

# 公開価格の設定プロセスの見直しに向けた検討について



日本証券業協会 エクイティ市場部 主任

関 眞太朗

## 1. はじめに

日本証券業協会では、2021年9月に「公開価格の設定プロセスのあり方等に関するワーキング・グループ」（以下「公開価格WG」という。）を設置した。公開価格WGでは、公開価格の設定プロセスやプライシングについて実態把握を行うとともに、公開価格の設定プロセスのあり方に関し、制度の見直しの必要性及び見直しの内容について幅広く検討を行い、2022年2月に報告書（以下「公開価

格WG報告書」という。）を公表した。

本稿では、公開価格WGにおける検討の背景や公開価格WG報告書で示された内容等について解説する。

なお、本稿のうち意見にわたる部分は、筆者の個人的見解であり、本協会の見解を示すものではない。

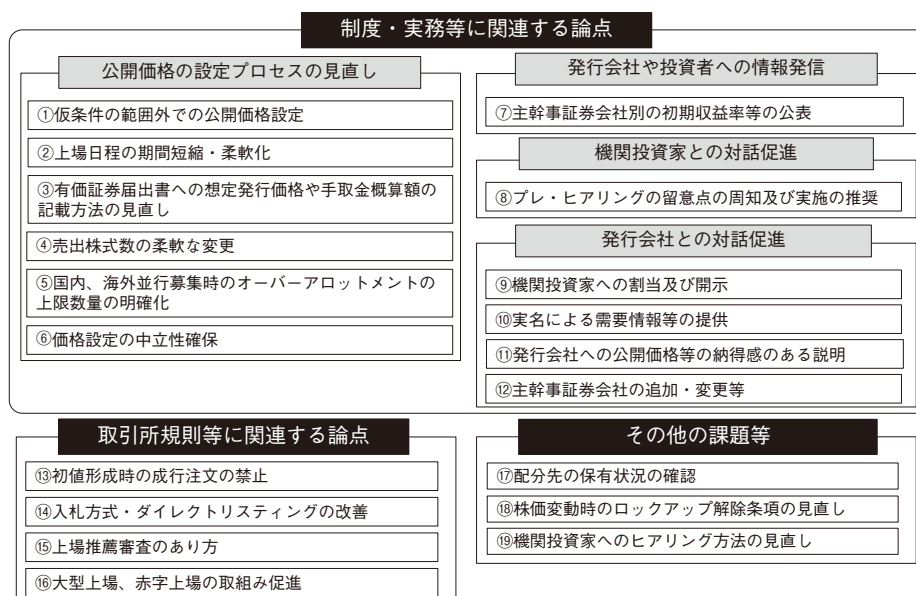
## 2. 検討の経緯、公開価格WGにおける議論の概要

2021年6月に閣議決定された成長戦略実行計画では「日本のIPOでは、上場後初めて市場で成立する株価（初値）が上場時に起業家が株を売り出す価格（公開価格）を大幅に上回っている」、「初値が公開価格を上回った場合、公開価格で株式を取得した特定の投資家が差益を得るが、スタートアップには直接の利益が及ばない。このため、同じ発行株数でより多額の資金調達をしえた」と指摘し、

### 〈目 次〉

1. はじめに
2. 検討の経緯、公開価格WGにおける議論の概要
3. 公開価格WG報告書で示された主な改善策の内容
4. おわりに

(図表1) 改善策の全体像



「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」ととされた。

本協会では、公開価格の設定プロセスについては証券業界の実務に係る事項であることから、関係当局と相談の上、改善策等を検討することとし、2021年9月、本協会に公開価格WGを新たに設置した。

公開価格WGでは、公開価格の設定プロセスのあり方について検討するに当たり、現状に対する問題意識等として主に「①日本における初値と公開価格の乖離」、「②発行会社の視点からの問題意識等」、「③日本における割当比率及び機関投資家の視点からの問題意識等」について意見交換を行った。公開価格WGでは幅広い問題意識等が挙げられ、成長

戦略実行計画等において指摘された「日本における初値と公開価格の乖離」についても意見交換がなされた。当該乖離について、海外と比較した日本市場の特異性も踏まえ、様々な意見が寄せられたほか、データの分析手法や評価についても複数の意見が示され、必ずしもその本質的な原因についての見解は一致しなかった。ただし、現在の公開価格の設定プロセスに改善の余地があるという認識は共通しており、この認識のもとで、様々な課題について検討を行った。

委員からの問題意識等を踏まえ、公開価格WGでは論点を「制度・実務等に関連する論点（本協会規則や実務対応による改善が可能な事項及び法令・ガイドラインの改正を要望する事項）」、「取引所規則等に関連する論点

