

大学発バイオベンチャー協会 要望書

ファイナンス分科会

平成 21 年 6 月 22 日

大学発バイオベンチャー協会

会長 黒川 清

会長代行 森下 竜一

副会長 上田 実

副会長 中富 一郎

目次

大学発バイオベンチャー協会 要望書(ファイナンス分科会).....	2
1. バイオベンチャーへの投資の促進	2
(1) 年金資金など機関投資家のベンチャー(ベンチャーファンド)投資の促進.....	3
(2) 株式会社産業革新機構(旧イノベーション創造機構)について・・・別紙参照.....	3
(3) SBIR(Small Business Innovation Research)の導入・強化	3
(4) 補助金・助成金の在り方について	4
2. 投資後の Exit(出口)について	4
(1) Going Concern(GC)の取り扱い ・・・別紙参照	4
(2) 新興市場の育成と形成、株式上場(IPO)の促進	5
3. その他	5
(1) 人材の育成について	5
(2) 有限責任投資事業組合の監査の在り方について	5
(3) 自社株買い規制の改善	6
(4) 税 制	6
ファイナンス分科会メンバー.....	8
緊急提言：	
別添1. 産業活力再生法制定により設立予定の(株)産業革新機構に関する提言.....	9
別添2. バイオベンチャーをとりまくゴーイングコンサーンに関する提言	14

ファイナンス分科会 座長 中富一郎
事務局 谷 正之

バイオテクノロジー産業は、人類の健康を司る医療を基盤として食品、環境(ECO)、IT、農業などの広範囲な産業分野に影響を与えることから、今世紀の重要な基軸産業であると言われ、新成長産業としても期待されている。イノベーティブな技術革新は知財立国を目指している我が国において、将来の日本の国際競争力を保持又は向上させる上で戦略的に重要であり、バイオテクノロジーに関する期待は特に高いものがある。

一方で、技術水準は日進月歩であり、知的財産はますます高度化・専門化しており、先進諸国やアジア諸国との競争も激化している。このような中、大学や研究機関等の先端技術やノウハウを円滑に実用化へ移転することが経済の発展上欠かせない課題となっている。大学発バイオベンチャーは産業への技術移転等の橋渡し機能を果たすという大きな役割を担っており、ここ数年、政府主導の政策的支援もあり、1800社を超える大学発ベンチャーが誕生(うち半数近くがバイオベンチャーと言われている)して、一定の研究成果や経済効果を上げてきている^{*1}。しかし、昨今、多くの大学発バイオベンチャー(以下バイオベンチャーという)は、開発してきたプロジェクトが実用化の途中段階あるいはPOC(Proof of Concept)^{*2}を得る段階で資金難に陥り、事業縮小・事業撤退を余儀なくされている。これには様々な要因が考えられるが、景気の低迷のみならず、バイオ業界を取り巻く法令や諸制度の整備などの問題に起因しているものと考えられる。

このような状況を鑑み、本協会では新たにファイナンス分科会を設置して、それらファイナンスに関連する問題点の抽出を行い、その改善策や方向を提言することとした。

なお、問題点は多項目に亘るため、ここでは一般的な諸問題を取り上げることにし、早急な課題として①新たに設置された産業革新機構のあり方、及び②Going Concern^{*3}(企業の継続性)について緊急提言を行うこととし、別添しております。

1. バイオベンチャーへの投資の促進

バイオベンチャーの事業化は複数年にわたり多額の開発資金を要するために、エンジェル、ベンチャーキャピタルや機関投資家などからの資金調達が必要である。バイオベンチャーは、財政基盤が脆弱な上、継続的な収益基盤が確立されていないので、継続的資金調達は困難である。また、有効な担保がないために、金融機関からの借入も極めて困難な状況にある。開発資金や運転資金の調達は第三者割当増資等による資金調達や研究に対する補助金・助成金などに限られているのが実状である。この様な状況の中で、未上場のバイオベンチャーにとってベンチャーキャピタルが行う投資(増資引受)は非常に大きなウエートを占めており、ファイナンス面での生命線でもある。また、上場したバイオベンチャーは開発段階は進んでいるものの、収益基盤が確立されていないために赤字企業が大半であり、公募増資による資金調達は

