

1. 会合名	第4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30日（火）13:00～15:00
3. 議 題	1. 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	1. 検討課題及び対応案について 資料1～3-2に基づき事務局より説明が行われた。 なお、資料3-1・3-2に関する論点については、次回会合において意見交換することとされた。 2. 意見交換 【主な意見等】 「1. 機関投資家との対話、親引け規制の見直し」の対応案に関して、事務局から「海外投資家に対する勧誘については金融商品取引業者に係る行為規制が及ぶ現行の整理は変更しない方向で検討したい」旨の説明があったが、本ワーキング・グループ（以下「WG」という。）では、各種制度の改正を視野に入れて対応案を検討しているにも関わらず、この点については現時点で既に見直さないと結論づけてしまうのは何故か。金融商品取引法上の届出前勧誘規制は、勧誘される投資家の保護が主な立法趣旨であると理解しているが、あるべき論として考えた場合、国内法制上の保護法益の対象外であって、かつプロである海外機関投資家への勧誘を規制する必要性はあるのか。 ⇒ 投資家への勧誘は証券会社に対する行為規制でもあり、投資家保護の趣旨から海外投資家への勧誘にも規制が及ぶという考えも存在する。海外投資家への届出前勧誘が禁止されるべきか否かは大きな論点であり、本WGにおいて整理するには時間的な制約もあり困難である。そのため、まずは、機関投資家等からIPOの際の配分希望の申し出があった際の対応及び当該機関投資家等へ親引けを行う際の開示内容の明確化による実を早期に獲得すべく、対応したいと考えている。（事務局） ⇒ 証券会社に対する行為規制ということであれば、親引けは、発行会社が親引け対象候補の投資家と直接やりとりするものであるからして、発行会社が当該対象の海外投資家に対して勧誘を行うことについては行為規制の対象外と整理できるという理解でよい。 ⇒ 本WGにおいて整理するかも含めて、今後検討したい。（事務局） 「7. ロックアップ条項の見直し」に関して、「原則として、株価によるロックアップ解除の条項は規定しないよう周知する」とあるが、株価によるロックアップ解除の条項を規定しなければロックアップに応じない既存株主も多いため、ロックアップ契約が締結されなくなる弊害があり得るこ

とから、現実的な対応案ではない。主幹事証券会社と既存株主は契約自由の原則に基づきロックアップ契約を締結しているため、それを規制するのであれば、単なる周知ではなく、法的措置が必要ではないか。

⇒ 本対応案は前回までのご議論を踏まえたものであるが、本日ご議論いただきたいという趣旨で記載している。（事務局）

- ・ 「１．機関投資家との対話、親引け規制の見直し」に関しては、中長期で株式を保有する投資家を増やす観点や、株式を購入予定の機関投資家に情報開示が行われる観点から、効果は大きいと思われ、評価する。一方で、親引け規制の趣旨についても検討する必要があるのではないかと。親引け規制の趣旨は、時価に比して割安な株価である株式を特定の者に配分するという贈収賄を防止するものであり、贈収賄を防ぐためには証券会社のみならず発行会社側の努力も必要である。適正な価格よりも低い株価で配分が行われ、既存株主の利益を犠牲にしているかを評価するために、米国のように、発行会社に社外取締役等を加えた独立委員会又は第三者委員会を設置し、公開価格設定の手続きについて監視・監督する仕組みを日本においても推奨してはどうか。

また、投資家のインセンティブは適切な価格付けを行うというよりは、できるだけ安く購入することにある。配分先情報が開示された機関投資家は必ず購入することになるため、プライステイカーとなることを望まない。機関投資家間で公開価格を割安に設定するという結託が生じる場合、過小値付け問題が悪化する可能性がある。特に小規模 IPO の場合、結託の可能性は高くなる。このような懸念についても考慮いただきたい。

なお、小型 IPO 企業にとっての投資家は機関投資家というよりは個人投資家がメインである。個人投資家をメインとする IPO 企業にとって個人投資家との間の情報格差を緩和するような対話の機会があっても良いと思われる。例えば、個人投資家向けにロードショーを行う（インターネットで情報提供する、特定投資家のみを集めたセミナーを開催する等）、もしくは機関投資家向けロードショーの内容を個人投資家にも公表する慣習があってもよいと思う。発行企業が個人投資家と向き合い、自らの株式を適切に評価してもらい、高く購入してもらうための機会を設けるなど検討してはどうか。機関投資家向けにのみロードショーを行うことは単純に投資家間の情報格差を広げる行為とも言え、過小値付け問題を深刻化させる可能性がある。

