

新興・ベンチャー企業向け株式市場の現状と 「改革」への視座

(株)いちよし経済研究所

専務研究理事 近藤 一 仁

目 次

はじめに

1. ドイツの新興・ベンチャー企業向け株式市場「ノイア・マルクト」の大成功
2. ノイア・マルクト上場企業の事例研究

3. 欧州新興市場の成功事例から得られる「市場改革」への示唆

4. 我が国の新興・ベンチャー企業向け株式市場の現状と問題点

はじめに

1994年の夏に欧州駐在から戻って、はや6年半の月日が流れた。昨年7月初旬に欧州の新興・ベンチャー企業向け株式市場の中で、ベルギー(イースダック:EASDAQ)、ドイツ(ノイア・マルクト)、イギリス(AIM&テックマーク)、フランス(ヌーボー・マルシェ)などを巡り、各国の市場比較、欧州全体の新興・ベンチャー市場の活況の背景を調査する機会に恵まれた。

また、ミクロ分析からのアプローチも大事との思いから、訪問したハイテク企業(バイオ)から見た市場間競争状態の有様などをまとめることもできた。

とりわけ、欧州の新興・ベンチャー企業向け株式市場の中で最も成功したドイツの「ノイア・マルクト」に関しては、訪問した先々での評価も高く、欧州投資家の投資行動の大きな変化やドイツ経済を支える中堅・中小企業の潜在的成長力を感じさせるものであった。

説明や質疑にあたってくれた各国の市場関係者やバンカー達も総じて、皆、若くて、新興・ベンチャー企業向け株式市場の将来に対して熱意溢れる説明姿勢が印象的であった。

また、欧州の新興・ベンチャー株式市場に上場したハイテク企業のIR責任者(多くはCFO:最高財務責任者)やIR担当者も、従来からの保守的な欧州流のIR活動ではないアメリカ流のIR活動を目指しているとの点で、共通点が認められた。

また、更に非常に重要な発見は、

欧州の株式市場の市場間競争は、ユーロネクスト発足、iX構想(一度はスウェーデン企業の横槍により破談になり、再度ドイツ=ロンドン間で合併交渉再開)、米・ナスダックのヨーロッパへの本格参入計画など第二段階に入り、互いの市場間連携やアライアンスの関係が一層複雑になり始めている。

各国とも、まず国家の金融・財政当局

や証券取引所がリーダーシップを発揮して、地方証券取引所の統合作業等を終えた上で、「新市場」を開設しており、我が国の新市場の「群雄割拠の状態」と「企業数の争奪合戦」的なものとは様相を異にする。

欧州の場合は、進行する経済統合を目の当たりにして、「資本市場・株式市場」を如何に国際競争力のあるものにするかという各国政府の『明確な国家戦略』が存在していたように思う。

既に、欧州の統一通貨「ユーロ」が99年1月から導入され、対外国通貨との為替相場においては期待と予想を裏切るものであったが、欧州各国の新興・ベンチャー企業向け株式市場は米・ナスダックの影響も受けながら、統一通貨が為替差損の恐怖を取除く形で欧州間の投資活動の活性化に貢献したと確信することができた、などであった。

欧州の「市場間競争」の全体像については、2000年10月発行の(財)資本市場研究会「CaMRIレポート」に既に詳しく公表したが、多少の重複をお許し願って、我が国の新興・ベンチャー企業向け株式市場の抱える問題点や改革への視座を追究することにしたい。

1. ドイツの新興・ベンチャー企業向け株式市場「ノイア・マルクト」の成功

「ノイア・マルクト」はドイツ証券取引所が、97年3月に新設した新興・ベンチャー企業向けの『新しい株式市場』である。3月の開設と同時に、Bertrandt(自動車部品メーカー)、Mobilcom(携帯電話のソフト企業)の2社が上場した。97年末までは、上場企業数15社という程度であったが、その後、年を追う

毎に上場企業はウナギのぼりに増え、欧州の新興・ベンチャー企業向け株式市場の中で、最も成功したという評価が定着している。

ドイツの公式市場(1部市場など)以上に厳しい基準や義務(国際会計基準の採用義務、四半期決算報告書の公表義務(英語、独語の両方)、年1回の投資家向けIR活動など)が課せられている。

この市場誕生の経緯は後節に譲るとして、「ノイア・マルクト」の急成長ぶりを振り返ってみることから始めてみたい。

設立当時は僅か2社からスタートした新興市場だったが、約4年弱が経過した今日、上場企業数は338社に達して、フランス(ヌーボー・マルシェ)の155社、ベルギーの16社、イタリアの40社、オランダの15社、イースダック(EASDAQ)の170社などを大きく引き離し、欧州最大、世界第二の時価総額が1,210億ユーロ(13兆円(2000年12月末))を誇る新興・ベンチャー株式市場に育っている。

フランス、オランダ、ベルギー、ドイツ、イタリアの五カ国で構成する『ユーロNM』の連合には、現在、564社の新興・ベンチャー企業が株式上場企業として名を連ねているが、ドイツの「ノイア・マルクト」は全体の企業数の約60%を占める最大の新興・ベンチャー市場になっている。

図表1 欧州各国のベンチャー取引所の
上場企業数比較(2000年12月末)

