

2022年10月21日 全8頁

新規株式公開（IPO）における価格設定プロセスの見直し

公開価格 WG 報告書を受けた規則改正等の内容を整理する

リサーチ本部 石川清香
金融調査部 主任研究員 金本悠希

[要約]

- 2022年6月に、日本証券業協会の規則改正等が行われた。規則改正等の主なポイントは、「有価証券の引受け等に関する規則」の改正によるオーバーアロットメントの上限数量の明確化や、「親引けガイドライン」の改正による親引け可能な事例の明確化である。
- 今回の規則改正等は、2021年6月に閣議決定された「成長戦略実行計画」や日本証券業協会が2022年2月に取りまとめた『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』報告書を受けて、日本のIPOにおける「初値と公開価格の乖離」という問題に対する改善策の一部を実施するものである。
- 規則改正等は2022年6月に行われ、7月1日より施行された。今回実施されなかった事項としては、仮条件の範囲外での公開価格決定を可能とすることや、上場日程の期間短縮・柔軟化等の改善策があり、これらは11月に対応が行われる予定だ。

1. はじめに

2021年6月に閣議決定された「成長戦略実行計画」で、新規株式公開（IPO）における価格設定プロセスに関して問題点が指摘された。これを受け、日本証券業協会は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（公開価格WG）」を設置し、改善策を議論した上で、2022年2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』報告書（以下、WG報告書）を取りまとめた。本稿では、WG報告書の内容と、それを踏まえて同年6月に規則改正等の対応が行われた項目について紹介する。

2. WG 報告書取りまとめの経緯

(1) WG 報告書取りまとめの経緯

2021年6月に閣議決定された「成長戦略実行計画」では、日本のスタートアップはその数や大きさに世界に後れを取っているという問題意識から、その一因として指摘されてきた「新規株式公開（IPO）における価格設定プロセスの見直し」について明記された。

成長戦略実行計画は、日本では、新規上場後の最初の売買価格（初値）が新規上場時の株式の売り出し価格（公開価格）を大きく上回っていることを指摘している。これによれば、日本における初期収益率（ $(\text{初値} - \text{公開価格}) / \text{公開価格}$ ）は48.8%と、米国の17.2%や英国の15.8%と比較しても高い水準にあるという。こうした点を踏まえて、成長戦略会議は、日本では「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」¹可能性があるとして指摘している。

こうした指摘を受けて、日本証券業協会は、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（公開価格WG）」を設置し、制度の見直しを検討した結果を2022年2月にWG報告書にまとめた。

(2) 現在の公開価格の設定プロセス

新規株式公開における公開価格設定プロセスの問題点を理解するに当たり、公開価格WGの資料等²に基づき、現行の公開価格の設定プロセスを整理したい。

現行の公開価格の設定プロセスでは、想定発行価格を決定した後、ロードショーを受けた機関投資家からのフィードバックをもとに仮条件レンジを決定した上で、ブックビルディングを経て公開価格が決定される。

想定発行価格は、類似会社の財務状況等を参考に、発行会社と主幹事証券会社の間で協議の上決定される。想定発行価格を有価証券届出書に記載し公表した後は、発行会社が機関投資家に対して会社説明会（ロードショー）を行う。主幹事証券会社は、機関投資家から妥当と考えられる株価等についてフィードバックを受け、発行会社と共有し協議の上、仮条件レンジを設定する。仮条件を訂正有価証券届出書（訂正届出書）に記載して提出すると、ブックビルディングに入る。ブックビルディングでは、引受証券会社が、仮条件の範囲で投資家の需要を集計し、その結果をもとに、主幹事証券会社と発行会社の協議の上、公開価格を決定する。設定した公開価格

¹ 内閣官房 成長戦略会議（第8回）資料2「論点案」p.1（2021年3月17日）

² 日本証券業協会「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」資料 pp.25-27、pp.56-59（2021年9月16日）