「２．価格設定の中立性の確保」について、現状、個人投資家を中心に IPO 株に対する過剰な需要が生み出されており、証券会社側の販売促進の手段として用いられることがあると思われる。例えば、証券会社が公表する募集等に係る株式等を顧客に配分する際の基本方針（以下「基本方針」という。）を見ると、抽選以外による配分については、当該証券会社との「取引規模が大きい顧客」や「今後取引拡大を見込む顧客」に対して配分するといった、キックバック要求とも読めるような記載も散見される。仮に、IPO 株

の配分が販売促進の手段として用いられるならば、証券会社において、公開価格を割安に設定するインセンティブが生じ得ると思われる。したがって、基本方針として IPO 株を販売促進の手段として用いるとも読める内容とすることは避け、適切な価格で評価する顧客又は中長期保有が見込まれる顧客に対して配分する内容としてはどうか。実務レベルで、過度にフリッパーへの配分がなされにくい環境をつくることが望ましい。

「５．主幹事証券の追加・変更」に関する問題意識であるが、主幹事証券会社が上場推薦審査の役割を担うため発行会社は主幹事証券会社を変更しづらく、発行会社は公開価格に不満があっても抗えなくなることがあると認識している。資料に記載の対応案を実施することで一定の効果は期待できると考えるが、主幹事証券会社が担う上場推薦審査の役割を見直すことで抜本的な改善につながると考える。

「７．ロックアップ条項の見直し」に関して、株価によるロックアップ解除の条項は規定しないとする対応案の例外として「需要に過度な偏りがある場合」との記載があるが、需要の偏りによって例外を設けることはロックアップの趣旨になじまず、望ましくない。ロックアップは、「情報が乏しく株価が乱高下する IPO 直後の期間において、情報優位な投資家がその他の投資家を出し抜き割高価格で売り抜けるといった機会主義的行動をしない」と、その他投資家へのコミットメントの役割のために用いられるものである。例外規定は、割高なタイミングで売却を促すことを意味する。また、先程「株価による解除規定がなければロックアップに応じない投資家がいる」との発言があったが、そのような投資家は株価が割高であれば売却し、中長期保有を行うつもりがないということではないか。株価が割高なタイミングで解除が促されるといった運用はロックアップの趣旨になじまず、日本独自の運用であって世界的には見られないものではないか。解除条項を規定しないことが望ましいが、仮に解除条項を規定するならば、売却する際に事前に売却株数等を公表すべきではないか。

- ・ 本WGにおいてどの程度踏み込んだ対応案を議論するか確認する必要がある。例えば、冒頭、届出前勧誘に関する行為規制の考えを見直さないと説明があったが、対応案として盛り込む必要はないか。一方で、まずは実務的な対応によって実現可能な案を検討し、実務的な対応では難しい場合に法令等の見直しを検討する進め方もあると思われるが、事務局はどのように考えているか。

「７．ロックアップ条項の見直し」に関して、問題意識としては、市況が好況の際にロックアップ解除後の売却を想定しオフファリングサイズを絞ることで、公開価格と初値の乖離が大きくなり易いことが背景にあると認識している。その解決方法の一つとしてロックアップ条項の見直しがあると思われるが、一方で、現状、ロックアップは市場需給の安全弁としての役割も担う中、これを見直すこと自体が適切かは議論が必要である。

⇒ 本 WG における結論に基づいた対応として、日本証券業協会（以下「本協会」という。）の所管規則等の改正や証券会社向けの周知については本協会単独で行うことが可能である。一方、法令及び取引所規則等の改正が求められるものについては、本 WG から関係省庁や証券取引所等に要望を行う形となる。したがって、実務的な対応によって結論が出せるかをまず検討し、実務対応では難しく法令改正や取引所規則等の改正が必要な点については関係各所に改正要望を出すことを想定している。（事務局）

- ・ 「7. ロックアップ条項の見直し」については、例えば、上場後の一定期間の平均株価をトリガーとして解除する条項を規定するなど、上場後一定期間を見た上で需給調整等のために活用することはあり得ると考える。いずれにせよ、IPO Pop が生じた上場後数日の株価のみをもってロックアップが解除されることは不合理な気がする。

