

2022年3月

「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

弁護士 吉井 一造

2022年2月28日、日本証券業協会(以下「日証協」という。)[公開価格の設定プロセスのあり方等に関するワーキング・グループ](以下「本WG」という。)の報告書が公表された(以下「本報告書」という。)。政府の成長戦略実行計画において、日本の新規株式公開(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、という点が取り上げられ、IPOにおける公開価格設定プロセスのあり方について実態把握を行い見直しを図る、とされた。本WGはこれを受けて設置されたものである。本WGでは、IPOにおける公開価格の設定プロセスを中心に、これまで長い間続いてきたIPO実務に関連する様々な論点について委員による活発な議論が行われ、各会合での会議資料及び議事概要、並びに本WGでの議論の結果を取りまとめた本報告書は、実に読み応えのある内容となっている。本ニュースレターでは、本報告書で取り上げられた各論点について概観するとともに、そのうち一部の論点について法的観点からの考察を試みる。

1. 本WG設置の背景

2021年6月18日、政府の成長戦略実行計画が閣議決定された。同計画では、日本において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)の数は米国、中国、欧州に比べて圧倒的に少ないという点が日本の成長戦略における課題の一つであるとされ、ウィズコロナ・ポストコロナの世界を見据えて日本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とされた。そのうえで、

- ① IPOにおける価格設定プロセスの見直し
- ② SPAC(特別買収目的会社)制度の検討
- ③ 私募取引の活性化に向けた環境整備
- 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
- 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

の5点について、政府として検討を行う、とされた。

「①IPOにおける価格設定プロセスの見直し」では、諸外国に比した日本におけるIPOの特徴として、IPO時の資金調達額が少ないこと、個人投資家の割合が高く機関投資家の割合が低いこととともに、IPOにおける初値が公開価格を大幅に上回っており、諸外国と比べても高い水準であることが統計結果とともに紹介されている。そのうえで、「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」との指摘があった点などを踏まえ、「IPO時の公開価格設定プロセスの在り方について、実態把握を行い、見直しを図る」とされている。

これを受けて、2021年9月に本WGが設定され、計6回の会合における議論を経たのち、2022年2月28日に本報告書が公表されるに至った。

本WGの取組みと並行して、公正取引委員会でも、IPO時の初値が公開価格を大幅に上回る要因となり得ると考えられる事項について、競争政策・独占禁止法上の課題の有無を検討するために、公開価格の設定に係る実態、上場のための選択肢の多様性に係る実態及びIPOに係る取引慣行における独占禁止法上の論点について実態把握を行った。その結果は、「新規株式公開（IPO）における公開価格設定プロセス等に関する実態把握について」と題する報告書の形で2022年1月28日に公表され（以下「公取委報告書」という。）、本WGでも第6回会合で公取委報告書の内容を踏まえた議論が行われた。本ニュースレターでは公取委報告書の内容について詳細には触れないが、IPOにおける公開価格設定プロセスに関する各論点について、新規上場会社及び証券会社からの書面調査・ヒアリング結果、並びにそれを踏まえた各論点に関する競争政策・独占禁止法上の考え方が示されており、今後のIPO実務の改善に向けて留意すべき点が多数盛り込まれている。

2. 本報告書の概要

本報告書では、まず、現状の問題意識等として、日本ではIPO時に初値が公開価格を上回る水準（初期収益率）が諸外国と比べて高いと指摘されている点について、本WGにおける議論の内容が紹介されている。日本のIPOにおいては多くの企業において公開価格が過小に値付けされているとする意見があった一方、初値と公開価格の乖離は小型のIPOに多い傾向にあるところ、それはセカンダリーマーケットでの投資行動によりもたらされるものであるという意見、小型銘柄のIPOについては業績が不透明な企業が多いこと、個人投資家の割合が多いことに起因するものであるとする意見、本質的な解決としてはサイズの大きなIPOを増やす、IPO後の成長性の高い企業を増やすといった点が重要であるという意見など、様々な意見が取り交わされ、見解の一致には至らなかった。他方で、公正な価格発見機能の向上のために現在の公開価格設定プロセスに改善の余地があるという問題意識については意見の一致を見た、特に公開価格の算定根拠等に対する発行会社の納得感を高めることが重要であるという意見が太宗であった、と記載されている。

そのうえで、本報告書は、本WGにおける検討課題として、Ⅰ.「制度・実務等に関連する論点（日証協規則や実務対応による改善が可能な事項及び法令・ガイドラインの改正を要望する事項）」、Ⅱ.「取引所規則等に関連する論点（取引所と連携を図る事項）」、Ⅲ.「その他の課題（将来的に検討が必要な事項等）」に整理したうえで、以下の計19の項目について現状の課題及び改善策の検討を行っている。なお、Ⅰ.の論点については、早期に対応できるものについては2022年央を目途に、市場関

