

平成22年度
産業金融システムの構築及び整備に係る
調査委託事業
「我が国新興市場及び機関投資家の機能強化
に関する調査」
(報 告 書)

2011年3月

はじめに

我が国産業のイノベーションを促進し、日本経済全体の成長と活性化を図るためには、新たな事業展開を臨む未上場企業等の創出・成長を促進する新規事業に挑戦するベンチャー企業が不可欠である。しかしながら、我が国の新興市場における上場（IPO）の数はここ数年低迷していることなどが原因となり、豊富な運用資産を抱える機関投資家（年金、保険等）によるハイリスクハイリターンへの投資（新興市場株式への投資やプライベートエクイティ投資等）が活発にならず、成長途上にある企業に対するリスクマネーが円滑になされていない。

また、少子高齢化の進む我が国では、国民全般にとって、退職後の生活を支える年金の給付確保が喫緊の課題となっている。このような中、退職者の増加、就業者数の減少、国際会計基準の導入等の課題に直面する年金基金にとって、資産運用の高度化は極めて重要なテーマであるといえる。

こうした我が国の状況を背景に、株式会社大和総研では、経済産業省経済産業政策局産業資金課の委託事業調査に基づき、我が国新興市場及び機関投資家の機能強化に焦点を当てた基礎調査事業を実施した。当該調査ではまず始めに、海外主要国の株式市場における新規上場を巡る現状や市場活性化に向けた足許の取組等を調査・分析することにより、我が国新興市場の抱える問題点の改善に向けた政策の検討を行う。そして続けて、海外における主な機関投資家の運用体制や各種規制、リスク性の高い投資を仲介する投資運用業者の存在等による資産運用を巡る事業環境を調査・分析することにより、我が国機関投資家の運用高度化に向けた検討を試みている。

市場サイドから見ても、長期運用を前提とする年金基金は、資本市場におけるリスクマネーの供給元としての側面が期待できる反面、現状の我が国年金基金の運用は、必ずしも最良の実践例（ベストプラクティス）に沿ったものではなく、いくつかの点では、海外主要国とも比較して十分なパフォーマンスを発揮しているとは言い難い状況である。そこで本調査の最後では、我が国年金基金のガバナンスの現状、投資動向、投資アパタイト等に関するヒアリング調査を実施し、機関投資家における運用体制強化とそれを促す制度的な外的環境の改善に向けた施策の検討を行っている。

本調査が、長期運用を前提とする機関投資家から、成長企業に対するリスクマネーの供給の流れを円滑なものとし、我が国の成長分野への資金供給促進の一助になれば幸いである。

2011年3月

(株)大和総研 第二コンサルティング本部長

岡野 進

目次

第1章 欧英及び米国の新興企業市場.....	1
はじめに.....	1
第1節 90年代後半の欧州新市場創設.....	2
第2節 アンダープライシングと情報の非対称性.....	4
第3節 新市場におけるアンダープライシング.....	7
第4節 アンダープライシングとベンチャー・キャピタル.....	11
第5節 ベンチャー・キャピタル出資企業の公開後パフォーマンス.....	15
第6節 05年以降のMTF設立.....	19
第7節 AIM.....	23
1. 欧州新市場崩壊後の取引所業界.....	23
2. 登録・登録取消基準.....	27
3. 指定アドバイザー (Nomad).....	32
4. モニタリング.....	41
第8節 ユーロネクストのMTF.....	45
1. 取引所の株式会社化と提携・統合.....	45
2. オルターネクスト (Alternext).....	48
3. マルシェ・リーブル (Marchés Libres).....	53
4. NYSE オルターネクスト (現 NYSE Amex).....	54
第9節 ドイツ証券取引所のMTF.....	59
第10節 OMXのMTF.....	62
1. ファースト・ノース・ノルディック (First North Nordic).....	62
2. ファースト・ノース・バルティック (First North Baltic).....	66
第11節 NASDAQ.....	68
1. 90年代以降の市場の変質.....	68
2. NASDAQの新興市場セグメント.....	76
<補節> TMX.....	80
第12節 欧英・米国よりの示唆.....	87

第2章 機関投資家の現状	93
第1節 はじめに	93
1. 調査の背景・目的	93
第2節 文献調査の概要	94
1. 調査目的.....	94
2. 調査内容.....	95
(1) 海外主要国（米国及び英国）における年金基金の実態.....	95
① アメリカの年金制度	95
a) 年金制度の体系.....	95
b) 企業年金制度（確定給付制度、確定拠出制度）	95
c) 米国企業年金基金のガバナンスについて（ERISA 法）	97
d) 企業年金の税制	97
1) 適格企業年金拠出時の税制.....	97
2) 積立金および運用益	97
3) 年金給付時の税制	97
4) 一時金に係る税制	97
5) 非適格年金	97
e) 米国 ERISA 法における議決権行使	98
② 英国の年金制度.....	98
a) 公的年金制度の概要	98
b) 企業年金制度と適用除外制度.....	99
c) 企業年金の税制.....	99
1) 適格企業年金拠出時の税制.....	99
2) 積立金および運用益	99
3) 年金給付時の税制	99
4) 一時金に係る税制	100
5) 非適格年金	100
6) 登録年金制度の税制	100
i) 年間許容限度額（annual allowance）	100
ii) 生涯許容限度額（lifetime allowance）	100
d) 英国監督規制における議決権行使；スチュワードシップ・コード	100
③企業年金の運用成績等が企業財務に与える影響	101
(2) 海外主要国（米国及び英国）の保険会社の運用状況	102
①米国保険会社の資産配分状況	102
a)一般勘定	102

b)分離勘定	102
②英国生命保険会社の資産配分状況	103
③米国、英国での生命保険会社の運用と日本の比較	103
(3) ファンドオブファンズの事業環境とその実態	103
3. 文献調査のまとめ	104
第3章 ヒアリング調査の概要	106
第1節 ヒアリング調査の意義	106
第2節 ヒアリング調査の実施内容	106
1. ヒアリング実施調査の対象	106
2. ヒアリング調査実施期間	107
3. ヒアリング調査実施の手順	107
(1) 事前準備	107
①運用全般に対する考え方、今後の方向性	107
②新規オルタナティブ投資（ベンチャー、バイアウトファンド、リアルアセット投資等）に対する考え方、今後の方向性	107
③ 投資を行うに当たって解決すべき課題・問題点	108
④ 投資を実施しない（中止する）理由	108
⑤ 参考にしている市場情報（データベース等）、収集方法	108
⑥ 政策アセットアロケーション策定における課題	108
⑦ 投資案件等に関する評価（デューデリジェンス、モニタリング）	108
(2) 訪問および意見交換	108
4. ヒアリング調査結果の分析	109
5. 実施対象企業：11 基金（社）について	109
第3節 ヒアリング調査結果の概要（重要ポイント：項目別まとめ）	110
1. 年金積立金の運用目標	110
2. 企業年金基金のガバナンス	110
(1) 意思決定及び業務執行	110
(2) 業務執行における監視体制	111
(3) 人材の確保・育成	111
3. 運用委託機関の機能	111
4. 年金積立金の運用手法、運用対象	112
(1) 資産配分（政策アセット・ミックス）	112
(2) 運用対象等（成長分野等への投資）	112
5. PEファンド投資について	112
(1) 投資動向	112
(2) バイアウト投資に関する問題点、課題	112

(3) VC ファンド投資に当って問題点や課題。	113
6. リアルアセットファンド投資について	113
(1) 投資動向	113
7. 中小型株式投資について	113
(1) 投資動向	113
(2) 問題点や課題。	113
8. 社会的責任投資	114
9. 議決権行使	114
第4節 我が国機関投資家の運用高度化に向けたアプローチ	115
1. 機関投資家側（特に年金基金）での問題点	115
(1) 投資専任者、人材育成方法の問題点	115
①投資先任者の継続的確保が困難	115
②資格制度の未整備	116
(2) 年金基金のガバナンスでの問題点	116
①資産運用委員会、代議員会での意思決定の問題点	116
②厚生労働省所管での限界	117
2. 運用機関側（特に総幹事）での問題点	117
(1) 総幹事から抑制、信託銀行からの商品供給の少なさ	117
(2) ファンド運用者の年金運用・実態の知識不足	118
3. その他の問題点	118
第4章 個別ヒアリング調査結果（概要）	120
1. A年金基金	120
2. B年金基金	124
3. C年金基金	128
4. D年金基金	130
5. E年金基金	134
6. F年金基金	137
7. G年金基金	140
8. H年金基金	144
9. I年金基金	149
10. J保険会社	152
11. K損害保険会社	156

第1章 欧英及び米国の新興企業市場

はじめに

新興市場を設計するに当たってはコンセプトを明確に提示する必要がある。

仮に本来は店頭市場登録が妥当であると考えられる新興企業までを上場させることを目指すのであれば、上場企業相応のガバナンスを求め、既上場企業を含めて金融商品取引所のガバナンス・プレミアムに影響を及ぼすおそれのある銘柄を未然に排除する必要がある。一方で高規制モデルと低規制モデルを併行して運営することによって新興企業に対する資金調達の間を提供するシステムを構築することを重視する場合には各市場の特性を明確に提示し、ガバナンス・プレミアムの獲得と負担のトレード・オフを認識することのできる開示基準、審査方法等の導入が望ましい選択といえよう。

後者の場合、極端に言えば取引所の役割を流通市場の運営と監視にとどめることも選択肢の一つとなる。株式公開に関する発行体の意思決定の妥当性の判断が引受業者に委ねられれば審査機能の移転も可能となる。情報の非対称性と資本コストの関係を発行体に認識させ、流動性を拡大することへの対価が保証されるスキームが備われば、そのための選択とサポートは引受業者の収益極大化をもたらす要素となる。取引コストが発行体にとっての資本コストに反映される以上、流動性の確保は市場を維持するための必要条件である。流通市場にはモニタリング機能をもつ投資家が参加できるだけの適格性が求められるが、低規制モデルが全体として投資適格性を備えたものとして成立する必要もない。低規制モデルに公開した企業がより高いガバナンス・プレミアムを求めて市場を変更することにより逆選択の発生は避けられない。審査段階で峻別の困難な虚偽記載といった責任の所在を明確にする必要のある問題も存在する。低規制モデルには潜在的な高規制モデル移行銘柄のためのエマージング・セグメントと並存する高規制モデル及びエマージング・セグメントの継続公開基準を満たすことのできなくなった企業を対象とする救済セグメントを設ける必要が生じよう。全体として捉えればヴァリュー、グロース、ミッド・キャップといった概念でインデックスを構成するセクターによる成る高規制モデル、並びに上場予備軍としてのエマージング・セクターと各セグメントの受け皿として機能する救済セクターより成る低規制モデルが並存することになる。将来的に高規制モデルでの株式公開を希望する企業の株式が取引される市場を取引所から独立させて管理することに合理性はなく、“売買・情報伝達に係るシステムを保有”¹する取引所によって運営される救済システムも社会的効用を生む。重視されるべきは救済セクター以外の各セグメントにおける逆選択問題の発生を回避するための退出基準の設定であり、エマージング・セクターと高規制モデルの受け皿とが混同されることがあってはならない。

取引所としてのガバナンス・プレミアムの確立と新興企業に資金調達の間を提供することを目的とする低規制モデルの運営は、合理的コンセプトに基いて設計されたシステムが確立されていれば相反するものではない。

¹ [日本証券業協会“上場廃止銘柄の円滑な流通を促進するための制度整備について -取引所上場廃止銘柄等の流通に関する制度整備ワーキング・グループ報告書-” 11/2007](#)

第1節 90年代後半の欧州新市場創設

96年2月14日、欧州初の新市場としてフランスにヌーヴォ・マルシェ（Nouveau Marché）が発足した。それまでも中小企業向けの市場の確立は試みられており、フランスのSecond Marché（83年1月）、ドイツのGeregelter Markt（87年5月）といった二部市場も創設されているが、何れも期待された発展は遂げておらず、新市場は透明性とガバナンスを重視したエイジェンシー・コスト・アプローチを採ることによって設計された。英国では既に従来の非上場証券市場（Unlisted Securities Market - USM²）に代わるAIM（Alternative Investment Market）が95年6月に発足していたが、当時の一般的な認識は古典的な資本コスト・アプローチが採用された旧店頭市場の延長上にあるものでしかなく、欧州の新市場が参考としたモデルは米国のNASDAQである。

Stulzに拠れば、緩やかな規制を敷く経済に属する企業はより厳しい規制が課される市場での資金調達を選択することにより、投資家保護とガバナンスの強化、情報の非対称性の低下を通じて資本コストを低下させることが可能となる³。Huddart/Hughes/Brunnermeier⁴は開示基準の厳格化による情報の非対称性の低下が流動性を高め取引所の取引シェア拡大をもたらすと同時に発行体がここへの上場を選好する要因となること、Fürst⁵は発行体が投資家保護に関する規制が厳格に適用される市場を選好し、その選択によって企業価値の増大が期待できることをモデルによって提示している。80年代後半より欧州市場が米国に対する競争力を急速に喪失し、域内の新興企業はエクィティ・ファイナンスの場を米国のNASDAQに求めざるを得ないという当時の状況に対する欧州の回答が新市場の創設である⁶。

ヌーヴォ・マルシェは事業履歴が短い一方で潜在成長力は高いと看做し得る企業に対し資金調達の場を提供すると同時に、投資家に対し透明性、安全性、流動性を保障し、高リスクに見合う高収益を見込むことのできる市場を創造するというコンセプトの下に設計された。事業履歴が短く利益水準の低い企業を対象として想定していることから規模等についての上場要件と上場費用は低水準に設定されているが、検討の段階よりEUの投資サービス指令（ISD）⁷に則った規制市場とすることが計画され、開示、投資家保護等の基準を下げるという従来の思想は排除されている⁸。流動性が犠牲とされた場合に予想される発行体の間接コストへの影響に配慮し、流動株式比率に下限が設けられていることに加え、上場/マーケット・メイクに責任をもつ業者（Introduceurs Teneurs de Marché⁹）を指定する制度も導入された。

² 80年11月に開設され96年末に閉鎖。英国にはこの他ベンチャー企業を対象として87年1月に創設され90年末にUSMに統合される形で閉鎖された三部（535.5）市場も存在した。

³ [Stulz, René M. "Globalization of equity markets and the cost of capital" 02/1999](#)

⁴ [Huddart, Steven/Hughes, John S./Brunnermeier, Markus "Disclosure Requirements and Stock Exchange Listing Choice in an International Context" 02/1998](#)

⁵ [Fürst, Oren "A Theoretical Analysis of the Investor Protection Regulations Argument for Global Listing of Stocks" 09/1998](#)

⁶ 新興企業のみを対象とした分析ではないが、Pagano et al.は米国にADRを上場する当時のEU9カ国の企業が86年から97年にかけて52社から206社へと拡大する一方で、EU9カ国の株式市場に重複上場する米国企業が284社から184社に減少したとしている（[Pagano, Marco/Röell, Ailsa A./Zechner, Josef "The Geography of Equity Listings: Why Do Companies List Abroad?" 12/2002](#)）。

⁷ [Council Directive 93/22/EEC of 10 May 1993 on investment services in the securities field](#)

⁸ [Roger, Bruno/Faurre, Pierre/Société des Bourses Française "Nouveau marché" 02/2005](#)

⁹ ノリア・マルクトの“Designated Sponsors”、ヌーヴォ・メルカートの“Sospensione ed Esclusione dalle

このような方針はディーラー間市場としての EASDAQ¹⁰、翌97年3月10日に発足したドイツのノィア・マルクト（Neuer Markt）といった他の新市場でも踏襲されている。

図表1：欧州新市場の主要上場要件

会計基準	ヌーヴォ・マルシェ	ノィア・マルクト	ニウヴェ・マルクト	Euro.NM ブリュッセル	ヌーヴォ・メルカート	EASDAQ (NASDAQ Europe)
	仏GAAP、IAS もしくは米GAAP	IAS もしくは米GAAP	IAS もしくは米GAAP	IAS もしくは米GAAP	伊GAAP もしくは IAS	IAS もしくは米GAAP
定期開示	四半期売上 半期決算	四半期決算	四半期決算	四半期決算	四半期決算	四半期決算
報告書作成言語	仏	独・英	蘭・英	仏・蘭・英	伊・英	英
事業履歴	なし	なし	最低3年	最低3年	最低1年	0~2年
収益性基準	なし	なし	なし	なし	なし	なし
株主資本下限	€150万	€150万	€150万	€150万	€150万	€200万
IPO時価総額下 限	€500万	€500万	€500万	€500万	€500万	なし
流動株式数下限	10万株	10万株	10万株	なし	10万株	なし
流動株式比率	20%	25% €1億超の場合 10%	20%	20%	20%	20%
公募・売出株式数 比公募株式比率	1/2以上	1/2以上	1/2以上	1/2以上	1/2以上	なし

Giudici/Roosenboom

[Goergen, Marc/ Khurshed, Arif/McCahery/McCahery, Joseph A./Renneboog, Luc "The Rise and Fall of the European New Markets: on the Short and Long-run Performance of High-tech Initial Public Offerings" 10/2002](#)

[Euronext Paris SA "RÈGLES DE MARCHÉ DE LA BOURSE DE PARIS ET DU NOUVEAU MARCHÉ" 04/2001](#)

[Deutsche Börse "Regelwerk Neuer Markt" 07/2002](#)

[Borsa Italiana "REGOLAMENTO DEL NUOVO MERCATO ORGANIZZATO E GESTITO DA BORSA ITALIANA S.P.A." 09/2005](#)

[EASDAQ "EASDAQ RULE BOOK" 01/2000](#)

背景には統一市場の確立というEU規模での目標もある。99年の金融サービス・アクション・プラン¹¹に掲げられた方向性に沿い01年にはラムファルーシ・レポート¹²によって実現へのプロセスが示された。同年の上場指令¹³、03年の市場濫用指令¹⁴、目論見書指令¹⁵に続き、04年には ISDに代わる金融商品市場指令（MiFID）¹⁶が施行され、同年12月には開示情報の統一を図る透明性指令¹⁷も採択されている。

しかしながら、97年にフランス、ドイツ、オランダ、ベルギーの新市場が創設し、99年にイタリアも加わった業界団体としてのEuro.NMは基準統一で合意に至らず、国際取引コストの問題、ユーロネクス

Negoziazioni"に相当。

¹⁰ 96年10月設立。01年3月に NASDAQ が株式の58%を取得しNASDAQ Europe に改称。2003年12月撤退。

¹¹ [European Commission "Financial Services: Implementing the Framework for Financial Markets: Action Plan" 05/1999](#)

¹² [THE COMMITTEE OF WISE MEN "FINAL REPORT OF THE COMMITTEE OF WISE MEN ON THE REGULATION OF EUROPEAN SECURITIES MARKETS" 02/2001](#)

¹³ [Directive 2001/34/EC of the European Parliament and of the Council of 28 May 2001 on the admission of securities to official stock exchange listing and on information to be published on those securities](#)

¹⁴ [DIRECTIVE 2003/6/EC OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation \(market abuse\)](#)

¹⁵ [Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council of 4 November 2003 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading and amending Directive 2001/34/EC](#)

¹⁶ [Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on markets in financial instruments amending Council Directives 85/611/EEC and 93/6/EEC and Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directive 93/22/EEC](#)

¹⁷ [Directive 2004/109/EC of the European Parliament and of the Council of 15 December 2004 on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market and amending Directive 2001/34/EC](#)

ト創設に代表される競争環境の変化等を背景に2000年末には解散。相次ぐ不祥事の発覚もあり、ドットコム・バブルが崩壊する中で機能停止状態に陥ったノリア・マルクトは03年6月に公式市場（Amtlicher Handel）に併合された¹⁸。05年3月にはユーロネクストもヌーヴォ・マルシェ、公式市場（Marché Officiel）、二部市場（Second Marché）を統合。ユーロリスト（Eurolist）として規制市場を単一化している。

欧州新興企業の資金調達場の確立という期待された役割を十分に果たすことなく新市場は終焉を迎えることになった。

欧州新市場の短期的な成功に続く破綻を自由市場経済で成立しているスキームが協調型市場経済に導入されたことによって発生したサブ-システム間の一時的な歪みと反動を伴う修正として“資本主義の多様性”の観点から理念的な説明を試みようとする議論も存在する¹⁹。しかしながら、要因は寧ろ発行体による資本構成の選択とエイジェンシー機能の質に求められる可能性が高いと考えられる。

第2節 アンダープライシングと情報の非対称性

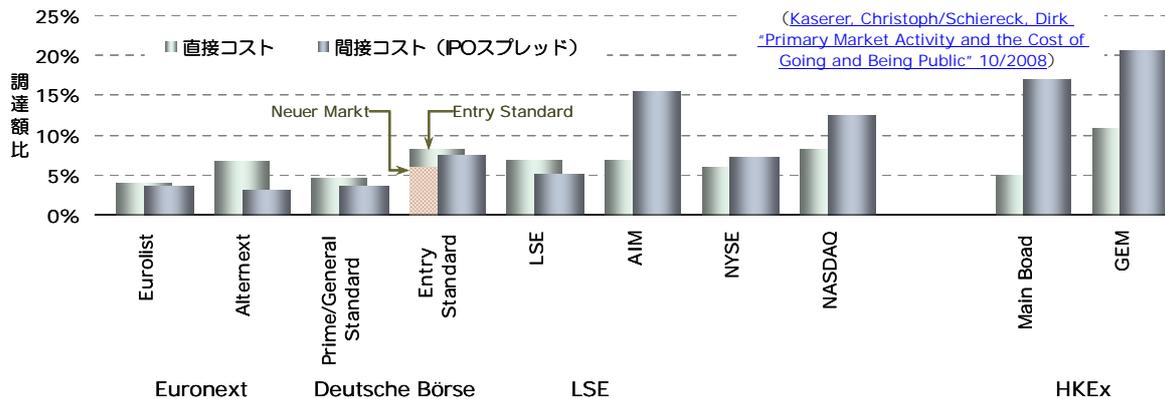
資金調達コストの負担は規模の小さいティールで相対的に大きい。この現象は取引所上場手数料についても確認できるが、上場手数料は資金調達コストの僅かな部分を占めるにすぎず、Huddart et al. (02/1998)⁴も開示規制の強化によってもたらされる流動性の増加を背景とする取引所のシェア拡大は上場費用の水準に左右されないとしている。中小企業にとっては直接コストのうちの大部分を占める引受手数料、法務・会計費用、更に間接コストとしてのアンダープライシング（発行体にとっての一株当たり調達額となる公開価格と市場による評価額である公開日価格との差）が株式公開を通じて資金調達を図る上での重要な要因となる（図表2）。

かつての欧州新市場においてメイン・マーケットとの比較でみた開示基準等の差が発行コスト、市場の選択に及ぼした影響を明確に把握することはできない²⁰。これに対し米国におけるSOX（Sarbanes-

¹⁸ 当時の状況は [Burghof, Hans-Peter/Hunger, Adrian "Access to Stock Markets for Small and Medium-sized Growth Firms: The Temporary Success and Ultimate Failure of Germany's Neuer Markt" 10/2003](#)、[Klindworth, Harald "Rationale Spekulation?: Über die Krise des Neuen Marktes und dessen öffentliche Verarbeitung" 06/2008](#)。

¹⁹ [Vitols, Sigurt/Engelhardt, Lutz "A Varieties of Capitalism Perspective on the Failure of Germany's Neuer Markt" 02/2005](#)。また Becker et al. (03/2003) はドイツ初のベンチャー・ファンドとして創設された WFG (Deutsche Wagnisfinanzierungsgesellschaft) の破綻を例にとり銀行を中心に成立している金融システムにベンチャー・キャピタルを導入する際に想定すべき問題点を指摘しているが、新興市場の必要性を否定するものではない ([Becker, Ralf/Hellmann, Thomas "THE GENESIS OF VENTURE CAPITAL - LESSONS FROM THE GERMAN EXPERIENCE" 03/2003](#))。

²⁰ Bottazzi/Da Rin (07/2002) は 96 年から 01 年にかけてのヌーヴォ・マルシェ、ノリア・マルクト、ヌオヴォ・メルカーのサンプルを用いて米 GAAP の採用が資金調達力を有意に拡大させると推計している ([Bottazzi, Laura/Da Rin, Marco "Europe's 'New' Stock Markets" 07/2002](#))。また Leuz/Verrecchia (08/1999) では 98 年時点での DAX100 採用企業のうち会計基準を独 GAAP から米 GAAP もしくは IAS に変更したグループでビッド・アスク・スプレッドの縮小、売買高の拡大といった資本コスト低下効果が発生したことが確認された ([Leuz, Christian/Verrecchia, Robert E. "The Economic Consequences of Increased Disclosure" 08/1999](#))。Leuz (10/2000) はノリア・マルクトにおける会計基準の選択による影響の計測も試みているが、ノリア・マルクトが国内会計基準を認めていないことから IAS 採用企業と米 GAAP 採用企業との比較となっており、特筆すべき検証結果は得



図表 2：セグメント別資金調達コスト (01/99~03/08)

Oxley) 法については多くの実証研究が発表されている。金融サービス・アクション・プランの実現によって期待できるメリットについては09年3月に報告書²¹がまとめられているが定量的な分析ではなく、同年1月に公表されたコストについての定量分析²²は直接コストを取扱うにとどまっている。

この中でKaserer/Mettler/Obernbergerは一連の検証を通じて規制の強化が米国における上場コストを大きく低下させたとする推計結果を提示した²³。

調達額比でみた直接コストのウェイトはSOX法施行後に0.8~0.9ポイント上昇した。これは基本的に会計・法務費用の増加によってもたらされている(図表3)。一方で間接コストとしてのアンダープライシングは3~6ポイント低下。直接コストの拡大を吸収しており、NASDAQ上場企業(▲4.5~8ポイント)、

図表 3：Kaserer et al.による SOX 法施行が上場コストに及ぼした影響の推計

推計期間		SOX導入の影響	自由度修正決定係数	F-値	サンプル数	SOXダミー以外に採用されている独立変数				
98-02	対調達額比	直接コスト	+ .77% ***	.549	300.9 ***	1,479	当期調達額(2000年価格)；前期調達額(2000年価格)；希薄化効果；2002年ダミー；NYSEダミー			
		会計・法務	+ .81% ***	.401	160.5 ***	1,431				
	アンダープライシング		-4.65% ***	-3.35% ***	.300	.351		調達額(2000年価格・対数値)；希薄化効果；オーバー・アロットメント比率；市場全般的パフォーマンス；業種平均PBR；引受業者実績；発行価格情報修正ダミー；発行価格下方修正ダミー；ハイ・テック・ダミー；99-2000ダミー；前四半期業種平均IPOディスカウント率		
		NYSE	+ .02%	+ .89%	.300	.312				
	NASDAQ	-6.20% ***	-4.57% ***							
	総コスト	-4.23% ***	-3.10% ***	.310	.321					
	NYSE	-2.29%	+1.47%							
	NASDAQ	-5.58% ***	-4.1% ***	.310	.321					
	98-07	対調達額比	直接コスト	+ .9% ***	.605	53.5 ***			1,116	調達額(2000年価格・除グリーンシュエ)；総資産(2000年価格)；設立後年数(対数値)；VCダミー；希薄化効果；NASDAQダミー；ハイ・テック・ダミー；VCダミー；引受業者実績；2002年ダミー
			引受手数料	- .0%	.495	24.3 ***				
90-07	対調達額比	会計・法務	+ .8% ***	.454	40.2 ***	1,010	調達額(2000年価格・対数値)；希薄化効果；引受業者実績；1+ 設立後年数(対数値)；VCダミー；スピンオフ・ダミー；ハイ・テック・ダミー；インターネット・ダミー；NASDAQパフォーマンス；99-2000ダミー；前四半期ディスカウント率；NASDAQダミー(NYSE・NASDAQ別推計のみ)			
		全サンプル	-5.6% ***	.2214						
	フラアインディング	NYSE	+1.4%							
		NASDAQ	-8.0% ***	.2244	3,963					
	設立後7年超	-2.4%								
	設立後7年以下	-10.5% ***	.2220							
	類似サンプル	-5.6% **	.2328							
	90-07	対調達額比	全サンプル	-7.4% ***	.2341				1,010	
			NYSE	-2.7%						
	公募価格修正率	NASDAQ	-9.3% ***	.2488				3,955		
設立後7年超		-2.4%								
設立後7年以下	-10.5% ***	.2220		3,963						
類似サンプル	-6.9% ***	.2790		1,010						
上場日引値・想定公開価格中位値乖離率	全サンプル	-16.3% ***	.2395		3,955					
	類似サンプル	-15.0% ***	.2415		1,010					

(Kaserer/Mettler/Obernberger 05/2008 06/2009 07/2009)

有意水準 *** 1%
** 5%

られていない (Leuz, Christian "IAS versus US GAAP: A "New Market" Based Comparison" 10/2000)。

²¹ Malcolm, Kyla/Tilden, Mark/Wilsdon, Tim "Evaluation of the economic impact of the FSAP" 03/2009

²² Europe Economics "Survey on the cost of compliance with selected FSAP measures" 01/2009

²³ Kaserer, Christoph/Mettler, Alfred/Obernberger, Stefan "Has the Sarbanes-Oxley Act reduced the Adverse Selection Cost of IPOs?" 05/2008；"Was SOX Effective in Reducing Asymmetric Information? The Case of IPO Underpricing" 06/2009；Obernberger, Stefan/Kaserer, Christoph/Mettler, Alfred "The impact of the Sarbanes-Oxley Act on the Cost of Going Public" 07/2009

設立後7年以下の発行体（▲10.5ポイント）の負担軽減によるところが大きい。ブックビルディング・レンジ中位値と上場日引値との乖離率が16.3ポイント縮小し公募価格修正率も低下していることは、公開企業によるより有利な条件での資金調達が可能となったことに加え、これまで公開前のモニタリングには期待できなかった“保証機能”が基準強化によって実現していることを示すものである。公募価格水準の変化によるアンダープライシング低下効果は7.1ポイント程度と推定されている。

一方で発行体は開示基準の厳しい市場を選好するという仮説が全ての企業に妥当するわけではないという事実もSOX導入直後の米国において観察されている。Leuz/Triantis/Wang (03/2008)によれば、SOX法の施行と第404条の立案は企業が自主的に上場を廃止し店頭での公開を選択する要因として大きく作用している（図表4）²⁴。

類似的現象は99年から2000年にかけて実施されたSEC開示基準のOTCBB（Over-The-Counter Bulletin Board）までへの適用範囲拡大に際しても確認された。99年1月、NASD（National Association of Securities Dealers）規則6530号、6540号が34年証券取引法Section 13及びSection 15（d）に定められる10-K、10-Q、8-Kの提出を義務づける方向で改正された²⁵。これにより99年初頭にOTCBBに公開されていた5,613銘柄のうち3,589銘柄が01年6月末までに登録を取消し（うち361銘柄は再登録）、多くはNOB（National Quotations Bureau、現在のPink Sheets）での公開を選択している²⁶。NOBの公開銘柄数はこの間に約3,000から6,000超へと急増した。Bushee et al. (02/2003)²⁶は、流動性と値付率にOTCBBでの公開を継続した企業で改善が認められる一方で他の店頭市場への登録変更を選択した企業ではこれらが悪化しており、取引コストとしての売買スプレッドの変化にも差が生じたことを実証によって示している。

基準の緩和が市場の質の向上をもたらす要因とならないことはかつてのNASDAQの例にも端的に表

図表4：Leuz et al.による Going Dark/Going Private 選択要因の推計

推計期間：98-04 サンプル数	Going Dark 選択に及ぼした影響		Going Private 選択に及ぼした影響	
	推計式 I	推計式 II	推計式 I	推計式 II
	84		84	
	回帰係数 有意水準	回帰係数 有意水準	回帰係数 有意水準	回帰係数 有意水準
SOXダミー	+9.98 ***	+4.93 **	-.33	+1.70
Section 404 案提出ダミー	☒ +7.55 ***	+7.55 ***	☒ -1.08	-1.08
Section 404 施行ダミー	☒ -2.21	-2.21	☒ -3.10 *	-3.10 *
Section 404 最終適用期限延長ダミー	☒ -3.65 ***	-3.65 ***	☒ +1.86	+1.86
前年度市場パフォーマンス	+1.75	-1.00	+2.66	+6.23 **
前年度IPOティール数	-.01 ***	-.01 *	-.01 ***	-.01 ***
タイム・トレンド	+.54 *	+.40	+.48 *	+.55 **
定数項	-1080.77 *	-799.63	-943.55 *	-1087.78 **
自由度修正決定係数	.70	.75	.22	.26

☒ 推計に採用されていない変数
*** 1%
** 5%
* 10%

(Leuz/Triantis/Wang 03/2008)

²⁴ [Leuz, Christian/Triantis, Alexander J./Wang, Tracy Yue "Why Do Firms Go Dark? - Causes and Economic Consequences of Voluntary SEC Deregistrations" 03/2008](#)

²⁵ [Federal Register / Vol. 64, No. 5 / Friday, January 8, 1999 / Notices](#). NASD 規則は現在の [FINRA \(Financial Industry Regulatory Authority\)](#) 規則。

²⁶ [Bushee, Brian J./Leuz, Christian "Economic Consequences of SEC Disclosure Regulation" 02/2003](#)

れている。NASDAQは欧州の新市場創設と同時期に欧州新市場の採用したものと異なるコンセプトに基づく決断を下し、97年8月、数値基準として純固定資産（総資産-負債-営業権）・継続事業税引前利益基準に替え時価総額を選択可能なオプションを導入した。Klein/Mohanram（09/2004）は、この間のNASDAQには従来であれば登録を見込めない財務体質の脆弱な企業が公開され、市場の投機色を強める結果を招いたと結論づけている²⁷。

第3節 新市場におけるアンダープライシング

情報の非対称性の軽減が資本コストの水準を低下させるという仮説は短命に終わった欧州の新市場の歴史においても概ね支持されている²⁸。一方でアンダープライシングの水準自体は創設から01年3月までの平均値でヌーヴォ・マルシェ17.49%、ヌーヴォ・メルカート23.51%、ノリア・マルクトでは51.53%に達する（Giudici et al.²⁸）。Giudici/Roosenboomは95年から01年末までの新市場（ヌーヴォ・マルシェ、ノリア・マルクト、ユーロ NM ブリュッセル、ニウウェ・マルクト、ヌーヴォ・メルカート、EASDAQ/NASDAQ Europe）と他のセグメント（仏二部市場、独公式市場、独二部市場、白公式市場（Eerste Markt）、蘭公式市場（Officiële Markt）、伊公式市場（Mercato di Borsa））のアンダープライシング格差（新市場平均34.50%、その他セグメント平均13.07%）に関する実証研究によってセグメントの差異のみによっては格差の存在を正当化することはできないとの推計結果を提示した²⁹。Hunger（02/2003）は97年から02年にかけてのドイツのアンダープライシング平均値が公式市場、二部市場、店頭市場（Freiverkehr）で各々11.16%、17.30%、39.65%と情報の非対称性に関する仮説を支持する水準となっているにもかかわらず、公式市場と比較しても厳しい開示条件が課されたノリア・マルクトではこれが53.64%に達していることにより、新市場の間接コストには他の要素が反映されている可能性があることを示唆している³⁰。

投資家の期待収益率に左右されるというアンダープライシングの性格を考えればドット・コム・バブルの醸成による影響も否定できないが³¹、新市場において新興企業が負担した間接コストを情報の非対称

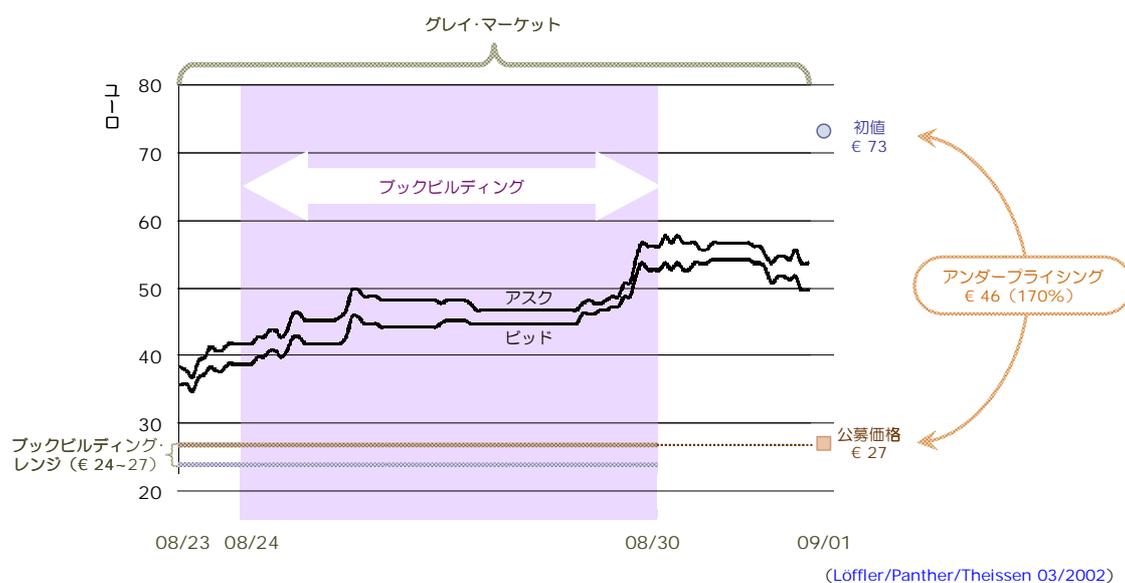
²⁷ Klein, April/Mohanram, Partha S. ["They Came, They Conquered, They Collapsed: The Impact of NASDAQ's Lowering of Listing Standards in 1997" 09/2004](#). 厳密には例えば“National Markets”セグメントでは“総資産、営業収入の何れもが7,500万米ドル以上、もしくは時価総額7,500万米ドル以上”が基準とされていたが、Klein et al.によれば、新基準導入後ドット・コム・バブルが終焉を迎える2000年6月までに新基準を採用して公開した566社のうち529社（93.5%）は総資産・営業収入基準を満たしていない。これは新規登録企業総数867社の61.0%に相当する。尚、登録基準のその他の選択肢は純固定資産600万米ドルかつ継続事業税引前利益100万米ドル以上、もしくは純固定資産1,800万米ドル以上。純固定資産基準は01年に純資産基準に変更された。（[NASDAQ "Nasdaq changes Quantitative Listing Standards" 07/2001](#); [United States General Accounting Office "SECURITIES MARKETS - Opportunities Exist to Enhance Investor Confidence and Improved Listing Program Oversight" 04/2004 Report to Congressional Requesters](#)）。

²⁸ 96年3月から01年3月にかけてのヌーヴォ・マルシェ、ノリア・マルクト、ユーロ NM ブリュッセル、ニウウェ・マルクト（NMAX）、ヌーヴォ・メルカートのデータに基づく [Giudici, Giancarlo/Roosenboom, Peter "Pricing Initial Public Offerings on 'New' European Stock Markets"](#)、96年3月から2000年にかけてのヌーヴォ・マルシェとノリア・マルクトのデータに基づく [Schertler, Andrea "THE DETERMINANTS OF UNDERPRICING: INITIAL PUBLIC OFFERINGS ON THE NEUER MARKT AND THE NOUVEAU MARCHÉ" 03/2002](#) 等。

²⁹ [Giudici, Giancarlo/Roosenboom, Peter "Pricing Initial Public Offerings in Europe: What has changed?"](#)

³⁰ [Hunger, Adrian "Market Segmentation and IPO-Underpricing: The German Experience" 02/2003](#)

³¹ [Manigart, Sophie/De Maeseneire, Wouter "INITIAL RETURNS: UNDERPRICING OR OVERVALUATION? EVIDENCE FROM EASDAQ AND EURONM" 11/2003](#)、[Oehler, Andreas/Rummer, Marco/Smith Peter N. "IPO Pricing and the Relative Importance of Investor Sentiment – Evidence from Germany" 03/2004](#)。ドット・



図表 5：Linos AG のグレイ・マーケット価格

性に起因するものとして取扱うことには限界がある。

情報の非対称性、市場全体のパフォーマンスが投資家に及ぼす心理的影響といった要因は上場までにある程度解消されていると考えるだけの根拠も存在する。

図表5にとり上げたLinos AGは2000年9月にノリア・マルクトに上場した光学機器メーカーである(現 [Qioptiq](#))。ブックビルディング・レンジ発表日となる8月23日より開始されたグレイ・マーケットでの取引では初日の実勢が既にレンジの上限を30%強上回り、アンダープライシングが高水準となるであろうことが公開日前にほぼ確実に期待できる状況となっていた。Linos AGのケースではグレイ・マーケットでの最終価格と比較しても30%を超えるアンダープライシングが発生していたことになるが、98年3月から01年6月にかけてのドイツにおける357件のIPOをサンプルとした検証を行ったLöffler/Panther/Theissen(03/2002)は、この間のアンダープライシングが平均42.71%に達しているにもかかわらず、グレイ・マーケット終値と上場初値の差は同0.64%に過ぎないとしている³²。アンダープライシングと上場前収益率(グレイ・マーケット最終価格/ブックビルディング・レンジ中値 - 1)の相関は自由度修正決定係数で .804である。

グレイ・マーケットの情報が公開価格にほとんど反映されないという事実は、アンダープライシングがエイジェンシー機能をもつ主体と発行体側の要因によって発生している可能性が高いことを示唆しているといえよう。Bancel/Mittooが英欧12カ国のCEO78名(回答率4.3%)を対象として実施した05年の

コム・バブル期におけるフランスのインターネット関連企業による資金調達とエイジェンシー機能をめぐる問題は [Hege, Ulrich "L'évaluation et le financement des start-up Internet"](#)。ノリア・マルクトに発生したバブルについては、企業価値の過大評価を招き公開企業の経営意欲を減殺する要因となったとしてドイツ連銀も検証を行っている ([Von Kalckreuth, Ulf/Silbermann, Leonid "Bubbles and incentives: a post-mortem of the Neuer Markt in Germany"](#) Discussion Paper No 15/2010, Deutsche Bundesbank)。

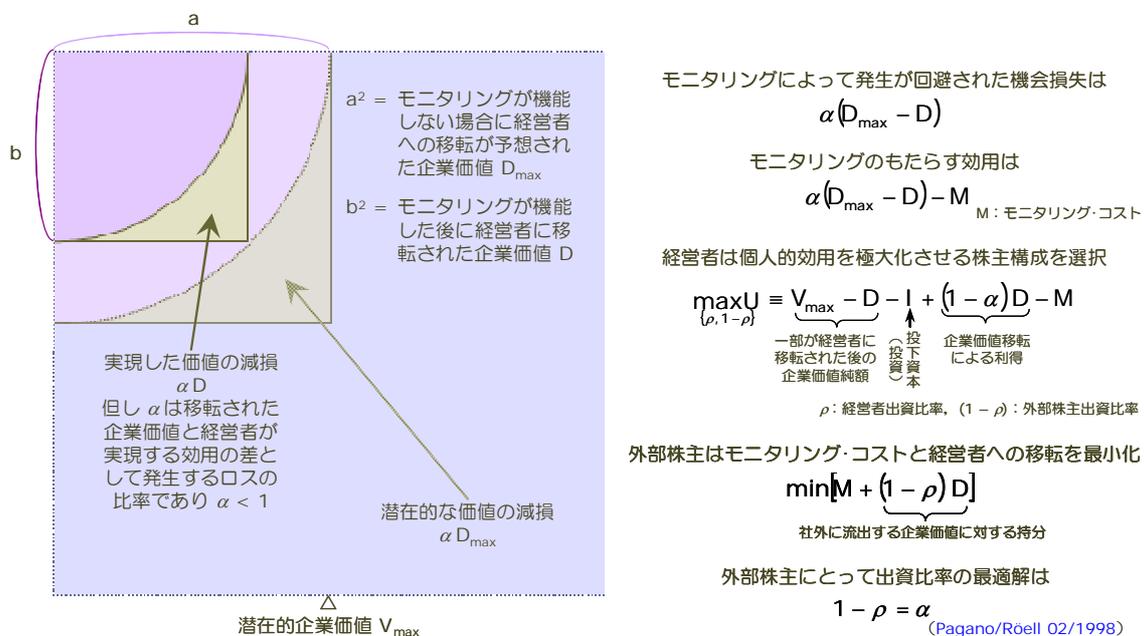
³² [Löffler, Gunter/Panther, Patrick F./Theissen, Erik "Who Knows What When? - The Information Content of Pre-IPO Market Prices" 03/2003](#)

アンケート調査によれば、情報の非対称性をIPO実施時に重大な問題として認識していた回答者の比率は37.2%に過ぎない。回答は最高を+2、最低を▲2とする5段階形式となっているが、平均スコアは大規模事業者の+0.25に対し、時価総額5億ユーロ以下の企業では▲0.13である³³。

未公開企業を所有する（創業）経営者（以下“経営者”）は所有の分散による効用と外部株主によるモニタリングによって発生するコストの組合せの中から最適解を模索し、株主構成に関する意思決定を行うと考えられる。Pagano/Röell（02/1998）はこのプロセスをモデル化することによって示した³⁴。

基本モデルの概要は図表6に示すが、経営者が企業価値の一部を個人的な目的のために移転する際に生じる減損の移転額に対する比率 α が外部株主の出資比率 $(1-\rho)$ を下回る限り、移転の結果として外部株主が負う持分損失 $(1-\rho)D$ は移転によって発生する機会損失 αD を上回り、モニタリングは有効性をもつ。外部株主にとっての経営者持株比率の最適解は持分損失が機会損失と一致し $1-\rho = \alpha$ が成立する ρ 、即ち $1-\alpha$ である。外部株主による α を超えた出資はモニタリングの効用を逡減させると同時に過剰モニタリングを招く要因となる。

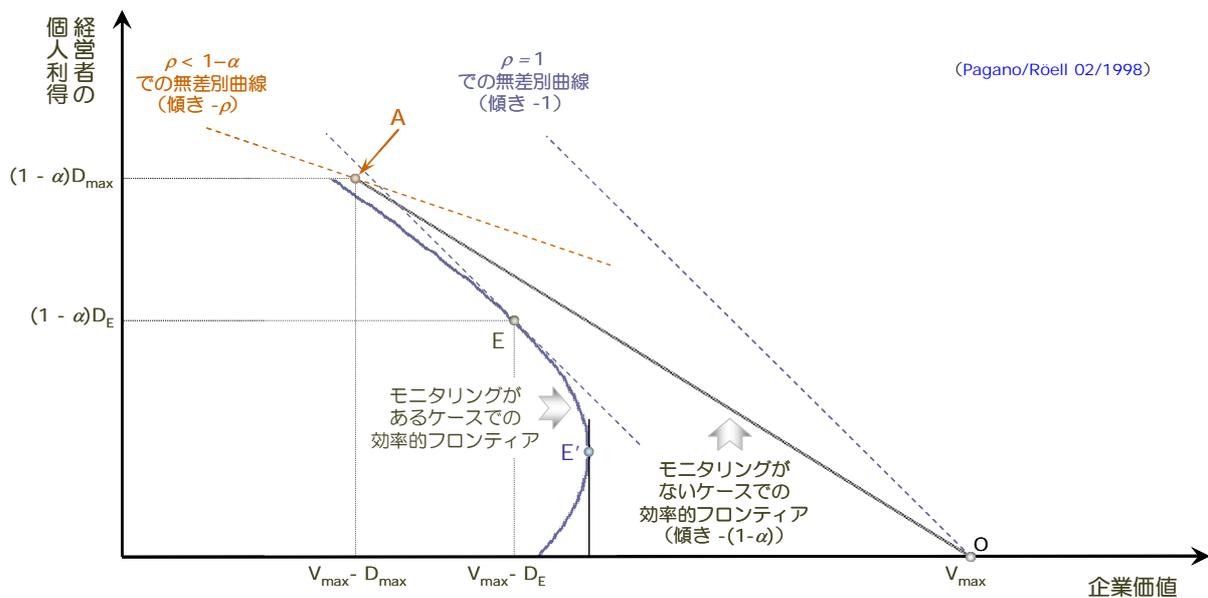
図表7が最適出資比率の決定メカニズムであり、モニタリングを受けないケースで経営者が企業価値の一部を個人所得として移転する際に想定される効率的フロンティアは点Aと点Oを結ぶ直線として表される。経営者が唯一の株主である場合、その持分は縦軸で測られる個人利得と横軸で測られる企業価値の合計額であり、無差別曲線は傾き -1の直線となる。経営者の出資比率 ρ が移転によって生じる利得の移転額に対する比率 $1-\alpha$ を上回る状態では企業価値を移転することによる便益は経営者にはなく、点



図表6：Pagano/Röell 基本モデルの概要

³³ [Bancel, Franck/Mittou, Usha R. "Why European firms go public?" 10/2007](#)

³⁴ [Pagano, Marco/Röell, Ailsa "THE CHOICE OF STOCK OWNERSHIP STRUCTURE: AGENCY COSTS, MONITORING, AND THE DECISION TO GO PUBLIC" 02/1998](#)



図表 7：モニタリングと株主構成の選択が企業価値に及ぼす影響

Oが選択されることになる（持分は V_{max} ）。モニタリング機能が働いていなければ外部からの出資を受けたとしても経営者の意思決定はこのフロンティア上で行われ、 ρ が $1-\alpha$ を下回る水準へと低下すれば、選択される点はAへと移動する。ここにおける経営者の持分は $V_{max}-D_{max}+(1-\alpha)D_{max}$ である。

これに対しモニタリングを受けるケースでは経営者による個人利得の追求に制約が生じ、有効フロンティアはAOから左にシフトして曲線の形状をとる。モニタリングの強度はフロンティア上の位置によって異なり、経営者が全株式を保有する場合には点Eが最適解として求められる。経営者の個人利得は $(1-\alpha)D_E$ となり、これが $(1-\alpha)D_{max}$ を下回る限り、モニタリングは有効である。最適解は $-(1-\alpha)$ の傾きをもつ無差別曲線がフロンティアに接する点となる。仮に外部株主が全株式を保有していたとすれば、最も効率的なモニタリングを期待できる選択はE'である。

Bancel/Mitto³³の05年調査の回答者のうち70%はこのモデルを支持している。

外部株主は自らの持分が提供する資金とモニタリング・コストの合計額を上回る水準となる出資比率を要求する。企業規模との比較でみた所要投下資本額が大きく、外部資金への依存度が上昇することにより外部株主の出資比率が移転価値の減損率を上回る可能性は高まり、特定の株主に所有が集中すれば過剰モニタリングのリスクが増大する。有効な解決策は株式の公開を通じた所有の分散とモニタリングの効率化であり、資金調達額が一定の水準を超過する外部株主数を必要とする規模となればその有効性は増大する。

アンダープライシングはこれを実現するために公開企業が負うコストとして捉えることもできよう。Kraus (02/2002)³⁵、Kiss/Stehle (07/2002)³⁶は、ノリア・マルクトでは実績のある引受業者がブ

³⁵ [Kraus, Tilo "Underpricing of IPOs and the Certification Role of Venture Capitalists: Evidence from Germany's Neuer Markt" 02/2002](#)

³⁶ [Kiss, Imre/Stehle, Richard "Underpricing and Long-Term Performance of Initial Public Offerings at Germany's Neuer Markt, 1997-2001" 07/2002](#)

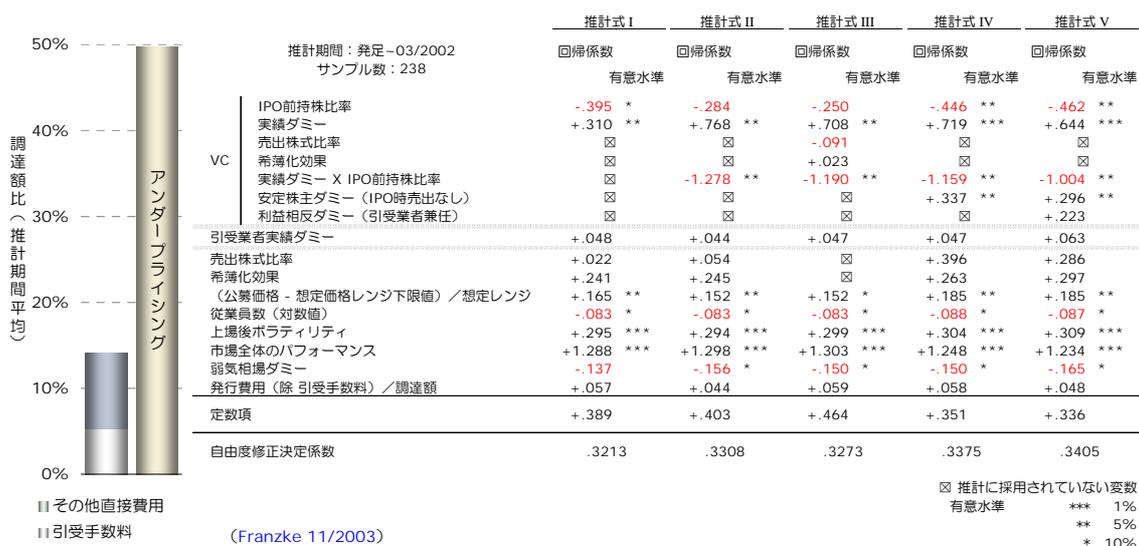
レイスメントを成功させるために発行価格を低水準に抑えていた可能性があることを指摘している³⁷。

第4節 アンダープライシングとベンチャー・キャピタル

外部資金に依存する場合にもオーバーモニタリングを受容して集中的な保有構造を選択すれば非公開を継続することは可能である。しかしながら、Pagano/Röellモデルは、保有構造の最適化を図るためには少なくとも $(1-p)/\alpha$ 名以上の外部株主が必要となることを示しており、 α の小さいケースでは持分比率の等しい複数の外部株主がモニタリングに対するインセンティブをもつ状態も実現する。単数の株主の出資比率のみを α に等しいかこれを上回る水準としてモニタリング機能を集約することは、問題を回避するための有効な手段であり、ベンチャー・キャピタル（以下“VC”）は株式の非公開を選択する企業にとってその役割を担うに最も適当な主体となり得る。

企業の株式公開に当って市場が既存株主としてのVCに期待する“保証効果”については欧州の新市場についても多くの検証が試みられてきた。銀行借入による資金調達に限界のある新興企業にとってリスク・キャピタルの導入は効用の高いファイナンスの手段となるが、資金提供者の全てが投資の保全を目的とする出資先のモニタリングとコントロールの誘因として作用するだけの水準をもつ出資比率を確保しているわけではない。公開前の企業がモニタリング機関としてVCを選択しているとすれば、出資比率の高いVCの関与は、ガバナンスの水準を保証する要因となると考えられる。VC自体が“多産多死”型ポートフォリオとして成立していることから、投資対象は既にVCによるデュー・ディリジェンスとスクリ

図表 8：Franzke によるアンダープライシング決定要因の推計（ノリア・マルクト）



³⁷ 引受手数料は通常発行手取額に対する一定率相当額として決定されることから理論的にはアンダープライシングとの間に負の相関関係が存在し、価格効果のみを考えれば引受業者にアンダープライシングを拡大させる誘因は存在しないが、現実にはこの現象は観察されていない（Bell, Leonie/da Silva, Luis C./Preimanis, Agris "The Cost of Capital: An International Comparison" 06/2006）。

ーニングを経ていると市場が認識し、IPO時にも間接コストとしてのアンダープライシングの低下をもたらすとする仮説である。

しかしながら、これまでの実証研究は、VCの保証機能の存在を明確に確認するに至っていない。

Franzkeは発足から02年3月までのノリア・マルクトのディールをサンプルとしてアンダープライシングの決定要因を推計している(図表8)³⁸。従業員数、上場後ボラティリティといった情報の非対称性、不透明性を測るための代理変数及び市場環境を表す調整変数にかかる回帰係数の有意性は高いが、これはアンダープライシングが硬直性の高い公開価格を基準として計測されていることから先に示したグレイ・マーケットにおける価格推移といった実勢で測られる市場の認識が正確に近似されていないという他の多くの推計にもみられる問題によって導かれている可能性が高い。この公開価格の硬直性は発行価格の修正状況のとり係数によっても示唆されている。一方で、発行価格の修正が需給実勢を完全に反映したものとはならず、情報劣位にある投資家にとっての収益率が0となる均衡価格としての公開日価格は需要情報を提供しIPOに応募した投資家に対する収益率を保証する水準で形成されるという報酬仮説が成立している可能性があることは、引受業者実績が有意性を示していないことと共に審査機能をもつ引受業者に期待される保証機能に関する仮説を棄却する結果が得られたことになる。

同様にVCについても保証機能は確認できず、実績のあるVCが出資する企業のディールではアンダープライシングが拡大するという推計結果が得られている。同じくノリア・マルクトにおけるVC出資企業のディールをサンプルとして、Tykvovalは実績に乏しいドイツ系のVCが関与したIPOでライフ・サイクル・ステージが株式公開の時期に至っていない企業を上場させる“Grandstandings”現象が発生していた可能性を指摘した³⁹。

Goergen/Khurshed/Rennenboog (04/2006) は、2000年にかけてノリア・マルクトとヌーヴォ・マルシェの間に観察されたアンダープライシングの差(平均値でドイツ52.89%、フランス21.06%、中位値では各々28.67%、3.28%)は主に、

- ✓ 発行体の実態に関する不確実性が高いドイツのディールでリスクがより大きい(上場後一週間の平均ボラティリティはドイツ15.14%、フランス5.00%)、
- ✓ ブックビルディングの過程で提供される情報の対価として応募者に対する収益確保行動がとられている、

という情報の非対称性に関する一般的な仮説と報酬仮説が成立している可能性があることに加え、

- ✓ フランスにおける株主としてのベンチャー・キャピタル(VC)の行動

³⁸ [Franzke, Stefanie A. "Underpricing of Venture-Backed and Non Venture-Backed IPOs: Germany's Neuer Markt" 11/2003](#)

³⁹ [Tykvoval, Tereza "Is the Behavior of German Venture Capitalists Different? Evidence from the Neuer Markt" 02/2003](#)。統計的有意性は欠くものの、ノリア・マルクトに上場された企業のアンダープライシングは国外系VCの出資するディールでの平均46.85%に対しドイツ系VCの出資するディールでは58.37%。但しこの点については異論もあり、Stolpe (03/2003)はシグナリング・モデルは寧ろフランスに対応するものであり、ドイツのVCの行動は学習モデルに当てはまるとの仮説を検証している([Stolpe, Michael "LEARNING AND SIGNALING IN THE FRENCH AND GERMAN VENTURE CAPITAL INDUSTRIES" 03/2003](#))。その推計ではドイツについてVCによる出資が有意にアンダープライシングを低下させるとの結果が得られているが、他の説明変数に係数の符号が有意性をもたないものが含まれる。

にも起因するとの推論を導いている（図表9）⁴⁰。

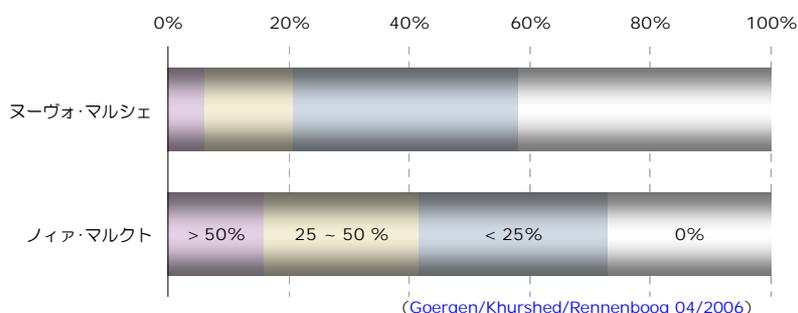
フランス（サンプル数61⁴¹）はVCの出資する銘柄のIPOの割合が56.8%とドイツ（同262）の46.8%と比較して高い一方で、IPOをexitと位置付けるVCの比率が低いという特性を示す（図表10）。仮にこれが発行価格の水準に関するVCの判断に影響を及ぼしているとするれば、アンダープライシングを受容することによって負う機会損失の総額が相対的に小さくなることはフランスのアンダープライシングに拡大圧力を加える方向に作用すると考えられるが、実際にはドイツの実績が恒常的にフランスのそれを大きく上回り、フランスの平均値もVC出資企業のディールで21.00%、その他で19.10%と、両者の間に明確な差は認められない⁴²。

推計ではインサイダー、VC、VC以外のアウトサイダー各々の保有株式についてロックアップの対象となる株式の比率と期間がアンダープライシングに及ぼした影響が計測されており、フランスでは規定によ

図表9： Goergen et al. によるアンダープライシング決定要因推計

推計期間：発足～2000		ヌーヴォ・マルシェ	ノリア・マルクト
サンプル数		61	262
アンダープライシング (中位値)	2000	2.3%	20.3%
	1999	8.9%	24.5%
	1998	2.2%	61.7%
	1997	0.0%	24.0%
	1996	6.7%	-
		回帰係数	回帰係数
		有意水準	有意水準
売出株式比率		-0.00	-0.61
引受業者実績		☒	-0.01
希薄化効果		-0.00	+0.14
調達額		-0.70	-0.12
オーバー・アロットメント条項		+0.11	-0.14
公募価格修正率		+0.04 ***	+3.42 ***
設立後年数		+0.03	+0.02
上場後ボラティリティ		+11.60 ***	+4.68 ***
株式保有比率	VC - 対象外	+0.11	☒
	VC - 基準期間超	-0.97 ***	-0.00
	VC外(外部) - 6ヵ月	-0.06	☒
	VC外(外部) - 12ヵ月	+0.17	☒
	VC外(外部) - 基準期間超	+0.90 **	+0.00
	インサイダー - 6ヵ月	+0.78 ***	☒
	インサイダー - 12ヵ月	+0.65 **	☒
	インサイダー - 基準期間超	+0.56 ***	+0.00
引受事業者		-2.18 ***	+1.22 *
市場全般のパフォーマンス		+0.00	+0.01 ***
99～2000年ダミー		+0.08	+0.17
ダミー種	製造業	+0.11	☒
	輸送・公益	+0.39 *	-0.14
	卸売業	-0.39	+0.27
	金融・保険・不動産	☒	-0.10
	法人サービス	☒	+0.07
定数項		+3.61 **	+3.58 ***
自由度修正決定係数		.4239	.2760
☒ 推計に採用されていない変数		有意水準	*** 1% ** 5% * 10%

(Goergen/Khurshed/Rennenboog 04/2006)



(Goergen/Khurshed/Rennenboog 04/2006)

図表10：IPO時のVC保有株式放出比率

⁴⁰ Goergen, Marc/Khurshed, Arif/Renneboog, Luc "Why are the French so different from the Germans?: Underpricing of IPOs on the Euro New Markets" 04/2006。引受業者実績はドイツについて説明変数として採用されているが統計的有意性はない。また引受業者出資比率の回帰係数はフランスとドイツで符号が異なりフランスでは有意に負となる。しかしながら、これが短期的利潤極大化指向の強さによってもたらされているものか Pagano/Röell モデルに示されるモニタリング機能が反映されることによって生じたものかは確認できない。尚、出資する企業のIPOで引受業者の保有する株式の30%超が放出されたディールの比率はフランスで16%、ドイツではほぼ半数。保有株式の全量が放出されたディールの比率はフランス0%、ドイツ16%である。

⁴¹ ニューヴォ・マルシェのロックアップ規定が98年12月に変更されたため、フランスについてはそれ以前のサンプルが推計対象から除外されている（図表11参照）。

⁴² IPO後のVC出資比率が中位値を下回るディールとこれを上回るディールにアンダープライシングの差は確認できるが（各々13.07%、22.28%）、これは統計的有意性に裏付けられるものではない。尚、ドイツでのVCの出資するディールの平均アンダープライシングはその他のディールの54.75%に対し50.77%。Kraus(02/2002)³⁵、Franzke(11/2003)³⁸でもノリア・マルクトにおけるアンダープライシングの平均値はVC出資銘柄で50.55%、52.44%、その他の銘柄で各々53.98%、48.38%と、有意な差異は確認されていない。

図表 11：欧州新市場のロックアップ規定

ヌーヴォ・マルシェ	~11/1998	3年間 80%
	12/1998~09 (15) /2003	6か月 100%；1年間 80% 設立後 2年を経過していない企業の場合 2年間 100%
	09 (15) /2003~	1年間 100%（公開前1年間に投資したインサイダー以外の株主にも適用）
ノリア・マルクト		6か月 100%
ニエウェ・マルクト	~11 (24) /2000	発行済株式数の 5%以上を保有する株主を対象として 利益が計上されるまでの期間 100%
	11 (24) /2000~	以降、5年度のうち営業収支、最終収支で 3年間利益が計上されるまで 50% インサイダーを対象として 360日間 80%
ユーロ NM プリュッセル		1年間 80%
ヌオヴォ・メルカート		1年間 80%（公開前1年間に投資し発行済株式数の 2%以上を保有するインサイダー以外の株主にも適用） 取引所より財務諸表の提出を少なくとも 1年間免除された企業の場合、1年間 100%；これに続く 1年間 80%
EASDAQ (NASDAQ Europe)		6か月 80%

(Angenendt, Peter-Paul/Goergen, Marc/Renneboog, Luc "SHAREHOLDER LOCK-IN CONTRACTS: SHARE PRICE AND TRADING VOLUME EFFECTS AT THE LOCK-IN EXPIRY" 11/2005 ; Goergen/Renneboog/Khurshed 04/2006)

って求められる期間を超えて拘束されるVC保有株式の比率が上昇するほどアンダープライシングが縮小することが示されている。ロックアップ条項による制約が情報の非対称性に関する市場の認識に与える効果とアンダープライシングは代替的であり、ロックアップ条項によって売却制限が強化されれば、アンダープライシングは縮小する。

インサイダー保有株式についてはアンダープライシングの大きいディールでロックアップの対象となる株式の比率が高いという推計結果が得られており、両者の間に補完的な関係が存在する（不確実性が増大すれば需給悪化圧力を抑制する必要性も高まる）という仮説は棄却できないが、ここにおいてもロックアップ期間の長期化によりアンダープライシングは低下するという関係は成立している。この現象はGoergen/Renneboog/Khurshedによる別の推計によっても裏づけられており、その結果をまとめた図表12からもフランスではロックアップ条項とアンダープライシングが代替的であることを読取る

