

## CAPITAL MARKETS LEGAL UPDATE

## CONTENTS

- 1 コミットメント型ライツ・オフアリング
- 2 米国証券法への対応
- 3 コミットメント会社の対価の支払方式
- 4 今後の展望

## コミットメント型ライツ・オフアリングの新展開

弁護士 船越 輝

昨年11月から本年1月にかけて、3例目のコミットメント型ライツ・オフアリングが日医工株式会社によって実施された(以下「日医工案件」という。)

日医工案件は、コミットメント型ライツ・オフアリングとしては初めて100億円を超える大規模な資金調達を実現したこと、一般投資家の行使率が97.6%に達し、投資家からの評価も得られたと考えられることに加え、米国証券法への対応およびコミットメント会社の対価の支払方法といった商品設計においても従来の課題に対応するための工夫を凝らしていることから、コミットメント型ライツ・オフアリングの普及促進に向けた大きな先例的意義を有すると考えられる。そこで、本ニュースレターでは、日医工案件の商品設計上の新手法を紹介する。

## 1 コミットメント型ライツ・オフアリング

## (1) コミットメント型ライツ・オフアリングとは

ライツ・オフアリングとは、会社法第277条に基づく新株予約権無償割当てを行い、発行された新株予約権が行使されることを通じて資金を調達する手法をいう。ライツ・オフアリングのうち、コミットメント型ライツ・オフアリングとは、一定期間内に行使されなかった新株予約権を発行会社が一旦取得したうえで引受証券会社(以下「コミットメント会社」という。)に譲渡し、コミットメント会社がそれらを全て行使することが発行会社とコミットメント会社の間であらかじめ合意されているものをいう。かかる合意がなされないライツ・オフアリングを、ノンコミットメント型ライツ・オフアリングという。

コミットメント型ライツ・オフアリングは、昨年4月から6月にかけて株式会社アイ・アール ジャパンによって初めて実施された。株式会社アイ・アール ジャパンの案件については、当事務所の昨年6月のニュースレター「コミットメント型ライツ・オフアリング」(<http://www.amt-law.com/pdf/bulletins10.pdf/130607.pdf>)を参照されたい。

日医工案件は、国内で3例目のコミットメント型ライツ・オフアリングである。なお、ノンコミットメント型ライツ・オフアリングは、本年2月末までに17件の実施例が存在する。

## (2) 従来指摘されてきた問題点

ライツ・オフアリングに関しては、2009年以降法制度の整備が進められてきたが、これまでのところ、当初想定された形で普及が進んでいるとは言い難い。その要因としては、公募増資に比べて所要期間が長いこと以外に、以下の2つの問題点があるといわれてきた。

コミットメント型かノンコミットメント型かを問わず、ライツ・オフリングにおいては原則として株主全員を対象として募集行為が行われるため、発行会社としては、募集行為にあたって各株主の所在国の証券規制に違反しないようにする必要がある。特に、米国の証券規制は米国外の発行会社にも広く適用されることが知られており、あらかじめこれを遵守するための措置を講じることが不可欠である。しかしながら、従来は、発行会社の米国株主比率が10%を超える場合には、米国の証券規制を遵守しつつライツ・オフリングを行うのは困難であると考えられてきた。

また、従前のコミットメント型ライツ・オフリングの案件においては、コミットメント会社がコミットメントを行うこと等に対して発行会社が支払う対価が外付けの手数料として構成され、発行会社の費用として計上されており、その点が、いわゆるスプレッド方式によってなされる公募増資と比べた場合に、ライツ・オフリングを選択する際の障害となりうることが指摘されてきた。

そこで、日医工案件においては、上記の問題点に対応するために新たな商品設計が採用された。以下、米国投資家への対応とコミットメント会社の対価の支払方式のそれぞれについて、項を分けて詳述する。

