

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



令和4年1月



公正取引委員会
Japan Fair Trade Commission

目 次

第 1	調査の背景及び趣旨	1
第 2	調査対象及び調査方法	1
1	調査対象	1
2	調査方法	2
(1)	書面調査	2
(2)	ヒアリング調査	2
第 3	IP0 の状況	2
1	IP0 時の公開価格設定プロセスの全体像	2
(1)	東京証券取引所への上場申請	3
(2)	想定発行価格の設定	4
(3)	仮条件の設定	4
(4)	公開価格の設定, 上場	5
2	IP0 に係る市場の動向	5
(1)	東京証券取引所の市場の種類	5
(2)	東京証券取引所の市場ごとの新規上場会社数	6
(3)	東京証券取引所の市場ごとの発行規模の状況	6
(4)	各証券会社の主幹事引受実績について	7
第 4	IP0 における取引の現状と競争政策・独占禁止法上の考え方	8
1	公開価格の設定	8
(1)	証券取引所への上場申請まで	8
(2)	想定発行価格の設定	11
(3)	仮条件の設定	15
(4)	公開価格の設定, 上場	18
(5)	その他	23
2	上場のための選択肢の多様性に係る実態	28
(1)	現状	29
(2)	書面調査・ヒアリング結果	29
(3)	競争政策上の考え方	31
3	IP0 に係る取引慣行における独占禁止法上の論点	32
(1)	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について	32
(2)	引受手数料の料率に関する証券会社間の情報交換等について	33
(3)	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などして, 新規上場会社に不当に不利益を与えることについて	33
第 5	公正取引委員会の今後の取組等	35

第1 調査の背景及び趣旨

自社の発行する株式を金融商品取引所に初めて上場する新規株式公開（以下「IPO」という。）は、企業にとって、その知名度や社会的信用力を向上させることや、社内管理体制を充実させ、従業員の士気を向上させる¹だけでなく、重要な資金調達的手段にもなっている。令和3年6月18日に閣議決定された「成長戦略実行計画」では、日本のIPOについて、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（IPOを行う企業をいう。以下同じ。）が株式を売り出す価格（公開価格）を大幅に上回っており、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、新規上場会社には直接の利益が及ばず、同じ発行株数でより多額の資金調達をし得たはずであったことが指摘されており、こうした点を踏まえ、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、見直しを図ることとされている。また、令和3年11月8日に新しい資本主義実現会議が決定した「緊急提言～未来を切り拓く『新しい資本主義』とその起動に向けて～」においても、同趣旨の指摘がなされている。

新規上場会社の企業の価値や需要に見合った公開価格が設定されること等により、新規上場会社が、自らの事業を成長させていくために必要な資金を調達しやすくし、市場における成長を促進する環境を整えることは、ひいては我が国の経済全体の活性化につながると考えられ、競争政策上望ましい。こうした問題意識の下、公正取引委員会では、初値が公開価格を大幅に上回る要因となり得ると考えられる事項について、競争政策・独占禁止法上の課題の有無を検討するために、公開価格の設定に係る実態、上場のための選択肢の多様性に係る実態及びIPOに係る取引慣行における独占禁止法上の論点について実態把握を行った。

第2 調査対象及び調査方法

1 調査対象

本実態把握では、過去1年間にIPOを行った企業、直近のIPO案件で主幹事²を務めた実績のある社を中心とした証券会社及び株式会社東京証券取引所³（以下「東京証券取引所」という。）を対象とし、IPO時の公開価格設定プロセスにおける実態等について、新規上場会社と証券会社との取引に関して調査・検討を行った。

¹ 東京証券取引所「2020～2021 新規上場ガイドブック（市場第一部編）」（令和2年12月）3頁

² 上場に関して新規上場会社を支援する業務を行う証券会社の中で中心となる証券会社のことをいう。

³ 現在、我が国では、次の6社が金融商品取引所の免許を受けているが、令和2年の新規上場実績は、証券会員制法人札幌証券取引所が0件、東京証券取引所が92件、株式会社名古屋証券取引所が3件、証券会員制法人福岡証券取引所が0件となっており、株式会社大阪取引所及び株式会社東京金融取引所は、デリバティブ取引を扱う金融商品取引所であり、IPOは行っていない。したがって、我が国のほとんど全てのIPO案件を取り扱っている東京証券取引所への上場に着目して実態把握を行った。

2 調査方法

(1) 書面調査

ア 過去1年間にIPOを行った企業 97社（回答数 75社，回答率 77.3%）

（調査期間：令和3年8月10日～同年8月31日）

イ 直近のIPO案件で主幹事を務めた実績のある社を中心とした証券会社 22社（回答数 22社，回答率 100%）

（調査期間：令和3年10月5日～同年10月22日）

(2) ヒアリング調査

ア 過去1年間にIPOを行った企業 15社

イ 直近のIPO案件で主幹事を務めた実績のある社を中心とした証券会社 9社

ウ 東京証券取引所

第3 IPOの状況

1 IPO時の公開価格設定プロセスの全体像

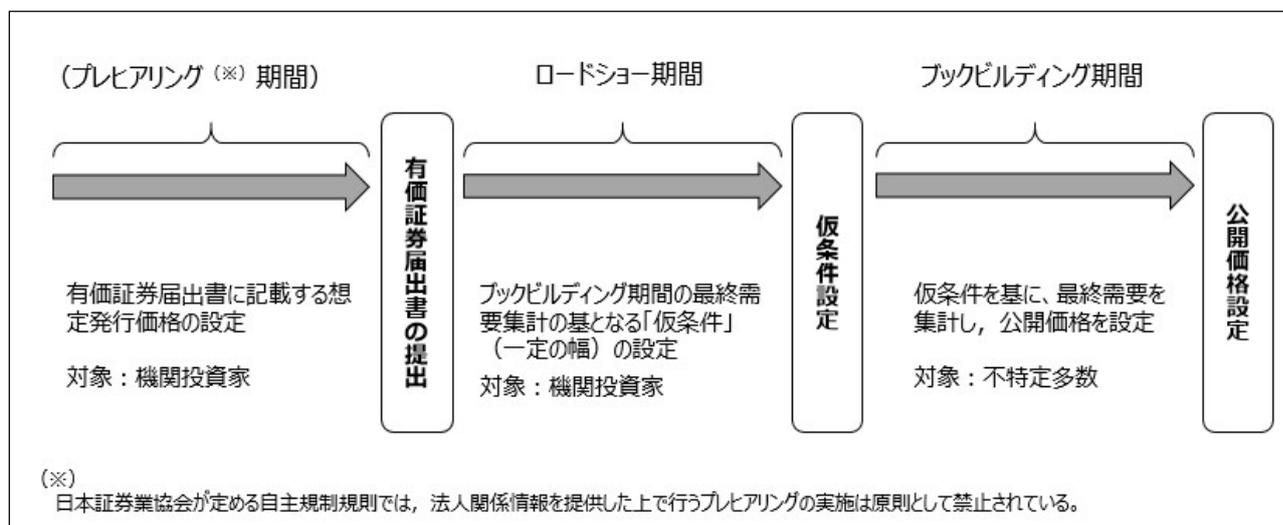
IPO時の公開価格設定プロセスについて、東京証券取引所が定める有価証券上場規程施行規則（平成19年11月1日）第233条によれば、上場前の公募等の手続として、ブックビルディング方式⁴と入札方式⁵とのいずれかが選択できる。平成9年9月にブックビルディング方式が実施されて以降、全ての案件においてブックビルディング方式が選択されている⁶。ブックビルディング方式を採用した場合の公開価格設定プロセスは図表1のとおり。

⁴ ブックビルディング方式とは、主幹事が機関投資家等の意見を踏まえ仮条件を設定し、当該仮条件を投資家に提示して需要状況の調査を行った上で公開価格を設定する方式である。

⁵ 入札方式とは、投資家が入札部分につき一定期間に希望価格を入札し、その結果に基づきその余の部分の公開価格が設定される方式である（詳細は第4の2(1)にて後述する。）。

⁶ 東京証券取引所からのヒアリングによる。

(図表 1) ブックビルディング方式による公開価格設定プロセスの概要



出典：公正取引委員会において作成。

(1) 東京証券取引所への上場申請

東京証券取引所への新規上場に当たっては、東京証券取引所において、投資者保護の観点から、上場会社としての一定の適格性を有しているかどうかについて審査が行われる。これに対応するため、新規上場会社は、上場を目指す2～3年前から、申請に係る書類の作成のほか、必要な体制整備等を行う。こうした上場準備を円滑に行うため、新規上場会社は証券会社に毎月数十万円程度の手数料を支払い、上場準備のサポート⁷及び推薦審査を受ける。

なお、このほか、監査法人は、財務諸表等について監査意見を表明するとともに、新規上場会社の会計面及び内部管理体制などの指導を行う。一般的に、新規上場会社の上場準備をサポートする証券会社は、募集又は売出しに係る株式のうち引き受ける割合も多く、新規上場会社のIPOを全面的にバックアップすることとなる。こうした役割を担う証券会社のことを「主幹事証券会社」という。複数の主幹事証券会社が存在する場合は、それらの証券会社を「共同主幹事証券会社」といい、そのうち特に中心的役割を担っている証券会社を「筆頭主幹事証券会社」という。また、募集又は売出しに係る株式は、主幹事証券会社及びその他の証券会社が集まり、「引受シンジケート団」（以下「引受シ団」という。）を構成して引き受けることが多い⁸。

