

第1回 公開価格の設定プロセスのあり方等に関するワーキング・グループ

2021年9月16日（木）13時00分
日本証券業協会 第3会議室及びオンライン

議 題

1. 検討の経緯について
2. IPOのプライシングについて
 - － 村上委員（野村証券 シンジケート部長）からのプレゼンテーション
3. 意見交換
4. 今後の検討スケジュールについて

以 上

資料 1 - 1

「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	(SMBC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)

論点案

令和3年3月17日17:15~18:15
成長戦略会議（第8回）提出資料の関係部分

スタートアップの誕生・規模拡大の環境整備

- 我が国では、スタートアップの数は依然として低い水準にとどまっており、かつ、成長するスタートアップは極めて少ない。スタートアップの創出・成長発展のための環境整備は、どうあるべきか。
- 我が国は、未上場のスタートアップに対する資金提供手段が不十分。諸外国では、創業まもない未上場の企業に対してもSPAC(Special Purpose Acquisition Company。非上場企業の買収を目的として上場した特別目的会社が他社を買収することで上場を実現する方式)という形態を使って、短期間のうちに上場し、資金調達を行う方法が拡大している。我が国においても、SPACによる上場方法を検討すべきではないか。
- また、我が国の資本市場は、未上場の企業への投資について、個人投資家による投資手段が限定され、VC以外の投資家の裾野が狭く、セカンダリー取引も小規模なものとなっている。未上場のスタートアップへのリスクマネーの流れを太くする観点から、特定投資家の範囲の拡大の検討など、諸制度の整備を検討すべきではないか。
- 我が国のIPOにおいては、上場時に起業家が株を売り出す価格(公開価格)が上場後の株価を大きく下回る状況にあり、IPOを行っても起業家の資金調達が小さくなる傾向があり、上場のインセンティブを歪めているという課題があるのではないかと指摘されている。健全な起業家精神の発揮を後押しすべく、公開価格の決定方法の見直しといった対応を検討する必要があるのではないかと指摘されている。
- 我が国はスタートアップに取り組む人材が不足しており、そのための人材育成や、起業に向けた風土・風潮の形成が重要課題。挑戦する人材、異端児を増やすため、教育のあり方が重要との指摘がある。このような観点から、人材育成システムや起業家教育のあり方について検討すべきではないか。
- また、アジアの企業と共同プロジェクトを行うアジアDX構想のように、大企業がスタートアップ企業に対して人材や資金の支援をリスクを取って行うエコシステムの構築を産業界とともに進めるべきではないか。

スタートアップの育成の在り方に関するワーキンググループ（第1回）

日 時：令和3年3月19日（金）16：00～17：30

場 所：合同庁舎第4号館共用第1特別会議室

1. 議事

- （1）開会
- （2）スタートアップの育成の在り方について
- （3）閉会

2. 出席者：

【参加者】（五十音順）

大関 洋 ニッセイアセットマネジメント株式会社代表取締役社長
黒沼 悦郎 早稲田大学大学院法務研究科教授（オンライン）
鈴木 健嗣 一橋大学大学院経営管理研究所教授
松本 勝 VISITS Technologies株式会社代表取締役（オンライン）
吉村 隆 ゴールドマン・サックス証券株式会社取締役

【成長戦略会議有識者】

金丸 恭文 フューチャー株式会社代表取締役会長兼社長グループCEO（オンライン）
國部 毅 三井住友フィナンシャルグループ取締役会長
竹中 平蔵 慶應義塾大学名誉教授
南場 智子 株式会社ディー・エヌ・エー代表取締役会長

【省庁等】

内閣官房

新原 浩朗 成長戦略会議事務局事務局長代理補
堀本 善雄 成長戦略会議事務局次長
野原 諭 成長戦略会議事務局次長

金融庁

古澤 知之 企画市場局長

東京証券取引所

青 克美 株式会社東京証券取引所執行役員

3. 内閣官房成長戦略会議事務局より、資料1～3に沿って説明。

（参加者・成長戦略会議有識者・関係省庁からの意見の概要（順不同））

- SPACについては裏口上場という批判もあり制度設計や投資家保護策が重要だが、起業家の資金調達手段が増えることや、個人投資家にも未公開企業やベンチャー企業に投

資する機会が開かれることは好ましい。

- SPACのIPO時は設立者に対する投資家の目利きが必要。SPACの上場後や買収対象企業の実体名が明らかになった後は、普通の企業分析の中で上場株式に投資するのと同様。分析の側面が多面的なため、多様な投資家を引きつけることが可能。
- 日本の持続的な成長に向け、スタートアップによる新たなサービスの開発・提供と、既存企業によるたゆまないイノベーションを両輪で進めていく必要がある。
- 起業を目指す人を増やすには、起業に失敗した際のリスク低減策や、起業家が関与する教育プログラムを、例えば高等教育等に取り入れ、起業を将来の選択肢の一つとして認識させること等が考えられる。
- 起業したスタートアップのサポートについて、政策目標の面では、急成長を目指すユニコーンのみならず、厳しい事業環境下でも持続的な成長を目指す企業や社会的利益の実現と収益の両立を目指す企業の育成も支援すべき。資金面では、SPAC など資金調達を多様化する手段の検討は重要だが、SPACについては本当に資金調達の多様化に資するのか、投資家保護の観点も踏まえて検討が必要。人材面では、人材不足がスタートアップの成長の足枷となっていることが多いので、大企業の人材をスタートアップに供給する仕組みを整備してはどうか。
- スタートアップ育成には、技術開発段階など早い段階から、市場ニーズを見据えた舵取りや商流の獲得に向けた支援が重要。こうした事業面での支援では広いネットワークを持つ大企業の役割が非常に大きいので大企業にスタートアップとの連携を促す施策を検討してはどうか。また、政府としてもスタートアップからの公共調達の拡大や、入札手続の完全デジタル化によるスタートアップが公共調達に参入しやすい環境の整備など、スタートアップの成長を事業のパートナーとして支援してはどうか。総理からも引き続き政府としてスタートアップの成長を積極的に支援するというメッセージを発信いただきたい。
- 一定の投資家保護規制を前提に、2つの点でSPAC導入に対して非常に賛成。1つ目は、IPOによる起業家の資金調達額の問題。2010年以降、初期収益率が平均で110%を上回っている。SPACを導入することでこのディスカウント率が低くなる。毎年約100社がIPO上場するが、平均時価総額約100億円の規模の企業が1社当たり約20億円ずつ多く調達できるということは、経済的に強いインパクトがある。2つ目は、公開準備にかかる成長投資の問題。上場審査の関係上、IPO前2～3年の準備期間は大規模なM&Aといった巨額な投資は抑制されてしまう。また、不特定多数の投資家に対してIPO企業の株式を販売する場合、PERで公開価格を決めるため、IPO準備期間は利益を高めるために成長投資を抑制するということが散見される。SPACを通じてIPO前の成長投資が止まってしまうことにより、IPO後の成長が止まってしまうことも防げるのではないか。
- 日本で画期的なベンチャーが出て来ない、起業しないのは、規制が強く破産法が極めて厳しいため。根本にどこまで踏み込むのが重要なポイント。

- 規制については、1980年代に民泊ビジネスが現れたが、規制でやめさせられた。Airbnbになっていたかもしれない。農業についても、株式会社は基本的に50%以上の農地を持ってない。全銀ネットについても、これまで重要な役割を果たしてきたことを認めるが、スタートアップ企業は全国銀行協会の下全銀ネットのシステム上でしかビジネスができない。シンガポールではPayment Councilというものを作っており、こうした新規参入を支援する仕組みを入れていくということも必要ではないか。
- 公正取引委員会のレポートには、重要なことが色々と記載されているが、色々な抵抗で実現されていない。それを全部洗い出すというプロセスが必要。
- 起業する人が出てこないのは、20代は新卒一括採用が非常に大きく、30代、40代、50代は大企業のルールの中に乗っかりきっていることがある。また、失敗を怖いとかチャレンジしないというところは、教育の問題も根深く、時間はかかるが着手すべき。規制が強く、不明確と言う問題もある。
- スタートアップに人が流れ込まないのは、魅力的なインセンティブ制度が作りにくい。米国ではオプションプールで一定の行使価格で数年間発行できる。また、アーリーステージの優先株と普通株で数百倍の価格差がありインセンティブとして使いやすい。普通株の値段は409Aで公正に決まるため、後で贈与税リスクにさらされない。また、住宅ローンなど、同じ企業に長く勤務することが奨励されている社会慣行がある。兼業・副業は大企業の優秀層をスタートアップに流し込むのに非常に有効な手段。
- スタートアップの柔軟な運営ができない。例えば、創業者ベスティングをしていないために創業メンバーの1人が途中で離脱したときに、他の創業メンバーが購入できない株価に上がっていたり、また、会社による買取りも剰余金がないのでできない。こうした煩雑なことに多大な労力を使って神経をすり減らし、プロダクトに向き合う時間が奪われる。
- 東証マザーズが非常に上場しやすいため、小さい上場を目指しがちになり、上場後に大きい試合ができない。米国では、上場前に1000億円以上の調達をしている企業があるが、日本は同規模のリスクマネーを投入できるVCは極めて限られている。
- 各方面に色々な課題があるので、エコシステムを一斉につくっていく必要。
- SPACについては、スポンサーを通じて短期間で資金調達ができること、業界に知見がありスタートアップをサポートできるスポンサーがタッグを組むという利点がある一方、スポンサーがしっかりした人でなければいけないということ、実際に合併が行われるときの情報開示の在り方などの懸念点がある。
- 継続して激しい変化が起きているということは、新規プレーヤーにとっては大きなチャンスであるにも関わらず、日本は大学生の就職の人気ランキングを見ていると、より安定的な企業の人気が高まるということが起きており、世界のエリート層のリスクの取り方と相当違う。大学改革と併せてパッケージのような形で政策を提供したい。
- 制度面では、起業をしやすい環境を国はつくったが、リスクを取って起業する人は質・

量ともに足りない。時間のかかる深刻な問題ではあるが、できれば3年ぐらいの間に効果が出るような政策を今回盛り込みたい。

- 日本では2002年頃からベンチャー企業振興施策を続けてきたが、それでもベンチャー企業が育っていないと言われると見方は分かれる。新興企業向け市場の上場基準は低いので、目ぼしいベンチャーはマザーズなどに既に上場してしまい、非上場の有望なベンチャー企業が少ないという見方もできる。
- 制度面では、非上場企業への資金供給のため、プロ私募、少人数私募やプロ向け市場などの制度整備も続けられてきたが機能しなかった。その理由の一つは機関投資家がベンチャー企業に投資しないことにあると考えられ、その理由を分析する必要がある。
- プロ投資家制度があまり使われていない理由は、プロ投資家の要件が厳しくプロ投資家だけでは十分な投資層にならないため企業側にメリットがないことと、プロ投資家になることで得られる便益が少なく投資家側にメリットがないこと。この制度の利用を促すには、プロ投資家の要件を緩和してプロ投資家層を増やすとともに、例えば非上場企業の株式に投資できることをメリットの一つとすることが考えられる。
- SPACについて上場までの期間や費用が少なく済むというメリットが強調されるが、その代償についても検討する必要。
- 第1に期間の短縮ができるのは、引受証券会社による審査がなく取引所による審査も簡略化されるからであるが、上場後は一般投資家の投資対象となるので、上場時の審査は簡略なものでもよいとしても、買収対象企業が上場会社となる際には当該企業がIPOで上場する場合と同等の審査が必要ではないか。取引所が、SPACが株主総会決議を経て買収対象とした企業を、上場基準を満たしていないということを理由に上場承認しないことが現実にはできるかやや疑問。
- 第2に費用削減を実現できるのは引受手数料を払う必要がないから。SPACでは引受証券会社の引受審査の役割の一部をスポンサーが担っていることになるが、実際はスポンサーが多額の報酬を得ているため費用削減を実現できていないのではないかとということが米国の論文などで指摘されている。より重要なのは、スポンサーが引受証券会社と同等のゲートキーパーとしての責任を果たせるか。スポンサーに引受証券会社と同等の役割を担わせる必要があると考え、引受証券会社並みの法的規制が必要。これに対しSPACでは対象企業を買収するかを投資家が株主総会決議によって承認し、反対株主には退出権が与えられているので、従来のIPOにおける引受証券会社の役割はスポンサーと投資家が分担しているとも見られる。この説明には一定の説得力があるが、そうだとするとSPACでは投資家に一層の自己責任が求められることになる。
- 起業家に必要な課題発見力を身につけさせる教育が日本でも必要。また、リスク耐性、リスクコントロールの仕方も含め、挑戦することが怖くなる、リスクとリターンのバランスで考えられる人材が増えることが重要ではないか。
- 大企業と協業すると、知財をくれ、など契約なかったことを言われることもある。ス

スタートアップ側から見た大企業との連携、オープンイノベーションの課題点も議論させていただきたい。

- SPACはIPOの初値と公開価格の乖離の問題を解決するという観点でも一定の意味があるのではないか。既存のIPOでは、証券会社が公開価格の決定と投資家の募集の両方を行っており、チャイニーズウォールがあるといっても、利益相反が起こるような構造になっている。一方、SPACは上場時に証券会社が投資家の募集に特化し、価格の目利きや買収対象を探すのはスポンサーがやるという形で分担されている。合併時も、買収対象のスタートアップ側の株主も、SPAC側の投資家も、価格に対して合意するかしないか、お互い納得したところで取引が行われるというのは非常に健全ではないか。
- このまま日本にSPACがないと、日本のスタートアップが海外のSPACと合併することが増えてくると思うが、合併後、英語での開示が必要となり負担となるのではないか。そういった意味で、日本にSPAC制度があると活用しやすいのではないか。
- かねてから新興企業への資金供給機能強化に努力。日本では新興企業向け市場は個人投資家中心であり、米国とは市場の構造に差異がある点に留意が必要。
- SPACの検討に当たって、個人投資家に不測の損害が生じないように枠組みが重要。SPACでは、設立者の目利きや合併への期待に依拠して投資判断が行われる。上場時又は上場後において、適切な投資判断と合理的な価格形成を確保するため、どのような情報開示が必要になるか、あるいは情報開示だけで足りるかの検討が重要。また、買収後の上場適格性の確保についての検討が必要。ベンチャー企業への円滑な資金供給と投資者保護の両立が重要。
- 資料5について、どの法制度・政策をどう変えたらボトルネックを解除できるかについて調べていただきたい。また、法制度・政策だけでなく取引慣行や企業スタンスも課題要因であるところ、官民挙げた運動の成功事例であるフランスの取組を調べて日本と比較してほしい。VCをワーキンググループメンバーにするか、ワーキンググループに呼び、現場の課題をヒアリングしてほしい。
- 初等教育だけでは時間がかかり過ぎるので、中等教育、高等教育に手を付けるのは賛成だが、我が国の間違えない達人を目指した育成は初等教育から始まっているので、初等教育から人と違うことに関心を持つことを祝福するという教育に大きく変えていかなければならない。
- 負の循環を解決するための施策だけでなく、攻めの施策があっても良い。米国のSBIRのように、上手くいきそうなスタートアップの押し上げで政府ができることはまだまだたくさんある。J-Startupは良い路線に行っているが、成果はまだ出ていないので、もう少し頑張らなければいけない。
- SPACありきではなくて、ボトルネックを解除するためのトリガーとなる施策を抽出できるかを検討いただきたい。
- スタートアップ育成のトリガーになるものを特定し、そこから広げていくべき。例え

ば、金融市場改革についてはSPACを実現するための投資家保護策を金融庁と東証が報告すること、教育についてはスペインのようなアントレプレナーシップとリーダーシップの学位を出す大学の創設を文科省が検討すること、規制慣行については農業スタートアップのKPIをつくることが考えられる。

- 6月の報告に向けてキー項目をピックアップして議論するとともに、スタートアップの育成に向けて何が必要か、という視点で継続的に議論していかなければならない。
- 日本の機関投資家はIPO市場やベンチャー企業投資に入っていない。GPIFがサステナブルなベンチャー企業の成長のためプレッシャーをかけることもできるのではないか。
- 米国のSPACは、単に個人投資家から資金調達ができるだけでなく、スポンサーが中心になり追加的な投資をする機関投資家も呼び込み、必要額の資金調達をできる。個人・機関投資家両方が動いているから盛り上がっている。個人・機関投資家の資金が適切な形で動員されることが資金調達面では非常に重要であるため、どのように個人投資家を保護するか、スポンサー等の取り分が大きくなり過ぎないようにするか、一般投資家が分かるような適切なディスクロージャーを担保するかが試されている。
- SPACのIPO時の投資家は機関投資家が主になっている。上場後は個人投資家も参入し、De-SPACのときには規模も拡大し、企業分析もしっかりできるため、機関投資家も入ってくる。IPO時、IPOからDe-SPACまで、De-SPAC後の3層で投資家の対応が大分変わっているため、投資家保護もそういう対応の変化を見ながら考えていく必要がある。
- 機関投資家としては、ベンチャーの分析は、玉石混交の中から選んでいくため手間暇がかかる中、非常に小さい金額のものに非常な手間暇をかけて分析していくのはコストに見合わないところがある。このため、どうしてもベンチャーファンドに大きなお金をつけ、そこから様々な企業への投資の果実を得るといったパターンになっている。また、過去のトラックレコードを見ても、欧米やアジアのベンチャー市場の方がパフォーマンスが非常に良く、トップティアのベンチャーのマネジャーと取引や投資をすることができれば、打率もパフォーマンスも良い傾向がある。機関投資家としては、エコシステムが整ったリピータブルな結果が得られる市場に投資していくということになりがちである。鶏と卵ではあるが、機関投資家として欧米やアジアのベンチャーにはそれなりに投資しているが、日本のベンチャーには投資しても金額に限られるので、リソースのかけ方が変わるという事情は現状としてある。
- 金融庁としてもVCの現場のハードシングを知りたいと思っており、ご提案いただければ、ぜひいくつか聞いてみたい。IPOの初値と公開価格の関係については、過去のデータを見ると、制度だけでなく実際の現場の問題もあると思う。日証協とも相談しながら、現場の動き方、ダイナミズムも考えながらやってみたい。
- 米国で非上場株式取引が活発な理由の一つは、投資家が個人も法人も自己責任の下で積極的に投資を行っていること。日本はどちらかと言うと、投資家の自己責任よりも投資家保護に偏るケースが多い。金融リテラシー・教育の問題も含めて、投資家保護

と自己責任をうまくバランスさせていくことを考えないと、日本の金融資本市場の活性化はなかなかできないのではないかと。

- 機関投資家がベンチャー企業に投資しないのはなぜかという点が重要。SPACの制度整備をしても個人投資家ばかり参加するようなものでは困る。根本から変えていくのは中々難しいと思うが、制度を小手先で変えるだけではなく、ベンチャーや成長分野に機関投資家の資金を出してもらえるようにするために何をしたらいいかということを中心に考えながら議論をしていかなければいけない。
- 日本や海外の大手の機関投資家が日本のスタートアップに大きく投資できない理由として、そもそも時価総額が低いというところがある。日本のスタートアップは日本の市場だけをターゲットにしていることが多いが、VCはTAMを重視して投資をするので、バリュエーションが低くなる。しかし、海外で成功した事例が少なく、最近ではメルカリやスマートニュースのように海外に行くことが増えてきたが、そうした成功事例が増えないと、いくら日本のスタートアップが海外を目指していると言っても信憑性を得られず、バリュエーションがつかないので、特に大手の機関投資家から大きいロットで投資も受けられない。加えて日本のマザーズに上場しただけでは結局流動性が得られず、上場したのに資金調達ができなくなるので、だったら未上場でVCから調達したほうが回しやすいといった負のスパイラルに入ってしまうのが大きいと思っている。
- 短期、中期、長期の視点で取り組むべきことを考えた方がよい。短期的にはSPAC等により資金供給を増やすことで大型上場を増やし、ロールモデルを増やしていくべき。中期的には、年功序列でチャレンジしないことに慣れてしまっている大企業の優秀な人材にチャレンジさせるための規制や制度、マインドセットを変えていくような仕組みを整備することで、ロールモデルだけではなく母数を増やしていくべき。長期的には、日本のアウトプット教育やアントレプレナー教育、マインドセットを変えていくことをやっていくこと。これらを3つ同時に期間で分けてやっていく。ただし、短期のロールモデルをつくらないと、中長期のチャレンジしよう、アントレプレナーになろうと思う気持ちが生まれて来ないので、最初はSPACや、日本のスタートアップが大型上場できるような仕組みをつくっていくことにフォーカスしていくべきではないか。
- 根本は大儲けできるようなベンチャー企業が出てきていないことに尽きる。国内で成功していないものが海外で活躍できない。結局、国内で何かやろうと思っても制約があるというところに行き着いてしまう。そのために、安倍内閣の成長戦略でつくったサンドボックス制度を活性化する仕組みを考えるべき。

成長戦略実行計画

令和3年6月18日

第7章 ウィズコロナ・ポストコロナの世界における我が国企業のダイナミズムの復活～スタートアップを生み出し、かつ、その規模を拡大する環境の整備

我が国のスタートアップの数は近年増加傾向にあるが、企業年齢0-2年の企業が企業全体に占める割合は13.9%にとどまり、米国（20.5%）、英国（22.4%）、フランス（22.8%）に比べて低い（図16）。

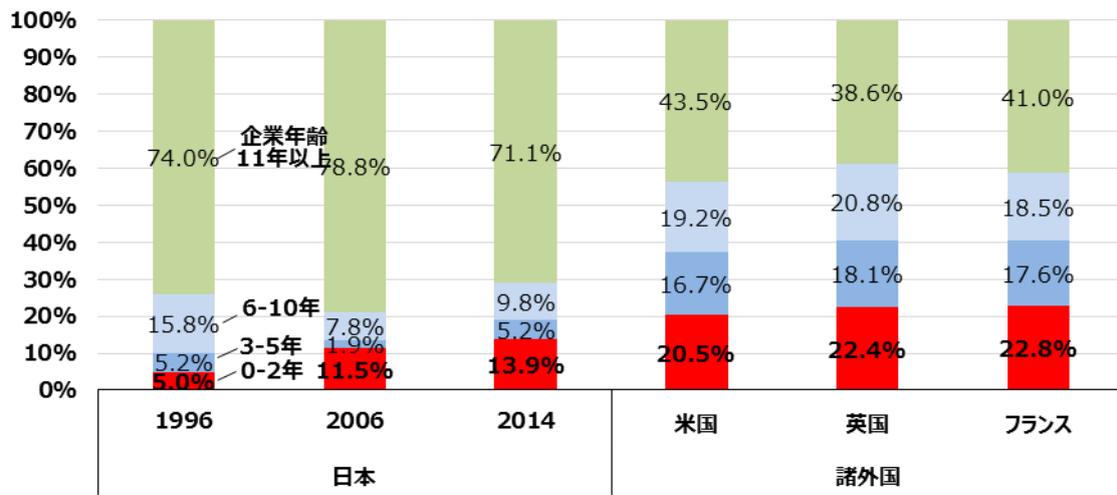
また、我が国の上場企業は、ソニーや本田技研工業など1945-1954年に設立された企業が119社と最多である一方、米国の上場企業は、アマゾンやフェイスブックなど1995-2004年に設立された企業が124社と最多である（図17）。

さらに、我が国では成長するスタートアップが少なく、ユニコーン（時価総額10億ドル超の未公開企業）の数は、2021年3月1日現在、米国274社、中国123社、欧州67社であるのに対して、日本は4社に留まる（図18）。

ウィズコロナ・ポストコロナの世界を見据えて、我が国においても、未開拓の分野に進出し、成長の担い手となる企業を創出する環境整備を図る必要がある。

企業割合

図16. 企業年齢の分布の国際比較



(社)

図17. 日米の上場企業の設立年の比較

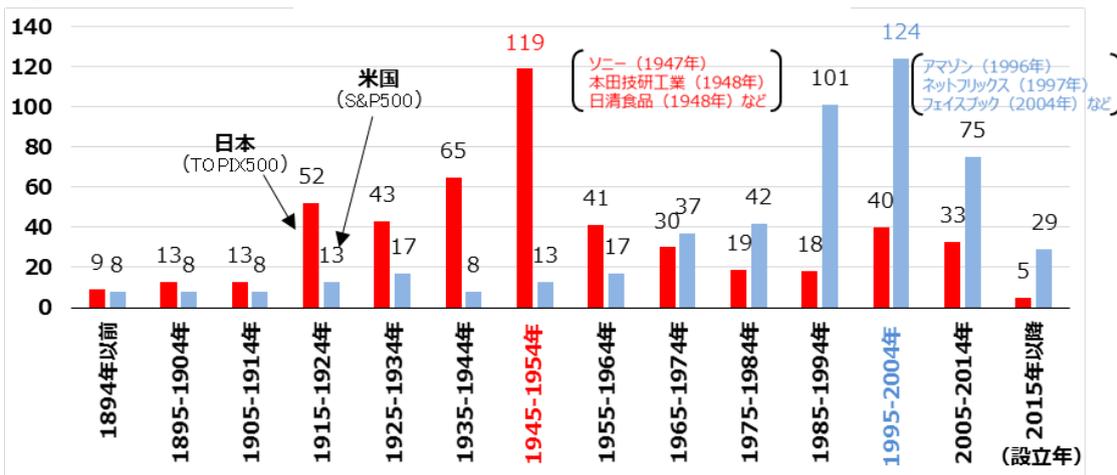
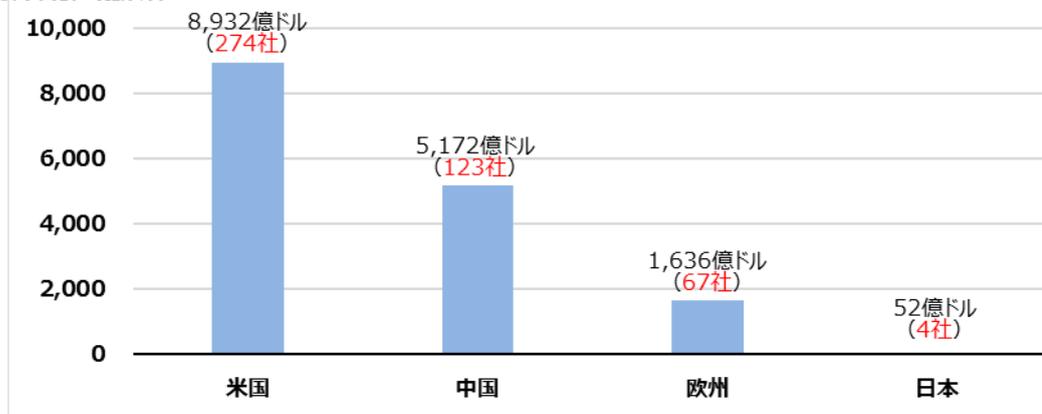


図18. ユニコーン企業数の国際比較 (2021年3月1日)

ユニコーン企業の
時価総額の合計 (億ドル)



1. 新規株式公開（IPO）における価格設定プロセスの見直し

新規株式公開（IPO）による資金調達額を見ると、2019年から2020年にかけて、米国、アジア、欧州は増加する一方、日本では、1件あたりの資金調達額が少ないことに加え、減少している（図19）。

また、学術研究によると、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（+48.8%）。これは、米国（+17.2%）や英国（+15.8%）など、諸外国と比べても非常に高い水準である（図20）。このため、IPOによる起業家の資金調達額が少なくなっている。

加えて、上場時の株式の割当比率を見ると、米国は、サラリーマンの年金などが77%を占めているのに対し、我が国では個人投資家が70%を占めている状況にあり、サラリーマンの年金などの資金が投資されにくい状況となっている（図21）。

図19. IPO 1件当たり調達額の国際比較

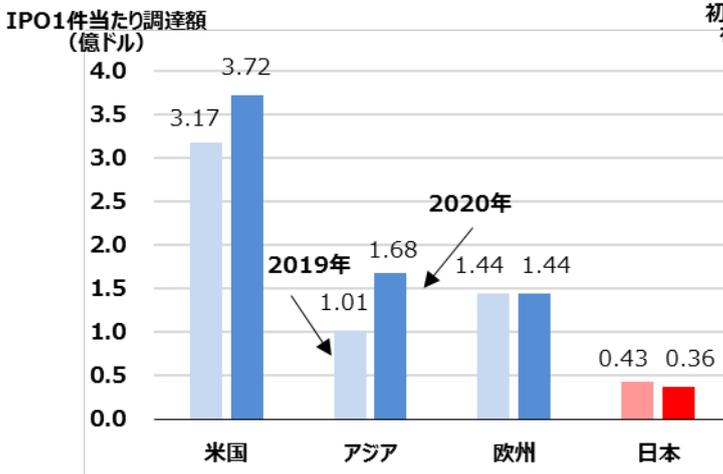


図20. IPOにおける初値が公開価格を上回る水準の国際比較

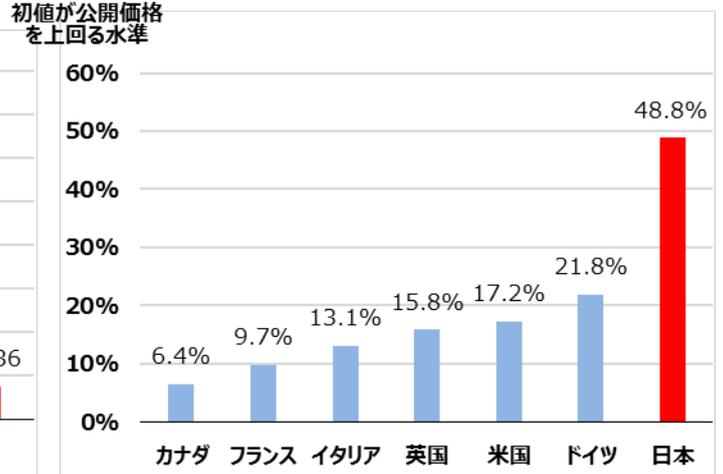
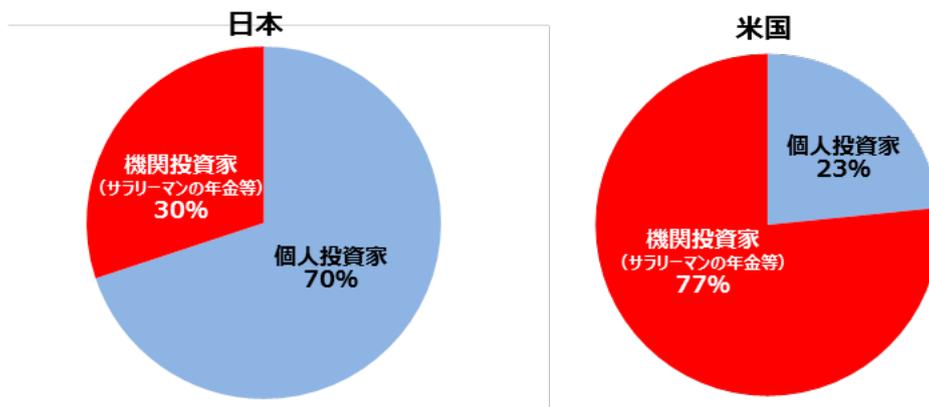


図21. IPOにおける上場時の株式の割当



また、日本のIPOのプロセスでは、公開価格に基づく株式取得の割当先は、9割は裁量的に割当が可能である。

こうしたプロセスにおいて、スタートアップは、公開価格による販売合計額から、証券会社の手数料を差し引いた金額を受け取ることとなる。一方、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はずとの指摘があった。

こうした点を踏まえて、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。

2. SPAC（特別買収目的会社）制度の検討

米国では、非上場企業が創業直後に上場できるSPAC（特別買収目的会社）が新規株式公開（IPO）と同様に活用されている（図22）。また、SPACは米国のみならず、海外の主要取引所で導入・活用されている（図23）。

図22. 米国のSPACの上場件数・調達額（左図）と米国の通常のIPOの件数・調達額（右図）

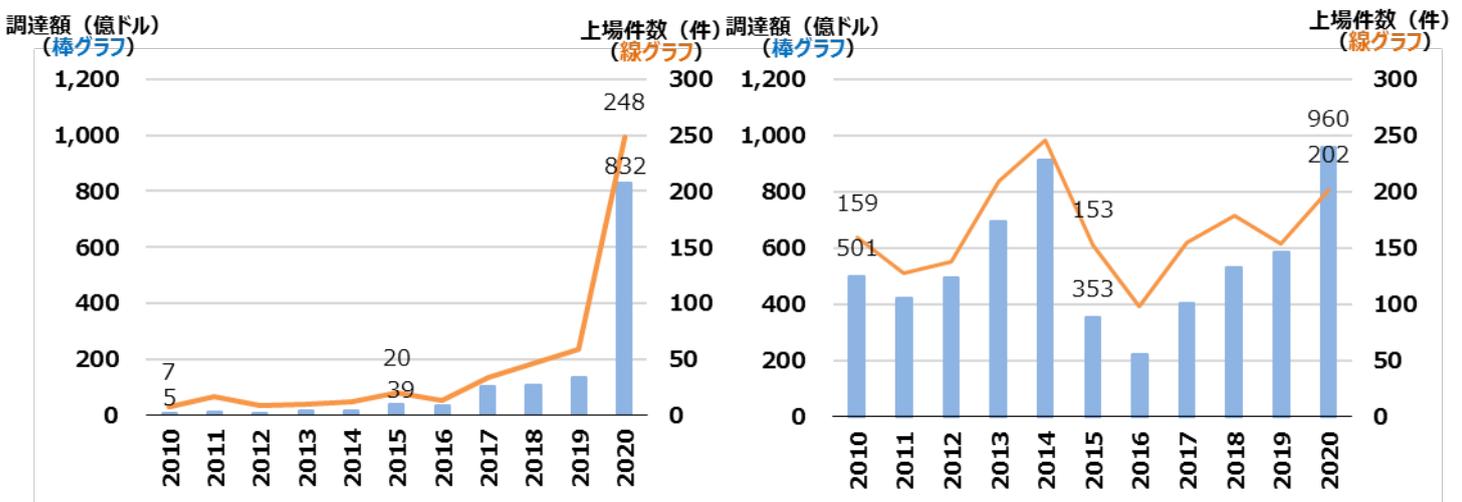


図23. 海外の主要取引所でのSPAC上場の可否

	英国	ドイツ	フランス	カナダ	イタリア	韓国
主要取引所	ロンドン証券取引所	フランクフルト証券取引所	ユーロネクスト・パリ	トロント証券取引所	イタリア証券取引所	韓国取引所
主要取引所におけるSPAC上場の可否	○	○	○	○	○	○

具体的には、以下の流れでSPACを活用したスタートアップの上場が行われる。

- ①企業の目利き能力を持つ運営者がSPACを設立。
- ②運営者は、SPACを株式市場に上場し、最初の資金調達を行う。
- ③SPAC上場後、運営者は、買収先候補のスタートアップを選び、買収を交渉。
- ④運営者は、買収についてSPACの株主総会で提案し、株主（一般投資家を含む）の承認を得る。
- ⑤上場により一般投資家から調達した資金は信託しなければならないなど、一般投資家は買収に反対であれば資金の返還を受けることができるなど、投資家保護の仕組みがある。なお、買収が実施される際には、機関投資家等から追加の資金調達が行われる。

⑥SPACに買収されることにより、スタートアップが上場企業となる。

我が国のスタートアップからは、SPACでは買収時にスタートアップと投資家の双方が合意して価格を決めるため、お互いに納得した価格で上場できる仕組みであり、公開価格が低すぎることで資金調達額が少なくなる現在の上場の問題を解決する上でも意味があるとの意見があった。他方で、投資家保護が必要との指摘もある。

我が国においても、SPACの上場時の基準や開示、買収に反対した場合や買収が成立しない場合の一般投資家への資金の返還等のSPAC運営者に対する規律、買収先企業に関する投資家の判断を支える開示義務など、投資家保護策等の観点から、SPACを導入した場合に必要な制度整備について、米国をはじめとする海外の規制当局の対応やSPACをめぐる市場の動向、我が国の国際競争力の強化の視点を踏まえつつ、検討する。

3. 私募取引の活性化に向けた環境整備

我が国の資本市場は、未上場の企業への投資について、個人投資家による投資手段が限定され、ベンチャーキャピタル以外の投資家の裾野が狭い。未上場のスタートアップへのリスクマネーの流れを太くする観点から、特定投資家について、職業経験や保有資格に応じて柔軟化するなど、その範囲の拡大等を図り、より幅広い層が使いやすい制度とする。

4. スタートアップと大企業の取引適正化のための競争政策の推進

スタートアップと大企業との連携における問題事例とその具体的改善の方向や、独占禁止法の考え方を整理したガイドラインを策定したところであり、周知徹底を図るとともに、公正取引委員会による法執行を強化する。

また、スタートアップ企業と出資者との契約の適正化に向けて、新たなガイドラインを策定する。

5. スタートアップのエコシステム形成に向けた包括的支援

スタートアップのエコシステムを形成するため、新SBIR制度に基づくスタートアップからの政府調達を増大、雇用を増やすスタートアップに対する金融面などの支援、経営者保証ガイドラインの見直し、兼業・副業の促進など、包括的な支援策を立案する。この際、産業界に対して、新卒時や転職時の選択の幅の拡大を求めることなどを通じ人材の流動化を図る。また、今後、スタートアップの柔軟な会社経営を可能とする制度の見直しやレイターステージの資金獲得に係る課題への対応等について、引き続き検討を行う。

1970年(昭和45年) 以前	各引受証券会社のノウハウ(相続税財産評価方式を基本として、同業種比較による修正)
1970年(昭和45年)	類似会社比準方式(※)への統一
1989年(平成元年)	入札制度の導入
1997年(平成9年)	ブックビルディング方式の導入

