

<論 説>

ドイツ資本市場改革（2003）についての考察

——使用会計基準を中心にして——

戸 田 龍 介

目 次

- I. はじめに
- II. 市場改革の契機 —ノイア・マルクトの閉鎖計画と当該上場企業の振替え先—
- III. プライム・スタンダードおよびゼネラル・スタンダードの現状
- IV. 市場改革の意味と問題点
- V. おわりに

I. はじめに

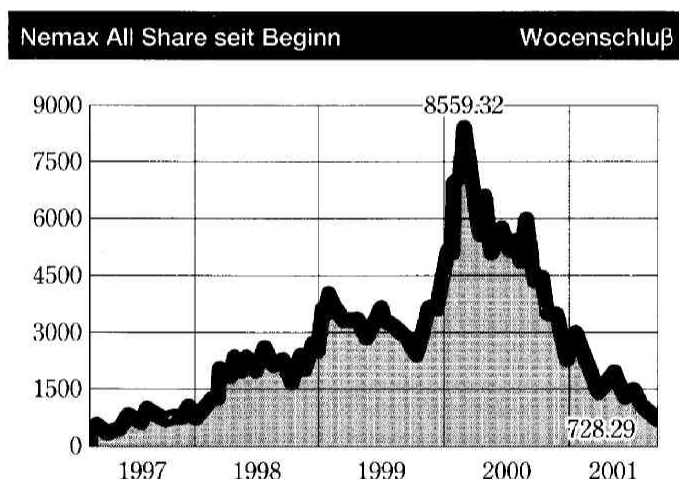
2003年1月1日より、フランクフルト証券取引所などを運営するドイツ取引所は、資本市場をプライム・スタンダードとゼネラル・スタンダードに二分化するという改革を行なった。ゼネラル・スタンダードへの組入れは、通年および半期の財務諸表提出およびドイツ語による適宜情報開示といった法的に最低限の要求を満たせばよいものとされた。これに対して、プライム・スタンダードへの組入れにはゼネラル・スタンダード組入れ条件に加え、四半期報告書および財務カレンダーの提出、少なくとも年一回のアナリストミーティングの開催、英語による適宜情報開示等の条件が列挙された¹⁾。そして何より、国際財務報告基準（International Financial Reporting Standards, 以下 IFRS と記す）あるいは米国において一般に認められた会計原則（Generally Accepted Accounting Principles, 以下 US-GAAP と記す）の使用が条件に挙げられたことが注目を集めた。

日本ではドイツにおける今回の資本市場改革について、高い開示水準を満たせる優良企業だけがプライム・スタンダードに組入れられ、それに対して「国内基準しか満たせない企業」（日本経済新聞, 2002.12.22.）はゼネラル・スタンダードに組入れられるという趣旨の報道がなされた。もっと直接的に、プライム・スタンダードは「一軍」（日本経済新聞, 2003.4.13.）、ゼネラル・スタンダードは「二軍」の様に位置づけたものさえあった。果たして今回のドイツにおける資本市場改革は、使用会計基準を中心とした開示水準によって優れた企業群とそうでない企業群を選別するものだったのであろうか。さらに、IFRS や US-GAAP はその様な企業選別のための、いわば高い障壁の役割を担っていたのであろうか。2003年7月当時における各スタンダード組入れ企業について、特に使用会計基準を中心に調査することにより、ドイツ取引所が行った資本市場改革の意味と問題点を明らかにしていきたい。

Ⅱ. 市場改革の契機 —ノイア・マルクトの閉鎖計画と当該上場企業の振替え先—

今回の資本市場改革の契機には、新興企業向け市場として創設されたノイア・マルクト (Neuer Markt)²⁾の閉鎖計画がまず挙げられる。ナスダック (NASDAQ) に対抗して 1997 年に創設されたノイア・マルクトは、代表指数である NEMAX が 2000 年初頭には発足時の約 20 倍である 8,559.32 の高値まで上昇した。しかしながら、IT バブル崩壊などの影響を受け 2001 年には 700 台まで下落してしまった。この間の NEMAX の推移については以下の表-1 において示している。2000 年から 2001 年にかけての急激な下落は「大衆パニックなき相場崩壊 (Kursrutsch ohne Massnpanik)」(Wall Street Journal (Deutsche Ausgabe), 22.9.2001., S. 25) とも言われ、一般大衆というよりも銀行・保険会社を直撃した³⁾。その爪痕は現在もドイツの金融業界を苦しめている⁴⁾。2002 年になると、NEMAX はついに 300 台まで下落してしまい市場を維持することすら困難になったため、2003 年末には閉鎖することが計画・公表された。実際には前倒しして行われ、2003 年 6 月 5 日をもってノイア・マルクトは正式に閉鎖された。

