

---



# 研究レポート

---

No.103 May 2001

---

---

ナスダック、ノイアーマルクトと日本、  
アジアのベンチャー市場

主任研究員 梶山 恵司

---

富士通総研（FRI）経済研究所

## ナスダック、ノイアーmarktと日本、アジアのベンチャー市場

主任研究員 梶山 恵司

[kajiyama@fri.fujitsu.com](mailto:kajiyama@fri.fujitsu.com)

### 【要旨】

1. 99年以降、日本には3つの新興企業向け市場が相次いで誕生し、競争している。しかし、いずれの市場も流動性が低く、問題山積である。他方、ドイツでは97年に開設された新興企業向けの市場であるノイアーmarktの上場企業数は300社を超え、流動性も高く、米ナスダックに次ぐ市場に成長している。
2. 日本では「ベンチャー市場＝敷居の低い市場」の発想で、いずれの市場運営者も、公開を目指す企業の獲得競争に走っている。この結果、投資家の利益はまったく省みられない。実際、いずれの市場でも、企業にリスク開示を促す工夫はみられず、上場審査も実質的には放棄するに等しい状況である。このため、市場の質は相当にプア - といわざるをえない。
3. これに対し、米独市場は基準を下げることによって高まるリスクを、投資家が判断しやすくすることに重点を置いた市場作りをしている。ベンチャー市場が、「ハイリスク・ハイリターン」を最大の特徴とする市場である以上、これは当然である。
4. 加えて、ドイツでは株式文化が未発達だったことに配慮し、引き受け証券会社に上場後も企業のIRのサポートを義務付けるなど、市場の質を高めるための様々な工夫がなされている。上場してしまえば、証券会社の義務がすべて解放される日本とは対照的である。
5. 株式市場が未発達だったドイツの例を参考にすれば、わが国でも改革は十分に可能である。
6. アジアでベンチャー市場として可能性があるのは、日本以外には、韓国と中国である。うち、韓国にはKOSDAQとよばれる市場が既に存在しているが、そのコンセプトは日本と似ており、きわめて問題の多い市場となっている。他方、中国は「創業板」とよばれる市場を近々立ち上げる予定で、「質の高い市場」となることを目指している。

はじめに.....	3
1. <u>ベンチャーファイナンスの中での IPO 市場の位置付け</u> .....	5
(1) <u>コンセプトが異なる米独と日本の IPO 市場</u> .....	5
(2) <u>ベンチャーファイナンス再考</u> .....	6
<u>ベンチャーファイナンスはプロの世界</u> .....	6
<u>未公開株もプロの世界</u> .....	6
<u>ベンチャーファイナンスの出口としての IPO 市場</u> .....	7
2. <u>「質の高い市場」をどう実現するか</u> .....	8
(1) <u>企業優先の日本 VS 投資家優先の米独</u> .....	8
(2) <u>上場基準にみる日本と米独の違い</u> .....	11
<u>形式基準の引き下げによって高まるリスクにいかに対応するか</u> .....	11
<u>運用面でも明確な差</u> .....	12
(3) <u>質の確保に不可欠の上場審査</u> .....	12
<u>ノイーマルクトは上場審査に工夫</u> .....	12
<u>日本は審査を事実上放棄</u> .....	13
<u>内容不明瞭の目論見書</u> .....	14
(4) <u>上場企業の質を高めるための手段としてのマーケットメイク</u> .....	15
<u>本来は流動性向上のための手段</u> .....	15
<u>マーケットメイクと市場の質</u> .....	16
<u>「後見人」としてのマーケットメーカー</u> .....	16
<u>無差別上場に歯止めをかける仕組み不在の日本</u> .....	17
(5) <u>公募価格の適正化</u> .....	18
<u>高すぎる売出し価格</u> .....	18
<u>理由1 低すぎる浮動株比率</u> .....	19
<u>理由2 公開時に大量の保有株売却</u> .....	20
3. <u>ノイーマルクトがもたらした株式革命</u> .....	21
<u>おわりに～成功のコンセプトは共通</u> .....	23
(補論) <u>韓国と中国の新興企業向け市場</u> .....	25
1. <u>日本のコンセプトに近い韓国 KOSDAQ</u> .....	25
2. <u>中国創業板</u> .....	26
(1) <u>質重視に加え運用にも慎重</u> .....	26
(2) <u>市場経済発展の触媒としての創業板</u> .....	27

はじめに

わが国では昨年来、ナスダックの日本進出を契機に、東証がマザーズを開設、店頭市場も改革をスピードアップするなど、3市場による競争が激化している。一つの国に新興企業向け市場が3市場も存在するのは世界を見渡しても日本だけであり、ベンチャー企業のIPO（新規公開）件数が大幅に増加しているのも、こうした市場間競争のおかげといえる。

しかしながら、3市場いずれもそのコンセプトは大同小異で、市場の活性化、ベンチャー企業育成の環境整備に大きな貢献を果たしているとはいえない。むしろ、市場運営者は、目先の顧客であるベンチャー企業の上場獲得をめざして基準を下げることにしか念頭がなく、透明性や明確な市場ルール作りがないがしろにされているのが現状である。

この結果、調達資金を所期の公約どおりに使わない、もしくは、使途に困り銀行預金している、上場直後に業績見通しを大幅下方修正する、株価に影響を与えうる情報開示を適切に行わない、上場後にビジネスモデルを転換する、といった企業が続出している。また、公募価格の設定が高すぎて、公開初値が公募価格を大幅に下回るケースも相次いでおり、これらのことから、投資家のベンチャー3市場に対する信頼はいまやゼロに近いのが現状である。事実、ベンチャー市場成功を判断する上で最も重要な指標である流動性を、97年に発足したドイツのベンチャー市場であるノイアーmarktと比較すると、日本の3市場の流動性は相当に低く、市場として機能していないことは明らかである。

このままでは、ベンチャー企業育成の基本インフラであるのみならず、国民の資産形成の場としても重要な機能を担うべきベンチャー市場が、日本でまったく根付かなくなる恐れすらある。そうなれば、長期的にみてベンチャー企業の育成に大きな支障が生じるのみならず、高齢化が急速に進む中での国民の資産形成の機会が喪失することにもなり、その損害ははかりしれない。

他方で、目をアジアに転じると、韓国では96年に新興企業向け株式市場を開設しているが、ノウハウの欠如から日本以上に大きな問題を抱えている。これに対し、中国はこの春にも「創業板」と呼ばれる新興企業向け、私営企業向けの市場を立ち上げる予定だが、質の重視を前面に出しているところなど、成功を予感させる内容である。中国は金融を触媒として急速な市場経済化を進めており、特に資本市場を通じての市場経済メカニズム構築の手法は、わが国を含め他のアジア諸国には見られない、優れたものがある。創業板はその好例といえる。

新興企業向け市場としては米ナスダックがあまりにも有名だが、前述したドイツのノイアーmarkt成功の事例も重要である。米国はもともと資本市場が高度に発達した国であり、果たしてどこまで米国のルールが日本に応用可能かを見極めることは容易ではない。ところが、ドイツはかつて、間接金融中心で資本市場が未発達だったこと等、日本との共通点も多い。そのドイツがベンチャー市場であるノイアーmarktを開設したのは97年3月のことで、短期間で発達したベンチャー市場を構築することに成功したことは、日本のベンチャー市場の問題や改革のあり方を考える上で、多くの示唆を与えてくれる。

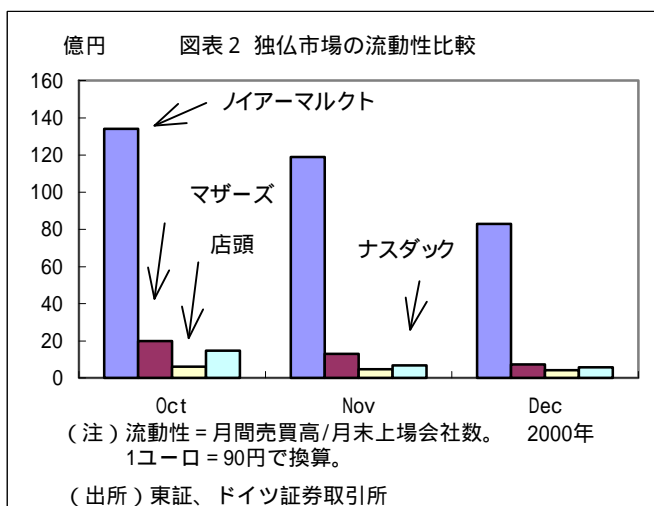
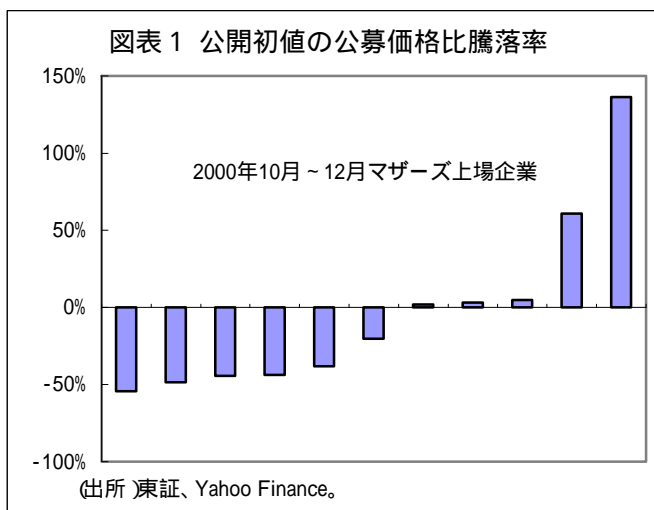
本稿は、主として米ナスダックとノイアーマルクトとの比較で、日本の新興企業向け株式市場の問題点を分析した上で、日本を含めたアジアの新興企業向け株式市場のあり方につき提言することを目指すものである。

