

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

2021年11月30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. 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>

<p>価格設定プロセス・発行会社への対応</p>	<ul style="list-style-type: none"> ・プレヒアリングの留意点の周知及び実施の推奨 ・上場までの期間短縮化 ・想定発行価格の記載 ・売出株式数の柔軟な変更、オーバーアロットメントの見直し ・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
--------------------------	--

(資料3)
 前回(第3回)の
 検討事項

<p>機関投資家との対話</p>	<ul style="list-style-type: none"> ・機関投資家との対話、親引け規制の見直し
<p>モニタリング</p>	<ul style="list-style-type: none"> ・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
<p>その他</p>	<ul style="list-style-type: none"> ・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

(資料2)
 本日(第4回)の
 検討事項

<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、大型上場の促進
- ・初値形成までの成行注文の禁止

1. 機関投資家との対話、親引け規制の見直し

主な意見
<ul style="list-style-type: none"> ・発行会社と機関投資家の対話機会を増やすことにより、機関投資家の投資方針を確認した発行体が当該投資家への割当て適否について判断しやすくなる。 ・機関投資家の比率を高めたいニーズのある発行会社について、機関投資家の投資方針を確認した発行体が当該投資家への割当て適否について判断しやすくなるため、以下の各項目は検討してはどうか。 <ul style="list-style-type: none"> ①「中長期保有」、「確約（ロックアップ）」の定義 ②「コーナーストーン投資家」に期待される資質 ③ 発行会社の納得感及び他の市場参加者から一定の理解を醸成するに足るコミュニケーションの在り方 ④ ①～③を事後検証し、改善するプロセスの研究 ・コーナーストーン投資家制度のメリットはオフリングの安定性を増したうえで案件執行が出来ることであり、ローンチ時点での届出書で開示することが重要。 ・価格算定能力が高い機関投資家（中長期保有を前提とした優良投資家を前提）への販売比率を高めることで初値高騰のリスクは低減される可能性がある。 ・発行体に中長期保有目的と伝達した投資家の中長期保有を担保するため、例えば、ヒアリングと入札時の価格を確認できるようにする、保有期間の透明性をあげる、コーナーストーンは長期のロックアップをつけること等の対応の検討。 ・海外投資家について、現状は証券会社への行為規制の観点から届出前勧誘を行なえない整理であるが、海外投資家が金融商品取引法上の保護法益の対象外であることから、届出前勧誘の対象外と整理できないか。


 対応案

- ・現行も行っているような機関投資家と発行会社の対話（インフォメーションミーティングやプレヒアリングを含む）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おける有価証券届出書及び訂正有価証券届出書の開示内容を明確化する。
- ※有価証券届出書に親引け予定先及び上限金額を記載した事例は複数ある。
- ※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）
- ※上場承認前に有価証券届出書を提出する実務については期間短縮化の項目で検討

2. 価格設定の中立性の確保

主な意見
<ul style="list-style-type: none">・個人投資家の過剰な需要から、IPO 株は口座獲得の販促や営業ツールとして証券会社で利用される傾向にある（IPO 株割当の優遇を受けるために「取引量」や「預かり資産規模」を大きくしなければならないことを明示した証券会社もある）。たとえ、販売部門と公開価格を設定する部門にチャイニーズウォールがあったとしても、割安 IPO 株が営業ツールとして用いられていることへの認識が証券会社内で共有されているのであれば、（意識的に、無意識に）IPO 株は割安にすべきという考えが生じる可能性があることは否めない。・利益相反問題が生じる土壌は、公開価格が初値を大きく下回る状況（初期収益率が異常に高い状況）が継続することにあるのではないか。初期収益率は過小値付けとセンチメント IPO ポップによって決定されます。両方の問題を小さくすることで、利益相反問題の懸念は小さくなるのではないか。



対応案

- ・日証協規則において、証券会社が想定価格、仮条件又は公開価格を決定する場合、発行者又は投資者と業務上密接な関係にない部門においてこれらの価格の妥当性について確認しなければならないとされているが、「発行者又は投資者と業務上密接な関係にない部門」の役割や価格の妥当性の判断資料等について、さらなる中立性を確保するための検討及び必要に応じて規則改正を行う。
- ・IPO の価格（想定発行価格、仮条件、発行価格）の決定に際し、現在も行っている市場実勢の確認及び発行会社への説明について、規則において明確化を図る。

3. 配分先の保有状況の確認

主な意見
<ul style="list-style-type: none">・配分先の保有状況の確認は、ブックビルディング方式の価格決定・配分機能の向上させるうえで極めて有用（米国では Depository Trust Company が IPO Tracking System という「IPO 時に配分された投資家による IPO 後の売買を監視する」サービスを提供している。）。・例えばロングの投資家を中心に配分するなど、IPO を成功させるための恣意的な配分というのは一定必要だと考える。完全にランダムな配分にするというのは、発行会社として必ずしも望ましいものではない。・主幹事会社であっても 100% 上場後の投資家の保有状況を把握することは不可能であることから、上場後は発行会社と投資家との継続的なコミュニケーションを IR 通じて積み重ねることで長期保有、若しくは追加投資を促すことが地道ながら王道であると考えます。・特に機関投資家は必ずしも配分を受けた主幹事証券を通じてのみ売買を行うものではないことから、追跡調査が主幹事証券では困難である。・長期保有を促す仕組みとして先進国に先駆けて明示的に導入すること自体は否定しないものの、投資家からは通常以上に大きなディスカウントが要求されることになることや、どのように行うのかという実効性の観点は留意すべき。

- ・機関投資家としては、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、その後の取引に影響が及ぶようであれば、よりディスカウントが深くなければ買づらい。

対応案

- ・海外の事例も確認の上、配分先の保有状況の分析等を行う方法等について検討を行う。

4. 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

主な意見

- ・上場後の価格変動は業績や市況等様々な要因により生じるものであり、あくまで参考情報である旨を注記いただき、誤解の無い運用を検討頂きたい。
- ・主幹事名も、公開価格も、その後の株価推移も、すべて公に入手可能なデータである。既に存在する公表情報を誰が加工して世の中に分かりやすく示すかという議論。
- ・価格だけが証券会社の評価を決めるものではなく、プライシングのプロセスやその他の貢献が抜け落ちた情報はミスリードになる可能性がある。

対応案

- ・日証協で調査の上、トラックレコードを公表する。
- ・例えば、主幹事証券会社ごとに、上場会社名、市場、上場日、公開価格、上場日初値、公開価格と上場日初値との乖離率、上場日から〇か月後の株価（終値）を一覧表で公表（調査・公表事項は今後検討する。）

5. 主幹事証券の追加・変更

主な意見

- ・主幹事証券会社の変更や追加なども行いやすくなることで、競争が促進され、結果として過小値付け問題等を小さくする可能性が高まると考えられる。
- ・投資家によって企業の評価方法や前提とする成長性の見立てが異なり、IPO 時のセカンダリー評価の難易度も赤字上場や新規性の高いビジネスが増える中で高まっていることから、納得性のあるプロセスを追求することは賛成。
- ・投資家が未上場時から出資したい上場時にも購入を検討したいと思うような有望な企業では、既に共同主幹事が大半になっている。単独主幹事の案件は小型の企業が大半で、経済合理性が無いことも一因であることにも留意をした上で検討すべき事項である。
- ・日本は欧米と異なり証券会社による取引所への推薦が必須であることから、上場の2~3年前からリソースを割いて発行会社と推薦証券会社が二人三脚で上場準備を進めるが、この期間は証券会社にとって実質赤字となり、現状の小型のIPOも実質的には証券会社としては赤字である。主幹事証券の変更が容易となるのであれば、どの証券会社も合理的な判断として成長性や人気化が見込みにくい案件、小型想定の場合の推薦証券会社を務めなくなることも想定される。
- ・早い段階から共同主幹事体制を採用する場合を除き、想定発行価格を競争させることを目的として、情報や分析の点にて推薦証券会社対比で劣後する他証券会社にセカンドオピニオンを取る、或いは、主幹事を変更・追加する、というのは、適正な価格を追求する観点においてはその発見機能が損なわれる虞がある。
- ・推薦証券という仕組みが①本邦IPOプロセスの複雑化・長期化、②証券会社の圧倒的なパワーバランス（IPOの可否を証券会社が握るため発行会社の立場が著しく弱くなる）という非常に大きな課題だと感じる。

対応案

- ・単独主幹事を希望する証券会社は、発行会社と主幹事契約を締結する際に、あらかじめその旨を明示するよう周知する。
- ・単独主幹事の合意がなく発行会社が主幹事証券会社の追加を希望する場合において、主幹事証券会社が上場推薦の取り下げを申し出たり引受比率の維持等を強要したりすること等により、共同主幹事証券会社の設置を困難にすることのないよう周知する。
- ・（主幹事変更は発行会社の納得感の毀損により行われると考えられることから）一連の新規上場プロセスにおいて、主幹事証券会社は発行会社に丁寧に説明を行い、納得感を高めるよう努めることを周知する。

6. アナリストのカバレッジ強化

主な意見
<ul style="list-style-type: none">・①公開価格の客観性向上、②機関投資家へのアクセス、③証券会社のアカウンタビリティ向上と牽制、という様々な観点から非常に有用な施策だと考える。・日証協の「アナリスト・レポートの取扱い等に関する規則」にて、証券会社が顧客に対し、アナリスト・レポートを執筆すること又はアナリスト・レポートにおいて一定の表示・評価を行うことを約束すること、申し出ることは禁止されている。世界的にみても、アナリストのカバレッジを梃にビジネスを獲得することや、投資銀行サービスとアナリストの独立性のコンフリクトの整理は問題視されているため、それらを踏まえた上でのルールは確り作って頂きたい。

対応案

- ・アナリスト・レポートの執筆を主幹事証券会社が約束することは、アナリスト規制の観点から、対応を見送る。
- ・IPO 会社のアナリストカバレッジを強化する環境整備を検討する（外部アナリストの IPO 会社への取材の協力等）。

7. ロックアップ条項の見直し

主な意見
<ul style="list-style-type: none">・ロックアップ契約は、インサイダーが IPO 直後の株価変動に伴う割高価格で売り抜けること（機会主義的行動）が無いという保証を投資家に与えるための契約だと理解している。割高価格になる場合に自動的に解除される条項が付与されることは、こうした保証は意味を持たないと思う。解除条項を付けないことが望ましい。・過去の IPO においては IPO での売却よりも高い価格での売却を企図したオフリングサイズの極小化が行われた事例の存在は否定できないものと感じており、何らかの取り組み行えると良いのではないかと感じる。・株価変動による解除条項を設けないことは、売出人や大株主による売買の自由を一切認めないこととなる為、そもそも市場需給の安全弁としての役割を担うロックアップそのものを対象者が受容れない事態となる虞がある。

対応案

- ・主幹事証券会社に対し、ロックアップ契約を締結するにあたり、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。
※需要に過度な偏りがある場合の例外を検討する必要があるか。

8. 入札方式の改善、ダイレクトリスティングの導入

主な意見
<ul style="list-style-type: none">・米国では、ブックビルディング方式以外の公開価格決定方法について試行錯誤を続けている（ダイレクトリスティング、ダッチオークション、ハイブリッドオークション、SPAC等）。日本でも、潜在的なIPO企業の選択肢を増やすべき。・小型IPOは大型IPOと比べ機関投資家が参加しにくく、ブックビルディング方式での価格付け・割当機能が十分果たされにくいと考えられる。小型IPO企業でも適切な価格付けができるような市場にすることこそが東証の魅力を高めることに繋がる。日本の入札方式は、現在のブックビルディング方式より過小値付け、センチメントIPOポップの問題は小さい。修正すべき点があれば修正し、日本型の入札方式やダイレクトリスティング方式が機能するための試行錯誤・チャレンジをできる環境を妨げるべきではない。・入札方式の改善やダイレクトリスティングの導入については、議論すべきと考える。・個人配分が多いIPOにおいて、機関投資家にヒアリングするブックビルディング方式は売り手と買い手の意向を反映できない、歪みのある仕組みであると考えられる。ダイレクトリスティングやSPACなどは、自社でIRする力があるなど特定の発行体によっては望ましい手法であると感じる。他方で、そういった会社は既存のIPOを成功させる力もあるのではないかと。どちらかというプライシングの課題というよりは、先行投資が大きく時間軸の長い基礎研究や大規模なCAPEXが必要な会社はSPACなど有効な手段だと感じる。

9. 上場推薦審査の在り方

主な意見
<ul style="list-style-type: none">・共同推薦証券会社体制或いは共同主幹事体制の採用、主幹事の変更等をより促進、推奨したいということであれば、IPOプロセスにおいて証券会社側にとって最も人的リソース及び時間が掛かるところが上場推薦審査対応と理解するため、取引所にこれらを担って頂きたい。・証券会社の推薦書によってのみ東証審査を受けられる推薦証券の制度には、とても大きな課題を感じている。また、審査が2回あることで本邦IPOの品質が高いかというところではない。スタートアップ、証券会社双方に甚大なコストが発生しており、弊害が圧倒的にベネフィットを上回っていると感じる。・取引所の「推薦書」制度の現在の枠組みは、金融庁「証券会社の市場仲介機能等に関する懇談会」の論点整理（2006年6月30日付）及び日証協「会員等における引受審査のあり方等に関するワーキンググループ」最終報告（2007年2月22日）を踏まえ、上場有価証券の上場適格性の確保及び市場に対する投資者の信頼の維持・向上の観点から、その実効性を補強するために制度改正が行われたもの。したがって、見直しに当たっては、当時の取組全般の実効性評価が適切に行われることが必要。なお、取引所では、制度改正後の実務の運用状況を踏まえ、上場審査の「標準審査期間」の設定や審査手続の簡素化などの制度改正を実施しているが、仮に「推薦書」制度の廃止を含む見直しを検討する場合には、これらを含む新規上場プロセス全般を見直す必要が生ずると想定。

10. 赤字上場の緩和・大型上場の促進

主な意見
<ul style="list-style-type: none">・ オファリングサイズが小さい場合は機関投資家として参加しにくいと思われる。上場基準のオファ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。・ 価格決定に対する影響力を持つ機関投資家、特に国内機関投資家からの理解を得られる形での上場基準の緩和が必要。赤字上場の緩和には、プレ・ディール・リサーチレポートなど発行会社の開示以外の情報ツールも合わせて用意する必要があると思われる。・ リスクテイクアールと言え大型投資家が備わっているかどうか。現状では、海外機関投資家がこの役割を担っているが、日本市場において本邦機関投資家が厚みを増さないと海外勢とリテール頼みである。・ 赤字上場に対して過度に厳しい上場審査は、成長企業における先行投資の阻害や審査コストの増加に加え、リテール含む市場参加者の利益至上主義を増長している。・ 取引所では、「赤字」企業による新規上場への対応を含めた上場制度整備に取り組んでおり、最近においても、昨年11月に「赤字」企業に関する2つの上場審査基準・運用の見直しを実施したところ。本年に入って、市場第一部に赤字で上場する事例のほか、マザーズへの赤字上場の件数も増加傾向（最近1年間で20社以上が上場）。

11. 初値形成までの成行注文の禁止

主な意見
<ul style="list-style-type: none">・ マーケットが出来ていない需給的に不安定な状況の下において成行注文を認めることは、株価のボラティリティ増幅を助長することに繋がると懸念される。全投資家において少なくとも初日においては成行注文を制限した方が良いと考える。・ IPO ポップに際してどれ程の影響があるのか肌感覚はないが、理屈として高騰を助長している可能性はあると感じる。禁止にすることで改善するなら、検討の価値はあるのではないかと。

対応案

- ・ 項番8～11は、取引所規則に関する事項であることから、本WGにおける議論を取りまとめの上、取引所と連携の上、検討を行う。

<その他>

主な意見

- ・ IPO のプライシングの議論は、発行会社とその既存株主（売出人を含む）の観点と、IPO で買い手となる投資家側の観点の双方が考慮されねばならないところ、本 WG では、後者の観点の意見の機会が少ないと感じております。今後の WG については、より意識して、投資家側の意見を都度求める議事運営が肝要。
- ・ 今回の検討項目の実行は、本邦の株式資本市場の魅力度向上に向けた第一歩の施策であると考えます。一方で、かかる項目の実行がアンダープライシング問題の解決に直結するとは限らない。

