

## 明暗分かれる欧州のベンチャー証券取引所

1995年から96年にかけて、相次いで設立された欧州のベンチャー企業向け証券取引所は、3~4年を経た今、期待以上の拡大を見せた取引所もあれば、不活発な市場もあり、明暗が分かれている。本レポートでは、これらの市場の現状を紹介し、明暗を分けた要因を分析する。

### 1. 明暗分かれる欧州ベンチャー証券取引所

#### 1) 設立相次いだ欧州のベンチャー株式市場

欧州では、95年にロンドン証券取引所が設立したAIM (Alternative Investment Market) を皮切りに、ベンチャー企業向けの証券取引所が相次いで設立された(表1)<sup>1</sup>。フランスのヌーボー・マルシェ (Nouveau Marché)、ベルギーのユーロNMベルギー (Euro NM Belgium)、ドイツのノイア・マルクト (Neuer Markt)、オランダのニーバ・マルクト (Nieuwe Markt、通称NMAX)の4取引所は、ユーロNMと呼ばれるネットワークを構築し、各国のベンチャー証券取引所のネットワーク化を図っている。また、既存の取引所による試みとは別に、欧州版Nasdaqを目指してEASDAQ (European Association of Securities Dealers Automated Quotation) も設立された。

90年代半ばに、各国でベンチャー証券取引所の設立が相次いだ背景には、①各国で、経済の活性化や雇用創出のためには、ベンチャー企業の成長が急務であるとの認識がこれまで以上に高まったほか、②各国で80年代に設立された第二部市場が、上場企業の減少や流動性の低下により機能不全に陥ったこと、③欧州のベンチャー企業が米国のNasdaqで直接公開するケースが見られるようになり、各国証券取引所が危機感を強めたこと、などが挙げられる。

80年代に設立された第二部市場が失敗に終わった一つの要因は、公式市場よりも上場基準を緩めただけで、特別な工夫を行わなかったことにある。このため、これら新しいベンチャー企業向け証券取引所は、高い潜在成長力を持つ企業に対象を限定したり、マーケット・メーカー方式とザラバ、または板寄せといったオーダー・ドリブン方式とを組み合わせたハイブリッドな取引システムを採用するなど、独自の工夫を凝らしている。

<sup>1</sup> 欧州のベンチャー企業向け証券取引所開設の経緯やその仕組みについて詳しくは、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』97年7月号を参照。

表 1 欧州ベンチャー証券取引所設立の経緯

年月日	出来事
1995.5	EASDの会員を中心に、EASDAQの運営主体となる株式会社EASDAQを設立。
6	AIMに10社が登録し、取引開始。
96.2	ヌーボー・マルシェ開設。
3	・ ソシエテ・デュ・ヌーボー・マルシェとブリュッセル証券取引所、ユーロNMを設立。 ・ヌーボー・マルシェに第1号となるInfonie社が上場し、取引開始。 ・ドイツ取引所、ノイア・マルクトの設立を公表。同時にユーロNMに参加。
5	ユーロNM、設立趣旨を欧州委員会に説明。
9	・アムステルダム証券取引所、NMAXを設立する意向を表明。 ・EASDAQ、ベルギー大蔵省から取引所としての認可を取得。
11	・ブリュッセル証券取引所、ユーロNMベルギーを設立。 ・Dr. Solomon's社の上場により、EASDAQでの取引開始。
12	・アムステルダム証券取引所、ユーロNMに参加。 ・ユーロNM加盟証券取引所、協調協定に調印。 ・ロンドン証券取引所の2部市場USMが閉鎖。
97.2	アムステルダム証券取引所、NMAXを設立。
3	・ドイツ取引所、ノイア・マルクトを開設。同時に2社が上場。 ・NMAXにPolydoc社が上場し取引開始。
4	ユーロNMベルギーにIBt社が上場し、取引開始。

(出所) NRI-E 作成。

## 2) 明暗分かれる各取引所

これまでのところ、これらの市場の発展は明暗が分かれている(表2)。ヌーボー・マルシェやノイア・マルクトでは順調に上場企業数が増え、市場全体の時価総額も伸びているのに対し、ユーロNM、NMAXでは上場企業数がわずかに10社を超えたばかりである。EASDAQの上場企業数は40社でNMAXやユーロNMベルギーに比べれば多いが、設立後1年のうちに50社の上場を見込んでいたことを考えれば、市場の拡大ペースは期待していたほどではない。

AIMは、登録企業を潜在的成長力の高い企業に限定していないことや、前身となる市場があったことから、登録企業の数はずでに300を超えている。しかし、登録企業数の割には時価総額や売買代金が小さく、機関投資家やベンチャー・キャピタルなどの評価は高くない。このため、98年夏のロシアのデフォルトに端を発した国際金融危機によって株価が急落した後、回復が遅く、97年末と比較した市場インデックスのパフォーマンスは、唯一マイナスとなっている。

表 2 欧州ベンチャー証券取引所比較 (99年2月末、2月中)

(社、100万ユーロ、%)

	上場企業数	時価総額	1社平均時価総額	売買代金	パフォーマンス
AIM	312	6,455.9	20.7	174.2	-13.37
ヌーボー・マルシェ	89	4,570.0	51.3	98.4	16.99
ノイア・マルクト	70	39,014.5	557.4	3,138.8	224.10
NMAX	13	902.1	69.4	51.2	69.81
ユーロNMベルギー	10	142.9	14.3	28.5	67.46
EASDAQ	40	16,729.3	418.2	449.1	101.15