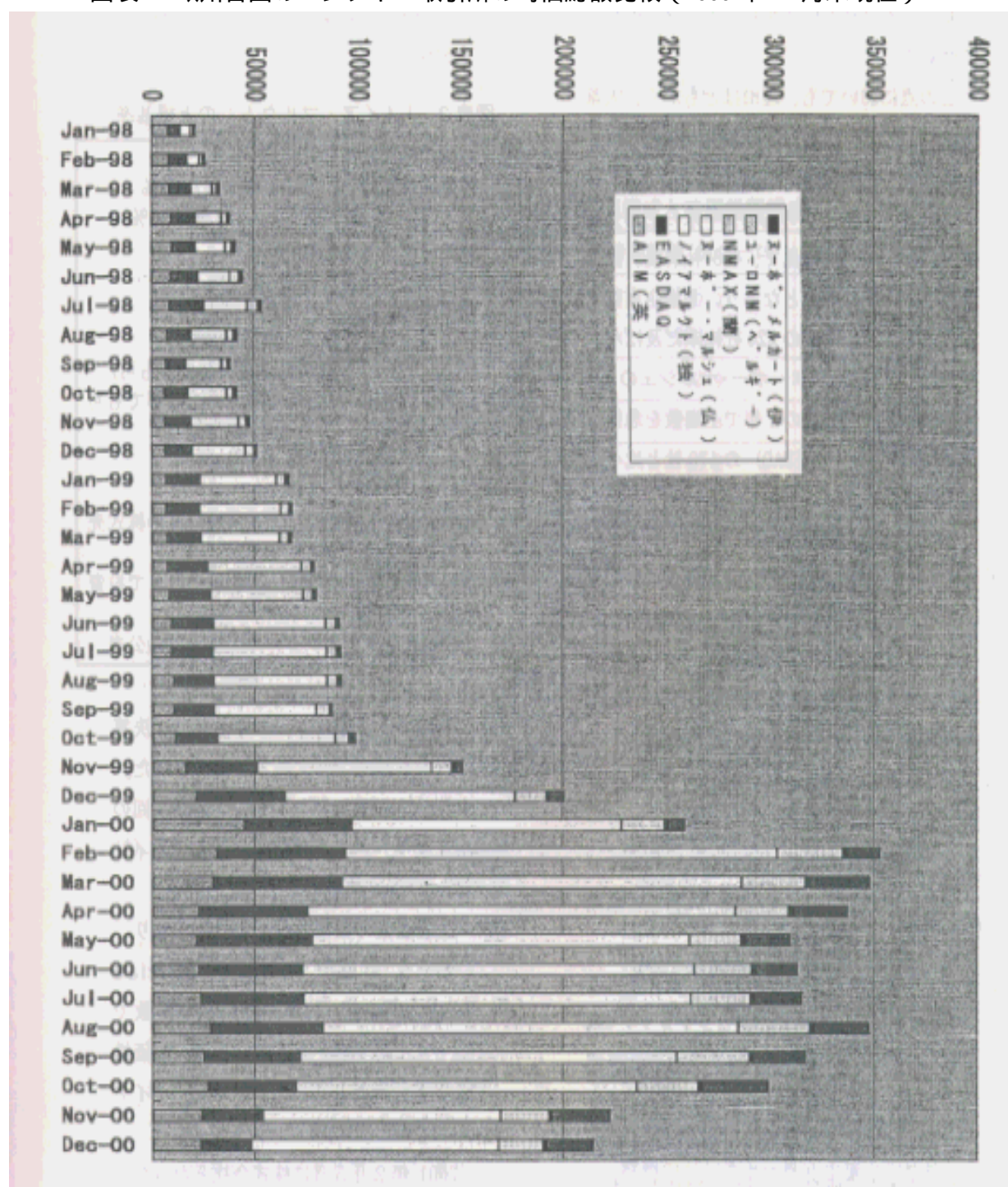
新興・ベンチャー市場名	上場社数	(前年数)
(英)AIM	524	(347)
(汎)イースダック(Easdaq)	170	(56)
(独)ノイア・マルクト	338	(201)
(仏)ヌーボー・マルシェ	155	(111)
(蘭)NMA X	15	(13)
(ベ)Euro NM ベルギー	16	(13)
(伊)ヌオボ・メルカート	40	(6)
合 計	1,258	(747)

(出所)各国ベンチャー市場、取引所資料

長らく、我が国のジャスダック（店頭）市場が公開企業数、時価総額の両方で、米・ナスダック市場に大きく水をあけられているとはいえ、時価総額では世界第二位を誇る新興・ベンチャー企業向け株式市場であったが、

上場市場への強い昇格志向と合併・上場廃止などの結果、「ノイア・マルクト」に追い抜かれてしまった。上場企業数で、欧州各国の新興・ベンチャー市場の比較をすれば、図表1の通りである。

図表2 欧州各国のベンチャー取引所の時価総額比較（2000年12月末現在）



（出所）各国ベンチャー市場、取引所

ノイア・マルクトの上場企業数は、2000 年 12 月末で 338 社と累増しており、ドイツの他市場に移行したというような「日本的昇格志向の風潮」は見当たらない。

これまでに上場廃止となった企業は僅かに 5 社で、内訳は国外企業と合併した 1 社、不正経理発覚で自発的に廃止を申し出た 2 社、倒産による 2 社というから「ドイツ」的な話ではある。

この点においても、理由はともかく、大量上場・大量上場廃止の米・ナスダック(NASDAQ)とは大きく性格を異にする。

ノイア・マルクトの 2001 年末の上場企業数予想は、控えめに見て、450 社前後、強気予想なら 480 社前後となろう。上場企業数では、イギリスの AIM の 524 社に未だ及ばないものの、フランスのヌーボー・マルシェの 2.2 倍となっている。この 1 年で上場数を急伸したイースダック(EASDAQ)の 170 社と比べても、約 2 倍に近づいている。

また、時価総額ではノイア・マルクトが 1,210 億ユーロ、AIM(240 億ユーロ)の約 5 倍、欧州で 2 番目に大きな時価総額を持つイースダック(EASDAQ: 239 億ユーロ)の約 5 倍もあり、群を抜いた新興・ベンチャー企業向け株式市場となっている。欧州の新興・ベンチャー市場の時価総額は、AIM、イースダック、ヌーボー・マルシェ、ヌオボ・メルカートが、ほぼ同額の団栗(どんぐり)の背比べであるのに対して、ドイツの一人勝ちの様相を呈している(図表 2 参照)。

「ノイア・マルクトの大成功」の背景については、拙論「証券経営のフロンティア」(第 5 章、P173~175、清文社 99 年 8 月刊)や拙著「上陸する巨大ネット市場『ナスダック』」(経済法令研究会、99 年 11 月刊)や既述の(財)資本市場研究会の「CaMRI レポート」などに逐次、述べてきたが、昨年の現地

調査の成果を含めて、再度、整理してみると、次の 6 点が「大成功」の重要なポイントと言えよう。

- (イ) ノイア・マルクト上場企業を高い「成長性」が見込める企業に限定し、又、国際会計基準に準じた情報開示(ディスクロージャー)による市場の高い「透明性」を確保したこと。

図表 3 「ノイア・マルクト」の上場基準

最低の株式発行額.....	500 万ユーロ
浮動株比率.....	可能な限り 25% (最低 15%)
マーケット・メーカーは	2 社
国際基準の目論見書発行	
旧株主のロックアップ期間は	6 ヶ月
ドイツ語と英語による提出書類作成	
	(国外企業は英語のみも可)
創業年数.....	原則 3 年、1 年でも可
株式の種類.....	普通株に限る。
ロックアップ期間は.....	6 ヶ月
2001 年からは、更に	
企業・役員・監査役による当該企業の株式売買報告の義務(3 月)	
四半期報告書の標準化、取引所の HP で投資家へも電子開示	
規則違反企業のインターネット上での公表	