係者等との調整が必要な改善策については2022年中を目途に取組みを進めることが期待されるとしている（本報告書と同時に公表された概要資料（以下「本報告書概要」という。）には、Ⅰ.の各論点について具体的な実施時期の目途が記載されている。）。Ⅱ.の論点については、金融商品取引所と連携を図り、可能な限り早期に検討が行われることが期待されるとしている。Ⅲ.の論点については、本WGでの検討の結果現時点では見直しを行わず、必要に応じて検討する、又は実務に委ねるとされた。

Ⅰ. 制度・実務等に関連する論点（2022年央又は2022年中を目途に取組みを進める）

(1) 公開価格の設定プロセスの見直し

- ① 仮条件の範囲外での公開価格設定【論点1】
- ② 上場日程の期間短縮・柔軟化【論点2】
- ③ 有価証券届出書への想定発行価格や手取金概算額の記載方法の見直し【論点3】
- ④ 売出株式数の柔軟な変更【論点4】
- ⑤ 国内、海外並行募集時のオーバーアロットメントの上限数量の明確化【論点5】
- ⑥ 価格設定の中立性確保【論点6】

(2) 発行会社や投資者への情報発信

- ・ 主幹事証券会社別の初期収益率等の公表【論点7】

(3) 機関投資家との対話促進

- ・ プレ・ヒアリングの留意点の周知及び実施の推奨【論点8】

(4) 発行会社との対話促進

- ① 機関投資家への割当及び開示【論点9】
- ② 実名による需要情報等の提供【論点10】
- ③ 発行会社への公開価格等の納得感のある説明【論点11】
- ④ 主幹事証券会社の追加・変更等【論点12】

Ⅱ. 取引所規則等に関連する論点（取引所と連携を図る）

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

Ⅲ. その他の課題等（現時点では見直しを行わない）

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

3. 制度・実務等に関連する論点

最初に、「Ⅰ. 制度・実務等に関連する論点」として挙げられた各論点（【論点1】ないし【論点12】）について、以下に概要を紹介する。各論点のタイトルに括弧書きで「実施目途」として記載した年月は、本報告書概要に記載された実施目途を指す。

(1) 公開価格の設定プロセスの見直し

【論点1】仮条件の範囲外での公開価格設定（実施目途：2022年12月）

現在のIPO実務では、IPOを行う発行会社が取引所の上場承認日に有価証券届出書を提出した後、発行会社の代表者、財務担当役員等が複数の機関投資家との間で自社の内容を説明するためのミーティング（いわゆるロードショー）を行い、ロードショーを行った機関投資家からのヒアリング結果をもとに、発行会社と主幹事証券会社との協議を経て仮条件（1株当たり「〇円～〇円」という価格帯で示されることが通常である。）を決定する。そのうえで、主幹事証券会社がかかる仮条件をもとに投資家から購入希望数量及び購入希望価格の申告を受け、各投資家から積み上がった需要状況を勘案したうえで、発行会社と協議のうえ公開価格を決定する（いわゆるブック・ビルディング方式）。

現状では、ブック・ビルディングにおいて仮条件の範囲を超えた価格での需要が示された場合であっても、仮条件の上限価格で公開価格が設定され、仮条件を超える額での公開価格の設定は行われていない。この点が、投資家の需要が高い場合にもかかわらず公開価格が低く抑えられている要因の一つになっているとして、本WGにおいて議論が行われた。

本報告書では、この点に関し以下のような改善策が考えられるとしている。

- ①現状では5～8%程度が一般的である仮条件の範囲を拡大すること
- ②現行のブック・ビルディングでは、仮条件の範囲外での指値での需要申告が行えない実務慣行となっている点を改善し、仮条件の範囲外の需要も受け付ける運用とすること。
- ③仮条件の範囲を超える需要が確認された場合には、有価証券届出書の訂正届出書を提出することにより仮条件を訂正すること。また、一定の価格の範囲内であれば、仮条件を訂正することなく仮条件の範囲外での公開価格決定を設定できるようにすること。

③の仮条件の訂正に関し、現行の「企業内容等の開示に関する留意事項について（企業内容等開示ガイドライン）」からは、仮条件の訂正のための訂正届出書が提出された場合には原則として中1営業日が経過した日に届出の効力が発生すると解されるが（同ガイドラインB 8-4イ）、同規定は「当該取扱いが適当でないと認められる場合は、この限りではない。」とも定めていることから、大幅な仮条件訂正の場合に中1営業日での効力発生が認められない可能性も残されている。また、仮条件の範囲外での公開価格決定について、同ガイドラインB 8-4ロは、ブック・ビルディング方式による価格決定の場合は訂正届出書の提出日又はその翌日に届出の効力が発生する旨定めているが、ここにも「当該取扱いが適当でないと認められる場合は、この限りではない。」という規定があることから、仮条件の範囲外で公開価格を決定することが「当該取扱いが適当でないと認められる場合」に該当しないか否かについては、明らかになっていない。今後、日証協においてこれらの点に関する関係当局への確認が行われ、仮条件の訂正や仮条件の範囲外での価格決定が行われる場合の効力発生のお考え方について明確なルールが定められることが期待される。

