

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

2021年10月12日（火）15時30分

日本証券業協会 第3会議室及びオンライン

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

以 上

1. 現状認識について

■公開価格と初値の乖離

- ・ 上場から一定期間経過後の株価パフォーマンスは、オファリングサイズの加重平均、大型銘柄の影響を排した上で分析した中央値では米国と同水準。一方で、小型銘柄については大幅な株価高騰が存在（セカンダリーマーケットでの投資行動、企業の業績変動が大きいいため株価変動も大きくなる、リスク許容度の高い個人の買い支え）
- ・ 平均値と中央値で乖離があることは相当数の小型銘柄が公開価格の過小値付けされていることの顕れ。公開価格が過小値付けされることは望ましくない。1997年のブックビルディング導入後の過小値付け問題を深刻に受け止めるべき
- ・ 実需に近い公開価格の設定が必要

■発行会社との関係

- ・ 発行会社は単純な公開価格の引き上げではなく納得性のあるプライシングを求めるのではないか
- ・ 公開価格が低いことにより成長機会が奪われているのではないか
- ・ 発行会社が他の証券会社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

■投資家との関係

- ・ 機関投資家によって価格目線が異なるケースがあり、小型銘柄や事業内容の革新性によって機関投資家によるファンダメンタルズの判断が難しい。一方で、個人投資家の参加が多く、構造上のアンマッチが生じているのではないか
- ・ IPOのサイズを大きくすると機関投資家の参加が見込まれるのではないか

1. 第1回WGにおける検討課題等に関する主な意見

2. 検討課題(改善策)について

■ 需要の適正な把握

- 有価証券届出書提出前における機関投資家の潜在需要の調査
ーインフォメーションミーティング、プレヒアリング、コーナーストーン投資家等の活用
- 証券会社による機関投資家へのヒアリング方法の見直し(「上場後どのような価格を形成すると考えられるか」を意見聴取)

■ プライシング手続き

- ブックビルディング時の需要に応じた仮条件の範囲外での公開価格の設定
- (ロードショーも含め)高値で評価する投資家への優先配分
- 投資家属性に応じたプライシング手法(入札方式、ダイレクトリスティング方式)の選択
- 上場に至るまでのプロセスの短縮化

■ 発行会社への説明・情報提供

- 発行体の公開価格に対する納得感の向上
ーIPOディスカウント等の解消
ー発行体に対する情報提供等

■ 機関投資家の投資行動

- TOPIXをベンチマークとするファンドがIPOに参入しにくいことへの対応

2. 今後の検討課題(案)

- ・現時点までに寄せられた意見に基づく検討課題は以下である
- ・本検討課題に限らず、検討が必要と考えられる事項や、検討課題の具体的な対応策等について御議論いただきたい

プロセス	主な意見(検討課題)	現状(参考)
主幹事選定～上場申請	・証券会社と発行体の関係の見直し(主幹事の追加・変更の容易性の確保) ・証券会社による上場推薦審査の廃止・簡素化(特に小型IPOの見直し)	・上場申請直前の主幹事交代は容易ではないとの意見 ・上場申請の前提として、証券会社による推薦が必要(事前に上場推薦審査が必要)
有価証券届出書提出前の潜在需要の調査	・有価証券届出書提出前における有効な潜在需要の調査(プレヒアリングの実施) ・コーナーストーン投資家とのコミュニケーション、開示内容	・開示ガイドラインにおいて需要の見込み調査が届出前勧誘に該当しないことが規定されているが、十分に活用されていない ・届出前勧誘の観点でコーナーストーン投資家と可能なコミュニケーションの範囲が明確でない。親引け以外の開示について規定がない
想定発行価格設定 (有価証券届出書提出)	・想定発行価格を記載しない運用(手取金概算額に幅をもたせた記載など)	・有価証券届出書に「想定発行価格」を記載する実務について、その後に実施するロードショーで先入観を与えている可能性
公開株式数・オーバーアロットメント数の決定 (有価証券届出書提出)	・超過需要に対する供給を増やすため、オーバーアロットメントの上限引き上げ	・オーバーアロットメントは、募集又は売出しの国内における予定数量の15%を上限

2. 今後の検討課題(案)

プロセス	主な意見(検討課題)	現状(参考)
ロードショー	・機関投資家へのヒアリング方法の見直し ・発行体に対する機関投資家の需要情報等の提供	・機関投資家に購入する場合の価格をヒアリングしており、セカンダリー価格についてヒアリングしていない ・親引け規制により、ロードショーやブックビルディングの結果を踏まえた具体的な配分先の指示を発行体から行うことはできない(配分先の方針の決定や、属性による指示等は可能)
仮条件設定	・発行体の意向を踏まえた高値で評価する投資家・中長期保有投資家への優先配分(発行体との協議、親引け規制の見直し)	・実務上、仮条件の範囲内で公開価格を設定 ・仮条件の変更は可能であるが、変更は稀
ブックビルディング	・公開価格の設定理由の発行体へのより丁寧な説明 ・投資家属性に応じたプライシング手法の選択(入札方式、ダイレクトリスティング) ・証券会社の利益相反(発行体・投資家)対応・価格設定の中立性の確保	・公開価格設定根拠について発行体の納得感がない場合がある ・IPOはブックビルディング方式のみ採用
公開価格設定 (訂正届出書提出)		・発行体と投資家との双方と接触する証券会社において、中立性の確保が必要との意見(現行規則あり)
募集期間～払込期日	・価格変動リスク低減のための公開価格設定から上場までの期間短縮化	・募集のために、訂正目論見書の交付が必要であるため、価格決定から上場まで6営業日程度必要
上場～上場後 (初値形成、上場基準)	・初値形成までの成行注文の禁止の是非 ・証券会社によるアナリストカバレッジ強化、機関投資家のマネー流入促進 ・赤字上場の緩和(規模を重視) ・配分先の保有状況の確認 ・主幹事証券会社別の公開価格及び上場後株価等のトラックレコードの公表	・小型銘柄や人気銘柄については、成行注文により過度に需給がタイト化している可能性 ・小型銘柄について機関投資家の参加が少ない ・小型銘柄の上場が多い ・ロックアップのない配分先の保有状況を確認する実務はない ・銘柄別のトラックレコードは存在するが主幹事証券別の公式データはない。

第 1 回 WG の議論に関する主な意見

2021 年 10 月 12 日

第 1 回 WG の発言内容の補足や、発言のあった各委員の意見に対する意見について、書面にて意見照会した結果の概要は以下である。

●第 1 回 WG の議論全般に関する意見、補足等

- ・ 2005-2006 年に生じた初値が急騰し公開後に大幅に下落する異常なセンチメント IPO ポップに対し、公開後の長期株価収益率が悪化し、初値、公開価格のいずれか、もしくは両方が割高な価格（適切ではない価格付け）に設定されると、IPO 後に中長期的な保有を念頭に置く個人投資家たちが市場から退出してしまうのではないかと懸念している。センチメント IPO ポップが続くことで IPO 株に中長期保有を目的とした投資家が減少し、その代わりにフリッパー（公開価格で購入し短期で売却する投資家）と呼ばれる短期売買の割合は増加していると考えている。これは、公開価格の過小値付けが継続的に続き、IPO 投資は儲かるものとして盲目的な投資が広まったためと考えられる。（G 委員）
- ・ 過小値付け問題が深刻な小規模発行企業では、機関投資家の情報生産・参加インセンティブはほぼ無く、現実的にプレ・ヒアリング、ロードショーにおいて機関投資家が参加することはほとんど見られないため、仮条件の水準設定における調整が機能していない。また、仮条件の幅内で公開価格が設定される慣習があり、9 割以上が仮条件の上限に張り付いていることなどから、実需情報を織り込むはずのブックビルディングも機能してない。結果として、小規模発行企業では、証券会社が主体的に関与した想定発行価格から有益な情報を加えられず、そのまま公開価格として設定される傾向にある問題がある。（G 委員）
- ・ 証券会社に提示された想定価格設定において、発行企業は不満があったとしても主幹事の変更は上場の延期や再審査による実質延期を余儀なくされるため、応じざるを得ない状況が考えられる。納得感が得られないまま発行を強いられる企業は、証券会社に対し交渉力の小さな小規模企業に多いものと考えられる。（G 委員）

- ・ 実需が IPO 時の供給株数を上回っており、想定価格より高い評価があるのであれば、実需に近い価格付けを行うべき。米国の IPO は実需に近い価格付けを行っており、5 割に近い企業が公開価格割れを引き起こし、長期的にみても公開価格割れが日本よりはるかに高い割合で起こっている。IPO 株はリスクの高い投資商品であることを鑑みれば、公開価格割れが生じることがあっても、実需に近い価格での発行が望ましいとの考え方もあるのではないか。（G 委員）
- ・ 証券会社は発行会社／売出人と対峙すると同時に、買い手である投資家にも等しく向き合う必要がある。一方で、昨年 6 月頃からの IPO バブル相場では、発行会社／売出人の不満（特に初期収益率）について理解できる部分もある。（D 委員）
- ・ 本件の建設的な議論においては、問題の要因を「プライシングプロセス」と「流動性やディールサイズを醸成するための市場環境」に分けて検討する必要がある。（F 委員）
- ・ 初値が高騰すること自体が必ずしも問題というわけではなく、公開価格において発行体と投資家が納得する適正価格を形成できない状況に課題があると感じる。つまり、発行体と投資家が適正と思われる価格で公開価格が設定されていれば、市場の需給バランスによるアフターマーケットでのポップは一定程度許容されるべきだと考える。（F 委員）
- ・ 対象とする IPO の規模について、小型の IPO かユニコーン若しくはそれに近いサイズの IPO かを分けて議論すべき。（A 委員）

●第 1 回 WG で発言があった各委員の意見に対する意見

- ・ 「海外機関投資家は小型銘柄を購入しないという前提がある」という点について、小型銘柄でも企業価値を高く評価するメンターとなるような機関投資家から出資を受け、長期的な視野で経営し、企業価値が向上している企業もあることから、証券会社には小型銘柄に対しても機関投資家が参加するよう促す努力も継続いただきたい。（G 委員）

- ・初期収益率の分析手法について、加重平均や中央値による評価を行うと、小型銘柄の IPO 時の過小値付け問題が深刻な企業があったとしても捉えきれない。過小値付け問題に向き合うためには、過小値付けされた企業が数値上現れてくるような指標を利用することが望ましく、指標の算術平均値と中央値を同時に見ることや、その水準ごとの割合を見ることが望ましい。（G 委員）
- ・「何のリスクも取らずに初値高騰による差益を享受する投資家」と言及があったが強い違和感がある。小型 IPO の初値対比の長期パフォーマンスは低迷する傾向にあり、投資家の多くはリスクを取って上場後の買い行動をとっているといえる。初値と公開価格との間の差は誰に帰属すべきなのは、少なくとも「発行会社＝損」対「投資家＝得」という二元論的に判断されるような単純なものではないという点に立脚しないと公正かつ建設的な議論が難しくなる。（B 委員）
- ・「IPO ディスカウントは不要ではないか」との意見について、情報の非対称性が大きく、業況のボラティリティも高い少額 IPOこそ相応のディスカウントが必要と認識している。また、IPO ディスカウントに関する発行会社・売出人との議論は、主として想定発行価格を決定する際に行われるものだが、多くの IPO では想定発行価格より高い価格が仮条件レンジ上限に設定されており、想定発行価格設定時点で設けた IPO ディスカウントは相当部分が消失された形で発行価格が決定されていることが多い点にも留意すべき。（B 委員）
- ・「過少値付けとなった場合、証券会社が事後的に発行会社や当局に説明することを求めるべき。」なのであれば、逆に、過大な値付けとなった場合は、それにより利益を得た発行会社や売出人が市場や当局に対して説明責任を負う形でなければフェアではない。（C 委員）
- ・「割当先の IPO 後の保有状況について、割当先が長期保有をしているのかどうか情報を公開すべき。」との意見について、IPO 後の売買は必ずしも主幹事証券を通じてのみ行われるものではないため、証券会社側が長期保有状況を把握することは実務的に不可能である。一方で、グローバルに一般的な制度に加えて更なる開示を投資家に求めることも現実的ではない。（C 委員）

