

IPO プロセスの見直し

令和4年4月12日
内閣官房
(新しい資本主義実現本部事務局)
金融庁
公正取引委員会

IPO プロセスについて、公正取引委員会の調査を踏まえ、日本証券業協会が決定した取組をもとに、以下のとおりとすることとする。

1. 公開価格の設定

- ・ 現在主流の上場方式であるブックビルディング方式では、
 - ① 有価証券届出書に記載する想定発行価格の設定、有価証券届出書の提出(※想定発行価格の設定に際し、機関投資家を対象とし、プレヒアリングを実施するケースがある)、
 - ② 機関投資家を対象とし、最終需要集計の基となる仮条件(一定の価格の幅)の設定を行う「ロードショー期間」、
 - ③ 個人投資家も含めた不特定多数の投資家を対象とし、仮条件を基に最終需要を集計し、公開価格を設定する「ブックビルディング期間」の3つの段階に分かれる。
- ・ 段階が進展していくに当たって、新規上場会社にとって、主幹事証券会社との継続的な取引が発生し、独占禁止法上の優越的な地位の濫用等に該当するおそれがある行為が発生しやすいと考えられることから、それぞれの段階に応じた対応策の検討が必要である。

(1) 証券取引所への上場申請まで

- ・ 証券会社ごとに、発行規模別の平均初期収益率(公開価格と上場日初値との乖離)が公表されることは証券会社の選定に際し有益と回答する新規上場会社が多く、証券会社の競争を促進することから、競争政策上望ましいと公正取引委員会は判断する。
- ・ このため、主幹事証券会社ごとに、発行規模別の平均初期収益率に加え、上場日、公開価格、上場日初値など、新規上場会社が主幹事証券会社を選定する際に参考となる情報について、日本証券業協会が会員企業分を一覧にして公表する。

(2) 想定発行価格の設定【有価証券届出書の提出まで】

①プレヒアリングの実施

- ・ 想定発行価格の設定に際し、機関投資家に事前のヒアリングを行うプレヒアリングの実施により、投資家の需要を踏まえた想定発行価格を設定することは競争政策上も望ましいと公正取引委員会は判断する。
- ・ 他方で、実施可能であると認識している新規上場会社は4割と少なく、また、プレヒアリングが禁止されていると誤解している証券会社も一定数存在する。また、機関投資家にとっては、発行規模が小さい案件までプレヒアリングに参加することは、守秘義務契約の締結などに負担感があるとの声もある。
- ・ このため、日本証券業協会は、プレヒアリングの実施が法令等で禁止されていないことを明確化する。さらに、証券会社が、新規上場会社とも協議を行い、機関投資家の意向を確認した上で、プレヒアリングを実施するよう、日本証券業協会は会員企業に推奨する。

②IPO ディスカウントの実施状況

- ・ 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、背景やディスカウント率の考え方を新規上場会社に説明することなく、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の優越的地位の濫用に該当するおそれがあると公正取引委員会は判断する。
- ・ 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想定発行価格を設定することが競争政策上望ましいと公正取引委員会は判断する。
- ・ このため、証券会社は、想定発行価格について、どのような価格設定を行うか、新規上場会社に考え方を説明し、十分な協議を行い、合意することが重要であることを日本証券業協会は会員企業に周知し、遵守を促す。
- ・ また、日本証券業協会は、新規上場会社が希望する場合には、有価証券届出書に想定発行価格を記載しないことも可能であることについて会員企業に周知する。

(3) 仮条件の設定【ロードショー期間】

① 実効性のあるロードショーの実施

- ・ 新規上場会社の発行株式の需要を正確に反映した仮条件を設定するためには、機関投資家が新規上場会社の企業価値や成長性を適切に評価した価格を提示することが重要であり、証券会社は、新規上場会社に対し、機関投資家の需要情報(いくらで、どれくらい購入すると評価したか)を機関投資家の実名を含む形で開示することなどにより、実効性のあるロードショーを実施することが競争政策上望ましいことと公正取引委員会は判断する。
- ・ 他方で、ロードショーの結果について、機関投資家に実名での開示を強制した場合、ロードショーに対応しない機関投資家が多く発生する可能性がある。
- ・ このため、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、証券会社が実名で新規上場会社に開示するよう、日本証券業協会の規則を見直す。