【論点2】上場日程の期間短縮・柔軟化（実施目途：2022年12月）

日本のIPOにおいては、上場承認日から上場日までの期間が諸外国に比べて長いため、市場環境等の変化による価格変動リスクが公開価格に織り込まれることによりディスカウントが大きくなっ

ているという点が、現状の課題として認識されている。かかる課題の改善策として、本WGにおいては、上場日程の短縮化や日程設定の柔軟化について議論され、本報告書では以下の4点が改善策として示された。

- ①現在の実務では、発行会社は上場承認日に有価証券届出書を提出し、同日に社債、株式等の振替に関する法律（以下「振替法」という。）に基づく口座通知取次請求に係る通知を既存株主に対して行っている。当該通知は、上場日前の所定の日（実務上は上場日の2営業日前の日）の1か月前までに行う必要があると定められていることから、現状では上場承認日から上場日までの間に1か月+2営業日の期間を置く必要がある。かかる実務慣行を見直し、上場承認日の前（上場審査の終盤）に有価証券届出書を提出し、同時に振替法に基づく既存株主への通知も行う実務運用とすること。
- ②現在の実務では、仮条件決定日に新株発行に関する会社法上の募集事項の決定を行っている。そのため現状では、仮条件決定日に決定された募集事項を訂正届出書によって開示してから払込期日（上場日の前日）までの間に会社法に定める2週間の期間を置く必要がある。かかる実務慣行を見直し、例えば上場承認日に行う取締役会決議において会社法上の募集事項の決定を行う実務運用とすること。
- ③現在の実務では、ブック・ビルディングの結果を踏まえて公開価格等の条件が決定され、それに伴う訂正届出書が提出された後、当該訂正届出書の内容を記載した目論見書訂正事項分を投資家に手交又は郵送している。かかる実務慣行を見直し、金融商品取引法（15条5項）には日刊新聞紙やウェブサイト決定した発行価格等の情報を公表する旨及びその方法をあらかじめ有価証券届出書に記載しておけば目論見書訂正事項分の交付を省略できる旨の規定があることから、この規定を活用することで、訂正事項分の手交・郵送に要する期間を削減し、届出の効力発生後の申込期間を短縮すること。
- ④上場承認日の後に、市況を踏まえた上場日の変更を柔軟にできるようにすること。

上記①ないし③は、上場日程の期間短縮に関する改善策である。①ないし③のすべてが実現される場合には、概ね以下のような日程感になると考えられる。本報告書では、これにより上場承認日から上場日までの期間が現状の1か月程度から21日程度に短縮できるとしている。

上場承認日の一定期間前	<ul style="list-style-type: none"> ・ IPO（新規の株式募集売出し）に関する取締役会決議 ・ 有価証券届出書の提出 ・ 振替法上の口座通知取次請求に係る通知 	上場日の2営業日前の日までの間に1か月以上必要
上場承認日	<ul style="list-style-type: none"> ・ 会社法上の募集事項の決定に関する取締役会決議 ・ （上場承認が下りた旨及び募集事項を追記するための）訂正届出書の提出 	払込期日までの間に2週間以上必要
仮条件決定日	<ul style="list-style-type: none"> ・ 仮条件の決定に関する取締役会決議 ・ （仮条件の決定に係る）訂正届出書の提出 	
公開価格決定日	<ul style="list-style-type: none"> ・ （公開価格等の条件決定に係る）訂正届出書の提出 	
公開価格決定日の当日又は翌日	<ul style="list-style-type: none"> ・ 届出の効力発生 	

公開価格決定日後2 営業日程度	・ 申込期間	
公開価格決定日の 約3営業日後	・ 払込期日	
公開価格決定日の 約4営業日後	・ 上場日	

①の留意点としては、上場承認日より前に有価証券届出書を提出する運用にする以上、有価証券届出書の提出の後で取引所の上場承認が下りない、又は上場承認が延期されることとなった場合には、有価証券届出書を取り下げることとなるため、その旨を有価証券届出書に注意喚起しておく必要があると考えられる。

②の点に関し、現行の実務では、会社法上の払込金額は、仮条件決定日に、仮条件の金額を算定の基礎として決定されているところ、上場承認日に会社法上の払込金額を決定する場合、仮条件を払込金額の算定基礎とはできなくなることに留意が必要である。上場承認日前における機関投資家からのフィードバック、あるいは後述のプレ・ヒアリング手続が行われる実務運用となった場合にはプレ・ヒアリングを通じて、適正と考えられる会社法上の払込金額を決定することになると思われる。

