

バイオベンチャーと投資家の対話促進研究会 本年度検討の方向性

2019年12月26日

経済産業省 生物化学産業課

本研究会の主旨と位置づけ（１）

未来投資戦略2017（2017年6月9日）

成長が見込まれるバイオ分野に対する民間投資を加速するため～（中略）～上場後のバイオ産業を投資対象とするファンドの創設の促進等を通じた**研究開発資金等の供給円滑化**など、事業環境整備に向けた施策を本年度中に検討する。

未来投資戦略2018（2018年6月15日）

創薬・バイオをはじめとする赤字先行型の研究開発型ベンチャーが新興市場において中長期的視座から評価され、成功例の創出につながるよう、すべく、本年度中に新興市場の在り方を検討する。**上場前後のベンチャー企業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るとともに、新興企業の健全な成長を後押し**

バイオ戦略2019

～国内外から共感されるバイオコミュニティの形成に向けて～（2019年6月11日）

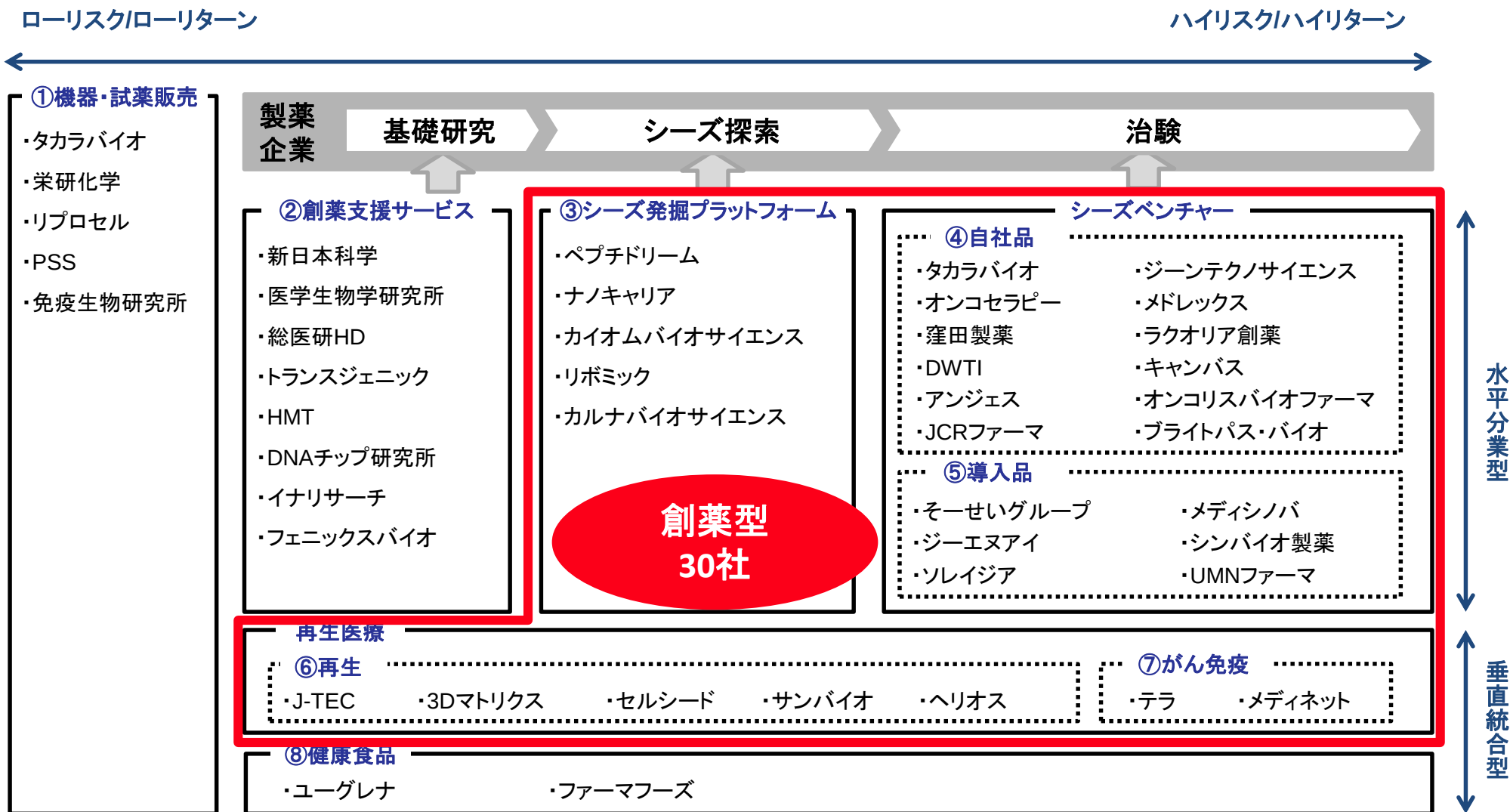
4.4 創業・投資環境の強化

③ 資金調達環境の向上

- ・ 資金配分機関等による大規模な資金支援等の研究開発支援、官民イノベーションプログラム及び研究開発法人の出資の強化、政府系金融機関や官民ファンド等によるリスクマネー供給の活用を着実に進【厚、農、経】
