



JSDA

日本証券業協会

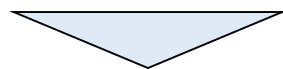
Japan Securities Dealers Association

「公開価格の設定プロセスのあり方等に関する ワーキング・グループ」報告書の概要について

2022年2月28日
日本証券業協会

【検討の経緯】

- 「成長戦略実行計画」(令和3年6月18日閣議決定)において、「新規株式公開(IPO)時の公開価格設定プロセスの在り方について、実態把握を行い、見直しを図る。」旨が明記された
- 昨年4月から5月にかけて実施した「本協会の自主規制規則の見直しに関する提案」の募集において、「IPO時の公開価格設定方法(ブックビルディング制度、入札制度)の運用の見直し(仮条件の設定・運用、割当、情報公開、利益相反に対する姿勢)」、「コーナーストーン投資家制度の議論も含め、「親引け」に関する規則の再検討」について提案あり



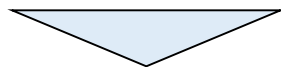
【本協会における検討】

- 2021年9月、本協会エクイティ分科会の下部に「公開価格の設定プロセスのあり方等に関するワーキング・グループ(公開価格WG)」を設置。幅広い関係者を交え改善策等を検討するため、近年IPOを行ったスタートアップ企業、国内・海外機関投資家、有識者、IPO案件の主幹事実績の豊富な証券会社で構成
- 公開価格WGでは、公開価格の設定プロセスやプライシングについて実態把握を行うとともに、公開価格の設定プロセスのあり方に関し、制度の見直しの必要性及び見直しの内容について幅広く検討(2021年9月から2022年1月までの間、6回開催)

2. 公開価格WGにおける議論の概要

【現状の問題意識等】

- 公開価格の設定プロセスのあり方について検討するに当たり、現状に対する問題意識等として主に「①日本における初値と公開価格の乖離」、「②発行会社の視点からの問題意識等」、「③日本における割当比率及び機関投資家の視点からの問題意識等」について意見交換
- 公開価格WGでは幅広い問題意識等が挙げられたが、現在の公開価格の設定プロセスに改善の余地があるという認識は共通しており、この認識のもとで様々な課題について検討



【公開価格WGにおける検討課題及び検討の観点】

- 委員からの問題意識等を踏まえ、以下の論点に整理し、改善策について検討
 - 制度・実務等に関連する論点（本協会規則や実務対応による改善が可能な事項及び法令・ガイドラインの改正を要望する事項）
 - 取引所規則等に関連する論点（取引所と連携を図る事項）
 - その他の課題等（将来的に検討が必要な事項等）
- 検討に当たっては、投資者保護を図るとともに、公開価格の算定根拠等について発行会社から納得感が得られていない案件も一部ある状況に対して、発行会社、投資者及び証券会社等のそれぞれの関係者が協力することにより制度全体を見直し、公正な価格発見機能の向上や発行会社及び投資者の納得感の向上につなげることに主眼を置いて議論

3. 改善策の全体像

制度・実務等に関連する論点

公開価格の設定プロセスの見直し

- ①仮条件の範囲外での公開価格設定
- ②上場日程の期間短縮・柔軟化
- ③有価証券届出書への想定発行価格や手取金概算額の記載方法の見直し
- ④売出株式数の柔軟な変更
- ⑤国内、海外並行募集時のオーバーアロットメントの上限数量の明確化
- ⑥価格設定の中立性確保

発行会社や投資者への情報発信

- ⑦主幹事証券会社別の初期収益率等の公表

機関投資家との対話促進

- ⑧プレ・ヒアリングの留意点の周知及び実施の推奨

発行会社との対話促進

- ⑨機関投資家への割当及び開示
- ⑩実名による需要情報等の提供
- ⑪発行会社への公開価格等の納得感のある説明
- ⑫主幹事証券会社の追加・変更等

取引所規則等に関連する論点

- ⑬初値形成時の成行注文の禁止
- ⑭入札方式・ダイレクトリスティングの改善
- ⑮上場推薦審査のあり方
- ⑯大型上場、赤字上場の取組み促進

その他の課題等

- ⑰配分先の保有状況の確認
- ⑱株価変動時のロックアップ解除条項の見直し
- ⑲機関投資家へのヒアリング方法の見直し

4. 制度・実務等に関連する論点 (公開価格の設定プロセスの見直し)

項目	現状・改善策	実施目途
①仮条件の範囲外での公開価格設定 (参考1～3)	【現状】 - 仮条件の範囲は、5～8%程度が一般的である - 現行のブックビルディングは、仮条件の範囲外で指値での需要申告は行えない実務慣行となっている - 仮条件の範囲内で公開価格を設定することを求める法令諸規則等はないが、これまで仮条件の範囲外で公開価格を設定した事例は確認されていない 【改善策】 (A)仮条件の範囲の拡大 - 仮条件の範囲を拡大するとともに、主幹事証券会社において硬直的で狭い範囲とするような社内基準を設けないよう周知 (B)ブックビルディングにおける申告方法の見直し - 仮条件の範囲外での指値申告を可能とする (C)仮条件の範囲外での公開価格の設定 - 仮条件の範囲を超える需要が多いことが確認された場合、仮条件を訂正するよう周知 「一定の範囲」内であればブックビルディングのやり直しをせずに仮条件の範囲外で公開価格を設定できることをルール化	2022年12月

4. 制度・実務等に関連する論点 (公開価格の設定プロセスの見直し)

項目	現状・改善策	実施目途
②上場日程の期間 短縮・柔軟化 (参考4～6)	【現状】 - 上場承認日から上場日までの期間が長い(30日程度)ことにより、投資家や発行会社は市場環境等の変化による価格変動リスクを負うこととなる 【改善策】 市場環境等を踏まえ、時機をとらえた上場を行うために上場日程の短縮化や日程設定の柔軟化を行う <u>(A) 上場承認日から上場日までの期間(21日程度に短縮)</u> - 上場承認日に有価証券届出書を提出している実務慣行を見直し、上場審査の終盤に有価証券届出書を提出することとし、当該届出書の提出時に振替法に基づく通知を行う実務運用も可能とする - 上場承認日より前に有価証券届出書を提出する場合には、当初提出する有価証券届出書に上場日を記載することができないと考えられるところ、市場環境等を踏まえた柔軟な上場日を設定するため、上場承認日や上場日の設定の実務運用について検討 <u>(B) 仮条件決定日から上場日まで(9日程度に短縮)</u> - 仮条件決定日に会社法上の募集事項を定める実務慣行を見直す(仮条件決定日より前に会社法上の募集事項を定める) - これにより、仮条件決定日に関して会社法上の2週間の期間を考慮する必要がなくなり、仮条件決定日から上場日までの期間を9日程度に短縮することが可能となる <u>(C) 公開価格設定日から上場日まで(4日程度に短縮)</u> - 目論見書に公開価格等の公表方法を記載することで、訂正目論見書の交付を不要とし、申込期間を2日程度に短縮する(公開価格設定から上場日までの期間を4日程度に短縮する) <u>(D) 上場日の設定</u> - 上場承認後に市況を踏まえた上場日変更(上場申請の取り下げではなく、訂正有価証券届出書の提出による上場日変更)を行う場合の実務対応の検討	2022年12月

4. 制度・実務等に関連する論点 (公開価格の設定プロセスの見直し)

項目	現状・改善策	実施目途
③有価証券届出書への想定発行価格や手取金概算額の記載方法の見直し	【現状】 - 当初の有価証券届出書において想定発行価格が記載されている 【改善策】 - 想定発行価格の開示により誤った先入観を与えるおそれがある場合もあることから、発行会社が想定発行価格を開示しない選択をすることや、手取金の額を一定の幅をもって記載することも可能であることを明確化	2022年6月
④売出株式数の柔軟な変更	【現状】 - 売出株式数の変更により、上場日に影響を与える可能性がある 【改善策】 - 公開価格の設定と同時に売出株式数を変更する可能性がある場合には、あらかじめその旨を有価証券届出書に注記する - 売出株式数が増減となる可能性があることが投資者に容易に理解でき、その内容が注記されている場合において、売出株式数の変更数量が「一定の範囲」内であれば、ブックビルディングのやり直しをせずに公開価格の設定と同時に売出株式数を変更することが可能であることをルール化	2022年12月

4. 制度・実務等に関連する論点 (公開価格の設定プロセスの見直し)

項目	現状・改善策	実施目途
⑤国内、海外並行募集時のオーバーアロットメントの上限数量の明確化	【現状】 - 国内募集等と海外募集等を並行して行う案件についても、オーバーアロットメントの上限は国内募集等の予定数量の15%とされている 【改善策】 - 国内募集等と海外募集等を並行して行う案件において、国内募集等と海外募集等を合算した予定数量の15%をオーバーアロットメントの合計数量の上限とするよう引受規則を改正	2022年6月
⑥価格設定の中立性確保	【現状】 - 引受規則において、発行会社又は投資者と業務上密接な関係にない部門において公開価格等の妥当性の確認を求めている 【改善策】 - 想定発行価格、仮条件又は公開価格の提案に際し、その根拠を発行会社に説明することを引受規則において明示的に求める - 多数の案件において公開価格と上場後株価との著しい乖離があるなど、利益相反管理体制の実効性が疑われる場合には、体制の見直しを求めていく	2022年6月

4. 制度・実務等に関連する論点 (発行会社や投資者への情報発信、機関投資家との対話促進)

項目	現状・改善策	実施目途
⑦主幹事証券会社別の初期収益率等の公表 (参考7)	【現状】 - 主幹事証券会社別の公開価格及び上場後株価等について、一覧形式による公表はされていない 【改善策】 - 本協会が公表情報等から必要な情報を収集し、ウェブサイト上で公表 - 発行会社名、上場日、主幹事証券会社、発行・売出規模、仮条件、公開価格、上場日初値、公開価格と上場日初値との乖離率(初期収益率)及び上場日から一定期間経過後の株価(終値)並びに主幹事証券会社ごとのオフリングサイズ別の主幹事件数及び平均収益率等を公表	2022年6月
⑧プレ・ヒアリングの留意点の周知及び実施の推奨 (参考8)	【現状】 - プレ・ヒアリングについて、証券会社が行える行為が必ずしも明確ではなく、届出前勧誘規制に抵触するおそれがあることなどから、積極的に活用されてはいない 【改善策】 - プレ・ヒアリングの実務運用の留意点を周知し、実施を推奨する - 一定の要件の下、現行禁止されている子会社上場等に係るプレ・ヒアリングも可能とするようプレヒア規則を改正	2022年12月

4. 制度・実務等に関連する論点 (発行会社との対話促進)

項目	現状・改善策	実施目途
⑨機関投資家への割当及び開示 (参考9)	【現状】 ・ IPO前に中長期保有の確約(ロックアップ)を得た機関投資家に一定数量の株式を割当てることの合意が得られている場合において、適切な開示をどのように行うかの指針はない ・ 発行会社から主幹事証券会社に対し、ブックビルディングの手続き前に具体的な機関投資家への割当指示(親引け)を行うことは、本協会の親引けガイドラインにより一定の制約がある 【改善策】 ・ 届出前勧誘に該当しない場合であって、機関投資家から発行会社に対しIPOが行われる場合には配分を希望する旨の申し出があり、発行会社が主幹事証券会社に当該機関投資家に対する配分の指示を行った場合における有価証券届出書及び訂正有価証券届出書の開示内容について、開示例を紹介 ・ 発行会社の指示によりコーポレートガバナンス向上や企業価値向上に資すると考えられる機関投資家に割当てることが可能となる場合を明確化するように親引けガイドラインを改正	2022年6月

4. 制度・実務等に関連する論点 (発行会社との対話促進)

項目	現状・改善策	実施目途
⑩実名による需要情報等の提供	【現状】 - 配分規則により、機関投資家への配分結果については、発行会社に対して提供することが規定されているが、需要情報等の提供については規定されていない 【改善策】 - 主幹事証券会社は、原則として、ロードショーにおけるフィードバックやブックビルディングにおける需要情報等について、機関投資家の同意を得て実名により発行会社に対して提供するように配分規則を改正	2022年12月
⑪発行会社への公開価格等の納得感のある説明	【現状】 - 公開価格等の算定根拠や主幹事証券会社の引受割合について、一部の発行会社は納得感がないとの意見があった 【改善策】 - 主幹事証券会社が、想定発行価格、仮条件又は公開価格の提案に際し、その根拠を発行会社へ説明することを規則化するとともに、主幹事証券会社の引受割合を発行会社と十分に協議した上で決定されるよう規則化 ※「⑩実名による需要情報等の提供」も発行会社の納得感の向上に繋がる	2022年6月

4. 制度・実務等に関連する論点 (発行会社との対話促進)

項目	現状・改善策	実施目途
⑫主幹事証券会社 の追加・変更等	【現状】 - 発行会社との力関係により主幹事証券会社が設定した公開価格に不満があっても、主幹事証券会社を変更しにくいのではないかと意見があった - 共同主幹事証券会社が加わることや、主幹事証券会社以外の証券会社からセカンドオピニオンを聴取することで、より客観的な視点から価格の妥当性を検討することなどが可能になるのではないかと意見があった 【改善策】 - 主幹事証券会社は、主幹事契約の締結前に発行会社の主幹事契約に対する考え方を確認の上、発行会社と認識をあわせるとともに、新規上場プロセスの早い段階で将来設定する公開価格の考え方及びその時点における水準について協議を行い、必要な資料を提供するなど、発行会社の納得感を得られるように努める - 主幹事証券会社は、合理的な理由なく主幹事証券会社の追加・変更及びセカンドオピニオンの聴取を阻害せず、発行会社が希望する場合には、上場申請業務に係る資料を提供し、主幹事証券会社の追加・変更可能性に配慮する ※ ただし、上場スケジュールの見直しや上場申請に係るサポート費用の体系の変更など、主幹事証券会社の変更に伴うデメリットもある ※ 安易に主幹事証券会社を変更することにより、発行会社に十分な上場適格性があるかを審査する機能が損なわれることを懸念する意見がある	2022年6月

5. 取引所規則等に関連する論点

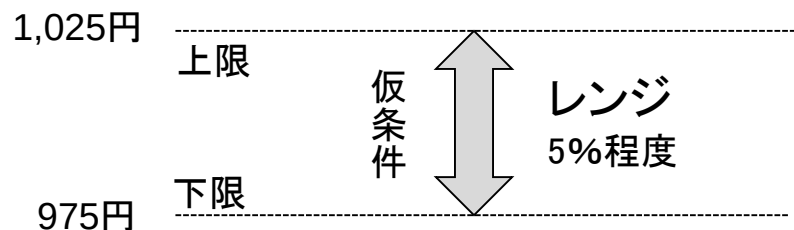
項目	本WGでの主な意見	今後の対応
⑬初値形成時の成行注文の禁止	初値形成時の成行注文を制限することが望ましい	取引所規則に関係する事項であり、取引所と引き続き連携を図る
⑭入札方式・ダイレクトリスティングの改善	- 入札方式、ダイレクトリスティングの改善を通じて発行会社の選択肢を増やすことにより、発行会社の納得感の向上などに繋がる - 入札方式については、個人投資家を中心とした投資者の需給により公開価格が決定するため機関投資家の需要が排除されるという問題がある - 他方、入札方式は、機関投資家の参加を促すことや、入札前にロードショーを行うことにより改善されるのではないか - 入札方式の改善について検討するに当たっては、海外の類似の方式も参照してはどうか	
⑮上場推薦審査のあり方	- 主幹事証券会社による上場推薦審査を取引所による上場審査に一本化することにより、発行会社はより上場が近いタイミングで主幹事証券会社を選定できるとともに、上場推薦審査機能のない証券会社も主幹事業務に参入できる - 上場推薦審査制度の見直しは発行会社に対する適切な審査が行われないというリスクが生じ得る	
⑯大型上場、赤字上場の取組み促進	- 赤字上場として一括りにするのではなく、実態に即して上場適格性を判断することがプライシング以上に求められる - 取引所においては赤字上場への対応を含めた上場制度整備に取り組んでおり、赤字上場の事例が増加している - 一般的にはIPOのサイズを大きくすることによって機関投資家の参加も見込まれるものの、規模が小さいまま上場を行える点はマザーズ市場の利点である	

