

TOKYO AIMについて

株式会社TOKYO AIM取引所(以下、TOKYO AIMといいます。)は、東京証券取引所グループ及びロンドン証券取引所が、それぞれ51%、49%の出資をして設立され、2009年6月1日から取引所業務が開始されています。

TOKYO AIMは、日本及びアジアをはじめとする成長力のある企業に対して新たな資金調達の機会を提供するとともに、国内外の幅広いセクターから魅力的な企業を誘致することにより日本の金融市場の活性化と国際化を図ることを目的として創設された市場です。

また、TOKYO AIMの“AIM”とは、“Alternative investment market”を意味しています。ロンドン証券取引所が1995年に設立した成長企業向け市場である「AIM(以下、TOKYO AIMと明確に区別するために、ロンドンAIMといいます。)」における制度を大幅に取り入れた市場運営がなされています。

既存の市場においては、時価総額、利益金額といった形式基準こそ異なるものの、新興市場の代表格であるジャスダックやマザーズといった市場においては、東証1部・2部上場会社と同様の開示情報や内部統制報告制度の適用が行われています。他の既存市場で要求されている規制を緩和し、かつ、柔軟に市場運営をすることで潜在的な成長性有するアーリーステージの会社に資金調達の機会を提供し、ひいては日本の資本市場の活性化を実現する起爆剤的な位置づけとしてTOKYO AIMは誕生しました。また、TOKYO AIMは、国内企業のみならず外国企業が上場しやすいプリンスプルベースの制度設計を図ることにより、多くの外国企業が上場する国際的なグローバルマーケットを目指しています。成長著しい中国をはじめとするアジア地域の企業を国内に呼び込むことにより、更なる日本の資本市場の活性化が図られることが多いに期待されるところです。

しかし残念ながら、2009年6月1日から業務を開始し一年が経過するTOKYO AIMですが、現在のところ未だ上場企業が出ていません。

本稿においては、TOKYO AIMの特徴等を通して制度内容の説明を行い、今後の課題と展望について考察していきます。

なお、本文中、意見にわたる部分は私見であることをあらかじめお断りしておきます。

1. TOKYO AIMの特徴

TOKYO AIMは、以下の点について、既存の市場とは異なる大きな特徴を持っています。

- ① J-Nomad(指定アドバイザー)制度
- ② 柔軟な上場基準
- ③ 特定投資家等の限定市場

(1) J-Nomad(指定アドバイザー)制度

指定アドバイザー制度は、ロンドンAIMにおけるNomad制度を日本型として取り入れた制度であり、“Nomad”とは、“Nominated Advisor”の略で「指定アドバイザー」を意味します。

TOKYO AIMに上場を申請しようとする会社は、J-Nomadとの間で「株式会社TOKYO AIM取引所 指定アドバイザー規程」(以下、指定アドバイザー規程といいます。)に規定する契約、いわゆるJ-Nomad契約を締結しなければなりません。

また、上場後においても当該J-Nomad契約の締結維持を基本とし、常に1社の担当J-Nomadの維持が義務付けられています。仮に、上場会社が担当J-Nomadとの契約関係を失った場合は、直ちに上場会社が発行する上場株券等は整理銘柄に指定され、指定後8営業日目午後3時までに新たなJ-Nomadとの契約を締結しない限り、整理銘柄に指定された日から起算して11営業日目に上場廃止となります。

