

第6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

2022 年 1 月 31 日（月）15 時 30 分

日本証券業協会 第1・2会議室及びオンライン

議 題

1. 公正取引委員会の実態把握報告書について
ー 公正取引委員会からの説明
2. 報告書（案）の取りまとめ

以 上

新規株式公開（IPO）における公開価格設定プロセス等に関する実態把握について

令和4年1月
公正取引委員会

調査趣旨及び調査方法

調査趣旨

- 「成長戦略実行計画」（令和3年6月18日閣議決定）では、日本の新規株式公開（IPO）について、初値が、公開価格を大幅に上回っており、公開価格で株式を取得した特定の投資家が差益を得るが、新規上場会社には直接の利益が及ばず、同じ発行株数でより多額の資金調達をし得たはずであったことが指摘されており、IPO時の公開価格設定プロセスの在り方について、実態把握を行い、見直しを図ることとされている。また、「緊急提言～未来を切り拓く『新しい資本主義』とその起動に向けて～」（令和3年11月8日新しい資本主義実現会議決定）においても、同趣旨の指摘がなされている。
- 新規上場会社の企業の価値や需要に見合った公開価格が設定されること等により、新規上場会社が、自らの事業を成長させていくために必要な資金を調達しやすくし、市場における成長を促進する環境を整えることは、ひいては我が国の経済全体の活性化につながると考えられ、競争政策上望ましい。
- こうした問題意識の下、初値が公開価格を大幅に上回る要因となり得ると考えられる事項について、競争政策・独占禁止法上の課題の有無を検討するために、公開価格の設定に係る実態等について実態把握を行った。

調査方法

書面調査

①過去1年間にIPOを行った企業

対象数：97社

回答数：75社（回答率77.3%）

②直近のIPO案件で主幹事を務めた実績のある社を中心とした証券会社

対象数：22社

回答数：22社（回答率100%）

ヒアリング調査

①過去1年間にIPOを行った企業 15社

②直近のIPO案件で主幹事を務めた実績のある社を中心とした証券会社 9社

③東京証券取引所

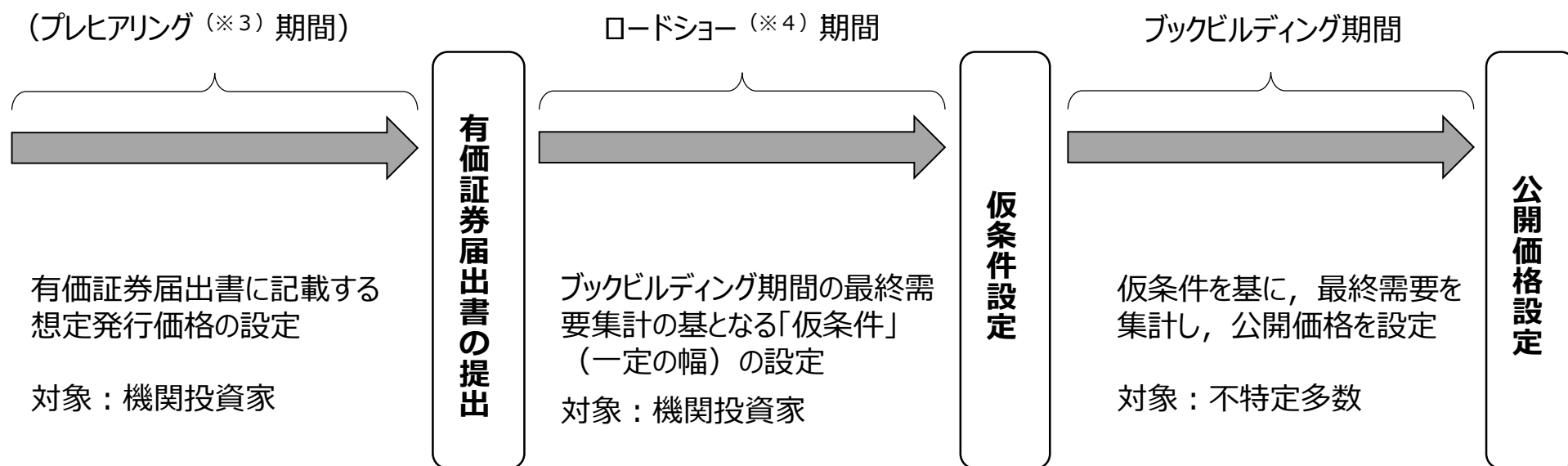
ブックビルディング方式による公開価格設定プロセスの概要

- IPO時の上場前の公募等の手続として、ブックビルディング方式（※1）と入札方式（※2）とのいずれかを選択することができる。
- 平成9年9月にブックビルディング方式が実施されて以降、全てのIPO案件においてブックビルディング方式が選択されている。

（※1）主幹事が機関投資家等の意見を踏まえ仮条件を設定し、当該仮条件を投資家に提示して需要状況の調査（ブックビルディング）を行った上で公開価格を設定する方式をいう。

（※2）投資家が入札部分につき一定期間に希望価格を入札し、その結果に基づきその余の部分の公開価格が設定される方式をいう。

ブックビルディング方式による公開価格設定プロセスの概要



（※3）有価証券届出書の提出前に、主に機関投資家に対して行う需要の見込みに関する調査をいう。
日本証券業協会が定める自主規制規則では、法人関係情報を提供した上で行うプレヒアリングの実施は原則として禁止されている。

（※4）主に機関投資家に対して行う会社説明会をいう。

注：主幹事は、公開価格設定プロセスの2～3年前から、新規上場会社に対し、申請に係る書類の作成等の上場準備のサポート業務を提供する。

【4】

東京証券取引所の各市場への上場会社数（令和3年10月31日時点）
及び新規上場会社数（令和2年）

市場名	上場会社数 (令和3年10月31日時点)	新規上場会社数 (令和2年)
市場第一部	2,184社	6社
市場第二部	469社	9社
マザーズ	394社	63社
JASDAQ	693社	14社
TOKYO PRO Market	46社	10社
合計	3,786社	102社

市場ごとの発行規模の状況
(平成29年～令和元年)

各市場にIPOした企業の規模の目安は以下のとおり

上段:最大値 中段:中央値 下段:最小値	売上高	経常利益	純資産の額	初値時価総額	IPO時の ファイナンス規模 (注1、2)
東証一部	9兆5,470億円 618億円 85億円	6,013億円 48億円 8億円	7,223億円 207億円 26億円	7兆36億円 613億円 254億円	2兆6,461億円 249億円 28億円
東証二部	1,087億円 155億円 58億円	28億円 12億円 3億円	173億円 49億円 15億円	264億円 116億円 33億円	159億円 18億円 8億円
マザーズ	622億円 22億円 2億円	61億円 2億円 ▲31億円	310億円 5億円 ▲1億円	6,767億円 120億円 25億円	1,307億円 13億円 1億円
JASDAQ スタンダード	136億円 47億円 10億円	13億円 3億円 1億円	39億円 9億円 2億円	469億円 58億円 16億円	35億円 8億円 4億円
TOKYO PRO Market	212億円 16億円 1億円	3億円 1億円 ▲0億円	63億円 2億円 0億円	64億円 7億円 1億円	9億円 — 3億円

注1：IPO時のファイナンス規模＝公募＋売出し（OA含む）
注2：集計対象期間中のTOKYO PRO Marketのファイナンス事例は2例のため中央値は記載していない
注3：1億円未満四捨五入
注4：IFRS（国際会計基準）採用企業については、「売上高」＝「売上収益」、「経常利益」＝「税引前利益」、「純資産の額」＝「資本合計」を記載

各証券会社の主幹事引受実績
(令和2年)

順位	証券会社名	件数	シェア
1	野村證券株式会社	22件	23.9%
2	みずほ証券株式会社	21件	22.8%
3	SMBC日興証券株式会社	14件	15.2%
3	株式会社SBI証券	14件	15.2%
5	大和証券株式会社	12件	13.0%
6	いちよし証券株式会社	5件	5.4%
7	三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社	2件	2.2%
8	エイチ・エス証券株式会社	1件	1.1%
8	東海東京証券株式会社	1件	1.1%
合 計		92件	100.0%

➤ 令和2年に東京証券取引所に上場した新規上場
会社のうち約6割がマザーズに上場している。

➤ 主幹事引受実績の上位5社で90.2%のシェアを
占めている。

1 公開価格の設定

(1) 証券取引所への上場申請まで

主幹事の選定，平均初期収益率等の公表

(2) 想定発行価格の設定

プレヒアリングの実施

IPOディスカウントの実施方法

(3) 仮条件の設定

実効性のあるロードショーの実施

ロードショーにおけるヒアリング先の希望の反映

仮条件価格帯の幅の大きさに係る基準の設定

(4) 公開価格の設定，上場

仮条件の上限額を上回る公開価格の設定等・仮条件の訂正

公開価格設定プロセスにおける個人投資家向け営業部門の関与

(5) その他

共同主幹事証券会社の追加又は主幹事の変更及びその阻害要因

セカンドオピニオンの聴取

主幹事による高い引受割合の要請

主幹事引受けに係る参入障壁

2 上場のための選択肢の多様性に係る実態

上場方式の多様化，ブックビルディング方式以外の方式の実施の可否等

3 IPOに係る取引慣行における独占禁止法上の論点

特定の証券会社を主幹事とすることの要請及び他の証券会社の主幹事引受けに係る不当な妨害

引受手数料の料率に関する証券会社間の情報交換等

交渉力の強い主幹事により，公開価格が一方的に設定されるなどして，新規上場会社に不当に不利益を与えること

1 公開価格の設定

«(1) 証券取引所への上場申請まで»

主幹事の選定，平均初期収益率等の公表

新規上場会社からの書面調査・ヒアリング結果

- ✓ 主幹事を選定するに当たり考慮した事項は，回答率が高い順に，IPO実施までのサポート体制（78.1%），主幹事の引受実績（72.6%），事業モデルや将来性に対する理解度（61.6%）であった。
- ✓ 証券会社ごとの発行規模別の平均初期収益率が公表されたならば，有益な情報となると考えるとした回答社は，53.4%であった。



平均的な目線感を持つことができるため新規上場会社にとって有り難い。

比較対象は，初値ではなく，上場半年後の株価の方が適切ではないか。



証券会社にとってある種の牽制にはなり得るだろう。

上場準備に対するサポート体制や東京証券取引所の上場審査への対応力などを重視する新規上場会社が多いのではないか。

証券会社からの書面調査・ヒアリング結果

- ✓ 証券会社ごとの発行規模別の平均初期収益率を示すことは，新規上場会社にとって有益な情報となると考えるとした回答社は，40.9%であった。



一覧の形で提供されることに意味はあり，主幹事を務める証券会社として，意識はすると思う。

初値は，そのときの需給によるものである上に，モメンタムに左右されるものだから，必ずしも主幹事の力量を適切に示すものではない。初値の付け方に着目することは必ずしも適切ではない。

競争政策上の考え方

- 新規上場会社がより自主性をもって自らの価値を適切に理解すると考える主幹事を選択できるよう，公開価格の設定に関して参考となる情報が一覧で公表されることが，競争政策上望ましい。

日本証券業協会において，平均初期収益率のほか，新規上場会社及び投資家にとってどの時点の株価を踏まえた平均収益率を公表することが適切か等を検討し，公表することが望まれる。

プレヒアリングの実施

新規上場会社からの書面調査・ヒアリング結果

- ✓ プレヒアリング※の実施は可能だと認識していたのは回答社の39.7%，そのうちの58.6%が，実際にプレヒアリングを行ったと回答した。
- ✓ 実際にプレヒアリングを行った回答社のうち62.5%が，プレヒアリングの結果は想定発行価格の水準に反映されたと認識していた。



（プレヒアリングを実施することで）機関投資家の需要を踏まえて想定発行価格が設定されるようになることから，株式市場としては公正な競争が働くことになるだろう。

※株式の募集又は売出しに言及せずに行われる新規上場会社に関する情報発信である「インフォメーション・ミーティング」も含んだ数値である可能性がある。

証券会社からの書面調査・ヒアリング結果

- ✓ 実際にプレヒアリングを行ったことがあるとした回答社は，9.1%にとどまった。
- ✓ 一方，プレヒアリングを行っていないとした回答社のうち27.3%は，IPO案件に係るプレヒアリングは法令等により禁止されていると認識しており，そのうち全ての社が，法令等において禁止されていないことが明らかになれば，プレヒアリングを行いたいとした。



プレヒアリングを行うことは大賛成である。恣意的なものにならないよう，複数の機関投資家から行うことが担保できれば，なお良い。

機関投資家にとっては，ある程度発行規模が大きい案件でなければ，プレヒアリングに参加することのメリットがない。守秘義務契約を締結することは負担であり，発行規模の小さい案件でプレヒアリングに参加する機関投資家はまずいないと思う。



競争政策上の考え方

- 日本証券業協会において，プレヒアリングが法令等で禁止されていないことを明確化し，周知した上で，証券会社は，機関投資家が対応可能であればプレヒアリングを行い，投資家の需要を踏まえた想定発行価格を設定することが，競争政策上望ましい。

1 公開価格の設定

«(2) 想定発行価格の設定②»

IPOディスカウントの実施方法

新規上場会社からの書面調査・ヒアリング結果

- ✓ 全ての回答社が、IPOディスカウントが実施されたとしているが、ディスカウント率の算定根拠について、主幹事から具体的かつ説得的な説明を受けたとする新規上場会社は、一部にとどまった。

主幹事から「貴社の業界の場合ディスカウントは30%が相場である。」との説明を受けた。

主幹事から「ディスカウント率について争っても意味はないので、出口の値段を意識しましょう。」との説明を受けた。

主幹事から「新型コロナウイルス感染症の拡大により、マーケットにも影響が出ているので、40%のディスカウントが必要である。」との説明を受けた。

算定根拠について説明を求めたが、説明を受けることができず、交渉についても取り付く島がなかった。

証券会社からの書面調査・ヒアリング結果

- ✓ 回答社の90.9%が、IPOディスカウントを行っているとした。
- ✓ その水準については、ばらつきがあったものの、「20%以上30%未満」との回答が最多であった（63.6%）。

ディスカウント率はリスクの有無、相場環境、投資家側がどの程度ディスカウントを欲しがるかによって決まる。投資家が想定発行価格を高いと判断すれば、購入の検討を止めてしまうため、投資家に検討したいと思わせる価格にする必要がある。

新規上場会社に納得してもらわなければならないと思うし、証券会社もしっかり説明しなければならないとの意識を持つべきだ。

競争政策・独占禁止法上の考え方

- 想定発行価格の設定において、IPOディスカウント等の名目で、考え方を説明することなく、合理的な根拠に基づかずに価格を低く設定することは独占禁止法上問題となるおそれがあり、証券会社は、新規上場会社と十分な協議を行い、新規上場会社が十分に納得した上で設定することが、競争政策上望ましい。

1 公開価格の設定

«(3) 仮条件の設定①»

実効性のあるロードショーの実施

新規上場会社からのヒアリング結果



新規上場会社の立場からすると、会社の価値を正しく評価してくれる機関投資家に株主になってもらいたいため、ロードショーは、そのような機関投資家に対して行いたいという希望がある。

（ロードショーの結果について、機関投資家を顕名で新規上場会社に示すことは、）上場後のIRにとっても有益であり、ぜひ実施すべきだと思う。株式を中長期間保有してもらえる投資家はどう評価したか把握することにつながる。



証券会社からのヒアリング結果



機関投資家は、真剣に価格提示をする役割であることを自覚し、もっと緊張感を持ってほしい。顕名になれば、機関投資家がより真剣に向き合ってくれるようになると期待する。

日本においては多くの機関投資家が名前の開示を拒否する。顕名化を強要すると、そもそもロードショーに対応しないと機関投資家に言われてしまう危険性がある。



新規上場会社の方も開示された方が納得感があるだろう。

顕名で開示するのであれば、機関投資家の合意を得るプロセスを設ける必要もあるだろう。



競争政策上の考え方

- 需要を正確に反映した仮条件の設定を可能にするため、証券会社は、機関投資家から適切なフィードバックを受け、新規上場会社の企業の価値や成長性を踏まえた実効性のあるロードショーとなるよう努めることが、競争政策上望ましい。

機関投資家の同意を得た場合には、特に支障がない限り、ロードショーの結果について、機関投資家を顕名で新規上場会社を開示することにより、透明性を高めることが望まれる。

1 公開価格の設定

≪(3) 仮条件の設定②≫

ロードショーにおけるヒアリング先の希望の反映

新規上場会社からの書面調査・ヒアリング結果

- ✓ ロードショーにおけるヒアリング先について、希望はあったが全く実現しなかったとしたのは、回答社の1.4%であった。
- ✓ 一方、ロードショーにおけるヒアリング先について、希望はなかったとしたのは、回答社の61.6%であった。



機関投資家とつながりを持たない新規上場会社がロードショーにおけるヒアリング先を選定することは事実上困難であると思われる。

ロードショーにおけるヒアリング先については主幹事に任せるほかなかった。



証券会社からの書面調査・ヒアリング結果

- ✓ 新規上場会社からロードショーにおけるヒアリング先について希望を示されたことがあるとした全ての回答社が、新規上場会社の希望を採用したと回答。



新規上場会社に対して、機関投資家のターゲットリストを示し、ロードショーに加えたい先があれば希望を伝えるように依頼している。

自社の需要に合った機関投資家を把握していない新規上場会社も多い。



ヒアリング先の希望を聞くことは必要なことだと思う。IPO時の公開価格設定プロセスに関する問題は、一部の案件において、証券会社から丁寧な説明がなされていないことが根幹にあるだろう。

新規上場会社から希望されても、証券会社によって取引の有無が異なることもあるため、確実に実施できるとは限らない。



競争政策上の考え方

- 証券会社は、新規上場会社がより自主性をもってロードショーにおけるヒアリング先を選択できるよう、新規上場会社に対し、当該新規上場会社のロードショーに関心のある機関投資家のリストを事前に提供することなどにより、ロードショーにおけるヒアリング先の候補となる機関投資家について説明を行うとともに、ロードショーにおけるヒアリング先について、新規上場会社と十分な協議を行い、新規上場会社が十分に納得した上で決定することが、競争政策上望ましい。

仮条件価格帯の幅の大きさの基準の設定

新規上場会社からのヒアリング結果

- ✓ 主幹事から、仮条件価格帯の幅の大きさに係る基準が存在するとの説明を受けたとする新規上場会社はいなかった。

証券会社からの書面調査・ヒアリング結果

- ✓ 回答社の27.3%が、仮条件価格帯の幅の大きさについて、何らかの基準を設けているとした。



当社としては、仮条件価格帯の幅の基準はなく、純粋にロードショーにおける機関投資家からのフィードバックを見て判断している。

仮条件価格帯の幅が広くなりすぎると、投資家の意見が収れんできておらず、適切にバリュエーションができていないと判断されてしまう。このような事態とならないよう、発行規模ごとに需要の大きい投資家属性を見越して、あらかじめ目安となる幅を設定している。



競争政策上の考え方

- 需要を正確に反映した仮条件の設定を可能にするため、証券会社は、仮条件価格帯の幅の大きさについて、硬直的で狭い幅の基準を設けず、ロードショーの結果を踏まえ、より需要に見合った仮条件価格帯の幅を設定することが、競争政策上望ましい。

1 公開価格の設定

«(4) 公開価格の設定, 上場①»

仮条件の上限額を上回る公開価格の設定等

新規上場会社からの書面調査・ヒアリング結果

- ✓ 不可能であると説明を受けたとした回答社は5.5%, 説明を受けなかったとした回答社は67.1%であった。
- ✓ 回答社の49.3%が, 仮条件の上限額を上回る公開価格の設定等は, 新規上場会社にとって望ましいと考えている。



新規上場会社の立場からすれば, 公開価格が引き上げられることになるため望ましいと考える。

成行でブックした投資家にとっては, 仮条件の上限額を上回る公開価格が設定されれば「不意打ち」となり, 納得しない投資家が出てくるのではないか。



高値であっても購入したいと考える投資家に購入してもらうことができると思う。

証券会社からの書面調査・ヒアリング結果

- ✓ 回答社の22.7%が金融商品取引法等の法令によって禁止されていると認識し, 4.5%が日本証券業協会が定める自主規制規則によって禁止されていると認識していた。また, 実際に仮条件の上限額を上回る公開価格の設定等を行ったことがある社はいなかった。
- ✓ 回答社の45.5%が, 仮条件の上限額を上回る公開価格の設定等は, 需要を正確に反映する観点から望ましいと考えている。



仮条件を設定した後に市場が動くこともあり得る。
米国では, 仮条件の上限額を上回る公開価格の設定はよく行われており, 健全なことである。

《(4) 公開価格の設定, 上場①》

仮条件の訂正

新規上場会社からの書面調査・ヒアリング結果

- ✓ 不可能であると説明を受けた回答社は6.8%, 説明を受けなかった回答社は57.5%であった。
- ✓ 回答社の60.3%が, 仮条件の訂正について, 新規上場会社にとって望ましいと考えている。



仮条件価格帯に新規上場会社が納得できないまま, ブックビルディングで仮条件の上限額に張り付いた場合, 主幹事と議論することを前提に, もう一度ブックビルディングを行うことができるのは良い。

スケジュールが長くなることによる市場連動リスクが心配である。



証券会社からの書面調査・ヒアリング結果

- ✓ 金融商品取引法等の法令や, 日本証券業協会が定める自主規制規則によって禁止されていると回答した社はいなかったものの, 一方, 実際に仮条件を訂正したことがある社もいなかった。
- ✓ 回答社の68.2%が, 仮条件の訂正について, 需要を正確に反映する観点から望ましいと考えている。



仮条件を訂正する場合は, ブックビルディングの結果, 仮条件の+何%以内であれば, 訂正届出書を提出せずに仮条件を訂正し, 再度のブックビルディングを行えるようになれば良いと思う。

訂正届出書を提出すれば仮条件を訂正することができることは知っているが, 限られたスケジュールでやり直すことは難しいし, ブックビルディングをやり直した場合に, 投資家がもう一度対応してくれるかは分からない。



競争政策上の考え方

- 金融庁及び日本証券業協会において, 仮条件の上限額を上回る公開価格の設定等について, 制度上の制約がないことを周知した上で, 需要を適切に反映するため, 証券会社は, ブックビルディングの結果を踏まえ, 仮条件の上限額を上回る公開価格の設定等や, 仮条件を訂正した上での公開価格の設定をより柔軟に行うことが, 投資家の需要をより反映した公開価格による資金調達を行うことを可能とし, 競争政策上望ましい。

公開価格設定プロセスにおける個人投資家向け営業部門の関与

新規上場会社からのヒアリング結果



個人投資家に売りやすいように公開価格を下げさせる傾向があると聞いたことがある。

直接動きが見えたわけではないが、当社の公開価格は、リテール営業の圧力が働いた結果の数字だと考えている。



証券会社からの書面調査・ヒアリング結果

- ✓ 回答社のうち、想定発行価格については27.3%、仮条件については36.4%、公開価格については27.3%が、それぞれの価格について、営業部門と合同の会議を開催するなど、営業部門の意見を反映する仕組みとなっているとした。



引受部門のみで価格を決めてしまうと新規上場会社の意向が強く反映されてしまう可能性があるところ、透明性の担保のため、営業部門も入れて、新規上場会社にとって納得感のある水準を目指し、牽制的な会議を行っている。

個人投資家への販売が中心となるから、なるべく価格を低くしたいという力が働くのだろう。どの証券会社もアナリストに分析してもらい公開価格を設定すべきである。



競争政策上の考え方

- 個人投資家向け営業部門の意向が反映されることが、公開価格設定プロセスに不当な影響を与え、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ことのないよう、証券会社は、利益相反管理のための体制を講じることが求められているが、多数の案件において、初値を含む上場後の株価が公開価格と比較して著しく高いなど、利益相反管理体制の実効性が疑われる場合には、その体制の見直しを検討することが、競争政策上望ましい。

1 公開価格の設定

≪(5) その他①≫

共同主幹事証券会社の追加又は主幹事の変更及びその阻害要因

新規上場会社からの書面調査・ヒアリング結果

- ✓ 共同主幹事証券会社を追加したかった回答社のうち、追加できなかった社は33.3%であった。
- ✓ 主幹事を変更したかった回答社のうち、変更できなかった社は28.6%であった。



共同主幹事証券会社の追加は面倒を見切れないといって断られた。

主幹事を変更する場合、上場予定日が1年ほど延びてしまうと言われ、スケジュールの関係で変更できなかった。



証券会社からの書面調査・ヒアリング結果

- ✓ 自社が主幹事を務めている案件において、他の証券会社が共同主幹事証券会社として追加されることを認めた回答社は63.6%、断った回答社は36.4%であった。
- ✓ 共同主幹事証券会社の追加又は主幹事の変更の阻害要因については、主幹事を変更又は共同主幹事証券会社を追加するに当たり、IPOを行おうとする企業の負担が重いこと（81.8%）、IPOプロセスは、IPOを行おうとする企業よりも、当初からの主幹事がリードするケースが多いこと（40.9%）の順に回答率が高かった。



発行規模が小さい案件では、共同主幹事証券会社を追加されると、上場準備サポートに係るコストが回収できない。



共同主幹事案件であっても各証券会社は単独で主幹事を務めるのと同等の労力が割かれる。もし全案件が共同主幹事案件になってしまったら、証券会社は引き受ける案件の選別を始めるだろう。

証券会社間で審査資料の引継ぎは行っていないが、新規上場会社が持っている資料を変更後の主幹事に渡すことは止めていない。しかし、推薦に係る心象形成は個々の証券会社において行われるべきである。それゆえ、上場日はおのずから延期となる。



競争政策上の考え方

- 証券会社は、IPOプロセスの早期の段階から新規上場会社との間で、将来設定する公開価格の水準について協議を行い、必要な資料を提供するなど、新規上場会社が十分に納得した上でIPOプロセスを進めることが、競争政策上望ましい。

必要な情報共有を妨げない観点から、証券会社は、新規上場会社が希望する場合には、新規上場会社に対し上場申請業務に係る資料を提供するなど新規上場会社が共同主幹事証券会社の追加又は主幹事の変更をしやすいよう配慮するとともに、新規上場会社が希望する場合には、特段の支障がない限り、共同主幹事証券会社の追加を阻害しないことが望まれる。

1 公開価格の設定

«(5) その他②»

セカンドオピニオンの聴取

新規上場会社からの書面調査・ヒアリング結果

- ✓ 回答社のうち、セカンドオピニオンを聴取したのは42.5%であり、そのうちの38.7%が想定発行価格等に反映されたとした。
- ✓ セカンドオピニオンを聴取する機会があれば望ましいとした回答社は75.3%であった。



セカンドオピニオンを実施することにより、主幹事に対する交渉材料を得ることができるため、新規上場会社にとって望ましい。



主幹事の営業担当者から、セカンドオピニオンは考慮しないと伝えられていた。

証券会社からの書面調査・ヒアリング結果

- ✓ 自社が主幹事を引き受けた案件について、新規上場会社からセカンドオピニオンを提示されたことがあるとした回答社は45.5%であり、そのうちの80.0%が公開価格設定プロセスにおいてセカンドオピニオンを考慮したことがあるとした。
- ✓ 自社が主幹事を引き受けていない案件について、セカンドオピニオンを求められたことがあるとした回答社は50.0%であった。



セカンドオピニオンを聴取することは有益であると思う。



セカンドオピニオンに応じる場合も、新規上場会社に対する深い理解が必要である。共同主幹事を務めていない案件では、意味のあるセカンドオピニオンを出しきれない。

競争政策上の考え方

- 公開価格設定プロセスにおいて、新規上場会社がセカンドオピニオンの聴取を希望する場合には、証券会社は、これを阻害しないことが、競争政策上望ましい。

証券会社は、実効的なセカンドオピニオンを聴取しやすい環境を整備する観点から、新規上場会社が希望する場合には、特段の支障がない限り、共同主幹事証券会社の追加を阻害しないことが望まれる。

主幹事による高い引受割合の要請

新規上場会社からのヒアリング結果

- ✓ 主幹事から高い引受割合を意に反して要請されたとする社はいなかった。

主幹事から80%~90%に上る高い引受割合を要請された。

引受割合は新規上場会社がイニシアティブを持って決めることができると考えていたが、主幹事との力関係によって交渉することができなかった。

主幹事以外の証券会社を引受シンジケート団に加えることで、セカンドオピニオンを聴取したい。

証券会社からの書面調査・ヒアリング結果

- ✓ 書面調査対象社の全てが、主幹事を引き受ける際、新規上場会社に対し、自社に一定割合の引受割合を確保できるよう求めている。
- ✓ 求めている引受割合は、80%以上である場合が多い。

新規上場会社に高い引受割合を強要しないことは当たり前である。

証券会社も一定の収益が上がることを見込めない場合には、主幹事を引き受けることができないが、引受割合を高くすることを「良し」としているわけでもない。

競争政策上の考え方

- 特段の支障がない限り、主幹事は、新規上場会社に対して、高い引受割合を、新規上場会社の意に反して要請しないことが、競争政策上望ましい。

主幹事引受けに係る参入障壁

証券会社からのヒアリング結果

<IPO案件の主幹事引受実績が限られる証券会社>

 今後、IPO案件の主幹事引受けを拡大したい。

<主幹事引受実績のない証券会社>

 当社において、上場適格性調査部門のような部署に在籍している人員が1～2名程度しかおらず、独立した部署を設置することは難しい。

東京証券取引所からのヒアリング結果

 上場をサポートする立場にとらわれず、上場適格性を判断する必要があるため、専任の担当者を置くこととしていることから、独立の上場適格性調査部門の設置に係る要件を緩和することは適切ではない。
一方、証券会社が行う推薦審査に係る事項を東京証券取引所において「見える化」するなど、ルールに分かりにくい点を明示していくことは、主幹事を務める証券会社の裾野を拡大する観点から重要だと思う。

競争政策上の考え方

- 東京証券取引所において、「取引参加者における上場適格性調査体制等に関する規則」に基づき対応が求められる具体的事項を明確化し、周知することにより、幅広い証券会社が主幹事を引き受けることができるようにすることが、競争政策上望ましい。

上場方式の多様化，ブックビルディング方式以外の方式の実施の可否等

新規上場会社からの書面調査・ヒアリング結果



上場方式を複数の選択肢から選択できることはいいことだと思う。



会社のカラーに応じて上場方式を選べるのは大事だろう。



資金調達別途行うから取り急ぎ上場したいという需要は一定程度あるだろうから望ましい。

証券会社からの書面調査・ヒアリング結果



ダイレクトリスティング※は、証券会社が推薦審査を行う際に受け取るフィーの問題を解決できるのであれば、行うこと自体は否定しない。



（入札方式、ダイレクトリスティングの）経験者がいない。また、どれだけ新規上場会社が入札方式やダイレクトリスティングを希望するか分からないため、コストをかけて体制を整備することは考えられない。

※上場時に新株を発行せず、既存の株式を証券会社による引受けを伴わずに直接取引所に上場すること。

東京証券取引所からのヒアリング結果



市場第一部等や（市場区分見直し後の）プライム市場等においては、制度上、ダイレクトリスティングを可能としている。一方、マザーズや（市場区分見直し後の）グロース市場については、成長企業向け市場というコンセプトから、IPOでの成長資金の調達を要件としており、ダイレクトリスティングを想定していない。

競争政策上の考え方

- 証券会社から新規上場会社に対して他の選択肢に関する事前説明が十分に行われ、新規上場会社がどのような上場方式を採るか選択できるようになることが、競争政策上望ましい。

新規上場会社等にとって選択肢となり得るよう、上場方式の選択肢を多様化する観点から、東京証券取引所及び日本証券業協会において、海外の類似の方式について調査するなど、入札方式の在り方について、今後検討することが望まれる。

- ✓ 実態把握において、独占禁止法上問題となる明確な事例は確認されなかったものの、以下のような問題となり得る行為について考え方を整理した。

特定の証券会社を主幹事とすることの要請及び他の証券会社の主幹事引受けに係る不当な妨害

- 証券会社の関係会社である銀行やベンチャーキャピタルの新規上場会社への影響力を行使する等して、当該証券会社が、他の証券会社が主幹事を引き受けることを不当に妨害しているとすれば、独占禁止法上問題となるおそれがある（取引妨害）。

証券会社は、独占禁止法上問題とならないようにするため、関係会社である銀行やベンチャーキャピタルの新規上場会社への影響力を行使する等して、他の証券会社が主幹事を引き受けることを不当に妨害することがないように留意する必要があるとともに、主幹事業務に関する自らのサービス内容等を新規上場会社に対し適切に説明することにより、主幹事の引受けに向けて公正に競争することが望まれる。

引受手数料の料率に関する証券会社間の情報交換等

- 引受手数料の料率について、証券会社間で取決めを行うようなことがあれば、独占禁止法上問題となる（不当な取引制限）。

証券会社は、発行規模の大きさ等を踏まえ、案件に応じて弾力化するなど、引受手数料の料率やサービス内容について証券会社間の競争が促進されることが望まれる。

交渉力の強い主幹事により、公開価格が一方的に設定されるなどして、新規上場会社に不当に不利益を与えること

- 優越的地位にある主幹事が、一方的に公開価格を設定するなどして主幹事業務の取引を実施し、新規上場会社に正常な商慣習に照らして不当に不利益を与えたと認められる場合には、独占禁止法上問題となるおそれがある（優越的地位の濫用）。

- 想定発行価格の設定において、IPOディスカウント等の名目で、考え方を説明することなく、合理的な根拠に基づかずに価格を低く設定することは独占禁止法上問題となるおそれがある。

証券会社は、独占禁止法上問題とならないようにするため、

- ① 想定発行価格の設定において、新規上場会社と十分な協議を行い、新規上場会社が十分に納得した上で設定すること
- ② 共同主幹事証券会社の追加又は主幹事の変更をしやすいよう配慮するとともに、新規上場会社が希望する場合には、特段の支障がない限り、共同主幹事証券会社の追加を阻害しないこと
- ③ 新規上場会社がセカンドオピニオンの聴取を希望する場合にはこれを阻害しないこと
- ④ セカンドオピニオンの聴取先確保の観点から、特段の支障がない限り、新規上場会社に対して、高い引受割合を、新規上場会社の意に反して要請しないこと

などによって、一方的に公開価格を設定することがないように留意する必要がある。

公正取引委員会の今後の取組

- 本報告書においては、IPO時の公開価格設定プロセスについて、新規上場会社及び証券会社を対象に調査を実施した上で、競争政策上及び独占禁止法上の考え方を明らかにした。公正取引委員会としては、本報告書で示した考え方を金融庁、日本証券業協会及び東京証券取引所に申し入れることにより、これらの機関や証券会社等において、具体的な対応策の検討や自主的な取組が行われ、IPO時の公開価格設定プロセスにおいて公正かつ自由な競争が促進されることを期待する。
- 今後、IPOに関連する取引において、独占禁止法上問題となる具体的な案件に接した場合には、厳正・的確に対処していく。
- 競争環境の整備の観点からは、IPO時の公開価格設定プロセスにおける市場環境において生じている問題に関して、問題点を指摘した。今後これらの論点に関しては、適切な検討が行われ、競争政策上の課題が解消された結果、新規上場会社の選択肢が多様化し、自らの事業を成長させていくために必要な資金が調達しやすくなり、市場における成長を促進する環境が整うことで、ひいては我が国の経済全体の活性化につながることを望まれる。

新規株式公開（IPO）における 公開価格設定プロセス等に関する 実態把握について



令和4年1月



公正取引委員会
Japan Fair Trade Commission

目 次

第 1	調査の背景及び趣旨.....	1
第 2	調査対象及び調査方法.....	1
1	調査対象	1
2	調査方法	2
(1)	書面調査	2
(2)	ヒアリング調査.....	2
第 3	IP0 の状況	2
1	IP0 時の公開価格設定プロセスの全体像	2
(1)	東京証券取引所への上場申請.....	3
(2)	想定発行価格の設定.....	4
(3)	仮条件の設定.....	4
(4)	公開価格の設定, 上場.....	5
2	IP0 に係る市場の動向	5
(1)	東京証券取引所の市場の種類.....	5
(2)	東京証券取引所の市場ごとの新規上場会社数.....	6
(3)	東京証券取引所の市場ごとの発行規模の状況.....	6
(4)	各証券会社の主幹事引受実績について.....	7
第 4	IP0 における取引の現状と競争政策・独占禁止法上の考え方	8
1	公開価格の設定	8
(1)	証券取引所への上場申請まで.....	8
(2)	想定発行価格の設定.....	11
(3)	仮条件の設定.....	15
(4)	公開価格の設定, 上場.....	18
(5)	その他	23
2	上場のための選択肢の多様性に係る実態.....	28
(1)	現状	29
(2)	書面調査・ヒアリング結果.....	29
(3)	競争政策上の考え方.....	31
3	IP0 に係る取引慣行における独占禁止法上の論点	32
(1)	特定の証券会社を主幹事とすることの要請及び他の証券会社の主幹事引受けに係る不当な妨害について.....	32
(2)	引受手数料の料率に関する証券会社間の情報交換等について.....	33
(3)	交渉力の強い主幹事により, 公開価格が一方的に設定されるなどして, 新規上場会社に不当に不利益を与えることについて.....	33
第 5	公正取引委員会の今後の取組等.....	35