6. その他の課題等

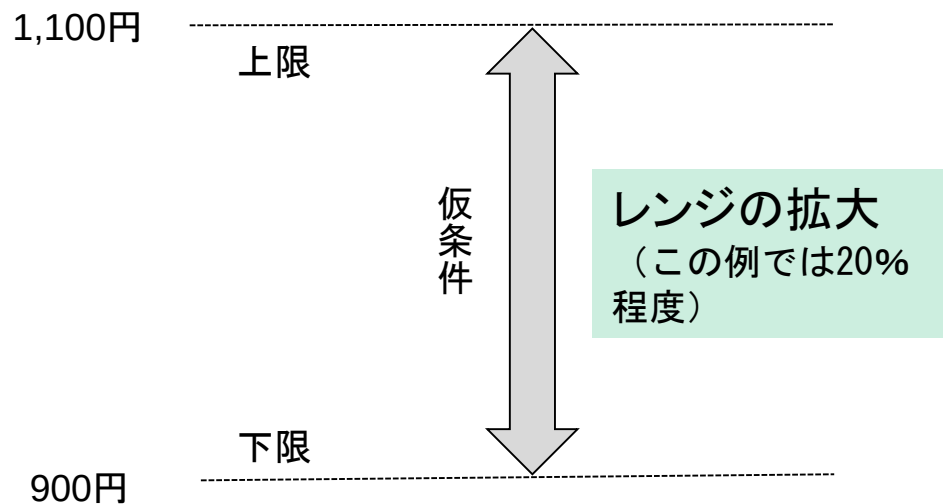
項目	本WGでの主な意見
⑰配分先の保有状況の確認	適切な配分の実効性を検証できる効果は期待できるものの、グローバルスタンダードの観点や調査の方法が限定されていることに鑑み、施策の実施は時期尚早との結論
⑱株価変動時のロックアップ解除条項の見直し	株価によるロックアップ解除条項の見直しについては賛否両論があるため直ちに見直しは行わず、他の改善策の実施による効果等を考慮した上で、必要に応じて検討
⑲機関投資家へのヒアリング方法の見直し	発行会社の意向を踏まえたマーケティングの観点から決定されている一面があることを踏まえ、ヒアリング方法等の標準化について具体的な検討を行うことはせず、実務に委ねることが望ましいとの結論

(参考1) 仮条件の範囲(レンジ)の拡大

< 現行 >



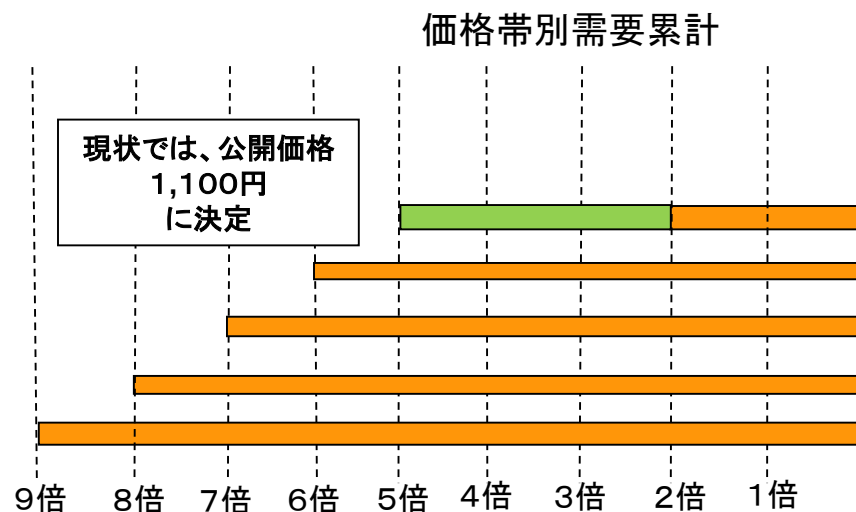
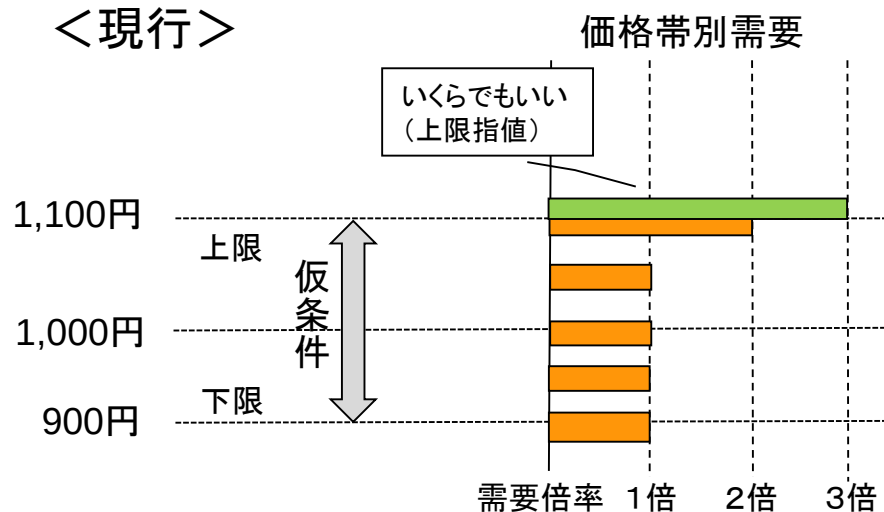
< 見直し後 >



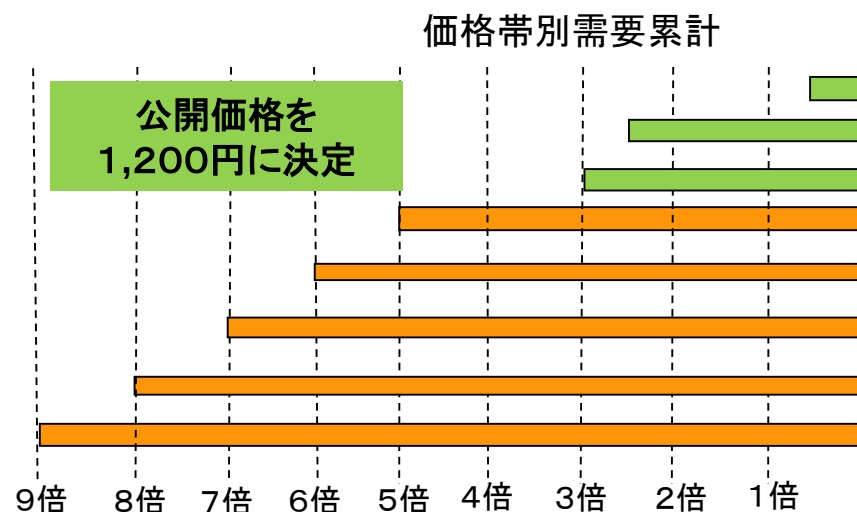
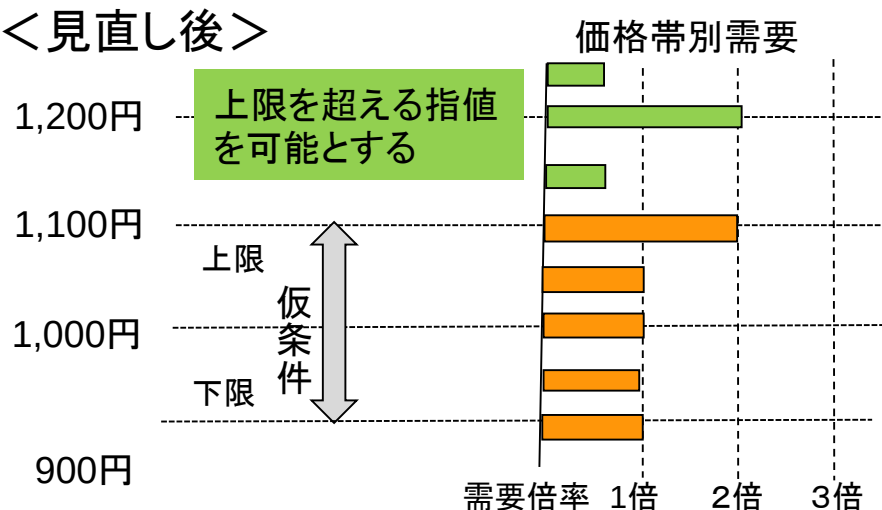
※ $\text{レンジ} = (\text{仮条件上限} - \text{仮条件下限}) / \text{仮条件中間値}$

(参考2) 仮条件の範囲外での指値申告

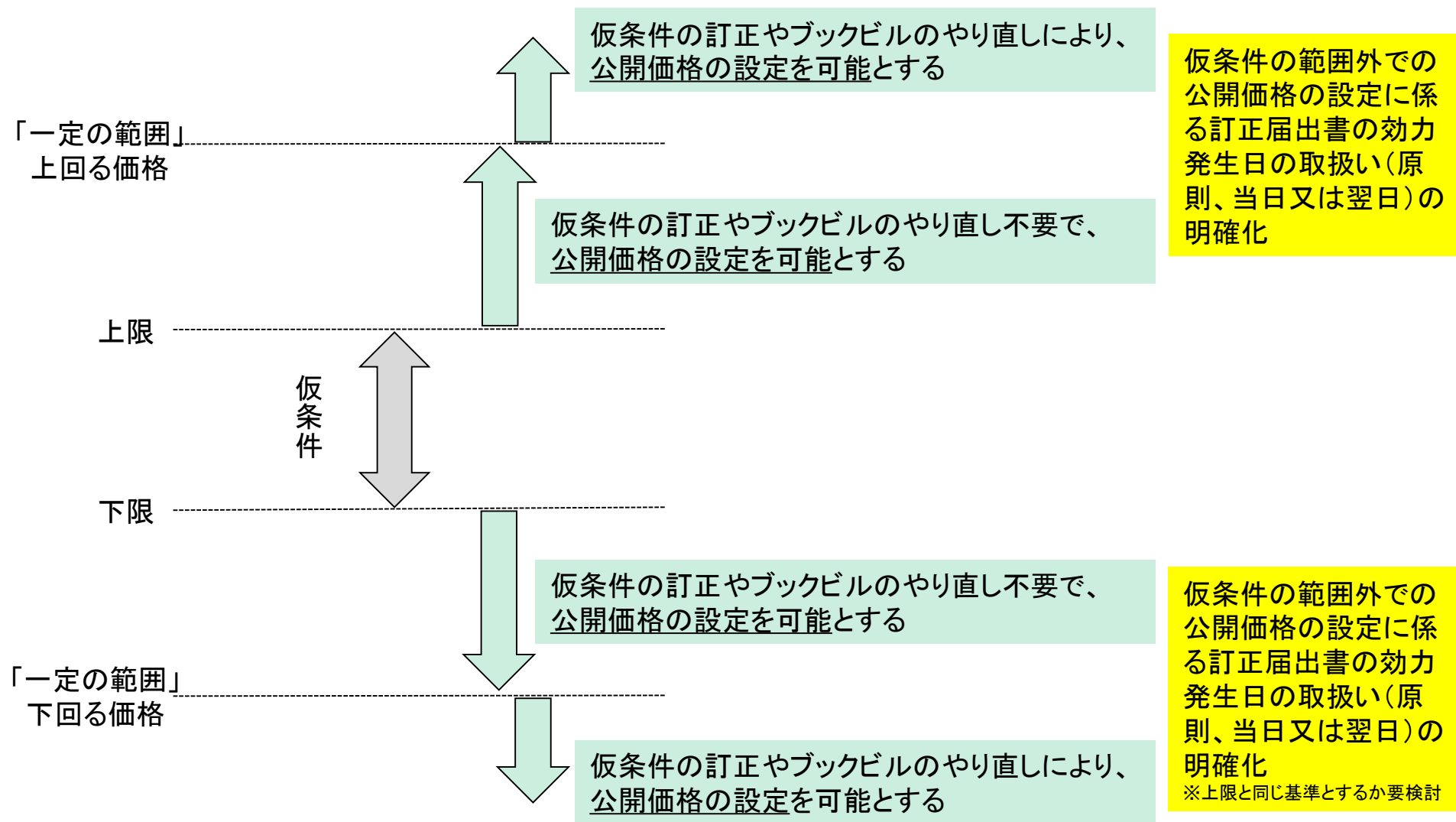
< 現行 >



< 見直し後 >



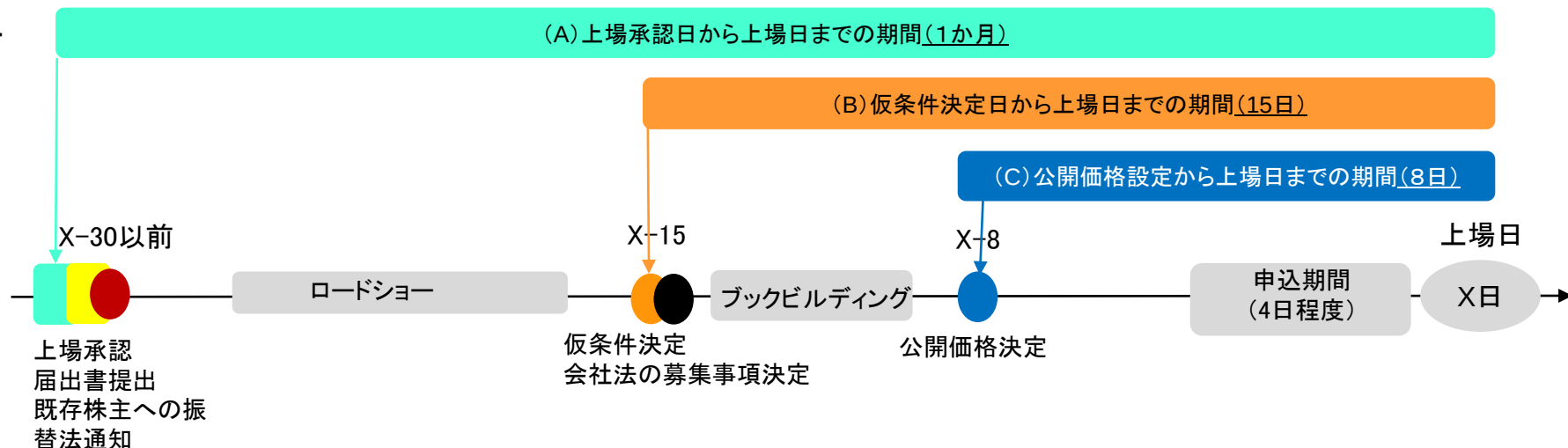
(参考3) 仮条件の範囲外で公開価格の設定



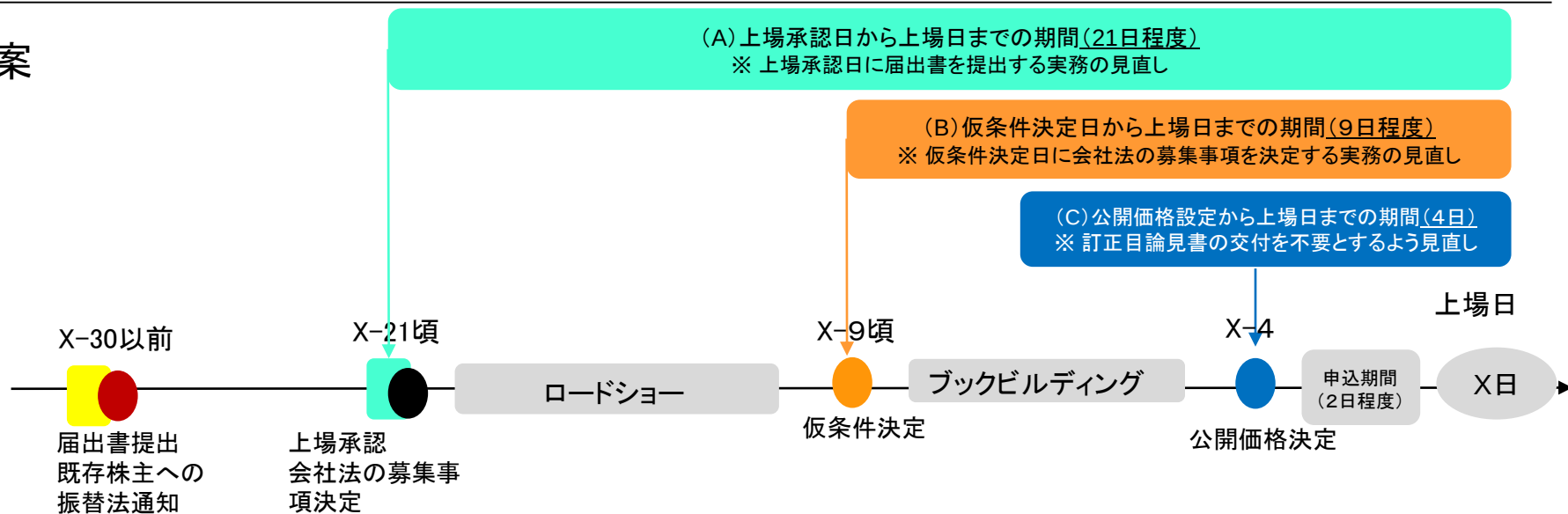
※米国を参考として制度設計を行う場合、「公開価格」のみならず「公開株式数」も踏まえ、仮条件の訂正やブックビルディングのやり直し不要で、公開価格の設定を可能とする範囲を定めることが考えられる。上記は「公開株式数」に変更がない場合のイメージ図である。

