

Title	ドイツにおけるベンチャー企業と資本市場問題
Sub Title	Capital markets for innovative firms in Germany
Author	三田村, 智(Mitamura, Satoshi)
Publisher	慶應義塾大学出版会
Publication year	2007
Jtitle	三田商学研究 (Mita business review). Vol.49, No.6 (2007. 1) ,p.231- 248
JaLC DOI	
Abstract	1990年代のドイツでは他の先進国に比べ、ベンチャー・キャピタル市場が拡大せず、イノベーション分野への長期的なリスク資本の供給が不十分であった。ハウスバンク制度に代表される相対型間接金融を主体としたドイツ金融システムにおいては、ベンチャー企業向けの資本市場が整わず、ベンチャー・キャピタルは投資先企業を国内で上場させ投資回収を図るのが困難であった。したがって、1997年に創設された成長企業向け株式市場ノイアマルクトは大いに期待されたのである。だが、厳格な透明性基準を設けるなどして成長企業の持つ高いリスクへの対応を試みたにも拘らず、世界的なITバブル崩壊後の株価低迷に連動して、同市場は抜本的な取引所の再編に包摂されることを余儀なくされた。ベンチャー企業が資本市場を利用する場合は、なお幾多の深刻な問題に直面せざるを得ないのが現実である。本稿では、ドイツのノイアマルクトに上場した成長企業を分析の対象とし、ドイツで行われたベンチャー企業育成に向けた取引所改革の議論を踏まえ、特に2005年10月に導入されたエントリー・スタンダードなどに見られる戦略転換も検討する。
Notes	赤川元章教授退任記念号
Genre	Journal Article
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00234698-20070100-0231

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the KeiO Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

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

<要 約>

1990年代のドイツでは他の先進国に比べ、ベンチャー・キャピタル市場が拡大せず、イノベーション分野への長期的なリスク資本の供給が不十分であった。ハウスパック制度に代表される相対型間接金融を主体としたドイツ金融システムにおいては、ベンチャー企業向けの資本市場が整わず、ベンチャー・キャピタルは投資先企業を国内で上場させ投資回収を図るのが困難であった。したがって、1997年に創設された成長企業向け株式市場ノイアマルクトは大いに期待されたのである。

だが、厳格な透明性基準を設けるなどして成長企業の持つ高いリスクへの対応を試みたにも拘らず、世界的なITバブル崩壊後の株価低迷に連動して、同市場は抜本的な取引所の再編に包摂されることを余儀なくされた。ベンチャー企業が資本市場を利用する場合は、なお幾多の深刻な問題に直面せざるを得ないのが現実である。

本稿では、ドイツのノイアマルクトに上場した成長企業を分析の対象とし、ドイツで行われたベンチャー企業育成に向けた取引所改革の議論を踏まえ、特に2005年10月に導入されたエントリー・スタンダードなどに見られる戦略転換も検討する。

<キーワード>

ドイツ証券取引所、ノイアマルクト、ベンチャー企業、ベンチャー・キャピタル、透明性基準

1. はじめに

銀行借入による相対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。しかし、その後3年間を経たにも拘わらず再びベンチャー企業の新規公開は活発化せず、2005年10月にはエントリー・スタンダードと呼ばれる新たな市場セグメントが自由取引内に設けられ、ベンチャー企業に対する資金調達の新たな受け皿となった。

一連のドイツでみられたベンチャー企業向け資本市場の動向を取り上げ、ベンチャー企業が資本市場にアクセスした際に生じる諸問題 (特に高い透明性基準の限界) を明らかにすることが本稿の問題意識である。その上で、ベンチャー企業へリスク資本を提供しうるベンチャー・キャピタルが発展するためには、資本市場の存在が重要である点、資本市場とベンチャー企業の架け橋としてベンチャー・キャピタルが機能しうる点についても、資本市場問題の解決と結合させて議論している。

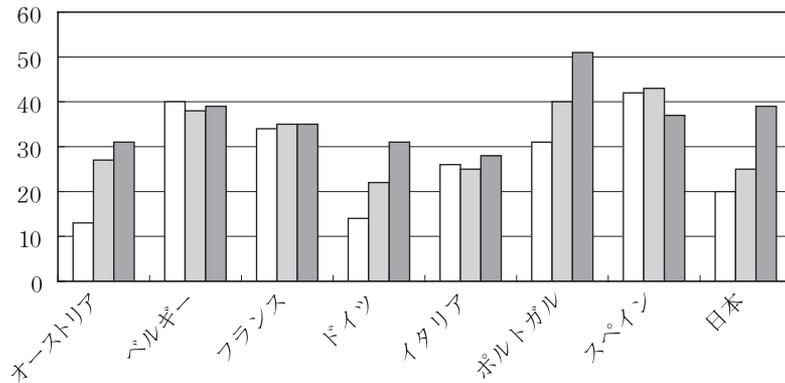
かかる問題意識を踏まえて、本稿では前半でベンチャー企業やベンチャー・キャピタル、後半で資本市場の問題を扱う。まず、ドイツにおけるベンチャー企業とベンチャー・キャピタルの動向を述べ、続いて、ベンチャー企業向け株式市場であるノイアマルクトの誕生から廃止・再編までを取り上げる。最後に再編後の資本市場の動向を分析する。

2. ドイツにおけるベンチャー企業とベンチャー・キャピタル

(1) 中小企業の過小自己資本問題

外部資金調達において銀行借入の依存度が高いドイツ企業は、規模の大小にかかわらず、他の先進国と比較して自己資本が過小であると指摘されてきた。図1では、企業規模別の自己資本比率について、各国との比較を試みている。

図1 各国における企業規模別の自己資本比率（1998年，単位：％）



(出所) European Commission (2000), p.155を基に作成。

(注) 各国のグラフ項目の左から、①売上高700万 EUR 未満 (□), ②売上高700万 EUR 以上4,000万 EUR 未満 (■), ③売上高4,000万 EUR 以上 (■) の企業について、それぞれ自己資本比率を示している。

ドイツの特徴は他国と比較して自己資本が過小であるだけでなく、企業規模別に自己資本比率が異なることを示している。特に、中小企業¹⁾は大企業と比べて自己資本金融 (Eigenkapitalfinanzierung) を利用することが困難であり、銀行借入の負債金融 (Fremdkapitalfinanzierung) に依存している²⁾。

自己資本は、財務上の危機に陥った際、債務不履行を回避するバッファの役割を果たすため、自己資本を多く持つ企業は他の事情を一定とすれば債務不履行に陥る確率を小さく見積もることも可能である³⁾。ドイツの企業は銀行融資の依存度が高く、自己資本比率の低いことが、財務基盤の脆弱性としてしばしば指摘されてきた⁴⁾。

小規模企業の中には、外部投資家の経営関与を回避する傾向があり、専ら自己資本金融が利用された。伝統的な家族企業等にみられるように、自己資本は内部留保により確保され、それ以外

1) 図1で用いられているのは1996年にEUで定められた企業規模の定義に基づく分類である。2005年以降、従業員250人以上かつ、売上高5,000万EUR以上又は貸借対照表合計額4,300EURが大企業 (groß) の定義であり、その下に中規模 (mittel), 小規模 (klein), 零細 (kleinst) のカテゴリが設けられている (これら3つのカテゴリに属する企業を本稿では中小企業として取り扱っている)。

