

## NO&T Competition Law Update

### 独占禁止法・競争法ニュースレター

独占禁止法・競争法ニュースレター 2022年2月 No.3

キャピタルマーケットニュースレター 2022年2月 No.3

## IPOにおける公開価格設定プロセス等に関する独占禁止法上の留意点

弁護士 斉藤 元樹

弁護士 伊藤 伸明

弁護士 宮下 優一

### はじめに

公正取引委員会（公取委）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独占禁止法・競争政策上の考え方について報告書（本報告書）を公表しました<sup>1</sup>。公取委が示した論点は多岐にわたりますが、特に重要なポイントは、IPOにおける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、価格算定の考え方を説明することなく、合理的な根拠に基づかずに想定発行価格を低く設定することは独占禁止法上問題になるおそれがあるとした点であり、主幹事証券会社は、新規上場会社に対し、これまで以上に丁寧に想定発行価格の説明を行う必要があると考えられます。

日本のIPO価格については、「アンダープライシング問題」が存在するのではないかと近時議論が盛んに行われており、注目されています。公取委は、今後、IPOに関する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述べており、IPOに携わる関係者（特にIPOを目指す会社や証券会社）の皆様においては、本報告書で示された独占禁止法上の考え方を理解しておくことが重要と考えられますので、本ニュースレターではその概要についてご説明します。

### 本報告書策定の背景・経緯・調査方法

#### 1 背景・経緯

2021年6月18日に閣議決定された「成長戦略実行計画」<sup>2</sup>では、我が国におけるスタートアップの成長・発展を支援するため、SPAC（特別買収目的会社）制度の検討やスタートアップと大企業の取引適正化のための競争政策の推進などの様々な事項と並んで、「IPOにおける価格設定プロセスの見直し」が検討課題として掲げられました。

日本のIPOについては、公開価格が初値を大幅に下回っており、公開価格で株式を取得した特定の投資家が差益を得る一方で、新規上場会社は直接の利益を得られず、同じ発行株数でより多額の資金調達をし得た可能性（いわゆるアンダープライシング問題）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ました。2021年11月8日に新しい資本主義実現会議が決定した「緊急

<sup>1</sup> [https://www.jftc.go.jp/houdou/pressrelease/2022/jan/220128\\_IPO.html](https://www.jftc.go.jp/houdou/pressrelease/2022/jan/220128_IPO.html)

<sup>2</sup> <https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/seicho/pdf/ap2021.pdf>

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～」<sup>3</sup>においても、同趣旨の指摘がなされました<sup>4</sup>。  
 こうした問題意識のもと、公取委は、IPO における価格設定プロセス等の実態把握を行うため調査を行いました。