以 上

<日証協規則・実務運用等に関する事項>

	改善策(案)	今後の対応(案)
①機関投資家との対話、親引け規制の見直し	<ul style="list-style-type: none"> 機関投資家と発行会社の対話(インフォメーションミーティングやプレヒアリングを含む)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おける有価証券届出書及び訂正有価証券届出書の開示内容の明確化 	<ul style="list-style-type: none"> 日証協配分規則及び親引けGL等の改正による明確化(参考1)
②価格設定の中立性の確保	<ul style="list-style-type: none"> IPOの価格(想定発行価格、仮条件、発行価格)の決定に際し、市場実勢の確認及び発行会社への説明を行う。 <p>※日証協引受規則において、公開価格等の妥当性の確認について、発行者又は投資者と業務上密接な関係にない部署又は会議体において行うことを求めている</p>	<ul style="list-style-type: none"> 日証協引受規則の改正による明確化
③配分先の保有状況の確認	<ul style="list-style-type: none"> 海外の事例も確認の上、配分先の保有状況の分析等を行う方法等について検討を行う。 	<ul style="list-style-type: none"> 検討中

改善策及び今後の対応について(案)

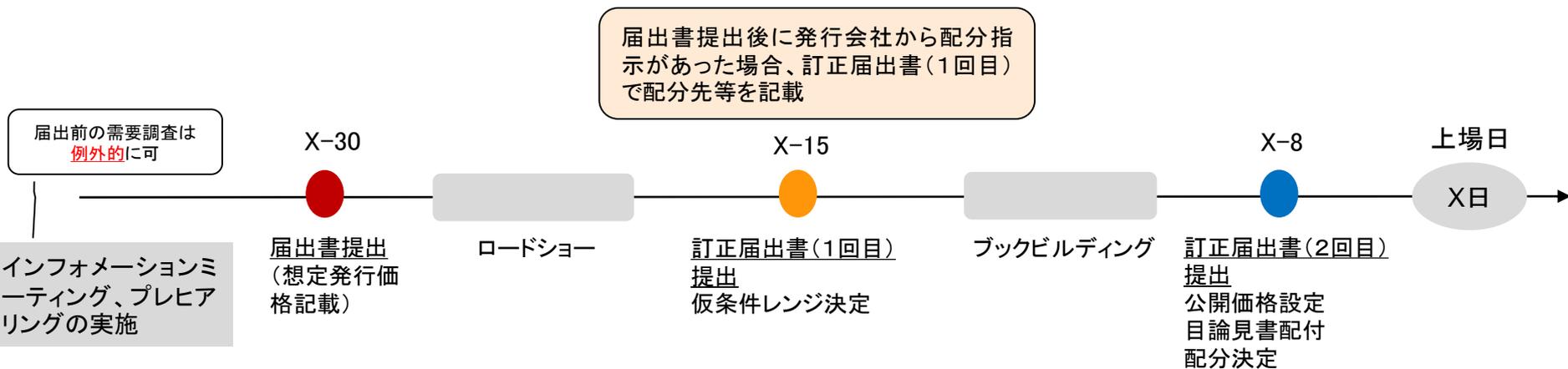
	改善策(案)	今後の対応(案)
④主幹事証券会社別の公開価格及び上場後株価等のトラックレコードの公表	<ul style="list-style-type: none"> 本協会が開示情報等から必要な情報を収集し、ウェブサイト上で公表 主幹事証券会社ごとに、上場会社名、市場、上場日、公開価格、上場日初値、公開価格と上場日初値との乖離率、上場日から〇か月後の株価(終値)を一覧表で公表 	<ul style="list-style-type: none"> 日証協で調査の上、公表する。(調査、公表事項は今後検討する)
⑤主幹事証券の追加・変更	<ul style="list-style-type: none"> 単独主幹事を希望する証券会社は、発行会社と主幹事契約を締結する際に、あらかじめその旨を明示する 主幹事証券会社が上場推薦の取り下げを申し出たり引受比率の維持等を強要したりすること等により、共同主幹事証券会社の設置を困難にすることのないようにする 一連の新規上場プロセスにおいて、主幹事証券会社は発行会社に丁寧に説明を行い、納得感を高めるよう努める 	<ul style="list-style-type: none"> 日証協から証券会社に周知する
⑥アナリストのカバレッジ強化	<ul style="list-style-type: none"> IPO会社のアナリストカバレッジを強化する環境整備を検討する(外部アナリストのIPO会社への取材への協力等) 	<ul style="list-style-type: none"> 検討中
⑦ロックアップ条項の見直し	<ul style="list-style-type: none"> ロックアップ契約について、株価変動による解除条項を設けない実務運用 	<ul style="list-style-type: none"> 検討中

<取引所規則に関する事項>

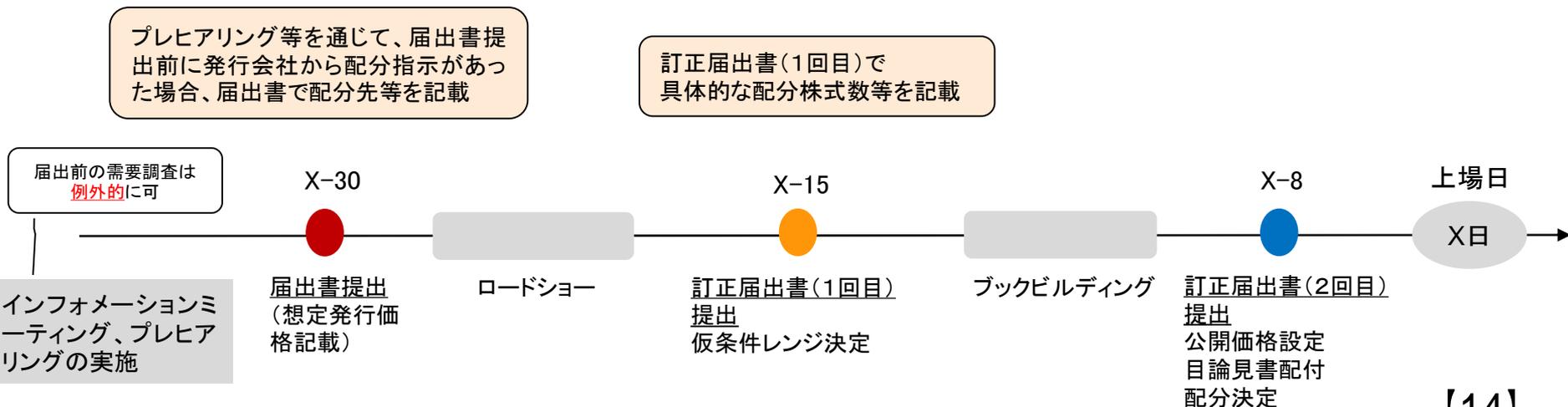
	改善策(案)	今後の対応(案)
⑧入札方式の改善、ダイレクトリスティングの導入	<ul style="list-style-type: none"> 入札方式の改善、ダイレクトリスティングの導入の検討 	<ul style="list-style-type: none"> 取引所規則に係る事項であり、取引所と引き続き連携を図る
⑨上場推薦審査の在り方	<ul style="list-style-type: none"> 上場推薦審査の証券会社の事務負担の軽減の検討 (ただし、標準審査期間、審査手続きの簡素化の実務に影響がある可能性) 	
⑩赤字上場の緩和・大型上場の促進	<ul style="list-style-type: none"> オフリングサイズの引き上げ 赤字上場の取組み促進 (ただし、現時点でも東証において取組みを行っている。) 国内機関投資家からの理解を得られる形での対応(情報開示の強化の検討も必要) 	
⑪初値形成までの成行注文の禁止	<ul style="list-style-type: none"> 初値形成までの成行注文を禁止 	

(参考1)届出書提出前後の配分指示

・届出書提出後に発行会社から配分指示があった場合



・届出書提出前に発行会社から配分指示があった場合(今回整理する事項)



1. プレヒアリングの実施

主な意見
<ul style="list-style-type: none"> ・ 投資家とのやり取りに関し、実務的な効果がある範囲で対応を議論の上で、どの時点まで何をヒアリングすることまで可能なのかを明確にして頂きたい。 ・ プレヒアリングについては“実施可能”と理解するものの、明文化することに加え、国内でのプレヒアリング解禁是非に関する議論（プレヒア規則第9条の議論）や（取引制限やクレンジングなど投資家サイドに課すこととなる制約条件などに直結するため）IPOにおける法人関係情報の整理をお願いしたい。 ・ ローンチから上場までのオフリング期間の短縮化が図れる場合には、プレヒアリングの優位性が高まる可能性はあり、オフリング期間が長いことによるマーケット変動リスクへの耐性が低く、マーケット実勢を反映し辛い日本のIPOに対する海外投資家の関心及び参加意欲は高まるのではないか。 ・ プレヒアリングを行う際に提供できる情報について検討する必要がある。目論見書のドラフトを使用すべきか、若しくはロードショーマテリアルのドラフトを用いるのか、リーガル・カウンセルとも詰める必要がある。


 対応案

- ・ プレヒアリングの実務運用の留意点を周知し、実施を推奨
- ・ IPO プレヒアリングに関する手続き規定の整備（現行禁止されている子会社上場のプレヒアリングも可能とする。）

2. 上場までの期間短縮化

主な意見
<ul style="list-style-type: none"> ・ 法改正まですることを想定した議論すると同時に、WG の場で例示したが、法改正なしでできる範囲の短縮方法として、上場承認と届出書提出日を分けるという運用の変更も考えられる。例えば、上場申請後（承認の2か月前等）に仮の株式数等を記載した届出書を提出する（効力発生日は上場承認以降と設定する）ことで、株主は振替法の手続きを開始し、発行会社は投資家と現行のロードショーと同様のコミュニケーションを開始できる。上場承認と同時に四半期業績等を更新した訂正届出書を提出し投資家へのアップデート後に仮条件を公表すれば、上場承認から上場日までを2週間余りと米国並みの期間に短縮することが見込める。

- ・本邦 IPO では、目論見書の電子交付が投資家側からの了解を得た場合に限られており、結果として個人投資家向けには、紙媒体での交付事例が大宗を占めるのが現実である。他の先進国のように、電子交付ないし WEB リンクの提示を以て、そもそも紙媒体の目論見書交付を不要とすれば、期間短縮化を図りやすくなる。
- ・振替法 131 条による上場承認から 1 か月の期間、会社法 201 条第 5 条の仮条件決定日から上場日までの 2 週間の期間は、書類等の電子化が進んだ現在においても適当と言えるのか検討の上、改正の要望をしてはどうか。
- ・証券会社による実務運用での改良、見直しによる短縮化は業界として取り組むべきものと強く考えるものの、振替法によってローンチから上場日までの期間短縮のハードルは相応に高い。
- ・訂正目論見書の不交付、ブックビルディングと申し込み・約定の整理及び対応によって、プライシングから上場日までの期間短縮が可能になると思われ、また、ブックビルディングを長くすることで、「マーケット環境や投資家の需要を反映したブックビルディング期間中の仮条件変更」や「ブックビルディング≒申し込み/約定」という実務対応も検討可能になるのではないかと考える。

対応案

(1) 上場承認日から上場日までの期間（1か月）

- ・現在は上場承認日以降に行っている発行会社から既存株主に対する口座通知取次請求通知（振替法 131 条）を上場承認日前に行う運用を検討
- ・運用による対応が困難な場合には、振替法の改正要望も検討

(2) 仮条件決定日から上場日まで（2週間）

- ・会社法上の募集事項を、仮条件の決定前（訂正届出書提出前）に定める実務への変更を検討

(3) 公開価格設定日から上場日まで（8日程度）

- ・目論見書に公開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（開示府令第 14 条の 2）となることから、本取扱いを推奨
- ・ブックビルディングの時点で顧客から取得の申込みを受け付け、公開価格設定後、当該顧客に配分通知を行った時点で約定の成立（配分通知を受領するまでキャンセル可（口頭でも可））とする。

3. 想定発行価格の記載

主な意見
<ul style="list-style-type: none">・「想定発行価格の記載を止めて仮条件の段階で価格目線を公表する」ことに言及があったが、柔軟な運用に賛同する。・「想定発行価格を目論見書に記載する場合には類似企業や IPO ディスカウント等の根拠を明記すべき」との提案がなされたが、投資家によって想定する比較対象企業が異なり、その比較対象企業に対する投資判断も異なる。また、発行会社の事業計画に対する期待も異なり、バリュエーションの参照期も異なる。そのような中で、具体的な根拠を丁寧に記載することは、一般投資家等による間違った解釈やそれを意図的に企図した“アンカリング”につながる虞がある点には留意が必要である。・想定発行価格の記載の要否は、IPO の買い手となる投資家側の意見も徴するべきではないでしょうか。機関投資家側からすれば、時価総額次第で動員するチームも異なる場合があるので、投資家側の利便性という観点では、想定発行価格（レンジ）を必要とする面もあろうかと考えます。・大型 IPO で優良機関投資家とも IM やプレヒアリングが可能な銘柄であれば、ガイダンス無しでも無理なく仮条件レンジを導けるが、世の中に数多ある中小型 IPO において想定株価を明示しないと却って混乱を来すのではないかと。一律でなく、案件特性に応じて記載の在り方を選択できるよう、若しくは創意工夫できるように環境を整備すべき。

対応案

- ・有価証券届出書に想定発行価格を記載しない運用が可能であることを明確化
- ・有価証券届出書に想定発行価格を記載する場合に、想定発行価格や手取金概算額についてレンジ（幅）で記載することが可能であることを明確化

4. 売出株式数の柔軟な変更、オーバーアロットメントの見直し

主な意見
<ul style="list-style-type: none">・FINRA 等、海外の規則ないしプラクティスでも、IPO 全体サイズの 15% を OA の上限として認められているので、本邦 IPO で内外同時募集のグローバルオファリングの場合は、「内外全体のサイズの 15% であれば、国内のサイズの 15% を超えても認められる」とすれば、投資家の視点からは実害がないのではないのでしょうか。・OA の比率 15% の引き上げに関しては、新株の場合バリュエーションにも影響するため、慎重な検討が必要と思料（新株・旧株で分けて議論するのも一案）・一定の需要状況を条件に大株主が追加での売出しを行うことが、EPS の修正を伴わず投資家にも受け入れられやすいオプションになると考える。その際には、ロックアップ数量を訂正するなど柔軟な対応がセットになることが必要。・BB 期間中に公開株式数等を変更すると投資家が混乱する恐れがある。IPO の日程全体をどうするべきかと合わせて議論が必要。

対応案

- ・需給に応じて、売出株式数の柔軟な変更を行う運用が可能であることを明確化し、一定の範囲内での売出株式数の変更については、当該変更に係る訂正届出書の効力発生日を短縮化（原則中3日（営業日）⇒原則当日又は翌日に）
 - ・オーバーアロットメントは、国内募集及び海外募集の合算の15%を上限とする（海外募集も対象とする）よう改正する。
- ※募集株式数の変更は、会社法の手続きの制約（上場日の2週間前までに決定の必要）があることから、売出株式数の変更に限定
- ※オーバーアロットメントは、上限の引き上げではなく、海外募集と国内募集を合算して算定可能であることへの変更

5. 仮条件の範囲外での公開価格決定

主な意見

- ・マーケット実勢（マーケットの変化やモメンタム）を反映させられることが出来る方法として有効ではないかと考えるものの、こういった条件、状況が揃えば仮条件レンジの範囲外でのプライシングが妥当と判断されるのか、または可能になるのかは慎重に議論、また、明確化する必要があると考える。特に小型案件では機関投資家ポジションが小さいことから、数件のロードショーに参加をしない投資家（多くが海外のHF）の成行需要でブックビルディングの早いタイミングから仮条件レンジ上限で複数倍カバーされることが一般的であるため、フェアプライシングの追求の観点からも、検討にあたっては十分な議論が必要と考える。
- ・マーケットに合わせた柔軟な価格設定が可能となるという点で賛同できるものの、現在の「ストライクプライス」に集中している機関投資家のオーダースタンスを改めないと、証券会社として判断材料に事欠くことになりかねない。全員が指値をする必要はないものの、レンジ外に決定することの説明は不可欠であることから、具体的な価格意見表明を行う投資家層を一定以上確保することが運営の必須条件と考える。

対応案

- ・実務運用を見直し、仮条件の範囲外での指値申告を可能とする。
- ・実務運用を見直し、仮条件の範囲を現行の運用よりも拡大する。
- ・一定の範囲内であれば、ブックビルディングのやり直しをせずに仮条件の範囲外での公開価格の設定を可能とする。
- ・仮条件の範囲外での公開価格の設定に係る訂正届出書の効力発生日の取扱い（原則、当日又は翌日）の明確化を図る。