2) 各国比較の結果から、どの国においても大企業については概ね30%以上の自己資本比率を有している。しかし、小規模企業の自己資本比率は、13%のオーストリアから42%のスペインまで様々であり、国際的な収斂の進んだ大企業分野と比較すると、各国間において金融システムの違いなどが強い影響を与えていると指摘されている (European Commission (2000), p.155)。

3) Vgl. Konesny, Peter [2005], S.570-571

4) 自己資本が過小である原因については様々な主張があるが、その一つとしては、他国に比べて他人資本による資金調達にかかる利子費用が少ない点が挙げられる。ドイツ国内企業の約40%が単一の銀行と取引関係にあり、いわゆる「ハウスバンク」制度下にある。その結果、取引費用が抑えられ、低利融資が実現してきたが、近年の競争激化に伴い、金融機関の利鞘は縮小傾向にあることも指摘されている。Vgl. KfW Bankengruppe (2003), S.3-4

の資金調達を負債金融に依存したとしても過小自己資本は問題とされない。

とはいえ、将来的に中堅ないし大企業に発展しうる（それを可能にする成長機会に恵まれた）革新的企業は、迅速に相当規模の資本を必要とし、しかもリスクを内在するため、自己資本金融に対する需要が高い。実際、有限会社形態が多いドイツにおいて、近年、株式公開可能な株式会社（AG）・株式合資会社（KGaA）の形態へ移行する企業が増加している。「若手の起業家たちはコーポレート・ガバナンスに対する意識を変化させ、新たなパートナーと責任を共有することも強く望むようになってきている。しかし、彼らはベンチャー・キャピタル市場が十分に機能していないため、銀行貸付に依存している⁵⁾」のが実情だ。Gerke (1998) によれば、銀行の貸出金利はリスクに対応して高金利を設定できるものではなく、結局信用割当という貸付限界が生じ、中小規模の成長企業は銀行借入の資金調達面では困難に直面することとなる。⁶⁾

(2) ベンチャー・キャピタル市場の発展⁷⁾

創業まもない企業、いわゆるベンチャー企業に対して、リスク資本の提供主体としてベンチャー・キャピタルがあげられよう。他の先進国同様に、ドイツでもベンチャー・キャピタルの歴史は古く、1965年まで遡ることができる⁸⁾。しかし、大陸ヨーロッパ諸国における共通の傾向として、ドイツでもプライベート・エクイティへの投資が中心であり、狭義のベンチャー・キャピタルと呼ばれるアーリー・ステージの企業に対する投資は限定的であった。銀行もベンチャー・キャピタルも既に発展を遂げつつある企業に対して資金を提供することを優先した。⁹⁾

相対型対市場型金融システムの比較という枠組みの中でベンチャー・キャピタル市場を位置づけようとした Black and Gilson (1998) は、ドイツのような銀行中心の金融システムが発展した国では投資回収 (exit) 先としてベンチャー企業向けの証券市場が整備されていない点に論拠を挙げている。こうした議論は決して新しいものではない。ドイツの場合、既に1980年代の規制市場創設の際にも同様の議論が交わされていた¹⁰⁾。

ドイツの金融システムにおいては、ベンチャー・キャピタルも金融機関の子会社であるケースが少なくない。金融機関は、前述の中小企業における過小自己資本問題に関連して、自己資本金

5) Gerke (1998), p.617.

6) Gerke (1998), p.619.

7) ドイツのベンチャー・キャピタル市場については、Fromann und Dahmann (2005), Pfirrmann, Wupperfeld and Lerner (1997) (伊東, 勝部, 荒井, 田中, 鈴木訳 (2000)), 飯野 (2000) に詳しい。

8) Fromann und Dahmann (2005), S.12.

9) Gerke (1998), p.608. この傾向から、国内のベンチャー・キャピタルに代わり、アーリー・ステージの企業に対する投資の先鞭をつけたのは、外国系のベンチャー・キャピタルであったとの調査も報告されている (Trkvová (2003), p.7.)。

10) また、Audretsch and Lehmann (2004) はノイアマルクトに上場した企業を対象にした実証分析の中で、イノベーション企業においてベンチャー・キャピタルに対するニーズが高いことを示し、ドイツにおいてイノベーション分野にリスク資本が供給されるためには、ベンチャー・キャピタルの発展を支える株式市場の整備が必要であると論じている。

11) 例えば金 (1989) pp.19-23参照。この当時、規制市場創設にとどまらず、「ドイツ取引所改革がEC統合を背景として関係者間で強く意識され遂行されて」(山口 (2000) p.125) いた。

融分野に着目し、特に創業企業に対する資本参加においては、子会社のベンチャー・キャピタルが実施する形式をとっている。このことは、将来、当該企業のハウスバンクとして継続的な取引関係を確立しようとする金融機関の戦略的意図にも基づいている。¹²⁾ところが、銀行系ベンチャー・キャピタルの場合、親銀行から紹介された取引先に関して、親銀行との間で利益相反問題¹³⁾を発生させる場合もあり、必ずしも十分なりスク資本が供給できない事情も指摘されている。

自己資本金融を供給する主体が不十分である現状を補完するために、1970年代以降、各州に中小企業向け持分参加会社 (Mittelständischen Beteiligungsgesellschaft, MBG) が設立されている。多くは州政府系振興機関の出資を受け、いわば公的なベンチャー・キャピタルとして州政府の中小企業振興政策の一翼を担っている。¹⁴⁾しかし、公的な持分参加会社による自己資本出資は規模が限定¹⁵⁾されていた。¹⁶⁾

さて、ベンチャー・キャピタルと資本市場の関係については、ベンチャー・キャピタルがスタートアップ企業にリスク資本を供給する誘因をベンチャー・キャピタルそれ自体に与えるためには、国内にベンチャー企業の利用可能な資本市場を整備する必要があった。ドイツをEU内の金融センターに編成する80年代以降の志向の下で、1990年代には第2次(1992年)、第3次(1998年)の資本市場振興法が成立し¹⁷⁾、ベンチャー・キャピタル分野の規制緩和も進展した。

また、時を同じくして1997年には、国内外の投資家に新たな投資先を提供する目的でベンチャー企業向けの株式市場ノイアマルクトが創設された。その結果、ベンチャー・キャピタルが投資を行った企業の幾つかは、1997年以降相次いでノイアマルクトへの上場を実現した。それに呼応する形で、ドイツ国内のベンチャー・キャピタルはアーリー・ステージ段階(シード、スタートアップ)の企業に対する投資を活発化させた(図2)。まさにBlack and Gilson(1998)の設定した枠組みの中で、ベンチャー・キャピタルの発展が行われたのである。

資本市場で資金調達を試みるベンチャー企業は、数ある中小企業のごく一部にすぎない。だが、こうした企業が株式公開を行うことでもたらされる出資者への利益は、当該出資主体の1つであるベンチャー・キャピタルの発展に大きく貢献しうるのである。かかるベンチャー・キャピタルは、その他の中小企業へも積極的にリスク資本を提供している。すなわち、以下で論じるベンチャー

