



2009年4月15日開催

プロ投資家向け市場「TOKYO AIM」の創設

株式会社東京証券取引所
上場部 企画統括役

伊 藤 豊

目 次

- | | |
|--------------------|-----------------------|
| 1. TOKYO AIM創設の経緯 | 5. TOKYO AIMの制度 |
| 2. 世界の動向 | 6. TOKYO AIMのステークホルダー |
| 3. 日本の資本市場の課題 | 7. おわりに |
| 4. TOKYO AIMのミッション | |

1. TOKYO AIM創設の経緯

TOKYO AIM創設の背景、経緯としては、2つの流れがある。一つはTOKYO AIMの法的基盤となる「プロ向け市場制度」の創設であり、もう一つは、ロンドン証券取引所との提携である。

(1) プロ向け市場制度の創設（金融商品取引法の改正）

「プロ向け市場制度」創設の議論は、2007年の春、経済財政諮問会議の下に置かれた「グローバル改革専門調査会 金融・資本市場ワーキンググループ」の中で最初に出てきたものであり、同ワーキンググループの第一次報告という形で同年4月に提言が出されている。同ワーキンググループには現在の弊社社長・斉藤惇も、社長に就く前のことだが、メンバーとして加わっていた。同じ時期の金融審議会でも同様の議論が行われており、「我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ」からも同年6月の提言の中に「プロ向け市場制度」に関する内容が含まれている。

これらの議論においては、一般投資家に対しては投資家保護を進める一方で、プロ投資家に参加者を限定することにより自己責任原則の中でより自由な活動を可能にするマーケットがあっても良いのではないかという考え方から、「プロ向け市場制度」という発想が出てきた。

これらの提言を受けて、2007年秋の金融審議会で詳細な制度設計についての議論が行われ、同年12月、金融審議会金融分科会第一部会報告、金融庁「金融・資本市場競争力強化プラン」の発表、2008年3月、金融商品取引法改正法案の国会提出、同年6月成立に至っている。改正法は、6カ月間の周知期間、政令、内閣府令の整備を経て同年12月12日に施行されている。

改正法で導入された「プロ向け市場制度」の概要は以下のとおりである。

本稿は平成21年4月15日に行われた日本証券アナリスト協会主催講演会の要旨を講師の了解を得て掲載するものです。
講師の伊藤豊氏は1989年大蔵省(現財務省)入省。証券局、銀行局、金融監督庁などで勤務。2003年から2年間、産業再生機構へ出向。
2007年8月より現職。TOKYO AIMプロジェクトのほかに、温暖化ガス排出量市場立上げを担当。

- a. 投資家の範囲を特定投資家及び非居住者に限定（これが「プロ」の範囲）。特定投資家の範囲は、適格機関投資家、上場会社、資本金5億円以上の株式会社に加え、上記以外の株式会社（証券会社への申出・確認が必要）、金融資産及び純資産3億円以上で取引履歴1年以上の個人（同前）が含まれる。
- b. 上記範囲に投資家を限定した場合の新たな開示制度を創設。有価証券届出書に代えて特定証券情報を、有価証券報告書に代えて発行者情報を公表。特定証券情報、発行者情報の様式等については、取引所が（すなわちTOKYO AIMが）定める。財務局への提出義務もない。
- c. プロ向け市場は、東証1部市場等と同様に上場市場と位置づけられ、インサイダー取引規制、TOB規制など市場の秩序を維持するための規制は同様に法律上適用される。

(2) ロンドン証券取引所（LSE）との提携

国際的な取引所の合従連衡の中で、東証としても、海外の取引所との連携を常に模索している。LSEとは2007年2月に、Growth marketに関する事項などいくつかの事項について共同で検討を進める旨の合意書に調印している。その後議論が展開し、上記のプロ向け市場制度を利用して、ロンドンAIMをモデルに、合併で新しい取引所を創設することで、2007年10月に合意、公表した。アジアへの橋頭堡を築きたいLSEと国際市場への新たな一歩を踏み出したい東証の意思がTOKYO AIMの創設という形で一致を見たわけである。

2. 世界の動向

次に世界の取引所の動向を概観したい。

(1) 世界の取引所市場の競合状況

図表1（後掲、以下同じ）は2006年と2007年の平均で世界の取引所の新規上場件数を国内企業、海外企業に分けて示している。いずれもLSEがトップであり、東証は国内企業の上場では9位に入っているが、海外企業となると遥かに低位置となる。

(2) 新興国企業の誘致、各事業セクターのメッカとなる市場

図表2は、過去数年注目を集めてきた新興国、セクター別に、それらを世界のどの取引所が誘致に成功してきたかを示している。NASDAQがIT企業、香港が中国本土企業、LSEが資源・金融セクターを、それぞれ集積してきたと言えるだろう。LSEには、AIMを中心に、中国、インド、旧ソ連の企業も多く上場している。

