

第9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2年2月3日（月曜日）9時から11時まで

場所：経済産業省 第1特別会議室

議題：

- (1) バイオベンチャーの情報開示における現状と課題
- (2) 企業側から見た投資家との対話の課題
ペプチドリーム株式会社 IR広報部 部長 岩田 俊幸氏
- (3) 投資家側から見た企業との対話の課題
Eight Roads Ventures Japan パートナー 香本 慎一郎氏
- (4) 意見交換

上記議題について広く意見交換を行い、下記のような議論が行われた。

1. バイオベンチャーの情報開示ガイドブックについて

- ◇ 上場後のプレイヤー（投資家・アナリスト）と未上場のプレイヤー（VC）は、企業の価値評価の際、お互いがどこを見ているのかわからないため非常に不安である。情報開示ガイドブックが共通言語として機能すれば、この間のギャップを埋めるために非常に役に立つのではないか。
- ◇ 技術が素晴らしいことと、ビジネスとして成り立つかは別の話であり、市場規模や競合状況、知財がどうか等をクリアにすることはビジネス上当然必要となるものである。そういった意味で、今回のガイドブックで示された項目を開示することは上場・未上場に関わらず必要である。しかしながら一方で、単に形に当てはめることを意識し過ぎたものにならないように注意が必要。
- ◇ 昨今様々なインデックスが普及しパッシブ化が進む中で、あらゆるデータの網羅を求めることが行き過ぎた場合、その会社の特徴や強みを消してしまうことが懸念される。また、情報開示ガイドブックを策定したとしても、「これをやったから大丈夫」というものではなく、それぞれの企業が自身の強みはどこであるのかを考えることは非常に重要であり、自社の強みを出す開示というものが必要と考える。
- ◇ 決算書類やコーポレートガバナンス報告書等必要なものが多数ある中で、多くのバイオベンチャーにおいては情報開示にさけるリソースも限られているであろうことから、情報開示ガイドブックの策定にあたってはある程度プライオリティ付けが必要と考える。
- ◇ 競合や市場規模など、今回開示すべき事項として提示されたものは、VCが投資検討をする視点とほとんど同じである。例えばパイプライン型のバイオベンチャーの競争環

境の場合、将来上市したタイミングでの競争環境や市場がどのようになっているかを評価している。今回策定をする情報開示ガイドブックの対象は、上場時もしくは上場後のバイオベンチャーが中心になってくるかと思うが、未上場ベンチャーも含めてVCと機関投資家両方との対話に有用であるというメッセージを発していただきたい。

2. 投資家と企業との対話における課題について

◇ 海外投資家が日本のバイオベンチャーに対し投資を検討する際に懸念される点として以下4点があげられる。

①早い段階での製薬会社とのパートナーリング契約

日本の上場市場においては、製薬企業とのパートナーリングが非常に過大評価されている。早い段階でパートナーリング契約をした場合、強めの経済条件を握られてしまい、将来その企業に残るキャッシュフローやアップサイドの利益が製薬会社に持っていかれてしまう。また、特定の製薬会社と結びついていると将来M&Aされる確率が全く違う。それがゆえに、海外投資家は将来のアップサイドを狙うことが出来ない。

②情報開示のあり方

投資検討にあたり、サイエンスデータや臨床データを見て過去事例との比較などを行うが、そのデータが英語でないことが多い。また、パートナーリングしている製薬企業とのコンフィデンシャルティーとの関係から、データの開示が出来ない若しくはメモや写真を禁止された上で紙資料のみ開示されるといった場合も多く、投資評価が出来ない。外部からの資金調達が必要な場面で情報開示が出来ないのは本末転倒であり、情報開示の姿勢や諸々予測した上の条件でパートナーリングを締結することが必要であろう。

③競合環境分析及びグローバルな事業戦略

薬価のコントロールが効いている日本のマーケットが、新薬創出の相対的な魅力は落ちている中で、海外投資家はその技術がグローバルで勝てるのか、どれだけ早くグローバルに上市できるのかが投資判断基準となる。しかしながら、日本のバイオベンチャーはまずは日本での上市を目指しており、その後いつ海外にどのような形で出していくのか、海外で本当に勝つことが出来るのか、競合のパイプラインや患者数、薬価、上市品との差別化といった分析が十分ではなく、そのような戦略が見えてこない。