(注) 1.AIMの時価総額、売買代金は2月末の為替レートでユーロ建てに換算。

2.パフォーマンスは、99年2月末の各市場インデックスの97年末値に対する変化率。

(出所) NRI-E 作成。

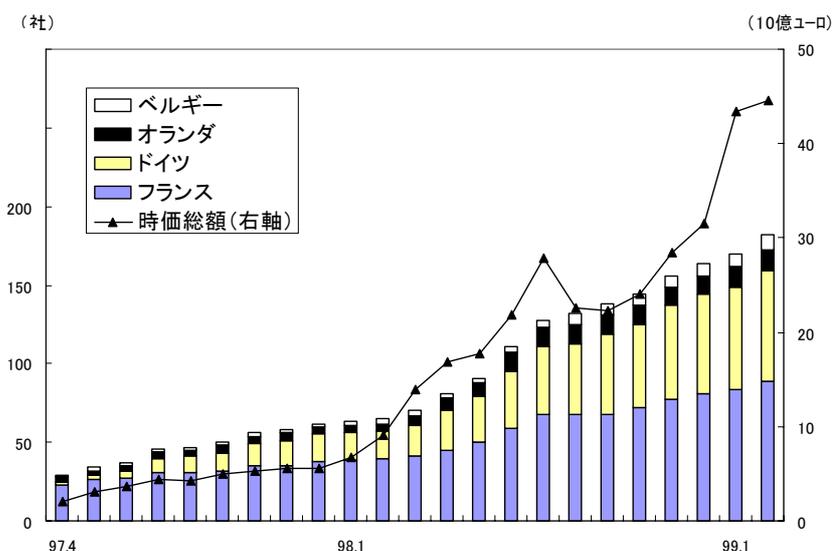
## 2. 各市場の現状

### 1) ユーロ NM

#### (1) 市場規模

ユーロ NM の 4 市場を合計すると、1999 年 2 月末時点での上場企業数は 182 社に上り、上場時価総額も約 450 億ユーロ (約 6 兆円) まで拡大した (図 1)。特に、98 年に入ってから市場の拡大は急で、4 月以降、国際金融危機の影響を受けるまでの 4 ヶ月間毎月 2 桁以上の新規上場が続いた。国際金融危機の影響で、8 月の新規上場企業は 4 社に留まったものの、その後の戻りは早く、9 月以降、1999 年 2 月までに新たに 50 社の上場が見られた。

図 1 ユーロ NM 上場企業数と上場時価総額の推移

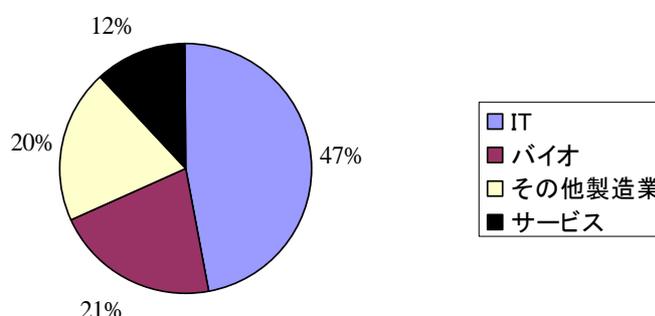


(出所) ユーロ NM 資料より NRI-E 作成。

ユーロ NM の成長の牽引役となっているのが、ドイツのノイア・マルクトである。上場企業数は 70 社で (99 年 2 月末現在)、フランスのヌーボー・マルシェには及ばないものの、表 2 から分かる通り、市場規模や売買代金の大きさは、他の市場と比べ桁違いに大きい。ノイア・マルクト最大の MobilCom 社の時価総額は、1 社だけでヌーボー・マルシェの時価総額に匹敵するほどである。特に注目されるのは、パフォーマンスの高さである。1999 年 2 月末の時価が公開価格の 2 倍以上になった銘柄が、上場企業 70 社中、実に 46 社にも上り、EM. TV & Merchandising 社の株価は、公開価格の 100 倍以上になっている。

ヌーボー・マルシェでも上場企業数は順調に増加している。1999 年 2 月末には上場企業数が 89 社に達し、99 年中には 100 社を超えることが予想される。ヌーボー・マルシェでは、開設当初、ヘア・サロンやペット・ショップのチェーン、宝飾品販売会社、ゲーム・センターなど、高成長企業のためのマーケットとしては、ユニークな企業が多く上場していた。しかし、これらサービス企業のパフォーマンスは総じて低く、同取引所は今でも上場企業をハイテク企業に限定しているわけではないとしているものの、最近では、ハイテク企業の上場が増えている。1998 年には、IT とバイオセクターの企業を合計すると約 7 割に達している (図 2)。

図 2 ヌーボー・マルシェの業種分類 (1998 年末)



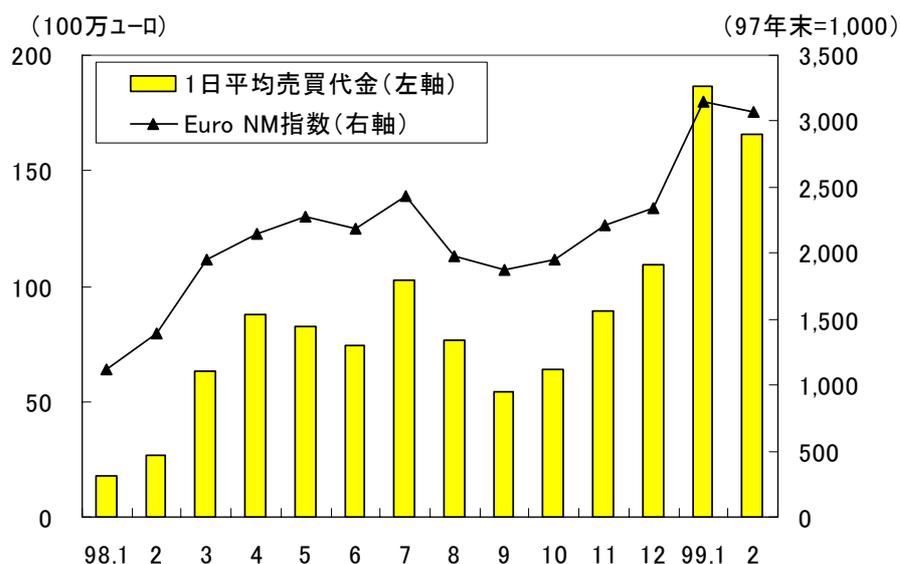
(出所) ヌーボー・マルシェ

ノイア・マルクト、ヌーボー・マルシェの 2 市場に比べ、ベルギーのユーロ NM ベルギーとオランダの NMAX の規模は依然として小さい。上場企業数がそれぞれ 10 社、13 社に過ぎず、1998 年 8 月の株価急落の影響も大きく、その後の新規上場企業数はユーロ NM が 3 社、NMAX では 1 社に留まっている。上場企業の規模も小さく、ノイア・マルクトには 1 社だけで NMAX の時価総額合計よりも大きい企業が 14 社、ノイア・マルクト上場企業の約 8 割がユーロ NM ベルギーの時価総額合計を上回っている。

(2) 流動性

ユーロ NM の各市場では、当初、流動性の低さが問題として指摘されたが、ユーロ NM 株価指数が 1997 年末から 98 年 3 月末までに 2 倍に跳ね上がる中、売買代金も急速に増加した。1998 年 8 月以降の、国際金融危機の影響により株価が急落した際には、投資家の離反が心配されたが、この 1 月には、月間の 1 日平均売買代金が約 2 億ユーロ (約 250 億円) にまで達するなど、再び活況を呈している (図 3)。