③の目論見書訂正事項分の交付省略については、既上場企業による株式募集売出し案件（いわゆるP0案件）では一般に利用されており、IPO案件でも一部先例があることから、今後利用が拡大するのではないかとと思われる。

上記④は、上場日程の柔軟化に関する改善策である。上場制度に関する制度変更となるので、今後取引所との間で検討が行われるものと見込まれる。なお、上場日を事後に変更できることとする場合、有価証券届出書においては、企業内容等開示ガイドラインB 5-8に基づき概ね1週間程度の範囲内で申込期間及び払込期日を変更することができる旨の注記を入れるという対応が考えられるが、概ね1週間程度の変更で足りるかどうかが、より長い期間での変更を可能とするよう同ガイドラインを改正する必要があるか等について、関係当局と市場関係者との間で検討が進められることが望まれる。また、会社法上の募集事項として払込期日を定める必要があることから、上場日の事後変更ができるようにしておくためには、払込期日についても、P0案件で一般に行われているような幅のある定め方にしておく必要があると考えられる。

【論点3】 想定発行価格や手取金概算額の記載方法の見直し（実施目途：2022年6月）

現在の実務では、上場承認日に提出される有価証券届出書において、株式募集における発行価額の総額、手取金の額等の見込額が記載され、その算定根拠として用いられる1株当たりの想定発行価格も記載される。想定発行価格は、主幹事証券会社が、発行会社の事業モデル、収益規模、成長性、資産内容などの要素を分析し、既上場類似会社の株価やバリュエーションと比較して算出した参考価格であるが、ロードショーを通じた投資家からのフィードバックを経たものとはなっていない。あくまで参考価格にすぎない想定発行価格が有価証券届出書に開示されることで、投資家に対して価格に関する誤った先入観を与えるおそれがあるのではないかという点（いわゆるアンカリング効

果)が本WG内で議論され、本報告書では、かかる問題に対する改善策として、発行会社が想定発行価格を開示しない選択をすることや、手取金の額を一定の幅を持って記載することが可能である旨明確化することが示された。

【論点4】 売出株式数の柔軟な変更（実施目途：2022年12月）

現在の実務では、発行会社の株主がIPOにおいて売却する売出株式数については、有価証券届出書に記載された後、投資家の需要状況に応じて売出株式数を柔軟に変更する運用は行われていない。本報告書では、

- ・ブック・ビルディングを踏まえ公開価格の設定と同時に売出株式数を変更する可能性がある場合には、あらかじめその旨を有価証券届出書に注記するよう周知すること。
- ・売出株式数の変更数量が「一定の範囲」内であれば公開価格の設定と同時に売出株式数を変更することが可能であることをルール化すること。

が改善策として示されている。

企業内容等開示ガイドラインB 8-4ハでは、有価証券届出書に記載された株式の発行数の変更については、軽微なものを除き、変更内容を記載した訂正届出書の提出後中3営業日経過後に届出の効力が発生するとしている（売出株式数の変更については明示されていないが、募集における株式発行数の変更と同様の取扱いが行われるものと考えられる。）。ここでいう「軽微なもの」がどの程度の変更を指すのかや、軽微な売出株式数の変更であるとされた場合に、ブック・ビルディングを経た公開価格等の決定と同時に行われる売出株式数の変更であれば同ガイドラインB 8-4ロに従い訂正届出書の提出日当日又はその翌日の効力発生が認められるか否かについて、現行の規定からは必ずしも明らかではない。今後日証協と関係当局との間で確認が行われ、ルールが明確化されることが期待される。

【論点5】 オーバーアロットメントの上限数量の明確化（実施目途：2022年6月）

IPO案件、PO案件を問わず、株式の募集売出し案件においては、有価証券届出書が提出されて投資家への勧誘行為が始まらないことには、募集売出しの対象となる株式について投資家の需要がどの程度あるのかが把握できない。そのため、有価証券届出書が提出された後、投資家の需要状況に応じて募集売出しの対象となる株式数を柔軟に変動させることができるよう、引受証券会社が、募集売出しの当初の予定数量のほかに同一条件で追加的に対象株式の売出しを行うことが一般的である。これを「オーバーアロットメント」という。

日証協の「有価証券の引受け等に関する規則」（以下「引受規則」という。）では、引受証券会社がオーバーアロットメントを行うことができる株式数の上限は、国内における募集売出しの予定数量の15%と定められている。この点に関し、国内及び海外で同時に行われる株式募集売出し（いわゆるグローバル・オフリング）において、特に海外募集売出しの対象株式数が国内募集売出しの対象株式数よりも多い場合、国内での募集売出しの予定数量の15%を上限とする現行のルールではオーバーアロットメントの効果を十分に生かすことができないという点が本WGで議論された。

