

# 中小機構調査レポート

No. 3 2010年2月発行

## 海外でIPO（新規株式公開）する 日本の中小企業① ー韓国編ー

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 IPO(新規株式公開)の概況

国内の IPO(新規株式公開)状況

アジアの新興市場

### 第2章 韓国取引所(KRX)とコスダック(KOSDAQ)市場

概要

コスダック(KOSDAQ)市場の特徴

コスダック(KOSDAQ)市場の上場手続き

コスダック(KOSDAQ)市場の位置付け

### 第3章 韓国コスダック(KOSDAQ)市場 IPO 事例:株式会社ネプロアイティ

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

株式発行形態

IPO(新規株式公開)関連の費用について

投資家との関係

韓国 IPO(新規株式公開)のメリット・デメリット

今後の資金調達

### 第4章 韓国代表主幹事証券会社の視点

ネプロアイティ社の印象

ネプロアイティ社を選んだ背景

### 第5章 韓国 IPO(新規株式公開)に適した日本企業の条件

韓国コスダック(KOSDAQ)市場で IPO(新規株式公開)するのに適した企業①

韓国コスダック(KOSDAQ)市場で IPO(新規株式公開)するのに適した企業②

海外 IPO(新規株式公開)に適した企業

※ 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)

## 第1章 IPO(新規株式公開)の概況

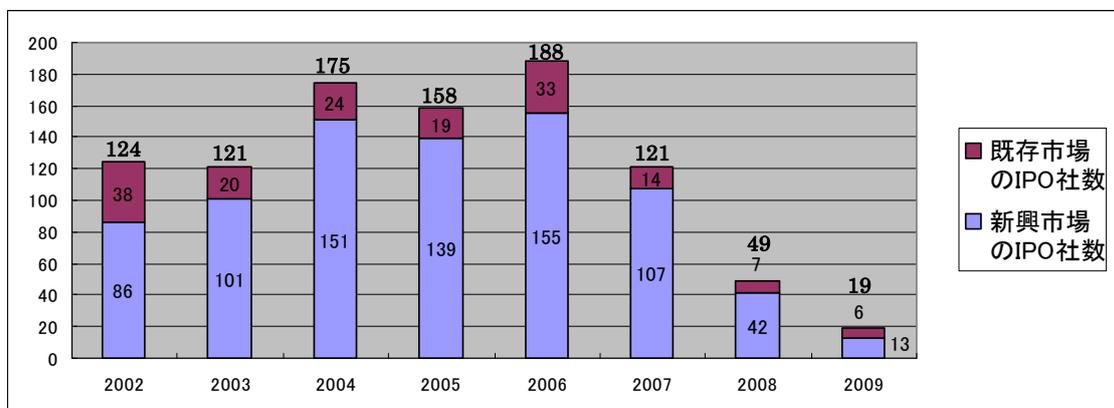
### ◇ 国内のIPO(新規株式公開)状況

上場基準自体が変わっているわけではありませんが、一昨年あたりから証券会社が企業を選別する目や内部統制の要求が厳しくなっています。リーマンショック以降の業績悪化の影響も大きく、2009年のIPO数は激減しています。業種に関わらずベンチャー企業の業績は全体的に苦戦している状況です。

こう語るのは、国内大手のベンチャーキャピタル、日本アジア投資株式会社 グローバル投資グループ海外業務企画チーム 高橋繁典ゼネラルマネージャーである。ベンチャーキャピタルは、高い成長が見込まれる企業に投資してIPOや途中売却による利益を主な収益源とする投資会社である。投資した企業がIPOできないとなれば、ビジネスモデル上から見ても大きなダメージを受けてしまうことは明らかである。株式市場の変化を最も強く感じている一人だろう。

実際に国内株式市場はどうなっているのだろうか。上場基準が厳しい東証1部・2部などの既存市場に対してベンチャー企業向けに実質基準を緩やかに策定した新興市場には、マザーズ(東京)、ジャスダック(東京)、ジャスダックNEO(東京)、アンビシャス(札幌)、セントレックス(名古屋)、ヘラクレス(大阪)、Qボード(福岡)がある。このうち、ジャスダックは2008年12月に大阪証券取引所の子会社となり、2009年9月ジャスダックの取引システムがヘラクレスに統合<sup>1</sup>されたが、日本は国内に多数の新興市場を抱えている。しかし、これら新興市場と既存市場をすべて合わせたIPO社数は2006年の188社をピークに、2007年は121社、2008年は49社、そして2009年は19社と減少の一途をたどっている。また、株式相場の低迷で当初から資金調達金額が目標を大幅に下回るケースがあり、上場準備のための費用や上場維持費用の負担に加え、J-SOX費用の負担がIPOの資金調達額を帳消しにしかねない事態も招いている。IPO見送り企業は、潜在的に相当数存在するであろう。

〔図表 1-1〕 国内IPO社数の推移



出所：2009年ベンチャービジネスの回顧と展望(JVR調査)より作成

<sup>1</sup> ジャスダックは平成22年4月1日に大阪証券取引所の完全子会社に、同年秋には市場はジャスダック名称を残しヘラクレス市場は解消、「ジャスダックスタンダード」「ジャスダックグロース」に移行予定。

〔図表 1-2〕 国内新興市場の規模(12/末 現在)

市場名称	上場企業数	時価総額※
アンビシヤス	10 社	75 億円
マザーズ	183 社	14,838 億円
ジャスダック(旧店頭市場)	883 社	83,039 億円
ジャスダック NEO(先端技術)	6 社	358 億円
セントレックス	28 社	493 億円
ヘラクレス(スタンダード+グロース)	149 社	7,058 億円
Q ボード	10 社	49 億円
参考)東証 1 部	1,684 社	3,027,122 億円
参考)東証 2 部	452 社	35,837 億円

※時価総額 = 株価×発行済株式数

出所：各証券取引所統計資料より作成

2008 年 9 月のリーマンショックをきっかけに世界的に IPO 数が急減したが、アジア市場は回復が早かった。その中で日本はいまだに低迷を続けている状況である。IPO 社数の減少<sup>2)</sup>に見られるように、現在の日本の新興市場は冷えている。2006 年 1 月のライブドア事件に象徴される不祥事により、新興市場が投資家からの信用を失った。そのため株式市場では、コンプライアンス(法令遵守・企業倫理)を重視する流れとなった。企業から見ると、これは審査の厳格化や上場関連費用の増加につながっているため、国内の IPO が必ずしも魅力的だとはいえない状況にある。市場関係者の努力によって、そう遠くない将来に再び活況を取り戻すことを期待したいが、いまずに資金調達が必要な企業はどうすればいいのだろうか。そのひとつとして考えられるのが、海外の新興市場へ日本の中小・ベンチャー企業が IPO することである。そこで海外 IPO の現状がどうなっているのか、まずは身近なアジアから見ていくことにしたい。