表-1 NEMAX の推移



Wall Street Journal (Deutsche Ausgabe) (22.9.2001.) S. 25.

このような経緯で閉鎖されたノイア・マルクトであるが、次に必要なのは当該上場企業の振替え先である。例えばナスダックは、ドイツのみならず欧州および日本においても一旦開設した新興企業向けの市場を閉鎖してしまった。しかしながら、本拠地が米国であることや当該上場企業数の少なさのため、その振替え先については特に責任を負わなかった。これに対してドイツ取引所の場合、フランクフルト証券取引所の親会社であるし、ノイア・マルクトには最盛期で 300 社を超える企業が上場していたため、ナスダックのような単純な市場閉鎖・撤退という行動はとることができなかったと思われる。そこで出てきた解決策が、新たに二分化された市場による当該上場企業の吸収である。新市場は、企業側からの申請 (Antrag) に基づき組入れ認可を受けるプライム・スタンダードと、申請しなかった企業が自動的に組入れられるゼネラル・スタンダードから成り立っている。

表-2 旧 NEMAX 50 企業の新セグメント

企業名	企業所在国	新セグメント
ACG	ドイツ	プライム・スタンダード
ADVA	ドイツ	プライム・スタンダード
Aixtron	ドイツ	プライム・スタンダード
AT&S	オーストリア	プライム・スタンダード
Balda	ドイツ	ゼネラル・スタンダード
BB Biotech	スイス	プライム・スタンダード
Biodata	ドイツ	ゼネラル・スタンダード
BroadVision	アメリカ	—
Carrier 1 Intern	ルクセンブルグ	—
ce Consumer Electr.	ドイツ	プライム・スタンダード
Comdirect Bank	ドイツ	プライム・スタンダード
ComRoad	ドイツ	ゼネラル・スタンダード
ConSors Disc.-Broker	ドイツ	—
Constantin Film	ドイツ	プライム・スタンダード
DAB bank	ドイツ	プライム・スタンダード
D.Logistics	ドイツ	プライム・スタンダード
EM TV&Merch.	ドイツ	プライム・スタンダード
Evotec OAI	ドイツ	プライム・スタンダード
Fantastic Cp.	スイス	プライム・スタンダード
GPC Biotech	ドイツ	プライム・スタンダード
Heyde	ドイツ	ゼネラル・スタンダード
Highlight Comm.	スイス	—
IDS Scheer	ドイツ	プライム・スタンダード
IM Intern.Media	ドイツ	プライム・スタンダード
Intershop Comm.	ドイツ	プライム・スタンダード
iXOS Software	ドイツ	プライム・スタンダード
Kontron Emb.Comp.	ドイツ	プライム・スタンダード
Lambda Physik	ドイツ	プライム・スタンダード
LION Bioscience	ドイツ	プライム・スタンダード
Medigene	ドイツ	プライム・スタンダード
Medion	ドイツ	プライム・スタンダード
Mobilcom	ドイツ	プライム・スタンダード
MorphoSys	ドイツ	プライム・スタンダード
Pandatel	ドイツ	プライム・スタンダード
Pfeiffer Vacuum Tech.	ドイツ	プライム・スタンダード
Pixelpark	ドイツ	ゼネラル・スタンダード
PrimaCom	ドイツ	プライム・スタンダード
Qiagen	オランダ	プライム・スタンダード
SAP Systems Integr.	ドイツ	プライム・スタンダード
SCM Microsystems	アメリカ	プライム・スタンダード
Senator Entertain.	ドイツ	ゼネラル・スタンダード
Singulus	ドイツ	プライム・スタンダード
Steag HamaTech	ドイツ	プライム・スタンダード
Suess MicroTec	ドイツ	プライム・スタンダード
T-Online International	ドイツ	プライム・スタンダード
Teleplan Int.	オランダ	プライム・スタンダード
Thiel Logistik	ルクセンブルグ	プライム・スタンダード
Trintech Grp.	アイルランド	プライム・スタンダード
Umweltkontor	ドイツ	プライム・スタンダード
United Internet	ドイツ	プライム・スタンダード

