

バイオベンチャーと投資家の対話促進研究会（第4回） 議事概要

日時：平成30年2月19日（月曜日）13時30分から15時30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）バイオベンチャーと機関投資家の対話促進に向けて

- 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

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. 機関投資家の運用手法と評価ポイント

- ◇ ベンチャー企業に対しては、企業の成長ステージによって、対話すべき内容は変わる。また、企業の弱みを消す対話よりも、企業の強みを引き出す対話、つまり、企業の将来的なポテンシャルの評価を機関投資家が意識すべきである。
- ◇ 創薬型ベンチャーを前提に置くと、企業との1時間程度の面談を2～3回繰り返す中で、「実現したいことは何か」「どういったシーズがあるのか」「パイプラインの開発状況はどうか」「その背景となるサイエンスをどう評価するか」の4点を明確化することが有益ではないか。
- ◇ その際には「ファーストインクラスとなる可能性はあるのか」「医療経済性に対するインパクトはどうか」といった点も踏まえた上で、上記4点とけん引役となる経営チームの体制を確認することが重要である。
- ◇ こういった話をした後にB/Sの議論をする。ベンチャー企業に対して、最初からP/Lの話をして意味はないため、まずは企業自身のポテンシャルの理解に努めることが有益。具体的には、IPO時の資金が枯渇する可能性も念頭に、「治験の開発費はどの程度かかるのか」、あるいは「提携企業からどの程度の資金が入るのか」という点を押さえつつ、キャッシュフローの動向を予測することが必要である。
- ◇ なお、特許に関しては有価証券報告書の特許情報をベースにヒアリング等を通じて調査しているが、なかなか企業の定量的なポテンシャル評価まで結びつけることは難しいのが現状ではないか。
- ◇ また、ベンチャー企業の評価に関して、グロースの投資家にとっては、全ての要素が平均点で安定しているよりも、一部の要素が秀でていた方が魅力的である。ある程度リスクを許容しつつ中長期的なポテンシャルを評価する投資の対象として、創薬型ベンチ

ャーが語られるようになると良いのではないか。

- ◇ バイオベンチャーが赤字でも存続する理由は、知財価値を有するため。つまり、一定期間事業を完全に独占できるという権利があるためであり、その意味では、知財の精査の体制を整えることが重要。しかしながら、事業をいかに広く展開し、競争を排除し、他の知財を侵害せずに遂行できるか、こういった観点で知財を評価できる人材に関して、ほとんど米系のロイヤーに頼っている状況。創薬市場は米欧で7割以上を占めるので、米欧での知財がいかに強いかポイントとなる。日本においては、製薬企業の知財部にいるような方がマーケットには出ておらず、人材が不足している。
- ◇ メディカルニーズを見極める体制というのも必要だろう。どういった患者さんのどのステージの方に薬を投与し、どんな効果をもたらしていきたいのかを見極める必要。メディカルニーズを見極める医師の能力は、日本でも米国でもあまり差が無く、むしろ日本の医師が世界の KOL である領域もある。最近では民間の医薬品開発などに関する市場調査やメディカルニーズの調査に関しても、柔軟に対応していただける医師の方が増えてきているように思う。
- ◇ また、創薬は規制産業であり、大前提である規制の順守を行う限りは、医薬品開発のスポンサーは責任を問われないという体制にある。その意味では、実は投資家サイドからみると、ある程度安心できる投資対象なのではないか。安全性・効果をいかに立証していくか、規制に精通した人材も重要に思う。
- ◇ さらに、上記の知財、メディカルニーズ、規制に加えて、出口の医薬品の評価の考え方が一貫していることも必要である。
- ◇ 機関投資家に知財価値を理解いただくことが難しい。特許を何か国に出して調査も済んでいるといった話がわかりやすいが、本当の価値は、明細書の請求項の中に存在する。知財の価値判断の明確化が望まれる。
- ◇ 「持続可能性・成長性」について、SASB ではマーケティングの分離性、安全性、副作用と記載されている。これらの ESG リスクをどう考えるかも重要な視点ではないか。
- ◇ バイオベンチャーにおいて、非財務情報の KPI は特に重要。研究ステージ、チームビルディングと戦略の関係を示す KPI があると有益ではないか。
- ◇ 「持続可能バイオベンチャーの中でも大きなところと小さなところがあり、成長ステージに分けて議論することが重要。SASB の基準も多くが製薬大手企業向けのものに見受けられる。個別具体的な事例の積み上げが重要。
- ◇ 機関投資家の新興企業への投資が増加するためには、出資者のベンチマークの多様化も重要な視点。近年、TOPIX 以外のベンチマークが出てきているが、大多数の運用は TOPIX ベースでなされているのが現状。
- ◇ 問題は TOPIX をベンチマークとした運用の中では、なかなか TOPIX の外に資金が流れない点。理念的にはアクティブ運用していれば、東証一部に全く投資をせず、マザーズと JASDAQ だけで勝負をし、TOPIX を上回るパフォーマンスをあげることは可能だろう。

