

1. 会合名	第1回「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」
2. 日時	2021年9月16日(木) 13:00~14:30
3. 議題	<ol style="list-style-type: none"> 1. 検討の経緯について 2. IPOのプライシングについて <ul style="list-style-type: none"> － 村上委員(野村証券 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
4. 主な内容	<ol style="list-style-type: none"> 1. 検討の経緯について 資料1-1~1-4に基づき事務局より説明が行われた。 2. IPOのプライシングについて <ul style="list-style-type: none"> － 村上委員(野村証券 シンジケート部長)からのプレゼンテーション 資料2に基づき野村証券 村上委員より説明が行われた後、大要のまとめが以下のとおりコメントされた。 <ul style="list-style-type: none"> ・ 日本のIPO銘柄における上場から一定期間経過後のパフォーマンスは、本来、比較するうえで適正なオフリングサイズ加重平均値や大型銘柄の影響を極力排した中央値では米国と同水準であり、株価が大幅に高騰した一部の小型銘柄の影響を非常に受けやすい単純平均値以外では、異常な水準にあるとは認められない。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。 ・ 小型銘柄では、需給要因により、特に上場から間もない期間はボラティリティが非常に高い傾向にあるため、自ずと要求リターンも高くなること、更には、業績そのもののボラティリティが高いものが圧倒的に多く、本来であれば、アーリーステージの未上場ベンチャー投資と同水準の高い要求リターンが求められることがあって然るべき会社が多い。しかし、主にリスク許容度が高い個人投資家に支えられる形で、リスク対比で高いバリュエーションと(時価総額比で)高い流動性を保っている。他国と比較するのであれば、こうした点も十分考慮すべきである。 ・ 歴史を紐解くと、初期収益率が高騰した局面では、その裏側に流動性イベントがあったことを示している(Appendix 参照)。昨年ではコロナショック後に初期収益率の上昇がみられたが、足元では今年の新規上場銘柄のうち公開価格を下回っている銘柄が急増した。一時的な過剰流動性による盛り上がりは終わり、徐々に修正されるタイミングに入っている兆候かもしれないが、市場機能が一時的に停止するリスクも片側では留意すべきであり、どのタイミングでの議論をしているのかも考慮すべきである。

- ・ 以上のことを念頭においたうえで、企業へのリスクマネーの供給をより円滑且つより持続可能なものとする、との観点から、正しい認識のうえで、資本市場の改善策をしっかりと議論していきたい。
- ・ 最後に、日本の IPO 市場が万能ということではなく、見直すことが市場の発展や、今回議論となっているユニコーン銘柄が市場を活用しやすくなることは、私を含めて全ての委員が望んでいることだと理解している。今回行ったプレゼンテーションの内容は、大半の委員がご存じのことが多いと思うが、前提に関する認識共有なしに議論を進めることは、市場関係者が求める本質的な改善の議論に支障を来すと考えている。全てのステークホルダーにとって市場をより良くしたいと強く願っての本プレゼンテーションの実施及び本 WG への参加ということをお伝えし、私からのプレゼンテーションを終了する。

3. 意見交換

【主な意見等】

- ・ 公開価格が過少値付けされているのではないかという問題は、IPO 企業の資金調達額あるいは既存株主の売出額が少なくなる一方で、公開価格で株式の配分を受けた投資家がリスクに見合わない高いリターンを得られている懸念があると考えます。そのため、この論点について議論するにあたっては、初期収益率や上場後の株価パフォーマンスを検証することが重要である。

米国と異なり日本では、初期収益率や公開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が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。また、加重平均で算出すると、例えば 2018 年に上場したソフトバンクなど、初期収益率がマイナスであった発行規模が大きな銘柄の影響により、問題が矮小化されかねない。

また、長期の株価パフォーマンスについて、米国は現在年間約 10%インデックスが上昇する状況であるが、そのようなマーケットインパクトも考慮して検証する必要がある。

初期収益率が高いことが問題であって、たとえ 1 社であっても公開価格が大幅に過少値付けされることは IPO 企業や売出人にとって望ましいことではない。ブックビルディング方式が導入されて以降、公開価格が初値の半値以下に設定される IPO 企業が 500 社以上存在すると認識しているが、これは由々しき問題であると考えます。

