

1. 会合名	引受けに関するワーキング・グループ（第 89 回）
2. 日 時	2022 年 4 月 27 日（水）16:00～17:10
3. 議 案	○ 「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」報告書を踏まえた引受実務等の具体的検討 － 1. 仮条件の範囲外での公開価格設定について － 2. 株式数の柔軟な変更について － 3. 実名による需要情報の提供について
4. 主な内容	○ 「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」報告書を踏まえた引受実務等の具体的検討 － 1. 仮条件の範囲外での公開価格設定について － 2. 株式数の柔軟な変更について － 3. 実名による需要情報の提供について 事務局より、資料 1～3 に基づき説明が行われた後、大要以下のとおり意見交換が行われた。 【主な発言】 ・ 資料 2 の「2. 公開価格の設定と同時に行う株式数の変更」について、募集株式数も含めて「一定の範囲」を定めるのか。すなわち、募集及び売出しが行われる場合は、変更後の募集及び売出しの合計数量が予定数量の合計の 80%以上 120%以下であれば、改めてブックビルディングを行う必要はない理解でよい。また、グローバルオフリングの場合は、海外における募集及び売出しの数量も含めて「一定の範囲」を考えることになるのか。いずれにせよ、規則化に当たっては明確化すべきと考える。 「一定の範囲」については、実務への影響と案件の柔軟性を考慮すると、オフリングサイズではなく株式数のみで考えることもあり得るのではないかと。 また、公開価格の設定と同時に株式数を変更した場合の効力発生日を当該訂正届出書の提出日又はその翌日と整理した場合、例えばブックビルディング期間中に株式数を変更した際は、「一定の範囲」内での変更であっても、当該訂正届出書の効力発生日に待機期間が生じてしまうおそれがある。したがって、ブックビルディング期間中に株式数を変更した場合の効力発生日についても、当該訂正届出書の提出日又はその翌日と整理することが望ましいのではないかと。 → 「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「公開価格 WG」という。）報告書を公表した時点では、売出株式数のみの増減を想定していた。一方で、募集株式数の減少については、再度の会社法上の募集事項の決議なしに行えるとの見解もある。当局への確認が必要になる認識であるが、現時点では募集株式の減少も検討の対象としている。 「一定の範囲」については、現在の事務局案では募集と売出しの合計数量とオフリングサイズの双方で判定する案としている。グローバルオフリングにおける海外募集及び売出しの全体数量を含めるかという点のほか、オ

ファリングサイズ又は株式数のみで考えるかという点についても、御意見をいただきたい。

ブックビルディング期間中に株式数を変更した場合の効力発生日についても、御意見を踏まえ、検討する必要があると考えている。(事務局)

- ・ 資料1の「1. 仮条件の範囲の拡大」について、仮条件の範囲を硬直的で狭い範囲とするようなことは適切ではないとの考えから本改善策が挙げられたと認識している。他方、仮条件の範囲外での公開価格の設定が可能となった場合、本改善策は強い意味を持たないとも考えられる。

仮条件の範囲外での公開価格の設定について、いたずらに高い公開価格を設定することができる制度が適切なのかは慎重な検討が必要である。また、本改善策の実現後、目論見書等に「一定の範囲」が記載されることにより、投資家としては当該「一定の範囲」が実質的な仮条件であると捉えられる可能性がある。マーケティング上、目論見書等に「一定の範囲」を記載しない方が望ましい場合もあると考えられる。

「一定の範囲」をオフファリングサイズで考えるべきかについては、上場日程の柔軟化も検討課題として挙げられているため、この点も念頭に置いた上で検討する必要があると考える。

仮条件の範囲外での公開価格の設定を可能とする際には、あわせて、適正価格でのプライシングを担保するようアナウンスする必要がある。需給のみに基づき、いたずらに高い公開価格を設定することは望ましくないと考える。

なお、仮条件の下限を下回る価格で公開価格を設定することに関しては、会社法上の有利発行への該当性に係る論点がある。一方で、IPOは、基本的に売出人が合意した価格で公開価格が設定されていることを踏まえると、ブックビルディングにより公開価格が決定されていれば、有利発行には該当しないと整理することが可能ではないかと考えている。

- ・ 「一定の範囲」については、案件の柔軟性確保の観点に加え、投資家に対する分かり易さという観点からも、オフファリングサイズで考えるのではなく、株式数又は公開価格のみで考えるべきではないかと考えている。

払込金額の設定及び有利発行への該当性に係る論点については、法務省の見解も踏まえた上で検討することとなる。例えば、P0のように、払込金額は確定金額ではなく、ブックビルディングにより決定するなどの決定方法をもって会社法上の募集事項の決議が可能とする、かつ、ブックビルディングにより決定した価格であれば有利発行にあたらないと整理できることが望ましい。

- ・ 会社法上の論点を整理しないと、実態として仮条件の下限価格の80%で公開価格を設定することができないこととなるため、この点は検討課題と考える。

また、仮条件を硬直的で狭い範囲とすることのないように、仮条件の範囲の拡大が改善策とされているが、主幹事証券会社が発行者又は売出人に対して納

得感のある説明をした上で、関係者が納得感をもって合意した上で設定された仮条件であれば、仮に仮条件の範囲が狭くても問題はないのではないかと。仮条件の範囲については、当該範囲の水準自体というよりも、関係者が納得感をもつことが重要なポイントである。

- ・ 資料1の「2. ブックビルディングにおける申告方法の見直し」の対応案について、「投資家からの需要の申告について、原則として指値での申告を受け付ける実務運用」とするとあるが、一般投資家、機関投資家を問わず、原則として指値での申告を受け付けるという理解でよいか。その場合、一般投資家からの指値が仮条件の範囲外であっても需要申告としては認められるという認識でよいか。