## 2 米国証券法への対応

### (1) SEC への登録義務

米国 1933 年証券法(以下「米国証券法」という。)第 5 条は、有価証券の募集および売出しを行う場合には米国証券取引委員会(以下「SEC」という。)への登録が必要となる旨を定めており、かかる登録義務は、コミットメント型かノンコミットメント型かを問わず、日本におけるライツ・オフリングに対しても一般的に適用される。しかし、SEC への登録に伴う多大なコストを勘案すると、日本の発行会社がライツ・オフリングを行うために SEC に登録することは現実的ではないため、通常、ライツ・オフリングは米国証券法上の登録義務が生じない形態で行われてきた。

### (2) 従前のライツ・オフリング

従前実施されたライツ・オフリングにおいては、米国証券法に基づく登録義務を免れるため、以下の 2 種類の形態のうちいずれかが採用されてきた。

#### ①ルール 801 による登録免除の利用

米国証券法に基づくルール 801 に従い登録義務の免除を受けることにより、SEC への登録をせずに、全ての米国株主による新株予約権の行使を認めることができる。例えば、株式会社アイ・アール ジャパンの案件ではこちらの形態が採用された。

ルール 801 は、米国株主比率が10%以下の米国外民間発行体による特定のオフリングについて、SEC への登録義務を免除する規定である。米国株主比率の算定は、形式的所有者のみならず実質所有者の調査も行う等、定められた方式に従って行う必要がある。

なお、この形態による場合、発行会社は、情報提供文書である「フォームCB」をSECに提出しなければならない。また、米国の居住者に対し、レギュレーション S に従った取引以外の方法で新株予約権の取引を行うことを禁止することが要求される。

#### ②米国人による新株予約権の行使の禁止

米国人による新株予約権の行使を一律に禁止することにより、米国人に対する募集が存在しない建付けにすることも選択肢の一つであり、これまでのライツ・オフリングの先例の中では多数を占めている。

この場合、一部の株主に新株予約権の行使を認めないこととなるため株主平等原則との関係が問題となるが、金融庁・開示制度ワーキング・グループ法制専門研究会は、平成 23 年 9 月 16 日に「ライツ・オフリングにおける外国証券規制への対応と株主平等原則の関係について」と題

する報告を公表し、資金調達手段としてライツ・オフリングを円滑に実施できるようにするための必要性があり、かつ、権利行使を制限される特定の外国株主の利益との関係で相当性が認められる場合には、行使制限が典型的に株主平等原則(およびその趣旨)に抵触しないと解釈することができる旨を指摘している。

### (3) 日医工案件

上記(2)記載の両形態に対しては、米国株主比率が10%を超える発行会社は①を採用することができず、②についても、米国株主比率の高い発行会社が米国株主の参加を認めない形でライツ・オフリングを行うことは株主との関係上困難であるため、米国株主比率が高い発行会社はいずれも採用することができないという指摘がなされてきた。

これに対し、日医工案件では、発行会社の米国株主比率が10%を超えていることが合理的に予想される中で、米国でのライツ・オフリングを米国証券法第4(2)条に基づく私募として行うことにより、SECへの登録を行うことなく、米国保有者のうち適格機関投資家(qualified institutional buyer)に新株予約権の行使を認めることが可能となった。これにより、全ての米国保有者による行使を禁止するのとは比べ、新株予約権を行使できない投資家は相当程度限定され、株主平等原則との関係でも問題が軽減されたといえることができる。

なお、この方式を用いる際には、米国保有者が新株予約権を行使しようとする場合に、当該米国保有者が適格機関投資家であるか否かを判定する仕組みが必要となる。かかる判定にあたっては、新株予約権者が自らを適格機関投資家であると自称するだけでは足りず、発行会社がそのことを合理的に判断できることが要求されることから、かかる合理的な判断を基礎づける資料が発行会社に提供されるようにしなければならない。

そのような発行会社による判断を可能とするため、日医工案件では、新株予約権の要項中の「行使請求及び払込みの方法」において、米国保有者による新株予約権の行使にあたって(a)新株予約権者が自己が適格機関投資家であることを表明し、新株予約権の行使により交付される株式の転売制限について同意すること等の内容を記載した宣誓書を提出すること、および(b)新株予約権者が商用データベースに適格機関投資家として掲載されているか否かを米国私募コーディネーターが確認し、適格機関投資家確認書を提出することを要する旨が規定されている。

