

新興・成長企業を支援するロンドン証券取引所の ELITE プログラム

神山 哲也

■ 要 約 ■

1. 英国ではこれまで、新興・成長企業が持続可能な経済成長に資するとの考えから、様々な支援策が講じられてきた。しかし、足元ではロンドン証券取引所の AIM における新規上場件数は低下傾向にあり、また、新たな金融規制の影響で銀行の中小企業に対する与信の停滞も懸念されている。
2. そうした中、ロンドン証券取引所は 2014 年 4 月、「高成長企業向け ELITE プログラム」の第一陣となる 19 社を公表した。ELITE プログラムは、ロンドン証券取引所がインペリアル・カレッジのビジネス・スクールと共同で実施し、各種業界団体、金融機関、機関投資家等も参画している。
3. ELITE プログラムの対象は、申請企業の中から審査に基づき選定される。2 年間に渡り対象企業の CEO 等が参加し、①19 社合同のディスカッション形式の講義、②対象企業ごとの戦略・体制の構築支援、③機関投資家やアドバイザー、上場企業等とのネットワーク、の 3 段階からなる。また、ロンドン証券取引所は、メディアの協力も得つつ、対象企業の対外アピールも積極的に行っていく。
4. ELITE プログラムは、取引所が将来の上場予備軍の育成を通じて、市場参加者に新たな付加価値を提供すると同時に、自らの企業体としての収益性向上を図ったものと言える。我が国においても、新興・成長企業の育成に向けた社会システムを創出するべく、取引所による上場審査との利益相反などの課題に留意しつつ、ELITE プログラムのような取り組みを行うことも検討に値しよう。

I. 英国における新興・成長企業の資金調達支援策

英国では、新興・成長企業が持続可能な経済成長に資するとの考えから、これまで様々な新興・成長企業による資金調達の支援策が講じられてきた。例えば、ロンドン証券取引所の新興・成長企業向け市場の AIM については、一定の要件を満たした場合にキャピタル・ゲイン課税や相続税が免除されるなどの税制優遇措置が付与されている。2013 年 7 月

には、個人貯蓄勘定（ISA）における AIM 株式投資の解禁も公表された¹。また、クラウドファンディングについて、英国金融行為監督機構（FCA）は 2013 年 4 月、新たな規制体系を導入した²。投資型のクラウドファンディングについては、富裕層投資家や投資可能資産の 10%以上を投資しない投資家のみを提供することなどが定められ、融資型のクラウドファンディングについては、従来は英国公正取引庁（OFT）が監督していたところ、FCA の所管に移行し、行為規制や資本規制など、FCA の規制・監督に服することとなった。なお、融資型クラウドファンディングも、2015 年 4 月から ISA の投資対象として認められる予定となっており、足元では、銀行が融資を拒否した中小企業に対して、融資型クラウドファンディングなど代替的な資金調達の紹介を義務付ける方向性も打ち出されている³。

他方、ロンドン証券取引所の AIM における新規上場件数は 2005 年の 519 社をピークに減少傾向にあり、2013 年には 99 社に留まった⁴。また、自己資本規制等の新たな金融規制の影響により、銀行の中小企業に対する与信の停滞が懸念されるなど、更なる新興・成長企業に対する支援策の必要性が高まっている。

そうした中、ロンドン証券取引所は 2014 年 4 月、新興・成長企業育成プログラムとして「高成長企業向け ELITE プログラム（ELITE Programme for High Growth Companies、以下 ELITE プログラム）」の第一陣となる 19 社を公表した。以下では、ELITE プログラムの概要を紹介した上で、我が国への示唆について考察する。

II. ELITE プログラムの概要

1. 目的・協力機関

ロンドン証券取引所は、中小企業が経済成長にとって不可欠という認識は世間一般に共有されているものの、中小企業が創業から成長段階に移行するために必要な支援、リソース、資本へアクセスする機会が限られているという課題を指摘する。その課題克服を支援するために、新興・成長企業の CEO もしくは主要意思決定者に対して、英国の最も優れた新興・成長企業、業界エキスパート、アドバイザー、投資家のコミュニティとの体系的な接点を提供することを狙ったものだと説明する。他方、ロンドン証券取引所としては、将来の上場予備軍の育成を通じた市場参加者への成長性の高い投資案件の提供が見込まれる。

