

ドイツ取引所の上場制度再編

ノイエ・マルクト消滅の意味するもの

二上季代司

ドイツ取引所は、昨年秋に、新興市場としてとりわけ評価の高かったノイエ・マルクトを二〇〇三年末に閉鎖することを決めた。その後、年末にかけてノイエ・マルクトを含む上場制度の全面的な再編計画案とそのためのフランクフルト証券取引所規則改正案⁽¹⁾を発表した。世界的なＩＴバブル崩壊の中で、ドイツのノイエ・マルクトも相場場の下落、出来高やＩＰＯ件数の劇的な減少を蒙り、その閉鎖の一報が届いた当初は、ドイツ取引所の挫折と受けとめられたのである。ところが、再編計画を検討すると、むしろそのしたたかな戦略性を感じさせられる。そしてまた、この戦略性の発揮にはドイツの特異な取引所法制が寄与している面があるように思われる。そこで、以下では、これまで明らかとなっているドイツ取引所の上場制度再編計画を概観するとともに、迂遠のようであるがドイツの取引所法制にも言及してみたいと思う。

1 上場制度再編の内容

これまで明らかとなったドイツ取引所の上場制度再編の中身を見ると、その内容は次の三つの分野、すなわち、市場セグメント、指数フレームワーク、指定スポンサー制度、にわたる改革より成り立っている。

(1) 上場セグメントの改革

フランクフルト証券取引所の市場区分は、主として大企業向けの「正式市場」(Amtlichen Markt)、中堅企業向けの「規制市場」(Geregelter Markt)、外国企業やカバードフロントが多い「自由市場」(Freiverkehr)の三つに分かれている。この三市場はドイツにおける取引所の根拠法となっている「取引所法」(第三章、第五章)に基づくものであって、いわば公法上の市場区分である。ところが、これと並んで、フランクフルト証券取引所の経営主体であるドイツ取引所が私法上の契約にもとづいて設定している市場区分がある。これが「ノイエ・マルクト」(Neuer Markt)とS M A Xである。

すなわち、「規制市場」の上場企業のなかで、透明性や開示の上で国際基準を満たした成長企業や外国企業向けに作られた市場区分が「ノイエ・マルクト」である。他方、「正式市場」や「規制市場」の上場企業のうち、小規模企業、外国企業を集めた一つの特質のある市場区分がS M A Xであり、これも国際基準に照らした透明性、開示の条件を満たした銘柄群である。すなわちノイエ・マルクト、S M A Xの銘柄群は、正式市場あるいは規制市場の上場基準を満たした上に、それに追加して次のような国際標準の透明性・開示要件を満たしていなければならぬ。すなわち、

- 1 上場目論見書および連結財務諸表に国際会計基準(または米国会計基準)を採用。
 - 2 年次報告書、半期報告書のほか四半期報告書の公表。
 - 3 年一回以上のアナリスト会議の開催。
 - 4 重要情報の適時開示は英語で行う。
- などである。

今回の市場セグメント改革の要点は、フランクフルト証券取引所規則（F W B規則）を改定し、正式市場と規制市場それぞれを、さらに「ジェネラル・スタンダード、General Standard」と「プライム・スタンダード、Prime Standard」に細分し、プライム・スタンダードに上場する企業には、ジェネラル・スタンダードへの上場要件に加えて、次のような国際的に受容可能な透明性・開示要件を課したのである。すなわち、

