

キャピタル・アイ特別企画

じげん (3679)

新株予約権で株価にコミット、株主視点を重視

不動産や求人などの検索一括サイトを運営するじげんが、「株価・トリプル 25」達成条件型新株予約権証券を発行した。割当先は野村証券。行使価格修正条項付きで、全予約権が行使された場合の総額はおおよそ 100 億円となる。業績目標を達成した場合にのみ資金を調達できる仕組み。資金使途は成長の柱である M&A に限定する。「業績と株価をリンクさせるとともに資金調達の透明性を高め、既存株主に誠意を示す」（経営戦略部）狙いがある。

	第4回	第5回	第6回
新株予約権の発行方法	第三者割当により野村証券に割当		
手取概算額	10,250百万円		
調達予定金額	1,328百万円以上	2,599百万円以上	6,329百万円以上
発行株数 (株)	1,200,000	1,850,000	1,850,000
新株予約権期間	約3年5か月		
発行価額合計	28百万円		
当初行使価額	1,215円	1,400円	3,420円
下限行使価額	1,093円	1,400円	3,420円
対発行済み株式数	2.32%	3.58%	3.58%
合計潜在希薄化率	9.48%		

■業績トリガーと信託スキームは本邦初

新株予約権は第 4～6 回の 3 本立て。5 日に発行を決議し、22 日に払い込みを完了した。行使請求期間は 7 月 25 日から 2019 年 12 月 30 日までの 3 年 5 ヶ月。全額行使時の発行株数は 490 万株となり、発行済み株式に対して 9.48%の希薄化が発生する。

スキームの特徴は大きく 2 つある。1 つ目は「株価・業績トリガー」。同社が 5 月に発表した中期経営計画（2017～2021 年度）で掲げる営業利益率と営業利益の年間成長率、ROE の 3 項目が全て 25% を超える「トリプル 25」の達成と、株価が各回号の下限行使価格を上回っていることを行使の条件とする。株価が業績に連動して上昇するという想定のもと、「株主との約束を果たせなければ資金を調達しない」（経営戦略部）方針とした。

「トリプル25」の達成

■高収益・高効率体質を維持しながら、収益増進型のビジネスモデルを活かした継続的に高い利益成長率を目指す。

営業利益率25%以上

営業利益年率成長率25%以上

ROE25%以上

2 つ目は、資金使途の確実性を担保するための「信託スキーム」。予約権の行使で受領した代金は一旦、りそな銀行の信託口座で保管される。原則として、発行体が M&A 資金であることを証明しなければ、受託者であるりそな銀は払い戻しをしないため、チェック機能の役割を果たすことになる。「資金使途が変わるファイナンスが多いことを以前から問題視していた。健全さに欠けるうえ、市場でも評価されない」（経営戦略部）としている。

業績トリガーと信託スキームはいずれも国内初の試み。野村は「トリガー条項は応用範囲が広い。中計はもちろん、M&A や海外投資の成果など、株主の方を向いたトリガー設定であれば積極的に取り組みたい」（エクイティ・プロダクト・ソリューション部）と話している。

■既存株主と同じベクトルで

トリプル 25 の達成により、中期経営計画の最終年度の売上高は 150 億円、営業利益は 50 億円と、いずれも 2016 年 3 月期の 3 倍となる見込み。財務面では ROE25%以上（2016 年 3 月期は 28.1%）のほか、自己資本比率 40%以上（同 41.2%）とのれん対純資産倍率 1.0 倍以下（同 0.84 倍）を目標に置く。いずれも既に達成している数値だが、企業規模の拡大に伴い、のれんの厚みが増していることを念頭に置いた。

(百万円)	FY2016/3 実績	FY2017/3 計画	FY2018/3 計画	FY2019/3 計画	FY2020/3 計画	FY2021/3 計画	FY2016/3 対 FY2021/3
売上高	5,031	6,600	8,300	10,200	12,300	15,000	9,969
前年比	62.0%	31.2%	25.8%	22.9%	20.6%	22.0%	--
求人領域	3,679	4,600	5,600	6,800	8,200	9,000	5,321
不動産領域	963	1,600	2,100	2,600	3,000	4,500	3,537
生活領域	388	400	600	800	1,100	1,500	1,112
営業利益	1,609	2,050	2,600	3,200	4,000	5,000	3,391
営業利益率	32.0%	31.1%	31.3%	31.4%	32.5%	33.3%	-
前年比	33%	27%	25%	25%	25%	25%	-
経常利益	1,603	2,038	2,600	3,200	4,000	5,000	3,397
当期純利益	899	1,150	1,500	1,800	2,300	2,800	1,901
EPS (円)	17.4	22.1	28.2	33.9	43.3	52.7	35.3
ROE	28.1%	27.3%	27.1%	25.7%	26.6%	26.2%	-

発行体の成長を牽引するのは M&A。過去 2 年で約 40 億円を投じて、リジョブを始め 7 社を買収した。業績拡大に向けて M&A を進めながら強固な財務基盤を構築するため、中計の発表後に純資産の充足を伴うエクイティ性資金の調達を検討に着手した。

既存株主への配慮と資金使途の透明性を軸に、株主の視点に立った資金調達方法を模索するなかで、発行決議日より高い株価で新株を発行する「株価にコミットしたハイアップ型に辿り着いた」（経営戦略部）という。発行形式は、柔軟性のある商品設計が可能な新株予約権を選択した。業績の達成を要件とする第三者割当型の資金調達は前例がないが、ストックオプションの論理を応用。「手間のかかるスキームにもかかわらず、最も前向きに対応してくれた」（同）という野村を割当先に指名した。

