



日本証券業協会  
Japan Securities Dealers Association

# 「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」報告書の概要について

2022年2月28日  
日本証券業協会

## 【検討の経緯】

- 「成長戦略実行計画」(令和3年6月18日閣議決定)において、「新規株式公開(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。」旨が明記された
- 昨年4月から5月にかけて実施した「本協会の自主規制規則の見直しに関する提案」の募集において、「IPO時の公開価格設定方法(ブックビルディング制度、入札制度)の運用の見直し(仮条件の設定・運用、割当、情報公開、利益相反に対する姿勢)」、「コーナーストーン投資家制度の議論も含め、「親引け」に関する規則の再検討」について提案あり



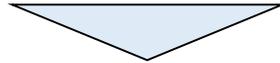
## 【本協会における検討】

- 2021年9月、本協会エクイティ分科会の下部に「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。幅広い関係者を交え改善策等を検討するため、近年IPOを行ったスタートアップ企業、国内・海外機関投資家、有識者、IPO案件の主幹事実績の豊富な証券会社で構成
- 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(2021年9月から2022年1月までの間、6回開催)

## 2. 公開価格WGにおける議論の概要

### 【現状の問題意識等】

- 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
- 公開価格WGでは幅広い問題意識等が挙げられたが、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



### 【公開価格WGにおける検討課題及び検討の観点】

- 委員からの問題意識等を踏まえ、以下の論点に整理し、改善策について検討
  - 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）
- 検討に当たっては、投資者保護を図るとともに、公開価格の算定根拠等について発行会社から納得感が得られていない案件も一部ある状況に対して、発行会社、投資者及び証券会社等のそれぞれの関係者が協力することにより制度全体を見直し、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

### 3. 改善策の全体像

#### 制度・実務等に関連する論点

##### 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

##### 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

##### 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

##### 発行会社との対話促進

- ⑨機関投資家への割当及び開示
- ⑩実名による需要情報等の提供
- ⑪発行会社への公開価格等の納得感のある説明
- ⑫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

- 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

#### その他の課題等

- 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. 制度・実務等に関連する論点 (公開価格の設定プロセスの見直し)

項目	現状・改善策	実施目途
①仮条件の範囲外での公開価格設定 (参考1～3)	<p>【現状】</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>仮条件の範囲は、5～8%程度が一般的である</li> <li>現行のブックビルディングは、仮条件の範囲外で指値での需要申告は行えない実務慣行となっている</li> <li>仮条件の範囲内で公開価格を設定することを求める法令諸規則等はないが、これまで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</li> </ul> <p>【改善策】</p> <p>(A)仮条件の範囲の拡大</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>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</li> </ul> <p>(B)ブックビルディングにおける申告方法の見直し</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>仮条件の範囲外での指値申告を可能とする</li> </ul> <p>(C)仮条件の範囲外での公開価格の設定</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>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</li> <li>「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</li> </ul>	2022年12月

## 4. 制度・実務等に関連する論点 (公開価格の設定プロセスの見直し)

項目	現状・改善策	実施目途
<p>②上場日程の期間 短縮・柔軟化 (参考4～6)</p>	<p><b>【現状】</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>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、投資者や発行会社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る</li> </ul> <p><b>【改善策】</b> 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><u>(A)上場承認日から上場日までの期間(21日程度に短縮)</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>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</li> <li>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</li> </ul> <p><u>(B)仮条件決定日から上場日まで(9日程度に短縮)</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>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)</li> <li>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</li> </ul> <p><u>(C)公開価格設定日から上場日まで(4日程度に短縮)</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>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)</li> </ul> <p><u>(D)上場日の設定</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>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</li> </ul>	<p>2022年12月</p>

## 4. 制度・実務等に関連する論点 (公開価格の設定プロセスの見直し)

項目	現状・改善策	実施目途
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	<p><b>【現状】</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 当初の有価証券届出書において想定発行価格が記載されている</li> </ul> <p><b>【改善策】</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 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</li> </ul>	2022年6月
④売出株式数の柔軟な変更	<p><b>【現状】</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 売出株式数の変更により、上場日に影響を与える可能性がある</li> </ul> <p><b>【改善策】</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 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</li> <li>• 売出株式数が増減となる可能性があることが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株式数を変更することが可能であることをルール化</li> </ul>	2022年12月

## 4. 制度・実務等に関連する論点 (公開価格の設定プロセスの見直し)

項目	現状・改善策	実施目途
<p>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</p>	<p>【現状】</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>国内募集等と海外募集等を並行して行う案件についても、オーバーアロットメントの上限は国内募集等の予定数量の15%とされている</li> </ul> <p>【改善策】</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>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</li> </ul>	<p>2022年6月</p>
<p>⑥価格設定の中立性確保</p>	<p>【現状】</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>引受規則において、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</li> </ul> <p>【改善策】</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>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</li> <li>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く</li> </ul>	<p>2022年6月</p>

## 4. 制度・実務等に関連する論点 (発行会社や投資者への情報発信、機関投資家との対話促進)

項目	現状・改善策	実施目途
⑦主幹事証券会社別の初期収益率等の公表 (参考7)	<p><b>【現状】</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>主幹事証券会社別の公開価格及び上場後株価等について、一覧形式による公表はされていない</li> </ul> <p><b>【改善策】</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>本協会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</li> <li>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リングサイズ別の主幹事件数及び平均収益率等を公表</li> </ul>	2022年6月
⑧プレ・ヒアリングの留意点の周知及び実施の推奨 (参考8)	<p><b>【現状】</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>プレ・ヒアリングについて、証券会社が行える行為が必ずしも明確ではなく、届出前勧誘規制に抵触するおそれがあることなどから、積極的に活用されてはいない</li> </ul> <p><b>【改善策】</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>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</li> <li>一定の要件の下、現行禁止されている子会社上場等に係るプレ・ヒアリングも可能とするようプレヒア規則を改正</li> </ul>	2022年12月