(取引所と連携を図る事項)」、「その他の課題等(将来的に検討が必要な事項等)」に整理した上で、改善策を検討した。改善策の検討に当たっては、グローバルスタンダードを意識しながら、投資者保護を図るとともに公正な価格発見機能の向上や発行会社及び投資者の納得感の向上につなげることに主眼を置いて議論を行った。

具体的な改善策の全体像は、図表1をご覧ください。

現在、本協会では、公開価格WG報告書に示された改善策の実現に向けて、「引受けに関するワーキング・グループ」(以下「引受WG」という。)において具体的な検討を行っている。

公開価格WG報告書に示された改善策は、主に「早期に対応できる改善策(本年6月に規則改正等を行った改善策)」と「市場関係者等との調整が必要な改善策(引き続き検討を行っている改善策)」に分けられる。以下では、それぞれについて、主な内容に絞って解説する。

### 3. 公開価格WG報告書で示された主な改善策の内容

#### (1) 早期に対応できる改善策(本年6月に規則改正等を行った改善策)

本協会では、「発行会社への公開価格等の納得感のある説明」などの改善策を実現するため、2022年6月10日に「有価証券の引受け

等に関する規則」(以下「引受規則」という。)及び「親引けガイドライン」の一部改正を行った。ここでは、当該一部改正の概要について記載する(注1)。

#### ① 発行会社への公開価格等の納得感のある説明、価格設定の中立性確保

公開価格WGでは、主幹事証券会社の引受割合(募集又は売出しの数量のうち、主幹事証券会社が引き受ける株券等の数量が占める割合)や公開価格等の算定根拠について、一部の発行者又は売出人(以下「発行者等」という。)からは納得感が得られていないのではないかとの意見があり、主幹事証券会社が発行者等と十分な協議を行い、発行者等が十分に納得した上で引受割合や想定価格、仮条件の価格、公開価格が決定される必要があるとされた。

また、公開価格の設定プロセスに関しては、公正取引委員会においても実態把握が行われ、2022年1月に報告書(以下「実態把握報告書」という。)が公表された。実態把握報告書では、IPO時の公開価格設定プロセスについての競争政策上・独占禁止法上の考え方が明らかにされており、この内容も踏まえて公開価格WG報告書で改善策を取りまとめた(注2)。

具体的には、主幹事証券会社が、想定価格、仮条件の価格又は公開価格の提案に際し、その根拠を発行者等へ説明することを引受規則において明示的に求めるとともに、主幹事証券会社の引受割合を発行者等と十分に協議し

た上で決定するよう規則化することが改善策として示された。

このような公開価格WGでの議論を踏まえ、引受WGにおいて具体的な検討を行った結果、現行も引受割合は主幹事証券会社と発行者等の協議の上で定められていると考えられるが、主幹事証券会社が発行者等と十分な協議を行い、発行者等が十分に納得した上で引受割合が決定されることを確保するために、「主幹事証券会社は当該主幹事証券会社の引受割合を決定する場合、発行者等と協議しなければならない」ことを明記する規則改正を行った。

なお、公開価格WGでは、主幹事証券会社は上場準備サポート等の業務に要する費用を回収する必要があるところ、引受割合を一定程度に高め、当該費用を引受手数料により回収することは、発行者の損益計算書に影響が及ばないこととなるため、発行者としても主幹事証券会社の引受割合を高めるニーズがあるとの意見があった。このことから、主幹事証券会社の引受割合が高いことのみをもって問題とされるのではなく、発行者等と十分に協議を行わず、発行者等の意に反して高い引受割合を要請することに問題があると考えられる。

また、公開価格等についても発行者等が十分に納得した上で決定されるよう、「主幹事証券会社は、想定価格、仮条件又は公開価格を決定する場合、これらの価格又は価格の範囲等の根拠について発行者等に説明しなけれ

ばならない」ことを規則で定めることとした。

発行者等に対して説明が求められる価格又は価格の範囲等の根拠としては、少なくとも、想定価格の決定に際しては、機関投資家が採用すると想定される企業価値評価（バリュエーション）の算定手法やその理由、IPOディスカウント（注3）を行う場合にはその水準やIPOディスカウントが必要な理由、仮条件の決定に際しては、ロードショー等における機関投資家等からのフィードバックの内容、公開価格の決定に際しては、ブックビルディングの結果などを説明する必要があると考えられるが、これらに限らず、各主幹事証券会社が必要と判断した内容を説明する必要がある。

