

2023年7月

IPOにおける公開価格設定プロセス等の見直しに関する 制度改正

弁護士 船越 輝 / 弁護士 竹岡 真太郎 / 弁護士 岡 知敬

Contents

- I. はじめに
- II. 仮条件の範囲外での公開価格の決定等に関する改正
- III. 上場承認前の有価証券届出書の提出(いわゆる「S-1方式」)に関する改正
- IV. おわりに

I. はじめに

日本の新規株式公開(IPO)における公開価格設定プロセスについては、2022年2月に日本証券業協会より公表された「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(以下「日証協 WG 報告書」という。)において、初値が公開価格を大幅に上回る傾向にあること等、様々な改善点が指摘された(日証協 WG 報告書の詳細については、2022年3月の当事務所のニュースレター「[『公開価格の設定プロセスのあり方等に関するワーキング・グループ』報告書](#)」を参照されたい)。また、2022年6月に公表された金融審議会「市場制度ワーキング・グループ」中間整理においては、日証協 WG 報告書を踏まえ、「公開価格設定プロセス等の見直しを、必要な制度的対応を行いつつ、着実に進展させる必要がある。」との指摘がされた。

これらを踏まえ、2023年6月30日に①仮条件の範囲外での公開価格の決定等に関する企業内容等開示ガイドライン(以下「開示ガイドライン」という。)の改正について、パブリックコメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方(以下「パブリックコメント回答」という。)が公表され、改正された開示ガイドラインの適用が同日付で開始された。また、②上場承認前の有価証券届出書の提出(いわゆる「S-1方式」)に関する企業内容等の開示に関する内閣府令(以下「開示府令」という。)及び開示ガイドラインの改正について、同日付で改正案の公表が行われ、パブリックコメントの手續に付された。本稿では、これらの内容について概観する。

II. 仮条件の範囲外での公開価格の決定等に関する改正

1. 改正の背景

従来の IPO の実務においては、公開価格の決定日の翌日に有価証券届出書による届出の効力が発生し、申込期間が開始する日程が設定されるが、公開価格の決定に先立って設定した仮条件の範囲外で公開価格を決定した場合、その翌日までに届出の効力発生が認められるかは不明確であり、仮に認められなかった場合にはスケジュールに沿った IPO の実施が困難となる。このため、日証協 WG 報告書によれば、これまでに仮条件の範囲外で公開価格を設定した事例は確認されていないとのことである。今回、開示ガイドライン B 8-4 口②が改正され、一定の範囲内であれば仮条件の範囲外で公開価格を決定した場合でも、関連する訂正届出書の提出日又はその翌日に届出の効力を生じさせることとされた。

また、従来の IPO の実務において、公開価格の決定に伴って売出株式数を変更することは困難であると解されていたところ、日証協 WG 報告書では、売出株式数の柔軟な変更についても取り上げられていた。今回の開示ガイドライン B 8-4 口②の改正は、この点もカバーしており、一定の範囲内であれば公開価格の決定に伴い売出株数を変更したとしても、関連する訂正届出書の提出日又はその翌日に届出の効力を生じさせることとされた。

2. 改正の具体的内容

今回の改正後の開示ガイドライン B 8-4 口②においては、IPO で提出される有価証券届出書について、以下のすべての要件を満たす(上下 2 割の変更にとどまる)場合、関連する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(ただし、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)と規定されている。ただし、原則として、仮条件決定時の訂正届出書までに必要な注記がなされている場合に限られることには留意が必要である。

a 公開価格の要件

公開価格が仮条件の下限の 80%以上、かつ、上限の 120%以下

b (売出数に変更される場合)売出数の要件

公開価格の決定に伴い変更された売出数(海外売出し分を含む。オーバーアロットメントの株数は含まない。)が、仮条件の決定時における売出数の 80%以上、かつ、120%以下

c オファリングサイズの要件

発行・売出数(海外募集・売出し分を含む。オーバーアロットメントの株数は含まない。)に公開価格を乗じて得た額が、仮条件の決定時の発行・売出数に仮条件の下限を乗じて得た額の 80%以上、かつ、仮条件の上限を乗じて得た額の 120%以下