## 1. ベンチャーファイナンスの中での IPO 市場の位置付け

### (1) コンセプトが異なる米独と日本の IPO 市場

ベンチャー市場という上場基準の緩い市場とのイメージが強い。その最たるものが、「赤字でも上場できる市場」との触れ込みである。95年の店頭特別市場創設の時も、日本で初めて赤字でも上場できる市場ができたと盛んに宣伝されたし、東証もマザーズを、「株式会社として設立されて間もない会社、未だ利益を計上していない会社であっても、上場することが可能」な市場であると位置付け、これをマザーズの最大の特徴としている。また、ナスダック・ジャパンも冒頭の趣旨説明で、「従前の株式公開基準を大幅に緩和した新興企業向け市場が誕生したことにより、多くのベンチャー企業の株式公開に対する意識が高まりました」としている。つまり、ベンチャー市場とは、日本では「上場基準を緩め、創業間もない企業でも上場できる市場」とのイメージが定着しているといえる。

ところが、NASDAQ もノイアーmarkt も、利益を計上していることが上場の絶対条件となっていないのは日本と同じだが（つまり、赤字でも上場可能）それを売り物としているわけではない。NASDAQ、ノイアーmarkt が、自らの使命・コーポレートアイデンティティーとしているのは、「透明性が高く、効率的な市場」、「質の高い市場」である。決して、上場基準を緩めた市場であることをその特徴として強調するようなことはしていない。したがって上場企業もそれ相応の対応を求められる。このため、上場の敷居は一般に思われているほど低くはなく、創業間もない企業が早い段階で公開するような市場とはなっていない。



## (2)ベンチャーファイナンス再考

### ベンチャーファイナンスはプロの世界

そもそも、ベンチャーファイナンスのあり方からすると、「創業間もない企業でも上場できる市場」はコンセプトからして問題が多い。そこでまず、ベンチャーファイナンスについて分析した後で、ベンチャーファイナンスの中での IPO 市場の位置付けを明確にしてみたい。

ベンチャーファイナンスは、その成長段階に応じて、大きくアーリーステージとレターステージとに分けられるが、なかでもアーリーステージへの投資はリスクが大きい。ベンチャー企業に投資するベンチャーキャピタルの投資収益は、投資先企業によって相当のばらつきがあるが、特にアーリーステージの場合、10社投資したとして、そのうちの2、3社、極端な場合は1社が大成功をおさめ、それで残りの企業への投資収益あるいは損失をカバーし、全体として高い投資リターンを得るといわれるほどである。このため、ベンチャー企業に投資するベンチャーキャピタルには、高度な専門知識とノウハウが要求される。

このようにみれば、ベンチャー企業のファイナンスが銀行融資になじまないことは明らかである。そもそも、預金者の資金を原資にした金融機関の貸し付け＝融資は、預金者保護という観点から、本来はブルーデントな（慎重な）資金であってリスクマネーとはならない。しかも、ベンチャー企業には担保がないこと、ビジネスモデルや製品の市場性、将来性、成長性を判断するには高度に専門的な知識が必要であることから、通常の融資案件の判断とは相当に異なった能力が要求される。また、ベンチャー企業にとっても、返済期限があり、定期的な利払いを要求される銀行融資は使い勝手がきわめて悪い。つまり、ベンチャーファイナンスには、銀行融資との接点はほとんどない。

日本では、ソニーもホンダも銀行融資で成長してきたことを持ち合いに出して、銀行がベンチャー企業に融資をしないことを問題視する意見も依然として根強い。ところが、当時のソニー、ホンダの事業は欧米では既に成熟した市場があった分野であり、今のベンチャー企業より融資判断ははるかに容易だったはずである。しかも、当時は、もともとベンチャーキャピタルなど存在せず、企業ファイナンスの手段としては、融資しかなかった。

つまり、ベンチャー企業のファイナンスでは、銀行融資の形態はあくまでも例外であり、基本的にはエクイティを中心としたリスクマネーでしかありえず、しかもその担い手はプロのベンチャーキャピタリストである。

### 未公開株もプロの世界

ベンチャーファイナンスのカテゴリーの一つとして、未公開株投資がある。これは、公開前の企業の株式に投資することであり、「未公開株投資」の名称からすると、一般の株式投資に近いイメージすら受ける。ところが、未公開株は英語の「プライベート・エクイテ

ィ」を訳したもののだが、プライベート・エクイティのプライベートとは、パブリックとは反対の概念として用いられるものであり、その意味することは、一般の投資家ではなく、プロが投資する株式という意味である。

未公開株投資とはいえ、その投資判断は高度に専門的な知識ノウハウが要求されることに変わりなく、米国では一般の投資家が未公開株に投資するのは、通常は専門のファンドを通じてしかありえない。また、ドイツでも最近ではプライベート・エクイティ・ファンドが登場しているが、最低投資単位は1000万円が普通であり、小口投資家が投資するようにはなっていない。

### ベンチャーファイナンスの出口としてのIPO市場

それでは、ベンチャー企業は、どの段階で公開するのだろうか。もともと、新規公開IPO (Initial Public Offering) とは Going Public にほかならない。その意味するところは、公開企業となって、不特定多数の投資家が株主として参加するようになることである。したがって、ベンチャー企業がIPO段階に達したといえるには、その企業のビジネスモデルが確立していることはもちろん、そのビジネスが成長軌道に乗り、高度な知識ノウハウがなくても一般投資家がある程度投資判断ができる段階に達した時とってよいだろう。ベンチャー企業の成長段階でいうと、レーターステージの仕上げ段階である。つまり、ベンチャーファイナンスの出口としてIPO市場があるのであり、ベンチャーファイナンスとIPO市場とはオーバーラップするものではない。

図表3は、ドイツベンチャーキャピタル協会による「ベンチャーキャピタル投資企業の成長段階によるベンチャーファイナンス」を表したもののだが、これを見るとドイツでは、ベンチャーファイナンスとIPO市場とを明確に分離していることがわかる。

もっとも現実には、両者は必ずしも明確に割り切れるものではなく、ベンチャーファイナンスのレーターステージとIPOとがオーバーラップする場合も少なくない。特に、昨年のネットブームの中では、米国のみならずドイツでも公開を急ぐベンチャー企業が少なかつた(ただし注意すべきは、ドイツにおいても新興企業向け市場は成熟しつつあり、

図表3 投資先企業の成長段階によるベンチャーファイナンス

1.アーリーステージ	
シードファイナンス	コンセプト構築、プロトタイプ化 製作、会社設立準備。
スタートアップファイナンス	生産準備、マーケティングコンセプト構築、会社設立。
2.レーターステージ	
成長 拡大ファイナンス	ブレークイーブンポイントに達したか、利益計上はじめた段 生産拡大、新市場の開拓。
ブリッジファイナンス	IPOに向けた準備 (マネジメント 経理、IR体制等 )

(出所)ブンデスバンク月報2000年10月(原典:ドイツベンチャーキャピタル協会)

そうした企業と評価が定着している企業とを識別できるようになっていることから、投資家はそれを承知で投資できることである。この点については、後で詳しく分析)

また、事業の将来性が高く、かつその企業に対する技術評価もある程度定着している場合、売上がなくても、利益が出ていなくても、IPOによってさらなる開発・成長の資金を調達するというケースも稀ではない。巨額の開発費がかかり、実用化・製品化がまだ先になる燃料電池やバイオ等関連の企業などが、それに相当する。ただし、その場合、ベンチャーキャピタルや事業会社などから既に巨額の出資を受けており、純資産が相当の額に上っているケースがほとんどである。米ナスダックの、利益計上が条件となっておらず、代わって純有形資産 1800 万ドルが選択基準となっているナショナル・マーケット第 2 基準などは、こうしたバイオ型ベンチャー企業を念頭に置いたものである。

創業間もない企業でも上場できる市場であるとする、それはベンチャーファイナンスを終了していない段階で上場できる市場となり、一般投資家のリスク判断能力を超えてしまう。これは、投資家の自己責任原則を問えない市場であり、市場として成立しない。