金額 100 億円と希薄化率 10%未満をベースに商品を開発。区切りの良さに加え、「珍しい手法とシンボリックな額を示すことで、市場の注目が集まり、アナウンスメント効果が期待できる」（経営戦略部）という意図もあった。IT 業界では、事業を継続しても利益の上昇が期待できないと見切りを付けた経営者が会社の売却に動く事例が多いという。IT 企業の M&A バイヤーとしての認知度が高まれば、持ち込み案件が増える公算が大きい。

資金調達の確実性の面で、新株予約権は公募増資や CB に劣るが、トリプル 25 が未達の場合は M&A 投資が思うほど実現していない可能性が高く、資金ニーズも低下する。また、公募増資はまとまった額を一度に調達するため、M&A 資金が都度発生する発行体のニーズに合わない。さらに、目下のところ具体的な買収案件がないため、資金使途は M&A の待機資金という位置付けとなり、明瞭な使い道を示す必要がある昨今の公募型ファイナンスには適さない。「M&A が進まなかった場合、既存株主は希薄化で不利益を被るだけ。だが、株価と業績の達成を条件に段階的に行使が進めば、株主は M&A 資金が業績に貢献したことを見届けることができる。利益成長に支えられた希薄化であれば、次の行使も理解を得られやすい」（経営戦略部）としている。

■ハイアップ型で株価 3 倍をターゲット

各回の行使価格は、それぞれの役割に応じた水準に設定している。第 4 回の当初行使価格は発行決議日の終値（1215 円）で、当初行使価格の 90%（1093 円）を下限とした。第 5 回の当初行使価格は対発行決議日終値 15%高の 1400 円、第 6 回は同 181%高の 3420 円で、いずれも当初行使価格を下限とす

る。第4回は資金調達の蓋然性を高めるために直近の株価と同等にする一方、第5・6回は株価が上昇した段階で行使できる仕組みとした。

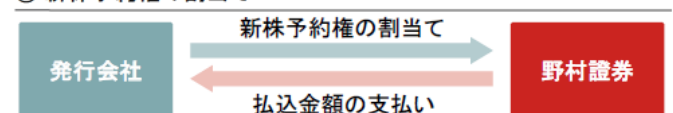
下限行使価格ベースの調達額は、第4回が約13億2800万円、第5回が約25億9900万円、第6回が約63億2900万円、合計約102億5600万円となる。当然ながら、株価が上昇すれば資金調達額は増加する。過去のM&Aの投資額が年間20億円程度だったことから、第4・5回の調達合計をおよそ40億円とした。2016年3月期はトリプル25を達成しているうえ、発行決議後の株価は一貫して第4回の下限行使価格である1093円を上回っているため、第4回は行使可能な状態にある。

第5回と第6回の当初行使価格は、発行決議日前約1ヵ月間の終値平均（約1100円）と中期経営計画の営業利益予想の伸び率から算出した。第5回の基準となった2017年3月期の営業利益予想は20億円で、2016年3月期実績（16億円）に対して26%増、第6回は中期経営計画の最終年度である2021年3月期を基準とし、営業利益予想は同211%増の50億円となっている。

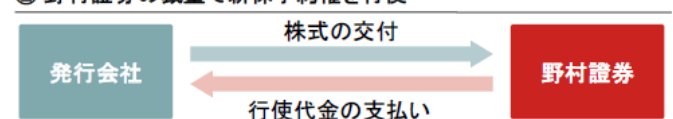
行使価格は各行使請求日の前営業日終値の90%に都度修正する。言い換えれば、野村は時価を1割下回る価格で株式の交付を受ける。ただし、修正後の行使価格が下限行使価格を下回る場合は、下限行使価格を修正後の行使価格とする。ディスカウント率については、公募増資の平均的な引受手数料率や割引率を参考に設定した。野村は「交付された株式を株価と市場動向などを勘案しながら適時適切に売却する」（エクイティ・プロダクト・ソリューション部）としている。

野村は株価が下限行使価格を上回っていれば任意で行使するが、行使の確度を高めるため、発行体は株価が下限行使価格の110%以上であれば、行使指定条項により行使を促すことができる。他方、トリプル25が未達となった場合は停止指定条項を発動して、行使を停止するよう指示する。停止指定条項は株価の急騰時に行使をコントロールし、ROEの低下を防ぐ役割もある。株価が5営業日連続して決議日終値の70%（851円）を下回った場合は、野村は残存する新株予約権の取得を請求できるプットオプションを持つ。

① 新株予約権の割当て



② 野村証券の裁量で新株予約権を行使



※ 発行会社のオプション（行使のコントロールが可能）

行使指定：一定の条件に従って、行使すべき数量を指定
停止指定：行使出来ない期間を指定

一定期間内で複数の行使価格を設定した新株予約権の先行例としては、ドイツ銀行が考案したターゲット・イシュー・プログラム（TIP）がある。TIPは行使価格の固定型と修正型の2パターンあり、前者は株価が行使価格を上回れば差額は割当先の利益となる。後者では行使価格の下限が発行決議日の終値より低く設定されることが多いうえ、株価次第で下方修正されるため、当初行使価格の高いハイアップ型でも、調達額が想定を下回る可能性がある。これに対して、今回のスキームは株価の上昇に伴い調達額のアップサイドが見込める。「第5・6回は当初行使価格を下限としているため、それより上方にのみ修正される点が異なる」（エクイティ・プロダクト・ソリューション部）という。

図表等の出典：じげんプレスリリース/野村証券資料（2016年7月）

[キャピタルアイ・ニュース 池部 渚]