12) ドイツ国内の州立銀行系ベンチャー・キャピタルへのヒヤリング調査(2005年2月実施)による。

13) 例えば、飯野(2000) pp.66-69参照。

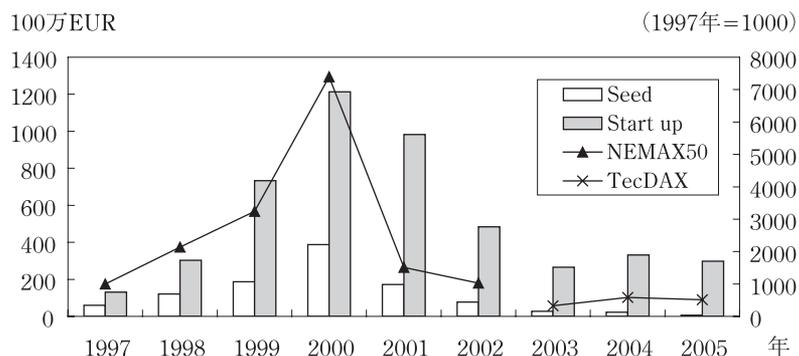
14) 中小企業向け持分参加会社の詳細、中小企業振興政策における他の振興機関との協力関係などについては、拙稿(2005)参照。

15) 公的な持分参加会社による自己資本出資は、匿名出資の形式をとるため出資期間中に経営への関与がなされることはなく、返済はあらかじめ設定された固定比率で行われている。すなわち、自己資本出資とはいえ、形式的には負債金融に近い。投資回収には基本的に返済(Rückzahlung)の形式がとられ、IPOなどの資本市場と結合した投資回収はほとんど行われていない。この詳細は、拙稿(2005)参照。

16) ドイツを含めたEU域内諸国においては、中小企業向けの振興政策に対して、競争政策上の観点から個別の振興プログラムの規模にDe-minimis規制と呼ばれる制限が加えられている。

17) 例えば、第2次資本市場振興法では、ベンチャー・キャピタルがドイツ以外のEU域内の企業に、一定の条件を満たせばEU域外の企業にも出資を行えるようになった。また、第3次資本市場振興法では、株式会社形態だけでなく有限会社や合資会社形態のベンチャー・キャピタルも認められた(相沢(2002) p.196-199)。資本市場振興法の詳細は、相沢(2002)、日本証券経済研究所(2005)参照。

図2 VCによるアーリー・ステージ投資とベンチャー企業向け証券市場の拡大



(出所) ベンチャー・キャピタルによるアーリー・ステージ向けの投資 (Seed, Start up) に関するデータは, Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften e.V. (2006) BVK Statistik Teilstatistik-Early stage-Venture Capital 2005を基に作成。

ベンチャー企業向け証券市場の拡大を示すNEMAX50と TecDAX は, Deutsche Börse AG, Factbook 各年号を基に作成

(注) NEMAX50はノイアマルクトの株式指数, TecDAX はノイアマルクト廃止後のテクノロジー企業に関する株式指数。それぞれ各年の3月末のデータをプロットしている。

企業向け株式市場の発展の是非は, ベンチャー・キャピタルを媒介として, 中小企業全般のリスク資本調達にも大きく関連する。

3. ノイアマルクトの誕生から廃止まで

(1) ドイツの株式市場

1987年以降, ドイツの株式市場は¹⁸⁾公定市場 (Amtlicher Markt), 規制市場 (Geregelter Markt), 自由取引 (Freiverkehr) の3つの市場セグメントから構成されている。¹⁹⁾公定市場は大企業を対象にした一部市場であり, 上場後の予想時価総額125万 EUR 以上が上場の際の基準の1つである。一方, 規制市場は, 公定市場の下に位置づけられた中堅企業向け市場セグメントである。ここでは, 株式発行額に関する基準が時価総額25万 EUR 以上に抑えられ, 浮動株比率に関する規制も設けられていない (公定市場では最低25%が義務付けられている)。他方, 自由取引は, 我が国の店

18) 本稿において, ドイツの株式市場とは, 「ドイツ国内の統合資本市場」と位置づけられるドイツ証券取引所を指す。ドイツ証券取引所と地方の取引所との関係, 「中央取引所」論対「非中央取引所」論に関する議論の詳細は, 山口 (1998) 参照。

19) 1987年5月1日以降, 公定市場の下に規制市場が新設され, 規制自由取引 (geregelt Freiverkehr) と非規制自由取引 (ungeregelt Freiverkehr) の垣根がなくなり自由取引が設けられた。なお, 自由取引に対してはエントリー・スタンダードが導入された2005年10月以降, オープンマーケット (Open Market) の呼称が用いられるようになった (エントリー・スタンダードについては本稿第4章にて詳述)。ドイツ証券取引所株式会社ホームページ参照。

表1 ドイツ国内の公開企業数（市場セグメント別）

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
公定市場	517	502	323	359	365	359	333	308	293	294
規制市場	162	196	75	88	95	118	184	376	366	354
ノイアマルクト		13	54	168	283	272	198			
自由取引	123	449	88	93	160	163	152	145	156	187
合計	802	817	540	708	903	912	867	829	815	835

(出所) Deutsche Börse AG, Factbook 各年号を基に作成。

(注) 1997年のみ複数の市場セグメントに上場している企業が各項目に含まれている。

表2 ドイツ国内の新規公開企業数（市場セグメント別）

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
公定市場	6	10	15	30	13	5	1	0	3	10
規制市場	6	4	14	10	11	7	3	0	6	0
ノイアマルクト		13	39	113	115	11	1			
自由取引	2	9	8	22	3	3	2	0	0	10
合計	14	36	76	175	142	26	7	0	9	20

(出所) DAI-Factbook 2005のデータを基に作成。

頭市場に相当し、取引のための登録要件がより緩和された市場である。

表1はドイツ国内の公開企業数の推移を示したものである。ドイツの公開企業数は2001年のピーク時で912社であり、決して多いわけではない。また、各市場セグメントへの新規公開企業数も僅かである(表2)。しかし、1997年のノイアマルクト創設により、新規公開企業数は短期的に増加した(結果として、その後の同市場の廃止により再び新規公開件数は低迷した)。

(2) ノイアマルクトの誕生

1995年にイギリスでベンチャー企業向け株式市場としてAIM (Alternative Investment Market) が設立されると、翌96年2月にフランスのヌーボー・マルシェ (Nouveau Marche), 11月にEASDAQ²⁰⁾、さらに97年1月にベルギーのユーロ NM ベルギー (EURO.NM Belgium), 同年2月にオランダのニューイ・マルクト (Nieuwe Markt) が開設された。こうした欧州におけるベンチャー企業向けの株式市場創設の流れを受け、ドイツでは1997年3月に既述のノイアマルクト (Neuer Markt) が誕生した。

リスクの大きい成長企業を対象としたノイアマルクトにおいては、株式上場の際して情報開示の透明性と株式の流動性を高める必要があった。²¹⁾そこで、透明性基準として上場時には国際基準

20) European Association of Securities Dealers Automated Quotation の略。EASDAQ はベルギーに設けられた欧州共通のベンチャー企業向け証券市場である。

21) 「なお、日本のベンチャー企業向け株式公開市場の設立に当たっては、諸規定を既存の取引所のそれに比

に適合した上場目論見書、過去3年間の貸借対照表・損益計算書、前年度の営業報告書が求められ、会計基準としてIASもしくはUS-GAAPの採用が義務付けられた。²²⁾ また、目論見書や会計報告などの文書はドイツ語のみならず英語での作成が要求された(外国企業は英語のみも可)²³⁾。

表2からも明らかなように、1999年7月にノイアマルクト向けの株式指数NEMAX50が導入されるまで、上場審査を比較的厳格に行うことで新規公開企業数が抑えられてきた。だが、この時期を境として、次年度に渡り、ドイツ国内企業に限定しても公開企業数が毎年100社を超える状況となった。

