

グロース市場関係者への ヒアリングの状況

株式会社東京証券取引所 上場部

2023年12月18日



市場関係者へのヒアリング（海外V C）

（主な意見）

（IPOに関する課題）

- 我々の投資先（海外スタートアップ）から上場をしたいと相談があった際には、上場によってどの程度の資金調達をしようと思っているかを確認する。**日本のスタートアップはその意識が乏しく、上場のコストに見合った資金調達出来るのかという視点を持っていない。上場の目的は何か、どれだけ資金が必要なのかという議論がないので、上場後は、後は野となれ山となれとなってしまう。**
- **ロックアップは長めにかけるべき。** IPO前から入っている投資家は、IPO時の公募・売出しで放出しない限りは、たとえば12か月、18か月などのロックアップを無条件でかけるべき。IPO直後の株価ではなく、実態が評価されるときに株価でようやく売れるということがいいと思う。

（非上場領域における課題）

- 日本には、**バリュエーション（株価算定）についてのガイドラインやベストプラクティスがない。** 米国ではIPEVガイドラインがあり、株価が不当に吊り上がることはない。価格がロジックに基づかないようだと、他国の投資家からすれば理解できず、敬遠されてしまう。
- **既存投資家が原則として追加投資をしないという慣行も問題。** 次々と新規投資家から調達するとなると会社は本業に集中できないし、新規投資家からすれば既存投資家に見切られた会社に見える。
- **非上場株式の流通市場**があるとよいという意見もあるが、個人的には、既存株主等に優先買取権を与え、株主間取引で対応すべきだと思う。魅力的な会社であれば、既存株主が引き受けるはずであるし、無秩序に新しい株主が増えるのは会社のためにもならない。日本では個人の資金を非上場領域に入れようという動きもあるが、**非上場領域はあくまでプロ向けとし、海外の資金を入れるようにすべき。**

市場関係者へのヒアリング（国内V C）

（主な意見）

（IPOに関する課題）

- **赤字企業について、特に以前は、黒字化の蓋然性やその時期が厳しく審査され、IPOが出来なかったケースもあるとの認識。赤字であることが形式的にNGと扱われているのではないだろうか。**
- **上場前のロードショー時に初めて機関投資家に会うという会社も存在する。上場前の投資家面談（インフォメーション・ミーティング、プレヒアリング等）を必須とすべき。**
- **公開価格の決定プロセスについて、実際に買うつもりのある機関投資家からの買い注文という形で需要を集め、決定すべき。また現在は個人ばかりの割当てとなっているが、特定投資家を含む機関投資家に割り当てるようにしていくべき。**
- **セルサイドアナリストが投資家向けに作成するレポート（プレディールリサーチレポート）について、有無により情報の伝わり方が変わってくるため、全社に対して作成されるようにしていくべき。上場後もそれを継続するようになれば、グロース市場上場会社全社がカバーされるようになる。**
- **株価が公開価格の1.5倍以上となればロックアップが解除される慣行があるが、これは日本だけであり、既存株主により長く持ってもらおうよう、この慣行を止めるべき。**

（上場後における課題）

- **グロース市場上場会社、特にディープテック企業やバイオベンチャー等においては、将来利益を精緻に予想するのは難しい。アナリストが予想するのは問題ないが、発行体が無理にその開示を行うことで投資家の期待を煽ることにもつながっている。現在は開示が財務面・PL面に寄っているが、それだけではなく、中長期目線でいかに投資を行って成長するのかを示してもらうことが重要。**
- **上場維持基準を厳しくすることで、M&Aなどが活性化され、産業の新陳代謝が促される効果も考えられるため、継続的に議論を行うことが重要。また、議論の状況を適時に公表することで、（実際に引き上げる前から）上場会社において緊張感が生まれる**

市場関係者へのヒアリング（機関投資家・アナリスト）

（主な意見）

（投資対象等となる企業規模）

- 投資基準上、全株式の10%以上を買うことはできないこととしているため、規模が小さい会社は組み込みにくい。**時価総額50億円～100億円ぐらいがハードル**との印象。30億円でも、成長期待が強い場合などには投資することなくはないが、売買によるマーケットインパクトが大きくなってしまう。
- 当社（セルサイド）においては、**基本的には500億円以上の会社を対象にアナリストカバレッジ**を行っている。例外的に今後成長が見込まれるようであれば、100億円以下でも対象とするが、一時的にカバーを行うようなイメージであり、継続的にカバーを行うわけではない。

（経営者の役割・意識）

- 投資家としては、**中長期で成長ストーリーが見えていることが投資の大前提**。経営者は、**まず何よりも業績を拡大させることが重要**であり、それにより時価総額も伸び、機関投資家も多数入ってくる。
- **投資家からの取材の申し込みを受けないという上場会社もあり**、そもそも上場している意味を分かっているのか疑問に思うケースもある。
- IPO時には**重要なKPIを開示していたのに、上場後に記載を削除した会社もある**。グロース市場においては**上場を「ゴール」だと思っているケースが多く見られ**、それでは機関投資家の参入は進まない。
- 資本コスト等については東証の働きかけにより各社の意識の変化が見られた。グロース市場においても、**東証には上場会社経営者の意識への働きかけを行ってほしい**。

市場関係者へのヒアリング（機関投資家・アナリスト）

（情報開示・IRの方法）

- 半年ごとでもよいので説明会を開催してほしい。その際、できれば社長から説明すべき。また、その様子を動画で公開する例も増えているが、これが標準になると、事後的に視聴して取材につなげられる。
- 効果的なIRを学ぶにあたっては、日本証券アナリスト協会からディスクロージャー優良企業として表彰されている会社を参考にすることも考えられる。一方、時価総額が大きい会社にとっては、大規模な会社の取組みは参考にしにくいこともあるので、そうした会社にも焦点を当てるべき。
- IRイベントは、規模が小さな会社にも興味を持つきっかけになるという点で有用。リアル開催でもオンライン開催でも、中立的な立場にいる東証がそうしたイベントを開催することは望ましい。

（投資家に伝えるべき具体的な内容等）

- 中長期保有の投資家を呼び込むためには、「事業計画及び成長可能性に関する事項」の開示にあたり、KPIを明確化したうえで、その状況を定期的にアップデートしていくことが重要。
- 実態からあまりにも乖離した市場を事業ターゲットにしている例もある。現実的な市場をターゲットにしないと投資家としてもぼやけてしまい、判断が難しい。上場後でもよいので解像度を高めてほしい。
- たとえばバイオベンチャーなど、赤字が継続する場合であっても、しっかりと成長ストーリーを説明していくことが重要。その際、単に期待を煽るのではなく、マイルストーンがどこで得られるかや、自社の独自性・強みをしっかりと説明してほしい。
- IPO時の四半期決算の開示について、直近のものだけ開示されることが多いが、業績の推移を見るには不十分。前期の状況も見られると推移を確認しやすい。