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

2021 年 12 月 21 日（火）15 時 00 分
日本証券業協会　第1・2会議室及びオンライン

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

以　上

資料1

日本証券業協会
JSDA Japan Securities Dealers Association

改善策の骨子（案）

2021年12月21日
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】

© Japan Securities Dealers Association.All Rights Reserved.

1. 改善策の骨子(案)の全体像

JSDA

公開価格の設定プロセスの見直し

①仮条件の範囲外での公開価格設定

②上場日程の期間短縮・柔軟化

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変更

④売出株式数の柔軟な変更

⑤国内、海外並行募集時のオーバーアロットメントの上限額の明確化

⑥価格設定の中立性確保

発行会社や投資者への情報発信

⑦主幹事証券会社別の初期収益率等の公表

⑧外部アナリストの取材協力

機関投資家との対話促進

⑨プレヒアリングの留意点の周知及び実施の推奨

発行会社との対話促進

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

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

取引所への検討依頼事項

⑭初値形成までの成行注文の禁止

⑮入札方式の改善、ダイレクトリスティングの導入

⑯上場推薦審査の在り方

⑰大型上場、赤字上場の取組み促進

今後の課題等

⑱配分先の保有状況の確認

⑲株価変動時のロックアップ解除条項の見直し

⑳機関投資家へのヒアリング方法の見直し

【3】

© Japan Securities Dealers Association.All Rights Reserved.

2. 公開価格の設定プロセスの見直し①

（注）赤字部分は前回資料からの主な変更箇所

項目	改善策（案）	今後の対応（案）	（参考）米国制度・実務
①仮条件の範囲外での公開価格設定（参考1）	• 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	➢ 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 ➢ 開示府令又は開示ガイドラインの改正を要望	• 仮条件の範囲外での指値申告は可能 • 仮条件の範囲は、一般的には、上限価格から20%以内が適切とされている（下限価格は上限価格の80%以上） • 一定の範囲内でのオファリングサイズの変更については、登録届出書の訂正なしに実施可能

【4】

© Japan Securities Dealers Association.All Rights Reserved.

2. 公開価格の設定プロセスの見直し②

項目	改善策（案）	今後の対応（案）	（参考）米国制度・実務
②上場日程の期間短縮・柔軟化 （参考2、3、4）	マーケット環境等を踏まえ、時機をとらえた上場を行うため、上場承認日から上場日までの期間（1か月）を短縮するとともに、上場日を柔軟に設定 （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（例えば、公認会計士ヒアリングや社長ヒアリング実施時）に行う運用を検討（7日程度短縮） • マーケット環境等を踏まえ、上場日を柔軟に設定 • 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	➢ 関係者で実務運用を検討し、日証協が周知	（1）上場承認日から上場日までの期間 • 1度目の登録届出書の提出から上場日までの期間は約1か月（米国は仮条件を決定した後にロードショー、ブックビルディングを行う） ✓（香港）上場委員会承認日から起算して約1か月 ✓（シンガポール）上場承認日（ETL発行）から起算して約1か月
	（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することにより、仮条件決定日から上場日までの期間を短縮（5日程度短縮）	➢ 日証協が会員や上場予定会社向けに周知	（2）仮条件決定日から上場日まで • 仮目論見書発行（ローンチ）から上場日までの期間は約2週間 ✓（香港）仮目論見書発行（ローンチ）から起算して約2週間 ✓（シンガポール）仮目論見書発行（ローンチ）から起算して約2週間

© Japan Securities Dealers Association.All Rights Reserved.

2. 公開価格の設定プロセスの見直し②

項目	改善策（案）	今後の対応（案）	（参考）米国制度・実務
（続き）	（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とする運用（キャンセルの取扱い、申込み・約定の概念の整理を含む）を検討（5日程度短縮） （4）上場日の設定 • プレヒアリング等の上場承認前の手続きの準備状況を踏まえた柔軟な上場日設定の実務対応 • 上場承認後に市況を踏まえた上場日変更（上場申請の取り下げではなく、訂正届出による上場日変更）を行う場合の実務対応	➢ 金融庁に確認のうえ日証協が周知 ➢ 金融庁に確認のうえ日証協が周知 ➢ 取引所と連携のうえ、検討 ➢ 取引所と連携のうえ、検討	（3）公開価格設定日から上場日まで • 公開価格設定日から上場日までの期間は1日 ✓ （香港）約1週間（→2日に短縮予定） ✓ （シンガポール）約1週間 • 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））とされている

【6】

© Japan Securities Dealers Association.All Rights Reserved.

2. 公開価格の設定プロセスの見直し③～⑥

項目	改善策（案）	今後の対応（案）	（参考）米国制度・実務
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	• 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 ※ 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（⑥、⑫参照） • 有価証券届出書に手取金概算額を範囲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	• 登録届出書に想定発行価格を記載する実務は、一般的には行われていない
④売出株式数の柔軟な変更	• 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）の短縮化）	➢ 開示ガイドラインの改正を要望	• 一定の範囲内でのオファリングサイズの変更については、登録届出書の訂正なしに実施可能
⑤国内、海外並行募集時のオーバーアロットメントの上限額の明確化	• 国内募集及び海外並行募集時の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%を上限とするよう改正する	➢ 日証協引受規則の改正	• オーバーアロットメントは、オファリング総数（米国内外問わず）に対して15%が上限
⑥価格設定の中立性の確保	• IPOの価格（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 ※ 想定発行価格を記載する場合は、より丁寧な説明を求める • 多数の案件において公開価格と上場後株価との著しい乖離があり、利益相反管理体制の実効性が疑われる場合には、会員は体制を見直す ※ 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	➢ 日証協引受規則の改正 ➢ 日証協が周知	• 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る規則は存在しない

【7】

© Japan Securities Dealers Association. All Rights Reserved.

3. 発行会社や投資家への情報発信⑦、⑧

項目	改善策（案）	今後の対応（案）	（参考）米国制度・実務
⑦主幹事証券会社別の初期収益率等の公表	• 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、発行会社名、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（初期収益率）、上場日から一定期間経過後の株価（終値）及び発行規模別の平均収益率を一覧表で公表	➢ 日証協が情報収集・公表（参考5）	• 取引所が、公開価格と上場初日終値や上場後一定期間後の株価との乖離率等を公表
⑧外部アナリストの取材協力	• 外部アナリストからの要望があれば、発行会社への取材への協力等を行う	➢ 日証協が周知	• 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が存在する

【8】

© Japan Securities Dealers Association.All Rights Reserved.

4. 機関投資家との対話促進⑨

項目	改善策（案）	今後の対応（案）	（参考）米国制度・実務
⑨プレヒアリングの留意点の周知及び実施の推奨	• プレヒアリングの実務運用の留意点（例えば、使用できる資料の範囲等）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）	➢ 金融庁に確認のうえ日証協が周知 ➢ 日証協プレヒア規則の改正	• 登録届出書提出前における特定の投資家に対する需要の調査（Testing the Waters）が行われている

【9】

© Japan Securities Dealers Association.All Rights Reserved.

