

2022年2月号

IPOの公開価格決定プロセスに関する公取委及び日証協の動向

I. はじめに	森・濱田松本法律事務所
II. 公取委報告書	パートナー 鈴木 克昌 TEL. 03 6212 8327 katsumasa.suzuki@mhm-global.com
III. 日証協報告書（案）	パートナー 宇都宮 秀樹 TEL. 03 5223 7784 hideki.utsunomiya@mhm-global.com
IV. おわりに	パートナー 宮田 俊 TEL. 03 6266 8732 suguru.miyata@mhm-global.com
	パートナー 石橋 誠之 TEL. 03 6266 8905 masayuki.ishibashi@mhm-global.com
	シニア・アソシエイト 二村 佑 TEL. 03 6266 8779 yu.nimura@mhm-global.com
	シニア・アソシエイト 後潟 伸吾 TEL. 092 739 8144 shingo.ushirogata@mhm-global.com
	アソシエイト 平川 諒太郎 TEL. 03 5223 7712 ryotaro.hirakawa@mhm-global.com
	アソシエイト 山口 大貴 TEL. 03 6266 8552 hiroki.yamaguchi@mhm-global.com
	アソシエイト 前島 賢士朗 TEL. 03 5293 4885 kenjiro.maejima@mhm-global.com

I. はじめに

「成長戦略実行計画」（2021年6月18日閣議決定）は、IPOについて初値が公開価格を大幅に上回る傾向にあり、新規上場会社が本来調達できたはずの額よりも少ない資金しか得られないという問題意識を示していました。

これに関し、公正取引委員会（以下「公取委」といいます。）は、2022年1月28日、「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（以下「公取委報告書」といいます。）を公表しました。公取委報告書は、公開価格の設定プロセス、上場方式の多様性、IPOに係る取引慣行のそれぞれについて、調査結果を踏まえて独占禁止法上問題となる場合や競争政策上望ましい実務対応を述べ、証券会社に発行会社との十分な協議を促す等の内容になっています。

CAPITAL MARKETS / ANTITRUST / COMPETITION BULLETIN

公取委は、公取委報告書で示された考え方を金融庁・日本証券業協会（以下「日証協」といいます）・東京証券取引所に申し入れ、具体的な対応策の検討や自主的な取組みを促すとしているほか、IPOに関連する取引において独占禁止法上問題となる具体的な案件に接した場合には、厳正・的確に対処していくという姿勢を明らかにしています。

他方、日証協は、2022年1月31日に「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「公開価格ワーキング・グループ」といいます。）の第6回会合を開催し、公取委が上記報告書に基づく説明を行うとともに、公開価格ワーキング・グループによる報告書案（以下「日証協報告書案」といいます。）をとりまとめました。

これらの動向により、IPO実務においては二つの観点での対応を迫られます。一つは、日証協報告書案で示されたIPOにおける各論について法令上の論点とその対応策を整理し、示された課題に対応する法制度と実務を構築することです。

これに加え、公取委報告書で示された課題に対応するため、証券会社による発行会社に対する不当な影響力の行使や証券会社間の競争阻害行為とみなされないようなポリシーやオペレーションの構築も必要となります。この対応は従来の資本市場のルールメイキングではおそらく重視されてこなかった観点であると思われます。

本ニュースレターでは、公取委報告書における指摘を紹介したのち、日証協報告書案で示された改善策がどのような形でその指摘に込んでいるかを含め、公取委報告書及び日証協報告書案における議論をご紹介します。なお、公取委報告書と日証協報告書案との対照表については別紙をご参照ください。

II. 公取委報告書

1. 概要

上記のとおり、近時、日本のIPOにおいては、上場後初めて市場で成立する株価（初値）が、上場時に新規上場会社が株式を売り出す価格（公開価格）を大幅に上回ることが、いわゆる「アンダープライシング問題」として議論されています。市場株価は新規上場会社や主幹事証券会社がコントロールできるものではなく、公開価格と初値のいずれが新規上場会社の企業価値をより適切に反映したものかは必ずしも明らかではないため、初値が公開価格を大幅に上回ったことのみをもって「アンダープライシング」として問題視すべきものではないように思われます。初値と公開価格との乖離が問題となるか否かは、①公開価格が当該新規上場会社の企業価値をより適切に反映しているか、②公開価格が新規上場会社にとって納得できるものとして設定されているか、という2つの視点からの検討が有用と考えられます。公取委報告書も、「アンダープライシング問題」を独占禁止法・競争政策の観点から

CAPITAL MARKETS / ANTITRUST / COMPETITION BULLETIN

検討するに当たり、上記①②の視点を採用していると考えられます。即ち、公取委報告書が挙げる各論点は、

- 上場方式の選択肢を確保し、証券会社間の競争を一層促進することにより、公開価格の客観的な適切性をより高めること（公開価格の合理性（いわば客観的な合理性）の担保。上記①の視点）
- 公開価格の決定に至るまでのプロセスを一層透明化・適正化することにより、公開価格が新規上場会社にとって納得できるものとする（公開価格の納得感（いわば主観的な合理性）の担保。上記②の視点）

のいずれかに整理することができると考えられます。

公取委報告書が挙げる論点は多岐にわたりますが、以下ではこれらを上記①②の視点から整理することにより、関係当事者が留意すべきポイントをコンパクトに概観します。

2. 主要な論点

(1) 公開価格の合理性の担保に関する事項

公開価格の合理性を担保する方策としては、主幹事証券会社の選択肢が確保され、それが実際に選択・変更可能なものとして機能することに加え、ブックビルディング¹方式による IPO 以外の多様な上場方式が確保されることにより、証券会社間の競争を一層促進することが考えられるところです。

公取委報告書では、これらを、①証券会社間の競争を一層促進するために競争政策上望ましいとされる事項と、②証券会社間の競争を不当に阻害するとして独占禁止法上問題となり得る行為として、それぞれ整理しています。その主なものは以下のとおりです。

① 競争政策上望ましいとされる事項

- 主幹事証券会社の選定に資する情報開示
 - ・ 新規上場会社が主幹事証券会社（推薦証券会社又は上場アドバイザー）を選定する当初から新規上場会社の公開価格の設定に関する関心を高め、また、適切に主幹事証券会社を選定できるようにするため、証券会社ごとに公開価格の設定に関して参考となる情報（例：証券会社ごとの発行規模別の平均初期収益率）の一覧を公表すること
- 主幹事証券会社の追加・変更等
 - ・ 証券会社は、新規上場会社に対し上場申請業務に係る資料を提供する

¹ 引受証券会社が、株券等又は社債券等の引受けを行うに当たり、各投資家から需要の申告を募り、これを取りまとめることにより、需要状況を調査することをいいます。

CAPITAL MARKETS / ANTITRUST / COMPETITION BULLETIN

- 等、新規上場会社が共同主幹事証券会社の追加又は主幹事の変更をしやすきよう配慮するとともに、新規上場会社が希望する場合には、特段の支障がない限り、共同主幹事証券会社の追加を阻害しないこと
- ・ 新規上場会社が公開価格設定の過程でセカンドオピニオンの聴取を希望する場合、証券会社はこれを阻害しないこと
- 上場方式の多様化
- ・ 証券会社は、新規上場会社に対して他の選択肢に関する事前説明を十分に行い、新規上場会社がどのような上場方式を採用かを選択できるようにすること
- プレ・ヒアリングの実施
- ・ 日証協において、プレ・ヒアリングが法令等で禁止されていないことを明確化し、周知すること
 - ・ 証券会社は、機関投資家に対応可能であればプレ・ヒアリングを行い、投資家の需要を踏まえた想定発行価格を設定すること

以上のような競争政策上望ましいとされる事項は、証券会社に対して一定の対応を義務付けるものではありません。しかし、公取委報告書は明記していないものの、これらの事項に反し、証券会社が、新規上場会社による主幹事証券会社や上場方式の選択を不当に制約したと判断される場合には、新規上場会社に正常な商慣習に照らし不当に不利益を与えたとして優越的地位の濫用の観点から問題となるおそれが否定できない点に注意が必要です。

② 独占禁止法上問題となり得る行為

公取委報告書は、証券会社間の競争を阻害し得る行為として、以下の行為を挙げ、当該行為については独占禁止法上問題となり得ると明記しています。

- ・ 証券会社の関係会社である銀行やベンチャーキャピタルを通して、新規上場会社に影響力を行使させる等して、他の証券会社が主幹事を引き受けることを不当に妨害する行為（競争者に対する取引妨害）
- ・ 引受手数料の料率について、証券会社間で手数料を取り決める行為（カルテル（不当な取引制限））

(2) 公開価格の納得感の担保に関する事項

公開価格は、新規上場会社の客観的企業価値を反映し、新規上場会社が納得する価格を設定するという目的の下、複数のプロセスを経て決定されます。公開価格が新規上場会社にとって納得のいく、主観的にも適切なものとなるためには、これらのプロセスが透明・適正なものであることが重要です。

