

欧州主要取引所の市場区分見直し

欧州の2つの主要取引所で、市場区分の見直しが進んでいる。ユーロネクストが、2002年1月に新たな市場区分ネクスト・プライムとネクスト・エコノミーを創設したのに対して、ドイツ取引所は2002年9月に、新興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、2003年1月より、新たにプライム・スタンダードとゼネラル・スタンダードの2つの市場区分を設定した。

本稿では、両取引所の市場区分見直しの特徴や狙いについて述べるとともに、新市場区分導入後1年を経過したネクスト・プライムとネクスト・エコノミーについて、現状や効果の分析を試みる。

1. 市場区分見直しの背景¹

欧州では80年代に、新興企業ブームを主な背景として、第一部市場よりも会社設立後経過年数や時価総額などの審査基準を緩くした、第二部市場の創設が相次いだ。これらの市場区分は、当初こそ中堅・中小企業のための株式公開の場として機能したものの、第一部の上場基準を単に緩めただけの市場であるというイメージの悪さや、80年代後半の景気の悪化から、新規上場件数や売買高が伸びず、アムステルダム証券取引所の第二部市場のように、閉鎖に追い込まれる市場もあった。フランスの第二部市場やドイツの第二部市場に当たる規制市場は、閉鎖はされなかったものの、成長性の高い新興企業向けというよりは、第一部市場の上場基準を満たせない中堅・中小企業のための市場という位置付けになっている。

以上の反省を踏まえ、90年代後半に、パリ証券取引所はヌーボ・マルシェ、ドイツ取引所はノイア・マルクトという新たな新興企業向け市場を創設した。そこでは、自国にとどまらず、海外の成長企業も取り込むことを目標に、上場基準や取引仕法の工夫がなされた。例えば、ノイア・マルクトは上場基準で四半期開示や国際的な会計基準（国際会計基準又は米国会計基準）の導入を義務付けるなど、部分的には第一部・第二部市場よりも厳しい基準の設定を行った。

だが、2000年のいわゆるITバブル崩壊後の株価の低迷や、取引所の合併、不祥事の

¹ 欧州の株式市場間競争と市場区分見直しの歴史については、大崎貞和『株式市場間競争』（ダイヤモンド社、2000年）を参照。

発生などを契機に、これらの新興企業向け株式市場は振るわなくなり、ユーロネクストとドイツ取引所は、再び市場区分の見直しに取り組むことになった。

2. 市場区分見直しの特徴

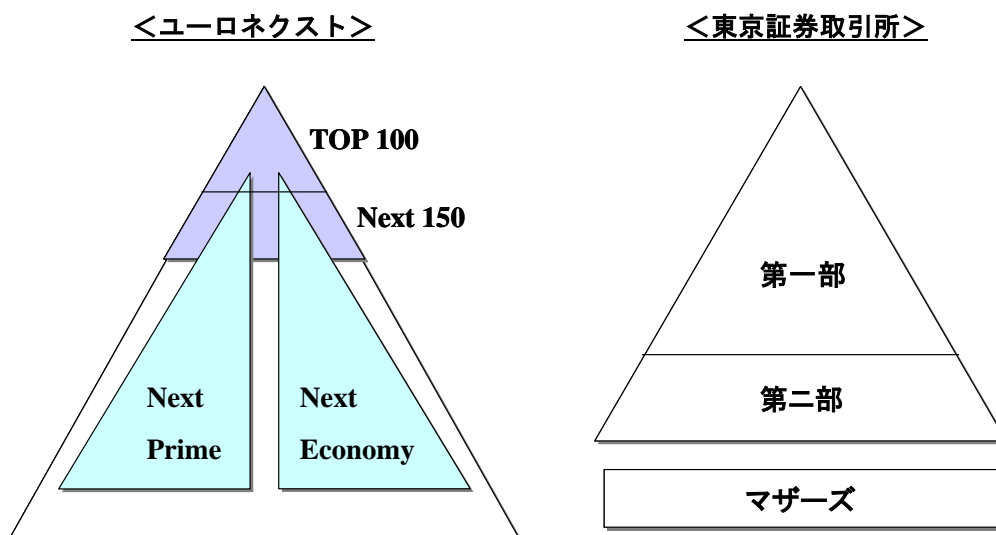
1) 市場区分の方法

取引所が上場市場を区分する場合、東京証券取引所の第一部と第二部や、ナスダックのナショナル・マーケットとスモール・キャップのように、株式数や株主数、時価総額などの基準で分けたり、より緩い上場基準で新興企業向けの市場区分を追加的に設けたりするのが一般的である。これら複数の区分は、別々のカテゴリーとして設けられた独立の区分である。それに対して、両取引所の市場区分の方法は、既存の市場区分の中に、新たな区分を追加的に設定するという点でユニークである。