5. 発行会社との対話促進⑩、⑪

項目	改善策（案）	今後の対応（案）	（参考）米国制度・実務
⑩親引け規制の明確化	• 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 • 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	➢ 金融庁に届出前勧誘に該当しない範囲を確認のうえ、日証協配分規則及び親引けガイドラインの改正（参考6） ➢ 日証協配分規則及び親引けガイドラインの改正	• 発行会社が定める従業員等に対する親引け制度がある（Directed Share Program） ※ 福利厚生の増進及び経営への参加意識向上等を図ることを目的とし、従業員等に配分されることが一般的。機関投資家等に配分されることは一般的ではない
⑪実名による需要情報・配分先情報の提供	• 配分先情報（実名）の発行会社への提供に加え、ブックビルディング時等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 ※ 日証協配分規則において、配分先情報（実名）の発行会社への提供を求めている	➢ 日証協配分規則等の改正	• IPOの価格設定プロセスの透明性向上策の一環として、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の需要情報（実名）及び配分先情報（実名）の発行会社への提供が規則化されている

【10】

© Japan Securities Dealers Association.All Rights Reserved.

5. 発行会社との対話促進⑫、⑬

項目	改善策（案）	今後の対応（案）	（参考）米国制度・実務
⑫発行会社への納得感のある説明	• IPOの価格（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 ※想定発行価格を記載する場合は、より丁寧な説明を求める	➢ 日証協引受規則の改正	—
⑬主幹事証券会社の追加・変更等	• 主幹事証券会社は、主幹事獲得前に発行会社の主幹事契約に対する考え方を確認し、認識をあわせるとともに、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 • 主幹事証券会社は、上場推薦等の優越的な地位を徒に濫用することによって、共同主幹事証券の追加及びセカンドオピニオンの聴取を阻害しない。また、発行会社が希望する場合には、上場申請業務に係る資料を提供し、主幹事証券会社の追加・変更可能性に配慮する ※ ただし、上場スケジュールの見直しや上場申請に係るサポート費用の回収など、主幹事証券会社の変更に伴うデメリットもある ※主幹事証券会社の変更により、発行会社の上場会社としての品質が低下しないことが前提	➢ 日証協が周知 ➢ 日証協が周知	—

【11】

© Japan Securities Dealers Association.All Rights Reserved.

6. 取引所への検討依頼事項⑭～⑰

項目	改善策（案）	今後の対応（案）	（参考）米国制度・実務
⑭初値形成までの成行注文の禁止	• 初値形成までの成行注文を禁止	➢ 取引所規則に関係する事項であり、取引所と引き続き連携を図る	• 初値形成までの成行注文を禁止
⑮入札方式の改善、ダイレクトリスティングの導入	• 入札方式の改善、ダイレクトリスティングの導入の検討		• 入札方式は制度はあるが活用を促進する動きはない • ダイレクトリスティングについては制度整備がされ活用されつつある
⑯上場推薦審査の在り方	• 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）		• 上場推薦審査制度は存在しない
⑰大型上場、赤字上場の取組み促進	• 大型上場（オファリングサイズの引き上げ）の促進 • 赤字上場の取組み促進 • 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		—

【12】

© Japan Securities Dealers Association.All Rights Reserved.

7. 今後の課題等⑱～⑳

項目	改善策（案）	今後の課題等	（参考）米国制度・実務
⑱配分先の保有状況の確認	• 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	➢ 検討中	• 制度はあるが、配分先の保有状況を確認する実務は、一般的には行われていない
⑲株価変動時のロックアップ解除条項の見直し	• 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 ※ 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ことは、初値高騰を助長する可能性もある	➢ 検討中	• 期間ロックアップが規定されることが一般的であり、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は一般的ではない
⑳機関投資家へのヒアリング方法の見直し	• 機関投資家へのヒアリングフォーマット等の統一は、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	—	—

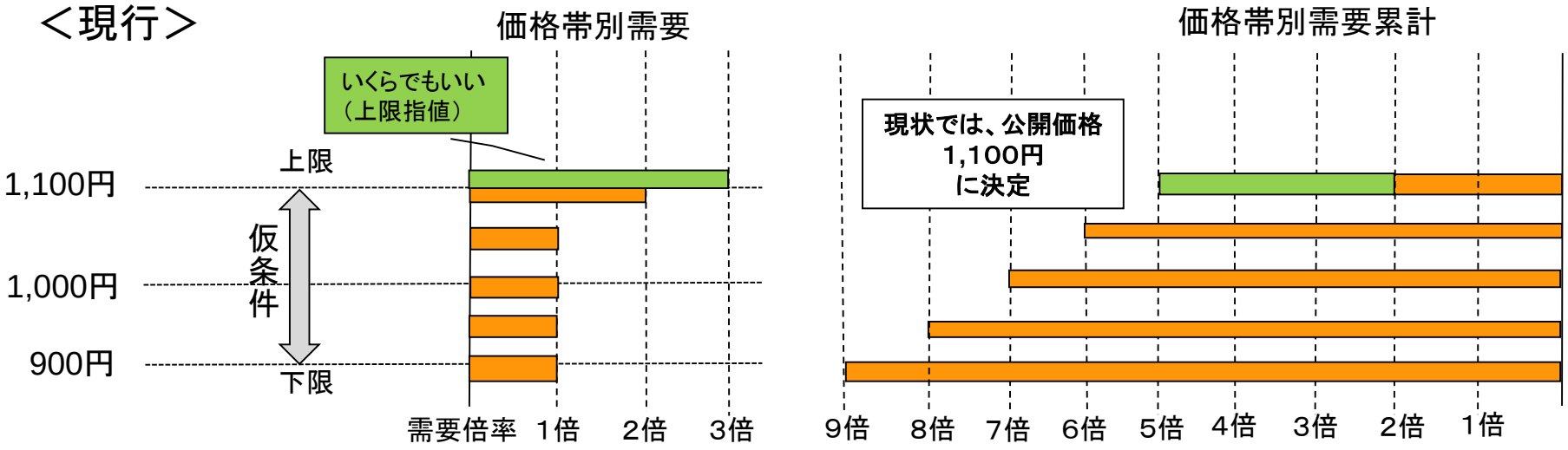
【13】

© Japan Securities Dealers Association.All Rights Reserved.

