

「海外投資家の呼び込みと上場時の適正なバリュエーションについて」論点（案）

令和3年1月21日
研究会事務局**議題1：海外投資家の呼び込みについて**

1. 現状・背景

日本のバイオベンチャー（以下BVという。）にとっては、上場後の資金調達が難しく、国内市場からのリスクマネー供給が不足していることが成長に際しての課題となっている。また、海外投資家から投資を受けている国内上場BVの数も少ないが、必要な成長資金を確保するためには、国内のみならず海外投資家からの資金調達も検討していくことが有益である。

伊藤レポート2.0バイオ版では、国内外の機関投資家の呼び込みに向けて、BVの情報開示の向上、バイオカンファレンスの開催、バイオインデックスの創設、アナリスト増加、CrunchBase等のデータベース登録による情報発信強化などの必要性を提言してきた。

今回の研究会では、国内BVが特に海外投資家を呼び込むに当たっての課題について、更に深掘りして検討する。

(今回の議論の範囲)

今回の研究会では、マーケットを介した取引により地理的制約を受けづらい、クロスオーバー投資家を含む海外（特に北米地域）の機関投資家を主な議論の対象とする。BVは、クロスオーバー投資家の投資対象となるようなレイターフェーズの未上場BVから上場BVを対象とする。

2. 想定される主な課題（案）

海外投資家の呼び込みに向けて、市場関係者や国内のバイオベンチャー企業にヒアリングを行ったところ、(1) 海外投資家が重視する事項への理解の欠如、(2) 英語による情報開示の質・量の不足、(3) 海外投資家との対話機会の不足などが想定される主な課題として挙げられた。各課題の詳細について整理したところ、以下のとおり。

【課題1】：海外投資家が重視する事項への理解の欠如

- 海外投資家は、国内投資家とは異なる関心や投資傾向を持つ場合も多い。海外投資家の種類、それら投資期間、評価指標、関心事項、投資行動等を正しく理解し、必要に応じて、BV自身が事業戦略や企業行動を変容させることが重要なのではないかと。
 - ・海外投資家によって投資期間、評価指標、関心事項、投資行動は異なり、例えば以下の例がある。
 - 投資期間（短中期）：ヘッジファンド、クオンツファンド等
 - 例：短期リターンを追及するため、ファンダメンタルズ（基礎財務情報）やボラティリティの高さを重視する傾向
 - 投資期間（長期）：機関投資家、ファミリーオフィス（富裕資産家）等

→例：長期でのキャピタルゲインを期待するため、事業内容や企業戦略の現実性を重視する傾向

- 加えて、北米の大手機関投資家は、市場全体の規模感やユニコーン企業1社あたりの時価総額が日本よりはるかに大きいため、自社の投資に際しても投資先の時価総額の絶対規模を重視する傾向（数百億円規模等）が強く、日本の数十億円規模のBVが投資対象になりづらい可能性があるのではないかと。
- 海外投資家はパイプライン1つ1つの質を精査し、将来の飛躍可能性と結び付けて評価する傾向が強いが、日本のBVは国内投資家を意識して、パイプラインの数を拡充したり、アライアンス提携を結びやすい。結果として、海外投資家に対しては逆効果になる場合があるのではないかと。
- 海外投資家の中には、指標としての流動性を重視する者もあり、創業者や経営陣の持ち株比率（非流動）がどうあるべきか等の資本政策を上場前から検討することが重要である可能性がある。一方、一概に流動性をあげればよいというものでもなく、持ち株比率を一定以上に保つことで経営の自主性を重んじる考え方もあり、ケースバイケースであることに留意が必要。

【課題2】：英語による情報開示の質・量の不足

- バイオベンチャーは、非財務情報を中心とした情報開示の質、量の向上が課題であり、国内外の市場関係者に向けて発信すべき情報を本研究会として整理した情報開示ガイドブックを最大限活用することが期待される。
- 海外投資家向けには、上記に加えて英語による情報開示が求められる。海外投資家が求める情報は、必ずしも国内投資家と同様ではなく、例えば、「Ph1の臨床データ」「KPI（期初の目標と結果）」「提携時の経済条件」「競合情報」などの情報については、英語による情報発信が効果的である可能性がある。

(※) なお、大手製薬企業とのパートナーリング契約の契約条件により、情報開示が制限され、上述のような情報が開示できない場合があるが、海外投資の呼び込みはバイオベンチャーの成長に不可欠なものであり、パートナー企業においては過度な情報制限とならないような配慮が必要ではないかと。

- また、行政、業界団体、市場関係者等からは、有望バイオベンチャーの名称・事業内容や、バイオ分野の取引規模、流動性等が分かるマーケット情報を集めた英語資料の作成・公表等により、海外投資家向けの情報開示ルートを拡大することも検討が必要ではないかと。