容易ではない状況である。

バイオベンチャー側の課題として、ビジネスモデルや技術評価に関してベンチャーキャピタルや投資ファンド側に対して理解を求める啓蒙活動が必要などの声があるが、バイオ領域へ投資側における専門家不足などを含め以下の課題とその政策的な対策を講じるが必要とし、ここに要望します。

(1) 年金資金など機関投資家のベンチャー（ベンチャーファンド）投資の促進

未上場のベンチャー企業に投資を行っているベンチャーキャピタルの運用するファンドに資金を流入させる必要がある。年金資産の大半が債権投資と認識しているが、年金資産等の一定割合を Funds of Funds を通じて、未上場のベンチャー企業への投資を行えるように施策を講じる必要がある。

特に生命保険会社は、保険業務上のメリットを得られる疾患領域や画期的治療法に対して積極的な長期投資を検討していただきたい。

(2) 株式会社産業革新機構（旧イノベーション創造機構）について・・・別紙参照

産業活力再生特別措置法の一部改正に伴い革新的な経済産業構造への転換を目的に政府主導による資金供給を当該機構の株式化により進めている。今後、運用ルールなどは定まっていくものと思われるが、日本の次世代の資産としてイノベティブな新たな付加価値を創出する産業に投資を行い、成果を上げていくことが重要である。バイオベンチャーの中で臨床試験に入っている開発品目（非臨床段階から自社開発）を保有する上場又は未上場のベンチャーや大手製薬企業とのライセンス実績があり、臨床試験入りするベンチャーなどを対象にして、臨床試験の費用を提供することにより、ステージアップの加速を図るような重点的な投資を行うことが必要である。

また、バイオベンチャー向けの多くのファンドの投資期間が概ね 10 年であるのに対して、バイオベンチャー投資の Exit にはそれ以上の期間を要している。機構が満期を迎えた投資ファンドの保有分を買い取ること（2次買い取り＝セカンダリー・パーチェス）を検討することが求められる。これにより、将来有望なパイプラインを保有するベンチャーの統合や再生が可能となるとともに、投資資金の流動性を高める効果が期待される。

(3) SBIR (Small Business Innovation Research) の導入・強化

Small Business に対する公的な支援制度（貸付や支援活動など）は整備されてきているものの、バイオベンチャーは技術的専門性や研究開発の特殊性（薬事）が要求されるために、金額の多寡のみならず、事業の中身や経営に関して経験を有する担当者によるファイナンス提供やアライアンス支援活動が求められる。このような専門的な担当者の育成及び配置が求められる。

(4) 補助金・助成金の在り方について

イノベティブなバイオ医薬品や遺伝子治療薬、再生医療などは開発リスクが高いために主にバイオベンチャーが行っている。バイオ産業を育成する資金という観点からは、大手製薬企業にではなく、バイオベンチャーを中心に開発資金の提供をおこなうべきである。倒産のリスクの低い優良な中堅以上の企業に対して大型の助成金が付与されるケースがよく見受けられるが、これは補助金や助成金の政策的な意義を失わせると考えられる。バイオ分野に限らずではあるが、イノベティブな技術開発は失敗するリスクも高いことを考慮し、倒産することもありえるという前提に立って、プロジェクトの実現可能性に重点を置いて資金提供の可否を行うべきである。

その他にも以下のようなことが考えられる。

- ・ スーパー特区プロジェクト、臨床段階に入りあるいは臨床入り間近の開発品を有するバイオベンチャーに重点を置いて付与してはどうか。
- ・ オーフアンドラッグやアンメットニーズの医薬品などに対して、一層のグラントを強化すべきではないか。
- ・ 共同研究法人に対する株式型投資スキームを認めることで、実際のキャッシュ部分は国の助成・補助金をフルに活用できる制度を検討する。
- ・ 府省及びその関連機関の補助金等については、透明性を高めるために、e-rad(府省共通研究開発管理システム)に組み込むようにする。
- ・ 治療領域別に組まれる国内製薬企業との提携を前提条件としたバイオベンチャーへの研究開発資金の援助を検討する(国内で Win-Win 状況を重ねていく方策をつくる)。

