

<議事 2>
**「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」**
(参考資料)

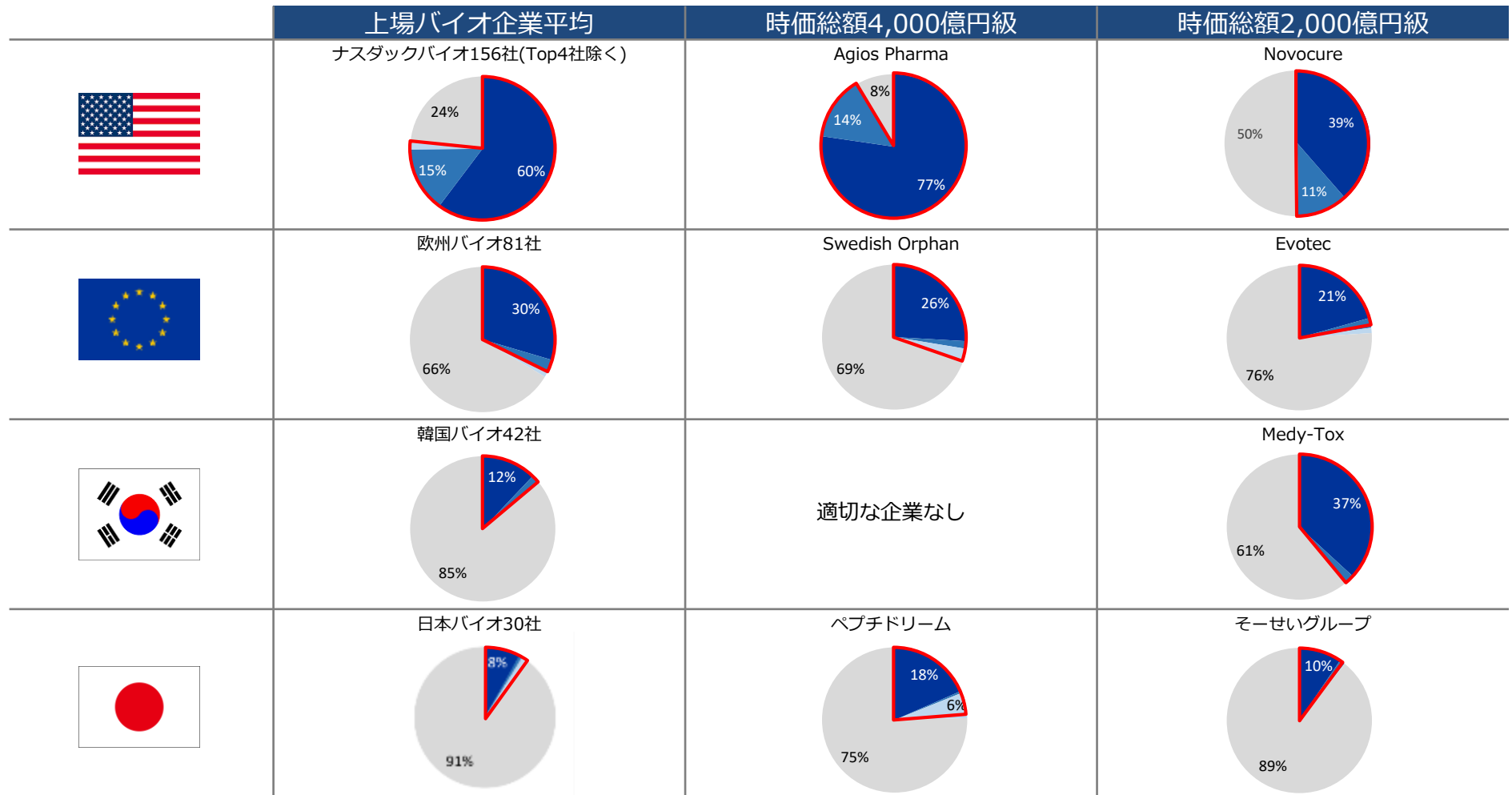
令和3年1月21日

経済産業省

生物化学産業課

議題 1 :
「海外投資家の呼び込みについて」
に関連する参考情報

各マーケットにおけるバイオセクター/各企業の投資家構成

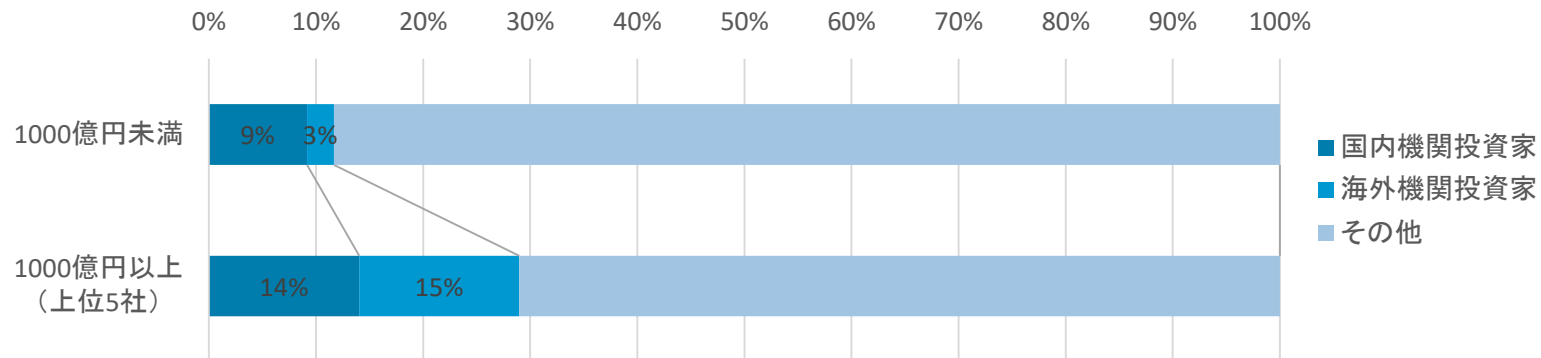


機関投資家 ■ Growth ■ INDEX ■ Value/YIELD/GARP ■ Others

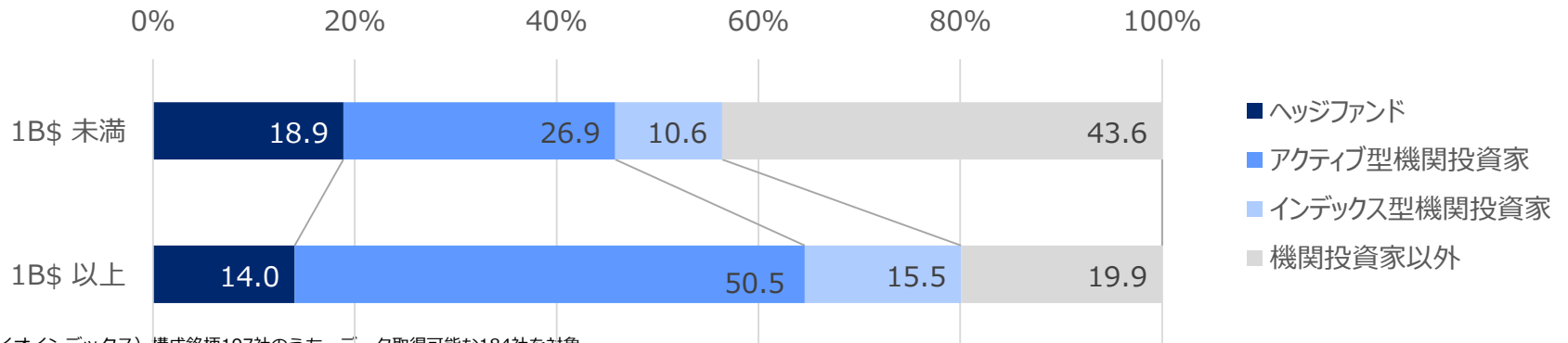
時価総額別で見た日米バイオベンチャーの機関投資家比率

- 国内では、時価総額1000億円未満のバイオベンチャーの機関投資家比率は平均12%と低い（米国では30%以上）。うち、海外投資家比率は3%に留まり、国内の1000億円以上の企業と比べ1／5程度と低い。

日本の上場創薬バイオベンチャー33社の時価総額に応じた投資家構成（国内外投資家別）



米国NBI構成企業の時価総額に応じた主な投資家構成の変化（運用手法別）



（注1）NBI（ナスダックバイオインデックス）構成銘柄197社のうち、データ取得可能な184社を対象。

（注2）アクティブ型機関投資家＝（機関投資家率全体）－（ヘッジファンド率＋インデックス型投資家率）として算出。

（注3）データベース上、機関投資家が複数の運用手法のファンドを保有している場合には、いずれかのファンドの運用手法が反映されている点に留意が必要。

出所：データベースFactsetをもとに作成。

日米のバイオ投資を支える機関投資家

- 国内バイオベンチャーに投資する主要な海外機関投資家には、米国バイオベンチャーに対して積極的な投資を行う（下記赤字）も含まれる。
- 一方、日米での投資総額を比較すると、日本企業への投資は2桁小さい。

