

第3章 株式発行市場

1. 株式会社と株式 現行の会社法において、会社は株式会社、合名会社、合資会社または合同会社に分類される。株式会社は、①出資単位が株式の形で細分化され、②株式を転売することにより容易に出資金を回収でき、③出資者は出資金以上の責任を負わない（有限責任）等の優位性を持つ。これらの優位性により、多様な出資者から多くの資本を集めることが容易となる。

株式会社が発行する株式は、出資者の地位や権利を意味する資本証券（狭義の有価証券）である。株主は株式保有の対価として資金を出資することで、①経営参加権（株主総会へ参加し持ち株数に応じた議決権を行使する権利等）、②剰余金配当請求権、③残余財産分配請求権、④代表訴訟提起権などの権利を有する。その一方で、発行された株式は、自社株買いや会社が解散されるケースを除き償還されることがない。このため、株主は会社から出資の払い戻しを受けることはできず、保有する株式の換金を望む場合、株式市場で保有株式を売却する必要がある。そこで流動性を高めるために、株式は1株を単位とする代替的単位に細分化され、有価証券である株券の形態をとっている。一方で、同じ資本証券である社債の償還価値は発行会社によって保証される。

株式制度は、2001年以降の商法改正によって大きく変化した。10月1日施行の法改正で、額面株式制度が廃止され無額面株式に一本化されるとともに、単位株制度が廃止され単元株制度が導入された。また、2002年4月1日施行の法改正では、①新株予約権制度の創設、②ストック・オプション制度の規制緩和、③種類株式に関する規制緩和などが行われている。2004年に公布された「株式等の取引に係る決済の合理化を図るための社債等の振替に関する法律等の一部を改正する法律」（商法改正）により、株券不発行制度が導入された。会社法の改正により、2009年1月から公開会社の株式は無券面化されている。また、譲渡制限株式の全株への適用や全部取得種類株式の導入（2006年5月施行）や特別支配株主の株式等売渡請求（キャッシュ・アウト）制度が新設された（2015年5月施行）。2019年の会社法の改正では、自社株対価による企業買収の手法として株式交付制度が新たに導入された（2021年3月施行）。

株主の主な権利

自益権（財産的利益に関する権利）	共益権（経営への参加に関する権利）
<ul style="list-style-type: none"> ・ 剰余金配当請求権 ・ 新株引受権 ・ 残余財産分配請求権 ・ 名簿名義書換請求権 ・ 株式買取請求権 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 総会議決権 ・ 代表訴訟提起権 ・ 総会召集権 ・ 取締役の違法行為差止請求権 ・ 株主提案権 ・ 解散請求権 ・ 役員解任請求権 ・ 閲覧等請求権

株式制度に関する最近の商法改正および会社法の主な内容

2001年の法改正（2001年10月1日施行）	自己株式の取得、保有制度の見直し（金庫株の解禁） 額面株式の廃止（無額面株式に一本化）と純資産額規制（最低5万円以上）の撤廃 単位株制度の廃止と単元株制度の導入 法定準備金制度の緩和等
2001年の法改正（2002年4月1日施行）	新株予約権制度の整備とストック・オプション制度の制限撤廃 会社関係書類の電子化 種類株式規制の見直し（トラッキング・ストック ^(注) の解禁）等
2002年の法改正（2003年4月1日施行）	種類株式制度の整備 株券失効制度の創設 資本減少手続の合理化等
2003年の法改正（2003年9月25日施行）	定款規定に基づく取締役会決議による自己株式の取得 中間配当限度額の計算方法の見直し等
2004年の法改正（2005年10月1日施行）	株券不発行制度の導入 電子公告制度の導入等
2005年の会社法制定（2006年5月1日施行）	株式の譲渡制限の柔軟化 株式の消却制度の合理化 株券発行に係る規定整備 端株制度の廃止等
2014年の法改正（2015年5月1日施行）	支配株主の異動を伴う新株発行手続きの見直し 特定支配株主による株式売渡請求（キャッシュ・アウト）制度の導入等
2019年の法改正（2021年3月1日施行）	株式交付制度の創設