図表 12：Goergen et al. によるロックアップ制約選好要因の推計

採用ロックアップ基準	ヌーヴォ・マルシェ			ノリア・マルクト				
	6か月 100%	1年 80%	基準超	6か月 100%	基準超			
	NLC比		MLC比	NLC比		MLC比		
サンプル数	619			2,361				
流動株式比率	+5.306	-1.882	+9.089	+6.500	+2.169	+6.528	+3.550	
IPO後持株比率	+18.170	+18.937	+17.440	-1.443	+6.428	+5.847	-4.37	
設立後年数	-0.25	-0.20	-0.39	-0.32	-0.03	-0.03	-0.21	
公募・売出時価総額 (対数値)	+1.708	-619	-284	-1.116	+688	+577	-365	
公募価格改定率	-1.288	+2.659	-1.508	+0.085	-1.862	+3.304	+779	
アンダープライシング	+313	+519	-1.562	-1.911	-0.062	-148	+0.03	
引受業者実績	☒	☒	☒	☒	-244	-340	+229	
創設者出資ダミー	-1.121	-399	-1.143	-475	+32.135	+31.812	+149	
非経営者出資ダミー	+736	+668	+282	-399	+32.557	+33.046	+121	
経営者出資ダミー	+1.124	+2.772	+910	-1.158	+31.815	+32.756	+721	
VC出資ダミー	-0.22	-1.214	-302	+126	+33.327	+31.935	-1.144	
VCダミー	+769	+810	+147	-359	+238	-662	-164	
定数項	-32.815	+6.059	+2.837	+19.689	-12.384	-11.485	+5.755	
判別率	69.1%			67.0%	48.9%			66.0%

☒ 推計に採用されていない変数
 • 有意水準 10%以下
 NLC ロックアップ非採用ディール
 最低基準採用ディール
 MLC (フランスの場合両基準採用ディール)

(Goergen/Renneboog/Khurshed 04/2006)

ことができる⁴³。一方でVCによる保証効果は明確には確認できず、フランスではVCが他の出資者を犠牲として自らに相対的に緩やかなロック-アップ制限を課している可能性も指摘されている。類似の現象はKraus/Burghof (01/2003) によってノリア・マルクトでも確認されており、293のサンプルのうち規定によって定められる6ヶ月を超えてロック-アップ期間が設定されたディールはVC出資のない銘柄では170中107 (62.9%)。これに対しVC出資銘柄では123中46 (37.4%) に過ぎない⁴⁴。

新市場発足から2000年末までのヌーヴォ・マルシェとノリア・マルクトのデータに拠ればVCが監査役会に参加している企業のアンダープライシングはドイツで67.35%、フランスで20.00%と、その他企業の各々49.62%、15.39%を上回る。欧州の新市場における実証研究の多くは、VCに保証機能は期待できず、厳格なロック-アップ規制が課されない限りVCの出資は発行体の間接コストを低下させる要因とはならないことを示唆している。

第5節 ベンチャー・キャピタル出資企業の公開後パフォーマンス

公開に際して評価額が低位にとどまり必要調達額を確保するために追加的な新株式の発行が必要となれば既存株主の持分には希薄化が生じる。しかしながら、VCの最終的な目的がセカンダリでの売却でありIPOにexitとしての重要性が置かれていなければ持分の希薄化は発行価格の水準に関する意思決定に重要な影響を及ぼす要因とはならず、アンダープライシングを抑制する誘因は働かない(図表8・9)。リスク・キャピタルの仲介機関としてのファンド自身も出資者によるモニタリングを受け、継続的に収益を確保し、目標とするリターンを達成する必要に迫られている。ポートフォリオには運用期間が設定され、IPO実現までの出資がシード、スタート・アップといった段階からのものであれば、株式を公開するに至った企業は既に投資対象には含まれないという運用方針上のライフ・サイクル・ステージ制約も存在する。Schwienbacher (01/2005) が01年6~7月に実施したアンケート調査に拠れば、当時の欧英VC104社は平均的に創設後7.6年の企業に対し3.7年間投資を継続している⁴⁵。これに対し例えば先のGoergen et al. (04/2006)⁴⁰がサンプルとしているIPO企業の実立後平均年数はノリア・マルクトで13.05年、ヌーヴォ・マルシェでは11.17年である。

図表 13：ヌーヴォ・マルシェにおける
持株比率異動報告件数 (~2000)

		持株比率異動報告件数				
		構成比	減少		増加	
基準 持 株 比 率	1/20	289	62.4%	163	126	
	1/10	100	21.6%	56	44	
	1/5	29	6.3%	15	14	
	1/3	7	1.5%	6	1	
	1/2	19	4.1%	7	12	
	2/3	19	4.1%	4	15	
		463	100.0%	251	212	
				(2.55)	(2.45)	
インサイダー		75	16.2%	61	14	
				(2.33)	(3.05)	
銀行・VC		273	59.0%	138	135	
				(2.66)	(2.56)	
その他		115	24.8%	52	63	
				(2.03)	(2.42)	

() 内はIPO後平均経過年数。

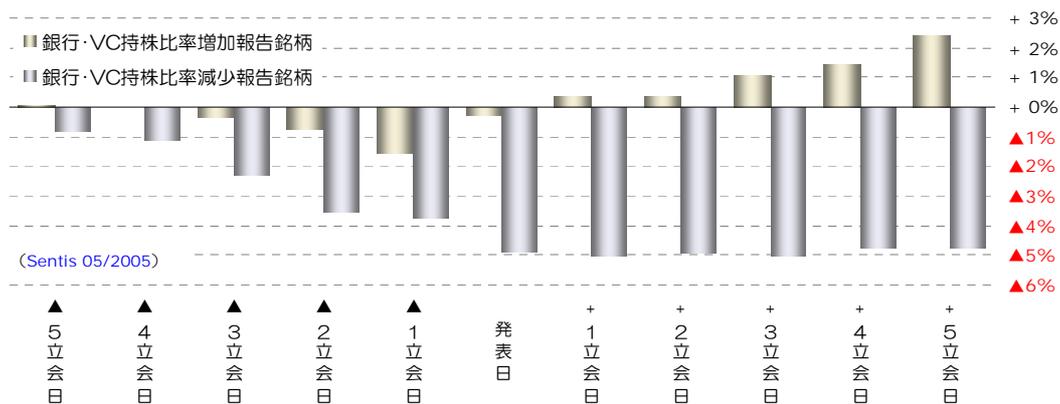
(Sentis 05/2005)

Sentis (05/2005) は98年から2000年に又

⁴³ [Goergen, Marc/Renneboog, Luc/Khurshed, Arif "Explaining the diversity in shareholder lockup agreements" 04/2006](#)

⁴⁴ [Kraus, Tilo/Burghof, Hans-Peter "Post-IPO Performance and the Exit of Venture Capitalists" 01/2003](#)

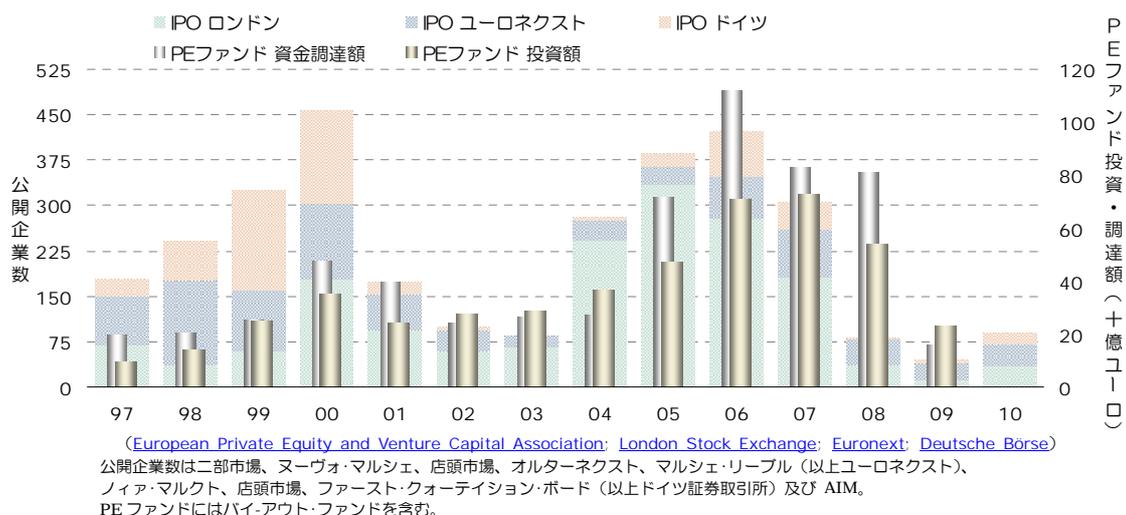
⁴⁵ [Schwienbacher, Armin "AN EMPIRICAL ANALYSIS OF VENTURE CAPITAL EXITS IN EUROPE AND THE UNITED STATES" 01/2005](#)。回答企業 104 の内訳は独 29、英 23、典 20、蘭・白 19、仏 13。



図表 14：発表日 5 立会日前からの累積超過収益率
(ベンチマークはヌーヴォ・マルシェ指数)

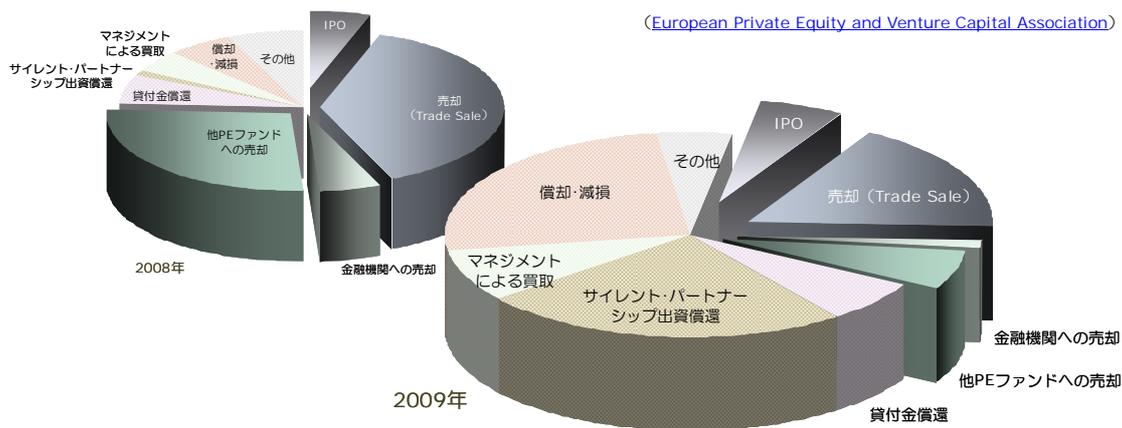
ーヴォ・マルシェで公開された銘柄を対象とする検証において、公開後に報告された持株比率の異動463件のうち135件は銀行・VCの基準持株比率超過によるものであったとしている（図表13）⁴⁶。このことはVCによる公開後の流通市場での投資が存在する可能性を示唆しており、IPO後の経過期間が他の実証研究に示される以上に長い点からも興味深いデータとなっているものの、銀行・VCの内訳、新規投資・転換社債転換の別等の詳細は明らかではない。出資企業減少数と増加数が銀行・VCでほぼ均衡していることは公開後のVCによる売却の圧力が他の機関によって吸収され、モニター機能の移転も実現していた可能性についての期待を抱かせるが、ロックアップ規制の解除との関連性は計測されておらず、Sentisの提示したデータも減少と増加が同時に発生していたことを確信させるものではない（図表14）。

Goergen et al. (04/2006)⁴⁰ではVCがIPOで株式を取得したディールがサンプル中に一件含まれていることが例外的事例として紹介されている。またTykvová (02/2003)³⁹では179のサンプル中10社でIPO後にVCの出資比率が上昇しているが、ほとんどは転換社債の転換によるものである。ファンド投



図表 15：欧英 PE ファンドの投資・調達額と中小企業株式公開数

⁴⁶ [Sentis, Patrick "Were Insiders more Informed than the Market during IPO Bubble? Evidence from the Crossing of Legal Thresholds on the Nouveau Marché in France" 05/2005](#)



図表 16：EVCA 加盟各社の exit 内訳

資額とIPO調達額の間にはある程度の連動性が確認できるものの、これはファンドがIPO銘柄を投資対象として選択することによってもたらされる現象ではなく、市場売却による手取額が非公開企業への再投資に充当されていることによるものと考えることが妥当であろう（図表15）。

EVCA（European Private Equity and Venture Capital Association）統計に拠れば、欧英のPEファンドの資産処分額に占めるIPOの比率は09年までの5年間の平均で5.8%、償却・減損を除く額との比較でも同6.4%に過ぎない（図表16）。VCにとってIPOのexitとしての位置付けが低いという事実はノィア・マルクトとヌオヴォ・メルカートのディールをサンプルとしたSusi（12/2002）によっても指摘されており⁴⁷、Schwienbacher（01/2005）⁴⁵の調査では欧英VCがexitを完了するのは平均でIPO後13.3ヵ月である。またKraus et al.（01/2003）⁴⁴は最低ロック-アップ期間が6ヵ月に設定されていたノィア・マルクトで上場後6ヵ月目を境としてそれまで市場をアウトパフォームしていたVC出資銘柄の価格形成に構造変化が生じ、その後のパフォーマンスが市場を下回ることを確認している⁴⁸。Bessler/Kurth（09/2003）は、検証の対象とした01年までのノィア・マルクトにおける101のディールでロック-アップの解除される6ヵ月目以降にパフォーマンスが大きく低下し、この現象が特にIPO時のVC保有株式放出比率が15%以下の銀行系キャプティブ出資銘柄で顕著となっていることから、エイジェンシー問題が存在していた可能性をとり上げている（図表17）⁴⁹。

VCにとってIPOはexitとして最善の選択ではなく、ロック-アップ解除後の売却が最も効率的に運用収益の最大化を図ることのできる方法となる。

⁴⁷ [SUSI, N "VENTURE CAPITAL, STOCK EXCHANGES FOR HIGH-GROWTH FIRMS AND BUSINESS CREATION: A STUDY OF IPOs ON THE NEUER MARKT AND THE NUOVO MERCATO" 12/2002](#)

⁴⁸ 01年3月よりノィア・マルクトでは個人インサイダー保有株式の売買について3立会日以内に報告することが義務付けられたがVCは対象に含まれておらず、その正確な移動を把握することはできない。[Rundschreiben Listing 03/2001 Neuer Markt - Meldepflichtige Wertpapiergeschäfte \(Ziffer 7.2 ZulBedNM\)](#)

⁴⁹ [Bessler, Wolfgang/Kurth, Andreas "The Performance of Venture-Backed IPOs in Germany: Exit Strategies, Lock-up Periods, and Bank Ownership" 03/2003](#)。フランスとは異なりロック-アップ規制の強度はアンダープライシングに影響を及ぼしておらず、公開後も長期のコミットメントが市場に評価されていたわけではない。

種々の検証結果は、情報の非対称性が公開前に事実上解消されており、ロックアップ規制の内容が目論見書等によって一般に公開されているにもかかわらず現実的には情報劣位にある投資家が存在し効率的市場仮説が支持されないことを示唆している。ロックアップ

図表 17：VC が出資する企業の公開後パフォーマンス（ノリア・マルクト）

	累積超過収益率			アンダープライシング	サンプル数
	6か月	18か月			
非銀行系VCの出資する企業	+ 43.46%	+ 22.65%	+ 40.71%		57
銀行系キャプティブが4%以上を出資する企業	+ 26.41%	+ 6.15%	+ 73.61%		44
ロックアップ期間	6か月	+ 49.54%	+ 22.47%	+ 66.69%	27
	6か月超	▲9.02%	▲16.72%	+ 73.94%	16
IPO時放出比率	15%以上	▲6.13%	▲11.87%	+ 80.45%	26
	15%以下	+ 73.42%	+ 32.18%	+ 63.75%	18
VCが引受に参加したディール	+ 29.12%	+ 10.33%	+ 84.15%		35
VCが引受に参加していないディール	+ 39.70%	+ 18.19%	+ 39.61%		66

累積超過収益率の算出に使用されているベンチマークはNEMAX指数。

(Bessler/Kurth 09/2003)

アップ期間中はVC出資銘柄について情報の非対称性が人為的に市場において醸成され、規制解除と同時に特性が他の銘柄に収斂するVC出資銘柄に対するVCからの売却圧力が顕在化する状態となった可能性も考えられよう。

新市場の発足は欧州において新興企業に対するVCの出資を促進する要因となった。Bottazzi/Da Rin (07/2001) は2000年までにヌーヴォ・マルシェ、ノリア・マルクト、ヌオヴォ・メルカートに上場したVC出資新興企業のうち出資時期の明らかな197のサンプル中130社で出資が新市場発足後に実現したとしている⁵⁰。130社のうち30社は設立後6か月以内にVCの出資を受けた上で上場した設立後5年に満たない企業である。VCは必ずしも長期的視野をもって新興企業を育成することを目的に行動しているわけではなく、短期的収益を実現するためのブリッジ・ファイナンスも運用手法の一つとなる。図表8に示すFranzke (11/2003)³⁸の推計で対象とされたVC出資企業は79社となっているが、サンプルの中には他にVCがブリッジ・ファイナンスを提供している企業も60社含まれる（VC出資のないサンプルは160）。

ロックアップ規制の解除に伴い保有株式の売却を指向するという行動特性がVCに備わっているとすれば、VCには株式公開後も投資先のモニタリングを継続するインセンティブは存在しない。

上場後の相次ぐ業績予想の下方修正によって新市場に公開された企業の多くは市場の評価を正当化するだけの収益性をもたないことを露呈し、これは市場が機能停止状態に陥る原因の一つとなった。VCのexitによって公開前に存在していたモニタリング機能が公開後には消滅し、流通市場においてVCを代替する投資家の参加を期待し難いとすれば、他の手段によってこれを補完する必要がある。

+2~▲2の5段階回答方式で実施されたBancel/Mitto³³の05年アンケート調査によれば、株式の公開によって企業価値の増大につながる外部者によるモニタリングが実現したとする回答の平均スコアは大企業の+1.09に対し時価総額5億ユーロ以下の企業では+0.49である。

ロックアップ規制の強化がVCにとってexitの場としての株式市場の効用を低下させ利用の誘因を損

⁵⁰ Bottazzi, Laura/Da Rin, Marco "Venture Capital in Europe and the Financing of Innovative Companies" 07/2001

なう要因となるであろうことを考えれば厳格な開示基準を課すことによる透明性の維持は有効な補完策ながら、モニタリングを保障するものではない。新興市場には常に所有の分散とモニタリングの二律背反が存在する。

第6節 05年以降のMTF設立

05年2月にヌーヴォ・マルシェと公式市場、二部市場を統合しパリを単一市場としたユーロネクストは、同年3月にアムステルダム、ブリュッセル、リスボンを加え規制市場をユーロリストとして一本化した。同年5月にMTF（Multilateral Trading Facility）としてパリに創設されたオルターネクストは06年に入ってブリュッセル、アムステルダムにも加えられ、現在の現物市場は4カ国の規制市場、3カ国のMTF、及び店頭市場（Marchés Libres; EasyNext Lisbon⁵¹）が構成している。MTFはMiFID¹⁶第1編第4条1.-15に定義される取引所類似施設であり、合衆国法典第7編第1章 § 1a.、SEC規則第300号に定める米国のATS（Alternative Trading System）に相当する。投資会社（Investment Firm）もしくは市場運営者（Market Operator）によって運営されるが、ここにいう市場運営者には規制市場も含まれている（MiFid 第1編第4条1.-13）。

一方のドイツ証券取引所は03年6月にノリア・マルクトを公式市場に編入した後、しばらく公式市場、二部市場、店頭市場（Freiverkehr）により成る体制をとっていたが、05年10月にMTFとしてエントリー・スタンダードを創設。07年11月に公式市場と二部市場が統合されたことで、ユーロネクストに類似の市場構成となった（図表18）。

規制市場で求められる負担を敬遠する中小企業を対象としたエクィティ・ファイナンスの場を創設す

図表 18：略年表

ユーロネクスト (Euronext)		ドイツ証券取引所 (Deutsche Börse)
96/02	ヌーヴォ・マルシェ創設	
97/02	ニウヴェ・マルクト創設	
97/03		ノリア・マルクト創設
97/04	ユーロ NM ブリュッセル創設	
00/09	ユーロネクスト創設	
00/04	ユーロ NM ブリュッセル閉鎖	
03/01		規制市場（公式市場（Amtlicher Markt）、二部市場（Geregelter Markt）の基準としてプライム・スタンダード（Prime Standard）、ジェネラル・スタンダード（General Standard）を採用
03/06		ノリア・マルクトをプライム・スタンダード、ジェネラル・スタンダードに編入
05/02	ヌーヴォ・マルシェを公式市場（Marché Officiel）、二部市場（Second Marché）に統合、ユーロリスト（Eurolist）として単一市場化	
05/03	ユーロネクスト・アムステルダム、ユーロネクスト・ブリュッセル、ユーロネクスト・リスボンの単一市場（ユーロリスト）化	
05/05	オルターネクスト（Alternext (Paris)）創設	
05/10		店頭市場にエントリー・スタンダード（Entry Standard）創設
06/06	オルターネクスト・ブリュッセル創設	
06/11	オルターネクスト・アムステルダム創設	
07/11		公式市場と二部市場を規制市場（Regulierter Markt）として統合

⁵¹ ストラクチャード・プロダクト等を取引する MTF であり、既存の店頭株式市場 Mercado Sem Cotações を 09 年 10 月に併合した。尚、ユーロネクスト・ブリュッセルには EasyNext と店頭株式市場（Marché Libre）が並存する。

るといふ趣旨に基き、MTFに対しては法制面で緩和措置もとられている。EUは06年6月14日付指令2006/46/CE⁵²によって各種指令の改正を行い、78年7月24日付第4次指令（78/660/EEC）には第46a条としてMiFID第4条1.-14に規定される規制市場に上場する企業に内部統制、リスク管理態勢報告書の提出を義務付ける条文が加えられた。これを受けて加盟国はその国内法制化を進め、例えば商法第L225-37条、第L225-68条、第226-10条により公募による資金調達を行う企業に対し年次報告書、営業報告書に加え内部統制、リスク管理態勢、社会環境等に関する報告を求めていたフランスでは、09年1月22日令第7条によってこれらの条文を改正。適用対象を“規制市場上場企業”へと変更し、オルターネクストを含む店頭市場が“規制外”であることを明確にしている（09年4月1日施行）⁵³。市場監督局（AMF：Autorité des marchés financiers）は国内法制化に先んじて機関投資家を含む実務関係者へのヒアリングを実施し、オルターネクストを適用外とすることが妥当であるとの判断を下した⁵⁴。

EUは98年にリスク・キャピタルのEU統一市場確立を目指しアクション・プランを立案⁵⁵。中小企業の資金調達面での制約を緩和する手段としてのリスク・キャピタルの導入促進を図るため種々の方策を講じてきた⁵⁶。これにはEU委員会のイニシアティブの下でEIF（European Investment Fund）が運営するJEREMIE（Joint European Resources for Micro- to Medium Enterprises）⁵⁷、EUの中小企業ファイナンス・ファシリティCIP（Competitiveness and Innovation Programme 2007-13）の一環としてEIF経由で資金が供与されるGIF（High Growth and Innovative SME Facility）⁵⁸、EIB（European Investment Bank）の資金をEIFが運用するETF（European Technology Fund）、RCM（Risk Capital Mandate）⁵⁹といったスキームも含まれる。全般のVC投資額が縮小する中、図表19に示すEIFの09年投資額は前年比78.8%拡大しており、これは同年4月にEIBより新たにメザニン・ファシリティの運用を委託されたことによるところが大きい（Mezzanine Facility for Growth。1億5,990万ユーロ）。

政府援助に関する規則も整理された。EU条約第107条（ローマ条約第87条）は競争の公正性を損なう政府援助を禁止しているが⁶⁰、01年には1月21日付委員会規則第70/2001号⁶¹により中小企業に投資す

⁵² [DIRECTIVE 2006/46/EC OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 14 June 2006 amending Council Directives 78/660/EEC on the annual accounts of certain types of companies, 83/349/EEC on consolidated accounts, 86/635/EEC on the annual accounts and consolidated accounts of banks and other financial institutions and 91/674/EEC on the annual accounts and consolidated accounts of insurance undertakings](#)

⁵³ [Ordonnance n° 2009-80 du 22 janvier 2009 relative à l'appel public à l'épargne et portant diverses dispositions en matière financière](#)

⁵⁴ [Groupe de travail présidé par Pinatton, Jean-Pierre "Rapport du groupe de travail sur Alternext" 10/2008](#)

⁵⁵ EUROPEAN COMMISSION "Risk Capital: A Key to Job Creation in the European Union - (SEC(1998)552 final)" 04/1998 ; ["RISK CAPITAL - A KEY TO JOB CREATION IN THE EUROPEAN UNION: ACTION PLAN" 06/1998](#)

⁵⁶ 05年1月1日以降、中小企業は従業員数250人未満かつ売上5,000万ユーロ以下もしくは（かつ）総資産4,300万ユーロ以下、うち小企業は従業員数50人未満かつ売上もしくは（及び）総資産1,000万ユーロ以下、零細企業は従業員数10人未満かつ売上もしくは（及び）総資産200万ユーロ以下の事業体として定義されている

[\(COMMISSION RECOMMENDATION of 6 May 2003 concerning the definition of micro, small and medium-sized enterprises \(2003/361/EC\)\)](#)。

⁵⁷ [European Investment Fund "JEREMIE A new way of using EU Structural Funds to promote SME access to finance via Holding Funds"](#)

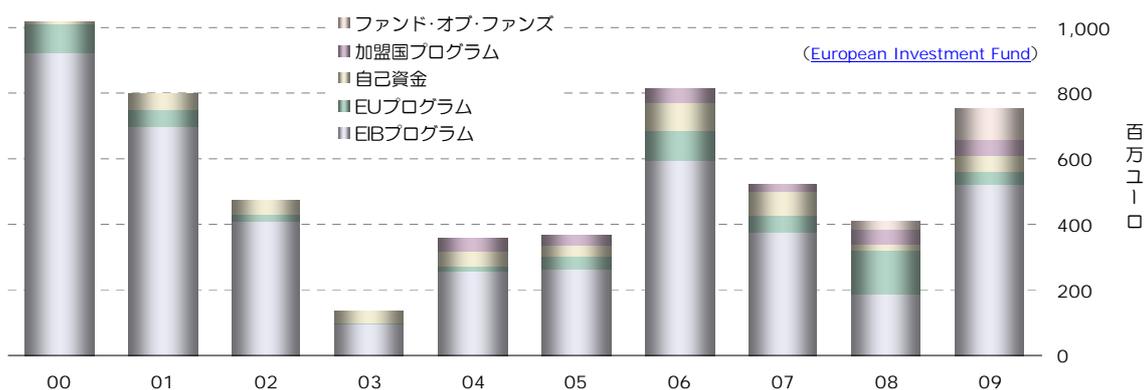
⁵⁸ [European Investment Fund "GIF1 Implementation Guidelines" ; "GIF2 Implementation Guidelines"](#)

⁵⁹ [European Investment Fund "Operations Evaluation - EIF Venture Capital Operations: ETF and RCM Mandates" 10/2007](#)

⁶⁰ [Consolidated version of the Treaty on European Union and the Treaty on the Functioning of the](#)

るリスク・キャピタルに関し第107条に抵触しない範囲で認められる政府援助の基準を規定、8月21日付
 公示第2001/C 235/03号⁶²によって第107条との整合性をもつリスク・キャピタルに対する政府援助に
 ついての指針が示された。当初06年12月となっていた委員会規則第70/2001号の適用期限はその後08
 年12月まで延長され⁶³、06年8月には公示第2001/C 235/03号に代わるものとして投資収益の獲得を営
 利目的とするリスク・キャピタルの投資促進にかかる政府援助のガイドラインを13年までの時限措置と
 して採択⁶⁴。リーマン・ショック以降の景気低迷への対応を目的として09年以降は政府援助に関する種々
 の臨時措置も導入され⁶⁵、11年1月1日より06年ガイドラインの4.3.1に定められ5.1(a)、5.2.1の適用
 されるリスク・キャピタルの年間投資額上限も従来の150万ユーロから250万ユーロへと上げられて
 いる⁶⁶。

エクイティ・ギャップの縮小を図るためのサプライ・サイドへの援助策の見直しが進む一方、EU委員会、
 欧州中央銀行（European Central Bank: ECB）が実施したアンケート調査によれば未公開企業のうち
 2年内の上場を検討しているとする回答の比率は09年6～7月時点でも規制市場では0.3%、MTSでも



図表 19：EIF エクイティ／メザニン投資額

[European Union \(2010/C 83/01\)](#)

⁶¹ [COMMISSION REGULATION \(EC\) No 70/2001 of 12 January 2001 on the application of Articles 87 and 88 of the EC Treaty to State aid to small and medium-sized enterprises](#)

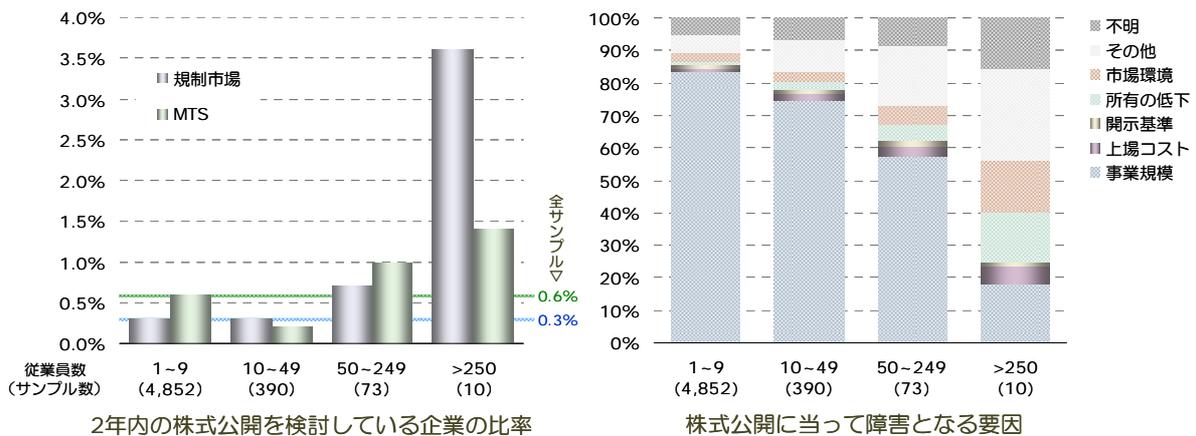
⁶² [STATE AID AND RISK CAPITAL \(2001/C\) 235/03](#)

⁶³ [COMMUNICATION REGULATION \(EC\) No 1976/2006 of 20 December 2006 amending Regulation \(EC\) No 2204/2002, \(EC\) No 70/2001 and \(EC\) No 68/2001 as regards the extension of the periods of application](#)

⁶⁴ [COMMUNITY GUIDELINES ON STATE AID TO PROMOTE RISK CAPITAL INVESTMENTS IN SMALL AND MEDIUM-SIZED ENTERPRISES \(2006/C 194/02\), 08/2006](#)。適用の条件として中小企業に対する投資額の70%以上をエクイティもしくはメザニン (quasi-equity) とすることが求められる (4.3.3)。また第107条第3項の(a)に定められる経済不振地域もしくは同項(c)に規定される市場競争環境に影響を及ぼさず公益に反することのない政府援助が特定の経済活動を促進すると判断できる分野では投資額の30%以上、その他では同50%以上を民間資金により調達しなければならない (4.3.4)。またガイドラインの一部は08年8月6日付委員会規則第800/2008号に組み入れられた ([COMMISSION REGULATION \(EC\) No 800/2008 of 6 August 2008 declaring certain categories of aid compatible with the common market in application of Articles 87 and 88 of the Treaty \(General block exemption Regulation\)](#))。

⁶⁵ [Communication from the Commission – Temporary Community framework for State aid measures to support access to finance in the current financial and economic crisis \(2009/C 16/01\)](#)

⁶⁶ [Communication from the Commission amending the Community guidelines on State aid to promote risk capital investments in small and medium-sized enterprises \(2010/C 329/05\)](#)



(DG Enterprise, European Commission/European Central Bank/Gallup Organisation 09/2009)

図表 20：未公開企業の上場意欲と阻害要因に関する認識

0.6%に過ぎない(図表20)⁶⁷。アンケートの結果は中小企業が上場コストを株式公開に当っての主要な障害とみなしてはいないというアンダープライシング形成要因の推計にも示唆された結果を確認する内容となつてはいるものの、規制市場の上場基準は求められる規模の面で中小企業にとっての制約を生み、ここにおける開示基準が種々のEU指令によって厳格さを増していることは“Going Private”に対する取引所の懸念を増大させる要素ともなってきた。

Exitの場の確保については05年5月に開催されたブリュッセル・ワークショップのレポート⁶⁸が報告されて以降委員会レベルでは目立った動きがなく各取引所の経営政策に応じた対応に任せられる状態となっていたが、10年3月に至り上場企業を中心とした中小企業の環境改善を図るための提言がまとめられている⁶⁹。これは目論見書指令¹⁵第7条第2項(e)に中小企業については規模、事業履歴を勘案した柔軟な適用を図る旨の規定があるにもかかわらず実際にはこれが適用されたことがなく、中小企業が相対的に過大な負担を強いられているという問題意識が起点となったものであり、08年2月以降に米国で導入された負担軽減策が強く意識されている⁷⁰。09年9月付で法案の提出された目論見書指令改正は10年11月指令2010/73/EU⁷¹として実現し、目論見書提出を求められるディールの下限額(第1条第2項(h))、投資家当り最低割当額(第3条第2項(c))、最低額面額(同(d))等が引上げられ、上場時に提出される目論見書の有効期限である上場後12ヵ月以内に実施する追加発行・売上の適用除外(第3条第2項)、過去3年間の期末時価総額平均値1億ユーロ以下の“低時価総額企業”の定義(第2条第1項(t)〈新設〉)、統

⁶⁷ [DG Enterprise, European Commission/European Central Bank/Gallup Organisation “Flash Eurobarometer: Access to finance - Annex and summary tables” 09/2009](#)

⁶⁸ [Directorate-General for Enterprise and Industry “Improving opportunities for Initial Public Offerings on growth stock markets in Europe” 07/2005](#)

⁶⁹ [Demarigny, Fabrice “AN EU-LISTING SMALL BUSINESS ACT - Establishing a proportionate regulatory and financial environment for Small and Medium-sized Issuers Listed in Europe \(SMILEs\)” 03/2010](#)

⁷⁰ [Securities and Exchange Commission “SMALLER REPORTING COMPANY REGULATORY RELIEF AND SIMPLIFICATION”](#)

⁷¹ [DIRECTIVE 2010/73/EU OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 24 November 2010 amending Directives 2003/71/EC on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading and 2004/109/EC on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market](#)

一様式による“最低記載情報（key information）”を含む要約の作成（第5条第2項）、同一種証券が既に規制市場もしくはMTSに公開されている企業の公募に関する相応の開示基準適用（第7条第2項(g)〈新設〉）等が新たに定められた。

10年3月の提言に盛込まれていた既上場同種証券の追加上場の際の目論見書作成免除基準（既上場数量比10%未満。第4条第2項(a)）引上げは見送られたが、提言には目論見書指令にかかるものの他にも規制市場上場中小企業（SMILEs = Small and Medium-sized Issuers Listed in Europe）について、IASB（International Accounting Standards Board）の提唱する“IFRS for SMEs⁷²”の上場企業への適用検討、ガバナンス、内部統制に関する規模相応原則の採用、規制市場上場中小企業株式取引のためのMTSの創設等が盛込まれており、10年11月に可決されたオルタナティブ・ファンド指令⁷³に基くPEファンドのEUパスポート実現を通じた流動性の拡大、SMILEsファンドをカテゴリーとして想定した投資信託指令⁷⁴の改正といったサプライ・サイドに配慮した項目も含まれている。

10年3月の提言は、MTFに統一規制を敷く必要はなく、各種EU指令の枠外で域内各国の実情に応じて中小企業の資金調達の場合としての機能を果たす柔軟性を担保すべきであるとの見方をとっている。このような流れの中で創設されてきたオルターネクスト、エントリー・スタンダードは、かつて規制市場として存在していた新市場とは基本的に性格を異にしている。EU指令の提供対象とならない規制外市場として規制市場により運営されるこれらの市場は法的には店頭市場であり、これはOMXの運営するファースト・ノース（First North）、イタリア証券取引所（Borsa Italiana）のAIMイタリアにも等しく当てはまる⁷⁵。

欧州の取引所は英国のAIMに倣ったモデルを導入したことになる。

第7節 AIM

1. 欧州新市場崩壊後の取引所業界

SOX法が施行された02年にはSECからもこれに対応した規則改正が相次いで発表された⁷⁶。取引所に株式を公開する企業に適用される規制の体系は米国と欧英では異なり、米国では国外企業に提出書類に関する特例等が設けられてはいるものの⁷⁷、34年証券取引所法第6条に定めるNSE（National Securities

⁷² [KPMG “The IFRS for SMEs: Considering the alternatives” 01/2010](#)

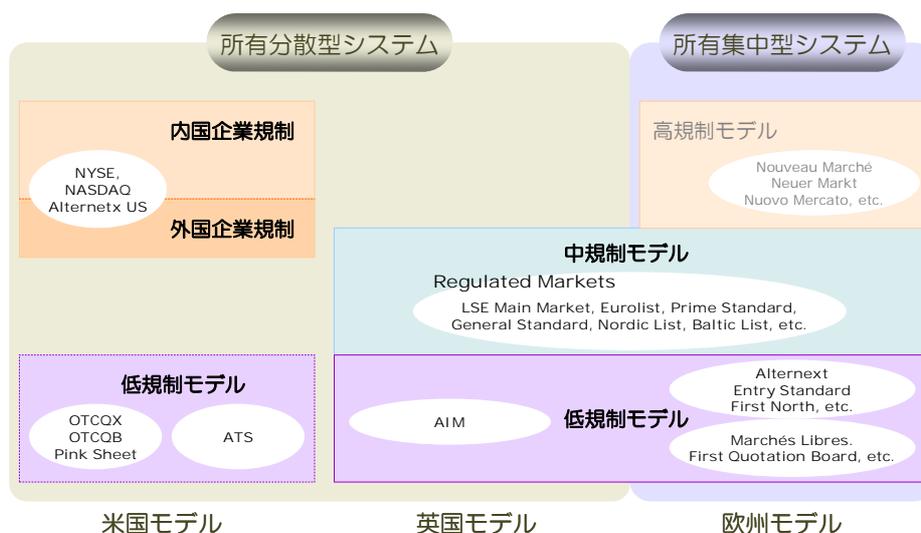
⁷³ [Proposal for a DIRECTIVE OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL on Alternative Investment Fund Managers and amending Directives 2004/39/EC and 2009/.../EC](#)

⁷⁴ [COUNCIL DIRECTIVE of 20 December 1985 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities \(UCITS\) \(85/611/EEC\)](#)

⁷⁵ NYSE ユーロネクスト・グループのNYSE オルターネクスト(現NYSE Amex)は1934年証券取引所法([Securities Exchange Act of 1934](#))第6条に定められるNSE（National Securities Exchange）として登録されており、欧州のオルターネクストとは性格が異なる。

⁷⁶ [SEC Proposed Rules Archives: 2002](#)

⁷⁷ SECURITIES EXCHANGE ACT OF 1934: Subpart A - Rules and Regulations Under the Securities Exchange Act of 1934: Miscellaneous Exemptions - [§ 240.3a12-3 Exemption from sections 14\(a\), 14\(b\), 14\(c\), 14\(f\) and 16 for securities of certain foreign issuers](#); [§ 240.13a-13 Quarterly reports on Form 10-Q](#); [§ 243.101 Definitions \(b\) \(PART 243 - REGULATION FD\) § 249.220f Form 20-F, registration of](#)



図表 21：ガバナンスを基準とした取引所モデルの概念図

Exchange) として登録された取引所は基本的に単一の体系下に置かれ、NASDAQも同様の取扱いを受けていた⁷⁸。SOX法も、国外法との整合性をもたず、後にSECによって国外企業に対する特例が認められた条文を除けば、基本的に全ての上場企業に対して一律に適用される⁷⁹。米国には取引所によって創設され組織された欧英型の低規制モデルが存在しない（図表21⁸⁰）。

SOX法施行以降06年6月までの4年間、英国における国外企業公開数はAIM創設（95年6月）からSOX法施行までの7年間との比較で月間平均2.4倍に拡大した。これはAIM公開企業数が同8.2倍となったことによってもたらされているが、Piotroski/Srinivasan（11/2006）は、

[securities of foreign private issuers pursuant to section 12\(b\) or \(g\), annual and transition reports pursuant to sections 13 and 15\(d\), and shell company reports required under Rule 13a-19 or 15d-19 \(§240.13a-19 or §240.15d-19 of this chapter\) ; §249.306 Form 6-K, report of foreign issuer pursuant to Rules 13a-16 \(§240.13a-16 of this chapter\) and 15d-16 \(§240.15d-16 of this chapter\) under the Securities Exchange Act of 1934](#)

⁷⁸ NASDAQ がNSE としての認可を受けるのは 06 年 1 月 ([Securities and Exchange Commission "Release No. 34-53128; File No. 10-131: In the Matter of the Application of The Nasdaq Stock Market LLC for Registration as a National Securities Exchange - Findings, Opinion, and Order of the Commission" 01/2006](#))。このためそれ以前の NASDAQ については“登録”が正確な用語となるが、この項では“取引所”に NASDAQ を含め、ここにおける公開を“上場”として取扱う。

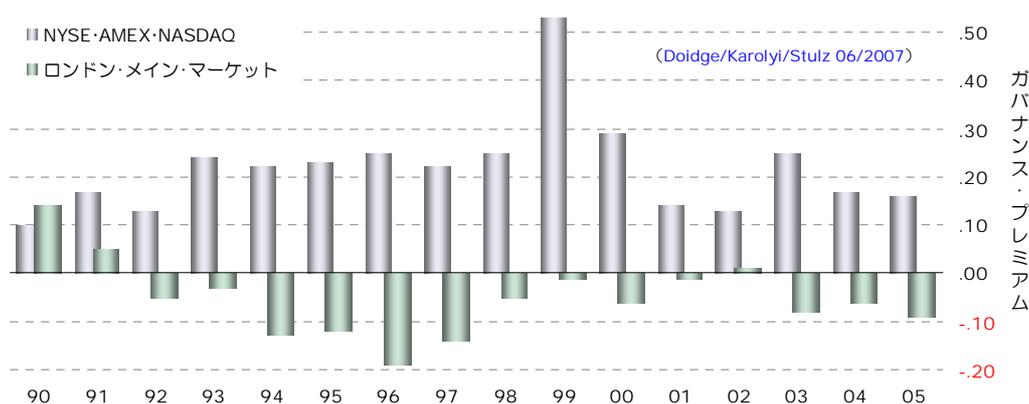
⁷⁹ 社外取締役によって構成される監査委員会の設置を定める第 301 条は、従業員 2,000 名以上の企業に適用される産業共同決定法 ([Mitbestimmungsgesetz](#)) 第 7 条によって監査委員会の半数を従業員とすることが求められるドイツの制度とは相容れない規定となる ([Securities and Exchange Commission "RELEASE NOS.33-8220: 34-47654; IC-26001; File No.S7-02-03: STANDARDS RELATING TO LISTED COMPANY AUDIT COMMITTEES"](#))。

⁸⁰ 図表 21 は Davidoff (12/2007) * の分類を参考とするものながら、筆者の解釈に基き作成。“所有分散型システム”、“所有集中型システム”は Bratton/McCahery (1999) ** の “Market Systems”、“Blockholder Systems”であり、Davidoff (12/2007) では “Dispersed Ownership Model”、“Concentrated Ownership Model” に対応する ([Davidoff, Steven M. "REGULATING LISTINGS IN A GLOBAL MARKET" 12/2007](#) ; [Bratton, William W./McCahery, Joseph A. "Comparative Corporate Governance and the Theory of the Firm: The Case Against Global Cross Reference" 1999](#))。但し、Doidge/Karolyi/Stulz (06/2007) の検証によれば集中的株式保有構造をもつ企業が選択を回避する市場としての特性は米国でより強く、米国と英国の間にもシステムの差が存在する ([Doidge, Craig/Karolyi, George Andrew/Stulz, René M. "Has New York Become Less Competitive in Global Markets? - Evaluating Foreign Listing Choices over Time" 06/2007](#))。米国型低規制モデルとしての旧 Amex の Emerging Company Marketplace については NYSE オルターネクストの項参照。

- ✓ SOX法施行後の4年間に米国で観察された国外企業年間平均上場件数の63.5%の減少（施行前7年間の年間平均値比）を市場環境の変化のみによって説明することはできない
- ✓ 未公開企業が米国での上場を選択する確率はSOX法施行を境として大幅に低下したことを推計によって示した上で、
 - ✓ 英国で株式を公開した企業には
 - SOX法の施行を想定しない場合に米国市場上場が期待できた国外企業
 - SOX法施行後に実際に米国で株式を上場した国外企業

との比較で規模が小さく、成長率が低く、レバレッジが高いという特性が認められる

ことから、SOX法の導入に伴い追加的に発生した負担は、このような特性をもつ国外企業では米国の規制を受けることによって期待できるメリットを上回るものとなったと推計している⁸¹。英国のメイン・マーケットとNYSE、AMEX、NASDAQとを比較することによってSOXが取引所間の競争力に及ぼした効果を推計したDoidge/Karolyi/Stulz (06/2007)⁸⁰は、株式を公開することによって期待できる“ガバナンス・プレミアム”をトービンのQに及ぼす影響として計測し、SOX施行後も米国の優位性に変化はないと結論づけた（図表22。トービンのQは“(負債簿価+株主資本時価)/総資産簿価”として近似されている）。ロンドン・メイン・マーケットの“ガバナンス・プレミアム”が推計期間を通じほぼ一貫してマイナスとなっていることは、欧英の規制市場が中規制モデルに属するとするDavidoff (12/2007)⁸⁰の分類とも整合的である⁸²。株主保護の水準の代理変数としてパフォーマンスが期待を下回るCEOの交替確率を採用し、ガバナンスの強度を推計したLet/Miller (09/2006)も、ADR (American Depository Receipts)の発行に取引所に上場されSOX法適用対象となるLevel-2、Level-3プログラムを採用した企業は、店頭で公開されるLevel-1、SEC規則第144A号に基く私募発行を採用した企業、及び英国で株



図表 22 : Doidge et al.によるガバナンス・プレミアムの推計

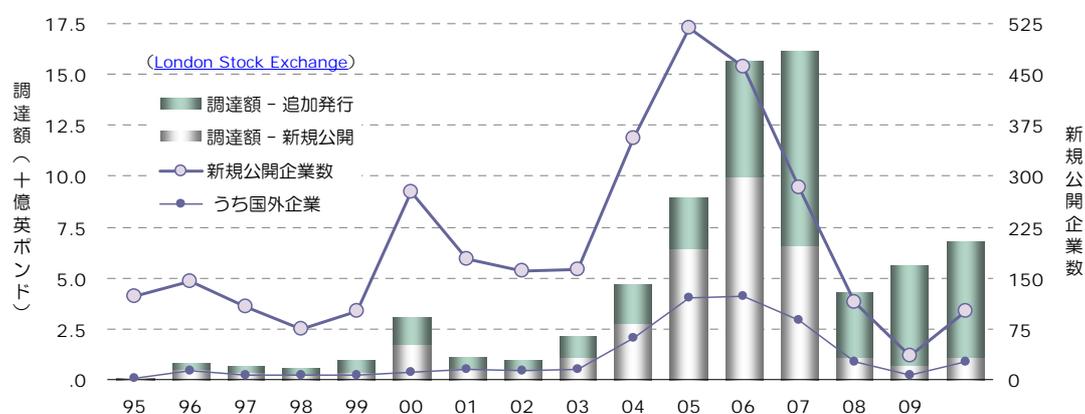
⁸¹ [Piotroski, Joseph D./Srinivansan, Suraj "The Sarbanes-Oxley Act and the Flow of International Listings" 11/2006](#)

⁸² ロンドン証券取引所は当然のことながらその運営する市場に株式を公開することのメリットの一つとしてガバナンスの強度を挙げている。取引所の協力の下にロンドン市が発表した [Bell/da Silva/Preimanis \(06/2006\)](#) にもその主張が盛り込まれ、当時の FTSE ISS Corporate Governance Index、Governance Metrics International のレイティング・スコア等も引用されているが、その妥当性が検証されているわけではない。ガバナンス指数の信頼性については [Daines, Robert/Gow, Ian/Larcker, David "Rating the Ratings: How Good Are Commercial Governance Ratings?" 06/2008](#)。

式を公開した国外企業との比較でガバナンスの強度が高いとの結果を導いている⁸³。

かつての欧州新市場はドット・コム・バブルの発生によりガバナンス・プレミアムが明確に認識可能であった時期に多くの新興企業の誘致に成功した。ここにおけるガバナンス・プレミアムの存在は所有の分散の実現と共に発行体が大幅なアンダープライシングを受容する一因となっていたと推定される。これに対しガバナンスの水準が低い中小企業は基本的に低規制モデルを選好する。Hostak/Lys/Yang (09/2006) は02年から06年5月にかけてADR上場を自主的に廃止した国外企業をサンプルとして、登録を抹消した企業は外部監査役の比率、内部者持株比率、財務情報の質より判断してガバナンスの水準が低いと考えられ、これを改善する要因としてのSOX法の採択を投資家が支持したことが株価に反映されたケースが多いことを実証によって示した⁸⁴。

AIM新規登録企業の全てがNASDAQ上場適格であったわけではない。しかしながら、ADRの上場・上場廃止基準がSEC規則第12h-6号⁸⁵により07年6月4日付で緩和されていることからHostak et al.の推計結果をサンプルに旧基準が適用されていたことまで勘案した上で解釈する必要もある。07年のADR登録廃止は02年から06年にかけての平均10.2件に対し57件へと大きく増加。SOX法のもたらした負担が規制強化の効用を上回る企業の潜在的上場廃止指向が制約の消滅によって顕在化した可能性は否定できない。SOX法の施行された02年から規則改正後の08年までを推計期間としたDoidge/Karolyi/Stults (05/2009) は資金需要の縮小した低成長企業でのエイジェンシー問題が登録廃止の背景にあることを

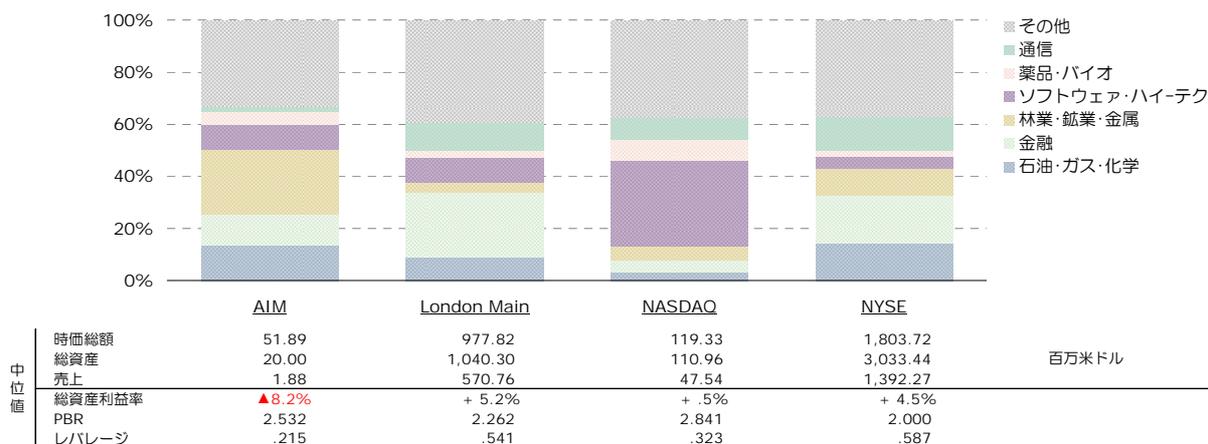


図表 23：AIM における調達額と公開企業数の推移

⁸³ [Lel, Ugur/Miller, Darius P. "International Cross-listing, Firm Performance and Top Management Turnover: A Test of the Bonding Hypothesis" 09/2006 International Finance Discussion Papers Number 877, Board of Governors of the Federal Reserve System.](#) 株式市場における最近の実証研究で一般的に想定されるガバナンスの定義は Shleifer/Vishny (06/1997) に倣い「資金提供者がその金融投資より得る収益の確実性を担保する」メカニズムである (Shleifer, Adnrei/Vishny, Robert W. "A Survey of Corporate Governance" 06/1997)。

⁸⁴ [Hostak, Peter/Lys, Thomas/Yang, Yong George "Is the Sarbanes-Oxley Act Scaring Away Lemons or Oranges? - An Examination of the Impact of the Sarbanes-Oxley Act on the Attractiveness of the U.S. Capital Markets to Foreign Firms" 09/2006.](#)

⁸⁵ [Securities and Exchange Commission "RELEASE NO.34-55540: INTERNATIONAL SERIES RELEASE NO.1301: FILE NO.S7-12-05: TERMINATION OF A FOREIGN PRIVATE ISSUER'S REGISTRATION OF A CLASS OF SECURITIES UNDER SECTION 12\(g\) AND DUTY TO FILE REPORTS UNDER SECTION 13\(a\) OR 15\(d\) OF THE SECURITIES EXCHANGE ACT OF 1934"](#)



(Piotroski/Srinivasan 11/2006)

図表 24：95年6月から06年6月までに公開された国外企業の特徴

示唆しており、SECによる改正規則発表に反応し資金需要の旺盛な成長力の高い企業の株価が相対的に大きく下落していること背景には、米国に期待したガバナンス・プレミアムが規制緩和によって低下したことがあるとの推論を導いている⁸⁶。

欧州新市場が壊滅状態となる中でのSOX法施行は“Going Dark”と類似の動機を誘因とする市場選択の変更を国際的規模でも発生させたと推定される。04年にAIMが実施した登録手数料の引下げは02年に実施された大幅な改訂に対する発行体からの要請を受けた公正取引局（Office of Fair Trading）の調査への対応ながら、結果的にこの流れを刺激し、低規制モデルとしてのAIMのスキームを確立する方向に作用した可能性がある⁸⁷。米国の取引所が投資家保護を重視する高規制モデルとしての性格を強める一方で、AIMは低規制モデルを選好する中小企業の受け皿として機能したといえよう。07年1月に公表されたAIM登録企業に対するアンケート調査によれば、メイン・マーケット上場に向けた準備段階としてのAIMでの株式公開の重要性を挙げた回答者は7%に過ぎず、88%は上場を検討していない⁸⁸。図表24に示す発足から2000年代半ばにかけての新規登録企業の特徴は、AIMが高成長企業の上場を想定して設計された新市場とは異なったモデルとして成立していることを端的に裏付けるものである。

2. 登録・登録取消基準

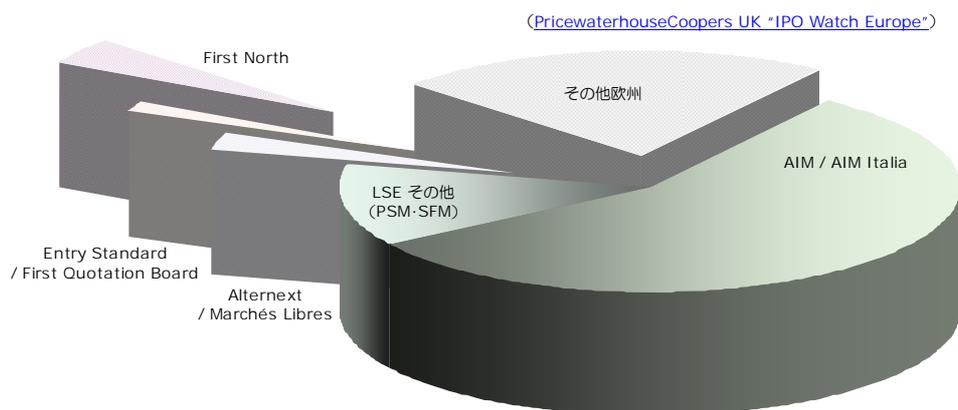
流動性は流動性を呼ぶ（“Liquidity attracts liquidity” Ruben Lee）。

流動性の拡大は取引コストの低下を通じて流通市場の競争力を向上させ、集中・寡占化を指向する誘因となる。取引所間の競争によってサービスの質とコストが収斂すれば、参加者の多い市場が選好される。ネットワーク効果が存在する市場で効率性の極大化を図る場合、極端なケースでは各取引所の機能分化

⁸⁶ [Doidge, Craig/Karolyi, George Andrew/Stulz, René M. “Why do foreign firms leave U.S. equity markets?” 05/2009.](#) 改正により登録基準も緩和されている。

⁸⁷ [Office of Fair Trading “London Stock Exchange issuer fees” 03/2004.](#) 従来時価総額基準が採用されていた新規登録手数料（03年3月期5,000~50,000英ポンド）は08年3月期までの5年間、一律定額制となっていた（08年3月期4,535英ポンド）。その後08年4月に再び時価総額基準に戻され、現在の水準となっている（[London Stock Exchange “Fees”](#)）。

⁸⁸ [Smith & Williamson “AIM Survey” 01/2007](#)



図表 25：欧英規制外市場における IPO 調達額シェア（07~10 年ユーロ建実績）

と発行市場もしくは流通市場運営等への専門化が進む可能性もあり、現実にこの現象が発生したと考えられる事例が80年代後半に観察されたロンドン証券取引所の運営するSEAQ Internationalの欧州株式流通市場における大幅なシェア拡大である⁸⁹。二面性をもつこのような直接的なネットワークの外部性は流動性の増大がもたらす発行コストと市場リスクの低下によって発行市場においても同様に発生し、交叉的作用をもたらす。低規制モデルとしてのAIMの独走の背景にもネットワークの外部性が交叉的に働いていた可能性がある（図表25）。

AIM登録と“Going Dark”の基本的な差異は取引所の定める規則が適用されるか否かにある。しかしながら、金融サービス局（Financial Services Authority = FSA）の定める各規則⁹⁰が適用される上場企業と比較すればコンプライアンス面での負担は大幅に軽減されている（図表26）。97年から06年までの10年間にメイン・マーケットからAIMへと市場を変更した企業は267社と、逆方向への市場変更件数73を大きく上回った。この傾向は2000年代に入って顕著となっており、Jenkinson/Ramadorai（07/2008）は、これらの企業の市場変更後の業績推移に基き、企業の特性に応じて規制モデルのあり方は異なると結論づけている⁹¹。

ロンドン証券取引所は99年11月に先端企業のためのtechMARKを創設。01年にはバイオ・薬品関連銘柄を対象とするtechMARK mediscienceも発足しているが、これらは必ずしも中小企業による資金調達を想定したものではなく、現在もケーブル・アンド・ワイアレス・コミュニケーションズ（Cable & Wireless Communications Plc. 時価総額約13億英ポンド）といった銘柄を含むメイン・マーケット上場企業によって構成される⁹²。またイタリア証券取引所が時価総額10億ユーロ未満の企業を対象として01年4月に創設したセグメント“STAR（Segmento Titoli con Alti Requisiti）”も規制の強度の高いメイ

⁸⁹ SEAQ International のシェア拡大と欧州各取引所の対応については [Pagano, Marco "The Changing Microstructure of European Equity Markets" 04/1997。](#)

⁹⁰ [Financial Services Authority "Handbook"](#)

⁹¹ [Jenkinson, Tim/Ramadorai, Tarun "Does One Size Fit All? - The Consequences of Switching Markets with Different Regulatory Standards" 07/2008](#)

⁹² [London Stock Exchange "TechMARK Eligibility Guidance" 06/2008](#)

ン・マーケット（MTA：Mercato Telematico Azionario）に属する⁹³。

英国とは異なりイタリアでは規制市場の上場基準が取引所によって設定されるが、ロンドン証券取引所との合併後に発足（08年12月）したAIMイタリアにも英国の極めて緩やかな基準が導入された。図表26がロンドン、ミラノのメイン・マーケットとAIM、AIMイタリアとの主要基準の比較である。

図表26：上場/登録基準比較

	ロンドン証券取引所			イタリア証券取引所	
	メイン・マーケット		AIM	MTA	AIMイタリア
	Premium Listing	Standard Listing			
時価総額	70万英ポンド LR 2.2.7		×	4,000万ユーロ RMOG 2.2.2-1 a	×
流動株式比率	25% LR 6.1.19 R (3)	25% LR 14.2.2 (3)	×	25% (STAR 35%) RMOG 2.2.2-1 b	10% RE Parte 2 Articolo 6
目論見書	FSMA Part VI – 84–87		×	CONSOB Part III I-§2-53	×
監査済財務諸表	3期 LR 6.1.3 R (1) (a)	3期 もしくは 事業経歴相当期間 PR Appendix 3.1.1 ANNEX 1 20.1	3期 もしくは 事業経歴相当期間 RC Schedule Two (b) (i) Annex I	3期 RMOG 2.2.1-1	3期 もしくは 事業経歴相当期間 RE Scheda due (b) (i) Allegato I
監査済財務諸表対象期間中の収益・資産内容	LR 6.1.4 R	×	×	×	×
12ヶ月間の運転資本見通し	LR 6.1.16 R	×	RC Schedule Two (b) (i) Annex III	×	RE Scheda due (b)(i) Allegato III
重要な賞収・事業処分にかかる株主の承認	LR 10.1.2 G	×	×	×	×
スポンサー/アドバイザー	スポンサー LR 8.2.1 R	×	指名アドバイザー RC 1	スポンサー ^(注2) RMOG 2.3.1-1	指名アドバイザー RE 1

(注1) リバース・テイクオーバー（RC/RE Part/Parte II 14）、事業の基本的変更をもたらすディール（RC/RE Part/Parte II 15）に関する例外規定あり

(注2) STARセグメントのみ

LR: [Financial Services Authority "Listing Rules"](#)

PR: [Financial Services Authority "Prospectus Rules"](#)

FSMA: [Financial Services and Markets Act 2000](#)

RC: [London Stock Exchange "AIM RULES FOR COMPANIES" 02/2010](#)

RMOG: [Borsa Italiana "Regolamento dei Mercati Organizzati e Gestiti da Borsa Italiana S.p.A" 11/2010](#)

CONS: [Commissione Nazionale per le Società e la Borsa "Regolamento emittenti" 01/2011](#)

OB:

RE: [Borsa Italia "AIM ITALIA REGOLAMENTO EMITTENTI" 06/2010](#)

事業履歴、時価総額、流動株式比率といった規制市場の信頼性と流動性を維持するための一般的な基準は店頭市場としてのAIMからは排除されている。規制企業に上場する域内企業にはEU目論見書指令によりIASでの財務諸表作成が義務づけられるが、AIMでは企業の国籍を問わず米GAAPによる報告も認められる（登録企業規則第19条。英国ではこの他、加・日GAAP、豪IFRSも可。言語は英国では英語、イタリアでは英語もしくはイタリア語（第30条））。

また登録申請企業が過去18ヶ月以上ロンドン証券取引所の認定する適格市場（Designated

⁹³ ヌオヴォ・メルカートは05年9月にMTAに併合された。03年創設の規制市場 Mercado Expandi（時価総額100万ユーロ以上の企業を対象として流動株式比率を10%に設定）も09年6月にMTAに統合され、現在は07年9月に開設された中小企業向け店頭市場であるMAC（Mercato Alternativo del Capitale）がAIMイタリアと並存している（Passeri, Riccardo/Mazzi, Chiara “The strategic role of innovative finance and the “Mercato Alternativo del Capitale” (MAC) for business succession in Italian family firms”; [Borsa Italiana “REGOLAMENTO DEL MERCATO ALTERNATIVO DEL CAPITALE” 06/2009](#)）。

Markets⁹⁴)に株式を公開している場合、登録前に取引所に通知すべき情報はその他の企業に求められる15項目ではなく別途規定の設けられる13項目となり(英登録企業規則 Supplement to Schedule One, for quoted applicants only)、登録申請書類(Application Documents)、登録書類(Admission Documents)の提出は免除される(英登録企業規則第5条第2項・第3条第2項)。

登録取消は登録企業規則第42条に定められる罰則規程に含まれ、規律委員会(Disciplinary Committee)、審議委員会(Appleals Committee)の判断に基き決定される⁹⁵。開示、コンプライアンスに関するものとしては登録企業規則に以下の条文が置かれている⁹⁶。

図表27：AIM/AIM Itala の財務情報開示・コンプライアンス基準

四半期財務諸表	×
半期財務諸表	該当期終了後3ヵ月以内 第18条
年度財務諸表	該当期終了後6ヵ月以内 第19条
コンプライアンス	<p>have in place sufficient procedures, resources and controls to enable it to comply with these rules</p> <p>seek advice from its nominated adviser regarding its compliance with these rules whenever appropriate and take that advice into account</p> <p>provides its nominated adviser with any information it reasonably request or requires in order for that nominated adviser to carry out its responsibilities under these rules and the AIM/AIM Italia Rules for Nominated Advisers, including any proposed changes to the board of directors and provision of draft notifications in advance</p> <p>ensure that each of its directors accepts full responsibility, collectively and individually, for its compliance with these rules</p> <p>ensure that each director discloses to the AIM/AIM Italia company without delay all information which the AIM/AIM Italia company needs in order to comply with rule 17 insofar as that information is known to the director or could with reasonable diligence be ascertained by the director</p> <p style="text-align: right;">(第17条は遅滞のない通知を要する項目)</p> <p style="text-align: center;">第31条</p>