「1. 機関投資家との対話、親引け規制の見直し」について、対応案として「届出前勧誘に該当しないことが前提（海外投資家への対応も同様）」とあるが、「海外投資家」の定義が不明確である。例えば、当社の日本株ファンドについて言えば、同じファンドであっても、当社が日本の顧客向けに日本の子会社として運用しているファンドもあれば、海外にファンドが所在しており、当社が日本の子会社としてアドバイスを行う形で運用しているファンドもある。いずれにせよ、海外投資家と取扱いに差を設けることで、不利が生じないようにしていただきたい。

「3. 配分先の保有状況の確認」は難しい論点である。前回 WG においても申し上げたとおり、IPO 株の保有状況を調査・公表される場合、機関投資家としてはレピュテーションリスクもあるため、長期間保有することについて相当な自信がないと投資を行いづらくなる。もしこの施策がルールとして導入された場合は、IPO への参加に慎重になる機関投資家は増加すると思われ、ひいては発行会社の資金調達に支障が及ぶとも考えられるが、それが今後上場を目指す発行会社にとって望ましいことだろうか。また、機関投資家としての実務上も課題があると考ええる。ロングオンリーを投資手法とする機関投資家であっても、TOPIX 等の市場平均を上回るリターンを目指していることから、相対的な株価水準を見て売買を行いたいと考える。また、顧客からの資金の出入りもあるため、保有株式を売却し、現金化しなければならない場合もある。このほか、特に人気のある IPO において、例えば、割当希望数の一部のみが配分され、上場初日に株価が高騰した場合、必ずしも本来の割当希望数に達するまで市場で購入するわけではなく、むしろ、数十銘柄という少ない銘柄数でポートフォリオを構築しているため、矮小な配分数量のみ保有していても合理的ではないことから、上場初日に売却してしまいたいという考えもあり得る。このように、実務上のニーズの観点からも、保有状況を確認されることは望ましくない。

	「２．価格設定の中立性の確保」について、証券会社は現状も本協会の「有価証券の引受け等に関する規則」に基づき、十分な中立性をもって価格を決定している。IPO Popが生じていることをもって価格設定の際の中立性の確保に不足があると言うならば、具体的にどのような要件が満たされれば、より中立性が担保されとお考えかご意見を賜りたい。 なお、対応案として「発行会社への説明」とあるが、ローンチされて以降、発行会社と証券会社の間で行われる議論又は説明内容のベースとして使用される主な材料は、機関投資家を中心とした投資家のフィードバックである。投資家からのフィードバックを発行会社に顕名で共有することは、現行、慣習的には行われているが、匿名を希望する投資家も一部存在する。公開価格の設定プロセスにおける透明性をより高めるためには、投資家からのフィードバックを発行会社に原則として顕名で共有することも一案だと考える。 「７．ロックアップ条項の見直し」について、発行価格を基準として株価が一定の水準になればロックアップが解除される条項を規定することは、上場後の株価形成に一定程度寄与する部分があるのではないかとと思われる。一方で、発行価格ではなく、初値を基準として株価が一定の水準になればロックアップが解除される条項が規定されるケースもあると認識している。ロックアップが解除されるトリガーが発行価格を基準とするのか、初値を基準とするのかは重要な論点ではないか。また、例えば、中長期保有を目的とする機関投資家等に対して配分を行う場合は、ロックアップ期間が重要であって、株価がトリガーとなる条項は適さないという考えもあると思われる。このように、投資家によって適切なロックアップ条項の内容が異なる点も考慮に入れた上で検討する必要もあると思われる。 「３．配分先の保有状況の確認」に関連して、誰がどのように配分先を決定するかに関する論点の方が重要と考える。 「５．主幹事証券の追加・変更」や「９．上場推薦審査の在り方」に関連するが、この点を大幅に変更することには反対である。IPOには、発行会社や投資家にとって魅力的な条件で上場するというオフェンス的な面と、発行会社に十分な上場適格性があるかを審査するというディフェンス的な面がある。現状、証券会社内において管理されているオフェンス面とディフェンス面が、それぞれ別の証券会社で対応することになれば話は別だが、オフェンス面のみ重要視してしまうと、発行会社に対する適切な審査が行われないという別のリスクが生じ得るため、安易に主幹事証券会社を変更することができるような施策を講じることは反対である。 「６．アナリストのカバレッジ強化」に関連するかもしれないが、現状、小型銘柄におけるIPO Popは主に個人投資家によってもたらされていると考えられるため、個人投資家向けにロードショーを行うこと、あるいは機
--	---