- (ロ) 業績の開示義務を四半期毎とし、決算報告書も独文、英文両方を義務付けた。
また、IR 活動に関しても、最低年 1 回の投資家・アナリストを集めたミーティングを義務付けた。
- (ハ) 上場企業の業種別分類で知れる通り、いわゆる TMT 銘柄(Technology、Media & Entertainment、Telecom、)が企業数で 63.8%と過半数を占めているし、時価総額では 67.4%と高い比率を示し、ハイテク・イメージが濃厚に出ている。

2001 年 2 月 5 日に株式会社となったドイツ証券取引所が TMT 比率に則して「ハ

イテク・イメージ」の広報活動に努めている（図表4 参照）。ドイツ証券取引所は2001年2月5日、自ら株式上場を果たし、欧米の主要な証券取引所の「株式会社化」の先陣を切った。

- (二) ドイツの「ノイア・マルクト」の成功の裏には、『クセトラ (XETRA)』と呼ばれるコンピュータ・システムの優位性も見逃せない。

これまで、「ノイア・マルクト」は米・ナスダックと同様に業者による「マーケ

ット・メイク（値付け）」が流動性の厚さを確保していると思われていたが、取引手法は「オーダー・ドリブン」で我が国の東証や大証などと同様である。ただし、欧州ばかりでなく世界各国の遠隔地からも売買注文を安価なコストで執行できるシステムである『クセトラ』が威力を発揮している。ドイツ連邦共和国のみならず、欧州特有の一極集中でない社会経済構造（都市や人口）が、このシステムとマッチしたとも言えよう。

図表4 ノイア・マルクトの業種別構成と時価総額構成

セクター	企業数	構成比	時価総額(億ユーロ)	構成比
バイオテクノロジー	20	5.9%	166.5	13.8%
金融サービス	6	1.8%	222.4	18.4%
工業・サービス	17	5.0%	62.4	5.2%
インターネット	67	19.8%	255.8	21.1%
ITサービス	39	11.5%	45.2	3.7%
メディア&娯楽	42	12.4%	67.0	5.5%
医療&ヘルスケア	11	3.3%	14.8	1.2%
ソフトウェア	49	14.5%	48.7	4.0%
テクノロジー	67	19.8%	261.6	21.6%
通信	20	5.9%	65.4	5.4%
合 計	338	100.0%	1,210.0	100.0%

（出所）ドイツ証券取引所の統計による。2000年12月末現在の状況

- (ホ) グローバルな新興・ベンチャー企業向け株式市場としての特長もあり、2000年12月末の上場企業数338社中、55社が外国籍企業である。

オーストリアが12社、アメリカが10社、次いでオランダが8社、イスラエルが7社、スイスが5社、イギリスが4社、アイルランドとルクセンブルグが2社ずつ、フランス、イタリア、ハンガリー、デンマーク、カナダが各々1社ずつで、

合計55社である。

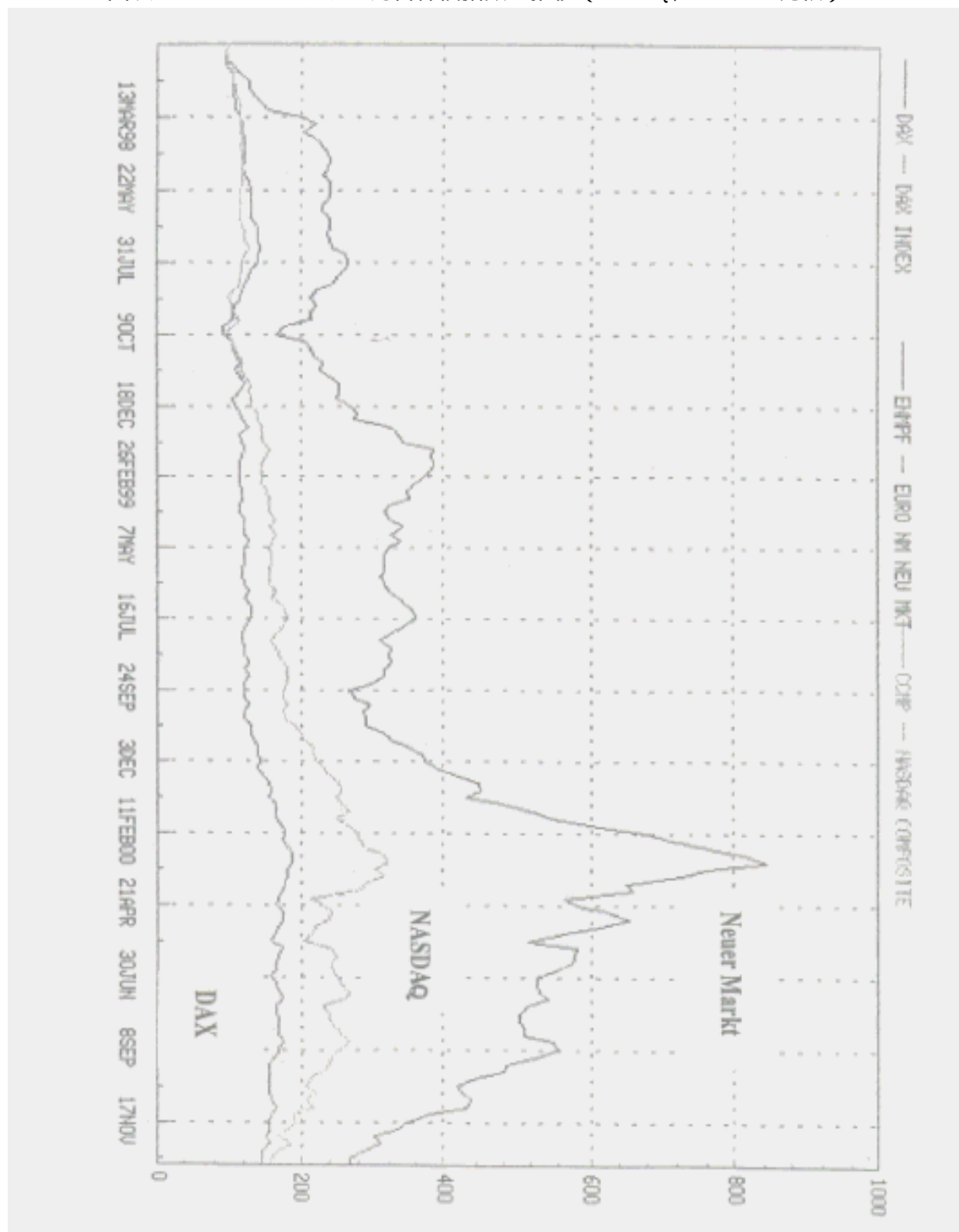
後述のミュンヘンのMorphoSys AGなどがイースダック (EASDAQ) との重複上場 (Dual-Trading) であるのと同様、ノイア・マルクト上場の外国企業はナスダック (NASDAQ) との重複上場企業が目立っている。