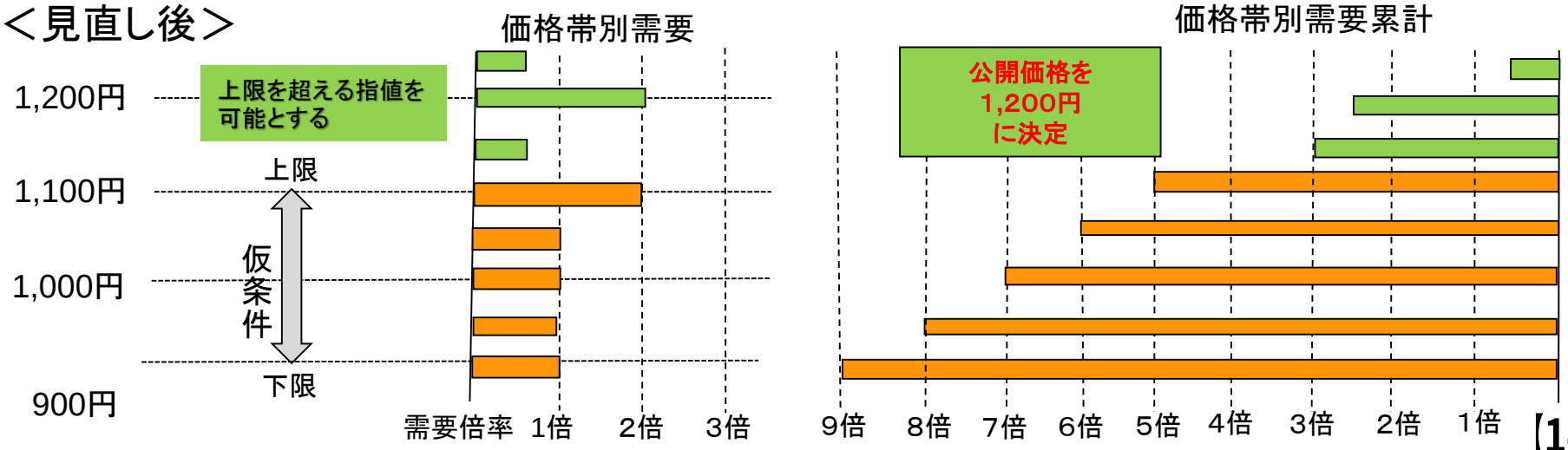
（参考1）仮条件の上限を超える価格での申込みを可能とする案

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＞

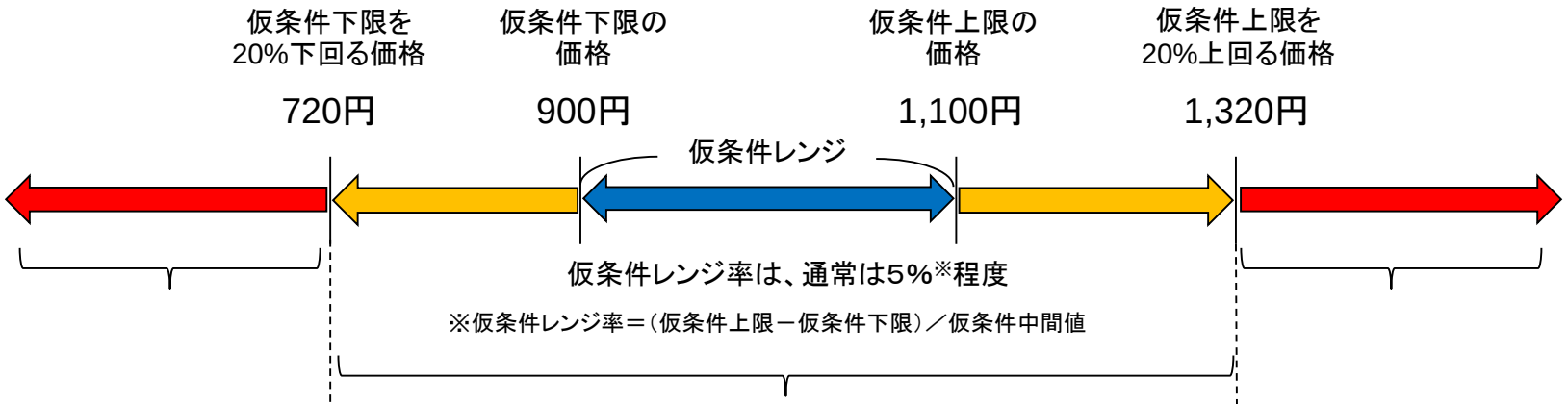


【14】

© Japan Securities Dealers Association.All Rights Reserved.

（参考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



仮条件の訂正に係る訂正届出書の提出が必要

仮条件の訂正に係る訂正届出書の提出を不要
（公開価格決定の訂正届出書のみ提出）として、
公開価格の設定を可能とできないか

公開価格決定に係る訂正届出書の効力発生日を、
当該訂正届出書の提出日又はその翌日とできないか

仮条件の訂正に係る訂正届出書の提出が必要

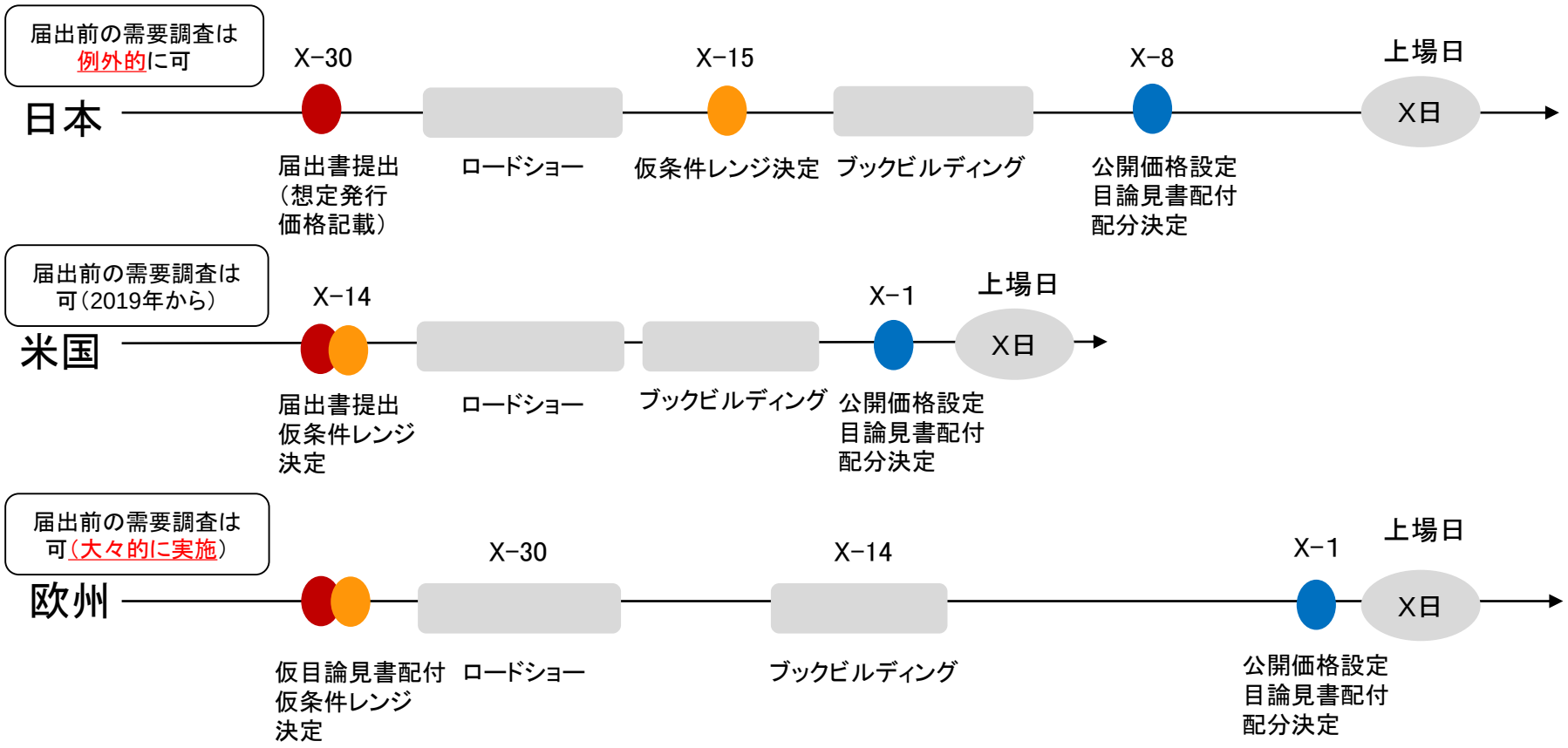
【改善策】
✓ 仮条件レンジを拡大する

【15】

© Japan Securities Dealers Association.All Rights Reserved.