新規上場会社は、主幹事証券会社を選定し、1年半～2年をかけて上場申請に向けた準備を行い、東京証券取引所に新規上場申請を行う。その際、単独の主幹事証券会社又は共同主幹事証券会社のうちの筆頭主幹事証券会社（以下「主幹事」

⁷ 資本政策や社内体制整備を含む上場に当たってのサポート。

⁸ 書面調査に回答を寄せた新規上場会社のIPO案件については、全て引受シ団が構成されていた。

という。)は、「推薦証券会社」として「推薦書」、「確認書」及び「公開指導・引受審査の内容に関する報告書」を作成し、新規上場会社が、これらを併せて提出する⁹。また、以上のような主幹事が行う上場準備のサポート、推薦審査、及び募集又は売出しに係る株式の引受けの一連の業務を、以下「主幹事業務」という。

その後、東京証券取引所による約3か月間の上場審査を経て、上場会社としての適格性が認められれば、同取引所から同社の新規上場が承認される。

(2) 想定発行価格の設定

想定発行価格とは、有価証券届出書に記載される価格であり、主幹事が新規上場会社の事業と類似した事業を営む社として選定した会社（以下「類似会社」という。）の財務状況を勘案するなどして算出された理論価格から、IPO ディスカウント¹⁰と呼ばれる割引を行い設定する場合が多い。その後、想定発行価格等を有価証券届出書に記載し、内閣総理大臣に提出する¹¹。

(3) 仮条件の設定

仮条件とは、ブックビルディング期間の最終需要集計の基となる価格であり、想定発行価格を基に、通常、機関投資家を対象とする会社説明会（ロードショー）を行い、募集又は売出しに係る株式について妥当と考えられる株価や購入予定株数を調査した上で設定される。仮条件は、通常、上限額及び下限額で構成される価格帯として設定される¹²。東京証券取引所が示すモデルスケジュールによれば、ロードショーは有価証券届出書の提出の翌日から、10営業日前後¹³かけて、40～50社¹⁴前後の機関投資家を対象として行われる。仮条件を設定した後、それを記載した第1回目の訂正届出書¹⁵を提出する。

⁹ 有価証券上場規程施行規則第204条第1項第7号（市場第一部及び市場第二部）、第229条の3第1項第1号（JASDAQ）、第219条第1項第3号（マザーズ）

¹⁰ IPO ディスカウントとは、主幹事及び新規上場会社との協議により、新規上場会社における会社情報の入手が難しいことや流動性の予測が難しいこと等を考慮して、IPO 案件の執行可能性を高めるために行う割引のこと。

¹¹ 実務では、EDINET（金融商品取引法〔昭和23年法律第25号〕に基づく有価証券報告書等の開示書類に関する電子開示システム）を通じて、所管の財務局に提出する。

¹² 書面調査に回答を寄せた新規上場会社のうち、仮条件を一つの値に定めた社はいなかった。

¹³ 東京証券取引所「2020～2021 新規上場ガイドブック（市場第一部編）」（令和2年12月）17頁。

¹⁴ 新規上場会社からのヒアリングによる。なお、ロードショーにおけるヒアリング先の数については、各社ごとにばらつきがあり、少ない社は20社程度、多い社は75社との意見もあった。

¹⁵ 訂正届出書とは、金融商品取引法第7条第1項の規定に基づき、有価証券届出書等の提出の日以後に「発行価格」の決定等があり、内容を訂正する必要があるとき等に提出しなければならない書類のことである。本文(3)及び(4)のとおり、仮条件の設定、公開価格の設定に伴い、訂正届出書が提出されることとなる。

(4) 公開価格の設定, 上場

公開価格とは、上場時の募集価格又は売出価格であり、前記のとおり機関投資家及び個人投資家に対し仮条件を提示し、ブックビルディングを行い、この結果を踏まえて設定される。東京証券取引所が示すモデルスケジュールによれば、ブックビルディングは5営業日程度¹⁶行われる。公開価格が設定された後「発行価格」、「発行価額の総額」等について記載した第2回目の訂正届出書を提出する。また、このとき、証券会社が募集又は売出しに係る株式の引受けを行う価額¹⁷（引受価額）も併せて設定され、新規発行株式数に引受価額を乗じた額（有価証券届出書における「払込金額の総額」）から、株式の新規発行に係る諸費用を控除した額（有価証券届出書における「差引手取概算額」）が、新規上場会社の資金調達額となる。

有価証券届出書の効力が発生した¹⁸後、5営業日前後¹⁹で募集又は売出しに係る株式の申込みが行われた上、上場となる。

2 IPOに係る市場の動向

(1) 東京証券取引所の市場の種類

我が国で最も大きな金融商品取引所である東京証券取引所は、市場第一部及び市場第二部のほか、マザーズ、JASDAQ（スタンダード、グロース）、TOKYO PRO Market の5つの市場を運営しており、その概要は図表2のとおりである²⁰。

(図表2) 東京証券取引所の各市場への上場会社数（令和3年10月31日時点）

名称	概要	上場会社数
市場第一部	国内外を代表する大企業・中堅企業が上場する日本の中心的な市場。	2,184社
市場第二部		469社
マザーズ	近い将来の市場第一部へのステップアップを視野に入れた成長企業向けの市場。	394社
JASDAQ	①信頼性、②革新性、③地域・国際性と	693社 ²¹

¹⁶ 東京証券取引所「2020～2021 新規上場ガイドブック（市場第一部編）」（令和2年12月）17頁。

¹⁷ 公開価格から証券会社の引受手数料額を控除した額が、証券会社の引受価額となる。

¹⁸ 金融商品取引法第8条第1項の規定により、有価証券届出書を内閣総理大臣（同法第194条の7第1項及び第6項等により財務局長等に委任）が受理してから15日を経過した日に効力が生じる。金融商品取引法第15条第1項の規定により、有価証券届出書の効力が発生するまでは、募集に係る株式を取得させ、又は売出しに係る株式を売り付けてはならない。

¹⁹ 東京証券取引所「2020～2021 新規上場ガイドブック（市場第一部編）」（令和2年12月）17頁。

²⁰ 東京証券取引所ウェブサイトより抜粋。各市場の概要については、<https://www.jpx.co.jp/equities/products/stocks/outline/index.html>、上場会社数については、<https://www.jpx.co.jp/listing/co/index.html>（最終閲覧日：令和3年11月15日）。なお、2022年4月4日より、プライム市場、スタンダード市場及びグロース市場の3つの市場区分に見直される予定である。

²¹ 内訳として、JASDAQスタンダードには656社、JASDAQグロースには37社が上場している。なお、JASDAQ

	いう3つのコンセプトを掲げる市場。	
TOKYO PRO Market	平成20年の金融商品取引法改正により導入された「プロ向け市場制度」に基づき設立された市場。	46社

出典：東京証券取引所ウェブサイトを基に、公正取引委員会において作成。

(2) 東京証券取引所の市場ごとの新規上場会社数

令和2年における東京証券取引所の市場ごとの新規上場会社数は、図表3のとおりである²²。東京証券取引所へのIPOでは、約6割がマザーズに上場している。

(図表3) 東京証券取引所の各市場への新規上場会社数(令和2年)

市場名	新規上場会社数
市場第一部	6社
市場第二部	9社
マザーズ	63社
JASDAQ	14社
TOKYO PRO Market	10社
合計	102社

出典：東京証券取引所ウェブサイトを基に、公正取引委員会において作成。

(3) 東京証券取引所の市場ごとの発行規模の状況

東京証券取引所の市場ごとの発行規模（IPO時の募集株数と売出株数〔オーバーアロットメント²³を行った場合はその分も含む。〕を合計した株数に、公開価格を乗じて算出した金額をいう。以下同じ。）の状況は、図表4のとおりである²⁴。2017年から2019年において、市場第一部に新規上場した企業の発行規模（図表4における「IPO時のファイナンス規模」）の中央値は249億円となっているが、同期間に市場第二部、マザーズ、JASDAQスタンダードに新規上場した企業の発行規模の中央値はそれぞれ18億円、13億円、8億円となっている。

スタンダードとは、一定の事業規模と実績を有する成長企業を対象とした市場、JASDAQグロースとは、特色ある技術やビジネスモデルを有し、より将来の成長可能性に富んだ企業群を対象とした市場とされている。

²² 東京証券取引所ウェブサイト https://www.jpx.co.jp/equities/listing-on-tse/new/basic/04_archives-01.html（最終閲覧日：令和3年11月15日）。

²³ 募集・売出しの数量を超える需要があった場合において、主幹事が対象企業の大株主等から一時的に株式を借りて、当初の募集・売出し予定株数を超過して、募集・売出しと同一条件で追加的に投資家に販売すること。図表4においては、0Aと記載されている。

²⁴ 東京証券取引所ウェブサイト <https://www.jpx.co.jp/equities/listing-on-tse/new/basic/index.html>（最終閲覧日：令和3年11月15日）。

(図表4) 市場ごとの発行規模の状況

最近のIPO企業の規模比較(2017年～2019年までのIPO企業)

各市場にIPOした企業の規模の目安は以下のとおり

上段:最大値 中段:中央値 下段:最小値	売上高	経常利益	純資産の額	初値時価総額	IPO時の ファイナンス規模 (注1,2)
東証一部	9兆5,470億円 618億円 85億円	6,018億円 48億円 8億円	7,223億円 207億円 26億円	7兆36億円 613億円 254億円	2兆6,461億円 249億円 28億円
東証二部	1,087億円 155億円 58億円	28億円 12億円 3億円	173億円 49億円 15億円	264億円 116億円 33億円	159億円 18億円 8億円
マザーズ	622億円 22億円 2億円	61億円 2億円 ▲31億円	310億円 5億円 ▲1億円	6,767億円 120億円 25億円	1,307億円 13億円 1億円
JASDAQ スタンダード	136億円 47億円 10億円	13億円 3億円 1億円	39億円 9億円 2億円	469億円 58億円 16億円	35億円 8億円 4億円
TOKYO PRO Market	212億円 16億円 1億円	3億円 1億円 ▲0億円	63億円 2億円 0億円	64億円 7億円 1億円	9億円 1億円 3億円