(注) トラッキング・ストックとは、利益配当等が企業全体の業績ではなく特定の事業部門や子会社の業績に連動して決定される株式のことをいう。

2. 株式発行の形態 株式発行は、まず株式会社設立の際に行われる。会社設立は大きく発起設立と募集設立に分類される。少数の発起人の出資だけで会社を設立する発起設立の場合には、株式の発行を確実に行えるという利点があるが、発行額が発起人の資力の範囲内に限定される。反対に不特定多数に株式の取得を募集して会社を設立するのが募集設立である。募集設立は大量の資本を集中できる一方で、募集完了まで時間がかかり満額に達しない時には会社を設立出来ないというデメリットを持つ。なお、かつては会社設立時の株式発行価額を5万円以上とする規制が存在したが、2001年の商法改正により撤廃・自由化された。

会社設立後も、株式会社は資金調達、支配権の移動、株式の流動性向上等のために新株を発行するのが一般的である。新株の発行は、通常、有償増資と株式分割等（無償）に分けられる。払い込みを伴う新株の発行が有償増資と呼ばれ、これによって会社は自己資本を調達することができる。有償増資は、対象とする投資者によって公募、第三者割当、株主割当等に分類される。対照的に株式分割は、例えば1株を2株に分割するように株式を細分化することであり、それだけでは会社の資産や資本が増えるわけではない。しかし、株式数が増えた分だけ新株が発行され、1株当たりの株価を引き下げることによって株式の流動性を高め、将来の資金調達を容易にするという役割を果たす。かつては、株式分割を行う際に、分割後の1株当たり純資産額が5万円を下回ってはならないとの制約が存在したが、2001年の商法改正により撤廃された。これは、ベンチャー企業など純資産は小さいながら成長期待が強く株価が高い企業から、株式分割ができないために株式の流動性を高められないとの批判が強まったためである。ただし、株式分割の基準日（新株の割当て株主を確定する日）から効力発生日（株主に新株の権利が発生する日）までに株券が品薄となり、需給バランスが崩れて株価が乱高下するのを防止することを目的に、2006年1月以降、基準日の翌日が効力発生日とされた。

新株が発行されるその他の場所として、新株予約権（2002年4月施行の商法改正により整理）の行使、株式交換による子会社株式との交換、株式移転による子会社株主への割当ての他、新たに導入された株式交付が挙げられる。

新株発行の形態

払込有り	公募増資 第三者割当増資 株主割当増資 新株予約権の権利行使
払込無し	株式分割 吸収合併 株式交換 株式移転 株式交付

株式による資金調達額

(単位：億円)

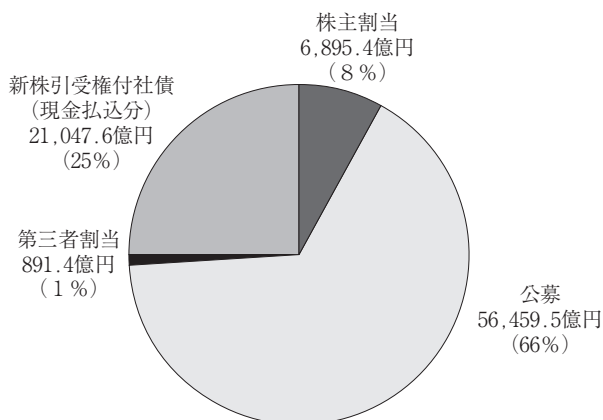
年	株主割当		公 募		第三者割当		新株予約権 の権利行使		優先株式等		合 計	
	件数	調達額	件数	調達額	件数	調達額	件数	調達額	件数	調達額	件数	調達額
1998	0	0	8	2,782	32	6,880	28	864	5	4,710	73	15,236
1999	0	0	28	3,497	75	23,473	62	2,529	25	69,894	190	99,393
2000	2	82	24	4,941	46	9,228	87	1,056	4	1,073	163	16,381
2001	3	320	18	12,015	57	4,772	85	374	5	2,161	168	19,642
2002	0	0	19	1,533	62	4,844	78	2,763	36	9,968	195	19,107
2003	2	15	35	5,672	84	2,232	121	366	74	25,322	316	33,607
2004	1	27	78	7,502	129	5,726	228	995	50	13,626	486	27,877
2005	2	37	74	6,508	150	7,781	336	1,669	45	11,678	607	27,673
2006	0	0	69	14,477	145	4,165	371	1,513	26	5,597	611	25,751
2007	1	81	60	4,570	117	6,621	347	1,650	12	7,955	537	20,877
2008	1	1	27	3,417	93	3,958	240	209	9	5,937	370	13,523
2009	0	0	52	49,668	115	7,146	169	188	28	4,740	364	61,743
2010	1	7	50	33,089	88	5,356	159	246	10	736	308	39,433
2011	0	0	45	9,678	66	3,952	171	261	7	693	289	14,584
2012	1	4	53	4,518	71	1,593	174	218	17	12,755	316	19,088
2013	1	10	114	11,137	151	3,719	350	1,904	3	1,200	619	17,970
2014	0	0	129	13,780	190	3,928	412	1,087	14	2,242	745	21,037
2015	1	1	131	9,620	187	1,635	437	815	6	7,513	762	19,583
2016	1	2	95	2,577	151	6,230	483	901	7	1,480	737	11,191
2017	2	1	116	4,242	238	8,816	526	1,926	7	613	889	15,599
2018	0	0	129	4,016	303	2,146	597	2,277	6	595	1,035	9,034
2019	0	0	93	2,198	307	9,104	572	1,431	10	1,508	982	14,241
2020	1	4	108	7,328	342	4,042	624	2,203	11	1,947	1,086	15,524
2021	1	2	159	13,692	467	17,791	709	2,235	36	1,612	1,372	35,332
2022	1	1	85	1,293	440	2,733	665	1,239	18	630	1,209	5,895