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

主な意見
<ul style="list-style-type: none">・適切な公開価格や割当の設定を行うためには、発行企業側の一層の努力が必要。公開価格設定や割当の手続きは妥当であるのか、既存株主の利益を犠牲にしていないのか適切に評価するため、公開価格設定について、社外取締役・社外識者等 1 名以上加えた、取締役から成る独立委員会を設置し公開価格の手続きについて監視・監督を推奨することが望ましい。・“プレマーケティングにおける FB” 及び “ブックビルディングにおける提出需要” につき、特に国内機関投資家には発行会社（及び売出人）に対して名前の開示を行うことを認めてもらえるよう、業界として働きかけていきたい。・IPO ディスカウントに関しては、実際のマーケティング時に機関投資家からフィードバックを得ることが可能と考える。現状では、投資家との対話の前に IPO ディスカウントを一律に設定していることから、これが発行会社側の納得感を得られない結果となっていると推察する。投資家にはフェアバリューを回答させ、それと併せて IPO ディスカウントも確認していくという手順を想定する。・本 WG にて提言するプレヒア・親引け規制の見直しにより、価格発見能力の高い機関投資家の意見を反映したプライシングを追求することが可能であることから、発行会社にとって納得感のある価格決定プロセスに資すると思料。機関投資家の発行会社への需要開示についても、制度化に賛成。



対応案

- ・ IPO の価格（想定発行価格、仮条件、発行価格）の決定に際し、市場実勢の確認及び発行会社への説明を規則化する。
- ・ 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発行会社と証券会社の対話を促進するよう周知する。また、発行会社の指示による親引けが可能となるよう親引けガイドラインの改正を検討する。
- ・ ブックビルディング時に証券会社が取得した機関投資家等の需要情報（実名）を発行会社への提供について規則化する。

7. 機関投資家へのヒアリング方法の見直し（プレヒアリングの質問項目やフィードバックシート様式の統一化）

主な意見
<ul style="list-style-type: none"> ・「プレヒアリング（並びにロードショー）実施の際のヒアリング項目の明確化（実際に購入したいと考える評価額とセカンダリー評価額は別物としてヒアリングすべき）」が提案された。これらは価格発見能力の高い機関投資家のフィードバック内容を期待して行われるものであるが、それだけでなく、発行会社や既存株主の意図も踏まえたマーケティングの意味合いも含まれており、発行体のニーズや納得性を考えると、ヒアリング項目について現行通り柔軟性を残した方が良いと考えている。 ・回答者にとって回答し易いFBシートにすることは重要であり、バリュエーション（手法/参照期/参照利益/比較対象企業）、価格（セカンダリー価格/IPO 価格/IPO ディスカウント）及び参加意向、についてしっかりと回答頂けるシート上の工夫含めて各社毎にはなるが、社内で検討していきたい。

対応案

- ・プレヒアリングの質問項目やフィードバックシート様式の統一化の提案に関しては、発行会社のニーズや納得性を考慮すると、個別案件に応じた対応が必要であることから、実施を見送ることとしたい。
- ・WG 報告書においては、プレヒアリングの質問事項の記載例なども示し、関係者の参考となるような方策も検討したい。

<その他>

主な意見
<ul style="list-style-type: none"> ・「現在検討されているプレヒアリング等の改善策は一定のオフリングサイズを前提にしたものである。国家戦略に関わる部分にもなるが、IPO に一定のサイズ基準を設けることも本質的に本 WG で議論すべき事項ではないか」との提案がなされたが、本質的な論点であり、本 WG でも確りその点も議論することは重要であり、議論することに賛同する。 ・他国にはないマザーズ市場の特質性が、アーリーステージにあり業績のボラティリティの高いスタートアップ企業の他国に比較した高いバリュエーションでの上場を可能とし、これまで日本のスタートアップエコシステムを支えてきた。しかし、足元では過去においては課題であった未上場企業の資金調達環境が急速に改善しており、比較的アーリーステージの企業が上場する意味合い、それをエコシステムとして支える意味合いが大きく変化しており、東証マザーズが果たしてきた役割と今後果たすべき役割を考え、多様なステークホルダーの意見を参考にしながら、日本の資本市場が今後どのようにあるべきか議論をしていきたい。

以 上

	改善策(案)	今後の対応(案)
<p>①プレヒアリングの実務運用の留意点の周知及び実施の推奨</p>	<p>○プレヒアリングの実務運用の留意点を周知し、実施を推奨</p> <p>○IPOプレヒアリングに関する手続き規定の整備(現行禁止されている子会社上場のプレヒアリングも可能とする)</p>	<p>【金融庁に確認のうえ日証協が周知】</p> <p>【日証協プレヒア規則の改正】</p>
<p>②上場までの期間短縮化 (参考1、2、3参照)</p>	<p>上場承認日から上場日までの期間(1か月)の価格変動リスクの削減を図る観点から、上場までの期間短縮化が必要</p> <p><u>(1)上場承認日から上場日までの期間(1か月)</u> ○現在は上場承認日以降に行っている発行会社から既存株主に対する口座通知取次請求通知(振替法131条)を上場承認日前に行う運用を検討 ○運用による対応が困難な場合には、振替法の改正要望も検討</p> <p><u>(2)仮条件決定日から上場日まで(2週間)</u> ○会社法上の募集事項を、仮条件の決定前(訂正届出書提出前)に定める実務への変更を検討</p> <p><u>(3)公開価格設定日から上場日まで(8日程度)</u> ○目論見書に公開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(開示府令第14条の2)となることから、本取扱いを推奨 ○ブックビルディングの時点で顧客から取得の申込みを受け付け、公開価格設定後、当該顧客に配分通知を行った時点で約定の成立(配分通知を受領するまでキャンセル可(口頭でも可))とする</p>	<p>【まずは関係者で実務運用を検討】</p> <p>【会員や上場予定会社向けに周知】</p> <p>【金融庁に確認のうえ日証協が周知】</p> <p>【金融庁に確認のうえ日証協が周知】</p>

改善策及び今後の対応について(案)

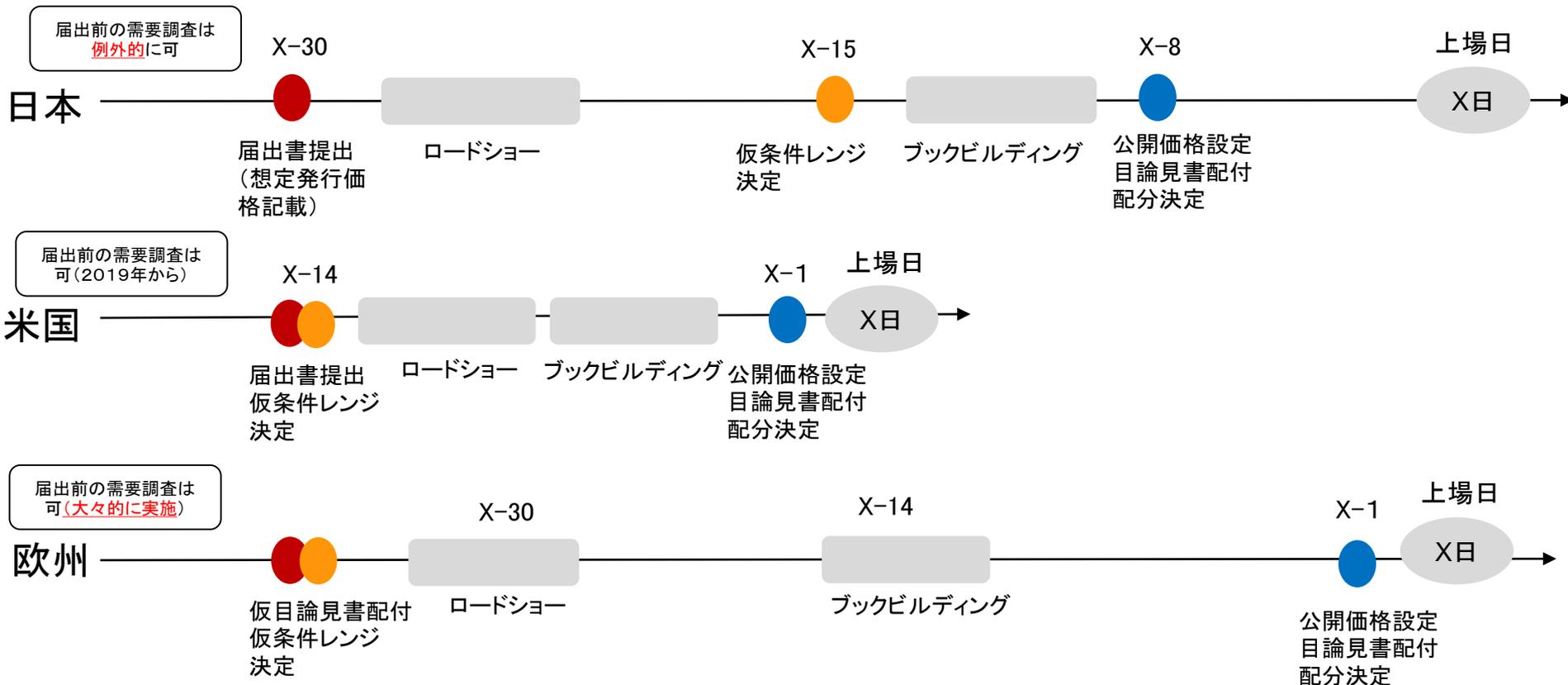
	改善策(案)	今後の対応(案)
③ 想定発行価格や手取金概算額の記載方法の見直し	<ul style="list-style-type: none"> ○有価証券届出書に想定発行価格を記載しない運用が可能であることを明確化 ○有価証券届出書に想定発行価格を記載する場合に、想定発行価格や手取金概算額についてレンジ(幅)で記載することが可能であることを明確化 	【金融庁に確認のうえ日証協が周知】
④ 売出株式数の柔軟な変更・オーバーアロットメントの見直し	<ul style="list-style-type: none"> ○需給に応じて、売出株式数の柔軟な変更を行う運用が可能であることを明確化し、一定の範囲内での売出株式数の変更については、当該変更に係る訂正届出書の効力発生日を短縮化(原則中3日(営業日)⇒原則当日又は翌日に) ○オーバーアロットメントは、国内募集及び海外募集の合算の15%を上限とする(海外募集も対象とする)よう改正する 	【開示ガイドラインの改正を要望】 【日証協引受規則の改正】
⑤ 仮条件の範囲外での公開価格設定(参考4参照)	<ul style="list-style-type: none"> ○実務運用を見直し、仮条件の範囲外での指値申告を可能とすること ○実務運用を見直し、仮条件の範囲を現行の運用よりも拡大すること ○一定の範囲内であれば、ブックビルディングのやり直しをせずに仮条件の範囲外での公開価格の設定を可能とする ○仮条件の範囲外での公開価格の設定に係る訂正届出書の効力発生日の取扱い(原則、当日又は翌日)の明確化を図る 	【金融庁に確認のうえ日証協が周知】 【日証協が周知】 【金融庁に確認のうえ日証協が周知】 【開示府令又は開示GLの改正を要望】

改善策及び今後の対応について(案)

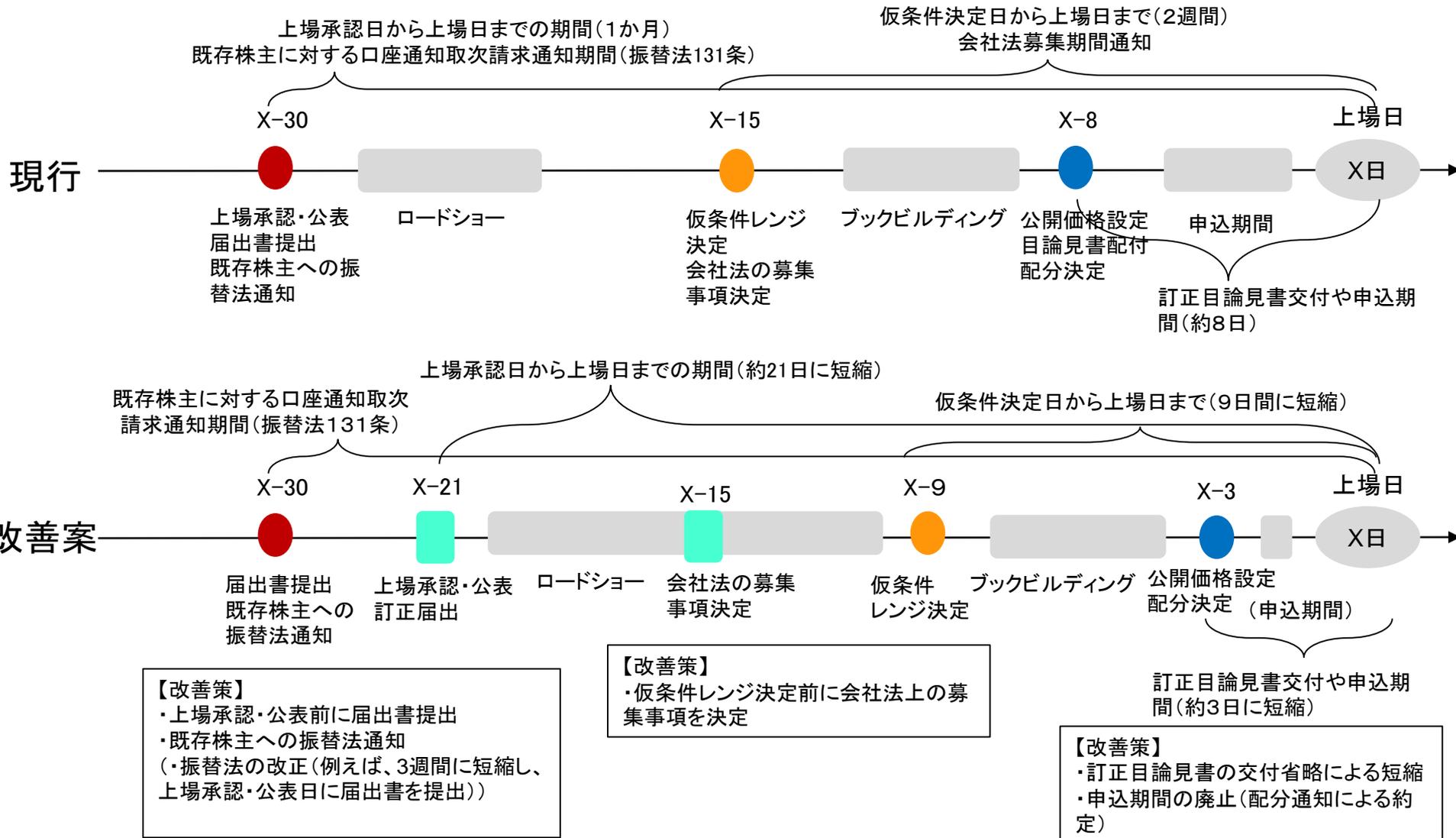
	改善策(案)	今後の対応(案)
<p>⑥発行会社への納得感のある説明、ブックビルディング時の発行会社との対話促進</p>	<p>○IPOの価格(想定発行価格、仮条件、発行価格)の決定に際し、市場実勢の確認及び発行会社への説明を規則化する。</p> <p>○発行会社の意向を踏まえて高値で評価する投資家や、中長期保有投資家への配分が可能となるよう発行会社と証券会社の対話を促進するよう周知する。また、発行会社の指示による機関投資家への親引けが可能である旨を明確化するよう親引けガイドラインの改正を検討する。</p> <p>○ブックビルディング時に証券会社が取得した機関投資家等の需要情報(実名)を発行会社への提供について規則化する。</p>	<p>【日証協引受規則の改正】</p> <p>【親引けガイドラインの改正】</p> <p>【日証協配分規則の改正】</p>
<p>⑦機関投資家へのヒアリング方法の見直し</p>	<p>○主幹事証券会社各社での発行会社の意向など個別案件に応じた対応が必要であることから、実施の推奨までは求めない。WG報告書ではヒアリング項目の一例として取り上げる。</p>	<p>—</p>

(参考1) 諸外国における公開価格の設定プロセス

- 米国は、仮条件レンジ設定後にロードショー、ブックビルディングで実需を把握し仮条件レンジの修正やレンジ外での公開価格設定を行う事後調整型
- 欧州は、届出前に実需を把握し仮条件レンジに反映させる事前調整型