図 3 ユーロ NM の株価指数と一日平均売買代金の推移



(注) 1997 年末以前の売買代金は売り買いの二重計算の関係で連続した統計がない。  
 (出所) ユーロ NM 資料より NRI-E 作成。

流通市場でも、ユーロ NM をリードしているのはドイツのノイア・マルクトである。前述の通り、ノイア・マルクト上場銘柄のパフォーマンスが極めて高いことに加え、最近では金利が急速に低下したこともあり、個人投資家、機関投資家の双方に、ノイア・マルクト上場株は高い人気となっている。新規上場の際には注文が殺到する。このため、最近では海外の機関投資家も増えているとはいえ、ノイア・マルクト株式の 8 割以上がドイツの国内投資家によって保有されていると言われている。特に個人投資家の参加が盛んで、4 万マルク (約 260 万円) 以下の小額の売買注文が取引数はもちろん、売買代金でも 50% 以上を占めている (表 3)。

表3 ノイア・マルクトの注文金額別注文数、取引金額（1998年7月）

(%)

注文金額	取引数	売買代金
40,000マルク未満	94.0	51.0
40,000～80,000マルク	4.2	15.0
80,000～380,000マルク	1.6	24.0
380,000マルク以上	0.2	10.0
合計	100	100

(出所) ノイア・マルクト資料より NRI-E 作成。

しかし、取引所側は、このような状況を必ずしも好ましく思っているわけではない。市場の運営主体であるドイツ証券取引所は、1997年末頃まではノイア・マルクトへの上場を積極的に勧誘してきたが、最近では抑制気味である。1年間で売り上げが10倍以上になった MobilCom 社などのように、業績の向上を伴った株価の上昇ばかりではなく、Tiptel 社や Pfeiffer Vacuum Technology 社のように、他の市場でパフォーマンスが低かった企業の株価が、ファンダメンタル面には何の変化もないのに、ノイア・マルクトに上場替えした途端に急上昇するというケースも見られ、「バブル的」な状況が見られるようになっているためである<sup>2</sup>。

一方、ヌーボー・マルシェでは、ユーロ NM に加盟する他の3市場と比較して、上場以来の株価のパフォーマンスが低い企業が多く、売買もさほど活発とは言えない。1日平均売買代金は年々増加しているものの、1998年の1日平均売買代金は490万フランで、ユーロ NM の4市場合計4,500万フランの約11%に留まっている。ノイア・マルクトの売買が逆に活発すぎるという見方もできなくはないが、NMAX やユーロ NM ベルギーに比べても、その上場企業数を勘案すれば、流動性は低いと言わざるを得ない。

その第一の理由として、個人投資家がノイア・マルクトほど積極的に参加していないことが挙げられる。市場が開設された1996年には、ヌーボー・マルシェの市場全体のインデックスは30.6%下落し、早々に個人投資家の離反を招いた。その後のパフォーマンスは悪くないものの、個別企業のパフォーマンスの高低の差が大きく、上場銘柄の9割が公開価格に比べ値上がりしているノイア・マルクトのように、「投資すれば収益が得られる」という状態にはなっていない。昨年初以来、個人投資家による売買が盛んに行われるようになったが、1998年8月の株価の急落で再び慎重な姿勢に戻っている。

第二の理由としては、機関投資家が未成熟でハイリスク・ハイリターンな投資に消極的であることが指摘されている。フランスでは、債券の利回りがこれまで高かった上に、金利収入に対する税制が、配当やキャピタル・ゲインに対する課税よりも相対的に有利とな

<sup>2</sup> ノイア・マルクトに上場する前、Tiptel 社はドイツの二部市場に当たる規制市場 (Geregelter Markt) に、Pfeiffer Vacuum Technology 社はニューヨーク証券取引所に上場していた。両社の株価はその後下落し、共に99年2月末現在、ノイア・マルクトでの公開価格を20%程度下回っている。

っていることもあり、債券投資が中心となっている。投資資金が過剰で上場企業数が追いつかないドイツとは逆に、上場を希望する企業はあっても投資資金が不足しているという課題を抱えているのである。

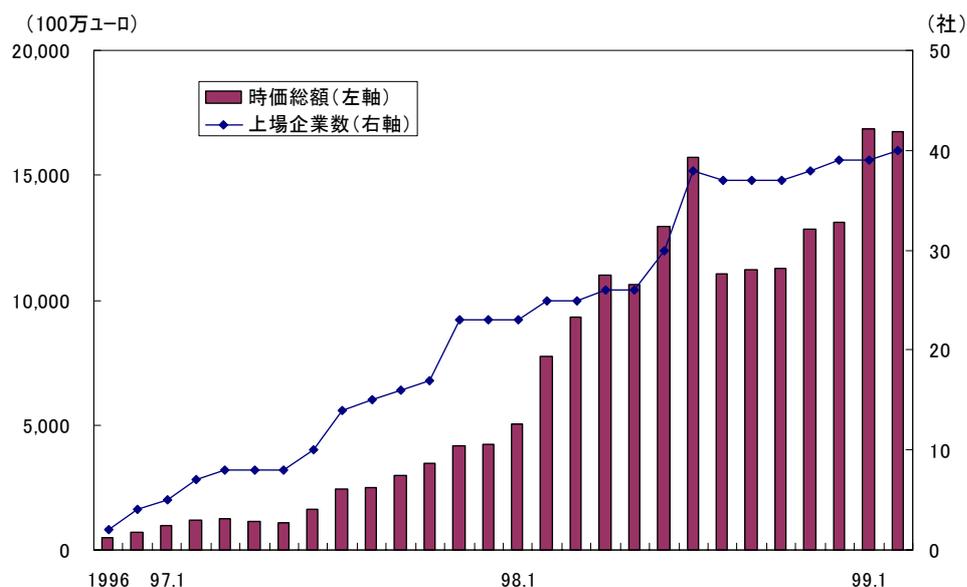
ユーロ NM、NMAX の売買代金は小さいが、市場規模を考えればヌーボー・マルシェよりも売買は活発に行われている。上場している企業規模が小さいため、機関投資家の投資対象となる企業が少ないが、地元の個人投資家が参加していると言われている。上場企業数が少ないため注目度は低いが、97 年末以降のインデックスの上昇率は 7 割弱に達しており、パフォーマンスも悪くない。

## 2) EASDAQ

### (1) 市場規模

EASDAQ には、1999 年 2 月末現在、40 社が上場している。1998 年夏までは、上場企業数も着実に増加し、98 年 7 月末には、EASDAQ の株価指数 EASI が最高値を更新するなど、市場規模は順調に拡大していた。上場を希望する企業もかなりの数に上っていた。その直後に、ロシアのデフォルトを機とする国際金融危機の影響で、EASI も 1121.27 から 535.14 まで下げた結果、上場を見送る企業が相次いだため、年後半は上場企業数も伸び悩んだが、10 月以降の株価の戻りを受けて、公開を延期した企業が改めて上場を進めつつある。インデックスが 1999 年 2 月末までに市場開設以来 3.2 倍（最高値は 3.6 倍）になるなど高いパフォーマンスの影響もあり、上場時価総額は 2 兆円を超えた（図 4）。