- (ハ) また、何と言っても株価指数の動きが、欧州のベンチャー株式市場との比較のみならず、ナスダック (NASDAQ) との比較

においてさえ、それを上回るパフォーマンスを残しているのが、投資家にとって

最大の魅力であろう。

図表5 ノイア・マルクト総合株価指数の推移（NASDAQ、DAX との比較）



（出所）ブルムバーグ L．P．より

一方、ドイツの投資家側の変化についても触れておこう。ドイツのVC（ベンチャー・キャピタル）や銀行・投資家の変貌を抜きに「ノイア・マルクトの大成功」は語れない。上記の要因に加えて、これまで未成熟であったベンチャー・キャピタルの急成長やDGバンク（Deutsche Genossenschaftsbank：ドイツ組合銀行）やドイツ銀行（Deutsche Bank）のIPO業務の急拡大、更には、超保守的であったドイツや欧州投資家の投資行動の変貌ぶりにも言及しなくてはならない。

図表6 最近のドイツにおけるIPO（新規株式上場）の動向

年	IPO 件数	IPOによる資金調達額
1997年	35 (15)	25 億DM
1998年	67 (47)	33 億DM
1999年	168(139)	130 億DM
2000年	165(137)	130 億DM

（注）99年は、全体の83%が「ノイア・マルクト」への新規公開

（ ）内の数字が、ノイア・マルクト上場企業数

（出所）ドイツ連邦銀行及びドイツ証券取引所、2000年は筆者推計

なぜ、超保守的な投資行動に終始してきたドイツの投資家が、先進的かつ積極的に変貌したのかに関しては、昨年、久しぶりに訪問したドイツ連邦銀行の国民経済部門（Division K2：キャピタルマーケット&株式市場）担当エコノミストのクレマー氏（Mr.Klemer、部門長である旧知のDr.Reiner.Königの部下にあたる）が興味深いコメントをしてくれた。クレマー氏のコメントによれば、

- (イ) ベビーブーマー世代に生まれた人々が、一定の年齢に達して、遺産相続によるお金や貯蓄ができ、リスクに不安を持たな

い新世代の投資家として登場してきており、従来の安定利回りを生む債券投資中心の投資行動は大きく変貌しつつある。

- (ロ) 東西ドイツの統一から11年目、国家財政の困窮ぶりを目の当たりにして、老後は自分で何とかしなくてはという意識の高まりが見られる。真剣に、長期で、意味のある、確実性のあるものに株式投資を始めた。株式ポートフォリオを構築して運用するか、株式ファンド（投信）を購入しはじめている。この動きは長く続くものと予想される。
- (ハ) 既に、述べた情報開示とIR活動の義務付けによる市場・企業の高い「透明性」の確保が、超保守的な投資家に「リスク」をも敢えて取ろうとの行動へと変貌させた。また、証券・株式ニュースが「ノイア・マルクト銘柄」への投資で成功した話題をよく取り上げ、ブームに熱気を帯びさせたことも事実である。
- (ニ) 東西ドイツの統一から11年が経過しようとしており、株式取引のみならず、一般的に経済環境にも明るさが感じられ、自分も利益を得たいと考える人々が増えてきている。
- (ホ) こうした背景の中で、広告業界、マーケティング業界、証券アナリスト、各種メディアなども「ノイア・マルクト」のポジティブなイメージ作りに貢献している。

2. ノイア・マルクト上場企業の事例研究

ここでは、欧州の新興・ベンチャー市場に最近、株式公開したハイテク企業を訪問し、ミクロ的分析から「市場間競争状態」を調査してみる。

モルフォシス：正式社名は、MorphoSys AG

で、Morpho は古代ギリシャの神で、「変化」を表わす。Sys は言うまでもなく「システム」の意であるが、ドイツで初のバイオベンチャー企業である。1999 年の 1 年間に「ノイア・マルクト」に新規株式公開を果たした企業数は 139 社に達するが、その中の 1 社である(図表 7)。

図表 7 「ノイア・マルクト」創設以来の年別公開企業数

年	新規公開企業数	累積企業数
1997 年	15 社	15 社
1998 年	47 社	62 社
1999 年	139 社	201 社
2000 年	137 社	338 社

最近まで欧州やドイツでは、ベンチャー・キャピタルが未成熟であったが、当社にはイギリスの 3i、ロスチャイルド、フランスの CDC、オランダのアトラス、日本からもジャフコなどが投資を行った。

同社は 1999 年 3 月 9 日に、ドイツの「ノイア・マルクト」に上場したが、現在はベルギーのマーケット・メーカーの要請でイースダック (EASDAQ) でもトレーディング対象銘柄になっている。

92 年に創立したときは、僅か 3 名の社員でスタートしたが、現在 (2000 年 12 月末) は 100 名を超えている。

ミュンヘン空港から 45 分ほど離れた Martinsried という町に本拠を置く。

当社の特徴は、

- (イ) ドイツで初のバイオテクノロジー企業。Martinsried (町) には 30~40 社のバイオ企業が集まっている。
- (ロ) 技術面の特長は、新薬の開発と病原のターゲティングに関する革新的なバイオ

技術を有する。具体的には、ヒト-抗体 (human antibodies) を研究開発と治療への応用の両方に活用しようとしている。

- (ハ) 2000 年 3 月には米国のノースカロライナ州シャーロットに、MorphoSys US Inc. を設立し、米国の顧客開拓に注力し始めている。

- (ニ) 主力製品は「HuCAL」との商品名でヒト-抗体 (human antibodies) のライブラリー (Libraries) であるが、実に試験管位の容器の中に 100 億を超す抗体が入っているものである。

- (ホ) 顧客は大製薬企業が多く、パートナーとして商業上の契約を締結している。主な顧客名は、Pharmacia & Upjohn、Boehringer Mannheim、Bayer AG、Genome Pharmaceuticals AG、DuPont Pharmaceuticals、LeukoSite、Chiron Corporation、Millennium などである。また、去る 9 月 11 日、アルツハイマー病の治療に関して、スイスの製薬企業である『Roche』と協力し、研究開発に臨むとの発表をした。

