

# 中小機構調査レポート

No. 4 2010年3月発行

## 海外でIPO（新規株式公開）する 日本の中小企業② ーイギリス編ー

独立行政法人 中小企業基盤整備機構

経営支援情報センター

## 目次

### 第1章 欧州株式市場の概況

世界から見た欧州の証券取引所の概況  
海外主要国のベンチャー市場の状況  
再編が進む欧州証券取引所

### 第2章 ロンドン AIM の概況

ロンドン AIM とは?  
ロンドン AIM 市場の特徴  
ロンドン AIM の上場手続き  
Nomad(ノマド)によるアドバイザー制度

### 第3章 ロンドン AIM の IPO 事例 : 株式会社 ビー・ジェネンテック BgenuineTec

上場のきっかけ・目的  
IPO(新規株式公開)準備作業について  
社内体制について  
Nomad(主幹事証券会社)について  
法務法人について  
新規株式公開)関連の費用について  
投資家との関係  
今後の資金調達

### 第4章 ロンドン AIM の IPO 支援をする日本の証券会社の視点

ロンドン AIM 上場サポートのきっかけ  
ロンドン AIM 上場への関わり方  
ロンドン AIM 上場サポートの実際

### 第5章 結びに

ロンドン AIM の IPO に適した日本企業の条件

※ このレポートは主に中小企業を支援する立場の方への情報提供を目的に執筆しています。ご意見・ご要望がございましたら、(独) 中小企業基盤整備機構 経営支援情報センター までお願いいたします。

eメール : [keijyo-center@smri.go.jp](mailto:keijyo-center@smri.go.jp)

## 海外でIPO（新規株式公開）する日本の中小企業② ーイギリス編ー

近年、欧米では証券取引所の競争激化により、国を超えた広域の再編が進んでいる。その中で、ロンドンAIM市場は、固有の強みを生かした戦略により世界中から企業や資金を集め、世界の新興企業市場において、独自の存在感を発揮している。

このレポートでは、欧州の証券取引所におけるロンドンAIMの位置づけや特徴、日本のベンチャー企業で実際にロンドンAIMに上場した事例、及び今後AIMでの上場を検討する企業をサポートする証券会社のインタビューなどを報告する。

### 第1章 欧州株式市場の概況

#### ◇世界から見た欧州の証券取引所の概況

欧州の証券取引所は、図表 1-1 のようにニューヨーク証券取引所（NYSE Euronextグループ：US）、東京証券取引所、NASDAQ OMXに追随する形で、ユーロネクスト（NYSE Euronextグループ：Europe）、ロンドン証券取引所、ドイツ証券取引所グループ、そしてスペイン証券取引所グループが時価総額で世界トップ10に入っている。今回レポートに取り上げるロンドンAIMを傘下に持つロンドン証券取引所は、時価総額ではユーロネクスト（NYSE Euronextグループ：Europe）に及ばないものの、売買代金と海外企業の上場数が欧州の中で最も多い。

〔図表 1-1〕 主要な証券取引所の時価総額・売買金額・上場企業数（2009年12月末時点）  
（単位：百万ドル）

	市場名	時価総額	売買代金('09)	上場企業数 (うち外国企業数)
1	NYSE Euronext(US) (アメリカ)	11,837,793	17,784,586	2,099(495)
2	Tokyo SE (日本)	3,306,082	3,987,777	2,335(15)
3	NASDAQ OMX (アメリカ)	3,239,492	28,951,349	2,852(283)
4	NYSE Euronext(Europe) (ヨーロッパ)	2,869,393	1,971,921	1,160(170)
5	London SE (イギリス)	2,796,444	3,402,496	2,792(613)
6	Shanghai SE (中国)	2,704,778	5,061,986	870(n/a)
7	Hong Kong Exchanges (中国)	2,305,143	1,501,689	1,319(76)
8	TSX Group (アメリカ)	1,608,053	1,245,457	3,700(76)
9	Deutsche Börse (ドイツ)	1,292,355	2,240,331	783(79)
10	BME Spanish Exchanges (スペイン)	1,297,227	1,610,210	3,472(37)

出所：World Federation of Exchanges より。

#### ◇海外主要国のベンチャー市場の状況

欧米諸国の主なベンチャー企業向け市場では、時価総額・売買金額・上場企業数のいずれにおいてもアメリカのNASDAQが他を圧倒する規模を誇っている。

次点のロンドンAIMは、市場時価総額が約934億ドル、(2009年度の)売買金額が約556億ドル、上場企業数が1,293社で、いずれの指標においても第2位の規模を持っているが、それぞれの金額はNASDAQから大きく差を開けられている。上場企業1,293社のうち241社(およそ18.6%)が国外からの上場であり、ユーロ圏の強みがあるとはいえ、国際色豊かな市場形成が行われていることがわかる。

第3位には日本のJASDAQが、ロンドンAIMに次ぐ規模を示している。ただし、現時点では外国企業の上場はない。

[図表 1-2] 欧米諸国における主要な新興市場の時価総額・売買金額・上場企業数  
(2009年12月末時点) (単位:百万ドル)

	市場名	時価総額	売買代金('09)	上場企業数 (うち外国企業数)
1	NASDAQ (アメリカ)	3,239,492	28,951,349	2,335(15)
2	London AIM (イギリス)	93,443	55,557	1,293(241)
3	JASDAQ (日本)	89,567	34,595	889(0)
4	Euronext (Alternext+Free Market) <sup>1</sup> (ヨーロッパ)	19,349	29,024	437(n/a)

出所: World Federation of Exchanges, London AIM, NYSE Euronext, JASDAQ より。

#### ◇再編が進む欧州証券取引所

欧州の主な証券取引所(現在の①NYSE Euronext、②NASDAQ OMX、③ロンドン証券取引所(LSE)、④ドイツ証券取引所)では、2000年以降、国境を越えたM&A(合併・買収)が行われてきた。まず2000年にパリ・アムステルダム・ブリュッセルの証券取引所が統合し、史上初の多国籍証券取引所Euronextが誕生した(2002年にリスボン・ロンドン国際金融先物オプション取引所(LIFFE)が加入)。そこへニューヨーク証券取引所を中心とする世界最大のNYSEグループが買収に乗り出し、2007年に①NYSE Euronextを設立した。それに対して、米国の新興市場NASDAQ(世界初の電子株式市場)は2008年にOMXを買収し、②NASDAQ OMXを誕生させている。OMXは、北欧(ストックホルム・ヘルシンキ・コペンハーゲン・アイスランド)とバルト三国の全7カ国の証券取引所を傘下に置いており、世界各国に取引や決済のシステムを提供している証券取引所でもあった。

