

バイオベンチャーと投資家の対話促進研究会

事務局資料

2020年8月6日

経済産業省 生物化学産業課

第10回研究会の議事

- 1 本年度の研究会の論点・検討内容・スケジュールの確認
- 2 「情報開示ガイドブック(案)」について
- 3 バイオベンチャーに関する論点について
 - (ア) 上場時の適切な株式保有割合について
 - (イ) クロスオーバー投資について

第10回研究会のアジェンダ

- 1 本年度の研究会の論点・検討内容・スケジュールの確認
- 2 「情報開示ガイドブック(案)」について
- 3 バイオベンチャーに関する論点について
 - (ア) 上場時の適切な株式保有割合について
 - (イ) クロスオーバー投資について

本年度の研究会の背景と趣旨

1. 背景

グローバルに活躍するバイオベンチャーの創出を通じて、いち早く世界中の患者の皆様には治療法を届けることを目的とし、2017年11月に「バイオベンチャーと投資家の対話促進研究会」（以下、研究会と呼ぶ。）を立ち上げ、バイオベンチャーが抱える10の課題を挙げ議論・フォローをしてきたところ。

2. 趣旨

- これまでの本研究会における議論の中で、投資家目線で必要とされるIR（Investor Relations）における特に非財務情報の開示を促すべきとの提言がなされたことを受け、本年度はバイオベンチャーと投資家の対話促進のための情報開示ガイドブックの整備を目指す。
- また、本年度も引き続き、バイオベンチャーの資金調達における一連の課題を解決し、リスクマネーをより適切に供給することを目的として、次項に挙げる1）新興企業を支える投資家の増加、2）投資家と企業をつなぐ機能の強化、3）魅力的な企業を生み出す上場制度、に関する論点について検討する。