初期収益率が高い問題は、公開価格の過少値付けの問題と初値が異常に高くなる IPO Pop の 2 つの問題により生じると認識している。IPO Pop が生じる原因としては、過去に公開価格の過少値付けが続いてきたことによって、個人投資家を中心に IPO 株が人気化したことにより引き起こされると考える。つまり、公開価格が実需と近いように設定されれば、自ずと IPO

Pop も収まっていくと考えられる。続いて、公開価格の過少値付けの問題と IPO Pop の 2 つの問題を解決するべく 3 点提案する。

1 つ目はブックビルディング方式による仮条件の範囲と公開価格の設定についてである。ブックビルディング方式は実需を公開価格に反映させる仕組みであるが、現状、設定された仮条件の範囲内でのみ公開価格が設定される慣習がある。この場合、仮条件の設定を誤ると実需と合わない公開価格が設定されてしまう。実際、公開価格が仮条件の上限値で設定されるケースが全体の 9 割を超えており、そのようなケースにおいて過少値付け問題は顕著である。また、公開価格が仮条件の上限値で設定される場合、それが過小値付けのシグナルになるため IPO Pop も生じやすい。この問題を防ぐために、米国同様、ブックビルディング時の需要に応じて仮条件の範囲外で公開価格を設定することができるような仕組み作りが望ましいと考える。

2 つ目は入札方式やダイレクトリスティング方式についてである。機関投資家は多大なコストを払ってまで小型銘柄を精査するインセンティブはないため、ブックビルディング方式による価格決定メカニズムが機能しにくいと考える。そうであるならば、小型銘柄について入札方式やダイレクトリスティング方式を利用することも一案ではないか。学術研究によれば、初期収益率、IPO Pop、上場後の長期株価パフォーマンスいずれの点においても、ブックビルディング方式より入札方式の方が適切なプライシングがされていた。米国では、初期収益率は低いとはいえ、ブックビルディング方式に対する批判は根強い。Google によるダッチオークション方式の採用、Spotify や Slack によるダイレクトリスティング方式の採用等に鑑み、日本においてもこれらの方式の導入について検討されるべきと考える。ただし、規模が小さいまま上場を行える点はマザーズのよい点である。小型企業の上場を制限することには反対したい。

3 つ目は過少値付けや配分に関する情報共有のあり方についてである。2007 年 11 月に日本証券業協会が公表した「会員におけるブックビルディングのあり方等について－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－」には、ブックビルディング方式のメリットの一つとして、「引受証券会社が自ら主体的に公開価格の決定に関与する結果、公開後も流通市場においてマーケットメイク機能をより積極的に発揮することが可能となる。」と記載がある。これを踏まえれば、公開価格が過少に値付けされた場合、引受証券会社に事後的な説明責任がないことも問題であると考え。実需を反映させずに割安に公開価格を設定し、その割安な株式を顧客に配分するという行動をとる以上、引受証券会社が利益相反を疑われても致し方ないとする。したがって、公開価格が過少値付けとなった場合、引受証券会社はその理由を IPO 企業やその既存株主、当局等に対して事後的に説明、報告する慣習があってもよいと考える。

また、ブックビルディング方式が有用である理由の一つとして、引受証券会社が IPO 企業の上場後もその株式を長期保有することが見込める投資

家に対して優先的に株式を配分できることが挙げられる。したがって、引受証券会社は株式の配分先の保有状況について情報を収集し、その情報を IPO 企業やマーケットに対して公開する慣習があることも望ましいと考える。

最後に、引受証券会社が受け取る引受手数料については証券会社によって差がないと認識している。それが故に、「IPO 企業にとってどれほど有益な投資家（海外投資家含む）に株式を配分できるか」という点で引受証券会社の競争が行われ得ると考えるが、これは IPO 企業にとって望ましいことではないかと考える。