〔出所〕 東京証券取引所ホームページ

3. 新株発行の手続き 投資者からの払い込みを伴う新株発行の方法としては、株主割当、公募増資、第三者割当の3つがある。株主割当は、原則として一定の基準日における株主に対して所有株数に応じて新株引受権を与える方法である。公開会社の場合、株主への新株引受権の付与および株主以外への新株等の割当は取締役会の決議によって決定される。会社法上は未公開会社が株主割当を行う場合は原則として取締役会の特別決議が必要となるが、定款に定めのある場合は通常の決議のみで発行出来る。既存株主への株主割当は、持ち株比率を維持するため経営権に移動を生じさせない増資方法とも言える。かつての新株発行は額面での株主割当が中心であったが、2001年の商法改正により株式の額面制度が廃止されたこともあり、現在では株主割当による新株発行は少ない。公募増資は、不特定多数の者に新株引受権を与える方法である。発行会社からすると、額面制度が存在した当時の株主割当額面増資に比べ同じ株数でプレミアム分だけ多くの資金を調達できるが、投資者からするとプレミアム取得の機会が奪われることになり、払い込みは不確実となる。公募増資は1990年代に減少したが、現在では有償増資の主要な手段として活用されている。第三者割当は、新株引受権を特定の第三者、例えば、発行会社と縁故関係にある銀行や企業、当該発行会社の取締役などの特定の者に与えて行う増資である。純粋な資金調達というよりも、業績不振に陥った企業の支援、取引先との関係強化や業務・資本提携を目的として使用される。また現在では敵対的買収防衛策の一環として利用される事例も目立つ。第三者割当は既存株主にとっては持ち株比率の低下を招く。通常は取締役会の決議で発行が可能であるが、時価に対して特に有利な価格で割当を行う場合（有利発行）には既存株主の利益を損なうことになるため、株主総会における特別決議が必要となる。第三者割当増資を行う発行会社は、その合理性や必要性を有価証券届出書において説明する義務を負う。

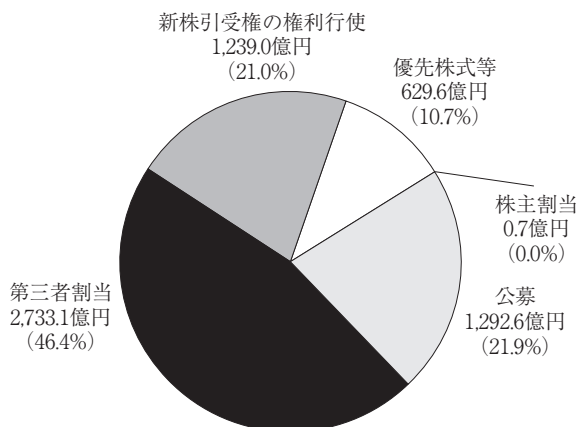
会社法では、2014年の改正（2015年施行）以降、公開会社の新株発行が支配株主（議決権の2分の1以上）の異動を伴う場合、既存株主に当該引受人の氏名等を通知しなければならない。さらに議決権の10%以上の反対があった場合、取締役会決議だけでなく株主総会決議が必要となり、新株発行に伴う株主の関与が強められた。