図 4 EASDAQ 上場企業数、時価総額の推移



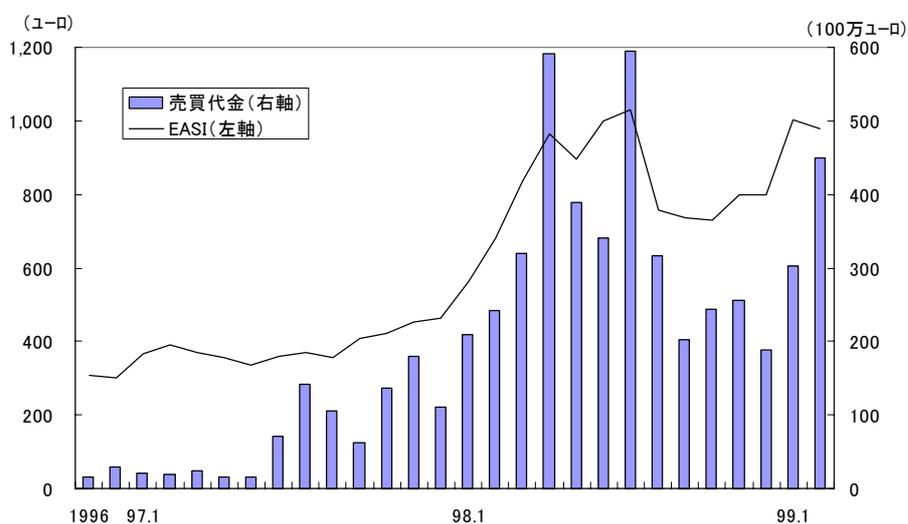
(出所) EASDAQ 資料より NRI-E 作成。

ただ、EASDAQは開設時に、1年間で50社の上場を目指すと言言していただけに、上場企業数の伸びは期待通りとは言えない。その理由として、EASDAQ側は、企業の審査を厳しく行い、いくつかの企業については上場を拒否したことを挙げている。EASDAQの規模に関する上場基準は他と比べても決して厳しいものではない<sup>3</sup>。しかし、実際の運用上は最低でも50億円以上程度の資産規模がないと、EASDAQの目指す「汎欧州」という性格を持ち得ないとして、それ以下の企業の上場には慎重である。確かに、上場企業の規模は、他の欧州ベンチャー取引所に比べ大きい（前掲表2）。市場規模の拡大を焦ることによって市場の質を落とすことのないようにとの配慮は評価に値しよう。

## （2）流動性

EASDAQの問題点の一つとして、流動性が低いことが指摘されることがある。確かに、図5からも分かる通り、設立当初の売買は限られたものであったが、最近では売買代金も増加しており、市場全体の売買回転率は118.13%で100%を超えている。EASDAQではマーケット・メーカー制を採用しているが、マーケット・メーカーが最低限度の2社しかいない銘柄はわずかに1つで、10社以上のマーケット・メーカーが付いている銘柄も5つある。平均すると1社あたりのマーケット・メーカーは6.5社に上る。流動性の低さという問題は相当程度改善されたと評価できる。

図5 EASDAQの株価指数と売買代金の推移

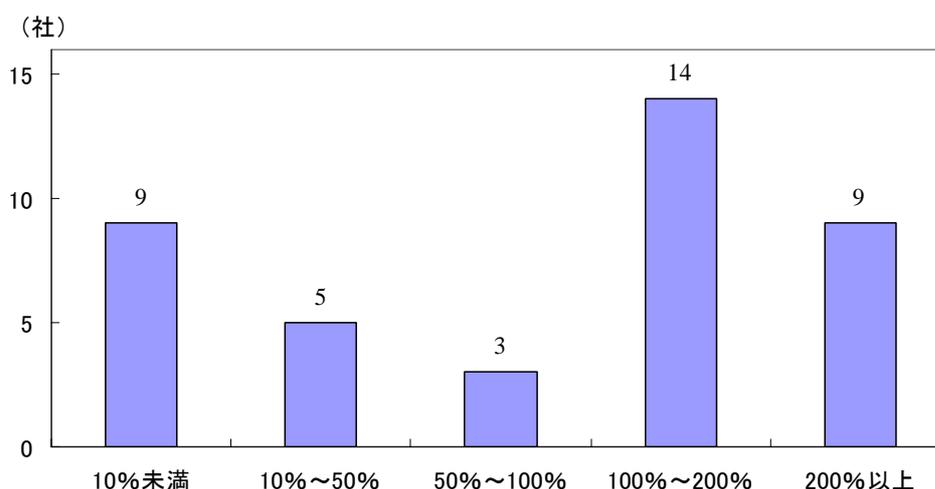


（出所）EASDAQ 資料より NRI-E 作成。

<sup>3</sup> EASDAQの上場基準のうち、規模に関するものは、自己資本200万ユーロ（約2.5億円）以上、総資産350万ユーロ（約4.5億円）以上、の2点。

個別銘柄の売買回転率を見ると、銘柄による格差が極めて大きい（図6）。年間の売買回転率が100%を超える銘柄が23社ある一方、10%にも満たない銘柄も9つある。中には300%を超える銘柄もあれば、1%にも満たないものもある。

図6 EASDAQ 上場企業の売買回転率



(注) 1. 99年2月末までの1年間の売買回転率で、上場後1年以上経過していない銘柄は年換算済み。

2. 浮動株比率調整済み。

(出所) EASDAQ 資料より NRI-E 作成。

EASDAQ で盛んに売買されているのはベルギー企業の株式のみで、汎欧州市場には程遠いという一部の批判は当たっていない。ベルギー企業10社のうち8社の売買回転率が100%を超えており、確かにベルギー企業株式の流動性は高いが、フランス企業、オーストリア企業も5社中4社の売買回転率が100%を超えている。1998年3月から99年2月までの月間平均売買代金上位10社を見ると、トップ3社はベルギー企業ではあるが、上位には他の欧州諸国の企業も5社入っている。

売買回転率が10%を割り込んでいる9社全て、50%未満の14社中12社は重複上場企業である。14社中13社が Nasdaq との重複上場、1社はドイツのノイア・マルクトとの重複上場である。すでに Nasdaq に上場していた企業や米国企業の取引が Nasdaq 市場を中心に行われるのは仕方ないとしても、アイルランドやフランス籍の同時 IPO 企業の売買回転率が低いことには改善の余地があろう。