これまでの論点や具体的な進展等の整理

■ : 本研究会で取り扱う内容
 □ : 前回までの研究会で取り扱った内容



新興企業を支える投資家の増加

2-1. 質の高い対話の促進

2-2. 海外機関投資家の呼び込み

2-3. オルタナティブ枠の拡大

2-4. 脱TOPIX

伊藤レポート2.0
の継続更新

イベントを通じた普及啓発
 ・ 1st well aging summit
 ・ Bio Japan 2018/2019

IPO偏重のExit

情報開示ガイドブックの整備浸透

イベントを通じた普及啓発

国内投資機能強化策の検討

クロスオーバー投資について

バイオベンチャーの出口戦略

投資家と新興企業をつなぐ機能の強化

3-1. インデックスの創設

3-2. アナリスト増加

3-3. 統計情報の海外発信

S&Pがバイオ指数ドラフト作成

II/ヴァリタスのセクター分割が完了

海外データベースの調査実施

バイオインデックスの有用性/普及

海外投資家の呼び込み策の検討

魅力的な企業を生み出す上場制度

1-1. 上場基準

1-2. 上場廃止基準

1-3. 資金調達手法の多様化

東証ライフ窓口/審査ポイント公表

東証の上場廃止基準改正

資金調達手法の調査実施

上場時の投資家構成

上場時のバリュエーション

グロース市場のあり方検討

上場時の適切な株式保有割合

本研究会における検討項目と検討内容

検討項目

検討内容／検討予定

新興企業を支える 投資家の増加

情報開示ガイドブックの整備浸透

- BVの情報開示ガイドブックを作成、活用を徹底のための周知施策を検討
上記検討に基づき、施策を推進

本日

イベントを通じた普及啓発

- Bio Japan 2020、Link-Jとの共同イベントの実施

#3

国内投資機能強化策の検討

- 国内のBVへの投資機能の現状と海外との比較内容を共有
- 上記に基づき、日本における取り組み方向性を検討

#4

クロスオーバー投資について

- 日本のクロスオーバー投資創設のハードル、取り組み事例の共有

本日

バイオベンチャーの出口戦略

- EXIT手段としてのM&A割合が低いことによる課題の検討
- 上記に基づいた、M&Aの割合向上へ向けた施策の検討

#4

投資家と新興企業を つなぐ機能の強化

バイオインデックスの有用性/普及

- バイオインデックス金融商品化に関する検討状況のご報告（S&P様）
- バイオインデックス導入に係る定量的な効果検証の共有

#2

海外投資家の呼び込み策の検討

- 海外投資家呼び込みの礎となるBVエコシステム醸成施策の調査共有
- 上記に基づいた、日本における施策方向性の検討

#3

魅力的な企業を 生み出す上場制度

上場時のバリュエーション

- “実現可能性” “インパクト”を考慮した施策の検討

#3

グロース市場のあり方検討

- 市場構造改革に関する現状・検討状況のご報告（東証様）
- 上記に基づき、グロース市場の基準も踏まえたあり方の検討

#2

上場時の適切な株式保有割合

- 現状要求されている機関投資家一定割合確保の実現可能性につき検討

本日

本研究会スケジュール

- 第4回目までの研究会で各論点につき検討し、最終回となる第5回目の研究会では全体の取り纏めと直近の実施施策について検討する

#	日程	新興企業を支える 投資家の増加	投資家と新興企業を つなぐ機能の強化	魅力的な企業を 生み出す上場制度
1	本日	<ul style="list-style-type: none"> □ 情報開示ガイドブックの整備浸透 <ul style="list-style-type: none"> ・ 情報開示ガイドブックの対象の整理、情報開示項目の確認 □ クロスオーバー投資について 	-	<ul style="list-style-type: none"> □ 上場時の適切な株式保有割合
2	9月初旬	-	<ul style="list-style-type: none"> □ バイオインデックスの有用性と普及 <ul style="list-style-type: none"> ・ 海外バイオインデックスの状況 ・ NASDAQバイオインデックス等の創設背景、普及要因、現状、等 	<ul style="list-style-type: none"> □ グローブ市場のあり方検討 <ul style="list-style-type: none"> ・ 上場基準の見直しに関する現状と市場構造改革に伴うグローブ市場創設の状況
3	12月初旬	<ul style="list-style-type: none"> □ イベントを通じた普及啓発 <ul style="list-style-type: none"> ・ 国内及び海外投資家への情報発信効果の検証、普及・啓発イベントについて 	<ul style="list-style-type: none"> □ 海外投資家の呼び込み策の検討 	<ul style="list-style-type: none"> □ 上場時のバリュエーション
4	1月下旬	<ul style="list-style-type: none"> □ バイオベンチャーの出口戦略 <ul style="list-style-type: none"> ・ IPO、M&Aの選択基準 □ 国内投資機能強化策の検討 <ul style="list-style-type: none"> ・ 大手製薬企業 CVCからみた日本BV ・ JIC、GPIFによるBVへのリスクマネー供給強化 		
5	2月下旬	全体取り纏め		

第10回研究会のアジェンダ

- 1 本年度の研究会の論点・検討内容・スケジュールの確認
- 2 「情報開示ガイドブック(案)」について
- 3 バイオベンチャーに関する論点について
 - (ア) 上場時の適切な株式保有割合について
 - (イ) クロスオーバー投資について