まず、ユーロネクストは、2000年9月にパリ、アムステルダム、ブリュッセルの3取引所の合併により生まれた²「ユーロネクスト上場企業」という単一の市場区分の中に、伝統的な産業に属する企業向けの市場区分ネクスト・プライムと、新興ハイテク企業向けの市場区分ネクスト・エコノミーを追加的に創設した(図表1)。これらの市場区分は、主に中堅以下の上場企業を念頭に設定されていて、上場企業は任意に、これら2つの市場区分への登録を申請することができる。ただし、2つの市場区分といっても、後で述べるように、追加的に満たすべき条件は共通なので、どちらに登録を申請するかは、各上場企業の裁量に委ねられている。つまり、上場企業は自らの置かれた状況をふまえた上で、戦略的にいずれかの市場区分をいわばブランドのように選択することができる。

² その後、ユーロネクストは2001年10月にロンドン国際金融先物取引所(LIFFE)を買収し、2002年6月にはリスボン証券取引所を合併した。

図表1 ユーロネクストと東証の市場区分比較



(注) ユーロネクストのトップ 100 とネクスト 150 は、時価総額と流動性を基準に選ばれた企業群で、それぞれ ユーロネクスト 100 株価指数、ネクスト 150 株価指数の構成企業になっている。
 (出所) 取引所資料より野村総合研究所作成

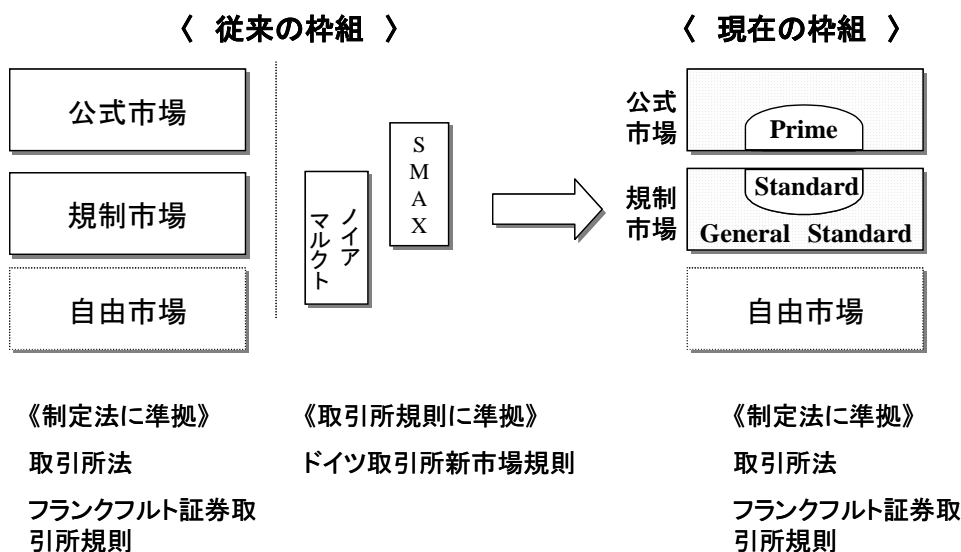
一方、ドイツ取引所には、これまで複数の市場区分を司る 2 つの市場系統があった。1 つは、取引所法に基づき、フランクフルト証券取引所規則によって定められた市場系統で、①大企業向けの公式市場（Amtlicher Markt：第一部市場に当たる）②中堅企業向けの規制市場（Geregelter Markt：第二部市場に当たる）③それ以外の企業のための登録基準の緩い自由市場（Freiverkehr）の 3 つの市場区分からなる。

