

ベル投資環境レポート

ライツ・オフリングによる資金調達 ～成功したADワークスの正攻法～

2017年11月25日

鈴木行生

要約

ADワークス(コード3250)は、2017年9月、3回目のライツ・オフリングに成功した。38億円のファイナンスを活かして、今後、収益不動産残高300億円が可能となろう。今回のライツ・オフリングは画期的であった。既存の株主が不利にならないように、ディスカウントによるオフリングはやらなかった。ディスカウントがなければ、ファイナンスに応じる投資家が減って上手くいかないのではないか、という見方を打破した。その内容について議論したい。

3回目の画期的なライツ・オフリングに成功

ADWのライツ・オフリングの1回目(2013年3月期)は5億円のファイナンスで、収益不動産の残高を50億円へ拡大した。2回目(2014年3月期)は22億円のファイナンスで、残高を100億円へ増やした。今回の3回目(2018年3月期)は38億円のファイナンスに成功し、残高300億円が可能となろう。

今回のライツ・オフリングは画期的であった。既存の株主が不利にならないように、ディスカウントによるオフリングはやらなかった。公開前日の株価をそのまま権利行使価額とした。ディスカウントをすると、論理的に平均株価は下がるので、株価が下がることを見越して、売りが出る。これによって、株価がさらに下がるという弊害があるので、これを避けた。一方で、ディスカウントがなければ、ファイナンスに応じる投資家が減って上手くいかないのではないか、という見方も有力であった。それを打破した。

ライツ・オフリングは、エクイティファイナンスである。当然、その資金を使ってどんな価値創造を行うか、というストーリーのよさと実現の蓋然性(確からしさ)が問われる。その本道を避けて、ライツ・オフリングはディープディスカウントにすれば、安易に資金が集められるという風潮もあった。これに正論をぶつけたのである。

権利行使が45%であった。時価総額87億円(ファイナンス公表時)の企業が、38億円と

いう金額を集める公募増資は通常ありえない。公募の上限は時価の 20%以内というのが一般的な見方である。

当然株数が増えるので、目先の EPS が減少する。そこで、ファイナンス資金を活用していかにビジネスを拡大し、収益性を高めるかが問われる。経常利益を 20 億円以上に伸ばすことができれば、何ら問題はない。

ライツ・オフリングの結果

(億円、%)

	時期	タイプ	調達金額	権利行使比率
第1回	2012.10 公表	ノンコミットメント型	5	92.8
第2回	2013.10 公表	コミットメント型	22	100
第3回	2017.4 公表	ノンコミットメント・ ノンディスカウント型	38	44.7

ライツ・オフリング～業界で 2 番目、新興企業で初

当社は新しいファイナンスに取り組んできた。2012 年の 1 回目のファイナンスはノンコミットメント型ライツ・オフリングであった。目的は、①前回の中期 3 年計画実現に向けたファイナンス、②収益不動産の取得原資に充当、③株主数、株式数を増やして、株式の流動性を高める、という点にあった。

ライツ・オフリングは、①既存株主に対して平等で、希薄化がさけられる、②時価総額に対して、大きなファイナンスができる、③新株予約権を上場するので新規の投資家も参加できる、という良さがある。

このライツ・オフリングで、ノンコミットメント型の上場型新株予約権の無償割当てを実施した。これは、証券会社が権利行使金額の引き受けについて、コミット(約束)しないタイプである。2012 年 11 月 19 日から 12 月 14 日を権利行使期間し、1:1 のライツ・オフリングを実行した。権利行使比率は 92.8%と高かった。増資による株主利益の希薄化を回避または低減するには、この手法が優れている。

ノンコミットメント型を選んだ理由は、権利行使が進まない時のことを考慮したためである。ライツ・オフリングは、全株主に平等な機会を与え、権利行使しない株主には新株予約権を市場で売却することを可能にする。ただ、証券会社のコミットメントがないので、失権分の新株予約権の総額引き受けがボトルネックであった。当社は買収防衛策を入れている。持株が 20%を超える時はその保有目的や事業計画を出してもらい、株主総会にかける。事前警告型の防衛策である。