CAPITAL MARKETS / ANTITRUST / COMPETITION BULLETIN

公取委報告書では、これを、①各プロセスにおいて新規上場会社・証券会社間の対話を促進して新規上場会社の納得感を高めることに資する、競争政策上望ましいとされる事項と、②独占禁止法上問題となり得る行為として、それぞれ整理しています。

① 競争政策上望ましいとされる事項

- プレ・ヒアリングの実施
 - ・ 日本証券業協会において、プレ・ヒアリングが法令等で禁止されていないことを明確化し、周知すること
 - ・ 証券会社は、機関投資家に対応可能であればプレ・ヒアリングを行い、投資家の需要を踏まえた想定発行価格を設定すること
- 実効性のあるロードショーの実施
 - ・ 需要を正確に反映した仮条件の設定を可能にするため、証券会社は、機関投資家から適切なフィードバックを受け、新規上場会社の企業の価値や成長性を踏まえた実効性のあるロードショーとなるよう努めること
 - ・ ロードショーの実施に当たり、ロードショーにおけるヒアリング先について、新規上場会社と十分な協議を行い、新規上場会社が十分に納得した上で決定すること
 - ・ ロードショーの結果について、機関投資家の同意を得た場合には、特に支障がない限り、機関投資家を顕名で新規上場会社に開示すること
- IPO ディスカウントの実施方法・仮条件の設定
 - ・ IPO ディスカウントのディスカウント率の大きさは、想定発行価格の設定に直結し、その後の公開価格の設定にも影響を与え得るため、証券会社は、新規上場会社と十分な協議を行い、新規上場会社の十分な納得を得ること
 - ・ 仮条件価格帯の幅の柔軟性をもたせること、仮条件の上限額を上回る公開価格の設定を可能とすること、仮条件を訂正した上での公開価格の設定をより柔軟に行うことで、需要を正確に反映した仮条件の設定を可能にし、投資家の需要をより反映した公開価格による資金調達を行うことを可能とすること

以上のような競争政策上望ましいとされる事項についても、証券会社に対して一定の対応を義務付けるものではありません。しかし、下記②のように、これらの事項に反し、証券会社が新規上場会社と十分な対話・協議を行うことなく公開価格を決定することは、優越的地位の濫用の観点から問題となるおそれが否定できない点

CAPITAL MARKETS / ANTITRUST / COMPETITION BULLETIN

に注意が必要です。

② 独占禁止法上問題となり得る行為

公取委報告書は、IPO ディスカウント等の名目で、新規上場会社に対し考え方を説明することなく、合理的な根拠に基づかずに価格を低く設定する行為は、独占禁止法上問題となり得るとしています。独占禁止法上問題とならないようにするため、公取委報告書は、想定発行価格の設定において、新規上場会社と十分な協議を行い、新規上場会社が十分に納得した上で設定することなどによって、一方的に公開価格を設定することがないように留意する必要があるとしています。

(3) 小括

上記のとおり、公取委報告書は、公開価格の合理性の担保に関する事項と納得感の担保に関する事項のそれぞれについて、証券会社に対応を義務付けるものではないものの検討・対応を促す、競争政策上望ましいとされる事項と、独占禁止法上問題となり得る行為として注意を促す事項を整理しています。

後者については、かねてより証券会社においても留意されているものと思われませんが、公取委報告書を受けて関心が高まっていることを踏まえ、念のため業務手順や実態を確認するとともに、コンプライアンスマニュアルに反映するなど、コンプライアンス体制を見直すことが推奨されます。

前者については、競争政策上望ましいとされている事項には、これまでの実務慣行と異なる対応が求められる点も多いと思われるため、具体的な対応については、日証協等による検討内容を参照しつつ、IPO 及び独占禁止法の両方の専門家の意見を踏まえて検討すべきであると考えられます。

Ⅲ. 日証協報告書（案）

1. 概要

日証協報告書案では、「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」、及び「その他の課題等」のあり方について、下記合計 19 の論点が取り上げられています。

以下では、特に実務上の影響が大きいと思われる太字下線の論点を中心に見ていきたいと思いますが、このうち、「プレ・ヒアリングの留意点の周知及び実施の推奨」及び「仮条件の範囲外での公開価格設定」は、それぞれ公取委報告書での指摘に対応した改善案が示されているため先に扱い（下記 2.）、次に、その他の論点として「機関投資家への割当及び開示」及び「売出株式数の柔軟な変更」について見て

CAPITAL MARKETS / ANTITRUST / COMPETITION BULLETIN

いきたいと思います（下記3.）。

- 制度・実務等に関連する論点
 - (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**
 - ② 上場日程の期間短縮・柔軟化
 - 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
 - ④ **売出株式数の柔軟な変更**
 - 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
 - ⑥ 価格設定の中立性確保
 - (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
 - (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**
 - (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**
 - ② 実名による需要情報等の提供
 - ③ 発行会社への納得感のある説明
 - ④ 主幹事証券会社の追加・変更等
- 取引所規則等に関連する論点
 - (1) 初値形成時の成行注文の禁止
 - (2) 入札方式・ダイレクトリस्टィングの改善
 - (3) 上場推薦審査のあり方
 - (4) 大型上場、赤字上場の取組み促進
- その他の課題等
 - (1) 配分先の保有状況の確認
 - (2) 株価変動時のロックアップ解除条項の見直し
 - (3) 機関投資家へのヒアリング方法の見直し

2. 公取委報告書の指摘に対応する改善案

(1) プレ・ヒアリングの留意点の周知及び実施の推奨

① 現在の制度と制約

プレ・ヒアリングとは、オフリングの対象となる有価証券について、ファイナンスの公表に先立って行う需要の見込みの調査を指し、事前に投資家の価格目線を把握する目的で行われます。

このうち、公取委報告書では、IPO 時の国内におけるプレ・ヒアリングについて議論

CAPITAL MARKETS / ANTITRUST / COMPETITION BULLETIN

がなされているため、本ニュースレターでもこの場面に絞って見ていきたいと思えます。

[開示規制上の論点]

プレ・ヒアリングは有価証券届出書の提出前に IPO の募集・売出価格について投資家とコミュニケーションを行うため、金融商品取引法（以下「金商法」といいます。）が禁止する有価証券届出書の提出前の勧誘（以下「届出前勧誘」といいます。）に該当しないかが問題となります²。

この点、企業内容等の開示に関する留意事項（以下「開示ガイドライン」といいます。）は、プロ投資家である特定投資家又は大株主³に対して、法人関係情報の不適切な提供を防止するための所定の措置（金融商品取引業等に関する内閣府令（以下「業府令」といいます。）117条1項15号）を講じて行う場合には、届出前勧誘には該当しないことを明らかにしています⁴。なお、上記業府令117条1項15号は上場会社等による募集の場合を前提とするものであり、IPO の場合を想定しているものではありませんが、IPO の場合でも、下記①から③に準ずる措置を講じれば、開示規制上、プレ・ヒアリングの実施自体は可能とされています⁵。

したがって、証券会社において所定の措置を講じた上で上記の投資家に対して行う国内プレ・ヒアリングは届出前勧誘には該当しないといえます。

[業規制、日証協規則上の論点]

証券会社がプレ・ヒアリングを行う場合には、金商法の発行開示規制に違反しないように留意する必要があるとともに、金商法の業規制及び日証協規則に留意する必要があります。

業規制上は、法人関係情報を提供して行うプレ・ヒアリングの実施に際して、以下の措置を講じることが求められています（業府令117条1項15号）。

- ① 法令遵守管理部門による承認
- ② 調査対象者との間における当該有価証券等の売買等及び当該法人関係情報の提供をしないことを約する契約の締結
- ③ 記録書面の作成・保存

そして、これらの措置を講じるに当たっては日証協「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・ヒアリング規則」といいます。）

² なお、日本の非居住者を相手方とする日本国外での勧誘については金商法の発行開示規制の適用はないと考えられているため、海外投資家へのプレ・ヒアリングは違法な届出前勧誘とはならないと解されます。また、実務上は、勧誘（あるいはプレ・ヒアリング）に至らない態様で投資家から IPO の募集・売出価格についての目線・意見をサウンディングすることも行われています。

³ 「株券等保有割合（法27条の23第4項）が5%以上である者」（開示ガイドライン2-12②）

⁴ 開示ガイドライン2-12②。

⁵ 平成26年8月27日付金融庁パブリックコメント5頁15番。

CAPITAL MARKETS / ANTITRUST / COMPETITION BULLETIN

を踏まえてすべきとされている⁶ところ、プレ・ヒアリング規則は証券会社にこれら①～③の措置を講じることを義務付けています。

他方、プレ・ヒアリング規則においては、国内において法人関係情報を提供して行うプレ・ヒアリングを禁止しています。ここで、法人関係情報とは「上場会社等」に係る情報です⁷が、同規定がIPOのプレ・ヒアリングにも準用ないし類推適用されると考える場合、IPOに際してプレ・ヒアリングを実施することは現実的には困難となります⁸。しかしながら、法人関係情報が「上場会社等」に係る情報に限定されていることや上記①から③の措置も基本的にインサイダー取引規制違反の防止を念頭に置いていることから明らかなとおり、そもそもIPOにおいては法人関係情報の提供を伴うプレ・ヒアリングを禁止する同条項は適用がないと同条項の文言通りに考える解釈もあり得るところであり、同条項の射程は実務上は必ずしも明らかでなかったものといえます。

