

1. 会合名	第2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10月12日（火）15:30～17:30
3. 議 題	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
4. 主な内容	1. 検討すべき課題や改善策に関する主な意見について 資料1に基づき事務局より説明が行われた。 2. 意見交換 【主な意見等】 <ul style="list-style-type: none"> ・ 議論の進め方を確認したい。資料に提示のある検討課題について、公開価格決定プロセスの改善に係る項目とそれ以外の項目とが、また、小型IPOに関する項目とユニコーンレベルのIPOに関する項目とが混在している。証券会社としても現状の公開価格決定プロセスについて、例えば、上場までの期間短縮化や柔軟なプライシング等、改善したいことは多数ある。また、当社の認識では、スタートアップやVCもそのような改善を求めていると感じている。限られた時間の中で、まずは、公開価格決定プロセスの改善点を検討していくことが優先ではないか。 ・ ご指摘のとおり、焦点を絞って議論を行うべきである。機関投資家が多数参加する大型IPOの場合は、深刻な過少値付けの問題は起こっていない。一方で、日本におけるIPOの全体の約85%を占める時価総額50億円以下の小型IPOについては、過少値付け問題が深刻に起きている。そのため、小型IPOの価格形成について重点的に検討すべきである。 <p>プレヒアリングの実施やコーナーストーン投資家制度の導入については賛成である。一方で、予想した効果が得られたか否かの事後的な検証も必要であるため、検証ができるような開示を行うことが望ましい。</p> <p>ブックビルディングや仮条件について、実需を価格に反映するためには実需情報の適切な収集が不可欠であるが、現状、個人投資家のブックビルディングでのオーダーはほとんどが成行注文であり、これでは投資家の正確な実需情報は得られないと考える。そこで、ブックビルディング時に仮条件レンジの上限、下限を超えた指値+数量でのオーダーを認めてはどうか。なお、これを実現するためには、アメリカのように仮条件レンジ外で公開価格を決定する際であっても、一定範囲内であれば再度のファイリングは不要と整理することが必要になるかもしれない。仮に再度のファイリングを要する場合、目論見書及び有価証券届出書の訂正並びにブックビルディングのやり直しが必要となり、上場スケジュールも逼迫するため望ましくない。一方で、仮に、需要に大幅な偏りがあった場合には、再度のファイリング、ブックビルディングのやり直しを行う選択肢があってもよいと考</p>

える。大幅な需要の偏りが想定される小規模、不確実性の高い発行体による IPO では再度のファイリングを想定し、余裕を持った IPO スケジュールを立てることも重要である。また、仮条件の範囲を広げることも再度のファイリングを防ぐ手立てと考えられる。なお、仮に、仮条件レンジ外で公開価格を決定することが可能となり、アメリカのように再度のファイリングが不要となる範囲を定めても、公開価格が当該範囲の上限に収斂すると意味がない。そのため、小型 IPO において仮条件を決定する際は、より慎重さが求められる点に留意が必要である。

ブックビルディングで実需を公開価格に反映させる仕組みができれば、想定発行価格の記載や IPO ディスカウントは不要と考える。仮に、想定発行価格の記載により投資家が価格に対する先入観を持つのであれば、その弊害は大きいと考える。また、IPO ディスカウントの必要性については、ブックビルディングを経たうえで証券会社が発行体と議論して判断すべきである。

投資家の慎重な需要申告を促すために、ブックビルディングでの注文は原則、キャンセル不可とすることが望ましいと考える。アメリカ同様、公開価格決定後の申込期間を実質的に廃止し、上場日までの期間を大幅に短縮することで、価格変動リスクの削減に繋がると考える。この点は上場企業の公募増資でも問題視されており、日本の発行市場の長年の課題であるため、検討いただきたい。

小型 IPO では、ブックビルディングにおける機関投資家の情報生産機能が有用ではないと考える。深刻な過少値付けが生じた時に、証券会社が当局や企業に対してその理由を説明する慣習があるとよいと考えるが、これは公開価格設定にあたりガバナンス効果が働くため有用であると考えられる。