（参考2）諸外国における公開価格の設定プロセス

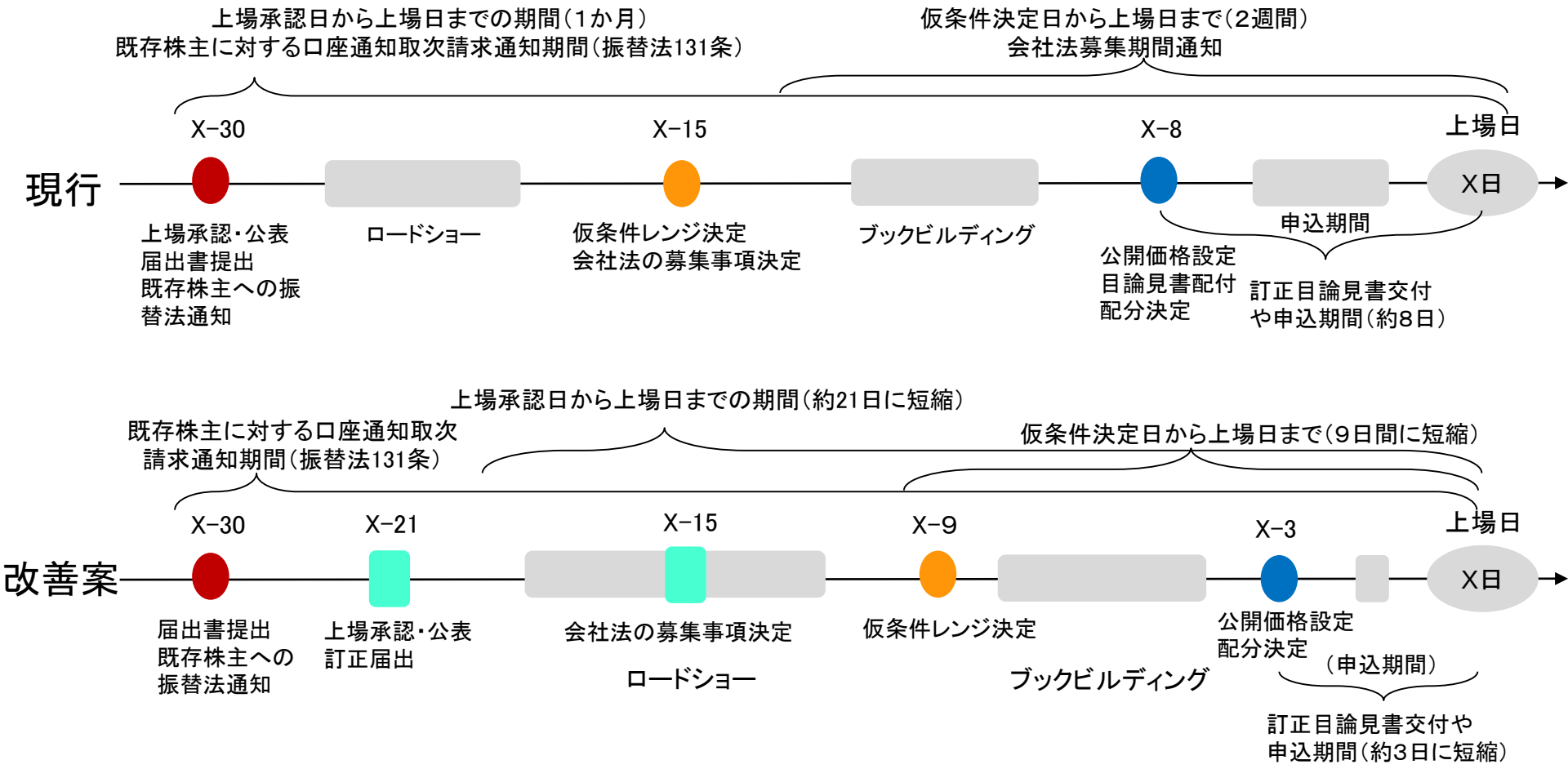
- 米国は、仮条件レンジ設定後にロードショー、ブックビルディングで実需を把握し仮条件レンジの修正やレンジ外での公開価格設定を行う事後調整型
- 欧州は、届出前に実需を把握し仮条件レンジに反映させる事前調整型



【16】

© Japan Securities Dealers Association.All Rights Reserved.