コミットメント型の場合、権利行使がなされなかった場合、証券会社が引き受ける。その本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

証券会社がどこかに株式を売却すると意図せざる大株主が登場して面倒なことにもなりかねない。それで、ノンコミットメント型を選択したのである。

当時時価総額 10 億円の会社が成長に必要な 5 億円のファイナンスに成功し、その後、分割による流動性の向上と、株式市場のフォローの流れもあり、時価総額は大きく上昇した。

5 億円の自己資本があれば、銀行から 25 億円は借りられるので、30 億円のビジネス拡大ができる。案件は十分作れるので事業拡大に活かすことができた。

2013 年の 2 回目のファイナンスはコミットメント型ライツ・オフアリング

2013 年 12 月に、ライツ・オフアリングの第 2 弾を実施した。手取りで 20.6 億円をファイナンスできたので、その活用によって事業の拡大を目指した。このファイナンス資金を活用して 92 億円の新規取得を進め、さらに残高を積み上げた。

コミットメント型にすることにより、ファイナンスの総額を確定できる。そのためにコストもかかるが、公募増資並みの審査を通して信頼性が向上する、という点も考慮した。

コミットメント型ライツ・オフアリングは、①全ての株主に新株予約権の無償割り当てを行い、②その新株予約権が上場され市場で売買出来る。③権利行使を望まない既存株主は市場でその予約権を売却できる。④権利行使されなかった新株予約権の行使を証券会社がコミットするので、発行会社は当初予定の資金が確実に調達できる。

ライツ・オフアリングの内容は、1:1 で既存株主に新株予約権を付与した。行使価格は 20 円、110 百万株が割り当てられたので、総額は 22.2 億円となる。発行諸費用が 1.6 億円ほどかかるので、当社の手取りは 20.6 億円となった。

新株予約権は 2013 年 12 月 2 日を権利行使日にし、12 月 9 日まで上場された。田中社長は 20%の株式を所有していたが、22.4 百万個の新株予約権については全て権利を行使した。ファイナンスの反応はよく、ファイナンスの権利行使割合は 100%であった。これによって、2014 年 3 月末の発行済株式数は 223 百万株（うち自己株式 1.4 百万株）となった。

ライツ・オフアリング（新株予約権付無償割当増資）～株主平等を重視

2017 年 4 月にノンコミットメント型のライツ・オフアリングの実施を公表した。中長期の成長資金の調達を目的としたファイナンスである。

ライツ・オフアリングとは、新株予約権という権利（ライツ）を株主に無償割当で提供（オフアリング）し、その権利行使（行使価額）で払い込まれる資金でお金を集める手法である。この新株予約権は東証に上場され、自由に売買されるので、権利を割り当てられた株主は、権利を行使してお金を払い込みたいと思わなければ、その権利を市場で売却できる。

つまり、会社は今後の成長のための元手となる資金を、株主に平等に出してくれとお願いする。その成長投資で株主が中長期的に儲かると思えば、追加の投資に応じることになるろう。

それが納得できなかつたり、自分の資金の都合が合わなかつたりする場合は、自分に割り当

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

てられた権利は使わずに、市場で誰か別の人に売って、キャッシュ化することもできる。

儲けの機会を手離すのだから、一定の金額で売れる公算はある。新株予約権に値段がついて、売買できることになる。市場なので、売りたい人と買いたい人の折り合いがつかなければ、売買としての価格は成立しない。人気があれば高くなり、人気がなければ安くなる。安ければ売ることよりも、権利を行使して、もう1株手にいれた方がよいかもしれない。

ライツ・オフリングは、既存の株主に平等に投資の機会を提供する。誰か他の投資家が入ってきて、自分の持分が減ってしまうということにはならない。例えば、時価発行増資で、株式が30%増えたら、翌期の一株当たり利益は単純にみれば23%減ってしまう。それだけ既存株主の持分が減少する。ひいては、EPSが減るのだから、PER(株価収益率)が同じとすれば株は下がり、BPS(一株当たり純資産)も同じとすれば、ROEも下がってしまう。