1989年東証上場会社資金調達額（株式）
合計資金調達額 85,293.9億円



〔出所〕 東京証券取引所『東証統計月報』

2022年東証上場会社資金調達額（株式）
合計資金調達額 5,895.0億円



〔出所〕 東京証券取引所ホームページ

4. 新株発行の状況 日本における新株の発行は、①有償（公募、第三者割当、株主割当、新株引受権の権利行使等）、②株式分割（無償）、③会社合併時等の新株発行等で行われる（株式数減少のケースとしては自己株式の消却がある）。上場会社の株式数ベースで見た場合、2022年で最も株数が増加したのは無償の株式分割による発行（52.0億株の増加）であり、次いで有償の優先株・転換社債型新株予約権付社債の株式転換等（5.9億株）、新株予約権の行使（5.2億株）、と続く。かつては新株発行時に投資者からの払い込みが無い株式配当、無償交付、額面超過額の資本組み入れ等があったが、これらは1991年の商法改正により株式分割へと統一された。

現在の日本では有償増資が主流であり、東証上場会社が株式を発行して調達した資金は2022年で約0.6兆円であった。対照的にアメリカやイギリスでは、有償増資は株主持分の希薄化をもたらす株価の引き下げ要因となるため、新規株式公開時を除くと少ない。ただし、日本における増資の形態は時代によって変化しており、高度成長期には株主割当額面増資（額面株式は2001年に廃止）が中心であった。これは、当時は投資者の金融資産の蓄積が不十分で、発行会社は慢性的な資金不足状態にあったためである。また、当時の企業の資金調達は主に銀行借入の形で行われており、株式市場は限定的な資金調達の場にすぎなかった。その後、石油危機を境に低成長期に入ると、企業の資金需要は後退し、株主安定化工作ともあいまって公募時価発行が定着した。株主割当も額面発行から中間発行へと移行した。1980年代後半になると、起債市場の規制緩和も進んで、転換社債、新株引受権付社債の発行が増え、これに伴う株式転換、権利行使が増えた。特に銀行は、バーゼル規制をクリアするために自己資本拡充を迫られており、当時のエクイティ・ファイナンスのおよそ半分を占めていた。

1990年代は株価低迷により公募増資は著しく減少し、その後も公募増資の低迷は続いていたが、2008年からの金融危機を受け、弱体化した財務基盤を強化すべく企業の公募増資が2009年に活発化した。近年は新株予約権の行使や株式分割が活発な一方で、自己株式消却などにより、2015年以降は全体の発行済株式数の減少傾向が続いている。

上場会社発行済株式増減状況

(単位:1,000株)