第1 調査の背景及び趣旨

自社の発行する株式を金融商品取引所に初めて上場する新規株式公開（以下「IPO」という。）は、企業にとって、その知名度や社会的信用力を向上させることや、社内管理体制を充実させ、従業員の士気を向上させる¹だけでなく、重要な資金調達的手段にもなっている。令和3年6月18日に閣議決定された「成長戦略実行計画」では、日本のIPOについて、上場後初めて市場で成立する株価（初値）が、上場時に新規上場会社（IPOを行う企業をいう。以下同じ。）が株式を売り出す価格（公開価格）を大幅に上回っており、公開価格で株式を取得した特定の投資家が差益を得るが、新規上場会社には直接の利益が及ばず、同じ発行株数でより多額の資金調達をし得たはずであったことが指摘されており、こうした点を踏まえ、IPO時の公開価格設定プロセスの在り方について、実態把握を行い、見直しを図ることとされている。また、令和3年11月8日に新しい資本主義実現会議が決定した「緊急提言～未来を切り拓く『新しい資本主義』とその起動に向けて～」においても、同趣旨の指摘がなされている。

新規上場会社の企業の価値や需要に見合った公開価格が設定されること等により、新規上場会社が、自らの事業を成長させていくために必要な資金を調達しやすくし、市場における成長を促進する環境を整えることは、ひいては我が国の経済全体の活性化につながると考えられ、競争政策上望ましい。こうした問題意識の下、公正取引委員会では、初値が公開価格を大幅に上回る要因となり得ると考えられる事項について、競争政策・独占禁止法上の課題の有無を検討するために、公開価格の設定に係る実態、上場のための選択肢の多様性に係る実態及びIPOに係る取引慣行における独占禁止法上の論点について実態把握を行った。

第2 調査対象及び調査方法

1 調査対象

本実態把握では、過去1年間にIPOを行った企業、直近のIPO案件で主幹事²を務めた実績のある社を中心とした証券会社及び株式会社東京証券取引所³（以下「東京証券取引所」という。）を対象とし、IPO時の公開価格設定プロセスにおける実態等について、新規上場会社と証券会社との取引に関して調査・検討を行った。

¹ 東京証券取引所「2020～2021 新規上場ガイドブック（市場第一部編）」（令和2年12月）3頁

² 上場に関して新規上場会社を支援する業務を行う証券会社の中で中心となる証券会社のことをいう。

³ 現在、我が国では、次の6社が金融商品取引所の免許を受けているが、令和2年の新規上場実績は、証券会員制法人札幌証券取引所が0件、東京証券取引所が92件、株式会社名古屋証券取引所が3件、証券会員制法人福岡証券取引所が0件となっており、株式会社大阪取引所及び株式会社東京金融取引所は、デリバティブ取引を扱う金融商品取引所であり、IPOは行っていない。したがって、我が国のほとんど全てのIPO案件を取り扱っている東京証券取引所への上場に着目して実態把握を行った。

2 調査方法

(1) 書面調査

ア 過去1年間にIPOを行った企業 97社（回答数 75社，回答率 77.3%）

（調査期間：令和3年8月10日～同年8月31日）

イ 直近のIPO案件で主幹事を務めた実績のある社を中心とした証券会社 22社（回答数 22社，回答率 100%）

（調査期間：令和3年10月5日～同年10月22日）

(2) ヒアリング調査

ア 過去1年間にIPOを行った企業 15社

イ 直近のIPO案件で主幹事を務めた実績のある社を中心とした証券会社 9社

ウ 東京証券取引所

第3 IPOの状況

1 IPO時の公開価格設定プロセスの全体像

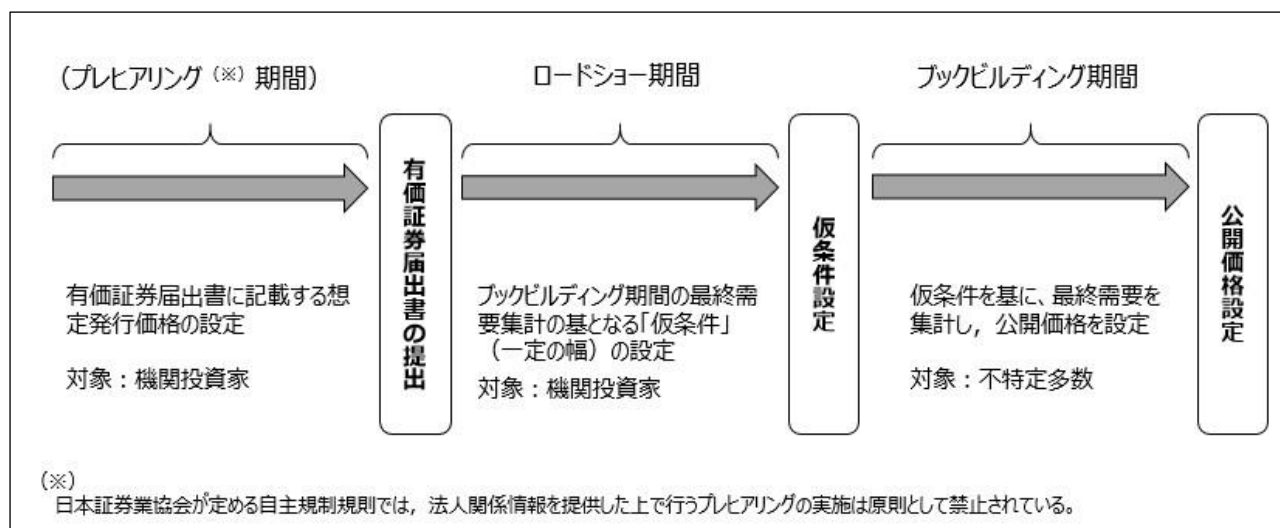
IPO時の公開価格設定プロセスについて、東京証券取引所が定める有価証券上場規程施行規則（平成19年11月1日）第233条によれば、上場前の公募等の手続として、ブックビルディング方式⁴と入札方式⁵とのいずれかが選択できる。平成9年9月にブックビルディング方式が実施されて以降、全ての案件においてブックビルディング方式が選択されている⁶。ブックビルディング方式を採用した場合の公開価格設定プロセスは図表1のとおり。

⁴ ブックビルディング方式とは、主幹事が機関投資家等の意見を踏まえ仮条件を設定し、当該仮条件を投資家に提示して需要状況の調査を行った上で公開価格を設定する方式である。

⁵ 入札方式とは、投資家が入札部分につき一定期間に希望価格を入札し、その結果に基づきその余の部分の公開価格が設定される方式である（詳細は第4の2(1)にて後述する。）。

⁶ 東京証券取引所からのヒアリングによる。

(図表 1) ブックビルディング方式による公開価格設定プロセスの概要



出典：公正取引委員会において作成。

(1) 東京証券取引所への上場申請

東京証券取引所への新規上場に当たっては、東京証券取引所において、投資者保護の観点から、上場会社としての一定の適格性を有しているかどうかについて審査が行われる。これに対応するため、新規上場会社は、上場を目指す2～3年前から、申請に係る書類の作成のほか、必要な体制整備等を行う。こうした上場準備を円滑に行うため、新規上場会社は証券会社に毎月数十万円程度の手数料を支払い、上場準備のサポート⁷及び推薦審査を受ける。

なお、このほか、監査法人は、財務諸表等について監査意見を表明するとともに、新規上場会社の会計面及び内部管理体制などの指導を行う。一般的に、新規上場会社の上場準備をサポートする証券会社は、募集又は売出しに係る株式のうち引き受ける割合も多く、新規上場会社のIPOを全面的にバックアップすることとなる。こうした役割を担う証券会社のことを「主幹事証券会社」という。複数の主幹事証券会社が存在する場合は、それらの証券会社を「共同主幹事証券会社」といい、そのうち特に中心的役割を担っている証券会社を「筆頭主幹事証券会社」という。また、募集又は売出しに係る株式は、主幹事証券会社及びその他の証券会社が集まり、「引受シンジケート団」(以下「引受シ団」という。)を構成して引き受けることが多い⁸。

新規上場会社は、主幹事証券会社を選定し、1年半～2年をかけて上場申請に向けた準備を行い、東京証券取引所に新規上場申請を行う。その際、単独の主幹事証券会社又は共同主幹事証券会社のうちの筆頭主幹事証券会社(以下「主幹事」

⁷ 資本政策や社内体制整備を含む上場に当たってのサポート。

⁸ 書面調査に回答を寄せた新規上場会社のIPO案件については、全て引受シ団が構成されていた。

という。)は、「推薦証券会社」として「推薦書」、「確認書」及び「公開指導・引受審査の内容に関する報告書」を作成し、新規上場会社が、これらを併せて提出する⁹。また、以上のような主幹事が行う上場準備のサポート、推薦審査、及び募集又は売出しに係る株式の引受けの一連の業務を、以下「主幹事業務」という。

その後、東京証券取引所による約3か月間の上場審査を経て、上場会社としての適格性が認められれば、同取引所から同社の新規上場が承認される。

(2) 想定発行価格の設定

想定発行価格とは、有価証券届出書に記載される価格であり、主幹事が新規上場会社の事業と類似した事業を営む社として選定した会社（以下「類似会社」という。）の財務状況を勘案するなどして算出された理論価格から、IPO ディスカウント¹⁰と呼ばれる割引を行い設定する場合が多い。その後、想定発行価格等を有価証券届出書に記載し、内閣総理大臣に提出する¹¹。

(3) 仮条件の設定

仮条件とは、ブックビルディング期間の最終需要集計の基となる価格であり、想定発行価格を基に、通常、機関投資家を対象とする会社説明会（ロードショー）を行い、募集又は売出しに係る株式について妥当と考えられる株価や購入予定株数を調査した上で設定される。仮条件は、通常、上限額及び下限額で構成される価格帯として設定される¹²。東京証券取引所が示すモデルスケジュールによれば、ロードショーは有価証券届出書の提出の翌日から、10営業日前後¹³かけて、40～50社¹⁴前後の機関投資家を対象として行われる。仮条件を設定した後、それを記載した第1回目の訂正届出書¹⁵を提出する。

⁹ 有価証券上場規程施行規則第204条第1項第7号（市場第一部及び市場第二部）、第229条の3第1項第1号（JASDAQ）、第219条第1項第3号（マザーズ）

¹⁰ IPO ディスカウントとは、主幹事及び新規上場会社との協議により、新規上場会社における会社情報の入手が難しいことや流動性の予測が難しいこと等を考慮して、IPO 案件の執行可能性を高めるために行う割引のこと。

¹¹ 実務では、EDINET（金融商品取引法〔昭和23年法律第25号〕に基づく有価証券報告書等の開示書類に関する電子開示システム）を通じて、所管の財務局に提出する。

¹² 書面調査に回答を寄せた新規上場会社のうち、仮条件を一つの値に定めた社はいなかった。

¹³ 東京証券取引所「2020～2021 新規上場ガイドブック（市場第一部編）」（令和2年12月）17頁。

¹⁴ 新規上場会社からのヒアリングによる。なお、ロードショーにおけるヒアリング先の数については、各社ごとにばらつきがあり、少ない社は20社程度、多い社は75社との意見もあった。

¹⁵ 訂正届出書とは、金融商品取引法第7条第1項の規定に基づき、有価証券届出書等の提出の日以後に「発行価格」の決定等があり、内容を訂正する必要があるとき等に提出しなければならない書類のことである。本文(3)及び(4)のとおり、仮条件の設定、公開価格の設定に伴い、訂正届出書が提出されることとなる。

(4) 公開価格の設定、上場

公開価格とは、上場時の募集価格又は売出価格であり、前記のとおり機関投資家及び個人投資家に対し仮条件を提示し、ブックビルディングを行い、この結果を踏まえて設定される。東京証券取引所が示すモデルスケジュールによれば、ブックビルディングは5営業日程度¹⁶行われる。公開価格が設定された後「発行価格」、「発行価額の総額」等について記載した第2回目の訂正届出書を提出する。また、このとき、証券会社が募集又は売出しに係る株式の引受けを行う価額¹⁷（引受価額）も併せて設定され、新規発行株式数に引受価額を乗じた額（有価証券届出書における「払込金額の総額」）から、株式の新規発行に係る諸費用を控除した額（有価証券届出書における「差引手取概算額」）が、新規上場会社の資金調達額となる。

有価証券届出書の効力が発生した¹⁸後、5営業日前後¹⁹で募集又は売出しに係る株式の申込みが行われた上、上場となる。

2 IPOに係る市場の動向

(1) 東京証券取引所の市場の種類

我が国で最も大きな金融商品取引所である東京証券取引所は、市場第一部及び市場第二部のほか、マザーズ、JASDAQ（スタンダード、グロース）、TOKYO PRO Market の5つの市場を運営しており、その概要は図表2のとおりである²⁰。

（図表2）東京証券取引所の各市場への上場会社数（令和3年10月31日時点）

名称	概要	上場会社数
市場第一部	国内外を代表する大企業・中堅企業が上場する日本の中心的市场。	2,184 社
市場第二部		469 社
マザーズ	近い将来の市場第一部へのステップアップを視野に入れた成長企業向けの市場。	394 社
JASDAQ	①信頼性、②革新性、③地域・国際性と	693 社 ²¹

¹⁶ 東京証券取引所「2020～2021 新規上場ガイドブック（市場第一部編）」（令和2年12月）17頁。

¹⁷ 公開価格から証券会社の引受手数料額を控除した額が、証券会社の引受価額となる。

¹⁸ 金融商品取引法第8条第1項の規定により、有価証券届出書を内閣総理大臣（同法第194条の7第1項及び第6項等により財務局長等に委任）が受理してから15日を経過した日に効力が生じる。金融商品取引法第15条第1項の規定により、有価証券届出書の効力が発生するまでは、募集に係る株式を取得させ、又は売出しに係る株式を売り付けてはならない。

¹⁹ 東京証券取引所「2020～2021 新規上場ガイドブック（市場第一部編）」（令和2年12月）17頁。

²⁰ 東京証券取引所ウェブサイトより抜粋。各市場の概要については、<https://www.jpx.co.jp/equities/products/stocks/outline/index.html>、上場会社数については、<https://www.jpx.co.jp/listing/co/index.html>（最終閲覧日：令和3年11月15日）。なお、2022年4月4日より、プライム市場、スタンダード市場及びグロース市場の3つの市場区分に見直される予定である。

²¹ 内訳として、JASDAQ スタンダードには656社、JASDAQ グロースには37社が上場している。なお、JASDAQ

	いう3つのコンセプトを掲げる市場。	
TOKYO PRO Market	平成20年の金融商品取引法改正により導入された「プロ向け市場制度」に基づき設立された市場。	46社

出典：東京証券取引所ウェブサイトを基に、公正取引委員会において作成。

(2) 東京証券取引所の市場ごとの新規上場会社数

令和2年における東京証券取引所の市場ごとの新規上場会社数は、図表3のとおりである²²。東京証券取引所へのIPOでは、約6割がマザーズに上場している。

(図表3) 東京証券取引所の各市場への新規上場会社数(令和2年)

市場名	新規上場会社数
市場第一部	6社
市場第二部	9社
マザーズ	63社
JASDAQ	14社
TOKYO PRO Market	10社
合計	102社

出典：東京証券取引所ウェブサイトを基に、公正取引委員会において作成。

(3) 東京証券取引所の市場ごとの発行規模の状況

東京証券取引所の市場ごとの発行規模（IPO時の募集株数と売出株数〔オーバーアロットメント²³を行った場合はその分も含む。〕を合計した株数に、公開価格を乗じて算出した金額をいう。以下同じ。）の状況は、図表4のとおりである²⁴。2017年から2019年において、市場第一部に新規上場した企業の発行規模（図表4における「IPO時のファイナンス規模」）の中央値は249億円となっているが、同期間に市場第二部、マザーズ、JASDAQスタンダードに新規上場した企業の発行規模の中央値はそれぞれ18億円、13億円、8億円となっている。

スタンダードとは、一定の事業規模と実績を有する成長企業を対象とした市場、JASDAQグロースとは、特色ある技術やビジネスモデルを有し、より将来の成長可能性に富んだ企業群を対象とした市場とされている。

²² 東京証券取引所ウェブサイト https://www.jpx.co.jp/equities/listing-on-tse/new/basic/04_archives-01.html（最終閲覧日：令和3年11月15日）。

²³ 募集・売出しの数量を超える需要があった場合において、主幹事が対象企業の大株主等から一時的に株式を借りて、当初の募集・売出し予定株数を超過して、募集・売出しと同一条件で追加的に投資家に販売すること。図表4においては、OAと記載されている。

²⁴ 東京証券取引所ウェブサイト <https://www.jpx.co.jp/equities/listing-on-tse/new/basic/index.html>（最終閲覧日：令和3年11月15日）。

(図表 4) 市場ごとの発行規模の状況

最近のIPO企業の規模比較(2017年～2019年までのIPO企業)

各市場にIPOした企業の規模の目安は以下のとおり

上段:最大値 中段:中央値 下段:最小値	売上高	経常利益	純資産の額	初値時価総額	IPO時の ファイナンス規模 (注1,2)
東証一部	9兆5,470億円 618億円 85億円	6,013億円 48億円 8億円	7,223億円 207億円 26億円	7兆36億円 613億円 254億円	2兆6,461億円 249億円 28億円
東証二部	1,087億円 155億円 58億円	28億円 12億円 3億円	173億円 49億円 15億円	264億円 116億円 33億円	159億円 18億円 8億円
マザーズ	622億円 22億円 2億円	61億円 2億円 ▲31億円	310億円 5億円 ▲1億円	6,767億円 120億円 25億円	1,307億円 13億円 1億円
JASDAQ スタンダード	136億円 47億円 10億円	13億円 3億円 1億円	39億円 9億円 2億円	469億円 58億円 16億円	35億円 8億円 4億円
TOKYO PRO Market	212億円 16億円 1億円	3億円 1億円 ▲0億円	63億円 2億円 0億円	64億円 7億円 1億円	9億円 — 3億円

注1: IPO時のファイナンス規模=公募+売出し(OA含む)

注2: 集計対象期間中のTOKYO PRO Marketのファイナンス事例は2例のため中央値は記載していない

注3: 1億円未満四捨五入

注4: IFRS(国際会計基準)採用企業については、「売上高」=「売上収益」、「経常利益」=「税引前利益」、「純資産の額」=「資本合計」を記載

出典: 東京証券取引所ウェブサイトより抜粋。

(4) 各証券会社の主幹事引受実績について

各証券会社の令和2年に東京証券取引所に新規上場した案件(TOKYO PRO Marketに上場したものを除く92件)の主幹事引受実績は、図表5のとおりであり、上位5社で90.2%のシェアを占めている。

(図表 5) 各証券会社の主幹事引受実績(令和2年)

順位	証券会社名	件数	シェア
1	野村證券株式会社	22件	23.9%
2	みずほ証券株式会社	21件	22.8%
3	SMBC日興証券株式会社	14件	15.2%
3	株式会社SBI証券	14件	15.2%
5	大和証券株式会社	12件	13.0%
6	いちよし証券株式会社	5件	5.4%
7	三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社	2件	2.2%
8	エイチ・エス証券株式会社	1件	1.1%
8	東海東京証券株式会社	1件	1.1%
合 計		92件	100.0%

出典: 東京証券取引所ウェブサイトを基に、公正取引委員会において作成。

第4 IPOにおける取引の現状と競争政策・独占禁止法上の考え方

1 公開価格の設定

本調査においては、公開価格設定プロセスの中で、(1)証券取引所への上場申請まで、(2)想定発行価格の設定、(3)仮条件の設定、(4)公開価格の設定、上場、(5)その他の各段階において、初値が公開価格を大幅に上回る要因となり得ると考えられる以下の事項について、競争政策上の課題の有無を検討するために、関連する実態把握を行った。

(1)証券取引所への上場申請まで

- ・ 証券会社ごとの発行規模別の平均初期収益率²⁵など主幹事の選定に資する情報が公表されていないのではないか

(2)想定発行価格の設定

- ・ 機関投資家に対するプレヒアリングが十分に実施されていないのではないか
- ・ 主幹事が一方的に IPO ディスカウントを実施しているのではないか

(3)仮条件の設定

- ・ 実効性のあるロードショーが実施されていないのではないか
- ・ 新規上場会社のロードショーにおけるヒアリング先の希望が反映されていないのではないか
- ・ 仮条件価格帯の幅の大きさに係る基準が存在しているのではないか

(4)公開価格の設定、上場

- ・ ブックビルディングの結果が仮条件の上限額に張り付いても、仮条件価格帯の範囲内で公開価格が設定されているのではないか
- ・ 公開価格設定プロセスにおいて個人投資家向け営業部門が関与しているのではないか

(5)その他

- ・ 共同主幹事証券会社の追加又は主幹事の変更が困難になっているのではないか
- ・ セカンドオピニオンが十分に聴取できていないのではないか
- ・ 主幹事が新規上場株式の高い引受割合を要請しているのではないか
- ・ 主幹事引受けに参入障壁が存在するのではないか

(1) 証券取引所への上場申請まで

ア 現状

通常、新規上場会社は、数社程度の証券会社を対象として、過去の IPO 案件

²⁵ 初期収益率＝（初値－公開価格）／公開価格。平均初期収益率とは、一定期間における、証券会社ごとの発行規模別の初期収益率の平均値のことをいう。

における主幹事実績、IPO 実施までのサポート体制、サポート内容、バリュエーション²⁶、エクイティストーリー²⁷等に関する説明を受け、その説明内容を総合的に勘案した上で、主幹事を選定する。

初値と公開価格との乖離を表す指標の一つとして、初期収益率が考えられる。現状、過去の IPO 案件における株価に関する情報は、東京証券取引所ウェブサイトにおいて、IPO 案件ごとに、主幹事、公開価格等が公表されており、また、個々の証券会社のウェブサイトにおいて、公開価格、初値等が公表されている場合がある。

イ 書面調査・ヒアリング結果

(7) 新規上場会社が主幹事を選定するに当たり考慮した事項

書面調査に回答を寄せた新規上場会社は、主幹事を選定するに当たり考慮した事項について、「IPO 実施までのサポート体制」(78.1%)、「主幹事の引受実績」(72.6%)、「事業モデルや将来性に対する理解度」(61.6%)などとしており、「想定発行価格に係る提案内容の魅力度」、「発行規模別の平均初期収益率」など公開価格の設定に係る事項は、それぞれ 19.2%、2.7%にとどまっている。

(4) 証券会社ごとの発行規模別の平均初期収益率を示すことの有益性について

a 新規上場会社からの書面調査・ヒアリング結果

書面調査に回答を寄せた新規上場会社の 53.4%が、証券会社ごとの発行規模別の平均初期収益率が公表されたならば、「有益な情報となると考える」と回答している。

なお、「実際に、主幹事を選定するに当たり、発行規模別の平均初期収益率を考慮した」とする新規上場会社は、2.7%にとどまっている。

また、新規上場会社からのヒアリングにおいては、証券会社ごとの発行規模別の初期収益率を示すことの有益性について、「平均的な目線感を持つことができるため新規上場会社にとって有り難い」、「証券会社にとってある種の牽制にはなり得るだろう」との意見が示された。一方、「マザーズは個人投資家が多く、個人投資家は新規上場会社の業績などを勘案せずに購入するため、初値は、信用に足る数値ではない」、「比較対象は、初値ではなく、上場半年後の株価の方が適切ではないか」、「上場準備に対するサポート体制や東京証券取引所の上場審査への対応力などを重視する新規

²⁶ 当該企業の利益、資産等を勘案して算出した企業価値評価のこと。

²⁷ 投資家に対して説明する、当該企業の強みや特徴、成長戦略等のこと。

上場会社が多いのではないか」, との意見も示された。

b 証券会社からの書面調査・ヒアリング結果

書面調査対象の証券会社の 40.9%が, 証券会社ごとの発行規模別の平均初期収益率を示すことは, 「新規上場会社にとって有益な情報となると考える」と回答している。

また, 証券会社からのヒアリングにおいては, 証券会社ごとの発行規模別の平均初期収益率を示すことの有益性について, 「一覧の形で提供されることに意味はあり, 主幹事を務める証券会社として, 意識はすると思う」, 「(平均初期収益率を算出する際に使用する) IPO に関する情報は全て公開されており, データをまとめて公表することは止めようがない」との意見が示された。一方, 「初値は, そのときの需給によるものである上に, モメンタム(相場の勢い)に左右されるものだから, 必ずしも主幹事の力量を適切に示すものではない。初値の付け方に着目することは必ずしも適切ではない」, 「初値は, 飽くまで一つのファクターに過ぎないから, 終値や一週間平均, 上場から3か月後や半年後の数字なども並べて比較できると良いだろう」との意見も示された。

ウ 競争政策上の考え方

書面調査・ヒアリング結果によれば, 過半数の新規上場会社が, 主幹事を選定する際に証券会社ごとの発行規模別の平均初期収益率が公表されるならば有益な情報となると回答しているが, 実際に主幹事を選定する際に公開価格の設定に係る事項を考慮した新規上場会社はごく一部に限られており, 有益とは考えるものの, 公開価格の設定に係る事項に対する関心が低い現状が確認された。一方, 証券会社ごとの発行規模別の平均初期収益率が公平・中立な機関において一覧性を持って公表されるならば, 新規上場会社が主幹事を選定する当初から公開価格の設定に対する関心を高め, 主幹事を選定する上で参考となるとともに, 証券会社にとってもより需要に見合った公開価格を設定するインセンティブとなり得るものと考えられる。

したがって, 新規上場会社がより自主性をもって自らの価値を適切に理解すると考える主幹事を選択できるよう, 公開価格の設定に関して参考となる情報が一覧で公表されることが, 競争政策上望ましい。

なお, より自らの価値を適切に理解すると考える証券会社を主幹事として選定するのに資する情報としてどの時点の株価を公表することが適切かについては, 新規上場会社及び証券会社から, 様々な意見が示されたところである。証券会社ごとの発行規模別の平均初期収益率については, 新規上場会社及び証

券会社ともに、一定程度、「有益な情報となる」との意見が示されたことを踏まえ、日本証券業協会において、平均初期収益率のほか、新規上場会社及び投資家にとってどの時点の株価を踏まえた平均収益率を公表することが適切か等を検討し、公表することが望まれる。

(2) 想定発行価格の設定

ア 現状

想定発行価格は、第3の1のとおり、類似会社の財務状況を勘案するなどして算出された理論価格から、IPO ディスカウントと呼ばれる割引を行って設定する。

他方、有価証券届出書の提出前に投資家に対して需要の見込みに関する調査（以下「プレヒアリング」という。）を行った上で、その結果も併せて勘案して想定発行価格を設定する方法も存在する。しかし、日本証券業協会が定める自主規制規則である「協会員におけるプレ・ヒアリングの適正な取扱いに関する規則」（平成18年12月1日）第9条においては、法人関係情報²⁸を提供した上で行うプレヒアリングの実施が原則として禁止されていること及び金融商品取引法第4条において、有価証券届出書の提出前の勧誘行為が禁止されていることから、プレヒアリングを実施すれば、これらの規定に抵触するのではないかと懸念が指摘されている。

この点について、日本証券業協会が定める自主規制規則においては、法人関係情報の提供を伴わないIPOにおけるプレヒアリングの実施については禁止されていない。また、金融庁の企業内容等開示ガイドライン（「企業内容等の開示に関する留意事項について」令和3年10月最終改正）2-12において、特定投資家²⁹や株券等保有割合が5%以上である投資家を対象とし、情報が他に漏洩されないよう一定の措置を講じて行われるものについては、そもそも「勧誘」に該当しないと整理されている。したがって、法人関係情報の提供を伴わないIPOの場合、想定発行価格を設定するためにプレヒアリングを行うことについては、金融庁の企業内容等開示ガイドラインにのっとって行うのであれば、法令等の制約は存在しない。

²⁸ 「協会員におけるプレ・ヒアリングの適正な取扱いに関する規則」第2条第1号において、「上場会社等の運営、業務又は財産に関する公表されていない重要な情報であって顧客の投資判断に影響を及ぼすと認められるもので募集に係るものをいう」と規定されている。なお、上場会社等の子会社でない新規上場会社の情報は、基本的に法人関係情報に含まれない。

²⁹ 金融商品取引法第2条第31項において定義されており、適格機関投資家、国、日本銀行、投資者保護基金等が該当する。特定投資家には、金融商品取引法が定める投資者保護制度が一部適用されない。

イ 書面調査・ヒアリング結果

(7) プレヒアリングの実施可否の法的認識、実施状況について

a 新規上場会社からの書面調査・ヒアリング結果

書面調査に回答を寄せた新規上場会社の 39.7%が、「プレヒアリングの実施は可能だと認識していた」としており、さらに、そのうちの 58.6%が、「実際にプレヒアリングを行った」としている。その上で、「実際にプレヒアリングを行った」と回答した新規上場会社のうち 62.5%が、「プレヒアリングの結果は想定発行価格の水準に反映されたと認識している」としている。

なお、これらの回答結果は、プレヒアリングのほか、株式の募集又は売出しに言及せずに行われる新規上場会社に関する情報発信である「インフォメーション・ミーティング」も含んだ数値である可能性があるため、プレヒアリングの実施が可能だと認識していた社や、実際にプレヒアリングを行った社の数は、これらよりも少ない可能性がある。

一方、書面調査に回答を寄せた新規上場会社の 60.3%が、「プレヒアリングの実施が不可能だと認識していた」としているところ、そのうちの 45.5%が、「可能だと認識していたならば、プレヒアリングの実施を希望した」としている。今後の IPO におけるプレヒアリングの実施については、書面調査に回答を寄せた新規上場会社の 50.7%が、「一般的にプレヒアリングは想定発行価格に影響を与えるものであると考える」としている。

また、新規上場会社からのヒアリングにおいては、「機関投資家の需要を踏まえて想定発行価格が設定されるようになることから、株式市場としては公正な競争が働くことになろう」との意見が示された。

b 証券会社からの書面調査・ヒアリング結果

書面調査対象の証券会社の 9.1%が、プレヒアリングの実施可否の法的認識、実施状況について、「金融商品取引法等の法令によって全面的に禁止されている」、36.4%が、「日本証券業協会が定める自主規制規則によって禁止されている」と認識しているとしている。また、実際にプレヒアリングを行ったことがあるとした証券会社は 9.1%にとどまった。

一方、プレヒアリングを行ったことがないと回答した証券会社のうち 27.3%は、「IPO 案件に係るプレヒアリングは法令等により禁止されていると解釈しているため行わなかった」としており、その全てが「もし法令等において禁止されていないことが明らかになれば、プレヒアリングを行いたい」としている。

IPO におけるプレヒアリングの実施については、書面調査対象の証券会

社の 31.8%が、「想定発行価格を適正に設定する上で有益だと考える」としているが、59.1%は、「一概に言えない」としている。

プレヒアリングの実施については、証券会社からのヒアリングにおいて、「プレヒアリングを行うことは大賛成である。恣意的なものにならないよう、複数の機関投資家から行うことが担保できれば、なお良い」、「法令違反にならない制度面の手当てが行われれば、実施してもよい」との意見が示された。一方、「機関投資家にとっては、ある程度発行規模が大きい案件でなければ、プレヒアリングに参加することのメリットがない。守秘義務契約を締結することは負担であり、発行規模の小さい案件でプレヒアリングに参加する機関投資家はまずいないと思う」、「プレヒアリングは実施したほうが望ましいと思うが、特に発行規模が小さい案件の場合、新規上場会社が、プレヒアリングを実施するための対応に耐えることができるか分からない」との意見も示された。

(4) IPO ディスカウントの実施状況、平均的な水準について

a 新規上場会社からの書面調査・ヒアリング結果

回答を寄せた新規上場会社の全てが、主幹事により「IPO ディスカウントが実施された」としている。

IPO ディスカウントのディスカウント率の算定根拠について、主幹事から具体的かつ説得的な説明を受けたとする新規上場会社は、一部にとどまっている。主幹事の説明内容としては、新規上場会社からのヒアリングによれば、例えば、「貴社の業界の場合ディスカウントは30%が相場である」、「新型コロナウイルス感染症の拡大により、マーケットにも影響が出ているので、40%のディスカウントが必要である」との意見が示された。また、「ディスカウント率について争っても意味はないので、出口の値段を意識しましょう、と主幹事に言われた」、「算定根拠について説明を求めたが、説明を受けることができず、交渉についても取り付く島がなかった」との意見が示された。

今後のIPO ディスカウントについては、新規上場会社からのヒアリングにおいて、「ディスカウント率について、新規上場会社にその根拠を説明し、十分な協議を行った上で設定されることは、望ましいと思う」との意見が示された。

b 証券会社からの書面調査・ヒアリング結果

調査対象の証券会社の90.9%が、「IPO ディスカウントを行っている」と回答している。また、その水準については、ばらつきがあったものの、「20%

以上 30%未満」との回答が最多であった（63.6%）。

IP0 ディスカウントを行う根拠については、証券会社からのヒアリングにおいて、「ディスカウント率はリスクの有無、相場環境、投資家側がどの程度ディスカウントを欲しがるかによって決まる。投資家が想定発行価格を高いと判断すれば、購入の検討を止めてしまうため、投資家に検討したいと思わせる価格にする必要がある」との意見が示された。

また、算定根拠等に関する新規上場会社への説明については、証券会社からのヒアリングにおいて、「相場の変動や業績などの要因を用いて説明している」、「新規上場会社への説明や十分な協議は当たり前のことだと思っているし、既に心掛けているつもりである」と、既に一定程度対応しているとの意見が示されたが、「新規上場会社に納得してもらわなければならないと思うし、証券会社もしっかり説明しなければならないとの意識を持つべきだ」との意見も示された。

ウ 競争政策・独占禁止法上の考え方

(7) プレヒアリングの実施について

書面調査・ヒアリング結果によれば、IP0 の場合、想定発行価格を設定するためにプレヒアリングを行うことについて、法令等により不可能であると認識している証券会社が一定程度存在し、そのためにプレヒアリングが実施されていない場合があるという現状が確認された。また、プレヒアリングの実施に当たっては、想定発行価格の設定に有益であるとの意見が示される一方で、新規上場会社にも一定の対応が求められ、負担となる可能性があること、発行規模の大きさによっては、機関投資家が参加しない可能性もあるとの意見が示されたところである。

プレヒアリングの実施については、金融庁の企業内容等開示ガイドラインにおいて、取得勧誘に当たらないものが明確化されているものの、日本証券業協会が定める自主規制規則においては、法人関係情報の提供を伴わないIP0におけるプレヒアリングの実施が可能であることが必ずしも明確化されていないものと考えられる。したがって、日本証券業協会において、プレヒアリングが法令等で禁止されていないことを明確化し、周知した上で、証券会社は、機関投資家が対応可能であればプレヒアリングを行い、投資家の需要を踏まえた想定発行価格を設定することが、競争政策上望ましい。

ただし、新規上場会社がプレヒアリングを行うことを希望しない場合や、機関投資家がプレヒアリングに対応困難な場合があることに留意する必要がある。

(4) IPO ディスカウントの実施方法について

書面調査・ヒアリング結果によれば、ほぼ全ての案件で IPO ディスカウントが行われているところ、その根拠については、必ずしも新規上場会社に対して十分に説明されていないまま、20%~30%と、ある程度大きな割引が行われている場合がある現状が確認された。IPO ディスカウントのディスカウント率の大きさは、想定発行価格の設定に直結し、その後の公開価格の設定にも影響を与え得るため、これを証券会社が一方的に設定することは、新規上場会社にとって不利益となる可能性がある。

したがって、想定発行価格の設定において、IPO ディスカウント等の名目で、考え方を説明することなく、合理的な根拠に基づかずに価格を低く設定することは独占禁止法上問題となるおそれがあり、証券会社は、新規上場会社と十分な協議を行い、新規上場会社が十分に納得した上で設定することが、競争政策上望ましい。

(3) 仮条件の設定

ア 現状

仮条件は、機関投資家を対象として行うロードショーの結果を踏まえ、ブックビルディングにおける需要を見据えて、通常、上限額と下限額で構成される価格帯として設定され、現状の実務では、公開価格は仮条件の範囲内で設定されている。仮条件の価格帯の設定方法については、日本証券業協会が定める自主規制規則（「有価証券の引受け等に関する規則」に関する細則（平成8年4月24日）第14条第1項）等に定められているが、ロードショーにおけるヒアリング先をどのように決定するか等の詳細については規定されていない。通常、新規上場会社と主幹事の協議により、具体的なロードショーの実施方法等が決定される。

イ 書面調査・ヒアリング結果

(7) 実効性のあるロードショーの実施について

a 新規上場会社からのヒアリング結果

新規上場会社からのヒアリングにおいては、おおむね全ての新規上場会社から、主幹事が新規上場会社と十分協議するなどして、実効性のあるロードショーを実施することについて、「ロードショーにおけるヒアリング先やロードショーの実施方法について、新規上場会社と主幹事が、十分な協議を行うことは望ましいと思う」、「新規上場会社の立場からすると、会社の価値を正しく評価してくれる機関投資家に株主になってもらいたいため、ロードショーは、そのような機関投資家に対して行いたいという希