(参考2) 上場までの期間短縮化



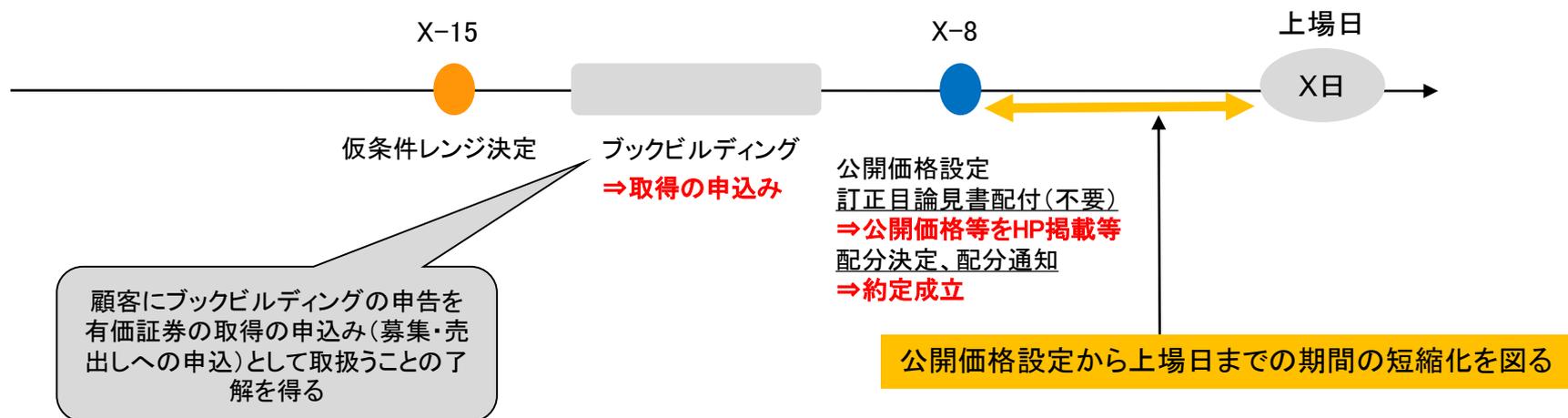
(参考3) 需要申告を取得の申込みとして扱うこと

○ブックビルディングの時点で顧客から取得の申込みを受け付け、公開価格設定後、当該顧客に配分通知を行った時点で約定が成立(拘束力が発生)※

※顧客があらかじめ指定する範囲内で公開価格が設定された場合に限る。

○顧客は、配分通知を受領するまでキャンセル可(配分通知は口頭によることが可能)

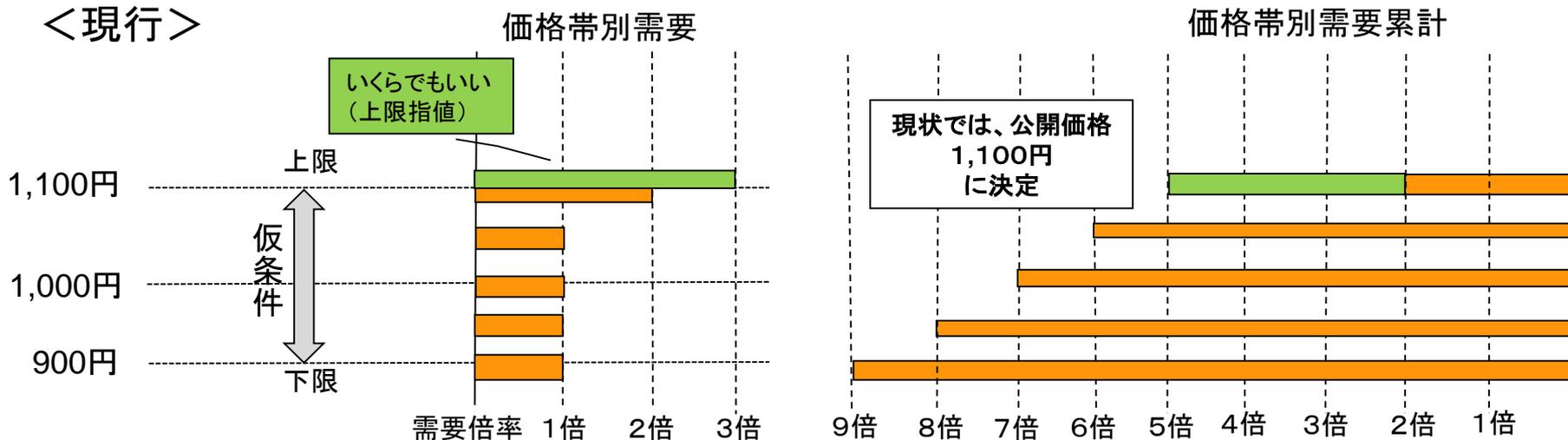
○目論見書に公開価格等の公表方法を記載することで、訂正目論見書の交付は不要(開示府令第14条の2)



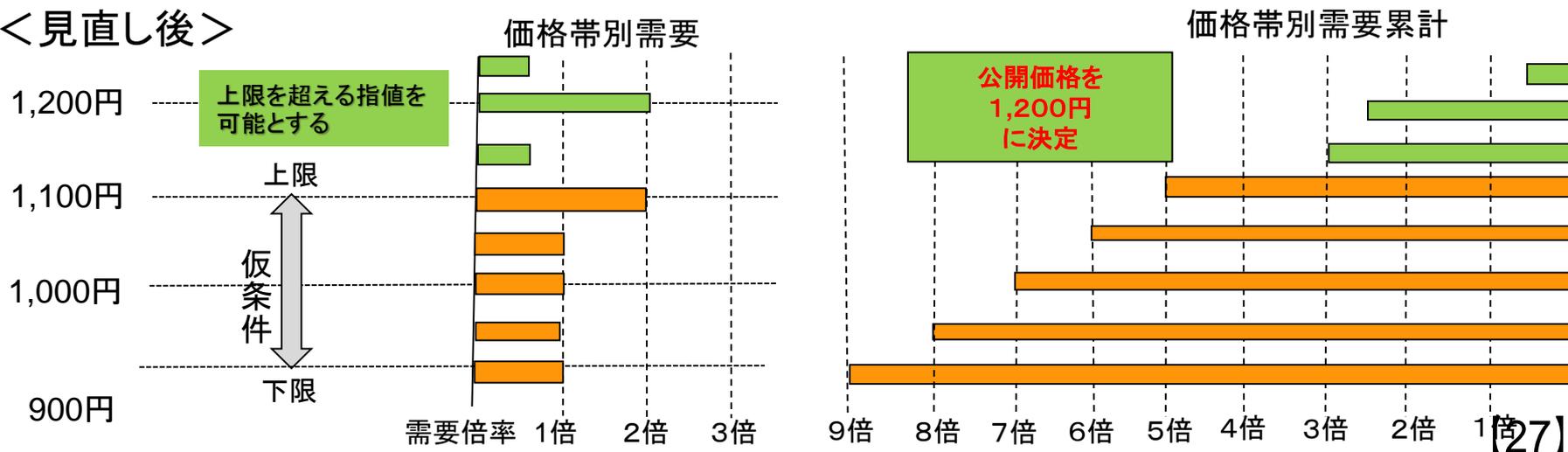
(参考4-1) 仮条件の上限を超える価格での申込みを可能とする案

仮条件の上限を超える価格(指値)での申込みを可能としてはどうか(実務的な検討は未着手)

< 現行 >

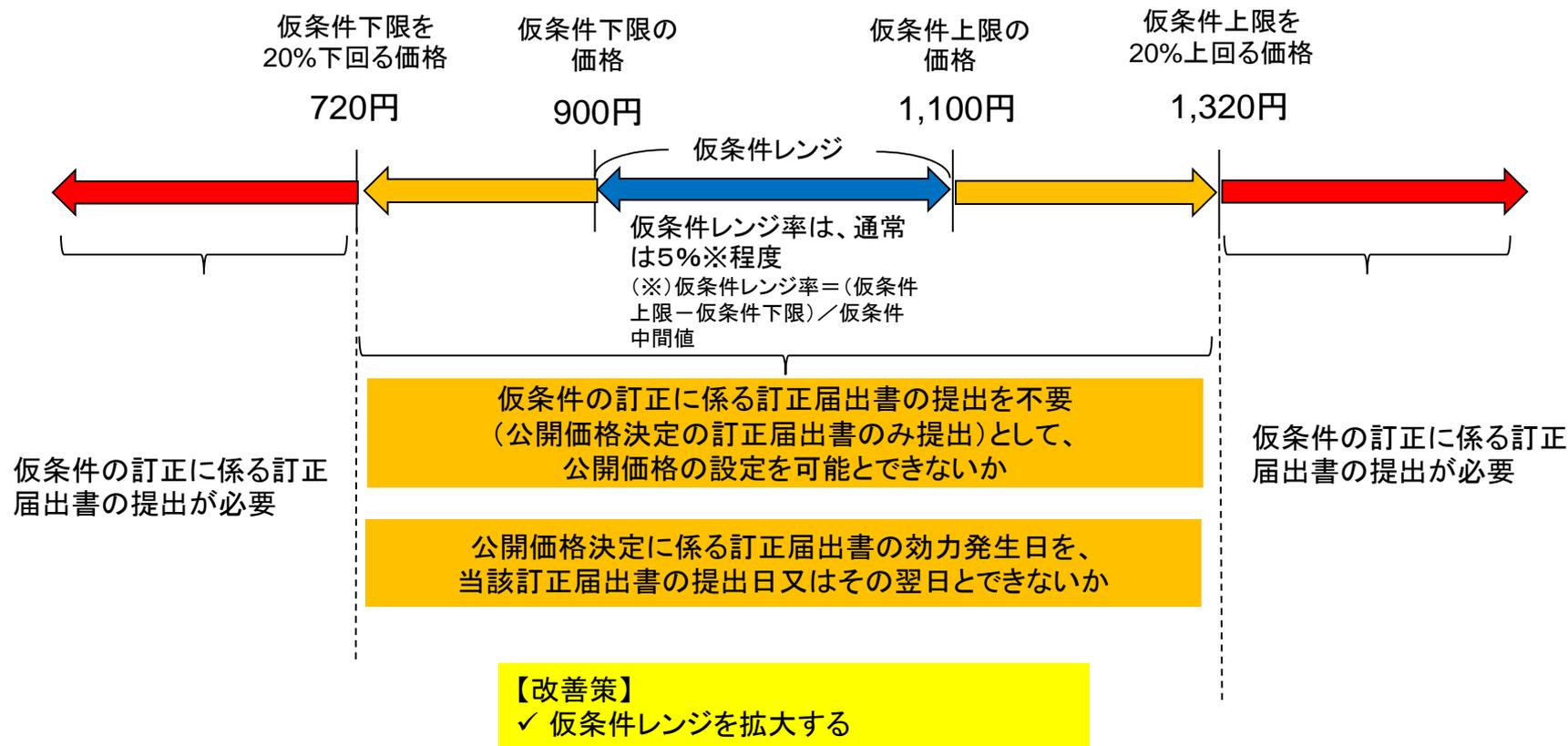


< 見直し後 >



(参考4-2) 仮条件の上限を超える価格での申込みを可能とする案

＜仮条件の訂正に係る訂正届出書の提出の有無やブックビルディングのやり直しの有無＞



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"> 1. 検討の経緯について 2. IPOのプライシングについて <ul style="list-style-type: none"> － 村上委員(野村証券 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)	<ol style="list-style-type: none"> 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)	<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
第4回(11月30日開催)	<ol style="list-style-type: none"> 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
第5回(12月21日開催予定)	・各論、中間整理の骨子(案)について
第6回(1月24日開催予定)	・中間整理(報告書(案))の取りまとめ

※ 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

「公開価格の設定プロセスのあり方等に関する WG」における検討課題に関する意見照会結果

2021年11月30日

第3回会合後、①第3回会合で意見交換を行った検討事項、②第4回 WG で意見交換を行う予定の検討課題について意見照会を行った。
意見照会結果は以下である。

①第3回 WG（11月2日開催資料参照）で意見交換を行った検討課題について

1. プレヒアリングの実施

No.	回答者	ご意見等
1	A	<ul style="list-style-type: none"> ・ プレヒアリングに関しては、今後議論される予定のコーナーストーン含めた公表前の運用にも関わる話であり、単純なプレヒアリングのみの議論ではない為、その点も考慮の上で議論を進めて頂きたい。 ・ その議論の中で、投資家とのやり取りに関し、実務的な効果がある範囲で対応を議論の上で、どの時点まで何をヒアリングすることまで可能なのかを明確にして頂きたい。 ・ また、現状のプレヒアルール自体も既上場会社のプレヒアリングを前提としたルールとなっており、IPO のプレヒアリングの整理を踏まえて、それぞれのケースでの可能な範囲の明確化をそれぞれでお願いしたい。
2	B	<p>IPO の場合は、法人関係情報を提供する性質のものではないため、法令上のプレヒアリングではなく、よって協会規則の規制対象にもなっていない、という趣旨の説明が本 WG 事務局からあったという理解です。しかし、その場合、IPO のプレヒアリングは、届出前勧誘規制の適用除外要件を構成しないということになるので、当該規制が適用されない厳格な範囲での海外投資家にしか実施できないため、この範囲の明確化が必要になります。この点、「機関投資家との対話、親引け規制の見直し」の個所と共通するテーマなので、そちらで詳述します。</p>
3	C	<p>プレヒアリングについては“実施可能”と理解するものの、実態としては以下と認識しており、明文化することに加え、国内でのプレヒアリング解禁是非に関する議論（プレヒア規則第9条の議論）や（取引制限やクレンジングなど投資家サイドに課すこととなる制約条件などに直結するため）IPO における法人関係情報の整理をお願いしたい。</p> <ul style="list-style-type: none"> － 日本の IPO は太宗が①時価総額及びオファリング金額が小さく（マイクロキャップ、スモールキャップの少額オファリング）、また、②国内機関投資家が販売メインターゲットとなる国内オファリングである、ことから、海外投資家のみを対象とした現状のプレヒアリングでは実施可能な企業数は多くない

		<ul style="list-style-type: none"> - 海外投資家からの高い関心が見込まれ、また、彼らの投資対象となり得る十分な時価総額及びオファリング金額、且つ海外にて比較的大きな金額が販売可能となるオファリング形態を採用する可能性がある企業においては、①その多くが決議日の1ヵ月以上前までに国内及び/或いは海外のインフォメーション・ミーティングを実施（複数回実施するケース有り）しており、バリュエーションの精緻化及び魅力的なエクイティストーリーの作成・ブラッシュアップが行われている、また、②ローンチからプライシングまでの間に3週間程度の十分な検討期間が設けられている、ことなどから、プレヒアリングの優位性は必ずしも高いものではないと思われる - 既上場企業によるオファリング（PO）と異なり、IPOの場合、①投資家サイドで企業分析・投資検討に要する時間は長期化する可能性が高く、また、②投資を検討させるために必要な十分な情報を準備する時間もインフォメーション・ミーティングでの準備に比べて大幅に増えることが予想され、企業側への負荷が大きく増える可能性がある点には留意が必要 など <p>これらのことから、実際に実施した事例は日本企業ではないと理解するものの、成長企業にとっての選択肢を増やすという観点から、明文化を含む修正をこの機会に是非検討頂きたい。</p> <p>なお、ローンチから上場までのオファリング期間の短縮化が図れる場合には、プレヒアリングの優位性が高まる可能性はあり、オファリング期間が長いことによるマーケット変動リスクへの耐性が低く、マーケット実勢を反映し辛い日本のIPOに対する海外投資家の関心及び参加意欲は高まるのではないかと考える。</p>
4	D	<ul style="list-style-type: none"> ・国内における実施を「可」とするか否か、意見交換時は明確でなかった。但し、現状では海外で先行実施することが自然な流れであると考え。 ・プレヒアリングを行う際に提供できる情報について検討する必要がある。OCや目論見書のドラフトを使用すべきか、若しくはロードショーマテリアルのドラフトを用いるのか、リーガル・カウンセルとも詰める必要がある。 ・プレヒアリングの対象となる銘柄は、恐らく大型IPOが中心になると思われる。プレヒアに参加する投資家の視点からは、投資効率の良い大型案件にインセンティブを感じると想定される為。そもそも小型IPOであれば需要見込調査の必要性は低い。
5	E	<p>実施する要件を明確化することには賛成するものの、実施の推奨まで明記する必要はないものと思料。プレヒアを推奨するかしないは、個別案件毎の判断。当該行為によって小型IPOのアンダープライシングの解消に資する施策ではないと理解。具体的な日証協プレヒア規制は、IPO日程の短縮など全体感の着地を踏まえた議論としたい。</p>

