

1. 会合名	第3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11月2日(火) 13:00~14:45
3. 議題	<ol style="list-style-type: none"> 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
4. 主な内容	<ol style="list-style-type: none"> 1. 今後の検討課題及び対応案について 資料1及び資料2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"> ・ プレヒアリングの実施を推奨することについて賛成する。また、子会社上場に係るプレヒアリングの実施については慎重に検討すべきという考えについても同感である。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は既にある程度の機関投資家の価格目線を織り込むことができる。米国同様、プレヒアリングを通じて仮条件を設定し、その後にロードショーを通じて機関投資家の実需を収集する運用を導入することによって、上場までの期間短縮化にも繋がるのではないかと考える。 ・ 議論を進めるに当たってはどのような改善策をどの程度まで実施するか検討する必要がある。実務上の取扱いの変更で足りるのか、法改正が必要なのかによって改善点の実施までのタイムスケジュールは変わってくる。 プレヒアリングの実施は、上場までの期間短縮化とも関連するほか、次回会合で議論する予定の機関投資家との対話・親引け規制の見直しとも関連する。本ワーキング・グループ(以下「WG」という。)では、何をどの程度まで決定するのか明確にする必要があると考える。 ⇒ 現在、プレヒアリングが積極的に活用されていない理由として、機関投資家にそのニーズがないことが一因であると考えられる。そのため、プレヒアリングの実施の推奨について検討するに当たっては、上場までの期間短縮化と併せて検討する必要があると考える。 プレヒアリングについては実施を推奨する方向で検討するが、ご指摘のとおり他の検討項目と相互に関連する部分もあるため、引き続き、他の施策と併せて検討したい。(事務局) ・ プレヒアリングの実施を推奨することには賛成である。投資家にとってはプレヒアリングに応じるニーズがないかもしれないが、発行会社にとっては公開価格の設定プロセスの透明性が向上するメリットが存在するため、ニーズがあると考えられる。なお、プレヒアリングを実施するに当たっては、単に聞き取りを行うのではなく、より実需が反映されるような内容を

ヒアリングするためにフォーマットを統一する等の対応策を講じることが前提である。

上場までの期間短縮化については、グローバルスタンダードを踏まえた上で、どの程度期間を短縮するのかの目標を決めておく必要があると考える。ボトムアップで〇〇日短縮できましたというのではなく、〇〇日以内にすべきというゴール設定を前提として対策に取り組むべきである。

仮条件についてはレンジを設ける必要はないと考えるが、「仮条件の上下限からの一定の範囲内」という、2段階でレンジを設けるのは何故か。

また、個人投資家から需要をヒアリングすることを重要視するかは検討を要するのではないか。重要視するのであればブックビルディング以外の方法を検討することも一案である。

発行会社の納得感を高める点について、機関投資家等の需要情報を発行会社に提供することは望ましいが、既存株主による売出しの場合、売却主体ではない発行会社に対して情報を提供することにどれほどの効果があるかは疑問である。そのため、情報提供先を発行会社のみならず売出人（既存株主）まで広げることが必要であると考えられる。

⇒ 仮条件に関して、米国においては、訂正届出書の提出要否の区切りとして2段階でレンジを設けていると理解している。日本においても米国と同じ制度とするべきかは検討が必要である。（事務局）

⇒ 仮条件について補足をする、ロードショーはあくまでも機関投資家の潜在需要をヒアリングしている段階であり、最終確定した需要・注文をとっているわけではないため、実務上、レンジで設定せざるを得ない。米国では、届出書に記載されたオファリングサイズから一定の範囲内でのオファリングサイズの変更であれば訂正届出書が不要であり、最終需要が強い場合は仮条件レンジの上限を超えて公開価格を高く設定できる一方で、日本ではその場合、訂正届出書の提出に伴う効力停止の問題があるので、IPOのスケジュールを変更しなければそれができない。確定した最終需要を踏まえて公開価格を設定するためには実務上、仮条件レンジ設定とレンジ外も含めたプライシングという2段階が必要であり、その意味で米国の制度は合理的である。

