

**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**

## 調査趣旨

- 「成長戦略実行計画」（令和3年6月18日閣議決定）では、日本の新規株式公開（IPO）について、初値が、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、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、「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～」（令和3年11月8日新しい資本主義実現会議決定）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、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等について実態把握を行った。

## 調査方法

## 書面調査

## ①過去1年間にIPOを行った企業

対象数：97社

回答数：75社（回答率77.3%）

## ②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

対象数：22社

回答数：22社（回答率100%）

## ヒアリング調査

## ①過去1年間にIPOを行った企業 15社

## ②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

## ③東京証券取引所

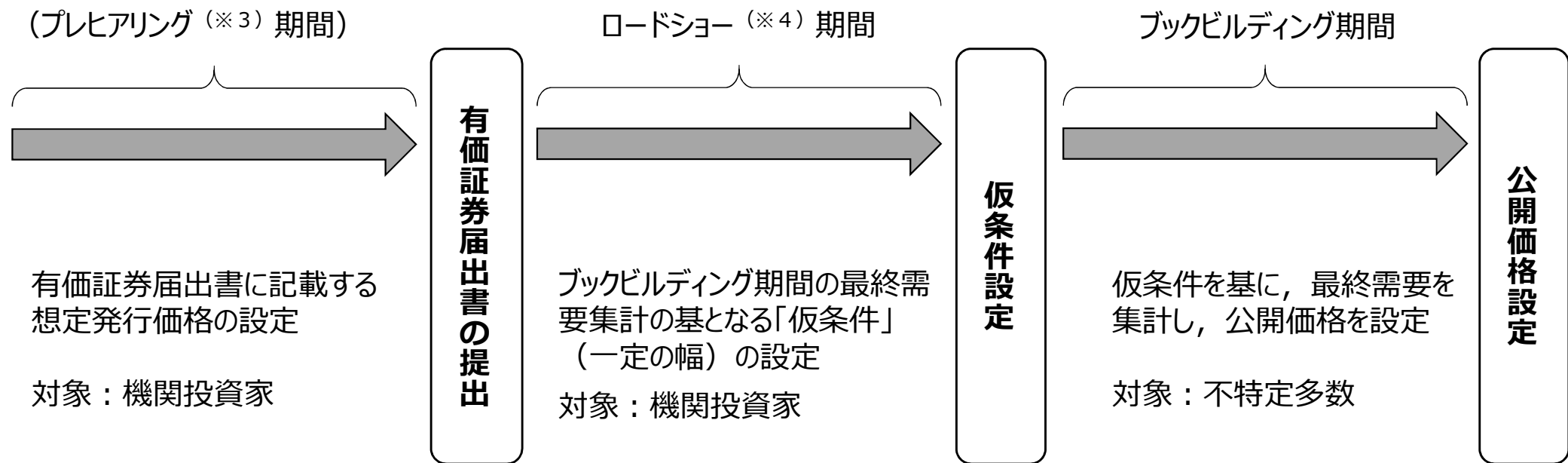
# ブックビルディング方式による公開価格設定プロセスの概要

- IPO時の上場前の公募等の手続として、ブックビルディング方式（※1）と入札方式（※2）とのいずれかを選択することができる。
- 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IPO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。

（※1）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（ブックビルディング）を行った上で公開価格を設定する方式をいう。

（※2）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をいう。

## 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



（※3）有価証券届出書の提出前に、主に機関投資家に対して行う需要の見込みに関する調査をいう。  
 日本証券業協会が定める自主規制規則では、法人関係情報を提供した上で行うプレヒアリングの実施は原則として禁止されている。

（※4）主に機関投資家に対して行う会社説明会をいう。

注：主幹事は、公開価格設定プロセスの2～3年前から、新規上場会社に対し、申請に係る書類の作成等の上場準備のサポート業務を提供する。

# IPOに係る市場の動向

## 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） 及び新規上場会社数（令和2年）

市場名	上場会社数 (令和3年10月31日時点)	新規上場会社数 (令和2年)
市場第一部	2,184社	6社
市場第二部	469社	9社
マザーズ	394社	63社
JASDAQ	693社	14社
TOKYO PRO Market	46社	10社
合計	3,786社	102社