株式上場の際に公定市場や規制市場ではなくノイアマルクトを選択する企業の特性を分析したEckert(2002)は、ノイアマルクトで採用されたマーケットメイク方式が同市場への上場を希望するベンチャー企業に支持されたことを実証している。ノイアマルクト上場企業は、常に2社のスポンサー(Designated Sponsor)と契約を結ぶ必要があり、このスポンサーがXetraシステムでの取引においてはマーケットメイカーとして流動性を確保している。

既存の公定市場や規制市場よりも厳しい透明性基準を設定し、マーケットメイカーにより補助的に流動性を確保することで、ノイアマルクトは、知名度が低くリスクの高いベンチャー企業であっても参加しやすい資本市場として設計されていた。

(3) ノイアマルクトの廃止と市場再編

既述のように新規上場が相次ぎ、また1999年後半から株価が急騰、2000年3月には市場全体の時価総額が2,310億EURに達した。しかし、これを頂点としてその後は世界的なITバブルの崩壊と連動し下落に転じることになった。

株価下落局面を中心にノイアマルクトではインサイダー取引の事案が続発、そのことが市場全体の不信感を招き、株価下落に拍車をかけた。結果、幾つかの企業は株価低迷の後、破産手続きを余儀なくされた。

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(図3)。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。前者は、ドイツ国内法の遵守以外に、英語による四半期ごとの報告、アナリスト・カンファレンスの開催を義務付けるなど海外投資家にも開かれた透明性基準を確保するものであった。その一方で、後者はEUの定める規制市場に求められる最低限の法規制(すなわちドイツ国内法)²⁴⁾を遵守すればよいとした。ノイアマルクトはもともと自由市場と同じく公法適用外の市場であったが、市場再編によりノイアマルクト上場企業は公

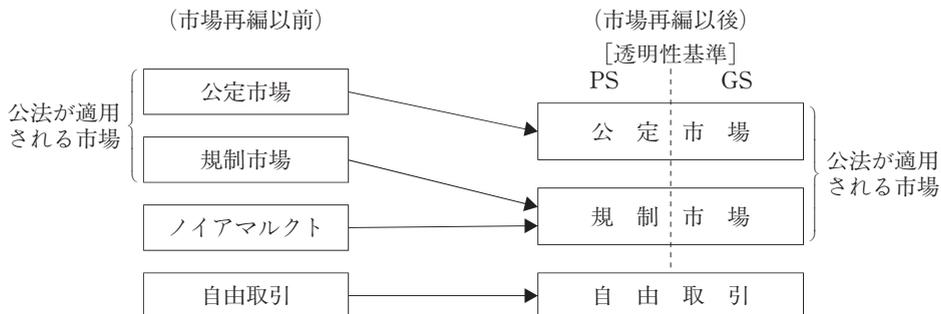
すべて緩和する傾向にあるが、ノイア・マルクトの場合にはむしろ厳しくする方向で対応している(①上場後半年は持ち株譲渡を禁止する。②他の市場へ上場換える場合にも、元の市場で二年間の取引期間を経た後とすること。③縁故者、共同事業者は分散株式には含めず、かつ分散株主を株式全体の20%から25%へ引きあげたこと)(山口(2000) p.127)

22) ノイアマルクトの上場基準は日本証券経済研究所(2000) p.127, Eckert(2003) p.218参照。

23) この他、ノイアマルクトでは、既存の大口株主に対して、上場から6ヶ月間の株式保有義務いわゆるロックアップ規制が採用された。

24) 公法が適用される市場とは、証券取引法第2条(5)の意味する「組織された市場(organisierter M

図3 ドイツにおける株式市場の再編



(出所) 筆者が作成。

法の適用される規制市場に組み込まれ、いずれかの透明性基準を選択することになった。

市場再編とともに法の整備も進められた。「ノイアマルクトに上場した企業が裏づけに乏しい情報開示を行ったことで損害を被る個人投資家が多く生じた²⁵⁾」ことへの反省から²⁶⁾、損害賠償請求規定の新設など適時開示 (ad-hoc-Mitteilungen) に関する規制内容が精緻化・拡充された。

ノイアマルクトが公法適用対象の規制市場に組み込まれ、市場全体に対する規制が強化されたことで、中小のベンチャー企業にとって株式公開は容易でなくなった。それでも「国内基準」の名目で設けられたゼネラル・スタンダードの透明性基準により完全に市場の扉が閉ざされたわけではなかった。

(4) 株式市場における投資家構造の変化——個人投資家の動向を中心として——

報道などではノイアマルクトにおける株高に呼応したのはドイツの個人投資家といわれている²⁷⁾。表3によれば、1999年に4,780億 EUR に達するまで家計における株式保有額は増加傾向にある (割合ベースは微減の傾向)。また同時期に投資ファンドは金額・割合ともに増加傾向であり、この中には家計による投資信託等を通じた株式保有が含まれる。

しかし、ノイアマルクトの株価が大きく低迷した2002年には、株式保有額は1,901億 EUR まで減少し、割合ベースでは13.02%を記録した。個人投資家はノイアマルクトにおける株価上昇

「Markt」を指し、同法の適用対象である。図3に示されるように、再編以前・以後において、公定市場と規制市場がこれに該当する。

25) 日本証券経済研究所 (2005) p.20。

26) Güntler (2005) は、ノイアマルクト (NEMAX50企業が対象) と公定市場 (DAX30企業が対象) の企業について、適時開示に関する実証分析を行った。その結果、公定市場の大企業に比べて、ノイアマルクトの企業では、良いニュースは頻繁に開示するものの、悪いニュースは開示を遅らせる傾向にあったことを示している。

27) 本節の分析では、本来ノイアマルクトにおける株主構造について示すべきところ、当該データが入手困難であるため、株式市場全体に関する保有構造の分析に留まっている点を明記しておく。

なお、AG-Reportの2005年8月20日号によれば、1997年には392万人だった株式保有者数は、2000年には621万人に増加している。またファンド経由の株式保有者も含めると、2001年には1,285万人が株式市場に参加していた。

表3 ドイツにおける株式保有構造 (単位: 10億 EUR)

	家計	企業	国	銀行	保険	投資 ファンド	その他	合計
1995年	197.5 (18.84%)	480.6 (45.84%)	18.7 (1.78%)	135.4 (12.91%)	65.6 (6.26%)	64.9 (6.19%)	85.7 (8.17%)	1,048.4 (100.0%)
1996年	232.2 (18.38%)	555.4 (43.97%)	22.4 (1.77%)	168.7 (13.35%)	79.4 (6.29%)	90.3 (7.15%)	114.8 (9.09%)	1,263.2 (100.0%)
1997年	312.7 (18.10%)	689.8 (39.94%)	35.2 (2.04%)	224.7 (13.01%)	133.7 (7.74%)	156.0 (9.03%)	175.2 (10.14%)	1,727.3 (100.0%)
1998年	373.5 (17.43%)	857.2 (40.01%)	27.2 (1.27%)	257.7 (12.03%)	154.2 (7.20%)	219.5 (10.25%)	253.2 (11.82%)	2,142.5 (100.0%)
1999年	478.0 (16.93%)	985.2 (34.89%)	19.6 (0.69%)	366.7 (12.98%)	219.9 (7.79%)	359.4 (12.73%)	395.3 (14.00%)	2,824.1 (100.0%)
2000年	439.1 (16.51%)	964.4 (36.26%)	16.8 (0.63%)	306.1 (11.51%)	217.1 (8.16%)	383.0 (14.40%)	332.9 (12.52%)	2,659.4 (100.0%)
2001年	349.7 (14.40%)	895.7 (36.88%)	15.1 (0.62%)	280.0 (11.53%)	225.6 (9.29%)	320.6 (13.20%)	341.7 (14.07%)	2,428.4 (100.0%)
2002年	190.1 (13.02%)	480.7 (32.93%)	11.3 (0.77%)	162.3 (11.12%)	192.9 (13.22%)	205.7 (14.09%)	216.7 (14.85%)	1,459.7 (100.0%)
2003年	248.0 (14.07%)	583.9 (33.13%)	15.4 (0.87%)	163.2 (9.26%)	212.1 (12.03%)	237.0 (13.45%)	302.8 (17.18%)	1,762.4 (100.0%)
2004年	260.6 (14.09%)	625.5 (33.83%)	16.7 (0.90%)	182.2 (9.85%)	205.9 (11.13%)	247.3 (13.37%)	311.0 (16.82%)	1,849.2 (100.0%)