このように米国のNYSEやNASDAQが動き出す以前(2006~07年)は、欧州の各証券取引所グループによる③ロンドン証券取引所(LSE)への買収提案が相次いだ。すべて不成立に終わっている。また、新興市場ロンドンAIMが好調なLSEは、2007年にイタリア証券取引所を買収し、EU域内で存在感を高めている。

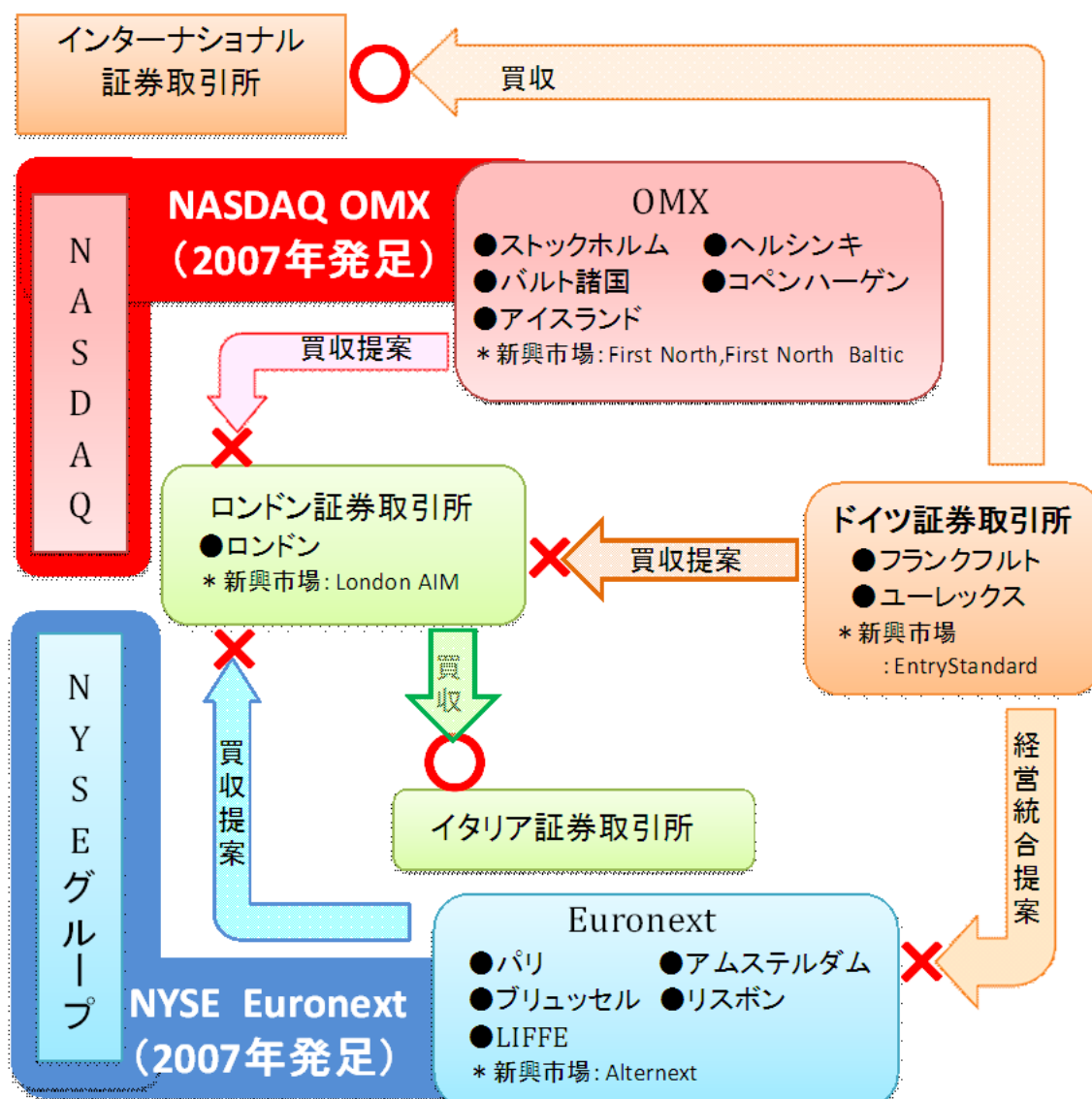
<sup>1</sup> 第4位のEuronextは、アムステルダム・ブリュッセル・リスボン・パリの4証券取引所が統合された市場である。この市場の中でも中小企業もしくは新興企業のために、Alternext、Free Marketの2つのサブマーケットが設置されている。

他方、独自の統合戦略を取るのが④ドイツ証券取引所である。ドイツ国内最大規模のフランクフルト証券取引所と、デリバティブ取引を強みとするユーレックスを傘下に持ち、2007年にオプション取引に強い米国の国際証券取引所を子会社化している。