今回の改正により、発行者等が十分に納得した上で、引受割合や想定価格、仮条件の価格、公開価格が決定されることが期待される。なお、公開価格は発行者等の意向のみを勘案して決定されるものではなく、投資者保護との両立も必要であることから、発行者等と投資者との双方の利益のバランスを図ることが重要であることも留意する必要があると考えられる。

## ② 機関投資家への割当及び開示（注4）

公開価格WGでは、価格算定能力が高い機関投資家（中長期保有を目的とする機関投資家を前提）への割当比率を高めることで初値高騰のリスクは低減される可能性がある、発行者から主幹事証券会社に対し具体的な機関投資家への割当指示（いわゆる「親引け」）

を行うことは、本協会が定めている親引けガイドラインにより一定の制約があるなどの意見があった。

一方、香港では、上場申請書の提出・公表後、IPOの上場承認（又はブックビルディング開始）前に中長期保有を確約した投資者への配分の合意がなされ、目論見書等において、当該投資者の概要及び投資金額が開示される「コーナーストーン投資家」制度がある。そこで、公開価格WGでは当該制度を参考として、「コーナーストーン投資家」に対する配分を行うことを念頭に、これを親引けが認められると考えられる場合の例示に追加してはどうかとの議論が行われた。

このような公開価格WGでの議論を踏まえ、公開価格WG報告書では、発行者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が改善策の一つとして示された。

これを踏まえ、引受WGにおいて具体的な検討を行った結果、親引けガイドラインを改正し、親引けが認められると考えられる場合の例示として、「発行者のコーポレートガバナンス向上又は企業価値の向上（発行者の信用力の向上によるものを含む。）に資する機関投資家等に配分する場合」を追加した。

「発行者のコーポレートガバナンス向上又は企業価値の向上（発行者の信用力の向上に

よるものを含む。）に資する機関投資家等に配分する場合」とは、当該投資者が当該発行者の株主として参画することによって、エンゲージメントを通じたコーポレートガバナンスの向上や、中長期的な株式保有による企業価値向上に資すると考えられる場合を想定しており、いわゆる「コーナーストーン投資家」に配分する場合などが該当する。

価格算定能力の高いコーナーストーン投資家が当該発行者の株主として参画する予定であることが開示されることにより、当該オフリングに対する市場の信頼性の向上に資することや、実際にコーナーストーン投資家が株主として参画することにより、当該発行者のコーポレートガバナンス向上や企業価値向上（コーナーストーン投資家の参画により当該発行者の信用力の向上などのアナウンスメント効果が生じることを含む）に資することが期待される。

今回の改正により、中長期にわたり株式保有を行う機関投資家等のIPOへの参加が促されることが期待される。

## **(2) 市場関係者等との調整が必要な改善策（引き続き検討を行っている改善策）**

続いて、現在、実現に向けて具体的な検討を行っている主な改善策について解説する。

### **① 投資者の需要に応じたオフリングの柔軟化**

IPOにおける公開価格の設定プロセスとし



ては、まず想定価格が設定され、主に機関投資家を対象とするロードショーを経て、仮条件（通常は一定の範囲で示される）が設定される。その後、仮条件に基づき行われたブックビルディングの結果を踏まえ、最終的な公開価格が設定される流れが一般的である。

仮条件の範囲は5～8%程度が一般的であるところ、ブックビルディングにおいては投資者から価格の指定のない（いわゆる成行）需要申告が多く、かつ仮条件の範囲外での指し値での需要申告は行えない実務慣行となっている。また、仮条件の範囲内で公開価格を設定するよう求める法令諸規則はないが、仮条件の範囲を超えた価格での需要が見込まれる場合であっても、仮条件の上限価格で公開価格が設定されている。

このような課題を踏まえ、公開価格WGでは、より正確な需要を踏まえた公開価格の設定につなげることを目的として、投資者の需要に応じた柔軟なオフアリングが可能となるような改善策について検討した。

具体的には、公開価格WG報告書では、投資者の需要をより正確に把握し、需要を踏まえた公開価格を設定できるよう、「仮条件の範囲を拡大するとともに、主幹事証券会社において硬直的で狭い範囲とするような社内基準を設けないよう周知すること」、「ブックビルディングにおいて仮条件の範囲外での指し値申告を可能とすること」、「仮条件の範囲を超えた多くの需要が確認された場合、仮条件を訂正することなく仮条件の範囲外で公開価

格を設定できることをルール化すること」が改善策として示された。

なお、仮条件の範囲外で公開価格を設定すると、公開価格が投資者にとって思わぬ価格となる懸念もある。そのため、投資者保護の観点から、あらかじめ仮条件の範囲外で公開価格が設定される可能性等について投資者に説明することに加え、仮条件の範囲外で設定できる公開価格の水準に一定の制限を設ける必要があると考えられる（注5）。