- ・ 長期支援を必要とするバイオ分野の特性を踏まえ、短期的なリターンのみを目的としない長期的な投資の推進に向けた検討を行い、2020 年度目途に対応を具体化【経】
- ・ **バイオベンチャーが市場から中長期かつ安定した資金を調達できるよう、バイオインデックスの策定等新興市場の環境整備を着実に促進**【経】

これまで本研究会では、バイオテックとして、創薬型ベンチャー（例えば以下の30社）を想定

日本のバイオ企業のビジネスモデルに応じたマッピング（例）



本研究会の主旨と位置づけ（２）

委員から、これまでの伊藤レポート2.0バイオメディカル産業版は投資先行型ベンチャー全体に共通する課題も示しているとの声もあり。今回は、創薬型ベンチャーを中心にしつつも、それ以外の赤字先行投資型企业にも共通する論点についても、ご議論いただきたい。

“バイオベンチャーは先行投資型企業の最たる例で、伊藤レポート・バイオ版でバイオベンチャーを分析したことで先行投資型企业全体への課題がある程度、明確化されたと思う。今後は、本レポートを基に、他産業も踏まえた課題を分析してはどうか。”

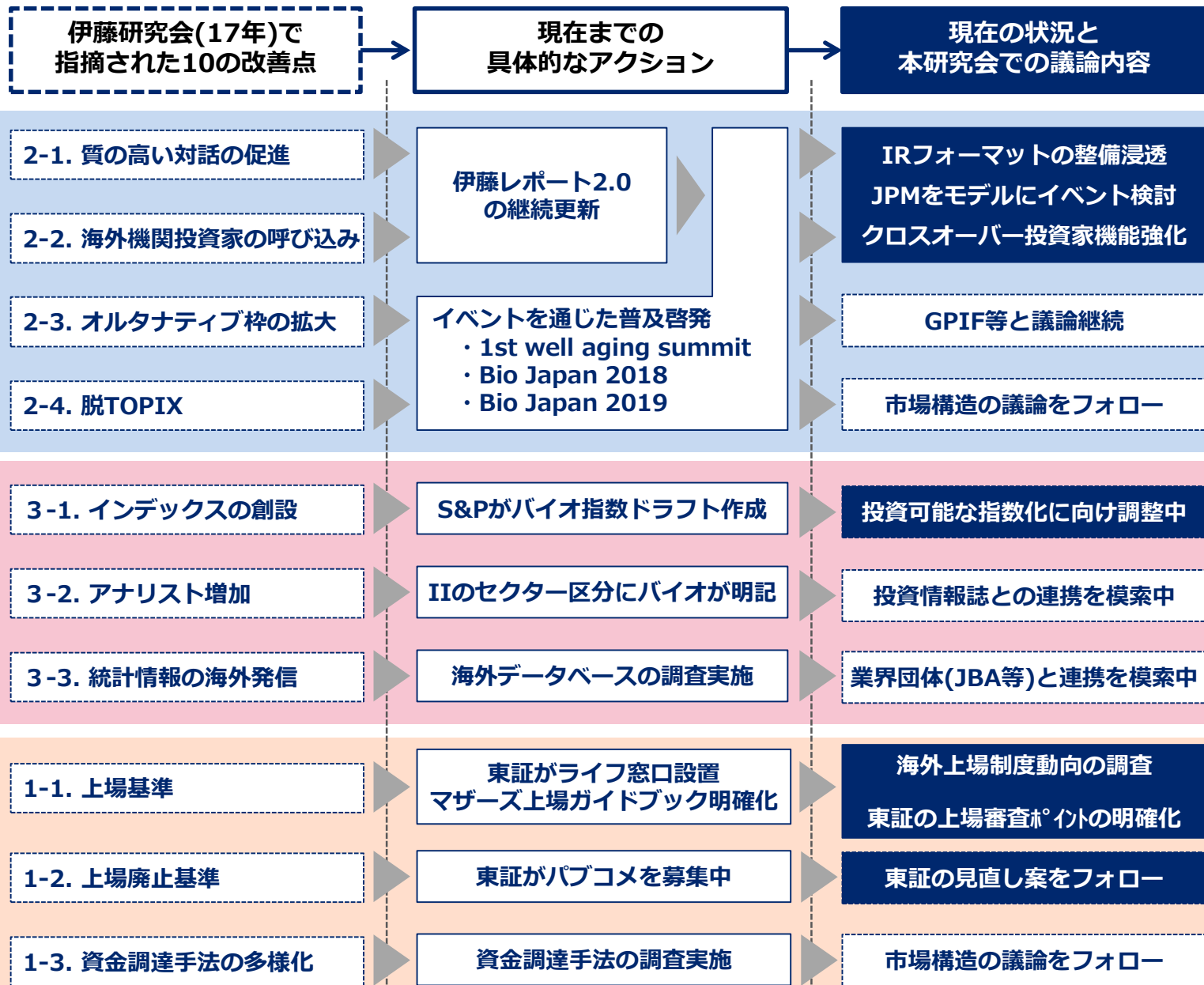
“次のレポートはバイオに限らず、赤字先行型の企業を総合的に見ても良いだろう。例えばアマゾンも長期の連続赤字企業が大成長した事例の一つである。”