(参考) 分析手法等に関するご意見

- ・リスクの高い企業は市場から高いリスクプレミアムを要求される。IPO 企業とリスクプレミアムがどの程度かを検証するため、上場会社のファイナンスの年ごとに規模（株式時価総額）、バリュウ（時価簿価比率）を5つずつに分類し、IPO 企業と同時期、同規模効果、同バリュウ効果の上場会社と比較して分析したところ、IPO 企業のリスクプレミアムが過大（IPO の発行価格が過小）となっている。（G 委員）
- ・日本の小規模発行の初期収益率は高く、公開後の長期株価収益率を含めて考えても明らかに日本企業の過小値付けの程度は米国企業と比べて大きいと言える。日米の初期収益率の比較は規模の違いでは説明することは難しいかもしれない。（G 委員）
- ・1992 年から 2020 年にかけての年ごとの日米の算術平均の初期収益率の推移を見ると、1997 年にブックビルディング方式が導入されて以降、初期収益率の年ごとの変動は激しくなっている。特に足元 10 年の小規模発行の過小値付け問題は極めて深刻と言える。（G 委員）
- ・IPO Pop は初値に対する何%の上昇を指し示すのか、若しくは過少値付けの定量的な基準など、関係者間でコンセンサスを取るべき。（E 委員）
- ・「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。」との意見について、業績の変動が激しい小型銘柄に関しては業績自体を正しく予想することは難しく、また、仕手株的に一時のテーマ・話題のみで株価が大きく動くこともあることから、現実的とは思えない。（A 委員）
- ・「小型株においては、現行のブックビルディング方式では公開価格に実需を反映できていない。」との意見について、小型株においては「個人投資家の需要＝実需」との認識のうえでの発言かと思うが、「ファンダメンタルズから乖離したとしても実需に基づく価格が適正価格である。」との主張のように感じる。（A 委員）

以 上

検討すべき課題や改善策に関する主な意見

2021 年 10 月 12 日

1. 主幹事選定～上場申請

①証券会社と発行体の関係の見直し（主幹事の追加・変更の容易性の確保）

・証券会社が IPO の可否を握り、発行体に対して強い立場をとりうるのではないか。（F 委員）

②証券会社による上場推薦審査の廃止・簡素化（特に小型 IPO の見直し）

・大型 IPO では複数の証券会社による共同主幹事体制が一般的だが、50 億円以下の小型 IPO となると、単独主幹事体制が一般的となり、発行会社にとっては、他の証券会社にセカンドオピニオンを求めることができない。しかし、主幹事証券会社としては公開準備に着手してから上場に至るまでの数年間、人的リソースを投入することを正当化するための収益性や採算性の要因が大きく、小型 IPO に共同主幹事として参入する経済的インセンティブが低いことが主たる背景と思われる。小型 IPO にも、より競争原理が働く構図にするには、現在、上場支援機能を有していない（外資系を含む）証券会社にとっての参入障壁を下げることである。そのためには、「主幹事証券会社による上場推薦審査と取引所による上場審査」という本邦特有の二重審査構造を緩和し、海外の取引所のように上場審査は専ら取引所や当局の分掌とし、証券会社はオフアリングの為の引受審査、デューデリジェンスのみをするという分掌にすることが考えられる。例えば、米国では証券会社による上場推薦審査は存在せず、様々なブティック証券会社が小型 IPO で主幹事として活躍している。（C 委員）

2. 有価証券届出書提出前の潜在需要の調査

①有価証券届出書提出前における有効な潜在需要の調査（プレヒアリングの実施）

・プレヒアリングの実施により、機関投資家からのフィードバックを想定発行価格へ反映することができることが期待される。（A 委員）

②コーナーストーン投資家とのコミュニケーション、開示内容

・コーナーストーン投資家制度の導入により、特に大型のオフアリングにおける案件執行の安定性向上が期待される。（A 委員）

3. 想定発行価格設定（有価証券届出書提出）

- ・ 想定発行価格を記載しない運用（手取金概算額に幅をもたせた記載など）
- ・ ロードショーにおいて機関投資家から価格に対する先入観のない意見を聞くことができることが期待される。同時に、売出し株数の柔軟な設定も検討項目であると考える。（A委員）

4. 公開株式数・オーバーアロットメント数の決定（有価証券届出書提出）

- ・ 超過需要に対する供給を増やすため、オーバーアロットメントの上限引き上げ
- ・ 実需に基づいた数量のオーバーアロットメントを行うことができるようになる。（A委員）

5. ロードショー

6. 仮条件設定

7. ブックビルディング

8. 公開価格設定（訂正届出書提出）

①機関投資家へのヒアリング方法の見直し

- ・ 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。（H委員）
- ※議事概要より

②発行体に対する機関投資家の需要情報等の提供

- ・大型 IPO の場合は海外機関投資家の存在感が大きくなるので、購入意思のある海外機関投資家の実名の開示によって、発行会社にとっては投資家クオリティを伴った価格決定への納得感が増すが、小型 IPO の場合は国内募集ということもあり、機関投資家については国内勢が主体となるため、購入意思のある国内機関投資家の実名が分からないということもハンディになっている。現状、配分した機関投資家の実名を発行会社に対して提供することは義務付けられているが、今般の議論を通じて、機関投資家の実名を伴う需要情報の発行会社への提供が義務付けられれば、より納得感を担保する枠組みになると考える。(C 委員)
 - ・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。(G 委員)
- ※議事概要より

③発行体の意向を踏まえた高値で評価する投資家・中長期保有投資家への優先配分（発行体との協議、親引け規制の見直し）

- ・発行体に配分先に係る決定権がないので、投資家は高値で評価する動機がないのではないか。(F 委員)

④仮条件範囲外での公開価格の設定

- ・需要を踏まえた柔軟な価格設定が期待される。これにより、IPO ディスカウントの消失、あるいはプレミアムに転じる可能性もある。(A 委員、B 委員)
- ・下記 (A) ～ (C) の制度的制約によるものであるもので、かかる制約を規制当局や東証の手によって改変して頂きたい。米国のように、「仮条件レンジの上限より上 20%以内、下限より下 20%以内の価格決定であれば、再度のファイリングは不要」といった制度になれば、実現可能になる。(C 委員)
- (A) 仮条件の範囲外で価格決定をすると、それに伴う訂正届出書が即日効力発生とはならず、最大 3 日間効力が停止するため、価格決定日翌日からの募集開始が不可能となり、募集期間および上場日を後ろ倒しにしなければならない。さらには、何日間効力を実際に停止するかは管掌地方財務局の裁量に帰せられ、全く予見可能性が無いため、即時に新たな上場日を設定することも困難である。かかる事態は、投資家に大いなる混乱を生む。ただでさえ、海外投資家からは、「日本の IPO は、価格決定日から上場日まで待機期間が長く、この間の相場変動リスクも、日本の IPO が、他の先進国の IPO に比べ、より大きな IPO ディスカウントを求められる要因である。」と指摘されて久しいため、さらに上場日が後ろ倒しになる事態は、特に海外機関投資家からオーダーをキャンセルされる事態になりかねない。

- (B) 公開価格決定日の時点で、上場日を先延ばしする事態となるが、東証の上場承認手続き（自主規制法人にて理事会審議としている銘柄においては理事会承認手続きを含む。）につき、東証側が機動的に対応できるかも課題である。
- (C) 特に、個人投資家のブックビルディング（BB）オーダーは、価格を指定せず、提示された仮条件を前提とした成り行きがほとんどであるため、仮条件の範囲外で価格決定をすると、証券会社はその新たな価格で BB オーダーをすべて取り直さないといけないというのが現在の制度的制約である。これは膨大な件数の確認作業が必要になるため、現実的ではない。
- ・ IPO ディスカウントを実際に要求するのは機関投資家であって、証券会社の慣行でもルールでもない。そして、その IPO ディスカウントも対象 IPO が人気化して需給バランスが引き締まれば、機関投資家も IPO ディスカウントを GIVE UP してでも参加してくる構図である。しかし、仮条件設定の段階では実際に投資家のオーダーが出ている訳ではないので、この需給バランスを仮条件レンジに反映させることは実務的に現実的ではないことから IPO ディスカウントが反映されたままの状態となっている。したがって、仮条件の範囲外での（かつ上場日程に変更が発生しない形での）プライシングができれば、IPO ディスカウント縮減の仕組みがビルトインされる。（C 委員）

⑤公開価格の設定理由の発行体へのより丁寧な説明

- ・ 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と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。（I 委員）
※議事概要より
- ・ 公開価格そのもの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ことが重要と考えている。具体的には、ネ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。（J 委員）
※議事概要より
- ・ 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。（G 委員）
※議事概要より

⑥投資家属性に応じたプライシング手法の選択（入札方式、ダイレクトリスティング）

- ・新規公開株式のほとんどが個人投資家に配分されるような案件で機関投資家にヒアリングをする BB 方式は不適切ではないか。（F 委員）
 - ・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。（G 委員）
- ※議事概要より

⑦証券会社の利益相反（発行体・投資家）対応・価格設定の中立性の確保

- ・証券会社は安く株を引き受け、投資家に販売する動機があるのではないか。また、発行体にとって IPO は一度だが、投資家は繰り返し取引するため、投資家を優先する力学が発生しているのではないか。（F 委員）
 - ・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。（G 委員）
- ※議事概要より

9. 募集期間～払込期日

・価格変動リスク低減のための公開価格設定から上場までの期間短縮化

- ・公開価格に織り込まれる期間リスクによるディスカウント幅の縮小が期待され、市場変動リスクも加味した運営を排除することも期待できる。また、機関投資家が興味を持つようなサイズ、成長性の会社に関して、事前にしっかり分析するインセンティブも生まれることも期待できる（日本ではローンチ後に検討する時間が十分にあるため、事前にしっかり調査しなくても間に合う）。（A 委員）
- ・本邦 IPO が海外の IPO に比べて期間が長い理由は、ローンチ前のプレマーケティングの制約、ほふり法が求める期間の制約、ブックビルディングが投資家の注文ではなく需要調査に過ぎず、価格決定の後に募集期間が設定されるという法的制約等によるところが大きく、これを解決するには大幅な法令改正作業が必要になると共に、新たなオペレーション実務要請を受けた証券界のシステム投資が必要となる。（C 委員）

10. 上場～上場後（初値形成、上場基準）

①初値形成までの成行注文の禁止の是非

- ・短期的な需給による初値の高騰抑制が一定程度期待される。（A 委員、D 委員）

②証券会社によるアナリストカバレッジ強化、機関投資家のマネー流入促進

- ・一定のクライテリアに基づき推薦証券が責任を持って客観的評価をし説明責任を果たす仕組みを構築することで、過度なディスカウントへの牽制になるのではないか。（F 委員）
- ・海外向けの開示強化やマーケティング緩和による海外マネーの流入が必要。（F 委員）
- ・VC マネーの供給とプレマーケティングにおける保守的な制限の緩和によって未上場時にける機関投資家の参入を促進。（F 委員）

③赤字上場の緩和（規模を重視）

- ・利益ではなく規模を重視。規模の拡大に向けて成長資金を調達する会社を増やす。また規模に伴い株価も成長する市場を創出。（F 委員）

④配分先の保有状況の確認

- ・引受証券会社が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が望ましい。（G 委員）
- ※議事概要より

⑤主幹事証券会社別の公開価格及び上場後株価等のトラックレコードの公表

- ・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。（I 委員）
- ※議事概要より

以 上

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	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
4. 主な内容	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 － 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 資料2に基づき野村證券 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。 - 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。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える。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える。

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ということも踏まえ、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ース市場のあるべき形とはどのようなものか、グロース市場上場銘柄は 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する。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。

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 やダイレクト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はなけ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と。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と。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ている。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