## 2 調査方法

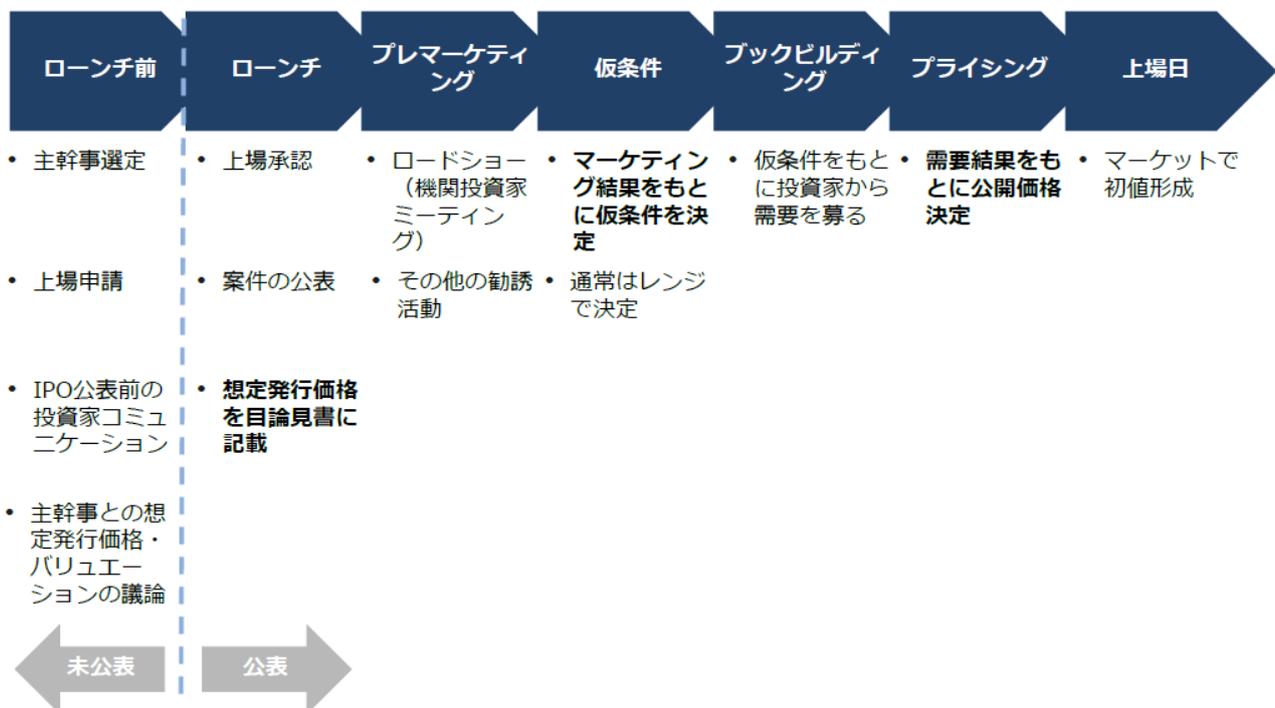
公取委による調査方法は以下のとおりです。IPO 時の公開価格設定プロセスにおいては、売出人や IPO に参加する投資家（特に価格発見能力が高いとされる機関投資家）も利害を有し、重要な役割を果たしていますが<sup>5</sup>、売出人や機関投資家に対する書面調査やヒアリング調査は実施されなかったようです。

書面調査	<ul style="list-style-type: none"> <li>・過去 1 年間に IPO を行った企業 97 社（回答数 75 社）</li> <li>・主幹事証券会社 22 社（回答数 22 社）</li> </ul>
ヒアリング調査	<ul style="list-style-type: none"> <li>・過去 1 年間に IPO を行った企業 15 社</li> <li>・主幹事証券会社 9 社</li> <li>・東京証券取引所</li> </ul>

## IPO の公開価格設定プロセス

本報告書で取り扱っている IPO の公開価格設定プロセスについて、現在の実務では、「想定発行価格」、「仮条件」、「公開価格」という 3 段階で価格が決まっていきます。具体的には以下のとおりです。

### IPO の公開価格設定プロセスのイメージ



<sup>3</sup> [https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/atarashii\\_sihonsyugi/pdf/kinkyuteigen\\_honbun\\_set.pdf](https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/atarashii_sihonsyugi/pdf/kinkyuteigen_honbun_set.pdf)

<sup>4</sup> もっとも、このアンダープライシング問題は、そのような問題自体が本当に存在するのか、小型の IPO を中心に生じているものであり IPO 全体に生じている問題ではないののではないかと、例えば 2021 年 12 月に新規上場した案件では初値の公開価格割れが相次いでおり、むしろ過大値付けとなっていないかなど意見もあるところであり、実態を踏まえた上での議論も必要と考えられます。

<sup>5</sup> IPO では、既存株主である売出人による株式の売出しに加えて、新規上場会社による新株発行等（募集）が行われるケースと行われないケースがあり、そのいずれについても、引受証券会社が売出し・募集株式の引受け（買取り）を行った上で、不特定多数の投資家に対して販売を行います。

## 本報告書で示された独占禁止法・競争政策上の考え方

公取委は、上記の公開価格設定プロセス等について、以下のとおり独占禁止法・競争政策上の考え方を示しました。この「独占禁止法上の考え方」と「競争政策上の考え方」はレベルの異なるものである点に留意が必要です。「独占禁止法上の考え方」は、考え方に従わなかった場合に独占禁止法違反になるおそれがあることから、特に慎重な対応が必要になると考えられます。これに対して「競争政策上の考え方」は、競争政策（競争を維持・促進する政策）の観点から望ましい行為を記載しているにとどまりますが、公取委は、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で、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みが行われることを期待していると述べていますので、今後の日本証券業協会等における検討状況も注視した上で、対応策を検討していく必要があると考えられます。