売出人に対する機関投資家等の需要情報の提供に関して、現行もグローバルオファリングの海外募集分については、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投資家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おり、海外投資家にはこの実務が定着している。一方、国内募集においては、発行会社及び売出人に対して個別機関投資家の需要情報を提供する慣行がないため、個別に投資家から同意を得なければならず、かつ同意を得られないケースが多い。かかる個別同意手続きではなく、海外と同様に「みなし同意」が可能になれば、海外募集分と同様に価格設定プロセスの透明性が高まると考える。

プレヒアリングの実施の推奨に関して、推奨することに反対する委員はいないが、投資家側にプレヒアリングを受けるニーズがあるかが課題である。日本証券業協会「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。）は、国内における上場株式の募集に係るプレヒアリングについて規定した規則であると理解しているが、非上場株式は上場株式と比して情報量が少ないため、誤解のない且つ偏りのない発行会社の情報が投資家に伝達される前提のもと、投資家はその情報を踏まえて投資判断について検討する時間が十分に確保される必要がある。米国ではSEC に対する First Filing がローンチより十分前のタイミングで行われ、Testing the Waters のプロセスは First Filing に掲載された情報に基づき行われる。日本でも米国同様、プレヒアリングを実施するに当たっては、その時点での開示面での素地を整備しなければならず、現状のように上場承認、ローンチと同時に初めて財務諸表等の詳細な開示情報が揃うという状態に変わりがなければ、プレヒアリングは実効性に欠けると考える。

- ・ プレヒアリングの実施そのものには賛成である。ただ、留意すべきは単にプレヒアリングを実施するだけでは課題解決に繋がらない可能性があり、実効性を持たせる意味で何を達成するかという目標設定が重要だと考える。

現状の IPO における課題は、実需と公開価格にギャップが生じていることであるため、ギャップを埋めるために実効性を伴う手法でプレヒアリングを導入することは賛成である。

発行会社の納得感を高める観点からは、日本の IPO のガラパゴス化を解消していく視点も重要であり、日々進化するグローバルスタンダードなプロセスもベンチマークにしながらプロセス改善を考えることも重要である。

また、非上場企業のファイナンスでは、投資家ごとの価格目線のばらつきが大きいケース、つまり投資家にとっても価格発見が容易ではないケースも多数存在しており、投資家の価格発見機能の限界も踏まえた柔軟な制度設計が求められる。加えて、オフアリングサイズの柔軟な変更が行えるようグローバルスタンダードなプロセスを導入した上で、発行会社の納得感を高めるために Investor education を実施したり、理解度の高い投資家を中心に公開価格の目線を合わせていく重要性が高まっていると認識している。

また、プレヒアリングに加えてコーナーストーン投資を活用した方がよりよい IPO になる場合もあると思われる。プレヒアリングですべてが解消すると想定するのではなく、幅広い選択肢を柔軟に組み合わせられるような体制を構築するのが理想的である。

- 価格設定プロセスの見直しに関する論点のほか、そもそも発行会社が何を目的としてどのような資金調達を行うか、という点についても見直す必要があるのではないか。例えば、現状、資金使途を M&A としてエクイティファイナンスを行う場合に一定の制約がかかると認識している。M&A を目的とする特別目的会社を上場させる SPAC 制度を日本に導入するのであれば、資金使途を M&A とする従来の IPO についても柔軟に対応できるよう見直すことが企業の成長に不可欠と考える。

⇒ SPAC 制度については東京証券取引所において、資金使途を M&A とする場合の制約については本協会の別の会議体において検討されているところである。これらの点について見直すべき点があればご意見として承るが、あくまでも本 WG では、資料 1 に記載した、価格設定プロセスの見直し等の検討課題をスコープとしたい。（事務局）
- 上場までの期間短縮化を果たすべき最大の理由は、上場までの期間におけるマーケットリスクを減少させることで、公開価格にポジティブな影響を及ぼすことができる点であると考えている。他方、現状、プレヒアリングが積極的に活用されていない原因の一つとして、日本はローンチ後の期間が長いと、機関投資家はローンチ後に投資判断を行うための検討を十分に行えることから、プレヒアリングを受けるインセンティブがないという点が挙げられる。したがって、プレヒアリングの実施を促進するためには、如何にして投資家側のインセンティブを作り上げるかという点も重要であり、そのインセンティブとして、上場までの期間短縮化や、優先的なアロケーション、コーナーストーン投資家としての参画等がある。