(※) 公開会社の株価算定の基礎とするために類似会社を選定し、公開会社と類似会社との1株当たり配当金、純利益及び純資産についての比率に基づき公開会社の株式公開価格を算定する方法

(※) 日本証券業協会「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(2007年(平成19年)11月)より

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

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

平成19年11月

日本証券業協会

主 査	金 井 潤	(野 村 證 券	シンジケート部次長)
委 員	上 原 祐 香	(メリルリンチ日本証券	株 式 資 本 市 場 部 マネージング・ディレクター)
	大 久 保 雅 之	(丸 八 証 券	商 品 企 画 部 次 長)
	梶 原 真 紀	(み ず ほ 証 券	資 本 市 場 ク ル フ エクイティシンジケーション部課長)
	桑 原 功	(い ち よ し 証 券	公 開 引 受 部 長)
	小 林 寛	(藍 澤 證 券	引 受 部 長)
	阪 井 優	(日興シティグループ証券	エクイティ・キャピタル・マーケット部長)
	佐 野 洋	(大 和 証 券 S M B C	公 開 引 受 部 上 席 次 長)
	竹 田 聖 史	(三 菱 U F J 証 券	エクイティ・キャピタルマーケット部 エクイティ・シンジケーション室部長代理)
	花 房 美 治 子	(コ ス モ 証 券	引 受 部 副 部 長)
	平 尾 朱 土	(岩 井 証 券	引 受 ・ I P O セ ン タ ー 長)
	堀 田 稔	(マ ネ ッ ク ス 証 券	資 本 市 場 部)
	松 岡 直 美	(ゴールドマン・サックス証券	投資銀行部門資本市場本部 マネージング・ディレクター)
	森 澤 良 平	(新 光 証 券	キャピタルマーケット部室長)
	安 田 次 郎	(リーマン・ブラザーズ証券	投資銀行本部株式資本市場グループ シニアウエイズ・フレッシュ・テント)
	和 里 田 義 博	(U B S 証 券	株 式 資 本 市 場 部 エグゼクティブ・ディレクター)
オブザーバー	宮 下 聡 史	(東 京 証 券 取 引 所 自 主 規 制 法 人	上 場 審 査 部 主 任 上 場 審 査 役)
	田 原 牧	(大 阪 証 券 取 引 所	自 主 規 制 本 部 上 場 グ ル ー プ ク ル フ リ ー タ ー)
	松 本 勝 明	(ジャスダック証券取引所	上 場 審 査 部 課 長)

以 上 19 名

(敬称略 五十音順)

はじめに

日本証券業協会（以下「本協会」という。）では、新規公開株の公開価格を決定するに当たって会員が投資者に対して行う需要状況の調査（以下「ブックビルディング」という。）における諸問題に対応すべき検討については平成 17 年 11 月に取り纏めた新規公開株の顧客への配分のあり方等に関するワーキング・グループの報告書「新規公開株の配分のあり方及び価格決定等について」^(注1)（以下「配分報告書」という。）において問題点を提起し、今後、引き続き検討を行うこととされていた。

また、金融庁では、平成 18 年 3 月以降、「証券会社の市場仲介機能等に関する懇談会」（以下「市場仲介機能懇談会」という。）において、証券会社の市場仲介機能等を巡るさまざまな論点について検討を行い、同年 6 月 30 日、検討の内容を「論点整理」^(注2)として公表した。

論点整理では、発行体に対する証券会社のチェック機能の発揮等について検討が行われ、その中の「適切な発行条件の設定」という項目において、新規公開株の公開価格は引受証券会社による分析や機関投資家等に対するヒアリングの結果等を踏まえて設定された仮条件の価格帯の範囲において行われる、ブックビルディングの結果等を勘案して決定されているところである。しかし、仮条件の価格帯の設定方法について明確な基準が設けられていないことや、昨今、重複申告や空積み等の問題により、公開価格が需要動向を的確に反映したものであるとは必ずしも言い難いとの指摘がなされた。

こうした状況を踏まえ、本協会では、公開価格の透明かつ公正な決定を担保するための方策について検討を行うため、エクイティ市場委員会の下部機関として、平成 18 年 9 月に「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」（以下「本ワーキング」という。）を設置し、4 回に亘って鋭意検討を行ってきた。

その後、新興市場を中心とする開示の問題等を受け、IPO（新規公開時における公募増資等）の状況が大きく変化し、配分報告書における検討課題及び「論点整理」が取り纏められた時点での指摘事項等については当時の IPO の状況と現時点における市場環境等が大きく変化したことから、その方向性を見定める必要もあり、議論を一時期中断することとしたが、新たに、IPO の現状を踏まえ、再度論点を絞り議論を行った。

本報告書は、その結果を取り纏めたものである。

・公開価格の決定方法の変遷

IPO における公開価格の決定に関する様々な検討は、古くて新しい問題である。証券市場の歴史を紐解けば、公開価格を巡る議論は、すでに 40 年近く前から行われてきた。

公開価格に関する現状の問題点を検討するに当たっては、過去、どのような議論が行われ、現在の価格決定方式が採用されるに至ったかの経緯を振り返ることが重要である

(注1) 「新規公開株の配分のあり方及び価格決定等について」（ワーキング報告書）は、本協会ウェブサイト（<http://www.jsda.or.jp/html/pdf/houkoku051114.pdf>）を参照。

(注2) 金融庁「証券会社の市場仲介機能等に関する懇談会」論点整理については、同庁ウェブサイト（http://www.fsa.go.jp/singi/mdth_kon/20060630.pdf）を参照。

ことから、まず、本ワーキングにおいては、過去の公開価格の決定方式について、その変遷を追ってみることにした。

(1) 類似会社比準方式によるIPO（株式公開価格算定方式の統一）

公開価格の決定は、本来、引受証券会社のノウハウに属するものであるが、我が国にあつては、昭和45年にその方法が、「類似会社比準方式」に統一されている。この経緯について、当時の大蔵省証券局年報に記されているところを要約すると次のとおりである。

非上場会社が新規上場する場合の株式公開価格の算定については、従来、引受幹事証券会社は、一般に、国税庁の相続税財産評価方式を基本とし、これに同業種の上場会社との利回り、株価収益率、財務比率等の比較による修正を加え、さらに市場性等を勘案してディスカウントを行うという方法により、価格を算定していた。しかし、公開価格の算定方法についての統一的な基準はないため、引受証券会社により独自の考え方が織り込まれており、また最終的なディスカウント率もまちまちであった。このような中、新規上場会社が増加するとともに、上場後の最初の市場価格と公開価格の値開きが大きくなり人気化の傾向が見られたことから、公開価格の適正化を図るため、公開価格算定方式の統一化・合理化を図る必要性が痛感されるようになった。^(注3)

そこで、当時IPOを含む引受業務に関する業者ルールを定めていた総合証券会社である引受証券会社7社は、「株式公開価格算定基準」(資料1参照)を定めることとし、公開会社の株価算定の基礎とするために類似会社を選定し、公開会社と類似会社との1株当たり配当金、純利益及び純資産についての比率に基づき公開会社の株式公開価格を算定する方法により、株式公開価格算定方式の統一化を図った。これが後の入札制度における下限価格決定方式としての類似会社比準方式の原形となった。

(2) 新規公開株を巡る問題と入札制度の導入

IPOを巡る問題は、主に新規公開株を配分することによる利益供与として取り扱われることが多かった。

例えば、昭和48年6月、殖産住宅相互(株)の新規公開株を巡る事件では、会社関係者が自社株式の新規上場を利用して、事前に自社株の買い集めを行い、上場時に売却して多大な利益を得たことや、新規公開株が自社の株式公開に利便を与え得る立場の者を中心に、不公正な配分が行われたことがあった。

また、昭和63年に表面化したいわゆる「リクルート事件」の疑惑究明の中で、リクルート社の子会社である(株)リクルートコスモス株式の店頭登録に際し、不公正な行為の存在が明らかとなり社会問題化した。

そのため、当時、公開の一定前の時期における利害関係者への公開予定株式の異動等を禁止するなどの措置が講じられてきたが、これらの問題の根源には、公開価格と初値の乖離の問題が存在していたのである。

つまり、株式公開に伴う公募増資及び売出しの価格(いわゆる公開価格)は、類似会社比準方式により決定されているが、当該価格は往々にして実勢より低くなっているのではないかと、そのため、事前に安い価格で利害関係者に配分されると、初値以降に必然的に価格が上昇し、そこに利益が生じ、不当利益の供与という状況が発生し、これが問題であるという考え方である。

(注3) 第9回大蔵省証券局年報(昭和46年版)参照。

実際に、当時の状況を振り返ると、公開後の初値は、平均して公開価格の 1.3 倍ないし 1.5 倍となっており、初値が公開価格を下回った事例は見受けられなかった。

公開価格と初値との乖離は、様々な要因が複合して起きているものと考えられるが、当時は、主たる原因として、公開価格が企業の財務内容から算出した理論価格であるのに対し、初値は投資家の実際の需要により決定される価格であり、新規公開株に対する人気や成長性に対する期待が反映していることにあると考えられた。

そのため、公開価格と初値との乖離を縮めることを中心に大蔵省の証券取引審議会（以下「証取審」という。）などでこの問題が取り上げられ、公開価格と初値の乖離はもっぱら公開価格の決定方式に問題ありとされ、主として公開価格算定方式の改善を行うことによって対応することが適当であるとされた。

その結果、昭和 63 年 12 月、証取審不公正取引特別部会において「株式公開制度の在り方について - 問題点とその改善策」と題された報告書が取り纏められた。この報告書では、新規公開株の価格決定方法については、要約すると次のとおり提言されている。

公開価格の算定方式としては、一般投資家の需給を反映した形で価格決定することが適当である。

その場合に、新規公開株の全量を入札により配分する方法と値決めのために新規公開株の一部を入札に付する方法が考えられるが、前者は状況によって募集・売出しが不安定になる恐れがあるのに対し、後者は一般投資家が入札という方法で自由に申込みを行うことが可能になり、かつ、一般投資家にとってなじみのある固定価格による募集・売出しを併用することにより、新規公開株の安定消化が可能になるものと考えられる。また、新規公開株の一部を入札に付することにより、公開価格が一般投資家の参加する形で決められることになる。

具体的な新規公開株の価格決定方法の改善策としては、類似会社比準方式により算出した価格を参考として、まず、新規公開株の一部を一般投資家の参加する入札に付し、その落札価格を基準として公開価格を定め、残りの新規公開株の募集・売出しを行うことが考えられる。ただし、類似会社比準方式については、より実勢に近い価格を算定することができるようにするため所要の改善を加えるべきである。

実施方法の詳細については、今後、公開価格の適正な形成に配慮しつつ、証券会社の引受機能、発行会社等の事務負担等をも総合的に勘案し、行政当局及び関係者において検討を行い、適切な結論を得ることが望ましい。

この報告を受けて、当時店頭売買有価証券市場を運営していた本協会及び全国証券取引所では、公開価格の決定方式及び公開前の公開株配分などに関する所要の規則改正を行い、平成元年 4 月から施行することとした。

特に新規公開株の価格決定方式については、一般投資者の需給を反映した形で決定し、公開価格と初値との乖離を縮小するとともに、一般投資者に新規公開株を取得できる機会を増やすことを目的に一般競争入札が導入された。

具体的には、類似会社比準方式（配当要素が株式の投資尺度としての重要性を失っているとして、比準要素から外すこととし、純資産と利益の 2 要素とした。）により引受証券会社が算出した価格を入札の下限価格、その 130% を上限価格とし、その価格帯で公開株式数の 25% から 50% の範囲の株数によって入札が行われ、落札された加重

平均価格を公開価格とし、入札後の残りの株式を引受証券会社が販売する方式とした。

この入札制度については、平成 2 年以後、多くの銘柄において上限価格に応札が集中する傾向が顕著となる一方、平成 3 年秋頃には、市場環境等の悪化から入札の人气が急速に低下した。そこで、入札制度における価格決定機能を強化するため、平成 4 年 4 月から本協会の規則において入札の上限価格を撤廃することとし、入札の下限価格は類似会社比準方式で算出された価格の 85%以上の価格とし、入札に付する株式数を公開株式数の 50%以上とすることとした。

その後、入札制度に関しては、政府の規制緩和の流れにおいて、平成 4 年 8 月の総合経済対策の一項目として株式公開制度の見直しが盛り込まれ、次のような改善が行われた。すなわち、従来は、一般競争入札による落札価格の加重平均価格をそのまま公開価格としていたものを、改正後は、落札加重平均価格を基準としつつ、引受証券会社が入札状況、期間リスク、需要見通し等を総合的に勘案して公開価格を決定できることとされた。

このようにして、当時の我が国の株式公開制度は、若干引受証券会社に裁量の余地が認められたとはいえ、入札制度の導入により、引受証券会社は引受業務における重要な価格決定機能を事実上奪われることとなり、プロとして価格決定にほとんど関与できない状況となった。これは、欧米にはみられない日本特有の制度であったといえる。

(3) 入札制度の問題点

その後も、IPOにおいて、株式公開後、一部の人気銘柄を除いて公開後急激にその価格が下落し、売買高が減少するという問題が発生した。

つまり、理論価格をベースに入札が行われ、公開価格が決定された後、初値が決定されていたにもかかわらず、公開直後に市場価格が急落する銘柄が続出する状況が発生したのである。

入札制度にあっては、公開価格が一般投資家による入札結果等に基づき決定されるものの、入札が新規公開株の一部についてのみ行われること等もあり、発行済株式数全体の需給を反映したものとはならず、そのため、公開価格が高く設定されがちであり、公開後の円滑な流通に支障をきたすとの指摘があった。

特に、入札申込上限株式数が制限されているため、価格算定能力が高いとされる機関投資家や外国人投資家等、大口投資家の需要が結果的に排除されているという問題点は強く指摘された。

つまり、人気度の高い銘柄にあっては、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。

申込上限が定められている入札及び入札後の募集にあっては、その投資主体は個人投資家が約 90%を占め、法人投資家も個人的色彩の強い法人が多く、新規公開株の価格決定は、個人投資家の入札動向に大きく左右されることとなった。

他方、流通市場においては、個人投資家の売買シェアが高いという状況からみて、入札申込上限株式数の規制が、機関投資家等の参加を阻害し、その結果、投機的投資

姿勢の強い投資家の判断によって公開価格が決定されている入札制度が、その後の流通市場の円滑化の妨げとなっているのではないかとする疑問や、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。

(4) ブックビルディング方式導入の経緯

入札制度の問題点を何とか克服する必要があるとの観点から、平成7年9月の証取審公正取引特別部会において、この問題が取り上げられ、特に新たに導入することが決定された「店頭特則市場」における株式公開制度等のあり方についての検討においては、入札制度に代わる新たな方法を実験的に導入されることが決定された。

そこで採用が決定されたのは、欧米で一般的に行われていた「ブックビルディング方式」(引受証券会社が投資家の需要を積み上げ公開価格を決定する方式)である。

欧米のブックビルディング方式では、レジストレーションステイトメント(有価証券届出書)を当局へ提出する前後から、リードマネージャー(主幹事証券会社)が一定の仮条件(複数の価格、価格帯等)を提示した上で、引受シ団メンバーの各インベストメントバンクが機関投資家の需要動向を積み上げていき、その需要予測をもとに、市況の動向等も勘案しつつ、公開株式数、公開価格等を決定する仕組みとなっていた。

もともと、我が国では、平成4年7月に日本製粉(株)第19回無担保転換社債の発行においてブックビルディング方式が初めて採用され、その後、転換社債の条件決定で一般的な方法となった。

また、既上場会社の株式では、セカンダリーオファリングとして、平成5年7月に米国クライスラー社の所有する三菱自動車工業(株)の売出しにおいて採用され、また、プライマリーオファリングとしては、平成6年3月に日本ジャンボ(株)の募集において採用され、上場後の株式の募集又は売出しにおける一般的な価格決定方式となっていた。

既上場会社の募集又は売出しの場合は、すでに市場で時価が決定されていることから、ブックビルディングで決定されるのは、どれだけのディスカウント率とするかという事項であり、また、当時の株式市場においては、発行会社の売り先指定への配分の禁止規定はあったものの、外国人投資家や機関投資家の活躍が著しく、ある部分でプロの目による評価が行われていたと考えることができる。

一方で、IPOにおいてこの方式を採用することは初めてのことであり、その導入には慎重な検討が加えられたが、対象企業の事業内容、成長性等に即して行われる株式評価を踏まえた仮条件を参考指標としつつ、新規公開株式に対する投資家の需要を的確に把握することが期待できるため、特に赤字の企業を公開させる目的で導入された店頭特則銘柄にはふさわしい決定方式であると判断された。

その結果、平成8年12月に特則銘柄において第一号に(株)エーティーエルシステムズ及びアクモス(株)がブックビルディング方式による公開価格を決定し、実現することとなった。

その後、平成9年3月には、本協会においては、「株式公開制度の改善策 - ブックビルディング方式の導入に関する要綱 - 」^(注4)を取り纏め、さらに、6月の証取審において、証券市場が企業の資金調達に当たって期待されている役割を適切かつ効率的に

(注4) 日本証券業協会 証券業報 平成9年5月 P51~P62 参照。

果たしていくためには、株式等の発行市場における諸規則・諸慣行について不断の見直しを行っていく必要があるとの考えに基づき、店頭特則銘柄のみならず、広くIPOの公開価格決定方式としてブックビルディング方式を採用すべきであるとの検討が行われた。

証取審では、当時の入札方式においては、先に述べたように公開価格が高く設定されがちであり、公開後の円滑な流通に支障をきたすことがあるとの問題点を踏まえ、ブックビルディング方式のメリットを掲げている。

発行市場だけでなく公開後の流通市場まで勘案した需要の積み上げによる公開価格決定が可能になり、株価に対する投資家の信頼を高めることができる。また、長期投資を目的とする機関投資家による市場参加を促すことにより、市場の効率化・活性化も期待できる。

引受証券会社が自ら主体的に公開価格の決定に関与する結果、公開後も流通市場においてマーケットメイク機能をより積極的に発揮することが可能となる。これにより、公開後の売買高の低下を回避し、流通市場の活性化を図ることが期待できる。

引受証券会社がアンダーライター機能（引受機能）をより一層発揮し、これを通じて、流通市場におけるマーケットメイク機能をより積極的に発揮することができる。この結果、引受証券会社による多面的で自由な競争が促進され、市場の効率化に資すると期待できる。

現行方式に比べ手続きが簡素となり、公開日程の短縮が可能となるとともに、需要動向に応じた弾力的な発行も可能となる。

欧米でも一般に行われている公開方法であり、グローバル・スタンダードに合致している。

なお、入札については、様々な問題があるものの、公開価格決定方式としては市場動向をより反映させやすい方式であることは事実であることから、ブックビルディング方式を導入した場合においても、引き続き存続させることとされ、現在においても、その方式の採用を発行会社が選択できるようにはなっているものの、ブックビルディング方式採用後、当該方式を採用した会社は皆無である。

以上のような点を踏まえ、本協会及び全国証券取引所においては、公開価格決定方式として、国際的に整合性があり、市場機能による適正な価格形成が期待できるブックビルディング方式を導入することとし、平成9年9月から施行することとした。

・現状におけるブックビルディング方式のプロセス

現行のブックビルディング方式のプロセスについて、以下、有価証券届出書の提出から初値決定までのプロセスを説明することとする。（資料2参照）

（1）想定発行価格の算定

価格に関して最初に着手されるのが理論価格の算出であり、主幹事証券会社は、新

規上場申請会社の企業価値を算出したうえで、当該会社の一株当たりの理論価格を算出することになる。当該理論価格は、想定発行価格の基礎になる理論数値であり、算定方法は、主幹事証券会社のノウハウである。

一般的には、収益規模や成長性、資産内容などから理論的に算出される価格であり、主幹事証券会社は類似会社比準方式やP E R等の指標による比較会社との相対評価、また、場合によっては収益還元方式などの絶対評価をもとに、さまざまな理論的な価格算定方式を駆使して、当該企業の理論的な価値を算定することになる。

この理論価格をもとに、主幹事証券会社及び新規上場申請会社との協議により、例えば新規上場会社における会社情報のアベイラビリティの低さ等を考慮し、ディスカウントした価格が想定発行価格として決定される。

新規公開時のI P Oの場合、取引所における当該会社の上場承認日において、募集及び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ることとなる。

この想定発行価格は、その際、当該届出書に発行価額の総額（会社法上の払込金額の総額である。）を記載するために算出されるものである。従って、当該想定発行価格は、その時点における理論的な調達金額を算出し、投資家に対し一定の情報を提供するために有価証券届出書に記載されるものであり、実際の公開価格とは異なるものである。

（２）仮条件の価格帯の決定

有価証券届出書が提出されると、引受証券会社は投資勧誘が可能になるが、この段階では価格については、まだ想定発行価格のみの情報であるため、発行会社の代表者が財務担当者等を同行し、価格発見能力に優れた複数の機関投資家に対して自社の内容を説明する。このプロセスは一般に「ロードショー」と呼ばれる。その後、ロードショーを行った機関投資家に対し主幹事証券会社が当該発行会社の妥当株価、申込予定株数等をヒアリングする。

一般には、このような機関投資家への調査を「プレマーケティング」と称するが、法的に規制される届出書提出前のプレヒアリングとは異なり、勧誘資料を含む適切な情報提供を行った上で意見聴取を行っており、それぞれの機関投資家における当該発行会社に対する様々な評価や株式購入意向等を把握し、それらを参考に仮条件を主幹事証券会社と発行会社が協議のうえ決定していくこととなる。

その際、機関投資家へ理論価格は説明するが、それぞれの機関投資家において、当該発行会社の株式購入ニーズを価格と数量によって把握し、実際の需要に基づいた仮条件を決定していくことになる。

仮条件の価格帯は、例えば「250,000円～320,000円」というように、一定の価格帯によって示され、発行会社において取締役会で決定された後に、投資家に対してブックビルディング期間の需要申告の目安として提示される。

仮条件の価格帯の算定が行われると、発行会社において発行価格及び売出しの条件決定に関する取締役会議が行われ、正式に仮条件の価格帯が決定され、当該価格をもって仮条件の価格帯の情報が提供されることになる。

（３）ブックビルディングの実施

この訂正有価証券届出書（第１回）が財務局に対して提出された後、当該仮条件をもとに、投資家からの購入希望数量及び購入希望価格を調査することとなる。つまり、

仮条件に対して投資家が示す株式への需要を把握することによってマーケット動向に沿った価格決定を行うプロセスである。

通常は、シ団に参加している引受証券会社が需要を調査する場合、顧客に仮条件の価格帯の中から特定の価格と購入希望数量等を申告してもらい、それを集計して価格帯ごとにどれだけの申込みがあったかを主幹事証券会社に報告する。

現状においては、シ団各社に寄せられた個人需要は、顧客名まで主幹事証券会社には開示されないため名寄せは行えず、主幹事証券会社は個人投資家の重複申告を完全に排除することが不可能である。

主幹事証券会社はこれを集計し、ブックビルディングにおける最多価格の状況や申込み分布など、顧客からの需要動向を勘案の上、公開価格の案を発行会社に提示し両者で協議することとなる。

発行会社は協議の結果、合意した価格を公開価格として最終的に決定する。

なお、米国のブックビルディングによる価格決定を概観してみると、まず、主幹事証券会社が、純資産、利益、P E R等の指標を基準に、主として類似性の高い会社との比較により株価を試算し、ディスカウント率を乗じた上で、予想株価幅（明確なルールは明記されていないが通常は上下限5%の範囲内）を決定する。

当該株価の価格帯をSECへの登録届出書に記載の上、ロードショー（会社説明会）を行い、投資家（特に機関投資家）に実際の需要動向を確認（ブックビルディング）し、ロードショーの結果に基づき、主幹事証券会社は公開予定企業と最終調整を行い公開価格を決定する。

主幹事証券会社が、需要動向を参考にして引受シ団を構成する証券会社毎の販売株数を決定し、各社がロードショーの需要を勘案の上、顧客（60%～90%が機関投資家）への配分を行うことが一般的である。

また、英国でもほぼ同様な方法によっている。

（4）初値決定

公開価格決定後、訂正有価証券届出書（第2回）が財務局に対して提出されることになる。

投資家の払込みの期間を経て、払込期日の翌日（受渡期日）に金融商品取引所に上場し売買が開始される。

売買初日は、初値が決定するまでの間、基準値段は設定されず、需給の関係を基に価格決定が行われる。IPO銘柄については概ね市場に供給される株式数が少ないことから、人気のある銘柄は買い需要が多くなるため、多くのIPOにおける初値の状況は公開価格よりも高い価格で決定することが多い。

一方で、半年程度経過し、価格等がこなれてくると、概ね公開価格まで値が下がることが多いのも実態である。

・最近の新規公開株の状況について

平成18年6月の「論点整理」が取り纏められた時点以降のIPOの状況は、ライブドア事件など、新興市場を巡る不祥事や相場環境の変化等を受け、大きく変化した。（資料3参照）

（1）新規公開銘柄数の減少

最近3年間(平成19年は9月末現在)における新規公開株の状況について、株式公開を行った銘柄数は、平成17年158銘柄、平成18年188銘柄、平成19年93銘柄である。

平成19年の状況は、新興市場全体の低迷を受けて、特に、主要3新興市場での新規公開会社数の減少が顕著であるが、これは新規上場における審査の強化なども相まって大幅に減少したものと考えられる。(資料4参照)

(2) 価格決定等の状況

仮条件と公開価格

公開価格の決定に当たり、仮条件の価格帯の上限価格で決定した銘柄数は、平成17年158銘柄であり全体の100%、平成18年186銘柄であり全体の98.9%、平成19年(9月末上場分まで)99銘柄であり全体の94.2%であった。一方、仮条件の価格帯における下限価格で公開価格が決定した銘柄数は、平成17年0銘柄、平成18年0銘柄、平成19年3銘柄であった。

公開価格と初値の状況

また、公開価格と初値との関係においては、初値が公開価格より高くなった銘柄数は、平成17年151銘柄(95.6%)、平成18年159銘柄(84.6%)、平成19年69銘柄(74.2%)であった。一方、初値が公開価格より低くなった銘柄数は、平成17年3銘柄(1.9%)、平成18年20銘柄(10.6%)であったのが、平成19年には22銘柄(23.7%)となり、平成17年及び18年よりも大幅に増加することとなった。

さらに、公開価格と初値との平均乖離率($(株価 - 公開価格) / 公開価格$)では、平成17年134.4%、平成18年103.2%、平成19年41.5%と年々減少傾向にあるといえる。

上場後の株価の状況

公開価格と初値以降の株価において、1ヶ月後の株価との平均乖離率は、平成17年148.5%、平成18年45.5%、平成19年28.5%であり、3ヶ月後の株価との平均乖離率は、平成17年128.9%、平成18年14.6%、平成19年29.9%であり、6ヶ月後の株価との平均乖離率は平成17年104.7%、平成18年3.5%、平成19年0.1%であり、初値との比較においてもほぼ年々減少傾向にあるといえる。(注5)

これらの状況から、上場後の株価は、当初は公開価格と初値が乖離した状態であっても、中長期的には様々な要素を勘案して決定された公開価格近辺に株価が収斂していく傾向にあることがわかる。

・ブックビルディングにおける問題点の所在

これまで述べてきたとおり、新規公開株にかかる公開価格の決定については、様々な経緯を踏まえて現在に至っているわけであるが、公開価格の決定方法に関連しては、常にアンダープライシング(初値が公開価格を上回る現象、あるいは、初値に比較して公

(注5) 平成17年については、上場後6ヶ月後の株価の乖離率は104.7%と、依然として公開価格の2倍近い水準にあったが、同年においては、日経平均株価が年初終値の11,517円から年末終値は16,111円まで達し、年間を通じて4,594円(40%)の急激な上昇トレンドにあったという特殊要因に大きく起因しているものと考えられる。

開価格が低く設定される)問題が指摘されてきた。これに関しては、特に特定少数株主のみならず多数の株主の存在を前提とし、一定の株主数の充足を定めている我が国各金融商品取引所の上場基準を満たすために、他国に比して個人投資家に対する販売比率が多くなる我が国の新規公開に関しては、より顕著に現れる問題として、以前から指摘されてきたものである。

ブックビルディングのプロセスでも説明したとおり、ブックビルディングでは、主幹事証券会社が、合理的な評価を行うことができるとされる複数の機関投資家の需要を踏まえ仮条件を設定し、さらに個人投資家などの需要状況なども勘案して公開価格が決定されるが、IPOの株式数自体が少ないことや、新興市場の市況などの影響を受けて、個人投資家の値上がり期待などが相まって、公開価格よりも高い価格で初値が決定される例が多く見られてきた。

そのような状況の中で、本協会では新規公開株の配分に関する検討においてブックビルディングについて各種問題点が提起されており、さらに市場仲介機能懇談会において、より透明性の高いブックビルディングのあり方に関して、検討を行うことが提言されている。

また、最近では、不当に高い引受価額での引受けが行われたとして、証券取引等監視委員会から主幹事証券会社によるオーバープライシングについて勧告が行われる事例も発生している。

そこで、本ワーキングにおいては、これらの問題点を整理し、論点を明確化した上で、その対応策について具体的な検討を行うこととした。

(1) 新規公開株の顧客への配分のあり方等に関するワーキング・グループでの検討

平成17年11月に取り纏められた配分報告書において、以下のとおりブックビルディングに関する問題点を掲げている。

イ．需要の重複申告、空積み

ブックビルディングの際の新規公開株の配分を求めて、一部の投資家が同一の需要を複数の証券会社に重複して申告していると言われている。その結果、需要が重複過大に集計されることにより、実需から上方に乖離した公開価格が決定される恐れがある。

同一の証券会社内については、各証券会社が、複数店舗での口座開設を認めなかったりブックビルディング案件毎に名寄せを行ったりして重複した需要の申告を排除しているが、異なる証券会社間においては、重複申告を完全に排除することは現実的に困難である。

また、投資家からの申告がないのに申告があったとして証券会社が主幹事証券会社に報告する、又は投資家から申告された需要数量を水増しして証券会社が主幹事証券会社に報告する、いわゆる「空積み」も、ブックビルディングを通じて決定する公開価格を歪める恐れがあるため取引所及び本協会の規則で禁止しているところであるが、これを行ったとして社内検査、行政当局の検査、取引所の考査及び本協会の監査で指摘される事例が後を絶たない。

重複申告や空積みが起こる背景には、ブックビルディングに際して需要の申告を

行うことが、慣例上、その後の配分の申込みとなっていることがあるのではないかと指摘もある。

ロ．ブックビルディングとその後の配分との関係

新規公開株の配分においてどうしても取得したい投資家はできるだけ高い価格で需要申告を行う。多くの証券会社では、当該需要申告と新規公開株の買付け申込みを同一なものとして取り扱うため、その需要動向をもとに決定した公開価格は新規公開後の流通市場において形成される価格と比較するとかなり高めとなる。

そのため、ブックビルディング制度導入当時、ブックビルディングに需要を申告することが必ずしもその後の配分的前提ではなく、ブックビルディングに需要を申告していない投資家に新規公開株を配分していたとしても、自社が定める配分に関する基本方針や社内規則に沿っているならば問題とするものではないとの整理を行っている。

また、主幹事証券会社から各社への配分が各社の需要申告に基づいて行われていることもあり、需要申告でない申込み分があったとしても、それが主幹事証券会社に伝えられないことから、当該申込みに見合う株式数の配分を受けることができないという制度的な制約もある。

結果的に、制度導入後における実態としては、ブックビルディングと配分の申込みの受付とを別々に行うと新規公開に係る日程の長期化につながることもあり、ブックビルディングに需要を申告した投資家の中から配分先を決定する形が主流となった。

ただ、この形が主流となったがゆえに、「ブックビルディングに需要を申告していない者にその後の配分をしてはならない」という間違った解釈が広がったり、検査等においてもこのような解釈に基づく指摘が相次ぐなどの実態が生じることとなった。

なお、ブックビルディングやその後の配分との関係についての考え方が基本的に各協会員に委ねられている結果、例えば、ブックビルディングでの需要申告は協会員が顧客に対して積極的に需要を掘り起こした結果として積み上げられるべきか、それとも顧客から申告された需要を淡々と積み上げるだけとすべきか、などといった基本的な考え方の相違が協会員の間でいくつかあり、その結果としてブックビルディングの方法や配分の基準が協会員によって異なっており、投資家の間に混乱が生じているという問題も指摘されている。

ハ．ブックビルディングの価格発見機能

平成17年当時の新規公開株のブックビルディングで申告される需要の価格は仮条件の上限価格がほとんどであり、中には「仮条件の上限価格で取得したいかどうか」や「仮条件の上限価格で公開価格が決定されそうかどうか」がブックビルディングに需要を申告するかどうかの判断基準となっているとの指摘もある。そして、その結果として決定される公開価格は、平成15年後半以降、一部例外はあるものの、仮条件の上限価格で決定されている。

この実態も、ブックビルディングとその後の配分の申込みとが半ば一体化していることに由来するところが大きいと考えられるが、このようにして積み上げられた需要は、数量の多寡が需要動向を示しているとは言えるものの、このようなアプローチは、各投資家より申告された価格にどれほど期待してよいのかという指摘もある。

る。

その一方で、当時は上場初値が公開価格の数倍となるケースが散見されることについて、ブックビルディングを通じて決定される公開価格が流通市場の実勢を反映していない（初値との乖離がありすぎる）のではないかとの指摘もある。

（２）市場仲介機能懇談会による問題点の指摘

金融庁において平成 18 年 6 月に取り纏められた市場仲介機能懇談会の「論点整理」においては、上記のような問題点に立脚して、仮条件の価格帯の設定及びブックビルディングについて、以下のとおり問題点の指摘を行っている。

イ．仮条件の設定方法について明確な基準が設けられていない。

ロ．ブックビルディングのプロセスについては、具体的なルールがなく、各社が定める方法で実施されていることから重複申告や空積み等の問題があるとの指摘がある。

ハ．公開価格が需給動向を的確に反映したものであるとは必ずしも言いがたいとの指摘がある。

市場仲介機能懇談会の「論点整理」では、これらの問題点は、「新規公開価格が透明で公正に決定されていることを担保することが投資者保護の観点からも重要であると考えられる」との観点から解消されるべきであり、本協会において、証券会社が検討・採用すべき株価の算定方式を開示すること等による設定方法の明確化、ブックビルディングに関する投資家への周知方法や需要申告の方法等について具体的な基準の設定等の検討を行うことを提言している。

（３）証券取引等監視委員会における指摘

新規公開株の主幹事証券会社が、発行会社の圧力により、当該主幹事証券会社が算定した理論価格から著しく高い価額において想定公募価格等を設定することに同意する等、法令に規定する「引受けに関する自己の取引上の地位を維持し又は有利ならしめるため、著しく不相当と認められる価格により、有価証券の引受けを行っている状況」があったものと認められるものとして、本年 3 月 23 日付けで証券取引等監視委員会から金融庁長官に対して行政処分を行うよう勧告が行われた。

具体的な内容については、次のとおりである。

A 社の上場に当たって、X 証券会社が IPO の引受けの主幹事証券会社となったが、A 社の公開価格決定に当たり、A 社社長の「公募価格は、時価総額 100 億円となる価格が妥当」、「価格引下げには応じられない」、あるいは、「公募価格は、従前発行したストックオプションの行使価額を上回らなければならない」との意向を受けて、X 社の引受審査部長が A 社の想定公募価格を、理論価格を著しく上回る金額とすることに同意した。

その後、機関投資家に対してプレヒアリングを行ったが、想定公募価格に沿う形でより高い価格に誘導され、仮条件が高い価格帯に設定されたものと認められる状況となった。

このような状況の中、X証券会社はその取締役会において理論価格を著しく上回る価額で当該公募株式の引受けを行うことを決議し、その後、当該引受価額で当該公募株式の引受けを行った。

この行為は、証券取引法第43条第2号に基づく証券会社の行為規制等に関する内閣府令第10条第3号に規定する「引受けに関する自己の取引上の地位を維持し又は有利ならしめるため、著しく不相当と認められる価格により、有価証券の引受けを行っている状況」に該当する業務を営むことに該当するものと認められる。

(4) 論点の整理

上記の各種提言で指摘されている論点及び証券取引等監視委員会による勧告の内容を整理した結果、本ワーキングとしては、以下の問題点について、それぞれ検討を行っていくこととした。

イ．公開価格と初値の乖離問題

公開価格と初値の乖離に係るアンダープライシング問題は、広く問題視されており、様々な学者がその分析を行っている^(注6)。多くの実証研究においては、証券市場が合理的な価格決定機能を具備している場合は、公開価格が意図的に過小評価されやすいととらえている。しかし、我が国におけるアンダープライシング問題は、特に少数特定株主のみならず多数の株主の存在を前提とし、一定の株主数の充足を定めている我が国各金融商品取引所の上場基準を満たすために、他国に比して個人投資家に対する販売比率が多くなる我が国の新規公開に関しては、個人投資家の多数の参加が合理的価格機能を阻害しているといった問題や企業における利益調整による問題^(注7)などが指摘されている。このような問題をどのように評価するかについて検討を行う。

ロ．価格決定プロセスの標準化

現状の公開価格決定に係るプロセスにおいては、主幹事証券会社の裁量に任せられる部分が多い。本来であれば、その部分が各証券会社のノウハウとされ、適切な公開価格が決定できる証券会社の評価が上がることになるはずであるが、我が国においては、イ.で指摘したアンダープライシングの問題が顕著に発生したことから、公開価格の決定に問題があるとみなされることが多い。そこで、主幹事証券会社の裁量部分を少なくして、その価格決定プロセスをルール等で標準化することのメリット・デメリットについて検討を行う。