2. 上場までの期間短縮化

No.	回答者	ご意見等
1	A	<ul style="list-style-type: none"> ・ 委員より、期間短縮を可能とする DX 化と法制度の改正を検討すべきとの発言があり、賛同する。 ・ 法改正まですることを想定した議論すると同時に、WG の場で例示したが、法改正なしでできる範囲の短縮方法として、上場承認に至らないリスクは残るものの、法人関係情報を含まない案件において、上場承認と届出書提出日を分けるという運用の変更も考えられる。例えば、上場申請後（承認の 2 か月前等）に仮の株式数等を記載した届出書を提出する（効力発生日は上場承認以降と設定する）ことで、株主は振替法の手続きを開始し、発行会社は投資家と現行のロードショーと同様のコミュニケーションを開始できる。上場承認と同時に四半期業績等を更新した訂正届出書を提出し投資家へのアップデート後に仮条件を公表すれば、上場承認から上場日までを 2 週間余りと米国並みの期間に短縮することが見込める。また、WG の場では触れなかったが、仮に「上場承認の効果を一定期間有効とする（例えば 2-3 か月）」ことが認められれば、発行会社は、上場承認前に届出書を提出し、上場承認後にマーケットの状況を踏まえたタイミングで仮条件を公表して IPO することが可能となるため、前述のプレヒアの議論に絡んだ議論として検討していただきたい。また、その場合には、期間短縮による有効性を確保するために上場日の設定の柔軟化についても検討いただきたい。 ・ 公開価格決定前にどこまで説明すれば価格決定後の注文確認プロセスが省略・簡略化できるのか、確り議論すべきであろう。
2	B	<p>前回 WG の議論で抜け落ちていた観点として、訂正目論見書の交付を不要とするという議論以前に、そもそも論として、目論見書交付に要する時間という問題があります。本邦 IPO では、目論見書の電子交付が投資家側からの了解を得た場合に限りされており、結果として個人投資家向けには、紙媒体での交付事例が太宗を占めるのが現実であり、ESG の観点からも今後、世界標準の観点から問題になりうると思料します。他の先進国のように、電子交付ないし WEB リンクの提示を以て、そもそも紙媒体の目論見書交付を不要とすれば、期間短縮化を図りやすくなりますし、ESG にも資すると言えます。</p>
3	C	<p>証券会社による実務運用での改良、見直しによる短縮化は業界として取り組むべきものと強く考えるものの、①の点によってローンチから上場日までの期間短縮のハードルは相応に高く、先日（第 3 回 WG）もこの点が議論されたポイントと理解します（“IPO するということ”、“ローンチがいつであるかということ”が秘匿性の高い情報だと思われるので、現行の振替法では短縮化が図れない）。</p> <p>ただし、現状の場合（ローンチから上場日まで約 1 ヶ月）においても、③：訂正目論見書の不交付、及び、④：ブックビルディングと申し込み・約定の整理及び対応によって、プライシングから上場日までの期間短縮が可能になると思われ、また、ブックビルディングを長くすることで、「マーケット環境や投資家の需要を反映したブックビルディング期間中の仮条件変更」や「ブックビルディング≒申し込み/約定」という実務対応も検討可能になるのではないかと考える。</p>

		<p>なお、目論見書の電子交付が進むことで、ローンチから上場までの期間は変わらなかったとしても、募集期間の短縮化が図れる可能性が高まるため、重要な業界全体での取り組みだと考える。</p>
4	D	<ul style="list-style-type: none"> ・ IPO ディスカウントを縮減する観点から、上場までの期間短縮が論理的に必要であると理解。一方で、投資家側からこの点に関する意見提示を確認できなかったことから、その真意を確認すべき。 ・ 申込期間の廃止に関しては、機関投資家中心のオフリングストラクチャーであればワークすると考えるが、リテールウェイトの高い本邦 IPO に関しては訂正目論見書交付の見直し等を図らないと成り立たず、その面での手当を並行して進めるべき。
5	E	<p>①の振替法の関連で1か月前通知の要件であるが、株主数の多い企業を想定した日程となっている。株主数の限定される案件については、期間短縮の余地があると想定されるため、その点も提言していくべきと考える。</p> <p>②の会社法中 14 日の起算日を仮条件前に設定することは有効と思料。一方、会社法の趣旨に鑑み、仮条件を想定より下方にシフトした際には、下方シフト後の仮条件レンジを記載した訂正届出書から起算して中 14 日確保するとの意見もあると認識。予め目論見書に記載する価格から●%以上であれば有価証券届出書をもって法定公告の要件を満たすような法制度改正を検討してはどうか。</p> <p>③の訂正目論見書の免除は有効と思料。</p> <p>④は、申込期間の概念・日程を根本的に変更する必要があるため、慎重な検討が必要。約定のタイミング、それを踏まえた投資家からのキャンセル有無、各証券会社のシステム対応などテクニカルな議論を踏まえた検討が必要。</p>
6	F	<p>IPO 期間の短縮において、関連する法律の規定が極めて重要な影響を及ぼしています。現状はさまざまな工夫を行い運用しておりますが、関連法で規定されている期間は今日の社会にとって望ましいと言えるのでしょうか、その適正性について法学の先生方のご意見を伺いたいと考えております。つまり振替法 131 条による上場承認から1か月の期間、会社法 201 条第 5 条の仮条件決定日から上場日までの2週間の期間は、書類等の電子化が進んだ現在においても適当と言えるのでしょうか。</p> <p>当該期間が長期に設定されていることで、投資家、発行企業、証券会社、場合によっては取引所など社会が重いコスト負担（例えば、価格変動リスク、魅力的な公開市場が犠牲等）を強いられているかと思えます。本 WG の範疇を超えることかと存じますが、もし適正とは言えないようでしたら、本 WG での意見として主張、もしくは業界から改正の要望をしてはいかがでしょうか。</p>

3. 想定発行価格の記載

No.	回答者	ご意見等
1	A	<ul style="list-style-type: none"> ・ 委員より、「想定発行価格の記載を止めて仮条件の段階で価格目線を公表する」ことに言及があったが、項目4の「公開株数数の柔軟な変更」とセットで実現を検討すべき事項と考える。柔軟な運用自体には賛同する。

		<ul style="list-style-type: none"> ・ なお、委員より「想定発行価格を目論見書に記載する場合には類似企業や IPO ディスカウント等の根拠を明記すべき」との提案がなされた。具体的に公表すること自体は現行制度上不可能ではないものの、そもそも投資家によって想定する比較対象企業が異なり、その比較対象企業に対する投資判断も異なる。また、発行会社の事業計画に対する期待も異なり、バリュエーションの参照期も異なる。そのような中で、具体的な根拠を丁寧に記載することは、一般投資家等による間違っ了解釈やそれを意図的に企図した“アンカリング”につながる虞がある点には留意が必要である。また、ロードショーで得られる投資家の反応も様々な中で、算定根拠案に簡単に白黒つけて更新できる性質のものでもないため、書くになじむものではないと実務の観点からは意見させて頂く。 ・ 項目1のプレヒアリングが実施されること並びに発行会社や既存株主と証券会社のコミュニケーションをさらに向上させることにより、想定発行価格の根拠について当事者の“納得感”が高まるのであれば、一般投資家まで閲覧する届出書において現行以上に詳細な根拠を記載することは不要でないかと考えている。
2	B	<p>想定発行価格の記載の要否は、IPOの買い手となる投資家側の意見も徴すべきではないでしょうか。機関投資家側からすれば、時価総額次第で動員するチームも異なる場合があるので、投資家側の利便性という観点では、想定発行価格（レンジ）を必要とする面もあろうかと考えます。なお、欧米でも香港のIPOでも、初めて目論見書が出てくる段階では、仮の価格が、レンジであれ、一本値であれ、目論見書に記載されているという認識です。例えば、米国のIPOの場合、Test the Water (TTW) プロセスを経てローンチ時のProspectusに仮の価格（レンジ）が記載されるケースと、一切のTTW プロセス無しに主幹事と発行会社の協議を経て、ローンチ時のProspectusに当該価格（レンジ）が記載されるケースがあるという理解です。</p>
3	C	<p>想定発行価格に関する関係者間合意には、丁寧且つ十分な説明と時間を使うことが前提となるものの、『想定発行価格に対するアンカリング効果』を懸念する声が多く発行会社及び発行会社株主から挙げられていることを鑑みると、プレヒアリングやインフォメーション・ミーティングを実施することのない大半の日本のIPOにおいては、『想定発行価格を記載しない』運用は検討価値あるものと考えます。</p> <p>ただし、有価証券届出書の提出要件の整理や投資家が投資検討を行う際に必要となる情報（新株発行における資金用途とその効能など）への対応は必要であり、諸外国の事例なども参考としつつ、機関投資家の意見も確認しながら検討したいポイントである。</p>
4	D	<ul style="list-style-type: none"> ・ 数多くのIPOを円滑に運営し、上場を推進する為には、一定のバリュエーションガイダンスが無いと立ち行かなくなる。IPOの規模感によって異なった運営が許容されれば良いと考える。 ・ すなわち、大型IPOで優良機関投資家ともIMやプレヒアリングが可能な銘柄であれば、ガイダンス無しでも無理なく仮条件レンジを導けるが、世の中に数多ある中小型IPOにおいて想定株価を明示しないと却って混乱を来すのではないかと考えている。

		く、案件特性に応じて記載の在り方を選択できるよう、若しくは創意工夫できるように環境を整備すべき。
5	E	有価証券届出書に価格をレンジで記載する事例は、すでにあるものと認識しており、より柔軟な開示を検討することについて異論なし。想定発行価格を目論見書に明記しない運用についても異論なし。ただし、実際の運営は、主幹事証券の判断になると認識（マーケティング上、投資家に価格目線を伝えられないデメリットもあり、特殊のケースを除き推奨される手段ではないと認識）。

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

No.	回答者	ご意見等
1	B	FINRA 等、海外の規則ないしプラクティスでも、IPO 全体サイズの 15%を OA の上限として認められているので、本邦 IPO で内外同時募集のグローバルオフリングの場合は、「内外全体のサイズの 15%であれば、国内のサイズの 15%を超えても認められる」とすれば、投資家の視点からは実害がないのではないのでしょうか。IPO 全体の 15%の OA を確保するため、最近の海外トランシェ比率の高い本邦 IPO 案件では、海外にも OA を付与する事例が出ていますが、海外 OA はオペレーションが煩雑であり、結局、海外 OA 見合いであっても、シンジケートカバー取引は国内の取引所で実施されるので、国内 OA に一本化するのが実務的には合理的、効率的です。
2	D	<ul style="list-style-type: none"> ・ 上限を変更できる柔軟な OA 行使は魅力的な考え方であるが、その際には、追加売出しによる調整が最適と考える。「オーナーズ・セリング・オプション」のように、一定の需要状況を条件に大株主が追加での売出しを行うことが、EPS の修正を伴わず投資家にも受け入れられやすいオプションになると考える。その際には、ロックアップ数量を訂正するなど柔軟な対応がセットになることが必要。 ・ 上限を変更できるオプションは強力な需給調整力を発揮すると思われるが、証券会社が行使する際には、相応の理由説明が求められることから、実行に際しての開示の在り方についても整理する必要がある。 ・ なお、オーバーアロットメント分をカバーする手当としてシンジケートカバー取引が行われるが、上限比率の引上げ検討と同時にシンジケートカバー開始価格の引上げ（※現行では引受価格）を検討してはどうか。開始価格を発行・売出価格とすることで、フレキシブルな需給調整に一役買うことができるものとする。米国における Stabilization も同様の価格帯でオペレーションできるものと理解している。仮条件レンジを超えたプライシングの運用と併せて必要な措置として検討できるのではないかと考える。証券会社としては引受手数料相当分を失うことになるが、ミスプライシングのペナルティ的な要素としても取り入れるべきと考える。

3	E	<p>BB 期間中に公開株式数等を変更すると投資家が混乱する恐れがある（十分な BB 期間があれば問題ないが、IPO 日程の短縮とは逆行する議論となる）。従って、2 の IPO の日程全体をどうするべきかと合わせて議論が必要。IPO 日程を短縮・柔軟化する前提において、仮条件決定までに株数・価格レンジも柔軟に変更できる仕組みを検討してはどうか。</p> <p>国内 OA、シンジケートカバーはオファリング全体の 15%に設定できるように明文化することに賛成。</p> <p>OA の比率 15%の引き上げに関しては、新株の場合バリュエーションにも影響するため、慎重な検討が必要と思料（新株・旧株で分けて議論するのも一案）。</p>
---	---	--

5. 仮条件の範囲外での公開価格決定

No.	回答者	ご意見等
1	C	<p>マーケット実勢（マーケットの変化やモメンタム）を反映させられることが出来る方法として有効ではないかと考えるものの、こういった条件、状況が揃えば仮条件レンジの範囲外でのプライシングが妥当と判断されるのか、または可能になるのかは慎重に議論、また、明確化する必要があると考える。</p> <p>特に小型案件では機関投資家ポジションが小さいことから、数件のロードショーに参加をしない投資家（多くが海外の HF）の成行需要でブックビルディングの早いタイミングから仮条件レンジ上限で複数倍カバーされることが一般的であるため、フェアプライシングの追求の観点からも、検討にあたっては十分な議論が必要と考える。</p>
2	D	<p>・マーケットに合わせた柔軟な価格設定が可能となるという点で賛同できるものの、現在の「ストライクプライス」に集中している機関投資家のオーダースタンスを改めないと、証券会社として判断材料に事欠くことになりかねない。全員が指値をする必要はないものの、レンジ外に決定することの説明は不可欠であることから、具体的な価格意見表明を行う投資家層を一定以上確保することが運営の必須条件と考える。</p> <p>・かかる運営について、有力機関投資家がどう考えるのか、もう少し広く意見聴取した方が良いと思われる。</p>
3	E	4 と同様 BB 期間中の仮条件レンジの変更は投資家が混乱する恐れがあるため、慎重な検討が必要。

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

No.	回答者	ご意見等
1	C	<p>“プレマーケティングにおける FB” 及び“ブックビルディングにおける提出需要”につき、特に国内機関投資家には発行会社（及び売出人）に対して名前の開示を行うことを認めてもらえるよう、業界として働きかけていきたい。グローバルオファリングや臨報オファリングでは一般的なプラクティスとして海外投資家には広く浸透しているものであり、発行会社（及び売出人）</p>

		<p>への納得感のある説明には重要な要素であると考えます。</p> <p>現状、国内オファリングにおいて価格を決定する上での重要な FB を提供して頂く国内投資家の多くが非開示を希望することから、小型 IPO での発行会社（及び売出人）の納得感を持った上での条件合意が容易ではないケースがあるため、発行会社・証券会社・投資家の 3 者間で透明性のある運営を実現するためにも必要ではないかと考える。</p>
2	D	<p>・投資家需要の発行会社への開示は、機関投資家がロードショー時にフィードバックした内容と齟齬が無いかどうかをチェックする観点からも必要であり、そのうえで、発行会社を理解する投資家への配分を証券会社として執行すべき。その際には、当然ながら発行会社との間で配分先に関わる協議が行われることになる。現状では配分権限が主幹事会社に集中するが、IPO という新たな株主作りを行うイベントに際しては発行会社の意見をより反映する方向にルールを修正する必要があると考える。</p> <p>・IPO ディスカウントに関しては、実際のマーケティング時に機関投資家からフィードバックを得ることが可能と考える。現状では、投資家との対話の前に IPO ディスカウントを一律に設定していることから、これが発行会社側の納得感を得られない結果となっていると推察する。投資家にはフェアバリューを回答させ、それと併せて IPO ディスカウントも確認していくという手順を想定する。</p>
3	E	<p>本 WG にて提言するプレヒア・親引け規制の見直しにより、価格発見能力の高い機関投資家の意見を反映したプライシングを追求することが可能であることから、発行会社にとって納得感のある価格決定プロセスに資すると思料。機関投資家の発行会社への需要開示についても、制度化に賛成。</p>
4	F	<p>適切な公開価格や割当の設定を行うためには、発行企業側の一層の努力が必要かと思料。つまり、公開価格設定や割当の手続きは妥当であるのか、既存株主の利益を犠牲にしているのか適切に評価しなければなりません。そのため、公開価格設定について、社外取締役・社外識者等 1 名以上加えた、取締役から成る独立委員会を設置し公開価格の手続きについて監視・監督を推奨することが望ましいと思料¹。</p> <p>こうした委員会では、公開前に証券会社から提示される想定発行価格、仮条件の範囲、公開価格、割当、OA の規模、場合によっては主幹事変更等の妥当性を監視するべきだと思料。実需からディスカウントをする場合も、そのディスカウント水準が妥当か監視されるべきである。例えば、著名な機関投資家が他の投資家の実需と比べ高いディスカウント率で参加を希望しており、その投資家に出資を仰ぐためディスカウント率での公開価格を受け入れるか判断する場合、ディスカウントによる調達金</p>