そうならないためには、このファイナンスによってEPSが短期的には減ったとしても、投資が活きてくるにつれて、将来のEPSが大きく増えてくることが期待される。EPSの拡大、つまり利益成長が見込まれるなら、EPSの増加とともにPERも切り上がってくる。当然、ROEも高まってくる。PBR=ROE×PERであるから、PBR(株価純資産倍率)も上がってこよう。

ROEを上げるには、売上高利益率を高め、資産の回転率を上げる必要がある。PERを上げるには、EPSの成長率を高める必要があるので、成長機会を実現させることがカギとなる。PBRは、BPSが簿価上の純資産であるから、今回の投資によって、新しいBM(ビジネスモデル)の無形資産(人的資産、知的資産、組織資産など)がどれだけ高まってくるかを示す。

ノンコミットメント型～権利行使は株主次第

今回のライツ・オフリングは、ノンコミットメント型で、しかも行使価格ノンディスカウント型であった。ノンコミットメントというのは、権利行使が確実に約束されないことを意味する。逆に、コミットメント型というのは、権利行使が確実にコミット(約束)されたタイプで、もし権利行使がなされなければ、最後は引受証券会社がそれを実行する。つまり、行使がすべて確実に実行されるので、資金調達が目途がたちやすい。

一方で、引受証券会社は引受リスクを下げたいので、ディスカウント比率を大きくする。また、ディスカウントされた行使価格をベースに特定の投資家に大量に売却されるのであれば、大株主の変化にも結びつく。ノンコミットメント型は、引受をコミット(約束)しないので、権利行使がなされない可能性があり、目的とするファイナンス額に届かないことがある。一方で、ディスカウント率が少なく済むというメリットがある。

権利行使ノンディスカウント型～株価下落の可能性を排除

今回のファイナンスは、行使価格ノンディスカウント型なので、株価に対して、行使価格のディスカウントをしない。ここが全く新しい。新株予約権の市場価格の理論値は、〈普通株式の時価－新株予約権の行使価額〉であるから、ディスカウントによる株価下落の可能性

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

は排除されることになる。

一方で、株価が行使価額以下で推移すると、権利行使が進まず想定した資金調達ができないことになる。それでもADWはあるべき姿を求めて、株主、投資家にファイナンスを求めていくことにした。

権利行使価額は39円

6月29日の株主総会で承認を得て、7月12日の株主に対して1:1の割合で新株予約権を無償割当した。4月25日の取締役会で今回のファイナンスを決議したが、その前日の株価39円が行使価額であった。但し、株主総会の前日の株価が39円より下がった場合は、その前日の株価を行使価額としていたが、その必要はなかった。

総会では39円の行使価額が決まった。新株予約権の総数は約223百万個である。39円×223百万個＝約87億円に相当する。権利行使の期間は7月13日～9月12日の2カ月間であった。

この期間でどのくらいの権利行使比率となるか。100%なら発行費用(1.6億円)を差し引いて、85億円の調達となる。50%なら発行費用(1.2億円)を差し引いて、42億円の調達となる。もし、株価が39円より下の水準で推移するならば、権利行使は0%となって、資金調達もゼロとなる。結果は45%の行使比率、38億円の調達であった。

ファイナンス資金の活用～投資対象を事前に明示

今回のファイナンスの目的は2つあった。1つは、収益不動産残高の戦略的拡充で、コア事業の基盤を強化する。もう1つは、不動産テック関連への投資を推進し、不動産特定共同事業法を活用した新しい不動産流通マーケットのプラットフォームを創っていく。

事前に想定した行使比率50%のケースでは、42億円のファイナンスのうち、40億円を収益不動産の残高拡充へ、2億円を不動産テックに使う。40億円の自己資金が用意できると、79億円の銀行借入が可能となる。合計で119億円の新規不動産取得が見込める。この収益不動産をバリューアップして、その売却益を逐次実現していく。2年で1回転とすると、年間60億円の売却で、そこでの利益(税引ベース)も1.0～2.0億円が想定できる。全体でROEは7～10%となるので、投資家の期待に応えることができる。