(HANDELSBLATT 21/22. 12. 2001 およびドイツ取引所のホームページより 2003 年 7 月中旬に作成。同時点において新セグメントが確認できなかったものについては記号—を付している。また、新セグメントがプライム・スタンダードである場合、当該セルに網かけしてある。なお 7 月下旬には Trintech Grp. がプライム・スタンダードから除外されている。)

表-3 NEMAX 50 以外のノイア・マルクト企業の新セグメント

企業名	企業所在国(証券登録国)	新セグメント	企業名	企業所在国(証券登録国)	新セグメント
3U Telekommunikation	ドイツ	ブライム・スタンダード	CYCOS	ドイツ	ゼネラル・スタンダード
4MBO Intern. Electronic	ドイツ	ブライム・スタンダード	d+s online	ドイツ	ブライム・スタンダード
Aap Implantate	ドイツ	ブライム・スタンダード	DAB bank jge.	ドイツ	—
ABACHO	ドイツ	ゼネラル・スタンダード	Das Werk	ドイツ	ゼネラル・スタンダード
Abit	ドイツ	ブライム・スタンダード	DataDesign	ドイツ	ゼネラル・スタンダード
AC-Service	ドイツ	ブライム・スタンダード	Datasave	ドイツ	ゼネラル・スタンダード
Adcon Telemetry	オーストリア	ブライム・スタンダード	DCI Datab.Comm.Ind.	ドイツ	ブライム・スタンダード
AdLINK Internet Media	ドイツ	ゼネラル・スタンダード	DEAG	ドイツ	ブライム・スタンダード
Adori	ドイツ	ブライム・スタンダード	Dialog Semiconductor	ドイツ(イギリス)	ブライム・スタンダード
ad pepper media Intern.	オランダ	ブライム・スタンダード	DIGOM Group	ドイツ(イギリス)	ゼネラル・スタンダード
ADS System	ドイツ	ゼネラル・スタンダード	Digital advertising	ドイツ	ゼネラル・スタンダード
Advanced Medien	ドイツ	ブライム・スタンダード	Dr. Hoenle	ドイツ	ブライム・スタンダード
Advanced Photonics Tech.	ドイツ	ブライム・スタンダード	Drillisch	ドイツ	ブライム・スタンダード
Advanced Vision Tech.	イスラエル	ブライム・スタンダード	Easy Software	ドイツ	ゼネラル・スタンダード
aeco	オランダ	—	ebookers	イギリス	—
Allgeier computer	ドイツ	ゼネラル・スタンダード	eJay	ドイツ	—
Alphaform	ドイツ	ブライム・スタンダード	e.multi Digit.Dienste	ドイツ	ゼネラル・スタンダード
Amatech	ドイツ	ゼネラル・スタンダード	Eckert&Ziegler	ドイツ	ブライム・スタンダード
Analytik Jena	ドイツ	ブライム・スタンダード	Electronics Line	イスラエル	ブライム・スタンダード
Antwerpes	ドイツ	ブライム・スタンダード	ELMOS Semiconductor	ドイツ	ブライム・スタンダード
ARBO media.net	ドイツ	ブライム・スタンダード	Elsa	ドイツ	ゼネラル・スタンダード
Articon Integrals	ドイツ	ブライム・スタンダード	EMPRISE Manag.Cons.	ドイツ	ブライム・スタンダード
Artnet.com	ドイツ	ゼネラル・スタンダード	E-M-S new media	ドイツ	ブライム・スタンダード
Artstor	ドイツ	ゼネラル・スタンダード	Energiekontor	ドイツ	ゼネラル・スタンダード
Arxes Information Design	ドイツ	—	Eurofins Scientific	ベルギー(フランス)	ブライム・スタンダード
Asclepion-Meditec	ドイツ	—	Euromed	ドイツ	ゼネラル・スタンダード
ATOSS Software	ドイツ	ブライム・スタンダード	euromicron	ドイツ	ゼネラル・スタンダード
Augusta Technologie	ドイツ	ブライム・スタンダード	Fabasoft	オーストリア	ブライム・スタンダード
Baeurer	ドイツ	ゼネラル・スタンダード	F.A.M.E.	ドイツ	ゼネラル・スタンダード
Basler	ドイツ	ブライム・スタンダード	farmatic biot.energy	ドイツ	ブライム・スタンダード
BB Medtech	スイス	ブライム・スタンダード	FJA	ドイツ	ブライム・スタンダード
Bechtle	ドイツ	ブライム・スタンダード	fluxx.com	ドイツ	ゼネラル・スタンダード
Beko Holding	オーストリア	ゼネラル・スタンダード	Focus Digital	ドイツ	—
Bertrandt	ドイツ	ブライム・スタンダード	Foris	ドイツ	ゼネラル・スタンダード