(出所) DAI-Factbook 2005のデータを基に作成。

(原資料) Deutsche Bundesbank, Ergebnisse der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung für Deutschland及びKapitalmarktstatistik

期には株高の牽引役となり、株価低迷後は保有額を減少させるか市場からの撤退を選択した。²⁸⁾一方、投資ファンドはノイアマルクトの株価低迷時にもその割合を維持しており、個人投資家の代替的な投資手段として用いられた可能性が窺える。

4. ノイアマルクト上場企業の現状分析

(1) 透明性基準導入後の長期パフォーマンス

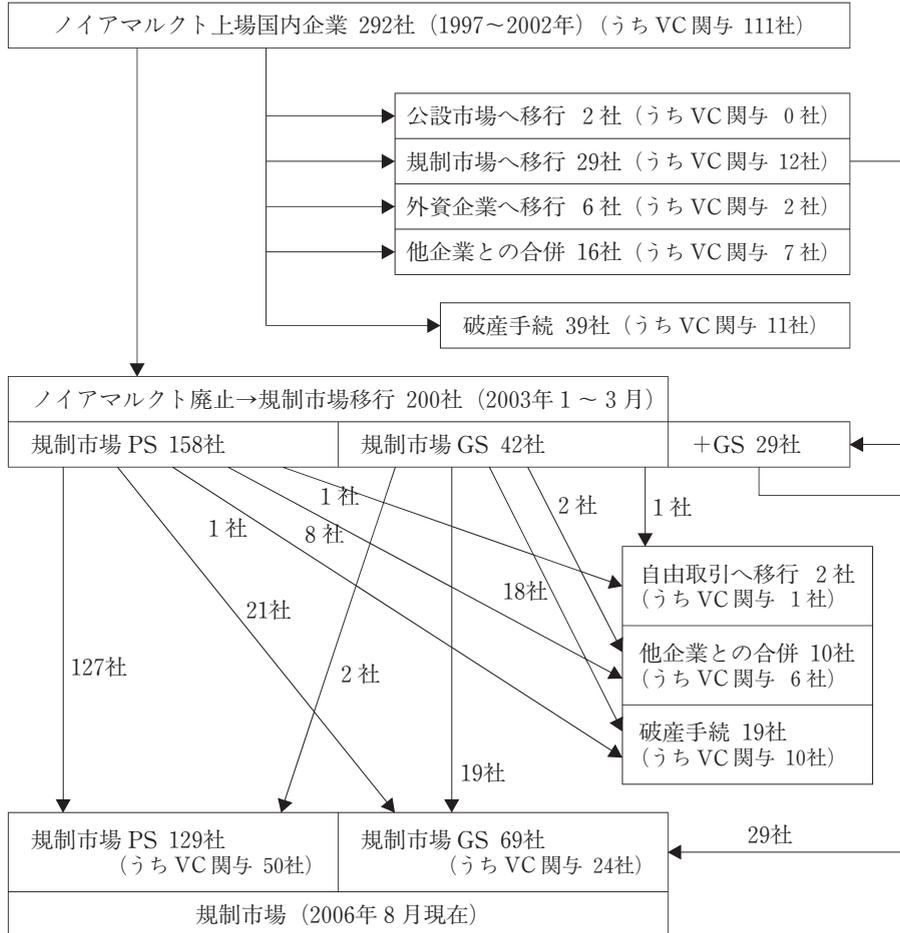
1997年から2002年にかけてノイアマルクトに上場を果たしたドイツ国内企業は292社に及ぶ(表2参照)。これらの企業について、ノイアマルクト上場後に株式市場においてどのような経過を辿ったのかを整理したのが図4²⁹⁾である。

28) 実際、AG-Reportの上述記事(脚注27)によれば、2000年に621万人を記録した株式保有者数は、2004年に461万人にまで減少した。

29) ここで、資本市場で資金調達を行う企業へのベンチャー・キャピタル関与の効果について付記しておく。図4に示したように、全292社のうち約38%に相当する111社の企業が上場時にベンチャー・キャピタルによる出資を受けていた。ノイアマルクトが廃止されるまでに39社が破産手続きをとることになったが、この中でベンチャー・キャピタルが関与する企業は11社(約28%)である。ここに、ベンチャー・キャピタルの投資を受ける企業は、そうでない企業に比べ上場後も安定した経営を維持していることが確認できる。また、他企業との合併を選択する企業についてもベンチャー・キャピタルの関与が目立つ。

ただし、ベンチャー企業の関与が上場企業に与える影響については、さらに精緻な実証分析を行う必要が

図4 ノイアマルクト上場国内企業の展開



(出所) 筆者が作成。透明性基準選択，他市場への移行，他企業との合併，外資企業への転換，破産手続などは，各企業の適時開示情報（finanzen.net より入手），株式公開企業データベース「Hoppenstedt Aktienführer」を基に調査。各企業における上場直前のベンチャー・キャピタル関与については，上場の際の目論見書（ドイツ証券取引所ホームページより入手）を基に調査。
 (注) VC 関与とは，上場直前にベンチャー・キャピタルが当該企業に自己資本出資を行っていたケースを指す。PS はプライム・スタンダード，GS はゼネラル・スタンダードの略。

2003年1月における2種類の透明性基準導入により，旧ノイアマルクト上場企業も規制市場へ移行する際，基準選択を求められた。2003年1月以降に200社が廃止予定のノイアマルクトから規制市場へ移行した。うち158社がノイアマルクト同様の厳格な透明性基準であるプライム・スタンダードを選択，42社は国内法に基づくゼネラル・スタンダードを選択した。また，2002年中に

ある。ベンチャー・キャピタルによる投資先企業への経営関与の効果については，Schefczyk and Gerpott (2001) の研究がある。12のベンチャー・キャピタルによる103企業への投資案件を対象にした調査より，彼らはベンチャー・キャピタルによる助言が投資先企業のパフォーマンス改善に寄与していることを示した。

規制市場へ移行していた29社も、従来の規制市場で用いられていた透明性基準に合致するゼネラル・スタンダードをそのまま採用した。

では、こうした透明性基準の選択がその後の各銘柄のパフォーマンスにどのような影響を及ぼすのであろうか。筆者は、その後3年に渡ってプライム・スタンダードまたはゼネラル・スタンダードの透明性基準を採用し続けた企業を対象に、株価の長期パフォーマンスに関する計測を試みた。なお、観察期間の3年間の中で透明性基準の変更を行った企業、合併・倒産などにより市場から撤退を余儀なくされた企業は分析対象から除外している。