¹ AIM に係る税制優遇及び ISA を通じた AIM 株式投資の解禁については、神山哲也・田中健太郎「英国 ISA における新興・成長企業投資の解禁」『野村資本市場クォーターリー』2013 年秋号参照。

² クラウドファンディングとは、多数の個別・小規模事業についてウェブ・ポータルを通じて個人から少額資金を調達するものを指す。金銭的リターンを伴わないもの、金銭的リターンを伴う投資型・融資型があり、融資型は英国ではピア・ツー・ピア・レンディング、我が国ではソーシャル・レンディングとも呼ばれる。詳細については、神山哲也「米国におけるクラウド・ファンディングの現状と課題」『野村資本市場クォーターリー』2013 年春号参照。

³ こうした動きを先取りするべく、サンタンデール銀行は 2014 年 6 月、融資型クラウドファンディング運営会社のファンディング・サークルと提携することを公表している。

⁴ AIM は上場市場ではないため、取引される企業は厳密には非上場企業であるが、本文では便宜上、上場とした。

また、ロンドン証券取引所は、自らの社会的責任の一環としても ELITE プログラムを位置付けている。

ELITE プログラムは、ロンドン証券取引所とインペリアル・カレッジのビジネス・スクールが共同で実施しているが、それ以外にも、様々な主体が関与している。サポーターとして、英国保険協会 (ABI)、英国ベンチャー・キャピタル協会 (BVCA)、英国産業連盟 (CBI) といった業界団体が協賛しているほか、アドバイザーを務めるパートナーとして金融機関 (シティグループ、ジェフリーズ等)、監査法人 (KPMG やデロイト等)、法律事務所 (シモンズ&シモンズ等) が参画している。投資家としては、アマデウス・キャピタル・パートナーズやインデックス・ベンチャーズ、カーライル・グループといったプライベート・エクイティ・ファームが参画している。また、メディアでは、ザ・タイムズ紙と専属契約を結んでいる。

2. 対象企業

ELITE プログラムでは、参加を申請する新興・成長企業の中から審査を経て、対象企業が選定される。審査の基準・プロセスは公表されていないが、申請の条件として定められているのは、①既に収益をあげている企業であること、②成長見通しを説明できること、の2点である。

第一陣で選定された 19 社は図表の通りである。19 社の合計で、従業員数は 2,750 人、収益は 6 億ポンドとなっている。第一陣の公表セレモニーには、技能・企業担当大臣のマシュー・ハンコック氏やロンドン市長のボリス・ジョンソン氏も出席した。ロンドン証券取引所の説明によると、セクターは分散しているとのことであるが、狭義 IT 企業以外でも、オンライン販売に特化する企業なども多く、総じて IT に分布が偏っている。他方、地域的には、ロンドン証券取引所がプログラム公表時に強調していたように、ロンドン以外からの選定も多く、地域活性化も企図されていることが見て取れる。

なお、ELITE プログラムの対象企業は、今回の 19 社が第一陣であり、今後は毎年 2~3 回、第二陣・第三陣と追加されていく予定となっている。

3. プログラムの内容

ELITE プログラムでは、対象企業の CEO もしくは主要意思決定者に対して、Get Ready、Get Fit、Get Value の三段階からなるプログラムが 2 年間に渡って提供される。準備段階の Get Ready は、インペリアル・カレッジのビジネス・スクール及び ELITE プログラムのアドバイザーが提供する対象企業合同のトレーニング・プログラムであり、①成長戦略、②人材・戦略の管理、③リソースの獲得、④成長に向けたガバナンス、⑤パフォーマンスと成長、の 5 つのモジュールからなる。7 か月に渡って 1 モジュールにつき 2 日間のディスカッション形式の講義が行われ、ロンドン証券取引所のメイン市場及び AIM 上場企業の経営者なども呼ばれる。なお、本稿執筆時点では、③リソースの獲得のモジュールが終了し

