

AIM の規制システム

河 村 賢 治

要 旨

株式会社が公開市場を利用するための条件とは何か。本稿はこの問題を検討するための前作業として、ロンドン証券取引所の AIM の規制システムを私なりの視点で理解しようとするものである。

第 2 章では、AIM の成り立ちやその投資家層を概観した上で、AIM は欧州指令上にいう規制市場ではなく、公式リストに掲載許可された上場証券が取引される市場でもないが、取引所による規制が重要な意味を持つ取引所規制市場であることを確認している。

第 3 章では、AIM の規制システムにおける最大の特徴である指定アドバイザー (Nomad) について検討している。Nomad には AIM 申請会社の AIM 適格性を判定する責任と AIM 会社に対して継続的に助言・指導を行う責任があることを踏まえた上で、Nomad の品質を確保するための規制や実際の制裁事例について検討している。

第 4 章では、AIM 会社に対する規制として、AIM における登録許可プロセス、適時開示、AIM 証券の取引、AIM 会社による資産取引、企業統治などに関する規制を検討している。とりわけ企業統治に関しては、民間団体による AIM 会社向けの企業統治ガイドラインが実務上一定の影響力を有していることを指摘している。

最後に、AIM 会社は Nomad と一体となって初めて公開市場適格性を有することになることを確認した上で、Nomad がその役割を適切に果たすには、①権限・責任、②知識・経験、③独立性、④情報、⑤制裁・インセンティブなどの要素が重要になってくると考えられることを指摘している。また、AIM 会社向けの規制も実はそれほど少ないわけではなく、さらに民間ガイドラインも存在すること、このことは逆にいえば、そうしたガイドラインの発展が望めない市場であれば、その分一歩踏み込んだ内容の規制を設ける必要が出てくる可能性があることを指摘している。

目次

- I. はじめに
- II. AIM の概要
 - 1. 市場の概要
 - 2. 規制の概要
 - 3. AIM 規則
- III. Nomad
 - 1. 役割・責任
 - 2. 品質確保

- 3. 制裁事例
- IV. AIM 会社
 - 1. 許可プロセス
 - 2. 情報開示
 - 3. 取引規制
 - 4. 企業統治
- V. おわりに

I. はじめに

株式会社が公開市場を利用するための条件とは何か。私はこれまでこの問題意識に基づき主にロンドン証券取引所 (LSE: London Stock Exchange) の Main Market を対象にした研究を行ってきた¹⁾。本稿では、同じく LSE の公開市場でありながら、Main Market よりも規制が「緩やか」であるといわれる AIM (Alternative Investment Market) を取り上げることとする。規制システムの異なる Main Market と AIM を比較検討することで、上記の問題意識をより一層深めることができるのではないかと考えるからである。

本稿は、Main Market と AIM の比較検討を行う前作業として、AIM の規制を私なりの視点で理解しようとするものである。ここでいう視点とは、第 1 に、本当に AIM の規制が「緩やか」であるのか、換言すれば、表面的には「緩やか」に見えたとしても、それは他の何らかの仕組みによって補完されているのではないかという点と、第 2 に、「緩やか」と言われながらも残っている規制の中には、公開市場を利用する株式会社にとって必要不可欠な要素があるのではないかという点である。とりわけ前

者の点を分析するには、法規制だけではなく、AIM という市場の特徴、実務慣行、民間ガイドラインなども重要な要素になってくると考えるので、これらについても本稿では取り上げていくこととする。

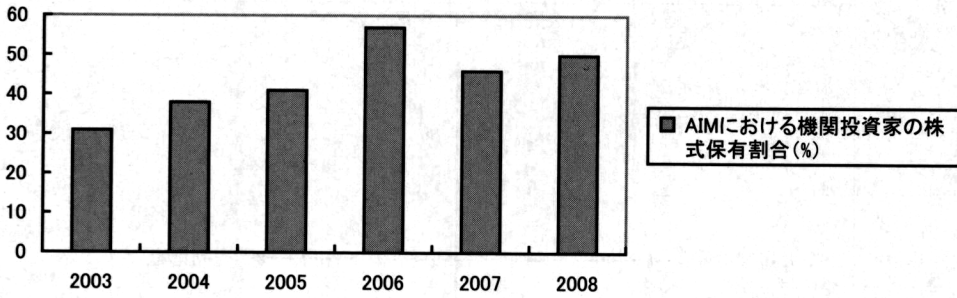
II. AIM の概要

1. 市場の概要

AIM は LSE が 1995 年に開設した市場である²⁾。AIM 開設の目的は、いまだ Main Market に参加できるほどの規模や実績はないけれども将来の成長が見込まれる小規模会社に対して資本調達の間を提供することにある。

小規模成長会社向けの市場が 1995 年以前に英国に存在しなかったわけではない。例えば、LSE 自身、1980 年に USM (Unlisted Securities Market) という非上場会社向けの市場を開設しており、USM は当初はそれなりに機能していた。しかし、1990 年代初頭の景気後退により USM での取引が減少したこと、また、Main Market の規制緩和により USM の魅力が低下したことなどから、結局、USM は廃止されることとなった。しかし、小規模成長会社に資本調達の間を提供することの必要性自体は

図表1 AIMにおける機関投資家の株式保有割合



〔出所〕GCI [2008]

存在することから、LSEはMain MarketやUSMとは異なる規制システムを有するAIMを開設するに至ったのである³⁾。

1995年のAIM開設以来、外国会社を含めて約2700社もの会社がAIMに参加し、合計で約490億ポンドもの資本を調達している⁴⁾。2008年8月時点では、AIM会社数は1626社（うち英国会社1292社、外国会社334社）となっており⁵⁾、こうした実績からすればAIMはかなり成功しているといつてよいのであろう。なお、外国会社が多いことはAIMの特徴の一つであるが⁶⁾、本稿では英国会社に適用されるAIM規制を検討対象とする。

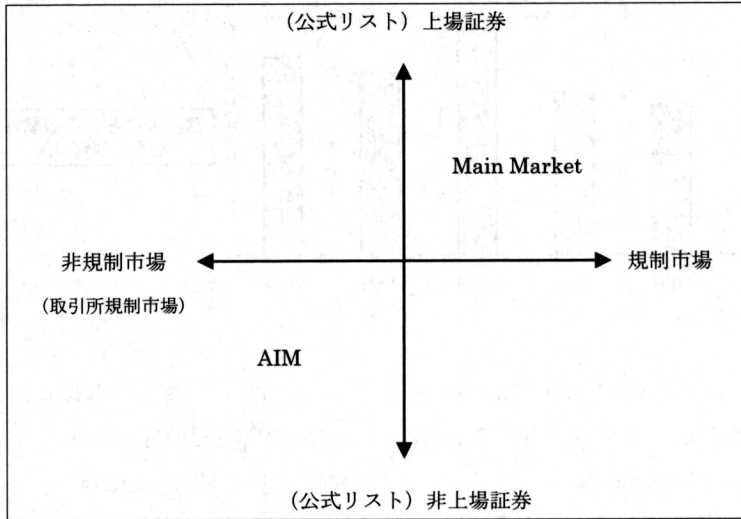
AIMにおける規制を理解する上で、その投資家層を確認しておくことは重要である。プロ投資家を前提とする規制とアマ投資家を前提とする規制とでは、その内容が異なりうるからである。もちろん、投資家がプロであっても、市場の公正な価格形成や金融システムの安定などの観点から維持されなければならない規制が存在することはいうまでもない。

AIMの場合、市場開設と同時に小規模成長会社向けの投資に対する優遇税制措置が講じられたため⁷⁾、比較的多くの個人投資家がAIMに参加することになったのだが、最近では機関投資家の割合が増えており、GCI (Growth Com-

pany Investors) の調査によると、2008年度における機関投資家の株式保有割合は50%となっている（図表1参照⁸⁾。

AIMはよく機関投資家中心の市場であるといわれのであるが、規制が「緩い」といわれる割には個人投資家の割合が案外大きいのではないかという見方もあるかもしれない。ただ、この点に関して留意すべきは、機関投資家によって保有されていないAIM会社の株式が半分近くあるといつても、そのうちの半数はAIM会社の経営者、創業家一族、従業員などによって保有されており、残りが純粋な個人投資家であると分析されていることである⁹⁾。そして、この純粋な個人投資家の大半は投資に関する知識および経験を有する富裕層ではないかと思われる。というのは、英国の2000年金融サービス市場法 (Financial Services and Markets Act) のもとでは、個人投資家によるAIM会社への投資は禁止こそされていないものの、英国の個人投資家が株式投資を行う場合には助言を受けるのが普通であるといわれており、この場合には顧客の知識、経験、財務状態および投資目的を踏まえて当該顧客に適合的な投資助言を行わなければならないという適合性原則 (suitability rule) が適用されるため¹⁰⁾、金融サービス業者がリスクの高いAIM株を知識・経験・財

図表2 「規制市場」概念および「上場」概念の関係¹⁵⁾



産を有しない個人投資家に薦めることは基本的に考えられないからである。

もう一つ、AIMにおける投資家行動で興味深いのは、2005年から2006年におけるAIMでの株式売上の70%は個人投資家によるものと推定されており、個人投資家はAIMの流動性を高める上で必要な存在であると考えられていることである¹¹⁾。このことは裏返していえば、AIMにおける機関投資家はそれほど頻繁に売買をしておらず、比較的長期の投資を行っているということではないかと考えられる¹²⁾。GCIの調査においても、機関投資家はAIM株を長期的視点で保有していると分析されている¹³⁾。

昨今の金融危機や英国経済の減速により、AIMが今度どうなっていくのかは予測できないが、少なくとも現時点までにおいてAIMが相応の成功を収めてきた理由としては、第1に、英国経済自体が非常に好調だったこと、第2に、シティの地の利(地理的・歴史的・言語的・人材の優位性)、第3に、小規模成長会社の実態を踏まえた独自の規制システムの存在