もう 1 つは、フランクフルト証券取引所の経営主体であるドイツ取引所が、新市場規則によって定めた市場系統で、①新興企業向けのノイア・マルクト（規制市場の上場企業が対象）と②小型株向けの SMAX（公式市場と規制市場の上場企業が対象）の 2 つの市場区分からなる。これは、制定法上の市場系統における上場企業が、透明性と流動性の基準を満たした場合に自発的に登録されるものである。

ドイツ取引所は、これら 2 つの重層的な市場系統を 1 つの制定法上の市場系統に統一するために、公式市場と規制市場の市場区分の中に、それぞれプライム・スタンダードとゼネラル・スタンダードの 2 つの市場区分を追加し、ノイア・マルクトと SMAX は 2003 年末に廃止する³（図表 2）。発行体にとっては、プライム・スタンダードはグローバルな投資家からの、ゼネラル・スタンダードは主に国内投資家のみからの資金調達及び売買取引を念頭に置いた市場区分である。

図表 2 ドイツ取引所の市場系統／市場区分見直し

³ ノイア・マルクトの廃止については、林宏美「ノイア・マルクトの廃止を決めたドイツ取引所」『資本市場クォーターリー』2002 年秋号参照。



(出所) ドイツ取引所資料を基に、野村総合研究所作成。

2) グローバルな投資家を意識した情報開示

両取引所とも、グローバルな投資家を意識する上場企業を念頭に、新たな市場区分に登録するための審査基準の重点を、より透明性の高い情報開示に置いているのが特徴である。

従来から上場企業に義務付けられていた事項に加えて、追加的な情報開示要件を満たすことが、ユーロネクストではネクスト・プライム及びネクスト・エコノミーへの登録要件になり⁴、ドイツ取引所ではプライム・スタンダードへの登録要件になる(図表3)。

ユーロネクストでは、いまだ上場基準の統合がなされておらず、各取引所の枠組が維持されたままになっているが、四半期開示がユーロネクスト・パリの新興企業向け市場ヌーボ・マルシェ、ユーロネクスト・アムステルダムの新興企業向け市場ユーロ NM アムステルダム、ユーロネクスト・ブリュッセルの全上場企業などに適用されていることを除いては、上場基準に情報開示要件が設けられることはなかった。市場区分の登録要件に情報開示基準が設けられるのは世界的にも珍しいことで、ユーロネクストではこれが初めてである。

一方、ドイツ取引所の場合は、ドイツ取引所新市場規則に基づき、そもそもノイア・マルクト及び SMAX の上場基準になっていた透明性の基準を、新たにプライム・スタンダードとして、フランクフルト証券取引所の規則、つまり制定法上の市場系統に取り込んだということができよう。

⁴ 情報開示の要件に加えて、流動性に関する審査基準もある。ユーロネクストでは、取引所公認のディーラーが、特定の銘柄に関し、合意内容に基づいて、流動性を付与するための売買を行うことがあるが、そのディーラー(Liquidity Provider)が付いているか否かにかかわらず、年間2,500件以上の売買取引があることが条件となる。

このように、両取引所とも、追加的な情報開示要件をクリアした上場企業を抽出し、ひとまとまりにすることで、情報開示の透明性が高いことを、上場企業が投資家に訴えられるようにしている。

図表 3 追加的な情報開示の内容

ユーロネクスト (Next Prime/Next Economy)	ドイツ取引所 (Prime Standard)
<ul style="list-style-type: none"> ・ 四半期開示 (2004 年までに) ・ 国際会計基準の導入 (2004 年までに) ・ 英語による情報開示 ・ 開示書類提出や株主総会のスケジュールの公表 ・ 最低年 2 回のアナリスト・ミーティングの開催 ・ ウェブサイトにおける主要財務情報の公表 ・ コーポレート・ガバナンスに関するポリシーの公表 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 四半期開示 ・ 国際会計基準もしくは米国会計基準の導入 ・ 英語による適時開示書類の提出 ・ コーポレート・アクションのタイム・テーブルの公表 ・ 最低年 1 回のアナリスト・ミーティングの開催