“上場前後で一貫してシナリオを構築している開示例もある。バイオ以外でも、似たような赤字先行型の特性をもつ業界を参考にできるのでは。”

“薬事承認を得ないと販売すらできない、R&D期間が非常に長いという点から、バイオは他のR&D型ベンチャーとも違うハードルがある。大きく全体を見ることが重要だろう。赤字企業における一般論とバイオの特殊性の両方を視野に入れてほしい。”

“バイオの特殊性を考慮に入れるという方向性と、バイオ以外も含めて論じる（特に赤字下での資金調達、資金調達の多様性など）という2つの方向性があるだろう。”

研究会(19年)では質の高い対話促進と上場についてのアップデートを予定



【新興市場のあり方について】

(3) グロース市場**① コンセプト**

グロース市場のコンセプトは、**「高い成長可能性を実現するための事業計画及びその進捗の適時・適切な開示が行われ一定の市場評価が得られる一方、事業実績の観点から相対的にリスクが高い企業及びその企業に投資をする機関投資家や一般投資家のための市場」**とすることが考えられる。

グロース市場には、基本的に現在のマザーズ及びJASDAQグロースの上場企業が移行することが想定される。このように明確なコンセプトに基づき、更にベンチャー企業の育成に資する市場になることが期待される。

② 上場基準等

現在のマザーズ市場は、時価総額10億円で上場することが可能となっているが、これについては、**低い時価総額で上場しその後の成長が見られなくなっている企業もあるとの指摘（いわゆる上場ゴール）がある一方で、早期の上場により、得られた資金を次のベンチャー企業へ投資するというモデルが成り立っているとの指摘もある。**

このような両面の考え方があるなかで、**引き続きベンチャー企業にとって世界で最も投資資金にアクセスしやすい市場であるために、時価総額など現状の基準を原則として維持することが適当**と考えられる。

なお、その上で、我が国において、ベンチャー企業の中から、いわゆるユニコーン企業のような一定の規模まで成長した後上場を目指す企業の成長を促していく観点から、企業の成長段階の適切なタイミングで上場が選択される市場慣行が醸成されていくことが期待される。