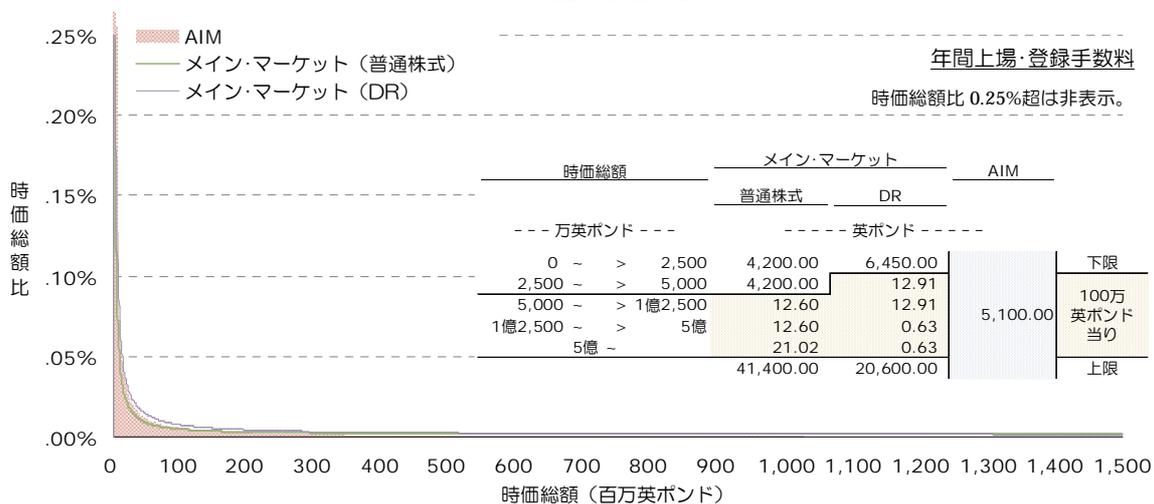
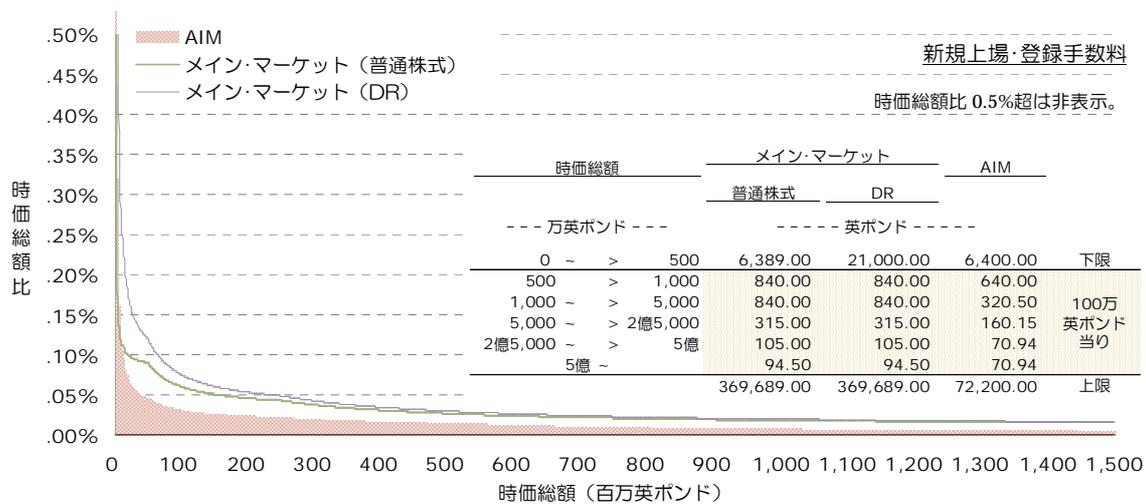
([London Stock Exchange "AIM RULES FOR COMPANIES" 02/2010](#); [Borsa Italia "RULES FOR COMPANIES" 06/2010](#))

09年3月期の手数料体系再変更によって発行体の直接コスト負担は大幅に上昇したが⁹⁵、メイン・マーケットと比較すれば依然低位に抑えられている(図表28・29)。

⁹⁴ [London Stock Exchange "AIM Designated Markets: The fast track route to AIM"](#)。AIM イタリアは適格市場制度を採用していない。

⁹⁵ [London Stock Exchange "AIM DISCIPLINARY PROCEDURES AND APPEALS HANDBOOK" 02/2007](#) C15.24・C27.1。AIM イタリアは委員会を設けていないが、取引所の決定事項であることをハンドブックで確認している([Borsa Italiana "AIM ITALIA MANUALE DELLE PROCEDURE DI ACCERTAMENTO DELLE VIOLAZIONI E IMPUGNAZIONI" 12/2008](#) Parte Prima 2-c)。

⁹⁶ 安易な邦訳による誤謬を避けるためコンプライアンスに関する条文は英語版をそのまま引用した(AIM イタリアの登録企業規則原文は ["AIM ITALIA REGOLAMENTO EMITTENTI" 06/2010](#))。



(London Stock Exchange "Fees for Issuers" 04/2010)

図表 28：ロンドン証券取引所の上場・登録手数料

図表 29：イタリア証券取引所の上場・登録手数料

	時価総額	MTA		AIM
		<10億	>10億	
新規上場 登録手数料	下限	<10億	25,000.00	20,000.00
		>10億	75,000.00	
	50万ユーロ当り			75.00
6ヵ月上場 登録手数料	上限		500,000.00	
	下限		6,300.00	
	50万ユーロ当り	<10億	10.70	
		>10億	9.60	
	上限		215,000.00	

(Borsa Italiana "Corrispettivi di ammissione e quotazione" 06/2010)

3. 指定アドバイザー (Nomad)

他の低規制モデルに対する競争力を維持するための対応もとられてきた。05年4月に一株当たり390ペンスでの公募増資により4,485万英ポンドを調達した Regal Petroleumは、3週間後の5月18日、ギリシアにおける試掘が失敗に終わったことを発表⁹⁷。株価は6月に54.5ペンスの安値をつけるまでに急落した(図表30)。これに対応して06年3月16日にはAIM登録企業規則 (AIM RULES FOR COMPANIES) 規則のガイダンス (公示第16号) が発表され、鉱業・石油・ガス・セクターについては“速やかに開示すべき情報 (規則第11号)” が推定/確認埋蔵量、試掘状況の詳細等も含むものとなった⁹⁸。翌17日には前年3月に公示された投資会社に対する改訂規則 (公示第13号) 適用の猶予期限終了に関し注意が喚起されている⁹⁹。投資会社が公募で調達した資金が投資に充当されることなく滞留する、あるいは他の用途に使用された疑いがあるケースが問題視されたことによる措置であり¹⁰⁰、Independent紙によれば38社が期限内に改定規定を遵守するに至らず取引停止処分が下された¹⁰¹。

顕在化した不備を修正し補完していくことにより“最小限の規制”の水準は恒常的に変化している。これに加え、市場の規律を維持する要因として一般に評価されているのが指定アドバイザー (Nominated Advisors。以下 “Nomad”) の存在である。

AIM登録企業は申請時にNomadを指定し、登録を継続する限り担当Nomadを置くことを求められている (登録企業規則第1条)。Nomadについて取引所の定める適格要件はNomad規則 (Rules for Nominated Advisers/Regolamento Nominated Advisers) 第一部に規定される (図表31) ¹⁰²。



図表 30 : Regal Petroleum 月足

⁹⁷ [Regal Petroleum plc "Testing Completed on Second Kallirachi Well, Greece" 05/2005](#)

⁹⁸ [STOCK EXCHANGE AIM NOTICE - AIM16 "AIM RULES - GUIDANCE FOR MINING AND OIL & GAS COMPANIES" 03/2006](#) ; ["NOTE FOR MINING AND OI & GAS COMPANIES" 06/2009](#)

⁹⁹ [STOCK EXCHANGE AIM NOTICE - AIM17 "AIM RULES - REMINDER OF INVESTING COMPANY RULES" 03/2006](#)

¹⁰⁰ [STOCK EXCHANGE AIM NOTICE - AIM13 "AIM RULES - UPDATE" 03/2005](#) ; ["NOTE FOR INVESTING COMPANIES" 06/2009](#)

¹⁰¹ [Parkinson, Gary "AIM gets tough and suspends record number of cash shells" 04/04/2006 THE INDEPENDENT](#)

¹⁰² 安易な邦訳による誤謬を避けるため条文は英語版をそのまま引用した(AIM イタリアのNomad 規則原文は ["AIM ITALIA REGOLAMENTO NOMINATED ADVISERS" 12/2009](#))。

図表31：Nomadの資格要件

	AIM	AIMイタリア	備考
承認基準 (規則第二部)	法的人格		
	be a firm of company (individuals are not eligible)	it is a company that has elected a board of directors and appointed a supervisory body (individuals are not eligible) of good standing	
	業績実績		
	have practiced corporate finance for at least the last two years	it has practiced Corporate Finance for an appropriate period of time (being usually at least two years) and as an entity it has appropriate experience of providing competent and quality advice in relation to corporate finance transactions (by way of relevant transactions)	"Relevant Transactions" 規則(英)第5条
	have acted on at least three Relevant Transactions during that two-year period		"relevant transactions" 規則(伊)第2条第4項
	役員員構成		
	employ at least four Qualified Executives	it has adequate key executives of good standing with appropriate experience (by way of relevant transactions) and expertise in corporate finance, market practice and the legal and regulatory framework for corporate finance including these Rules and the AIM Italia Rules for Companies	"Qualified Executives" 規則(英)第4条
		it has adequate staff for its activities	"Key Executives" 規則(伊) Glossary/Glossario
	財務諸表		
		it has had its annual accounts audited by an auditing firm (including the firms entered in the register of auditors)	
コンプライアンス			
	it has adequate controls and procedures in place in order to comply with these rules (as set out in the firm's corporate finance compliance manual)		
運用			
	The Exchange may, at its sole discretion, waive the requirement for the applicant firm to have a two-year track record and/or three Relevant Transactions where it determines that the applicant has highly experienced Qualified Executives (for example where substantially the entire team of Qualified Executives transfers from an existing nominated advisor).	The indication to have a two-year track record in corporate finance can be disregarded by Borsa Italiana, where it determines that the applicant has highly experienced key executives (for example where substantially the entire team of key executives transfers from an existing nominated advisor).	
継続 適格要件 伊第八 英第十 一条	第2条(英:第2-5条)に定める適格性要件の維持		英第3条: Overriding principle of the preservation of the reputation and integrity of AIM
	適格性要件喪失が予想される場合の通知(Nomad, Qualified Executives/Key Executives)		英第4条: Qualified Executives 英第5条: Relevant Transactions
	取引所による情報請求		英第6条: Application forms and documentation 伊第4条:
	取引所による聴取		英第8条: Interview 伊第6条:
	資格の取消		英第30条: Moratorium on acting for further AIM companies 伊第25条:

(London Stock Exchange: "AIM RULES FOR NOMINATED ADVISERS (02/2007)"
Borsa Italiana: "AIM ITALIA RULES FOR NOMINATED ADVISERS" (12/2009) *)

またNomadの義務はNomad規則第二部、責任は同スケジュール3に定められている(図表32)。

図表32：Nomadに課せられる義務と責任

	該当条文	
	AIM	AIM イタリア
General obligations	・担当企業のAIM適格性の確認、モニタリング; 適格性喪失時のAIM/AIMイタリアへの通知 Appropriateness of an AIM/AIM Italia company	第14条 第11条
	・登録企業に対するものを含む規則の認識徹底と対取引所連絡担当者指名 Compliance with the rules	第15条 第12条

	• 適切な能力と注意に裏付けられた業務遂行・管理 Due skill and care	第16条	第13条
Responsibilities	• 担当企業の登録企業規則遵守、義務遂行に関するアドバイザリ/ガイダンス；1名以上の Qualified Executives/Key Executiveを含む担当企業1社当り2名以上の担当者指名 Advising and guiding an AIM/ AIM Italia company	第17条	第14条
	• 適切な能力と注意に裏付けられたスケジュール3（図表31-2）に定められる責任の履行 Nominated adviser responsibilities	第18条	第15条
Information obligations	• 取引所に対するコミュニケーションと情報の正確性の担保 Liaison with the Exchange/Borsa Italiana	第19条	第16条
	• Nomad指名/指名取消の通知 Becoming or ceasing to be nominated adviser to an AIM/ AIM Italia company	第20条	第17条
Independence and conflicts	• 担当企業からの独立性維持 Independence on a continuing basis	第21条	第18条
	• 利益相反の排除 Conflicts of interest	第22条	第19条
Procedures, staff and records	• 規則遵守態勢の適切性 Proper procedures	第23条	第20条
	• 人員体制の適切性 Adequacy of Staff	第24条	第21条
	• 記録の保管 Maintenance of appropriate records	第25条	第22条

図表32-2：スケジュール3に挙げられる責任項目

AR Admission Responsibilities		OR Ongoing Responsibilities		ER Engagement Responsibilities	
AR1	登録申請企業の適格性判断	OR1	担当企業とのコミュニケーション	ER1	担当企業とその業務内容に関する理解
AR2	登録申請企業役員の適格性判断	OR2	担当企業通知の事前検査	ER2	公開企業の役員、取締役であることの自覚に関するアドバイザリ
AR3	デュー・ディリジェンス	OR3	取引のモニタリング	ER3	コンプライアンス態勢とガバナンス意識の確認
AR4	登録書類作成支援	OR4	役員交替に関するアドバイザリ		
AR5	登録申請企業のコンプライアンス態勢監督				

(London Stock Exchange: "AIM RULES FOR NOMINATED ADVISERS" (02/2007) -
Borsa Italiana: "AIM ITALIA RULES FOR NOMINATED ADVISERS" (12/2009) *)

アドバイザとしてのみならずゲイトキーパー、レギュレータとしての機能も求められるNomadの適格性審査は取引所の登録審査を実質的に代替する¹⁰³。登録企業規則に定められる情報の登録書類からの欠落はNomadによる確認を条件として受容され（登録企業規則第4条）、登録申請書類にはNomadの宣誓書を添付することが求められている（同第5条¹⁰⁴）。日程に関して登録会社規則に置かれる規程は

- ✓ 少なくとも登録日10日前¹⁰⁵までに所定の企業情報を取引所に通知（第2条）、
- ✓ 少なくとも登録日3日前までに申請書類一式（適格市場既公開企業では申請用紙）をNomad規則に規定されるNomad宣誓書を添えて取引所に提出（第5条）

という二点のみであり、理屈の上ではNomadの判断次第で設立後2週間未満の企業の登録も実現し得る。

¹⁰³ Nomad と適格性審査の解説は Aaronson, Colin ["IPO groundwork": Merali, Mo "Financial Considerations" A guide to AIM 2010, "Role of the nominated adviser in an AIM flotation" A PROFESSIONAL HANDBOOK Joining AIM 2007.](#)

¹⁰⁴ 適格市場既上場のロンドン AIM 登録申請企業については申請用紙（Application Form）に Nomad の宣誓書を添付（英第 5 条第 2 項）。

¹⁰⁵ 適格市場既公開企業については 20 日前（英第 2 条第 2 項）。AIM イタリアの登録企業規則には適格市場についての該当条文なし。

メイン・マーケットと同一のシステム上で取引されることにより物理的な市場の機能は取引所によって担保されている。これに対し市場と取引される商品の質を保証するという取引所の自主規制の機能は一部がNomadに転嫁される。[投資会社に関する05年3月の規則改正¹⁰⁶](#)では、コンプライアンスの監視を怠ったNomadに対する罰則規定も定められた。鉱業・石油・ガス・セクターに関する[06年3月の登録企業規則に関するガイダンス⁹⁸](#)で新たに追加された必要提出書類の適正性に関する判断もNomadの責任であり、これを可能とする態勢が求められた。

AIMモデルは、規制・監督権限の一部を移転しNomadにステイタス・プレミアムを付与することにより、取引所がコストと負担を軽減するシステムとして成立している。登録企業規則Schedule Two/Schedule Dueには登録書類の構成に関する詳細が示されているが、その中にはNomad名に続いて記載すべき事項として“The London Stock Exchange has not itself examined or approved the contents of this document / Consob e Borsa Italiana non hanno esaminato né approvato il contenuto di questo documento”という文章による確認が含まれる(Annex III (e) /Allegato III (e))。

Regal Petroleumに対しては当時適用されていた03年5月版会社規則第9条(現第10条 - Principles of disclosure)、第10条(現第11条 - General disclosure of price sensitive information)に抵触するとして取引所より60万英ポンドの支払が命じられているが、Nomadに重大な過失があったと判断されてはいない¹⁰⁶。しかしながら、Nomadに対する制裁が加えられた事案もこれまでに2件存在し、これには英国史上最大の株主集団訴訟に発展し現在も係争中のバミューダ籍企業[Langbar International](#)(旧Crown Corporation)国際横領詐欺事件に絡むものも含まれる¹⁰⁷。

05年に明らかとなった経営陣を含む関係者による3億6,500万英ポンドのLangbar International資産横領に関する調査結果を確認するために同年10月12日に取引を停止された同社株式は、その後取引を再開することなくAIM会社規則第41条の規定により6ヵ月後の06年4月12日に登録廃止となった。翌07年にはMax PetroleumでCEOを含む従業員7名のストック・オプションを利用した背任行為が発覚。7月に219英ペンスの高値をつけた同社株式は、9月6日、前日に110.1/4英ペンスで引けた状態で取引停止となっている(10月29日取引再開)。両社のNomadであったNabarro Wellsは、Nomadに指名されていた登録企業のうち7社について取引所の調査を受け、うち5社で05年4月版会社規則第39条(現Nomad規則第14条-Appropriateness of an AIM Company、第15条-Compliance with the rules、第16条-Due skill and care)、その他1件で旧Nomad適格基準(Nominated Adviser Eligibility Criteria)に抵触する行為が認められるとして07年10月、25万英ポンドの支払いを命じられた¹⁰⁸。Nabarro Wellsは翌08年4月、Nomadの1社である[Ambrian Capital](#)に吸収されている¹⁰⁹。

処罰対象となった今1社のNomadはAstaire Securities(旧Blue Oar Securities)であり、旧

¹⁰⁶ [STOCK EXCHANGE AIM DISCIPLINARY NOTICE – AD9 “PUBLIC CENSURE AND FINE - REGAL PETROLEUM PLC” 11/2009](#)

¹⁰⁷ 原告(Langbar Action Group)のWebサイトは<http://www.langbaractiongroup.com/index.html>。

¹⁰⁸ [STOCK EXCHANGE AIM DISCIPLINARY NOTICE - AD1 “PUBLIC CENSURE AND FINE - NABBARO WELLS & CO LIMITED” 10/2007](#)。07年2月のNomad規則導入以前の規則体系は現在のものとは異なる。

¹⁰⁹ [Ambrian Capital PLC “Acquires Nabarro Wells” 04/2008](#)



図表 33 : Worthington Nicholls/Managed Supply Services 週足

Worthington Nicholls (現Managed Supply Services。図表33) についてのNomad責務の不履行と懈怠を問われ、09年6月に22万5,000英ポンドの支払命令が下された¹¹⁰。会社規則第39条 (Nominated advisers)及びNomad規則第16条(Due skill and care)、18条(Nominated adviser responsibilities)、19条 (Liaison with the Exchange) への抵触であり、登録審査書類の複数の箇所に関し監査人より訂正が求められたにもかかわらず対応を怠り、登録後の開示資料についても虚偽もしくは誤解を与える記載を看過した等の行為が指摘されている。旧Blue Oar Securitiesの持株会社であったAstaire Group(旧Blue Oar plc)は08年12月にEvolve Capitalの傘下に入っていたが(出資比率53.6%)、Evolve Capitalの出資見直しの意向を受け10年7月に事業再構築計画を発表¹¹¹。Astaire Securitiesは10月に売却された¹¹²。

ガバナンスと注意義務遵守態勢が欠如していれば、Nomadの指名を受けることは社運を賭した事業ともなりかねない。

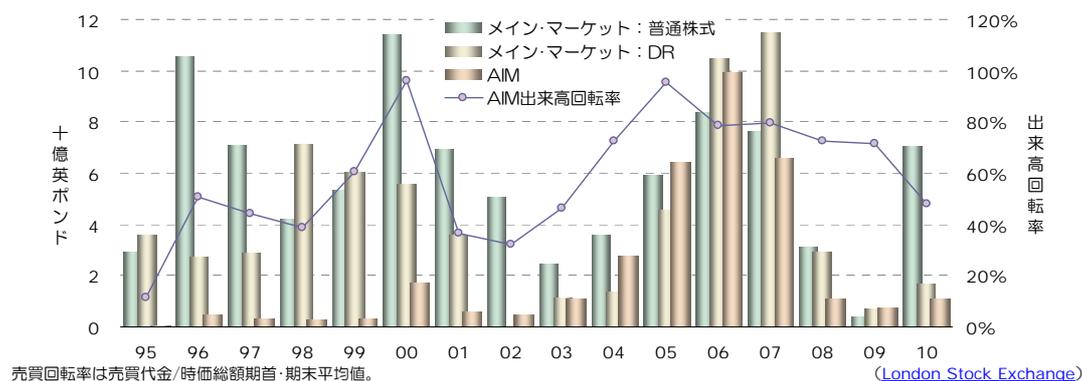
権限の一部を負担することへのインセンティブは市場参加者、発行体からの信認の向上となるが、Nomad自身が市場参加者である場合、ステイタス・プレミアムの価値は市場が円滑に機能し十分な流動性が保たれなければ減殺される¹¹³。05年から07年にかけてAIMの発行市場は規制普通株式市場、DR市場に比肩し得る規模を維持し続けた(図表34)。二面性をもつネットワーク効果の存在は、低規制市場に

¹¹⁰ [STOCK EXCHANGE AIM DISCIPLINARY NOTICE - AD8 "PUBLIC CENSURE AND FINE - ASTAIRE SECURITIES PLC \(formerly BLUE OAR SECURITIES PLC\)" 06/2009](#)

¹¹¹ [Astaire Group PLC "Strategy, Board Changes and Litigations" 05/2010](#); [Evolve Capital PLC "Strategic Review by Astaire Group PLC" 07/2010](#)

¹¹² [Astaire Group PLC "SALE OF ASTAIRE SECURITIES PLC" 10/2010](#)

¹¹³ Nomadは適格要件を満たせば必ずしも市場参加者である必要はない。公開企業には登録企業規則第35条によりブローカ(Broker - 英)/スペシャリスト(Specialista - 伊)を確保することが求められている。Mallin/Ow-Yong 01/2009で推計の対象とされた300のサンプルのうちブローカを兼任するNomad(NomadBro)を置くケースは215件であった(Mallin, Chris/Ow-Yong, Kean "Corporate Governance in Alternative Investment Market (AIM) Companies: Determinants of Corporate Governance Disclosure" 01/2009)。ブローカ/スペシャリストの解説はCardigan, Oliver "Raising finance" A guide to AIM 2010、Wates, Edward/Zimmerman, Ray "Role of the broker in an AIM flotation" A PROFESSIONAL HANDBOOK Joining AIM 2007。



図表 34：ロンドン証券取引所における IPO 調達額と AIM の出来高回転率

対する需要を拡大させると同時に、AIMモデルのメカニズムが有効に効果を発揮することにも大きく寄与したと推定される。

共通のシステム上で運営される現物市場についてセグメント別の収支を把握することはできないが、低規制モデルのコストは他のモデルとの比較で相対的に低いと考えられ、規制・監督機能がNomadと分担されるというAIMのメカニズムがその収益性を更に高める要因として働いている可能性は高い。

株式上場後のロンドン証券取引所はイタリア証券取引所との合併が実現するまで恒常的に買収の標的となり、防衛のための負担は費用として計上されている額だけで01年3月期～07年3月期償却・利払前営業利益の4.8%に相当する規模に達した¹¹⁴。05年3月期には買収防衛策の一環として配当金を大幅に増額。資金調達を目的とする社債の発行により07年3月期～同年9月中間期には一時的に債務超過状態に陥っている。この中で業績は順調に推移しており、AIMの活況は国外企業によるDRの発行と共に装置産業としての側面をもつ取引所に大幅な数量効果をもたらしたと推定される（図表35-1・35-2）。

一方で単独での取引システム運営の維持が規模の経済と市場の流動性が発生しない限り困難であることを示唆する事実もある。

図表36には規制外セグメント（PLUS-Quoted）、規制セグメント（PLUS-Listed）での発行市場サービスと他市場上場銘柄取引のためのMTFサービスを提供する電子取引所PLUSマーケット・グループ（PLUS Markets Group。95年に創設されたOFEXを前身とするAIM登録企業）の収支の推移を示している。10年12月末のPLUS-Quoted登録社数はAIMの1,194に対し158。10年には7社が株式を公開する一方で18社が登録を廃止した¹¹⁵。数量効果を期待できる規模に至っていないことは業績からも明らかである。

¹¹⁴ London Stock Exchange [“Reject OM Gruppen's bid” 10/2000](#); [“Continue to reject OM Gruppen's Offer” 10/2000](#); [“Continue to reject OM Gruppen's Offer \(Third Document\)” 10/2000](#); [“Reject Macquarie's offer” 01/2006](#); [“Reject Macquarie's offer” 02/2006](#); [“Reject Nasdaq's offer” 12/2006](#); [“Reject Nasdaq's offer” 01/2007](#); [“Reject Nasdaq's offer” 02/2007](#); Office of Fair Trading [“Anticipated acquisition by Euronext N.V. of the London Stock Exchange plc” 04/2005](#); [“Anticipated acquisition by Deutsche Börse AG of the London Stock Exchange plc” 04/2005](#); [“Anticipated acquisition by Macquarie London Exchange Investments Limited of London Stock Exchange plc” 02/2006](#); [“Anticipated acquisition by Nasdaq Stock Market, Inc of the London Stock Exchange plc” 01/2007](#); Competition Commission [“A report on the proposed acquisition of London Stock Exchange plc by Deutsche Börse AG or Euronext NV” 11/2005](#); [“THE PROPOSED ACQUISITION OF LONDON STOCK EXCHANGE PLC BY DEUTSCHE BÖRSE AG OR EURONEXT NV” 03/2006](#)

¹¹⁵ PLUS Markets Group [“Market Statistics”](#)

図表 35-1：ロンドン証券取引所の要約財務諸表と諸比率 I

	03/95	03/96	03/97	03/98	03/99	03/00	03/01	03/02	03/03	03/04	03/05	03/06	03/07	03/08	03/09	03/10
現金・預金等増加額	7.6	10.0	63.6	12.2	15.7	▲0.1	▲52.5	42.0	21.1	16.9	▲103.5	102.4	▲153.9	127.7	▲56.9	79.4
営業キャッシュ・フロー	23.3	37.7	42.9	22.2	42.9	40.6	39.6	71.8	70.7	91.3	80.4	119.5	140.2	180.3	228.9	217.7
営業収支キャッシュ・フロー-純額	13.4	45.5	42.0	11.3	40.5	56.7	44.1	75.8	91.5	90.2	85.2	114.1	147.7	217.5	276.9	226.7
運転資本増減	9.9	▲7.8	28.9	10.9	2.4	▲16.1	▲4.5	▲4.0	▲20.8	1.1	▲4.8	5.4	▲7.5	▲37.2	▲48.0	▲9.0
投資キャッシュ・フロー	▲13.2	▲13.6	▲6.0	▲8.5	▲25.5	▲15.0	▲22.7	▲15.8	▲39.4	▲69.4	▲65.5	1.2	▲19.9	49.6	▲59.7	▲52.0
有形固定資産取得・売却純額	▲12.8	▲13.1	▲6.0	▲8.5	▲25.5	▲13.5	▲22.7	▲15.8	▲28.1	▲64.2	10.0	27.9	▲6.0	▲10.3	▲19.9	▲12.3
無形固定資産取得	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	▲18.5	▲20.5	▲13.9	▲21.9	▲36.5	▲29.9
買収・出資	▲0.4	▲0.5	-	-	-	▲1.5	-	-	▲11.3	▲15.5	-	▲6.2	-	81.8	▲3.3	▲9.8
その他	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
財務キャッシュ・フロー	▲2.5	▲14.1	▲1.3	▲1.5	▲1.7	▲25.7	▲69.4	▲14.0	▲10.2	▲4.7	▲75.4	▲18.3	▲274.2	▲116.1	▲237.8	▲83.2
株式発行手取・買戻純額	-	-	-	-	-	0.1	▲10.0	▲4.3	0.9	3.3	3.4	-	▲147.7	▲177.5	▲76.9	1.4
A株償還	▲1.6	▲1.3	▲1.3	▲1.5	▲1.7	▲8.8	-	-	-	-	-	-	-	▲8.1	▲5.3	▲2.3
B株償還	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
資本返済	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
借入金返済	▲0.9	▲5.1	-	-	-	-	-	-	-	4.9	▲1.2	0.6	▲497.9	115.5	▲83.3	▲8.4
預借手取・償還純額	▲7.7	-	-	-	-	▲47.6	-	-	-	-	-	-	249.2	▲46.0	▲7.3	▲73.9
支払配当金	-	-	-	-	-	▲3.0	-	▲9.7	▲11.1	▲12.9	▲17.6	▲22.8	▲33.2	▲4.0	▲7.3	▲73.9
為替換算差引	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	13.9	11.7	▲3.1
営業収支キャッシュ・フロー-純額 / 長期固定資本	24.8%	43.6%	32.3%	13.6%	20.0%	26.6%	28.4%	35.0%	38.7%	32.7%	36.4%	54.5%	▲594.6%	27.9%	28.4%	26.4%
償却前営業収支 / 長期固定資本	21.0%	36.8%	28.9%	13.2%	18.8%	26.4%	26.6%	35.0%	38.7%	32.7%	36.4%	55.0%	208.4%	24.9%	24.5%	18.5%
長期固定資本回転率	1.116	1.151	0.945	0.572	0.625	0.630	0.729	0.790	0.749	0.689	0.811	1.107	3.717	4.18	4.17	3.79
営業収支キャッシュ・フロー / 営業収入	18.9%	32.0%	30.5%	23.0%	30.1%	41.9%	36.5%	44.3%	51.7%	47.5%	44.9%	49.7%	56.1%	59.6%	58.8%	48.7%
営業キャッシュ・フロー / 営業収入	18.9%	32.0%	30.5%	23.0%	30.1%	41.9%	36.5%	44.3%	51.7%	47.5%	44.9%	49.7%	56.1%	60.0%	62.8%	52.5%
営業効率	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	▲4.0%	-	-	-
営業コスト	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	▲5.2%	-	-	-
営業費用 / 長期有利子債務	▲9.8%	▲11.5%	▲10.4%	▲10.2%	▲10.0%	▲10.0%	▲27.3%	-	-	▲80.0%	▲40.0%	▲300.0%	▲11.9%	▲13.9%	▲14.3%	▲3.8%
レバレッジ (長期有利子債務 / 総資産)	33.4%	27.2%	18.5%	15.7%	13.3%	12.4%	6.2%	-	-	1%	2%	2%	408.6%	27.6%	37.9%	58.9%
法人税率負担率	▲57.9%	▲22.2%	▲19.7%	▲16.4%	▲7.1%	▲17.6%	▲31.8%	▲17.2%	▲21.6%	▲19.8%	▲20.3%	▲20.3%	▲18.5%	▲24.0%	▲15.8%	▲17.5%
法人税率負担率	10.5%	33.0%	25.0%	5.9%	18.5%	23.4%	18.1%	29.0%	30.3%	26.2%	28.3%	43.5%	▲483.6%	21.2%	23.9%	21.8%
株主資本 / 総資産	68.5%	70.3%	76.3%	69.6%	63.8%	91.0%	96.2%	100.0%	100.0%	99.8%	97.9%	99.5%	106.9%	90.7%	91.7%	90.8%
株主資本的比率	15.3%	48.3%	34.0%	7.4%	22.1%	25.7%	18.4%	29.0%	30.4%	26.3%	28.4%	43.7%	▲453.4%	23.4%	26.1%	24.1%
配当比率	-	-	-	-	-	▲6.8%	▲12.8%	▲14.3%	▲12.1%	▲14.3%	▲208.5%	▲20.0%	▲22.5%	▲21.1%	▲26.1%	▲32.6%
総資産潜在成長率 (IGR: Implicit Growth Rate)	15.3%	48.3%	34.0%	7.4%	22.1%	25.7%	17.2%	25.3%	26.7%	22.5%	▲30.8%	35.0%	▲351.5%	18.4%	19.3%	16.2%

(単位：100万英ポンド)

2000年3月 株式会社公開

2000年8月 OM (現OMX) によるTOB (11月撤回)

05年12月 Macquarie によるTOB (06年2月期限満了)

04年12月 ドイツ証券取引所 による合併提案 (06年3月撤回)

07年6月 イタリア証券取引所 との合併提案 9月末日合併

2000年5月 ドイツ証券取引所との対等合併による IX 創設とNASDAQとの提携発表 (OMXのTOB発表により撤回)

04年12月 コーロネクス社 による合併提案 (06年5月撤回)

NASDAQ による合併提案 (02年7月撤回)

06年3月~ NASDAQ による合併提案

諸比率はキャッシュ・フロー-基準；負債対照率データは95年を除き期間平均

(London Stock Exchange)

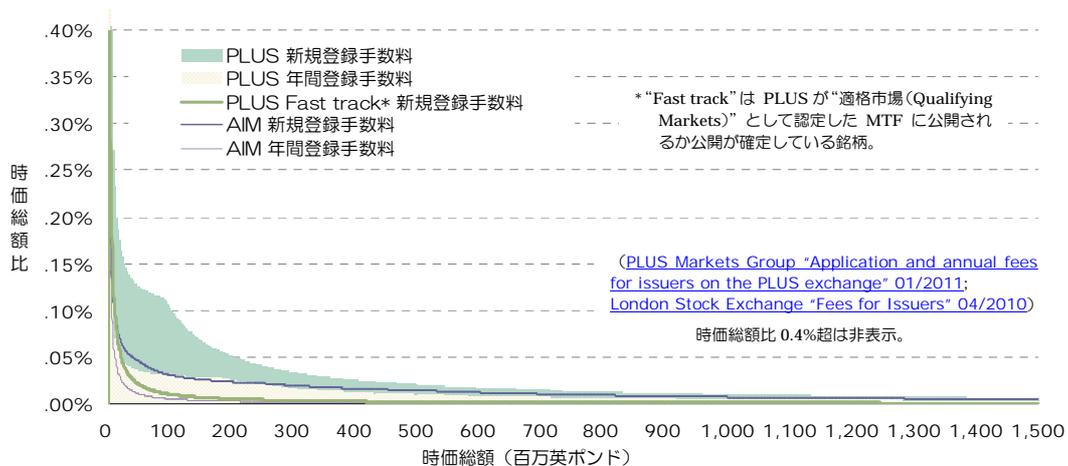
図表 36：PLUS マーケッツ・グループの業績推移

(単位：1,000英ポンド)	年度決算					半期決算	
	12/05	12/06	01/00	12/07	12/08	06/08	06/09
営業収入	1,446	2,169	3,101	3,247	3,038	1,491	1,528
Capital markets				2,282	2,089		
Trading services				62	-		
Market data services		n.a.		843	868	n.a.	
Other income				60	81		
営業費用	▲2,528	▲3,147	▲6,275	▲7,682	▲11,563	▲7,379	▲4,031
人件費	▲958	▲1,516	▲3,622	▲3,617	▲3,694		
その他	▲1,569	▲1,631	▲2,653	▲4,065	▲7,869		
償却利払前収支	▲1,081	▲978	▲3,174	▲4,435	▲8,525	▲5,888	▲2,503
金融収支	98	121	1,398	1,093	218	162	65
償却前収支	▲983	▲857	▲1,776	▲3,342	▲8,307	▲5,726	▲2,438
減価償却費	▲170	▲282	▲357	▲299	▲40	▲26	▲12
株式充当費用	▲210	▲106	▲370	▲453	91	40	▲32
特別収支	-	-	▲475	▲6,105	-	-	-
当期収支	▲1,363	▲1,245	▲2,978	▲10,199	▲8,256	▲5,712	▲2,482
運転資本	2,790	1,835	20,623	14,271	10,972	8,634	8,532
現金・現金同等物	3,449	2,348	21,006	14,831	10,744	10,256	9,728
その他	▲659	▲513	▲383	▲560	228	▲1,622	▲1,196
固定資本純額	943	751	3,450	56	21	35	11
長期固定資本	3,733	2,586	24,073	14,327	10,993	8,669	8,543
株主資本	3,733	2,586	24,073	14,327	10,993	8,669	8,543
累積損失	▲4,502	▲5,669	▲8,277	▲18,023	▲26,373	▲23,775	▲28,823
株式発行額	2,470	20	24,095	-	5,016	94	-

(PLUS Markets Group)

PLUS-Quotedの登録規則は採用会計基準にIAS、米GAAPの他に英GAAP及びPLUSが適切であると認める基準が含まれる（APPENDIX 1: PART 1 第25条）、年度決算発表期限が決算期終了後5ヵ月となっている（第47条）といった点を除けば基本的にAIMの規則に準じており、Nomadに類似の機能をもつものとしてのアドバイザー（PLUS Corporate Adviser）の指名（第1条）及び少なくとも1社のマーケット・メイカーによる取扱銘柄としての登録（APPENDIX 2: PART 2 (g)）も求められる¹¹⁶。しかしながら長引く収益の低迷は手数料体系を競争力の改善を期待できない水準に維持せざるを得ないという制約を生んでいる（図表37）。

欧州新市場の壊滅、SOX法施行、公正取引局による手数料水準調査といった特殊要因があるとはいえ、



図表 37：PLUS と AIM（英）の手数料水準比較

¹¹⁶ PLUS Markets Group “Rule for Issuers” 03/2010, “Corporate Advisers Handbook” 10/2009. PLUS-Listed の上場基準は “The PLUS Listed Market - Admission and Disclosure Standards” 07/2007.

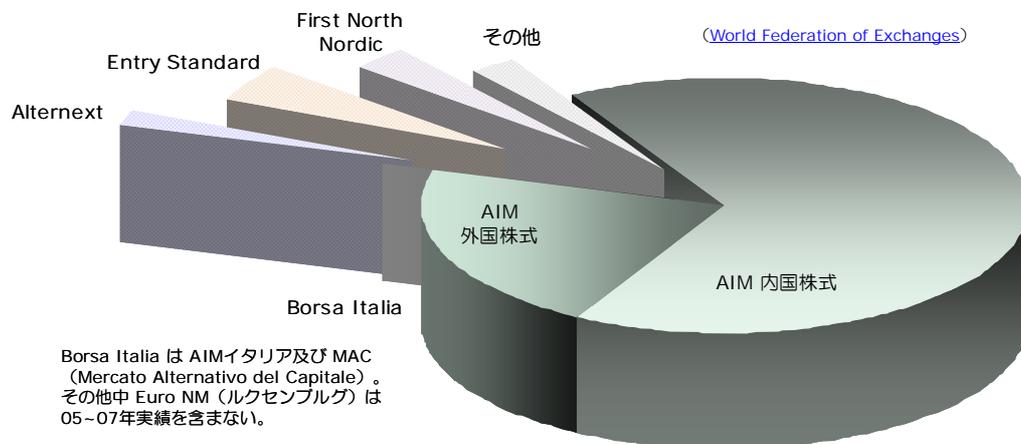
AIMは世界的な競争・規制環境が変動する中で消去法的に発生したネットワーク効果の二面性を最大限に利用した経営によって特殊な発展を遂げることが可能となった店頭市場であるといえよう。

4. モニタリング

投資家保護を重視する規制体系をもつ米国に対し、EUの規制は機関投資家による市場規律の維持と流動性の確保を基幹として成立している。このような思想はNMS（National Market System）規制¹¹⁷とMIFID¹⁶の差としても表れており、前者がATSと取引所の融合を最終的着地点に想定する一方で後者は各種規制の枠外でのMTFによる機関投資家へのアクセスを容認している。NASDAQによるInstinet Group買収、NYSEとArchipelago（現NYSE Arca）の合併に類する現象は欧英でも観察され、かつて株式を公開していたvirt-x、NGM（Nordic Growth Market）は既に市場から姿を消した¹¹⁸。しかしながら取引所の経営政策上の選択の背景にある制度的誘因は基本的に異なる。

欧英の事例からは発行市場にみられると同様の規模の経済性の問題を流通市場においても確認できる。Instinet Group、Archipelagoは上場廃止直前期の実績で償却前各々1億742億米ドル（04年12月期）、3,900億米ドル（05年12月期）の営業利益を計上していたが、vit-xは02年6月末で660万英ポンド、NGMは07年12月末で7,156万瑞クローナの累積損失を残している。

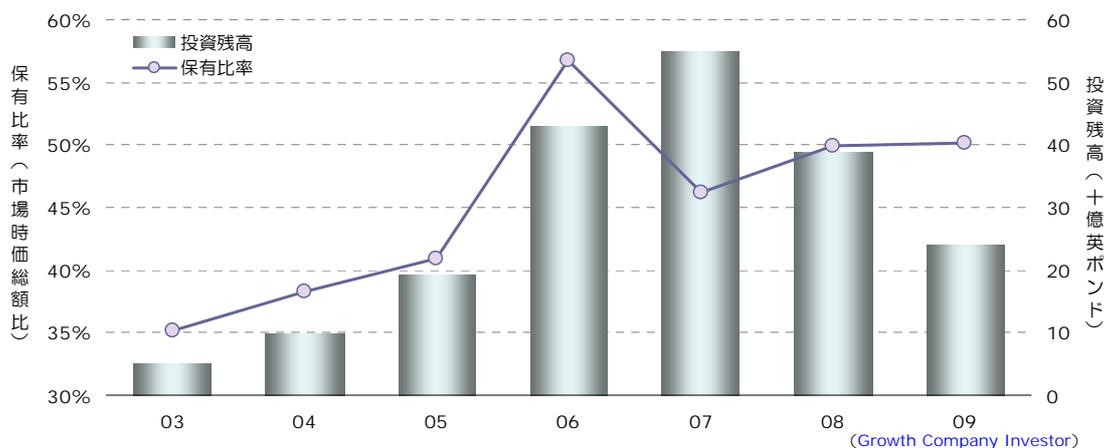
これに対しAIMが実現した流通市場の規模は差別化を図る上での決定的な要因として働いた(図表38)。



図表 38：欧英規制外市場における売買高シェア（05~09 年米ドル建）

¹¹⁷ [Securities and Exchange Commission "17 CFR Parts 200, 201, et al. Regulation NMS: Final Rule" 06/2005 Federal Register/Vol. 70, No.124](#)

¹¹⁸ 現在のSIX GroupとTradepoint Financial Networksの合併事業として01年に設立されたvirt-xはSIX Groupに買収された後SWX Europeへと名称を変更。09年5月にSwiss Blue Chip Segmentが創設されたことにより、これに併合された（SWX Swiss Exchange "SWX in Übernahmegesprächen mit virt-x" 12/2002; SIX Swiss Exchange "SIX Swiss Exchange Blue Chip Segment (former SWX Europe UK Exchange Regulated Market Segment and SWX Europe EU Regulated Market Segment)"）。Tradepoint自身も登録を廃止したが、これは取引所ではなくコンソーシアムによる買収であり、コンソーシアムにはInstinetとArchipelagoも含まれていた。また、ガバナンスの問題から一時免許停止処分を受けたNGMはシュトゥットガルト証券取引所に吸収されている（Finansinspektionen "FI withdraws NGM's licence" 10/2008, "NGM's licence reinstated" 12/2008; Börse Stuttgart "Börse Stuttgart begrüßt Entscheidung der Aktionäre von Nordic Growth Market NGM Holding AB" 11/2008）。米国の事例に関する法務省の見解は"DEPARTMENT OF JUSTICE ANTITRUST DIVISION STATEMENT ON THE CLOSING OF ITS TWO STOCK EXCHANGE INVESTIGATIONS" 11/2005。



図表 39：機関投資家の AIM 登録銘柄投資残高

Growth Company Investor社によれば、機関投資家のAIM登録銘柄への投資残高は03年から07まで平均年率86%で増加し550億英ポンドへと拡大した（図表39）¹¹⁹。その後の市況の軟化とリーマン・ショック以降のリスク許容度の低下は機関投資家の行動にも大きく影響を及ぼし、09年7月末のAIM銘柄投資残高はピークとなった07年調査時点から56%縮小している。しかしながら、AIM時価総額比でみた機関投資家保有額の比率は07年の46.2%に対し08年、09年と約50%の水準で推移している。これは必ずしも保有株式比率に相当するものではなく、銘柄別の出資比率も反映されていないが、発行体に対するモニタリングが有効に機能していることを示唆するものであり、かつてAbbanat 09/2004の指摘した流動性の欠如と機関投資家不在との悪循環が機能停止を招くに至った末期の欧州新市場のものとは異なる構造をAIMの流通市場が備えていることを意味している¹²⁰。AIMでのIPO調達額が99億4,384万英ポンドと最高額を記録した06年の調査では新規登録企業に対する投資額が上位10社で16億8,356万英ポンド、20位までを含めれば26億1,397万英ポンドに達した。図表39に示す市場時価総額比でみた保有比率が06年に56.7%まで上昇している背景には機関投資家が新規公開時より積極的に市場に参加していることがある¹²¹。

図表 40：主体別 AIM 投資残高（09年7月末）

投資残高 上位 10 社	主体名	投資残高	
		一件当り	件数
		- 百万英ポンド -	
	BlackRock Group	772.06	107
	Invesco	675.05	69
	Prudential Group	432.33	39
	Lloyds Banking Group	426.81	82
	Fidelity International	421.48	97
	Capital Group Companies	290.24	37
	Artemis Investment Management	273.75	93

¹¹⁹ Growth Company Investor: [Crux, James "Institutions stick with AIM" 09/2009](#); [Institutional Investors in AIM 2007](#); [Institutional Investors in AIM 2006](#)。出資比率 3%以上の投資を対象とする年次調査。

¹²⁰ [Abbanat, Robert "Feasibility Study: A Pan-European Market for Technology Growth Companies" 09/2004](#)

¹²¹ 調査はメイン・マーケットからの市場変更銘柄を含む 06 年 8 月までの 1 年間を対象としたものであり、06 年暦年での IPO 調達額とは正確には対応しない。

	Schroders	252.53	3.95	64
	RAB Capital	259.02	4.32	60
	JP Morgan Chase & Co.	255.26	3.65	70
その他	AXA	189.66	1.88	101
投資件数	Henderson Group	204.25	2.08	98
80 件以上	Gartmore Investment	215.17	2.22	97
	F&C Group	210.60	2.34	90
	Barclays Bank	82.95	0.98	85

(Growth Company Investor)

登録後5年間の登録継続状況を実証の対象としていることから調達額が急速に拡大した時期が含まれていないが、Esenlaub/Khurshed/Mohamed 11/2009によれば、発足から04年にかけてのAIMにおけるIPOのうちVC出資銘柄のディールは10.9%を占めるに過ぎず¹²²、ロック-アップ解除の影響が新市場と比較すれば大きいものではない可能性もある。しかしながら、機関投資家による投資対象選択に大きく影響を及ぼす流動性が提供されれば、VC出資企業についてもモニター機能の移転は問題なく実現するといえよう。

機関投資家の行動には制度的な背景もある。95年に制度が創設されたベンチャー・キャピタル・トラスト（VCT: Venture Capital Trust）はリスク許容度の高い個人投資家を対象に設定される会社型投資信託であり、株式市場に公開されている。1企業当り年間100万英ポンドを上限として総資産が出資前で700万英ポンド、出資後で800万英ポンドの非上場企業に投資し、キャピタル・ゲイン課税が免除される。VCTに投資する個人に対しては5年以上の保有を条件として年間20万英ポンドまでの投資額30%相当の所得税減免措置がとられ（18才以上）、配当所得税、キャピタル・ゲイン税は非課税となっている¹²³。店頭市場であるAIMに登録される企業は当然非上場であり、VCTの投資対象となる。AIM登録銘柄の投資家として上位にランクされるInvescoのVCT（Invesco Perpetual AiM VCT）も10年5月年度末で運用資産1,388万英ポンドの84.2%に相当する1,113万英ポンドを公開銘柄に投資しており、VCTスキ-



図表 41: VCT 募集額とファンド数

¹²² [Esenlaub, Susanne/Khurshed, Arif/Mohamed, Abdulkadir "Is AIM a Casino? A study of the survival of new listings on the UK Alternative Investment Market \(AIM\) " 11/2009.](#) AIMにおけるロック-アップ期間は企業系列に属さない過去2年間の営業収益実績のない発行体で1年となっている（登録企業規則第7条）。

¹²³ [HM Revenue & Customs "Venture Capital Schemes Manual"](#)

△適格投資の約80%がAIM登録銘柄である¹²⁴。税制によって手当てされるスキームであることから制度変更による影響を受け、全般のAIM投資額が拡大した07年3月期から08年3月期には07年4月よりの総資産適格基準の引下げ（出資前700万←1,500万英ポンド；出資後800万←1,600万英ポンド）、個人所得税減免率引下げ（30←40%）、適格投資対象基準としての従業員規模の追加（出資時常勤被雇用者数50名以下）といった措置が募集額の低下を招いたが、個人資産を中小企業に供給するモニタリング機関としての性格はより明確なものとなっている（図表41）¹²⁵。

図表40に示した投資主体のうち残高上位2社（BlackRock Group、Invesco）に07年当時との変化はないが、両者合計での一銘柄当たり投資額より推して小型銘柄の比率は低下している可能性が高い（投資残高▲51.7%、投資銘柄数▲31.0%）。保険会社系ではPrudential Groupが残高3位にランクされているものの、単位投資額は上位2社平均値を34.8%上回る。07年の第3位AXAの投資残高は2年間で1/5の水準に縮小し、同第9位のAvivaと共に上位10社から姿を消した。AXAのケースでは単位投資額が07年の1/3にまで低下しているが、一般的にみれば投資対象は大型化していると推定される。

店頭市場であるAIMにEU透明性指令¹⁷の国内法制化条文も含まれるコーポレート・ガバナンス法（UK Corporate Governance Code；旧Combined Code on Corporate Governance¹²⁶）は適用されず¹²⁷、[公開企業連盟（QCA: Quoted Companies Alliance）](#)が旧法に準じて作成した05年版ガイドラインに挙げられていた23項目とAIM登録企業の開示情報を比較したMallin et al. (01/2009)¹¹³によれば、サンプル300社の05年10月期～06年9月期年次報告書での記載は平均13.05項目であった。開示項目数と企業規模との間に存在する正の相関関係はAIMにおいても実証されている。Espenlaub et al. (11/2009)¹²²は指定されたNomadの実績が企業の登録継続確率を有意に正に拡大させることを検証しているが、一方で流動性の低下した銘柄では流通市場におけるNomadの義務履行が疎かになりがちであることを指摘する市場参加者の声があることも事実である。

AIMの登録廃止率はシティの反発を招いたSEC長官の07年ロンドン講演での発言ほどに深刻なものではない（図表42）¹²⁸。しかしながら、登録企業のガバナンスの向上に期待される機関投資家の役割は重要性を増してきた。機関投資家によるモニタリングが重視されていることは、10年7月の“UK Stewardship Code”の発効にも表れている¹²⁹。これに応じ例えばAIMのメイン・プレイヤーの一社であるHenderson GLOBAL INVESTORSは“[Stewardship Code Compliance Statement](#)”を発表。9月には“Responsible investment policy”を公表した¹³⁰。その議決権行使状況は以下のサイトの

¹²⁴ [Invesco Perpetual AiM VCT plc "ANNUAL FINANCIAL REPORT" YEAR ENDED 31 MAY 2010](#)

¹²⁵ 個人投資家の直接的な市場参加を促すスキームとしては、ビジネス・エンジェル、リスク許容度の高い富裕層を対象に想定したEIS（Enterprise Investment Scheme）が94年に創設されている。投資適格企業はVCTのそれと同一であり、年間500～50万英ポンドの投資に対し、上限を10万英ポンドとする個人所得税の20%減免、キャピタル・ゲイン非課税が認められる¹¹⁷。

¹²⁶ Financial Reporting Council ["REVISIONS TO THE UK CORPORATE GOVERNANCE CODE \(FORMERLY THE COMBINED CODE\)" 05/2010](#); ["THE COMBINED CODE ON CORPORATE GOVERNANCE" 06/2008](#)

¹²⁷ 最小限の遵守すべき規定は通達によって告知される。例えば保有株式数報告義務にかかるAIM25（[STOCK EXCHANGE AIM NOTICE – AIM25 "CHANGES TO THE DISCLOSURE OF SIGNIFICANT SHAREHOLDERS" 03/2006](#)）。

¹²⁸ [Treanor, Jill "City hits out over US 'casino' jibe at Aim" 10/03/2007 The Guardian](#)

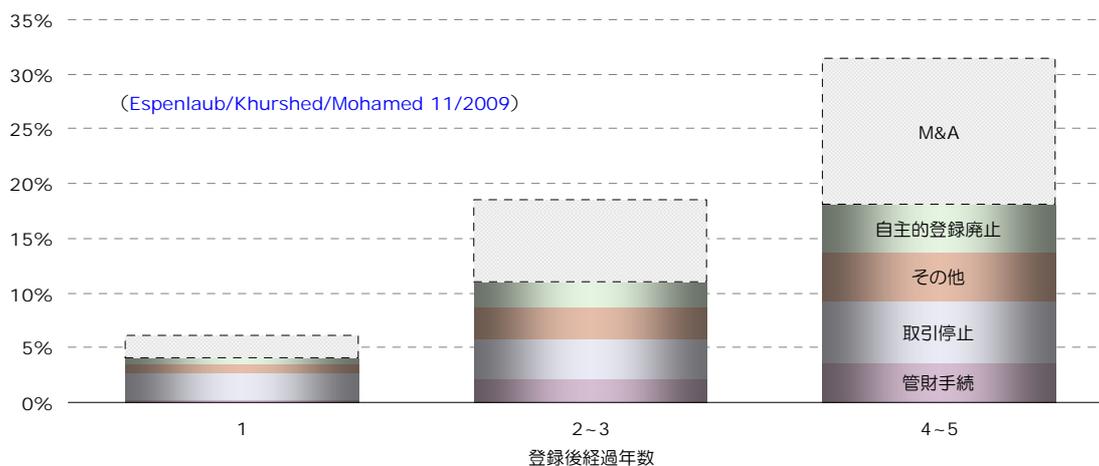
¹²⁹ [Financial Reporting Council "THE UK STEWARDSHIP CODE" 07/2010](#)

¹³⁰ [Henderson GLOBAL INVESTORS "Responsible investment policy – Monitoring and taking action on financial performance, corporate governance and corporate responsibility" 09/2010](#)。

(Responsible Investment -) How we implement our policy - Voting Reportsに公表されている。

<http://www.henderson.com/sites/henderson/responsibleinvestment.aspx>

AIMは低規制市場でのシェア拡大を審査・監督機能の分担、機関投資家によるモニタリングによって成立するシステムとして実現してきた。これを可能としたネットワークの外部性は、取引所の競争力を左右する決定的な要素となる。



図表 42：AIM の登録廃止率（95~04 年登録企業）

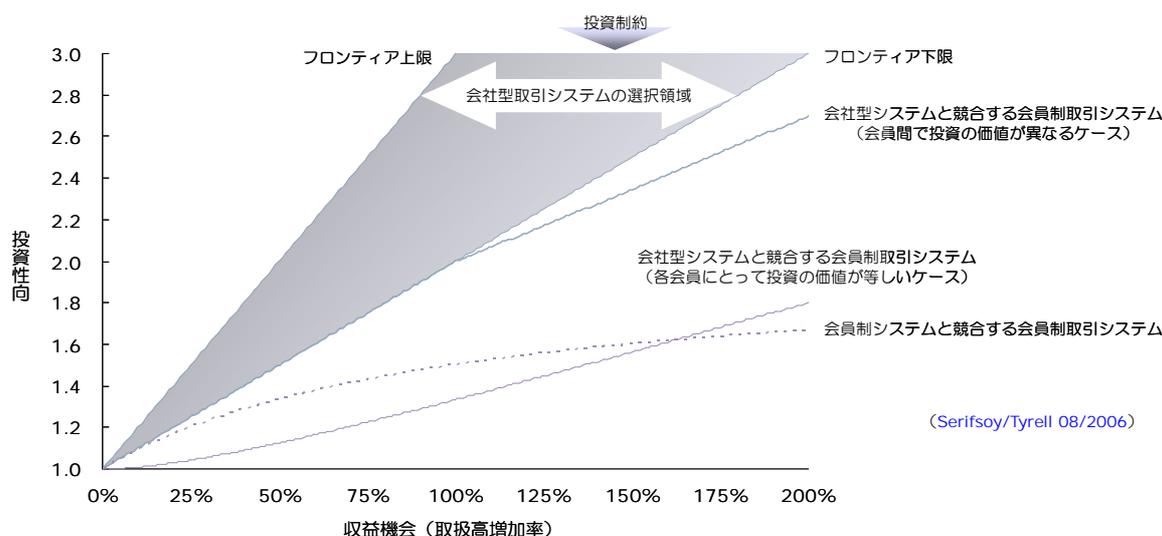
第8節 ユーロネクストのMTF

1. 取引所の株式会社化と提携・統合

SEAQ Internationalの盛衰とロンドン証券取引所の取引システム変更⁸⁹、ドイツ国債先物をめぐる旧DTB(Deutsche Terminbörse、98年にIBSOFFEX(Swiss Options and Financial Futures Exchange)と合併し現在はEurex)と旧LIFFE(London International Financial Futures and Options Exchange、現Euronext LIFFE)の攻防とMatif(Marché à Terme International de France、現Euronext Paris)の対応¹³¹といった事例に端的に表れている通り、提供するサービスの質を向上させるための投資は取引所の競争力に決定的な影響を及ぼす。

会員制取引システムは会社型(Outsider-owned)取引システムとの競争において劣位に置かれる。Serifsoy/Tyrell(08/2006)は、両者の投資性向の差をモデルによって提示した。図表43は基本モデルでの収益機会の変動と投資実現額の初期値に対する比率の対応状況を示したものであり、総投資額に等しい収益が期待できることを前提としている。会員間で投資の価値が異なる需要の多様化に応じた多

¹³¹ [Domowitz, Ian/Steil, Benn "Automation, Trading Costs, and the Structure of the Securities Trading Industry" 1999](#)



図表 43：組織形態と取引システムの投資性向

角化投資等のケースでの投資額一単位当りの収益は、メリットの発生する会員で1.5、その他で0と仮定される¹³²。会社型システムと競合する会員制システムにとって生存を図るための選択は組織変更である。

これは更に動的モデルへと展開され、会員制システムには会社型システムとの競合が発生した場合に競争力の維持・改善を見込めない一方で、会社型システム間の競争では複数のシステムの並存が可能であることを提示した上で、

- ✓ 競争の激化は組織変更を促す要因となる
- ✓ 会社型システムは、特に株式を公開している場合、多角化を指向する

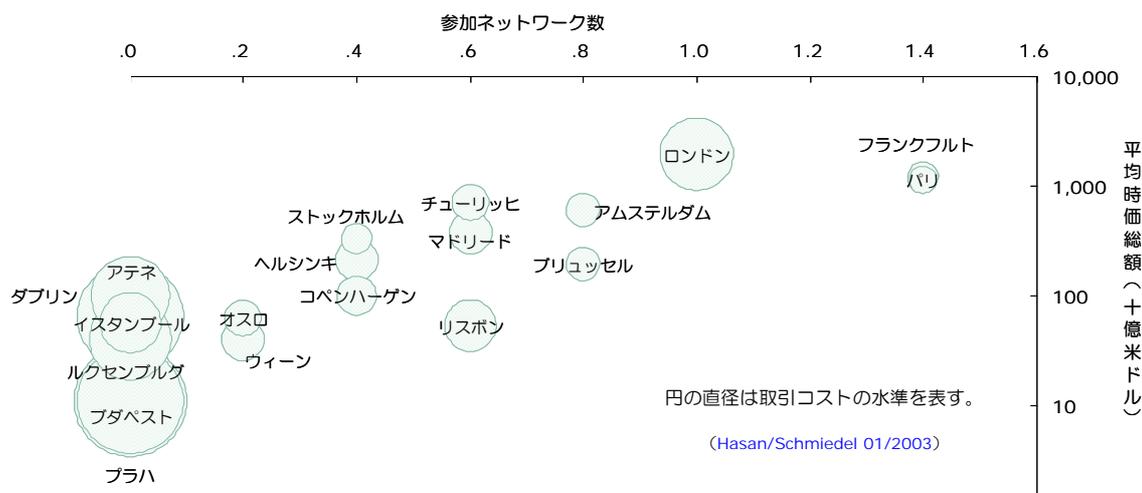
という仮説が99年から03年のデータに基いて検証され、有意に支持されている。

資本取引の国際的な拡大に伴う競争の激化は資金調達面での制約をもつ会員制取引所の株式会社化を促した。取引システムへのアクセスが解放されれば会員制組織を維持することに合理性はない。EU統一市場確立に向けた動きとユーロの導入は通信コストの低下と相俟って二面性をもつネットワーク効果を追求するための障害を排除している。取引処理・情報伝達速度向上投資を通じて効率的取引システムが構築されることを通じて流動性の拡大が実現すれば、コスト・ベースの引下げと規模の経済性が同時に発生し、これによる資本コストの低下は発行市場の競争力を改善する要因ともなる。

90年代の欧州における追加的流動性の獲得による収益機会の追及は主に提携によるプラットフォームのリンクという形で進められてきた¹³³。Di Noia (02/1998) は取引所間のリモート・アクセスによる“実質的な”合併 (Implicit Mergers) がネットワークの外部性を発生させることをモデルによって示

¹³² [Serifsoy, Baris/Tyrell, Marcel "Investment Behavior of Stock Exchanges and the Rationale for Demutualization - Theory and Empirical Evidence 08/2006](#)。前提に応じて図のフロンティアは位置を変える。Serifsoy はまた、デリバティブ取引への水平型、取引処理・決済への垂直型及び複合型の展開による経営効率の変化と組織形態と株式の公開・非公開の及ぼす影響に関する実証研究も行っている ([Serifsoy, Baris "Business Models and Total Factor Productivity of Stock Exchanges - Empirical Evidence" 05/2005](#))。

¹³³ [Cybo-Ottone, Alberto/Di Noia, Carmine/Murgia, Maurizio "Recent Development in the Structure of Securities Markets" 2000](#)



図表 44：取引所間のリンクと平均取引コスト

している¹³⁴。Hasan/Schmiedel (01/2003) は、流動性の拡大による効果が依存する市場の規模は必ずしも市場時価総額によって測られるものではなく、取引所間のリンクがネットワーク効果をもたらす取引コスト、運営コストを低下させる要素となることを実証により示した (図表44)¹³⁵。

93年のISD⁷以降、証券市場のEUシングル・パスポート制度が明文化され、法制もネットワーク組成を促進する方向に手当された¹³⁶。しかしながら、単一市場は共通のプラットフォーム上で標準化された商品が取引されなければ成立しない。

PIPE (Price Information Project for Europe) を継承したEuroquote (90~91年)、Euroquote計画が行き詰まりをみせた後に再浮上したEurolist (91~97年) といった汎欧州市場創設の試みは参加諸国の主導権争いから短期間で破局を迎えている¹³⁷。Euroquoteに続き90年には北欧でもストックホルム (Stockholmsbörsen)、コペンハーゲン (Københavns Fondsbørs)、ヘルシンキ (Helsingin Arvopaperipörssi)、オスロ (Oslo Børs) によるNordquoteが発足した。共通の電子システムでの市場情報の提供を目的として開始されたプロジェクトは、93年にレイキャヴィク (Kauphöll Íslands: ICEX) が加わると同時に板の共有に向けたものへと変質する。94年5月、Nordquoteの取引が開始されたが、各国固有のシステムに依存した加盟取引所会員のみを対象とする閉鎖的な構造となっていたことから、ストックホルムの遠隔会員権導入が決定的な要因となり、翌年8月には頓挫した。

ストックホルムはオプション取引所 (Optionsmarknaden) を運営していたOMによって買収された98年、コペンハーゲンと共にNOREX (Alliance) を創設する。2000年にオスロとレイキャヴィクも加わったこのプロジェクトはNordquoteの経験を活かして当初よりOMの開発したSAXESSを共通のプラットフォームとする市場の形成を前提とし、重複上場廃止による流動の分散回避、会員権と規則の統一が進められた。NOREXに類似のコンセプトを共有したパリ (ParisBourse^{SBF})、アムステルダム (AEX)、

¹³⁴ Di Noia, Carmine "THE STOCK-EXCHANGE INDUSTRY: NETWORK EFFECTS, IMPLICIT MERGERS, AND CORPORATE GOVERNANCE" 03/1999

¹³⁵ Hasan, Iftekhar/Schmiedel, Heiko "Do networks in the stock exchange industry pay off? European evidence" 01/2003 BANK OF FINLAND DISCUSSION PAPERS 2・2003

¹³⁶ ISD⁷ 第15条、MiFID¹⁶ 第32・33条

¹³⁷ Licht, Amir N. "STOCK MARKET INTEGRATION IN EUROPE" 03/1997

ブリュッセル（Société de la Bourse des Valeurs Mobilières de Bruxelles/Effectenbeurs-vennootschap van Brussel：BXS）の経営統合によって設立されたユーロネクストもパリで開発されたNSC（Nouveau Système de Cotation）をプラットフォームとして採用。ここにおいては組織形態の変更によって得られた株式の通貨としての特性が活用され、より直接的な合併という形でネットワークの外部性が追求されている¹³⁸。

ユーロネクストには02年にリスボン（Bolsa de Valores de Lisboa e Porto：BVL）も加わり、ネットワークの外部性がより大きいデリバティブの分野では同年のLIFFEとの合併という形での拡大も実現した¹³⁹。現物市場における合併効果については、各市場の取引量拡大とボラティリティ低下、及びリスボンを除く3市場でのビッド-アスク・スプレッドの縮小という形で流動性増大に伴う取引コストの低下が観察されたことがPagano/Padilla（05/2005）により確認されている¹⁴⁰。

2. オルターネクスト（Alternext）

リスク・キャピタルの活用による中小企業の育成を実現するためのEUによる制度的な手当てもあり、中種企業向け発行市場についてもマーケティング競争は激化してきた。

05年5月にパリに開設されたオルターネクストは、モニタリングに責任をもつ（リスティング・）スポンサー制度を導入し、流動性を備えた中・小型銘柄市場を確立するという目標の下に設計された¹⁴¹。取引所規則にロック-アップ期間を規定する条文が存在しないといった相違もみられるものの、基本的にはAIMのコンセプトに倣ったメカニズムを活かしつつ登録基準をより高く設定し、透明性を高めることで差別化を図るという政策がとられている（図表45）。また登録廃止に関する数値基準はない。

登録手数料体系はユーロリストに同一ながら、新規登録手数料は時価総額基準となっていることから絶対額でみた負担は中・小型銘柄で低いものとなる（図表46。Euronext100非採用の国外銘柄についての上限は新規登録で50万ユーロ、追加登録で37万5,000ユーロ）。年間登録料は株数を基本として設定され、時価総額が一定水準を超える場合に時価総額基準での追加料率が適用される（図表47。但しEuronext100に採用されていない国外銘柄は一律1万ユーロ）。

¹³⁸ Steil（02/2002）の所見によれば、取引所による公式見解のほどんどでは資金ベースの拡大が株式会社化を正当化するための動機として挙げられるが、基本的誘因は合併を含む経営政策の自由度拡大を阻害する会員制組織の弊害の排除である（[Steil, Benn "Changes in the Ownership and Governance of Securities Exchanges: Causes and Consequences" 02/2002](#)）。

¹³⁹ パリはSBF（Société des Bourses Françaises - 現物）、Matif（先物）、Monep（Marché des Options Négociables de Paris - オプション）、アムステルダムはVereniging voor de Effectenhandel（現物）、Vereniging European Options Exchange（オプション）、ブリュッセルはSBVMB/EBVB（Société de la Bourse de valeurs mobilière de Bruxelles/Effectenbeursvennootschap van Brussel - 現物）、Belfox（Belgian Futures and Options Exchange - デリバティブ）リスボンはABVL（Associações da Bolsa de Valores de Lisboa - 現物）、ABDP（Associações da Bolsa de Derivados do Porto - デリバティブ）の合併（各々99年、96年、99年、2000年）によって成立した企業体であり、何れもがデリバティブ取引所としての機能も備えていた。尚、LIFFEは取引システムとしてNSCではなくLIFFE CONNECTを採用している。

¹⁴⁰ [Pagano, Marco/Padilla, A.Jorge "Efficiency gains from the integration of exchanges: lessons from the Euronext "natural experiment" 05/2005 A report for Euronext - Non-confidential version](#)

¹⁴¹ パリ、ブリュッセルでは“Listing Sponsor”、アムステルダムでは“Sponsor”が正式名称。オルターネクストへの登録にパリ、ブリュッセルは上場（Listing）、アムステルダムは公開（Admission）の語を用いる。

図表 45：オルターネクストの主要登録基準（IPO）

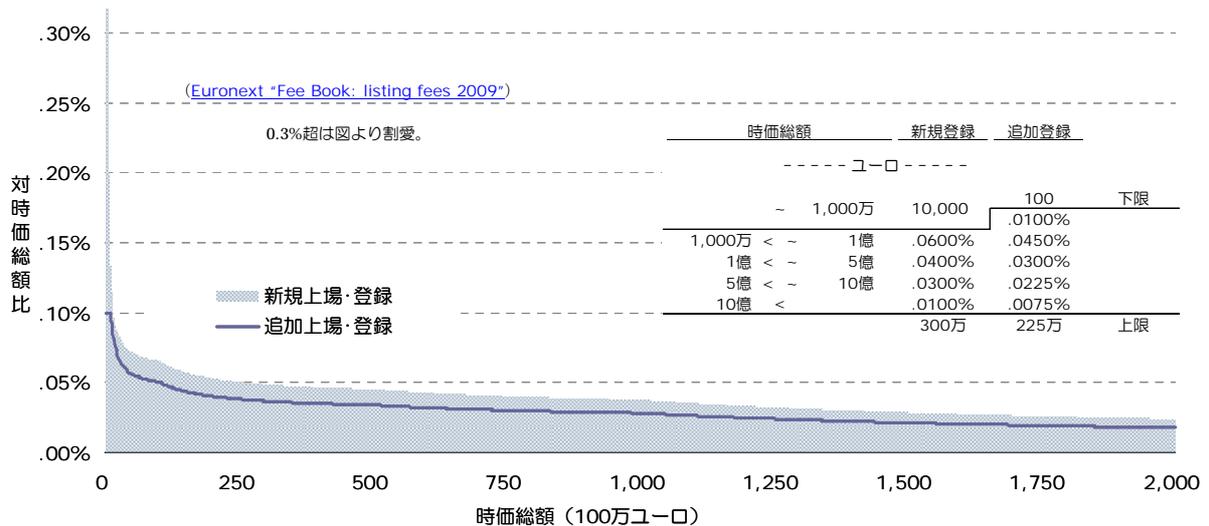
	パリ	アムステルダム	ブリュッセル
新規登録基準			
流通株式時価総額	€250 万以上 FR 3.2	€250 万以上 NL 3.2	€250 万以上 BE 3.1.4
目論見書	FR 3.2	NL 3.3	BE 3.3
事業履歴	原則 2 期 FR 3.1	原則 2 期 NL 3.1	原則 2 期 BE 3.1.2
会計基準（EU 籍企業）	IFRS もしくは EU 加盟国 GAAP FR 3.1	IFRS もしくは EU 加盟国 GAAP NL 3.1	IFRS もしくは EU 加盟国 GAAP BE 3.1.2
（リスティング・）スポンサー	FR 3.1	NL 3.1	BE 3.1.1
適格市場制度	FR 3.3	NL 3.4	BE 3.2.3
適格市場	EU 規制市場； NASDAQ； AIM； SIX Swiss Exchange。 Euronext 規制市場上場企業、米 SEC 登録企業、Marché Libre Paris 登録企業について 特別あり。 FR 3.3/Annexe	EU 規制市場； Marché Libre Paris； NASDAQ； AIM； SIX Swiss Exchange NL 3.4/Annex 2	EU 規制市場； オルターネクスト・パリ/アムステルダム； NASDAQ-OMX； SIX Swiss Group； TMX； NYSE； NYSE Arca； NYSE Alternext； その他米 NSE BE 3.2.3/Annexe
定期開示			
四半期			登録継続基準に目論見書と同一の会計基準採用に関する規定
半年期	4 ヶ月以内 FR 4.2	4 ヶ月以内 NL 4.2	(BE 5.2)
年度	4 ヶ月以内 FR 4.2	4 ヶ月以内 NL 4.2	
持株比率報告基準	50%/95% FR 4.3	50%/95% NL 4.3	

私募による公開については一部基準が異なる。

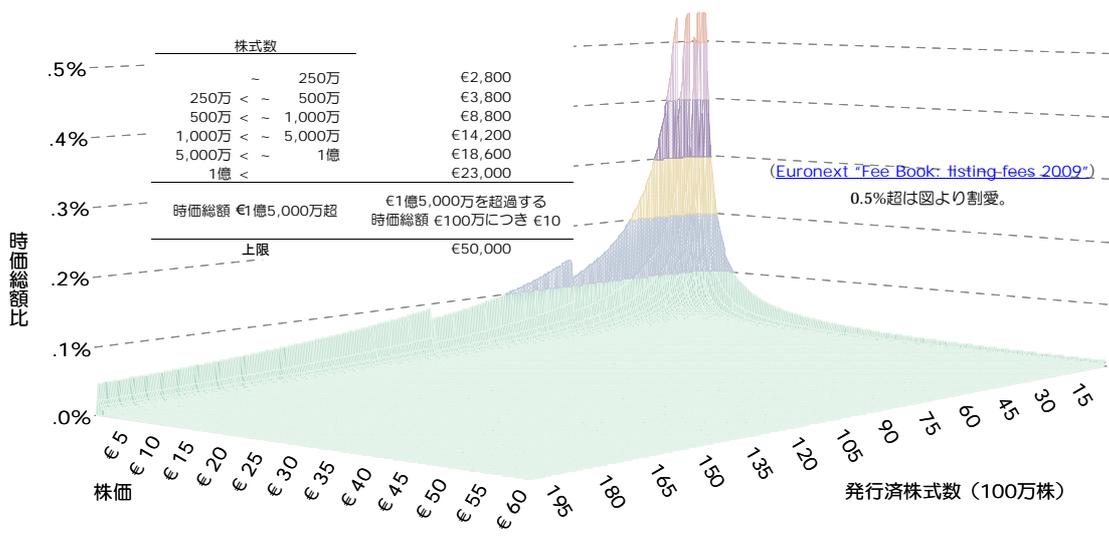
FR: [Euronext Paris "Regle d'Alternext" 03/2010](#)

NL: [Euronext Amsterdam "ALTERNEXT - NON REGULATED MARKET - RULES" 11/2006](#)

BE: [Euronext Brussels "Note d'organisation d'ALTERNEXT" 07/2010](#)



図表 46：ユーロネクストの新規上場・登録手数料体系



図表 47：ユーロネクストの年間上場・登録料

以下は、（リスティング・）スポンサーに課せられる義務である¹⁴²。

図表 48：Listing Sponsor/Sponsor に求められる責任

規則	パリ FR 2.2	アムステルダム NL 2.2	ブリュッセル BE 2.2.1
登録時	For each application made by an Issuer under its supervision, the Listing Sponsor/Sponsor shall certify in writing to Euronext Paris/Amsterdam/Brussels that:		
	-it has provided the Issuer with all pertinent information about any legal and regulatory requirements stemming from the planned listing/admission;		
	-the Issuer has met all the conditions pertaining to the application and to the preparation of the standard file;	-the Issuer has met all the conditions pertaining to the application as stated in these rules and that, more in particular,	-the Issuer has met all the conditions pertaining to the application laid down in these rules;
	-the Issuer satisfies, or has a reasonable chance of reaching, the levels of equity ownership required for admission (in accordance with Article 3.2. of the current rules). To that end, the Listing Sponsor/Sponsor shall in particular inform Euronext Paris/Amsterdam/Brussels of the identities and authorisations of the institutions, if any, responsible for placing the securities;		
	-an information document exists that will allow potential investors to assess the financial position and general prospects of the Issuer. Absent a prospectus reviewed by the competent authority, the Listing Sponsor shall certify in particular, both to Euronext Paris and in the information document, that there are no material inaccuracies or omissions in the document. In any event, preparation of an information document assumes that the Listing Sponsor has conducted due diligence, following standard procedures established by Euronext Paris;	-In the absence of a prospectus approved by a competent authority, an information document exists that shall contain all information which is necessary to enable investors to make an informed assessment on the financial position and general prospects of the Issuer;	-absent a prospectus reviewed by the competent authority, an information document exists containing all the information that will allow potential investors to assess the financial position and general prospects of the Issuer; -when drafting the information document he has conducted due diligence, following standard procedures accepted by Euronext Brussels;
		-the Sponsor shall guide and counsel the Issuer with respect to issues concerning the trading of the securities for a period of no less than two years following the Admission.	