関投資家向けのロードショーを個人投資家も閲覧できるようにすることには賛成である。

「7. ロックアップ条項の見直し」に関して、売出人は、単に上場後短期的に売却したいというインセンティブのみによって株価によるロックアップ解除条項を求めているわけではなく、受託者責任を負う立場として、できるだけ機会損失を負う蓋然性を低くしたいと考える中で、落としどころを探っている。そのため、ロックアップ条項については、ルールとして一律に定めるべきではなく、契約自由の原則に委ねるべきではないか。

「10. 赤字上場の緩和・大型上場の促進」に関して、確かに、上場時点で赤字である発行会社は増加してきているが、実態としては、上場申請期＋1期の間での黒字化が求められていると聞いている。そうだとすると、上場申請期に成長を犠牲にして投資を抑えざるを得ない状況や調達した資金も投資に回せない状況になり得る。そもそも、国際競争力のあるスタートアップを生み出し、その規模を拡大する環境整備の一環としてアンダープライシングの議論が行われている趣旨に照らして考えると、上場制度整備にも改善の余地はあると考える。

なお、IPOの一連のプロセスについて、グローバルスタンダードであるか否かが重要である。そうではないと、グローバルで投資活動を行う投資家にとって魅力が低減するマーケットになってしまう。今回講じる施策について、グローバルスタンダードとの差異を認識するための調査を行っていただきたい。

議論の進め方については、まずは、本WGの検討範囲の内外問わず重要な論点を優先順位付けした上で、本WGで解決する論点なのか、それとも他の主体が解決する論点なのかの区分けをしていただきたい。言い換えれば、本WGが内部的に定めたスコープの外側の論点であるとか、管轄が異なるという理由で、重要な論点を劣後させるのは好ましくない。

⇒ グローバルスタンダードとの差異については、ご意見を踏まえ、どのように調査を行うことができるかも含め検討する。（事務局）

- ・ 本WGでの議論において重要なことは、IPO Popの水準云々ではなく、日本における公開価格設定プロセス等をアップデートしてグローバル水準に近づけることである。金融インフラという観点で日本の競争力を高めるためにはグローバル水準を意識することは必須であり、本WGでもその部分への意識を高く持って検討する必要がある。

その上で、ポイントは「発行会社側の納得感を高めること」、「証券会社への牽制機能を高めること」、「価格発見機能を機能させること」の3点であると考える。

「1. 機関投資家との対話、親引け規制の見直し」については賛成である。発行会社が機関投資家との対話を行うことで、公開価格やその設定プロセスに対する納得感の醸成や、証券会社への牽制機能を果たし、結果として価格発見機能を高めることができ得ると考えるからである。親引け規

制の見直し等の検討の際には、上記3点のポイントを意識した上で、届出前勧誘等の論点を含め整理すべきである。

推薦証券会社は発行会社に十分な上場適格性があるかを審査するディフェンス面を担っており、証券取引所は推薦証券会社の審査に対する牽制機能を有している。一方で、上場適格性の審査が終わると、推薦証券会社はフェアなプライシングを行うオフENSE面の役割を果たすことになるので、オフENSE面、ディフェンス面それぞれにおける推薦証券会社の役割を明確にする必要がある。上場推薦審査を行う推薦証券会社が販売プロセスにおいても責任を負うと、発行会社と証券会社間のパワーバランスが証券会社優位に崩れてしまうことが考えられるため、たとえば販売プロセスに移る際に発行会社が主幹事証券会社を選びなおす仕組みを設けることができれば大きな牽制効果を果たしうると考える。この部分が補強されれば、上場推薦審査を行う推薦証券会社、推薦証券会社の審査を牽制する証券取引所、販売プロセスを担当する主幹事証券会社の3つの異なる母体に対して、会社も牽制機能を果たす投資者として参加することで、全体それぞれに牽制機能を持ち、各役割が区分けされることとなるため、うまく機能する可能性が大きく高まると考える。