	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。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 やダイレクトリスティングといった議論も必要かもしれない。 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。 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。 以 上
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)

第 1 回「公開価格の設定プロセスのあり方等に関する WG」に係る意見照会結果

2021 年 10 月 12 日

第 1 回「公開価格の設定プロセスのあり方等に関する WG」（9 月 16 日開催）では、現状に対する問題意識、検討すべき課題や改善策等について意見交換を行った。WG では意見交換の時間も限られていたことから、当日の WG で発言できなかった事項や当日の発言についての補足等について、意見照会を行ったところ、以下の意見が寄せられた。

社名	ご意見
A 委員	・前回の各委員の意見は建設的なものが多く、日本の IPO をよくしていこうという思いが感じられた。良くすべきことは確り良くすべきであるが、小型の IPO とユニコーン若しくはそれに近いようなサイズの会社とは求めるものが違う中、後者のイメージを大半の委員がされて会話されていたように思うので、その点をクリアに話した方が良いと思う。 ・なお、G 委員からは「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。」とあった。そうあるべく各社努力している一方で、業績の変動が激しい小型銘柄に関しては中型銘柄以上でも簡単では無い中、比較に成らないほど業績自体を正しく予想することは難しく、また、そういったこととは別に仕手株的に一時のテーマ・話題のみで動くことも大きく、現実的とは思えない。また、意見書をいただくとなっているが、10 年前に主張されていたオーバープライシングに対する見解も交え、プレゼンにもあった通りの過去の市場での変遷も踏まえたうえで、その時点からの変化も含めて改めて聞かせて頂きたい（初回 WG において、G 委員は、小型株では個人投資家が売買主体となることをご認識のうえで、しきりに「小型株においては、現行のブックビルディング方式では、公開価格に実需を反映できていない」と説明されていた。小型株においては「個人投資家の需要＝実需」と仰っていると思うが、10 年前には「個人投資家に販売されるのであれば、公開価格もファンダメンタルズから乖離した楽観的な価格付けがなされることは十分に予想できる。」と主張されている。「ファンダメンタルから乖離したとしても実需に基づく価格が適正価格である。」と主張されているように聞こえるため、十分な説明を頂きたい）。また、その過程で加重平均や中央値を否定されていたが、分析に際して失ったとされる利益は加重平均で表現しており、何故そこでは使用しながら、否定を強くしているのかも説明頂きたい。（その観点では、米国よりも失っているものは少ないのは明らかと思われるが比較をしたうえで主張して貰いたい。） ・また、証券会社が全ての会社に正しく説明できているかという点とまだまだ改善の余地はあると思うので、ここは引き続き確り改善していきたいと思うが、証券会社に対して誤解が一部未だあることも改めて認識したので、その辺りも確り本 WG を通じて誤

	解を極力解くことも有益であると考えた。公開価格のプロセスの改善とは違うが、この点も委員の皆様とも会話しながら可能な範囲で発信することも検討したい。 ・なお、上記の主張を議論したい訳では無く、ほぼ全ての委員が本質的に今回変えるべきと思っているような共通の話題を中心に限られた時間は使った方が良いと思う。こうした中、第二回では、ぜひ建設的な議論を進めていきたい。当社が考える市場参加者の多くが求めている改善案は以下のような、マーケティング・ウインドウ上のフレキシビリティを上げて、発行体・売り手・参加する投資家にメリットがあるものであると理解している。なお、下記とは別に、未上場の調達環境が大きく改善してきた中で、最低限の時価総額のバーの検討や人材や市場の競争の促進の観点で現状の上場ルールで良いのかは、小型 IPO を議論する上では検討項目と考える。 ✓ ローンチから上場日並びに価格決定後の上場日までの日程短縮の実現（効力発生の時期と申込の関係の整理）：公開価格に織り込まれる期間リスクによるディスカウント幅の縮小が期待され、長い期間での変動リスクも加味した運営を排除することも期待される。また、後述する事前のヒアリングに関して、機関投資家が興味を持つようなサイズ、成長性の会社に関して、事前にしっかり分析するインセンティブも生まれることも期待される（日本ではローンチ後に検討する時間が十分にあるため、事前にしっかり調査しなくても間に合う）。 ✓ IPO の想定公開価格決定前の機関投資家へのプレヒアリングが届出前勧誘規制に該当しない旨の明確化：米国におけるテスト・ザ・ウォーターの解禁と併せて検討。これにより、機関投資家の有益なフィードバックの想定公開価格への反映が期待される。また後述するコーナーストーン制度の導入に関しても明確化すべき点である。 ✓ コーナーストーン制度の導入と届出書提出前にコーナーストーン投資家候補との間で可能となるコミュニケーションの範囲の明確化：届出前勧誘規制との整理の上、明確化することにより、特に大型のオフリングにおける案件執行の安定性が期待される。 ✓ ブックビルディングにおける投資家の需要状況に応じた仮条件範囲外での公開価格決定の実現（もしくは仮条件範囲の柔軟な変更の実現）：需要を踏まえた柔軟な価格設定が期待される。 ✓ 想定発行価格を記載しない実務運用の選択肢の追加：ロードショーにおいて機関投資家から先入観なく価格に対する意見を聞くことが期待される。売出し株数の柔軟な設定も同時に検討項目である。 ✓ オーバーアロットメントの上限 15%の撤廃：実需に基づいた数量のオーバーアロットメントを行うことができるようになる ✓ 初値形成迄の成行注文の禁止：短期的な需給による初値の高騰抑制が一定程度期待される
B 委員	・ G 委員のご発言の中に、「リスクを取って事業を育ててきた発行会社」と「何のリスクも取らずに初値高騰による差益を享受する投資家」という対立構造への言及がありましたが、「投資家がリスクをとっていない」というご指摘には強い違和感がありま

	す。A委員がご説明されたように、小型 IPO の初値対比の長期パフォーマンスは低迷する傾向にあり、投資家の多くはリスクを取って上場後の買い行動をとっているということができます。であるとするならば、初値高騰は投資家のそうしたリスクテイクの結果によるところが大きいとも考えられます。このように、初値と公開価格との間の差は誰に帰属すべきなのかは、少なくとも「発行会社＝損」対「投資家＝得」という二元論的に判断されるような単純なものではないという点に立脚しないと、歪な陰謀論に陥りかねず、公正かつ建設的な議論が難しくなると危惧いたします。 ・「IPO ディスカウントは不要ではないか」とのご意見もありましたが、業況が不安定であり、また情報の非対称性が大きく、ボラティリティも高い少額 IPOこそ、相応のディスカウントが必要と認識しております。また、IPO ディスカウントに関する発行会社・売出人との議論は主として想定発行価格を決定する際に行われるものですが、多くの IPO では仮条件の段階において想定発行価格より高い価格が仮条件レンジ上限に設定されており、想定発行価格設定時点で設けた IPO ディスカウントは相当部分が消失された形で発行価格が決定されていることが多い点にも留意すべきと考えます。 ・さらに、複数の委員がご提案されていた、仮条件レンジ上限価格を超える価格での公開価格決定が行われることになれば、好需給を価格に反映させることができ、当初想定されていた IPO ディスカウントは更に消失する、あるいはプレミアムに転じる可能性もあると思われます。
C委員	(1) 複数の委員からのご意見(「仮条件の範囲外での公開価格の設定を可能とすべきである。実際、仮条件の上限で決まる企業が9割であり、仮条件の設定を誤ると公開価格でも正しい値付けができない状況にある。)」について： 証券会社としても是非そうして頂きたい。G委員は「仮条件の範囲外で価格決定できない慣行」と発言されていたが、慣行ではなく、下記(A)～(C)の制度的制約によるものであるのか、かかる制約を規制当局や東証の手によって改変して頂きたい。米国のように、「仮条件レンジの上限より上20%以内、下限より下20%以内の価格決定であれば、再度のファイリングは不要」といった制度になれば、実現可能になる。 (A) 仮条件の範囲外で価格決定をすると、それに伴う訂正届出書が即日効力発生とはならず、最大3日間、効力が停止するため、価格決定日翌日からの募集開始が不可能となり、募集期間および上場日を後ろ倒しにしなければならない。さらには何日間効力を実際に停止するかは管掌地方財務局の裁量に帰せられ全く予見可能性が無いため、即時に新たな上場日を設定することも困難である。かかる事態は、投資家に大いなる混乱を生む。ただでさえ、海外投資家からは、「日本のIPOは、価格決定日から上場日まで待機期間が長く、この間の相場変動リスクも、日本のIPOが、他の先進国のIPOに比べ、より大きなIPO ディスカウントを求められる要因である」と指摘されて久しいため、さらに上場日が後ろ倒しになる事態は、特に海外投資家からはオーダーをキャンセルする事態にさえ、なりかねない。 (B) 公開価格決定日の時点で、上場日を先延ばしする事態となるが、東証の上場承認手続き(自主規制法人にて理事会審議としている銘柄においては理事会承認手続きを含む。)につき、東証側が機動的に対応できるかも課題である。

(C) 特に、個人投資家のブックビルディング（BB）オーダーは、価格を指定せず、提示された仮条件を前提とした成り行きがほとんどであるため、仮条件の範囲外で価格決定をすると、証券会社はその新たな価格で BB オーダーをすべて取り直さないといけないというのが現在の制度的制約である。これは膨大な件数の確認作業が必要になるため、現実的ではない。

(2) 複数の委員からのご意見（「IPO ディスカウントは本当に必要なのか？」）について：

上場後に形成される、あるべき株式価値（フェアバリュー）に対し、2割前後の IPO ディスカウントを実際に要求するのは機関投資家であって、証券会社の慣行でもルールでもない。そして、かかる IPO ディスカウントも、対象 IPO が人気化して需給バランスが引き締められれば、機関投資家も IPO ディスカウントを GIVE UP してでも参加してくる構図である。しかし、仮条件設定の段階では、まだ機関投資家は投資判断を最終化しておらず、実際に投資家のオーダーが出ている訳ではないので、この需給バランスを仮条件レンジに反映させることは実務的に現実的ではないため、IPO ディスカウントが反映されたままの状態となっている。その意味では、需給バランスを反映できるのはプライシングの段階であるからして、仮条件の範囲外での（かつ上場日程に変更が発生しない形での）プライシングができれば、IPO ディスカウント縮減の仕組みがビルトインされることになる。

(3) 複数の委員からのご意見（「価格の合理性についてより納得感を高めること」）について：

上記で述べた、「上場日程変更が求められない形での、仮条件の範囲外での価格決定」が制度的に可能となることが、価格決定の納得性を高める最大の施策と考えるが、他に、発行会社、売出人にとっての納得感という意味では、プライスリーダーとなる機関投資家の誰が、いくらで買うと言っているのかという情報が重要である。実際に、IPO のマーケティング期間中に、ロードショーという枠組みで、発行会社の経営陣は機関投資家と個別に面談をしているが、その過程で、会社への理解度が深く、上場後もエンゲージメントを期待したい投資家との出会いがあり、単に価格が高いだけでなく、株主のクオリティも追及して価格決定をしたいというインセンティブが発行会社には存在する。

しかし、海外投資家の間では、発行会社や売出人に、自らのブックビルオーダーの量と価格を、実名と共に開示することは当然の慣行として受け入れられているが、国内機関投資家は、「証券会社の顧客の守秘義務」の名の下に、この発行会社への開示を拒否するケースが多い。

大型 IPO の場合は、海外投資家の存在感が大きくなるので、その実名の開示によって、発行会社にとっては、投資家クオリティを伴った価格決定への納得感が増すが、小型 IPO の場合は、国内募集ということもあり、機関投資家については国内勢が主体となるため、実名が分からないというのもハンディになっている。

機関投資家については、個別の配分結果については、2012年以降、価格決定後の事後的な、発行会社への実名開示が

義務付けられているが、個別の投資家需要の開示については、これが当時、見送られた。今般の議論を通じて、個別の機関投資家需要の発行会社への実名開示が義務付けられれば、より納得感を担保する枠組みになると考える。