年	有 償	株主割当	公 募	第三者割当	優先株・転換社債 型新株予約権付社 債の株式転換等	新株予約権 の権利行使	株式分割	そ の 他	合 計
82	4,919,006	1,932,416	1,760,389	111,822	1,102,860	11,519	4,265,996	318,347	9,503,352
83	4,231,828	1,005,145	513,645	589,154	2,006,283	117,601	4,208,030	24,857	8,464,718
84	5,312,713	1,170,322	778,686	319,665	2,835,670	208,370	4,033,612	169,830	9,516,159
85	5,580,645	909,635	590,696	118,126	3,514,706	447,179	4,390,653	93,169	10,064,468
86	4,503,842	371,191	346,883	78,308	2,831,297	876,161	3,939,802	621,924	9,065,569
87	8,600,184	547,900	718,327	314,650	4,753,694	2,265,611	3,300,518	510,942	12,411,644
88	9,052,096	849,464	1,286,177	169,633	4,623,233	2,123,387	4,004,200	96,212	13,152,509
89	12,467,106	803,396	3,558,558	94,151	5,522,653	2,488,346	5,906,047	44,848	18,418,003
90	4,733,374	758,546	1,284,250	252,593	1,859,145	578,830	8,283,600	1,632,879	14,649,854
91	1,604,596	420,553	391,850	182,776	600,930	369,485	3,451,407	1,581,058	6,636,703
92	7,662,227	244,895	2,180	190,340	1,392,205	189,605	1,584,403	414,121	2,764,752
93	1,605,059	87,091	4,150	479,440	347,764	686,612	901,948	1,147,000	3,654,008
94	1,530,474	24,152	33,360	543,846	445,479	483,635	2,330,679	1,190,447	5,051,602
95	2,433,831	249,876	10,400	490,557	343,684	339,311	847,835	359,334	2,808,819
96	2,546,611	455,200	200,883	583,427	506,753	800,348	1,015,654	1,873,163	5,267,610
97	3,093,475	204,686	93,250	1,493,319	1,034,959	267,261	551,076	251,712	3,896,265
98	3,641,490	7,707	97,337	2,380,126	1,079,024	77,295	168,263	22,696	3,832,450
99	9,627,895	-	54,599	8,402,531	976,593	194,170	742,946	61,952	10,432,793
2000	3,709,565	87,140	84,200	2,621,987	835,744	80,492	1,599,465	1,158,762	6,467,792
01	4,526,944	143,051	49,760	3,328,896	935,912	69,324	624,199	3,330,016	8,481,160
02	4,260,986	-	238,268	2,719,749	546,153	756,815	692,917	1,412,881	6,366,784
03	4,541,171	20,352	431,517	2,995,729	679,841	413,729	333,448	5,931,549	10,806,168
04	5,659,174	18,193	516,166	1,586,466	2,404,691	1,133,656	2,975,260	24,497	8,658,931
05	11,393,111	53,120	1,638,572	2,957,298	6,241,871	1,524,249	3,051,215	△13,967,015	477,311
06	7,459,697	80,862	409,932	850,680	4,450,694	519,349	6,713,875	△1,201,938	12,971,634
07	5,341,133	6,998	687,868	1,549,130	2,928,468	401,032	11,749,106	△3,504,021	13,586,219
08	3,542,021	-	12,049,714	3,192,219	1,119,159	178,863	1,205,552	△542,754	3,119,819
09	22,418,250	-	7,548,008	1,935,650	6,846,482	329,833	16,193,816	△238,890	38,580,955
10	10,464,418	68	2,947,644	1,935,650	835,992	144,697	877,229	△860,938	10,480,708
11	6,391,284	-	2,371,349	2,283,962	839,211	320,465	1,842,238	625,267	8,858,789
12	4,309,521	34,504	663,776	663,776	1,024,399	215,492	3,759,441	576,904	8,645,867
13	5,226,016	613	1,244,084	2,058,111	1,400,302	522,905	27,099,251	△8,996,091	23,329,176
14	4,624,642	-	1,422,172	627,019	1,933,058	642,391	8,841,942	△6,101,224	7,365,361
15	3,717,412	1,560	679,898	767,728	1,797,390	470,834	7,060,155	△12,958,857	△2,181,288
16	5,403,536	3,699	140,825	4,152,569	798,326	308,115	2,232,113	△29,020,941	△21,385,291
17	4,747,915	1,312	320,095	2,934,439	606,854	885,214	4,836,899	△71,033,038	△61,448,223
18	2,380,544	-	251,482	579,821	323,032	1,233,208	4,567,464	△26,497,834	19,549,824
19	4,691,381	6,155	3,895,668	3,895,668	59,353	626,026	6,495,653	△5,056,466	6,130,569
20	2,955,070	1,131	338,199	1,380,132	214,293	1,016,292	7,360,701	△25,389,212	△15,073,440
21	3,209,240	-	731,719	838,352	310,522	1,327,515	18,870,342	△2,441,419	19,638,164
22	1,683,949	269	87,458	479,437	594,731	522,053	5,199,521	△4,241,371	2,642,099