## 4. 制度・実務等に関連する論点 (発行会社との対話促進)

項目	現状・改善策	実施目途
⑨機関投資家への割当及び開示 (参考9)	<p><b>【現状】</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 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ることの合意が得られている場合において、適切な開示をどのように行うかの指針はない</li> <li>• 発行会社から主幹事証券会社に対し、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指示(親引け)を行うことは、本協会の親引けガイドラインにより一定の制約がある</li> </ul> <p><b>【改善策】</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 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</li> <li>• 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</li> </ul>	2022年6月

## 4. 制度・実務等に関連する論点 (発行会社との対話促進)

項目	現状・改善策	実施目途
<p>⑩実名による需要情報等の提供</p>	<p>【現状】</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>配分規則により、機関投資家への配分結果については、発行会社に対して提供することが規定されているが、需要情報等の提供については規定されていない</li> </ul> <p>【改善策】</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>主幹事証券会社は、原則として、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における需要情報等について、機関投資家の同意を得て実名により発行会社に対して提供できるよう配分規則を改正</li> </ul>	<p>2022年12月</p>
<p>⑪発行会社への公開価格等の納得感のある説明</p>	<p>【現状】</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>公開価格等の算定根拠や主幹事証券会社の引受割合について、一部の発行会社は納得感がないとの意見があった</li> </ul> <p>【改善策】</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>主幹事証券会社が、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へ説明することを規則化するとともに、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</li> </ul> <p>※「⑩実名による需要情報等の提供」も発行会社の納得感の向上に繋がる</p>	<p>2022年6月</p>

## 4. 制度・実務等に関連する論点 (発行会社との対話促進)

項目	現状・改善策	実施目途
<p>⑫主幹事証券会社の追加・変更等</p>	<p><b>【現状】</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>発行会社との力関係により主幹事証券会社が設定した公開価格に不満があっても、主幹事証券会社を変更しにくいのではないかとの意見があった</li> <li>共同主幹事証券会社が加わることや、主幹事証券会社以外の証券会社からセカンドオピニオンを聴取することで、より客観的な視点から価格の妥当性を検討することなどが可能になるのではないかとの意見があった</li> </ul> <p><b>【改善策】</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>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るように努める</li> <li>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</li> </ul> <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など、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ことを懸念する意見がある</p>	<p>2022年6月</p>

## 5. 取引所規則等に関連する論点

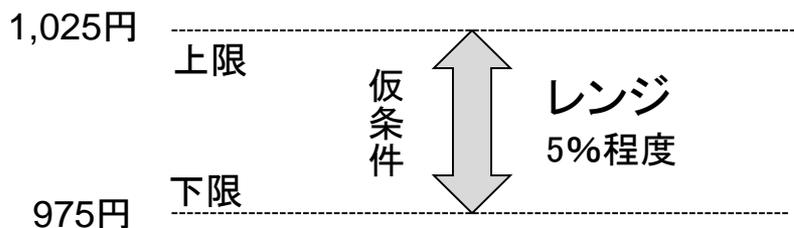
項目	本WGでの主な意見	今後の対応
⑬初値形成時の成行注文の禁止	<ul style="list-style-type: none"> <li>初値形成時の成行注文を制限することが望ましい</li> </ul>	取引所規則に関係する事項であり、取引所と引き続き連携を図る
⑭入札方式・ダイレクtrリスティングの改善	<ul style="list-style-type: none"> <li>入札方式、ダイレクtrリスティングの改善を通じて発行会社の選択肢を増やすことにより、発行会社の納得感の向上などに繋がる</li> <li>入札方式については、個人投資家を中心とした投資者の需給により公開価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</li> <li>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</li> <li>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</li> </ul>	
⑮上場推薦審査のあり方	<ul style="list-style-type: none"> <li>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ることにより、発行会社はより上場が近いタイミングで主幹事証券会社を選定できるとともに、上場推薦審査機能のない証券会社も主幹事業務に参入できる</li> <li>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うリスクが生じ得る</li> </ul>	
⑯大型上場、赤字上場の取組み促進	<ul style="list-style-type: none"> <li>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</li> <li>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</li> <li>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である</li> </ul>	

## 6. その他の課題等

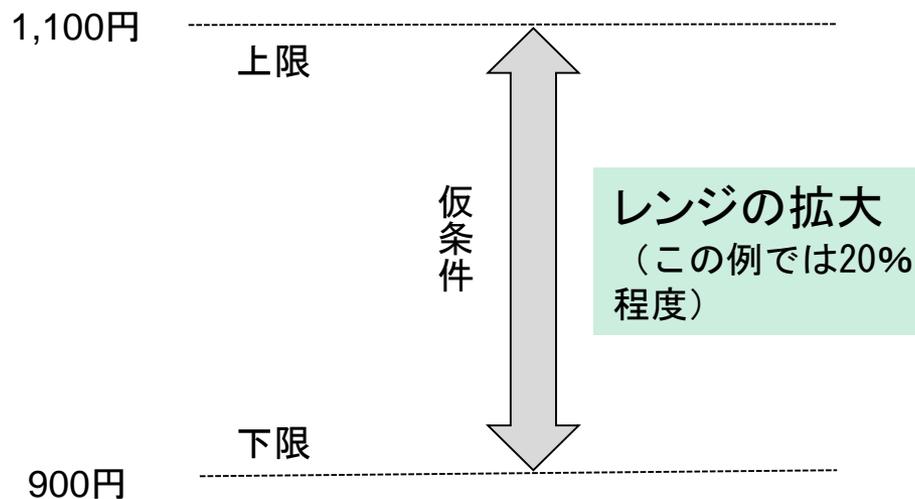
項目	本WGでの主な意見
⑰配分先の保有状況の確認	<ul style="list-style-type: none"><li>適切な配分の実効性を検証できる効果は期待できるものの、グローバルスタンダードの観点や調査の方法が限定されていることに鑑み、施策の実施は時期尚早との結論</li></ul>
⑱株価変動時のロックアップ解除条項の見直し	<ul style="list-style-type: none"><li>株価によるロックアップ解除条項の見直しについては賛否両論があるため直ちに見直しは行わず、他の改善策の実施による効果等を考慮した上で、必要に応じて検討</li></ul>
⑲機関投資家へのヒアリング方法の見直し	<ul style="list-style-type: none"><li>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</li></ul>