望がある」との意見が示された。また、ロードショーの結果について、機関投資家を顕名で新規上場会社に示すことは、「上場後の IR にとっても有益であり、ぜひ実施すべきだと思う。株式を中長期間保有してもらえる投資家がどう評価したか把握することにつながる」との意見が示された。

b 証券会社からのヒアリング結果

ロードショーの結果について、機関投資家を顕名で新規上場会社に示すことについて、証券会社からのヒアリングにおいては、「機関投資家は、真剣に価格提示をする役割であることを自覚し、もっと緊張感を持ってほしい。顕名になれば、機関投資家がより真剣に向き合ってくれるようになる」と期待する、「新規上場会社の方も開示された方が納得感があろう」との意見が示された。一方、「日本においては多くの機関投資家が名前の開示を拒否する。顕名化を強要すると、そもそもロードショーに対応しないと機関投資家に言われてしまう危険性がある」、「顕名で開示するのであれば、機関投資家の合意を得るプロセスを設ける必要もあるだろう」との意見も示された。

(4) 新規上場会社のロードショーにおけるヒアリング先の希望の反映について

a 新規上場会社からの書面調査・ヒアリング結果

書面調査に回答を寄せた新規上場会社のうち、ロードショーにおけるヒアリング先について「希望はあったが全く実現しなかった」とする社は、1.4%にとどまっている。一方、61.6%が、ロードショーにおけるヒアリング先について「希望はなかった」としている。

また、新規上場会社からのヒアリングにおいては、「機関投資家とつながりを持たない新規上場会社がロードショーにおけるヒアリング先を選定することは事実上困難であると思われる」、「ロードショーにおけるヒアリング先については主幹事に任せるほかなかった」との意見が示された。

b 証券会社からの書面調査・ヒアリング結果

書面調査対象の証券会社の 54.5%が、「新規上場会社からロードショーにおけるヒアリング先について希望を示されたことがある」としており、その全てが、「新規上場会社の希望を採用した」と回答している。

また、証券会社からのヒアリングにおいては、ロードショーにおけるヒアリング先について、「新規上場会社に対して、機関投資家のターゲットリストを示し、ロードショーに加えたい先があれば希望を伝えるように依頼

している」、「ヒアリング先の希望を聞くことは必要なことだと思う。IPO 時の公開価格設定プロセスに関する問題は、一部の案件において、証券会社から丁寧な説明がなされていないことが根幹にあるだろう」との意見が示された。一方、「自社の需要に合った機関投資家を把握していない新規上場会社も多い」、「新規上場会社から希望されても、証券会社によって取引の有無が異なることもあるため、確実に実施できるとは限らない」との意見も示された。

(7) 仮条件価格帯の幅の大きさに係る基準について

a 新規上場会社からのヒアリング結果

新規上場会社からのヒアリングにおいては、主幹事から、仮条件価格帯の幅の大きさに係る基準が存在するとの説明を受けたとする新規上場会社はいなかった。

b 証券会社からの書面調査・ヒアリング結果

書面調査対象の証券会社の 27.3%が、仮条件価格帯の幅の大きさについて、何らかの基準を設けているとしている。

証券会社からのヒアリングにおいては、「当社としては、仮条件価格帯の幅の基準はなく、純粹にロードショーにおける機関投資家からのフィードバックを見て判断している」との意見が示された。一方、「仮条件価格帯の幅が広くなりすぎると、投資家の意見が収れんできておらず、適切にバリュエーションができていないと判断されてしまう。このような事態とならないよう、発行規模ごとに需要の大きい投資家属性を見越して、あらかじめ目安となる幅を設定している」との意見も示された。

ウ 競争政策上の考え方

(7) 実効性のあるロードショーの実施について

書面調査・ヒアリング結果において、多くの新規上場会社がロードショーにおける機関投資家からの自社に対する評価を具体的に把握することを希望している現状が確認された。加えて、証券会社から、機関投資家は、もっと緊張感を持って真剣にロードショーに対応すべきとの意見が示された。

したがって、需要を正確に反映した仮条件の設定を可能にするため、証券会社は、機関投資家から適切なフィードバックを受け、新規上場会社の企業の価値や成長性を踏まえた実効性のあるロードショーとなるよう努めることが、競争政策上望ましい。このための方策としては、機関投資家の同意を得た場合には、特に支障がない限り、ロードショーの結果について、機関投

資家を顕名で新規上場会社に開示することにより、透明性を高めることが望まれる。

(4) 新規上場会社のロードショーにおけるヒアリング先の希望の反映について

書面調査・ヒアリング結果によれば、既に機関投資家のリストを新規上場会社を示すなどの対応を講じている証券会社も存在するものの、機関投資家とのつながりが無い新規上場会社は、ロードショーにおけるヒアリング先の希望を表明できている事例は限られていることが確認された。

したがって、証券会社は、新規上場会社がより自主性をもってロードショーにおけるヒアリング先を選択できるよう、新規上場会社に対し、当該新規上場会社のロードショーに関心のある機関投資家のリストを事前に提供することなどにより、ロードショーにおけるヒアリング先の候補となる機関投資家について説明を行うとともに、ロードショーにおけるヒアリング先について、新規上場会社と十分な協議を行い、新規上場会社が十分に納得した上で決定することが、競争政策上望ましい。

(5) 仮条件価格帯の幅の大きさに係る基準について

書面調査・ヒアリング結果によれば、一部の証券会社において、投資家に対して判断基準を提供する観点から、仮条件価格帯の幅の大きさに係る基準を設けている事例が確認された。

仮条件価格帯の幅の大きさについて、硬直的で狭い幅の基準を証券会社が設けている場合、ロードショーにおける投資家の需要を仮条件価格帯に反映しきれないおそれがある。したがって、需要を正確に反映した仮条件の設定を可能にするため、証券会社は、仮条件価格帯の幅の大きさについて、硬直的で狭い幅の基準を設けず、ロードショーの結果を踏まえ、より需要に見合った仮条件価格帯の幅を設定することが、競争政策上望ましい。

(4) 公開価格の設定、上場

ア 現状

公開価格は、機関投資家及び個人投資家を対象として行われるブックビルディングの結果を踏まえて設定される。

我が国の多くの IPO 案件のブックビルディング結果³⁰は、「上限額」又は「成

³⁰ 書面調査対象の証券会社の回答によれば、自社が主幹事を引き受けた全ての IPO 案件において、ブックビルディングの結果が仮条件の上限額に張り付いているとのことであった。

行³¹」での需要申告が大多数を占める（いわゆる「上限額に張り付いた」）状態となっている。この点について、仮条件の上限額を上回る又は下限額を下回る公開価格の設定（以下「仮条件の上限額を上回る公開価格の設定等」という。）や仮条件の訂正については、金融商品取引法令、日本証券業協会が定める自主規制規則等による制度上の制約は存在しない³²。

また、公開価格設定プロセスにおける営業部門の関与については、金融庁が定める「金融商品取引業者向けの総合的な監督指針」（令和3年11月）Ⅳ－3－2－2（1）⑤において、著しく不相当と認められる数量、価格その他の条件により引受けを行うことを防止するために、証券会社には、規程類や体制整備が求められている。さらに、日本証券業協会が定める「有価証券の引受け等に関する規則」（平成4年5月13日）第24条において、証券会社は、「必要に応じて投資需要の調査を行う等市場実勢を尊重して適正な募集又は売出しに係る条件を決定することとし、著しく不相当と認められる数量、価格その他の条件により引受けを行うことのないようにしなければならない」、第26条第1項において、証券会社は、「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署又は会議体において、これらの価格又は価格の範囲等の妥当性について確認を行わなければならない」とされている。

イ 書面調査・ヒアリング結果

（7） 仮条件の上限額を上回る公開価格の設定等、仮条件の訂正について

α 仮条件の上限額を上回る公開価格の設定等について

（a） 新規上場会社からの書面調査・ヒアリング結果

仮条件の上限額を上回る公開価格の設定等について、書面調査に回答を寄せた新規上場会社の5.5%が「不可能であると説明を受けた」としており、また、67.1%が「説明を受けなかった」としている。さらに、仮条件の上限額を上回る公開価格の設定等について、書面調査に回答を寄せた新規上場会社の49.3%が、「新規上場会社にとって望ましいと考える」としている。

新規上場会社からのヒアリングにおいては、「新規上場会社の立場からすれば、公開価格が引き上げられることになるため望ましいと考える」、「高値であっても購入したいと考える投資家に購入してもらうことができる」との意見が示された。一方、「成行でブックした投資

³¹ 売買価格を明示せず、数量のみを指定して注文をすること。

³² 仮条件を訂正した場合、金融商品取引法第7条第1項の規定に基づき、訂正届出書の提出が必要となる。

家にとっては、仮条件の上限額を上回る公開価格が設定されれば『不意打ち』となり、納得しない投資家が出てくるのではないか」との意見も示された。

(b) 証券会社からの書面調査・ヒアリング結果

仮条件の上限額を上回る公開価格の設定等について、調査対象の証券会社の 22.7%が、「金融商品取引法等の法令によって禁止されている」、4.5%が、「日本証券業協会が定める自主規制規則によって禁止されている」としており、また、実際に仮条件の上限額を上回る公開価格の設定等を行ったことがある社はいなかった。一方、仮条件の上限額を上回る公開価格の設定等について、書面調査対象の証券会社の 45.5%が、「需要を正確に反映する観点から望ましいと考える」としている。

証券会社からのヒアリングにおいては、「仮条件を設定した後に市場が動くこともあり得る。米国では、仮条件の上限額を上回る公開価格の設定はよく行われており、健全なことである」との意見が示された。

b 仮条件の訂正について

(a) 新規上場会社からの書面調査・ヒアリング結果

仮条件の訂正については、書面調査に回答を寄せた新規上場会社の 6.8%が「不可能であると説明を受けた」としており、また、57.5%が「説明を受けなかった」としている。さらに、仮条件の訂正について、書面調査に回答を寄せた新規上場会社の 60.3%が、「新規上場会社にとって望ましいと考える」としている。

新規上場会社からのヒアリングにおいては、「仮条件価格帯に新規上場会社が納得できないまま、ブックビルディングで仮条件の上限額に張り付いた場合、主幹事と議論することを前提に、もう一度ブックビルディングを行うことができるのは良いと思う」との意見が示された。一方、「スケジュールが長くなることによる市場変動リスクが心配である」との意見も示された。

(b) 証券会社からの書面調査・ヒアリング結果

書面調査対象の証券会社のうち、仮条件の訂正について、金融商品取引法等の法令や、日本証券業協会が定める自主規制規則によって禁止されていると回答した社はいなかったものの、一方、実際に仮条件を訂正したことがあるとする社もいなかった。さらに、仮条件の訂正について、書面調査対象の証券会社の 68.2%が、「需要を正確に反映する観点から

望ましいと考える」としている。

証券会社からのヒアリングにおいては、「仮条件の訂正は良いと思うが、どのような案件でやり直しを行う等のルール作りを業界として合意できるのか問題となろう」、「仮条件を訂正する場合は、ブックビルディングの結果、仮条件の＋何％以内であれば、訂正届出書を提出せずに仮条件を訂正し、再度のブックビルディングを行えるようになれば良いと思う」との意見が示された。一方、「訂正届出書を提出すれば仮条件を訂正することができることは知っているが、限られたスケジュールでやり直すことは難しいし、ブックビルディングをやり直した場合に、投資家がもう一度対応してくれるかは分からない」、「機関投資家は、決裁を取り直すこととなるだろうから、機関投資家が肯定的な意見を示すかは分からない」との意見も示された。

(4) 公開価格設定プロセスにおける個人投資家向け営業部門の関与について

a 新規上場会社からのヒアリング結果

新規上場会社からのヒアリングにおいては、「個人投資家に売りやすいように公開価格を下げさせる傾向があると聞いたことがある」、「直接動きが見えたわけではないが、当社の公開価格は、リテール営業の圧力が働いた結果の数字だと考えている」との意見が示された。

b 証券会社からの書面調査・ヒアリング結果

調査対象の証券会社のうち、想定発行価格、仮条件、公開価格、それぞれについて、営業部門と合同の会議を開催するなど、営業部門の意見を反映する仕組みとなっているとした社の割合は、次のとおりである。

想定発行価格	27.3%
仮条件	36.4%
公開価格	27.3%

なお、前記の「営業部門」には、個人投資家向け営業部門のみならず、機関投資家向け営業部門等も含まれている点に留意する必要がある。

証券会社からのヒアリングにおいては、「引受部門のみで価格を決めてしまうと新規上場会社の意向が強く反映されてしまう可能性があるところ、透明性の担保のため、営業部門も入れて、新規上場会社にとって納得感のある水準を目指し、牽制的な会議を行っている」、「価格の検討に当たっては、機関投資家の意見やアナリストの意見を反映している。個人投資家にはプライシング能力がないため、個人投資家向け営業部門の意見は反映していない。プライシングの最終権限は飽くまで中立的な立場にあるエ

クイティ・キャピタル・マーケット部門³³にある。新規上場会社の利益だけハイライトされるのはどうかと思う。投資家の意見も汲んで最適解を作成するのが、証券会社の役目だと考えている」との意見が示された。一方、「個人投資家への販売が中心となるから、なるべく価格を低くしたいという力が働くのだろう。どの証券会社もアナリストに分析してもらい公開価格を設定すべきである」との意見も示された。

ウ 競争政策上の考え方

(7) 仮条件の上限額を上回る公開価格の設定等、仮条件の訂正について

書面調査・ヒアリング結果によれば、仮条件の上限額を上回る公開価格の設定等については法令等により不可能であると、仮条件の訂正については実務上難しいと認識している証券会社が一定程度存在し、そのために仮条件の上限額を上回る公開価格の設定等、仮条件の訂正が実施できていない場合がある現状が確認された。一方、仮条件の上限額を上回る公開価格の設定等については投資者保護の観点から対策が必要であることや、仮条件の訂正については上場スケジュールの見直しが必要となる可能性があることの懸念も示されたところである。

したがって、金融庁及び日本証券業協会において、仮条件の上限額を上回る公開価格の設定等について、制度上の制約がないことを周知した上で、需要を適切に反映するため、証券会社は、ブックビルディングの結果を踏まえ、仮条件の上限額を上回る公開価格の設定等や、仮条件を訂正した上での公開価格の設定をより柔軟に行うことが、投資家の需要をより反映した公開価格による資金調達を行うことを可能とし、競争政策上望ましい。

なお、その際には、投資者保護や上場日への影響に十分留意する必要がある。

(4) 公開価格設定プロセスにおける個人投資家向け営業部門の関与について

書面調査・ヒアリング結果によれば、新規上場会社からは、特に個人投資家向けの営業部門の関与によって、公開価格設定プロセスに影響を与えていることを懸念する意見が示された。一方、証券会社からは、一部の証券会社において各価格の設定に際し営業部門の意見を反映する仕組みを採っている実態はあるものの、個人投資家向け営業部門が公開価格設定プロセスに影響を与えている事例は確認できなかった。

個人投資家向け営業部門の意向が反映されることが、公開価格設定プロセ

³³ 証券会社において、株式発行による資金調達を担当する部門のこと。IPO 時の公開価格の設定プロセスにおいて、中心的な役割を果たしている。

スに不当な影響を与え、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ことのないよう、証券会社は、利益相反管理のための体制を講じることが求められているが、多数の案件において、初値を含む上場後の株価が公開価格と比較して著しく高いなど、利益相反管理体制の実効性が疑われる場合には、その体制の見直しを検討することが、競争政策上望ましい。

(5) その他

ア 共同主幹事証券会社の追加又は主幹事の変更及びその阻害要因について

(7) 書面調査・ヒアリング結果

a 新規上場会社からの書面調査・ヒアリング結果

書面調査に回答を寄せた新規上場会社のうち、共同主幹事証券会社の追加を希望した社の66.7%が「追加できた」と回答した一方、33.3%が「追加したかったができなかった」と回答し、主幹事の変更を希望した社の71.4%が「変更できた」と回答した一方、28.6%が「変更したかったができなかった」と回答した。なお、共同主幹事証券会社の追加又は主幹事の変更を希望しなかった社は、書面調査に回答を寄せた新規上場会社の58.9%であった。

新規上場会社からのヒアリングにおいては、「共同主幹事証券会社の追加は面倒を見切れないといって断られた」、「主幹事を変更する場合、上場予定日が1年ほど延びてしまうとと言われてしまい、スケジュールの関係で主幹事の変更に踏み切ることができなかった」との意見が示された。

b 証券会社からの書面調査・ヒアリング結果

書面調査対象の証券会社の63.6%が、「自社が主幹事を務めている案件において、他の証券会社が共同主幹事証券会社として追加されることを認めた」と回答し、36.4%が「断った」と回答した。

共同主幹事証券会社の追加又は主幹事の変更の阻害要因については、書面調査対象の証券会社からは、「主幹事を変更又は共同主幹事証券会社を追加するに当たり、IPOを行おうとする企業の負担が重いこと」(81.8%)、「IPOプロセスは、IPOを行おうとする企業よりも、当初からの主幹事がリードするケースが多いこと」(40.9%)の順に回答率が高かった。

共同主幹事証券会社の追加については、証券会社からのヒアリングにおいて、「発行規模が小さい案件では、共同主幹事証券会社を追加されると、上場準備サポートに係るコストが回収できない」、「共同主幹事案件であっても各証券会社は単独で主幹事を務めるのと同等の労力が割かれる。もし

全案件が共同主幹事案件になってしまったら、証券会社は引き受ける案件の選別を始めるだろう」との意見が示された。また、「上場審査が終わってからバリュエーションの議論を始めるのは遅い。公開価格設定プロセスにおける新規上場会社の納得感が低いことを解消するために改善すべき点は、主幹事が新規上場会社との間でコミュニケーションが図れていない等、相互理解ができていないことである」との意見も示された。

さらに、主幹事の変更については、証券会社からのヒアリングにおいて、「証券会社間で審査資料の引継ぎは行っていないが、新規上場会社が持っている資料を変更後の主幹事に渡すことは止めていない。しかし、推薦に係る心象形成は個々の証券会社において行われるべきである。それゆえ、上場日はおのずから延期となる」との意見が示された。

(4) 競争政策上の考え方

書面調査・ヒアリング結果によれば、共同主幹事証券会社の追加又は主幹事の変更について、新規上場会社が希望したものの、断念したという事例が確認された。

公開価格設定プロセスにおいては、新規上場会社と主幹事との間で交渉が行われるところ、共同主幹事証券会社が第三者としてこれに加わることで、客観的な視点から価格の妥当性を検討することができ、より適切に需給を反映した価格設定が可能となることが期待される。また、IPO プロセスの途中であっても、自らの企業の価値を適切に理解すると考える証券会社を、新規上場会社が主体的に選択できれば、より新規上場会社自らが考える企業の価値に見合い、納得感がある公開価格の設定が可能になると考えられる。

しかし、共同主幹事証券会社の追加又は主幹事の変更が難しくなっている背景には、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、新規上場会社と証券会社のそれぞれの事情があり、共同主幹事証券会社の追加又は主幹事の変更によるメリットがデメリットを上回らないことも考えられる。

したがって、まずは、証券会社は、IPO プロセスの早期の段階から新規上場会社との間で、将来設定する公開価格の水準について協議を行い、必要な資料を提供するなど、新規上場会社が十分に納得した上で IPO プロセスを進めることが、競争政策上望ましい。その上で、必要な情報共有を妨げない観点から、証券会社は、新規上場会社が希望する場合には、新規上場会社に対し上場申請業務に係る資料を提供するなど新規上場会社が共同主幹事証券会社の追加又は主幹事の変更をしやすいよう配慮するとともに、新規上場会社が希望する場合には、特段の支障がない限り、共同主幹事証券会社の追加

を阻害しないことが望まれる。

イ セカンドオピニオンについて

(7) 書面調査・ヒアリング結果

a 新規上場会社からの書面調査・ヒアリング結果

書面調査に回答を寄せた新規上場会社の 42.5%が、「セカンドオピニオンを聴取する機会があった」としており、そのうちの 38.7%が、「想定発行価格、仮条件、公開価格の水準にセカンドオピニオンが反映された」としている。また、書面調査に回答を寄せた新規上場会社の 75.3%が、「セカンドオピニオンを聴取する機会があれば望ましい」としている。

新規上場会社からのヒアリングにおいては、「セカンドオピニオンを実施することにより、主幹事に対する交渉材料を得ることができるため、新規上場会社にとって望ましい」との意見が示された。また、「証券会社にとっても、セカンドオピニオンに対応することで、引受割合の上昇や、主幹事の変更を狙うことができる」との意見も示された。

一方、自社の IPO における経験について、新規上場会社からのヒアリングにおいては、「主幹事の営業担当者から、セカンドオピニオンは考慮しないと伝えられていた」、「自社が主幹事を引き受けた際のことを考え、他社が主幹事を務める IPO について、バリュエーションは行わないという慣行があると思われる」との意見が示された。また、セカンドオピニオンを提示しても、主幹事に取り合ってもらえなかったとの事例もあった。

b 証券会社からの書面調査・ヒアリング結果

書面調査対象の証券会社の 45.5%が、「自社が主幹事を引き受けた案件について、新規上場会社からセカンドオピニオンを提示されたことがある」としており、そのうちの 80.0%が、「公開価格設定プロセスにおいてセカンドオピニオンを考慮したことがある」としている。また、50.0%が、「自社が主幹事を引き受けていない案件について、セカンドオピニオンを求められたことがある」としている。

証券会社からのヒアリングにおいては、「セカンドオピニオンを聴取することは有益であると思う」、「セカンドオピニオンに応じる場合も、新規上場会社に対する深い理解が必要である。共同主幹事証券会社を務めていない案件では、意味のあるセカンドオピニオンを出しきれない」との意見が示された。

(4) 競争政策上の考え方

書面調査・ヒアリング結果によれば、セカンドオピニオンを聴取している新規上場会社は、既に一定程度存在しているものの、主幹事が新規上場会社に、あらかじめ「セカンドオピニオンは考慮しない」旨を伝えるなど、新規上場会社がセカンドオピニオンを聴取しないように働きかけている可能性のある事例が確認された。証券会社からは、共同主幹事証券会社の提示する意見でなければ、実効的なセカンドオピニオンとはならないとの指摘もあったほか、証券会社にとっては、セカンドオピニオンに対応することで、引受割合の上昇や、主幹事の変更を狙うことができるとの意見も示された。

したがって、公開価格設定プロセスにおいて、新規上場会社がセカンドオピニオンを聴取することは、客観的な視点から価格の妥当性を検討することができ、より適切に需給を反映した価格設定が可能となるだけでなく、主幹事の変更可能性を高め得るものであることから、証券会社間の競争を促進することとなると考えられる。このため、公開価格設定プロセスにおいて、新規上場会社がセカンドオピニオンの聴取を希望する場合には、証券会社は、これを阻害しないことが、競争政策上望ましい。

なお、証券会社は、実効的なセカンドオピニオンを聴取しやすい環境を整備する観点から、上記ア(4)のとおり、証券会社が新規上場会社の納得感を高めるように協議を行った上でもなお、新規上場会社が希望する場合には、特段の支障がない限り、共同主幹事証券会社の追加を阻害しないことが望まれる。

ウ 主幹事による新規上場株式の高い引受割合の要請について

(7) 書面調査・ヒアリング結果

a 新規上場会社からのヒアリング結果

新規上場会社からのヒアリングによれば、主幹事から高い引受割合を、意に反して要請されたとする新規上場会社はいなかったものの、「主幹事から 80%~90%に上る高い引受割合を要請された」との意見や、「引受割合は新規上場会社がイニシアティブを持って決めることができると考えていたが、主幹事との力関係によって交渉することができなかった」との意見が示された。また、「主幹事以外の証券会社を引受シ団に加えることで、セカンドオピニオンを聴取したい」との意見も示された。

b 証券会社からの書面調査・ヒアリング結果

書面調査対象の証券会社の全てが、主幹事を引き受ける際、新規上場会社に対し、自社に一定割合の引受割合を確保できるよう求めているとして

いる。また、求めている引受割合は、80%以上である場合が多い。

証券会社からのヒアリングにおいては、「新規上場会社に高い引受割合を強要しないことは当たり前である」との意見が示された。一方、「主幹事は新規上場会社に対する理解が深いので、より適切な配分先の投資家が分かるし、引受手数料によって、上場準備サポートに係る費用を回収している」、「証券会社も一定の収益が上がることを見込めない場合には、主幹事を引き受けることができないが、引受割合を高くすることを『良し』としているわけでもない。」との意見もされた。

(4) 競争政策上の考え方

書面調査・ヒアリング結果によれば、主幹事は、80%以上の引受割合を新規上場会社に求めている場合が多く、主幹事から高い引受割合を、意に反して要請されたとする新規上場会社はいなかったものの、主幹事との力関係によって交渉できなかったとの事例や、主幹事以外の証券会社に株式を引き受けてもらうことで、セカンドオピニオンを聴取したいとの新規上場会社の意向が確認された。他方で、証券会社からは、引受手数料によって上場準備サポート等の業務に要する費用を賄っているため、特に発行規模が小さな IPO 案件では一定程度の引受割合が必要との意見も示された。

主幹事が新規上場株式の高い割合を引き受けた場合、他の証券会社が引き受けられる株式の数が限られてしまい、他の証券会社による新規上場株式の引受けを阻害するおそれがあり、これにより、新規上場会社がセカンドオピニオンの聴取を希望したにもかかわらず、セカンドオピニオンを求めることができる証券会社が限られてしまい、セカンドオピニオンを聴取できないおそれがある。

したがって、特段の支障がない限り、主幹事は、新規上場会社に対して、高い引受割合を、新規上場会社の意に反して要請しないことが、競争政策上望ましい。

エ 主幹事引受けに係る参入障壁について

(7) 現状

第3の2(4)のとおり、現状、主幹事引受実績のある証券会社の数が限られている。

これについて、主幹事の引受けに当たっては、引受業務に係る規制として、金融商品取引法令が定める最低資本金の要件を満たすことや、日本証券業協会が定める「有価証券の引受け等に関する規則」にのっとり対応が求められるほか、上場推薦に係る規制として、東京証券取引所が定める「取引参加

者における上場適格性調査体制等に関する規則」(平成20年1月1日)に基づき、独立の上場適格性調査部門を設置することが求められている。

(4) 証券会社・東京証券取引所からのヒアリング結果

a 証券会社からのヒアリング結果

証券会社からのヒアリングにおいては、IPO案件の主幹事引受実績が限られる証券会社からは、「今後、IPO案件の主幹事引受けを拡大したい」との意見が示された。また、主幹事引受実績のない証券会社からは、「当社において、上場適格性調査部門のような部署に在籍している人員が1~2名程度しかおらず、独立した部署を設置することは難しい」との意見が示された。

b 東京証券取引所からのヒアリング結果

東京証券取引所からのヒアリングにおいては、「上場をサポートする立場にとられず、上場適格性を判断する必要があるため、専任の担当者置くこととしていることから、独立の上場適格性調査部門の設置に係る要件を緩和することは適切でない。一方、証券会社が行う推薦審査に係る事項を東京証券取引所において『見える化』するなど、ルールに分かりにくい点を明示していくことは、主幹事を務める証券会社の裾野を拡大する観点から重要だと思う」との意見が示された。

(5) 競争政策上の考え方

主幹事を引き受けるためには、一定程度の制度上の制約は存在し、現状、主幹事引受実績のある証券会社の数が限られているところ、主幹事を務める証券会社の数が増えるならば、証券会社間の競争を促進し、新規上場会社にとって、自らの企業の価値をより適切に理解する主幹事を選択することが容易になると考えられる。このため、東京証券取引所において、「取引参加者における上場適格性調査体制等に関する規則」に基づき対応が求められる具体的事項を明確化し、周知することにより、幅広い証券会社が主幹事を引き受けることができるようにすることが、競争政策上望ましい。

2 上場のための選択肢の多様性に係る実態

本調査においては、新規上場会社にとって自分に合った上場方式が選べるようになっているか否かについて、競争政策上の課題の有無を検討するために、以下の点について、実態把握を行った。

- ・ 上場方式の多様化に対する考えについて

- ・ マザーズへの上場方式として、ダイレクトリスティングを認めることの是非について
- ・ ブックビルディング方式以外の方式の実施の可否について

(1) 現状

第3の1のとおり、東京証券取引所が定める有価証券上場規程施行規則第233条によれば、上場前の公募等の手続として、ブックビルディング方式と入札方式とのいずれかが選択できる。入札方式は、かつて我が国において公開価格の設定のために用いられた方式であり、例えば平成4年時点において行われていた方式では、公開株式数の50%以上について、主幹事が算定した理論価格の85%を下限值として入札が行われ、残りの株式については、落札価格の加重平均価格を基準として、入札状況、期間リスク、需要見通し等を総合的に勘案して設定した価格を公開価格とし、それを証券会社が引き受け、販売することとなっていた³⁴。

また、上場の方法としては、上場時に新株を発行せず、既存の株式を証券会社による引受けを伴わずに直接取引所に上場する、ダイレクトリスティングも存在する³⁵。

なお、マザーズへの上場に際しては、東京証券取引所が定める有価証券上場規程（平成19年11月1日）第212条第3号により、500単位以上の新株発行が要件とされている³⁶ため、マザーズへは、ダイレクトリスティングによる上場を行うことはできない。

(2) 書面調査・ヒアリング結果

ア 上場方式の多様化に対する考えについて

(7) 新規上場会社からの書面調査・ヒアリング結果

書面調査に回答を寄せた新規上場会社の32.9%が、「入札方式が選択肢の一つとなることは望ましい」としており、54.8%が、「ダイレクトリスティングが選択肢の一つとなることは望ましい」としている。

なお、書面調査に回答を寄せた新規上場会社のうち、主幹事から、入札方式について説明を受けた社は12.3%であり、ダイレクトリスティングについて説明を受けた社はいなかった。また、入札方式について、説明を受けた又は説明を受けなかったが知識として知っていた社のうち、入札方式を希望し

³⁴ 「会員におけるブックビルディングのあり方等について-会員におけるブックビルディングのあり方等に関するワーキング・グループ報告書-」（平成19年11月21日、日本証券業協会）3・4頁。

³⁵ 日本におけるダイレクトリスティングの例としては、平成11年に杏林製薬株式会社が市場第二部に上場する際に行ったことが挙げられる。

³⁶ なお、令和4年4月4日に市場区分の見直しが行われた後も、グロース市場において、新株発行の要件が継続する。

た社は 2.7%であり、説明を受けなかったので知らなかった社のうち、知っていれば入札方式を希望した社は 19.4%であった。ダイレクトリスティングについては、説明の有無にかかわらず、希望した社はいなかった。

新規上場会社からのヒアリングにおいては、「上場方式を複数の選択肢から選択できることはいいことだと思う」、「会社のカラーに応じて上場方式を選べるのは大事だろう」との意見が示された。一方、「入札方式をあえて採用するインセンティブがない」、「実績がないにもかかわらず制度だけあっても困る」との意見も示された。

(4) 証券会社からの書面調査・ヒアリング結果

書面調査対象の証券会社の 13.6%が、「入札方式が選択肢の一つとなるのは望ましい」としている。

なお、書面調査対象の証券会社のうち、入札方式について新規上場会社に説明している社は 9.1%であり、ダイレクトリスティングについて説明している社はいなかった。

証券会社からのヒアリングにおいては、「現状ブックビルディングが最適という考え方には変わらない」、「ブックビルディング方式では、上場後において、機関投資家がどう評価するかということを加味してプライシングできるが、入札方式ではそういったことができないため、入札方式では、確実に何かしらの問題が起こるだろう」との意見が示された。一方、「ダイレクトリスティングは、証券会社が推薦審査を行う際に受け取るフィーの問題を解決できるのであれば、行うこと自体は否定しない」、「現在、IPO 案件に係るコンサルティングフィーは、引受手数料を加味して設定しているところ、ダイレクトリスティングの場合は、それを加味しないでコンサルティングフィーを設定することになる」との意見が示された。

イ マザーズへの上場方式として、ダイレクトリスティングを認めることの是非について

(7) 新規上場会社からの書面調査・ヒアリング結果

書面調査に回答を寄せた新規上場会社の 46.6%が、「マザーズへの上場方式として、ダイレクトリスティングを認めることが望ましい」としている。

新規上場会社からのヒアリングにおいては、「資金調達とは別途行うから取り急ぎ上場したいという需要は一定程度あるだろうから望ましい」との意見が示された。一方、「新規上場会社の負担が大きく、新株発行を行わないので資金調達ができないことから、選択する会社は少ないのではないか」との意見も示された。

(4) 証券会社からの書面調査・ヒアリング結果

調査対象の証券会社の 27.3%が、「マザーズへの上場方式として、ダイレクトリスティングを認めることが望ましい」としている。

証券会社からのヒアリングにおいては、「ダイレクトリスティングを認めてもよいのではないか。資金調達を伴わずにマザーズに上場したい会社もあるだろう」との意見が示された。

(5) 東京証券取引所からのヒアリング結果

東京証券取引所からのヒアリングにおいては、「市場第一部、市場第二部、JASDAQ や（市場区分見直し後の）プライム市場、スタンダード市場においては、制度上、ダイレクトリスティングを可能としている。一方、マザーズや（市場区分見直し後の）グロース市場については、成長企業向け市場というコンセプトから、IPO での成長資金の調達を要件としており、ダイレクトリスティングを想定していない」との意見が示された。

ウ ブックビルディング方式以外の方式の実施の可否について

書面調査対象の証券会社の 81.8%が、新規上場会社がブックビルディング方式以外の方式を希望したとして、「現状、対応することは不可能である」としている。

証券会社からのヒアリングにおいては、「経験者がいない。また、どれだけ新規上場会社が入札方式やダイレクトリスティングを希望するか分からないため、コストをかけて体制を整備することは考えられない」との意見が示された。

(3) 競争政策上の考え方

複数の選択肢があれば、新規上場会社にとって自分に合った上場方式を選ぶことが可能となり、納得感が高まるとともに、新規上場会社に対して魅力的な上場方式を提案できる証券会社が主幹事として選定されるようになるなど、主幹事業務に係る証券会社間の競争が促進されと考えられる。このため、証券会社から新規上場会社に対して他の選択肢に関する事前説明が十分に行われ、新規上場会社がどのような上場方式を採るか選択できるようになることが、競争政策上望ましい。

他方、入札方式やダイレクトリスティングについて、証券会社からは、新規上場会社からの需要が分からない中で体制を整備することを懸念する意見が示された。このため、新規上場会社等にとって選択肢となり得るよう、上場方式の選択肢を多様化する観点から、東京証券取引所及び日本証券業協会において、海外

の類似の方式について調査するなど、入札方式の在り方について、今後検討することが望まれる。

なお、新規上場会社からは、証券会社による引受けを伴わずに、直接上場することができれば、上場申請に必要な体制整備等に係る手数料を別途支払う必要は生じるものの、新規上場会社の募集・売出しに係るコスト負担を下げつつ、知名度・信用力の向上などの上場による利益を享受することができることから、マザーズへの上場方式として、ダイレクトリスティングを認めることが望ましいとの意見が示された。

3 IPOに係る取引慣行における独占禁止法上の論点

本調査においては、以下のような独占禁止法上問題となり得る行為の有無について、確認した。

- ・ 銀行やベンチャーキャピタルの影響力を行使することなどによる、新規上場会社への特定の証券会社を主幹事とするものの要請及び他の証券会社の主幹事引受けに係る不当な妨害
- ・ 引受手数料の料率（現在、8%としている証券会社が多い）に関する証券会社間の情報交換等
- ・ 交渉力の強い主幹事により、公開価格が一方的に設定されるなどして、新規上場会社に不当に不利益を与えること

(1) 特定の証券会社を主幹事とするものの要請及び他の証券会社の主幹事引受けに係る不当な妨害について

ア 書面調査・ヒアリング結果

(7) 新規上場会社からの書面調査・ヒアリング結果

回答を寄せた新規上場会社の11%が、取引銀行や出資を受けていたベンチャーキャピタルなどから、特定の証券会社を主幹事とするよう要請を受けたことがあるとしている。一方、新規上場会社からのヒアリング等においては、その要請に対し、自らの意に反して受け入れたとする社はいなかった。

(4) 証券会社からの書面調査・ヒアリング結果

調査対象の証券会社の36.4%が、主幹事を引き受けようとするプロセスにおいて、他の証券会社の干渉又は妨害を受けたとしている。

また、証券会社からのヒアリングにおいては、一部の証券会社から、「他の証券会社により、関係会社である銀行やベンチャーキャピタルの新規上場会社に対する影響力を行使され、主幹事引受けを妨害されたことがある」との意見が示された。

イ 独占禁止法上の考え方

書面調査・ヒアリング調査において、他の証券会社の主幹事引受けに対して不当に妨害を行うという明確な実態は確認できなかったが、仮に、証券会社の関係会社である銀行やベンチャーキャピタルの新規上場会社への影響力を行使する等して、当該証券会社が、他の証券会社が主幹事を引き受けることを不当に妨害しているとすれば、独占禁止法上問題となるおそれがある（取引妨害）。

