

1. 会合名	第5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12月21日（火）15:00～17:00
3. 議 題	1. 改善策の骨子（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	<p>1. 改善策の骨子（案）について 資料1及び資料2に基づき事務局より説明が行われた。</p> <p>2. 意見交換</p> <p><b>【主な意見等】</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 本ワーキング・グループ（以下「WG」という。）の今後の進め方について、資料において提示している改善策（案）をすべて実施するのか、それとも優先順位を付けて取捨選択するのか。報告書はどのように取りまとめるのかご教示いただきたい。</li> </ul> <p>⇒ 改善策（案）の項目①～⑰については、実務面での更なる検討や日本証券業協会の所管規則等を改正する場合の条文等を検討する必要があるが、改善策（案）の方向性については概ね賛成いただけるものと考えている。本日の議論を踏まえ、改善策（案）についての反対のご意見がなければ、資料に記載した内容を基に報告書を取りまとめる予定である。</p> <p>今後の対応については、各改善策（案）の項目のうち早期に実施できるものと検討に時間を要するものなど優先順位を整理した上で、順次実施することを想定している。（事務局）</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 「①仮条件の範囲外での公開価格設定」に関して、改善策（案）に概ね賛成である。相場までの期間短縮化の観点からも、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運用が望ましいと考える。一方で、仮条件の下限を下回る公開価格を設定する場合についても検討が必要ではないか。仮条件の下限を下回することは、その銘柄が不人気であることの証左とも考えられるが、そのような場合においても、投資家の意向を確認せずに公開価格を設定しても投資家保護上問題ないか。</li> </ul> <p>⇒ ご指摘の点は金融庁に確認の上、今後、整理していきたい。事務局案では、仮条件の下限を下回る公開価格を設定する場合についても、上限を超える場合と同様、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公開価格の設定を可能としてはどうかと考えている。「一定の範囲内」の詳細等については、今後整理したい。（事務局）</p>

⇒ 補足すると、米国では、オフリングサイズベース（価格のみならず株数も影響）で訂正届出書の提出要否が判断されると理解しているため、「④売出株式数の柔軟な変更」と併せて検討するものと理解している。

昨今、本 WG で議論を開始した当時とは市場環境が変わり、当時懸念していたとおり、現在株価が公開価格を割れている銘柄、さらに公開価格の半値以下になっている銘柄も多く存在している。改善策（案）の全体感としてはステークホルダーにとって魅力的なものとなっている理解だが、小型 IPO においては従前のおり、小型株特有の問題ということもあり、今回の改善策（案）では不十分な可能性もある。むしろ、公開価格がオーバーバリュであった可能性もある。そのような中、本 WG では、発行会社の納得感醸成と投資家保護の両面を確り勘案しながら制度設計を行う必要があることをあらためて認識している。

- ・ 「③有価証券届出書への想定発行価格や手取金概算額の記載方法の見直し」に関して、改善策（案）に「想定発行価格を記載する場合は発行会社に納得感のある説明が求められる」とあるが、納得感を醸成するためには根拠のある説明が必要であると考えている。発行会社から想定発行価格の根拠を求められた場合は、証券会社は算定根拠を詳細に説明し、発行会社がロードショー時に想定発行価格の算定式を利用できるようにすることを報告書で推奨してはどうか。経済学的にはアンカリング効果が生じる理由は情報が少ないことに起因する。委員からは、「想定発行価格の算定根拠を開示することは、かえって新たなアンカリング効果を生むおそれがある」旨の意見があったが、算定根拠が分からない場合と比較すれば、アンカリング効果の影響は小さくなると考えられる。新たなアンカリング効果を生むおそれがあるからといって、想定発行価格の算定根拠を明らかにしないことは望ましくない。

「⑦主幹事証券会社別の初期収益率等の公表」に関して、資料 20 ページに「（参考 5）初期収益率等の公表イメージ」があるが、マーケットリターンやリスクプレミアムを考慮しない上場 1 年後の収益率は情報としての価値が低いと考える。上場 1 年後の収益率を公表することはかえってミスリーディングになる可能性がある。公開価格の過少値付けを事後的に評価することを目的にするのであれば、マーケットリターンやリスクプレミアムを考慮しない株価収益率であれば、長くても上場 3 か月後の収益率までとすることが望ましいのではないかと考える。