2. 投資後の Exit(出口)について

投資家は一定の果実(リターン)を得ることができることを期待して、リスクを持って投資あるいは出資を行っている。最近では、株式上場、M&A などの出口(以下、「Exit」という)を実行してきているが、まだまだ成功例は少なく、投資家の資金回収成功例を増加させることが、投資資金の集まりや投資促進に大きく影響を及ぼすものと考えられる。

(1) Going Concern(GC)の取り扱い ……別紙参照

Going Concern とは、企業の継続のことを言い、現行の監査基準では上場企業等に対して向こう 1 年余の手元資金を継続して保有することが要求されている。赤字が続くバイオベンチャーの上場を認めながら、上場後は資金調達が困難な時期の GC のガイドラインは現状に即していないのではないかと。

未上場のバイオベンチャーも同様の問題に直面しており、上場準備企業に上場時に資金が集まらなかった場合に備え、上場申請前に事前に 1-1.5 年分の資金を手元に保有できていない場合には証券取引所への上場審査は受け付けられていない。

このように GC は非常に大きな問題となっている。この点が改善されれば、上場準備企業の上場申請が増えることとなり、上場目的の一つである資本市場からの資金調達できることとなり、

バイオベンチャーの環境改善に大きく役立つ。

(2) 新興市場の育成と形成、株式上場(IPO)の促進

昨今の新興市場における株式上場の件数は歴史的に見て、激減している。ベンチャー企業が資本市場から成長資金を得ることができるよう株式市場が健全に機能を果たすことは、健全な国民経済の発展に資することとなる。このような観点からバイオベンチャーの上場促進と企業の発展段階に応じた株式市場の創生(現市場の整理統合も視野に入れて)が必要である。

また、IPOの入り口を広げるためにも透明性の高い開示制度は必要不可欠であるが、創薬系ベンチャーなどは研究開発(治験など)の成果が出るまでに時間を要することから、また、継続的な収入ではないことから画一的な財務状況の四半期報告ではなく、事業特性を考慮した報告制度を導入することはできないか。

3. その他

(1) 人材の育成について

バイオ産業は国の重点育成産業であるために、関連する専門家を増やすことが必要である。バイオ産業を理解し、ファイナンス面にも精通した人材の育成(CFO、機関投資家やベンチャーキャピタルの運用担当者など)が急務である。バイオメディカル大学研究部門、社会科学(イノベーション研究・ビジネススクール)大学研究部門及びPMDA(独立行政法人 医薬品医療機器総合機構：Pharmaceuticals and Medical Devices Agency)が薬事など教育連携する形での1-2年程度の速習型実業融合教育プログラムと資格制度を立ち上げるなど大学や大学院などアカデミアの協力によるプログラム運営を国が支援するなどの対策が考えられる。

(2) 有限責任投資事業組合の監査の在り方について

ベンチャーキャピタルは投資事業組合を運営することによって、投資資金を集め、バイオベンチャーへの投資を行っている。現在、投資事業組合は金融商品取引法のみなし有価証券に該当することからその適用を受けている。有限責任投資事業組合は参加する組合員の契約関係によって成立しているリミテッドパートナーシップ制であり、投資有価証券の評価方法も組合員の合意による契約で定まっている。また、各組合員の持ち分を売買譲渡する流通市場も存在していない。しかし、現状の監査において、金融商品取引法の会計準則が適用され、過度に監査が実施されている傾向にある。未上場企業の株式評価の方法に画一的なものは存在しない中で、投資決定時の事業計画がその後未達成となれば簿価純資産で評価するなどの保守的評価が行われている。

このような保守的評価は、投資期間中の運用収益率を悪化させ、ベンチャーキャピタルの投資活動の萎縮、資金調達額の未達成、新たな資金流入を阻害することにつながるために、有限責任投資事業組合(パートナーシップ)の評価準則に従った評価で足りるのではないか。