また、上場までの期間短縮化のみならず、上場承認日及び上場日の柔軟な設定・変更についても検討する必要がある。その検討に当たっては、証券会社及び取引所における審査プロセスに関する論点も検討課題になると考える。
- 想定発行価格の意味は、投資家に基準となる価格を提示し、ある程度先入観を持たせることにある。欧米諸国では、想定発行価格を開示する慣習はないと認識しており、当然、想定発行価格に係る IPO ディスカウントも存在していない。想定発行価格を設置するにあたり問題なのは、基準となる想定発行価格が誤ったときでも、投資家はその価格にアンカリング・先入観を持ってしまい、結果として過小値付け問題が生じることにあるそのため、想定発行価格を開示するのであれば、投資家や発行会社が想定発行価格の妥当性を判断できる仕組みや運用を導入することが望ましいのではないか。例えば、想定発行価格の開示とあわせて、その算定方法（コンパス（Comparable Company Analysis）でバリュエーションした場合における類似企業や利用したマルチプル、IPO ディスカウント等を含む）と理論的根拠を開示することが望ましいと考える。これは、投資家の投資判断に係るコストが減少し、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の

質の向上や個人投資家のリテラシーの向上にも繋がると考える。また、発行会社における想定発行価格ひいては公開価格に対する納得感の醸成にも繋がると考える。さらに、事後的に想定発行価格及びその算定方法等を評価できることを意味するため、証券会社に対するモニタリング効果が働き、証券会社がより責任をもって想定発行価格を算定するインセンティブにつながると思う。

実需に応じて公開株式数が柔軟に変更されることは望ましい。なお、実需が小さい場合、公開株式数を減少させる運用も考えられるが、意図的にオフリングサイズを絞り、IPO Pop を作り出すようなことは避けるべきである。オーバーアロットメントについては、結果として超過需要を吸収する働きがあるが、それは本来の目的ではなく、流通市場における需給の悪化の防止、株価形成の安定化が目的である。したがって、超過需要を吸収させることを理由にオーバーアロットメントの上限比率を引き上げることは望ましくないのではないかと考える。超過需要が見込まれるならば、まずは公開価格で、続いて公開株式数で需給を調整すべきと考える。

仮条件の範囲外での公開価格決定は、設定した仮条件の水準が誤っており、その範囲外に実需が存在する場合であっても、公開価格に実需を織り込むことができるようにする趣旨であると理解している。現状、個人投資家を中心に IPO 株への盲目的な投資が広まっていることを踏まえると、ブックビルディング時に価格の指定のない需要申告を受けることは、公開価格の過大評価に繋がり、この施策を形骸化させ得ると考える。つまり、仮条件の範囲外で公開価格が決定されるようになっても、成り行き申告であれば一定の範囲外上限張付き現象が引き続き観察されることが予想され、意味がなくなってしまう。そのため、この施策を実効性あるものにするためには、ブックビルディング時における成行（価格指定のない申告）を禁止とし、指値のみ受け付けることとするとともに、適切な需要申告を促すために需要申告と募集申込みの注文とを一致させる仕組みが必要と考える。

発行会社への納得感のある説明としては、先に述べた想定発行価格の算定方法等の開示により達成されると考える。それらを開示できないのであれば、発行会社が不信感を抱いても致し方ないと考える。

機関投資家へのヒアリング方法については、日本証券業協会においてフォーマットを作成することはできないのか。例えば、①購入意思、②購入希望価格、③購入希望株数、④長期保有か否かを記入いただくのはいかがだろうか。また、もし IPO 株を長期保有する方針としておきながら配分を受けた株式を短期的に売却した投資家がいれば、そのような投資家には次回以降の配分で劣後した取扱いとする等の運用がなされることも一案と考える。

- ・ 現状も企業内容等開示ガイドライン（以下「開示ガイドライン」という。）の要件を満たせばプレヒアリングを行うことができ、その要件もそれほど難度が高いわけではないと考える。今でもできるのに行われていないとい