3. パブリックコメント回答の概要

今回の改正に伴って公表されたパブリックコメント回答においては、主に以下の内容について触れられている。

(1) 開示ガイドライン B 8-4 口①と同口②の適用関係について

改正後の開示ガイドライン B 8-4 口②は、IPO において使用される第 2 号の 4 様式の有価証券届出書に関する取扱いを規定している。また、同口②b は売出数が公開価格の決定に伴って変更される場合の取扱いを規定している。そのため、同口②について、上場企業によるオフリング(P0)や公開価格の決定に伴う発行数の変更への適用は想定されていないと考えられる。パブリックコメント回答においても、これらについては同口②ではなく同口①が適用されることが確認されている(パブリックコメント回答 No.7 及び 8)。

なお、開示ガイドライン B 8-4 口①は、IPO の場合に限定せず、発行価格等を未定とする有価証券届出書について、仮条件を投資家に提示し、その需要状況を把握した上でオフリングが行われること等の要件を満たせば、条件決定時の訂正届出書の提出日又はその翌日に届出の効力を発生させる(ただし、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)と規定している。同口①において、同口②のような数値基準は規定されていないが、同口①が適用されるかどうかについては、これまでの実務を参考に、個別事案に応じて検討する必要があると説明されている(パブリックコメント回答 No.7 及び 8)。また、同口②の要件を満たさない場合には、同口①は基本的には適用されないと説明されている(パブリックコメント回答 No.4 乃至 6)。

これらを踏まえ、開示ガイドライン B 8-4 口①及び同口②の適用関係を簡単にまとめると、以下の通りとなる。

(ア) 発行価格及び売出価格の変更に関する適用関係について

	発行価格の変更	売出価格の変更
IPO	開示ガイドライン B 8-4 口②	
上場会社による P0	開示ガイドライン B 8-4 口①	

(イ) 発行数及び売出数の変更に関する適用関係について

	発行数の変更(※)	売出数の変更
IPO	開示ガイドライン B 8-4 口①	開示ガイドライン B 8-4 口②
上場会社による P0	開示ガイドライン B 8-4 口①	

※発行数を増加する場合には、会社法第 201 条第 3 項の規定により、その決定から株式の払込期日までの間に改めて中 14 日の期間を空けることが必要となるため、訂正届出書の提出日又はその翌日に届出の効力が発生したとしても、当初予定していたスケジュールに沿った IPO の実施はできない。このため、現行法において、開示ガイドライン B 8-4 口①の適用が実務的に意義を有する場面は、発行数の減少の場合である。

(2) 訂正届出書の提出及び注記のタイミングについて

開示ガイドライン B 8-4 口②b においては、「仮条件の決定時における売出数…が発行価格等の決定に伴い変更される場合には」と規定されているが、発行価格等の決定に先立って売出数の変更に係る訂正届出書

を提出することも可能であり、その場合も、同口②の要件に該当する限りにおいて、発行価格等の決定日又はその翌日に届出の効力が発生すると説明されている(パブリックコメント回答 No.1)。

また、開示ガイドライン B 8-4 口②a 及び b においては、関連する注記について、「仮条件の決定に伴って提出される訂正届出書に注記されている場合に限る。」と規定されているが、IPO の際の当初届出書又は仮条件決定前に提出された訂正届出書に注記があり、かつ、仮条件の決定に伴って提出される訂正届出書で当該注記が削除されていない場合も、同口②に規定する「仮条件の決定に伴って提出される訂正届出書に注記されている場合」に該当すると説明されている。一方、仮条件決定よりも後に提出される訂正届出書において、同口②に規定する注記を行う場合には、仮条件決定から発行価格等の条件決定までに要する期間や訂正届出書の効力発生までの期間等の事情を総合的に勘案し、個別事案に応じて、その効力発生日を検討すると説明されている(パブリックコメント回答 No.10 及び 11)。