日本の上場バイオベンチャーの主要な投資家上位5社

時価総額 1000億円未満の企業

会社名	保有総額 [億円]
Baillie Gifford & Co.(UK) Management Ltd.(UK)	46
BlackRock Fund Advisors(US)	30
Matthews International Capital Management LLC (US)	21
Norges Bank Investment Management	14
The Vanguard Group, Inc.	11

時価総額 1000億円以上の企業

会社名	保有総額 [億円]
J.O. Hambro Capital Management Ltd.(UK)	563
BlackRock Fund Advisors(US)	277
The Vanguard Group, Inc.	213
Invesco Advisers, Inc.	171
Baillie Gifford & Co.	126

NBI構成バイオベンチャーの主要な投資家上位5社

時価総額 1B\$未満の企業

会社名	NBI構成 銘柄の 保有総額 [\$M]
BlackRock Fund Advisors	2,586
Fidelity Management & Research Company	2,056
The Vanguard Group, Inc.	1,593
New Enterprise Associates LLC	792
Wellington Management Company LLP	727

時価総額 1～5B\$の企業

会社名	NBI構成 銘柄の 保有総額 [\$M]
Fidelity Management & Research Company	10,153
BlackRock Fund Advisors	8,422
The Vanguard Group, Inc.	7,606
Wellington Management Company LLP	3,868
SSGA Funds Management, Inc.	3,387

時価総額 5B\$以上の企業

会社名	NBI構成 銘柄の 保有総額 [\$M]
The Vanguard Group, Inc.	46,535
BlackRock Fund Advisors	36,164
Fidelity Management & Research Company	34,256
SSGA Funds Management, Inc.	25,807
T. Rowe Price Associates, Inc.	20,052

議題 2 :
「上場時のバリュエーションの適正化について」
に関連する参考情報

- 平成19年に開催された日証協のワーキンググループでは、**想定発行価格の設定根拠の明確化**について、以下のような議論があった。
- **想定発行価格は、あくまでも届出書上の必要記載情報であることから投資家に提示される公開価格とは必ずしも一致しないことは広く周知されており、実際にも仮条件の価格帯の設定時には大きく変動することもあることが広く一般に認識されている。**
- **米国や英国において想定発行価格は開示されておらず、その算出方法を開示すると、**ブックビルディング方式での公開価格の決定に当たり、投資家に対し誤った先入観を抱かせる**ことになると思われる。**
- **想定発行価格は類似会社の比較だけではないこと、そもそも類似会社が存在しないケースも多く、無理に類似会社を記載した場合、投資家をミスリードする恐れがあること、発行会社と類似会社とのバリエーションの比較感については目論見書への記載になじまないことから、開示することについては妥当ではない。**
- **比較対象となった類似会社を開示することとした場合、恣意的に当該類似会社の株価を変動させる等の不公正取引につながる恐れもある。**

平成19年の日証協WGでは、価格の妥当性等の確認について議論があった。

- 公開価格等の妥当性等について、事後に検証し、適切な手続きが行われたかどうかを確認することは、引受証券会社の義務でもあると考えられる。
- 主幹事証券会社内において、価格の適正性を担保し、価格設定に係る透明性を向上させることが必要である。
- 価格（想定発行価格、仮条件価格及び公開価格）について、各社の発行会社を顧客に持つ部署及び投資家を顧客に持つ部署以外の中立な部署又は会議体において、当該価格の妥当性について確認を行うことを自主規制規則にて義務付ける。

日証協自主規制規則 有価証券の引受け等に関する規則（平 4. 5.13）

（価格等の妥当性の確認）

第26条 **主幹事会員は**、新規公開に係る株券等の募集又は売出しに際して引受けを行うに当たり、**想定価格、仮条件又は公開価格を決定する場合**、発行者又は投資者と**業務上密接な関係にない部署又は会議体**において、これらの価格又は価格の範囲等の妥当性について確認を行わなければならない。

2 前項に規定する会議体は、同項に規定する部署の責任者を含む複数の責任者から構成されなければならない。

3 主幹事会員は、第1項の確認に係る記録を作成し、5年間これを保存しなければならない。