(4) 複数の委員からのご意見（「小型 IPO での証券会社間の競争原理」）について：

外資系投資銀行も参入してくるような大型 IPO になると、複数の証券会社による共同主幹事体制が一般的になるが、50 億円以下の小型 IPO となると、単独主幹事体制が一般的となり、発行会社にとっては、他の証券会社にセカンドオピニオンを求めることができない。しかし、これは、証券会社側からすると、主幹事として、公開準備に着手してから、上場に至るまでの数年間、人的リソースを投入することを正当化するための収益性、採算性の要因が大きく、小型 IPO に、二番手の共同主幹事に参入する経済的インセンティブが低いことが主たる背景と思われる。労働基準法が改正され、長時間労働の削減という流れの中では、人的リソースの投入に対する採算性の確保という点が、従来以上に重要な経営課題になっていることも、この構図を強化している。

外資系が参入してこない小型 IPO にも、より競争原理が働く構図にするには、現在、上場支援機能を有していない（外資系を含む）証券会社にとっての参入障壁を下げることであり、それを実現する近道は、「証券会社による上場推薦審査⇒取引所による上場審査」という、本邦特有の二重審査構造を緩和し、海外の取引所のように、上場審査は専ら取引所やファイリング当局の分掌とし、証券会社は IPO というオフアリングの為の引受審査、デューデリジェンスのみをするという分掌にすることである。

例えば、米国の IPO では、証券会社による上場推薦審査は存在せず、一方で、様々なブティック証券会社が小型 IPO で主幹事として活躍している。

(5) I 委員からのご意見（「価格設定のプロセスを短くして、リスクを低くしていくことも必要である。そのためのデジタル投資や制度設計の見直しを議論していくべき」）について：

本邦 IPO が海外の IPO に比べて期間が長い理由は、まず、ローンチ前のプレマーケティングの制約、ほふり法が求める期間の制約、ブックビルディングが投資家の注文ではなく需要調査に過ぎず、価格決定の後に募集期間が設定されるという法的制約等、法的制度的制約によるところが大きく、これを解決するには、大幅な法令改正作業が必要になると共に、新たなオペレーション実務要請を受けた証券界のシステム投資が必要となる話になる。

(6) G 委員からの意見（「結果として過少値付けとなった場合、証券会社が事後的に発行会社や当局に説明することを求めるべき。また、割当先の IPO 後の保有状況について、割当先が長期保有をしているのかどうか、情報を公開すべき。」）について：

	「過少値付けとなった場合、証券会社が事後的に発行会社や当局に説明することを求めるべき」なのであれば、逆に、過大な値付けとなった場合は、それにより利益を得た発行会社や売出人が、市場や当局に対して説明責任を負う形でなければ、フェアではない。また、「割当先の IPO 後の保有状況について、割当先が長期保有をしているのかどうか、情報を公開すべき」とあるが、投資家は IPO 後の売買は必ずしも主幹事証券だけで行うものではないため、証券会社側が長期保有状況を把握することは実務的に不可能である。一方で、投資家に対し、保有状況の開示を求める制度も、グローバルに一般的な制度以外に、更なる開示を求めることは現実的ではない。
D 委員	初値と公開価格の乖離（一点）のみに焦点を当てた議論になっているような気がしており、その場合、証券会社は初値当て競争をしている訳ではないため、また、証券会社は発行会社／売出人と対峙すると同時に、買い手である投資家にも向き合う必要が等しくあるため、なかなか議論が進まないのではないかと危惧致しますが、昨年 6 月頃からの IPO バブル相場では、発行会社／売出人の不満（特に初期収益率）も理解できるものではあるため、証券会社側で出来ることは限られると理解しますが、上場初日で売却するようリテール投資家への販売はしない、初値形成まで成行売買を禁止する、機関投資家とリテール投資家の販売比率を逆転させて海外のように価格を決める機関投資家への配分を多くする、など、相場やリテール投資家のモメンタムの影響を極力最小化する策を議論し、乖離を小さくしていくことを目指すのは有意なのかと考えます（別途、当局や東証などを巻き込んだ、現行制度の改善なども検討が必要との認識）。
E 委員	IPO POP は初値に対する何%の上昇を指し示すのか、若しくは過少値付けの定量的な基準など、関係者間でコンセンサスを取るべきと考える。 上場日当日の需給状況によっては、フェアなプライシングであっても株価上昇は起こり得ることから、一定の定量基準を設けた議論を行わないと建設的な対応が導き出されないと考える。各委員のお考えはどうかを確認したい。
F 委員	本件の建設的な議論においては、問題の要因をプライシングのプロセスと流動性やディールサイズを醸成するための市場環境に分けて検討する必要があると考えます。また初値高騰それ自体が必ず問題というわけではなく、発行価格において発行体と投資家が納得する適正価格を形成できない状況に課題があると感じます。つまりプロセスと環境が整い、適正と思われる価格で合意できれば、市場の需給バランスによるアフターマーケットでのポップは一定許容されるべきだと考えます。その為に、誰に対しての適正価格なのか、それを形成するプロセスと環境は整っているのかをフェアに議論する必要があります。五月雨になりますが、それぞれの論点で課題と対策を共有させていただきます。 1. プライシング a. ストラクチャに応じた適正価格の形成 i. 投資家属性に応じた手法の選択（8 割が個人投資家の案件で機関投資家にヒアリングをする BB 方式は不適切）

	ii. 中長期的な成長を見据えた適正価格の醸成（ロングの機関投資家を呼び込みやすい仕組み） - 臨時報告書での過半アロケーション（前例あり） - コーナーストーン投資（前例あり） - 推薦証券によるアナリストカバレッジの義務化とレポートの外部公開（一定のクライテリアにおいて推薦証券が責任を持って客観的評価をし、説明責任を果たす仕組み。過度なディスカウントへの牽制） b. プライシングの柔軟性 i. 仮条件のレンジ外でのプライシング ii. 過度な IPO ディスカウントの排除 c. コミュニケーション i. 推薦証券の弊害（証券会社が IPO の可否を握り発行体に対して強い立場） ii. 証券会社による配分の決定権（発行体に決定権がないので、投資家は高値で評価する動機なし） iii. 証券会社の利益相反（証券会社は安く株を引き受け他の投資家に渡す動機。また発行体の IPO は一度だが投資家は繰り返し取引するため投資家を優先する力学が発生） 2. 市場環境 a. 市場の流動性 i. 市場全体の機関投資家比率の向上（海外向けの開示強化やマーケティング緩和による海外マネーの流入が必要） ii. PIPEs などによる成長資金の獲得（低流動性による資本コストの増加というデメリットを回避する選択肢を提供） b. 発行体の流動性 i. IPO 時のマーケットキャップ拡大（VC マネーの供給とプレマーケティングにおける保守的な制限の緩和によって未上場時にける機関投資家の参入を促進） ii. 赤字上場の緩和（利益ではなく規模を重視。規模の拡大に向けて成長資金を調達する会社を増やす。また規模に伴い株価も成長する市場を創出）
G 委員	A 委員からのコメント ●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。

現状、小型銘柄に機関投資家が参加しにくいことは理解しております。私の提言の「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において証券会社間で競争が促進されることが望ましい」と申し上げたのは、小型銘柄に限定した話ではございません。実際にマザーズ上場企業の中には、企業価値を高く評価するメンターとなるような機関投資家から出資を受け、長期的な視野で経営し、企業価値が向上している企業も複数存在しています。このような投資家は企業価値を高く評価する傾向にあるため、公開価格の過小値付け問題を小さくする傾向が見られます。IPO 時にこうした機関投資家が増えることは発行企業やその他の投資家にとって望ましいと思われれます。困難なことは承知いたしますが、証券会社には小型銘柄に対しても機関投資家が参加するよう促す努力も継続いただきたいと考えております。

A 委員からのコメント

●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。

A 委員は加重平均値や中央値を用いることが望ましいという説明され、その数値を用いてご説明されておりましたが、私は加重平均値や中央値のみを用いて、過小値付け問題の政策評価することには望ましくはないと考えています。

1.1. 加重平均値での評価の問題点

過小値付け問題は小規模発行の企業（マザーズ企業など）で数多く確認されております。加重平均値は、大規模発行企業のインパクトの効果が強く出てしまい、小規模発行企業のインパクトが弱く反映されます。図表 1 は、大規模発行企業 1 社あたりのインパクトは、マザーズ企業何社分のインパクトとなるのか示したものです（マザーズ発行企業 1 社あたりの発行規模は、A 委員がご指摘された 50 パーセンタイルの発行規模 12 億円とした場合）。発行規模上位 14 社（発行規模 2,000 億円以上）の初期収益率や公開後長期株価収益率のインパクトは東証マザーズ企業 8,495 社分のインパクトと等しくなります。取り上げた 14 社以外にも発行規模 1000 億円を超える企業は数十社、100 億円を上回る企業数も 100 社以上存在しています。ブックビルディング方式導入以降 1997 年から 2020 年にかけてマザーズに上場した企業数は 714 社ですので、加重平均値ではマザーズ上場企業の過小値付け問題のインパクトがほとんど見られなくなることを意味しています。

加重平均値で政策評価をした場合、発行規模上位数社で適切な価格付けがなされていれば、マザーズでの IPO 企業が深刻な過小値付け問題が頻発していたとしても数値に反映されにくく、問題を見落としてしまいます。公開価格が過小に値付けされることは個々の企業にとって深刻な問題です。政策評価を行う上で、個々の企業の過小値付け問題と真摯に向き合うためには加重平均値を用いるべきではないと考えられます。例え、第 1 回プレゼン資料にソフトバンクや日本郵政が加重平均の計算に含まれていないとしても、加重平均で評価することの弊害は十分に残ります。

図表 1 大規模発行と対マザーズ企業のインパクト社数

IPO年	Code	社名	発行規模 (百万円)	初期収益率 (対初値)	対マザーズ企業 インパクト社数
2018	9434	SB	2,646,095	-14.5%	2,205
1998	9437	NTTドコモ	2,125,500	19.2%	1,771
2010	8750	第一生命	1,008,864	14.3%	841
2015	6178	日本郵政	693,000	25.7%	578
2015	7182	ゆうちょ銀行	598,041	15.2%	498
2012	9201	JAL	497,438	1.1%	415
2016	9142	JR九州	416,000	15.0%	347
2013	2587	サントリBF	388,120	1.5%	323
2006	8304	あおぞら銀行	379,969	-11.9%	317
2007	8729	ソニーフィナンシャルホールディングス	348,000	3.8%	290
2014	6740	Jディスプレイ	334,710	-15.2%	279
2004	9513	Jパワー	281,086	3.0%	234
2000	2651	ローソン	263,520	-23.3%	220
2014	6098	リクルート	213,820	7.4%	178
合計値			10,194,163		8,495
算術平均値			728,154	2.94%	607