(人によってはAIMはカジノであると評するほど「緩やか」な規制の存在)などがあげられよう。以下、この第3の点についてより詳しく検討していくこととする。

2. 規制の概要

2000年金融サービス市場法に基づき、LSEは公認投資取引所(Recognized Investment Exchange)として金融サービス機構(FSA: Financial Services Authority)の監督下にある¹⁴⁾。しかし、欧州指令上の「規制市場(regulated market)」概念との関係でいえば、LSEのMain Marketは規制市場であるのに対して、AIMは規制市場ではない(図表2参照)。また、Main Marketで取引されているのは「公式リスト(official list)」に上場されている証券であるのに対して、AIMで取引されているのは公式リストに上場されている証券ではない(図表2参照)。

欧州指令上の「規制市場」とは、金融商品市場指令(MiFID: Markets in Financial Instruments Directive)第3編の要件を満たす取引

システムのうち各加盟国の所轄機関が「規制市場」として認定したものをいう（金融商品市場指令第36条参照）。MiFID第3編の要件としては、規制市場の運営者や組織、取引認可、監視体制、透明性等に関する要件が定められている。

本稿との関係で留意すべきは、第1に、LSEのような公認投資取引所が開設する市場であっても、取引所にはその市場を「規制市場」として申請する義務はなく、また、「規制市場」でなくても国内法の要件さえ満たせばその国での運営は可能であるということである¹⁶⁾。したがって、取引所としては、「規制市場」とすることのメリット・デメリットを考慮した上で、「規制市場」の申請をするか否かを決めることになる。第2に、欧州指令上の「規制市場」に該当しないからといって、その市場が無規制の市場になるわけではない。取引所による規制が存在するからである¹⁷⁾。それゆえ、欧州指令上の「規制市場」ではないが、取引所によって規制されている市場のことを一般に「取引所規制市場（exchange-regulated market）」という。

LSEの場合、2004年10月12日から、AIMを「規制市場」ではなく「取引所規制市場」と位置付けるに至っている¹⁸⁾。その最大の理由は、目論見書指令（Prospectus Directive）がAIMの規制システムに与える影響を最小化するためである。すなわち、2005年7月1日に英国に導入された目論見書指令は目論見書に関する従来の英国法制を大きく変更するものであるが、同指令に基づく規制の概要を簡単に説明すると、①証券を「公募」する場合、または、②証券を「規制市場」で取引することの許可を求める場合には、目論見書を作成し、その目論見

書につき所轄機関（英国の場合であればFSA）の承認を受けなければならないというものである（金融サービス市場法85条等参照¹⁹⁾。したがって、仮にAIMを「規制市場」としてしまうと、この②の要件により、AIMに登録申請する会社は目論見書の作成・承認といったプロセスを踏まなければならないことになってしまふ。しかし、AIMではもともと、AIMに登録申請する会社は許可文書（admission document）と呼ばれる情報開示書類を作成し、指定アドバイザー（Nominated adviser）が当該会社のAIM適格性を判定するという規制システムが採用されており（詳細は後述参照）、FSAによる承認といったプロセスはそこには存在しない。AIMがこうした独自の規制システムを目論見書指令導入後も維持していくためには、AIMを「規制市場」とするわけにはいかなかったのである。そこで、LSEは、英国財務省、FSAおよびAIM関係者などと協議の上、上述したとおり、AIMを「非規制市場」すなわち「取引所規制市場」としたのである。

もっとも、AIMが「取引所規制市場」になったからといって、目論見書指令の影響を完全に免れることができるわけではない。なぜなら、AIMであっても、発行者が証券の「公募」をする場合には、やはり目論見書の作成・承認が必要になるからである（前段落中の①の要件参照）。ただし、実務上は、AIMでの証券発行はこうした公募規制からの適用免除を受けるような形（いわゆるプロ私募や少人数私募のような形）で行われることが多いようであり²⁰⁾、目論見書の作成・承認が必要になるケースはあまりないようである。

なお、1993年刑事裁判法（Criminal Justice Act）上の内部者取引規制、金融サービス市場

法上の市場阻害行為 (market abuse) 規制, 株式大量保有報告規制 (後述参照), 株式公開買付規制²¹⁾などは基本的には AIM にも適用される²²⁾。

次に、「上場 (listing)」概念である。Main Market 会社も AIM 会社も英国会社法上にある公開会社 (public company) であるし、また、実際に公開市場で株式取引が行われている公開取引会社 (publicly traded company) であることに違いはない²³⁾。しかし、前述したように、Main Market で取引されているのは「公式リスト (official list)」に「上場」されている証券である (したがって Main Market 会社は「上場会社 (listed company)」である) のに対して、AIM で取引されているのは公式リストに「上場」されている証券ではない (したがって AIM 会社は「上場会社」ではない)。

ここでいう「上場」という概念は金融サービス市場法上の「公式リスト」という用語に由来するものである (金融サービス市場法第74条等参照)。「公式リスト」とは一定の要件を満たす証券のみが掲載されたリストのことであり、この公式リストに証券が掲載されることを「上場」、掲載された証券のことを「上場証券」、上場証券の発行会社のことを「上場会社」と呼んでいる²⁴⁾。現在、この公式リストを維持・管理しているのは FSA であり、上場要件や上場会社の義務等を定めた「上場規則 (Listing Rules)」を制定・執行しているのも FSA である²⁵⁾。そして、LSE の Main Market で取引されるのは公式リストへの掲載が許可された上場証券に限定されているのに対して、AIM で取引される証券はそうした意味での上場証券ではないのである。

本稿との関係で理解しておくべきは、第1に、Main Market においては2段階の許可プロセス、すなわち、①FSA による公式リストへの上場許可 (admission to listing) と、②LSE による Main Market での取引許可 (admission to trading) があること、第2に、上記①の上場許可に関する要件等を定めるものとして FSA の上場規則、上記②の取引許可に関する要件等を定めるものとして LSE の許可・開示基準 (Admission and Disclosure Standards) があるが、FSA の上場規則のほうが質的にも量的にも圧倒的に重要な役割を果たしていること、第3に、以上と異なり、AIM の場合には FSA の上場規則は適用されず、そうであるがゆえに LSE が定める AIM 向けの規則が極めて重要な役割を担うようになることである。第1と第2の点についてはすでに別稿で論じたところであるので²⁶⁾、本稿では第3の点についてより詳細に検討していくこととする。

3. AIM 規則

LSE が定めている AIM 向けの規則としては、①AIM 会社規則 (AIM Rules for Companies) と、②AIM 指定アドバイザー規則 (AIM Rules for Nominated Advisers) がある²⁷⁾。本稿では以下「指定アドバイザー」のことを「Nomad」、また、「AIM 指定アドバイザー規則」のことを「Nomad 規則」と呼ぶ。AIM 会社規則と Nomad 規則の目次は図表3にあるとおりである。

AIM 会社規則や Nomad 規則の詳細は次章以下で述べるとして、ここでは AIM における制裁制度を概説しておく。AIM 会社が規則に違反した場合、LSE は当該 AIM 会社に対して警告、制裁金、戒告、許可取消、制裁措置の公

図表3 AIM会社規則およびNomad規則の目次

AIM 会社規則	Nomad 規則	(左の続き)
はじめに 第1章 AIM 規則 Nomadの保持および役割 AIM申請者 特定の申請者に関する特別条件 開示原則 価格感応情報の一般的開示 会社取引の開示 各種情報の開示 半期報告書 年次計算書類 株主に送付した文書の公開 取引制限 情報の提供および開示 会社活動のタイムテーブル 会社情報の開示 許可後における証券の追加発行 追加許可文書からの省略 言語 AIM会社および取締役のコンプライアンス責任 継続的な適格性要件 Nomad 秩序ある市場の維持 制裁および不服申立 附則1から7(略) 定義(略) 第2章 ガイダンスノート(略)	はじめに 第1章 Nomadの適格性基準および承認プロセス Nomadになるための基準 総則 基準 AIMの評判およびインテグリティの維持に関する最重要原則 適格執行者 関連取引 Nomadになるためのプロセス 申請の様式および文書 申請料 インタビュー 公表 不服申立 Nomadの継続的な適格性 継続的な適格性 適格執行者の退任または新任 年次手数料の支払および通知要件 第2章 Nomadの継続遵守義務 一般的義務 AIM会社の適格性 規則の遵守 十分な技能および注意 (右上に続く)	Nomadの責任 AIM会社への助言および指導 Nomadの責任 情報義務 LSEとの協力 AIM会社におけるNomadの就任または退任 独立性および相反 継続的な独立性 利益相反 手続、スタッフおよび記録 適切な手続 十分なスタッフ 適切な記録の維持 第3章 Nomadに対するレビューおよび制裁 Nomadに対するレビュー 適格執行者の解任 適格執行者の解任に対する不服申立 Nomadに対する制裁措置 さらなるAIM会社のために活動することの一時禁止 Nomadによる不服申立 Nomadの地位の解任の公表 定義(略) 附則1から3(略)

表などの処分を課すことができる(AIM会社規則42)。また、Nomadがその規則上の義務に違反した場合またはその行為や判断の結果AIMのインテグリティ(integrity)や評判が害された場合には、LSEは当該Nomadに対して警告、制裁金、戒告、登録取消、制裁措置の公表などの処分を課すことができる(Nomad規則29。実例については後述参照)。Nomad内で重要な役割を担う適格執行者(Qualified Executives)が十分な注意を尽くしていないなどの場合には、当該適格執行者を解任することもできる(Nomad規則27)。Nomad内

のスタッフが十分でないなどの場合には、LSEは当該Nomadに対してさらなるAIM会社のために行動することを一時禁止することができる(Nomad規則30)。制裁を課す際の考慮要素や制裁手続の流れなどを定めたものとして、AIM制裁手続および不服申立ハンドブック(AIM Disciplinary Procedures and Appeals Handbook)が公表されている。

