

「第三者割当は今年も活況に」

今村公認会計士事務所

代表

今村吉宏 氏



略歴

監査法人トーマツで銀行監査に従事した後、シティバンク、AIGファイナンシャルプロダクツ、ドイツ証券を経て、外資系ファンドの役員等を歴任。30年近く金融業界に身を置き、現在もエクイティデリバティブ、第三者割当ビジネスに携わる。

——2025年のエクイティファイナンスは、第三者割当が非常に活発だった…。

今村 25年に実施された第三者割当の累計金額は約2兆5000億円と24年（約6000億円）の4倍以上に達し、かつてない活況となった。空前の「第三者割当ブーム」と言える。この要因としては、①公募から第三者割当へのシフト②東証の上場基準厳格化③M&A④資金使途の多様化⑤投資家の多様化——の5つが挙げられるだろう。

1つ目の「公募から第三者割当へのシフト」に関しては、公募に比した調達コストの安さに加え、迅速で容易に実施できる手軽さが背景にある。また第三者割当に対する認知度が向上してきたことも要因と言えるだろう。

2つ目の「東証の上場基準厳格化」は、時価総額が基準に満たない企業、特にグロース企業が、増資によって底上げする流れが鮮明となった。

——3つ目の「M&A」については、第三者割当とどのように関係するのか…。

今村 株式取得後の保有割合が3分の1を超える場合、TOBの実施を義務付けるルールが存在する。ところが第三者割当はこのルールの適用外となるため、対象会社の合意が得られていれば、M&Aをプレミアムなしの時価、かつ低コストで容易に実施することが可能になる。トヨタ自動車による日野自動車の子会社化が代表的だろう。それ以外にも、三菱UFJ銀行によるジャックスへの追加出資、伊藤忠商事によるセブン銀行の持ち分法適用会社化、NTTによるSBIホールディングスへの出資などがあった。米ファンドのタイヨウ・パシフィック・パートナーズは25年11月にスター精密をTOBで完全子会社化すると発表した。タイヨウは既に25年4月の段階で第三者割当増資を引き受けて約36%出資していた。TOBの3分の1ルールが適用されないことをうまく活用した案件と言えるだろう。持ち分法適用（20%）にまで達しない資本・業務提携など広義のM&Aにも活用され、時価総額が向上する案件も多かった。

——第三者割当で調達した資金をビットコイン購入に充てる企業も多かった…。

今村 それで4つ目の「資金使途の多様化」だ。25年はビットコイン購入目的の調達

が大ブームの様相を呈した。これは2つ目の要因である「東証の上場基準厳格化」とも関わってくるが、時価総額基準を満たすためには株価を上げる必要がある。ビットコインの購入を表明すると株価が急騰する傾向が強まったため、事業内容的には無縁の企業の間にも手軽な株価対策として普及した側面が大きい。ただ、ビットコイン購入による株高効果は足元で弱まっており、26年は資金使途の「新ネタ」を模索する必要がある。AIや宇宙事業、M&A待機資金などは引き続き有望な資金使途と考えられる。

――割当先となる投資家の顔ぶれは変化してきたように見える…。

今村 5つ目の要因として挙げた「投資家の多様化」はさらに進んでいる。事業投資家、金融投資家はそれぞれ増加しているうえ、その中間的な位置付けのハイブリッド投資家や、著名な個人投資家に割り当てる事例も出てきた。株式相場が好調に推移するなか、資金の出し手はますます広がりを見せている。

――MSCBの発行は減っている…。

今村 MSCBは市場からも発行体からも悪いイメージを根強く持たれている。転換株数が変動的な点が問題だ。MSCBは株価が下がるほど発行株数が増えてしまう。「デス・スパイラル・ボンド」と呼ばれる由縁だ。一方で、転換価額を固定した場合は、株価が上がらなると転換できない。発行体の経営に関与する事業投資家であれば株価を上げる努力を促すことから固定型CBでも問題ないかもしれないが、外部から応援する金融投資家にとっては投資しにくいかもしれない。

――スキームは多様化してきているのか…。

今村 第三者割当を実施する場合は、まず新株の発行を希望されることが多い。新株を割り当てる場合、発表前日の終値で発行価格が決定してしまうため、投資家にとってはリスクとなる。この点は、発行後の時価で行使できる新株予約権の方が投資家にとってリスクは小さい。しかしながら、新株予約権は株価水準によって想定通りに調達できないリスクがあり、短期の強制行使条項（例：コミットイシュー等）を付与したり、私募債を同時に発行することでカバーを図る動きもある。25年は1カ月という超短期の強制行使条項（コミット）等も出てきた。26年も新商品開発は進化すると見ている。

――金利が上昇するなか、そろそろクーポン付きCBの発行が増えてくるのでは…。

今村 26年も金利は上昇傾向にある。投資家としては、新株予約権の行使価額修正時のディスカウントで数%の利益を得られる。同時に私募債に付利すれば、クレジットコストも享受できる。25年は、ゼロクーポン債だけではなく、割引社債（ロングコリドー）や割引CB（ZUU）なども出てきた。26年は割引率や利率も拡大すると見ている。

――26年の見通しは…。

今村 東証の上場基準厳格化はMBOによる非公開化を招いているうえ、IPOはかなり減っている。上場維持基準クリアに向けた増資のニーズは高まっているが、公募が実施できるのは大企業に限られる。かつて第三者割当は経営の苦しい企業が最後の手段として実施する印象が持たれていたが、最近はそうしたイメージはなくなり、コストやスピード

面の優位性も認識されている。一方で、東証の基準が厳格化されたことで、地方取引所に上場する企業が増えると予想される。そうなると地方上場企業の調達ニーズが高まり、やはり第三者割当が有力な手段になると期待している。

M&Aのニーズも旺盛だ。対象企業を子会社化するだけでなく、状況によっては資本提携にとどめたいケースもあり、第三者割当は柔軟に活用できる。TOB規制の対象外であることから使い勝手も良い。26年も2～3兆円のマーケット規模になると予想している。[V]