



## Topics / Insight

### 2021年6月の注目ディール： 光陽社のMBOが失敗

2021年7月13日

#### 光陽社MBOの背景

2021年6月12日、光陽社のMBOを目指して実施されていたTOBが不成立となりました。

光陽社はオフセット印刷用の写真製版を主力とする東証二部上場企業です。同社は2020年2月に時価総額が10億円未満となり、上場廃止基準に抵触して猶予期間入り。2021年2月に時価総額が10億円超に回復し、その指定解除がされたばかりでした。但し、足許のコロナ禍で印刷需要が細っており、再び上場廃止基準に抵触するリスクも否定できず、予断を許しません。このような背景の元で、光陽社社長である犬飼氏が、商工中金からの融資を資金源として、2021年3月8日よりTOBを開始しました。

#### TOBの概要

当初のTOB価格は935円。これは公表日前日、公表日前1ヵ月、3ヵ月及び6ヵ月の各終値平均値に対して28.97%~35.12%のプレミアムが付された水準でした。買付予定数の下限は、犬飼社長及び親族の保有株と併せて3分の2の所有比率となるように設定されました。

これに対し、サイブリッジ社代表の水口氏がTOB開始後に株式の買増しを実施し、5.08%まで所有割合を高めた上で、TOB価格の見直しを要求してきます。サイブリッジ社によれば、EBITDAマルチプルによる評価額である1,294円を買取価格とすべきとのことでした。交渉の結果、TOB価格は1,060円に変更され、水口氏はTOB応募契約を締結しましたが、このTOB価格見直しを機に、市場株価は1,100円を超える水準で推移します。

その後、2度のTOB期間延長がなされますが、市場株価がTOB価格を下回ることはなく、結局、買付予定数の下限477千株に対して307千株の応募に留まり、本件は不成立となりました。

#### 何故不成立の終わったか？

TOB期間中に大株主からの価格見直し要請を受け、当該株主と合意をしてTOB価格の上乗せを実施したにも拘らず、TOBが不成立に終わったことは、他に例を見ません。

そこで、不成立となった理由として考えられることについて、何点か挙げてみましょう。

まず、第一に、光陽社のPBRが低いことが挙げられます。2021年3月末における一株あたりの連結純資産の金額は1,982.63円。即ち、1,060円のTOB価格でもPBRは0.53倍に過ぎません。低いPBRは経営資産効率の低さを表しているものですが、経営責任を負うべき社長が、この低い評価に基づく買付価格で株式を買い取ることに違和感を覚えた株主も多かったのでしょう。不



## Topics / Insight

成立となった過去の MBO 事例でも、同様の状況が散見されます。

二つめの理由として考えられるのは、1,294 円を主張したサイブリッジが 1,060 円で妥協した根拠が示されなかったこと。サイブリッジは、類似企業名を具体的に挙げ、EBITDA 倍率の平均である 6.6 倍を適正買付価格と主張していました。交渉でサイブリッジの主張が丸ごと認められることがないことは理解できます。しかし、1,060 円で合意した根拠が示されない他の株主から見れば、1,294 円が理論株価として、すり込まれたとしても不思議はありません。

そして第三の理由は、TOB 開始後に大株主となった植島氏の存在です。同氏はサイブリッジが意見書を公表した後の 4 月 9 日より株式の取得を始めており、4 月 20 日に 9.74%の株主となっていることが明らかになりました。その後の継続的な取得により、5 月 10 日提出の大量保有報告書で明らかになった所有比率は 20%を超えます。光陽社と同業の廣濟堂は、2019 年に旧村上系ファンドによって MBO が不成立に追い込まれましたが、当時のことを思い出し、市場株価の高騰を期待した株主も多かったと推測されます。

### 今後の行方は？

植島氏は TOB 終了後も株式の取得を続けます。7 月 1 日に提出された大量保有報告書によれば、所有比率は 25.03%まで上昇しました。但し、その約 9 割は信用取引による買建て。つまり、6 ヶ月以内に決済をする必要があります。反対売買による決済がされた場合は、大量の株式が短期に売却されることとなり、株価へ大きな影響は避けられません。

一方、水口氏とサイブリッジは、一株あたり 1,060 円でその所有株式の全てを、光陽社の犬飼社長に売却しました。犬飼社長は親族が保有する株式と合わせて、24.10%の所有比率とし、地固めを進めています。

今回の TOB は不成立に終わりましたが、本件はまだ決着が付いていません。植島氏の動向を含め、今後の展開に注目したいと思います。

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