Ⅲ. Nomad

1. 役割・責任

AIMの規制システムにおける最大の特徴がNomadの存在である。AIMに登録申請する会社はNomadを選任しなければならず、また、登録許可後においてもAIM会社は常時Nomadを有していなければならない(AIM会社規則1)。NomadのなくなったAIM会社の証券は取引中止となり、当該AIM会社が1か月以内に代替りのNomadを選任できなければ、AIMへの登録許可は取り消されることになる(AIM会社規則1)。

このようにNomadはAIM申請会社およびAIM会社にとって必要不可欠な存在なのであるが、Nomadの役割・責任は大別すると次の二つになる。第1に、AIM申請会社のAIM適格性を判定すること、第2に、AIM会社に対して継続的に助言・指導を行うことである(AIM会社規則1, Nomad規則14, 同17)²⁸⁾。

まず、一つ目の適格性判定責任であるが、そ

もそもMain Marketに株式を上場する場合には(正確にはMain Marketで取引するための前提として公式リストに株式を上場する場合には)、3年以上の事業歴、70万ポンド以上の時価総額、25%以上の株式公衆保有などの上場要件を満たす必要があるのに対して(FSA上場規則2.2.7R, 6.1.3R, 6.1.19R)、AIMにはこうした形式的な数値基準は存在しない(図表4参照)。その代りに、AIMに登録申請する会社は、Nomadが「申請者およびその証券はAIMで許可を受けるのに適切である」と宣言した文書をLSEに提出しなければならないことになっており(AIM会社規則5, Nomad規則20, 同附則2)、NomadがいわばAIMのゲートキーパーとしてAIM申請会社のAIM適格性を実質的に判断する仕組みが採用されている。なお、LSE自身は基本的にAIM申請会社の適格性の判定に関与しないが、AIM申請会社の適格性に疑問がある場合には許可の延期(場合によっては許可の拒絶)をすることは可能である(AIM会社規則9)。

それでは、Nomadはいったいどのような点に留意してAIM申請会社の適格性を判定する

図表4 Main MarketとAIMの比較²⁹⁾

	Main Market	AIM
市場の特徴	大規模会社向け市場	小規模成長会社向け市場
規制市場か否か	規制市場	非規制市場(取引所規制市場)
上場証券か否か	上場証券	非上場証券
許可申請時のアドバイザー	Sponsorが必要	Nomadが必要
許可後のアドバイザー	不要	Nomadが必要
予想時価総額	700,000ポンド以上(株式)	不要
監査対象事業歴	3年以上	不要
株式公衆保有比率	25%以上	不要
目論見書	必要	公募に該当すれば必要。ただし、公募でなくても許可文書は必要

のであろうか。この点に関しては、Nomad 規則附則3において、Nomad が従うべき5つの原則 (principles) が定められている (Nomad 規則18, 同附則3)。すなわち、原則①「AIM 申請者およびその証券の適格性を評価する際に、Nomad はその申請者およびその事業について十分な理解をしておくべきである」、原則②「AIM 申請者およびその証券の適格性を評価する際に、Nomad は、申請者たる会社が英国の公開市場 (public market) での取引を許可されることになるということを念頭において、(i)その申請者の各取締役および取締役候補者の適格性を調査・検討し、また、(ii)当該会社のニーズに照らし全体としての取締役会の有効性を検討すべきである」、原則③「Nomad はデューディリジェンスのプロセスを監視し、当該プロセスが申請者および取引にとって適切なものであること、また、その中で見出された重大な問題が解決されるかあるいは AIM 申請者の適格性に影響を与えないことを確認すべきである」、原則④「Nomad は許可文書 (admission document) の作成を監視し、また、その作成に積極的に関与し、(Nomad による宣言を出せるようにするために) 許可文書が十分な検証のもと AIM 会社規則を遵守する形で作成されていることを確認すべきである」、原則⑤「Nomad は、申請者が AIM 会社規則を遵守するための十分なシステム、手続および統制措置 (systems, procedures and controls) を講じていることを確認すべきであり、また、申請者が AIM 会社規則上の義務を理解していることを確認すべきである」。

さらに、これらの原則に合致する模範的な行為例も Nomad 規則附則3の中で例示されている。例えば、「Nomad は通常、申請者の取締

役と共に、適切な企業統治態勢 (corporate governance measure) の採用を検討すべきである」(原則②の行為例の一つ)、「Nomad は通常、財務や法務に関する適切なデューディリジェンスが適切な専門事務所によって実施されていることを確認すべきである」(原則③の行為例の一つ)、「Nomad は通常、適切な運転資本 (working capital) および財務報告に関するシステムや統制措置 (financial reporting systems and controls) に関してレビューが実施されていることを確認すべきである」(原則③の行為例の一つ)、「Nomad は通常、AIM 会社規則 (例: 未公表価格感応情報の公表、規則17の通知、閉鎖期間規制等) の遵守を促進するための手続が会社内に導入されていることを確認すべきである」(原則⑤の行為例の一つ) などである (AIM 会社の企業統治や価格感応情報の開示規制などについては後述参照)。

Nomad は、こうした原則や模範的な行為例を踏まえた上で、AIM 申請会社が AIM という公開市場に相応しい態勢を整備しているか否かなどを確認していくわけである。なお、AIM への登録申請時には適格性を有していた会社が登録許可後に適格性を失うことも当然ありうるが、このような場合には Nomad は AIM の規制部門にその旨を連絡することが義務付けられている (Nomad 規則14)。

次に、Nomad の二つ目の責任、すなわち AIM 会社に対する継続的な助言・指導責任である。Nomad の役割・責任というと、前述した適格性判定責任が強調されることも多いのであるが、この継続的な助言・指導責任は適格性判定責任に勝るとも劣らず重要である。なぜなら、AIM に登録申請するような小規模成長会社は、許可が下りるまでは AIM 会社規則の遵

守に力を入れていたとしても、いったん許可がおりてしまうと事業の発展にそのリソースを集中するあまり、規則遵守に対する配慮がおろそかになってしまう危険性は否定できないからである。そうした危険性を投資者の自己責任の問題だとしてしまえば（すなわち Nomad は市場の入口段階でしか関与しないという制度設計にしまえば）、AIM はそれこそカジノと呼ばれる可能性が高くなるであろう。小規模成長会社が健全な形で公開市場を利用し続けるためには、かかる市場のことを熟知した専門家による継続的な助言・指導がやはり重要である。AIM 会社はそれだけで一人前というわけではなく、Nomad と一体となって初めて公開市場適格会社となるのである³⁰⁾。

それでは、Nomad はどのような形でこの助言・指導責任を果たしていくのであろうか。これについては、前述した適格性判定責任の場合と同様に、Nomad が従うべき原則と模範的な行為例が定められている（Nomad 規則18、同附則3）。原則の内容は以下のとおりである。原則①「Nomad は、とりわけ、(i)自身が担当する AIM 会社の展開（developments）について最新の情報を確保し続けているか、また、(ii)当該 AIM 会社が AIM 会社規則上の義務を理解し続けているかについて評価することができるように、当該 AIM 会社と定期的に連絡を取り続けるべきである」、原則②「Nomad は、AIM 会社規則の遵守を確保するために AIM 会社が行う関連する通知について事前レビューを行うべきである」、原則③「Nomad は、とりわけ、その担当する AIM 会社に関する未公表価格感応情報が存在する場合には、当該 AIM 会社の証券に関する取引を監視すべきである（または第3者と共に監視するための手続を設

けるべきである)」、原則④「Nomad はその AIM 会社が行おうとしている取締役会の変更について当該 AIM 会社に助言すべきである。これには、当該会社は英国の公開市場での取引を許可されているということを念頭において、(i)その新しい取締役候補者の適格性を調査・検討し、また、(ii)かかる変更が当該会社のニーズに照らし全体としての取締役会の有効性に与える影響を検討することが含まれる」。

これらの原則に合致する模範的な行為例としては、「Nomad は通常、大幅な価格または取引の変動を Nomad に警告する適切なアラートまたはその他のトリガーを用いるべきである」（原則③の行為例の一つ）、「Nomad は通常、大幅な価格等の変動が存在する場合には、必要であれば LSE と協力しながら、公表その他の措置が必要か否か確認するために必要に応じて AIM 会社と接触すべきである」（原則③の行為例の一つ）などがある。

このように Nomad は AIM 会社と継続的に連絡を取り、取締役会の変動や市場の動きなどに留意しながら AIM 会社に対して AIM 会社規則の遵守（価格感応情報の適時開示等）について指導・助言を行っていくわけである。仮に Nomad が AIM 会社に規則違反があると考えられる場合には、できる限り早急に LSE に連絡をするべきであるとされている（Nomad 規則19）。

なお、Nomad による継続的な指導・助言の実効性をより一層確保するために、AIM 会社側の義務としても Nomad に対する情報提供義務や助言請求義務が定められている（AIM 会社規則31）。また、Nomad はその担当する AIM 会社のそれぞれにつき少なくとも二人の適格スタッフ（一人は適格執行者）を充てるべ

きであるとされている (Nomad 規則17)。

2. 品質確保

Nomad が AIM において果たす役割は極めて重要であり、AIM の品質は Nomad 自身の品質に大きく依存しているといっても過言ではない。それでは、Nomad 自身の品質確保はどのように行われているのであろうか。

まず、Nomad になるための要件を確認しておくとして、①事務所または法人であること (個人は不可)、②少なくとも2年間にわたるコーポレート・ファイナンスの経験があること、③その2年の間に少なくとも3回の関連取引 (Relevant Transaction) に関与していること、④少なくとも4人の適格執行者 (Qualified Executives) を雇用していること、が必要である (Nomad 規則2)。