証券会社は、独占禁止法上問題とならないようにするため、関係会社である銀行やベンチャーキャピタルの新規上場会社への影響力を行使する等して、他の証券会社が主幹事を引き受けることを不当に妨害することがないように留意する必要があるとともに、主幹事業務に関する自らのサービス内容等を新規上場会社に対し適切に説明することにより、主幹事の引受けに向けて公正に競争することが望まれる。

(2) 引受手数料の料率に関する証券会社間の情報交換等について

ア ヒアリング結果

新規上場会社及び証券会社からのヒアリングにおいては、引受手数料の料率に関する証券会社間の情報交換等が行われているとの情報に接したとする社はいなかった。

イ 独占禁止法上・競争政策上の考え方

ヒアリング調査において、引受手数料の料率に関する証券会社間の情報交換等が行われているという明確な実態は確認できなかったが、仮に、今後、引受手数料の料率について、証券会社間で取決めを行うようなことがあれば、独占禁止法上問題となる（不当な取引制限）。

証券会社は、発行規模の大きさ等を踏まえ、案件に応じて弾力化するなど、引受手数料の料率やサービス内容について証券会社間の競争が促進されることが望まれる。

(3) 交渉力の強い主幹事により、公開価格が一方的に設定されるなどして、新規上場会社に不当に不利益を与えることについて

ア 書面調査・ヒアリング結果

(7) 新規上場会社からの書面調査・ヒアリング結果

回答を寄せた新規上場会社のうち、想定発行価格、仮条件、公開価格の設定について、主幹事が主導していたとする社の割合は、次のとおりである。

想定発行価格	82.2%
--------	-------

仮条件	93.2%
公開価格	91.8%

新規上場会社からのヒアリングにおいては、「公開価格の設定に係る一連のプロセスは、新規上場会社と主幹事との契約ではないものの、そのプロセスを進める主体は主幹事である」との意見が示された。また、「仮条件の上限額が一方的に決定されたものの、推薦審査の終了後は、上場予定日の大幅な延期なしには主幹事を変更できないところ、上場予定日の大幅な延期は受け入れ難かったため、主幹事を変更できなかった」との意見が示された。

(4) 証券会社からのヒアリング結果

証券会社からのヒアリングにおいては、公開価格設定プロセスについて、「主幹事から新規上場会社に対して案内が必要となるため、主幹事主導となる」との意見が示された。

また、自社が新規上場会社と締結する契約において、「公開価格の設定」が明示的に規定されているとする証券会社はいなかった。

イ 独占禁止法上の考え方

独占禁止法は、第2条第9項第5号において、「自己の取引上の地位が相手方に優越していることを利用して、正常な商慣習に照らして不当に」、「ハ（中略）その他取引の相手方に不利益となるように取引の条件を設定し、若しくは変更し、又は取引を実施すること」を不公正な取引方法の1類型である「優越的地位の濫用」と規定し、第19条において禁止している。

これについて、公開価格設定プロセスは推薦審査の終了後に行われるところ、上場予定日の延期を希望しない新規上場会社にとっては、この段階で主幹事を変更することは困難であるため、主幹事が、新規上場会社にとって著しく不利益な要請等を行っても、新規上場会社はこれを受け入れざるを得ないと考えられ、公開価格設定プロセスにおいては、主幹事は、新規上場会社に対し、優越的地位にある場合があると考えられる。

また、新規上場会社が、主幹事に対し、十分な根拠をもって公開価格を一定額以上とするよう主張したにもかかわらず、主幹事が、それを下回る金額で一方的に公開価格を設定し、新規上場会社が主張した公開価格を大幅に上回る初値が付いた際には、新規上場会社は、自らが主張した公開価格によってより多くの資金を調達した可能性があることから、主幹事は、新規上場会社に不利益になるよう新規上場会社との間における主幹事業務の取引を実施したものと考えられる場合がある。

したがって、書面調査・ヒアリング調査において、交渉力の強い主幹事によ

り、公開価格が一方的に設定されるなどして、新規上場会社に不当に不利益を与えるという明確な実態は確認できなかったが、仮に、優越的地位にある主幹事が、一方的に公開価格を設定するなどして主幹事業務の取引を実施し、新規上場会社に正常な商慣習に照らして不当に不利益を与えたと認められる場合には、独占禁止法上問題となるおそれがある（優越的地位の濫用）。例えば、想定発行価格の設定において、IPO ディスカウント等の名目で、考え方を説明することなく、合理的な根拠に基づかずに価格を低く設定することは独占禁止法上問題となるおそれがある。

証券会社は、独占禁止法上問題とならないようにするため、①第4の1(2)のとおり、想定発行価格の設定において、新規上場会社と十分な協議を行い、新規上場会社が十分に納得した上で設定すること、②第4の1(5)アのとおり、共同主幹事証券会社の追加又は主幹事の変更をしやすいよう配慮するとともに、新規上場会社が希望する場合には、特段の支障がない限り、共同主幹事証券会社の追加を阻害しないこと、③第4の1(5)イのとおり、新規上場会社がセカンドオピニオンの聴取を希望する場合にはこれを阻害しないこと、④第4の1(5)ウのとおり、セカンドオピニオンの聴取先確保の観点から、特段の支障がない限り、新規上場会社に対して、高い引受割合を、新規上場会社の意に反して要請しないことなどによって、一方的に公開価格を設定することがないように留意する必要がある。

第5 公正取引委員会の今後の取組等

本報告書においては、IPO 時の公開価格設定プロセスについて、新規上場会社及び証券会社を対象に調査を実施した上で、以下の①ないし⑬については、競争政策上の考え方を明らかにし、③及び⑭ないし⑯については、独占禁止法上の考え方を明らかにした。

- ① 証券会社ごとの発行規模別の平均初期収益率など主幹事の選定に資する情報の公表
- ② プレヒアリングの実施
- ③ IPO ディスカウントの実施方法
- ④ 実効性のあるロードショーの実施
- ⑤ 新規上場会社のロードショーにおけるヒアリング先の希望の反映
- ⑥ 仮条件価格帯の幅の大きさに係る基準の設定
- ⑦ 仮条件の上限額を上回る公開価格の設定等及び仮条件の訂正
- ⑧ 個人投資家向け営業部門の関与
- ⑨ 共同主幹事証券会社の追加又は主幹事の変更及びその阻害要因

- ⑩ セカンドオピニオンの聴取
- ⑪ 主幹事による高い引受割合の要請
- ⑫ 主幹事引受けに係る参入障壁
- ⑬ 上場のための選択肢の多様性の確保
- ⑭ 特定の証券会社を主幹事とすることの要請及び他の証券会社の主幹事引受けに係る不当な妨害
- ⑮ 引受手数料の料率に関する証券会社間の情報交換等
- ⑯ 交渉力の強い主幹事により、公開価格が一方的に設定されるなどして、新規上場会社に不当に不利益を与えること

公正取引委員会としては、本報告書で示した考え方を金融庁、日本証券業協会及び東京証券取引所に申し入れることにより、これらの機関や証券会社等において、具体的な対応策の検討や自主的な取組が行われ、IPO 時の公開価格設定プロセスにおいて公正かつ自由な競争が促進されることを期待する。

加えて、今回は明確な事例は確認できなかったが、今後、IPO に関連する取引において、独占禁止法上問題となる具体的な案件に接した場合には、厳正・的確に対処していく。

また、競争環境の整備の観点からは、IPO 時の公開価格設定プロセスにおける市場環境において生じている問題に関して、問題点を指摘した。今後これらの論点に関しては、適切な検討が行われ、競争政策上の課題が解消された結果、新規上場会社の選択肢が多様化し、自らの事業を成長させていくために必要な資金が調達しやすくなり、市場における成長を促進する環境が整うことで、ひいては我が国の経済全体の活性化につながることを望まれる。

「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（案）

●年●月●日

日本証券業協会

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

目次

1. はじめに	1
2. 現状の問題意識及び本 WG における検討課題等	1
(1) 現状の問題意識等	1
① 日本における初値と公開価格の乖離	1
② 発行会社の視点からの問題意識等	2
③ 日本における割当比率及び機関投資家の視点からの問題意識等	3
(2) 本 WG における検討課題及び検討の観点	3
3. 制度・実務等に関連する論点	5
(1) 公開価格の設定プロセスの見直し	5
① 仮条件の範囲外での公開価格設定	5
② 上場日程の期間短縮・柔軟化	6
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	9
④ 売出株式数の柔軟な変更	10
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数量の明確化	10
⑥ 価格設定の中立性確保	11
(2) 発行会社や投資者への情報発信	11
・ 主幹事証券会社別の初期収益率等の公表	11
(3) 機関投資家との対話促進	12
・ プレ・ヒアリングの留意点の周知及び実施の推奨	12
(4) 発行会社との対話促進	13
① 機関投資家への割当及び開示	13
② 実名による需要情報等の提供	14
③ 発行会社への納得感のある説明	15
④ 主幹事証券会社の追加・変更等	16
4. 取引所規則等に関連する論点	17
(1) 初値形成時の成行注文の禁止	17
(2) 入札方式・ダイレクトリスティングの改善	18
(3) 上場推薦審査のあり方	19
(4) 大型上場、赤字上場の取組み促進	20
5. その他の課題等	20
(1) 配分先の保有状況の確認	20
(2) 株価変動時のロックアップ解除条項の見直し	21
(3) 機関投資家へのヒアリング方法の見直し	22
6. おわりに	24
7. 参考資料	25

1. はじめに

2021年6月、政府の成長戦略実行計画が閣議決定され、「新規株式公開（IPO）における価格設定プロセスの見直し」が施策項目として取りまとめられた。成長戦略実行計画では、「日本のIPOでは、上場後初めて市場で成立する株価（初値）が上場時に起業家が株を売り出す価格（公開価格）を大幅に上回っている」、「初値が公開価格を上回った場合、公開価格で株式を取得した特定の投資家が差益を得るが、スタートアップには直接の利益が及ばない。このため、同じ発行株数でより多額の資金調達をしえた」などの課題があることを踏まえ、「IPO時の公開価格設定プロセスの在り方について、実態把握を行い、見直しを図る」こととされた¹。

公開価格の設定プロセスについては、証券業界の実務に係る事項であることから、関係当局と相談の上、日本証券業協会（以下「本協会」という。）において改善策等を検討することとした。このような背景から、2021年9月、エクイティ分科会の下部に新たに「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」（以下「本WG」という。）を設置した。本WGでは、幅広い関係者を交え改善策等を検討するため、近年IPOを行ったスタートアップ企業、国内・海外機関投資家、有識者、IPO案件の主幹事実績の豊富な証券会社で構成することとした。

本WGでは、2021年9月から2022年1月までの間、6回にわたり、公開価格の設定プロセスやプライシングについて実態把握を行うとともに、公開価格の設定プロセスのあり方に関し、制度の見直しの必要性及び見直しの内容について幅広く検討を行った。本報告書は、その検討結果を取りまとめたものである。

2. 現状の問題意識及び本WGにおける検討課題等

（1）現状の問題意識等

本WGでは、公開価格の設定プロセスのあり方について検討するに当たり、現状に対する問題意識等について意見交換を行った。その主なものは次のとおりであった。

① 日本における初値と公開価格の乖離

成長戦略実行計画では、日本における初値が公開価格を上回る水準（初期収益率²）は48.8%となっており、米国（17.2%）や英国（15.8%）などの諸外国と比べても非常に高い水準である旨が記載されている。この点について、本WGでは主に以下のような意見があった。

- ・ 日本のIPO銘柄における上場から一定期間経過後（例えば、上場日から250営業日後）のパフォーマンスについて分析を行ったところ、単純平均値では乖離があるものの、市場への影響や投資リターンという観点からオフリングサイズによる加重を行った平均値や中央値では米国と同水準であり、異常な水準にあるとは認められないと考える。
- ・ 市場の状況やリスクプレミアムをコントロールした分析を行ったところ、ベンチャ

¹ 2021年11月8日に決定された新しい資本主義実現会議における「緊急提言～未来を切り拓く「新しい資本主義」とその起動に向けて～」においても、同趣旨の提言がなされている。

² （初値－公開価格）／公開価格

一企業向け市場はブックビルディング方式導入以降、企業の初期収益率、長期株価パフォーマンス（半年、1年間）は、統計的に有意に高い水準であり、特に足元10年間は特に顕著であった。これは、公開価格が大幅に過小に値付けされていたことを意味すると思われる。

- ・ 米国と異なり日本では、初期収益率やIPO後の株価リターンについて平均値と中央値で大きな乖離がある。これはかなりの数の企業において、公開価格が大幅に過小に値付けされていたことを意味する証左といえると思われる。
- ・ 小型のIPOの初値をはじめとする上場後一定期間の株価高騰は、セカンダリーマーケットでの投資行動によりもたらされており、それはマザーズ市場固有の市場特性に起因していると思われる。
- ・ 日本の小型銘柄のIPOについては、業績が不透明な企業が多いこと、個人投資家の割合が多いことなどを踏まえると、小型銘柄における初値と公開価格の乖離はある程度は仕方ない部分もあると思われる³。
- ・ 初値と公開価格の乖離については、公開価格の設定プロセスの見直しにより部分的には改善すると思われるが、サイズの大きなIPOを増やす、IPO後の成長性の高い企業を増やす以外は本質的な解決はないと思われる。

上記のとおり、日本における初値と公開価格との乖離について、その本質的な原因について様々な意見が寄せられたほか、データの分析手法や評価についても複数の意見が示された。そのため、本WGでは初値と公開価格との乖離の問題意識について見解の一致までは至らなかったが、公正な価格発見機能の向上のために現在の公開価格の設定プロセスに改善の余地があるという問題意識については意見の一致をみた⁴。

② 発行会社⁵の視点からの問題意識等

本WGでは、発行会社と主幹事証券会社の関係性、発行会社の視点からの問題意識等についても意見交換を行った。本WGでは主に以下のような意見があったところ、特に発行会社の公開価格の算定根拠等に対する納得感⁶を高めることが重要であるという意見が大宗であった。

- ・ スタートアップ企業のリテラシーも高まっていると感じており、単純な公開価格の引き上げを希望するのではなく、納得感のあるプライシングを求めているのではない。発行会社が納得しないままプライシングがなされ初値が高騰するといったIPO案件も一部に存在することがあり、主幹事証券会社と発行会社との間では公開価格の合理性、納得感といった部分の認識に乖離があるのではないかと。

³ 委員からは、公開価格は市場原理に基づいて投資者の実需を反映した株価とすべきであり、初値との異常な乖離を認めることはセンチメントIPOポップをあおることになるため、この乖離は小さくすべきとの意見があった。

⁴ 委員からは、IPO後の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ことを踏まえ、公開価格が高くなりすぎることを防ぐ、発行会社の納得感の醸成と投資者保護の両立が重要であるとの意見があった。

⁵ 本報告書において、「発行会社」とは、特段の事情がない限り「売出人」を含むこととする。

⁶ 委員からは、発行会社から最も納得感の得られる公開価格とは、発行会社・既存株主が受け入れることができる新規株主の要求する最低限のディスカウントが反映された価格であり、必要以上にディスカウントされた深刻な過小値付け問題が、発行会社からの納得感が低い状況を作り出しているとの意見があった。

- ・ IPO 後の株価パフォーマンスは公開価格に収束するということは、客観的な事実としては理解できるものの、調達額が過小なため上場企業が成長機会を奪われ、機会損失が生じた結果、株価が公開価格に近づいているという見方もできるのではないかと。
- ・ 発行会社が他の証券会社からのセカンドオピニオンを得にくい構造があるのではないかと。

③ 日本における割当比率及び機関投資家の視点からの問題意識等

成長戦略実行計画では、米国における IPO 時の株式の割当比率は機関投資家が 77%を占めているのに対し、日本における割当比率は個人投資家が 70%を占めている状況である旨が記載されている。このような日本市場の特性や機関投資家の視点からの問題意識等について、本 WG では主に以下のような意見があった。

- ・ マザーズ上場企業については、企業によって事業の革新性の幅が大きくなってきていることもあり、ファンダメンタルズの判断が難しくなっている一方で、マザーズでは個人投資家の参加が多い。このような構造上のアンマッチも生じている。
- ・ 一般的には IPO のサイズを大きくすることによって機関投資家の参加も見込まれる。
- ・ ここ数年でインフォメーションミーティング⁷の件数は増えてきていると感じており、IPO 企業と投資者の双方にとって望ましいことなのではないかと。
- ・ IPO 企業の約 7 割がマザーズ市場への上場を選択しているが、リスク許容度の高い個人投資家が大半を売買していることがマザーズの特徴である。一般的に機関投資家が売買しないような時価総額の小さい企業やアーリーステージの企業であっても、個人投資家が売買することにより、各国に比較しても高いバリュエーションと高い流動性が付いており、大型銘柄を投資対象とする機関投資家の IPO への参加は限定的となっている⁸。
- ・ IPO の件数が短期間に集中⁹すると、証券会社のみならず機関投資家も時間的な制約により発行会社との対話の時間が多く割けない場合もある。

(2) 本 WG における検討課題及び検討の観点

上記のように幅広い問題意識等が挙げられたが、現在の公開価格の設定プロセスに改善の余地があるという認識は共通しており、この認識のもとで様々な課題について検討が行われた。具体的には、委員からの問題意識等を踏まえ、論点を「制度・実務等に関連する論点（本協会規則や実務対応による改善が可能な事項及び法令・ガイドラインの改正を要望する事項）」、「取引所規則等に関連する論点（取引所と連携を図る事項）」及び「その他の課題等（将来的に検討が必要な事項等）」に整理した上で、後述の項目について現状の課題及び改善策の検討を行った。改善策については、まずは実務的な対応によ

⁷ 国内外の機関投資家等向けの発行会社の事業紹介等をいう。

⁸ 委員からは、日本の IPO 直後の過剰な流動性は公開価格で買った投資家が初値で売るといった投機の結果であり、必ずしも望ましい市場環境とは言えないとの意見もあった。

⁹ 委員からは、2021 年 12 月頃は特に IPO が集中したが、公開価格を下回る株価となっている銘柄も散見されとの意見があった（2021 年 12 月に 32 社の IPO が集中したが、そのうち 12 社において初値が公開価格を下回った）。

って実現可能な案を検討することとし、実務面の対応のみでは見直しが難しく法令改正や取引所規則等の改正が必要な点については、関係者に要望等を行うことを念頭に議論が行われた。

初値と公開価格の乖離については部分的には制度の見直しにより改善するものの、本質的な改善策は規模の大きな IPO を増やすことであるとの意見が大宗であった。一方で、時価総額が小さな段階でも成長が期待できる企業が IPO を行うことができる点は日本市場の魅力でもあり、したがって、安易に上場基準を引き上げることについては慎重な検討が必要であるとの意見があった。

そのため、本 WG における改善策の検討に当たっては、投資者保護を図るとともに、公開価格の算定根拠等について発行会社から納得感が得られていない案件も一部ある状況に対して、発行会社、投資者及び証券会社等のそれぞれの関係者が協力することにより制度全体を見直し、公正な価格発見機能の向上や発行会社及び投資者の納得感の向上につなげることに主眼を置いて議論を行った¹⁰。また、日本市場の魅力度をより向上させる観点から、グローバルスタンダードを意識した検討が必要との意見を踏まえ、海外の制度も参考に検討を行った。

<本 WG における検討課題>

- 制度・実務等に関連する論点
 - (1) 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見直し
 - 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数量の明確化
 - ⑥ 価格設定の中立性確保
 - (2) 発行会社や投資者への情報発信
 - ・ 主幹事証券会社別の初期収益率等の公表
 - (3) 機関投資家との対話促進
 - ・ プレ・ヒアリングの留意点の周知及び実施の推奨
 - (4) 発行会社との対話促進
 - ① 機関投資家への割当及び開示
 - ② 実名による需要情報等の提供
 - ③ 発行会社への納得感のある説明
 - ④ 主幹事証券会社の追加・変更等
- 取引所規則等に関連する論点
 - (1) 初値形成時の成行注文の禁止

¹⁰ 委員からは、公開価格の設定プロセスが複雑化すると投資者が IPO への参加を見送る可能性もあるため、改善策は複雑にならないように留意する必要があるとの意見があった。また、改善策によっては、発行会社の希望により従来のプロセスと改善策を踏まえたプロセスが選択できることが望ましいとの意見があった。

- (2) 入札方式・ダイレクトリスティングの改善
- (3) 上場推薦審査のあり方
- (4) 大型上場、赤字上場の取組み促進
- その他の課題等
 - (1) 配分先の保有状況の確認
 - (2) 株価変動時のロックアップ解除条項の見直し
 - (3) 機関投資家へのヒアリング方法の見直し

3. 制度・実務等に関連する論点

(1) 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

<現状の課題>

現行では、例えばブックビルディングにおいて仮条件の範囲を超えた価格での需要が見込まれる場合であっても、仮条件の上限価格で公開価格が設定されている。その結果、日本においては、大半の銘柄が仮条件の上限価格で公開価格が設定されている状況にある¹¹。

仮条件の範囲内で公開価格を設定することを求める法令諸規則等はないが、仮条件の範囲外で公開価格を設定した場合、訂正有価証券届出書の効力発生日の取扱いが不明確であると考えられることから上場日に影響が及ぶ可能性があるほか、投資者にとって想定しない価格となる懸念があることなどの理由により、これまで仮条件の範囲外で公開価格を設定した事例は確認されていない¹²。

また、現行のブックビルディングは、投資者から価格の指定のない（いわゆる「成行」）需要申告が多く、かつ、仮条件の範囲外での指値での需要申告は行えない実務慣行となっていることから、仮条件の範囲を超えた正確な需要を把握できない状況にある。

なお、米国では、仮条件が記載された登録届出書の提出以降、ロードショー及びブックビルディングを踏まえ、一定の範囲内¹³のオフアリングサイズ（公開株式数×公開価格）の変更であれば、仮条件の上限価格を超えた価格（又は仮条件の下限価格を下回る価格）により公開価格を設定することが可能となっている。

<改善策>

ブックビルディングに関して、投資者からより広範に需要を確認して正確な需要を把握できるよう仮条件の範囲の拡大や申告方法などの実務を見直すことが考えられる。ま

¹¹ 鈴木健嗣（2021）「IPO企業の公開価格形成に関わる提言（下）」によれば、2010年から2020年において、公開価格が仮条件の上限価格に張り付いた企業の割合は92.3%、下限価格に張り付いた企業の割合は4.4%となっている。

¹² ただし、訂正有価証券届出書を提出することにより、仮条件の範囲を訂正した事例はある。

¹³ オファリングサイズを引き上げる場合には、登録届出書に記載された最大オフアリングサイズの20%以下とされている。オフアリングサイズを引き下げる場合には、仮目論見書に記載された仮条件下限価格をもとに算出した最小オフアリングサイズから、仮条件上限価格をもとに算出した最大オフアリングサイズの20%の値を差し引いたオフアリングサイズ以上とされている。

た、ブックビルディングにおいて仮条件の範囲を超えた多くの需要が確認された場合には、主幹事証券会社が発行会社に説明の上、仮条件の訂正や仮条件の範囲外での公開価格の設定ができるよう、その際の実務運用や法令上の取扱いの明確化を図り、周知する必要がある。

具体的には、以下のような対応が考えられる。

(A) 仮条件の範囲の拡大

現行では5～8%程度が一般的であるところ、仮条件の範囲を拡大するとともに、主幹事証券会社において硬直的で狭い範囲とするような社内基準を設けないように周知する。これにより、より正確な需要を踏まえた公開価格の設定に繋がると考えられる^{14, 15}。

(B) ブックビルディングにおける申告方法の見直し

ブックビルディングにおいて仮条件の範囲外であっても指値での申告を可能とし、仮条件の範囲を超えた需要の申告も受け付ける。これにより、ブックビルディングにおいて投資者の需要が仮条件の範囲外にある場合であっても、投資者の需要をより正確に把握することができると考えられる¹⁶。

(C) 仮条件の範囲外での公開価格の設定

ブックビルディング期間中に仮条件の範囲を超えた多くの需要が確認された場合には、訂正有価証券届出書を提出することにより、仮条件を訂正することが考えられる。もっとも、上場に向けたプロセスを進めるに当たって、ブックビルディング期間の投資者の申告のタイミング等により、仮条件の訂正が困難な場合などは、「一定の範囲」¹⁷内であれば仮条件を訂正することなく、また、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公開価格を設定することができる¹⁸ことをルール化することが考えられる。

ただし、本改善策を実施するに当たっては、仮条件の範囲外で公開価格が設定される可能性がある旨や公開価格の公表・伝達方法について、あらかじめ投資者に説明し、投資者保護を図る必要がある。

② 上場日程の期間短縮・柔軟化

<現状の課題>

¹⁴ 委員からは、現行もロードショーにおける機関投資家からのフィードバック内容に応じて、仮条件の範囲を拡大しており、個別案件の状況によりどの程度の範囲が適切に検討されるべきとの意見があった。

¹⁵ 米国では、仮条件の範囲は一般的に20%以内とすることが適切とするガイダンスが示されている。

¹⁶ 委員からは、(C)「仮条件の範囲外での公開価格の設定」を実施するに当たり、価格設定の根拠を明確にするためなどの理由から、投資者から価格の指定のない（いわゆる「成行」）需要申告を認めない運用とすべきとの意見があった。

¹⁷ 「一定の範囲」について、米国においてはオファリングサイズ（「公開価格」×「公開株式数」）が考慮されている。

¹⁸ 仮条件の範囲外で公開価格を設定した場合においても、「一定の範囲」内であるときには、企業内容等の開示に関する留意事項8－4ロ柱書本文が適用され、訂正有価証券届出書の提出日又はその翌日にその届出の効力が生じることについて関係当局への確認を行う必要がある。

IP0の上場承認日から上場日までの期間が長いことにより、投資者や発行会社は市場環境等の変化による価格変動リスクを負うこととなり、そのリスクが公開価格に織り込まれることによりディスカウントが大きくなっている。また、有価証券届出書提出（上場承認）後、上場日を変更するためには、現在は、当該届出書に係る募集又は売出しの中止を決議し、原則として上場申請を取り下げた上で、改めて上場申請を行い、上場審査を再度経ている。そのため、市場環境等を踏まえ、時機をとらえた上場を行うためには、上場日程の短縮化や日程設定の柔軟化が課題となる。

上場日程の期間短縮・柔軟化を検討するに当たって、現状においては以下の点の法令上・実務上の制約がある。

(A) 上場承認日から上場日まで（1か月程度）

現行実務上、発行会社は、上場承認日（上場日の1か月程度前）に有価証券届出書の提出を行い、同日に、既存株主に対して、社債、株式等の振替に関する法律（以下「振替法」という。）第131条の規定に基づく口座通知取次請求¹⁹に係る通知を行うこととなっている。

(B) 仮条件決定日から上場日まで（2週間超）

会社法第201条第5項の規定により、発行会社は、払込期日（上場日の前営業日）の2週間前までに会社法第199条第1項の募集事項を定める必要があるところ、現行実務上、発行会社は、仮条件決定日に募集事項を定め、同日に当該事項を記載した訂正有価証券届出書の提出を行っている²⁰。このような実務慣行のため、現状、仮条件決定日から上場日までは2週間超の期間が必要となっている。

(C) 公開価格設定日から上場日まで（8日程度）

公開価格設定に係る訂正有価証券届出書の提出及び当該届出書の効力発生後、発行会社や証券会社は、投資者に対する訂正目論見書の交付²¹、申込期間における投資者からの取得の申込の受付等を行う必要があるため、現状、公開価格設定日から上場日までは少なくとも8日（6営業日）程度の期間が必要となっている。

＜改善策＞

(A) 上場承認日から上場日までの期間（21日程度に短縮）

上場承認日に有価証券届出書を提出している実務慣行を見直し、上場審査の終盤に有

¹⁹ 口座通知取次請求とは、既存株主が証券会社（振替法上の口座管理機関）を指定し、保有株式の預け入れを行い、上場株式として取引するために必要な手続きをいう。振替法第131条の規定により、発行会社は、既存株主に対して口座通知取次請求に係る通知を「一定の日」（通常は上場日の2営業日前）の1か月前までに行う必要がある。

²⁰ 訂正有価証券届出書を提出しない場合は、会社法第201条第3項又は第4項の規定により、株主に対する通知又は公告を行う必要がある。

²¹ 遠方の投資者に訂正目論見書を手交又は郵送を行うことも想定した期間が設定されている。

価証券届出書を提出することとし²²、当該届出書の提出時に振替法に基づく通知を行う実務運用も可能とすることが考えられる^{23, 24, 25}。

また、上場承認日より前に有価証券届出書を提出する場合には、当初提出する有価証券届出書に上場日を記載する必要はないと考えられるところ、市場環境等を踏まえた柔軟な上場日を設定するため、取引所や市場関係者等とも連携の上、上場承認日や上場日の設定の実務運用について検討を行うことが考えられる。

(B) 仮条件決定日から上場日まで（9日程度に短縮）

会社法上の募集事項については、仮条件決定日より前に決定し株主に対して通知等²⁶を行うことより、仮条件決定日に会社法上の募集事項を定める実務慣行を見直すことが考えられる。これにより、仮条件決定日に関して会社法上の2週間の期間を考慮する必要がなくなり、仮条件決定日から上場日までの期間を9日程度に短縮することが可能となる。

例えば、関係当局に確認の上、上場承認日に行う取締役会決議において、会社法第199条第1項第2号に規定する払込金額を定め、上場承認日に提出する有価証券届出書²⁷に記載することによって株主に対して通知等を行うことを周知することが考えられる。

(C) 公開価格設定日から上場日まで（4日程度に短縮）

金融商品取引法第15条第5項等の定めにより、企業内容等の開示に関する内閣府令第14条の2に掲げる発行価格等の公表の方法を目論見書に記載し、当該方法により公開価格等が公表された場合には、公開価格等の設定に伴う訂正目論見書の交付は不要とされている。PO²⁸においては、当該条文を適用し、訂正目論見書を交付しない運用が一般的に行われているため、IPOにおいても同様の運用を行うことが考えられる²⁹。これにより、遠方の顧客に対する訂正目論見書の手交や郵送による期間の追加を見込む必要がなくなることから、POと同様、申込期間を2日程度に短縮する（公開価格設定から上場日までの期間を4日程度に短縮する）ことができると考えられる³⁰。

²² この場合でも、振替法上の「一定の日」の1か月前までに行う必要がある。

²³ 有価証券届出書の提出後に口座通知取次請求に係る通知を行うことで、既存株主とそれ以外の投資者との情報の非対称性を防止するとともに、未公開株詐欺に悪用される可能性も低減できると考えられる。

²⁴ 上場承認日には、訂正有価証券届出書を提出し、上場審査の過程を踏まえた記載事項の訂正等を行うことが考えられる。

²⁵ この見直しについては、取引所、証券保管振替機構、証券会社、発行会社等における諸手続きについて、実務運用を検討する必要がある。

²⁶ 株主に対する通知、公告、又は有価証券届出書の開示を指す。

²⁷ 上場承認前に有価証券届出書を提出する場合は、訂正有価証券届出書

²⁸ 上場後に行われる募集・売出しをいう。

²⁹ 現行、IPOにおいて当該運用が行われていない理由は必ずしも明らかにならなかった。

³⁰ 本WGにおいては、米国同様、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とし、申込期間を撤廃することについても課題と認識した。本課題については、日本ではIPOに参加する投資家は個人投資家が多いことから、申込期間を撤廃することは慎重に検討する必要があること、本協会の『我が国経済の活性化と公募増資等のあり方分科会』報告書（2014年6月）においても本課題について検討されたが法的整理の結論に至っておらず、入金の実務についても併せて検討が必要であることなどから、将来的に検討を継続すべき課題と位置付け、本WGの改善策としては他の項目を

(D) 上場日の設定

上記(A)から(C)の改善策を検討するに当たり、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、訂正有価証券届出書の提出による上場日変更)を行う場合の実務対応について、取引所や市場関係者等とも連携の上、検討を行うことが考えられる³¹。

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

<現状の課題>

現行では、上場承認日において、発行会社において募集又は売出しに関する取締役会決議が行われ、同時に財務局に対して有価証券届出書が提出されている。当該届出書には新規発行による手取金の額が記載されているが、これを算出するための参考として想定発行価格が用いられ、これも当該届出書に記載されている。一般的には、想定発行価格は、発行会社の事業モデル、収益規模、成長性や資産内容など様々な要素を分析し、既上場類似会社の株価やバリュエーションと比較して算出した参考価格であり、発行会社と主幹事証券会社の合意を経て開示されるものである。

<本WGでの主な意見等>

想定発行価格はあくまで参考価格であって、プレ・ヒアリング³²が行われることは一般的ではない現行実務³³を踏まえると、これを安易に開示することは、ロードショー等において、投資者に対して価格に関する誤った先入観を与えるおそれがあるとの意見があった。

一方、プレ・ヒアリングの実施により投資者の需要を把握しており、投資者に対して誤った先入観を与える懸念が少ない場合には、想定発行価格を開示³⁴してはどうかとの意見や、機関投資家における実務上の観点からは、想定発行価格を基に算出したIPO企業の時価総額の規模により、当該IPO銘柄が投資対象となり得るか否かを判断するニーズがあるとの意見もあった。

<改善策>

想定発行価格の開示により誤った先入観を与えるおそれがある場合もあることから、発行会社が想定発行価格を開示しない選択をすることや、手取金の額を一定の幅をもつ

優先的に検討することとされた。

³¹ なお、委員からは、短期間に多数のIPOが集中した場合、公開価格の設定に係る関係者の日程の確保が困難となる懸念や、IPOに参加する投資者とIPO案件との需給のバランスが崩れることにより、株価がボラタイルになる懸念があることから、上場日がある程度分散されることが望ましいとの意見があった。

³² 本報告書では、有価証券届出書の提出前に行われる、当該募集に係る有価証券に対する投資者の需要の見込みに関する調査をいう。

³³ 3.(3)「プレ・ヒアリングの留意点の周知及び実施の推奨」参照。

³⁴ 委員からは、想定発行価格を算出するに当たり参考とした既上場類似会社の選定理由に関する情報やIPOディスカウント等も含め開示することは、投資者にとっても有用ではないかとの意見もあった。

て記載することも可能であることを明確化し、周知を図ることが考えられる。

④ 売出株式数の柔軟な変更³⁵

＜現状の課題＞

投資者の需要の状況を踏まえ、大株主による売出株式数を変更（増加又は減少）することは、EPS（1株当たりの当期純利益）の修正を伴わずに需給の調整を行えることから投資者にも受け入れられやすいと考えられる。

一方で、ブックビルディングを踏まえ、株式の発行数を変更する可能性について有価証券届出書に注記していないときに売出株式数を変更する場合は、発行価格等のみを決定する場合と訂正有価証券届出書の効力発生日の取扱いが異なり、上場日に影響がある可能性がある³⁶。

＜改善策＞

ブックビルディングを踏まえ、公開価格の設定と同時に売出株式数を変更する可能性がある場合には、あらかじめその旨を有価証券届出書に注記するよう周知³⁷することが考えられる。その上で、売出株式数の変更数量が「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と同時に売出株式数を変更することが可能であることをルール化することが考えられる^{38, 39}。

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数量の明確化

＜現状の課題＞

本協会の「有価証券の引受け等に関する規則」（以下「引受規則」という。）では、引受証券会社がオーバーアロットメント⁴⁰を行う場合、その合計数量は、募集又は売出し（以下「募集等」という。）の国内における予定数量の15%が限度とされている⁴¹。国内募集等と海外募集等を並行して行う案件について、海外募集等の比率が国内募集等に比して大きい場合、国内募集等の予定数量の15%を限度とすることはオーバーアロットメント

³⁵ 発行株式数を変更することは、増加分について、会社法第201条第3項の規定により、当該募集事項の決定から払込期日まで2週間の期間を空けることを要すると考えられ、上場日程の期間短縮を検討している今回の検討とは相反する事項であるため、検討の対象とはしていない。

³⁶ 企業内容等の開示に関する留意事項（以下「開示ガイドライン」という。）8-4ロ①により、投資者の需要状況によって、発行価格等の決定と同時に「株式の発行数」を変更する場合であって、当該変更の内容が注記されており、投資者に容易に理解できる場合には、原則として、当日又は翌日に効力が発生する。一方、当該要件を満たさない場合の「株式の発行数」の変更は、開示ガイドライン8-4ハにより、原則として「3日を経過した日」に効力が発生することとされている。

³⁷ 開示ガイドライン8-4ロ①の要件を満たさないときに、ブックビルディングの結果を踏まえ、上場日程に影響を与えずに売出株式数を変更できる場合の要件等について、関係当局に確認の上、明確化することも考えられる。

³⁸ 「一定の範囲」について、米国においてはオフERINGサイズ（「公開株式数」×「価格」）が考慮されている。。

³⁹ 現行の企業内容等の開示に関する内閣府令では、売出株式数を変更するときは原則として訂正目論見書の交付が必要となる。

⁴⁰ 募集又は売出しに係る株券等について、当該募集又は売出しの予定数量のほか同一条件で追加的に売出しを行うこと。

⁴¹ 米国のNASD Rule（現FINRA Rule 5110）を参考として制定された経緯がある。

の効果が低いと考えられる。

＜改善策＞

IP0 時において、投資者の需要動向を踏まえた消化を行う観点や流通市場における需給関係の悪化を防止する観点から、国内募集等と海外募集等を並行して行う案件において、案件全体の規模に応じたオーバーアロットメントの効果を得るため、国内募集等と海外募集等を合算した予定数量の 15%をオーバーアロットメントの合計数量の上限とするよう引受規則を改正することが考えられる⁴²。

