

### 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

2021年11月2日（火）13時00分

日本証券業協会 第3会議室及びオンライン

#### 議 題

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

以 上

### <日証協規則、実務等に関連する論点>

#### 価格設定プロセス・発行会社への対応

- ・プレヒアリングの実施
- ・上場までの期間短縮化
- ・想定発行価格の記載
- ・公開株式数の柔軟な変更、オーバーアロットメントの上限比率引き上げ
- ・仮条件の範囲外での公開価格決定
- ・発行会社への納得感のある説明、ブックビルディング時の発行会社との対話促進

①プレヒアリングの実施

②上場までの期間短縮化

③価格・株数の記載(需要を踏まえたフレキシビリティの確保)

④発行会社への納得感のある説明

#### 機関投資家との対話

- ・機関投資家との対話、親引け規制の見直し

#### モニタリング

- ・価格設定の中立性の確保
- ・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キングレコードの公表

#### その他

- ・主幹事証券の追加・変更
- ・アナリストのカバレッジ強化
- ・ロックアップ条項の見直し

本日ご議論  
いただきたいテーマ

第4回WGで  
ご議論いただきたいテーマ

### <取引所規則等に関連する論点>

- ・入札方式の改善、ダイレクトリスティングの導入
- ・上場推薦審査の在り方
- ・赤字上場の緩和
- ・初値形成までの成行注文の禁止

2021 年 11 月 2 日

| No. | 項目         | 現状                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               | 対応案（例）                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 | 参考条文等                                                                                            |
|-----|------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1   | プレヒアリングの実施 | <ul style="list-style-type: none"> <li>一部の IPO 案件において、有価証券届出書の提出日の 1 か月以上前にインフォメーションミーティング（国内外の機関投資家等向けの発行会社の事業紹介等）を実施している。インフォメーションミーティングでは、「有価証券の発行会社に関する情報の発信」は可能であるが、「投資者の需要の見込みに関する調査（プレヒアリング）」は実施できない。（開示ガイドライン 2-12③）</li> <li>有価証券届出書の提出前に「投資者の需要の見込みに関する調査（プレヒアリング）」を行うためには、開示ガイドライン 2-12②において、一定の要件（コンプライアンス部門の承認、守秘義務契約の締結、記録の保存）を満たす必要があるが、積極的に活用されてはいない。</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>開示ガイドラインにおいて、「投資者の需要の見込みに関する調査（プレヒアリング）」の実施の要件は整理済みであることから、想定される具体的な実務運用を明確化のうえ、証券会社に対して「<u>投資者の需要の見込みに関する調査（プレヒアリング）</u>」の実施の要件を周知し、<u>実施を推奨</u>してはどうか。</li> <li>なお、<u>日証協プレヒア規則の改正</u>により、IPO のプレヒアリングが可能であることを明確化してはどうか。（子会社上場のプレヒアリングは現行規則では禁止の対象となるが、見直しを検討する。）</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>開示ガイドライン 2-12②、③</li> <li>日証協プレヒア規則第 9 条【参考 1】</li> </ul> |

| No. | 項目         | 現状                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      | 対応案（例）                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               | 参考条文等                                                                                 |
|-----|------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------|
| 2   | 上場までの期間短縮化 | <p>・IPOの上場承認日から上場日までの期間が長いことにより、マーケットリスク（価格変動リスク）を受けることとなる。</p> <p>①上場承認日から上場日まで（1か月）</p> <p>・振替法第131条の規定により、IPO時に発行会社は既存株主に対して口座通知取次請求に係る通知を上場日の1か月前までに行う必要がある。</p> <p>・現行は、上場する事実の情報管理の観点から、上場承認日に通知を行っている。</p> <p>※なお、上場承認日に想定発行価格を記載する場合、価格変動リスクを受ける。想定発行価格の記載については項番3で検討。</p> <p>②仮条件決定日から上場日まで（2週間）</p> <p>・会社法第201条第5項の規定により、払込期日の2週間前までに募集事項を定める必要があるところ、現行実務は仮条件決定時（訂正有価証券届出書提出時）に募集事項を定めている。</p> <p>③公開価格決定日から上場日まで（6営業日程度）</p> <p>・公開価格決定に係る訂正有価証券届出書の提出及び訂正目論見書の交付が必要となる。訂正有価証券届出書の効力発生及び訂正目論見書の交付（郵送含む）が完了した後、投資家から申込み（注文）を受け付ける必要がある。</p> | <p>・証券会社による実務運用の見直しによる期間短縮化努力を推奨するとともに、以下の対応を検討してはどうか。</p> <p>①口座通知取次請求に係る通知の発出時期</p> <p>・上場承認日から上場日までの期間を短縮化するため、<u>上場承認前に発行会社から既存株主に対する口座通知取次請求に係る通知を行う運用を検討できないか。</u>この場合、上場日が確定しない通知の有効性や、情報管理の観点、上場を延期する場合の対応も含めて検討を要する。</p> <p>②会社法上の募集事項の決定時期</p> <p>・仮条件決定日から上場日までの期間を短縮化するため、<u>会社法上の募集事項を仮条件の決定前（訂正有価証券届出書提出前）に定める実務に変更することができないか。</u></p> <p>③訂正目論見書の交付について</p> <p>・現行、目論見書に発行価格等の公表方法を記載することで、訂正目論見書の交付が不要とされている。公開価格決定日から上場日までの期間を短縮化するため、<u>IP0における訂正目論見書の交付について、本制度を適用する運用ができないか。（開示府令第14条の2）</u></p> | <p>・振替法第131条</p> <p>・会社法第201条</p> <p>・開示ガイドライン8-4</p> <p>・開示府令第14条の2</p> <p>【参考2】</p> |

| No. | 項目        | 現状                                                                                                                                                                               | 対応案（例）                                                                                                                                                                                                                                                           | 参考条文等 |
|-----|-----------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------|
|     |           | <p>④米国の公開価格決定日と上場日</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・米国では、公開価格決定日の翌日に上場することが可能となっている。これは、米国ではブックビルディングにおける需要の申告を申込み（注文）として整理していることに起因している認識である。</li> </ul>             | <p>④ブックビルディングと申込みの概念の整理</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・日本においても、米国同様、<u>ブックビルディングにおける需要の申告を申込み（注文）と整理して、「申込期間」を廃止することができないか。</u></li> <li>・この場合、いつ「約定」するのかについての考え方の整理や約定までに目論見書を交付する実務運用の検討、発行価格が未決定の段階で注文を受け付けることが投資家保護上問題ないかを検討する必要がある。</li> </ul> |       |
| 3   | 想定発行価格の記載 | <ul style="list-style-type: none"> <li>・現行では、有価証券届出書及び目論見書に手取金概算額を記載するとともに、予定公開株式数から逆算した想定発行価格を記載している。</li> <li>・機関投資家等の需要を踏まえていない想定発行価格について、ロードショー等において先入観を与える懸念がある。</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>・有価証券届出書及び目論見書の<u>手取金概算額に幅を設ける（レンジで記載する）ことが可能である旨を周知してはどうか。</u></li> <li>・また、有価証券届出書に<u>想定発行価格を記載しない実務運用も可能である旨を周知してはどうか。</u></li> </ul>                                                                                  | —     |