注1: IPO時のファイナンス規模=公募+売出し(OA含む)

注2: 集計対象期間中のTOKYO PRO Marketのファイナンス事例は2例のため中央値は記載していない

注3: 1億円未満四捨五入

注4: IFRS(国際会計基準)採用企業については、「売上高」=「売上収益」、「経常利益」=「税引前利益」、「純資産の額」=「資本合計」を記載

出典: 東京証券取引所ウェブサイトより抜粋。

(4) 各証券会社の主幹事引受実績について

各証券会社の令和2年に東京証券取引所に新規上場した案件(TOKYO PRO Marketに上場したものを除く92件)の主幹事引受実績は、図表5のとおりであり、上位5社で90.2%のシェアを占めている。

(図表5) 各証券会社の主幹事引受実績(令和2年)

順位	証券会社名	件数	シェア
1	野村證券株式会社	22件	23.9%
2	みずほ証券株式会社	21件	22.8%
3	SMBC日興証券株式会社	14件	15.2%
3	株式会社SBI証券	14件	15.2%
5	大和証券株式会社	12件	13.0%
6	いちよし証券株式会社	5件	5.4%
7	三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社	2件	2.2%
8	エイチ・エス証券株式会社	1件	1.1%
8	東海東京証券株式会社	1件	1.1%
合計		92件	100.0%

出典: 東京証券取引所ウェブサイトを基に、公正取引委員会において作成。

第4 IPOにおける取引の現状と競争政策・独占禁止法上の考え方

1 公開価格の設定

本調査においては、公開価格設定プロセスの中で、(1)証券取引所への上場申請まで、(2)想定発行価格の設定、(3)仮条件の設定、(4)公開価格の設定、上場、(5)その他の各段階において、初値が公開価格を大幅に上回る要因となり得ると考えられる以下の事項について、競争政策上の課題の有無を検討するために、関連する実態把握を行った。

(1)証券取引所への上場申請まで

- ・ 証券会社ごとの発行規模別の平均初期収益率²⁵など主幹事の選定に資する情報が公表されていないのではないか

(2)想定発行価格の設定

- ・ 機関投資家に対するプレヒアリングが十分に実施されていないのではないか
- ・ 主幹事が一方的にIPOディスカウントを実施しているのではないか

(3)仮条件の設定

- ・ 実効性のあるロードショーが実施されていないのではないか
- ・ 新規上場会社のロードショーにおけるヒアリング先の希望が反映されていないのではないか
- ・ 仮条件価格帯の幅の大きさに係る基準が存在しているのではないか

(4)公開価格の設定、上場

- ・ ブックビルディングの結果が仮条件の上限額に張り付いても、仮条件価格帯の範囲内で公開価格が設定されているのではないか
- ・ 公開価格設定プロセスにおいて個人投資家向け営業部門が関与しているのではないか

(5)その他

- ・ 共同主幹事証券会社の追加又は主幹事の変更が困難になっているのではないか
- ・ セカンドオピニオンが十分に聴取できていないのではないか
- ・ 主幹事が新規上場株式の高い引受割合を要請しているのではないか
- ・ 主幹事引受けに参入障壁が存在するのではないか

(1) 証券取引所への上場申請まで

ア 現状

通常、新規上場会社は、数社程度の証券会社を対象として、過去のIPO案件

²⁵ 初期収益率＝(初値－公開価格)／公開価格。平均初期収益率とは、一定期間における、証券会社ごとの発行規模別の初期収益率の平均値のことをいう。

における主幹事実績，IPO 実施までのサポート体制，サポート内容，バリュエーション²⁶，エクイティストーリー²⁷等に関する説明を受け，その説明内容を総合的に勘案した上で，主幹事を選定する。

初値と公開価格との乖離を表す指標の一つとして，初期収益率が考えられる。現状，過去の IPO 案件における株価に関する情報は，東京証券取引所ウェブサイトにおいて，IPO 案件ごとに，主幹事，公開価格等が公表されており，また，個々の証券会社のウェブサイトにおいて，公開価格，初値等が公表されている場合がある。

イ 書面調査・ヒアリング結果

(7) 新規上場会社が主幹事を選定するに当たり考慮した事項

書面調査に回答を寄せた新規上場会社は，主幹事を選定するに当たり考慮した事項について，「IPO 実施までのサポート体制」(78.1%)，「主幹事の引受実績」(72.6%)，「事業モデルや将来性に対する理解度」(61.6%) などとしており，「想定発行価格に係る提案内容の魅力度」，「発行規模別の平均初期収益率」など公開価格の設定に係る事項は，それぞれ 19.2%，2.7%にとどまっている。

(4) 証券会社ごとの発行規模別の平均初期収益率を示すことの有益性について

a 新規上場会社からの書面調査・ヒアリング結果

書面調査に回答を寄せた新規上場会社の 53.4%が，証券会社ごとの発行規模別の平均初期収益率が公表されたならば，「有益な情報となると考える」と回答している。

なお，「実際に，主幹事を選定するに当たり，発行規模別の平均初期収益率を考慮した」とする新規上場会社は，2.7%にとどまっている。

また，新規上場会社からのヒアリングにおいては，証券会社ごとの発行規模別の初期収益率を示すことの有益性について，「平均的な目線感を持つことができるため新規上場会社にとって有り難い」，「証券会社にとってある種の牽制にはなり得るだろう」との意見が示された。一方，「マザーズは個人投資家が多く，個人投資家は新規上場会社の業績などを勘案せずに購入するため，初値は，信用に足る数値ではない」，「比較対象は，初値ではなく，上場半年後の株価の方が適切ではないか」，「上場準備に対するサポート体制や東京証券取引所の上場審査への対応力などを重視する新規

²⁶ 当該企業の利益，資産等を勘案して算出した企業価値評価のこと。

²⁷ 投資家に対して説明する，当該企業の強みや特徴，成長戦略等のこと。

上場会社が多いのではないかと、との意見も示された。

b 証券会社からの書面調査・ヒアリング結果

書面調査対象の証券会社の40.9%が、証券会社ごとの発行規模別の平均初期収益率を示すことは、「新規上場会社にとって有益な情報となると考える」と回答している。

また、証券会社からのヒアリングにおいては、証券会社ごとの発行規模別の平均初期収益率を示すことの有益性について、「一覧の形で提供されることに意味はあり、主幹事を務める証券会社として、意識はすると思う」、「(平均初期収益率を算出する際に使用する)IPOに関する情報は全て公開されており、データをまとめて公表することは止めようがない」との意見が示された。一方、「初値は、そのときの需給によるものである上に、モメンタム(相場の勢い)に左右されるものだから、必ずしも主幹事の力量を適切に示すものではない。初値の付け方に着目することは必ずしも適切ではない」、「初値は、飽くまで一つのファクターに過ぎないから、終値や一週間平均、上場から3か月後や半年後の数字なども並べて比較できると良いだろう」との意見も示された。

ウ 競争政策上の考え方

書面調査・ヒアリング結果によれば、過半数の新規上場会社が、主幹事を選定する際に証券会社ごとの発行規模別の平均初期収益率が公表されるならば有益な情報となると回答しているが、実際に主幹事を選定する際に公開価格の設定に係る事項を考慮した新規上場会社はごく一部に限られており、有益とは考えるものの、公開価格の設定に係る事項に対する関心が低い現状が確認された。一方、証券会社ごとの発行規模別の平均初期収益率が公平・中立な機関において一覧性を持って公表されるならば、新規上場会社が主幹事を選定する当初から公開価格の設定に対する関心を高め、主幹事を選定する上で参考となるとともに、証券会社にとってもより需要に見合った公開価格を設定するインセンティブとなり得るものと考えられる。

したがって、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。

なお、より自らの価値を適切に理解すると考える証券会社を主幹事として選定するのに資する情報としてどの時点の株価を公表することが適切かについては、新規上場会社及び証券会社から、様々な意見が示されたところである。証券会社ごとの発行規模別の平均初期収益率については、新規上場会社及び証

券会社ともに、一定程度、「有益な情報となる」との意見が示されたことを踏まえ、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。

(2) 想定発行価格の設定

ア 現状

想定発行価格は、第3の1のとおり、類似会社の財務状況を勘案するなどして算出された理論価格から、IPO ディスカウントと呼ばれる割引を行って設定する。

他方、有価証券届出書の提出前に投資家に対して需要の見込みに関する調査（以下「プレヒアリング」という。）を行った上で、その結果も併せて勘案して想定発行価格を設定する方法も存在する。しかし、日本証券業協会が定める自主規制規則である「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」（平成18年12月1日）第9条においては、法人関係情報²⁸を提供した上で行うプレヒアリングの実施が原則として禁止されていること及び金融商品取引法第4条において、有価証券届出書の提出前の勧誘行為が禁止されていることから、プレヒアリングを実施すれば、これらの規定に抵触するのではないかとの懸念が指摘されている。