- ◇ ただし、TOPIX から乖離すればするほど、TOPIX と比較した際のリターンのばらつきが大きくなり、TOPIX をベンチマークとする資産配分の収益目標を達成できなくなる可能性が出てくる。その結果、アクティブ運用であっても、ある程度ベンチマークに追随した運用をすることが必要となる。これがトラッキング・エラーという概念である。
- ◇ そのため、機関投資家からすると、大型株で魅力がない企業であっても、それを外すと TOPIX と乖離する影響があまりにも大きくなるのであれば、ある程度は組み入れていこうというような考え方となる。基本的には TOPIX というベンチマークが、非常に大きな、ある意味しぼりを与えているというのが、年金運用の実態である。
- ◇ TOPIX の銘柄は東証一部上場銘柄であり、現在 2000 銘柄以上入っている。東証一部から除外される基準は、いくつかあるが、時価総額 10 億円未満、あるいは債務超過といったルールで運営されている。
- ◇ 現在のリスクマネーとマーケットの状況について、重要なポイントは、東証一部に入ってしまうと、相当衰退してきても除外されないという点。この意味を考えるとということが非常に重要。
- ◇ 株式投資は、未上場から成長を通じて時価総額が大きくなり、それが成熟し、徐々に衰退し、再建されていくという流れが基本。この循環を回していく全ての局面で機関投資家は重要な機能を果たす。
- ◇ 企業成熟し時価総額が大きくなるほど流動性は高まり、企業価値の透明性も上がる。情報は豊富になり、投資にかかるコストは低くなっていく。一方で、成長局面の時価総額が小さい時ほど流動性は低く、企業価値の透明性が低い。そのため、一般的には、後者は一般投資家には向かないマーケットであり、プロの機関投資家向きとも解釈できる。
- ◇ まら、未上場銘柄はいわゆるオルタナティブ投資となるが、プライベートエクイティや、ベンチャーキャピタルへの出資の形で、未上場企業を支援することも可能である。
- ◇ 機関投資家自身が株式市場の循環を回す観点からも、出資者のベンチマークの多様化は大きな影響を与えていると推察される。
- ◇ 企業の成熟段階によって評価指標は変わる。
- ◇ ベンチマーク運用と絶対収益型運用といった形でチームを分けることも有益。TOPIX 等と対比されるのが前者、TOPIX 等から離れて絶対リターンを重視するのが後者（ノンベンチマーク）。それぞれにフィットする IR も異なる。前者は期日ごとの利益を管理／モニタリングする IR が期待されやすく、後者はスタート時点の企業の理念・経営のゴール設定等の理解に IR 活動の大半を使うこともあろう。
- ◇ トラッキング・エラーに関して、民間はまだ理解できるが、公的なお金こそ新興企業にも流れていく仕組みを構築しなければ、東証一部まで来ないとお金をあげないという仕組みが変わることはないのではないか。大いに疑問を感じる。
- ◇ ここ数年で私的年金においては、許容可能なリスクに対してアクティブな自由度を持つファンドも増えてきた。多様化は起こりつつあり、PE 投資やインフラ投資など、こ