### 1 独占禁止法上の考え方

#### (1) 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

本報告書では、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とされています（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、価格算定の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ます。「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<sup>6</sup>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であるとされています。

公取委は、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、以下の点に留意する必要があると述べています。

- 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
- 共同主幹事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<sup>7</sup>、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、共同主幹事の追加を阻害しないこと
- 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
- 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

いずれのポイントについても金融商品取引業者として当然のことであるという考えもあるところですが、公取委からこのような指摘がなされたことを踏まえ、証券会社においては、想定発行価格の設定に際し、IPO ディスカウント等の部分も含めて、当該価格の根拠を丁寧に説明することに改めて注意が必要であると考えられます。また、今後、公開価格と初値の差が大きい案件があった場合、公取委から公開価格設定プロセスの適切性について問い合わせを受けることも想定されますので、価格設定プロセスにおける新規上場会社との協議内容の記録等の体制を見直すことも検討に値すると考えられます。

#### (2) 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

本報告書では、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とされています（取引妨害）。

調査の過程では、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回答しており、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回答していたものの、取引妨害が行われて

<sup>6</sup> この協議には売出人も通常は関与します。

<sup>7</sup> 本報告書では、配慮の例として、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ことが挙げられています。

いるという明確な実態は確認できなかったとされています<sup>8</sup>。

このように実態として取引妨害があったと指摘されているわけではないため、直ちに現在の実務を変えなければならないということではないと思われませんが、本報告書においては、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が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ています。

### (3) 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、いわゆるカルテル規制に抵触し、独占禁止法上問題となります（不当な取引制限）。

公取委としては、現在、IPO においては引受手数料を 8%と設定している証券会社が多いことを踏まえ、証券会社間で情報交換等が行われているか否かを調査したものと考えられますが、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、このような情報交換等が行われているとの実態は確認できなかったようです。カルテルは独占禁止法違反の典型例であり、特に厳格な法執行がなされるため、今後も、引受証券会社が新規上場会社等に対して引受手数料率の提案や合意をするに際しては、このような情報交換等を行うことのないよう留意する必要があります。なお、実務上、複数の引受証券会社が共同で引き受ける体制での一つの IPO 案件における引受手数料については一つの料率が設定されていますが、本報告書において、このような同一案件内での典型的な場面自体が問題視されているものではないと思われま

## 2 競争政策上の考え方

### 本報告書における指摘事項

上場申請  
まで

- 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。

<sup>8</sup> 新規上場会社からのヒアリング等において、特定の証券会社を主幹事とする旨の要請に対し、自らの意に反して受け入れたとする新規上場会社がいなかったという点も考慮されていると考えられます。

想定発行  
価格

- 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<sup>9</sup>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<sup>10</sup>、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。
- 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<sup>11</sup>、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。

仮条件

- 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<sup>12</sup>。
- 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。
- 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。

<sup>9</sup> 但し、金融商品取引法上、有価証券届出書の提出前に有価証券の取得勧誘を行うことは禁止されているところ（同法4条1項）、有価証券に対する投資者の需要の見込みに関する調査は、特定投資家又は株券等保有割合が5%以上である者を対象として、対象者との間で守秘義務契約を締結すること等の要件を満たした場合にのみ認められます（「企業内容等の開示に関する留意事項について」（開示ガイドライン）B2-12②）。実務上は、投資家にとってプレヒアリングに応ずることによるメリットが乏しいことや、小型IPO案件は機関投資家の投資対象にならない場合があること、守秘義務契約を締結することに負担感があること等から、需要の見込み調査に応じてくれる投資家あまり想定されないという問題点も指摘されているところです。また、投資家とのコミュニケーションについて具体的にどのように実施すれば上記要件を満たすことができるか（勧誘行為と需要の見込み調査の線引き）についても、個別案件において慎重に検討する必要があります。