コーポレート・ファイナンスの経験があるというためには、Nomad 申請者はその主たるビジネスとしてコーポレート・ファイナンスのアドバイス (公開市場での資金調達に関するアドバイス等) を行っているべきであって、コーポレート・ファイナンスについて法的アドバイスや会計サービスを提供するだけではこの要件を満たしたことはないといわれている (Nomad 規則2)。要件③という関連取引とは、大要すると、目論見書を必要とする取引または公開買付文書の公表を必要とする取引のことをいい、通常は、Nomad 申請者 (またはその従業員) がこれらの取引において主たるコーポレート・ファイナンス・アドバイザーとして活動し、当該申請者の名前が当該取引に関する公表文書に明示されていることが必要となる (Nomad 規則5)。要件④という適格執行者とは、大要すると、Nomad 申請者のフルタイムの従

業員で、少なくとも過去3年の間コーポレート・ファイナンスのアドバイスを行ってきており、その3年の間に少なくとも3回の関連取引 (ここでいう関連取引には許可文書の公表を必要とする取引も含まれる) のコーポレート・ファイナンスにおいて主たる役割を果たしてきた者のことをいい、適格執行者の候補者は英国のコーポレート・ファイナンス市場とりわけ AIM について十分な理解を有していることを証明できなければならない (Nomad 規則4)。

このように Nomad になるためには、それにふさわしい専門知識や実務経験を備えていることが必要になるわけであるが、仮に Nomad 申請者が上記の要件を満たす場合であっても、LSE は「AIM の評判およびインテグリティの維持」という観点から当該申請を却下することができる (Nomad 規則1・3)。AIM の評判およびインテグリティが害されるか否かの判断要素としては、Nomad 申請者が適切な認可や規制を受けているか否か、Nomad 申請者と規制機関との関係、Nomad 申請者の一般的な評判、Nomad 申請者やその執行陣の処分歴、Nomad 申請者からコーポレート・ファイナンスのアドバイスを受けてきた顧客の商業上および規制上の実績 (commercial and regulatory performance) などがある (Nomad 規則3)。

現在の Nomad の数は大体70くらいであり、Nomad の名前や当該 Nomad が担当している AIM 会社名などは LSE のウェブサイトを確認することができる³¹⁾。1995年の AIM 開設時には Nomad の数は24であったが、それと同数程度の者が Nomad 申請を却下されたといわれており³²⁾、Nomad になるためのハードルはそれほど低くはないことが窺える。

AIM 会社の場合と同様に、Nomad もまた

入口段階だけでなく継続的にその品質を維持していくことが重要である。そのため、Nomad および適格執行者は申請許可後も継続的に前述した Nomad 規則 2 から 5 の要件を遵守していくことが義務付けられている (Nomad 規則 11)。

Nomad がその役割を適切に果たすためには、Nomad と AIM 会社間の情報交流が重要になってくるが、両者の関係が信頼関係を通り越して単なる馴れ合いになってしまえば意味がない。それゆえ、Nomad は、自身もその執行陣も AIM 会社から独立 (independent) していることを LSE に証明できなければならないとされている (Nomad 規則 21)。具体的には、① Nomad は、取引所を納得させない限り、AIM 会社の報告会計士ないし監査人と Nomad とを兼任してはならない、② Nomad のパートナー、取締役、従業員またはこれらの関係者は、当該 Nomad が担当する AIM 会社の取締役就任してはならない、③ Nomad またはそのパートナー、取締役、従業員もしくはこれらの関係者は、当該 Nomad が担当する AIM 会社の大株主 (10% 以上の株式保有者) になってはならない、④ Nomad またはそのパートナー、取締役、従業員もしくはこれらの関係者は、当該 Nomad が担当する AIM 会社の大量保有株主 (3% 以上の株式保有者) になることはできるが、その条件として利益相反を防止するための十分な措置が講じられていなければならない、⑤ Nomad またはそのパートナー、取締役、従業員もしくはこれらの関係者は、当該 Nomad が担当する AIM 会社の閉鎖期間 (後述参照) 中は当該 AIM 会社の証券その他の関連金融商品の取引をしてはならない、⑥ Nomad は、その担当会社に対する持分を計

算する際に、開示・透明性規則 (後述参照) 5.1.3 から 5.1.5 に基づく株式持分を算定対象から除外することができる、⑦ Nomad は、引受業務を行った結果として上記制限に違反したときは、合理的に可能な限り早急にその保有分が基準以下となるよう売却をする努力をしなければならない (Nomad 規則附則 1)。

その他にも、利益相反の防止 (Nomad 規則 22)、規則遵守のための手続整備 (Nomad 規則 23)、十分な適格執行者およびスタッフの確保 (Nomad 規則 24)、AIM 会社との重要な議論・AIM 会社に対する助言・AIM 会社に関する重要な決定などに関する記録の保持 (Nomad 規則 25) などの規定が設けられており、これらの規定を通じて Nomad の品質確保が図られている。

3. 制裁事例

Nomad の役割・責任や品質確保に関する主たる規定は上記のとおりであるが、これらの規定の実効性を確保するには、LSE によるエンフォースメントが適正な形で行われていることが必要となってくる。そこで以下では、Nabarro Wells & Co Limited という Nomad に対する制裁事例を題材にして、LSE が、どのような調査のもと、どのような違反行為に対して、どの程度の制裁を課しているのか概観しておく³³⁾。

Nabarro Wells & Co Limited (以下「NW」) は 1990 年に設立された独立系のコーポレート・ファイナンス助言業者であり、AIM 開設年度である 1995 年に Nomad としての承認を受けている。NW は Nomad として積極的な活動をしていたが、一方でその適格性を疑わせるような話も LSE には入ってきたため、

LSEは2006年にNWに対するレビューを公式に実施した。この公式レビューにおいてLSEは、NWが担当するAIM会社の中から7社を選び出し、この7社に対するNWのNomadとしての活動ぶりを特に詳しく調査することとした。具体的には、LSEは、この7社に関するNWのすべての記録の検証、NW執行陣に対するインタビュー、この7社に関する公開文書（許可文書等）の検査などを実施した。その結果、NWには複数の違反行為が見られたことから、LSEは本案件をAIM制裁委員会に付託し、AIM制裁委員会は2007年10月18日、NWに対して公開戒告および250,000ポンドの制裁金処分を課すことを承認するに至った。

NWにおいて確認された違反行為の概要は以下のとおりである。①NWはAIM会社のAIM適格性を判定するために必要なレベルのデューディリジェンスを行わなかった。具体的には、英国外で事業を行っている会社の取締役や支配株主について十分な調査を行わなかったことや、許可文書で開示はされたものの複数議決権株を有する会社の公開市場適格性について十分な配慮をしなかったことなどである。②NWはAIM会社の許可文書がAIM規則を遵守しているか否かについて十分かつ注意深い調査をしなかった。具体的には、許可文書の作成に十分に関与しなかったことや、ロックイン（後述参照）されるべき支配株主を把握していなかったことなどである。③NWは十分な技能と注意を尽くさなかった。具体的には、AIM会社により行われる関係者取引（後述参照）が公正かつ合理的なものであるか否かを十分に評価しなかったことや、監査人が疑問を表明しているにもかかわらずAIM会社の半期業績の公表を承認したことなどである。④その他

として、最新かつ十分な内容のコンプライアンスマニュアルが整備されていなかったことや、NWがそのNomadとしての職責をNomadでない第三者に委託しており、しかもこの第三者に対する監督が不十分であったことなどが挙げられている。

このようにNWが行っていた違反行為は数多いのであるが、これに対する制裁の内容は公開戒告と制裁金（250,000ポンド）であり、Nomad登録の取り消しまでは行われなかった。これはおそらく、公式レビュー中におけるNWの態度が公明かつ協力的であったことや、NWが大幅な人員変更、スタッフ数の増加、業務運営手続の見直しと強化などを実施したことが考慮されたためではないかと思われる。なお、NWはその後、Ambrian Capital社（投資銀行グループ）に買収されることとなった。

IV. AIM会社

1. 許可プロセス

AIMへの登録許可を申請する会社は、まず、希望許可日の少なくとも10営業日前にその会社や取締役等に関する基本情報をLSEに提供し、次に、希望許可日の少なくとも3営業日前に申請料金、許可申請書、許可文書およびNomadによる宣言（Nomadが当該申請会社はAIM適格性を有していると宣言したものをLSEに提出しなければならない（AIM会社規則2-5、同附則1・2）³⁴⁾。そして、LSEが取引許可通知を発したときに、許可の効力が生じることになる（AIM会社規則6）。留意すべき点として、①AIMには事業歴・株式時価総額・株式公衆保有比率等に関する数値要件がないこ

と、②NomadがAIM申請会社のAIM適格性を判定すること、③公募でなければ目論見書を作成する必要はないことは前述したとおりである。

許可文書 (admission document) はAIM申請会社によって作成される文書であり、許可が下りたのち少なくとも1か月間は無料公開されなければならない (AIM会社規則3)。許可文書に記載される情報はAIM会社規則附則2に定められているが、その内容は目論見書に記載される情報を基本としつつAIMの特徴に配慮したものとなっている。大要すれば、会社情報、リスク要因、財務情報、証券情報などが許可文書に記載されることになるが、いずれにせよ投資家が当該AIM申請会社の財務状態等を十分に理解するのに必要と考えられる情報 (換言すれば投資家の投資判断にとって重要であると考えられる情報) はすべて許可文書において開示することが義務付けられている (AIM会社規則附則2(k))。その他、AIM申請会社の取締役が特に気を付けるべき項目としては、①運転資本 (working capital) が許可後少なくとも1年間は十分であるというステートメントを取締役は出さなければならないこと、②利益予想を記載する場合には、当該予想は十分かつ注意深い調査の後に作成されたものであるというステートメントを取締役は出さなければならないこと、③AIM証券に関連する金融商品を保有する取締役やその家族の名前等を記載しなければならないこと、などが挙げられる (AIM会社規則附則2(c)(d)(i))。