(出所) 各取引所資料より野村総合研究所作成

3. 新市場区分創設の狙い

1) 市場の透明性の向上

両取引所に共通して挙げられる狙いは、国内外の投資家からのより詳細かつ迅速な情報開示に対する要請に応えることである。四半期開示は米国から徐々に欧州、アジア諸国に拡がりつつあり、また、EU 内の上場企業には、2005 年度から国際会計基準の使用を義務付けることが欧州議会で可決されている。追加的な情報開示基準は、こうした会計制度を意識したものである。

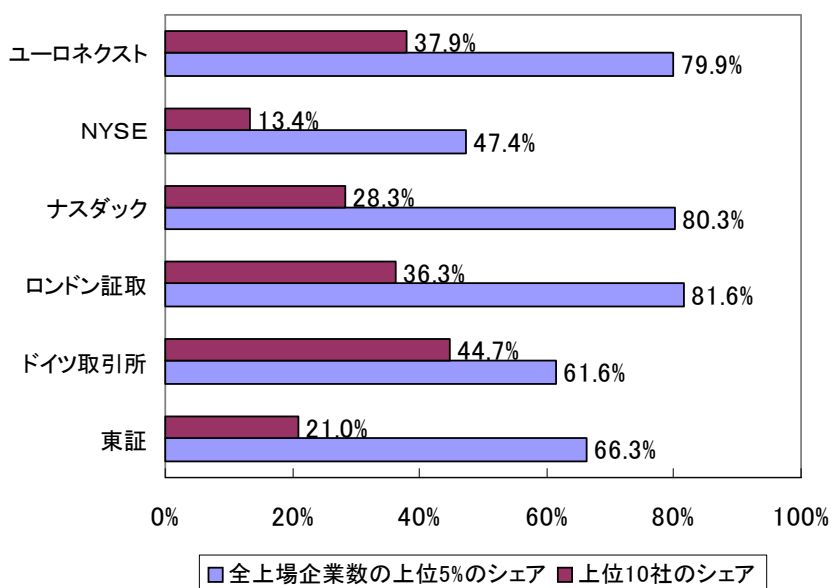
ユーロネクストの場合、新市場区分に登録するかどうかは、上場企業の任意であり、ドイツ取引所の場合も、プライム・スタンダードの基準を満たさなくても、公式市場もしくは規制市場の上場基準を満たしていれば、ゼネラル・スタンダード銘柄として取引される。だが、今後より多くの上場企業が新市場区分に登録し、情報開示基準を満たすことで、各取引所における情報開示が、グローバルな投資家の求める水準に近付くことが期待される。

2) 流動性の向上

ユーロネクストが、新市場区分創設の際に掲げていた狙いとしては、中小型銘柄の知名度の向上と、取引の活性化が挙げられる。

世界のいずれの取引所でも見られるように、ユーロネクストでも、フランスの代表的な株価指数である CAC40 指数の構成銘柄など、一部の主要銘柄に売買が集中し、中小型株の流動性は低くなる傾向がある（図表 4）。

図表 4 取引の集中度（売買代金ベース：2001 年）



（出所）World Federation of Exchanges 資料より野村総合研究所作成

流動性の向上を図るためには各上場企業の自助努力が求められるが、取引所としてもマーケット・メイク制度の導入といった取引仕法の工夫などで側面支援を行っている。新市場区分の創設は、新たなブランドを構築し、上場企業を引き立たせるという点で、新たな側面支援の手法ということができよう。

取引所にとっては、市場での売買が一部の非常に流動性の高い銘柄に集中することによって生じるリスク、例えば、市場の代表的な銘柄が不祥事を起こし、市場から退出することによって、売買代金が急激に減少するリスクなどを緩和することにつながる。

3) イメージの一新と信頼の回復

ドイツ取引所に特有の狙いとしては、ノイア・マルクトにおける IT バブル崩壊後の株価指数の下落、新規上場の激減、上場企業の会計上の不正発覚などで失墜したイメージを一新し、投資家からの信頼を再び回復するための一助とすることが挙げられる。そのために、