サンプルとなる企業は、一部のデータが欠落した企業を除き、プライム・スタンダード選択企業113社、ゼネラル・スタンダード選択企業37社である。分析に用いる株価の日次データとして、各銘柄の Xetra 上の（配当・分割を考慮した修正済）株価データを Yahoo! Deutschland Finanzen から取得した³⁰⁾。

長期パフォーマンスの計測にあたり、まず一般的に長期のパフォーマンスを計測する際に用いられるバイアンドホールドでの収益率を計測した。次に、イベントスタディの手法を援用し市場調整リターンモデルとマーケットモデルにおける累積異常収益率（CAR）の計測も試みた。

1) バイアンドホールドリターン

市場再編が実施された2003年1月の1ヶ月間の日次株価データから計算した平均の株価を買値とし、1, 2, 3年間に渡り株式を保有した場合の収益率（バイアンドホールドリターン）をそれぞれの企業について計測した³¹⁾。期間1年間の場合、翌2004年1月における1ヶ月間の日次株価データから平均の株価を求め、これを売却の際の売値としている。期間2, 3年間の収益率は、幾何平均により年率換算した。

表4に示した結果のうち、各項目の上部に示したのは純粋なバイアンドホールドリターンである。ここから市場全体のシステムティックリスクを除去すべく、株式市場全体の平均的なリターンとの差を求めたのが、各項目下部に示した結果である。株式市場全体の平均的なリターンは、公定市場・規制市場に上場している全ての株式を対象にした株価指数であるCDAXを用いて、上記と同様の方法で計測した。

表4に見られる結果より、プライム・スタンダード、ゼネラル・スタンダードのいずれにおいても各期間において有意に正のリターンを確認することができた。特に市場全体のリターンとの差においても有意に正であることは、各銘柄がハイリスク銘柄として認識されていることを反映している³²⁾。

ただし、期間が長くなるにつれリターンは減少し、その変動幅も小さくなることが確認される。

30) Yahoo! Deutschland Finanzen: <http://de.finance.yahoo.com/>

31) バイアンドホールドリターンについては、Ritter (1991) に代表されるIPO株の長期パフォーマンスに関する分析を参考にしている。Gompers and Lerner (1999) (吉田和男監訳 (2002)) による同分野のサーベイも参照。

32) 既述のように本分析では合併・倒産などにより市場から撤退を余儀なくされた企業は分析対象から除外している。図4で示したようにノイアマルクトへ上場を果たした292社のドイツ国内企業のうち、現在までに58社が破産手続きを行っている。こうした市場からの撤退銘柄の存在と生き残った企業にみられる高いリターンは、これらの銘柄が持つ株価の変動幅の大きさ（ハイリスク）を示している。

表4 透明性基準別のバイアンドホールドリターン

	CAR>0	最大値	最小値	平均値	中央値	標準偏差	t 値
PS (期間1年)	88.60%	9.59	-0.88	1.32	0.91	1.55	9.10***
CDAX との差	71.93%	9.19	-1.28	0.92	0.51	1.55	6.33***
PS (期間2年)	81.58%	1.95	-0.59	0.45	0.37	0.54	8.99***
CDAX との差	65.79%	1.74	-0.80	0.23	0.15	0.54	4.67***
PS (期間3年)	88.60%	1.70	-0.41	0.38	0.35	0.40	10.36***
CDAX との差	64.91%	1.46	-0.66	0.14	0.10	0.40	3.70***
GS (期間1年)	82.50%	9.02	-0.91	1.55	0.69	2.28	4.32***
CDAX との差	62.50%	8.62	-1.31	1.15	0.29	2.28	3.20***
GS (期間2年)	80.00%	4.12	-0.75	0.57	0.46	0.81	4.43***
CDAX との差	67.50%	3.90	-0.97	0.35	0.24	0.81	2.74***
GS (期間3年)	87.50%	2.36	-0.41	0.52	0.38	0.56	5.92***
CDAX との差	65.00%	2.11	-0.66	0.27	0.13	0.56	3.12***

(注) PS, GS はそれぞれ透明性基準であるプライム・スタンダード, ゼネラル・スタンダードを指す。PS 選択企業群 N=114, GS 選択企業群 N=40。CDAX との差は, 各銘柄の収益率と株式指数 CDAX から算出された収益率との差を計測したものである。t 値における***は 1%水準で平均的に有意に正であることを示している。

特にプライム・スタンダード銘柄の方が, ゼネラル・スタンダード銘柄に比べてその傾向が強い。³³⁾

2) 市場調整リターンモデルにおける累積異常収益率

市場再編の際にどちらの透明性基準を選択したかが収益率にどのような影響を与えたのかを見るためには, 各銘柄の持つリスク構造から予想される収益率と実際に観察された収益率の差 (残差), いわゆる異常収益率に着目すればよい。これにはイベントスタディの分析手法を援用でき³⁴⁾る。

まずはイベントスタディの中でも最も制約されたモデルである市場調整リターンモデルで計測を行った。同モデルは, 各銘柄のリスク構造が市場全体のリスク構造を反映した株式指数と一致しているという強い仮定の下で成立するものである。よって, 各日に発生する収益率から単純に株式指数から計算される収益率を差し引いて得られる残差を当該日の異常収益率と定義している。

すなわち, t 期における各企業 i の異常収益率 (残差) e_{it}^* は,

$$e_{it}^* = R_{it} - \hat{R}_{it} \quad (1)$$

33) プライム・スタンダード銘柄とゼネラル・スタンダード銘柄の比較を正確に行うためには, Ritter (1991) などの長期パフォーマンスの計測を行った研究で用いられてきたマッチングの手法を採用するのが適当である。本研究においても, 株式公開企業データベース「Hoppenstedt Aktienführer」のデータを用いて, 企業の規模 (時価総額) と業種 (US-SIC コード) によるマッチングを試みている。その結果, ゼネラル・スタンダード銘柄がプライム・スタンダード銘柄よりも平均的に有意に高いリターンを得ているという結果が得られた。しかし, グループ間において企業規模に差がある点, ゼネラル・スタンダード銘柄のサンプル数が少ない点など計測に適した環境が整っていなかったため, 本文での記述を避けた。

34) イベントスタディの手法は, Campbell, Lo, and MacKinlay (1997) (祝迫, 大橋, 中村, 本多, 和田訳 (2003)) を参考にしている。

表5 透明性基準別の累積異常収益率（市場調整リターンモデル）

	CAR>0	最大値	最小値	平均値	中央値	標準偏差	t 値
PS (期間1年)	90.3%	9.20	-1.12	1.17	0.86	1.43	8.69***
PS (期間2年)	86.7%	9.36	-1.85	1.28	0.97	1.65	8.28***
PS (期間3年)	86.7%	10.92	-1.79	1.57	1.13	2.10	7.96***
GS (期間1年)	91.9%	103.53	-0.33	6.74	2.02	17.39	2.36**
GS (期間2年)	94.6%	107.09	-0.97	10.23	4.76	19.39	3.21***
GS (期間3年)	97.3%	111.69	-0.06	12.07	5.86	21.17	3.47***

(注) PS, GS はそれぞれ透明性基準であるプライム・スタンダード, ゼネラル・スタンダードを指す。PS 選択企業群 N=113, GS 選択企業群 N=37。CAR>0は累積異常収益率が正である企業の割合を示している。t 値における***は1%水準, **は5%水準で平均的に有意に正であることを示している。