れまでとは異なるアセットクラスへのアプローチが始まっている。

- ◇ また、インデックスの存在により、アクティブマネージャーが、資金を導入してパフォーマンスを上げる機会も提供可能となる。インデックスが対話の促進に繋がるとよい。昨今はAIなどいわゆるニューエコノミーに対応したアプローチも出てきており、アナリストのカバレッジが多くなっても、何らかのテーマで情報をくくり指数を作ることできる。

2. バイオベンチャーの開示・IRのあり方

- ◇ バイオはイメージがわきづらいので資料の工夫が必要。また、可能な限り数字を出すことが重要。ロイヤリティが何%、マイルストーンがいくらなどとはなかなか公表できないが、公表可能な情報を工夫して出していくことが大事。さらに、ビジネスの有用性を示す上では、国内外の製薬大手企業の評価を示すことも有益である。
- ◇ また、機関投資家と企業をつなぐアナリストの果たす役割は大きい。アナリストランキングの中でバイオセクターがしっかりと構築され、評価される必要があると感じている。
- ◇ いわゆる信用懸念銘柄を買う場合、または議決権行使において、赤字が数期続いているにも関わらず、既存の取締役の留任に対して賛成する場合は、機関投資家として社内外への説明責任がある。そのためにも、企業の情報開示の質は全体的に上げていきたい。
- ◇ 一方で、ほとんどの人員をR&Dに割いている企業では、開示レベル・ESG・ガバナンスなどに割くリソースがあるのかという懸念がある。段階的にレベルを上げていくのも大事なのではないか。
- ◇ バイオ産業は情報の非対称性が高い一方で、バイオベンチャーではIRにリソースが割かれていない点は課題。例えば、特許に書いてある、もしくは学会に発表している情報は調査すればわかる情報だが、説明しない企業も多い。都合が悪い情報を隠そうとしているように見られる可能性がある。
- ◇ また、バイオベンチャー側が契約等で開示できない内容が多いことは十分承知しているが、その限られた開示情報に基づいてアナリストが間違えたレポートを書く、株価が間違った反応をするというリスクもあり、それは企業の自己責任とも言える。
- ◇ 正確な開示は重要ではあるが、分かりやすさと正確性は背反するとも思う。例えば米国のSEC Filingは正確で情報も多い反面分かりづらい。他方、それらを分かりやすくした情報はプレゼン資料の方にまとめられている。正確さと分かりやすさに資する情報はそれぞれ別個に準備する必要があるだろう。
- ◇ また、リスク許容度については、ベンチャーと投資家との間にズレがある。とにかく全

部説明・開示すればいいということではなく、どのようなリスクなのかを投資家が理解できるよう、しっかりと説明する努力も必要だろう。

- ◇ プラットフォーム型（基盤技術型）と創薬パイプライン型ではビジネスモデルが大きく異なり、顧客も競合も違う。各パイプラインの進捗について、EXIT のあり方として、ライセンス主体で考えているのか、それとも最終的に開発コストや市場性も踏まえて自社創薬をしていくのかといった点も含めて、開示の内容に折り込んでいくと良い。
- ◇ 開示の信頼性に疑問を持った例は多々ある。実験データの開示は重要だが、チャンピオンデータだけを開示するなど、最もごまかしやすい部分でもある。何か信頼性を担保する仕組みが必要なのではないか。
- ◇ マイクロキャップの企業ほど、パイプライン 1 本 1 本の説明の重要性は高いが、その進捗説明の正確性や丁寧さには日米でギャップがある。これは人材不足が原因だろう。プロ IR をどう育てるのかも重要なテーマ。
- ◇ 良い IR の例としては、「開発や研究の現場はどうなっているのか」という話をしたい時に研究開発担当者と直接対話ができる場合である。また、投資家にとってはテクノロジーを体感することも重要であり、研究所を見せていただくだけでなく、動画などを用いて、テクノロジーを勉強する機会があると貴重である。
- ◇ 一方で疑問を感じる IR は、データが出てこない場合。「仮説で構わないので、開発薬のメカニズムを知りたい」という話をしても、説明いただけない場合があった。
- ◇ また、イベントの発表は多いが、その後どうなったのか、フォローがないというような例もある。このような点は、創薬型ベンチャーと投資家の価値協創ガイダンスで改善されることを期待している。
- ◇ ある程度の時価総額(300 億程)がないと、機関投資家から興味を持たれるのは難しい。それ以前の IR としては、地道に個人投資家向けの IR に力を入れることも方策。

