

好スタートを切ったロンドン証取のテックマーク

ロンドン証券取引所は、ハイテク企業を集めた新しいマーケット・セグメント、「テックマーク (techMARK)」を設立した。99年11月4日から公表が開始されたテックマーク指数は、ハイテク株人気の高まりが追い風となって高い上昇率をあげ、ロンドンのハイテク企業の認知度アップに大きく貢献している。

1. テックマークの概要

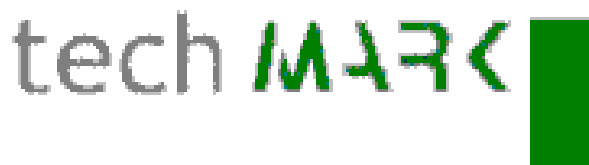
1) テックマークとは

テックマークは、ロンドン証券取引所に上場している企業から、ハイテク企業のみを集めた新しいマーケット・セグメントである。英国のハイテク銘柄に投資したいという投資家に対し、分かりやすいセグメントを提供すると同時に、ハイテク・ベンチャー企業に対する投資家の注目を集めることによって、ベンチャー企業の成長にも貢献しようという狙いである。

公式市場に上場している企業のうち、①コンピューター・ハードウェア、②コンピューター・サービス、③インターネット関連、④半導体、⑤ソフトウェア、⑥通信機器、の6業種に属する企業は、自動的にテックマーク銘柄となる。

また、公式上場企業で、航空機や防衛産業、電気・電子機器、通信、薬品の各セクターに属する企業のうち、12名からなる独立のテクノロジー評価パネル (independent panel of technology advisers) が審査し¹、ハイテク企業と判断された企業もテックマーク構成銘柄となる。

図1 テックマークのロゴ



(出所) ロンドン証券取引所

¹ 厳正な審査を期すため、取引所は評価パネルの構成員については、情報を公開していない。

テックマーク構成銘柄に選ばれなかった公式市場上場企業が、自らテックマークの条件を満たしていると判断すれば、スポンサーを通して²、取引所にテックマーク構成銘柄とするよう申請することができる。

テックマークは公式市場に上場している企業のみを対象としている。公式市場の上場基準は緩いとはいえ、設立経過年数が3年以上という基準は、技術進歩のペースが速い今日では、新興企業にとって大きな障害となる。このため、ロンドン証券取引所は、上場基準を示したイエロー・ブックに第25章「イノベティブな高成長企業」を新設し、特例を認めることとした。この結果、設立後3年を経えていなくても、①事業内容が革新的で高成長が見込めること、②機関投資家 (sophisticated investors) からの投資を呼び込むことができることを示すこと、③市場に売却する株式の総額が2,000万ポンド以上であること、④発行価格または売出価格に基づいて計算した時価総額が5,000万ポンド以上であること、という条件を満たすことができれば、公式市場への上場を認めることとした。

この条項を利用して上場申請する企業は、その事業内容が革新的で高成長が見込めるかどうか綿密な審査を受けるため、通常の上場申請書に加え、提供している、または提供する予定の商品、サービスの詳細な内容や、販売計画、事業見通し策定に利用した仮定、リスク・ファクターを付記しなければならない。また、商品やサービスがまだ完成しておらず、開発途上にある場合には、第三者機関からの評価レポートの添付も求められる。

2) テックマーク指数

ロンドン証券取引所は、英国の主要株式指数を発表している FTSE インターナショナルと共同して³、テックマーク全株指数とテックマーク 100 指数を発表している。単にセグメントを用意するだけでなく、このセグメントの株価指数を提供することによって、英国のハイテク・セクターのパフォーマンスを簡単に計ることができるし、投資のベンチマークを提供することにより、投資家に利便性を提供することもできる。

全株指数は、構成銘柄全てを時価総額で加重した指数である。ただ、テックマークには、ボーダフォンやブリティッシュ・テレコム、グラクソ・ウェルカムなど、超大型企業も含まれているので、各構成銘柄の比重に10%の上限を設けている。ただし、個別銘柄の構成比に関する上限は、原則年に1回しか見直されない⁴ので、一時的に10%を超えることもある。例えば、マネスマンの買収に成功したボーダフォンの2月28日時点でのテックマーク全株指数での構成比は、16.44%に達している⁵。

² スポンサーとは、企業がロンドン証券取引所に上場する際のアドバイザーのこと。通常は証券会社が担当する。事前に上場基準を満たしているかチェックするだけでなく、上場申請書類の作成や、その後の情報の継続開示、タイムリー情報の開示などについて、上場企業をアドバイスする。