③ 機関投資家の参入促進

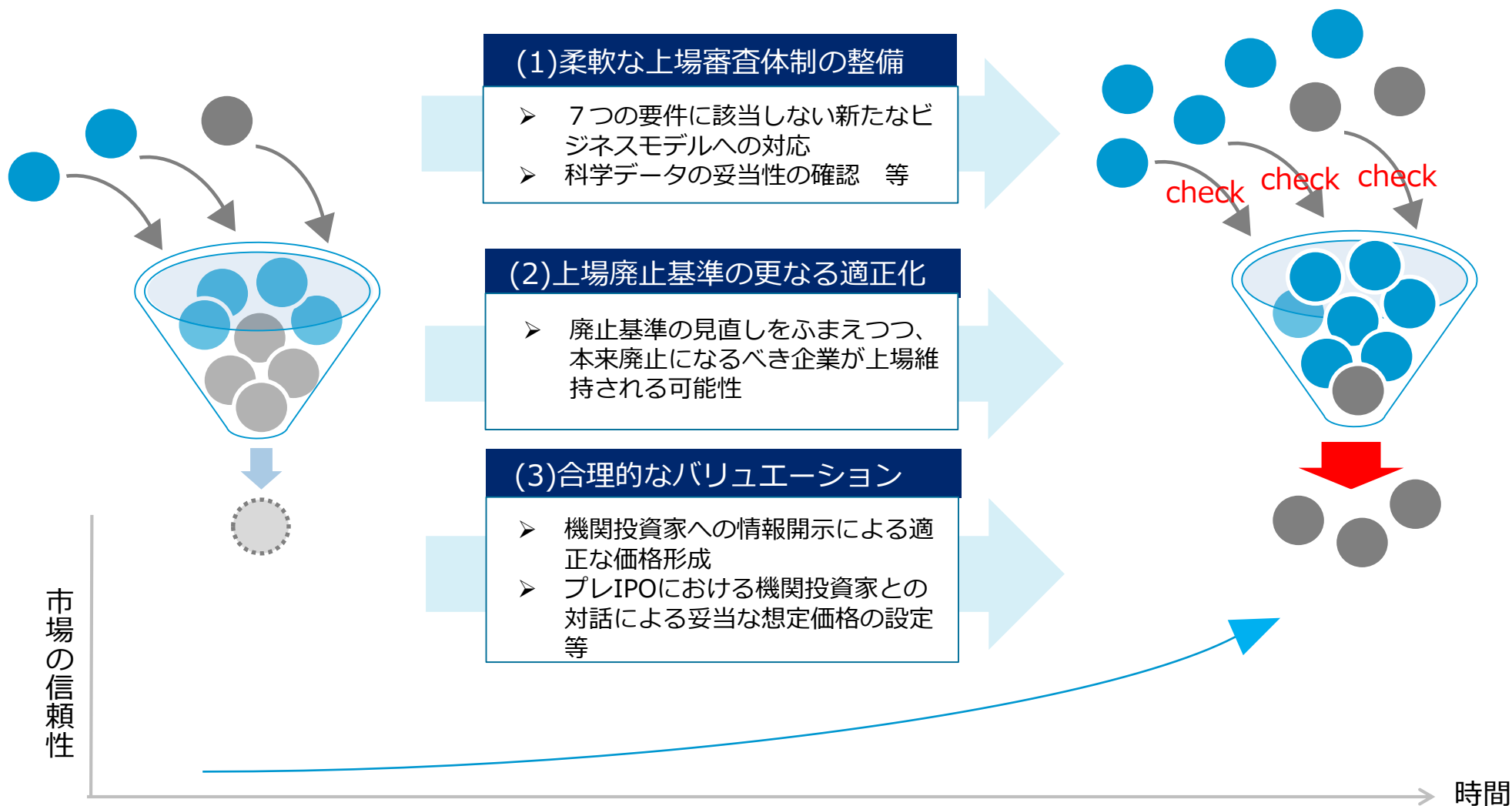
現在のマザーズ市場は、個人投資家中心の市場となっているが、**機関投資家の参入を進めるための方策について、例えば、機関投資家の投資を呼び込んでいるマザーズ上場企業の好事例集の策定、上場時の株主数基準の見直しや投資家への配分の在り方などを含め、今後、幅広い観点から検討**することが考えられる。

