



STJ IPO Conference

Tuesday January 28th 2025

Palace Hotel Tokyo

Guest Speaker: Katsumasa Suzuki

Partner, MORI HAMADA

The Speech will be in Japanese

The Q&A in Japanese and English

Simul translation earpieces are available

S-1方式によるIPOの第一号案件



パートナー 鈴木 克昌

2025/1/28

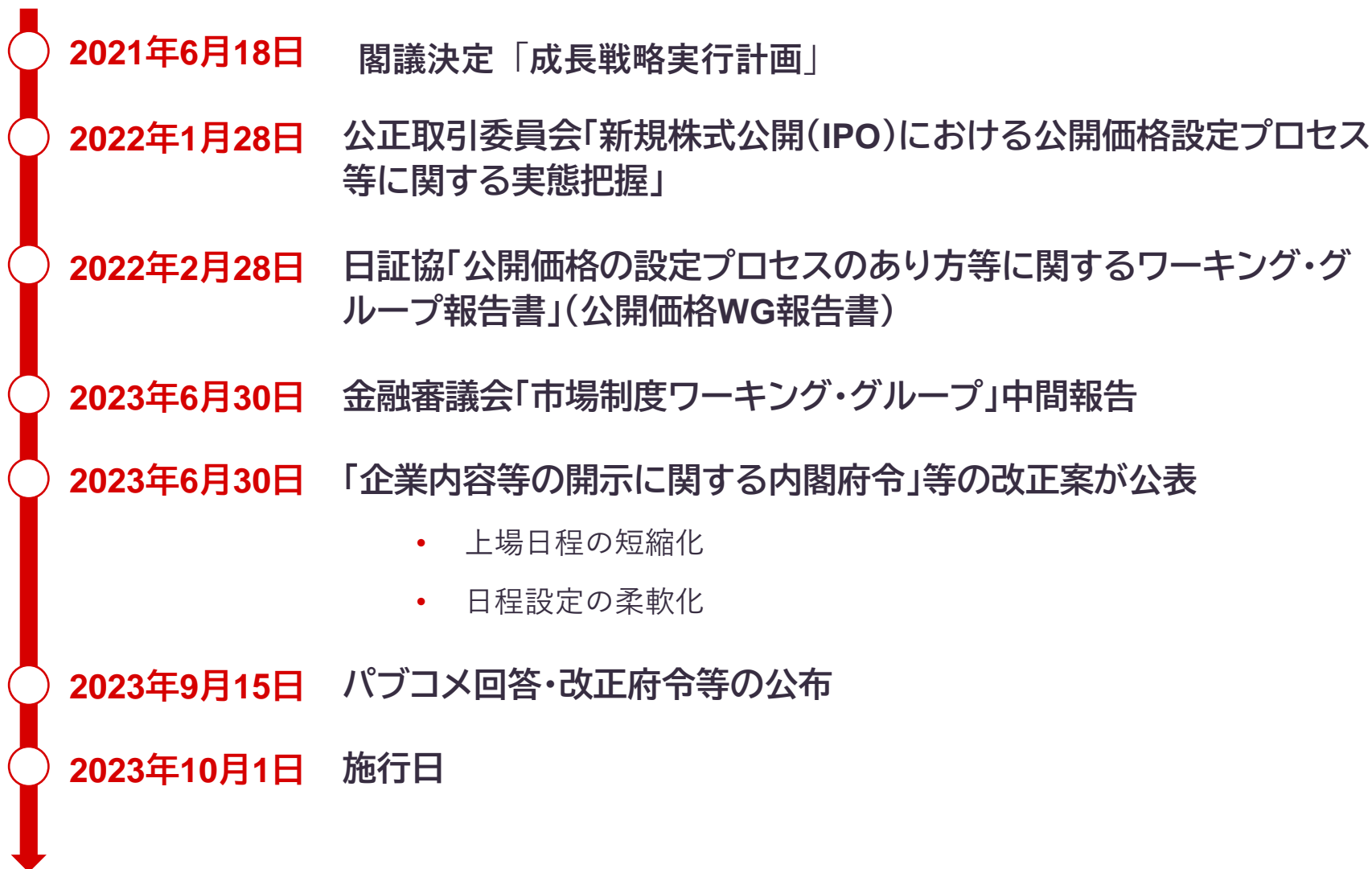
MORI HAMADA

S-1方式の概要と諸論点

S-1方式の概要

実務上の諸論点

改正経緯



改正の背景－上場日程の期間短縮

2021年6月18日 閣議決定「成長戦略実行計画」

- － アンダープライシング問題
 - ✓ IPOにつき初値が公開価格を大幅に上回る傾向にあり、新規上場会社が本来調達できたはずの額よりも少ない資金しか得られないという問題意識

