

伊藤レポート 2.0

～バイオメディカル産業版～

「バイオベンチャーと投資家の対話促進研究会」最終報告書

【概要版】

2018年4月27日

経済産業省

要旨

【第 I 部】創薬型ベンチャーと投資家の価値協創ガイダンス

創薬を目指すバイオベンチャー（以下、創薬型ベンチャー）は、研究開発投資先行型の企業の中でも、特に上場後の資金需要が旺盛である。一方、機関投資家からみると、上場後も中長期の研究開発（赤字先行）が必要であるため、財務指標のみでの評価が困難であり、投資対象になりづらい。

こうした状況を踏まえ、①創薬型ベンチャーが、機関投資家の理解を得るために示すべきポイントを明確にすること、②機関投資家に、創薬型ベンチャーの産業特性を踏まえ、企業が示すポイントの評価軸を提供することを目的として、「創薬型ベンチャーと投資家の価値協創ガイダンス」（以下、本ガイダンスと呼ぶ）を策定した。以下に本ガイダンスの基盤となる3つの考え方を示す。

<本ガイダンスの基盤となる3つの考え方>

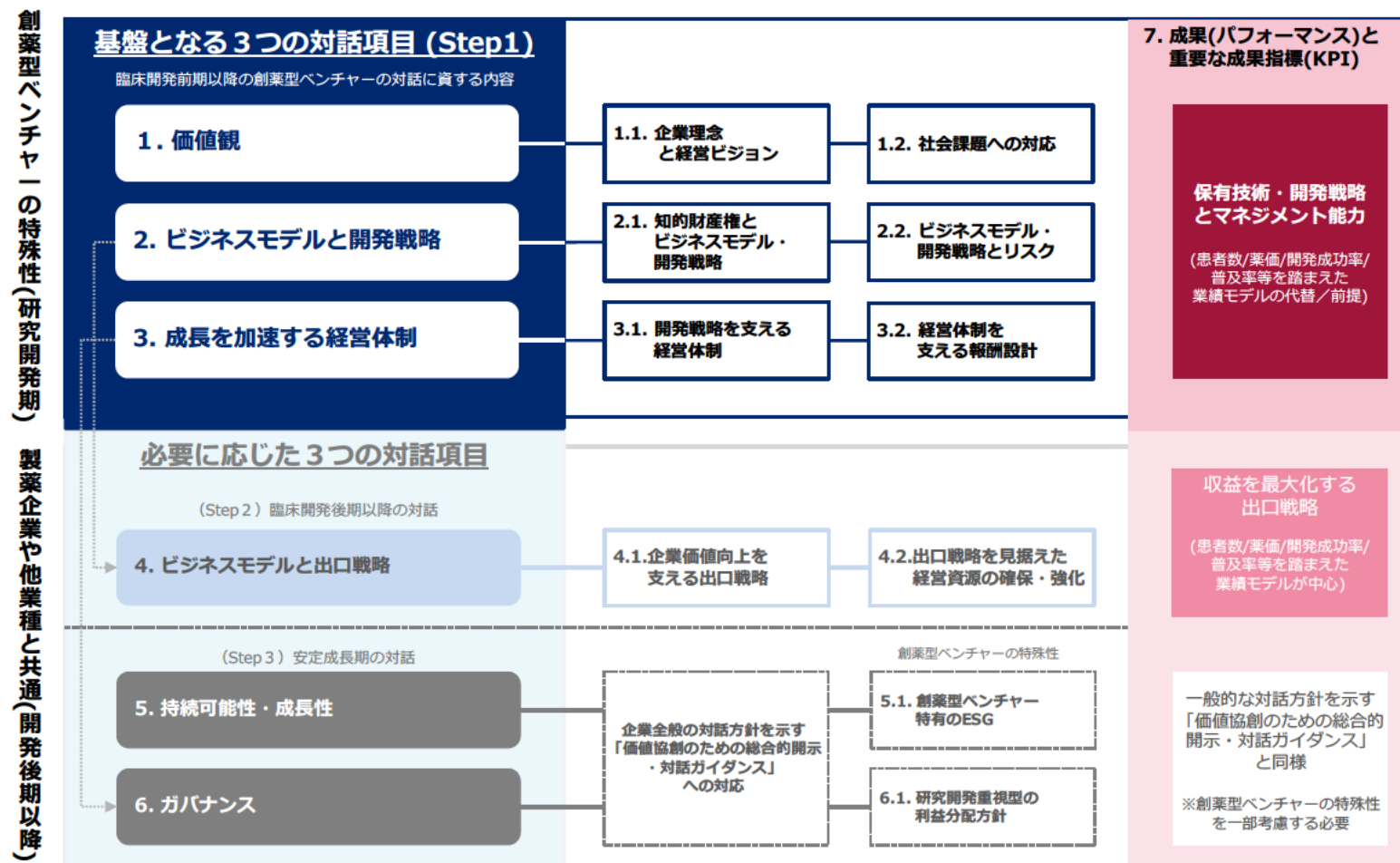
1. 創薬型ベンチャーの成長は上場以降の投資家構成に大きな影響を受ける
2. 創薬型ベンチャーの価値は短期の業績（売上/利益）ではなく、技術/開発品にある
3. 創薬型ベンチャーの評価軸は企業が成長するに従って変化していく