許可文書の最初のページには、Nomadの名

前とともに、次の文章が記載されることになる (AIM会社規則附則2(e))。「AIMは、主に成長または小規模会社向けの市場であり、大規模または比較的定評のある会社と比べると、より大きな投資リスクを伴う傾向がある。AIM証券は英国上場管理機関の公式リストに掲載許可されていない。投資を考える者は、こうした会社に投資することのリスクを認識すべきであり、かつ、注意深く考慮した後でのみ、また、必要であれば、独立した金融アドバイザーに相談した上で、その投資判断を行うべきである。各AIM会社はAIM会社規則に基づきNomadを有することを義務付けられている。NomadはNomad規則附則2に記載された様式でLSEに対して許可時に宣言を行うことを義務付けられている。LSE自身はこの文書の内容を検査も承認もしていない」。

2. 情報開示

AIMは規制が「緩やか」な市場であるといわれるが、AIMもまた公開市場である以上、公正な価格形成を確保するための情報開示規制 (とりわけ株価に影響を与えうる情報の適時開示規制) が重要になることに変わりはない。AIM会社規則が定める情報開示規制としては、価格感応情報の開示 (AIM会社規則11)、重大取引や関係者取引等に関する開示 (AIM会社規則12-16)、各種情報の開示 (AIM会社規則17)、半期報告書および年次計算書類 (AIM会社規則18・19)、ウェブ開示 (AIM会社規則26)³⁵⁾ などがある。このうち以下では適時開示に関連する規制であるAIM会社規則11と17を取り上げることとする (重大取引や関係者取引等の開示規制も適時開示に関連するものであるといえるが当該規制については後述する)。

まず、価格感応情報（price sensitive information）の開示規制であるが、AIM 会社は、その財務状態、業務範囲、業績または業績予想の変化に関して一般に知られていない新たな展開（new developments）³⁶⁾のうち、それが公開されたとすればその AIM 証券の価格に大幅な変動（substantial movement）をもたらす可能性のあるものを、遅滞なく規制情報サービスに通知しなければならない（AIM 会社規則 11）。規制情報サービスとは規制に関する情報を市場に提供するサービスのことである。

ここでいう「大幅な変動」に関して具体的な数値基準は定められていない。ただ、株価を監視する規制機関側の対応を参考までに紹介しておく、LSE は一般に、ある AIM 会社の株式に関して短期間に10%を超える株価変動があり、かかる変動が市場全体または該当セクターの株価変動と照らして普通ではないと考えられる場合には、当該 AIM 会社およびその Nomad に対して問い合わせを行うことになるといわれている³⁷⁾。また、英国の企業買収の規制機関であるパネル（Panel）も同様の株価監視を実施している³⁸⁾。

価格感応情報の開示規制における開示項目が抽象的・包括的であるのに対して、AIM 会社規則17はより具体的な形で開示項目を定めるものである。すなわち、AIM 会社は、①取締役等による自社証券等の取引、②大量保有株主（3%以上の株式保有者）の持分割合の変化、③取締役の辞任・解任・選任、④会計基準日の変更、⑤登録所在地の変更、⑥名称の変更、⑦実際の業績または財務状態と許可文書等において公表された予想値との重大な差異（material change）、⑧配当の決定、⑨ AIM 証券の許可または取消申請の理由、⑩金庫株、⑪ Nomad

またはブローカーの辞任・解任・選任、⑫自社ウェブサイトのアドレスの変更、⑬許可文書等で開示された取締役の破産歴等に関する情報の変更、⑭その他の証券取引所等での取引許可または取引停止、について遅滞なく規制情報サービスに通知しなければならない（AIM 会社規則17）。

上記⑦の「重大な差異」についてはやはり明確な数値基準はないのだが、実務では原則として10%超の差異がある場合を重大な差異とみなしているとのことである³⁹⁾。

また、上記②の大量保有株主情報であるが、そもそも英国の株式大量保有報告規制は FSA の定める開示・透明性規則（DTR: Disclosure Rules and Transparency Rules）第5章によって行われており、その基本的な内容は、3%以上の株式を取得した株主（その後1%以上の変動があった大量保有株主）はその発行者にその旨を通知し、当該発行者がその情報を市場に公表するというものである（DTR5.1.2R, 5.8.12R）。この DTR 第5章は AIM にも適用されるため（DTR5.1.1R(3)）⁴⁰⁾、大量保有株主の情報は AIM 会社に入ってくるのであり、AIM 会社は DTR 第5章に基づきその情報を市場に公表しなければならないことになる⁴¹⁾。したがって、DTR 第5章が遵守されていれば、それは通常 AIM 会社が AIM 会社規則17の②の要件も満たしていることになるわけである（AIM 会社規則17のガイダンスノート(a)）。

3. 取引規制

次に、AIM 証券の取引や AIM 会社が行う資産取引などに関する規制として、ロックイン（AIM 会社規則 7）、閉鎖期間中の取引制限（AIM 会社規則21）、重大取引（AIM 会社規則

12)、関係者取引 (AIM 会社規則13・19)、逆企業買収 (AIM 会社規則14)、事業の基礎的変更をもたらす処分 (AIM 会社規則15) を取り上げる。

まず、ロックインだが、これは要するに、会社の取締役などが AIM を会社の資金調達の場合としてではなく自らの投資を現金化するための場としてだけ利用することを防止するために⁴²⁾、彼らの AIM 証券取引を一定期間制限するものである。すなわち、AIM 申請会社の事業が独立したものでなく、かつ、少なくとも2年にわたり収益を上げていない場合には、許可時点における関係者 (related parties) および関係従業員 (applicable employees) は、許可後1年間は AIM 証券を処分しないことを合意していなければならない (AIM 会社規則7)⁴³⁾。ここでいう「関係者」とは、取締役、大株主またはこれらの家族等のことであり、「関係従業員」とは、AIM 証券を0.5%以上保有している従業員のことである。実務上は、Nomad がロックイン規制の対象者の範囲の拡大や取引制限年数の延長を求めるなどして、AIM 会社規則で求められているよりも厳しいロックインが合意されることが多いようである⁴⁴⁾。

次に、閉鎖期間中の取引制限である。AIM 会社は、その取締役および関係従業員が閉鎖期間 (close period) 中に AIM 証券の取引を行わないことを確保しなければならず、また、AIM 会社による自社株の購入や早期償還または金庫株の売却も閉鎖期間中は行ってはならない (AIM 会社規則21)⁴⁵⁾。ここでいう「関係従業員」とは、上述した AIM 会社規則7における定義と異なり、当該会社に関する未公表の価格感応情報を保有している可能性のある従業員

のことをいう。「閉鎖期間」とは、①年次業績の公表前2か月間 (決算日から公表日までの期間がこれよりも短い場合にはその期間)、②半期報告書の通知前2か月間 (対象期末日から通知日までの期間がこれよりも短い場合にはその期間)、③四半期報告書⁴⁶⁾の通知前1か月間 (対象期末日から通知日までの期間がこれよりも短い場合にはその期間)、④AIM 会社が未公表の価格感応情報を保有しているその他の期間、⑤かかる情報の通知が必要になると合理的に考えられる時間のことである。この閉鎖期間中の取引制限の目的は、内部者取引が行われやすい期間における取引を禁止することで、内部者取引を防止することにある。なお、前述したとおり、AIM 会社の取締役による自社証券取引は開示の対象になっている (AIM 会社規則17)。

第3に、AIM 会社は、重大取引 (substantial transaction) の条件について合意したときは、その取引に関する情報を遅滞なく規制情報サービスに通知しなければならない (AIM 会社規則12)。「重大取引」とはクラステストのいずれかが10%を超える取引をいう⁴⁷⁾。クラステストとは、取引の大きさを図るための基準のことであり、①総資産テスト ((取引対象の総資産 ÷ AIM 会社の総資産) × 100)、②利益テスト ((取引対象資産に帰属する利益 ÷ AIM 会社の利益) × 100)、③売上高テスト ((取引対象資産に帰属する売上高 ÷ AIM 会社の売上高) × 100)、④対価テスト ((対価 ÷ AIM 会社の株式時価総額) × 100)、⑤総資本テスト ((取得される会社または事業の総資本 ÷ AIM 会社の総資本) × 100) などがある (AIM 会社規則附則3)。留意すべきは、上場会社の場合にはクラステストのいずれかが25%を超える取引につ

いては株主の承認が必要とされているのに対して (FSA 上場規則10.5.1R), AIM 会社の重大取引規制には株主の承認を求める要件はないことである。

第4に, AIM 会社は, 関係者 (related party) と行う取引のうち, 上述したクラステストのいずれかが5%を超える取引の条件について合意したときは, その取引に関する情報を遅滞なく規制情報サービスに提供しなければならない (AIM 会社規則13)。「関係者」とは, 取締役, 大株主またはこれらの家族等のことである。開示される情報の中には, 当該取引に関与していない取締役が, Nomad と相談の上, 当該取引の条件は株主との関係において「公正かつ合理的 (fair and reasonable)」であると判断したという内容のステートメントも含まれる。クラステストで5%を超えない関係者取引は適時開示こそされないものの, そのいずれかが0.25%を超える関係者取引は年次計算書類の中で開示することが義務付けられている (AIM 会社規則19)。留意すべきは, 上場会社が関係者取引を行うには株主の承認が必要とされているのに対して (FSA 上場規則11.1.7R), AIM 会社の関係者取引規制には株主の承認を求める要件はないことである。

最後に, 逆企業買収 (reverse take-overs) の場合および事業の基礎的変更をもたらす処分 (disposals resulting in a fundamental change of business) の場合には, AIM 会社は, 規制情報サービスにその取引に関する情報を遅滞なく通知するだけでなく, 株主の承認を得ることが義務付けられている (AIM 会社規則14・15)。逆企業買収とは, クラステストのいずれかが100%を超える取得 (acquisitions), または, 事業, 取締役会もしくは議決権支配に