ハ．価格設定に係る決定根拠の明確化

現在、IPOの届出書には、想定発行価格、仮条件、公開価格が記載されるが、その決定根拠に関しては開示されていない実態がある。この価格決定根拠についてより広く開示されることで、公開価格の透明性・公平性が確保できるのではないかとといった指摘があることから、海外の事例も検討の上、我が国における価格決定根

(注6) Ritter and Welch[2002]は米国におけるアンダープライシング等をめぐる諸研究に関して総括しており、また、Kaneko and Pettway[2003]、Kutsuna and Smith[2004]、Kutuna[2007]は、我が国のIPOに係るアンダープライシング問題について実証的な検討を加えている。

(注7) Nagata[2007]では、利益調整とプライシングの関係に焦点をあて、検討を加えている。

掘の開示について検討を行う。

二．価格の妥当性等の確認等

価格決定プロセスの明確化に加え、主幹事証券会社が設定した価格が適切なプロセスに基づき決定されたかどうかの確認を加えることも重要であるとの指摘がある。これらは、各社が行う引受審査手続きに組み込まれるなどの方法で行われる必要があるとの指摘もある。

そこで、主幹事証券会社においてどのように確認を行うべきであるか検討を行う。

ホ．ブックビルディングプロセスの確認

最後に、現在実施されているブックビルディングのプロセスにおいて問題視されている「需要者の範囲」、「需要申告と配分申込みの関係」、さらに「重複申告及び空積み等」に焦点を当て、各社において異なる方法により実施されているブックビルディングの方法を標準化する必要があるかどうかについて検討を行う。

．問題に対する具体的な対応策について

本ワーキングにおいては、上記に整理した新規公開株のブックビルディングの問題点について、従来からの実務慣習、投資者保護上の考え方等を勘案の上、以下のとおり検討を行った。

その結果、本協会規則に定めるべき内容について整理するとともに、規則化までには至らないが重要であると考えられる内容については、本報告書において取り纏めることとし、必要に応じて各社において対応すべきであるとされた。

(1) 公開価格と初値について

本ワーキングにおいては、公開価格の決定プロセス等の議論に先立ち、公開価格と初値の乖離に関するアンダープライシングの問題について、機関投資家等を中心とした需要の積み上げによる公開価格の決め方に妥当性が欠けるのではないかと、またその一方で、大多数を占める個人投資家などによる企業実態を無視した投資行動により、初値が高騰してしまう現象から生じたものではないかとの観点から、昨今の公開価格の決定に係る状況を把握するため、公開価格と初値を含むその後の株価との検討を行った。

公開価格と初値の乖離は、様々な要因が複合して起きているものと考えられる。

古くは、「公開価格が企業の財務内容から算出した理論価格であるのに対し、初値は投資家の実際の需要により決定される価格であり、新規公開に対する人気や成長性に対する期待が反映している」ため^(注8)発生したものと理解される場合が多い。

一方で、入札方式及びブックビルディング方式導入後、理論価格に市場の需給を反映させた形で公開価格が決定されているにもかかわらず同様の傾向が見られることなどから、必ずしも公開価格のみに問題があるとはいえない状況となっている。

確かに、ブックビルディング方式については、公開価格が一部の機関投資家の需給を反映させたものであるのに対して、初値は多くの個人投資家によって形成される現状を勘案すると、機関投資家と個人投資家の投資行動の差が両価格の乖離につながる場合が想定されるものの、入札で見たとおり、多くの個人投資家の需給を公開価格に

(注8) 昭和63年12月の証券取引審議会不正取引部会報告書参照。

反映させたとしても、さらに初値を押し上げるような現象が起こってしまう。

従って、公開価格と初値の乖離は、そのときの市場環境、当該銘柄の人気度合（期待収益率など）、知名度、公開株式数等により形成されるものであると考えられる。

その証拠に、昨今の新興市場を巡る環境の変化を受け、新規公開時の初値形成は沈静化しており、一時期は、初値が公開価格を下回るといった逆転現象も発生しているところである。（資料3参照）

さらに、当初公開価格と初値が乖離した状態であっても、それらは短期的な需給や市場環境によって形成されることから、当該銘柄の株価は、上記 .(2) に見られるように、中長期的には様々な要素を勘案して決定された公開価格近辺に株価が収斂するケースが多く見受けられる。

従って、本来は、中長期的な株価を見据えて、公開価格は決定されるべきであるということもでき、アンダープライシングは、一時的な個人投資家を中心とした人気度に左右されやすい新興市場銘柄の特殊性に依存した現象であるとも捉えられる。

本ワーキングにおいては、アンダープライシングの問題は、制度的な公開価格決定方式の見直しを行っても解消することは難しく、個人投資家を中心とした投資家層に対し、必要に応じて、企業実態をより一層踏まえた合理的な銘柄選別と冷静な投資行動を行うよう、普及啓発などにより周知していくことが望ましいとの結論に達した。

もちろん、発行会社に対しても、投資家をミスリードするような過度な業績予想の公表などを行わないよう、主幹事証券会社を中心に適切な指導が行われることが望まれる。

(2) 価格設定プロセスの標準化

現行の公開価格のプロセスについては、一般的には次のプロセスにより決定されている。

まず、有価証券届出書の提出前に、主幹事証券会社により新規上場申請会社の企業価値を算出したうえで、当該会社の一株当たりの理論価格を算出することになる。これは類似会社比準方式や収益還元方式などの計算に基づくことが多い。

この理論価格をもとに主幹事証券会社及び新規上場申請会社との協議により例えば新規上場会社における会社情報のアベイラビリティの低さ等を考慮し、ディスカウントした価格を有価証券届出書に記載する想定発行価格として決定することとなる。

その後、新規上場申請会社により新規上場に係る新株式発行の取締役会決議が行われた上で、当該申請会社によるロードショーと主幹事証券会社により実施されるプレマーケティングの結果を参考に、両者で協議のうえ仮条件が決定されることとなる。

仮条件は需要申告の目安として提示されブックビルディングが行われることとなるが、この結果を踏まえ仮条件の価格帯において決定される価格が公開価格となっているところである。

現行の本協会の自主規制ルールにおいては、「有価証券の引受け等に関する規則」第21条においてブックビルディングによる価格の決定^(注9)、同規則細則第10条におい

(注9) 引受会員は、株券等の引受けを行うに当たり、ブックビルディング（投資者の需要状況の調査）により当該募集又は売出しに係る株券等の価格等の条件を決定する場合、当該ブックビルディングにより把握した投資者の需要状況に基づき、払込日までの期間に係る相場の変動リスク等を総合的に勘案して発行者又は売出人と協議するものとする。

てブックビルディングの手続きとして仮条件の決定等^(注10)について規定されているが、価格については、「ブックビルディングにより把握した投資者の需要状況に基づき、払込みまでの期間に係る相場変動リスク等を総合的に勘案して」決めるものとされ、また仮条件については、市場動向、発行者の事業内容・営業成績・財務状況、参考となる資料や意見を総合的に勘案して決定するよう規定されているだけであり、詳細な公開価格の決定プロセスの標準化は行われていない。

そこで、本ワーキングにおいては、公開価格の決定プロセスの標準化について検討した結果、以下のとおりの結論に達した。

上記で示したとおり、公開価格の決定プロセスについては、自主規制規則において詳細に規定されているわけではないが、実際には概ね一定のプロセスで想定発行価格及び仮条件の価格帯の設定が行われている。

また、現行の実務において、主幹事証券会社が発行会社の事業内容、経営成績、財政状態及び事業内容等の類似性の高い上場会社との比較等の様々な要素を踏まえ、これらを様々なアプローチによって総合的に評価し価格を決定している。したがって、公開価格の決定プロセスを標準化してしまうと、このような弾力的な取扱いが行えなくなるおそれがある。

特に、新規上場を目指す企業は、従来にはない新しいビジネスモデルを開発し、あるいはマーケットを開拓しているケースが多く見受けられ、このような企業の評価を画一的な手法で行うことは困難であるばかりでなく、かえって適正な評価を行うことができなくなる恐れがあるとの意見が大勢を占めた。

そのため、現状においては、価格決定のプロセスを標準化する必要はないとの結論に達した。

(3) 価格設定に係る設定根拠の明確化について

どのような考え方に基づき公開価格が決定されたかについて、有価証券届出書に開示することは、投資家に対して一定の投資材料を提供することになるため有用ではないかといった問題提起は、たしかに現状において個人投資家が多数参入する新興市場におけるIPOには有用なことである。

しかしながら、想定発行価格や仮条件の価格帯に係る設定根拠の明確化については、以下のような考え方から、その詳細について開示することを本協会の自主規制規則で規定することは望ましくないものの、仮条件の価格帯の設定に関しては、各社において、投資者への影響等に配慮した上で記載内容の工夫に努めるべきとの認識に至った。

想定発行価格の決定に係る開示

想定発行価格は、財務局に対して有価証券届出書を提出する際、資金調達の手取り金の概算や資本組入れ額をその時点で推定するためのデータとして、当該届出書に発行価額の総額（会社法上の払込金額の総額である。）を記載することとされている。

(注10) 「有価証券の引受け等に関する規則」に関する細則第10条第1項1号 1 仮条件の決定・・・引受会員は次に掲げる事項を総合的に勘案して、発行者又は売出し人と協議のうえ仮条件を決定する。イ 募集又は売出しに係る株券等の発行者の株券、優先出資証券又は不動産投資信託証券の時価、流動性及び株券、優先出資証券又は不動産投資信託証券を公開している市場 ロ 募集又は売出しに係る株券等の発行者の事業内容、経営成績及び財政状態 八 その他仮条件の決定に関して参考となる資料及び意見

この想定発行価格は実務的な面から主幹事証券会社により収益規模や成長性、資産内容などから理論値を算出し総合的に勘案して決定される価格であり、あくまでも届出書上の必要記載情報であることから投資家に提示される公開価格とは必ずしも一致しないことは広く周知されており、実際にも仮条件の価格帯の設定時には大きく変動することもあることが広く一般に認識されているところである。

米国では、新規上場を行おうとする会社は上場日の約 10 週間前までに SEC に対して S - 1 様式登録届出書を提出することとなり、その後、当該届出書の提出が行われた旨プレスリリースにより公表される。しかし、S - 1 様式登録届出書には、日本のように想定発行価格は開示されない。

また、英国においても UKLA / FSA への届出書が提出される時点において、想定発行価格の開示は行われていない。

ブックビルディング方式による公開価格の決定に当たっては、機関投資家へのヒアリングが重要と考えられ、仮条件の価格帯の決定前段階である想定発行価格の時に、その算出方法を開示することにより投資家に対して知らしめることは、米国や英国において開示されていない現状も踏まえると、かえって投資家に対し誤った先入観を抱かせることになると考えられる。

また、比較対象とした類似会社については、想定発行価格は類似会社の比較だけではないこと、従来にはない新しいビジネスモデルの会社の上場等、そもそも類似会社が存在しないケースも多く、無理に類似会社を記載した場合、投資家をミスリードする恐れがあること、発行会社と類似会社とのバリエーションの比較感については目論見書への記載になじまないことから本ワーキングにおいては開示することについては妥当ではないとの結論を得た。加えて、比較対象となった類似会社を開示することとした場合、恣意的に当該類似会社の株価を変動させる等の不公正取引につながる恐れもあると考えられる。

仮条件の価格帯の決定に係る開示

仮条件の価格帯の決定に当たっては、有価証券届出書提出後、当該届出書の訂正事項において仮条件での価格帯が決定されるが、この仮条件は、大抵の場合、上場を行おうとする会社の事業内容、経営成績及び財政状態、事業内容等の類似性が高い上場会社との比較、価格算定能力が高いと推定される機関投資家等の意見並びに需要見通し、現在の株式市況や最近の新規上場株式に対する市場の評価及び上場日までの期間における価格変動リスク等を総合的に勘案して決定されることになる。

米国では、仮条件の価格帯が決定された後、目論見書において当該仮条件の価格帯が情報開示されることになるが、機関投資家へのロードショーを含む投資家へのマーケティングはこの時点で開始されることになる。通常、マーケティングの期間は 2~3 週間程度を要し、主幹事証券会社は当該期間内に 2 週間程度のロードショーを実施し、ブックビルディングを開始する。その方法についてはほぼ日本と同様である。

また仮条件の価格帯の幅は、通常は上下限 5% の幅に設定されることが多く、その際、いわゆる「ホット・イシュー」といわれるような人気が高い場合には、当該マーケティング及びブックビルディング期間中に価格帯を上方修正することもあり、さらに、公開価格決定日には、投資家からのフィードバックの結果を踏まえ、仮条件の上限価格より高い価格に決定されることも見受けられる。

仮条件の価格帯の決定に当たっては、将来の予想数値を加味することとなるが、

現行法定開示制度の中では、目論見書において予想数値は一切開示されておらず、価格帯の決定根拠を開示する際に予想数値について言及することはできないと考えられる。

また、機関投資家からのヒアリング内容の開示の検討に当たっては、機関投資家との間の守秘義務等との関係から個別の内容を開示することについては難しいと考えられるが、仮にこれらの問題をクリアし開示することとした場合でも、その後の機関投資家からのヒアリングにあっては、適切なフィードバックが阻害される可能性が高く、適切なプライシングが妨げられる恐れがある。

一方、訂正届出書における仮条件の価格帯の設定に係る開示を検証してみると、ほとんどの場合「当該仮条件は、当社の事業内容、経営成績及び財政状態、当社と事業内容等の類似性が高い上場会社との比較、価格算定能力が高いと推定される機関投資家等の意見及び需要見通し、現在の株式市場の状況、最近の新規上場株の株式市場における評価並びに上場日までの期間における価格変動リスク等を総合的に検討して決定した。」旨の内容が記載されている。

しかし、これらはどの銘柄においてもほぼ同じ記載内容となっており、各社の特徴を個別に現したものである。従って、各社において投資者への当該発行会社における公開価格の決定に係る影響等に配慮した上で、各案件に応じ、記載内容の工夫（例えば、類似会社の業種や機関投資家からのフィードバックの主なポイントを可能な限り開示する等）に努めるべきとの認識に至った。

なお、その際には、開示するポイントの正確性、あるいは恣意的に有利なコメントを選択して開示していないこと等を証明する責任は発行会社や主幹事証券会社が負うこととなるため、当該記載を信用した投資家が損失を蒙った場合の損害賠償責任の所在も含め十分に検討した上で、最終的には各社において適切に判断すべきである。

公開価格の決定に係る開示

公開価格については、ブックビルディングによる機関投資家や個人投資家の需要申告を反映させた結果、決定されることになる。

当該届出書の訂正事項においてはブックビルディングを行った特徴として、申告された総需要株式数は、公開株式数を十分に上回る状況であったこと、申告された総需要件数が多数にわたっていたこと及び申告された需要の相当数が仮条件の価格帯の上限価格であったことなどの内容が記載される。それに加え、現在の株式市場の状況、最近の新規公開株に対する市場の評価及び上場日までの期間における価格変動リスクなどを総合的に勘案して決定された旨が記載されることが多いが、現行において開示されている内容については特に問題ないのではないかとの意見が大勢を占めた。

(4) 価格の妥当性等の確認等

決定された公開価格等の妥当性等について、事後に検証し、適切な手続きが行われたかどうかを確認することは、非常に重要であり、引受証券会社の義務でもあると考えられる。そこで、本件についてワーキングでどのような手続きで確認作業を行うかを検討したところ、以下のような結論に至った。

価格の妥当性等を確認する部署等

上記(1)に掲げた本年3月23日付けの証券取引等監視委員会の勧告事例も踏まえ、主幹事証券会社内において、中立的な部署や会議体において価格の妥当性を確認する機能を持たせる等、価格の適正性を担保し、価格設定に係る透明性を向上させることが必要である。

具体的には、発行会社を顧客に持つ部署や投資家を顧客に持つ部署以外の中立的な部署（シンジケーション部署等）や会議体において、価格設定に一定のイニシアチブを持つようにすべきである。従って、中立的な部署又は会議体において価格の妥当性を確認することは、発行会社及び投資家のどちらにも納得性を持つこととなると考えられる。

なお、公開価格等の決定に当たって、そのプロセスにおいて積極的に関与すべきではない社内の部署についても検討が行われた。本件については、発行会社と利害一致の関係にある引受部門の関与については問題があるのではないかといった意見や、価格決定においては必然的に発行会社の内部情報を加味することとなるので、セカンダリーサイドの部署も携わるべきではないとの意見が出された。一方、投資家の見方を把握しているセカンダリーサイドの部署や、発行会社を最も理解している引受部門の関与を否定すべきではないとの意見も強く出された。

また、プライシングに係る利益相反として、社内のどのような部門が積極的に関与すべきであり、あるいはどのような部門が積極的に関与すべきでないのかについては、現在のところIOSCO（証券監督者国際機構）においても利益相反の問題全般について議論の過程にあることから、本件については、当面は各社の判断において価格決定に関与すべきでない者を特定すべきと整理された。

価格決定に係る社内プロセス

上記(2)において、公開価格の決定プロセスについては自主規制規則において標準化すべきではないとの結論に至ったが、一方で、今般の金融商品取引法の施行に伴い元引受業務は登録制に移行し、今後、主幹事証券会社の多様化が起こり得るなかで、一部の証券会社において全く社内プロセスが構築されないまま問題事例が生じることとなれば、投資家全体の信頼を失うことにもなりかねない。

本ワーキングとしては、価格決定に係る社内プロセスについては、各社において一定の適切な社内ルールを制定し、コンプライアンス部門又は検査部門等においてそのプロセスに瑕疵がなかったかについて確認することとすべきであるとの結論に達した。

その際、当該社内プロセスについて開示することは、決定された公開価格に対して個人投資家に安心感を与えることとなるため、積極的にこれらを開示すべきであるとの意見があった一方、重要なのは、あくまで牽制の利く社内体制及び適切なプロセスを担保することであり、それを対外的に開示することに実質的な意義は少ないとの意見も出された。

価格決定に関与させるべきではない社外の者

公開価格等の決定に当たって、そのプロセスにおいて、価格発見能力に優れた複数の機関投資家に対して妥当株価等をヒアリングするなど、一定の社外の者が関与することとなることから、公開価格等の決定に関与をさせるべきではない社外の者の範囲についても検討が行われた。

基本的には、関与すべきではないとされる者として、発行体と利害関係にある者が挙げられた。一方で、利害関係がある者であっても、独立した投資判断ができる場合には、関与を完全に排除すべきではないとの両論が出された。

これらの意見を踏まえ、本ワーキングとしては、各社において、恣意的な価格決定を排除するためには、各社において適切な基準を設け、価格決定に関与する者を管理することとすべきであるとされた。

その場合、社外において関与すべきではない者については、発行会社と何らかの利害関係のある者及び当該発行会社の株式を所有している機関投資家は、価格決定プロセスにおけるロードショーの対象先等から極力排除すべきであるとの意見が出された。

また、需要調査を行った上場後の機関投資家の投資行動が、価格決定プロセスにおいて示した意見に沿ったものであるか否かをモニタリングすることによって、以後に意見をヒアリングする機関投資家を選別すべきであるとの意見も出された。

なお、利害関係のある投資家であっても独立した投資判断ができるのであれば価格決定に関与することに問題はないとの意見に関しては、ブックビルディングを行う証券会社において、投資家が利害関係者である旨を理解した上で当該投資家からの意見の採用の可否を含め適切に判断し、ブックビルディングを通じた価格形成の中立性、配分の中立性が担保されていれば可能であるとの結論に達した。

(5) ブックビルディングに係る需要調査のプロセスについて

需要調査の対象者の範囲

本ワーキングにおいては、ブックビルディングにおける需要調査の対象者の範囲について、個人投資家の需要を含めるべきではないとする意見と、個人投資家の需要についても価格発見に寄与することから含めるべきとの意見の両論が出された。

個人投資家の需要をブックビルディングに含めるべきではないとする意見は、個人投資家の需要を含めてしまうと、配分を受けることを目的とした需要申告が含まれてしまうことから、価格決定をミスリーディングしてしまう恐れが生じることとなり、妥当価格を自らの考えに基づき判断できる機関投資家の需要のみを積み上げるべきであるとの強い意見が提示された。一方で、個人投資家の需要については、市場におけるセンチメントを計り販売可能性を判断する上で価格発見に役立っており、全体の需要においては、個人投資家の需要が件数、数量共に圧倒的に多いと思われ、価格決定のブックビルディングにおいては、個人投資家の需要も積み上げるべきである、また、実需に基づいた需要を積み上げるため、個人投資家、事業法人、機関投資家等、それぞれの特性を勘案した需要の積み上げがなされるべきであるとの意見が出された。

アンダープライシングの問題も勘案すると、必ずしも機関投資家だけの需要を積み上げるだけでは、市況等の状況如何では公開価格と初値の乖離が大きくなる可能性も否めず、また、現状のブックビルディングにおける需要調査が実質上の主幹事証券会社から引受証券会社への配分(アロケーション)に影響があることなどから、個人投資家の需要調査を行わないという結論には至ることが難しいといった意見も出された。

その結果、本ワーキングとしては、これらの意見を総合的に勘案し、当面、各社において、価格決定プロセスにおけるブックビルディングの定義(需要者の範囲及

び申告と配分の別等)を明確にした上で、一定の基準に基づき、それぞれの投資家の特性を勘案し、適切な需要把握を行うこととされた。

需要申告と配分の申込みの関係

需要申告と配分の申込みの関係は、ブックビルディングの結果に大きな影響を及ぼす問題である。ブックビルディングは、原則として公開価格の決定方式として認識されている一方で、ブックビルディングに参加した投資家に実際に配分を行う手続きを行っている証券会社が多いのが実態である。

より実需をブックビルディングの需要調査に反映させるためには、配分を希望しているものから需要を聞くことが最も適切であると考えられる。

従って、需要申告と配分の申込みを別物として取り扱うべきではなく、各社によって、顧客層、営業スタイルなどさまざまな違いがあることから、一律的に需要申告と配分との関係を決定すべきではなく、さらに需要申告と配分の申込みを切り離すことによって、事務作業や株式公開の日程が長期化することとなるとの意見が多く出された。

本ワーキングにおいては、上記の意見を勘案し、需要申告と配分の申込みの関係を切り離すことまでは義務化しないものの、各社がそれぞれの配分の基本方針等^(注11)において、その関係を明示することを再確認した。

重複申告の対応について

ブックビルディングにおける需要調査において、実際の需要がないにもかかわらず、複数の証券会社に需要申告を行ういわゆる「重複申告」があると、適切な価格形成に支障を生じるため、引受証券会社は、需要の申告を受け付ける際には、他社に重複して申込みを行っていないか、実需に基づく需要かを確認し、重複申告等が確認された場合は、当該需要申告を無効とするなどの措置を講じる必要があるといった意見が出された。

また、重複申告への対応については、配分を目的とする実需に基づかない重複申告を避けるため、需要申告時に前受金を受領するなどの措置を講じることとし、違反事例発見後、一定期間の需要受付の停止等を行うなど適切な措置が講ぜられるべきであるとの意見が出された。

なお、仮に顧客が重複して申告していたとしても、それが真正な実需に基づくものであれば問題とは言えず、その判定に当たっては慎重に行う必要があるとの意見も出された。

空積みの禁止について

投資家からの申告がないのに申告があったとして証券会社が主幹事証券会社に報告する、又は投資家から申告された需要数量を水増しして他の引受証券会社が主幹事証券会社に報告する、いわゆる「空積み」も、ブックビルディングを通じて決定する公開価格を歪める恐れがある。現在、主幹事証券会社から各引受証券会社へのアロケーション(配分)は、各社からの需要申告に基づいて行われている。現状のようなやり方であると、価格決定方式であるはずのブックビルディングが実際の

(注11) 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」第5条では、協会員は、募集等の引受け等を行うに当たり、あらかじめ、株券等を投資者に配分する際の基本方針(基本方針)を策定し、店頭における掲示又は当該協会員のホームページにおける表示等、適切な方法により、その内容を投資者へ周知することとしている。

販売数量等まで決定してしまうというデメリットがあるため、現状のやり方を見直す必要があるとの意見も出された。

具体的には、各引受証券会社において適切な需要を把握するために、ブックビルディングについては「価格に対する意向」を把握することとし、それとは別に、引受証券会社としての営業努力による販売希望数量を合わせて主幹事証券会社に報告する。つまり、プライシングについては、「価格に対する意向」を勘案して行い、販売可能性については、シ団引受証券会社の販売希望数量の合計で判断するという仕組みを業界標準とすべきであるとの意見である。

しかしながら、本件問題については、特定の仕組みを業界標準とするよりも、あくまで実体のない架空の需要申告が公開価格を歪めることのないよう、投資者の実需に基づかない申告を含めるべきではないということを規則上明確化することにより対処すべきと考えられる。現在、本協会規則では価格形成を歪める空積みを行わないことに関して、P O（既上場会社の公募増資等）を対象に努力規定としている^{（注12）}が、I P Oを対象に禁止規定としている取引所規則と平仄を合わせ、本協会規則においても禁止規定に改めることとする。この改定により、取引所の非参加者によるI P O時の需要申告についても規制対象とすることを可能とする。

なお、空積みを行った事実が発覚した引受証券会社に対しては、他の主幹事証券会社は、一定期間エクイティファイナンスにおける販売委託等を行わないといった、市場関係者の手による自主的な信頼回復のために必要な措置がとられるべきであるとも考えられる。

・自主規制規則等での対応

（1）自主規制規則における対応

本ワーキングでは、最近の諸問題等を踏まえ、上記 . における対応策について、検討してきたが、本協会の規則において対応すべき事項については、「有価証券の引受け等に関する規則」等の自主規制規則を早急に改正し、適切なブックビルディングが実施される環境整備を促進させる必要があるとの結論を得た。

具体的な事項は以下のとおりである。

公開価格決定プロセスの明確化のための対応

公開価格決定プロセスについて、各社において一定の適切な社内プロセスを構築するとともに、当該事項を社内規則等に定めることを義務付ける。

適正な価格決定への対応

価格（想定発行価格、仮条件価格及び公開価格）について、各社の発行会社を顧客に持つ部署及び投資家を顧客に持つ部署以外の中立的な部署又は会議体において、当該価格の妥当性について確認を行うことを義務付ける。

価格決定に関与させるべきではない社外の者の特定

発行会社の株式を所有している投資家について、例えば、ロードショー及びブックビルディングの対象から排除するなど、こうした投資家の意見が価格決定に恣意

（注12）現在、「有価証券の引受け等に関する規則」に関する細則第10条（ブックビルディングの手続き）第1項第2号では、会員は、ブックビルディングに当たっては「投資者の需要に基づかない申告」が含まれないことに留意するものとされている。

的な影響を与えることがないように留意する旨を社内規則等に定めることを義務付ける。

なお、発行会社の株式を所有している投資家であっても、独立した投資判断ができる旨を合理的な方法により確認した場合には、この限りでない。

重複申告の防止への対応

主に個人顧客の実需に基づかない重複申告を防止する観点から、各社の社内規則等において適宜その方策（例えば、個人投資家に対しては需要申告時に前受金を受領すること、実需に基づかない申告は公開価格を歪める恐れがあるため禁止されている旨の普及・啓発を行うこと、自社内における重複申告排除のための名寄せ事務など）を定めることを義務付ける。

さらに本協会においても、投資家の実需に基づかない申告は公開価格を歪める恐れがあるため禁止されている旨、HP等を通じて必要な普及・啓発を行うこととする。

空積みへの対応

現在、本協会規則では価格形成を歪める空積みを行わないことに関して、POを対象に努力規定としているが、IPOを対象に禁止規定としている取引所規則と平仄を合わせ、本協会規則においても禁止規定に改めることとする。この改定により、取引所の非参加者によるIPO時の需要申告についても規制対象とすることを可能とする。

コンプライアンス部門等における監査

各社のコンプライアンス部門等において、公開価格の決定プロセスについて、社内規則等に沿った対応が適切に図られているかについて、事後的に監査することを義務付ける。

(2) その他の対応について

上記(1)以外に規則化までには至らないものの、各引受証券会社において、次の事項につき、各社の判断のもと、重要性の認識により適切な業務遂行に資する必要がある事項については、適切な対応を図ることが望ましい。

また、次の事項以外の事項について、本協会が、市場環境の変化等必要と認める場合にあっては、通知等を通じて各社に周知を図る等の適切な対応を行うこととする。

訂正届出書における仮条件の価格帯の設定に係る開示内容について

訂正届出書における仮条件の価格帯の設定に係る開示内容については、現状どの銘柄においてもほぼ同じ記載内容となっている状況を踏まえ、各社において投資者への影響等に配慮した上で記載内容を工夫する。

なお、記載内容の工夫に当たっては、機関投資家からのフィードバックの主なポイント等を可能な限り開示する等の対応を行うことも考えられるが、その場合には、開示するポイントの正確性、あるいは恣意的に有利なコメントを選択して開示していたと投資家から指摘されるリスクや、募集・売出しに関わる全引受証券会社及び委託販売団各社に目論見書の使用者責任等も生じることを踏まえて十分に検討した上で、最終的には各社において適切に判断する。

需要調査の対象者の範囲

ブックビルディングにおける需要調査の対象者の範囲については、各社の定める基準に基づき、それぞれの投資家の特性を勘案し、適切な需要把握を行う。

おわりに

IPOの公開価格決定のあり方は、古くて新しい問題ではあるが、その議論の中心となっているのは、その時々々の市場環境の状況によりアンダープライシングの問題が生じる点にある。本報告書におけるブックビルディングの諸問題に対応する検討を開始したのは、平成17年及び18年における市場環境がやや過熱していた時期であったが、新興市場を巡る市場環境が検討開始時期と比較して低調である昨今においては、アンダープライシングの問題も生じなくなってきた。

本ワーキングにおいてはこのような状況の変化も踏まえ、結論を取り纏めることとした。

また、価格決定プロセスの恣意性の観点からは、証券取引等監視委員会による勧告事例が発生したことを踏まえ、本ワーキングではより一層の価格の適正性を担保し、価格設定に係る透明性を向上させる必要があると考え、本報告書「ブックビルディングにおける問題点の所在」(4)の論点を洗い出すこととし、当該内容について検討した結果、の規則化すべき内容として取り纏めた。

このように、IPOを取り巻く環境は、時代や社会情勢の変化とも相まって常に動き続けている。従って、本報告書の提言に基づき今後整備が行われるであろう新たな自主規制規則を踏まえた会員の対応や導入後の効果については、一定期間経過後の将来において、必要な検証が行われるべきである。また、その結果、アンダープライシング等の状況に再び問題が生じていることが判明した場合には、再度検討の必要があると考えられる。

本ワーキングの成果である本報告書に掲げる対応策に留まることなく、主幹事証券会社及び引受証券会社は、これらの検討内容を十分に踏まえ、自主的な機能強化はもとより、今後より一層金融商品市場での役割及び責任を適切かつ効率的に果たしていく必要があると考えられる。

以 上

(資料 1 - 1)

株式公開価格算定基準

公開会社の株価算定の基礎とするために適当な会社(以下「類似会社」という。)を選定し、公開会社と類似会社との 1 株当り配当金、純利益及び純資産についての比率の平均を求め、当該平均比率を類似会社の株価に乗じて、公開会社の株式公開価格を算定する。

株式公開価格の算定については、次の基準によるものとする。

1 類似会社の選定方法

- (1) 次の諸点において、公開会社と極めて類似する上場会社を選定する。この場合、1 社のみを選定するよりも、むしろ数社を選定する方がよりの確に類似性を求めることができると思われる場合には、その状況により、3 社程度を選定するものとする。
 - (イ) 主要事業部門または主要製品
 - (ロ) 部門または製品別の売上高構成比
 - (ハ) 業績及び成長性(売上高、純利益の額およびその伸び率)
 - (二) 資本規模
 - (ホ) 配当性向
- (2) 上記の(イ)または(ロ)の点で類似する会社がない場合その他(1)により難しい場合は、(ハ)、(二)および(ホ)について相関度の強い上場会社を選定する。
 - (3) 類似会社の選定については、あらかじめ証券取引所の意見を参考とするものとする。

2 業績比較の時期

直近決算期の 1 株当り配当金、純利益および純資産について比較する。ただし、公開会社および類似会社の最近数年間における業績に大きな変動が認められる場合においては、過去 3 ヶ年間の業績の平均値によって比較を行なうことができる。

- (注) (1) 1 株当り配当金および純利益は、年 2 期決算会社については 2 期通算とする。
(2) 1 株当り純資産は、直近決算期末とする。

3 類似会社の株価

- (1) 原則として、最近 1 ヶ月間の平均株価とする。ただし、株価変動の著しい銘柄については、相当と認められる期間の株価の傾向値を算出し、合理的な方法により現在のありうべき株価を推定しうる場合には、推定株価を採用してもさしつかえない。

この場合、複数の類似会社があるときは、原則としてそれぞれの会社の株価の単純平均とする。
- (2) 類似会社の株価について、公開会社と類似会社との 企業規模(自己資本、総資産、売上高等)の格差 財務比率(総資本利益率、総資本回転率、流動比率等)の比較 成長

性の比較に基づいて修正を行うことが合理的と認められ、かつ、合理的な方法による修正が行なえる場合には、当該修正を行なうことができる。

4 市況等による調整

上記の方法により算出された算定価格について、全般的な市況、当該公開会社の人気、需給見通しを勘案して、当該公開を適正にするため合理的と認められる場合には、算定価格につき適性と認められる範囲で調整を行なうことができる。

(資料 1 - 2)

基本算式

$$X = P \times \frac{\left(\frac{A'}{A} + \frac{B'}{B} + \frac{C'}{C} \right)}{3}$$

X = 公開会社の推定株価

P = 類似会社の株価

A = 類似会社の 1 株当り配当金

A' = 公開会社の 1 株当り配当金

B = 類似会社の 1 株当り純利益

B' = 公開会社の 1 株当り純利益

C = 類似会社の 1 株当り純資産

C' = 公開会社の 1 株当り純資産

3 = 3 要素(1 株当り配当金、純利益、純資産)の平均値を求める数

スケジュール・モデル

月 日	手 続 事 項
X 日	金融商品取引所上場承認
	募集及び売出しに関する取締役会決議（条件価格未定）
	有価証券届出書提出（想定公開価格の開示）
	目論見書搬入
X + 1 日	ロードショー開始（注 1）
X + 7 日	ロードショー終了
X + 8 日	発行価格及び売出しの条件決定に関する取締役会決議
	仮条件価格帯提示
X + 9 日	新株発行決議公告（注 2）
	訂正有価証券届出書（第 1 回訂正）提出
X + 10 日	ブックビルディング開始
X + 16 日	ブックビルディング終了
X + 17 日	発行価格及び売出価格決定等に関する取締役会決議
X + 18 日	訂正有価証券届出書（第 2 回訂正）提出（公開価格の開示）
X + 19 日	有価証券届出書効力発生
X + 21 日	募集期間
X + 24 日	募集期間終了
X + 25 日	申込期日
X + 28 日	払込及び受渡期日
X + 29 日	上場日（売買開始日）

- （注）1．ロードショー期間については1週間程度である。
2．ブックビルディング期間については1週間程度である。
月日は発行決議日を基準日Xとした目安を記載。

平均乖離率の推移

(単位：%)

年	初値	1ヶ月後	3ヶ月後	6ヶ月後
平成17年 (158銘柄)	134.44	148.48	128.85	104.70
平成18年 (188銘柄)	76.98	45.53	14.58	3.46
平成19年 (93銘柄)	41.51	28.46	29.86	0.07

注1. 平均乖離率は、 $(\text{株価} - \text{公開価格}) / \text{公開価格}$ で算出した。

注2. 平成19年は9月19日上場日のリアルコム(株)の初値まで。

注3. 各年の表示の数値については、乖離率上下5位までの数値を除いたものである。

注4. 平成19年の1ヵ月後、3ヵ月後及び6ヵ月後の数値は2007年9月30日現在の数値。

(参考)

対公開価格の値動き別銘柄数の推移

(単位：銘柄, %)