(参考4) 上場までの期間短縮化

現行

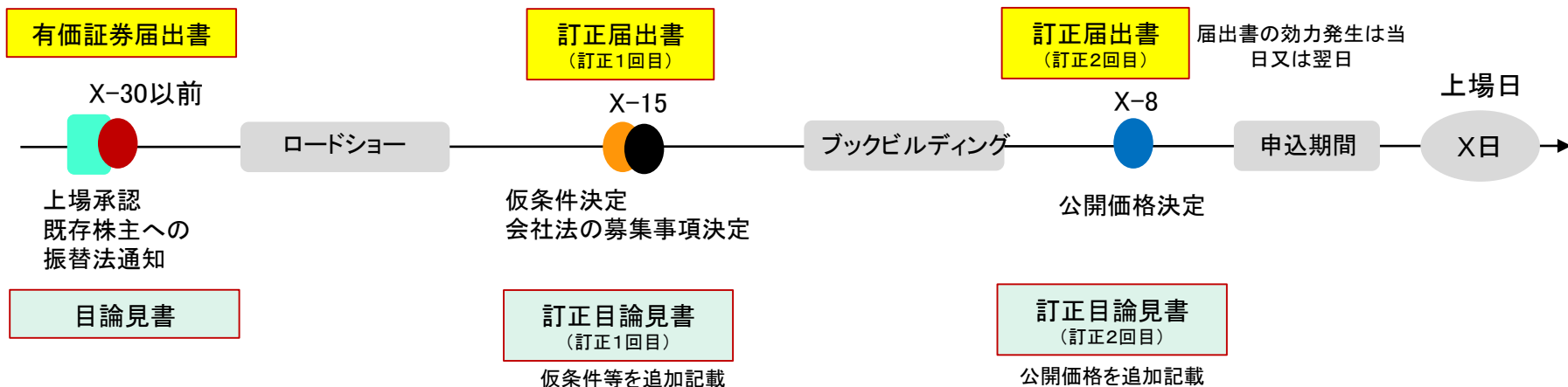


改善案

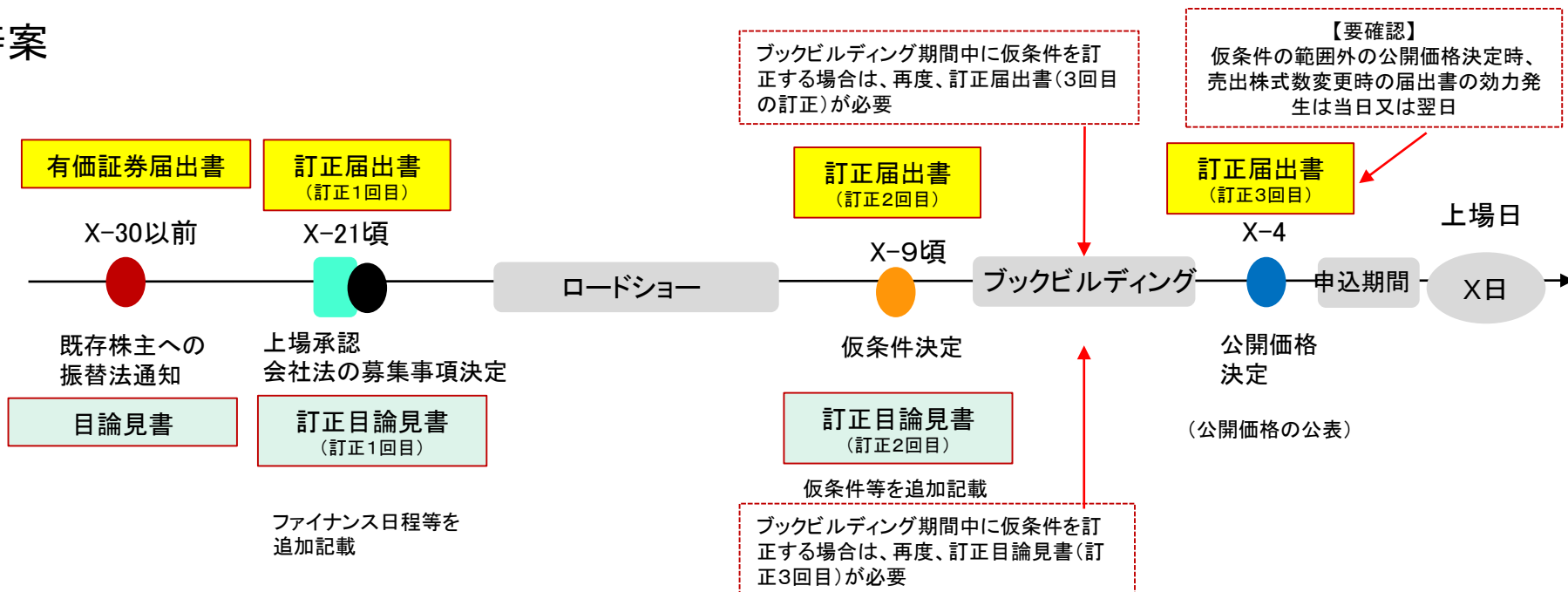


(参考5) 有価証券報告書等の提出・目論見書の交付等

現行

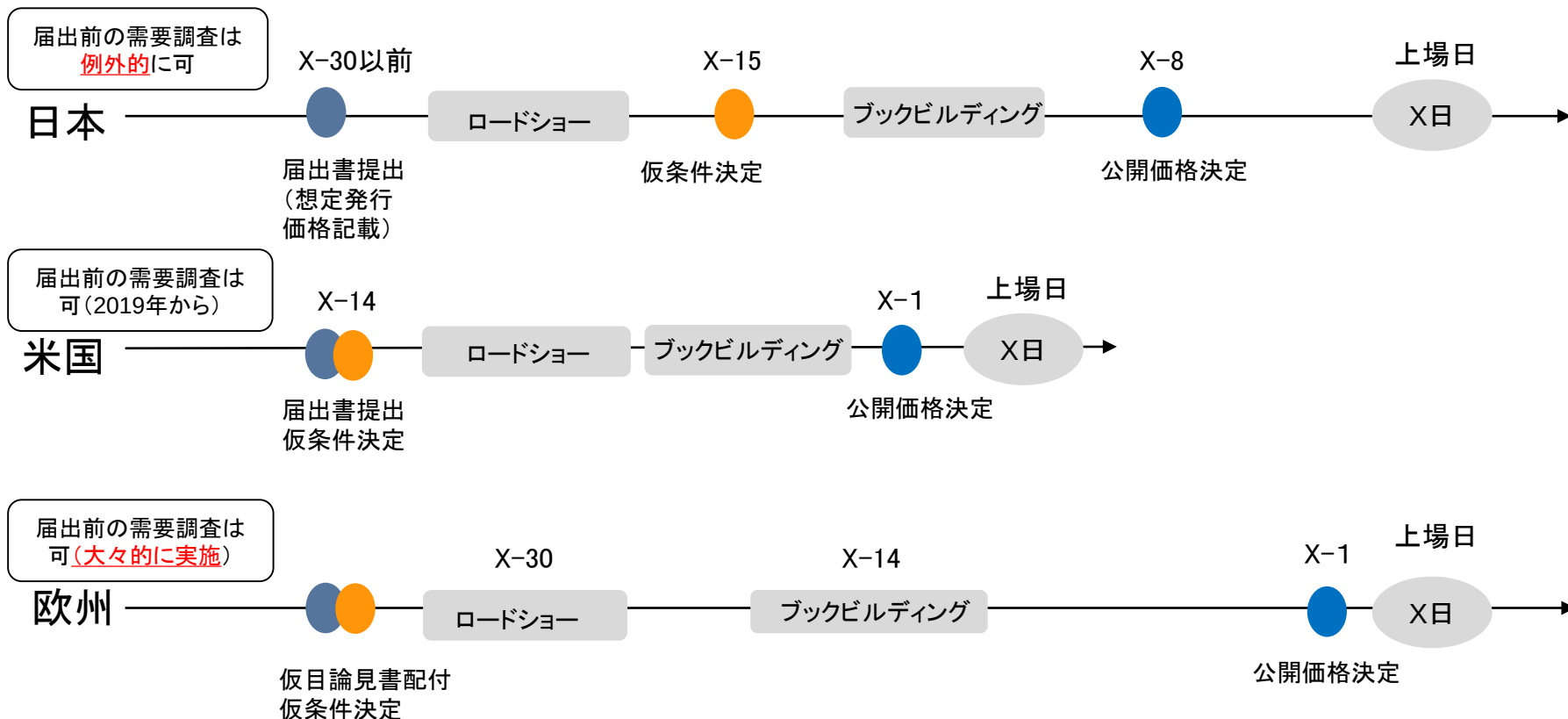


改善案



(参考6) 諸外国における公開価格の設定プロセス

- 米国は、仮条件決定後にロードショー、ブックビルディングで実需を把握し仮条件レンジの修正やレンジ外での公開価格設定を行う事後調整型
- 欧州は、届出前に実需を把握し仮条件レンジに反映させる事前調整型



(参考7) 初期収益率等の公表イメージ

1. 公表方法等

公表方法	本協会が開示情報等から必要な情報を収集し、本協会ウェブサイト上で公表
更新頻度（公表時期）	四半期ごと（1月・4月・7月・10月）（※ 例：1～3月の情報を4月に更新・公表）

2. 公表の内容

① 全ての新規公開銘柄¹について、以下の情報を公表

No.	項目	備考
1	コード	—
2	会社名	新規公開を行った会社名
3	上場日	—
4	市場区分	上場市場
5	主幹事会社	有価証券届出書に記載の主幹事会社
6	発行・売出規模	(発行・売出株数) × (公開価格)[円]
7	仮条件	下限及び上限
8	公開価格	発行・売出価格

No.	項目	備考
9	初値	—
10	初値収益率	(初値-公開価格) / (公開価格)[%]
11	上場1か月後終値	—
12	上場1か月後終値収益率	(終値-公開価格) / (公開価格)[%]
13	上場3か月後終値	—
14	上場3か月後終値収益率	(終値-公開価格) / (公開価格)[%]
15	上場6か月後終値	—
16	上場6か月後終値収益率	(終値-公開価格) / (公開価格)[%]
17	上場1年後終値	—
18	上場1年後終値収益率	(終値-公開価格) / (公開価格)[%]

② 主幹事会社ごとに、以下の情報を公表

No.	項目	備考
1	発行・売出規模別の主幹事件数	50億円未満、50億円以上200億円未満、200億円以上の3分類別における主幹事会社を務めた案件数
2	発行・売出規模別の平均収益率	50億円未満、50億円以上200億円未満、200億円以上の3分類別における上記①の各収益率の平均値

(注) 1. 株式に限る。TOKYO PRO Marketを除く。

(参考7) 初期収益率等の公表イメージ

3. 公表イメージ

① 全ての新規公開銘柄の情報

コード	上場日	主幹事会社	発行・ 売出規模	仮条件下限	仮条件上限	初値	上場1か月 後終値	上場3か月 後終値	上場6か月 後終値	上場1年後 後終値
会社名	市場区分			公開価格		収益率	収益率	収益率	収益率	収益率
1234	2021/12/5	X証券 A社	10億円	100円	200円	300円	340円	400円	280円	220円
	マザーズ			200円		50%	70%	100%	40%	10%
2345	2021/12/4	X証券 B社	40億円	300円	400円	700円	770円	350円	280円	420円
	マザーズ			350円		100%	120%	0%	-20%	20%
3456	2021/12/3	X証券 Y証券 C社	100億円	480円	520円	550円	600円	700円	800円	900円
	第一部			500円		10%	20%	40%	60%	80%
4567	2021/12/2	X証券 Z証券 D社	150億円	700円	800円	640円	600円	400円	640円	800円
	第一部			800円		-20%	-25%	-50%	-20%	0%

② 主幹事会社ごとの情報

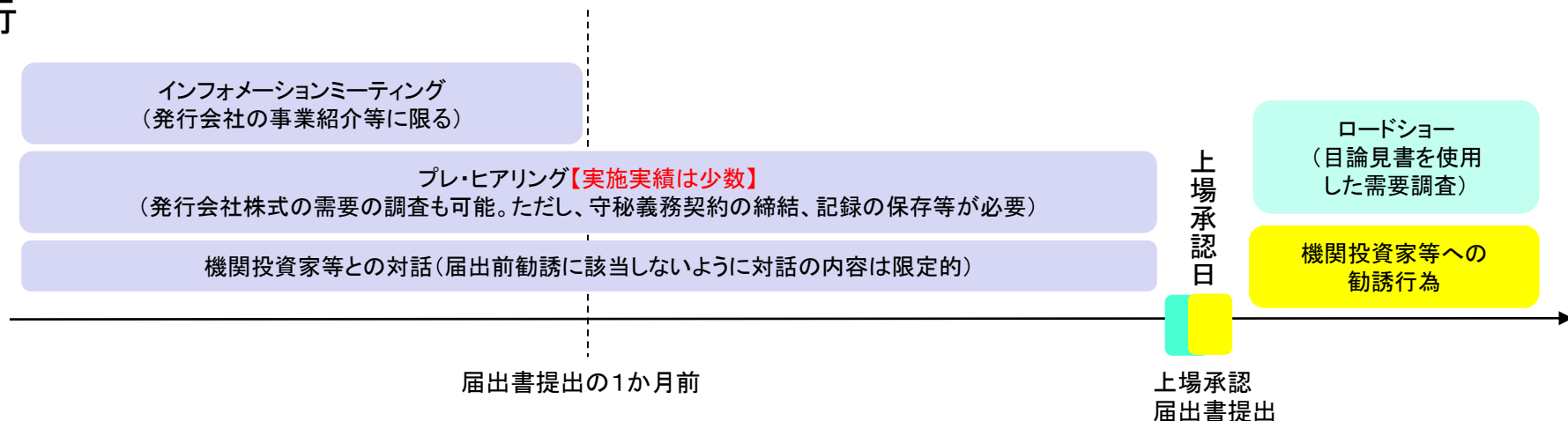
主幹事会社ごとに、以下の情報を公表

【主幹事会社：X証券】

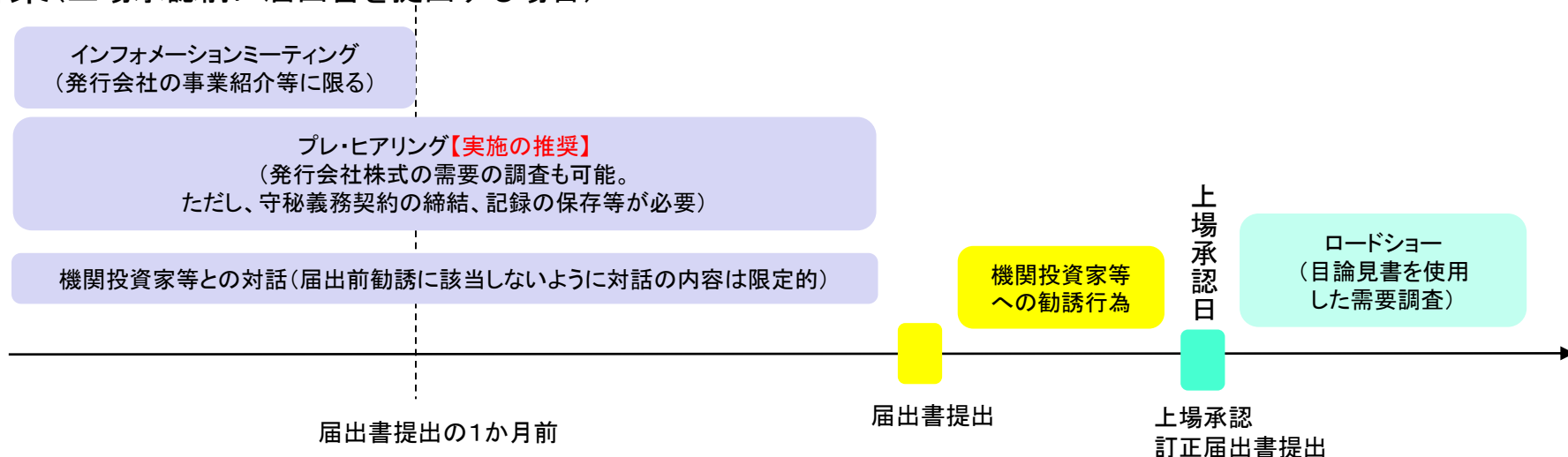
発行・売出規模	主幹事件数	平均収益率				
		初値	上場1か月後終値	上場3か月後終値	上場6か月後終値	上場1年後終値
50億円未満	2件	75%	95%	50%	10%	15%
50億円以上200億円未満	2件	-5%	-2.5%	-5%	20%	40%
200億円以上	0件	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