「7. ロックアップ条項の見直し」に関して、個人的には公開価格比で1.5倍の株価になった場合にロックアップが解除される条項は、IPO全体のダイナミクスに多大な影響を与えており、IPO Pop および納得感の醸成、および既存投資家の IPO への売出人への参加インセンティブという観点では悪い方向に導いている要因と考える。IPO においては、既存株主の株式の売却の有無によってオフリングサイズが大きく変わってしまう問題を内包しているため、既存株主は売却をするか否かの価格目線について予め意思表示を行うことができれば IPO ストラクチャーの設計に役立つ。「〇〇円であれば売却を希望する」という意思表示をする既存株主においては公開価格を引き上げるインセンティブが生まれ、「〇〇円であれば売却しない」という意思表示をする既存株主においては（IPO Pop が発生しなければ）長期保有の意思を示すことになるからである。ロックアップの期間を長くすることなどを通じて、既存株主の株価目線を明示することで、プライシングやアフターパフォーマンスでの流動性やオーバーハングをよりコントロールすることが可能となり、結果として納得度が高まることが期待される。

上場における形式的な基準だけでなく、本質的な審査を行うことが証券会社及び証券取引所の役割であると考えられるため、「10. 赤字上場の緩和・大型上場の促進」で述べられている赤字上場については、もっと柔軟に考えるべきではないか。一方で、赤字が増えるほどその理由を投資家に説明する難易度は上がるため、理解力のある機関投資家に販売することがより重要になり、それ以外の投資家が事業やリスク等をどこまで理解出来るかボトルネックになり得る。セカンダリーで大企業上場株式の買付けを行う場合と、急成長企業の高リスクの IPO 銘柄に申し込む場合では本質的にリスクプロファイルが違ふという観点を考慮した上で、過剰な投資家保護

にならないようにする視点も重要だと考える。つまり、個別銘柄に内包されるリスクについて適切に判断をしていない、あるいはできない投資家に対しても幅広く投資機械の提供を与えるという観点が重視され過ぎている結果、それが会社側の納得感や公開価格の低下を招いているとすると、このバランスには真剣に向き合うべきではないか。想定価格も値付け能力が高くないと考えられる個人投資家を想定した仕組みでもある。リスクの高い IPO 銘柄を販売する際の投資家のスクリーニングは、全体設計に大きな影響を与えるため議論のスコープに加えて検討する必要があるのではないか。

「8. 入札方式の改善、ダイレクトリスティングの導入」に関して、ダイレクトリスティングは発行会社への納得性の向上や証券会社への牽制機能、価格発見機能の追及に資するため選択肢としてはあり得ると考える。

- 全体を良くしていこうという観点で様々な改善案を協議しており、それ自体は良いことであるが、証券会社等による審査等のいわゆるディフェンスの部分については、将来的に禍根を残すような仕組み・制度設計にならないよう、適切な審査が行われる仕組みづくりを行うことが重要であると考えており、我々が意識しないといけない部分だと理解している。その中で、時価総額の低いアーリーステージの発行会社と時価総額は高いが赤字である発行会社等の審査が、現状同一の目線で行われている部分があるのではないか。機関投資家が売買の主体になる銘柄とそうでない銘柄では、本質的には審査内容や赤字に対しての捉え方に差異があるものと考えられるが、現状は同一の目線で審査を行っているために全体のルールとしては厳しくせざるを得ない状況にあるのではないか。

また、小型 IPO の IPO Pop が議論の発端となっている中では、前回の議論にもあったとおり、上場基準等の見直しを含めた小型 IPO の取扱いに焦点を当てた議論もあり得ると考える。日本は海外と比べて個人投資家の比率が高いからこそ厳格な審査が必要と理解している。一方で、あるべき制度を検討する上では、先の発言のように投資家のスクリーニングを行うべきかも含めて議論を行う必要があると考えている。

現状では IPO の件数が非常に多く、通常の IR も非常に込み合っているため、証券会社のみならず機関投資家も時間的な制約により対話の時間をとれない場合が多々見られる。現状想定している改善策を全て実施すると、未上場の段階からさらにミーティングの設定が増えることになるが、この件数を投資家が有効に捌き続けられるか疑問である。IPO における施策を検討するに当たっては、受け手である機関投資家のキャパシティ、ニーズが限られており、エコシステム全体を変えていこうという事であれば、その先にいる投資家の状況も考慮したうえで、対応することができるかの観点も考慮する必要がある。