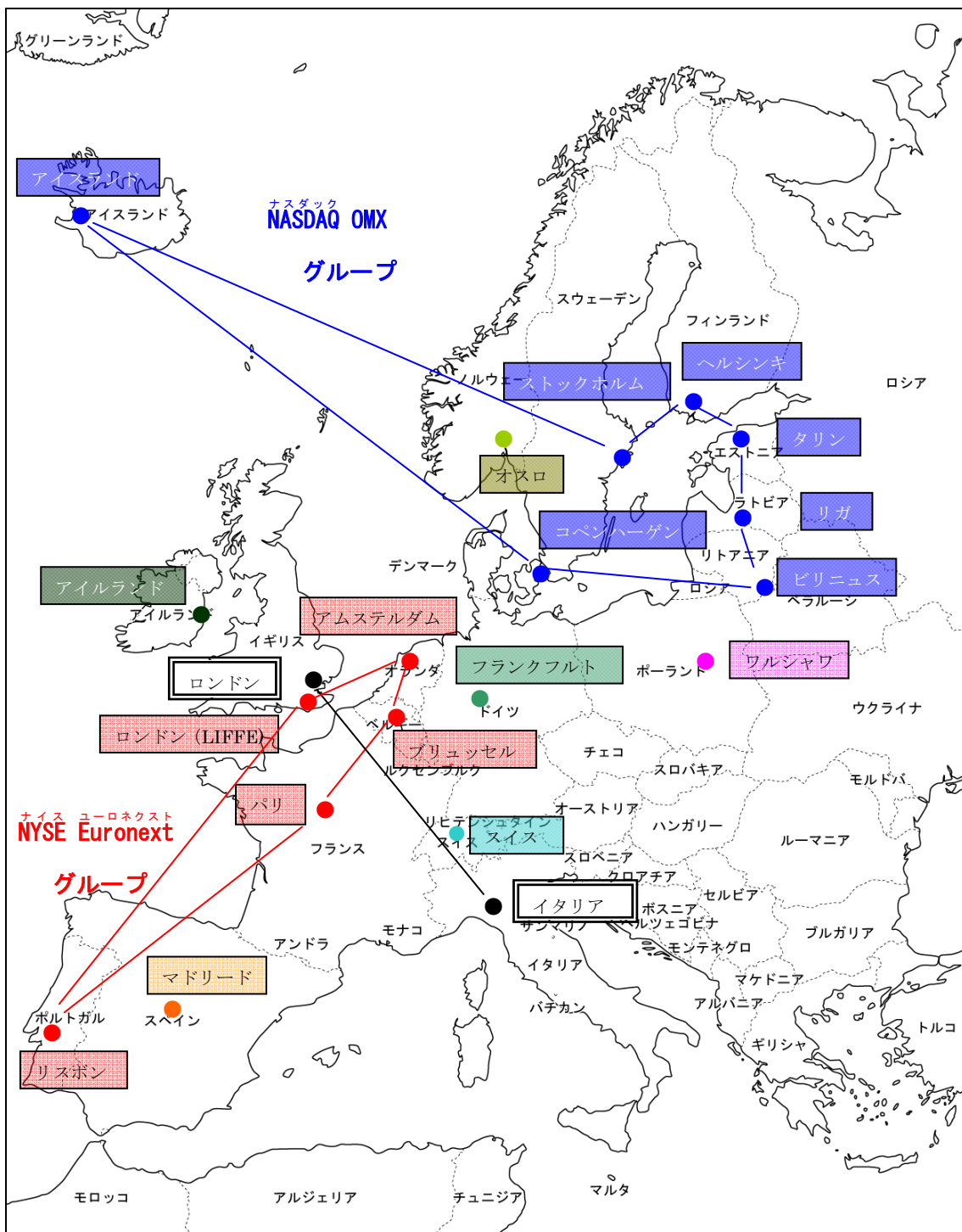
昨今の欧州の動きでは、上記4グループが2009年10月に中欧のワルシャワ証券取引所に対して買収提案を行うなど（LSEは提案撤回）、今後さらに世界規模で証券取引所同士の競争と再編が進んでいくと予想される。

※証券取引所の統合は市場統合ではないため、同グループ内であっても各証券取引所の取引ルールや上場基準に従う。

〔図表 1-3〕 欧州市場の再編の動き



〔図表 1-4〕 欧州の主要証券取引所



## 第2章 ロンドン AIM の概況

ロンドン AIM 市場 (2009年12月現在)

設立	: 1995年
上場企業数	: 1,293社(うち海外企業数241社)
時価総額	: 56,632百万ポンド

### ◇ロンドン AIM とは？

AIM とは、新型投資市場 (Alternative Investment Market) の略であり、ロンドン証券取引所のサブ・マーケットとして位置づけられている。この市場は従来のロンドン市場より柔軟な規制を作り、小企業でも株式の流動性が確保できるようになっている。



〔写真〕：ロンドン証券取引所

ロンドンAIMは1995年に設立され、現在はアメリカのナスダックに次ぐ新興企業のための資金調達市場としての地位を築いている。証券取引所そのものから課される規制が少なく、例えば資本や発行株式数についての要求が極端に少ない。そのため、ロンドンのメイン市場からAIMに転換する企業も存在する。2005年のデータでは、40社がメイン市場からAIMに転換している。

〔図表 2-1〕 ロンドン AIM とメイン市場の認可基準の違い

AIM	メイン市場
<ul style="list-style-type: none"> <li>・公式な株式の水準規定はない</li> <li>・過去の取引記録は要求されない</li> <li>・ほとんどの取引において優先株主の同意は必要とはされない</li> <li>・ほとんどの場合、証取やUKLA(英国上場審査局)による認可書類の事前審査はない</li> <li>・取引全般において、指定アドバイザー(Nomad)が要求される</li> <li>・要求される最低自己資本の基準はない</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・最低でも 25%以上の株式を公開しなければならない</li> <li>・通常は 3 年分の取引記録が要求される</li> <li>・一定以上の売買においては優先株主の同意が必要とされる</li> <li>・UKLA による目論見書の事前審査がある</li> <li>・特定の取引に関してはスポンサーが必要とされる</li> <li>・市場では最低自己資本が要求される</li> </ul>

#### ◇ロンドン AIM 市場の特徴

ロンドン AIM は日本の新興市場と異なり、上場のための形式基準が定められておらず、取引所自身も審査は行わない。代わりに日本の主幹事証券会社に相当する Nomad が上場審査を行う。

〔図表 2-2〕 上場形式基準の比較

	マザーズ	ジャスダック	ヘラクレス (グロース基準)	AIM
純資産	—	2 億円以上	上場時純資産 4 億	—
時価総額	10 億円以上	10 億円以上	円以上または時価	—
利益	—	当期利益計上または 経常利益 5 億円以上	総額 50 億円以上、 または税引前利益 7,500 万円以上	—
事業継続年数	1 年以上	—	原則 1 年以上	—
最低公開株数	1,000 単位	—	上場株式数の 10% 以上(1,000 単位)	—
株主数	新株主 300 人以上	300 人以上(1 万単元 未満の場合)	300 人以上	—