¹⁴² 安易な邦訳による誤謬を避けるため条文は英語版をそのまま引用した。規則原文は図表 45 注。

	-the Issuer has taken measures to ensure compliance with its ongoing and periodic obligations.		-the Issuer has taken measures to ensure compliance with its ongoing and periodic obligations.
登録後	In general, the Listing Sponsor/Sponsor is the first point of contact/the privileged interlocutor for Euronext Paris/Amsterdam/Brussels and must therefore be available during normal business hours to answer its queries about the Issuer for which the Listing Sponsor/Sponsor is responsible.		
	The Listing Sponsor is charged with permanently ensuring that the Issuer meets its periodic disclosure requirements and makes its mandatory ad hoc disclosures in timely fashion, whether these arise from legal and regulatory requirements or from rules specific to Alternext. Regarding the publication of periodic financial statements, the Listing Sponsor shall prepare a review of financial disclosures for that period, in association with the managers of the Issuer.		
		The Sponsor shall guide and counsel the Issuer throughout a period of no less than two years following the Admission with respect to issues concerning the Admission and the trading of the securities, including requirements on disclosing price sensitive information.	The Listing Sponsor advises the Issuer for at least two years from the date the Issuer is admitted to listing on Alternext with regard to requirements resulting from admission to trading, including Alternext - MTF organized by Euronext Brussels Rules into force as of 1 July 2010 Page 8 of 18 requirements for the distribution of inside information.
	Where the Issuer fails to meet its requirements, the Listing Sponsor/Sponsor shall call the issuer to order and provide it with the advice needed to remedy the failure. At the same time, the sponsor shall inform Euronext Paris/Amsterdam/Brussels of the nature of the failure and the measures taken in response thereto. Documentary evidence of providing such advice or calling the Issuer to order shall be held at the disposal of Euronext Paris/Amsterdam/Brussels for two years.		
	The initial Listing Sponsor shall perform its duties on behalf of the Issuer it has introduced for a minimum period of two years from the date the Issuer is admitted to listing on Alternext. At the end of that period, any change of Listing Sponsor for that Issuer shall be notified to Euronext Paris with a notice period of two months, barring exceptional circumstances.	At the end of the two-year period referred to in the second paragraph, and barring exceptional circumstances, Euronext Amsterdam/Brussels must be informed within two months if the commitments have been terminated or if they have been transferred, with the agreement of the Issuer, to another Sponsor/Listing Sponsor authorised by Euronext Amsterdam/Brussels.	

FR: [Euronext Paris "ALTERNEXT RULES" 03/2010](#)
NL: [Euronext Amsterdam "ALTERNEXT - NON REGULATED MARKET - RULES" 11/2006](#)
BE: [Euronext Brussels "Organization Memo of ALTERNEXT" 07/2010](#)

発足から07年10月までにオルターネクスト・パリでIPOを行った46社のデータを分析したDufour/Molay (05/2008)¹⁴³によれば、この間のアンダープライシングは平均6.46%とヌーヴォ・マルシェで観察された水準から大きく低下した。サンプルのうち16社がインターネットを含むIT・ソフトウェア関連となっているが、46社の平均事業歴は14.5年と、Broye/Schatt¹⁴⁴による旧二部市場の20.33年(86~2000年; サンプル320社)とヌーヴォ・マルシェ(96~2000年; 82社)の7.78年との中間的水準にある。Faugeron-Crouzet/Ginglinger/Vijayraghavar (01/2003)¹⁴⁵による旧二部市場での平均アンダープライシングが18.67%(83~94年; サンプル数288)であったことを考えれば、需給実勢に応じた発行価格の修正は、透明性の向上を目的として設計された規制の構造と相俟って、資本コストの低下をもたらしたとみることもできよう。10年のみをとれば、オルターネクストのアンダープライシングは

¹⁴³ [Dufour, Dominique/Molay, Eric "SOUS-EVALUATION A L'INTRODUCTION EN BOURSE ET VALORISATION: L'EXEMPLE D'ALTERNEXT" 05/2008](#)

¹⁴⁴ [Broye, Géraldine/Schatt, Alain "Pourquoi certains actionnaires cèdent plus d'actions que d'autres lors de l'introduction en bourse?"](#)。経営者の株式放出比率の決定要因を推計したものであることから売出も含まれ、同時期のヌーヴォ・マルシェを対象とした [Goergen et al. \(04/2006\)](#)⁴⁰のサンプル(61社; 平均社齢 11.17年)と比較して範囲が広い。

¹⁴⁵ [Faugeron-Crouzet, Anne-Marie/Ginglinger, Edith/Vijayraghavan, Vasumathi "French IPO returns and subsequent security offerings: Signaling hypothesis versus market feedback hypothesis" 01/2003](#)

図表 49：ユーロネクスト現物市場のセグメント比較

	一社平均時価総額			一社平均調達額 (IPO)			取引高/期末時価総額		
	ユーロ リスト	オルター ネクスト	マルシェ・ リーブル	ユーロ リスト	オルター ネクスト	マルシェ・ リーブル	ユーロ リスト	オルター ネクスト	マルシェ・ リーブル
	----- 100万ユーロ -----						----- 回 -----		
05	1,822.7	41.0	34.2	634.0	6.4	0.7	.818	.207	.043
06	2,324.2	45.8	41.9	497.1	8.8	0.7	.900	.291	.049
07	2,495.7	48.2	54.1	271.0	11.8	0.5	1.201	.402	.047
08	1,356.0	25.4	45.1	309.2	4.5	0.7	1.793	.281	.021
09	1,928.3	33.4	27.9	639.9	5.1	0.5	.727	.274	.014
10	2,223.5	32.4	24.5	86.0	11.2	0.8	.748	.222	.017

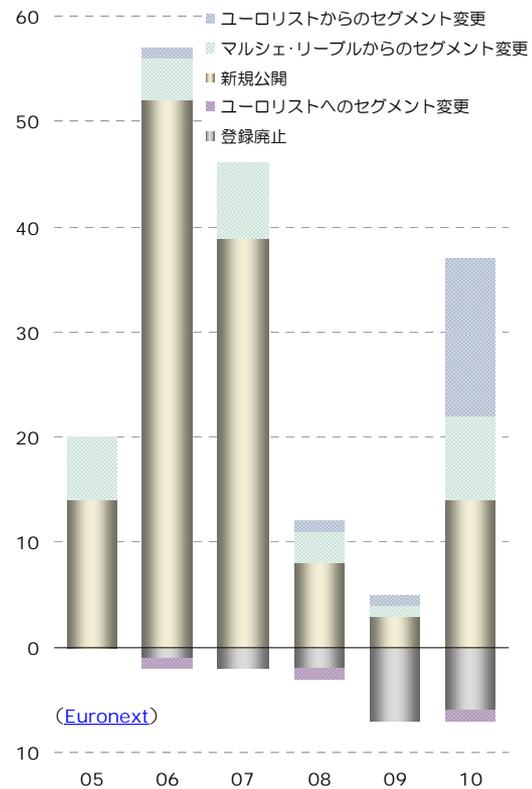
(Euronext)

8.98%とユーロリストの11.41%を下回る (Euronext)。

オルターネクストでの一社当たり平均IPO調達額を平均時価総額と比較すれば、創設来昨年までの累計で21.1%と、ユーロリストの20.1%と同程度の水準となっている (図表49)。新規公開当っては私募による調達後の登録、売出のみの実施も認められていることから昨年の新規公開銘柄14社のうち公募が実施されたのは7社にとどまるものの、マルシェ・リーブルからのセグメント変更は創設後の累計で29銘柄となり、低規制モデルの中での上級市場としての認識は定着してきた。また単年度の実績ながら、フランスの法改正を受けてユーロリストからの下方へのセグメント変更も15社と過去最高となり、属地性の強い企業にとってのAIMの機能を果たし始めてきた可能性もある (図表50)¹⁴⁶。

これに対し、流通市場の流動性は依然限られている。アンダープライシングの計測の基準として登録後8日目の価格を採用しているDufour et al. (05/2008)¹⁴³によれば、新規公開銘柄が初値をつけるのは平均で公開後7~8立会目と値付きは良いものではなく、売買回転率も低い (図表49)。

オルターネクストではマーケット・メイカー制度が採られているが、流動性の向上を目的として06年より年間取引数が2,500を超える銘柄、あるいは登録後10立会後から3ヵ月間の取引数が650を超える銘柄については継続値付けシステムによるザラ場取引



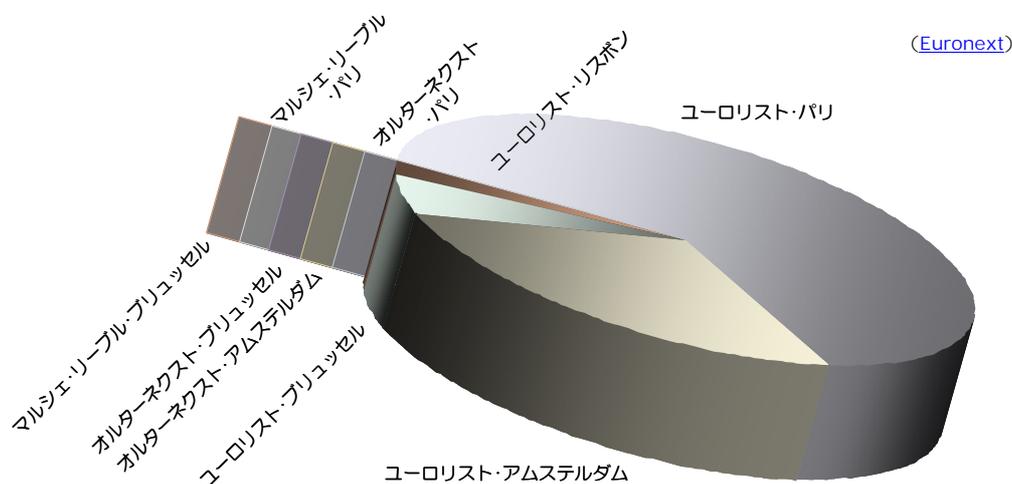
図表 50：オルターネクスト創設来の登録・登録廃止企業数推移

¹⁴⁶ フランスでは09年10月のブルネル法 (LOI n° 2009-1255 du 19 octobre 2009 tendant à favoriser l'accès au crédit des petites et moyennes entreprises et à améliorer le fonctionnement des marchés financiers. NOR: ECEX0906406L) により、規制市場上場廃止時に義務付けられていた流通株式の買戻し (Offre Publique de Retrait) を実施することのないセグメント変更が可能となった。同法第11条によって新設された商法 (Code de Commerce) 第L233条第7項1は変更適格時価総額を10億ユーロ以下としている。10年のユーロリストからオルターネクストへの異動15件は全てユーロネクスト・パリにおけるものである。

の選択も可能となった¹⁴⁷。同年12月23日付の政令第2006-1726号¹⁴⁸で金融法（Code Monétaire et Financier）が改正され、運用資産の10%を上限としていたリスク性投資信託の一銘柄当り投資制限も撤廃されたことからオルターネクストを中心に低規制市場に公開する株式を運用対象とする投資信託も組成されたが¹⁴⁹、公募の段階から個人投資家に多くを依存する市場となっている模様である。

一部では流動性の確保が支配的株主からの放出を通じたものに偏っているとの指摘もある。Gorra/Railhac (05/2007)¹⁴⁷は05年6月にオルターネクストに公開されたMaxiMilesの76.6%を保有していた複数のPEファンドの持株比率が半年後には10%を割込んだ事例等を紹介し、オルターネクストのexitの場としての性格の強さに言及している¹⁵⁰。売出のみによる公開、私募増資の後の登録に加えロックアップ期間が強制的に規定されていないことが背景にあると推定されるが、このような事象は低規制モデルの発行市場と流通市場のバランスのとれた育成に障害が少なくないことを示唆するものである。

実際、発足以来昨年までの取引高は、ユーロネクスト全体の0.05%を占めるに過ぎない（図表51）。



図表 51：ユーロネクストのセグメント別売買高内訳（05～10年）

3. マルシェ・リーブル（Marchés Libres）

05～10年ユーロネクスト売買高構成比は0.02%（図表51）。パリで98年7月に旧店頭市場（Hors Côte）を前身として組成され、ベルギーでは04年11月に創設された。この他リスボンにも従来型の店頭市場が存在していたが、現在はEasyNextがその機能を継承している⁵¹。登録は発行体の他、（発行体による異

¹⁴⁷ ALTERNEXT NOTICES N°2005-089 “Modalités pratiques d’une cotation en continu sur Alternext/ Practical guide for being traded on the continuous trading category on Alternext” 12/2005。取引履歴のない新規登録銘柄は自動的にフィクシング、もしくはマーケット・メイキング方式での値付けとなるが、マルシェ・リーブルを含む他のセグメント及び適格市場からの直接登録銘柄については登録前の取引も勘案される（Gorra, Charles-Albert/Railhac, Romain “Alternext: un premier bilan” 05/2007）。

¹⁴⁸ Décret n° 2006-1726 du 23 décembre 2006 relatif à l’aménagement des règles d’investissement des sociétés de capital-risque et des fonds communs de placement à risques ainsi que des règles d’éligibilité à l’actif des organismes de placement collectif en valeurs mobilières et modifiant le code monétaire et financier (partie réglementaire) ainsi que l’annexe II au code général des impôts NOR: BUDF0620460D

¹⁴⁹ 例えば Société Privée de Gestion de Patrimoine の設定した “RP SELECTION ALTERNEXT”。

¹⁵⁰ 但し08年に Innovacom が MaxiMiles の 9.4%（議決権 7.9%）を取得。Seventures と併せ 09 年末で VC2 社が 24.4%（議決権 28.6%）を保有している（MaxiMiles “Rapport de gestion 2008” ; “Rapport de gestion 2009”）。

議のない場合には（仏）株主によっても可能である（規則3.1）。

マルシェ・リーブルの新規登録手数料は図表46に示すオルターネクストの追加登録手数料に同一。年間登録手数料は一律2,500ユーロに設定されている¹⁵¹。

図表 52：マルシェ・リーブル/EasyNext リスボンの主要登録基準（IPO）

	マルシェ・リーブル		EasyNextリスボン
	パリ	ブリュッセル	
流通株式			
目論見書	FR 1	BE 1.2	
新規登録基準	事業履歴	2期もしくは 事業履歴相当期間 FR 3.1	
	株主資本/純資産	資本金 €225,000 以上 もしくは純資産 €225,000 以上 3.1	
	(リスティング) スポンサー	(登録は規制市場会員の責任において行われる <FR 3.1>)	"Sponsor"もしくはオルターネクスト・ブリュッセル規則第2.1条の条件を満たす "Listing Sponsor" BE 3.1
定期開示			年度 PT 4.5.2
推奨		"Recommendations" 年次/半期財務報告； 持株比率報告基準 10%, etc. APPENDIX	"Boas Práticas" 半期財務報告； ガバナンス情報, etc. PT 4.5.7

私募による公開については一部基準が異なる。

FR: [Euronext Paris "MARCHÉ LIBRE ET VALEURS RADIÉES DU MARCHÉ RÉGLEMENTÉ - Note d'organisation" 03/2010](#)

BE: [Euronext Brussels "Note d'organisation du MARCHÉ LIBRE" 01/2009](#)

PT: [Euronext Lisbon "Regulamentos da Euronext: Regulamento II - Regras de Mercado Não Harmonizadas" 10/2009](#)

ユーロネクスト・パリにはマルシェ・リーブル以外の店頭市場として規制市場上場廃止銘柄のためのVRMR (Valeurs Radiées du Marché Réglementé) が設けられており、発行体もしくはユーロネクストの判断により登録されるが、特段の決定がない限り6ヵ月以内に登録廃止となる。

4. NYSE オルターネクスト（現 NYSE Amex）

NYSEは旧Archipelagoの買収によりNYSE Arcaを低規制モデルを加えているが¹⁵²、ATSとして設立された事業体であり取引所によって創設されたセグメントではない。またNYSEオルターネクストは旧Amex (American Stock Exchange) を前身とするNSE、NYSE Amexが一時期使用していたブランド名であることからユーロネクストの運営するオルターネクストとは性格が異なる。但し、旧Amexのガバナンス・プレミアムが一般に高いと認識されていなかったことは、SEC (OCIE: Office of Compliance Inspections and Examinations) の調査の結果、数値基準の一部を満たしていない新規

¹⁵¹ [Euronext Paris "Commissions applicables sur le Marché Libre" 03/2009](#); [Euronext Brussels "Fees applicable on FREE MARET" 01/2009](#)

¹⁵² [NYSE Arca Equities Rules](#)。またNYSEは [Investment Company Act of 1940](#) もしくは [Small Business Investment Act of 1958](#) を根拠法として設立されたベンチャー・キャピタルに対する上場基準の特例を設けている ([Listed Company Manual 第 102.02 条](#))。

上場銘柄が98年1月~99年8月の20ヵ月で全体の9%、その後2000年11月13日までの14.5ヵ月で22%を占めることが指摘されたという事実にも表れている¹⁵³。

旧Amexには前科がある。92年3月、中・小型銘柄をターゲットとしたECM (Emerging Company Marketplace) セグメントが発足したが、低規制モデルであったにもかかわらず、GAO (General Accounting Office/現General Accountability Office) によれば92年末にECMに上場していた32社のうち13社 (40.6%) が数値基準の全てを満たしてはいない¹⁵⁴。Aggarwal/Angel (04/1998) は、会員制組織となっていた旧Amexのガバナンスの問題と共に、ECMがレギュラー・マーケット上場への前段階として位置付けられていたことで逆選択問題が発生し易く、審査の不備がこれを触発したことを指摘している¹⁵⁵。かつての欧英二部市場 (英Unlisted Securities Market、仏Second Marché、独Geregelter Markt、蘭Official Parallel Market等) は中・小型銘柄に資金調達の間を提供するセグメントとして公式市場と店頭市場の間に位置付けられ、公開企業に“上場”銘柄としての投資適格性を付与することも考慮して創設されたが、87年のブラック・マンデー以降急速に衰退した。Rasch (02/1994) がその背景にあったとする要因の一つも新規上場が減少する中で公式市場への異動が続いたことによって深刻化した逆選択問題である¹⁵⁶。中・小型銘柄が構成する市場で一度逆選択が顕著となれば投資家と発行体の市場回避行動は悪循環を招き、流動性は極端に減少する。特に景気後退期には流通市場における投資家のリスク選好度が低下すると同時に、大企業に比べて景気感応度の高い既公開銘柄・潜在的公開銘柄の業績悪化による投資計画の見直しに伴い発行市場にも縮小圧力が加わる。

旧Amexの事例は“多産多死”型の市場が逆選択の発生の回避、あるいはその影響の抑制に配慮した設計によって始めて成立するモデルであることを端的に示している。ユーロネクストはオルターネクストの公開基準を更に引下げることによって中小企業の資金調達を促すことには難色を示しており、その理由の一つとしてマルシェ・リーブルとの明確な差別化を挙げている。しかしながら、背景には逆選択が発生した場合の滞留に対する懸念が存在していることも考えられよう。

図表53~55に参考としてNYSE Amexの上場手数料体系及び主要新規上場基準を示す。手数料は株式数のみを基準として定められ、ユーロネクストとは異なり上場廃止規則には以下の数値基準が含まれている ([NYSE Amex Company Guide](#)。何れも普通株式の場合)。

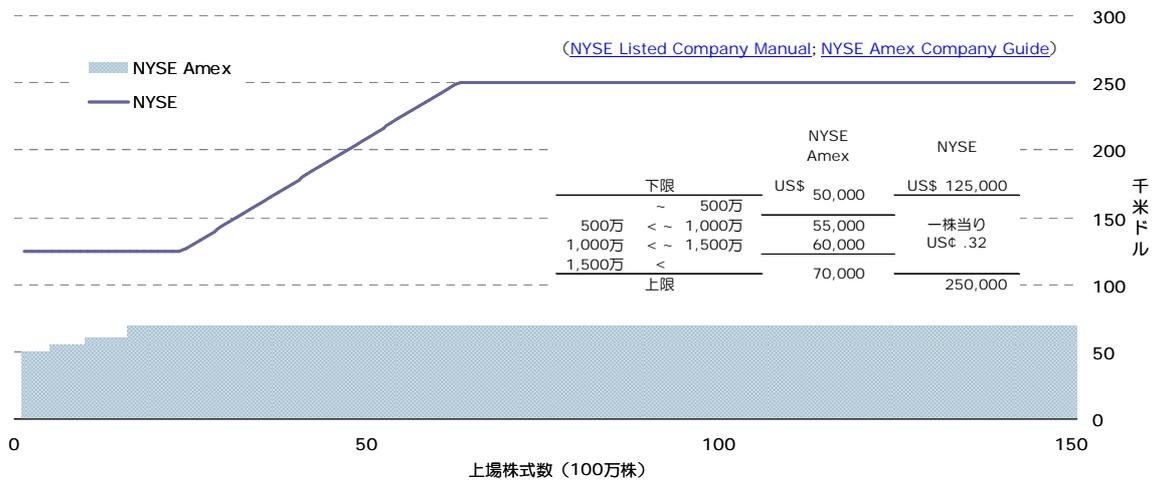
流通株式：	20万株未満
株主数 (public shareholders)：	300未満
流通株式時価総額：	連続90立会以上にわたり100万米ドル未満
(流通株式の定義については図表55。)	

¹⁵³ Amex は上場の最終決定は取引所の裁量に委ねられるとして反論している ([United States General Accounting Office "SECURITIES REGULATION Improvements Needed in the Amex Listing Program" 11/2001 Report to the Ranking Minority Member, Energy and Commerce Committee, House of Representatives](#))。

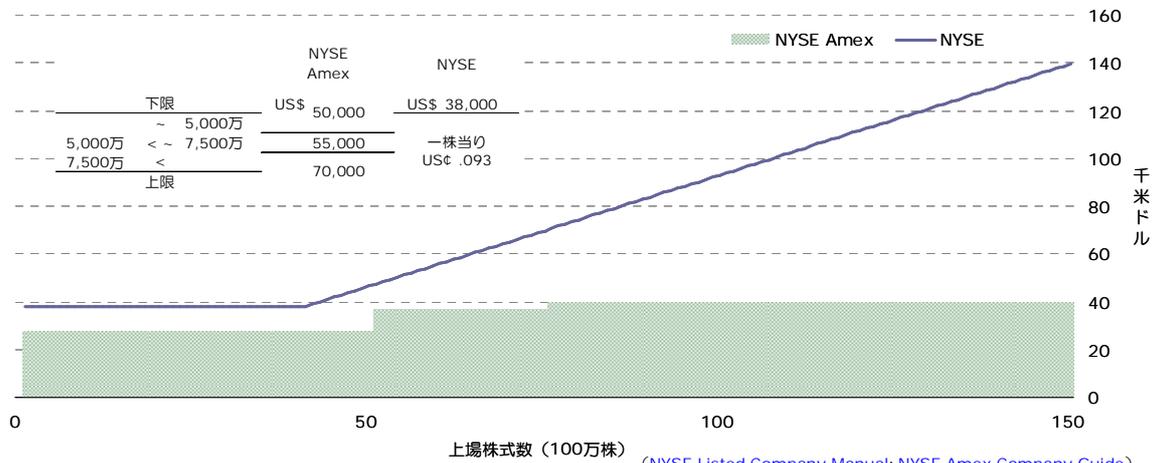
¹⁵⁴ [United States General Accounting Office "AMERICAN STOCK EXCHANGE More changes Needed in Screening Emerging Companies for the Marketplace" 05/1994 Report to Congressional Requesters](#)。ECM は 95 年 5 月に廃止されたため 01 年の SEC (OCIE) の調査対象となっていない。

¹⁵⁵ [Aggarwal, Reena/Angel, James J. "The Rise and Fall of the Amex Emerging Company Marketplace" 04/1998](#)

¹⁵⁶ [Rasch, Sebastian "Börsensegmente für Nebenwerte an Europas Börsen" 02/1994](#)



図表 53：新規上場手数料



図表 54：年間上場手数料

図表55：NYSE Amexの主要新規上場基準

	Standard 1	Standard 2	Standard 3	Standard 4
税引前利益*	US\$ 75万	×	×	×
時価総額	×	×	US\$5,000万	US\$7,500万 もしくは 総資産 US\$7,500万以上 かつ 営業収入 US\$7,500万以上
流通株式時価総額	US\$300万	US\$1,500万	US\$1,500万	US\$2,000万
株価	US\$3以上	US\$3以上	US\$2以上	US\$3以上
事業履歴	×	2年	×	×
株主資本	US\$400万	US\$400万	US\$400万	×
流通株式**	Option 1 Option 2 Option 3***	800名 400名 400名	株式数 株式数 株式数	50万株 100万株 50万株

* 過去1事業年度もしくは過去3事業年度のうち2年度
 ** 経営者、取締役、支配的株主、10%以上を保有する株主、関係会社及び一族持株を除く
 *** 上場前6ヵ月間の一日当たり平均取引高 2,000株以上

(NYSE Amex Company Guide)

図表 56 : NYSE との合併までのユーロネクスト財務計数

	参考																	
	98		99		00		01		02		03		04		05		06	
	源及修正値	源及修正値	源及修正値	源及修正値	源及修正値	源及修正値	源及修正値	源及修正値	源及修正値	源及修正値	源及修正値	源及修正値	源及修正値	源及修正値	源及修正値	源及修正値	源及修正値	源及修正値
継続事業営業収入	411.4	417.4	528.2	311.5	178.9	40.5	520.6	713.2	522.4	760.5	802.1	821.6	861.4	839.2	879.9	958.0	1,098.4	
取引手数料	221.9	192.2	268.1	134.8	117.7	15.6	271.1	404.4	261.7	455.1	480.6	487.4	517.5	474.0	514.7	547.7	678.5	
現物	102.1	121.7	181.2	116.1	51.7	13.4	188.8	210.0	177.4	187.7	190.5	187.5	210.4	157.4	189.7	215.7	286.9	
デリバティブ	119.7	70.5	86.8	18.6	66.0	2.2	82.3	194.4	84.3	267.4	290.1	300.0	307.1	316.5	324.9	331.9	391.6	
上場手数料	-	-	59.8	-	7.1	7.7	59.8	60.2	49.7	50.5	38.4	30.7	30.7	43.3	-	63.1	55.6	
MTS (債務)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	24.0	
22.4	25.7	31.5	7.5	16.3	7.7	31.5	46.4	33.3	29.7	29.1	28.2	28.2	33.1	33.1	39.3	14.6		
債券・決済	53.0	57.0	68.7	35.1	27.1	6.4	68.7	95.1	64.3	91.7	92.1	91.2	91.2	87.3	87.3	93.6	112.0	
情報料収入	51.5	62.8	87.5	87.5	-	-	76.8	76.8	101.6	109.9	148.5	172.5	172.5	186.0	186.0	195.2	184.6	
ソフトウェア	21.2	23.0	12.7	1.6	10.7	3.1	12.7	30.4	11.9	23.7	13.5	11.6	21.4	15.6	15.6	17.6	29.1	
その他	122.3	127.7	164.5	112.0	37.2	15.2	169.0	170.8	172.8	173.3	183.7	165.1	165.1	40.7	40.7	58.0	1,098.4	
非継続事業	533.6	545.1	692.7	423.5	216.1	55.7	689.6	884.0	695.2	933.8	985.8	986.7	861.4	879.9	879.9	958.0	1,098.4	
計	▲28.5	206.6	▲28.5	206.6	184.4		184.4		401.7	▲288.4	▲179.2	73.9	26.9	▲83.3	▲83.3	▲24.2		
現金・現金同等物減	129.9	105.9	329.3	329.3	272.8		272.8		116.2	116.2	127.5	161.6	150.8	236.2	259.5	315.5		
営業キャッシュ・フロー	119.5	119.5	220.3	154.4	71.2	▲1.8	220.3	228.6	131.4	124.5	272.0	269.3	230.7	233.1	233.1	314.6	405.2	
流通市場					95.7		112.5	102.7	90.0								201.6	
現物					73.7		103.0	97.8	66.3								171.3	
デリバティブ					22.0		9.6	4.9	23.7								30.4	
上場					19.4		65.7	99.3	99.0								189.4	
MTS (債務)					-		-	-	-								7.7	
債券・決済					2.2		8.4	9.3	14.1								9.7	
情報					8.5		21.5	9.1	27.8								32.3	
ソフトウェア					18.1		23.9	26.7	26.7								31.1	
非継続事業					32.2		41.5	38.7	-								-	
相殺・消去等					▲45.3		▲36.8	▲25.9	▲24.5								▲77.8	
減価償却費	51.4	34.3	38.4	15.4	18.1	6.2	38.4	86.5	36.7	76.8	74.1	67.6	60.0	67.4	67.4	49.7	32.6	
金融収支									20.7			13.5	0.8	8.2	8.2	2.6	2.1	
法人納付									▲52.8			▲32.5	▲99.6	▲73.9	▲74.2	▲133.6	▲133.6	
その他							▲58.1		▲119.5			▲96.5	▲56.2	▲41.1	1.3	▲33.2	▲33.2	
投資キャッシュ・フロー	▲38.1	▲58.1	▲58.1	▲58.1	▲23.8		▲23.8		▲8.4			▲197.7	38.6	▲88.6	▲280.7	▲280.7	6.1	
設備投資総額	▲28.0	▲11.8	▲47.0	▲47.0	▲28.0		▲28.0		▲1.7			▲27.6	▲13.6	▲8.6	▲5.7	▲5.7		
無形固定資産投資総額	▲29.0	▲47.0	18.9	0.6	24.3		24.3		▲4.3			▲50.8	▲38.5	▲48.9	▲34.1	▲29.2		
買収・売却等総額									▲2.3			▲150.2	2.0	▲83.5	▲60.4	▲54.2		
その他									▲19.8			30.9	102.6	▲74.4	▲177.7	▲177.7	95.2	
財務キャッシュ・フロー	▲96.3	▲64.6	▲64.6	▲64.6	▲64.6		▲64.6		293.9		298.7	▲133.5	▲106.0	▲115.1	▲174.0	▲354.2		
株式発行	5.5	3.9			4.3		4.3		366.0									
株式償却																		
自社株買戻	▲11.6	0.4																
債券発行・償還総額	▲90.2	▲68.9					▲68.9		▲72.2									
配当金																		
その他																		
為替換算差額等																		
連結資本	397.9	411.9	455.6				838.3	463.9	458.7	463.9	458.7	148.2	148.2	390.6	390.6	489.9	289.8	
現金・現金同等物	497.2	468.7	675.3				964.4	676.0	496.8	496.8	496.8	523.7	523.7	523.7	523.7	440.4	416.3	
その他	▲99.3	▲56.8	▲219.7				▲126.1	▲217.3	▲348.6	▲348.6	▲348.6	▲133.1	▲133.1	▲133.1	▲133.1	49.4	▲26.5	
有形資産総額	421.3	424.8	463.9				499.0	1,300.2	1,367.6	1,367.6	1,367.6	1,522.7	1,522.7	1,522.7	1,522.7	1,642.2	1,611.0	
長期固定資産	819.3	836.8	919.5				1,337.3	1,764.1	1,826.3	1,826.3	1,826.3	1,670.9	1,670.9	1,903.0	1,910.3	2,132.0	2,100.8	
長期負債	5.3	9.4	7.6				340.3	332.6	246.1	332.6	246.1	-	-	365.9	365.9	377.2	383.0	
少数株主持分	7.3	13.6	13.7				16.5	16.5	13.7	16.5	13.7	33.2	33.2	21.0	21.0	33.6	50.7	
株主資本	806.6	813.8	898.2				1,315.1	1,415.0	1,508.4	1,415.0	1,508.4	1,637.7	1,645.0	1,516.1	1,523.4	1,721.3	1,667.0	

(Euronext)

図表 57：NYSE ユーロネクスト/NYSE 財務計数

	00	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10				
営業収入															
取引手数料	986	1,054	1,036	1,032	1,060	1,044	1,255	1,035	1,298	2,475	1,363	2,770	2,882	2,478	2,511
租物	142	145	153	153	157	154	638	146	601	1,283	676	1,708	2,541	3,427	3,128
デリバティブ													1,694	2,616	2,582
上場手数料	289	306	299	300	321	330	330	343	343	404	356	408	395	395	407
情報料収入	140	160	169	169	172	168	224	178	243	359	222	371	415	429	403
ITサービス	-	-	-	-	-	-	-	-	-	243	-	232	100	160	223
その他	415	443	416	411	410	393	369	388	388	463	448	509	304	224	184
取引費用	-	-	-	-	-	-	▲330	-	▲277	▲277	▲339	▲398	▲980	▲1,821	▲2,206
租物	-	-	-	-	-	-	▲330	-	▲277	▲277	▲339	▲398	▲980	▲1,821	▲2,206
デリバティブ	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,386
情報料	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	825
相対・消去等	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	363
相対・消去等	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	444
現金・現金同等物増減	▲4	19	0	▲23	▲2	4	28	28	234	234	656	▲157	▲354	▲96	▲96
営業キャッシュフロー	195	133	126	147	121	64	264	264	712	721	469	587	469	587	587
償却前営業収支	112	73	74	91	152	97	202	133	226	655	387	956	1,054	1,441	1,111
租物	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	687
デリバティブ	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	416
情報料	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	513
相対・消去等	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	78
支払利息	▲75	▲71	▲34	▲34	▲30	▲12	▲57	▲30	▲12	▲126	▲126	▲105	▲137	▲115	▲70
変法法人控等	-	-	-	-	-	-	-	-	-	▲41	▲41	▲365	▲460	▲378	▲104
その他	▲194	▲120	▲120	▲168	▲113	▲51	▲222	194	194	▲1,748	▲701	▲342	▲460	▲378	▲104
投資キャッシュフロー	-	-	-	-	-	-	-	-	-	506	-	▲2,879	▲395	-	-
合併	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
その他増収等	0	0	▲0	▲0	▲0	▲0	▲0	▲0	▲0	▲26	▲26	▲179	▲109	▲166	166
有形固定資産取得	▲74	▲89	▲113	▲137	▲77	▲85	▲106	▲85	▲98	▲98	▲182	▲376	▲497	▲305	▲305
その他	▲120	▲31	▲7	▲31	▲36	34	▲117	▲117	629	629	829	249	249	244	19
財務キャッシュフロー	▲5	6	▲5	▲2	▲9	▲8	▲14	▲14	▲8	▲489	▲489	▲97	▲529	▲539	▲539
長期債務増減	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,686	▲97	302	195	▲222
現金	-	-	-	-	-	-	-	-	-	▲506	▲506	▲194	▲305	▲312	▲313
現金	▲5	6	▲5	▲2	▲9	▲8	▲14	▲14	▲8	17	17	▲97	▲94	▲412	▲412
その他	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	6	6	▲80	48	▲24
高買換資産額等	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
運転資本	729	779	816	816	754	778	779	779	611	925	▲1,184	▲556	▲629	▲240	▲240
現金・現金同等物	17	36	36	13	11	15	43	43	278	777	934	777	423	327	327
その他	712	743	779	803	743	762	736	736	333	333	▲2,118	▲1,333	▲1,052	▲567	▲567
営業債	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	6,092	3,985	4,210	4,050	4,050
その他長期資産額	146	131	106	106	5	23	55	55	1,058	4,649	4,687	3,985	4,210	4,050	4,050
長期固定資本	875	910	921	921	760	801	854	854	1,669	11,866	10,054	8,361	9,101	8,918	8,918
長期債務	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	494	1,787	2,166	2,074	2,074
少数株主持分	25	28	26	26	31	33	35	35	-	48	176	18	64	48	48
株主・役員資本	850	882	896	896	728	767	799	799	1,669	8,319	9,384	6,556	6,871	6,796	6,796

(NYSE Euronext)

第9節 ドイツ証券取引所のMTF

02年7月の第四次金融市場振興法¹⁵⁷施行とノィア・マルクトの機能停止を受け、フランクフルトは市場改革に着手。03年1月には公式市場（Amtlicher Markt）、二部市場（Geregelter Markt）の基準としてプライム・スタンダード（Prime Standard）、ジェネラル・スタンダード（General Standard）が採用された。プライム・スタンダード銘柄にはフランクフルト取引所規則により四半期開示、少なくとも年1回のアナリスト・ミーティング開催等を義務付けるという旧ノィア・マルクト型の規制が敷かれ、ジェネラル・スタンダード銘柄には基本的にEU規制市場上場銘柄に求められる最低限の開示基準が適用されている。6月にはノィア・マルクトが公式市場に併合され、プライム・スタンダード採用382銘柄、ジェネラル・スタンダード採用411銘柄が公式市場、もしくは二部市場に上場される二重構造となった。公式市場、二部市場が規制市場（Regulierter Markt）として統合された07年11月以降は従来二部市場銘柄は対象となっていなかった証券取引所規制市場上場規則¹⁵⁸第3条（事業履歴）、第7条（同種相伴上場）、第9条（流通株式比率）、第69条（追加発行）といった条文が全ての上場銘柄に一律に適用され、プライム・スタンダード、ジェネラル・スタンダードがそのままセグメントとして取扱われている。

店頭市場には05年11月にエントリー・スタンダード（Entry Standard）が設けられた。規制市場への市場変更を計画する企業が意識されていることから流通市場における取引を重視した透明性が求められるものは、規制市場とは異なり登録に際しての規模に関する数値基準は原則的に設けられていない。08年10月より旧店頭市場（Freiverkehr）は新規登録のためのファースト・クォーテーション・ボード（First Quotation Board）と国外市場上場・登録を含む既公開銘柄が構成するセカンド・クォーテーション・ボード（Second Quotation Board）に分けられ、登録時にエントリー・スタンダードの採用を見送った新規公開企業はファースト・クォーテーション・ボードで取引されることになったが、採用基準の変更は公開後にも認められている。但しエントリー・スタンダードが導入されて以降11年2月までに既登録銘柄がエントリー・スタンダードを採用した事例は1件にとどまり、基準変更よりも規制市場への上場が選択される例が多い（プライム・スタンダード6件、ジェネラル・スタンダード5件。エントリー・スタンダードからの市場変更は10件であり、プライム・スタンダード8銘柄、ジェネラル・スタンダード2銘柄）。図表58は各セグメントの新規／継続公開基準である。

図表58：ドイツ証券取引所の新規公開・継続公開基準

新規公開基準 (IPO)		Entry Standard	First Quotation Board	General Standard	Prime Standard
				3年 BörsZulV 3	10,000株 BörsZulV 2 (3)
事業履歴		×	×	€125万 BörsZulV 2 (1)	25% BörsZulV 2 (9)
発行株式数		×	×		
時価総額		×	×		
流通株式比率		×	×		

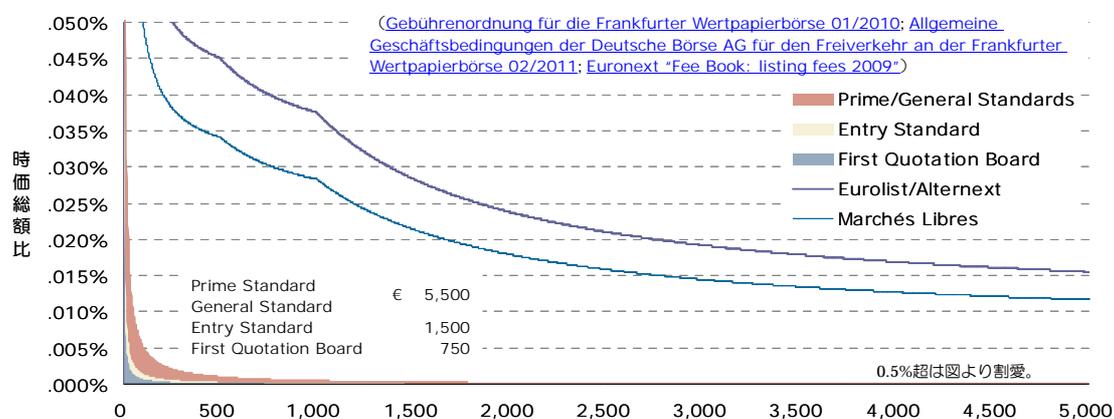
¹⁵⁷ [Gesetz zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland \(Viertes Finanzmarktförderungsgesetz\)](#)

¹⁵⁸ [Verordnung über die Zulassung von Wertpapieren zum regulierten Markt einer Wertpapierbörse \(Börsen-zulassungsverordnung - BörsZulV\)](#)

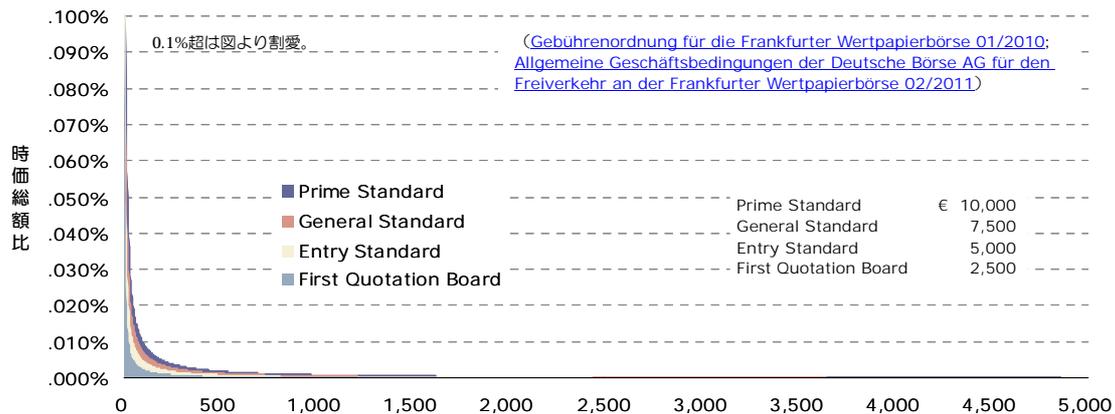
資本金	x	€50万 (目論見書のない場合) FV 13 (1) c	x	x	
額面	x	10ユーロ・セント (目論見書のない場合) FV 13 (1) e	x	x	
目論見書	WpPG 3 (1)	WpPG 3 (1) FV 13 (1) b	WpPG 3 (3) BörsZulV 48 (2) BörsG 33 (3)		
会計基準 (EU発行体)	所在国GAAP: IAS/IFRS EC	x	IAS/IFRS WpHG 37y		
上場パートナー	FV 16 (3) g	x	x		
継続公開基準	年次	6カ月 FV 17 (2) b	x	4カ月 WpHG 37v (1) FWB 65 (2)	
		3カ月 FV 17 (2) c	x	2カ月 WpHG 37w FWB 66 (5)	
	半期	x	x	x	2カ月 FWB 66 (5)
		会計基準	所在国GAAP: IAS/IFRS FV 16 (3) e	x	IAS/IFRS WpHG 37y
	定期開示	言語	独もしくは英	x	独及び英 (国外企業は英語 もしくは独語) (国外企業は 英語のみで可) FWB 65 (1) FWB 66 (3)
			FV 17 (2) b		WpAIV 3b
アナリスト・ミーティング	x	x	x	FWB 68	

- BörsZulV: [Verordnung über die Zulassung von Wertpapieren zum regulierten Markt einer Wertpapierbörse \(Börsenzulassungs-Verordnung\)](#)
 BörsG: [Börsengesetz](#)
 WpPG: [Gesetz über die Erstellung, Billigung und Veröffentlichung des Prospekts, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei der Zulassung von Wertpapieren zum Handel an einem organisierten Markt zu veröffentlichen ist \(Wertpapier-prospektgesetz\)](#)
 WpHG: [Gesetz über den Wertpapierhandel \(Wertpapierhandelsgesetz\)](#)
 WpAIV: [Verordnung zur Konkretisierung von Anzeige-, Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten sowie der Pflicht zur Führung von Insiderverzeichnissen nach dem Wertpapierhandelsgesetz \(Wertpapierhandelsanzeige- und Insiderverzeichniss-verordnung\)](#)
 FWB: [Börsenordnung für die Frankfurter Wertpapierbörse 11/2010](#)
 FV: [Allgemeine Geschäftsbedingungen der Deutsche Börse AG für den Freiverkehr an der Frankfurter Wertpapierbörse 02/2011](#)
 EC: [COMMISSION REGULATION \(EC\) No 809/2004 of 29 April 2004 implementing Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council as regards information contained in prospectuses as well as the format, incorporation by reference and publication of such prospectuses and dissemination of advertisements](#)

なお、新規/年間上場・登録手数料には固定料率体系を採用しており、規制市場でも他市場のMTFを下回る水準となっているが、フランクフルトのMTFの新規登録手数料はエントリー・スタンダードで規制市場比27%、ファースト・クォーテーション・ボードで同14%、年間登録手数料はジェネラル・スタンダード比で各々2/3、1/3に設定されている(図表59・60)。また登録廃止に関する数値基準は設けられていない。



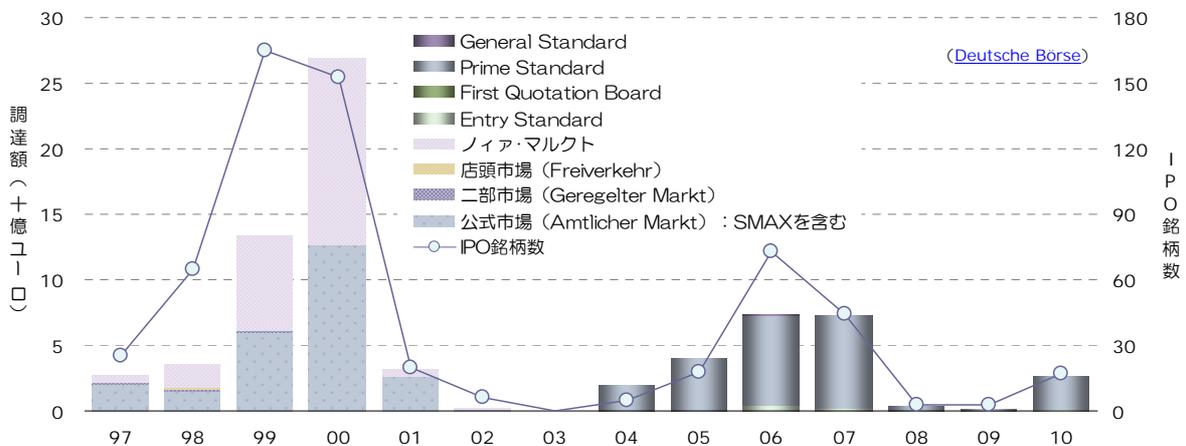
図表 59：ドイツ証券取引所の新規上場・登録手数料 ~ユーロネクストのMTF との比較



図表 60：ドイツ証券取引所の年間上場・登録手数料

フランクフルトの店頭市場は他市場に株式を公開する国外企業によって積極的に利用されてきた。ファースト/セカンド・クォーテーション・ボードの11年2月末登録銘柄数は10,718。うち10,354が国外銘柄である。2月までの3カ月間の売買代金（Xetra、フロア合計）はセカンド・クォーテーション・ボードのみでジェネラル・スタンダード（2月末285銘柄）の54億1,335万ユーロを上回る89億4,546万ユーロとなっている。これに対しエントリー・スタンダード（130銘柄）の売買高は3億4,640万ユーロ（図表60）。時価総額では10年末で129億8,000万ユーロとオルターネクスト、マルシェ・リーブル合計での117億1,593万ユーロ（うちオルターネクスト50億2,035万ユーロ）を上回る規模をもつことから年率換算でみた売買回転率は11%に過ぎない。

IPO調達額は06年、07年にノィア・マルクトの膨張により史上最高額を記録した2000年実績の1/4程度にまで回復したものの、その後再び低迷。10年にはプライム・スタンダード、エントリー・スタンダード各々8件、ファースト・クォーテーション・ボード1件の計17件を数えるにとどまった（図表61）。ノィア・マルクト崩壊の後遺症は大きく、新興企業の成長をファイナンスする市場としてのフランクフルトの機能は大きく縮小している。時価総額の水準は必ずしも新興市場としての本来の規模を表すものでは



図表 61：IPOによる資金調達実績

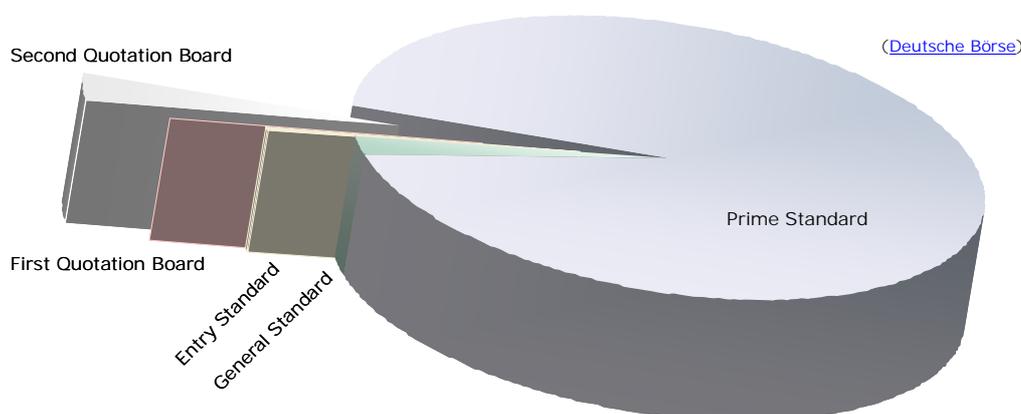
ない。エントリー・スタンダードの10年末登録1銘柄当りの時価総額はオルターネクストの3.1倍、ファースト・ノース（ノルディック）の4.3倍に相当する1億ユーロ強。AIMの7,730万ユーロ（6,652万英ポンド）をも上回る（図表61）。年間の1件当り平均IPO調達額1,368万ユーロ（8件、総額1億943万ユーロ）はオルターネクスト（37件、9,422万ユーロ）の255万ユーロ比5.4倍。AIM（102件、12億1,944万英ポンド）の1,390万ユーロにほぼ等しい。

金融市場新興法について第5次の策定が進められていることもあり、ユーロネクストとの経営統合後に中欧の新興市場の構造改革が再び検討の対象となることもあり得よう。

図表 62：欧英 MTF の時価総額比較

10年12月末	時価総額		登録銘柄数
	1銘柄平均		
	-- 100万ユーロ --		
エントリー・スタンダード	12,980	100.6	129
オルターネクスト	5,020	32.4	155
ファースト・ノース・ノルディック	2,917	23.5	124
AIM	92,325	77.3	1,194

1英ポンド=1.1625ユーロで換算。
 (Deutsche Börse; Euronext; NASDAQ OMX; London Stock Exchange)



図表 63：売買代金内訳（10年12月~11年2月）

第10節 OMXのMTF

1. ファースト・ノース・ノルディック（First North Nordic）

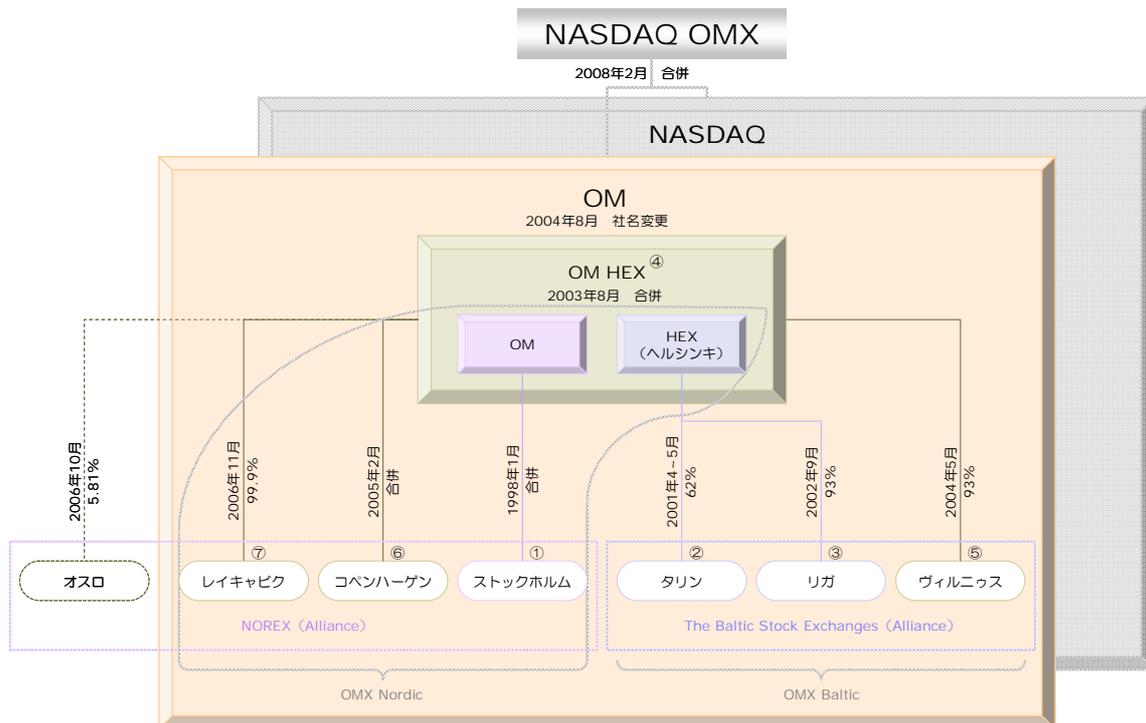
フィンランドがEMUに加盟するまでのストックホルムにおけるノキアの取引に代表される空洞化現象が懸念されていたヘルシンキは03年8月にOMと合併。積極的なM&A政策の推進は新会社OM HEX（04年8月にOMへと社名変更）を06年11月にかけてオスロを除く北歐圏とバルト3国の取引所及び中央決済機構を擁する統一プラットフォーム上で運営されるグループへと拡張した（図表65）。MTFとしてのファースト・ノース・ノルディックは05年2月にOM HEXと合併したコペンハーゲンで同年12月に開設された後、ストックホルムで06年6月、レイキャピクで07年1月、ヘルシンキで同年4月に導入されている。

コンセプトはオルターネクスト、エントリー・スタンダードに類似であり、（リスティング・）スポンサー、上場パートナーに相当する機能は公認アドバイザー（Certified Advisers）が担う。

図表 64：ドイツ証券取引所財務計数

	97	98	99	00	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10
(単位：100万ユーロ)														
営業収入 Xetra Xetra取引手数料 フロア取引手数料 Scoach取引手数料 株管・決済 ネットワーク 上場手数料 協力事業収入 その他	317	416	573	414	637	760	1,171	1,514	1,527	1,744	2,005	2,416	2,600	2,166
	62	80	139	123	278	243	211	212	216	248	314	435	435	292
	48	64	-	-	117	127	128	114	109	108	140	199	187	109
	-	-	-	-	130	89	59	48	46	53	64	54	54	23
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	38	38	56
	-	-	-	-	-	-	-	30	41	64	86	115	115	97
	13	15	13	-	17	14	12	10	13	13	13	13	12	13
	-	-	-	-	9	8	6	6	5	7	9	14	14	8
	1	2	3	-	5	6	6	5	2	2	3	2	2	4
	77	118	137	160	269	332	410	407	504	598	714	898	1,010	804
	119	148	195	-	341	341	638	656	743	851	999	999	1,006	818
	29	47	64	83	110	122	122	122	130	148	168	168	181	189
	18	22	37	116	139	166	132	125	125	120	94	100	96	97
	12	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	28	64	▲1	26	▲182	1,017	▲957	257	341	342	▲19	13	▲592	▲734
127	155	168	187	102	249	466	531	440	668	843	840	1,279	802	
106	97	106	12	141	239	469	646	652	788	1,065	1,244	1,573	1,100	
Xetra	111	111	111	111	111	111	111	111	111	111	111	111	111	
Eurex	158	158	158	158	158	158	158	158	158	158	158	158	158	
Clearstream	237	237	237	237	237	237	237	237	237	237	237	237	237	
情報事業	51	51	51	51	51	51	51	51	51	51	51	51	51	
IT	102	102	102	102	102	102	102	102	102	102	102	102	102	
本部・仮卸減去等	▲3	78	▲4	78	▲3	78	▲28	3	14	21	▲12	26	28	
受取利息・配当金	33	50	68	53	33	13	50	53	68	53	138	230	62	
支払利息	▲14	▲14	▲14	▲14	▲14	▲14	▲14	▲14	▲14	▲14	▲14	▲14	▲14	
その他	▲22	▲22	▲22	▲22	▲22	▲22	▲22	▲22	▲22	▲22	▲22	▲22	▲22	
有形固定資産取得純額	▲91	▲83	▲138	▲130	▲252	▲153	▲173	▲34	466	▲270	▲1,753	▲940	▲1,083	
無形固定資産取得純額	▲95	▲84	▲139	▲132	▲263	▲113	▲189	▲80	33	▲31	▲45	▲54	▲37	
買収・売却等純額	-	-	-	-	▲41	▲1,569	-	-	31	▲38	▲35	▲40	▲61	
その他	-	-	-	-	-	-	-	-	34	▲1,468	▲130	▲130	▲51	
財務キャッシュフロー	▲8	▲9	▲31	▲31	41	921	556	46	497	▲234	▲206	▲715	▲934	
新株発行・自己株式買戻	-	-	-	-	962	391	-	-	▲720	▲384	▲379	▲374	4	
借入金増減	-	-	-	-	100	▲10	194	201	-	-	1,365	▲166	▲89	
支払配当金	▲8	▲9	▲31	▲31	▲59	▲37	▲49	▲61	▲74	▲210	▲330	▲403	▲390	
その他	-	-	-	-	-	8	▲13	▲2	3	2	271	▲1	20	
為替換算差額	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
銀行事業管理費	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
連結資本	▲9	▲10	▲14	▲68	▲32	932	683	1,096	857	1,022	▲722	▲733	647	
現金・現金同等物純額	164	228	227	92	45	1,062	105	362	703	1,045	1,027	1,040	448	
その他	▲173	▲237	▲241	▲159	▲77	▲130	▲389	321	393	▲188	▲5	▲1,762	▲1,774	
影響種	-	-	-	-	51	1,249	1,173	1,105	1,072	1,070	1,957	1,937	1,977	
その他長期固定資産純額	198	232	276	338	546	587	1,220	1,000	854	774	691	1,457	1,867	
長期固定資産	189	223	262	270	514	1,571	2,185	2,857	3,055	2,783	2,691	4,491	4,854	
長期債務	-	-	-	-	90	-	9	503	502	500	1	1,513	1,515	
少額株主持分	-	3	4	4	11	23	12	7	14	20	313	313	324	
株主資本	189	219	258	267	420	1,560	2,152	2,545	2,187	2,263	2,377	2,654	2,866	