基礎的変更をもたらす取得のことをいう。例えば, AIM 会社が自社よりも規模の大きい会社を買収する場合がこれにあたる。また, 事業の基礎的変更をもたらす処分とは, クラステストのいずれかが75%を超える処分 (disposals) のことをいう。この点, 上場会社の場合においても逆企業買収やクラステストのいずれかが25%を超える取引については株主の承認が必要とされている (FSA 上場規則10.6.1R・10.5.1R)。

このように, 上場会社の場合と比較するとその範囲は狭いのであるが, AIM 会社においても一定の取引に関しては株主の承認という要件が定められている。AIM 会社規則は取引所の規則であるが, FSA 上場規則と同様に, 会社法的な側面を有しているといえるのである⁴⁸⁾。

4. 企業統治

AIM 会社の企業統治に関連する規制として, AIM 会社規則31がある。すなわち, AIM 会社は, ①規則を遵守するための十分な手続, リソースおよび統制措置 (procedures, resources and controls) を整備すること, ②必要に応じて規則遵守に関する助言を Nomad に求め, また, 得られた助言を考慮すること, ③ Nomad がその職責を果たすために合理的に要求する情報を Nomad に提供すること, ④各取締役が全体としても個人としても規則遵守に関する責任を全面的に負うよう確保すること, ⑤各取締役が AIM 会社規則17 (前述参照) を遵守するために会社が必要とする全情報を遅滞なく会社に開示するよう確保すること, を義務付けられている (AIM 会社規則31)。これによって AIM 会社は, 例えば価格感応情報の適時開示を適切に行うための態勢整備等を義務付けら

れることになるといえる。

上場会社と比較した場合の大きな違いとして、上場会社の場合はその年次報告書においてコンバインド・コード (Combined Code)⁴⁹⁾に定められた企業統治のグッドプラクティスを遵守しているか否か、また、遵守していない場合にはその理由を開示することを義務付けられているのに対して (FSA 上場規則9.8.6R。いわゆるコンプライ・オア・エクスプレイン (comply or explain) アプローチ⁵⁰⁾)、AIM 会社の場合にはこのような義務付けは存在しない。

確かに、上場会社と同内容の企業統治態勢の整備を AIM 会社に要求するのは負担が重すぎる場合があろう。しかし、それでは AIM 会社がコンバインド・コードとはまったく無関係に企業統治の態勢整備をしているかという点、そうともいえない。英国には、コンバインド・コードをベースとしつつ AIM 会社の企業統治のあり方を定めた民間ガイドラインが存在しているからである。

例えば、英国には QCA (Quoted Companies Alliance) という小規模公開取引会社の業界団体が定めた AIM 会社企業統治ガイドライン (Corporate Governance Guidelines for AIM companies) というものがある⁵¹⁾。このガイドラインは、AIM 会社の実態を踏まえた上で、AIM 会社内における権限集中リスクを防止するための態勢や財務・業務・法令遵守に関する内部統制のレビュー等に関するベストプラクティスを提示したものである (詳細については図表 5 参照)⁵²⁾。そして、ある実務家によれば、この QCA のガイドラインは Nomad により AIM 会社のベンチマークとみなされ始めているとのことである⁵³⁾。一例として、AIM

の規則上は指名・監査・報酬委員会の設置は強制されていないが、実務では、指名委員会を設置する AIM 会社はまだ少ないものの、監査委員会と報酬委員会はほとんどの AIM 会社で設置されているとのことである⁵⁴⁾。

また、全国年金基金協会 (NAPF: National Association of Pension Funds) が定めた AIM 企業統治方針・議決権行使ガイドライン (AIM Corporate Governance Policy and Voting Guidelines) というものもある⁵⁵⁾。このガイドラインの基本方針は、「AIM 会社の取締役会にはコンバインド・コードの主要原則を熟知しておくべきであり、また、これらの原則を各会社の状況に適合的な形で適用するよう努めるべきである」というものである⁵⁶⁾。本稿では、この NAPF のガイドラインの中でも特に興味深い項目として、新株引受権 (pre-emption rights) に関する部分だけを取り上げておく。

そもそも英国会社法では、公開会社であっても株主の新株引受権が法定されており (2006年会社法561条)、これを不適用とするには定款または株主総会の特別決議が必要となる (2006年会社法570条・571条)。上場会社の場合にはさらに、上場規則においても新株引受権が定められており (FSA 上場規則9.3.11R。不適用については FSA 上場規則9.3.12R 参照)⁵⁷⁾、また、新株引受権に基づかない新株発行に対しては量的規制およびディスカウント幅の規制をかける民間ガイドライン (新株引受権グループの定める原則) も存在する⁵⁸⁾。

これに対して、AIM 会社の場合には、会社法の適用は受けるものの、AIM 会社規則の中には新株引受権を定める規定は存在しない。また、上記の新株引受権に関する民間ガイドラインは「AIM 会社もこれらのガイドラインを適

図表5 QCAのAIM会社企業統治ガイドライン(2007年2月版)の概要

はじめに (略)

企業統治の目的

良き企業統治の目的は、会社が、すべての株主の長期的な利益のために、効率的、効果的かつ起業家精神にあふれたやり方で運営されることを確保することにある。

この目的を達成するための企業統治の特徴 (略)

AIM会社向けのベストプラクティスコード

QCAガイドライン

・取締役会決議事項

取締役会の決議事項を明示した正式な一覧表が存在すべきである(当該事項に関する見本表が附則Aに定められている)。

・適時情報

取締役会は、その義務を果たすことを可能にするために適切な形および品質の情報(定期的な経営財務情報を含む)を適時に提供されるべきである。

・内部統制のレビュー

取締役会は、少なくとも年一回は、グループの内部統制システムの有効性に関するレビューを実施し、それを実施した旨を株主に報告すべきである。このレビューは、すべての重要な統制措置、すなわち財務、業務および法令遵守に関する統制措置ならびにリスク管理システムなどを対象とすべきである。

・議長(Chairman)および最高執行者(Chief Executive)

議長と最高執行者の役割が同一人によって果たされることのないようにすべきである、または、取締役会におけるその他の手続きがどのようにして会社内における権限集中リスクを防止しているのかについて明確な説明をすべきである。

・独立非執行取締役(Independent non-executive directors)

会社は少なくとも二人の独立非執行取締役(そのうち一人は議長でありうる)を有しているべきであり、また、取締役会は一人の間または一つのグループによって支配されるべきではない。取締役の独立性を損なう可能性のある要因のリストは附則Bに定められている。

・再任投票

すべての取締役は、継続的に満足のいく業績を挙げていることを条件として、定期的に再任投票の対象となるべきである。取締役会は、取締役会を計画的かつ先進的に刷新する機会を確保すべきである。

・監査委員会

取締役会は、少なくとも二人の委員から構成され、かつ、その全員が独立非執行取締役である監査委員会を設置すべきである。監査委員会の主な役割と責任(これらは委員会の正式な権限表に記載されるべきである)は附則Cに定められている。

・報酬委員会

取締役会は、少なくとも二人の委員から構成され、かつ、その全員が独立非執行取締役である報酬委員会を設置すべきである。当該委員会の職責の概要は附則Dに定められている。

・指名委員会

取締役選任に関する推薦は、指名委員会(または取締役会全体)により行われるべきであり、また、十分な評価の後に行われるべきである。当該委員会の職責の概要は附則Eに定められている。

・株主との対話

目的の相互理解に基づいた株主との対話がなされるべきである。取締役会は全体として、株主との十分な対話が行われることを確保する責任を有している。

企業統治の報告

・会社のウェブサイトにおける企業統治報告(Corporate Governance Statement)

会社は、自らがどのようにして良きガバナンスを実現しているかを説明した企業統治報告を、年一回、公表すべきである。(その他略)

・QCAガイドラインの適用

企業統治報告には、最低でも、会社がどのようにしてQCAガイドラインの各項目を実施しているのか

を記載すべきである。(その他略)

・基本報告 (略)

・閲覧 (略)

良き企業統治の特徴・QCA ガイドライン・基本報告の関係 (略)

附則 (略)

用することが勧められるが、かかる会社の場合にはより大きな柔軟性が正当化される可能性のあることを投資家は認識している」としており⁵⁹⁾、上場会社の場合と比べてケースバイケースの対応が容認されている。そして、同様のことがNAPFのAIM企業統治方針・議決権行使ガイドラインにおいても定められている。すなわち、「NAPFのAIMポリシーは、新株引受権グループによって2006年に公表された新株引受権に関する原則⁶⁰⁾を支持している。会社は、新株引受権を与えない形で新株発行をする場合には、株主による年次承認を求めるべきである。しかしながら、小規模会社においては、新株引受権を排除する十分な理由が比較的多いであろうことは理解している。例えば、コスト、株主構造またはスピードなどの理由である。会社は、上記原則の精神を踏まえ、主たる株主と事前に相談をし、5%の年間制限を超える株式発行権限を求めることの十分な正当化理由を当該株主に提供し、かつ、その使用方法につきその後の年次報告書で説明すべきである」⁶¹⁾。

V. おわりに

AIMの規制は「緩やか」であるといわれる。確かに、Main Marketには入れないような会社でもAIMには参加することができるという意味ではそれは事実であろう。しかし、AIM会社はそれ単体で公開市場適格性を有している

のではなく、Nomadと一体となってはじめて公開市場適格性を有するに至るのである。AIMには数値による形式的なハードルがない分、Nomadの実質判断によりAIM会社の公開市場適格性が確保される。しかも、Nomadは市場の入口段階だけではなく、その後も継続的にAIM会社を指導・助言する責任を負っているのである。