出所：ばんせい山丸証券資料より改変

上場企業の総数は 1995 年の設立当初の 10 社から順調に増え続け、2007 年には 1,694 社にまで増大した。その後、サブプライムローン危機の影響から市場を退出する企業が増え、2009 年 12 月時点で 1,293 社にまで減少している〔図表 2-3〕。

国別上場企業数としてはやはりイギリス国内からの上場企業数をもっとも多く、1,052 社である。割合としては、(2007 年以降はその比率が低下しているものの) およそ 80~90% 以上をイギリス国内の企業が占めている。



〔図表 2-3〕 ロンドン AIM 上場企業数の推移

	英国	他国	総企業数
1995.6.19	10	0	10
1995	118	3	121
1996	235	17	252
1997	286	22	308
1998	291	21	312
1999	325	22	347
2000	493	31	524
2001	587	42	629
2002	654	50	704
2003	694	60	754
2004	905	116	1,021
2005	1,179	220	1,399
2006	1,328	306	1,634
2007	1,347	347	1,694
2008	1,233	317	1,550
2009 Dec	1,052	241	1,293

出所：London AIM

イギリス以外では、どのような国の企業が上場しているのだろうか。〔図表 2-4〕にはイギリス以外の国からの国別・エリア別での上場企業数が示されている。地理的に近い位置にあるヨーロッパや、言葉の障壁がない北米・オーストラリアなどからの上場が多い。また、表には総数として示されているものの、その他エリアに含まれている企業の多くは（現在もしくは過去において）イギリスの海外領土からの企業であり、やはり文化や言葉の壁が低い地域が積極的に参入していることがわかる。その他エリアからの国として、バミューダ諸島やブリティッシュ・ヴァージン諸島、ケイマン諸島、キプロスなどが多くの企業を上場させている。

アジアからは 2005 年に 4 社が初めて上場し（バングラディッシュ・香港・インド・マレーシア）、その後 2009 年 10 月時点までに 12 社に増えているものの、上場企業全体や他地域との比較で見ると、まだまだ少ない状況である。

〔図表 2-4〕 イギリス(UK)以外の上場企業数の推移 (国別・エリア別)

Year	ヨーロッパ(UK 除く)	カナダ	USA	オーストラリア	アジア	その他
1999	6	4	4	2	0	6
2000	7	2	8	4	0	10
2001	11	3	7	11	0	10
2002	11	7	8	13	0	11
2003	12	13	8	14	0	13
2004	22	28	15	23	0	28
2005	48	34	25	40	4	69
2006	61	44	38	49	10	104
2007	67	44	46	43	12	135
2008	66	37	39	34	12	129
2009 Oct*	53	23	25	26	12	112

出所 : London AIM

〔図表 2-5〕 には市場価値の推移を示す。上場企業数の場合と同様にロンドン AIM 全体の中でアジア企業の市場価値の割合は著しく小さく、その金額はやはり 2008 年以降低下している。しかし、市場価値の市場全体に占める割合は 0.2% から 1.0% へと微増している。

〔図表 2-5〕 市場価値の推移

単位:100 万ポンド

Year	市場価値総額	アジア企業の市場価値(%)
1995. 6.19	82.2	0
1995	2,382.4	0
1996	5,298.5	0
1997	5,655.1	0
1998	4,437.9	0
1999	13,468.5	0
2000	14,935.2	0
2001	11,607.2	0
2002	10,252.3	0
2003	18,358.5	0
2004	31,753.4	0
2005	56,618.5	137.87 (0.2)
2006	90,666.4	544.784 (0.6)
2007	97,561.0	588.9762 (0.6)
2008	37,731.9	340.4276 (0.9)
2009 Dec	56,632.0	542.1921 (1.0)

出所 : London AIM

#### ◇ロンドン AIM の上場手続き

企業がロンドン AIM に上場する場合、どのような手続きをする必要があるのだろうか。通常は以下の5つのプロセスをクリアする必要がある。

##### 1. Nomad の決定

ロンドン AIM に加入するためには、企業はまずロンドン証取に承認された Nomad と呼ばれるアドバイザーに連絡をとりサポートを受けなくてはならない。Nomad のリストはロンドン AIM のウェブサイトから入手できる。

##### 2. 申請書類の準備

ロンドン AIM に加入しようとするとき、その企業は指定された申請書類を用意しなければならない。実際には、当該企業の弁護士が Nomad やブローカー(証券会社)と相談しながら書類を作成する。また、この申請書類での情報は認可後にその企業のウェブサイトで確認できなければならない。

##### 3. 認可前アナウンスメント

企業は自らの情報や新株発行に関する重要情報について、実際に申請を行う少なくとも 10 営業日前(特定のケースに関しては 20 営業日前)までに、ロンドン証券取引所にその告知・報告をしなければならない。

##### 4. 関連書類のロンドン証券取引所への提出

株式認可についての申請書類、その企業の Nomad による申告書、認可に必要な手数料が認可予定日の 3 営業日前までに提出されなければならない。企業は認可手数料と年間手数料を支払うことになる。

##### 5. 満たされなければならない要件

ロンドン AIM に加入するために要求される(業種や国籍についての)条件というものはないが、満たされなければならないいくつかの要件がある。例えば、「企業の株式は自由に譲渡されなければならない」や「電子決済が利用できなければならない」など。

ロンドン AIM はこれらの申請プロセスを約 14 週間で完了させることを想定しており、他の主要取引所への上場プロセスと比べて企業は非常に速く株式公開できるという。

#### ◇Nomad(ノマド)によるアドバイザー制度

ロンドン AIM のルールは他の市場と比べてかなり少ない。しかし、どのような企業であっても上場できるわけではない。ロンドン証券取引所は AIM を規律ある市場として維持するために、Nomad による企業へのアドバイスを前提とした制度を設計している。Nomad とは、Nominated Adviser の省略形(Nomad)であり、ロンドン証券取引所によって定められた基準をクリアした企業だけがその資格を得ることができる。具体的には会計会社・投資銀行・コーポレートファイナンス企業・証券会社などが登録している。ポジション的に Nomad は日本の主幹事証券会社に相当するが、証券取引所が持つ機能も担っている。Nomad のアドバイスは、助言というより指導に近いものである。具体的には、Nomad は以下に挙げる 3 つの役割を主に果たすことが期待されている。