その結果本報告書では、グローバル・オフリングの場合には、案件全体の規模に応じたオーバー

アロットメントの効果を得るため、国内募集売出しと海外募集売出しの双方の株式数を合算した予定数量の15%をオーバーアロットメントの上限とするよう、引受規則を改定することが示された。

【論点6】 価格設定の中立性確保（実施目途：2022年6月）

IP0 案件において、主幹事証券会社は、発行会社の上場準備及び上場手続をサポートする役割とともに、新規上場株式を投資家に対して販売する役割を担っている。新規上場銘柄に対する個人投資家の需要は従前より高く、証券会社において IP0 株は個人投資家に対する口座獲得の販促や営業ツールとして利用される傾向にあるのではないかと、割安な IP0 株が営業ツールとして用いられているとの認識が共有されているのであれば、IP0 株は割安にすべきという考えが生じる懸念がある、との意見が本 WG 内で示された。

この点、引受規則は、主幹事証券会社が想定発行価格、仮条件又は公開価格を決定するにあたって、発行会社又は投資家と業務上密接な関係にない部署又は会議体においてこれらの価格の妥当性について確認を行わなければならないと定めており（26条）、発行会社及び投資家との間の利益相反によって公開価格設定プロセスが悪影響を受けないよう手当てを講じている。また、公取委報告書でも、書面調査・ヒアリングの結果、証券会社の個人投資家向け営業部門が公開価格設定プロセスに影響を与えている事例は確認できなかったとしている。

しかしながら、IP0 における主幹事証券会社においては、対発行会社の立場と対投資家の立場とで外形的には利益相反の関係があることを踏まえ、本 WG 内で改善策について議論が行われ、本報告書では、主幹事証券会社が想定発行価格、仮条件又は公開価格の提案に際し、その根拠を発行会社に説明することを引受規則において明示的に求めることが改善策として示された。

(2) 発行会社や投資者への情報発信

【論点7】 主幹事証券会社別の初期収益率等の公表（実施目途：2022年6月）

主幹事証券会社別の公開価格及び上場後株価等を公表することにより、発行会社における主幹事証券会社の選定の一つの参考情報となるとともに、証券会社間での主幹事獲得競争が促進されることが期待できる、との論点が本 WG 内で示され、議論が行われた。

その結果、本報告書では、日証協が IP0 銘柄について、発行会社名、上場日、主幹事証券会社、発行・売出規模、仮条件、公開価格、上場日初値、初期収益率、上場日から一定期間経過後の株価等について公表するとともに、主幹事証券会社ごとにオフリングサイズ別の主幹事事件数及び平均収益率等を公表することが改善策として示された。

(3) 機関投資家との対話促進

【論点8】 プレ・ヒアリングの留意点の周知及び実施の推奨（実施目途：2022年12月）

金融商品取引法上、有価証券の募集又は売出しを行う場合には、投資家への勧誘行為を開始する前に有価証券届出書を提出する必要がある、有価証券届出書提出前に勧誘行為を行うことは、いわ

ゆる事前勧誘として禁止されている。欧米では、IPO や P0 のローンチ前に一部の機関投資家にコンタクトして対象株式に対する需要の見込みについて調査すること（いわゆるプレ・ヒアリング）が広く行われているが、日本国内においてはほとんど行われていない（グローバル・オフアリングにおいて、海外募集売出しについてのみプレ・ヒアリングを行う例はある。）。

前述のとおり、IPO 時の有価証券届出書に記載される想定発行価格は、主幹事証券会社が発行会社の事業モデルや成長性、収益規模など様々な要素をもとに類似会社との比較を行いながら算出する参考価格であるにもかかわらず、その価格がその後の仮条件、公開価格の決定にあたりアンカリング効果を持つのではないかという点が一部指摘されているところ、有価証券届出書提出前にプレ・ヒアリングを行い機関投資家から需要に関するフィードバックを受けることができれば、より適正な想定発行価格の算出、発行会社の納得感の醸成につながるのではないかと、といった議論が本 WG で行われた。

企業内容等開示ガイドラインでは、引受証券会社が特定投資家や 5%以上の株主を対象とするプレ・ヒアリングについては、法令遵守管理部門からの事前の承認取得、記録の作成保存など一定の要件を満たすことを前提に行う限りにおいて、事前勧誘に該当しない旨定められている（同ガイドライン B 2-12②）。この点を踏まえ、日本においても IPO 時のプレ・ヒアリングが禁止されているわけでは必ずしもないとして、本報告書では、プレ・ヒアリングの実務運用の留意点を周知したうえで、発行会社と協議を行い、機関投資家の意向を確認してプレ・ヒアリングを実施することを推奨することが改善策として示されている。