## 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%

## 市場ごとの発行規模の状況 (平成29年～令和元年)

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	3兆5,470億円 <b>618億円</b> 85億円	6,013億円 <b>48億円</b> 8億円	7,223億円 <b>207億円</b> 26億円	7兆36億円 <b>613億円</b> 254億円	2兆6,461億円 <b>249億円</b> 28億円
東証二部	1,087億円 <b>155億円</b> 58億円	28億円 <b>12億円</b> 3億円	173億円 <b>49億円</b> 15億円	264億円 <b>116億円</b> 33億円	159億円 <b>18億円</b> 8億円
マザーズ	622億円 <b>22億円</b> 2億円	61億円 <b>2億円</b> ▲31億円	310億円 <b>5億円</b> ▲1億円	6,767億円 <b>120億円</b> 25億円	1,307億円 <b>13億円</b> 1億円
JASDAQ スタンダード	136億円 <b>47億円</b> 10億円	13億円 <b>3億円</b> 1億円	39億円 <b>9億円</b> 2億円	469億円 <b>58億円</b> 16億円	35億円 <b>8億円</b> 4億円
TOKYO PRO Market	212億円 <b>16億円</b> 1億円	3億円 <b>1億円</b> ▲0億円	63億円 <b>2億円</b> 0億円	64億円 <b>7億円</b> 1億円	9億円 — 3億円

- 令和2年に東京証券取引所に上場した新規上場会社のうち約6割がマザーズに上場している。
- 主幹事引受実績の上位5社で90.2%のシェアを占めている。

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

上2表の出典：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。  
 左1表の出典：東京証券取引所ウェブサイトから抜粋。

### 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

#### (2) 想定発行価格の設定

プレヒアリングの実施

IPOディスカウントの実施方法

#### (3) 仮条件の設定

実効性のあるロードショーの実施

ロードショーにおけるヒアリング先の希望の反映

仮条件価格帯の幅の大きさに係る基準の設定

#### (4) 公開価格の設定, 上場

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

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

#### (5) その他

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

セカンドオピニオンの聴取

主幹事による高い引受割合の要請

主幹事引受けに係る参入障壁

### 2 上場のための選択肢の多様性に係る実態

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

### 3 IPOに係る取引慣行における独占禁止法上の論点

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

引受手数料の料率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

## 《(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

#### 新規上場会社からの書面調査・ヒアリング結果

- ✓ 主幹事を選定するに当たり考慮した事項は，回答率が高い順に，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%）であった。
- ✓ 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した回答社は，53.4%であった。



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。

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。



証券会社にとってある種の牽制にはなり得るだろう。

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上場会社が多いのではないか。



#### 証券会社からの書面調査・ヒアリング結果

- ✓ 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した回答社は，40.9%であった。



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。

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。



#### 競争政策上の考え方

- 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。



### プレヒアリングの実施

#### 新規上場会社からの書面調査・ヒアリング結果

- ✓ プレヒアリング※の実施は可能だと認識していたのは回答社の39.7%，そのうちの58.6%が，実際にプレヒアリングを行ったと回答した。
- ✓ 実際にプレヒアリングを行った回答社のうち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た。



(プレヒアリングを実施することで) 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。

※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。

#### 証券会社からの書面調査・ヒアリング結果

- ✓ 実際にプレヒアリングを行ったことがあるとした回答社は，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した回答社のうち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認識しており，そのうち全ての社が，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た。



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。

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。



### 競争政策上の考え方

- 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。

# 1 公開価格の設定

## 《(2) 想定発行価格の設定②》

### IPOディスカウントの実施方法

#### 新規上場会社からの書面調査・ヒアリング結果

- ✓ 全ての回答社が、IPOディスカウントが実施されたとしているが、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、一部にとどまった。

主幹事から「貴社の業界の場合ディスカウントは30%が相場である。」との説明を受けた。

主幹事から「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。」との説明を受けた。

主幹事から「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。」との説明を受けた。

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。

#### 証券会社からの書面調査・ヒアリング結果

- ✓ 回答社の90.9%が、IPOディスカウントを行っているとした。
- ✓ 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%）。

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。

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。

#### 競争政策・独占禁止法上の考え方

- 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。



### 実効性のあるロードショーの実施

#### 新規上場会社からのヒアリング結果

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。

(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投資家がどう評価したか把握することにつながる。

#### 証券会社からのヒアリング結果

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。

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。

新規上場会社の方も開示された方が納得感があるろう。

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。

#### 競争政策上の考え方

- 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。

# 1 公開価格の設定

## <<(3) 仮条件の設定②>>

### ロードショーにおけるヒアリング先の希望の反映

#### 新規上場会社からの書面調査・ヒアリング結果

- ✓ 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したのは、回答社の1.4%であった。
- ✓ 一方、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たのは、回答社の61.6%であった。



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。



#### 証券会社からの書面調査・ヒアリング結果

- ✓ 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た全ての回答社が、新規上場会社の希望を採用したと回答。



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。

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。



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。

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。



#### 競争政策上の考え方

- 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。


### 仮条件価格帯の幅の大きさの基準の設定

#### 新規上場会社からのヒアリング結果


- ✓ 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。

#### 証券会社からの書面調査・ヒアリング結果

- ✓ 回答社の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た。



当社としては、仮条件価格帯の幅の基準はなく、純粋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。



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。

#### 競争政策上の考え方

- 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。

### 仮条件の上限額を上回る公開価格の設定等

#### 新規上場会社からの書面調査・ヒアリング結果

- ✓ 不可能であると説明を受けたとした回答社は5.5%, 説明を受けなかったとした回答社は67.1%であった。
- ✓ 回答社の49.3%が, 仮条件の上限額を上回る公開価格の設定等は, 新規上場会社にとって望ましいと考えている。