| No. | 項目                               | 現状                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                | 対応案（例）                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                | 参考条文等                                                                                                   |
|-----|----------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 4   | 公開株式数の柔軟な変更、オーバーアロットメントの上限比率引き上げ | <p>（公開株式数について）</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・一般的にブックビルディング期間中に公開株式数に変更されることは稀である。</li> <li>・一方で、需要や市況に応じて、オファリングサイズを変更するため公開株式数を柔軟に変更することが望ましいケースも存在するとの意見がある。</li> </ul> <p>（オーバーアロットメントについて）</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・日証協規則において、オーバーアロットメントを行う場合、その数量は募集又は売出しの国内における予定数量の 15%を限度としている（米国 FINRA において、オーバーアロットメントの上限が 15%とされていることを踏まえて規定。）。</li> <li>・そのため、超過需要が見込まれる場合であっても、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ない場合もあるとの意見がある。</li> <li>・また、海外募集と並行する案件について、海外募集の比率が国内募集に比して大きい場合、国内募集の数量の 15%では、オーバーアロットメントの効果が低いとの意見がある。</li> </ul> | <p>（公開株式数について）</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・需要や市況に応じて、公開価格の変更のみならず、公開株式数の変更も柔軟に行うことで需給に応じたオファリングサイズの変更が可能となることから、ブックビルディング期間中に公開株式数を変更することができる旨の周知及びその際の訂正有価証券届出書の効力発生日の取扱いを整理することについて検討してはどうか。</li> </ul> <p>（オーバーアロットメントについて）</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・現行の規制の趣旨を踏まえ、IPO について、株式の希薄化等の影響についても検討のうえ、引受規則を改正し、<u>オーバーアロットメントの上限の引き上げ及び海外募集と並行する場合の考え方の明文化</u>を図ってはどうか。</li> <li>・なお、米国 FINRA では、過大なオーバーアロットメントは発行会社の手取金の確定が遅延する点、募集の規模が投資家に最初に説明されたものからゆがんでしまう点から 15%を上限としている。そこで、PO については、現行制度を維持してはどうか。</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>・日証協引受規則第 29 条</li> <li>・FINRA ルール 5110</li> </ul> <p>【参考 3】</p> |

| No. | 項目              | 現状                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  | 対応案（例）                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                | 参考条文等 |
|-----|-----------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------|
| 5   | 仮条件の範囲外での公開価格決定 | <ul style="list-style-type: none"> <li>・現行、仮条件の範囲内で公開価格が決定される実務となっており、ブックビルディング等により、仮条件レンジを超えた超過需要が見込まれる場合であっても、仮条件の上限で公開価格が決定されている。</li> <li>・仮条件の範囲内で公開価格を決定することを求める根拠規定はない。ただし、仮条件の範囲外で公開価格を決定した場合における訂正有価証券届出書の効力発生日の取扱いが不明確であると考えられることから上場日を予め設定することが困難となる可能性がある。</li> <li>・米国では、（オファリングサイズに変更がない前提において）仮条件の上下限の 20%以内の公開価格であれば、リファイリングは不要と整理されている。</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>・仮条件の範囲外での公開価格の決定が可能である旨及び仮条件の範囲外で公開価格を決定した場合の訂正有価証券届出書の効力発生日の取扱いについて整理のうえ、周知してはどうか。</li> <li>・また、訂正有価証券届出書の提出によって、仮条件の範囲及びブックビルディング期間中における公開株式数の変更が可能な旨並びにその際の訂正有価証券届出書の効力発生日の取扱いについて整理のうえ、周知してはどうか。</li> <li>・上記検討にあたっては、<u>米国同様、仮条件の上下限からの一定の範囲内での公開価格の変更であれば、訂正有価証券届出書の提出は不要とすることについて検討してはどうか。</u></li> <li>・なお、仮条件の上限を超えて価格決定を行うブックビルディングにおいて、<u>価格の指定のない申告を受ける場合、顧客が十分に理解していることを前提に、仮条件の上限を超えた一定の範囲内であれば顧客からの需要の再申告を不要とし、一定の範囲を超える場合は、需要の再申告を求めているかどうか。（決定した価格は投資家に通知する。）</u></li> </ul> | —     |

| No. | 項目                                   | 現状                                                                                                                                                                                                                       | 対応案（例）                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    | 参考条文等                                                                                                                  |
|-----|--------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 6   | 発行会社への納得感のある説明、ブックビルディング時の発行会社との対話促進 | <ul style="list-style-type: none"> <li>・公開価格の算定根拠について、一部の発行会社からは納得感がないとの意見がある。</li> <li>・IPO ディスカウントの必要性について、一部の発行会社の理解が得られていないとの意見がある。</li> <li>・高値で評価する投資家に発行会社の指示で株式を配分することを認めることで、発行体の納得感が増すのではないかと意見がある。</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>・他の施策により、より実需を踏まえた公開価格の設定と算定根拠の説明が可能となるのではないか。</li> <li>・IPO ディスカウントも含め、<u>発行会社に丁寧な説明を行うよう周知してはどうか。</u></li> <li>・発行会社の意向を踏まえて高値で評価する投資家や、中長期保有投資家への配分が可能となるよう<u>発行会社と証券会社の対話を促進してはどうか</u>（親引けについては、日証協親引けガイドラインの改正も検討）。また、日証協配分規則の改正により、ブックビルディング時に証券会社が取得した<u>機関投資家等の需要情報（実名）</u>を発行会社に提供することとしてはどうか。</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>・日証協配分規則第2条</li> <li>・日証協親引けガイドライン</li> <li>・日証協配分規則第7条</li> </ul> <b>【参考4】</b> |

（その他のご意見）

| No. | 項目                 | 現状                                                                                                                                                                                                         | 対応案                                                                                                                                                                                     | 参考条文等 |
|-----|--------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------|
| 7   | 機関投資家へのヒアリング方法の見直し | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ロードショー及びブックビルディングにおいて、証券会社から機関投資家への価格についてのヒアリング方法は、発行会社の意向を踏まえて実施されている。</li> <li>・機関投資家に購入意思がない発行会社について、単純に「いくらなら購入するか」とヒアリングしても適正なフィードバックを受けられない懸念がある。</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>・機関投資家サイドとしては、案件に応じてヒアリング内容やフォーマットが異なることは、円滑な回答の妨げになるため、可能な限り統一してほしいと意向がある。</li> <li>・発行会社の意向を踏まえつつ、可能な限り機関投資家の実務にも配慮したヒアリングを検討できないか。</li> </ul> | —     |

