

## バイオベンチャーと投資家の対話促進研究会（第1回） 議事概要

日時：平成29年11月15日（水曜日）09時30分～11時30分

場所：経済産業省本館2階西3共用会議室

議題：（1）本研究会開催に当たっての基本的事項について

（2）バイオベンチャーの現状と課題／対話の方向性

上記議題について広く意見交換を行い、下記のような説明・議論が行われた。

### 1. バイオベンチャーの資金調達面の現状と課題について

- ◇ VCはプライマリ市場から新興市場にベンチャーを送り出す立場である。VCとしては比較的短期的に流動性を得たいため、新興市場への上場を優先せざるを得ない。一方で、今は未上場のほうが資金調達の手立てが多くあり、未上場市場よりも上場後の資金調達の方が困難な面もある。そのため企業側と共に作った事業計画通りには行かず、成長が想定していたより進まないこともある。
- ◇ バイオベンチャーをワールドワイドに対象とするファンドは多いが、日本のバイオベンチャーを対象とするファンドを立てる必要性をどう説明するのが課題。バイオベンチャーは赤字がほとんどで、信用懸念銘柄として運用プロセスを考える最初の段階で除外されてしまい、スクリーニング対象にすらならないのが現状。
- ◇ インベストメントチェーンの観点からすると、Patient Capitalが日本に存在するのかが問われるのではないかと。バイオベンチャーの評価には少なくとも10～15年がかかることを考えると、投資における時間軸の点でミスマッチがある。
- ◇ 年金投資家はTOPIXに限定した投資フレームワークとなっており、JASDAQ・マザーズに留まっている限り投資対象にはならない。ここに重厚長大系の企業にお金流れ、新興企業に回ってこない本質的な課題があるのかもしれない。
- ◇ バイオベンチャーのポテンシャルが上がったとしても、機関投資家の投資可能なクライテリアが厳格であれば投資は活発化しない。
- ◇ 米国では日本のバイオベンチャーの時価総額よりも大きい1.6兆円を1人のファンドマネージャーが単独で運用しているケースもある。彼らはNIHへのヒアリングを通じて、バイオベンチャーの評価をしている。米国とのスケールの違いが現れている。
- ◇ 上場するまではVCのハンズオンを受けられるが、ポストIPOは放り出されるのが現状である。東証1部に指定替えできるまでの期間は非常に苦しい。このギャップに対して機関投資家は一定の役割を果たすことが期待されているのではないかと。それが投資のリターンになる可能性がある。
- ◇ インベストメントチェーンの断絶がある中、日本のマーケットの魅力は少なく、あえて日本で上場する必要がないのが現状。アメリカで上場した方が投資家も育っており、

資金調達もできる。時価総額の大きい国内バイオベンチャー2社の社長は外国人であり、グローバルなビジネスの特性が現れている。

- ◇ 日本のバイオベンチャーは個人投資家が多いこともあり、原因のない株価変動が多く機関投資家としては手を出しづらい。また、上場企業が M&A で買収されるケースがほとんどなく、そういった選択肢の少なさも問題。
- ◇ 米国と日本で同時上場している企業には、日本で IPO した時にまとまった額を調達したものの、その後はほぼアメリカから調達している例もある。上場後の資金調達は米国でやらざるを得ないという状況である。投資家層をみても、米国はほぼ100%機関投資家、日本はほぼ個人投資家と大きな違いがある。
- ◇ 米国では NBI が盛り上がり、米国市場の魅力を示している。2012年に FDA 規制の緩和があったのも盛り上がりの要因の一つではないか。日本のマーケットの魅力を上げるためには、規制緩和も一つの手立てとして考えられるだろう。
- ◇ 日米比較だけでなく、米国以外の国とも比較をした方がよい。例えば英国では未上場企業が資金調達をしやすいが、AIM に上場した後に調達ができず結局 NASDAQ に行くケースが多い。日本発ベンチャーも同様のルートを通ってもいいが、日本の中で調達できる環境を整える必要もあるだろう。

## 2. 対話の方向性について

### ○「バイオベンチャー対話ガイドンス（仮称）」の必要性

- ◇ セルサイドアナリストが少なく、バイオベンチャーが上場してきた時に市場関係者が情報を得る手段が少ない点も課題。米国ではライフサイエンスで学位を持っているファンドマネジャーやバイサイドアナリストも多いが、日本ではレアケースと思われる。企業を理解するための専門的な知識獲得に努力が必要となる。
- ◇ 米国では、バイオベンチャーの投資家は MD・PhD が普通という専門性の高い領域である。日本は、米国だけでなく、カナダと比較してもバイオベンチャーの数そのものが小さい。バイオテックセクターという非常にプロフェッショナルな市場をどう構築するか考えなくてはならない。
- ◇ 上場したバイオベンチャーの情報発信が不十分なものもあるが、そのための場がないことや、アナリストのカバレッジなど、受け取る側の理解力にも問題がある。