うことであれば、プレヒアリングの実施の要件を周知し、実施を推奨しても効果は低いのではないか。現状、プレヒアリングが実施されていない要因は何か。

⇒ 主な要因として3点挙げられる。1点目は、機関投資家側にプレヒアリングに応じるインセンティブがない点であり、これが最も大きな要因であると考えられる。2点目は、IPOにおいては、プレヒアリングの時点で発行会社の財務諸表等を十分揃えることが困難である点である。3点目は、既に別の委員が指摘していたが、日本ではローンチ後プライシングまでの期間が長く、上場承認（ローンチ）後でも投資判断をするための検討の時間が十分にあるため、機関投資家にとってプレヒアリングに応じる必要性が小さい点である。

⇒ それでは、プレヒアリングに応じた投資家は優先的に配分を受けることができるなどの制度を併せて導入しなければ機能しないという理解でよいか。

⇒ ご理解のとおり。一方で、プレヒアリングの時点で割当の確約を行うと届出前勧誘に該当するため、その点も考慮して検討する必要がある。

⇒ プレヒア規則では、IPOに係るプレヒアリングの実施が可能である旨が明確ではないと理解している。そのため、プレヒア規則を改正し、IPOに係るプレヒアリングの取扱いを明確化することには意味があると考ええる。また、現行、プレヒア規則で禁止されている国内PO募集に係るプレヒアリングについても解禁する方向で検討いただくことが望ましいと考える。なお、海外機関投資家に対してプレヒアリングを実施する場合であっても守秘義務契約を締結する必要があるが、機関投資家は守秘義務契約を締結するからには相応のメリットがなければプレヒアリングを受けることはないと考えられる。

⇒ プレヒア規則上、「プレヒアリング」を「法人関係情報を提供したうえで行う」行為と定義している。そのため、IPOに係るプレヒアリングは、基本的に「法人関係情報を提供したうえで行う」行為ではないため、プレヒア規則上対象となっていない。一方、プレヒア規則上の取扱いについては必ずしも明確ではないとのご意見があることも承知しているため、IPOに係るプレヒアリングについては明確化する方向で検討したい。（事務局）

⇒ 法令諸規則の条文上はご説明いただいたとおりかと思われる。一方で、実務上は証券会社やリーガルカウンセルから、ローンチ前における投資家との接触等は避けるように指導を受ける。法令諸規則に不明確な点があるが故に証券会社や顧問弁護士がプレヒアリング等の実施の可否について保守的に判断せざるを得ない状況があると考ええる。法令諸規則を明確化することで改善すべきである。

⇒ プレヒアリングに応じた機関投資家に対して配分の確約は行えないが、発行会社の合意の上でアロケーションを優遇するなど、現状も機関投資家にプレヒアリングに応じるインセンティブを持っていただくため

の工夫は行っている。一方で、配分の確約は行えないという点で改善の余地はあると考えており、プレヒアリングの実効性を確保するためには機関投資家のインセンティブを如何に生み出すか検討が必要であると認識している。

- ・ 上場までの期間短縮化に関して、現状、上場承認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。）に基づく通知を行っているということであるが、当該通知を上場承認日前に行うことを検討するのであれば、上場するという事実の情報管理との関係をどう考えるかが重要である。ある発行会社が上場を予定しているという重要な情報が開示される前に、既存株主のみがその情報を知ることができるという状況に問題はないか。この点との関係で、現在は上場承認日にどのような情報が開示されているのかご教示いただきたい。

⇒ 上場承認日には、取引所において新規上場会社の会社名、上場日等が公表され、同日に EDINET において有価証券届出書が開示される。振替法に基づく通知については、現状では上場日の約 1 か月前である上場承認日に既存株主に対して通知が行われているが、これは振替法上の規定を満たすためのものである。仮に、情報管理の観点等の課題がクリアになり、上場承認日前に当該通知を行うことができるようになるのであれば、上場承認日から上場日までの期間を短くすることで上場までの期間短縮化に繋がると考えている。（事務局）