取引所規則という相対的に弱い裏付けしか持たなかったノイア・マルクトと SMAX の透明性の基準を、制定法上の基準に昇華し、確固たるものとした。

4. ネクスト・プライム／ネクスト・エコノミーの現状と効果

ユーロネクストにネクスト・プライムとネクスト・エコノミーが創設されてから 1 年以上が経過した。2003 年 2 月末現在、ネクスト・プライムには 147 社⁵が、ネクスト・エコノミーには 115 社⁶が登録されている。2002 年末現在のユーロネクストの上場企業数が 1,484 社であるから、それぞれ上場企業の 10%程度を取り込んでいることになる。これまでのところ、ユーロネクスト 100 の構成銘柄は新市場区分に 1 社も登録していないが、時価総額でユーロネクスト 100 の次のグループに当たるネクスト 150 の構成銘柄に関しては、53 社がネクスト・プライムに、16 社がネクスト・エコノミーにそれぞれ登録している。

ネクスト・プライム銘柄の平均時価総額（2003 年 2 月末現在）は 3.1 億ユーロ（中央値 1.6 億ユーロ）、ネクスト・エコノミー銘柄の平均時価総額（同）は 0.6 億ユーロ（中央値 0.2 億ユーロ）となっており、ネクスト・プライム銘柄の方が企業の規模が大きい。ちなみに、ユーロネクスト 100 の構成銘柄の平均時価総額（同）は、104.8 億ユーロ（中央値 52.8 億ユーロ）とかなり大きな隔りがある。業種別に見ると、ネクスト・プライム銘柄には、様々な業種の企業が含まれるが、ネクスト・エコノミー銘柄は、圧倒的に IT 関連の企業が多い（図表 5）。

図表 5 新市場区分の時価総額上位 20 銘柄（2003 年 2 月末現在）

<Next Prime>				<Next Economy>			
会社名	業種	登録国	時価総額 (億ユーロ)	会社名	業種	登録国	時価総額 (億ユーロ)
ALMANIJ	銀行	BE	58.5	MOBISTAR	通信	BE	14.0
COLRUYT	小売	BE	20.5	BARCO (NEW)	エネルギー	BE	6.0
KLEPIERRE	不動産	FR	18.5	GL TRADE	IT	FR	3.1
CORIO	不動産	NL	18.0	INFOGRAMES ENTERTAINMENT	レジャー	FR	2.7
CIMENTS FRANCAIS	建設	FR	17.4	MELEXIS	IT	BE	2.3
IMERYS	建設	FR	15.6	INNOGENETICS	医薬品	BE	2.2
ZODIAC	宇宙・防衛	FR	9.3	UBI SOFT ENTERTAINMENT	レジャー	FR	1.8
RANDSTAD HOLDING	サービス	NL	9.1	SOPRA GROUP	IT	FR	1.8
RHODIA	化学	FR	9.0	BOURSORAMA (ex-FIMATEX)	その他金融	FR	1.7
ONTEX	小売	BE	8.0	SOI TEC SILICON	IT	FR	1.7
NEOPOST	エネルギー	FR	7.7	TELINDUS GROUP	IT	BE	1.6
COFINIMMO	不動産	BE	7.6	ECONOCOM	IT	BE	1.4
BEKAERT	機械	BE	7.3	EUROFINS SCIENTIFIC	サービス	FR	1.4
TESSENDERLO CHEMIE	化学	BE	7.1	LECTRA	IT	FR	1.3
BEFIMMO	不動産	BE	6.6	WAVECOM	IT	FR	1.3
FIMALAC	サービス	FR	6.6	LINEDATA SERVICES	IT	FR	1.2
VASTNED RETAIL	不動産	NL	6.3	GFI INFORMATIQUE	IT	FR	1.2
EUEOCOMMERCIAL PROPERTI	不動産	NL	5.9	BE SEMICONDUCTOR INDUSTRIE	IT	NL	1.1
D IETEREN	サービス	BE	5.9	PROSODIE	サービス	FR	1.0
BAIL INVEST	不動産	FR	5.7	AVENIR TELECOM	IT	FR	1.0

(注) 登録国の FR はフランス、NL はオランダ、BE はベルギー。

(出所) ユーロネクスト資料より野村総合研究所作成

新市場区分の導入からまだ 1 年を経過したばかりだが、流動性の向上という面で効果が

⁵ 国籍の内訳は、フランス 75 社、オランダ 37 社、ベルギー 35 社。

⁶ 国籍の内訳は、フランス 84 社、オランダ 13 社、ベルギー 18 社。

■ 資本市場クォーター—2003 年春

出ているかどうかについて簡単な検証を試みた。ネクスト・プライム／ネクスト・エコノミー両銘柄⁷の 2002 年（新市場区分導入の年）の売買代金、売買高を前年の数字と比較したのが図表 6 である。

図表 6 流動性への影響

	売買代金前年比	売買高前年比
Next Prime	▼7%	△1%
Next Economy	▼32%	△39%
ユーロネクスト全体	▼38%	N.A.