# (参考1) 仮条件の範囲(レンジ)の拡大

## <現行>



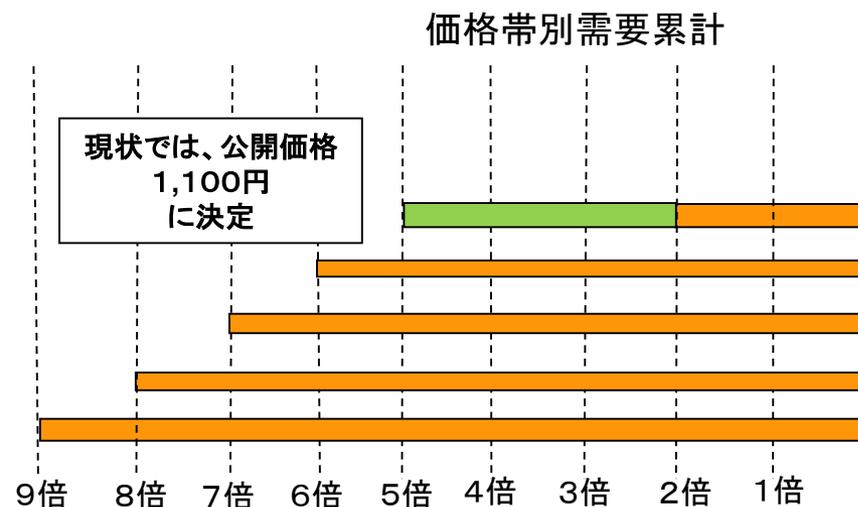
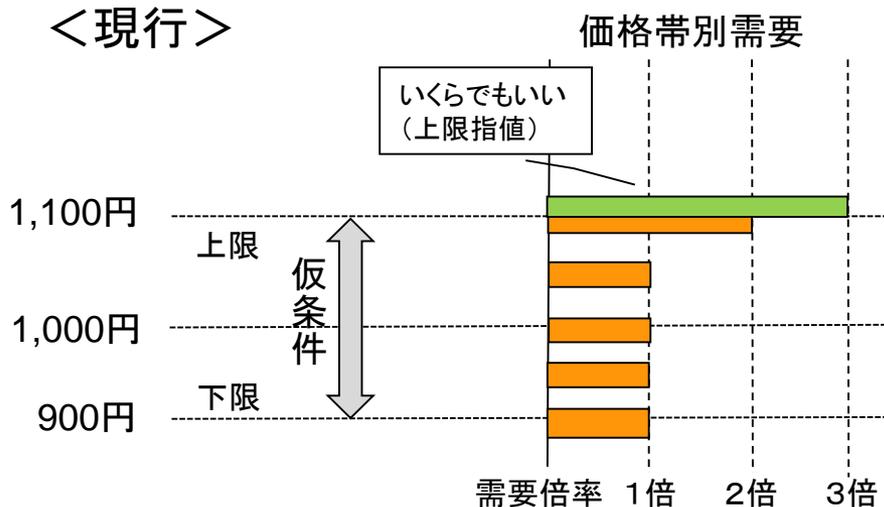
## <見直し後>



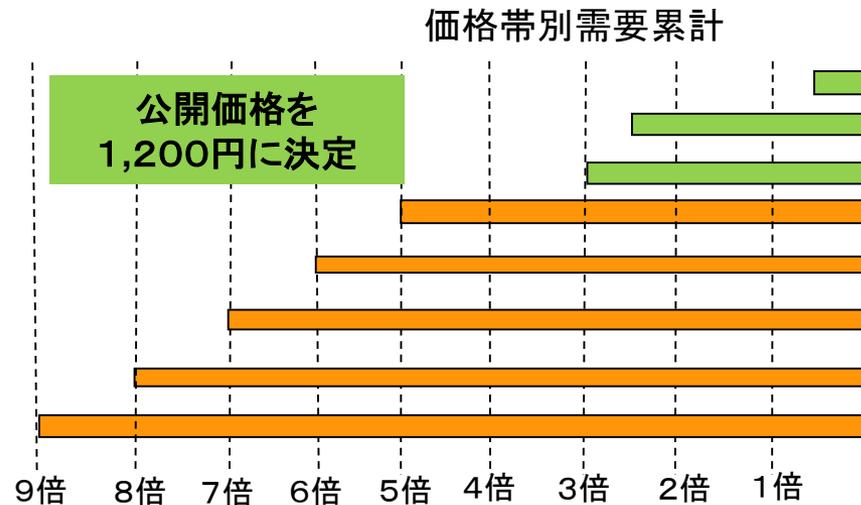
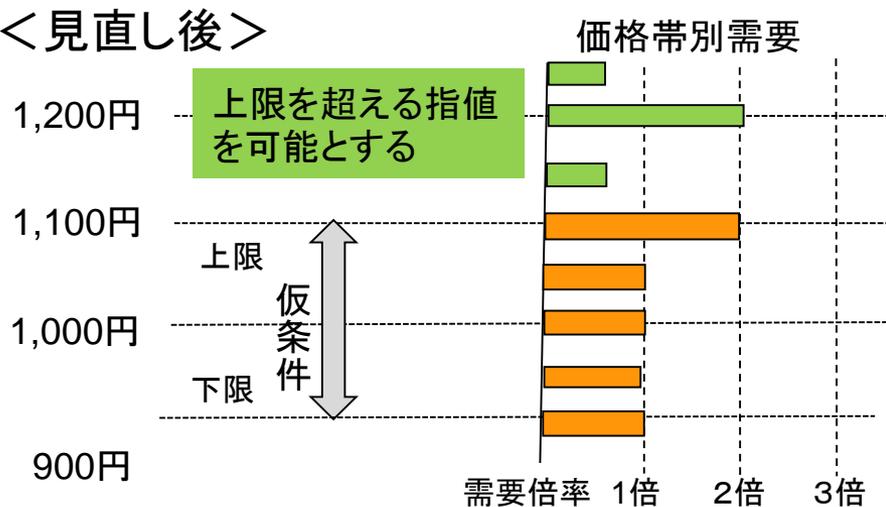
※  $\text{レンジ} = (\text{仮条件上限} - \text{仮条件下限}) / \text{仮条件中間値}$

