ディール:  
廣濟堂がMBOを実施**

2019年2月12日

**MBOの概要**

創業70年で印刷業界の老舗である廣濟堂は、同社の土井社長によるMBOの実施を発表しました。スポンサーとなるベインキャピタルが設立した特定目的会社(SPC)が2019年1月18日よりTOBを開始し、同社の株式の全てを買取することを目指します。

TOBにおける買付期間は3月1日までの30営業日。買付予定数の下限は、TOB後の所有割合が66.67%となるように設定されました。上限は設けられておらず、TOBで全ての株式の取得が出来ない場合には、株式売渡請求又は株式併合により、100%の株式取得とすることが予定されています。

創業家筋ではない土井社長の持株数は、今年の株主総会時点で4,566株(所有割合0.02%)。また、SPCは100株を保有しているのみです。廣濟堂の筆頭株主である澤田ホールディングス(所有割合12.4%)からは事前にTOB応募の意向を取り付けているものの、9.69%の株式を保有する創業家の櫻井美江氏の意向は不明です。そのため、TOBの成立のためには、創業家保有分を含む残り87.6%の株式の内、その6割以上の株式を買い集めることが必要です。

**TOB価格と市場の反応**

TOB価格は610円。これは公表前日の株価、公表日前1か月間の終値平均、同3か月間の終値平均及び同6か月間の終値平均に対してそれぞれ43.87%、59.69%、43.87%及び30.62%のプレミアムを加えた水準です。プレミアムは、近年のMBO事例に比べても高い部類と言えるでしょう。加えて、過去3年間における最高値608円よりも僅かですが高くなっており、TOB価格による売却で譲渡損失が生じる株主は多くはないと推測されます。事前に確保出来ている株式数が少ないため、それなりに高めの買付価格を設定したのだと思われます。

市場株価は、MBOの公表後2日連続のストップ高を経て、3日目に609円とTOB価格まで鞘を寄せました。その後1週間ほどは動きが見られなかったものの、1月29日に突如635円まで上げると、その後も上昇を続けて一時848円まで上昇しました。

市場価格上昇の理由として考えられるのは、廣濟堂のPBRの低さでしょう。2018年9月末現在の1株あたり株主資本額は1,090円であり、TOB価格を大きく上回っています。MBO公表前日の株価424円に当てはめて計算すれば、PBRは0.39倍です。TOB価格である610円で計算してもPBRは0.56倍にしかなりません。



## Topics / Insight

1月22日から同社株を買い集めた旧村上ファンドのレノはこの点に目を付けたと思われます。廣濟堂は、簿価220億円の資産に減損の可能性があること、工場・設備の再編に伴う利益低下により株主資本が減少する可能性があること等を挙げて、株価の算定に株主資本額を重視することは合理的でないと説明しています。しかしながら、レノは収益性の低さを差し引いても、現在の株価は低すぎると判断したのでしょう。2月4日に提出された大量保有報告書により、レノが1月28日までに5.83%を買い付けたことが明らかになると、株価は一気に700円を超えました(2月8日に提出された変更報告書によれば、レノは2月1日までに計9.55%を取得)。

### 思い起こされる東栄リーファークライスのケース

本件のように、市場価格がTOB価格を上回って推移した事例として、2017年11月に開始された東栄リーファークライスのMBOが挙げられます。当初のTOB価格におけるプレミアムは14%(対前日終値)~42%(過去6か月終値平均)と、廣濟堂のケースよりは若干低めです。PBRは公表前日の終値ベースで0.60倍。廣濟堂のケースよりも高いものの、低い水準には違いありませんでした。

同ケースでは、第2位の株主から反対意見が出されたことに加え、旧村上ファンド系のオフィスサポートとレノが合わせて7.4%の株式を取得したことが明らかになり、TOB価格見直しに対する期待感が高まりました。これらに対して、会社は何らの対応策も示せないまま、市場価格はTOB価格を20%近く上回る価格で推移。結局、このTOBは失敗に終わりました。東栄リーファークライスは、1か月後に挑んだ2度目の挑戦でTOBを成立させ、MBOを実施することが出来たものの、TOB価格を当初より33%も上げざるを得ませんでした。

廣濟堂は、2月12日に「MBOに伴うFAQ」を開示し、株主から寄せられた個別の質問に係る情報提供をしています。同日における株価は711円と、一時の過熱した状況からは治まりを見せているものの、依然TOB価格よりは高い水準に留まっています。

一方、株式を買い進めているレノの意向は明らかになっていません。今後、どのような展開を見せるのか目を離すことが出来ません。

### <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: <http://benediconsulting.jp>