【課題3】：海外投資家との対話機会の不足

- バイオベンチャーの経営層が積極的に海外投資家と接触し、海外投資家のニーズを把握しつつ、自社の成長性を理解してもらおう機会をより多く持つことが重要ではないかと。

- ・海外投資家との接触機会としては、個別面談、展示会への出展、マッチングイベントへの参加等があるが、このうち投資家の理解を最も深められるのは個別面談であり、BVの経営層が積極的に海外投資家との個別面談の機会を求めていくことが重要ではないか。
- ・また、投資家は、資金調達時や大株主の株式売却局面等の資本構造転換のようなコーポレートアクションにも注目しており、コーポレートアクションを自社の情報発信の機会と捉えて積極的に活用していく姿勢も重要ではないか。

【課題4】：グローバル化に対応できる体制の構築

- 課題1～課題3の前提として、バイオベンチャー自身がグローバル化に対応できる体制を整えることは必要不可欠である。経営層の外国語によるコミュニケーション能力を高めることに加え、欧米の製薬企業や機関投資家での勤務経験やグローバルネットワークを持つ者を雇用するといったことが有効ではないか。

3. ご議論いただきたい点

- 課題1～課題4について、現状認識として正しいものと言えるかどうか。また、これら以外にどのような課題があるか。
- 課題を解決するための取組として、今後どのような取組みが必要か。
 - ・海外投資家からの投資を呼び込むために、BVに求められるアクションや意識の観点
 - ・海外投資家との接点作りにおいて、どのような仕掛けが効果的か
- 多くのヒアリング対象者からは、投資以前の問題として、国内のアカデミア・バイオベンチャーによる、世界市場を狙える質の高い創薬パイプラインの拡充の必要性が指摘されている。これに関しては、アカデミア・スタートアップ等における研究開発の支援や産業界への橋渡しをするトランスレーショナルリサーチに対する支援の強化などが対策として挙げられるが、このほかに本研究会として提言すべきことはあるか。

議題2：上場時のバリュエーションのあり方について

1. 現状・背景

近年、バイオベンチャーの新規株式公開に際して、証券会社と発行体による市場の想定幅を大幅に上回る想定価格が設定されたことが注目された。このような想定価格の乖離は、バイオに限らず起こり得ることではあるものの、将来の企業価値に必要な各要素（成功の定義、割引率、技術開発成功率、薬価、将来の想定患者数、規制動向等、類似の医薬品との比較、引用文献）について、専門的な知見が求められることに加え、専門家によっても様々な推論の立て方があるなど、バイオ分野ならではの要因が背景にある可能性がある。

一方、市場における評価価格設定の信頼性は、市場への信頼性に直結するものであり、これが仮に失われることになれば、国内外投資家からの興味も薄れ呼び込めなくなることが危惧される。

こうしたことを踏まえ、今回は、BVの上場時のバリュエーションのあり方について、想定され得る課題を整理する。

2. 想定される主な課題（案）

上場時のバリュエーションには、主幹事証券会社が算定する**想定価格**、ロードショーでまわる機関投資家の需要を反映した**仮条件**、機関投資家、個人投資家が実際に購入予約した額から算定される**公開価格**があり、上場すると初めて市場でつく**価格**が**初値**である。

以下では上記のような価格設定の各段階に応じて、想定される課題を整理する。

【課題1】BVの特質上、算定価格に幅が生じやすい

赤字のBVをDCF法で評価する際、想定される「薬価」「成功率」「普及率」「患者数」「ロイヤリティ率」「売上高」などが、評価者によって幅が生じやすく、算定者によっては高めに算定されるということが起きやすいのではないかと懸念される。

【課題2】上場後のBVの価値評価するプレーヤーの不足（市場の未成熟）

- 上場BVが上場時に妥当な価格だったかという検証は、上場後の市場に参加する多様なプレーヤーがバイオ分野への知見を深め、根拠に基づき適切な評価が行われる環境が必要である。一方、例えば伊藤レポート2.0バイオ版やこれまでの本研究会の議論では、バイオ分野のアナリストの不足が指摘され、証券会社がバイオ分野のアナリストを雇用するインセンティブ設計（アナリストランキングのバイオ区分の創設等）の必要性についても取り上げられている。上場後の価値評価の土壌を成熟させていく上では、アナリスト不足以外にも欠けている要素があるのではないかと懸念される。

3. 議論していただきたい点

- 課題1、課題2について、現状認識として正しいものと言えるかどうか。また、これら以外にどのような課題があるか。
- 課題を解決するための取組として、今後どのような取組みが必要か。

以上