- 「１．機関投資家との対話、親引け規制の見直し」について、インフォメーションミーティング（以下「IM」という。）等の機関投資家と発行会社の対話においてどこまで行えるかは現状線引きが曖昧と理解しており、証券会社や発行会社のリーガルカウンセルも保守的な対応とならざるを得ないと理解している。情報管理上、ローンチの半年程度前からはIM等の活動は全面的に停止せざるを得ないことから、個人投資家への情報共有という観点においてもハードルとなっている。そのため、案件に係る情報伝達が可能な範囲が明確化されれば、機関投資家と発行会社の対話が行い易くなる。

「３．配分先の保有状況の確認」について、IPO時に α 値を追及する投資家（短期で売却する可能性が高い投資家）がいるのも事実である。中長期保有を投資方針とする投資家に優先的に配分したとしても、実際には短期的に売却しているケースも散見される。投資家におけるIPO株への投資意欲を削いでまで是正すべきではないが、何らかの形で発行会社と投資家とのミスマッチを無くすることができれば望ましい。なお、現状も発行会社は、信託銀行等から詳細な株主の情報を取得できるが、より透明性を向上させる施策があればよいと思われる。

「５．主幹事証券の追加・変更」、「９．上場推薦審査の在り方」について、発行会社は上場の数年前から（将来の推薦証券会社である）証券会社と上場準備を行っており、事実上発行会社からは推薦証券会社を変更することが実務上難しい仕組みとなっていることで、証券会社がIPOの可否に絶対的な裁量を持ってしまっている。証券取引所における上場審査は非常に厳格なものであると認識しており、推薦証券会社の審査を通過しても証券取引所の上場審査を通過しないケースも存在する。監査法人による監査に加えた証券取引所の厳格な上場審査が引続き行われるという前提に立てば、発行会社が証券会社と上場準備を行い、推薦書を持って証券取引所に申請するというプロセスについて見直す余地はあるのではないかと。

「10.赤字上場の緩和・大型上場の促進」について、赤字だから一律に認めないというのではなく、発行会社毎に個別の対話を促すことが肝要だと考えている。発行会社の利益計画等から、将来に向けて健全な成長投資を行っているかという視点で審査することが適切ではないか。また、それが上場後の利益計画に対する市場の理解促進にも繋がると期待している。日本の株式市場における赤字アレルギーは、元をたどると審査の姿勢にもあるのではないかと感じている。
- 「１．機関投資家との対話、親引け規制の見直し」について、事務局資料では、「プレヒアリング…において、機関投資家側からIPOの配分希望の申し出があったことを受け、発行会社が主幹事証券会社に配分先の指示を行った」場合に有価証券届出書等に記載をするという取扱いが検討されているが、この取扱いは届出前勧誘に該当しないのか。

金融庁が2014年に公表している企業内容等開示ガイドラインの改正に係るパブリックコメントの回答No.7には、「〔取得勧誘又は売付け勧誘等

に該当しない行為についての] 2-12②で規定している事項は、あくまで『募集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見込みに関する調査』であり、……募集又は売出しの実施の可否を相談するような行為は『勧誘』に該当するものと考えられる」との記述がある。この記述からは、「募集又は売出しの実施の可否を相談するような行為」は、「需要見込みに関する調査」ではなく、「勧誘」に該当するという整理がされていることが分かる。

これを前提にすると、需要調査であるプレヒアリングを行うこと自体は企業内容等開示ガイドラインで認められるとしても、プレヒアリングを踏まえた機関投資家からの配分希望の申し出を受けて発行会社が主幹事証券会社に配分先の指示を行い、その機関投資家に対して何株割り当てるといった内容を有価証券届出書に記載するということは、届出前勧誘にあたると思われるのではないかと考えている。

また、親引け規制の導入当時には「個人投資家等へ広く公平な消化を促進」という趣旨があったと理解している。近年では個人投資家への配分が増えているものの、当該趣旨が無くなったわけではない。そのため、プレヒアリングに応じた機関投資家に対して割当てを行う場合には、一定の上限を設定する必要はないかと考えている。

⇒ 「勧誘」にあたる行為は証券会社又は発行会社から機関投資家に対してアプローチをした場合であり、発行会社と機関投資家との定期的な対話の場などにおいて、機関投資家から「今後もし案件があれば割当てを受けたい」のように申し出を受けた場合は勧誘に該当しないと整理可能ではないかと考えている。（事務局）