このような市場の制度設計においては、Nomad自身の品質確保がきわめて重要になる。本文中で述べたAIMの規則を踏まえてNomad規制のあるべき論を考えると、Nomadがその役割を適切に果たすには、①権限・責任、②知識・経験、③独立性、④情報、⑤制裁・インセンティブなどの要素が重要になってくるといえよう。すなわち、Nomadが果たすべき役割や責任を明確にし、それを確実に遂行させるための権限をNomadに与える。仮にNomadがその義務を怠った場合には、痛みのある制裁を課す。Nomadに一定レベル以上の知識・経験を要求することで、Nomadによる判断・助言の品質を高める。もっともNomadに権限や能力があっても担当先の会社と馴れ合いになってしまえば意味がないから、Nomadの独立性を確保する。しかし他方で、Nomadが担当先の会社と疎遠になってしまっても意味がないから、両者間の情報交流は行われるようにしておく。Nomadやその関係者が担当先の会社から得た情報を利用して内部者取引等を行わないようにするための態勢整備も必

要である。そして、高品質のサービスを提供しているNomadが市場で高く評価され、Nomad間の競争上優位に立てるようにする。もちろん、以上はあくまであるべき論であって、実際のAIMにおいてこれらが100%完全に実施されているとまでは言えないかもしれない⁶²⁾。しかし、こうしたあるべき論の多くがAIMの規則の中で要求されていることは確かである。

また、本文中で説明してきたとおり、AIM会社向けの規制も実はそれほど少ないわけではないといえる。公開市場を利用する株式会社として、適時開示（および適時開示を適切に行うための態勢整備）や内部者取引の防止態勢（AIMの場合であれば閉鎖期間中の取引制限等）の重要性はAIMでも変わらない。AIMが創業者等の単なる換金の場合とならないようにするためのロックイン規制も重要である。また、Main Marketの上場会社と比較するとその範囲は狭いとはいえ、一定の取引については株主の承認を要求していることも興味深い。さらに留意すべきは、AIM会社は上場会社と異なりコンバインド・コードに関するコンプライ・オア・エクスプレインは義務付けられていないものの、民間レベルでAIM会社の企業統治をよりよいものにしていく動きがあるということである。QCAのガイドラインはNomadにより利用されているようであるし、また、AIMは機関投資家中心の長期保有市場であるということからすると、有力な機関投資家団体であるNAPFのガイドラインもAIM会社にとっては重要な意義を有しよう。AIMという市場の規制レベルを分析する際には、こうしたガイドラインを含めた総合的な考察が必要である。このことは裏返していえば、仮に自主的なガイ

ドラインの発展が望めない市場であれば、その分一歩踏み込んだ内容の規則を設ける必要が出てくる可能性があるということである。英国の場合、大きな傾向としては自主規制の余地は少なくなりつつあるが、それでも自主規制の伝統は残っている。AIMの規制は（英国人が意識しているかどうかはともかくとして）こうした英国の市場カルチャーを前提にしたシステムであることを忘れるべきではないであろう。

現在、東京証券取引所はロンドン証券取引所と共にAIMをモデルにした新しい成長企業向け市場を構築しようとしている⁶³⁾。私としては、特に日本版Nomad (J-Nomad)の品質確保と日本の市場カルチャー（英国のような民間ガイドラインが日本で発展するかは未知数である）を踏まえた規制システムの構築を目指してもらいたいと考えている。本稿は株式会社が公開市場を利用するための条件を探るという問題意識に基づいて書かれたものであるが、良い新市場を作るという実務の取り組みの一助となれば幸いである。

注

- 1) 河村 [2006], 河村 [2001], 河村 [2000] 等。なお、私は2006年4月より2年間に渡り日本証券業協会の客員研究員として証券市場法制の研究を行う機会を得た。本稿はその一つの成果である。また、私は現在英国にて在外研究（2008年4月より2009年3月まで）を行っているため、日本語の参考文献を集めることができなかった。本来挙げるべき文献が漏れていると思われるが、何とぞ御容赦いただきたく思う。
- 2) AIMの概要については数多くの文献があるが、例えばLSE [2006], BLAIR and WALKER [2007], p. 183以下, HUDSON [2008], p. 497以下を参照。
- 3) USMからAIMに至る経緯については、ARCOT, BLACK and OWEN [2007], pp. 11-12。
- 4) ARCOT, BLACK and OWEN [2007], p. 4。
- 5) LSE [2008], p. 1。
- 6) AIMに登録をする外国会社は特に2003年以降急激に増えているが、その直接的な理由としては、第1に、LSEによる積極的な誘致活動、第2に、米国2002年サーベンス・オクスリー法の制定による米国市場の規制

- 強化、第3に、AIM規則の改正による外国上場会社のAIM登録の容易化などが挙げられる(ARCOT, BLACK and OWEN [2007], pp. 16-17参照)。その他の一般的な理由については本文後述参照。
- 7) 税制については、LSE [2007b] 参照。
 - 8) GCI [2008], p. 5。
 - 9) ARCOT, BLACK and OWEN [2007], p. 43。
 - 10) 金融サービス機構(FSA: Financial Services Authority)が定める業務行為規則集(New Conduct of Business Sourcebook) 9.2.1R等参照。なお、英国の金融サービス市場法制については河村[2005]および同論文に掲げられた参考文献等参照。
 - 11) ARCOT, BLACK and OWEN [2007], p. 43。
 - 12) 静正樹氏(東京証券取引所執行役員)もまた、東京証券取引所のMOTHERSと比較してAIMの売買状況が全体として低水準であることから、「AIM市場のもつ性格として、Buy & Holdの長期投資市場という見方もできる」と指摘されている(2008年9月8日に開催された早稲田大学グローバルCOEアジア資本市場フォーラム「アジア共通の資本市場の可能性」における同氏の報告資料11頁)。
 - 13) GCI [2008], p. 5。
 - 14) 公認投資取引所制度に関しては、BLAIR and WALKER [2007], p. 89以下参照。
 - 15) 図表1ではMain MarketとAIMしか挙げていないが、例えば、①Main Marketのある規制市場+上場証券のエリアにはPlus Marketが運営するPlus-listed, ②AIMのある非規制市場+非上場証券のエリアには同じくPlus Marketが運営するPlus-quoted, ③規制市場+非上場証券のエリアにはLSEが運営するSpecialist Fund Market, ④非規制市場+上場証券のエリアには同じくLSEが運営するProfessional Securities Marketなどがある。これらの市場については、Plus Market[-], LSE [2007d], LSE [2007e]のほか、Plus Marketのウェブサイト(<http://www.plusmarkets-group.com/>)およびLSEのウェブサイト(<http://www.londonstockexchange.com/en-gb/>)参照。
 - 16) DAVIES [2008], p. 857。
 - 17) 本文中で後述するように、欧州指令に基づく規制が「非規制市場」にはまったく適用されなくなるというわけでもないことに注意する必要がある。
 - 18) LSE [2005], p. 10およびLSEのウェブサイト(<http://www.londonstockexchange.com/en-gb/about/cooverview/corpad/Thefutureofaimasanexchangeregulatedmarket.htm>)参照。
 - 19) なお、目論見書指令の重要な特徴として、同指令は、EUのシングル・パスポートというコンセプトのもと、発行者によるクロスボーダーの資金調達を統一様式の日論見書で行うことを可能とするために、最下限の要件を統一化する(各加盟国は要件の引き下げはできないが引き上げはできる)という「ミニマム・ハーモナイゼーション」ではなく、最上限の要件を統一化する(各加盟国は要件の引き下げも引き上げもできない)という「マキシマム・ハーモナイゼーション」の考え方を採用している点が挙げられる。
 - 20) MAULE [2008], pp. 87-88。
 - 21) 周知のとおり、英国ではパネル(Panel on Takeovers and Mergers)という団体がテークオーバーコード(Takeover Code)という企業買収規制を定めている。
 - 22) AIM会社のうち外国会社には適用されないなどの例外もあるが、この点に関する詳細は本稿では省略する。
 - 23) 英国会社法にいう「公開会社」とは「私会社(private company)」と対になる概念であり、「公開会社」は公募ができるのに対して、「私会社」はそれができないなどの違いがある(2006年会社法755条)。公開市場で実際に株式取引されていることは「公開会社」の要件ではないから、「公開会社」と「公開取引会社」はイコールではない。また、2006年会社法385条は上場会社、欧州経済地域(EEA)加盟国の上場会社、ニューヨーク証券取引所やNasdaqの上場会社のことを「登録会社(quoted company)」と定義しているが、実務においては当該定義よりも広い「公開取引会社」とほぼ同様の概念として「登録会社」という用語が使われることもある。
 - 24) 実務ではこれらの用語を厳密に使い分けしていない場合も見受けられるが(例えばAIM会社のことを上場会社(listed company)と呼ぶなど)、本稿では混乱を避けるためこれらの用語を厳密に使い分けることとする。
 - 25) こうした上場管理を行う機関のことを英国では英国上場管理機関(UKLA: UK Listing Authority)と呼んでいるが、以前はLSEがこのUKLAの役割を担っており、したがって上場規則もLSEの上場規則であった。しかし、2000年にUKLAの役割がLSEからFSAに移されたのである。この点につき、河村[2006], 162-163頁および河村[2001], 130-132頁参照。
 - 26) 脚注1の文献参照。なお、英国の上場制度については現在見直し作業が進んでいるが(FSA [2008])、これについては改めて検討することとしたい。
 - 27) 本稿で取り上げるAIM会社規則およびAIM指定アドバイザー規則(Nomad規則)はいずれも2007年2月版である。
 - 28) これらのNomadの責任はLSEに対する責任として規則上は定められている。AIM申請会社あるいはAIM会社に対する契約責任は別途存在する。
 - 29) 図表4はあくまで原則だけを記すものであり、例外は省略してあることに留意されたい。
 - 30) Nomad制度が導入された背景として、AIMにおける会社の質の低下をおそれた機関投資家の圧力やLSEがカジノ視されることに対する懸念があったといわれている(CHEFFINS [1997], p. 138)。
 - 31) http://www.londonstockexchange.com/en-gb/products/companyservices/ourmarkets/aim_new/About+AIM/Nominated+Adviser+Search.htm
 - 32) ARCOT, BLACK and OWEN [2007], p. 13。
 - 33) 事例の詳細については、LSE [2007] 参照。
 - 34) より実務的なタイムテーブルについては、LSE [2007c], p. 24参照。また、AIMの指定市場(オーストラリア証券取引所、ユーロネクスト、ドイツ証券取引所、ヨハネスブルグ証券取引所、ナスダック、ニューヨーク証