(3) ロンドンAIM

図表3は、ロンドンAIMの特徴を示している。ロンドンAIMは1995年に当時のLSEの2部市場を改組して設立された市場であり、設立当初は100社程度の企業が上場する市場であったが、現在では、上場会社数1,500社、うち英国外企業300社、総時価総額5兆円という市場に成長している。投資家層は当初は個人が中心であったが、その後機関投資家の比率が高まり、世界で名だたる機関投資家が活発に取引を行っている。統計を取るとそれでも依然として5割前後が個人投資家と分類されるが、ここでいう「個人」は日本でイメージされる「個人」とはかなり異なり、富裕層が投資一任勘定等を通じて資産運用を行っているものである。ロンドンAIMがここまで発展した要因としては、イギリス、ヨーロッパ経済の好調、資源系企業の上場と資源ブームなどが考えられるが、機関投資家層を地道に啓蒙、投資勧誘してきた取引所、証券会社等を中心とする、いわば「AIMコミュニティ」の努力も大きい。

(4) 香港、シンガポール

図表4は、香港、シンガポールの新興市場の概要である。TOKYO AIMは、国際市場として、海外、特にアジア

の企業を積極的に上場誘致していく予定であるが、その際には、同じ時間帯に属するアジアの取引所と競争していかなければならない。

香港、シンガポールに対するTOKYO AIMの強みは、資金だけでなく、非常に分厚い日本の産業、技術、消費者だと考えている。取引所への上場には、資金調達以外のメリットもある。日本でのビジネスを考えている企業にとって、東証とLSEのブランドを持ち、東京で運営されているTOKYO AIMに上場することは、ビジネス上大きなメリットになるはずである。

もちろん、日本の事業会社などが投資しているアジアの会社で、これまでは日本語や会計基準の壁に阻まれて、日本での上場が果たせなかった会社からも、TOKYO AIMに対しては既に大きな期待が寄せられている。

3. 日本の資本市場の課題

ここでは日本の資本市場の課題として3点挙げたい（**図表5**）。

(1) 一つは、資金調達側と供給側のニーズの乖離、ファンディングギャップの存在である。資金調達側の企業にとっては、世界的な信用不安の中で、エクイティの形での資金調達ニーズが高まっているが、現在の我が国の資本市場においては、なかなかこれが実現できていない。他方、投資家の側でも、投資先として将来的に高いリターンが期待できる企業を見出しにくい状況にある。

(2) 二つは、日本が海外企業の資金調達の場として存在感を全く発揮できていないという点である。東証上場の海外企業はピーク時には127社を数えたが、現在ではわずか15社となっている。

(3) 三つは、日本の新興市場と呼ばれる市場における、ボラティリティの高さである。**図表5**の右下の表を見ると、東証1部の個人投資家比率が30%弱なのに対して、マザーズ、JASDAQ、ヘラクレスの個人投資家比率はいずれも80%に迫っている。これらの個人投資家は通常極めて短期的に売買を行うこともあり、これら新興市場の価格形成は非常に変動幅が大きい。また新規上場後数カ月間に価格、売買ともピークを迎えてしまうことが多く、その後の追加資金調達が難しくなるケースも多くみられる。こうした特徴は、成長資金の調達市場として必ずしも適切とは言い難い面がある。

TOKYO AIMは、これらの課題を解決するための重要な市場となり得ると考えている。

4. TOKYO AIMのミッション

以上のような背景の中からTOKYO AIMは誕生するに至ったのであるが、そのミッションをまとめると**図表6**ようになる。

TOKYO AIMは、「アジアにおける金融市場のハブ」としての東京、日本のプレゼンスの向上に貢献することを目指している。

5. TOKYO AIMの制度

TOKYO AIMは前述の「プロ向け市場制度」に基づき、ロンドンAIMの制度を大幅に取り入れながら、全く新しい資本市場としてスタートする。**図表7**はその主な特徴を示したものである。

(1) 開示言語は、「日本語または英語」とする。これにより、TOKYO AIMは、英語のみによる上場が可能となる日本で最初、唯一の市場となる。これは海外企業の上場を格段に容易にするのみならず、海外市場への直接上場を検討されている日本企業にとっても、その選択肢を増やすという点において大きな意義を有すると考えている。

(2) 会計基準は、「日本基準、国際会計基準、米国基準、その他」とする。国際会計基準については、その導入について、現在議論が行われているところであるが、当面は国際会計基準での上場が可能な日本で唯一の市場となる。

会計基準については、監査法人をどこに頼むかという問題と表裏の関係にある。すなわち、日本語、日本会計基準を求めるということは、すなわち日本の監査法人を使ってくださいということの意味することになるが、海外企業にとって、英語や中国語を不自由なく使える日本の監査法人のスタッフを確保することは、コスト面も考えると極めてハードルが高く、余程日本への上場について固い意思をもった企業でない限りは、日本の市場は最初から上場対象市場としての選択肢に入れてもらえないという状況にこれまではあった。