# (参考2) 仮条件の範囲外での指値申告

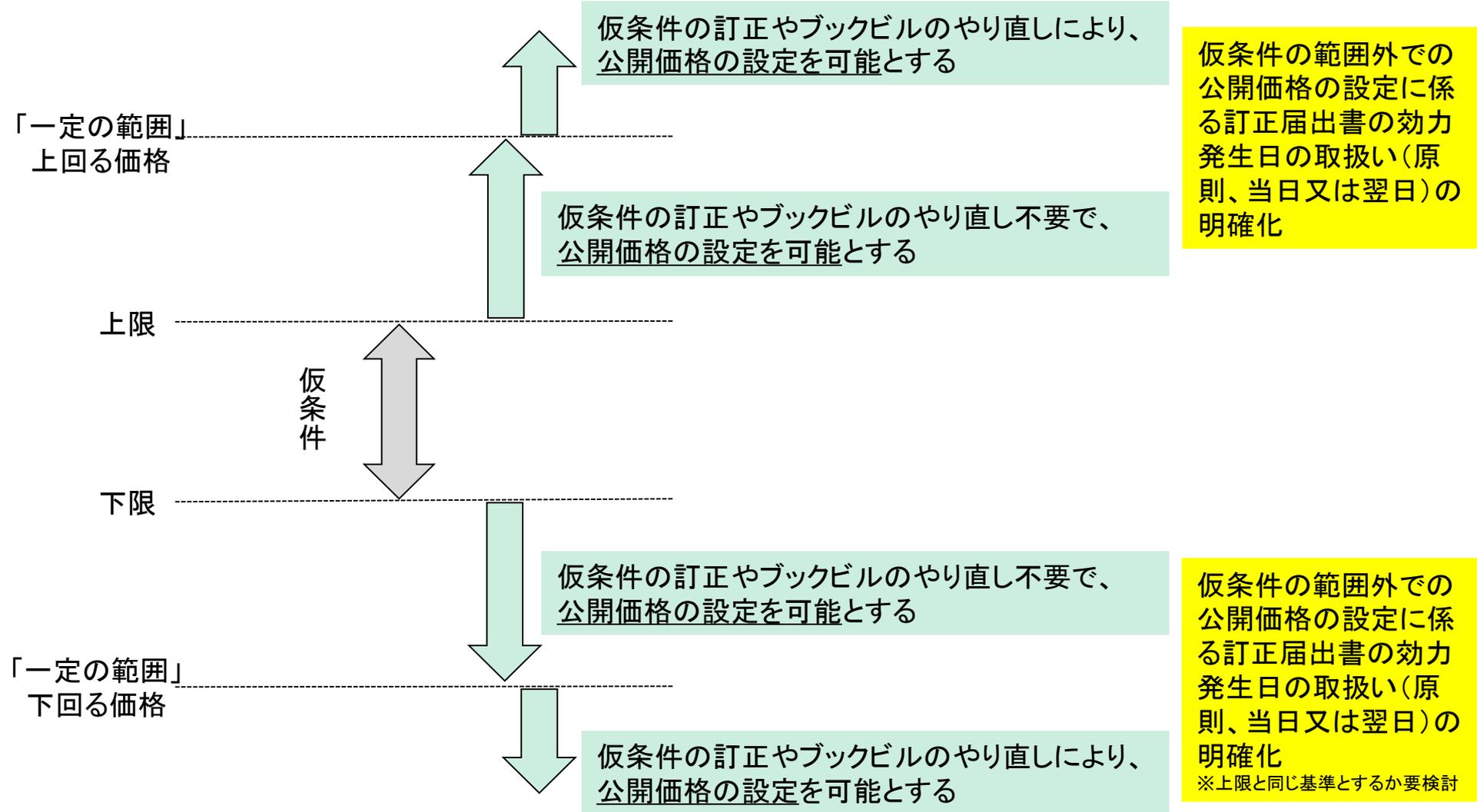
## < 現行 >



## < 見直し後 >



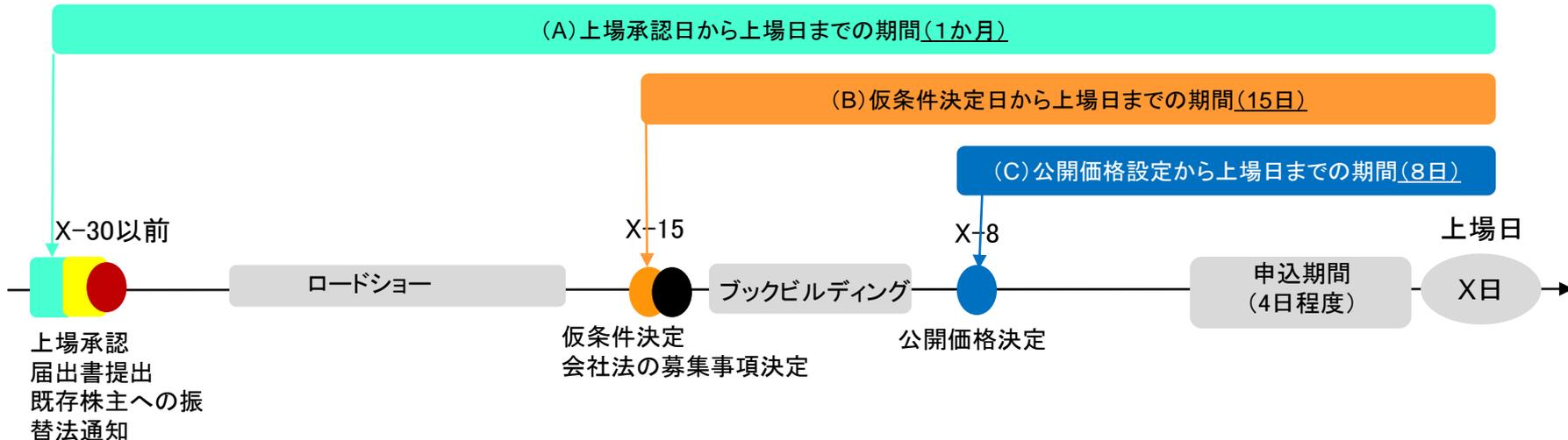
# (参考3) 仮条件の範囲外で公開価格の設定