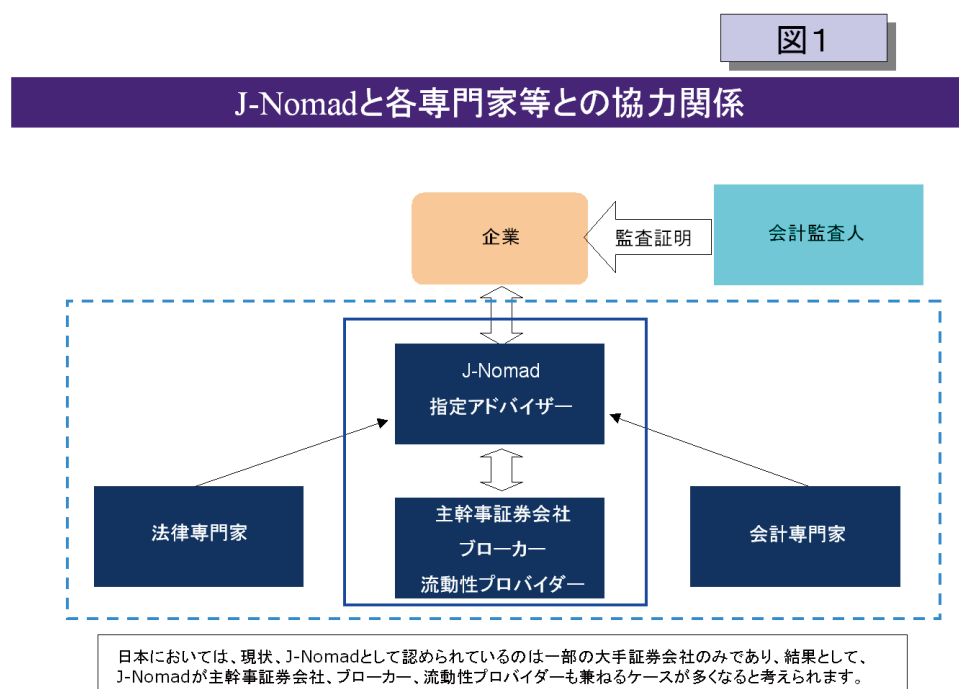
既存市場においては、新規上場時の審査は実施されるものの、上場後の審査は実施されることはなく、上場後の継続的な上場適格性維持に関する信頼性は十分とは言えない側面がありました。

上場会社の上場適格性を確保するべく、必要な助言・指導を行い、ひいては信頼された市場を確立するために導入されたのがこのJ-Nomad制度といえます。後述の「② J-Nomadの役割」にも記載のとおり、J-Nomadは上場時における上場適格性の調査及び確認を行うとともに、上場後においても継続して、上場会社の上場適格性を調査及び確認する義務を負っています。

上場後の助言・指導義務に関していえば、アーリーステージにある会社がその後の成長・拡大過程において、J-Nomadからの助言・指導を継続的に受けながら、その成長ステージに応じた一定の管理体制を維持させる制度設計が図られているといえます。

① TOKYO AIMにおけるJ-Nomadの位置づけ

J-Nomadを含む、TOKYO AIMにおける主な関係当事者は下表のようになっています。



② J-Nomadの役割

(ア) 上場申請時

- ・ 上場適格性に関する調査及び確認

J-Nomadは、新規上場申請者が「株式会社TOKYO AIM取引所 有価証券上場規程（以下、有価証券上場規程といいます。）」に規定する上場適格性要件及び義務を満たしているかについて、調査及び確認を行います。

したがって、TOKYO AIMにおける上場審査は取引所が直接的に行うのではなく、J-Nomadによる調査及び確認というかたちで、J-Nomadが主体的に行うこととなっています。

- ・ 新規上場申請者への助言及び新規上場に関する事務の実施

J-Nomadは、担当する新規上場申請者に対し、有価証券上場規程に規定する新規上場申請者の義務の履行について助言を行うとともに、上場申請書類の作成・提出等をはじめとする上場事務手続きを新規上場申請会社とともに進めて行きます。

つまり、J-Nomadは、図1に示す会計専門家や法律専門家といったスペシャリストを利用しながら上場までのプロジェクト管理を含め、新規上場申請者に対し上場準備段階から上場するにいたるすべての事項について、全般的なサポートを実施します。

(イ) 上場後

- ・ 上場適格性の維持に関する調査及び確認

J-Nomadは、担当上場会社が上場後においても、上場適格性要件を維持しているか、また、上場会社としての義務を適切に履行しているかについて調査及び確認を行います。