¹ IPO 価格決定委員会については、1999-2000 のネットバブルの反省から、SEC の要請により NYSE、NASDAQ が 2003 年に設置した諮問委員会で最初に提言された指摘である。この諮問委員会後の米国の IPO 市場はネットバブルのような初期収益率が急上昇することは見られず、今日まで比較的安定した水準を保っている。“NYSE/NASD IPO Advisory Committee Report and Recommendations of a committee” May 2003 <https://www.finra.org/sites/default/files/Industry/p010373.pdf> を参照。

	額の逸失（機会損失）以上の付加価値をその著名な機関投資家から得られるのか（既存株主の利益を犠牲にしているか）監視する必要があるかと思います。
--	--

7. 機関投資家へのヒアリング方法の見直し

No.	回答者	ご意見等
1	A	<ul style="list-style-type: none"> 委員より「プレヒアリング（並びにロードショー）実施の際のヒアリング項目の明確化（実際に購入したいと考える評価額とセカンダリー評価額は別物としてヒアリングすべき）」が提案された。これらは価格発見能力の高い機関投資家のフィードバック内容を期待して行われるものであるが、それだけでなく、発行会社や既存株主の意図も踏まえたマーケティングの意味合いも含まれており、発行体のニーズや納得性を考えると、ヒアリング項目について現行通り柔軟性を残した方が良いと考えている。
2	C	<p>銘柄毎にヒアリング項目には強弱があると理解しており、FBのシート内容を業界統一させることは適切なFBを取得する観点でも必ずしも円滑な回答の妨げになるとはならないのではないかと考える。</p> <p>ただし、足許のように非常に案件数が多いタイミングにおいては、回答者にとって回答し易いFBシートにすることは重要であり、バリュエーション（手法/参照期/参照利益/比較対象企業）、価格（セカンダリー価格/IPO価格/IPOディスカウント）及び参加意向、についてしっかりと回答頂けるシート上の工夫含めて各社毎にはなるが、是非社内で検討していきたい。</p>

②第4回WGで意見交換を行う予定の検討課題（別添資料参照）について

1. 機関投資家との対話、親引け規制の見直し

No.	回答者	ご意見等
1	A	<ul style="list-style-type: none"> （日証協様より）コーナーストーン投資家の開示は訂正届出書で対応することで良いかご回答ください。 →コーナーストーン投資家に関してはローンチ時点での届出書で開示することが必要である。コーナーストーンの最大のメリットは、オフリングの安定性を増したうえで案件執行が出来ることであり、故にローンチ前の確約が必要である。また、他の投資家への波及という観点でも、オフリングサイズの大きな案件であるほどコーナーストーン投資家に関する情報は確実なディール執行の面で安心感が生まれるものであり、当初から開示されていることでマーケティング上効果が見込め、仮条件時での開示であれば、既にIOIといった形での投資家の興味を開示するといった別の手法で対応を一部行っており、追加的な効果は限定的と考える。 （日証協様より）コーナーストーン投資家に期待する点や、コミュニケーションしたい内容をご教示ください。

		→効果は前述のとおりであり、コーナーストーン投資家にはその点を期待する。コミュニケーションしたい内容は、バリユエーション、比率、金額にかかる目線、開示を前提にした投資理由の記載内容等であり、それらを契約上、確約することまで含まれる。
2	B	「届出前勧誘規制を踏まえ、慎重な対応が必要」とありますが、まずは、日本の金融商品取引法の保護法益の対象外である海外投資家については、投資家保護の手段である届出前勧誘規制（以下、当該規制）の対象外であることを明示することが、大幅な法令改正を要しない、手っ取り早い第一歩です。海外の主要投資家は、海外に上場する IPO において、日常的に IPO 前の発行会社との対話、コーナーストーンプロセス等を行っているので、本邦の当該規制の範疇外とし、かかる現地のプラクティスに従えば済むという整理を明確化すべきだと考えます。現状、なぜ、本邦の当該規制が、保護法益の対象外である海外投資家にまで及ぶかといえば、それは当該規制が行為規制と位置付けられ、たとえ相手の投資家が海外であっても、勧誘行為をする側（たとえば発行会社）が日本国内にいる場合、当該規制の適用対象となってしまうからです。これを、米国の証券法のように、相手となる投資家が米国内にいるか否かだけで、有価証券登録（＝届出）義務の有無を判断する運用・解釈にすれば、現状でもコーナーストーンプロセスに習熟した海外投資家については、届出前勧誘規制を気にせずに、海外では一般的な施策を実施できるのではないのでしょうか。さらに、米国では、仮に投資意思決定者が米国内にいても、最終受益者(Final Beneficiary)が米国外のファンドであれば、やはり、有価証券登録（＝届出）義務の適用対象外となります。しかしながら、日本の場合は、海外投資家であっても、投資判断に日本国内の社員が関与している場合、その国内社員に対する勧誘行為は、有価証券届出の対象となり、当該規制に服することになるため、海外投資家に対するプレヒアリングやコーナーストーンプロセスの障害となっています。したがって、米国と同様、仮に投資意思決定者が日本国内にいても、最終受益者(Final Beneficiary)が日本国外のファンドであれば、有価証券登録（＝届出）義務の適用対象外と整理することにより、現状でもコーナーストーンプロセスに習熟した海外投資家については、届出前勧誘規制を気にせずに、海外では一般的な施策を実施できるのではないのでしょうか。
3	C	<p>現在インフォメーション・ミーティングを実施する企業が増えていることから、機関投資家比率を高めたいというニーズに証券会社は一定程度対応が出来ている、或いは、対応を始めていると理解している。</p> <p>ただし、既に議論された通り、小型 IPO においては機関投資家の投資ニーズが相対的に低いことから、海外投資家へのプレヒアリングや機関投資家に対する親引け（セーフィーやココナラの事例）など含め、取り得る選択肢は限定的な機関投資家と十分な対話が出来た対象企業は限定的であるものの、小型 IPO においても、中長期保有を前提とした優良機関投資家の参加意欲及び旺盛な需要が確認出来るのであれば、昨今の 100 億円超の IPO にて見られるような、機関投資家販売比率を多くすることは証券会社サイドとして検討可能なものであり、発行会社の価格に対する納得感の観点においては重要なポイントと理解し、取引所規則の株主数基準の緩和を合わせて議論することもお願いしたい。</p>

		<p>なお、IPO ポップが小型 IPO においてリテール投資家を中心とした需給要因で起きていると考える場合、諸外国のように価格算定能力が高い機関投資家（中長期保有を前提とした優良投資家を前提）への販売比率を高めることで初値高騰のリスクは低減される可能性があり、また、発行会社の納得感も得られやすいのではないかと考える。</p>
4	D	<ul style="list-style-type: none"> ・コーナーストーン投資家の開示は有価証券届出書提出時に行われることが望ましい。 ・コーナーストーン投資家に期待される行動は、当該銘柄へのコミットメントを示すことであり、届出書において当初から明示的に開示されることにあると考える。
5	E	<p>プレヒア規制・届出前勧誘規制・親引規制とあわせてセーフハーバールール化することが望ましい。プレディールリサーチレポート、パイロットフィッシングも、現状 1 か月間前迄に実施する運営としているが、短縮の余地があるかも議論のうえ、法制度化していくことをご提案。</p>
6	G	<p>需給把握や株式売買の機会が増えることは、事業会社にも投資家にも望ましいこと。ただ、機関投資家は小型 IPO へのニーズが低いことを踏まえると、実際の対象となるのは、ある程度大きな時価総額の IPO に限られると思われる。</p>
7	H	<p>機関投資家の比率を高めたいニーズのある発行会社について、有価証券届出書の提出前も含め、発行会社と機関投資家の対話機会を増やすことにより、機関投資家の投資方針を確認した発行体が当該投資家への割当て適否について判断しやすくなる。また、有価証券届出書の提出後において、中長期保有の確約（ロックアップ）を得た上で機関投資家の投資サイズに見合った一定数量の株式の割当てが行いやすくなることも期待される。</p> <p>当該施策案が本邦で有効に機能するためには、以下の各項目は検討に値するのではないかと考えます。</p> <ol style="list-style-type: none"> ① 「中長期保有」、「確約（ロックアップ）」の定義 ② 「コーナーストーン投資家」に期待される資質 ③ 発行会社の納得感及び他の市場参加者から一定の理解を醸成するに足るコミュニケーションの在り方 ④ ①～③を事後検証し、改善するプロセスの研究 <p>①については、例えば「中長期」とはどの程度の期間を想定することが当該施策案の有効性を高めるか。①、②については、例えば極端なケースとして、コーナーストーン投資家がロックアップ期間中に当該株式を売却したことが確認された場合、どのように対処することが望ましいか。②、③については、例えば発行会社が株主として迎え入れたいと想定した投資家像と実際の投資家像が結果的に乖離していた、といった事態を避けるため、コミュニケーションの在り方を予め整理できるか。④については総じて本邦株式市場として十分な流動性を確保した上で、フェアな企業価値評価の高まりと中長期的安定的な株価形成がなされたか。この点につき事後的に検証し、改善を加えることは有益と考えます。</p>

8	I	<p>ぜひ進めていただきたいが、機関投資家の参加が増えている中で、特定の投資家は IPO ポップでのアービトラージを狙っている印象がある。特に、発行体とのコミュニケーションでは中長期で持つといつつ短期で売却するのは市場の健全な成長を阻害するため、抑止する試みを模索したい。投資家の負担は最低限にしたいが、例えば①ヒアリングと入札時の価格を確認できるようにする（証券会社経由でも可）、②保有期間の透明性をあげる（投資家から開示してもらえると一番ありがたい。個社の状況は信託経由でわかるが、難しければサードパーティからの情報を集約して共有するなど）。コーナーストーンは長期のロックアップをつけることでこのリスクを軽減でき望ましい。またこの議論で、発行体がきちんと IR できるか運用面が問題という趣旨のコメントがあった。現状では、能力と意思を持ち合わせている会社が制限されているのが問題であり、まずは仕組みのアップデートが先決だと考える。</p>
---	---	---

2. 価格設定の中立性の確保

No.	回答者	ご意見等
1	A	<p>対応案に記載の通り、更なる対応の必要性はない。</p>
2	C	<p>対応案（例）にて記載頂いている通り、証券会社各社内において中立性・独立性の確保が担保されているという理解であり、その為、想定発行価格、仮条件、公開価格のプライシングプロセスにおいて、発行会社（及び売出人）と証券会社の間で時に議論が紛糾し、時に合意が図れず案件が中止となる、といったことが起きていると認識しております。</p>
3	D	<p>発行会社関係者からそのようなご指摘が複数且つ継続的にあるのであれば、一度実態を丁寧に把握して対応策を検討すべきと考える。</p>
4	F	<p>現状、過小値付け問題が続いたことで、IPO 株はリスク以上に儲かる手段（過小値付けされている）という認識が個人投資家を中心に構築されています。こうした個人投資家の認識は、IPO 株に対する過剰な需要を生み出し、IPO 株購入を困難なものとしています。かつては、個人投資家の IPO 株を手に入れる要求の見返りとして投資信託を販売するいわゆる抱き合わせ販売が問題となり 2005 年日証協 WG でも議論され、禁止規定が導入された経緯がございました。</p> <p>現在でも個人投資家の過剰な需要から、IPO 株は口座獲得の販促や営業ツールとして証券会社で利用される傾向にあり、その認識は証券会社内でも共有されています。IPO 株割当の優遇を受けるために「取引量」や「預かり資産規模」を大きくしなければならぬことを明示した証券会社も散見されます。たとえ、販売部門と公開価格を設定する部門にチャイニーズウォールがあったとしても、割安 IPO 株が営業ツールとして用いられていることへの認識が証券会社内で共有されているのであれば、（意識的に、無意識に）IPO 株は割安にすべきという考えが生じる可能性があることは否めません。</p> <p>米国では、初期収益率が高騰したネットバブル時に、スピニングやキックバックといった行為が横行し、制度変更が行われて</p>

		<p>きました。しかし、依然として米国では IPO 株の割当てに対するキックバックが告発される事例もございます²。日本でもこうした行為が行われぬよう証券会社の割当て方針で明記されておりますが、割当先の情報が不明確であり、当局による監視が十分行き届いているか分かりません。少なくとも、企業や市場の状況等をコントロールした後でも、証券会社が裁量で新株を配分できる比率が高い企業ほど過小値付け問題が深刻となっているといった実証結果は得られている（金子、2019）ことは、利益相反の可能性を示唆しており、懸念すべきかと思えます。</p> <p>利益相反問題が生じる土壌は、公開価格が初値を大きく下回る状況（初期収益率が異常に高い状況）が継続することにあるかと思えます。初期収益率は過小値付けとセンチメント IPO ポップによって決定されます。両方の問題を小さくすることで、利益相反問題の懸念は小さくなるかと思えます。委員からは現状のセンチメント IPO ポップは致し方ないのご意見もございましたが、私は必ずしもそうとは考えておりません。機関投資家がほとんど参加しない米国 10 億円未満の発行、日本の入札方式での発行では、センチメント IPO ポップの程度は極めて小さいです。そしてそれは時期的なものではなく、継続的に小さかったわけです。また、今日のようなセンチメント IPO ポップは昔から激しかったわけではなく、歴史的に見ても足元 10 年が特に酷い（ネットバブル以上のセンチメント IPO ポップが連続で続いている）。センチメント IPO ポップを抑えるためにも実需を公開価格に反映させ過小値付け問題を小さくし、フリッパーへの割当て割合を減らす取り組み等が必要になるかと思えます。</p>
5	I	証券会社のマーケット部門もだが、単純に一度 IPO をするだけの発行体と、日々取引をする機関投資家のどちらを優遇するか、という論点がある。ここは項目 1. の入札価格の透明性向上と、項目 6. のカバレッジによる証券会社のアカウントビリティの向上が寄与すると考えている。

3. 配分先の保有状況の確認

No.	回答者	ご意見等
1	A	<ul style="list-style-type: none"> 対応例に記載の通り、配分先における新規上場銘柄の保有状況を確認することは現実的でないとする。そもそも欧米等の先進諸国において購入した新規公開株の保有状況を確認する仕組みは存在しない。長期保有を促す仕組みとして先進国に先駆けて明示的に導入すること自体は否定しないものの、投資家からは通常以上に大きなディスカウントが要求されることになることや、どのように行うのかという実効性の観点は留意すべきであろう。また、投資家からも当初の計画・期待を上回って会社が成長しているのか、事業環境・競合環境に変化が無いのか、投資家自体の全体の見方が変化すること等にも留意すべきである。
2	C	発行会社及び投資家の双方における納得感（自社株式を販売することの納得感と投資決定に費やした労力に対する正当な対

² <https://www.sec.gov/news/press-release/2017-234>

		<p>価)の観点から、何らかの確認方法があることは望ましいと考えるが、①リテール及び機関投資家ともに株価が一定の水準を上回る或いは下回る場合には、経済合理性に基づき売却することは当然の権利であり、また、②特に機関投資家は必ずしも配分を受けた主幹事証券を通じてのみ売買を行うものではない、ことなどから、確認出来たとしてもその情報の持つ意味は色々な解釈が存在し、また、追跡調査が主幹事証券では困難であることから、難しいのではないか。</p>
3	D	<ul style="list-style-type: none"> ・投資家に保有継続を強制することは難しく、開示を義務付けると、投資家の離反を招く虞があり得策ではない。 ・主幹事会社であっても100%上場後の投資家の保有状況を把握することは不可能であることから、上場後は発行会社と投資家との継続的なコミュニケーションをIRを通じて積み重ねることで長期保有、若しくは追加投資を促すことが地道ながら王道であると考え。 ・その観点から、主幹事会社はIRについてサポートを丁寧に行う必要があるものとする(アナリストカバレッジよりも有効なフォロー策であると認識)
4	F	<p>配分先の保有状況の確認は、ブックビルディング方式の価格決定・配分機能の向上させるうえで極めて有用です。むしろ、保有状況を確認せずに割当てを決定している現状に対し、何を基準に割当先を決定しているのか、フリッピング投資家への対応をいかに考えて行っているのか疑問を持ちます。完全平等といった投資家への配分を行う証券会社も多く、割当てを通じたセカンダリー市場の安定に寄与するといったブックビルディング方式の割当て機能を見捨てるかのような運用が散見されています。こうした運用が続くのであれば、日本型ブックビルディング方式の有用性は低いと言わざるを得ません。</p> <p>米国では Depository Trust Company が IPO Tracking System という「IPO時に配分された投資家によるIPO後の売買を監視する」サービスを提供しております。このシステムは、IPO株の売買を監視に役立っており、引受証券会社はこの情報を利用し、ブックビルディングの配分機能の有効性を高めています³。日本でもDTCはサービスを提供しているようですが、日本のIPOは対応していないのでしょうか。こうしたサービスを利用することで、日本のブックビルディング方式がより良いものになるかと思えます。</p>
5	G	<p>そもそも、抽選となるのは、ブックビルディングの上限価格でも需要が供給を上回るためであり、市場の価格発見機能が働いていないと言える。需給がバランスする価格でIPO価格が決まるよう、ブックビルディングの価格幅を調整するべきである。</p>
6	I	<p>例えばロングの投資家を中心に配分するなど、IPOを成功させるための恣意的な配分というのは一定必要だと考える。完全にランダムな配分にするというのは、発行会社として必ずしも望ましいものではない。</p>

