

ノイア・マルクトの廃止を決めたドイツ取引所

2002年9月26日、フランクフルト証券取引所などを運営するドイツ取引所は、ベンチャー企業向け株式市場「ノイア・マルクト」の廃止を含む、全面的な市場改革を行う方針を発表した。ノイア・マルクトは遅くとも2003年末までに廃止され、フランクフルト証券取引所は、「プライム・スタンダード」、「ドメスティック・スタンダード」の2つの市場セグメントで構成されることになる。

1. ドイツ取引所の決断

ドイツ取引所は9月26日、傘下に有するフランクフルト証券取引所において全面的な市場改革を実施し、市場セグメントを「プライム・スタンダード」と「ドメスティック・スタンダード」の2種類に構成しなおすことを発表した。

この市場セグメントの分類は、企業による情報開示の充実度の違いによるものであって、企業の規模や成熟度の違いとは無関係であることを特徴としている。実際、文字通り国内市場にターゲットを絞る「ドメスティック・スタンダード」では、法律上義務付けられている最低限の情報を開示すればよいが、グローバルな市場セグメントとなる「プライム・スタンダード」ではプラス α の情報、すなわち、①四半期開示、②国際会計基準（IAS）或いは米国 GAAP 会計基準の適用、③企業の年間行事日程に関するプレゼンテーション、④少なくとも1年に1度のアナリスト・ミーティング実施、⑤タイムリーな情報開示、⑥英語での情報開示、といった項目を遵守しなければならない。

市場セグメントが上記の2種類の構成に見直されることに伴い、1997年3月に創設されたベンチャー企業向け株式市場「ノイア・マルクト」、1999年4月に設立された中堅企業向け株式市場「SMAX」は、遅くとも2003年末までに廃止される¹。これにあわせて、ノイア・マルクトの株価指数として公表されている Nemax 総合指数、Nemax50 指数（ノイア・マルクトのトップ50銘柄で構成）、SMAX 市場の指数である SMAX 指数も廃止される。

フランクフルト証券取引所を代表する株価指数は、今後も継続されるダックス指数を含めて、すべて「プライム・スタンダード」に属する企業で構成されることになる。したがって、現在 Nemax 指数や SMAX 指数を構成している銘柄もダックス指数に仲間入りをするこ

