

PIPES Newsletter

Private Investment in Public Equities ～ 第三者割当型エクイティファイナンス

今村公認会計士事務所

代表 今村 吉宏

調査部 今村 彰利

2025 年 6 月の案件サマリー

弊事務所の集計によると、2025 年 6 月の案件総額は約 1 兆 1,040 億円（単月 15 件）、

2025 年 1 月～6 月の累計総額は約 1 兆 5,400 億円（半年累計 106 件）となった。

2024 年 1 月～12 月の暦年累計が約 6,000 億円（年間累計 201 件）だから、件数は同じペースだが、金額は 5 倍の規模である。

これまでの第三者割当は、小さい会社が小さくファイナンスを実行するという小粒なイメージがあったが、最近は以下の傾向が見られる。

- ① 時価総額の大きい会社が、公募でなく第三者割当を選択（メタプラネット他）
- ② 資本業務提携や資本再編に便利なツールとして選択（日野自動車/トヨタ他）

このペースで行くと、2025 年は年間 3 億円に達する勢いであり、過去最大の規模となるのではないかと。2006 年のリーマンショック前の MSCB ブームの時ですら、年間 1 億 5,000 万円程度だったと記憶する。MSCB ブームは完全終わってしまったが、第二次 PIPES（第三者割当）ブームの到来かもしれない。

理由は、いくつか考えられる。

- ① 空前の株高（日経平均 40,000 円台）
- ② 第三者割当の使い勝手の良さ（安価で迅速に発行が可能）
- ③ 公募離れ（②と逆の理由）
- ④ 資本業務提携・資本再編の活発化
- ⑤ 東証グロース企業の時価総額向上意識（なんとか 40 億円/100 億円達成したい）
- ⑥ プロ市場（東京、福岡）企業の調達増加

6 月は、以下のような案件が見受けられた。

- **資本業務提携・資本再編** ⇒ 日野自動車/トヨタ、IG ポート/サンリオ
- **東京プロ市場** ⇒ AlbaLink

- 役職員向け ⇒ AlbaLink、モンスターラボ
- DES/現物出資 ⇒ ANAP ホールディングス
- 金融投資系 ⇒ EVO FUND、シンプレックス、アジア投資、CVI Investments

ビットコイン価格の高騰は、JP モルガン・チェースのジェイミーダイモン CEO が発言したように「チューリップ・バブル」（17 世紀のオランダでチューリップの球根価格が異常に高騰）ではないのだろうか。メタプラネットの 7,600 億円超の MS ワラントは、まぎれもなく **史上最大規模（希薄化 100%超）** の MS ワラントであり、「株券を発行して、ビットコインを買う」という時流に乗ったファイナンスであるのには間違いはない。AI フュージョン（今年 3/28 発行決議）、リミックスポイント（今年 5/19 発行決議）、ANAP ホールディングス（今月発行決議）などの後続案件も出てきている。

ただ、ビットコイン価格や株価が右肩上がりの時は良いが、バブルが崩壊したり、価格が一巡して下落した際に保有しているであろう最終投資家が被る損失（ババヌキ・リスク）が心配されるところではある。

No	発行決議日	発行企業	コード	調達予定金額	割当先	手法	騰落率
92	6/6/2025	メタプラネット	3350	767,377,700,000	EVO FUND	MSワラント	21.1%
93	6/9/2025	AlbaLink(TPM)	5537	56,600,500	個人20名（同社役職員）	新株	0.0%
94	6/9/2025	ANAPホールディングス	3189	22,454,215,200	ネットプライス、QL、AEGIS他	新株+DES+MSワラント	19.0%
95	6/10/2025	日野自動車	7205	200,000,000,256	トヨタ	新株+A種株式	-20.2%
96	6/13/2025	モンスターラボ	5255	70,000,000	個人4名（同社役職員）	新株	83.6%
97	6/13/2025	グリーンエナジー	1436	1,214,001,800	シンプレックス	CB+固定ワラント	-1.7%
98	6/13/2025	DLE	3686	282,289,728	アジア投資	新株+固定ワラント	4.0%
99	6/17/2025	IGポート	3791	1,625,925,000	サンリオ	新株	15.8%
100	6/20/2025	ASIAN STAR	8946	572,736,000	Pentagram fund+個人2名	固定ワラント	0.0%
101	6/24/2025	3Dマトリックス	7777	1,103,184,000	CVI Investments	CB（リセット付）	-18.0%
102	6/26/2025	ジャパンディスプレイ	6740	95,601,110,000	Ichigo Trust	固定ワラント	11.1%
103	6/26/2025	ライトワークス	4267	3,529,852,800	LWLホールディングス	A種株式	-0.1%
104	6/26/2025	メディカルネット	3645	155,116,800	ヨシダ	新株	1.7%
105	6/27/2025	マーチャントバンクーズ	3121	3,999,981,848	HK Sunlight House	新株+固定ワラント	1.7%
106	6/31/2025	コンヴァノ	6574	6,018,600,000	ディメンショナル	MSワラント	0.7%
6月調達予定額				1,104,061,313,932	騰落率は発表時株価と月末株価を比較		
1月～6月調達予定額				1,537,215,262,582			