もっとも、重複上場企業でも高い流動性を維持している銘柄もある。ヌーボー・マルシェとの重複上場企業である Chemunex の売買回転率は100%を超えている。また、Nasdaq にすでに上場していた企業でも、ベルギー企業の流動性は次第に改善している。

米国には、ハイテク・ベンチャー企業の場合、セクター・アナリストの層が厚い Nasdaq に上場した方が有利であるという主張が根強くある。しかし、一方で、有力証券会社やベ

ンチャー・キャピタルの間では、欧州企業が Nasdaq に上場しても、短期的に高い成長を果たせない限り多数の上場企業の中で投資家の注目を集めることができず流動性が著しく低下するため、欧州の企業であれば EASDAQ を始めとする欧州のベンチャー取引所に上場した方がよいという意見も見られるようになってきた。

### (3) 「汎欧州性」

上場企業の国籍を見ると、ベルギーと米国の企業のシェアが大きいですが、ベルギー以外の欧州諸国の企業も上場企業の約半分に当たる 21 社上場している。ベルギーは EASDAQ が設立された国であり、米国企業が多いのは EASDAQ が Nasdaq と提携関係にあったためである。EASDAQ に上場している米国企業 8 社のうち 7 社が Nasdaq との重複上場企業で、うち 6 社はもともと Nasdaq に上場していた企業である。

その Nasdaq との関係も次第に変化しつつある。設立当初は Nasdaq からの支援を受け、欧州版 Nasdaq を標榜していた EASDAQ であるが、最近はむしろ競争関係になりつつある。Nasdaq が欧州企業の上場誘致を積極化しているためである。また、EASDAQ への上場を検討する米国企業も増えている。EASDAQ への Nasdaq の出資比率はすでに 1% を割っており、技術的なサポートを受けているわけでもない。優先度は高くないものの、EASDAQ としては米国企業の上場誘致にもいづれ積極的に取り組んでいく考えである。

汎欧州のベンチャー証券取引所を目指す EASDAQ としては、ユーロ NM に加盟している証券取引所が所在する国を含む EU 諸国の企業の上場を促進することが今後の課題である。ここ 1 年の上場企業は、母国市場とも言うべきベルギーを除くと、英国、オーストリア、といった、高成長企業に特化したベンチャー証券取引所が存在しない国の企業が目立ち<sup>4</sup>、フランスやドイツ、オランダ企業の上場は少ない。

EASDAQ としては、すでに事務所を開業済みのロンドン、パリ、フランクフルトに加え、アムステルダム、ミラノ、チューリッヒに事務所を新設し、欧州全域から上場企業を発掘していきたい考えである。しかし、新たに高成長ベンチャー企業向けの取引所を設立し、ユーロ NM に加盟したイタリア証券取引所に続き、スイス、スウェーデン、デンマークでも同様の構想が持ち上がっており、EASDAQ としても厳しい競争を強いられよう。

1999 年 3 月には初めてイスラエル企業も上場した。すでに、リベリアの企業も 1 社上場している。東欧や北欧など、ベンチャー企業向け取引所がない国々からの問い合わせも多いという。これまでのところ、成長性が十分高い企業が少なく、EASDAQ 側としては慎重な対応を取っているが、いずれ周辺国からの上場が増えることも予想される。

EASDAQ の投資家は広く欧州全域に広がっている。統計が取れる IPO 時の統計を見ると、機関投資家が集まる英国が大きなシェアを占めている（表 4）。会員証券会社の数も増え、地理的にも広く欧州に広がっており、「汎欧州市場」としての性格を強めている。

<sup>4</sup>英国の AIM は、後述するように、高い成長性が期待できる企業のみを対象を絞った取引所ではないため、ハイテク企業の中には敬遠する企業も多い。

表 4 IPO 時の投資家分布

(%)

国・地域	シェア
欧州	81.06
英国	23.85
ドイツ	11.22
ベルギー	10.67
オーストリア	6.30
スイス	6.00
フランス	4.30
オランダ	3.71
北欧	1.74
イタリア	1.22
ルクセンブルグ	1.20
アイルランド	0.88
スペイン	0.63
欧州リテール	9.33
米国	9.37
日本	0.91
オーストラリア	0.11
その他	8.56
合計	100.00

(出所) EASDAQ 資料より NRI-E 作成。

流通市場における投資家に関する正確な統計はないが、売買の 80～85%は機関投資家によるものと見られており、機関投資家が中心のマーケットとなっている。個人投資家は、ほとんどが地元ベルギーの投資家で、オーストリアやスイスなど、ベンチャー市場が国内になかったり、あっても活発でない国の個人投資家も一部参加しているものとみられる。EASDAQ はマーケット・メーカー制を採用していることや、全く新しい取引所であることから、欧州の個人投資家の馴染みが薄く、今後も機関投資家中心の市場となろう。

### 3) AIM

#### (1) 市場規模

AIM の登録企業は、1997 年末には 300 社を超え、1999 年 2 月末で 312 社に上っている。ただ、最近では、新規登録は続いているものの、公式市場への移行や被買収により、登録を取りやめる企業も多くなっており、登録企業数は横ばいとなっている<sup>5</sup>。

登録企業数が多い最大の理由は、登録対象を高い潜在成長力に限定していないことであ

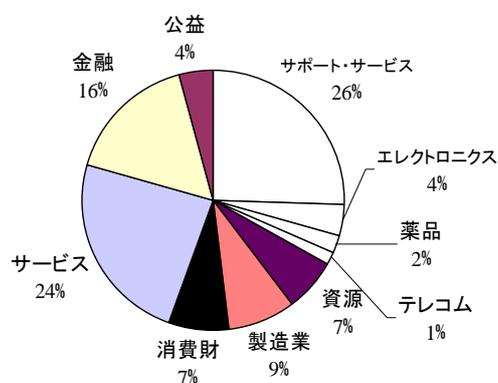
<sup>5</sup> 1998 年 2 月末までに公式市場に移行した企業は 48 社に上る。逆に公式市場から AIM に移行した企業も 13 社ある。

る。AIM に登録する企業の中には、資金調達を目的としないものも少なくない。例えば、AIM に登録することにより、フィナンシャル・タイムズ紙などに紹介され知名度が向上し、取引先の開拓にも役立つと考えて登録した企業もある。また、英国には EIS (Enterprise Investment Scheme) という個人投資家向けの非上場株式投資優遇税制があるため<sup>6</sup>、非上場株式に投資している個人投資家も多く、こうした投資家に株式売却の場を提供するために、AIM に登録したという企業もある。また、公式市場では、浮動株比率を 25%以上とすることを求められることや、買収に関する決議や情報開示のルールが厳しいことを理由に、公式上場基準を満たせる企業があえて AIM に登録するケースもある。