(参考8)プレ・ヒアリングの実施について

現行



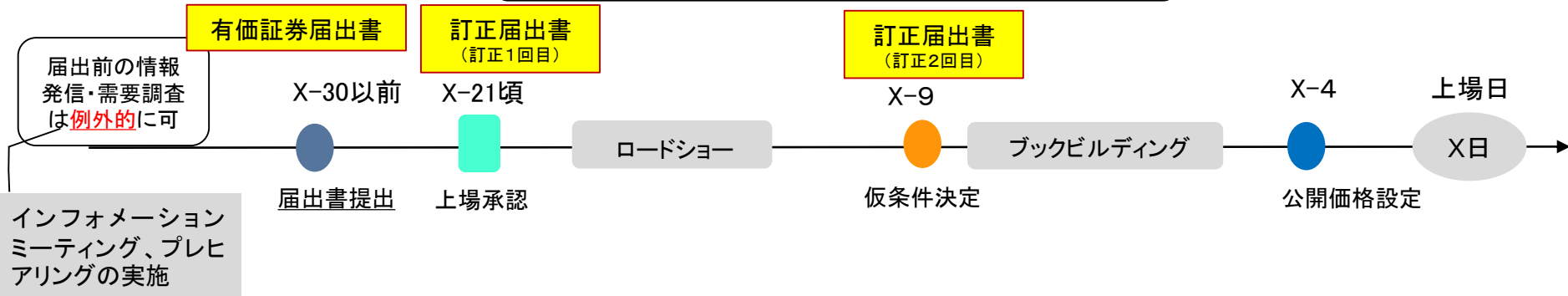
改善案(上場承認前に届出書を提出する場合)



(参考9)届出書提出前後の配分指示

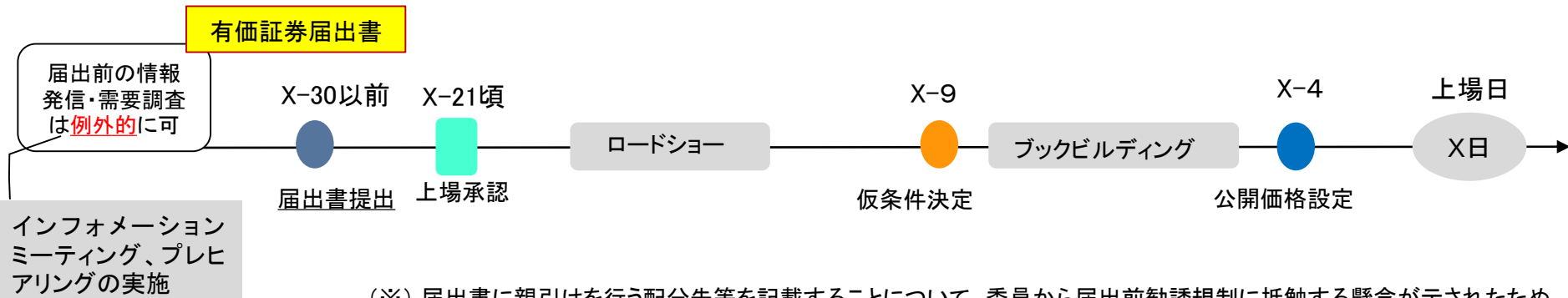
・届出書提出後に発行会社から配分指示があった場合

届出書提出後に発行会社から配分指示があった場合、訂正届出書で配分先等を記載



・届出書提出前に発行会社から配分指示があった場合(今回整理する事項)

プレヒアリング等を通じて、届出書提出前に発行会社から配分指示があった場合、届出書で配分先等を記載(※)



(※) 届出書に親引けを行う配分先等を記載することについて、委員から届出前勧誘規制に抵触する懸念が示されたため、必要に応じて関係当局に確認を行う

「公開価格の設定プロセスのあり方等に関するワーキング・グループ」報告書

2022 年 2 月 28 日

日本証券業協会

公開価格の設定プロセスのあり方等に関するワーキング・グループ

目次

1. はじめに	1
2. 現状の問題意識及び本 WG における検討課題等	2
(1) 現状の問題意識等	2
① 日本における初値と公開価格の乖離	2
② 発行会社の視点からの問題意識等	3
③ 日本における割当比率及び機関投資家の視点からの問題意識等	3
(2) 本 WG における検討課題及び検討の観点	4
3. 制度・実務等に関連する論点	6
(1) 公開価格の設定プロセスの見直し	6
① 仮条件の範囲外での公開価格設定	6
② 上場日程の期間短縮・柔軟化	7
③ 有価証券届出書への想定発行価格や手取金概算額の記載方法の見直し	10
④ 売出株式数の柔軟な変更	11
⑤ 国内、海外並行募集時のオーバーアロットメントの上限数量の明確化	11
⑥ 価格設定の中立性確保	12
(2) 発行会社や投資者への情報発信	12
・ 主幹事証券会社別の初期収益率等の公表	12
(3) 機関投資家との対話促進	13
・ プレ・ヒアリングの留意点の周知及び実施の推奨	13
(4) 発行会社との対話促進	14
① 機関投資家への割当及び開示	14
② 実名による需要情報等の提供	15
③ 発行会社への公開価格等の納得感のある説明	16
④ 主幹事証券会社の追加・変更等	17
4. 取引所規則等に関連する論点	19
(1) 初値形成時の成行注文の禁止	19
(2) 入札方式・ダイレクトリスティングの改善	19
(3) 上場推薦審査のあり方	20
(4) 大型上場、赤字上場の取組み促進	21
5. その他の課題等	23
(1) 配分先の保有状況の確認	23
(2) 株価変動時のロックアップ解除条項の見直し	23
(3) 機関投資家へのヒアリング方法の見直し	24
6. おわりに	26
7. 参考資料	27

1. はじめに

2021年6月、政府の成長戦略実行計画が閣議決定され、「新規株式公開（IPO）における価格設定プロセスの見直し」が施策項目として取りまとめられた。成長戦略実行計画では、「日本のIPOでは、上場後初めて市場で成立する株価（初値）が上場時に起業家が株を売り出す価格（公開価格）を大幅に上回っている」、「初値が公開価格を上回った場合、公開価格で株式を取得した特定の投資家が差益を得るが、スタートアップには直接の利益が及ばない。このため、同じ発行株数でより多額の資金調達をしえた」などの課題があることを踏まえ、「IPO時の公開価格設定プロセスの在り方について、実態把握を行い、見直しを図る」こととされた¹。

公開価格の設定プロセスについては、証券業界の実務に関係する事項であることから、関係当局と相談の上、日本証券業協会（以下「本協会」という。）において改善策等を検討することとした。このような背景から、2021年9月、エクイティ分科会の下部に新たに「公開価格の設定プロセスのあり方等に関するワーキング・グループ」（以下「本WG」という。）を設置した。本WGでは、幅広い関係者を交え改善策等を検討するため、近年IPOを行ったスタートアップ企業、国内・海外機関投資家、有識者、IPO案件の主幹事実績の豊富な証券会社で構成することとした。

本WGでは、2021年9月から2022年1月までの間、6回にわたり、公開価格の設定プロセスやプライシングについて実態把握を行うとともに、公開価格の設定プロセスのあり方に関し、制度の見直しの必要性及び見直しの内容について幅広く検討を行った。本報告書は、その検討結果を取りまとめたものである。

¹ 2021年11月8日に決定された新しい資本主義実現会議における「緊急提言～未来を切り拓く「新しい資本主義」とその起動に向けて～」においても、同趣旨の提言がなされている。

2. 現状の問題意識及び本 WG における検討課題等

(1) 現状の問題意識等

本 WG では、公開価格の設定プロセスのあり方について検討するに当たり、現状に対する問題意識等について意見交換を行った。その主なものは次のとおりであった。

① 日本における初値と公開価格の乖離

成長戦略実行計画では、日本における初値が公開価格を上回る水準（初期収益率²）は 48.8%となっており、米国（17.2%）や英国（15.8%）などの諸外国と比べても非常に高い水準である旨が記載されている。この点について、本 WG では主に以下のような意見があった。

- ・ 日本の IPO 銘柄における上場から一定期間経過後（例えば、上場日から 250 営業日後）のパフォーマンスについて分析を行ったところ、単純平均値では乖離があるものの、市場への影響や投資リターンという観点からオフアリングサイズによる加重を行った平均値や中央値では米国と同水準であり、異常な水準にあるとは認められないと考える。
- ・ 市場の状況やリスクプレミアムをコントロールした分析を行ったところ、ベンチャー企業向け市場はブックビルディング方式導入以降、企業の初期収益率、長期株価パフォーマンス（半年、1 年間）は、統計的に有意に高い水準であり、特に足元 10 年間は特に顕著であった。これは、公開価格が大幅に過小に値付けされていたことを意味すると思われる。
- ・ 米国と異なり日本では、初期収益率や IPO 後の株価リターンについて平均値と中央値で大きな乖離がある。これはかなりの数の企業において、公開価格が大幅に過小に値付けされていたことを意味する証左といえると思われる。
- ・ 小型の IPO の初値をはじめとする上場後一定期間の株価高騰は、セカンダリーマーケットでの投資行動によりもたらされており、それはマザーズ市場固有の市場特性に起因していると思われる。
- ・ 日本の小型銘柄の IPO については、業績が不透明な企業が多いこと、個人投資家の割合が多いことなどを踏まえると、小型銘柄における初値と公開価格の乖離はある程度は仕方ない部分もあると考える³。
- ・ 初値と公開価格の乖離については、公開価格の設定プロセスの見直しにより部分的には改善すると思われるが、サイズの大きな IPO を増やす、IPO 後の成長性の高い企業を増やす以外は本質的な解決はないと考える。

上記のとおり、日本における初値と公開価格との乖離について、その本質的な原因について様々な意見が寄せられたほか、データの分析手法や評価についても複数の意見が示された。そのため、本 WG では初値と公開価格との乖離の問題意識について見解の一致

² （初値－公開価格）／公開価格

³ 委員からは、公開価格は市場原理に基づいて投資者の実需を反映した株価とすべきであり、初値との異常な乖離を認めることはセンチメント IPO ポップをあおることになるため、この乖離は小さくすべきとの意見があった。

までは至らなかったが、公正な価格発見機能⁴の向上のために現在の公開価格の設定プロセスに改善の余地があるという問題意識については意見の一致をみた⁵。

② 発行会社⁶の視点からの問題意識等

本 WG では、発行会社と主幹事証券会社の関係性、発行会社の視点からの問題意識等についても意見交換を行った。本 WG では主に以下のような意見があったところ、特に発行会社の公開価格の算定根拠等に対する納得感⁷を高めることが重要であるという意見が大宗であった。

- ・ スタートアップ企業のリテラシーも高まっていると感じており、単純な公開価格の引き上げを希望するのではなく、納得感のあるプライシングを求めているのではないか。発行会社が納得しないままプライシングがなされ初値が高騰するといった IPO 案件も一部に存在することがあり、主幹事証券会社と発行会社との間では公開価格の合理性、納得感といった部分の認識に乖離があるのではないか。
- ・ IPO 後の株価パフォーマンスは公開価格に収束するということは、客観的な事実としては理解できるものの、調達額が過小なため上場企業が成長機会を奪われ、機会損失が生じた結果、株価が公開価格に近づいているという見方もできるのではないか。
- ・ 発行会社が他の証券会社からのセカンドオピニオンを得にくい構造があるのではないか。

③ 日本における割当比率及び機関投資家の視点からの問題意識等

成長戦略実行計画では、米国における IPO 時の株式の割当比率は機関投資家が 77%を占めているのに対し、日本における割当比率は個人投資家が 70%を占めている状況である旨が記載されている。このような日本市場の特性や機関投資家の視点からの問題意識等について、本 WG では主に以下のような意見があった。

- ・ マザーズ上場企業については、企業によって事業の革新性の幅が大きくなってきていることもあり、ファンダメンタルズの判断が難しくなっている一方で、マザーズでは個人投資家の参加が多い。このような構造上のアンマッチも生じている。
- ・ 一般的には IPO のサイズを大きくすることによって機関投資家の参加も見込まれる。
- ・ ここ数年でインフォメーションミーティング⁸の件数は増えてきていると感じており、IPO 企業と投資者の双方にとって望ましいことなのではないか。

⁴ 委員からは、公正な価格発見機能について、市場価格のように客観的に示される価格が存在しない中で、如何に発行会社及び投資者の双方が納得する価格を見出すかという機能を指すものであり、必ずしも公正な価格として確定的な価格が示されるような性質のものではないことに留意する必要があるとの意見があった。

⁵ 委員からは、IPO 後の株価が公開価格を割れている銘柄、さらに公開価格の半値以下になっている銘柄も多く存在していることを踏まえ、公開価格が高くなりすぎることをないよう、発行会社の納得感の醸成と投資者保護の両立が重要であるとの意見があった。

⁶ 本報告書において、「発行会社」とは、特段の事情がない限り「売出人」を含むこととする。

⁷ 委員からは、発行会社から最も納得感の得られる公開価格とは、発行会社・既存株主が受け入れることができる新規株主の要求する最低限のディスカウントが反映された価格であり、必要以上にディスカウントされた深刻な過小値付け問題が、発行会社からの納得感が低い状況を作り出しているとの意見があった。

⁸ 国内外の機関投資家等向けの発行会社の事業紹介等をいう。

- ・ IPO 企業の約 7 割がマザーズへの上場を選択しているが、リスク許容度の高い個人投資家が大半を売買していることがマザーズの特徴である。一般的に機関投資家が売買しないような時価総額の小さい企業やアーリーステージの企業であっても、個人投資家が売買することにより、各国に比較しても高いバリュエーションと高い流動性が付いており、大型銘柄を投資対象とする機関投資家の IPO への参加は限定的となっている⁹。
- ・ IPO の件数が短期間に集中¹⁰すると、短期的には市場の流動性を確保することが困難となるおそれがあることや、証券会社のみならず機関投資家も時間的な制約により発行会社との対話の時間が多く割けない場合もある。

(2) 本 WG における検討課題及び検討の観点

上記のように幅広い問題意識等が挙げられたが、現在の公開価格の設定プロセスに改善の余地があるという認識は共通しており、この認識のもとで様々な課題について検討が行われた。具体的には、委員からの問題意識等を踏まえ、論点を「制度・実務等に関連する論点（本協会規則や実務対応による改善が可能な事項及び法令・ガイドラインの改正を要望する事項）」、「取引所規則等に関連する論点（取引所と連携を図る事項）」及び「その他の課題等（将来的に検討が必要な事項等）」に整理した上で、後述の項目について現状の課題及び改善策の検討を行った。改善策については、まずは実務的な対応によって実現可能な案を検討することとし、実務面の対応のみでは見直しが難しく法令改正や取引所規則等の改正が必要な点については、関係者に要望等を行うことを念頭に議論が行われた。

初値と公開価格の乖離については部分的には制度の見直しにより改善するものの、本質的な改善策は規模の大きな IPO を増やすことであるとの意見が大宗であった。一方で、時価総額が小さな段階でも成長が期待できる企業が IPO を行うことができる点は日本市場の魅力でもあり、したがって、安易に上場基準を引き上げることについては慎重な検討が必要であるとの意見があった。