その典型的な例は、「赤字でも上場できる」を売り物に開設された店頭特則市場である。特則市場の新規公開企業は、その株式売出しに際して、投資家の需要がほとんど出てこなかったが、その理由として指摘されたのは、将来展望が読みにくいこと、財務データも実際の販売実績がほとんどないため、通常の財務分析にはなじまないこと、このため投資判断や株価算定が著しく困難であること、等だった。特則市場が対象とした企業は、もともと（機関投資家も含め）一般投資家が投資判断できる企業ではなかったのである。つまり、特則市場はベンチャーファイナンスの出口としてではなく、ベンチャーファイナンスの中にできた市場だった。

こうしたことから、特則市場は投資家の信認をえることができず買い手不在の状況で、企業の特則市場への公開意欲も低く、わずか 3 社が公開したのみだった。この結果、店頭特則市場は、98 年末に店頭市場改革によりベンチャー企業のための登録第 2 基準ができた機会に、これに吸収される形で廃止された。

その後設立されたマザーズなどでも、上場基準に関して若干の進展があったものの、上記の通り、「株式会社として設立されて間もない会社、未だ利益を計上していない会社であっても、上場することが可能」なことを売り物にしており、店頭特則市場ほどではないにしても、IPO 市場とベンチャーファイナンスとがかなりオーバーラップしている市場といえる。

## 2. 「質の高い市場」をどう実現するか

### (1) 企業優先の日本 VS 投資家優先の米独

「上場基準を緩め、創業間もない企業でも上場できる市場」とは、いうまでもなく、上場しやすい市場であることを強調するものであり、公開を目指す企業に顔を向けた市場で

図表4 日本のベンチャー3市場のメッセージ

東証マザーズ 「マザーズとは - 四つの特徴」(<http://www.tse.or.jp/mothers/>)

- ・新規性 - 成長企業を上場対象とする市場。
  - ・流動性 - 上場申請日から上場日の前日までの期間に 1000 株以上の公募を行うこと、上場日における時価総額が5億円以上。株主を新たに300人以上。
  - ・迅速性 - 早期の上場が可能な市場、東証の審査期間は1ヶ月。
  - ・透明性 - 四半期報告の開示、会社説明会の開催。
- (筆者注：透明性を挙げているのが投資家保護の観点から注目されるが、その内容を見ると、単に四半期報告と年2回のアナリストミーティングの義務付けのみで、(後で見るとおり)米独と比べ相当に不十分といわざるをえない。また、流動性についての基準も特別に工夫を加えたものではない。)

店頭市場 「ジャスダック市場の特色」(<http://www.jasdaq.co.jp/>)

- ・JASDAQ市場が現在の日本のベンチャー市場としてもっとも大きなものとしてすでに存在していること。
  - ・JASDAQ市場は小型のベンチャー企業でも流動性の確保ができるような他の市場にはない売買手法を導入していること (=マーケットメイク)
  - ・ネーションワイドの市場。
  - ・幅広い投資家層の存在。
- (筆者注：店頭市場の運営母体であるジャスダックがその特徴とするのは、「他の市場に比べ実績のある市場」である。投資家へのメッセージはどこにもみつけることはできない。)

ナスダック・ジャパン 「ナスダック・ジャパン市場について」

(<http://www.nasdaq-japan.com/index6.html>)

「99年6月にナスダック・ジャパン構想が発表されて以来、我が国証券市場も急速な変革を遂げました。中でも、21世紀を担うベンチャー企業を育成する観点から、従前の株式公開基準を大幅に緩和した新興企業向け市場が誕生したことにより、多くのベンチャー企業の株式公開に対する意識が高まりました。

「ナスダック・ジャパン市場では、このようなベンチャー企業を育成する観点から「グローバル基準」を、また、すでに事業基盤を確立しつつある優良な企業に対しては「スタンダード基準」をそれぞれ上場基準として設け、様々な態様の企業に対して門戸を広げております。」

(筆者注：ナスダックジャパンの冒頭のメッセージも、もっぱら企業に向けて発せられたものである。投資家へメッセージは、店頭市場同様、まったく見当たらない。)

ある。これに対し、「透明性が高く、効率的な市場」、「質の高い市場」を強調することは、

投資家重視の市場であるとのメッセージを出していることにほかならない。つまり、日本と米独のベンチャー市場コンセプトの違いは、企業優先か投資家優先かの違いでもある。

実際、日本のベンチャー市場がそのホームページで発しているメッセージは、図表4の通りいずれも企業に向けて発出されたものであり、投資家に向けたメッセージはまったくといっていいほど見当たらない。

これに対し、米ナスダックは、その使命 (mission) を、「投資家の究極の利益と保護のため、最も流動性が高く、効率的で、公正な証券市場を開発、運営、規制していくこと、それによって、民・公セクターにおける資本形成を促進すること」として、投資家最優先の姿勢を明快に表している。(To facilitate capital formation in the public and private sector by developing, operating and regulating the most liquid, efficient and fair securities market for the ultimate benefit and protection of the investor.)

また、ドイツ証券取引所は97年3月にノイアーマルクト開設直前に筆者が担当者にインタビューした際、先方は、株式市場が発達しているか否かの重要な判断基準の一つは流動性だが、ドイツではDAX (ドイツ株価指数) 構成銘柄でさえ、本当に流動性が高いのは上位10社程度にすぎない、こうした株式市場未発達で、単に形式基準を下げたベンチャー企業向け市場を作っても投資家の資金は流入せず、市場としての成功はありえない、流動性を高めるためには投資家優先で、質の高い市場を作ることが必要である、上場基準や規則などこうした認識に立って作成したこと、を再三にわたり力説していた。実際、以下でみるとおり、ノイアーマルクトの仕組みをみれば、ドイツ証券取引所が市場としての質をいかに高めるかに基づいて市場作りを行っていることがわかる。

投資家を優先させれば、上場審査は慎重にならざるをえず、企業にとっては敷居が高い市場となってしまう。90年代半ばに、ベンチャー企業育成に関して日本で盛んに指摘されたのは、「上場に時間がかかりすぎて、ベンチャー企業が資本市場から資金調達できない」だった。ところが、敷居を低くすると投資家の市場に対する信認が崩れ、市場として成り立たない。このことは、店頭特別市場の失敗をみれば明らかである。

この教訓からも明らかな通り、市場は本来、投資家優先であり、実際にそのように運用されるべきである。投資家の信認を勝ち得てはじめて、投資家の資金が本格的に市場に流入するようになり、上場しようとする企業も増える。こうした経緯を経ない限り、上場企業の増加 投資家の資金流入 上場企業の増加という好循環が築かれることはありえない。

中でも、リスクが高いベンチャー市場のような市場を新たに立ち上げなければならないとすればなおさら、従来以上に投資家に顔を向けた市場でなければ成功は覚束ない。投資家の信認を築き上げるには時間がかかるが、信認を壊すのは短時間で可能であることを忘れてはならない。

## (2)上場基準にみる日本と米独の違い

### 形式基準の引き下げによって高まるリスクにいかに対応するか

それではまず、上場基準から、日本と米独の相違を浮き彫りにしてみたい。

まず、形式基準（発行済み株式数、株式分布状況、株主数、利益額、純資産額等）についてみると、緩い順から、マザーズ、店頭、ナスダック・ジャパンとなる。ナスダック・ジャパンは、米ナスダックに準じてその基準を決めているとしており、米ナスダックの形式基準とナスダック・ジャパンのそれとは、1ドル=100円で換算すれば同一である。また、ノイアーマルクトの形式基準は、店頭第2基準とマザーズの間位置するといえる。このように、形式基準だけからみれば、日米独いずれも緩く、上場しやすい。

問題は、形式基準を下げたことにより高まるリスクを、投資家がいかに判断しやすくするかの仕組みである。この点に関しては、日本の市場はすべて四半期報告の提出を義務づけるだけで済ませており、その対応は極めて安易といわざるをえない。これに対し、ナスダックでは四半期報告も含めて会計基準は透明性の高い米会計基準を適用していること、加えて、独立取締役などコーポレートガバナンスを義務づけていること等、上場希望企業に対する要求は高い。ノイアーマルクトでも、当時ドイツ取引所1部市場でも採用していなかった米国ないしは国際会計基準を採用しており、対応は厳格である。しかも、会計報告と上場目論見書は、ドイツ語に加え、英語訳も付さなければならないとされており、この面でも1部市場以上に条件は厳しい。また、事業実績にも3年の基準を設けており、創業間もない企業の上場に歯止めをかけている。（注：ドイツ証券取引所は、その雑誌「Vision and Money」の中で、新興企業のIPOについて「公開を急ぎすぎた企業は、市場に罰せられる」とコメントしている）

図表5 日本、米国、ドイツの新興企業向け市場の上場基準比較

	マザーズ	店頭 2号基準	ナスダック グロース基準	NASDAQ Small Cap	ノイアーマルクト
純資産	×	2億円 (注1)	4億円	4億円 (注2)	1.5億円
時価総額 (公開直後)	5億円	10億円 (注1)	50億円	50億円 (注2)	×
税引き前利益	×	正 (注1)	7500万円	7500万円 (注2)	×
四半期報告					
国際会計基準	×	×	×	GAAP	GAAP or IAS
事業実績	×	×	×	1年 (注3)	3年
マーケットメーカー	×	任意	×	3社 (義務)	2社 (義務)
独立取締役	×	×	×		×
株主数	新たに300人	300人	300人		浮動株比率25%以上