〔出所〕 東京証券取引所「証券統計年報」および「東証統計年報」

5. 株式の引受 株式の発行方法は、直接募集と間接募集、公募と私募に分けることができる。直接募集（自己募集）は、発行会社自らが発行に関する事務手続きを行い、投資者に株式を販売する発行方法である。仲介業者に対する手数料を節約できる一方で、発行会社が不特定多数に証券を販売するなど専門的な事務手続きを行うことは容易ではない。それに対して、間接募集は発行会社が専門的な仲介業者に募集を委託する発行方法である。仲介業者は、株式発行に関する様々なアドバイスを行うとともに、投資者への販売、事務手続きの代行、売れ残りリスクの負担等を行う。現在では、株式発行のほとんどは、間接募集の方法で行われている。公募とは、不特定多数の投資者を対象に新株の勧誘を行うことであり、私募は特定少数者に勧誘を行うことを指す。公募の場合、証券会社が引受業者となる間接募集が原則的である。

間接募集の場合、発行会社は証券会社と引受契約を結ぶ。引受契約は、売れ残り分について証券会社が買い取ることを約束する残額引受け、より一般的な形式である発行される証券を証券会社が最初からすべて買い取る買取引受け（総額引受け）の2つに分類される。発行額が大きくなると、証券会社1社では引受リスクのすべてを負担しきれないため、複数の証券会社が集まって引受シンジケートを組織することが多い。シンジケートメンバーを代表して発行会社との契約にあたるのが主幹事である。引受リスクを負担せずに証券の販売のみを行う証券会社の一団を販売団と呼ぶ。

株式の募集や売出し時には、市場における需給を安定化させる施策が必要となる。オーバーアロットメント・オプションとは、主幹事証券会社が既存株主から株式を借受け、需要動向に応じて当初の予定売出株式数を超過して売出すことが出来る制度であり、2002年1月31日以降に主幹事証券会社と元引受契約を締結する発行から利用が可能となった。オーバーアロットメントによる追加の売出数量は、公募および売出しの予定数量の15%を上限とする。オーバーアロットメントの実行にともなう主幹事証券会社のショートポジションは、公開後の流通市場における当該株式の株価が売出時を下回った場合には、市場からの買付け（シンジケートカバー取引）により解消され、上回った場合にはグリーンシューオプション（発行会社または貸株人から引受価額と同条件で追加的に株式を取得する権利）の行使によって解消される。

証券会社の主幹事獲得件数（株式）

(取引所既存市場・取引所新興市場：2022年)

証券会社	プライム		スタンダード		グロース		本則市場		マザーズ		JASDAQ	
	会社数 (社)	比率 (%)	会社数 (社)	比率 (%)	会社数 (社)	比率 (%)	会社数 (社)	比率 (%)	会社数 (社)	比率 (%)	会社数 (社)	比率 (%)
S M B C 日興	2	100	2	20	17	28	1	25	2	20	-	-
みずほ	-	-	2	20	10	17	2	50	2	20	1	100
大和	-	-	1	10	14	23	-	-	1	10	-	-
S B I	-	-	-	-	9	15	-	-	2	20	-	-
野村	-	-	3	30	6	10	-	-	1	10	-	-
東海東京	-	-	-	-	1	2	1	25	-	-	-	-
いちよし	-	-	1	10	1	2	-	-	-	-	-	-
岡三	-	-	-	-	1	2	-	-	1	10	-	-
三菱UFJモルガンスタンレー	-	-	1	10	1	2	-	-	-	-	-	-
エイチ・エス	-	-	-	-	-	-	-	-	1	10	-	-
合計	2	100	10	100	60	100	4	100	10	100	1	100

〔出所〕 プロネクサス『株式公開白書』

新規株式上市におけるオーバーアロットメントによる追加売出しから
シンジケートカバー取引までの流れ

新株式発行および売出しに関する取締役会決議 OA 売出枠設定	仮条件決定	BB (需要申告)	公開価格決定 OA 売出数量決定	上場日 (売買開始日)	SC 取引 or GS 行使
<p>BB = ブックビルディング OA = オーバーアロットメント SC 取引 = シンジケートカバー（ショートカバー）取引 GS 行使 = グリーンシュー・オプションの行使</p> <p>(注) SC 取引およびGS 行使については、投資者が証券会社に対して申込を行う期間の終了する日の翌日（通常、上場日の2～3営業日前）から30日間までの間に行わなければならない。</p>					

6. 公開価格設定プロセスの見直し 新規株式公開（IPO）時の公開価格の設定プロセスの一般的な流れは、まず、取引所における上場承認のタイミングで有価証券届出書の提出、想定発行価格の設定が行われ、次に、主に機関投資家を対象とするロードショーが実施された後、仮条件（通常は一定の範囲で示される）が設定される。その後、仮条件に基づき行われたブックビルディングの結果を踏まえ、最終的な公開価格が設定されるものであった。