この点について、日本証券業協会が定める自主規制規則においては、法人関係情報の提供を伴わないIPOにおけるプレヒアリングの実施については禁止されていない。また、金融庁の企業内容等開示ガイドライン（「企業内容等の開示に関する留意事項について」令和3年10月最終改正）2-12において、特定投資家²⁹や株券等保有割合が5%以上である投資家を対象とし、情報が他に漏洩されないよう一定の措置を講じて行われるものについては、そもそも「勧誘」に該当しないと整理されている。したがって、法人関係情報の提供を伴わないIPOの場合、想定発行価格を設定するためにプレヒアリングを行うことについては、金融庁の企業内容等開示ガイドラインにのっとって行うのであれば、法令等の制約は存在しない。

²⁸ 「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」第2条第1号において、「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をいう」と規定されている。なお、上場会社等の子会社でない新規上場会社の情報は、基本的に法人関係情報に含まれない。

²⁹ 金融商品取引法第2条第31項において定義されており、適格機関投資家、国、日本銀行、投資者保護基金等が該当する。特定投資家には、金融商品取引法が定める投資者保護制度が一部適用されない。

イ 書面調査・ヒアリング結果

(7) プレヒアリングの実施可否の法的認識、実施状況について

a 新規上場会社からの書面調査・ヒアリング結果

書面調査に回答を寄せた新規上場会社の 39.7%が、「プレヒアリングの実施は可能だと認識していた」としており、さらに、そのうちの 58.6%が、「実際にプレヒアリングを行った」としている。その上で、「実際にプレヒアリングを行った」と回答した新規上場会社のうち 62.5%が、「プレヒアリングの結果は想定発行価格の水準に反映されたと認識している」としている。

なお、これらの回答結果は、プレヒアリングのほか、株式の募集又は売出しに言及せずに行われる新規上場会社に関する情報発信である「インフォメーション・ミーティング」も含んだ数値である可能性があるため、プレヒアリングの実施が可能だと認識していた社や、実際にプレヒアリングを行った社の数は、これらよりも少ない可能性がある。

一方、書面調査に回答を寄せた新規上場会社の 60.3%が、「プレヒアリングの実施が不可能だと認識していた」としているところ、そのうちの 45.5%が、「可能だと認識していたならば、プレヒアリングの実施を希望した」としている。今後の IPO におけるプレヒアリングの実施については、書面調査に回答を寄せた新規上場会社の 50.7%が、「一般的にプレヒアリングは想定発行価格に影響を与えるものであると考える」としている。

また、新規上場会社からのヒアリングにおいては、「機関投資家の需要を踏まえて想定発行価格が設定されるようになることから、株式市場としては公正な競争が働くことになろう」との意見が示された。

b 証券会社からの書面調査・ヒアリング結果

書面調査対象の証券会社の 9.1%が、プレヒアリングの実施可否の法的認識、実施状況について、「金融商品取引法等の法令によって全面的に禁止されている」、36.4%が、「日本証券業協会が定める自主規制規則によって禁止されている」と認識しているとしている。また、実際にプレヒアリングを行ったことがあるとした証券会社は 9.1%にとどまった。

一方、プレヒアリングを行っていないと回答した証券会社のうち 27.3%は、「IPO 案件に係るプレヒアリングは法令等により禁止されていると解釈しているため行わなかった」としており、その全てが「もし法令等において禁止されていないことが明らかになれば、プレヒアリングを行いたい」としている。

IPO におけるプレヒアリングの実施については、書面調査対象の証券会

社の 31.8%が、「想定発行価格を適正に設定する上で有益だと考える」としているが、59.1%は、「一概に言えない」としている。

プレヒアリングの実施については、証券会社からのヒアリングにおいて、「プレヒアリングを行うことは大賛成である。恣意的なものにならないよう、複数の機関投資家から行うことが担保できれば、なお良い」、「法令違反にならない制度面の手当てが行われれば、実施してもよい」との意見が示された。一方、「機関投資家にとっては、ある程度発行規模が大きい案件でなければ、プレヒアリングに参加することのメリットがない。守秘義務契約を締結することは負担であり、発行規模の小さい案件でプレヒアリングに参加する機関投資家はまずいないと思う」、「プレヒアリングは実施したほうが望ましいと思うが、特に発行規模が小さい案件の場合、新規上場会社が、プレヒアリングを実施するための対応に耐えることができるか分からない」との意見も示された。

(4) IPO ディスカウントの実施状況、平均的な水準について

a 新規上場会社からの書面調査・ヒアリング結果

回答を寄せた新規上場会社の全てが、主幹事により「IPO ディスカウントが実施された」としている。

IPO ディスカウントのディスカウント率の算定根拠について、主幹事から具体的かつ説得的な説明を受けたとする新規上場会社は、一部にとどまっている。主幹事の説明内容としては、新規上場会社からのヒアリングによれば、例えば、「貴社の業界の場合ディスカウントは30%が相場である」、「新型コロナウイルス感染症の拡大により、マーケットにも影響が出ているので、40%のディスカウントが必要である」との意見が示された。また、「ディスカウント率について争っても意味はないので、出口の値段を意識しましょう、と主幹事に言われた」、「算定根拠について説明を求めたが、説明を受けることができず、交渉についても取り付く島がなかった」との意見が示された。

今後の IPO ディスカウントについては、新規上場会社からのヒアリングにおいて、「ディスカウント率について、新規上場会社にその根拠を説明し、十分な協議を行った上で設定されることは、望ましいと思う」との意見が示された。

b 証券会社からの書面調査・ヒアリング結果

調査対象の証券会社の 90.9%が、「IPO ディスカウントを行っている」と回答している。また、その水準については、ばらつきがあったものの、「20%

以上 30%未満」との回答が最多であった（63.6%）。

IPO ディスカウントを行う根拠については、証券会社からのヒアリングにおいて、「ディスカウント率はリスクの有無、相場環境、投資家側がどの程度ディスカウントを欲しがるかによって決まる。投資家が想定発行価格を高いと判断すれば、購入の検討を止めてしまうため、投資家に検討したいと思わせる価格にする必要がある」との意見が示された。

また、算定根拠等に関する新規上場会社への説明については、証券会社からのヒアリングにおいて、「相場の変動や業績などの要因を用いて説明している」、「新規上場会社への説明や十分な協議は当たり前のことだと思っているし、既に心掛けているつもりである」と、既に一定程度対応しているとの意見が示されたが、「新規上場会社に納得してもらわなければならないと思うし、証券会社もしっかり説明しなければならないとの意識を持つべきだ」との意見も示された。

ウ 競争政策・独占禁止法上の考え方

(7) プレヒアリングの実施について

書面調査・ヒアリング結果によれば、IPO の場合、想定発行価格を設定するためにプレヒアリングを行うことについて、法令等により不可能であると認識している証券会社が一定程度存在し、そのためにプレヒアリングが実施されていない場合があるという現状が確認された。また、プレヒアリングの実施に当たっては、想定発行価格の設定に有益であるとの意見が示される一方で、新規上場会社にも一定の対応が求められ、負担となる可能性があること、発行規模の大きさによっては、機関投資家が参加しない可能性もあるとの意見が示されたところである。

プレヒアリングの実施については、金融庁の企業内容等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、日本証券業協会が定める自主規制規則においては、法人関係情報の提供を伴わない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。したがって、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。

ただし、新規上場会社がプレヒアリングを行うことを希望しない場合や、機関投資家がプレヒアリングに対応困難な場合があることに留意する必要がある。

(4) IPO ディスカウントの実施方法について

書面調査・ヒアリング結果によれば、ほぼ全ての案件で IPO ディスカウントが行われているところ、その根拠については、必ずしも新規上場会社に対して十分に説明されていないまま、20%~30%と、ある程度大きな割引が行われている場合がある現状が確認された。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、これを証券会社が一方的に設定することは、新規上場会社にとって不利益となる可能性がある。

したがって、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。

(3) 仮条件の設定

ア 現状

仮条件は、機関投資家を対象として行うロードショーの結果を踏まえ、ブックビルディングにおける需要を見据えて、通常、上限額と下限額で構成される価格帯として設定され、現状の実務では、公開価格は仮条件の範囲内で設定されている。仮条件の価格帯の設定方法については、日本証券業協会が定める自主規制規則（「有価証券の引受け等に関する規則」に関する細則（平成8年4月24日）第14条第1項）等に定められているが、ロードショーにおけるヒアリング先をどのように決定するか等の詳細については規定されていない。通常、新規上場会社と主幹事の協議により、具体的なロードショーの実施方法等が決定される。

イ 書面調査・ヒアリング結果

(7) 実効性のあるロードショーの実施について

a 新規上場会社からのヒアリング結果

新規上場会社からのヒアリングにおいては、おおむね全ての新規上場会社から、主幹事が新規上場会社と十分協議するなどして、実効性のあるロードショーを実施することについて、「ロードショーにおけるヒアリング先やロードショーの実施方法について、新規上場会社と主幹事が、十分な協議を行うことは望ましいと思う」、「新規上場会社の立場からすると、会社の価値を正しく評価してくれる機関投資家に株主になってもらいたいため、ロードショーは、そのような機関投資家に対して行いたいという希

望がある」との意見が示された。また、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示すことは、「上場後の IR にとっても有益であり、ぜひ実施すべきだと思う。株式を中長期間保有してもらえる投資家がどう評価したか把握することにつながる」との意見が示された。

b 証券会社からのヒアリング結果

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示すことについて、証券会社からのヒアリングにおいては、「機関投資家は、真剣に価格提示をする役割であることを自覚し、もっと緊張感を持ってほしい。顕名になれば、機関投資家がより真剣に向き合ってくれるようになる」と期待する、「新規上場会社の方も開示された方が納得感があろう」との意見が示された。一方、「日本においては多くの機関投資家が名前の開示を拒否する。顕名化を強要すると、そもそもロードショーに対応しないと機関投資家に言われてしまう危険性がある」、「顕名で開示するのであれば、機関投資家の合意を得るプロセスを設ける必要もあるだろう」との意見も示された。