(Deutsche Börse)



図表 65：ノルディック／バルティック圏の市場統合

経営統合後、各取引所は規則の統一を進めており、国内法と通貨の差に応じ細部では異なる部分を残すものの、ファースト・ノースを含めて実質的単一システムとして成立している。

OMXはMTFにもガバナンス・プレミアムの概念を採用している。09年2月に創設されたファースト・ノース・ブルミエ（First North Premier）をセグメントとして選択する企業には投資計画、財務制約、当局決定事項、子会社・関連会社の状況といった一般開示事項（ファースト・ノース・ノルディック規則 Appendix L1）に加え、見通し、実績と見通しとの乖離、株主総会、新株式発行、買収・事業売却等（同 Appendix L3）、公開企業に対するTOB等（同 Appendix L4）に関してノルディック・リストに準ずる規定が適用される（図表66）。11年3月17日現在26銘柄がファースト・ノース・ブルミエに登録されており（ストックホルム26、コペンハーゲン1）、これを含む総登録銘柄数は129。内訳はストックホルム107、コペンハーゲン16、ヘルシンキ、レイキャビク各々3となっている。

図表 66：OMX Nordic の公開（IPO）・定期開示基準

	ファースト・ノース・ノルディック		ノルディック・リスト				
		Premier	ストックホルム	コペンハーゲン	ヘルシンキ	レイキャビク	
新規公開基準（IPO）	事業履歴	x	x	3年			
				SE2.3.5	DK2.3.5.1	FI2.1.3.5.1	IS1.1.8
利益基準	x	x	直近年度黒字				
			SE2.3.7	DK2.3.6.1	FI2.1.3.6.1	IS1.1.10	
運転資本見通し	x	x	もしくは 12ヵ月間の運転資本見通し				
			SE2.3.8	DK2.3.6.2	FI2.1.3.6.2	IS1.1.11	

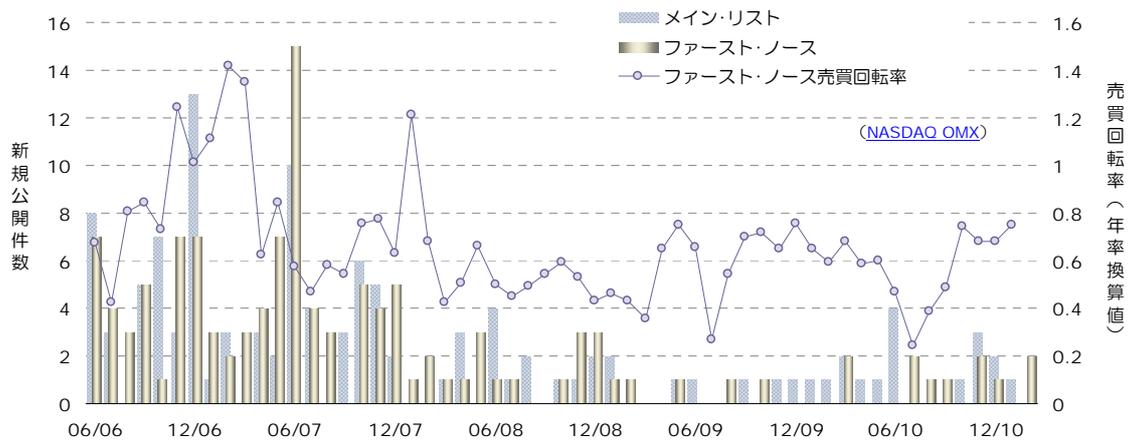
	時価€500以上を保有する株主の規模によって判断		時価€1,000、500株以上を保有する株主の規模によって判断				
流動性	FNN2.2.1 (a)		SE2.3.10	DK2.3.7.2	IS1.1.13		
	“一般株主”比率10%以上 (ノルディック・リスト参照)		発行済株式数もしくは議決権の10%以下を直接・間接的に保有する “一般株主”数の比率が25%以上				
	FNN2.2.1 (a)		SE2.3.11	DK2.3.7.3	FI2.1.3.7.3	IS1.1.14	
	×	×	一般株主数比率については流動性が確保できると判断される場合には 例外規定あり				
時価総額	×	×	€100万(相当額)以上			€100万を下回る ことのない ISK8,000万 以上の額	
			SE2.3.13	DK2.3.8	FI2.1.3.8	IS1.1.16	
株価	50ユーロ・セント相当額以上						
	FNN2.2.1 (b) 但し First North Iceland は非適用 (FNN Supplement A 2.2.1)		×	×	×	×	
監査済財務諸表	2期 2期分の年次 報告書がない 場合 1期	1期 (IFRS)	1期	3期	3期		
	FNN3.2 (a) (iii) (ii)	FNN Appendix J 2.1.1/2.2	SE3.2.1	DK2.2.7.2	1.2.3		
四半期/中間財務諸表	×	四半期もしくは 中間期 1期 (IFRS)	SE3.2.1		1期		
		FNN Appendix J 2.1.1			IS1.2.3		
会計基準	所在国 GAAP		IFRS				
	FNN4.5		SE3.2.1	DKK3.2.1	IS2.7		
目論見書	FNN 3.4/3.5		SE2.2.5~2.2.8	DK2.2.2.2	FI2.1.2.2	IS1.3	
ガバナンス報告	×	×	×	DKK2.5	FI2.1.5	×	
流動性プロバイダ	FNN2.2.1 (a)		×	×	×	×	
公認アドバイザー	FNN2.2.3		×	×	×	×	
定期開示	年度	3カ月	監査済 3カ月 未監査 2カ月	2カ月	監査済 3カ月; 未監査 2カ月		
		FNN4.6 (c)	FNN Appendix L 2.2	SE3.2.2	DKK3.2.2	FI3.2.2	IS2.8
	半期	2カ月	2カ月	2カ月			
		FNN4.6 (c)	FNN Appendix L 2.2	SE3.2.2	DK3.2.2	FI3.2.2	IS2.8
四半期	2カ月	2カ月	2カ月				
	FNN4.6 (d)	FNN Appendix L 2.2* (First North Stockholm, Nordic List Stockholm では IAS34 に沿う 財務諸表が求められる)	SE3.2.2	DK3.2.2*	FI3.2.2*	IS2.8/ Appendix 2.8*	

*中間事業報告書によって代替可。

FNN: [NASDAQ OMX "First North Nordic - Rulebook" 01/2011](#)
SE: [NASDAQ OMX Stockholm "Rule Book for Issuers" 01/2011](#)
DK: [NASDAQ OMX Copenhagen "Rules for issuers of shares" 07/2010](#)
FI: [NASDAQ OMX Helsinki "RULES OF THE STOCK EXCHANGE" 07/2010](#)
IS: [NASDAQ OMX ICELAND "RULES FOR ISSUERS OF FINANCIAL INSTRUMENTS" 12/2009](#)

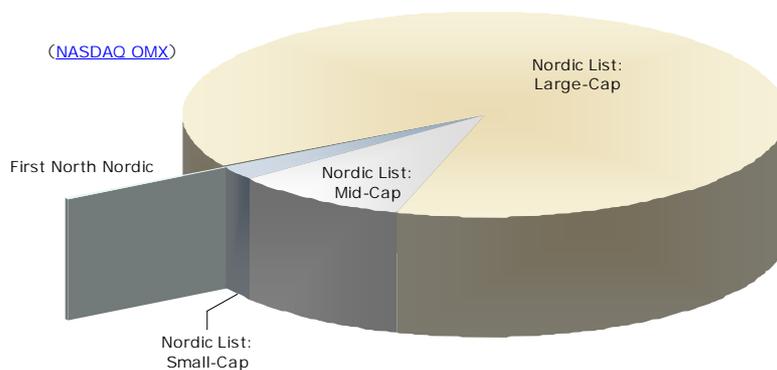
原語版規則は以下。

SE: [Regelverket for emittenter](#) DK: [Regler for udstedere af aktier](#)
FI: [Arvopaperipörssin säännöt](#) IS: [Reglur fyrir útgefendur fjármálagringna](#)



図表 67：OMX ノルディックの IPO 件数

ファースト・ノース・ノルディックの時価総額はオルターネクストの約3/5の規模。OMXノルディック時価総額の0.4%を構成する。



図表 68：OMX ノルディック時価総額内訳（11年2月末）

2. ファースト・ノース・バルティック (First North Baltic)

OMXバルティックでも07年6月のリガ以降、セグメントとしてのファースト・ノースが創設された。各取引所についての例外規定をAppendicesとして付した統一規則を設けているファースト・ノース・ノルディックとは異なり、ファースト・ノースバルティックは基本的に同一の基準を採用しながらも規則が各取引所によって制定されるMTFの集合体であり、現在のところファースト・ノース・プルミエは導入されていない。但し、コンセプトはファースト・ノース・ノルディックに同一であり、登録規則には数値基準が存在しない旨も明記されている。

No quantity requirements or restrictions shall apply to the financial instruments admitted to trading on the Alternative Market.

NASDAQ OMXリガ・ファースト・ノース登録規則第4.2条

英訳版タリン規則第4.2条は同文、英訳版ヴィルニウス規則第4.5条は同意。

リガ、タリン、ヴィルニウスには各々に二部市場 (Secondary List) が存在するが、時価総額について設けられている上場基準は100万ユーロとノルディック・リストに同水準。メイン・リストではこの4倍の400万ユーロに設定されている。

図表 69：OMX Baltic の公開（IPO）基準と定期開示規則

	ファースト・ノース・バルティック			バルティック・リスト（メイン・リスト）			
	リガ	タリン	ヴィルニウス	リガ	タリン	ヴィルニウス	
新規公開基準（IPO）	事業履歴	×	×	×	3年 LV5.1 EE6.2	LT5.2	
	流通株式比率	×	×	×	25%以上 もしくは €100万相当額以上		
	流通株式時価総額				LV5.4.2.1 EE6.5.1.1	LT5.4.1	
	時価総額				€400万相当額以上 もしくは €400万相当額以上		
	株主資本	×	×	×	LV5.3 EE6.4	LT5.3	
	財務報告書	創設後2年超：年次2期 創設後2年未満：年次1期 創設後1年未満：半期1期 半期報告書は提出が可能である場合。半期報告書のない創設後1年未満の申請者は経営計画、業績予想等を提出。			3期	1期	
		FNBLV5.1.6 FNBEE5.1.6 FNBLT7.3			LV9.3.1.8	EE6.3	LT9.2.3
					IAS 1期	×	直近4四半期
	会計基準	国内/所在国 GAAP			IAS		
		IFRS LV22.1.1	EE26.1.1	FNBLT7.6	LV5.2	EE5.3.3 EEq5.1.1	LT4.4
目論見書	FNBLV5.1.5	FNBEE5.1.5	FNBLT6.1.5	LV9.3.1.5	EE3.3.5	LT5.5	
公認アドバイザー	FNBLV5.1.8	FNBEE5.1.8	FNBLT6.1.7	×	×	×	
定期開示	2ヵ月 FNBLV22.3.4 FNBEE26.3.5			4ヵ月 EE5.3.1 EEq5.3.1			
	年度		速報値 2ヵ月 FNBLT22 確報値と速報値との間に10%超の乖離がある場合説明を要する。		速報値 2ヵ月 LT25.4 確報値と速報値との間に10%超の乖離がある場合説明を要する。		
	半期	2ヵ月 FNBLV22.3.4 FNBEE26.3.5 FNBLT21.13			2ヵ月 EEq5.4.5 LT24.8		
	四半期	×	×	×	2ヵ月 EEq5.4.5 LT24.8		
	ガバナンス報告	×	×	×	LV15.14	EEq3.12	LT24.5

FNBLV: [NASDAQ OMX Riga "ALTERNATIVE MARKET FIRST NORTH BALTIC RULES"](#)
 FNBEE: [NASDAQ OMX Tallinn "Rules of Multilateral Trading Facility First North" 11/2007](#)
 FNBLT: [NASDAQ OMX Vilnius "RULES OF THE ALTERNATIVE STOCK MARKET FIRST NORTH IN LITHUANIA" 01/2010](#)
 LV: [NASDAQ OMX Riga "NASDAQ OMX Riga Rules ON LISTING AND TRADING OF FINANCIAL INSTRUMENTS ON THE MARKETS REGULATED BY THE EXCHANGE" 01/2010](#)
 EE: [NASDAQ OMX Tallinn "LISTING RULES \(unofficial translation\)" 01/2011](#)
 EEq: [NASDAQ OMX Tallinn "REQUIREMENTS FOR ISSUERS \(unofficial translation\)" 01/2011](#)
 LT: [NASDAQ OMX Vilnius "The Listing Rules of AB NASDAQ OMX Vilnius" 01/2010](#)

原語版規則は以下。
 FNBLV: [BALTIJAS ALTERNATĪVĀ TIRGUS FIRST NORTH NOTEIKUMI](#) FNBEE: [Mītmepoolse kauplemissüsteemi First North Reglement](#)
 FNBLT: [ALTERNATYVIOSIOS VERTYBINIŲ POPIERIŲ RINKOS FIRST NORTH LIETUVOJE TAISYKLĖS](#)
 LV: [Noteikumi "PAR FINANŠU INSTRUMENTU IEKĻAUSĀNU UN TIRDZNICĪBU BIRŽAS REGULĒTAJOS TIRGOS"](#) EE: [VĀARTPABERĪTE NOTEERIMISNŌUDED](#)
 LT: [Listinqavimo taisyklės](#) EEq: [NŌUDED EMITENTIDELE](#)

複数の取引所が通貨の異なる地域で運営されていることからOMXグループ各取引所は統一した手数料体系を採用していない。図表69はレイキャピク（ノルディック）とタリン（バルティック）を例とする新規／年間上場・登録手数料の比較である。

図表70：OMXノルディック／バルティックの手数料体系例

通貨	レイキャピク		タリン					
	ファースト・ノース	ノルディック・リスト	ファースト・ノース		バルティック・リスト			
			€	EEK	メイン・リスト		セカンダリ・リスト	
ISK	EEK	€	EEK	€	EEK	€		
新規公開	2,500,000	23,470	1,500	100,000 + 時価総額 × 0.02% 上限 500,000	6,390 + 時価総額 × 0.02% 上限 31,955	50,000 + 時価総額 × 0.02% 上限 200,000	3,195 + 時価総額 × 0.02% 上限 12,780	
年間手数料	825,000 + 時価総額 × 0.002%	時価総額 ~7,500万 46,940	時価総額 ~480万 3,000	時価総額 ~10億 60,000 + 時価総額 × 0.0075%	時価総額 ~6,400万 3,832 + 時価総額 × 0.0075%	時価総額 ~6億 60,000 + 時価総額 × 0.0075%	時価総額 ~3,800万 3,832 + 時価総額 × 0.0075%	
		時価総額 >7,500万 46,940 + (時価総額 - 7,500万) × 0.02%	時価総額 >480万 3,000 + (時価総額 - 4,793,373) × 0.02%	時価総額 >10億 360,000 + (時価総額 - 10億) × 0.00035%	時価総額 >6,400万 23,008 + (時価総額 - 6,400万) × 0.00035%	時価総額 >6億 240,000 + (時価総額 - 6億) × 0.00035%	時価総額 >3,800万 15,340 + (時価総額 - 3,800万) × 0.00035%	
		時価総額 >3億 93,880 + (時価総額 - 3億) × 0.002%	時価総額 >19,173,494 6,000 + (時価総額 - 19,173,494) × 0.002%					

[NASDAQ OMX ICELAND "Fees for Issuers" 01/2010](#)
[NASDAQ OMX Tallin "Price List \(Unofficial Translation\)" 01/2011](#)

第11節 NASDAQ

1. 90年代以降の市場の変質

店頭市場時代のNASDAQにおける取引コストと流動性の問題は、オークション方式を採用するNSEとの比較と共に市場選好行動に関する研究に好んで取上げられる素材となっていたが、94年にChrisite/SchultsがNASDAQのディーラーが1/8奇数単位 (odd-eighths) での気配の提示に消極的であることが暗黙の相互教唆の上に成立する硬直的な取引慣行である可能性が高いとの推論を提示。1/8米ドル単位の建値が採用される場合もオファー・ビッド・スプレッドを拡大させることを目的としていることが多いことからディーラー間市場の効用として期待できる競争を通じた取引コストの低下が実現しておらず、この構造が存在する限り建値の単位変更が実施されたとしてもNASDAQの気配は1/4米ドルを中心としたものになると指摘した¹⁵⁹。論文発表を受け捜査を開始した法務省独占禁止局は24社に処分を下し¹⁶⁰、最終的にはSEC規則の改正と97年にかけてのNASDAQ改革につながっている¹⁶¹。この間、NASD Select Committee on Structure and Governance (Rudman Committee) の提言に沿い、自主規制機関の分離も実施された¹⁶²。

¹⁵⁹ [Christie, William G./Schultz, Paul H. "Why do NASDAQ Market Makers Avoid Odd-Eighth Quote?" 12/1994](#)

¹⁶⁰ [United States Department of Justice \(Antitrust Division\) "COMPETITIVE IMPACT STATEMENT 96 CIV.5313" 07/1996](#)

¹⁶¹ [Securities and Exchange Commission "Order Execution Obligations: Final Rule: Proposed Quote Rule Amendment, 17 CFR Part 240" 09/1996 Federal Register Vol.61 No.178 09/1996](#)

¹⁶² [NASD Notice to Members "95-84 Rudman Committee Releases Summary Of Conclusions And Recommendations"](#)

図表 71 : NASDAQ との合併までの OMX (OM HEX/OM)

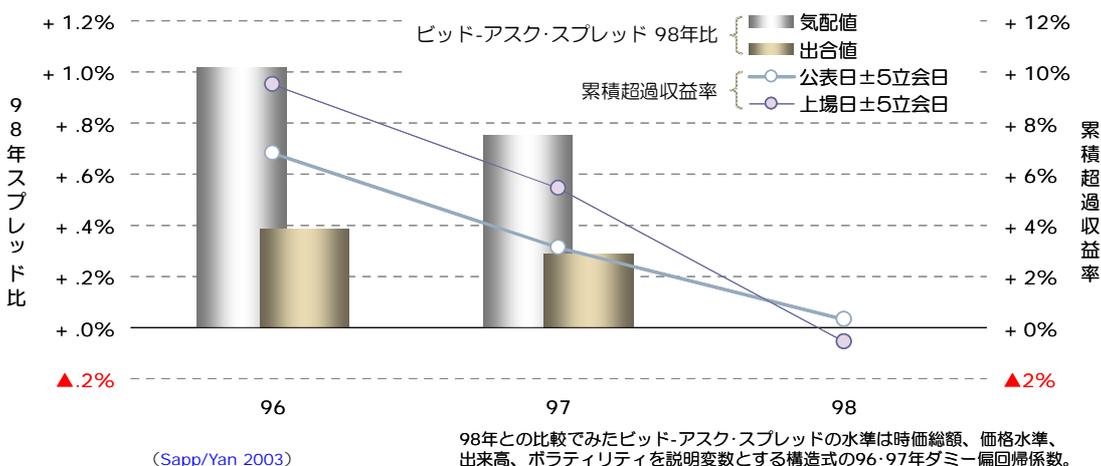
	96	97	98	99	00	01	02	03	04	05	06	07
営業収入	610	968	1,567	1,954	3,152	3,072	2,640	2,645	2,627	3,104	3,505	4,201
事業売却利益	-	-	1,258	1,954	3,152	3,072	-	-	2,627	2,627	3,505	4,201
ストック オプション 題及修正	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	105	104
修正値	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	105	104
セグメント 修正	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
総収入	610	968	1,567	1,954	3,152	3,072	2,640	2,645	2,627	3,104	3,505	4,201
ノルディック	433	534	659	713	848	757	583	641	810	1,120	1,286	1,574
流通市場	-	-	99	114	121	158	174	177	211	322	310	344
発行市場	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	94	148
その他	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	625	752
情報/新市場	11	17	51	71	85	135	117	161	236	370	365	441
情報料収入	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	63	68
ハルティック	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	69	77
ブローカーサービス	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	78	205
その他	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	38	21
テクノロジ**	90	286	313	495	605	947	1,250	898	820	875	1,300	1,768
ライセンシングサポート	29	69	69	98	168	330	487	648	683	543	375	432
ファイナンス/マネジメント	-	-	-	-	-	246	-	206	60	47	50	83
その他	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	83	149
非継続事業	47	62	67	76	127	413	226	141	279	279	289	232
相対/消去等	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
現金/現金同等物増減	▲76	193	177	▲45	385	▲338	▲379	87	15	▲74	▲506	▲505
営業キャッシュ・フロー	114	536	375	402	1,153	▲297	89	169	611	555	480	1,032
税引前営業利益	239	370	501	555	689	932	387	393	856	850	1,121	1,435
税引後営業利益	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
ノルディック*	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Jr-way	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
情報/新市場	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
テクノロジ**	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
非継続事業	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
相対/消去等	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
金融取引	150	84	105	80	40	▲27	▲27	▲38	▲47	▲56	▲62	▲62
法人控除	▲171	▲50	▲127	▲152	▲103	▲150	▲35	▲43	▲174	▲113	▲82	▲82
その他	▲104	132	▲158	▲215	284	▲507	▲474	▲231	▲24	▲18	▲198	▲181
投資キャッシュ・フロー	▲26	▲131	160	▲504	▲582	▲718	▲158	51	189	100	▲139	▲284
有形固定資産取得増額	▲40	▲44	▲79	▲117	▲180	▲328	▲84	▲84	▲105	▲105	▲85	▲68
無形固定資産取得増額	35	27	▲49	▲195	▲321	▲127	▲130	▲177	▲248	▲312	▲386	▲444
繰上/売却増額	▲16	▲114	327	▲158	▲30	▲322	▲43	306	432	▲908	252	150
その他	▲45	▲114	▲39	▲34	▲51	59	90	6	110	21	166	▲82
財務キャッシュ・フロー	▲164	▲212	▲358	57	▲186	677	▲310	▲133	▲785	▲793	▲1,237	▲560
新株発行	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
借入金増減	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
支払配当金	▲164	▲212	▲335	▲377	▲419	▲504	▲84	▲84	▲696	▲704	553	137
その他	-	-	▲23	434	233	1,181	▲226	▲49	▲89	▲70	145	▲781
為替換算差額	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
連結資本	1,331	1,401	1,639	1,377	1,062	▲365	▲148	187	820	664	1,101	923
現金/現金同等物***	1,282	1,475	1,652	1,607	1,992	1,654	1,362	1,377	1,377	833	915	409
その他	49	▲74	▲13	▲13	▲230	▲2019	▲1,423	▲1,175	▲557	▲169	186	217
営業権	26	86	951	921	947	982	2,410	1,861	1,947	2,955	2,924	3,140
その他の固定資産等総額	124	135	247	604	1,214	1,695	1,517	1,338	1,785	1,924	2,102	1,992
長期固定資産	1,481	1,622	2,837	2,902	3,223	2,312	3,935	4,466	4,535	6,158	5,974	5,974
長期負債	2	-	77	77	55	55	255	400	701	700	1,409	1,360
少数株主持分	-	9	20	17	182	2	30	30	30	14	14	17
株主資本	1,479	1,613	2,740	2,808	2,986	2,257	3,735	3,805	3,735	4,735	4,597	5,092

* 05旧基準及び01-04年は OMX Exchanges (HEX Integrated Markets) ; ** 05旧基準及び01-04年は OMX/OM Technology ; *** 04年旧基準までは短期金及び短期保有有価証券。

(OMX/OM HEX/OM)

97年1月から10月にかけて段階的に実施された取引規則の見直しが取引コストに及ぼした影響に関する実証研究もまた枚挙に暇がないが、何れもがスプレッドの劇的な縮小を確認している。例えば96~98年にNASDAQの登録を廃止し取引所に上場した企業と登録を継続したAmex上場適格銘柄を比較したSapp/Yan (2003) は、市場の変更が取引コストに及ぼす効果がこの間に大きく低下すると共に変更発表に対する株価の感応度も下がったことを示し、98年にNASDAQとAmexの合併により創設されたNASDAQ-Amex Market Groupが打出した資本コストの高い店頭銘柄に対するNSE上場機会の提供という経営方針の実効性に関する疑問を呈した(図表72)¹⁶³。NASDAQとAmexは04年には袂を別っている。またSmith (12/2003) は、改革によって従来は顕在化することのなかった顧客よりの指値注文の条件がスプレッドに反映されたことに加え株価10米ドル以上の銘柄について1/16米ドルの刻みが採用されたことでスプレッドの広い銘柄の取引コストを抑制するという指値注文のもつ相対的なメリットは低下したものの、透明性の向上とオファー-ビッドのレンジ内にある指値注文が電子システム上で自動的に執行されるようになったことから指値注文に出合のつく確率の期待値は上昇。出合優先注文(成行及び反対売買気配よりも優先される条件での指値)の比率を低下させたと推計している¹⁶⁴。

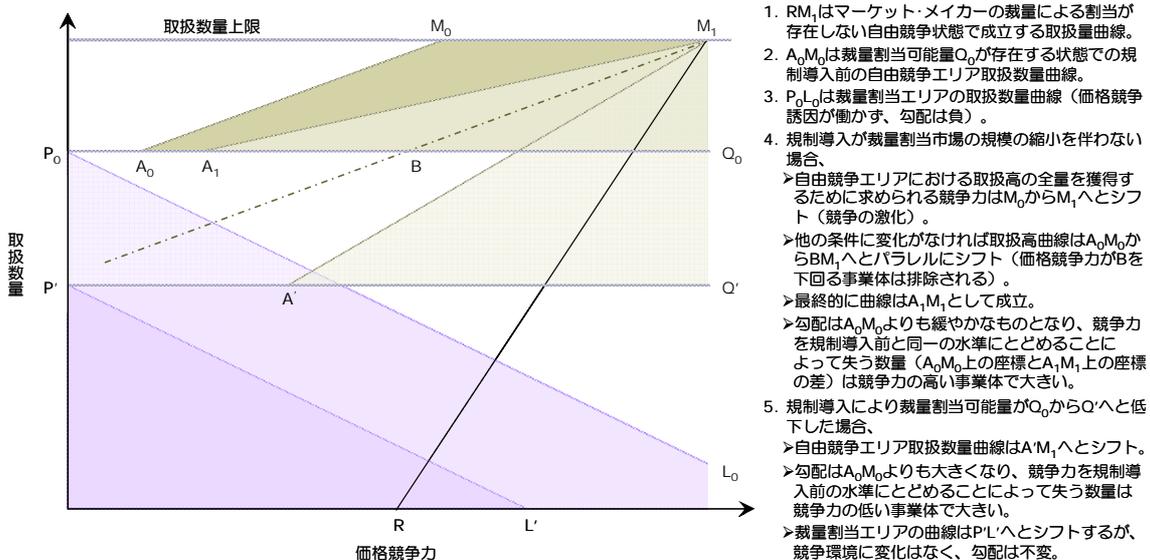
Rhee/Tang (08/2003) は97年改革がもたらした効果として図表73に示すシナリオを想定し、96年



図表72: NASDAQ登録銘柄の取引所上場効果

¹⁶³ Sapp, Traivis R. A./Yan, Xuemin (Sterling) "THE NASDAQ-AMEX MERGER, NASDAQ REFORMS, AND THE LIQUIDITY OF SMALL FIRMS" 2003。スプレッドの縮小には行政処分の効果も大きく、60%程度が96年までに実現していたとする見方もある (Barclay, Michael J./Christie, William G./Harris, Jeffrey H./Kandel, Eugene/ Schultz, Paul H "The Effects of Market Reform on the Trading Costs and Depth of Nasdaq Stocks" 1997)。

¹⁶⁴ Smith, Jeffrey W. "Market vs. Limit Order Submission Behavior at a Nasdaq Market Maker" 07/2000。NSEにもディーラー機能をもつマーケット・メイカーが存在するが、かつてのNASDAQでは指値注文が集中管理されておらず時間優先原則も採用されていなかったことから、他社の受けた指値注文の条件は市場に公開されない限りディーリング執行条件に影響を及ぼさなかった。自社で受けた顧客の指値注文については95年に追加されたNASD規則IM-2110-2条によりフロント・ランニングを禁じられている (Manning Rule。NASD Notices to Members "95-43 SEC Approves Expanded Limit-Order Protection Rule"; "95-67 NASD Clarifies The Expanded Limit-Order Protection Interpretation")。尚、IM-2110-2条は改正案がSECの承認を受けている (Securities and Exchange Commission "[Release No. 34-63895; File No. SR-FINRA-2009-090] Self-Regulatory Organizations: Financial Industry Regulatory Authority, Inc.; Notice of Filing of Amendment No.1 to a Proposed Rule Change and Order Granting Accelerated Approval of a Proposed Rule Change, as Modified by Amendment No.1, To Adopt FINRA Rule 5320 (Prohibition Against Trading Ahead of Customer Orders) in the Consolidated FINRA Rulebook" Federal Register Vol.76 No.33 02/2011)。



(Rhee/Tang 08/2003)

図表 73：Rhee/Tang により検証された仮説

第4四半期と比較して97年3～5月期のNASDAQでは自由競争エリアで価格条件に対する取扱数量の感応度が低減（取扱数量曲線の傾きが低下）、改革前と同一の価格競争力の維持を仮定した場合にはポジション基準でとらえた市場シェアが縮小し、その幅は競争力の高い条件を提示していたディーラーでより大きいとして、マーケット・メイカーが裁量で特定の取引を優先する（Preferencing）ポジションの比率は改革後も大きく変化してはいないという推論を提示した¹⁶⁵。米国では01年に直刻みに小数点方式が採用され（Decimalization）、裁量割当の比率はこれによっても影響を受けたとされているが、Chung/Chuwonganant/McCormick（05/2003）の推計によればその比率は新方式導入後の01年6月で平均75.64%、導入前の2000年11月では79.92%である¹⁶⁶。

Rhee et al.（08/2003）は裁量による割当が価格競争に市場原理が反映されることを阻害する要因となっていると主張している。しかしながら、この構造に担保された収益性を背景とする流動性の供給は、ディーラー間市場としてのNASDAQの成長を支えた要因でもあった。

ディーラー間市場はその匿名性の高さから、注文に含まれる情報へのアクセスが特定のディーラーのみに優先的に認められるNSEと比較すれば逆選択のリスクを回避するためのコストは高くなると考えられる一方、裁量による取引の比率の高さがディーラー間市場をより情報の非対称性の低い構造をもつものとしている可能性もある。Van Ness/Van Ness/Warr（06/2001; 06-07/2002）はそれまでに提示されてきた代表的モデルを98年から99年のデータを用いて検証し、NASDAQの逆選択コストがNYSE

¹⁶⁵ [Rhee, S. Ghon/Tang, Ning "1997 NASDAQ Reforms and Preferred Trading" 08/2003](#). "Preferencing" は National Securities Markets Improvement Act of 1996 第 510 条(c)(3)で "the practice of a broker acting as a dealer on a national securities exchange, directing the orders of customers to buy or sell securities to itself for execution under rules that permit the broker to take priority in execution over same-priced orders or quotations entered prior in time." と定義される（PUBLIC LAW 104-290 - OCT. 11, 1996）。

¹⁶⁶ [Chung, Kee H./Chuwonganant, Chairat/McCormick, D. Timothy "Order preferencing and market quality on NASDAQ before and after decimalization" 05/2003](#)

図表 74：Global Settlement の対象となった 10 社の当時の営業収入内訳

	営業収入						受取利息・ 配当金等	総収入
	自己勘定	手数料	資産運用	引受	投資銀行*			
----- 1,000米ドル -----								
Bear Stearns & Co. LLC	4,170	2,282	1,116	-	378	394	4,529	8,699
Credit Suisse First Boston	6,101	1,255	1,479	-	2,779	588	1,447	7,548
Deutsche Bank	19,513	7,819	3,856	2,831	1,912	3,095	58,896	78,409
Goldman Sachs Group	17,792	6,349	3,020	4,587	1,766	2,070	16,620	34,412
J.P. Morgan Chase & Co.	17,371	4,551	9,208	-	2,364	1,248	33,058	50,429
Lehman Brothers	3,235	903	848	-	1,103	381	14,320	17,555
Merrill Lynch & Co.	18,086	3,930	5,266	5,351	2,438	1,101	20,671	38,757
Morgan Stanley	19,027	5,185	3,153	7,327	1,942	1,420	24,647	43,674
Salomon Smith Barney	11,221	576	3,619	3,147	3,879	-	10,262	21,483
UBS AG	23,039	6,504	930	14,010	1,595	-	39,045	62,084
計	139,555	39,354	32,495	37,253	20,156	10,297	223,495	363,050
構成比	100.0%	28.2%	23.3%	26.7%	14.4%	7.4%	-	-
	38.4%	10.8%	9.0%	10.3%	5.6%	2.8%	61.6%	100.0%

(Weiss 05/2003)

*M&Aを含む

のそれを下回るといふ仮説が概ね支持されることを示している¹⁶⁷。

投資家にとってスプレッドは匿名性を保証された上で注文執行の確実性と即時性が担保されることへの対価であり、ディーラーには収益極大化を目的として市場参加者の深度と流動性の拡大を図るための“マーケティング”を積極的に進める誘因が強く働く。ディーラー間市場として発足したNASDAQは構造的に流通市場への依存度が高く、Instinetの買収前、04年までの5年間でも営業収入の43%を取引手数料等、30%を情報料収入に依存していた(図表86)。同期のNYSEの実績は各々14%(取引手数料)、16%である(図表57)。02年12月、投資銀行業務とリサーチの利益相反行為に関し10社に対する総額14億3,500万米ドルの支払命令が下され(Global Settlement)¹⁶⁸、この事件を契機としてNASD規則第2711号が導入される等、アナリスト業務に対する規制も強化されているが¹⁶⁹、Weiss(2003)は処分対象10社の営業収入の構造を示した上で、引受業務とのファイア・ウォールを設けることを主眼に策定された規制の実効性に懸念を表明した(図表74¹⁷⁰)。時価総額の大きいNASDAQ登録42銘柄についての99~2000年のアナリスト・レポートの投資格付け引上げと同一グループに属するマーケット・メーカー47社の発表前後のディーリング実績に基き、Mizrach(12/2003)は15社で両者の間に統計的に有意な関係が存在するとし、このうち7社が処分対象となった10社に含まれていること、アナリスト・レポ

¹⁶⁷ Van Ness, Bonnie F./Van Ness, Robert A./Warr, Richard S. [“Determinants of adverse selection on the NYSE and Nasdaq: A paired comparison” 06/2001](#); [“Is the Adverse Selection Component Really Higher on the NYSE/Amex than on the Nasdaq?” 06-07/2002](#). NASDAQ と NYSE の平均スプレッドに占める逆選択コストの比率は以下のように推定されている。

推計期間	04-06/99		02-04/98			
	Glosten/ Harris モデル	Lin/ Sanger/ Booth モデル	Madhavan/ Richardson/ Roomans モデル	George/Kaul/ Nimalendran モデル	Stoll モデル	Huang/ Stoll モデル
NASDAQ	9.71%	16.84%	20.83%	25.07%	46%	35%
NYSE	39.93%	46.90%	76.12%	48.15%	53%	59%
						16.59%

¹⁶⁸ [Office of Attorney General “SEC, NY ATTORNEY GENERAL, NASD, NASAA, NYSE AND STATE REGULATORS ANNOUNCE HISTORIC AGREEMENT TO REFORM INVESTMENT PRACTICES” 12/2002](#)

¹⁶⁹ [Securities and Exchange Commission “\[Release No.34-46165; File No.SR-NASD-2002-87\] Self-Regulatory Organizations: Notice of Filing and Immediate Effectiveness of Proposed Rule Change and Amendment No. 1 Thereto by the National Association of Securities Dealers, Inc. Relating to Establishing Effective Dates for NASD Rule 2711, Research Analysts and Research Reports” 07/2002](#)

¹⁷⁰ [Weiss, Martin D. “Research Analyst Reforms and the Settlement - Why Reforms Don’t Adequately Protect Investors” 05/2003](#)

ートの発表との関連性があると考えられる取引によって実現したこの間の7社の超過収益が2億8,509万米ドルと推定されることを検証によって提示している¹⁷¹。マーケット・メイカーによる04年8月~05年3月のNASDAQでの取扱高が同一グループのアナリストによる格上げの発表で71.9%、格下げの発表で58.7%拡大したという推計結果もある¹⁷²。

Bell et al. (06/2006)³⁷によればNASDAQのアンダープライシングは03年~05年上半期でも6.6% (サンプル数242)とNYSEの5.1% (同95)との間に極端な開きはなく、LSEメインマーケット(4.4%; サンプル数49)とAIM(11.2%; 348)で観察されるほどの市場の認識の差は存在しない。期待収益率は投資額とリスク量が増大すれば上昇するが、投資対象に関する知識を備えた投資家の比率の拡大はその影響を減殺し、流動性を増加させることによって取引執行の即時性を向上させるという効果ももつ。スプレッドの広さは投資家の求める超過収益率を引上げることを通じて資本コスト増大要因となることから、発行体は予想される期待収益率の限界的増加と相対的超過収益率の和が最小となる市場を選択することになる。ディーラー・マーケットであるNASDAQが知名度の低い新興企業に提供してきたメリットは、市場参加者の深度増大を通じた期待収益率の限界的上昇の抑制であり、スプレッドにはマーケティングによってこれを実現するマーケット・メイカーへの対価が含まれている。

しかしながら90年代以降の電子取引ネットワークの台頭によりオーダー・フローを拡大するためにマーケット・メイカーが市場参加者の深度増大を図るというNASDAQモデルに組み込まれたメカニズムは維持することが困難なものとなってくる。

NYSEは会員として“フロア”を担当するマーケット・メイカーであるスペシャリスト(Specialists)の取扱高シェアを発表していた。02年6月の255万米ドルから05年1月にかけて97万5,000米ドルまでに低下した会員権価格はその後Archipelagoとの合併を好感して反騰したものの、スペシャリストのシェアは低下を続け、02年平均値14.9%に対し07年末には2.5%にまで落込んでいる(図表75)¹⁷³。06年のRegulation NMS¹¹⁷発効を受け、NYSEは07年1月からハイブリッド・マーケット制を採用¹⁷⁴。08年10月にはスペシャリストに代わるDMM(Designated Market Maker)¹⁷⁵による流動性の供給が開

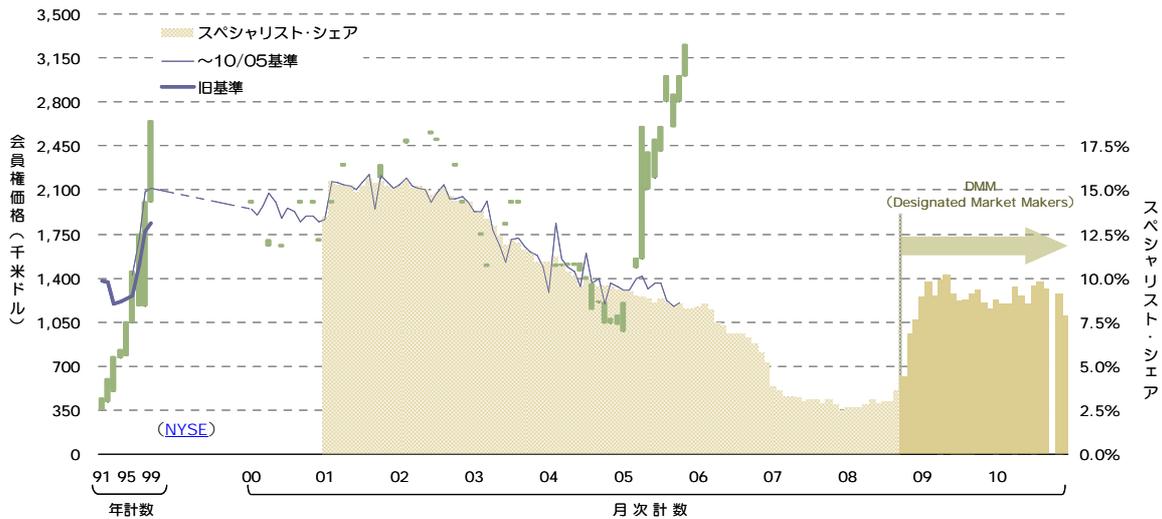
¹⁷¹ Mizrach, Bruce "Analyst Recommendations and Nasdaq Market Making Activity" 11/2003. その他8社の推定超過収益は3億1,485万米ドル。レポートの発表に先んじてポジションをとることは95年8月のNASD規則第2110-4号(現FINRA規則第5280号)により禁止された(NASD Notice to Members "95-75 SEC Approves Amendment Regarding Trading In Anticipation Of The Issuance Of A Research Report")。尚、NYSE規則第113.20条はスペシャリストに銘柄の人気を煽る行為("Popularizing" specialty stocks)を禁じている。

¹⁷² Juergens, Jennifer L./Lindsey, Laura "Getting Out Early: An Analysis of Market Making Activity at the Recommending Analyst's Firm" 11/2006

¹⁷³ スペシャリストの地盤沈下には02年に発覚した不正行為の捜査が継続していたという背景もある(United States Attorney Southern District of New York "15 CURRENT AND FORMER REGISTERED SPECIALISTS ON THE NEW YORK STOCK EXCHANGE INDICTED ON FEDERAL SECURITIES FRAUD CHARGES" 04/2005)。

¹⁷⁴ SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION Release No. 34-53539; File No. SR-NYSE-2004-05: "Self-Regulatory Organizations: New York Stock Exchange LLC: Order Approving Proposed Rule Change and Amendment Nos. 1, 2, 3, and 5 Thereto and Notice of Filing and Order Granting Accelerated Approval to Amendment Nos. 6, 7, and 8 to the Proposed Rule Change to Establish the Hybrid Market" 03/2006

¹⁷⁵ SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION Release No. 34-58184; File No. SR-NYSE-2008-46: "Self-Regulatory Organizations: New York Stock Exchange LLC: Notice of Filing of Proposed Rule Change, as Modified by Amendment No. 1, to Create a New NYSE Market Model, with Certain Components to Operate as a One-Year Pilot That Will Provide Market Participants with Additional Abilities to Post Hidden Liquidity, Phase Out Specialists by Creating a Designated Market Maker, and Enhance the Speed of



図表 75：NYSE の会員権価格とスペシャリスト・シェア

始された。DMMには09年3月にJ.P. Morgan & Chase系のBear Wagnerを買収した[Barclays Capital](#)、10年2月にBarclays CapitalからLaBrancheのDMM権を買取った[GETCO](#)、同年12月にKellogg Capital MarketsのDMM部門を買収した[Knight Capital Group](#)といった所謂HFTs（High Frequency Traders）も加わっている。NYSE/Amexの自市場上場銘柄取扱シェアは11年2月には31.9%まで低下したが、その47.8%はDMMによるものである¹⁷⁶。しかしながらその比率の意味するところはかつてのスペシャリストのものとは基本的に性格が異なっている。

図表76：NASDAQ取扱高上位10社（11年1月）

NASDAQ上場銘柄		NYSE上場銘柄	
1	Wedbush Securities Inc.	1	Wedbush Securities Inc.
2	Morgan Stanley & Co, Inc.	2	Morgan Stanley & Co, Inc.
3	Barclays Capital Inc.	3	Barclays Capital Inc.
4	UBS Securities, LLC	4	Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith Inc.
5	Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith Inc.	5	Citadel Securities, LLC
6	GETCO, LLC	6	Knight Capital Group
7	Goldman, Sachs & Co.	7	GETCO, LLC
8	Citadel Securities, LLC	8	Instinet, LLC
9	Knight Capital Group	9	Goldman, Sach & Co.
10	Instinet, LLC	10	J.P. Morgan Securities Inc.

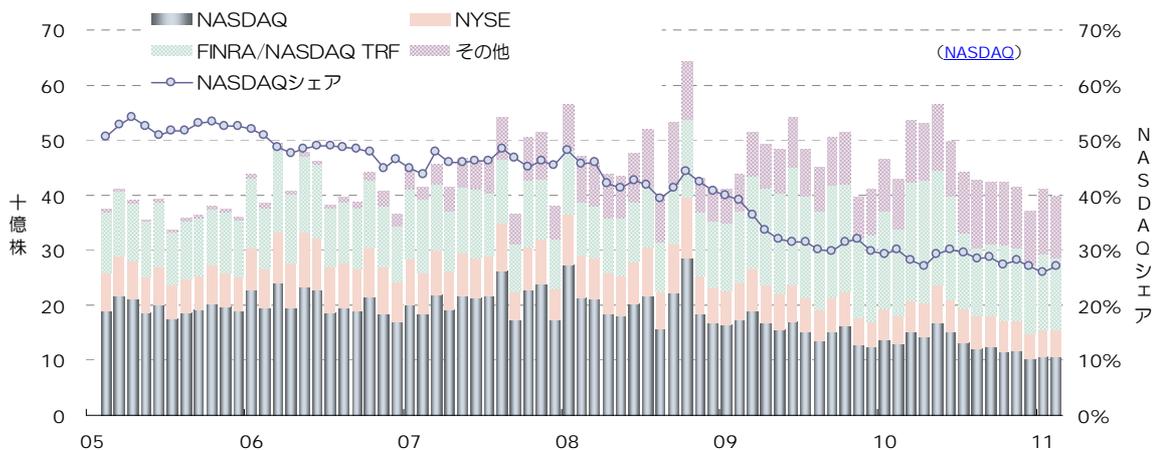
(NASDAQ)

NASDAQはATSの成長による影響を当初最も大きく受けた市場であり、登録銘柄の取扱シェアは2000年の時点で既に80%を割込み、その後の3年間で更に50%程度へと急激に縮小した¹⁷⁷。図表74に示したNYSEのスペシャリストの取扱高シェアの推移をみても、97年、01年の刻値変更によるスプレッド縮小がマーケット・メイカーの収益を悪化させる要因となったと考えるだけの確証を得ることはできない。しかしながら、マーケット・メイカーはコミットしたポジションのリスク量に応じたスプレッドを設定することで収益機会を拡大し、収益が悪化すればコミットするリスクの量を制限するという循環的

[Execution Through Technological Enhancements](#); "EXIBIT 5"

¹⁷⁶図表 74 に示す実績は Amex を含まず、現在公表されている DMM 取扱シェアとの継続性がない。図表 74 で 9.1% となる 09 年の平均値は現行基準では 14.8%である。

¹⁷⁷ [Werner, Ingrid "A premier on US equity market structure" 2004](#)



図表 77：NASDAQ 登録／上場銘柄取扱高内訳

構造をもつ¹⁷⁸。ディーラー・マーケットでマーケット・メイカーが期待された機能を果たすための条件はポジションのファイナンスを可能とするに足る収益の確保である。

登録後に企業が順調に成長し流動性と投資家深度が一定の水準に達すれば資本コストに反映される取引コストには知名度の低い小規模企業に働くものとは別のメカニズムが作用してくる。マーケット・メイカーによる優先的割当の対象となる機関投資家にとって流動性の拡大した投資対象が公開される市場の差は、これが投資適格である限り大きな意味をもたない¹⁷⁹。ATSの台頭によって機関投資家が低コスト・ネットワークにアクセスすることが可能な環境が実現したことは構造の異なる市場の資本コストの収斂を決定的なものとする。取引コストは市場の特性とは異なる次元で決定される要素となり、投資家層の深度増大を目的とするマーケティングの限界的効果も逡減した。ATS取扱高にネットワーク効果が発生することによって市場シェアの侵食が進み資本制約が増す中で、機能を低下させたマーケット・メイカーに対する需要は縮小していく。11年2月のNASDAQの自市場上場銘柄取扱シェアは、史上最低となった前月の25.95%からの回復はみせたものの、26.96%と依然低水準である（図表77）。

SOX法の施行は市場の同質化に拍車をかける要因となった。資本コストとガバナンス・プレミアムに有意な差が存在しないと既公開企業が判断すれば、これを獲得するための対価として負担する年間上場手数料の単位当たり効用は水準の低い市場でより高く、市場を変更する誘因は消滅する¹⁸⁰。

¹⁷⁸ NYSE のスペシャリストを対象とした推計ながら、Comerton-Forde, Carole/Hendershott, Terrence/Jones, Charles M./Moulton, Pamela C./Seasholes, Mark S. ["Time Valuation in Liquidity: The Role of Market-Maker Inventories and Revenues" 02/2010](#) とその ["Internet Appendix"](#) は 94~04 年のマーケット・メイカーの行動が日計りよりもポジションをとることによって発生する収益に大きく依存していることを確認している。

¹⁷⁹ Jones/Lipson (03/1999) は既に 93~95 年の時点でも全体としてとらえれば NASDAQ から NYSE への市場変更が機関投資家の取引コストに変化をもたらしたことは確認できないとしている ([Jones, Charles M./Lipson, Marc L. "Execution Costs of Institutional Equity Orders" 03/1999](#))。但し、モメンタム、インデックス、バリューストといった投資手法あるいは取引ロット別にみた取引コストの変動には差異が認められる。

¹⁸⁰ 投資家層深度、機関投資家の低コスト・ネットワークへのアクセス、年間上場手数料と企業の市場選択行動に関する考察については [Aggarwal, Reena/Angel, James J. "Optimal Listing Policy: Why Microsoft and Intel Do Not List on the NYSE" 04/1998](#)。ここでは SEC 規則第 10b 条 18 に定める自社株式買戻しの上限が一日平均出来高の 25%とされているためダブル・カウント構造が有利に働くといった面もディーラー・マーケットが選好される要因の一つとして挙げられている ([Code of Federal Regulations Title 17: Commodity and Securities Exchanges PART 240 - GENERAL RULES AND REGULATIONS, SECURITIES EXCHANGE ACT OF 1934 Subpart A -](#)



図表 78：時価総額規模でみた NASDAQ 上場銘柄の分布（11 年 2 月）

NSEとしての取引開始（06年8月）に先立ち、NASDAQはNYSEよりも厳格な上場基準を採用したNASDAQ Global Select Marketを創設（06年7月）。現在は米国で最も高いガバナンス・プレミアムを期待できる低資本コスト・モデルをセグメントとして運営する“取引所”であり、時価総額のみをとればNASDAQ Global Select Marketで最も高く設定されているStandard 3の8億5,000万米ドルを超える623社が全体の90.2%を占める（図表78）¹⁸¹。Apple Computer（時価総額構成比7.13%）、Microsoft（4.79%）、Oracle（3.56%）といった銘柄が市場を変更することなくNASDAQで取引されていることはネットワークの外部性を発生させる要因となっていよう。しかしながら、店頭市場のシステムにビルト-インされていたマーケット・メイカーのインセンティブが果たした役割は、かつてと比べて大きく低下している。Rhee et al.（08/2003）の提示した図表73に示す仮説は、これまでの推移をみる限り、寧ろ裁量割当に対応する市場として示されたエリアをASTの取扱高として解釈することが妥当であったとも考えられる。

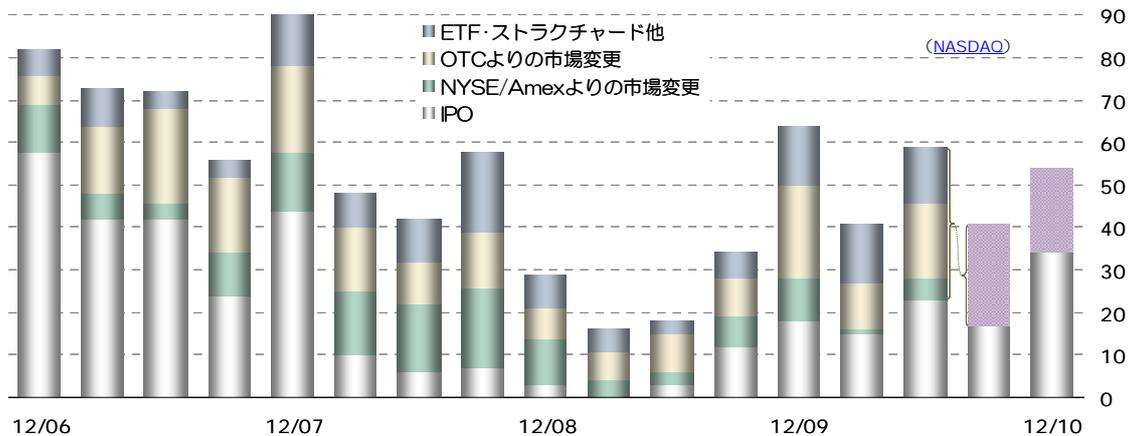
2. NASDAQ の新興市場セグメント

Nasdaq Global Select Marketの創設により、NASDAQはNASDAQ Global Market（旧NASDAQ National Market）、NASDAQ Capital Market（旧NASDAQ SmallCap Market）との3セグメント体制となった。このうちNASDAQ Global Marketの上場基準は時価総額、総資産・総収入基準がNYSE AmexのStandard 4にほぼ対応し、利益、純資産基準は同Standard 1との比較で若干厳格な水準に設定されている（図表81；図表55）。NASDAQ Capital Marketの純資産基準、時価総額基準は、NYSE AmexのStandard 2・3と直接的に競合する。

06年第四四半期から09年にかけて、NSEとしてのNASDAQは年率換算平均176.6銘柄のペースで新規銘柄を公開し（ETF、ストラクチャード・プロダクツ等を除く）、その46.9%（82.7銘柄）がNYSE/Amex、

[Rules and Regulations Under the Securities Exchange Act of 1934 Manipulative and Deceptive Devices and Contrivances § 240.10b-18 Purchases of certain equity securities by the issuer and others.](#)

¹⁸¹ 但し時価総額基準は12ヵ月平均値であり、原則として直近年度営業収入下限9,000万米ドル等の条件を満たす必要がある。NYSEで時価総額基準が最も高く設定されているのはListed Company Manual第202.01条CのII Valuation Test - (b) Pure Valuation Testにある7億5,000万米ドル（直近年度営業収入7,500万米ドル）。



図表 79：NASDAQ 新規公開銘柄数の推移

22.6% (40.0銘柄) が店頭市場からの市場変更となっていた (図表79)。これに対しNYSEによれば、10年には時価総額で410億米ドルに相当する14社がNASDAQからNYSEへと市場を変更。03年の20社 (時価総額590億米ドル) 以来の水準となり、NYSEからNASDAQへの市場変更件数を上回った模様である¹⁸²。10年のNASDAQにおけるIPO1件当り資金調達額9,900万米ドルはNYSEの3億8,000万米ドルの1/4の規模であり、米国事業の新規上場手数料がNASDAQ OMXの営業収入に占める比率は10年で1.2%と、NASDAQがNASDAQ Global Select Marketのガバナンス・プレミアムに期待した効果を発行市場において明確に確認できるまでには至っていない¹⁸³。

図表 80：NASDAQ の上場手数料体系

単位：米ドル	新規上場手数料		年間上場手数料						
	NASDAQ Capital Market	NASDAQ Global Market / NASDAQ Global Select Market	NASDAQ Capital Market		NASDAQ Global Market / NASDAQ Global Select Market				
				ADR		ADR			
株式数									
~ 1,000万	50,000	125,000	27,500	17,500	35,000	30,000			
1,000万 < ~ 1,500万									
1,500万 < ~ 3,000万					37,500	37,500			
3,000万 < ~ 5,000万			150,000						
5,000万 < ~ 7,500万	75,000	200,000	27,500	21,000	46,500	42,500			
7,500万 < ~ 1億								68,500	
1億 < ~ 1億5,000万						225,000			89,000
1億5,000万 <					99,500				
申請費用	5,000	25,000							

(NASDAQ "Listing Standards & Fees" 01/2011)

¹⁸² NYSE Euronext "NYSE Euronext Led U.S. Market For IPOs and New Listings in 2010" 01/2011

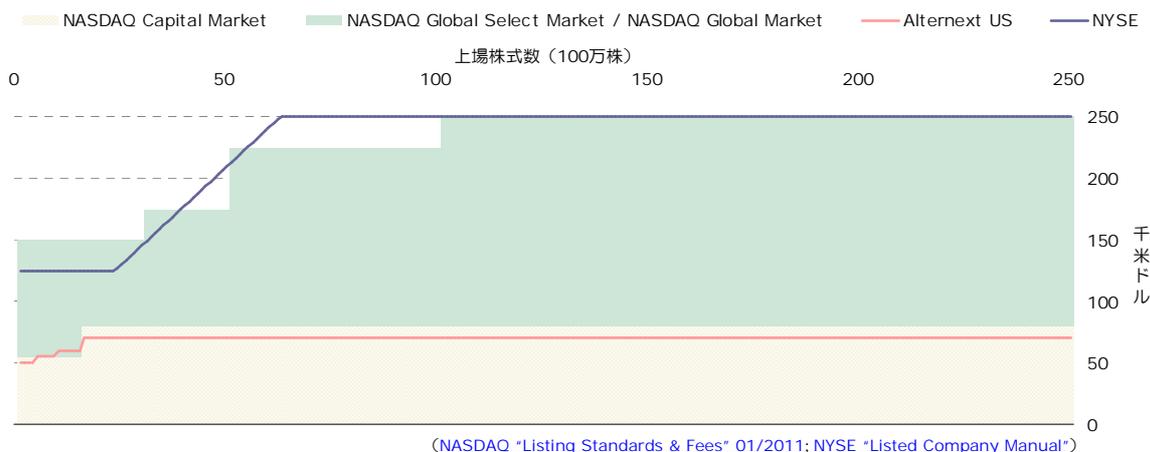
¹⁸³ 1件当りIPO調達額はWorld Federation of Exchange(WFE)統計に基く概数。WFEによるIPO件数はNASDAQが会社側発表の89件に対し83件、NYSEが同99件に対し89件となっている。

図表 81 : NASDAQ 新規上場基準

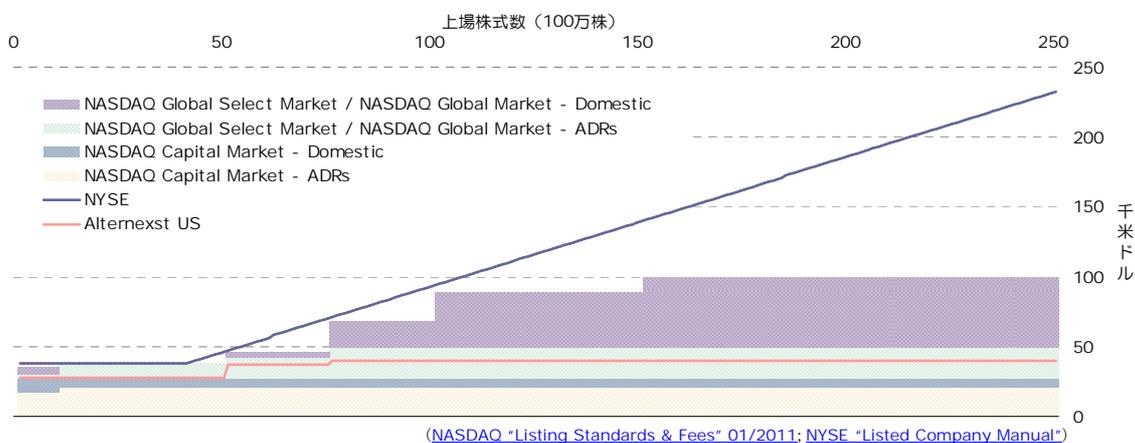
基準	NASDAQ Capital Market			NASDAQ Global Market			NASDAQ Global Select Market							
	株主資本基準 5505(e)(1) 5505(b)(1)	時価総額基準 5505(a)(2) 5505(b)(2) US\$5,000万	純利益基準 5505(a)(3) 5505(b)(3)	利益基準 5405(a)(1) 5405(b)(1)	株主資本基準 5405(a)(2) 5405(b)(2)	時価総額基準 5405(a)(3) 5405(b)(3)	総資産/ 営業収入基準 5405(e) 5405(a) 5405(b)(4)	Standard 1 5315(e) 5315(f)(3)(A)	Standard 2 5315(e) 5315(f)(3)(B) 直近12か月平均 US\$5億5,000万	Standard 3 5315(e) 5315(f)(3)(C) 5315(f)(3)(D) 直近12か月平均 US\$8億5,000万	Standard 4 5315(e) 5315(f)(3)(D) US\$1億6,000万	IPO/ スピンオフ 5315(e)(2) / 5315(f)(1) / 5315(f)(2)	既上場企業	関連会社
流通株式時価総額	US\$1,500万	US\$1,500万	US\$500万	US\$800万	US\$1,800万	US\$2,000万	-	-	-	-	US\$ 4,500万 もしくは US\$1億 かつ	US\$4,500万	-	-
株主資本	US\$500万	US\$400万	US\$400万	US\$1,500万	US\$3,000万	-	-	-	-	-	US\$1億1,000万 もしくは US\$1億 かつ	-	-	-
直近年度もしくは直近3年度 のうち2年度の継続事業純利益	-	-	≥ US\$ 75万	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
継続事業純引当収支	-	-	-	直近年度 もしくは 直近3年度のうち 2年度 ≥ US\$100万	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
営業収入	-	-	-	-	-	直近年度もしくは 直近3年度のうち 2年度 ≥ US\$7,500万 かつ	-	直近年度 ≥ US\$1,000万	直近年度 ≥ US\$9,000万	-	-	-	-	-
総資産	-	-	-	-	-	直近年度もしくは 直近3年度のうち 2年度 ≥ US\$7,500万	-	-	-	直近年度 US\$6,000万	-	-	-	-
キャッシュフロー	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
100株以上原簿株主数	300	300	300	400	400	400	-	-	-	-	450 もしくは 2,200	450 もしくは 2,200	450 もしくは 2,200	450 もしくは 2,200
総株主数	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
過去12か月平均月間出来高*	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
流通株式数	100万	100万	100万	110万	110万	110万	-	-	-	-	125万	125万	125万	110万
ビット価格	US\$4	US\$4	US\$4	US\$4	US\$4	US\$4	US\$4	US\$4	US\$4	US\$4	US\$4	US\$4	US\$4	US\$4
マーケットメイカー (除 ECN)	3	3	3	3	3	4	3	3	3	3	3	3	3	3
事業履歴	2年	2年	2年	2年	2年	2年	2年	2年	2年	2年	2年	2年	2年	2年
コーポレートガバナンス報告	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓

*NASDAQ Global Market から NASDAQ Global Select Market へのセグメントの移行、適用されない。

(NASDAQ Stock Market Rules)



図表 82 : NASDAQ 新規上場手数料



図表 83 : NASDAQ 年間上場手数料

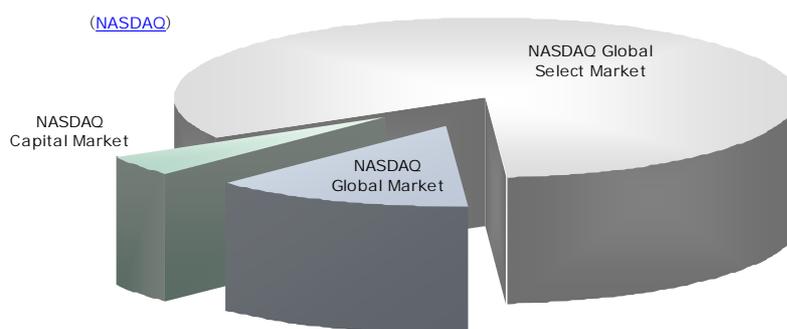
図表 84 : NASDAQ 上場維持基準

	株主資本基準	時価総額基準	純利益基準	総資産/ 営業収入基準
NASDAQ Capital Market	NASDAQ規則	5550(a) 5550(b)(1)	5550(a) 5550(b)(2)	5550(a) 5550(b)(3)
	株主資本	US\$250万	-	-
	上場株式時価総額	-	US\$3,500万	-
	直近年度もしくは直近3年度のうち2年度の継続事業純利益	-	-	US\$50万
	コーポレート・ガバナンス報告	✓	✓	✓
	流通株式数	50万	50万	50万
	流通株式時価総額	US\$100万	US\$100万	US\$100万
	株主数	300	300	300
	ビッド価格	US\$1	US\$1	US\$1
	マーケット・メイカー	2	2	2
NASDAQ Global Select Market / NASDAQ Global Market	NASDAQ規則	5450(a) 5450(b)(1)	5450(a) 5450(b)(2)	5450(a) 5450(b)(3)
	株主資本	US\$1,000万	-	-
	上場株式時価総額	-	US\$5,000万	-
	直近年度もしくは直近3年度のうち2年度の営業収入	-	-	US\$5,000万 かつ
	直近年度もしくは直近3年度のうち2年度の総資産	-	-	US\$5,000万
	コーポレート・ガバナンス報告	✓	✓	✓
	流通株式数	75万	110万	110万
	流通株式時価総額	US\$500万	US\$1,500万	US\$1,500万
	株主数	400	400	400
	ビッド価格	US\$1	US\$1	US\$1
マーケット・メイカー	2	4	4	

(NASDAQ Stock Market Rules)

