

目次

序	・・・ 2
1 本稿の目的	・・・ 2
2 本稿の射程距離	・・・ 2
一．公募増資の方法	・・・ 3
1．関係法令	・・・ 3
（一）商法上の規制	・・・ 3
（二）証券取引法上の規制	・・・ 3
二．問題点	・・・ 6
1．ディスカウント率	・・・ 6
2．買い支え（安定操作）	・・・ 7
三．算式表示方式	・・・ 7
1．算式表示方式導入以前	・・・ 7
2．算式表示方式の導入	・・・ 8
3．算式表示方式の長所	・・・ 8
四．ブックビルディング方式	・・・ 10
1．ブックビルディング方式の導入	・・・ 10
2．ブックビルディング方式とは	・・・ 11
3．ブックビルディング方式の長所	・・・ 14
4．期間短縮の必要性	・・・ 14
五．今改正による期間短縮効果	・・・ 14
六．結び	・・・ 16
<参考文献>	・・・ 16

序

1 本稿の目的

2001年の第151回通常国会において成立した「商法等の一部を改正する等の法律」(平成13年法律第79号)は、同年6月29日に公布され、10月1日に施行された。同改正において新たに商法280条の2第5項が追加された。この条文の新設によって、発行会社の機動的な資金調達が可能となることに加え、申込みから新株発行までの期間短縮によって投資家にとっての価格変動リスクの低減に資するものと期待されている、という¹⁾。本稿では、この改正によって、公募増資において現実にどのような影響があるのか、また従来の制度との関係について以下検討していくこととする。

商法280条の2

会社ノ成立後株式ヲ発行スル場合ニオイテ左ノ事項ニシテ定款ニ定メナキモノハ取締役会之ヲ決ス但シ本法ニ別段ノ定メアルトキ又ハ定款ヲ以テ株主總會ガ之ヲ決スル旨ヲ定メタルトキハコノ限りニ在ラズ

一(略)

二 新株ノ発行価額及払込期日

三~八(略)

¹⁾ 森本 健一「新株発行に係る発行価額等の表現と日程の短縮」 旬刊商事法務No.1611 P25

~ (略)

市場価格アル株式ヲ公正ナル価額ニテ発行スル場合ニオイテ八第1項第2号ノ発行価額ニ付テハソノ決定方法ヲ定ムルヲ以テ足ル

2 本稿の射程距離

まず本稿の対象とする射程距離を明らかにしなければならぬだろう。それには今回の改正により追加された商法280条の2第5項の適用対象を検討することが必要である。同項の追加によって、証券取引所市場またはジャスダック市場にすでに株式を上場している会社(以下、「既上場会社」という)が新株発行する際、発行価額は具体的な価額ではなく、証券市場において公正なものとして認知されている価額の決定方法を示して取締役会決議および商法公告を行うことで足りるとされた、とされている。²⁾その意義については後ほど検討するとして、ここでは「既上場会社」の「新株発行」について検討すべきこととなる。現在、株式・社債など既上場企業が選択しうる証券市場を通じた資金調達形態は多岐にわたるが、以上のように考え、本稿の射程距離は主に公募増資の国内募集とする。また、商法280条の2第5項は、他のイクイティ・ファイナンス及びデット・ファイナンスには現時点(2002年1月7日現在)では準用されていない。

なお、公募増資とは、株主または特定の第三者に対して新株引受権を与えず、広く投資家を対象として募集を行い新株を発行する増資形態を言う。従って、発行価額は特に有利な価額であってはならず、時価を基準に決定される。公募増資には以下のようなメリットがある³⁾。

自己資本比率の向上

会社が発行する社債等の格付けの向上

浮動株の増加、流動性(出来高、値付率)の改善

株主数の増加、少数特定者持株比率の改善(上場基準等の充足)

一．公募増資の方法

1．関係法令

新版注釈会社法によれば、公募増資に関係する法令として商法と証券取引法の規制がある⁴⁾。

(一) 商法上の規制

わが国の商法では授權資本制度(166条第1項)を採用し、新株発行を決定および新株発行の基本的事項決定は原則として取締役会がなすべきとしている(商法280条の2第1項本文)。これは株式会社の資金調達の機動性を高めるためであり、定款所定の会社の発行予定株式数(発行済株式数の4倍まで:166条3項)の範囲内で取締役会が経営上の要請に応じて適宜新株発行を決定する。280条の2第1項は、同条各号所定の新株発行の基本的事項は取締役会が決定しなければならない、代表取締役に一任できないことを明らかにしている。同項に定められた新株発行事項のうち、発行新株式数、発行価額及び払込期日の3事項は新株発行の決定にあたり常に取締役会が決定しなければならない、他の事項は決定する必要があるれば決定すればよい。ここでいう発行価額とは、新株の発行予定価額を意味する。また、商法280条の3の2は、株主に対して新株発行差止請求をなすべきかどうかの判断資料を提供することを趣旨として、会社に対し新株発行の効力発生前に発行価額、払込期日を含む一定の新株発行事項を公告するか株主に対して通知すべきことを命じている。新株の発行価額は原則