もちろん、英語と国際会計基準を認めたからといって、ただちに海外企業の上場を誘致できるということではないが、TOKYO AIMにおいてようやくシンガポールや香港などと同じスタートラインに立てることになる。アジアの企業にとっては、英語と国際会計基準で上場準備を進め、マーケット環境や自らのビジネスの方向性を見極めながら、最終段階で上場市場をどこにするかを決めればよく、その選択肢の中にTOKYO AIMも入ってくるということになる。

(3) 上場基準には、既存市場に見られるような、株主数、時価総額、売上、利益等の数値基準は置かない。上場適格性については、後述する指定アドバイザー（J-Nomad）が会社の内容を評価、判断する。

これはロンドンAIMの市場運営手法に倣ったものであり、自己責任原則に立脚したプロ向け市場という枠組みに相応しい市場運営手法であると考えている。

数値基準がないことによって、さまざまなTOKYO AIMの使い方が出てくる。例えば、株主数基準がないという点を利用して、上場準備が整った段階で資金調達をせずにも上場だけしておいて、市場環境を見ながら、上場後のしかるべきタイミングで資金調達をするということも可能になるし、これまでであれば未公開、私募の世界で行ってきた資金調達をTOKYO AIMを使いながら行うことによって、資金調達のタイミング、規模についての選択の余地を高めることもできるだろう。

(4) 監査証明は、直前年度のみで可とする。例えば東証マザーズでは直前2期分求めているので、これにより、最低1年は早期に上場することが可能になる。

(5) TOKYO AIMにおいては、内部統制報告書の提出、開示は任意である。既存市場においては、2008年度から内部統制報告書の提出が義務付けられている。TOKYO AIMの上場会社においてももちろん、内部統制がしっかりしているかどうかは、上場適格性のチェックにおいて重要なポイントであるが、TOKYO AIMには、スタートアップ間もない企業や海外の企業を含めさまざまな企業が上場してくることが考えられるため、金商法で規定されている内部統制報告書の提出は任意とすることとした。上場会社がJ-Nomadと相談しながら、それぞれの方法で投資家に対して必要なアピールをすることが必要となる。

(6) 四半期開示についても任意とした。既存市場においては、2008年度から四半期開示が義務付けられているが、TOKYO AIMにおいては、上述のとおりさまざまなタイプの企業の上場が考えられることから、どのような開示を行って投資家にアピールするかは、各上場会社に任せることとし、通期と半期の開示のみを義務とすることとした。例えば、資源系の企業で、当面は利益が出ないが将来の高いリターンが魅力であるというような企業においては、投資家にとって四半期開示はあまり意味を持たないと考えられる一方、外食産業等であれば、むしろ月次の売上を開示して欲しいと投資家は考えるかも知れない。取引所が必要な開示の内容を考え、それを一律に義務化することではなく、規制は最小限にする一方で、上場会社を含めた市場利用者の創意工夫を最大限発揮してもらうというのがTOKYO AIMの考え方である。

なお、業績予想については、既存市場においては、事実上義務化しているが、TOKYO AIMにおいては、これも任意である。上記と同様の考え方である。

6. TOKYO AIMのステークホルダー

TOKYO AIMは、上述のとおり、基盤となる法制度も含めて、全く新しい証券取引の場を提供しようとしているため、関係するステークホルダーもこれまでの市場と比べて異なるものとなることが予想される。

図表8は、試みにその全体像を示したものであるが、今後の市場の発展に応じて、更に多様なプレーヤーが参入してくることもあろうし、図表の中に示した矢印や位置づけも変化を続けていくものと思われる。

(1) 投資家

TOKYO AIMに直接（取引参加者たる証券会社を通じて）買い注文を入れられる投資家は、日本の居住者であれば、特定投資家に限られる（**図表9**）。

「プロ向け市場制度」の「プロ」の範囲については、2007年10月から12月まで、金融審議会第一部会で議論が行われた。投資家の範囲としては、適格機関投資家に限定する案と特定投資家まで広げる案が挙げられたが、同年9月に金商法に導入された説明義務が緩和される層として金商法上定義されている特定投資家が、自己責任原則を強く求められる「プロ」の範囲として相応しいとの結論となった。

なお、非居住者には特に制限はない。例えば、中国の企業がTOKYO AIMに上場したようなケースでは、中国・香港の個人投資家も投資家として期待できることになる。

また、売り注文についても制限はない。何らかの理由でTOKYO AIM上場株式を保有している一般投資家がTOKYO AIMで当該株式を市場を通じて売却することは可能である。

なお、一般投資家は直接に買い注文を出すことはできないが、例えば投資信託等を通じてTOKYO AIM上場株式に投資することはもちろん可能である。TOKYO AIMの上場会社が増えてくればインデックス等を作ることも考えており、そうなると一般投資家の運用対象としてもTOKYO AIMは意味を持つてくることになる。

