

第8回 バイオベンチャーと投資家の対話促進研究会 議事概要

日時：令和元年12月26日（木曜日）13時半から15時まで

場所：経済産業省本館17階 国際会議室

議題：

- (1) 本年度検討の方向性
- (2) 最新の海外上場制度動向について
- (3) バイオベンチャーの上場に係る環境整備について
株式会社東京証券取引所 上場部 部長 林 謙太郎氏
- (4) バイオベンチャーのIPOにおける課題
参天製薬株式会社 企画本部IR室 川村 龍太氏
- (5) 意見交換

上記議題について広く意見交換を行い、下記のような議論が行われた。

1. バイオベンチャーの上場に係る環境整備及び海外の動向について

- ◇ 証券会社も上場後の企業を育てる役目を担っており、特に主幹事証券会社がきちんとしないと企業が上手く育たない。日本においても、主幹事証券会社に対しロックアップ等の紐付けをさせることが必要ではないか。
- ◇ 創薬型ベンチャーの上場要件について、通常バイオベンチャーの評価は、10年後には製品等が出て黒字になっているという前提に基づき、DCF法を用いて10年先の業績予想を行う。要件を全てなくすのではなく、10年後には製品が出ることや黒字になること等を要件に加えてもよいのではないか。
- ◇ 大手とのアライアンスについて、米国バイオベンチャーは恐らく最初からバリューチェーンを作ろうと思って事業をしているわけではなく、例えば買収前提の場合もある。そのような場合、上場時点でバリューチェーンの見通しをバイオベンチャーに求めることは実態に合っていないのではないかと感じる。また、パイプラインのバックアップについても、メインのプロダクトに価値があり、それが失敗した場合には退出出来る仕組みを作る方が重要ではないか。
- ◇ 東証の取組については有り難く思うが、例えば基準や要件を満たしていても適切でないケースや、満たしていないが適切であるケースもあるかと思うため、より柔軟かつ適切な運用をしていくことが大切である。
- ◇ 上場審査に関する透明性の確保は必要ではないかと考える。また、仮に第三者からの意見聴取や諮問委員会の設置などを導入する際には、責任の明確化も必要であろう。

- ◇ バイオベンチャーの上場基準の運用については、どんどん新しいモデルが出てくることが想定されるため、定期的な見直しとその発信の仕組みづくりが大変重要である。
- ◇ PMDAの科学委員会では、評価基準の無い新技術をどのように審査するかについてアカデミアや産業界の有識者が議論しており、それを新たな基準作りに活用している。また、香港市場における第三者機関においても産業界の有識者が中心で構成されており、そのような有識者パネルから提言する枠組みがあってもよいのではないかと。
- ◇ 上場廃止基準見直しに関する新聞記事に「緩和」とあったが、緩和ではなく、審査のポイントに多様性があり投資家に対して様々なチャンスが得られるというメッセージとなってほしい。VC、株主も含めて発行体がきちんと成長シナリオを説明し、それを主幹事証券会社が理解して市場に伝え、投資家にも説明ができるような流れが必要。
- ◇ 香港等ではバイオベンチャーの上場が相次いでおり、機関投資家側でバイオに詳しいアナリストが増えているという現象が起こっており、規制改革の良い副産物と言えるのではないかと。

2. IPO時のバリュエーションに関する課題について

- ◇ 一般的には、日本は海外と比較するとブック価格と初値の勝率が圧倒的に高く、結果として初値天井を描くことも少なくない。初値自体にミスプライシングが起こっているのではという議論もあり、機関投資家としてはIPOを扱いつらい。
- ◇ IPO時、機関投資家は目論見書の範囲内で企業価値を判断しなければならず、それ以外の成長戦略等を示した資料の一部は一種のインサイダー情報ステータスに該当する恐れがあるため、ロードショーの段階でその資料に基づいたディスカッションをすることが困難である。例えば、そのような資料を株式公開が決まった段階でTDnet等に掲載することができれば、より投資判断に資する情報を機関投資家が扱えるようになり、バリュエーションに関する課題の解決策のひとつになり得るのではないかと。
- ◇ バイオベンチャーを含め赤字先行投資型企業の上場が最近増えてきているが、主幹事証券会社に十分なプライシング能力が無い場合に、インサイダーにふれない範囲内で企業に投資家をまわらせてロードショー前のヒアリングを行っており、非常に有益である。
- ◇ 創薬ベンチャーは赤字先行投資型であることから、目論見書も市場規模や競合情報、成長性が見込まれる理由等の情報をもっと記載できるような、創薬ベンチャー版目論見書をつくってはどうか。
- ◇ 証券会社と発行体の関係の中で、適切なプライスを決める仕組みが崩壊している恐れがある。香港や上海等の取組をそのまま導入せずとも、主幹事証券会社によるロックアップや適格投資家など第三者からの目が入る仕組みが必要なのではないかと。

- ◇ IPOのプロセスの中で、機関投資家はロードショーを受け、機会があれば前の段階でインフォメーションミーティングをし、情報を得てその会社を調査することとなる。主に、上場することそのものが妥当なのか、プライシングは如何ばかりかという観点で調査し、主幹事証券会社へフィードバックをしているが、十分な調査機会と時間を与えられていないのではないか。資料の出し方や開示の厳密さなどは解釈によって異なる場合があるが、目論見書を読み込んでも1時間のロードショーで真価を見抜くことは困難であるため、時間と調査機会を与えられるような開示の制度や運用が望ましい。
- ◇ 金融審議会市場構造専門グループにおける資料でも、機関投資家参入促進策の考えが示されており、株主数の基準の見直しや上場時の投資家への配分の在り方について言及されている。IPOに応募したとしてもほとんど割当がないのであれば、機関投資家はあまりインセンティブが湧かず最善を尽くして努力することはないのではないか。割当の構造の見直しが非常に重要ではないかと考える。
- ◇ バイオベンチャーのウィンドウが閉じてしまえば、国内のバイオ産業全体に良い影響を与えない。主幹事証券会社は1社ではないケースも多いが、2～3社の主幹事証券会社と発行体、複数の者でプライシングを行うという方向性にしなければ密室で1社のみの利益に流れてしまうと危険ではないか。米国の場合には、主要株主も参加できるため、第三者の目が入ってくる。
- ◇ クロスオーバー投資家のような、上場後のベイビーカンパニーを上場市場で育て上げる機能が日本にはまだ欠けているのではないかと思う。
- ◇ 昨今バイオに限らず赤字先行型企業の上場が増えており、そのバリュエーションが大きな論点になっていると認識している。上場後も保有するクロスオーバー的な投資家が未上場の領域に入ってきて、上場前から上場後でどの程度マルチプルが出るのかを踏まえて投資する流れが徐々に出てきている。未上場を投資対象とするVCと上場後の株主が交流を深めて、正当な値付けを当てにいくような取組が拡大していくものと考えられる。