#### ◇アジアの新興市場

再度、日本アジア投資株式会社の高橋繁典氏に登場いただき、アジアの新興市場について最近の動向を伝えていただく。日本企業が IPO するといった視点から、主だった国々を選んでコメントしている。これはひとつの見方であるが、大いに参考になるだろう。

<sup>2)</sup> 市場関係者の話によると 1970 年代後半の上場数レベルであるとのこと。

－韓国－

韓国ではネプロアイティが上場しました。日本での時価総額は大きくはありませんが、韓国ではかなりのバリュエーション(本来の企業価値に対して高い株価)がついています。現地では全般的に日本の企業の評判が高いのも理由の一つです。業種にもよると思いますが、海外で調達した方が資金の集まりやすい企業もあると思います。韓国は日本企業の上場誘致を熱心に行っており、証券会社もセミナーを活発に行っています。

－台湾－

日本の大手コンサル会社や証券会社の中には日本企業を上場誘致しようという動きもあります。しかしながら、現在は「台商企業」の誘致が中心となっています。「台商企業」とは台湾人や台湾企業が中国本土につくった会社のことで、以前は台湾取引所に上場できず、その代わりとして香港、シンガポール等に上場していたが、現在は台湾に上場可能となったため、台湾に上場するケースが増えています。証券市場は一時落ち込みましたが、回復が早く現在は活発化しており、月に3社くらいはIPOしています。日本企業は大手の子会社が3~4社上場しています。中国マーケットを狙うとか、IT関連で知名度を上げたい企業には適していると思います。

－香港－

中国本土の企業が中心。日本企業の上場誘致はあまり熱心ではありませんでしたが、最近証券取引所の人々が来日し、セミナーを開催する等の動きがあります。しかしながら、日系企業はマイナーな存在に留まっています。中国にすでに工場をもっている会社で日本で上場しているが、株価が低いので香港で上場を目指している企業もあります。

－中国－

一時期はIPOを凍結していたが、2009年7月から最近また再開しました。新規の市場を開設してIPOを増やすと中国政府は言っています。(※深セン証券取引所の創業板－中国版ナスダック－が2009年10月30日に取引開始した)

－シンガポール－

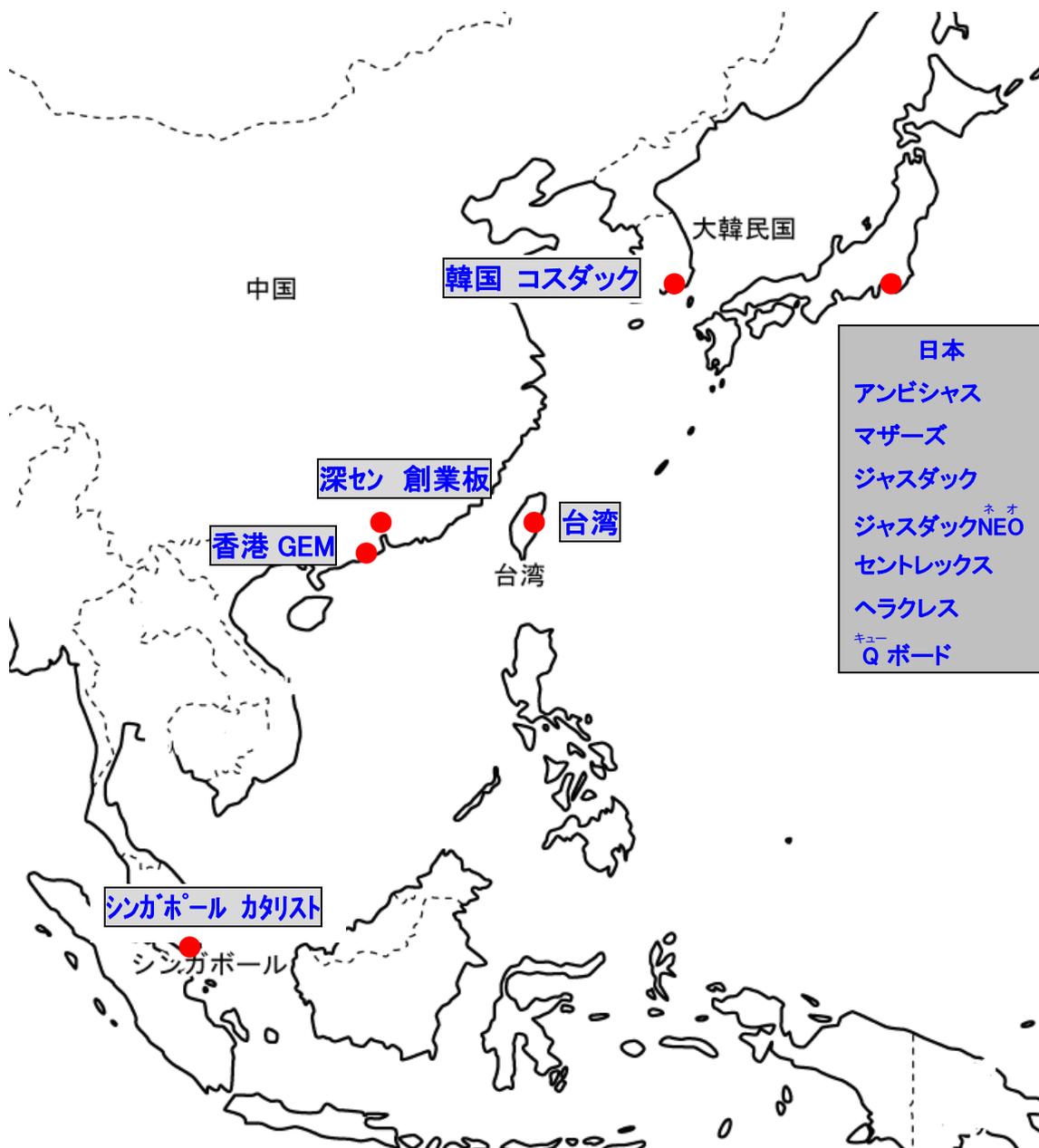
リーマンショック以降は萎縮してしまい、日本企業の誘致にはあまり熱心ではないようです。新興市場の状況が悪いのも理由の一つかもしれません。日本との関連では九州のラーメン会社と関連している会社が上場した例があります。