- (ヘ) IR 活動は、CFO (最高財務責任者) に、スイス・アメリカ人 (両親のどちらかが、アメリカ人) を据え、英語でのプレゼンテーションにも全く違和感がないだけでなく、日本帰国後も E メールで「ニュース・リリース」や「テレフォン・カンファレンス」の御案内が、しばしば届く熱心さである。

業績は、創業間もないバイオベンチャーによくあるケースであるが、98 年が 122.7 万マルクの赤字、99 年が 752 万マルク、2000 年も 1 月~9 月の期間で赤字状態にあるが、2002 年には黒字転換する見込みであるという。

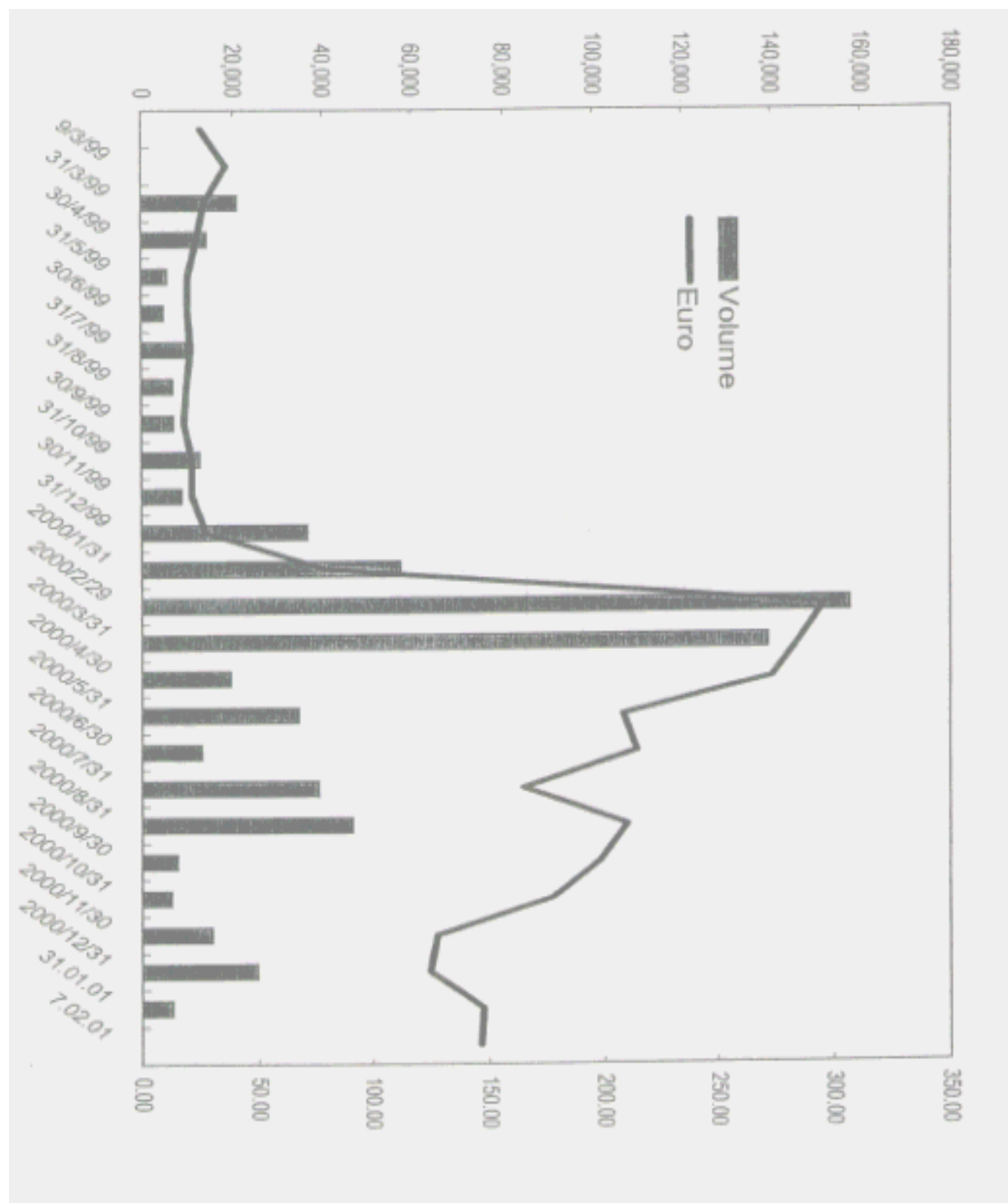
ノイア・マルクト市場への株式上場時には高い評価を受けて登場したが、株価が急騰し

始めたのは、99 年末から 2000 年 2 月にかけてである。

当時はBayer 社やMillennium 社との提携が評価されたことが大きな好材料となった模様

である。株価のピークは、一時的に 300 ユーロを超えるかに見えたが、その後の最安値は 130 ユーロ割れまで下落し、現在は 150 ユーロ程度へ回復している（図表 8）。

図表 8 モルフォシス社の株価と出来高推移



現在、当社を継続的にフォローしているアナリストは13人だが、今後2ヶ月以内に4人増加する見通しであり、DGバンク、ドイツ銀行、ハイポフェラインス銀行、ランデスバンクバーデン-ビュルテンブルク州銀などのドイツ国内派ばかりでなく、SG カウエン Int'l、ロバートソン・スティーブンス Int'l などの米国系も錚々たる会社が揃っている。

IR活動上のツールで日米では、あまり見かけなかったものであるが、『アナリスト・カバレッジ』の一覧表である。上記の証券会社の名前とアナリスト名および電話番号がA4のカラー刷りの紙にぎっしり書かれているのには驚きであった。

図表9 モルフォシスの業績推移

(単位：百万DM)

	売上高	研究 開発費	営業利益 (損失)	最終利益 (損失)
1998年	8.9	(8.1)	(2.2)	(1.2)
1999年	10.8	(10.8)	(6.9)	(6.6)
2000年 上期	8.1	(N.A)	(N.A)	(3.4)
2000.1 ～9月	12.2	(N.A)	(N.A)	(5.8)

(出所) モルフォシス社の四半期報告書、プレスリリース

なぜ、ノイア・マルクトを公開の場として選んだかとの質問には、会社側は、次の諸点を挙げている。

- (イ) ノイア・マルクトが欧州最大のベンチャー企業向け市場であること。
- (ロ) 我々の企業にとって、「ノイア・マルクト」が、ホーム・マーケット市場と位置付けられること。
- (ハ) イースダック (EASDAQ) への重複取引