② 公取委報告書の指摘

この点について、公取委報告書は、プレ・ヒアリングの実施については、開示ガイドラインにおいて、取得勧誘に当たらないものが明確化されているものの、日証協が定める自主規制規則においてはIPOにおけるプレ・ヒアリングの実施が可能であることが必ずしも明確化されていないものと考えられるため、日証協において、プレ・ヒアリングが法令等で禁止されていないことを明確化し、周知した上で、証券会社は、機関投資家に対応可能であればプレ・ヒアリングを行い、投資家の需要を踏まえた想定発行価格を設定することが競争政策上望ましい旨指摘しています。

③ 日証協報告書案の示した改善案

これに関して、日証協報告書案はプレ・ヒアリング規則が禁止するのは、国内で行う「法人関係情報を提供した上で行う、当該募集に係る有価証券に対する投資者の見込みに関する調査」のみであり、発行会社が未上場であるため法人関係情報が提供されることのない、IPO⁹に係るプレ・ヒアリングは、プレ・ヒアリング規則9条

⁶ 金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針IV-3-2-3(2)。

⁷ プレ・ヒアリング規則2条1項は、法人関係情報を「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」と定義しています。

⁸ 即ち、上場会社であれば金商法や取引所規則に則って広く企業情報が開示されているため「法人関係情報」が存在しない状況も想定されるところ、非上場会社の場合、通常そのような開示は行われておらず、プレ・ヒアリングにおいて「法人関係情報」（上場会社であれば法人関係情報に該当する情報）が提供できないという解釈に立つと、投資家に対して提供すべき情報の多くがほぼこれに該当することとなるため、現実的にはIPOのプレ・ヒアリングは困難となります。公取委報告書によれば、新規上場会社の60.3%及び証券会社の約45.5%が、プレ・ヒアリングを行うことは法令諸規則上不可能であると認識しており、プレ・ヒアリングの実施が可能であることは必ずしも明確ではなかったことが看取されます。

⁹ なお、子会上場の場合等には、需要の見込みの調査に当たって上場親会社の法人関係情報が提供されることも想定されますが、日証協報告書案においては、プレ・ヒアリング規則を改正し、このような場合にも一定の要件の下プレ・ヒアリングを行うことができることを示しています。

CAPITAL MARKETS / ANTITRUST / COMPETITION BULLETIN

の適用を受けないことを明確にしています。

その上で、日証協報告書案は以下のような改善案を提案しています。

- (機関投資家が応じる場合には) プレ・ヒアリングを行うことを推奨すること
- 上場審査期間中に有価証券届出書のドラフト等を用いてプレ・ヒアリングを行うに当たり、実務運用上の留意点を整理・周知等すること

④ 実務への影響

IPO 時の国内における一定の投資家に対するプレ・ヒアリングが積極的に行われることにより、より機関投資家に受け入れられやすい価格が形成されやすくなることや、ローンチ前に機関投資家のコミュニケーションを行うことでローンチ後プライシングまでの期間が短くなる(結果として IPO のプライシングがマーケットやインダストリーのボラティリティに影響されるリスクがより限定されます。)ことが期待されます。また、ローンチ時の有価証券届出書及び目論見書に記載された想定発行価格には、投資家に先入観を与え公開価格に影響を及ぼす効果(アンカリング効果)があると指摘されているところ、ローンチ前に機関投資家との十分なコミュニケーションを行うことで、想定発行価格の段階からより適切な価格を示すことが可能となり、ひいてはより公正な企業価値に近い公開価格の決定に資することが期待されます。

もっとも、国内においてはこれまでプレ・ヒアリングの実績に乏しいため、そもそも限られた投資情報でプライシングに有意な情報を提供できる機関投資家がどの程度いるのかは現時点で不透明と言わざるを得ません。また、金商法の届出前勧誘規制がなくなるわけではないため、どの程度の情報提供やコミュニケーションであれば「プレ・ヒアリング(需要の見込みの調査)」として許容されるのか、どこからが違法な「勧誘」となってしまうのか¹⁰はさらに詰める必要があるでしょうし、仮にプレ・ヒアリングで提供される情報に不合理な事業計画が含まれる等不適切な開示が行われる場合の発行会社その他の関係者の責任や投資者保護をどのように考えるのかは、現在実施されている海外でのプレ・ヒアリングや IPO ローンチ前のインフォメーション・ミーティングの実務を参考に検討する必要があると思われます。

(2) 仮条件の範囲外での公開価格設定

① 現在の制度と制約

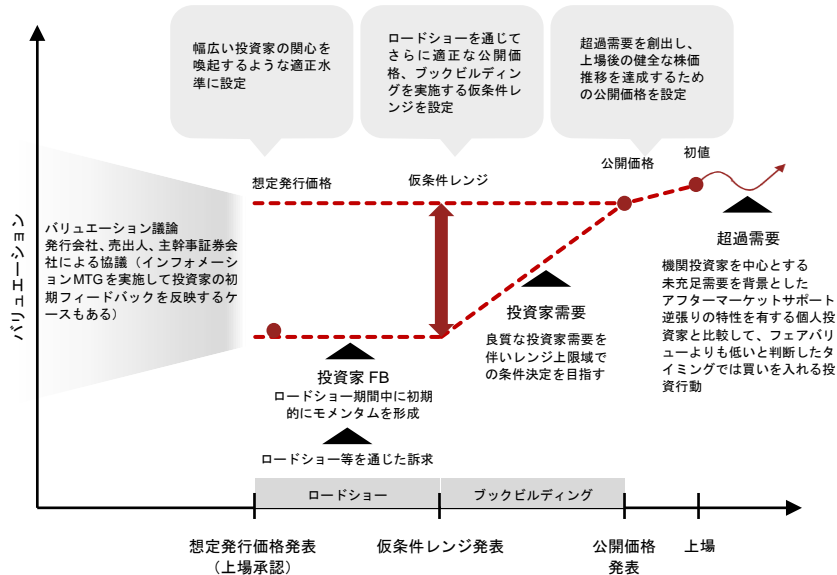
IPO の公開価格が決定されるプロセスは、現行の実務においては、まず、一定の範囲で仮条件(金額のレンジで示されることが一般的です)が設定され、これに基

¹⁰ 例えば、日証協報告書で議論されている「有価証券届出書のドラフト」のローンチ前の投資家への開示は届出前に詳細な法定開示書類を用いて勧誘を行っていることとほぼ同義であり、利用目的を「需要の見込みの調査」としてしまえば勧誘に該当しないとすると、少なくとも機関投資家との関係では届出前勧誘規制の意味はほぼなくなるように思われます。

CAPITAL MARKETS / ANTITRUST / COMPETITION BULLETIN

づきブックビルディングが行われ、その結果を踏まえて仮条件の範囲内で公開価格が最終的に決定されるというステップを踏むことが一般的です。

プライシングプロセスにおける各価格の位置づけ



(公開価格ワーキング・グループ第 1 回資料 資料 2「IPO のプライシングに関するご参考資料」¹¹⁸ ページより。)

この点、公開価格の決定に際して、仮条件の範囲外で公開価格を決定することを禁止する法令諸規則等はありませんが、そのような場合に訂正届出書の効力がスケジュール通り発生するかどうかは不明確でした¹²。オフアリングにおいて想定したスケジュール通りに手続きが進まないことは実務上クリティカルな影響が生じるため、結果として、仮条件のレンジの上限が、公開価格の上限を画するものとして事実上機能する状況が生じています。一方で、公開価格が仮条件の上限で決まる IPO が 9 割を占めているという指摘もあり、正しい値付けができていないという指摘がなされています。

この点について、公取委報告書は、仮条件の上限額を上回る公開価格の設定等について、制度上の制約がないことを周知する旨を指摘するほか、需要を適切に反映するため、証券会社は、ブックビルディングの結果を踏まえ、仮条件の上限額を上

¹¹ https://www.jsda.or.jp/about/kaigi/jisyukisei/gijigaiyou/files/210916_koukaikakaku_siryou.pdf

¹² 開示ガイドラインB8-4 ロは「発行価格若しくは売出価格又は利率が未定であるものであって当初届出書の証券情報に関する事項に係る訂正届出書の提出につき、次に掲げる場合には、当該訂正届出書の提出日又はその翌日にその届出の効力を生じさせるものとする。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。」と定めており、従来は、仮条件を予め開示し、その範囲内で公開価格を決定する場合であれば、訂正届出書の提出当日又は翌日の効力発生が認められることが一般的でした。他方、予め示した仮条件の範囲外で公開価格を決定した場合には投資家の想定と異なる結果になり得るため「当該取扱いが適当でないと認められる場合」としてより長期の待機期間を求められる可能性もあると理解されていました。