日本の東証1部・2部とマザーズの関係に見られるように、主だった取引所では既存市場と新興市場の二本立ての構成を取っている。例えば、韓国ではコスピとコスダック、香港ではメインボードとグロス・エンタープライズ・マーケット(GEM)、シンガポールではメインボードとカタリストといった具合である。この他、ベトナム、タイ、マレーシア、フィリピン、インドネシアなどにも証券取引所があり、日本の証券会社を通じて日本の個人投資家も株式売買できるようになっているが、日本企業の上場となるとなかなか難しいようである。アジア全体で見ると証券取引所の発展はこれからという段階であり、今後の

成長が期待されている。

さて、実際に海外の取引所に上場するにはどうしたらよいのだろうか。そもそも数ある株式取引所の中からどこを選べばよいのだろうか。それには、先達の経験を共有することが最も有効であろう。今回は第一弾として、韓国・コスダック市場に IPO した「株式会社ネプロアイティ」の事例を取り上げる。韓国は日本から最も近い海外取引市場である。まずは IPO の舞台となる、韓国の証券取引所について紹介する。

〔図表 1-3〕 アジアの主だった新興市場地図



## 第2章 韓国取引所(KRX)とコスダック(KOSDAQ)市場

### ◇ 概要

2005年に韓国証券取引所、韓国先物取引所、コスダックが統合され、総合取引所として韓国取引所 KRX(Korea Exchange)が発足した。証券取引市場はメインマーケットのコスピ(KOSPI)市場とグロースマーケットのコスダック(KOSDAQ)市場があり、コスダック市場は成長型の中小ベンチャー企業向けの市場である。コスダック市場自体は1996年に設立された。以前は韓国企業を対象とした国内向け市場であったが、2007年から外国企業も上場できるようになった。外国企業は2010年末には20社、その翌年には50社ほどにしたいというのが KRX の目標という。コスピ市場とコスダック市場を合わせて約1,800社であり、そのうち3%ぐらいは外国企業にすることを想定している。KRX の発表によると、コスダック市場の上場会社は1017社、時価総額6.2兆円、売買代金1,700億円、時価総額回転率'08年418.9%である(2009.9.9現在)。また、2008年のデータで比較すると、世界の新興市場の中では、時価総額で4位、売買代金で2位、上場企業数で3位のポジションにある。〔図表2-1〕参照。ちなみに、日本のジャスダック市場は時価総額で3位である。しかし、とりわけ売買金額ではコスダック市場が突出している。

〔図表 2-1〕 海外主要新興市場の主要指標(World Federation of Exchanges'08年)

(単位:百万ドル)

市場名	時価総額	売買金額	上場企業数
1.Nasdaq(アメリカ)	2,396,344	36,446,548	2,952
2.AIM(イギリス)	93,177	44,951	926
3.Jasdaq(日本)	54,724	89,457	922
4.Kosdaq(韓国)	34,935	277,389	1,037
5.TSX Venture(カナダ)	14,099	22,204	2,443
6.Mothers(日本)	13,560	59,135	198
7.GEM(香港)	5,827	6,692	174

出所：KRX 資料より一部改変

KRX には2009年12月現在で10社の外国企業が上場している〔図表2-2〕。内訳はコスピ市場が3社、コスダック市場が7社である。中国企業に占められる中であって日本からは1社、ネプロアイティ株式会社がコスダック市場に上場している。中国企業が多いのは、当初 KRX が誘致の対象を中国企業からスタートさせたためである。実際に中国では KRX の認知度も高まり、中国企業で IPO を準備中であるのが20社近いと言われている。この状況を踏まえて KRX の誘致活動は次の段階に入り、最近では誘致活動の重点をアメリカと日本に移している。

〔図表 2-2〕 KRX 上場外国企業一覧

2009.12 末現在

時期	市場	企業名	国家	業種	売上高(2008年)	公募金額
'07.08	KOSDAQ	3NOD Digital group	中国	スピーカー	125.0M US\$(117 億円)	300 億ウォン(22 億円)
'07.11	KOSPI	HUAFENG GROUP	中国	紡績	806.7M HK\$(97 億円)	336 億ウォン(25 億円)
'08.01	KOSDAQ	Cowell E-Holdings	中国	カメラ部品	33.1M US\$(31 億円)	224 億ウォン(17 億円)
'08.12	KOSPI	UNITED TECHNOLOGY	中国	繊維	558.4M RMB(77 億円)	132 億ウォン(10 億円)
'09.03	KOSDAQ	CHINA FOOD PACKGING	中国	包装容器	366.1M RMB(50 億円)	90 億ウォン(7 億円)
'09.04	KOSDAQ	Nepro IT	日本	オンライン サービス	1,852.4M JPY(19 億円)	36 億ウォン(3 億円)
'09.05	KOSPI	CHINA OCEAN RESOURCES	中国	遠洋漁業	445.2M HK\$(54 億円)	533 億ウォン(39 億円)
'09.05	KOSDAQ	China Great Star Intl	中国	運動靴	1,119.6M RMB(154 億円)	510 億ウォン(38 億円)
'09.12	KOSDAQ	China Engine Group	中国	自動車部品	658.9M RMB(90 億円)	600 億ウォン(44 億円)
'09.12	KOSDAQ	Global SM Tech	中国	ファスナー	547.1M RMB(75 億円)	185 億ウォン(14 億円)

出所：KRX 資料、サムスン証券資料より一部改変

### <解説> 国家戦略としての海外企業誘致

韓国では、行政・証券取引所・証券会社が三位一体となり積極的に外国企業誘致を行っている。日本における韓国株式市場上場セミナーも回を重ねており、そこには取引所幹部、韓国大手証券会社、韓国大手監査法人などがトップセールスしながら熱心な説明を繰り返している。

