

動き出すTOKYO AIM

東京証券取引所とロンドン証券取引所が共同で開設するプロ向け新市場TOKYO AIMが始動する。法定開示制度の適用除外となることで、外国企業や国内新興企業の誘致をめざすが、金融危機という逆風の下、その前途は容易でない。

改正金商法に基づく「プロ向け市場」

東京証券取引所（東証）とロンドン証券取引所（LSE）が共同で開設する株式市場TOKYO AIMが5月末に取引所免許を受けた。新市場は、従来の市場とは異なり、「特定投資家」だけを参加者とする「プロ向け市場」である。

こうした市場の開設は、2008年6月に成立した金融商品取引法の改正で可能となった。ちなみに特定投資家とは、2006年の法改正で設けられた概念で、投資に関する知識や経験があり詳細な投資家保護規定による保護を受けずに自らの責任で投資判断を行えると考えられる投資家を類型化したものである。

具体的には、以前から「プロ」とされてきた適格機関投資家（金融機関等）のほか、国や地方公共団体などが該当するが、実務上とりわけ重要なのは、上場会社、外国法人などが特定投資家に含まれることである。また、特定投資家以外の法人や投資資産3億円以上等の要件を満たす個人も、自ら申し出ることによって特定投資家としての取扱いを受けることができる。

従って、TOKYO AIMは、一般の個人投資家などが参加できないとはいえ、かなり幅広い投資家層を取り込む市場となり得る。

「プロ向け市場」の上場銘柄に関しては、一般の上場株式とは異なり、有価証券報告書などの法定情報開示は行われぬ。また、発行開示についても、特定投資家等のみを相手方とする場合には、一定の要件を満たせば不要となる。TOKYO AIMでは、取引所規則によって決算情報などの開示が求められるが、英語の開

示を認め、会計基準も国際会計基準や米国基準で良いとされる。

新市場開設の狙い

このような新市場を開設する東証の狙いは、法定情報開示義務の負担を嫌って東証市場への株式上場をためらっている国内外の企業を市場に取り込むことである。

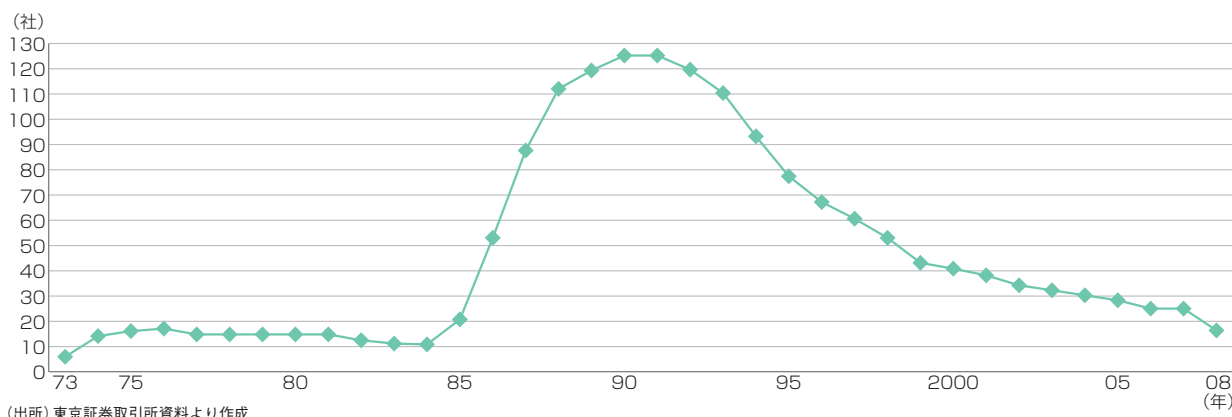
東証に上場する外国企業の数にはピーク時の1991年には127社に達した。しかし、バブル経済崩壊後は、開示書類の日本語への翻訳などのコストが大きい割に売買高が低迷し、日本人株主の増加にもつながらずして上場を廃止する企業が続出した。2008年末時点では16社にまで減少している（図表参照）。

他方、俗にJ-SOX法と呼ばれる内部統制報告書制度の導入など、近年の法定情報開示制度の強化は、国内のベンチャー企業にとっての上場コストも増加させている。このことは最近の景気後退や、不祥事などによる新興市場に対する信認の低下と相まって、新規公開件数減少の一因ともなっている。

東証は、LSEの運営するAIM(Alternative Investment Market)が、緩やかな上場基準と柔軟な情報開示ルールを武器に、英国内外から多数の企業を誘致することに成功した実績に着目し、新市場の運営にLSEのノウハウを活かそうとしている。TOKYO AIMの仕組みは、多くの点で本家AIMをお手本にしている。

例えば、TOKYO AIMに上場する会社は、AIMの指定アドバイザー（Nomad）にならって設けられるJ-Nomadを設置し、情報開示や市場ルールの遵守について指導を受けなければならない。これにより、法定開

図表 東証上場外国会社数の推移



示制度が適用されなくても、一定レベルの情報が確保されるものと期待される。

新市場の課題

もっとも、新市場が当初の目論見通りに大きな成功を収めることができるかどうかは予断を許さない。

機関投資家の国際分散投資が一般化した今日では、株式公開の場として、外国の市場を選ばなければならない必然性は小さい。確かにAIMは新興国から多数の企業を誘致することに成功したが、その背景として、ロンドンの高度に発達した国際金融センター機能の総合力があったことは見逃せない。日本語開示が不要で上場基準が緩やかというだけで、日本市場離れが続いてきた外国企業の態度を一変させることができるのだろうか。

多数の投資家の参加によって高い流動性を確保できるかどうか大きな課題である。これまで東証上場外国企業のほとんどは本国市場との重複上場であったため、機関投資家は東京市場での取引に消極的だった。また、東

証マザーズなど従来の国内のベンチャー企業向け新興市場は、短期の利ざや稼ぎを狙う個人投資家中心で機関投資家の参入がみられない。

しかも優れた上場企業の確保と流動性の向上には、鶏と卵の関係のような側面がある。証券会社が持ち込んだ案件を審査し、取引を監視するだけの受け身の姿勢ではなく、取引所自らが優れた企業の誘致や流動性の向上に向けた積極的な方策を講じることが、新市場の成否を分ける鍵となるだろう。

東証とLSEが新市場構想を発表したのは2007年10月のことであった。その後表面化した金融危機で、市場環境が激変したのも逆風となる。それだけに、TOKYO AIMの成功に向けた関係者の奮闘に期待したい。

Writer's Profile



大崎 貞和 Sadakazu Osaki

研究開発センター
 主席研究員
 専門は証券市場論
 focus@nri.co.jp