CAPITAL MARKETS / ANTITRUST / COMPETITION BULLETIN

回る公開価格の設定等や、仮条件を訂正した上での公開価格の設定をより柔軟に行うことが、投資家の需要をより反映した公開価格による資金調達を行うことを可能とし、競争政策上望ましい旨を指摘しています。また、その際には投資家保護や上場日への影響に十分留意する必要がある旨を指摘しています。

② 日証協報告書案の示した改善案

対して、日証協報告書案は以下のような改善案を提案しています。

- 仮条件の範囲（レンジ）の拡大
- 申告方法の見直し
- 仮条件の範囲外での公開価格の設定

「仮条件の範囲拡大」については、仮条件のレンジが現行では5~8%が一般的とされているところ、このレンジが狭いことにより公開価格が仮条件のレンジ上限で決まってしまうことになるという指摘を踏まえ、仮条件のレンジ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に周知するとされています。

「申告方法の見直し」としては、ブックビルディングにおいて、投資家が仮条件の範囲外で指値申告を行うことを可能とすることが提案されています。

「仮条件の範囲外での公開価格の設定」としては、日証協報告書案は、仮条件の範囲外における公開価格の決定について、それが一定の範囲に留まるものであると言える場合には、仮条件の変更のための訂正届出書の提出やブックビルディングのやり直しを行わずとも、当初予定したスケジュールにおいてオフリングを進めることができる（具体的には、公開価格を決定した際に提出する訂正届出書の効力が、当初予定したスケジュールにおいて発生する）ようにするためのルールの整備を行うこととしています。なお、この「一定の範囲」については、日証協報告書案は具体的な数値を示していませんが、第3回公開価格ワーキング・グループにおいては、仮条件の上下限の20%以内の公開価格であれば届出書の再提出を不要としている、米国の例が紹介されています。

なお、仮条件の訂正の可否やそれによる待機期間の延長については日証協規則に基づくものではなく、金商法に基づき開示ガイドラインが定める事項であり、金融庁による開示ガイドラインの改正又は明確化が必要となり得る点に留意が必要です。

③ 実務への影響

仮条件の設定から条件決定に至るまでのプロセスが柔軟化し、ブックビルディングの結果をより適切に公開価格に反映できるようになれば、市場の公正な価格発見機能の向上に直結すると思われます。

但し、仮条件の範囲外で公開価格が設定する場合には、それが投資家にとって不

CAPITAL MARKETS / ANTITRUST / COMPETITION BULLETIN

意打ちにならないよう注意する必要があります。上記の「一定の範囲」がルール上明確に定められ、そのルールに従い、どのような場合に、どの範囲で仮条件の範囲外で公開価格が決定されるのか、明確かつわかりやすい形で開示を行うことが必要とされます。

また、仮条件や公開価格の設定に柔軟性やより多くの選択肢が確保されることは資本市場にとって望ましいことだと思われませんが、例えば仮条件のレンジが広すぎることや仮条件の確度・拘束力が弱まることで、かえって IPO の価格形成が混乱するおそれもあり、既存のプライシング過程にどのような影響があるのかは現時点で不透明であるように思います。さらに、結局は引受証券会社としてどの程度の量と質の需要の積み上がりがあれば適切な引受リスク（募残リスク）と判断できるかの問題であり、証券会社がリスク分析をさらに高めるとともに、そのリスク判断の妥当性について発行会社や投資家がモニタリングできなければ公開価格の妥当性の確保は期待できないようにも思われます。

3. その他の論点

本報告書案では、上記 2. で挙げられた論点だけでなく、多くの重要な論点について検討が行われています。その中でも、「機関投資家への割当及び開示」（コーナーストーン投資家）と「売出株式数の柔軟な変更」は、特に IPO 実務に大きな影響を及ぼすことが予想されます。以下では、この 2 点について、現在の議論の状況をご紹介します。

(1) 機関投資家への割当及び開示（コーナーストーン投資家等）

① 現状の課題

IPO を含むオファリングにおいて、市場から好意的な評価を受けることを目的として、当該オファリングにおいて著名・優良な機関投資家（いわゆる「コーナーストーン投資家」¹³⁾）に対して販売を行うことし、かつそのような販売が行われることを案件の公表時に明らかにすることが行われることがあります。コーナーストーン投資家の招聘は、IPO 前の第三者割当や相対取引によっても行うことができますが、いわゆる、「親引け」¹⁴⁾によっても実施することが可能です。

親引けについては、従来は既存の大株主や提携先等に限定して行われてきており、コーナーストーン投資家で想定される機関投資家への親引けが許容されるのか、親

¹³ また、上場株式と非上場株式の双方に投資を行う、いわゆる「クロスオーバー投資家」に対して親引けを行うことにより、新規上場企業が上場した後の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、中長期的な視点での株式保有による企業価値の向上を期待することができるという指摘もなされています。

¹⁴ 公正配分規則 2 条 2 項は「親引け」を「発行者が指定する販売先への売付けをいい、販売先を示唆する等実質的に類似する行為を含む。」と定義しています。

CAPITAL MARKETS / ANTITRUST / COMPETITION BULLETIN

引けのためのコミュニケーションが事前勧誘規制に違反しないのかは、必ずしも明確にはされていません。

なお、2021年8月に公表されたセーフィー社のIPO¹⁵では、コーナーストーン投資家（既存投資家でない機関投資家）に対する親引けを実施しており、当事務所は発行会社側カウンセラーを務めています。

〔日証協の公正配分規制〕

日証協は、「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「公正配分規則」といいます。）により、証券会社は「募集等の引受けを行うに当たっては、市場の時勢、投資需要の動向等を十分に勘案したうえで、当該募集等の引受け等に係る株券等の配分が、公正を旨とし、合理的な理由なく特定の投資家に偏ることのないよう努めなければならない。」として、IPO株式のアロケーションが公正であることを求めています。

その観点から、ブックビルディングの手続き前に具体的な機関投資家への割当て指示を行うこと（親引け）は原則的に禁止されていますが、下記3つの要件を満たす場合には、例外的に認められています。

- ① 当該親引けを行ったとしても前項の規定に反する配分にならないと当該引受会員が判断したこと
- ② 当該株券等の発行者が、当該親引けについて、親引け予定先の状況（親引け予定先の概要、発行者と親引け予定先との間の関係、親引け予定先の選定理由、親引けしようとする株券等の数、当該親引けに係る株券等の保有方針、親引け予定先における払込みに要する資金等の状況及び親引け予定先の実態をいう。）、当該親引けに係る株券等の譲渡制限、発行条件に関する事項、当該親引け後の大株主の状況、株式併合等の予定の有無及び内容、その他参考になる事項を、有価証券届出書又は発行登録書の提出後において適切に公表すること
- ③ 当該募集に係る払込期日もしくは払込期間の最終日又は当該売出しに係る受渡期日から180日を経過する日まで継続して所有することの確約を、主幹事会員が親引け予定先から書面により取り付けること

①引受証券会社の判断については、日証協が公表する「親引けガイドライン」において具体的な留意事項が示されていますが、親引けが許容される場合としては、連結関係等の維持に必要な場合等の限定的な場合のみが例示されています。そのた

¹⁵ セーフィー株式会社は、2021年8月25日に有価証券届出書を提出しています。<https://disclosure.einet-fsa.go.jp/E01EW/BLMainController.jsp?uji.verb=W00Z1010initialize&uji.bean=ek.bean.EKW00Z1010Bean&TID=W00Z1010&PID=W1E63011&SESSIONKEY=1644857196559&lgKbn=2&pkbn=0&skbn=1&dskb=&askb=&dfq=0&iflg=0&preld=1&mul=%E3%82%BB%E3%83%BC%E3%83%95%E3%82%A3%E3%83%BC+es%3AE36946+es%3AE36946&fls=on&oth=on&cal=1&era=R&yer=&mon=&pfs=4&ro=w=100&idx=0&str=E36946&kbn=1&flg=&syoruiKanriNo=S100MC7Y>

CAPITAL MARKETS / ANTITRUST / COMPETITION BULLETIN

め、コーナーストーン投資家（即ち上場後のコーポレートガバナンス向上や中長期的な企業価値の向上に資すると考えられる機関投資家）への割当てを行う場合、親引けが許容される例外的な場合に該当するかは必ずしも明らかではありませんでした。

また、②親引け予定先の状況に関する適切な公表に関して、IPO 前に中長期保有の確約（ロックアップ）を得た機関投資家に一定数量の株式を割当ててことの合意が得られている場合において、どのような開示を行うべきかの指針はないことが指摘されています。