(注1) どれか一つの基準を満たすこと。

(注2) 同。

(注3) 事業実績が1年未満の場合、発行済み株式の総額が5000万ドル以上あること。

(注4) マーケットメーカー制度導入の予定とされているものの、詳細は未定。

(注5) 1ドル=1ユーロ=100円で換算。

### 運用面でも明確な差

また、注意すべきはマザーズも店頭、ナスダック・ジャパンいずれの形式基準も、それが指針とするナスダックの基準は「スモールキャップ・マーケット」の基準であることである。

米ナスダックのスモールキャップ・マーケットとは、リスクのより高い小型の新興企業が上場する市場であり、マイクロソフトなどが上場する、リスク判断がより容易なナスダック・ナショナル・マーケットとはセグメントが異なる。このため、投資家も、東証1部2部のように、両市場の違いを明確に意識して投資しており、たとえばナスダック銘柄の取引に占めるスモールキャップ銘柄は、全体の1割強にすぎない。つまり、ナスダック取引の9割近くはナショナル・マーケット銘柄である。ところが、日本のベンチャー市場はいずれも、米ナスダックのリスクが高いスモールキャップ・マーケットの基準を指針に、市場を作ったわけである。

また、ナスダック・ジャパンはナショナル・マーケットに相当するスタンダード基準と呼ばれる基準も設定しているが、これとグロース基準は公開時に適用される基準の相違にすぎない。公開後はスタンダード基準で公開した企業も、グロース基準で公開したリスクを特に意識させるべき企業も、同じナスダック・ジャパン市場で取引される。

他方、ノイアーマルクトには、米ナスダックのように市場が2つに分かれているわけではなく、上場の形式基準は日本のそれと大差ない。ところが、ドイツでは前述のとおり、事業実績・会計実績に3年の基準を課しており、創業間もない、ビジネスモデルができあがっていない企業の上場に歯止めをかける条項を導入している。

しかも、ドイツ証券取引所は、ノイアーマルクト設立からしばらくは、優良企業に焦点を絞って上場させており、当時適用した形式基準は実際の基準よりも高かった、投資家の慣れやブルーチップ50社からなるインデックスの採用によりリスク判断が容易になったことなどの環境整備に伴い、適用する基準を実際の基準に下げていった、というように、市場環境に合わせ柔軟にルールを運用していったことを忘れるべきではない。

### (3)質の確保に不可欠の上場審査

#### ノイアーマルクトは上場審査に工夫

一般にベンチャー市場を比較する場合、上場基準にばかり注目が集まるが、企業の質を担保する上で、上場審査もきわめて重要である。

事実、ナスダックの上場審査は、ノイアーマルクト以上に厳格で、ナスダックの運営母体である全米証券業協会(NASD)の外部組織であるNASDレギュレーションと証券取引委員会(SEC)の2本建てである。SECはいうまでもなくナスダックや証券会社、上場予定企業からは完全に独立した機関であり、純粹に投資家保護の観点から上場審査を行うことができることはいうまでもない。なお、SECの審査期間は通常40日間である。

他方、ノイーマルクトの上場審査はドイツ取引所傘下のフランクフルト証券取引所の上場審査部が行った上で、取引所の上場審査委員会が最終的な上場認可を決定する仕組みとなっている（上場審査委員会は、フランクフルト取引所の監督機関であるヘッセン州の監督下）。

しかしそれ以上に重要なのは、「上場予定企業の経営者は、引受け証券会社、会計事務所、法律事務所と共同で、遅くともその3か月前までに、ドイツ証券取引所にプレゼンテーションを行わなければならない」とされていることである。これによって取引所は、上場希望企業が果たしてノイーマルクトにふさわしい企業であるか（ノイーマルクトは、「成長産業か、通常の成長を上回るスピードで成長している企業」を上場対象としている）に加え、投資家の立場に立って、経営目標や、調達資金の使途などに関するヒアリングを行うのである。

日本では上場したものの、調達資金の使途に困ったり、上場時にアナウンスした事業進出が一向に実現しないなど、上場企業の事業計画の未熟さ、「公開企業」としての自覚のなさがしばしば問題になるが、ドイツのように、上場希望企業に詳細な事前プレゼンテーションをさせれば、こうした問題はある程度回避できる。しかも、取引所は投資家の立場に立って企業を精査・質問することから、上場を目指す企業にとっても市場が公開企業に対し何を考え、何を期待しているかなどを把握することができる。つまり、このプレゼンテーションおよびその準備を通して、公開希望企業は市場との対話を学ぶようになるわけである。

#### 日本は審査を事実上放棄

これに対し、日本では、ベンチャー市場はスピード公開を実現する場であるとして、審査期間の短縮が極端に重視されている。この結果、審査機能は相当おろそかにされているといわざるをえない。たとえば、マザーズでは、東証の審査は形式審査のみで、実質的にある企業を上場するか否かの決定は引受け証券会社に一任されている。店頭市場も「証券会社の審査が十分に行われているかを報告内容に基づいて確認審査を行う」としているのみで、上場企業に対する審査そのものは証券会社任せである。しかも、上場審査は店頭市場の運営会社である証券業協会と引受け証券会社の間で行うとしているだけで、上場審査に際して経営者とのインタビューすらも義務付けていない。ドイツでは、経営陣を含む企業プレゼンテーションが、上場審査において重要な役割を担っているのと対照的である。

他方、ナスダック・ジャパンの上場審査は、その運営会社とは別組織である大証が担当していること、また、申請会社、引受け証券会社、会計士のヒアリングと社長面談を行うとなっていることから、マザーズや店頭市場よりも審査体制は整っているように見える。ただし、上場後の企業の質は、ナスダック・ジャパンもその他市場も大同小異であり、審査内容は実質的には、マザーズや店頭市場と大差ないものと思われる。

## 内容不明瞭の目論見書

このような、日本と米独の上場審査内容の違いが最も良く現れているのが、上場目論見書のリスクファクターに関する記述である。

たとえば、ノイアー・マルクトでは、リスクファクターに関し、それを詳細に明記することが求められている。しかも、そのリスクファクターは、当該企業が属するセクターに一

図表6 日独上場目論見書比較

### ノイアー・マルクト上場企業A社の目論見書(目次)

#### 1.General Information

#### 2.The Offering

#### 3.Risk Factors

- Short corporate history, net accumulated losses.
- Product diversity and market acceptance of new tissue replacement materials.
- Short trial phases, product liability and insurance cover, interruptions of business.
- Reimbursement of costs by the health insurance companies.
- Internationalization and regulatory barriers to market entry.
- Fluctuations in quarterly results, uncertainty of planning.

等 計15項目 (上記リスクファクターは 目次に明記)

#### 4.(以下略)

### ナスダック・ジャパン上場企業B社の目論見書(目次)

#### 第一部 証券情報

##### 第1 募集要綱

##### 第2 売出要綱

##### 第3 事業の概況等に関する特別記載事項

1. 当社の事業内容について
2. 経営成績の変動について
3. 特定の販売先への依存について
4. 為替リスクについて
5. 会社の組織について
6. 今後の事業展開について

等 計9項目(上記リスクファクターは目次には明記されず)

#### 第二部 (以下略)

般的なものではだめで、その企業固有のリスクに関する詳細な記述と、それに対しその企業がいかなる対応を行っているかの明記も求められる。

たとえば、ノイーマルクト上場のある企業の目論見書を見ると、全 100 ページあまりの目論見書のうち、リスクファクターとしての大項目の下にその内容が 10 ページにわたって記述されている。しかもそれぞれの見出しはリスクの特定ができるように工夫されており、見出しをみただけで、そのリスク内容が一目でわかるように配慮されている。

これに対し、日本の目論見書のリスクに関する記述はきわめて不十分かつあいまいである。たとえば、ナスダック・ジャパンの目論見書では、「リスク」ないし、「リスクファクター」の項目すらなく、第一部証券情報第3の「事業の概況等に関する特別記載事項」の中でようやく、リスクについての言及がある程度である。しかも、その記述は数ページにすぎず、ドイツと比べると相当不十分といわざるをえない。

もっとも、ノイーマルクトでも、ナスダックと比較すると審査は厳格とはいえ、特に、2000 年後半の株価の大幅な下落に際しては、ドイツ証券取引所の上場審査が甘いのではないかとの批判が相次ぐとともに、審査の質を高めるべしとの議論が盛んとなった（これに対して取引所は、上場申請企業の 15%ほどが申請を却下されており、審査は厳格であるとして反論している）。

日本では 2000 年後半に、公募価格が公開初値を大幅に下回る企業が続出したにもかかわらず、上場審査の重要性についての議論すらほとんど行われていない。マザーズ上場 1 号である企業の社長が「反社会的勢力」とのつながりがあることが公になって東証ははじめて、「反社会的な企業」を排除する措置を取ったが、こうした措置は上場審査云々以前の問題である。