¹ 2003年末以降満期を迎える Nemax 関連の先物をどう扱うかについては決められていない。

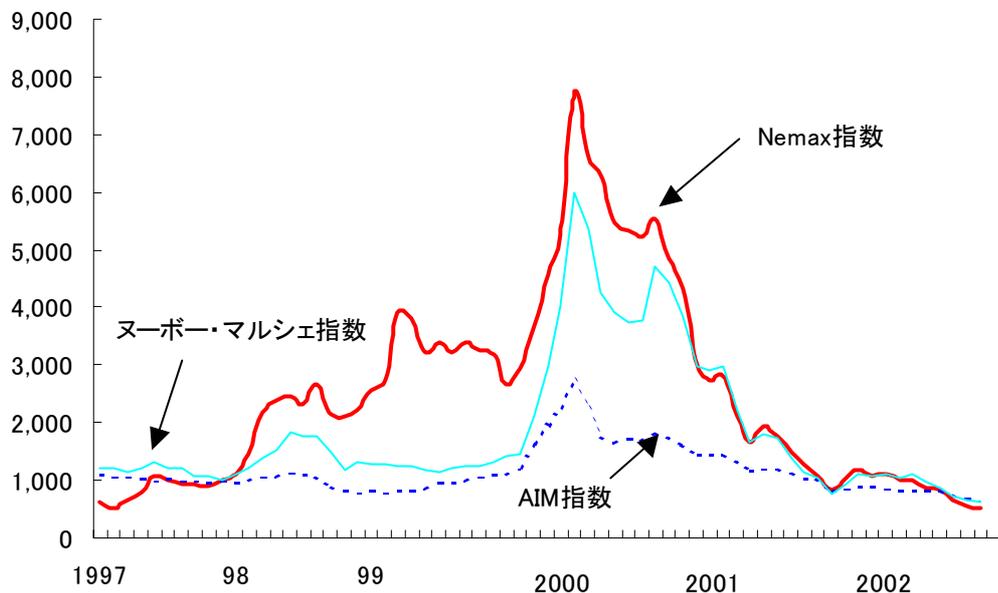
とが可能になる。

2. ノイア・マルクトの廃止

ノイア・マルクトは1997年3月に米ナスダック市場の欧州版を目指して創設されたが、僅か5年半で幕引きを迎えることになった。2000年3月10日に史上最高値(9,665.8)に達したNemax指数が、2002年9月27日現在95.9%下落し400.17となった。また、1999年、2000年にはそれぞれ132件、133件のIPOが実施されるなど、国際展開を目指すハイテク・ベンチャー企業がノイア・マルクトに相次いで上場したが、2001年8月以降今日にいたるまで同市場へのIPOは僅か1件に留まっている。

もちろん、ベンチャー企業向け株式市場の低迷はノイア・マルクトに限った話ではない。欧州の主要ベンチャー市場に数えられるフランスのヌーボー・マルシェや英国の代替投資市場AIM(Alternative Investment Market)を見ても、ノイア・マルクト同様株価が伸び悩む状況が続いている(図表1)。

図表1 欧州の主要なベンチャー株式市場の株価推移



(出所) ブルムバーグより野村総合研究所ヨーロッパ作成

また、従来のベンチャー企業向け株式市場に見切りをつけたのは、ドイツ取引所が最初

ではない。2002年7月23日、スイス証券取引所（SWX）は、ベンチャー企業向け株式市場「ニュー・マーケット」への新規上場を見合わせる方針を既に発表していたし、8月16日には、米ナスダックが、大阪証券取引所と提携して設立した新市場「ナスダック・ジャパン」からの撤退を決めたことが発表された²。

このうち、SWXのニュー・マーケットは、革新的な企業が資本市場にアクセスすることを可能にするため、ベンチャー企業や金融業界からの要請に応じて1999年に設立されたが、2000年以降同市場でのIPOが1件も実施されていないなど、不振が続いていた。7月23日現在、ニュー・マーケットに上場している企業15社は、当面の間、同市場への上場を維持してもよいし、第一部市場に鞍替えしてもよいことになっている。

一時は、欧州のナスダック市場として脚光を浴びていたノイア・マルクトが不振に陥った理由としては第一に、ノイア・マルクトの上場企業が通信、メディア、ハイテク企業（いわゆるTMT企業）に偏っているため、ドット・コム・バブルがはじけた影響をもろに受けたことが挙げられる。

第二に、ノイア・マルクトに上場する企業が会計上の不正を行ったことが発覚するなど、ベンチャー企業そのものに対する信頼が薄れていったことも背景として挙げられる。ドイツ取引所は、ノイア・マルクトをめぐる規制を強化することで投資家の信頼を取り戻そうとしたが（図表2）、株式市場を取り巻く環境が芳しくない中で、2002年8月における売買代金は11.38億ユーロにとどまった。

図表2 ノイア・マルクトを巡る規則強化の動き

年月	内容
2001年1月～	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 四半期開示を標準化し、ドイツ取引所のインターネット上で財務情報を投資家に提供しなければならない。 ▪ 規則に違反した企業はインターネット上で公表される。
2001年3月～	<ul style="list-style-type: none"> ▪ ノイア・マルクトに上場する企業のディレクターは、当該企業の株式或いはその他当該企業が発行する金融商品の取引をする場合、ドイツ取引所株式会社に対して3日以内に報告しなければならない。報告を受けたドイツ取引所は、インターネット上でその情報を公開する。
2001年7月～	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 投資家が四半期ごとに開示される財務情報を簡単に比較することが出来るようにするため、上場企業は体系的な開示をすることが義務付けられている。
2001年10月～	<ul style="list-style-type: none"> ▪ ドイツ取引所は、ノイア・マルクトにおける新たな情報開示規則を導入した。すなわち、ノイア・マルクトに上場する企業が経営破たん陥ったり、ある一定期間の間に日平均株価や時価総額に関する最低条件を満たすことが出来ない場合には、ノイア・マルクトでの上場を廃止される。