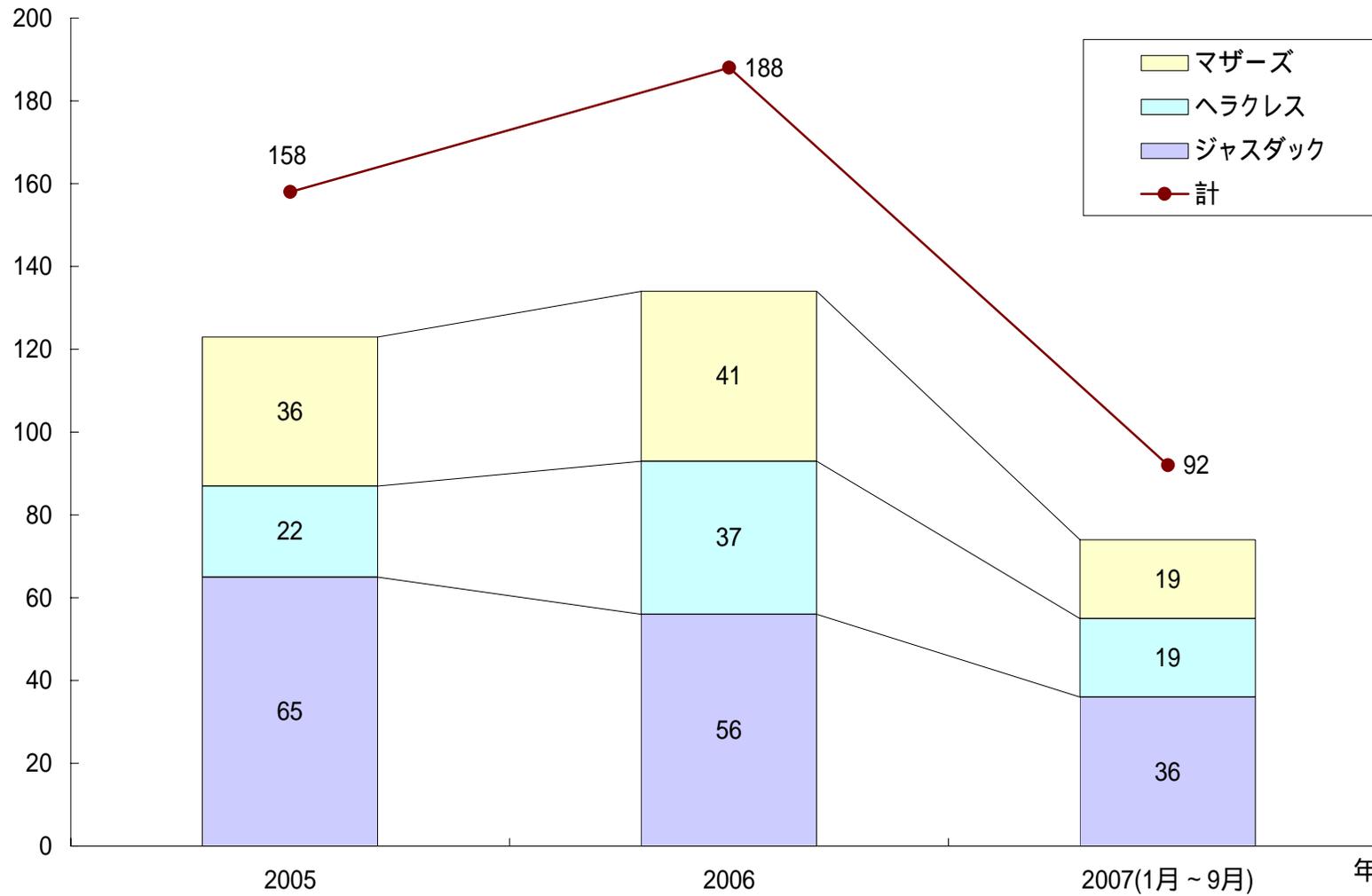
年	項目	初値	比率	1ヶ月後	比率	3ヶ月後	比率	6ヶ月後	比率
平成17年	値上がり銘柄数	151	95.6	147	93.0	144	91.1	133	84.2
	同値銘柄数	4	2.5	0	0.0	1	0.6	1	0.6
	値下がり銘柄数	3	1.9	11	7.0	13	8.2	24	15.2
平成18年	値上がり銘柄数	159	84.6	123	65.4	98	52.1	57	35.4
	同値銘柄数	9	4.8	1	0.5	1	0.5	0	0.0
	値下がり銘柄数	20	10.6	64	34.1	89	47.4	104	64.6
平成19年	値上がり銘柄数	69	74.2	51	57.3	42	57.5	18	41.9
	同値銘柄数	2	2.2	0	0.0	0	0.0	0	0.0
	値下がり銘柄数	22	23.7	38	42.7	31	42.5	25	58.1

注1. 平成19年の初値は9月19日上場日のリアルコム(株)まで。

注2. 平成19年の1ヵ月後、3ヵ月後及び6ヵ月後の数値は9月30日現在の数値。

主要3新興市場の状況(平成17年～平成19年)

銘柄数



資料 4

IPOのプライシングに関するご参考資料

第 1 回公開価格の設定プロセスのあり方等に関するWG資料

2021年9月16日

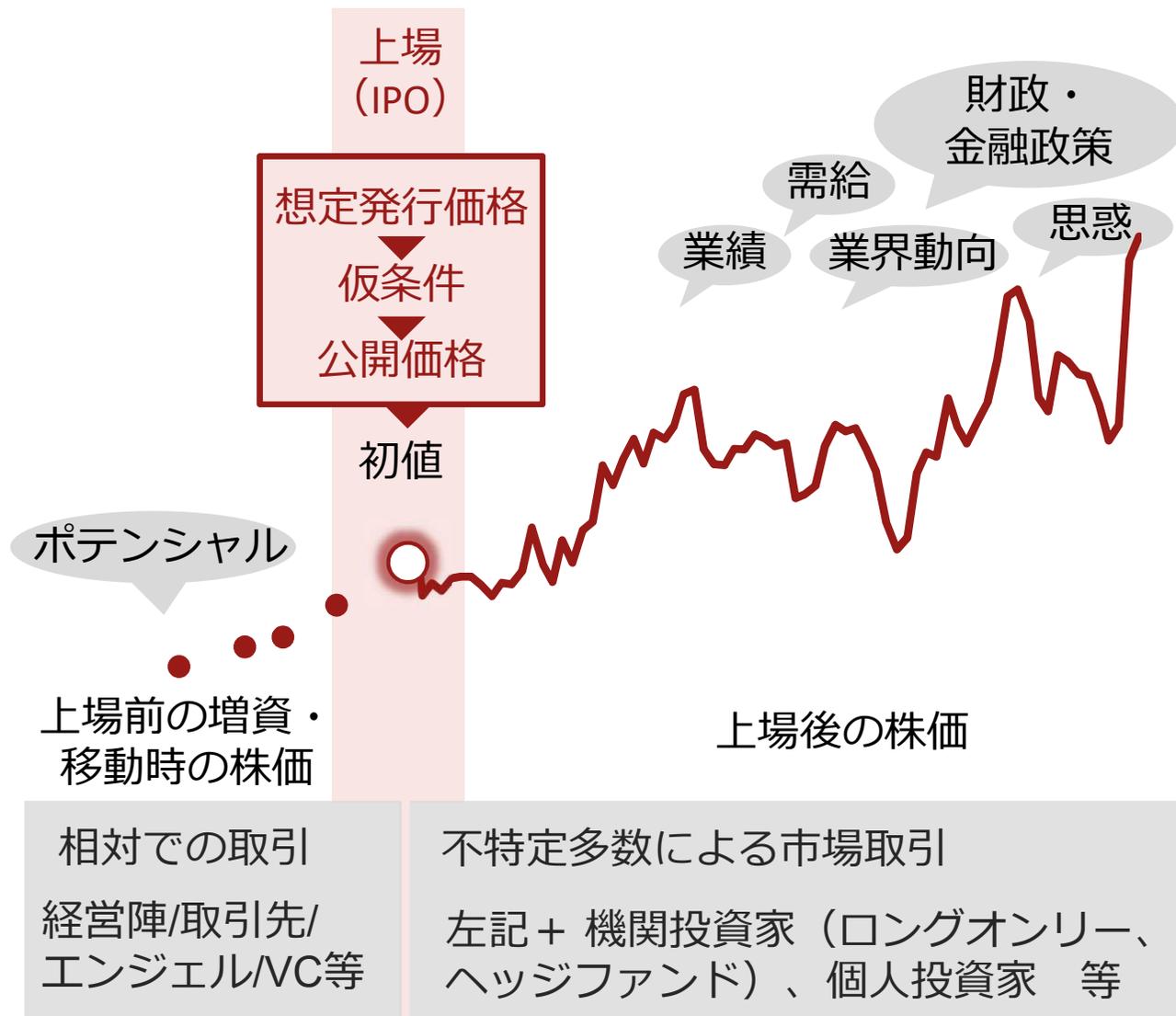
野村証券株式会社
シンジケート部長
村上 朋久

Contents

1. IPOのプライシングプロセス P.03
 2. マザーズ市場の特徴と役割 P.12
 3. IPOのパフォーマンス分析 P.27
- Appendix.過去の初期収益率高騰局面 P.42

1. IPOのプライシングプロセス

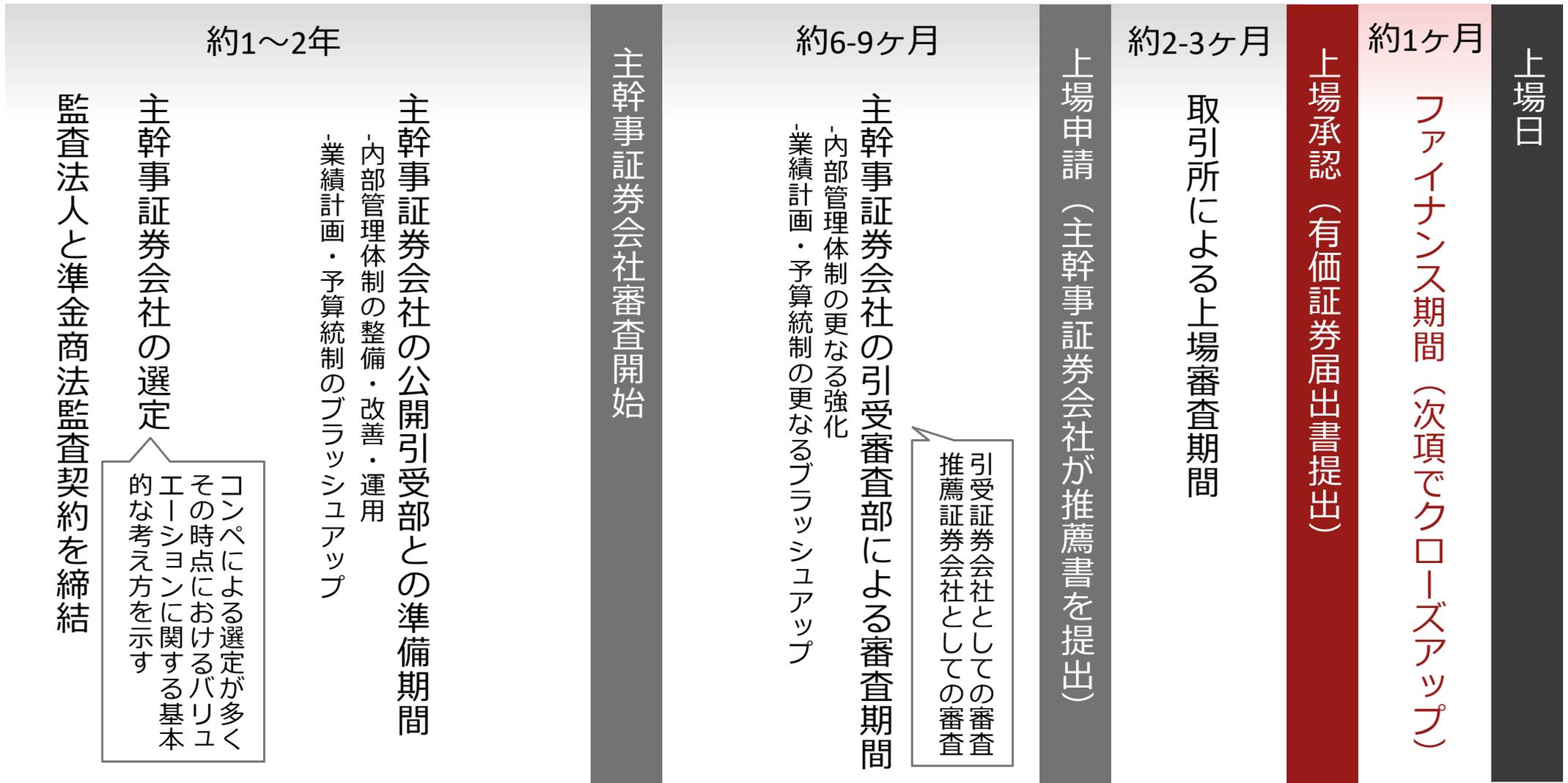
新規上場（IPO）時の価格



- ✓ 発行会社の株式は、上場を経て相対での取引から不特定多数による市場オークション取引へ。
- ✓ 上場時の公募や売出 (Initial Public Offering) の株価が公開価格。
- ✓ 発行会社をよく知る特定の者同士の合意により成立する株価と異なり、限定的な業績情報等を判断材料に多数の投資家が一斉に購入する公開価格は、様々な過程を経て決定される。

上場に至る全プロセス

上場準備は通常2~3年に亘る。事前準備・証券会社審査・取引所審査を経て上場が承認され、約1か月後に上場日を迎える。上場承認後のファイナンス期間に様々な過程を経て公開価格が決定される。



IPOのプライシングプロセス（全体像）

上場承認時に想定発行価格を公表。ロードショーを実施し、その反応を踏まえて仮条件レンジを決定。ブックビルディングを実施して公開価格を決定する。この一連の流れがIPOの価格決定プロセス。



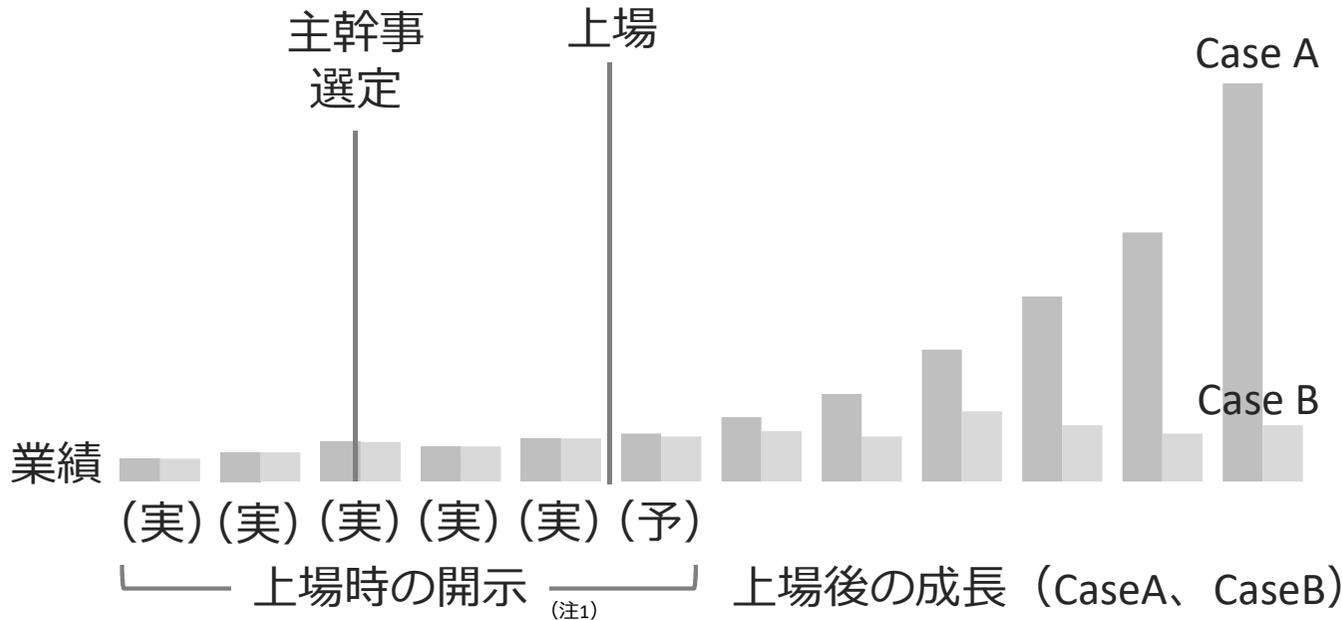
注1) IPOの届出前勧誘とみなされない時期に国内外の機関投資家に事業紹介等を実施し、投資家の反応を想定発行価格の検討に活かす目的で開催される。ただし、中小型銘柄の場合は機関投資家側に訪問を受けるニーズがないため実施されないことが多い。 注2) 保振法により、上場承認日は原則として上場日の1か月前と2営業日以前とするよう定められている 注3) 件数はフォーマットや案件サイズによって変わる 出所) 野村證券作成

バリュエーション（企業価値）の考え方

バリュエーションは、業界特性や事業ステージに応じ、業績予想値にマルチプルを乗じて算定される。上場時に発行会社が定量的に説明できる業績予想の範囲は限定的であり、過去実績や成長戦略等（エクイティ・ストーリー）をもとに上場後の成長力を測る。

$$\text{バリュエーション} = \text{業績予想値} \times \text{マルチプル}$$

業績イメージと上場時の開示範囲

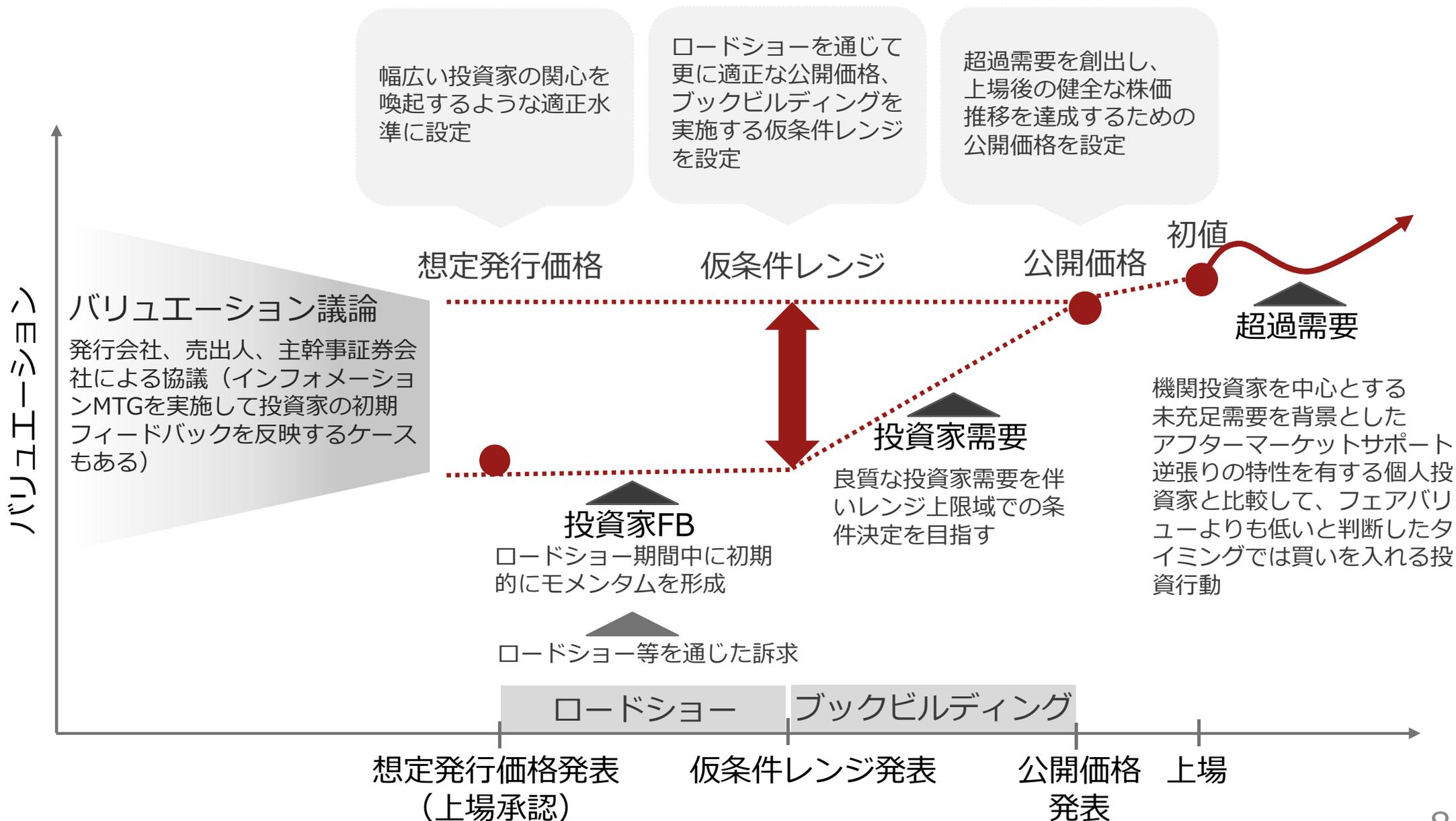


マルチプルの例

- ✓ PER（株価収益率）
- ✓ 配当利回り
- ✓ EV/EBITDA倍率
- ✓ PBR（株価純資産倍率）
- ✓ PSR（株価売上高倍率）
- ✓ EV/SALES
- ✓ 他

注1) 一般的には上場する事業年度の業績予想を開示する。期末上場や期越え上場の場合、上場翌事業年度の計画を開示するケースもある
出所) 野村證券作成

プライシングプロセスにおける各価格の位置づけ



1 想定発行価格の決定



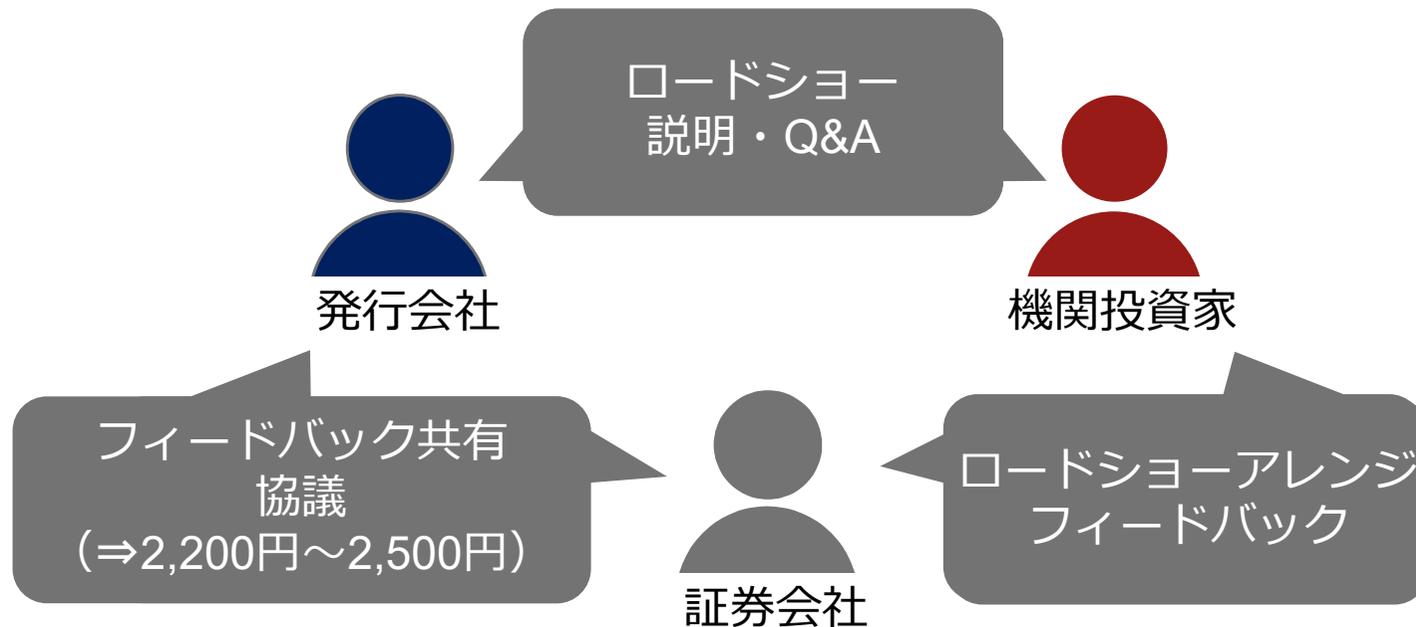
想定発行価格の検討材料

(例)

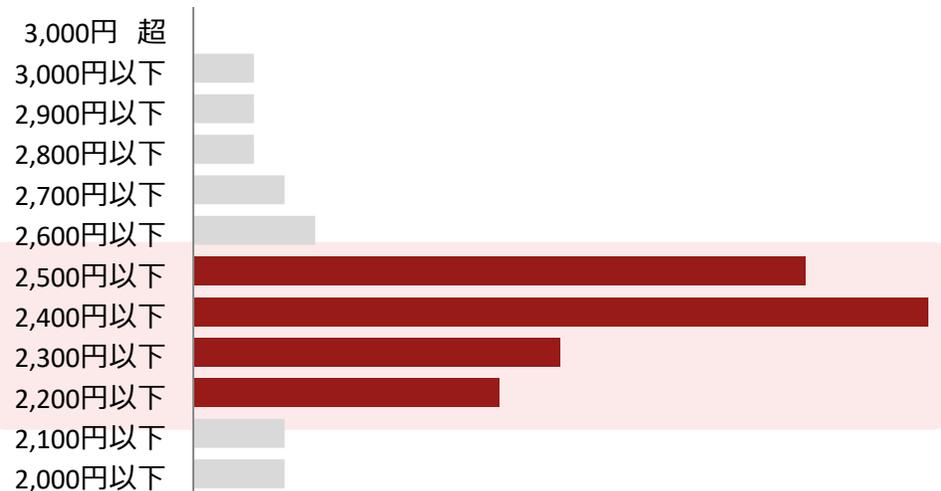
- ✓ 事業の特徴・参入障壁
- ✓ 成長性 (業界・発行会社)
- ✓ リスク要因 (外部・内部)
- ✓ マーケットの状況
- ✓ 同業他社の動向 (業績・株価)
- ✓ (インフォメーションMTGのフィードバック)
- ✓ アナリストの分析
- ✓ 想定される投資家の反応

・・・等

2 仮条件レンジ決定に至るプロセス



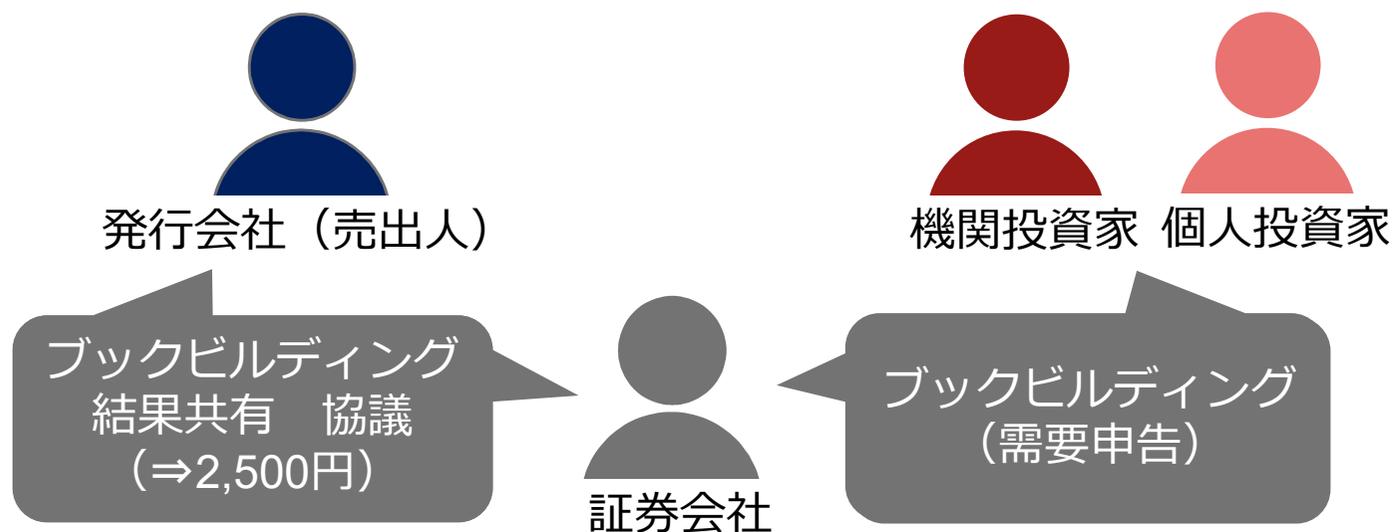
フィードバック結果 (イメージ)



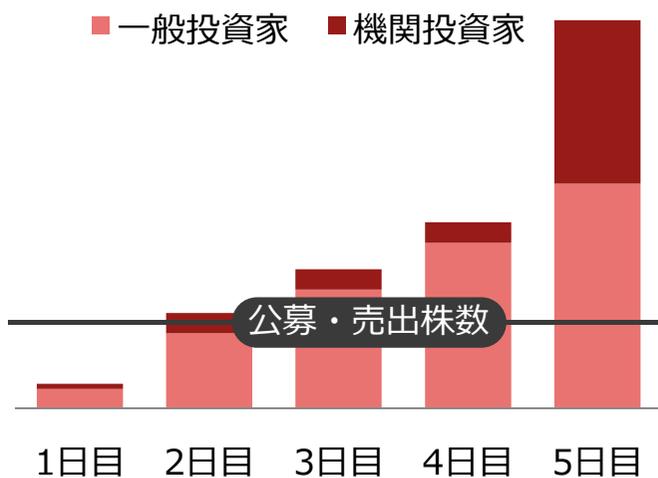
フィードバック内容 (例)

- | | |
|------------|-----------------|
| ✓ 投資判断 | 参加・検討中・不参加 |
| ✓ 評価手法 | 採用マルチプル手法、参照期等 |
| ✓ セカンダリー株価 | 上場後の適正株価 |
| ✓ プライマリー株価 | 公開価格 |
| ✓ 類似会社 | 比較・参考とする上場企業 |
| ✓ 評価点 | 投資対象として魅力的なポイント |
| ✓ 懸念点 | 投資に際して留意すべきポイント |
| ✓ 投資株式数 | 需要株式数 |

3 公開価格決定に至るプロセス



ブックビルディングの推移（イメージ）
仮条件上限価格に対する需要株数



仮条件の上限価格において
公募・売出株数を大きく上回る
需要が見込めるため
公開価格は仮条件の上限で決定

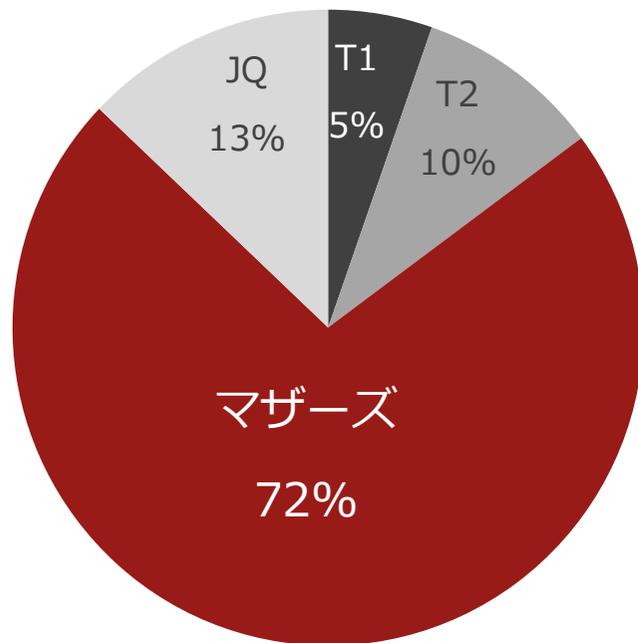
2. マザーズ市場の特徴と役割

マザーズ市場とは

マザーズ市場

- ✓ 1999年11月に東京証券取引所の新市場として開設
- ✓ 多くの成長企業に資金調達の間を提供するという観点から規模や業種による制限が設けられていない一方で、上場会社には「高い成長可能性」が求められる
- ✓ 本則市場（第一部・第二部）へのステップアップ市場として位置づけられる

東証のIPOにおける上場市場

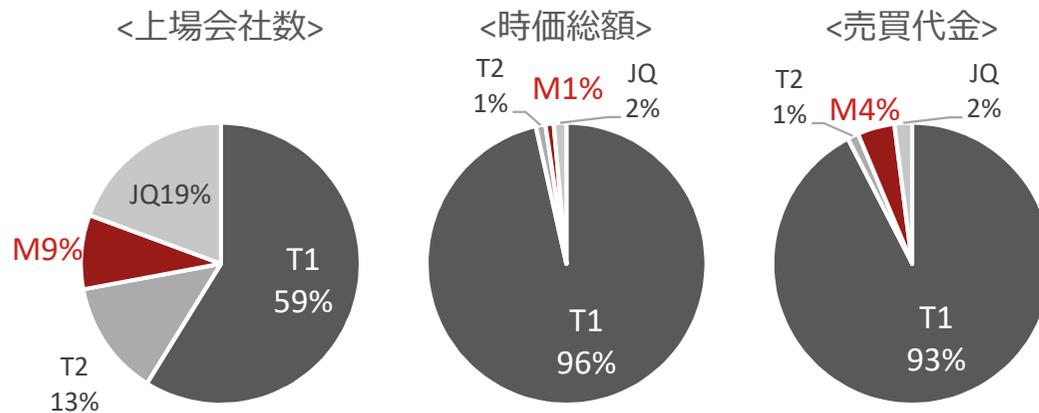


	N=263社
T1 = 第一部	14社
T2 = 第二部	25社
マザーズ	190社
JQ	34社

- ✓ 新規上場企業の約7割がマザーズ市場への上場を選択している。

東証におけるマザーズの存在感

東証におけるマザーズ市場の存在感



マザーズ上場会社数
355社
2021年5月末

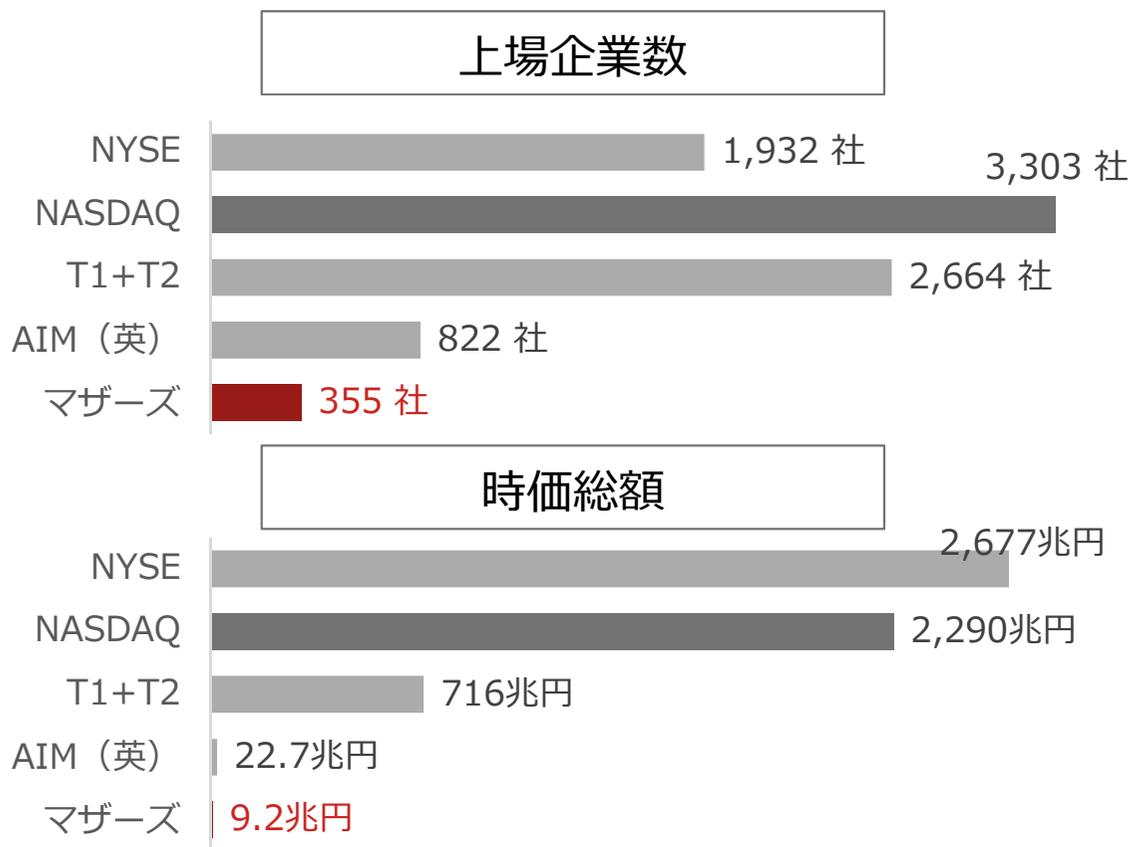
マザーズ時価総額合計
9兆2,262億円
2021年5月末

時価総額順
上位**25社**（社数7%）で
時価総額合計の約**49%**

- ✓ 上場会社数は東証全体の9%、時価総額は1%、投資家の売買代金は4%を占める市場である。
- ✓ 時価総額上位25社（全355社）でマザーズ全体の時価総額の約5割を占めている。
- ✓ また、マザーズ全体の約3割にあたる109社が、時価総額50億円未満の小型銘柄である。

注) 上場会社数、時価総額は2021年5月末時点
 注) 売買代金は2018~2020年の平均値（TOKYO Pro Marketは除く）
 注) T1=第一部、T2=第二部、M=マザーズ、JQ=JASDAQ (S) + (G)
 出所) 東京証券取引所 統計月報（2021年5月）及び時価総額順位表（2021年5月）より野村證券作成

海外市場との比較 1



- ✓ 米国の新興企業向け株式市場であるNASDAQとマザーズを比較すると、上場企業数・時価総額ともに大きな乖離がある。
- ✓ 主として機関投資家向けの未上場マーケットであるロンドンAIMと比較しても、上場企業数・時価総額ともにマザーズの存在感は小さい。
- ✓ 1社あたり単純平均売買代金はNYSE、NASDAQ、東証一部と比較すると小さいが、時価総額対比での売買代金は非常に大きいことが特徴である。

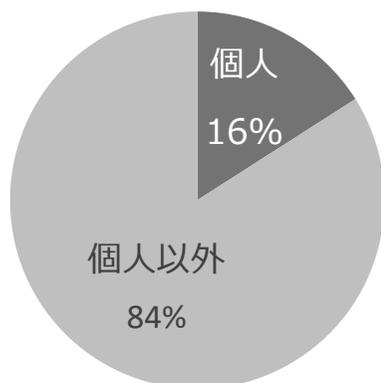
	1社あたり単純平均時価総額	1社あたり単純平均売買代金
NYSE	13,856億円	1,342億円
NASDAQ	6,934億円	775億円
東証一部	2,686億円	241億円
AIM	276億円	18億円
マザーズ	260億円	103億円

