

バイオベンチャーと投資家の対話促進研究会（第3回）-議事概要

日時：平成30年1月15日（月）13時00分から15時00分まで

場所：経済産業省本館17階西2・3国際会議室

議題：（1）研究会でのご指摘内容と今後の検討方針について

（2）上場バイオベンチャーをめぐる金融市場制度の課題整理について

- ①事務局からの説明
- ②委員によるプレゼンテーション
- ③有識者からのヒアリング
- ④意見交換

1. 上場制度

- ◇ 日本の上場制度の基準を適用すると、米国で活躍するバイオベンチャーの多くは上場廃止となってしまふ。非常に驚いた。
- ◇ 外国企業が日本に上場しない状況を踏まえると上場後の資金調達環境も含めて企業が上場を維持するのに適していないルールがあるのではないかと推察される。
- ◇ 上場廃止基準にかからないよう、営業利益を黒字にするために研究開発費を削減すると、研究開発の進捗が遅れ、その分、安定黒字化の達成時期が遅れてしまうのが残念。また、黒字化のために早い時期に安価でライセンスアウトをせざるを得なくなる事例もある。米国では時価総額基準を満たせば上場維持できるが、パフォーマンスが悪いと投資家が株を売り、時価総額が下がると退出する。米国は健康的な市場であると思う。
- ◇ 上場維持基準については苦労しているベンチャーも多いのではないかと。上場廃止を回避するために、ベンチャーもいろいろな工夫をしている。基準への抵触を回避するためバイオや創薬と関連の薄い事業（化粧品、コンサルティング、地熱発電など）を開始することもある。
- ◇ 特許法での期間延長が医薬品には許されていることを鑑み、また、バイオベンチャー、創薬ベンチャーの成長には中長期の赤字期間と一定の資金が必要であることを踏まえ、上場廃止基準の緩和の検討も必要ではないか。マザーズ、JASDAQの上場維持基準の可能な限り一本化、もしくは緩和や、米国のNASDAQに見られる複数の選択肢の導入や時価総額基準は、面白いのではないかと。
- ◇ 売上・利益がないからといって投資不適格な企業とは限らない。この2点をもって判断して上場廃止となるのは投資実態と異なるように思える。それよりもパフォーマンス・出来高などマーケットの機能によって淘汰されるのも自然な形なのではないか。また、マザーズとジャスダックの基準が違ふのは使い勝手の面で問題であると感じている。
- ◇ 大手バイオ企業が上場廃止基準に引っかかってしまふという点を踏まえると、ビジネ

スの実態からかなり乖離しているのではないかと思う。ベンチャーという会社の価値は、今期、来期の売上高とか利益だけではなく、バランスシートに隠れている無形資産、特許、人などで測るもの。こうした本来的な価値を今の上場制度の尺度では解釈できていない。

- ◇ 日本では、有用な R&D をしているが認知度が小さい企業もあり、ファンダメンタルが株価に反映されないことが多々ある。そのため、将来的には出来高基準でも良いが、現状ではもう少し柔軟性をもたせる必要があるのではないか。
- ◇ 問題は上場廃止基準に抵触しないためのアセットの切り売りである。別事業で展開して、財務諸表上は数字をよく見せるが、本来の会社の目的とは離れたところで何とか生き伸びようとしていることが問題。なお、米国と日本では上場に必要な資金が大きく異なる。日本市場の基準が合っていないからといって、安易に「日本での上場は無理だから米国で」とシフトするのは難しい。
- ◇ 上場、非上場、両方関係あるが、創薬ベンチャーは、オプション契約、販売代理店契約、あるいは共同研究の助成金、補助金、協力金が売上の要素となる。他方で、会計制度を結構厳しく見ると、これらが売上に計上されないということが多いことも、創薬ベンチャーの財務上の見た目が悪くなってしまう 1 つの要因である。
- ◇ 上場廃止を回避するために工夫するベンチャーがいる一方、本来退出すべき企業が「工夫」によって生き残っていることもある。単純に基準を緩和するだけでは、新陳代謝が正しく機能しないだろう。米国の NASDAQ は、マーケットメイク制度を導入し、上場廃止時にも市場原理が働く仕組みとしている。日本では、形式的な売上高 1 億円という基準によって維持が保たれていくので、そこは疑問がある。
- ◇ 企業の適切な退出が促されないのは、機関投資家割合が少ないことも一因だろう。すなわち、投資価値が低いとみなされた企業で機関投資家が大量の売りを出し、株価が下落、市場から撤退という本来の流れが、日本では起こりえない。
- ◇ バイオベンチャーの株価形成は、何か開発しました、失敗しました、あるいは、どこかと連携しましたというような何かのイベントで株価が形成されていて、個人的投資家が中心になって投機的資金が流入しているというのが現状。株価は非常にボラタイルであり、機関投資家の資金が流入しない 1 つの要因でもある。
- ◇ 創薬型のバイオベンチャーは、他の業種と比較して、ビジネスの成功までに非常に長期間を要するという特性があり、開発が中断あるいは中止になったり、薬理効果が見いだせなかったり、というケースも多く見受けられる。また、事業内容自体の専門性も高く、黒字化が非常に先の想定となるため、将来の収益構造を見通しづらいという問題もある。これらの結果として、個人を含むセカンダリーの投資家にとって、バリュエーションがしにくい、価値評価が難しいという特性があるため、投資家保護の観点も重要。
- ◇ 産業育成と投資者保護の両立の観点から、上場のタイミングでは一定程度の事業化の蓋然性が求められており、典型的な創薬パイプライン型の場合は、①臨床試験で薬理効