公正取引委員会「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」（2022年1月28日）pp.2-5

を記載した訂正届出書を提出し、募集等に係る株式の申し込みが行われたのちに上場となる。

(3) 初値と公開価格の乖離の原因

WG 報告書によれば、米国と比較して、日本では、初期収益率・IPO 後の株価リターンについて平均値と中央値に大きな乖離があることは「(前略) かなりの数の企業において、公開価格が大幅に過小に値付けされていたことを意味する証左といえる」(p. 2) という意見があったとされる。実際、日本の IPO 銘柄における上場後 250 営業日の株価は、単純平均値で比較すると公開価格比で 69.0%と乖離が大きい³。これに対して、「(前略) オファリングサイズによる加重を行った平均値や中央値では米国と同水準であり、異常な水準にあるとは認められない」(p. 2) という意見があったとされる。

WG 報告書では、一部の小型銘柄における上場後一定期間の株価高騰の原因についても検討されている。公開価格 WG では、「(前略) 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ており、それはマザーズ市場固有の市場特性に起因している」(p. 2) という意見があったとされる。これについては、第 1 回 WG 資料に詳細が説明されている。マザーズ市場には、「リスク許容度の高い個人投資家が大半を売買している」(同資料 p. 74) という特徴があるという。小型銘柄の IPO では、個人投資家による「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」(同資料 p. 88) や「上場初日の成行買い・成行売り」(同資料 p. 88) といった投資行動が生じるため、初値が上がりやすく、結果、初値と公開価格の乖離が生じていると考えられるという。

3. WG 報告書の論点と想定実施時期

WG 報告書では、公開価格 WG における議論を踏まえ、「制度・実務等に関連する論点」「取引所規則等に関連する論点」「その他の課題等」に整理して改善策がまとめられている。改善策の検討に当たっては、公正な価格発見機能の向上・発行会社と投資者の納得感の向上に資することに主眼を置いて議論が行われた。

改善策の一部は、2022 年 6 月の規則改正等に反映された。改正された規則等は、7 月 1 日より施行されている。それ以外の改善策については引き続き検討がなされており、同年 11 月に規則改正等の対応がなされる予定となっている。本章では、WG 報告書にてまとめられた改善策とそれぞれの想定実施時期を一覧で整理し、次章において、2022 年 6 月にすでに対応された項目について、現行の課題と改善策を解説する。

³ 日本証券業協会「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」資料 p. 77 (2021 年 9 月 16 日)

(1) 制度・実務等に関連する論点

A. 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決定 (2022年12月実施予定)
- ②上場日程の期間短縮・柔軟化 (2022年12月実施予定)
- 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 (2022年12月実施予定)
- ④売出株式数の柔軟な変更 (2022年12月実施予定)
- ⑤国内、海外並行募集時のオーバーアロットメント⁴の上限数量の明確化 (2022年7月実施済) (⇒4(1)①)
- ⑥価格設定の中立性確保 (2022年7月実施済) (⇒4(1)②)

B. 発行会社や投資者への情報発信

- ⑦主幹事証券会社別の初期収益率等の公表 (2022年7月実施済) (⇒4(2)①)

C. 機関投資家との対話促進

- ⑧プレヒアリングの留意点の周知及び実施の推奨 (2022年12月実施予定)

D. 発行会社との対話促進

- ⑨機関投資家への割当及び開示 (2022年7月実施済) (⇒4(1)④)
- ⑩実名による需要情報等の提供 (2022年12月実施予定)
- ⑪発行会社への公開価格等の納得感のある説明 (2022年7月実施済) (⇒4(1)③)
- ⑫主幹事証券会社の追加・変更等 (2022年7月実施済) (⇒4(2)②)

(2) 取引所規則等に関連する論点

以下の論点は、取引所規則等に関連する論点であることから、取引所と連携を図ることとされた。

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

⁴ 企業が公募・売出しを実施する際において、公募・売出しの数量を超える需要があった場合、主幹事証券会社が対象企業の大株主等から一時的に株券を借りて、公募・売出しと同一条件で追加的に投資家に販売すること。