²⁾ 森本・同・P25

³⁾ 大和証券エスピーキャピタル・マーケット編「イクイティファイナンスの実態」P106 日本経済新聞社 1997年

⁴⁾ 以下、商法上および証券取引法上の規制については「新版注釈会社法(7)」(上柳他編、有斐閣、1987)によった。

として払込期日における旧株に対する関係において公正なものとなければならないが、この判断を合理的になすためにはできるかぎり払込期日に近い日に公示がなされることが必要である。そこで、新株発行差しの仮処分申請の準備期間と申請後仮処分がなされるまでの期間を考慮して、払込期日の2週間前に公示すべきものとされている(280条の3の2)。

(二) 証券取引法上の規制

有価証券届出制度は、投資者の保護のために証券取引法が定める制度であり、多数の投資者に対して株式・社債・新株予約権等の投資有価証券の取得が勧誘される場合に、投資者が有価証券を取得するか否かに関して合理的な判断をなすようにするため、発行価額を含めた有価証券の投資判断に必要な情報を投資者に開示することを目的とする。募集・売上の届出も、募集・売出にかかる有価証券の投資判断に必要な情報を投資者に開示に関して要請される。募集・売上の届出は有価証券届出書を内閣総理大臣に提出することによって行われる。ただし、内閣総理大臣が有価証券届出書を受理しても直ちに効力を生じることではなく、一定の期間後に効力を生じる(証券取引法8条)有価証券の募集・売上の届出からその効力が生じるまでの間、有価証券を募集・売出によって投資者に取得させることが禁止されることから(証券取引法15条第1項)、この期間は一般に待機期間といわれる。待機期間は投資者に募集・売出にかかる有価証券を取得するか否かの判断をするための投資熟慮の機会を与えるとともに、担当係官に有価証券届出書およびその添付書類が完全かつ正確に記載されているかの審査の機会を与えるものである。従って、この待機期間を経て、原則として内閣総理大臣が有価証券届出書を受理した日から15日間を経過した日に効力が生じることになる(8条1項)。ただし、発行価額その他の記載がないままに有価証券届出書が提出された場合(5)記載の欠如した事項を補充する訂正届出書を内閣総理大臣が受理するまでは15日の期間が開始せず、また、この期間内に自発的に訂正届出書が提出された場合は、その訂正届出書が提出されてから15日の期間が開始する(8)。

しかし、以前にも述べたように、公募による場合の発行価額は、株価下落のリスクを少なくするために、可能な限り申込期日ないし払込期日に近い時点で決定するのが望ましい。そこで、既上場会社の実務においては、発行価額を除く新株発行事項をまず決定し、これを公示し、有価証券届出書を提出した後、その効力発生予定日の1日前に取締役会において発行価額を決定し、訂正届出書を提出するとともに、その効力発生後に改めて発行価額を具体的に明示して新株発行事項の公示を行う方法が採用されていた。訂正届出書に関しては、証券法8条3項を適用し両者の届出書が同時に効力発生するように配慮されるのである。

以上のような規制を踏まえて、新株発行にかかる日程をモデル化したのが図1である。これによれば、有価証券届出書の提出から、商法上最短でできる払込期日まで、おおよそ30日以上かかることになる。

図1

日数	会議等
1	取締役会開催(新株発行会議。発行価額=未定) 有価証券届出書提出
2	
...	中15日
16	取締役会開催(発行価額決定決議) 訂正届出書提出
17	届出書効力発生 商法公告
18	
19	申込期間
20	中14日
...	
31	
32	払込期日

(前出・森本・P26 参照)