（参考3）上場までの期間短縮化



【改善策】
・上場承認・公表前に届出書提出
・既存株主への振替法通知
（・振替法の改正（例えば、3週間に短縮し、上場承認・公表日に届出書を提出））

【改善策】
・仮条件レンジ決定前に
会社法上の募集事項を決定

【改善策】
・訂正目論見書の交付省略による短縮
・申込期間の廃止（配分通知による約定）

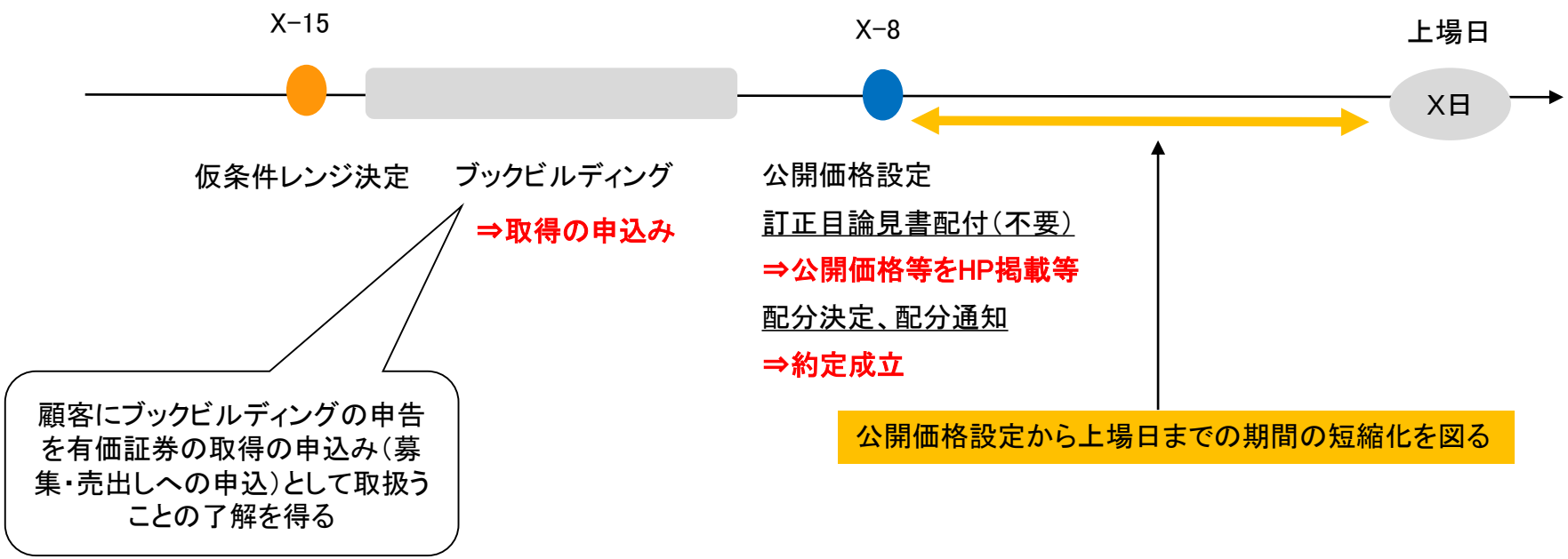
【17】

© Japan Securities Dealers Association.All Rights Reserved.

（参考4）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）



【18】

© Japan Securities Dealers Association.All Rights Reserved.

（参考5）初期収益率等の公表イメージ

1. 公表方法等

公表方法	本協会が開示情報等から必要な情報を収集し、本協会ウェブサイト上で公表
更新頻度（公表時期）	四半期ごと（1月・4月・7月・10月）（※ 例：1～3月の情報を4月に更新・公表）

2. 公表の内容

① 全ての新規公開銘柄[1]について、以下の情報を公表

No.	項目	備考
1	コード	―
2	会社名	新規公開を行った会社名
3	上場日	―
4	市場区分	上場市場
5	主幹事会社	有価証券届出書に記載の主幹事会社
6	発行・売出規模	(発行・売出株数)×(公開価格)[円]
7	仮条件	下限及び上限
8	公開価格	発行・売出価格

No.	項目	備考
9	初値	―
10	初値収益率	(初値-公開価格) / (公開価格)[%]
11	上場1か月後終値	―
12	上場1か月後終値収益率	(終値-公開価格) / (公開価格)[%]
13	上場3か月後終値	―
14	上場3か月後終値収益率	(終値-公開価格) / (公開価格)[%]
15	上場6か月後終値	―
16	上場6か月後終値収益率	(終値-公開価格) / (公開価格)[%]
17	上場1年後終値	―
18	上場1年後終値収益率	(終値-公開価格) / (公開価格)[%]

② 主幹事会社ごとに、以下の情報を公表

No.	項目	備考
1	発行・売出規模別の主幹事件数	50億円未満、50億円以上200億円未満、200億円以上の3分類別における主幹事会社を務めた案件数
2	発行・売出規模別の平均収益率	50億円未満、50億円以上200億円未満、200億円以上の3分類別における上記①の各収益率の平均値

（注）1.株式に限る。TOKYO PRO Marketを除く。

【19】

© Japan Securities Dealers Association.All Rights Reserved.

（参考5）初期収益率等の公表イメージ

JSDA

3. 公表イメージ

① 全ての新規公開銘柄の情報

コード 会社名	上場日 市場区分	主幹事会社	発行・売出規模	仮条件下限	仮条件上限	初値	上場1か月後終値	上場3か月後終値	上場6か月後終値	上場1年後終値
				公開価格		収益率	収益率	収益率	収益率	収益率
1234	2021/12/5	X証券	10億円	100円	200円	300円	340円	400円	280円	220円
A社	マザーズ			200円		50%	70%	100%	40%	10%
2345	2021/12/4	X証券	40億円	300円	400円	700円	770円	350円	280円	420円
B社	マザーズ			350円		100%	120%	0%	-20%	20%
3456	2021/12/3	X証券 Y証券	100億円	480円	520円	550円	600円	700円	800円	900円
C社	第一部			500円		10%	20%	40%	60%	80%
4567	2021/12/2	X証券 Z証券	150億円	700円	800円	640円	600円	400円	640円	800円
D社	第一部			800円		-20%	-25%	-50%	-20%	0%

② 主幹事会社ごとの情報

主幹事会社ごとに、以下の情報を公表

【主幹事会社：X証券】

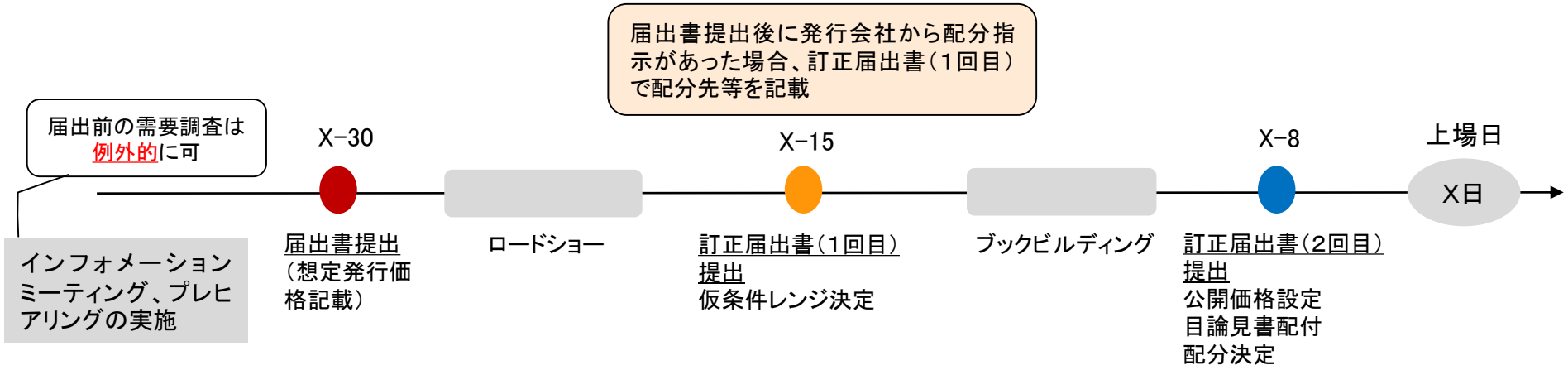
発行・売出規模	主幹事件数	平均収益率				
		初値	上場1か月後終値	上場3か月後終値	上場6か月後終値	上場1年後終値
50億円未満	2件	75%	95%	50%	10%	15%
50億円以上200億円未満	2件	-5%	-2.5%	-5%	20%	40%
200億円以上	0件	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