は、我々から望んだのではなく、マーケット・メーカーからの要請に応えた。上場費用は1フランも掛かっていない。イースダック (EASDAQ) は流動性が低く、我々にとって興味があったのは、ナスダック (NASDAQ) のヤフーやインテルが、そこでトレーディングされている点である。モルフォシスからの報告義務はなく、むしろ、重複上場 (Dual-Listing) ならば、米ナスダック (NASDAQ) 本体への上場を狙う。

- (ニ) 「ノイア・マルクト」には、まもなく21社目のバイオ企業が登場し、セクター・インデックスも整備されていることで、一段と投資家やマス・メディアからの認知度が高まろう。

3. 欧州新興市場の成功事例から得られる「市場改革」への示唆

昨年、欧州の新興・ベンチャー市場を調査視察に出かける前は、意識の外にあった問題で、実は最も重要な点が、「国家戦略としての資本市場育成策」であった。

ドイツ、フランス、イギリス、ベルギーと回ったのは四ヶ国であったが、意外なことに、各国とも国内の資本市場の「整備：まとめり」が良く取れており、我が国のような国内市場同士の「公開・上場基準の引き下げ競争」や「公開・上場企業数の獲得・争奪競争」は目立たなかった。

また、ジャスダック市場 (店頭) から上場への昇格志向の強さは、我が国特有のものであり、2001年2月1日を契機に市場運営会社としての(株)ジャスダックが装い新たに誕生し、その発足懇親会で「今後は、マスコミの皆さん、市場関係者の皆さんにも、店頭上場と呼ぶことを慣例とすることをお願いする」(永野紀吉社長の挨拶)との期待が実を結

ぶことが注目される。

さて、話題は少しさかのぼるが、特に、ドイツは筆者の駐在時代(1991年6月～94年6月)から活発な論議が展開されていた「金融市場育成法」が、94年6～7月にかけて、「第二次金融市場育成法」として連邦議会を通過・成立し、「投資家の保護」、「株式市場の透明性強化」、「有価証券取引の活発化」の目的の下に、次の改革が実行された。

インサイダー取引規制の法制化、刑罰の導入、最高5年の懲役刑、50～300万マルクの罰金刑が課せられることとなった。

連邦証券監督庁を新設し、連邦レベルで証券市場を監督することとなった。

大口株式取引について、連邦証券監督庁への報告義務が議決権の20%以上から、5%以上へと強化された。

投資会社に、MMFを解禁した。

株式の最低額面を、現行の50マルクから5マルクへ引き下げる、などの改正が行われた。

中でも、新設された連邦証券監督庁の監督業務の中心が、

- (イ) インサイダー取引の規制
- (ロ) 重要事実の情報開示(ディスクロージャー)に関する規制
- (ハ) 市場参加者の守るべき行動規範の遵守

の三つであり、連邦監督庁が、各州の取引所監督局を監視し、その監督局がドイツに当時存在した8証券取引所を監督するという組織構造となった。

さらに、最新のニュースでは、証券・銀行・保険を各々監督していた連邦監督庁が大合同するとの構想も明らかにされている。

当時、時価総額規模の比較で、アメリカ、

日本、イギリスに次ぐ世界第四位のドイツはEC金融市場統合の中で、「ドイツの金融センターとしての国際的地位の向上」を如何に図るかに関心が集まっており、それを目指した「フィナンツブラッツ・ドイチェランド計画」(92年1月に当時のワイゲル蔵相が発表した証券市場改革案)は、ドイツの証券市場を世界第三位の経済大国にふさわしいものにすることが目的であった。今日でも、ドイツ証券取引所のホームページにアクセスすると、「Which financial center will be No1 in Europe? London? Paris? Frankfurt?」というメッセージがバナー広告のように流され、最後に、ドイツ連邦銀行総裁のE・ヴェルテケ氏の名前も見え隠れしている。

そのワイゲル改革案の内容の重要な骨格は、

- (1) 8つの証券取引所を統合する「ドイツ証券取引所(株式会社)」を設立。93年1月には、フランクフルト証券取引所を母体に統合が図られた。

しかし、重要な示唆は、「地方証券取引所」が単に廃止に追い込まれるのではなく、フランクフルトに本拠の置かれた「ドイツ証券取引所」以外の「地方証券取引所」には地方の新興・ベンチャー企業の発掘と育成という重要な業務を残した点が連邦制ドイツの偉大なるゆえんである。

- (2) コンピュータ取引システムの導入と決済の迅速化による取引の効率化を図ること、などであった。隣国オーストリアのウィーンやスイスのチューリッヒ証券取引所などもドイツのコンピュータ・システムに関心が高く、ドイツとウィーンが共同出資して設立した「ニュー・ヨーロッパ取引所」などへと拡大の勢いを示している。

実は、この発表の5年後の97年3月に、ド

イツ証券取引所内に「ノイア・マルクト（新しい市場）」が創設され、コンピュータによる活発な取引が実現してゆくことになったわけである。わが国でも「新生日本へ IT 戦略」が打ち出されたが、問題は『IT』を証券市場の活性化に如何に利用するかであろう。

欧州の調査で感じたことで、二番目に重要な点は「新興・ベンチャー企業の育成と支援」の対極にある「投資家の保護」に関する取り組みであった。

投資家の保護には、「情報開示と IR 活動」への真摯な取り組みが不可欠だが、ドイツは新興・ベンチャー企業に対して、国際会計基準の採用、四半期毎の業績開示（ドイツだからドイツ語だけではなく、英語での開示も義務付けられた）と 1 年に最低 1 回以上の投資家を集めた説明会の開催も義務付けたことは、他国には見られない厳しい情報開示への義務付けであった。

しかも、輸出大国・海外旅行大国であるドイツ、そのベンチャー企業の英語力は、この義務付けに大きな抵抗もなく、対応できている様子である。

既に、事例研究で紹介した「モルフォシス」（ノイア・マルクト上場）以外にも、フランスの「ジェンセット（Genset）」（96 年 6 月 6 日、ヌーボー・マルシェとナスダックの両市場に同時公開した）が IR 活動の責任者としてアメリカ人の最高財務責任者（CFO）を雇用していることなども、グローバルな経営と国際的なプロの人材流動化を示す好例であろう。

たびたび、筆者のドイツ駐在時代の経験を引用して恐縮であるが、「ノイア・マルクト」での IR 活動の義務付け以前のドイツでの経験だが、BASF（三大化学会社の 1 社）のアナリスト向け会社説明会は、アメリカの大手企