注) 2021年5月末時点 注) 時価総額は2021年5月末の為替レートで円換算 注) T1+T2=東京証券取引所 第一部と第二部の合算
 注) 1社あたり単純平均時価総額=2021年5月末の市場別時価総額(円換算)/2021年5月末の各市場の上場会社数
 注) 1社あたり単純平均売買代金=2021年1~5月の売買代金(円換算)/5/2021年5月末の各市場の上場会社数
 出所) 野村資本市場研究所 「野村資本市場クォーターリー 2021 Summer」より野村證券作成 http://www.nicmr.com/nicmr/data/market/fig_all.pdf

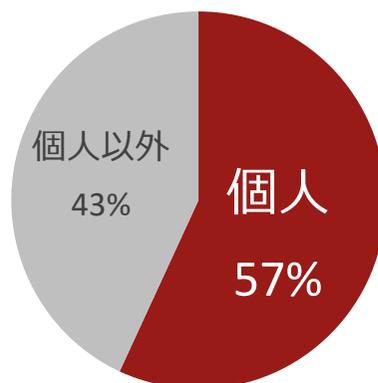
海外市場との比較 2

投資家別 保有金額

東証一部



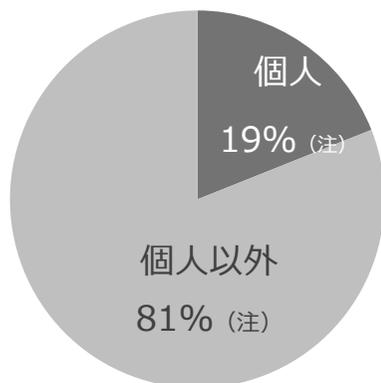
マザーズ



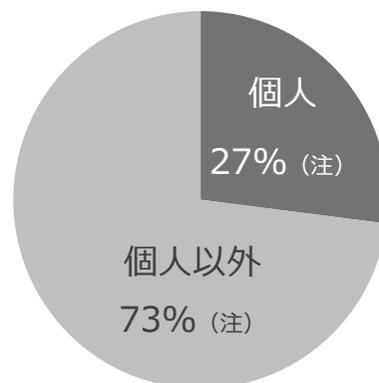
- ✓ マザーズ上場銘柄の57%（金額ベース）は、個人投資家が保有している。
- ✓ この割合は、東証一部、米国並びに世界平均と比較しても突出して高い。

注) 2017年度～2019年度の平均値
出所) JPX投資部門別株式保有金額より野村證券作成

米国



(参考 世界平均)



注) 2017年末
注) 「個人以外」 = 「民間企業 + 公共部門 + 戦略的個人（企業オーナー及び親族ら） + 機関投資家」
注) 「個人」 = 「全体」 - 「個人以外」 = 個人投資家含むその他浮動株式（従って、厳密な個人のみは19%より小さいと想定されるが、判明しない）
出所) 経済協力開発機構（OECD）「Owners of the World's Listed Companies」Regional ownership distribution by investor category (<https://www.oecd.org/corporate/capital-markets/>) より野村證券作成

海外市場との比較 3

各市場のPER（株価収益率）推移



- ✓ 個人投資家の売買が多く、時価総額や売買代金の小さいマザーズでは、他の市場と比較にならないほど高水準のPERが受け入れられている。
- ✓ マザーズ市場においては、主要な海外では通常未上場で調達するようなステージの会社、つまり非常に成長が高い一方で不確実性の高い企業も上場している。個人投資家のリスクマネーによって支えられ、機関投資家が通常精査しないような規模の会社でも主要国対比で高いバリュエーションで調達ができる市場として機能していると言える。

注) 2011年1月~2021年7月 (NASDAQ100、S&P500は2021年6月まで)

注) TSE1、MothersのPER算出方法は、各市場の株価指数の算出対象となっている銘柄について、 $PER = \text{株価合計} / \text{1株当たり 当期純利益合計}$ にて算出
1株当たり当期純利益 = 実績ベースの1株当たり当期純利益合計 / 銘柄数 (赤字銘柄の1株当たり当期純利益も単純合算)

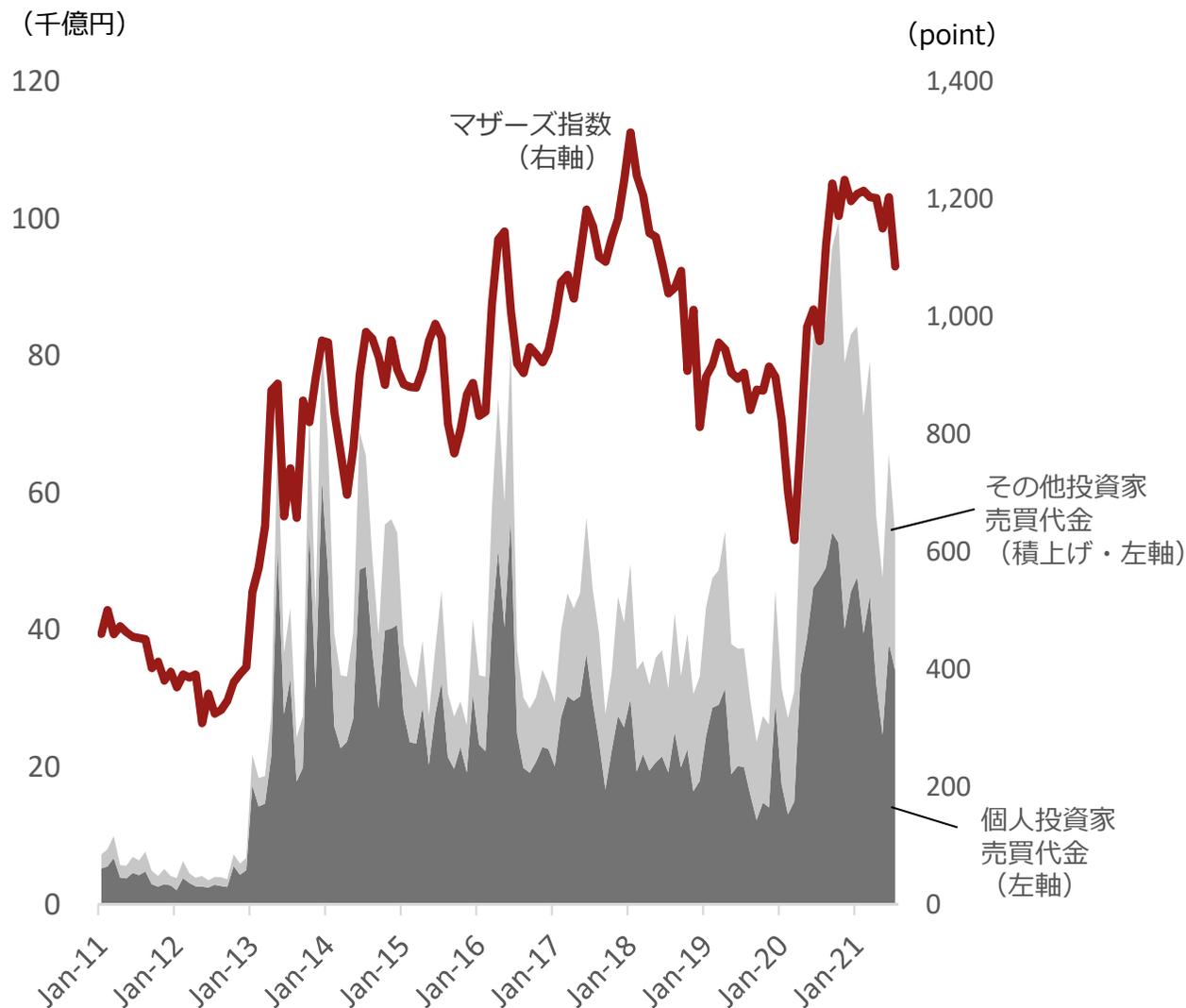
注) NASDAQ100、S&P500のPERは予想1期ベース

注) AIM上場銘柄の平均PERは2014年6月より算出されているが、算出可能な月が限られているため、足元をスポットで示した

出所) ブルームバーグ、リフィニティブ及び東京証券取引所マーケットデータより野村證券作成

マザーズ指数と売買代金推移

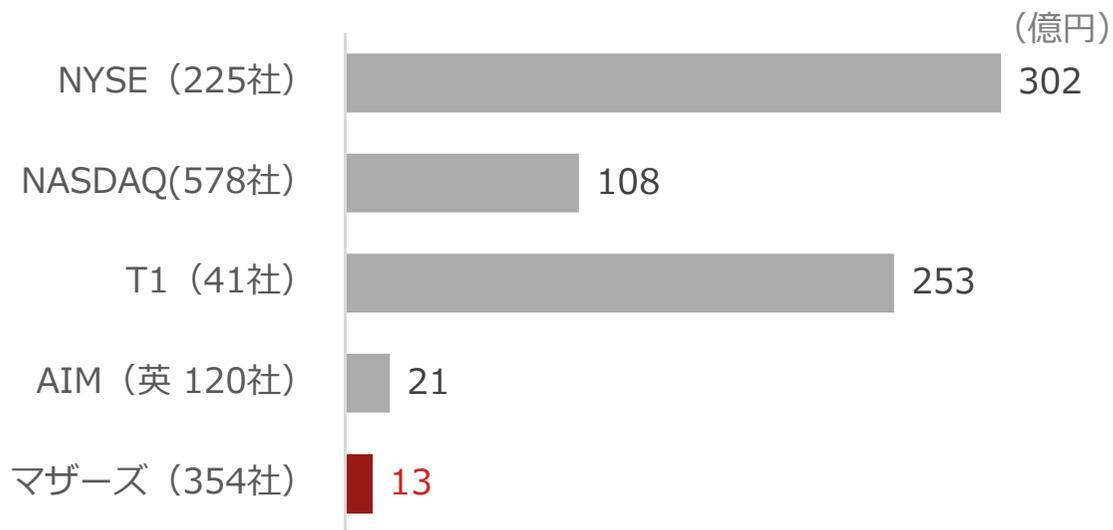
マザーズ指数と売買代金の推移



- ✓ 個人投資家の売買代金は、概ね月間2兆円あり、安定的な売買の主体として市場を支えている。
- ✓ これにより、通常では流動性の問題で参加できない一部の機関投資家等も参加できる市場となっている。

海外市場との比較 4

IPOオフリングサイズ (中央値)



- ✓ 2015～2020年のマザーズIPO社数はNASDAQに次ぐ354社。多くの新興企業の上場の受け皿になっている。
- ✓ 東証一部へ上場する企業のIPO時のオフリングサイズ (中央値) はNYSEに次ぐ規模であり、日本のIPOが一概に小さいというわけではない。
- ✓ 一方で日本企業の約7割が上場市場として選択するマザーズのIPO時のオフリングサイズ (中央値) は13億円とAIMと同規模であり、その他の市場より小さい。

	最大値	中央値	最小値
NYSE	14兆2,271億円	302億円	12.7億円
NASDAQ	4,906億円	108億円	1.5億円
東証一部	2兆6,461億円	253億円	20.8億円
AIM	511億円	21億円	0.2億円
マザーズ	1,307億円	13億円	1.5億円

注) 対象は2015年～2020年のIPO銘柄

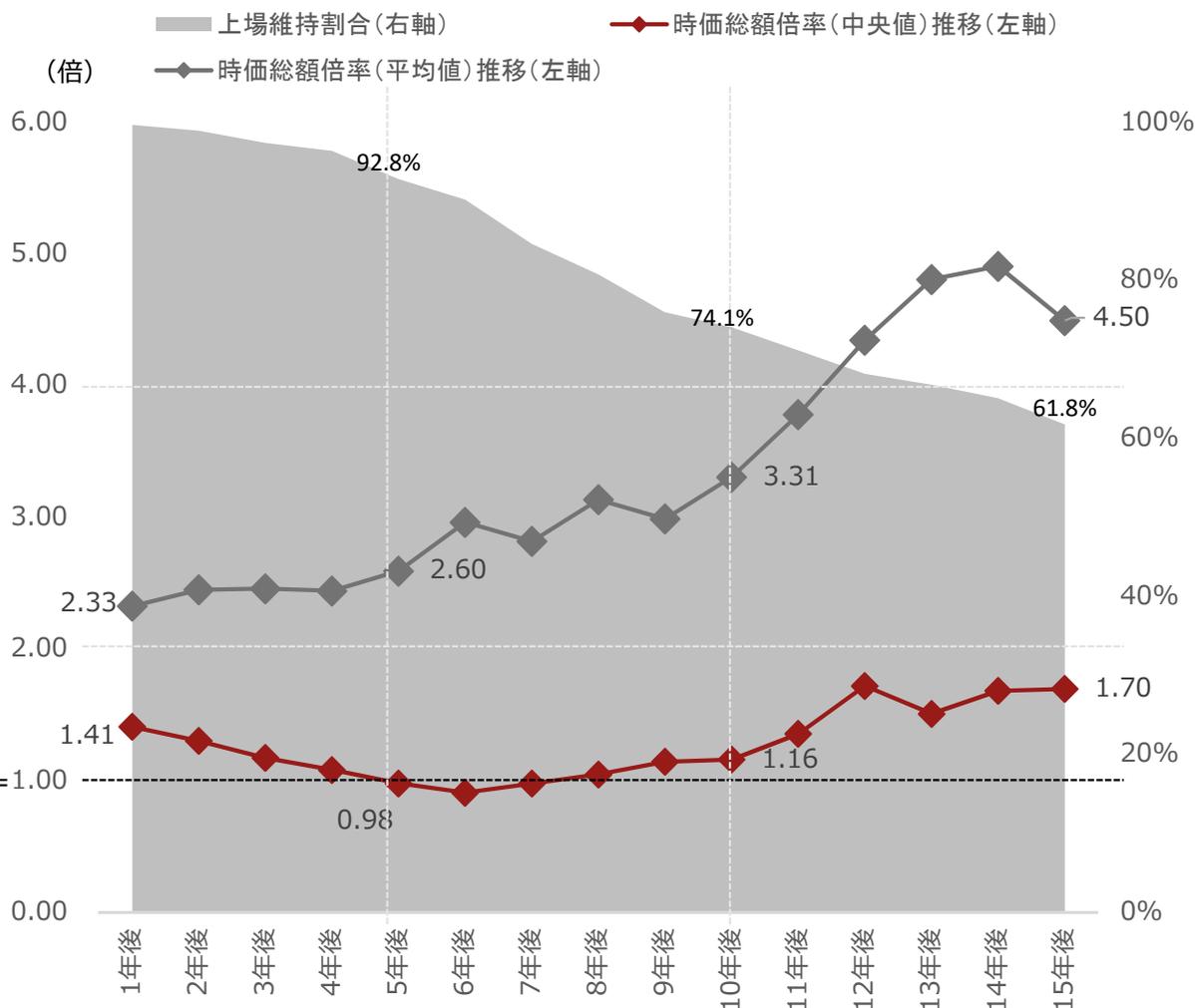
注) NYSE、NASDAQの時価総額 (オファー後)、オフリングサイズ (公募・売出・OA込み) は、1ドル=110円で換算。AIMは1GBP=130円で換算

注) NYSE、NASDAQのIPOのうち、TRBC経済セクター分類の「金融事業」及び米国預託証券のIPOを除外

出所) ブルームバーグより野村證券作成

マザーズ上場後の時価総額経年推移

マザーズ上場銘柄の上場維持割合と時価総額推移

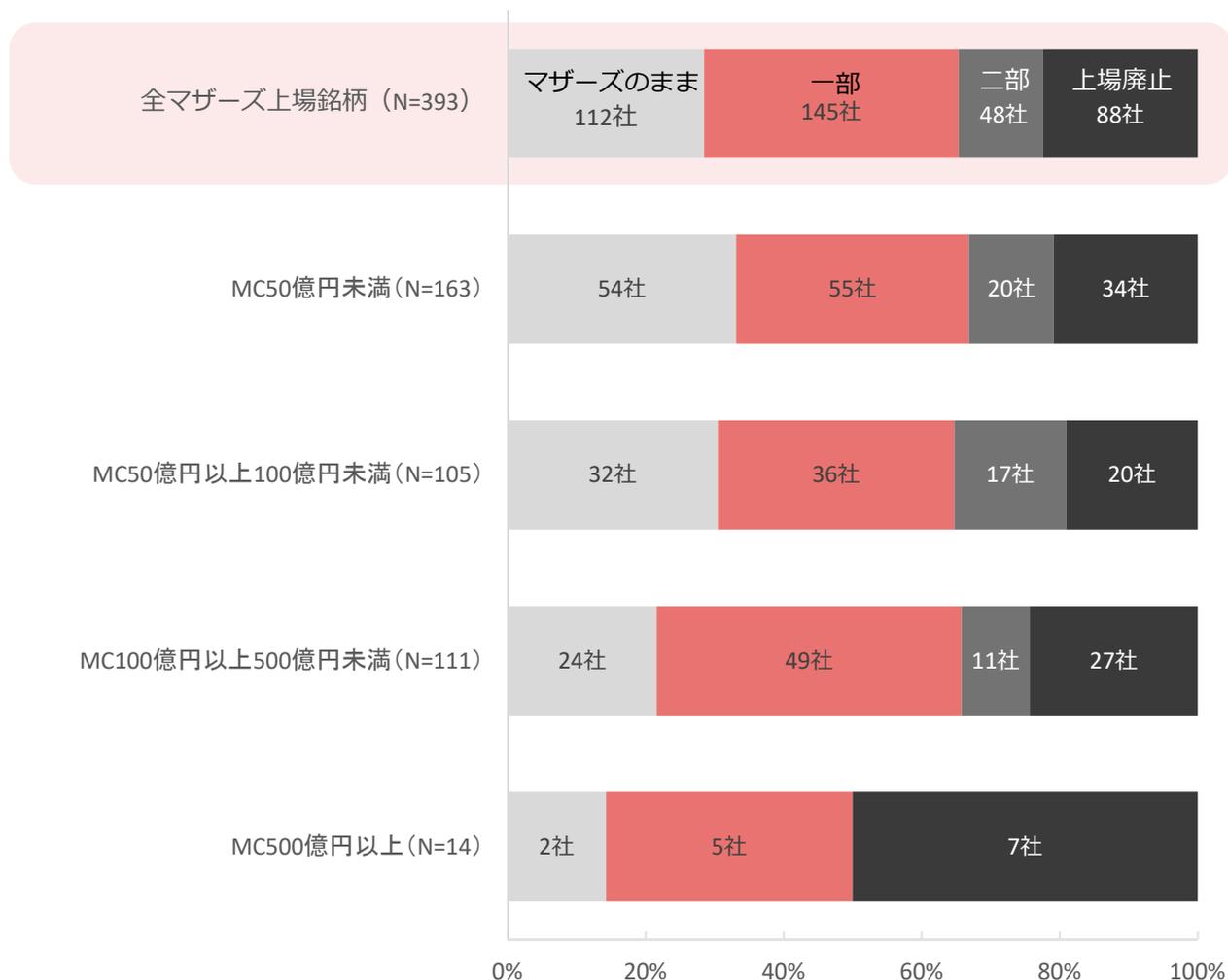


- ✓ 上場維持割合は、上場5年後～10年後に下落のピークを迎える。15年後も上場を維持している割合は6割程度である。
- ✓ 時価総額倍率（中央値）は10年後まで公開価格比1.0倍付近を推移し、15年後にかけてわずかに上昇している。一方で平均値は徐々に倍率を上げ、10年後以降さらに上昇している。
- ✓ このことから、上場維持する一部の銘柄が平均値を押し上げているものの、全体では時価総額が大幅に増加しているわけではないと言える。

注) マザーズ上場後5年以上経過した銘柄を分析の対象とした (2001年～2015年上場銘柄 全393社)
 注) 上場維持割合 = N年後上場維持銘柄 / 新規上場銘柄数 (ただし、N年経過していない銘柄はカウントから除外 上場後市場区分を変更した銘柄を含む)
 注) 上場時時価総額 = 1.00 = 公開価格ベースの時価総額 時価総額倍率 = N年後の時価総額 (月末の時価総額を採用) / 上場時時価総額
 出所) 各社の有価証券届出書、QUICKより野村證券作成

マザーズ上場後の上場市場

マザーズ上場銘柄における 上場時時価総額（MC）別の足元の上場市場



- ✓ 全体では4割弱の銘柄が東証一部へステップアップしている。
- ✓ 上場時の時価総額が小さいほどマザーズに留まる割合が高く、上場時の時価総額が100億円以上の銘柄では、その後東証一部へステップアップする割合が高い。

注) マザーズ上場後5年以上経過した銘柄を分析の対象とした (2001年~2015年上場銘柄 全393社)
出所) 各社の有価証券届出書、QUICKより野村證券作成

マザーズ上場後の時価総額変化

マザーズ上場銘柄における直近時価総額
(MC) の上場時MCに対する倍率

直近時価総額

	上場廃止		上場時の 1倍未満		上場時の 1倍～2倍		上場時の 2倍～5倍		上場時の 5倍～10倍		上場時の 10倍以上		足元 1,000億円 以上	
	社数	割合	社数	割合	社数	割合	社数	割合	社数	割合	社数	割合	社数	割合
MC50億円未満 (N=163)	34社	21%	20社	12%	29社	18%	35社	21%	26社	16%	19社	12%	3社	2%
MC50億円以上 100億円未満 (N=105)	20社	19%	28社	27%	16社	15%	17社	16%	9社	9%	15社	14%	9社	9%
MC100億円以上 500億円未満 (N=111)	27社	24%	34社	31%	18社	16%	16社	14%	6社	5%	10社	9%	19社	17%
MC500億円以上 (N=14)	7社	50%	3社	21%	1社	7%	2社	14%	1社	7%	0社	0%	4社	29%
全銘柄 (N=393)	88社	22%	85社	22%	64社	16%	70社	18%	42社	11%	44社	11%	35社	9%

✓ 全銘柄を対象とすると、総じて多くの銘柄において時価総額は増加している。また、小型（上場時）ほど大きく増加した銘柄の割合が高い傾向にある。

✓ 他方、上場時から増加しているものの、長期間経過した割には大きく増加していない銘柄、長期間経過した現在においてもなお上場時を下回る銘柄も相応にみられ、個別銘柄による差が大きいことが読みとれる。

上場時時価総額

注) マザーズ上場後5年以上経過した銘柄を分析の対象とした(2001年～2015年上場銘柄。393社 上場後市場区分を変更した銘柄を含む)
注) 上場時の公開価格ベースに対し、2021年9月7日時点の終値ベースの時価総額が何倍か算出
出所) 各社の有価証券届出書、QUICKより野村證券作成

マザーズ上場後の業績変化

マザーズ上場銘柄における直近業績と 上場時業績の比較（直近時価総額別）

上場の直前決算期と 直近決算期の単純比較	2021/8/17時点の時価総額			
	50億円未満	50億円以上 100億円未満	100億円以上 500億円未満	500億円以上
銘柄数（社）（注1）	72社	59社	118社	56社
経常赤字のまま	4社 5.6%	4社 6.8%	7社 5.9%	3社 5.4%
経常赤字に転落	31社 43.1%	18社 30.5%	13社 11.0%	5社 8.9%
黒字化	3社 4.2%	2社 3.4%	7社 5.9%	7社 12.5%
黒字のまま	34社 47.2%	35社 59.3%	91社 77.1%	41社 73.2%
売上高変化（中央値）	1.73倍	2.41倍	4.52倍	9.25倍
経常利益変化（中央値）（注2）	0.98倍	2.36倍	5.39倍	16.48倍

（参考）上場時時価総額50億円未満→直近500億円以上の銘柄における業績の変化
売上高変化（中央値）= 10.86倍、 経常利益変化（中央値）= 15.58倍

- ✓ 時価総額が500億円以上となっている銘柄では、上場以降の売上高変化率9.25倍、経常利益変化率16.48倍と高い成長実績を有している。
- ✓ 時価総額50億円未満の銘柄では約半数、50～100億円の銘柄でも1/3超が足元で赤字となっている。
- ✓ 以上から、上場後にしっかり業績を拡大した企業は、資本市場で評価されていると言える。

注1) マザーズ上場後5年以上経過した銘柄を分析の対象とした（2001年～2015年上場銘柄。上場廃止銘柄を除く305社 上場後市場区分を変更した銘柄を含む）
注2) 利益の変化を測定可能な「黒字のまま」銘柄を対象に中央値を算出している
出所) 各社の有価証券届出書、QUICKより野村證券作成

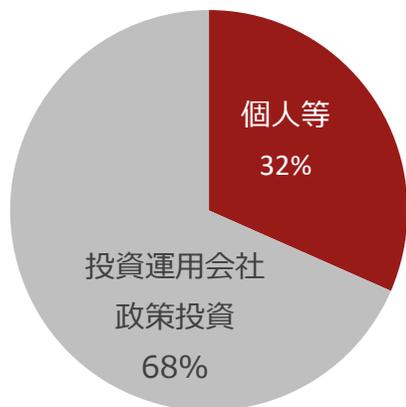
上場後のファイナンス

マザーズ市場における上場後資金調達額

(2015年1月～2021年5月末 調達実施銘柄 全31社)				
決議日時価総額	～100億円	100～500億円	500～1,000億円	1,000億円～
銘柄数	1社	9社	8社	13社
(うち、市場変更と同時ファイナンス)	(1社)	(5社)	(2社)	(0社)
調達総額	7億円	168億円	475億円	1,854億円

投資家別 保有金額

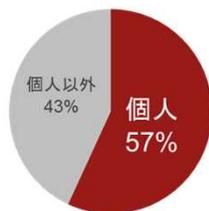
マザーズ時価総額
上位25社



上位25社の時価総額

- ✓ 1,000億円以上 …17社
 - ✓ 500億円～1,000億円 … 8社
 - ✓ 500億円未満 … 0社
- 合計 25社

マザーズ(再掲)



- ✓ マザーズでも500億円以上の時価総額（と流動性）があると、上場後に市場で追加の資金調達に成功している（時価総額500億円未満で追加調達した銘柄の半数以上は市場変更イベントと同時のファイナンスである）。
- ✓ マザーズ全体では個人投資家の保有割合が約6割だが、時価総額上位25社の投資家保有割合をみると、機関投資家層が一定程度保有していることがわかる。
- ✓ 機関投資家が保有できる水準の時価総額や流動性があれば、上場会社にセカンダリーファイナンスの選択肢が生まれ、次の成長資金を獲得することができる。

注) 対象は2021年5月末マザーズ時価総額上位25社
 注) 投資運用会社、政策投資：投資顧問、銀行、信託銀行、ヘッジファンド、PE、VCと、法人並びに個人の政策投資出所) JPX統計情報(株式)及びThomson Financialより野村證券作成

マザーズ銘柄に対する海外機関投資家の声

海外機関投資家A

本腰を入れて買おうとは思わないのが事実。個別ネームを買って一方でヘッジのためにIndexでショートポジションを組もうと思っても、流動性がなく、うまくショートを組めないという難しさがある。この点は他のファンドも同じ悩みを抱えているのではないか。投資するにあたっての時価総額の最低水準は200-300億円、流動性は1日5億円程度必要であり、その水準にある銘柄は一部に限られる。

海外機関投資家B

日本のマザーズ市場は英文開示が限定的なので、IPOに参加しようと思っても分析をしても、外人のCIOにそれを理解させるのが大変であり、時間見合いでのリターンが割に合わない。そもそも、時価総額が小さいものが殆どで、IPOに限らず、銘柄の検討を行うサイズでは無いものが殆ど。

海外機関投資家C

自分のいるファンドは、流動性がなくてもコンビクションが確りしていれば入ることができるが、機関投資家の参加が難しい銘柄なので、銘柄のファンダメンタルに関してよりも個人のセンチメントに大きく影響する為、その点でも参加することができないという投資家の方が大多数なのではないか。

海外機関投資家D

流動性、時価総額で多くの銘柄は投資のクライテリアに入らない。それ以外にも多くの割安銘柄があり、それをスクリーニングするのに手いっぱい。我々はバイオも見ているが、日本のバイオは高すぎて買えない。グローバルに比較しても最も高い価格が付いていると思っており、それは個人投資家のリスクマネーによるからだと思っており、本来はショートもしたいが、高くても下がってくれることが少ないため、基本的には日本のバイオは売りも買いも現状では行わない。

海外機関投資家E

マザーズゆえに特に避けているというものはない。結局はまともな株価形成と流動性がしっかりと確保されているかがポイントで、マザーズの多くの銘柄は時価総額が小さく、流動性も時価総額対比ではあるもののまとまった金額で買えるような流動性が付いていない為、バリュエーションの高安の前に検討できるものが限定的。実際に中身をみても、会社のステージ、流動性を考えると機関投資家が買えるようなバリュエーションでは無いものが大半。

海外機関投資家F

日本の小型IPOの場合、コンプスとなるような銘柄も機関投資家がバリュエーションを確りはじいて取引をしておらず、全体的に高いので、それを基にしても機関投資家が積極的に魅力的だと感じるバリュエーションになっているとは思っていない。時価総額や流動性の問題を抜きにしても、大半の小型銘柄は機関投資家目線では高すぎると思う。個人のセンチメントが良い時を見計らって参加する程度で、大半の機関投資家には真面目に向き合うことが難しい市場になってしまっている。

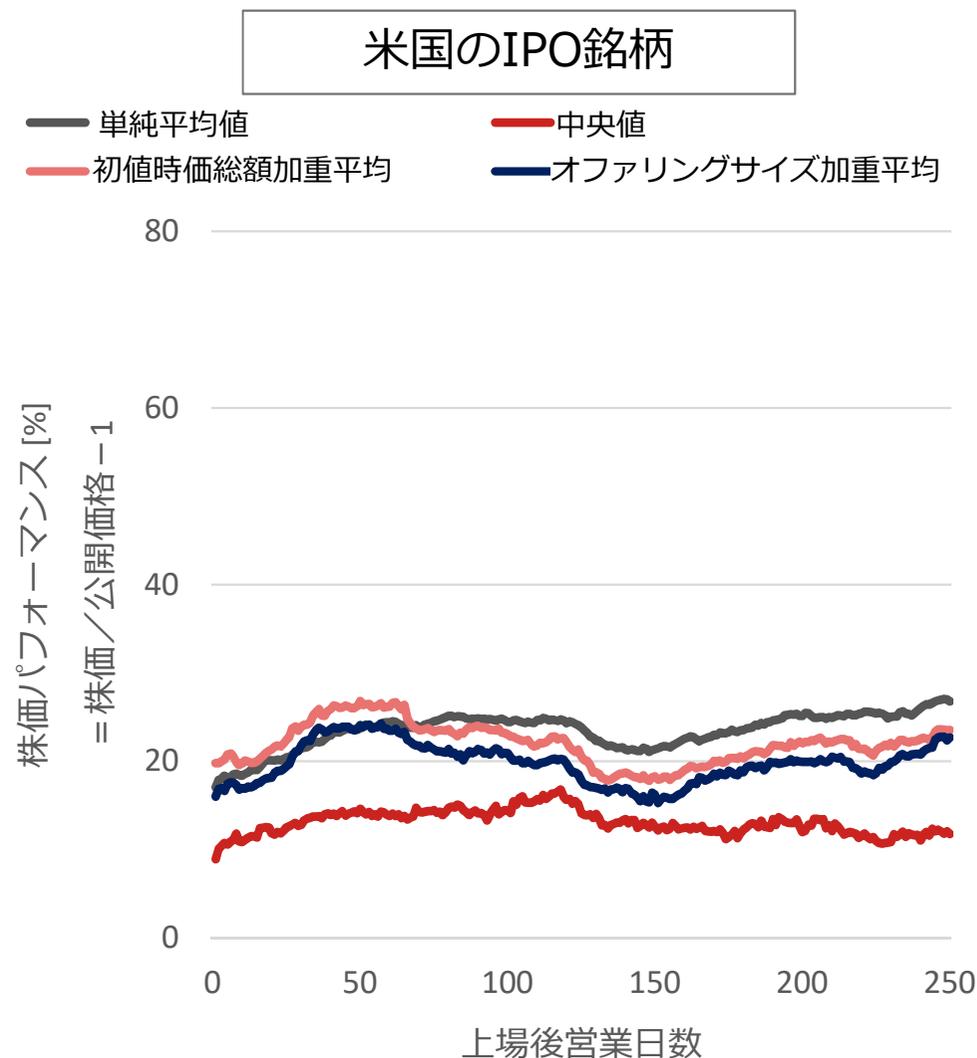
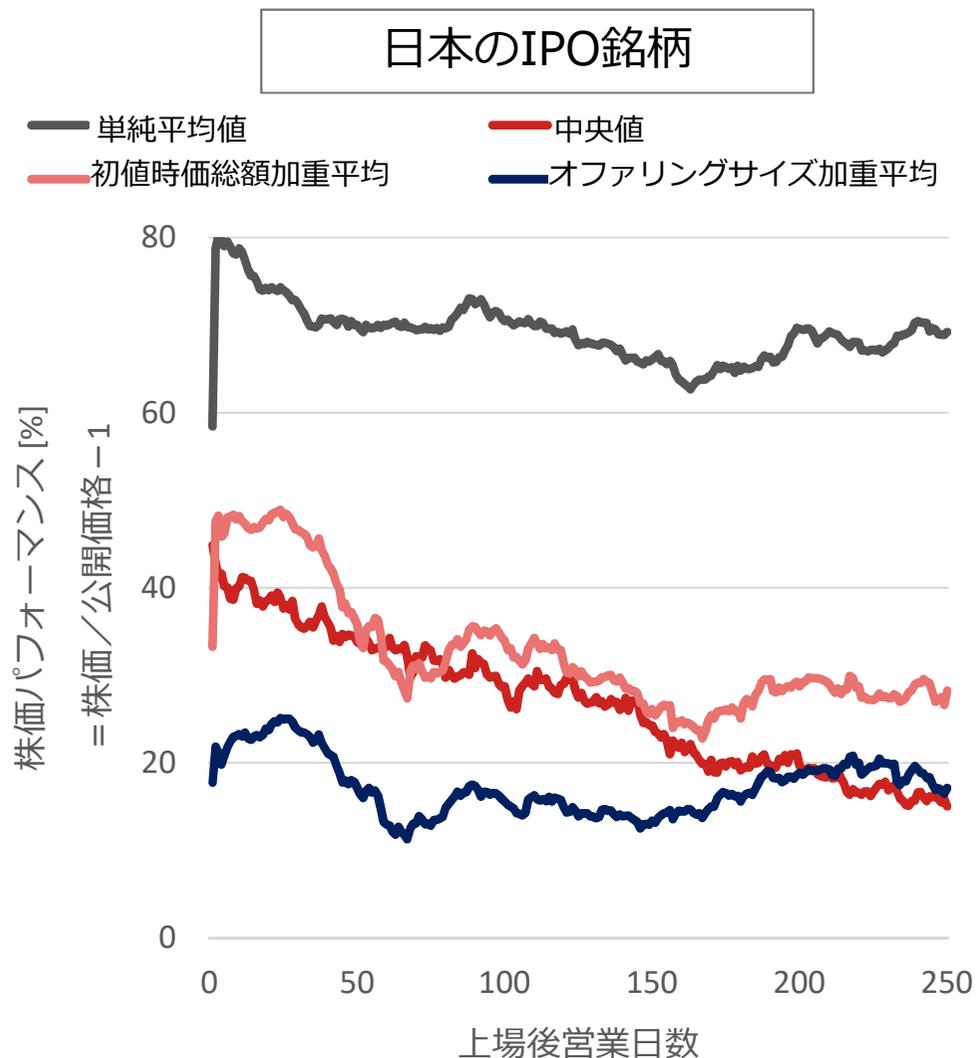
まとめ マザーズ市場の特徴と役割

- ✓ 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。通常機関投資家が売買しないような時価総額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き、その結果通常では売買できない機関投資家の一部も参加している。こうした点において、他国には無い異質の市場となっている。
- ✓ 上述のような特徴が、アーリーステージにあり業績のボラティリティが高いベンチャー企業の上場を可能とし、日本のベンチャーのエコシステムの土台となった。
- ✓ マザーズはこれまで多くの企業を上場させ、その後本則へのステップアップとして多くの企業を生み出してきた。その過程で、上場後の資金調達も段階に応じて行っており、当初は大半の機関投資家が保有することが難しい企業であっても、上場を経て成長するにつれ、保有することが出来るようになり、上場時の想定通り成長する企業にとっては調達手段、保有投資家は拡大していった。
- ✓ マザーズの特徴は、上場後のパフォーマンスに密接に関係し、大きな影響を及ぼす。日本では約7割の新規上場会社がマザーズに上場していることから、上場後のパフォーマンスを分析するうえでは、他国との単純な横比較だけでなく、多角的な分析が必要であると考え（次章に続く）。

3. IPOのパフォーマンス分析

日米パフォーマンス推移の比較 公開価格比

日本のIPO銘柄における上場後の株価は、単純平均だけを比較すると公開価格を大きく上回っており、米国との差も大きい。しかし、中央値やオファリングサイズ加重平均で比較すると景色は変わる。