情報開示ガイドブック（案）初版提示

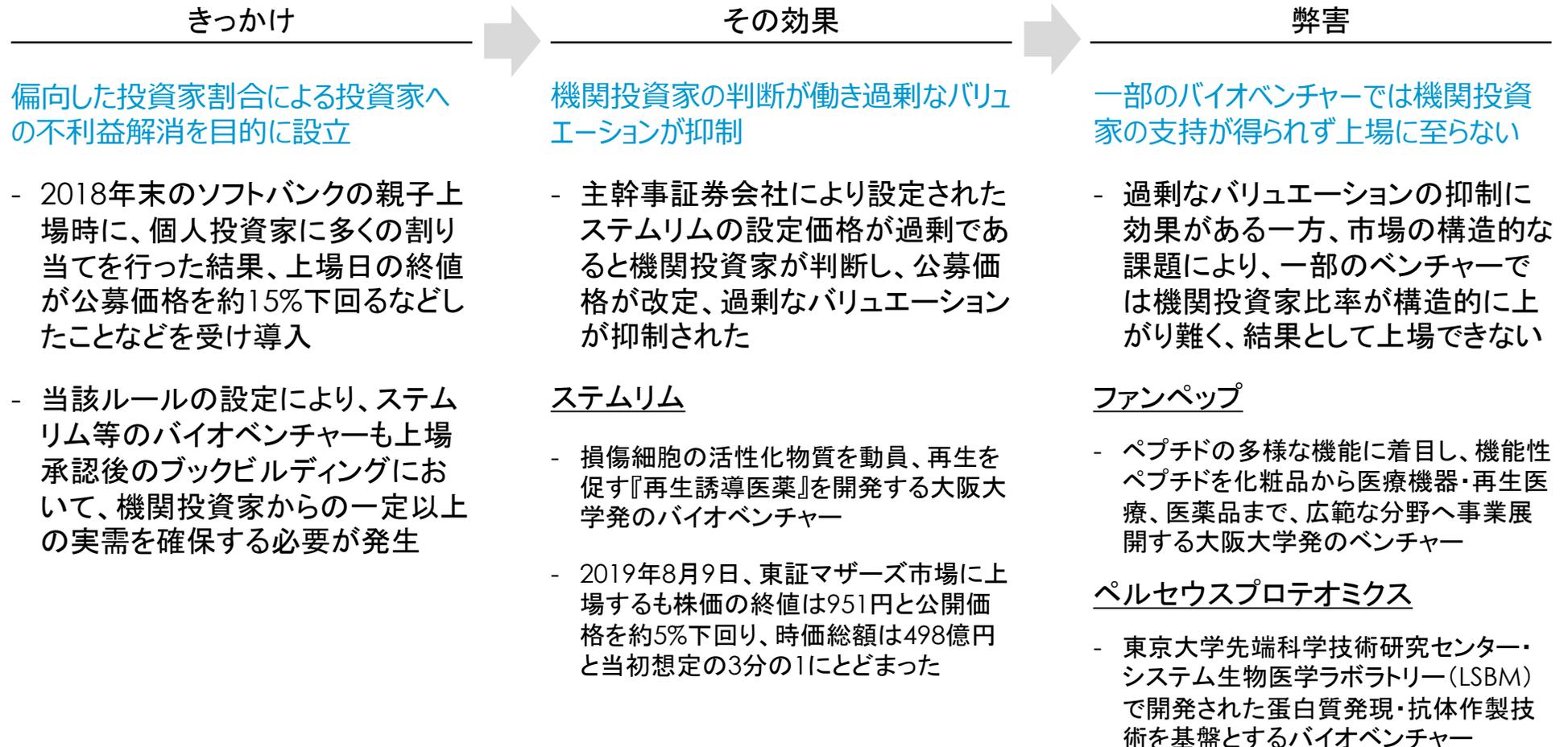
資料6 参照

第10回研究会のアジェンダ

- 1 本年度の研究会の論点・検討内容・スケジュールの確認
- 2 「情報開示ガイドブック(案)」について
- 3 バイオベンチャーに関する論点について
 - (ア) 上場時の適切な株式保有割合について
 - (イ) クロスオーバー投資について

上場時の機関投資家比率が注目される背景

- 主に個人投資家保護の観点から、機関投資家比率を一定割合確保すべきとする運用(通称:3割ルール*)がされるも、一部のバイオベンチャーでは上場に至らないケースが発生する等の弊害が生じる可能性がある