なお、これに対して、「IPO 株は一時的に上昇することがあり、仕手株的な動きが見られることから現実的とは思えない」との意見があるが、例えば、第三者割当増資における有利発行の判断基準のように、1 か月後、3 か月後、6 か月後株価水準と比較した公開価格の水準を評価すれば、一時的な株価上昇の懸念は小さくなると思う。仕手株的な動きについては、証券会社が責任を持って当局等に通報する慣習があると望ましい。

また、「公開価格が過少値付けとなった場合に証券会社に当局等に対する説明責任を求めるならば、過大値付けとなった場合には、発行体や売出人に当局等に対する説明責任を求めるべき」との意見については、投資家にその責は無いように、発行体や売出人にその責はないと考える。過去、証券会社が発行体からの圧力により理論価格より著しく高い公開価格を設定したことで、当該証券会社が行政処分を受けた事案があったことから、公開価格が過少値付けまたは過大値付けとなった場合、公開価格の決定に主体的に関与する証券会社が説明責任を負うべきと考える。

配分先の保有状況の確認については、「実務的に不可能」との意見があった。ブックビルディングの有効性は長期保有投資家に割当ができるところ

にあるため、その有効性を担保するためにも配分先の保有状況を確認できる実効的な策を検討いただきたい。

入札方式を利用するにしても、以前は問題点が多数あったため、それらの問題点を改善したうえで利用したい。例えば、以前は小口の入札のみが認められていたが、機関投資家の参加を促すために大口の入札を認めてもよいと考える。また、機関投資家の参加にあたり、ブックビルディング同様、入札前にロードショーを行うことも考えられる。当時はインターネット環境が整っていなかったため入札方式の実務的な弊害も多かったが、環境の変化も踏まえ、入札方式について検討いただきたい。

⇒ ご提案内容について、ディールサイズに関わらず多くの発行体が利益を享受できる施策と考えるが、小型 IPO に限定して議論を行うことについては、本ワーキング・グループの趣旨に合っているのか確認する必要がある。一定の規模があっても、成長資金の獲得が十分とは言えない市場環境があり、上場後に公開価格をなかなか上回れない発行体は一定数存在する。

- ・ IPO のサイズによって、抜本的に価格決定の拠り所にする主体を変えることは市場に無用な混乱を招くことにも繋がり、難しいと考える。入札方式は機関投資家の価格目線が排除されがちになり、需給においてのみ成立するという問題点がある。これに対し、ブックビルディング方式は公開価格をフェアバリューに近づけることができるため、幅広い投資家層を日本のマーケットに呼び込み、市場の健全な発展に貢献できると考えられたことから導入されたと認識している。そうだとすると、大型 IPO ではブックビルディング方式を採用し、小型 IPO であれば入札方式を採用するという論調には違和感がある。また、どの程度の規模であれば小型 IPO であって入札方式を採用すべきか、という実務的に困難な面もある。

確かに、機関投資家は小型 IPO に参加しづらい傾向にあるが、全く参加しないわけではない。小型 IPO であっても上場後に大きな成長を見込める場合は IPO に参加する機関投資家も存在するため、入札方式の採用により、そのような機関投資家の価格目線を排除することは不適切である。重要なことは価格算定能力が高い機関投資家の価格に対する意見を如何に拾い上げるかである。その意味では、仮条件レンジ外での公開価格の決定等、柔軟な価格決定プロセスの導入は有益である。

配分先の保有状況の確認についても、難しいと考える。一般的に、証券会社は中長期投資を行う投資家に優先的に IPO 株式を配分すべきと考えている。一方で、投資家の目的は中長期で保有することではなく、リターンを得ることである。つまり、IPO で配分を受けた株式の保有状況の確認を通じて、半ば強制的に IPO で配分を受けた株式を保有させ続ける施策を講じることは、財産権の侵害に当たるのではないかとさえ感じる。