注) 日本、米国とも2005年~2019年にIPOした銘柄。日本は東証1・2部、マザーズ、JASDAQに上場した国内株式(ETF、REITは除く)。ただし、同一の証券コードで過去に上場していた銘柄(例:2018年上場のソフトバンク株式会社以降同様)および1年以内に上場廃止した銘柄を除く。米国は、EIKONおよびBloombergで取得したNYSE、NASDAQのIPO銘柄(ADR、Fund、Unit Offering、ETF、REITを除く)の中で、FactSet株価データに接続可能な銘柄。ただし、データ上の公開価格が0および初値倍率が700倍超と異常な銘柄は除く。結果として日本:1,010銘柄、米国:1,589銘柄を分析対象とした。

注) 株価は終値(最初の数日に取引がなかった場合は気配値)を使用。オファリングサイズ=公開価格×公募売出株式数。
出所) 野村證券

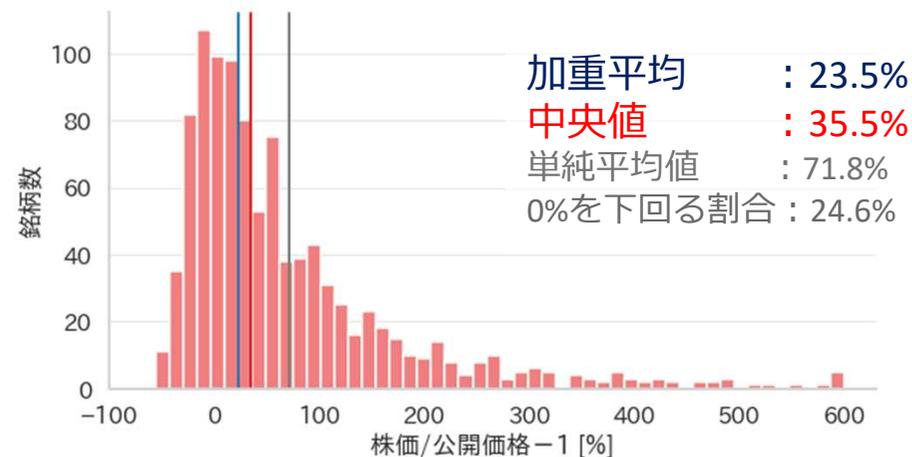
日本のパフォーマンス 公開価格対比

日本のIPOの上場後250営業日の単純平均パフォーマンスは公開価格比69%だが、加重平均値は同18.1%、中央値は同15.4%であり、乖離が大きすぎるとは言えない。また、約4割の銘柄では公開価格を下回っており、一概に「市場価格に比べて公開価格が抑制されている」とは言えない。

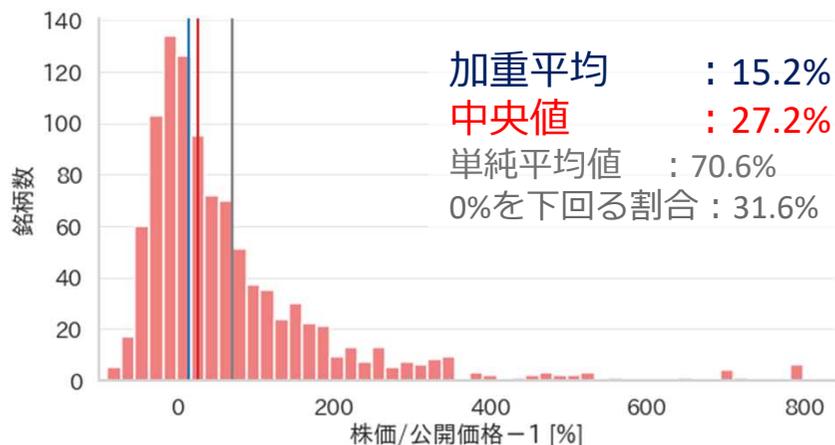
上場日終値



上場後30営業日



上場後100営業日



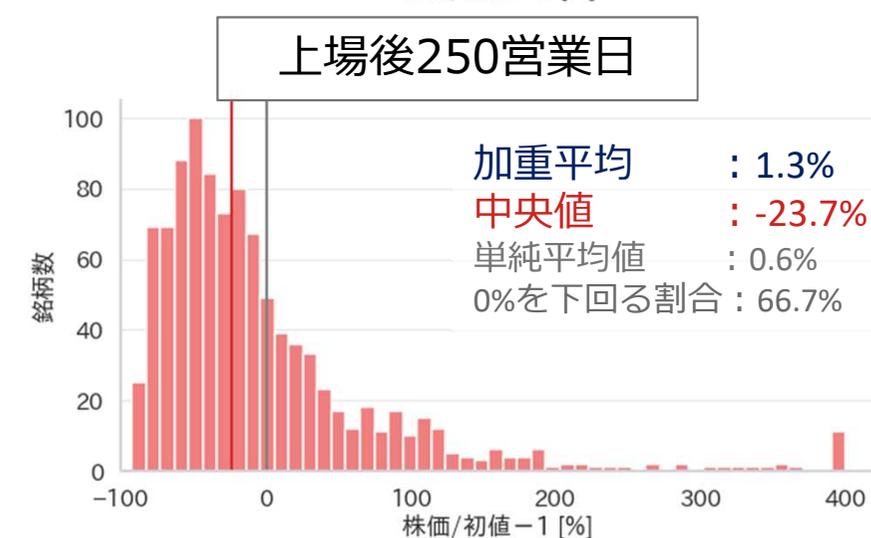
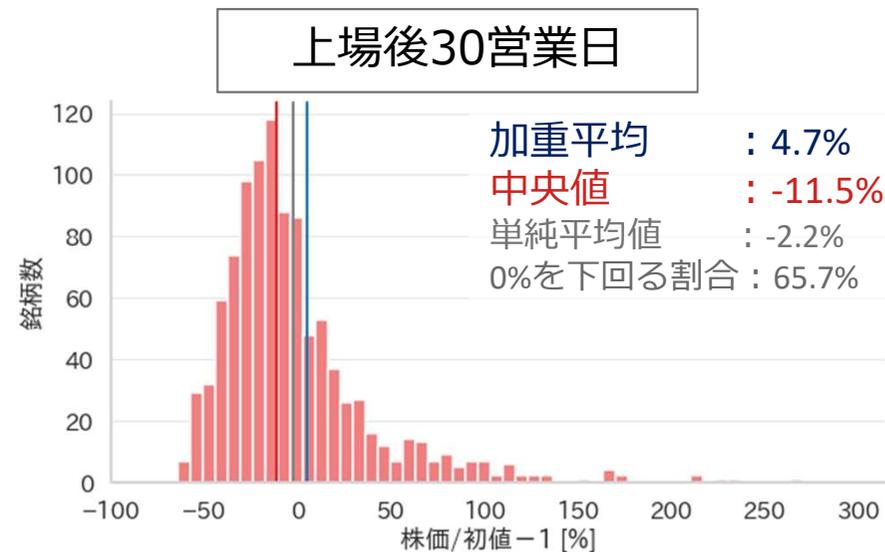
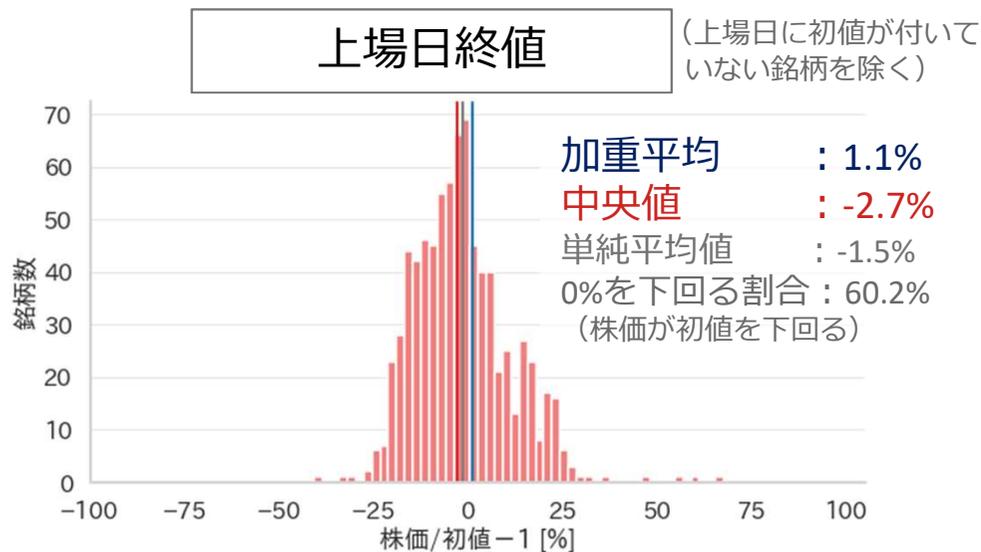
上場後250営業日



注) 2005年~2019年にIPOした銘柄。株価は終値(最初の数日に取引がなかった場合は気配値)を使用。上場日終値は200%以上の銘柄を200%, 30日後は600%以上の銘柄を600%, 100, 250日後は800%以上の銘柄を800%としてヒストグラムに表示。注) 「加重平均」はオファリングサイズ加重平均 注) 2010年3月以降、初値決定に係る気配値の下限、上限をそれぞれ公開価格の0.75x, 2.3xとする特例措置が導入されている。

日本のパフォーマンス 初値対比

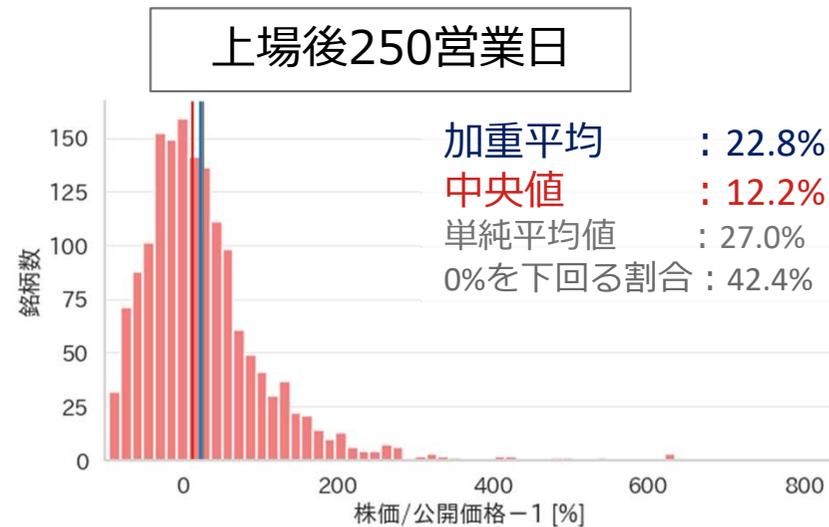
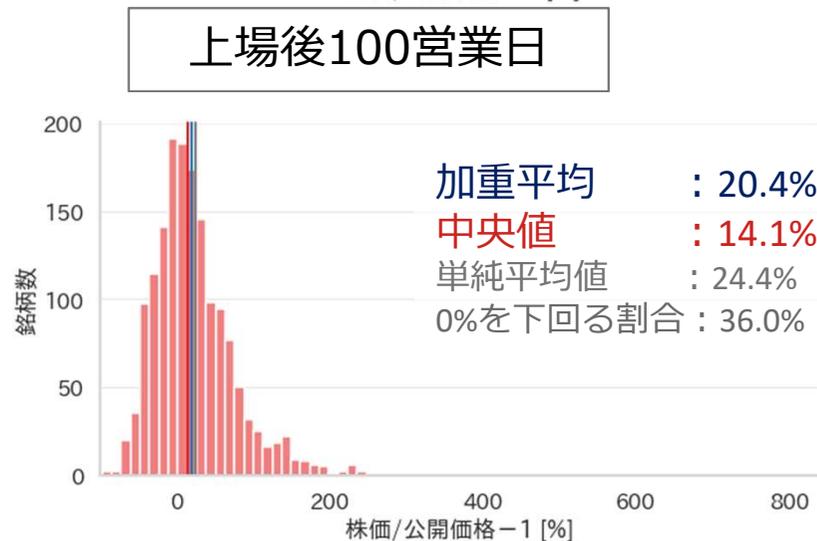
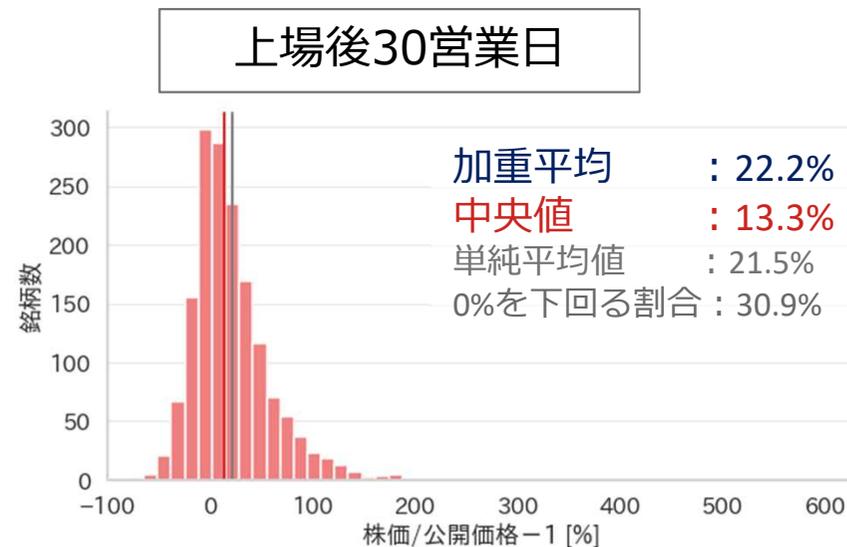
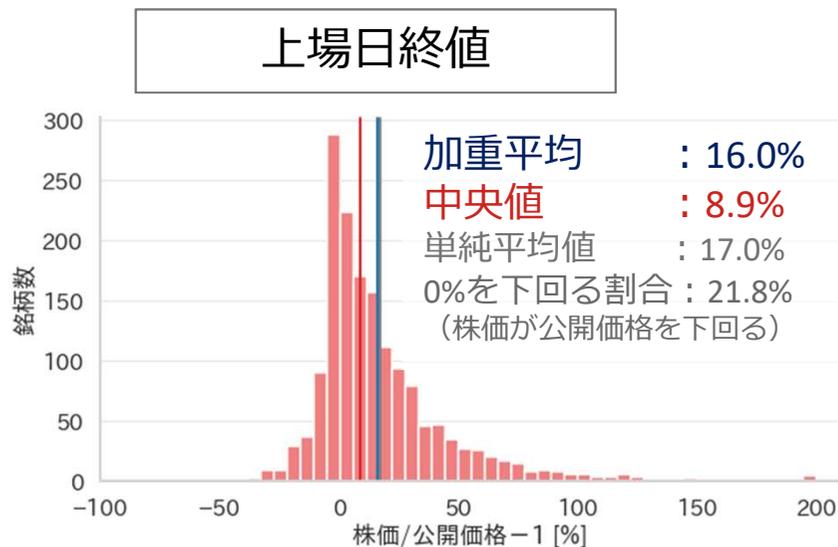
250営業日後の初値対比パフォーマンスは単純平均では0.6%であり、一見すると「初値こそフェアバリューであり公開価格が低すぎる」と捉えられるかもしれないが、中央値は-23.7%で2/3の銘柄は初値を下回っていることから、「初値はフェアバリューに比べて高くつきやすい」状況から、初値のみでなく、慎重に検討する必要がある。



注) 2005年~2019年にIPOした銘柄。株価は終値を使用。左上(上場日終値)の図において上場日に初値が付いていない銘柄は除く。上場日終値は100%以上の銘柄を100%, 30日後は300%以上の銘柄を300%, 100, 250営業日後は400%以上の銘柄を400%としてヒストグラムに表示。注) 「加重平均」はオフリングサイズ加重平均出所) 野村證券

米国のパフォーマンス 公開価格対比

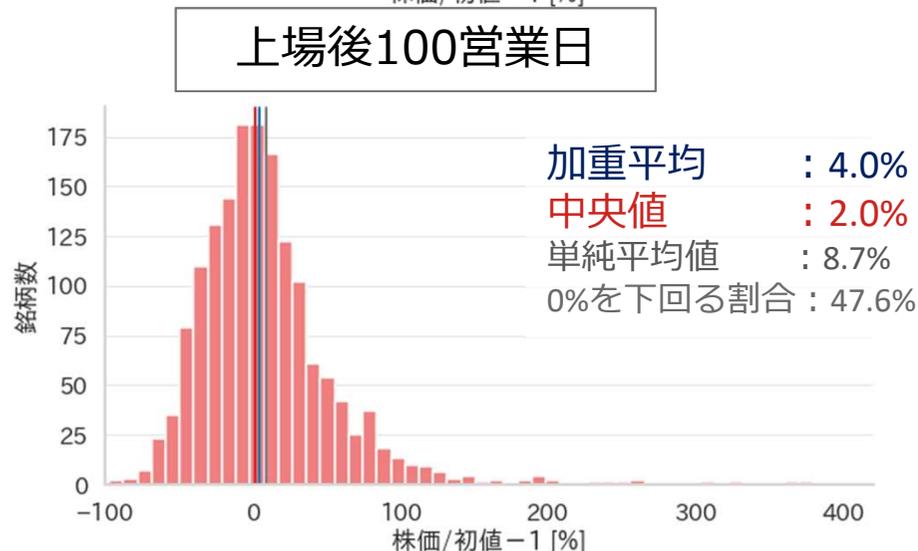
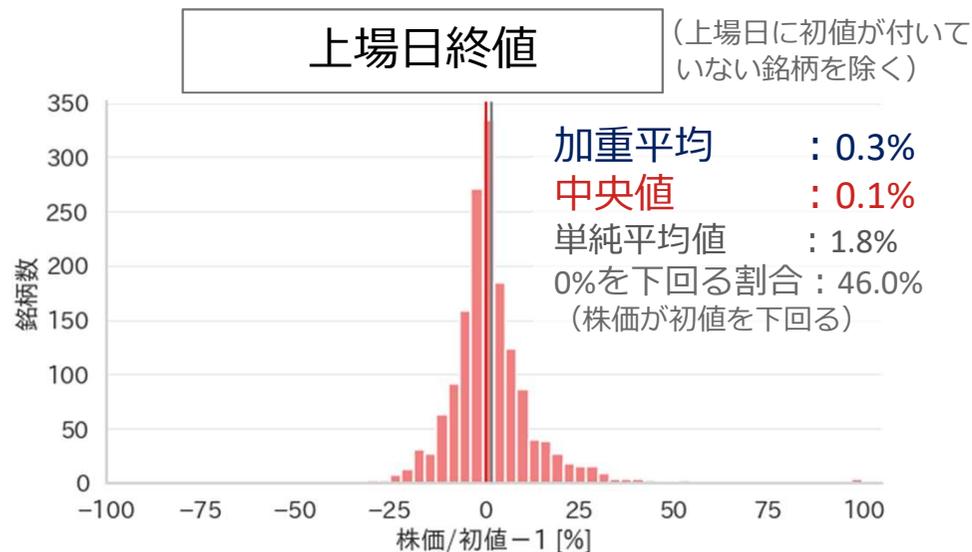
米国のIPOでは、250営業日後の加重平均は公開価格比22.8%（日本18.1%）、中央値は12.2%（同15.4%）とほぼ同じ水準である。公開価格を下回る銘柄の割合も日本と同程度であり、上場直後の乖離に差はあるが、長期的パフォーマンスから見ると、日本の公開価格が低すぎるとは言えないと考える。



注) 2005年~2019年にIPOした銘柄。株価は終値（最初の数日に取引がなかった場合は気配値）を使用。上場日終値は200%以上の銘柄を200%、30日後は600%以上の銘柄を600%、100、250日後は800%以上の銘柄を800%としてヒストグラムに表示。注) 「加重平均」はオフリングサイズ加重平均
出所) 野村證券

米国のパフォーマンス 初値対比

一方で、米国では、初値形成後、初値比で加重平均値・中央値・平均値ともに大きなマイナスは見られず、日本の初値が小型銘柄で異質な動きをしていることが類推される。



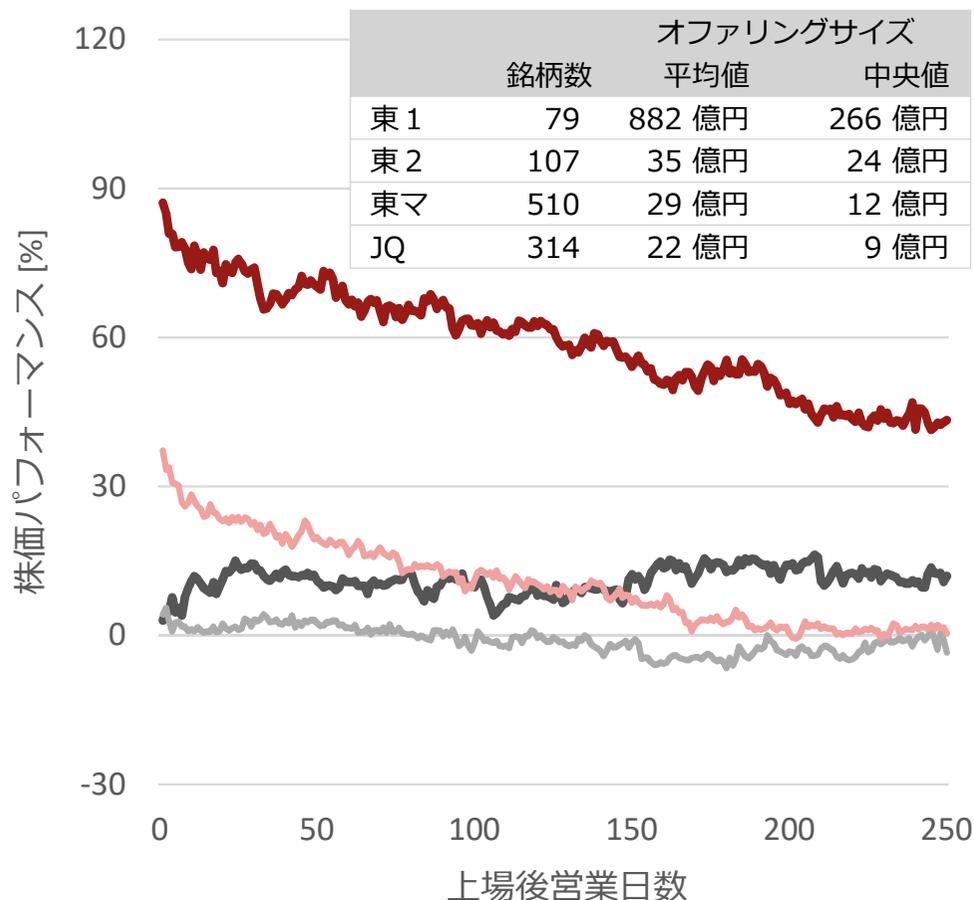
注) 2005年~2019年にIPOした銘柄。株価は終値を使用。左上(上場日終値)の図において上場日に初値が付いていない銘柄は除く。上場日終値は100%以上の銘柄を100%, 30日後は300%以上の銘柄を300%, 100, 250営業日後は400%以上の銘柄を400%としてヒストグラムに表示。注)「加重平均」はオフリングサイズ加重平均
出所) 野村證券

日米のパフォーマンス比較 市場別

東証1部とNYSEを除いて、日米で平均的なオフリングサイズが異なるため、オフリングサイズを揃えて比較するのが適切と考えられる。

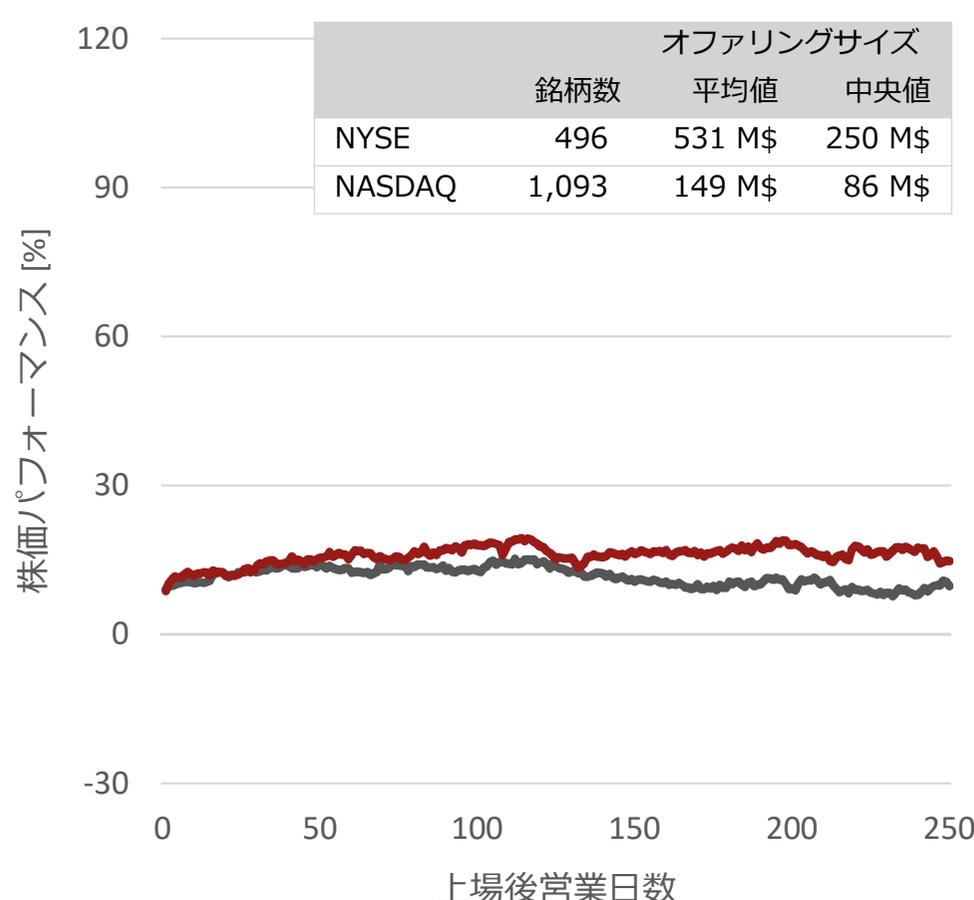
日本のIPO銘柄

— 東1 — 東2 — 東マ — JQ



米国のIPO銘柄

— NYSE — NASDAQ



注) 日本、米国とも2005年~2019年にIPOした銘柄。日本は東証1・2部、マザーズ、JASDAQに上場した国内株式(ETF、REITは除く)。ただし、同一の証券コードで過去に上場していた銘柄および1年以内に上場廃止した銘柄を除く。米国は、EIKONおよびBloombergで取得したNYSE、NASDAQのIPO銘柄(ADR、Fund、Unit Offering、ETF、REITを除く)の中で、FactSet株価データに接続可能な銘柄。ただし、データ上の公開価格が0および初値倍率が700倍超と異常な銘柄は除く。結果として日本：1,010銘柄、米国：1,589銘柄を分析対象とした。

注) 株価は終値(最初の数日に取引がなかった場合は気配値)を使用。株価パフォーマンスは各グループの中央値を表示。

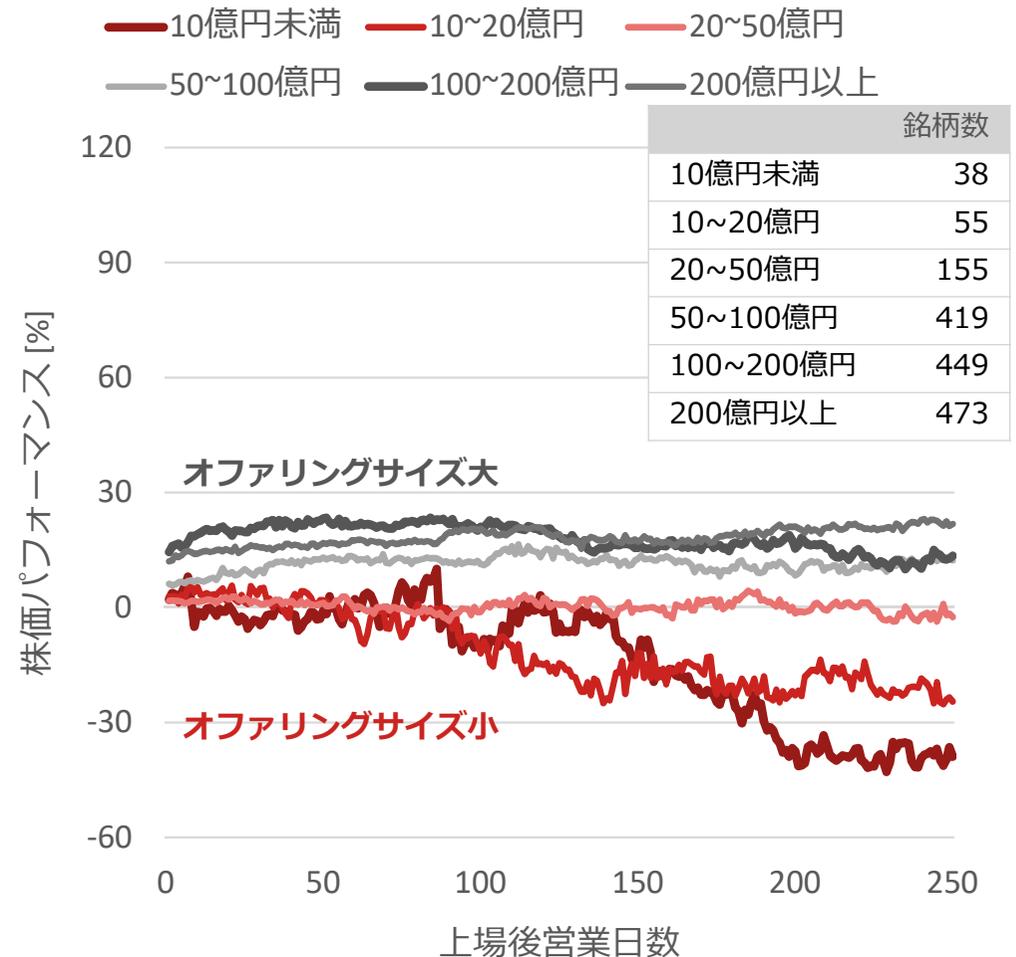
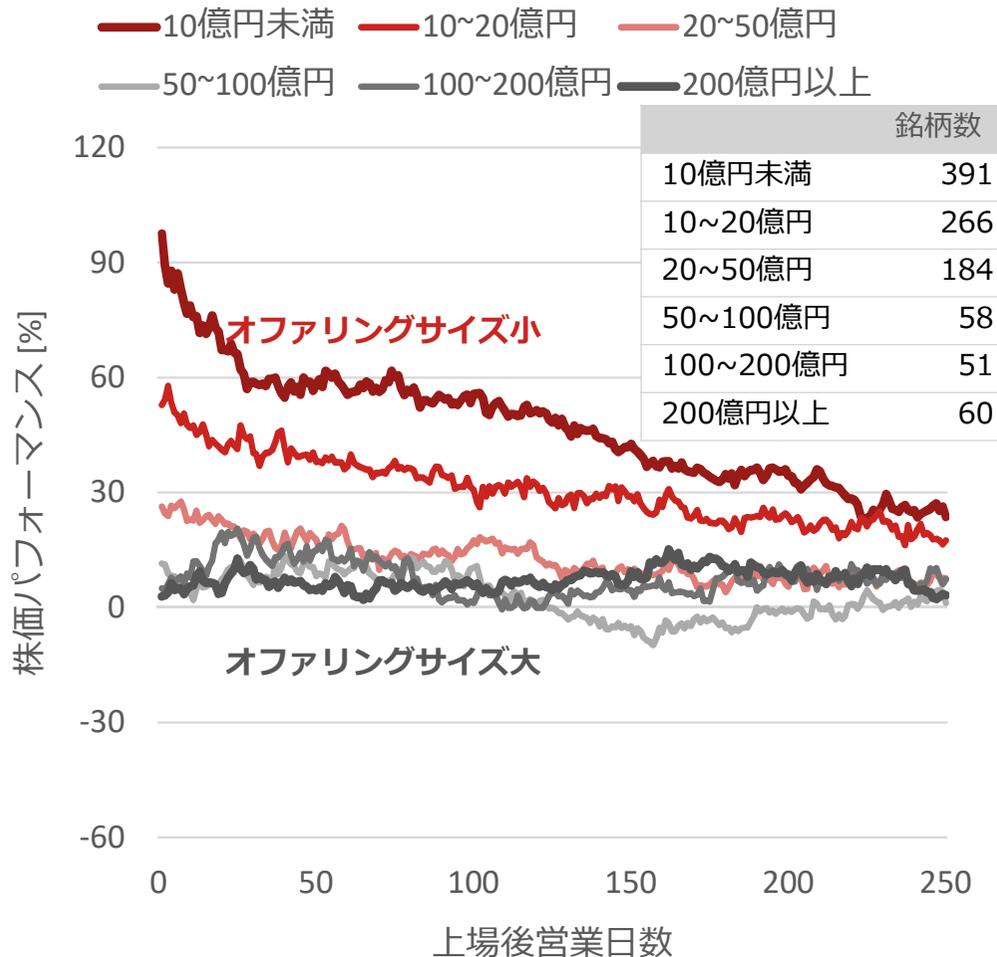
出所) 野村證券

日米のパフォーマンス比較 オフアリングサイズ別

日本ではオフアリングサイズ50億円未満の銘柄が8割強を占める一方、米国では50億円以上の銘柄が8割強を占めている。米国では、日本と異なりオフアリングサイズが小さいほど初値倍率が高くなる傾向はみられないが、日米ともにオフアリングサイズが小さいほど、その後の株価は軟調な傾向がみられる。

日本のIPO銘柄

米国のIPO銘柄

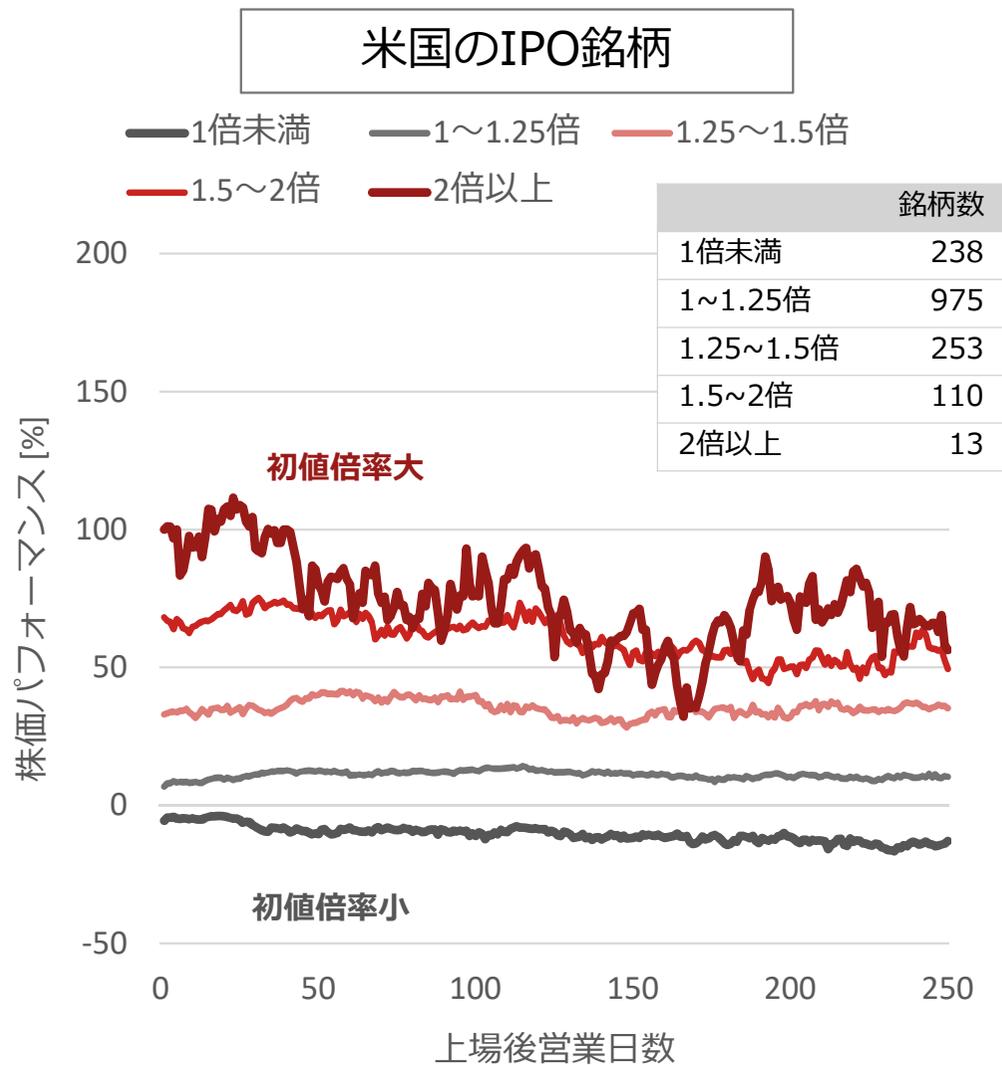
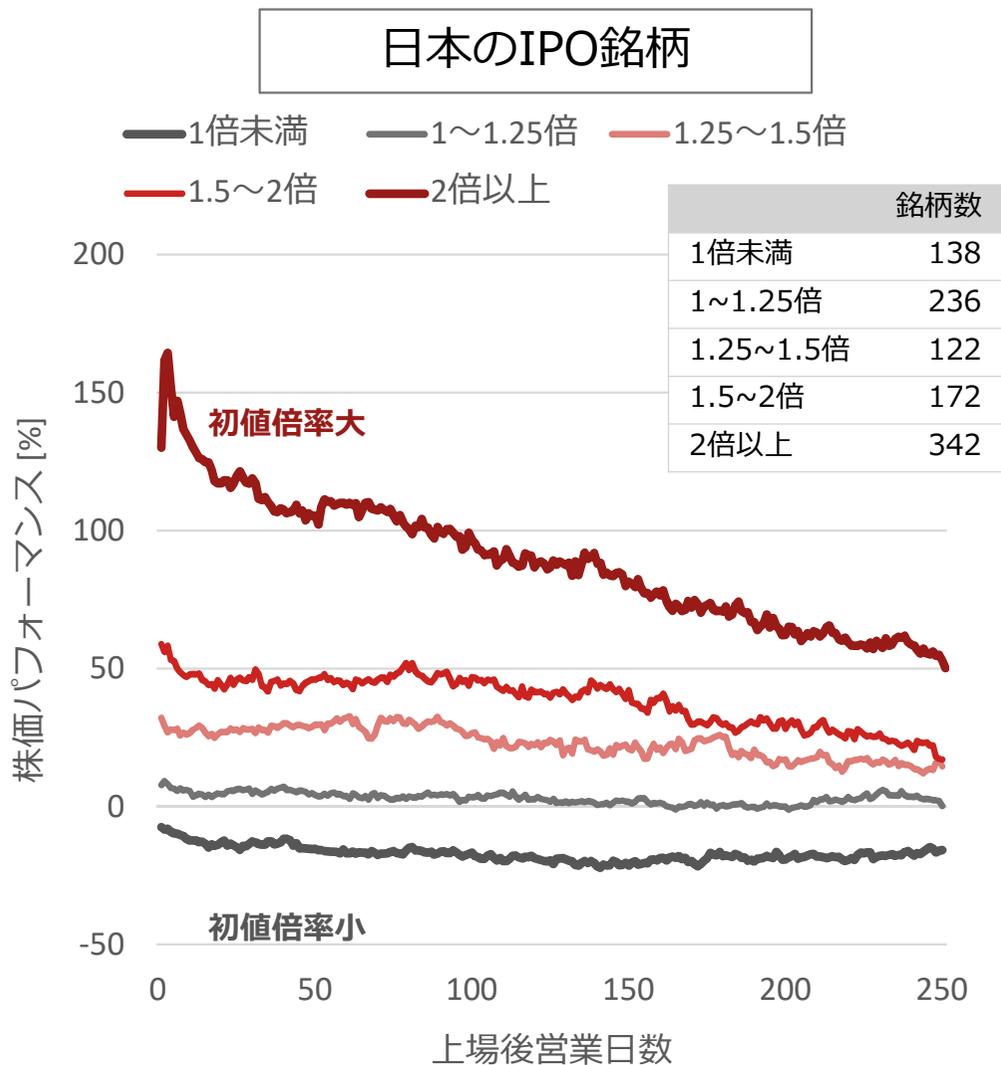