#### (4) 上場企業の質を高めるための手段としてのマーケットメイク

##### 本来は流動性向上のための手段

マーケットメイクとは、値付け業者（多くは証券会社）が、売りと買いの気配値を表示し、これに基づいて投資家からの売買注文に応じる制度である。オークション取引では、流動性の低い銘柄の場合、売り一方（買い一方）しか注文が集まらず、取引が成立しないといった状況が生まれやすい。事実、マザーズ発足当初はネット株ブームの中上場企業が 2 社のみだったこともあり、買い注文が殺到する一方、売り注文がほとんど出ず、この結果、取引が成立しないだけでなく、株価が異常なまでに高騰する事態となった。

これに対し、マーケットメイク方式では、（値はともかく）売買は必ず成立する。このため、もともと取引の玉の少ないベンチャー市場では、流動性を確保する手段として有効な制度といえる。実際、ナスダック、ノイーマルクトともに、マーケットメイク制度を採用しており、引受け証券会社には、その引受け企業のマーケットメイクを行う義務が課されている。

## マーケットメイクと市場の質

このようにマーケットメイクは流通市場における流動性確保のための制度であるが、同時に、IPO 市場および流通市場における上場企業の質を確保する上でも重要な機能を担っている点を見逃すことはできない。

マーケットメイクを行うには、値付け業者がその銘柄の株式を保有していなければならず、それだけリスクを負うことになる。このため証券会社は、流動性が極端に低く、あまりに値動きが激しいものや値下がりがリスクの高い銘柄に対しては、マーケットメイクをやりたがらない。したがって、マーケットメイクが義務付けられていれば、引受け証券会社のベンチャー企業の審査はそれだけ慎重にならざるをえない。だからこそ、マーケットメイク制度の義務づけは、証券会社に対し、無差別上場に歯止めをかけるシステムともなるのである。

また、ナスダックではマーケットメーカーの基準を 2 社以上としており、その基準を下回ると上場廃止となる。したがって、上場企業は常に流動性に配慮しなければならず、そのためには、市場で活発に取り引きしてもらえよう、株主に顔を向けた経営を迫られる。

このようにマーケットメイク制度は流動性を高める手段のみならず IPO 企業、上場企業の質を保つためにも有効な制度であるが、日本でマーケットメイクを導入しているのは店頭市場のみにすぎない。しかしそれも、「選択マーケットメイク制」であり、マーケットメイクをするか否かは、上場企業・証券会社の任意である。また、本国でマーケットメイクを義務付けているナスダック・ジャパンは、米国ナスダック市場の基準を十分取り入れているとしているにもかかわらず、マーケットメイク制を採用していない。ナスダック・ジャパンは、2001 年中のマーケットメイク制導入を目指すとはしているものの、その詳細については発表されていない。

日本の市場運営者がマーケットメイクに消極的なのは、日本では制度のなじみがなく、市場運営者にとっても導入が面倒なこと、マーケットメイクを義務付けると、顧客である公開企業に敬遠されるのではないかとの懸念を市場運営者が抱いていること等のためである。

## 「後見人」としてのマーケットメーカー

ところが、日本同様、マーケットメイクの経験がなかったドイツでは、ノイアーマルクト開設に際して当初からマーケットメイクを義務づけていた。

ただし、ノイアーマルクトのマーケットメイクはナスダックのように常に売りと買いの値を提示し、マーケットで積極的に売買するナスダックのマーケットメイク制度とは異なる。

ドイツの取引システムは XETRA という世界でも最も効率の高い電子取引システムであり、売りと買いをつき合わせるオークション方式を基本としている。そうした中で、ノ

イアーマルクトのマーケットメーカーに義務付けられているのは、注文が出ない場合、XETRA の画面で売りと買いの値を提示し、最低2万ユーロの取引に応じることである。さらに、マーケットのオープン時および、ボラティリティの高い時に、売りと買いの値を提示しなければならないとされている。なお、いずれの場合も、売りと買いのスプレッドは最高4%以内とされている。

つまり、ナスダックのマーケットメーカーはマーケットのオープン中には常時、売りと買いの値を提示し、積極的に売買注文を引受けるのに対し、ドイツの場合、マーケットメーカーとしての機能は限定的で、受身的である。

ノイアーマルクトのマーケットメーカー制度でより注目すべきは、むしろ以下の点である。

当該企業の分析を行い、アナリストレポートを公表すること。

売り推奨、買い推奨のレポートを作成し、積極的にマーケティングすること。

当該企業の資金調達問題に関するコンサルタント業務を行うこと。

情報開示等のIRに関するコンサルタント業務を行うこと。

ノイアーマルクトが設立された97年当時、ドイツでは株式文化は未発達で、企業、投資家ともに株式市場に慣れていなかった。特に、それまで米国型の市場を通じての資金調達など無縁であったベンチャー企業にとっては、IRの経験なども未熟で、情報開示の方法などで問題を起こす可能性は十分にあった。だからこそ、ドイツ証券取引所は市場開設に際して、マーケットメーカーに上記の機能を持たせたわけである。ドイツ証券取引所はマーケットメーカーのことを当初Betreuer（後見人）と呼んでいたが、まさにその機能にふさわしい呼称といえよう。（ドイツのマーケットメーカーは、現在ではBetreuerではなく、Designated Sponsorと呼ばれている）

#### 無差別上場に歯止めをかける仕組み不在の日本

つまり、ノイアーマルクトでは、以下の2点から、上場を果たした企業が「公開企業」として市場に軟着陸していくことができるよう、きめ細かいサポート体制が整備されている。

上場前に取引所に対する企業のプレゼンテーションがあり、取引所は投資家の立場に立って企業に対して質問をすることから、企業は上場準備の段階で証券会社や会計事務所などと共同で綿密な事業計画を作成しなければならないこと。

上場後にも証券会社が「後見人」となることによってIRなどに関するコンサルタントサービスを受けられる（受けなければならない）体制ができていること。

これに対し、日本ではいずれの市場でもマーケットメーカーが義務付けられていないため、引受け証券会社はその企業の上場後に負うべき責任・義務はなにも発生しない。しかも、上場審査自体が証券会社に一任されていることから、証券会社が、手数料目当てに安易に上場企業を増やそうとする誘惑にかられる危険性がきわめて高い。つまり、日本では、実質的な上場審査が証券会社任せにされているのみならず、証券会社の無差別上場に歯止め

をかける仕組みが、現状ではまったくない。

また、上場を果たした企業にとっても、その直後からいきなり独り立ちを迫られる。日本では、しばしば上場間もない企業が株価の動向に影響を与える情報開示を適切に行えないなどの問題が表面化し、これが市場への信頼を損ねている大きな要因の一つとなっているが、こうした問題を公開企業のみのでせいにするのは、必ずしも適切ではない。むしろ公開直後の企業が市場との対話に未経験なことは当たり前であり、こうした事実を前提に、それを補うような制度を積極的に構築していくことを考えるべきである。

## (5)公募価格の適正化

### 高すぎる売出し価格

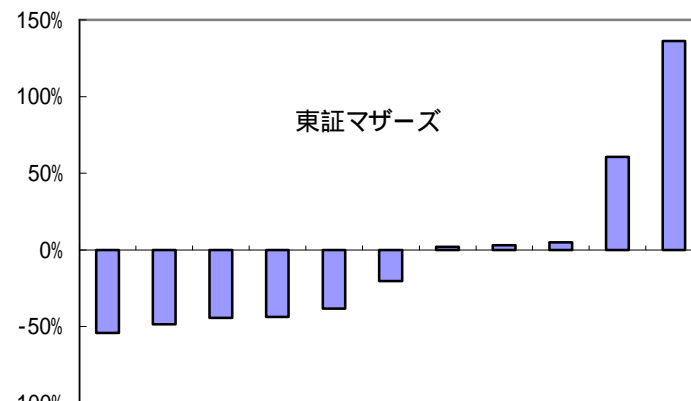
適正な公募価格は、投資家の信認を得るための前提条件である。公募株価は実力よりも低めに設定されるのが、株主の信頼を獲得する最良の方法といえるだろう。反対に、高めに設定されれば、公開後の株価の上昇余地は小さくなるか、むしろ公開初値が公募価格を下回ることすら起きかねない。

そうすると、投資家の離散を招き市場は機能しなくなる。実際、日本のベンチャー市場が直面するのは、まさにこの問題である。

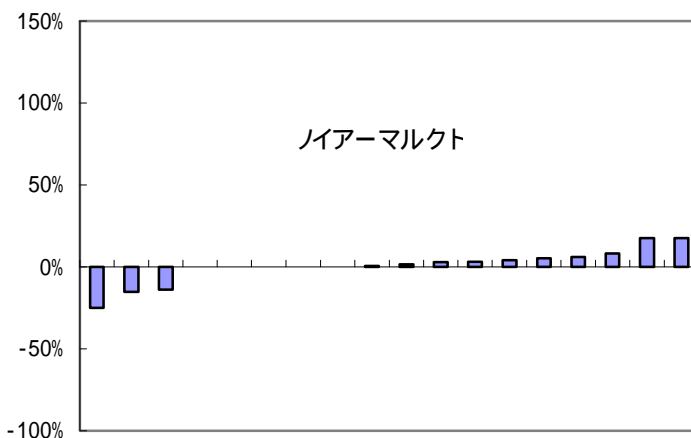
たとえば、2000年10月から12月にかけてマザーズに公開した企業11社のうち7社の公開初値が公募価格を下回っており、なかには、公開初値が公募価格の半値以下となった企業もあるほどである。他方、ノイアーマルクトで、同期間に上場したのは18社だが、このうち公開初値が公募価格を下回ったのは5社にとどまっている。また、下落した企業でもその下落幅は最大で25%であり、マザーズに比べれば公開直後の価格の変動幅はかなり小さいといえる(図表7)