【20】

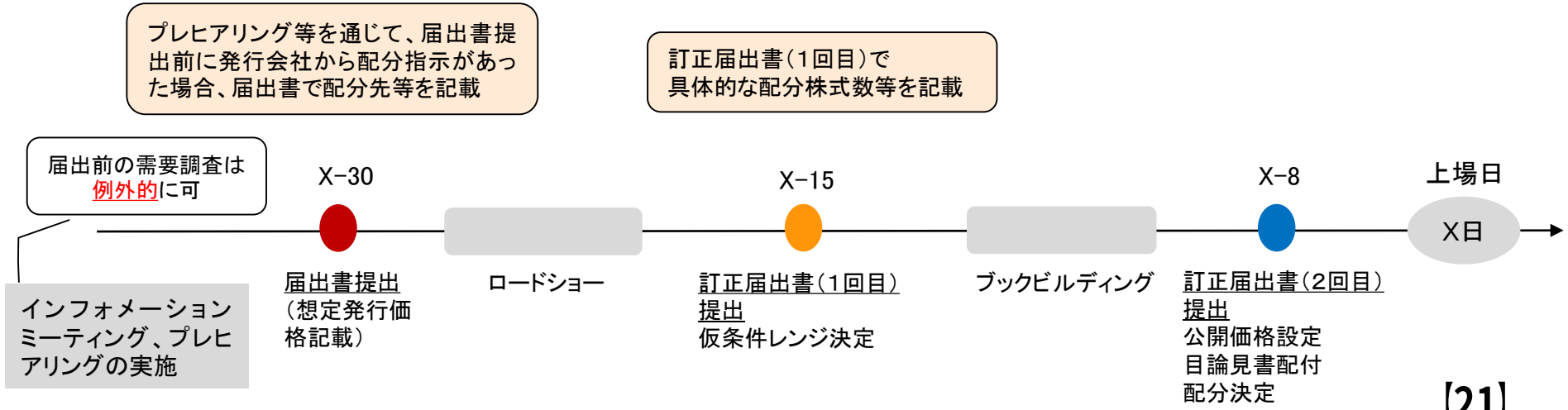
© Japan Securities Dealers Association.All Rights Reserved.

（参考6）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）



【21】

© Japan Securities Dealers Association.All Rights Reserved.

参考

各改善策（案）に対する主な意見

2021 年 12 月 21 日

※以下では、本ＷＧ会合における発言や意見照会において寄せられた意見のうち主なものを記載している。

１．仮条件の範囲外での公開価格設定

主な意見
・米国同様、ブックビルディング時の需要に応じて仮条件の範囲外で公開価格を設定できるような仕組みが望ましい。 ・仮条件の範囲外で公開価格を決定する場合、もう一度証券会社から投資家に対してコミュニケーションを図り、仮条件の範囲外での公開価格で申込みをする意思があるかの確認することが想定される。 ・個人投資家のブックビルディングの申し込みはほとんどが「成行」であり、正確な実需情報が得られない。仮条件の範囲外の指値を認めてはどうか。 ・小型案件では機関投資家ポー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。

２．上場日程の期間短縮・柔軟化

主な意見
・法改正なしでできる範囲の短縮方法として、上場承認日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日以降と設定する）ことで、株主は振替法の手続きを開始し、発行会社は機関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太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、公開価格設定日から上場日までの期間短縮化を図りやすくなる。

・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、公開価格設定日から上場日までの期間短縮が可能になる。また、ブックビルディングの期間を長くすることで、「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の変更」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が可能になるのではないかと考える。
・振替法 131 条に基づく「１か月間の既存株主に対する口座通知取次請求通知期間」、会社法 201 条第 5 条に基づく「２週間の募集期間通知」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。
・上場日程の短縮化と日程変更の柔軟化を実現するにあたり、現行では上場日が不変として取り扱われていることもハードルになっているため、「上場承認直前まで上場日設定の柔軟性が認められる」こと、並びに「上場承認後に急遽に市場環境が変化して様子を見たい場合等に、上場承認を取り下げることなく訂正届出書の提出による上場日程変更も可能になる」よう、実務対応を現状の施策と並行して検討いただきたい。

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変更

主な意見
・想定発行価格を有価証券届出書に記載することは、その後のロードショーの際に機関投資家に対して、価格に対しての先入観を持たせることとなる。欧米では想定発行価格を届出書に記載する慣習はない。 ・想定発行価格を安易に有価証券届出書に記載することは避けた方がよい。 ・有価証券届出書への想定発行価格の記載の要否は、IPO の買い手となる機関投資家側の意見も聴取すべき。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、機関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る。 ・中小型 IPO において想定発行価格を明示しないと却って混乱を来すのではないか。一律でなく、案件や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。

４．売出株式数の柔軟な変更

主な意見
・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（1 株当たりの当期純利益）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。 ・ブックビルディング期間中に公開株式数等を変更すると投資家が混乱するおそれがある。IPO の日程全体をどうするべきかと合わせて議論が必要。

５．国内、海外並行募集時のオーバーアロットメントの上限額の明確化

主な意見
・米国金融業規制機構（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%をオーバーアロットメントの上限として認められているので、本邦 IPO で国内外同時募集のグローバルオファリングの場合は、「国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」とすべきではないか。

６．価格設定の中立性確保

主な意見
・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。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懸念がある。

７．主幹事証券会社別の初期収益率等の公表

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、誤解のない運用を検討いただきたい。 ・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を感じる。

８．外部アナリストの取材協力

主な意見
・アナリストのカバレッジを強化することは、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ことを踏まえた検討が必要。

９．プレヒアリングの留意点の周知及び実施の推奨

主な意見
・プレヒアリングの実施により、ロードショー実施時にある程度機関投資家の価格目線を織り込むことが可能となるのではないか。 ・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。 ・機関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、提供できる情報が何なのか等を明確化する必要がある。 ・子会社上場の IPO の場合、プレヒアリングにより得た情報が親会社のインサイダー情報となり、機関投資家は親会社株式を取引できなくなる事態も想定されることにも留意が必要。

10. 親引け規制の明確化

主な意見
・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するため、以下の各項目は検討してはどうか。 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ァ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。 ・届出前勧誘に該当しないように対応を整理する必要がある。 ・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。

11. 実名による需要情報・配分先情報の提供

主な意見
・“プレマーケティングにおけるフィードバック”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。 ・機関投資家の発行会社への需要開示についても、制度化してはどうか。

12. 発行会社への納得感のある説明

主な意見
・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。 ・個人投資家に対してもロードショーを実施することが考えられないか。 ・適切な公開価格や配分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。

13. 主幹事証券会社の追加・変更等

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、共同主幹事とすることに経済合理性がないと考えられている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、小型想定の案件の推薦証券会社を務めなくなることも想定される。 ・上場推薦証券は IPO の主幹事を務め相当程度高い引受シェアを確保することで経済合理性を担保しているのが実情である。主幹事の変更を前提として、上場推薦と引受とを別報酬とした場合、上場推薦のために発行会社には手数料支払い義務が生じ、多くのスタートアップ企業にとってその支払い負担は尋常ならざるケースも想定しておく必要がある。 ・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、あるいは、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おそれがある。 ・推薦証券会社という仕組みが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。

14. 初値形成までの成行注文の禁止

主な意見
・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。 ・成行注文の禁止に関しては、成行に近い効果を得るために、極端に低い値段で指値を入れる投資家も出てくる可能性がある。そうしたことに成らぬように、対面・ネット問わず、そうした注文を行う投資家のその後の参加の排除等も、並行して検討が必要。