6月のMVPディール

以下のように珍しい仕組みの組み合わせという理由で、ANAP ホールディングス（東証スタンダード）の案件に決定した。また、「みんなで、なんとか再建しよう」というメッセージも好感されたのか、株価も急騰している。

- ビットコインで現物出資：現金ではなく、ビットコインで新株式払込に代用。
- デット・エクイティ・スワップ：通称、DES。貸付金で新株式払込に代用。
- 有利発行：適正価格 968 円のところ、有利価格 250 円で払込。

プレスリリース（2025年6月9日）より以下、抜粋

割当先		株数	発行 価額	調達額(千円)	手法
公正 発行	ネットプライス事業再生合同会社	3,615,700	968	3,499,997	現物出資（金銭債権）
	株式会社キャピタルタ イフーン	8,264,400	968	7,999,939	現物出資 （ビットコイン）
(小計)		11,880,100		11,499,936	
有利 発行	Q L 有限責任事業組合	10,000,000	250	2,500,000	現物出資（金銭債権）
	株式会社 Tiger Japan Investment	6,500,000	250	1,625,000	現物出資（金銭債権）
	合同会社 AEGIS	4,000,000	250	1,000,000	金銭出資
	(小計)	20,500,000		5,125,000	

ビットコインの現物出資の概要

現物出資の目的となる財産は、株式会社キャピタルタイフーン（以下「キャピタルタイフーン」といいます。）が保有する暗号通貨（ビットコイン）であり、上記の通り、現物出資の目的となる財産については、会社法上、原則として検査役若しくは弁護士、公認会計士又は税理士等による調査が義務付けられていることから（会社法第 207 条第 9 項第 4 号）、当社およびキャピタルタイフーンと一定程度独立した者として、当社と割当予定先と利害関係のない公認会計士山田幸平（合同会社 LR プラス（所在地：埼玉県東松山市あずま町 3 丁目 1 番地 141 代表社員 山田幸平））より現物出資等における財産の価格の証明書（証明書日付：2025 年 6 月 9 日 評価時点：2025 年 6 月 6 日）を受領しております。

なお、キャピタルタイフーンが有するビットコインの現物出資について、ビットコインの公正価値に関する評価額は当社およびキャピタルタイフーンと一定程度独立した者として、当社および割当予定先と利害関係のない株式会社赤坂国際会計（所在地：東京都港区元赤坂一丁目 1 番 8 号、代表取締役：山本 顕三）の評価の結果（算定書日付：2025 年 6 月 9 日 評価時点：2025 年 6 月 6 日、算定手法：マーケットアプローチ（市場価額法）、算定の具体的な内容：本第三者割当に係る取締役会決議日前日終値・1 ヶ月平均・3 ヶ月平均・6 ヶ月平均を踏まえて算定、評価額：

13,522,134～15,196,928 円）を参照し、当社とキャピタルタイフーンとの交渉の結果、株式会社赤坂国際会計が評価したビットコイン評価額のレンジ内の単価に基づき算出された金額（15,196,928 円）を 10% ディスカウントされた価額（1 btc：13,677,235 円 総額 7,999,939,200 円）に定めております。ここで、ビットコインの現物出資による払込においては、現物出資の価額が確定される取締役会決議日から払込日までの間にビットコインの価格に下落が起きてしまった場合に、本第三者割当に係る取締役会決議日に想定していたよりも対円換算で減価したビットコインしか当社が払い込みを受けられず、当初現物出資財産として想定した出資に必要な円貨額を下回ってしまう懸念が存在します。このような事態を回避するため、過去のビットコインの 45 日間の価格変動情報を 2023 年 4 月 1 日から 2025 年 3 月 31 日までの過去 2 年間検証し、保守的に減価方向だけを切り出した平均下落率 10% を、ビットコインの現物出資の評価額へのディスカウント率として適用しております。取締役会決議日から払込の間にビットコインの価格が上昇した場合も、決議日に決定した条件に変更はございません。

現物出資財産について会社が定めた価額が相当であることについて弁護士等の証明がある場合（会社法 207 第 9 項第 4 号）には検査役又は専門家による調査は免除されるため、検査役又は専門家による調査は行いません。

いつも株式関連の評価をしている「赤坂国際会計」が、今回は現物出資資産であるビットコインの評価をしているのが興味深い。ボラティリティが高い資産のため、「平均下落率10%」を見積もってヘアカット（90%で評価）している。