- ・ 海外機関投資家は小型銘柄を購入しないという前提をご理解いただきたい。

また、加重平均で初期収益率を算出することに対するご指摘について、超大型銘柄（ソフトバンク等）の数値は除かれている。

資料 2 の Appendix にあるとおり、過去、マーケットの上昇局面では初期収益率の高い銘柄の割合が増えるが、下落局面では減少し、公開価格水準を割り込む銘柄が続出することで上場できる企業が大幅に減少した。上昇局面では、ファンダメンタルズから大幅に乖離した水準で公開価格が設定されていたのではないかと危惧している。

学術論文『新規公開市場がベンチャーキャピタル業界へ及ぼす影響についての考察と提言』によれば、「2004 年以降の IPO 株ブームは、数多くの情報劣位な投資家の IPO 市場への参入をもたらした。楽観的な情報劣位な投資家の参入により、公開価格や初値は企業のファンダメンタル価値よりも高く設定され、結果として市場や同業他社と比べ長期パフォーマンスが低くなった。」、「適切ではない価格付けが個人投資家の IPO 市場からの退出をもたらしている可能性がある。」と記載がある。この記載のとおり、どのようなマーケット環境の際に初期収益率に関する議論を行うかが非常に重要な点である。現在の日本のマーケット環境は過剰流動性により歪んでいるのではないかとすることも踏まえ、そのような際に公開価格を高めることが果たして市場を守ることに繋がるのかということを理解したうえで議論を行うべきである。

- ・ 機関投資家は小型銘柄に投資しない、あるいは投資したとしても短期的売買を行うという指摘があったがそれに対するコメントとブックビルディング手続における改善策案について意見を申し上げたい。

機関投資家が小型銘柄に投資しない理由は、ベンチマークを TOPIX とすることが多く、TOPIX にマザーズ上場銘柄が含まれていないからである。仮にある企業がマザーズから東証一部に指定替えされた場合、その企業の特徴が変わらなくても機関投資家の投資対象として入るだろう。つまり、機関投資家は TOPIX をベンチマークとする以上、マザーズ上場銘柄の IPO に参加しないことが正しい行動であり、仮に参加したとしても短期的に売り

切ることがリスクコントロールの観点から適切な投資行動となる。したがって、初期収益率に関する議論を行うにあたっては、市場構造のあり方等に関する検討のなかで新たに創設されるグロス市場のあるべき形とはどのようなものか、グロス市場上場銘柄は TOPIX に含まれるのかという点が重要な論点になる。

ブックビルディング手続については、IPO 銘柄を投資対象とするファンドを運用している者から価格に対するフィードバックを得ることが妥当であると考えられる。その具体的な方法として、機関投資家に対して「IPO 銘柄は上場後のセカンダリー市場でどのような価格を付けるか」をヒアリングすることが必要ではないかと考える。同時に、機関投資家からのフィードバックが妥当であったかを検証する仕組みも必要ではないかと考える。投資家としてはできる限り安く買いたいというインセンティブがあるため、投資家としての立場からのフィードバックと、市場に関する有識者としての立場からのフィードバックを分離する必要があると考える。さらに、IOI (indication of interest) のような仕組みはよいと考える。仮に機関投資家がブックビルディング時等に提示する価格水準を高めれば、配分されるボリュームが増えるという仕組みとすることが考えられる。

- ・ 野村証券からのプレゼン内容の総論に違和感はない。近年、スタートアップ企業側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、納得性のあるプライシングを求めているように感じている。企業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 案件も存在することがあり、引受証券会社と企業の間では公開価格の合理性、納得性といった部分の認識に乖離があるように思料する。とりわけ、納得性が重要であると考えている。