(2) J-Nomad（指定アドバイザー）

TOKYO AIMの大きな特徴として、J-Nomad制度が挙げられる（**図表10**）。これはロンドンAIMの市場運営手法の根幹であるNomad制度をTOKYO AIMに導入するものである。

J-Nomadとは、証券会社などコーポレート・ファイナンスに関する専門家が、TOKYO AIMから指定を受けてその役割を担うものであり、新規上場に当たっては、上場候補会社の上場適格性を指導、確認し、上場後においては、適時開示等の上場会社の義務履行をフォローする。新規上場及び上場維持のためには、J-Nomadとの契約を締結していることが必須であり、上場会社がJ-Nomadを失った場合には上場廃止となる。

従来の市場においては、取引所がかなり詳細な上場審査を行い、上場後においては適時開示の指導、上場適格性の確認、上場廃止の検討・決定を行っている。TOKYO AIMにおいては、プロ向け市場制度という枠組みの中で、取引所とJ-Nomadがこれらの役割を分担して行うというイメージである。

まず新規上場に当たっては、取引所（TOKYO AIM）は東証が例えばマザーズ市場において行うような上場審査は行わず、上場適格性の調査・確認は基本的にJ-Nomadに委ねることになる。もちろん取引所（TOKYO AIM）は最終的に上場を承認する権能と責任を有するが、実務的な流れは従来と大きく異なることになる。

上場後についても、例えば東証マザーズであれば、東証の上場部が上場会社の担当者と直接連絡を取り合っており、適時開示のタイミング、内容等について決めていくことになるが、TOKYO AIMの場合には、TOKYO AIMのスタッフが直接上場会社と連絡を取ることはない。従来の東証上場部の役割はJ-Nomadが担うのであり、仮にTOKYO AIMが上場会社の適時開示に疑問がある場合でも、それはJ-Nomadを通じて問い合わせることになる。

こうした役割の変化に関して、証券会社の一部にはやや戸惑いの声があるのも事実であるが、ロンドンAIMでは、会計士、弁護士等へのアウトソーシングを駆使しながら、責任を分担し合い、それぞれのステークホルダーが利益を上げている。日本においても、やや時間と経験を要するかも知れないが、資本市場をめぐる新たなビジネスモデルとして、TOKYO AIMのみならず、他の市場にも広がっていくことが期待される。

J-Nomadの担い手としては、基本的には証券会社を想定している。もちろんロンドンAIMでも見られるように、会計法人が参入してくることも将来的には考えられる。

(3) 企業（発行体）

TOKYO AIMが上場会社として想定している企業は多岐にわたる（図表11）。

a. 短期的な利益に捉われない中長期的なリスク資本を必要としている成長企業やベンチャー企業

TOKYO AIMは上述のとおり、利益基準や時価総額基準がなく、また内部統制報告書など、かなり成長が進んだ企業を念頭に作られたが規制の適用もないことから、これまでの市場への上場を考えにくかった段階の企業の上場市場として適していると考えられる。

また、株主数基準もないことから、これまでであれば未公開の段階で私募で行っていたような資金調達を公開市場を通じて行うことも可能である。

例えば、3年後に東証マザーズへ上場することを念頭に上場準備を始めた会社が、まずは1年後にTOKYO AIMに上場し、当面のエクイティ資金を調達すると同時にビジネスの成長に注力し、その後TOKYO AIMに上場しながら、マザーズや東証1部へのステップアップを検討・準備するということは十分に考えられる。

すなわち、TOKYO AIMは、これまでの公開と未公開の中間的な状態の市場としての利用ができるということである。レイターステージのベンチャーキャピタル投資の段階でTOKYO AIMに上場しているイメージである。これは、ベンチャーキャピタルやプライベート・エクイティにとっては、EXITの早期化、多様化を意味するだろう。EXITの可能性が広がれば、企業への投資も促進される。

もちろん、TOKYO AIMから他市場へ必ずステップアップしなければならないということではない。マイクロソフトがNASDAQにとどまったことによって、NASDAQ自体が成長したように、TOKYO AIMとその上場会社がともにレピュテーションを高めながら成長していきたいと考えている。

b. 「事業再構築型」の企業（コングロマリットの非戦略子会社など）

総合電機メーカーなどのコングロマリットの中には、事業ポートフォリオの変化によって、当該コングロマリットの戦略からは必要なくなっている子会社が存在していると考えられる。しかし、その中には企業体として十分に競争力があり、上場企業として十分に投資家にアピールできるものも多くある。

そのような会社においては、親会社のガバナンスを一旦切り離し、さまざまな成長の選択肢をJ-Nomadとともに考えながら、TOKYO AIMを使って更なる成長、そして親会社においてはキャピタルゲインを狙うことが考えられる。