3. バイオベンチャーのガバナンス

- ◇ バイオベンチャーはガバナンスに偏りがあると理解。創業者が企業価値創造の中心となっており、コーポレートガバナンスコードに定められるようなガバナンス体制が、必ずしもすぐに適用できないという場合もある。機関投資家として、いつまでも、このような状況が許容できるわけではないので、企業はサンセット（いつ平常状態に戻るか？）を示すべき。
- ◇ 配当と研究開発の関係について、中長期的な企業価値向上のために研究開発が重要であることは理解するが、なぜ今研究開発が大切なフェーズであり、将来どのように投資家に対して還元していくのかという点も含めて、説明する必要があるのではないか。
- ◇ 研究者・発明者と経営者の関係は隠れたガバナンス要素。特に未上場の段階では、研究者への依存度が高くなる傾向にある。それは今後の研究開発への貢献という意味では、

企業の成長性に好影響をもたらす一方で、経営のガバナンスに対してはある意味ネガティブな影響が出ることもありうる。

- ◇ 法令遵守の観点では、トランスレーショナルリサーチから生まれたシーズは、特に現場の医師も含めたステークホルダーとの利益相反が起きやすい。この点に関しては国内でも法令の整備など進んでいるところではあるが、留意する必要がある。
- ◇ 米国の上場企業は社外取締役（独立取締役）が過半数でなければならない中で、企業規模に関係なく遵守が必要となっている。この場合、小規模で機動性のあるベンチャーの方がガバナンス体制を整えやすいように感じる。

4. その他

- ◇ ガイダンス以外の視点でいえば、インデックスや、スタートアップ FoF（ファンドオブファンズ）が必要ではないか。日本の場合は創薬ベンチャーだけを集めたファンドオブファンズは難しいかもしれないが、1社1社のリスクテイクがなかなか難しい場合に有効ではないか。海外では比較的普及しているようであり、考慮すべきである。
- ◇ 国が支援するバイオ領域を明確にすることも重要。日本発の技術を有する企業や、日本に特有な病気、多く発現する病気に関して薬を提供する企業などを重点的に支援するといった方向も考えられるのではないか。
- ◇ 上場基準（創薬ガイドブック）に関して、マザーズでは、複数のパイプラインがあること、製薬企業が支援していること、ヒトでのデータがあることが、大きな3つの要素なだが、パイプラインを生み出すようなプラットフォーム技術を持っている会社に対応するものも必要ではないか。
- ◇ 上場廃止基準に関して、明確な基準を設けて新陳代謝を促すべき。ただし、業績基準ではなく、時価総額基準を用いて上場廃止とすべきである。例えば、1つのファイナンスは、時価総額の20%から25%が上限だと考えると、20億円を下回ってくると、創薬型ベンチャーのファイナンスは困難になる。
- ◇ ただし、倒産した後に、その企業が持っている特許の中で良いものがあれば、受け皿会社を作り、その特許分だけは守る仕組みは有効かもしれない。
- ◇ 売上や利益では評価することの難しい領域での指標は時価総額にという点は同意。例えば時価総額30億や50億以上の場合は業績規定を除外するような、例外規定を構築することが考えられるのではないか。

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