2022年2月28日 日証協「公開価格WG報告書」

- － 機関投資家にいち早く上場予定企業の情報をインプットし、十分なフィードバックを踏まえた価格決定を行うことや、決済までの市場環境の変動リスクを抑えるため上場日程を短縮することの重要性が示された
- ➔ 検討の方向性
 - ✓ 上場審査の終盤に（筆者注：上場承認よりも前に）有価証券届出書を提出すること等の改善策が提案された
 - ✓ このような方法を実施する場合には、「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、柔軟な上場日を設定するため」検討を行うことが考えられるとされた

改正の背景－機関投資家とのコミュニケーション

2022年1月28日 公正取引委員会の報告書

- － アンダープライシング問題の一因として以下の指摘
 - ✓ 機関投資家とのコミュニケーションが十分に実施されていないのではないか
 - ✓ 機関投資家による新規上場会社の評価が不十分

2022年2月28日 公開価格WG報告書

- － 公開価格設定プロセスの改善策として、投資者の需要を踏まえた想定発行価格を設定する観点から、機関投資家の意向を確認することを示唆
- ➔ 検討の方向性
 - ✓ 事前勧誘規制により、機関投資家への需要調査は上場承認日以降に行われるのが現状
 - ✓ 諸外国の実務も参照し、上場承認よりも前に、バリュエーションを行う能力の高い機関投資家とのコミュニケーション機会を拡大することが考えられる
 - ✓ 上場承認日以降のマーケティングに要する期間を短縮することができ、結果として上場日までの日程を短縮することが可能

S-1方式におけるスケジュール概要



記載事項の整理(開示府令・開示GL改正案)

- 上場日程は、一定の幅を持った期間での記載が可能
 - 発行・売出株数、売出価額の総額は「未定」との記載が可能
 - 発行価額の総額は記載するが、価格の算定根拠は記載しないことが可能
 - 上場承認前の募集・売出しの相手方(機関投資家)を表紙等に記載することを求める
- これまでのIPO実務においては、有価証券届出書では、(発行価格等の記載を省略することは可能であるものの、)上場日程の記載が必要であるため、上場日程が確定する上場承認日(上場日の1か月程度前)に有価証券届出書の提出を行う
 - 改正により、上場承認前に有価証券届出書を提出することが可能となり、事前勧誘規制の適用を受けることなく、投資家への需要調査を行うことが可能となる
 - これに伴い、上場承認後に行うプレマーケティング等の期間短縮が想定され、上場承認から上場までの日程が1か月から21日程度へと短縮されることが期待される

承認前届出書の記載内容

記載の省略や一定の幅を持った記載とすることを許容

記載項目	記載内容	従来	承認前届出書
株式数	発行数 売出数	具体的な記載が必要	記載しないことが可能
価格	発行価額の総額 資本組入額の総額 払込金額の総額 差引手取概算額	見込額の記載が必要 算定根拠について記載は必須ではないが事実上記載	見込額の記載が必要 算定根拠について記載は必須ではない (記載しないことが可能であることにつき明確化)
	売出価額の総額	見込額の記載が必要	記載しないことが可能
日程	発行価格 資本組入額 売出価格 申込証拠金	記載しないことが可能	記載しないことが可能
	申込期間 払込期日 株式受渡期日 発行価格・売出価格の決定予定時期 引受人の氏名・名称、住所、引受株式数、引受け条件の決定予定時期	具体的な記載が必要	一定の幅を持った期間での記載をすることが可能
その他	—	—	承認前届出書の勧誘対象を明記
	—	—	上場承認日の訂正届出書への監査報告書の添付