そのため、本 WG における改善策の検討に当たっては、投資者保護を図るとともに、公開価格の算定根拠等について発行会社から納得感が得られていない案件も一部ある状況に対して、発行会社、投資者及び証券会社等のそれぞれの関係者が協力することにより制度全体を見直し、公正な価格発見機能の向上や発行会社及び投資者¹¹の納得感の向上に

⁹ 委員からは、日本の IPO 直後の過剰な流動性は公開価格で買った投資家が初値で売るといった投機の結果であり、必ずしも望ましい市場環境とは言えないとの意見もあった。

¹⁰ 委員からは、2021 年 12 月頃は特に IPO が集中したが、公開価格を下回る株価となっている銘柄も散見されるとの意見があった（2021 年 12 月に 32 社の IPO が集中したが、そのうち 12 社において初値が公開価格を下回った）。

¹¹ 主幹事証券会社は、発行会社の委託を受けて最適なファイナンスの実現に努めるとともに、当該発行会社に投資する投資者の保護を図る市場のゲートキーパーとしての役割が期待されるため、発行会社と投資者の双方に対して責任を有すると考えられる。

つなげることに主眼を置いて議論を行った¹²。また、日本市場の魅力度をより向上させる観点から、グローバルスタンダードを意識した検討が必要との意見を踏まえ、海外の制度も参考に検討を行った。

<本 WG における検討課題>

- 制度・実務等に関連する論点
 - (1) 公開価格の設定プロセスの見直し
 - ① 仮条件の範囲外での公開価格設定
 - ② 上場日程の期間短縮・柔軟化
 - ③ 有価証券届出書への想定発行価格や手取金概算額の記載方法の見直し
 - ④ 売出株式数の柔軟な変更
 - ⑤ 国内、海外並行募集時のオーバーアロットメントの上限数量の明確化
 - ⑥ 価格設定の中立性確保
 - (2) 発行会社や投資者への情報発信
 - ・ 主幹事証券会社別の初期収益率等の公表
 - (3) 機関投資家との対話促進
 - ・ プレ・ヒアリングの留意点の周知及び実施の推奨
 - (4) 発行会社との対話促進
 - ① 機関投資家への割当及び開示
 - ② 実名による需要情報等の提供
 - ③ 発行会社への公開価格等の納得感のある説明
 - ④ 主幹事証券会社の追加・変更等
- 取引所規則等に関連する論点
 - (1) 初値形成時の成行注文の禁止
 - (2) 入札方式・ダイレクトリスティングの改善
 - (3) 上場推薦審査のあり方
 - (4) 大型上場、赤字上場の取組み促進
- その他の課題等
 - (1) 配分先の保有状況の確認
 - (2) 株価変動時のロックアップ解除条項の見直し
 - (3) 機関投資家へのヒアリング方法の見直し

¹² 委員からは、公開価格の設定プロセスが複雑化すると投資者が IPO への参加を見送る可能性もあるため、改善策は複雑にならないように留意する必要があるとの意見があった。また、改善策によっては、発行会社の希望により従来のプロセスと改善策を踏まえたプロセスが選択できることが望ましいとの意見があった。

3. 制度・実務等に関連する論点

(1) 公開価格の設定プロセスの見直し

① 仮条件の範囲外での公開価格設定

＜現状の課題＞

現行では、例えばブックビルディングにおいて仮条件の範囲を超えた価格での需要が見込まれる場合であっても、仮条件の上限価格で公開価格が設定されている。その結果、日本においては、大半の銘柄が仮条件の上限価格で公開価格が設定されている状況にある¹³。

仮条件の範囲内で公開価格を設定することを求める法令諸規則等はないが、仮条件の範囲外で公開価格を設定した場合、訂正有価証券届出書の効力発生日の取扱いが不明確であると考えられることから上場日に影響が及ぶ可能性があるほか、投資者にとって想定しない価格となる懸念があることなどの理由により、これまで仮条件の範囲外で公開価格を設定した事例は確認されていない¹⁴。

また、現行のブックビルディングは、投資者から価格の指定のない（いわゆる「成行」）需要申告が多く、かつ、仮条件の範囲外での指値での需要申告は行えない実務慣行となっていることから、仮条件の範囲を超えた正確な需要を把握できない状況にある。

なお、米国では、仮条件が記載された登録届出書の提出以降、ロードショー及びブックビルディングを踏まえ、一定の範囲内¹⁵のオフERINGサイズ（公開株式数×公開価格）の変更であれば、仮条件の上限価格を超えた価格（又は仮条件の下限価格を下回る価格）により公開価格を設定することが可能となっている。

＜改善策＞

ブックビルディングに関して、投資者からより広範に需要を確認して正確な需要を把握できるよう仮条件の範囲の拡大や申告方法などの実務を見直すことが考えられる。また、ブックビルディングにおいて仮条件の範囲を超えた多くの需要が確認された場合には、主幹事証券会社が発行会社に説明の上、仮条件の訂正や仮条件の範囲外での公開価格の設定ができるよう、その際の実務運用や法令上の取扱いの明確化を図り、周知する必要がある。

具体的には、以下のような対応が考えられる。

(A) 仮条件の範囲の拡大

現行では5～8％程度が一般的であるところ、仮条件の範囲を拡大するとともに、主

¹³ 鈴木健嗣（2021）「IPO企業の公開価格形成に関わる提言（下）」によれば、2010年から2020年において、公開価格が仮条件の上限価格に張り付いた企業の割合は92.3%、下限価格に張り付いた企業の割合は4.4%となっている。

¹⁴ ただし、訂正有価証券届出書を提出することにより、仮条件の範囲を訂正した事例はある。

¹⁵ オフERINGサイズを引き上げる場合には、登録届出書に記載された最大オフERINGサイズの20%以下とされている。オフERINGサイズを引き下げる場合には、仮目論見書に記載された仮条件下限価格をもとに算出した最小オフERINGサイズから、仮条件上限価格をもとに算出した最大オフERINGサイズの20%の値を差し引いたオフERINGサイズ以上とされている。

幹事証券会社において硬直的で狭い範囲とするような社内基準を設けないように周知する。これにより、より正確な需要を踏まえた公開価格の設定に繋がると考えられる^{16, 17}。

(B) ブックビルディングにおける申告方法の見直し

ブックビルディングにおいて仮条件の範囲外であっても指値での申告を可能とし、仮条件の範囲を超えた需要の申告も受け付ける。これにより、ブックビルディングにおいて投資者の需要が仮条件の範囲外にある場合であっても、投資者の需要をより正確に把握することができると考えられる¹⁸。

(C) 仮条件の範囲外での公開価格の設定

ブックビルディング期間中に仮条件の範囲を超えた多くの需要が確認された場合には、訂正有価証券届出書を提出することにより、仮条件を訂正することが考えられる。ただし、上場に向けたプロセスを変更せずに公開価格の設定を可能とする観点から、例えば、ブックビルディング期間の投資者の申告のタイミング等により、仮条件の訂正が困難な場合などは、「一定の範囲」¹⁹内であれば仮条件を訂正することなく、また、ブックビルディングのやり直しをせずに仮条件の範囲外で公開価格を設定することができる²⁰ことをルール化することが考えられる。

本改善策を実施するに当たっては、仮条件の範囲外で公開価格が設定される可能性がある旨や公開価格の公表・伝達方法について、あらかじめ投資者に説明し、投資者保護を図る必要がある。

② 上場日程の期間短縮・柔軟化

＜現状の課題＞

IPOの上場承認日から上場日までの期間が長いことにより、投資者や発行会社は市場環境等の変化による価格変動リスクを負うこととなり、そのリスクが公開価格に織り込まれることによりディスカウントが大きくなっている。また、有価証券届出書提出（上場承認）後、上場日を変更するためには、現在は、当該届出書に係る募集又は売出しの中止を決議し、上場申請を取り下げた上で、改めて上場申請を行い、上場審査を再度経ている場合もある。そのため、市場環境等を踏まえ、時機をとらえた上場を行うためには、上場日程の短縮化や日程設定の柔軟化が課題となる。

¹⁶ 委員からは、現行もロードショーにおける機関投資家からのフィードバック内容に応じて、仮条件の範囲を拡大しており、個別案件の状況によりどの程度の範囲が適切か検討されるべきとの意見があった。

¹⁷ 米国では、仮条件の範囲は一般的に20%以内とすることが適切とするガイダンスが示されている。

¹⁸ 委員からは、(C)「仮条件の範囲外での公開価格の設定」を実施するに当たり、価格設定の根拠を明確にするためなどの理由から、投資者から価格の指定のない（いわゆる「成行」）需要申告を認めない運用とすべきとの意見があった。

¹⁹ 「一定の範囲」について、米国においてはオフERINGサイズ（「公開株式数」×「公開価格」）が考慮されている。

²⁰ 仮条件の範囲外で公開価格を設定した場合においても、「一定の範囲」内であるときには、企業内容等の開示に関する留意事項8－4ロ柱書本文が適用され、訂正有価証券届出書の提出日又はその翌日にその届出の効力が生じることについて関係当局への確認を行う必要がある。

上場日程の期間短縮・柔軟化を検討するに当たって、現状においては以下の点の法令上・実務上の制約がある。

(A) 上場承認日から上場日まで（1 か月程度）

現行実務上、発行会社は、上場承認日（上場日の1 か月程度前）に有価証券届出書の提出を行い、同日に、既存株主に対して、社債、株式等の振替に関する法律（以下「振替法」という。）第 131 条の規定に基づく口座通知取次請求²¹に係る通知を行うこととなっている。

(B) 仮条件決定日から上場日まで（2 週間超）

会社法第 201 条第 5 項の規定により、発行会社は、払込期日（上場日の前営業日）の 2 週間前までに会社法第 199 条第 1 項の募集事項を定める必要があるところ、現行実務上、発行会社は、仮条件決定日に募集事項を定め、同日に当該事項を記載した訂正有価証券届出書の提出を行っている²²。このような実務慣行のため、現状、仮条件決定日から上場日までは 2 週間超の期間が必要となっている。

(C) 公開価格設定日から上場日まで（8 日程度）

公開価格設定に係る訂正有価証券届出書の提出及び当該届出書の効力発生後、発行会社や証券会社は、投資者に対する訂正目論見書の交付²³、申込期間における投資者からの取得の申込の受付等を行う必要があるため、現状、公開価格設定日から上場日までは少なくとも 8 日（6 営業日）程度の期間が必要となっている。

<改善策²⁴>

(A) 上場承認日から上場日までの期間（21 日程度に短縮）

上場承認日に有価証券届出書を提出している実務慣行を見直し、上場審査の終盤に有価証券届出書を提出することとし²⁵、当該届出書の提出時に振替法に基づく通知を行う実

²¹ 口座通知取次請求とは、既存株主が証券会社（振替法上の口座管理機関）を指定し、保有株式の預け入れを行い、上場株式として取引するために必要な手続きをいう。振替法第 131 条の規定により、発行会社は、既存株主に対して口座通知取次請求に係る通知を「一定の日」（通常は上場日の 2 営業日前）の 1 か月前までに行う必要がある。

²² 訂正有価証券届出書を提出しない場合は、会社法第 201 条第 3 項又は第 4 項の規定により、株主に対する通知又は公告を行う必要がある。

²³ 遠方の投資者に訂正目論見書を手交又は郵送を行うことも想定した期間が設定されている。

²⁴ 委員からは、上場日程の期間短縮化については、公正な価格発見機能の向上に直結する改善策であり、今後、デジタル化の推進など環境の変化にも即応し、更なる短縮化を図ることが期待されとの意見があった。

²⁵ この場合でも、振替法上の「一定の日」の 1 か月前までに行う必要がある。

務運用も可能とすることが考えられる^{26, 27, 28}。

また、上場承認日より前に有価証券届出書を提出する場合には、当初提出する有価証券届出書に上場日を記載することができないと考えられるところ、市場環境等を踏まえた柔軟な上場日を設定するため、取引所や市場関係者等とも連携の上、上場承認日や上場日の設定の実務運用について検討を行うことが考えられる。

(B) 仮条件決定日から上場日まで（9 日程度に短縮）

会社法上の募集事項については、仮条件決定日より前に決定し株主に対して通知等²⁹を行うことにより、仮条件決定日に会社法上の募集事項を定める実務慣行を見直すことが考えられる。これにより、仮条件決定日に関して会社法上の 2 週間の期間を考慮する必要がなくなり、仮条件決定日から上場日までの期間を 9 日程度に短縮することが可能となる。

例えば、関係当局に確認の上、上場承認日を行う取締役会決議において、会社法第 199 条第 1 項第 2 号に規定する払込金額を定め、上場承認日に提出する有価証券届出書³⁰に記載することによって株主に対して通知等を行うことを周知することが考えられる。

(C) 公開価格設定日から上場日まで（4 日程度に短縮）

金融商品取引法第 15 条第 5 項等の定めにより、企業内容等の開示に関する内閣府令第 14 条の 2 に掲げる発行価格等の公表の方法を目論見書に記載し、当該方法により公開価格等が公表された場合には、公開価格等の設定に伴う訂正目論見書の交付は不要とされている。PO³¹においては、当該条文を適用し、訂正目論見書を交付しない運用が一般的に行われているため、IPO においても同様の運用を行うことが考えられる³²。これにより、遠方の顧客に対する訂正目論見書の手交や郵送による期間の追加を見込む必要がなくなることから、PO と同様、申込期間を 2 日程度に短縮する（公開価格設定日から上場日までの期間を 4 日程度に短縮する）ことができると考えられる³³。

²⁶ 有価証券届出書の提出後に口座通知取次請求に係る通知を行うことで、既存株主とそれ以外の投資者との情報の非対称性を防止するとともに、未公開株詐欺に悪用される可能性も低減できると考えられる。

²⁷ 上場承認日には、訂正有価証券届出書を提出し、上場審査の過程を踏まえた記載事項の訂正等を行うことが考えられる。

²⁸ この見直しについては、取引所、証券保管振替機構、証券会社、発行会社等における諸手続きについて、実務運用を検討する必要がある。

²⁹ 株主に対する通知、公告、又は有価証券届出書の開示を指す。

³⁰ 上場承認前に有価証券届出書を提出する場合は、訂正有価証券届出書に記載することとなる。

³¹ 上場後に行われる募集・売出しをいう。

³² 現行、IPO において当該運用が行われていない理由は必ずしも明らかにならなかった。

³³ 本 WG においては、米国同様、ブックビルディングの時点で顧客から取得の申込みを受け付け、公開価格設定後、当該顧客に配分通知を行った時点で約定の成立とする運用とし、申込期間を撤廃することについても課題と認識した。本課題については、日本では IPO に参加する投資者は個人投資家が多いことから、申込期間を撤廃することは慎重に検討する必要があること、本協会の『我が国経済の活性化と公募増資等のあり方分科会』報告書（2014 年 6 月）においても本課題について検討されたが法的整理の結論に至っておらず、入金の実務についても併せて検討が必要であることなどから、将来的に検討を継続すべき課題と位置付け、本 WG の改善策としては他の項目を優先的に検討することとされた。

(D) 上場日の設定

上記(A)から(C)の改善策を検討するに当たり、上場承認後に市況を踏まえた上場日変更(上場申請の取り下げではなく、訂正有価証券届出書の提出による上場日変更)を行う場合の実務対応について、取引所や市場関係者等とも連携の上、検討を行うことが考えられる³⁴。

③ 有価証券届出書への想定発行価格や手取金概算額の記載方法の見直し

<現状の課題>

現行では、上場承認日において、発行会社において募集又は売出しに関する取締役会決議が行われ、同時に財務局に対して有価証券届出書が提出されている。当該届出書には新規発行による手取金の額が記載されているが、これを算出するための参考として想定発行価格が用いられ、これも当該届出書に記載されている。一般的には、想定発行価格は、発行会社の事業モデル、収益規模、成長性や資産内容など様々な要素を分析し、既上場類似会社の株価やバリュエーションと比較して算出した参考価格であり、発行会社と主幹事証券会社の合意を経て開示されるものである。

<本 WG での主な意見等>

想定発行価格はあくまで参考価格であって、プレ・ヒアリング³⁵が行われることは一般的ではない現行実務³⁶を踏まえると、これを安易に開示することは、ロードショー等において、投資者に対して価格に関する誤った先入観を与えるおそれがあるとの意見があった。