- ・ 上場会社への助言・指導及び上場後の義務に関する事務の実施

J-Nomadは、上場後においても、会社情報の開示をはじめとする上場会社の義務の履行につき助言・指導を行うとともに、当該上場会社の義務履行に関する事務を上場会社とともに進めて行きます。

なお、担当上場会社がJ-Nomadの助言・指導に従わない場合には、J-Nomadは直ちに取引所に報告しなければならず、また、指定アドバイザリー契約の解約についても検討しなければならないとされています。TOKYO AIM上場会社にとって、J-Nomad契約の解除は、上場廃止に直結する重大な事項であり、この点に関して、J-Nomadは、いわゆる「伝家の宝刀」を持っているとも言えます。

- ・ 流動性プロバイダー（「2. (1) 流動性プロバイダー」参照）の確保

J-Nomadは、自ら流通性プロバイダーとなるか、もしくは、ならない場合（取引所における取引参加者でないため、なることができない場合含む。）には担当上場会社が流動性プロバイダーを確保できるように合理的な行動をとる必要があります。

- ・ アナリストレポートの発行促進

J-Nomadは、アナリストレポート（担当上場会社に関する財務分析等を主な内容とする投資家向け配布書類）が広く発行されるように合理的な行動を行う必要があります。

(2) 柔軟な上場基準

既存市場（特に新興市場）においては、上場基準をクリアするための時間的、経済的コストは、ことにアーリーステージにある成長企業にとっては非常に重荷となっており、企業成長を阻害する懸念についても指摘されてきました。

このような既存市場での課題を克服するために、TOKYO AIMにおいては、いわゆる形式（数値）基準を撤廃するとともに、柔軟な基準を設け、成長性ある企業が過度な負担を回避できるような制度設計がなされています。

	既存市場	TOKYO AIM
開示言語	日本語	日本語または英語
会計基準	日本基準 (本国等で財務書類が開示 されていない場合)	・日本基準 ・国際会計基準 ・米国基準 ・その他 (J-Nomadと監査法人が、合意の上で適切 に判断し、取引所が認めた基準)
上場基準	株主数、時価総額、売上高、 利益等の数値基準あり	数値基準はなし J-Nomad が上場適格性を評価(ロンドン AIMに類似する仕組み)
上場申請から 上場承認までの期間	2ヶ月～4ヶ月	原則10営業日
監査証明	最近2年間	最近1年間
内部統制報告書	必須	任意
四半期開示	必須	任意
投資家	制限無し	プロ投資家

(出所：TOKYO AIMパンフレットより)

開示言語として英語が認められている点や会計基準もこれまでの日本基準に加えてJ-Nomad と監査法人が合意の上で適切に判断し取引所が認めた基準であればよいことが盛り込まれており、TOKYO AIMに上場する間口を外国企業にも広く開放していることが伺われます。

また、形式（数値）基準が撤廃され、内部統制報告書や四半期開示が任意である点に関しては、アーリーステージにある成長企業への配慮が伺われます。

(3) 特定投資家等の限定市場

特定投資家等とは、いわゆる“プロ投資家”をいい、具体的には、以下のように定義付けられています。

① 特定投資家

- ・ 適格機関投資家(金融機関など)、上場会社、資本金5億円以上の株式会社
- ・ 国・日本銀行、地方公共団体

② みなし特定投資家

- ・ 上記以外の株式会社
- ・ 3億円以上の金融資産及び純資産を持ち、金融商品について1年以上の経験を有する個人

③ 非居住者

- ・ 国内に住所を有しない個人または現在まで引続き1年以上住所を有しない個人をいい、特定投資家等の「等」に該当します。

上記「(2) 柔軟な上場基準」に記載のとおり、その柔軟性の故、企業評価や投資判断が難しい側面を有することが想定されます。

TOKYO AIMは、特定投資家等のみが参加し得る市場であり、いわゆる一般の投資家は参加できないマーケットです。厳密には、TOKYO AIM上場有価証券を既に保有している一般の投資家が直接売り注文を出すことは可能である一方、直接の買い注文は入れられない制度となっています。つまり、適切にリスク判断できると考えられる投資家のみに買い注文が許されているといえます。