関係者のビジネス上の動機は当然ながら、その背景には韓国経済に寄与する外国企業を誘致することにより国内経済を活性化させ、さらに韓国産業が海外との競争に打ち勝つためにグローバル化を積極的に推進する目的がある。これには、海外から優秀な人材や頭脳を国内へ高待遇で招聘することや、韓国産業界の発展に必要な技術を持つ海外企業との提携・M&Aなども含んでおり、韓国株式市場でのIPOについてもその国家戦略の一つとして位置づけられている。そして、日本の中小・ベンチャー企業もその対象となっているのである。

日本の中小・ベンチャー企業の中には、先端の独自技術やノウハウを持つ企業も少なからずある。また、特許技術や知的資産などを持ちつつも、後継者問題や技術の応用の出口戦略に苦慮している企業もあろう。潜在的にグローバル化が必要とされる企業やM&Aを検討している企業にとっても、海外への販路開拓のみならず資本戦略や業務連携などのきっかけとして、今後は海外市場でIPOをする可能性がある。

#### ◇ コスダック(KOSDAQ)市場の特徴

日本の中小ベンチャー企業がコスダック市場で IPO するメリットは何だろうか。大宇証券株式会社 東京事務所長 呉 世政<sup>オ セジョン</sup>氏は次のように語ってくれた。彼は通算 14 年目の日本勤務で日韓両国の事情にも精通しており、流暢な日本語で 4 つのポイントを指摘している。

#### ○資金調達が活発なマーケット

1 番目は、資金調達が活発にできているマーケットですね。その背景としては流動性が非常に高い。2009 年に入ってから累計の売買代金がジャスダックと比べると約 18 倍くらいです(※2008 年から差がさらに拡大した)。そして、その活発な売買を支えているのが個人投資家です。コスダック市場は所有比率で見ても売買の参加度合いで見ても、93～95%が一般投資家なのです。短期売買も多いですが、国民の株式市場への参加度合いは高いです。マーケットは浮き沈みがありますから損もしますが、韓国 300 万人の個人投資家が、一般の主婦も含めて積極的に売買しています。

#### ○外国企業が上場可能

2 番目は、どんなに良いマーケットであっても外国企業が上場できないのでは意味がないでしょう。2007 年に KRX が制度を整備して、外国企業が上場できるようになりました。現在は、日本企業に対しても KRX が積極的に誘致活動をしています。

#### ○バリュエーションが良い

3 番目は、韓国株が上昇し、バリュエーションが良くなりました。2009 年の上昇率はエマージング国家の中でもかなり高いほうです。企業としてはバリュエーションが高いほうが良いので、バリュエーションが高くなれば韓国で上場する意味が増します。日本企業第 1 号のネプロアイティ社の場合、公募価格に比べマーケットで高く評価され、公募価格から上場後の株価が倍増しました。これを見て日本の企業の検討、問い合わせが増えています。

#### ○上場手続きが簡単である

4 番目の理由は、上場が簡単であることです。簡単というのは 3 つ側面があって、準備期間が相対的に短い、要件が日本などに比べ緩い、費用が相対的に安いということです。

この中で、4 番目の上場手続きについては少し補足説明が必要だろう。コスダック市場の魅力のひとつに、上場しやすさがあるという。その内容を具体的にみていくことにする。

## ◇ コスダック(KOSDAQ)市場の上場手続き

### ①準備期間

KRX では代表主幹事証券会社が決まってから、およそ 6 ヶ月程度で上場可能としている。代表主幹事証券会社の仕事は審査書類の作成、承認が下りたあとはファイナンス書類の作成となる。直近の事業年度の監査意見が求められるため、企業が IPO 準備をスタートさせてから 6 ヶ月ということではなく、事前準備が整ってから KRX が上場審査に関わる期間であることに留意したい。企業の経営状況や代表主幹事証券会社の違いもあり一概には言えないが、KRX に外国企業の上場ノウハウも蓄積され、外国企業に対しいくつかの優遇措置を講じているなど準備期間を含め所要時間は短縮されている。現在は概ね 1 年程度の準備期間で上場可能のようである。

### ②上場要件

上場の要件は、上場審査を請求できる資格である「外形要件」と上場適格性の有無を検証する「質的要件」の二種類に分けられる〔図表 2-3〕。質的要件については上場審査そのものなので割愛するが、IPO の可能性を探るためには最低限の基準として外形要件は押える必要がある。その内容を〔図表 2-4〕に示した。

〔図表 2-3〕 KRX 上場要件

外形要件	1.規模要件	…	自己資本、時価総額
	2.経営成果	…	売上高、利益規模、ROE
	3.株式分散	…	25%分散、5%義務公募
	4.安定的な経営	…	最大株主変更制限
質的要件	1.企業の継続性	…	営業、財務状況の継続性
	2.経営の透明性	…	支配構造、内部統制制度
	3.株式会社の属性	…	法的性格、運営方式
	4.投資者保護	…	株式市場の健全な発展

出所：KRX 資料より一部改変

簡単に解説すると、上場可能な企業の条件は以下の通りである。まず、設立後 3 年以上経過し、資本金が自己資本の場合は約 2.2 億円以上、あるいは時価総額で約 6.6 億円以上であり、なおかつ資本が食いつぶされていないこと。直近で利益がある(赤字でない)こと。

経営成果については利益か売上高&時価総額をどちらか選択できる。当期純利益で約 1.5 億円以上あること。もし不足していても自己資本が小さければ ROE(自己資本利益率)は高くなるため、これが 10%以上になればクリアできる。当期純利益で難しい場合は、売上高で約 7.4 億円以上かつ時価総額で約 22 億円以上あること。この時価総額というのは公募後のことなので、主幹事証券会社が発行株式数と公募価格の下限を掛けた金額が基準を上回ると判断すれば上場できることになる。株式分散については、公募によって充足できるので最初から気にしなくてもよい。これらを見ると、相当柔軟に外形要件を設定しているということがわかるだろう。

〔図表 2-4〕 コスダック上場外形要件

事業継続年数		3年
企業規模 (選択)	自己資本	30億ウォン(約2.2億円)
	時価総額	90億ウォン(約6.6億円)
資本状態		資本蚕食がないこと
経営成果	最近利益	法人税費用差引前事業継続利益があること
	①利益	利益：最近年度の当期純利益が20億ウォン(約1.5億円)
		ROE：10%(当期純利益/自己資本×100)
②売上高&時価総額	100億ウォン(約7.4億円)&300億ウォン(約22億円)	
株式分散	小額株主数	小額株主500人
	①小額株主所有比率	小額株主25%未満が10%、小額株主25以上が5%
		②公募
	③大企業	公募株式比率10%&公募株式数 ※詳細は省略します
	④国内外同時公募	20%&国内30万株
2次上場企業		小額株主500人&国内公募30万株