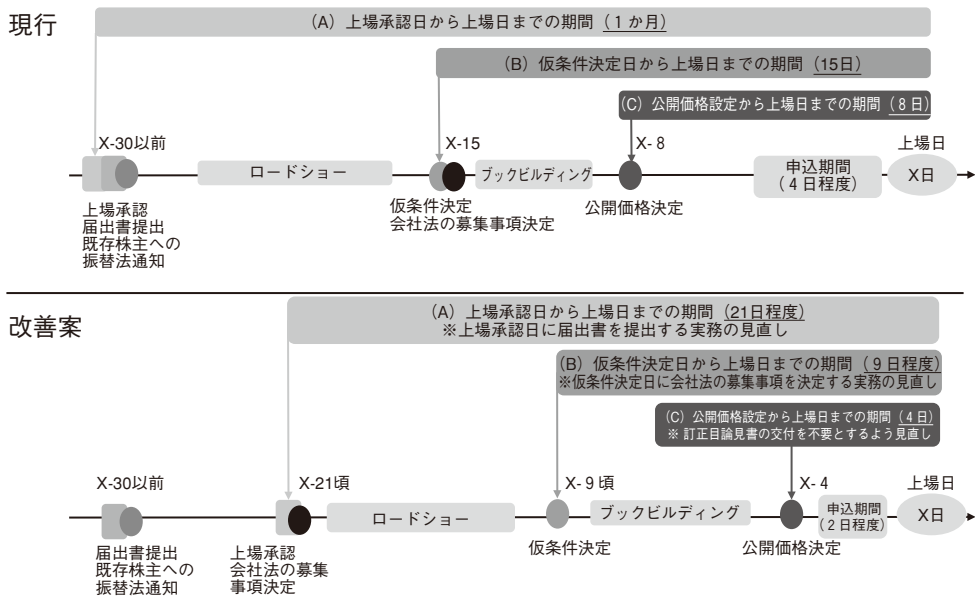
仮条件の範囲外での公開価格設定は、価格の観点から投資者の需要に応じた柔軟なオフアリングを実現する改善策であるが、株式数の観点から売出株式数を柔軟に変更することも考えられる。

現行、売出株式数の変更については、変更のタイミングや変更数量によっては訂正有価証券届出書の効力発生日が延期される懸念があり、一般的には行われていない。

そこで、公開価格WG報告書では、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した上で、公開価格の設定と同時に売出株式数を変更できることをルール化することが改善策として示された。

なお、この点も仮条件の範囲外での公開価格設定と同様、投資者保護の観点から、変更できる売出株式数について一定の制限を設ける必要があると考えられる。

(図表 2) 上場までの期間短縮化イメージ



## ② 上場日程の期間短縮・柔軟化

公開価格WGでは、上場承認日から上場日までの期間が長い(30日程度)ことにより、投資家や発行者等は市場環境等の変化による価格変動リスクを負うこととなり、そのリスクが公開価格に織り込まれることによりディスカウントが大きくなっているとの指摘がなされた。また、上場日を変更するためには、上場申請を取り下げた上で、改めて上場申請を行い、上場審査を再度経ている場合もあるとの指摘もなされた。