今後国内の IPO 案件においてプレ・ヒアリングが行われるようになることが期待されるが、具体的な運用については市場関係者の間でさらなる検討が必要であろう。企業内容等開示ガイドライン B 2-12②に定めるプレ・ヒアリングは、「投資者の需要の見込みに関する調査」なので事前勧誘には該当しない、との整理で認められているものである。需要調査と勧誘行為の線引きが整理され、疑義のない形で実務運用が行われるようなルールが策定されることを期待したい。

なお、日証協の「協会員におけるプレ・ヒアリングの適正な取扱いに関する規則」（以下「プレヒア規則」という。）では、国内募集に関して法人関係情報（上場会社等の運営、業務又は財産に関する公表されていない重要な情報であって顧客の投資判断に影響を及ぼすと認められるもので募集に係るもの、と定義されている。）を提供したうえで行うプレ・ヒアリングが禁止されている。IPO を行う発行会社は上場日までは「上場会社等」ではないことから、IPO 時のプレ・ヒアリングは法人関係情報を提供して行うものに該当しないと解されるが、上場会社の子会社が IPO を行う場合には、プレ・ヒアリングにおいて提供される情報が上場会社である親会社の法人関係情報になり得ることから、現行のプレヒア規則のもとでは実施が困難である。本報告書では、プレヒア規則を改正し、一定の要件の下で法人関係情報を提供して行うプレ・ヒアリングについても可能とすることが考えられる、としている。

(4) 発行会社との対話促進

【論点 9】 機関投資家への割当及び開示（実施目途：2022 年 6 月）

現在の日本の IPO 実務においては、前述の事前勧誘禁止の原則があるため、有価証券届出書の提出前にあらかじめ特定の投資家にアプローチして新規上場株式の販売についてコミュニケーションを取ることは行われてこなかった。

しかしながら、発行会社が早いタイミングで有力な機関投資家にアプローチして、IPO 案件への参加の内諾を得ることは、案件遂行の安定化につながるし、公開価格について機関投資家からのフィードバックを受けるといっても有用である。日本では、個人投資家の比率が多く、機関投資家の参加が欧米に比べて限定的であるが、機関投資家が日本の IPO プロセスに早めのタイミングから参加できるよう制度改革を行うことが、日本における機関投資家比率の増加につながる、との意見も本 WG 内で出されているところである。

諸外国の IPO 案件では、発行会社が特定の機関投資家（一般にコーナーストーン投資家と呼ばれる。）とあらかじめコミュニケーションを取り、当該投資家に対して新規上場株式を販売する予定である旨及び当該投資家から当該株式の中長期保有の確約を得ている旨を目論見書にあらかじめ開示したうえで、その他の投資家への投資勧誘を行うことも広く行われている。日本企業の IPO 案件でも最近では、グローバル・オファリングの海外募集売出し部分についてコーナーストーン投資家のスキームが導入された例が数例あるが、その利用はまだ限定的である。

IPO や PO といった株式の募集売出し案件において、発行会社があらかじめ特定の投資家を販売先に指定することを「親引け」という。日証協の「株券等の募集等の引受け等に係る顧客への配分に関する規則」（以下「配分規則」という。）では、①親引けを行ったとしても株式の適切な配分に反しないことを引受証券会社が判断したこと、②親引け予定先に関する所定の開示が有価証券届出書等において行われること、③親引け先が募集売出しのクロージングから 180 日間継続して対象株式を保有することの確約を取り付けること、という要件を充たす場合に限り親引けを認めている。①でいう「株式の適切な配分に反しないこと」の考え方や、その他親引けに関する留意点については、日証協の親引けガイドラインに考え方が示されている。しかしながら、日本で行われている親引けは、すでに資本関係のあるグループ会社や業務提携先に対するものが一般的であって、現行の親引けガイドラインは、コーナーストーン投資家への販売を想定した内容にはなっていない。

コーナーストーン投資家に関するこれらの問題意識を受け、本報告書では、

- ・機関投資家から発行会社に対し IPO が行われる場合には配分を希望する旨の申し出があり、発行会社が主幹事証券会社に当該機関投資家に対する配分の指示を行った場合における有価証券届出書、訂正有価証券届出書の開示内容について開示例を紹介すること。
- ・発行会社の指示によりコーポレートガバナンス向上や企業価値向上に資すると考えられる機関投資家に割り当てることが可能となる場合を明確化するため親引けガイドラインを改正し、親引け可能な例示を追加すること。

の 2 点が改善策として示された。

これらの改善策は、日本の IPO 実務におけるコーナーストーン投資家の活用促進につながり得る

ものと考えられる。但し、コーナーストーン投資家にコンタクトして新規上場株式の購入及び継続保有に関する内諾を取り付け、その旨を有価証券届出書に当初から開示するためには、必然的に有価証券届出書提出前のコミュニケーションが必要となるため、かかるコミュニケーションを含むコーナーストーン投資家参加のプロセスと事前勧誘禁止の原則との関係について、関係当局との間で検討が行われ、必要な限度で明確化が行われることが望ましい。