注：本資料は以下の略称を用いている。

振替法：社債、株式等の振替に関する法律

開示府令：企業内容等の開示に関する内閣府令

開示ガイドライン：企業内容等の開示に関する留意事項について

日証協プレヒア規則：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」

日証協引受規則：日本証券業協会「有価証券の引受け等に関する規則」

日証協配分規則：日本証券業協会「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」

日証協親引けガイドライン：日本証券業協会「親引けガイドライン」

以 上

■ 本日は、以下の項目について御議論いただきたい。

1. プレヒアリングの実施（項目1）
2. 上場までの期間短縮化（項目2）
3. 価格・株数の記載（需要を踏まえたフレキシビリティの確保）
  - ・想定発行価格の記載（項目3）
  - ・公開株式数の柔軟な変更、オーバーアロットメントの上限比率引き上げ（項目4）
  - ・仮条件の範囲外での公開価格決定（項目5）
4. 発行会社への納得感のある説明、ブックビルディング時の発行会社との対話促進（項目6）
5. その他  
（機関投資家へのヒアリング方法の見直し（項目7）含む）

| 会合(日程)          | 議題・検討テーマ                                                                                                                                                                                                                                            |
|-----------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 第1回(9月16日開催)    | <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 検討の経緯について</li> <li>2. IPOのプライシングについて                         <ul style="list-style-type: none"> <li>－ 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</li> </ul> </li> <li>3. 意見交換</li> <li>4. 今後の検討スケジュールについて</li> </ol> |
| 第2回(10月12日開催)   | <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 検討すべき課題や改善策に関する主な意見について</li> <li>2. 意見交換</li> <li>3. 今後の検討スケジュールについて</li> </ol>                                                                                                                           |
| 第3回(11月2日開催)    | <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 今後の検討課題及び対応案について</li> <li>2. 意見交換</li> <li>3. 今後の検討スケジュールについて</li> </ol>                                                                                                                                  |
| 第4回(11月30日開催予定) | ・各論                                                                                                                                                                                                                                                 |
| 第5回(12月21日開催予定) | ・中間整理(報告書(案)の取りまとめ)                                                                                                                                                                                                                                 |
| 第6回(1月24日開催予定)  | (※ 予備日)                                                                                                                                                                                                                                             |

※ 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

## 企業内容等の開示に関する留意事項について（企業内容等開示ガイドライン）

（取得勧誘又は売付け勧誘等に該当しない行為）

2-12 例えば次に掲げる行為は有価証券の取得勧誘又は売付け勧誘等には該当しないことに留意する。

① （省略）

② **募集**（第三者割当に係るものを除く。）又は**売出しを行おうとする有価証券に対する投資者の需要の見込みに関する調査であって、特定投資家**（当該調査を行う金融商品取引業者等において、金融商品取引業等に関する内閣府令（平成 19 年内閣府令第 52 号）第 53 条第 1 号に掲げる契約の種類に属する金融商品取引契約に関して法第 34 条の 2 第 5 項の規定により特定投資家以外の顧客として取り扱う者を除き、法第 34 条の 3 第 4 項（法第 34 条の 4 第 6 項において準用する場合を含む。）の規定により特定投資家として取り扱う者を含む。）（国、日本銀行及び適格機関投資家以外の特定投資家 については、金融商品取引業者等が当該募集又は売出しを行おうとする顧客からの委託により又は自己のために当該調査を行う場合に限る。）又は**法第 27 条の 23 第 4 項に規定する株券等保有割合が 5 % 以上である者を当該調査の対象者とし、かつ、同令第 117 条第 1 項第 15 号に規定する措置又はこれに準ずる措置を講じて行われるもの**

③ **有価証券届出書又は発行登録書の提出日の 1 月前の応当日以前において行われる当該有価証券届出書又は発行登録書に係る有価証券の発行者に関する情報**（当該発行者の発行する有価証券の募集又は売出しに係る情報を除く。）の**発信**（当該発信に係る 媒体が継続的に掲示される場合にあっては当該情報の発信が行われる時点は当該掲示が開始される時点とする。以下③において同じ。）であって、他の者によって再び当該情報の発信が行われることが想定される場合にあっては、当該応当日の翌日から有価証券届出書又は発行登録書の提出までの間に当該発信が行われることを防止するための合理的な措置を講じて行われるもの

④～⑧ （省略）

## 金融商品取引業等に関する内閣府令

（禁止行為）

第百十七条 法第三十八条第九号に規定する内閣府令で定める行為は、次に掲げる行為とする。

十五 法第百六十六条第二項第一号イ又は第九号ロに規定する募集（法第百六十三条第一項に規定する上場会社等の発行する有価証券に係るものに限る。）について、当該募集に係る有価証券に対する投資者の需要の見込みに関する調査を行う場合において、次のイ又はロに掲げる場合の区分に応じ、それぞれ当該イ又はロに定める措置を講ずることなく、当該調査の対象者（以下この号において「調査対象者」という。）又は第三者が委託若しくは当該募集に係る法人関係情報の提供を受けて当該調査を行う場合における当該第三者に対し、当該募集に係る法人関係情報を提供する行為

イ **金融商品取引業者等が自ら当該調査を行う場合 次に掲げる措置**

（1） **法令遵守管理**（金融商品取引業者等の業務が法令等（法令（外国の法令を含む。）、法令に基づく行政官庁の処分（外国の法令に基づく同様の処分を含む。）又は金融商品取引業協会若しくは金融商品取引所の定款その他の規則（外国の法令に基づくこれらに相当する協会又

は取引所の定款その他の規則を含む。)をいう。以下この号、第百五十三条第一項第七号チ及び第百五十四条第四号チにおいて同じ。)に適合するかどうかを判断すること及び当該法令等を役職員に遵守させることをいう。ロ(1)において同じ。) に関する業務を行う部門から、当該調査を行うこと、調査対象者並びに調査対象者に提供される法人関係情報の内容並びにその提供の時期及び方法が適切であることについて、あらかじめ承認を受けていること。

(2) 当該法人関係情報若しくは当該募集を行うことが公表され、又は金融商品取引業者等から当該調査の後当該募集を行わないこととなったことを通知されるまでの間における当該上場会社等の法第百六十三条第一項に規定する特定有価証券等に係る売買その他の有償の譲渡若しくは譲受け又はデリバティブ取引 (以下この号において「特定有価証券等の売買等」という。) を行わないこと (法第百六十六条第六項第一号から第六号まで及び第八号に掲げる場合並びにこの号の規定により当該法人関係情報の提供を受けた者の間において特定有価証券等の売買等を取引所金融商品市場又は店頭売買有価証券市場によらないでする場合を除く。以下この号において同じ。)、及び当該法人関係情報を調査対象者以外の者に提供しないこと (調査対象者が当該調査の内容に係る業務を行うために当該法人関係情報の提供を行うことが不可欠な者であって、調査対象者との契約によって特定有価証券等の売買等を行わない義務及び当該法人関係情報を漏らさない義務を負うものに提供する場合又は法令等に基づいて提供する場合を除く。) について、あらかじめ調査対象者に約させていること。

(3) その金融商品取引業者等における当該調査に係る事務の責任ある担当者及び当該調査に係る事務を実際に担当した者の氏名、調査対象者の氏名及び住所並びに調査対象者に提供した法人関係情報の内容並びにその提供の日時及び方法を記載した書面を作成し、その作成の後五年間これを保存するために必要な措置を講じていること。

ロ 第三者が委託又は当該募集に係る法人関係情報の提供を受けて当該調査を行う場合 次に掲げる措置

(1) 法令遵守管理に関する業務を行う部門から、当該調査を行うこと、当該第三者、調査対象者並びに当該第三者及び調査対象者に提供される法人関係情報の内容並びにその提供の時期及び方法が適切であることについて、あらかじめ承認を受けていること。

(2) 特定有価証券等の売買等を行わないこと、及び当該法人関係情報を調査対象者以外の者に提供しないこと (当該第三者が当該調査を行うため、又は当該上場会社等若しくは金融商品取引業者等から委託を受けて当該募集に係る業務を行うために当該法人関係情報の提供を行うことが不可欠な者であって、当該第三者との契約によって特定有価証券等の売買等を行わない義務及び当該法人関係情報を漏らさない義務を負うものに提供する場合又は法令等に基づいて提供する場合を除く。) について、あらかじめ当該第三者に約させていること。