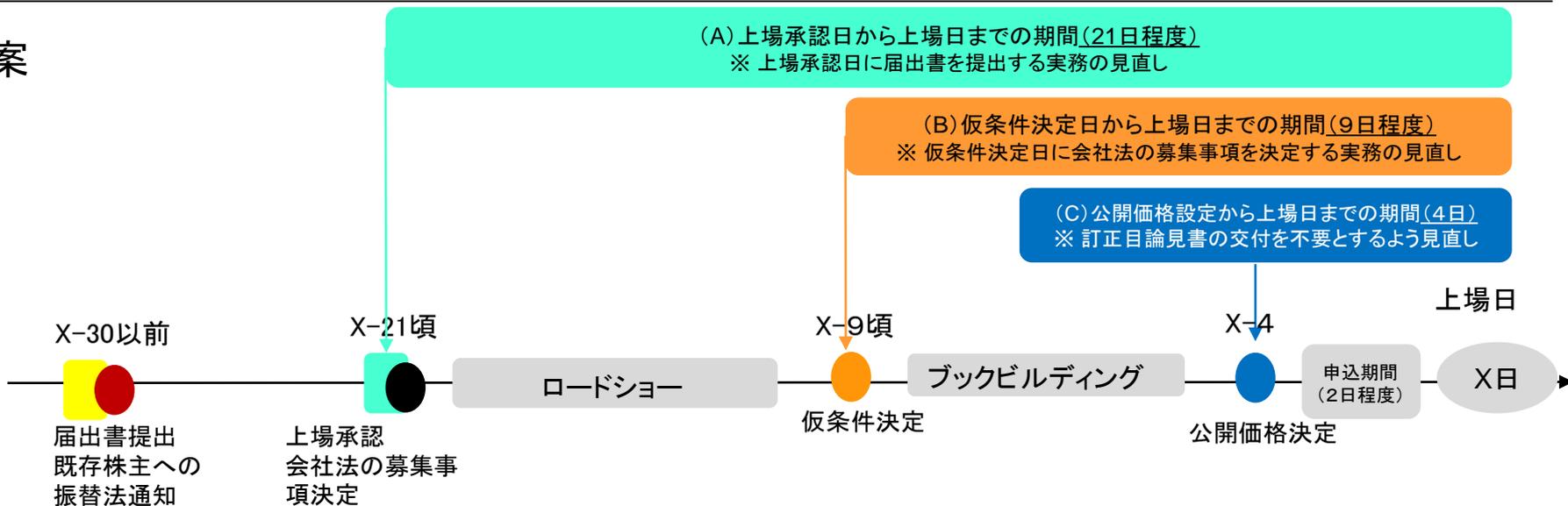
※米国を参考として制度設計を行う場合、「公開価格」のみならず「公開株式数」も踏まえ、仮条件の訂正やブックビルディングのやり直し不要で、公開価格の設定を可能とする範囲を定めることが考えられる。上記は「公開株式数」に変更がない場合のイメージ図である。