二. 公募増資における問題点

公募増資は時価発行である以上、必ず株価の変動リスクを伴う。このリスクをいかに縮小するか時価発行で行う公募増資のいわば宿命的なテーマである。発行価格が時価に近ければ近いほど、また届出のときから申込みまでの期間が長ければ長いほど、株価が発行価格を下回る危険は大きくなる。そうなると増資は成功しない。投資家にとっては下がった株価で流通市場から同じ株式を買った方がよいからである。そこで、公募増資の実務においては、発行価格をあらかじめ時価よりも少し低めに設定するディスカウントの手法と、株価の下落を防ぐため一定期間所定の期間が株式を買い支える安定操作の手法が生み出された。以下、2つの手法について概観する。

1. ディスカウント率

時価発行による公募増資においては、届出から払込みまでの期間が限りなく短くならない限り、株価下落のリスクは必ずある。従って、公正な価格というのはある部分程度問題でもある。では、どのくらいまでのディスカウントなら「公正な価格」といえるのかが問題である。かつては、時価発行といいつながら、時価よりも12%~15%程度低めに発行価格を決めることも適法とした判例は存在した(東急不動産事件、横河電機事件など)⁵。時価発行公募においては通常買取引受により証券会社が一括して新株を取得し、同じ価格で一般投資者に転売する方式をとるが、かりに12~15%もディスカウントされるならば誰でもこの有利な新株を手に入れたいと思うだろう。これに対しては、高いディスカウント率に基づく多くの弊害を指摘し、ディスカウント率を縮小すべきだ、という提言が数多くなされた⁶。指摘された弊害をまとめると、おおよそ以下ようになる。新株にディスカウントが採用されることにより、旧株の価値を希薄化させ既存株主の利益を減少させる。買った公募株を右から左に売れば利鞘が稼げるので、短期間に処分する機関投資家の応募が多くなりやすく、株主層が拡大しない。引き受け証券会社は公募株を自社の営業政策に利用する。具体的には、客が必ずしも魅力を感じない証券と抱き合

⁵ 龍田・同・P163 東急不動産事件(東京高判昭和46年1月28日判時622号103頁)では時価よりも15%程度のディスカウントが、横河電機事件(最判昭和50年4月8日民衆29巻4号350頁)会社百選142頁では12%強のディスカウントが、それぞれ適法とされた。

⁶ 龍田 節「証券取引法」悠々社1994年
河本 一郎「時価発行価額の算式表示による公示 その意味と背景」旬刊商事法務No.989
二宮 洋二「新株発行手続における算式表示方式の導入について」旬刊商事法務No.994
などに詳しく指摘されている。

わせて販売したり、客にかけた損害の穴埋めに利用されたりする。

証券会社の営業政策により、個人投資家がいったん株式を取得しても、新株の売り捌きは極めて容易であり、二次的には機関投資家が保有することになり、長期保有の目的に合致しない。

確かに12~15%ものディスカウントは異常である。そこで、引受証券会社では1977年以降、時価発行に関する自主ルール(「時価発行増資に関する考え方」)の一項として「発行価額の算定にあたっては割引率を縮小する方向で努力すること。」を掲げ、ディスカウント率の縮小に努めてきた。ルールの文言は明らかではないが、当時はディスカウント率が5%を切ることを最終目標とすることが了解事項とされていた。商法280条の3の2により、公募価格を払込期日の2週間前に決定しなければならないという制約があることからすれば、この程度が実際上考えられる限界という判断によるものである⁷。実際にディスカウント率は縮小し、1981年頃にはほぼ5%を切り4%台になった。そこで同年自主ルール中の前期項目は削除された。こうして、ディスカウント率が4%台に落ち着いた1981年以降は、更なる株価下落リスク削減・ディスカウント率縮小を目指して、様々な方法により届出から払込までの期間の短縮がはかられてきた。

2. 買い支え(安定操作)⁸

公募増資の手続き中に、発行価額の決定後募集期間中に株価が急落し発行価格を下回れば、募集は事実上不可能になる。投資者としては値下がりした証券を流通市場で買う方が有利だからである。そこで、値崩れを防ぎ募集を成功させるために、関係者が市場でその証券を買い支えることがある。これを安定操作という。公募増資の場合は、特に他のイクイティ・ファイナンスに比べて安定操作取引が必要になる可能性が高い。このように安定操作はその必要性はとりわけ公募増資においては認められるのであるが、放っておけば下がるはずの株価を人為的に下支えするのであるから、安定操作は本来相場操縦の一種である。買支えが終われば相場が急落する危険もある。したがって、無制限に許されるものではなく、一定の要件を満たす場合にのみ安定操作が認められる。本稿ではあまりかわりがないので、安定操作の要件については割愛させていただくことにする。