(3) その金融商品取引業者等における当該調査に係る事務の責任ある担当者及び当該第三者に対する当該委託又は当該法人関係情報の提供に係る事務を実際に担当した者の氏名、当該第三者の氏名及び住所並びに当該第三者に提供した法人関係情報の内容並びにその提供の日時及び方法を記載した書面を作成し、その作成の後五年間これを保存するために必要な措置を講じていること。

(4) 当該第三者がイ(2)及び(3)に掲げる措置に相当する措置を講ずることなく当該調査を行うことを防止するために必要な措置を講じていること。

#### 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（日本証券業協会）

(定 義)

第2条 この規則において、次の各号に掲げる用語の定義は、当該各号に定めるところによる。

1 法人関係情報

上場会社等の運営、業務又は財産に関する公表されていない重要な情報であつて顧客の投資判断に影響を及ぼすと認められるもので募集に係るものをいう。

2 プレ・ヒアリング

法人関係情報を提供したうえで、当該募集に係る有価証券に対する投資者の需要の見込みに関する調査（第三者が当該協会員から委託若しくは法人関係情報の提供を受けて行う当該調査を含む。）をいう。

(国内募集に係るプレ・ヒアリングの禁止)

第9条 協会員は、原則として、金商法第2条第8項第6号に定める引受けを伴う国内における募集（金商法第2条第3項に定める募集及び会社法第199条に定める会社が処分する自己株式を引き受ける者の募集をいう。）に係るプレ・ヒアリングは行わないものとする。

## 社債、株式等の振替に関する法律

(会社が株主等の口座を知ることができない場合に関する手続)

第百三十一条 会社が特定の銘柄の振替株式を交付しようとする場合において、当該振替株式の株主又は登録株式質権者のために開設された振替株式の振替を行うための口座を知ることができないときは、当該会社（新設合併に際して振替株式を交付する場合その他の主務省令で定める場合にあっては、当該会社に準ずる者として主務省令で定めるもの。以下この条において「通知者」という。）は、次に掲げる事項を第一号の一定の日の一月前までに当該振替株式の株主又は登録株式質権者となるべき者として主務省令で定めるものに通知しなければならない。

- 一 会社が一定の日における当該振替株式の株主（登録株式質権者があるときは、その質権の目的である株式の株主を除く。）及び当該登録株式質権者について前条第一項の通知又は振替の申請をする旨
- 二 前号の株主又は登録株式質権者のために開設された当該振替株式の振替を行うための口座（第三項本文の申出により振替機関等が開設した口座を除く。）を同号の一定の日までに通知者に通知すべき旨
- 三 第三項本文の申出により口座を開設する振替機関等の氏名又は名称及び住所
- 四 その他主務省令で定める事項

## 会社法

(公開会社における募集事項の決定の特則)

第二百一条 第百九十九条第三項に規定する場合を除き、公開会社における同条第二項の規定の適用については、同項中「株主総会」とあるのは、「取締役会」とする。この場合においては、前条の規定は、適用しない。

2 前項の規定により読み替えて適用する第百九十九条第二項の取締役会の決議によって募集事項を定める場合において、市場価格のある株式を引き受ける者の募集をするときは、同条第一項第二号に掲げる事項に代えて、公正な価額による払込みを実現するために適当な払込金額の決定の方法を定めることができる。

3 公開会社は、第一項の規定により読み替えて適用する第百九十九条第二項の取締役会の決議によって募集事項を定めたときは、同条第一項第四号の期日（同号の期間を定めた場合にあっては、その期間の初日）の二週間前までに、株主に対し、当該募集事項（前項の規定により払込金額の決定の方法を定めた場合にあっては、その方法を含む。以下この節において同じ。）を通知しなければならない。

4 前項の規定による通知は、公告をもってこれに代えることができる。

5 第三項の規定は、株式会社が募集事項について同項に規定する期日の二週間前までに金融商品取引法第四条第一項から第三項までの届出をしている場合その他の株主の保護に欠けるおそれがないものとして法務省令で定める場合には、適用しない。

## 企業内容等の開示に関する留意事項について（企業内容等開示ガイドライン）

（訂正届出書に係る効力発生日の取扱い）

8-4 法第7条第1項の規定により当初届出書に係る訂正届出書の提出があった場合の効力発生日については、次によることとする。

イ 当初届出書の証券情報に関する事項に係る訂正届出書の提出があった場合（法第8条第1項かつこ書に規定する訂正届出書の提出があった場合を含む。以下8-4において同じ。）には、ロ、ハを除き、法第8条第3項の規定を適用して1日（行政機関の休日の日数は、算入しない。）を経過した日にその届出の効力を生じさせるものとする。ただし、例えば、当初届出書がC個別ガイドラインⅡ「株券等発行に係る第三者割当」の記載に関する取扱いガイドラインの審査対象に該当する有価証券届出書であって、当該第三者割当に関する事項が大幅に変更される場合等、当該取扱いが適当でないと認められる場合は、この限りではない。

ロ 発行価格若しくは売出価格又は利率が未定であるものであって当初届出書の証券情報に関する事項に係る訂正届出書の提出につき、次に掲げる場合には、当該訂正届出書の提出日又はその翌日にその届出の効力を生じさせるものとする。ただし、当該取扱いが適当でないと認められる場合は、この限りではない。

① 当該有価証券の取得等の申込みの勧誘時において発行価格等に係る仮条件を投資者に提示し、当該有価証券に係る投資者の需要状況を把握した上で発行を行う場合（株式の発行数又は社債の券面総額等が当該投資者の需要状況によって、発行価格等の決定と同時に変更（当該変更の内容が投資者に容易に理解でき、その内容が注記されているものに限る。）される場合を含む。）

② 開示府令第二号の四様式により有価証券届出書を提出して募集又は売出しを行う場合

ハ 株式の発行数又は社債の券面総額の変更（軽微なもの及びロに該当するものを除く）については、法第8条第3項の規定を適用して3日（行政機関の休日の日数は、算入しない。）を経過した日に効力を生じさせるものとする。ただし、当該取扱いが適当でないと認められる場合は、この限りではない。

ニ 7-1②、7-3及び7-10の規定により訂正届出書の提出があった場合その他証券情報以外の情報に関する事項に係る訂正届出書の提出があった場合は、原則として、法第8条第3項の規定を適用して3日（行政機関の休日の日数は、算入しない。）を経過した日に効力を生じさせるものとする。

なお、法第7条第1項後段の規定により提出された証券情報以外の情報に関する事項に係る軽微な事項の訂正届出書の提出があった場合は、適用外とし、法第8条第3項の規定を適用して1日（行政機関の休日の日数は、算入しない。）を経過した日に効力を生じさせるものとする。ただし、例えば、連結財務諸表等の記載内容が大幅に変更される場合等、当該取扱いが適当でないと認められる場合は、この限りではない。

## 企業内容等の開示に関する内閣府令

(発行価格等の公表の方法)

第十四条の二 **法第十五条第五項**及び第二十三条の十二第七項（これらの規定を法第二十七条において準用する場合を含む。）に規定する内閣府令で定めるものは、次に掲げるものとする。

一 国内において時事に関する事項を総合して報道する日刊新聞紙並びに国内において産業及び経済に関する事項を全般的に報道する日刊新聞紙（次号において「日刊新聞紙」という。）のうち二以上に掲載する方法