注：東証マザーズ企業は発行規模 12 億円として算定（第 1 回プレゼン資料より）。

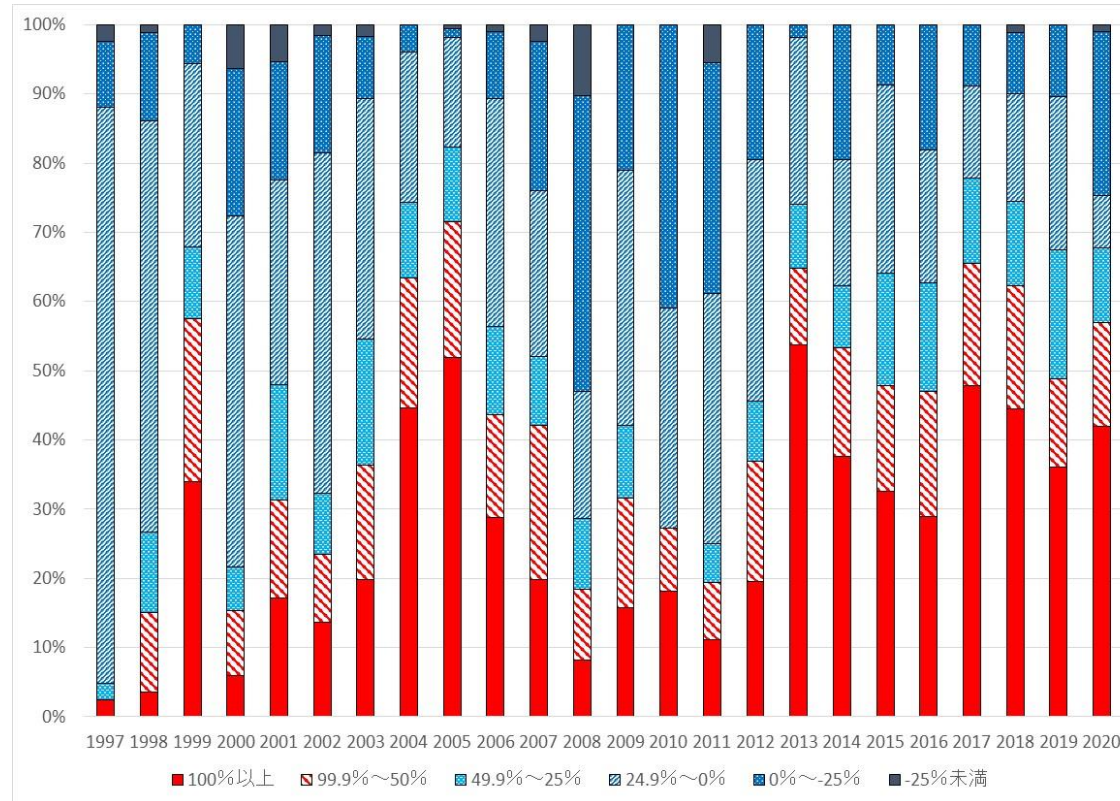
1. 2. 中央値での評価の注意点

過小値付け問題がいかに生じているかを評価する際、中央値のみを用いると過小値付けした企業の情報が反映されない場合があります。図表 2 は、ブックビルディング方式導入以降 1997 年から 2020 年 12 月までに日本の全上場企業に公開した 2330 社のデータを用い、初期収益率の水準ごとの総 IPO 企業数に対する割合の分布の時系列推移を示しております。IPO 時の過小値付け問題が深刻な企業（初期収益率 50%～99.9%）、かなり深刻な企業（初期収益率 100%以上）の初期収益率は上位 40%までの企業で見られるものの、50 パーセンタイル水準においてさほど見られないことが分かります。

中央値で比較するということは、50 パーセンタイル以上・以下の企業がいかなる水準であってもその情報が中央値の水準に反映されることはありません。かなり深刻な過小値付け問題が中央値水準（50 パーセンタイル）まで達するのはよほどのことであり、中央値の時系列比較ではそうした企業の水準をとらえきれないことが分かります。

中央値で政策評価する場合、中央値の企業において過小値付け問題が生じていなければ、かなり深刻な過小値付けが行われている企業が多数存在していても、情報として反映されず、そうした企業を確認し手を差し伸べることは出来なくなります。中央値で過小値付けを評価する際には必ず算術平均値を加えて、算術平均値と中央値で大きさに違いがないか多角的に評価する必要があります。

図表 2 初期収益率の水準ごとの総 IPO 企業数に対する割合の分布の時系列推移



注：ブックビルディング方式導入以降 1997 年から 2020 年 12 月までに日本の全上場企業に公開した 2330 社のデータを利用

1.3. 過小値付け問題企業はいかに数値上捉えられ、政策評価に結びつけるべきか

過小値付け問題に向き合うためには、過小値付けされた企業が数値上現れてくるような指標を利用することが望ましいと言えます。そのためには、指標の算術平均値、中央値を同時に見ることやその水準ごとの割合を見ることが望ましいと思われます。過小値付け問題をはかる指標とすれば、初期収益率や発行後の長期株価収益率を利用することが有用だと思われます。初期収益率は公開価格から初値の騰落率です。長期株価収益率 (buy and hold return: BHR) は、公開価格で購入した際の公開後の長期株価収益率です。

いずれの指標もメリットとデメリットを抱えています。初期収益率は過小値付け問題の影響と初値が異常となるセンチメントによる IPO ポップの影響の両方が含まれておりますが、IPO 時点で利用できる情報のみが反映されるという意味で望ましい指標といえます。長期株価収益率とはセンチメント IPO ポップの効果は低下するものの、公開価格設定時には含まれない IPO 後の成長・

	停滞の情報が反映されていることが難点であります（IPO 後の成長などには IPO 時の過小調達の効果が含まれ、内生性の問題を抱えています）。ベンチャー企業投資で収益は、一握りの大成功と数多くの失敗で成り立っております（VC 投資などを想像いただければわかりますが、ベンチャー企業投資はハイリスクハイリターン）。そのため、もともと数多くの失敗があることを踏まえれば、長期株価収益率の中央値などで公開価格が過小か否かを評価することは望ましくはありません（ハイリスクハイリターン投資では失敗の件数が多いため）。さらに、ベンチャー企業はわずか 1 年で企業規模や収益性、事業内容が大きく変化する場合も多く、公開価格の適正性を判断する上でどの程度の期間で評価するべきかについても問題が残ります。第三者割当増資では有利発行の基準について発行前 1 カ月、3 カ月、6 カ月の平均価額からのディスカウント率をすべて勘案して、明らかに有利発行に該当しないか判断しています。この有利発行の期間の基準は 1 つの目安と考えることができるかもしれません。 図表 3 は、新興三市場（マザーズ、ジャスダック、旧ヘラクレス、旧ナスダックジャパン）で IPO した企業と Matching ポートフォリオの初期収益率、IPO 後 6 カ月、12 カ月の BHR の時系列推移を示しています¹。リスクの高い企業は市場から高いリスクプレミアムを要求されます。IPO 企業は小規模（規模効果）でグロス株（バリューストック効果）の企業が多いため、投資家から相応のリスクプレミアムを要求されることが考えられます。IPO 企業と同じ程度のリスクプレミアムがどの程度かを検証するため、年ごとに規模（株式時価総額）、バリューストック（時価簿価比率）を 5 つずつに分類し、IPO 企業と同時期、同規模効果、同バリューストック効果のポートフォリオを Matching ポートフォリオとして作成しました²。Matching ポートフォリオの BHR は、IPO 企業が同期間に投資家から要求されるリスクプレミアムの代理変数と考えられます。 図表 3 から分かることは、深刻な過小値付け問題が長期にわたり続いていることです。初期収益率は常にプラスで推移しており、BHR も Matching ポートフォリオのリターンより明らかに高い水準で推移しています³。全体で見ると初期収益率、BHR6 カ月、BHR12 カ月の平均値で 70%～80%ほど過小値付けが生じていると言えます。そして、足元 10 年間においては、過小値付け問題の程度はかなり深刻となっていることが分かります。リスクプレミアムをコントロールしたとしても 2011 年以降の過小値付けの程度は平均値で 100%を上回っております（中央値でも約 50%を上回る）。特に発行規模が 50 億円を下回る小規模銘柄は、要求リスクプレミアムをコントロールしたうえでも極めて深刻と言えます。適切な水準で資金調達できていたならば、50 億円未満の発行規模の企業の調達額は、平均値で倍以上、多く資金調達できていたことを示しており、看過できない水準と言えます。
--	---

¹ 2020 年の企業は 2021 年の株価収益率のデータを利用できないこともあり、BHR で欠落している企業が見られることに注意ください。

² はじめに年ごとに規模を 5 分割し、規模グループごとにバリューストック水準に応じて 5 グループに分割した 5×5（25 分割）ポートフォリオである。Matching ポートフォリオに IPO の影響を除くため、IPO 後 3 年間のサンプルは除いています。

³ 2006、2009、2010 年時の 12 カ月の BHR において Matching ポートフォリオに比べ下回った年も見られるが、それ以外の年では、IPO 企業のリスクに応じたリスクプレミアムを上回っていると言える。

図表3 初期収益率、株価収益率、累積超過収益率の推移

YEAR	N	IPO 初期収益率		IPO BHR6カ月		IPO BHR12カ月		Matching BHR6カ月		Matching BHR12カ月	
		平均値	中央値	平均値	中央値	平均値	中央値	平均値	中央値	平均値	中央値
1997	29	10%	3.4%	57.4%	10.5%	36.7%	2.0%	-7.4%	-8.9%	-23.5%	-25.8%
1998	63	24%	11.1%	77.9%	54.4%	321.2%	117.0%	7.9%	-0.7%	45.9%	11.6%
1999	78	132%	66.8%	212.4%	44.8%	73.3%	-3.5%	12.9%	0.7%	7.1%	-6.4%
2000	157	21%	6.1%	2.8%	-14.3%	-3.7%	-27.3%	-5.5%	-7.8%	-12.3%	-15.4%
2001	147	49%	25.0%	63.1%	20.4%	26.2%	-2.4%	-8.4%	-10.1%	-16.6%	-19.2%
2002	100	37%	11.7%	11.4%	-3.0%	34.3%	-0.2%	-1.5%	-5.8%	8.2%	-0.4%
2003	100	58%	34.8%	186.8%	92.9%	206.3%	98.3%	25.9%	14.8%	41.2%	21.7%
2004	143	111%	98.9%	122.2%	73.5%	106.3%	59.6%	16.4%	6.9%	37.0%	19.8%
2005	123	148%	120.0%	125.9%	83.5%	78.3%	38.1%	17.6%	7.7%	11.9%	2.6%
2006	134	97%	66.7%	12.8%	-5.4%	-17.9%	-29.3%	-11.4%	-12.1%	-17.6%	-20.0%
2007	94	58%	46.4%	7.3%	-13.3%	-21.4%	-38.7%	-14.4%	-16.1%	-30.4%	-32.9%
2008	39	26%	4.9%	3.3%	-13.7%	10.0%	-23.1%	-9.6%	-10.9%	-13.6%	-18.1%
2009	11	42%	13.5%	24.1%	33.6%	-5.8%	-17.7%	18.2%	7.6%	13.7%	2.4%
2010	15	35%	0.0%	-0.8%	-16.9%	3.5%	-4.6%	3.6%	0.0%	8.5%	1.3%
2011	27	27%	3.0%	31.8%	-0.6%	66.4%	5.5%	4.5%	0.3%	8.8%	2.5%
2012	37	62%	40.6%	240.1%	67.8%	240.5%	90.1%	34.8%	19.7%	72.5%	39.3%
2013	41	152%	126.0%	110.2%	24.7%	84.4%	18.1%	16.0%	5.7%	31.3%	14.0%
2014	55	127%	119.2%	133.3%	57.9%	144.8%	48.2%	15.8%	7.3%	19.4%	10.2%
2015	72	105%	57.8%	93.9%	43.1%	91.7%	39.1%	0.3%	-6.0%	-0.3%	-7.3%
2016	68	86%	59.5%	105.7%	62.6%	142.7%	98.5%	14.0%	4.7%	41.8%	17.7%
2017	68	140%	123.5%	149.6%	106.8%	151.7%	79.6%	16.8%	6.1%	22.4%	6.9%
2018	77	120%	101.4%	77.0%	51.6%	68.9%	22.7%	-7.3%	-11.8%	-6.8%	-14.1%
2019	70	86%	64.4%	76.4%	57.5%	131.5%	28.8%	-0.8%	-6.5%	8.3%	-6.0%
2020	77	157%	104.7%	140.6%	82.7%	134.2%	63.8%	15.0%	5.0%	20.2%	8.7%
Total	1,825	83.9%	49.9%	85.6%	33.6%	80.2%	18.7%	4.7%	-1.7%	8.5%	-2.4%
1997-2010	1,233	70.2%	35.0%	71.7%	20.3%	60.9%	3.9%	2.5%	-3.0%	3.6%	-5.8%
2011-2020	592	112.4%	88.2%	114.6%	60.5%	123.5%	50.2%	9.6%	1.3%	19.2%	5.2%
小規模 (1997-2010)	1,112	73.5%	36.8%	75.0%	23.7%	65.0%	7.8%	2.4%	-3.2%	3.4%	-6.3%
大規模 (1997-2010)	121	39.3%	5.5%	39.5%	-1.0%	23.8%	-24.3%	2.8%	-1.9%	5.2%	-2.4%
小規模 (2011-2020)	531	122.3%	101.0%	122.2%	65.1%	129.8%	55.9%	10.1%	1.2%	20.2%	5.1%
大規模 (2011-2020)	61	26.2%	10.7%	48.1%	12.3%	63.5%	6.3%	6.9%	2.1%	14.3%	5.5%