### ○ビジネスモデルについて

- ◇ 米国ではシリーズ A でも1社平均\$30M~\$50M 出すキャピタルがいる一方、日本には同じ規模のキャピタルがない。上場後も機関投資家に評価してもらえるような大型のベンチャーをどのように未上場市場で育てていくかというところが大きな課題意識である。どのようなビジネスモデルであれば機関投資家に評価されるのか議論していき

たい。

### ○成果（パフォーマンス）と重要な成果指標（KPI）について

- ◇ 財務的にはほとんど赤字であるバイオベンチャーを非財務情報でいかに評価するのか、という観点は他の産業にも広がりをもつもの。特にバイオベンチャーはリスクを避けられないが、機関投資家は過剰にリスクを気にする面もある。機関投資家は外部へのアカウントビリティがあるので、失敗理由を説明する責任がある。これらを解決するためには、企業と投資家の対話の促進が非常に重要である。
- ◇ ポイントになるのは、価値協創ガイダンスでいうところの5.1（財務パフォーマンス）、5.2（戦略の進捗を示す独自 KPI の設定）辺りだろう。成功した時の潜在的な価値の発揮という観点から、期間損益ではなく、特に知財のバリュエーションに興味がある。
- ◇ 日本のバイオベンチャーの課題は知財制度にもあると考えている。特許庁も含めた議論ができるとうい。
- ◇ バイオベンチャーの価値評価に当たっては、リアルオプションの考え方が重要。リアルオプションにおける企業価値醸成においては、企業が潜在的な価値を開示・説明できれば、ボラティリティが大きいほど企業価値が上がる。
- ◇ 対話においては、短期（財務戦略）・中期（パイプラインの育て方）・長期（デスバレーを超えた後に目指す先）のバランスが取れていない。IPO 時にはバランスがとれていても、その後の経営状況・開発状況によっては発信される情報のバランスが崩れてしまう。この状況を打開するための視点が必要ではないか。
- ◇ 赤字にも良い赤字と悪い赤字があり、臨床試験などにお金を使っているための赤字は良い赤字と言える。逆にお金を使っていないのは取るべきリスクを取っていない状態であり、むしろ価値が低いと理解している。

### ○ガバナンスについて

- ◇ ガバナンスは重要なファクター。とりわけバイオベンチャーは技術力に強みを持つ立派な創業者が引っ張っているケースが多い。他方、ガバナンスは、社外取締役のモニタリング機能であり、両者のバランスが難しい。米国のシリコンバレーでもガバナンスの議論は活発。力のある経営者がいなくなった途端に企業が崩壊することがあり、機関投資家は難しい判断を迫られている。米国の企業がどのような開示をして事業の持続性を機関投資家に示しているか、興味がある。
- ◇ 機関投資家としてはリターンを得ることに加えて、議決権の行使という面も重要。各社が持っている議決権行使のガイドラインに従って、システムチックに、赤字期間が長いことをもって経営者の留任に反対の議決権を行使するケースも想定されるが、これは双方にとって無益である。ガバナンスに関する議論では、議決権の行使という観点も加えてほしい。

### 3. 日本の上場市場・制度の課題等について

- ◇ 創薬ベンチャーが東証マザーズに上場する際に7つの基準があるが、これが創薬ベンチャーの成長を妨げている側面もあるのではないかと。例えば「複数のパイプラインを持っているか」「ヒトで効果が確認されているか」「製薬企業と提携があるか」などの基準が分かりやすいが、無理にこれらの基準を満たして上場をしているケースがあるのではないかと。無理に基準に合わせるのではなく、出す側・受ける側の対話の上で投資ができる環境が整うとよい。
- ◇ 時価総額でいえば、日本は米国の約1%であり、負けているのは事実。こういう状況下で必要なのは、日本のバイオベンチャーに下駄を履かせる解決策ではなく、日本の事業環境をリーズナブルなものに近づけていくこと。米国と競うというより、米国とフェアな競争ができる環境が整うことに期待している。
- ◇ マザーズとジャスダック2つの市場が存在する意味はあるのか。上場廃止基準に合わせて無理に黒字化しても株価が下がることもある。バイオベンチャーの中にはこの基準に苦しんでいる企業が多い。
- ◇ 上場後のバイオベンチャーの資金調達環境をみれば、産業革新機構が上場ベンチャーへ出資することも考えるべき。
- ◇ 上場後のバイオベンチャーが資金調達をできるよう、製薬企業などの大企業との連携を促進すべき。具体的には、製薬企業からバイオベンチャーへの出資金に対する減税措置も必要ではないかと。
- ◇ 市場と投資家をつなぐものがインデックス（指数）である。ダウ工業平均の算出開始当初は、主流は鉄道株や公共株であり、工業平均はベンチャーという位置づけだったが、今や世界から注目されるインデックスとなっている。インデックスが示す役割はどんどん変わっているという理解が必要。

#### お問い合わせ先

商務情報政策局 商務・サービスグループ 生物化学産業課

電話：03-3501-8625（直通）

FAX：03-3501-0197