Beta Systems	ドイツ	—	Fortec Elektronik	ドイツ	ブライム・スタンダード
BinTec Comm.	ドイツ	ゼネラル・スタンダード	Fortune City.com	アメリカ	ゼネラル・スタンダード
B.I.S.Boersen-Inform.-Sys.	ドイツ	ブライム・スタンダード	Freenet.de	ドイツ	ブライム・スタンダード
Biolitec	ドイツ	ブライム・スタンダード	Funkwert	ドイツ	ブライム・スタンダード
BioTissue Tech.	ドイツ	ゼネラル・スタンダード	GAP	ドイツ	ゼネラル・スタンダード
BIPOP-CARIRE	イタリア	—	Gauss Interprise	ドイツ	ブライム・スタンダード
BKN International	ドイツ	ゼネラル・スタンダード	Gedys Internet Products	ドイツ	ゼネラル・スタンダード
Blue-C Consulting	オーストリア	ゼネラル・スタンダード	GeneScan Europe	ドイツ	ゼネラル・スタンダード
BOV	ドイツ	ブライム・スタンダード	GENMAE	デンマーク	—
Brain Force Software	オーストリア	ブライム・スタンダード	Gericom	オーストリア	ブライム・スタンダード
Brain Intern.	ドイツ	—	GFN	ドイツ	ゼネラル・スタンダード
BRAINPOOL TV	ドイツ	—	GFT Technologies	ドイツ	ブライム・スタンダード
Brainpower	オランダ	ブライム・スタンダード	Girindus	ドイツ	ブライム・スタンダード
Brokat Tech.	ドイツ	ゼネラル・スタンダード	Graphisoft	ハンガリー(オランダ)	ブライム・スタンダード
buch.de Internetstores	ドイツ	ゼネラル・スタンダード	Grenkeleasing	ドイツ	ブライム・スタンダード
CAA	ドイツ	—	Group Technologies	ドイツ	ゼネラル・スタンダード
caatoosee	ドイツ	ブライム・スタンダード	H5B5 Media	ドイツ	ゼネラル・スタンダード
Carmelot T.Com.online	ドイツ	ゼネラル・スタンダード	Haitec	ドイツ	ゼネラル・スタンダード
Caroom IT Systeme	ドイツ	ブライム・スタンダード	Heiler Software	ドイツ	ブライム・スタンダード
CDV Softw.Entertainm.	ドイツ	ブライム・スタンダード	Helkon Media	ドイツ	ゼネラル・スタンダード
Genit AG Systemhaus	ドイツ	ブライム・スタンダード	Hoeft&Wessel	ドイツ	ブライム・スタンダード
Centrotec	ドイツ	ブライム・スタンダード	Hunzinger Inform.	ドイツ	ゼネラル・スタンダード
Ceotronics	ドイツ	ブライム・スタンダード	IBS	ドイツ	ブライム・スタンダード
CEYONIQ	ドイツ	ゼネラル・スタンダード	I-D Media	ドイツ	ゼネラル・スタンダード
CineMedia Film	ドイツ	ゼネラル・スタンダード	iFAO	ドイツ	ゼネラル・スタンダード
Co.don	ドイツ	ゼネラル・スタンダード	IN-motion	ドイツ	ゼネラル・スタンダード
Computec Media	ドイツ	ブライム・スタンダード	Info Genie Europe	ドイツ	ブライム・スタンダード
ComputerLinks	ドイツ	ブライム・スタンダード	Infor Business Sol.	ドイツ	ブライム・スタンダード
ComputerLinks jge.	ドイツ	—	init innovation	ドイツ	ブライム・スタンダード
Comtrade	ドイツ	ブライム・スタンダード	INTERNOLIX	ドイツ	ゼネラル・スタンダード
Concept!	ドイツ	—	Intertainment	ドイツ	ブライム・スタンダード
Condat	ドイツ	—	IntraWare	ドイツ	—
Conduit Public	アイルランド	—	IPC ARCHTEC	ドイツ	ゼネラル・スタンダード
COR Insurance Tech.	ドイツ	ブライム・スタンダード	ISRA VISION SYSTEMS	ドイツ	ブライム・スタンダード
CPU Softwarehouse	ドイツ	ゼネラル・スタンダード	itelligence L.A.	ドイツ	ブライム・スタンダード
CTS Eventim	ドイツ	ブライム・スタンダード	IVU Traffic Tech.	ドイツ	ブライム・スタンダード
Curasan	ドイツ	ブライム・スタンダード	Jack White Prod.	ドイツ	ブライム・スタンダード
Cybernet Int.Serv.	ドイツ	ゼネラル・スタンダード	Jetter	ドイツ	ブライム・スタンダード
Cybio	ドイツ	ブライム・スタンダード	Jobpilot	ドイツ	—