権利行使比率が焦点であった

今回のファイナンスでは、どのくらいの権利行使比率になるかが最も注目された。1回目は92.8%、2回目は100%であったが、今回はファイナンスの公平性、平等性を考慮して、ノンコミットメント型、日本初の行使価額ノンディスカウント型を選択した。最大の大株主である田中社長(持株比率19.7%)は手持ち資金から数千万円分は権利行使を行うが、それは全行使可能額の一部にすぎない。持株比率は下がってよいという考え方を示した。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

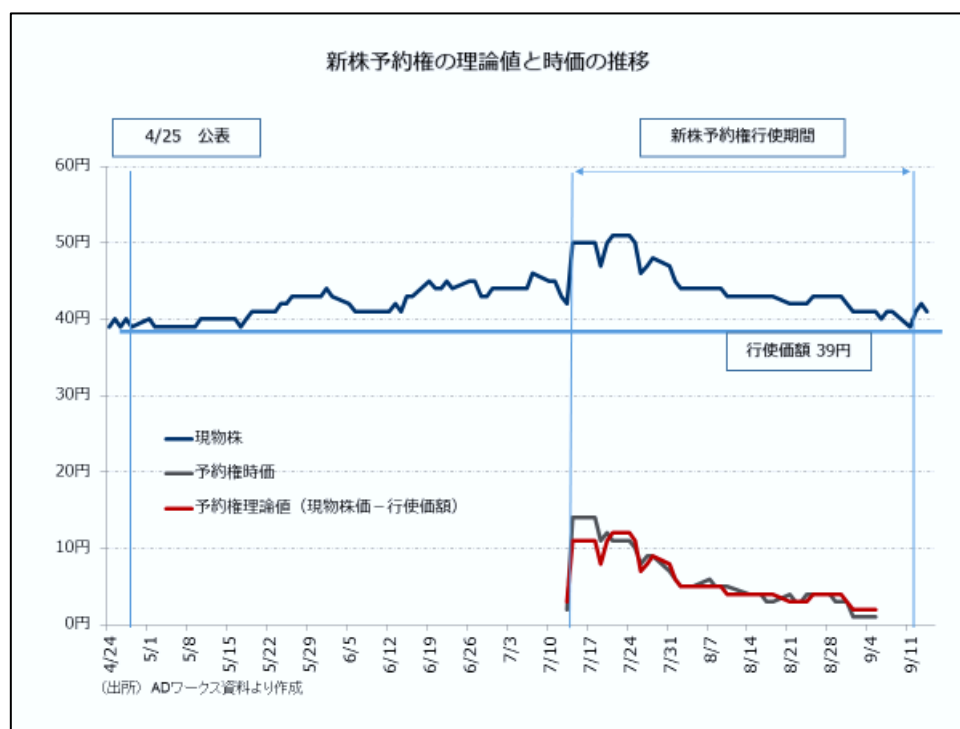
会社サイドとしては、1) 日本企業として先行し、収益性の高い米国収益不動産ビジネスの拡大、2) フローの回転よりもストックを重視した収益不動産残高の積み上げを重視している。これによって、収益の安定化が進むので、事業基盤は強化される。

また、不動産テックでは、不動産関連の小口化投資商品の流通プラットフォームを本格稼働させる。子会社スマートマネー・インベストメントを軸に地位の確立を目指している。

感謝配当の配当利回りがサポート

2017年3月末の株主は1.2万人強であった。100株で3900円、1000株で3.9万円、1万株で39万円の払い込みとなる。1万株以下の株主数が全体の8割を占めた。多くの少数株主にとって、投資可能な金額の範囲ではあったろう。前2017年3月期の配当は年間0.55円である。1000株として550円、3.9万円に対しては1.4%の配当利回りである。

これに対して、2017年9月末の中間配当で、1.65円の感謝配当を行うと事前に表明した。株主として3回のライツ・オフリングに協力し、会社を応援してくれたことに対する株主還元である。それを感謝配当と名付けた。いわゆる株主優待ではなく、全株主に対する平等の株主還元である。1.65円は権利行使価額39円に対して4.2%の配当利回りに相当する。この配当利回りは高いので、権利行使する価値はあった。