この結果、AIM では、IT やエレクトロニクス、製薬など、ハイテク企業が時価総額合計に占めるシェアは 30%強に過ぎず、その比率が 9 割に達する EASDAQ や 7 割を超えるヌーボー・マルシェに比べ低い (図 7)<sup>7</sup>。AIM には、レジャー会社が 20 社、パブ・レストランが 14 社、小売業者が 12 社 登録しているほか、資産運用会社を中心とする金融機関や不動産会社も多い。

また、登録企業の規模は、他の欧州ベンチャー取引所に比べ小さい。平均時価総額は、EASDAQ やノイア・マルクトの 20 分の 1 に過ぎない。ただ、公式市場の上場基準を下回っている企業は少なく、規模の面から見た公式市場との違いはさほど明確ではない(図 8)。

図 7 AIM 登録企業の業種分類



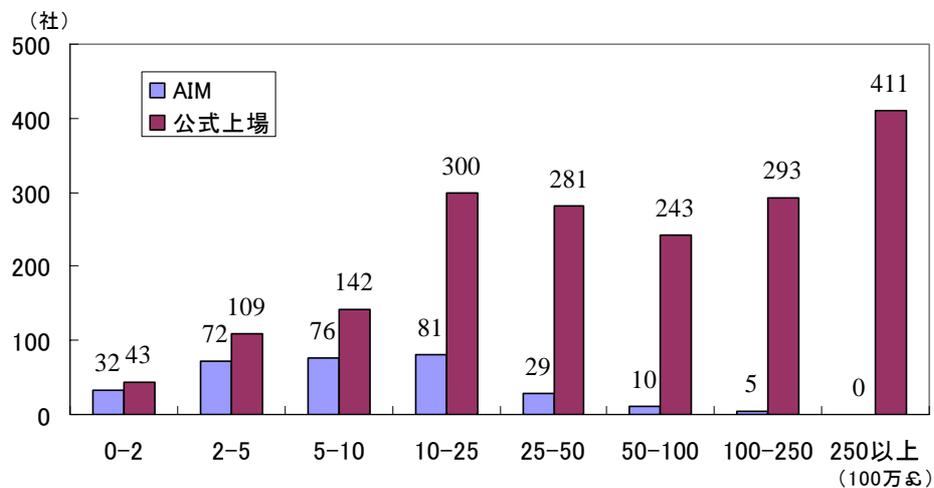
(注) 白地がハイテク業種。サポート・サービスには IT などが含まれる。

(出所) AIM 資料より NRI-E 作成。

<sup>6</sup> EIS は以前は BES (Business Expansion Scheme) と呼ばれていた。投資額の 20%を課税所得から控除でき、投資額の 40%に相当する金額の課税を繰り延べることができる。株式を 5 年以上保有していれば売却時のキャピタル・ゲイン課税が減免される。また、売却時に損が出た場合には、損失額の 40%を売却年度の課税対象から控除することができる。適用対象となる投資金額の上限は 10 万ポンド。

<sup>7</sup> AIM にハイテク・ベンチャー企業が少ない理由として、一定の基準を満たすハイテク企業は、上場規則第 20 章に定められた特則を利用して、公式市場に上場することができるということもある。

図 8 公式市場と AIM の企業規模比較

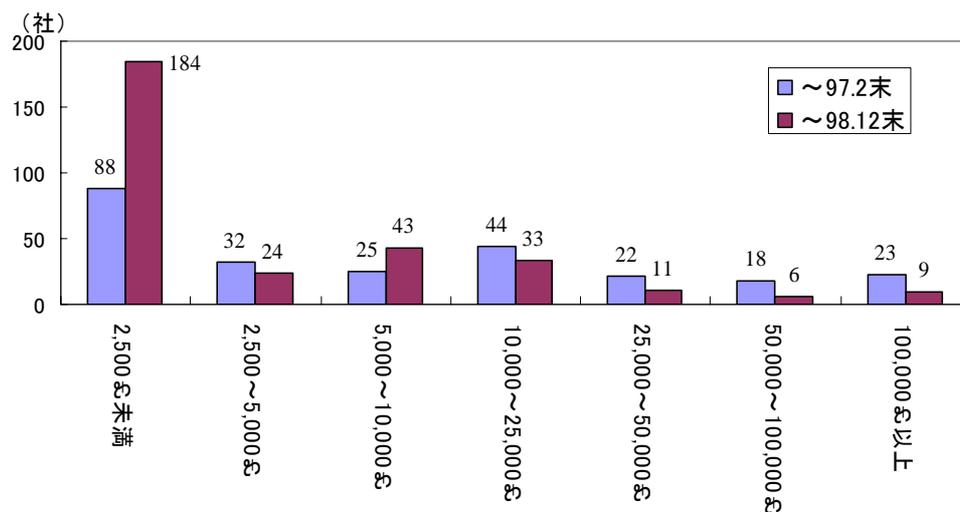


(出所) ロンドン証券取引所資料

## (2) 流通市場

AIM の問題点として、流動性が低いことが指摘されている。1999 年 2 月の売買件数は 17,032 回で、単純に 1 社平均にすると月間で 55 回しか取引が成立しなかったことになる。月間の取引回数が 100 回以上だったのはわずかに 36 銘柄で、10 回に満たなかった銘柄が 80 ある。1 日平均売買代金によって登録企業を分類すると、流動性の低い銘柄が増加し、流動性の高い銘柄が少なくなっていることが分かる (図 9)。

図 9 1 日平均売買代金による企業数



(出所) AIM 資料より NRI-E 作成。

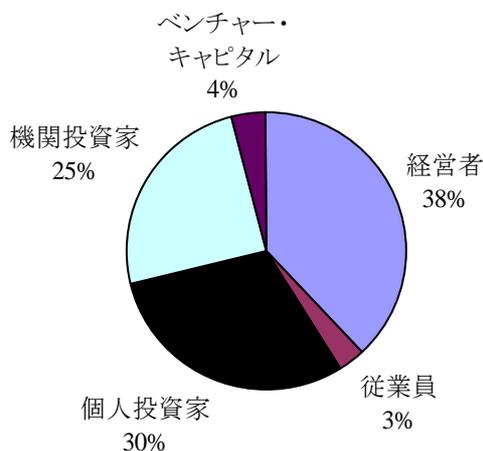
取引所は、登録企業と投資家との会合をセットするなど、流動性の向上に努めているが、株価の下落の影響もあり、売買代金は最近むしろ減少しており、これまでのところ成果は見られない。