<sup>10</sup> なお、書面調査に回答した新規上場会社の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、そのうちの58.6%が「実際にプレヒアリングを行った」と回答したとのことですが、守秘義務契約を締結する等して開示ガイドラインB2-12②に基づき行うプレヒアリングの実例は極めて少数に留まるという実務感覚であり、本報告書でも指摘されているとおり、この新規上場会社の回答には、需要見込み調査を行うプレヒアリングではなく、オフアリング（募集又は売出し）に係る情報に言及しないことが大前提のもとで実施されている企業情報の紹介（インフォメーション・ミーティング。開示ガイドラインB2-12③）が含まれている可能性が高いと思われます。プレヒアリングとインフォメーション・ミーティングの法的性質や許容される行為は大きく異なるため、両者を区別して議論することが重要です。

<sup>11</sup> この点は上記1(1)の独占禁止法上の考え方にも示されています。

<sup>12</sup> このための方策として、機関投資家の同意を得た場合には、特に支障がない限り、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ています。

公開価格  
・  
上場

- 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<sup>13</sup>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。
- 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。

その他

- 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。
- 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<sup>14</sup>、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。
- 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<sup>15</sup>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。
- 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られるようにすることが、競争政策上望ましい。

上場の  
ための  
選択肢の  
多様性

- 証券会社から新規上場会社に対して他の選択肢（ブックビルディング方式以外の方式）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<sup>16</sup>について、今後検討することが望まれる。

## 最後に

公取委は、IPO に関する取引において、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

<sup>13</sup> なお、金融商品取引法上、条件決定（公開価格等の設定）に伴って提出される有価証券届出書の訂正届出書については、条件決定の当日又は翌日に効力が発生することが、IPO 全体のスケジュール維持のために必要であるところ（開示ガイドライン B8-4 参照）、仮条件の上限額を上回る公開価格が設定された場合、条件決定日の当日又は翌日に有価証券届出書の届出の効力が発生するかについては、財務局の裁量に委ねられているため、実務上の取扱いについては改めて確認する必要があり、この点について関係当局において明確化されることが望まれます。

<sup>14</sup> 新規上場会社が主幹事の追加・変更を検討する際には、実際には、価格設定の論点だけではなく、主幹事の追加・変更に伴う上場スケジュールの見直しの可能性や追加の費用負担など、様々な観点から検討が必要と思われます。

<sup>15</sup> 本報告書を見る限り、公取委は、引受割合が 80%や 90%以上である場合には「高い引受割合」であると考えているように思われますが、明確な基準は示されておりません。

<sup>16</sup> 日本においては、1997 年のブックビルディング方式の導入以降、入札方式は使われていません。

対処していくと述べており、IPO に携わる関係者（特に IPO を目指す会社や証券会社）の皆様においては、本報告書で示された独占禁止法上の考え方を理解しておくことが重要と考えられます。

なお、本報告書で指摘された事項については、IPO に携わる当事者の問題というよりは、日本の IPO の制度面に起因する部分も多いと考えられます。この点、日本証券業協会においても、2021 年 9 月に「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」が設置され、IPO 時の公開価格の設定プロセス等に関して、多くの論点について多角的な議論がされておりますので<sup>17</sup>、同グループの議論状況も含めて、今後の状況を注視することが必要になると考えられます。

2022 年 2 月 4 日

---

<sup>17</sup> <https://www.jsda.or.jp/about/kaigi/jisyukisei/gijigaiyou/20210915170847.html>

なお、本ニュースレターの発行時点で議事録は公開されていませんが、同ワーキング・グループの 2022 年 1 月 31 日の第 6 回会議では、公取委によって、本報告書についての説明がされています。

## [執筆者]

**斉藤 元樹**（弁護士・パートナー）

motoki\_saito@noandt.com

日本企業の国内外での株式・社債等の発行、IPO、M&A、ストックオプション・株式報酬に関する助言等を中心として、企業法務全般にわたりリーガルサービスを提供している。2006年東京大学法学部卒業。2007年弁護士登録（第一東京弁護士会）、長島・大野・常松法律事務所入所。2011年～2012年外資系証券会社へ出向。2013年 Columbia Law School 卒業（LL.M.）。2013年～2014年 Simpson Thacher & Bartlett（ニューヨーク）勤務。