⇒ プレヒアリングに参加した機関投資家は具体的な案件を念頭において割当てを希望するのであって、具体的な案件を想定せずに割当てを希望するものではないと理解している。特に今回の議論では、プレヒアリング時の対話を踏まえて購入意思を示した機関投資家に割当てを行うことを、機関投資家にプレヒアリング等に参加するインセンティブを与えるという観点から検討しているのであって、金融庁のパブリックコメントの回答 No.7 を前提とする限り、このような取扱いが勧誘に該当しないと整理するのは難しいのではないかと考えている。

⇒ IPO の届出前勧誘にあたるかどうかについて、海外含め実務上曖昧な部分があるのは確かである。また、上場前における IPO 企業の情報管理をどこまで行うかという点については、上場後の厳密な情報管理と比較して、ある程度許容されてもよいのではと考える。

また、IM 等で機関投資家が案件に興味を示すことが届出前勧誘にあたらず投資家の購入意思として整理できるかが論点だと考えられ、そのように整理できないのであれば「勧誘」の解釈まで踏み込む必要があるのではないかと考えている。

現行の実務においても、上場後の流動性等の観点から特定の投資家のみ割り当てるといったことはないと認識しているが、発行会社の理解を

	促進する効果もあると考えられることから、機関投資家に対する割当ての指針等を発出することに違和感はない。 ⇒ 案件に対する機関投資家の意識調査までは認められるとしても、そこでの機関投資家からの配分希望と発行会社による配分先の指示を経て有価証券届出書に親引け予定先及び上限金額の記載までするという事になると、やはり機関投資家と発行会社との単なる対話としては捉えられないのではないか。金融庁に対して、考え方を確認する予定か。 ⇒ 今後、解釈等については金融庁に確認する必要がある。実務の見直し提案を実現するために府令等の改正が必要とされることがあれば、改正要望することもあると考えられる。（事務局） ⇒ IM では、プライシングなどの経済条件やローンチのタイミングに関する話は行わず、基本的に発行会社の概要を投資家に説明している。親引けの際は投資金額の大枠については投資家に話をするが、プライシングは決まっていないことから経済条件に関する話は行わず、実際のプライシングはローンチ後に投資家に伝えるという流れになるものと認識している。 他の委員から IPO の件数が多く、時間的な制約により機関投資家との対話の時間をとれない中で改善案が機能するのかという意見があったが、これに関連して IPO のタイミングを少しでも分散することが必要ではないか。本年 12 月には IPO が 33 件予定されており、そのうち、12 月 20 日の週は上場が特に集中している。このように上場のタイミングが集中してしまうと、本 WG で検討した改善策がうまく機能しないおそれがあると考え。つまり、個別の IPO を踏まえると改善策は最適であるものの、上場のタイミングが集中すると機能しなくなる可能性があると考え。1 日、1 週間でもタイミングが異なれば状況は変わると思うので、少しでも分散できるとよいと考える。 「11. 初値形成までの成行注文の禁止」については賛成である。通常、初値決定前の上限方向に係る気配更新は更新時間 10 分、公開価格の 5 %で行われているが、上場日終日で見ると気配上限は公開価格の 2.3 倍となっている。また、初値決定前は公開価格の 4 倍まで指値注文が可能となっており、価格がヒートアップしやすい状況になっていると考える。 諸外国の制度との比較について複数の委員から意見があったが、米国との比較がメインになると思われる。ただ、米国のみならず、日本の市場と競争になることが想定されるアジア諸国の市場の状況も把握することが重要と考える。 インドでは、直近の 1、2 ヶ月で時価総額が 1 兆円規模のユニコーン企業が 4 社上場している。特に先週上場したペイティーエム社については、2 兆円規模の時価総額となっている。また、インドネシアの Bukalapak 社については、上場時は 8,000 億円程度の時価総額であったが、現在は 1 兆
--	--

円規模の時価総額となっている。このような規模の上場が続いている理由としては、上場基準を緩和し赤字上場を認めていることが一つの要因と考える。シンガポールでは、このような規模の IPO はあまり見られていないが、IPO 時の資金提供を行うための国営のファンドが新しく作られている。また、SPAC の解禁などの取組みも進んでいる。

東南アジアやインドの市場は成長している中で、仮に日本よりもこれらの国の IPO 市場が活況になった場合、日本市場はグロースステージの空洞化、小規模企業向けの特種なマーケットにもなりかねないという危機感もある。