一方、プレ・ヒアリングの実施により投資者の需要を把握しており、投資者に対して誤った先入観を与える懸念が少ない場合には、想定発行価格を開示³⁷してはどうかとの意見や、機関投資家における実務上の観点からは、想定発行価格を基に算出した IPO 企業の時価総額の規模により、当該 IPO 銘柄が投資対象となり得るか否かを判断するニーズがあるとの意見もあった。

<改善策>

想定発行価格の開示により誤った先入観を与えるおそれがある場合もあることから、発行会社が想定発行価格を開示しない選択をすることや、手取金の額を一定の幅をもって記載することも可能であることを明確化し、周知を図ることが考えられる。

³⁴ なお、委員からは、短期間に多数の IPO が集中した場合、公開価格の設定に係る関係者の日程の確保が困難となる懸念や、IPO に参加する投資者と IPO 案件との需給のバランスが崩れることにより、株価がボラティルになる懸念があることから、上場日がある程度分散されることが望ましいとの意見があった。

³⁵ 本報告書では、有価証券届出書の提出前に行われる、当該募集に係る有価証券に対する投資者の需要の見込みに関する調査をいう。

³⁶ 3. (3)「プレ・ヒアリングの留意点の周知及び実施の推奨」参照。

³⁷ 委員からは、想定発行価格を算出するに当たり参考とした既上場類似会社の選定理由に関する情報や IPO ディスカウント等も含め開示することは、投資者にとっても有用ではないかとの意見もあった。

④ 売出株式数の柔軟な変更³⁸

＜現状の課題＞

投資者の需要の状況を踏まえ、大株主による売出株式数を変更（増加又は減少）することは、EPS（1株当たりの当期純利益）の修正を伴わずに需給の調整を行えることから投資者にも受け入れられやすいと考えられる。

一方で、ブックビルディングを踏まえ、株式の発行数を変更する可能性について有価証券届出書に注記していないときに売出株式数を変更する場合は、発行価格等のみを決定する場合と訂正有価証券届出書の効力発生日の取扱いが異なり、上場日に影響がある可能性がある³⁹。

＜改善策＞

ブックビルディングを踏まえ、公開価格の設定と同時に売出株式数を変更する可能性がある場合には、あらかじめその旨を有価証券届出書に注記するよう周知⁴⁰することが考えられる。その上で、売出株式数の変更数量が「一定の範囲」内であれば、ブックビルディングのやり直しをせずに公開価格の設定と同時に売出株式数を変更することが可能であることをルール化することが考えられる^{41, 42}。

⑤ 国内、海外並行募集時のオーバーアロットメントの上限数量の明確化

＜現状の課題＞

本協会の「有価証券の引受け等に関する規則」（以下「引受規則」という。）では、引受証券会社がオーバーアロットメント⁴³を行う場合、その合計数量は、募集又は売出し（以下「募集等」という。）の国内における予定数量の15%が限度とされている⁴⁴。国内募集等と海外募集等を並行して行う案件について、海外募集等の比率が国内募集等に比して大きい場合、国内募集等の予定数量の15%を限度とすることはオーバーアロットメントの効果が低いと考えられる。

³⁸ 発行株式数を変更することは、増加分について、会社法第201条第3項の規定により、当該募集事項の決定から払込期日まで2週間の期間を空けることを要すると考えられ、上場日程の期間短縮を検討している今回の検討とは相反する事項であるため、検討の対象とはしていない。

³⁹ 企業内容等の開示に関する留意事項（以下「開示ガイドライン」という。）8-4ロ①により、投資者の需要状況によって、発行価格等の決定と同時に「株式の発行数」を変更する場合であって、当該変更の内容が注記されており、投資者に容易に理解できる場合には、原則として、当日又は翌日に効力が発生する。一方、当該要件を満たさない場合の「株式の発行数」の変更は、開示ガイドライン8-4ハにより、原則として「3日を経過した日」に効力が発生することとされている。

⁴⁰ 開示ガイドライン8-4ロ①の要件を満たさないときに、ブックビルディングの結果を踏まえ、上場日程に影響を与えずに売出株式数を変更できる場合の要件等について、関係当局に確認の上、明確化することも考えられる。

⁴¹ 「一定の範囲」について、米国においてはオファリングサイズ（「公開株式数」×「公開価格」）が考慮されている。

⁴² 現行の企業内容等の開示に関する内閣府令では、売出株式数を変更するときは原則として訂正目論見書の交付が必要となる。

⁴³ 募集又は売出しに係る株券等について、当該募集又は売出しの予定数量のほか同一条件で追加的に売出しを行うこと。

⁴⁴ 米国のNASD Rule（現FINRA Rule 5110）を参考として制定された経緯がある。

＜改善策＞

IP0 時において、投資者の需要動向を踏まえた消化を行う観点や流通市場における需給関係の悪化を防止する観点から、国内募集等と海外募集等を並行して行う案件において、案件全体の規模に応じたオーバーアロットメントの効果を得るため、国内募集等と海外募集等を合算した予定数量の 15%をオーバーアロットメントの合計数量の上限とするよう引受規則を改正することが考えられる⁴⁵。

⑥ 価格設定の中立性確保

＜現状の課題・本 WG での主な意見等＞

委員から、主幹事証券会社において、IP0 株は口座獲得の販促や営業ツールとして利用される傾向にあり、割安な IP0 株が営業ツールとして用いられているとの認識が共有されているのであれば、IP0 株は割安にすべきという考えが生じる懸念があるとの意見があった⁴⁶。

一方、証券会社は、現状も本協会の引受規則に基づき、発行会社と投資者の利益を調整する立場として、十分な中立性をもって価格を決定しているとの意見もあった。

＜改善策＞

既に、本協会の引受規則において、主幹事証券会社が想定発行価格、仮条件の価格又は公開価格を提案する場合、発行会社又は投資者と業務上密接な関係にない部門においてこれらの価格の妥当性について確認しなければならない旨が規定されている。

一方、外形的に発行会社と投資者との利益相反があることを踏まえ、改めて、想定発行価格、仮条件又は公開価格の提案に際し、その根拠を発行会社に説明することを引受規則において明示的に求めることが考えられる。

また、引受規則の実効性を高めるため、多数の案件において公開価格と上場後株価との著しい乖離があるなど、利益相反管理体制の実効性が疑われる場合には、体制の見直しを求めていくことが考えられる。

(2) 発行会社や投資者への情報発信

・ 主幹事証券会社別の初期収益率等の公表

＜現状の課題・本 WG での主な意見等＞

主幹事証券会社別の公開価格及び上場後株価等を公表することにより、発行会社における主幹事証券会社の選定の一つの参考情報となるとともに、証券会社間での主幹事獲得競争が促進されることが期待できる。

⁴⁵ 米国では、オーバーアロットメントオプションはオファリング総数（米国内外問わず）に対して 15%が上限とされている。

⁴⁶ 委員からは、証券会社が公表する「募集等に係る株式等を顧客に配分する際の基本方針」において、抽選以外による配分については、当該証券会社と今後取引拡大を見込む顧客に対して配分するといった、発行会社にとって望ましい配分先を選定するのではなく証券会社にとって望ましい配分先を選定するかのような記載もあるが、このような方針は望ましくないのではないかとの意見もあった。

委員からは、公開価格の過少値付けを事後的に評価することを目的にするのであれば、長くても上場3か月後の収益率までを公表すべきであり、特にマーケットリターンやリスクプレミアムを考慮しない場合には上場1年後の収益率はミスリーディングであるとの意見、長期保有を行う機関投資家としては上場後3年、5年経過した株価の方が重要であるとの意見があった。また、投資期間も様々であるため情報をどのように分析するかは選択は投資者に委ねるべきとの意見があった。

このほか、価格だけが証券会社の評価を決めるものではなく、プライシングのプロセスやその他の貢献が抜け落ちた情報はミスリードになる可能性があるといった意見もあり、公表するのであれば参考情報である旨を注記し、可能な限り恣意性のない情報とすべきとの意見が大宗であった。

＜改善策＞

本協会が公表情報等から必要な情報を収集し、ウェブサイト上で公表することが考えられる。具体的には、本WGでの議論を参考として、IPO銘柄⁴⁷について、発行会社名、上場日、主幹事証券会社、発行・売出規模、仮条件、公開価格、上場日初値、公開価格と上場日初値との乖離率（初期収益率）及び上場日から一定期間経過後の株価（終値）等について公表するとともに、主幹事証券会社ごとにオフリングサイズ別の主幹事件数及び平均収益率⁴⁸等を公表することが考えられる。「上場日から一定期間経過後」としては、例えば、上場1か月後、3か月後、6か月後及び1年後が考えられる。また、「オフリングサイズ別」としては、例えば、50億円未満及び50億円以上で分類することが考えられる。

(3) 機関投資家との対話促進

・ プレ・ヒアリングの留意点の周知及び実施の推奨

＜現状の課題＞

プレ・ヒアリングについて、小型案件が多い日本のIPOでは機関投資家の投資対象とならない場合も多く、機関投資家にプレ・ヒアリングに応じるニーズがないことや、証券会社としては「需要の見込みに関する調査」として行える行為⁴⁹が必ずしも明確ではなく、届出前勧誘規制に抵触するおそれがあることなどから、積極的に活用されてはいない。

委員からは、プレ・ヒアリングを実施する慣行が広まれば、ロードショー実施時に機関投資家の価格目線を織り込むことが可能との意見や、プレ・ヒアリングの実施に当たり投資者に提供できる情報の範囲等を明確化する必要があるとの意見があった⁵⁰。

⁴⁷ 株式に限る。また、TOKYO PRO Marketを除く。

⁴⁸ 平均初期収益率及び上場日から一定期間経過後の株価と公開価格との乖離率の平均をいう。

⁴⁹ 開示ガイドライン2-12②に定める行為は、取得勧誘又は売付け勧誘等に該当しないとされている。

⁵⁰ 米国では、登録届出書提出前における特定の投資者に対する需要の調査（Testing the Waters）が行われている。

＜改善策＞

投資者の需要を踏まえた想定発行価格を設定する観点から、プレ・ヒアリングの実務運用の留意点を周知し、発行会社と協議を行い、機関投資家の意向を確認してプレ・ヒアリングを実施することを推奨⁵¹することが考えられる。具体的には、ロードショー実施時に機関投資家の価格目線を織り込むことが可能となるよう、機関投資家が応じる場合にはプレ・ヒアリングを実施することを推奨する。また、上場審査期間中に有価証券届出書のドラフト等を用いてプレ・ヒアリングを行うに当たり、実務運用上の留意点を整理した上で、周知等を行うことが考えられる。

さらに、本協会の「協会員におけるプレ・ヒアリングの適正な取扱いに関する規則」（以下「プレヒア規則」という。）を改正し、一定の要件の下、現行のプレヒア規則において禁止されている法人関係情報を提供した上で行うプレ・ヒアリング、すなわち子会社上場等に係るプレ・ヒアリングも可能とすることが考えられる⁵²。

（4）発行会社との対話促進

① 機関投資家への割当及び開示

＜現状の課題＞

成長戦略実行計画では、IPO 時の割当比率について、米国では機関投資家が 77%を占めているのに対し、日本では個人投資家が 70%を占めている状況にあり、機関投資家の資金が投資されにくい状況であることが指摘されている。

委員からは、米国のように価格算定能力が高い機関投資家（中長期保有を目的とする機関投資家を前提）への割当比率を高めることで初値高騰のリスクは低減される可能性があるとの意見があった。

現状、届出前勧誘に該当しない前提において、IPO 前に中長期保有の確約（ロックアップ）を得た機関投資家に一定数量の株式を割当て⁵³ることの合意が得られている場合において、適切な開示をどのように行うかの指針はない。

また、発行会社から主幹事証券会社に対し、ブックビルディングの手続き前に具体的な機関投資家への割当指示（親引け）を行うことは、本協会の親引けガイドラインにより一定の制約がある。

⁵¹ 委員からは、「現状の課題」に記載のとおり、小型案件が多い日本の IPO では機関投資家の投資対象とならない場合も多く、機関投資家にプレ・ヒアリングに応じるニーズがない点は引き続き課題であるとの意見があった。

⁵² プレヒア規則では、「プレ・ヒアリング」を「法人関係情報を提供したうえで行う、当該募集に係る有価証券に対する投資者の需要の見込みに関する調査（第三者が当該協会員から委託若しくは法人関係情報の提供を受けて行う当該調査を含む。）」と定義した上で、第9条において国内募集に係るプレ・ヒアリングが禁止されている。そのため、法人関係情報を提供しないで行う行為、すなわち通常の IPO に係る有価証券に対する投資者の需要の見込みに関する調査については禁止されておらず、この点について周知すべきとの意見があった。

⁵³ 香港では、IPO の上場承認（又はブックビルディング開始）前に中長期保有を確約した投資者への配分の合意がなされ、目論見書等において、当該投資者の概要及び投資金額が開示される仕組み（コーナーストーン投資家制度）がある。

なお、届出前勧誘規制^{54, 55}の制約により、募集又は売出しの勧誘を企図した発行会社又は主幹事証券会社から投資者に接触することは困難であるが、 3. (1)②(A)「上場承認日から上場日までの期間」の改善策のとおり、上場承認前であっても有価証券届出書提出後であれば、機関投資家と発行会社又は主幹事証券会社がコミュニケーションを図ることは届出前勧誘に該当しないと考えられる。

＜改善策＞

届出前勧誘に該当しない場合であって、機関投資家から発行会社に対し IPO が行われる場合には配分を希望する旨の申し出があり、発行会社が主幹事証券会社に当該機関投資家に対する配分の指示を行った場合における有価証券届出書及び訂正有価証券届出書の開示内容（機関投資家の名称、親引けの理由、配分上限等の開示）について、開示例を紹介することが考えられる⁵⁶。

また、発行会社の指示によりコーポレートガバナンス向上や企業価値向上に資すると考えられる機関投資家に割当てることが可能となる場合を明確化するため、親引けガイドラインを改正し、親引け可能な例示を追加することが考えられる。

② 実名による需要情報等の提供

＜現状の課題＞

現行、本協会の「株券等の募集等の引受け等に係る顧客への配分に関する規則」（以下「配分規則」という。）において、主幹事証券会社は、引受けを行った株券等の配分を行った顧客の名称及び当該顧客に配分した株券等の数量の情報（以下「配分先情報」という。）を、発行会社に対して提供することが規則化されている⁵⁷。一方で、主幹事証券会社は、ロードショーにおけるフィードバックやブックビルディングにおける顧客の名称及び当該顧客の需要額（又は需要株数）の情報（以下「需要情報等」という。）を、発行会社に対して提供することは規則化されていない。

＜本 WG での主な意見等＞

委員からは、需要情報等が発行会社に提供されていないことが、公開価格を設定する際や配分先を決定する際などにおける発行会社の納得感の低下に繋がっているおそれが

⁵⁴ 委員からは、届出前勧誘規制は投資者保護が主な立法趣旨であると考えられるところ、海外機関投資家への勧誘については国内法制上の保護法益の対象外であるため届出前勧誘規制に抵触しないという考え方を整理すべきとの意見があった。一方で、当該整理については金融商品取引法の根底からの法的整理が必要と考えられることから、まずは他の改善策を中心に検討することとした。

⁵⁵ 委員からは、最終的な公開価格は発行会社と主幹事証券会社の間の議論によって決定されるものであることを踏まえると、情報の非対称性を解消するためには機関投資家へのマーケティングに主幹事証券会社が関与する必要がある、当該関与を阻害する要素が届出前勧誘規制との関係性にあるのであれば、法改正を要望し公開価格設定プロセスの当事者全てが主体的に関与できるようにすべきとの意見があった。

⁵⁶ 委員から、当初提出する有価証券届出書に親引けを行う機関投資家の名称及び配分上限を記載することについて、届出前勧誘規制に抵触する懸念が示されたため、必要に応じて関係当局に確認を行うこととする。

⁵⁷ 配分先情報とは、厳密には、配分規則第 5 条第 1 項の顧客の名称及び当該顧客に配分した株券等の数量の情報をいう。

あるとの意見があった。

また、需要情報等の提供は規則化されていないものの、実務上対応している実態がある中で、主幹事証券会社が、ロードショーにおけるフィードバックやブックビルディングにおける需要情報等を発行会社に対して提供するために、当該投資者から需要情報等の提供に関する事前同意を得ようとした場合に、規則化されていないため、当該投資者から事前同意を得にくいとの意見があった⁵⁸。