今まで見てきたように、届出から払込までの期間の株価の下落のリスクが存在する以上、ディスカウント率はなくならないし、安定操作も必要である。しかし、株価の下落のリスクを本質的に縮小していくには、やはり届出から払込みまでの期間を短縮するほかないのである。以降は、この期間短縮の方法について検討する。

三. 算式表示方式⁹

図1で見たように現行の商法・証券取引法のもとでは届出から払込までのおおよそ30日かかることになる。ところが有価証券届出書の待機期間が15日間に短縮されたのは、1988年度の証券取引法改正以降であり、それ以前はこの待機期間は30日間であり、ある一定の要件をみたすとき23日間であった(昭和58年1月5日付「有価証券の募集又は売出しの届出等に関する取扱通達(昭和46年9月6日蔵証第227号)」の一部改正による)。したがって、日程はおおよそ40~50日程度かかっていたのである。この期間の短縮のために、1983年以降導入が提唱されたのが算式表示方式である。

⁷ 山一証券経済研究所「増資白書 1981年度版」旬刊商事法務No.910 P21

⁸ 安定操作についての記述は前出・大和エスピーキャピタル・マーケットおよび前出・龍田によった

⁹ この項の記述は1984年~1995年の増資白書によっている

1. 算式表示方式導入以前

先ほどディスカウント率の縮小のところでも触れたように、1981年以降ディスカウント率はおおよそ4%台で推移していた。この当時の日程は図2のようであり、届出から払込までのおおよそ45日かかっていたことは以前も見た。この日程をさらに短縮し、ディスカウント率を下げるために提案されたのが算式表示方式である。

2. 算式表示方式の導入

1981年の公募の急増・公募価格割れ問題を契機として、証券取引審議会は1982年4月から「今後の株式市場のあり方について個人株主問題を中心として」審議を開始した。その結果4回の審議を経て同年11月5日、「時価発行公募増資の諸問題とその改善策」と題する意見をまとめ、「中間とりまとめ」として公表した。この「中間とりまとめ」中、「増資期間の短縮について」という項目において、『公募価格決定から払込期日までの期間(現行約20日)を大幅に短縮する方策として、商法上の公告(280条の3の2)に「算式表示方式」(「昭和 年 月 日の終値に %をかけた数字」と表記)を導入すれば、公募価格決定の公告(払込期日の2週間前)は不要になるとの考え方があり、これには価格決定から払込までの価格変動リスク軽減の長所もある。その法律上の問題が関係各方面において早急に検討されるのが望ましい』として、「算式表示方式」の導入が示唆された。この提言を受けて証券界では、実務担当者の集まりである総合証券14社の株式引受部長会で検討を行なった上で、その代表者名で法務省の担当官に意見照会を行なったところ、以下のような公示方法を是認する回答が得られた(昭和58年9月20日付民4第5、492号民事局第4課長回答)。

『発行価額 昭和××年××月××日の 証券取引所における当社株式終値(当日に終値がない場合は、その日に先立つ直近日の終値)に . を乗じて算出される金額とし、計算の結果円未満の端数が生じた時は、これを切り上げるものとする。ただし、上記計算の結果が 円を下回るときは 円をもって発行価額とする。』

算式のほかに具体的な最低発行価額を但し書きで書き加えたのは、右の公告等による公示のねらいが株主に差止請求の要否の判断材料を与えることにあるので、算定方式だけでは情報として不十分であるとの考え方に従ったものといわれる。この最低発行価額についても照会がなされ、株式の発行価額の決定に際し用いられる基準価額(取締役会決議日の株式の終値など)を15%程度下回る金額でよいこととなった。

このように公募価格の算式表示方式に関する商法上の疑義が解明され、従来の確定額方式のほか、算式表示方式をも受入れ可能になったのに伴い、証取法に基づく関連省令(証取法施行令、届出省令)についても改正が行なわれた(昭和58年11月26日大蔵省令第54号)。

この結果、1984年2月8日払込の日本電気を第1号として、算式表示による公募が採用されるようになった。

3. 算式表示方式の長所

算式表示を提案した証取審の「中間とりまとめ」では、『商法上の公告(280条の3の2)に「算式表示方式」を導入すれば、公募価格決定の公告(払込期日の2週間前)は不要になり、公募価格決定から払込期日までの期間を大幅に短縮する、価格決定から払込までの価格変動リスク軽減、という長所を挙げた。