現状、引受証券会社が保守的にプライシングを行う背景として、推測であるが、制度上、上場に至るまでのプロセスが長期間であることから、引受証券会社は市場リスクを考慮して公開価格の設定を行っていることに起因していると考えられる。また、スタートアップ企業は半年も経つと事業状況ががらりと変わることが多々あることから、上場プロセスが長期間であるほど適切な企業評価に繋がらなくなるおそれがある。デジタルをより活用する等、上場プロセスを短期化することより値付け問題の改善に繋がるのではないかと考える。

また、資金調達の主目的である企業からは中々理解を得にくい論点ではあるが、例えば主幹事証券別の上場後の流動性や株価パフォーマンス等のトラックレコードの公表を行うことも重要であると考えている。

さらに、日本の市場においては IPO に参加する個人投資家が多いことを前提とした制度設計になっていることがボトルネックとなっている可能性もある。

IPO 案件に参加している投資家間において、企業の事業に係る予測や各投資家が取れるリスクは様々に異なる。ブックビルディングは投資家の意見

のコンセンサスであると考えられるが、投資家によって価格目線が大きく異なるケースもあり、小型銘柄等で発生する一部の投資家だけの目線によるプライシングと適正な企業価値は乖離している可能性があることにも留意する必要がある。

未上場マーケットでは、フォロー投資家よりもリード投資家の方が大きくバリュエーションを引き上げて投資するインセンティブが強い。何故ならば、企業のガバナンス等をしっかりリードする代わりにボリュームを上げて投資し、バリュエーションを引き上げようとするためである。このように、未上場マーケットではプライスとボリュームのインセンティブが働いている一方で、IPO 時にはそのようなインセンティブが働き辛いという構造的な問題点もあると考える。

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のではないかと考える。

SPAC やダイレクタリスティングという選択肢についても議論を行う必要はあるのかもしれないが、まずは伝統的な IPO について制度設計上改善の余地があるのではないかと考えている。

- ・ 小型銘柄における初値高騰について、公開価格で株式の配分を受けた主に個人投資家が恩恵を受けるものと思われるが、一方でそのような銘柄についてはリスクも高いことから、投資家にとって高い初期リターンが想定されるということであれば投資家も参加を尻込みし、引受証券会社も割当数量を捌けないという話もあるかもしれない。そうはいつても、最近の公開価格と初値との乖離は大きいのではないかと感じている。

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とから、そのような銘柄の初期収益率は低くなるものと思料する。日本は海外と比べて、良し悪しは別にして小型銘柄の上場が多い。企業へのヒアリングの中では、IPO によって資金調達を行うという面のほか、上場を行うことによってビジネスの拡大や信用力の増大等、他にもメリットがあることを挙げていた。証券会社側もリテール部門のニーズがあることから、少なからず小型銘柄の上場に協力するインセンティブがあるものと推測する。アーリーステージを担うベンチャーキャピタルに比べて、レイトステージを担うようなベンチャーキャピタルは日本では相対的に少ないが、それが故に小型銘柄の上場が多いという状況にあるのではないか。逆に、小型のうちに IPO してしまうので、レイトステージのベンチャーキャピタルが育たないとも言える。

しかし、このような状況はすぐには変化しないため、素早く対応可能な IPO の改善策となると、仮条件の幅を広げるなどといったものに、限られてくるのではないか。また、ここ数年でインフォメーションミーティングの

件数は増えてきていると感じており、IPO 企業と投資家の双方にとって望ましい事なのではないかと考えている。

- ・ 冒頭のプレゼンテーションであった時が経過すると上場後の株価パフォーマンスは公開価格に収束するという事は、客観的な事実としては理解できるものの、市場流動性など株式公開後の環境により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と考える。また今回のディスカッションでは、値決めプロセスに関する話と、流動性や投資家属性など含めた市場環境という2軸に分けて議論する必要がある。