本ガイダンスは、上記のバイオベンチャーの特性を踏まえた上で、経済産業省の「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス」（2017年5月29日）を参考としつつ、創薬型ベンチャーの成長ステージを踏まえ、必要な対話項目の選別を実施している。以下に、企業の成長ステージに沿った、本ガイダンスのポイントを示す。

<成長ステージごとのガイダンスのポイント>

- Step1. 対話の基盤は、1.価値観、2.ビジネスモデルと開発戦略、3.成長を加速する経営体制
- Step2. 開発後期ステージでは、4.ビジネスモデルと出口戦略を対話することも有益
- Step3. 安定成長期では、産業の特殊性を考慮しつつ、一般的なガイダンスを用いた対話が有益

上場後の創薬型ベンチャーと投資家の価値協創ガイダンス（2018年4月27日）



(資料) 経済産業省作成 (「価値協創のための総合的開示・対話ガイダンス」(経済産業省)を参考に、創薬型バイオベンチャーの医薬品開発ステージに応じて、投資家との対話に必要な事項を整理したもの。)

(※ 1) 主な上場時期と開発フェーズは国によって異なるが、ここでは米国の上場のあり方 (開発フェーズにとらわれず上場可能) を踏まえ、上場以後の創薬型ベンチャーの開発フェーズを広く見ている。

(※ 2) Step 1-3は創薬型ベンチャーの研究開発ステージに合わせて活用されることを期待している。研究開発の進捗に応じて、STEP 1、STEP 1 + STEP 2、STEP 1 + STEP 2 + STEP 3と対話内容が増加することを想定している。

【第Ⅱ部】新興市場の現状と課題（金融市場制度・資金調達環境）

創薬型ベンチャーの成功例が相次いで創出される米国には、機関投資家が創薬型ベンチャーの上場の資金需要を支え、それが成功例を生み出し、成功例がさらに投資を加速させるという好循環が生まれている。一方で、国内の創薬型ベンチャーをみると、個人投資家中心の投資家層で、このような好循環が生まれているとは言い難い。

魅力的な投資対象となるためには、創薬型ベンチャー自身の成長性が重要だが、日本の新興市場では、財務指標を基準とする上場制度、パッシブ運用の拡大や TOPIX と連動した機関投資家の運用の下、創薬型ベンチャー自身が短期的な売上高や利益の確保に奔走し、製薬企業への早期ライセンスアウト等により中長期的な企業価値を毀損してしまうといった側面もある。

日本の新興市場に上場する創薬型ベンチャーの多くは、創薬型ベンチャーに関心を持つ国内外の機関投資家の投資対象とならず、他国と比較すると上場後に成長が鈍化しているケースも多い。