これを受けて、日証協報告書案は以下のような改善案を提案しています。

- 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
- 届出前勧誘に該当しない場合であって、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、有価証券届出書及び訂正届出書の開示内容（機関投資家の名称、親引けの理由、配分上限等の開示）について、開示例を紹介すること

[事前勧誘規制]

機関投資家への親引けを行うに当たっては、親引け予定先との事前協議が必要不可欠であるところ、これを有価証券届出書の提出前に行う場合には、事前勧誘規制との関係について整理することが必要となります。

この論点は、従来の既存株主等への親引けにおいても存在していた論点です。即ち、親引けにおいては、有価証券届出書において親引けの予定があればそれについて記載を行う必要があるため、公募のローンチの直前まで親引けの可否や条件についての議論が行われているのが実態であり、現実的に有価証券届出書の提出前には親引け予定先への「勧誘」（引受けの可否やその条件に関する交渉等親引け先の投資判断のための情報発信）がないと考えるのは実態に反していると言えます。

このような親引け予定先とのコミュニケーションと事前勧誘規制との関係は必ずしも明確ではありませんでしたが、一つのロジックとして、第三者割当に関するセーフハーバー¹⁶を準用することが考えられます。即ち、親引けは、発行会社による投資家の売先指定の方法のみならず、並行第三者割当の方法によっても同一の経済的

¹⁶ 開示ガイドライン 2-12①では、①「第三者割当」を行う場合であって、②資本提携を行う場合や親会社の子会社株式を引き受ける場合等割当予定先が限定され、当該割当予定先から当該第三者割当に係る有価証券が直ちに転売されるおそれが少ない場合に該当するときは、「割当予定先を選定し、又は当該割当予定先の概況を把握することを目的とした届出前の割当予定先に対する調査、当該第三者割当の内容等に関する割当予定先との協議その他これに類する行為」を行ったとしても有価証券の取得勧誘にはならないことが明確にされています。

CAPITAL MARKETS / ANTITRUST / COMPETITION BULLETIN

効果を生じさせることができる場所、後者については第三者割当に関するセーフハーバーが適用され親引けに係るやり取りが事前勧誘規制に抵触することはありません。しかしながら、経済的効果が同一である資本取引とそのためコミュニケーションについて、その取引方法の形式的な違いにより、事前勧誘規制の適用関係を変える必要はなく、また、親引け先は通常発行会社に対し多くの情報の提供を求め、かつ発行条件についても交渉できる立場にあることが通常で、情報の非対称性が問題となりにくいいため、事前勧誘規制を厳密に適用する必要はないこと等がその根拠となります¹⁷。

一方、今回の報告書において指摘された異なるアプローチとして、そもそも、有価証券届出書を上場承認日に提出するプラクティスを変更し、上場審査の終盤のタイミングで有価証券届出書を提出するプラクティスが提案されています。これは、上場日程の短縮化の観点から提案された事項であり、上場承認日の10日程度前に有価証券届出書を提出することを想定した提案であると考えられます。このようなタイミングで有価証券届出書が提出される場合、より早い段階から事前勧誘規制の適用なく親引け先とのコミュニケーションが可能となるという指摘がなされています。しかしながら、この案では有価証券届出書の提出時点では親引けについて何らの開示も行われないことになりませんが、そもそも一般投資家への勧誘の段階から既に引受けをコミットしている優良な機関投資家が存在することを開示するというコーナーストーン投資家招聘の目的が実現されないように思われます。また、仮に何らかの事情により上場承認日が変更される場合やそもそも上場承認が行われなくなってしまう場合¹⁸には、発行会社の上場について不要な憶測を招く等発行会社及び投資家の双方に不利益が及び得ることに加え、親引けの意思決定（価格決定の前に限られた投資情報で一定の数の株式の引受けをコミットする高度な投資判断が求められます）について、想定されている10日程度で期間として十分であるのか、実務上の疑義があるように思われます。

¹⁷ なお、事前勧誘規制との関係では、別の論点として、発行決議日に提出する有価証券届出書において、親引け先を記載することができるかという問題も指摘されています。この点については、日証協報告書案では、「委員から、当初提出する有価証券届出書に親引けを行う機関投資家の名称及び配分上限を記載することについて、届出前勧誘に抵触する懸念が示されたため、必要に応じて関係当局に確認を行うこととする」とされています。この委員からの指摘は「有価証券届出書に親引け予定先の名称及び配分上限を記載するという事は、届出前勧誘を行っていることの証左となるのではないか」という懸念を示したものとされますが、有価証券届出書に親引け予定先の概要を記載するか否かを問わず、届出前勧誘の有無は親引け予定先とのやり取りの内容に照らして判断されるべきと思われる。そして、むしろ、事前のやり取りによって親引けを行う予定が固まっているのであれば、日証協の公正配分規則が定めるとおり、その事実是有価証券届出書後（ないし有価証券届出書提出時）において適切に開示することで、適時に投資家の投資判断の用に供されるべきであり、同様の趣旨から、第三者割当の場合には有価証券届出書において「割当予定先の概要」（割当予定先の名称及び割当予定株数を含む。）を開示することが義務付けられています。その場合における割当予定先との事前のやり取りについては、上記のとおり取得勧誘に該当しないことが開示ガイドライン上明確にされており、親引け予定先とのやり取りについても同様であると考えられます。

¹⁸ 例えば、上場承認日の直前で内部・外部からの通報により追加の調査が必要となり、予定されていた上場承認日が大幅に変更されることや上場承認申請が取り消されることは実務上もまま見られます。

CAPITAL MARKETS / ANTITRUST / COMPETITION BULLETIN

コーナーストーン投資家への親引けは、上場時の適正な公開価格設定に資するだけでなく、上場後の中長期的な企業価値形成にも大きな効果が期待されるものであり、今後、事前勧誘規制の法益に対する現実的なリスクを考慮の上で、資本市場の実態に即したルールメイキングが行われることによって、コーナーストーン投資が市場に浸透することが望まれます¹⁹。

(2) 売出株式数の柔軟な変更

① 現在の制度と制約

上記のとおり、開示ガイドライン B8-4 ロは「発行価格若しくは売出価格又は利率が未定であるものであって当初届出書の証券情報に関する事項に係る訂正届出書の提出につき、次に掲げる場合には、当該訂正届出書の提出日又はその翌日にその届出の効力を生じさせるものとする。但し、当該取扱いが適当でない認められる場合は、この限りではない。」と定め、同 8-4 ロ①において、ブックビルディングの結果を踏まえて発行価格等の決定と同時に行われる「株式の発行数」の変更については、「当該変更の内容が投資者に容易に理解でき、その内容が注記されているもの」に限り、当日又は翌日の効力発生を認めるものとしています²⁰。

しかしながら、「株式の発行数」（売出株式数）を変更する可能性について実際にどのような記載があればかかる要件を満たすのかが不明であるため、有価証券届出書の記載と異なる売出株式数とすることで、提出日又はその翌日の効力発生が認められないリスクがあるため、そのような変更は行われぬのが一般的です。

② 日証協報告書案の示した改善案

これを受けて、日証協報告書案は以下のような改善策を提案しています。

- 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、予めその旨を有価証券届出書に注記するように周知すること
- その上で、売出株式数の変更数量が「一定の範囲」内であれば、ブックビルディングのやり直しをせずに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

¹⁹ なお、当初親引けを検討した機関投資家が結果として親引けに応じず、一般投資家として IPO に参加する状況も考えられます。この場合、当該機関投資者は他の一般投資家と同等のリスクテイクで IPO に参加するにも拘わらず、親引けの検討段階でより早く投資情報の開示を受けていることとなり外見上事前勧誘の該当性が高まることとなりますが、このような状況も踏まえたルールメイクと実務の工夫が必要と思われます。

²⁰ 一方で、当該要件を満たさない場合の「株式の発行数」の変更は、同 8-4 ハにより、原則として 3 日を経過した日に効力が発生することとされています。これらに対し、IPO の場合は、同 8-4 ロ②により、原則的に訂正届出書の提出日又はその翌日に効力が発生することとされています。

CAPITAL MARKETS / ANTITRUST / COMPETITION BULLETIN

③ 実務への影響

投資者の需要状況を踏まえて募集・売出しの株式数を調整できれば、ブックビルディングにより把握した需要が想定を下回る場合は株式数を減少させることで、需要が想定を上回る場合には株式数を増加させることで、より需給に則した適切な公開価格・株式数の設定が可能となります。

即ち、売出株式数の変更可能性に関する事前の周知については、現行の実務においても、公開価格の決定と同時に売出株式数を変更する可能性がある場合、例えば国内外同時売出しのグローバルオファリングの場合には、当初の有価証券届出書において「引受人の買取引受による国内売出し及び海外売出しの総売出株式数は●株であり、その内訳は引受人の買取引受による国内売出し●株、海外売出し●株の予定であります。最終的な内訳は、需要状況等を勘案の上、売出価格決定日に決定される予定であります。」等という内容を記載し、また、投資者の予見可能性の担保のため、売出株式数についてレンジの形で開示する等して変更の程度についてもできる限り具体的に記載することが適切であると考えられています。このような場合に準じた開示を行うことで、売出株式数を柔軟に変更できることになれば、より需給に則した適切な公開価格・売出株式数の設定が可能になり、流通株式数の適正化の観点からも望ましいと思われれます。