市場構造の差から単純な比較はできないが、NYSE Amexの過去1年間の出来高はNASDAQ Global Market/Capital Market合計974億株に対し3,622億株となっている（NYSE Arca取扱高を含む）。これまでほぼ独占状態にあったともいえる店頭銘柄の上場についても競争は激化してくる。

高規制モデルへの傾斜を強めてきたNASDAQにとって資本コスト面での競争力を維持するための中・小型銘柄流通市場対策は今後より重要な意味をもつものとなる。



図表 85 : NASDAQ 出来高セグメント別内訳 (02/10~01/11)

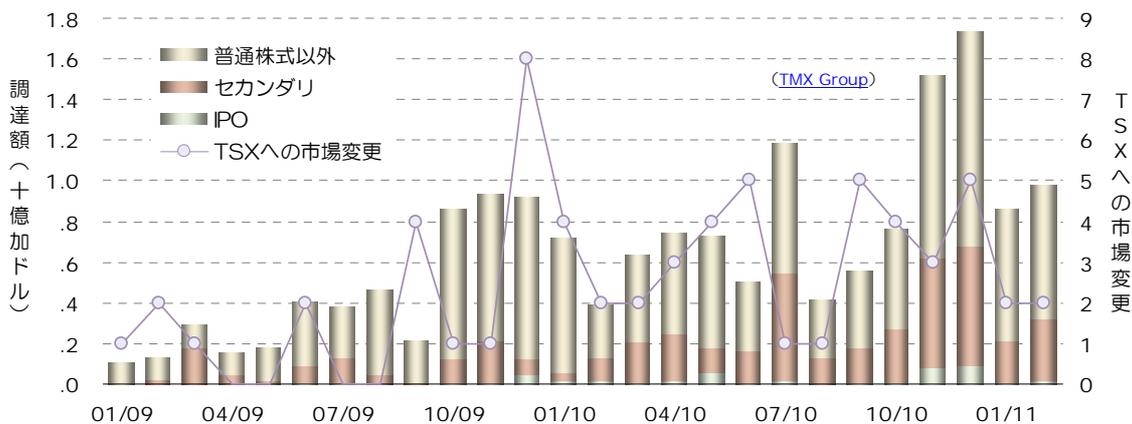
<補節> TMX

新興企業のファイナンス・スキームではモニタリング機能をもたない個人投資家の資金を利用したファイナンスを拡大するに当たっての投資家保護と、モニタリング機能をもつ機関投資家の市場参加を刺激するための流動性確保を目的とする公開基準の設定と逆選択が問題となる。TSXベンチャー取引所（以下“TSXV”）¹⁸⁴はVCのexitの場とすることを想定して設計された市場ではなく、VCに替わる機能をもつ市場という特異なコンセプトの下に運営されている。

背景には税制面で優遇されてきたLSVCC（Labour-Sponsored Venture Capital Corporation）に代表されるカナダのVC政策の非効率性がある¹⁸⁵。TSXVには10年末で2,376銘柄が上場しているが、平均時価総額はNASDAQ Capital Marketの時価総額基準で採用される5,000万米ドルに対し3,033万加ドルと、ユーロネクストのマルシェ・リーブル（銘柄数273）の2,453万ユーロ（約3,300加ドル）をも下回る。10年には142件のIPOによって3億3,257万加ドルが調達されたが、これはTSXVにおける調達

¹⁸⁴ TSX Venture Exchange。前身は01年に旧TSX Group（現TMX Group）に買収されたCDNX（Canadian Venture Exchange）。

¹⁸⁵ LSVCCはLSIF（Labour-Sponsored Investment Fund）に同義であり、英VCT同様、株式を公開する会社型投資信託。詳細はCumming, Douglas J./MacIntosh, Jeffrey G. “Canadian Labour-Sponsored Venture Capital Corporations: Bane or Boon?” 04/2003、税制についてはCanada Revenue Agency “Lines 413 and 414 - Labour sponsored fund tax credit”。税的優遇の代償としてLSVCCには地域開発、雇用創出、投資収益率の確保といった種々の制約が課されるが、既にオンタリオ州は05年に制度の廃止を決定。これに替わるものとしてOVCF（Ontario Venture Capital Fund）、OETF（Ontario Emerging Technology Fund）を創設した。何れもIntel、Apple Computer等に対する投資実績をもつ米SBIR（Small Business Innovation Research）あるいは豪IIF（Innovation Investment Fund）型のコンセプトが導入されたスキームとなっている。LSVCCと英VTCの比較についてはCumming, Douglas J./MacIntosh, Jeffrey G. “Mutual Funds that Invest in Private Equity? An Analysis of Labour-Sponsored Investment Funds” 06/2006、豪IIFとの比較についてはCumming, Douglas “GOVERNMENT POLICY TOWARDS ENTREPRENEURIAL FINANCE: INNOVATION INVESTMENT FUNDS” 09/2005。



図表 87：TSXV における資金調達額の内訳

額の3.4%を占めるに過ぎず、この事実がexitの場として位置付けられた市場ではないというTSXVの性格を端的に表している（図表87）。

上場の際には英AIMで規制強化の対象となった投資会社に相当するCPC (Capital Pool Company) プログラムを利用したリバース・マージャーが利用されることが多い。Blank Check (Blind Pool) 経由での“裏口上場”がSEC規則第419条¹⁸⁶によって厳しく制限されている米国でも03年から10年までに224億7,900万米ドルがSPACs(Special Purpose Acquisition Companies)によって調達された¹⁸⁷。カナダにおけるCPCはIPOとの比較で所有の希薄化を抑制しつつ株式公開の利点を追及するための手段としてTSXVも推奨するより一般的なスキームであり、11年3月4日現在187社が上場している¹⁸⁸。取引所規則第2.4冊では、その目的としてIPOの実施が不可能なライフ・ステージにある企業に対し資金調達の機会を提供することが挙げられている¹⁸⁹。

リバース・マージャーでは目論見書発行を求められない私募の比率が高くなるが、募集額の多くの部分は個人投資家によって引受けられ、このことが情報の非対称性を高める要因となっている。Carpentier/Cumming/Suret (11/2010) によれば、機関投資家による消化は全体の2%以下にとどまる¹⁹⁰。更にTMXグループはTSXVからTSXへの市場変更を明確に昇格と位置付けており、一般に“Graduation”の語が使用されている¹⁹¹。このような構造は上場基準が低水準に設定されていることとあいまって、流通

¹⁸⁶ [Code of Federal Regulations Title 17: Commodity and Securities Exchanges PART 230 - GENERAL RULES AND REGULATIONS, SECURITIES ACT OF 1933 - general requirements § 230.419 Offerings by blank check companies.](#)

¹⁸⁷ [SPAC Analytics](#). SPAC はユーロネクスト・アムステルダム、ドイツ証券取引所にも上場されており ([GoingPublic Media “GoingPublic Magazine - Sonderbeilage „Special Purpose Acquisition Companies \(SPACs\)“ 11/2008](#); [Deutsche Börse “Deutsche Börse Welcomes First IPO in the Prime Standard in 2010” 02/2010](#))、OMX ノルディックでも上場規則に“Acquisition Company”の項が設けられている ([ストックホルム \(01/2011\) 第 2.9 条、ヘルシンキ \(07/2010\) 第 2.1.10 条](#))。

¹⁸⁸ [TSX Venture Exchange “Capital Pool Company Program”](#)。上場基準は図表 87 に示すものとは異なり、別途取引所規則第 2.4 冊に定められる ([Corporate Finance Manual “POLICY 2.4 CAPITAL POOL COMPANIES”](#))。詳細は [Carpentier, Cécile/Suret, Jean-Marc “Bypassing the Financial Growth Cycle: Evidence from Capital Pool Companies” 09/2004](#)。

¹⁸⁹ [TSX Venture Exchange “Corporate Finance Manual : POLICY 2.4 CAPITAL POOL COMPANIES” 06/2010](#)

¹⁹⁰ [Carpentier, Cécile/Cumming, Douglas/Suret, Jean-Marc “The Value of Capital Market Regulations : IPOs versus Reverse Mergers” 11/2010](#)

¹⁹¹ [Toronto Stock Exchange/TSX Venture Exchange “Graduating To Toronto Stock Exchange”](#)

市場における逆選択発生リスクを極端に拡大させる。

図表88：TSXベンチャー取引所の上場・上場維持基準（Tier 2）

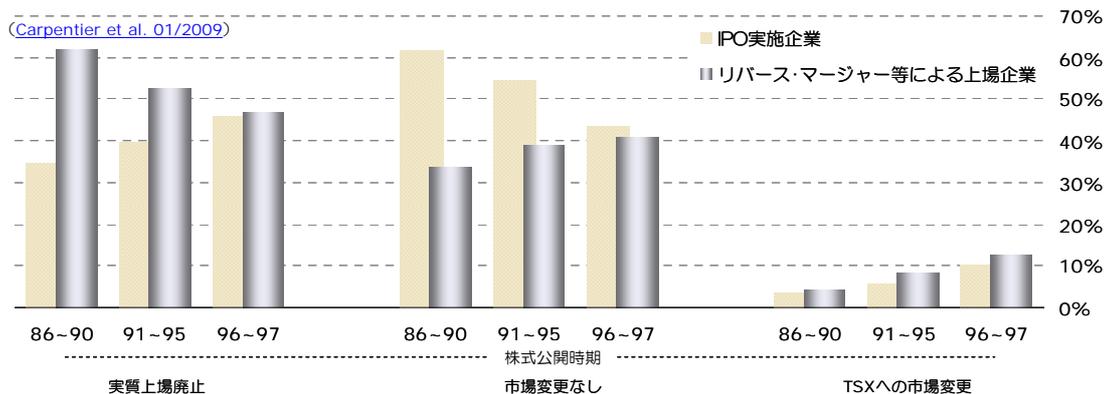
	鉱業	石油・ガス (採掘・埋蔵資産)	産業・技術・ ライフ・サイエンス	不動産・投資会社	
新規上場基準	純固定資産		75万加ドル もしくは	200万加ドル	
	営業収入	x	x	50万加ドル もしくは	
	関連当事者の比率が 25%以下の資金調達		200万加ドル	300万加ドル	
	資産	適格資産に対し相応の (significant) 持分を保有 もしくは 適格資産に対する相応の持 分につながる権利を保有す ると取引所が判断	【採掘】 1. 未確認可採埋蔵量を保有 もしくは 2. 合併事業に対する持分を 有し公募によって500万 加ドルを調達 【埋蔵資産】 1. 採掘開始確認埋蔵量評価 額50万加ドル もしくは 2. 確認・可採埋蔵量評価額 75万加ドル	事業もしくは事業に供され る資産に対する相応の (significant) 持分	【不動産】 不動産に対する相応の持分 【投資会社】 x
	投資・事業実績	1. 上場申請前36ヵ月間の認 可投資額が10万加ドルを 下回らない旨の証明 2. フェーズIにおける Geological Reportに沿 った20万加ドルを下回ら ない初期投資	【採掘】 地質調査報告に沿った150 万加ドル以上の投資 (合併事業への持分を保有 する事業体が公募により 500万加ドルを調達した場 合を除く) 【埋蔵資産】 1. 妥当な (satisfactory) 事 業計画 2. 採掘開始確認埋蔵量評価 額がGeological Report 推奨額の50万加ドルを 下回る場合には30万加 ドル以上の埋蔵資産	事業履歴もしくは事業証明	【不動産】 x 【投資会社】 1. 公開投資方針 2. 運用可能額の50%以上 を少なくとも案件2件に 投資
	運転資本・金融資産	1. 上場後12ヵ月間にわたりプロジェクト、事業計画を遂行することのできるだけの運転資本・金融資産 2. 未充当資金10万加ドル			
	流通株式比率	20%			
	流通株式数	50万株			
	株主数	少なくとも最低取引単位株式数を保有する株主が200名以上			
	株価	15加セント			
その他	Geological Reportに沿ったプロジェクト計画 (必要である場合、Sponsor Report)		営業収入を計上していない 場合、24ヵ月間の営業収入 予想を含む2ヵ年計画	必要である場合、 Sponsor Report	
上場後適格基準	流通株式数	50万株以上 上場株式比最低10%			
	上場株式時価総額	10万加ドル			
	株主数	少なくとも最低取引単位株式数を保有する株主が150名以上			
	運転資本	5万加ドル以上 もしくは 6ヵ月にわたり事業を維持し一般管理費を支払うために必要なる額			
	収益基準	直近事業年度について			
		1. キャッシュ・フローが黒字 2. 相応の (significant) 営業収入を計上 もしくは 3. 採掘もしくは開発投資に5万加ドルを充当 もしくは 直近2事業年度の採掘・開発投資合計額が10万加ドル	1. キャッシュ・フローが黒字 2. 営業収入15万加ドル もしくは 4. 資産もしくは事業展開に直接的に関連する投資額が15 万加ドル もしくは 直近2事業年度の合計額が 1. 営業収入30万加ドル 2. 資産もしくは事業展開に直接的に関連する投資額が30 万加ドル		

(注) Tier 1セグメントにはTier 2比高い基準が設けられており、上場継続基準は新規上場基準に同一。

TSX Venture Exchange Corporate Finance Manual:

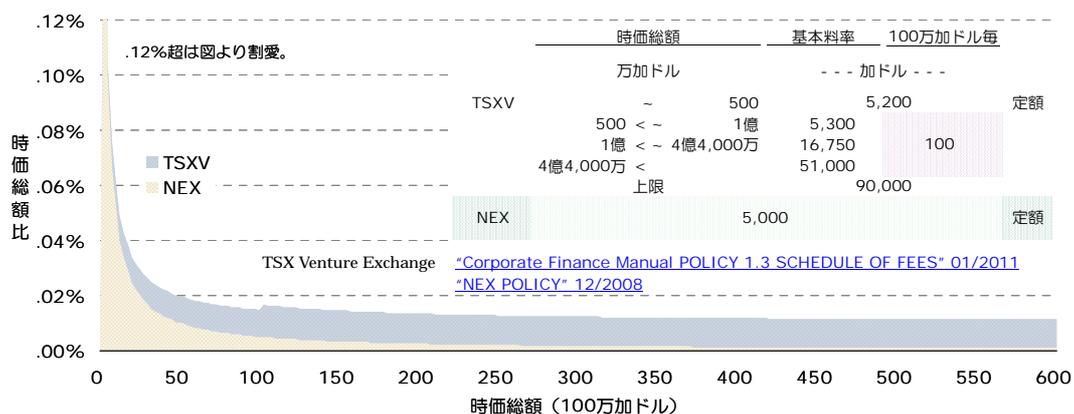
["POLICY 2.1 INITIAL LISTING REQUIREMENTS" 06/2010](#)

["POLICY 2.5 CONTINUED LISTING REQUIREMENTS AND INTER-TIER
MOVEMENT" 06/2010](#)



図表 89：TSXV 上場から 10 年後のステータス内訳

VCとは異なり、取引所によって運営されるベンチャー企業市場であるTSXVにスクリーニング、デュール・ディリジェンス、モニタリングの機能が備わっているわけでもない。Carpentier/Suret (07/2008)¹⁹²は86年から06年のデータに基づき上場から“卒業”までの期間を5.02年と推計しており、これはCumming/Johan (2009)¹⁹³が91年から04年にかけてのカナダのVC出資銘柄のIPOについて算出した2.45年の2倍強の水準となる。Carpentier/Suret (01/2009)では86年から97年にかけて公開した企業の06年時点での“卒業”率がIPOを実施した企業よりもリバース・マージャーを利用した企業でより高いという予想外の結果が提示されているが、株価に一定の水準(0.10加セント)を設け実質的な上場適格性を想定した場合の潜在的上場廃止率は平均53.5%に達する(図表89。IPO実施企業の平均値は36.6%)¹⁹⁴。11年2月までの2年間、TSXVには新たに307銘柄が上場する一方で上場銘柄数は53銘柄減少した(“卒業”60銘柄)。リバース・マージャーによって上場したとしても、上場後に公募による資



図表 90：TSXV、NEX の年間上場手数料

¹⁹² [Carpentier, Cécile/L'Her, Jean-François/Suret, Jean-Marc "Stock Exchange Markets for New Ventures" 07/2008](#)

¹⁹³ [Cumming, Douglas/Johan, Sofia Atiqah binti "VENTURE CAPITAL and PRIVATE EQUITY CONTRACTING: Power Point Slides - Chapter 19" 2009](#)

¹⁹⁴ [Carpentier, Cécile/Suret, Jean-Marc "The Canadian Public Venture Capital Market" 04/2009](#). 但し、カナダ統計局によれば84~94年に創設された企業の倒産・廃業確率は3年目で50%、10年目で80%であり、TSXVの実績をあながち高いとみなすこともできない([Baldwin, John/Bian, Lin/Dupuy, Richard/Gellatly, Guy "Failure Rates for New Canadian Firms : New Perspectives on Entry and Exit" 02/2000 Statistics Canada](#)).

金調達を実施すれば必然的に通常の開示規則の遵守を求められることも負担となる。

逆選択の発生による市場の質の悪化を最小限に抑制することを目的として、03年8月、TSXVにはNEXが創設された。何れか／複数のTier 2上場後適格基準を満たさなくなった銘柄は取引所よりの通告を受け、6ヵ月／90日の猶予期間中に回復が実現しない場合には取引停止、上場廃止、NEXへの移管という選択肢の中から判断が下される¹⁹⁵。TSXVによって運営されるセグメントであるNEXへの移管は上場廃止を意味するわけではない。NEX適格銘柄はTier 2規準を遵守できなくなった企業及びTSXV規則第2.4冊第12条に定められる適格投資を18ヵ月（取引所の裁量により24ヵ月）以内に実行することのできなかったCPCであり、引き続きIIROC ([Investment Industry Regulatory Organization of Canada](#))の規制を適用される上場企業であることに変わりはない。NEXにおける株式の取引には少なくとも最低取引単位株式を保有する150名以上の株主の存在を条件として求められ、これを満たさない限り取引は休止されるが、年間上場手数料もTier 1、Tier 2との比較で軽減されている（図表90）。NEXには11年3月9日時点で226銘柄が上場しており（うち取引休止84銘柄）、このうち10.6%に相当する24銘柄は11年に入ってから移管である。

NEXは、TSXVの市場運営に影響を及ぼしかねない企業を、“卒業”による喪失を上回るペースで排除するための受皿として機能すると同時に、これに再生の機会を提供する無期限救済システムであり、TSXV規則第5.2冊にあるリバース・マージャー、水平・垂直型の企業統合を通じて企業形態を変え適格基準を回復した企業にはTSXVへの再上場が認められる¹⁹⁶。即ち、NEXはCPCに新たな投資機会を提供するための市場でもある。

Brander/Egan/Hellmannは84～94年にカナダのVCが実施した3,720件のサンプルを母集団とする推計を行っており、exitとしてのIPOは115件。このうち全体の1.8%に相当する68件がTSXを中心とするメイン・マーケット（NASDAQを含む）への上場であった¹⁹⁷。これに対し同期のTSXVのTSXへの“卒業”率実績は3.7%程度となっていたと推定される¹⁹⁸。

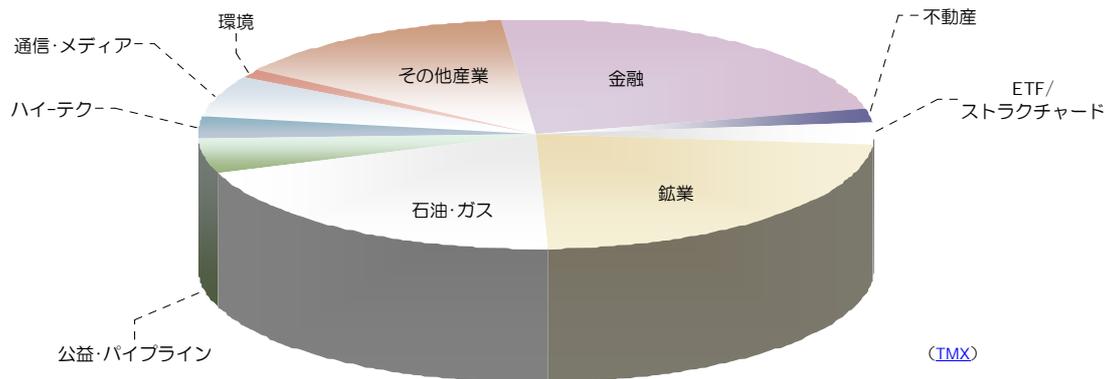
TSXが他のメイン・マーケットと同等のガバナンス・プレミアムをもつ市場であるか否かについては疑問もある。[Carpenter et al. \(07/2008\)](#)¹⁹²によれば、96～04年に“卒業”した企業のうち財務データの入手可能な647のサンプルの26.4%が営業収入を実現する段階に至っておらず、約半数は赤字を計上。特に鉱業ではこれらの比率が各々75.9%、87.4%に達する。鉱業、石油・ガス事業に属する企業の上場

¹⁹⁵ Tier 1 から Tier 2 への指定替えもこれに準ずるが、取引所による措置の選択肢に取引停止と上場廃止はない。但し、上場後適格基準の全てが満たせなくなった場合あるいは単一項目のみしか満たせなくなった場合には猶予を置くことなく Tier 2 に移管され、その時点で Tier 2 上場後適格基準の複数の項目に抵触していれば、NEX 移管の保留、取引停止、上場廃止の何れかが通告される（TSXV 規則第 2.5 冊第 3 条）。

¹⁹⁶ [Corporate Finance Manual "POLICY 5.2 CHANGES OF BUSINESS AND REVERSE TAKEOVERS" 06/2010](#)。企業形態の変更を伴わない自律的再生の場合には事業計画、財務内容等を勸案した取引所の判断が下される（[Corporate Finance Manual POLICY 2.6 "REACTIVATION OF NEW COMPANIES" 06/2010](#)）。

¹⁹⁷ [Brander, James A./Egan, Edward J./Hellmann, Thomas F. "Government Sponsored versus Private Venture Capital: Canadian Evidence" 2008](#)。TSXV 等の低規制市場への上場は 47 件（1.3%）。

¹⁹⁸ TSX への市場変更件数は [Carpentier et al. \(07/2008\)](#)¹⁹² にある IPO（47）、リバース・マージャー/CPC（108）合計での 155、分母は同 IPO（488）、リバース・マージャー/CPC（1,159）による新規上場件数に便宜的に 99 年末時点での上場銘柄数 2,513 を加えた 4,160 とした。旧 CDNX は 98 年以前の統計を公表していない（[CDNX "1999 Annual Review"](#)）。



図表 91 : TSX・TSXV 時価総額内訳 (10年9月末)

についてはTSXにも利益に関する数値基準が設けられておらず、ハイ-テク、リサーチ以外の一般企業でも純固定資産が750万加ドルを超え事業遂行と財務内容の維持に十分な運転資本を有すると判断されれば、税引前計上事業計上収支とキャッシュ・フローが当期もしくは来期に黒字に転じる見通しを合理的の前提に基いて提示することによって株式の上場が可能となる¹⁹⁹。純固定資産に設定されている750万加ドルはNASDAQ Global Market株主資本基準（3,000万米ドル）の約1/4の水準である（図表81）。資源株が多いというカナダの特性もあり、TMXもエネルギー・セクターの競争力をマーケティングの柱に据えているが（図表91）²⁰⁰、他の経済圏であれば公式市場へのアクセスが問題視されかねない資源開発銘柄等も公開される。CPCも、後にヴァンクーヴァ証券取引所（Vancouver Stock Exchange）との合併によりCDNXを創設するアルバータ証券取引所（Alberta Stock Exchange）が石油・ガス分野の合併事業への出資を計画する企業の上場申請を契機として86年に導入したJunior Capital Pool Programが原型となっている²⁰¹。

国際的基準でとらえればTMXの現物市場はTSX、TSXV、NEXが階層を構成する低規制モデルである。しかしながら、この中でTSXはVCのexitの場として機能しており、89年から06年にかけてのIPO516件のうち23.6%に相当する122件がVC出資銘柄であった。この比率は86~06年のTSXVでは2.1%にとどまる（42/1,982。データは何れもCappentier et al. (07/2008)¹⁹²）。

SPACsが世界的に認知されるスキームとなってきたとはいえ、“裏口上場”の推奨は標準的な規制モデルにあっては支持し得る政策ではない。TSXVにおける情報の非対称性の問題は、リバース・マージャーを利用した私募銘柄の上場後のパフォーマンスの悪さとなっても表れている。93年から03年にTSXVに上場した銘柄の3年間累積パフォーマンス（中位値）はIPO銘柄でも▲31.8%と芳しいものではないが、リバース・マージャー銘柄では▲54.1%とこれを更に下回る²⁰²。しかしながらTSXVの“卒業”

¹⁹⁹ [TSX Company Manual "Part III - Original Listing Requirements"](#)

²⁰⁰ [Gray, Cindy "Accessing Canadian Capital Markets for Global Energy Companies" 2010 TMX Group; TMX Group "A Capital Opportunity: 2010 Record Breaking Year for New Mining Listings" 2011; "Global Leader in Mining" 2011](#)

²⁰¹ [Robertson, Michael J./Cottrell, Thomas J. "A MODEL FOR THE PUBLIC FINANCING OF ENTREPRENEURIAL FIRMS: ALBERTA'S JUNIOR CAPITAL POOL PROGRAM"](#)

²⁰² [Carpentier et al. \(11/2010\)](#)¹⁹⁰。97年から01年のドット・コム・バブル期に上場した200銘柄がサンプルから除外されている。

率の実績は、逆選択の影響を抑制するシステムを内蔵した取引所がVCの機能を代替するだけの競争力を備えることも可能であることを示している。

第12節 欧英・米国よりの示唆

新興市場の設計に当っては先ず資金調達面での障害を軽減するための発行市場の確立が優先的に検討され、これは「金融資本市場及び金融産業の活性化のためのアクションプラン」²⁰³においても「新興企業等に対する適切な成長資金の供給」としてとりあげられた。一方で中・小型銘柄の負担軽減が偏重されれば逆選択と外部不経済が発生するリスクを生む。新規公開時の引受審査のあり方はこれまでに証券業界でも検討されている。06年のワーキング・グループは一連の問題を改善するために証券業協会規則に規定すべき審査項目として大分類9項目、中分類24項目を挙げ²⁰⁴、これらは有価証券の引受け等に関する規則²⁰⁵第16条1、「有価証券の引受け等に関する規則」に関する細則²⁰⁶第9条1として明文化された。ワーキング・グループは更に第二次報告²⁰⁷で新規公開、公開後公募時に行う引受審査の具体的な手続きを提示。ここに盛り込まれた審査手順の社内マニュアル策定も規則第6条2に規定されている。

このような対応は引受審査能力格差の是正を目的としたものでもあったが、マニュアル化はまた新たな課題を生むものともなる。07年、公開日価格が値幅制限下限に貼り付く事態となった名古屋証券取引所セントレックス銘柄21LADYの公募価格が不当に高く設定されたと判断された事案に関し引受業者に対する業務改善命令を下した証券取引等監視委員会は²⁰⁸、その後名古屋証券取引所に対しても審査の不備等に関する勧告を発している²⁰⁹。マニュアルに沿った審査が形骸化し、株式の公開を希望する企業の“質”を判断するに当って実効性のない情報までを要求されることがかえって株式公開阻害要因となっている可能性を含め、形式基準、成長性基準の妥当性等を検討すべき時期に至っていると考えられる。

高規制モデルとして設計されたかつての欧州新市場は姿を消し、株式市場はガバナンス・プレミアムを提供する高規制モデルと中・小型銘柄の負担軽減に配慮した低規制モデルが並存する状況となってきている。ガバナンス・プレミアムを意識しない純粋な資金調達の場合としての低規制モデルのあり方を考えるためには企業の“質”を何によって測るかを明確に想定する必要がある。

IPOのみによって資金需要が満たされる企業と継続的調達を目的として株式の公開と所有の分散を望む企業とでは市場の捉え方が自ずから異なる。前者には有利子負債の返済がエクイティ・ファイナンスの動機となっているものも含まれていよう。市場における継続的資金調達が想定されていなければ情報開

²⁰³ [金融庁「金融資本市場及び金融産業の活性化等のためのアクションプラン ~新成長戦略の実現に向けて~」 12/2010](#)

²⁰⁴ [日本証券業協会「「会員における引受審査のあり方等に関するワーキング・グループ」における検討状況（第一次報告）」 09/2006](#)

²⁰⁵ [日本証券業協会「有価証券の引受けに関する規則（公正慣習規則第14号）」](#)

²⁰⁶ [日本証券業協会「「有価証券の引受け等に関する規則」に関する細則」](#)

²⁰⁷ [日本証券業協会「「会員における引受審査のあり方等に関するワーキング・グループ」における検討状況（第二次報告）」 10/2006](#)

²⁰⁸ [エイチ・エス証券（現澤田ホールディングス）「当社に対する金融庁の処分について」 03/2007](#)

²⁰⁹ [証券取引等監視委員会「株式会社名古屋証券取引所に対する検査結果に基づく勧告について」 01/2008](#)

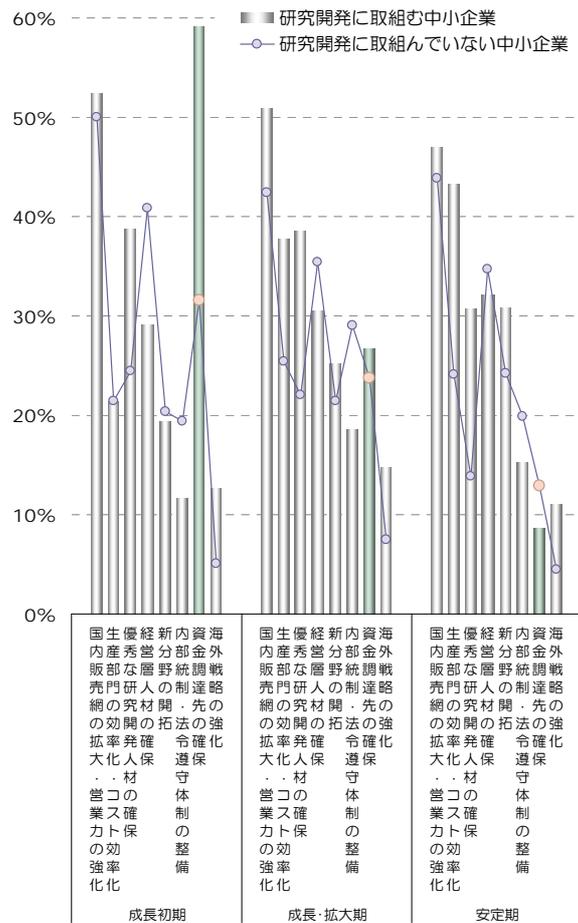
示のインセンティブは低い。帝国データバンクによる10年の調査では株式公開を検討している企業の74.5%が知名度・信用度の向上を目的としており、資金調達の57.8%（複数回答）大きく上回る²¹⁰。三位に挙げられる人材の確保（43.1%）も知名度・信用度の向上に準ずる性格をもつ回答といえよう。

資金需要のない企業が低規制モデルを利用する必要はなく、その存在はモデル自体の意義をかえて希薄なものとする。株式公開がガバナンス・プレミアムを求めるためのものであれば、より適切な市場は高規制モデルであり、株式公開を検討する段階から、その目的に応じた選択が促されるべきである。

09年版中小企業白書によれば資金調達先の確保が最も深刻な経営課題となっているのは研究開発に取り組む成長初期の中小企業であり全体の59.2%を占めているが、この比率は成長・拡大期に入れば26.7%、安定期には8.7%へと低下する（図表92。研究開発に取り組んでいない中小企業では全体で15.9%）。これは株式を公開する段階に至った企業が必ずしも資金調達を優先的課題としていないという帝国データバンクの調査結果とも整合的である。

新興市場を機能させるためには成長初期の企業までをターゲットとして想定せざるを得ず、このことは、金融商品取引法に規定される金融商品取引所に求められる機能の見直しを含め、低規制モデルを有効に機能させるために従来とは異なるアプローチをとる必要があることを意味している。

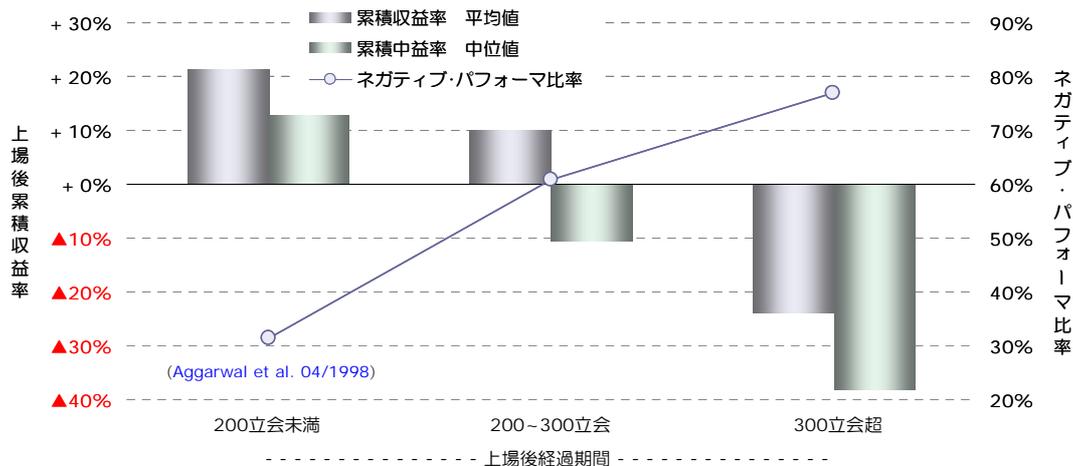
新興企業にとっての資金調達の場合としての市場では、公開される企業の“質”を判断するに当たって資金需要の水準と内容を測ることがより重要となる。株主にとっての企業価値の最大化をもたらす投資に資源を充当することがガバナンスの基本であり、追加的出資を促すためには投資家が企業の内容を正確に把握できるだけの情報公開を求める必要がある。投資家はリスクに見合う収益率を求めることから、不透明性の高さは資本コストの高さにつながる。継続的資金調達を見込む企業は資本コストの低下を実現するために情報の非対称性の解消を望み、自主的開示の水準を相対的に高いものとせざるを得ない。公開後の資金調達のための情報開示は、銘柄に対する市場の関心を惹く手段でもある。規則により規定



（中小企業庁“中小企業白書 2009年版 - 企業活動における資金調達実態調査, 東京商工リサーチ 11/2008”）

図表 92：成長ステージ別の経営課題

²¹⁰ 帝国データバンク“新規株式上場意向に関するアンケート調査”04/2010



図表 93：ECM 上場銘柄の上場後経過期間別パフォーマンス（ECM 廃止時上場銘柄）

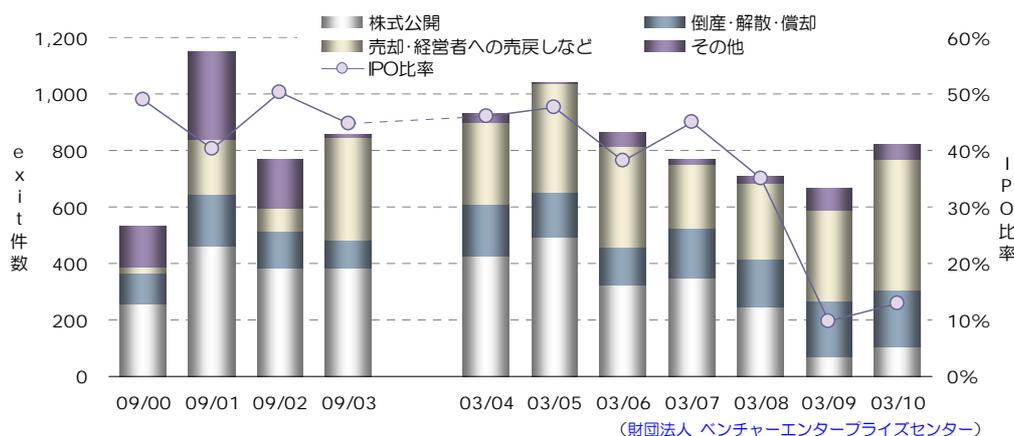
される開示基準を最低限のものとして、開示の水準を企業、成長性の判断を市場に委ねるモデルが多産多死型の市場を創設する上で最も有効なものとなると考えられる。

同時に高規制モデルの基準をより厳格化することにより、そのガバナンス・プレミアムを更に明確なものとするにも補完的効果が期待できよう。英USMの衰退の背景にはEUの90年4月23日付指令²¹¹によってメイン・マーケットへのアクセスが容易となり、差別化を意図した条件設定が当初意図された効用を生まなくなったこともあるとされている¹⁵⁶。低規制モデルのもつ高規制上場のための準備段階としての性格にとられることによって逆選択問題が深刻化し構成銘柄の特性が下方に収斂すれば、これが流通市場のパフォーマンスに影響を及ぼしモニタリングを期待できる機関投資家の確保も困難となる（図表93）。

一方で発行体にとっての間接コストを低下させるための努力も必要である。アンダープライシングの水準は発行体の選択にも依存する。Faugeron-Crouzet et al. (01/2003)¹⁴⁵はフランスの旧二部市場で固定価格方式によって実施されたIPOのアンダープライシングが公開後に公募を実施した企業で有意に大きいことを示しているが、新興市場に相応しい“質”を備えた企業に不当な負担を強いるモデルの設計は避けなければならない。

価格決定には引受業者のマーケティングと安定顧客確保のためのプロモーションとしての性格もあることから恣意的な要素も多分に含まれていると推定される。成長性を見込める企業にとっての資金調達の場合としての市場の競争力を高めるためには、市場運営者自身も価格水準の決定に関与するメカニズムを構築することも必要ではないかと考えられる。ブックビルディングの段階で収集される需要情報はグレイ・マーケットが存在すれば、そこにおける価格にほぼ正確に反映されている³¹。新興企業にとっての資金調達面での制約を軽減するための市場を創造することが目的の一つである以上、グレイ・マーケットのもつ機能を価格決定メカニズムに組入れ、引受業者、潜在的応募者との情報を共有することによって発行体の間接コストの低減を実現することも社会的資産としての市場の効用を極大化する上で望ましい

²¹¹ [Council Directive 90/211/EEC of 23 April 1990 amending Directive 80/390/EEC in respect of the mutual recognition of public-offer prospectuses as stock exchange listing particulars](#)



図表 94：VC の exit 件数内訳

選択となろう。

アンダープライシングの原因の一つが公開価格の上昇に応じて増大するコミットメントを回避するという企業行動にあるとする見方もある。アンダープライシングと公開後のパフォーマンスに関する数多くの実証研究の結果が示すところが長期投資に値しない銘柄であることを自らが認識している企業の側にあるとすれば、これを排除するメカニズムも検討されなければならない。ここにおいて依然大幅なアンダープライシングを受容する企業が存在すれば、これは長期投資家にとっての投資対象としての適格性を選別するための指標ともなる。

アンダープライシングを利用した短期的な収益の実現よりも長期的保有による収益を実現する場としての流通市場を育成し、安定的投資家の参加を促すことが求められよう。

市場の“質”の低下という運営者にとっての損失の補填に関して、発行体を牽制する必要もある。数値基準によって明示的に規定されずともガバナンスの水準は企業価値最大化行動として表れる。調達資金が活用されることなく滞留している場合の基準を設け、これを年間上場・登録料に反映させることによって資金需要の旺盛な成長企業の負担を軽減する、或は手数料体系を別途設定することによって売出のみによる上場・登録を認め、公募増資が実施された場合には標準料率を適用するといった策も検討の余地があろう。資金調達を目的としない株式公開の動機は知名度・信用度の向上のみではない。わが国におけるVCの投資が株式公開を見込める段階にまで至った企業に集中する傾向があることは従来より指摘されており、10年3月期までの5年度でもexit件数のうちIPOは28.6%を占める（図表94）。売出のみによる株式公開は市場のもつexitの場としての機能を有効に活かす手段であり、VCにとっての市場の効用を担保すると同時に発行体には情報を公開した上でのモニタリングと所有の分散のメリットを追及し将来的な資金調達に備えるための手段が提供される。

調達資金の用途は企業価値に影響を及ぼす。投資家が所有を望み、追加的出資を積極的に検討するに足るだけの情報を提供する成長性の期待できる企業によって構成されれば、市場の“質”は自ずから定まる。資金調達によって実現可能な企業価値拡大機会を市場に訴求することができない企業の退場を促すメカニズムを手当てすることによって逆選択による影響が排除されれば、多産多死は自律的に発生する現象となる。

開示の水準と内容が企業の裁量に委ねられることから流通市場におけるモニタリングはより重要な意味をもつ。引受業者の責任が公開を実現することによって消滅すると認識されてきたことの背景にも限界的企業価値増大の機会を追及するための継続的資金調達が開示の前提となっていないことがあると考えられる。引受の意思決定に公開後の資金調達確率が反映されれば、引受業者とっては追加的収益機会の確保というインセンティブが付与され、公開後のモニタリングと資本コストの低下をもたらす流動性の確保に期待できよう。これは権限の一部を引受業者に移転することを通じた市場運営者の負担軽減を可能とする。[金融商品取引法施行令（昭和四十年九月三十日政令第三百二十一号）第15条の7](#)により元引受業務の最低資本金要件は主幹事会社で30億円、その他で5億円と定められているが、中・小型銘柄についても一律にこれを適用することの有効性も検証される必要がある。所有の安定的な分散を実現するためのプレースメント能力、発行体にとっての間接コストを低下させるための潜在応募者との情報共有、公開後のモニタリング、必要であればマーケット・メイキング等を重視することによって資格要件が見直され、新規参入が促進されれば、市場規模の拡大にも寄与する要因となる。

但し、モニタリングは基本的に投資家の責任である。引受業者の割当に不透明性が存在することは最近の日本証券業協会による処分・勧告からも窺えるが²¹²、これが機関投資家による長期保有とモニタリングを前提として決定されれば流通市場の構造もまた異なったものとなる。投資が期待された収益を生まない結果に終わることは投資家にとって確率的に想定される事象の一つに過ぎないが、投資対象企業のガバナンスに起因するものであれば自らのデュー・ディリジェンスも問われる。成長初期の企業が公開する場合には、割当先に既存株主としてのVCとは異なるステージを投資対象とするVCを含める市場評価額に基く実質的トレード・セールといった方法によりロック・アップ条項以上の効果が期待できる可能性もある²¹³。割当先の決定プロセスを流通市場の運営に責任をもつ市場運営者に開示することも有効な手段となると考えられる。企業の自主性を尊重した情報開示は内容を恣意的なものとするリスクを伴うものの、引受業者に長期的コミットメントが求められ投資家と共にモニタリング機能を負うことは、これを牽制し少数株主を保護する効果をもつ。

機関投資家が参加する市場の前提となる流動性を維持するためには自主的情報開示の時期を柔軟に設定する必要もある。市場参加者の収益極大化行動までを規制によって管理することはできない。決算発表が集中すればアナリストのカバレッジは所属する金融機関にとっての収益機会が高い銘柄が優先され、中・小型銘柄の情報開示が期待された効果を生まないという結果を招く。引受契約に公開後のIR活動支援までを含む包括的性格をもたせることが効果を生む可能性もあろう。取引コストに影響を及ぼすことによって発行体の資本コストを軽減する情報の非対称性の低下は、収益を流通市場に依存する引受業者と投資家にとっても収益極大化につながる要因である。

²¹² [日本証券業協会“協会員に対する処分及び勧告について” 06/2010](#)

²¹³ VCにモニタリング機能を期待できるか否かについては疑問を呈する向きもあり、[中小企業白書 2009年版（東京商工リサーチ“企業活動における資金調達実態調査” 11/2008）](#)でもVC出資企業の59.8%はVCよりの経営関与を特に受けていないとしている。

新興企業にとっての効率的な資金調達の場合は機関投資家を中心に構成され取引所によって運営される低規制モデルであり、創設を図るためには現行法制の改正が必要となる。上場・登録基準をほとんど置かず、資本コストの低下、流動性の拡大、ガバナンスの維持を自己完結的に実現し、逆選択問題の発生を回避するための退出基準の有効性と自浄作用によってアイデンティティを確立する市場が形成されれば、これは自ずから多産多死型のモデルとなる。同一主体によって運営される高規制モデルが並存することは、安定期に入るまでに成長した企業にとってガバナンス・プレミアムを追求するためのインセンティブとなる。リスク・マネーの裾野を拡大するためにはまたそれ自身が多産多死型ポートフォリオとして成立する投資信託あるいは英国型のVCTのようなスキームの組成を可能とする制度的な手当ても望まれよう。中小企業に対する補助・助成策と税的優遇措置を含むエクイティ・ファイナンス促進策の組合せの最適化をRIA的発想によって選択することも必要である。

高リスク資産に振り向けられる資金量に限りがあることと市場性を備えるに至った銘柄のセグメントの異動及びこれによる影響を抑制するための退出基準設定の必要性を考えれば、低規制モデルがネットワーク効果を生むまでに成長することは期待し難い。しかしながら、同一プラットフォーム上で発生する追加的取引は数量効果を伴うものとなる。その上で市場運営が負担となる規模しか確保できないようであれば、取引所間の機能分担を含め、経済的効用が国際競争力の向上をもたらす業界構造の実現も模索されなければならない。これにより取引所の経営を対外的に公開することによる国際的な提携も視野に入ってくる。公共財としての取引所の性格をより効果的に活かすためには、その所有と経営を国内にとどめることに必然性はなく、発行体と市場参加者にとって望ましくかつ株式会社として自らの企業価値の最大化を図ることのできる経営形態が許容される。

第2章 機関投資家の現状

第1節 はじめに

1. 調査の背景・目的

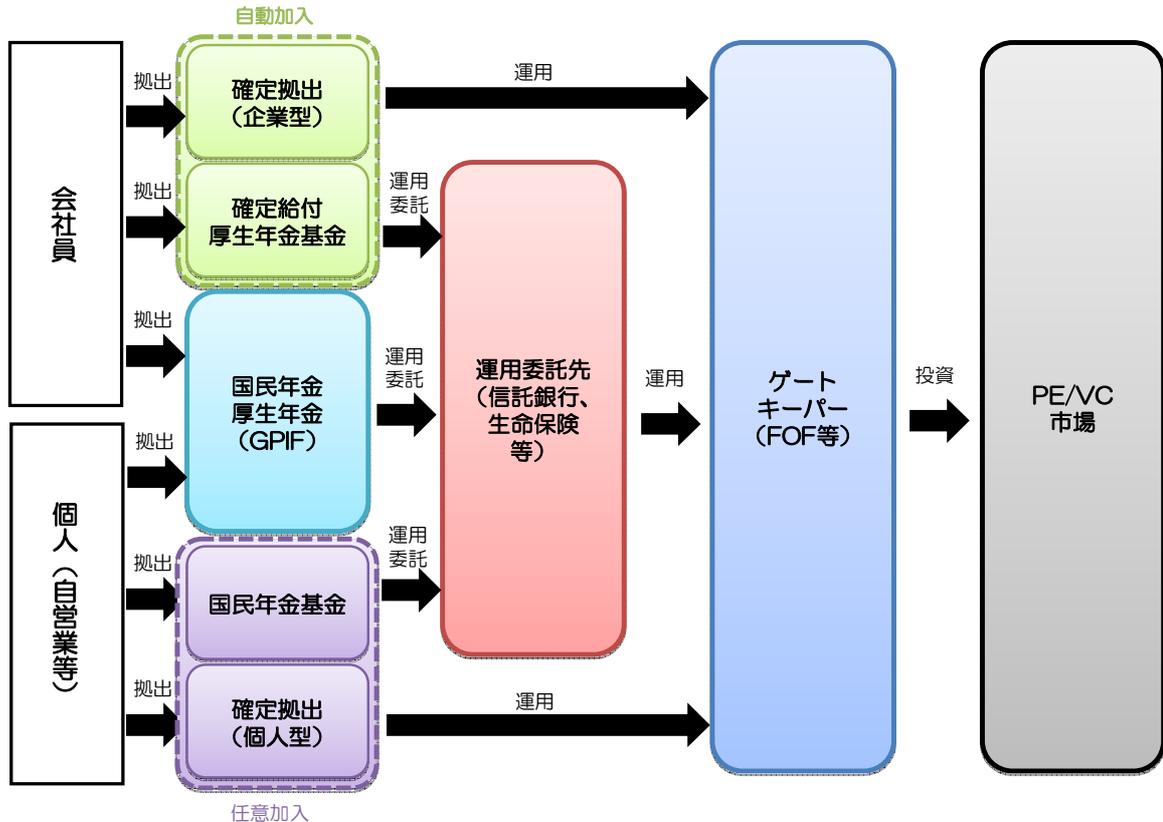
我が国経済の持続的成長のためには、約1,400兆円もの個人資産の成長産業への活用が必要であるとされているが、現実には、その大半は現金・預金へと流れ込んでおり、長期的な視野での成長分野に対する資金供給の役割は果たしてはいない。このような中、投資の性格上、長期的な時間軸を必要とする年金マネーの成長分野への供給は、少子高齢化が進む我が国の将来生活に備えるための資産の活用方法としては大きく期待されているところであり、企業年金の投資機能強化が重要な課題となっている。

しかしながら、現状下、年金資金は我が国企業の成長産業に流れていくというよりも、むしろ、その投資先の多くは伝統的資産中心である。このため、国債を通じて社会保障にまわされることもあり、その場合、資金循環が高齢者の間でのみ完結されてしまう。この資金ループを打開するためにも、図表95に示すような、個人・企業からの年金拠出金が、年金基金、運用委託機関、ゲートキーパー等を経由し、日本の成長産業発展の一助となるプライベートエクイティファンド（ここではVCファンド、バイアウトファンド等の総称、以下PEファンド）の成長分野へ上手く資金が流れ、結果的に日本国全体の成長が達成されるような正のフィードバックを如何に作り上げていけるかが課題として挙げられよう。

当調査では、こうした我が国諸般の課題を打開する為に、いかなる政策立案が必要かを調査することを試みるものである。具体的には、まず足元における各国の年金制度及び保険会社の運用体制等を比較し、PEファンド等のリスクマネー供給への足がかりとなる項目を浮き彫りにすることから開始している。また、当該調査内容と我が国との比較を行う目的で、我が国年金基金へのヒアリング調査を通じて、PEファンド投資に係わる重要ポイントに対する調査を実施している。特に当該ヒアリング調査においては、企業年金基金における資産運用等の意思決定に関するガバナンス体制の現状とそれに付随する問題点、課題等の抽出を行い、再構築に向けた改善の方向性を示すことを想定している。またそれと同時に、現在においてもPEファンドを率先して実施しているその他の機関投資家（保険会社、金融法人）に対しても同様のヒアリング調査を実施し、PEファンドにおける投資の意思決定手法の比較や、金融危機以降の投資動向等の意見を通じて、我が国PEファンド投資の理解の向上、活性化に向けた課題抽出に勤めている。

当調査の実施により、我が国PEファンド投資の意思決定時のガバナンスと投資方針の2つの観点から、我が国機関投資家の今後の運用高度化に結び付けたい。

図表 95 我が国年金基金からPE/VC市場への投資の流れ（FOFを介する場合）



（出所）経済産業省

第2節 文献調査の概要

1. 調査目的

機関投資家による運用の高度化を考えるに当たっては、年金基金や金融法人の伝統的な制度設計、資産運用手法や、足元の資産運用の現実を把握する必要がある。とりわけ、一般にベンチャーキャピタル（以下、VCファンド）、バイアウトファンド投資が分類されるオルタナティブ投資（非伝統的投資）に関する現状把握は不可欠なものである。

そこでまず最初に、オルタナティブ投資を積極的に実施している海外の年金基金（ここでは米国、英国）の制度設計、税制等の基礎調査を実施する中で、海外と我が国の年金基金を比較することで、PEファンド投資を積極的に実施している要因がどの箇所に起因しているかを明らかにすることを試みている。また同様の目的で、米国、英国の保険会社の投資方針をも調査し、我が国保険会社と比較することで、運用高度化の要因がどこにあるか、実態把握に努める。そして最後に、我が国年金基金が最初に投資する可能性が高いPEファンドのファンドオブファンズのゲートキーパーの事業環境とその実態を調査することで、我が国年金基金の魅力的な投資対象であるか否かを検証していく。調査手法は各種文献と既存の調査データなど、通常にアクセス可能な情報を中心とした調査を実施することとする。

2. 調査内容

(1) 海外主要国（米国及び英国）における年金基金の実態

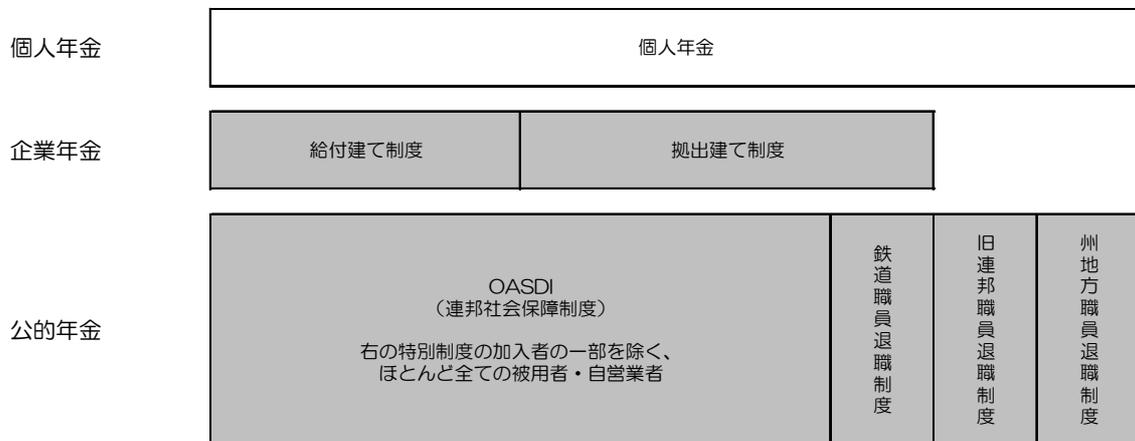
以下では企業年金基金連合会の資料を基にして米国、英国の年金制度の実態把握を行っている。

① アメリカの年金制度

a) 年金制度の体系

アメリカの年金制度は、①公的年金制度（1階建て）、②企業の任意で設立される企業年金、③自助努力としての個人年金の3つをから構成される（図表96参照）。

図表 96 米国年金制度



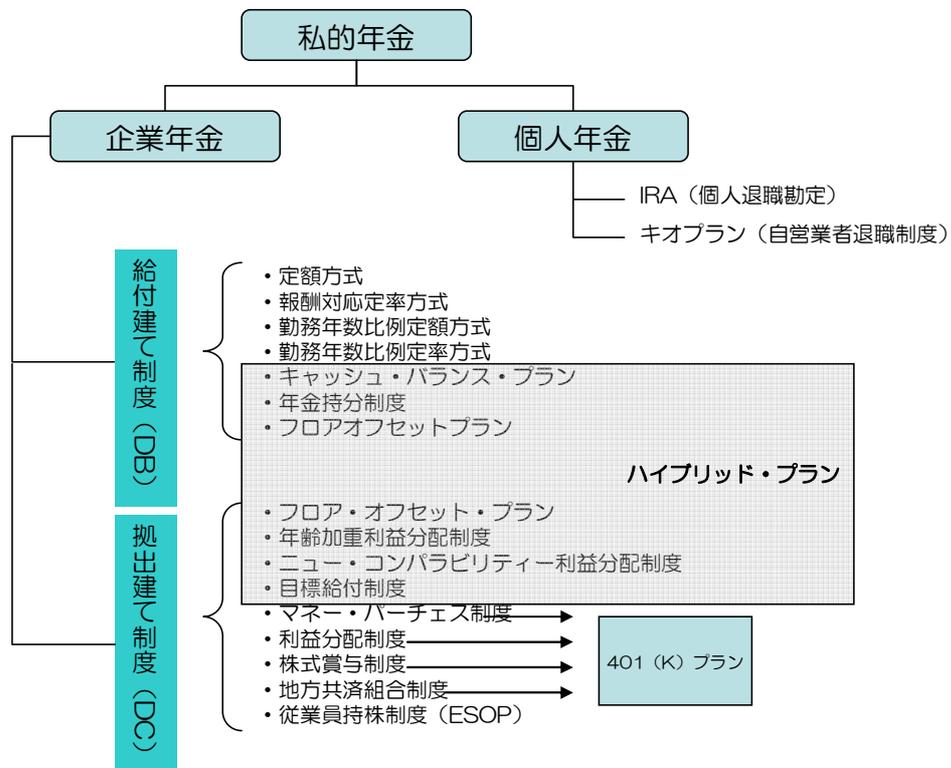
(出所) 企業年金連合会の資料にもとづき大和総研作成

b) 企業年金制度（確定給付制度、確定拠出制度）

アメリカの企業年金制度の制度設計は企業により様々であるが、大半の制度は連邦税の一切を規定する内国歳入法（Internal Revenue Code）の401（a）条が定める適格要件を満たす「税制適格企業年金」として設計されている。1974年に企業年金法であるERISA法（ERISA：Employee Retirement Income Security Act）は受給者保護の観点から受給権付与の新基準や制度終了保険の創設等を定めており、税制優遇を受けると受けざるに関わらず、全ての企業年金制度が適用を受ける。これら二つの法律（内国歳入法、ERISA法）によってアメリカの企業年金制度は大きく規定されている。

アメリカの企業年金は給付建て制度（Defined Benefit Plan）と拠出建て制度（Defined Contribution Plan）に大別されるが、この二つの制度を組み合わせたハイブリッド（混合型）・プランも設立されている（図表97参照）。

図表 97 米国年金制度



(出所) 企業年金連合会の資料にもとづき大和総研作成

また図表98は確定給付制度と確定拠出制度の過去の資産構成割合を示すが、特に確定給付制度は、金融危機以前の2007年までは、日本と比較して圧倒的に株式に高い割合の配分していることがわかる。これは、米国企業年金での予定利率がある程度高い水準で過去推移していたこともひとつの要因といわれている。過去、米国株式市場では、順調に市場規模が拡大すると同時に年金資産も増加し、必要な積立額を十分に上回る時期が続いていた。また、退職給付引当金の会計上の処理では、年金資産の期待リターンが高く設定されるほど、企業側の掛け金拠出は小さくなり、年金費用負担は減少していく。よって上場株式よりも更に高い期待リターンを実現するPEファンドをアロケーションの一部として投資し、会計上、更なる掛け金拠出の減少を実現するため、母体企業側の理解を得やすい状況であったことも十分想定できる。

図表 98 米国企業基金の資産配分推移

		2003年	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年
確定給付 建て (DB) 制度	株式	57.1%	59.2%	60.0%	59.6%	54.1%	39.5%	37.2%
	債券	22.6%	20.6%	20.4%	19.1%	21.7%	33.7%	33.0%
	現金等	2.7%	2.3%	2.5%	2.3%	2.1%	3.4%	3.2%
	その他	17.7%	17.9%	17.2%	19.0%	22.1%	23.4%	26.7%
確定拠出 建て (DC) 制度	株式	33.0%	33.8%	34.7%	35.9%	34.8%	30.5%	31.0%
	債券	8.1%	7.6%	6.9%	6.0%	6.0%	9.6%	8.0%
	現金等	5.8%	5.3%	5.1%	4.6%	4.4%	6.4%	5.8%
	その他	53.1%	53.2%	53.3%	53.5%	54.7%	53.5%	55.1%

(出所) 企業年金連合会の資料にもとづき大和総研作成

c) 米国企業年金基金のガバナンスについて（ERISA法）

1974年に制定されたERISA法（Employee Retirement Income Security Act, 従業員退職所得保障）によって、「年金受給権の保護」「構成的な制度設計」「年金運営の責任」などの枠組みが確立されている。企業年金制度では、公的年金だけでは老後生活を営むのに必ずしも十分でないことから、補完として、公的年金と合算して退職前所得の60～70%を給付するように設計されるのが通常である。なるべく多くの社員が平等に加入資格を得られる受給権も公平に獲得できるように設計されている。給付建ての企業年金の財政には、事前積立方式を採用することが義務付けられており、税法による最高積立限度もあり、企業はその範囲内で掛金を選択できる。運用機関には、銀行、生保、投資顧問などが参入しており、それぞれ独自の商品、運用技術を競っている。

企業年金は、ERISA法により「ブルーデント・マン・ルール」（慎重原則）に従い、専門家としての注意義務・忠実義務・分散投資義務などが課せられているが、これは投資プロセスを重視する規制である。但し、今までの市場環境では、株式への資産配分を高く設定して、企業側の掛け金拠出を低く抑えるようとする動きが多く、必ずしも注意義務が図られている訳では無いようだ。ERISA法の遵守のため、リスクを抑える最終的な意思決定が必ずしも守られていない状況といえよう。また、このようにERISA法の受託者責任が厳格である以上、受給権保護の観点から支給減額が容易でないことから、より年金資産の分散投資を意識する必要がある。現在、多くのハイリスク商品への運用は分散投資義務の一環で推進していったことが実情のようだ。

d) 企業年金の税制

1) 適格企業年金拠出時の税制

損金算入、従業員の所得とはみなされず、拠出建て企業年金の場合は拠出限度があり、給与の100%または49,000ドルのいずれか低い額とされている。従業員拠出分については、所得から控除されないこととなっているが、401（K）は、一定額までは課税前所得から控除できる。

2) 積立金および運用益

運用益は給付時まで課税繰延で、非課税とされている。積立金に対する課税はない。

3) 年金給付時の税制

従業員拠出相当分を除き全額課税となる。給付建て企業年金の場合は給付額に限度があり、給付の最も高い連続する3年間の平均給与または18万5千ドルのいずれか低い金額とする。

4) 一時金に係る税制

従業員拠出相当分を除き全額課税となる。59.5歳以降の給付については平均課税の選択可、1973年以前分については、長期キャピタルゲイン扱いの選択が可能である。一時金を受け取りから60日以内にIRA等別の適格制度に移管する場合には非課税となる（課税延期）。

5) 非適格年金

事業主拠出分は損金算入されるが、従業員の給与とみなして課税される。従業員拠出は所得控除されない。給付は投資コスト相当分を除いて課税となる。

e) 米国ERISA法における議決権行使

米国ERISA(Employee Retirement Income Security Act, 従業員退職所得保障)法第1章214では、従業員福利年金運用のガバナンス基準が設定されており、ERISA法に基づく従業員の退職年金等、従業員福利年金の資産に関する一任権限または制御を行使する職員の行為を統治する受託者責任規定を包括している。その一環として、年金受託者による議決権行使についても明文化されている。一般的に、年金資産を管理する受託行為にはその株式に付属する議決権代理行使も含まれる。議決権はどのように行使されるべきかの意思決定は年金の資産管理の受託者行為である。米国の年金基金は株主議決権行使活動に当り、議決権行使ガイドラインを作成し、それに則して議決権を行使することが一般的である。実際の議決権行使には、年金基金による直接行使、運用委託機関による間接行使と、議決権行使のコンサルティングサービス会社による間接行使の3通りの方法がある。

このように米国では、明確にERISA法により議決権行使が明文化されているだけでなく、議決権行使コンサルティングサービス215等が充実しており、明確な基準を持って株主の主張を行うケースが多い。一方、我が国における企業年金の議決権行使については、企業年金連合会で定めた法的拘束力のない規則（株主議決権行使基準（2010年11月4日）、株主議決権行使に関する実務ガイドライン(2009年6月2日)）216で述べられており、企業年金基金はその規則に従っているとされている。但し、我が国企業年金は、米国のような議決権行使コンサルティングサービスが一般化しておらず基金の常務理事からもあえて議決権の行使に言及することは少ないのが実情である。また、資産規模が大きい製造業（メーカー）等の企業年金は、パッシブファンドの中で、自身の母体企業の株式を一定程度保有するケースも多く、自社に関する議決権行使には利益相反等の問題も一概に権利を主張するという訳にはいかないようだ。

② 英国の年金制度

a) 公的年金制度の概要

公的年金制度は、全国民共通の定額給付である基礎年金と、被用者を対象として給付と拠出期間に応じて支給される付加年金とにより構成される（図表99参照）。基礎年金は、1946年国民保険法により確立され、従来ばらばらであった失業・年金・疫病に関する保険を統合し、全国民をカバーする原則を打ち出している。全国民の均一な拠出により最低生活を保障する均一な定額給付を行うことを目的としている。

付加年金は、1975年社会保障年金法によって設けられたもので、職域年金制度の対象となる被

214 Department of Labor's Letter on ERISA Fiduciary Standards ('the Avon letter')
<http://www.lens-library.com/info/dolavon.html>

215 代表的なもので、Institutional Shareholder Services(ISS)がある。我が国の基準と比較して、ISSのガイドラインでは数値基準が明確となっており（例えば授權枠の拡大が2倍以上等）、投資家側の定量的に判断出来ることが議決権行使の拡大に寄与したとも言われる。

216 http://www.pfa.or.jp/jigyosho/shisan/gava_giketsuken/gava_giketsuken02.html

用者と対象とならない被用者の退職後の所得格差を縮小し、インフレ措置を講じることを目的としたものである。付加年金の創設に対して、「適用除外制度」（後述）が広範に利用されている。

公的年金制度の財政運営は賦課方式によっているが、その財政は他の社会保障制度と一体化され、国民保険制度全体として運営されているのが国民保険制度全体として運営されているのが特徴である。

1986年社会保障法により、付加年金の支給率の引き下げ、年金額算定給与の引き下げ、個人年金制度による適用除外制度の創設が実施され、付加年金制度の縮小が図られている。

図表 99 英国年金制度



(注) 影部分は公的年金制度、(出所) 企業年金連合会の資料にもとづき大和総研作成

b) 企業年金制度と適用除外制度

イギリスの企業年金制度は、職域年金制度として発達してきた。所得比例の公的年金制度が創設される前に、すでに退職後の所得保証がそれぞれの職域年金制度において充実されており、公的年金制度は、むしろ職域年金制度の水準を目標として整備されてきた。したがって、公的年金制度に所得比例の付加年金制度を導入するに際して、適用除外制度が認められたのは、必然的である。

適用除外制度は、一定の要件を満たす職域年金または個人年金の加入者に、付加年金の適用対象外とすることを認め、その職域年金または個人年金に相当する給付を代替する制度である。適用除外の基本的な要件は、「付加年金を上回る給付を行うこと」である。適用除外の基本的な要件は、「付加年金を上回る給付を行うこと」である。適用除外が認められと、公的年金の給付は付加年金相当分が控除され、国民保険料が一部免除される（リベートと言われる）こととなる。

c) 企業年金の税制

1) 適格企業年金拠出時の税制

損金算入となる。従業員の所得とはみなされない。従業員拠出分については、年間3,600ポンドまでは所得から控除される。なお、年間許容限度額超過分はその40%相当額が徴収される。