（出所）ドイツ取引所資料より野村総合研究所ヨーロッパ作成

3. ベンチャー企業向け株式市場の展望

² ベンチャー企業向け新市場は、今後も大阪証券取引所の市場「ヘラクレス」として存続する。詳しくは、大崎貞和「ナスダックの日本撤退とその影響」『資本市場クォーターリー』2002年秋号参照。

株式市場の低迷が持続するなかで、充実した情報開示を売りにする市場セグメントを導入することによって、市場に対する投資家の信頼を回復しようとする動きは、今回のドイツ取引所のケースが初めてというわけではない。

パリ、アムステルダム、ブリュッセルの各証券取引所が合併して誕生したユーロネクストは、2002 年 1 月 2 日から、「ネクストエコノミー (NextEconomy)」、「ネクストプライム (NextPrime)」という 2 つの市場セグメントを既に導入している。この 2 つの市場セグメントには、ユーロネクストの規制市場に上場している企業であれば、仲間入りをすることが可能である。なお、「ネクストエコノミー」はハイテク企業に関するセグメント、「ネクストプライム」は伝統的なセクターのセグメントとなっている。

もっとも、ネクストエコノミーやネクストプライムの構成銘柄になる場合、以下のような情報開示の条件を満たすことが義務付けられている。すなわち、①少なくとも一年に二回のアナリスト・ミーティングを実施すること、②出版物の公表やミーティング開催の日程を公表すること、③財務諸表の公表を英語で行うこと、④当該企業のウェブサイト上において主要な財務指標を公表すること、といった条件³である。

ドイツ取引所もユーロネクストもともに、新たにゼロから市場を構築するのではなく、既にそれぞれの取引所に上場している企業の市場分類をしない動きをしている点で共通している。ただ、ユーロネクストの場合、両市場セグメントの構成銘柄となっている企業の大部分が二部市場に上場している中小企業である点、従来からの規制市場の枠組みも残す点でドイツ取引所とは異なっている。ネクストエコノミー、ネクストプライムの構成銘柄となっている中小企業は、情報開示が充実しているネクストエコノミー、ネクストプライムのブランド企業として、投資家が認識してくれるようになることを希望している。

対するドイツ取引所では、発行企業がグローバルな資本市場にアクセスすることを考えれば、いかなる企業も「プライム・スタンダード」の仲間入りをせざるを得ない。プライム・スタンダードの中には、従来の Nemax 指数にとって変わるものとして、テクノロジー・セグメント指数の導入が想定されているが、果たしてこのような枠組みのなかで、高成長が見込める魅力的なベンチャー企業を呼び寄せることが出来るかは未知数である。開示情報の充実ばかりに目が行き、肝心のベンチャー企業育成という視点が欠けているような気がしてならない。

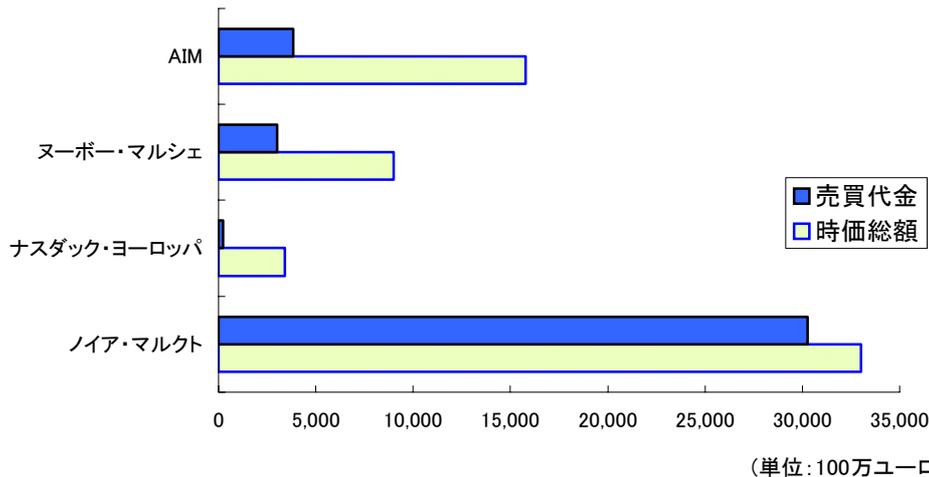
ドイツ取引所は今後、取引所理事会及び株価指数に関する実務者委員会への説明を行ったうえで、2003 年初めにも新たな 2 つの市場セグメントを導入したい考えである。今後の欧州におけるベンチャー企業向け株式市場のゆくえが注目されよう。