- 1 上場目論見書および連結財務諸表に国際会計基準（または米国会計基準）を採用（F W B規則六二条、七七条）。
 - 2 年次報告書、半期報告書のほか四半期報告書の公表（F W B規則六三条、七八条）。
 - 3 会社の重要日程の開示（年次株主総会や貸借対照表の記者発表など、F W B規則六四条、七九条）
 - 4 年一回以上のアナリスト会議の開催（F W B規則六五条、八〇条）。
 - 5 重要情報の適時開示は英語で行う（F W B規則六六条、八一条）。
- などである。この結果、同様の透明性・開示要件を課して来たノイエ・マルクト、S M A Xは「正式市場」および「規制市場」の細区分である「プライム・スタンダード」に発展的に解消されることとなったので、両市場区分は二〇〇三年末に廃止されることになるが、それまではこの一年間に限って経過措置として並存することになる。なお、ノイエ・マルクト、S M A Xの銘柄は、すでに正式市場あるいは規制市場の上場要件を満たしているのであって、両市場が閉鎖されても、正式市場あるいは規制市場の「ジェネラル・スタンダード」もしくは「プライム・スタンダード」の上場企業として引き続き取引されることになり、上場企業としてのステイタスや市場流動性を失うわけではない。

(2) 指数フレームワークの改革

これに伴って、これまでの株価指数の枠組みも大幅に変更することになった。従来の株価指数は、正式市場や規制市場の相場欄から計算された株価指数（DAX三〇、MDAX七〇、DAX一〇〇）のほか、ノイエ・マルクトの相場欄からは別の株価指数NEMAX五〇、NEMAXAllShare、そしてSMAXの相場欄からはSMAX、SDAXが計算されてきた。既述のように、ノイエ・マルクトの上場企業は同時に「規制市場」に、SMAX上場企業は「正式市場」あるいは「規制市場」に属しているのであるが、価格決定にさいしては正式市場、規制市場の相場欄からはずされ、ノイエ・マルクト、SMAXの相場欄に移され、それぞれのフレームワークの中で株価指数が計算されてきた。

ところが、市場セグメントの変更により、従来の指数フレームワークを破棄し、プライム・スタンダード銘柄を対象に新しい指数フレームワークを作ることとなったのである。変更のポイントは以下のものである。すなわち、プライム・スタンダードに上場される銘柄群の中から時価総額と出来高を基準に、

- 1 DAX三〇を計算。従来と同様、ブルーチップ三〇銘柄で構成され、変更なし。
- 2 DAX三〇以下のものは伝統的（Classic）セクターとテクノロジ（Technology）セクターに二分。
- 3 MIDAXは伝統的セクターとして計算、銘柄数は七〇から五〇へ減少。
- 4 SDAXは従来と同様にMIDAXのすぐ下にくる中小規模の銘柄五〇で構成。
- 5 以上に対して、テクノロジセクターとして新たにTecDAXを上位三〇銘柄で新設。
- 6 他方、プライム・スタンダードの全銘柄を一八の産業別に分類し、一八のセクター指数を新設する。
- 7 なお、二〇〇四年末までの経過措置として、ノイエ・マルクトの五〇銘柄で計算してきたNEMAXは引

き続き計算、配信されることになる。理由として、この指数に基づく金融商品の継続を保証するため、とされる。

(3) 指定スポンサー制度の改革

なお、フランクフルト証券取引所では、立会場取引のほか電子取引システム Xetra を利用した継続売買が行われているが、プライム・スタンダード上場の要件として Xetra での継続売買における流動性確保を挙げている。この観点から、これまでの指定スポンサー制度 (Designated Sponsor)⁽²⁾ を次のように変更することとなった。

従来は市場セグメント別に指定スポンサーを義務付けてきたのである。例えば、ノイエ・マルクト上場には二社、S M A X 上場には一社の指定スポンサーが必要である。ところが、市場セグメントならびに指数フレームワークの変更に伴って、流動性指標を基準とするものに変更され、カテゴリー A は、指定スポンサー不要、カテゴリー B は一社以上の指定スポンサーを義務付け、となった。なお、流動性指標として、 Xetra Liquidity measure⁽³⁾ が一〇〇ベースポイントより大きいか小さいか、一日平均の出来高が二五〇万ユーロより多いか少ないか、で分ける。どちらの指標も大きいとカテゴリー A、それ以外は B となる。