<新興市場の現状を示す3つの事実>

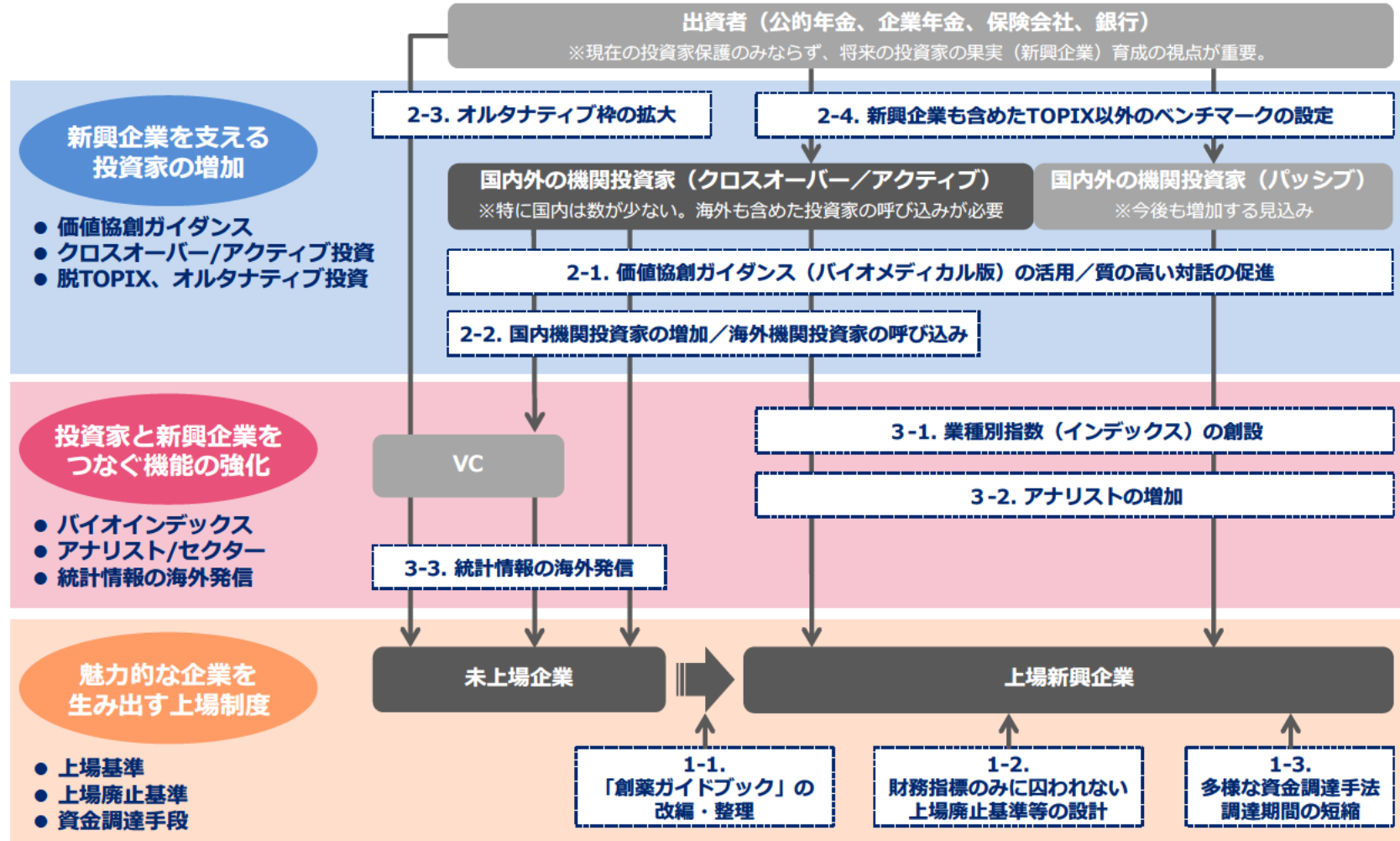
- 1. 国内創薬型ベンチャーの時価総額は、米欧のみならず、中国・韓国よりも小さい**
- 2. 新興市場の上場廃止基準により、米国創薬型ベンチャーの多くが上場廃止（※）**
（※）ジャスダック（利益基準）で約8割、マザーズ（売上高基準）で約35%が廃止に
- 3. 国内創薬型ベンチャーは個人投資家比率が高く、国内外の機関投資家は敬遠**