⑥ 価格設定の中立性確保

＜現状の課題・本 WG での主な意見等＞

委員から、主幹事証券会社において、IP0 株は口座獲得の販促や営業ツールとして利用される傾向にあり、割安な IP0 株が営業ツールとして用いられているとの認識が共有されているのであれば、IP0 株は割安にすべきという考えが生じる懸念があるとの意見があった⁴³。

一方、証券会社は、現状も本協会の引受規則に基づき、発行会社と投資者の利益を調整する立場として、十分な中立性をもって価格を決定しているとの意見もあった。

＜改善策＞

すでに、本協会の引受規則において、主幹事証券会社が想定発行価格、仮条件の価格又は公開価格を提案する場合、発行会社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。

一方、外形的に発行会社と投資者との利益相反があることを踏まえ、改めて、想定発行価格、仮条件又は公開価格の提案に際し、その根拠を発行会社に説明することを引受規則において明示的に求めることが考えられる。

また、引受規則の実効性を高めるため、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るなど、利益相反管理体制の実効性が疑われる場合には、体制の見直しを求めていくことが考えられる。

(2) 発行会社や投資者への情報発信

・ 主幹事証券会社別の初期収益率等の公表

＜現状の課題・本 WG での主な意見等＞

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一つの参考情報となるとともに、証券会社間での主幹事獲

⁴² 米国では、オーバーアロットメントオプションはオファリング総数（米国内外問わず）に対して 15%が上限とされている。

⁴³ 委員からは、証券会社が公表する「募集等に係る株式等を顧客に配分する際の基本方針」において、抽選以外による配分については、当該証券会社と今後取引拡大を見込む顧客に対して配分するといった、発行会社にとって望ましい配分先を選定するのではなく証券会社にとって望ましい配分先を選定するかのような記載もあるが、このような方針は望ましくないのではないかとの意見もあった。

得競争が促進されることが期待できる。

委員からは、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、長くても上場3か月後の収益率までを公表すべきであり、特にマーケットリターンやリスクプレミアムを考慮しない場合には上場1年後の収益率はミスリーディングであるとの意見、長期保有を行う機関投資家としては上場後3年、5年経過した株価の方が重要であるとの意見があった。また、投資期間も様々であるため情報をどのように分析するかは選択は投資者に委ねるべきとの意見があった。

このほか、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といった意見もあり、公表するのであれば参考情報である旨を注記し、可能な限り恣意性のない情報とすべきとの意見が大宗であった。

＜改善策＞

本協会が公表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が考えられる。具体的には、本WGでの議論を参考として、IPO銘柄⁴⁴について、発行会社名、上場日、主幹事証券会社、発行・売出規模、仮条件、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）及び上場日から一定期間経過後の株価（終値）等について公表するとともに、主幹事証券会社ごとにオフERINGサイズ別の主幹事件数及び平均収益率⁴⁵等を公表することが考えられる。「上場日から一定期間経過後」としては、例えば、上場1か月後、3か月後、6か月後及び1年後が考えられる。また、「オフERINGサイズ別」としては、例えば、50億円未満及び50億円以上で分類することが考えられる。

(3) 機関投資家との対話促進

・ プレ・ヒアリングの留意点の周知及び実施の推奨

＜現状の課題＞

プレ・ヒアリングについて、小型案件が多い日本のIPOでは機関投資家の投資対象とならない場合も多く、機関投資家にプレ・ヒアリングに応じるニーズがないことや、証券会社としては「需要の見込みに関する調査」として行える行為⁴⁶が必ずしも明確ではなく、届出前勧誘規制に抵触するおそれがあることなどから、積極的に活用されてはいない。

委員からは、プレ・ヒアリングを実施する慣行が広まれば、ロードショー実施時に機関投資家の価格目線を織り込むことが可能との意見や、プレ・ヒアリングの実施に当たり投資者に提供できる情報の範囲等を明確化する必要があるとの意見があった⁴⁷。

⁴⁴ 株式に限る。また、TOKYO PRO Marketを除く。

⁴⁵ 平均初期収益率及び上場日から一定期間経過後の株価と公開価格との乖離率の平均をいう。

⁴⁶ 開示ガイドライン2-12②に定める行為は、取得勧誘又は売付け勧誘等に該当しないとされている。

⁴⁷ 米国では、登録届出書提出前における特定の投資者に対する需要の調査（Testing the Waters）が行われている。

＜改善策＞

投資者の需要を踏まえた想定発行価格を設定する観点から、プレ・ヒアリングの実務運用の留意点を周知し、発行会社と協議を行い、機関投資家の意向を確認してプレ・ヒアリングを実施することを推奨⁴⁸することが考えられる。具体的には、ロードショー実施時に機関投資家の価格目線を織り込むことが可能となるよう、機関投資家が応じる場合にはプレ・ヒアリングを実施することを推奨する。また、上場審査期間中に有価証券届出書のドラフト等を用いてプレ・ヒアリングを行うに当たり、実務運用上の留意点を整理した上で、周知等を行うことが考えられる。

さらに、本協会の「協会員におけるプレ・ヒアリングの適正な取扱いに関する規則」（以下「プレヒア規則」という。）を改正し、一定の要件の下、現行のプレヒア規則において禁止されている法人関係情報を提供した上で行うプレ・ヒアリング、すなわち子会社上場等に係るプレ・ヒアリングも可能とすることが考えられる⁴⁹。

（4）発行会社との対話促進

① 機関投資家への割当及び開示

＜現状の課題＞

成長戦略実行計画では、IPO 時の割当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。

委員からは、米国のように価格算定能力が高い機関投資家（中長期保有を目的とする機関投資家を前提）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との意見があった。

現状、届出前勧誘に該当しない前提において、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る⁵⁰ことの合意が得られている場合において、適切な開示をどのように行うかの指針はない。

また、発行会社から主幹事証券会社に対し、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、本協会の親引けガイドラインにより一定の制約がある。

⁴⁸ 委員からは、「現状の課題」に記載のとおり、小型案件が多い日本の IPO では機関投資家の投資対象とならない場合も多く、機関投資家にプレ・ヒアリングに応じるニーズがない点は引き続き課題であるとの意見があった。

⁴⁹ プレヒア規則では、「プレ・ヒアリング」を「法人関係情報を提供したうえで行う、当該募集に係る有価証券に対する投資者の需要の見込みに関する調査（第三者が当該協会員から委託若しくは法人関係情報の提供を受けて行う当該調査を含む。）」と定義した上で、第9条において国内募集に係るプレ・ヒアリングが禁止されている。そのため、法人関係情報を提供しないで行う行為、すなわち通常の IPO に係る有価証券に対する投資者の需要の見込みに関する調査については禁止されておらず、この点について周知すべきとの意見があった。

⁵⁰ 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者への配分の合意がなされ、目論見書等において、当該投資者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。

なお、届出前勧誘規制^{51, 52}の制約により、募集又は売出しの勧誘を企図した発行会社又は主幹事証券会社から投資者に接触することは困難であるが、3. (1)②(A)「上場承認日から上場日までの期間」の改善策のとおり、上場承認前であっても有価証券届出書提出後であれば、機関投資家と発行会社又は主幹事証券会社がコミュニケーションを図ることは届出前勧誘に該当しないと考えられる。

＜改善策＞

届出前勧誘に該当しない場合であって、機関投資家から発行会社に対し IPO が行われる場合には配分を希望する旨の申し出があり、発行会社が主幹事証券会社に当該機関投資家に対する配分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（機関投資家の名称、親引けの理由、配分上限等の開示）について、開示例を紹介することが考えられる⁵³。

また、発行会社の指示によりコーポレートガバナンス向上や企業価値向上に資すると考えられる機関投資家に割当てることが可能となる場合を明確化するため、親引けガイドラインを改正し、親引け可能な例示を追加することが考えられる。

② 実名による需要情報等の提供

＜現状の課題＞

現行、本協会の「株券等の募集等の引受け等に係る顧客への配分に関する規則」（以下「配分規則」という。）において、主幹事証券会社は、引受けを行った株券等の配分を行った顧客の名称及び当該顧客に配分した株券等の数量の情報（以下「配分先情報」という。）を、発行会社に対して提供することが規則化されている⁵⁴。一方で、主幹事証券会社は、ロードショーにおけるフィードバックやブックビルディング時等における顧客の名称及び当該顧客の需要額（又は需要株数）の情報（以下「需要情報等」という。）を、発行会社に対して提供することは規則化されていない。

＜本 WG での主な意見等＞

委員からは、需要情報等が発行会社に提供されていないことが、公開価格を設定する際や配分先を決定する際などにおける発行会社の納得感の低下に繋がっているおそれが

⁵¹ 委員からは、届出前勧誘規制は投資者保護が主な立法趣旨であると考えられるところ、海外機関投資家への勧誘については国内法制上の保護法益の対象外であるため届出前勧誘規制に抵触しないという考え方を整理すべきとの意見があった。一方で、当該整理については金融商品取引法の根底からの法的整理が必要と考えられることから、まずは他の改善策を中心に検討することとした。

⁵² 委員からは、最終的な公開価格は発行会社と主幹事証券会社の間の議論によって決定されるものであることを踏まえると、情報の非対称性を解消するためには機関投資家へのマーケティングに主幹事証券会社が関与する必要があり、当該関与を阻害する要素が届出前勧誘規制との関係性にあるのであれば、法改正を要望し公開価格設定プロセスの当事者全てが主体的に関与できるようにすべきとの意見があった。

⁵³ 委員から、当初提出する有価証券届出書に親引けを行う機関投資家の名称及び配分上限を記載することについて、届出前勧誘規制に抵触する懸念が示されたため、必要に応じて関係当局に確認を行うこととする。

⁵⁴ 配分先情報とは、厳密には、配分規則第5条第1項の顧客の名称及び当該顧客に配分した株券等の数量の情報をいう。

あるとの意見があった。

また、需要情報等の提供は規則化されていないものの、実務上対応している実態がある中で、主幹事証券会社が、ロードショーにおけるフィードバックやブックビルディング等における需要情報等を発行会社に対して提供するために、当該投資者から需要情報等の提供に関する事前同意を得ようとした場合に、規則化されていないため、当該投資者から事前同意を得にくいとの意見があった⁵⁵。

＜改善策＞

配分規則を改正し、主幹事証券会社は、原則として、ロードショーにおけるフィードバックやブックビルディング等における需要情報等について、機関投資家の同意を得て実名により発行会社に対して提供することが考えられる。

なお、実名による提供に当たり、発行会社の親引けによる弊害が生じることのないよう十分配慮する必要がある。

③ 発行会社への納得感のある説明

＜現状の課題・本WGでの主な意見等＞

委員から、公開価格の算定根拠について、一部の発行会社は納得感がないとの意見があった。特に想定発行価格設定時の IPO ディスカウント^{56,57}に関しては、実際のマーケティング時に機関投資家から価格についてのフィードバックを得ることで設定が可能と考えられるところ、現状では、マーケティング前に主幹事証券会社が設定していることから、発行会社の納得感が低下しているのではないかととの意見があった。また、主幹事証券会社の引受割合についても、一部の発行会社は納得感がないとの意見があった。

＜改善策＞

主幹事証券会社が発行会社と十分な協議を行い、発行会社が十分に納得した上で想定発行価格、仮条件の価格、公開価格や引受割合が決定される必要がある。具体的には、

3. (1)⑥「価格設定の中立性確保」の改善策のとおり、主幹事証券会社が、想定発行価格、仮条件の価格又は公開価格の提案に際し、その根拠を発行会社へ説明することを規則化及び周知するとともに、主幹事証券会社の引受割合を発行会社と十分に協議した上

⁵⁵ 米国では、ブックビルディング時における需要情報を発行会社に対して提供することが規則化されている。日本においては、現行、グローバルオファリングの海外オファリング分については、あらかじめ英文目論見書に、発行会社及び売出人に対して個別の投資者の需要情報を提供することについての「みなし同意」の文言を記載した上で対応している実務がある。

⁵⁶ 市場動向や直近の IPO 案件の動向等を踏まえ投資者が要求するであろう割引のこと。IPO 企業は、既上場会社と比較して、一般的に会社情報の入手が困難であることや流動性の予測が困難であること等も考慮の上、発行会社と主幹事証券会社との協議を経て設定される。なお、既上場会社による募集又は売出しにおいても一般的に割引がされる。

⁵⁷ 委員からは、実務においては、様々な考えをもつ投資者にどのように映るかを考慮した上で想定発行価格を決めており、IPO ディスカウントは分かりやすく説明するために用いられているに過ぎず、投資者に対して IPO ディスカウントがいくらかというマーケティングは行っていない、更に IPO ディスカウントは一律に決められていないとの意見があった。

で決定されるよう規則化及び周知することで発行会社の納得感の向上を図ることが考えられる。

また、発行会社に対し、当該発行会社のロードショーに関心のある機関投資家のリストを事前に提供することなどにより、ロードショーにおけるヒアリング先の候補となる機関投資家について説明するとともに、ロードショーを実施する先について発行会社と十分に協議した上でロードショーを実施する必要があることを周知する。あわせて、発行会社が希望する場合には、個人投資家向けにロードショーを実施する、または機関投資家向けロードショーの内容を個人投資家にも公開することも考えられる^{58, 59}。

さらに、3. (4)②「実名による需要情報等の提供」の改善策のとおり、実名による投資者の需要情報等を発行会社に提供し、当該需要情報等を基に発行会社と協議した上で配分方針を決定するとともに、配分先情報を発行会社に提供する^{60, 61}ことにより、発行会社の納得感の向上に繋がることが期待される。

このほか、3. (1)①「仮条件の範囲外での公開価格設定」の改善策として示した仮条件の訂正や仮条件の範囲外での公開価格の設定を発行会社が行いたい場合に誠実に対応する、上場に当たって発行会社が採りうる上場方式の選択肢を十分に説明するなど、一連の IPO 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、納得感を高めることが重要である。

なお、公開価格は発行会社の意向のみで決定されるものではなく、投資者保護との両立も必要であることから、発行会社と投資者との双方の利益のバランスを図ることが重要である。

④ 主幹事証券会社の追加・変更等

＜現状の課題＞

公開価格設定プロセスにおいては、発行会社と主幹事証券会社との間で協議が行われるところ、発行会社との力関係により主幹事証券会社が設定した公開価格に不満があっても、主幹事証券会社を変更しにくいのではないかと意見があった。

また、共同主幹事証券会社が加わることや、主幹事証券会社以外の証券会社からセカンドオピニオンを聴取することで、より客観的な視点から価格の妥当性を検討することが可能になるのではないかと意見や、証券会社間の競争を促進することに繋がるとの意見があった⁶²。

一方、主幹事証券会社の追加又は変更を行う場合、上場スケジュールの見直しが必要となる可能性や、上場申請に係るサポート費用の体系を変更することとに繋がり発行会

⁵⁸ 現行も、個人投資家向けロードショーが行われる場合がある。ただし、委員からは、個人投資家向けロードショーを行う場合は、使用する資料の内容について慎重な法的検証が必要であり、発行会社にとっては当該法的検証に係る弁護士費用の増加に繋がることについても留意すべきとの意見があった。

⁵⁹ 米国では、機関投資家向けロードショーの内容を、個人投資家も視聴できるよう公開する実務慣行がある。

⁶⁰ 前述(4)②に記載のとおり、配分先情報を発行会社に対して提供することが規則化されている。

⁶¹ 委員からは、より高く購入を希望する投資者や長期保有を希望する投資者に多く配分されることが望ましく、このような配分に繋がるように発行会社に対して「配分した理由」も説明する必要があるとの意見があった。

⁶² 委員からは、過度なオピニオンショッピングに繋がることは望ましくないとの意見があった。

社の上場までの費用負担が重くなる可能性など、発行会社にとって、主幹事証券会社の追加又は変更によるメリットがデメリットを上回らないことも考えられるとの意見があった。

なお、安易に主幹事証券会社を変更することにより、発行会社に十分な上場適格性があるかを審査する機能が損なわれる懸念から、主幹事証券会社の変更を改善策として掲げることについて慎重な意見もあった。

＜改善策＞

発行会社が主幹事証券会社の追加又は変更を希望する原因は、主幹事証券会社から提示された公開価格の水準や、助言・指導の内容について発行会社に不満があるものと考えられる。他方、発行会社の新規上場は、主幹事証券会社と発行会社との信頼関係と密接なコミュニケーションのもと主幹事証券会社の助言・指導により上場準備が行われるものであり、主幹事証券会社の追加又は変更によるデメリットもあることを踏まえれば、主幹事証券会社の追加又は変更を促進することが改善に直ちに繋がるものではない点も留意する必要がある。

したがって、主幹事証券会社は、主幹事契約の締結前に発行会社の主幹事契約に対する考え方を確認の上、発行会社と認識をあわせるとともに、新規上場プロセスの早い段階で将来設定する公開価格の考え方及びその時点における水準について協議を行い、必要な資料を提供するなど、発行会社の納得感を得られるように努めることが考えられる。

また、主幹事証券会社は、合理的な理由なく主幹事証券会社の追加・変更及びセカンドオピニオンの聴取を阻害せず、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よう周知することが考えられる。

4. 取引所規則等に関連する論点

本WGでは、「(1) 初値形成時の成行注文の禁止」、「(2) 入札方式・ダイレクトリスティングの改善」、「(3) 上場推薦審査のあり方」及び「(4) 大型上場、赤字上場の取組み促進」について議論を行った。これらの論点については、取引所規則等に関連する論点であり、本WGで示された課題や意見も含め取引所と連携を図ることとされた。

(1) 初値形成時の成行注文の禁止

＜現状の課題＞

現在、IPO銘柄について初値形成時に成行注文を行うことは可能であるが、オフア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^{63, 64}。

＜本 WG での主な意見・要望＞

委員からは、初値形成時の成行注文の禁止について賛成する意見が大宗であった。具体的には、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ため、全ての投資者において初値形成時の成行注文を制限することが望ましいとの意見があった。

なお、初値形成時の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、極端に高い値段で指値注文を行う投資家も現れる可能性があるため、対面・ネットの顧客を問わず、そのような注文の排除等も並行して検討が必要との意見があった。

(2) 入札方式・ダイレクトリスティングの改善

＜現状の課題＞

現在、公開価格の決定方式としては、取引所の規則において入札方式及びブックビルディング方式が認められているが、1997 年のブックビルディング方式の導入以降、入札方式は使われていない。この状況に対して、特に小型の IPO について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・配分機能が十分果たされにくいとの意見があった。また、米国では、ブックビルディング方式以外の公開価格の決定方式が用いられており、日本においても、入札方式やダイレクトリスティングの改善について議論すべきとの意見があった⁶⁵。

＜本 WG での主な意見・要望＞

委員からは、入札方式及びダイレクトリスティングの改善を通じて発行会社の選択肢を増やすことにより、発行会社の納得感の向上などに繋がるのではないかと意見があった。

入札方式については、結果として個人投資家を中心とした投資者の需給により公開価格が決定するため機関投資家の需要が排除されるという問題点、現状のブックビルディング方式でも機関投資家の目線を踏まえて高いバリュエーション（企業価値）を用いてプライシングしている中、それ以上の価格でプライシングを行う場合に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、主幹事証券会社としては説明が困難ではないかと意見があった⁶⁶。他方、入札方式は、機関投資家の参加を促すことや、機関投

⁶³ 米国では、IPO 銘柄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、初値形成時、証券会社が投資家から IPO 銘柄について成行注文を受注することを禁止している。

⁶⁴ 現行、既に日本の取引所においては、新規上場日の初値決定前の気配運用・注文受付価格として、公開価格を基準に一定の上限及び下限が設定されている点には留意が必要である。

⁶⁵ 米国では、入札方式は制度として存在し、利用されている事例も一部あるものの、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、制度整備がされつつあり、資金調達を伴わないダイレクトリスティングを利用した事例は一部で確認されている。

⁶⁶ 2007 年 11 月 21 日に本協会が公表した「会員におけるブックビルディングのあり方等について一会員における

資家の参加に当たり、ブックビルディング方式と同様に入札前にロードショーを行うことにより改善されるのではないかなどの意見があった。また、入札方式の改善について検討するに当たっては、海外の類似の方式も参照してはどうかとの意見があった。

(3) 上場推薦審査のあり方

<現状の課題>

現在、IPO に当たっては、主幹事証券会社による審査及び取引所による上場審査が実施されている。主幹事証券会社による審査としては、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ているが、証券会社に課せられる審査義務が負担となり、上場推薦審査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った⁶⁷。また、主幹事証券会社による審査の役割を見直すことは、主幹事証券会社の変更が難しいという課題にも寄与することから、3.(4)④の「主幹事証券の追加・変更」の抜本的な改善に繋がるとの意見があった。

<本 WG での主な意見・要望>

委員からは、主幹事証券会社による上場推薦審査を取引所による上場審査に一本化することにより、発行会社はより上場が近いタイミングで主幹事証券会社を選定できるとともに、上場推薦審査機能のない証券会社も主幹事業務に参入できるため、小型案件においても証券会社間の競争原理がより機能すると考えられることから、上場推薦審査制度の見直しを行ってはどうかとの意見があった⁶⁸。また、主幹事証券会社及び取引所により審査が2回行われていることは、発行会社及び主幹事証券会社にコストが発生していることを踏まえると見直しの余地があるのではないかととの意見があった⁶⁹。

他方、上場推薦審査制度を見直すことにより発行会社に対する適切な審査が行われないうというリスクが生じ得るという意見もあった。また、現在の上場推薦審査制度の枠組みは、関係当局及び本協会の議論を踏まえ、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ことを目的としたものであり、上場推薦審査制度のあり方の検討に当たっては、当時の議論や最近の IPO を巡る環境を踏まえた取組全般の実効性評価が適切に行われることが必要との意見があった。さらに取引所では、上場推薦審査制度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おり、仮に上場推薦

ブックビルディングのあり方等に関するワーキング・グループ報告書」においても入札制度の問題点が指摘されている。具体的には、「個人投資家を中心に多くの小口の投資家が確実に落札したいというニーズから、入札参加者が適正な価格と判断するよりも高い価格で応札せざるを得ず、その結果、企業の実態価値から遊離した水準で落札され、公開価格は高い価格となる。公開後は株価が大幅に下落し、その後の資金調達に支障を来している」と分析されたのである。」といった記載や「適切な公開価格を算定するという証券会社固有の機能である引受業務が、入札制度のもとではほとんど機能していないとする指摘があった。」といった記載がある。

⁶⁷ 米国では上場推薦審査制度は存在しない。

⁶⁸ 委員からは、上場推薦審査を取引所による上場審査に一本化する場合、一定以上の上場社数を維持するためには取引所の人員拡大の手当てを含めた議論が必要との意見があった。

⁶⁹ 主幹事証券会社は、上場推薦審査のほか、引受証券会社としての引受審査を実施しており、上場推薦審査の見直しに当たっては引受審査との関係も考慮する必要がある。

審査制度の廃止を含む見直しを検討する場合には、新規上場プロセス全般を見直す必要が生ずるとの意見があった。

(4) 大型上場、赤字上場の取組み促進

<現状の課題>

委員からは、上場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や上場申請期又は翌期の黒字化を求める場合があるとの指摘があり、国際競争力のあるスタートアップを生み出し、その規模を拡大するための環境整備という観点から上場制度整備にも改善の余地があるのではないかと意見があった。

また、上場基準のオフアリングサイズの引上げは国家的な戦略に関わる話であるが、IPO に係る議論の本質であるとの意見があった。

<本 WG での主な意見・要望>

赤字上場として一括りにするのではなく、実態に即して上場適格性を判断することがプライシング以上に求められること、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、リテールを含む市場参加者の利益至上主義を増長する懸念があるとの意見があった。また、赤字上場について、ガイドラインのような形で一定の基準⁷⁰を示すことについても意見があった。

他方、取引所においては赤字上場への対応を含めた上場制度整備に取り組んでおり、上場審査基準・運用の見直しにより赤字上場の事例が増加していること、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、既に証券会社も取引所も前向きに取り組んでいるとの意見があった。また、赤字が増えるほどその理由を投資者に説明する難易度は上がるため、理解力のある機関投資家に販売することがより重要になること、さらに、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、結果として投資意欲を示す投資者がいなくなるということ evitar 必要があるとの意見があった。

上場基準のオフアリングサイズの引上げについては、一般的には IPO のサイズを大きくすることによって機関投資家の参加も見込まれること、サイズの大きな IPO を増やし、IPO 後の成長性の高い企業を増やす以外は初値と公開価格の乖離に係る本質的な解決はないとの意見があったが、規模が小さいまま上場を行える点はマザーズ市場の利点であり上場基準の引上げについては慎重に検討すべきとの意見があった。

5. その他の課題等

(1) 配分先の保有状況の確認

<現状の課題>

現在、ブックビルディング方式において、主幹事証券会社は、株式の配分先を決定する

⁷⁰ 委員からは、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）が考えられる旨の意見があった。

に当たっては、発行会社の意向や、当該銘柄に対する投資者のスタンス、ロードショーにおける投資者の反応、投資者の投資方針などを総合的に考慮し、発行会社と協議の上、配分先を決定している。具体的には、例えば、発行会社が中長期保有を投資方針とする投資者に対する配分を希望する場合には、主幹事証券会社はその意向を考慮した上で、中長期保有を投資方針とする投資者に対して優先的に配分を行う実務がある。

このように、発行市場のみならず、流通市場まで勘案して配分先を決定できる点は、ブックビルディング方式のメリットの一つである。

一方で、現在、配分先の保有状況を確認する実務はなく、例えば上記のような場合、中長期保有を投資方針とする投資者に対して優先的に配分を行ったとしても、当該投資者が実際に中長期保有を行っているか（あるいは短期的に売却していないか）を検証することは一般的には行われていない。

これについて、委員からは、ブックビルディング方式の有用性を担保するためにも、主幹事証券会社は、配分先の保有状況についての情報を収集し、当該情報を発行会社やマーケットに対して公開する慣習があることが望ましいとの意見があった⁷¹。

＜本 WG での主な意見・要望＞

委員からは、投資者は、必ずしも配分を受けた証券会社を通じて流通市場で保有株式の売却を行うとは限らないことから、主幹事証券会社が配分先の保有状況についての情報を収集することは実務上、困難であるとの意見があった。

本 WG においては、配分先の保有状況を確認することは、適切な配分の実効性を検証できる効果は期待できるものの、グローバルスタンダードの観点⁷²や調査の方法が限定されていることに鑑み、本施策を実施することは時期尚早との結論に至った。

(2) 株価変動時のロックアップ解除条項の見直し

＜現状の課題＞

IP0 に当たっては、通常、主幹事証券会社と既存株主との間でロックアップ契約が締結され、IP0 後の一定期間、主幹事証券会社における同意なしに、既存株主は株式の売却を行わない旨が合意される。日本においては、ロックアップ期間として、元引受契約締結日から上場日後 90 日又は 180 日が設定されるほか、売却価格が公開価格の 1.5 倍以上である場合は、当該ロックアップの対象外とする（すなわち、ロックアップ期間中であっても売却可能）旨の合意がされることが一般的である⁷³。

委員からは、株価によるロックアップ解除条項があると、例えば市況が好況の際は、意

⁷¹ もっとも、現行においても、発行会社は株主名簿管理人から株主に関する情報を取得できる状況にあることは留意する必要がある。

⁷² 米国においては、Depository Trust Company が IPO Tracking System という配分先の保有状況を確認できるサービスを提供していることが確認されたが、本サービスの利用を含め、一般的に、配分先の保有状況を確認する実務が行われていることは確認されていない。

⁷³ 米国においては、期間ロックアップのみ設定されることが一般的であり、株価による解除条項が設定されることは一般的ではない。

図的にオフリングサイズを縮小させて需給をタイト化し、株価の高騰によるロックアップ解除を目指す行動⁷⁴が生まれ、公開価格と初値の乖離が大きくなることに繋がる可能性があるとの意見があった。また、ロックアップ条項の趣旨は、IPO 直後の株価変動が大きい状況において、利害関係者である既存の大株主が株式を売却することを妨げ、他の投資者を保護することにあると考えられることから、売却価格が公開価格の 1.5 倍以上である場合は、当該ロックアップの対象外となる運用は矛盾しているのではないかとの意見もあった。

＜本 WG での主な意見・要望＞

今後の対応としては、株価によるロックアップ解除条項を規定しない実務運用を推奨することが考えられるため、意見交換を行った。

これについて、委員からは、株価によるロックアップ解除条項を規定しなければロックアップそのものに応じない既存株主も多く存在することから、ロックアップ契約が締結されなくなる弊害があり得るとの意見があった。また、ロックアップ契約は契約当事者間のみで締結される私的契約であることから、契約自由の原則に委ねるべきではないかとの意見もあった。

一方で、ロックアップの重要性は世界的に広く認識されており、ロックアップに市場需給の安全弁としての役割を期待しているところであるが、株価によるロックアップ解除条項を規定しているのは日本特有であることから、これを規定することは、日本市場の信頼性に悪影響を与え得るとの意見もあった。

本 WG においては、株価によるロックアップ解除条項の見直しについては賛否両論があるため直ちに見直しは行わず、他の改善策の実施による効果、今後の市場環境、グローバルスタンダード等を考慮した上で、必要に応じて検討するとの結論に至った。

(3) 機関投資家へのヒアリング方法の見直し

＜現状の課題＞

現在、ロードショー及びブックビルディングにおいて、主幹事証券会社が機関投資家に対して行うヒアリング方法、ヒアリング項目等については、発行会社の意向を踏まえたマーケティングの観点から決定されている一面があり、個別案件によって、また、主幹事証券会社によって異なっている。

委員からは、ヒアリング方法、ヒアリング項目等の標準化によるロードショー及びブックビルディングの効率化を検討すべきではないかとの意見があった。また、ヒアリング項目について、機関投資家に対して当該銘柄の購入希望価格をヒアリングしているが、投資者として可能な限り安価で購入したいと考えることは当然であり、機関投資家の購入希望価格と当該銘柄がセカンダリーマーケットで中長期的に実際に形成する株価水準

⁷⁴ 委員からは、需給のタイト化を図ることはできたとしても、上場後の流通株式数が少なくなることにより流動性が低下し、解除条項によってロックアップが解除されたとしても未売却分を売却する際に大きな需給悪化を招き株価下落が発生するおそれがある、又は株価への影響を避けるため売却に係る期間が長期化するリスクがあるため、合理的な行動ではないとの意見があった。

とは、必ずしも一致しないことから、公開価格の設定に当たっては、購入希望価格のみならず、当該銘柄が中長期に形成するであろう株価水準についてもヒアリングを行うことが望ましいのではないかと意見があった。

＜本 WG での主な意見・要望＞

委員からは、上記のとおり、現在、主幹事証券会社が機関投資家に対して行うヒアリング方法、ヒアリング項目等については、発行会社の意向を踏まえたマーケティングの観点から決定されている一面があることを踏まえると、ヒアリング方法、ヒアリング項目等の標準化を図り、案件の柔軟性を欠くことは、発行会社の納得感が低下するおそれがあり望ましくないとの意見があった。

本 WG においては、ヒアリング方法、ヒアリング項目等の標準化について具体的な検討を行うことはせず、実務に委ねることが望ましいとの結論に至った。

6. おわりに

本 WG では、公開価格の設定プロセスのあり方等について、投資者保護を図るとともに、公正な価格発見機能の向上や発行会社の公開価格の算定根拠等に対する納得感の向上につなげることに主眼を置いた検討を進めてきたところである。

特に、「仮条件の範囲外での公開価格設定」、「上場日程の期間短縮・柔軟化」については、公正な価格発見機能の向上に直結する改善策であると考えられる。

また、「プレ・ヒアリングの留意点の周知及び実施の推奨」、「機関投資家への割当及び開示」、「実名による需要情報等の提供」などは実務的な内容ではあるが、発行会社や機関投資家との対話促進を通じた発行会社の納得感の向上に繋がる改善策であると考えられる。

改善策については、優先順位を踏まえ、可能なものから速やかに実行に移す必要があるが、委員から懸念等が示された課題も存在しており、更に精緻な検討を要するものが含まれている。また、本協会での検討だけではなく、関係機関においても検討が必要なものも含まれている。

今後、本協会において本報告書に記載された改善策の実現に向けて具体的な検討を行っていくこととなるが、「3. 制度・実務等に関連する論点」のうち、解釈の明確化や本協会の規則改正に係る改善策のうち早期に対応できるものについては、本年央を目途に、市場関係者等との調整が必要な改善策については、本年中を目途に取組みを進めていくことが期待される。また、「4. 取引所規則等に関連する論点」などの取引所と連携を図ることとされたものについては、本 WG で示された課題や意見を踏まえ、可能な限り早期に検討が行われることが期待される。

改善策の実現に当たっては、投資者保護を図るとともに、発行会社、投資者及び証券会社等のそれぞれの関係者が協力することにより制度全体を見直し、公正な価格発見機能の向上や発行会社及び投資者の納得感の向上につなげること、また、グローバルスタンダードを意識し日本市場の魅力度をより向上させることが重要である。

関係者の協力の下、本報告書に掲げられた一つ一つの改善策が全体として機能することにより、IPO 市場のさらなる活性化やスタートアップ企業の資金調達の円滑化に資することを期待する。

以 上

7. 参考資料

資料1 本WG 設置要綱

資料2 本WG 委員名簿

資料3 本WG 議論の経過

DRAFT

「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」設置要綱

2021 年 9 月 14 日
日 本 証 券 業 協 会

1. 目的

新規株式公開時における公開価格の設定プロセスのあり方等について、幅広い関係者を交え改善策等を検討するために、エクイティ分科会の下部に「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」を設置することとする。

2. 検討事項

公開価格の設定プロセスについて実態把握を行うとともに、公正な価格発見機能向上のため、需要情報の把握・管理のあり方及び想定発行価格等の設定・公表のあり方等について、制度の見直しの必要性及び見直しの内容を検討する。

3. 構成

- (1) 本ワーキング・グループは、IPO の引受主幹事証券会社、スタートアップ IPO 企業、投資家、有識者等で構成する。
- (2) 本ワーキング・グループに主査を置く。
- (3) 本ワーキング・グループには、オブザーバーを置くことができる。
- (4) 本ワーキング・グループには、必要に応じ、関係者に出席を求めることができる。

4. 運営

- (1) 本ワーキング・グループは、その検討状況を適宜エクイティ分科会に報告を行う。
- (2) 本ワーキング・グループの会議については、非公開とする。
- (3) 本ワーキング・グループの議事については、原則としてその概要を取りまとめた議事要旨を作成し、本ワーキング・グループ委員の確認を経たうえで、協会員が閲覧可能な WAN 及び一般のアクセスが可能な本協会のウェブサイトに掲載し、公開する。ただし、公開することにより当事者又は第三者の権利又は利益を害するおそれがあるもの、その他主査が認めるものについては非公開とする。
- (4) 本ワーキング・グループの会議で使用した資料については、原則として協会員が閲覧可能な WAN 及び一般のアクセスが可能な本協会ウェブサイトに掲載し、公開する。ただし、公開することにより当事者又は第三者の権利又は利益を害するおそれがあるもの、その他主査が認めるものについては非公開とする。

5. 事務の所管

本ワーキング・グループに関する事務は、本協会エクイティ市場部が担当する。

以 上

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 委員名簿

2021 年 9 月
日本証券業協会

主 査	神 作 裕 之	(東京大学大学院法学政治学研究科 教 授)
委 員	安 部 隆 宏	(株 式 会 社 S B I 証 券 エクイティ・キャピタルマーケット部長)
"	磯 崎 哲 也	(フェムトパートナーズ株式会社 ゼ ネ ラ ル パ ー ト ナ ー)
"	今 野 穰	(株式会社グロービス・キャピタル・パートナーズ 代 表 パ ー ト ナ ー)
"	岩 谷 涉 平	(アセットマネジメントOne株式会社 運用本部 株式運用グループ フ ァ ン ド マ ネ ジ ャ ー)
"	蛭 原 健	(リブライトパートナーズ株式会社 代 表 取 締 役 兼 ファウンディングゼネラルパートナー)
"	奥 野 晋 平	(三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社 エクイティ・キャピタル・マーケット部 副部長 マネージング・ディレクター)
"	木 地 佳 彦	(大 和 証 券 株 式 会 社 エクイティ・キャピタルマーケット部長)
"	鈴 木 健 嗣	(一橋大学大学院経営管理研究科 教 授)
"	角 田 耕 一	(株 式 会 社 ヤ プ リ 取 締 役 C F O)
"	松 元 暢 子	(学 習 院 大 学 法 学 部 教 授)
"	村 上 誠 典	(シニフィアン株式会社 共 同 代 表)
"	村 上 朋 久	(野 村 証 券 株 式 会 社 シ ン ジ ケ ー ト 部 長)
"	八 代 有 一 郎	(み ず ほ 証 券 株 式 会 社 エクイティシンジケーション部長)
"	渡 辺 博 史	(ティー・ロウ・プライス・ジャパン株式会社 取締役 共同運用本部長 兼 日 本 株 式 運 用 部 長)
"	和 里 田 義 博	(S M B C 日 興 証 券 株 式 会 社 ポートフォリオ・マネジャー グローバル・キャピタル・マーケット本部 エクイティ・キャピタル・マーケット部長 マネージング ディレクター)
オブザーバー	株式会社東京証券取引所	
"	金 融 庁	
"	経 済 産 業 省	