(4) 新規上場会社のロードショーにおけるヒアリング先の希望の反映について

a 新規上場会社からの書面調査・ヒアリング結果

書面調査に回答を寄せた新規上場会社のうち、ロードショーにおけるヒアリング先について「希望はあったが全く実現しなかった」とする社は、1.4%にとどまっている。一方、61.6%が、ロードショーにおけるヒアリング先について「希望はなかった」としている。

また、新規上場会社からのヒアリングにおいては、「機関投資家とつながりを持たない新規上場会社がロードショーにおけるヒアリング先を選定することは事実上困難であると思われる」、「ロードショーにおけるヒアリング先については主幹事に任せるほかなかった」との意見が示された。

b 証券会社からの書面調査・ヒアリング結果

書面調査対象の証券会社の 54.5%が、「新規上場会社からロードショーにおけるヒアリング先について希望を示されたことがある」としており、その全てが、「新規上場会社の希望を採用した」と回答している。

また、証券会社からのヒアリングにおいては、ロードショーにおけるヒアリング先について、「新規上場会社に対して、機関投資家のターゲットリストを示し、ロードショーに加えたい先があれば希望を伝えるように依頼

している」、「ヒアリング先の希望を聞くことは必要なことだと思う。IPO時の公開価格設定プロセスに関する問題は、一部の案件において、証券会社から丁寧な説明がなされていないことが根幹にあるだろう」との意見が示された。一方、「自社の需要に合った機関投資家を把握していない新規上場会社も多い」、「新規上場会社から希望されても、証券会社によって取引の有無が異なることもあるため、確実に実施できるとは限らない」との意見も示された。

(4) 仮条件価格帯の幅の大きさに係る基準について

a 新規上場会社からのヒアリング結果

新規上場会社からのヒアリングにおいては、主幹事から、仮条件価格帯の幅の大きさに係る基準が存在するとの説明を受けたとする新規上場会社はいなかった。

b 証券会社からの書面調査・ヒアリング結果

書面調査対象の証券会社の27.3%が、仮条件価格帯の幅の大きさについて、何らかの基準を設けているとしている。

証券会社からのヒアリングにおいては、「当社としては、仮条件価格帯の幅の基準はなく、純粹にロードショーにおける機関投資家からのフィードバックを見て判断している」との意見が示された。一方、「仮条件価格帯の幅が広くなりすぎると、投資家の意見が収れんできておらず、適切にバリュエーションができていないと判断されてしまう。このような事態とならないよう、発行規模ごとに需要の大きい投資家属性を見越して、あらかじめ目安となる幅を設定している」との意見も示された。

ウ 競争政策上の考え方

(7) 実効性のあるロードショーの実施について

書面調査・ヒアリング結果において、多くの新規上場会社がロードショーにおける機関投資家からの自社に対する評価を具体的に把握することを希望している現状が確認された。加えて、証券会社から、機関投資家は、もっと緊張感を持って真剣にロードショーに対応すべきとの意見が示された。

したがって、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。このための方策としては、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。

(4) 新規上場会社のロードショーにおけるヒアリング先の希望の反映について

書面調査・ヒアリング結果によれば、既に機関投資家のリストを新規上場会社に示すなどの対応を講じている証券会社も存在するものの、機関投資家とのつながりがない新規上場会社は、ロードショーにおけるヒアリング先の希望を表明できている事例は限られていることが確認された。

したがって、証券会社は、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、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などにより、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。

(4) 仮条件価格帯の幅の大きさに係る基準について

書面調査・ヒアリング結果によれば、一部の証券会社において、投資家に対して判断基準を提供する観点から、仮条件価格帯の幅の大きさに係る基準を設けている事例が確認された。

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証券会社が設けている場合、ロードショーにおける投資家の需要を仮条件価格帯に反映しきれないおそれがある。したがって、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。

(4) 公開価格の設定，上場

ア 現状

公開価格は、機関投資家及び個人投資家を対象として行われるブックビルディングの結果を踏まえて設定される。

我が国の多くの IPO 案件のブックビルディング結果³⁰は、「上限額」又は「成

³⁰ 書面調査対象の証券会社の回答によれば、自社が主幹事を引き受けた全ての IPO 案件において、ブックビルディングの結果が仮条件の上限額に張り付いているとのことであった。

行³¹」での需要申告が大多数を占める（いわゆる「上限額に張り付いた」）状態となっている。この点について、仮条件の上限額を上回る又は下限額を下回る公開価格の設定（以下「仮条件の上限額を上回る公開価格の設定等」という。）や仮条件の訂正については、金融商品取引法令、日本証券業協会が定める自主規制規則等による制度上の制約は存在しない³²。

また、公開価格設定プロセスにおける営業部門の関与については、金融庁が定める「金融商品取引業者向けの総合的な監督指針」（令和3年11月）IV-3-2-2(1)⑤において、著しく不相当と認められる数量、価格その他の条件により引受けを行うことを防止するために、証券会社には、規程類や体制整備が求められている。さらに、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」（平成4年5月13日）第24条において、証券会社は、「必要に応じて投資需要の調査を行う等市場実勢を尊重して適正な募集又は売出しに係る条件を決定することとし、著しく不相当と認められる数量、価格その他の条件により引受けを行うことのないようにしなければならない」、第26条第1項において、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、発行者又は投資者と業務上密接な関係にない部署又は会議体において、これらの価格又は価格の範囲等の妥当性について確認を行わなければならない」とされている。

イ 書面調査・ヒアリング結果

(7) 仮条件の上限額を上回る公開価格の設定等、仮条件の訂正について

a 仮条件の上限額を上回る公開価格の設定等について

(a) 新規上場会社からの書面調査・ヒアリング結果

仮条件の上限額を上回る公開価格の設定等について、書面調査に回答を寄せた新規上場会社の5.5%が「不可能であると説明を受けた」としており、また、67.1%が「説明を受けなかった」としている。さらに、仮条件の上限額を上回る公開価格の設定等について、書面調査に回答を寄せた新規上場会社の49.3%が、「新規上場会社にとって望ましいと考える」としている。

新規上場会社からのヒアリングにおいては、「新規上場会社の立場からすれば、公開価格が引き上げられることになるため望ましいと考える」、「高値であっても購入したいと考える投資家に購入してもらうことができる」との意見が示された。一方、「成行でブックした投資

³¹ 売買価格を明示せず、数量のみを指定して注文をすること。

³² 仮条件を訂正した場合、金融商品取引法第7条第1項の規定に基づき、訂正届出書の提出が必要となる。

家にとっては、仮条件の上限額を上回る公開価格が設定されれば『不意打ち』となり、納得しない投資家が出てくるのではないかと意見も示された。

(b) 証券会社からの書面調査・ヒアリング結果

仮条件の上限額を上回る公開価格の設定等について、調査対象の証券会社の 22.7%が、「金融商品取引法等の法令によって禁止されている」、4.5%が、「日本証券業協会が定める自主規制規則によって禁止されている」としており、また、実際に仮条件の上限額を上回る公開価格の設定等を行ったことがある社はいなかった。一方、仮条件の上限額を上回る公開価格の設定等について、書面調査対象の証券会社の 45.5%が、「需要を正確に反映する観点から望ましいと考える」としている。

証券会社からのヒアリングにおいては、「仮条件を設定した後に市場が動くこともあり得る。米国では、仮条件の上限額を上回る公開価格の設定はよく行われており、健全なことである」との意見が示された。

b 仮条件の訂正について

(a) 新規上場会社からの書面調査・ヒアリング結果

仮条件の訂正については、書面調査に回答を寄せた新規上場会社の 6.8%が「不可能であると説明を受けた」としており、また、57.5%が「説明を受けなかった」としている。さらに、仮条件の訂正について、書面調査に回答を寄せた新規上場会社の 60.3%が、「新規上場会社にとって望ましいと考える」としている。

新規上場会社からのヒアリングにおいては、「仮条件価格帯に新規上場会社が納得できないまま、ブックビルディングで仮条件の上限額に張り付いた場合、主幹事と議論することを前提に、もう一度ブックビルディングを行うことができるのは良いと思う」との意見が示された。一方、「スケジュールが長くなることによる市場変動リスクが心配である」との意見も示された。

(b) 証券会社からの書面調査・ヒアリング結果

書面調査対象の証券会社のうち、仮条件の訂正について、金融商品取引法等の法令や、日本証券業協会が定める自主規制規則によって禁止されていると回答した社はいなかったものの、一方、実際に仮条件を訂正したことがあるとする社もいなかった。さらに、仮条件の訂正について、書面調査対象の証券会社の 68.2%が、「需要を正確に反映する観点から

望ましいと考える」としている。

証券会社からのヒアリングにおいては、「仮条件の訂正は良いと思うが、どのような案件でやり直しを行う等のルール作りを業界として合意できるのか問題となろう」、「仮条件を訂正する場合は、ブックビルディングの結果、仮条件の+何%以内であれば、訂正届出書を提出せずに仮条件を訂正し、再度のブックビルディングを行えるようになれば良いと思う」との意見が示された。一方、「訂正届出書を提出すれば仮条件を訂正することができることは知っているが、限られたスケジュールでやり直すことは難しいし、ブックビルディングをやり直した場合に、投資家がもう一度対応してくれるかは分からない」、「機関投資家は、決裁を取り直すこととなるだろうから、機関投資家が肯定的な意見を示すかは分からない」との意見も示された。