- 券取引所、ストックホルム証券取引所、スイス証券取引所、トロント証券取引所、英国上場管理機関の公式リストに関する主要市場)においてすでに18か月間以上株式が取引されている会社については、より簡便な許可プロセスが用意されている(AIM会社規則2-5、同附則1およびLSE [2007c], pp. 11-12参照)。
- 35) ウェブ開示規制の内容は次のとおり。AIM会社は自社のウェブサイトを開示しなければならないが、当該ウェブサイトから下記の情報が無料で入手できるようにすべきである。①事業内容、②取締役の名前・経歴、③取締役の職責等、④主な事業地等、⑤同社が非英国会社である場合には株主権の内容が英国会社のそれと異なりうる旨、⑥定款、⑦AIM会社の証券が取引されるその他の証券取引所等の詳細、⑧発行済AIM証券の数および大量保有株主(3%以上の株式保有者)の名前や保有割合等、⑨AIM証券の譲渡制限の詳細、⑩年次報告書・半期報告書等、⑪AIM会社が過去1年間に行った全通知、⑫許可文書等、⑬Nomad等の詳細(AIM会社規則26)。
- 36) AIM会社は、起こりつつある展開(impending developments)や交渉中の案件(matters in the course of negotiation)に関する情報は通知する必要はなく、また、こうした情報をAIM会社のアドバイザー・交渉中の相手・従業員代表・規制機関などに機密扱いで提供することはできる(AIM会社規則11のガイダンスノート)。ただし、AIM会社は、かかる情報の受領者は当該情報が規制情報サービスに通知される前にそのAIM証券の取引を行ってはならないということを当該情報受領者自身が認識していることを確認しなければならない(同ガイダンスノート)。
- 37) MAULE [2008], p. 115。
- 38) MAULE [2008], p. 115。なお、テークオーバーコード規則2.2(c)および同規則の注参照。
- 39) MAULE [2008], p. 116。
- 40) 英国会社であるAIM会社やその株主はDTR第5章を遵守しなければならないが、非英国会社であるAIM会社はDTR第5章を遵守する必要はない(FSA [2007], p. 13)。また、DTRの全体がAIMに適用されるわけではないことに留意されたい。
- 41) 本文中の記述は英国会社であるAIM会社を対象にしたものである。非英国会社であるAIM会社はDTR第5章を遵守する義務はないが、かかる会社もまたAIM会社規則17を遵守するためにあらゆる合理的な試みを行うことを義務付けられている(AIM会社規則17のガイダンスノート(b))。
- 42) MAULE [2008], p. 20。
- 43) 例外として、裁判所の命令がある場合、対象者が死亡した場合、全株主を対象とする当該会社の買収オファーに応募する場合には、この規制は適用されない(AIM会社規則7)。
- 44) MAULE [2008], p. 20, p. 106。
- 45) 例外として、閉鎖期間に入る前に締結された契約(閉鎖期間に入ることを契約締結時には予測できず、また、当該契約について通知が行われていることが必要)が存在する場合や、個人的な苦境を緩和するために(例:手術費の捻出等)LSEが特別に許可した場合には、この規制は適用されない(AIM会社規則21)。
- 46) AIMでは四半期報告書の作成は義務ではない。
- 47) 重大取引には、AIM会社の子会社による取引も含まれるが、通常の業務過程における収益性のある取引(transactions of a revenue nature)やAIM会社・その子会社の固定資産に変化をもたらさない資金調達取引は除外される(AIM会社規則12)。
- 48) FSA上場規則が会社法的側面を有することについては、脚注1の文献およびDAVIES [2008], pp. 902-903参照。
- 49) コンバインド・コードについては脚注1の文献参照。現時点における最新のコンバインド・コードは2008年6月版である。コンバインド・コードは財務報告委員会(Financial Reporting Council)のウェブサイト(<http://www.frc.org.uk/>)から入手できる。
- 50) このアプローチは会社の多様性を認めつつ、各会社に自社に適合的なよりよい企業統治態勢を整備させるための仕組みであるといえる。
- 51) QCAの詳細については、同団体のウェブサイト(<http://www.quotedcompaniesalliance.co.uk/>)参照。また、本稿で紹介するAIM会社企業統治ガイドラインは現時点での最新版である2007年2月版である。
- 52) もちろん、AIM会社がこのガイドラインよりもレベルの高い企業統治態勢の整備を目指すことは可能である。
- 53) MAULE [2008], p. 148。
- 54) MAULE [2008], p. 151, p. 153, p. 154。
- 55) NAPFの詳細については、同協会のウェブサイト(<http://www.napf.co.uk/>)参照。また、このガイドラインは2007年3月版である。
- 56) NAPF [2007], p. 3。
- 57) 英国会社法に新株引受権の規定が入ったのは1980年だが、それより以前から上場規則には新株引受権が定められていた(FERRAN [2008], p. 134)。いずれにせよ、新株引受権に関するアプローチは日本と英国との間で大きな違いがあるといえる。
- 58) 新株引受権グループ(Pre-Emption Group)の詳細については、同団体のウェブサイト(<http://www.pre-emptiongroup.org.uk/>)参照。同団体が定める原則によると、新株引受権に基づかない新株発行のうち、1年間に普通株式資本の5%(3年間で7.5%)を超えるもの、または、市場価格から5%を超えるディスカウントのものについては、株主(特に機関投資家)の承認が下りにくくなる。詳細については、二上 [2008], 29頁以下参照。
- 59) Pre-Emption Group [2008], p. 2。
- 60) 本稿で取り上げているのは2008年版の原則であるが、2006年度版の原則と基本的内容に大きな違いはないといえる。
- 61) NAPF [2007], p. 10。
- 62) たとえば、Coffee教授は、多くのNomadが引受業者を兼ねていることから、そこには対象会社を公開させたいという引受業者としての希望とNomadとしての責任との間に利益相反の問題があることを指摘し、その解

決策として、Nomadの選任プロセスの見直し(取引所や機関投資家による選任)や責任の強化(証券詐欺による投資家の損害の一部(例えば20%)をNomadに自動的に負担させる案)などについて検討している(COF-FEE [2006], p. 339)。興味深い提案であるといえよう。

63) 東京証券取引所・ロンドン証券取引所 [2008]。

参考文献

- 河村賢治 [2000] 「英国公開会社における取締役会の機能」早稲田法学76巻2号231頁以下
- [2001] 「英国上場規則における公開会社法」早稲田法学76巻4号127頁以下
- [2005] 「日本版金融サービス市場法とは何か」NIRA 研究報告書『包括的・横断的市場法制のグランドデザイン1』65頁以下
- [2006] 「イギリス上場規則・開示規則の研究」イギリス資本市場研究会編『イギリスの金融規制』161頁以下
- 東京証券取引所・ロンドン証券取引所 [2008], 新市場制度概要試案
- 二上季代司 [2008] 「第三者割当増資の規制に関する英米の事例」証研レポート1648号23頁以下
- ARCOT, Sridhar, Julia BLACK and Geoffrey OWEN [2007] *From Local to Global The Rise of AIM as A Stock Market for Growing Companies A Comprehensive Report Analysing the Growth of AIM*
- BLAIR, Michael and George WALKER [2007] *Financial Markets and Exchanges Law*
- CHEFFINS, Brian [1997] *Company Law: Theory, Structure, and Operation*
- COFFEE, John C. JR [2006] *Gatekeepers*
- DAVIES, Paul L. [2008] *Gower and Davies' Principles of Modern Company Law*
- FERRAN, Eilís [2008] *Principles of Corporate Finance Law*
- FSA [2002] 'Review of the Listing Regime,' *Discussion Paper 14*
- FSA [2007] 'List! Issue No. 14 Updated,' *UKLA Publications*
- FSA [2008] 'A Review of the Structure of the Listing Regime,' *Discussion Paper 08/1*
- FSA [2008b] *Why Market Abuse Could Cost You Money*
- GCI [2008] *Institutional Investors in AIM 2008*
- HUDSON, Alastair [2008] *Securities Law*
- LSE [2005] *Annual Report 2005*
- LSE [2006] *AIM - The Most Successful Growth Market in the World*
- LSE [2007] *AIM Disciplinary Notice 1*
- LSE [2007b] *A Guide to AIM Tax Benefits*
- LSE [2007c] *Joining AIM: A Professional Handbook*
- LSE [2007d] *Specialist Fund Market: Guidance for Admission to Trading for New Applicants*
- LSE [2007e] *The Professional Securities Market*
- LSE [2008] *AIM Market Statistics August 2008*
- MAULE, Huge (consultant editor) [2008] *A Practitioner's Guide to the AIM Rules*
- NAPF [2007] *AIM Corporate Governance Policy and Voting Guidelines*
- PLUS Market [-] *PLUS as a Recognised Investment Exchange in London*
- Pre-Emption Group [2008] *Disapplying Pre-Emption Rights - A Statement of Principles*
- QCA [2007] *Corporate Governance Guidelines for AIM companies*
- QCA [2008] *A Brief Guide to Floating A Company in the UK*

(関東学院大学経済学部准教授)