出所：KRX資料より一部改変

一方で、図表には書かれていない要件もある。そのひとつは、会社の定款を韓国の法律に照らして修正することである。これは、とにかく韓国の基準に合わせるしかないため現地の法律事務所の力を借りる必要がある。また、会計基準は国際財務報告基準(IFRS)・米国基準・韓国基準のうちひとつを選択しなければならない。したがって、日本基準で作られた財務諸表は作り直す必要が出てくるのである。韓国の上場企業は2011年以降、すべて国際財務報告基準(IFRS)が適用されるため、現在はこれを推奨している。さらに、提出書類はすべて韓国語にする必要があることも忘れてはならない。

### ③上場費用

上場のための費用を取引所に支払う部分に限定すれば、KRXは破格の安さである〔図表2-5参照〕。しかし、主幹事証券会社を始めとして法律事務所、会計事務所、IR会社、等の協力が必要であるため、総額で比較すべきであろう。もっとも、これらパートナー会社の選定や調達する資金の額によっても結果が異なるので、ケースバイケースとなってしまうことは避けられない。この辺りは、実際にIPOした企業の実績を集めていくしかないが、まだ日本企業の事例は希少である。総合的な費用については、後述の事例の中で紹介することにした。

〔図表 2-5〕 コスダック上場費用比較

	新規上場手数料	年賦課金	審査手数料	合計	換算比較
Kosdaq (韓国)	₩1,550,000	₩269,000	免除	₩1,819,000	約 13 万円
Nasdaq (アメリカ)	\$75,000	\$27,500	-	\$102,500	約 960 万円
AIM (イギリス)	£ 20,584	£ 4,750	-	£ 27,867	約 408 万円
Mothers (日本)	¥1,000,000	¥1,200,000	¥2,000,000	¥4,200,000	約 420 万円
GEM (香港)	H\$150,000	H\$150,000	-	H\$300,000	約 362 万円
Catallist (シンガポール)	S\$25,000	S\$15,000	-	S\$40,000	約 258 万円

・ 条件 : 上場株式数(4 千万株、資本金 US \$ 4 百万、時価総額 1 億₩)

一例であり株式発行の諸条件によって比較結果は異なります

出所 : 該当取引所のホームページ, KRX 資料より一部改変

#### ◇ コスダック(KOSDAQ)市場の位置付け

コスダック市場というのは技術株市場という位置づけで、最終マーケットなのです。ここを経てメインマーケットのコスピに行くための市場ではないのです。たとえ外国人にバンバン株が買われるような大企業になったとしても、コスピ市場に行く可能性はもう小さいということです。

コスダック市場の特徴を呉世政氏は続けてこう語っている。この構図は、アメリカのニューヨーク証券取引所(NYSE)とナスダック市場の関係に似ている。対照的に日本では、マザーズ→東証 2 部→東証 1 部のように新興市場はステップアップを前提とした市場という見方が強い。どちらが良いのかは見解が分かれるところであるが、優良企業を数多く抱えているということは新興市場を活性化し大きく育てるために有効なのであろう。

また、最終マーケットという位置付けは、コスダック市場設立と同時に確立できていた訳ではなく、過去にはコスダック離れという現象があったそうである。IT バブルが弾けた 2001 年あたりからコスダック市場にも上場企業の不祥事が発覚し、市場全体の信頼が落ちてしまった。バリュエーションが低下したことに業を煮やした外国人投資家の圧力によって、コスピ市場へ移った優良企業がいくつかあったという。だがこれも、2008 年で止まったようだ。直近でコスピ市場に移った企業が逆に株価を落としてしまい、これ以降はもう移ることはないだろうとの見方が市場関係者間では大勢を占めている。

### 第3章 韓国コスタック(KOSDAQ)市場 IPO(新規株式公開)事例 : 株式会社ネプロアイティ

商号	株式会社ネプロアイティ
代表者	代表取締役社長 南雲 宏明
本社所在地	東京都中央区京橋1 丁目11 番8 号西銀ビル
設立年月日	平成12 年2 月9 日
主な事業内容	インターネット広告事業、携帯電話コンテンツ事業
従業員数	36名 (平成21年12月末日現在)
資本金の額	503,814,925 円 (平成 21 年 12 月末日現在)
ホームページ	<a href="http://www.nepro.jp/it/jp/main.php">http://www.nepro.jp/it/jp/main.php</a>

2009年9月ー帝国ホテルで開かれた韓国上場セミナーの壇上で、株式会社ネプロジャパン代表取締役&株式会社ネプロアイティ会長である金井孟氏は開口一番、次のように語った。

日本で上場できないから韓国へ行く、というのでは失敗します！

同時に「上場は縁であり、こちらから迎えに行かないとダメ」「韓国の情緒理解が必要」とも。韓国に上場したいという熱意が重要だと訴えていた。株式会社ネプロアイティは2008年9月2日に上場承認を受け、その直後にリーマンショックに見舞われた。市況が悪化する中で、同じく上場承認を受けた日本企業の株式会社ティーズフューチャーが上場見送り、主幹事証券会社のサムスン証券からも延期・中止するようアドバイスされていたが、不退転の決意でIPOを実施した。結果は、公募価格4,500ウォンに対して初値が9,000ウォンとなり株価は倍増し、韓国株式市場に上場した日本企業第1号となった。そのときの苦労が、冒頭の発言に繋がったのだろう。コスタック市場は上場しやすいと言われるが、IPOまでの道のりは決して平坦ではなかったようだ。そのあたりの詳しい事情を、あらためて同社のIPO実務担当責任者である福田尚弘氏に伺った。

#### ◇上場のきっかけ・目的

当社はもともと韓国企業との取引がありました。その関係で、サムスン証券から、「日本企業として韓国でIPOしませんか」というお話をいただいたのです。上場の目的は、資金調達と、韓国との取引強化です。