図表 4 は新興三市場に上場した IPO 企業の初期収益率、IPO 後 6 カ月、12 カ月の株価収益率（BHR6 カ月、BHR12 カ月）の水準ごとの分布を示しています⁴。初期収益率や BHR が 100%以上を「かなり深刻な過小値付け企業」、50%～100%を「深刻な過小値付け企業」、10%～50%を「過小値付け企業」、-10%～10%を「比較的適度な水準」、-50～-10%を「過大な値付け」、-50%未満を「深刻な過大値付け企業」として表現しています。この図表を見てもわかるように、足元 10 年の発行規模 50 億円未満の企業において「かなり深刻な」「深刻な過小値付け企業」の企業の割合はかなり高く、初期収益率、BHR とともに 5 割以上の企業が深刻な過小値付け問題に陥っていたことが分かります。Matching ポートフォリオの同時期の株価収益率はマイナスになる企業の割合が約 5 割であることを鑑みれば、50 億円未満の企業の BHR が-10%未満の企業割合は極めて小さいと言え、過小値付け問題は深刻であることが確認できます。

図表 4 初期収益率、公開後株価収益率の水準毎の IPO 企業の分布割合

2011-2020	深刻な過大値 付け -50%未満	過大値付け -50%～-10%	比較的適度な 水準 -10%～10%	過小値付け 10%～50%	深刻な過小値 付け 50%～100%	かなり深刻な 過小値付け 100%以上
発行規模50億円未満						
初期収益率	0.0%	1.7%	8.9%	20.9%	17.9%	50.7%
BHR6カ月	1.1%	11.4%	11.6%	18.6%	19.1%	38.3%
BHR12カ月	4.8%	14.1%	10.6%	18.4%	15.4%	36.7%
発行規模50億円以上						
初期収益率	0.0%	6.6%	41.0%	32.8%	11.5%	8.2%
BHR6カ月	8.6%	24.1%	15.5%	24.1%	12.1%	15.5%
BHR12カ月	10.0%	24.0%	18.0%	16.0%	6.0%	26.0%

1. 4. 発行規模と日米比較

プレゼンではマザーズ発行企業は規模が小さく機関投資家が参加するインセンティブが低いため、日米で比較することは困難というお話がございました。そうであれば、同じ発行規模であれば、日米比較を行いやすいと考えられます。図表 5 は日米の発行規模別の初期収益率の違いを示しています。日本は 10 億円未満、10 億円以上 50 億円未満の企業数が 787 社、753 社と多く、米国では 57 社と 345 社であった。50 億円未満の発行の場合、日米ともに機関投資家の参加インセンティブは低くなると考えられます。

初期収益率の値は発行規模が 10 億円未満の企業は平均値 105.1%、中央値 69.6%であるのに対し、米国の同規模の平均値は 26.0%、中央値は 2.8%でした。10 億円以上 50 億円未満の発行規模の企業数は日米ともに十分にサンプル数が多いため、その比

⁴ 2020 年の企業は 2021 年の株価収益率のデータを利用できないこともあり、BHR で欠落している企業があることにご注意ください。

較の結果は十分に信頼に値すると言えます。10 億円以上 50 億円未満の発行規模の初期収益率は平均で 66.2%（中央値 38.9%）と米国の 7.7%（中央値 1.2%）と比べても非常に高いことが分かります。日本の小規模発行の初期収益率は高く、上述した公開後の長期株価収益率を含めて考えても明らかに日本企業の過小値付けの程度は米国企業と比べて大きいと言えます。日米の初期収益率の比較は規模の違いでは説明することは難しいかもしれません。

米国 IPO 企業の中央値水準を見る限り数%水準であり 5 割に近い IPO 企業の初値が公開価格を割っているものと推察されます。米国では、規模に関わりなく初期収益率の平均値及び中央値が低位になされています。これは米国では規模に関わらず市場の実需を反映した価格付けが行われていることを示唆しております。

図表 5 日米の発行規模別初期収益率（2001-2019）

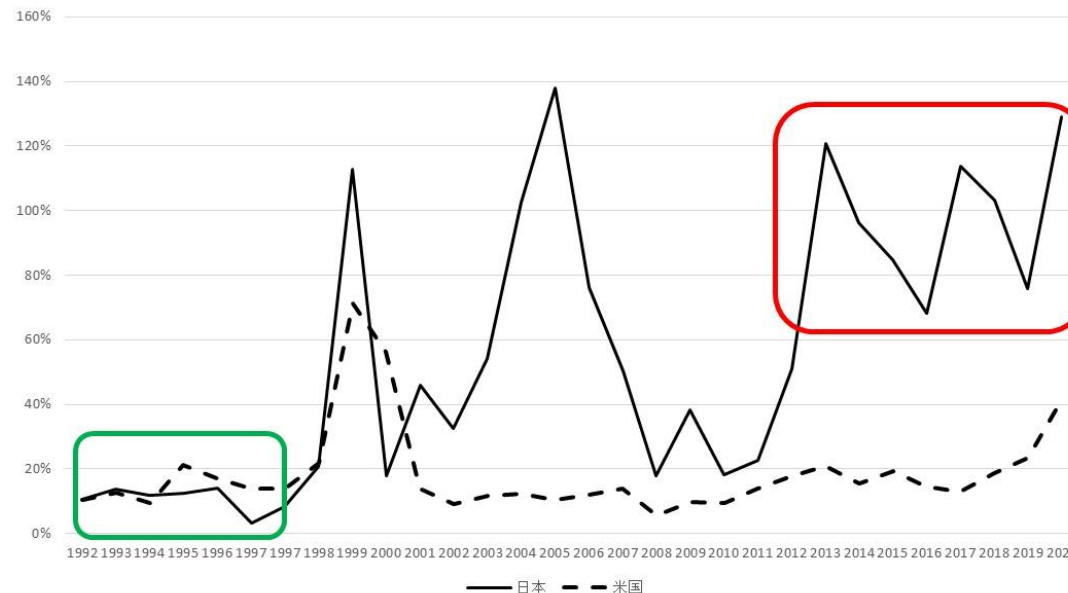
	日本			米国		
	IPO数	初期収益率		IPO数	初期収益率	
		平均値	中央値		平均値	中央値
10億円未満	787	105.1%	69.6%	57	26.0%	2.8%
10億円以上50億円未満	753	66.2%	38.9%	345	7.7%	1.2%
50億円以上100億円未満	100	29.0%	11.5%	656	13.0%	7.7%
100億円以上500億円未満	112	12.1%	3.0%	923	19.0%	11.7%
500億円以上1,000億円未満	18	-4.3%	-4.7%	136	12.7%	6.2%
1,000億円以上	30	15.9%	13.8%	70	11.7%	7.7%
合計	1,800	76.2%	39.2%	2,187	14.9%	7.5%

注：1\$ = 100 円と換算した場合

出所) 金子隆 (2020) 「日米を通して見る値付けの歪み」三田商学研究 63 巻第 5 号 pp. 91-114. 鈴木 (2021) 「IPO 企業の公開価格形成に関わる提言 (上)」証券レビュー、近刊。より引用。
(<https://sites.google.com/view/suzukikatsushi/ipo%E8%AA%BF%E6%9F%BB>)

図表 6 は 1992 年から 2020 年にかけての年ごとの日米の算術平均の初期収益率の推移を示しています。緑の枠は入札方式時代の初期収益率です。1997 年にブックビルディング方式が導入されて以降、初期収益率の年ごとの変動は激しくなっています。特に赤枠で囲った足元 10 年の小規模発行の過小値付け問題は極めて深刻と言えます。

図表 6 初期収益率の推移の日米比較



A 委員からのコメント

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ということも踏まえ、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。

ご覧いただいた論文では、2005-2006年に生じた初値が急騰し公開後に大幅に下落する異常なセンチメントIPOポップに対し、

公開後の長期株価収益率が悪化し（初値、公開価格のいずれか、もしくは両方が割高な価格（適切ではない価格付け）に設定されると）、IPO 後に中長期的な保有を念頭に置く個人投資家たちが市場から退出してしまうのではないかと懸念しています。センチメント IPO ポップの場合、公開価格が初値と乖離していようが、していまいが初値後の株価の下落は大きいです。ここでの論点で問題なのはセンチメント IPO ポップが起こることにあります。この懸念通り、最近ではセンチメント IPO ポップが続くことで IPO 株に中長期保有を目的とした投資家が減少し、その代わりにフリッパー（公開価格で購入し短期で売却する投資家）と呼ばれる短期売買の割合は増加していると考えています。A 委員は、IPO 直後のマザーズは流動性が高いことを好意的にとらえているようですが、これはフリッパーへの割当が多く短期売買が広まっている結果であり、必ずしも望ましい環境とは言えないと考えられます。そして、センチメント IPO ポップが続いているのは、公開価格の過小値付けが継続的に続き、IPO 投資は儲かるものとして盲目的な投資が広まったためと考えられます。

A 委員がご指摘されている「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る」という懸念は、足元 10 年間を見る限りあたらないと考えております（導入後 97 年以降を見てもほとんど見られない）。むしろ、規模効果やバリュー株効果などのリスクプレミアムを調整しても小規模発行では短期的にも長期的にもファンダメンタルズを大きく下回っており、その過小値付け規模はかなり深刻な水準です。過小値付けが続いているためフリッパーや短期売買の投資家が群がるセンチメント IPO ポップも激しくなっており、長期投資家などを IPO 市場から排除して、市場が望ましくない方向に向かっているものと考えております。

●公開価格にいかに関心を取り入れるべきか

現状の公開価格設定について、IPO 株に対する実需を反映せずに、過小に値をつける状況が続くことは望ましいとは言えないと考えております。ここでいうところの実需とは公開前の IPO 株に対する投資家の実際の需要（価格、株数）です。（公開前）IPO 株に申し込む投資家は、IPO 後の株価（初値以降の市場価格）を想定し、ある程度ディスカウントして申し込みます。そのため、実需は初値を意味するわけではなく、投資家の要求するディスカウントをふまえた需要とも言えます。

過小値付け問題が深刻な小規模発行企業では、機関投資家の情報生産・参加インセンティブはほぼ無く、現実的にプレ・ヒアリング、ロードショーにおいて機関投資家が参加することはほとんど見られないため（見られても実質的に情報生産機能を果たさないため）、仮条件の水準設定における調整が機能していません。また、仮条件の幅内での価格設定される慣習があり、9 割以上が仮条件の上限に張り付いていることなどから、実需情報を織り込むはずのブックビルディングも機能していません。結果として、小規模発行企業では、証券会社が主体的に関与した想定発行価格から有益な情報を加えられず、そのまま公開価格として設定される傾向にあります。想定発行価格のプライシングが類似会社のマルチプル（第 1 回プレゼン資料 7 シート目）で、想定発行価格段階でいわゆる「IPO ディスカウント」がなされているのであれば、1980 年代の固定価格方式と実質的に同じと言えます。固定価格方式ではさまざまな問題が生じていることは、日証協の資料 1（pp. 21-22）のとおりです。大蔵省証券取引審議会においても「公開

