

ドイツにおけるベンチャー企業と資本市場問題

三田村智（慶應義塾大学・院生）

銀行借入による負債型間接金融が支配的であるドイツでは、プライベート・エクイティ市場の規模は決して大きくない。またバイ・アウト分野の占める割合が高く、アーリー・ステージのベンチャー企業に対する投資は限られていた。すなわち、ベンチャー・キャピタルが、イノベーション分野への長期的なリスク資本供給の担い手として十分機能していなかったのである。こうしたベンチャー・キャピタル市場の未発達の原因には、ドイツ国内においてベンチャー企業向けの株式市場が未整備であり、株式公開による投資回収の際には国外の市場を利用せざるをえない点などが指摘されてきた。

1997年3月、ベンチャー企業向け証券市場として、ドイツ証券取引所株式会社はノイアマルクト（Neuer Markt）を開設した。同市場はハイテク企業の新たな資金調達先となり、またベンチャー・キャピタルは同市場での株式公開を通じた投資回収を念頭にベンチャー企業への投資を行えるようになった。実際、ノイアマルクトにおける上場件数の増加、株価指数 NEMAX50 の上昇とともに、ベンチャー・キャピタルによるアーリー・ステージの企業に対する投資も増加した。

開設から僅か3年、2000年3月には上場企業の時価総額合計額が約2,310億EURに達した。しかし、これは世界的なITバブルやドイツの個人投資家による株式ブームの影響を受けた、実体を伴わない株高の結果であり、一転して株価は急落するに至った。さらに、この株価下落局面において、一部企業の粉飾決算等が明るみになり、上場企業や市場に対する不信感が株価下落に拍車をかけた。

約2年後の2002年2月には市場全体の時価総額合計額が僅か540億EURとなり、年100社のハイペースで続いた新規株式公開も、2002年には僅か1社に留まった。そして2002年9月、ドイツ証券取引所株式会社はノイアマルクトの廃止と大幅な市場改革を発表した。改革の中心は2003年1月に導入された2つの透明性基準、「プライム・スタンダード」と「ゼネラル・スタンダード」である。同年6月までに規制市場（2部市場）に吸収されたノイアマルクト出身企業も、いずれかの透明性基準を選択した。

さて、一連の過程の中で、ノイアマルクトに上場した企業の一部は既に上場廃止に追い込まれ、そうでなくとも、規制市場移行後も多くの企業が株価の低迷を余儀なくされた。とはいえ、その後着実に株価の回復に成功した企業も少なくない。では、多少の投機的な局面も発生しうる株式市場において、どのような企業が一定の株価を維持して市場を通じた資金調達を円滑に進めることができるのだろうか。もしくは、長期的に良好なパフォーマンスを維持させることができるのか。

本報告では、旧ノイアマルクト上場企業の現状を分析し、ベンチャー企業による証券市場の活用方法、ドイツにおけるベンチャー企業向け証券市場の将来を探る。特に、透明性基準の選択、ベンチャー・キャピタルや銀行の関与等に注目する。