III. 上場承認前の有価証券届出書の提出(いわゆる「S-1 方式」)に関する改正

1. 改正の背景

日証協 WG 報告書では、現在の IPO においては、上場承認日から上場日までの期間が長いことによる価格変動リスクへの懸念により公開価格のディスカウントが大きくなっていることに鑑み、その対策として、上場日程の短縮化や日程設定の柔軟化を行う必要性が指摘された。また、その一環として、現在は上場承認日に提出されている有価証券届出書について、上場承認前に提出することが改善策の 1 つとして挙げられた。このような方式は、米国における IPO の際に用いられる対応する書類のフォーマットの名称を踏まえ、「S-1 方式」と呼ばれることがあるが、かかる S-1 方式のために上場承認前に提出される有価証券届出書(以下「承認前届出書」という。)の記載事項について、今回、開示府令及び開示ガイドラインの改正案が公表された。

2. 改正案の主な概要

(1) 日程に関連する記載

承認前届出書において、上場日と関連する以下の日程について、一定の期間の範囲により記載することが可能とされている(開示ガイドライン B 5-8-2-3)。

- 申込期間、払込期日、株式受渡期日
- 発行価格、売出価格、引受人の氏名若しくは名称、引受株式数又は引受けの条件の決定予定時期

(2) 株式数及び売出価額の総額に関連する記載

承認前届出書について、発行数又は売出数及び売出価額の総額を記載せずに提出することが可能とされている(開示府令第 9 条第 9 号)。

(3) 発行価額の総額等の算定根拠に関連する記載

承認前届出書において、発行価額、資本組入額、払込金額、売出価額及び手取金の各総額の算定根拠の記載を要しないとされている(開示ガイドライン B 5-8-2-2 及び 5-8-3)。

3. 改正案の着目点

(1) 需要調査の相手方の記載

開示府令第9条第9号の改正案においては、発行数又は売出数及び売出価額の総額を記載しないで承認前届出書を提出するための要件として、上場承認前に、投資者の需要の状況に関する調査を目的として募集又は売出しを行う必要があることが挙げられている。これに関連して、改正案には IPO の際に提出される有価証券届出書の様式である第2号の4様式の記載上の注意の改正も含まれており、そこでは、開示府令第9条第9号に掲げる場合について、かかる需要調査のための募集又は売出しの相手方を記載することが求められている。このような相手方の記載について、どの程度の具体性が求められるかについて改正案では明記されておらず、今後のパブリックコメントの手續等において明確化されることが期待される。

(2) 発行価額の総額の記載

開示府令第9条第9号の改正案においては、上記の通り、承認前届出書について、発行数又は売出数及び売出価額の総額を記載しないことが可能とされているが、発行価額の総額について記載しないことは認められていない。なお、承認前届出書の提出時点において発行価額の総額は確定していないところ、第2号の4様式において準用される第2号様式の記載上の注意9(c)においては、有価証券届出書の提出時において発行価格を記載しない場合、発行価額の総額については見込額を記載することとされているので、承認前届出書においてもそれに沿って見込額を記載する対応が想定される。

(3) 算定根拠の記載

開示ガイドライン B 5-8-2-2 及び 5-8-3 の改正案においては、開示府令第9条第9号に掲げる場合について、発行価額、資本組入額、払込金額、売出価額及び手取金の各総額について見込額を記載するにあたっては、その算定根拠の記載を要しない旨が規定されている。

IV. おわりに

仮条件の範囲外での公開価格の決定等に関する開示ガイドラインの改正は既に適用が開始されているが、かかる改正を踏まえた実務対応については、今後の事例の蓄積が待たれる。S-1 方式による承認前届出書については、2023年7月31日を期限にパブリックコメントの手續が進行中であり、その回答を通じて改正案の趣旨等がより明確化されることが期待されるが、2023年10月1日の施行予定までそれほど時間がないことから、承認前届出書を用いる IPO を検討するためには、早期の分析が必要になる。これらの改正により公開価格設定プロセスが改善され、日本の IPO 市場が活性化することを期待しつつ、今後の議論の進展に引き続き着目したい。

以上

-
-
- 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。
 - 本ニュースレターの執筆者は、以下のとおりです。
弁護士 船越 輝(kagayaki.funakoshi@amt-law.com)
弁護士 竹岡 真太郎(shintaro.takeoka@amt-law.com)
弁護士 岡 知敬(tomoyuki.oka@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 吉井一浩、福田直邦、野原新平

アンダーソン・毛利・友常 法律事務所

www.amt-law.com