(4) 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について

a 新規上場会社からのヒアリング結果

新規上場会社からのヒアリングにおいては、「個人投資家に売りやすいように公開価格を下げさせる傾向があると聞いたことがある」、「直接動きが見えたわけではないが、当社の公開価格は、リテール営業の圧力が働いた結果の数字だと考えている」との意見が示された。

b 証券会社からの書面調査・ヒアリング結果

調査対象の証券会社のうち、想定発行価格、仮条件、公開価格、それぞれについて、営業部門と合同の会議を開催するなど、営業部門の意見を反映する仕組みとなっているとした社の割合は、次のとおりである。

想定発行価格	27.3%
仮条件	36.4%
公開価格	27.3%

なお、前記の「営業部門」には、個人投資家向け営業部門のみならず、機関投資家向け営業部門等も含まれている点に留意する必要がある。

証券会社からのヒアリングにおいては、「引受部門のみで価格を決めてしまうと新規上場会社の意向が強く反映されてしまう可能性があるところ、透明性の担保のため、営業部門も入れて、新規上場会社にとって納得感のある水準を目指し、牽制的な会議を行っている」、「価格の検討に当たっては、機関投資家の意見やアナリストの意見を反映している。個人投資家にはプライシング能力がないため、個人投資家向け営業部門の意見は反映していない。プライシングの最終権限は飽くまで中立的な立場にあるエ

クイティ・キャピタル・マーケット部門³³にある。新規上場会社の利益だけハイライトされるのはどうかと思う。投資家の意見も汲んで最適解を作成するのが、証券会社の役目だと考えている」との意見が示された。一方、「個人投資家への販売が中心となるから、なるべく価格を低くしたいという力が働くのだろう。どの証券会社もアナリストに分析してもらい公開価格を設定すべきである」との意見も示された。

ウ 競争政策上の考え方

(7) 仮条件の上限額を上回る公開価格の設定等、仮条件の訂正について

書面調査・ヒアリング結果によれば、仮条件の上限額を上回る公開価格の設定等については法令等により不可能であると、仮条件の訂正については実務上難しいと認識している証券会社が一定程度存在し、そのために仮条件の上限額を上回る公開価格の設定等、仮条件の訂正が実施できていない場合がある現状が確認された。一方、仮条件の上限額を上回る公開価格の設定等については投資者保護の観点から対策が必要であることや、仮条件の訂正については上場スケジュールの見直しが必要となる可能性があることの懸念も示されたところである。

したがって、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し、競争政策上望ましい。

なお、その際には、投資者保護や上場日への影響に十分留意する必要がある。

(4) 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について

書面調査・ヒアリング結果によれば、新規上場会社からは、特に個人投資家向けの営業部門の関与によって、公開価格設定プロセスに影響を与えていることを懸念する意見が示された。一方、証券会社からは、一部の証券会社において各価格の設定に際し営業部門の意見を反映する仕組みを採っている実態はあるものの、個人投資家向け営業部門が公開価格設定プロセスに影響を与えている事例は確認できなかった。

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

³³ 証券会社において、株式発行による資金調達を担当する部門のこと。IPO時の公開価格の設定プロセスにおいて、中心的な役割を果たしている。

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。

(5) その他

ア 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について

(7) 書面調査・ヒアリング結果

a 新規上場会社からの書面調査・ヒアリング結果

書面調査に回答を寄せた新規上場会社のうち、共同主幹事証券会社の追加を希望した社の66.7%が「追加できた」と回答した一方、33.3%が「追加したかったができなかった」と回答し、主幹事の変更を希望した社の71.4%が「変更できた」と回答した一方、28.6%が「変更したかったができなかった」と回答した。なお、共同主幹事証券会社の追加又は主幹事の変更を希望しなかった社は、書面調査に回答を寄せた新規上場会社の58.9%であった。

新規上場会社からのヒアリングにおいては、「共同主幹事証券会社の追加は面倒を見切れないと断られた」、「主幹事を変更する場合、上場予定日が1年ほど延びてしまうとと言われてしまい、スケジュールの関係で主幹事の変更に踏み切ることができなかった」との意見が示された。

b 証券会社からの書面調査・ヒアリング結果

書面調査対象の証券会社の63.6%が、「自社が主幹事を務めている案件において、他の証券会社が共同主幹事証券会社として追加されることを認めた」と回答し、36.4%が「断った」と回答した。

共同主幹事証券会社の追加又は主幹事の変更の阻害要因については、書面調査対象の証券会社からは、「主幹事を変更又は共同主幹事証券会社を追加するに当たり、IPOを行おうとする企業の負担が重いこと」(81.8%)、「IPOプロセスは、IPOを行おうとする企業よりも、当初からの主幹事がリードするケースが多いこと」(40.9%)の順に回答率が高かった。

共同主幹事証券会社の追加については、証券会社からのヒアリングにおいて、「発行規模が小さい案件では、共同主幹事証券会社を追加されると、上場準備サポートに係るコストが回収できない」、「共同主幹事案件であっても各証券会社は単独で主幹事を務めるのと同様の労力が割かれる。もし

全案件が共同主幹事案件になってしまったら、証券会社は引き受ける案件の選別を始めるだろう」との意見が示された。また、「上場審査が終わってからバリュエーションの議論を始めるのは遅い。公開価格設定プロセスにおける新規上場会社の納得感が低いことを解消するために改善すべき点は、主幹事が新規上場会社との間でコミュニケーションが図れていない等、相互理解ができていないことである」との意見も示された。

さらに、主幹事の変更については、証券会社からのヒアリングにおいて、「証券会社間で審査資料の引継ぎは行っていないが、新規上場会社が持っている資料を変更後の主幹事に渡すことは止めていない。しかし、推薦に係る心象形成は個々の証券会社において行われるべきである。それゆえ、上場日はおのずから延期となる」との意見が示された。

(4) 競争政策上の考え方

書面調査・ヒアリング結果によれば、共同主幹事証券会社の追加又は主幹事の変更について、新規上場会社が希望したものの、断念したという事例が確認された。

公開価格設定プロセスにおいては、新規上場会社と主幹事との間で交渉が行われるところ、共同主幹事証券会社が第三者としてこれに加わることで、客観的な視点から価格の妥当性を検討することができ、より適切に需給を反映した価格設定が可能となることが期待される。また、IPO プロセスの途中であっても、自らの企業の価値を適切に理解すると考える証券会社を、新規上場会社が主体的に選択できれば、より新規上場会社自らが考える企業の価値に見合い、納得感がある公開価格の設定が可能になると考えられる。

しかし、共同主幹事証券会社の追加又は主幹事の変更が難しくなっている背景には、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回収など、新規上場会社と証券会社のそれぞれの事情があり、共同主幹事証券会社の追加又は主幹事の変更によるメリットがデメリットを上回らないことも考えられる。

したがって、まずは、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。その上で、必要な情報共有を妨げない観点から、証券会社は、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など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。

イ セカンドオピニオンについて

(7) 書面調査・ヒアリング結果

a 新規上場会社からの書面調査・ヒアリング結果

書面調査に回答を寄せた新規上場会社の 42.5%が、「セカンドオピニオンを聴取する機会があった」としており、そのうちの 38.7%が、「想定発行価格、仮条件、公開価格の水準にセカンドオピニオンが反映された」としている。また、書面調査に回答を寄せた新規上場会社の 75.3%が、「セカンドオピニオンを聴取する機会があれば望ましい」としている。

新規上場会社からのヒアリングにおいては、「セカンドオピニオンを実施することにより、主幹事に対する交渉材料を得ることができるため、新規上場会社にとって望ましい」との意見が示された。また、「証券会社にとっても、セカンドオピニオンに対応することで、引受割合の上昇や、主幹事の変更を狙うことができる」との意見も示された。

一方、自社の IPO における経験について、新規上場会社からのヒアリングにおいては、「主幹事の営業担当者から、セカンドオピニオンは考慮しないと伝えられていた」、「自社が主幹事を引き受けた際のことを考え、他社が主幹事を務める IPO について、バリュエーションは行わないという慣行があると思われる」との意見が示された。また、セカンドオピニオンを提示しても、主幹事に取り合ってもらえなかったとの事例もあった。

b 証券会社からの書面調査・ヒアリング結果

書面調査対象の証券会社の 45.5%が、「自社が主幹事を引き受けた案件について、新規上場会社からセカンドオピニオンを提示されたことがある」としており、そのうちの 80.0%が、「公開価格設定プロセスにおいてセカンドオピニオンを考慮したことがある」としている。また、50.0%が、「自社が主幹事を引き受けていない案件について、セカンドオピニオンを求められたことがある」としている。

証券会社からのヒアリングにおいては、「セカンドオピニオンを聴取することは有益であると思う」、「セカンドオピニオンに応じる場合も、新規上場会社に対する深い理解が必要である。共同主幹事証券会社を務めていない案件では、意味のあるセカンドオピニオンを出しきれない」との意見が示された。

(4) 競争政策上の考え方

書面調査・ヒアリング結果によれば、セカンドオピニオンを聴取している新規上場会社は、既に一定程度存在しているものの、主幹事が新規上場会社に、あらかじめ「セカンドオピニオンは考慮しない」旨を伝えるなど、新規上場会社がセカンドオピニオンを聴取しないように働きかけている可能性のある事例が確認された。証券会社からは、共同主幹事証券会社の提示する意見でなければ、実効的なセカンドオピニオンとはならないとの指摘もあったほか、証券会社にとっては、セカンドオピニオンに対応することで、引受割合の上昇や、主幹事の変更を狙うことができるとの意見も示された。