(3) 自社株買い規制の改善

現行の会社法では、自社株を購入できるのは配当可能な会社を基準としており、利益計上まで時間を要するバイオベンチャーには不向きである。バイオベンチャーの多くはベンチャーキャピタルから資金調達に依存しているために経営者の所有株式が希薄化するケースがみられ、長期安定株主の確保が困難である。さらに、上場後に経営者による安定株主を維持あるいは高めるためにも自社株買いを進めたいところであるが、インサイダー取引規制の解釈が明確ではないために、経営者による自社株買いの機会が損なわれている。このため、インサイダー取引規制の明確なガイドラインの制定が必要である。

(4) 税制

① エンジェル税制

エンジェル税制については、ここ数年において改善がなされてきており、活用する例が増加してきていることはベンチャーの資金調達に有利に働いている。しかし、諸外国の例を参照し、さらに一層の適用拡大と簡素化を図ることによって、バイオベンチャーへの資金流入を促進すべきである(例えば、フランスの例では、銀行等が販売しているエンジェル税制適格投資信託を購入するとその分が所得から控除される)。

② 外形標準課税の免除

本来、資本金は売上げ規模や事業規模に応じてその規模が定まる傾向にある。しかし、バイオベンチャーは担保となる資産がなく、銀行借入れが非常に困難であることから資本増強が資金調達の唯一の方法であるために、資本金額は他の産業に比べて過剰に過大にならざるを得ない。バイオベンチャーの中には、未だ開発期間で売上が上がらない中でキャッシュアウトを抑えるために、増資を行った直後に費用と手間を掛けて減資手続き(資本金が1億円未満になるように会計的に累積損失と相殺する)を行うケースが増えている。バイオベンチャーについては外形標準課税を免除するなどの措置を講じる必要があるのではないかと。

③ 投資先の会計上の評価損と税務上の損金算入

前述(3.(2))にある保守的な監査が行われていることもあり、会計上 50%を超えて評価減が行われることがあるが、その場合に投資持ち分の評価減額は税務上の損金として取り扱われない。このために出資者は有税にて引当金処理を行うことになるが、有税引当を回避したいと事業会社等は考えるために新たな投資(組合への出資)に慎重になっている。金融環境が逼迫している中でもあり、ベンチャーキャピタルが資金(出資金)集めをする上での足かせになっている。会計上と税務上の損金処理の整合性が求められる。

④ 業績連動報酬のルールの緩和

役員賞与が利益処分から費用に認められることに変更されたが、現状の業績連動報酬のルール(定時・定額)では、長い研究開発の結果でやっと収益が出て場合に報酬を上げたら

法人課税の対象になるという恐れがある。このために、ベンチャー経営者は活用しにくい制度になっている。

多くの先進諸国では役員賞与は原則損金算入となっており、業績連動型報酬の損金算入を認めないわが国税制が国際競争力を削いでいるとの指摘もある。

⑤国内企業連携により免税

国内企業連携を進めるために、バイオベンチャーと製薬会社の開発・販売連携を行った場合に、双方企業に法人税や地方税の一部免税を行えば、その開発意欲は促進され、国際競争力に打ち勝つプロジェクトが発生する可能性が高い。

(注記)

*¹ 事業活動を行っている大学発ベンチャー企業は 1,809 社であり、市場規模は約 2,700 億円（波及効果 4,803 億円）、雇用者数は約 1 万 7,000 人（同約 3 万 3,000 人）である。（「平成 20 年度大学発ベンチャーに関する基礎調査」経済産業省より）

POC (Proof of Concept)^{*2}

概念実証として知られ、新たな概念やアイデアの実現可能性を示すために、簡単かつ不完全な実現化を行うこと。創薬系バイオ業界ではヒト臨床試験で安全性や薬効を認められた医薬品候補をいう。