15. 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
・小型 IPO は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。 ・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）。日本においても、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議論すべき。 ・入札に関しては、現状のブックビルでも機関投資家の目線の中で各社かなり高いバリュエーションを用いてプライシングしている感覚の中、それ以上行うに当たって、誰がどのような仕組みで責任を持つのか明確にすべきであり、証券会社としては説明が困難だと思われる。

16. 上場推薦審査の在り方

主な意見
・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であり、共同推薦証券会社体制ある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、取引所にこれらの対応を担っていただきたい。 ・証券会社の推薦書によってのみ取引所審査を受けられる推薦証券会社の制度には、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そうではない。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。

17. 大型上場、赤字上場の取組み促進

主な意見
・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する懸念がある。上場申請期又は翌期の黒字化を求める場合も同様の弊害が懸念される。 ・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。公開価格と初値の乖離については、上場基準のオファリングサイズを引き上げ、IPO 後の成長性の高い企業を増やすことが必要。 ・現状は海外機関投資家がリスクテイカーの役割を担っているが、日本市場の本邦機関投資家の厚みを増やすことも必要。 ・日本の IPO 市場の赤字に対する不寛容は完全には払しょくされていない、ないし米国等の先進資本市場に比べリスク許容度が高くない可能性がある。IPO において、赤字企業をより積極的に受け入れるためには、投資家の自己責任の明確化や経営者の賠償責任の強化・詐欺防止法令の強化等、投資家と発行会社双方がリスクテイクする仕組みを考案する必要がある。

18. 配分先の保有状況の確認

主な意見
・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。）。 ・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。 ・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。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いづらい。

19. 株価変動時のロックアップ解除条項の見直し

主な意見
・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考える。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ァ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。 ・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おそれがある。 ・ロックアップに関する罰則規定が実態としては存在しておらず、一部ではロックアップを破って売却している例も少ないが存在している。これを機に、ロックアップ契約（制度ロックアップ含む）の厳格化、罰則含めたルール化は検討すべき課題である。

20. 機関投資家へのヒアリング方法の見直し

主な意見
・機関投資家からの意見を集約するプロセスについて、ヒアリングの質問項目やフィードバックシートの様式の統一化による効率化を検討すべき。 ・回答者から、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）及び参加意向等について回答しやすくする工夫を社内で検討していきたい。 ・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するだけでなく、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どおり柔軟性を残すべき。

＜その他＞

主な意見
・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非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。

・過剰流動性でセカンダリー価格が大きく歪んでいた状況が徐々に修正され、パフォーマンスが明らかに悪化している現状を踏まえた議論が必要。
・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いる。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。

以　　上

資料２

「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」報告書について

○報告書の構成（イメージ）

１．はじめに

・成長戦略実行計画の指摘、本ＷＧの設置の経緯を記載

２．現状の問題意識、本ＷＧにおける検討課題等について

（１）現状の問題意識について

・日本における初値と公開価格の乖離について、プレゼン及び委員の意見の概要を簡潔に記載
・発行会社の視点から見た問題意識、機関投資家の視点からの問題意識について、委員の意見の概要を記載

（２）本ＷＧにおける検討課題

・本ＷＧで検討した課題を記載

３．日証協規則、実務等に関係する論点

・本ＷＧで検討した改善策の骨子のうち、日証協規則や実務対応による改善が可能な事項につき、「現状の課題」、「改善案」、「本ＷＧでの主な意見」等を記載

４．取引所規則等に関係する論点

・本ＷＧで検討した改善策の骨子のうち、取引所等と引き続き検討が必要な事項について、「現状の課題」、「ＷＧでの主な意見・要望」等を記載

５．今後の課題等

・本ＷＧで検討した改善策の骨子のうち、将来的に検討が必要な事項等について、「現状の課題」、「ＷＧで出された主な意見・要望」を記載

６．おわりに

・総評を記載

以　上

今後の検討スケジュール（予定）

資料3

JSDA

会合（日程）	議題・検討テーマ
第1回（9月16日開催）	1. 検討の経緯について 2. IPOのプライシングについて 　ー　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 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）	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）	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）	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）	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
第6回（1月下旬開催予定）	・報告書（案）の取りまとめ

※ 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

© Japan Securities Dealers Association.All Rights Reserved.

意見書（A 社）

○ 第４回 WG で意見交換を行った検討課題について

項目名	ご意見等
（1）機関投資家との対話、親引け規制の見直し	・ 追加意見特になし。WG の通り、本 WG では「IM 等で接触していた投資家が IPO で配分してほしい」と要請した場合の親引け実施について、日証協配分規則及び親引け GL 等の改正による明確化を落しどころとする理解だが、事前勧誘の整理が付かない場合、若しくは期間短縮での議論の延長線上で、上場承認前（正式なローンチ前）の事前ファイリングを活用することも並行して検討すると理解。
（2）価格設定の中立性の確保	・ 追加意見特になし。他の委員からの発言の通り、日証協引受規則の改正による明確化にあたり、既に現状でも中立性の確保に向けて各社取り組んでいることから、具体的にどこまで一律に求められるのか、よく検討いただく必要があるとの認識。
（3）配分先の保有状況の確認	・ 追加意見特になし。
（4）主幹事証券会社別の公開価格および上場後株価のトラックレコードの公表	・ 追加意見特になし。
（5）主幹事証券の追加・変更 （9）上場推薦審査の在り方	・ 追加意見特になし。 ・ 追加意見特になし。
（6）アナリストカバレッジ強化	・ 追加意見特になし。
（7）ロックアップ条項の見直し	・ 追加意見特になし。小型においてロックアップ解除条項の存在が更なる小型化を誘引しているものの、セカンダリーにおける冷やし玉としての効果もあり、ロックアップ契約に株価変動による解除条項を設けないと一律に定めるよう本 WG で結論付けるのは難しいとの認識。 ・ 一方で、本 WG と直接関係ないものの、ロックアップに関する罰則規定が実態としては存在しておらず、一部ではロックアップを破って売却している例も少ないが存在している。これを機に、ロックアップ契約（制度ロックアップ含む）の厳格化、罰則含めたルール化は検討すべき課題であり、機関投資家の親引け・コーナーストーンも整備されるのであれば尚更、健全な市場育成には必要。
（8）入札方式の改善、ダイレクトリスティングの導入 （10）赤字上場の緩和・大型上場の促進	・ 「赤字上場を証券会社がリスクをとって見極めていくべき」との意見もあったが、単なるアーリーではなく、戦略的な赤字を続けながらも高い成長ポテンシャルのある企業の上場については、既に証券会社も東証も前向きに取り組んでいるとの認識である。それ以前のアーリーな会社に関する上場審査のあり方と、