一般の投資家がTOKYO AIM上場有価証券への投資を行うには、投資信託などを通じ、間接的に行うことになると考えられます。

2. TOKYO AIM特有のその他の関係当事者(図1参照)

(1) 流動性プロバイダー

流動性プロバイダーとは、担当する TOKYO AIM上場会社に係る銘柄の売り及び買いの値段等の目安を公表し、円滑な流通の確保を図るために制度上設けられた関係当事者です。流動性プロバイダーは、上場会社からの指定を受けて、TOKYO AIMにおける取引参加者(証券会社)になることが原則になっています。

TOKYO AIMの投資家は、特定投資家等といわれる「プロ投資家」に限定されているため、株式等の有価証券を売買するプレーヤーの数が、他の市場と比べて非常に少ないのが現状です。

このようなプレーヤーが少ない市場では売り注文と買い注文とのマッチングが既存市場よりも難しい点もあることから、TOKYO AIM上場会社は、特定の取引参加者を流動性プロバイダーに指定し、売り及び買いの値段等の目安を公表させることによって、円滑な流通の確保を図るようになっています。

流動性プロバイダーの具体的な役割は以下のとおりです。

- ① 担当上場会社に係る銘柄の売呼値及び買呼値(注)を行うように努める必要があります。
- ② 円滑な取引成立の観点から、値段等の取引条件を勘案して当該取引参加者が適当と判断する範囲内で、既に行われている当該銘柄の呼値に対当する呼値を行うように努める必要があります。

(注) 売呼値及び買呼値

呼値とは、取引所参加者が取引所の市場において売買を行おうとする際に、その売買注文の内容、例えば、売りか買いかの別、値段等を表示することをいいます(東京証券取引所HPより)。このときの「売り」の値段等の表示をすることを「売呼値」、「買い」の値段等の表示をすることを「買呼値」といいます。

(2) 法律専門家

J-Nomadが新規上場申請会社の主として法的側面における上場適格性を調査及び確認する一環として、法務デューデリジェンスが実施されます。当該法務デューデリジェンスは、スペシャリストである法律専門家によって実施されるのが一般的です。

主に以下の事項について調査及び確認が実施されます。

- ① コンプライアンスの遵守状況
- ② 将来に改善すべき法的事項の有無及び内容
- ③ 新規上場申請会社のビジネスを規制する法令等の改正により、当該ビジネスに大きな影響を受ける可能性

なお、③について、投資家の判断に重要な影響を及ぼす可能性のあるものについては、上場申請書類である「特定証券情報」の「事業等のリスク」に記載されることになります。

(3) 会計専門家

J-Nomadが新規上場申請会社の主として財務的な側面における上場適格性を調査及び確認する一環として、財務デューデリジェンスが実施されます。当該財務デューデリジェンスは、スペシャリストである会計専門家によって実施されるのが一般的です。

なお、J-Nomadによる会計専門家の利用度合いにもよりますが、当該財務デューデリジェンスにおいては、通常の財務デューデリジェンスに加え、ビジネスデューデリジェンス的な側面が強いものになるかと思われます。

主に以下の事項について調査及び確認が実施されます。

- ① 財務開示情報の適正性
- ② 将来事業計画の妥当性
- ③ 資金計画の妥当性
- ④ 開示体制の整備状況の十分性

3. 上場審査

新規上場審査は、実質的にJ-Nomadにより行われます。TOKYO AIMにおいては、審査基準に係る詳細ルールはなく、いわゆる、プリンシプルベースの考えに基づき、各J-Nomadの判断基準を通じ上場適格性の適否がなされます。