注) 日本、米国とも2005年~2019年にIPOした銘柄。日本は東証1・2部、マザーズ、JASDAQに上場した国内株式(ETF、REITは除く)。ただし、同一の証券コードで過去に上場していた銘柄および1年以内に上場廃止した銘柄を除く。米国は、EIKONおよびBloombergで取得したNYSE、NASDAQのIPO銘柄(ADR、Fund、Unit Offering、ETF、REITを除く)の中で、FactSet株価データに接続可能な銘柄。ただし、データ上の公開価格が0および初値倍率が700倍超と異常な銘柄は除く。結果として日本:1,010銘柄、米国:1,589銘柄を分析対象とした。

注) 株価は終値(最初の数日に取引がなかった場合は気配値)を使用。株価パフォーマンスは各グループの中央値を表示。米国のオフアリングサイズは各銘柄の上場日におけるドル円為替を用いて円換算。

日米のパフォーマンス比較 初値倍率別

日本は米国に比べて初値倍率が大きい銘柄が多く、初値が大きいほど株価は軟調な傾向がある。



注) 日本、米国とも2005年~2019年にIPOした銘柄。日本は東証1・2部、マザーズ、JASDAQに上場した国内株式 (ETF、REITは除く)。ただし、同一の証券コードで過去に上場していた銘柄および1年以内に上場廃止した銘柄を除く。米国は、EIKONおよびBloombergで取得したNYSE、NASDAQのIPO銘柄 (ADR、Fund、Unit Offering、ETF、REITを除く) の中で、FactSet株価データに接続可能な銘柄。ただし、データ上の公開価格が0および初値倍率が700倍超と異常な銘柄は除く。結果として日本：1,010銘柄、米国：1,589銘柄を分析対象とした。

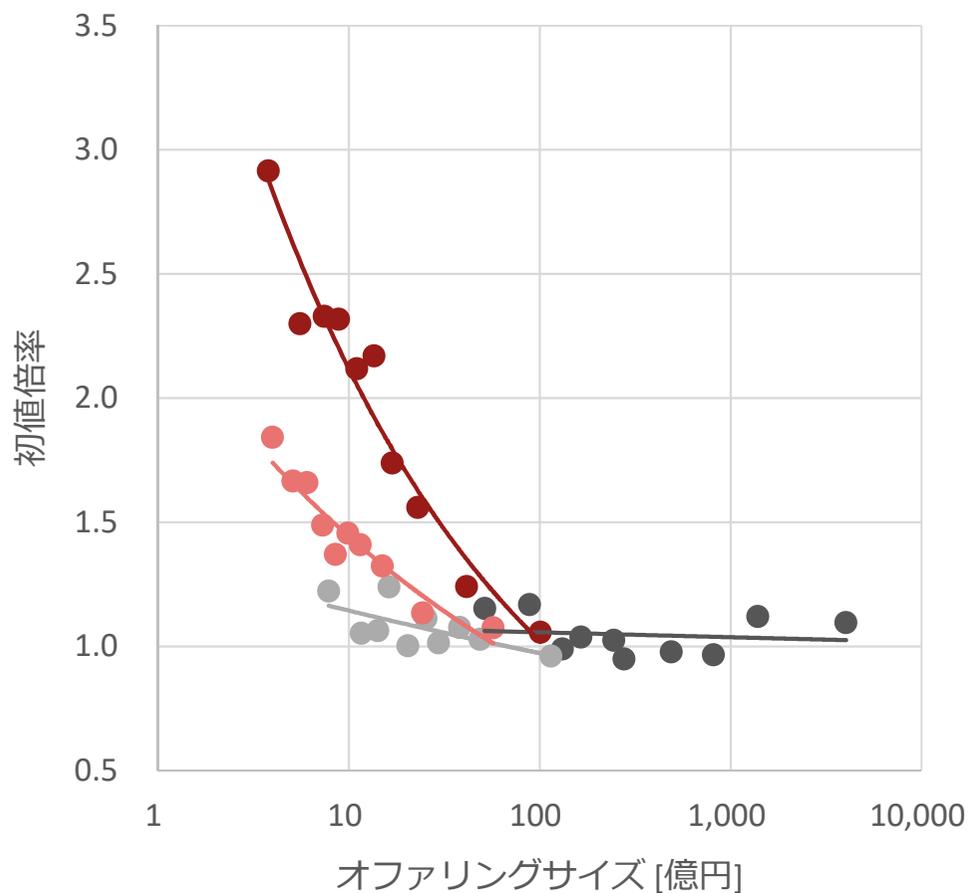
注) 株価は終値 (最初の数日に取引がなかった場合は気配値) を使用。株価パフォーマンスは各グループの中央値を表示。初値は最初に出来高が付いた日の始値と定義。初値倍率 = 初値 / 公開価格。
出所) 野村證券

日米のオフリングサイズと初値倍率の関係

日本では、米国と異なり小型銘柄ほど初値倍率が高くなる傾向が見られ、特にマザーズ銘柄において高く現れている。

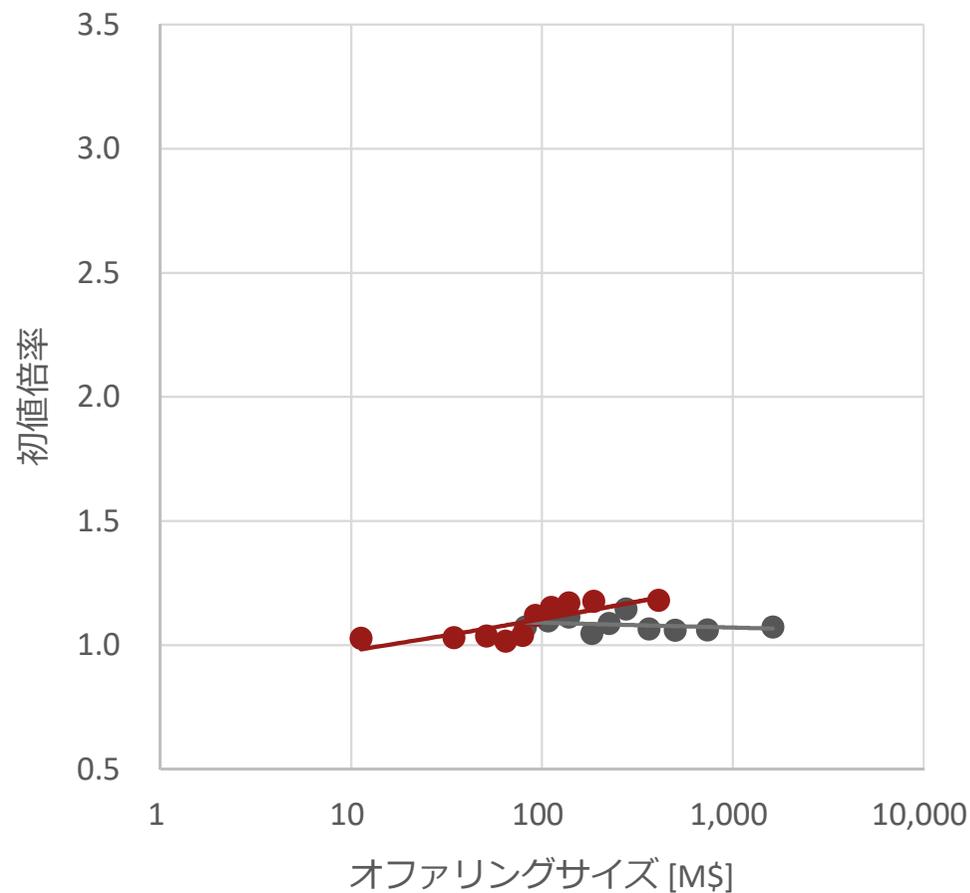
日本のIPO銘柄

● 東1 ● 東2 ● 東マ ● JQ



米国のIPO銘柄

● NYSE ● NASDAQ



注) 市場毎に、オフリングサイズの大きさを基準に件数が等しくなるよう10グループに分割し、各グループ内の中央値を集計し表示している
 注) 2005~2019年にIPOした銘柄
 注) 初値倍率=初値/公開価格、オフリングサイズ=公開価格×公募売出株式数
 出所) 野村證券

日米の売買回転率の比較 公募売出株式数対比

日本では売買回転率が一定で推移する（平常時程度になる）まで時間がかかっている。米国では、オフリングサイズが10億円未満のグループを除いて上場直後のみ売買回転率が高く、その後は一定で推移している。

日本のIPO銘柄

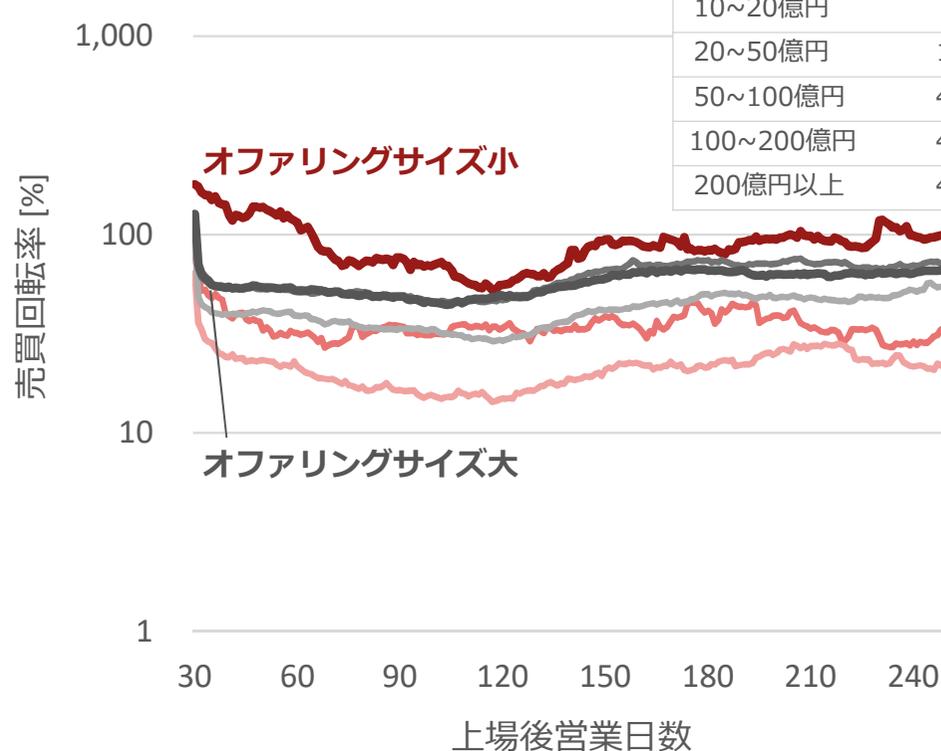
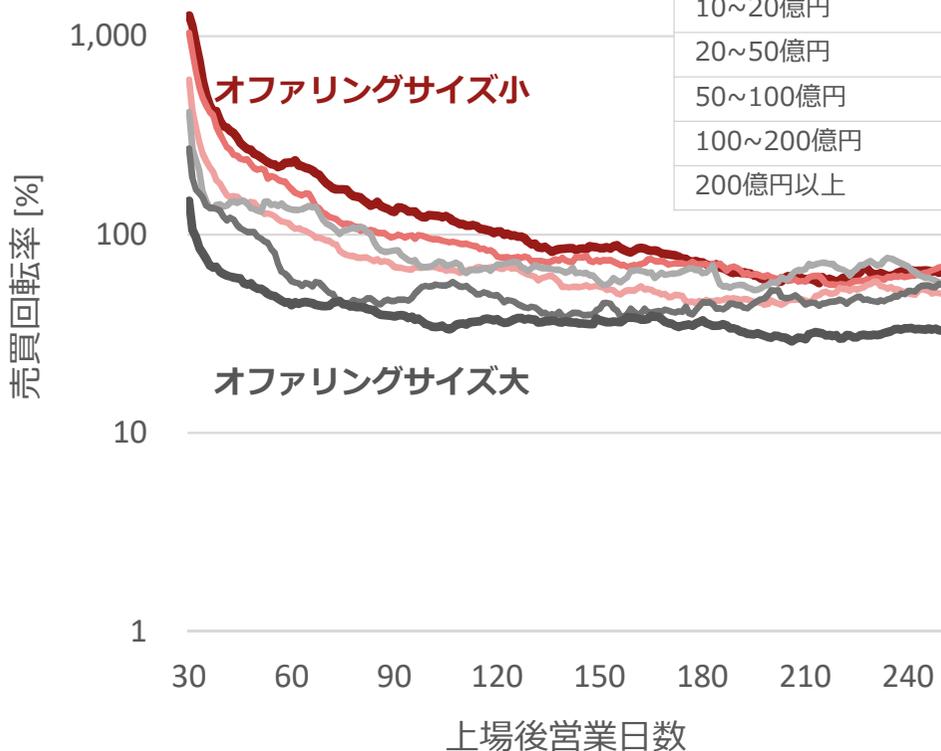
米国のIPO銘柄

10億円未満 10~20億円 20~50億円
50~100億円 100~200億円 200億円以上

10億円未満 10~20億円 20~50億円
50~100億円 100~200億円 200億円以上

	銘柄数
10億円未満	391
10~20億円	266
20~50億円	184
50~100億円	58
100~200億円	51
200億円以上	60

	銘柄数
10億円未満	38
10~20億円	55
20~50億円	155
50~100億円	419
100~200億円	449
200億円以上	473



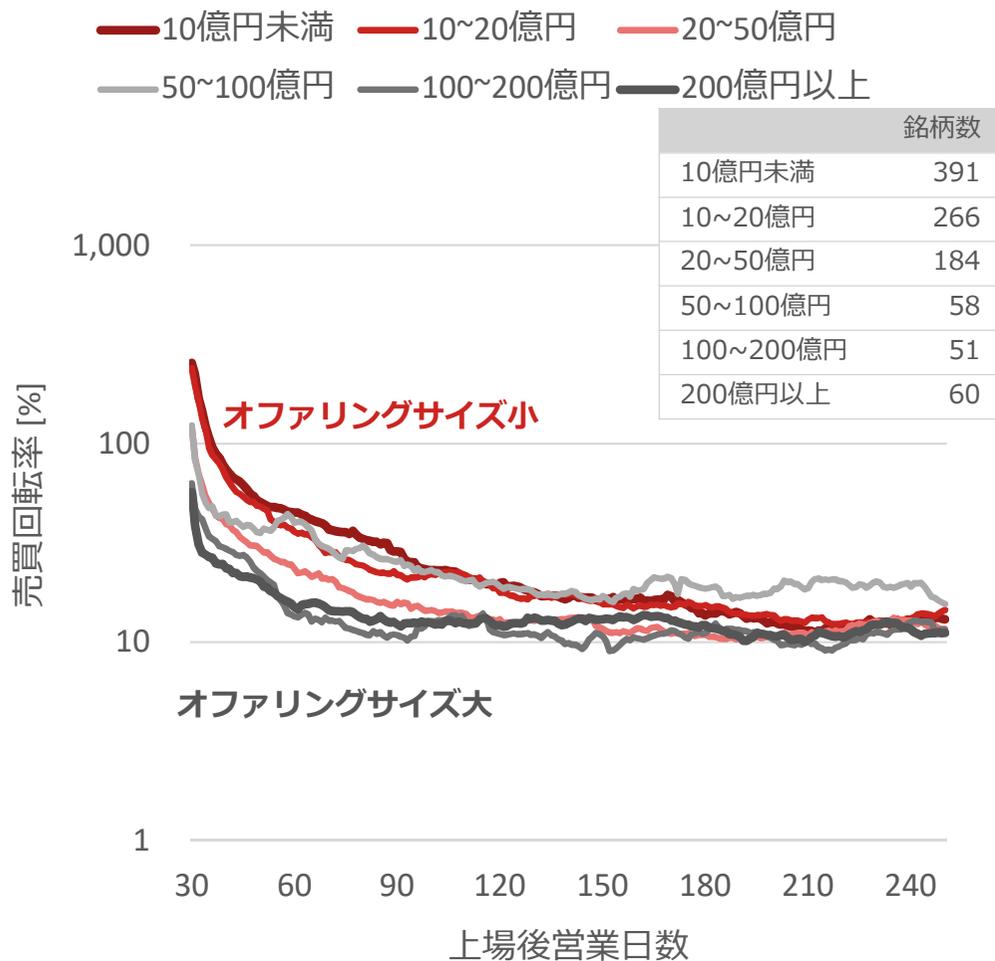
注) 日本、米国とも2005年~2019年にIPOした銘柄。日本は東証1・2部、マザーズ、JASDAQに上場した国内株式（ETF、REITは除く）。ただし、同一の証券コードで過去に上場していた銘柄および1年以内に上場廃止した銘柄を除く。米国は、EIKONおよびBloombergで取得したNYSE、NASDAQのIPO銘柄（ADR、Fund、Unit Offering、ETF、REITを除く）の中で、FactSet株価データに接続可能な銘柄。ただし、データ上の公開価格が0および初値倍率が700倍超と異常な銘柄は除く。結果として日本：1,010銘柄、米国：1,589銘柄を分析対象とした。

注) 売買回転率（=30日間の売買高合計/公募売出株式数）は各グループの中央値を表示。
出所) 野村證券

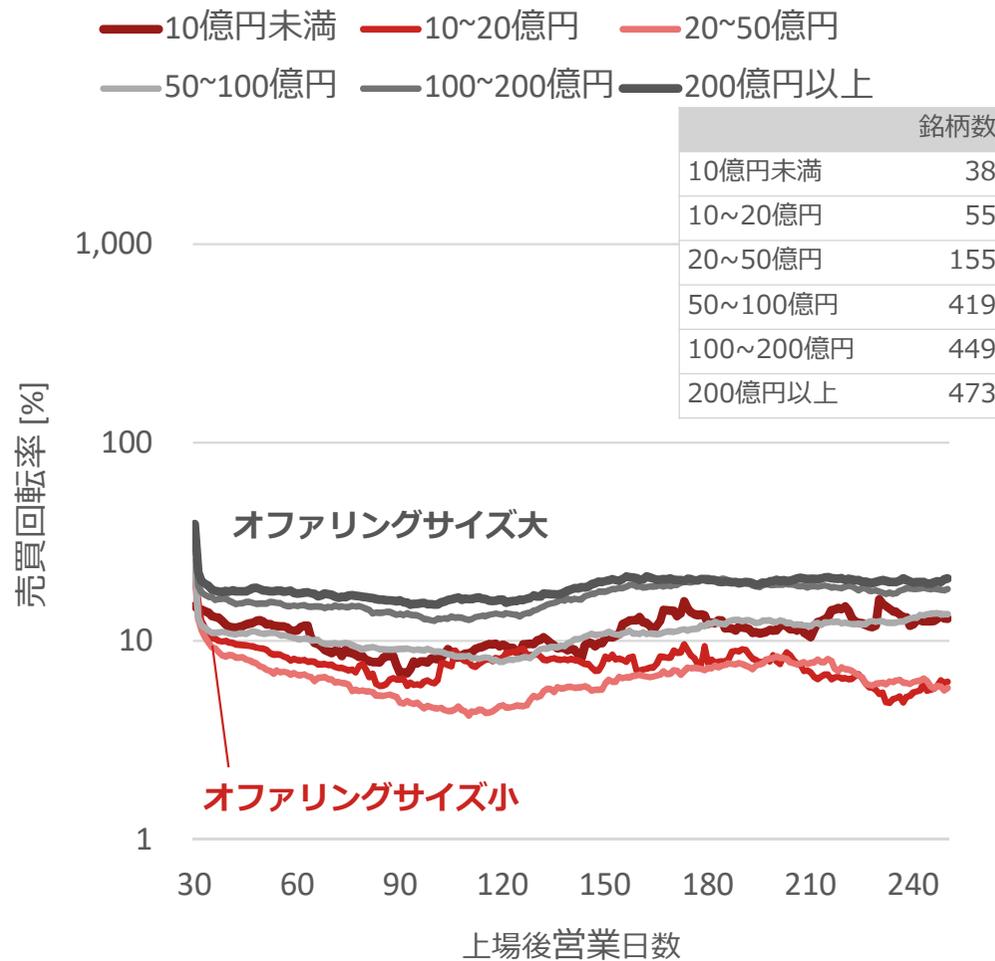
日米の売買回転率の比較 発行済株式数対比

日本では売買回転率が一定で推移する（平常時程度になる）まで時間がかかっているが、米国では、上場直後のみ売買回転率が高く、その後は一定で推移している。

日本のIPO銘柄



米国のIPO銘柄



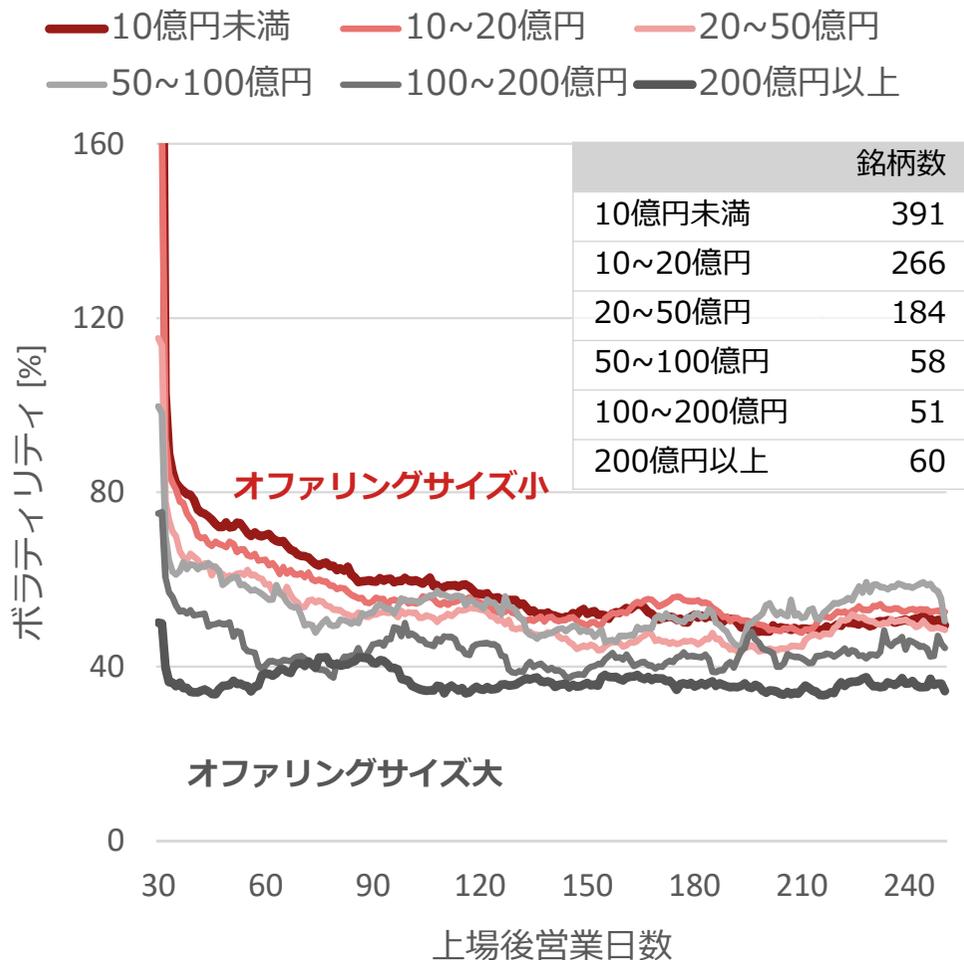
注) 日本、米国とも2005年~2019年にIPOした銘柄。日本は東証1・2部、マザーズ、JASDAQに上場した国内株式（ETF、REITは除く）。ただし、同一の証券コードで過去に上場していた銘柄および1年以内に上場廃止した銘柄を除く。米国は、EIKONおよびBloombergで取得したNYSE、NASDAQのIPO銘柄（ADR、Fund、Unit Offering、ETF、REITを除く）の中で、FactSet株価データに接続可能な銘柄。ただし、データ上の公開価格が0および初値倍率が700倍超と異常な銘柄は除く。結果として日本：1,010銘柄、米国：1,589銘柄を分析対象とした。

注) 売買取転率（=30日間の売買高合計/発行済株式数）は各グループの中央値を表示。
出所) 野村證券

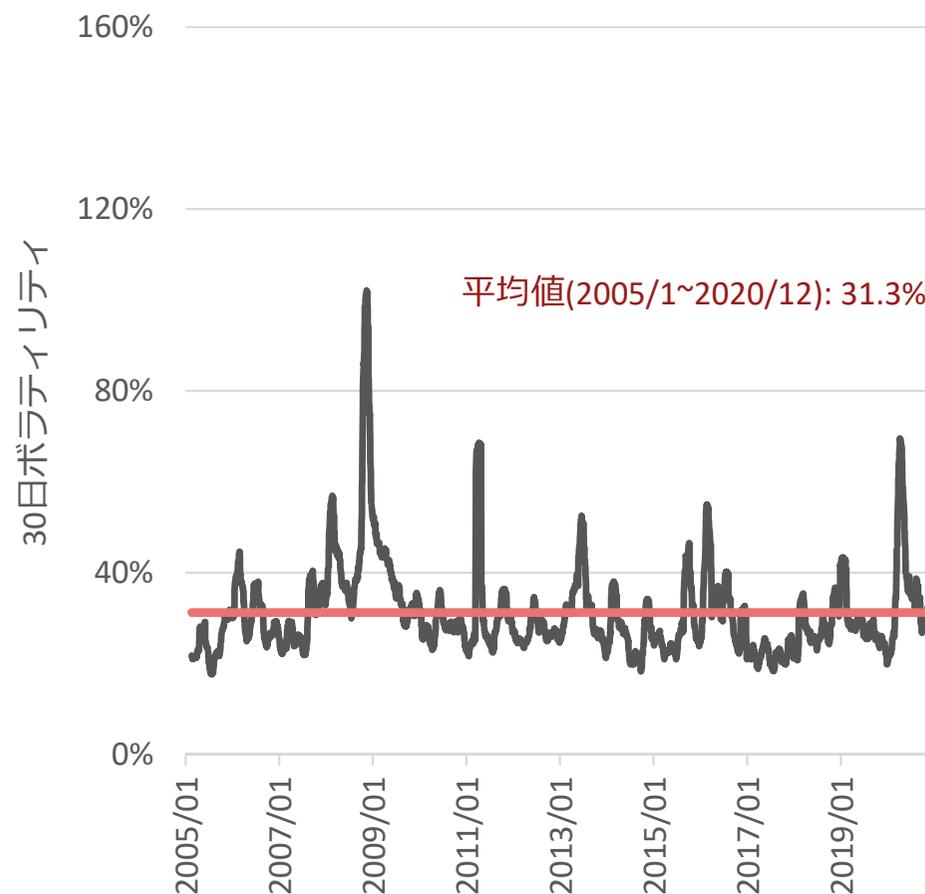
日本のボラティリティに関する検証

IPO直後のボラティリティはどのオフリングサイズでも通常時よりも高いが、特に小型になればなるほど顕著であり、市場全体を大きく上回っている。また、株価が下落して徐々に流動性が落ち、売買が減ることにより値動きが殆どなくなる銘柄も含まれることで、ボラティリティが収束している面もあると考えられる。

IPO後ボラティリティ（ウィンドウ幅：30日）の推移



市場のボラティリティ（東証一部の中央値）



注) 2005年~2019年にIPOした銘柄。東証1・2部、マザーズ、JASDAQに上場した国内株式（ETF、REITは除く）。ただし、同一の証券コードで過去に上場していた銘柄および1年以内に上場廃止した銘柄を除く。
 結果として1,010銘柄を分析対象とした。
 注) 株価は終値（最初の数日に取引がなかった場合は気配値）を使用。0日目の株価を公開価格としてボラティリティを計算。ボラティリティは年率換算し、各グループの中央値を表示。
 注) 市場のボラティリティは売買代金の93%（P.14）を占める東証一部のボラティリティを示している。 出所）野村證券

小型IPOにおけるセカンダリーのメカニズム

プライマリーとセカンダリー

- ✓ プライマリー（公開価格決定に至るプロセス） = 機関投資家の意見や需要を反映して決定
- ✓ セカンダリー（初値形成を含む上場後の株価） = 需給等により決定

小型銘柄のセカンダリー

- ✓ 少額の発注で株価に影響を与えられる
- ✓ 一時的に仕手株化したり、デイトレーダーによるとみられるファンダメンタルから大きく乖離する銘柄が見られる

参考：大型銘柄のセカンダリー

- ✓ 少額の発注では株価に影響を与えにくい
- ✓ ファンダメンタルから乖離しても、合理的な投資行動に基づき是正されていく

小型銘柄のIPOにおける投資行動

- ✓ デイトレーダー等の「初値買い」戦略
- ✓ 一部IPO評価サイト等の初値予想を参考にした投機的買付
- ✓ 上場初日の成行買い・成行売り
- ✓ 一部機関投資家による買い上げ

- ✓ 流動性が少ないほどプライマリーと乖離しやすいメカニズム
- ✓ 諸外国では成立しないステージの流動性の小さなIPOがこれらの投資行動により成立

参考： 売出人の 投資行動

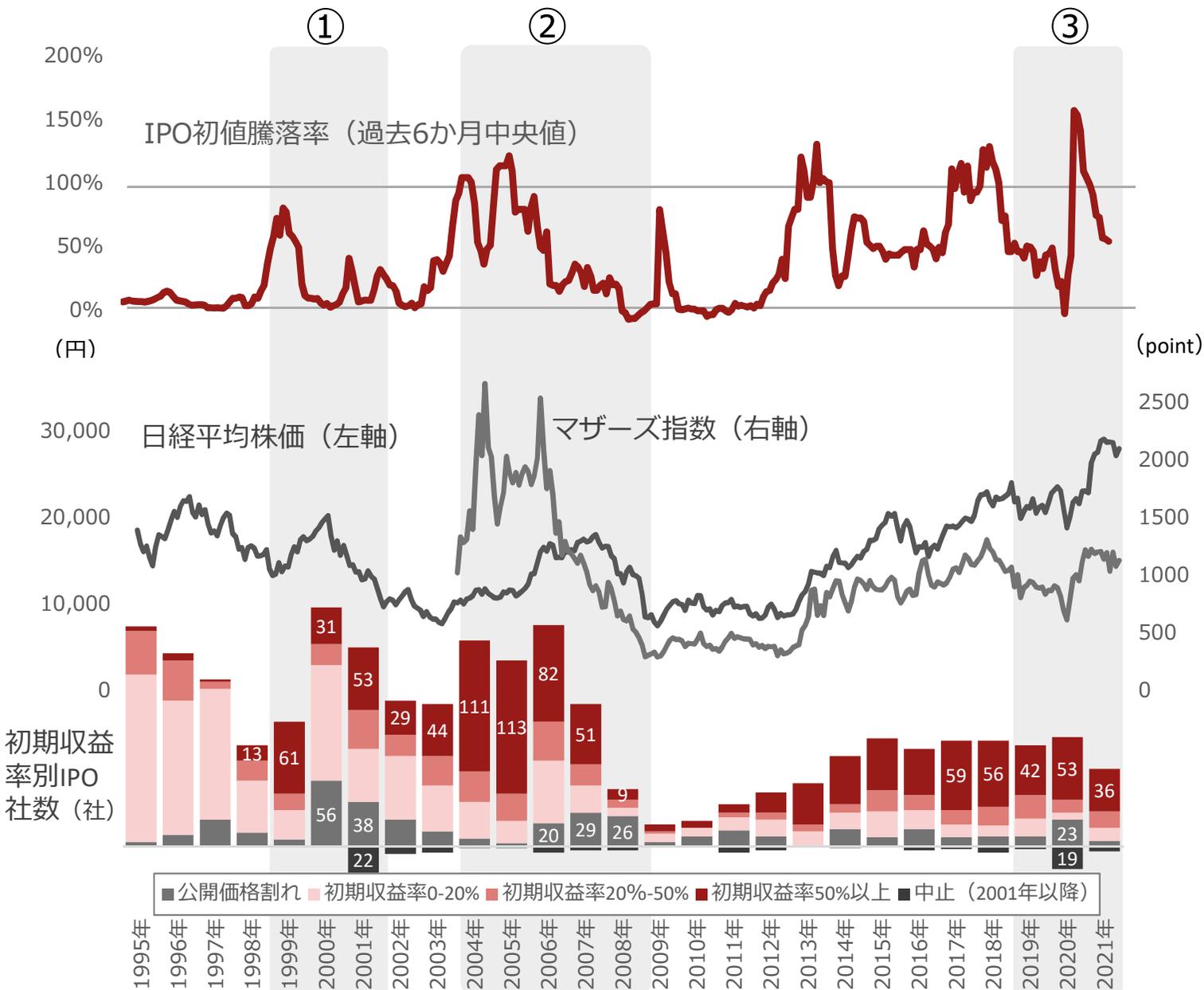
- ✓ 上記メカニズムや日本特有のロックアップの解除条項（公開価格の1.5倍等）により、相場が良い時にはロックアップ解除後の売却を想定し売出しを絞ることでオフリングサイズが小さくなり乖離が大きくなりやすい一方、相場が悪くなるとIPO時の売却が増えオフリングサイズが大きくなり、乖離が小さくなりやすい。

まとめ IPOのパフォーマンス分析

- ✓ 日本のIPO銘柄における上場から一定期間経過後のパフォーマンスは、オフリングサイズ加重平均値や（大型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株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。前頁の通り、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、セカンダリーでの投資行動により齎され、それはマザーズ市場固有の市場特性に起因している。
- ✓ 小型株では、需給要因により特に上場から間もない期間はボラティリティが非常に高い傾向にあるため、自ずと要求リターンも高くなる。更には、業績そのもののボラティリティが高いものが圧倒的に多く、本来であれば、アーリーステージの未上場ベンチャー投資と同水準の高い要求リターンが求められることがあって然るべき会社が多い。しかし、主にリスク許容度が高い個人投資家に支えられる形で高いバリュエーションと（時価総額比で）高い流動性を保っている。他国と比較するのであれば、こうした点も十分考慮すべきである。
- ✓ 次のAppendixでは、歴史を紐解くと、初期収益率が高騰した局面では、その裏側に流動性イベントがあったことを示した。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上がりが終わりを、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についても考慮すべきである。
- ✓ 以上のことを念頭においたうえで、企業へのリスクマネーの供給をより円滑且つより持続可能なものとする、との観点から、今回のWGを通じて資本市場の改善策を確りと議論していきたい。