<補論> 欧州の主要ベンチャー市場の概況

³ 2004 年 1 月からは四半期開示、国際会計基準 (IAS) の採用も義務付けられることになる。

ここでは、補論として、欧州の主要ベンチャー市場であるロンドン証券取引所の AIM (Alternative Investment Market、代替投資市場)、ユーロネクストのヌーボー・マルシェ、ナスダック・ヨーロッパの 3 市場について、概況を紹介することとする。

図表 1 欧州の主要ベンチャー市場



(注) 売買代金は 2002 年 1~7 月までの数字。時価総額は 2002 年 7 月末時点。
(出所) ノイア・マルクト資料より野村総合研究所ヨーロッパ作成

1. ロンドン証券取引所の AIM

ロンドン証券取引所は、95 年 6 月に、USM (Unlisted Securities Market、非上場証券市場) に代わる市場として AIM を創設した。

AIM への上場にあたっては、浮動株比率や発行株式数、時価総額、設立後の経過年数をはじめとした数値基準は一切存在しない。その代わりに、AIM への上場を検討する企業は、ロンドン証券取引所が承認した指定アドバイザー (Nominated Adviser) 及び指定ブローカー (Nominated Brokers) を設置することが義務付けられている。ロンドン証券取引所は基本的に、ある企業が AIM に上場するのにふさわしいか否かの判断は直接行わず、指定アドバイザーに委ねており、この点が AIM の大きな特徴となっている⁴。

AIM への上場を継続するためには、常にアドバイザーを設置していることが義務となっている。したがって、仮に指定アドバイザーが存在しなくなった場合には、当該株式は即座に取引停止となる。そして、代わりとなるアドバイザーを設置しない限り、AIM における上場は廃止されることとなっている。

⁴ 英国では、従来ロンドン証券取引所が有していた上場審査権限が英国金融サービス庁 (FSA) の上場審査局 (UK Listing Authority, UKLA) に移管されており、AIM の管轄権限だけを有している。

AIM は、例えば国際的な事業展開を目指したノイア・マルクトのように、ベンチャー市場としてとりたてて特徴がなく、玉石混交の市場というレッテルを長い間貼られ続けていた。ところが、いわゆるドット・コム・バブルが弾け、株式市場の低迷が長引くにつれ、AIM に対する評価に変化が見られた。というのも、主なベンチャー株式市場では IPO 件数が激減したのとは対照的に、AIM では件数こそ減少したものの、IPO 件数は底堅くなっている。

2001年4月～2002年3月までの一年間に欧州で実施された IPO のうち、ロンドン証券取引所で実施されたものは全体の 66%、そのうち AIM での IPO が 40%を占めていた（件数ベース）。2002年1～9月の直近9ヶ月間を見ても、AIM では112件の IPO が実施されており、前年同期の水準（132件）に引けをとらない。同時期に僅か1件の IPO しか実施されなかったノイア・マルクトとは対照的である。