マーケット・メーカーが提示するクォートのスプレッドは平均で 13.2%にも上り、FTSE100 構成銘柄の 0.6%、FTSE250 構成銘柄の 1.8%はもちろん、FTSE スモール・キャップの構成銘柄の 3.8%と比べても格段に大きい。この結果、多くの銘柄が、流動性が下がリスプレッドがさらに拡大するという悪循環に陥っている。

### (3) 投資家層

AIM の投資家は登録企業の経営者と個人投資家が中心となっている(図 10)。機関投資家の保有分は 25%で、機関投資家が 8 割以上を保有する公式市場とは対照的である。個人投資家が多い理由としては、①前述の優遇税制スキームである EIS を利用している投資家が多いことに加え、②AIM では、個人投資家相手にブローカレッジを行っている、規模の小さな伝統的証券会社が指定アドバイザーや指定ブローカーとして活躍していること、③登録企業の規模が小さく流動性が低いために、機関投資家の投資対象にならない銘柄が多いこと、が挙げられる。

図 10 AIM の投資家構成 (1998 年 8 月末時点)



(出所) AIM 資料より NRI-E 作成。

### 3. これまでの評価

これまでのところ、最も評価が高いのはノイア・マルクトである。上場企業数の伸びや上場後のパフォーマンス、流動性の高さなど、どれをとっても非の打ち所がない。ノイア・マルクト最大の企業 MobilCom 社は、その市場規模や流動性から判断して、DAX 指数の構成銘柄になってもおかしくないほどに成長した。ファンダメンタルの向上を伴って株価が急上昇しているケースは他にも多く、Nasdaq でのマイクロソフトやインテルの成功物語と同様の現象が、市場開設後わずか2年にして見られるようになってきている。

ただ、他の市場と比べても余りに高い株価の上昇は、実態を伴わない部分も多くバブルであるという見方が高まっているのも事実である。潜在成長力の高い企業のための市場というイメージを崩すことなく、高い投資需要に応えうる企業の上場を今後も不断に続けていくことができるかが課題となる。

ユーロ NM の先駆けとなったヌーボー・マルシェでは、上場企業のパフォーマンスや流動性から見ると、ノイア・マルクトに比べ見劣りするだけでなく、他市場と比べても優れているとは言えない。しかし、ヌーボー・マルシェに対する市場関係者からの評価は高い。これまで国内では難しかった、設立経過年数の短い企業の公開が可能となったためである。1998 年末までに上場した 81 社のうち、半分以上が設立後 10 年以下の企業である。これまで、フランスの起業家が米国に渡り、Nasdaq での公開を目指す例が少なくなかったが、今後は、国内で起業し公開を目指すことができるようになったことが高く評価されている。

ヌーボー・マルシェが、高い評価を受けているもう一つの理由は、地方企業の上場を促進している点にある。1998 年末のヌーボー・マルシェ上場企業のうち外国企業は 5 社のみで、国内企業が 76 社に上る。このうち半分以上の 40 社が、パリ以外の地方に所在する企業である。中央集権的色彩が強く、パリと地方の経済力格差の克服が古くから重要課題となっているフランスにとって、地方産業の活性化に貢献するヌーボー・マルシェの存在意義は大きい。

また、EASDAQ の評価も次第に高まっている。上場企業数の増加と共に、最大の懸案だった流動性の低さも改善され、上場企業の国籍や投資家、会員証券会社の分布状況、などから、「汎欧州性」が発揮されるようになってきている点が評価されている。決済に関するトラブルが多いことや取引コストが高いという問題も、この 4 月から、決済機関をユーロクリア、セデルに全面的に移行することによって解決する。

一方、評価が芳しくないのがユーロ NM ベルギー、NMAX である。両市場の最大の問題は、上場企業が少ないことである。企業規模が小さいこともあり、注目されることが少ない。そのためか、データを見る限り、両市場の流動性はノイア・マルクトほどではないにしても、ヌーボー・マルシェに比べれば遜色はなく、99 年 2 月末の株価が公開価格を割っている銘柄はヌーボー・マルシェの方が圧倒的に多いのにも関わらず、流動性もパフォーマンスも低い市場としてのイメージが定着しつつある。この結果、ベルギーでは、ハイテ

ク分野で高成長を期待できる企業が、ユーロ NM ベルギーではなく公式市場に上場するというケースが 2 件相次いだ。オランダでも、オランダ株主協会（VEB）が市場の伸び悩みの原因として、NMAX 上場企業の業績見通しの修正が多いことなどによるイメージの悪さを挙げている。

AIM については、個人投資家に未公開株投資の出口を提供したという点を評価する声もあるが、流動性が低すぎ、ベンチャー・キャピタルにとっての出口とはなり得ないという評価が定着している。同様の理由で機関投資家からの評価も低い。もともと高成長企業だけのための市場という位置づけではないためもあり、玉石混淆の市場としてのイメージも強い。このため、ハイテク企業が AIM への登録を避けるケースも見られる。

#### 4. 明暗を分ける要因

##### 1) 「高成長企業の市場」というアイデンティティ

ノイア・マルクトが成功している最大の原因は、短期間のうちに高い成長を遂げる上場企業が現れ、株価が急上昇する事例が数多く見られたことである。その結果、潜在成長力の高い企業のためのマーケットという見方が浸透し、上場予備軍となるベンチャー企業や投資家、仲介業者である金融機関の注目を集めた。また、ヌーボー・マルシェでは、開設して間もない頃に上場したサービス企業のパフォーマンスが低いことを受けて、上場企業の選定基準を改めたのは明らかであり、その後、市場の評価を高めることに成功している。EASDAQ も、上場企業を目標通り増やすことよりも、上場企業の質を十分に考慮した結果が、現在の評価につながっている。

一方、AIM の評価が低いのは、様々な動機を持った登録企業があり、玉石混交の市場となってしまったためである。AIM は、潜在的な成長力が高い企業のためだけの市場ではなく、潜在的な成長力が高く資金需要のある企業を含めた、公式市場に上場できない、あるいは公式市場は避けたい、あらゆる企業に公開の場を提供することを目的として設立された。これもまた、市場としての一つのアイデンティティではあるが、しかし、AIM が目指した「どのような企業でも利用できる」市場は、高成長企業にファイナンスの場を提供するという目的は果たすには不向きであることが明らかになった。

高いパフォーマンスが期待できる市場としてのアイデンティティが、上場予備軍となるベンチャー企業や投資家の注目を集めるためには必要不可欠なのである。

##### 2) 取引所の普及宣伝活動

取引所が、新たに開設した市場が注目を集めるよう努力することは極めて重要である。

データを見る限り決して悪くはない市場に対して、市場参加者が好ましくないイメージを抱いているユーロ NM ベルギーや NMAX については、取引所の側にも問題があると考えられる。