# (参考4) 上場までの期間短縮化

現行

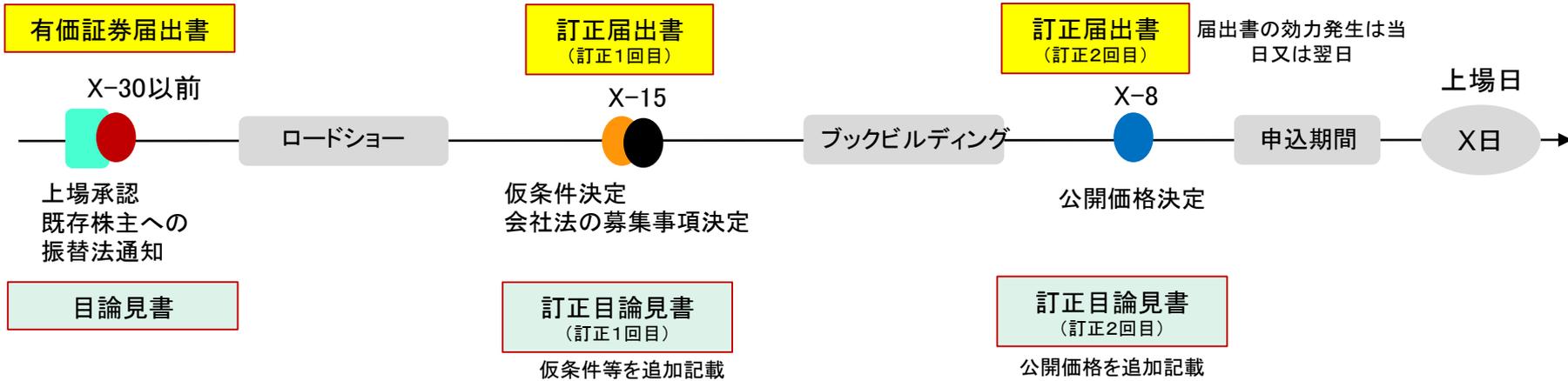


改善案

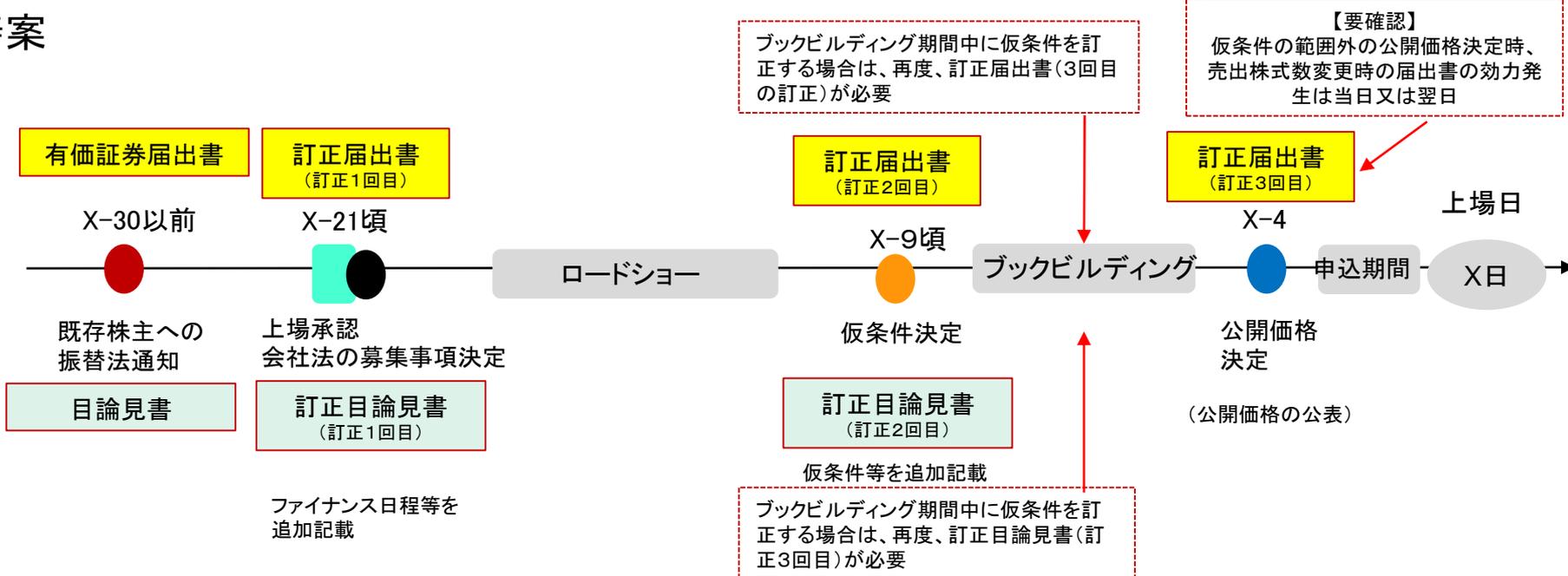


# (参考5) 有価証券報告書等の提出・目論見書の交付等

## 現行

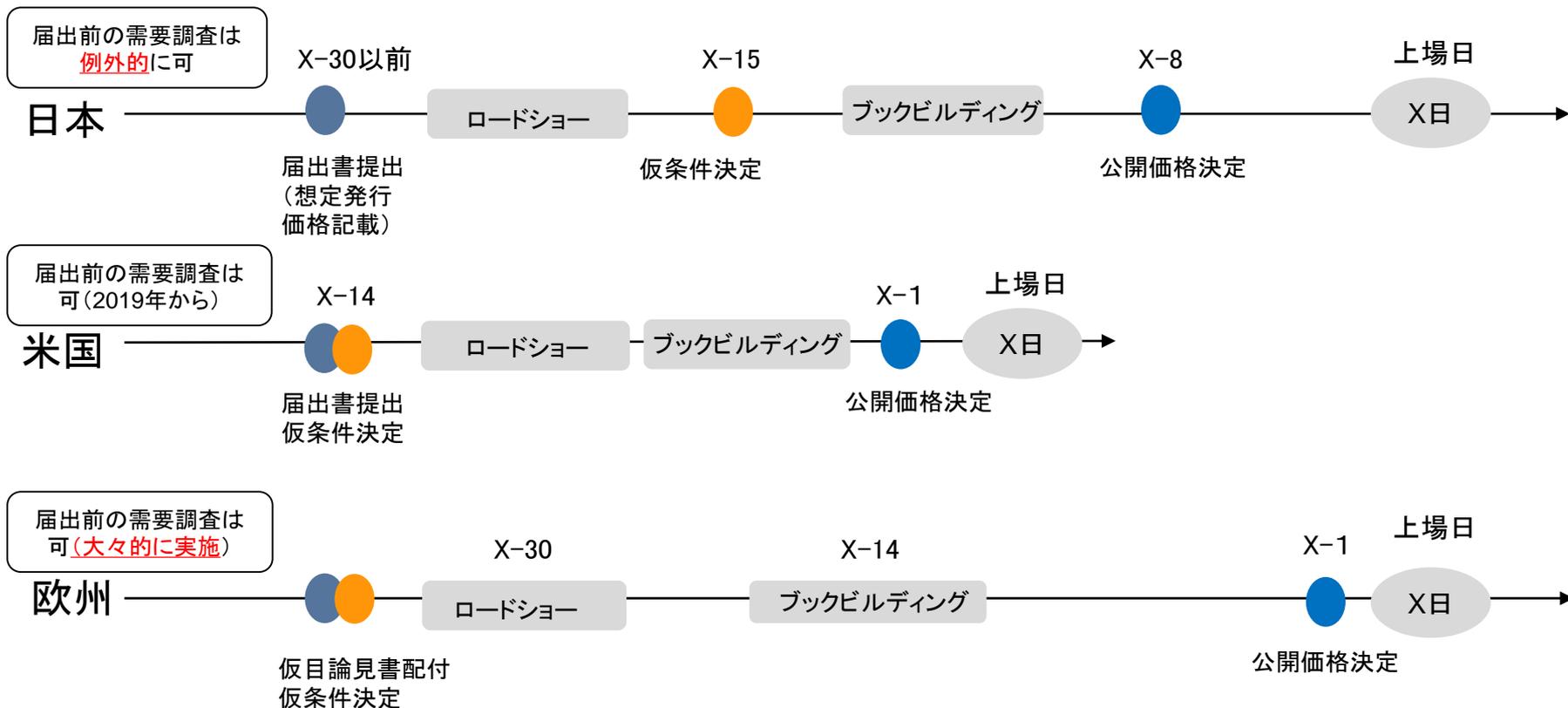


## 改善案



# (参考6) 諸外国における公開価格の設定プロセス

- 米国は、仮条件決定後にロードショー、ブックビルディングで実需を把握し仮条件レンジの修正やレンジ外での公開価格設定を行う事後調整型
- 欧州は、届出前に実需を把握し仮条件レンジに反映させる事前調整型