TOKYO AIMは株主数基準がないため、関係者間の合意が得られ、投資家にきちんとしたエクイティ・ストーリーが説明できれば、上記のアレンジメントを既存市場と比べて数段容易に展開することができる。上場による、流動性や透明性の確保により、これまでのプライベート・アレンジメントと異なる投資家層を獲得できる可能性があるだろう。

c. プロジェクトファイナンスなどの資金調達スキーム

TOKYO AIMにおいては、プロ投資家に限定された市場という利点を活かして、これまでなかなか上場市場を使うことが考えられなかった、やや複雑なスキームの資金調達を行うことも考えられよう。

例えば、国内外のインフラ関連企業・プロジェクト及びそれに出資するファンドなどの上場が検討し得る。種類株等の活用も当然必要になろう。

そうしたプロジェクトものは、これまで私募の形態で行われてきたが、上場市場を使うことによって、価格の透明性や流動性を確保することが可能になり、機関投資家のリスクの軽減、より広範な投資家の獲得が可能になる。

TOKYO AIMの上場企業は、もちろん上記の類型に限られるわけではない。私どもとしては、従来の「上場」「IPO」という枠組みを超えた利用の仕方が無数にあると考えており、市場参加者の方々の創意工夫を大いに期待しているところである。

7. おわりに

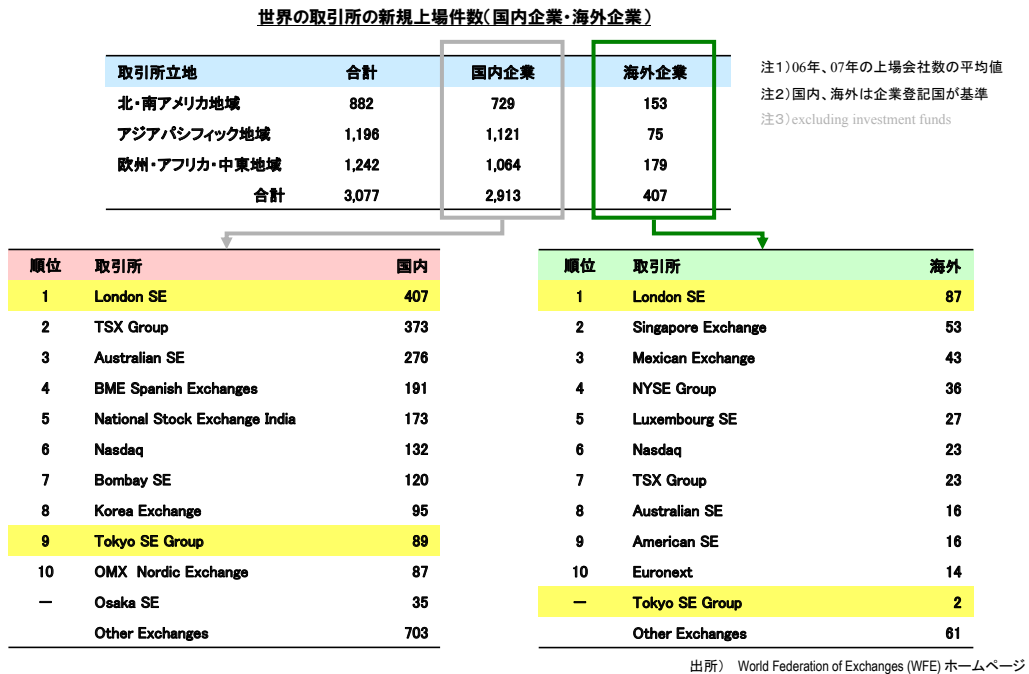
TOKYO AIMは、間もなく、取引所運営のための免許を金融庁から取得する予定である。免許を取得した直後にJ-Nomadの申請受付を開始し、ほどなくJ-Nomad第一陣の指定を行いたい。

J-Nomadについては、当初は日本の大手、準大手の数社からの申請を見込んでいるが、将来的には、より小さなブティック型J-Nomadや、外資系証券会社、ロンドンやアジアの証券会社、会計法人など、さまざまなタイプのJ-Nomadが競争し合う状態にしていきたい。

上場第一号は、論理的には、J-Nomad指定直後から申請が可能である。取引所のレピュテーションは上場銘柄次第であり、質の良い、投資家の期待に応える会社の上場を期待している。