今年度の研究会での主な検討事項

昨年度までの議論を踏まえ、今年度は下記を議論し、研究会での議論の結果を基に、伊藤レポート2.0～バイオメディカル産業版～を改訂する。

	問題認識		対応
上場環境	東証「創業系バイオベンチャー企業の上場にあたっての“7つの要件”」に対する誤解がバイオベンチャーのビジネスの多様性や開発戦略・将来成長の可能性を妨げているおそれがあるのではないか。	➡	東証において、ご対応いただいたところ。 ⇒本日、東証林部長よりご報告
	“7つの要件”そのものの自体、今後新たに生まれるビジネスモデル、モデルリティに柔軟に対応できないおそれがあるのではないか。	➡	香港上海市場の制度を参考にしつつ、健全な企業の成長を促すバイオ市場構築に寄与する仕組みの検討 ⇒本日、事務局より説明
	- 上場廃止基準について、売上利益以外の基準を適用する必要があるのではないか。 - 上場廃止基準の見直しを踏まえつつ、質の高いベンチャーは維持し、質の低いベンチャーは退出させるべきではないか。	➡	- 東証において、上場廃止基準が見直されるところ ⇒本日、東証林部長よりご報告 「高い成長性に関する説明書面」の妥当性の判断等、運用上の想定される課題・対応策の検討
	質のいい研究開発先行投資型企業が上場する市場環境を整備し、企業の健全な成長を促すことが必要ではないか。	➡	バイオベンチャーの合理的なバリュエーションとは ⇒本日、参天製薬川村様よりご発表
資金調達	バイオベンチャーは、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。一方、財務情報だけでは困難であった評価材料を非財務情報が提供することで、投資に繋がることが期待できるのではないか	➡	バイオベンチャーの質の高い非財務情報による評価あるいは開示の方向性の検討 ⇒第2回研究会にて検討予定
	- 日本で、バイオベンチャーに対するクロスオーバー投資家がおらず、上場前後の資金調達に苦労しているのではないか - 国内バイオベンチャーが海外投資家からの投資を十分に獲得できていない、海外投資家向けに情報発信を十分にできていないのではないか。	➡	- 上場前後の資金調達手段の円滑化を図るためのクロスオーバー投資家機能強化施策の方向性検討 ⇒第3回研究会にて検討予定 - 伊藤レポート 2.0～バイオメディカル産業版～の英訳・発信 - 日本のバイオベンチャーへの投資促進を目的とした、海外投資家向けイベントの企画

本検討会で目指す、バイオベンチャーが健全に成長する市場のあり方



赤字バイオ企業に対する上場基準の最近の動向のまとめ

【背景】

- 2018年に香港交易所が市場改革により赤字のバイオ企業の主市場への上場を可能にする制度改革を実施
- 2019年に上海証券取引所が赤字上場を可能にする科創板（Science and technology innovation board）を創設

主要な要件	香港 (Biotech Chapter)	上海 (科創板)	東京 (現マザーズ)
パイプライン要件	P1終了でP2開始に問題ないこと	P1終了でP2開始に問題ないこと	開発品の有効性が相応に評価されていること
提携要件	なし	なし	研究・開発から製造・販売までの事業体制の構築に関する計画が合理的であること
時価総額要件	15億香港ドル（約 210 億円）以上	40億人民元（約 600 億円）以上	10億円以上
投資家要件	適格投資家からの一定投資が必須	なし	なし
第三者の評価	第三者の有識者からなる BIOTECH ADVISORY PANELが助言	第三者の有識者からなる ハイテク・イノベーション諮問委員会が審査	主幹事が第三者の評価等を踏まえ 高い成長可能性を評価
主幹事の株式保有とロックアップ	なし	最低一桁前半の%を 2年間以上保有	なし

第一回 (19年12月26日)	テーマ：上場基準の情報アップデート ● プレゼンテーション ・ 最新の海外上場制度動向の説明（日本総合研究所） ・ 上場審査基準の明確化方針の説明（株式会社東京証券取引所 林 謙太郎氏） ・ 健全な成長を促すIPOのあり方とは（参天製薬株式会社 川村 龍太氏） ● フリーディスカッション ⇒バイオベンチャーの健全な成長を促す上場プロセス、バリュエーションのあり方
第二回 (20年1月下旬予定)	テーマ：対話促進のための情報開示 ● プレゼンテーション（予定） ・ 海外バイオベンチャー開示の分析 ・ 企業側から見た投資家との対話の課題 ・ 投資家側から見た企業との対話の課題 ● フリーディスカッション ⇒IRフォーマットの整備・普及、バイオ企業の開示改善の検討
第三回 (20年2月下旬予定)	総括 ● プレゼンテーション（議論の進捗等を踏まえ適宜検討） ● フリーディスカッション ⇒クロスオーバー投資機能強化の検討