したがって、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を聴取することは、客観的な視点から価格の妥当性を検討することができ、より適切に需給を反映した価格設定が可能となるだけでなく、主幹事の変更可能性を高め得るものであることから、証券会社間の競争を促進することとなると考えられる。このため、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。

なお、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、上記ア(イ)のとおり、証券会社が新規上場会社の納得感を高めるように協議を行った上でもなお、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。

ウ 主幹事による新規上場株式の高い引受割合の要請について

(7) 書面調査・ヒアリング結果

a 新規上場会社からのヒアリング結果

新規上場会社からのヒアリングによれば、主幹事から高い引受割合を、意に反して要請されたとする新規上場会社はいなかったものの、「主幹事から 80%~90%に上る高い引受割合を要請された」との意見や、「引受割合は新規上場会社がイニシアティブを持って決めることができると考えていたが、主幹事との力関係によって交渉することができなかった」との意見が示された。また、「主幹事以外の証券会社を引受シ団に加えることで、セカンドオピニオンを聴取したい」との意見も示された。

b 証券会社からの書面調査・ヒアリング結果

書面調査対象の証券会社の全てが、主幹事を引き受ける際、新規上場会社に対し、自社に一定割合の引受割合を確保できるよう求めているとして

いる。また、求めている引受割合は、80%以上である場合が多い。

証券会社からのヒアリングにおいては、「新規上場会社に高い引受割合を強要しないことは当たり前である」との意見が示された。一方、「主幹事は新規上場会社に対する理解が深いので、より適切な配分先の投資家がかかるし、引受手数料によって、上場準備サポートに係る費用を回収している」、「証券会社も一定の収益が上がることを見込めない場合には、主幹事を引き受けることができないが、引受割合を高くすることを『良し』としているわけでもない。」との意見もされた。

(4) 競争政策上の考え方

書面調査・ヒアリング結果によれば、主幹事は、80%以上の引受割合を新規上場会社に求めている場合が多く、主幹事から高い引受割合を、意に反して要請されたとする新規上場会社はいなかったものの、主幹事との力関係によって交渉できなかったとの事例や、主幹事以外の証券会社に株式を引き受けてもらうことで、セカンドオピニオンを聴取したいとの新規上場会社の意向が確認された。他方で、証券会社からは、引受手数料によって上場準備サポート等の業務に要する費用を賄っているため、特に発行規模が小さなIPO案件では一定程度の引受割合が必要との意見も示された。

主幹事が新規上場株式の高い割合を引き受けた場合、他の証券会社が引き受けられる株式の数が限られてしまい、他の証券会社による新規上場株式の引受けを阻害するおそれがあり、これにより、新規上場会社がセカンドオピニオンの聴取を希望したにもかかわらず、セカンドオピニオンを求めることができる証券会社が限られてしまい、セカンドオピニオンを聴取できないおそれがある。

したがって、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。

エ 主幹事引受けに係る参入障壁について

(7) 現状

第3の2(4)のとおり、現状、主幹事引受実績のある証券会社の数が限られている。

これについて、主幹事の引受けに当たっては、引受業務に係る規制として、金融商品取引法令が定める最低資本金の要件を満たすことや、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」にのっとり対応が求められるほか、上場推薦に係る規制として、東京証券取引所が定める「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」(平成20年1月1日)に基づき、独立の上場適格性調査部門を設置することが求められている。

(4) 証券会社・東京証券取引所からのヒアリング結果

a 証券会社からのヒアリング結果

証券会社からのヒアリングにおいては、IPO案件の主幹事引受実績が限られる証券会社からは、「今後、IPO案件の主幹事引受けを拡大したい」との意見が示された。また、主幹事引受実績のない証券会社からは、「当社において、上場適格性調査部門のような部署に在籍している人員が1~2名程度しかおらず、独立した部署を設置することは難しい」との意見が示された。

b 東京証券取引所からのヒアリング結果

東京証券取引所からのヒアリングにおいては、「上場をサポートする立場にとられず、上場適格性を判断する必要があるため、専任の担当者を置くこととしていることから、独立の上場適格性調査部門の設置に係る要件を緩和することは適切でない。一方、証券会社が行う推薦審査に係る事項を東京証券取引所において『見える化』するなど、ルールに分かりにくい点を明示していくことは、主幹事を務める証券会社の裾野を拡大する観点から重要だと思う」との意見が示された。

(4) 競争政策上の考え方

主幹事を引き受けるためには、一定程度の制度上の制約は存在し、現状、主幹事引受実績のある証券会社の数が限られているところ、主幹事を務める証券会社の数が増えるならば、証券会社間の競争を促進し、新規上場会社にとって、自らの企業の価値をより適切に理解する主幹事を選択することが容易になると考えられる。このため、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。

2 上場のための選択肢の多様性に係る実態

本調査においては、新規上場会社にとって自分に合った上場方式が選べるようになっているか否かについて、競争政策上の課題の有無を検討するために、以下の点について、実態把握を行った。

- ・ 上場方式の多様化に対する考えについて

- ・ マザーズへの上場方式として、ダイレクトリスティングを認めることの是非について
- ・ ブックビルディング方式以外の方式の実施の可否について

(1) 現状

第3の1のとおり、東京証券取引所が定める有価証券上場規程施行規則第233条によれば、上場前の公募等の手続として、ブックビルディング方式と入札方式とのいずれかが選択できる。入札方式は、かつて我が国において公開価格の設定のために用いられた方式であり、例えば平成4年時点において行われていた方式では、公開株式数の50%以上について、主幹事が算定した理論価格の85%を下限值として入札が行われ、残りの株式については、落札価格の加重平均価格を基準として、入札状況、期間リスク、需要見通し等を総合的に勘案して設定した価格を公開価格とし、それを証券会社が引き受け、販売することとなっていた³⁴。

また、上場の方法としては、上場時に新株を発行せず、既存の株式を証券会社による引受けを伴わずに直接取引所に上場する、ダイレクトリスティングも存在する³⁵。

なお、マザーズへの上場に際しては、東京証券取引所が定める有価証券上場規程（平成19年11月1日）第212条第3号により、500単位以上の新株発行が要件とされている³⁶ため、マザーズへは、ダイレクトリスティングによる上場を行うことはできない。

(2) 書面調査・ヒアリング結果

ア 上場方式の多様化に対する考えについて

(7) 新規上場会社からの書面調査・ヒアリング結果

書面調査に回答を寄せた新規上場会社の32.9%が、「入札方式が選択肢の一つとなることは望ましい」としており、54.8%が、「ダイレクトリスティングが選択肢の一つとなることは望ましい」としている。

なお、書面調査に回答を寄せた新規上場会社のうち、主幹事から、入札方式について説明を受けた社は12.3%であり、ダイレクトリスティングについて説明を受けた社はいなかった。また、入札方式について、説明を受けた又は説明を受けなかったが知識として知っていた社のうち、入札方式を希望し

³⁴ 「会員におけるブックビルディングのあり方等について-会員におけるブックビルディングのあり方等に関するワーキング・グループ報告書-」（平成19年11月21日、日本証券業協会）3・4頁。

³⁵ 日本におけるダイレクトリスティングの例としては、平成11年に杏林製薬株式会社が市場第二部に上場する際に行ったことが挙げられる。

³⁶ なお、令和4年4月4日に市場区分の見直しが行われた後も、グロース市場において、新株発行の要件が継続する。

た社は 2.7%であり、説明を受けなかったので知らなかった社のうち、知っていれば入札方式を希望した社は 19.4%であった。ダイレクトリスティングについては、説明の有無にかかわらず、希望した社はいなかった。

新規上場会社からのヒアリングにおいては、「上場方式を複数の選択肢から選択できることはいいことだと思う」、「会社のカラーに応じて上場方式を選べるのは大事だろう」との意見が示された。一方、「入札方式をあえて採用するインセンティブがない」、「実績がないにもかかわらず制度だけあっても困る」との意見も示された。

(4) 証券会社からの書面調査・ヒアリング結果

書面調査対象の証券会社の 13.6%が、「入札方式が選択肢の一つとなるのは望ましい」としている。

なお、書面調査対象の証券会社のうち、入札方式について新規上場会社に説明している社は 9.1%であり、ダイレクトリスティングについて説明している社はいなかった。

証券会社からのヒアリングにおいては、「現状ブックビルディングが最適という考え方には変わらない」、「ブックビルディング方式では、上場後において、機関投資家がどう評価するかということを加味してプライシングできるが、入札方式ではそういったことができないため、入札方式では、確実に何かしらの問題が起こるだろう」との意見が示された。一方、「ダイレクトリスティングは、証券会社が推薦審査を行う際に受け取るフィーの問題を解決できるのであれば、行うこと自体は否定しない」、「現在、IPO 案件に係るコンサルティングフィーは、引受手数料を加味して設定しているところ、ダイレクトリスティングの場合は、それを加味しないでコンサルティングフィーを設定することになる」との意見が示された。

イ マザーズへの上場方式として、ダイレクトリスティングを認めることの是非について

(7) 新規上場会社からの書面調査・ヒアリング結果

書面調査に回答を寄せた新規上場会社の 46.6%が、「マザーズへの上場方式として、ダイレクトリスティングを認めることが望ましい」としている。

新規上場会社からのヒアリングにおいては、「資金調達とは別途行うから取り急ぎ上場したいという需要は一定程度あるだろうから望ましい」との意見が示された。一方、「新規上場会社の負担が大きく、新株発行を行わないので資金調達ができないことから、選択する会社は少ないのではないか」との意見も示された。