図表1

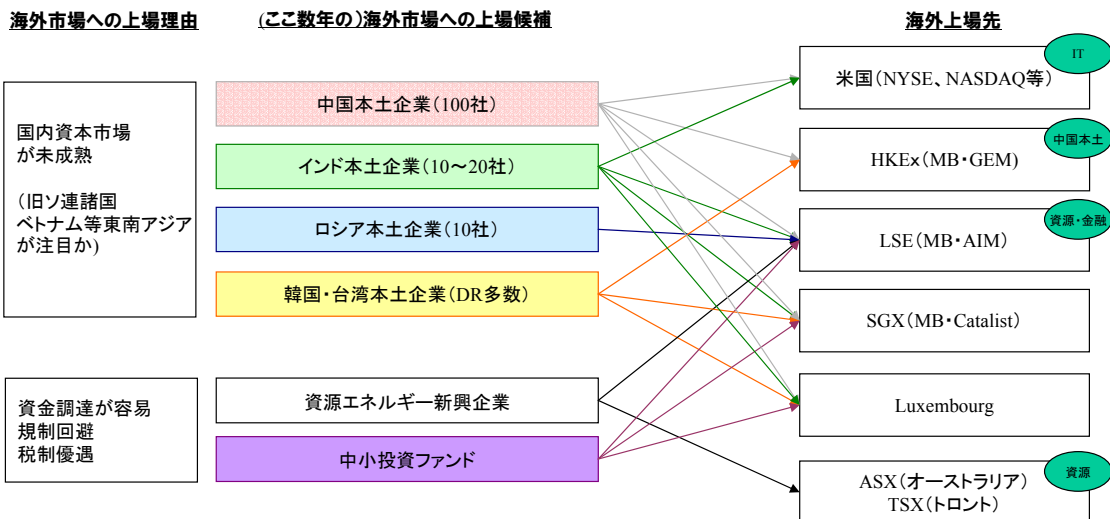
世界の動向①-A
世界の取引所市場の競合状況 ~ 激化する企業誘致合戦



図表2

世界の動向①-B
新興国企業の誘致、各事業セクターのメッカとなる市場

- ・ アジアなどの新興国企業の海外市場への上場は、引き続き需要がある。
- ・ 新興国企業は、上場先の海外市場の投資家の取り込みを期待。
- ・ LSE(ロンドン証券取引所)には、「資源エネルギーのメッカ」「投資家・ファンド集積地」であるロンドンの土地柄から、新興国企業が多く上場。



図表3

世界の動向② 英国AIM

□ 英国AIM (Alternative investment market)

- ロンドン証券取引所 (LSE) が1995年に設立した成長企業向け市場
- 上場会社数 1,550社 (英国外企業317社) ※
- 総時価総額 約377億ポンド (約4.91兆円) ※
- 投資家層は、個人中心の市場から、次第に機関投資家の比重が高まっている。
- 欧州ベースの主要機関投資家のほぼ全てが、AIMをポートフォリオに組み込んでいる。
- 特に、資源エネルギーセクター、不動産・金融セクターに属する上場企業の取引が活発。

※ 2008年12月末現在 (1.00GBP=130.32JPY)

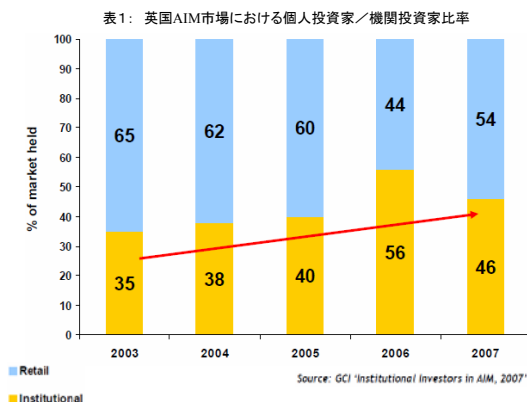


表2: 英国AIMに投資する主要機関投資家



Rank	Most Active Institutions by Value of investment	Value of Investments (£m)	Number of Investments
1	Black Rock Merrill Lynch Investment	1,658.6	153
2	Invesco	1,339.8	102
3	AXA Investment Managers	998.5	172
4	CDS & Co (Nominees)	908.2	7
5	Fidelity	887.3	155
6	Artemis	791	132
7	Lansdowne Partners	785.5	38
8	Credit Suisse Group	776.6	121
9	AVIVA	671.7	70
10	Morgan Stanley	650	49

Source: GCI 'Institutional Investors in AIM, 2007'

図表4

世界の動向③ 香港、シンガポール

□ 香港、シンガポールにおける新興市場の競合

項目	香港取引所 GEM 	シンガポール取引所 Catalist 
時価総額	45,811百万香港ドル ≒ 595,543百万円 (2009年2月現在)	3,153百万シンガポールドル ≒ 206,522百万円 (2009年2月現在)
上場会社数	174社 (2009年2月現在)	133社 (うち126社はSESDAQからの移行による) (2009年2月現在)
市場の位置づけ	<ul style="list-style-type: none"> 香港Main Boardの入口市場として、将来、Main Boardに移行を想定している企業を誘致 金融など中国本土企業がメインだったが、今後は、ロシア、カザフスタン、ベトナム等の国内資本市場が整備されていない国の大型銘柄をDRも活用して誘致する。 	<ul style="list-style-type: none"> アジア圏におけるSmall-Cap向け新興市場 SESDAQ上場の約160社 (うち外国会社37社) は自動的に移行し、08年2月4日から2年間の猶予期間でスポンサーを決める。
アドバイザー・スポンサー制度	<ul style="list-style-type: none"> 金融当局 (SFC) が、スポンサーをチェック・監督し資格承認を行う (TOKYO AIMのように取引所が資格審査を行わない) 香港証取においてはMain Boardであってもスポンサーが必要であり、新興市場独自のものではない。 	<ul style="list-style-type: none"> 基本的に英国AIMの制度と同じ。 スポンサーが不在となった場合は上場廃止。 2008年2月4日に発表された最初のスポンサー名簿には16社の名前が掲載。
上場審査	<ul style="list-style-type: none"> 窓口は取引所だが、実質的には取引所とSFCのダブルチェック体制 スポンサーは、新規上場事務に密接に関わる。取引所からの要請事項に対応し、取引所と申請企業とのミーティングには同席する。 	<ul style="list-style-type: none"> 取引所ではなく、スポンサーが適格性審査、新規上場事務をおこなう。 必要な期間は、約5~6週間 (SESDAQは12~17週間)
会計基準	会計基準はHK GAAP、IFRS、US GAAP。	会計基準はSingapore GAAP、US GAAP、IFRS。