企業名	企業所在国(証券登録国)	新セグメント
Jumpteck	ドイツ	—
Kinowelt Medien	ドイツ	ゼネラル・スタンダード
Kleindienst Datentechnik	ドイツ	ブライム・スタンダード
Kretztechnik	オーストリア	—
LetsBuyIt.com	イギリス(オランダ)	ゼネラル・スタンダード
LINOS	ドイツ	ブライム・スタンダード
LINTEC Inf.Tech.	ドイツ	ブライム・スタンダード
Lobster Network Storage	ドイツ	ゼネラル・スタンダード
LPKF Laser&Electro.	ドイツ	ブライム・スタンダード
LS telcom	ドイツ	ブライム・スタンダード
Lycos Europe	オランダ	ブライム・スタンダード
m+s Elektronik	ドイツ	ゼネラル・スタンダード
MacroPore	ドイツ(アメリカ)	ブライム・スタンダード
Mania Technologie	ドイツ	ゼネラル・スタンダード
MatchNet	アメリカ(イギリス)	ブライム・スタンダード
Maxdata	ドイツ	ブライム・スタンダード
MEDIA	ドイツ	ブライム・スタンダード
media(netCom)	ドイツ	ブライム・スタンダード
Mediascape Commun.	ドイツ	—
Merisch u. Maschine	ドイツ	ブライム・スタンダード
Metabox	ドイツ	ゼネラル・スタンダード
Micrologica	ドイツ	ゼネラル・スタンダード
Microlog Logistics	ドイツ	ゼネラル・スタンダード
Micronas Semicon.	スイス	ブライム・スタンダード
MIS	ドイツ	ブライム・スタンダード
MME	ドイツ	ゼネラル・スタンダード
Mosaic Software	ドイツ	ブライム・スタンダード
Mount10 Holding	スイス	ブライム・スタンダード
Muehl Prod.&Serv.	ドイツ	ゼネラル・スタンダード
Muehlbauer Holding	ドイツ	ブライム・スタンダード
Mueller - Die lila Logistik	ドイツ	ブライム・スタンダード
musicusmusic	カナダ(アメリカ)	ゼネラル・スタンダード
MWG-Biotech	ドイツ	ブライム・スタンダード
Nemetschek	ドイツ	ブライム・スタンダード
net AG	ドイツ	ブライム・スタンダード
Netlife	ドイツ	ブライム・スタンダード
Neue Sentim Film	ドイツ	ブライム・スタンダード
NEXUS	ドイツ	ブライム・スタンダード
NorCom Inform.Techn.	ドイツ	ゼネラル・スタンダード
Nordex	ドイツ	ブライム・スタンダード
Novasoft	ドイツ	ブライム・スタンダード
november	ドイツ	ブライム・スタンダード
NSE Software	ドイツ	ゼネラル・スタンダード
Odeon Film	ドイツ	ゼネラル・スタンダード
OHB Teledata	ドイツ	ブライム・スタンダード
On Vista	ドイツ	ブライム・スタンダード
OpenShop Hld	ドイツ	—
Orad Hi-tec Systems	イスラエル	ブライム・スタンダード
ORBIS	ドイツ	ブライム・スタンダード
OTI On Track Innovations	イスラエル	ブライム・スタンダード
P&I Personal&Inform.	ドイツ	ブライム・スタンダード
P&T Technology	ドイツ	ゼネラル・スタンダード
Pankl Racing Syst.	オーストリア	ブライム・スタンダード
Paragon	ドイツ	ブライム・スタンダード
Parsytec	ドイツ	ブライム・スタンダード
PC-Spezialist Franchise	ドイツ	ブライム・スタンダード
PC-Ware Inform.Technol.	ドイツ	ブライム・スタンダード
pgam advanced techn.	ドイツ	ブライム・スタンダード
Phenomedia	ドイツ	ゼネラル・スタンダード
Pironet NDH	ドイツ	ゼネラル・スタンダード
PIXELNET	ドイツ	ゼネラル・スタンダード
Plambeck Neue En.	ドイツ	ブライム・スタンダード
PlasmaSelect	ドイツ	ブライム・スタンダード
Plaut	オーストリア	ゼネラル・スタンダード
Plenum	ドイツ	ブライム・スタンダード
Poet Holdings	ドイツ(アメリカ)	ブライム・スタンダード
PRO DV Software	ドイツ	ブライム・スタンダード
Producta	ドイツ	ゼネラル・スタンダード
Prout	ドイツ	ブライム・スタンダード
PSB	ドイツ	ブライム・スタンダード
PSI	ドイツ	ブライム・スタンダード
Pulsion Medical Sys.	ドイツ	ブライム・スタンダード
QSC	ドイツ	ブライム・スタンダード
realTech	ドイツ	ブライム・スタンダード
Rhein Biotech	オランダ	ゼネラル・スタンダード