なお、公募株価は低めに設定

図表7 公開初値の公募価格比騰落率  
2000年10月～12月上場企業



(出所) 東証、Yahoo Finance。



(出所) ドイツ証券取引所。

されることが望ましいとはいえ、市況の上昇局面においては、そうした株ほど初値が割高になりやすく、その後の株価形成に悪影響を与えかねない。ドイツ証券取引所はこうした問題も予め想定して、ノイアー・マルクト開設当初からグリーンシューと呼ばれる制度を導入していた。グリーンシューとは上場株の一定数（大体公募・売出し株数の1割前後）を幹事証券会社が保有し、上場後に株価が高騰するなどの事態が発生した時に、保有株を放出する制度である。

（注：東証はインターネットホームページで、新規上場銘柄の公募価格を一覧にして公表しているが、ナスダック・ジャパンや店頭市場のホームページでは、新規上場銘柄の公募価格に関する情報は掲載していない。他方、ノイアー・マルクトでは公募価格と公開初値を一覧にしてホームページにて公表。このため、公募価格と其後の株価比較は、日本市場はマザーズを代表させて行った。）

### 理由1 低すぎる浮動株比率

それではなぜ、日本では公募売出し価格が高めに設定されがちなのだろうか。また、それに歯止めをかける手段はないのだろうか。

まず、日本の公募売出しの株価が高く設定される理由としては、公開時の浮動株比率が小さすぎること、公開時に売出される経営陣やベンチャーキャピタルが保有する株数が多すぎることの2点が指摘できる。

図表8 上場時の浮動株比率と日株主の保有株売出し比率

	東証マザーズ		ナスダック・ジャパン		ノイアー・マルクト
	浮動株比率	売出し/公募比率	浮動株比率	売出し/公募比率	売出し/公募比率
A社	36%	30%	28%	48%	47%
B社	25%	0%	28%	29%	35%
C社	25%	100%	26%	40%	13%
D社	24%	100%	20%	50%	10%
E社	21%	16%	17%	31%	10%
F社	18%	53%	16%	33%	9%
G社	15%	0%	14%	0%	8%
H社	13%	0%	14%	0%	0%
I社	13%	0%	12%	40%	0%
J社	10%	50%	11%	33%	0%
K社	8%	8%	11%	34%	0%
L社	8%	14%	11%	0%	0%
M社	8%	2%	6%	29%	0%
N社	7%	0%	6%	0%	0%

（注）浮動株比率は、公開株数 / 公開直後発行済み株式総数。

ノイアー・マルクトの浮動株比率は25%以上の規定あり

売出し/公募比率は、公開時の旧株主売出し株数 / 新規公募株数。

00年10月以降の上場企業各11社で比較。

（出所）各市場ホームページより作成。

浮動株比率が低ければ、需給はそれだけ逼迫するわけだから、公募価格をその分吊り上げることが容易となる。実際、日本市場の上場時の浮動株比率は、驚くほど低い。

図表8は、今年2月までに、マザーズ、ナスダック・ジャパン、ノイアーマルクトに上場した直近14社の浮動株比率と、旧株主の株式売却比率（公開時の新規公開株に対する経営陣やベンチャーキャピタルなどの保有株式の売出し比率）を表したものである。

ノイアーマルクトでは、浮動株比率は25%以上と規定されているが、日本では最低公開株数が規定されているだけで、浮動株比率を公開基準として設けている市場はない。この表をみると、各市場の上場14社中、ドイツの25%基準を何とかクリアするのはマザーズ、ナスダック・ジャパンともに3社のみで、中には浮動株比率が1桁にすぎないものもある。こうした状況で公募価格の適正化を図ることなど、到底無理といわざるをえない。

## 理由2 公開時に大量の保有株売却

他方、図表8の浮動株比率が高い企業といえども、それで適正な公募価格決定への圧力がかかっているかという点、必ずしもそうはいえない。それら企業の浮動株比率が高いのは、経営陣やベンチャーキャピタルが保有する株式の公開時の売出し比率が大きいことによってもたらされているからである。極端な場合、公募株と同じ数の株式を公開時に売却するケースすらある（売出し/公募比率100%）。

公開時に経営陣やベンチャーキャピタルが保有する株式を放出することによって創業者利益や投資資金の回収を実現しようとするれば、公募価格をできるだけ高くさせようとするインセンティブが働くのは、当然である。したがって、公開時に大量の保有株式の売出しが行われることによって浮動株比率の上昇が実現されるのであれば、それは健全とはいえない。

本来なら、経営陣やベンチャーキャピタルの公募売出し価格の吊り上げ圧力を回避し、適正な公募価格形成を促すには、浮動株比率をできるだけ公募増資によって引き上げることが必要である。ところが、日本では3市場いずれもその努力をしているところはない。

これに対し、たとえばノイアーマルクトでは、14社中、公開時に旧株主が売出しているのは7社にすぎず、しかも売出し/公募比率も2社を除けば10%前後にすぎない。さらに、ノイアーマルクトで注目すべきは、公開前株主に公開後6か月間、保有株式の売却を禁じるロックアップ制度が設けられていることである（日本でロックアップを採用している市場はない）。

つまり、ドイツでは、旧株主の新規公開時の株式放出比率が低く抑えられていることに加え、公開後も6か月間、保有株式の売却ができないことになっている。そうであれば、株主として重視するのは、売出し価格よりはその後の株価形成だろう。公募価格を高めを設定しすぎれば、公開後の株価が値崩れを起こし、その後の売却に支障をきたす可能性もでてくる。したがって、上場時の保有株売出し制限にロックアップ制度を組み合わせることは、より適正な公募価格の形成に資するといえる。

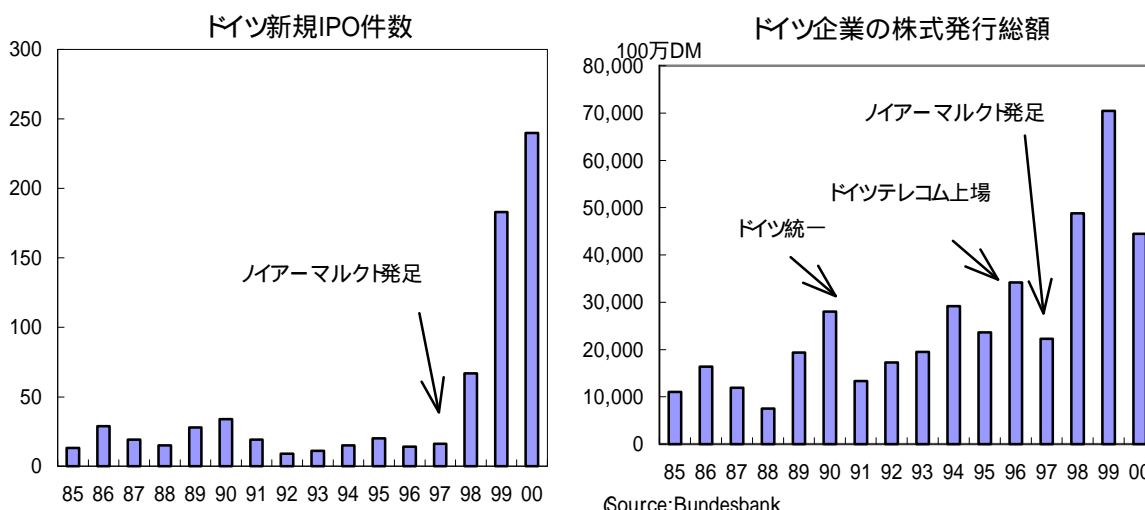
なお、ドイツでは、昨年、ロックアップ期間を過ぎてからの経営陣やベンチャーキャピタルの保有株売却が相次いで表面化、これが株価の下落に拍車をかける結果となったことから、ロックアップ期間を半年から1年に延長すべきとの議論が活発化しており、新規上場企業の中には、1年間のロックアップ期間を自主的に取り入れるところも出てきている。また、経営陣やベンチャーキャピタルのロックアップ解除後の株式売却に関しては、その3日以内に公表する義務を課されることになり、2001年3月から実施されることになった。それでも、経営陣の株式売却は事前に公表しなければならないとされる米国と比べ手ぬるいとの批判も根強い。