プライシングのプロセスの見直しにあたっては、まずは IPO 企業との情報の非対称性の解消、市場慣行として適正価格としての公開価格を毀損しているものがないかを議論する必要があると考える。市場慣行の見直しとしては、例えば、仮条件の範囲を超えた公開価格の設定が考えられる。需要が潤沢にある案件の場合、上限は単純に機会損失ではないか。また、10～20%の IPO ディスカウントが存在しているが、資料を見る限りでは、IPO ディスカウントがなければ、初期収益率は海外と同様の水準になると推測される。主幹事証券会社としては引受リスクが高いことから IPO ディスカウントが存在していると認識しているが、現在の市場慣行ほどの IPO ディスカウントが必要かは懐疑的である。これらは法律で規定されているものではないと考えることから、積極的に見直しを検討してはどうか。

市場環境という観点では、中長期的に機関投資家が市場に参加しやすくなるのが重要である。本質的には未上場時点でのより潤沢なリスクマネーの供給やスタートアップの大型化が求められるが、運用面としてはプレマーケティングの活用が考えられる。IPO プロセスが始まってしまうと届出前勧誘規制により機関投資家とのコミュニケーションが制限されていることから、この点を緩和することによりコーナーストーン投資家が生まれやすくなり、少しずつ機関投資家も参加しやすくなる土壌ができるかと考える。

- ・ 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に加え、個人投資家の割合が多いこと、一定期間を経ると公開価格に収束するケースもあることを踏まえると、時価総額 200 億円以下の小型銘柄における IPO Pop はある程度は仕方ない部分もあると考える。ただし、価格の妥当性云々以前の構造的な課題としては、証券会社のみが市場のゲートキーパーとしての役割を有しており、市場原理・競争原理が働いていない点は改善すべきである。個別具体的な改善点としては、IPO ディスカウント・仮条件レンジ幅・主幹事引受比率・売出協力時の手数料（と上場後の売却手数料の差）などが挙げられる。

加えて、公開価格そのもの以上に価格決定プロセスに対する IPO 企業の納得感・透明性が重要と考えており、上場申請前に企業と証券会社の間で公開価格に関する目線を合わせる事が重要と考えている。具体的には、ネ

	<p>ガティブな情報発信となるため上場申請を取り下げることが困難な状況において、目論見書交付直前に IPO 企業が想定していた価格よりも大幅に低い想定発行価格となることが明らかになり、問題となっている事例が年間数社程度発生していると認識している。また、例えば、納得できない公募価格であれば、既存株主は IPO Pop を意図的に作りに行くためにディールサイズを縮小させて需給をタイトにするという本末転倒な行動をすることも考えられる。現状もインフォメーションミーティングは実施されているが、時価総額 200 億円以上など、一定の規模の IPO に限られていると考える。更に、引受比率が高いことを条件として主幹事を引き受ける証券会社も存在しており、IPO 企業としてはセカンドオピニオンを得られにくい構造があると考えられる。こういった改善が難しいのであれば、市場原理・競争原理を働かせるために SPAC やダイレクタリスティングといった議論も必要かもしれない。</p> <ul style="list-style-type: none"> 公開価格と初値の乖離については、部分的には公開価格の形成やプロセスの見直しにより改善すると考えるが、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。海外では、基本的には時価総額が 1,000 億円を下回る IPO は限定的であり、アジアも IPO が増えてきているが、いわゆるユニコーン級の企業が上場している。SPAC を除くと世界の未上場のレイトステージの資金調達額が IPO による資金調達額を上回っている。海外では機関投資家を含めた PE、ソブリン、年金等のファンドが未上場のレイトステージから参画しており、IPO や IPO 後のプライシングに健全性をもたらしている。ここ数年、日本でも上場株を中心に投資していた投資家が未上場のスタートアップ企業に投資することも見られており、今後も増える可能性はあると考えられる。時価総額が 1,000 億円規模の IPO も増えると考えられるが、このような IPO については初値と公開価格の乖離は大きな問題にならないと考える。 <p>4. 今後の検討スケジュールについて 資料 4 に基づき事務局より説明が行われた。</p> <p style="text-align: right;">以 上</p>
5. その他	※ 本議事要旨は暫定版であり、今後、内容が一部変更される可能性があります。
6. 本件に関する問合せ先	自主規制本部 エクイティ市場部 (03-6665-6770)