一方で、割り当てられる新株式の発行価格は、968円と時価の100%であるので、「100%新株式と90%ビットコインとの交換」とも言える。個人的には、株式もボラティリティが高いので「90%新株式と90%ビットコインとの交換」でも良かった気がするが、そこは慎重かつ保守的に実行したのかもしれない。

DESは「新株式と金銭債権との交換」、株式交換（M&A）は「新株式と取得株式との交換」（今年5/28グッドコム社が活用）である。今後は払込資産の多様化も、さらなる第三者割当の活発化に寄与する事を期待したい。

一言NEWS

「SAAFホールディングス（東証グロース1447）か。経緯が記事と符合する」

出典：2025年6月26日 金融ファクシミリ新聞

白馬の騎士が乗っ取り＝会社の味方が一転

市場関係者によると、今年の定時株主総会でホワイトナイト（白馬の騎士）による会社乗っ取りと見られる事案が発生した。対象となったのは東証グロース市場上場の中堅企業で、株主総会終了後に取締役が刷新された。株主総会では会社議案がすべて可決されており、一見すると無難な結果だが、創業者の1人で株主でもある元社長によると「業績悪化の責任を追及されただけでなく、身に覚えのない内部告発や怪文書が出回り、ホワイトナイト側が示した案を会社議案として認めざるを得なかった」という。ホワイトナイトは本来、友好的な買収者として敵対的買収を防ぐ存在だが、市場関係者は「会社の味方として多くの株を持たせる分、裏切られれば対抗が難しい」と指摘。ホワイトナイトのリスクが表面化した格好で、選定する際には慎重に見極める必要があるそうだ。

社長は実質解任

この会社は合併会社で、以前の経営者が復帰を狙って株主提案を繰り返し実施していた。そこで創業者である社長（当時）は面識のあった東京都内の投資会社の代表に相談。ホワイトナイトとして支援することで同意を得たため、この投資会社が無限責任組合員を務めるファンドに増資を割り当てた。ところが、その後に会社業績が急速に悪化したことで投資会社は社長の責任を追及し、社長は代表権のない取締役に降格。さらには取締役退任も要求され、今回の株主総会を経て実質的に解任された。これにより、取締役会は投資会社に絡む人脈が占めることになった。業績悪化の責任追及という点では筋が通るが、市場関

係者は「クーデターを目的に怪文書まで出して創業者を精神的に追い込み、必要以上に責任を負わせて追放した形であり、ホワイトナイトの役割を明らかに逸脱している」と指摘している。[V]

プレスリリース（2022年8月15日）第三者割当増資より以下、抜粋

7. 募集後の大株主及び持株比率

募 集 前		募 集 後	
前 俊守	5.84%	FP 成長支援 F 号投資事業有限責任組合	9.15%
NEW ART INVESTMENT LIMITED (常任代理人：三田証券株式会社)	4.47%	前 俊守	5.24%
株式会社ホワイトストーン	3.71%	NEW ART INVESTMENT LIMITED (常任代理人：三田証券株式会社)	4.01%
a u カブコム証券株式会社	2.98%	株式会社ホワイトストーン	3.33%
株式会社NEW ART HOLDINGS	2.42%	a u カブコム証券株式会社	2.68%
株式会社UNS	1.79%	株式会社NEW ART HOLDINGS	2.18%
BNY GCM ACCOUNTS M NOM (常任代理人：株式会社三菱UFJ銀行)	1.79%	株式会社UNS	1.61%
大和ハウス工業株式会社	1.48%	BNY GCM ACCOUNTS M NOM (常任代理人：株式会社三菱UFJ銀行)	1.60%
恩田 饒	1.33%	大和ハウス工業株式会社	1.33%
IT Bookホールディングス社員持株会	1.09%	恩田 饒	1.20%

(2) 割当予定先を選定した理由

割当予定先である FP 成長支援 F 号投資事業有限責任組合は当社株式及びその他有価証券投資を目的として組成されたリミテッド・パートナーシップ (LPS) であります。無限責任組合員であるフレンドリー・パートナーズ株式会社は、これまで複数の上場会社への有価証券投資を目的として組成された LPS における無限責任組合員の経験を有しています。同社とは取引関係には無かったものの当社代表取締役社長の前俊守が同社の代表取締役社長古川勝博氏と長年懇意の間柄であったこともあり、2022 年 5 月下旬頃に当社グループが、今後の財務基盤の安定化、成長戦略を計画するうえで、今般の第三者割当増資の引受けを相談したところ、引受けの意向表明をいただきました。

お問い合わせ先

- 今村公認会計士事務所
- Phone: 090-1113-1281
- Mail: y_imamura@garden-grp.co.jp
- Home Page: <https://www.garden-grp.co.jp/>