④市場の活性化

鶏と卵ではあるが、市場の活性化・トレーディングボリュームに対する海外投資家の注目度は高く、日本の上場バイオベンチャーのトレーディングボリュームに関する情報が求められている。

◇ 米国ではバイオテック上場企業が1,400社を超えてきている一方でグロースのマーケットキャップは数に比して伸びておらず資金の奪い合い・競争が激しくなっている。そ

のため、企業の情報開示は積極的になっている。

- ◇ 投資家としては、リスクファクターに関する情報開示は、その事業の面白みを判断する材料となり、現実的にこれからその企業が何をしていくのかがつぶさに分かるものである。
- ◇ 製薬企業とのアライアンスが企業の成長性に対してどのように貢献するのかは、バイオベンチャーの事業モデルによっても大きく異なる。全ての項目を同じように開示するのではなく、その事業特性に応じたメリハリのある開示を求めるのが適切と考える。
- ◇ これまで日本において、市場規模や競合状況についてなかなか開示していない背景があるかと思われる。例えば、製薬企業は、公正競争規約等により積極的に開示できない若しくは控えているところもあるのではないかと。また、市場規模を出すにあたっては疫学データが重要であるが、単に患者全体の数だけでは市場規模を出すのは難しいためシンクタンク等への調査依頼が必要となる場合に、バイオベンチャーの資金面を考えると厳しいという背景もあるのかと思う。
- ◇ 製薬企業との提携は非常に重要であると思うが、タイミングと条件の判断が必要となる。また、パイプラインについても、海外投資家は、中途半端なものを形だけのために作ったものに投資をして欲しくないと考えている。形式に囚われないことが重要なのではないかと。
- ◇ 米国上場バイオテックの実例として、パイプライン開発中止を発表し非常に株価は落ちたものの、これまでの経緯等全てを開示しており、開発中止の発表についても速やかに全てを説明したところ、思いのほか投資家からの批判はなかった。
- ◇ 一方で、大手製薬企業のような第三者機関からビジネスを評価されていることを市場に示すのもバイオベンチャーとしては重要な戦略になりうるため、上場時にアライアンスを評価いただく意味はあるのではないかと。また、パイプラインの数について、複数パイプラインを求める投資家もいるのではないかと。
- ◇ 市場規模や競合環境に関する情報開示で、競合に関する記載が不足しており、グローバルでの患者数があるまま市場規模であるような、誤解を招く開示がなされている場合がある。開発品が対象疾患のどの部分にアプローチしていくのか、そこでの市場規模や競合環境などを明示し投資家の理解を正確に得られるよう、開示方法のバランスが重要である。
- ◇ リスク情報の開示については、バイオテックに限らず日本全体の大きな問題であろう。例えば海外の企業はリスク要因に加え、そのリスクに対する対応策等に関しても記載していることが多いが、日本の企業の場合は有価証券報告書へ誤った記載をすることへの不安からか消極的な場合が多い。日本の上場企業全体として、リスク情報の開示に関する議論を進めるべき。
- ◇ グローバルな市場であることから、開示事項についてもハーモナイズさせていくような取り組みがあっても良いのではないかと。その中で、国内機関投資家が求める情報開示

についても議論できる場を作ってはどうか。

- ☆ 海外機関投資家との対話における課題のひとつとして、時価総額の壁があり、300 億から 500 億の規模じゃないとそもそも分析の対象とならないことが大きな壁となるため、日本語のみならず英語による情報の同時発信等そもそも評価してもらう土俵に乗ることが必要である。また、欧州から広がりを見せている MiFID2 により、技術は面白いけれども時価総額の小さな会社と機関投資家との対話の機会が減り、アナリストにとってもカバーしづらいような状況になっている恐れがある。
- ☆ 昨今アクティブ運用からパッシブ運用への流れがあるが、各指数の構成銘柄に採用されるには平均 R O E や営業利益、時価総額等の基準があるため、赤字先行であるバイオベンチャーにとっては厳しい状況ではないか。
- ☆ I P O 時、バイオ版の目論見書というものも必要ではないか。バイオベンチャーは赤字先行であることが多いため、通常目論見書以上に具体的な内容を記載すべきだと思う。