- (ア) 企業が認可に適切かどうかについて決定すること、
- (イ) 上場手続きをうまく遂行させること、
- (ウ) 上場後、その企業が AIM ルールや一般的な企業統治を遵守しているかどうかについてアドバイスをすること。

第1の役割は、Nomad は企業のロンドン AIM への上場の適格性についての評価をするという役割である。メイン市場の場合には、英国金融サービス庁（FSA）の上場審査局（United Kingdom Listing Authority：UKLA）が定めた、企業が上場企業として適合するかどうかについての基準があるが、ロンドン AIM の場合には証券取引所側からの基準はない。そのため、企業のロンドン AIM 上場についての適格性についての判断は Nomad によって行われる。もし、企業がロンドン AIM 以外の場所での資金調達をする能力を持っており、その方が適切である場合には、Nomad はロンドン AIM での上場を勧めない場合もある。

第2の役割は、上場手続きのサポートをすることである。企業の AIM への上場の適格性について一旦 Nomad とブローカーが承認すると、次に Nomad はアドバイザーとなる専門家チームを作り、申請手続きについての具体的な作業を進めていく。

第3の役割は、上場後のアドバイスをすることである。企業は申請がいったん認可されれば、何をしてもいいというわけではない。企業は上場後にもロンドン AIM のルールを遵守しなければならない。そのために Nomad は企業にロンドン AIM のルールを守らせるためのシステムを作り、またその企業にとって適切な水準のコーポレートガバナンスを維持させるためのガイダンスを行う。

したがって、Nomad を選定することは証券取引所を選ぶことに等しい。IPO 時のみならずその後もずっと関係が続くわけであるから、慎重かつ真剣に考える必要がある。ロンドン AIM 自身が、企業に推奨している Nomad 選定のポイントは以下のとおりである。

#### ロンドン AIM が推奨している Nomad を選ぶ際のポイント

- ① AIM における経験
- ② 各種ビジネス分野の専門的知識
- ③ ハウスの種類——単独機関での Nomad か、いくつかの機関が統合された Nomad なのか
- ④ グローバルの範囲——海外からの上場についてどれほどの経験・能力があるか
- ⑤ 上場手続きを円滑に遂行してきた実績
- ⑥ 上場後の企業をケアする能力
- ⑦ 個人的な相性

[参考資料] 「Joining AIM: A Professional Handbook」(2007) London Stock Exchange.

### 第3章 ロンドン AIM の IPO 事例 : 株式会社<sup>ビー・ジェネンテック</sup>BgenuineTec

商号	株式会社 BgenuineTec(セキュアデザイン株式会社より社名変更 2009.3)
代表者	代表取締役 柏原武利
本社所在地	東京都中央区日本橋人形町二丁目 15 番 7 号 高梨ビル 3 階
設立年月日	2005 年 11 月
主な事業内容	指紋認証を始めとする生体認証技術・製品開発及び販売・ライセンス・ソリューション提供
従業員数	役職員 23 名 (臨時雇用含む)
資本金の額	946,834,055 円
ホームページ	<a href="http://www.bgenuinetec.com/jp/index.php">http://www.bgenuinetec.com/jp/index.php</a>



#### ◇上場のきっかけ・目的

指紋認証製品の世界は、狭いマーケットの中に会社が乱立している状態です。これを M&A(合併・買収)で統合していくプランを立てまして、どこで IPO するかを考えたときにロンドン AIM を選んだのです。スピードを重視しました。

株式会社 BgenuineTec 代表取締役 柏原武利氏は、会社設立の 2005 年当時をこう振り返っている。当時のロンドン AIM には、日本企業が 1 社も IPO していない状態であった。しかし、日本企業を排除しているわけではないと知って、同社自身がコアとなり M&A で成長することを目指したのである。

ロンドン AIM と比較検討したのは、ユーロネクストのパリ(フランス)、アムステルダム(オランダ)である。いずれも財務監査、法務監査として、現地の指定法人の協力が必要である。その点はイギリスも同じだが、日本側でフランス、オランダに詳しい弁護士や監査法人が少なかったという事情もある。また、パリやアムステルダムの証券取引所では日本のように IPO 時に公募・売り出しをすることになるが、イギリスは上場と同時になくともよい。これは、M&A を目的とする企業にとって非常に好都合であった。

ロンドン AIM は IPO までのスピードが早いというのも魅力である。同社は 2005 年 11 月に設立され、翌年の 2006 年 7 月に AIM に上場した。なぜスピードを重視するのかというと、この業界は再編が活発であるためである。同社が業務提携の話をしていたアメリカの企業が大きなファンドに突如買収されたり、同じくアメリカで入国審査の指紋登録で高いシェアを持つ企業がドイツの企業に買収されたりするなど刻々とビジネス環境が変わっている。グローバルな事業展開を視野に入れないと自社の存続すら危うい業界であることも影響しているのだろう。

## ◇IPO(新規株式公開)準備作業について

当時アジアでは指紋認証で成功した企業がありませんでした。日本企業の第一号でもあり、審査がものすごく厳しかったです。成長性は認められたのですが、実際に赤字ですから潰れない会社という心証をとらなければなりません。増資をきっちりやれるかどうかは問われました。

同社は典型的な技術開発型の企業であり、これまで一度も黒字決算になっていない。また、当時はアジア圏内で指紋認証・生体認証分野で成功した企業はなかった状況である(後に中国が唯一黒字化して急速に拡大した)。そのため、審査は非常に厳しかったという。テロ対策などのニーズに合うし、市場性が高いと証券会社は判断した。しかし、日本企業第1号なので、受入れ側も慎重になったのだろう。潰れない会社という心証が必要となり、増資の確実な実行を要求されている。当初は2年程度かかるとの見込みだったが、国内の株主に恵まれ増資が達成できたのは幸いであった。ロンドン AIM に上場してからは、予想以上に同社の信用力がアップして、ビジネス上のメリットも大きかったらしい。海外では特に効果があったようだ。株数は少ないが、イギリスの銀行だけでなくヨーロッパの銀行の多くが引き受け、株主となってくれたという。

