



Topics / Insight

2026年2月の注目ディール： 三光産業がMBOを公表

2026年3月14日

MBOの内容

2026年2月3日、スタンダード市場に上場する三光産業は、同社の代表取締役社長である石井氏がMBOを目的としてTOBを開始することを公表しました。石井氏は三光産業の創業家ではなく、同社株式を0.71%しか所有していません。本件では、三光産業の筆頭株主であり資本業務提携先でもあるエス・ワイ・エス(所有割合10.91%)がTOBへの応募契約を締結しており、かつ、MBO成立後に公開買付会社に対して優先株による10億円の再出資をすることも合意されています。

また、買付予定数の下限の所有割合は66.59%に設定されました。これは、TOB後のスクイーズアウト手続きに必要な66.67%から、三光産業の現取締役役に割り当てられている譲渡制限付き株式(所有割合0.08%)を控除した水準です。応募が予定される石井氏とエス・ワイ・エスの所有割合合計が11.62%であるため、一般株主から55.05%分の応募が必要です。

TOB価格の水準

TOB価格である726円は、公表日前日並びに公表日前1ヶ月、3ヶ月及び6カ月間の終値平均に対して66%~68%のプレミアムとなる水準です。但し、元々、三光産業の株価はPBR1倍割れ。2025年9月末における1株あたりの連結純資産額は1,123.63円であり、TOB公表日前日の株価437円はPBR0.389倍でした。TOB価格の726円も0.646倍。即ち、純資産価額に比して35.4%のディスカウントです。加えて、本社の不動産が多額の含み益を抱えているとの情報も出てきました。そのため、TOB公表直後はTOB価格が安すぎるとの見方が強く、株価も値幅制限を受けなくなる2月6日には終値780円を付けて、一気にTOB価格を上回りました。

本件のTOB価格は、三光産業が起用した第三者算定機関が算定したDCFレンジの中央値より高く、かつ、特別委員会の実質的な関与の下で行われた公開買付者との計6回の引き上げ交渉を経て決まった価格です。TOBの交渉プロセスとしては、一般的であり、特別委員会としても公正な価格と判断せざるを得ませんでした。市場の判断とは乖離があったことになります。

市場の反応を見誤った理由

特別委員会と市場の判断に乖離が生じてしまった理由は、可能性があるというものを含めると、いくつか考えられます。

第一に、マーケット・チェックが実施されていないことが挙げられます。本件では、ファンドなどのスポンサーがおらず、TOBの買付資金として約60億円が銀行より借入にて調達される予定です。



Topics / Insight

即ち、スポンサーの選定という競争環境を経たおらず、出来るだけ買収価格(=借入金)を低く抑えたいというインセンティブが強く働きやすい環境にあったと言えます。多くのMBO案件では、買付者が3分の1超など多くの株式を保有している創業家であるため、他の買い手候補を探すのはあまり実利が無いと考えられてきましたが、最近では、ソフト99、マンダム、太平洋工業など、MBOに対して対抗提案が提出されており、マーケット・チェックの実施は重要な要素となっています。

第二に、清算価値より低いことや、土地の含み益が考慮されていないことに対する説明が不十分であることが指摘できます。確かに、継続企業であることを前提とすれば清算価値を実際に算出する必然性はありませんし、不動産の時価や更地化費用などを算出しても実際にそれだけの現金収支があるわけではありません。そのため、具体的な金額が示されることなく、理屈だけで「不合理ではない」旨の説明がされました。株主が求めているのは、具体的な金額を含めた積極的に「合理的である」ことの証明であるはずです。

そして、第三に、この数年は低いPBRの安値放置の状態であったものの、元々、同社の株式は数年に一度暴騰する所謂仕手株といえることが挙げられます。過去の暴騰の再来を期待する株主が多く存在しているのであれば、MBOをきっかけとした高騰相場入りも不思議ではありません。

これらに対して、十分な対応が予めなされていれば、混乱が発生しなかった可能性は高いと思われます。

スティール・パートナーズによる対抗提案

TOB価格を超えて推移していた株価は、3月9日になって、終値724円とTOB価格内に収まってきました。3月19日に迎えるTOB期間の最終日に向けて、このまま不成立に終わって株価が大幅に下落することが恐れられたのでしょう。

ところが、スティール・パートナーがTOB価格を900円とする法的拘束力のない対抗提案をしていることが、3月13日に明らかになりました。3月4日付でスティールの提案を受けた三光産業は、当該提案に関連して、改めて特別委員会に諮問します。それを受けた特別委員会は、MBOに対する賛同は維持するも、TOBへの応募については推奨を取り消して、中立の立場をとるべきである旨の答申を3月12日に提出しました。

スティール・パートナーズの提案により、本件MBOは新たな局面を迎えることとなりました。今後の展開から目が離せません。

<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

Web site: <https://benediconsulting.jp>