業の説明会に比較して全く引けを取らず、むしろ午前と午後の二回の会社説明会（内容は同じ）を設営し、ドイツ語と英語の説明会をそれぞれ別個に開催していた点は、極めて IR 活動面の自主性と先進性を示すものであった。（この点に関しては、次の二つの文献にも紹介したので参考にされたい。「IR 入門」近藤一仁、佐藤淑子共著、東洋経済新報社、97 年 11 月刊、「投資家・アナリストの共感をよぶ IR」近藤一仁、岩田宜子 共著、東洋経済新報社、2001 年 2 月刊）

外国人機関投資家の保有株式比率の高い企業であれば、どの国の企業も母国語と英語による報告書の作成や説明会を開催するのが、IR 先進企業と呼べるのではなかろうか？

欧州の新興・ベンチャー市場調査で感じた重要な点の三番目は、自国の新興・ベンチャー株式市場と米・ナスダック市場や汎欧州の市場であるイースダック（EASDAQ）市場に、重複上場や重複トレーディングが可能であり、又、逆に他の国籍企業の欧州市場への重複上場も多くなっていることである。国際的な「市場間競争」を考慮すれば、市場間リンクやネットワーク形成を巡る競争も想定でき、『重複上場を促進するような競争が「市場の分裂」につながる可能性もある』との指摘があるが、取引手法が違っている場合の重複上場や外国企業の重複上場の場合は、「市場の分裂」には至らず、市場の流動性を厚くする役割も認められよう。

最近、我が国の企業からも米・ナスダック市場への重複上場や米・ナスダック市場への先行上場、更には、東証と大証ナスダック・ジャパン市場への重複上場など幾つかの事例が出てきているが、国際競争力の涵養、取引上のメリット、信用度・プレステージ（威信）の獲得などの観点からの戦略的な動きが始ま

ってきている。

図表 10 ノイア・マルクトと米・ナスダックの主要な重複上場企業（16 社）

市 場	企 業 名
NASDAQ (米・ナスダック)	Broadvision Inc.(米)
	Brokat
	Carrier 1 International S.A.
	COPE Inc.(米)
	Cybernet Int. Services Inc.(米)
	ebookers.com.PLC
	Intershop
	iXOS SOFTWARE AG
	LHS Group Inc.(米)
	LION BIOSCIENCE
	PrimeCom AG
	QIAGEN N.V.
	QS Communications
	SCM Microsystems Inc.(米)
	Team Communications Group Inc.(米)
	Trintech Group PLC

以上で述べた『国家戦略としての資本市場育成策』、『市場の透明性を高める情報開示と IR 活動の義務付け』、『これらの戦略と具体策に信頼を寄せた超保守的投資家の変貌』の三つの要因が、株式市場後進国であったドイツを大きく変貌させたものであり、わが国の新興・ベンチャー企業向け株式市場の更なる発展のみならず、資本市場全体の国際化のために何が必要かを考える際にも重要な示唆を与えてくれるものと考えている。

それでは、次節で我が国の新興・ベンチャー企業向け株式市場の望ましい「あり方」を考えるベースとして、上記の三点に焦点を当てつつ、「市場改革」の新たな視座を追究してみたい。

4 .我が国の新興・ベンチャー企業向け株式市場の現状と問題点

我が国の新興・ベンチャー企業が株式公開に際して、そのバーが実質的に高すぎるとの議論が巻き起こったのが、1994～95 年頃にかけてであった。

当時は、通産省がその音頭とりに精力的に行動し、大蔵省からではない報告書が何回にもわたって世に出された。そうした動きの中で、大蔵省証券局長通達として、「株式公開に際して、そのような実質基準の不存在」が明らかにされるとともに、創業まもなく赤字の企業でも株式公開が可能とする「特則市場 当時の日本証券業協会会長がフロンティア市場と呼ぼうとしたが根づかなかった）の新設が図られ、今日店頭上場の「第 2 号基準」として残っている。また、国税当局と通産省の厳しい折衝の結果、「ストック・オプション制度」の導入も行なわれた。

そして、1999 年 4 月、突如、米・ナスダックが日本上陸を発表し、民間企業であるソフトバンクと 50:50 の出資比率による合併会社「ナスダック・ジャパン」を設立し、日本ナスダック協会にはアサヒビールの樋口廣太郎会長が就任、紆余曲折を経て、大阪証券取引所が市場開設者となり、大証・ナスダック・ジャパン市場部が新設の運びとなった。時期は前後するが、米・ナスダックの上陸発表後、東京証券取引所が「東証 Mothers」(Market of the high growth & emerging stocks)を新たに開設すると発表し、実際の開設は 1999 年 11 月と、大証ナスダック・ジャパンの開設された 2000 年 6 月に 7 ヶ月ほど先行することとなった。この間、広島と新潟の地方証券取引所は「市場集中義務の撤廃」を契機に東京証券取引所に統廃合される運命となり、2001 年 3 月には京都証券取引所が隣の大阪証券取引所に統廃合される予定である。

さらに、こうした地方の取引所の衰退基調に歯止めをかけようとする福岡、札幌、名古屋

屋などの取引所が、新興・ベンチャー企業向けの新市場開設に取り組み、各々、「Qボード市場」「アンビシャス市場」「成長企業市場」を立ち上げているが、今のところ、1社の上場も陽の目を見ていないのが実情である。

今や、本論の冒頭で述べたように、我が国の「市場間競争」は、国としてのまとまりを全く欠いたままで、熾烈な「上場企業争奪戦争」という様相を呈し、三つ巴ばかりか、四つ巴、五つ巴のような競争になっている。

ここで、こうした我が国特有の「市場間競争」がもたらしている問題点について、箇条書き的に整理してみると、

市場間競争が公開・上場基準の切り下げ競争になって、結果的には「上場企業数の争奪戦争」になってしまった感が否めない。

東証 Mothers の上場具体例が示す通り、市場開設者が「上場審査業務」を主幹事証券会社の引受審査部門に依存しすぎた嫌いがあり、反社会的勢力との関係や上場前の第三者割り当て増資のチェックなどが十分できなかったことも大きな問題として報道された。

地方証券取引所が衰退し、統廃合が運命的な流れとなれば、地方の元気な新興・ベンチャー企業の資金調達に支障が出るという不安も大きい。

市場間競争の中で、未公開企業自身も「どの市場に公開するのが、自社にとって最善の道か」という素朴だが、企業自身にはわかり難い選択を強いられる場面も出てきている。

新興・ベンチャー企業に証券市場を通じて、リスクマネーを投資する投資家・株主(情報仲介者たるアナリストも含む)にとっても、赤字企業にどのような投資

尺度で臨んだら良いかという投資家教育も不十分であったし、ネットバブル時(2000年2~3月にかけて)には、前回の株式バブルの時(Qレシオという投資尺度が流行)と同様に「PSR = 株価 ÷ 1株当たり予想売上高 = 時価総額 ÷ 予想売上高」などという尺度がアメリカから導入された。全く、歴史の教訓は生かされていないのが実態と言わざるを得ない。