二 日刊新聞紙のうち一以上に掲載し、かつ、発行者又はその有価証券を募集若しくは売出しにより取得させ、若しくは売り付けようとする者の使用に係る電子計算機に備えられたファイルに記録された事項を電気通信回線を通じて閲覧に供する方法

三 発行者（発行者が外国会社である場合にあっては、当該外国会社又は第七条第一項若しくは第二項の規定により当該外国会社を代理する権限を有する者）及びその有価証券を募集又は売出しにより取得させ、又は売り付けようとする者の使用に係る電子計算機に備えられたファイルに記録された事項を電気通信回線を通じて閲覧に供する方法（その有価証券を募集又は売出しにより取得させ、又は売り付けようとする際に、その相手方に対し、発行価格、利率又は売出価格及び払込金額を電話その他の方法により直接に通知する場合に限る。）

2 前項第二号及び第三号に掲げる電気通信回線を通じて閲覧に供する方法にあっては、その有価証券を募集又は売出しにより取得させ、又は売り付けようとする期間が終了するまでの間、閲覧可能な状態を維持しなければならない。

## 金融商品取引法

(届出の効力発生前の有価証券の取引禁止及び目論見書の交付)

第十五条 発行者、有価証券の売出しをする者、引受人（適格機関投資家取得有価証券一般勧誘（開示が行われている場合における有価証券に係るものを除く。）又は特定投資家等取得有価証券一般勧誘（開示が行われている場合における有価証券に係るものを除く。）に際し、第二条第六項各号のいずれかを行う者を含む。以下この章において同じ。）、金融商品取引業者、登録金融機関又は金融商品仲介業者は、その募集又は売出しにつき第四条第一項本文、第二項本文又は第三項本文の規定の適用を受ける有価証券については、これらの規定による届出がその効力を生じているのでなければ、これを募集又は売出しにより取得させ、又は売り付けてはならない。

2・3 （省略）

4 発行者、有価証券の売出しをする者、引受人、金融商品取引業者、登録金融機関又は金融商品仲介業者は、第一項の有価証券を募集又は売出しにより取得させ、又は売り付ける場合において、当該有価証券に係る第五条第一項本文の届出書について第七条第一項の規定による訂正届出書が提出されたときには、第十三条第二項第三号に定める事項に関する内容を記載した目論見書をあらかじめ又は同時に交付しなければならない。ただし、第二項各号に掲げる場合は、この限りでない。

5 第十三条第二項ただし書の規定により発行価格等を記載しないで交付した第二項の目論見書に発行価格等を公表する旨及び公表の方法（内閣府令で定めるものに限る。）が記載され、かつ、当該公表の方法により当該発行価格等が公表された場合には、前項本文の規定は、適用しない。

## 有価証券の引受け等に関する規則

(オーバーアロットメント)

第29条 株券等の募集又は売出しに際して、引受会員が行うオーバーアロットメントの合計数量は、当該募集又は売出しの国内における予定数量の15%を限度とする。なお、募集及び売出しを同時に行う場合における当該合計数量は、当該募集及び売出しの国内における予定数量の合計の15%を限度とする。

- 2 オーバーアロットメントを行う引受会員が付与を受けるグリーンシュエーションの数量は、当該引受会員が行う予定のオーバーアロットメントの数量と同じとする。ただし、株券等の募集又は売出しの結果、実際に当該引受会員が行うオーバーアロットメントの数量が当初予定していた数量に満たない場合、グリーンシュエーションの数量を減少させることを要しない。この場合、行使できるグリーンシュエーションの数量は実際に当該引受会員が行うオーバーアロットメントの数量を上限とする。
- 3 前項のオーバーアロットメントを行う引受会員が付与を受けるグリーンシュエーションの行使期間及び当該引受会員が行うシンジケートカバー取引の実施期間は、当該株券等の募集又は売出しの申込期間の終了する日の翌日から最長30日間とする。
- 4 新規公開に際して行う株券等の募集又は売出しにおいては、当該新規公開の日の前日まではグリーンシュエーションの行使及びシンジケートカバー取引を行うことができない。

## FINRA Rule 5110. Corporate Financing Rule – Underwriting Terms and Arrangements

### (g) Unreasonable Terms and Arrangements

Without limiting the requirements of paragraph (a)(1)(A), the following terms and arrangements are prohibited:

(1)～(8) (省略)

(9) when proposed in connection with the distribution of a public offering of securities on a “firm commitment” basis, any overallotment option providing for the overallotment of more than 15% of the amount of securities being offered, computed excluding any securities offered pursuant to the overallotment option;

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（日本証券業協会）

（適切な配分）

第2条 協会員は、募集等の引受け等を行うに当たっては、市場の実勢、投資需要の動向等を十分に勘案したうえで、当該募集等の引受け等に係る株券等の配分が、公正を旨とし、合理的な理由なく特定の投資家に偏ることのないよう努めなければならない。

2 引受会員（引受規則第2条第8号に規定する引受会員をいう。以下同じ。）は、株券等の募集又は売出しの引受けを行うに当たっては、親引け（発行者が指定する販売先への売付けをいい、販売先を示唆する等実質的に類似する行為を含む。以下この項及び次項において同じ。）を行ってはならない。ただし、次の各号に掲げるすべての要件に該当する場合は、この限りではない。

1 当該親引けを行ったとしても前項の規定に反する配分にならないと当該引受会員が判断したと。

2 当該株券等の発行者が、当該親引けについて、親引け予定先（当該親引けによる配分を予定している者をいう。以下同じ。）の状況（親引け予定先の概要、発行者と親引け予定先との間の関係、親引け予定先の選定理由、親引けしようとする株券等の数、当該親引けに係る株券等の保有方針、親引け予定先における払込みに要する資金等の状況及び親引け予定先の実態をいう。）、当該親引けに係る株券等の譲渡制限、発行条件に関する事項、当該親引け後の大株主の状況、株式併合等の予定の有無及び内容、その他参考になる事項を、有価証券届出書又は発行登録書の提出後において適切に公表すること。

3 当該募集に係る払込期日若しくは払込期間の最終日又は当該売出しに係る受渡期日から180日を経過する日まで継続して所有することの確約を、主幹事会員（引受規則第2条第9号に規定する主幹事会員をいう。以下同じ。）が親引け予定先から書面により取り付けること。

3 並行第三者割当（引受会員が引受けを行う株券等の募集又は売出しと並行して行われる、当該株券等の発行者が発行する株券等の第三者割当（企業内容等の開示に関する内閣府令第19条第2項第1号ヲに規定する第三者割当をいう。なお、同ヲ中「株券、新株予約権証券及び新株予約権付社債券」とあるのは「株券等」と読み替えるものとする。以下同じ。）をいう。以下同じ。）が行われる場合、当該引受会員は当該発行者に対し、前項（同項第2号を除く。）の規定の趣旨を尊重して当該並行第三者割当を行うよう要請しなければならない。

親引けガイドライン（日本証券業協会）

引受会員が「株券等の募集等の引受け等に係る顧客への配分に関する規則」（以下「配分規則」という。）第2条第2項に定めるところにより親引けを行うに当たっては、次に掲げる点に留意するものとする。

なお、ここで用いる用語の定義は、特に断りのない限り、配分規則で定めるところによるものとする。

1. 親引けに関しては、平成 24 年 7 月 17 日改正（同年 10 月 1 日施行。以下「平成 24 年改正」という。）の改正前においては、「有価証券の引受け等に関する規則」（以下「引受規則」という。）第 31 条第 3 項及び第 4 項に規定されていた。