図表5

日本の資本市場の課題

- 成長企業向け市場を含めた国内外の資本市場においては、資金調達側と供給側のニーズの乖離、**ファンディングギャップ(Funding Gap)**が存在。
 - 資金の調達側(企業)・・・ 世界的な信用不安のなか、高まる直接金融のニーズ
 - 資金の供給側(投資家)・・・ 投資を行いたくても、投資先がない、または見つけれられない
- 海外企業の資金調達の場としての地位低下も懸念されています。
- 成長企業向け市場における、短期的な売買によるボラティリティの高い価格形成も課題のひとつです。

表1: 各市場の株価指数の推移(月足)

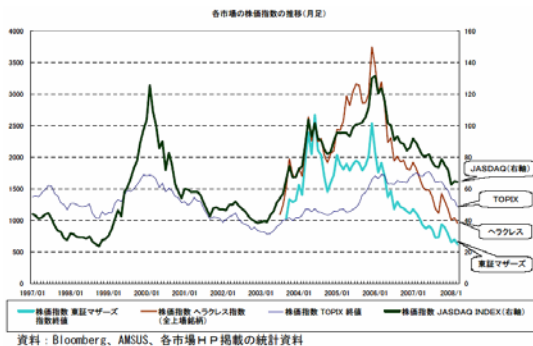


表2: 2007年 国内市場における投資部門別シェア

	東証1部	東証2部	マザーズ	JASDAQ	ヘラクレス
金融機関	7.9	3.7	1.4	3.1	1.3
投資信託	2.6	2.3	0.7	1.9	0.8
事業法人	2.1	3.4	2.2	2.2	1.7
その他法人	0.4	0.9	0.2	0.5	0.2
証券会社	0.7	4.0	4.4	0.8	4.9
個人	27.6	64.0	76.3	79.0	78.6
外国人	58.7	21.7	14.8	12.6	12.6
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

資料: 各証券取引所HPより
注: シェアは委託取引の買い代金のみで算出。

図表6

TOKYO AIMのミッション



TOKYO AIMのミッション

→アジアの金融都市: 東京

TOKYO AIM取引所は、日本の経済成長に貢献できる企業及び海外企業のリスク資本に対して、プロ投資家による、中長期的な投資が行われる市場の創設を目的とします。

東京を「アジアにおける金融市場のハブ」として、そのプレゼンス向上に貢献することを目指します。

- 日本の豊富な貯蓄など投資資本の活用を促進します。
- 国内外の企業の様々な資金調達ニーズや、投資家のリスクテイク能力に応じた商品ラインナップを提供します。
- 様々な成長フェーズの企業にとって、直接金融による円滑な資金調達が可能となり、新製品の開発、技術革新を通して、企業の成長を後押しします。
 - 「事業再構築型」の企業(コングロマリットの非戦略子会社など)
 - 短期的な利益に捉われない中長期的(patient)なリスク資本を必要としている成長企業やベンチャー企業
 - プロジェクトファイナンスなどの資金調達スキーム
 - 日本における知名度向上を狙う海外企業

※日本の個人金融資産は約1430兆円もの規模になっています。
(日本銀行、2008年10月~12月期速報値)