図表 ロンドン証券取引所 ELITE プログラムの対象企業（第一陣）

社名	所在地	セクター	事業
Amplience	London	Technology	小売業者向けのソフトウェア・プラットフォーム
Brief Your Market	Derby	Media	マルチチャンネルEマーケティングのプラットフォーム
CommAgility	Loughborough	Industrial	ワイヤレス・アプリ用の電波処理部品製造
Company Shop Ltd	Barnsley	Retail	食料品の在庫管理ソリューション
Euprotec	Manchester	Healthcare	薬品開発向けバイオ・サービス
Graze	Richmond	Food & Beverage	オンライン食料品・健康スナック販売
Intrinsic	Haydock	Technology	ITサービス、クラウド・ソリューション
Kitwave One Limited (子会社含む)	North Shields	Retail	菓子類の卸売
MedicAnimal.com	London	Technology	獣医療機器・ペット用品
Money Dashboard、 One Place Capital Limited	Edinburgh	Technology	個人向けファイナンス・ソフトウェア
Naked Wines	Norwich	Retail	オンラインのワイン販売
Postcode Anywhere (Europe) Limited	Worcester	Technology	住所・郵便番号のソフトウェア・プロバイダ
Secret Sales Ltd	London	Retail	オンラインのアパレル
TestPlant Ltd	London	Technology	ソフトウェアの試験アプリ開発
Taragenyx	Glasgow	Healthcare	再生医薬品デベロッパ
Unruly Media	London	Media	オンライン・ビデオ・マーケティング
Van Elle	Nottingham	Industrial	土地整備コントラクター

(注) 19社は上記の子会社も含む。

(出所) ロンドン証券取引所より野村資本市場研究所作成

たところである。

第二段階の **Get Fit** では、**Get Ready** で獲得した知見を実践に移す。対象企業とアドバイザーとの1対1のワークショップ等が行われ、対象企業はアドバイザーのサポートを受けつつ、自社の状況に応じた戦略や体制等を構築する。

第三段階の **Get Value** では、個々の対象企業の状況に応じたステークホルダーとのネットワークの機会が提供される。具体的には、①ベンチャー・キャピタル、プライベート・エクイティ、機関投資家、②ロンドン証券取引所のメイン市場及びAIMの大企業及び新規上場企業、③アドバイザーや投資家との非公開のディスカッションのためのコミュニティ・ウェブサイト、④ラウンド・テーブル、アドバイザー面談、ネットワーク・イベント、が提供される。

4. 対象企業の知名度向上策

ロンドン証券取引所は、ELITEプログラム対象企業のアピールも積極的に行うとしている。ロンドン証券取引所のウェブサイトでは、ELITEプログラム専用のページが設けられ、対象企業について、①各社を紹介するページ、②各社に関連するニュースを紹介するページ、を設けている。各社を紹介するページには、セクター、英国内地域、海外拠点でソー

トする機能もついている⁵。また、ナショナル・メディア・パートナーとして専属契約を結んでいるザ・タイムズ紙は、今後、各社を紙面で紹介することとなっている。

例えば、ロンドン証券取引所のウェブサイトでは、以下3社の ELITE プログラム対象企業に関する記事を紹介している。

➤ MedicAnimal.com⁶

共同創業者のアンドリュー・ブッチャー氏及びイワン・レツィニャック氏による新興 IT 企業の育成策に関する政策提言を紹介。①新興・成長企業、投資家、伝統的産業が相互理解を深め、ともに成長を追求する社会システムの創出、②政府による新興・成長企業への理解の深化、③外国人採用手続きの簡易化、を提言。

➤ Money Dashboard⁷

創業者ガヴィン・リトルジョン氏へのインタビュー。オーストラリアの鉱山での大型機器操縦などを経て起業家になった経緯や、金融口座のアグリゲーション・サービスの紹介。ELITE プログラムについては、投資家コミュニティやコーポレート・アドバイザーとのネットワークを期待しているとし、2年間のプログラムを経て IPO を目指すという。