⇒ ある発行会社が上場予定という重要な情報が、上場承認日より前に既存株主にだけ伝わることは適切ではないおそれがある。マーケット全体にも同様のタイミングで同様の情報を公表する必要があるのではないか。

⇒ ご指摘の点のほか、発行会社としては、上場承認日前に通知を行い上場する旨を示唆したにもかかわらず、仮に上場できなかった場合のレピュテーションリスクを懸念することも考慮する必要がある。

上場までの期間短縮化に関しては振替法の改正を要望することも一案であるが、関係各所と調整しながら様々な可能性について検討していく必要がある。例えば、上場申請時のファイリングの考え方を見直し、別の委員も指摘していたが、米国のように、一旦簡素なファイリングを行うことも考えられる。また、現状のファイリングの考え方を見直さずに、届出前勧誘の考え方を見直すことも考えられる。

- ・ IPO Pop を一定範囲内に抑えるためには、機関投資家からセカンダリーで取引される株価水準の知見について集約を行い、IPO 時における価格設定に反映することが肝要であると考えているが、投資家の需要は必ずしも適正な株価水準を表すものではないことから、IPO 時における価格設定は投資家の需要とは分離して検討すべきではないか。

上場の可能性がある株式について、セカンダリーで取引される株価水準の知見を与えるのは機関投資家としての責務であると考えており、機関投資家が回答に応じない場合、当該機関投資家の評価を下げるといった仕組みも必要ではないか。

また、プレヒアリングは一部の機関投資家に対して実施されるものであることから、プレヒアリングに参加したいと思っている機関投資家が必ずしも参加できるわけではない。どの発行会社がプレヒアリングを行っているかについて、機関投資家が能動的に知る術はあるのか。

ロックアップについて、公開価格や初値に対して一定の水準まで株価が上昇すると解除要件を満たす条項が付されることがある。そのような条項により、仮に、発行会社や売出人に、ロックアップを解除するために、意図的にオフリングサイズを絞る等のインセンティブが生じ得るのであれば、ロックアップ制度を見直すことも一案と考えられるのではないか。そのほか、ロックアップが解除された後に株価が下落することや、ロックアップの解除日数が案件によって異なることから投資家に混乱を与えるなど、ロックアップという制度自体が健全な株価形成に対して有効に機能しているかも検討してはどうか。また、ロックアップの解除日数については、投資家間の情報ギャップを埋める副次的効果もあると理解しているため、仮に四半期開示の見直しが行われ、開示が簡易になった場合にはロックアップの解除日数も併せて検討してはどうか。

⇒ ロックアップについてはご指摘の点も踏まえ次回WGにおいて議論したいと考えている。なお、ロックアップは本協会の「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」において、親引けの場合180日の日数制限は設けているが、現行、その他のケースについては本協会の規制は存在しないと認識している。

また、プレヒアリングについては、現行の開示ガイドラインにおいてプレヒアリング対象者との間で守秘義務契約を締結することとなっているため、プレヒアリングを行っている旨の情報を開示することは難しいと認識している。（事務局）

⇒ プレヒアリングに参加したいと考えている機関投資家であっても、参加できないケースが生じるという理解でよいか。

⇒ 時間の制約に加え、案件ごとに機関投資家の関心やニーズも異なってくることから、全ての機関投資家に対してプレヒアリングを行うことは実務上不可能である。また、プレヒアリングはロードショーと趣旨が異なることから、機関投資家に対し等しく情報提供を行うといった公平性の観点で語ることはそもそもそぐわないと理解している。

- ・ プレヒアリングの仕組みについて、現在ファジーとなっている運用を明確化していただきたい。具体的には、「この期間はプレヒアリングを行ってはいけない」などと明文化してもらえれば、当該期間以外についてプレヒアリングを行いやすくなるのではないか。

IPO 時における価格設定を公正なものにする上で、プレヒアリングの前提となる機関投資家の回答する動機付けが重要であると考えている。現状、プレヒアリングは実際のアロケーションとは別建てとされていることから、機関投資家はプレヒアリング時に高く値付けするインセンティブがなく、低く値付けできてしまう構造となっているのではないかと。