【論点 10】 実名による需要情報等の提供（実施目途：2022 年 12 月）

現行の配分規則では、株式の募集売出しにおける主幹事証券会社は、引受けを行った株式の投資家への配分について、配分先に関する所定の情報を発行会社に提供する旨定めている。一方で、ロードショーにおけるフィードバックやブック・ビルディングにおける需要申告を行った投資家の名称や需要情報については、発行会社に提供することは義務付けられていない。

公開価格に対する発行会社の納得感を高めるためには、主幹事証券会社が提示する価格案の根拠を、投資家からの需要情報を実名で発行会社に提供する運用になることが望ましい旨の議論が本 WG 内で行われ、本報告書でもその旨が改善策として示された。

【論点 11】 発行会社への公開価格等の納得感のある説明（実施目途：2022 年 6 月）

本 WG では、公開価格の設定プロセスに係る現状や今後の改善策について、実に様々な意見が取り交わされたが、主幹事証券会社が発行会社に対して、公開価格の算定根拠等について丁寧に説明を行い、発行会社の納得感を高めることが重要であることについては、概ね異論の出なかったところである。本報告書では、主幹事証券会社による想定発行価格、仮条件又は公開価格の提案に際し、その根拠を発行会社へ説明することを規則化及び周知すること、主幹事証券会社の引受割合を発行会社と十分に協議したうえで決定するよう規則化及び周知することが、改善策として示された。

また、発行会社に対してロードショーに関心のある機関投資家のリストを事前に提供すること、発行会社が希望する場合に個人投資家向けにロードショーを実施すること、又は機関投資家向けロードショーの内容を個人投資家にも公開することも考えられる旨、本報告書に記載されている。

【論点 12】 主幹事証券会社の追加・変更等（実施目途：2022 年 6 月）

本 WG では、IPO のプロセスにおいては、主幹事証券会社と発行会社との力関係により、主幹事証券会社が設定した公開価格に不満があっても主幹事証券会社を変更しにくいのではないかとの意見が一部出され、これについての議論が行われた。

本報告書では、主幹事証券会社の追加又は変更を促進することが改善に直ちにつながるものではないとしつつ、公開価格の考え方等について IPO プロセスの早いタイミングで発行会社と協議を行うこと、発行会社が希望する場合は主幹事証券会社の追加・変更、他の証券会社からのセカンドオピニオンの取得を合理的理由なく阻害しないことなどを周知することが、改善策として示された。

4. その他の論点

(1) 取引所規則等に関連する論点

本報告書において「Ⅰ. 制度・実務等に関連する論点」として記載された各論点（【論点 1】ないし【論点 12】）においては、今後取り組むべき具体的な「改善策」が、実施目途とともに示されている。これらの論点については、今後日証協と取引所、関係当局、市場関係者等との間でさらに改善策の実施に向けた検討が行われるものと見込まれる。

これに対して、本報告書において「Ⅱ. 取引所規則等に関連する論点」として記載された各論点（【論点 13】ないし【論点 16】）については、取引所の規則等に関連する論点であることから、現状の課題及び本 WG での主な意見・要望が示されるにとどまり、具体的な改善策や実施時期については記載されていない。本報告書では、これらの論点について、取引所と連携を図り、可能な限り早期に検討が行われることが期待されるとしている。

【論点 13】初値形成時の成行注文の禁止

オフアリングサイズが小さい銘柄や人気銘柄については、初値形成時の成行注文により需給がタイト化し、初値が高騰する原因になっている可能性が本 WG で指摘された。この点に関し、初値形成時の成行注文を制限することが望ましいとの意見、その場合極端に高い値段での指値注文を排除すること等も検討すべきとの意見が本報告書において紹介された。

【論点 14】入札方式・ダイレクトリスティングの改善

公開価格の決定方式としては、1997 年以降ブック・ビルディング方式が用いられ、それ以前に採用されていた入札方式は、取引所の上場規程では禁止されていないものの、実際には用いられていない。また、日本の IPO では、株式の募集売出しを行わずに株式を上場するいわゆるダイレクトリスティングはほとんど行われていない。

公取委報告書では、競争政策上の考え方として、新規上場会社がどのような上場方式を採るか選択できるようになることが競争政策上望ましいとしているところであるが、本報告書では、入札方式及びダイレクトリスティングの導入についての様々な意見が紹介されるにとどまっている。