IPOの準備作業としては、まず上場チームというのを作ることになる。監査法人と法務法人の2つがメインであるが、ここが上場する資格があるかどうかを判断するのである。それが確認された後にNomad(主幹事証券会社)の選定に入る。実際には、Nomadの候補をいくつか挙げて面談をしていく形になる。企業からお願いする場合や、Nomad候補からぜひやらせてほしいと言われることもある。同社の場合は4社に絞られて、最終的に老舗の証券会社であるチャールズ・スタンレー証券に決定した。誠意が感じられたのが決め手となったという。

ところで、ロンドン AIMにはセグメント別の規制がある。どういう産業に属して、どういうビジネスをやるのかということである。指紋認証が儲からないかといって、別のソフトウェアやハードウェアをやるというわけにはいかない。例えば、インターネット、ネットカジノ、電子部品など、細かな区分がロンドン AIMには存在するのである。これは変更できるが、一定期間売買を止めて投資家にディスクロージャーし、再審査の措置が必要になるようだ。したがって準備段階で自社の将来像も踏まえ、このセグメントの選択を慎重に行う必要がある。

## ◇社内体制について

日本側の上場チームは社員が4名専任です。それに加えて、外部から監査法人系のコンサルタント2名を迎え入れ、さらに日本の法律事務所の協力をいただいています。

同社はベーカー・テリー・インターナショナルというロンドンでは一番実績のある大手監査法人に依頼した。そのネットワークで2名の財務担当者をアテンドしてもらい社内体制を構築した。彼らはIPO後に退社しているが、非常に優秀な人材であったようだ。

日本側の体制は4名の上場チームで対応しており、さらに日本のアンダーソン・毛利・友常法律事務所などの協力を仰いだ。外国に上場するために必要なことはすべて出来るチームであったという。コンバージョンで負荷が予想される会計基準であるが、ロンドン AIM では EU 域外の企業であれば国際財務報告基準(IFRS)以外の会計基準を適用することが認められている。日本の会計基準がそのまま使えるのである。しかし、それでは海外の投資家が判断できないので、実際には国際財務報告基準(IFRS)を適用することになる。同社はすでに国際ルールに合わせていたため、会計基準については負担とならなかった。

代表取締役である柏原武利氏は、打ち合わせのために毎月ロンドンに飛んでいる。現地では関係者とのコミュニケーションを通訳なしで直接おこなったという。日本のスタッフは全員、基本的な英語力が備わっていたともいい、上場チームにはやはり最低限の語学力は必要ようだ。

#### ◇Nomad(主幹事証券会社)について

ノマドは上場を担保するわけですから、日本の主幹事証券会社とは制度上責任の重さが違います。お金を払って監督官庁からご指導いただいている感じですね。「なんとかしてよ」と泣きついても全然ダメなのです。

Nomad は、どちらかという悪い情報を早くオープンにしろというスタンスであるという。定期的に自社の状況を月次レポートにして Nomad に提出しているが、それ以外にも日本で買収や業務提携を計画するときにはその都度相談している。その内容によっては、一般投資家に向けて IR (投資家への広報活動) することになる。IR で特徴的なのは、仕事を受注したというニュースは一切禁止であり、結果が出ていないものは発表できない決まりであるという。これは株価操作をさせないという考えが背景にあり、イギリスは特に厳しいようだ。柏原武利氏は言う。「普通の上場企業だったら、新車をつくりますとか、こういう計画だとか発表しますが、イギリスは地味です。だから、IR は手持ち無沙汰になりますね。」これは、情報公開についての基本的認識の違いであろう。

また、Nomad は非常に真面目で厳しく、規律を持って仕事をしている印象があるという。ルールに対しては厳格で、そのあたりの感覚が日本人はまだ甘いと感じるようだ。決算は Nomad が OK を出した時点で発表となるため、スケジュールが少し後ろにずれ込むのであるが、発表が1日でも遅れたら即上場廃止となる。「だから、早め早めに準備しているのですが、結構大変です。」と、柏原武利氏の言葉には実感がこもっていた。Nomad は責任の重さに見合う、大きな権限を持っているようだ。

#### ◇法務法人について

取引所からオフィシャルなドキュメントを受け取る場所が法務法人の中にあります。上場のルールで、ロンドン AIM の問題対処が出来る人をロンドンに常駐させる必要があり、そのうち一人は当社の社外取締役として迎え入れなければなりません。これを法務法人の方をお願いしています。

イギリスでは K&L ゲイツという大手法律事務所に依頼している。ロンドンの取引所か

らオフィシャルなドキュメントを受け取る場所があり、同社の窓口機能を代行している。社外取締役として迎えたイギリス人は、当然のことながら中間決算や決算期にはロンドンから日本へ来るという。日本側はアンダーソン・毛利・友常法律事務所が担当し、イギリス側の K&L ゲイツと連携している。毎月定額で払うのは Nomad のチャールズ・スタンレー証券とロンドン証券取引所だけで、法律事務所は基本的に案件対応になる。活動が活発なら、費用も比例して発生する。

また、IR には専門会社のキューピット社を活用している。ロンドン取引所から指定されている 4 社のうちのひとつである。プレスリリースを担当する会社であり、決算発表だけでなく、ルール上問題があったところの指摘やアニュアルレポートの作成もカバーしている。IR では実際の編集・印刷は別の会社が担当し、方向付けについては K&L ゲイツが、事実確認は Nomad のチャールズ・スタンレー証券が担当し最終的な OK を出すという分担である。

#### ◇IPO(新規株式公開)関連の費用について

今でこそ取引所は企業を呼び込もうとして「上場関連の費用は 1 億円しません」という言い方をしていますが、最終的に私どもは 2 億 5,000 万円くらいかかりました。

IPO まで日本だと 3 年くらいかかる作業を、正味 8 ヶ月でやってしまったことになる。関係者は法務法人、監査法人、コンサルティングファーム、Nomad (主幹事証券会社)である。監査では書類だけではなくイギリスから法務の専門家が日本に来ることがある。この費用が高く、日本の 4~5 倍に相当した。飛行機で寝ている時間も一時間 5 万円でチャージするので、13 時間、3 人分を請求してくるが、途中でやめるにやめられないので仕方なく支払ったという。経費については、総額で 3 億円を超えてしまったら中止しようと思っていたようだ。