＜改善策＞

配分規則を改正し、主幹事証券会社は、原則として、ロードショーにおけるフィードバックやブックビルディングにおける需要情報等について、機関投資家の同意を得て実名により発行会社に対して提供することが考えられる⁵⁹。

③ 発行会社への公開価格等の納得感のある説明

＜現状の課題・本WGでの主な意見等＞

委員から、公開価格等の算定根拠について、一部の発行会社からは納得感が得られていないのではないかととの意見があった。特に想定発行価格設定時の IPO ディスカウント^{60, 61, 62}に関しては、実際のマーケティング時に機関投資家から価格についてのフィードバックを得ることで設定が可能と考えられるところ、現状では、マーケティング前に主幹事証券会社が設定していることから、発行会社の公開価格等に対する納得感が低下しているのではないかととの意見があった。また、主幹事証券会社の引受割合についても、一部の発行会社からは納得感が得られていないのではないかととの意見があった。

⁵⁸ 米国では、ブックビルディングにおける需要情報を発行会社に対して提供することが規則化されている。日本においては、現行、グローバルオファリングの海外オファリング分については、あらかじめ英文目論見書に、発行会社及び売出人に対して個別の投資者の需要情報を提供することについての「みなし同意」の文言を記載した上で対応している実務がある。

⁵⁹ 主幹事証券会社が、発行会社に対して機関投資家の実名を含む需要情報等を提供する際には、発行会社による主幹事証券会社への機関投資家に対する新規上場株式の割当指示（親引け）を受け、合理的な理由なく当該機関投資家に配分することのないよう留意する必要がある。この点は、3. (4)①「機関投資家への割当及び開示」の改善策に記載のとおり、親引けガイドラインの改正等により明確化を図ることが考えられる。

⁶⁰ 市場動向や直近の IPO 案件の動向等を踏まえ投資者が要求するであろう割引のこと。IPO 企業は、既上場会社と比較して、一般的に会社情報の入手が困難であることや流動性の予測が困難であること等も考慮の上、発行会社と主幹事証券会社との協議を経て設定される。なお、既上場会社による募集又は売出しにおいても一般的に割引がされる。

⁶¹ 委員からは、実務においては、様々な考えをもつ投資者にどのように映るかを考慮した上で想定発行価格を決めており、IPO ディスカウントは分かりやすく説明するために用いられているに過ぎず、投資者に対して IPO ディスカウントがいくらかというマーケティングは行っていない、更に IPO ディスカウントは一律に決められていないとの意見があった。他方、IPO ディスカウントは発行会社の資金調達額の多寡や売出人の処分財産の価値に直接的に影響する以上、IPO ディスカウントの必要性は理解できるものの、その具体的な算出方法や必要性についての説明が十分ではないことの問題は大きいとの意見もあった。

⁶² 主幹事証券会社が、想定発行価格、仮条件の価格又は公開価格の提案に際し、その根拠を発行会社へ説明することを規則化及び周知することや投資者の需要の状況を踏まえた「仮条件の範囲外での公開価格設定」や「売出株式数の柔軟な変更」など一連の改善策が実施されることにより、想定発行価格設定時の IPO ディスカウントを含む公開価格の設定プロセスにおける様々な指摘や懸念の解消に繋がることが期待できる。

＜改善策＞

主幹事証券会社が発行会社と十分な協議を行い、発行会社が十分に納得した上で想定発行価格、仮条件の価格、公開価格や引受割合が決定される必要がある。具体的には、3. (1)⑥「価格設定の中立性確保」の改善策のとおり、主幹事証券会社が、想定発行価格、仮条件の価格又は公開価格の提案に際し、その根拠を発行会社へ説明することを規則化及び周知するとともに、主幹事証券会社の引受割合を発行会社と十分に協議した上で決定されるよう規則化及び周知することで発行会社の公開価格等や引受割合に対する納得感の向上を図ることが考えられる。

また、発行会社に対し、当該発行会社のロードショーに関心のある機関投資家のリストを事前に提供することなどにより、ロードショーにおけるヒアリング先の候補となる機関投資家について説明するとともに、ロードショーを実施する先について発行会社と十分に協議した上でロードショーを実施する必要があることを周知する。あわせて、発行会社が希望する場合には、個人投資家向けにロードショーを実施する、または機関投資家向けロードショーの内容を個人投資家にも公開することも考えられる^{63, 64}。

さらに、3. (4)②「実名による需要情報等の提供」の改善策のとおり、実名による投資者の需要情報等を発行会社に提供し、当該需要情報等を基に発行会社と協議した上で配分方針を決定するとともに、配分先情報を発行会社に提供する^{65, 66}ことにより、発行会社の公開価格等や配分先に対する納得感の向上に繋がることが期待される。

このほか、3. (1)①「仮条件の範囲外での公開価格設定」の改善策として示した仮条件の訂正や仮条件の範囲外での公開価格の設定を発行会社が行いたい場合に誠実に対応する、上場に当たって発行会社が採りうる上場方式の選択肢を十分に説明するなど、一連の IPO プロセスにおいて、主幹事証券会社は発行会社に丁寧に説明を行い、公開価格の設定プロセス全体に対する納得感を高めることが重要である。

なお、公開価格は発行会社の意向のみで決定されるものではなく、投資者保護との両立も必要であることから、発行会社と投資者との双方の利益のバランスを図ることが重要である。

④ 主幹事証券会社の追加・変更等

＜現状の課題＞

公開価格設定プロセスにおいては、発行会社と主幹事証券会社との間で協議が行われるところ、発行会社との力関係により主幹事証券会社が設定した公開価格に不満があっても、主幹事証券会社を変更しにくいのではないかとの意見があった。

⁶³ 現行も、個人投資家向けロードショーが行われる場合がある。ただし、委員からは、個人投資家向けロードショーを行う場合は、使用する資料の内容について慎重な法的検証が必要であり、発行会社にとっては当該法的検証に係る弁護士費用の増加に繋がることについても留意すべきとの意見があった。

⁶⁴ 米国では、機関投資家向けロードショーの内容を、個人投資家も視聴できるよう公開する実務慣行がある。

⁶⁵ 前述(4)②に記載のとおり、配分先情報を発行会社に対して提供することが規則化されている。

⁶⁶ 委員からは、より高く購入を希望する投資者や長期保有を希望する投資者に多く配分されることが望ましく、このような配分に繋がるように発行会社に対して「配分した理由」も説明する必要があるとの意見があった。

また、共同主幹事証券会社が加わることや、主幹事証券会社以外の証券会社からセカンドオピニオンを聴取することで、より客観的な視点から価格の妥当性を検討することが可能になるのではないかと意見や、証券会社間の競争を促進することに繋がるのではないかと意見があった⁶⁷。

一方、主幹事証券会社の追加又は変更を行う場合、上場スケジュールの見直しが必要となる可能性や、上場申請に係るサポート費用の体系を変更することと繋がり発行会社の上場までの費用負担が重くなる可能性など、発行会社にとって、主幹事証券会社の追加又は変更によるメリットがデメリットを上回らないことも考えられるとの意見があった。

なお、安易に主幹事証券会社を変更することにより、発行会社に十分な上場適格性があるかを審査する機能が損なわれる懸念から、主幹事証券会社の変更を改善策として掲げることについて慎重な意見もあった。

＜改善策＞

発行会社が主幹事証券会社の追加又は変更を希望する原因は、主幹事証券会社から提示された公開価格の水準や、助言・指導の内容について発行会社に不満があるものと考えられる。他方、発行会社の新規上場は、主幹事証券会社と発行会社との信頼関係と密接なコミュニケーションのもと主幹事証券会社の助言・指導により上場準備が行われるものであり、主幹事証券会社の追加又は変更によるデメリットもあることを踏まえれば、主幹事証券会社の追加又は変更を促進することが改善に直ちに繋がるものではない点も留意する必要がある。

したがって、主幹事証券会社は、主幹事契約の締結前に発行会社の主幹事契約に対する考え方を確認の上、発行会社と認識をあわせるとともに、新規上場プロセスの早い段階で将来設定する公開価格の考え方及びその時点における水準について協議を行い、必要な資料を提供するなど、発行会社の納得感を得られるように努めることが考えられる。

また、主幹事証券会社は、合理的な理由なく主幹事証券会社の追加・変更及びセカンドオピニオンの聴取を阻害せず、発行会社が希望する場合には、上場申請業務に係る資料を提供し、主幹事証券会社の追加・変更可能性に配慮するよう周知することが考えられる⁶⁸。

⁶⁷ 委員からは、過度なオピニオンショッピングに繋がることは望ましくないとの意見があった。

⁶⁸ 委員からは、現在も大型の IPO では共同主幹事証券会社が加わっている事例が多いことを踏まえると、規模の大きな IPO が増えることにより主幹事証券会社の追加等が促されるのではないかと意見があった。

4. 取引所規則等に関連する論点

本 WG では、「(1) 初値形成時の成行注文の禁止」、「(2) 入札方式・ダイレクトリスティングの改善」、「(3) 上場推薦審査のあり方」及び「(4) 大型上場、赤字上場の取組み促進」について議論を行った。これらの論点については、取引所規則等に関連する論点であり、本 WG で示された課題や意見も含め取引所と連携を図ることとされた。

(1) 初値形成時の成行注文の禁止

＜現状の課題＞

現在、IPO 銘柄について初値形成時に成行注文を行うことは可能であるが、オフアリングサイズが小さい銘柄や人気銘柄については、成行注文により需給がタイト化し、初値が高騰する原因となっている可能性がある^{69,70}。

＜本 WG での主な意見・要望＞

委員からは、初値形成時の成行注文の禁止について賛成する意見が大半であった。具体的には、需給的に不安定な状況の下において成行注文を認めることは、株価のボラティリティ増幅を助長することに繋がると懸念されるため、全ての投資者において初値形成時の成行注文を制限することが望ましいとの意見があった。

なお、初値形成時の成行注文の禁止に関しては、成行に近い効果を得るために、極端に高い値段で指値注文を行う投資家も現れる可能性があるため、対面・ネットの顧客を問わず、そのような注文の排除等も並行して検討が必要との意見があった。

(2) 入札方式・ダイレクトリスティングの改善

＜現状の課題＞

現在、公開価格の決定方式としては、取引所の規則において入札方式及びブックビルディング方式が認められているが、1997 年のブックビルディング方式の導入以降、入札方式は使われていない。この状況に対して、特に小型の IPO については機関投資家が参加しにくく、ブックビルディング方式での価格付け・配分機能が十分果たされにくいとの意見があった。また、米国では、ブックビルディング方式以外の公開価格の決定方式が用いられており、日本においても、入札方式やダイレクトリスティングの改善について議論すべきとの意見があった⁷¹。

⁶⁹ 米国では、IPO 銘柄は初値が高騰する可能性が高いことを踏まえ、成行注文による価格の無制限な上昇を助長すること及び成行注文を行った投資家が思わぬ価格で約定してしまうことを防止する観点から、初値形成時、証券会社が投資者から IPO 銘柄について成行注文を受注することを禁止している。

⁷⁰ 現行、既に日本の取引所においては、新規上場日の初値決定前の気配運用・注文受付価格として、公開価格を基準に一定の上限及び下限が設定されている点には留意が必要である。

⁷¹ 米国では、入札方式は制度として存在し、利用されている事例も一部あるものの、活用を促進する動きはない。ダイレクトリスティングについては、制度整備がされつつあり、資金調達を伴わないダイレクトリスティングを利用した事例は一部で確認されている。

＜本 WG での主な意見・要望＞

委員からは、入札方式及びダイレクトリスティングの改善を通じて発行会社の選択肢を増やすことにより、発行会社の納得感の向上などに繋がるのではないかと意見があった。

入札方式については、結果として個人投資家を中心とした投資者の需給により公開価格が決定するため機関投資家の需要が排除されるという問題点、現状のブックビルディング方式でも機関投資家の目線を踏まえて高いバリュエーション（企業価値）を用いてプライシングしている中、それ以上の価格でプライシングを行う場合に誰がどのような仕組みで責任を持つのか明確にすべきであり、主幹事証券会社としては説明が困難ではないかと意見があった⁷²。他方、入札方式は、機関投資家の参加を促すことや、機関投資家の参加に当たり、ブックビルディング方式と同様に入札前にロードショーを行うことにより改善されるのではないかなどの意見があった。また、入札方式の改善について検討するに当たっては、海外の類似の方式も参照してはどうかとの意見があった。

(3) 上場推薦審査のあり方

＜現状の課題＞

現在、IPO に当たっては、主幹事証券会社による審査及び取引所による上場審査が実施されている。主幹事証券会社による審査としては、推薦証券会社としての上場推薦審査及び引受証券会社としての引受審査が実施されているが、証券会社に課せられる審査義務が負担となり、上場推薦審査機能を有していない証券会社の参入障壁となっているとの意見があった⁷³。また、主幹事証券会社による審査の役割を見直すことは、主幹事証券会社の変更が難しいという課題にも寄与することから、3. (4)④「主幹事証券の追加・変更等」の抜本的な改善に繋がるとの意見があった。

＜本 WG での主な意見・要望＞

委員からは、主幹事証券会社による上場推薦審査を取引所による上場審査に一本化することにより、発行会社はより上場が近いタイミングで主幹事証券会社を選定できるとともに、上場推薦審査機能のない証券会社も主幹事業務に参入できるため、小型案件においても証券会社間の競争原理がより機能すると考えられることから、上場推薦審査制度の見直しを行ってはどうかとの意見があった⁷⁴。また、主幹事証券会社及び取引所によ

⁷² 2007 年 11 月 21 日に本協会が公表した「会員におけるブックビルディングのあり方等について一会員におけるブックビルディングのあり方等に関するワーキング・グループ報告書」においても入札制度の問題点が指摘されている。具体的には、「個人投資家を中心に多くの小口の投資家が確実に落札したいというニーズから、入札参加者が適正な価格と判断するよりも高い価格で応札せざるを得ず、その結果、企業の実態価値から遊離した水準で落札され、公開価格は高い価格となる。公開後は株価が大幅に下落し、その後の資金調達に支障を来している」と分析されたのである。」といった記載や「適切な公開価格を算定するという証券会社固有の機能である引受業務が、入札制度のもとではほとんど機能していないとする指摘があった。」といった記載がある。

⁷³ 米国では上場推薦審査制度は存在しない。

⁷⁴ 委員からは、上場推薦審査を取引所による上場審査に一本化する場合、一定以上の上場社数を維持するためには取引所の人員拡大の手当てを含めた議論が必要との意見があった。

り審査が2回行われていることは、発行会社及び主幹事証券会社にコストが発生していることを踏まえると見直しの余地があるのではないかとの意見があった⁷⁵。

他方、上場推薦審査制度を見直すことにより発行会社に対する適切な審査が行われないうというリスクが生じ得るという意見もあった。また、現在の上場推薦審査制度の枠組みは、関係当局及び本協会の議論を踏まえ、上場有価証券の上場適格性の確保及び市場に対する投資者の信頼の維持・向上の観点から、その実効性を補強することを目的としたものであり、上場推薦審査制度のあり方の検討に当たっては、当時の議論や最近のIPOを巡る環境を踏まえた取組全般の実効性評価が適切に行われることが必要との意見があった。さらに取引所では、上場推薦審査制度の実務の運用状況を踏まえ、上場審査の「標準審査期間」の設定や審査手続の簡素化などの制度改正を実施しており、仮に上場推薦審査制度の廃止を含む見直しを検討する場合には、新規上場プロセス全般を見直す必要が生ずるとの意見があった。

(4) 大型上場、赤字上場の取組み促進

<現状の課題>

委員からは、上場基準をクリアするため、上場準備期間において設備投資を抑える場合や上場申請期又は翌期の黒字化を求める場合があるとの指摘があり、国際競争力のあるスタートアップを生み出し、その規模を拡大するための環境整備という観点から上場制度整備にも改善の余地があるのではないかとの意見があった。

また、上場基準のオフリングサイズの引上げは国家的な戦略に関わる話であるが、IPOに係る議論の本質であるとの意見があった。

<本WGでの主な意見・要望>

赤字上場として一括りにするのではなく、実態に即して上場適格性を判断することがプライシング以上に求められること、赤字上場に対して過度に厳しい上場審査は成長企業における先行投資の阻害や審査コストの増加に加え、リテールを含む市場参加者の利益至上主義を増長する懸念があるとの意見があった。また、赤字上場について、ガイドラインのような形で一定の基準⁷⁶を示すことについても意見があった。