米国では 2003 年に SEC の要請により NYSE 及び NASD が設置した諮問委員会において、「IPO のロードショーの内容についてすべて聴衆に提供すべきだ」という提言がなされたと認識している。米国において、ロードショーの内容を個人投資家が閲覧できるのであれば、日本においては IPO に参加する投資家は個人投資家が中心であるため、米国同様、個人投資家がロードショーの内容を閲覧できるよう、日証協が推奨する旨、報告書に記載してはどうか。

「⑩実名による需要情報・配分先情報の提供」に関して、ブックビルディングが適切に機能するためには「配分した株数」の情報が必要であるほか、可能であれば、発行会社へ提供する情報に「配分した理由」も含めることがよいと考える。前回のWGにおいて、委員からは「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」という発言があったが、これは、申込があった投資家に対して一律に配分された結果、一社当たりの配分数量が小さくなっているためではないかと推測している。つまり、「小規模な割り当てしか納められないからすぐに売却せざるを得ない」という割当は望ましいとは言えないのではないかと推測している。これは単にフリッパーを増やすだけである。より高く購入を希望する投資家や長期保有を希望する投資家に優先的に多く割り当てることは不公平ではない。むしろ、そうした投資家よりも低い評価をする投資家や短期保有の投資家と同様の水準で割り当てられることこそが、市場原理から考えて不公平である。こうした配分にならないように、配分理由を明確にし、抽選によらない配分については、「配分した理由」が発行会社に対して提供されることが望ましい。それにより、発行会社の納得感が高まると考える。「抽選によらない割当先の割当理由」の提供についても、日証協が推奨する旨、報告書に加えていただきたい。

「⑨株価変動時のロックアップ解除条項の見直し」に関して、「株価変動によるロックアップの解除条項を一律に設けないこととするのは、初値高騰を助長する可能性もある」とあるが、ロックアップの解除条項は、初値が形成された以降に発動すると認識しており、初値高騰を抑える効果は期待できないと考える。なお、IPOのデータを用いてテストを行ったが、株価変動によるロックアップの解除条項に初値高騰を抑える効果は見られなかった。ロックアップに冷やし玉効果を期待しているのは世界でもおそらく日本のみであり、また、SPACでの利用も含め、既存株主と締結するロックアップの重要性は世界的に広く認識されている。投資家から日本のロックアップ契約が有名無実であると捉えられることは、日本市場の信頼性に悪影響を与え得るため、株価変動によるロックアップ解除条項を見直す必要がないかしっかり検討すべきと考える。

⇒ 「③有価証券届出書への想定発行価格や手取金概算額の記載方法の見直し」に関して、「証券会社は（想定発行価格の）算定根拠を詳細に説明し、発行会社がロードショー時に想定発行価格の算定式を利用できるようにすることを推奨してはどうか」と発言があったが、バリュエーションの目線については、想定発行価格を記載しない場合であっても、発行会社と引受証券会社との間で合意形成がなされて決定される。つまり、この場合でも発行会社に対して十分な説明が行われる点は現行と変わりなく、また、発行会社がロードショー時にバリュエーションの考え方に

ついて機関投資家と議論を行うことも当然にあり得る。対機関投資家について言えば、想定発行価格を記載しない場合であっても、引受証券会社は、比較対象企業等に関する情報と併せて引受証券会社が算定したバリュエーションの目線を提供することになると考えられるので、本改善策（案）によって機関投資家におけるアンカリング効果は完全に消滅しないものの、アンカリング効果を低減させる効果はあると考える。

個人投資家向けロードショーに関しては、既に行っている事例もあり、費用対効果により、行うか否かを判断している。個人投資家向けロードショーとして、機関投資家向けロードショーと同様の内容とすべきかどうかについては様々な考えがあると思料するが、いずれにせよ、法令諸規則上、ロードショーマテリアルは販売用資料として位置付けられると認識しているため、個人投資家向けにロードショーを行う場合は、投資家保護上の審査を厳格に行う必要があり、機関投資家向けロードショーと比較して審査コストは跳ね上がる。個人投資家向けロードショーの実施の推奨について検討を行う際は、当該審査等のコストについても留意する必要がある。

「⑩実名による需要情報・配分先情報の提供」に関して、引受証券会社は、可能な限り恣意的な配分とならないよう公正な配分を意識している。一方で、発行会社及び投資家にとってどのような配分が妥当なのかという観点から、発行会社だけでなく引受証券会社に一定の裁量が与えられる必要もある。規則化に当たっては、この点を留意した上で検討いただきたい。