(3) その他の課題等

以下の論点については、WGでの議論の結果、見直さないとの結論に至った。

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

4. 6月の規則改正等に対応した論点の説明

本章では、本年6月に規則改正等に対応が取られた一部の改善策について、背景を含めて解説した上で、実際の対応について説明する。

(1) 規則改正による対応

規則改正は2022年6月に行われ、同年7月1日に施行された。

①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

オーバーアロットメントは、需給が過度にひっ迫し、初値が異常値を示した場合に、需要超過を解消する手段として有効である。改正前では、オーバーアロットメントの上限数量は、国内募集等（募集又は売出し）の予定数量の15%と定められていた。

この基準の場合、海外募集等も並行して行う案件であると上限数量が少なくなってしまうため、実需に基づいた数量のオーバーアロットメントができない場合があるとの意見があった（WG報告書 p.11）。そこで、WG報告書では、国内募集等と海外募集等を並行して行う案件では、国内・海外募集等を合算した予定数量の15%までオーバーアロットメントできることとすることが提言された（p.12）。

この提言を受けた対応として、日本証券業協会が定める「有価証券の引受け等に関する規則」（引受規則）第29条（オーバーアロットメント）が改正された。同条文において、改正前では、オーバーアロットメントの合計数量は募集等の国内における予定数量の15%を限度とする旨が規定されていた。改正後では、国内募集等と海外募集等を合計した数量の15%を上限とすることとされた。

②価格設定の中立性確保

価格設定に当たり、証券会社が中立性を確保することは重要である。公開価格WGにおいては、委員より「(前略) 主幹事証券会社において、IPO株は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り、割安なIPO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、IPO 株は割安にすべきという考えが生じる懸念がある」(p. 12) との意見が示された。一方で、別の委員からは、「(前略) 証券会社は、現状も本協会の引受規則に基づき、発行会社と投資者の利益を調整する立場として、十分な中立性をもって価格を決定している」(p. 12) との意見があった。

日本証券業協会の引受規則には、主幹事証券会社が公開価格等を提案する場合、発行会社や投資者と業務上密接な関係のない部門において価格の妥当性を確認しなければならない旨が規定されており、委員が指摘した通り、すでに中立性の確保に向けて取り組まれているのも現状だ。そのため、WG 報告書では、提案した公開価格等の根拠について発行会社に説明することも加えて求めることが提言された。

先に述べた通り、引受規則第 26 条第 2 項では、公開価格等を決定する場合、発行会社や投資者と密接な関係のない部門において価格の妥当性を確認しなければならない旨が規定されていた。今回の改正では、価格の妥当性の確認に加え、その根拠を発行者等に説明しなければならない旨が明確に規定された。

③発行会社への公開価格等の納得感のある説明

WG 報告書では、発行会社の納得感を向上する策として、主幹事証券会社が発行会社に対して公開価格等の根拠を丁寧に説明することや、引受割合は主幹事証券会社と発行会社の間で十分に協議した上で決定することの規則化が提言された (p. 17)。

そこで、前記②の公開価格等の根拠の説明に加えて、引受規則第 26 条第 1 項に、引受割合を決定する際に発行者等と協議しなければならない旨が追加された。

④機関投資家への割当及び開示

成長戦略実行計画において、日本では、米国と比べて機関投資家の割当比率が低いことが指摘されている。この点について、公開価格 WG でも、価格算定能力が高く、中長期保有を目的とする機関投資家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との意見があった (WG 報告書 p. 14)。

ブックビルディング前に具体的な機関投資家への割当指示を行うことは、日本証券業協会の親引けガイドライン⁵により一定の制約がある。そこで、WG 報告書では、ガイドラインを見直し、例外的に親引けが認められる事例を追加することが提言された (p. 15)。

この提言を受けた対応として、日本証券業協会が定める「親引けガイドライン」を改正し、「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」場合には、親引けが可能となることを明確化した（改正親引けガイドライン 3. (1) へ）。