【論点 15】上場推薦審査のあり方

現行の上場制度では、取引所が上場申請会社の上場審査を行うとともに、主幹事証券会社が取引所に推薦書を提出する立場として別途上場申請会社の審査(上場推薦審査)を行っている。主幹事証券会社は IPO における引受証券会社としての引受審査も行う必要があるため、加えて上場推薦審査も行う必要があることが主幹事証券会社の負担となっており、主幹事証券業務を行う証券会社の参入障壁にもなっているという意見が本 WG で出された。他方、上場推薦審査制度の見直しについては、発行会社に対する適切な審査が行われなくなるというリスクがあること等、慎重な意見も多く出ており、本報告書ではこれら各種の意見について紹介されている。

【論点 16】 大型上場、赤字上場の取組み促進

本 WG では、オフリングサイズが小さい場合は機関投資家として参加しにくいこと等に鑑み、上場基準としてオフリングサイズを引き上げることについて議論すべきとの意見や、赤字上場の審査について緩和すべきとの意見などが示され、様々な議論が行われた。赤字上場については、2020 年 11 月に赤字企業に関する東京証券取引所の上場審査基準及び運用が見直され、その後実際にも赤字上場の件数が増加しているとのことであり、その旨本報告書にも記載されている。

(2) その他の課題等

本報告書において「Ⅲ. その他の課題等」として記載された各論点（【論点 17】ないし【論点 19】）については、本 WG 内で議論が行われたものの、本報告書においては、施策を実施するには時期尚早、直ちに見直しは行わず今後必要に応じて検討する、具体的な検討は行わず実務に委ねることが望ましい、とされた論点である。

【論点 17】 配分先の保有状況の確認

現在の実務では、中長期保有を投資方針としているとして優先的に株式を配分した投資家について、実際に配分した新規上場株式の中長期保有を行っているか否かについて検証が行われていない、という問題意識から、主幹事証券会社が配分先の IPO 後の保有状況について情報を収集することについて本 WG にて議論が行われたが、実務上そのような情報収集は困難であるため、当該施策を実施することは時期尚早とされた。

【論点 18】 株価変動時のロックアップ解除条項の見直し

日本の IPO 実務では、主幹事証券会社と一定の株主との間で取り交わされる、IPO 後一定期間の株式売却の制限に関する合意（いわゆるロックアップ）について、例えば公開価格の 1.5 倍以上の価格で売却する場合にはロックアップの対象外とするといった例外規定が入っていることが一般的である。かかるロックアップ解除条項を規定しない実務運用について本 WG 内で議論されたが、賛否両論があるため直ちに見直しは行わず、今後の市場環境、グローバルスタンダード等を考慮したうえで必要に応じて検討するとされた。

【論点 19】 機関投資家へのヒアリング方法の見直し

ロードショーやブック・ビルディングにおいて主幹事証券会社が機関投資家に対して行うヒアリングに関し、ヒアリング方法やヒアリング項目を標準化することについて本 WG 内で議論が行われたが、標準化については具体的な検討は行わず、実務に委ねることが望ましいとされた。

5. 最後に

以上概観したとおり、本 WG は、日本の IPO 実務における公開価格設定プロセスに関する検討、見直しを主たる検討対象としながらも、海外と比較した場合の日本の IPO 実務の現状や問題点を幅広く

く議論しており、本報告書の形に取りまとめられた論点だけでも実に多岐にわたる。これまで長い間定着してきた IPO 実務について詳細な検討や議論が行われ、大幅な実務運用の見直しが提案されたという意味で、本 WG 及び本報告書の意義は大きいと考える。

少しずつ改善の兆しが見られつつあるようにも感じているが、日本のスタートアップはまだまだ諸外国に比べて事業規模が相対的に小さい、海外で活躍するスタートアップが少ない、Exit の選択肢が少ないといった課題があると感じている。本報告書を契機に見直しが行われるであろう IPO プロセスにおける実務運用だけでなく、冒頭で触れた成長戦略実行計画に記載されている各種政策（SPAC 制度、未上場株式の私募取引制度、スタートアップに対する包括的支援など）の検討も進んでおり、これらの政策を総動員して、今後の日本の成長の担い手となるスタートアップを育成し発展させる土壌が整っていくことを願ってやまない。

本ニュースレターの内容は、一般的な情報提供であり、具体的な法的アドバイスではありません。お問い合わせ等ございましたら、下記弁護士までご遠慮なくご連絡下さいますよう、お願いいたします。

弁護士 吉井 一浩(kazuhiro.yoshii@amt-law.com)

- ニュースレターの配信停止をご希望の場合には、お手数ですが、[お問い合わせ](#)にてお手続き下さいますようお願いいたします。
- ニュースレターのバックナンバーは、[こちら](#)にてご覧いただけます。
- Capital Markets Legal Update 発行責任者
弁護士 廣瀬卓生、吉井一浩、福田直邦

アンダーソン・毛利・友常 法律事務所

www.amt-law.com