なお、発行株式数の変更については、募集株式の数は会社法上の募集事項に該当することから、その決定に際しては取締役会決議が必要になることに加えて、会社法 201 条 5 項の定めにより、増加分につき訂正届出書の提出後 2 週間の新たな待機期間が必要になると考えられます。日証協報告書案では、上場日程の期間短縮という検討課題とは相反することを理由に、今回の検討の対象とされていませんが、会社法上は打切り発行が許容されているため、当初からある程度バッファーをもって発行決議を行っておくこと（なお、既存株主の売出しがある場合には売出株式数で調整を図ることも考えられます。）も可能であり、会社法を改正せずとも実務的な対応は可能であると思われれます。

もっとも、発行・売出株式数の変更数量に関しては、当初示された発行・売出株式数と大きく異なる株式数に変更された場合、市場の投資家に対して不意打ちをもたらすことが懸念されます。

この点について、旧「有価証券の募集又は売出しの届出等に関する取扱通達」8-2 においては、株式数の変更の幅が増加の場合は 30%、減少の場合は 50%以内であれば、その変更に客観的な必要性があり、変更の事由がわかりやすく訂正届出書に記載されていることを要件として、待機期間の短縮を認めていました。ファイナンスのスケジュールは、事前に関係者間での綿密な検討を経て決定されることを踏まえれば、売出株式数を変更した場合に当日又は翌日の効力発生が認められるかについて事前に予見できない限り、公開価格の決定と同時に売出株式数を決定すること

CAPITAL MARKETS / ANTITRUST / COMPETITION BULLETIN

は実務的に困難となります。そのため、結果の予見可能性や判断の透明性の観点から、明確なルールが設定されることが期待されます。

IV. おわりに

IPOについては、米国において伝統的なIPOの代替的手段として席卷しているSPACについて、2022年2月16日に東京証券取引所の「SPACの在り方等についての研究会」で中間論点整理（「SPAC上場制度の投資者保護上の論点整理」²¹）が示されるなど、国際的にも見直しの機運が高まっています。日本国経済の成長のためには、有望なスタートアップにリスクマネーを適切に投資することは不可欠であるところ、IPOで長年培われた資本市場の「慣習」は、急速かつ急激な技術革新と経営環境の変化に向き合っているスタートアップの経営者やその投資家のニーズに合わずそれらの信頼を喪失しかかっている状況にあることを、ルールメイカーを含む市場関係者は強く認識する必要があります。投資者保護とのバランスを考慮することはもちろんですが、資本市場における従来の「常識」を疑う覚悟での改善や変革が求められており、当事務所も資本市場の健全な発展のために貢献していく所存です。

²¹ <https://www.jpx.co.jp/equities/improvements/spac/nlsgeu000005s68v-att/nlsgeu0000066ga8.pdf>

CAPITAL MARKETS / ANTITRUST/COMPETITION BULLETIN

別紙

項目	公取委報告書の指摘	日証協報告書案の改善策
1. 公開価格の設定		
(1) 証券取引所への上場申請まで		
▶ 主幹事の選定、平均初期収益率等の公表	<ul style="list-style-type: none"> ・新規上場会社がより自主性をもって自らの価値を適切に理解すると考える主幹事を選択できるよう、公開価格の設定に関して参考となる情報が一覧で公表されることが、競争政策上望ましい。 ・日本証券業協会において、平均初期収益率のほか、新規上場会社及び投資家にとってどの時点の株価を踏まえた平均収益率を公表することが適切か等を検討し、公表することが望まれる。 <p>【公取委報告書 10, 11 頁】</p>	<ul style="list-style-type: none"> ・日証協が公表情報等から必要な情報を収集し、ウェブサイト上で公表 ・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<u>上場日から一定期間経過後の株価（終値）</u>並びに主幹事証券会社ごとの<u>オフリングサイズ別の主幹事件数及び平均収益率等</u>を公表 <p>【日証協報告書案 12 頁】</p>
(2) 想定発行価格の設定		
▶ プレ・ヒアリングの実施	<ul style="list-style-type: none"> ・日本証券業協会において、プレ・ヒアリングが法令等で禁止されていないことを明確化し、周知した上で、証券会社は、機関投資家が対応可能であればプレ・ヒアリングを行い、投資家の需要を踏まえた想定発行価格を設定することが、競争政策上望ましい。 <p>【公取委報告書 14 頁】</p>	<ul style="list-style-type: none"> ・プレ・ヒアリングの実務運用の留意点を周知し、実施を推奨する ・一定の要件の下、現行禁止されている<u>子会社上場等に係るプレ・ヒアリング</u>も可能とするようプレヒア規則を改正 <p>【日証協報告書案 13 頁】</p>
▶ IPO ディスカウントの実施方法	<ul style="list-style-type: none"> ・想定発行価格の設定において、IPO ディスカウント等の名目で、考え方を説明することなく、合理的な根拠に基づかずに価格を低く設定することは独占禁止法上問題となるおそれがあり、証券会社は、新規上場会社と十分な協議を行い、新規上場会社が十分に納得した上で設定することが、競争政策上望ましい。 <p>【公取委報告書 15 頁】</p>	<ul style="list-style-type: none"> ・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 <p>【日証協報告書案 11 頁以下】</p> <ul style="list-style-type: none"> ・主幹事証券会社が、想定発行価格、仮条件、公開価格の提案に際し、その根拠を発行会社へ説明するとともに、主幹事証券会社の<u>引受割合</u>を発行会社と十分に協議した上で決定されるよう規則化及び周知 <p>※「⑩実名による需要情報・配</p>

CAPITAL MARKETS / ANTITRUST/COMPETITION BULLETIN

		<p>分先情報の提供」も発行会社の納得感の向上に繋がる</p> <p>【日証協報告書案 15,16 頁】</p>
<p>(3) 仮条件の設定</p>		
<p>➤ 実効性のあるロードショーの実施</p>	<ul style="list-style-type: none"> ・ 需要を正確に反映した仮条件の設定を可能にするため、証券会社は、機関投資家から適切なフィードバックを受け、新規上場会社の企業の価値や成長性を踏まえた実効性のあるロードショーとなるよう努めることが、競争政策上望ましい。 ・ 機関投資家の同意を得た場合には、特に支障がない限り、ロードショーの結果について、機関投資家を顕名で新規上場会社に開示することにより、透明性を高めることが望まれる。 <p>【公取委報告書 17,18 頁】</p>	<ul style="list-style-type: none"> ・ 主幹事証券会社は、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等における需要情報等（実名）を、発行会社の親引けによる弊害が生じることのないよう十分配慮した上で発行会社に対して提供しよう公正配分規則を改正 <p>【日証協報告書案 15 頁】</p>
<p>➤ ロードショーにおけるヒアリング先の希望の反映</p>	<ul style="list-style-type: none"> ・ 証券会社は、新規上場会社により自主性をもってロードショーにおけるヒアリング先を選択できるよう、新規上場会社に対し、当該新規上場会社の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等により、ロードショーにおけるヒアリング先の候補となる機関投資家について説明を行うとともに、ロードショーにおけるヒアリング先について、新規上場会社と十分な協議を行い、新規上場会社が十分に納得した上で決定することが、競争政策上望ましい。 <p>【公取委報告書 18 頁】</p>	<ul style="list-style-type: none"> ・ 発行会社の意向を踏まえたマーケティングの観点から決定されている一面があることを踏まえ、ヒアリング方法等の標準化について具体的な検討を行うことはせず、実務に委ねることが望ましいとの結論 <p>【日証協報告書案 23 頁】</p>
<p>➤ 仮条件価格帯の幅の大きさの基準の設定</p>	<ul style="list-style-type: none"> ・ 需要を正確に反映した仮条件の設定を可能にするため、証券会社は、仮条件価格帯の幅の大きさについて、硬直的で狭い幅の基準を設けず、ロードショーの結果を踏まえ、より需要に見合った仮条件価格帯の幅を設定することが、競争政策上望ましい。 	<p>(A) 仮条件の範囲拡大</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 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 (B) ブックビルディングにおける申告方法の見直し ・ 仮条件の範囲外での指値申告を可能とする