については、実際、算式表示方式を用いると、図2のように商法上の公告・払込期日を早めながら、かつ従来より近い時点で公募価額を決定できる。それまでは、効力発生後商法上の公告を経て2週間後に払込期日となったが、算式表示方式を導入すれば

募集および募集事務を終えた後ただちに払込期日を迎えることができるようになった¹⁰。実際に算式表示方式が採用されていた1984年から1990年までの期間はおおよそ届出から払込期日までで金額表示方式に比べおおよそ7日間程度の短縮を実現していた。

図2¹¹

日数	会議等
1	取締役会開催（発行価額決定方式決定を含む新株発行会議）有価証券届出書提出
2	商法公告
...	
10	取締役会開催（算式表示方式の要件決定）
11	訂正届出書の提出 ・
12	中15日
...	
16	公募価額確定
17	届出書効力発生
18	中14日
19	
20	申込期間
21	
...	
26	払込期日

また、の価格変動リスク削減に関しては、安定操作期間の半減、ディスカウント率の低下など一定の成果を得た（1990年頃までほぼ3%台で安定した）。

算式表示方式は以後1990年に公募増資が事実上発行停止状態になるまでは続いた。また、この間、1988年には証取法改正により届出の効力発生期間が原則15日間に短縮されたほか、「参照方式」が導入された。これは、3年間継続して有価証券報告書を提出しているか、株券が日本国の証券取引所に上場されており、売買高、時価総額等について一定の基準をみたしている会社は、有価証券届出書中の企業情報について、有価証券報告書等の継続開示書類を参照すべき旨の記載で足りるという方式である。この要件を満たす会社である場合、届出の効力発生期間を7日間に短縮できる。

しかし、公募増資は1989年度に史上最高の調達額を記録した後、1990年度初頭からの株価の急落で公募中止が相次ぎ、同年3月以降イクイティ・ファイナンス（時価発行増資、転換社債、新株引受権付き社債の発行）は例外を除いて停止され、6月以降時価発行を除いて部分的に再開された。時価発行増資が再開されるのは1993年度の末になる。

以上のように算式表示方式は一定の成果をあげてはいたが、1990年初頭からのバブルの崩壊による株価の急落を受けて時価発行増資が停止され、1993年度末に再開されると、この時からは時価発行増資についてもブックビルディング方式が主流となる。そして現在ではほとんど全ての時価発行増資についてブックビルディング方式が主流となっている。これはある程度必然の流れである。法制度上の要件の問題でブックビルディング方式においては算式表示方式は用いることができなかった。したがって、現在では時価発行増資においては算式表示方式はほとんど採用されて

いない（転換社債では用いられている）。しかし、現在の法制度上も算式表示方式の採用が禁じられているわけではない。なぜ算式表示方式が採用されなくなったのか、また現在の主流となったブックビルディング方式とはどのような方式なのか、以下で検討してみる。

四．ブックビルディング方式

1．ブックビルディング方式の導入¹²

日本証券業協会では、1993年の6月に、業務委員会の下に「時価発行公募増資に関する研究会」を設置し、同年12月27日に同研究会の中間報告がまとめられた。報告の中で、マーケットメカニズムに立脚した機動的な発行という項目を掲げ、その中に投資需要の積み上げ方式（ブックビルディング方式）の導入が示された。この中間報告を受けて、日本証券業協会の協会規則「有価証券の引受に関する規則」の一部改正など、諸規則の改正を経て、1994年3月から公募増資が再開された。再開された公募増資では中間報告を受けて発行価額の決定にはブックビルディング方式が用いられることになった。現在ではほとんど全ての公募増資はこの方式によって発行価額を決定している。

2．ブックビルディング方式とは

95年度の増資白書によれば、ブックビルディング方式のポイントは以下のようなものである¹³。

- 募集期間に先立つ仮条件（発行価格の時価からのディスカウント率）の提示による事前勧誘
- 事前勧誘により応募予約の集積
- 予約の集積状況に応じて正式な条件を決定
- 予約の集積状況に応じた販売額の配分