以 上 19名
(敬称略・五十音順)

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

議論の経過

- | | | |
|-------|--------------------|--|
| 第 1 回 | 2021 年
9 月 16 日 | 1. 検討の経緯について
2. IPO のプライシングについて
－ 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 | 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 | 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 | 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 | 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 | 2022 年
1 月 31 日 | 1. 公正取引委員会の実態把握報告書について
－ 公正取引委員会からの説明
2. 報告書（案）の取りまとめ |

以 上



日本証券業協会
Japan Securities Dealers Association

参考

未定稿

改善策の概要(案)

2022年1月31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

1. 改善策の全体像

制度・実務等に関連する論点

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見直し
- 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数量の明確化
- 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

機関投資家との対話促進

- ⑧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

- ⑨機関投資家への割当及び開示
- ⑩実名による需要情報等の提供
- ⑪発行会社への納得感のある説明
- ⑫主幹事証券会社の追加・変更等

取引所規則等に関連する論点

- ⑬初値形成時の成行注文の禁止
- ⑭入札方式・ダイレクトリスティングの改善
- ⑮上場推薦審査のあり方
- ⑯大型上場、赤字上場の取組み促進

その他の課題等

- ⑰配分先の保有状況の確認
- ⑱株価変動時のロックアップ解除条項の見直し
- ⑲機関投資家へのヒアリング方法の見直し

2. 公開価格の設定プロセスの見直し①

項目	改善策(案)	対応目途
①仮条件の範囲外での公開価格設定 (参考1～3)	(A)仮条件の範囲の拡大 - 仮条件の範囲を拡大するとともに、主幹事証券会社において硬直的で狭い範囲とするような社内基準を設けないよう周知 (B)ブックビルディングにおける申告方法の見直し - 仮条件の範囲外での指値申告を可能とする (C)仮条件の範囲外での公開価格の設定 - 仮条件の範囲を超える需要が多いことが確認された場合、仮条件を訂正するよう周知 「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公開価格を設定できることをルール化	2022年12月を目途に実施

2. 公開価格の設定プロセスの見直し②

項目	改善策(案)	対応目途
②上場日程の期間短縮・柔軟化 (参考4～6)	市場環境等を踏まえ、時機をとらえた上場を行うために上場日程の短縮化や日程設定の柔軟化を行う <u>(A) 上場承認日から上場日までの期間(21日程度に短縮)</u> - 上場承認日に有価証券届出書を提出している実務慣行を見直し、上場審査の終盤に有価証券届出書を提出することとし、当該届出書の提出時に振替法に基づく通知を行う実務運用も可能とする - 上場承認日より前に有価証券届出書を提出する場合には、当初提出する有価証券届出書に上場日を記載することができないと考えられるところ、市場環境等を踏まえた柔軟な上場日を設定するため、上場承認日や上場日の設定の実務運用について検討 <u>(B) 仮条件決定日から上場日まで(9日程度に短縮)</u> - 仮条件決定日に会社法上の募集事項を定める実務慣行を見直す(仮条件決定日より前に会社法上の募集事項を定める) - これにより、仮条件決定日に関して会社法上の2週間の期間を考慮する必要がなくなり、仮条件決定日から上場日までの期間を9日程度に短縮することが可能となる <u>(C) 公開価格設定日から上場日まで(4日程度に短縮)</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を不要とし、申込期間を2日程度に短縮する(公開価格設定から上場日までの期間を4日程度に短縮する) <u>(D) 上場日の設定</u> - 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、訂正有価証券届出書の提出による上場日変更)を行う場合の実務対応の検討	2022年12月を目途に実施

2. 公開価格の設定プロセスの見直し③～⑥

項目	改善策(案)	対応目途
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	想定発行価格の開示により誤った先入観を与えるおそれがある場合もあることから、発行会社が想定発行価格を開示しない選択をすることや、手取金の額を一定の幅をもって記載することも可能であることを明確化	2022年6月を目途に実施
④売出株式数の柔軟な変更	- 公開価格の設定と同時に売出株式数を変更する可能性がある場合には、あらかじめその旨を有価証券届出書に注記する - 投資者に容易に理解でき、その内容が注記されている場合において、売出株式数の変更数量が「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と同時に売出株式数を変更することが可能であることをルール化	2022年12月を目途に実施
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数量の明確化	国内募集等と海外募集等を並行して行う案件において、国内募集等と海外募集等を合算した予定数量の15%をオーバーアロットメントの合計数量の上限とするよう引受規則を改正	2022年6月を目途に実施
⑥価格設定の中立性確保	- 想定発行価格、仮条件又は公開価格の提案に際し、その根拠を発行会社に説明することを引受規則において明示的に求める - 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るなど、利益相反管理体制の実効性が疑われる場合には、体制の見直しを求めていく ※ 日証協引受規則では、発行会社又は投資者と業務上密接な関係にない部門において公開価格等の妥当性の確認を求めている	2022年6月を目途に実施

3. 発行会社や投資者への情報発信⑦、機関投資家との対話促進⑧

項目	改善策(案)	対応目途
⑦主幹事証券会社別の初期収益率等の公表 (参考7)	- 本協会が公表情報等から必要な情報を収集し、ウェブサイト上で公表 - 発行会社名、上場日、主幹事証券会社、発行・売出規模、仮条件、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)及び上場日から一定期間経過後の株価(終値)並びに主幹事証券会社ごとのオフリングサイズ別の主幹事件数及び平均収益率等を公表	2022年6月を目途に実施
⑧プレ・ヒアリングの留意点の周知及び実施の推奨 (参考8)	- プレ・ヒアリングの実務運用の留意点を周知し、実施を推奨する - 一定の要件の下、現行禁止されている子会社上場等に係るプレ・ヒアリングも可能とするようプレヒア規則を改正	2022年12月を目途に実施

4. 発行会社との対話促進⑨～⑪

項目	改善策(案)	対応目途
⑨機関投資家への割当及び開示 (参考9)	- 届出前勧誘に該当しない場合であって、機関投資家から発行会社に対しIPOが行われる場合には配分を希望する旨の申し出があり、発行会社が主幹事証券会社に当該機関投資家に対する配分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について、開示例を紹介 - 発行会社の指示によりコーポレートガバナンス向上や企業価値向上に資すると考えられる機関投資家に割当てることが可能となる場合を明確化するよう親引けガイドラインを改正	2022年6月を目途に実施
⑩実名による需要情報等の提供	主幹事証券会社は、ロードショーにおけるフィードバックやブックビルディング等における需要情報等(実名)を、発行会社の親引けによる弊害が生じることのないよう十分配慮した上で発行会社に対して提供するように配分規則を改正	2022年12月を目途に実施
⑪発行会社への納得感のある説明	主幹事証券会社が、想定発行価格、仮条件、公開価格の提案に際し、その根拠を発行会社へ説明することを規則化及び周知するとともに、主幹事証券会社の引受割合を発行会社と十分に協議した上で決定されるよう規則化及び周知 ※「⑩実名による需要情報・配分先情報の提供」も発行会社の納得感の向上に繋がる	順次実施

4. 発行会社との対話促進⑫

項目	改善策(案)	対応目途
⑫主幹事証券会社の追加・変更等	- 主幹事証券会社は、主幹事契約の締結前に発行会社の主幹事契約に対する考え方を確認の上、発行会社と認識をあわせるとともに、新規上場プロセスの早い段階で将来設定する公開価格の考え方及びその時点における水準について協議を行い、必要な資料を提供するなど、発行会社の納得感を得られるように努める - 主幹事証券会社は、合理的な理由なく主幹事証券会社の追加・変更及びセカンドオピニオンの聴取を阻害せず、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体系の変更など、主幹事証券会社の変更に伴うデメリットもある ※ 安易に主幹事証券会社を変更することにより、発行会社に十分な上場適格性があるかを審査する機能が損なわれる懸念	2022年6月を目途に実施

5. 取引所規則等に関連する論点⑬～⑯

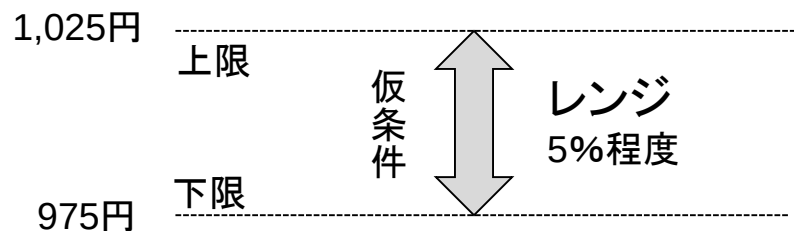
項目	本WGでの主な意見	今後の対応(案)
⑬初値形成時の成行注文の禁止	初値形成時の成行注文を制限することが望ましい	➤ 取引所規則に関する事項であり、取引所と引き続き連携を図る
⑭入札方式・ダイレクトリスティングの改善	- 入札方式、ダイレクトリスティングの改善を通じて発行会社の選択肢を増やすことにより、発行会社の納得感の向上などに繋がる - 入札方式については、個人投資家を中心とした投資者の需給により公開価格が決定するため機関投資家の需要が排除されるという問題がある - 他方、入札方式は、機関投資家の参加を促すことや、入札前にロードショーを行うことにより改善されるのではないか - 入札方式の改善について検討するに当たっては、海外の類似の方式も参照してはどうか	
⑮上場推薦審査のあり方	- 主幹事証券会社による上場推薦審査を取引所による上場審査に一本化すべき - 上場推薦審査制度の見直しは発行会社に対する適切な審査が行われないというリスクが生じ得る	
⑯大型上場、赤字上場の取組み促進	- 赤字上場として一括りにするのではなく、実態に即して上場適格性を判断することがプライシング以上に求められる - 取引所においては赤字上場への対応を含めた上場制度整備に取り組んでおり、赤字上場の事例が増加している - 一般的にはIPOのサイズを大きくすることによって機関投資家の参加も見込まれるものの、規模が小さいまま上場を行える点はマザーズ市場の利点である	

6. その他の課題等①⑦～①⑨

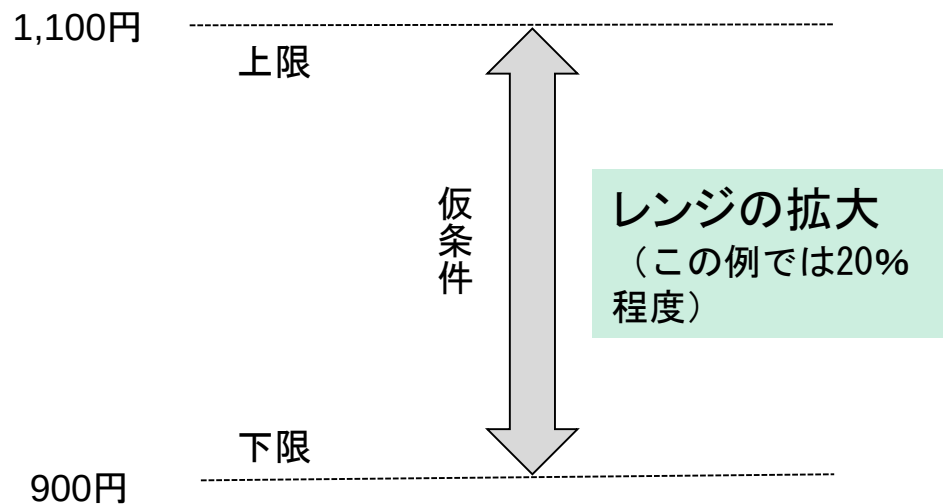
項目	本WGでの議論
①⑦配分先の保有状況の確認	適切な配分の実効性を検証できる効果は期待できるものの、グローバルスタンダードの観点や調査の方法が限定されていることに鑑み、施策の実施は時期尚早との結論
①⑧株価変動時のロックアップ解除条項の見直し	株価によるロックアップ解除条項の見直しについては賛否両論があるため直ちに見直しは行わず、他の改善策の実施による効果等を考慮した上で、必要に応じて検討
①⑨機関投資家へのヒアリング方法の見直し	発行会社の意向を踏まえたマーケティングの観点から決定されている一面があることを踏まえ、ヒアリング方法等の標準化について具体的な検討を行うことはせず、実務に委ねることが望ましいとの結論

(参考1) 仮条件の範囲(レンジ)の拡大

< 現行 >



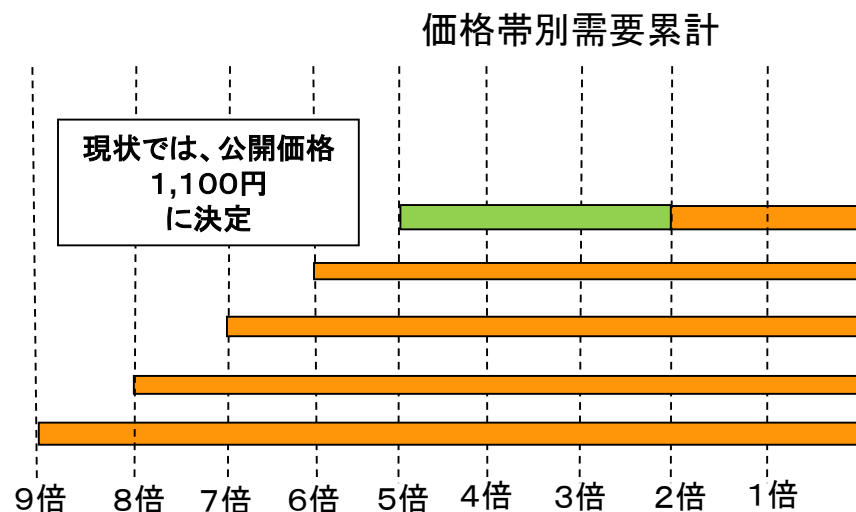
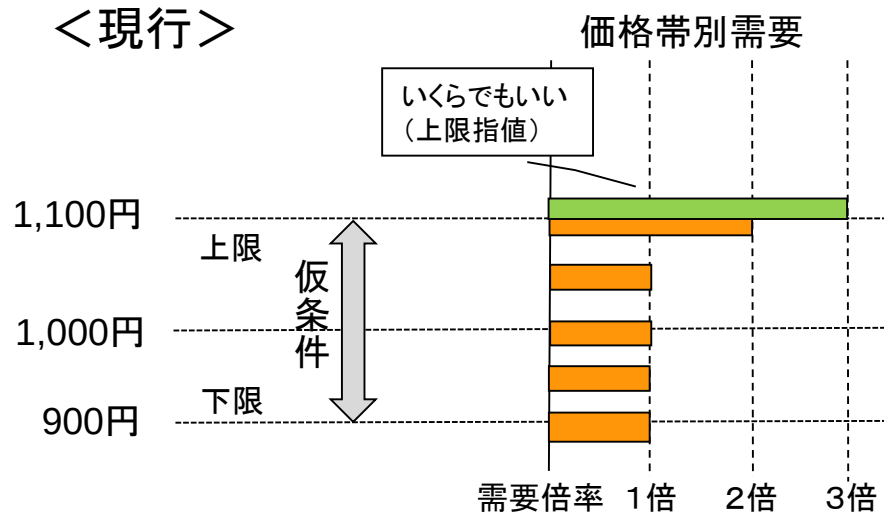
< 見直し後 >



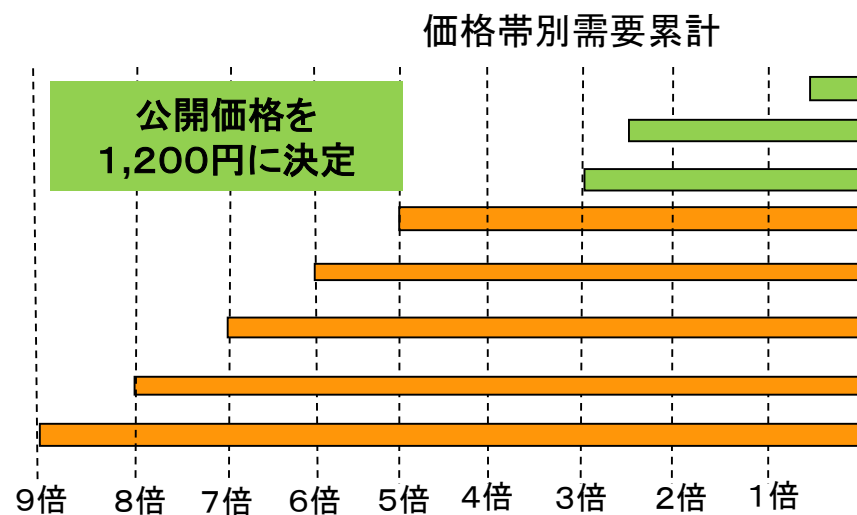
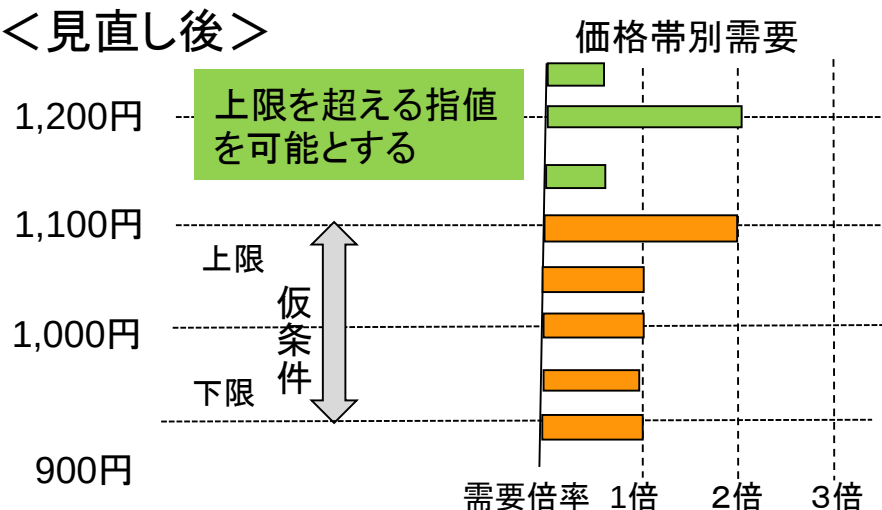
※ レンジ = (仮条件上限 - 仮条件下限) / 仮条件中間値

(参考2) 仮条件の範囲外での指値申告

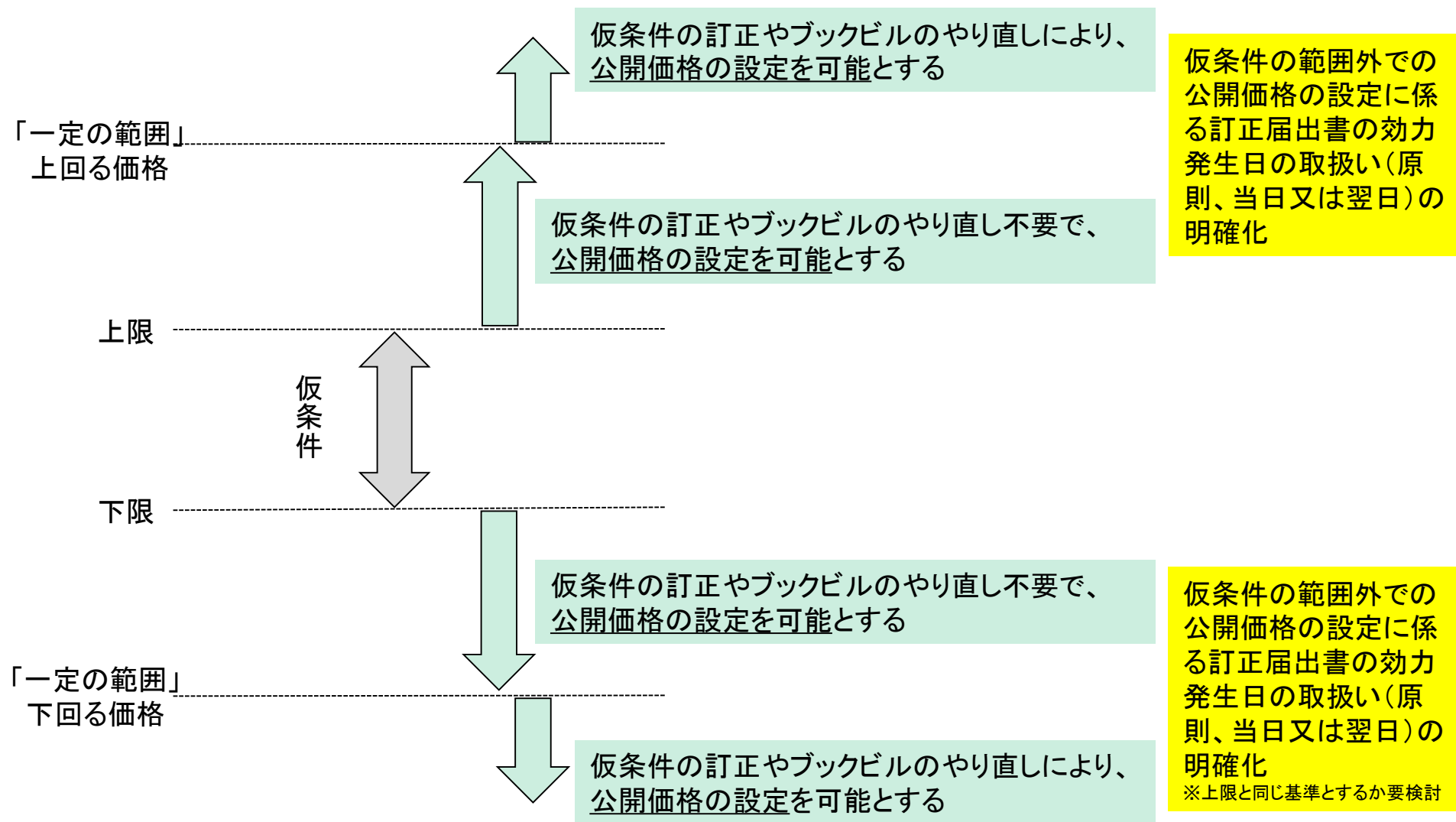
< 現行 >



< 見直し後 >



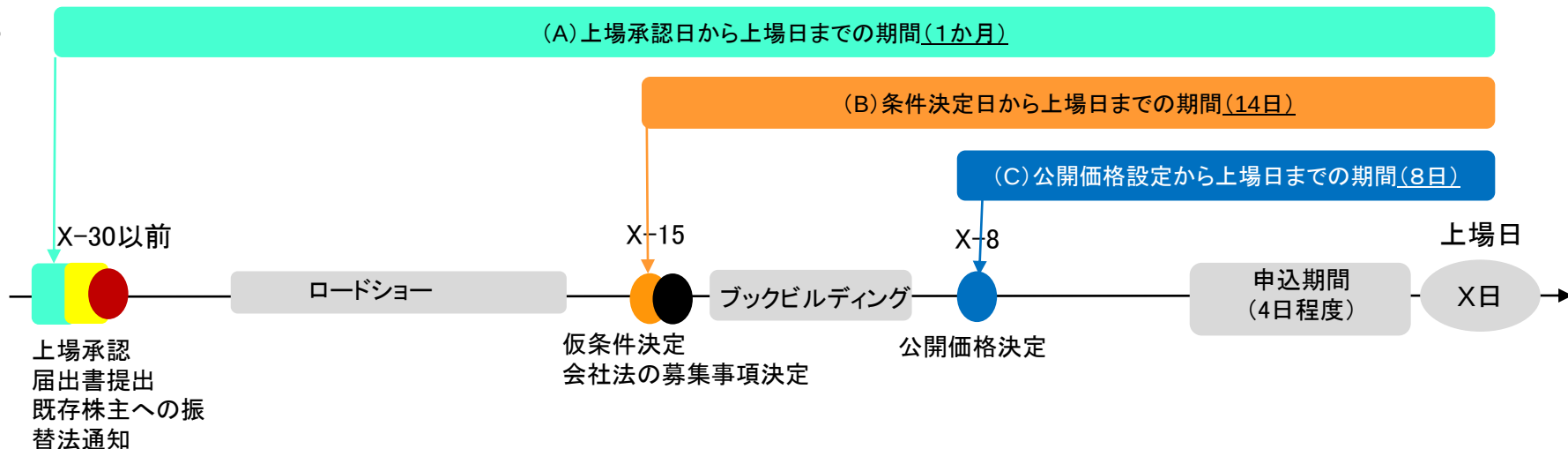
(参考3) 仮条件の範囲外で公開価格の設定



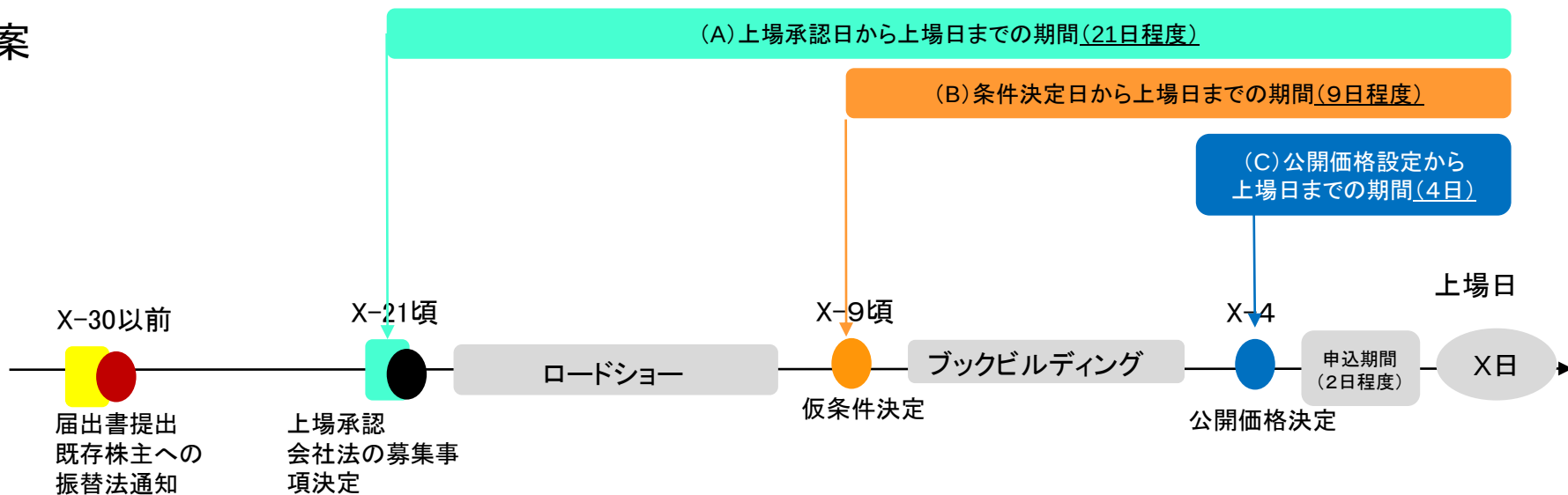
※米国を参考として制度設計を行う場合、「公開価格」のみならず「公開株式数」も踏まえ、仮条件の訂正やブックビルディングのやり直し不要で、公開価格の設定を可能とする範囲を定めることが考えられる。上記は「公開株式数」に変更がない場合のイメージ図である。

(参考4) 上場までの期間短縮化

現行

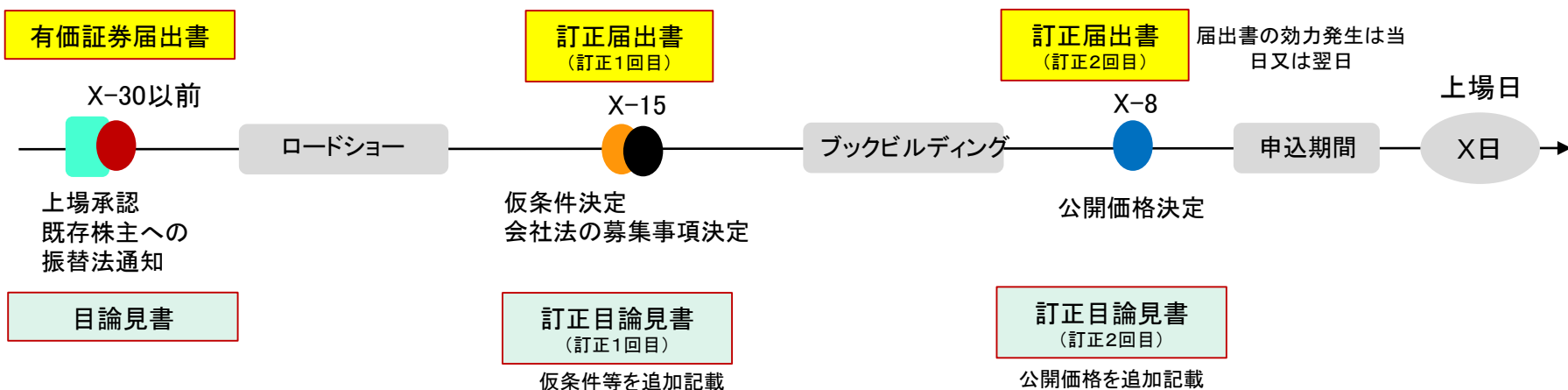


改善案

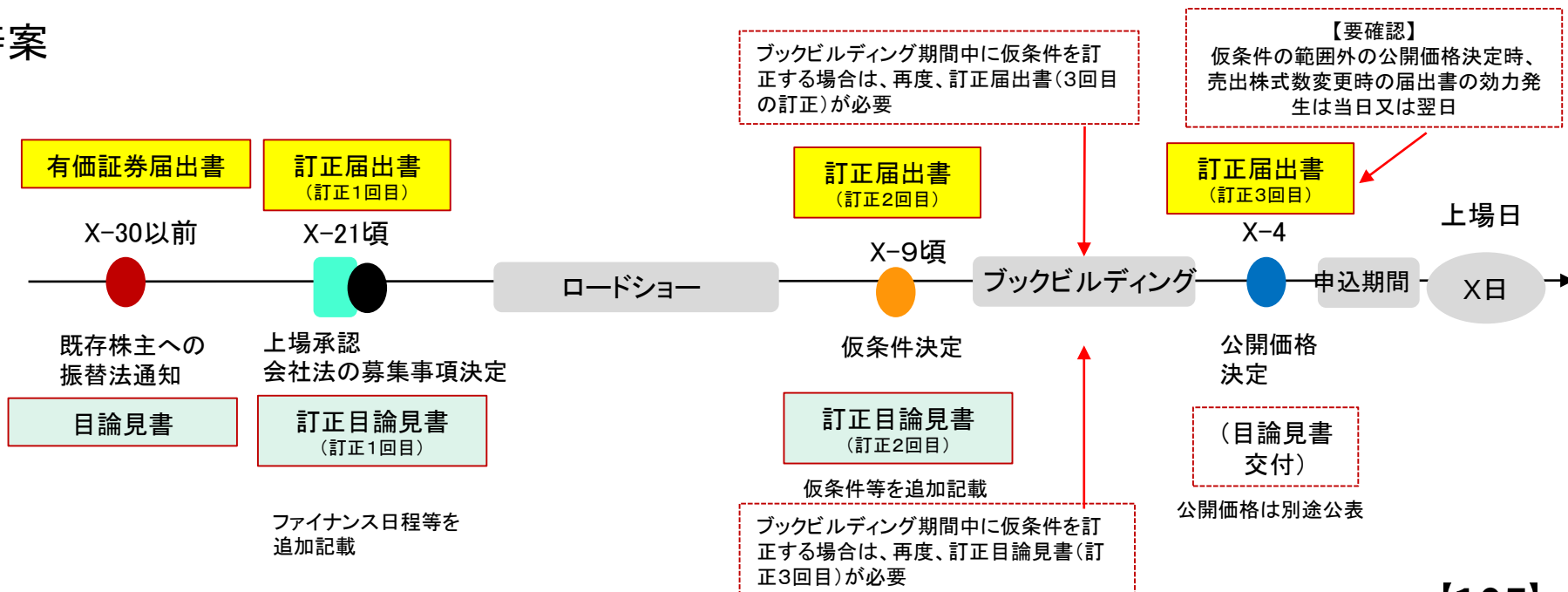


(参考5) 有価証券届出書等の提出・目論見書の交付等

現行

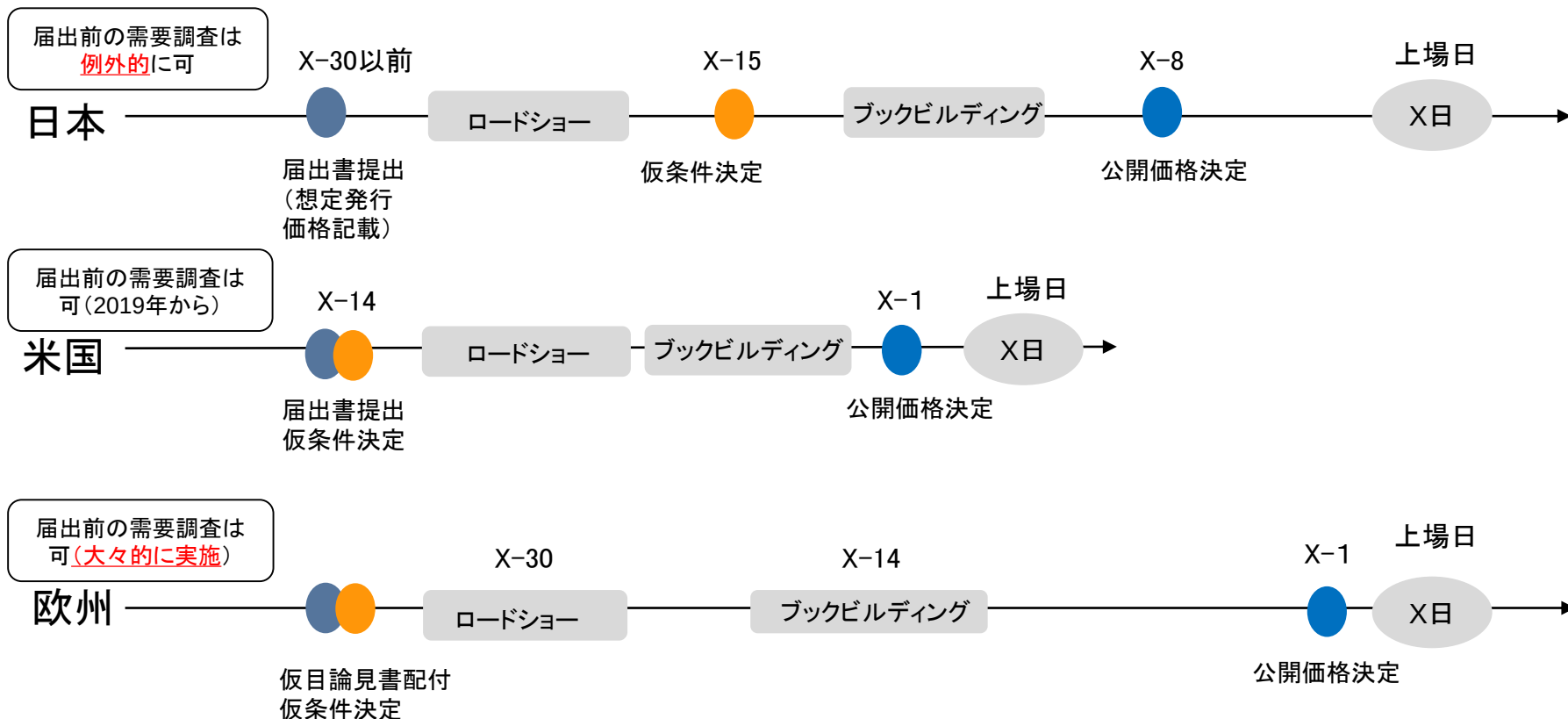


改善案



(参考6) 諸外国における公開価格の設定プロセス

- 米国は、仮条件決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7) 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。

(参考7) 初期収益率等の公表イメージ

3. 公表イメージ

① 全ての新規公開銘柄の情報

コード	上場日	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
会社名	市場区分			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 A社	10億円	100円	200円	300円	340円	400円	280円	220円
	マザーズ			200円		50%	70%	100%	40%	10%
2345	2021/12/4	X証券 B社	40億円	300円	400円	700円	770円	350円	280円	420円
	マザーズ			350円		100%	120%	0%	-20%	20%
3456	2021/12/3	X証券 Y証券 C社	100億円	480円	520円	550円	600円	700円	800円	900円
	第一部			500円		10%	20%	40%	60%	80%
4567	2021/12/2	X証券 Z証券 D社	150億円	700円	800円	640円	600円	400円	640円	800円
	第一部			800円		-20%	-25%	-50%	-20%	0%