³ 例えば <https://www.dtcc.com/about/businesses-and-subsidiaries/dtc>、<https://www.investopedia.com/terms/d/dtct.asp> を参照。

4. 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

No.	回答者	ご意見等
1	A	・ 記載案に異論はないものの、上場後の価格変動は業績や市況等様々な要因により生じるものであり、あくまで参考情報である旨を注記いただき、誤解の無い運用を検討頂きたい。
2	B	そもそも、いかなる IPO であっても、主幹事名も、公開価格も、その後の株価推移も、すべて公に入手可能なデータであるからして、なぜ、その公表の是非の議論の必要があるのでしょうか。既に存在する公表情報を誰が加工して世の中に分かりやすく示すか、それを日証協が担うのか、他の公的な主体なのか、というだけの議論ではないでしょうか。
3	C	単なる情報という観点では、既にネット上にデータとして数多く存在しており、また、“現状”欄にて記載されているような、主幹事選定の参考や競争促進を目的とする場合、理想的な IPO の定義や目指している IPO の姿は発行会社及び売出人毎に異なると理解しますが、事実として公表することでも絶対に止めるべきとする理由はないのではないかと考えます。
4	D	・ リーグテーブルといった指標しか存在しない中で、価格算定能力を図る何らかの指標があったとしてもフェアであると考え。 ・ 但し、各社の顧客層や取扱い案件規模に違いがあることから、統一的な指標を策定することはかなり難しいと考える。この際、海外において何らかの指標がないかどうかを確認してみるのも一つではないか。
5	I	より透明性のあるプロセスという意味で、発行体がアクセスできる情報が多いのは望ましい。他方で、価格だけが証券会社の評価を決めるものではなく、プライシングのプロセスやその他の貢献が抜け落ちた情報はミスリードになる可能性を感じる。

5. 主幹事証券の追加・変更

No.	回答者	ご意見等
1	A	・ (日証協様より) 公開価格に対するセカンドオピニオンを受けられる観点から、共同主幹事を推奨する声があるが、どう考えるか。 → 現状、既に行われており、特に投資家が未上場時から出資したい、上場時にも購入を検討したいと思うような有望な企業では、共同主幹事が大半になっている。単独主幹事の案件は小型の企業が大半で、経済合理性が無いことも一因であることにも留意をした上で検討すべき事項である。 なお、委員の発言にもあったような「未上場ラウンドにおいても投資家によって価格目線がバラバラ」という状況は、それだけ投資家によって企業の評価方法や前提とする成長性を見立てが異なることであり、IPO 時のセカンダリー評価の難易度も赤字上場や新規性の高いビジネスが増える中で高まっているのは事実であり、事前のプレヒアリング含めて、納得性のあるプロセスを追求すること自体には賛同する。

		<ul style="list-style-type: none"> ・（日証協様より）主幹事証券の変更の容易性についてどう考えるか（発行会社のオピニオンショッピングによる弊害は生じないか）。 →日本は欧米と異なり証券会社による取引所への推薦が必須であることから、上場の2～3年前からリソースを割いて発行会社と推薦証券会社が二人三脚で上場準備を進めるが、この期間は証券会社にとって実質赤字となり、現状の小型のIPOも実質的には証券会社としては赤字である。証券会社は非営利団体ではないため、IPO時のスプレッド及びその後のセカンダリー市場における案件獲得等も当然視野に入れて赤字期間もサポートし、成長も想定よりも鈍化したりすることで、結果的にオフリングサイズが小さくなくても、それまで二人三脚で進めてきたことも踏まえ、最後までサポートするが、オフリングの主幹事証券の変更が容易となるのであれば、どの証券会社も合理的な判断として成長性や人気化が見込みにくい案件、小型想定の場合の推薦証券会社を務めなくなることも想定され、小型IPOへの影響も踏まえたうえで議論すべきであろう。また、大型化が想定される案件でも推薦証券会社としての苦労は他社に任せ、共同主幹事ステータスだけ効率よく稼ごうと考え始めることも想定される。日本特有の制度を横に置き、欧米と同様に選択肢を広げるのであれば、案件の絞り込みが当然生じるであろうこと、それによりエコシステムが構造的に変化する可能性も念頭に検討いただきたい。発行会社のオピニオンショッピングについては、“納得感”を高める観点から行われることを否定しないものの、実務の観点を踏まえた上での実効性も含めて議論すべき事項である。
2	C	<p>想定発行価格の決定において、発行会社（及び売出人）サイドから当該項目の考えが生まれると認識しますが、価格の観点においては想定発行価格よりも仮条件レンジ、そして公開価格がどの水準に決定されるのかがより重要であると考え、早い段階から共同主幹事体制を採用する場合を除き、想定発行価格を競争させることを目的として、情報や分析の点にて推薦証券会社対比で劣後する他証券会社にセカンドオピニオンを取る、或いは、主幹事を変更・追加する、というのは、適正な価格を追求する観点においてはその発見機能が損なわれる虞があり、望ましくないものではないかと感じることがある。</p> <p>ただし、小型IPOであっても早い段階から共同主幹事体制を取ることは可能であるため、通常2～3年程度の期間を掛けて準備をするIPOにおいて、推薦証券会社サイドがそれを受け入れられるかが重要であり、セカンドオピニオンを出す証券会社サイドは共同主幹事として関与する準備がない場合には、無責任な発言は控えるようにすることが対象案件にとっても良いのではないと思われる。</p> <p>なお、長い年月・期間を掛けて行う上場準備プロセスにおいては、バリュエーション以外の点において推薦証券会社に対して不満を感じることがあると思われるため、補完的な位置付けとして共同推薦証券会社体制を取ることは否定されるべきものではない。</p> <p>小型IPOにて共同推薦証券会社体制を採用する場合、証券会社側では投下するリソースに対する対価（フィー）が大きな共同</p>

		推薦証券会社体制を許容するかどうかの判断材料となるため、例えば、特に時間及び労力を要することとなる証券審査のあり方（No. 9）を見直し、証券会社の負荷を軽減することが何らかの形で出来るのであれば、発行会社及び証券会社双方にとって採用し易く、受け入れられやすくなるのではないかと考える。
3	D	<ul style="list-style-type: none"> ・共同主幹事の採用はメリットが多くある反面、発行会社を含む案件関係者により多くの調整コストを負荷することになるため、回避する方向に傾きがちである。 ・但し、発行会社がメリットを感じて採用する場合には、その判断を柔軟に受容れるように既存の主幹事会社を含めて前向きに対応すべきと考える。 ・一方で、ファイナンス主幹事の交替については、推薦証券という制度があるために容易ではなく、発行会社としては上場時期の変更を受け容れる以外に道が無いのが実態である。制度設計の変更が可能かどうか確認すべき。 ・主幹事変更が容易になったとしても、調整コストが発生するのは事実であり、発行会社がオピニオンショッピングを行うことは自らのレピュテーションをリスクに晒すこととなるため、弊害の発生が顕著になることは無いものとする。
4	F	上場推薦審査を価格決定に携わる主幹事証券会社が担うことに対しては一定の効率性がある一方で、証券会社によるホールドアップ問題を深刻化させ、発行企業が不本意な譲歩をせまられる可能性がございます。上場推薦審査を証券会社以外の他の企業や監査法人等が担えるのであれば、その選択肢を妨げる必要はないかと思えます。主幹事証券会社の変更や追加なども行いやすくなることで、競争が促進され、結果として過小値付け問題等を小さくする可能性が高まると考えられます。
5	I	共同主幹事というのはすでに一般的になっており、大きな改善の必要を感じない。主幹事というより推薦証券という仕組みが①本邦 IPO プロセスの複雑化・長期化、②証券会社の圧倒的なパワーバランス（IPO の可否を証券会社が握る ため発行会社の立場が著しく弱くなる）という非常に大きな課題だと感じる

6. アナリストのカバレッジ強化

No.	回答者	ご意見等
1	A	<ul style="list-style-type: none"> ・日証協の「アナリスト・レポートの取扱い等に関する規則（※）」にて、証券会社が顧客に対し、アナリスト・レポートを執筆すること又はアナリスト・レポートにおいて一定の表示・評価を行うことを約束すること、申し出ることは禁止されており、記載されているような小型 IPO への価格面のけん制効果を目的に、推薦証券によるアナリストカバレッジを約束できるものではないと理解している。世界的にみても、アナリストのカバレッジを梃にビジネスを獲得することや、投資銀行サービスとアナリストの独立性のコンフリクトの整理は問題視されているため、それらを踏まえた上でのルールは確り作って頂きたい。また、上場後、機関投資家側のニーズが殆ど無い発行体も多く存在することにも、議論において留意が必要なポイ

		<p>ントである。</p> <p>(※) (顧客への約束等の禁止等)</p> <p>第 12 条 協会員は、引受部門、投資銀行部門、法人部門、営業部門等の役職員が、当該部門の顧客又は見込み顧客に対し、当該顧客に関するアナリスト・レポートを作成すること及び当該顧客に関するアナリスト・レポートにおいて一定の表示又は評価を行うことを約束し又は申し出ることのないよう指導及び監督しなければならない。</p>
2	D	推薦証券によるアナリストカバレッジ強化策は、アナリスト規制とは相容れないと考える。
3	I	①公開価格の客観性向上、②機関投資家へのアクセス、③証券会社のアカウントビリティ向上と牽制、という様々な観点から非常に有用な施策だと考える。会社として値決めのプロセスに関与し、主体的に投資家に勧誘する以上、その価格を会社としてサポートできないという状況は矛盾するのではないかと感じる。現状はカバレッジがないことで投資家の認知がない、投資判断に十分な情報がない、というケースが非常に多く、日本の株式市場で大きな機会損失を生んでいる。

7. ロックアップ条項の見直し

No.	回答者	ご意見等
1	C	“現状”欄に記載の通り、過去の IPO においては IPO での売却よりも高い価格での売却を企図したオフリングサイズの極小化が行われた事例の存在は否定できないものと感じており、IPO が資本市場を使った錬金術の場とマーケットから捉えられないようにするためにも、業界として何らかの取り組みを足並み揃えて行えると良いのではないかと考える。
2	D	株価変動による解除条項を設けないことは、売出人や大株主による売買の自由を一切認めないこととなる為、そもそも市場需給の安全弁としての役割を担うロックアップそのものを対象者が受容れない事態となる虞がある。
3	F	ロックアップ契約は、インサイダーが IPO 直後の株価変動に伴う割高価格で売り抜けること（機会主義的行動）が無いという保証を投資家に与えるための契約だと理解しています。前回の意見書でも述べさせていただきましたが、割高価格になる場合に自動的に解除される条項が付与されることは、こうした保証は意味を持たないと考えております。解除条項を付けないことが望ましいですが、どうしても解除条項が必要であれば、せめて数営業日前にロックアップが解除される旨、公表されるような慣習があると望ましいと思います。
4	G	株価変動による解除条項は設けない方が望ましい。投資家としても、日々の株価を常に監視しているわけではないため、ロックアップの解除による潜在的需給の変化を把握できないケースがありうる。

5	I	弊社の IPO において、既存株主が売却するために株価基準のロックアップを付けるという圧力や、公開価格を抑えるという力学を感じたことはない。既存株主は公開価格を下げると売出しの価格が低くなるので、合理性が無い。他方で、海外は期間ロックアップが一般的であり、海外の機関投資家を想定するとロックアップの基準をアップデートしていく必要は感じる。
---	---	---

8. 入札方式の改善、ダイレクトリスティングの導入

No.	回答者	ご意見等
1	C	IPO ポップを理由として検討されるものではないと感じているが、議論をするためにも、何を基準に小型 IPO と分類するのかを明確にする必要があるかと考える。
2	D	<ul style="list-style-type: none"> ・入札方式の改善やダイレクトリスティングの導入については、議論すべきと考える。 ・発行会社の選択肢が増えることは歓迎すべきことであるが、一方で、小型 IPO だから入札方式であるべき、というような硬直的な論調は避けるべきと考える。
3	F	<p>現状のブックビルディング方式が最も優れた IPO 価格の決定方式とは言えません。企業や参加する投資家に応じて適切な IPO 価格形成方法が異なっている可能性はございます。</p> <p>米国では、ブックビルディング方式が主流で過小値付け問題やセンチメント IPO ポップの問題は比較的小さいものの、他の公開価格決定方法について試行錯誤を続けております（ダイレクトリスティング、ダッチオークション、ハイブリッドオークション、SPAC 等）。特に、先駆的な企業ほど率先してより適切な IPO 価格形成や割当を考え、チャレンジを続けています。こうしたチャレンジが米国の IPO 市場をより良くし、他国の市場と比べ競争力のある市場へと作り上げています。日本でも、大型 IPO などでは海外の機関投資家を加えるべく、臨報方式やグローバルオフリングなど IPO 企業や証券会社がチャレンジを続けてきたことで、潜在的な IPO 企業の割当の選択肢を増やし、IPO をより魅力的なものにしています。<u>日本の IPO 市場をより魅力的なものにするためには、チャレンジの排除やその環境を妨げるべきではないと考えます。</u></p> <p>小型 IPO は大型 IPO と比べ機関投資家が参加しにくく、ブックビルディング方式での価格付け・割当機能が十分果たされにくいと考えられます。結果として、小型 IPO の方が過小値付け問題やセンチメント IPO ポップの問題が深刻であることは事実かと思えます。しかし、ブックビルディング方式が機能しないからと言って、小型 IPO を妨げるべきといった制度改正は望ましいとは思えません。<u>ブックビルディング方式のために IPO があるわけではなく、IPO のために価格決定方式があるのです。</u>ブックビルディング方式はあくまで IPO の価格決定方式の 1 つでしかありません。小型 IPO が上場できるのは、他の国の市場に無い良い所とも言えます。良いところを伸ばすような、小型 IPO 企業でも適切な価格付けができるような市場にすることこそが東証の魅力を高めることに繋がるのではないのでしょうか。今後、技術革新等を通じて言語の壁など様々な障壁が無くなり、国外の取引所</p>

		<p>やささまざまな形態の PTS へのアクセスが容易になりつつあります。取引所の国際競争を考えるうえで、他の取引所に無い特徴や経験の蓄積は東証の武器になりうると思います。</p> <p>日本の入札方式（ハイブリッドオークション）は 1997 年以前に利用されていた方式（現在も認められているはず）ですが、現在のブックビルディング方式より過小値付け、センチメント IPO ポップの問題は小さく、当時の米ブックビルディング方式と比べても遜色のない水準だったのはいくつかの研究で実証されております。もちろん、当時の入札方式のあり方にも問題はあろうかと思えます。修正すべき点があれば修正し、日本型の入札方式やダイレクトリスティング方式が機能するための試行錯誤・チャレンジをできる環境を妨げるべきではないと思えます（むしろ、応援するべきではないでしょうか）。</p>
4	I	<p>個人配分が多い IPO において、機関投資家にヒアリングする BB 方式は売り手と買い手の意向を反映できない、歪みのある仕組みであると考えます。ダイレクトリスティングや SPAC などは、自社で IR する力があるなど特定の発行体によっては望ましい手法であると感じる。他方で、そういった会社は既存の IPO を成功させる力もあるのではないかと。どちらかというところとプライシングの課題というよりは、先行投資が大きく時間軸の長い基礎研究や大規模な CAPEX が必要な会社は SPAC など有効な手段だと感じる。</p>