* 3割ルール：明文化されたものではないが、新規上場時に適切な割合の機関投資家比率を確保するように運用がなされている。

機関投資家の行動特性

- 機関投資家の行動特性により新興市場、またその中でも特にバイオ領域は投資対象となりにくい

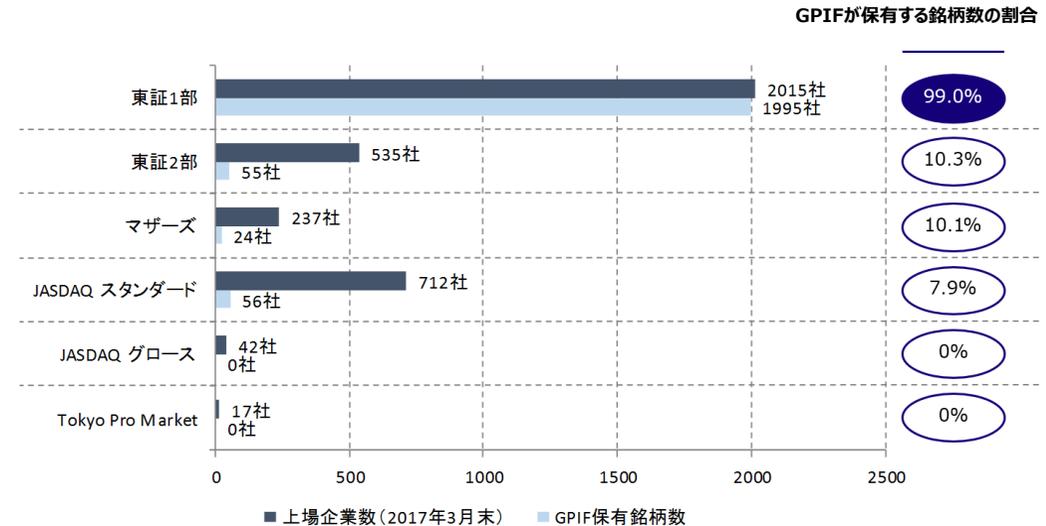
機関投資家の行動特性

機関投資家の行動特性を鑑みると、元来バイオは投資対象となりにくい

- 機関投資家の多くはTOPIX(東証株価指数)を指標に株式を売買するため、新興市場は投資対象となりにくい。また、日本の公的年金を運用している年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)や日銀なども、ごくわずかの例外を除いてTOPIX銘柄に投資している。これらはTOPIXをより安定化し、機関投資家がさらに投資しやすい環境を作っている
- 特にバイオ領域はその専門性が高く理解が難しい。また、ファンドマネージャーが理解したとしてもその上司や出資者などへの説明が困難
- バイオベンチャーの多くは時価総額500億円以下の小型銘柄だが、一般的に小型銘柄は、扱う資金量の問題から機関投資家の投資対象外となりやすい