- ⇒ 引受証券会社は、現行も、一律に配分しているわけではなく、発行会社の意向、新規公開銘柄に対する投資家の強気又は弱気のスタンス、ロードショーにおける投資家の反応、投資家の投資方針などを総合的に考慮した上で最適な配分先を決定し、発行会社に対して丁寧に説明している。
- ⇒ 想定発行価格に関して、発行会社に対して詳細な説明が行われることが望ましいため、引き続き、丁寧な説明を行っていただきたい。

米国では、個人投資家も機関投資家向けロードショーの内容を閲覧できる環境が整備されていると認識しているため、同様の環境整備を行うてはどうかと考える。個人投資家向けにロードショーを実施し、関心を高めることにより、更なる資金の調達が可能であるのであれば、コストがかかっても実施する意味はあると考える。柔軟なプライシングプロセスを目的として、個人投資家も機関投資家向けロードショーにアクセスできるように環境整備を行うこと、又は個人投資家向けロードショーを実施することが選択肢となり得ると報告書に明記してはどうか。

配分に関しては、発行会社に提供する配分先情報に「配分した理由」を加えることで、一律に配分しているわけではなく、理由があって配分していることの証左になるため、発行会社における納得感の向上につながると考える。

- ・ 「③有価証券届出書への想定発行価格や手取金概算額の記載方法の見直し」に関して、「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」とある。これまでの議論を踏まえ感じていることは、証券会社は柔軟なオファリングプロセスを望んでおり、原則として、想定発行価格を記載せず、特殊な事情がある場合に想定発行価格を記載することになるかと認識しているが、どのような場合に想定発行価格を記載するのか、又は記載しないのかを明確化すべきである。

「④売出株式数の柔軟な変更」に関して、米国では、「登録届出書の訂正なしに実施可能」とあるが、日本における訂正届出書の提出が必要な理由や、訂正届出書の提出が必要な場合に、効力発生日をどの程度短縮すればどのような効果があるのかを予め明確化すべきである。

「⑦大型上場、赤字上場の取組み促進」に関して、赤字上場の取組みを促進するに当たり、形式的な P/L のチェックや短期的な収益率のみを確認する上場審査に留まるのではなく、企業価値や将来の成長余地を踏まえどのような企業であれば上場が認められるかをガイダンス等で明確化すべきではないか。

「⑧上場推薦審査の在り方」に関して、「上場推薦審査の証券会社の事務負担の軽減の検討」とあるが、上場推薦審査が必要となっている理由の明確化や、上場審査を踏まえたうえで証券会社の審査負担を軽減することが可能かを検討すべきである。

「⑨株価変動時のロックアップ解除条項の見直し」に関して、私見であるが株価が公開価格比 1.5 倍となった際にロックアップが解除される条項は規定されない方が望ましいと考える。株価変動によるロックアップ解除条項の有無により、ベンチャーキャピタルと発行会社との売出株式数に関する交渉のバランスが異なり、オファリングサイズや流動性にも影響が及ぶため、IPO Pop の観点のみから当該論点について議論すべきではない。

全体として、報告書を作成するに当たり、本 WG における議論は IPO Pop の最小化をゴールとしている点ではないことを明確化する必要がある。本 WG における議論の目的は、発行会社の納得感が欠如しているケースもある現状に対して、プライシングプロセス全体を見直すことにより、発行会社、投資家、証券会社などのステークホルダーにとってより魅力的なプロセスとし、結果的に発行会社の納得感の向上につなげる点である点を明確にすべきである。また、日本の市場の魅力を高めるために、グローバルスタンダードも考慮の上、改善策（案）を検討した点も明確化すべきである。

- ・ 「⑩主幹事証券会社別の初期収益率等の公表」に関して、「上場 1 年後の収益率を公表することは適切ではない」と意見があったが、当該意見に対して反対の立場である。IPO Pop は公開価格の過少値付けによってもたらされているのか、そうではないのかについては見方によっても異なり、本 WG においても明確な結論が得られたわけではないと認識している。上場後、期間が経過するにつれて株価が下落していることは、上場初期の株価は過

剰な期待によって形成されていたと考えることもできる。そのため、上場後、一定の期間後の株価を公表することは適切であり、短期的な株価のみ公表することこそがミスリードとなる恐れがあると認識している。