9. 上場推薦審査の在り方

No.	回答者	ご意見等
1	C	<p>関係者間にて、特に小型 IPO における共同推薦証券会社体制或いは共同主幹事体制の採用、また、主幹事の変更等（No. 5）をより促進、推奨したいということであれば、IPO プロセスにおいて証券会社側にとって最も人的リソース及び時間が掛かるところが上場推薦審査対応と理解するため、諸外国のように取引所にこれらを担って頂くなどの検討が必要なのではないかと考える。</p>
2	D	<ul style="list-style-type: none"> ・「5. 主幹事証券の追加・変更」とも密接に紐づく論点である。 ・現在の日本の株式資本市場において、IPO 企業の品質維持に主眼を置くべきか、寧ろより使い勝手の良い柔軟性に富んだ競争原理が働く市場に舵を切るのかの選択が問われるイシューであり、関係者間で議論を深めるべきと考える。
3	I	<p>証券会社の推薦書によってのみ東証審査を受けられる推薦証券の制度には、とても大きな課題を感じている。また、審査が 2 回あることで本邦 IPO の品質が高いかということ、そうではない（上場後の株価推移及び事業成長はご案内の通り）。スタートアップ、証券会社双方に甚大なコストが発生しており、弊害が圧倒的にベネフィットを上回っていると感じる。北米でもブックランナーはいるが、審査を個別に 2 回するような慣例はない。もし完全に撤廃できない場合、期間を明確に定義して短縮する、審査項目をクリティカルなものに限定して減らすなど、改善に務めるべきである。</p>

4	J	<p>取引所では、新規上場申請者の提出する有価証券新規上場申請書の添付書類として「幹事取引参加者が作成した『推薦書』」の提出を求め（有価証券上場規程第204条第2項、同施行規則第204条第1項第7号a）、幹事取引参加者には（あらかじめ）「有価証券の上場適格性に関する調査体制を整備」（取引参加者規程第22条の4第1項）するよう求めています。現在の枠組みは、金融庁の「証券会社の市場仲介機能等に関する懇談会」論点整理（2006年6月30日付）及び当該論点整理を受けて、貴協会が設置した「会員等における引受審査のあり方等に関するワーキンググループ」の最終報告（2007年2月22日）を踏まえ、その実効性を補強する観点から、取引所が2008年1月1日付で制度改正を実施したものです。本件の見直しをご要望いただく場合には、2007年の貴協会ワーキンググループの提言に基づく取組全般の実効性評価を、あらかじめ貴協会において適切に行っていただくようお願いいたします。なお、2008年の制度改正後の実務の運用状況を踏まえ、取引所では、2011年及び2012年に、上場審査の「標準審査期間」の設定や審査手続きの簡素化などの制度改正を実施しておりますが、仮に「推薦書」制度の廃止を含む見直しを検討する場合には、これらを含む新規上場プロセス全般を取引所において見直す必要が生ずると想定されます。</p>
---	---	---

10. 赤字上場の緩和・大型上場の促進

No.	回答者	ご意見等
1	C	<p>魅力あるスタートアップ企業の上場に向けて、是非とも継続的に検討していくべきポイントと理解するものの、取引所及び証券会社に加え、価格決定に対する影響力を持つ機関投資家、特に国内機関投資家からの理解を得られる形での上場基準の緩和が必要であり、蓋を開けたら投資意欲を示す投資家がいなかった、ということ避けなければならない。</p> <p>ただし、赤字上場の緩和には、PDRR など発行会社の開示以外の情報ツールも合わせて用意する必要があると思われ、その場合、やはり小型 IPO は対象となり難くなるのではないかとと思われる。</p>
2	D	<ul style="list-style-type: none"> ・日本の株式資本市場に真のリスクテイクと言える大型投資家が備わっているかどうか、この1点に尽きる。 ・現状では、海外機関投資家がこの役割を担っているが、ホームグラウンドである日本市場において本邦機関投資家が厚みを増さないと海外勢とリテール頼みであり、従来のマーケット構造からの脱却は困難、規制緩和だけでは対処できないと考える。
3	I	<p>キャピタルマーケットである株式市場は、その名の通り発行会社にとって成長資金を獲得し、事業成長の末に利益を還元する場だと考える。順番を間違っはいけない。赤字上場に対して過度に厳しい上場審査は、成長企業における先行投資の阻害や審査コストの増加に加え、リテール含む市場参加者の利益至上主義を増長している。結果、上場後の株価形成や成長資金の獲得において大きな弊害になり、影響範囲は広く深刻な課題である。早急な改善が必要となる大きな課題だと感じる。</p>
4	J	<p>取引所では、かねてより、ご指摘の「赤字」企業による新規上場への対応を含めた上場制度整備に取り組んでいます。最近に</p>

	<p>おいても、昨年11月に「赤字」企業に関する2つの上場審査基準・運用の見直しを実施したところであり、本年に入って、市場第一部に赤字で上場する事例のほか、マザーズへの赤字上場の件数も増加傾向にあります（最近1年間で20社以上が上場）。</p>
--	--

11. 初値形成までの成行注文の禁止

No.	回答者	ご意見等
1	D	マーケットが出来ていない需給的に不安定な状況の下において成行注文を認めることは、株価のボラティリティ増幅を助長することに繋がると懸念される。全投資家において少なくとも初日においては成行注文を制限した方が良いと考える。
2	I	IPO ポップに際してどれ程の影響があるのか肌感覚はないが、理屈として高騰を助長している可能性はあると感じる。禁止にすることで改善するなら、検討の価値はあるのでは。

③その他

No.	回答者	ご意見等
1	A	<ul style="list-style-type: none"> 委員より、「現在検討されているプレヒアリング等の改善策は一定のオフリングサイズを前提にしたものである。国家戦略に関わる部分にもなるが、IPOに一定のサイズ基準を設けることも本質的に本WGで議論すべき事項ではないか」との提案がなされたが、本質的な論点であり、本WGでも確りその点も議論することは重要であり、議論することに賛同する。 本WGの初回会合にて私より提言した通り、他国にはないマザーズ市場の特質性が、アーリーステージにあり業績のボラティリティの高いスタートアップ企業の他国に比較した高いバリュエーションでの上場を可能とし、これまで日本のスタートアップエコシステムを支えてきた。しかし、足元では過去においては課題であった未上場企業の資金調達環境が急速に改善しており、比較的アーリーステージの企業が上場する意味合い、それをエコシステムとして支える意味合いが大きく変化しており、東証マザーズが果たしてきた役割と今後果たすべき役割を考え、多様なステークホルダーの意見を参考にしながら、日本の資本市場が今後どのようにあるべきか議論をしていきたい。
2	B	<p>IPOのプライシングの議論は、発行会社とその既存株主（売出人を含む）の観点と、IPOで買い手となる投資家側の観定の双方が考慮されねばならないところ、本WGでは、後者の観定の意見の機会が少ないと感じております。たとえば、初値と公開価格の乖離について、前回のWGまでは、発行会社、売出人の機会損失という観点だけで論じられてきましたが、前回WGでは、機関投資家の委員から、初値で購入後、損失を抱えた投資家から、IPOの配分を受け利益を得た投資家に対し、利益が移転しているに過ぎないという構図の指摘がありました。かかる指摘が、漸く第3回WGで初めてなされたのは、委員の構成比が、証券会社</p>

		<p>以外では前者に偏在しており、結果として投資家側の意見表明の機会が限られているためだと考えられます。したがって、今後のWGについては、より意識して、投資家側の意見を都度求める議事運営が肝要だと考えます。</p>
3	D	<p>今回の検討項目の実行は、本邦の株式資本市場の魅力向上に向けた第一歩の施策であるとする。一方で、かかる項目の実行がアンダープライシング問題の解決に直結するとは限らないと理解しており、各委員の方々が此の点に過度の期待を抱いていないかが気になる。</p>

以 上

注：本資料は現時点のドラフトです。

意見照会結果を踏まえ、第4回WG資料は別途作成いたします。

2021年11月2日時点

<日証協規則、実務等に関連する論点>

No.	項目	現状	対応案（例）	参考条文等
1	機関投資家との対話、親引け規制の見直し	<ul style="list-style-type: none"> ・ IPO 時の配分比率が米国では機関投資家 77%であるのに対し日本では個人投資家 70%であることの課題の指摘がされている。 ・ 開示を前提に、IPO 前に中長期保有の確約（ロックアップ）を得た機関投資家に一定数量の株式を割当てての合意が得られていれば、上場後の株価の安定性が期待できる。 <p>（注）香港では、IPO の上場承認（又はブックビルディング開始）前に中長期保有を確約した投資家への配分の合意がなされ、目論見書等において、当該投資家の概要及び投資金額が開示される仕組み（コーナーストーン投資家制度）がある。</p> <p>なお、コーナーストーン投資家への勧誘は、上場申請書が取引所へ提出され、公表された後に行われる。機関投資家の投資意向が明らかになっている場合、企業価値評価の高まりも期待できる。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ また、発行会社から証券会社に対し、ブックビルディングの手続き前に具体的な機関投資家への割当指示（親引け）を行うことは、日証協の親引けガイドラインにより一定の制約がある。 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 機関投資家の比率を高めたいニーズのある発行会社について、有価証券届出書の提出前も含め、発行会社と機関投資家の対話機会を増やすことにより、機関投資家の投資方針を確認した発行体が当該投資家への割当て適否について判断しやすくなる。また、有価証券届出書の提出後において、中長期保有の確約（ロックアップ）を得た上で機関投資家の投資サイズに見合った一定数量の株式の割当てが行いやすくなることも期待される。 ・ そこで、有価証券届出書提出前に機関投資家との間で可能となるコミュニケーションの範囲等の確認及び明確化や、証券会社が発行会社に機関投資家を紹介すること等の是非についての明確化を図り、機関投資家の参入を促進してはどうか。ただし、これらの検討にあたっては、届出前勧誘規制を踏まえ、慎重な対応が必要。 ・ なお、有価証券届出書提出後の訂正届出書において、機関投資家に株式が割当てられることの周知と割当て株式数が明示されることにより、他の投資家は投資判断に関する追加的な情報 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 金商法第4条第1項 ・ 日証協配分規則第2条 ・ 日証協親引けガイドライン【参考1】

No.	項目	現状	対応案（例）	参考条文等
			<p>を得ることができ、企業価値評価の高まりにつながる可能性もある。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・また、日証協親引けガイドラインを改訂し、発行会社の指示による中長期保有目的の機関投資家に対する株式の割当てを明示的に許容することも検討してはどうか。 <p>(注)</p> <ul style="list-style-type: none"> ・コーナーストーン投資家の開示は訂正届出書で対応することでよいかご回答ください。 ・コーナーストーン投資家に期待する点や、コミュニケーションしたい内容をご教示ください。 	
2	価格設定の中立性の確保	<ul style="list-style-type: none"> ・証券会社には、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利益相反上の問題があるのではないかと指摘がある。 ・日証協規則において、証券会社が想定価格、仮条件又は公開価格を決定する場合、発行者又は投資者と業務上密接な関係にない部門においてこれらの価格の妥当性について確認しなければならない旨が規定されている。 	<ul style="list-style-type: none"> ・既に、日証協規則において条件決定に係る中立性の確保が担保されている中、更なる対応の必要性はあるか。 	<ul style="list-style-type: none"> ・日証協引受規則第26条【参考2】

No.	項目	現状	対応案（例）	参考条文等
3	配分先の保有状況の確認	<ul style="list-style-type: none"> ・ 本協会及び証券会社が配分先における新規上場銘柄の保有状況を確認する実務はない。 ・ 証券会社が、自社の特定の顧客に裁量的に配分しているのではないかとの意見がある。現行の制度について、個人抽選配分を 10%としている（全量抽選としない）理由は、短期保有目的の個人のみへの割当ではなく、中長期保有目的の個人への配分を確保するためとされるが、それが実現されているか実態確認が必要との指摘がある。 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 証券会社が中長期保有投資家に対して優先的に新規上場銘柄の配分を行えるというブックビルディング方式の有効性を担保するために、配分先における新規上場銘柄の保有状況を確認できることが望ましい、との指摘がある。 ・ 一方で、新規上場銘柄のセカンダリー市場での売買は必ずしも主幹事証券会社を通じてのみ行われるものではないことや、投資家においてはマーケット環境の変化等に応じて保有株式を売買することが当然に合理的であること等を踏まえると、配分先における新規上場銘柄の保有状況を確認することは現実的ではない、との意見もある。 ・ 上記のように、意見が対立する状況にあるが、本検討課題についてどのように考えるか。 	—
4	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	<ul style="list-style-type: none"> ・ 主幹事証券会社別の公開価格及び上場後株価等を公表することにより、発行会社における主幹事証券会社の選定の参考となるとともに、証券会社間での主幹事獲得競争が促進されるのではないかと、との指摘がある。 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 本協会が開示情報等から必要な情報を収集し、ウェブサイト上で公表することとしてはどうか。 	—

No.	項目	現状	対応案（例）	参考条文等
5	主幹事証券の追加・変更	<ul style="list-style-type: none"> ・案件によって、公開価格に対するセカンドオピニオンを受けることができる観点から共同主幹事を選任する事例がある。 ・発行会社との力関係により、主幹事証券が設定した公開価格に不満があっても、主幹事証券を変更しにくいのではないかと意見がある。 	<ul style="list-style-type: none"> ・公開価格に対するセカンドオピニオンを受けられることができる観点から、共同主幹事を推奨する声があるが、どう考えるか。 ・主幹事証券の変更の容易性についてどう考えるか（発行会社のオピニオンショッピングによる弊害は生じないか。）。 	—
6	アナリストのカバレッジ強化	<ul style="list-style-type: none"> ・小型 IPO の発行会社等について、推薦証券のアナリストがカバレッジをしていない場合も多い。 ・推薦証券によるアナリストカバレッジ強化を促進することで、推薦証券による客観的評価が行われることから、過度なディスカウントへの牽制効果が働くのではないかと意見がある。 	<ul style="list-style-type: none"> ・推薦証券によるアナリストカバレッジの強化について、アナリストによる投資推奨の中立性を確保するためのいわゆるアナリスト規制との関係からどのように考えるか。 	—
7	ロックアップ条項の見直し	<ul style="list-style-type: none"> ・現在、配分先や売出人とのロックアップ契約（一定期間は株式を売却しない契約）において、一定の株価変動がある場合にはロックアップを解除できる（売却できる）条項が含まれることがある。 ・そのような場合、ロックアップ契約を解除するため、あえてオフリングサイズを小さくし、セカンダリー市場での株価を意図的に吊り上げる行為が行われる懸念についての意見がある。 	<ul style="list-style-type: none"> ・ロックアップ契約について、株価変動による解除条項を設けない実務を検討できないか。 	—

<取引所規則等に関連する論点>

以下の項目について検討し、必要に応じ取引所に規則改正又は運用の変更について要望を行うこととしてはどうか。

No.	項目	現状	検討事項	参考条文等
8	入札方式の改善、ダイレク トリスティン グの導入	・現状、IPO はすべてブックビルディング方式とな っている。	・小型 IPO について、ダイレクトリスティングや 入札方式の採用も検討すべきとの声があるが、 どう考えるか。	—
9	上場推薦審査 の在り方	・上場にあたって、証券会社による審査の他、取引 所による上場審査が実施される。 ・証券会社による審査は、推薦証券会社としての上 場推薦審査及び引受証券会社としての引受審査 が実施される。 ・証券会社に課せられる審査義務が負担となり、上 場支援機能を有していない証券会社の参入障壁 となっているとの意見がある。	・証券会社が実施する上場推薦審査について、 IPO 企業の品質維持との関係でどのように考 えるか。	・東証有価証券 上場規程施行 規則第 204 条 【参考 3】
10	赤字上場の緩 和・大型上場 の促進	・上場の利益基準をクリアするため、上場準備期間 において設備投資を控える場合があるとの意見 がある。 ・利益が黒字であるかに関わらず、規模の大きな IPO を促進すべきとの意見がある。 ・大規模な資金調達ニーズはあるが企業価値の評 価が難しい企業についても上場促進すべきとの 意見がある。	・魅力あるスタートアップ企業の上場に向けて、 検討課題はあるか。	—

No.	項目	現状	検討事項	参考条文等
11	初値形成までの成行注文の禁止	<ul style="list-style-type: none"> ・新規上場銘柄について成行注文が認められている。 ・オフリングサイズが小さい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、初値が高騰する原因となっている可能性がある。 ・米国では、新規上場銘柄については初値が高騰する可能性が高いことを踏まえ、成行注文による新規上場銘柄の価格の無制限な上昇を助長すること及び成行注文を行った投資家が思わぬ価格で約定してしまうことを防止する観点から、初値が形成されるまで、証券会社が顧客から新規上場銘柄について成行注文を受注することを禁止している。 	<ul style="list-style-type: none"> ・新規上場銘柄について、初値形成前に成行注文が認められていることについてどう考えるか。 	<ul style="list-style-type: none"> ・東証呼値規則 第6条 ・FINRA ルール 5131 【参考4】

注：本資料は以下の略称を用いている。

金商法：金融商品取引法

東証有価証券上場規程施行規則：東京証券取引所「有価証券上場規程施行規則」

東証呼値規則：東京証券取引所「呼値に関する規則」

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