(4) 証券会社からの書面調査・ヒアリング結果

調査対象の証券会社の 27.3%が、「マザーズへの上場方式として、ダイレクトリスティングを認めることが望ましい」としている。

証券会社からのヒアリングにおいては、「ダイレクトリスティングを認めてもよいのではないか。資金調達を伴わずにマザーズに上場したい会社もあるだろう」との意見が示された。

(5) 東京証券取引所からのヒアリング結果

東京証券取引所からのヒアリングにおいては、「市場第一部、市場第二部、JASDAQ や（市場区分見直し後の）プライム市場、スタンダード市場においては、制度上、ダイレクトリスティングを可能としている。一方、マザーズや（市場区分見直し後の）グロース市場については、成長企業向け市場というコンセプトから、IPO での成長資金の調達を要件としており、ダイレクトリスティングを想定していない」との意見が示された。

ウ ブックビルディング方式以外の方式の実施の可否について

書面調査対象の証券会社の 81.8%が、新規上場会社がブックビルディング方式以外の方式を希望したとして、「現状、対応することは不可能である」としている。

証券会社からのヒアリングにおいては、「経験者がいない。また、どれだけ新規上場会社が入札方式やダイレクトリスティングを希望するか分からないため、コストをかけて体制を整備することは考えられない」との意見が示された。

(3) 競争政策上の考え方

複数の選択肢があれば、新規上場会社にとって自分に合った上場方式を選ぶことが可能となり、納得感が高まるとともに、新規上場会社に対して魅力的な上場方式を提案できる証券会社が主幹事として選定されるようになるなど、主幹事業務に係る証券会社間の競争が促進されると考えられる。このため、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。

他方、入札方式やダイレクトリスティングについて、証券会社からは、新規上場会社からの需要が分からない中で体制を整備することを懸念する意見が示された。このため、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、入札方式の在り方について、今後検討することが望まれる。

なお、新規上場会社からは、証券会社による引受けを伴わずに、直接上場することができれば、上場申請に必要な体制整備等に係る手数料を別途支払う必要は生じるものの、新規上場会社の募集・売出しに係るコスト負担を下げつつ、知名度・信用力の向上などの上場による利益を享受することができることから、マザーズへの上場方式として、ダイレクトリスティングを認めることが望ましいとの意見が示された。

3 IPOに係る取引慣行における独占禁止法上の論点

本調査においては、以下のような独占禁止法上問題となり得る行為の有無について、確認した。

- ・ 銀行やベンチャーキャピタルの影響力を行使することなどによる、新規上場会社への特定の証券会社を主幹事とするもの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
- ・ 引受手数料の料率（現在、8%としている証券会社が多い）に関する証券会社間の情報交換等
- ・ 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などして、新規上場会社に不当に不利益を与えること

(1) 特定の証券会社を主幹事とするもの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について

ア 書面調査・ヒアリング結果

(7) 新規上場会社からの書面調査・ヒアリング結果

回答を寄せた新規上場会社の11%が、取引銀行や出資を受けていたベンチャーキャピタルなどから、特定の証券会社を主幹事とするよう要請を受けたことがあるとしている。一方、新規上場会社からのヒアリング等においては、その要請に対し、自らの意に反して受け入れたとする社はいなかった。

(4) 証券会社からの書面調査・ヒアリング結果

調査対象の証券会社の36.4%が、主幹事を引き受けようとするプロセスにおいて、他の証券会社の干渉又は妨害を受けたとしている。

また、証券会社からのヒアリングにおいては、一部の証券会社から、「他の証券会社により、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に対する影響力を行使され、主幹事引受けを妨害されたことがある」との意見が示された。

イ 独占禁止法上の考え方

書面調査・ヒアリング調査において、他の証券会社の主幹事引受けに対して不当に妨害を行うという明確な実態は確認できなかったが、仮に、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。

(2) 引受手数料の料率に関する証券会社間の情報交換等について

ア ヒアリング結果

新規上場会社及び証券会社からのヒアリングにおいては、引受手数料の料率に関する証券会社間の情報交換等が行われているとの情報に接したとする社はいなかった。

イ 独占禁止法上・競争政策上の考え方

ヒアリング調査において、引受手数料の料率に関する証券会社間の情報交換等が行われているという明確な実態は確認できなかったが、仮に、今後、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。

(3) 交渉力の強い主幹事により、公開価格が一方向的に設定されるなどして、新規上場会社に不当に不利益を与えることについて

ア 書面調査・ヒアリング結果

(7) 新規上場会社からの書面調査・ヒアリング結果

回答を寄せた新規上場会社のうち、想定発行価格、仮条件、公開価格の設定について、主幹事が主導していたとする社の割合は、次のとおりである。

想定発行価格	82.2%
--------	-------

仮条件	93.2%
公開価格	91.8%

新規上場会社からのヒアリングにおいては、「公開価格の設定に係る一連のプロセスは、新規上場会社と主幹事との契約ではないものの、そのプロセスを進める主体は主幹事である」との意見が示された。また、「仮条件の上限額が一方的に決定されたものの、推薦審査の終了後は、上場予定日の大幅な延期なしには主幹事を変更できないところ、上場予定日の大幅な延期は受け入れ難かったため、主幹事を変更できなかった」との意見が示された。

(4) 証券会社からのヒアリング結果

証券会社からのヒアリングにおいては、公開価格設定プロセスについて、「主幹事から新規上場会社に対して案内が必要となるため、主幹事主導となる」との意見が示された。

また、自社が新規上場会社と締結する契約において、「公開価格の設定」が明示的に規定されているとする証券会社はいなかった。

イ 独占禁止法上の考え方

独占禁止法は、第2条第9項第5号において、「自己の取引上の地位が相手方に優越していることを利用して、正常な商慣習に照らして不当に」、「ハ（中略）その他取引の相手方に不利益となるように取引の条件を設定し、若しくは変更し、又は取引を実施すること」を不公正な取引方法の1類型である「優越的地位の濫用」と規定し、第19条において禁止している。

これについて、公開価格設定プロセスは推薦審査の終了後に行われるところ、上場予定日の延期を希望しない新規上場会社にとっては、この段階で主幹事を変更することは困難であるため、主幹事が、新規上場会社にとって著しく不利益な要請等を行っても、新規上場会社はこれを受け入れざるを得ないと考えられ、公開価格設定プロセスにおいては、主幹事は、新規上場会社に対し、優越的地位にある場合があると考えられる。

また、新規上場会社が、主幹事に対し、十分な根拠をもって公開価格を一定額以上とするよう主張したにもかかわらず、主幹事が、それを下回る金額で一方的に公開価格を設定し、新規上場会社が主張した公開価格を大幅に上回る初値が付いた際には、新規上場会社は、自らが主張した公開価格によってより多くの資金を調達した可能性があることから、主幹事は、新規上場会社に不利益になるよう新規上場会社との間における主幹事業務の取引を実施したものと考えられる場合がある。

したがって、書面調査・ヒアリング調査において、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などして、新規上場会社に不当に不利益を与えるという明確な実態は確認できなかったが、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）。例えば、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、①第4の1(2)のとおり、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第4の1(5)アのとおり、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、③第4の1(5)イのとおり、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、④第4の1(5)ウのとおり、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。

第5 公正取引委員会の今後の取組等

本報告書においては、IPO 時の公開価格設定プロセスについて、新規上場会社及び証券会社を対象に調査を実施した上で、以下の①ないし⑬については、競争政策上の考え方を明らかにし、⑭及び⑮ないし⑰については、独占禁止法上の考え方を明らかにした。

- ① 証券会社ごとの発行規模別の平均初期収益率など主幹事の選定に資する情報の公表
- ② プレヒアリングの実施
- ③ IPO ディスカウントの実施方法
- ④ 実効性のあるロードショーの実施
- ⑤ 新規上場会社のロードショーにおけるヒアリング先の希望の反映
- ⑥ 仮条件価格帯の幅の大きさに係る基準の設定
- ⑦ 仮条件の上限額を上回る公開価格の設定等及び仮条件の訂正
- ⑧ 個人投資家向け営業部門の関与
- ⑨ 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

- ⑩ セカンドオピニオンの聴取
- ⑪ 主幹事による高い引受割合の要請
- ⑫ 主幹事引受けに係る参入障壁
- ⑬ 上場のための選択肢の多様性の確保
- ⑭ 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
- ⑮ 引受手数料の料率に関する証券会社間の情報交換等
- ⑯ 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などして、新規上場会社に不当に不利益を与えること

公正取引委員会としては、本報告書で示した考え方を金融庁、日本証券業協会及び東京証券取引所に申し入れることにより、これらの機関や証券会社等において、具体的な対応策の検討や自主的な取組が行われ、IPO時の公開価格設定プロセスにおいて公正かつ自由な競争が促進されることを期待する。

加えて、今回は明確な事例は確認できなかったが、今後、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。

また、競争環境の整備の観点からは、IPO時の公開価格設定プロセスにおける市場環境において生じている問題に関して、問題点を指摘した。今後これらの論点に関しては、適切な検討が行われ、競争政策上の課題が解消された結果、新規上場会社の選択肢が多様化し、自らの事業を成長させていくために必要な資金が調達しやすくなり、市場における成長を促進する環境が整うことで、ひいては我が国の経済全体の活性化につながることを望まれる。