なお、新規上場申請時における上場適格性要件は以下のように定められています。

(1) 投資者及び市場に対し公正誠実に行動し、かつ当取引所の市場の評価を害さず、よって当取引所に上場するに相応しい会社であること
(2) 事業を公正かつ忠実に遂行していること
(3) 適切な取締役及び取締役会を有し、適切かつ効果的なコーポレート・ガバナンス、財務報告、監査報告及び内部管理の体制（有価証券上場規程を遵守することを含む）が整備され、機能していること
(4) 有価証券上場規程に基づく開示義務を履行できる体制を整備していること
(5) 反社会的勢力との関係を有しないこと

（出所：有価証券上場規程より。一部字句修正。）

上記要件に加え、審査主体であるJ-Nomadは、以下の点にも重点をおいていると考えられます。

① 事業の成長性

TOKYO AIMは、例えば、成長資金を必要とするアーリーステージの会社に対し、資金調達の間を提供しようとする市場です。特定投資家等の、いわゆるプロ投資家から見て魅力的である会社であることが求められ、「事業の成長性」を有することが資金調達、ひいては上場推進において重要なポイントとされるものと考えられます。

J-Nomadにとっても、投資家から高い評価を受ける成長性豊かな企業を担当することが、J-Nomadの評価にもつながることになります。

② 企業の存続性

TOKYO AIMでは、ロンドンAIMでの市場プラクティスに倣い、上場申請書類である「特定証券情報」の「財政状態、経営成績及びキャッシュ・フロー状況の分析」において、「上場予定日から12ヶ月間の運転資本が十分にあることを確認した旨を記載すること」とし、運転資本の十分性について新規上場申請会社に宣誓することを求めています。

なお、規則上は「12ヶ月間の運転資本」となっていますが、ロンドンAIMにおいては実質的に18ヶ月間程度の運転資本の十分性について確認しているようです。日本においても同期間程度の確認がされることと考えられます。

4. TOKYO AIMにおける今後の課題と展望

TOKYO AIMが業務開始以来、1年が経過する現在において、未だ上場案件がありませんが、その理由・背景に触れつつ、今後の課題と展望について考察していきます。

最も大きな要素として考えられるのは、J-NomadがTOKYO AIMへの上場推進に対し、非常に慎重になっている、もしくは、非常に慎重にならざるを得ない状況にあることではないかと思われます。

その背景として、以下の状況が指摘できると考えます。

① 投資家の意識

まず、市場参加者サイドからの視点として、日本においては積極的にリスクを担う投資家が少ないという実態があると考えられます。換言すれば、上場に際しての企業の調達資金としてのリスクマネーが、供給されづらい環境にあるのではないかとということです。

このような状況下においては、J-Nomad、主幹事証券会社、ブローカーのいずれの立場においても、TOKYO AIMが想定する企業群を上場させるというインセンティブが働き難いという現状があると推察されます。

日本における投資家意識をリスク志向型に変えることは容易ではないと思われますが、例えば、海外からのリスクマネーを呼び込む視点に立ち、リスク志向型の海外投資家を積極的に誘致してゆくことは短期的には有効な方法であると考えます。

② J-Nomadの責任

TOKYO AIMの制度においては、新規上場申請会社に係る全面的な調査及び確認は、直接的にはJ-Nomadを介して実施されることから、J-Nomadは当該調査及び確認に係るすべての責任を担わなければならないとの意識が、J-Nomadを消極姿勢に追い込んでいる側面も否めません。

ロンドンAIMでは、Nomad業務については、1995年の設立以降の運用の中で、洗練され、またチェックリスト等の可視化された業務ツールが定着するなど、業務自体の標準化が進んでおり、こうした業務標準化への信頼性が、規制当局からの調査においても、例えばチェックリストに従って適切に業務を行っている限り、不当な責任追及もなされないという安心感にも繋がり、AIMの社会的信頼性の基盤にもなっているようです。

