

## 第12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3年1月21日（木）10時30分から12時30分

場所：オンライン会議（Skype for Business）

議題：

- （1）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（案）について
- （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
- （3）本研究会の今後の活動について

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）バイオベンチャーと投資家の対話促進のための情報開示ガイドブック（案）について

- ◇ 「直近のコミットメント」の項について）例えば、資金調達計画や経営陣等の重要な人員の変更等の情報など、株価に大きな影響を与える可能性のある情報については、TDnetに情報を開示するなどの対応がないと、インサイダー情報になるリスクが出てくるため、配慮が必要。
- ◇ どのステータスの人が使っても問題がないというような水準を選択することが一番大切ではないか。
- ◇ ガイドブックのそもそもの位置付けとして、資金面のことに限らず株価に影響を与えることは適切な適時開示が必要であり、法定開示・適時開示がしっかりとされた上で任意開示資料を作るためのガイドブックであることに触れておくと、違和感はなくなると思う。
- ◇ 米国の場合、情報開示については四半期ごとにディスクロージャー委員会で検討される。特に、株価に影響を与えると思われる内容については、表現方法も含め（社外役員や弁護士等も交えて）慎重に吟味される。上場企業の場合は、こうした客観的な視点も踏まえた情報開示をやるべき、というメッセージを入れてはどうか。
- ◇ 他業種と違ってバイオの場合、この情報はインサイダーか否かというのは、有識者でなければ判断はとても難しいと思う。バイオベンチャーのためのインサイダーの線引きのガイドライン的なものがあればいいのではと感じた。

### （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

#### 海外投資家の呼び込みについて

- ◇ 最近の傾向で、米国の主たるVCが、金銭のパワープレーでバイオベンチャーを作り込むという事例がある。すでにある会社に投資するのではなく、アカデミアから技術を買って米国で会社を新たに作り、巨額投資し、企業を成長させていくというやり方。彼らの中には日本にオペレーション拠点をもち、国内技術の可能性を見越して早期に買い取り、同様に成長させていく流れもある。日本の課題は、上記米国VCのような戦略で経営ができる人たちがいないことだと思う。

- ◇ 未上場ベンチャーは、海外機関投資家を含めた機関投資家との接点をより多く持つべきであり、また、海外投資家に対してアピールできるような事業計画やエクイティストーリーを作ることが大事だと思う。
- ◇ コーポレートガバナンス・コードに英語の情報開示を進めるべきであるという記載があるが、コーポレートガバナンス・コードの補助原則の中にある、英語で開示を進めるべき合理的な範囲と結びつけた議論や記載があれば、企業にとってもありがたいのではないかな。
- ◇ 英語による情報開示について、何百、何千という投資家に対して網をかけ、バイオ分野という未開拓分野に新たに投資をしようとする投資家と出会うためには、CEOなどのプレゼンテーションをアップロードしておくなど情報が常時発信されている必要がある。各社の発信を支援する策が必要ではないかな。
- ◇ 海外投資家から投資を受けるということは、彼らの影響力の傘下に入ることであり、異文化に対する理解と、投資家の意向も受けて一緒に走っていくという覚悟が必要。
- ◇ 海外投資家の呼び込みについて、ナスダックでは全て電子開示もタイムリーにされており、当たり前前に情報が得られる。これは東証マターなのかもしれないが、そのような環境で投資している海外投資家たちが、違和感なく東証グロス市場でも投資できるよう、市場のシステムや制度面の情報発信が必要ではないかな。
- ◇ 「グローバル化に対応できる体制」という点については、まずは1社の海外投資家としっかりと信頼関係を構築するというのも大切なのではないかな。バイオ市場は世界でも非常にクローズドな業界なので、情報の内容も大事だが、誰から紹介されたか(誰か業界に精通した外国投資家がサポートしているか)も重要な判断材料になる。