**伊藤 伸明**（弁護士・パートナー）

nobuaki\_ito@noandt.com

M&Aにおける国内外の競争当局への企業結合審査対応、カルテル等の独占禁止法違反被疑事件、下請法違反被疑事件など、独占禁止法、下請法に関する案件を中心として、企業法務全般を取り扱う。2016年から2017年まで Ashurst ロンドンオフィスの競争法グループにて執務したほか、2017年から2019年まで公正取引委員会にて執務し、鉄鋼業界、製薬業界、化学品業界、IT業界、エネルギー業界などにおける多数のM&Aを審査するとともに企業結合ガイドラインの最新の改正に関与した経験を有する。

2006年早稲田大学政治経済学部卒業。2009年名古屋大学法科大学院修了。2010年弁護士登録（第一東京弁護士会）、長島・大野・常松法律事務所入所。2016年 Columbia Law School 卒業（LL.M.）。2016年～2017年 Ashurst ロンドンオフィス勤務。2017年～2019年公正取引委員会事務総局経済取引局企業結合課勤務。

**宮下 優一**（弁護士・パートナー）

yuichi\_miyashita@noandt.com

国内外の資本市場における、新規株式公開（IPO）、株式の公募増資、売出し、ブロックトレード、第三者割当増資、種類株式、新株予約権、社債、新株予約権付社債（CB）等、大手証券会社での勤務経験を活かし、キャピタル・マーケット案件や情報開示に関する助言を幅広く行う。また、ESG・SDGs開示を含む企業情報開示、金融規制法、M&A、コーポレートガバナンスその他の企業法務全般にわたりリーガルサービスを提供している。

公益社団法人 日本証券アナリスト協会 認定アナリスト（CMA）

The Best Lawyers in Japan 2022 - Capital Markets Law 受賞

Rising Star Partner, IFLR1000 31st edition - Capital markets Equity 部門及び同 Debt 部門 受賞

2007年大阪大学法学部卒業。2009年京都大学法科大学院修了。2010年弁護士登録（第一東京弁護士会）、長島・大野・常松法律事務所入所。2016年 University of California, Los Angeles, School of Law 卒業（LL.M., specializing in Business Law – Securities Regulation Track）。2016年 Thompson Hine LLP（New York）勤務。2016年～2017年 S M B C 日興証券株式会社 資本市場本部 エクイティ・キャピタル・マーケット部勤務。

本ニュースレターは、各位のご参考のために一般的な情報を簡潔に提供することを目的としたものであり、当事務所の法的アドバイスを構成するものではありません。また見解に亘る部分は執筆者の個人的見解であり当事務所の見解ではありません。一般的な情報としての性質上、法令の条文や出典の引用を意図的に省略している場合があります。個別具体的な事案に係る問題については、必ず弁護士にご相談ください。

長島・大野・常松 法律事務所

www.noandt.com

〒100-7036 東京都千代田区丸の内二丁目7番2号 JPタワー

Tel: 03-6889-7000 (代表) Fax: 03-6889-8000 (代表) Email: info@noandt.com



長島・大野・常松法律事務所は、500名を超える弁護士が所属する日本有数の総合法律事務所であり、東京、ニューヨーク、シンガポール、バンコク、ホーチミン、ハノイ及び上海にオフィスを構えています。企業法務におけるあらゆる分野のリーガルサービスをワンストップで提供し、国内案件及び国際案件の双方に豊富な経験と実績を有しています。

NO&T Competition Law Update ~独占禁止法・競争法ニュースレター~及びNO&T Capital Market Legal Update ~キャピタルマーケットニュースレター~の配信登録を希望される場合には、<<https://www.noandt.com/newsletters/>>よりお申込みください。NO&T Competition Law Update ~独占禁止法・競争法ニュースレター~に関するお問い合わせ等につきましては<[nl-complaw@noandt.com](mailto:nl-complaw@noandt.com)>まで、NO&T Capital Market Legal Update ~キャピタルマーケットニュースレター~に関するお問い合わせ等につきましては<[nl-capitalmarket@noandt.com](mailto:nl-capitalmarket@noandt.com)>までご連絡ください。なお、配信先としてご登録いただきましたメールアドレスには、長島・大野・常松法律事務所からその他のご案内もお送りする場合がございますので予めご了承くださいませますようお願いいたします。