2) 積立金および運用益

運用益は非課税対象となり、積立金に対する課税はない。

3) 年金給付時の税制

給与所得として全額課税対象である。生涯許容限度額を超える場合、超過分のうち現金化された

部分の25%が税金として追加徴収される。

4) 一時金に係る税制

給与所得として全額課税対象である。生涯許容限度額を超える場合、超過分のうち現金化された部分の55%が税金として追加徴収される。

5) 非適格年金

事業主拠出分は損金算入されるが、従業員の給与とみなして課税対象となる。従業員拠出は所得控除されないが、給与は全額課税対象となる。

6) 登録年金制度の税制

職域遠近税制は2004年財政法により大幅に整理・変更された。事業主拠出の場合、拠出時に全額損金算入し、加入者拠出の場合、年間掛金3,600ポンドまたは年間所得の100%のいずれか高い方まで所得控除される。

i) 年間許容限度額 (annual allowance)

給付建て制度の増加額（最終給付比例制度では取得年金額の10倍相当額の年間増加額）、確定拠出制度の本人掛金額、事業主掛金額の個人別合計額が年間255,000ポンドまでは免除される（2010年度）。尚、2011年4月6日以降、年間総所得150,000ポンド以上の人については、このルールが大幅に変更されることになっており、2009年4月22日から2011年4月5日までの期間については移行措置（特別年間許容限度額：special annual allowanceの新設）が適用される。

ii) 生涯許容限度額 (lifetime allowance)

[各課税年度の給付形成額 (amount crystallized) 合計額] / [当該課税年度の生涯許容限度額] の生涯通年の合計値が100%に達するまでは免除される。2010年度の生涯許容限度額は1,800,000ポンドである。給付形成額は給付建て制度では、当該課税年度に受給権が確定した年度額の20倍相当額であり、拠出建て制度では引き出し分、年金購入分として指定した額となる。合計値が、100%を超える場合、超過分が現金化される場合、その55%相当額が、そうでない場合、25%相当額が税金として本人から徴収される。

d) 英国監督規制における議決権行使；スチュワードシップ・コード

英国において2009年11月に発表された「ウォーカー報告書」217では、これまでの上場企業に対する規範とされていた「統合規範 (Combined Code)」を抜本的に見直し、再構築した「コーポレート・ガバナンス・コード (Corporate Governance Code)」が提案された。これと並んで機関投資家の役割、特に投資先企業とのコミュニケーションとエンゲージメントを重要視する機関投資家に対する規範としては英国で初の「スチュワードシップ・コード」が、財務報告評議会 (FRC : Financial Reporting Council) 218によって制定が議論されている。

スチュワードシップにおけるコーポレート・ガバナンスでは、投資家と投資企業との間でのエン

217 2009年11月26日 英国財務省 “A review of corporate governance in UK banks and other financial industry entities - final recommendation”

218 2010年1月 財務報告評議会 FRC, “Consultation on a Stewardship Code for Institutional Investors”

ゲージメント（engagement）強化が強調されているため、このコードの中には、①利益相反に関する原則、②ガイドラインの策定、③議決権行使に関する開示、④議決権行使に関する定期的報告等の原則が含まれている。ここでは、幾つかの主な原則を以下に示す。

（原則2）利益相反を管理するために、堅固な方針を定め、この方針を開示しなければならない。

- 年金基金等の機関投資家と投資先企業との間に利益相反が存在する場合に、その存在を把握し、管理しなければならない。

（原則4）機関投資家は、投資先企業の企業価値を向上させるか、ガイドラインを定めなければならない。

- 機関投資家は、アクティブ運用、パッシブ運用にかかわらず、どのような場合に積極的に経営に関与する等の基準を策定し、その関与の結果について検証する必要がある。

（原則6）機関投資家は、議決権行使に関する方針を定め、その結果について開示しなければならない。

- 機関投資家は、保有株主のすべてについて議決権を行使することが促され、会社提案に自動的に賛成することは許されない。ウォーカー報告書においては、機関投資家は投資先企業に対する議決権を行使しなければならない、その結果の開示が求められる（ウォーカー報告書勧告22）。

（原則7）機関投資家は、スチュワード及び議決権行使に関する定期的報告を実施しなければならない。

- スポンサーに対する説明責任を果たすべく、運用や助言を行う投資家は、定量・定性的な情報をを用いて定期的に受託者責任行動について説明しなければならない。

英国での議決権行使規定に関しても、我が国より定量的な指標が有る程度明確になっているため、投資家側の議決権行使の判断基準が機械的であることが制度の拡大に一定程度寄与しているといえる。

③企業年金の運用成績等が企業財務に与える影響

現行のInternational Financial Reporting Standards（IFRS）では、企業年金の積み立て不足の増減に伴う数理計算上の差異（年金資産の期待収益と運用成果の差異など）について、一定額以上のみを平均残存勤務期間で均等償却する方法、「その他の包括利益」として即時に認識する方法などによって企業財務へ反映される。これまでの未認識（財務諸表に載らなかった）積立不足は、貸借対照表上、負債として全額計上されることとなる見込みである（2009年末現在）。日本基準でも、負債への全額計上の2012年3月からの導入について企業会計基準委員会（ASBJ）が公開原案を公開している²¹⁹。

米国では、公正価値の評価のなかで、上場株の変化に合わせてPEファンドの時価に反映させる動きが始まっており、市場が下がればPEファンドの時価も下がる状況が表面化しており、ますますPEファンド投資が実施し辛くなるようだ。そういう意味では、日本では、PEファンドを未だ簿価評価として取扱っており、減損に当たらない限りは、評価額を洗い変える必要がない方が、投資家にとっては

219 2010年4月 金融庁 「国際会計基準（IFRS）に関する誤解」

非常に都合が良いと考えられる。

しかしながら今後、日本においてもASBJの提案等により、国際会計基準（FAS157）の公正価値評価基準の導入が予測されるため、PEファンドのボラテリティが上昇し、当初の思惑であった簿価運用として年金資産全体のボラテリティ抑制といった目的が果たせなくなる可能性が高い。

我が国では、企業会計基準第10号「金融商品に関する会計基準」において金融商品の会計処理及び時価の算定が定められ、その適用は、日本公認会計士協会 会計制度委員会報告第14号「金融商品会計に関する実務指針」を含む指針等にある金融商品の会計処理及び時価の算定は、国際的な会計基準の取扱いと同じ考え方に基づいていると考えられる。

(2) 海外主要国（米国及び英国）の保険会社の運用状況

①米国保険会社の資産配分状況

米国生命保険会社における資産配分は、負債・債務の性格からa) 一般勘定とb) 分離勘定（特別勘定）の大きく2つの勘定に分けられている（図表100参照）。

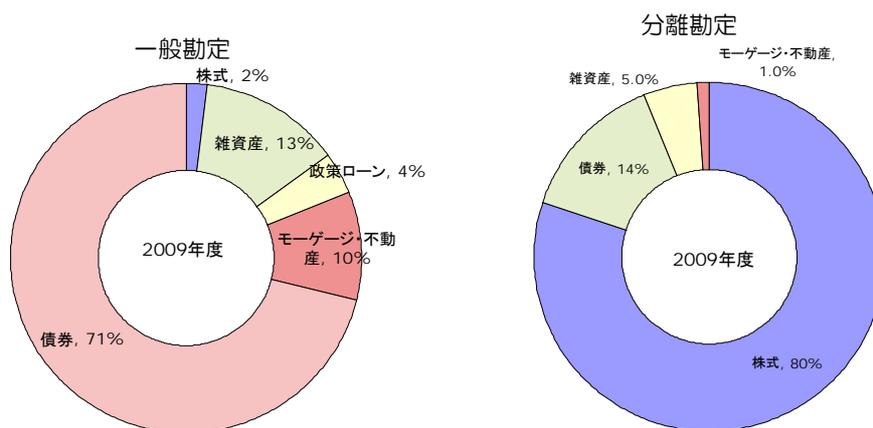
a)一般勘定

米国生保の一般勘定では安定運用方針が採用されていることが多い。この理由は、生命保険の保証付き、固定ドル給付金支払の契約債務をサポートする資産とすることが主な要因となる。

b)分離勘定

米国の州法によって、分離勘定における投資は、一般勘定における投資では制限が設けられている資産に対する投資が許されている。この勘定では、投資リスクパズルー商品や変動年金、変動生命保険、年金商品等のビジネスラインに関連する負債をサポートしている。分離勘定のポートフォリオは普通株式、債券、モーゲージ、これら債務の組合せや、その他投資で構成されている。

図表 100 米国生命保険会社の資産配分状況

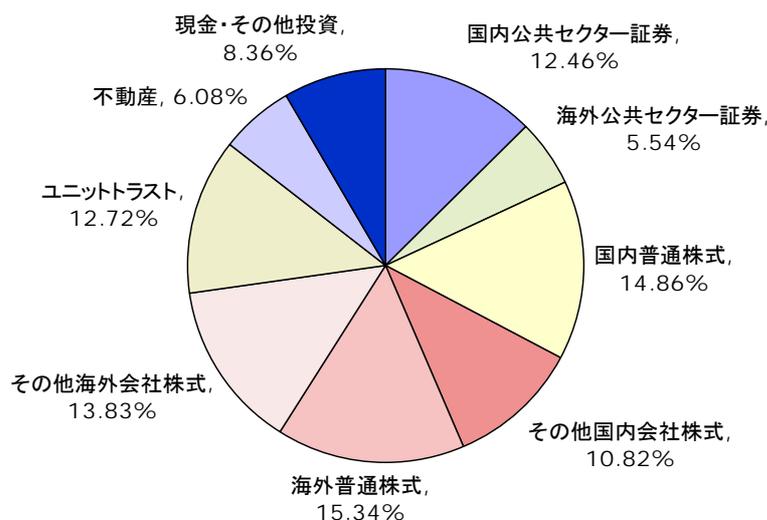


(出所) 米国生命保険協会資料より大和総研作成

②英国生命保険会社の資産配分状況

英国の生保会社の運用方針には特徴があり、変額商品を含まない（一般勘定）資産配分の多くを国内外株式（約55％）に投資している（図表101参照）。更に国内外公共セクターへの投資（国内12.46％+海外5.54％＝18.0％）も高い保有比率を占めている。英国生命保険会社がリスク取る理由として、英国の生命保険商品は解約戻金の保証がないことが特徴として挙げられる。

図表 101 英国生保会社の資産配分状況（変額商品等の資産は除く）



（出所） 英国保険協会資料より大和総研作成

③米国、英国での生命保険会社の運用と日本の比較

我が国生命保険会社の資産は、その大半が将来の保険金などの支払いを確実にすることを目的とするため、安全性等の原則に基づいて運用している。この安全性の観点から、保険業法では、運用対象に制限があるとともに、一般勘定についてはそのリスク性資産の割合に一定の限度が設置されている。具体的には、国内株式、外貨建資産への投資はそれぞれ一般勘定資産の30％以内、不動産は20％以内となっている。ただし現状は、我が国の多くの生命保険会社の保証利率は1％台を推移しており、実際に株式への投資は有価証券全体の2割程度に留まる。それでも、米国一般勘定と比較すると、我が国生命保険会社の株式投資比率が高い点では、米国より英国に近い状況が見えてくる。既に、大手生命保険会社では、一部PEファンド投資を実施している先も多く、今後も、市場環境が上向き、更なる保証利率の上昇時には、高いリターンを期待できるPEファンド投資へ傾斜する可能性は高いといえる。また、昨今では、バーゼルⅢでの対応控除アプローチの導入により、銀行、生保、証券の間でも資本のダブルギアリング規制による資本の控除の懸念が強いことも上場株式以外の資産でリスク性投資を実施する機会につながるといえよう。

（3）ファンドオブファンズの事業環境とその実態

世界のPEファンドの資金調達（ファンドレイズ）環境は引き続き厳しい状況にあるといえよう。

2009年に見られる環境は若干改善しているが2010年まで継続しており、2006－2008年の業界全体のピーク時より資産は減少傾向にある。これに伴い2010年度におけるファンドオブファンズ(以下、FoF)のマーケットシェアの減少は、運用機関であるゲートキーパーにとっては特に厳しい年であったことを示しているといえよう。また昨今では、市場参加者の減少に伴い、莫大な収益を創出していた著名ファンドですら資金調達が困難となった市場環境下で、FoFへの魅力が更に低下していることが推察される。ただし、十分な情報と商品選択の自由が乏しい我が国年金基金にとっては、当初の知識習得及びLP選択の分散としては、十分検討の余地がある商品とも言える。また、FoFの投資家の主な理由の一つあるアクセス困難なファンドのエクスポージャーの獲得として、今まで投資出来なかったファンドにも投資の機会があることも魅力が高い要因として上げられよう。

ただし、過去2年間の厳しいファンドレイズ環境は投資家のコミットメントに対する競争を激化させる結果となったため、以前市場に参入してきたFoFの多くに不安定要素が残ることには留意が必要だ。特に昨今、ゲートキーパー内のキーマンの退社、ファンドの解散等が増加することも少なくない。また、銀行のオルタナティブ投資行動を規制するような、米国におけるドッド・フランク法等の新規制が2010年には導入されている。新規制は多くの人が思ったほど厳しいものではないとの認識が強いが、PEファンドの投資部門を解散・スピノフしようとするような金融機関も増加しているのも事実として認識すべきことであろう。

3. 文献調査のまとめ

文献調査の中で、各国のPEファンドの投資家やFoFの現状について、様々な角度から検証していった。しかしながら結論として、各国の制度や運用機関の体制からPEファンド投資が実施しやすいマクロ的な要因があるとは想定し辛いのが実情であろう。海外でのPEファンドの投資が促進された要因としては、むしろ高い期待リターンを設定すると会計上、企業年金の掛け金拠出の減少といった母体企業側の都合や、上場株式市場環境の好調さが、更なるリスク性投資を促していったと考える方が素直な帰結といえる。また昨今のPEファンドの資金調達が困難な状況は、過去高いリターン実績のある良質なファンドへの投資好機と捉える投資家が多いが、我が国年金基金がこの状況下を把握しているとは言いがたい。運用機関や情報発信に関する機会の少なさといった、PEファンドを受け入れる土壌がまだ十分育成されていないことがむしろ問題ともいえよう。

以上の分析結果は次いで実施するヒアリング調査において、PEファンド投資の課題・問題点等の把握する上での重要ポイントとして活用する。

【参考文献一覧】

1. 企業年金連合会 “企業年金に関する基礎資料” 2010年12月
2. American Council of Life Insurers “Life Insurers Fact Book 2010”
3. 産業基盤整備基金 “ゲートキーパーの欧米における実態と日本における可能性<報告書>”
2000年3月
4. 大和総研 “企業年金のベンチャーキャピタルへの投資拡大に向けた可能性調査委託事業(報告

書)" 2009年3月

5. 大和総研、“金融法人及び年金基金におけるオルタナティブ投資状況”、金融・公共コンサルティング部、菅野泰夫、2010年12月
6. 日本投資環境研究所 ”英国の「スチュワードシップ・コード」と機関投資家の責任“資本市場リサーチ、2010年

第3章 ヒアリング調査の概要

第1節 ヒアリング調査の意義

文献調査では制度及び投資環境等の大枠のデータを確認して、運用の高度化を図る年金基金、保険会社の実情を調査した。次は、更に実態に近い意見を調査すべく、我が国年金基金へのヒアリング調査を実施することで、運用の高度化におけるボトルネックを明らかにしていく。

ヒアリング調査には、概ね2つの意義が内包されている。第一は間接的な情報収集（文献調査）では踏み込めない領域について、実際の年金基金、保険運用担当者（機関投資家）へ直接ヒアリングを行うことで機関投資家のPEファンド投資の実態をある程度まで明らかにする。第二はそこで得た情報を分析し、機関投資家における運用体制強化とそれを促す制度的な外的環境の改善に向けた施策の検討を行うことである。

結論としては、今般のヒアリング調査の実施により、課題・問題点を抽出・分析すると共に、機関投資家におけるPEファンド投資の活性化を図るために重要な情報を広く収集できたと考える。

第2節 ヒアリング調査の実施内容

1. ヒアリング実施調査の対象

主に平成22年5～6月にかけて実施した㈱大和総研「オルタナティブ投資アンケート」調査対象の機関投資家を中心に、PEファンド投資に関する回答で「実施している」、「実施を検討している」という観点から2つに分類、其々より万遍ない意見収集を図ることとした。

もっとも、PEファンド投資を「実施している」、「実施を検討している」との回答は少数に止まり、且つ具体的な選定作業ではヒアリング調査の受諾が必要なこともあって、少なからず困難が伴ったのも事実である。そこで、本邦在の企業年金、金融法人のリストから、連絡先、担当者が明らかで、且つ過去のアンケートに連続して回答している全11基金（社）を対象として抽出した。ここで当該抽出基金（社）に対して、電話により今般の事業趣旨の説明や実際のベンチャー、パイアウトファンド投資状況を確認、交渉の上で面談の了解を得る作業を重ねている。さらに訪問の際には、事前にヒアリング質問書を電子メールで送付し、個別項目に対する回答をある程度準備してもらった上でヒアリングに臨む方法を採用している。

なお、ヒアリング調査を実施した年金基金からは、今般の調査報告につき匿名を条件に了解を取り付けている。最終的にヒアリングが実施された調査対象11基金（社）のプロファイル（概略）は以下の通りとなっている。

- A年金基金：関東地方 電気機器 企業年金基金 基金型「実施している」
- B年金基金：関東地方 電気機器 企業年金基金 基金型「実施している」
- C年金基金：関東地方 卸売 厚生年金基金 連合型「実施を検討している」
- D年金基金：関東地方 卸売 厚生年金基金 総合型「実施している」
- E年金基金：関東地方 建設 厚生年金基金 総合型「実施している」

F年金基金：関西地方 電気機器 企業年金基金 基金型「実施している」

G年金基金：関東地方 食品 企業年金基金 基金型「検討している」

H年金基金：関東地方 精密機械 企業年金基金 基金型「実施している」

I年金基金：中国地方 機械金属 厚生年金基金 連合型「実施している」

J保険会社：関東地方 生命保険「実施している」

K損害保険：関東地方 損害保険会社「実施している」

2. ヒアリング調査実施期間

平成22年12月～平成23年3月

3. ヒアリング調査実施の手順

ヒアリング調査は2つのプロセスから構成される。第1段階としては、ヒアリング調査の事前準備と訪問のアポイントの取付け、ヒアリング依頼書、事前の調査項目送付。第2段階は、調査対象企業への訪問および担当者からのヒアリングおよび意見交換、議論を行っている。

(1) 事前準備

調査対象が決定したところで各年金基金（会社）に訪問（面会）のアポイントを取り、事前に調査項目を送付している（具体的内容は以下の通り）。これは、事前に質問内容に対して大凡の準備をお願いする趣旨で実施したのもだが、質問項目が内容面で多岐に亘るため、回答可能な範囲で効率よくヒアリングを実施することを目的としている。このため全てヒアリング調査において、必ずしも全質問項目に関する網羅的な回答を聴取しているわけではない点を付言しておく。

【事前送付：運用高度化（新規オルタナティブ投資の活用等）についてのヒアリング項目】

①運用全般に対する考え方、今後の方向性

- ・現在の運用体制と投資決定方針（資産運用委員会の頻度等）
- ・(企業年金の場合)母体企業から投資制約、規制
- ・投資ガバナンス（議決権行使や投資家としての発言権）
- ・国内株式への見方（株式のアロケーション変更の方向性、中小型株も含めて）
- ・ベンチャー、バイアウトファンド投資の可能性
- ・リアルアセット投資（インフラファンド、森林等）の可能性

②新規オルタナティブ投資（ベンチャー、バイアウトファンド、リアルアセット投資等）に対する考え方、今後の方向性

- ・政策アセットミックスの再検討における位置付け
- ・投資するに当たって考慮するポイント（最低条件）
- ・投資に関する情報入手状況
- ・投資に当たっての理念、ポリシー

③ 投資を行うに当たって解決すべき課題・問題点

- リスクプレミアム
- 流動性リスク
- 価格の不透明性
- 情報開示の不透明性；会計、財務、税務、投資契約書等に関する課題
- 高い投資リスク水準
- Jカーブ効果
- 情報開示の一元性（統一フォーマットの未整備等）
- 高い運用報酬水準

④ 投資を実施しない（中止する）理由

- ベンチマークの未整備
- アセットアロケーションのための標準的な定量分析手法の未確立
- 会計上の問題（時価評価等）
- リターンの問題（投資は長期）
- リスク管理体制の問題
- リターン／リスクの問題、その他法制上の問題

⑤ 参考にしている市場情報（データベース等）、収集方法

- 利用データベース（参照ベンチマーク）、統計データについて

⑥ 政策アセットアロケーション策定における課題

- 期待リターン、リスクの定義
- アロケーション内での位置付け
- 参照ベンチマーク

⑦ 投資案件等に関する評価（デューデリジェンス、モニタリング）

- 設定来のIRR（内部収益率）
- 地域・ジャンル別等の投資比率
- 銘柄選定方法、人的コネクション
- 主要人物
- レポーティング体制

（2）訪問および意見交換

実際の訪問に際しては、当ヒアリング調査の趣旨説明およびその理解を求めることから始まり、

その後、事前送付の調査項目に沿った質疑応答により、当該運用体制の現状から、PEファンド投資に関する運用担当者としての意見を求めた。加えて、足元の資産運用状況（特に中小型株式投資や、伝統的金融資産も含む）や、今後のオルタナティブ投資（リアルアセット投資も含む）に対する考え方・方向性なども同時にヒアリング調査を行い、直近の機関投資家の動向を様々な角度から捉えることを試みている。

4. ヒアリング調査結果の分析

今般のヒアリング調査結果の分析・評価については、様々な要素を整理して考えることが重要となる。また、各企業年金のヒアリング結果は個別の事情が混在していることが少なくないため、一般化するのは決して容易でないものの、事前に調査項目として提示した、年金基金のPEファンド投資の活性化に向けた調査項目に分類し、意見を整理するよう努めている。

5. 実施対象企業：11基金（社）について

ヒアリング調査の対象として選定した11基金（社）は、いずれも資産規模が大型の中堅～大規模な基金（社）となっている。オルタナティブ（非伝統的資産）投資の実施には、人材、運用スキル、予算といった様々な面で一定の高度な運用体制などが必要になる。小規模な資産ではオルタナティブ投資の実施を検討する余地すらないケースも少なくないため、VCファンド、パイアウトファンド投資に関して有益な意見を期待するには、一定の資産規模以上が必要であるとの判断に基づく（※なお、具体的な資産規模の開示等により調査対象の基金（社）が特定される可能性があるため、本報告書においては資産規模をはじめとする一部の情報を掲載していない点、了承されたい）。

以上を考慮すると、適当な対象基金（会社）は東京をはじめ関東地区が中心になる傾向は否めないが、今般のヒアリング調査では関西地区も含め地域的な偏在をできるだけ排除するよう心がけている。

第3節 ヒアリング調査結果の概要（重要ポイント：項目別まとめ）

PEファンド活性化に向けた施策を検討する前に、今回のヒアリングで挙げられた幾つかの代表的な意見について取り纏めている。また、ヒアリング調査において特に留意する必要がある意見についても併せて整理を試みている。

【企業年金の制度・運営について】

1. 年金積立金の運用目標

（1）運用目標の設定プロセス

- 母体企業は年金の理解に乏しく（特にALM等が必要なPBOなど）、資産・負債両方を理解するのは年金基金であるため、イニシアティブを取って運用方針を決めるのは基金側が担当している。投資枠の決定などは、母体企業にあるものの個別の商品等の決定については基金で行うのが実情である。

（2）運用目標の設定

- 予定利率を決める段階では、年金ALM分析を実施し、リスク/リターンの観点からアセットアロケーションの比率を算出する。具体的には、年金ALMについては、コンサルタント等に相談し意見を求める。現行のポートフォリオを基に、資産配分を調整して3~4パターンを想定する。ALMは1年間ぐらいの時間をかけながら吟味、決定する。通常、年金ALMの見直しは3年に一度行われている。
- 受給権者に約束される予定利率は基金ごとにバラつきがある。5.2%程度を設定している基金もあれば、3.0%、2.5%を設定ところもある。与えられた予定利率で運用するためにどこまでリスクを取れるか比較、検討する所とで自ずとハイリスクを取らず、ミドルリスクをとるための資産配分が決まってくる。結果として、株の資産配分についても50%の割合が必然的に決定される。リスク性商品に投資する必要がある場合は、全体的なバランスと資産の相関等を勘案しつつ判断する。

2. 企業年金基金のガバナンス

（1）意思決定及び業務執行

- 企業年金には、国の規定に従い、資産運用委員会、理事会、代議員会が設置されている。代議員会の構成については、企業側の代表者と組合・職員側の代表者を公平に選定している。事業者代表は選定代議員、組合・職員代表が互選代議員である。
- 資産運用委員会の構成委員は、規定により、運用執行理事、委員長、常務理事、事務長から構成されている。
- 最終的な決断を下す理事長が、非常勤であり他の職を持っている場合も過去にはあった。
- 資産運用委員会を月次で実施している基金や年3回開催する基金もあった。年3回の基金では、2月、5月、9月に開催しており、決算、予算編成、代議委員会前後に開催している。運用委員会

では、商品の説明、ポートフォリオ等の説明を運用執行理事が行うが、他のメンバー、例えば、財務部出身の委員等は、金融のバックグラウンドや知見がないため、反対意見を述べたりするは稀である。実質的には追認であるケースが多い。基本的に、運用執行委員が決めた投資方針、ポートフォリオ選定について委員会で形式上採択している状況である。

- 理事会で、海外を含め、ファンドマネージャーを招集し、委員会の中でプレゼンテーションを要請する規定を導入した基金も存在した。やはり、説明責任を果たす一環として、知見の深さには関係なく委員全員のコンセンサスを取り付けようとしている。
- 関東地域の食品関連の年金基金では、組織上の構成を各部門から平等に人選を行い市場が急変したときや危機的状況が発生してときでも、市場環境に合わせてリバランス、解約といった権限が明確になっており、即時対応できる体制が構築されている。
- 年金積立金の管理運用には、専門性が必要であるが、多くの企業年金基金では人事ローテーションで3~4年で入れ替わっている状況。その間に運用管理に必要な知識を率先して学習する担当者もいれば、そこで何もせず、ただ時間だけを潰す担当者もいる。その後、任期を終え、他の部署へ移動していくのが一般的であるようだ。この状況を踏まえ、ある担当者からは、企業の方針として、赴任が決まる前に業務に必要な資格を取得した後に着任する規定等を定めてはどうかという声もあった。

(2) 業務執行における監視体制

- ある基金では規約上の制約により、運用執行理事は委員長になれないため、牽制を働かせるという意味合いから母体企業から委員長を選出している。また、牽制機能の最適化のために政策アセット・ミックス作成に関しては、企業と基金の役割分担を決めている。資産配分の大枠については、母体企業が責任を持ち、個別商品の選定に対して企業側は意見を述べないスタンスをとっている。その代わりに、基金に対するモニタリングを実施し、違和感等があったときには母体側からしっかりと意見が出される仕組みを作っている。そして、母体企業と年金基金との間で意見の合意が得られれば、その後、経営陣への報告する体制を構築している。
- 企業年金に至るまでの経緯を勘案すると、母体企業が基金に対するプレッシャーをかけることが出来なかった理由の一つには、基金が厚労省所管であったからと考える意見もあった。

(3) 人材の確保・育成

- 企業年金基金の多くが人材の確保、育成については、高度な専門性を持った質の高い、若い人材を確保していく必要性を強く感じている。特に金融機関での職務の経験や資格保有などを義務付けることが良いとの意見もみられた。

3. 運用委託機関の機能

- 年金基金の情報収集に関しては、訪問してくる国内の百数十社程度の運用委託機関の営業マンや、コンサルタントの意見を聞くなどして、運用担当者は情報を収集している。

- 資産運用委員会のガイドラインの規定に従い、投資全体を総幹事からの選定部分と競争による部分に分けて運用している年金基金も存在する。
- 企業年金の中で、より保守的な運用傾向にある理由としては、以下の理由が挙げられた。①信託銀行が政策資産配分の作成の時に自由な発想を持たず、ホームカンントリーバイアスを持っている、②生保の運用（一般勘定）の殆どが国内資産の商品に対する投資をしている。
- 総幹事、信託銀行は年金基金の要望に対して新商品のアレンジをして提供するようなことはなく、既に保有の商品を提供してくるだけである。
- 適格機関投資家になっている基金は、証券会社と直接取引を行いニーズにあった商品を購入する手段を持っている。

4. 年金積立金の運用手法、運用対象

(1) 資産配分（政策アセット・ミックス）

- 代行返上後、株式の保有比率を10年程かけて減らしてきており、その分、オルタナティブ商品の比率を上げてきているという声がよく聞かれた。当初6割程度の株を保有していたが、最近は3割弱に株を減らしてきている。過去20年の実績を見ても日本株は儲からないということを実感してきている。

(2) 運用対象等（成長分野等への投資）

- 成長分野と考えられる投資について、今回の趣旨として、バイアウト、VCファンドに焦点を当てて調査を実施した。また、大きな括りでは、これらのファンド投資もまたPEファンド投資のカテゴリーとして定義した。
- 産業金融の観点から、企業年金基金の「運用の高度化」と機関投資家としての年金基金の「成長企業への資金供給」を如何に国民資産の好循環を実現することができるかを年金基金の運用担当者等にヒアリング等を行い、投資動向やそれを実施するにあたっての投資アパタイト、問題点・課題を列記していく必要があるだろう。

【投資実態・その周辺に関する議論】

5. PEファンド投資について

(1) 投資動向

- 国内の年金基金の中でPEファンド投資を実施しているのは、上位60基金に留まっている。
- PEファンド投資を実施している基金の大半は、海外PEファンドに投資をしている。
- PEファンドに投資している基金の大半が、バイアウトファンドやディストレスファンドをメインに行っており、VCファンド投資については、ほんの一部であろう。
- PEファンド投資はバイアウト、ベンチャー等との区別がはっきり分らない。

(2) バイアウト投資に関する問題点、課題

- バイアウトファンド、ベンチャーキャピタル、ヘッジファンドなどの違いが分からず、理解し辛

い。

- 投資期間が長すぎる問題や流動性に乏しい問題が多い。
- Jカーブ効果の問題が不安。
- PEファンド投資の大半は海外籍への投資が多く、為替リスクの影響を受ける。
- 国内PEファンドには、海外と違い高いパフォーマンスを出せるマネージャーがあまりいない。
- 海外PEファンド投資の場合、昨今の金融規制の流れを受け時価評価での開示が始まったが、時価の動かない簿価評価の方が年金運用には向いている。
- 国内PEファンド投資に限っては、定量判断するだけの過去データが存在しない。

(3) VCファンド投資に当って問題点や課題。

- PEファンド投資の一種として定義されているが、そもそもベンチャーキャピタルの定義が分からない。
- VCファンドの中に、2〜3銘柄のホームランというものが含まれるが、残りは不成功に終わってしまうのは周囲に説明できず、運用担当者として採用する気になれない。
- 受託者責任の観点からベンチャーキャピタルの倒産等事実は代議員会で説明が出来ない。

6. リアルアセットファンド投資について

(1) 投資動向

- インフラファンドは、長期投資のPEファンドと安定したキャッシュフローを提供する不動産の中間的な商品だと位置づけている基金もある。
- 株式や債券等の金融資産との相関がないため、採用の対象である。ただし、流動性がないことは問題である。

7. 中小型株式投資について

(1) 投資動向

- 中小型株投資は1996年、ライブドアショック以前より、継続的に投資をしている基金があった。長期的に見ると、アルファを創出している投資である。

(2) 問題点や課題。

- 年金基金においてはTOPIXのインデックスによる投資スタイルをとっており、国内における小型株のインデックスとして、NOMURA、RUSSELのインデックスしか存在せず、使い辛いのもう少し工夫が必要。
- 一般的に、年金基金は小型株投資に関しては敬遠している。ボラティリティが高く、割安であり、流動性に乏しいのが大きな理由。
- 日本株式に資金を供給したいのであれば、個人マネーを如何に取り込むかを考えるべきであるという意見があった。確定拠出年金（DC）の枠を引き上げることで、比較的风险許容度の高い個人の資金（預金）が日本株式に流入する可能性がある。

8. 社会的責任投資

- VCファンド投資においては、儲かるということを考えるのではなく、日本の国家というものを考えたときにどうするかが大事であり、国家のために投資するのであれば、元本の毀損がない仕組であれば十分。
- CSRの観点から、ベンチャーファンドの銘柄の中には、パチンコパーラーや消費者金融等の銘柄は入れない主義の基金もある。
- 逆に、エコや環境ファンドに対する投資は積極的に行っていきたいという声もあった。

9. 議決権行使

- 規定上、基本的には、信託銀行に任せている。気にしていない。
- 議決権を行使しようとしても、パッシブ運用の場合は理論上全ての銘柄を保有しているので、フォローできない。信託銀行経由でプレッシャーをかけることはできるが直接行使というのは非現実的である。
- 利益相反の問題や、母体企業への議決権行使についての議論になってしまう。
- 議決権行使の問題以上に、既存株主による希薄化の問題の方が深刻だと考えている。

第4節 我が国機関投資家の運用高度化に向けたアプローチ

今後の機関投資家（企業年金、金融法人）の運用高度化（パイアウト、VCファンド投資活性化）に有効なアプローチを模索するために、運用担当者へのヒアリング調査を実施してポイントを浮き彫りすることを試みた。無論、ここの機関投資家においては個別の事情（資産規模、リスク特性など）があり、例えば、運用商品の選定においてもプロセスや手法が大きくことなることある。しかしながらヒアリング調査において整理した重要ポイントをベースに、商品を選定すべき機関投資家（需要側）と商品を提供する運用機関側（供給側）で、どの部分に課題・問題点があるかを区分していくこととする。

その中で需要側として、特に年金基金の問題点として浮き彫りになってきたのは、その運用体制での専任者や意思決定スキームに少なからず課題があるとの指摘が存在する。資産運用委員会のメンバーの中では運用執行理事や常務理事の他は金融・年金運用に関する経験、知見が乏しく、限られたメンバーが設計した投資方針にそのまま従うのが実情である。運用管理に関する知識等が少ない理由としては、それぞれの委員が財務、経理、人事部門等からの選出であるため、常勤の運用担当者ではなく、金融、年金運用に精通していないこともあるからだ。理事長には最終決定権が委ねられている役職となっているが非常勤体系であり、他部門との兼任するケースも多い。また、代議委員に関しては、事業者代表の選定代議員と、組合・職員代表の互選代議員が選出されており、バランスのとれたガバナンス体制になっているが、ここに運用に精通した人材がいることには、甚だ疑問が残る。

次に供給側として挙げられることは、運用委託機関である信託銀行は、年金基金の多様化したニーズに合わせるべく商品を提供できないため、新商品をアレンジするというより、自分達の手持ちの商品を卸しているとの批判も多い。一方、信託銀行の責任だけではなく、年金基金の側にも積極的に新商品に対するアプローチが見られないが故に、信託銀行の方も競争意識が薄いのではないかという指摘もある。

以上の事情を踏まえると、我が国における機関投資家の運用高度化へのアプローチの第一歩は、機関投資家側（需要側）と運用機関側（共有側）とで問題意識を共有して相互に理解を深め、その問題に対して真摯に具体的なアクションを起こし、相互で運用高度化に向けた具体的なアプローチを実現することが重要だろう。以下では、特に両者間で代表的な問題点を列挙している。今後、我が国のパイアウト、VCファンド投資活性化に向けた政策立案を進める上でも、こうした問題点を認識・共有し、具体的な施策に落とし込む作業が不可欠であろう。

1. 機関投資家側（特に年金基金）での問題点

（1）投資専任者、人材育成方法の問題点

①投資先任者の継続的確保が困難

企業年金基金の多くが人材の確保、育成については、高度な専門性を持った質の高い、若い人材を確保していく必要性を強く感じている。にもかかわらず、一企業のサラリーマンとしての年金運用管理者というところにも問題が挙げられる。運用執行理事に着任する人材は、常にその分野の専門家という訳ではなく、人事ローテーションの一環として配置されている。着任中に業務

を習得する意欲のある担当者ばかりであるとは限らない。白紙の状態から運用管理できる状態になるまでには、少なくとも1～2年はかかってしまい、投資の意思決定を出きようになる頃には、人事ローテーションによってまた、他部署へ移動していくことも多いとの報告もある。この状況では、我が国年金基金の中では、未だオルタナティブ投資として知識や理解が乏しいパイアウトファンド、VCファンド投資の理解まで知識が到達しないことなどが要因として、挙げられるだろう。

年金運用管理の立場の人材として、次の候補に挙げられるのは、商品を提供する側の人間になってしまい、これらの人材は報酬体系の違いで到底年金運用側に来ることは想定できない。やはり、野心のある若い金融人材が、直接基金側に立って年金運用に携わろうというインセンティブはないと思える。今後は、母体企業側での金融スキルを有する（証券アナリスト等の資格保有者）人材を一定程度確保することを義務付ける施策や、就職難の昨今の状況を上手く活用する上で、年金基金へ新卒で資産運用専任者候補者としての採用を試みることも一案として挙げられる。くしくも我が国においても、米国では1980年代の不況化で就職難に直面したMBAホルダーの多くが、年金基金へ就職したことで運用の高度化が進化した背景に通ずる部分があるとも言えよう。

②資格制度の未整備

年金積立金の管理運用には、専門性が必要であるが、先に述べたように多くの企業年金基金では人事ローテーションで3～4年で入れ替わっている状況が多いとの報告もある。その間に運用管理に必要な知識を率先して学習する担当者もいれば、そこで何もせず、ただ時間だけを潰す担当者もいる。その後、任期を終え、他の部署へ移動していくのが一般的であるようだ。この状況を踏まえ、企業の方針として、赴任が決まる前に業務に必要な資格を取得した後に着任する規定等を定めてはどうかという声も多い。運用管理業務を行うための一定の資格制度を取り入れることで人材育成を担ってきた他の資格制度の歴史的背景も認識すべきであろう。

例えば、証券会社にいる人材が、投資分析等の知識を吸収するため、証券外務員や証券アナリスト資格を目指すように、運用管理業務を行うための資格制度の整備を行い、企業に一定程度の取得者を義務付けることも可能だ。また資格取得自体にステータスが発生し、報酬面でのインセンティブも発生する動機付けも可能となってくるであろう。会社の人事体制や、会社規定の中で着任するまで間に少なくとも、運用執行理事になるための資格を取得させるのも一案であろう。

（2）年金基金のガバナンスでの問題点

①資産運用委員会、代議員会での意思決定の問題点

企業年金には、国の規定に従い、資産運用委員会、理事会、代議員会が設置されている。代議員会の構成については、企業側の代表者と組合・職員側の代表者を公平に選定している。事業者代表は選定代議員、組合・職員代表が互選代議員である。資産運用委員会の構成委員は、規定により、運用執行理事、委員長、常務理事、事務長から構成されているが、最終的な決断を下す理事も、非常勤であり他の職を持っている場合も多い。

投資商品の選定を行う、資産運用委員会では、商品の説明、ポートフォリオ等の説明を運用執行理事が行うが、他のメンバー、例えば、財務部出身の委員等、は金融のバックグラウンドや知見がないため、反対意見を述べたりするは稀との声が多い。基本的に、運用執行理事や常務理事が決定した投資方針、ポートフォリオ選定について委員会での説明のち、代議員会で形式上、追認して採決するだけのケースが多い。

この実情では、新しい金融商品を積極的に導入するかどうかは一部の運用執行理事や常務理事の経験・知見や過去の職歴等のバックボーンが重要となり、仮にその者に知識が無ければ新しい投資商品がその年金基金で採用されることは限りなくゼロに近い。代議員会で一部のメンバーしか知識が無い事を危惧し、説明責任を果たす一環として、知見の深さには関係なく委員全員のコンセンサスを取り付けようとする事も少ないという。なるべく平易な説明がもとめられてくるため、当該新たらしい部類に属するバイアウトファンド、VCファンドの活性化には繋がらないことが実情であろう。

よってここでは、資産運用委員会等で、海外を含め、積極的にファンドマネージャーを招集し、委員会の中でプレゼンテーションを要請する規定を導入した基金の存在には注目すべきであろう。高度な金融商品になるにつれ、基金を担当する総幹事等からも情報収集が困難であれば、直接採用する運用機関の専門家に説明することを規約に謳うことで運用機関側に一定の説明責任を義務付けることも施策として考えられよう。

②厚生労働省所管での限界

運用の高度化が進まない理由の一つとして、年金基金が厚生労働省所管にあるからではないかと考える意見も少なからずあった。金融庁の管理規定の遵守、検査等を受けることにより、より強固なリスク管理ガイドラインが機能すると同時に金融のプロ人材の配置が必要になってくる。そうすることにより、新規商品の検討等の理解が進みバイアウトファンド、VCファンド投資が更に活性化されるとの見解も多い。少なくともある程度金融機関の知識が豊富な人材からの金融検査が実施される時は、現在よりも明確に金融商品に対する認識をより多く求められ、事前準備等で金融スキル習得向上に寄与する可能性は高い。年金基金での運用資産は、金融運用管理機関なので金融庁の所管下にあるべきだったのではないかとの声が散見されていたのもこういった背景からくるものであろう。

2. 運用機関側（特に総幹事）での問題点

(1) 総幹事から抑制、信託銀行からの商品供給の少なさ

企業年金が、より保守的な運用方針になる理由として、新規商品を検討するときに総幹事からのアドバイス不足も要因の一つとして挙げられる。現在でも資産運用委員会のガイドラインの規定に従い、投資全体を総幹事からの選定部分と競争による部分に分けて運用している年金基金も存在する。

特に、代行部分が残る総合型基金は、金融危機以降の株式評価損失が、未だ大きく解消できてい

ない先が多い。新年度から新しい金融商品を検討したいが、総幹事からは、期待リターンが高めに設定されるため損失が多い国内株式の比率を更に上げるようにアドバイスを受けるケースが多いのが実情だ。一部の基金では、財政再計算の年金ALMのタイミングで総幹事から政策資産配分等をそのまま鵜呑みにせず、コンサルタント等を活用して、より詳細な政策資産配分を定義して、新規にアセットアロケーションを実施している基金も存在していた。但し、多くの基金では事実上ここまでの対応は困難となっているため、保守的な考え方からホームアセットバイアスが掛かる総幹事を批判する声が多かった。また運用機関から新規に持ち込まれた商品に対しても、新商品に乏しい総幹事からアドバイスを受けても、実施を抑制することしか明言がない等、自身の経験・知識不足故に新商品の検討が進まないとの声もあった。今後は、信託銀行や生命保険会社等の総幹事も、もっと柔軟な考え方を持たないと、バイアウトファンド、VCファンドの投資は進まないの実情であろう。また一部の年金基金で登録が始まっていた適格機関投資家（プロ私募）に関しては、あまり利用されていないのが実情のようだ。適格機関投資家に登録した基金は、証券会社と直接取引を行いニーズにあった商品を手に入る手段を持っている。しかしこれも新規商品の導入を積極的に行う基金からは、“英語でのプレゼンテーションでは判断できない”や“NAVの管理等で信託銀行を仲介せずに行うのは不安”等の意見も散見された。

また、ニーズに合う商品を提供してこないとの信託銀行への不満も多く聞こえた。信託銀行は年金基金の要望に対して新商品のアレンジをして提供するようなことはなく、既に保有の商品を提供してくるだけであるとの意見も多い印象を受けた。

(2) ファンド運用者の年金運用・実態の知識不足

2007年ごろには、特に我が国バイアウトファンドの資金調達が活況であり、運用機関側も投資家を選ぶ時代であった。受託者責任等の面倒な開示・報告が多い年金基金を敬遠してきた実情もある。グローバル金融危機以降、新たなファンドスポンサー規制等が各国で生じており、新規ファンドレイズの資金が以前より集まりづらくなっているのが実情であろう。昨今になって、急速に金融法人の代替として、年金基金からのスポンサーマネーを集めようとしても、ファンド側に年金業務に携わったものが少なく、年金基金の運用実態をつかみきれていない先も多い。幾分かは是正されているが、現段階でも大きな変化はみられていないのが現状であった。

3. その他の問題点

(1) 年金運用コンサルタントにおける問題点

年金基金の情報収集に関しては、訪問してくる国内の百数十社程度の運用委託機関の営業マンの意見を聞くなどして、運用担当者は情報を収集している。また大型の年金基金の多くは専属の年金運用コンサルタントを採用しており、提供されるプロダクトリスト等に関する情報は重要視されている。自身のコンサルタントが推奨する金融商品から優先的に採用する傾向が多く見られる。ヒアリング調査では、コンサルタントが推奨しない商品は一切、採用しない声も多かった。但し、肝心の年金運用コンサルタントによる、我が国バイアウトファンド、VCファンドの調査状況は進んでい

るとは言い難いのが実情であろう。外資系コンサルティングファームの一部では、米国、欧州から提供されている商品に関しては調査リストを保有する先もあるが、我が国のバイアウトファンド、VCファンドの調査は不十分のままとなっている。特に推奨が付くケースは信託銀行から提供されているごく一部のファンドに留まるのが実情だ。

一部の大手金融機関では、主体的に新しい金融商品を調査するために、ニューヨークやロンドンに調査拠点を設置するケースや、セパレートアカウントのゲートキーパーを採用するケースが多い。但し、年金基金側では調査コストに制限があるためこのような体制を取れる先は皆無に近い。よって代行調査、推奨を行う年金運用コンサルタントからの調査情報が増加しないことバイアウトファンド、VCファンド投資活性化には程遠いのが現状であろう。

第4章 個別ヒアリング調査結果（概要）

1. A年金基金

- ① 地域：関東地方
- ② 業種：電機機器
- ③ 形態：企業年金基金 基金型
- ④ PEファンド投資：実施している
- ⑤ ヒアリング実施日：2010年 12月 14日

【年金基金におけるガバナンス】

1. 運用会社との取引関係

大半は信託経由で商品を購入するが、投資顧問経由で投資している商品は1つある。デューデリを願ひして投資顧問の免許の中で実施している。

投資するためには受託を含めた信用ということが重要な要因である。例えば、今まで付き合いがないようなファンドマネージャーについては、いくら有能でも、定性面も含めて当該運用担当者が全て判断するというのは負荷がかかり過ぎるので、先ず信頼のおける信託や、今まで付き合いがあった委託運用会社がデューデリを終了したPEファンドの中から選択したり、時期やタイミングの観点からも投資を実施するか否かを判断している。最近では、独立系のファンドマネージャーが、ダイレクトに良く営業にやってくるが、投資信託や投資顧問がデューデリを実施した上でないと商品の採用は行わない。

2. 予定利率

現在の予定利率は2.5%である。PBO側の割引利率等の概念であろうが、90年代は当然5.5%であったが、2000年に4.0%に変更した。企業年金になった2004年からはずっと2.5%の予定利率である。予定利率は徐々に下がって来ており、その度に株等の比率も一緒に下げている。

3. 議決権行使

ガバナンスの側面から、議決権の行使、個別企業の政策、配当政策に口を出そうというようなことはない。口出しをするということは、自分の母体企業に対して口出しをしているのと同義である。

4. 運用報酬

PEファンドのハードルレート（通常8%）が高すぎるということはなく、むしろ低すぎるという感覚がある。イニシャルのフィーについてもあまり気にしていない。ヘッジファンドは信託報酬で1.0%か1.5%を取っている。

【オルタナティブ、プライベート・エクイティ投資】

1. 政策アセット・ミックス

全体に占めるオルタナティブ投資の割合は、建前として、投資比率で28%である。オルタナティブ資産クラスという区分を独立に設定している。資産配分は、日本株12%、外株12%、国内債券24%、外債5%、オルタナティブ28%、政府一般勘定14%、キャッシュフロー5%である。

日本株12%のうちの、4割ぐらいはロング/ショートが含まれているが、オルタナティブ投資としての解釈もできるが、株としてアクティブ運用として行っている。

株のアロケーションの変更はだいたい2000年ぐらいから開始した。その当時は、株の比率は5割を超えていた。変更の大きなきっかけとなったのは代行返上であり、正式な企業年金になったのが2004年4月1日なので、だいたい2002、2003年ぐらいから株の比率を減らしてきて、さらに、代行返上後、企業年金になってから予定利率も下げてきている。

2. プライベート・エクイティファンド投資

国内外のPEファンド投資を実施しており、国内、海外の投資割合はほぼ半分程度である。投資商品としては、ベンチャーキャピタル、バイアウト、ディストレスファンドに投資している。商品の大半はディストレス、企業再生で構成され、ベンチャーキャピタルへの投資はほんの一部である。

個別のファンドがエグジットして換金してお金が入って来たときは、基本的には、他の使い道にその資金を流用する。実際に、給付の方が掛け金より多い状態であり、不動産もPEファンドも利益が積み上がってきたときにリーマンショックが起こったので損失が大きかった。

当初から不足原資の補填という意図からPEファンドを採用した。その資金が戻ってきて、ディスレスやクレジット商品などがあればそちらにまわす資金を投資するという考えも持っていた。給付に使ったあと、残っていればその都度、チャンスがあるものに投資をするスタンスである。あるいは、リバランスに使うということも考えている。明確な運用方針はなく、運用しながらキャッシュを上手くまわしている。

PEファンド投資に際し、一般的情報としてのデータベースの活用、例えば具体的に、THOMSONやTASSというデータベースが存在していて、それを活用してPEファンドの傾向は見ている。PEファンドに関しては、商品の個別性が強いので、マネージャーに会ったり、色々セミナーに出席することで情報収集を行っている。

日本のPEファンドの歴史はまだ10年程度であるため、まだ判断できない。以前に、国内PEファンドに投資するようお願いされたが、PEファンドのデータが未整備なため投資はできない。企業年金基金は受託者責任を負っているため、定量的なデータの存在しない日本PEファンドの期待リターンを示すことができない。データがないからPEファンド投資を行わないのか、PEファンドをやらないからデータがないのかは、鶏と卵のようである。したがって、PEファンド投資に関しては、海外の商品に投資するという事になっている。

退職給付会計が委員会を四半期に一回開催している。資産運用、制度、企業会計等がそれぞれ別々

に月一でワーキンググループを開いているし、当面、国際会計基準対応として月1回の頻度で開催している。IFRSに関して、母体企業の方にその他包括利益に年金の数理差異の部分が入ってくることに對する、母体企業のリアクション、また、企業年金と母体企業との温度差というものを埋めるべく、月1で委員会・ワーキンググループを開催している。

2004年に代行返上して以来、ボラティリティ抑制には留意してきたが、リーマンショックにおけるボラティリティのレベルは超越していた。それ故、ボラティリティ抑制、見かけ上時価をそれ程出さないPEファンド、リートを採用して乗り切ろうと計画したが、リーマンショック自体流動性危機であったため、流動性のない商品程、損失度合いが大きな結果となってしまった。

リーマンショック時、ヘッジファンドを解約しようとしてゲートに引っかかったことがあり、サイトポケットに入ったままになっているものも少々残っている。

流動性管理という観点からではなく、日本株のロング/ショートを採用しているため年1回の開示を行っている。ヘッジファンドという意味からは、リスク管理は行っていないが、流動性リスクの観点から、PEファンド、不動産等のリスク管理については留意している。

PEファンドの時価に関して言えば、米国基準に変更があったため、上場株の変化に合わせて、時価に反映させる基準となった。改定以前は、良い意味でPEファンドの時価をそれほど変動させる必要がなかったが、変更後、上場株が下がったときに一緒にPEファンドも下げないといけなくなってしまった。リーマンショック後、帳簿上一斉に25~30%いっきに全てのPEファンドの簿価が下がった。時価評価基準になるとやり辛くなる。日本の場合、減損に当たらない限りは、価格は変動しないため、投資家として計画を立てやすかった。公正価値評価が企業会計基準委員会（ASBJ）からも提案されているように、今後、日本でも国際会計基準（FAS157）が入ってくるとますますMark to Marketになる可能性があり、そうすると、PEファンドの魅力はむしろなくなる。株の分散、ダウンサイドリスクを軽減するためにPEファンドをやっているのに、上場株が下がったからPEファンドが下がってしまうのは納得がいかない。上場株に合わせて価格を上下させるとするのは、流動性リスクだけを気にしていて、途中益が出ていてもそれで売れる訳でもなく、過剰な評価損を出しても意味がないと考えている。

3. バイアウト、VCファンド投資

VCファンドのJカーブ効果は大きく、投資期間が長いという懸念がある。さらに、国内のVCに限っていると、上場公開する企業数も最近では減ってきており、なかなか成功し辛い環境になってきている。採用している受託機関の数は、国内、海外、およびバイアウトとセカンダリーを合わせて10社以上である。設定しているアセットアロケーションの中で、残額ベースで換算して6~8%程度投資している。

VCファンドやバイアウトの投資比率は、個別に違っているが、PEファンドの期待リターンは一応2桁程度を想定している。上述の通り、企業再生やディストレス系への投資が多いため、20~30%のリターンは必要ないが、10%程度のリターンの獲得は望んでいる。

ピンテージヤーは、2004年の初めにPEファンドを開始した頃、海外のマルチ（-ストラテジー）商品に投資しており、一部セカンダリーも組み込んでいた。個々の商品のピンテージヤーとしては

ばらばらである。2009年以降は、コミットメントは0である。

4. インフラファンド、森林ファンド等、リアルアセット投資

オルタナティブはいろんな商品に投資を行っているが、インフラファンド、森林ファンド、リアルアセット等の商品への投資は実施していない。インフラファンドは、当初から投資を開始していた。PEファンド的な性格を持ち合わせた不動産的なキャッシュフローも獲得できることから、イメージ的には不動産とPEファンドの間ぐらいと考えている。PEファンドも不動産も投資して来ているので、機会があればインフラファンドについては投資を実施しても良いと考えている。そうする内に、リーマンショックが起きてしまい、投資できる環境ではなくなってしまった。

5. 中小型株投資

中小型については、日本株でロング／ショートを採用している。ロング／ショートは小型バイアスがかかるため、ロングオンリーの部分を通常の基金は全てTOPIXで運用を行っている。あるパッシブ運用マネージャーはインデックス（ベンチマーク自体）にS&P500を利用して、大型株に寄せている。ロング／ショートヘッジファンドマネージャーが絶対リターンを獲得しようとする中で、中小型バイアスがかかっているだけである。バランスをとるために中小型も採用している。ポートフォリオとしてみると、中小型を保有していることになるが、バイ・アンド・ホールド的な見方をすると中小型は保有していない。その代わりに、中小型株に関しては、年1回全銘柄開示を行って、全銘柄について基金全体で分析を実施している。

業界全体の方向感として、株のリスクは下げようという方向にある中で、取り分け日本株の比率を下げて行こうとする業界全体の方向性が出来ている。

2. B年金基金

- ① 地域：関東地方
- ② 業種：電機機器
- ③ 形態：企業年金基金 基金型
- ④ PEファンド投資：実施している
- ⑤ ヒアリング実施日：2010年12月20日

【年金基金のガバナンス】

1. 委員会の構成

資産運用委員会は、経理2名、財務部2名、人事部2名、年金基金2名から構成されている。理事長は1名おり、人事部長でもある。投資の方針については運用執行理事が考え、財務部長、経理部長が数字を見て判断し、承認を得る。財務、経理部長はバランス・シート上のストラクチャーについては知見があるが、バイアウト、VCファンド等への投資に関する概念についてはそこまでは詳しくない。リスクをヘッジするという目的で財務部長、経理部長の承認を得ている。

運用執行理事制度を設立以来、キャリアとして全て財務から人が出ている。製造業セクターの特徴として、原価・予算系の経験を持った人材は多数存在するが、財務系の人の層はそれほど厚いとは思えず、ローテーションで回すことも適わない。

バイアウト、VCファンドといった金融商品については、どこまで理解できているかという懸念はあるが、ALMについては、これまでに委員会でもかなり丁寧に説明を行っている来た経緯がある。彼らに特別なポジションがあるという訳ではなく、全委員が同一のレベルでリスク許容度等について議論をするレベルである。アセット・アロケーション作成に際しては、財政再計算で出てきたポジションに対し、ALMを実施、予定利率と向こう何年かの給付とを用いたモデルを作って、積立による最大損失等を算出する。出てきた結果について経理部長と財務部長が検討し、意思決定を行っている。これら3者がある意味、意思決定権を持っており、判断材料を与えるのが執行理事の役目である。

2. 牽制体制

過去の実例として、母体企業と基金との間で利益相反が発生したことがあった。銀行の優先株と普通株とを基金と母体企業がそれぞれ保有しており、このようなネガティブな情報や個別具体的な上手く行かなかった実例についてもきちんと報告しており、母体企業との意思伝達は上手く行っていると自負している。

他の事例としては、2000年の運用委員会において、ヘッジファンド、不動産、PEファンドを審査にかけたときに、デリバティブの定義が曖昧という理由でヘッジファンドの採用が却下された例もある。

国際会計基準の導入による即時償却の母体側に与える影響については、元々US GAAP基準を採用している企業であるため、母体企業からのプレッシャーは軽微と考えられる。公生価値算定における

レベル1、2、3については懸念しているようである。

3. 運用会社との取引関係

企業年金の中で、より保守的な運用傾向、ホームカンントリーバイアスが掛かり易い傾向にある理由としては何が起因するのか。信託銀行が、保守的な考え方の下、ホームカンントリーバイアスを持っている内は何も変えることは出来ない。皆が持つが故に、横並びで20年間日本株を持ち続け、やっと利益が出ないことを認識するようになった。逆に言うと、信託銀行、証券会社が変わらない限り、基金の保守的運用は変わっていかないと思う。生保にしても運用の殆どが国内である現実を認識すべきである。それに輪をかけて、生保に対するソルベンシー・マージン等の国際金融新規制の導入等により、どんどん保守的になっていく一方である。国内で資金が循環するという意味では悪いことではないだろうが、確定給付3~5%を獲得し続けられるかは非現実的であろう。

4. 人材のローテーションや育成

母体側の方針として新しい年金運用を手掛けるための人材育成や、若い人材を投与する等の気合はあまりなさそうである。実態としては、年金基金に来る人材は子会社の管理職役員待遇で小さな子会社に出向しているのが現状。

5. 予定利率

過去においては、予定利率5.5%であったが、代行返上後予定利率を2.5%に下げた。諸経費等を入れて3.0%取るのも至難の業である。

6. 確定給付と確定拠出

当該年金基金においては、確定給付（DB）と確定拠出（DC）の併用を行っている。それから、もう一つの選択肢として退職金なしという選択肢もある。退職金がない代わりに給料の前払いをする。また、DB部分の一時金との選択割合を認める。DCが過去分を償却しないで移っているため、それが積み上がって行くとDBの方が相対的に小さくなっていき、依然として基本はDB型である。CBを導入したのは代行返上後である。

【オルタナティブ、プライベート・エクイティ投資】

1. 政策アセット・ミックス

オルタナティブ投資は分散投資上必要であることは分かっているが、非常に保守的に考えている。外国株を国内株より多く保有している。10年の時間をかけ、当初は国内株と外国株の比率は60対40ぐらいの比率であったものが、5年後ぐらいには50：50となり、直近2年ぐらいは外国株保有の方が日本株保有よりも多くなってきている。

その中には、ベンチマークのある新興国株の銘柄は全て入っている。また、PEファンドでFoF形式になっているものについては、一定以上アジア株を組み込むことが許されている。例えば、アジア・

パシフィックでアジア株を、PIPSでインドの小型株を採用している。ちなみに、資産運用委員会で、アジア株への投資を行っている旨の説明はしているが、理解しているかはあやしい。さらに、ホームバイアス的な考え方から、年金基金の外国株が多いのは如何なものかという意見もあった。

会計基準（変更）の観点から、インフラファンドとかメザニンといった、簿価性の強い商品の国政価値の方が年金基金として投資をするのは気が楽である。優先株、メザニン、ハイ・イールド、米国バンクローン等の商品を財務部には説明しやすいが、組合や人事部の代表に対して理解させることが出来るかは疑問である。

代行返上後、株式対債券比率が6対4から、逆転して4対6に変わっている。アセットアロケーションでも、インフラファンド1%、PEファンドで5%くらい投資できるようになった。当該基金の場合、5%のPEファンド投資を実行するために、10本程度のファンドが必要となる。

2. プライベートエクイティ・ファンド投資

国内においては上位60位の年金基金がPEファンド投資を実施している。当該年金基金は、PEファンド投資と称するものを2001年から8つ採用している。時間的分散を考え、ピンテージイヤーが比較的乱れないようにしている。内訳としては、米国のメザニンが1つ、国内の再生ファンドが2つ、海外のFoFがプライマリーで2つ、セカンダリーで2つである。既に終了したファンドには、医療情報を作るベンチャーが入っていた。IRRはかなりいい数字で終わっていた。

この他に、5つ不動産私募へ投資を行っている。不動産私募の過去10年間くらいについて見て見ると、安定収益となっている。これに加え、オルタナだけの損益、伝統資産だけの損益、全体資産の損益を単年度ごとの分析も実施している。

直近9月時点において、PEファンド投資～1%、インフラファンド～0.6%、不動産私募～3%。ハッジファンドはリーマン・ショックの後に大部分を解約してCTAが1本残っている状況。リーマン・ショックを含めた過去4年でCTAにはマイナスがなく、株と関係なく動いてくれる商品である。ただし、決算をずらすとプラスになったりマイナスになったりする。

PEファンド投資は10年の長期投資である上に、海外のPEファンド投資を実施する場合海外の税務、会計、信託の利益帳票等が全て分かるような人材が必要になってくるが、そのような人材は稀である。運用機関である信託銀行、銀行もPEファンド投資についてはまだあまり詳しくないと印象を持っている。

3. バイアウト、VCファンド投資

VCファンド投資に際し、以下の問題点・課題が挙げられた。①リーマンショック以降、アクティブ運用からパッシブ運用に変わって行っている中、中小型株を採用しようという体力はない。②PEファンドの一種として定義されているが、そもそもベンチャーキャピタルの定義自体が不明である。③仮にベンチャーキャピタル投資を行うとしても、どのように投資をして良いかよくわからない。④親会社、母体企業がこれまで不採算企業処理の問題を抱えて苦しんできた中、ベンチャー企業への投資を行うため、感情的に乗り越える意識改革が必要となる。⑤ベンチャーファンドの中味では、2～3の

銘柄がホームランとなるが、残りは不成功に終わってしまうのは周囲に説明できず、運用担当者として採用する気になれない。ましてや、ベンチャーのシングル・ファンドは論外である。⑥Jカーブ効果がいづ消えるのかが不明。⑦当該基金では約50のファンドを管理しているが、これをシングル・ファンドで回すとしてら業務上不可能であり、ベンチャーに対する知見もない。⑧説明責任の観点からベンチャーキャピタルの倒産等の事情は避けたい。

4. インフラファンド、森林ファンド等、リアルアセット投資

欧州系先進国のインフラファンドのみを実施しているが、まだこのファンド自体の歴史が浅いためアジア系のインフラファンドを実施するだけの体力はない。投資する際に、ファンドの名前や仲介者が頻繁に変わってしまい10年ほどの長期投資するには非常に不便である。

FoFにおいては、コミットメントを出し7割のところまで次のファンドを立ち上げるというようなスキームである。1号、2号、3号ファンドを次々に立ち上げていく中、直近のファンドが立ち上がった時点でも、また1号ファンドの結果が出ていない状況が発生するため評価が困難である。インフラファンドの第1号ファンドの結果をまだ誰も見していない。

年間のクーポンは、国内の私募不動産以上のイメージを持っている。国内私募不動産では年間3～4%のクーポンを稼ぎ出すので、インフラファンドだと年間5～6%を期待している。しかし、Jカーブ効果の問題に加えて、為替の影響が重なり昨今は厳しい状態にある。

リアル・アセット投資に関しては、分かりやすく、キャピタル・ゲインよりもインカム・ゲインを獲得できるので地に着いていると思う。それ故、他の人間を納得させ易い。

3. C年金基金

- ① 地域：関東地方
- ② 業種：卸売
- ③ 形態：厚生年金基金 連合型
- ④ PEファンド投資：実施を検討している
- ⑤ ヒアリング実施日：2010年12月 21日

【年金基金のガバナンス】

1. 委員会の構成

投資決定に関する意思決定については、ある種、実体と建前が存在している。一応、年金資金運用検討委員会が設立されており、構成員は常務理事を含めて全部で6名いる。意思決定については、過半数をもって意思決定をするよう定められている。しかし、選任は常務理事のみ、残りの5名は、経理や財務の経験者であり、かつ、全員各自の仕事と兼任している（理事長も非常勤である）。母体企業側の人間は、株式運用や債券運用等、市場性の有価証券運用の経験は持っていない。委員会を開催しようとするが、多忙を理由になかなか開催できない状況である。基本的には月に一度開催されているが、昼食時に実施しているために、内容的に実のあるものかは疑わしい。委員会においては、常務理事が常に提案を行うが、これに対して異議を唱える雰囲気はない。したがって、常務理事の提案に対して後追的に承認を与えているのが現状。最終的な意思決定は理事長。また、リバランスに関する規定がないため、運用委員用委員会を開いてリバランスに関する意思決定を行っている。

2. 運用会社との取引関係

日系のあるアセットマネジメント会社はパッシブ運用として4分の1程度を運用委託しており、この中で日本株式や外国株式のリバランスは行われている。売買の発注の際には事前には理事長の承認を得ている。パッシブ以外の運用でマネージャーを採用するに当たっては、運用実績のあまりないような無名なマネージャーは採用しない。無名の新しい運用会社を起用するにはそれなりの説明が必要である。

信託銀行やコンサルティング会社に対して、商品に関する意見交換をするようなことは殆どない。信託銀行が商品に関して評価するということは年金がリスクを負っていないことになる。信託銀行は年金信託商品を持っているが、商品としては利回り等の魅力は高くない。

3. 予定利率

予定利率は3.5%。

【オルタナティブ、プライベートエクイティ投資】

1. 政策アセットミックス

オルタナティブ投資枠は一応20%と定めている（代議員会が意思決定している）。流動性の問題等があるため、金額も限定的である。

オルタナティブ投資の定義としては、国内債券のオルタナティブ（代替）という建付けになっている。したがって、オルタナティブ商品については、為替リスクは取らない方針であるため、外貨建てであっても全て円ヘッジ付になっている。