また、本 WG は公開価格の設定プロセスの見直しが論点ではあるものの、WG で取りまとめた改善策が講じられたとしても、果たして本 WG の発足の発端である成長戦略実行計画で指摘のあった IPO Pop にどの程度寄与するのかは疑問がある。既に議論になっているとおり、日本では小型銘柄の上場が半分以上を占めており、これらの銘柄は株価のボラティリティが高いことが必然である。本質が変わらない限り、公開価格の設定プロセスを見直しても、初値と公開価格の乖離に大きな改善が見られない可能性もあると思っている。他の委員からも発言があったとおり、上場基準の見直しや大規模・中規模の IPO を増やすための施策や提言をもう少し積極的に議論する必要があるのではないか。

- ・ IPO のステークホルダーには発行会社、株主、証券取引所、証券会社が存在しているが、IPO の審査に係る責任を明確にすることが重要と考える。結論として、証券取引所が発行会社の目利きや判断を過剰に行うことや制度で保証することは限界があると考え。IPO プロセスに証券会社が介在する以上、発行会社の上場適格性の判断は証券会社がリスクを負うべきであり、これが引受リスクであると考え。

現状、証券取引所としては上場後に不祥事等で株価が下がることを懸念していると考えられるが、その結果、市場の門番として過剰に保守的な上場審査につながり得る可能性がある。また、これにより証券会社も過剰に保守的になり得ると考える。

グロースステージでリスクが高く、価格発見機能が難しい企業のエクイティストーリーを取りまとめ、適切な投資家と価格目線を合わせて販売することが、証券会社の引受業務の本質であると考え。これを踏まえると、発行会社の上場適格性の判断は証券会社がリスクを負うべきではないか。そして多数の案件の引き受け実績、その後のアフターパフォーマンスという成績表が、証券会社の実力や今後の主幹事選定の大きな選定要素となるため、ビジネス上のインセンティブから上場適格性や価格発見機能に対して、より真剣に向き合うことになる。

IPO Pop だけではなく、上場後の株価が下がってしまうことや企業が倒産することについて、過剰にルールを設けることは、本来ビジネスにはリスクはつきものであり、株式投資にもリスクがつきものであるという前提に

	立てば、イノベーションが短い期間で起きる時代やビジネス環境を想定することが適切なバランスとは限らない。今後、トラックレコードを公表するのであれば、こういったデータを比較して証券会社間での競争につなげることが重要と考える。つまり、トラックレコードを通じて、ある証券会社が主幹事の場合は IPO Pop や上場後の不祥事が多いことが分かれば、今後、IPO を行う企業としてもこのような証券会社に主幹事を任せることはなくなり、淘汰されることとなるだろう。 その他のアイディアとしては、各証券会社の実務執行を担うメンバーを派遣して構成する（※LSE の仕組みのような）IPO に係る独立した外部機関やレビュー機関を設けることにより、解釈の余地のない硬直的なルールで拘束してしまうよりも、一定実務上の運営の遊びを持たせ、主幹事証券会社や証券取引所では判断の難しい赤字上場の場合など判断が難しい案件において、実務上の判断を補完していくような仕組みづくりも考えられる。 過度な投資家保護や上場審査のあり方等について複数の意見があがっているが、IPO プロセスの見直しに当たってこれらの論点は重要と考える。赤字上場の緩和にも関係するが、発行会社の中にはキャピタルマーケットへの参加を通じてレバレッジ資金を調達して成長する企業もいれば、必ずしもこのような考えではない企業もあると思われる。また、投資家の中には能動的にリスク情報の収集等した上で IPO 銘柄を保有するプロの投資家もいれば、ブローカーを通じて単に受動的に保有している投資家もいると考えられる。 本 WG で議論する上で、こういった立場を主眼に置いているのかは整理した方がよいと考えている。このような整理がないまま議論してしまうと、様々な立場を広くカバーするような仕組みとなってしまう、弊害が生じ得ると考える。例えば、投資家向けの開示資料の作成に当たっては、初見の投資家でも分かるような資料にするように指導を受けることがあるが、そもそも発行会社についてしっかりと把握していない投資家が株式を保有することが果たして健全な市場につながるかは疑問である。 上場審査に当たっては、市場として歓迎すべき発行会社なのかを含め、見極めることが必要と考える。WG の検討事項から外れる部分はあるかもしれないが、引き続き議論いただくことがよいと考える。 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。 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)