(参考) 市場ごとの上場企業数とGPIF保有銘柄数

GPIFが保有する銘柄のうち、国内株式の90%以上はパッシブ運用。

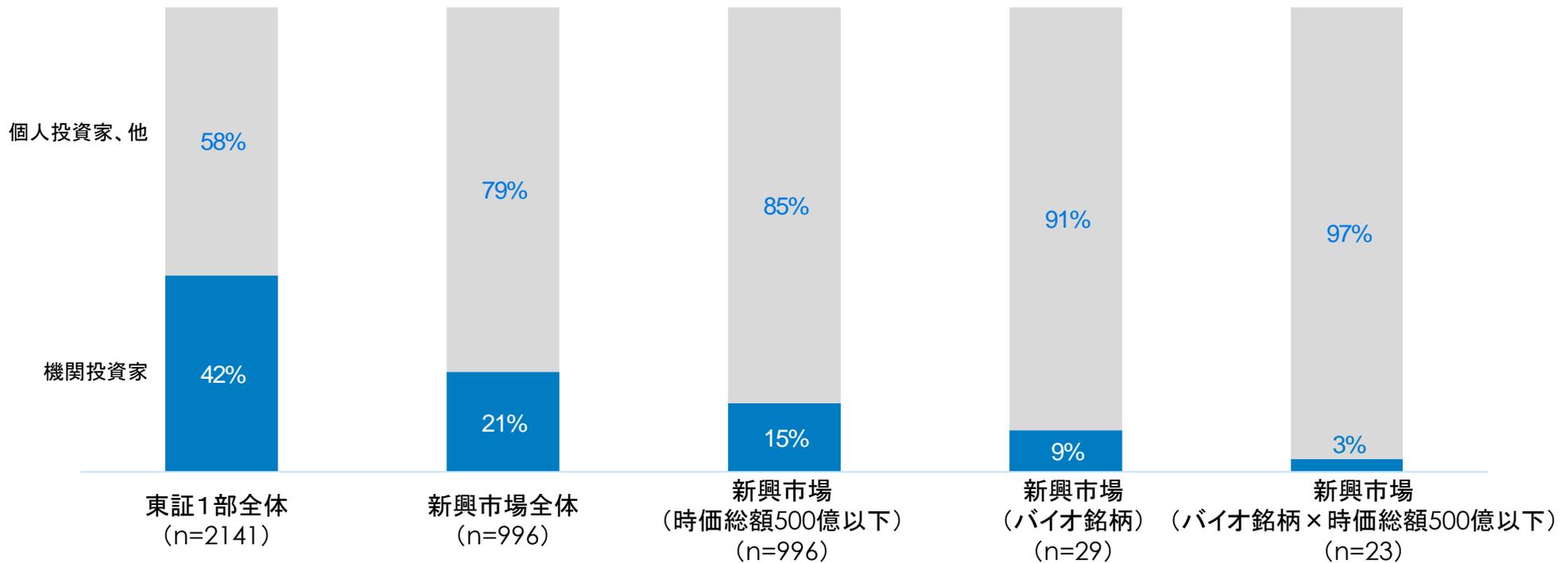


各市場・セグメントの機関投資家比率（浮動株ベース）

- 新興市場のバイオ企業の機関投資家比率は9%、その中でも時価総額500億円以下は3%で、これらの背景を無視して、上場時に一律に一定割合の機関投資家へのアロケーションを求めるのは無謀

上場する市場区分、時価総額、バイオ銘柄か否かによる機関投資家保有率

浮動株ベース。時価総額による加重平均で算出。
 新興市場は東証二部、マザーズ、ジャスダック
 (スタンダード、グロース)を含む。2020年初時点。



ご議論いただきたい事項

- 現状いわゆる「3割ルール」は現実性に乏しく、その弊害が生じうるものと認識。バイオ分野の特性を踏まえ、より実態に即した運用を関係各所に促していくことが必要ではないか。

1

- 上場時に一定割合の機関投資家の保有を求めることは、過剰なバリュエーションを適正に保つ効果があり、投資家保護の観点や市場の健全性を保つ上でも、一定の効果があるものと思案

2

- 一方、上場バイオ企業の機関投資家比率の実態からは、上場市場（一部、マザーズなど）、上場時点での時価総額、セクター特性などを踏まえ「一定割合」は、実態に合わせて柔軟に運用されるべき

3

- 上記を踏まえ、上場時に一律に20-40%の機関投資家へのアロケーションを求めるのは、現実的ではなく、産業育成上も好ましくない可能性。今後、関係各所に対して、より柔軟な運用を求めることが必要か。