価格の算定方式としては、一般投資家の需給を反映した形で価格決定することが適当である。(日証協資料 1、p. 22)」として入札方式が導入された経緯がございます。また、証券会社に提示された想定価格設定において、発行企業は不満があったとしても主幹事の変更は上場の延期や再審査による実質延期を余儀なくされるため、応じざるを得ない状況も十分に考えられます⁵。そして、こうした納得感が得られないまま発行を強いられる企業は、証券会社に対し交渉力の小さな小規模企業に多いものと考えられます。公開価格が過小値付けされている場合、ブックビルディング方式では証券会社はその過小値付けされた新株を自らの顧客に対し、証券会社の裁量で販売するため、利益相反問題が付きまといまいます。主幹事証券会社が公開価格設定に主体的に関与し、実需情報を十分に反映せずに公開価格を設定し、深刻な過小値付け問題を引き起こしたのであれば、発行企業や株主から善管注意義務違反として過小値付け分の損害賠償の請求がなされても驚きはございません⁶。

実需をいかに反映させるかについては議論の余地が有ろうかと思われまいます。実需が IPO 時の供給株数を下回っているのであれば、上回るようディスカウントを行う必要があるかと思えます。実需が供給株数を大幅に上回っているにもかかわらず、理由もなく一律に IPO ディスカウントをすることは必ずしも望ましいとは言えません。

実需が IPO 時の供給株数を上回っており、想定価格より高い評価があるのであれば、実需に近い価格付けを行うべきだと考えられます。どうしても IPO 企業の株式を購入したい投資家は、高い価格で申し込みます(投資家が納得する金額)。また、投資家は購入後、いつでも売却できる自由が与えられております。企業にとっても、投資家が納得しているのであれば、(企業が割高と感じていても)高い金額で株式を発行することは資金調達額が増加し、既存株主にとっては好ましいと考えることもできます。高い価格で新株を発行(売却)できるにもかかわらず、より低い金額に公開価格を設定するのであれば、低い価格で評価する投資家の購入機会を増やし、高い価格で評価する投資家の購入機会を減らし、企業の資金調達額も減少します。これは市場原理が機能していないと考えられます。米国の IPO は実需に近い価格付けを行っており、5 割に近い企業が公開価格割れを引き起こし、長期的にみても公開価格割れが日本よりはるかに高い割合で起こっております。投資ですので公開価格割れを引き起こすことは望ましくないとは言いきれません。日本でも IPO 後に行われる公募増資や MS ワラントの発行後の長期株価収益率は発行価格を大きく下回る場合が数多くみられます。IPO 株はリスクの高い投資商品であることを鑑みれば、公開価格割れが生じることがあっても、実

⁵ ベンチャー企業にとって 1 年間停滞することは、同業他社の成長を鑑みると、その後の企業成長に大きな影響を受けます。また 1 年後に株式市場がよい環境である保証はなく、タイミングを逃すことは大きな損失となります。

⁶ 殖産住宅事件における最高裁判決(最決昭和 63 年 7 月 18 日刑集第 42 巻 6 号 861 頁)では、贈収賄の認定がなされている(今村益雄(1989)「新規市場に先立ち株式を公開価格で取得できる利益が贈収賄罪の客体とされた事例—殖産住宅等贈収賄事件(最決昭和 63.7.18)」を参照。)。小規模発行はほぼ確実にかなりの過小値付けが生じており、初値売買することで多額の利益が得られる。小規模発行は過小値付けが生じる傾向を多くの投資家が認識しており、結果として募集は非常に多く一般投資家が購入できる確率は極めて低い。この状況は殖産住宅等贈収賄事件での最高裁の認定状況と酷似している。

	需に近い価格での発行が望ましいとの考え方もあろうかと思ひます⁷。 一方で、実需をふまえてディスカウントをいかに考えるかは、割当も含め考える必要があるとの意見もあろうかと思ひます。証券会社が中・長期的に保有する投資家への優先的に割当するためには、長期的に見て過大評価された価格（公開価格割れ）での割り当てを望みません。しかし、長期投資家へのディスカウントという名目で深刻な過小値付けをする（例えば初期収益率 50%以上）ことは正当化できません。数億円～数百億円の調達金額を失うことを意味し、企業や既存株主にとって望ましくはなく、利益相反や有利発行の疑念が生じるためです。そのため、無理に過小値付けを行い中・長期投資家への割当てを強いるのではなく、実需に近い価格で評価する中・長期投資家を探索し、割当てることが望ましいと考えられます。欧米では、こうした価格付けを行う中・長期的保有の機関投資家などを探ることこそが証券会社の腕の見せ所となっております。中・長期的な投資家は必ず中・長期保有するわけではありません。また、中・長期投資家から投資を受ける機会、IPO 時に限った話ではありません。IPO 後に成長機会が高いとなれば、彼らから投資を受ける機会は多く存在いたします（IPO 時に割当しても企業が成長しなければ彼らから見放されます。彼らを惹きつけるのは成長が見込まれるか否かです）。 割当先に占めるフリッパー（個人・機関投資家）投資家の割合が高いのであれば、中・長期向けの投資家への配慮の必要性は小さくなります。フリッパーが多い場合には、その後のセンチメント IPO ポップを抑えるためにも、企業の資金調達を考えるうえでも、より実需に近い価格での発行となってもよろしいかと思ひます。
--	--

以 上

⁷ 公開価格割れを極度に避けるべきという投資家保護（IPO 株購入投資家）という考え方もある一方で、セカンダリー投資家（IPO 後の投資家）が根拠のないセンチメント IPO ポップにより損することについてはそうした考えは聞かれない。IPO 株購入者のみ目を向け安易な過小値付けが続くことは、（企業側の調達額を低下させるのみならず）センチメント IPO ポップを引き起こし、セカンダリー投資家の損失を拡大させている可能性がある。

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」
資料2「IPO のプライシングに関するご参考資料」の説明要旨

1. IPO のプライシングプロセス	
P.4	✓ 新規上場（IPO）により、企業の株式は会社のポテンシャルをよく知る特定の株主同士の相対取引から、日本で言うと 3000 商品以上の上場株式の仲間入りをして、買わない選択肢のある不特定多数による市場オークション取引に移行する。 ✓ この市場オークション取引に移行する直前の株価を公開価格と呼び、その価格で新規上場会社は資金調達したり既存株主が売出している。市場で初めて取引が成立する株価を初値、その後市場価格が推移していく。この公開価格を決める過程をプライシングプロセスと呼ぶ。
P.5	✓ 上場 2～3 年前に監査法人や主幹事証券会社を選定し、準備が始まる。最近ではビューコンが開催されるケースが多く、その時点で描かれる成長ストーリーやその時点のバリュエーションロジック等について証券会社が提案していることが多い。 ✓ 事前準備、証券会社審査、取引所審査を経て上場が承認され、その約 1 か月後に上場日を迎える。上場承認後のファイナンス期間に様々な過程を経て公開価格が決定され、この期間が所謂ローンチ後のプライシングプロセスの期間に該当する。ローンチ前にも様々な施策があるが、次のスライド以降では、ローンチ後の期間にクローズアップして流れを確認する。
P.6	✓ 上場承認から上場日まで、約 1 ヶ月。上場承認時に届出書へ想定発行価格を記載し、その後約 2 週間、フォーマットや案件サイズに依って件数は変わるが多くの機関投資家に事業内容や成長ストーリーを説明するロードショーを実施する。機関投資家は定量的な過去業績情報と上場する期の業績予想、定性的な成長戦略を聞き、その他の独自の分析や証券会社からのインプットを行うことで、その会社の評価を行い、証券会社に定量・定性双方での FB をする。それらの FB 内容を踏まえ、仮条件のレンジを証券会社から発行体・売出人に提案し、やり取りを経たうえで決めて公表する。その価格帯について投資家の需要調査を行うブックビルディングを経て、公開価格が決定される。
P.7	✓ バリュエーションは通常、業界特性や事業ステージに応じ、業績予想値に何らかのマルチプルを乗じて算定されるのが通常である。どのような手法やマルチプルであるといったものは、市場環境や機関投資家の反応を想定し、予め発行会社や株主と証券会社で協議する。 ✓ ただし、重要な要素は業績となる。特にアーリーステージの会社だと業績変動が大きく、短期間でも前提が大きく変わることがあり、予測が非常に難しくなる。例えば利益 1 億円を見込んでいたが 5000 万円に減額する見込みになったり、逆に 1.5 億円になったり、非常にぶれやすく、それだけで単純に企業価値が半分になったり 1.5 倍になる。
P.8	✓ 投資家は「よい銘柄は少しでも安く買いたい」「魅力のない銘柄はたとえ安くても買わない」という行動をする。そんな中で証券会社は発行会社と投資家の間に立ち、投資家に主導権がある状況から発行会社・売出人と共に、少しでもフェアバリューに近づけるべく、案件の人気化を想起させながら、価格を引き上げるべく、発行体と二人三脚でマーケティングしていく。

	✓ 案件の人気化を想起させ、価格の主導権を投資家サイドから発行体・証券会社サイドにするためには、想定発行価格から仮条件レンジ、仮条件レンジから公開価格と図のように右肩上がりになることがマーケティング上多くのケースでは望ましく、投資家が少しでも安く買おうとする中、目線を引き揚げさせる、かといって「そこまで高いならいらぬ」と言わせないギリギリの水準を探っている。図のような右肩上がりにならない銘柄は、どうしても「不人気銘柄だ」とみなされやすく、本来であれば安いと思って購入しようとした投資家も上場後のパフォーマンスの悪化を気にして参加しなくなる、若しくは想定よりも安い価格で買えそうだということで、より一層投資家側に主導権が移ることになるため、そういったことを防ぐべく、戦略的にそれぞれの適正な価格設定を協議している。
2. マザーズ市場の特徴と役割	
P.13	✓ 日本の IPO の約 7 割はマザーズを通じて上場している。 ✓ マザーズ市場は多くの成長企業に資金調達の間を提供する観点から、「高い成長可能性」があれば規模や業種に関係なく上場が認められている。先進国では世界で最も上場しやすい市場だと言われている。
P.14	✓ 東証におけるマザーズの存在感について、IPO においては圧倒的だったが、東証全体における上場会社数、時価総額、売買代金の存在感は大きくない。 ✓ 時価総額上位 25 社でマザーズ全体の時価総額の半分を占めていて、約 3 割は時価総額 50 億円に満たないという偏りも見られる市場である。
P.15	✓ NYSE、NASDAQ、AIM と上場企業数、時価総額を比較している。表の 1 番下に 1 社あたり単純平均時価総額、1 社あたり単純平均売買代金を示している。マザーズは他の市場に比べて時価総額対比での売買代金が非常に大きいことがわかるが、その点は異質であることが分かる。
P.16	✓ このマザーズにおける売買代金を支えているのが個人投資家である。マザーズは他の市場に比べて個人投資家が保有する割合が高い。
P.17	✓ 個人投資家の売買が多く、時価総額や売買代金の小さいマザーズでは、他の市場と比較にならないほど高水準の PER が受け入れられている。 ✓ マザーズ市場においては、主要な海外では通常未上場で調達するようなステージの会社、つまり非常に成長が高い一方で不確実性の高い企業も上場している。個人投資家のリスクマネーによって支えられ、機関投資家が通常精査しないような規模の会社も主要国対比で高いバリュエーションで調達ができる市場として機能していると言える。
P.18	✓ 売買代金を個人投資家、機関投資家等に分けたグラフを見ると、安定的な個人投資家の売買が市場を支えていることから、通常では流動性の問題で参加出来ない一部の機関投資家等も参加できる市場になっている。
P.19	✓ このようなセカンダリーの市場における特徴がある中で、マザーズに上場する際のオフアリングサイズは、AIM と同規模であり、その他の市場に比べて非常に小さい。
P.20 ~23	✓ 上場した後はどうか。上場から 5 年以上経過したマザーズ上場企業のその後を分析した。P.21 は上場後約 4 割の銘柄が東証一部へステップアップしていることを示しており、P.22 は時価総額が