Going Concern^{*3}

企業会計の重要な前提条件で、企業が将来に渡って無期限に事業を継続すると仮定し、廃業や財産整理などをしないことを前提とする考え方。

大学発バイオベンチャー協会 ファイナンス分科会メンバー

役割	氏名	所属
座長	中富 一郎	ナノキャリア(株) 代表取締役社長
委員	森下 竜一	大阪大学大学院医学系研究科 教授
委員	岩谷 邦夫	クリングルファーマ(株) 代表取締役社長
委員	江上 美芽	東京女子医科大学 先端生命医科学研究所客員教授
委員	梶本 修身	(株)総医研ホールディングス 取締役
委員	加納 信吾	(株)アフエニックス 代表取締役社長 東京大学新領域創成科学研究科特任教授
委員	木村 佳司	(株)メディネット 代表取締役社長
委員	武内 博文	(株)スカイライト・バイオテック 管理本部担当取締役 CFO
委員	塚本 芳昭	(財)日本バイオインダストリー協会 専務理事
委員	出口 俊一	(株)デジタルニューディール研究所 代表取締役社長
委員	福田 伸生	(株)ジャフコ 第三投資本部本部長
委員	松田 一敬	北海道ベンチャーキャピタル(株) 代表取締役
委員	山崎 清一	(株)いちよし経済研究所 主席研究員
事務局	谷 正之	バイオ・サイト・キャピタル(株) 代表取締役
協力者	鈴木 邦彦	(株)メディネット 経営企画室長
	伊木 宏	(株)メディネット 社長室長
	香浦 敏樹	ナノキャリア(株) 社長室長
	加登住 眞	(株)キャンパス 取締役CFO

(注)委員は 50 音順

別添 1. 緊急提言

産業活力再生法制定による(株)産業革新機構に関する提言

大学発バイオベンチャー協会
ファイナンス分科会

1. 主旨

今般のファイナンス分科会の協議と併行して、政府にて議論が進んでいる産業活力再生法に伴う新たな枠組みとしての『(株)産業革新機構』に対する提案も検討を重ねて参りました。バイオベンチャーのファイナンスに関わる様々な問題点を解決し、ライフサイエンス分野における「優れた先端技術シーズの実用化」を推進させるため、同機構の運営について、以下のとおり提言いたします。

要約：

- 1) 機構に求められる優良な先端技術を保有または開発しているバイオベンチャー企業群への支援、育成のためのインフラとして、すでに議論が進んでいると思われる通常の VC ファンド創設やベンチャーへの直接投資に加え、政策目的を実現するためにも、新たに2つの投資パターン『上場ベンチャー投資』および『セカンダリーファンド』を提案したい。
- 2) これらの投資パターンを実現するために機構に必要とされる人的資源は、バイオテクノロジーの知識よりもベンチャー全般に対する知識と経験を有する人材と考えられるが、バイオベンチャーへの投資とリターンに関するモデルは他の分野の技術系ベンチャー投資とは異なるため、機構内にバイオベンチャー投資の経験者を置くことを提案したい。
- 3) 日本のバイオベンチャーが、世界のバイオベンチャーと互角かそれ以上の存在として優良な先端技術を世に出して行くためにも、より強い経営基盤を持つバイオベンチャーを育成することが必要である。この実現に向け、業界の再編は喫緊の課題であり、再編を支援するための制度の導入が重要であることを強調したい。

2. 投資パターン

機構の投資パターンとしては、直接投資、ファンドの GP（運用者）投資、ファンドの LP（出資者）投資の 3 つが想定される。機構に期待される役割は、現在その機能が存在しないか、存在していても十分に機能していない資金調達機能の補完である。ファンドの組成には往々にして時間がかかることを踏まえると、まず緊急の課題については機動的に直接投資で対応し、続いて必要性が高いが存在していない新たな機能についてはファンドを自ら組成し運用する実行力が求められると考える。上記を踏まえ、バイオベンチャー支援策として、①上場ベンチャーの第三者割当増資への投資（以下、『上場ベンチャー投資』という。）と、②VC ファンドが保有し、流動化を望むバイオベンチャーの株式の買取を目的とする新たな投資事業有限責任組合の設立（GP）もしくはそのような投資事業組合への出資（LP）（以下、『セカンダリーファンド』という。）の 2 つを提案したい。それぞれの目的と課題は以下に示す。

	目的	課題
①上場ベンチャー投資	資金調達機能を十分に果たし得ない 資本市場の代替 上場会社を中心とした業界の再編	再編のシナリオと選別のための目利きが必要 対象となる上場企業の選別ルール の明確化→株式市場を通じた運用
②セカンダリーファンド	VC へ新たな EXIT 機会を提供することにより、新規投資を促す一民間資金の循環 バイオベンチャー企業の M&A 促進	株式譲渡対象となる企業の選別ルール作り 対象企業に対する新たな目標の設定と未達成時のルール作り