最後に、新興・ベンチャー企業にリスクマネーを導入させたいなら、投資家に「自己責任」を云々する以前の大前提として、企業側に徹底した「情報開示」と「IR活動」の義務付けをするのが、世界の新興・ベンチャー市場の常識となりつつある。しかし、東証 Mothers 市場や大証ナスダック・ジャパンの四半期ごとの決算開示を除けば、一般論として、我が国の他市場や企業自身の「IR活動」はまだまだ、「一般株主重視」とはなっていないのが実情である。

「市場間競争」は、我が国特有の形態で開始され、もう後戻りできない段階に来ているが、まだ東証 Mothers 市場ができて1年2ヶ月、大証ナスダック・ジャパン市場ができて僅かに8ヶ月と日は浅い。市場間競争の現状は、図表11に示すような状態だが、結局は「市場の流動性の厚さ」、「投資家に便利な取引手法」、「継続性、信頼性、明瞭性に裏付けられた企業の情報開示とIR活動」が勝敗を決定すると言って過言ではなからう。

欧州の新興・ベンチャー市場の勝利者であるドイツの「ノイア・マルクト」や本場の「米・ナスダック」に大いに学んで、「市場改革」に真剣に取り組むことが、最大の「市場活性化対策」ともなると信じて本稿を閉じることとしたい。

なお、本稿の意見に関する箇所は、筆者自身のものであり、所属する組織を代表するもの

のではないことを、念のためお断りしておきたい。

図表 11 我が国の三大新興・ベンチャー市場の比較 (2001 年 1 月)

2001 年 1 月末

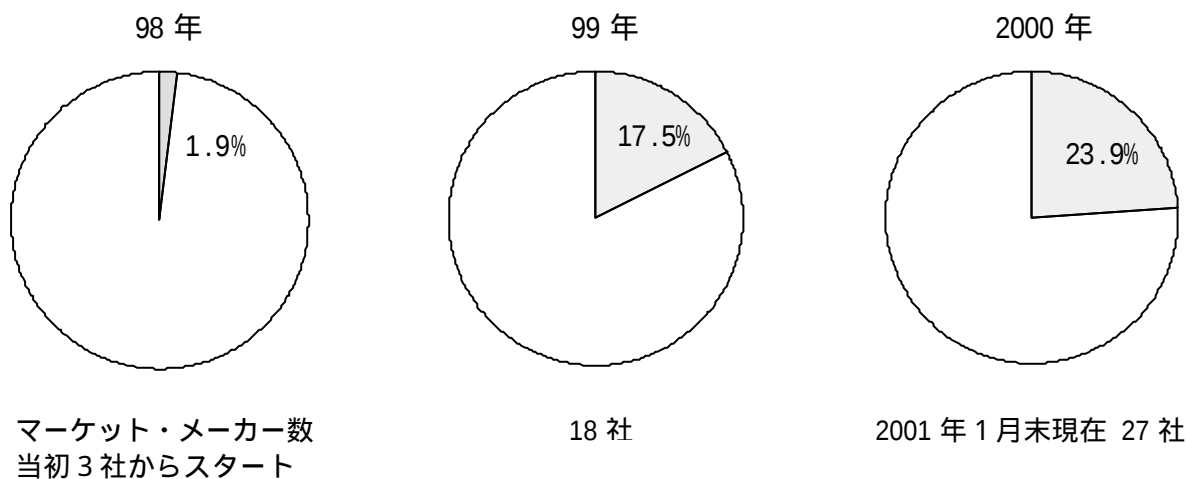
	上場社数	時価総額	売買代金(月間)	取引手法
ジャスダック	880	10.6 兆円	4,636 億円	O & MM
東証 Mothers	29	0.7 兆円	159 億円	O
大証・NJ	38	1.1 兆円	約 383 億円	O

MM：マーケット・メイク(クオート・ドリブン) O：オーダー・ドリブン

(注) 現状のジャスダックと同じではないが、今をときめくソニー、本田技研工業なども、もとは店頭株式。

図表 12 MM (マーケット・メイク) の進捗状況

最も熱心な証券会社(あいうえお順)
いちよし証券、大和証券、野村証券など



(注) ジャスダック市場での、MM (マーケット・メイク) は、98 年 12 月から開始されたが、98 年の売買代金に占める MM 比率は、僅かに 1.9% であったが、翌 99 年には 17.5% に上昇、昨年 2000 年は 23.9% まで高まってきた。最近 (2001 年 2 月初旬の本論文執筆時) には、更に 30 ~ 40% 近くまで高まり、流動性の厚さを確保するのに寄与してきている。

〔参考文献・参考資料〕

- ・「店頭特則市場とベンチャー企業」
田村義則、平田公一共著、経済法令研究会
1995 年 5 月刊
- ・『欧米ベンチャー株式市場の新潮流』財界観
測（野村総合研究所）
大崎貞和、落合大輔共著論文
97 年 7 月号
- ・「中小企業金融とベンチャー・ファイナンス」
惣那憲治著、東洋経済新報社
1997 年 10 月刊
- ・「IR 入門」
近藤一仁、佐藤淑子共著、東洋経済新報社
1997 年 11 月刊
- ・「マルクのユーロ戦略と円の無策」
梶山恵司著、ダイヤモンド社 99 年 3 月
- ・『店頭市場の改革と証券業』（財）資本市場
研究会「証券経営のフロンティア」
近藤一仁論文、清文社 1999 年 8 月刊
- ・「上陸する巨大ネット市場『ナスダック』」
近藤一仁著、経済法令研究会
1999 年 11 月刊
- ・「株式市場間戦争」
大崎貞和著、ダイヤモンド社
2000 年 1 月刊
- ・『新興企業育成と支援体制』（財）資本市場
研究会「証券経営の新ビジネスモデル」
近藤一仁論文、清文社 2000 年 6 月刊
- ・『グローバルな株式市場間競争の現状と課
題』大崎貞和氏講演レジュメ
（社）日本証券経済倶楽部 証券市場研究会
2000 年 9 月 28 日
- ・「欧州の新興・ベンチャー株式市場の現状と
我が国の「市場改革」への示唆
（財）資本市場研究会「C a M R I レポート」
近藤一仁、落合大輔共著論文
2000 年 10 月 31 日刊

- ・「投資家・アナリストの共感をよぶ IR」
近藤一仁、岩田宜子共著
東洋経済新報社 2001 年 2 月刊