資産比率は、野村BPIベースでの債券運用はほぼ0。その代わりに、生保の一般勘定が代替になっている。国内債券が33%であり、その内の99%ぐらいが生保の一般勘定で賄っている。国内株式の比率は35.3%を設定している。全外国株式・外国債券債の5割強が米ドルであるため、為替リスクに曝されている。ちなみに、株式の期待リターンに関する過去の推計では、株式9.2%、リスク21.05%となっている。

2009年度のオルタナティブ利回りは約7.0%で、一番大きく貢献したのは、日本の銀行が海外で発行した劣後債である。先進国のリスクは高いため、その代替として投資した外国債券のロング・ショートが成功した。2010年6月頃は15%程度の利回りがあった。

2. PEファンド投資

PEファンド投資については、やはり流動性の問題がある。バイアウトファンドやVCファンドの直接商品の売り込みにくるが、話を聞いて実際に投資決定をするための評価がなかなか難しい。株式投資であれば、ベンチマークに勝てるか勝てないかという判断をすれば良いが、バイアウト投資ではどう判断して良いか難しい。期待リターンに対する、バイアウトの最終的なリターンはいくらになるかを判断するには非常に不確実である。

3. インフラファンド、森林ファンド等、リアルアセット投資

インフラファンド投資の投資期間は10年、15年のスケールであり、長過ぎる。2010年の6月に、欧米の公益株だけに特化した配当利回りを重視したファンドに投資を行った。ハイ・イールドではなく株であり、その配当利回りが6.5%であった。この銘柄は高利回りの株であると同時に、ドイツポスト、フランス電力、ボーダフォンなどの、世界中で誰もが知る銘柄、超一流銘柄である。これらの銘柄はキャッシュフローが非常に潤沢なため、大きな配当を提供できた。この株への投資は、インフラ投資そのものであると考えている。

4. D年金基金

- ① 地域：関東地方
- ② 業種：卸売
- ③ 形態：厚生年金基金 連合型
- ④ VC投資：実施を検討している
- ⑤ ヒアリング実施日：2010年12月 28日

【年金基金のガバナンス】

1. 委員会の構成

意思決定プロセスの流れは、事務局による素案、運用委員会による決定を経て、理事会、代議員会に掛けられる。事務局の構成委員は、管理課課長、事務局長、常務理事および事務長である。事務局のガバナンスは良く機能していると考えている。構成員の経歴は、事務局長は、政府系金融機関出身者であり、常務理事は、母体の専務理事および副会長を兼任している。課長、常務理事は金融に関する経験は深くはないが、運用に必要な商品選択に関しては金融の知識のみではなく、いろいろな要素を必要としている。運用がより効率化するような商品を選ぶことが年金のスタンスと考えている。これまでに他の基金で運用したことのないような商品に関しては、管理課課長が考案し事務局に投げかけて議論を行っている。他にも、コンサルタントとの勉強会や、金融機関の勉強会からもヒントを得て商品の知識を得ている。

運用委員会の構成員としては、12名の企業に加入している社長代表（当該基金は連合型の基金であるため、母体企業には各企業の社長が参加している）、事務局の専務理事。人選に関してはバイアスがなないようにしているが、建設的な意見を述べる代表者を好んで選んでいる。また、事務局の決定に対しても方向性を共有し、改革の方向性が一致している人物を選んでいる。尚、リスク取りたがる人は選ばないようにしている。

運用委員会では、事務局の出した意見に対して、6～7割は承認される。一方で、却下される2～3割の理由は、商品というよりも、どちらかと言えば（委託先）会社に信用があるかどうか等による理由である。選定基準の例としては、年金の運用を受託した経験があるか、基金の受託経験・名前が知られているかで判断している。

意思決定のために議決する必要があるがあっても、多数決はとらず、異論を唱える声があると、理事長が意見を聞き判断を下している。却下するというよりも、議論を先送りしている。2～3割の場合は否決されている（PEファンドに関しての否決の例は未だない）。

社長の任期年限は決められておらず、母体企業の理事長が退任したときに交代をしている。

2. 運用会社との取引関係

情報収集に関しては、管理課課長が運用の窓口になっていて、営業に訪れる160社から170社の中

から情報を入手しており、他にも横のつながりからも収集を行っている。

委員会のルール（ガイドライン）によって、営業に訪れる会社の内から、採用する会社の選定基準を定めている。現在の運用機関の採用方針は、競争の部分と総幹事の部分に分けて採用枠を決めている。商品の評価を行う3年毎に入れ替えが必要なものは、競争部分の会社より商品を購入している。競争部分は資産の4分の1程度である。

商品を決定する際には信託銀行とは全く相談は行わず、良い商品であったとしても、例えば、外資系の名前の知られていないような会社からは選ばない。しかし、分かりやすい商品に関しては、初めての会社でも選ばれた例はある。分かりやすい商品とは、不動産、企業ローンやバンクローン等、委員の扱った経験ある商品等である。商品の採用基準は、リターンだけでなく、全体のバランスを考えながら、効率化を図れるような商品を率先して採用している。

信託銀行の提供する商品はあまり多様化されていないが、その要因は、信託銀行が年金基金サイドに立っていないからだと考えている。彼らの取っているスタンスは、売れば良い、儲ければ良いというスタンスである。

海外のアクティブ・マネージャーから一任のオファーがあった場合などは、一応、調査し、一任を持っていれば実績、日本の年金が本当に投資しているかを確認する。その後、信託銀行にデューデリをお願する。実際に過去にそのような実例はあった。

3. 現行規制

厚生年金の規制制度について、運用に関してはほぼ規制はない、かなり自由と感じている。最低限、分散投資をすべきと法律上明文化すべきである。細部にわたる規制は困るが、大枠の規制は良い。

4. 予定利率

毎年ALMを実施しており、細部のシミュレーションまで行っている。キャッシュフローや債務についてもシミュレーションに沿って、運用しているので上手く行っていれば何も意見が出るようなことはない。来年辺りに掛け金と給付がほぼ同等になり、再来年辺りにその比率は反転するので、給付が多くなった部分についてはどのように対処して行くか対策を立てていく必要がある。インカム商品、不動産を含めて投資しているので、配当収入で当分は対処して行こうと考えている。

予定利率は、通常3.4%であるが、今年に限っては不足金があるので4.5%である。企業年金に比べれば高いかもしれないが、GPIFのポートフォリオの2%を基準にしている。さらに、加算部分は3.5%である。運用哲学として期待収益率以上のリスクは取らないようにしている。

【オルタナティブ、プライベートエクイティ投資】

1. 政策アセットミックス

投資全体23%をオルタナティブ投資枠として設けている。オルタナティブの定義（ヘッジファンド系はオルタナティブとは定義せず）は、不動産、PEファンド、ストラクチャード商品（CLO等）、コモディティ（CTA等）の4つの区分に分けている。1番多いのが不動産の8%（オルタナ枠の3~4

割)、PEファンド投資枠についても、約6割程度を設定している。オルタナ投資比率は5年くらいかけて比率を上げてきた。

株・債券の比率は、国債22%、外国債券10%、国内株式13%、外国株式18%、一般勘定13%、オルタナ23%、キャッシュ1%である。もともと、オルタナ投資の比率は国内株式の比率を削って当てており、現在の13%比率になったのは2年前から始めており、徐々にオルタナティブの比率を増やしてきている。ちなみに、中小型株は、投資顧問会社経由で、1割弱を投資に当てている。

2. PEファンド投資

PEファンド投資については、分かり難いという問題よりも、リターンの確実性が問題である。委員会等で細部について説明しようとするリスクが前面に出てしまうため、大きな枠組みのところから説明を始める。例えば、年金は分散投資であるとか、投資には時間軸があるというような観点から説明する。それに対して、PEファンドの商品特性を説明し、投資適格であると判断されれば納得される。

PEファンド商品の持込は、メザニン、デットを含めた20社ぐらいは最低でもある。持ち込みの数が多いか少ないかについては、時期によって違っている。PEファンドの立ち上げ時期によりも営業戦略に左右され持込の数変動する。商品としては、3、4種の商品に投資を行っている。国内の商品はなく、海外の商品のみ。日本のPEファンドも検討しているが、エクイティだとリターンも大きい、リスクも大きい。メザニンやデット等の商品が海外で出現し始めているので、日本でもその内に組成され始めるのではないかと。ディストレス系については、デットの部分を保有しているが、ベンチャーとかバイアウト系の商品はあまりなく、日本国内には巡ってこない。

3. バイアウト、VCファンド投資

FoFとしてベンチャーキャピタル、バイアウト、ディストレスファンドに投資をしている。ベンチャー／バイアウトについては、時間をかけてじっくり投資をすることで大きなリターンを獲得できる理由により採用した。独立系の商品はリスクが高いため、FoFを採用するに至った。採用基準は、過去の実績があり上位4分の1に常に入ることが条件である。

VCの良い商品は、海外で販売するので、こちらまで入ってこない。あるいは、投資金額の非常に大きい、または、中途半端、旬が過ぎたものなどは日本にも入ってくる。しかし、最近では外資系の投資顧問経由で、同時にローンチするFoFも出現している。

FoF形式のVCでも、個別の企業が全て確認できるように、守秘義務契約を結んで開示してもらっている。

新しい金融商品としてのインフラとか、バイアウトファンドなどをGPIFにイニシアティブを取ってもらい、一緒に投資出来そうな商品があれば、一緒に投資していきたいと考えている。そのような商品は数多くあり、例えば、不動産、PEファンドもその一部であると考えている。具体的には、PEファンドでエクイティ部分をGPIFが出し、デット部分を他の基金が出すといった方式も考えられるのではないかと。銀行借り入れしないで、GPIFがデット部分を出すという方法も可能であろう。逆の場合もあり、その法が当該基金にとっては都合がよい。

4. インフラファンド、森林ファンド等、リアルアセット投資

インフラファンドはデレションが10年を超えるので、少々長過ぎると感じている。そういう意味では、バイアウトの投資期間10年も少し投資し辛い。5年で一旦出る時期をつくる等の仕組みが必要となってくる。現在投資中の商品は、複数あり、すべて7年+2年（テール期間）程度の投資期間である。

5. E年金基金

- ① 地域：関東地方
- ② 業種：建設業
- ③ 形態：厚生年金基金 連合型
- ④ PEファンド投資：実施している
- ⑤ ヒアリング実施日：2010年12月 28日

【年金基金のガバナンス】

1. 委員会の構成

資産運用委員会においては、投資の基本方針を定め、国内株式、外国株式等の枠組み（何％）等を意思決定している。資産運用委員会は年3回開催され、それぞれ決算後の5月、決算の代議委員会の前に9月に代議委員会を開いている。代議委員会の直前に資産運用委員会を開催し、予算編成の2月に代議委員会を開き、その直前に資産運用委員会を開催している。委員会は10人程度のメンバーで構成され、議論を図り、方針の決定を行う。個別のファンドの投資については、各運用機関にヒアリングをかけ、良い商品があれば、（専任の）コンサルタント会社に商品に対するリスク評価をお願いする。その後、問題が無ければ資産運用委員会にかける。

ファンド数としては相当数のファンドを保有し、定期的にチェックを行っている。ファンド自体は3年に1回大幅見直しを行う。商品購入に関しては、信託銀行や投資顧問会社経由で購入する。

投資枠および予定利率の決定に際しては、年金ALMの分析を実施し、リターン/リスクのアセット・アロケーションの比率を弾き出す。具体的な、年金ALMについては、コンサルタントに相談し、総幹事に検討してもらい意見を求める。現在のポートフォリオを基に、リスク/リターンを計測し、配分を調整して3～4パターンのケースを想定し、1年間ぐらいかけてALMを吟味する。

当該基金の事務局には運用部門が設置されており、4名によって構成されている。良い商品があれば運用執行理事が発掘し、コンサルの意見等を踏まえ、内部的に4人で方針を決定するが、意思決定は全員の合意が前提である。その後、運用委員会で測られる。

財務係、給付・加入関係係、統括係の3つの担当係が決められており、それに加え、局長、事務局長が在籍している。運用委員会のメンバーは、理事、代議員により構成されているが、それぞれ選定と互選理事および代議員がいる。選定が事業者側の代表で、それぞれの法人部長や、労務課長、人事課長等で構成されている。互選理事は組合・職員の代表である。選定と互選はそれぞれ半々で構成されている。

2. 牽制体制

資産運用委員会は、理事の中から数名が人選され、組合側からも10名程度の人選がなされている。商品選択の理由、背景、またファンド選択においては複数のファンドを比較・検討するなどして、十

分な説明責任を果たせる体制にある。運用委員会の中で詳しく説明し、質疑応答がなされるが、反対意見が出るのは非常に稀であるため、意思決定プロセスの中で、反対意見、事業者や組合とでの意見の分裂などは殆ど起きていないのが現状。もちろん、あまりにも程度の悪そうな商品については、次の委員会で再検討される。

資産運用委員会開催の次の週に、理事会が開催され、理事会で可決されれば最終決定機関の代議員会で承認が得られる。前述の通り、2月及び9月の年2回開催される代議員会で方針が決定される体制にある。

3. 人材のローテーションや育成

会社に人事ローテーションとして、最大4年に任期が設定されている(コンサルタントも交代する)。任期終了後は、運用担当者は、以前所属していた福利厚生関連の部署に戻っていく。そもそも年金基金に配属された経緯も福利厚生関連業務に携わっていたこともある。

4. 運用会社との取引関係

個別の投資案件については、現在取引している運用会社(投資顧問会社)や他120社程度の運用会社が営業に来ることで情報収集を行っている。または、セミナーでの名刺交換によって売り込みが来たりすることもある。受託者責任があるので、運用機関の意見だけを聞くのではなく、いろんな方向から見直す必要があり、時には他の年金基金の意見を聞いたりもする。

新しい商品については、信託銀行よりも投資顧問会社からの紹介が多く、独立系や人気の高いファンドへの紹介もかなり多くなっている。良い商品の積極的な入れ替えについては、PEファンド10%、ヘッジファンド3分の1の枠があることを考慮しつつ、過去のトラックレコードを参考にして検討するが、第三者の立場としてコンサルタントの意見を聞いたりもする。逆に解約するものに関しては、過去のデータと比較してマイナスがひどいものについては解約するか否かを協議する。

長期運用としての中小型株の運用については、定量的な数字だけではなく、定性的な側面も考慮し判断すべきである。PEファンド、VCデータの四半期、年1回開示については監査法人によっても違ってくる。これまでに、プロ私募を使ってデューデリを実施した経緯はなく、すでに返上している。デューデリに関しては、信託銀行、投資顧問会社はPEファンドと連携しているため、彼らに委託し、仕入れて来る商品を採用している。逆に、欲する商品についても信託銀行、投資顧問会社にデューデリ等を委託する場合もある。

2~3%のリターンを取るために、ファンドマネージャーの運用報酬が0.9%の報酬を取られるのは説明が難しいと考える。

5. 予定利率

受給権者(需給者)に約束される予定利率を5.2%に設定している。将来の給付等をこの予定利率を基に(年金ALMを実施)計算をするため、5.2%のリターンを稼げない場合には、将来の年金給付が実現できなくなる。したがって、5.2%で運用するためにどこまでリスクを取れるか比較検討する。

自ずとハイリスクをとらず、ミドルリスクをとるための資産配分が決まってくる。結果として、株の資産配分についても50%リターンが必然的に決定される。ある種、リスク性商品に投資する必要があるときには、全体的なバランスと資産の相関等を勘案しつつ、海外ファンドマネージャーの年1、2回の来日時に説明を受けたりもする。

【オルタナティブ、プライベートエクイティ投資】

1. 政策アセット・ミックス

政策アセット・ミックスの配分は、国内株式と外国株式のそれぞれに対し25%ずつ配付され合わせて50%となっている。また、債券については、国内債券、外国債券は共に10%ずつの配分になっている。残りの30%がオルタナティブ投資枠である。オルタナティブ商品は株式との相関が低いというのが特徴であるため、資産クラスを分けて枠を設けている。

また、国内株式等の伝統資産のみによる資産運用では、10年後にマイナス運用になってしまう自体が発生しうるため、ミドルリスクを取るべく、オルタナティブ投資による運用が不可欠となっている。オルタナティブ投資商品としては、ヘッジファンド、プライベートエクイティ、不動産、コモディティ、その他を採用している。

2. プライベートエクイティ投資

当該年金基金ではPEファンド（10本）とFoFの両方に、最低でも10億円程度は投資をしている。ピンテジーヤーは2006年～2007年の商品を採用しており（コミットメント資金をまだ保有している）、2003年頃からアロケーションとして増やしている。

PEファンドについて以下の問題点が指摘された。①ベンチャーファンド、ヘッジファンド等と共に、あまり理解されない、分かりにくい。②投資期間の長さの問題 ③流動性の問題 ④最初にマイナスやリターンが上がらない時期が続き、後のステージで回収するようなJカーブ効果について、いつリターンが上がるか不透明である。⑤投資しているPEファンドの大半は海外のPEファンドであるために為替リスクの影響を受ける。

3. バイアウト、VCファンド投資

パフォーマンスの出ているバイアウトファンドはまだない。今、やっとJカーブ効果が終了したステージにある。NAVの倍率で0.9倍程度である。

4. インフラファンド、森林ファンド等、リアルアセット投資

リアルアセット投資は実施していないが、現在勉強をしながら検討を進めている。保険のキャットボンド等については検討している。営業の持込もある。

6. F年金基金

- ① 地域：関西地方
- ② 業種：電機機器
- ③ 形態：企業年金基金 基金型
- ④ PEファンド投資：実施している
- ⑤ ヒアリング実施日：2011年1月5日

【年金基金のガバナンス】

1. 委員会の構成

当該基金については、母体企業の年金基金と、適年から移行した母体単体の規約型の退職年金基金の2つの基金型が存在している。規約型には、制度運営委員会設立されており、意思決定や運用方針の決定等を行っているが、構成メンバーが両基金で重複している。そのため、基金の運用方針に準じるような形で運用が行われている。理事会のメンバーは常務理事を含め、10名で構成されており、母体企業のCFOが理事長を務めている。常務理事は信託銀行出身者であり、年金に30年程携わっている。他の理事は経理、財務部門からの理事が一番多く、人事の執行役員や、総務、経営企画の部署の人材もいる。理事会で意思決定は行われているものの、意見を述べるのは3~4人のみに限定されている。理事会の開催時には全員の参加を求めている。委員会で議論される内容を理解できるかどうかよりも、腹に落ちるかどうかの方が重要である。ここ1年で大きく変わったことは、オルタナティブ関連については、極力ファンドマネージャーを招き、理事会で金融機関にプレゼンテーションをお願いしている。こうすることで、知らず知らずの間に少人数で決定したというような可能性を排除しようとする意図があり、メンバーの納得感が大切だと考えている。過去の例を挙げると、ある商品が魅力的な商品であったために、サンフランシスコからわざわざ来日してもらったことや、2010年に外株ロング・ショートを採用する際には、マネージャー来日時に、ワンオンワンミーティングを設定してもらったこともあった。

2. 意思決定

ポートフォリオ決定や投資方針の策定に関しては、事務局基金の常務理事と業務係長が担当している。その際には、事前に理事長に打診をし、すり合わせを行った上で理事会にかけている。理事会で実際に反対意見が出たような事例も過去にある。オルタナティブ投資における日本株ロング・ショートのセレクション時に、理事が腹に落ちなかったという理由で1社だけ落したという事例もある。

PEファンドの商品について、随分前に採用した商品がある。仮に追加で採用するとなったときは、同じようにプレゼンテーションやミーティング等の機会を設けるつもりである。タイミングがぴったり合うとは限らないため、意思決定に間に合うようにミーティングを持てるかどうかは別としても、どこかで1回は話を聞きたいと考えている。

PEファンドのマネージャーについては国内、海外両方のマネージャーを採用している。海外のマネージャーについては、毎年6月くらいに合同説明会で来日するため、その際には話しを聞く機会を持ってもらっている。

当該業務係長が入社したときには、既に始まっていたので、バイアウト採用の意思決定をするときに、意見、反対、難色等はなかった。2006年当時、ガバナンスもはっきり決定しておらず、理事長の判断で決定した経緯がある。理事長の判断の後、皆それに賛同した。

3. 運用会社との取引関係

最近、証券会社が年金基金に直接提供する例も増えている。どの証券会社もコールドコールの方法で営業にやって来る。証券会社がお金を集める場所としての、年金基金が多いのではない。外資系の証券会社は、年金のことをそれなりに勉強して訪問してくるが、すごく違和感があるのは、日系の証券会社の場合は、例えば、ファンドではない仕組債を平気で売りに来たりするが、「受け皿」はあるか確認をすると「受け皿」とは何ですかという回答が帰ってくるような状態なので、最低限の仕組ぐらい勉強してきて欲しいと感じている。外資系の証券会社等は、ヴィークル探しは真面目にやっている。

しかし、最近日系の証券会社でも社内に投資顧問、一任の免許を取り、投資顧問部を作って営業に来ている。それでも、年金が分かる人間を採用するのではなく、社内移動で担当者になっているようである。年金のヴィークルはできているが、人材としてまだまだ勉強不足という感じである。だから、日系の証券会社がヴィークルを作ったからと言っても、話はかみ合わない。

バイアウトに限らず、投資顧問・一任契約等の認可が無い運用機関の場合は、信託にデューデリジェンス（詳細調査）は頼まず、こちらから投資顧問に持ち込んでいる。日系大手の信託銀行等は伝統的な商品しか受付ないケースが多いため、デューデリジェンスをお願いするのは少々難しいと思っている。先進的な商品は信託銀行ではできないと考えている。さらに、横柄な商売のマインドを持っているため全然役に立たない。

バイアウトに限らず、今は、スポンサーのニーズがものすごく多様化しており、信託銀行の伝統的なプロダクトでは満足できなくなっている。

【オルタナティブ、プライベートエクイティ投資】

1. バイアウト、VCファンド投資

定量的にバイアウトはピンテージャーとして2006年とか2007年を採用している。あるファンドはJカーブの凹んだところしか出ていない時期で、キャピタルコールは未だかからない状況である。ドロダウンについては、我々の判断では2.5年でドロダウン50%というのが目安である。

2005年からスタートしているある商品については、たぶん、1号、2号、3号等組成されているが、1号はそこそこ良い実績を上げているが、当該年金基金保有の2号か3号ファンドは、不思議にもきち

んとしたグロスやネットのIRRを提出してこない。全然何も分からず、決算が終わった頃に収益率を少々提出するのみで、普段データを何も提出してこない。四半期報告書の中には、個別案件で130%や、評価減したのでマイナス50%等開示しているが、トータルでいくらなのか検討が付かない。

NAVは提出してもらっている。2010年6月の四半期報告のときに、キャッシュ・ベースでどういう風になっているか一回だして見て下さいお願いしたときに、当該基金が投資、償還されたが、4年間採用していて儲かったのはネットで90万円程度だった。ちなみに、信託銀行が持っていった信託報酬は4年間で2千4百万ぐらい取られている。そして、償還した資金もGPが再度新規投資で徴収を試みていた。このような経験をすると、次に投資しようと言われてたとしても、なかなか次の投資には踏み切れない。商品そのものの良さが分からないので、ピンテージ分散と言われても、儲かってないのにピンテージ分散もないのではないか。

2. インフラファンド、森林ファンド等、リアルアセット投資

森林ファンドについては勉強不足でよくわからない。インフラファンドだと港湾、空港、鉄道、また、これらに限らず船舶ファンド、飛行機等、対象物として採用可能ではあるが、根本的には、全て同じ理由で、銀行が持てなくなったからファンドとして投資をするというものである。儲かるか儲からないかの観点からすると、インフラファンド等、リーマンショック以降、割安で持てるのならば採用しようかと考えている。1つ言えるのは、インフラもエクイティとデットが出ているが、安心できるのはデットではないかと考えている。

アジアや新興国系、もしくは、バルクの飛行機、船舶等については、商品として良いものであると思うが、ただエクイティに10年間投資するのは不確実性が高すぎる。

7. G年金基金

- ① 地域：関東地方
- ② 業種：食品
- ③ 形態：企業年金基金 基金型
- ④ PEファンド投資：検討している
- ⑤ ヒアリング実施日：2011年1月7日

【年金基金のガバナンス】

1. 委員会の構成と意思決定

委員会は、理事12名、代議員13名、合計26名で構成されている。このうちの半分は事業者代表、もう半分は労働組合の代表者である。理事選出においては、企業年金の制度と運用の両方を重んじている。運用が悪いと制度的に向上させることもできないし、会社にも大きな影響を与えかねない。人選に関しては、事業者側代表の理事の中に財務関係者が入っていることと、会社経営の財務を司る管理部門のメンバーが選ばれていることを前提としている。

人事の執行役員が理事長を務めている。当該企業においては、社長の意向は人事に反映されなければならないと考えているため、人事は社長と直結する体制を作り上げている。組織上の構成についても、人事、営業、製造、研究部門が一つの部門に偏ることなく配置されている。例えば、市況が急激に変化したり、危機状況が発生した場合などは、これらのメンバーがお互いに話し合い判断される。そして、事前の話し合いをもって理事会で意思決定されている。即時対応の体制構築については、人的側面からも、組織的側面からみても完璧だと自負している。

理事会の中での人事、財務等の人々との話し合いが持たれたときに、意見がずれたりすることは当然発生する。その場合、事業者側が決定し選ぶことはなく、成績を基準に選定している。

年金ALMの見直しは3年に一度必ず実施し、定性評価も加味している。ALMを見直すということは、すなわち、アセットクラスの中味を全て見直すことである。

当初、オルタナティブ投資を開始するに当たって、理事会にかけ、投資枠の承認をスムーズに得ている。採用の背景として一番説得力、魅力があったのは、他の資産との低相関であった。最初のうちは、組合、経営サイドからの大きな抵抗感、違和感があり、そこまでの投資理由について聞かれたときに、相関がない旨説明をした。理事会は投資に効用があることを踏まえ判断に踏み切った。投資開始後、3ヶ月はモニタリングを行った。説明できる理由でパフォーマンスが落ちているか、もし説明できない理由であれば投資を止めた。

2. 牽制体制

社長は過去に理事長を務めた経験がある他、企業のトップに理事や代議員経験者が多数在籍しているため、社長および企業上層部が年金制度に非常に詳しく、興味を持っている。また、現在の人事担

当事者が理事長を務め、社長とのコミュニケーションも上手く取れる体制が出来上がっているため、年金基金側がイニシアティブをとって、予定利率を決定している。

基金主体のもう一つの要因としては、母体企業は会計基準しかみることが出来ず、判断材料が十分でないことと、予定利率を獲得できなければ母体企業の掛け金の負担が多くなってしまいう理由等を鑑み、年金基金サイドがイニシアティブをとることが望ましいのではないかと判断しているようである。

3. 人材のローテーションや育成

人事ローテーションは企業側と年金側の双方に行われており、財務部の人間が年金基金に来るようなケースもある。現に、年金基金の事務長（本ヒアリング回答者）の下にも、40代の課長が1人いる他、20代の担当者が2人いるが、その出身部署は、事務部、財務部、人事部等であったりする。人事ローテーションの任期は4～5年程度。

運用のプロフェッショナルを雇えず、内部で人材を育成していくことが困難であるという年金基金が多い中、当該基金においてはその必要性を感じていない。当該基金での教育は十分なものであり、人の移動が発生したからといってゼロから何かを始めるといった体制にはなっていない。

競争力という意味では、年金運用の世界においても、比較的年輩（シニア）による運用ではなく、もっと若い人材を育成する必要があると認識している。ファンドマネージャーの言っていることを理解できる能力を身につかせ、人事ローテーションによって適材適所に人材配置を可能にする体制およびその配置に対する評価制度の確立が必要だと考えている。

最近では年金の会合に若い人が出席するようなことも起こっているが、さすがに20代の金融志望の人間が積極的に年金をやりたいとはならない。

4. 運用会社との取引関係

情報収集に関しては、営業マンが訪問してきたり、年金情報を見る中で直接収集に行っている。総幹事が、当該年金基金のニーズに対して、商品をアレンジして提供するようなことはなく、自分達の持っている商品の中からしか提供しないため、他の金融機関取引を行っている。特に、当該基金は適格機関投資家になっているため、証券会社にも声をかけ、自分達のニーズを満たすような商品を提供できるところと取引を行っている。

外部のスペシャリストを利用したり、アセット・アロケーションについて年金コンサルタントのような外部の人材を調達することはない。ただし、定量的評価に際し、R&I等の格付け機関を利用したり、自分達が採用しようとしているファンドについて定性的、専門的見地から判断を仰ぐようなことは行っている。逆に、どのファンドが良いかなどの評価については外部の人間に尋ねたりはせず、むしろ、基金の仲間内で具体的な話をしたりしている。ファンドマネージャーが訪問して来て、理事会や代議員会で説明をすることもない。

信託銀行側には、あまり競争圧力がかからず、また年金基金の方からの強い圧力もかからないため、信託銀行の提供できる商品には限りがある、多様性がないという一般的な声を聞くことがある。信託銀行は企業年金連合会に右倣えである。例えば、連合会で定めた禁止事項について、その根拠も分か

らないまま従っている。

競争力を強化するためには、興味を持たせることである。企業年金の要求が高度化するば、信託銀行も必ず変わるはず。信託銀行にも受託者責任があり、発言する基金に対しては信託銀行もそれに応えようとするが、発言したい基金に対しては何も実行しない。法律で厳しく信託銀行に対する圧力をかけることも大事なのかもしれない。

5. 予定利率

歴史的にホームバイアスをかけて日本株に投資を続けてきたが、昨今、予定利率が下がってきている。そうした状況下、国の制度を代行している部分を含めた予定利率はかなり高く、特別法人税を加算した目標利率は大体5%という高い水準になっている。代行返上した後は、労働組合と協議し、利率を1.5~5.5%の変動幅を持たせながら決定している。現状1.5%の利率で十分であり、PBO等を勘案後、3%の目標値が弾き出され、この目標達成のために自ずと債券投資にシフトしている。

6. 確定給付と確定拠出

確定拠出（DC）については、2012年4月から導入予定。DCの適用については、社員全員を対象とする予定。選択制度はなし。DCを実施することは、株式会社に所属する意識を持たせることであるため、ライフプラン、投資教育の準備が必要となる。

7. 議決権行使

パッシブ運用として東証一部の1300以上の銘柄を保有していて、それに対する議決権行使にどういう意味があるか良く分からない。所詮、全ての銘柄を見ることは不可能。尚、議決権行使については、企業年金連合会で定めた規則が明文化されており、それに従っていれば、とりあえず問題はない。

【オルタナティブ、プライベートエクイティ投資】

1. 政策アセット・ミックス

オルタナティブ投資は2000年以前、平成に入った直後から開始した。採用の理由についても、理事会でもスムーズに承認された。他の資産との低相関が一番の採用した理由である。

オルタナティブ投資枠の中での商品の内訳、採用決定要因は、一番ヒットするものは何であるかが一番重要である。現在のところ、米国株のロング・ショートおよび、日本の中小型株のロング・ショートがヒットしている商品である。

2. PEファンド投資

PEファンド投資は、2010年4月から5%の投資枠を設けて、実施している。ただし、PEファンド投資の案件は全て外国籍のものばかりである。海外企業に投資することは本意ではない。日本のPEファンド案件で魅力的なものがあれば即採用するつもりである。

VCファンド投資においては、儲かるということを考えるのではなくて、日本の国家というものを考えたときにどうするのが大事である。国家のためにやるのであれば、5~10億円ぐらいの投資はしてもよいし、長期投資も当たり前だと考えている。ある意味、損しても当たり前と考えれば、ベンチマークに勝った負けたと気にする必要もなくなる。10億円が10年間で10億1千万円になってもよい。元本の毀損がないような仕組みであれば十分である。なぜなら、それが社会貢献だと認識している。

（VCファンド経由で投資した企業の技術がどんどん国外に移転してしまう問題については）結局60歳定年になって、再雇用の問題で技術を持った人材は中国等の海外に流出してしまう。彼らの技術は日本の技術である。その技術を他の国に売ってしまう問題を防ぐ方法が必要である。

運用方針として、5%のオルタナティブ投資枠の中で良い商品であれば、PEファンド・VC投資を実施する準備はいつでもある。今までに、良いと思う日本のバイアウト案件はなかった。（例えば、大学財団のバイアウト案件とか）

8. H年金基金

- ① 地域：関東地方
- ② 業種：精密機械
- ③ 形態：財務部 規約型
- ④ PEファンド投資：実施している
- ⑤ ヒアリング実施日：2011年1月12日

【年金基金のガバナンス】

1. 委員会の構成

国の規定に従い、資産運用委員会、理事会、代議委員会が設置されている。当該企業については早く時期から、母体企業の中に年金委員会を作っており、基金の運用実績、リスク等について報告をしている。資産運用委員会は、理事会の諮問委員会であり、決定権は持っていない。資産委員会では自由に細部まで議論がなされ、最終的に理事会で議決される。大きな変更が必要な場合には、代議委員会決定される。例えば、運用機関の変更、オルタナティブ商品の採用等については、理事会で決定し、代議委員会報告する形を取っているが、アセットアロケーション変更等の大きな課題については代議委員会意思決定している。

現在、資産運用委員会は7人のメンバーで構成されている。運用執行委員1名、財務部1名が委員長、常務理事1名、事務長1名、人事部1名、委員長の下にいる係長1名、計7名で構成されている。委員会の召集も容易である。

委員長および係長は、もともと金融機関出身でありファイナンスおよび年金の実務経験を持ち合わせている。人材は適材適所、配置されていると考えている。運用執行理事は、財務部における経験が長く専従であった。その後、1996年から専任の運用担当者となって以来、年金に携わってきている（当時、5:3:3:2撤廃の条件の一つに専任の運用担当者が必要であった）。規約上、運用執行理事は委員長になれないという立付けになっているため、牽制を働かせるという意味で母体企業側から委員長を送り込んでもらっている。

運用執行委員、委員長、その下の係長は普段からいろいろのマネージャーと会ったり、プレゼンテーションを受けたりしているが、組合代表や健保を兼任している常務理事についてはそれほどマネージャーと接触がある訳ではない。

理事会は、理事長、常務理事、運用執行理事、理事の4名で構成されている。母体側代表者4名、組合からは互選代議員の4名である。運用委員会で決まったことをされに詳細に理事会で決定している。運用に関しては、互選理事は専門性を持っていないので、あまり反対意見などが出ることはない。問題点、反対意見が出るとしたら制度変更の部分であり、その場合いろいろと議論をしている。

代議委員会でも運用に関する意見はほとんど出てこない。代議委員会で議論されることは、制度に絡むものである。実例を挙げれば、代行変更に係る制度変更やキャッシュ・プランについて議論したとき

に意見が出された。

2. 牽制体制

牽制機能を持たせる意味で、会社と基金の役割の分担化を測っている。政策アセット・ミックスの大枠については母体企業側が責任を持ち、政策アセット・ミックス比率の決定については、最終的には基金が意思決定権を持っており、イニシアティブを取って母体企業へ報告をするプロセスを踏んでいる。

過去の実例として、母体企業から政策アセット・ミックスのオルタナティブ投資枠を1%だけさげるよう指示があり、財務部も参加して議論した経緯がある。当時、投資方針として、分散投資の観点からオルタナティブ商品を増やす傾向にあったが、マーケットが日々変動する商品に対する不安から、財務部のコンセンサスとしてこのような意見が出てきた。母体企業と年金との意見の対立があったというよりも、確認の意味で意見が出された。

リスク管理の観点から、債券の割合を増やしたり、リスクの高い個別商品でも分散投資を図ることでもリスクの低減に努めている。個別の商品に対しては、母体企業からは意見を述べないスタンスを取っており、その代わりに、基金に対するモニタリングを実施している。

投資のベースについては基金で作成し、個別の商品に関しては全てサイドに任されているが、違和感があったときに、母体企業から意見が出され、それを反映する。母体企業と年金基金との間で意見の合意が得られれば、その後、経営陣に報告される体制が確立している。

3. 運用会社との取引関係

ファンドの購入に関しては、基本的にはマネージャーがいる場合は特金を利用している。投資一任を持っていないマネージャーの場合は、信託銀行に依頼している。最近では、PEファンドもヘッジファンドも東京に進出してきているので、投資一任を取得しているマネージャーも多く、信託銀行経由で採用するケースは減ってきている。その他、直接訪問で営業にくる場合も多く、そこで情報収集も行っている。年間で5~10件程度信託銀行経由で流れてくるが、実際に採用するケースは1~2件程度に留まっている。

資産運用の構成メンバーとコンサルタントを集めて、マネージャーにプレゼンテーションをお願いしている。一つのプロダクトに対して1~2名のマネージャーを招待している。幾つかのプレゼンテーションを聞き、資産運用委員会のメンバーで意思決定を測った後、理事会に挙げている。

1998年当時ヘッジファンドに続き、CTAを採用しようとしたが、当時信託銀行はヘッジファンド部隊を持っておらず、デューデリしてもなかなか商品が入ってこないような状況であった。現在は、どの信託銀行もヘッジファンド部隊を持っているが、当時は英語のドキュメンテーションも理解できないレベルであった。

4. 予定利率

負債側を含めた約10年間のシミュレーションを、何年かに1度実施している。コンサルタントに委

託して、ある程度のリターンを獲得できるような、比較的低リスクの設計を考えている。年金の積立不足は生じているものの、無理のない運用を行うよう母体企業の指示が出ている。

5. 確定給付と確定拠出

当該年金基金においては、まだ確定拠出制度は導入していない。

6. 議決権行使

規約上、議決権は信託銀行に一任している。年金に溜まっている資金や報酬にまで目を配ることはできない。パッシブ運用によって、全銘柄を持っているので理論的には信託銀行経由で議決権行使というの可能性があるが、実際は運用者にプレッシャーをかける程度である。

【オルタナティブ、プライベートエクイティ投資】

1. 政策アセット・ミックス

政策アセット・ミックスにおける株式の保有比率は、国内株式、外国株式共に14%ずつ、合計で28%保有している。企業年金は一般的に株式の保有は3割を切っているし、日本株に関してはウェイトを下げている状況である。14%比率のうちアクティブ/パッシブの割合は、内外株共に、それぞれ3%と7%である。全体のコストを考えたときに、株式への投資は割高になってしまうため、株式比率を抑えた分をオルタナティブ投資に回している。

オルタナティブ投資率は、14%と定められている。実際には、マネージャー・リスク等を鑑み、枠としては11%と3%ぐらい低めに見積もっている。オルタナティブ投資を開始した当初は13%枠ではなかった。

オルタナティブ投資枠を以下の3つのカテゴリーに分けており、均等配分されている ①ヘッジファンド、②プライベートエクイティ、③その他：インフラ、森林（2010年より実施）、金融商品と異なった商品、例えば保険商品等

当初、1997年、1998年頃にヘッジファンドのFoFを採用した。その後、保険的な意味合いからCTAを入れて、その後15~16本のPEファンド商品を購入した。金額的には、小口分散投資をしており、全体資産の約1%をPEファンドに投資している。

ヘッジファンドに関しては、キーマン・リスクについても重視しており、キーマンが抜けたときのバック・アップ体制についても留意している。その判断基準は、基本的に一人でもキーマンが抜けたときはリスクと捉えている。

2. プライベートエクイティ投資

PEファンド投資については、目先のリターンが獲得できるという理由で、当初はどの年金基金も採用していたが、長期投資や流動性の問題で年金基金にはなじまないのではないかと。運用会社としても、PEファンドで一番進んでいるのが、国内系信託銀行の2社程度である。

新商品に対する投資スタンスは、オルタナティブ投資の実質的な11%の枠の規制があるが、残り3%

枠の余裕がある分については常に新商品の状況等、様子を伺っている。

3. バイアウト、VCファンド投資

PEファンド投資は基本的にFoFを実施している。FoFの場合、バイアウトに5割、VCファンドに2割程度投資している。また、直投でセンカンダリーにも投資している。直投はゲートキーパーがファンドを購入するのではなく、直接的に金額を投入する投資方法である。

FoFを選定する基準は、過去の実績で第一クォーターにいたか、過去のリターンが平均値を上回っているか、マネージャーの経験等の定性的側面等を判断基準としている。

期待リターンは、株式に若干のリスクプレミアムを上乗せした程度である。最適化の過程でリスク・リターンを考慮し計算をしている。また、アセットアロケーションの作成においても、定量分析手法を用いている。通常、伝統4資産にキャッシュを加えているが、当該基金の場合資産区分で13の資産のアセットアロケーションを決定している。例えば、海外資産の場合は、ヘッジ付とヘッジなし、オルタナティブ投資については、ヘッジ付PEファンドとヘッジなしPEファンドという具合に分けて定義をしている。

銘柄選択やアロケーションの配分については、ゲートキーパーに委託している。銘柄について特に排除したい銘柄はない。FoFのマネージャーはグローバルのマネージャーを採用している。国内のマネージャーには実績の良いマネージャーは、いまだ存在していない。

一般的に、FoFは投資先の不透明さが指摘されるが、委託先のFoFに関しては投資情報をメール等で開示したり、最低でも四半期報告がきちんとなされているため、それほどの不透明感はないと判断している。

4. インフラ、森林、リアルアセット投資

インフラや森林ファンド投資に関して、直接持ち込みされた商品デューデリしたケースでは1社あり、加えてこの運用機関は農場ファンドも手掛けている。これらのファンドは、株式や債券等の金融資産との相関がないため、採用の候補として対象になる。ただし、流動性がないことが問題である。

5. 中小型株投資

中小型株の投資は1996年から継続的に続けている。小型株はライブドア事件以前に良いパフォーマンスを出していたために、長期的に見るとアルファを創出している。大型株は、収益として差し引き0となっている。

年金基金は一般的に小型株投資については敬遠している。ボラティリティが高く、割安だが誰も手をつけようとはしない（流動性がない）。日本の年金基金はよくTOPIX等のベンチマークを採用しているが、TOPIXには小型株は含まれていないケースが殆どである。さらに、小型株のベンチマークとしては、国内ではRUSSELかNOMURAしか存在せず、ベンチマーク中のValue-GrowthもPBR区分の定義しかなく、インデックス自体に工夫が必要である。例えば、最小分散ポートフォリオの小型株等のインデックスがあれば、使いやすくなる。

もし日本の株式に資金を供給したいのであれば、個人マネーを如何に取り込むかが鍵となる。確定拠出年金（DC）の枠を引き上げることで、比較的风险許容度の高い個人資金を日本株式に流れるようにすれば良いのではないか。国の施策としては、年金資産を税控除対象とし、預金から資金が流れるよう方針を定める。DCはほっといても、預金に流れていくものである。

9. I 年金基金

- ① 地域：中国地方
- ② 業種：機械金属
- ③ 形態：厚生年金基金 連合型
- ④ PEファンド投資：実施している
- ⑤ ヒアリング実施日：2011年1月17日

【企業年金のガバナンス】

1. 運用会社との取引関係

商品提供に関する情報については、自分収集するものもあれば、営業に来るケースもある。その他、コンサルタントを雇っているので、コンサルタントといろいろと相談をしている。特に、信託銀行からの持込はあまり期待していない。投資顧問の契約か指定端の選択をしている。

年金基金の中で、PEファンドを積極的に採択しようとする動きの中で、どの部分に問題があるか洗い出しをしている。その中で、コンサルタントが付いてきてないのではないかという意見があることに対しては、コンサルタントや総幹事はあくまでもアドバイザーであり、どこに投資するかの決断は年金基金が自主的に探し出さなければならない。あくまで、彼らはアドバイザーで、決定権者ではない。年金基金が発掘してきた複数の商品に対して、評価を与え、意見の述べるのがコンサルタントの役割だと考える。確かに、コンサルタントが受動的だと言えばそうだが、顧客である年金ももっとコンサルタントを鍛える立場になるべきである。

だから、信託銀行や総幹事のやっていることも、ある種理解できる。彼らのビジネスの中で、どこまで注力して、どこまで手を抜くかを考えた上で行動している。それなりに、彼らなりの最適化がなされていると思われる。業界に対して非難すべきところはあまりないように思う。皆が最適化した状態で成り立っているのだから、この枠組みを変えようとするならば、年金管理者が信託銀行から見ても手ごわい相手になれば良い。客のレベルが上がれば、業者もレベルを上げざるを得ない。信託銀行もレベルを上げるのは正直言って嫌ではないと思われる。レベルを上げて何の儲けにならにことはしない。提案されているものを自分でよし悪しがわかるよう判断できるようになり、それが間違っていないかをコンサルタントに聞けるようになるべきである。

それでも、ここまで運用できているというのは、母体企業がプレッシャーを掛けきれていないからだろう。特に、今までの工程に至るまでの間に、厚生年金基金というものがあり、これが厚労省管轄であるところが必ずしも適切ではないように感じる。年金基金は運用機関なので、金融庁管轄でも良かった気がする。

年金の運用者が専門資格のようなものを持った方が良いと考える。例えば、運用担当者である運用執行理事、常務理事は最低でもDC 1級やフィナンシャルプランナーと言ったような資格を持つべきである。現状は、年金運用担当者には何の資格もなく、人事ローテーションによって年金運用に携わる

人が多いようだ。年金運用において資格を持つことが義務付けられれば、それがステータスとなり、結果的に報酬という形に影響を与えるのではないか。

2. 人材のローテーションと育成

人事ローテーションとしていきなり人事関連部署から年金運用に来る人も多いため、年金運用のために必要な資格等持たずに赴任するケースが散見される。着任する前に資格を取得すべきであるという認識が共有化されていない。だから、着任後、1年～2年かけて勉強をしても、その内にまた人事ローテーションで移動していく。運用執行理事、常務理事として赴任してくる人は企業の中でも優秀な人材である。運用管理資格を持った人材に一番近いところにいるのは、商品を提供する側になってしまい、そうすると彼らの報酬水準は圧倒的に高いため、なかなか管理側に移るようなことはない。

人事ローテーション制度について言えば、5年、10年前に比べると重要な人材を回してくるようになった。しかし、着任しても年金資産の運用方法が良く分からないというのが、まだ現実である。

3. 議決権行使

議決権に関する哲学やポリシーは持っていない。基本的に他に任せる方針である。議決権の行使以前に、日本株に関する希薄化の問題の方が深刻だと考えている。既存株主が絶対に株価を値上がりさせないように企業が行動すると思えない状況である。既存株主は株価を下げ、自分達がキャッシュを取ればそれで良いという状況が放置されている。それを規制するために、株主議決で解決できる訳もなく、議決して増資拒否も出来ない。世界的にみても10%以上の希薄化を認める国は先進国でも日本しかない。だから、日本株の投資を止めようとしている外国の年金基金はかなりいる。議決権も精緻にやった方が良いとは思いますが、希薄化の影響と比較すると与える効果はたかが知れている。

【オルタナティブ、プライベートエクイティ投資】

1. プライベートエクイティ投資

一般的には、PEファンドは長期投資だから年金に合う。10年以上の長期投資という枠組みの中では必要なアセットであると考えることができる。ただし、日本へのPEファンド投資は実施していないし、今後も実施する予定はない。基本的に、長期投資において少子高齢化、一人当たりGDPが増えていない国への長期投資はしないスタンスを取っている。そういう意味では、国として見た時の日本に長期投資をするつもりはない。

程度はあるが、先進国全般についてPEファンド投資は悪いとは思っていない。日本に関しては、1人当たりGDPのピークが94年～95年で、その後15年間下がり続けているような国への投資は結構厳しい。長期的に利益が出るものについては積極的に投資を行っており、PEファンドもその内の重要なアセットだと考えている。したがって、ニッチな市場であっても、伸びる可能性があるマーケットには投資をしていく。

PEファンド投資の中で一番のモチベーションは、利回、利益である。利回をきちんと提供できそう

なPEファンドに投資をすることを心がけている。特に、10年以上の投資ゾーンに投資をすると決めているため、目先の利回りのプレはそれ程気にしていない。それよりも、10年間のトータルリターンが3倍になることを期待している。

投資に際して気にしていることは、自分達の資金がかなりの量が投入されているかどうかである。例えば、100億円のファンドのうち、10~20億円は自分達の財産が入っているべきと考えている。ファンドの投資家が損失を被っても、自分達の資金は痛まないということにはならないように気を付けている。

超長期の投資期間としては、20年程度を設定している。現実には、それよりも早く前倒しで動いてきている。その意味では、中国への投資は超長期投資には区分していない。中国の人口ピークは10年以内に来ることが予想され、中国の投資は5年程度までと考えている。10年以上中国に投資する意思はないが、その間に先進国になってきたら投資比率は増やしていく予定である。

ロシアについて言えば、ロシアのエネルギーに投資しているだけで、別段国の発展可能性に投資している訳ではない。

2. インフラ、森林ファンド、リアルアセット投資

インフラや森林ファンド投資等は、超長期投資と区分している。この区分は、世界の構造変化に対応する投資として位置づけている。ベースとしては、注目する視点で、エネルギーとか食料、水、地域としては国力、地域力が増大するところにウェイトをかけて行こうとする投資方針である。国力というのは何の指標で表すかと言うと、①一人当たりGDP×生産者人口増 ②国または国民のどちらかが結構貯蓄率が高い(儲かったお金を国の中に蓄えている)ことである。最低でも、家計か政府のどちらかの貯蓄率が高いことが条件である。森林ファンドは、森林単位では投資を行ってはならず、インフラ投資もインドのインフラ・ファンド投資のみである。現行、食料に重点を置いて投資していると考えている。農業法人を買い集めるようなファンドや、ファンドそのものが農業法人になってしまふようなファンドも存在するらしい。最近、農業自体を改革するようなファンドが結構、出てきている。その他、いろいろのエネルギー投資も存在している。

3. 日本株投資

世界株の中で、運用機関が日本株は良いなと思って日本株のウェイトを増やすのであれば良いと思うが、日本を特別視して、選ぶ必要はないと考えている。年金業界において、ワールド化は共通の認識である。日本企業に失望している訳ではない。日本企業の中で世界に通用する企業があれば、世界株の中に当然組み込まれると考えている。あえて日本が他の地域に対して同等に延びるシナリオが立てられないよう株に対する投資は、受託者責任上説明がつかない。

10. J保険会社

- ① 地域：関東地方
- ② 業種：生命保険
- ③ PEファンド投資：実施している
- ④ ヒアリング実施日：2010年1月17日

【オルタナティブ投資について】

1. PEファンド投資

国内のGP、所謂シングルマネージャーに対する問題点を一言でいうと、パフォーマンスが問題となっている。欧米のファンドはトラックレコードを残してきている一方で、日本のパイアウトについて言うと、きちんとパフォーマンスを残してきているマネージャーは存在していない。金融危機以降、国内ではパフォーマンスを上げている投資先可能なマネージャーは10本の指で数えるぐらいしか存在していない。為替リスクがない理由のために、国内PEファンドに投資をしていきたいとは考えているが、その限定的なマネージャーに投資するよりも海外に投資する方を選択せざるを得ない。

投資に際し、明確なトラックレコードの運用基準、閾値は特に定めてはいるが、リターン目標値は設定している。海外の目標値はネットで10%強、国内で1桁後半ぐらいの目標値を想定している。そういう意味では、1号、2号ファンドであれば、過去のGPのパフォーマンスはこの目標値を満たしている。

さらに、海外の案件に比較して日本の場合のディールソーシングは多くは存在していない。GPの絶対数が少ないために、限られた案件に群がっているという状況である。入り口時点で既に買収価格が釣り上がっているため、リターンの源泉を失ってしまう結果になっている。欧米においても競争が激しいのは事実ではあるが、国内のPEファンドをサポートするM&A案件数に対するGPの数が過剰になっている。

ディストレスについても、日本のマーケットでは流動性の観点から海外と比較して劣っている。アメリカの場合を例にとってみると、ディストレスの債務処理に関する法律としてチャプター11があり、倒産処理も透明性があるスピーディーに行われることが大前提になっている。日本ではADR等を通じ破綻処理を行っているが、チャプター11のような短期的に債務整理を進めるような法制度は日本では未だ整ってはいない。

当該企業全体のアロケーションに占めるPEファンドの割合は、総資産5.5兆程度の内、2%強、3%以下となっている。生命保険業界の中でもPEファンドの比率は高いという認識である。リスクアセットをどこに割り当てていくかということを見ると、現状から若干絞っていかうと考えている。中長期的な視点の中でPEファンドは魅力的なアセットだと考えている。

投資コミットメントの数は、年度によってまちまちであるが、当該企業は1999年からPEファンドの取り掛かりを始めている。ファンド募集のレイズ環境によっても左右されるが、GP数だけではXX、ファンド数でYYを超えている。年によっては、1~2GPぐらいしかコミットしない年もある。今は積

み上げ時期から、安定時期に移っているが、多いときには1桁後半ぐらいになっている。

国内株の代替肢としてのPEファンド投資が増えてきている現状下、株を減らしてPEファンドへ移行していくような段階には未だない。また、リスクバジェットの配分の問題に関係してくるため、昨今の規制環境、例えば、ソルベンシーの問題等を勘案したリスクベースでの投資を考えていかなければならず、全体リスクの中で、代替性、エクイティ性を含め、リスク・リターンを常に考えていかなければならない。

PEファンドのバリエーションに関しては、有限責任組合法に基づき、ファンドの設立は金商法の下、上場株を除いて取得簿価で評価をしていくことができるようになってきている。例えば、ファンドによっては組合会計というものを参考値としてバリエーションを提示しているものもあり、そこには、直近のEBITDAに類似業種のコンプスをかけ、ネットデットをさし引いて株式価値を算出している。基本的には、簿価は殆ど変わらないのが一般的であるが、当該企業の場合は国内のファンドは10数パーセント程度しか保有しておらず、残りは海外のファンドに約8割投資している。海外のファンドは2009年12月頃にFAS157の時価会計が導入されたためUSGAAPをベースで、ファンドについて四半期毎にコンプスをDCFを用いて、若しくはコンプスとDCFを統合した形でバリエーションを提供される。四半期毎に時価が変わるのが海外のファンドのケースであり。欧米に関しては半年毎にバリエーションを変えるスタンスであったため、従来通り半年毎にバリエーションが変わっている。国内では時価は殆ど変動していないが、海外においては比較的変動をしている。もし時価を開示する旨要請があった場合、国内に関してもUSGAAPベースで算出するように依頼をしていかなければならないと考えているが、現状、それに対する強いプレッシャーはない。バリエーションを出しにいくというより、個別企業のモニタリングの中で、実際GPの評価が妥当かどうかを定量的ではなく、定性的に評価している。ただし、一点悩ましいことは、DCFをとっているバリエーションについては、マルチプルで算出したときは、レバレッジの影響は正しく反映されるが、DCFでは2006、2007年頃のマーケットピークの際の大型バイアウトは、デット・レバレッジ比率が7~8倍というようなものも存在した。単純にEBITDAが30%下がると、計算上のコンプスではエクイティの価値がゼロになってしまう。または、ゴーイング・コンサーンを前提で、PEファンドのマネージャーは運用を行っているので、DCFと混同した形でバリエーションを提示するのは難しい。GPのバリエーションが妥当かどうかに関する情報はGPが持っているので、将来的なキャッシュフローの予測については自身でモデルを用いて算出しなければならない。

もしレバレッジ6~7倍の投資業態があるとすれば、クレジット市場がどういう状況なのかが分からない中で3年後、4年後リファイナンス（借り換え）の必要な時期がきたときに、当該企業のキャッシュフローで返済できるのか。例えば、EBITDAの5倍であれば借り換えができるからも知れないが、そのときにおける借り換えをモデリングしていったら、6倍のキャッシュフローではデフォルトするかもしれないということを考えていかなければならない。その場合、GPの方からデットの償還期、支払い金利、手元のキャッシュ等いろいろの情報を網羅的に徴収している最中。

コベナンツに関しては、GPサイドも銀行との守秘義務があるため、細かい個別のコベナンツに関する開示は難しい。ただ、デットのマチュリティーと支払い金利が分かれば、どの段階でどの企業が危

ないかをウォッチ・リストの形で抽出することができ、そのような投資先については、GPに個別に口頭ベースで得られた情報をデータ蓄積として作り上げていく計画を持っている。今後は一歩進んで情報収集を積極的に行い、リスク管理の一環として一歩踏み込んだモニタリングを実施しようと考えている。

当該企業の投資先は、企業数で換算するとだいたい1200社程度あり、実際LBOの案件については、数百社程度なのでモニタリングの対応は十分可能である。アメリカにおいては、ILPAという Institutional Limited Partnership Association (ILPA)、アメリカの年金が主体となって構成している組織が存在している。過去プライベート・エクイティの基本方針を2008年9月に作成し、GPが開示に必要な項目を表示している、昨今のリスク管理規制の影響を受け、今年の4月にキャピタル・コール通知と、分配通知を会計処理する上で必要な最低限度の情報の網羅性の基準を、2010年1月に開示している。四半期開示や財務諸表についても、開示項目の基準が発表される予定。特に、金融危機以降、欧米のGPの中にはデット・マチュリティーやコベナントのヒットの有無を開示すべきという意見が出てきている。

そういう意味で、投資家として投資後のモニタリングを厳格にできるのは、ファンドを選別する上でウェイトを占めていると考えている。大型のバイアウトファンドについて欧米では、有名なファンドの開示内容が大きく変わってきている。バリエーションについても、なぜこのバリエーションを算出したかの根拠、コンプス企業についても、マルチプルは何倍である等の根拠、妥当性まで開示するよう求められるようになってきている。レンジで言ったらこのバリエーションだけで、我々はこのバリエーションを使っているというところまで開示しているGPも出てきている。非常に管理がし易くなってきている。

以前は、パフォーマンスの良いGPは目論見書は作成する必要はなかった。SECの登録方法についても、業界でいろいろ進んできているため、コンプライアンス体制や、ヘッジファンドより遅れていた部分がPEファンドにも徐々に改善していくのではないかと予想している。

ILPAのホームページにプライベート・エクイティ・インベストメント・プリンシパルという投資のガイドラインを発表している。会員でなくても、インベストメント・プリンシパルとレポーティングの雛形は見られず、厳密にはLPしか会員になれない一種の組合みたいなものである。

レポートの中に、コベナントの条件を数値まで開示しているのは投資先70社のうち1社程度であり、残りはどういうコベナントがあるかを記載しているのみのGPは存在している。

日本のGPに関するインデックスがあれば良いという要望はある。日本プライベート・エクイティ協会はGPに関するインデックスを作成しようとする動きがあり、あるGPがそのような提案を出しているの、是非実現して欲しいと願っている。海外の動向としては、現在ではトムソンロイターのベンチャー・エコノミクスがあるが、もちろんサバイバーシップのバイアスがあるため、トムソンロイターの数字は絶対だとは思わないが、ひとつのベンチマークとしては有用である。

2. インフラ、森林ファンド、リアルアセット投資

世界各国の農地について、調査を開始しようとしているが、また、当該企業のポートフォリオに組

み入れるという観点での検討は進んでいない。大きな枠組みの中でPEファンドとヘッジファンドが二つの柱として、加えて2~3年位前からアメリカのクレジット商品を組み入れている。オルタナティブの分散を更に図っていくという観点で農地は非常に良い投資対象商品である。投資を実際に行うとしても、当初は小額で始め、オルタナ投資枠の中で農地という1つのアセットクラスとして区分しての投資とはならない。農地に関するデューデリは困難である。売り手の興味が先行して投資すると少々危険な商品である。農地に関してもPEファンド投資のノウハウを活用していく方針を持っている。

インフラファンド投資は、リスク・リターンの観点からデットの部分に興味を持っている。エクイティ部分に関しては、リスク性商品であるという印象を持っている。試しに投資を行うとしたら、デット、メザニン部分から始めるのが妥当。オルタナティブ枠の中でどのような投資区分になるか現在調査中である。

1.1. K損害保険会社

- ① 地域：関東地方
- ② 業種：損害保険
- ③ PEファンド投資：実施している
- ④ ヒアリング実施日：2010年3月2日

【現在の運用体制・方針】

1. LBO投資について

欧米等と比較して日本のGDPに占めるバイアウトの比率は極端に低くなっている。日本企業特有のLBOアレルギーがあるかもしれない。レバレッジファイナンスやLBOに関しては、メガバンクを中心に、貸出先が見つからない中、スプレッドが厚い投資は魅力的であるはずである。金融危機以前に近いアグレッシブな貸出条件が見えてきている。LBOファイナンスの調達環境という意味では、シニアローンについてはメガバンクを中心とした十分な供給余力があると考えている。メザニンの分野についてはそれなりのロット（量）はあると考える。PEファンドのファンドのコミットメントの残高もかなりあると思う。最近バイアウトの案件が出てくるときはオークション形式になっている。そうすると一番優先するのは価格となる。PEファンドの資金力にも限界があるため、レバレッジローンが出てくる。そこで、メガバンクは案件を取りたいために良い条件を出してくる。

2. 投資方針

我々はLPとして案件に入るのではなく、直接案件に対してメザニンを提供している。定期的に対象企業の業況をモニタリングし、問題があればメザニン・レンダー（投資家）として財務のリストラクチャリング・プロセスの中で交渉をしたりする。我々がメザニンを提供する先は、PEファンドがスポンサーとして入ってくる案件であるため、彼らのバリュアアップ能力や、投資対象先のモニタリング能力にかなり依存しているところはある。

ファンド投資をしている人と、直接投資をしている人との考え方が違う。お金を預けて任せるか、運用するかの違いがある。前者は運用者を頼らざるえないため、人の選択が重要になってくる。

現在抱えている案件でコベナンツにヒットしているものの割合は低い。（能動的に海外PEファンドと連携を取って案件をするようなことはない。）国内の場合は、コベナンツにヒットしても銀行はトリガーをひいて強健発動というようなどころには行かない。なので、コベナンツを緩和したり、免済スケジュールを変更したりする。したがって、その下にあるメザニンは助かっている。欧米の場合はドラスティックに反応し、すぐに裁判にかけたりする等の行動に出てくる。

3. ハイイールドマーケットの市場環境について

アメリカではハイイールドのマーケットは発達しているが、日本には全く存在していない。ハイイールドとメザニンが全く違う性質だということが知られていない中で、PEファンドの資金の調達先と

してシニアに集中してしまう。たぶん、メザニンのプレーヤーはそれほど存在しない。

オークション案件には売り手のアドバイザーが付くが、そのアドバイザーのスケジュール管理に最近かなり期間が短く無理がある。ファンド側も案件に取り組むことでどれだけの付加価値を出せるかを検討する時間もない。シニアレンダーにしても、スケジュールが決まっているので、どういう条件がベストであるかの出しづらいつら状況になり好ましくない傾向になっている。

最近の例でいえばマルチプルのEBIDTAで8倍ぐらいまで回復してきている。獲得するキャッシュフローについても、2008年中頃までは、あまりアップサイドの部分を織り込まず、相当余裕のあるレバレッジ、ストラクチャーであったものが、最近ではそこまでゆとりがなく金融危機前の状況に近づいてきている。

4. 内部格付けについて

擬似的格付け制度について、コーポレートローンで格付けを行うときの社内格付け制度を踏襲して、一部シニアと違って担保が付いていない等、債権者格付けの部分で劣後するようなところを定量的に点数で落とし込んで、一応社内的な格付けを出して、それを外部との格付けと比較してどのくらいに位置するか、我々の格付けのスコアの範囲内に納まっていれば投資を実施する。投資不適各のゾーンに入っていれば投資には取り組まない。メザニン投資ではBB以下の投資がターゲットであり8~10%程度のリターンを期待している。その他のシングルAの格付けについては、社内のコーポレート部門のセクションが投資を行っている。

5. 投資規模

ワンショットで投資しているボリュームは、過去の平均から見ると約20億円ぐらいである。LBOファイナンスでは、デューデリ費用や、弁護士費用等の費用がかかるため、サイズが小さすぎると投資の効率性から考えてなかなかマッチしない。最低で10億円以上のサイズが欲しいと考えている。

6. 投資案件のソーシングについて

案件はPEファンドからの直接の持ち込みが多い。我々の想定金額で対応可能な案件であれば、直接持ってきてもらう。大型の規模模の案件になってくると我々で出せる規模の案件ではなくなってくる。その場合は投資銀行が一旦アンダーライト（シンジケート団を統率）して、部分的に投資家にはめ込んでくる。定期的に、ファンド、投資銀行、シニアレンダー等を通して情報交換をし、動きそうな案件・情報をキャッチする。情報ベンダーを使って情報をキャッチしたら我々の方からコンタクトすることもある。パイアウトに関してはあまり有効となるデータベースもない。日本ではプレーヤーも少なく、市場規模も小さいため、情報が限られてくる。我々独自の調査体制を作るのは難しいと思っている。

7. 投資リターンについて

実際のピンテージ毎のIRR、期待リターン、実リターン、リスク/リターン特性について。我々

は1998年（バイアウト黎明期といわれる頃）から、最初はシニアローンから始めLBOローンを実施してきて、2001、2002年ぐらいになってきて、メガバンクがシニアローンを積極的に出し始めてから我々も立ち位置をメザニン中心に変えてきた。シニアローンを含めると過去11年ほどで数十件のバイアウト向けファイナンスを行ってきている。その内、国内のバイアウト向け案件は数件ほどである。そのIRRだけを見ても期待リターンは超えている。2000年前後から、海外の条件を参考にして、トータルのIRRでは15%程度目指している。当時から今も変わらず、10年ぐらいでみてほしいくらいのものになっている。ただし、金融危機の前後から基本的に新規投資案件は避けており実施していない。

8. 公正価値評価について

メザニンの公正価値評価について、通常の劣後ローンや償還型の優先株等は社内で評価をしている。投資銀行が出してきた案件では彼らのIRRに従っている。プライベートなものについては審査部門が審査を行っている。

9. その他

大手製造業のように多くの子会社を保有数先がカーブアウトをすれば、経済界に良いインパクトを与えるのではないかと考える。我が国でも飲料・酒類販売の企業の子会社が医薬品部門を持っていたが、それをカーブアウトした等幾つかの案件は投資している。

年金の場合はコモディティ化してないと投資できないが、我々の場合はコモディティ化したものにはアノマリーはないと判断しているので、市場が拡大し、情報がオープンになってしまると、商売に冥利がなくなる。年金運用と我々が超過収益が取れるかと考えるのは相反すると思う。市場が拡大し、データベースが充実し透明性が高まると、超過収益がなくなり投資に冥利がなくなってくる。例えば、我々は内部格付を行い、劣後部分（BB以下）の期待リターンがどれだけあるかは、誰も答えを出せない故に、そこに収益の源泉がある。