投資家はどう動いたか～株主は大幅に増加

株主は、3月末の株主1.2万人が9月末に1.8万人に増えた。増えた6000人は概ね新規

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

の株主であろう。既存株主のうちどのくらいが権利行使を行ったか、6割近くは全部行使か一部行使を行ったようである。1.8万人の株主のうち、3分の1が新規、3分の2が既存株主である。

では、現株ではなく、ライツ（新株予約権）を買って、それを権利行使して株式に変えた人はどのくらいいたのか。これははっきりしないが、ライツの価額は権利行使期間（7/13～9/12）の間に1円～14円（終値ベース）で動いた。この時の現株は39円～51円で動いたので、現株よりも割高に買った人で、ライツの権利行使をした投資家もいたとみられる。

理論値は、株価＝39円＋予約権価額 となるはずであるが、それが一致していない取引日も多い。現物株と予約権価額の間には絶えずアービトラージ（裁定）が働く。例えば1円で購入し、権利行使した人は39円を支払ったので、現株を40円で購入したことになる。

出来高は現株よりもライツの方が多くも多かった。1～14円で投資できる株はほとんどないから、トレーディングに興味にある投資家にとっては、投資妙味があったともいえよう。

ファイナンス資金の実際の使途

38億円のファイナンスの資金使途は、コア事業に36億円（米国5：国内長期4：国内短期1）、不動産テックに2億円を予定している。

米国に5割の18億円を投じるということは、30～40億円の収益不動産をロサンゼルスで販入できる。国内での長期投資15億円では、長期に保有して、賃料を稼ぐ物件50～60億円が購入可能である。1件20～30億円は当社にとって大型の物件であるが、2棟は購入できる。短中期の物件には15～20億円を投資して、6～12カ月程度で回転していこう。

この資金を使えば、100～120億円の収益不動産の積み上げができることになろう。については、2019年3月期中期計画で、目標とする収益不動産の残高300億円（米国50億円、国内短中期120億円、国内長期105億円）について、ファイナンス上の目途は立った。後は、いかに内容のよい仕入れができるかがポイントである。大型の物件への長期投資もけんとうしている。その意義は、安定した賃料を稼いで、次に備えることにある。

2億円は不動産テックに活用する、子会社のスマートマネー・インベストメントは、小口不動産商品のプラットフォーム事業を具体化するが、それ以外にベンチャー企業への投資も視野においている。

財務体質の強化とレバレッジの活用

バランスシートでは、現預金が2017年3月末の44億円から9月末には90億円に増えている。+46億円で38億円はライツ・オファリングによるものである。あとは収益不動産の販売が仕入れよりも先行した分が入っている。

この90億円で50億円を使えば、130億円の収益不動産は十分買えるので、残高の積み上げ300億円は可能となる。それでも現預金を40億円持つことができる。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

今後の配当政策

今後の配当はどうか。2016年3月期の0.35円に対して、2017年3月期は130周年の記念配当0.20円を加えて、0.55円とした。2018年3月期は、中間で過去3回のライツ・オフリングに対する感謝配当1.65円が付いた。期末は従来ベースの0.35円と考えるのが妥当であろう。よって、今期は計2.0円の配当を予想する。

来2019年3月期は、平常ペースに戻すという点では、2017年3月期の0.55円にするのが妥当であろう。感謝配当は特別なものであったので、従来ベースに戻すという考え方である。

高く評価

今回のファイナンスは高く評価できよう。1つは時価総額の45%の権利行使が得られ、会社が必要とする資金が集められた。2つ目は、株価が下落せず、一定水準をキープした。ファイナンスの意義と中身がネガティブにとられることはなかったといえる。3つ目には、9月末に1.6円の記念配当がついたが、配当取り後の株価も落ちずにキープした。これは、当社の次の展開を期待しているという表れとみることができよう。

今回のファイナンスは、時価総額に対して大きな金額(比率)のファイナンスをやりたい企業にとって、正攻法で実践することが大事であるとわかった。1)ファイナンスでどんな企業価値づくりをするのか、ストーリーを明確にする。2)既存株主を大事にして、投資家間で有利不利の歪が出ないように設計する。3)それらを前提にするとライツ・オフリングは有効に機能する。4)結果として株主づくりに大いに役立つ、という評価ができよう。