Appendix.過去の初期収益率高騰局面

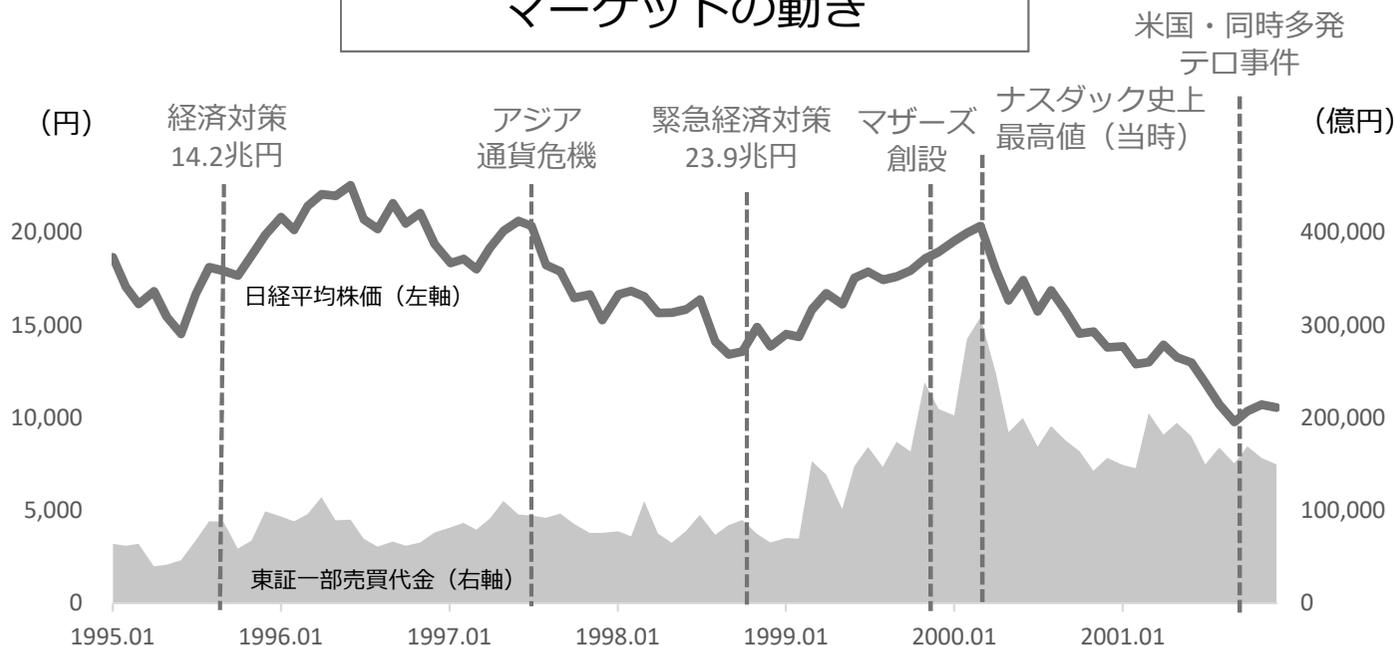
日本の初期収益率とマーケットの推移



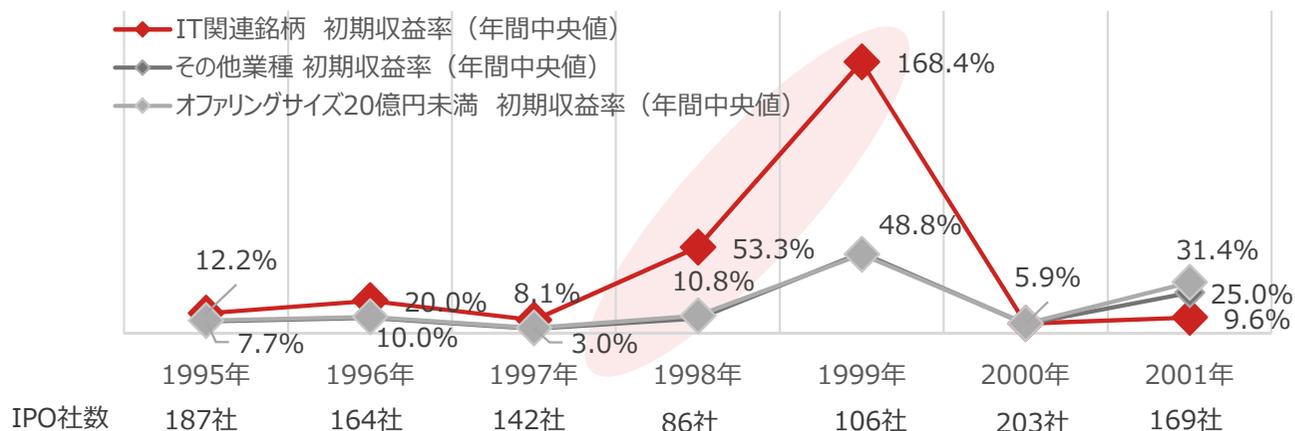
- ✓ 初期収益率の中央値はマーケット全体のモメンタムにおおよそ連動している。
- ✓ マーケット上昇局面では初期収益率の高い銘柄の割合が増えるが、下落局面では減少し、公開価格水準を割り込む銘柄が続出することで上場できる企業が大幅に減少していく。
- ✓ ①00年前後のITバブル崩壊、②05年前後のライブドアショックからリーマンショックへ、③今回何が起きていたのか次項で分析する。

①ITバブル崩壊前後の動向

マーケットの動き



初期収益率の推移



注) 対象は、1995年1月～2001年12月上場銘柄

注) 初期収益率 = 初値/公開価格 - 1

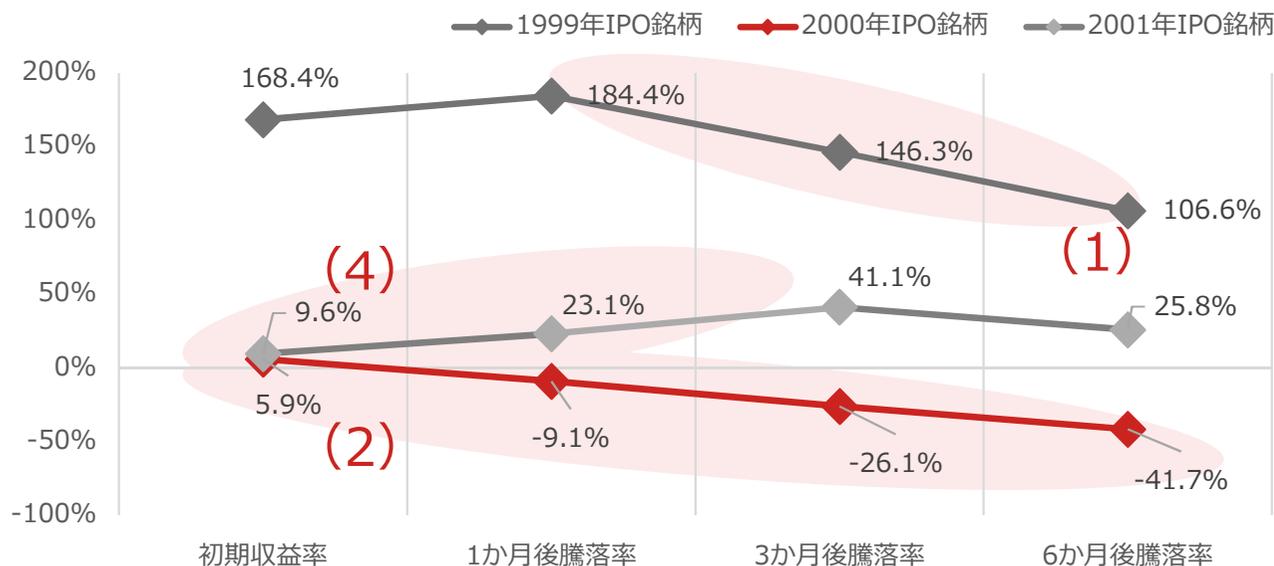
注) オファリングサイズ = 公募 + 売出 + オーバーアロットメントの総額

出所) QUICK、有価証券(訂正)届出書より野村證券作成

- ✓ ウィンドウズ95が発売された1995年頃からIT関連銘柄ブームが始まる。
- ✓ 1998年～1999年にかけてIT関連銘柄の株価は急速に上昇。当初はIT関連銘柄の新規上場が少なく、IT関連銘柄のIPOに人気が集まり、初期収益率は大きく高騰した。
- ✓ 2000年の春以降、IT関連銘柄の業績への期待値が急速に縮小。ITバブルが崩壊。
- ✓ 当時は小型IPO銘柄とIT以外の業種(その他)の初期収益率は概ね連動しており、ITのみ突出していた。

① ITバブル崩壊前後のIPOパフォーマンス

IT関連銘柄の株価パフォーマンス推移（年間中央値）



全IPO銘柄のプライシングの状況 (3)

	仮条件の上限で 価格決定した銘柄数	仮条件の上限未満で 価格決定した銘柄数	中止 銘柄数
1999年	105社 (98.1%)	2社 (1.9%)	不明
2000年	111社 (54.7%)	92社 (45.3%)	不明
2001年	131社 (77.5%)	38社 (22.5%)	22社

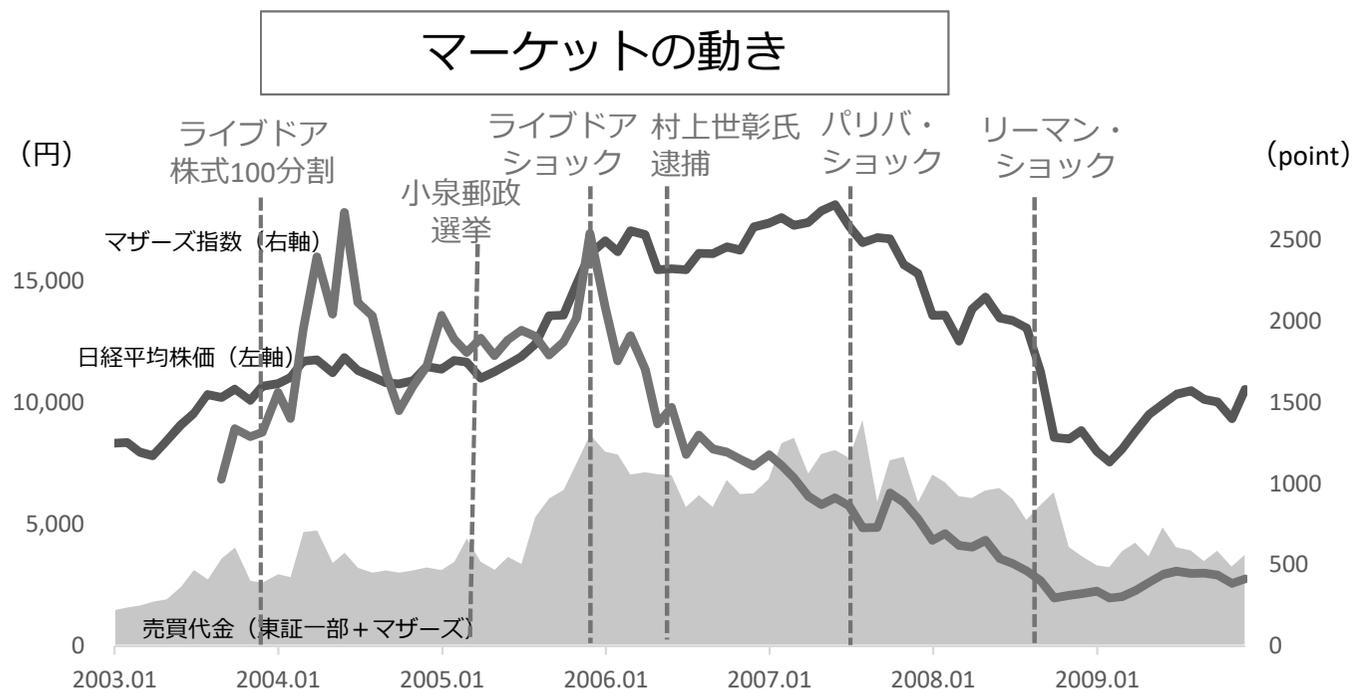
- ✓ IT関連銘柄では、1999年IPO銘柄のパフォーマンスが、ITバブル崩壊を受けて急速に悪化 (1)
- ✓ 2000年IPO銘柄は、マーケット下落と期待値剥落を受け、ずるずると下がる展開に (2)
- ✓ 2000年はIT関連銘柄に限らず十分な需要が集まらず、全IPOの約半数が仮条件の上限未満での価格決定となった (3)
- ✓ 環境悪化を踏まえた投資家の目線を反映し、価格設定を行った2001年のIPO銘柄のパフォーマンスは、マーケットの底打ちを受けて一部で回復 (4)

注) 対象は、1995年1月～2001年12月上場銘柄

注) 各パフォーマンス = Xヶ月後株価 / 公開価格 - 1 注) 中止銘柄数 = 上場承認後、上場日までの間に上場 (IPO) の延期・中止を発表した銘柄 (2001年は米国同時多発テロ直後に中止した銘柄を含む)

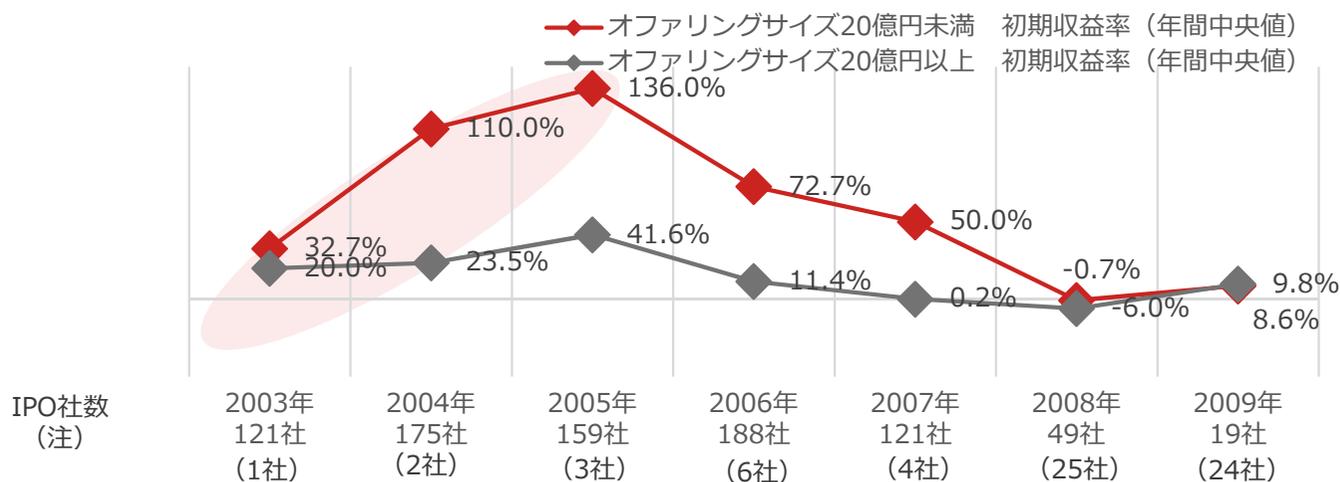
出所) QUICK、有価証券(訂正)届出書より野村證券作成

②ライブドアショック前後の動向



- ✓ イラク戦争開戦による影響を懸念して下落していた日経平均株価は2003年5月より回復に転じる。
- ✓ 2005年にかけて、オフリングサイズ20億円未満の小型IPOを中心に初期収益率が急拡大。
- ✓ ライブドアショック以降も、パリバ・ショックまではIPOに需要が集まる状況が続いたが、本格的な相場下落となった2008年以降はIPO社数も大きく減少し、初期収益率も軒並み低下した。

初期収益率の推移



注) 対象は、2003年1月～2009年12月上場銘柄

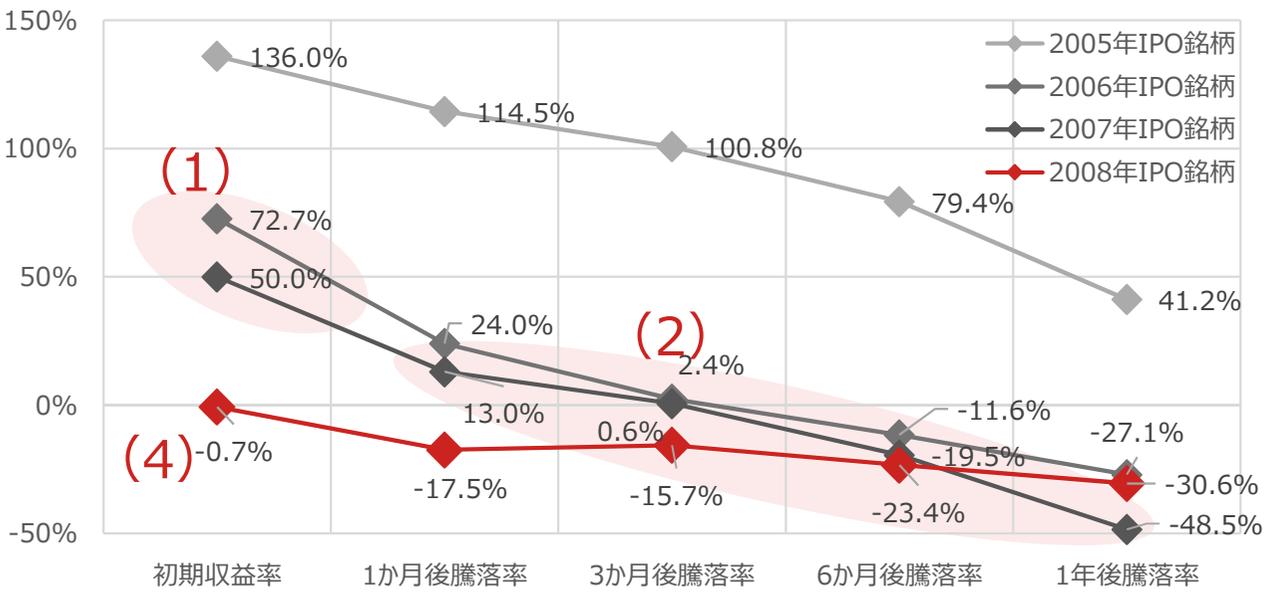
注) 初期収益率=初値/公開価格-1

注) オフリングサイズ=公募+売出+オーバーアロットメントの総額

出所) QUICK、有価証券(訂正)届出書より野村證券作成

②ライブドアショック前後のIPOパフォーマンス

小型銘柄の株価パフォーマンス推移（年間中央値）



全IPO銘柄のプライシングの状況

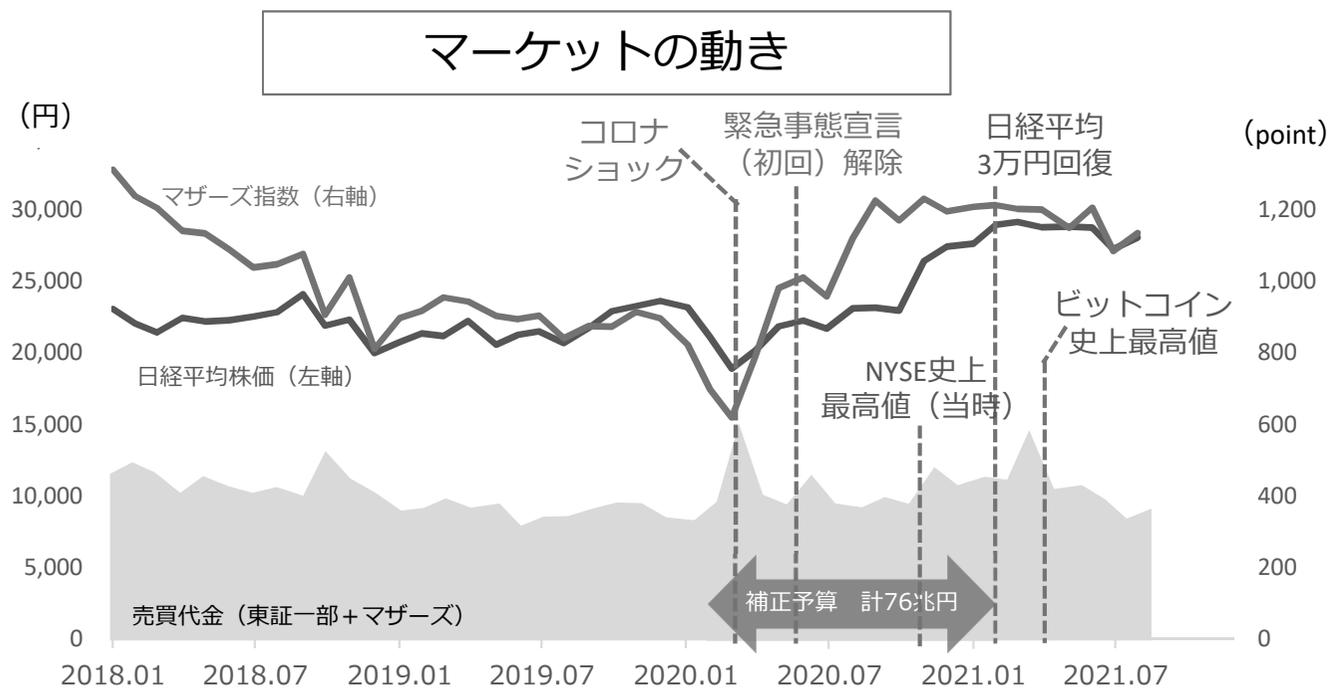
年	仮条件の上限で 価格決定した銘柄数	仮条件の上限未満で 価格決定した銘柄数	中止 銘柄数
2005年	158社 (100%)	0社 (0%)	1社
2006年	183社 (97.3%)	5社 (2.7%)	5社
2007年	114社 (94.2%)	7社 (5.8%)	3社
2008年	25社 (51.0%)	24社 (49.0%)	3社

- ✓ 2006年～2007年は、マーケットの下落局面にも関わらず小型IPOの初値は高騰 (1)
- ✓ しかし3か月後には公開価格水準まで、1年後には公開価格を大きく割り込む水準まで落ち込む銘柄が相次いだ (2)
- ✓ 環境悪化を踏まえ、投資家の目線を織り込んだ価格水準や企業業績の悪化も相まって、2008年は水面下で多数の上場準備会社が上場を断念。割安水準を許容して上場した銘柄でも、約半数が仮条件の上限未満での価格決定となった (3)
- ✓ 上場後のパフォーマンスはさらに悪化し (4)、翌2009年のIPOは19社、2010年は22社、2011年は36社と、低調な状態が続いた

注) 対象は、2005年1月～2008年12月上場銘柄
 注) 小型はオフリングサイズ20億円未満
 注) 各パフォーマンス = Xヶ月後株価 / 公開価格 - 1
 出所) QUICK、有価証券(訂正)届出書より野村證券作成

(3)

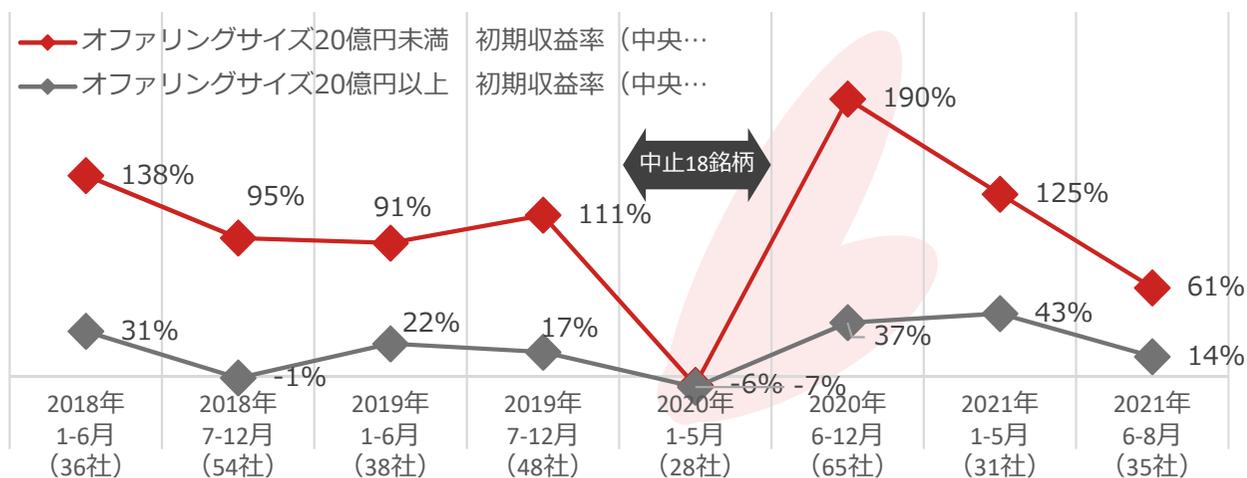
③ コロナショック前後の動向



✓ 新型コロナウイルス感染症の拡大を受けて経済活動が停滞した2020年上期は、オフリングサイズに関わらず初期収益率が低下し、18社がIPOの中止・延期を発表する事態となった。

✓ 緊急事態宣言 (初回) 解除後の2020年下期から2021年上期にかけて、世界的な流動性供給及び積極財政に加え、各国における度重なる個人給付金の株式市場への流入、超低金利下でのリスクプレミアム圧縮等の中で日本の市場も急回復し、IPOにも需要が集まり初期収益率が拡大した。一方、足元ではIPO全体で初期収益率が低下している。

初期収益率の推移



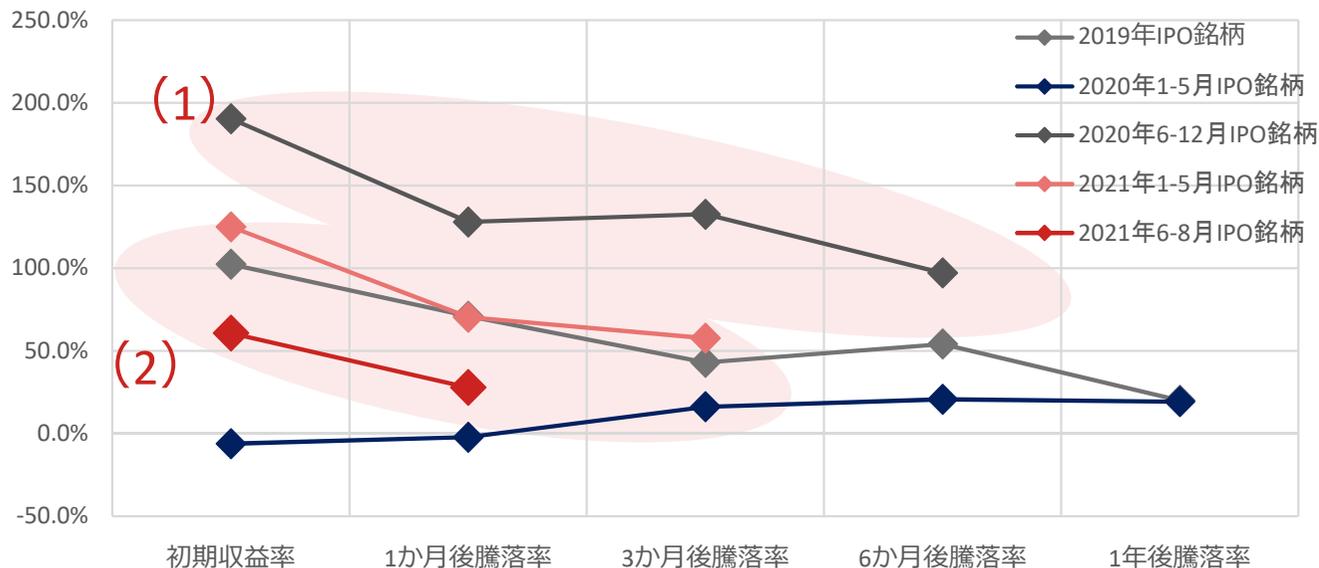
注) 対象は、2018年1月~2021年8月上場銘柄 (株価指数、売買代金は2021年8月末まで)

注) 初期収益率 = 初値/公開価格 - 1 (注) オフリングサイズ = 公募 + 売出 + オーバーアロットメントの総額

出所) QUICK、有価証券 (訂正) 届出書より野村證券作成

③ コロナショック前後のIPOパフォーマンス

小型銘柄の株価パフォーマンス推移（年間中央値）



✓ 初期収益率の拡大が顕著であった2020年6-12月IPO銘柄において、右肩下がり傾向が見られる (1)

✓ 2021年以降のIPO銘柄でも右肩下がり傾向が続いており、足元ではさらに低下している (2)

✓ コロナショック渦中の2020年1月～5月に仮条件の上限未満で価格決定した銘柄は4銘柄と過去の株価急落局面に比べると少ないが、想定発行価格が仮条件の上限になるケースが10社/28社、IPOを中止するケースが18社に上った (3)

全IPO銘柄のプライシングの状況

	仮条件の上限で価格決定した銘柄数	仮条件の上限未満で価格決定した銘柄数	中止銘柄数
2019年	85社 (98.8%)	1社 (1.2%)	2社
2020年1-5月	24社 (85.7%)	4社 (14.3%)	18社 (3)
2020年6-12月	61社 (93.8%)	4社 (6.2%)	1社
2021年1-5月	31社 (100.0%)	0社 (0%)	2社
2021年6-8月	34社 (97.1%)	1社 (2.9%)	2社

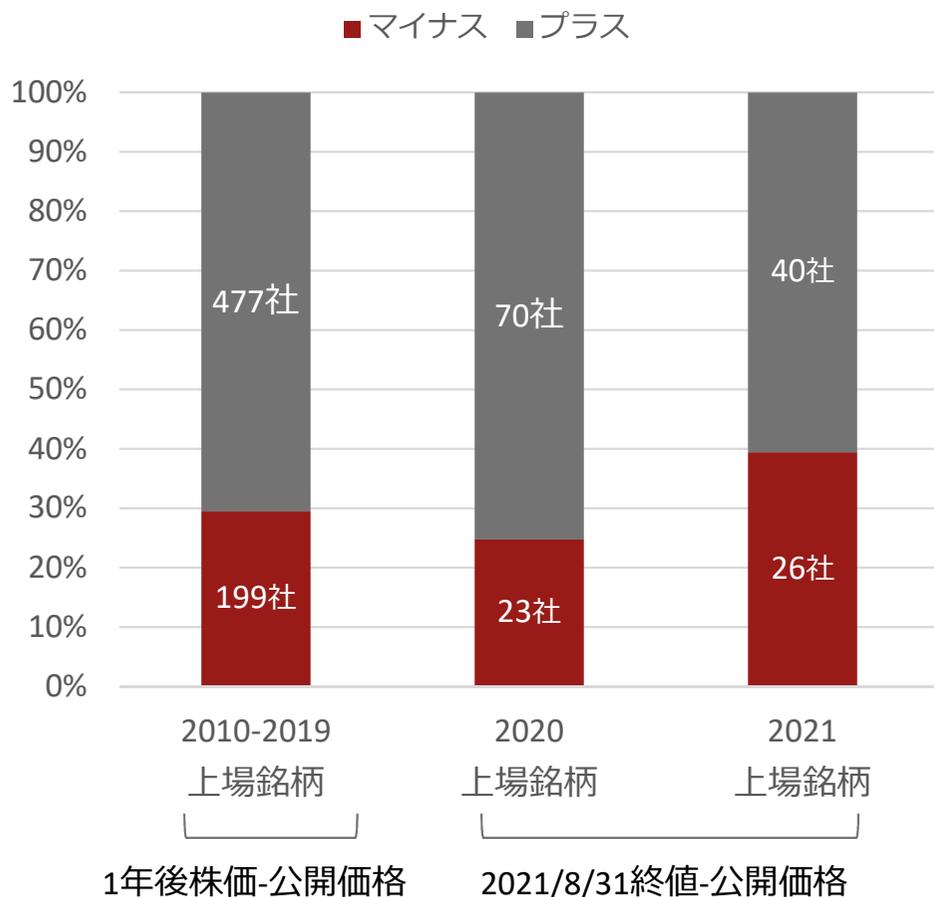
注) 対象は、2019年1月～2021年8月上場銘柄（作成時点である2021年8月末におけるXヶ月後に該当する株価を採用） 注) 小型はオフリングサイズ20億円未満
 注) 各パフォーマンス=Xヶ月後株価 / 公開価格-1
 出所) QUICK、有価証券（訂正）届出書より野村證券作成

上場後の株価パフォーマンス

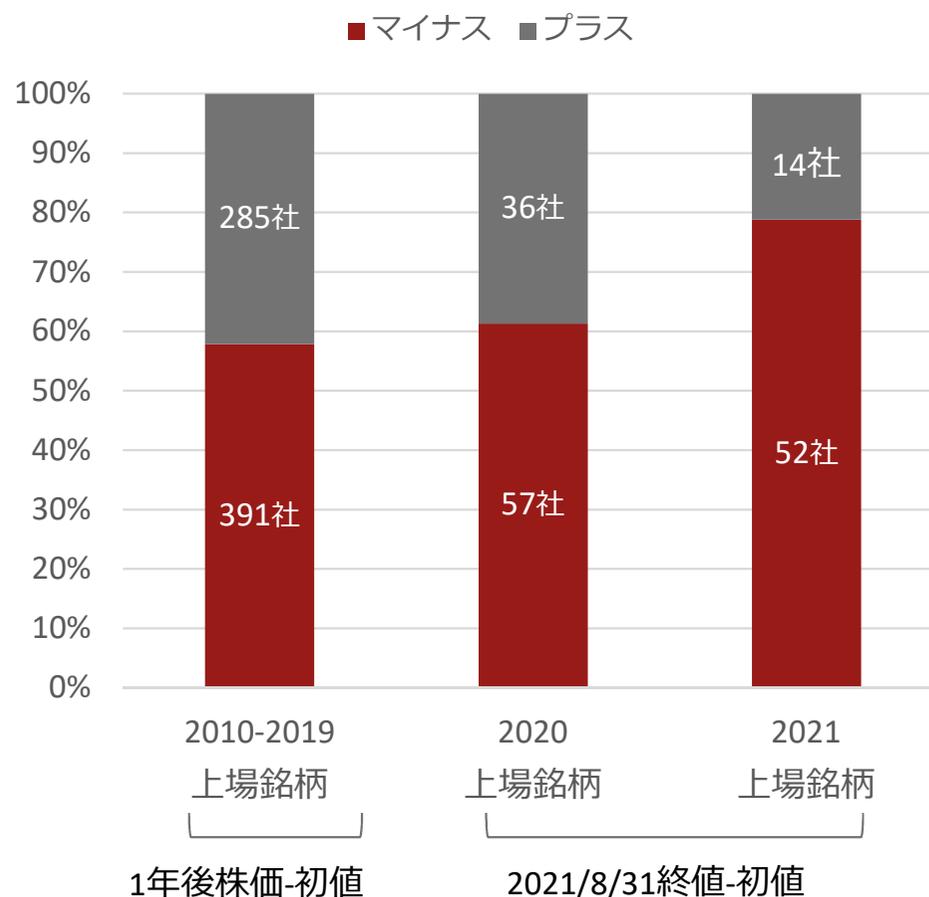
過去10年に上場した銘柄の約3割が、1年後に公開価格を下回っている（左）。2020年上場銘柄の足元の水準との比較も同様の水準である一方、2021年上場銘柄では足元で公開価格を下回っている銘柄の割合が4割に迫っている。

初値に対するパフォーマンス（右）では、足元で初値を下回る銘柄が続出している。

公開価格に対するパフォーマンス



初値に対するパフォーマンス



まとめ 過去の初期収益率高騰局面

- ✓ 初期収益率やその後のパフォーマンスの高さからアンダープライシングが語られるが、過去の株価下落局面では、公開価格を下回る水準となったり仮条件を下げてても需要が集まらず、予定していた調達を実現できなくなったり、上場そのものを断念せざるをえない事態も生じている。
- ✓ 急落前に起きていたことに共通するのは流動性イベントである。足元でもコロナ禍による緊急経済対策等により世界全体で過剰流動性が生じている。ロビンフッド問題にみられた通り、個人投資家が経済合理性とかけ離れた投資行動をするシーンが米国でも見られるようになっている。さらに過去の急落局面と異なり、ビットコインなどボラティリティの高い金融商品も新たに台頭している。
- ✓ なお、現時点においても既に今年に入って上場した企業だけでも公開価格を下回っている銘柄が急激に増えており、過去に起こっていた一時的な過剰流動性により盛り上がった後、徐々に修正されるタイミングに入っている兆候の可能性もあり、市場が機能しなくなるリスクも留意すべき点である。

本資料は、ご参考のために野村証券株式会社が独自に作成したものです。本資料に関する事項について貴社が意思決定を行う場合には、事前に貴社の弁護士、会計士、税理士等にご確認いただきますようお願い申し上げます。本資料は、新聞その他の情報メディアによる報道、民間調査機関等による各種刊行物、インターネットホームページ、有価証券報告書およびプレスリリース等の情報に基づいて作成しておりますが、野村証券株式会社はそれらの情報を、独自の検証を行うことなく、そのまま利用しており、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。

また、本資料のいかなる部分も一切の権利は野村証券株式会社に属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

本日は、主に以下の観点から意見交換をいただきたい

- 現状に対する問題意識、検討すべき課題や改善策等
- 初期収益率の状況についてどう考えるか
- IPO企業・証券会社間の情報共有や意思疎通のあり方についてどう考えるか

会合(日程)	議題・検討テーマ
第1回(9月16日開催)	1. 検討の経緯について 2. IPOのプライシングについて － 村上委員(野村証券 シンジケート部長)からのプレゼンテーション 3. 意見交換 4. 今後の検討スケジュールについて
第2回(10月開催予定)	・各論①
第3回(10月開催予定)	・各論②
第4回(11月開催予定)	・各論③
第5回(11月開催予定)	・中間整理(報告書(案)の取りまとめ)

※ 12月以降、中間整理(報告書)の内容に沿って、(必要に応じて)自主規制規則改正や当局等への要望、実務運用の変更等の具体的施策の検討

※ 検討スケジュールは議論の状況等を踏まえ、変更する可能性あり