## 3 コミットメント会社の対価の支払方式

公募増資においては、募集される株式の対価として引受証券会社が発行会社に支払う金額(引受価額)よりも高い金額(募集価格)で引受証券会社が投資家に販売し、その差額を引受証券会社の手取金とすること(いわゆるスプレッド方式)が一般的である。この場合、発行会社から引受証券会社に対して手数料が支払われるわけではないため、かかる手取金が発行会社の費用として計上されることはない。

これに対し、ライツ・オフリングにおいては、新株予約権の割当ておよび行使が発行会社と投資家との間で直接行われ、投資家からコミットメント会社への支払というステップが必要ではないため、これまでのコミットメント型ライツ・オフリングの案件においては、発行会社がコミットメント会社へ別途対価を支払うという建付けが採用されてきた。この建付けの場合、当該対価の金額を発行会社の費用として計上することは避けられないと思われる。発行会社にとっては、費用を計上することが常にデメリットであるとは限らないが、株式の発行による資金調達により損益に影響が生じることはこれまでの公募増資等では発生しなかった事態であるため、かかる建付けは、多くの会社にとって、ライツ・オフリングの実行を躊躇させる障害の一つであると市場関係者の間では認識されてきた。

そこで、日医工案件においては、発行会社の損益への影響を避けるため、公募増資におけるスプレッド方式に類似した支払方式をライツ・オフリングにも導入することとされた。具体的には、普通

株式1株を取得するための「行使代金」を 676 円(新株予約権1個当たり 338 円)、「出資価額」(会社法上の「新株予約権の行使に際して出資される財産の価額」)を 644 円(新株予約権1個当たり 322 円)と設定し、新株予約権者は「行使代金」をコミットメント会社の口座に支払い、そのうち「出資価額」をコミットメント会社から発行会社に払い込む一方で、行使代金と出資価額の差額である 32 円(新株予約権1個当たり 16 円)は、ライツ・オフリングに関する一切のアレンジとともに、未行使の新株予約権を発行会社から取得しこれを行使するというコミットメントを行ったコミットメント会社に対する対価として、コミットメント会社の手取金とする建付けが採用された。このように、発行会社からコミットメント会社に対する外付けの手数料の支払をなくしたことにより、日医工案件においては、コミットメント会社に対して支払われた対価の金額が発行会社の費用として計上されることを回避することが可能となった。

## 4 今後の展望

日医工案件は、米国株主比率や損益への影響等の理由からこれまでライツ・オフリングを選択肢に入れることが困難であった会社にもライツ・オフリングの途を拓くものである。

さらに、昨年 11 月に国会に提出された会社法改正法案が成立し施行されれば、割当通知の到達日から新株予約権の行使期間の開始日までに 2 週間を確保しなければならないという日程上の制約が撤廃され、より短い期間でライツ・オフリングを行うことが可能となる。

これらの状況を追い風として、今後、ライツ・オフリングが資本調達の手段としてより広く普及していくことが期待される。

- 本ニュースレターの内容は、一般的な情報提供であり、具体的な法的アドバイスではありません。お問い合わせ等ございましたら、当事務所の船越 輝([kagayaki.funakoshi@amt-law.com](mailto:kagayaki.funakoshi@amt-law.com))までご遠慮なくご連絡下さいますよう、お願いいたします。
  
- Capital Markets Legal Update  
担当パートナー： 多賀大輔、広瀬卓生、吉井一浩、福田直邦  
本ニュースレターの配信又はその停止をご希望の場合には、お手数ですが、[cm-newsletter@amt-law.com](mailto:cm-newsletter@amt-law.com)までご連絡下さいますようお願い申し上げます。
  
- 本ニュースレターのバックナンバーは、  
<http://www.amt-law.com/bulletins10.html>にてご覧いただけます。



## CONTACT INFORMATION

### アンダーソン・毛利・友常法律事務所

〒107-0051

東京都港区元赤坂一丁目2番7号  
赤坂Kタワー

Tel: 03-6888-1000 (代表)

Email: [inquiry@amt-law.com](mailto:inquiry@amt-law.com)

URL: <http://www.amt-law.com/>