- ・ 公開価格をできるだけ実需に近づけるための方策として、仮条件レンジ

の調整と IPO ディスカウントの解消の2点が大きな論点として挙げられると思料するが、インフォメーションミーティング（以下「IM」という。）も有用であると考えている。しかしながら、IMは証券会社のオペレーションコスト等も考慮すると、200億円以上のオフリングサイズのIPOでしか実施されていないのではないかと。また、200億円を下回るオフリングサイズのIPOの場合、そもそも機関投資家が参入してこないということもあるため、価格発見機能の主体は誰が担うべきか、という点が難しい論点である。IMを利用した価格決定とするのか、直接的に価格決定を行うようなオペレーションを導入するのかということも含めて、引き続き検討を行いたい。

また、日本において50億円以下のオフリングサイズのIPOが全体の8割以上を占めるのであれば、上場基準及び上場廃止基準を明確にすることによって、小型で上場することの是非を発行体自身が判断できるようになるなど、現状のマザーズ市場のあり方について検討するのも一考ではないか。

配分については、その決定主体が不透明であるように感じるため、フローを改善していただきたい。

世の中に赤字上場という概念が一括りにされていることに違和感を覚える。将来有望なベンチャー企業であっても赤字上場を避けるため、上場前の数年は成長投資を控え、P/Lを黒字にするような極めて不健全な動きが散見される。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ではないか。

- ・ 発行体の納得性を高めるうえでは、SPACやダイレクトリスティングを含めた他の選択肢に対してIPOが優位性のあるプロセスとなっているのか、グローバルの先進的な事例がどのような動きを見せているのか、市場間の比較状況はどうか、といった内容が重要であると考えている。

上場までの期間短縮化について、法制度上での対応は前提となるが、グローバルとも比較しながら、どこまで期間を短縮すべきか、また、期間短縮化にどれほどコストをかけるべきかについても検討した方がよいと思われる。

小型IPOで価格発見機能を担保することが難しい問題であることは認識している。それについては、価格発見機能の主体を個人投資家に寄せていくか、機関投資家に寄せていくかの判断が必要ではないか。仮に、価格発見機能の主体を個人投資家に一定程度委ねるということであれば、IPOは上場株式の売買と比較してリスクが高いことから、そのようなリスクを許容できる個人投資家に対象を絞ることも考えられる。また、上場までの期間短縮化とも関連するが、訂正目論見書の交付及び受領確認の流れを簡素化した場合、個人投資家に対して迅速な投資判断を求めることになることから、そのような投資家層の区分けによって、より実現に近づけるのではないかと。

大型 IPO か小型 IPO であるかを問わず、価格の合理性を高めるうえで IM は非常に有効な手段であると考えている。オフリングサイズ等によっては IM が行われないケースもあるが、何らかの形で投資家の意見を価格に反映させるプロセスを入れるべきではないか。また、現状の想定発行価格は価格算定根拠が弱いことから、開示されていなくてもよいのではないかと考えている。IM 等を通じて、投資家の意見が価格に反映されるような仕組みを作ることに加え、デジタルを活用した上場までの期間短縮化も行うことができれば、投資家の実需を反映した公開価格の決定が行われたとして、発行体の納得感も高まると考えている。

大型 IPO や類似上場会社の選定が容易なケースでは、ブックビルディングにより比較的安定した公開価格の決定が可能であるが、そうではないケースにおいては、投資家によって価格目線に乖離がある場合も多いと認識している。そのような場合は、プライスリーダーを軸にしたプラクティスも重要となるのではないか。

IPO の非連続性については発行体の納得感という観点から論点として挙げられるが、近年の大型 IPO ではクロスオーバー投資家の存在や親引けの活用によって解消されてきていると感じている。一方、小型 IPO では IPO の非連続性について中々解消されていない。

- ・ 公開価格と初値のギャップを論じるうえで、本ワーキング・グループでの検討の主眼である、公開価格決定プロセスの改善に議論の焦点を当てることには賛成である。一方で、日本国内においては小型 IPO が多いということもあり、初値形成サイドの議論も無視することも難しいと考えている。その点においては、未上場時点で成長性及び市場評価が高く、IPO のオフリングサイズも大きくなることが予想されるような発行体を増やすことに加え、海外のスタートアップによる IPO において日本の市場を対象として選んでもらえるために、諸外国に比してやや長い上場手続きの期間の見直しを含めて、グローバルスタンダードに比して遜色ない公開価格決定プロセスの見直しを行うことが重要ではないか。