ネプロアイティ社は、すでに韓国企業とのビジネスを手がけていた。KRXの誘致活動が日本に向いたときに、最初に話が来たのは自然の成り行きだろう。もっとも、親会社のネプロジャパンがジャスダック市場に上場しているため、日本市場でのIPOは、親子上場という問題のため難しかったというのも背景にあったという。同社はインターネット広告事業、モバイルコンテンツ事業を手がけており、シナジーを期待したのと、韓国から日本に進出する企業のアレンジなどを考えていたのである。

資金調達金額は当初目標が8億円に対して、実際に調達できた額は約2億6,000万円(36億ウォン)となった。これはリーマンショック以降に株価が全世界的に下がった影響が一番大きく、さらに為替でウォンがかなり下がってダブルパンチを受けた模様である。その局面では当初予定していた金額にならないなど、いろんな問題があり逡巡したという。調達した資金は、次世代の検索と言われキーワードではなく意味検索が可能な<sup>キューロボ</sup>Qroboの日本語版開発に充当している。開発元は韓国のシメンティクス社である。

韓国での外国企業のIPOというのは、当時10社もない状況ですべて中国企業であった。そのような中で、主幹事のサムスン証券会社もネガティブで、「やめておいたらどうですか」「6カ月延期できるからどうですか」と思い止まるよう勧められたという。しかし、資金調達額は目標に届かなくても上場することに意義があると、最終的に判断したのである。

#### ◇IPO(新規株式公開)準備作業について

準備には3年かかりました。主な原因は法整備ですね。日本の会社法と韓国の商法との間で整合性をとるのに時間がかかりました。株主の議決権をどうするか、もう一個一個違うのです。そこで1年ぐらい延期になっています。

日本でもIPOの準備事項は多岐に渡り、その負担は相当なものである。それが、さらに海外ということになるとどのような対応が必要なのであろうか。福田尚弘氏は、法務関係の作業を真っ先にあげた。

韓国当局の指摘を受けて定款を修正しようとする、日本の弁護士から「日本の会社法に抵触しています」と言われてしまう。そのようなやりとりを続けていたのが遅延した最大の原因だという。ただ、その後は韓国当局も自ら歩み寄るなど、外国企業に対して非常に柔軟に対応するようになってきたという。上場後にも改善要望として出されたものに対して、引き続き修正に応じており外国企業の韓国市場誘致という方針は本物であろう。実際にこのときの経験によって、KRXとしても日本企業の上場受け入れに関する法整備が進み、日本企業の標準定款というものを確立したようだ。

会計基準については日本基準から韓国基準に調整する必要があったが、それほど変わらないというのが実感だという。現地の<sup>サムシル</sup>三逸会計法人(PwC)に監査を3期受けて問題なく進んだようである。ところでKRXの外形基準については、日本企業に不利な面もある。ROEで10%以上、あるいは最終利益が20億ウォン以上であるなどが条件だが、日本と韓国では実効税率で10%以上の差があり、韓国企業に適用される税率は低い。最終利益で計られると、日本企業にハンデがあるようだ。

また、上場申告書についてはすべて韓国語で作ることになるので、かなりの労力が必要になったという。すでに韓国でビジネスを展開しているネプロアイティ社では、日本語の話せる韓国スタッフを抱えており、ソウル事務所と東京本社にネイティブスタッフをそれぞれ配置している。書類を韓国語で作成し、KRXと韓国語で話せる人材が大いに活躍したという。一般の日本企業にとって、この辺りはひとつのハードルになるだろう。一方で主幹事であるサムスン証券会社には、打ち合わせのたびに韓国から東京へ来てもらったという。韓国とは日帰りできる距離であるため、地理的なメリットが生きたようである。

## ◇社内体制について

上場申告書作成などの実務を担当したのは、私と呉(日本に居る韓国人スタッフ)の実質2名です。書類はすべて韓国語で作成されたものが正本となりますので、私が日本語で原稿を作り、呉が韓国語にリライトを行なう。疑義については彼を通じて、フィードバックしてもらおう。この繰り返しで完成させました。

一方、IR(投資家への広報活動)は金井(会長)と呉が中心となり韓国の投資家への説明を行ないました。韓国側との交渉については、呉がほとんどメインで遂行してくれました。

上場申告書を作るにあたってマーケティングデータが必要になったという。日本の市場成長性やポジショニングのデータを作るにあたっては、親会社の契約している証券会社や信託銀行などからデータ提供やサポートを受けている。

また、韓国の取引先(パートナー)が同社の代わりに証券会社や取引所に対して、説明に向いたりするなど協力したようである。これらは表面的には現れない大きな要素で、すべてを日本から行ってやるとなると、かなり大変な作業になるだろうと指摘している。

外国企業は、上場時までは上場代理人、上場後は開示代理人を選任する必要がある。同社は上記韓国取引先を上場代理人に選任して上場を実現し、上場後は韓国の大手法務法人である<sup>セジョン</sup>世宗法務法人と開示代理人契約を締結している。開示作業の流れとしては、日本語で原稿を作成→韓国人スタッフが韓国語に翻訳→<sup>サムシル</sup>三逸会計法人でチェック→<sup>セジョン</sup>世宗が取引所との調整・修正・開示、という形である。取引所との窓口は<sup>セジョン</sup>世宗であり、開示事務の代行を担当している。開示書類をアップするために取引所の専用システムを使わなければならないため、外部パートナーの協力は不可欠である。

## ◇株式発行形態

実株で上場するか、DR(預託証券)で上場するかを最初に検討しました。中国企業はすべて実株で上場しています。実株で上場する場合は、コストの問題はもちろんのこと、制度上の問題、韓国と日本の法解釈の問題があり、DR(預託証券)で上場することにしました。

KSD(韓国預託決算院)という日本の証券保管振替機構(ほふり)のような機関があり、発行した株をここに預けることになる。DRを発行して、韓国内で流通させているのであるが、日本からみると株主はKSD一人のみとなるため、議決権行使を不統一行使で行うことにより問題がクリアできる。これは、日本から見ると発行株式すべてをKSD名義に書き換えることになる。DRを発行するにあたっては、日本国内で株券を発行する必要があり、やはり信託銀行と契約する必要がある。これは、上場後も引き続き必要である。

一方で上場してしまうと韓国の主幹事証券会社との付き合いは薄くなってしまうという。日本では主幹事証券会社はその後もずっと関係が続くが、同社は、都度条件に合致する証券会社を選定して増資等を実施している。逆に付き合いが続くのが法務法人で、開示に必要な確認事項のやりとりが継続的にあるのだという。

