

プロ向け市場の現状と展望

野村総合研究所 未来創発センター 主席研究員

大崎 貞和



1. 吸収合併されるTOKYO AIM

2012年3月27日、東京証券取引所（以下「東証」という）の持株会社である東京証券取引所グループ（以下「東証グループ」という）は、同社とロンドン証券取引所（以下「LSE」という）の共同出資によって創設されたTOKYO AIM取引所を翌日付で東証グループの完全子会社とし、その後7月1日を目処に吸収合併することを明らかにした（図表1参照）。

TOKYO AIM取引所は、いわゆるプロ向け市場（詳しくは後述）の運営を目的として

〈目次〉

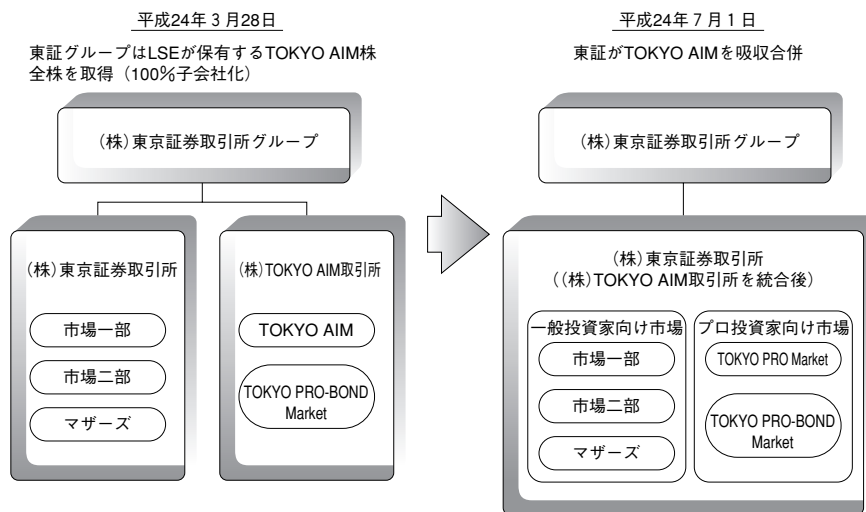
1. 吸収合併されるTOKYO AIM
2. プロ向け市場とは
3. プロ向け市場創設の背景
4. プロ向け市場はなぜ機能しなかったのか
5. 今後の展望

2008年12月に設立され、金融庁による金融商品取引所免許を取得した後、2009年6月に株式の市場を開設した。市場開設にあたって東証グループとLSEの合併事業という形態が採用されたのは、世界各国の企業3,000社以上の株式を取引するLSEのAIM（Alternative Investment Market）の運営ノウハウを取り入れるとともに、AIMへのアジア企業誘致の拠点としての役割を担うことが期待されたためである。

しかし、その後の3年間にTOKYO AIM取引所に株式を上場した会社はわずか2社にとどまっている（注1）。2011年5月には新たにプロ向け債券市場「TOKYO PRO-BOND Market」を開設したが、こちらについても1社のプログラム上場と当該プログラムに基づく1件の債券上場がなされたのみである（注2）。当然のことながら、取引所の経営は赤字が続いた。

こうした状況を踏まえ、東証グループが独立の取引所としてのプロ向け市場の運営を続

(図表 1) 変化するTOKYO AIMの運営体制



(出所) 東証グループ発表資料

けることを断念し、LSEとの合併事業を解消した上で、東証の運営する一般投資家向けの既存市場と並ぶ一市場という位置づけに改めることにしたのである。

■ 2. プロ向け市場とは

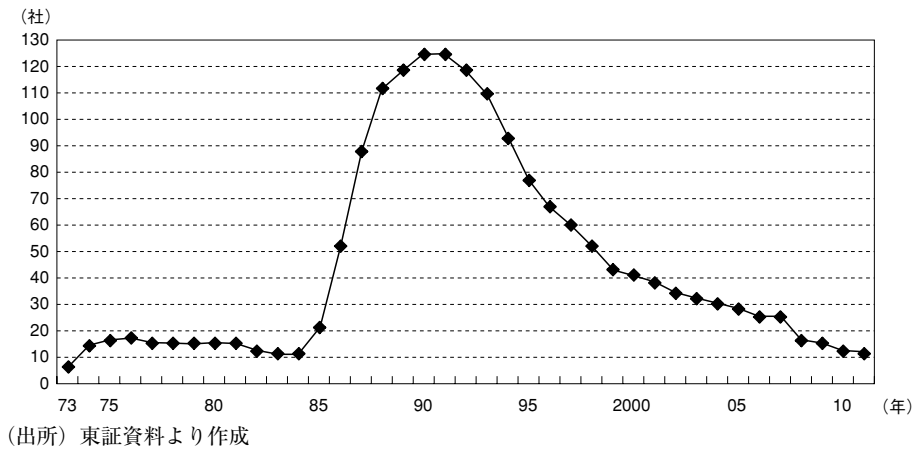
プロ向け市場は、2008年の金融商品取引法(以下「金商法」という)改正によって開設が可能となった。すなわち、金融商品取引所(証券取引所)は、従来の一般投資家の参加する市場に加えて、新たに原則として国内居住者である特定投資家や非居住者以外の者の委託注文を取り扱わない市場(特定取引所金融商品市場)を開設することができることになったのである(金商法117条の2)(注3)。