- ・ 入札方式を利用する場合は、公開価格は一意に定まることになるが、現行のブックビルディング方式を利用する場合は、一定のレンジに絞り込んだうえで、最終的に証券会社の人為的な判断によって公開価格を決定することになると認識している。人為的な判断はブラックボックス化しがちな内容であるため、その部分を解消することで発行体の納得感がより向上するのではないか。

また、証券会社において、リテール部門の顧客に対して配分することを踏まえ、公開価格を低く抑えることや、公開価格割れを起こした場合に当局から批判を受けるといような話はあるのか。もし、そのような話があることによって、証券会社の担当者レベルで公開価格を高く設定するインセンティブがないということがあれば、改善する必要があるのではないか。

⇒ 「証券会社に公開価格を高く設定するインセンティブがない」との発言に対して強い違和感を覚える。むしろ、小型 IPO であるほど上場後に一時的な需給関係で初値が高騰する傾向にあるため、モメンタム形成を強く意識し、良質な投資家需要を伴う上限域での条件決定を目指している。また、公開価格を高めるほど引受手数料も高くなるため、その意味でも「証券会社に公開価格を高く設定するインセンティブがない」との発言は誤解である。

⇒ 例えば、オフリングサイズ 10 億円の IPO について、公開価格を 2 割引き上げ 12 億円とした場合における証券会社のコストベネフィットを考えると、引受手数料の向上はそれほどインセンティブにはならないのではないかと。いずれにせよ、仮に制度的に情報の非対称性が生まれており、証券会社の担当者レベルで公開価格を高く設定するインセンティブがないということがあれば、是正すべきと考える。

- ・ 小型 IPO における初値高騰メカニズムに係る議論を行うとすると、例えば「マザーズ市場のあり方についてどう考えるか」等の根本的なテーマにまで議論が及んでしまい議論がまとまらないおそれがあるため、公開価格決定プロセスの改善に係る議論とそれ以外の議論を分けるべきではないか。確かに、根本的なテーマに係る議論も重要であるが、見直すべき公開価格決定プロセスも多岐に渡り、一つの検討課題だけでも大きなテーマである。まずは、早急に対応できる見直すべき公開価格決定プロセスについての議論を行うべきと考える。

- ・ 大型案件に限り、公開価格決定プロセスにおいて機関投資家が果たせる役割がある。現状、パッシブファンドとの差別化を図るため、アクティブファンドは保有する銘柄数を 50 から 100 銘柄程度に絞り、トラッキングエラーを高めている。例えば、オフリングサイズ 30 億円の IPO では、1 社の機関投資家に割り当てられる株式はせいぜい 1 億円程度であるが、ファンドサイズが 1,000 億円の場合、ファンドサイズに対して 0.1% の株式の配分を受けるためにポートフォリオに 1 銘柄を追加することは非合理的である。また、仮にそのような割当を受けたとしても、例えば 1% の保有比率まで市場で買い上がっては運用成績の向上が見込めない場合が多いため、ポートフォリオ上の他の銘柄と同等水準まで保有比率を高めないことが多い。したがって、ファンドサイズが大きな機関投資家は IM の機会があっても小型 IPO であれば参加しない。

- ・ 「コーナーストーン投資家」とは、どのような投資家を指すのか。

⇒ 「コーナーストーン投資家」とは、割り当てることを予定している投資家名と当該投資家の購入予定金額等をローンチ時の目論見書及び有価証券届出書に開示する場合における当該投資家を指す。香港証券取引所をはじめ、アジアの諸外国では制度化されている。

- 当社は、IPO を約 1 年後に控える発行体に投資するケースもあるが、そのような投資はコンプライアンス、出資契約、ロックアップ等、様々な面で負担が大きい。また、一つのファンドであっても、未上場企業への投資及び IPO への参加が可能な口座、未上場企業への投資は不可能で IPO への参加は可能な口座、未上場企業への投資及び IPO への参加が不可能な口座が混在し、IPO 後に各口座のポートフォリオの比率を調整するために市場での売買が発生するケースもある。したがって、同時並行的に投資を行うことは困難であり、多くても年に数件あるかないか、それも時価総額が大きな発行体に対する投資であって期待リターンがその負担を上回ると判断した場合に限られる。