また、プレヒアリングの際に機関投資家が回答した価格とブックビルディング時に当該機関投資家が申告した価格との相違について事後調査できないことや、実際に割当を受けた機関投資家がどの程度の期間保有しているのか不明で、長期保有を謳いながら早期に売却することも可能となっていることは問題であり、透明性を高める施策が重要であると考えている。上場後のトラックレコードはファンドから公表することが難しいかもしれないが、外部のベンダーなどを通じて取得することは可能である。投資家の負担も考慮しつつ、投資家に長期的に保有してもらえそうな仕組みを作ることも大事であり、プレヒアリングや仮条件の範囲外での公開価格の決定に関する議論と併せて検討していただきたい。

- ・ 機関投資家の立場としては、IPO 株はあくまで投資対象の一つであるため、仮に保有期間に制約が課されることや、ブックビルディングで申告した価格についてロードショーとの相違点を指摘され、その後の取引に影響が及ぶような話があれば、よりディスカウントが無ければ買いつらい。

また、機関投資家が参加しづらい小型 IPO に対して、個人投資家が中心にリスクをとって参加している。これまでの議論では、公開価格と初値に乖離があり、発行会社や既存株主が差額分だけ損をしているという話があったが、例えば上場後半年の株価水準を見ると株価も落ち着いており、公開価格から大きく乖離しておらず公正な値付けだったという考え方もできる。言い換えると、発行会社や既存株主に関係なく、初値時点で売買を行った投資家間で損益が移転しているだけであり、儲けた投資家も損をした投資家も、いずれも自己責任原則の範疇で片付く話なのではないかと。

制度設計について、現行の方式であり不満はないが、IPO スケジュールや書類等、案件ごとにフレキシブルな対応ができると望ましいと考えている。

仮条件の範囲外で公開価格を決定するような場合、個人投資家に混乱を与えることも想定される。また、親会社が既に上場しており、当該親会社の子会社が IPO を行うケースにおいて、子会社の IPO に係るプレヒアリングで得た情報は親会社にとってのインサイダー情報になることも想定され、証券会社から機関投資家にプレヒアリングが行われた場合、当該機関投資家は親会社の株式について取引が行えなくなる事態も想定されるのではないかと。

オーバーアロットメントの上限比率引き上げについては、比率を上げすぎると株式の希薄化によって機関投資家が当初想定していた株価と乖離が発生するおそれがある。

ブックビルディングについて、仮条件の範囲外で公開価格が決定されるのであれば、仮条件の範囲外での指値申告も認めるべきではないか。

- ・ 過去の WG でも委員から意見があったが、プレヒアリングの実施に係る機関投資家のニーズについては、オフアリングサイズの影響が大きいと考えており、オフアリングサイズが小さい場合、相対的に個人投資家の参加が多くなることから、機関投資家としてはプレヒアリングを受けるニーズが小さいと考える。資料を見ると、オフアリングサイズの引き上げに係る論点が盛り込まれていないように思われる。上場基準のオフアリングサイズを引き上げは国家的な戦略に関わる話であるかもしれないが、IPO に係る議論の本質であることから、少なくとも WG で取り上げる必要がある論点と考える。

個人的には、売上などで事業実態が評価しにくい宇宙、バイオといった分野のハイテク系の企業については、金額ベースで大きなオフアリングサイズになり得ると考えているが、こういった企業が将来的に日本国外の市場を通じて資金調達する流れが進むことを懸念している。

⇒ ご指摘の点については、公開株式数の柔軟な変更に加え、赤字上場の緩和にも関係する論点と考えている。ご指摘も踏まえ、次回 WG で議論いただく論点を整理したい。（事務局）

- ・ 今後、日本でより大型な IPO が増えてくると期待している。その上では、個人投資家主体ではなく海外投資家主体の構造にするとともに、グローバルスタンダードを意識した仕組みとすることが重要と考える。

上場までの期間短縮化については実現する必要があると考える。発行会社の不満を解消するためには、しっかりと投資家の需要及び価格目線を把握して、公開価格に反映することが本質的に重要な論点と考える。どのように投資家の価格目線を把握するかが課題であり、上場までの期間を短縮化することにより、プレヒアリングの実効性が高まる、つまり投資家に価格を検討してもらうインセンティブになる可能性があると考え。