果が確認されていることや、②アライアンスの確保が、ポイントとして示されている。これらはあくまでも創薬パイプライン型が対象であり、創薬基盤技術型や再生医療といった他のビジネスモデルにおいては、柔軟な対応がなされていると考えられるが、ポイントへの当てはめが前提とならないよう、マーケット運営を行うことが重要。また、情報開示の充実もあわせてポイントとして示されているが、上場時における開示はもとより、上場後においても、開発の進捗状況やそれを踏まえた見通しのアップデートを適時・適切に行うことが重要。

2. 資金調達環境

● 資金調達環境の改善を促す仕組みの必要性

- ◇ プライマリーからセカンダリーをカバーするクロスオーバー投資家の育成・強化は非常に重要。プライマリーの方々は事業を理解しているので、それをセカンダリーまでクロスオーバーする形でのサポートは非常に意味がある。
- ◇ IPO前後で株式構成が大きく変わる会社が多いと認識しているが、事業化まで長期間を要することを踏まえると、ペーシェントマネーを出すことができる投資家が必要と認識。
- ◇ 各社の売買がイベントドリブンに乱高下する現状において、インデックス・ETFの存在は分散投資の良い対象となり、バリュエーションベースでの売買をする投資家の呼び水になるのではないかと。当初増えるのはヘッジファンドかもしれないが、マーケットの安定には繋がるだろう。
- ◇ インデックス・ETFはホットな領域。海外投資家から、「日本のバイオに興味があるが、1社1社を見る余裕はないので、日本のバイオインデックスを見たい」という問い合わせが入ることもある。
- ◇ バイオ指数は分散投資の一環として見るのが可能。他方、日本の創薬型バイオベンチャーの上場銘柄30社をみると、時価総額上位3銘柄が、全体の時価総額の約6割を占めている。ウェイトキャップや流動性のあり方を工夫し、投資家にわかりやすい指数を設計することで、バイオ市場への資金流入を促すことが必要。また、市場のテーマを取り入れた形で投資信託を通じて資金を市場に流入させるテーマ型のファンドといったアプローチも有用かもしれない。
- ◇ 機関投資家を呼び込むためには流動性が重要となる。マーケットメーカー制度により流動性が保たれていることがNASDAQで機関投資家の投資が活性化している1つの要因ではないか。
- ◇ バイオベンチャーは専門性が高い点、開発期間が長く、開発計画の成功確率が低い点から、市場からの信頼が高くないのが現状。そのため、上場後も、国内外の大手企業との共同研究の実施や開発のサポート、戦略的投資家の呼び込み、人材紹介、ファイナンス

の支援などが有用である。

- ◇ CVCは戦略的投資を通じて情報を取得することが目的。スタートアップ企業は、大手企業の色がつくことを避けるため、長期の事業提携には制限がかかる。米国では、事業会社が豊富な情報源を持つVCのシンジケートに入ることが増えている。
- ◇ アナリスト数について、電気・商社など業界はセクターあたり10名ほどいる。バイオベンチャーにおいても7名、8名のアナリストがカバーする企業も出てきている。もう少し増える余地があるのではないか。
- ◇ セクター割がアナリスト分布に大きく影響を与えている。広く使われているセクター設定として例えば日経ヴェリタスやInstitutional Investorによるものが挙げられる。

● 資金調達手段の柔軟化の必要性

- ◇ 時価総額500億円前後の大半のバイオベンチャーにとっては、新株予約権による資金調達が主流。公募増資は審査が厳格で時間がかかることからハードルが高い。第三者割当増資も考えられるが、引き受けるプレーヤーが少ない。また、借入についても、地方銀行は比較的話をさせていただけるが、メガバンクは厳しい。その中で、このレンジのベンチャーは次のステージを狙うための大きな臨床試験を控えているケースが多い。この資金需要に応える資金調達手段の充実が求められる。
- ◇ 赤字のバイオベンチャーが公募増資をするのはほぼ不可能というのが現状。一般的には、第三者割当増資か、MSワラントしか手法がない。公募増資とワラントを組み合わせた資金調達や、米国でいうS-3ファイリング（一定の金額枠内での有価証券の募集・売出しを機動的に行うことができる制度）が日本でも可能になればベンチャーの資金調達の選択肢が広がるのではないか。
- ◇ 日本の公募増資においては、ローンチしてから値決めまでの期間が長い。引受け審査資料の作成時間も含めると2カ月以上の時間がかかる。その間に株価が大きく下がるため、発行体からすると当初予定していた金額が調達できないというデメリットが発生することも課題ではないか。日本においては、金融証券取引法や会社法、証券業協会の自主規制基準などで期間が設定されており、短縮が難しいのが現状。それに対し米国では、S3をベースに資金調達した場合、最短1週間程度で資金調達が可能であると思う。
- ◇ 日本の証券会社の引き受けは主幹事証券による業績審査である一方、米国は開示審査のみ。業績審査というのは月次決算や、1年先、2年先の業績予想の提出が求められ、基本的に右肩上がりの基調であるかどうかを証券会社が審査するもの。しかし、治験の結果次第で業績が左右されるバイオベンチャーに業績予想の提出を求めても絵に描いた餅にしかない。

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