バイオベンチャーの上場の実態

「上場時の株式保有割合についての実態とバイオベンチャーへの影響について」

ゲストスピーカー：みずほ証券 企業公開第一部 須賀 宏典 部長

1

上場時のオフリングにおける個人投資家：機関投資家の比率について

2

上場時のロードショーにおける機関投資家のフィードバック状況について

3

上場企業の開示（目論見書、ロードショーマテリアル）、あるいは証券会社の発行するプレディールリサーチレポートについて

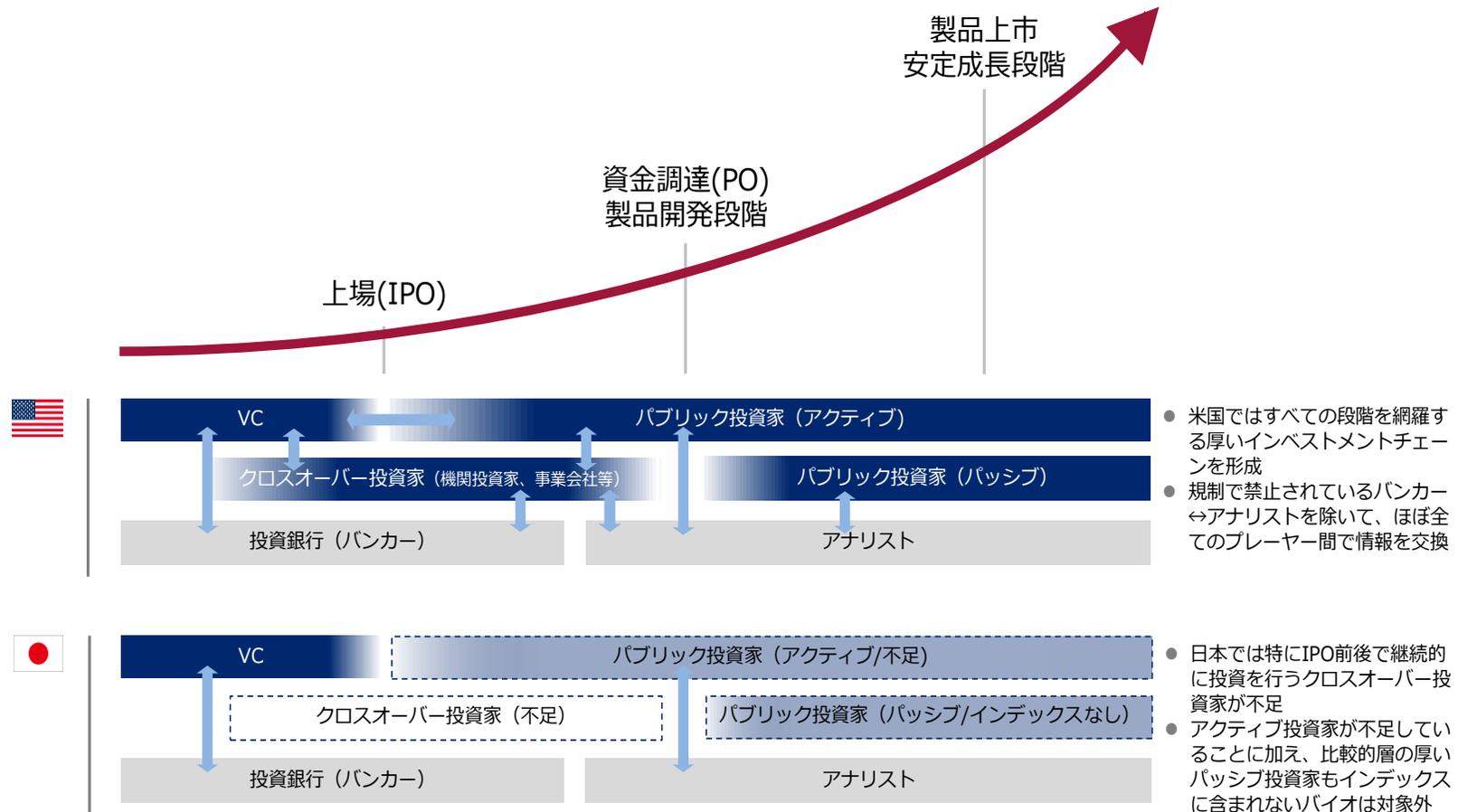
第10回研究会のアジェンダ

- 1 本年度の研究会の論点・検討内容・スケジュールの確認
- 2 「情報開示ガイドブック(案)」について
- 3 バイオベンチャーに関する論点について
 - (ア) 上場時の適切な株式保有割合について
 - (イ) クロスオーバー投資について

クロスオーバー投資家の役割について

- クロスオーバー投資家は上場前後をつなぐ投資家で、海外では上場前・IPO時・上場後を問わず増資の引受先となったり、IPO時のコーナーストーン投資家となることで、BVの成長や安定した株価形成に寄与している