図表7

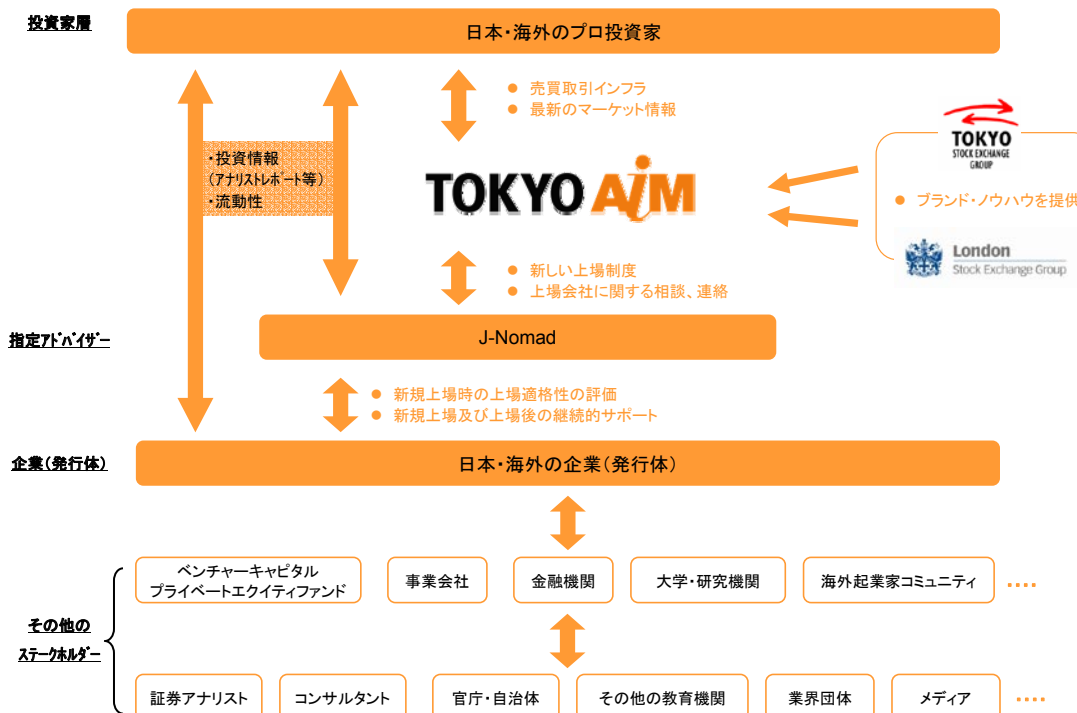
TOKYO AIMの制度

□ これまでの既存市場では実現できなかった上場制度を提供します。

	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、 指定アドバイザーや公認会計士等が認めた基準
上場基準	株主数、時価総額、売上、利益等の数値基準あり	数値基準はなし 指定アドバイザーが会社内容を評価 (英国AIM市場に類似する仕組み)
監査証明	直近2年度分以上	直前年度のみ
内部統制報告書	必須	任意
四半期開示	必要	任意
投資家	制限無し	特定投資家等

図表8

TOKYO AIMのステークホルダー



図表9

TOKYO AIMのステークホルダー① 投資家

- 「プロ投資家」のみが、TOKYO AIMに上場している企業の有価証券を直接売買することができます。

「プロ投資家」とは？

■ 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
- ✓ 政府・日本銀行
- ✓ 地方公共団体

■ 「みなし」特定投資家（証券会社に申出、確認を受けることによって「特定投資家」とみなされる投資家）

- ✓ 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もち、金融商品について1年以上の経験を有する個人

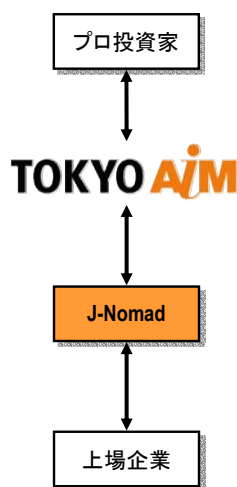
■ 非居住者

- 一般投資家（プロ投資家ではない個人投資家など）は、投資信託などを通じて、TOKYO AIMに上場している企業に対して、間接的に投資を行うことができます。

図表10

TOKYO AIMのステークホルダー② J-Nomad

- J-Nomad（指定アドバイザー）制度は、新しい上場制度を実現し、プロの投資家に対して、投資先企業が適切に管理されているという信頼感を与えることができます。
- TOKYO AIMは、資格審査のうえ、市場の共同運営者として、J-Nomadを指定します。



J-Nomadの役割

- TOKYO AIMの上場会社は、常に担当のJ-Nomadを維持することが義務付けられます。
- J-Nomadは、上場を希望する企業の新規上場の際、その上場適格性を評価、取引所に対して宣誓を行います。
- J-Nomadは、担当する上場会社に対して、新規上場後も引き続き、上場適格性を維持できるよう、継続的なサポートを行います。

J-Nomadのなり手

コーポレートファイナンスに関する事業実績があり、これらの業務に精通している人材を擁している法人（証券会社を中心にします）。

図表11

TOKYO AIMのステークホルダー③ 企業(発行体)

□ TOKYO AIMの柔軟な上場制度を最大限活用できる発行体の属性イメージの例

日本企業

- 「事業再構築型」の企業(コングロメリットの非戦略子会社など)
- 短期的な利益に捉われない中長期的(patient)なリスク資本を必要としている成長企業やベンチャー企業
- プロジェクトファイナンスなどの資金調達スキーム

環境技術・資源エネルギー

IT関連

ライフサイエンス

精密機械

食品産業

農業

...

海外企業(特にアジア)

インフラ関連企業・プロジェクト

SME及び成長企業

新興国の国営企業(SOE)

...