ここでいう特定投資家とは、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、金商法の規定する勧誘規制など詳細な投資家保護規定による保護を受けることなく、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、従来から「プロ」とされてきた適格機関投資家(金融機関や投資運用業者など)に加えて、地方公共団体や上場会社、外国法人などが幅広く含まれる。更に、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、金融商品取引業者(証券会社)に対して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。

特定取引所金融商品市場で取引される株式や債券の発行者は、既存市場における上場株式等の発行者とは異なり、有価証券報告書や四半期報告書などによる法定情報開示を行う

(図表 2) 東証上場外国会社数の推移



必要がない。いわゆるJ-SOX法に基づく内部統制監査の実施や内部統制報告書の提出も不要である。

プロ向け市場の上場会社は、それらに代えて取引所規則に定められた情報開示を行えば良いとされ、TOKYO AIM取引所の場合、取引所所定の様式による決算情報の開示や有価証券報告書に相当する発行者情報の作成、株価に影響を与えるような情報の適時開示などが求められてきた。しかも、これらの情報開示は、日本語だけでなく英語で行っても差し支えないものとされ、財務情報についても日本会計基準、米国会計基準、国際会計基準またはこれら3つの基準のいずれかと同等であると判断された基準によることができるなど、柔軟な制度となっている。

3. プロ向け市場創設の背景

このような制度が導入されることとなった背景には、ピーク時には120社を超えた東証上場外国会社数が2008年には20社を割り込むなど、外国企業の東証離れが進んでいるという事情がある(図表2)。その理由の一つとして、日本語による有価証券報告書の作成に翻訳費用など上場維持コストが大きいことが指摘されたことから、英語による情報開示を容認するような市場制度が必要だと考えられるようになったのである。

もっとも、日本国内における英語の使用頻度や国民の一般的な英語能力の水準を考えれば、英語による情報開示が行われる市場での取引に、個人投資家を含む誰もが自由に参加できるのでは投資家保護の観点から問題があるだろう。そこで、投資に関する知識と経験

を備え、日本語による開示情報が不十分であっても自ら適切な情報を入手するなど自衛措置を講じることができるものと典型的に考えられる特定投資家や非居住者だけが取引に参加できるという制度設計にすることで、日本語による有価証券報告書等の情報開示を不要とする途を開くことになったのである。

このように、プロ向け市場のそもそもの発想は、もっぱら外国企業の上場を念頭に置いたものだったが、制度が明らかになると、法定情報開示制度、とりわけ内部統制報告書の作成や監査を負担に感じる国内のベンチャー企業による資金調達にも利用できるのではないかとの見方もなされるようになった。

なお、英語による情報開示をめぐるのは、2005年の証券取引法（当時）改正によって、外国会社、外国政府、外国ファンド等が提出すべき継続開示書類に代えて、その発行者が存する本国において英語で開示されている継続開示書類に類する書類を提出することが認められることになった（金商法24条8項）。更に、2011年の金商法改正によって、この英文開示の対象は、有価証券届出書や臨時報告書にまで拡大されることになった（金商法5条6項、24条の5第15項）。

このように、現在では、一般投資家の参加する市場でも幅広い英文開示が認められているが、これらはいずれも、外国会社等が本国で開示している書類を日本の法定開示書類に代わるものとして用いることを認めるにとどまる（注4）。これに対して、プロ向け市場に

おける英文開示は、本国で情報開示を行っていない発行者でも利用できる。つまり、外国会社が、日本の市場で、日本語の開示を行わずにIPO（株式新規公開）を実施することが認められているのである。また、実際上のニーズが大きいかどうかはともかくとして、日本国内の発行者が英語で情報開示を行うことも可能なのである。

■ 4. プロ向け市場はなぜ機能しなかったのか

しかしながら、既に触れたように、TOKYO AIM取引所に株式を上場した会社は3年間で2社に過ぎず、いずれも日本企業である。一方、ユーロ債市場のアジア版を目指すとした債券市場にはオランダの大手銀行がプログラムを上場し、社債発行を実施したが、市場開設から第1号の上場まで1年近くを要しており、後へ続く発行者がどれほどあるかは不透明である。金融危機の勃発とその後の世界的な資本市場の低迷という金商法改正へ向けた議論が始まった時点では想定されなかった事態に見舞われたという不運もあったとはいえ、プロ向け市場が所期の狙い通りの機能を発揮しているとは言い難いだろう。

それでは、なぜプロ向け市場はそれほど利用されなかったのだろうか。いくつかの要因が考えられる（注5）。

第一に、かつて120社を超える外国企業が東証に株式を上場した背景には、1,400兆円

とも言われた日本の個人金融資産を取り込みたいという企業側の思惑があった。しかし、実際には、東証市場に上場しただけでは日本語の情報開示などに要する多額の費用に見合うほど多くの日本人個人投資家を集めることはできなかった。他方、日本の個人投資家もその気になれば世界各国の市場に投資できるという実態があり、わざわざコストをかけなくても本国市場に上場していれば日本からの投資資金を取り込めるとも言える。