② ロードショーにおけるヒアリング先の希望の反映

- ・ ロードショーにおけるヒアリング先について、4割の新規上場会社はヒアリング先の希望があり、そのうち、希望が全く実現しなかった新規上場会社も少数存在する。
- ・ 新規上場会社が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にするため、証券会社が、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は競争政策上望ましいと公正取引委員会は判断する。また、証券会社が、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十分に説明を行わず、新規上場会社と十分な協議を行わないまま、新規上場会社と合意せずに、新規上場会社の企業価値や成長性を過小に評価する見込みのある機関投資家を中心にヒアリング先として決定することなどを通じて、一方的に公開価格を設定し、新規上場会社に不当に不利益を与えた場合は、独占禁止法上の優越的地位の濫用に該当するおそれがあると公正取引委員会は判断する。

③ 仮条件価格帯の幅の設定

- ・ 主幹事証券会社から仮条件価格帯の幅の大きさについての基準が存在するという説明を受けたと回答する新規上場会社はいないにもかかわらず、3割の証券会社が、仮条件価格の幅の大きさについて、何らかの基準を設けていると回答している。
- ・ 新規上場会社にとって、発行株式の需要を正確に反映した仮条件の設定を行うことが重要であるが、ロードショーの結果を考慮せずに、あらかじめ設定した価格帯の幅を画一的に適用し、新規上場会社と十分に協議しないまま、仮条件価格帯を低く設定することなどを通じて、証券会社が、一方的に公開価格を設定し、新規上場会社に不当に不利益を与えた場合は、独占禁止法上の優越的地位の濫用に該当するおそれがあると公正取引委員会は判断する。

④仮条件価格決定についての新規上場会社への説明

- ・ 日本証券業協会は、仮条件価格の決定に際し、市場実勢の確認及び新規上場会社への説明の実施を規則化し、会員企業に遵守を促す。

(4)公開価格の設定【ブックビルディング期間】

①仮条件の上限額を上回る公開価格の設定

- ・ 公正取引委員会の調査では、ブックビルディングにおいて、仮条件の上限額を上回る公開価格を設定することや仮条件を訂正することについて、証券会社から不可能であると説明を受けた、または説明を受けなかったと回答する新規上場企業が6割程度存在している。
- ・ また、証券会社においても、実際に仮条件の上限額を上回る公開価格の設定や仮条件の訂正を行ったことがある者は存在しなかった。
- ・ このため、日本証券業協会は制度上の制約はないことを周知する。その上で、証券会社が新規上場会社にその旨を説明するよう、日本証券業協会は会員企業に遵守を促す。
- ・ あわせて、ブックビルディングにおいて、仮条件の上限に張り付くなど、新規上場会社が仮条件の上限額を上回る公開価格の設定や仮条件の訂正を行いたい場合、主幹事会社は誠実に対応すべきであり、日本証券業協会は会員企業に遵守を促す。
- ・ 加えて、仮条件の範囲外での公開価格の設定に係る訂正届出書の効力発生日の取扱いが明確化されていないことが予見性の低下につながっており、上場の遅延を懸念して仮条件の範囲外での公開価格設定を行えなくなっている可能性があることから、金融庁はガイドラインを改正し、一定の範囲内であれば、短時間で効力が発生することの明確化を図る。