2021年6月に閣議決定された「成長戦略実行計画」において、スタートアップ育成の観点から、公開価格の設定プロセスのあり方について実態把握を行い、見直しを図る旨が示された。これを受け、公正取引委員会では実態把握が行われ、2022年1月、IPOにおける取引に係る競争政策・独占禁止法上の考え方を示した実態把握報告書が公表された。

日本証券業協会では、「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」を設置し、投資者保護を図るとともに、公正な価格発見機能の向上や発行会社の公開価格の算定根拠等に対する納得感の向上につなげることに主眼を置いた検討が行われた。2022年2月には、ワーキング・グループ報告書が取りまとめられるとともに、同報告書で示された改善策の実施に向けて検討が進められた。

まず、報告書で示された「価格設定の中立性確保」、「発行会社への公開価格等の納得感のある説明」などの改善策を先行して実施するため、2022年6月に規則改正等が実施された。幅広い関係者の実務に影響する「仮条件の範囲外での公開価格の設定」、「売出株式数の柔軟な変更」、「上場日程の期間短縮・柔軟化」などの改善策については、日本証券業協会において規則改正等が行われるとともに、金融庁による開示府令等の改正など市場関係者における必要な検討が行われ、2023年10月から実施された。

このほか、証券取引所ではIPOに関する上場制度等の見直しが行われた。東証においては、2023年3月に有価証券上場規程等を一部改正し、新規上場プロセスの円滑化（新規上場申請時の監査報告書の提出を不要とすること、初値決定日までの成行注文の禁止など）、グロース市場におけるダイレクトリスティングの導入、純資産の額に関する上場維持基準の見直しなどが行われた。

日本証券業協会が実施した主な改善策

改善策	概要
価格設定の中立性確保 (2022年6月改正, 7月施行)	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規則において明示的に求める
発行会社への公開価格等の納得感のある説明 (2022年6月改正, 7月施行)	主幹事証券会社が, 価格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
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 (2022年6月改正, 7月施行)	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規則を改正
機関投資家への割当て及び開示 (2022年6月改正, 7月施行)	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ガイドラインを改正
主幹事証券会社別の初期収益率等の公表 (2022年7月より公表)	日本証券業協会が必要な情報を収集し, ウェブサイトで公表
仮条件の範囲外での公開価格設定, 売出株式数の柔軟な変更 (2023年2月改正, 10月施行)	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の公開価格の設定, 売出株式数の変更が可能であることを規則で明確化 ※「一定の範囲」とは, 以下の①～③を全て満たす場合をいう ① 公開価格が仮条件の下限の80%以上かつ上限の120%以下の範囲内で決定されること ② 「公開価格決定時の売出株式数」が「仮条件決定時の売出株式数」の80%以上かつ120%以下の範囲内であること ③ 「公開価格決定時のオフリングサイズ(株式数(募集株式数と売出株式数の合計)×公開価格)」が, 「仮条件下限×仮条件決定時の株式数×80%以上かつ仮条件上限×仮条件決定時の株式数×120%以下」の範囲内であること
プレ・ヒアリングの改善・明確化 (2023年2月改正, 10月施行)	一定の要件の下, 子会社上場等に係るプレ・ヒアリングも可能とするよう規則を改正
実名による需要情報等の提供 (2023年2月改正, 10月施行)	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, 実名により発行会社に対して提供するよう規則を改正
上場日程の期間短縮・柔軟化 (2023年10月実施)	・上場承認日に提出している有価証券届出書を上場承認前に提出し, 必要な手続きを早期化する実務(承認前提出方式)を整理。発行会社は従前の上場方式と承認前提出方式のどちらかを選択可能 ・上場承認後の市場環境等の変化を踏まえて上場日を柔軟に変更する実務を整理