まず、「高成長企業の市場」というアイデンティティを守るためとはいえ、上場企業がある程度増えなくては、市場として注目を集めることができない。高成長が見込まれる企業へのこだわりは確かに重要であるし、ドイツやフランスに比べればベルギーとオランダは国の規模が小さいことが制約にもなるが、それでも、ユーロ NM ベルギーと NMAX の両市場には、他の市場に比べ上場企業が少なすぎる。ベルギーでエンジェルとベンチャー企業を引き合わせる場として発足した MIM が、一度実施された後、二度目が開催されることなくまもなく廃止されることなどを考えると<sup>8</sup>、他の取引所に比べ、上場企業の発掘に対する努力を怠っていたという批判は受け入れざるを得まい。

また、ヌーボー・マルシェやノイア・マルクトに比べ、ユーロ NM ベルギーと NMAX のホームページでは、入手できる情報が極めて限られている。ユーロ NM ベルギーではどのような市場であるかを紹介しただけで、統計や個別企業の情報は一切見られない。NMAX でも、情報はオランダ語のみで、市場の紹介と上場企業の紹介が 1 社につき 2 行ほど示されているだけである。これに対し、ヌーボー・マルシェやノイア・マルクトは独自のホームページを持ち、基本的な統計や上場企業の概要、株価情報を積極的に提供しているほか、上場企業のホームページにリンクを張っている。このような努力の差も結果に表れていると考えられる。

### 3) 課題克服に向けた積極的な働きかけ

前述のように、ドイツのノイア・マルクトでは、投資資金の割に上場企業が少ないことが株価の高騰につながり、市場を不安定にさせているとの見方がある。逆に、フランスのヌーボー・マルシェでは、上場を希望する企業はあっても投資資金が不足するという課題を抱えている。ドイツとフランスの取引所は、これらの課題を克服するために積極的に行動している。

ノイア・マルクトは、公開予備軍となる企業の発掘に余念がない。また、IPO 以前から企業をサポートすることを目的として、①ドイツ・ビジネス・エンジェル・ネットワーク (Business Angel Network Deutschland、通称 BAND)、②イノベーション・マーケット、③エクイティ・フォーラムの 3 つの試みを行っている。

ドイツ・ビジネス・エンジェル・ネットワークは、アイディアがあり、資金調達ニーズがある起業家とエンジェルを結び付けようという試みである。ホームページを通じてベンチャー企業に関する情報をエンジェル向けに提供している。資金需要が数千ユーロ程度で、

<sup>8</sup> MIM は継続的な取引の場ではなく、取引所が年に数回、未公開企業とエンジェルやベンチャー・キャピタルを引き合わせる「出会いの場」を提供しようという試みである。

個人が出資できる範囲の初期段階のファイナンスを想定している。

イノベーション・マーケットとは、インターネットを通じて起業家のアイデアを提出してもらい、イノベーション・パートナーと呼んでいる提携研究機関に、そのフィージビリティ・スタディを行ってもらうものである。審査代は、取引所や官庁が共同で負担する。

エクイティ・フォーラムは毎年9月にライブチヒで開催している展示会で、ベンチャー企業がVCに対し、自らの事業内容を紹介し、ファイナンスを得るチャンスを提供しようというものである。最近では、インターネットを利用して常時、ベンチャー企業とVCとの出会いの場を提供している。

一方、フランスでは、ベンチャー企業に対する投資資金不足という課題を解決するため、取引所による努力に加えて、国の政策レベルにおいても、様々な投資家育成策が採られている。

1993年に設立されたFCPI (Fonds Commun de Placement Innovation) は、ベンチャー企業にのみ投資することを目的とした投資信託で、5年以上保有すればキャピタル・ゲイン課税を減免されるというスキームである。導入後2~3年は伸び悩んだが96年以降増加し、現在は残高が10億フランに達している。

ドミニク・ストロス・カーン (Dominique Strauss-Kahn) 現蔵相の頭文字にちなんで名づけられたDSK Life Insurance Fundは、運用資金の5%以上を未公開株式かヌーボー・マルシェ株式に投資すれば、税制優遇措置を付与するという貯蓄型生命保険商品である。ただし、その保険商品を8年以上保有していなければ税制上の優遇措置が受けられない。また、フランス政府も自らフランス・テレコム民営化資金から6億フランを拠出しFPCR (Fonds Public pour le Capital Risque) を設立した<sup>9</sup>。政府はこのファンドを利用して、ベンチャー企業に投資する民間のファンドに10~20%追加出資することによって、民間ファンドのベンチャー企業への投資効率向上をサポートしている。

ヌーボー・マルシェは、その実施に向けて積極的に働きかけを行っただけでなく、これらの政策の円滑な実施に協力している。例えば、FCPIではANVARという公的機関による認定を受けた企業にしか投資できないことになっているが、ヌーボー・マルシェはANVARと緊密な連携を取り、どのような企業が望ましいか、ヌーボー・マルシェへの上場に向けてどのような努力が必要か、などの情報交換を行っている<sup>10</sup>。

<sup>9</sup> FPCRには、欧州投資銀行も3億フランの拠出を行った。

<sup>10</sup> ANVARは、研究省と産業省によって設立された公的機関で、資金調達支援を行うことにより、中小企業の成長を促進することがその役割である。ANVARはヌーボー・マルシェの開設の際に、証券監督機関であるCOBに積極的に働きかけた。

## おわりに

欧州では、通貨統合後、機関投資家が投資対象国よりもセクターを重視したポートフォリオ運用を行うようになりつつあり、また機関投資家の運用資産の規模が拡大している結果、売買が各国のブルーチップ銘柄に集中し、小型株の流動性やパフォーマンスが低下するとの懸念がみられる。

すでにこのような懸念が現実化しつつある AIM と、相対的に活発な取引が続きパフォーマンスもよいノイア・マルクトや EASDAQ を対比すると、「高成長企業のための市場」として市場参加者の注目を集めることの重要性が改めて認識される。このアイデンティティを維持しながら、市場の一層の拡大に向けて、取引所が積極的に取り組んで行くことが期待される。

取引システムのリンクも順次実施され始め、メンバー取引所の増加が見込まれるユーロ NM と EASDAQ との市場間競争の行方も含め、各取引所の今後の動向が注目される。

また、ドイツやフランスでは、ノイア・マルクトやヌーボー・マルシェの成功が、これまで公開を拒んできた企業の公開意欲を高めたり、ベンチャー・キャピタルの普及や個人投資家の証券投資拡大の呼び水になるなど、金融の流れを変える一つのきっかけにもなっている。金融機関間の勢力争いも熾烈である。今後、ベンチャー証券取引所が金融システムに与える影響も興味深い。

(落合 大輔)