³ FTSE インターナショナルは、ロンドン証券取引所とフィナンシャル・タイムズ社の共同出資会社。

⁴ 例外的に四半期に一度見直すこともある。

⁵ ボーダフォン社は、FTSE100 指数でも構成比が15%を超えている。

テックマーク 100 指数は、将来の高成長が期待される小型ハイテク企業だけを構成銘柄とする指数である。このような指数を用意した点に、若く規模の小さいベンチャー企業の成長を促進しようというロンドン証券取引所の意図が見受けられる。時価総額が 40 億ポンド以下のテックマーク企業の中で、最も規模の大きい 100 社を選んで構成銘柄とする⁶。ただし、構成銘柄は、月間の売買高が浮動株式数の 0.5%以上という流動性基準を、見直し時期の直近 6 ヶ月間中 5 ヶ月において満たさなければならない。

構成銘柄は、毎年 2、5、8、11 月の最終営業日のデータを基準に、3、6、9、12 月に見直される。ただし、構成銘柄が買収されたり、取引停止となったりした場合には、それに対応して随時見直しを行う。また、新規に上場するテックマーク企業が、FTSE100 指数の時価総額合計の 2%以上の規模で、市場の動向に重要な影響を与えると判断された場合には、見直し時期を待たずに構成銘柄に含まれる可能性もある。

2. テックマーク設立の背景

テックマークの設立は、ロンドンのハイテク企業向けのマーケットを確立し、認知を高めることを目的としたものである。欧州でも、インターネット関連銘柄を中心とするハイテク企業への投資が人気を集めている。しかし、ロンドンにはこれまで、高成長が期待できるハイテク企業のためのマーケットという性格を持った市場セグメントがなかった。

90 年代半ば以降、欧州では、ベンチャー企業向け証券取引所が相次いで設立された。フランスのヌーボー・マルシェやドイツのノイア・マルクトが、高成長を期待できるベンチャー企業のためのマーケットを確立することに努力し、両市場は大きな飛躍を遂げた⁷。これに追随する形で、イタリアやスイス、スウェーデンでも、高い成長が見込めるベンチャー企業向けのマーケットという位置づけを強く意識した新市場が設立された。

これに対し、新市場の設立を先導したロンドン証券取引所だけは、公式市場に上場できない企業、あるいは何らかの理由で公式市場には上場したくないという企業が使うための市場という位置づけで⁸、新市場 AIM (Alternative Investment Market) を設立した。すでに公式市場の上場基準が十分に緩和されていると考えていたロンドン証券取引所は、そもそも、その基準を満たせない企業のための市場は必要ないというスタンスだった。しかし、中小企業などからの求めに応じて、AIM の設立を決めたという経緯がある。このため、「高

⁶ 時価総額 40 億ポンド以下という基準は、原則、年に 1 度見直される。

⁷ 欧州のベンチャー企業向け証券取引所設立の経緯については、大崎貞和・落合大輔「欧米ベンチャー株式市場の新潮流」『財界観測』1997 年 7 月号を、その後の動向については、落合大輔「明暗分かれる欧州のベンチャー証券取引所」『資本市場クォーターリー』1999 年春号を参照。

⁸ 企業が公式市場ではなく AIM を選択する理由としては、公式上場には浮動株比率に関する基準があり、自社の支配権を確保しておきたいオーナーには不向きであること、買収をした時の情報開示規制が厳しいこと、などが挙げられる。

成長企業のための市場」といった積極的な性格を持たせることにはあまり意を払ってこなかった。このような経緯で設立された AIM は、登録企業数こそ多いものの、玉石混淆の市場として見られるようになり、決して評判がよくなかった。

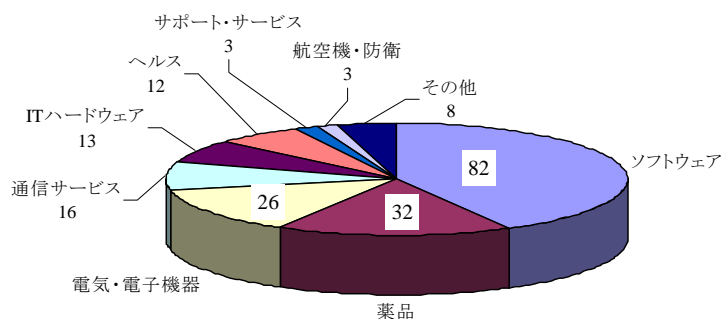
ロンドン証券取引所は、AIM については、依然として柔軟な市場としての存在意義があるという立場を変えていない。しかし、「高い成長を見込める企業のための市場」という性格を持ったセグメントがなかったことは認め、テックマークを設立することを決めたのである。

3. テックマークの現状

1) テックマーク構成銘柄

2月23日現在、テックマーク銘柄は195ある。業種分類を見ると、ソフトウェア会社が80社で4割以上を占める(図2)。

図2 テックマーク指数構成銘柄の業種分類(社数)