こうした現状を踏まえ、①新興企業の健全な成長に資する上場制度と、②国内外の機関投資家による新興企業への適切な投資の促進、の2点を実現するための新興市場のあり方に関して、創薬型ベンチャーの視点から、現状の課題と今後の方向性を整理した。

<新興市場の3つの課題と方向性>

- 1. 創薬等の赤字先行型の研究開発企業の成長に資する上場制度の必要性**
 - 上場基準、上場廃止基準等のあり方の検討、資金調達の円滑化・多様化の必要性
- 2. 新興企業を支える国内外の機関投資家の必要性**
 - 国内機関投資家（クロスオーバー／アクティブ）の増加、海外機関投資家の呼び込み、新興企業を対象とする資金供給の増加を促す仕組みの必要性
- 3. 新興企業と機関投資家をつなぐ機能の必要性**
 - 新興企業を対象とするアナリストの増加の必要性、指数（インデックス）創設の検討

創薬型ベンチャーからみた、望ましい新興市場の絵姿と3つの方向



(出所) 経済産業省作成

新興市場に関する3つの論点と方向性

(論点1) 創薬等の赤字先行型の研究開発企業の健全な成長に資する上場制度の必要性

1. 上場時の「創薬ガイドブック」(2005年)に関して、創薬型ベンチャーの多様なビジネスモデルを踏まえ、創薬型ベンチャーの将来の成長に資するよう内容を改編・整理する等の対応が必要ではないか。
2. 業績基準を要件とする上場廃止基準等の各種制度に関して、投資家保護と投資家に対する果実の育成を両立すべく、業績基準に代わる指標の検討等を含め、将来の成長可能性が高い創薬等の研究開発型企業の健全な成長を促進する新興市場を構築することが必要ではないか。
3. 創薬等の赤字先行型の研究開発企業の資金調達手法が、第三者割当やMSワラントに限定されていることを踏まえ、調達手法の多様化や手続きの簡素化を図る必要があるのではないか。

(論点2) 新興市場を支える国内外の機関投資家の必要性

1. 創薬型ベンチャーを支える国内外の機関投資家を呼び込むため、本ガイドンス(第1部参照)を活用しつつ、国内外の機関投資家に対するピッチイベントを開催する等、上場前後の創薬型バイオベンチャーが国内外の機関投資家向けに情報発信する機会を提供すべきではないか。
2. 上場前後の投資家層の大幅な変化とそれに伴う中長期的な資金調達の困難性を踏まえ、将来の成長可能性が高い創薬等の研究開発型企業の上場後の資金需要を支える仕組みの構築(クロスオーバー投資機能の強化、アクティブ投資家の育成・呼び込み、バリュエーションの考え方の整理等)を検討すべきではないか。
3. 機関投資家によるパッシブ運用が主流となる中、新興企業への投資を加速するためには、目利き能力の高い機関投資家の存在に加え、投資家保護と投資家に対する果実の育成の両立を図りつつ、出資者によるTOPIX以外のベンチマークの設定や、機関投資家による企業の成長に資する議決権の行使を通じて投資環境を整備することが重要ではないか。

(論点3) 新興企業と国内外の機関投資家をつなぐ機能の必要性

1. 国内外の機関投資家を呼び込むためには、米国のNBI(ナスダックバイオインデックス)を参考に、将来的にはETF等の金融商品につながることを見据えつつ、国内のバイオベンチャーのパフォーマンスを示す指数(インデックス)を創設することが重要ではないか。
2. 機関投資家と新興企業の対話を支えるアナリスト育成のため、新興企業(バイオベンチャー)と成熟企業(大手製薬・医療機器)のセクターを区分し、アナリストを評価する仕組みが重要ではないか。
3. 海外のクロスオーバー投資家を呼び込む観点からは、非上場のバイオベンチャーも含めて、その統計指標を海外にしっかりと発信していくことが必要ではないか。