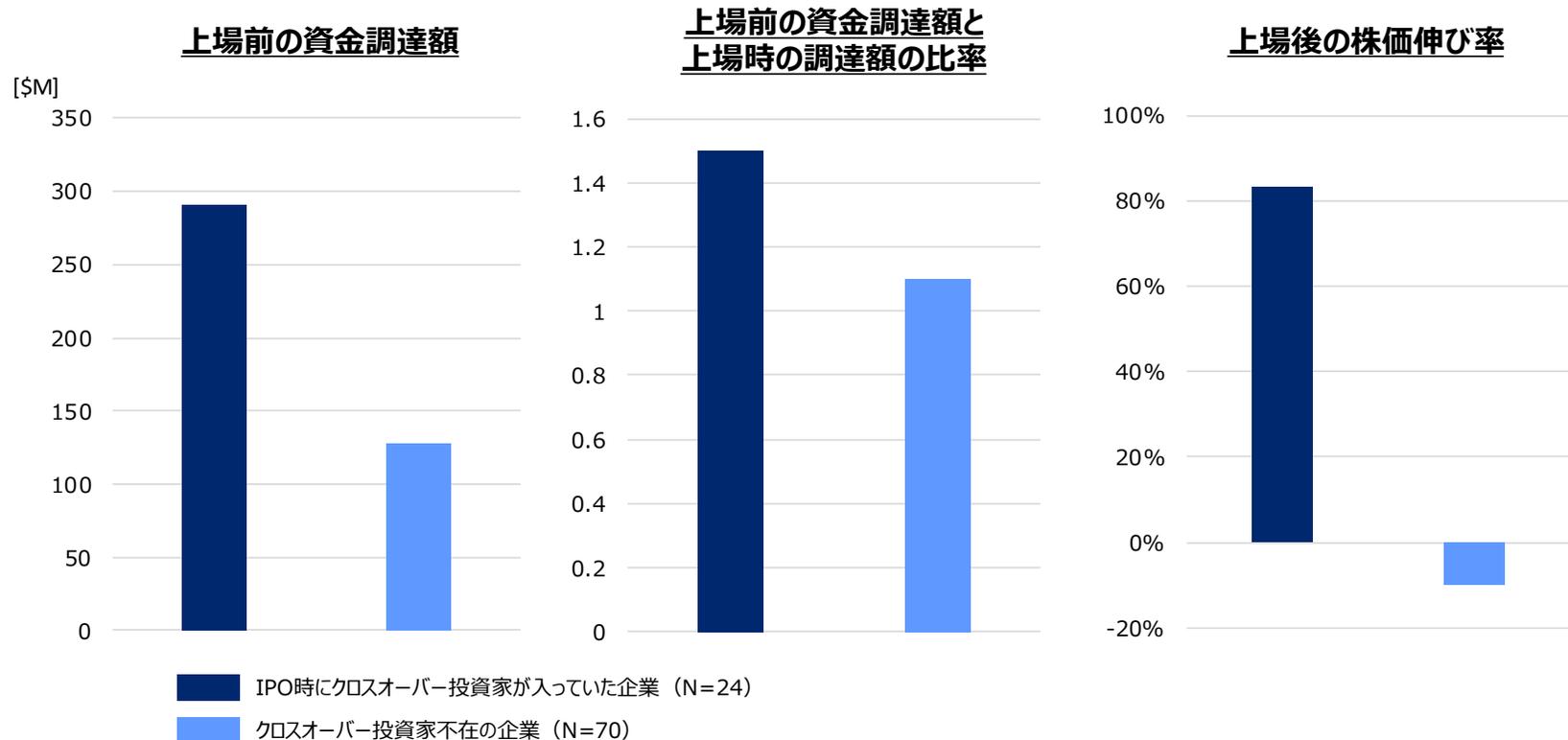
バイオベンチャーの成長段階に応じた投資家変遷の日米比較



クロスオーバー投資家はBVの成長を加速させる

- 米国ではクロスオーバー投資家が存在したBVは、それ以外のBVよりも、上場前の資金調達額、それと比較したIPO時の調達比率、上場後の株価パフォーマンスが、いずれも上回っている

バイオベンチャーの成長段階に応じた投資家変遷の日米比較



(注1) 2013年1月～2014年10月にIPOした企業94社を対象。各数値は平均値。

(注2) クロスオーバー投資家：IPO前からバイオ企業に投資をしている非VC系投資家を指す。本記事中では、Adage, Brookside, Deerfield, Fidelity, Foresite, RA Capital, OrbiMed, Wellingtonが最もアクティブなクロスオーバー投資家の例として挙げられている。

(出所) “The Biotech Cross-Over Phenom: Biomarker Of Quality?”, Forbes (2014)より作成

ファンドの組成過程によるクロスオーバー投資の類型化

- 米国などの例を踏まえると、クロスオーバーファンド組成については主に①～③の3つの形式が存在しているとみられる。日本でも一部のファンドで事例が存在する



① VC主導

VCファンド（クローズドエンド・私募）がIPO、POに参画

概要

- VCが上場時・上場後も投資可能なファンドを組成。産業/技術育成のためのESG投資的側面も
- 運用期限の問題を回避するために基本的にはレイトステージで参画。アーリー段階では投資しない