公開価格決定プロセスに係るルールメイクにあたっては、細かなルールを複数導入しても複雑となり形骸化する懸念もある。そのため、可能な限りシンプルな制度設計とすることが望ましい。例えば、ブックビルディング方式は投資家の需要を適切に価格に反映させることができるマッチング機能を持つことから、その機能をより活かすための柔軟な公開価格の設定が可能となればよいと考える。

- 小型 IPO において機関投資家が如何に価格発見機能を提供するかについて、機関投資家からの価格に対するフィードバックのコンセプトを見直し、IPO 銘柄のセカンダリー市場におけるフェアバリューを聞き出すインセンティブ付けを行うことが有効と考える。同時に、社内規程等に基づく自主的な試みにより、サイズの小さなファンドに小型 IPO の公開価格決定プロセスに対応させることが適切と考える。また、IM の実施も必要と考える。機関投資家として個別の利害を超えてフェアバリューを採求する意欲はあるため、それを如何に引き起こすかが重要である。

また、上場基準及び上場廃止基準、特に流動性基準についても議論する必要があるのではないかと考える。

IPO ディスカウントは、マーケットに対する公開価格からの期待リターンを確保するために存在していると理解している。

- 一部の発行体からは、一連の IPO プロセスの中、証券会社における役割が多層的になっている、つまり、日頃接する営業員、エクイティストーリーに係る議論を行った担当者、デューデリジェンスの担当者等が分かれているが故に「当初聞いていた話と違う」ということが起きる、と不満の声が寄せられている。確かに、役割が多層的になることによって各部門で牽制機能を働かせることができる面もあるが、発行体の納得感に支障をきたしている面もあるかもしれない。このため、大型案件では、証券会社間で牽制機能を働かせることを主な目的として共同主幹事を選任し、各証券会社で役割を分担させる傾向にある。

また、プライシングを主導する主幹事を選任時期を可能な限り上場直前

とすることができればよい、との声もある。発行体は、上場に向けてコミットしてもらえれば早めに主幹事を選任したいとの気持ちに駆られ、早い段階で主幹事を選任する傾向にある。一方で、実際に IPO を行うまでの期間が長いこともあり、業況やエクイティストーリーも変化するので、早い段階で選任した主幹事のプライシングに必ずしも納得いかない場合もあるのではないかと。

- ・ 大型案件であればその分引受手数料も大きくなるため、外資系を含めた多くの証券会社が参入したがることから、共同主幹事体制が一般的となり、共同主幹事間での競争原理が担保される。しかし、小型案件では引受手数料のパイが小さいため、発行会社が上場申請準備の段階から選任した主幹事証券会社以外の証券会社に対して、公開価格についてのセカンドオピニオンを求めても、他の証券会社の立場からは当該セカンドオピニオンを出す大前提となる責任ある立場すなわち共同主幹事に参入する経済的インセンティブに乏しいというのが現実である。それでは、どうすれば小型案件において共同主幹事体制を可能にし、証券会社間の競争原理を働かせることができるかという点、主幹事業務への参入障壁を下げ、プレーヤーを増やすことである。その参入障壁とは、証券会社による上場推薦審査機能の提供であり、現状、その機能を有する主な証券会社は本ワーキング・グループの委員を務める証券会社6社である。

別の委員からも、海外企業の東証上場誘致の話題が出ていたが、実際に誘致した実務経験から申し上げると、海外企業からは「なぜ、他の主要国と異なり日本の場合は、取引所審査の前に推薦証券による審査が存在するのか」と聞かれる。発行体が早い段階で主幹事を選任しなければならない理由、換言すると日本における上場までの期間が長い理由のうち最大の要因は、証券会社による上場推薦審査と取引所による上場審査が併存することであり、この審査プロセスを他の主要国と同様に取引所審査に一本化すれば、より上場が近いタイミングで主幹事を選定でき、また、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、より証券会社間の競争原理が機能するようになる。