したがって、今後、TOKYO AIMにおいても、J-Nomad業務が内容・水準等において定着し、標準化されてゆくに連れ、現在のような状況も変化するものと期待されますが、そのためには上場案件の積み上げによる実務慣行の定着も必要とされることから、今後の課題といえましょう。

③ J-Nomadのレピュテーションリスク

上記にて、J-Nomadの責任について述べましたが、それ以上にJ-Nomadが懸念するのが、いわゆるレピュテーションリスクだと考えられます。

現状、証券会社6社がJ-Nomadとして選任されていますが、長年の実績を有する知名度の高い証券会社であるほど、不祥事等が発生した際のレピュテーションリスクは非常に大きなものになり得るとの懸念をすることが推測されます。J-Nomadにおいては、このようなレピュテーションリスクを意識すればするほど、誰から見ても安心な会社でなければJ-Nomad業務を担当できないという発想に陥ってしまうのは、ある意味仕方ないことかもしれません。誰から見ても安心な会社というのは、例えば、東証の本則市場(1部、2部)に上場可能な企業規模を想定することにもなり、そのような企業であれば、当初から本則市場に上場すれば足りることにもなります。結果的に、TOKYO AIMへの上場気運には繋がり難い状況になってしまうのが現状ともいえます。

では何故、AIM本国のイギリスでは、このような発想に陥らずにNomad業務が推進されているのでしょうか。

現在のロンドンAIMにおけるNomadは60を超える数にも昇り、それらは、日本のJ-Nomad(証券会社)のように、レピュテーションリスクを気にするNomadもあれば、そこまで気にすることはせず、アグレッシブに活躍しているNomadも数多く存在します。日本と同様、社会的に著名なNomadは、レピュテーションリスクを懸念して、安心感のある会社を中心にNomad業務を担当しているようです。つまり、現在のJ-Nomad(証券会社)のレピュテーションリスクに対する意識は日本特有のものではないと言えるかもしれません。

推察するに、ロンドンのNomadと日本のJ-Nomadとの違いが出てくるのは、その多様性にあるのではないかと考えます。

上述した通り、ロンドンにおいては、アグレッシブに活躍するNomadが確かに存在し、発行体の多様性を受け入れるだけのNomadとしての多様性も兼ね備えているようです。このあたりに、ロンドンAIMが国際的な新興市場として成功を収めている理由があると考えます。

したがって、日本においても同様に、将来的には多様なJ-Nomadが存在することが望まれるところです。

④ J-Nomadと主幹事証券会社との間における分担

現在のJ-Nomadは、上述のとおり、IPOにおける主幹事実績が豊富な一部の証券会社になっています。証券会社であることに鑑み、J-Nomad業務に加えて、いわゆる引受・販売業務に係る主幹事証券業務を兼ねることが前提とされます。

本来、制度的にはJ-Nomadとしての判断と主幹事証券会社としての判断とは区分され、理論的には異なる判断もあり得るはずですが、しかしながら、上記図式からすれば、主幹事証券会社としての立場からの判断が優先される場合もあり得ることも想定され、J-Nomad独自としての判断が一貫して行われるには現実的に難しい状況にあるものと考えられます。結果としてJ-Nomadは、必要以上に慎重にならざるを得ない状況に置かれているといえるかもしれません。

したがって、将来においては、証券会社以外からのJ-Nomadが指定されることが望まれます。これにより、J-Nomadと主幹事証券会社との主体が明確に分離されることになり、J-Nomadとしての本来の判断ができるようになることと考えられます。その一方で、主幹事証券会社においても、本来の役割・立場での判断と行動が行われることとなるでしょう。

上記のそれぞれが適切に機能分離され、多数の実績を積み上げることで、J-Nomad、上場申請予定会社、法律事務所、会計事務所、ブローカー等をコアとする新しいTOKYO AIMコミュニティが形成され、TOKYO AIMが大きく発展を遂げることが期待されることでしょう。

以上

太陽ASG有限責任監査法人

公認会計士 秋田 秀樹
text : hideki akita