# (参考7) 初期収益率等の公表イメージ

## 1. 公表方法等

公表方法	本協会が開示情報等から必要な情報を収集し、本協会ウェブサイト上で公表
更新頻度（公表時期）	四半期ごと（1月・4月・7月・10月）（※ 例：1～3月の情報を4月に更新・公表）

## 2. 公表の内容

### ① 全ての新規公開銘柄<sup>1</sup>について、以下の情報を公表

No.	項目	備考
1	コード	—
2	会社名	新規公開を行った会社名
3	上場日	—
4	市場区分	上場市場
5	主幹事会社	有価証券届出書に記載の主幹事会社
6	発行・売出規模	(発行・売出株数) × (公開価格)[円]
7	仮条件	下限及び上限
8	公開価格	発行・売出価格

No.	項目	備考
9	初値	—
10	初値収益率	(初値-公開価格) / (公開価格)[%]
11	上場1か月後終値	—
12	上場1か月後終値収益率	(終値-公開価格) / (公開価格)[%]
13	上場3か月後終値	—
14	上場3か月後終値収益率	(終値-公開価格) / (公開価格)[%]
15	上場6か月後終値	—
16	上場6か月後終値収益率	(終値-公開価格) / (公開価格)[%]
17	上場1年後終値	—
18	上場1年後終値収益率	(終値-公開価格) / (公開価格)[%]

### ② 主幹事会社ごとに、以下の情報を公表

No.	項目	備考
1	発行・売出規模別の主幹事件数	50億円未満、50億円以上200億円未満、200億円以上の3分類別における主幹事会社を務めた案件数
2	発行・売出規模別の平均収益率	50億円未満、50億円以上200億円未満、200億円以上の3分類別における上記①の各収益率の平均値

(注) 1. 株式に限る。TOKYO PRO Marketを除く。

# (参考7) 初期収益率等の公表イメージ

## 3. 公表イメージ

### ① 全ての新規公開銘柄の情報

コード	上場日	主幹事会社	発行・ 売出規模	仮条件下限	仮条件上限	初値	上場1か月 後終値	上場3か月 後終値	上場6か月 後終値	上場1年後 終値
				公開価格		収益率	収益率	収益率	収益率	収益率
1234	2021/12/5	X証券	10億円	100円	200円	300円	340円	400円	280円	220円
A社	マザーズ			200円		50%	70%	100%	40%	10%
2345	2021/12/4	X証券	40億円	300円	400円	700円	770円	350円	280円	420円
B社	マザーズ			350円		100%	120%	0%	-20%	20%
3456	2021/12/3	X証券 Y証券	100億円	480円	520円	550円	600円	700円	800円	900円
C社	第一部			500円		10%	20%	40%	60%	80%
4567	2021/12/2	X証券 Z証券	150億円	700円	800円	640円	600円	400円	640円	800円
D社	第一部			800円		-20%	-25%	-50%	-20%	0%