### 3. ノイアーmarktがもたらした株式革命

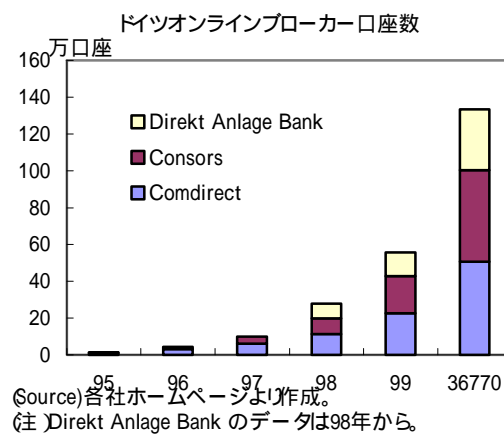
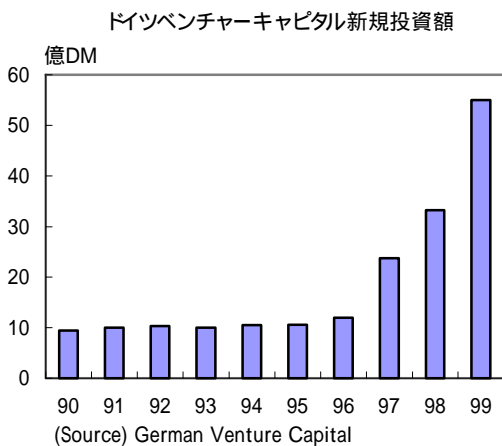
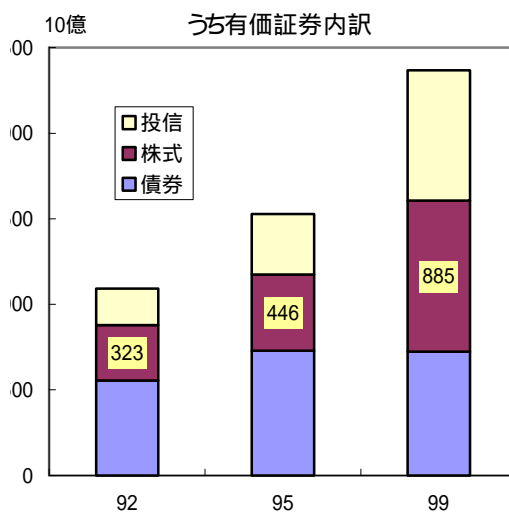
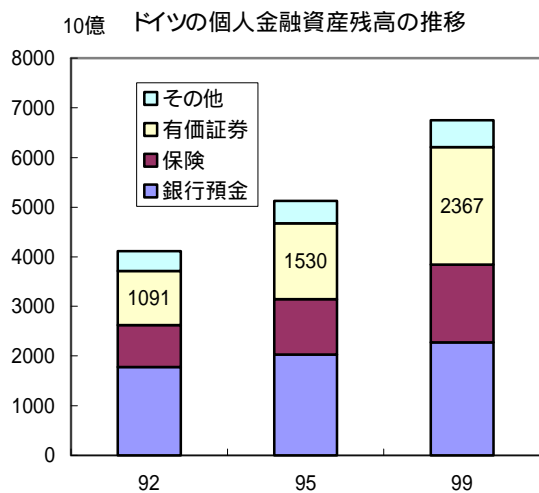
ノイアーmarktの成功は、ドイツの株式市場の発展に決定的な影響を与えた。たとえば、それまでは年間10件から多いときでも30件程度だったドイツの新規IPO件数は、97/98年を境に急増しているし、ベンチャーキャピタルの投資額も97年に飛躍的に増加している。また、ドイツの個人金融資産に占める有価証券の比率も90年代終わりには35%に達し、初めて銀行預金の34%を上回った。それとともに、オンライン取引も特に若い世代で急速に広まっており、開設口座数も97年を境に急増している。90年代半ばまで、ドイツはリスクに敏感で株式投資を嫌うといわれていたことを考えると、90年代後半に、間接金融から直接投資への転換いかに急速に進んだかがわかる。

もっとも、間接金融から直接投資へのシフトは、ノイアーmarktだけの功績ではない。図表10のとおり、90年代前半から始まったドイツ証券取引所の改革、政策対応、Shareholder Value重視の企業変革といった株式市場を支える環境が全体として変わっていったことによるものである。しかしながら、上記のとおり、新規IPOやベンチャーキャピタルの投資額の急増、オンライン取引などは、特に97/98年を境に活発化しているので

図表9 ノイアーmarktがもたらしたドイツ株式革命



(Source Deutsche Boerse)



あり、これらはノイアーマルクトの功績抜きには語れないのも、事実である。

こうしたドイツの例は、ベンチャー市場はそれだけ株式市場の活性化に大きなインパクトを与えるものであることを物語っている。

図表 10 ドイツの資本市場改革をめぐる動き

(1) ドイツ証券取引所の改革

- ・ 93 年に大規模な組織改革と株式会社化。
- ・ 世界で最も効率的な電子取引システム XETRA リリース。
- ・ IT を武器に、設立から 5 年足らずで世界最大の債券先物取引所へと成長。
- ・ ノイアーマルクトの成功。

(2) 政策面での対応

- ・ インサイダー取締法、額面の引き下げなどの第 2 次資本市場振興法 (94 年)
- ・ 96 年の個人投資家を優先したドイツテレコム民営化の成功 (96 年)
- ・ 企業の透明性と監督に関する法律、国際会計基準の承認等の第 3 次資本市場振興法 (98 年)
- ・ 企業の買収に関する法律 (01 年)
- ・ 企業の保有株式売却益に対する非課税措置の導入 (02 年実施見込み)

(3) Shareholder Value の企業経営

- ・ Hoechst ライフサイエンスに特化、それ以外の化学部門を売却、フランスの化学大手ローヌプーランと合併し、新会社 Aventis へ。
- ・ Mannesmann 機械メーカーからドイツ最大の携帯通信会社へ。
- ・ Preussag 炭坑会社から旅行会社へ
- ・ Metro 積極的な国際展開により、売上に占める国際部門の比率が 97 年の 7 % から 98 年に 35% に。

おわりに ~ 成功のコンセプトは共通

以上検討してきたとおり、ベンチャー市場成功のコンセプトは、「透明で、質の高い市場」に尽きる。

ベンチャー市場とは形式基準を下げて上場しやすくするものである以上、基準の引き下げによって高まるリスクを判断しやすくする制度を整えなければならない。そのためには、上場希望企業にも情報開示を徹底させる仕組みが必要であり、上場希望企業や証券会社に対する要求も、その分厳しくならざるをえない。ノイアーマルクトが上場希望企業に対し、国際会計基準の採用や英文による会計報告書の作成を義務づけたり、引受け証券会社にマーケットメーカー (Betreuer) を義務付け、上場後の IR などのサポート業務を義務づけるなどの工夫をしたのも、そのためである。ドイツでは当時、1 部市場でもこうした条件は課されていなかったのである。

実はイギリスも、形式基準だけを単純に下げただけの市場を作り、失敗している。これ

は、AIM ( Alternative Investment Market ) という 90 年代半ばに作られたもので、基準がないに等しい市場としたため、投資家の資金が流入せず、流動性が高まらなかった。

また、ドイツの例が示すとおり、もともと市場が未発達な国ではベンチャー企業のみならず、投資家などの市場参加者が未熟・不慣れであることを前提に、それをサポートする体制を構築することも重要である。日本では公開企業の情報開示が悪いとか、その仕方が拙劣・未熟であるとかの批判がしばしばなされるが、最初からベンチャー企業に洗練された IR を求めるのは無理がある。むしろ、「ベンチャー企業は IR に不慣れ」を前提にそれをいかにサポートしていくかを考えるべきである。

もっとも、日本には既に新興企業向け株式市場が 3 市場もできてしまっており、そうした中で、ある市場が「質の高い市場」を構築しても、上場希望企業や証券会社が安易な市場を嗜好する可能性は十分にある。しかしながら、そうした市場に投資家の資金が流入しないことは明らかであり、早晩、破綻することも目に見えている。こうした認識に立って、質の高い市場の必要性を、上場希望企業、証券会社、投資家に訴えていけば、いずれは良貨が悪化を駆逐するようになるだろう。

## (補論) 韓国と中国の新興企業向け市場

以上は、米独のベンチャー市場との比較で日本のベンチャー市場の問題点を浮き彫りにしてきたが、ここではそうした日本のベンチャー市場の問題点と比較しながら、韓国と中国の新興企業向け市場（韓国 KOSDAQ、中国創業板）を検討したい。