⇒ 長期保有を行う機関投資家としては、むしろ上場後3年、5年経過した株価の方が重要である。ただし、確かにマーケット環境の変化が株価に与える影響を考慮する必要もあるため、例えば、一定期間におけるTOPIXに対する相対パフォーマンスを公表すればフェアであると考ええる。

⇒ 私の意見は、マーケット環境や上場企業特有のリスクを反映しない株価を公表するのであれば、上場1年後の収益率を公表することはミスリードにつながってしまうのではないかという趣旨である。これらを反映できるのであれば、上場1年後の収益率を公表してもよいと考える。

⇒ そもそも主幹事証券会社、公開価格、上場後株価等は公表されている情報であり、それを日本証券業協会がどのように整理するかというだけの議論である。当然に、絶対株価を参照したい投資家も存在すれば相対株価を参照したい投資家も存在し、また、投資期間も様々であることからして、本WGで恣意的に決めるべきではない。情報をどのように分析するかは投資家に委ねるべきである。

⇒ ミスリードが起りやすい状況を理解した上で公表を行うのであれば、日本証券業協会が公表を行うこと自体望ましくない。仮に公表するのであれば、ミスリードを極力抑えて公表することが重要である。

⇒ 可能な限り多岐にわたる情報を公表した方がよいと考える。最低限として上場1年後の株価は必要と考えるが、平均収益率のみならず、各収益率の最大値、最小値、中央値や標準偏差なども公表してはどうか。恣意的に公表情報を限定すること自体ミスリードとなる可能性がある。

また、IPO Popの観点からは、発行・売出規模が50億円又は100億円未満の案件で起りやすいと考えられるため、発行・売出規模による区分は50億円又は100億円未満とそれ以上としてはどうか。

⇒ どのような形であれ情報を公表する以上、ミスリードが生じることは避けられないと考える。個人的には、公表する情報が正しく理解されて利用されるかについて疑問がある。仮に公表するならば、可能な限り恣意性のないよう公表する必要がある。その上で、本来であれば公表の必要が無いものと理解しているが、原案は、短期・長期の両者の株価を公表するとしており、落とすところであると理解した。

- ・ 「①仮条件の範囲外での公開価格設定」及び「④売出株式数の柔軟な変更」に関して、現行法令上は、公開価格及び発行・売出株式数の決定に係る訂正届出書の効力発生後に投資家に対して販売を行える建付けであるため、当該決定に係る訂正届出書の提出は必要であると認識している。

資料17ページの「(参考3)上場までの期間短縮化」について、改善案では、上場日がX日、公開価格設定日がX-3日とされている。特にマザーズでは、公募調達が必要となるため、上場日(X日)を受渡日とすると払込

日がX-1日になる。その場合、申込期間の最終日はその前日であるX-2日になる。X-3日が公開価格設定日及び訂正届出書提出日とすると、当該訂正届出書の効力発生日を当日としても申込期間は1営業日半になる。市場価格が既に存在するP0においては申込期間が2営業日確保されることが一般的であることに鑑みると、IPOにおいても申込期間が最低限2営業日確保される必要があるのではないかと考える。

⇒ 訂正届出書の効力発生日については、投資家保護の観点も踏まえつつ、どの程度短縮化が可能か金融庁とも相談したい。申込期間を最低限2営業日確保するために公開価格設定日をX-4日とすべきか、又は米国と同様にそもそも申込期間を撤廃できるかについては、今後整理する必要があると認識している。（事務局）

⇒ 公開価格設定日と上場日との関係について、日本ではIPOに参加する投資家は個人投資家が多く、このような日本と米国の投資家層の違いを考えると、米国の市場慣行（公開価格設定日の翌日に上場を行う）を日本に当てはめることは困難と考える。一方で、申込期間の必要性については検討の余地があると考えており、申込期間を撤廃するためには、ブックビルディング期間中に実質的に約定を成立させることができる仕組みを構築する必要があると考える。ただし、その場合は、訂正届出書の効力発生前に約定を成立させることについて整理する必要があるため、難しい問題であると感じる。

⇒ 申込期間の撤廃については、上場までの期間短縮化という観点のみならず、申込期間中に株式購入のキャンセルを行える現行の仕組みの改善にもつながると考える。ご指摘のとおり、確かに諸外国と比べて個人投資家の参加が多い日本において実務がワークするかという論点はあるが、投資家がしっかり責任をもってブックビルディングに参加し、そのブックに基づき公開価格を設定するという当然の仕組みの実効性を向上させるためにも、申込期間の撤廃については積極的に議論すべきと考える。