ところで、平成 24 年改正の方向性は、それに先立ち本協会の「募集株券等の配分に係る規制のあり方に関する検討分科会」が取りまとめた報告書「配分ルールのあり方について」（平成 24 年 1 月 12 日）が示すところに拠っている。

それによれば、親引けに関する規制には、発行者による株主や支配権の所在の恣意的な選択を抑止する、株式持合いを助長しない、特定の者に対する利益供与に用いられないようにする、といった趣旨があり、会員による配分が発行者の意向のみを反映した不公正なものとなってはならないことは変わるものではない、とされている。

これを受けて、親引けは現在においても原則として禁止されており、親引けを行ったとしても配分規則第 2 条第 1 項の規定に反する配分とならないと引受会員が判断したこと等の要件に該当する場合に限り、例外的に親引けを行うことが認められるとされている点に留意する。

2. 1. を踏まえ、引受会員は、配分規則第 2 条第 2 項第 1 号の判断に当たっては、当該親引けの必要性及び内容について、当該親引けにより配分を受ける投資家による中長期的かつ安定的な保有の見込みも勘案しながら、例えば、当該投資家による発行者の経営に対する一定の関与の有無、当該親引けによる発行者の企業価値向上の可能性の有無、当該親引けの背景における支配権争いの要素の有無等の観点で、同条第 1 項の規定との整合性を確認すべきであることに留意する。

3. なお、平成 24 年改正の改正前における引受規則第 31 条第 3 項及び第 4 項においては、発表資料における所要の公表を前提として、次のような場合には例外的に親引けが認められるとされていた。このことは、現在の配分規則第 2 条第 2 項第 1 号の判断に当たって参考となり得ることに留意する。

(1) 株券、新株予約権証券、新株予約権付社債券、優先出資証券又は外国株信託受益証券

イ 連結関係又は持分法適用関係を維持するために必要な場合

ロ 企業グループ全体での持株比率を維持するために必要な場合（当該企業グループの具体的な範囲及び持株比率並びに企業グループ各社間における出資、人事、資金、技術、取引等の関係を発行者が発表資料で公表した場合に限る。）

ハ 業務提携の関係にある株主がその持株比率を維持するため又は当該関係を形成しようとする者が一定の株式を保有するために必要な場合（当該業務提携及びそのために株式を保有しなければならない旨が契約書等（締結することが確実となっているものを含む。）により確認できる場合に限る。）

ニ 株券の募集又は売出しの場合で、当該募集及び売出しに係る株式数の 10%を限度として持株会等を対象とするとき。

ホ 発行者（連結子会社又は持分法適用会社を含む。）の取締役等又は従業員若しくはその予定者に報酬、給与又は賞与として新株予約権を配分する場合

(2) 不動産投資信託証券

次のいずれかに該当する者に対する親引けの場合

- イ 当該不動産投資信託証券が投資証券である場合は、当該投資証券の発行者である投資法人の委託を受けてその資産の運用に係る業務を行う投資信託委託会社
- ロ イに掲げる者の株主
- ハ イに掲げる者の親会社等（一の会社の親会社及び一の会社が他の会社の関連会社である場合における当該他の会社をいう。）及び当該親会社等の親会社等
- ニ 当該不動産投資信託証券に係る委託者指図型投資信託の投資信託財産（投資信託及び投資法人に関する法律第3条第2号に規定するものをいう。）又は投資法人の資産として不動産等を当該委託者指図型投資信託又は当該投資法人に対して譲渡した者又は譲渡することに合意している者
- ホ ニに掲げる者が財務諸表等の用語、様式及び作成方法に関する規則第8条第7項に規定する特別目的会社（当該特別目的会社に出資している特別目的会社を含む。）である場合には、それに出資している者
- ヘ ニに掲げる者が資産の流動化に関する法律第2条第13項に規定する特定目的信託である場合には、その受益証券の権利者

## 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（日本証券業協会）

（配分先情報に係る顧客）

第5条 次条及び第7条の規定により提供することとする配分先情報（次条に規定する配分先情報をいう。以下この条において同じ。）に係る顧客（個人を除く。以下この章において同じ。）は、次の各号に掲げる者とする。

1 次に掲げる者のうち配分先情報に係る顧客とすることが適当である者

- イ 銀行
- ロ 投資助言・代理業又は投資運用業を行う金融商品取引業者（個人を除く。）
- ハ 投資法人（投資信託及び投資法人に関する法律第2条第12項に規定する投資法人をいう。）

2 保険会社

3 企業年金連合会

4 信金中央金庫

5 全国信用協同組合連合会

6 農林中央金庫

7 全国共済農業協同組合連合会

8 全国共済水産業協同組合連合会

9 労働金庫連合会

10 株式会社商工組合中央金庫

11 外国為替及び外国貿易法第6条第1項第6号の非居住者（個人を除く。）

2 主幹事会員（主幹事会員が2社以上ある場合は、そのうち代表する1社（以下この章において「代表主幹事会員」という。）。以下この章において同じ。）は、前項第1号の顧客を定め、募集又は売出しに係る取締役会決議（指名委員会等設置会社にあつては、執行役の決定を含み、監査等委員会設置会社にあつては、取締役の決定を含む。）が行われた後、遅滞なく、当該顧客の名称を他の引受会員

(引受規則第2条第10号に規定する他の引受会員をいい、主幹事会員が2社以上ある場合は代表主幹事会員以外の主幹事会員を含む。以下この章において同じ。)に通知するとともに、所定の様式により本協会に届け出なければならない。

(他の引受会員から主幹事会員への配分先情報の提供)

第6条 他の引受会員は、引受けを行った株券等の配分(親引けによるものを除く。以下この章において同じ。)を顧客に対し行った場合、当該顧客のうち前条第1項の顧客の名称及び当該顧客に配分した株券等の数量の情報(以下「配分先情報」という。)を、遅滞なく、主幹事会員に提供しなければならない。

(主幹事会員から発行者への配分先情報の提供)

第7条 主幹事会員は、引受けを行った株券等の配分を顧客に対し行い、かつ、他の引受会員の全てから前条の規定による配分先情報の提供を受けた場合、当該顧客のうち第5条第1項の顧客の配分先情報及び他の引受会員から提供を受けた配分先情報を、遅滞なく、当該株券等の発行者(当該株券等が不動産投資信託証券(金融商品取引法(以下「金商法」という。)第2条第1項第11号に掲げる投資証券であって、投資者の資金を主として不動産等に対する投資として運用することを目的とするものをいう。以下同じ。)である場合にあっては、当該不動産投資信託証券の発行者である投資法人の資産運用会社(投資信託及び投資法人に関する法律第2条第19項に定める資産運用会社をいう。以下同じ。)を含み、インフラファンド(金商法第2条第1項第11号に掲げる投資証券又は外国投資証券であって、投資者の資金を主としてインフラ資産等に対する投資として運用することを目的とするものをいう。以下同じ。)である場合にあっては、当該インフラファンドの発行者である投資法人の資産運用会社をいう。以下同じ。)を含む。次条において同じ。)に提供しなければならない。

(提供した配分先情報に係る発行者における管理)

第8条 主幹事会員は、前条の規定により提供する配分先情報を発行者が受領する場合、当該配分先情報を漏えいすることのないよう当該発行者において適切に管理されることの確約を、当該発行者から書面により取り付けるものとする。