なお、「発行会社への公開価格等の納得感のある説明」に関連して、WG 報告書は、発行会社が機関投資家に株式を割り当てることの合意が得られている場合における適切な開示についての

⁵ 親引けとは、発行会社が指定する販売先への売付けを指す。

指針がないため、発行会社が機関投資家への配分指示を行った際の有価証券届出書及び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も提言していた（p. 17）。

この提言を受けた対応については、2022年11月に会員通知が発出される予定となっている。

（２）その他の対応

①主幹事証券会社別の初期収益率等の公表

WG 報告書は、発行会社が主幹事証券会社を選ぶ際の参考情報として、IPO 銘柄ごとの上場日初値や公開価格、初期収益率等及び主幹事証券会社ごとの平均収益率等公開することを提言した（p. 13）。これは、主幹事証券会社別の初期収益率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を期待したものである。

この提言を受けた対応として、日本証券業協会は、2022年7月より、公開価格および上場後株価等について、公表情報より必要な情報を収集し、主幹事証券会社ごとの一覧形式で協会ホームページ⁶にて公表を開始した⁷。原則として、3か月ごと（1月・4月・7月・10月）に、前月末までの新規上場会社の情報について更新し、各月の最終営業日にホームページにて公表する運用となっている。

②主幹事証券会社の追加・変更等

主幹事証券会社の追加や変更がしやすくなれば、証券会社間で競争原理が働くことで、発行会社は、公開価格についてより納得感を得られるようになると考えられる。

そこで、WG 報告書では、主幹事証券会社は、主幹事契約の締結前に発行会社の主幹事契約に対する考え方を確認の上、発行会社と認識をあわせるとともに、新規上場プロセスの早い段階で将来設定する公開価格の考え方等について協議を行い、発行会社の納得感を得られるように努めることが提案された。また、合理的な理由なく発行会社による主幹事証券会社の追加や変更を阻害しないよう周知することも提言された（p. 18）。

この提言を受けた対応として、主幹事証券会社が、主幹事契約締結前に発行会社と認識をすり合わせたり、IPO プロセスの早い段階で公開価格の考え方等について協議を行ったりすることで、発行会社の納得感を得られるように努めることを示した会員通知を発出した。また、発行会社による主幹事証券会社の追加・変更可能性について配慮することも、会員通知に示された。なお、会員通知は2022年7月1日に適用された。

ただし、公開価格 WG では、安易に主幹事証券会社を変更することで、上場適格性の審査機能が損なわれる可能性があることから、主幹事証券会社の変更を改善策として掲げることについて

⁶ <https://www.jsda.or.jp/shiryoshitsu/toukei/syokisyueki/index.html>

⁷ 公表されている項目は、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、公開価格と上場日初値との乖離率（初期収益率）及び上場日から一定期間経過後の株価（終値）並びに主幹事証券会社ごとのオフレンジサイズ別の主幹事事件数及び平均収益率等。

で慎重な意見もあった（p.18）。証券会社が果たすべきゲートキーパー機能の観点からも、こうした慎重意見があったことを忘れてはいけないうらう。

5. おわりに

WG 報告書では、初値と公開価格の乖離という課題に対して、現行の価格設定プロセスの改善策がまとめられ、その一部については2022年7月に実施された。公開価格の過小値付けや初値の高騰といった課題については、今回のIPOプロセスの見直しにより一定の効果が期待できるらう。また発行会社の納得感を向上させるための規則改正が検討されたことも評価できるらう。

ただし、成長戦略実行計画において指摘されている、IPO市場は機関投資家が参加しづらいうら根本的な課題は、サイズの大きなIPOや、IPO後の成長性の高い企業を増やさなければ解決は難しく、IPOプロセスの見直しだけでは限界があると考えられる。成長戦略実行計画の出発点は、日本のスタートアップがその数や規模で世界に大きく後れを取っているという問題意識である。「成長の担い手となる企業を創出する環境整備を図る」（「成長戦略実行計画」p.19）ため、IPOプロセスの見直しに限らず、引き続き幅広い視点で議論されることが望まれる。