※記載しないことが可能：実際には「未定」と記載することとなる

株式数や価格に関する記載を省略できる

- 承認前届出書では以下の事項の記載を要しない(「未定」と記載することが可能)
(①②は従前どおり、③が改正点)
 - ① 発行価格・資本組入額・申込証拠金・申込取扱場所・引受人の氏名又は名称及びその住所・引受株式数及び引受けの条件
 - ② 売価価格・申込証拠金・申込受付場所・売出しの委託を受けた者の氏名又は名称及びその住所・売出しの委託契約の内容
 - ③ 発行数・売出数及び売出価額の総額
- 省略が認められた理由
 - － 承認前届出書の提出後に投資家とのコミュニケーションを行い、価格目線や想定需要についてフィードバックを得るところ、**バリュエーションの目線の記載により先入観を与える可能性が生じ適切でない可能性**があるため
- 発行価額の総額、資本組入額の総額、払込金額の総額及び差引手取概算額は記載省略できない
 - － **但し、算定根拠の記載は不要**（現状は実務上記載が行われている）

S-1方式の概要と諸論点

S-1方式の概要

実務上の諸論点

TTW

TTW(Test The Water又はTesting The Water)とは

- 承認前届出書の提出後に行われる、承認前届出書に記載された相手方(価格算定能力の高い機関投資家を想定)を対象とする、**需要調査を目的としたコミュニケーション**
- 主として引受証券会社によって行われ、企業価値評価の前提となる類似企業の候補やマルチプルに関する考え方のみならず、**バリュエーションや、金額や株式数など具体的な需要状況**について議論される

TTWで用いる資料(TTWマテリアル)の法的位置づけと内容

従来方式

- インフォメーション・ミーティング(IM)等により、**届出前勧誘に該当しない限度**で、上場承認前に機関投資家とコミュニケーションを行う
- 有価証券届出書提出日(ローンチ日)の**1か月前以前**に実施され、**募集・売出しに言及できない**
 - ✓ 届出の1か月前の情報発信に関する免除規定(開示GL2-12③)に依拠するため
- 「**需要の見込みの調査**」(プレ・ヒアリング)に**該当しない範囲**で投資家からのフィードバックを得ることが一般的

S-1方式

- オファリングの規模や条件等に関する想定を**具体的に伝達することが可能**
- IPOを予定する銘柄に対する関心の程度について、想定される**公開価格やバジェットサイズ等**に関するフィードバックを収集することも可能
- 使用者は**虚偽記載責任**等を負う可能性がある点や、**承認前届出書との整合性**を図る必要がある点に留意が必要
 - ✓ 「日論見書以外の文書、図画、音声その他の資料」(金商法13条5項)に該当

PDRR

プレディール・リサーチ・レポート(PDRR)

- IPOにおいて、投資家に対して発行会社の情報を提供するために、有価証券届出書の提出前に配布される、引受証券会社所属等のアナリストが作成したレポート
- 日本国内では、事前勧誘規制への抵触を回避する観点から、配布は、有価証券届出書提出の1か月以上前までに行う必要がある

承認前届出書の提出がなされる場合

- PDRRは、**承認前届出書提出の1か月以上前までに配布する必要**が生じるため、実際のオフリングより相当程度前に配布されることとなり、有用性が限定されることが懸念される
- なお、法的には、承認前届出書の提出以降は勧誘が可能となることから、PDRRの配布タイミングについては制約はないはず
 - ✓ 一方で、承認前届出書の提出以降の配布は、それが勧誘とみなされ、**引受証券会社がPDRRの内容につき虚偽記載等に基づく損害賠償責任を負うリスクがある**ため、実務上困難か
- 承認前届出書を提出する場合におけるPDRRの内容、時期や配布方法（配布する法域を含む）については、諸外国の実務も踏まえ、実務上検討が必要

S-1方式によるIPOの第一号案件 — Kioxia

2

オフリングスケジュール

具体的日程（通常方式案件との比較）

	キオクシアHD	東京メトロ
承認前届出書の提出	11月8日(金)	—
承認前届出書の訂正 (中間連結財務諸表に差替え)	11月11日(月)	—
上場承認	11月22日(金)	9月20日(金)
仮条件決定	12月2日(月)	10月7日(木)
条件決定(プライシング)	12月9日(月)	10月15日(火)
上場日	12月18日(水)	10月23日(水)

11月11日の訂正届出書について

- 中間連結会計期間に係る中間連結財務諸表について、金商法193条の2第1項の規定に基づく監査法人による期中レビュー報告書を受領したことによるもの
- 第1四半期に係る四半期連結財務諸表に替えて、中間連結会計期間に係る中間連結財務諸表を記載