- ・ 当社は比較的小型の IPO 案件を多く手掛けているが、かなり意識的に公開価格が高くなるようモメンタム形成を行っている。また、小型 IPO においても IM を行うことがある点は認識いただきたい。大型 IPO は大型の機関投資家が参入しやすく、機関投資家からの価格意見が反映されやすい。一方で、小型 IPO は仮条件レンジの訂正やレンジ外のプライシングが可能になったとしても機関投資家の参入が少なければ課題の解決には繋がらないと思料する。現行制度の枠組みの中では、想定発行価格について発行体に納得いただくことが重要であると考えている。資料に「想定発行価格を記載しない運用」と記載があるが、それを採用するならば、前提としてどのような条件を揃える必要があるか議論することが肝要である。単に仮条件レンジ

を広げるだけでは不十分であり、発行体が事前に機関投資家と議論できる体制を整えることで、発行体の納得感が増すと思料する。小型 IPO においては、ブックビルディング制度を見直すよりも上記の点が重要ではないか。
⇒ 「想定発行価格を記載しない運用」は、「記載しないことも選択肢とする」という趣旨であり、マーケティング手法に多様性を持たせる手段であると理解している。

- ・ 現状、機関投資家が IM に応じない背景の一つとしては、（小型の案件で機関投資家の投資対象にならないということ以外に）ローンチから上場までの期間が長いことにより、そもそも IM を通じて発行体を精査するインセンティブがない、ということもある。他方、ローンチ前から投資判断を含めて発行体を精査できるとなると、IM 実施のインセンティブになる面もある。このように、1つの検討課題は他の検討課題と、そして法的制約と実務的制約とが絡み合っているということを認識いただきたい。

IM について、大半の証券会社は、投資家が興味を持ちそうな案件等については、必要な場合はコミュニケーションをとっていると認識している。一方で、投資家の意見を聞いてそのまま機械的に反映させることが証券会社の業務ではないことにも留意が必要である。IM は投資家の一意見を拾う一つの業務であり、種々の事情を考慮した結果として高くプライシングすることも必要であると考えて運営しているのが実態である。

- ・ 発行体が公開価格に納得感を持つには、発行体が一定の裁量を持って行った結果であると認識することが肝要であり、プレヒアリングは納得感を醸成するためにも有用な一つ的手段であると思料する。能動的にプライシングに関わりたいという発行体の意思がある場合に、それを実現できる体制へ向けて現行制度の見直しを検討していただきたい。また、証券会社に任せるのではなく、発行体側がコストをかけて能動的に株価を形成する意思を醸成することで、積極的なプレマーケティングにつながると考える。

さらに、「誰にとっての適正価格か」という点も検討する必要がある。現在はアフターマーケットで IPO Pop があるという事象に焦点が当たっているが、その価格が誰にとってのフェアバリューなのかを検討する視点が不足していると思料する。売り手と買い手が納得して合意した価格がフェアバリューであるとき、顧客によってリスク許容度が異なることを踏まえ、誰に対してのフェアバリューを形成していくか、発行体が主体的に意思決定を行っているかが納得感を醸成する要素として重要ではないか。例えば小型 IPO では、参加する投資家のほとんどは個人投資家であるため、機関投資家の割合が高い案件とは許容できる株価が異なっており、機関投資家を中心としたプレヒアリングやロードショーが買い手の需要を反映していない状況がある。

IPO プロセスによる機会損失を改善することで、発行体における能動的な関与と公開価格についての意識醸成を促していければと考える。

- IPO ディスカウントに関する説明をはじめ、証券会社と発行体及び投資家との情報の非対称性は課題であり、改善の余地があると感じる。実務者間でも改善策について議論しているところではあるが、すぐに実践できることと導入に時間のかかることを仕分けして優先順位を付けることが必要である。小型 IPO における公開価格と初値の乖離を改善するためには資本市場の厚みを増すことが必要であるが、それは構造的な問題であるため、すぐに改善することは困難である。一方で、プレヒアリングの実施や上場までの期間短縮化等は比較的早急に実施できると考える。そのため、これらの改善策を実施しながら、IPO の構造的な問題を解決するための提言を続けることが現実的である。
- IPO Pop で損失を被るのは発行体と既存株主である。そのため、発行体と既存株主が納得できる IPO プロセスもしくは意思決定権限があれば、結果として IPO Pop が生じたとしても納得感の観点からは問題ないと思料する。