と定義される。ここで、 R_{it} は実際のリターン（観測値）、 \hat{R}_{it} は予測されるリターン（予測値）を指す。市場調整リターンモデルでは、各銘柄のリスク構造が市場全体のリスク構造を反映した株式指数と一致しているという強い仮定の下、株式指数から計算される収益率を予測されるリターン \hat{R}_{it} としている。(1)式より各日の異常収益率（残差） e_{it}^* を求め、その累積和である各期間の累積異常収益率（CAR）を計測した。

表5に示したように、計測の結果、いずれの透明性基準を選択した企業においても平均的に有意に正のCARが見られた。また、ゼネラル・スタンダード選択企業群のCARの方が、プライム・スタンダードのそれに比べてばらつきが大きくなった。

3) マーケットモデルにおける累積異常収益率

次に、市場リターンと各銘柄のリターンの間に線形関係を仮定して各銘柄の予想される正常なリターンを推定する、いわゆるマーケットモデルを取り上げる。各銘柄のリターン (R_{it}) と市場リターン (R_{mt}) との線形関係は、以下のように表すことができる（ただし ε_{it} は平均ゼロの攪乱項）。

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} - \varepsilon_{it} \quad (2)$$

(2)式より、各銘柄について、市場再編が発表される2002年9月26日以前（イベント発生前）の1年間を推定期間（estimation window）から α_i , β_i の推定値である $\hat{\alpha}_i$, $\hat{\beta}_i$ を得た。次に、得られた推定値 $\hat{\alpha}_i$, $\hat{\beta}_i$ を用いて予測されるリターン $\hat{R}_{it} (= \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt})$ を計算し、

$$e_{it}^* = R_{it} - (\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt}) \quad (3)$$

により、各日の異常収益率（残差） e_{it}^* を求め、その累積和である各期間のCARを計測した（表6）。

そこでは、市場調整リターンモデルとは対照的に、プライム・スタンダードとゼネラル・スタンダードの間で大きな差が見られた。プライム・スタンダード銘柄では平均的に有意に正のCARが確認できたが、ゼネラル・スタンダード銘柄では銘柄間のばらつきの大きさが顕著となり正の

表6 透明性基準別の累積異常収益率（マーケットモデル）

	CAR>0	最大値	最小値	平均値	中央値	標準偏差	t 値
PS（期間1年）	84.07%	8.53	-1.55	1.35	1.10	1.65	8.71***
PS（期間2年）	76.99%	10.58	-2.68	1.55	1.46	2.17	7.61***
PS（期間3年）	75.22%	12.75	-4.59	1.99	1.95	2.88	7.34***
GS（期間1年）	86.49%	97.96	-63.06	4.43	2.36	20.12	1.34
GS（期間2年）	83.78%	94.97	-130.17	5.33	3.97	29.43	1.10
GS（期間3年）	86.48%	93.64	-198.18	4.75	4.73	39.27	0.74

（注）表5と同じ。

有意性を得ることはできなかった。

以上の計測結果から、プライム・スタンダードに比べて、ゼネラル・スタンダードを選択した企業はハイリスクな企業である傾向が確認された。この現象が、リスクの高い企業がゼネラル・スタンダードを選択した結果なのか、プライム・スタンダードに比べて透明性基準の緩いゼネラル・スタンダード全体に対して投資家がハイリスクを考慮した結果なのかについては、なお議論の余地があろう。とはいえ、今後上場する企業はゼネラル・スタンダードを選択することで、結果として投資家からハイリスク企業として認識される恐れがある。

2004、2005年中に公定市場もしくは規制市場に上場した19社の企業のうち、ゼネラル・スタンダードを採用した企業は僅か2社である。実際、規模の大小に関係なく、ほとんど全ての新規公開企業が投資家からの信頼を得るべくプライム・スタンダードの透明性基準を選択している。

（2） エントリー・スタンダードの導入

高い透明性基準の下で情報開示が積極的に行われても、これらの情報を適切に分析し投資行動に反映させることができるのは、一部の投資家に限られる。いくら質の高い情報が多量に溢れても、個人投資家に対しては、一定限度を超えて利便性の向上に結びつかないことは、ノイアマルクトのブームと崩壊から明らかになった。さらに、その後の市場再編で2つの透明性基準が導入されるも、優良企業であることのシグナルとして各企業は結局高い透明性基準を選択せねばならず、主体的な意思決定を行うことは困難であった³⁵⁾。特に、資本市場への参加が期待されてきた中小企業にとっては、このことが再び証券市場への参入障壁となった。事実、2003年に市場再編が行われて以降、約3年の間に新規上場を果たしたドイツ国内の企業は19社に留まっている（表2参照）。

こうした状況の下、2005年10月にドイツ証券取引所株式会社が発表したエントリー・スタン

35) 各企業は本来、海外投資家向けに透明性を確保しようとするプライム・スタンダードか、国内投資家向けに最低限の法律を遵守するゼネラル・スタンダードを選択することができた。しかし、優良企業であることのシグナルとして多くの企業が前者を選択する状況の下では、各企業の資金調達戦略に照らして主体的に透明性基準を選択することが困難となっている。

ダード (Entry Standard) の導入は、とりわけ中小企業向けの資本市場戦略について大きな転換を図るものであった。エントリー・スタンダードとは、第3の市場セグメント、自由取引の中に³⁶⁾設けられた新たな透明性基準である。

自由取引はもともと、公定市場や規制市場の下に設けられた、公法の適用されない市場である。よって、公法上必要な検査・事務手続きのための費用が抑制され、参加企業に求められる手数料も低く設定されている。また透明性基準も緩和されているため、株式公開にともなう諸費用の軽減につながり、中小のベンチャー企業にとっては理想の環境である。その一方、投資家にとっては公法適用外の市場故に潜在するリスクがあり、同市場に参加するのは一部のプロ投資家に限られ、高い流動性は確保しにくい。それでも、エントリー・スタンダードの導入により、「一定の透明性に関する最低要件を求める投資家と、容易に資本市場へアクセスしたいというベンチャー企業の利害の一致³⁷⁾」が、ノイアマルクトとは異なる形で新たに形成されることになった。

5. 結語

資本市場へ上場を果たすベンチャー企業は、中小企業分野の中でもごく一握りの企業にすぎない。しかし、スタートアップ企業に対してリスク資本の提供を試みるベンチャー・キャピタルにとって、こうした一部の優良企業のみであっても株式の新規公開という投資回収手段が選択できることは、事業の展開にプラスに作用する(第2章(2)及び図2)。

1997年に創設されたノイアマルクトは、国内外の投資家だけでなく、こうしたベンチャー企業やベンチャー・キャピタルにとっても大きな期待をもって受け入れられた。しかし、個人投資家を含む多くの投資家からの投資資金の流入は、世界的なITバブルに連動する形で、当該市場のブームと崩壊を招いた。高い透明性基準の下で多量の情報が開示されても、それを適切に分析し投資行動に反映させることができるのは、一部の投資家に限られた。また、国際的な透明性基準の下でも、適時開示などに関する問題が浮き彫りとなった。

2003年の市場再編では、こうした反省を踏まえてノイアマルクトを規制市場に組み入れ、公定市場・規制市場全体において2つの透明性基準を設定した。しかし、各々の基準の下で市場が成立するのではなく、その基準選択が直接、企業の業績に対するシグナルを投資家に与えることになった。結果、新規上場の際には必然的に高い透明性基準を選択することを余儀なくされた。

種々の要件を満たすために費用のかかる公定市場・規制市場において、ベンチャー企業の新規公開は限定的であった。そこで、ドイツ証券取引所は大きく戦略を転換して、公法適用外の市場である自由取引の中にエントリー・スタンダードと呼ばれる透明性基準を設け、ベンチャー企業の資金調達に対する新たな受け皿とした。高い透明性を掲げて様々な投資家を呼び込むのではなく、一部のプロの投資家とベンチャー企業を引き合わせる場を設けたのである。

36) エントリー・スタンダード導入と同時に、自由取引 (Freiverkehr) はオープンマーケット (Open Market) に改称されたが、本稿では無用な混乱を避けるため一貫して自由取引の呼称を用いている。

37) AG-Report(Heft 23, 5. Dezember 2005), S.532.