## ◇IPO(新規株式公開)関連の費用について

上場に約1億8,000万円かかっています。でも、たぶんこれからの会社はそんなにかからないと思います。

内訳は次のとおりである。上場するにあたっての法務DD(デューデリジェンス)については、韓国と日本のダブルで必要であり、さらに、上場時期が遅延したことにより追加の法務DDが発生したようだ。会計では、海外企業が上場するためには指定された4大監査法人の中から選ばなくてはならないので、料金はそれなりの金額になるようである。その他、韓国への渡航費用などが発生している。

主幹事証券会社のサムスン証券とは、上場までの間で定期的に月額コンサル契約をしている。準備期間で2年程度、コンサル費用がかかっている。IPO時は調達金額に対する何%、もしくはミニマムチャージという総額引受契約である。調達の金額が低かったため、ミニマムチャージで支払うことになったという。そのため手数料はやや割高となった。

IPO後の年間維持費については、最低必要になるのは会計監査と開示代理人の費用である。IR会社の活用は任意であるが、もし実施するのならIR会社と契約料金も出てくるであろう。

株式関連では国内信託銀行の他に、DRの保管費用をKSDに支払う必要がある。KRXにも手数料を支払う必要があるが、これは微々たる金額であるという。KRXに上場時に支払う手数料は30万円程度であり、これが日本だと通常200万円~300万円程度かかる。当然、維持コストも同様にKRXは安い。

## ◇投資家との関係

韓国ではIR(投資家への広報活動)の義務はありません。自主的にやってくださいというスタンスです。韓国に対応窓口を置いているのですが、株主からの問い合わせはあります。問い合わせで多いのは、「なぜもっと早く業績開示しないのか」というものです。短期的に回す個人投資家が多いと思いますが、日本よりも業績に対して非常にシビアですね。

情報公開については、親会社のネプロジャパンがジャスダック市場に上場しているため日本と韓国の違いを実感するようだ。ジャスダック市場の場合はしっかりとした事業計画を出す。それに対して今期の見通しを出して、決算短信を出して、乖離したら修正を発表するというプロセスが必須である。また、IRは年に2回実施義務があるが、韓国は一切ない。取引所はIR用に会場などを無償で提供するという程度である。

韓国の投資家が持つ日本企業に対する印象は、ガバナンスがしっかりしていて情報開示に対して信頼感があるというものらしい。主幹事証券会社が投資家に対して説明する際には、「日本は予算と実績の管理が厳しい市場だから、この事業計画は信頼できる。」と売り込んでいたという。日本企業が韓国でIPOを目指す際に、非常に有利なポイントだろう。

投資家からの質問については、ほとんどが現地の窓口で対応できるが、回答できない場合は日本から回答しているという。業績開示については親会社のネプロジャパンが業績を

開示してしまうと、ネプロアイティ社のセグメント情報が出てしまい、それを知りうる投資家と知らない投資家が生まれてしまうことが問題になる。そのため、親会社とスケジュールを合わせて開示を行なう必要があるという。これは、同社が国内上場会社の連結子会社という特殊な要因による。

IRについては、同社は今後計画的に実施していく意向である。投資家に対してアピールの手段は他にも考えられるが、BtoCのビジネスをしていないため広告等を使うことは考えていないという。それでも、韓国のメディアでは日本企業の上場第1号として、ネットのニュース関係に多数取り上げられたようである。エピソードとして、金井会長が韓国で乗り合わせたタクシーの運転手がネプロアイティ社の株主だったというほど、意外に個人投資家にも浸透した銘柄となっているようだ。

#### ◇韓国 IPO(新規株式公開)のメリット・デメリット

上場というのは狙ってもできるものではないと思うのです。そういった意味でやり切ったということは、良かったと思います。あとは上場によってどれだけ収益を上げるかという、当社の成長の結果が問われるのではないのでしょうか。

デメリットは今のところ特に無いですけど、IPO 準備中は言葉の問題であったりとか、考え方であったりとか、いっぱい喧嘩をしましたし、そういう苦労はありました。

トータルで考えると、メリットのほうが大きかったという。調達できた資金が約2億6,000万円で、経費が約1億8,000万円である。単純に考えれば、資金調達面で成功したのかどうか判断は難しい。しかし、韓国とのビジネス展開においては大いに得るものがあったという。その例の一つは、自社のビジネスを説明するときに文化の違いを強烈に意識したことである。同社では携帯占いサイトを運営しているが、これがなぜビジネスになるのか韓国人には理解できなかったという。韓国は占いが盛んであり日常生活に溶け込んでいるが、手相を始めとして、いくつもの占いをその道のプロ占い師が実践している。それはあくまで対面で行なうものである。したがって、新聞、雑誌、テレビ、携帯と日々メディアを通して占いと接している日本人とは感覚がまったく異なっているようだ。これも IPO 準備の過程で出た1コマであるが、ごく当たり前のビジネスシーンから気づき生まれ、新たなビジネスに展開されるということであろう。

#### ◇今後の資金調達

今後は間接金融であれば日本で、直接金融は韓国で行います。他の市場でやらない理由は、また一からコストがかかるからです。韓国に上場した経緯もビジネスありきであり、どこの市場が一番調達しやすいかというのを調べ上げてやったわけではないのです。例えば、今後中国との間でビジネスが発展することになったら、同じように中国で IPO を考えるかもしれません。

実は、同社は 2009 年 11 月に IPO 時を上回る規模の増資を実施した。日本の新興市場では、右肩下がり株の株価を形成するため増資をすることは難しい。しかし、韓国株式市場では、増資が普通に可能なのである。資金調達面の評価は、IPO 時だけではない。

**企業にとっての IPO はゴールではなく、新たなスタートである。**

#### 第4章 韓国主幹事証券会社の視点

ネプロアイティ社が、上場の際にサポートを受けた主幹事証券会社であるサムスン証券の林 成柱氏にも当時の様子を語っていただくことにしよう。主幹事証券会社の立場からはどのように見えたのだろうか。

#### ◇ネプロアイティ社の印象

ネプロアイティ社の場合は公募の規模が小さいのですが、透明性のある、信頼性の高い日本企業ですので、「これは韓国の投資家たちに紹介しても歓迎される」と思い、喜んで仕事をしました。