1) 上場バイオベンチャーへの投資

① 基本方針

上場バイオベンチャーへのエクイティ投資を実施することおよび当該企業を中心とするバイオベンチャーの再編を促進する。

② 効果

バイオベンチャー企業群のなかで、資本市場での上場を果たした企業がその後の事業展開や研究開発において、その旺盛な資金需要を満たすことができない状況が事業の足かせとなっており、後に続く未公開バイオベンチャー企業にとっても上場のインセンティブが湧かない。ひいては有望な新規技術の事業化も低調になっている。

そこで今般の機構の資金による支援により足踏み状態の上場バイオベンチャー企業の成長を促進させ、資本市場参加者の信頼性を確保しつつ、未公開バイオベンチャー企業の目標となるような環境を整備する。

一方で VC ファンドの Exit に晒される企業、何らかの理由で事業継続が困難な状況に陥った企業、将来の企業成長を目指すため他の企業とのアライアンス等を目指す企業などの再編の核として上場バイオベンチャーを位置付け、業界全体の再編を促す。これによって世界の企業と互角に戦うあるいはリードできるバイオベンチャー企業群の育成を実現する。

③ 機構の資金の流れ

機構の資金投入は上場バイオベンチャーが実施する第三者割当増資に伴う新株発行への直接出資（エクイティファイナンス）の形を取る。

投資対象証券は、①普通株式、②優先株式（種類株式）とし、債券等のデットファイナンス（転換社債等のメザニンも含む）は財務体質に悪影響を及ぼすため対象から外す。

④ 投資運用マネジャーの役割

投資の実行に関しては機構側にて投資戦略（大枠の投資方針）を意思決定するが、投資の指図は投資顧問会社の『投資運用業（投資一任業務）』を通じて行なう。上場株式投資に必要な権限を投資運用マネジャーに委任する。

⑤ 上場バイオベンチャーの業界再編における役割

上場バイオベンチャーによる M&A に業界再編の一定の役割を与え、候補企業による新規事業獲得または関連事業獲得を通じて業界再編を促す。機構は上場バイオベンチャーへの投資判断に当たり、この側面からの政策的判断も加味する。

2) セカンダリーファンドの運用

① 基本方針

VC ファンドがすでに投資を実行して保有する未公開バイオベンチャーの株式（通常は普通株式）を買い取るファンドを組成し、長期保有株式を流動化させることにより、有望技術の開発継続と民間 VC による新規投資の促進を図る。

② 効果

VC ファンドが保有するバイオベンチャー株式の流動化の問題は VC ファンドの投資期間が 10 年であるのに対し、バイオベンチャーが製品を市場に投入できるまでの期間が 10 年～20 年を要していることに起因する。このようなタイムラグは株式市場が資本仲介機能を果たしている間は問題とならなかったが、現在の資金調達環境下ではこのタイムラグを埋める仕組みが必要である。このような制度上の手当てを行なうことで日本が誇る有望な技術への投資を促進し、世界に通用する技術立国の基盤をバイオ業界においても築くことができると考える。

セカンダリーファンドが適正な価格（交渉による価格）でバイオベンチャーの株式を購入することにより、VC ファンドは株式市場に頼らない資金回収の選択肢が広がる。また、バイオベンチャーにとっても長期ビジョンに立った事業の進展に専念できる。

加えて、セカンダリーファンドが VC ファンドから長期保有株式を買い取った結果、VC ファンドの投資担当者は新たな投資機会を求めて新規有望技術の発掘に努めることが

可能となり、日本全体のバイオ産業の活性化が図られる。新たな株主となるセカンダリーファンドは投資先であるバイオベンチャー企業に対して継続的な支援を行なう一方で、経営のゴールを明確にさせ、事業提携や M&A を通じた施策によって当該企業の保有する先端技術の実用化・事業化を目指す。