(11)初値形成までの成り行き注文の禁止	既に一定規模まで成長し、いつでも黒字化できる、若しくは数年内に黒字化が容易な会社が戦略的に行うケースと、そこにたどり着くために赤字を継続している会社とは見るべき点が異なっている筈であり、その辺りも確り整理すべき項目。なお、上場市場においては、現状は全く問題無く受け入れているものの、市場が赤字を避けるタイミングも過去あったことは事実であり、上場を選択するという中で、そういった会社の自由度が失われる可能性があることも留意すべき項目である。 ・ 入札に関しては、繰り返しになるが、現状のブックビルでも機関投資家の目線の中で各社かなり高いバリュエーションを用いてプライシングしている感覚の中、それ以上行うに当たって、誰がどのような仕組みで責任を持つのか明確にすべきであり、証券会社としては各社説明が困難だと思われる。 ・ 審査の観点では、市場の健全化を目指すために、上場市場における発行体サイド・投資家サイドに対する上場会社としての市場ルールの整備が必要不可欠であり、双方の信頼を得られる、若しくは一部の企業によって多くの企業が不便と成らないような、厳しい罰則含めた市場作りが必要であると考える。 ・ 成り行き注文の禁止に関しては、成り行きに近い効果を得るために、極端に低い値段で指値を入れる投資家も出てくる可能性がある。そうしたことに成らぬように、対面・ネット問わず、そうした注文を行う投資家のその後の参加の排除等も、並行して検討し、入れる効果が薄れないような仕組みも議論すべきである。
その他	・ 以前から伝えている通り、初値ポップに関し、どのタイミングで議論しているか把握しながら議論をすることが重要だと伝えてきたが、過剰流動性でセカンダリー価格が大きく歪んでいた状況が徐々に修正され、パフォーマンスが明らかに悪化している。その点は、確りと認識すべきであり、次回以降の WG でも共有すべきと考える。 ・ WG#4 でも発言したが、証券会社のみならず、投資家側のキャパシティが明らかに超えており、納得性の高いプロセスを進めるには、市場のキャパシティが明らかに不足していることには留意が必要であり、現状の社数を維持・拡大していくべきなのかという観点は、全体感から本 WG 以外も含めて議論が必要なテーマと考える。また、その観点では、市場の新陳代謝、健全性を高めていくという観点での議論も同時に必要と考える。 ・ #3WG の意見書で記載した上場日程の短縮化と日程変更の柔軟化を実現するにあたり、現行では上場日が不変として取り扱われていることもハードルになっているため、「上場承認直前まで上場日設定の柔軟性が認められる」こと、並びに「上場承認後に急遽に市場環境が変化して様子を見たい場合等に、上場承認

	を取り下げることなく訂正届出書の提出による上場日程変更も可能になる」よう、実務対応を現状の施策と並行して検討いただきたい。

以　　上

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」
における議論を踏まえての弊社意見

（B 社）

1. 複数の委員から提案がありましたが、上場審査を実施する投資銀行とオファリングを主導する投資銀行をそれぞれ発行会社が選択できる制度を導入するという点について、メリットは存在すると考えます。
すでにご指摘のあったとおり、現行のプラクティスでは上場審査に係るアドバイザリー業務は提供役務と対価が釣り合っておらず、上場推薦証券は IPO の主幹事を務め相当程度高い引受シェアを確保することで経済合理性を担保しているのが実情です。これを、前工程である上場審査と後工程である IPO をひとまずは別個で考えることで、発行会社が手にする自由度は飛躍的に高まることが期待されます。
一方、ビジネスとしての連続性を遮断することにより、前工程において発行会社には手数料支払い義務が生じ、多くのスタートアップ企業にとってその支払い負担は尋常ならざるケースも想定しておく必要があります。ただしこうしたプラクティスを導入することによって、アドバイザリー手数料の支払い能力が不足する発行企業は実質的に IPO 市場へのアクセスが困難となるため、結果として小型 IPO に頻発する IPO Pop が起こりにくくなるという副次的効果も考えられようかと思います。
なお、スタートアップにとって IPO 以外の選択肢が用意されていないとこのようなプラクティスを導入することは難しくなるため、未上場企業株式の証券会社による勧誘販売については現状よりもさらに規制を緩和する等により、未上場時点での資金調達の難易度を低下させる仕組みも同時に議論する必要があろうと考えます。
また、上場審査を行う証券会社の適格性をどう担保するかという点も重要で、販売能力のない（あるいは販売義務のない）証券会社の審査による IPO を、上場審査に携わらない証券会社が販売することにより、審査の水準が大きく低下する懸念もあります。このような事態を避けるため、上場推薦証券と IPO 主幹事証券を別々に選ぶというよりも、IPO 主幹事を務める証券会社は基本的には上場推薦証券であるが、主幹事証券の追加がより容易になるという観点が重要であるものと認識します。
2. 複数の委員から、機関投資家だけでなく個人投資家に向けてのロードショーを実施すべきではないかとのご意見がありました。個人投資家に対してロードショーを実施することは、技術的には難しいわけではありません。ただし、個人投資家に対して目論見書ではなくロードショーマテリアルを販売用資料として用いて勧誘・販売活動を行うこととなるため、その内容に関する審査は機関投資家限定の場合に比べてより厳格である必要があります。現状、小型の国内 IPO においては基本的には法律専門家を起用せず案件実施していますが、個人向けロードショーのためのマテリアル審査にかかるリーガル・プロテクションという観点では法律専門家を起用せざるをえず、小型スタートアップについてはコスト増要因となりえることに留意が必要と考えます。

3. ロックアップ条項に解除条項を設けるか否かという点に関して、当該解除条項は日本の資本市場にのみ見られるかなり特異なもので、率直に申し上げて妥協の産物であります。本来は解除条項なしが望ましいのは多くの委員が指摘されるところですが、小型 IPO＋個人投資家中心という日本の IPO 市場の特性を鑑みると IPO Pop を防ぐことが難しいために、発行会社/売却株主とパブリック投資家の双方が妥協しているという構図です。本ワーキング・グループの目的が IPO Pop の発生を抑えるためのプライシング・プロセスの考案にあるのであれば、IPO 直後の価格高騰がないのであればその救済措置としての解除条項は不要だとする議論は一定の納得性はあるかもしれませんが、解除条項を廃止したから IPO Pop が抑えられるという因果関係はないと考えます。また、解除条項が妥協の産物であるがゆえに、単純に解除条項を廃しただけでは別の妥協、例えばロックアップ期間の短縮化等を志向することにつながりかねず、中長期保有投資家にとって参加しにくい市場、マーケットプラクティスとなってしまうことに危惧を感じております。
4. 赤字企業が IPO を実施することに対する上場審査上のハードルについてのご意見も複数存在しました。確かに、申請期に赤字を計上する企業の IPO は増加傾向にありますが、審査上は翌期ないしは翌々期に黒字転換するような利益計画を求めるケースも相応に存在すると理解しており、その点では日本の IPO 市場の赤字に対する不寛容は完全には払しょくされていない、ないし米国等の先進資本市場に比べリスク許容度が高くないということができるかもしれません。IPO において、赤字企業をより積極的に受け入れるためには、投資家の自己責任の明確化や経営者の賠償責任の強化・詐欺防止法令の強化等、投資家と発行会社双方がリスクテイクする仕組みを考案する必要があるのではないかと考えます。

以上