

2019年12月 No.16

創薬系バイオベンチャー企業の IPO 活性化に向けて

弁護士 水越 恭平/宮下 優一

はじめに

2019年11月29日、株式会社東京証券取引所（以下「東証」）から「上場子会社のガバナンスの向上等に関する上場制度の整備について」（以下「東証ペーパー」）が公表された¹。本ニュースレターでは、その中でも、創薬系バイオベンチャー企業などの先行投資型企業の上場の活性化を目的とする上場廃止基準の見直しについてご紹介する。

また、今回の見直しは、経済産業省「バイオベンチャーと投資家の対話促進研究会」および金融庁・金融審議会「市場構造専門グループ」（以下「市場構造専門グループ」）での議論を踏まえて公表されたものであり、今後、東証において、創薬系バイオベンチャー企業などの先行投資型企業を対象として、成長企業向けの市場であるマザーズの上場審査基準の適用に関する考え方も明確化される予定である。さらに、より大きな議論として、先行投資型企業も含めた高い成長可能性を有する企業向け市場の上場制度のあり方については、市場構造専門グループにおいて現在見直しが検討されている市場構造全体の議論との関連でも検討がなされる予定である。今後のこれらの進展についても注目に値するため、関連するこれまでの議論もあわせてご紹介する。

なお、東証ペーパーは、パブリックコメント手続に付されており、2020年1月10日（金）まで意見を提出することが可能である²。

制度改革の背景

創薬系バイオベンチャー企業は、他業種と比べてとき、収益計上までの投資期間が相当長期にわたる、上場時点では形としての製品がなく研究開発の途上である、事業の専門性が高い、広範な行政当局による認可あるいは知的財産権管理が複雑であるといった特性があることが知られている。

これらの特性を踏まえ、東証の現行の「新規上場ガイドブック（マザーズ編）」の「上場審査に関するQ&A」において、創薬系バイオベンチャー企業の上場審査における7つのポイントが示されている（例①：パイプラインには患者対象の臨床試験により薬理効果が相応に確認されているものが含まれているか、例②：主要なパイプラインについては、製薬会社とのアライアンス等を通じて、将来にわたる開発と事業化（製造、販売等）を担保する手段が講じられているか）³。

マザーズにおいては、仮に上場時点で赤字となる計画であっても、例えば事業拡大のための研究開発等が先行しているなどその理由が合理的であり、かつ長期的には利益を計上できる計画であり、今後において高い成長可能性があると認められる場合には上場が可能とされているところであるが、一旦上場した後については、一定の業績（利益・売上）を満たさないことが上場廃止基準とされており、特に創薬系バイオベンチャー企業にとって、上場後だけでなく、さかのぼって上場を検討する段階から、こうした上場廃止基準における業績要件を意識せざるを得ないといった点が指摘されていた。また、上記の上場審査に関するQ&Aについても、実態を踏まえた見直しが必要で

¹ <https://www.jpx.co.jp/rules-participants/public-comment/detail/d1/20191129-01.html>

² https://form.jpx.co.jp/webapp/form/18913_lzbb_99/index.do

³ 「2019 新規上場ガイドブック（マザーズ編）」129頁参照。 <https://www.jpx.co.jp/equities/listing-on-tse/new/guide/01.html>

あるといった点が指摘されていた。

制度改革の内容

1. 上場廃止基準の見直し

上記の問題意識を踏まえて、今回、長期間にわたって売上高等が計上されない場合であっても、高い成長可能性等を有するときは、上場廃止の対象から除外する趣旨で、2020年2月を施行時期として、以下の上場廃止基準の見直しがなされる予定である。

	現行の業績基準	今回の見直し案
マザーズ	上場5年後以降、最近1年間の売上が1億円未満であり利益もないこと	最近1年間の売上が1億円未満となった場合であっても、直前事業年度に係る決算の内容を開示するまでの間に、「高い成長可能性に関する説明書面」および「高い成長可能性に関する確認書」を提出すれば上場を維持 ⁴
JASDAQスタンダード	5年連続で営業利益および営業キャッシュフローがマイナスであること	左記基準に抵触する場合でも、新規上場審査基準に適合するときには、上場を維持
JASDAQグロース	JASDAQスタンダードの上記基準（新規上場後5年は適用除外） または 新規上場時に営業利益がマイナスである場合、上場後10年連続で営業利益がマイナスであること	上場が維持される場合には、その翌事業年度から業績基準を適用