(出所) 野村総合研究所作成

2002 年は主要銘柄の株価指数であるユーロネクスト 100 が年間で 30%以上も下げるなど、株価が大きく下落した年であった。新市場区分の銘柄を元に算出されるネクスト・プライム総合株価指数とネクスト・エコノミー総合株価指数⁸はそれぞれ約 15%、約 50%下げている（図表 7）。そのような市場環境において、ユーロネクスト上場銘柄の総売買代金は前年比 38%減と大きく落ち込んでいるのに対し、ネクスト・プライム銘柄は 7%減と健闘している。また、ネクスト・エコノミー銘柄の売買代金は、株価指数の下落がより著しかったにもかかわらず、前年比 32%減にとどまっている。加えて、売買高をみると、両市場区分とも前年比プラスであり、特にネクスト・エコノミー銘柄の売買高は前年比で 4 割近く増加している。

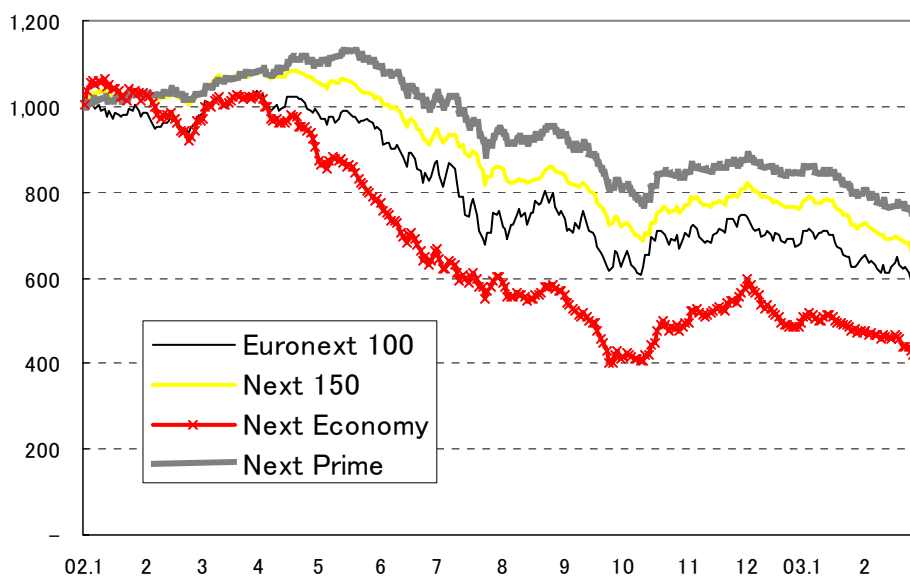
だが、売買高の増減を個別にみると、両市場区分ともに売買高を減らしている会社数の方が多い（ネクスト・プライム：増加 34 社、減少 39 社；ネクスト・エコノミー：増加 39 社、減少 45 社）。市場区分の中でも相対的に時価総額が大きい銘柄について、流動性が高まっているケースが多くみられた。

集計期間が短いことや、集計対象が不完全なことなどから、この結果を以って、新市場区分の流動性改善に対する効果を論じることは難しいが、総じて売買が不振な中で、新市場区分の構成銘柄が比較的健闘したことは注目に値しよう。

⁷ ネクスト・プライムについてはフランス国籍の 73 銘柄、ネクスト・エコノミーについては同 84 銘柄を集計対象とした。

⁸ 両指数とも時価総額加重平均により算出され、市場のブルー・チップ（優良銘柄）を集めたユーロネクスト 100 に含まれる銘柄は、指数の計算対象から除外している。

図表7 新市場区分の株価指数



(注) ネクスト・プライムとネクスト・エコミーの株価指数は、2001年12月31日を1,000とする指数である。ユーロネクスト100とネクスト150については、2002年1月2日の計数を1,000として計算しなおした。