⇒ 申込期間の扱いについては法的整理が必要である。また、米国では、ブックビルディング時のオーダーの時点で証拠金を拘束し、配分決定と同時に約定・入金が発生する構図だが、日本では、約定確認を行ってから入金を行っている。申込期間の撤廃については、2014年6月に報告書が出された日本証券業協会の「我が国経済の活性化と公募増資等のあり方分科会」においても議論が行われた過去があるが、その報告書に記載されているとおり、ブックビルディング時のオーダーと約定との関係について法的整理が検討されるも結論は出ておらず、入金の実務についても併せて検討を行う必要があることから、法的なハードルは高く、慎重な検討が必要であると考えている。

- ・ 「⑪実名による需要情報・配分先情報の提供」に関して、発行会社の納得感を醸成するためには重要であると考えている。現行、引受証券会社は、事前に

発行会社と配分先について協議を行った上で配分を決定するとともに、日本証券業協会の自主規制規則に基づき、配分先情報を発行会社に提供している。一方で、仮条件を設定するに当たり参考となるロードショー時の機関投資家からのフィードバックについて、海外では、機関投資家の実名でのフィードバック内容を発行会社に提供する実務があるが、国内機関投資家は実名での提供に抵抗を示す場合が多いと認識している。発行会社の納得感を高めるために、ブックビルディング時の需要情報は然ることながら、仮条件設定時のフィードバック内容についても、実名で提供できることが望ましいと考える。

⇒ 昨年度、日本証券業協会の「社債券等の募集に係る需要情報及び販売先情報の提供に関する規則」が制定され、投資家の需要情報及び販売先情報を、原則として実名で発行会社に提供することとされたが、規則制定時からこれまで投資家から大きな反対の声は聞いていない。現在は、慣行として匿名で提供されていることを踏まえると、ロードショー時の機関投資家からのフィードバック内容及びブックビルディング時の需要情報についても実名で発行会社に提供することを規則化すれば、特に支障なく行えるのではないかと前述の規則制定後を踏まえて想定している。

⇒ 当社は、実名で提供されることに異存はない。

⇒ 機関投資家のフィードバック内容や需要情報を実名で発行会社に提供することは、証券会社や発行会社との責任あるやり取りや対話につながると考えているので、当社は基本的には実名提供に賛成である。一方で、提供される需要情報の中に発行会社の株式を買うか買わないかといった機関投資家としての投資判断まで含めてしまうと、答えづらい話も出てきてしまうことが想定される。市場関係者の参考意見として、価格のフィードバックについて積極的にコメントを行うことは可能だが、投資判断まで含めてしまうと前述のとおり回答を控える社も想定されることから、機関投資家の需要情報と投資判断は区分して管理を行うことが望ましい。

⇒ 機関投資家のフィードバック内容や需要情報が実名で提供されるようになれば、ロードショー時点での説明先と実際の配分先との整合性について、証券会社は発行会社に対して納得感のある説明を行うことができる。

- ・ 今般の議論では様々な論点が含まれているが、報告書を取りまとめるに当たり、全体のフレームワークを冒頭に示すことは非常に重要であると考え。プライシングの論点について、経済学的には不完備契約が発生（ホールドアップ問題）するため、細かいルールを決めていたとしても、実務上は適切に運用されるかは不明瞭である。一連の IPO プライシングを改善するためには、市場参加者における分かりやすいインセンティブ構造を与えることが本質的な解決策だと考える。



各論については、日本において小型 IPO を成立させるための要件となっているものも存在すると思われる。小型 IPO はそもそも日本特有かと認識しているが、小型 IPO を成立させるために株価変動によるロックアップ解除条項が設けられている可能性もあるのではないかと。また、上場推薦審査について、小型 IPO においては発行会社の内部統制にそれほど期待ができないため、取引所審査等によって外部の機関がサポートする体制が必要となっているのではないかと。

公開価格の設定プロセスの見直しを行うことで現状の問題点について改善されたとしても、その結果、最適な価格設定にはつながらないということを経験し、報告書上明確にするべきである。また、証券会社のみならず、市場参加者が協力することで適正な価格が形成されるものであることも、記載した方がよい。