数年前から中国企業を韓国取引所に誘致していたが、中国企業は会計、会社の内容などの透明性について、韓国の監督機関や投資家の眼からみると不足している印象があったという。日本企業に対しては信頼性が高いという評価であり、その日本企業第 1 号ということで歓迎されたようだ。韓国では日本に比べると証券会社に支払う手数料が低いが、このケースは日韓両国の移動や翻訳などのコストがかかるため、ミニマムフィーを設けている。そのミニマムの水準が日本の一般的な IPO に比べるとそれほど高くないとの理由でネプロアイティ社も合意に至ったという。ただ、このケースは日本企業第 1 号として苦労したという。弁護士費用も、会計士費用も非常にかかったし、時間も長引いたプロジェクトとの思いがあると振り返っている。

## ◇ネプロアイティ社を選んだ背景

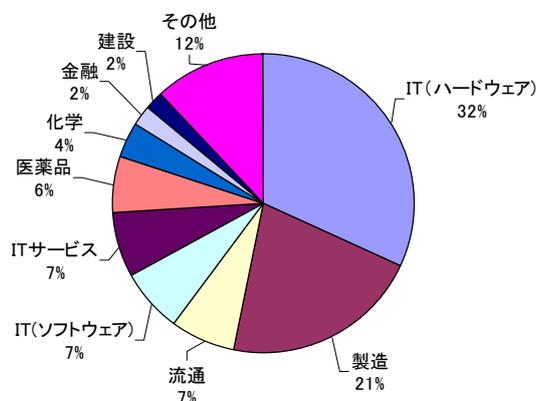
日本に詳しい上司が、これはやるべきだろうと判断してすぐに OK が出ました。業種が IT で成長性もあるという判断です。

前出の〔図表 2-2〕にあるとおり、KRX に上場した外国企業(韓国企業以外)は中国がそのほとんどを占めている。中国から初めて上場した企業はスピーカー製造、2 番目がテキスタイルの企業である。紡績などは、韓国人の眼からみても成長産業ではない。しかし、中国から見ると状況は一変する。「極端な話、中国はどのような産業であっても成長産業ではないでしょうか」と、林 成柱氏は微笑みながら話してくれた。

実際に KRX に上場している中国の企業は、ほとんどが韓国とビジネス関係がないという。それでは、なぜ中国国内で上場しないのかという、中国企業が深圳や上海、香港に上場するのは非常に難しいためである。順番待ちが多すぎて、中小規模の企業は中国国内で上場して資金調達することが思うようにできないため海外に出てくる状況のようだ。このように中国は少し特異な環境にあるようだが、業種が成長性の判断材料として注目されていることに変わりはない。また、韓国人投資家の好みという要素も株価形成に大きく影響する。

日本企業が IPO する場合はどうであろうか。林 成柱氏によると、韓国の機関投資家や個人投資家の持つ日本企業は、技術力が高いイメージがあるという。基礎技術、素材、部品、などグローバル的に見ても競争力の評価が高く、環境関係、エネルギー関係、自動車関係などの分野であればより関心が高いという。そして、IT についてはその成長性の高さと韓国自身が得意な分野であるので、投資家の理解が進んでいるようだ。特にコスダックは IT・技術市場であるため、その傾向が顕著である。その一方でバイオは難しいという。韓国はバイオの技術の水準がそれほど高くなく、韓国の投資家は難しい分野であるという概念をもっているという。〔図表 4-1〕にコスダック市場の業種構成を示す。日本企業が韓国での IPO を目指すなら、留意したい点である。

〔図表 4-1〕 コスダック市場の業種構成(2008)



出所：外国企業のための KRX 上場ガイド 2009 より作成

## 第5章 韓国 IPO(新規株式公開)に適した日本企業の条件

さて、これまで関係者のさまざまな声を聞いてきたが、最後に「どのような日本企業が韓国市場(海外市場)で IPO できるのか？」という質問に対するコメントを紹介し、結びとしたい。

### ◇韓国コスダック(KOSDAQ)市場で IPO(新規株式公開)するのに適した企業①

市場の求める(外形・質的)要件に合い、かつ費用を負担する意思があり、韓国で公開する経済的な理由があるような企業であれば、KRX の誘致対象の企業になるのでしょうか。当社で抱えている案件としても英国企業、米国企業、ドイツ企業、日本企業と多岐にわたっていますので、この企業所属国というすそ野は 2010 年にはかなり広がっているでしょうし、実際に KRX としてもそれを望んでいると思います。

— 大宇証券株式会社 <sup>オ</sup> 吳 <sup>セジョン</sup> 世政氏

### ◇韓国コスダック(KOSDAQ)市場で IPO(新規株式公開)するのに適した企業②

韓国とビジネス関係がない日本企業でも上場可能か？という点ですが、資金調達だけが目的の上場でもまったく問題ありません。しかし、一般の人によく知られるきっかけが IPO なので、それを生かして韓国とのビジネスを活発にするほうが良い。私が勧めたいのは、韓国でビジネスをするか、韓国とビジネス関係を結ぶなど、IPO によってビジネスへの波及効果を得られるような企業なら、もっとよい結果になるだろうと思います。

— サムスン証券株式会社 <sup>リム</sup> 林 <sup>ソンチュ</sup> 成柱氏

### ◇海外 IPO(新規株式公開)に適した企業

海外でビジネスを伸ばしたい企業、海外で知名度を上げたい企業、日本では投資家から高い評価が受けられない業種、など。以前は日本企業が株式公開をする場合、日本市場を最初の選択肢にしていたと思います。しかしながら、最近は数多くの企業が海外で事業展開しており、また日本の証券市場が依然低迷している中で、海外での上場を検討する企業が今後増えてくると考えています。

— 日本アジア投資株式会社 高橋繁典氏

※ 為替については変動が激しいため、インターバンクレートを基準とした2009年の年間平均レート<sup>3</sup>を独自に算出したものを適用し、日本円換算金額を参考までに補記しております。

※ 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

執筆 経営支援情報センター ディレクター 矢口雅哉

経営支援情報センター リサーチャー 紅林弘道

監修 関東支部チーフアドバイザー 久田貴昭

編集 経営支援情報センター 今里真梨子

---

<sup>3</sup> 日本円に対して、米ドル(93.61672)、中国人民元(13.72434)、韓国ウォン(0.07388)、香港ドル(12.07790)、英ポンド(146.48375)、シンガポールドル(64.41186)を適用している。

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。