図表 2 AIM の概要

	上場企業数				新規上場企業数	時価総額 (億ポンド)	売買代金 (億ポンド)	AIM指数 (末値)
	国内	海外	(海外シェア)	全体				
1995年	118	3	(2.5)	121	123	23.8	2.7	
96年	235	17	(6.7)	252	145	53.0	19.4	1,043
97年	286	22	(7.1)	308	107	56.6	24.2	992
98年	291	21	(6.7)	312	75	44.4	19.5	802
99年	325	22	(6.3)	347	102	134.7	54.0	1,933
2000年	493	31	(5.9)	524	277	149.4	136.1	1,438
2001年	587	42	(6.7)	629	177	116.1	48.5	898

(出所) ロンドン証券取引所 AIM 資料より野村総合研究所ヨーロッパ作成

2. ユーロネクストのヌーボー・マルシェ

パリ証券取引所は、96年2月に、新興企業向け株式市場「ヌーボー・マルシェ」を設立した。2002年1～7月におけるヌーボー・マルシェの売買代金は約30億ユーロとなっており、同時期におけるノイア・マルクトでの売買代金（約303億ユーロ）のおおよそ10分の1となっている（図表1）。

ソシエテ・ド・ヌーボー・マルシェは、96年3月1日、ブリュッセル証券取引所とともにユーロ NM を結成した⁵。その後96年3月21日にノイア・マルクト（設立と同時に）、97年2月にアムステルダム証券取引所のニューイ・マルクト（Nieuwe Markt, NMAX）がユーロ NM の仲間入りをし、各ベンチャー企業向け株式市場を結んで、汎欧州証券取引所ネットワークを構築することを目指していた。しかしながら、ユーロ NM による提携関係は2000年12月29日に解消された。

⁵ ブリュッセル証券取引所が実際にベンチャー企業向け市場（ユーロ NM ベルギー）を創設したのは96年11月。

2001 年末現在ヌーボー・マルシェに上場している企業 164 社のうち、海外企業は 11 社（全体の 6.7%）に留まっていた。さらに売買代金を見ると、約 98.9%が国内株式の取引で占められており、ヌーボー・マルシェは AIM と同様、依然として国内市場としての様相が強いことが伺われる（図表 3）。

図表 3 ニューボー・マルシェの概要

	上場企業数				売買代金(百万ユーロ)			
	国内企業	海外企業	(海外シェア)	全体	国内株式	海外株式	(海外シェア)	全体
1996年	16	2	(11.1)	18	229	15	(6.1)	244
97年	34	4	(10.5)	38	722	21	(2.8)	743
98年	75	6	(7.4)	81	1,790	70	(3.8)	1,860
99年	104	7	(6.3)	111	3,786	58	(1.5)	3,844
2000年	151	7	(4.4)	158	20,192	231	(1.1)	20,423
2001年	153	11	(6.7)	164	7,904	90	(1.1)	7,994

（出所）ユーロネクスト・パリ資料より野村総合研究所ヨーロッパ作成

3. ナスダック・ヨーロッパ

米国のナスダックは、2001 年 3 月にベルギーを拠点としたベンチャー企業向け市場 EASDAQ の株式約 58%を取得し、ナスダック・ヨーロッパを創設することを正式に発表した。

ナスダック・ヨーロッパの設立が発表された際、EASDAQ の Stanislas Yassukovich 会長が、そもそも EASDAQ は幅広い投資家層を有しかつ高いレベルの規制を導入している米国のナスダック市場を模範としていた、と述べたことから分かるように、前身の EASDAQ は、まさに欧州版 Nasdaq を目標としていた。90 年代半ばに欧州で相次いで設立されたベンチャー市場が一国を対象に設立されたのに対し、欧州連合を対象としていたことが EASDAQ の注目すべき特徴であった。

しかしながら、EASDAQ が既存の証券取引所を利用しなかったということは、裏を返せば、ゼロから上場企業を誘致、獲得しなければならなかったためか、その企業数は 2002 年 8 月になっても 43 社にとどまっている。この企業数は、欧州の他の主要ベンチャー市場と比べても群を抜いて少ない。一方でナスダックは、2002 年 6 月にベルリン証券取引所及びブレーメン証券取引所と共同で、新市場「ナスダック・ドイツ」の設立を発表するなど、ドイツ市場への進出も図る。

（林 宏美）