他方、取引所においては赤字上場への対応を含めた上場制度整備に取り組んでおり、上場審査基準・運用の見直しにより赤字上場の事例が増加していること、戦略的な赤字を続けながらも高い成長ポテンシャルのある企業の上場については、既に証券会社も取引所も前向きに取り組んでいるとの意見があった。また、赤字が増えるほどその理由を投資者に説明する難易度は上がるため、理解力のある機関投資家に販売することがより重要になること、さらに、特に国内機関投資家からの理解を得られる形での上場基準の緩和が必要であり、結果として投資意欲を示す投資者がいなくなるということを避ける

⁷⁵ 主幹事証券会社は、上場推薦審査のほか、引受証券会社としての引受審査を実施しており、上場推薦審査の見直しに当たっては引受審査との関係も考慮する必要がある。

⁷⁶ 委員からは、例えば、Rule of 40%（企業の売上成長率と営業利益率を合算した数値 $\geq 40\%$ を満たせば、営業利益率がマイナスとなっても許容される）が考えられる旨の意見があった。

必要があるとの意見があった。

上場基準のオファリングサイズの引上げについては、一般的には IPO のサイズを大きくすることによって機関投資家の参加も見込まれること、サイズの大きな IPO を増やし、IPO 後の成長性の高い企業を増やす以外は初値と公開価格の乖離に係る本質的な解決はないとの意見があったが、規模が小さいまま上場を行える点はマザーズ市場の利点であり上場基準の引上げについては慎重に検討すべきとの意見があった。

5. その他の課題等

(1) 配分先の保有状況の確認

<現状の課題>

現在、ブックビルディング方式において、主幹事証券会社は、株式の配分先を決定するに当たっては、発行会社の意向や、当該銘柄に対する投資者のスタンス、ロードショーにおける投資者の反応、投資者の投資方針などを総合的に考慮し、発行会社と協議の上、配分先を決定している。具体的には、例えば、発行会社が中長期保有を投資方針とする投資者に対する配分を希望する場合には、主幹事証券会社はその意向を考慮した上で、中長期保有を投資方針とする投資者に対して優先的に配分を行う実務がある。

このように、発行市場のみならず、流通市場まで勘案して配分先を決定できる点は、ブックビルディング方式のメリットの一つである。

一方で、現在、配分先の保有状況を確認する実務はなく、例えば上記のような場合、中長期保有を投資方針とする投資者に対して優先的に配分を行ったとしても、当該投資者が実際に中長期保有を行っているか（あるいは短期的に売却していないか）を検証することは一般的には行われていない。

これについて、委員からは、ブックビルディング方式の有用性を担保するためにも、主幹事証券会社は、配分先の保有状況についての情報を収集し、当該情報を発行会社やマーケットに対して公開する慣習があることが望ましいとの意見があった⁷⁷。

<本 WG での主な意見・要望>

委員からは、投資者は、必ずしも配分を受けた証券会社を通じて流通市場で保有株式の売却を行うとは限らないことから、主幹事証券会社が配分先の保有状況についての情報を収集することは実務上、困難であるとの意見があった。

本 WG においては、配分先の保有状況を確認することは、適切な配分の実効性を検証できる効果は期待できるものの、グローバルスタンダードの観点⁷⁸や調査の方法が限定されていることに鑑み、本施策を実施することは時期尚早との結論に至った。

(2) 株価変動時のロックアップ解除条項の見直し

<現状の課題>

IP0 に当たっては、通常、主幹事証券会社と既存株主との間でロックアップ契約が締結され、IP0 後の一定期間、主幹事証券会社における同意なしに、既存株主は株式の売却を行わない旨が合意される。日本においては、ロックアップ期間として、元引受契約締結日から上場日後 90 日又は 180 日が設定されるほか、売却価格が公開価格の 1.5 倍以上である場合は、当該ロックアップの対象外とする（すなわち、ロックアップ期間中であっても

⁷⁷ もっとも、現行においても、発行会社は株主名簿管理人から株主に関する情報を取得できる状況にあることは留意する必要がある。

⁷⁸ 米国においては、Depository Trust Company が IPO Tracking System という配分先の保有状況を確認できるサービスを提供していることが確認されたが、本サービスの利用を含め、一般的に、配分先の保有状況を確認する実務が行われていることは確認されていない。

売却可能) 旨の合意がされることが一般的である⁷⁹。

委員からは、株価によるロックアップ解除条項があると、例えば市況が好況の際は、意図的にオフアリングサイズを縮小させて需給をタイト化し、株価の高騰によるロックアップ解除を目指す行動⁸⁰が生まれ、公開価格と初値の乖離が大きくなることに繋がる可能性があるとの意見があった。また、ロックアップ条項の趣旨は、IPO 直後の株価変動が大きい状況において、利害関係者である既存の大株主が株式を売却することを妨げ、他の投資者を保護することにあると考えられることから、売却価格が公開価格の 1.5 倍以上である場合は、当該ロックアップの対象外となる運用は矛盾しているのではないかとの意見もあった。

＜本 WG での主な意見・要望＞

今後の対応としては、株価によるロックアップ解除条項を規定しない実務運用を推奨することが考えられるため、意見交換を行った。

これについて、委員からは、株価によるロックアップ解除条項を規定しなければロックアップそのものに応じない既存株主も多く存在することから、ロックアップ契約が締結されなくなる弊害があり得るとの意見があった。また、ロックアップ契約は契約当事者間のみで締結される私的契約であることから、契約自由の原則に委ねるべきではないかとの意見もあった。

一方で、ロックアップの重要性は世界的に広く認識されており、ロックアップに市場需給の安全弁としての役割を期待しているところであるが、株価によるロックアップ解除条項を規定しているのは日本特有であることから、これを規定することは、日本市場の信頼性に悪影響を与え得るとの意見もあった。

本 WG においては、株価によるロックアップ解除条項の見直しについては重要な論点ではあるものの、賛否両論があるため直ちに見直しは行わず、他の改善策の実施による効果、今後の市場環境、グローバルスタンダード等を考慮した上で、必要に応じて検討するとの結論に至った⁸¹。

(3) 機関投資家へのヒアリング方法の見直し

＜現状の課題＞

現在、ロードショー及びブックビルディングにおいて、主幹事証券会社が機関投資家に対して行うヒアリング方法、ヒアリング項目等については、発行会社の意向を踏まえたマーケティングの観点から決定されている一面があり、個別案件によって、また、主幹

⁷⁹ 米国においては、期間ロックアップのみ設定されることが一般的であり、株価による解除条項が設定されることは一般的ではない。

⁸⁰ 委員からは、需給のタイト化を図ることはできたとしても、上場後の流通株式数が少なくなることにより流動性が低下し、解除条項によってロックアップが解除されたとしても未売却分を売却する際に大きな需給悪化を招き株価下落が発生するおそれがある、又は株価への影響を避けるため売却に係る期間が長期化するリスクがあるため、合理的な行動ではないとの意見があった。

⁸¹ 委員からは、ロックアップ契約の締結に当たり、仮に、適切なロックアップストラクチャーについて契約当事者間での十分な協議が行われておらず、慣行として株価によるロックアップ解除条項等が規定されている可能性があるのであれば、十分な協議が行われるよう推奨してはどうかとの意見もあった。

事証券会社によって異なっている。

委員からは、ヒアリング方法、ヒアリング項目等の標準化によるロードショー及びブックビルディングの効率化を検討すべきではないかとの意見があった。また、ヒアリング項目について、機関投資家に対して当該銘柄の購入希望価格をヒアリングしているが、投資者として可能な限り安価で購入したいと考えることは当然であり、機関投資家の購入希望価格と当該銘柄がセカンダリーマーケットで中長期的に実際に形成する株価水準とは、必ずしも一致しないことから、公開価格の設定に当たっては、購入希望価格のみならず、当該銘柄が中長期に形成するであろう株価水準についてもヒアリングを行うことが望ましいのではないかとの意見があった。

＜本 WG での主な意見・要望＞

委員からは、上記のとおり、現在、主幹事証券会社が機関投資家に対して行うヒアリング方法、ヒアリング項目等については、発行会社の意向を踏まえたマーケティングの観点から決定されている一面があることを踏まえると、ヒアリング方法、ヒアリング項目等の標準化を図り、案件の柔軟性を欠くことは、発行会社の納得感が低下するおそれがあり望ましくないとの意見があった。

本 WG においては、ヒアリング方法、ヒアリング項目等の標準化について具体的な検討を行うことはせず、実務に委ねることが望ましいとの結論に至った。

6. おわりに

本 WG では、公開価格の設定プロセスのあり方等について、投資者保護を図るとともに、公正な価格発見機能の向上や発行会社の公開価格の算定根拠等に対する納得感の向上につなげることに主眼を置いた検討を進めてきたところである。

特に、「仮条件の範囲外での公開価格設定」、「上場日程の期間短縮・柔軟化」については、公正な価格発見機能の向上に直結する改善策であると考えられる。

また、「プレ・ヒアリングの留意点の周知及び実施の推奨」、「機関投資家への割当及び開示」、「実名による需要情報等の提供」などは実務的な内容ではあるが、発行会社や機関投資家との対話促進を通じた発行会社の納得感の向上に繋がる改善策であると考えられる。

改善策については、優先順位を踏まえ、可能なものから速やかに実行に移す必要があるが、委員から懸念等が示された課題も存在しており、更に精緻な検討を要するものが含まれている。また、本協会での検討だけではなく、関係機関においても検討が必要なものも含まれている。

今後、本協会において本報告書に記載された改善策の実現に向けて具体的な検討を行っていくこととなるが、「3. 制度・実務等に関連する論点」のうち、解釈の明確化や本協会の規則改正に係る改善策のうち早期に対応できるものについては、本年央を目途に、市場関係者等との調整が必要な改善策については、本年中を目途に取組みを進めていくことが期待される。また、「4. 取引所規則等に関連する論点」などの取引所と連携を図ることとされたものについては、本 WG で示された課題や意見を踏まえ、可能な限り早期に検討が行われることが期待される。

改善策の実現に当たっては、投資者保護を図るとともに、発行会社、投資者及び証券会社等のそれぞれの関係者が協力することにより制度全体を見直し、公正な価格発見機能の向上や発行会社及び投資者の納得感の向上につなげること、また、グローバルスタンダードを意識し日本市場の魅力度をより向上させることが重要である。

関係者の協力の下、本報告書に掲げられた一つ一つの改善策が全体として機能することにより、IPO 市場のさらなる活性化やスタートアップ企業の資金調達の円滑化に資することを期待する。

以 上

7. 参考資料

資料1 本WG設置要綱

資料2 本WG委員名簿

資料3 本WG議論の経過

「公開価格の設定プロセスのあり方等に関するワーキング・グループ」設置要綱

2021 年 9 月 14 日
日 本 証 券 業 協 会

1. 目的

新規株式公開時における公開価格の設定プロセスのあり方等について、幅広い関係者を交え改善策等を検討するために、エクイティ分科会の下部に「公開価格の設定プロセスのあり方等に関するワーキング・グループ」を設置することとする。

2. 検討事項

公開価格の設定プロセスについて実態把握を行うとともに、公正な価格発見機能向上のため、需要情報の把握・管理のあり方及び想定発行価格等の設定・公表のあり方等について、制度の見直しの必要性及び見直しの内容を検討する。

3. 構成

- (1) 本ワーキング・グループは、IPO の引受主幹事証券会社、スタートアップ IPO 企業、投資家、有識者等で構成する。
- (2) 本ワーキング・グループに主査を置く。
- (3) 本ワーキング・グループには、オブザーバーを置くことができる。
- (4) 本ワーキング・グループには、必要に応じ、関係者に出席を求めることができる。

4. 運営

- (1) 本ワーキング・グループは、その検討状況を適宜エクイティ分科会に報告を行う。
- (2) 本ワーキング・グループの会議については、非公開とする。
- (3) 本ワーキング・グループの議事については、原則としてその概要を取りまとめた議事要旨を作成し、本ワーキング・グループ委員の確認を経たうえで、協会員が閲覧可能な W A N 及び一般のアクセスが可能な本協会のウェブサイトに掲載し、公開する。ただし、公開することにより当事者又は第三者の権利又は利益を害するおそれがあるもの、その他主査が認めるものについては非公開とする。
- (4) 本ワーキング・グループの会議で使用した資料については、原則として協会員が閲覧可能な W A N 及び一般のアクセスが可能な本協会ウェブサイトに掲載し、公開する。ただし、公開することにより当事者又は第三者の権利又は利益を害するおそれがあるもの、その他主査が認めるものについては非公開とする。

5. 事務の所管

本ワーキング・グループに関する事務は、本協会エクイティ市場部が担当する。

以 上

公開価格の設定プロセスのあり方等に関するワーキング・グループ 委員名簿

2021 年 9 月
日本証券業協会

主 査	神 作 裕 之	(東京大学大学院法学政治学研究科 教 授)
委 員	安 部 隆 宏	(株 式 会 社 S B I 証 券 エクイティ・キャピタルマーケット部長)
"	磯 崎 哲 也	(フェムトパートナーズ株式会社 ゼ ネ ラ ル パ ー ト ナ ー)
"	今 野 穰	(株式会社グロービス・キャピタル・パートナーズ 代 表 パ ー ト ナ ー)
"	岩 谷 涉 平	(アセットマネジメントOne株式会社 運用本部 株式運用グループ フ ァ ン ド マ ネ ジ ャ ー)
"	蛭 原 健	(リブライトパートナーズ株式会社 代 表 取 締 役 兼 ファウンディングゼネラルパートナー)
"	奥 野 晋 平	(三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社 エクイティ・キャピタル・マーケット部 副部長 マネージング・ディレクター)
"	木 地 佳 彦	(大 和 証 券 株 式 会 社 エクイティ・キャピタルマーケット部長)
"	鈴 木 健 嗣	(一橋大学大学院経営管理研究科 教 授)
"	角 田 耕 一	(株 式 会 社 ヤ プ リ 取 締 役 C F O)
"	松 元 暢 子	(学 習 院 大 学 法 学 部 教 授)
"	村 上 誠 典	(シニフィアン株式会社 共 同 代 表)
"	村 上 朋 久	(野 村 証 券 株 式 会 社 シ ン ジ ケ ー ト 部 長)
"	八 代 有 一 郎	(み ず ほ 証 券 株 式 会 社 エクイティシンジケーション部長)
"	渡 辺 博 史	(ティー・ロウ・プライス・ジャパン株式会社 取締役 共同運用本部長 兼 日 本 株 式 運 用 部 長)
"	和 里 田 義 博	(S M B C 日 興 証 券 株 式 会 社 ポートフォリオ・マネジャー グローバル・キャピタル・マーケット本部 エクイティ・キャピタル・マーケット部長) マネージング ディレクター
オブザーバー	株式会社東京証券取引所	
"	金 融 庁	
"	経 済 産 業 省	

以 上 19名
(敬称略・五十音順)

公開価格の設定プロセスのあり方等に関するワーキング・グループ

議論の経過

- | | | |
|-------|--------------------|--|
| 第 1 回 | 2021 年
9 月 16 日 | 1. 検討の経緯について
2. IPO のプライシングについて
－ 村上委員（野村證券 シンジケート部長）からの
プレゼンテーション
3. 意見交換
4. 今後の検討スケジュールについて |
| 第 2 回 | 10 月 12 日 | 1. 検討すべき課題や改善策に関する主な意見について
2. 意見交換
3. 今後の検討スケジュールについて |
| 第 3 回 | 11 月 2 日 | 1. 今後の検討課題及び対応案について
2. 意見交換
3. 今後の検討スケジュールについて |
| 第 4 回 | 11 月 30 日 | 1. 検討課題及び対応案について
2. 意見交換
3. 今後の検討スケジュールについて |
| 第 5 回 | 12 月 21 日 | 1. 改善策の骨子（案）について
2. 意見交換
3. 今後の検討スケジュールについて |
| 第 6 回 | 2022 年
1 月 31 日 | 1. 公正取引委員会の実態把握報告書について
－ 公正取引委員会からの説明
2. 報告書（案）の取りまとめ |

以 上