#### 上場時の適正なバリュエーションについて

- ◇ 企業価値算定において類似企業を活用する場合、類似点などの説明も必要だと思う。例えば、想定価格を上げる目的で、単に同じモダリティを扱っているから、またはプラットフォームと呼んでいるものがあるからという理由で、本来類似企業として挙げるのが妥当ではないと思われる企業を類似企業として挙げるケースが見受けられる。
- ◇ 国内の他産業のケースで、オフリングサイズの大きいIPOやグローバルオフリングも増えており、国内調達であっても、未上場のタイミングから、海外機関投資家とインフォメーションミーティングを行っている。そういった接点の増加が、最終的なバリュエーションの価格調整に寄与しているという話も聞く。
- ◇ 研究開発ベンチャーは、価格算定能力のある海外投資家やクロスオーバー投資家に、かなり早い段階からコミュニケーションを図っていく必要があるのではないかな。日本は、価格算定において主幹事証券のパワーが非常に強く、対話ではなく一方的に決定されているような印象を受ける。海外機関投資家による評価を提示することが、証券会社側との目線合わせに寄与するのではないかな。
- ◇ 上場時のバリュエーションについては、主幹事証券を会社が決めて、主幹事証券と会社の間での議論で想定価格条件等が決まっていくというメカニズム自体について何らかスポットライトを当てる必要もある。例えば、どの証券会社がどのような値付けを行ったかなどを後から皆が検証することができれば、適正化に寄与できるのではないかな。

### (3) 本研究会の今後の活動について

- ◇ 今後の研究会の対象として、例えば、幅広くヘルスケアまで広げていくというような考え方には賛成。
- ◇ インサイダーの問題など、新規参入者にとって分かりづらい不文律になっている部分をルール化や明確化するようなことができればいいのではないかと。
- ◇ 大学発のバイオベンチャーや、設立後間もない会社に対してのメンター制度の充実化などは重要な論点。情報や経験のリサイクリングというシステムについて取り上げてはどうか。
- ◇ 検討の範囲についてA Iバイオとなると、キャッシュフローの立ち上がりなど、大きく違うので、その意味では議論の幅が広くなり過ぎないかという懸念がある。
- ◇ バイオベンチャーは、様々な業種の中でも、一番極端に課題があるという立付けで議論してきたと思っている。制度改革の点で他産業を掘っていっても、「以前バイオで検討した」というものが多くなるのではないかと。
- ◇ 過去の10の課題を今、見返していたときに、TOPIXという議論があったと思う。市場が新たになるタイミングで、TOPIXの採用基準をどういうふうに考えていくのかというのは、議論のテーマとして1つとして良いと思う。
- ◇ 2020年に香港市場はさらに制度を更新し、上場しやすくしながら同時に情報開示を厳しくした。上場制度についても、議論を深めていけるのではないかと。
- ◇ 上場時の価値評価に関連して、バイオベンチャーが類似企業を見つけるプロセスについて、海外の事例を含め検討できないかと。
- ◇ 検討範囲を広げることに賛成。赤字上場が増えており、オフリングサイズの大きい赤字先行型のディープテック企業については、創薬との類似性が高くなっていくと思う。
- ◇ ディープテックという関係でいうと、最近事業価値を証券化する手法で大きな調達をする事例があったが、キャッシュフローがない中でどのように資金調達を凶っていくのかという議論は、バイオベンチャーで今まで議論してきた蓄積も生きる場所でもあり、資本市場に大きくインパクトを与えることもできるのではないかと。
- ◇ バイオやライフサイエンスにこだわらず、いわゆるスタートアップ全般的にという発想のほうが面白いのではないかと。広げ方としては、様々な論点を4年間深掘りしてきたので、パイプラインの情報開示や知財など、論点ごとに広げていくといった考え方もあるのではないかと。
- ◇ 情報開示ガイドブックを踏まえ、具体的なIRマーケティングや対話の改善策、コスト削減など工夫の余地はあると思う。議論の範囲については、ディープテック、マテリアルという方向や、ヘルスケア、製薬、医療機器、医療セクターへの広がりもあり得るのではないかと。
- ◇ バイオ分野でまだやることがあると思う。例えば、「日本版CrunchBaseのようなバイオの情報は全てここにある」というような情報ハブを作るなどしてはどうか。
- ◇ テーマが変わっていくということに関しては賛成。特に、世の中で関心が高まっているESG、SDGs、統合報告書といった非財務的な要素をビジネスの中でどのように評価していくかという点については、創薬系のベンチャーの知見が活きると思うので、そこを1つの切り口に応用していくというのも重要な使命ではないかと。