2. 新規上場の考え方の整理

東証ペーパーでは、今後、典型的な先行投資型企業であるバイオベンチャーを対象として、マザーズの上場審査基準の適用に関する考え方を明確化するとされている。また、より大きな議論として、先行投資型企業も含めた高い成長可能性を有する企業向け市場の上場制度のあり方については、市場構造専門グループにおける議論も踏まえて改めて検討を行うとされており、現在見直しが検討されている市場構造全体の議論との関連でも検討がなされる予定である。

これらの具体的な内容は現時点では明らかになっていないが、経済産業省「バイオベンチャーと投資家の対話促進研究会」および市場構造専門グループでこれまで議論されているポイントは以下のとおりであり⁵、今後の東証や関係省庁からの発表が注目される。

- バイオベンチャー等、短期的な売上や利益は見込まれないが将来の成長可能性がある先行投資型の個別セクターに関する上場審査ポイントについて、企業の実態に応じた見直しができないか⁶
 - ✓ 「上場審査に関するQ&A」の7つのポイントは、実際には多くの創業系バイオベンチャー企業において、自社のビジネスモデルをこのポイントに当てはめることに注力する結果、将来の企業価値向上ではなく、上場のための固定化したビジネスモデルが構築されてしまうといった弊害が見られる
 - ✓ 特に、製薬会社とのアライアンスに関するポイントについては、ビジネスの多様性や開発戦略・将来成長の可能性を妨げているのではないかと
 - ✓ 2005年の上記Q&A策定当時に主流であった「創業パイプライン型」とは異なる、「創業基盤技術型」

⁴ 直前事業年度の末日の属する月に係る時価総額が40億円以上である場合には、これらの書類の提出を省略できる。

⁵ 詳細については、「伊藤レポート2.0～バイオメディカル産業版～『バイオベンチャーと投資家の対話促進研究会』最終報告書」（2019年7月18日改訂版 経済産業省）、市場構造専門グループ（第4回）経済産業省提出資料を参照。

⁶ 現行の「上場審査に関するQ&A」の7つのポイントも、あくまで「原則として整備されていることが望まれる」という位置づけにすぎない点には留意が必要である。

や再生医療等の多様なビジネスモデルが存在する実態も踏まえ、その位置づけを整理すべき

- 先行投資型企業（特に赤字企業）の各市場への上場について、売上・利益の実績や黒字化に至るまでの見通しの取引所への提示を不要とし、一定の条件を満たす投資家による投資・コミットメント、主幹事証券会社によるコミットメント、第三者専門委員会による評価などを活用したプロセスを導入できないか
- 先行投資型企業の市場区分の移行に際し、一定規模の流動性を満たす企業については、売上・利益の要件を不要とすべきではないか

その他 ～機関投資家による長期投資を促す市場の形成～

今回の上場制度の見直しのほかにも、市場構造専門グループでは、機関投資家による長期投資を促す市場の形成の観点から、例えば、創薬系バイオベンチャー企業の上場に限らず、一定規模以上の公募・売出しを行う上場については、一定期間の継続保有義務（ロックアップ）を受け入れる機関投資家に対して一定程度の配分が期待できる制度や配分プロセス（いわゆるコーナーストーン投資家プロセス）を導入すべきではないかといった点が議論されている⁷。このようなコーナーストーン投資家との対話は、東証の上場承認前（有価証券届出書の提出前＝案件公表前）から行うことが必要になるため、従前から日本の IPO において慣例的に行われている「親引け」制度との関係も含め、金融商品取引法上の事前勧誘規制や日本証券業協会の公正配分規制の整理・明確化が望まれる。