本件で提出された承認前届出書の記載内容の特徴

株式数や価格に関する記載の省略

- 承認前届出書では、発行数・売出数、売出価額の総額の記載が不要とされた

株式数／価格	承認前届出書	上場承認日の訂正届出書
発行数	未定	21,562,500株
発行価格	未定	未定
想定発行価格	未定	1,390円
払込金額	未定	未定
発行価額の総額	100億円から1,000億円	25,476,093,750円(見込額)
資本組入額の総額	50億円から500億円	14,319,063,282円(見込額)
払込金額の総額	100億円から1,000億円	28,638,126,563円(見込額)
差引手取概算額	91億円から991億円	27,738,126,563円(見込額)
売出数	未定	17,286,500株
売出価格	未定	未定
想定売出価格	未定	1,390円
売出価額の総額	未定	24,028,235,000円(見込額)
引受価額	未定	未定

本件で提出された承認前届出書の記載内容の特徴

上場日程についての一定の幅をもった記載

- － (i)申込期間、(ii)払込期日、(iii)株式受渡期日、(iv)発行価格、売出価格、引受人の氏名・名称、住所、引受株式数、引受けの条件の決定予定時期について、記載自体は必要となるものの、一定の期間の範囲により記載することができる

日程	承認前届出書	上場承認日の訂正届出書
引受人の決定 予定時期	上場承認日 (2024年11月から2025年5月までの間のいずれかの日)	—
引受株式数の 決定予定時期	仮条件決定日 (2024年11月から2025年6月までの間のいずれかの日)	2024年12月2日(月)
申込期間	2024年12月から2025年6月までの間の一定の期間	2024年12月10日(火)から 2024年12月13日(金)
払込期日	2024年12月から2025年6月までの間のいずれかの日	2024年12月17日(火)
株式受渡期日	2024年12月から2025年6月までの間のいずれかの日	2024年12月18日(水)

本件で提出された承認前届出書の記載内容の特徴

勧誘の対象者の明示

- 上場承認前における募集・売出しの相手方を表紙に付記
- 上場承認前における募集・売出しの相手方、当該募集・売出しは当該株券に対する投資者の需要の状況に関する調査を目的とする旨、および多数の者を相手方とする当該株券の募集・売出しが行われる時期を欄外に記載

【表紙】

(注) 上場承認前の株券の募集又は売出しの相手方について

(中略) 上場承認前の株券の募集又は売出しは、当社普通株式に係る投資家の需要の状況に関する調査を行うことを目的とし、その相手方は機関投資家を中心に相対的に価格算定能力が高いと推定される投資家に限定されます。

【第一部 証券情報 第1 募集要項 1 新規発行株式】

(注) 1. (前略) 有価証券届出書提出後に、当社普通株式に係る投資家の需要の状況に関する調査を行うことを目的として、機関投資家を中心に相対的に価格算定能力が高いと推定される投資家に対して、有価証券届出書の対象となる募集又は売出しに係る勧誘が行われます。有価証券届出書提出後、上場承認までの間に、上記以外の一般投資家を含む多数の者を相手方とする募集及び売出しに係る勧誘は行われません。また、機関投資家等の需要の状況に関する調査を踏まえて、多数の者を相手方とする当社普通株式の募集を実施するか否かを判断する予定です。(後略)

Lawyer profile



パートナー

鈴木 克昌

Katsumasa Suzuki

第二東京弁護士会所属

米国ニューヨーク州弁護士会所属

日本証券アナリスト協会検定会員

Securities and Capital Markets
Committee

Direct 03-6212-8327

Mail katsumasa.suzuki@morihamada.com

MORI HAMADA

Who is he?

- M&AとCapital Marketsの双方において、事業会社・証券会社、ファンド側での豊富な経験と知識を有し、Dealに多面的な観点からの助言を行うことができる。資本市場に関連する訴訟や不祥事対応の経験も豊富。
- 証券アナリスト資格を有し、法的観点のみならず財務・ビジネスの観点も熟考した、経営者・投資者目線のバランスの取れた助言を行う。