この約 10 年間で、スタートアップ界隈を取り巻く環境も改善されてきたものと認識しており、ベンチャーキャピタルが供給する資金の量も以前に比べて格段に増加してきている。また、未上場時点から機関投資家が投資を行うことも増えてきており、結果として大型上場に結びつく案件も増えてきている。報告書を取りまとめるに当たっては、小型 IPO を前提とすることは適切ではなく、理想である大型上場を前提として立つ必要があるのではないかと。

発言の総括となるが、まず不完備契約の論点について、インセンティブの運用は関係各所で適切に行う必要があると考え、制度上障害となっている論点については、講じる改善策の内容を報告書に記載することがよいと考える。

次に、株価変動時のロックアップ解除条項に係る論点について、マーケティング等の観点を踏まえて早期の上場を望む発行会社が、当該条項が含まれることも納得した上で契約がなされているケースも考えられる。米国において株価変動によるロックアップ解除条項が規定されることが一般的でないからといって、当該条項を一律に設けないことは急務であり、他の論点との兼ね合いも検討すべきである。私見としては、契約自由の原則に基づくべきだと考えており、ロックアップ契約の内容について何か制限を設けることは適切ではないと考えている。

- やはり優先順位や施策相互の因果関係を考慮して、よりインパクトのある施策にフォーカスすることが肝要であると考え。その前提において、今般の見直し項目で重要だと考えているのは、「①仮条件の範囲外での公開価格設定」、（「④売出株式数の柔軟な変更」を含めた）「②上場日程の期間短縮・柔軟化」、「⑩親引け規制の明確化」、「⑪実名による需要情報・配分先情報の提供」である。

「⑥価格設定の中立性の確保」、「⑫発行会社への納得感のある説明」、「⑬主幹事証券会社の追加・変更等」については、曖昧な表現となっている

箇所もあり、現状の粒度で報告書に記載することは難しいのではないかと考えている。

「⑩大型上場、赤字上場の取組み促進」について、ガイドラインのような形で一定の基準（例えば Rule of 40%：企業の売上成長率と営業利益率を合算した数値 $\geq 40\%$ を満たせば、営業利益率がマイナスとなっても許容される）を示すことがよいのではないかと考えている。

「⑪実名による需要情報・配分先情報の提供」について、証券会社が配分先を決定しており、かつ発行会社がどの投資家に対して配分が行われたのか不明瞭な実態があるのであれば、違和感を覚える。

「⑫上場日程の期間短縮・柔軟化」について、期間短縮化のボトルネックが個人投資家の存在であれば、個人投資家への割当比率を下げればよいのではないかと。

「⑬有価証券届出書への想定発行価格や手取金概算額の記載方法の見直し」について、想定発行価格の記載の有無で効果があまり変わらないという話であれば、「①仮条件の範囲外での公開価格設定」における対応のみでもよいのではないかと。

「⑭株価変動時のロックアップ解除条項の見直し」について、プライシングが低く設定された時の代替措置として、当該条項が付与されるものと理解しており、プライシングに係る納得性が高いのであれば、当該条項は不要として整理することも考えられる。

なお、ここまで述べていない項目については、先程議論に挙げた「⑦主幹事証券会社別の初期収益率等の公表」も含めて、重要な項目であるとは考えていない。

- ・ 本 WG における議論のテーマとして IPO Pop の軽減もあるものの、市場流動性などにも起因する IPO Pop のみを持って証券会社の評価を下すのはミスリードになると考える。同時に、中期的な価格推移で公開価格と近似しているケースも、そこに至るプロセスを無視した結果論であり、仮条件の範囲に制限された構造的なプライシングの機会損失や、様々な会社がビジネスモデルや未上場時の IR など無視して一律で割り引かれる IPO ディスカウントなどは、結果の株価にかかわらず改善の余地があるのではないかと。そういった短期的に実行可能性の高い論点にフォーカスして議論を行い、詳細を詰めたほうがよい。また、ガイドライン等で指針を示せるのであれば、併せてお願いしたい。

今回、改善策（案）の骨子として挙げている項目について、全てそのまま実現させるということではないと思うが、そもそも重要性が乏しい項目もあるかと思われるので、そのような観点からも項目を整理した上で実現に取り組んでいただきたい。

- ・ 最近の IPO については、WG での議論を一部踏まえた上で上場プロセスが進められたと思っており、その中で出てきた課題等を踏まえて、改めて WG でも検討することは有意義と考える。