2 上場制度の「二重性」 フランクフルト証券取引所とドイツ取引所

以上が、今回のドイツ取引所上場制度再編の大略である。次に、そのもつ意味について検討すべきであるが、その前にフランクフルト証券取引所とドイツ取引所の関係について言及しておかなければならない。というのは、

ドイツの上場制度（あるいは市場セグメント）には公法に基づくもの（Public law base）と私法に基づくもの（Private law base）があつて、二重性を帯びているからである。

すなわち、従来までは正式市場、規制市場、自由市場の三分とノイエ・マルクト、S M A Xの二区分があつたのであるが、これらはどのような関係にあるのかといへば、次のようである。前二者は「取引所法」に根拠を置くいわば「公法」上の区分であり、その上場承認主体はフランクフルト証券取引所の機関である。すなわち正式市場の場合は同取引所の Zulassungsstelle（上場認可委員会）、規制市場の場合は Zulassungsausschuss（上場審査委員会）が上場を承認することとなっている。これに対し、自由市場やノイエ・マルクト、S M A Xの場合は、フランクフルト証券取引所の経営主体であるドイツ取引所（Deutsche Börse AG）の取締役会が上場の可否を決定する。したがつて、上場承認や上場契約遵守についての司法的効果（訴訟当事者能力）は正式市場、規制市場と自由市場やノイエ・マルクト以下では違つてくることになるのである。なぜ、このようなことになっているのかといへば、ドイツにおける取引所制度の歴史的経緯に由来する。

ドイツにおける取引所法制は、取引所法（一八九六年施行）が基本法であるが、同法は取引所を州政府の認可制としているものの法律的な定義をしていない。その理由として、一九世紀プロイセンによるドイツ統一以前において既に各連邦に複数の取引所が並立していたうえにその機構や取引条件が異なっていたため、立法者は必要最小限にとどめた法律を規定するように努めたから、とされている。⁴⁾したがつて、ドイツでは取引所は商取引を容易に行つたための「集會」であつて、それ自体は権利主体ではないとされる。⁵⁾もつとも権利主体ではないといつても、取引所の一切の管理業務（会員にあたる入場者の選抜、取引所価格決定、証券の上場とその管理など）は取引所理事会、名譽裁判所、上場認可委員会などの取引所機関の自治によつておこなわれる。このため、取引所

管理上の措置は、取引所認可それ自体が州政府による権利設定行為であることから「行政行為」とみなされ、これら取引所機関は行政訴訟当事者とみなされるのである。⁽⁶⁾

他方、集会としての取引所を開催し、その実行を保障する経営主体（「Träger」）が取引所機関とは別に必要となり、この経営主体が私法上の訴訟当事者となる。フランクフルト証券取引所の場合、以前は商工会議所がその経営主体にあたっていたのである。しかし、一九八〇年代に入って、商工会議所の財務では電子取引のための膨大なシステム投資を遂行するには不適切であり、そこで一九九〇年ごろに株式会社組織のドイツ取引所を設立、これが現在ではフランクフルト証券取引所の経営主体となっているのである。そしてドイツ取引所自体は、各業務（現物株運営部門、情報プロダクツ部門、デリバティブ運営部門、システム部門、決済部門）を子会社とする持株会社となっており、今回の改革案では、主として現物株部門、指数計算を行う情報プロダクツ部門が関わってくることになる。

3 上場制度改革の意味するもの

以上のことを踏まえた上で、今回の上場制度改革の意義を評価すれば、どのような教訓が得られるであろうか。ドイツ取引所自身は、今回の改革によって「公法と契約的規則に基づいたパッチワークのような多数の市場、市場セグメントと各指数がよりクリアで一貫性の高いものになる」と主張している。⁽⁷⁾ ノイエ・マルクト、S M A X という市場区分はこれまで私法上の契約的規則に基づくものであった。今回、その国際的な透明性・開示要件を正式市場および規制市場のサブ区分、プライム・スタンダードに取り入れたことで、この国際標準の要件は公法に基礎をおくものに昇華することになり、これまでと比較して法的安定性が高まるという効果があった。