(出所) ブルームバーグより野村総合研究所作成

5. 新市場区分の評価とわが国への示唆

両取引所の市場区分見直しは、投資家や上場企業、取引所担当のアナリストなどから概ね好意的な評価を受けている。だが、ユーロネクストに関しては、新市場区分が投資家などの間に浸透し、実際に登録銘柄の流動性が向上するなど、その効果が出てくるとしても、まだ当分先であろうとの見方が一般的である。また、ドイツ取引所に関しても、従来の重層的な枠組が、制定法上の単一の枠組に統一されたといっても、実質的には市場の透明性などについて大きな改善があったわけではないという見方もある。

一方、両取引所の市場区分見直しは、わが国においても、いくつかの点で示唆があると考えられる。

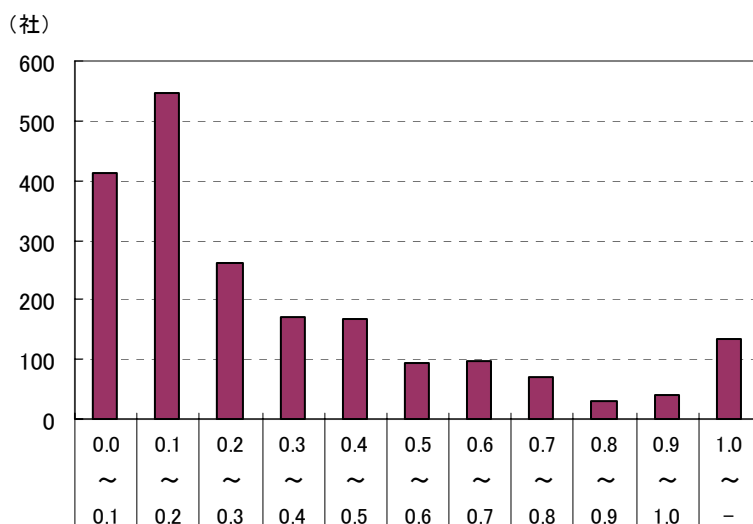
第一に、わが国でも東京証券取引所が、適時開示規則を変更し、2003年4月1日以降に開始する事業年度から全ての上場企業に四半期開示が適用されるが、この規則改正に当たっては、上場企業等の中で賛否が大きく分かれた。今後もさらなる情報開示の徹底や、会計基準のグローバル化などを取引所が進める際には、様々な議論が起こることが予想されるが、ある条件を市場区分の全ての会社に適用するのではなく、条件を満たす会社を抽出して、追加的な市場区分に分類するという両取引所の発想は検討に値するのではないだろうか。

第二に、市場が低迷する現状では、取引所に上場していても、流動性が低く、株価がデ

ディスカウントされているケースがわが国でも多い。例えば、2002 年の東証の売買回転率分布を見ると、流動性の高い銘柄は一部に過ぎず、売買回転率が 0.2（20％）に満たないような銘柄が半分を占めていることがわかる（図表 8）。また、株価純資産倍率（PBR：単独）が 1 倍を下回り、企業価値が解散価値以下にディスカウントされている銘柄が、2002 年 8 月末現在、東証上場全銘柄の約 6 割を占める。このような銘柄は、中小型の銘柄である場合が多く、取引所の第二部市場などに多く見られる。

上場企業が流動性を改善するには、当然のことながら、IR 活動の強化など企業自身の自助努力が不可欠である。ただ、流動性の向上は、取引所にとっても望ましいことであるから、それをサポートすることは取引所の重要な役割の一つである。ユーロネクストの新市場区分は、一定の高い条件を満たすような上場企業群を引き立たせようという発想であり、一部の銘柄に売買の偏りがみられるわが国の取引所にとって、大いに参考になると思われる。

図表 8 東証の売買回転率分布（2002 年）



(注) 東証上場企業 2026 社（マザーズ銘柄含む。2002 年に上場した会社除く。）が対象。

売買回転率 = 売買高合計（2002 年中） / 上場株式数（2002 年末）

(出所) 野村総合研究所作成

(岩谷 賢伸)