課題

- 国内VCの規模が小さく、実効性が少ない。

国内事例

- シニフィアン/みずほ「THE FUND投資事業有限責任組合」

② 機関投資家主導

投資信託やヘッジファンド（オープンエンド）がレイトステージに参画

概要

- (公募) 投資信託中の非流動性資産として非上場株組入れ(非流動性資産制限：米国SEC15%、日本規制無し)
- (私募) ヘッジファンド等が出資者の許可を得て非上場株を含めて投資

課題

- (公募) 時価算定（デューデリ）と適時開示、コスト/リスクに見合うリターン、流動性など
- 同一グループや同一組織内に上場株ファンド等がある場合、インサイダー取引規制や利益相反の排除が必要

事例

- 国内：SBIアセットマネジメント「SBI-ピクテ アジア・ハイテクベンチャー・ファンド」
- 海外：フィデリティ、ウェリントンなど多数

③ (参考) CVC/事業投資

自己資金で投資し事業との相乗効果を狙う製薬企業など

投資信託（オープンエンド）の過去の実施状況

- 日本においても投資信託（オープンエンド・公募）型で、クロスオーバー投資家として機能しうるファンドが過去に組成されたが、様々なハードルからいずれも当初の目論見通りには機能しなかった背景がある

これまで日本でバイオ含む未上場株式への投資を実施（を検討）した投資信託（公募）

	商品例	概要
鎌倉投信	結い2101	<ul style="list-style-type: none"> 鎌倉投信が考えている「いい会社」であれば、上場・非上場を問わず投資 非上場会社に対して株式を通じた当時を試みたものの、流動性・投資家保護の観点で断念し、結果的に社債を通じて投資していると考えらえる
イー・トレード証券 （現：SBI証券）	SBI グローバル・セレクション・ファンド/SBI ボンド&プライベート・エクイティ・ファンドIII	<ul style="list-style-type: none"> 50%超は、固定および変動金利グローバル債券ならびに証券化商品、30%以下を国内外の未上場未公開株、20%以下を国内外の上場株式に投資 未公開株式運用部分は、主に、直接、またはSBIアセットマネジメントが運用する日本の私募投資信託を通じて間接的に取得される日本および外国会社のレイター・ステージ未上場未公開株式に投資 公募の投資信託資金に資金調達を求める未公開企業を見つけることが困難で、運用の継続が受益者にとって最大の利益とはならないと判断し、2017年に早期償還（償還価格：6,537円47銭）
SBIアセット マネジメント	トランスサイエンス未公開株ファンド	<ul style="list-style-type: none"> 主にバイオテクノロジー、ヘルスケア・医療領域における未公開会社のうち、レイターステージの未公開会社への株式投資を行い、キャピタルゲインを追求するファンド（8銘柄を組み入れ） 特定のベンチマーク及び参考指数等は不採用 2017年繰り上げ償還（償還価格：3,803円10銭）

日本での過去事例を踏まえた課題

時価算定（デューデリ）と適時開示、コスト/リスクに見合うリターン 等

SBIアセットマネジメントの例

『SBI-ピクテ アジア・ハイテクベンチャー・ファンド（外国投資信託）』

- SBIアセットマネジメントは未公開株を組み入れた公募投資信託を今年7/29設定。目利き力の担保等により、従来の課題を克服していると推測される

製品プロフィール

- SBIアセットマネジメントはピクテ投信投資顧問と組み、**日本やアジアの未公開株**を組み入れた**公募投資信託**の運用を開始と発表（2020年6月25日）
- 当ファンドは、幅広い産業領域の中から、**革新的なテクノロジーやサービス**により業界を牽引することが期待される企業を厳選して投資を行い、上場株式のみならず、**資産全体の15%を未公開企業への投資**に振り向けるのが特長

スキーム図

【役割分担】

SBIアセットマネジメント

- 日本を含むアジアの未公開株と日本の上場株の運用

ピクテ投信

- アジアの上場株式の運用ファンドの運用

クレディ・スイス

- クレディ・スイスを通じ外国籍投信として設定