### ② 主幹事会社ごとの情報

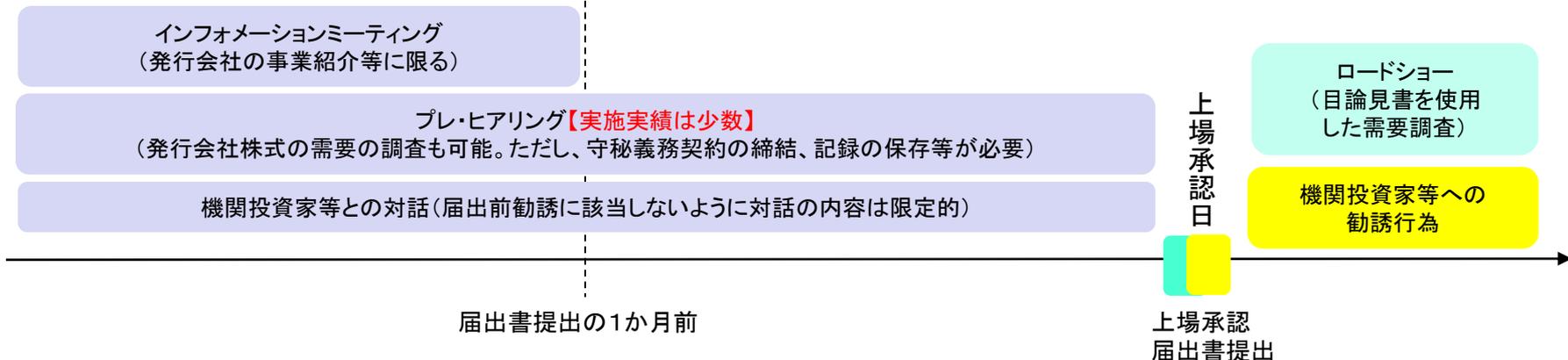
主幹事会社ごとに、以下の情報を公表

【主幹事会社：X証券】

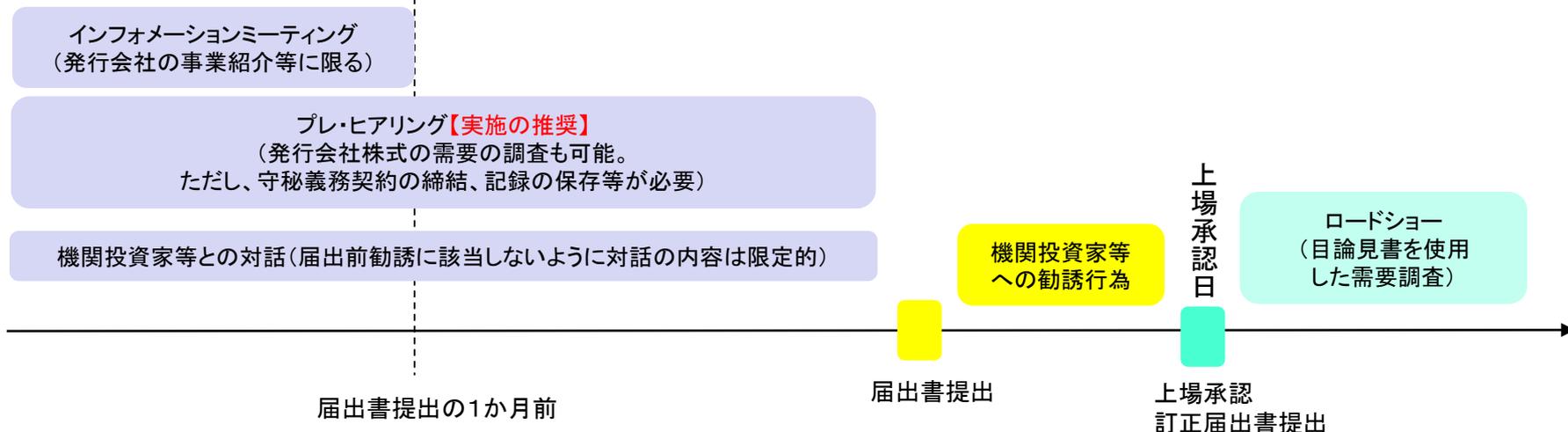
発行・売出規模	主幹事件数	平均収益率				
		初値	上場1か月後終値	上場3か月後終値	上場6か月後終値	上場1年後終値
50億円未満	2件	75%	95%	50%	10%	15%
50億円以上200億円未満	2件	-5%	-2.5%	-5%	20%	40%
200億円以上	0件	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

# (参考8)プレ・ヒアリングの実施について

## 現行

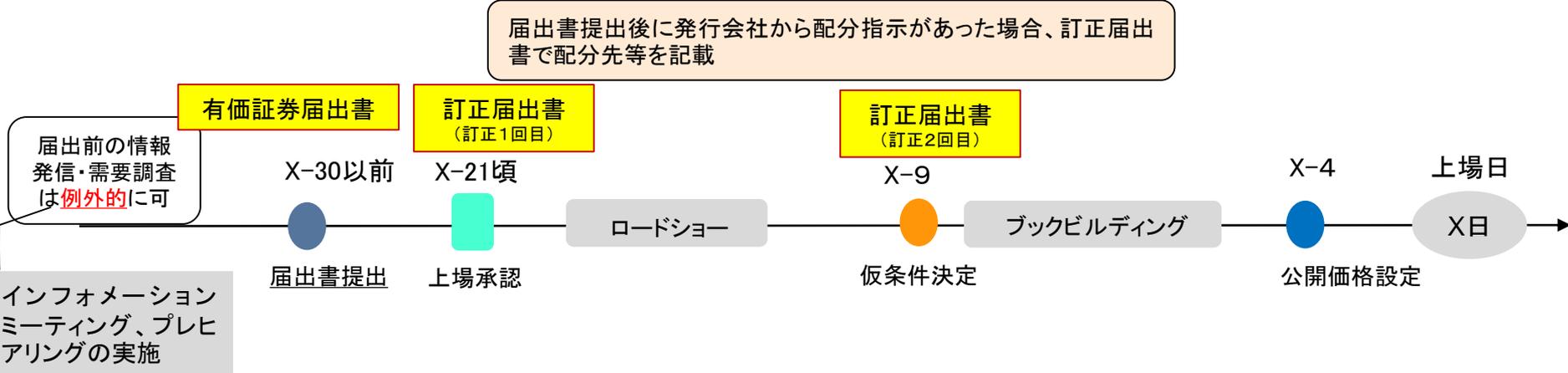


## 改善案(上場承認前に届出書を提出する場合)

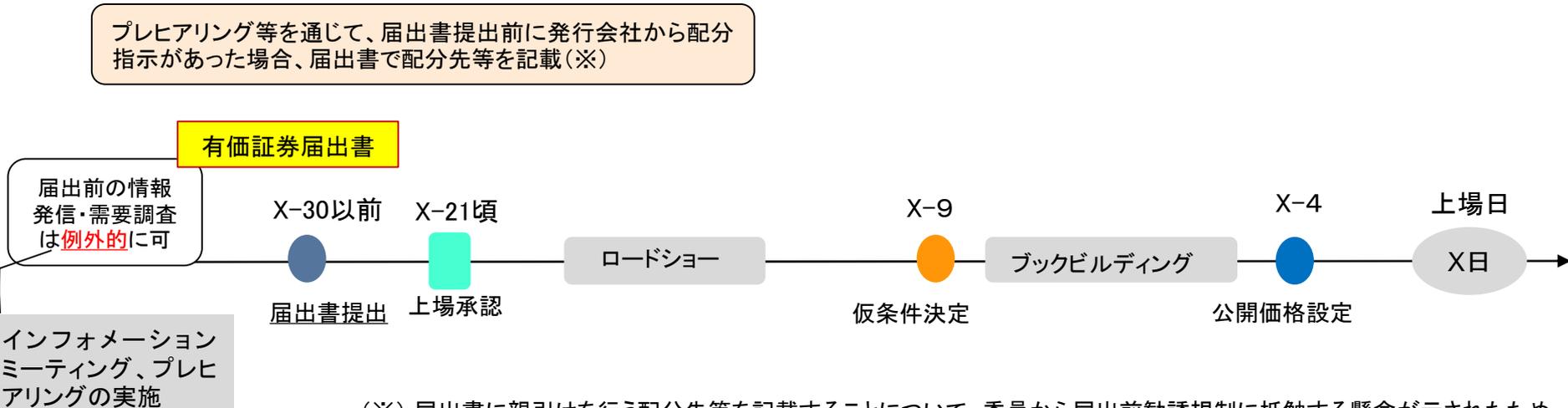


# (参考9)届出書提出前後の配分指示

## ・届出書提出後に発行会社から配分指示があった場合



## ・届出書提出前に発行会社から配分指示があった場合(今回整理する事項)



(※) 届出書に親引けを行う配分先等を記載することについて、委員から届出前勧誘規制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