近時の担当案件

- 2014年：伊藤忠商事とタイ財閥の資本提携、リクルート・すかいらく・ジャパンディスプレイのGlobal IPO、イオン・ダイエーの経営統合
- 2015年：トヨタ自動車の種類株式、日本郵政3社・SUMCO・楽天・デクセリアルズのGlobal IPO/FO
- 2016年：JR九州のGlobal IPO
- 2017年：東芝の第三者割当、SGH・マクロミルのGlobal IPO、TechPointによるJDR方式の東証単独上場
- 2018年：メルカリ・ワールド・アルテリアNWのGlobal IPO、フージャースHDによる一部コミットメント型ライセンス・オフリング、ヤクルト本社のGlobal FO、ファミリーマート・ユニーのドン・キホーテへのTOB、KYB品質検査不正の社外調査委員会
- 2019年：リクルート・かんぼ生命のGlobal FO
- 2020年：ファミリーマートの非公開化、アサヒによるGlobal FO
- 2021年：Appier・Safie・ZealsのIPO、日本郵政のGlobal FO、TSMC・ソニーの日本半導体JV設立
- 2022年：日本ペイントHDのGlobal FO、ソシオネクスト、大栄環境のGlobal IPO、日立製作所による日立建機の売却、タカラレーベンインフラ投資法人の非公開化
- 2023年：ゆうちょ銀行のGlobal FO、インテグラルのGlobal IPO、湘南美容クリニックの米国SPAC上場、キヤノンメディカルシステムズによるミナリスメディカルの買収、伊藤忠テクノソリューションズの非公開化、兼松エレクトロニクスの非公開化
- 2024年：キオクシアのGlobal IPO、デサント・アバマンショップの非公開化、オリンパスCEO法令違反による代表者の異動対応
- 2025年：ジャムコの非公開化

経歴

- 1998年 慶應義塾大学法学部卒業
- 2004年 米国コロンビア大学ロースクール (LL.M.) 卒業
- 2004年 英国Linklaters法律事務所にて執務
- 2016年 IBA (国際法曹協会) 証券法委員会委員
- 2021年 東京証券取引所「SPAC制度の在り方等に関する研究会」メンバー
- 2022年 IBA(国際法曹協会) M&A部会 議長
- 2023年 IBA 4th Asia-based IFLC in Tokyo 共同議長
- 2025年 IBA 証券・資本市場委員会 アジア太平洋地域代表

著作・論文

- 『企業危機・不祥事対応の法務』(商事法務 2014年)
- 『上場株式取引の法務』(中央経済社 2014年)
- 『金融商品取引法－資本市場と開示編[第3版]』(商事法務 2015年)
- 『金融商品取引法－公開買付制度と大量保有報告制度編』(商事法務 2017年)
- 『エクイティ・ファイナンスの理論と実務[第3版]』(商事法務 2022年)
- 『M&A法体系[第2版]』(有斐閣 2022年)
- 『IPOにおける上場承認前届出(S-1方式)の実務上の諸論点』(旬刊商事法務 2023年10月15日号)

受賞歴等

Chambers Global, Legal500, Asialaw Profiles, Best Lawyersなど主要なリーガルメディアにおいて、Capital Markets/M&Aにおいて最上位の評価を得る。2016年には、Financial Times紙の「Innovative Lawyer Award in Asia-Pacific 2016」において、日本法弁護士としてはじめてOutstanding Innovative LawyerのTop10に選出。2018年にはWho's Who Legalで資本市場において日本法弁護士として第1位に選ばれ、2020年以降Legal500において資本市場におけるHall of Fameに選出。2021年にはトムソンロイターのALB Japan Law AwardsでDealMaker of the Yearを受賞。2022年にはトムソンロイターで、ALB Asia Top 10 Capital Markets Lawyersに選出。

お問い合わせ

森・濱田松本法律事務所外国法共同事業 www.morihamada.com

東京オフィス 〒100-8222 東京都千代田区丸の内2-6-1 丸の内パークビルディング

弁護士名

Tel

E-mail

鈴木 克昌

Katsumasa Suzuki

03-6212-8327

katsumasa.suzuki@morihamada.com

Main issue is to de-risk IPOs

Pre S-1 Risky Route

Decision date for Indicative Price:

Before or during 1 month blackout period

- Not allowed to talk about the IPO
 - Investors don't know timing
 - No mention of capital raise at IPO
- Limited historic financials
- No PDRR or FY+1 or 2 forecasts
- About to enter 1 month blackout
- Valuation feedback "general" and restricted to P/E ratio
- NDA process puts too much bargaining power in the hands of too few investors

S-1 Route

Decision date for Indicative Price:

Immediately prior to setting the reference price

- Company, brokers and their analysts can all talk about the IPO
- Intention to participate discussion OK
- Offer Document published
- FY+1 and 2 forecasts in PDRR
- Valuation feedback very specific

**Japan is the only major market that requires the issuer to announce a price when they aren't allowed to mention an IPO is planned.
S-1 changed that**