以上の過程を『エクイティ・ファイナンスの実態』によってより詳しく見ていくことにする¹⁴。

- 募集期間に先立つ仮条件（発行価格の時価からのディスカウント率）の提示による事前勧誘

ブックビルディング方式においては、ディスカウント率は投資家に対する需要調査の結果を踏まえて決定する。この需要調査を行うためにあらかじめ想定されるディスカウント率を仮条件として投資家に提示するのである。具体的には、最近の相場動向を勘案し、主幹事証券会社の判断により、例えば3%程度のディスカウントが円滑な募集のために適切であると考えられた場合、2.5%、3%、3.5%等の2~3種類のディスカウント率を仮条件として設定し、各仮条件に対する投資家の需要状況を調査するのである。この仮条件は有価証券届出書に記載される。

- 事前勧誘により応募予約の集積

各引受証券会社は、上記により提示された仮条件での勧誘を行うことによりそれぞれのディスカウント率における投資家需要を把握し、主幹事証券会社に報告する。主幹事証券会社は各社からの報告を合計し、各ディスカウント率における市場全体の需要を把握する。通常、この需要調査は3~5営業日毎日行い、需要を積み上げていく。

- 予約の集積状況に応じて正式な条件を決定

需要調査期間中に投資家需要を積み上げできた段階で、発行株式数に適切なディスカウント率を決定する。仮条件を決める段階

¹⁰ 二宮 洋二 「新株発行手続における算式表示方式の導入について」 旬刊商事法務 No.994 P10

¹¹ 前出・二宮・P10参照。なお、二宮氏は届出書提出から効力発生までの期間を30日と23日で計算していたが、後述のように1988年の証取法改正によりこの期間は15日間に短縮された。ここでは現行法に合わせ、15日間で計算した。

¹² 「増資白書 1994年度版」 旬刊商事法務 No.1357 P6

¹³ 「増資白書 1994年度版」 旬刊商事法務 No.1393 P21~22

¹⁴ 前出・大和証券エスピーキャピタル・マーケットズ編

で2.5%程度が適当と考えられていても、調査結果次第では2%でも十分募集が可能と判断されれば2%に決定されるし、逆に3%までディスカウント幅を広げなければ募集が困難と判断されることもある。このようにしてディスカウント率が決定されたら、その日の株式終値から当該ディスカウントした数値を公募価格として取締役会で決議する。

予約の集積状況に応じた販売額の配分

公募価格が決定されるとその翌日から当該価格での募集が行われるが、募集期間は3日間だけである。需要調査の段階ですでに仮条件をもとに事前勧誘が行われているため、それで十分なのである。販売額の配分（アロケーション）は、主幹事証券会社が中心になって需要調査の結果に基づいて配分する。

また、96年度の増資白書によれば、ブックビルディング方式を採用した場合、従来は公募価格と商法上の発行価格（発行価格）は等しかったが、現在ではこれが異なるケースもある。この公募価格・発行価格の決定方法および新株発行までの日程については、通常日程方式、短縮日程方式、スプレッド方式の3つの方式に分類できる。

増資白書と、前述の『イクイティ・ファイナンスの実態』によって詳しく見てみることにする¹⁵。

通常日程方式

ブックビルディングによって決定された公募価格を発行価格とするもので、価格決定日の翌日に商法上のほう法定公告を行う方式をいう。

短縮日程方式

取締役会で発行価格を決議し法定公告を行った後で、ブックビルディングにより公募価格を決定する方式をいう。この方式の場合、商法上、公募価格が発行価格を上回っていないと解されているため、発行価格を決定する取締役会議において、公募価格が発行価格を下回る場合には新株の発行が中止される旨が同時に決議される。したがって発行中止を避けるためには発行価格をできるだけ低めに設定する必要があるが、現在は既存方式の大幅なダイリューションを避けるための法務省の見解に基づき、発行価格決定日前日終値から15%ディスカウントした幅で決定されている。

スプレッド方式

日程的には通常方式と同じであるが、公募価格より低い値段で発行価格を確定させ、引受証券会社には引受手数料を支払わずに、公募価格と発行価格との差額を引受証券会社の引受手数料相当額とする方式をいう。なお、スプレッド方式を採用した場合、情報開示の面で以下の点が日本証券業協会より要請されている。

- ）公募価格と発行価格が異なることに対する十分な開示が有価証券届出書においてなされていること。実際の有価証券届出書においては、公募価格は「発行価格」と表記して、「発行価格」と区別している。
- ）通常方式と比べて発行会社の利益が引受手数料相当部分だけ大きく表示されることなので、その点については発行会社のその後の財務諸表上、追加情報として適切な注記を行うことが必要となる。

