Stuck in the middle

日本の株式市場で足をすくわれた 外資系バイオテック企業

Nature Vol.442(237)/20 July 2006

日本の株式市場に外資系バイオテック企業として初めて上場した会社が、制度的な問題で身動きがとれなくなっている。しかし、この経験は他の企業の教訓になるであろう。冬野いち子が報告する。

日本を資金調達の拠点に選ぶ外資系企業は少ない。ルール、規制、法律、文化の相違のために極めて面倒なことになるからだ。ところが昨年初め、日本人の医学博士2人によって米国カリフォルニア州サンディエゴに設立されたバイオテック会社「メディシノバ」は、古い型を打ち破ろうと立ち上がった。

メディシノバ社にとって滑り出しは上々だった。世界のライバル企業が新規企業の立ち上げに苦戦していた2005年2月に新規株式公開を行い、1億1000万ドル（約120億円）を調達した。複数の薬物候補が開発段階にあり、日本の製薬会社から薬物候補を導入し、日本よりはるかに収益性の高い米国市場で臨床開発・販売するという新しいビジネスモデルをもつ同社は、大きく羽ばたくと思われていた。

ところが期待は長く続かなかった。新興企業向け株式市場のヘラクレス（大阪）に上場した直後からメディシノバ社の株価は下落し始め（グラフ参照）、現在の株価は発行価額だった

400円（3ドル44セント）の約3分の1となっている。

株価低迷の理由の1つは、日本国内のバイオテクノロジー部門の全般的な沈滞とされる。これに対しては、政府による規制緩和の公約にもかかわらず、日本の株式市場が外資系企業を受け入れることのむずかしさがここに表れているというのが、ファンドマネージャーやアナリストの見方だ。「メディシノバ社のチャレンジな姿には感心しました。でも制度的な問題がいくつかあったということが、後からわかったのです。」こう語るのは、日本最大のベンチャー

キャピタル会社ジャフコの縣（あがた）久二常務取締役である。

メディシノバ社は、田辺製薬（本社：大阪）から分離独立して2000年に設立された。田辺製薬は、循環器系を専門とする中堅製薬会社である。メディシノバ社の初代社長は再建外科医の清泉貴志だったが、2005年に退職し、現在は岩城裕一が最高経営責任者となっている。

メディシノバ社は、証券会社や報道機関を含めて日本の証券業界の一部から差別を受けてきた、と岩城は主張する。外資系会社の株式取引に関する規則によって、投資家が外資系会社の株式を保有しにくくなっている、と彼はいう。また、日本の投資家が利用する情報資源の多くには外資系企業に関するデータがなく、その結果、一部の投資家のポートフォリオから外資系企業が締め出しを食らっている、とも岩城は主張する。

「弊社にとって市場との対話が制限されているのは悲しいことです。日本の証券市場のグローバル化への先鞭になれ

たらしいと思っているのですが、あまりにも犠牲も多いのです」と岩城は話す。

メディシノバ社のビジネスモデルは、薬物候補のライセンスを主に日本国内の企業から取得し、米国とヨーロッパで臨床試験を終了させることである。

日本国内の製薬会社が海外で臨床試験を実施するのは、手続きの複雑さや臨床治験を代行する現地会社を使いこなすのがむずかしいため、どこも非常に苦労している。そのため、メディシノバ社のビジネスモデルは魅力的である。南カリフォルニア大学（米国ロサンゼルス）にも所属している岩城は、米国で30年間も研究を続けており、同社の他の役員も米国の大手バイオテック会社での勤務経験がある。これまでのところ、メディシノバ社は、喘息からがんに至るさまざまな病気の治療を目的とする6種類の薬物候補の臨床試験をすすめている。

メディシノバ社の株式を日本で上場させたのは、薬物候補を提供するパートナー企業との関係強化に役立つ側面があるためだ、と岩城は語る。しかし上場当初からメディシノバ社は、個人投資家のような投機的売買をしない、安定した大口取引をしてくれる機関投資家に株式を購入させるために苦労した。最近まで日本の投資家が日本国内で上場された外資系企業の株式の売買をするには、東京証券取引所の子会社である日本証券決済株式会社を通す必要があった。しかし銀行や証券会社などの機関投資家は、このルートを使うことが許されていなかった。その代わり、機関投資家が例えば東京にも上場しているボーイング社の株式を買いたいと思えば、海外に出て、ニューヨーク証券取引所で買わなければならなかった。

メディシノバ社は、中国の新華ファインアンス社と並んで、日本に単独上場する唯一の外資系企業である。それゆえ、制度の不備によって両社は苦境に追い込まれた。この問題は、5月になって日本の金融庁が証券保管振替機構に対して機関投資家との外資系企業株式取引決済を許可したことで解決した、と岩城はいう。

一方、個人投資家は、別の問題に直面していた。メディシノバ社の株価が、なかなか一般紙に掲載されなかったのだ。また、同社の四半期報告書やその他の企業情報も、日本の個人投資家に人気のあるヤフーなどのウェブサイトに掲載されなかった。それは、インターネット企業が情報を日本のウェブサイト上で現在使用されている円表示に直ちに換算できなかったことによる。（メディシノバ社は米国規則を遵守するため、米ドル表示による決算報告をしている。）こ

大阪証券取引所

岩城裕一の会社は、大阪証券取引所に上場以来、厳しい状態が続いている。

れらの問題のため、個人投資家はメディシノバ社の株式に警戒感をもってしまった、と岩城は主張する。

株主とのコミュニケーションを高めるため、最近、メディシノバ社は、日本語ウェブサイトを一新させ、岩城も自分自身のブログを日本語で掲載し、企業イメージの改善をねらっている。

メディシノバ社が困難な目にあったのは、日本の株式市場での上場に固有の問題のためではなく、上場のための準備が不足していたからだとする専門家もいる。「メディシノバ社はスピードを重視しすぎたと思います。日本では一歩一歩順を追って実行していくのが大切なのです。」こう語るのは、2007年末に東京証券取引所での上場を計画している Cangen Biotechnologies 社（米国メリーランド州ベセズダ）の最高経営責任者の Chul So Moon だ。

日本での上場を考える他の外資系バイオテック企業は、メディシノバ社の経験を教訓にできる、と懸念を考えている。「メディシノバ社のおかげで、日本の制度の問題点が表面化しました。今後この業界がどのように対応するのか、長い目で見ていく必要があります」と彼は話す。