その観点では、個別の発行会社の時価総額が小規模であることに加え、市場自体も小規模であることを踏まえて議論する必要があると考える。マザーズは時価総額が 3 兆円程度、上場会社数は 400 社程度、1 日の売買代金は 1,000 億円程度といった状況において、ここ最近では 30 社程度の会社が上場している。直近、マザーズ指数は 20% 程度下落しており、海外市場と比較しても大きな下落率であるが、これは市場としてオーバーキャパシティであったことも要因の一つとして、既存のマザーズ上場銘柄の売却につながったとも考えられるのではないかと。また、IPO 直後の銘柄についても換金売りの対象となった結果、公開価格を下回る株価となっている企業も見受けられる。個人投資家に対しても追証などの影響はあったと思われる。

証券会社や投資家のキャパシティについては WG でも意見があったが、これに加えて市場としてのキャパシティという議論も重要と考える。本日の WG の議論とは離れるかもしれないが、例えば、1 日又は 1 ヶ月に上場する社数の上限、市場の流動性などを踏まえた何かしらの制限を設けることも考えられる。証券取引所に関する論点であるかもしれないが、上場会社数を含め市場規模が大きくなって受け止められる市場構造とする必要があると考える。

また、最近の IPO を見ても、WG の議論などを受けて個人投資家は大規模な IPO を避け、小型の IPO Pop が期待される IPO に参加していることが見受けられる。コーナーストーン投資家も参入するなど、しっかりとした IPO プロセスを行ったと考えられる大規模な IPO ほど、パフォーマンスが芳しくないといった状況がみられる。

- ・ 投資家側のキャパシティに係る議論にもつながるが、具体的に制度の見直しを行うに当たっては、複雑なルールや煩雑な手続きにならないようにすべきである。機関投資家といっても、ポートフォリオマネジャーやアナリストの人数が 1 桁の会社から数百人の会社が存在する。当社では様々な種類のファンドが存在している中で、アクティブファンドとしての日本株への投資額は合計 3 兆円程度になるが、日本語ができる日本株専任のポートフォリオマネジャーやアナリストは 10 人程度である。資産運用業界も手数料の値下げ競争や人材獲得の競争があることから、人材を増やすことは容易ではない。また、昨今の ESG をはじめとしたエンゲージメントへの対応も増えており、発行会社のインフォメーションミーティングやロードショーに割くことができる時間も限られている。個人も含めた投資家の立場としては、IPO 銘柄だけではなく、既に上場している数千社の中から銘柄を選択することが可能であり、極端な話をすれば IPO に参加しなくても運用は可能である。IPO へのプロセスが複雑化、煩雑化した場合、よほどのリタ

ーンが期待できない限り、投資家は IPO から離れてしまうおそれがあると考える。

その上で各改善策（案）について意見を申し上げますと、「③有価証券届出書への想定発行価格や手取金概算額の記載方法の見直し」に関して、投資家の立場としては時価総額の概算が分からないとインフォメーションミーティングに参加するかどうかの判断が難しい。有価証券届出書に想定発行価格を記載するかどうかは別にして、実務上は時価総額の概算が分かることが望ましい。

「④売出株式数の柔軟な変更」に関して、事前に売出株式数に変更される可能性がある旨が投資家に対して分かるようにすべきと考える。

「⑨プレヒアリングの留意点の周知及び実施の推奨」に関して、子会社上場の際のプレヒアリングにおけるインサイダー情報の取扱いについては改めて整理が必要と考える。規模の小さな IPO にも関わらず、当該 IPO に係るプレヒアリングに応じたからといって、インサイダー規制により、当該 IPO 企業の親会社の株式の取引が制限されることは望ましくない。

⇒ プレヒアリングにおける法人関係情報の取扱いについては課題と認識しており、子会社上場に係るプレヒアリングを実施するという観点から法人関係情報との関係の整理が必要と理解している。付言すると、国内投資家だけではなく海外投資家にもプレヒアリングを行うことから、異なる法域であっても法人関係情報や MNPI（Material Non-Public Information）に該当しないのかを精査する必要があると考える。

- ・ 「⑩親引け規制の明確化」に関して、現行の親引け規制を活用して疑似的なコーナーストーン投資家制度を導入する趣旨と理解している。改善策（案）では、機関投資家と発行会社の相対での会話で成り立っており、証券会社は発行会社を經由して配分指示を受け、当該指示に基づき配分を行うことが想定されているが、IPO Pop の解消という観点では証券会社がコーナーストーン投資家制度のプロセスに関与できないことは課題があると考えられる。資本提携等で企業価値が高まるといった本来の親引けの趣旨であれば改善策（案）は機能すると考えるが、プライシングの適正化を目的とするのであれば証券会社もプライシングを行う当事者であり、証券会社も機関投資家と発行会社との議論に関与できるようにする必要があるのではないかと。