こうした資本市場側による取引所改革への取り組みの結果、成長機会のある企業に対してベンチャー・キャピタルが逸早く投資を行い、将来資本市場で投資回収を行うという道筋は、従来とは形を変えて整えられつつある。ただし、こうした仕組みを軸に、ドイツにおいてベンチャー企業育成につながる金融システムが確立するか否かについては判断の余地が残る。³⁸⁾引き続きその動向を注視していく必要がある。

参 考 文 献

- Audretsch, D. B. and Lehmann, E. E., Financing High-Tech Growth: The Role of Banks and Venture Capitalists, *Schmalenbach Business Review*, Vol.56, October, 2004, pp.340-357.
- von Boehm-Bezing, P., (1998) Eigenkapital für nicht börsennotierte Unternehmen durch Finanzintermediäre, Verlag Wissenschaft & Praxis, Sternenfels.
- Boehmer, E. and Ljungqvist, On the Decision to go public: Evidence from privately-held firms, *Deutsche Bundesbank Discussion Paper*, Series 1: Studies of the Economic Research Centre, No.16, 2004.
- Black, B., S., and Gilson, R., J., (1997) Venture Capital and the Structure of Capital Markets: Banks versus Stock Markets, *Journal of Financial Economics*, Vol.47, pp.243-277.
- Brühl, V. und Singer, W., (2004) Finanzierungsstrategien mittelständischer Unternehmen — Gestaltungsalternativen und Krisenprävention, in: Schmeisser, W., Bretz, M., Keßler, J., und Krimphove, D., (Hrsg.) (2004) Handbuch Krisen- und Insolvenzmanagement, Schäffer-Poeschel Verlag, Stuttgart.
- Campbell, J., Y., Lo, A., W., and MacKinlay, A., C., (1997) The Econometrics of Financial Markets, Princeton University Press. (祝迫得夫, 大橋和彦, 中村信弘, 本多俊毅, 和田賢治訳 (2003) 『ファイナンスのための計量分析』 共立出版)
- Eckert, M., Optimal Listing Policy for IPOs in the German Financial Market, *International Journal of Theoretical and Applied Finance*, Vol.6, No.3, 2003, pp.213-238.
- European Commission (2000) The European Observatory for SMEs Sixth Report, European Communities.
- Fromann, H., und Dahmann, A., (2005) Zur Rolle von Private Equity und Venture Capital in der Wirtschaft, Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften e. V., Berlin
- Gerke, W., (1998) Market Failure in Venture Capital Markets for New Medium and Small Enterprises, in: Hopt, K., Kanda, H., Roe, E., Wymeersch, E., and Prigge, S., edited (1998) Comparative Corporate Governance: the State of the Art and emerging Research, Oxford University Press.
- Gompers, P. and Lerner, J. (1999), The Venture Capital Cycle, MIT Press. (吉田和男監訳 (2002) 『ベンチャーキャピタル・サイクル』 シュプリンガー・フェアラーク東京)
- Grunow, H-W., G., und Figgenger, S., (2006) Handbuch Moderne Unternehmensfinanzierung, Springer Verlag, Berlin.
- Güntler, A., (2005) Wird die Ad-hoc-Publizität korrekt umgesetzt? Eine empirische Analyse unter Einbezug von Unternehmen des Neuen Markts, *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung*, Mai 2005
- Hackethal, A., Schmidt, R., H., and Tyrell, M., (2005) Banks and German Corporate Governance: on the way to a capital market-based system?, *Corporate Governance*, Vol.13, No.3, 2005, pp.397-407.
- KfW Bankengruppe (2003) Eigenkapital für den ‚bleiten‘ Mittelstand, in: Abschlussbericht, Frankfurt am Main, Januar/2003.
- Pfiffmann, O., Wupperfeld, U. and Lerner, J. (1997), Venture Capital and New Technology Based Firms: An US-German Comparison, Physica-Verlag Heidelberg (伊東維年, 勝部伸夫, 荒井勝彦, 田中利彦, 鈴木茂訳 (2000) 『ベンチャーキャピタルとベンチャービジネス アメリカとドイツの比較』 日本評論社)

38) ベンチャー企業向け市場だけでなく、大企業も含めてドイツで資本市場型ガバナンス制度が成立しうるのかについては、議論が重ねられている。Hackethal, Schmidt and Tyrell (2005) は、ドイツにおけるコーポレート・ガバナンスの現状を分析した上で、いくら市場が設けられても、当該市場がガバナンスの観点で企業に対して規律付けを行う役割を發揮していないのであれば、資本市場型のガバナンス制度は成立しえないと指摘している (Hackethal, Schmidt and Tyrell (2005), p.405.)。

- Ritter, J., R., (1991) The Long-Run Performance of Initial Public Offerings, *The Journal of Finance*, Vol.46, No.1, 1991, pp.3-27.
- Schefczyk, M., and Gerpott, T., J., (2001) Management Support for Portfolio Companies of Venture Capital Firms: An Empirical Study of German Venture Capital Investments, *British Journal of Management*, Vol. 12, pp.201-216.
- Tykvová, T., (2003) Is the Behavior of German Venture Capitalists Different? Evidence from the Neuer Markt, CFS Working paper No. 2003/24
- 相沢幸悦 (2002) 「解題：資本市場の改革と金融機関の規制整備 I 資本市場振興法と証券市場」日本証券経済研究所『外国証券関係法令集 ドイツ』日本証券経済研究所, pp.195-220
- 飯野由美子 (2000) 「ドイツのヴェンチャー・キャピタル市場の構造」(証券経済研究第28号, 2000年11月)
- 金鍾碩 (1989) 「西ドイツにおけるベンチャーキャピタルの展開」(熊本商大論集第36巻第1号, 1989年9月)
- 忽那憲治, 長谷川博和, 山本一彦編 (2006) 『ベンチャーキャピタルハンドブック』中央経済社
- 日本証券経済研究所 (2000) 『ヨーロッパの証券市場 2000年版』日本証券経済研究所
- 日本証券経済研究所 (2005) 『ドイツ第四次資本市場振興法の概要』日本証券経済研究所
- 三田村智 (2005) 「ドイツにおける中小企業金融への保証制度の果たす役割と問題点」『証券経済学会年報 第40号』(証券経済学会事務局, 2005年9月)
- 山口博教 (1998) 「統合資本市場としてのドイツ取引所株式会社」(証券経済研究第11号, 1998年1月)
- 山口博教 (2000) 「ドイツの証券市場」(証券経済研究第27号, 2000年9月)
- 山村延郎・三田村智 (2005) 「ドイツ・リテール金融業務における自己資本比率規制とリレーションシップ・バンキングの意義」『FSA リサーチレビュー 2005』(金融庁金融研究研修センター, 2005年12月)
- 山村延郎・三田村智 (2006) 「EU と加盟国との相互関係——独仏金融サービス市場における規制・監督・競争政策を事例に——」『日本 EU 学会年報 第26号』(有斐閣, 2006年11月)

[大学院商学研究科博士課程]