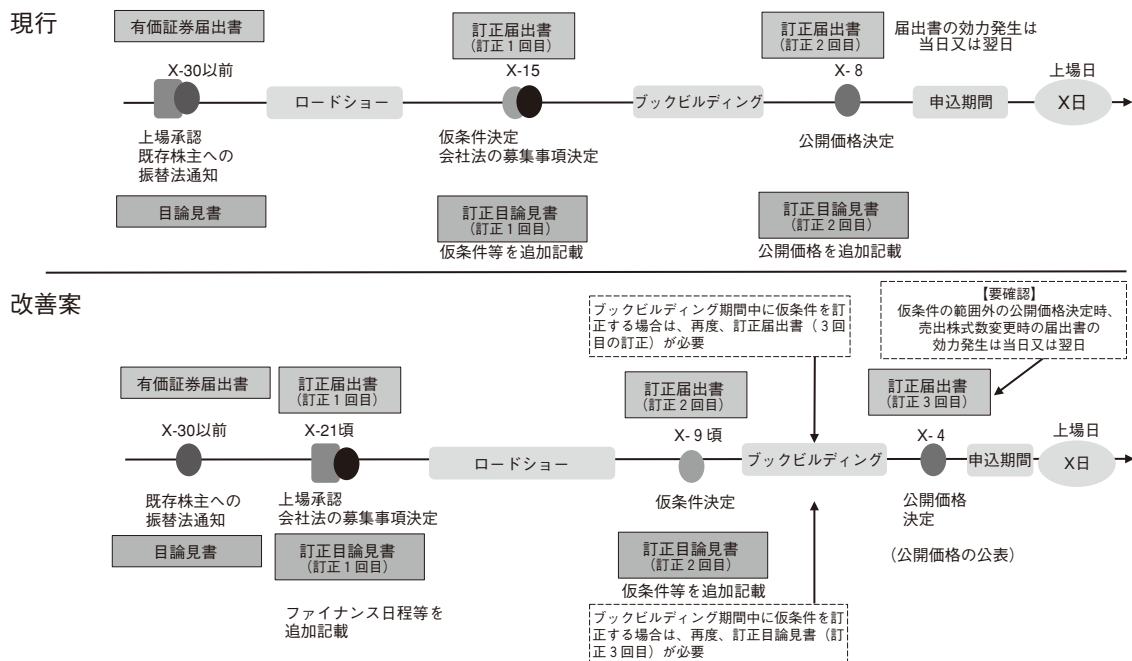
そこで、公開価格WG報告書では、上場日程の期間短縮・柔軟化が改善策として示された。具体的には、「上場承認日前に有価証券届出書の提出等を行うこと」、「仮条件決定日前に会社法上の募集事項の決定を行うこと」、

「金融商品取引法第15条第5項を適用し、公開価格等の設定に伴う訂正目論見書の交付を不要とすることによる申込期間の短縮等」の改善策が示された。また、市況を踏まえた上場日の変更を実現するため、上場申請の取り下げではなく、訂正有価証券届出書の提出による上場日の変更を実現するための実務対応の検討を行うことが改善策として示された。具体的な上場日程の期間短縮化のイメージは図表2及び図表3をご覧ください。

これにより、現時点では、上場承認日から上場日までの期間を現行の30日程度から21日程度に短縮することが可能となると考えられる。

なお、本改善策は、上場日程の期間短縮・柔軟化を可能とするものであって、発行者等

(図表 3) 有価証券届出書等の提出・目論見書の交付等のイメージ



が従前同様のスケジュールで上場することを妨げるものではない。そのため、すべての案件において上場までの期間短縮・柔軟化がされるわけではないことには留意いただきたい。

#### 4. おわりに

公開価格WG報告書では、本稿において解説を行った項目以外にも改善策を示しており、詳細は本協会ウェブサイト公表している公開価格WG報告書の全文又は概要をご覧ください。

改善策の実現に当たっては、投資者保護を

図るとともに、発行者等、投資者、証券会社等のそれぞれの関係者が協力し、公正な価格発見機能の向上や発行者等及び投資者の納得感の向上につなげること、また、グローバルスタンダードを意識し日本市場の魅力度をより向上させることが重要である。

本協会としては、関係者の協力のもと、IPO市場のさらなる活性化やスタートアップ企業の資金調達の円滑化に資するため、改善策の実現に向けて引き続き具体的な検討を行っていききたい。

(注1) 本稿では記載を割愛するが、改善策「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」に係る規則改正も行っている。

(注2) 公開価格WG報告書の改善策「発行会社への公開価格等の納得感のある説明」及び「価格設定の中立性確保」に関連して、実態把握報告書では「特段の支障がない限り、主幹事は、新規上場会社に対して、高い引受割合を、新規上場会社の意に反して要請しないことが、競争政策上望ましい」、「仮に、優越的地位にある主幹事が、一方的に公開価格を設定するなどして主幹事業務の取引を実施し、新規上場会社に正常な商慣習に照らして不当に不利益を与えたと認められる場合には、独占禁止法上問題となるおそれがある（優越的地位の濫用）」と指摘している。

(注3) 新規上場会社は既上場会社と比較して一般的に会社情報の入手が困難であることや流動性の予測が困難であること等を考慮して行われるディスカウント。

(注4) 公開価格WG報告書では「開示例の紹介」も改善策として示されているが、引受WGにおける検討の結果、「市場関係者等との調整が必要な改善策（引き続き検討を行っている改善策）」とされた。

(注5) 一定の制限を超えて公開価格を設定する必要があると考えられる場合は、仮条件を訂正した上でブックビルディングをやり直すことが考えられる。一定の制限の具体的な内容については今後検討を行う。なお、米国においては、オフファリングサイズの20%以下の変更であれば、登録届出書を訂正することなく仮条件の範囲外での公開価格の設定が可能とされている。