→ 今般の対応案としては、一般投資家であっても仮条件の範囲外での指値を受け付けることができることを想定している。一方で、価格発見機能に乏しいと考えられる一般投資家が配分を受けることを目的として過大な価格で申告を行うことが想定される。このように過大な価格での申告のみに依拠して公開価格が設定されることは、問題があるのではないかと考える。

今般の対応案には、前述の内容のほか、ブックビルディングをやり直さずに設定できる公開価格の上下限（例えば、仮条件の下限価格の80%以上から上限価格の120%以内）を示した上で、指値での申告も受付可能という考え方を記載している。一般投資家については当該価格の上下限までに限定して指値での申告を受け付ける一方で、機関投資家については当該価格の上下限にとらわれずに指値での申告を受け付け、全体の申告状況を勘案した上で公開価格を設定するという考えも考えられる。

また、有価証券届出書において、「〇円までであればブックビルディングを改めて行うことなく仮条件の範囲を超えて公開価格が設定される可能性がある」などと投資家が容易に理解できるように注記を行わなければ、訂正届出書の効力発生日の観点から上場日程を再調整する必要があると考えている。一方で、当該注記を行わず、仮条件の範囲内のみで申告を受け付け、公開価格を設定する場合も想定しておくべきとの御意見があることを踏まえると、そのような場合は一般投資家からはまずは仮条件の範囲内での申告を受け付けるが、機関投資家から仮条件の範囲外での申告があるならば、再度ブックビルディングを行った上で仮条件の範囲外で公開価格を設定するケースもあり得るのかもしれない。（事務局）

→ 一般投資家からの需要申告手法としては、店頭窓口経由で申込みを受ける場合と、インターネット経由等で抽選の申込みを受ける場合が存在するが、当該申告手法の違いによって、申告内容の真正性の確認方法も異なるものと認識している。また、現行のブックビルディングにおいては、仮条件の範囲内で申告を受け付けることのほか、個人投資家へのIPOの配分株数を絞ることによって、配分目的の過大な需要申告を実質的に無効化する効果があると理解している。配分の適正性を担保する観点を含め、一般投資家からの申告

に基づいて適切な価格を設定することは難しいように感じられる。また、現行の実務と需要申告の考え方が変わる場合、新たなシステム投資も含めて検討が必要だと思料する。

ブックビルディングの実務上の取扱いについて各証券会社によって差異が生じることを認めた場合、共同主幹事案件においては、同一の案件でも各証券会社によって取扱いが変わってしまうおそれがある。場合によってはチェリーピックを誘引する一因になることから、ブックビルディングの実務上の取扱いについては一定のポリシーを業界全体で定めた方がよいと考える。

今般の議論は公開価格と初値との乖離に関する問題意識が発端であるところ、有価証券届出書に仮条件の範囲を超えて公開価格が設定される可能性がある旨の注記を行わず、仮条件の範囲外で公開価格を設定しないようにする対応については、公開価格 WG での議論の方向性と矛盾しないか。

- 当社としても、価格設定プロセスが硬直的にならないようにすることについては異論がない一方で、投資家に対して仮条件の範囲を超えて公開価格が設定されると認識されることはネガティブになり得るケースもあると想定される。このようなケースを踏まえ、仮条件の範囲外での公開価格の設定を行わない手法も選択肢として残しておきたいと考えているが、基本的には有価証券届出書に仮条件の範囲を超えて公開価格が設定される可能性がある旨の注記を行うことになると考えている。
- 一般投資家と機関投資家の指値申告による需要について、同列として扱う又は投資家の属性によって優劣を付けるなど、ある程度考え方を明確にすべきと考える。
- 機関投資家の需要申告を反映した公開価格を設定する旨を有価証券届出書に明示することも一案ではないか。
- 仮条件の範囲外での公開価格の設定については、一般的なルールとして認知されるまでは、投資家属性を問わず、周知徹底に努めるべきだと考える。

- ・ 資料 1 の「3. 仮条件の範囲外での公開価格の設定（訂正届出書によるブックビルディング期間中の仮条件の訂正）」の対応案において、「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を把握した場合には、発行会社又は売出人と協議のうえ訂正届出書の提出により仮条件の変更に努める」旨を会員通知により周知するとあるが、今般の議論においては、単に需要の多さだけでなく、価格発見機能も勘案することとなっていることから、文言については検討すべきと考える。

資料 3 の「1. 需要情報の提供対象とする顧客の範囲」の対応案において、提供を規則化する情報について記載があるが、いつまでに需要情報を発行者又は売出人に提供するかについても整理する必要がある。プライシングの合意前までに提供すればよいという考え方がある一方で、ブックビルディング期間中に都度提供することも考えられる。提供頻度など含め実務上の取扱いを整理する必要があると考える。

	- 資料１の「２．ブックビルディングにおける申告方法の見直し」の対応案において、原則として指値での申告を受け付けるとあるが、成行での申告もあり得るという理解でよい。 → 公開価格 WG 報告書では、仮条件の範囲外であっても指値での申告を可能とすると整理とした一方で、成行での申告については定義をどのように置くかを含め、明示的な整理はなされていないと理解している。例えば、成行は仮上限の上限価格としての申告として受け付けるか、別の取扱いとするかなど、今後考え方を整理する必要があると考える。（事務局） → 成行での申告を仮条件の上限価格での申告として整理した場合、成行での申告が多い案件では、機関投資家が仮条件の範囲外で需要申告を行った場合であっても、仮条件の範囲外での公開価格設定が難しい可能性もあると考える。 以 上
５．その他	特になし ※ 本議事要旨は暫定版であり、今後、内容が一部変更される可能性があります。
６．本件に関する問合せ先	自主規制本部 エクイティ市場部（０３－６６６５－６７７０）