③ 機構の資金の流れ

機構の資金投入は新たに設立する投資事業有限責任組合（セカンダリーファンド）に対して行なうが、自ら GP を務める場合と他に運用者（GP）を求める場合が考えられる。他に運用者を置く場合には、その運用者もしくは当該運用者が並行して運用するファンドとこのセカンダリーファンドとの間に利益相反が起きないように注意する。

当該セカンダリーファンドは他の VC ファンドが投資済みのバイオベンチャーの株式を買い取ることを第一の目的とするが、加えて株式譲渡の対象となるバイオベンチャーの株式保有を希望する第三者の買い手や当該企業の保有技術の買い手に対して以下のような支援を行なうものとする（この支援はセカンダリーファンドではなく機構の直接投資の機能として行なうことも考えられる）。

(i) 買い手と売り手（VC）の間で買取価格を含む諸条件が書面で合意された際に、買い手側に資金供給（融資の場合は現株を担保提供）する。

(ii) 「買い手が付かないが、技術は良い」と投資決定委員会等の有識者が判断する場合には当該企業は解体し、保有する優良な技術のみ売買の上、技術の買い手に当該セカンダリーファンドが資金供給する。

④ GP（運用者）の役割

セカンダリーファンドはその性格上、一般のベンチャーキャピタリストを GP とすることには利益相反など難しい問題が残るため、機構が直接運用するか、または機構の『投資決定委員会』が株式譲渡の対象となるバイオベンチャー企業と運用者との間に利益相反がないことを承認することが望ましい（LP の場合であっても承認手続きにより利益相反を監視する）。もちろん利益相反の生じない独立した運用者を選んでファンドを組成することを妨げない。

⑤セカンダリーファンドのバイオ業界再編における役割

セカンダリーファンドがバイオベンチャーの株式を VC ファンドから買取ることにより、有望な技術を有するバイオベンチャーの支配株主として経営に関与することが出来る。従来、バイオベンチャーへの投資は普通株で行なわれることが一般的であり、しかも少数株主の集合であったため、VC はバイオベンチャーの経営に関与できていない。核となる投資家が出現することで、経営方針の転換、事業の見直しなどドラスティックなアクションを求めていくことも可能になる。さらには M&A の手法などを通じて、事業の再編や企業の統廃合などの施策も視野に入れる。

3. ベンチャー企業に対する退出ルールの明確化

機構による投資は、様々な理由により成長できない企業を漫然と生き残らせるために

行なわれるべきではないと考える。成長できない企業は退場してもらうためにも業界の再編を促し、経営責任の明確化と投資先資源の有効利用を図るべきである。

一方、時間をかけて投資先の選別を行なっているのは、バイオに限らず日本の先端技術分野はこの未曾有の経済危機の影響によって焦土と化し、日本は有望技術の草刈場となってしまうかねない。そうならないためにも、退場ルールを設けた上で迅速な資金投入を行なうことを機構に望みたい。

以上

別添 2 緊急提言

バイオベンチャーをとりまくゴーイングコンサーンに関する提言

大学発バイオベンチャー協会
ファイナンス分科会

1. 主旨並びに要望事項

ゴーイングコンサーン(Going Concern)^{*1}は企業の継続性の観点から監査法人が監査意見を表明するための基礎として重要な部分をなしていますが、バイオベンチャーにおいてはその事業の特殊性から財務指標等の形式的な状況のみに主軸を置いた検討がなされ、必ずしも実態評価がなされない傾向が見受けられました。バイオベンチャーにおいても合理的な事業計画がある等であれば、他の産業の企業と同様にゴーイングコンサーンに対する実態評価によるべきことを基準上明確にすべきあり、また、証券取引所に上場する場合に必要とされている上場前に最低手元資金 1 年分という証券取引所の上場判断基準の運用についても上場時(上場時のファイナンスを含む)の手元資金最低 1 年分(もしくは 1.5 年分)と基準上明確にするべきであると提言します。

