

【会社法制分野】

◆優秀

「コミットメント型ライツ・オファリングにおける法的問題の検討

ーコミットメント・フィーと未行使新株予約権の処分価額の問題を中心に」

鬼頭 和孝（中央大学法科大学院）

昨年1年間で、15社の上場会社がライツ・オファリングを実施したことから、ライツ・オファリングという言葉を目にする機会も増えている。この件数は、それ以前の実施件数、3年で2件から比べると急激な増加といえる。この急激な増加はライツ・オファリングに対する関心の高まりによると考えられる。

このようにライツ・オファリングの実施件数が増加傾向にあるのは、株主の権利意識が向上した影響が大きい。これまで、上場会社の資金調達の場合、株主の意思が必ずしも反映されてきたとはいえない状況にあった。特に、大規模な資金調達の際に利用される公募増資などでは、既存株主にダイリューション（希薄化）という不利益を与えることになるが、資金調達の必要性から、そのような不利益を強いられる事例が多々存在した。このような問題に対する解決策として導入されたのが、ライツ・オファリングであった。そして、ライツ・オファリングには、コミットメント型とノンコミットメント型の2種類があるが、本稿が対象とするのはコミットメント型の方である。

ライツ・オファリングでは、会社法第277条に規定されている株主に対する新株予約権無償割当てが行われるとともに、当該新株予約権が金融商品取引所に上場されることとなる。そして、一般的に、発行される新株予約権の行使価額は株式の時価に比して格段が低く設定される。これらにより、既存株主は、持分比率の低下を回避するために、割り当てられた新株予約権を行使して金銭を払い込み、株式を取得するか、あるいは、追加出資を望まない場合には、新株予約権を行使せずに市場で新株予約権を売却することにより、株主として有利な発行金額で割当てられた価値の回収を行うかを選択する機会が与えられることとなる。さらに、コミットメント型には、株主が権利行使を選択しないことの結果として発生しうる未行使による当初予定していた資金調達金額の未達部分を、事前に契約した証券会社による権利行使により補充し、発行会社が当初予定していた資金調達金額を調達できるという特徴がある。

このように株主にとって利益が認められる資金調達手法ではあるが、まだ実施件数が、平成26年9月末日までで合計25件と少ないことから、十分に法的議論が深まっていない問題も存在する。特に、コミットメント型ライツ・オファリングは、これまで3件しか行われていなく、この傾向が強い。本稿は、このような現状の中で、コミットメント型ラ

イツ・オファリングに関し、法的議論の必要があると考える未行使新株予約権の処分価額に有利発行規制を及ぼすべきかという問題と、先の契約した証券会社が権利行使を行うことと確約することに対する対価として発行会社から証券会社に対して支払われるコミットメント・フィーと一般にいわれる手数料の性質等の問題を検討したものである。本稿では、コミットメント型ライツ・オファリングの実施例3件に関し、第1号事例を中心に、本稿で問題とする点に関し、どのような対応がなされたかも比較検討した。

本稿の結論としては、自己新株予約権の処分に関する有利発行規制の規定が会社法上に存在しないとしても、既存株主の権利意識の高まりから導入されたというライツ・オファリング導入の経緯を考慮して、既存株主が不利益を受けるような状況を回避するために、未行使新株予約権の処分価額に有利発行規制を及ぼすべきというものである。また、コミットメント・フィーの性質は、プット・オプションの性質と先の未行使分を行使しなければならぬという義務に対する対価の複合的性質を有するというものである。