各方式の日程、およびメリット・デメリットを整理すると以下ようになる。

	メリット	デメリット
通常日程方式	<ul style="list-style-type: none"> * 発行価額と公募価格が同一のため発行中止となる可能性が少ない * 手数料を費用計上して利益を圧縮することにより節税効果がある * 資本金・資本準備金の増加が大きい 	<ul style="list-style-type: none"> * 発行日決済取引の実施要件を満たさない発行の場合、発行価格決定日から新株式発行日までの投資家の株価変動リスクがある
短縮日程方式	<ul style="list-style-type: none"> * 法定広告が早期に行われることから払込日の設定を早期化でき、発行日決済取引の早期要件を満たさない発行の場合、公募価格決定日から上場日までの投資家の株価変動リスクを小さくできる * 手数料を費用計上して利益を圧縮することにより節税効果がある * 資本金・資本準備金の増加が大きい * 資本組入額が小さいため登録免許税が少なく済む 	<ul style="list-style-type: none"> * 公募価格が発行価格を下回る場合発行中止となる * 発行価格と公募価格の決定日にそれぞれ訂正届出書・記者発表などが必要のため事務作業が増える
スプレッド方式	<ul style="list-style-type: none"> * 手数料を費用計上しないので会計上発行費用が抑えられる * 発行価格と公募価格を同時に決定するため発行中止となる可能性が少ない 	<ul style="list-style-type: none"> * 発行日決済取引の実施要件を満たさない発行の場合、発行価格決定日から新株式発行日までの投資家の株価変動リスクがある * 有利価額発行が問題となる恐れがある * 資本金・資本準備金の増加は手数料分小さくなる

* 「増資白書 1996年度版」 旬刊商事法務 No.1427 参照
現在の主流はスプレッド方式であり、短縮日程方式はほとんど採用されていない。

3. ブックビルディング方式の長所

95年増資白書によれば以下のような長所がある。

事前勧誘に仮目論見書が使用されることにより、投資家への情報開示が一層徹底される。

仮条件に対する応募予約の集積により、需要の所在をよりの確に把握できる。したがって、より正確な条件決定が可能となる。

応募予約の集積により、実際の需要の所在・証券会社の販売力・販売姿勢に応じた販売額の配分が可能になる。

需要に応じた販売額の配分により、募集が短期間でかつ円滑に終了できる。

この方式によれば新規発行後の市場の動向や投資家の質なども勘案して、価額の決定や販売額の配分ができる。それだけでなく、ブックビルディング方式は現在欧米を始めとして世界的に採用されている発行価額の決定方式である。これはバブル経済以後、国際的な自由市場を目指す日本の方向性とも一致する。算式表示方式との比較でいえば、算式表示方式がディスカウント率を固定していたのに対し、ブックビルディング方式をとれば需給のバラ

¹⁵ 前出・大和証券エスピーキャピタル・マーケット編および「増資白書 1996年度版」(旬刊商事法務 No.1427) によった

スに応じより柔軟なディスカウント率を決定できる。また、算式表示方式があくまで期間短縮によるディスカウント率削減のための技術的な意味での発行価額の決定方式であったのに対し、ブックビルディング方式は市場の需給のバランス、投資家の質などを見ながら適切なディスカウント率そのものを決定できる点で優れた発行価額の決定方式といえる。

4. 期間短縮の必要性

ここで仮に算式表示方式とブックビルディング方式が併用できることになれば、ブックビルディング方式を用いても期間短縮が可能であるが、ブックビルディング方式をとり、いずれの方式を採用した場合でも、ディスカウント率は需要調査を行ってから決められるので、算式表示方式を利用して届出時に同時に商法公告を打つことはできない。

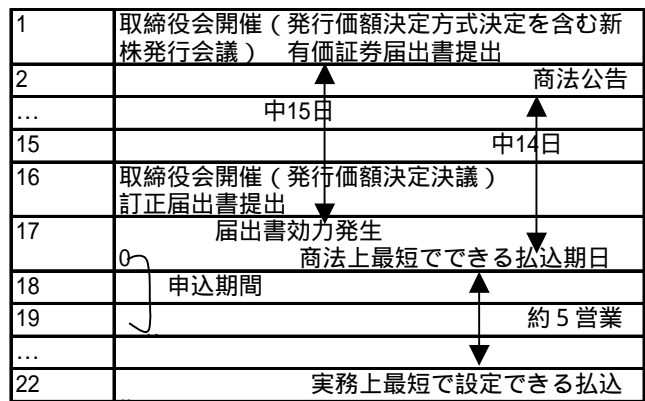
そのため、ブックビルディングを採用せずに算式表示方式を採用した場合に比して日程が長くなってしまふのである。この期間短縮を短縮できるようになるところに今回の改正の意味がある。