2.理由並びに背景

(1)継続企業の前提に関する規定(ゴーイングコンサーン規定)について

昨今の経済環境もあり、ゴーイングコンサーンに重大な疑念があり、かつ判断が難しい場合に監査法人が意見を表明せずに、結果として企業が倒産等に追い込まれた事例が発生し、金融庁がゴーイングコンサーンと適正意見表明に関する改定案(平成 21 年 3 月 24 日)^{*2}出し、経営陣が合理的な経営計画を提示する場合には「監査意見不表明」という事態は回避されることになりました

(2)バイオベンチャーに対するゴーイングコンサーンの判断要素

研究開発型ベンチャーは、ビジネスリスクが高い、臨床試験に数年を要する、多額の研究開発費が先行して発生などの特色があります。特に最先端のバイオテクノロジーを開発対象としているバイオベンチャーの事業計画は当該企業のパイプライン(開発品目)の研究開発の成否に依存するところが大きく、専門的かつ高度な知識と業界の特殊性などを持って妥当性の判断を行う必要があります。しかし、一般には専門的知識を有しない監査法人が研究開発の成功の可否を判断するのは困難であることから、上記改定によって「事業計画の合理性」と言う観点から意見不表明になることはなくなったものの、その「実行可能性」の検討が行われることから、依然として財務活動に関する観点から手元流動性(資金)の有無の判断がゴーイングコンサーンの重要な要素として判断されることが危惧されます。

(3) バイオベンチャーのゴーイングコンサーンについて望まれること

① 上場バイオベンチャー

上場バイオベンチャーにおいても経営陣が合理的な経営計画を提示できるのであれば、他の産業の企業と同様となるようにゴーイングコンサーンに対する判断をすることが望めます。

バイオベンチャーの事業計画を評価するに当たっては、研究開発(テクノロジー)の内容などに高度に専門知識等を要するが、事業計画が著しく合理性を欠くものでないことを確認し、手元資金の要因のみでゴーイングコンサーンの注記、もしくは監査における意見不表明とはしないとすることを要望します。

② 未上場のバイオベンチャー

未上場のバイオベンチャーが証券取引所に上場する場合には、証券取引所から上場前に上場後 1 年分以上の活動資金を確保していることが求められていると言われています。これは、前述の通りに手元資金として上場前に事業資金を 1 年分保有していることが継続企業の前提に関する注記要否の判断要素としてされていることに起因しています。

監査法人は上場の確度の高いバイオベンチャーに対する監査意見において、当該企業に合理的な事業計画がある場合には、資金面での懸念は開示するにしても上場時のファイナンスを加えた資金計画を基に継続企業の前提に関する検討を行うようにすべきであると要望します。

これに合わせて、証券取引所は上場に際して必要とされている上場前に最低手元資金 1 年分という上場判断の基準を上場時(上場時ファイナンスを含む)の手元資金最低 1 年分(もしくは 1.5 年分)と基準上明確にすべきであると要望します。

このようにゴーイングコンサーンは、バイオベンチャーにとって非常に大きな問題となっています。この点が緩和、改善されれば、上場申請が増えることとなり、資本市場から必要な事業資金を調達できることとなりますので、バイオベンチャーの環境改善に大きく役立つとともに資本市場の適正な発展に資するものと思われま

以上

*1 **Going Concern** とは企業会計の重要な前提条件で、企業が将来に渡って無期限に事業を継続するとする考え方。企業は自社の存続の前提に重要な不確実性(経営リスク)が存在している場合にその旨を財務諸表に注記を行います。また、公認会計士(監査法人)は当該注記の内容を監査報告書に追記情報として記載を行います。

*2 昨今の経済情勢下において、経営計画に合理性がないことを理由に監査意見不表明としたために結果的に倒産に至る事例が散見され、金融庁(企業会計審議会)は合理的な経営計画が

あればそもそも注記は不要となるように会計基準等の改正を公表した(ただし、その場合にも有価証券報告書の「事業等のリスク」や「財政状態・経営成績及びキャッシュ・フローの状況の分析」(いずれも非監査)において開示は必要)。これによれば、重要な疑義を抱かせる事象または状況が存在する場合、「当該事象または状況を解消・改善するための対応をしても、なお『継続企業の前提』に関する重要な不確実性が存在」し、さらに「貸借対照表日後も継続企業の前提に関する重要な不確実性が存在」する場合に記載することになります。