(注) 2000年2月23日現在。
(出所) ロンドン証券取引所資料より NRI-E 作成。

その他8社の内訳は、メディアが2社、レジヤ、石油・ガス、運輸、自動車、小売、その他金融が各1社である。例えば、小売に分類されている QXL は、オンラインのオークション会社で、99年10月に IPO を果たしたばかりであるのに早くも FTSE250 の構成銘柄に選ばれた、有力なインターネット関連銘柄である。また、レジヤに分類されている EIDOS 社は、ゲームやデジタルビデオ用のソフトウェアを開発している⁹。その他金融に分

⁹ 同社が開発したゲームは日本でも人気で、その女性キャラクター「ララ」のオフィシャル・グッズが売

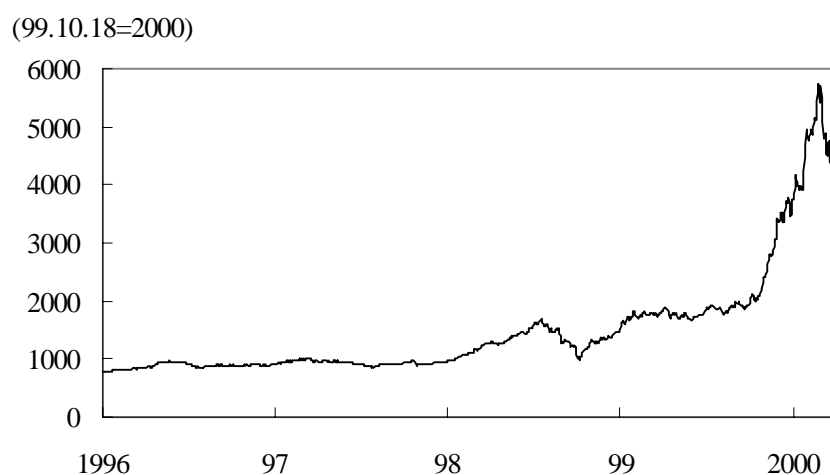
類されている eXchange Holdings 社は、インターネットを利用して、個人投資家に対して金融商品の様々な情報を提供している。このように、一見テックマークには不適當に見える業種の企業も、テックマークの定義に合致している。

2) 指数の推移

テックマーク指数は発表後大幅に値上がりした。テックマーク 100 指数は、3月6日に 5,743.30 ポイントとピークを付け、公表が始まった 1999年11月4日の 2,421.23 から、わずか3ヵ月の間に 2.4 倍になった¹⁰。FTSE インターナショナルは過去に遡及して、指数を算出している (図 3)。過去からの推移を見ると、11月4日の発表以降、指数は急角度で上昇しており、テックマークとしての認知を受けることが、大きな影響を与えたことがはっきり分かる。99年11月以降、ナスダック総合指数が急騰したことも追い風となったが、テックマーク 100 指数はナスダック総合指数をはるかにアウト・パフォーマンスしている。