2021 年 10 月 21 日

## 意見書

一橋大学 鈴木健嗣

## 1. 納得感と過小値付けについて

関係者の納得感が非常に重要だというお話がございました。納得感と過小値付け問題について私見を述べさせていただきたいと思います。

納得感を考えるうえで、都合の良い関係者だけを引き合いに出し納得感を議論することは、制度設計上望ましくありません。そのため関係者全体の納得感について議論する必要があります。関係者を整理いたしますと、投資家（新規株主）、既存株主、企業（経営者）、証券会社が考えられます。投資家（新規株主）は発行企業のリスクプレミアムをふまえた水準より安い価格での新株購入に納得感がございます。一方で、割安な価格での発行は既存株主から新規株主へ富の移転が生じることを意味するため、既存株主は割安な価格で発行することには納得感はありません。既存株主は、できるだけ高い価格での発行に納得感を得ます。証券会社は、金融仲介機関として割当先の新規株主、引受先の発行企業のいずれの利益も優先しない立場にあります。利益相反問題は、相反する 2 社の利益（すなわち、割当先の新規株主の利益（過小な値付け）、引受先の発行企業の利益（過大な値付け））のいずれかに偏った場合に生じがちと言えます。

過小値付けされた公開価格での発行と関係者の納得感について考えてみます。深刻な過小値付けは、かなり割安な株価を意味するため、購入する新規株主の納得感は非常に高いです。その一方で、既存株主にとっての納得感は低いと言えます。仮に経営者・取締役会が深刻な過小値付けで発行することに納得したとしても問題は残ります。深刻な過小値付けでの発行は既存株主の利益を犠牲にする行為と言え、（この不公正な価格での発行に対し）経営者は善管注意義務違反もしくは忠実義務違反となる可能性があるためです（経営者が大株主であっても、少数株主保護の観点から望ましいとは言えません）。

投資家はリスクに応じたプレミアムが得られるような公開価格でなくては、そもそも参加せず、企業は資金調達することができません（逆に言うと、投資家の要求する最低限のディスカウントをふまえた公開価格であれば納得して参加します）。資金調達を達成するためには、発行企業や既存株主は投資家の要求するディスカウント水準を受け入れなければなりません。しかし、このディスカウントがあまりに大きくなることは過小値付けを意味し、発行企業や既存株主からの納得感は得られにくくなります。すべての関係者が最も納得感が得られる価格付けとは、投資家の要求する最低限のディスカウントが反映された公開価格と言えます。リスクプレミアムを調整したのち必要以上にディスカウントされた深刻な

過小値付け問題が続くことは、関係者間の納得感が低い状況が続いていることを意味しています。公開価格の設定における本 WG での議論は、投資家の要求するディスカウントと企業の許容できるディスカウントの差をいかに埋めることができるのかについて議論がなされて行くことが望ましいと思います。以下では3つの視点から過小値付け問題を防ぎ、関係者間の納得感を高めるための施策について意見を述べさせていただきます。

1つ目の視点は、投資家と企業間の情報格差を小さくすることです。情報格差を小さくすることで、投資家の最低限要求するリスクプレミアムを引き下げることができます。この点、本 WG でも取り上げられたインフォメーション・ミーティングやロードショーの質を上げる施策は情報格差を小さくする機会として考えられ、望ましいと言えます。

2つ目は、投資家の最低限要求するディスカウントの情報（以下、「正確な実需情報」）をより正確に収集するという点です。必要以上のディスカウントは過小値付け問題を深刻にさせる要因です。投資家はできるだけ安く購入したいと考えるため、自分の要求する最低限のディスカウント以上に割安な価格で申し込みをするインセンティブを持っています。そのため投資家から正確な実需情報を引き出すためにはさまざまな条件が必要となってきます。

- ① 「競争と適切な割当」の必要性について。投資家間における競争と低いディスカウントに応じた割当がなされなければ、投資家は自らの最低限の要求ディスカウントに近い価格で申告するインセンティブはありません。（小規模発行で見られるように）ロードショーに参加する機関投資家が少ない（競争があまり無い）、または購入する意思が無い（実需情報を生産しない）場合は、ロードショーで正確な実需を引き出すことは難しいです。またロードショーに参加し購入を希望する機関投資家が一律に同様の割当を受けるなどの運用がなされているのであれば、ロードショーで正確な実需を引き出すことには限界があります（正確な実需情報を提供するインセンティブが無い）。むしろ、競争と適切な割当てがなければ、ブックビルディング方式は深刻な過小値付け問題を助長することになり得ます。一方で、大規模 IPO の場合、インフォメーション・ミーティングや、臨時報告書方式・グローバルオフリングを通じてロードショー時に数多くの国内外の機関投資家をまわり競争を高めることは、関係者にとって納得感のある公開価格の設定に結びつく可能性を高めることができます。
- ② 仮条件の範囲外の公開価格設定について。仮条件の範囲外に正確な実需が存在するのであれば、仮条件の範囲内で公開価格を決定する慣行では正確な実需をとらえきれません。特に、ロードショー時に機関投資家が正確な実需情報を提供するインセンティブがなく（①の問題点）正確な実需情報を収集できない場合、仮条件の水準が過小に歪む傾向にあり、範囲内の水準は自ずと過小値付け水準となる傾向にあります。足元 10 年の IPO において公開価格が仮条件の上限に張り付いた企業は、9 割を超えて

おり実需より過小な水準に公開価格が設定されている企業が多数存在していた可能性がございます。

- ③ 想定発行価格において証券会社が設定する「IPO ディスカウント」について。想定発行価格における「IPO ディスカウント」が必要以上に行われることや投資家が想定発行価格にアンカリングするのであれば、仮条件の設定は下方に歪み、結果として過小値付けを深刻化させる可能性があります。委員からは既上場企業においても「ディスカウント」は行われているとのご発言がございました。既上場企業の場合、既に当該企業の株価はついており、その株価で購入しない投資家向けに株式を発行することになります。そのため市場価格で購入しない投資家を呼び込むために3%程度ディスカウントすることになります（市場価格で購入できるため、「プレミアム」はない）。IPO 株においてはディスカウントをすべきではないという意味ではなく、ディスカウントはあくまでロードショーやブックビルディングを通じて投資家が決めることであり、証券会社が前もって指定する経済的な理由が分かりかねます。IPO 企業の想定発行価格を決める場合、類似会社のマルチプルを利用します。マルチプルには当該企業のリスクプレミアムも含まれておりますが、情報不足、類似会社の不一致などの問題もあり、IPO 株はディスカウント・プレミアムの両方の可能性が存在します。本来要求するディスカウントは投資家が決定すべきことで、証券会社はバイアスを持たせずに投資家が評価できる状況を作り出すことが重要なのではないのでしょうか。
- ④ 注文方法について。ロードショーやブックビルディング時の申告が購入注文と結びついていない場合や成り行きでの申告の場合、正確な実需を引き出すことは難しいと言えます。また、需要申告しても注文しないという状況であれば、需要申告の数値を割安に申し出るもしくは割高に申し出るといった自らの正確な実需に基づかない申告が横行するものと考えられます。より正確な実需情報を収集するためには、申告情報と注文を一致させるような仕組みが望ましいと言えます。