CAPITAL MARKETS / ANTITRUST/COMPETITION BULLETIN

	【公取委報告書 18 頁】	【日証協報告書案 5,6 頁】
(4) 公開価格の設定、上場		
<p>➤ 仮条件の訂正</p>	<p>・金融庁及び日本証券業協会において、仮条件の上限額を上回る公開価格の設定等について、制度上の制約がないことを周知した上で、需要を適切に反映するため、証券会社は、ブックビルディングの結果を踏まえ、仮条件の上限額を上回る公開価格の設定等や、仮条件を訂正した上での公開価格の設定をより柔軟に行うことが、投資家の需要をより反映した公開価格による資金調達を行うことを可能とすることが、競争政策上望ましい。</p> <p>【公取委報告書 22 頁】</p>	<p>(C) 仮条件の範囲外で公開価格設定</p> <p>・仮条件の範囲を超える需要が多いことが確認された場合、仮条件を訂正するよう周知</p> <p>・「一定の範囲」内であればブックビルディングのやり直しをせずに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</p> <p>【日証協報告書案 5,6 頁】</p>
<p>➤ 公開価格設定プロセスにおける個人投資家向け営業部門の関与</p>	<p>・個人投資家向け営業部門の意向が反映されることが、公開価格設定プロセスに不当な影響を与え、実需を反映させずに割安に公開価格を設定し、その割安な株式を顧客に配分することのないよう、証券会社は、利益相反管理のための体制を講じることが求められているが、多数の案件において、初値を含む上場後の株価が公開価格と比較して著しく高いなど、利益相反管理体制の実効性が疑われる場合には、その体制の見直しを検討することが、競争政策上望ましい。</p> <p>【公取委報告書 22,23 頁】</p>	<p>・多数の案件において公開価格と上場後株価との著しい乖離があるなど、利益相反管理体制の実効性が疑われる場合には、体制の見直しを求めている</p> <p>※日証協の定める「有価証券の引受け等に関する規則」では、発行会社又は投資者と業務上密接な関係にない部門において公開価格等の妥当性の確認を求めている</p> <p>【日証協報告書案 11 頁】</p>
(5) その他		
<p>➤ 共同主幹事証券会社の追加又は主幹事の変更及びその阻害要因</p>	<p>・証券会社は、IPO プロセスの早期の段階から新規上場会社との間で、将来設定する公開価格の水準について協議を行い、必要な資料を提供するなど、新規上場会社が十分に納得した上で IPO プロセスを進めることが、競争政策上望ましい。</p> <p>・必要な情報共有を妨げない</p>	<p>・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、発行会社と認識を合わせるとともに、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及びその時点における水準について協議を行い、必要な資料を提供するなど、発行会社の納得感を得られ</p>

CAPITAL MARKETS / ANTITRUST/COMPETITION BULLETIN

	<p>観点から、証券会社は新規上場が希望する場合には、新規上場会社に対し上場申請業務に係る資料を提供する等新規上場会社が共同主幹事証券会社の追加又は主幹事の変更をしやすいよう配慮するとともに、新規上場会社が希望する場合には、特段の支障がない限り、共同主幹事証券会社の追加を阻害しないことが望まれる。</p>	<p>るよう努める</p> <ul style="list-style-type: none"> 主幹事証券会社は、合理的な理由なく主幹事証券会社の追加・変更及びセカンドオピニオンの聴取を阻害せず、発行会社が希望する場合には、上場申請業務に係る資料を提供し、主幹事証券会社の追加・変更可能性に配慮する <p>※ただし、上場スケジュールの見直しや上場申請に係るサポート費用の体系の変更等、主幹事証券会社の変更に伴うデメリットもある</p> <p>※安易に主幹事証券会社を変更することにより、発行会社に十分な上場適格性があるかを審査する機能が損なわれる懸念</p>
<p>➤ セカンドオピニオンの聴取</p>	<p>【公取委報告書 24 頁以下】</p> <ul style="list-style-type: none"> 公開価格設定プロセスにおいて、新規上場会社がセカンドオピニオンの聴取を希望する場合には、証券会社は、これを阻害しないことが、競争政策上望ましい。 証券会社は、実効的なセカンドオピニオンを聴取しやすい環境を整備する観点から新規上場会社が希望する場合には、特段の支障がない限り、共同主幹事証券会社の追加を阻害しないことが望まれる。 	<p>【日証協報告書案 17 頁】</p>
<p>➤ 主幹事による高い引受割合の要請</p>	<p>【公取委報告書 26 頁以下】</p> <ul style="list-style-type: none"> 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。 <p>【公取委報告書 27 頁】</p>	<ul style="list-style-type: none"> 主幹事証券会社が、想定発行価格、仮条件、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とともに、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上で決定されるよう規則化及び周知 <p>【日証協報告書案 15,16 頁】</p>
<p>➤ 主幹事引受けに係る参入障壁</p>	<ul style="list-style-type: none"> 東京証券取引所において、「取引参加者における上場適格性調査体制等に関する規則」に基づき対応が求められる具体的事項を明確化し、周知することにより、幅広い証券会社が主幹事を引き受けることができるようにすることが、競争政策上望ましい。 	<ul style="list-style-type: none"> 主幹事証券会社による上場推薦審査を取引所による上場審査に一本化すべき 上場推薦審査制度の見直しは発行会社に対する適切な審査が行われないというリスクが生じ得る <p>【日証協報告書案 19,20 頁】</p>

CAPITAL MARKETS / ANTITRUST/COMPETITION BULLETIN

【公取委報告書 28 頁】	
2. 上場のための選択肢の多様性に係る実態	
<p>➤ 上場方式の多様化、ブックビルディング方式以外の方式の実施の可否等</p>	<ul style="list-style-type: none"> 証券会社から新規上場会社に対して他の選択肢に関する事前説明が十分に行われ、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。 新規上場会社等にとって選択肢となり得るよう、上場方式の選択肢を多様化する観点から、東京証券取引所及び日本証券業協会において、海外の類似の方式について調査するなど、入札方式のあり方について、今後検討することが望まれる。 <p>【公取委報告書 31 頁以下】</p>
	<ul style="list-style-type: none"> 入札方式、ダイレクトリスティングの改善を通じて発行会社の選択肢を増やすことにより、発行会社の納得感の向上等に繋がる 入札方式については、個人投資家を中心とした投資者の需給により公開価格が決定するため機関投資家の需要が排除されるという問題がある 他方、入札方式は、機関投資家の参加を促すことや、入札前にロードショーを行うことにより改善されるのではないかと 入札方式の改善について検討するに当たっては、海外の類似の方式も参照してはどうか <p>【日証協報告書案 18,19 頁】</p>
IPO に係る取引慣行における独占禁止法上の論点	
<p>➤ 特定の証券会社を主幹事とすることの要請及び他の証券会社の主幹事引受けに係る不当な妨害</p>	<ul style="list-style-type: none"> 証券会社の関係会社である銀行やベンチャーキャピタルの新規上場会社への影響力を行使する等して、当該証券会社が、他の証券会社が主幹事を引き受けることを不当に妨害しているとすれば、独占禁止法上問題となるおそれがある（取引妨害）。 証券会社は、独占禁止法上問題とならないようにするため、関係会社である銀行やベンチャーキャピタルの新規上場会社への影響力を行使する等して、他の証券会社が主幹事を引き受けることを不当に妨害することがないように留意する必要があるとともに、主幹事業務に関する自らのサービス内容等を新規上場会社に対し適切に説明することにより、主幹事の引受けに向けて公正に競争することが望まれる。 <p>【公取委報告書 33 頁】</p>
<p>➤ 引受手数料の料率に関する証券会社間の情報交換等</p>	<ul style="list-style-type: none"> 引受手数料の料率について、証券会社間で取決めを行うようなことがあれば、独占禁止法上問題となる（不当な取引制限）。 証券会社は、発行規模の大きさ等を踏まえ、案件に応じて弾力化するなど、引受手数料の料率やサービス内容について証券会社間の競争が促進されることが望まれる。 <p>【公取委報告書 34 頁】</p>
<p>➤ 交渉力の強い主幹事により、公開価格が一方的に設定される等して、新規上場会社に不当に不利益を与えること</p>	<ul style="list-style-type: none"> 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）。 想定発行価格の設定において、IPO ディスカウント等の名目で、考え方を説明することなく、合理的な根拠に基づかずに価格を低く設定することは独占禁止法上問題となるおそれがある。 証券会社は、独占禁止法上問題とならないようにするため、 <ol style="list-style-type: none"> ① 想定発行価格の設定において、新規上場会社と十分な協議を行い、新規上場会社が十分に納得した上で設定すること ② 共同主幹事証券会社の追加又は主幹事の変更をしやすいよ