② 主幹事会社ごとの情報

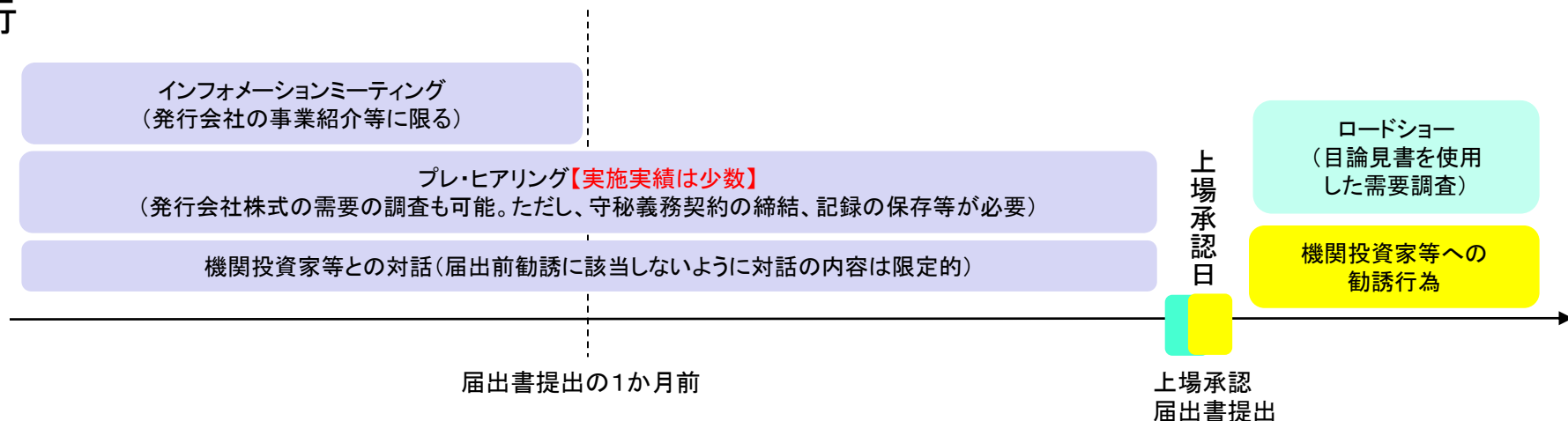
主幹事会社ごとに、以下の情報を公表

【主幹事会社：X証券】

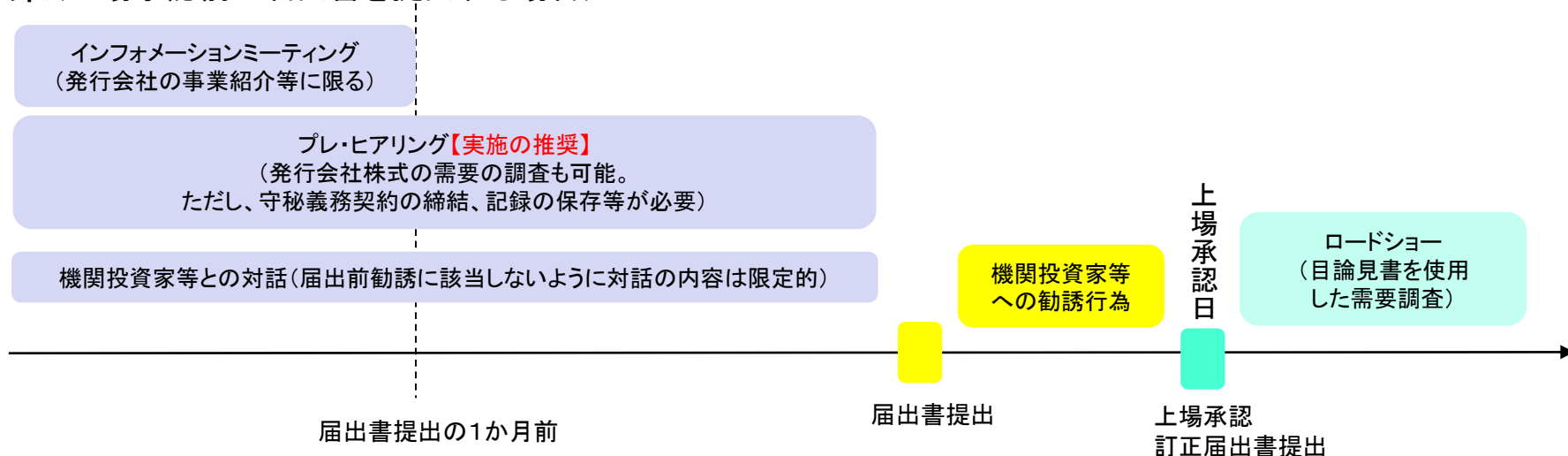
発行・売出規模	主幹事件数	平均収益率				
		初値	上場1か月後終値	上場3か月後終値	上場6か月後終値	上場1年後終値
50億円未満	2件	75%	95%	50%	10%	15%
50億円以上200億円未満	2件	-5%	-2.5%	-5%	20%	40%
200億円以上	0件	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

(参考8)プレ・ヒアリングの実施について

現行



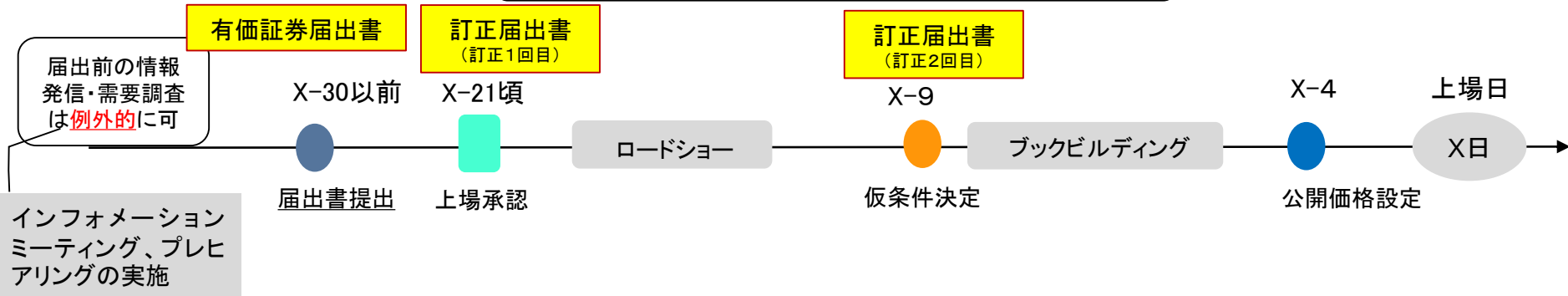
改善案(上場承認前に届出書を提出する場合)



(参考9)届出書提出前後の配分指示

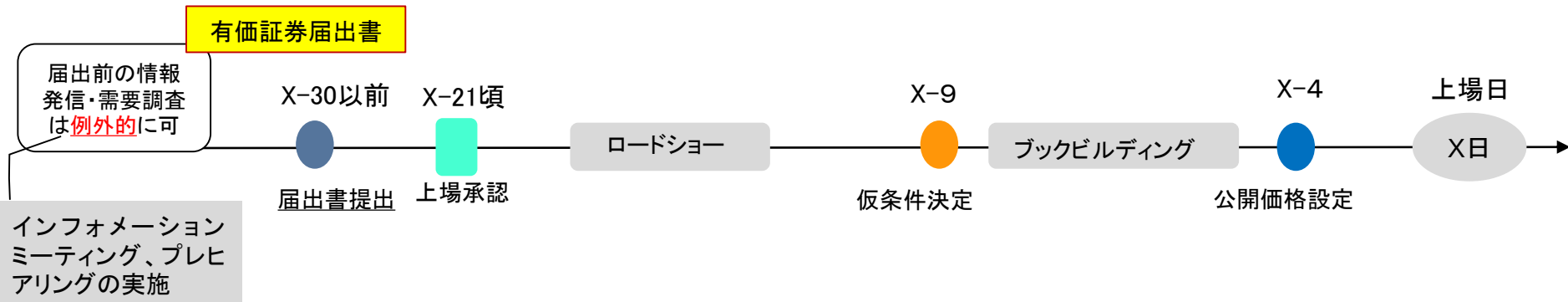
・届出書提出後に発行会社から配分指示があった場合

届出書提出後に発行会社から配分指示があった場合、訂正届出書で配分先等を記載



・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)

プレヒアリング等を通じて、届出書提出前に発行会社から配分指示があった場合(ただし、届出前勧誘に該当しないよう留意する必要がある)、届出書で配分先等を記載



「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（案）に関する意見照会結果

2022 年 1 月 31 日

1. はじめに

意見なし

2. 現状の問題意識及び本 WG における検討課題等

(1) 現状の問題意識等

① 日本における初値と公開価格の乖離

項番	意見・質問等
1	「日本の IPO 銘柄における上場から一定期間経過後（例えば、上場日から 250 営業日後）のパフォーマンスについて、市場への影響や投資リターンという観点からオフリングサイズによる加重を行った平均値や大型銘柄の影響を極力排した中央値では米国と同水準であり、株価が大幅に高騰した一部の小型銘柄の影響を非常に受けやすい単純平均値以外では、異常な水準にあるとは認められない。」という記載については、長期パフォーマンスを比較する際、最低限行わなければならないマーケットの状況やリスクプレミアムを考慮に入れておらず、配当落ち調整もできているか定かではない。つまり、リーマンショック等のショックの影響はおろか日米の株価上昇傾向や業種・規模の違いを全く反映していない。これらの点は、小さな問題ではなく結果を左右する極めて大きな要素であり、ミスリードを引き起こします。また、一部の小型銘柄と記述されているが、小型銘柄は 8 割を超え、今回の問題として指摘されたのは足元 10 年間の水準であり、その中央値は明らかに異常な水準であることは事実です（第 2 回資料 35p の意見書）。そもそも、過小値付け問題は IPO 企業 100 社のうち 20 社でも 30 社でも生じていたらそれは問題なわけです。中央値（50 社）で出てこなければ異常が起きていないと言い切れるものではない。 私の意見書で述べさせていただきましたが、ブックビルディング導入後の傾向を見る限り、市場の状況・リスクプレミアムを考慮しても異常に高い初期収益率・長期株価リターン（半年間、12 か月間）となっていることを明らかにしています（特に重要な足元 10 年の数値は極めて異常な高さです）。<u>市場の状況等も取り入れず、わざわざ敢えてリーマンショック時を切り取って加えた偏ったサンプリングをした数値を用いた説明のみを取り上げ、より精緻な数値を用いた説明を無視するような報告書には極めて違和感があり、到底受け入れられるものではありません。</u>

	そのため、この意見には脚注として「市場の状況やリスクプレミアムをコントロールしていない」と明記し、加えて、本文中には「ベンチャー企業向け市場はブックビルディング方式導入以降、企業の初期収益率、長期株価パフォーマンス（半年、1年間）は、市場の状況やリスクプレミアムをコントロールしても統計的に有意に高い水準が確認され、公開価格の水準が割安と認められる。特に足元 10 年間の公開価格の水準は異常に低い水準と認められる。」と両論併記すべきだと思います。 また、意見書にも述べさせていただきましたが「加重を行った平均値や大型銘柄の影響を極力排した中央値」という表現は妥当とは言えません。50%以上の銘柄が異常な水準でなければ中央値には表れません。中央値で表記する問題点についても意見書で述べたとおりです。したがって、この表現はミスリードを起こします。また中央値で極力排除できるわけではないです。そのため「加重平均と中央値」という表現にとどめるべきです。そして、「加重平均には大規模銘柄による影響が強く出る」「過小値付け問題は IPO 企業 100 社のうち 20 社でも 30 社でも生じていたらそれは問題なわけです。中央値（50 社）で出てこなければ異常が起きていないと言い切れるものではない。」という意見が出たと脚注で明記すべきです。ここでは揺るがない事実を書くべきです。
2	「1992 年から 2020 年にかけての年ごとの日米の単純平均の初期収益率の推移を見ると、1997 年にブックビルディング方式が導入されて以降、初期収益率の年ごとの変動は激しくなっている。特に足元 10 年の小規模発行の過小値付け問題は極めて深刻といえる。」という記載については、違和感がございます。私の提出した意見書では初期収益率のみならず、半年間・1年間の長期株価収益率（長期パフォーマンス）も加え、単純平均値のみならず中央値も明記しており、また、長期株価収益率は単純な収益率のみならず、市場の状況、リスクプレミアムの影響を反映したものである。この記載はことさら「算術平均」の「初期収益率」のみを取り上げ、偏った尺度・解釈との印象を与える表現であり、恣意的であり受け入れられません。偏らず事実をもとに書くべきです。 そのため「1997 年にブックビルディング方式が導入されて以降、初期収益率・長期株価パフォーマンス（半年、1年）の年ごとの変動は激しくなっている。特に足元 10 年の小規模発行の過小値付け問題は極めて深刻といえる。」と修正されるべきで、そして脚注には「市場の状況やリスクプレミアムをコントロールした結果である。」と加えるべきである。
3	「日本の小型銘柄の IPO については、業績が不透明な企業が多いこと、個人投資家の割合が多いことなどを踏まえると、小型銘柄における初値と公開価格の乖離はある程度は仕方ない部分もあると考える。」との意見も確かにあったが、逆に「市場原理に基づいて投資家の実需を反映した株価とすべきであり、異常な乖離を認める続けることセンチメント IPO ポップをあおることになるため、この乖離は小さくすべき」との意見（意見書）もなされており、この点も併せて併記するべきである。一方の意見のみを出すことによりかなり強い違和感を受けます。

4	18 行目の「現在の公開価格の設定プロセスの見直しの検討が必要であるという問題意識については意見の一致をみた。」という記載については、プロセスそのものに「問題」があるとして「見直す必要あり」ということになった、という流れではなく、発行会社の納得感を高めるためには、一定のプロセスを制度化する等、改善の余地あり、という流れであると考えられるため、「現在の公開価格の設定プロセスに改善の余地がある」という問題意識については意見の一致をみた。」とすべき。
---	--

② 発行会社の視点からの問題意識等

項番	意見・質問等
5	「本 WG では、発行会社と主幹事証券会社の関係性、発行会社の視点からの問題意識等についても意見交換を行った。本 WG では主に以下のような意見があったところ、特に発行会社の公開価格の算定根拠等に対する納得感を高めることが重要であるという意見が大宗であった。」という部分の「納得感」について、都合の良い関係者だけの納得感を引き合いに出し議論することは制度設計上望ましくはないため、納得感のある価格付けについての明確な説明を脚注に加えるべきである。 納得感を考える際には、関係者全体（新規株主、既存株主（売出人、非売出人含む）、企業（経営者）、証券会社）の納得感を考慮し価格付けを考える必要がある。そのため「最も納得感の得られる公開価格とは、企業・既存株主が受け入れることができる新規株主の要求する最低限のディスカウントが反映された価格である。必要以上にディスカウントされた深刻な過小値付け問題が、関係者間の納得感が低い状況を作り出していることを意味する。」という文言を納得感の説明を脚注に加えるべきである。
6	「IPO 後の株価パフォーマンスは公開価格に収束するということは、客観的な事実としては理解できるものの、市場流動性など IPO 後の環境により上場企業が成長機会を奪われ、機会損失が生じた結果、株価が公開価格に近づいているという見方もできるのではないか。」という部分の成長機会を奪われという点ですが、「IPO 時の資金調達額が過小なため上場企業の成長機会が奪われ」という意見があった。「市場流動性で成長機会が奪われ」というのは意味が通じないと思われます。ここは「調達額が過小なため成長機会が奪われ」と加筆もしくは修正すべき。
7	脚注 3 は 2021 年 12 月の 1 か月間の結果を示したものであるが、この 1 か月間の結果を特筆して取り上げる理由は見当たらない。当然ながら、よりマイナスな時期やプラスな時期も存在する。公的な報告書に 1 か月単位の議論を加えることには違和感を受けるため、削除すべきである。

③ 日本における割当比率及び機関投資家の視点からの問題意識等

項番	意見・質問等
8	「IPO 企業の約 7 割がマザーズ市場への上場を選択しているが、リスク許容度の高い個人投資家が大半を売買していることがマザーズの特徴である。一般的に機関投資家が売買しないような時価総額の小さい企業やアーリーステージの企業であっても、個人投資家が売買することにより、各国に比較しても高いバリュエーションと高い流動性が付いており、大型銘柄を投資対象とする機関投資家の IPO への参加は限定的となっている。」との意見があるが、「日本の IPO の過剰な流動性は公開価格買い、初値売りといった投機の結果であり、必ずしも望ましい市場環境とは言えない」という意見も出ている。重要な視点ですので本文中もしくは脚注で紹介するべきである。

(2) 本 WG における検討課題及び検討の観点

項番	意見・質問等
9	(2) 1 行目の「現在の公開価格の設定プロセスについて見直しを検討する必要があるという認識は共通しており、」という記載については、プロセスそのものではなく制度に問題があると考えられることから、「現在の公開価格の設定プロセスに改善の余地がある」という認識は共通しており、」とすべき。
10	「そのため、本 WG における改善案の検討に当たっては、初値と公開価格の乖離にのみ着目するのではなく、投資者保護を図るとともに、公開価格の算定根拠等について発行会社から納得感が得られていない案件も一部ある状況に対して、発行会社、投資者及び証券会社等のそれぞれの関係者が協力することにより制度全体を見直し、公正な価格発見機能の向上や発行会社の納得感の向上につなげることに主眼を置いて議論を行った。」という表現ですが、成長戦略会議で議論されたことは過小値付け問題を議論したものであり、過小値付け問題の代理変数の 1 つが初値と公開価格との乖離であって、この表現は真意をとらえきれていない。「初値と公開価格の乖離にのみ着目するのではなく、」という文言をあえて入れる必要はなく、誤解を招かぬよう削除するべきではないか。

3. 制度・実務等に関連する論点

(1) 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

項番	意見・質問等
11	昨年上場した IPO 銘柄の不調が続いており、マーケットの流れが変化した。初値が公開価格を大幅に上回ることが、期待できない状況となっている。改善策を一律に適用する場合、従来のルールと比べて、株価の上昇が期待しにくくなったり、プロセスが複雑になることで、個人投資家などが IPO への参加を見送るケースが出ることもありうる。よって、従来のルールのまま行うか、新たなルールを活用するか、発行会社の希望により選択できるようにするべきと思われる。よって、「具体的には、以下のような対応が考えられる。」については、「具体的には、発行会社の希望がある場合は、以下のような対応が考えられる。」とすべき。
12	✓ 3. (1) ①の改善策 (A) 仮条件の範囲の拡大について、「ブックビルディングにおいて投資者の需要をより広範に確認する」目的は、(C) 仮条件の範囲外での公開価格の設定が可能になれば相当程度満たされるものであり、改善策としては削除されるべき。 ✓ 仮条件の範囲の拡大は、過去の案件においても投資家のフィードバックがそれを必要とするものであればそう実施されており、個別案件の状況によりどの程度の範囲が適切かが検討されるべき。
13	仮条件の範囲外での公開価格設定を行う際の要件の一つとして、機関投資家については原則として指値オーダー以外を認めないとする運営を行うべきと考える。仮に、機関投資家オーダーが成行に集中した場合には、仮条件レンジ外で価格決定する根拠が示されない状況に陥る為、恣意的なプライシングと指摘される懸念がある。機関投資家からは指値オーダー以外は受付けないという運営を各主幹事証券会社が業界統一のものとして足並みを揃えて行っていく必要があるものとする。
14	「『一定の範囲』であれば設定することができ」という部分ですが、この部分の趣旨が必ずしも明確でないように思います。 ○訂正有価証券届出書の提出は必要であるが、ブックビルディングのやり直しは不要である ○訂正有価証券届出書の提出も、ブックビルディングのやり直しも不要である のどちらの意味であるのかを明確にした方が良いように思います。 そして、もし、訂正有価証券届出書の提出も不要であるという趣旨なのだとなれば、金商法の解釈としてそれでよいのかは金融庁に確認する必要があると思います。

②上場日程の期間短縮・柔軟化

項番	意見・質問等
15	現行実務のタイムライン（上場承認日・仮条件決定日・公開価格設定日・上場日と、それぞれの日にどの書類が提出されるのか、それぞれの間に何日の間隔が必要になるのか）については、相当複雑ですので、読者に正確に理解していただくためにも、図等を用いて示していただいた方が良いように思いました。
16	上場日程の短縮化は本邦 IPO 市場の国際的な競争力の回復・向上といった観点で、制度面も含めて関係当局や取引所と一丸となって取り組むべき課題であると認識しており、今般 WG で議論された改善策が速やかに俎上に乗ることを期待する。一方で、一部のグローバルオファリングや海外販売を重視する国内引受案件（所謂「臨報 IPO」）を除けば、本邦 IPO の販売先は個人投資家層を中心とするリテールであることから、日程短縮化の議論を実務的な面からサポートしていく観点から、約定期間（約定日）とは別に入金期間の必要性の有無などを丁寧に確認していく必要があると考える。
17	✓ 3. (1) ②の改善策 (A) について、上場日程の短縮化実現のための本質的解決策として、実務運用の見直しだけでなく振替法の改正を要望すべき。 ✓ 上場承認以前に有価証券届出書を提出したが上場承認が下されなかった場合、発行会社は当該不承認を公に知られることになるリスクを負うため、振替法改正までの暫定的運用とすべきで、発行会社自身がリスクとリターンを吟味したうえで選択する運用とすべき。
18	注記 14、例示されている各種のヒアリングの実施日程は案件ごとに異なるので（特に CPA ヒアリングは早期に行われるものもある）、「取引所審査のプロセスが概ね終盤に差し掛かったとき」などの表現のほうが望ましいと考えるので、ご検討をお願いします。
19	(B) の会社法の手続きについて、承認日に実施した場合、価格の下限は決まってしまうので、この点注記することが望ましいと考えるので、ご検討をお願いします。
20	注 20 に「関係当局に確認の上、可能であれば、会社法第 201 条第 2 項の規定に基づき、「公正な価額による払込みを実現するために適当な払込金額の決定の方法」（例えば、「発行価格はブックビルディング方式により決定する」）を定め、上場承認前に提出する有価証券届出書若しくは上場承認日に提出する訂正有価証券届出書に記載できることを周知することが考えられる。」との記述があります。 しかし、会社法 201 条 2 項は「市場価格のある株式を引き受ける者の募集をするとき」に適用される規定であるため、新規上場時には適用されないのではないかと思います。また、もし会社法 201 条 2 項が適用されるとしても、報告書にあるような、「発行価格はブックビルディング方式により決定する」という記述だけでは、会社法が求める募集事項の決定として不十分であるように思います。会社法が募集事項とし

	て払込金額等を決定してこれを株主に公示・開示することを要求している趣旨は、募集事項の内容に法令違反や不公正な内容が含まれている場合に株主の差止めの機会を与える点にありますので、株主が判断するために十分な内容を決定・公示・開示することが求められているのだと思います。
21	「条件決定～配分通知を行った段階で約定の成立」とすることについては、需要申告の適正化（空ブックスの排除）・募集業務の負荷軽減等に資するものとするが、その場合においても、個人投資家による入金期間の確保は必要と考えることから、申込期間の撤廃までは必要ないものとする（X+1・2の2日間）

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

項番	意見・質問等
22	✓ 3. (1) ③の「現状の課題」の最終センテンスは、想定発行価格の算出主体が主幹事証券会社のみであるかのような誤解を招きかねないため、「一般的には、想定発行価格は、主幹事証券会社が発行会社の事業モデル・内容や収益規模や成長性、資産内容など様々な要素を分析し、既上場類似会社の株価やバリュエーションと比較して算出した参考価格であり、発行会社と主幹事証券会社の合意を経て開示されるものである」に変更すべき（赤字変更箇所）。 ✓ 想定発行価格が非開示である状況においても、主幹事証券会社が価格・バリュエーションの水準や考え方について投資家に伝達することは許容されるか、考え方と法的整理を示すべき。
23	想定発行価格の開示についての＜本 WG での主な意見等＞の記載について、「誤った先入観を与えるといった問題の緩和には、想定発行価格の算定根拠を類似会社の選定、IPO ディスカウントも含め詳細に公表することが有効だと考えられる」という意見もありました。今後継続的な議論ともなりますので、この意見も本文中に加えるべきである。
24	③の改善策の文章、手取金と新規発行株式数が開示されると発行価格が計算できてしまうので、想定発行価格を記載しない場合は手取金も記載しないほうが適切と考える。「想定発行価格及び手取り金の額を開示しないあるいは一定の幅を持って記載すること」としたほうが望ましいと考えるので、ご検討をお願いします。
25	「想定発行価格の開示により誤った先入観を与えるおそれがある場合もあることから、想定発行価格を開示しないこと及び手取金の額を一定の幅をもって記載することも選択可能であることを明確化し、周知を図ることが考えられる。」の部分についてです。

	上のコメントで指摘するように、会社法で求められる募集事項としての払込金額等の決定（１９９条１項２号）は、十分に具体的な内容である必要があるはずです。 そして、仮に３(1)②(B)で提案されている「改善案」のように、上場承認日に取締役会決議を行い、その日に有価証券届出書を提出するというプロセスを採用した場合には、有価証券届出書の提出時点で既に募集事項が決定されている以上、その内容を有価証券届出書に記載することが必要になるため、ここ(③)で記載されている改善案を取ることはできないことには留意する必要があると思います。
26	想定発行価格を掲示する意義は、現在における本邦の IPO 日程やプロセスを考えると、投資家に対するバリュエーション目線の提供や投資対象の取捨選択といった観点で、相応にあったものと考え。一方で、その提示の仕方が一律である必要性は無く、また、開示しないことも含めて柔軟であるべきと考える。従って、その提示の仕方や提示の有無については、発行会社と主幹事会社において協議され合意された内容であれば、その形式はある程度柔軟に選択できるという運営であって貰いたい。希望する。なお、弊社としては、案件の規模感や特性に応じて、①従前通りの想定価格の提示、②レンジを用いた想定価格の提示、③想定価格として提示しない、の何れかを選択する考えであり、一律の提示手法に拘る考えは持たない積りである。
27	注記 26 に、「米国では、登録届出書において想定価格を開示する実務は一般的ではない。」とあるが、登録届出書の定義を明示すべき。ローンチより１５日以上前に必要なパブリックファイリングにおける登録届出書では想定価格は記載されないが、ローンチ時点の登録届出書には必ず価格レンジが記載される。これは、プレヒアリング（Test the Water）をした場合もあれば、一切かかる投資家ヒアリングを経ていない想定価格の場合もあるので、「米国では、登録届出書において想定価格を開示する実務は一般的ではない。」という記載は事実と反するのではないか。
28	注 27 会社法第 202 条とありますが、第 201 条 3 項の誤りでしょうか。
29	注 28 「開示ガイドライン 8-4 ロ①において」とありますが、「において」ではなく、「により」の意味でしょうか。
30	「想定発行価格を開示しないこと及び手取金の額を一定の幅をもって記載することも選択可能であることを明確化し、周知を図る」という文章が、想定発行価格を開示する現行の方法を否定しているようにも読めることから、その点の紛れがない記載としてはどうか。 具体的には、「想定発行価格を開示しない選択をすることや、手取金の額を一定の幅をもって記載することも可能であることを明確化し、周知を図る」としてはどうか。

④ 売出株式数の柔軟な変更

項番	意見・質問等
31	④<改善策>の「現行の開示府令では、公開価格の設定と併せて売出株式数を変更するときは訂正目論見書の交付が必要となるため、売出株式数を変更する場合にも訂正目論見書の交付を不要とする取扱いについて検討する必要があると考えられる。」という記載については、現行法令の取扱いを変更するものであると考えられるため、「～不要とする取扱いについて関係当局への働きかけを行う必要があると考えられる。」との記載とすべき。
32	④の改善策、無制限の変更を行うことができるようにすることは市場の予見可能性は低下させるおそれがあることから、変更の上限を設けるほうが適切考えるので、ご検討をお願いします。
33	④<改善策> 「現行の開示府令では、公開価格の設定と併せて売出株式数を変更するときは訂正目論見書の交付が必要となるため、売出株式数を変更する場合にも訂正目論見書の交付を不要とする取扱いについて検討する必要があると考えられる。」の部分の趣旨が必ずしも明確でないように思いました。 この部分は、この場合にも訂正目論見書の交付を不要としてもらうように、金融商品取引法や開示府令の改正を求めていくという意味でよかったでしょうか。

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

項番	意見・質問等
34	⑤<改善策> 3行目 「国内募集及び海外並行募集時にも」という文章が不自然なように感じました。

⑥ 価格設定の中立性確保

項番	意見・質問等
35	⑥ 2行目 「IPO 株を営業ツールとして用いられている」→「IPO 株『が』営業ツールとして用いられている」

36	⑥<現状の課題・本 WG での主な意見等>の「一方、証券会社は、現状も本協会の引受規則に基づき、十分な中立性をもって価格を決定しているとの意見もあった。」という記載については、証券会社の役割を明確化する観点から、「一方、証券会社は、現状も本協会の引受規則に基づき、<u>発行会社と投資者の利益を調整する立場として、十分な中立性をもって価格を決定しているとの意見もあった。</u>」との記載とすべき。
37	⑥ 価格設定の中立性確保の<現状の課題・本 WG での主な意見等>について、「割安な IPO 株を営業ツールとして用いられているとの認識が共有されているのであれば」という文言の脚注に、「証券会社が公表する「抽選によらない IPO 株の配分方針」の中には、IPO 株の配分を受けるためには「今後の弊社との取引拡大の見込み」といった割安 IPO 株を配分するキックバック要求（利益相反）とも読み取れる方針を堂々とたてている証券会社も散見される。利益相反問題は企業として対応するべきであり、こうした配分方針は望ましくはないのではないかという意見もあった。」と本文中もしくは脚注へ明記すべきである。
38	⑥「価格の中立性確保」における以下記述については、見直しを検討されたい。 「外形的に発行会社と投資家との利益相反があることを懸念する意見があったことを踏まえ、（中略）、その根拠を発行会社に説明することを引受規則において明示的に求めることが考えられる。」 <理由> 発行会社と投資家との利益相反関係が構造的に存在することは事実であり、仲介者である証券会社が中立性を意識して価格設定プロセスに携わる必要があることは全く異論ありませんが、価格算定根拠を発行会社に説明することを、この問題の改善策に掲げるのは不適切であると考えます。 敢えて、この改善策を掲げるのであれば、(4)③「発行会社への納得感のある説明」の箇所で言及すべきであると考えます。
39	⑥「価格の中立性確保」における以下記述については、削除を検討されたい。 「引受規則の実効性を高めるため、（中略）、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、かつ、利益相反体制の実効性が疑われる場合には、体制の見直しを求めていくことが考えられる」 <理由> このような証券会社の体制見直しの必要性については、本 WG で何ら意見が交わされていないとの認識です。そもそも、構造的な利益相反関係の存在と、公開価格と上場後初値との乖離の問題との直接的な因果関係があるとは考えられません。

	本記載には、強い違和感がありますので、削除をお願いします。
40	⑥<改善策>の「一方、外形的に発行会社と投資者との利益相反があることを懸念する意見があったことを踏まえ、」という記載については、発行会社と投資者の利益相反があるのは事実であると考えられるため、「一方、発行会社と投資者との利益相反があることを踏まえ、 <u>改めて、</u> 」との記載とすべき。
41	「公開価格と上場後株価との著しい乖離」については、「上方乖離」「下方乖離」とともに含めた運営にすべきと考える。
42	⑥<改善策> 「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、かつ、利益相反管理体制の実効性が疑われる場合には、体制の見直しを求めていくことが考えられる。」の部分ですが、『特定の主幹事証券会社について、』等を付ける必要はないでしょうか。文意が明確でないかもしれないと思いました。

(2) 発行会社や投資者への情報発信

・ 主幹事証券会社別の初期収益率等の公表

項番	意見・質問等
43	✓ 「主幹事証券会社別の初期収益率等の公表」については、第5回会合において、当該施策を積極的に提案していたと思われる委員からも「実施すべきでない」との意見が表明されたと認識している。多様な投資方針が存在する中で一方的な切り口で投資者に情報を提供することは誤解を生じさせる可能性が高い一方で、公表による便益がさして期待できないのであれば本施策については取り下げるべき。
44	2(1)①や4(1)の議論にもある通り、小型IPO案件については上場日における需給バランスの関係からIPO Popがより生じやすい状況にあると考えられることから、案件カテゴリーは2段階ではなく、「5億円以下」「5～10億円」「10～30億円」「30～50億円」「50億円超」の5つ、若しくは「5億円以下」「5～30億円」「30～50億円」の3つに区分化した方が、2(1)①の議論で出ていた論点の解、及び理解促進に資するものと考ええる。 なお、初期収益率等の公表がP11<現状の課題>に記載の通り、主幹事会社選定の有力な指標となるか否かは完全に見通せない中で、公表それ自体がネガティブな波及効果を及ぼさないように、その在り方については今後も慎重に議論を進めて行くべきと考える（初期収益率等の公表が却って主幹事証券のプライシングを保守的にするなど、想定外の事象が発生する恐れもある）

(3) 機関投資家との対話促進

・ プレ・ヒアリングの留意点の周知及び実施の推奨

項番	意見・質問等
45	✓ プレヒアリング実施の際に、有価証券届出書のドラフトに加えて事業計画書を用いる、との記載があるが、プレヒアリング対象機関投資家が IPO 時にも参加してくる可能性を考えると、一般投資家との間の情報差異が生じるため、IPO 時に開示することが想定されない事業計画書をプレヒアリング時で使用することは控えるべきであり、改善策の文章から「事業計画書」を削除すべき。

(4) 発行会社との対話促進

① 機関投資家への割当及び開示

項番	意見・質問等
46	✓ 公開価格設定の妥当性・公正性の向上のために(4)①で取り上げているコーナーストーン投資家への割当指示をひとつの施策として位置付けるのであれば、最終的な公開価格決定が発行会社と主幹事証券会社との議論によって成立するものであることを踏まえると、情報の非対称を解消するためにはコーナーストーン・マーケティングに主幹事証券会社が関与しないことはありえない。当該関与を阻害する要素が届出前勧誘との関係性にあるのであれば、法改正を要望し公開価格設定プロセスの当事者すべてが主体的にプロセスに関与できるようにすべき。
47	注記 37 に、「届出前勧誘規制は投資者保護が主な立法趣旨であると考えられるところ、(中略)一方で、当該整理については金融商品取引法の根底からの法的整理が必要と考えられることから、まずは他の改善策を中心に検討することとした。」とあるが、米国法が受益者の所在地をベースに投資家保護を設計している点は是非、届出前勧誘規制の設計において参考にすべきであり、本邦 IPO の柔軟性に資する話なので、当局への検討要望を諦めないで頂きたい。

② 実名による需要情報・配分先情報の提供

項番	意見・質問等
48	<本 WG での主な意見等>

	「また、主幹事証券会社が、ブックビルディング等における需要情報を・・・」という文章の下線部に関して、「ロードショーにおけるフィードバックやブックビルディング等における」とするか、或いは削除して単に「需要情報を」とすべき（＜現状の課題＞において「需要情報」が定義されているため）。
49	✓ 主幹事証券会社から発行会社に投資家の需要情報を提供することはグローバル・スタンダードに照らしても大きな問題はないものと考え るが、発行会社にとってみれば当該需要情報を得ればそれに対する配分についても影響力を及ぼそうと考える可能性があるため、現行の 親引けガイドラインとの整合性に留意が必要であり、需要情報の提供を規則化するのであれば当該情報が不当な目的に利用されないよう な仕組みも同時に考案されるべき。
50	②＜改善策＞の「配分規則を改正し、原則として、主幹事証券会社は、ブックビルディング等における需要情報を、発行会社や売出人に対 して提供することが考えられる。」という記載については、過去の検討において需要情報の提供が親引け類似行為であるとの懸念があったこ とを踏まえ、「配分規則を改正し、原則として、主幹事証券会社は、ブックビルディング等における需要情報を、発行会社の親引けによる弊害 が生じることのないよう十分配慮した上で発行会社や売出人に対して提供することが考えられる。」との記載とすべき。

③ 発行会社への納得感のある説明

項番	意見・質問等
51	＜現状の課題・本 WG での主な意見等＞ 「特に想定発行価格設定時の IPO ディスカウント⁴¹に関しては、実際のマーケティング時に機関投資家から価格についてのフィードバック を得ることで設定が可能と考えられるところ、現状では、マーケティング前に主幹事証券会社が設定していることから、発行会社の納得感が 低下しているのではないかと意見があった。」との記載に関して、その後に「他方、そもそも投資家によってフェアバリューの考えは異な るところ、実際の価格設定の実務においては、様々な考えをもつ投資家にどのように映るかを考慮したうえで想定発行価格を決めており、IPO ディスカントは分かりやすく説明するために用いられているに過ぎず、投資家に対して IPO ディスカントがいくらかというマーケティング は行っていない、さらには、IPO ディスカントは一律に決められていないとの指摘もなされた。」という文章を追記すべき。
52	「一部の発行会社からは納得感がないとの意見があった。」「一部の発行会社から納得感がないとの意見があった。」の部分ですが、発行会 社からの意見のように読めてしまう（実際には、委員からの指摘だと思われます）ので、「一部の発行会社は納得感を得られていないとの意 見があった」等、文章を修正したほうが良いかもしれません。