調達額は 6 億 4,000 万円であり、その内 1,000 万円だけイギリスで引き受けてもらい、あとはすべて国内の投資家である。私募になるので、売り出しはしていない。Nomad のチャールズ・スタンレー証券がイギリス分を引き受けてくれ、日本の分はアイザワ証券が担当している。

#### ◇投資家との関係

海外の投資家からは社長宛に直接メールが来るし、Nomad にも届きました。内容は業績が計画通りではないなどと厳しい意見が多いですね。日本のメディアには日経新聞に小さく載ったくらいで、海外市場に興味がないというか、ほとんど知られていないと思います。

最近では同社の株価が下がってしまい、損失を被った投資家が多かったという。現在、株主構成については柏原武利氏が 52.8%であり、浮動株については 7%程度である。創業者が株を売るのは逃げるイメージがあって、Nomad がネガティブであるという。もちろん意向を無視して売却してもよいが、基本的に Nomad のアドバイザーに従わない場合は即刻上場廃止となる可能性もあるため、従わざるをえない面もある。資金調達をやりながら



創業者が株を売る行為はコンフリクトがあり、投資家の評価も下げるので好ましい状態ではないことは確かである。

一方、国内では少数の人々が同社の株主である。ロンドン AIM の IR のスタンスもあり、国内ニュース素材としては取り上げにくいようだ。

#### ◇今後の資金調達

ロンドンで公募増資による本格的な資金調達をやりたい。それには黒字化しないと難しいといわれています。海外では市場も広がっていますしチャンスはあると思うので、1~2年のうちに実現したいと思っています。

同社の製品分野は部材の調達もほとんど海外で、日本だけで作るのは難しい。中国の同業種を見ると従業員 2,000~3,000 人規模で、売上も 1,000 億円単位の会社もある。製品の市場として有望なのは、やはり中国である。ライバルが多いこの業界でどうやっていくかということ、やはりグローバルな視点で考えなければならないだろう。同社が中心となって M&A をやるか、あるいは買収されるのか、いずれにしろ再編が避けられない状況にあるとの認識である。柏原武利氏は「ぜひ、リーダーシップを取っていきたい。」と意気込む。

ナスダックに上場していて、ロンドン AIM にも上場する企業はある。しかし、ロンドン AIM から他の市場に上場する場合は、原則としてロンドン AIM から降りなければならないという。もちろん、いくつかの例外措置はあるようだが、特にその必要性も感じないという。同社の M&A ステージは、今後もロンドン AIM にあるようだ。

## 第 4 章 ロンドン AIM の IPO 支援をする日本の証券会社の視点

BgenuineTec 社は単独で欧州に入りロンドン AIM を選んだが、それを実現するにはビジネス上のコネクションを持つか、現地事情に明るいスタッフが必要となるだろう。極東の日本からイギリスは地理的にも遠い。その不利を補うには、日本で上場サポートを受けることも検討したほうがよいかもしれない。ここでは、ロンドン AIM の IPO 支援をする日本の証券会社から見たロンドン AIM の姿を紹介する。

#### ◇ロンドン AIM 上場サポートのきっかけ

日本の新興市場は、ライブドアの一件から新興市場も審査が保守的になり、J-SOX も負担となり、ベンチャー企業にとって使い勝手が悪くなってしまいました。海外でいい仕組みがあるのならば、日本にこだわらず資金を集めて成長していく選択肢もあるのではないかとの考えでスタートしました。

ばんせい山丸証券 顧問 西山靖氏は、サービス開始のきっかけをこのように語った。同社は最近ユニマット山丸証券のリテール部門を買収、さらにインヴァスト証券のリテール部門を買収するなど、自身が M&A によって成長してきた中堅の証券会社である。

西山靖氏は昔のナスダックのようにスピーディーに株式公開をやり、これをスタートとして企業を成長させるモデルの市場を作るべきであるとの思いが強くあったという。そのような折に、経営陣の人脈を通じてロンドン AIM の魅力と可能性を提案された。当時はナスダックも SOX 法の適用により上場審査が厳しくなっており、ロンドン AIM が新興市場として有望ではないかと考えた。ロンドン AIM の魅力は、IPO までのスピードである。また、資金調達規模が大きな案件にも対応できる点もメリットである。実際にロンドンは中東、ロシア、ヨーロッパ、アメリカから資金が集まってくる国際的な金融市場である。他の株式市場と比較検討して決めたわけではなく、基本的な考えが一致したことからロンドン AIM の上場サポート業務をはじめたという。

#### ◇ロンドン AIM 上場への関わり方

当社のビジネスはコンサルティングです。自分たちが主幹事になると扱える案件が硬直化しますので、Nomad (主幹事証券会社)になることは考えていません。上場を希望する日本企業の業種、規模などによって最適な主幹事証券会社等をアレンジします。窓口として機能しますが、上場後もサポートが必要な場面は多いと考えています。

ロンドン AIM の Nomad は 70 社程度で、その中で本当にアクティブなのは 20 社弱であるという。メリルリンチ、モルガンスタンレー、ゴールドマンサックスなどの大手証券もメンバーだが、小さい案件はあまり扱っていない。基本的にロンドン AIM は新興市場なので案件も小さいものが多く、中堅の証券会社が Nomad として強みを発揮している。業種や国内外などの区分(例えばアジアの企業に特化するなど)でそれぞれに特徴を持っている。法務法人、監査法人など関係者は多岐に渡るが、これらを企業ごとに最適にアレンジして IPO までサポートするという。

IR については、株価に影響を与える、または与える各種情報の開示が取引所より義務付けられているが、その他はほとんど Nomad との相談事項となる。では、Nomad が決まった後コンサルティングの出番はどこかということ、Nomad が厳しいことを言うので関係を壊さないように解決策を含めネゴシエーションするのだという。それは、ロンドン AIM の主幹事証券会社のトップであったイギリス人をメンバーに入れたため可能になったようだ。さらに、2009 年 10 月にはロンドンに事務所も開設されたためサポート力が強化されたという。ところで、IPO 後のサポートとは他にどんなものがあるだろう。通常はロンドンの証券会社に口座を開いて英語で売買注文するのだが、日本人には現実的でない。ばんせい山丸証券に口座を開設すれば同社を通じて売買できるので、日本の証券会社であることが生きてくるという。