この場合、届出前勧誘規制との兼ね合いを考慮する必要があるが、コーナーストーン投資家制度を導入するには機関投資家と相互に活発なコミュニケーションを図る必要があり、届出前勧誘に該当しない類型の整理やセーフハーバーを設けることが必要と考える。

⇒ 最近になって本邦 IPO でも事例が出てきたコーナーストーンは、便宜的に親引けという枠組みを使っているに過ぎず、海外の機関投資家からは、主幹事証券会社も介在しておらず、海外のスタンダードから見ると未だ完成形ではないとの指摘がある。第 4 回 WG の議事概要にも記載され

ているとおり、届出前勧誘の趣旨は投資家の保護であることを踏まえると、海外の機関投資家の保護は現地の法規制・商慣行に従えばよく、日本の金商法が、どこまで保護する必要があるかは疑問に思っている。海外ではコーナーストーン投資家へのマーケティングを証券会社が行うことが一般的であり、日本でも可能となるように法解釈の整理や制度の見直しが必要と考える。

この点については、第4回WGの議事概要に「今後検討したい」と記載されているが、本日の資料を見ると検討の範囲に含まれていないように見える。親引け規制の明確化が最終的な目標ではなく、あくまで資料の改善策（案）は暫定的な見直しである旨をご理解いただきたい。

- ・ 届出前勧誘規制にも関連するが、目論見書に想定発行価格を記載しないことを含め、IPOプロセスをどのように見直すかが重要と考える。その意味では、米国のS-1ファイリングのように、一度当初届出書を提出した上で、しっかりと投資家からのフィードバックを収集するとともに、仮条件の決定から上場までの期間を短くするような運用を導入してはどうか。これにより、当初届出書に想定発行価格が記載されていなくても、機関投資家としては財務諸表等を踏まえて発行会社について精査する時間が生まれる。その上で機関投資家と議論を行い、当該議論の結果を含め発行会社と会話することにより、発行会社も納得した上で仮条件を設定できるため、改善策（案）の大枠に異論はない。

ただ、「⑧外部アナリストの取材協力」については唐突感があり、オフアリング期間中の情報発信は規制されている中で、どのような見直しを想定しているのか確認したい。

⇒ 改善策（案）の趣旨としては、新型コロナウイルスの関係で外部アナリストから発行会社への取材やラージミーティングの開催が減少している旨を聞いており、外部アナリストから主幹事証券会社に依頼があった場合は発行会社への取次ぎ等の協力を行うことを想定している。ご指摘のとおり、アナリスト規制との関係については慎重な検討が必要であり、改善策（案）ではアナリスト規制自体を見直すことは想定していない。

（事務局）

⇒ IPOの場合でも証券会社が作成するアナリストレポートについてはブラックアウト期間が設けられる。その状況において、IPO期間に外部アナリストがレポートを作成する必要があるかは疑問がある。投資家への情報提供という目的は分かるが、IPOは募集である以上、目論見書を基に投資家に投資判断していただく必要がある。上場後にレポートを記載することは賛成できるが、IPO期間中に目論見書以外の勧誘文書と見なされるような資料が発出されることを想定しながら、外部アナリストに対して情報提供することは疑問がある。

	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 「③有価証券届出書への想定発行価格や手取金概算額の記載方法の見直し」に関して、想定発行価格の記載方法の見直しが課題となった背景としては、上場日程の期間が長い中では当初届出書に想定発行価格を記載しない方がアンカリングの観点から望ましい場合があり得るという議論であったと認識している。他方、ローンチ前のコミュニケーションの活発化や米国のS-1ファイリングのような仕組みが可能となるのであれば、項目③自体の見直しが不要になる可能性もあると考える。項目③については、上場日程の期間短縮を含め、全体に関連する論点であると考えている。</li> </ul> <p>3. 今後の検討スケジュールについて 資料3に基づき事務局より説明が行われた。</p> <p style="text-align: right;">以 上</p>
5. その他	※ 本議事要旨は暫定版であり、今後、内容が一部変更される可能性があります。
6. 本件に関する問合せ先	自主規制本部 エクイティ市場部 (03-6665-6770)