CAPITAL MARKETS / ANTITRUST/COMPETITION BULLETIN

	<p>う配慮するとともに、新規上場会社が希望する場合には、特段の支障がない限り、共同主幹事証券会社の追加を阻害しないこと</p> <p>③新規上場会社がセカンドオピニオンの聴取を希望する場合にはこれを阻害しないこと</p> <p>④セカンドオピニオンの聴取先確保の観点から、特段の支障がない限り、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</p> <p>などによって、一方的に公開価格を設定することがないように留意する必要がある</p> <p>【公取委報告書 34,35 頁】</p>
<p>その他、日本証券業協会での改善策の概要案</p>	
<p>➤ 上場日程の期間短縮・柔軟化</p>	<p>・市場環境等を踏まえ、時機をとらえた上場を行うために上場日程の短縮化や日程設定の柔軟化を行う</p> <p>(A) 上場承認日から上場日までの期間（21 日程度に短縮）</p> <ul style="list-style-type: none"> ・上場承認日に有価証券届出書を提出している実務慣行を見直し、上場審査の終盤に有価証券届出書を提出することとし、当該届出書の提出時に振替法に基づく通知を行う実務運用も可能とする ・上場承認日より前に有価証券届出書を提出する場合には、当初提出する有価証券届出書に上場日を記載することができないと考えられるところ、市場環境等を踏まえた柔軟な上場日を設定するため、上場承認日や上場日の設定の実務運用について検討 <p>(B) 仮条件決定日から上場日まで（9 日程度に短縮）</p> <ul style="list-style-type: none"> ・仮条件決定日に会社法上の募集事項を定める実務慣行を見直す（仮条件決定日より前に会社法上の募集事項を定める） ・これにより、仮条件決定日に関して会社法上の 2 週間の期間を考慮する必要がなくなり、仮条件決定日から上場日までの期間を 9 日程度に短縮することが可能となる <p>(C) 公開価格設定日から上場日まで（4 日程度に短縮）</p> <ul style="list-style-type: none"> ・目論見書に公開価格等の公表方法を記載することで、訂正目論見書の交付を不要とし、申込期間を 2 日程度に短縮する（公開価格設定から上場日までの期間を 4 日程度に短縮する） <p>(D) 上場日の設定</p> <ul style="list-style-type: none"> ・上場承認後に市況を踏まえた上場日変更（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変更）を行う場合の実務対応の検討 <p>【日証協報告書案 7-9 頁】</p>
<p>➤ 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</p>	<p>・想定発行価格の開示により誤った先入観を与えるおそれがある場合もあることから、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もって記載することも可能であることを明確化</p> <p>【日証協報告書案 9,10 頁】</p>
<p>➤ 売出株式数の変更</p>	<p>・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</p> <p>・投資者に容易に理解でき、その内容が注記されている場合において、売出株式数の変更数量が「一定の範囲」内であれば、ブックビルディングのやり直しをせずに公開価格の設定と同時に売出</p>

CAPITAL MARKETS / ANTITRUST/COMPETITION BULLETIN

	<p>株式数を変更することが可能であることをルール化</p> <p>【日証協報告書案 10 頁】</p>
<p>➤ 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</p>	<p>国内募集等と海外募集等を並行して行う案件において、国内募集等と海外募集等を合算した予定数量の 15% をオーバーアロットメントの合計数量の上限とするよう引受規則を改正</p>
<p>➤ 機関投資家への割当及び開示 (コーナーストーン投資家)</p>	<p>【日証協報告書案 11 頁】</p> <ul style="list-style-type: none"> ・届出前勧誘に該当しない場合であって、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 ・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当てることが可能となる場合を明確化するよう親引けガイドラインを改正
<p>➤ 初値形成時の成行注文の禁止</p>	<p>【日証協報告書案 14 頁】</p> <ul style="list-style-type: none"> ・需給的に不安定な状況の下において成行注文を認めることは、株価のボラティリティ増幅を助長することに繋がると懸念されるため、初値形成時の成行注文を制限することが望ましい
<p>➤ 大型上場、赤字上場の取組み促進</p>	<p>【日証協報告書案 18 頁】</p> <ul style="list-style-type: none"> ・赤字上場として一括りにするのではなく、実態に即して上場適格性を判断することがプライシング以上に求められる ・取引所においては赤字上場への対応を含めた上場制度整備に取り組んでおり、赤字上場の事例が増加している ・一般的には IPO のサイズを大きくすることによって機関投資家の参加も見込まれるものの、規模が小さいまま上場を行える点はマザーズ市場の利点
<p>➤ 配分先の保有状況の確認</p>	<p>【日証協報告書案 20 頁】</p> <ul style="list-style-type: none"> ・引受証券会社が、配分先における配分後の保有状況について情報を収集して確認するという対応をとることについては、適切な配分の実効性を検証できる効果は期待できるものの、グローバルスタンダードの観点や調査の方法が限定されていることに鑑み、施策の実施は時期尚早との結論
<p>➤ 株価変動時のロックアップ解除条項の見直し</p>	<p>【日証協報告書案 21 頁】</p> <ul style="list-style-type: none"> ・株価によるロックアップ解除条項の見直しについては賛否両論があるため直ちに見直しは行わず、他の改善策の実施による効果等を考慮した上で、必要に応じて検討
	<p>【日証協報告書案 22 頁】</p>

CAPITAL MARKETS / ANTITRUST/COMPETITION BULLETIN

セミナー

- セミナー 『不動産セキュリティトークン・オファリング（STO）に関する法規制、スキーム検討と実務の動向』

視聴期間 2022年2月7日（月）～2月28日（月）

講師 石橋 誠之、内津 冬樹

主催 一般社団法人不動産証券化協会

- セミナー 『第 4789 回金融ファクシミリ新聞社セミナー「STO（Security Token Offering）の最新実務～法制度の全体像と最新の活用事例～』』

開催日時 2022年2月16日（水）13:30～16:30

講師 石橋 誠之

主催 株式会社 FN コミュニケーションズ

- セミナー 『第 4840 回金融ファクシミリ新聞社セミナー「米国 SPAC と日本版 SPAC に向けた課題－SPAC の基礎から日本の議論状況まで徹底解説－』』

開催日時 2022年4月11日（月）13:30～16:30

講師 五島 隆文

主催 株式会社 FN コミュニケーションズ

- セミナー 『第 4842 回金融ファクシミリ新聞社セミナー「上場会社に求められるサステナビリティ開示の基礎・実務・実例～金融審議会の最新議論を踏まえ法的ポイントをおさらい～』』

開催日時 2022年4月13日（水）13:30～16:30

講師 田井中 克之

主催 株式会社 FN コミュニケーションズ

文献情報

- 本 『リーガル・トランスフォーメーション ビジネス・ルール・チェンジ 2022』

出版社 株式会社日経 BP

著者 棚橋 元、石本 茂彦、高谷 知佐子、飯田 耕一郎、武川 文士、山崎 良太、梅津 英明、渡辺 邦広、末廣 裕亮、東 陽介、石橋 誠之、羽深 宏樹（共著）

- 本 『エクイティ・ファイナンスの理論と実務〔第3版〕』

出版社 株式会社商事法務

CAPITAL MARKETS / ANTITRUST/COMPETITION BULLETIN

- 著者 鈴木 克昌、久保田 修平、熊谷 真和、根本 敏光、田井中 克之、
宮田 俊、石橋 誠之、五島 隆文、鈴木 信彦、田村 哲也、森田 理
早、寺井 勝哉、平川 諒太郎、水本 真矢、山口 大貴（編著）
- 本 『プラットフォームビジネスの法務〔第2版〕』
出版社 株式会社商事法務
著者 岡田 淳、高宮 雄介、中野 玲也、羽深 宏樹、古市 啓、岡野 智、
宇賀神 崇、中野 進一郎、秋田 顕精、松本 亮孝、上田 優介、竹
内 星七、速水 悠、逸見 優香、小林 花梨、佐野 剛史、徐 由、
柴 巍、根橋 弘之、藤江 正礎
- 本 『独占禁止法相談ハンドブック』
出版社 大阪弁護士協同組合
著者 西本 良輔

NEWS

- The Legal 500 Asia Pacific 2022 にて高い評価を得ました
The Legal 500 Asia Pacific 2022 にて当事務所は日本における複数の分野で上位グループにランキングされ、Antitrust and competition の分野では、宇都宮 秀樹が Hall of Fame に、伊藤 憲二が Leading Individuals に、藤田 知也が Next Generation Partners に選ばれました。さらにタイ（Chandler MHM Limited）、ミャンマー（Myanmar Legal MHM Limited）においても複数の分野で上位グループにランキングされ、各オフィスに所属する弁護士が各分野にて高い評価を得ております。
- Chambers Asia-Pacific 2022 にて高い評価を得ました
Chambers Asia-Pacific 2022 で、当事務所は日本における複数の分野で上位グループにランキングされ、Competition/Antitrust の分野で、以下の弁護士がそれぞれ高い評価を得ました。さらにタイ（Chandler MHM Limited）及びミャンマー（Myanmar Legal MHM Limited）においても複数の分野で上位グループにランキングされ、各オフィスに所属する弁護士がその分野で高い評価を得ております。
- ・ Competition/Antitrust
- 伊藤 憲二、宇都宮 秀樹、高宮 雄介

（当事務所に関するお問い合わせ）
森・濱田松本法律事務所 広報担当
mhm_info@mhm-global.com
03-6212-8330
www.mhmjapan.com