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。

成行でブックした投資家にとっては, 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懸念する。

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考える。

#### 証券会社からの書面調査・ヒアリング結果

- ✓ 回答社の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と認識し, 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認識していた。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。
- ✓ 回答社の45.5%が, 仮条件の上限額を上回る公開価格の設定等は, 需要を正確に反映する観点から望ましいと考えている。

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。

## 「(4) 公開価格の設定, 上場①」

### 仮条件の訂正

#### 新規上場会社からの書面調査・ヒアリング結果

- ✓ 不可能であると説明を受けた回答社は6.8%, 説明を受けなかった回答社は57.5%であった。
- ✓ 回答社の60.3%が, 仮条件の訂正について, 新規上場会社にとって望ましいと考えている。

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。

スケジュールが長くなることによる市場連動リスクが心配である。

#### 証券会社からの書面調査・ヒアリング結果

- ✓ 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社もいなかった。
- ✓ 回答社の68.2%が, 仮条件の訂正について, 需要を正確に反映する観点から望ましいと考えている。

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。

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。

### 競争政策上の考え方

- 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。

### 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

#### 新規上場会社からのヒアリング結果



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。



#### 証券会社からの書面調査・ヒアリング結果

✓ 回答社のうち、想定発行価格については27.3%、仮条件については36.4%、公開価格については27.3%が、それぞれの価格について、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。



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。

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。



#### 競争政策上の考え方

- 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。



### 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

#### 新規上場会社からの書面調査・ヒアリング結果

- ✓ 共同主幹事証券会社を追加したかった回答社のうち、追加できなかった社は33.3%であった。
- ✓ 主幹事を変更したかった回答社のうち、変更できなかった社は28.6%であった。

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云われ、スケジュールの関係で変更できなかった。

#### 証券会社からの書面調査・ヒアリング結果

- ✓ 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回答社は63.6%、断った回答社は36.4%であった。
- ✓ 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、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。

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。

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。

#### 競争政策上の考え方

- 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。

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。

### セカンドオピニオンの聴取

#### 新規上場会社からの書面調査・ヒアリング結果

- ✓ 回答社のうち、セカンドオピニオンを聴取したのは42.5%であり、そのうちの38.7%が想定発行価格等に反映されたとした。
- ✓ 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た回答社は75.3%であった。

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。

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。

#### 証券会社からの書面調査・ヒアリング結果

- ✓ 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た回答社は45.5%であり、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た。
- ✓ 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た回答社は50.0%であった。

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。

### 競争政策上の考え方

- 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。

### 主幹事による高い引受割合の要請

#### 新規上場会社からのヒアリング結果

✓ 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社はいなかった。

主幹事から80%~90%に上る高い引受割合を要請された。

主幹事以外の証券会社を引受シンジケート団に加えることで、セカンドオピニオンを聴取したい。

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。

#### 証券会社からの書面調査・ヒアリング結果

- ✓ 書面調査対象社の全てが、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。
- ✓ 求めている引受割合は、80%以上である場合が多い。

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。

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。

#### 競争政策上の考え方

- 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。

## 主幹事引受けに係る参入障壁

### 証券会社からのヒアリング結果

<IPO案件の主幹事引受実績が限られる証券会社>

今後、IPO案件の主幹事引受けを拡大したい。

<主幹事引受実績のない証券会社>

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。

### 東京証券取引所からのヒアリング結果

上場をサポートする立場にとらわれず、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はない。  
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、ルールの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。

### 競争政策上の考え方

- 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な事項を明確化し、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られることができるようにすることが、競争政策上望ましい。

## 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

### 新規上場会社からの書面調査・ヒアリング結果



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。




資金調達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。

### 証券会社からの書面調査・ヒアリング結果



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。



(入札方式、ダイレクトリスティングの) 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。

※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こと。

### 東京証券取引所からのヒアリング結果



市場第一部等や(市場区分見直し後の)プライム市場等においては、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。

### 競争政策上の考え方

- 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用す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、入札方式の在り方について、今後検討することが望まれる。



- ✓ 実態把握において、独占禁止法上問題となる明確な事例は確認されなかったものの、以下のような問題となり得る行為について考え方を整理した。

#### 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

- 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。

#### 引受手数料の料率に関する証券会社間の情報交換等

- 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。

#### 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

- 優越的地位にある主幹事が、一方向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、

- 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 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 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、一方向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。



## 公正取引委員会の今後の取組

- 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、競争政策上及び独占禁止法上の考え方を明らかにした。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。
- 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。
- 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。