	上場時より高くなっている銘柄もあれば小さいままの会社もそれなりにあることを示している。また、上場廃止している銘柄も多いことも分かる。 ✓ P.23 は直近の時価総額の金額別に、上場時の業績と直近の業績比較した表である。ハイライトした直近 500 億円以上の時価総額となっている銘柄は、中央値で上場時より売上高で 9 倍、経常利益の変化で 16 倍と大きな成長を遂げた企業であり、50 億未満の会社をみると殆ど上場時から成長しておらず、きれいに上場後の業績変化に連動していることが分かるが、上場後にしっかり業績を拡大した企業は資本市場で評価されていると言える。
P.25	✓ よく機関投資家にプレミアしたのか、個人の比率が高いのではというコメントが聞かれる中、P.25 はこのような特徴のあるマザーズ銘柄に対する投資について、海外の機関投資家がどのように考えているかヒアリングした内容を記載したものである。 ✓ マザーズに上場する企業の多くは、海外投資家からすると投資のクライテリアに流動性や時価総額の観点で入らない、入ったとしてもバリュエーションが高すぎて買えないというコメントが太宗であることが分かる。
P.26	✓ 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。通常機関投資家が売買しないような時価総額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き、その結果通常では売買できない機関投資家の一部参加している。こうした点において、マザーズは他国には無い異質の市場となっている。 ✓ このような特徴が、アーリーステージにあり業績のボラティリティが高いベンチャー企業の上場を可能とし、日本のベンチャーのエコシステムの土台となった。 ✓ マザーズはこれまで多くの企業を上場させ、その後本則へのステップアップとして多くの企業を生み出してきた。その過程で、上場後の資金調達も段階に応じて行っており、当初は大半の機関投資家が保有することが難しい企業であっても、上場を経て成長するにつれ、保有することが出来るようになり、上場時の想定通り成長する企業にとっては調達手段、保有投資家は拡大している。 ✓ マザーズの特徴は、上場後のパフォーマンスに密接に関係し、大きな影響を及ぼす。日本では約 7 割の新規上場会社がマザーズに上場していることから、上場後のパフォーマンスを分析するうえでは、他国との単純な横比較だけでなく、多角的な分析が必要であると考ええる。
3. IPO のパフォーマンス分析	
P.28	✓ ここまでで、日本のマザーズ市場の特徴である、通常では機関投資家が入らないような市場でも個人のリスクマネーの供給により、流動性とハイバリュエーションが付くことを説明してきたが、ここからは本題の IPO のパフォーマンス分析に入る。 ✓ P.28 は上場後 1 年間の公開価格に対する株価パフォーマンスを示したもので、左が日本、右が米国を示している。 ✓ 昨今の報道で見られるグレーの単純平均だけを見ると、日本の IPO の初値は公開価格を大きく上回り、1 年後も乖離して推移しており、一見すると米国と比べても異常に高いと言える。しかし、これは一部の小型銘柄における乖離利幅の大きい IPO が存在することによって平均値が引き

		上げられているためであり、本来、市場への影響や投資リターンという観点で、実態を正確に表すのは濃い青で示したオフアリングサイズ加重平均であり、こちらで考えることが適切である。また、極力サイズの大きな案件にも依存しないように見る観点では濃い赤で示した中央値で考えることも次点としては適切である。オフアリングサイズ加重平均、中央値ともに 1 年後の公開価格比のパフォーマンスは、米国と比較しても大きな差はない。
P.29	✓	P.29 は日本の IPO の公開価格比のパフォーマンスを横軸、銘柄数を縦軸に分布をとったものである。上場後 250 営業日後、つまり 1 年後を見ると 0%を下回る割合が 39.8%とある。つまり上場の 1 年後、約 4 割の銘柄は公開価格より低い水準となっているのである。しかしパフォーマンスの単純平均値は 69%と高く、一部では、これによって初値が異常値では無いとされているものがあるが、これは一番右側の極端にパフォーマンスの高い数銘柄によって引き上げられていることが見て取れると思う。実際、オフアリングサイズ加重平均は 18.1%、中央値に至っては 15.4%となっており、単純平均値の 69%から受ける印象とは大きく異なるのが実態である。なお、上場日終値の中央値は、左上にある 44.9%であり、たしかに上場時の乖離はあるが、営業日が進むにつれて徐々に下がっていることもこのグラフでご確認され、当初の株価がファンダメンタルから乖離している可能性を中長期のパフォーマンスから類推できる。
P.30	✓	P.30 は同じく日本の IPO のパフォーマンスだが、今度は初値と比較したパフォーマンスを示したものである。右下上場後 1 年後のパフォーマンスは、単純平均で初値比 0.6%で初値の水準と殆ど変わらないことから、この水準が市場評価としても適切なように映るが、一番右の極端にパフォーマンスの高い数銘柄によって全体が引き上げられているだけであり、加重平均値は大きな変動なし、中央値は大きくマイナス、2/3 の銘柄が初値未満で推移しているということが分かる。
P.31	✓	P.31～32 は、同じ分析を米国の IPO でも行ったものである。P.31 の右下、上場後 1 年後の加重平均値は公開価格比 22.8%であり、日本の 18.1%が高くないことが改めて分かる。中央値で見ると 12.2%であり、こちらも日本の中央値 15.4%とほぼ同じ水準である。公開価格を下回る銘柄の割合も日本と程度であり、上場直後の乖離にこそ差はあるものの、1 年後のパフォーマンスを見ると、日本の公開価格が低すぎるとは言えないだろう。
P.32	✓	P.32 は米国の初値対比である。米国でも 1 年後には約半数が初値より低い水準となっているが、初値比で加重平均値・中央値・平均値ともに大きなマイナスは見られない。ここからも日本の初値が小型銘柄で異質な動きをしていることが類推される。
P.34	✓	P.34 はオフアリングサイズ別のパフォーマンスを分析したものである。横軸が上場後営業日数、縦軸の株価パフォーマンスは公開価格比である。左側の日本ではオフアリングサイズが小さいほど公開価格比の初値倍率が高くなっており、日米ともにオフアリングサイズが小さいほどその後の株価は軟調な傾向が見られる。
	✓	米国における上場当初のパフォーマンスは、日本と異なりオフアリングサイズが小さいほど低くなっている。そもそも米国では小型 IPO が少ない点に留意が必要だが、この差を「米国では小型株も適正に値付けされているためだ」と表面的に捉える前に、参加する投資家層の違いがあることを抑えたい。日本、特にマザーズは個人投資家が主役の市場だが、米国市場は機関投資家が主役のマーケットである。P.25 の投資家コメントにもあったとおり、大半の機関投資家は時価総

		額・流動性の低い銘柄への投資に制限があり、そもそも参加する投資家が限定的であるためであり、オフリングサイズ対比では多様な投資家が参加する小型 IPO に需要が集中し大きく跳ねるという動きは見られず、米国の小型 IPO のパフォーマンスはグラフのような推移をたどる。
P. 37 ～39	✓ P.37～38 は売買回転率で分析したものである。米国では、上場直後のみ売買回転率が高く、その後は一定で推移しているが、日本では売買回転率が一定で推移する（平常時程度になる）まで時間がかかっている。つまり、上場後一定期間は流動性があることを示している。 ✓ P.39 はボラティリティについて分析したものである。左の図は IPO 直後のボラティリティの高さを示している。どのオフリングサイズでも通常時よりも高いが、特に小型になるほど顕著である。また、株価が下落して徐々に流動性が落ち、殆どトレードされることが無くなることで値動きが殆どなくなる銘柄も含まれることで、ボラティリティが収束している面もあると考えられるが、それでも上場 1 年後でも 30 日ボラティリティが 60%前後ある。右側は市場のボラティリティの推移を示したグラフだが、平均値の 31%に比べて高いことがわかる。先ほどみた加重平均や中央値のパフォーマンスと比べても、ボラティリティが高い一方でパフォーマンスは相対的には高くなく、リターンのみならずリスクも勘案して、合理的な投資行動をする機関投資家にとって小型ほど手を出しづらいことがよく分かる。	
P.40	✓ ここまで色々と分析してきたが、特に小型の一部の銘柄において、上場時並びに上場後の株価と公開価格に大きな乖離が生じていることは事実である。そのメカニズムについて考察した。 ✓ プライマリー（公開価格決定に至るプロセス）は、価格発見機能を有する機関投資家の意見や需要を反映して進められる一方、セカンダリー（初値形成を含む上場後の株価）は、需給等により決まるが、大型銘柄と小型銘柄で異なるメカニズムで形成されやすい。 ✓ 上場している小型銘柄では、比較的小額の発注で株価に影響を与えられることから、小型銘柄はわずかな情報で値動きが荒くなりやすい。これにより一時的に仕手株化したり、デイトレーダーによるとみられるファンダメンタルから大きく乖離する銘柄が見られる。 ✓ IPO は、こうした投資家の注目を集めやすく、「IPO の初値買い戦略」なる投資行動や一部 IPO 評価サイト等の初値予想を参考にした投機的買付と見られる行動もある。また、IPO 株のアロケーションを受けた機関投資家のうち、長期で保有する戦略の投資家も当然いるが、上場から暫くはファンダメンタルから乖離しても高回転で売買されることが多いような IPO センチメントが良い状況では、一部では初値以降でさらに買い上げ、その後徐々に売却することで当初のアロケーションにより平均株価が買い上げた株価よりも下にあることで、差益を稼ぐことを投資手法としている機関投資家もあり、こういった戦略が成り立っているのも、一部のセカンダリー投資家の非合理的な上場直後の売買が背景にある ✓ 大型銘柄のように小額の発注では株価に影響を与えにくいような銘柄では、仮にファンダメンタルから乖離しても、各投資家の合理的な投資行動に基づき正されていくものだが、小型 IPO の場合、上記のような投資行動により本来流動性がつかない銘柄にもリテールの資金が集まり、その特性を知る一部の機関投資家が買い上げることでさらに乖離しやすい。初値段階から成行買い・成行売りが可能なことも小型 IPO ほどセカンダリーの乖離が大きくなる一因になっていると	

	考えられ、一部の IPO サイト等の需給に基づいた初値予想を参考にした投機的な買付も需給の大きな要因となっている。 ✓ 本来流動性のない小型 IPO にこのようなメカニズムで流動性が供給されることで、機関投資家も参加できるという諸外国とは異なる特性により、諸外国では未上場のまま VC による投資が続くような成長ステージにある企業に VC も売却するほどのバリュエーションがつくため、小型 IPO が成り立っているのである。 ✓ また、これらのメカニズム及び日本特有のロックアップの解除条項（公開価格の 1.5 倍等）を知る売出人は、相場が良い時にはロックアップ解除後の売却を想定し売出しを絞る。これによりオフアリングサイズが小さくなるため乖離が大きくなりやすい一方、相場が悪くなると IPO 時の売却を増やすためオフアリングサイズが大きくなり、乖離が小さくなりやすい。 ✓ なお、非合理的セカンダリーでの投資行動があるため、一部で、合理的な行動を取る投資家や売出人がいるだけで、それ自体を問題だということでは無い。
P.41	✓ 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、比較する上で適正なオフア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株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。 ✓ 小型株では、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。 ✓ Appendix では、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。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が終わりと、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、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、正しい認識の上で、今回の WG を通じて資本市場の改善策を確りと議論していきたい。 ✓ なお、日本の IPO 市場が万能ということでも無く、見直すことが市場の発展、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。今回のプレゼンは、大半の委員がご存知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の実施及び本 WG の参加ということをお伝えし、私からのプレゼンを終了する。
--	---

以 上

会合(日程)	議題・検討テーマ
第1回(9月16日開催)	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日開催)	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日開催予定)	・各論
第4回(11月30日開催予定)	・各論
第5回(12月開催予定)	・中間整理(報告書(案)の取りまとめ)

※ 12月以降、中間整理(報告書)の内容に沿って、(必要に応じて)自主規制規則改正や当局等への要望、実務運用の変更等の具体的施策の検討

※ 検討スケジュールは議論の状況等を踏まえ、変更する可能性あり