IPO ディスカウントに関しては、IPO ディスカウントを廃止すべきとは考えておらず、事業規模や事業の安定性等によらず一定のディスカウント率を設定することが望ましくないと考えている。情報の透明性が担保されたうえで必要に応じてディスカウントを行うことには反対しない。

⇒ IPO ディスカウントについて、一律に割合が決まっている訳ではない。当社では、ロードショー後、投資家からフィードバックを得る際に公開価格及び公開後の価格の双方についてヒアリングを行ったうえでディスカウント率を決定している。また、ディスカウント率の決定にあたっては、バリュエーションの際に先の期の売上や利益を用いる場合は不確実性が高くなるためディスカウント率を高くする、経営計画を達成する蓋然性が高い場合はディスカウント率を低くする等、案件ごとに種々の要素を考慮していることをご理解いただきたい。
- 1年後の株価をファンダメンタルズとするか、半年後の株価とするか、初値とするか等、ファンダメンタルズは証券会社、発行企業、投資家により異なる。IPO プロセスにおいては各々が信じるファンダメンタルズをすり合わせる事が重要であり、とりわけ投資家のファンダメンタルズ（すなわち実需）の情報の反映が十分ではなく、実需が反映されるような制度にすることが必要である。

IPO ディスカウントについて、想定発行価格の決定時点でディスカウントを行うことがその後のロードショーの際の機関投資家のフィードバックに影響するようであれば、投資家の本当の考えを引き出しづらくなってしまいう可能性がある。そのため、投資家の実需を踏まえてディスカウントを行うことが望ましいと思料する。

- 当社としても発行体及び売出人の公開価格に対する納得感が重要と受けとめている。証券会社と発行体等との間で十分に議論を行う、証券会社と発行体等との間で情報の非対称性を解消することが重要であり、複数の委員からIMの実施や仮条件レンジの柔軟な見直し等が検討課題として挙げられていると認識している。限られた時間を踏まえると、検討課題のうち早急に改善できる課題と法改正が必要など時間のかかる課題を整理した方がよいと考える。証券会社としても初値が高騰すると発行体と会うことが苦しい立場であり、公開価格を安くするインセンティブはない。発行体等の納得感の醸成に向けて議論していきたい。
- 発行体等の納得感を高めるために必要なプロセスを見直すという意見は賛同する。現在もIM等は実施しているが、現在行っているプロセスを更に改善することを目的に議論するものと認識している。例えば、コーナーストーンマーケティングについては、現在は届出前勧誘との兼ね合いで法律上、クリアになっていない部分があり、現状は並行第三者割当を組み合わせながら疑似的にコーナーストーンマーケティングを行っている。ただ、並行第三者割当を行った場合、発行体と投資家との間の会話が行われることとなり、引受証券会社が主体的に関与するものではなくなってしまう。引受証券会社が関与することにより、よりスムーズな議論の促進が期待されるとともに、投資家が感じた発行体の魅力を証券会社が把握することにより、IPOプロセスの中で当該魅力を他の投資家にも展開することができる。これにより投資家の価格目線を引き上げることが期待されることから、コーナーストーンに係る規制の緩和等の議論は必要と考える。
- IPOやM&Aで発行体の価格の納得性を高めるため、アメリカでは価格が計算上正しいかどうかという観点よりも、複数のオプションを検討したのか、どれだけ相対で交渉したのかという点が重視されている。アメリカの経営陣は自社の価格がいくらであるかを常に意識しているが、日本のスタートアップ企業の経営陣はあまりそのような意識を持っていないと考える。IPOの前のIM等を通じて具体的なオファーがあることを発行体に示すことも、納得性を高めるための一つの方法ではある。ただ、小規模なスタートアップ企業に対して複数の選択肢を提示することは難しいと考えるが、IPOという一つの選択肢だけでは価格の納得性を高めることは難しく、IPOのプロセスに係る改善策を検討しても限界があると思われる。これはIPOだけに関わらず、SPACやダイレクタリスティングの場合でも同様と考える。本来、発行体の経営陣が価格を納得するために、経営陣がどのような機能を果たすべきなのか、経営陣においてどのような議論を行うべきなのか、経営陣にどのような選択肢を提供するのか、といった全体の議論をすべきである。IPOのプロセスを見直すことも重要ではあるが、それのみで発行体の納得性が高まるものではないことも発信する必要があると考える。