また、日本の IPO における公開価格の決定は、通常、①上場承認時（＝案件公表時）の目論見書に想定公開価格を記載した上で、②投資家に対してプレマーケティングを実施し仮条件を決定した後に、③投資家のブック・ビルディング（需要調査）手続を経て最終条件を決定するというプロセスで行われている。適正な価格決定の観点から、金融商品取引法上の事前勧誘規制を遵守し情報管理を徹底した上で、案件公表前である①の想定公開価格の設定の段階での機関投資家の目線・意見を織り込む様々な実務上の工夫が模索されているところであるが、価格決定（企業価値算定）の特に難しい先行投資型企業を題材に、実務上の工夫がさらに進展することも期待される。

2019年12月3日

⁷ 市場構造専門グループ（第4回）議事録参照。 https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market-str/min/1112/20191112.html

[執筆者]

**水越 恭平**（弁護士）

kyohei_mizukoshi@noandt.com

2007年東京大学法学部卒業。2009年東京大学法科大学院修了。2010年弁護士登録（第一東京弁護士会）、長島・大野・常松法律事務所入所。2016年 University of Washington School of Law 卒業（LL.M.）。2016年～2018年株式会社東京証券取引所上場部勤務。IPOを含む国内外での株式・社債その他の証券の発行を始めとする金融取引、開示規制を含む金融規制法に関するアドバイスを行うとともに、東京証券取引所在籍中には、コーポレート・ガバナンスコードの改訂を含む上場制度の企画・運用に携わった経験も有する。

**宮下 優一**（弁護士）

yuichi_miyashita@noandt.com

2007年大阪大学法学部卒業。2009年京都大学法科大学院修了。2010年弁護士登録（第一東京弁護士会）、長島・大野・常松法律事務所入所。2016年 University of California, Los Angeles, School of Law 卒業（LL.M., specializing in Business Law – Securities Regulation Track）。2016年 Thompson Hine LLP（New York）勤務。2016年～2017年 S M B C 日興証券株式会社 資本市場本部 エクイティ・キャピタル・マーケット部勤務。IPOをはじめ、国内外の資本市場における証券発行・売出し、金融規制法、コーポレートガバナンスその他の企業法務全般にわたりリーガルサービスを提供している。

本ニュースレターは、各位のご参考のために一般的な情報を簡潔に提供することを目的としたものであり、当事務所の法的アドバイスを構成するものではありません。また見解に亘る部分は執筆者の個人的見解であり当事務所の見解ではありません。一般的情報としての性質上、法令の条文や出典の引用を意図的に省略している場合があります。個別具体的事案に係る問題については、必ず弁護士にご相談ください。

[編集者]

内海 健司 パートナー
kenji_utsumi@noandt.com

齋藤 理 パートナー
makoto_saito@noandt.com

鈴木 謙輔 パートナー
kensuke_suzuki@noandt.com

小山 嘉信 パートナー
yoshinobu_koyama@noandt.com

長島・大野・常松 法律事務所

www.noandt.com

〒100-7036 東京都千代田区丸の内二丁目7番2号 J Pタワー
Tel: 03-6889-7000 (代表) Fax: 03-6889-8000 (代表) Email: info@noandt.com



長島・大野・常松法律事務所は、450名を超える弁護士が所属する日本有数の総合法律事務所です。東京、ニューヨーク、シンガポール、バンコク、ホーチミン、ハノイ及び上海にオフィスを構えるほか、ジャカルタに現地デスクを設け、北京にも弁護士を派遣しています。企業法務におけるあらゆる分野のリーガルサービスをワンストップで提供し、国内案件及び国際案件の双方に豊富な経験と実績を有しています。

NO&T Health Care Law Update ～薬事・ヘルスケアニュースレター（法律救急箱）～の配信登録を希望される場合には、
<<https://legal-lounge.noandt.com/portal/subscribe.jsp>>よりお申込みください。本ニュースレターに関するお問い合わせ等につきましては、<newsletter-health@noandt.com>までご連絡ください。なお、配信先としてご登録いただきましたメールアドレスには、長島・大野・常松法律事務所からその他のご案内もお送りする場合がございますので予めご了承くださいませ。