53	<改善策> 「(1)⑥の改善策のとおり、主幹事証券会社が、想定発行価格、仮条件の価格、公開価格の決定に際し、市場実勢の確認及び発行会社へ説明することを規則化するとともに、・・・」との記載に関して、「(1)⑥の改善策のとおり、主幹事所見会社が、想定発行価格、仮条件の価格、公開価格の提案に際して、市場実勢の確認及び発行会社に対する根拠（上記<現状の課題・本 WG での主な意見等>を踏まえ、単に IPO ディスカウントではなく、価格設定そのものの根拠）の丁寧な説明を規則化するとともに、・・・」と修正すべき。
54	✓ 3. (4) ③の改善策において、「(1)⑥の改善策のとおり、～市場実勢の確認及び発行会社へ説明することを規則化～」とあるが、(1)⑥では「市場実勢の確認」という文言は使用されておらず意味も曖昧になるため、(1)⑥と同様に「その根拠を発行会社へ説明」と修正すべき。
55	③発行会社への納得感のある説明について、投資家への割り当ての中身についての説明が抜け落ちている。高い価格・中長期保有を申し出た機関投資家への配分を多くすることで、機関投資家はより精査し、適切な価格付けを行うインセンティブが高まり、ブックビルディングが機能する（申し出の内容にかかわらず配分など行っていたら誰も精査にコストをかけようとはしない。）。高い価格で申告した投資家は低い価格で申告した投資家と比べ上場後すぐに売却しにくい。証券会社はこうした割り当てがきちんと行われているか説明することで企業からの納得感を高めることができる。この割り当てに対する意見を何度も述べたが、意見や改善策に含まれていない。割当が機能しなければ、ブックビルディングは形骸化する。極めて重要な問題であるため、意見や改善策に反映するべき。
56	注記 41 「主幹事証券会社と発行会社との協議の上行われる割引のこと。IPO 企業は既上場会社と比較して、一般的に会社情報の入手が困難であることや、流動性の予測が困難であることなどを考慮して、IPO 案件の執行可能性を高めるために割引が行われる場合がある。」との記載に関して、「投資家がリスクの対価として求める割引のこと。既上場企業による募集又は売出しにおいても行われる。既上場企業と比較して IPO 企業においては、一般的に会社情報の入手が困難であることや、流動性の予測が困難であることから、こうした点も加味される。」と修正すべき。
57	✓ 注記 41 において、想定発行価格設定時の IPO ディスカウントの説明が「主幹事証券会社と発行会社との協議の上行われる割引のこと」との記載があるが、実態に合わせて「市場動向や直近の IPO 案件の動向等を踏まえて投資家が要求してくるであろう割引水準の想定について、発行会社と主幹事証券会社の協議の上設定されるもの」とすべき。

58	IP0 ディスカウントについて説明する注記 41 の「<u>主幹事証券会社と発行会社との協議の上行われる割引のこと。</u>IP0 企業は既上場会社と比較して、一般的に会社情報の入手が困難であることや、流動性の予測が困難であることなどを考慮して、IP0 案件の執行可能性を高めるために割引が行われる場合がある。」という記載については、前段部分が IP0 ディスカウントの説明になっていないと考えられるため、「IP0 企業は既上場会社と比較して、一般的に会社情報の入手が困難であることや、流動性の予測が困難であることなどを考慮して、IP0 案件の執行可能性を高めるために行われる<u>割引のこと。</u>」との記載とすべき。
59	「個人投資家からの意見の聴取を希望する発行会社に対しては、個人投資家向けにロードショーを実施すること考えられる。」という点ですが、日本の IP0 市場を支えているのは個人投資家であることも鑑みると、ブックビルディングを機能させるためには個人投資家への情報提供も極めて重要な課題と考えられます。WG 内でも機関投資家中心の米国ですら機関投資家向けのロードショーの内容を個人投資家へも公開するという実務が行われているが、個人投資家中心の日本では個人投資家向けに機関投資家向けのロードショーの内容の情報公開がなされていない（本文中の意見を聴取するために行う個人投資家向けにロードショーとは別の話）。併せて「個人投資家中心の日本の IP0 市場でも米国と同様に、機関投資家向けロードショーの内容を個人投資家にも情報公開すること考えられる。」と付け加えるべき。そして、脚注には米国ではそうした習慣がなされている旨明記すべきではないでしょうか。
60	注記 42 に「個人投資家向けのロードショーは既に行われている事例もあるが、委員からは、個人投資家向けのロードショーを行う場合はコストの増加に繋がることについても留意すべきとの意見があった。」とあるが、これだけでは意味が不明である。個人投資家向けのロードショーは現在でも法令上可能であるが、実際に実施するには、使用する資料の内容について慎重な法的検証が必要であり、IP0 の目論見書作成の際に弁護士を雇うことが稀な小型 IP0 の発行会社にとっては、弁護士費用という形で確実にコストが発生することは留意すべきであるという意味なので、それを明示すべき。
61	「(4) ③発行会社への納得感のある説明」の改善策において、「主幹事証券会社の引受割合の考え方についても発行会社へ説明することを周知」することとなっているが、この点も前段の発行会社への公開価格等の説明の規則化同様、配分規則にて規則化すべきではないか。現状の課題欄ではいずれも発行会社からは納得感がないと言われている項目であり、差を設ける理由がないと考えられる。
62	(4) ③の改善策の箇所、「発行会社の納得感の向上に繋がることが期待される」という表現が用いられているが、公開価格などは、最終的には発行会社と主幹事証券会社が共同で定めるものであり、ある程度の納得感があれば良いということではなく、本来は、十分納得した上で定められるべきと考えられる。 このため、「・・・周知することで、発行会社が十分納得した上で決定できるよう改善を図ることが期待される。」としてはどうか。

63	「(4) ③発行会社への納得感のある説明」の改善策において、「個人投資家からの意見の聴取を希望する会社に対しては、個人向けロードショーを実施すること考えられる。」という記載のところで、「なお、個人向けロードショーにはコストがかかることも踏まえ、ロードショーの情報を個人に対しても開示すること考えられる。」といった記載を入れることとしてはどうか。これは発行会社への納得感のある説明ではなく、直接には個人投資家の情報格差の解消に資するものであるため、注記で対応すること考えられる。
----	--

④ 主幹事証券会社の追加・変更等

項番	意見・質問等
64	④の改善策の文意が不明瞭なので修正をお願いします。したがって、の結論部分を変更せずに活かすとすれば以下の文章でしょうか。ご検討をお願いします。 発行会社が主幹事証券会社の追加又は変更を希望する原因は、主幹事証券会社から提示された公開価格の水準や、助言・指導の内容について発行会社に不満があるものと考えられるとの指摘が委員からあった。 他方、本来、発行会社の新規上場に当たっては、主幹事証券会社と発行会社との信頼関係と密接なコミュニケーションをとりながら、のもと主幹事証券会社の助言・指導により上場準備が行われるものであり、主幹事証券会社の追加又は変更によるデメリットもあることを踏まえれば、単純に主幹事証券会社の追加又は変更を促進することが改善に直ちに繋がるものではない点も留意する必要がある。
65	「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の上、発行会社と認識をあわせることが考えられる」とした箇所については、改善策としては些か具体性・実効性に欠けた記載であり、第5回WGにおいて示された策に比して後退した印象が否めない。「発行会社の納得感」を補強する上でも重要な項目と認識しており、従前示された改善策の骨子である「主幹事証券会社が上場推薦等の優越的地位を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することは行わない」「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」の2点を改善策として明示的に記載すべきと考える。また、本件は、規則化するか、若しくは協会より周知することで、WGの改善策として実効性を高めた運用を志向すべきと考える。
66	「④主幹事証券会社の追加・変更等」の改善策について、「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の上、発行会社と認識をあわせることが考えられる。」と記載されている点については、その前段で記載されている発行会社の不満の内容

	を踏まえると、「主幹事契約に対する考え方の確認」だけでは、十分な対応とならないのではないか。また、「主幹事獲得」という表現は主幹事証券会社のビジネス上の利害が一方向的に表れた表現であり、本報告書にふさわしいか疑問がある。 このため、この記述を「主幹事証券会社は、主幹事契約の締結前に、発行会社に対して自社の想定発行価格の算出の考え方、初期収益率等の実績、利益相反管理体制の実効性等を説明した上で、発行会社の主幹事契約に対する考え方を確認の上、発行会社と認識をあわせることが考えられる。」と変更してはどうか。
67	「④主幹事証券会社の追加・変更等」の改善策の最後に、「なお、主幹事証券会社と発行会社との間の主幹事契約の考え方の確認の際、発行会社が希望する場合には、特段の支障がない限り、セカンドオピニオン聴取や共同主幹事証券追加を阻害しないよう周知することが考えられる。」ということを追記してはどうか。同様の趣旨の記載は、第 5 回資料の骨子案にも記載があり、かつ主幹事証券の追加のみで変更に至るまでは上記の文案では触れていないため、上場適格性審査機能の侵害等にもつながらないと考えられ、記載しても問題はないと考えられる。

4. 取引所規則等に関連する論点

(1) 初値形成までの成行注文の禁止

項番	意見・質問等
68	初値が確定するまでの成行注文は禁止する。 東証が上場日前日に公表している気配運用の範囲内での注文を可能とすることが一案と考える。

(2) 入札方式の改善、ダイレクトリスティングの導入

項番	意見・質問等
69	2行目「導入された以降」→「導入され『て』以降」
70	〈本 WG での主な意見・要望〉 ・ 2 行目：「納得性」→「納得感」 ・ その次の段落：「機関投資家の価格目線が排除されることになり」という部分、また、「機関投資家の目線の中で高いバリュエーションを用いてプライシングしている中」という部分について、なんとなくニュアンスは分かるのですが、やや不明確であるように感じました。言葉を補って頂けるとより親切かと思います。
71	入札方式の改善における主な意見・要望の意見の一つとして、「諸外国の入札方式も参照してはどうか」というものも加えてはどうか。
72	注 44 の「米国では、入札方式は制度としては存在するが活用を促進する動きはない。」とあるが、「米国では、入札方式は制度として存在し、利用されている事例もあるものの、活用を促進する動きはない。」と入札方式が利用されていることがあることも明示する書き方に変えてはどうか。

(3) 上場推薦審査のあり方

項番	意見・質問等
73	以前の議論を踏まえることに異論はありませんが、期間が経過していることやスタートアップの勃興という足元の状況も踏まえる必要もあると考えます。

	検討に当たっては、以降の文章でいかがでしょうか。ご検討をお願いします 上場推薦審査制度のあり方の検討に当たっては、当時の議論や最近の IPO をめぐる環境を踏まえた取組全般の実効性評価が適切に行われることが必要との意見があった。
74	証券審査と取引所審査は重複しない項目もある（推薦証券に実質的に委ねる）ことから、証券審査を廃止し取引所審査に一本化する場合、従来推薦証券が単独で担っていた審査箇所を取引所審査にて対応することは必須であるとする。これについては、取引所の大幅な人員拡大（ex. 東証の場合上場審査部）の手当てがなされない限り、一定以上の上場社数を維持することは困難になるものと想定されることから、上場推薦制度に見直しについては関係者間で十分な議論が尽くされるべきと考えている。

(4) 大型上場、赤字上場の取組み促進

意見なし

5. その他の課題等

(1) 配分先の保有状況の確認

意見なし

(2) 株価変動時のロックアップ解除条項の見直し

項番	意見・質問等
75	✓ 5. (2) の「現状の課題」第二段落の委員の意見（「委員から～」で始まり「意見があった。」で結ばれる文章）について、確固とした根拠のない推論に過ぎず、本ワーキング・グループの報告書に記載するのに適した意見とは思われないため、削除すべき。削除が困難なのであれば、本ワーキング・グループの総意ではない旨、もしくは一部の委員のみの意見であった旨を明記すべき。 ✓ なお確固たる根拠のない推論と判断した理由は、意図的に売却株数を少なくさせオファリングサイズを小さくして需給のタイト化を図ることはできても、上場後の流通株数量が少なくなること流動性が低下し、解除条項によってロックアップが外れたとしても未売却分を売却する際に大きな需給悪化を招き株価下落が発生する恐れがある、あるいは、株価への影響を避けるため売却に係る期間が長期化するリスクがあり、合理的な行動であるとは言い難いため。

(3) 機関投資家へのヒアリング方法の見直し

項番	意見・質問等
76	公開価格と中長期的な株価のギャップを実証的に説明する観点からも、主幹事会社は購入希望価格のみならず中長期的な株価目線（若しくはバリュエーション指標値）をヒアリングの上で、把握しておくべきと思われる。特に、今後、業界として初値収益率の公表を行うことを踏まえると、IPO 終了後の説明材料としての重要性が高くなると思われる為、ヒアリング内容について、特に価格の部分に係るヒアリング内容に関しては、業界内である程度まで標準化・統一化すべきではないか。

6. おわりに

項番	意見・質問等
77	以下の趣旨の文章も追記すべき。 ● 初値をはじめとする上場直後の株価が高騰する銘柄が多くある一方、上場から一定経過後には株価が公開価格を下回る銘柄も多く存在しているという実態を踏まえ、単に発行会社の納得感の醸成だけでなく、投資者保護と両立させることが重要であり、今後も関係者が確りと認識することが望まれる。(P2 注記 3 と同じ趣旨です。重複するかもしれませんが、とても重要なことですので、結びとして記載すべきと思料します。) ● 初値と公開価格の乖離にのみ着目するのではなく、投資者保護を図るとともに、公開価格の算定根拠等について発行会社から納得感が得られていない案件も一部ある状況に対して、発行会社、投資者及び証券会社等のそれぞれの関係者が協力することにより制度全体を見直し、公正な価格発見機能の向上や発行会社の納得感の向上につなげること、また、グローバルスタンダードを意識し、日本市場の魅力度をより向上させることが極めて重要である。(P4 2. (2) 本 WG における検討課題及び検討の観点 の記載内容と同じ趣旨です。重複するかもしれませんが、とても重要なことですので、結びとして記載すべきと思料します。) ● なお、昨年 9 月に開催された初回 WG において、「昨年ではコロナショック後に初期収益率の上昇がみられたが、足元では今年の新規上場銘柄のうち公開価格を下回っている銘柄が急増している。一時的な過剰流動性による盛り上がりが終わり、徐々に修正されるタイミングに入っている兆候かもしれない、市場機能が一時的に停止するリスクも片側では留意すべきであり、どのタイミングでの議論をしているのかも考慮すべきである」と申し上げたが、その後、IPO 銘柄のパフォーマンス悪化は皆様ご存知の通りである。2020 年上場銘柄の過半数、2021 年上場銘柄の 3 分の 2 が、足元で公開価格を下回って推移（絶対額）している。半値まで下がっている銘柄も続出しており、足元の投資家センチメントは急速に悪化し、中型銘柄で上場中止を発表する事例も出ている。アンダープライシングが議論のきっかけとなったが、マーケット環境の悪化により投資家側には公開価格が高かったのではないかとの見方もあり、今後とも発行会社と投資家側の双方の納得感が醸成され、双方の利益に資する案件執行が求められることに触れておくべきと考える。 ● 本質的に重要なことは IPO の規模を大きくすることであるとの意見が多くみられた。個人投資家に過度に依存するマザーズの脆弱性、過去と比べた未上場企業の資金調達環境の良さが指摘されて久しいが、こうした点を踏まえ、この機に、行政、取引所、企業、機関投資家、VC、証券会社などの市場関係者によって、サステナビリティをより一層意識し、より本質的な改善に向けて議論がなされることを切に願う。

78	「6. おわりに」において、以下観点を盛り込むか否かについて、第6回会合における委員各位の意見を踏まえ、検討されたい。 ○ 本報告書で示した「改善策」を採ったとしても、(1)①で言及している事実認識を踏まえれば、小型銘柄における初値と公開価格の乖離の問題の根本的解決は見込みにくいこと <理由> 本WG設置の動機であった「アンダープライシング問題」に関し、本WGでの検討結果がどの程度有効なのかについてのWGとしての所見については、本報告書においても何らかの言及をしておくべきと考えます。一方、小型銘柄のポッピング解消についての有効な解決策については、本WGにおいても殆ど議論されていないとの認識なので、今後の進め方についても、改めて次回会合において、委員各位のご意見をお聞きしたいと考えます。
79	2・3段落目において、価格発見機能向上に直結する改善策と納得感の向上に繋がる実務的な改善策を分けて書かれており、その後最後の段落において、2022年半ばを目途に対応するものと2022年中を目途に取組を進めるものが期待されており、それぞれが対応する形で対応するような印象を受ける。(つまり、「仮条件の範囲外での公開価格設定」、「上場日程の期間短縮・柔軟化」については、早期に対応し、プレ・ヒアリングの留意点の周知及び実施の推奨」、「機関投資家への割当及び開示」、「実名による需要情報・配分先情報の提供」については、2022年中に対応するようにも読める。)恐らくそのような意図で記載されたものではないと考えるが、誤解を与えない、かつ上場検討企業等関係者への予見性を与えられるよう、例えば、早期に対応できないものがどのようなもので、いつまでに対応を行うのか、記載するような形にしてはどうか。

・ その他

項番	意見・質問等
80	✓ 資料全体を通して、様々な立場を代表する各委員の多様な意見を中立的に紹介するのは困難であることは承知しているが、紹介された意見に対して、ワーキング・グループとしてコンセンサスが形成されたわけではない点は明記されるべき。
81	IP0 案件の短期間集中の是正について、本報告書に何らかの言及を行なうか否かについて、第 6 回会合における委員各位の意見を踏まえ、検討されたい。 <理由> IP0 案件の短期間集中が、発行会社と投資家との対話促進のハードルになることが 2021 年 12 月の案件集中時の教訓として確認されたと認識しています（(1)③ご参照）。 上場時期の集中については、「新規公開の品質確保」等の観点から、2015 年 3 月 31 日付「新規公開の品質向上に向けた対応のお願い」（以下、リンク先ご参照）にも拘わらず、公開予定企業の決算時期等の事情もあり、限界もあったものと理解していますが、一方、本WGの設置目的である「公開価格設定プロセスの改善」という別の角度から捉え、本WGの提言の一つとして、改めて、問題提起してみるというのも検討に値すると思います。 <ご参考> https://www.jpx.co.jp/news/1020/nlsgeu000000u0hx-att/20150331.pdf

以 上

第 5 回「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弊社の意見

1. 総論

- ・ 他の委員のご発言にもあったが、中間報告書に纏められた様々な改善の主目的は IPO POP の解消そのものではなく、プライシングプロセスをグローバルスタンダードに近づけること等により投資家からみて日本の IPO マーケットをより魅力的なものとし、結果としてより適正なプライシング、発行会社や売出人の納得感の醸成につなげることであることを明記することに大いに賛同する。
- ・ 第 5 回 WG で述べた通り、発行会社や売出人の不満解消は重要であるものの、軒並み公開価格割れしているという現実を踏まえ、発行会社と投資家の双方の利益をバランスよく保つようなディール運営が今後とも必要であるという、当たり前と言えれば当たりのことであるが、忘れてはならない重要なことであるため、中間報告書に要旨を盛り込むべきと考える。
- ・ 従前の会合において、委員より、「現在検討されている改善策は、一定規模の IPO において効果が期待されるものである。国家戦略に関わることであるが、上場に際して一定の基準を設けることも本質的に議論されるべきことではないか。」との趣旨のご発言があった。また、第 5 回会合においても、委員より、マザーズ市場の脆弱性に対するご懸念、投資運用業界の構造的な要因により、IPO での投資先は一層厳選される可能性があるというご示唆が示された。マザーズ市場が個人投資家に大きく依存するが故に小規模企業が比較的容易に上場し且つ一定の流動性を維持できることと裏腹の関係にあるが、小規模企業の IPO が増えれば増えるほど（機関投資家の資金流入が増えないため）株式市場のキャパシティが限界に近づくことから、「マザーズ市場を世界で最も開かれ、エントリーしやすい市場とする」との国策に果たしてサステナビリティがあるのか、この機会を捉え本質的に何が重要なのかを再考する必要はないのか、上述の各委員のご意見を踏まえ、問題提起という形で中間報告書に盛り込むとともに、今後、本 WG の委員以外の関係者も巻き込んだ本質的な議論を行うことを期待する。

2. 各論

項目名	弊社の意見
① 仮条件の範囲外での公開価格設定	委員が仰った通り、特に仮条件の下限を下回る価格で公開価格を決定するにあたり、一定範囲内であればブックビルディングのやり直しを行わずに公開価格を決定できることが投資家保護上問題ないかという論点は同じく重要であると認識している。この点は、事前の説明をどこまでしっかり行うか、若しくは、仕組みの変更をしっかり周知するかに関わる項目であり、金融庁とも相談のうえ、今後実務関係者間でよく協議すべきと思料する。
② 上場日程の期間短縮・柔軟化	- 委員より、「公開価格決定から上場日までの期間短縮について、IPO マーケットの主たる投資主体が個人投資家である日本においては、米国にそのまま倣って短縮できる程容易ではない。」との趣旨のご発言があった。弊社としてもそのハードルの高さは認識しているものの、WG で述べた通り、本来、ブックビルディングにおいて事実上約定できることが望ましい姿であり、金融庁とも相談のうえ、今後実務関係者でよく協議すべきと思料する。 (WG で挙げられた検討事項に加え、例えば、米国に倣いブックビルディングに際し申込証拠金を必須とする実務運用とする場合、①の観点も踏まえ、具体的にどのように申込証拠金を設定するかについても検討が必要になるう) 「(4) 上場日の設定」の改善策(案)に「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」に、「米国の S-1 のような上場承認前の届出書提出も検討の選択肢」も明記頂きたい。
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	WG#5 で述べた通り、①あくまでも選択肢の一つであり、通常はアンカリングの方が効果が高いため記載が引き続き一般的であること、②期間短縮がどのようにされるかによっても影響があることは誤解の無いようにした方が良い
④ 売出株式数の柔軟な変更	売出株数の柔軟な変更は大きな進展であると理解するのでこの取り組みのみで評価する。一方で、公募株数の変更に関しては、売出株数の変更同様には難しいことは十分に理解しつつ、オファリングの機動性・柔軟性の観点で、見直すことが無いか、見直すことが出来ないか、ということは、並行して実務上議論したい。
⑤ 国内、海外並行募集時のオーバーアロットメント	現状の記述に賛同。内外の合計で行うことが実務上望ましい。

の上限額の明確化	
⑥ 価格設定の中立性確保	・ 委員がご指摘されたように、他の項目と比べて具体的に記載できることがどうしても限られる。証券会社が改めて認識すべき行動指針のような意味合いであるため、中間報告書に記載への記載は必須ではなく、記載するとしても具体的な施策と分けるのも一考に値すると思う。
⑦ 主幹事証券会社別の初期収益率等の公表	・ 委員より、「1年程度の長期の絶対パフォーマンスの公表はミスリードとなる。」との趣旨のご発言があった。弊社は、もとよりパフォーマンス公表に本質的な意義があるのか、懐疑的な立場であるが、公表を前提とするならば、他の委員から指摘があったとおり、長期のパフォーマンスも含む様々な情報も盛り込むべきと考える（委員より「機関投資家は」（1年ではなく）3-5年といったスパンでのパフォーマンスを見る。）との趣旨のご発言があったが、こうしたご意見を反映しようとするミスリードの可能性が多少減るかもしれないが、收拾がつかなくなるため、結局は公表しない方がよい、となりそうだが）。短期パフォーマンスのみに絞ることは、長期的な投資家を取り込もうという趣旨を考えても長期的なパフォーマンスで判断すべきであることから考えても合理的では無いと考える。むしろ、委員の発言を背景に更に長いパフォーマンスを示すことも一考と考える。少なくとも、今後もパフォーマンスを図る際には、短期的な動きに着目することは小型のIPOが上場し続ける限り解消しないと考える中、長期的なパフォーマンスも含めて評価することが（も）重要であるということは今後同様の議論が起こらないように明記していただきたい。
⑧ 外部アナリストの取材協力	・ 特に無し。
⑨ プレヒアリングの留意点の周知及び実施の推奨	・ 子会社上場案件等を対象としたプレヒアリングにおいて、機関投資家が法人関係情報乃至インサイダー情報を受領すると考えられるところ、委員より、現実的にワークするか懸念する声があがったが、この点については確りと検討する必要があると認識しており、具体的には、どこまでをプレスリリース等で公表すれば法人関係情報に当たらないか等を確りとガイドライン上に明記し、実務上で迷いが生じないように議論していきたいなお、②で協議している通り、上場承認前の届出書提出が実務上可能になれば、本件や⑩における届出前勧誘の懸念が、少なくとも届出書提出以降に関しては解消されるものと思料する。

⑩ 親引け規制の明確化	・ 委員より、「コーナーストーン投資家への割当てを前提として、証券会社が介在し発行会社とコーナーストーン投資家候補とのコミュニケーションをより活発なものとし、マーケティングをより効果的なものとするためには、こうしたケースを前提としたセーフハーバーの導入も検討すべきである。」との趣旨のご発言があった。容易ではないと思うものの、重要な論点であるため、金融庁ともよく相談しながら前向きに検討することは必要な事項と思料する。
⑪ 実名による需要情報・配分先情報の提供	・ 委員からの指摘通り、機関投資家名の発行会社又は売出し人への開示が可能となれば、個々の機関投資家ごとの配分方針を発行会社又は売出人への伝達が可能となり、納得感を高めることに繋がると考えられる。WG#5 で発言した通り、社債のプライマリー市場では昨年までは同様に開示が難しかった中、制度が変更されたことで説明が出来るようになり、透明性が大幅に向上したと共に、投資家が慣習でそうしているだけで抵抗感は低いことも確認できた。制度の対応が行われれば、改善すると思料する。
⑫ 発行会社への納得感のある説明	・ ⑥に同じ。 ・ 委員より、「発行会社の求めがあった場合には、証券会社は、想定発行価格の算定根拠の詳細を発行会社へ開示すべきである。」との趣旨のご発言があった。しかし、実際には、ほぼ全ての案件において、主幹事証券は、発行会社又は売出からの強い要請に基づき詳細な説明を行っている。また、主幹事マンドートの獲得競争は激化の一途を辿っていること、また企業間の横のつながりによる情報共有が過去と比べて格段に増していること等により、発行会社又は売出人から説明不足に対する不満をもたれれば、競争力の低下に繋がることを各証券会社は認識していると思われる。したがって、委員が仰った「詳細」のレベルは分からないものの、各委員においては、述べたような実態を改めてご認識おき頂きたい。もっとも極一部の案件において説明やコミュニケーション不足により納得感を高めることができていないことが今回の議論の根幹になっているとも理解しており、そのこと自体は証券業界として真摯に受け止め、改善を積み重ねていくべきと認識している。
⑬ 主幹事証券会社の追加・変更等	・ ⑥、⑫に同じ。

⑭ 初値形成までの成行注文の禁止	・ 本項目自体には特に無し。仕手株含めて、意図的な書き込みや、実現可能性に疑問が残るようなプレスリリース等に対する罰則をより厳しくし、マネーゲームの温床になるようなことを改めていかないと注目が集まりやすい IPO においては短期的な需給に振らされる構図は今後とも起きると考えており、上場市場のことであるが、同時に見直しの議論を行って頂きたい。
⑮ 入札方式の改善、ダイレクタリスティングの導入	・ 特に無し。
⑯ 上場推薦審査の在り方	・ 特に無し。
⑰ 大型上場、赤字上場の取組み促進	・ 一括りに赤字企業といっても、将来の利益を増やすために戦略的に赤字を掘る企業もあれば、ビジネスモデル上長続きしない企業もあり、P/L といった表面的な数字ではなく、企業価値の視点で判断することに賛同する。 ・ その点では、WG の場でも発言したが、赤字のユニコーン級の企業と海外ではシリーズ A 若しくは B のようなステージのマイクロキャップの発行体の赤字は必ずしも同じ意味ではなく、双方を同じルールの中で議論がされ、その一部の企業の中には上場後、当初想定していない問題が起こり、市場に悪影響を及ぼすことも起きてきたことで市場保護を前提とした運営がされやすいことも議論の中では想定すべき事項であり、どこに焦点を当てるかはハッキリと切り分けた議論をすべきであると考え。 ・ なお、赤字上場の取組みを促進するうえでは、退出基準の厳格化、実効性のある形での経営者への罰則なども議論すべきと考える。
⑱ 配分先の保有状況の確認	・ 特に無し。
⑲ 株価変動時のロックアップ解除条項の見直し	・ 特に無し。
⑳ 機関投資家へのヒアリング方法の見直し	・ 特に無し。

以 上

提出日：2021 年 12 月 28 日

「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

①第 5 回 WG（12 月 21 日開催資料参照）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 仮条件の範囲外での公開価格設定	・ 下限に関しては、会社法の募集事項の決定方法とも関連してくるため、慎重な検討が必要と考える。参考 1 のケースですと下限・上限のレンジが広すぎるため、下限に関しては会社法の募集事項であらかじめ設定した下限価格とするべきではないか。上限の 20%に関しては異論なし
2 上場日程の期間短縮・柔軟化	・ 参考 3 に記載の短縮日程案の方向性について賛成 ・ 上場承認前の有価証券届出書の提出時期については、振替法の観点だけではなく、届出前勧誘規制の観点からプレヒアリング・プレマーケティングの期間を十分に確保するという観点から、柔軟に設定することが望ましい。ただし、届出書提出後の上場承認予定の延期取消はレピュテーションリスクを伴うため届出書提出後の審査プロセス、届出書における上場予定関連事項の記載のあり方の検討も必要ではないか。 ・ 現行日程で上場承認前（＝有価証券届出書提出前）に振替法に基づき、既存株主にのみ IPO 情報を伝達する場合は、情報管理上の問題が生じる。特に株主数が多い場合には実務上管理も困難になることが想定される点に留意が必要 ・ 仮条件から上場日の短縮に際して、事前に会社法の決議を行うことにより事実上価格の下限が規定されてしまう。会社法上の払込金額は、現行は仮条件レンジ下限の 85%をプラクティスとしているが、その点も含めて検討が必要 ・ なお、会社法の決議を行うとなると払込期日等が含まれることになるが、この時点でスケジュールが事実上 FIX されることでよい

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見直し	・ 参考3の短縮日程案の通り、あらかじめ有価証券届出書を提出し、投資家からのプレヒアリング・プレマーケティングの期間を確保できるのであれば、不記載とするプロセスも検討可能 ・ 一方、現行の日程の場合には、ローンチ直後の投資家との会話において初期的な目線をお伝えするプラクティスもあるため、一律不記載とすることについては慎重な検討が必要 ・ 調達資金の概算額と公募株数を記載した場合、想定価格が逆算できるため、想定価格を未記載とする効果が限定されるため、徹底するのであれば概算額そのものを撤廃する必要があると思料
4 売出株数の変更	・ 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、IPO の日程全体をどうす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 ・ 現状不明確な株数変更が効力発生に与える影響について、これを機に開示ガイドラインで明確にしてもらいたい（効力発生日数と株数変更の関係など）
5 国内、海外並行募集時のオーバーアロット面と上限額の明確化	・ 異論なし
6 価格設定の中立性確保	・ 現行の日証協引受規則で十分と理解しているが、追記が必要という判断であれば、具体的な変更案を拝見のうえ、コメントしたい
7 主幹事証券会社別の初期収益率等の公表	・ 公開情報を基にしているで、公表すること事体は異論なし。ただし P19 の一覧表があれば利用者は目的に即して集計するので十分と考える ・ 仮に主幹事ごとにまとめるのであれば、項目については平均値だけではなく、中央値、標準偏差も加えた方がよい。規模別区分は 50 億円未満と 50 億円以上のくくりが望ましい（過少値付け問題の中心は 50 億円未満の小規模 IPO であるため）

8 外部アナリストの取材協力	・ 発行会社が直接対応することを妨げない、等の表現が望ましい。関与が必要となると証券会社側の負担が大きすぎる ・ どのタイミングでどのようなアナリストの取材を想定し、アウトプット等をどのように管理する想定化を明確にしてほしい。なおオファリング前後についてはリサーチガイドライン・パブリシティガイドラインに則った慎重な対応が求められる点は留意が必要
9 プレヒアリングの留意点の周知及び実施の推奨	・ 一律プレヒアリングを推奨することについては疑問。機関投資家側も小型 IPO 全ての面談を受けるのは現実的に不可能であることも考慮するべき。 ・ ただ、発行会社が納得感の得られるプライシングを目指すという観点から、上場承認前の有価証券届出書の提出、できるだけ投資家からフィードバックを得やすいプロセスを追求するなかで、機関投資家からニーズのある案件については積極的にプレヒアリングを実施することについては賛成する
10 親引け規制の明確化	・ 現行の親引けルールを準用したコーナーストーン投資家制度については法的にあいまいなため、届出前勧誘規制のセーフハーバールールを明確化し、証券会社が関与できる範囲を明確化していただきたい ・ 「発行会社の意向を踏まえて高値で評価する投資家」という表現は不適切。必ずしもコーナーストーン投資家の支持する価格が公正な価格とは限らない。案件によっては、（コーナーストーン投資家以外の）機関投資家の適正な意見を反映した仮条件設定の妨げになるリスクも内在している。したがって、コーナーストーン投資家とのコミュニケーションにおいて証券会社が関与すべきであり、上記観点からも届出前勧誘規制を見直すべき
11 実名による需要情報・配分先情報の提供	・ 異論なし。投資家からの FB に関しても個別開示できる仕組みがあると発行会社にとって納得感のあるプライシングに繋がると考える
12 発行会社への納得感のある説明	・ 現行日証協規則でも、発行会社への説明責任を果たしていると認識しているが、規則に明文化すること事体に異論はない。本質的には本 WG における IPO プロセスの見直し・提言による改善を図るべきと考える

13 主幹事証券会社の追加・変更等	・ 「主幹事契約に対する考え方を確認」とは、共同主幹事(含む追加選定)の受け入れ有無を確認するということか明確化してほしい(あらかじめ共同主幹事を容認するような契約を一律求めることは現実的ではなく、特に小規模 IPO の推薦証券に対するインセンティブが減退することも留意が必要) ・ 「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」はもっと明確に「発行会社により審査、プライシングの観点からの過度なオピニオンショッピングは行わないこと」としてはどうか
14 初値形成までの成行注文の禁止	・ 異論なし
15 入札方式の改善、ダイレクトリスティングの導入	・ ダイレクトリスティングの制度化は発行会社の選択肢を多様化する観点から望ましいといえるが、取引をスムーズに開始するためには、投資家と何らかの接点を持つ必要がある。このため、市場関係者でそのプロセスを議論することが必要ではないか ・ また、現行の推薦証券制度に鑑みると、証券会社側にインセンティブがないため、本邦 IPO のなかでの小規模 IPO の位置づけとあわせた議論が必要 ・ 入札方式に基づいた IPO 価格は、証券会社からみて客観的な根拠、説明が困難。特にマーケットが逆回転した際にはオーバープライシングの議論を想起させるため、証券会社の立場からは慎重にならざるをえない ・ リテール需要の強いモメンタムを IPO 価格に反映する折衷案として、(機関投資家が支持する)仮条件レンジから一定の範囲(20%想定)で条件決定できる仕組み(項目①: 仮条件の範囲外での公開価格設定)を本 WG では提言するのが現実的ではないか
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」とあるが、具体的にどのような内容を想定しているのか確認したい ・ 「事務負担」とあるが、上場推薦審査の証券会社は、上場会社の品質向上のためのアドバイス、審査という高度な業務を行っており、事務を行っているわけではない点は誤解のないような記載をお願いしたい
17 大型上場、赤字上場の取り組み促進	・ 異論なし

18 配分先の保有状況の確認	・ 証券会社側からはトレースが困難であること、過度に公表すると機関投資家側に IPO 参加のインセンティブが減退し、結果的に適正なプライシングの支障となる恐れがあるため、慎重な検討をお願いしたい
19 株価変動時のロックアップ解除条項の見直し	・ 個別案件毎に判断すべきであり、一律禁止すべきではない。VC からロックアップの合意を得られなくなるなどの弊害も考慮する必要がある
20 機関投資家へのヒアリング方法の見直し	・ 異論なし

以 上

提出日：2022 年 1 月 11 日

第 5 回「公開価格の設定プロセスのあり方等に関する WG」に係る意見書

第 5 回「公開価格の設定プロセスのあり方等に関する WG」（12 月 21 日開催）において、当日は時間の関係から割愛させていただいたアナリストレポートについて下記の通り意見を提出いたします。

まず未上場時は IPO に近いタイミングで Pre Deal Research Report という形でアナリストにレポートを描いてもらうことはできるので、スタートアップは積極的に活用すべき。また上場後についてだが、IPO Pop は急落を伴うことも問題を助長しているので、アフターマーケットの適切な株価をシグナルするためにも、証券会社がきちんとカバーすることが健全な市場を育む上で重要と考える。ウォールがあるのは理解しているが、主幹事証券が推薦して初めて上場し、さらにプライシングを主導して勧誘するのも主幹事なら、同じ証券が会社としてレポートをだし株価をサポートするのが一番説得力がある。プライマリ側が勝手につけたプライスという説明は、外から見たら同じ会社である以上納得感がないし、だとしたら事前にセカンダリにヒアリングして値決めに反映できるような仕組みの方が健全ではないか。

以 上