7. 未公開株市場 公募発行などで広く一般の投資者を対象に増資を行うのは主に取引所に上場する公開会社だが、未公開会社の増資が法律で制限されているわけではない。むしろ法律上は未公開会社の方がより緩やかな規制であると言えよう。例えば、有価証券通知書は有価証券届出書と異なり投資者への情報開示を目的としないため、会社の営業や経理に関する情報を記載する必要がない。現行の金融商品取引法・内閣府令等では、未公開会社が新規の株式発行などを行う際に、勧誘対象が50人以上であっても、株式（有価証券）の発行額（新規発行・既発行の売出し）が1億円未満であれば原則として有価証券届出書の提出は必要なく、より簡易な有価証券通知書で足りる。また、勧誘対象が50人未満または発行額が1,000万円以下であれば、原則として有価証券通知書の提出も必要ない。その一方で投資者からすると、未公開株式は開示されている情報も少なく、当該株式への投資はリスクが高い。また、市場取引で適切な株価が形成される公開会社と異なり、未公開株の株価算定には会社の純資産を基に算定する純資産方式や、キャッシュフローを基にする収益方式、将来予測される配当を基にする配当還元方式など様々な方式があり適正な株価の把握が難しい。加えて、投資資金の回収が容易ではない流動性の問題が付随する。このため、投資先企業が公開されるまで資金の回収は難しく、未公開株投資はベンチャーキャピタルなどのハイリスクかつ長期の投資に耐えられる少数の投資者に限られ、起業活動の活性化やベンチャー企業の育成のために未公開段階での資金調達手段の整備が求められていた。日本証券業協会が1997年7月に発足させた気配公表銘柄制度（グリーンシート銘柄制度）は、一定の情報開示などの情報を満たした銘柄（店頭取扱有価証券）について、証券会社が気配の提示を行い、未公開株投資の勧誘を行うことを可能とした。同制度は2018年3月末で廃止となったが、2015年5月から株主コミュニティ制度が発足した。また、2015年5月には株式投資型クラウドファンディング（CF）制度が導入された。同制度は、2022年1月の金商法施行令及び金商業等府令の改正により、発行総額（1億円未満）の算定対象を投資型CFでの発行額のみに限定し、特定投資家（プロ投資家）の投資上限額（50万円）を撤廃するなどの制度緩和がなされた。また、2022年7月には、証券会社を通じた非上場株式等の特定投資家向け発行・流通を可能にする特定投資家向け銘柄制度（J-Ships）が導入された。

金融商品取引法、内閣府令等上の有価証券届出書・通知書提出の要否

		投資家数 ^(注)	
		50人未満	50人以上
発行額	1億円以上	不要	有価証券届出書
	1千万円超1億円未満	不要	有価証券通知書
	1千万円以下	不要	

- (注) 1. 現行の金融商品取引法および内閣府令等において、勧誘対象者等が50人未満の場合でも、6ヵ月以内に発行された同一種類の有価証券の勧誘対象者が通算で50名以上となる場合などでは、発行価額の総額により有価証券届出書又は有価証券通知書の提出が必要となる。
2. 2003年4月1日施行の政令改正により、以下の通り、発行の規制が緩和された。
- ①当該適格機関投資家が250名以下であること等一定の要件のもとで50人のカウントから証券投資のプロである適格機関投資家の数を除する。
 - ②適格機関投資家のみを相手方とする有価証券取得の申し込みの勧誘で適格機関投資家以外の者に譲渡されるおそれの少ない場合いわゆる「プロ私募」の対象に株券等エクイティ関連商品を加える。この場合、投資家の数にかかわらず、発行額1億円以上についてのみ、有価証券通知書の提出が義務づけられる（50人未満の場合は（注1）を参照）。

未公開企業の株価算定方法の例

1. 純資産方式
(1) 簿価純資産法 1株の価格 = 簿価純資産 / 発行株式総数
(2) 修正簿価純資産法 1株の価格 = 含み損益を反映した簿価純資産 / 発行株式総数
(3) 時価純資産法 1株の価格 = 時価純資産額 / 発行株式総数
2. 収益方式
(1) 収益還元法（直接還元法） 1株の価格 = (将来予測される税引後純利益 / 資本還元率) / 発行済株式総数
(2) DCF法 1株の価格 = 将来予測される収益の割引現在価値の合計 / 発行済株式総数
3. 配当還元法
(1) 配当還元法 1株の価格 = (将来予測される年間配当金額 / 資本還元率) / 発行済株式総数
(2) ゴードン・モデル法 1株の価格 = 将来予測される年間配当金 / (資本還元率 - 投資利益率 × 内部留保率)