### 1. 日本のコンセプトに近い韓国 KOSDAQ

韓国では中小企業、次代を担う新産業育成を目的として、1996年にそれまでの店頭市場を改組して、KOSDAQが設立された。

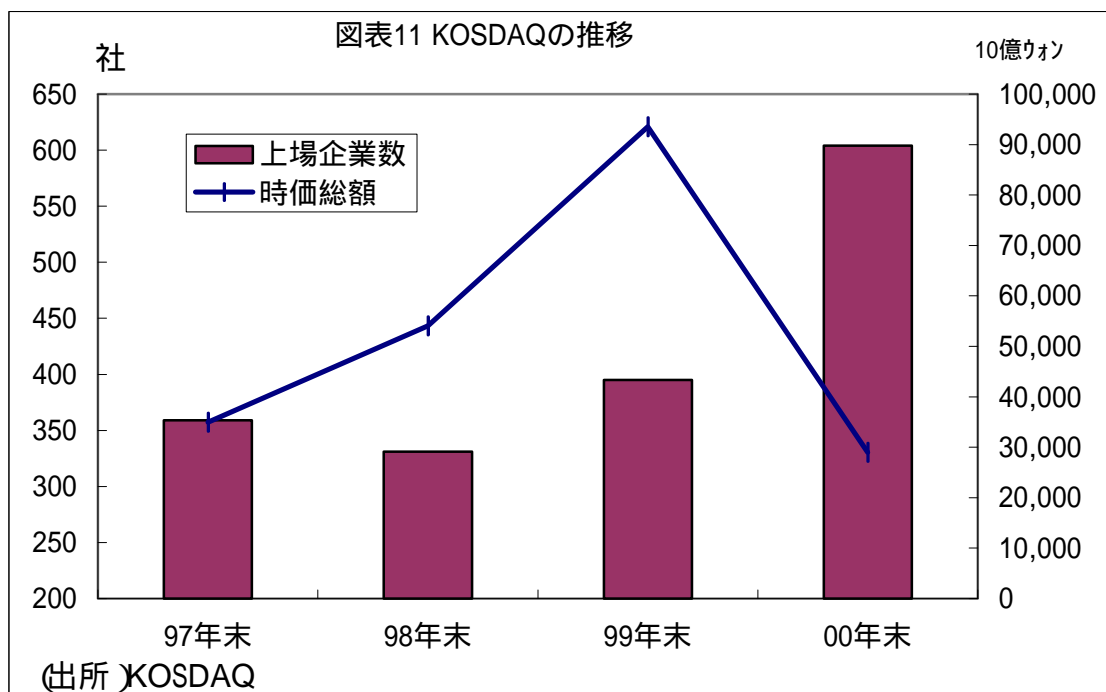
その最大の特徴は上場基準が緩く、創業間もない企業でも上場できることである。つまり、日本のベンチャー市場と発想が近い。また、「赤字でも上場できる」を売り物としていることも、日本と同じである。

KOSDAQには、中小企業基準と、ベンチャー企業基準とがあるが、ベンチャー企業基準は、株主資本、利益額、設立経過年数等の形式基準いずれをとっても条件は何もなく、ベンチャー企業と認定されることが唯一の上場基準となっている（KOSDAQは「ベンチャー企業」の定義も定めているがここでは省略）。また、上場審査は、KOSDAQの運営母体である運営母体である韓国証券業協会（KSDA）が行っているが、日本の店頭市場と同様、KSDAは証券会社の組合であり、証券会社から独立した機関でない以上、適正な審査を期待すること自体、無理がある。

こうした緩い上場基準と甘い上場審査の結果、世界的なハイテク株ブームに乗って、KOSDAQへの新規上場企業は2000年には200社以上にのぼったが、そのほとんどが泡沫企業で、ブーム終了とともに株価は急落し、投資家のKOSDAQに対する信頼も雲散霧消した。事実、99年末から2000年末にかけての1年間で上場企業数は400社弱から600社強へと増加したが、時価総額はむしろ94兆ウォンから29兆ウォンへと大幅に縮小している。つまり1社あたり平均時価総額は、1年間で5分の1に激減したことになる（図表11）。

2000年に上場企業が急増した大きな背景の一つとして、ベンチャーキャピタルが資金回収のため、投資先企業を相次いで上場させたことが指摘されている。そもそも、韓国のベンチャーキャピタルの平均投資期間は半年から長くても1年にすぎない。ベンチャーキャピタルは、98/99年の韓国でのベンチャーブームの際、相次いで投資を活発化させたが、2000年はちょうどその投資資金の回収時期に当たっていたわけである。ベンチャーキャピタルの投資は、マネジメントやマーケティング、経理などで投資企業の成長をサポートすることによってIPOにもっていくのが原則で、その投資資金の回収が半年から1年では、ベンチャーキャピタルの機能は、到底果たせるものではない。

このように、韓国ではベンチャーファイナンスがそもそも機能しておらず、そうであればなおさらベンチャー市場が機能することなど期待できない。こうした金融ノウハウの欠如は、韓国のベンチャー企業の育成を図る上で大きなマイナス要因といえるだろう。



## 2. 中国創業板

### (1) 質重視に加え運用にも慎重

従来の中国の株式市場（上海取引所と深セン取引所）は、国営企業民営化のための受け皿だったが、間もなく新興企業向け、私営企業向けの「創業板」と呼ばれる市場が深センに開設される予定である（これにともない、深センの従来の取引所は上海に統合される）。中国の新興企業向け市場に対する考え方は、日本や韓国とはかなり異なる。

その第1は、創業板の上場基準に事業実績（2年の会計年度を経ていること）が導入されていることである。つまり、そのネーミングにかかわらず、「創業板」は、日本や韓国のような創業間もない企業をも対象とした市場ではない。

さらに注目すべきは、創業板では、上場基準のみならず上場審査をも重視していることで、創業板には、産業界、証券界、深セン取引所、証券監督局ら関係者計50名からなる新たな上場審査委員会が設立される予定である。こうした審査機関を設立するのは、従来の上海・深セン両取引所の教訓に基づいている。両市場では、上場申請はまず当該企業が所在する地方の政府当局に出すこととされているが、その審査は政治的なコネで行われるケースが多く、これが上海取引所上場企業の質の低下を招く大きな原因となっているとか

ねてから指摘されていた。だからこそ、創業板ではこうした失敗を回避すべく、独立で、各関係分野の出身者で構成される審査委員会を設立することにしたのである。

加えて上場後の義務として、企業の経営陣が発行済み株式の5%以上の自社株売買を行った場合、その3日以内に証券監視委員会、深セン取引所に書面で報告するとともに、一般に告知しなければならないとされている。

既に見たとおり、ノイーマルクトでは昨年、ロックアップ期間を過ぎてからの経営陣やベンチャーキャピタルの保有株売却が相次いで表面化、これがただでさえ不安定な市場の地合いを一段と不安定化させる結果となった。この反省からドイツ証券取引所は、経営陣やベンチャーキャピタルが保有株式を売却した場合、その3日以内に公表することを義務付けることになったが、中国では市場発足前からそうした事態を想定して、対応を取っているわけである。

以上からも明らかなおとおり、中国が創業板で重視しているのは市場の質である。実際、創業板に関する議論をみると、「質の確保」に関する議論がもっとも活発である。

創業板の上場規則やそれにかかわる法律の整備、取引システムの開発などは既に終了しており、本来、2000年秋に開設される予定だったが、現在のところ、開設は早くてもこの春以降になる見込みである。その背景として指摘されているのは、世界的にハイテク市場の市況が悪化しており、スタートのタイミングを見計らっているためである。また、上場予定企業は既に数百社から1000社に達しているといわれているが、当局は当初上場させる企業数を最も優良な30社から50社程度に絞るとしている。このように、中国は単に基準を決めて後は市場任せというのではなく、市場の運用にも細心の注意を払っている。

## (2) 市場経済発展の触媒としての創業板

中国がこれほどまでに創業板の開設に際して慎重に対応しているのは、市場の創設時には特に投資家の信頼を築き上げることが肝要との認識に基づいていることに加え、以下のとおり、創業板は中国の健全な市場経済発展のための重要な基礎となるとの認識に基づいている。

改革解放から20年経ち、中国では私営企業も多数成長してきており、最近ではハイテク新興企業も出てきていることから、私営企業の株式公開へのニーズが急増している。特に、優良私営企業は「家宝の銀食器」的存在にもなってきており、そうした企業が今後とも健全に発展していくためには、質の高い市場が必要。

FDI一辺倒の中国の対外資本取り入れを多様化する時期に来ており、創業板はそのための有力な手段であることから、特に対外投資家の信認が重要。

上海市場ではインサイダー取引のうわさが絶えないなど、必ずしも透明性の高い市場とはなっておらず、このままでは健全な企業金融の発展が阻害されかねない。ところが、創業板が成功すれば、これが上海市場に対する競争圧力となり、市場改革を促す触媒となる可能性が高い。

【参考文献】

- 「マルクのユーロ戦略と円の無策」 梶山恵司 ダイアモンド社 1999年3月
- 「IPO市場インフラの構築を急げ」 岡部陽二 国際金融 2000.9.1
- 「アジアの企業融資制度」王躍生 「グローバル化した中国はどうか」新書館 2000年9月
- 「日本モデルと訣別した中国」 沈 中央公論 98年10月号
- 「中国資本市場未来10年」 中国人民大学金融証券研究所 中国財政経済出版社 2000年4月
- “Betreuer am Neuen Markt – eine Empirische Analyse” Wolfgang Gerke und Robert Bosch, CFS Working Paper No.1999/12, Center for Financial Studies Frankfurt