➤ Graze⁸

32歳のCEO、アンソニー・フレッチャー氏の紹介。オックスフォード大学で化学の学位取得、プリンストン大学で研究職に従事後、英国の新興飲料メーカー Innocent Drinks の CEO を経て 2009 年に Graze に 3 人目の社員として就職した。2012 年に同社 CEO に就任し、カーライル・グループの出資を得た。Innocent Drinks、Graze の何れにおいてもアポなし訪問で職を求めたという。ELITE プログラムについては、既に 6 日間の座学をこなし、視界が開け非常に役立ったとしている。

5. 先例となったイタリア取引所の ELITE プログラム

ロンドン証券取引所の ELITE プログラムは、2007 年 10 月にロンドン証券取引所に買収されたイタリア取引所が 2012 年 4 月に開始した ELITE プログラムを参考にしたものである。イタリア取引所の ELITE プログラムも、ボッコーニ大学をはじめ、複数の研究機関や新興・成長企業関連団体との共同で実施されており、また、80 のアドバイザー、34 の投資家が協力している。

2014 年 4 月時点では、131 の新興・成長企業がプログラムに参加している⁹。企業当たり

⁵ 例えば、日本に拠点を構えている対象企業としては CommAgility がある。

⁶ “How can fast-growing tech start-ups be better supported?” *London loves Business*, June 9, 2014

⁷ “Entrepreneur Profile: Gavin Littlejohn” *entrepreneurcountry*, May 28, 2014

⁸ “Anthony Fletcher: An innocent data nut cracks how to post out lots of snacks” *Financial Times*, May 8, 2014, “Culture of debt is the enemy holding back UK’s entrepreneurial potential” *The Times*, August 18, 2014

の収益規模は、数百万ユーロから9億ユーロまで様々である。イタリアのELITEプログラムを通して、既に4件のM&A案件及び4件のプライベート・エクイティ投資案件、3件の社債発行案件が成就している。更に、IPOを検討している企業も出てきているなど、一定の成果を見せている。

Ⅲ. 我が国への示唆

上記で見てきたように、ロンドン証券取引所のELITEプログラムは、取引所が将来の上場企業候補の育成を通じて、地域活性化も考慮しつつ、市場参加者に新たな付加価値を提供すると同時に、自らの企業体としての収益性向上を図る取り組みと言えるものである。

新興・成長企業の重要性は、我が国においても変わらない。中小企業庁の中小企業白書（2014年版）によると、企業数ベースで中小企業の占める割合は99.7%、従業員数で69.7%を占めており、我が国経済活動において極めて重要な存在となっている。また、中小企業は1960年代から2007年にかけて我が国経済における付加価値額の5割強を産出するなど、イノベーションの実現による経済成長への貢献においても中心的な存在となっている¹⁰。しかし、少子高齢化に伴う国内市場の先細りや地域経済の疲弊といった課題に直面しており、その経営環境は引き続き厳しいものになることが予想されている。

その中で、我が国においても、新興・成長企業を支援するための様々な施策が講じられている。例えば、2013年3月の法改正により、時限的組織であった企業再生支援機構を地域活性化支援機構に改組すると同時に、その支援期間も3年以内から5年以内に延長された。また、足元では、新興・成長企業へのリスクマネー供給促進が政策テーマの一つとなっており、グリーンシート市場の見直しやクラウドファンディングに係る制度環境の整備が行われているところである。こうした金融面の取り組みは、資金の供給サイドからのアプローチと言えるが、資金の需要サイドからのアプローチとして、ロンドン証券取引所のELITEプログラムのようなものも検討に値しよう。

もっとも、ELITEプログラムを可能たらしめたのは、英国特有の制度環境もある。即ち、英国の場合、FCAが規制上の上場審査機構（Listing Authority）として実質的な上場審査を担うのに対し、我が国を含む多くの諸国では、取引所自身が上場審査を担う。そのため、取引所として特定の上場予備軍に対して支援を提供すると、利益相反の問題が生じる可能性もある。他方、将来の経済成長のけん引役となり得る企業を育成することこそ、取引所の使命との考え方もあろう。我が国においても、上記の利益相反などの課題に留意しつつ、新興・成長企業の育成に向けたエコ・システムの創出が期待される。

⁹ 2014年7月のロンドン証券取引所年次株主総会では、参加企業数は150社と報告されている。

¹⁰ 中小企業白書（2009年版）より。