五. 今改正による期間短縮効果

以上のように、ブックビルディング方式はすでに 1994 年度から公募増資において採用されている。今改正によって追加された 280 条の 2 第 5 項が適用できるならば、発行価額を決定せずとも商法公告を行えることになり、届出から払込までの期間を大きく短縮することが可能である。では、商法 280 条の 2 第 5 項に規定される「市場価格アル株式ヲ公正ナル価額ニテ発行スル場合」とはどんな場合であり、「其ノ決定ノ方法」とはどのように定めればよいのか。これまでの発行価額の決定方法の変遷を見てくればこれがブックビルディング方式を示していることは一目瞭然である。

果たして、法務省も日本証券業協会の森本氏からの照会に対してブックビルディングの手続きについて定めた日本証券業協会の規則に規定される方式により決定する旨を発行価額として定めてもらいたい、と回答している¹⁶。ところが、日本証券業協会が諸規則の中でブックビルディングの手続きについて規定していたのは、ジャスダック市場に新規上場する際の公募増資または売出しにかかる価格決定のみであった（公正慣習規則第 1 号 7 条および 7 条の 2 ならびに同細則 6 条）ため、これを既上場会社の新規発行時の手続きに合わせてアレンジした上で、2001 年 9 月 19 日に同協会の自主規制規則たる「有価証券の引受けに関する規則」（公正慣習規則第 14 号）および同細則に規定を追加し今回の商法改正と同時に 10 月 1 日に施行した。これにより新規発行にかかる日程は以下の図 3 のように短縮が可能となった。仮に参照方式の要件をみたまず場合には、さらに短縮が可能である。

図 3



（前出・森本・P26 参照）

六. 結び

今まで見てきたように、本稿で検討した商法 280 条の 2 第 5 項は、明らかに公募像愛においてブックビルディング方式という発行価額の計算方式を利用することを前提として導入された条文である。1990 年のバブル崩壊以後、金融分野の国際化があらゆる面で急務となり、法制度としても様々な改革が行われてきている。法制度の整備という意味では、時限的な措置によって移行期間は設けることはあるとしても、基本的には国際的な基準に適合した立法・改正が各分野で必要とされている。今改正で導入されたブックビルディング方式は欧米を始め、世界のほとんどの発行市場で利用され、認知されている方法であり、公募増資の再開以降は日本の大手証券会社もほぼ全てが利用している。問題は、法改正の中にこのような価値判断を含めてよいのか、ということであるが、これは肯定してよいだろう。これによってかつての金額表示方式や算式表示方式が利用できなくなったわけではないし、そもそも法律の中にある程度の価値判断は含まれているものだからである。ところで、今後、よりいっそうの期間短縮を目指すには、森本氏の指摘するように、ブックビルディング方式を用いる場合、有価証券届出書の効力発生にかかる期間を参照方式と同様に短縮することが法制度としては考えられる。後は、手続き面で技術的な時間（株式の現実の発行など）を IT 化により短縮化するなどが考えうる手段である。本稿で検討した内容が公募増資に関する理解に少しでも役に立てるなら幸いである。

<参考文献>

- 森本 健一 「新株発行に係る発行価額等の表現と日程の短縮」 旬刊商事法務 No.1611
- 河本 一郎 「時価発行価額の算式表示による公示 その意味と背景」 旬刊商事法務 No.989
- 大和証券エスピーキャピタル・マーケティング編 「イクイティファイナンスの実態」 日本経済新聞社 1997 年
- 竹内 昭夫 「時価発行の改善と発行価値の公告方法」 ジュリスト 780 号
- 竹内 昭夫 「新株の発行価額の公告方法」 ジュリスト 803 号
- 須藤 純正 「算式表示による時価発行について 法務省民事局第 4 課長回答をめぐって」 旬刊商事法務 No.989
- 龍田 節 「証券取引法」 悠々社 1994 年
- 龍田 節 「会社法（第 6 版）」 有斐閣 1989 年
- 二宮 洋二 「新株発行手続における算式表示方式の導入について」 旬刊商事法務 No.994
- 「新版注釈会社法(7)」 上柳他編 有斐閣 1987 年
- 「増資白書」 1981 年度版～2000 年度版 旬刊商事法務

16 前出・森本・P28～29