ただ、投資家も忙しいことから、費用対効果を踏まえると、魅力のある企業に対して投資判断を検討するインセンティブが高くなっており、小型銘柄に対して IPO Pop を避けることは難しいという限界も理解する必要はある。過去の WG でも申し上げたとおり、IPO Pop の解消が直接の目的ではなく、発行会社側の納得感を高めることを目標設定とすべきと考える。WG でも議論されているような課題を見直すことにより、発行会社からはある程度の納得感が得られると考えるが、それでも難しいようであれば並行して SPAC やダイレクトリスティングなどを本格的に検討する必要があると考える。

現行のブックビルディング方式の改善としては、総論として以下の点が重要であり、本 WG における議論の整理（骨子）になると考える。

1) 上場までの期間短縮化に向けて、改善できる点は改善すべきと考える。グローバルスタンダードに近付けていくためには、DXの活用及び法制度の見直しは必要と考える。

2) インフォメーションミーティング(以下「IM」という。)で投資家の価格目線を把握した後に仮条件を示すことが重要であり、小型銘柄などの場合は別かもしれないが、安易に想定発行価格を記載することは避けの方がよいと考える。

3) その上で、仮条件変更を柔軟に行うため、訂正目論見書の交付は不要、又は電子交付とすることにより、柔軟な対応を可能とするとともに、公開株式数や金額の柔軟な変更も必要と考える。

4) また、IMだけでは投資家の価格目線を反映できない場合を踏まえ、コーナーストーン投資家や親引けを積極的に活用することが考えられる。

これにより、魅力的な発行会社、オフリングサイズが大きな発行会社であれば、発行会社側の不満はかなり解消される可能性がある。他方、小型銘柄については、投資家のインセンティブが低く限界があるため、上記だけでは課題は解消しないケースが残ってしまうと思われる。

- ・ 上場までの期間短縮化に向けた対応案(例)として、申込期間の廃止が記載されているが、この点は実現可能なのか。米国同様、ブックビルディングにおける需要の申告を申込み(注文)と整理するとのことであるが、米国では需要の申告を申込み(注文)と整理されているのか。法的な見地から、どの時点で契約締結となるのか整理した上で議論した方がよいと考える。
⇒ 現地のリーガルまで取得したものではないため、今後の議論を踏まえ、必要に応じて米国の実務については調査したい。(事務局)
- ・ 申込期間は主に個人投資家向けに設けられていると考えるが、個人投資家からの需要申告を注文と整理する場合、機関投資家にも同様の対応を求めないと申込期間の廃止は難しいと考える。機関投資家として、ブックビルディング時の需要申告を注文と整理されることにつき支障はないか。
⇒ 当社の社内手続きでは、申込を念頭にブックビルディングに参加することとしている。
⇒ 当社でもブックビルディングへの参加と申込が同期する社内手続きとなっている。
⇒ 例えば、仮条件の範囲外で公開価格が決定される場合については、投資家としてどのように考えるか。
⇒ 公開株式数に変更になる、又は価格が仮条件の範囲外となるのであれば、当初の申込はキャンセルした上で、必要に応じて再度申込できるようにすることがフェアと考える。
- ・ 仮条件の範囲外で公開価格を決定する慣行が導入された場合、実務的には導入当初は仮条件の上限を超えて公開価格が決定される可能性が生じた

	<p>場合には、もう一度、証券会社から機関投資家に対してコミュニケーションを図り、仮条件の範囲外での公開価格で申込みをする意思があるかを確認することが想定される。</p> <p>米国では、成行注文については「仮条件の範囲内における成行」ではなく、「仮条件の範囲外も含めた成行」とされており、仮条件の範囲外で公開価格が決定されることを投資家としても当然に認識していることが前提とされている。仮条件の範囲外での公開価格決定が導入されれば、日本の投資家にもこのような認識は徐々に広まっていくと考えるが、導入当初は投資家に対する丁寧なコミュニケーションは必要と考える。</p> <p>3. 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)