#### ◇ロンドン AIM 上場サポートの実際

海外上場希望の企業から相談を受けたら、可能性を調査するところから始めます。結果を受けて合意が得られたら契約して、サポートが開始となります。直接ロンドンに出向いて「上場したい」という日本企業もありますが、逆にロンドンの証券会社から当社に紹介があり、アドバイザーとして間に入るよう要望されたこともあります。

おおまかな流れは以下の通りである。

- ・企業から相談を受けた後に IPO の可能性を調査し、合意が得られたら契約する。
- ・ロンドンの証券会社に対するプレゼンテーション資料作成、ロンドンスタイルのパワーポイントを約 2 ヶ月で作成する。調達金額には、あらかじめ企業側の希望を聞いてプレゼンテーションに盛り込む。
- ・同社のロンドン事務所は興味を持ちそうな Nomad およびブローカー等をピックアップし、プレゼンテーションの代行を行う。反応が良かった場合、社長にロンドンに行ってもらい Nomad やブローカー、証券会社や監査法人などをまわる。
- ・Nomad との契約がまとまると、間に入って企業側の立場でアドバイスする。必要書類を作る作業になるが、これが約 6 ヶ月である。

ロンドン AIM は IPO 時の調達金額と上場後のセカンダリーでの調達金額が 1995 年の市場開設以降でみるとおおよそ 50 : 50 であり、IPO 時の資金調達に偏重している国内新興市場とは大きな違いがある。会計基準については、日本の会計基準そのままでも OK であるが、投資家は国際会計基準(IFRS)を見慣れているので、そちらに合わせてくれというオーダーが多い。規模の大きな会社でなければ、それほどの作業量にならないこともある。基本的に英語に直さなければいけないので負担はあるが、反面 J-SOX の適用除外になるためコスト的には相殺するかも知れないという。

ロンドン AIM 市場に注力している日本の証券会社は同社以外にはあまりなく、最近ではクチコミでベンチャーキャピタル等から紹介を受けることもあり、現在は数件の進行中の案件を抱えている。まだ IPO 実績はないが、上場審査で OK が出るところまで来ている企業もあるようだ。ビー・ジェネンテック社に続く日本企業が数社控えているという状況は、今後に期待できそうである。

同社の海外上場サポート業務の方向性としては、今後はアジアにも注力していきたいという。シンガポールには AIM のシステムを取り入れたカタリスト市場があり、英語も OK である。また、韓国は距離的に近くコスダックという活発な市場がある。ロンドンを中心として、シンガポール、韓国という 3 拠点で、顧客企業によってベストの市場を提案できるようにしたいとのことである。

## 第5章 結びに

### ◇ロンドン AIM の IPO に適した日本企業の条件

ロンドン AIM は欧州の中にあって、独自のポジションを築いている。Nomad と呼ばれる指定アドバイザー(主に証券会社)が取引所の管理監督機能を担うなどが大きな特徴である。上場のための要件に明確な数値基準が設定されておらず、それらがすべて Nomad の判断になる。一見すると緩い基準で IPO しやすい株式市場との感覚を持ってしまいが、BgenueTec 社の事例でそれが誤解であることが明らかになっただろう。

もうひとつ注目したいのは、新興市場としての役割が日本とは異なっている点である。ロンドン AIM ではベンチャー企業がまず上場し、そこから資金調達のための投資を呼びかけることができる。相手はフィデリティなどの大手ファンド運用会社やメリルリンチ、UBS といった大手投資銀行などの機関投資家が主体であり、投資案件を見定める入口としての機能を持っている。それに対して日本の新興市場は、先にベンチャーキャピタルの出資を受けた企業が一般投資家に対して株を売却する。つまり、機関投資家の出口としての新興市場なのである。したがって、ロンドン AIM に IPO する企業の動機や目的は、日本人が考えるものとは異なる可能性が高い。

もちろん、ロンドン AIM も国内 IPO と同じく資金調達ができるため、出口としての新興市場としても選択できる。その場合、どのような日本企業がロンドン AIM の IPO に適しているのか、また Nomad やその先の機関投資家がどのような企業を好むのか、西山靖氏の見解を伺った。

英語に抵抗のない経営者や、海外でビジネス展開をしようとする企業です。アメリカに留学していた、住んでいた、ビジネスで頻繁に外国に行っていた、などグローバルに出て行くことに抵抗のない若い経営者が増えているので頼もしいと思います。

海外の機関投資家から見ると、成長性や投資対象としての日本は厳しい目で見られているようだ。「アジアに投資するなら中国へ」という考えが一般的なのである。しかし、日本の技術力やサービスの質などは高い評価を得ている感触があるという。環境エネルギー関連で優れた技術を持つ企業やヘルスケア、テクノロジー系の企業などは高い評価を得ており、また日本のアニメやゲームなどのコンテンツ系にも関心は高い。それらを海外に展開すれば市場が一気に広がる可能性が高いと見ているようだ。実は、このような業種が他にもいくつかあるという。

一方で、ロンドン AIM の場合は、資金調達だけが目的でもまったく問題はないようだ。ただし、ロンドンの証券会社は「なぜロンドン市場なのか?」と聞いてくるので、その点を説明する必要がある。気をつけなければならないのは、この質問には気軽に答えられない内容を含んでいることである。それは、企業にとって IPO とは何かという、原点に立ち戻って考えるべき問題なのかもしれない。

※ 当レポートに記載されている情報については、その正確性、完全性を保障するものではありません。ご自身の判断に基づきご利用ください。

[調査担当] 独立行政法人 中小企業基盤整備機構

企画 経営支援情報センター ディレクター 矢口雅哉

執筆 経営支援情報センター アソシエイト 峰岸信哉

経営支援情報センター リサーチャー 紅林弘道

経営支援情報センター 今里真梨子

監修 関東支部 チーフアドバイザー 久田貴昭

中小企業と地域密着をもっとサポート



独立行政法人  
中小企業基盤整備機構  
経営支援情報センター

〒105-8453 東京都港区虎ノ門3-5-1(虎ノ門 37 森ビル)

電話 03-5470-1521(直通)

URL <http://www.smrj.go.jp/keiei/chosa/>

本書の全体または一部を、無断で複写・複製することはできません。  
転載等をされる場合は、上記までお問い合わせ下さい。