3つ目はセカンダリーマーケットにおけるボラティリティについて。セカンダリーマーケットにおけるボラティリティの大きさは、公開価格に対するリスクプレミアムに影響を及ぼす可能性があります。現状、小規模発行において短期的・長期的にも発行価格の過小値付けが生じがちとなっている一方で、近年は初値後の株価の急落も散見されます。IPO の初値後の株価急落はなぜ生じるのか、過小値付け、割当、ロックアップ、売出の面から私見を述べていきます。

- ① 過小値付けが続くことによる盲目的な投資の増加。WG での議論や意見書の通り、過小値付けが続くことで、IPO は短期的に儲かるものと考え盲目的に投資を行う投資家が増加することで株価が吊り上がり、企業の実態とともに下落する。盲目的な投資を防ぐためには、深刻な過小値付けを継続的に設定しないこと、短期的売買を行う投資家への分配を減らすことが一案かと思われます。

- ② IPO後の流通株式の不確実性。第1回目の委員からのご意見に「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本末転倒な行動をとる」というご意見がございました。一時的とも言えるセンチメント IPO ポップを作り出すインセンティブが分からず混乱しておりましたが、センチメント IPO ポップによる一時的な株価上昇時に意思決定者が保有する株式を売却できるのであれば、意図的に作り出していく行動の整合性が取れるかと考えられます。委員が第1回目のWGでなされたプレゼンにおいて、日本特有のロックアップ解除条項についてご説明がございました。公開価格の1.5倍を上回る株価がついた場合、ロックアップ満期を待たずに株式を売却できるとのことでした。ロックアップ対象株主の保有比率は30%を超えることも往々にしてあります。ロックアップ対象株主を持つ企業が、センチメント 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し、IPO初値形成後に売却すれば、セカンダリー市場の需給環境が大きく変動し、急激で大幅な株価下落を起こし、市場の混乱をもたらす可能性がございました。ロックアップ条項が導入された理由は、IPO直後の株価変動が大きい状況において、インサイダー情報をもとに割高な株価で株式売却することを妨げ、セカンダリー投資家を保護することにあります。割高な価格になればロックアップが解除されるという一見矛盾するような運用には違和感がございます。ロックアップの解除条項が意図的なセンチメント IPO Popを作り出すインセンティブをもたらす可能性もあるため、ロックアップ解除についての運用見直しも含めご勘案いただきますようお願いいたします。
- ③ 長期保有投資家への割当について。セカンダリー市場におけるボラティリティは割当先の投資家に影響を受けます。セカンダリー市場での混乱を避けるために、中・長期投資を目的とする投資家に対して割当を行うことは望ましいです。これは、ブックビルディング方式を利用する正当性の1つであり、2008年日証協WGでも主張されております。現状、保有状況について追跡不可能と主張されるのであれば、証券会社が中・長期的に保有を希望する投資家を探索し、割当するインセンティブは乏しいと言わざるを得ません。ブックビルディング方式の割当機能が発揮されないため、投資家はディスカウントを過大に要求し、結果として過小値付けが深刻化している可能性があります。

## 2. 入札方式について

小型 IPO 株はすべて入札方式を利用すべきだとは言いませんが、十分に説明を尽くしたうえで選択できる余地があることが望ましいと言えます。

ブックビルディング方式導入の根拠として日証協WG(2008)「会員におけるブックビルディングの在り方等について」では「発行市場だけでなく公開後の流通市場まで勘案した需要の積み上げによる公開価格決定が可能になり、株価に対する投資家の信頼を高めることができる。また長期投資を目的とする機関投資家による市場参加を促すことにより、市場の

効率化・活性化も期待できる。」「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。」「引受証券会社がアンダーライター機能（引受機能）をより一層発揮し、これを通じて、流通市場におけるマーケットメイク機能をより積極的に発揮することができる。この結果、引受証券会社による多面的で自由な競争が促進され、市場の効率化に資すると期待できる。」と述べられています。現状のブックビルディング方式を正当化するためには、ブックビルディング方式導入時の目論見や判断が適切であったのか、今後も適切と言えるのか確認することは必須です。池田直史・金子隆（2015）では、初期収益率、初値からの下落の程度、手数料いずれにおいても入札方式よりブックビルディング方式が劣っていることを示唆しています。この結果は、当初ブックビルディング方式導入時に期待されていた公開価格設定、マーケットメイク機能が思いのほか発揮されていないことを意味します。

1997 年にブックビルディング方式を追加的に導入することになったとき、その妥当性を審議した証券取引審議会が次のような答申をしています。「現行方式も存続させ、いずれの方式をとるかについては、発行体と引受証券会社がそれぞれのニーズに応じて判断できるようにすることが望ましい。（佐々木（2007））」。また、日証協 WG（2008）でも「入札については、様々な問題があるものの、公開価格決定方式としては市場動向をより反映させやすい方式であることは事実である（中略）現在においても、その方式の採用を発行会社が選択できるようにはなっている」と述べられているように、現時点でも利用することは出来るはずです。

入札方式の方が、過小値付け問題やセカンダリー市場での暴落が小さい事実があり、証券取引審議会や日証協 WG での答申や議論があるにもかかわらず、入札方式が 1997 年以降全く採用されてこなかった事実に対して、証券会社は IPO 企業に実質的に選択肢を示してきたのか、十分な説明を行ってきたのか、入札方式を選択できる体制は整っていたのか、省みていただきたいと思います。紋切型に小型 IPO 株はすべて入札方式を利用すべきだとは言いませんが、十分に説明を尽くしたうえで選択できる余地があること、その環境を整えることが望ましいと言えます<sup>1</sup>。

---

<sup>1</sup> 前回の WG で、「推薦証券会社が 6 社しか認められていない」と委員からご発言がございました。こうした少数の証券会社では競争が行われず、取引方法や手数料などにおいて暗黙的な結託が行われやすいと言えます。競争を通じてさまざまな選択肢を IPO 企業や投資家に提示することは市場の魅力度を高め、海外企業や投資家を呼び込むことにもつながることになるかと思います（逆に魅力が無ければ、国内 IPO 市場は縮小していく）。現状日本の IPO や PO においては、海外投資家の果たす役割が大きくなっております。海外投資家の中にはより高い評価と魅力的な提案ができる投資家もおります。日本の制度設計が魅力的ではないのであれば、国内で上場する意義は薄れ、海外の市場での IPO、PO がすすむと思われます。国内市場の制度設計をより魅力的なものとすることは、国内投資家、

入札方式が実質的に採用されていた期間の最後では、落札加重平均価格からディスカウントを行なって公開価格を決定しておりました。価格決定という点では、投資家の需要・評価を反映させつつ、主幹事・発行企業の裁量が反映される枠組みであったと言えます。また、入札の配分に付される分以外は、証券会社による裁量割当が認められており、ブックビルディング方式同様、セカンダリー市場を考慮に入れた割当も理論的には可能です。しかし、私も 97 年当時の入札方式には改善の余地があると考えております。そのため、入札の再利用においては、改善する施策も併せて考えることが望ましいと言えます（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ることや、機関投資家の参加にあたり、入札前にインフォメーション・ミーティングやロードショーを行うことも考えられます）。

#### 【参考文献】

池田直史、金子隆.(2015). 「ブックビルディング方式は本当に優れているのか?: IPO の価格決定方式に関する比較再検討.」 三田商学研究, 57(6), pp.37-59.

佐々木磨 (2007) 「IPO 制度の変遷ー入札制度からブックビルディング方式へー」『証券アナリストジャーナル』 45(9), pp.21-34.

---

発行企業、証券会社にとって、長期的にみれば望ましいと考えられます。