他方、大方の見方は、ITバブル崩壊後のノイエ・マルクト市場不振によって発行会社、投資家の期待感が喪失したことに対する対策だ、というものである。しかし、これに対しても、指数フレームワークを一新することによって、ノイエ・マルクトを対象としたNEMAX（これは二年後に亡くなる）に代えて新しいTeCDA Xや一八のセクター指数を新設、投資家、発行会社にアピールしていこうとしている。単に発行会社や投資家へのアピールというだけではなく、これら指数は外部のベンダーなどに配信されて情報生産部門の収入となるほか、それがデリバティブや上場投信の原資産となってドイツ取引所の現物取引部門やデリバティブ部門の収入に貢献する、という因果関係にもなっている。

記述のように、ドイツではその特異な取引所法制によって、当初から期せずして「自主規制機関」である証券取引所機関（取引所理事会や上場認可委員会など）と経営主体あるいは運営主体（ドイツ取引所）とが分離されている。そのことが時にパッチワークのような上場制度の原因となるのだが、反面では新指数や新商品を運営主体が開発する際の裁量性を高め、弾力的に戦略を立てることに役立っているといえるのではなからうか。

参考文献

- 1 *Rules and Regulations Neuer Markt (FWB 09e)*, July 1, 2002.
- 2 *Conditions for Participation in SMAX (FWB 11e)*, July 1, 2002.
- 3 *Rules for the Regulated Unofficial Market on the Frankfurt Stock Exchange (FWB 10e)*, September 2, 2002.
- 4 Deutsche Börse, *Stocks & standards: Cash market - New admission standards and indices create Europe's most transparent stock market*, November 25, 2002.

- 5 Börsenordnung für die Frankfurter Wertpapierbörse (FWB 01), January 1, 2003. (フランクフルト証券取引の改正規則)
- 6 ハイנטツ・プレーマー著、河本一郎・正亀慶介訳「ドイツ取引所法」、『証券研究』三〇巻、一九七一年、六二ページ。
- 7 ヘルベルト・シュリヒト(フランクフルト証券取引所理事長)「ドイツ証券取引所の現状」、『証券経済時報』一七巻二号、一九七七年。

8 ドイツ「取引所法」(一九九八年九月改正)(邦訳、日本証券経済研究所「外国証券関係法令集 ドイツ」二〇〇二年一月、所収)

注

- (1) フランクフルト証券取引所の改正規則はすでに二〇〇三年一月一日から施行されている。
- (2) 流動性を付与するため当該銘柄に割り当てられた会員業者が値付けを行うもので、フランクフルト証券取引所におけるマーケットメイカー制度とでもいふべきものである。通常は上場時の主幹事銀行が担当する。
- (3) この指標は成り行き注文を入れたと仮定した場合の出来値とそのときの最良気配の平均値との差額である。小さければ流動性が高いこととなる。(Deutsche Börse, Stocks & standards: Cash market- New admission standards and indices create Europe's most transparent stock market, November 25, 2002)
- (4) ヘルベルト・シュリヒト(フランクフルト証券取引所理事長 当時)「ドイツ証券取引所の現状」、『証券経済時報』一七巻二号、一九七七年。
- (5) ハイנטツ・プレーマー著、河本一郎・正亀慶介訳「ドイツ取引所法」、『証券研究』三〇巻、一九七一年、六二ページ。
- (6) 例えば、取引入場(会員)への申請を不当な理由で拒否されたときは取引所理事会を、あるいは発行会社が上場を不

当な理由で拒否されたときは上場審査委員会を訴えることができる。

(7) Deutsche Börse, *ibid.*

(8) 二〇〇一年業績でドイツ取引所 A G の Information product Division の収入は一億九九〇万ユーロを記録し、全収入の一四・四%を占める(同マニュアルレポートより)。

(にかみ きよし・主任研究員)