ただ、その後は、ナスダック指数の急落に伴い、厳しい調整を余儀なくされている。ピークからの下落率は、4月18日時点で、40%にも達している。

図 3 テックマーク 100 指数の推移



(出所) FTSE International より野村総合研究所ヨーロッパ作成

3) 向上した流動性

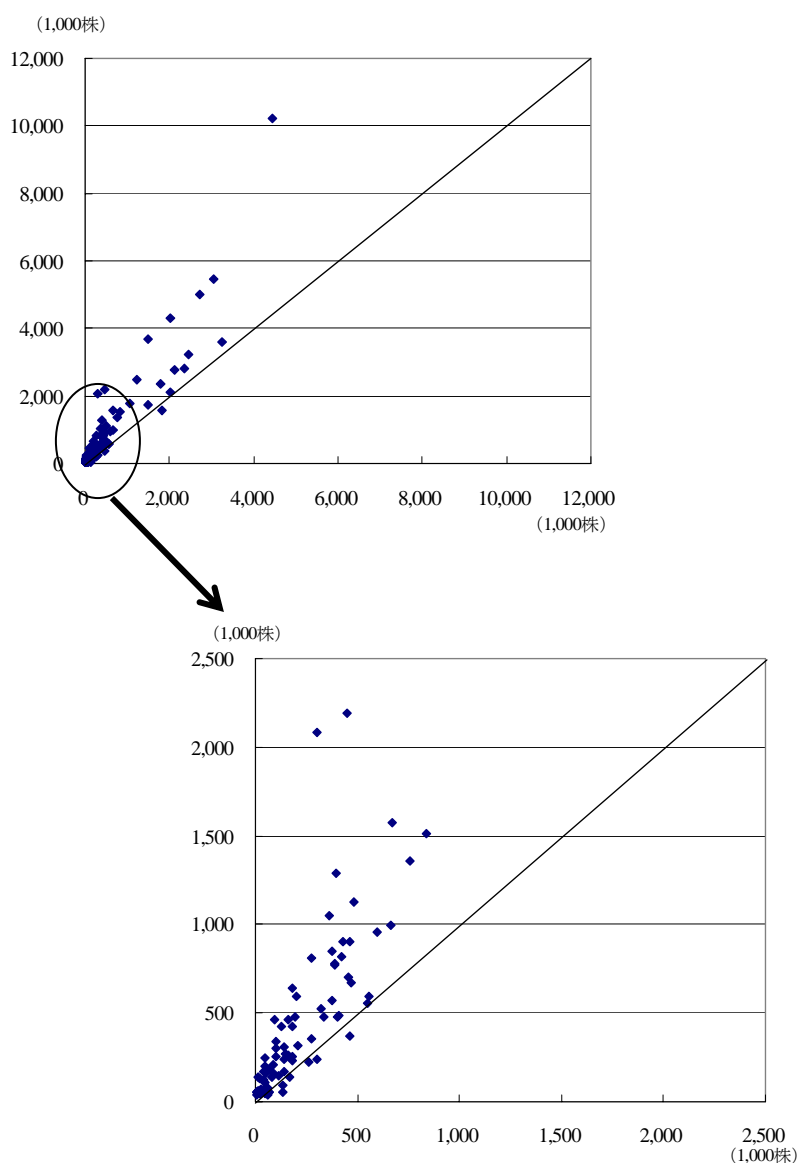
テックマーク指数の導入により、テックマークに含まれた小型企業の流動性は大幅に上

り切れるほどである。

¹⁰ テックマーク 100 指数は、1999年10月18日の基準日とし、その時点での指数を 2,000 として算出されている。

昇した。下図は、テックマーク 100 指数構成銘柄について、指数の公表が始まった 1999 年 11 月 4 日から 2000 年 2 月 9 日までの 66 営業日の一日平均売買高を Y 軸に、11 月 3 日までの 66 営業日の一日平均売買高を X 軸に取ったものである¹¹。各銘柄をプロットした点のほとんどが、 $Y=X$ の直線の上方に位置しており、流動性が大きく向上したことが分かる。一日平均売買高は、94 銘柄の平均で 2.45 倍、VEGA 社では 15 倍にも達している。この間、FTSE100 や FTSE350 構成銘柄の売買高も増加したものの、1.5 倍程度で、テックマーク 100 指数構成銘柄の売買高の伸びの方が大きかった。値付け率が低かった銘柄も、11 月 4 日以降は、ほぼ毎日売買されている。

図 4 向上する流動性



(出所) 野村総合研究所ヨーロッパ作成

¹¹ ただし、1999 年 8 月 4 日以降に公開した 6 銘柄を除く。

4. 評価

既存の上場企業をまとめて、新しいマーケット・セグメントを証券取引所が用意するというのは、これまでに例がなく、とても面白い試みである。

新しい市場を作り、そこにこれから公開する企業のみを集めようとする、上場企業数が増え、市場としての認知が確立するまでには時間がかかる。また、その新市場に最初のうちに上場した企業のパフォーマンスが悪いと、好ましくない評価が市場全体に固まってしまう恐れもある。その点、すでに上場しているハイテク企業を構成銘柄として、新しい市場を作るという方法は、新しい市場のアイデンティティを確立しやすく、投資家にとっても、新たに上場を目指す企業にとっても、分かりやすい。また、構成銘柄にボーダフォンやケーブル・アンド・ワイアレスなど、評価の高い銘柄が含まれていることも、テックマークが短期間で浸透するのに役立った。確かに、この数週間の調整は厳しいが、ハイテク・マーケットとしての認知は確立した。

テックマークに入るには、公式市場への上場が必要なので、テックマーク構成銘柄になるために AIM から公式市場に移った企業も、3月末までに4社ある。しかし、AIMは、もともとハイテク・セクターの比重が低いので、公式市場へのシフトが相次いで、AIMが空洞化するという懸念もない。AIMの顔を立てながら、ベンチャー企業を強く意識したハイテク企業のためのマーケット・セグメントを立ち上げるというロンドン証券取引所のアイディアは、大きな成功を収めたと言えよう。

なお、パリ証券取引所も、3月29日から IT.CAC、IT.CAC 50 という、ハイテク企業だけを集めた新インデックスの公表を始めている¹²。

(落合 大輔)

¹² IT.CAC 指数の構成銘柄数は132で、1部市場上場銘柄10社、2部市場銘柄33社、ヌーボー・マルシェ銘柄77社で構成される。IT.CAC 50 指数の構成銘柄は、1部市場上場銘柄18社、2部市場銘柄14社、ヌーボー・マルシェ銘柄18社。