また、東証市場に上場した外国企業株式は流動性が低くなりがちで、日本人投資家も流動性の高い本国市場での取引を好む傾向がある。そこで、あえて日本人個人投資家をターゲットに資金調達を行う外国企業は、日本では株式を上場せずに金商法上の法定開示を伴う公募（POWL： public offering without listing）を行うようになった。個人投資家の多くが取引に参加できないプロ向け市場を創設しても、こうした流れを変えることは難しかったのである。

第二に、かつての東証上場外国企業のほとんどが欧米の大企業であったのに対し、プロ向け市場にはアジア企業の株式上場が見込めるとの見方があったようである。しかし、現実には機関投資家によるアジア株投資は、もっぱら香港やシンガポールを拠点として行われており、多くの投資家を集めることが期待しにくい東京のプロ向け市場への関心は高まらなかった。確かにTOKYO AIM取引所がお手本としたLSEのAIMは大きな成功を収め

たが、その大きな要因として、ロンドンという都市が東欧やロシアを含むヨーロッパ全域の金融センターとしての機能を担っているという事実を見逃すわけにはいかない。

同じことはプロ向け債券市場にも当てはまる。香港とシンガポールでアジアの機関投資家等をターゲットとする「ユーロ債」の起債が既に行われている中で、個人投資家をもターゲットに含む円建て外債とは異なるプロ向け債券の発行地として東京があえて選択される可能性はそれほど大きいとは言えないだろう。

第三に、日本国内のベンチャー企業によるIPOの市場は、その是非はともかくとして、個人投資家中心の市場となっているのが実情である。このため、有価証券届出書や内部統制報告書の作成が求められないプロ向け市場は、IPOに要するコストや時間という点では、国内のベンチャー企業にとって魅力的な存在と思われるが、個人投資家の取引参加が見込めないという点がマイナスに評価され、IPOの場として選択する企業はそれほど現れなかったのである。

■ 5. 今後の展望

以上のような現状やそうした状況が生じた背景を前提にすれば、東証グループがTOKYO AIM取引所を吸収合併しても、プロ向け市場にはおよそ将来の展望が開けないと考える向きもあるだろう。既に触れた一般

投資家の参加できる市場についても英文開示を容認する制度の整備が進んでいるという事実も、そうした見方を補強するかも知れない。しかしながら、筆者は、決してそこまで悲観的ではない。

例えば、最近の注目すべき動きの一つとして、沖縄県産業振興公社によるJ-Nomad（指定アドバイザー）開設プロジェクトがある（注6）。J-Nomadは、プロ向け市場への株式上場にあたって実質的な審査を行う機関であり、現在既存の引受実績のある証券会社7社がTOKYO AIM取引所による承認を受けているが、沖縄県産業振興公社は、沖縄県内企業のプロ向け市場への上場を念頭に置きつつ、新たなJ-Nomadの立ち上げを構想している。もともと全国区を想定しながら設けられたプロ向け市場という枠組みを沖縄という地域の市場育成に活用しようという発想は興味深い。新たな発想による試みが動き出すことで、市場の活性化につながる事が期待される。

また、いわば従来型の株式上場や社債上場についても、LSEとの合併事業が解消されたことで、むしろ中長期的な観点に立った市場育成に取り組む環境が整ったとみることもできるだろう。プロ向け市場の開設にあたってTOKYO AIM取引所という独立の取引所を設けたのは、LSEとの合併事業という形式を選択した以上はやむを得ないことであり、市場の知名度を高める上でも意義があったかも知れないが、他方で比較的短期間で収支を安

定化させなければならないという焦りを生んだことも否定できまい。プロ向け市場が東証グループの一市場として位置づけられることで、短期間で成果を挙げることにこだわらない腰を据えた上場ニーズの掘り起こしが行われるようになることが期待される。

（注1） 1社目のメビオファームは2011年7月15日上場。2社目の五洋食品産業の上場は合併事業解消後の2012年5月28日であった。

（注2） 2012年4月2日、オランダのING銀行が社債発行プログラムを上場し、4月16日に2年債を発行・上場した。

（注3） 特定投資家や非居住者以外の者も特定取引所金融商品市場において保有証券を売却することは可能である。

（注4） 本国における一定の規制が及ぼされていることで、書類が英語で作成されていても、日本国内の一般投資家保護の観点からは問題ないものと考えられているのである。

（注5） 以下の議論は、決して後知恵によるものだけではない。筆者は、所属機関の発行する顧客向けレポートにおいて、2007年10月の東証とLSEの提携発表時には国内企業向けのプロ向け市場の成功を期待できないと指摘し（『内外資本市場動向メモ』No.07-22）、2009年6月のTOKYO AIM市場発足時にも本文で述べたこととほぼ同趣旨の指摘を行っている（『内外資本市場動向メモ』No.09-10）。

（注6） 詳しくは「始動アジア金融拠点 沖縄の可能性」(1)~(6)『沖縄タイムス』2012年4月24日~29日参照。