- 仮に、全く同じビジネスで既に上場している企業と IPO 企業との価格を評価する場合、機関投資家としては後者についてはディスカウントして考える。IPO 企業は過去の決算情報が少なく、業績予想の資料も少ないことから、将来の分析が難しい。また、上場に向けたスケジュールも踏まえると、IPO 企業に質問する機会も限られており、情報を入手しにくい面がある。さらに、IPO に応募しても購入できる株数が分からない、応募してから実際に割当を受けるまでのマーケットの変化も踏まえると、IPO 企業については一定のリスクがあると考ええる。

⇒ ロードショーにおいて機関投資家が IPO 企業をディスカウントして評価することは理解できる。ただ、想定発行価格を設定する時点で証券会社が行う IPO ディスカウントについては課題があると考えている。

⇒ 既に上場している会社が売出しを行う際にも少なからず（市場価格に対して）ディスカウントは行われている。IPO については、投資家が一定のリスクをとって参加しているものであり、証券会社としては具体的な IPO ディスカウントの数字を前提に考えているのではなく、証券会社が打ち出した価格が投資家にどのように映るかを考えて実務を行っている。その結果として（市場価格に対して一定の）ディスカウントが生じているものである。立場によってフェアバリューが変わることから、全体を分かりやすく説明するためのツールとして IPO ディスカウントが使われているというものであり、投資家に対して 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ことは認識いただきたい。

⇒ 想定発行価格は「発行価格」であり、「発行価格」は投資家が購入する価格である。そのため、想定発行価格については何らかのディスカウントが当然に含まれるものと考ええる。

⇒ 想定発行価格は「発行価格」であることからディスカウントが必要という趣旨は理解しているが、発行価格のディスカウントを証券会社が決められることができるのか、発行価格のディスカウントによるアンカリング効果は課題であると考ええる。投資家にディスカウントしてもらおう方がよいという趣旨の発言であった。

- 機関投資家からの意見を集約するプロセスも改善の余地があると考ええる。例えば、機関投資家にワードやエクセルに記入を求める場合や、メール本文や電話で意見が求める場合があり、ある程度標準化できると考える。IPO ディスカウントのレートについても意見を求められるが、この点も一律同じ内容の意見を求めるように標準化することも考えられる。また、機関投資家が提出した意見を既存株主に見せてもよいかという質問の有無、IOI（Indication of Interest）への参加の意思に係る確認の有無等も異なっており、ヒアリング項目を標準化し、同じ形で情報を入手することが重要と考える。さらに、機関投資家のフィードバックの良し悪しについて、機関投資家側にフィードバックすることにより、機関投資家側の納得感が向上

	<p>すると考える。どういった機関投資家がコーナーストーン投資家になり得るかフィードバックされることが望ましいと考える。</p> <ul style="list-style-type: none"> <p>今後は具体的な検討課題や改善すべき課題を中心に検討するとともに、すぐに改善することができる課題と中長期的に検討が必要な課題を仕分けしながら議論することが重要と考える。</p> <p>発行体と投資家の納得感という議論をするにあたっては、どちらか一方の立場だけが納得するような偏った議論は望ましくないと考えており、発行体と投資家の双方がそれぞれ少しだけ不満を持つような結論がフェアであると考えている。</p> <p>3. 今後の検討スケジュールについて 資料2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)