②公開価格決定についての新規上場会社への説明

- ・ 日本証券業協会は、公開価格の決定に際し、市場実勢の確認及び新規上場会社への説明の実施を規則化し、会員企業に遵守を促す。

(5)共同主幹事証券会社の追加又は主幹事の変更

- ・ IPOのプロセスが進むにつれて、主幹事証券会社を追加又は変更するコストが高まる中で、公開価格の設定で、新規上場会社と主幹事証券会社で合意できないことが生じることも考えられる。

- ・ 公正取引委員会の調査において、新規上場会社のうち、共同主幹事を追加したかったができなかった、あるいは、主幹事を変更したかったができなかったと回答する者が一定程度存在する。
- ・ 他方で、証券会社にとって、発行規模が小さい案件で共同主幹事を追加されると上場準備のサポートに係るコストが回収できないといった声もある。
- ・ このため、IPO プロセスの早期の段階から、証券会社と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、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と公正取引委員会は判断する。
- ・ その上で、証券会社は、主幹事となる前に、新規上場会社の主幹事契約に対する考え方を確認し、新規上場会社と認識を合わせるとともに、一連の新規上場プロセスにおいて、主幹事証券会社は新規上場会社に丁寧に説明を行い、納得感を高めることが必要である。また、主幹事証券会社の追加や変更配慮し、新規上場会社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ことも重要である。この旨を、日本証券業協会は会員企業に周知し、遵守を促す。
- ・ 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これを阻害することや、コスト面等の特段の支障がないにも関わらず、主幹事証券会社の追加や変更を阻害すること、新規上場会社の意に反して高い割合の引受比率を要請することなどにより、証券会社が一方的に公開価格を設定し、証券会社が新規上場会社に不当に不利益を与えたと認められる場合には、独占禁止法上の優越的地位の濫用に該当するおそれがあると公正取引委員会は判断する。

(6) 他の証券会社の主幹事引受けへの不当な妨害

- ・ 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が影響力を行使し、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妨害している場合には、独占禁止法上の取引妨害に該当するおそれがあると公正取引委員会は判断する。

(7) 証券会社の主幹事引受けに係る参入障壁

- ・ 東京証券取引所の規則において、証券会社に上場適格性を審査する部門を設置することが求められており、このことが、独立した部署を設置することが困難な証券会社の主幹事引受けの妨げになっているとの指摘がある。
- ・ 他方で、株主保護の観点から、上場をサポートする立場にとらわれず、独立して上場適格性を判断した上で、市場に対し上場の推薦を行うことは必要である。
- ・ このため、東京証券取引所は、上場申請を行う際に、主幹事証券会社が実施する推薦審査のノウハウを見える化することで参入障壁を低くし、主幹事引受実績のない証券会社の参入を促進することを検討する。

(8) IPO の各段階における価格設定の中立性の確保(個人投資家向け営業部門の関与)

- ・ 公正取引委員会の調査において、IPO の各段階で、個人投資家向けへの販売のため、なるべく価格(想定発行価格、仮条件、公開価格)を低くしたいとの意向が働きやすい個人投資家向け営業部門の意見が反映される仕組みを採っている証券会社が一定程度存在する。
- ・ 日本証券業協会の規則において、価格の妥当性の確認について、利益相反管理のため、新規上場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行う体制整備が求められている。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、その体制の実効性が疑われる場合には、その体制の見直しを図るよう、日本証券業協会は会員企業に周知し、遵守させる。

(9) 上場日程の期間短縮

- ・ 現行の実務では、上場承認日から上場日までの期間は1か月程度であり、この間のマーケット変動リスクが公開価格に織り込まれることで、公開価格のディスカウントが大きくなっているという指摘がある。
- ・ このため、日本証券業協会は、上場承認日から上場日までの期間を約3週間に短縮可能とするよう検討する。

2. 上場方式の多様化

- ・ ダイレクトリスティングや入札方式のあり方について、東京証券取引所において検討する。
- ・ 証券会社は、新規上場会社が採りうる選択肢を十分に説明すべきであり、その旨、日本証券業協会は会員企業に周知し、遵守させる。