企業名	企業所在国(証券登録国)	新セグメント
Roesch Medizintechn.	ドイツ	—
Rofin-Sinar Techn.	アメリカ	ブライム・スタンダード
RTV Family Entertain.	ドイツ	ゼネラル・スタンダード
Ruecker	ドイツ	ブライム・スタンダード
Sachsenring	ドイツ	ゼネラル・スタンダード
Saltus Tech.	ドイツ	ゼネラル・スタンダード
Sanochemie Pharma.	ドイツ	ブライム・スタンダード
secure! Security Netw.	ドイツ	ブライム・スタンダード
SER Systems	ドイツ	ゼネラル・スタンダード
SHS Informationssys.	ドイツ	ブライム・スタンダード
Silicon Sensor Intern.	ドイツ	ブライム・スタンダード
SinnerSchrader	ドイツ	ブライム・スタンダード
Softing	ドイツ	ブライム・スタンダード
Softline	ドイツ	ゼネラル・スタンダード
Softmatic	ドイツ	ゼネラル・スタンダード
SoftM Softw.u.Beratung	ドイツ	ブライム・スタンダード
Splendid Medien	ドイツ	ブライム・スタンダード
sunways	ドイツ	ブライム・スタンダード
Swing! Entert.Media	ドイツ	ゼネラル・スタンダード
Syskoplan	ドイツ	ブライム・スタンダード
Szygy	ドイツ	ブライム・スタンダード
SZ Testsysteme	ドイツ	ゼネラル・スタンダード
TDS Informationstech.	ドイツ	ブライム・スタンダード
teamwork inform.manag.	ドイツ	ゼネラル・スタンダード
Technotrans	ドイツ	ブライム・スタンダード
Tele Atlas	オランダ	ブライム・スタンダード
Telegate	ドイツ	ブライム・スタンダード
Teles	ドイツ	ブライム・スタンダード
TelesensKSOL	ドイツ	ゼネラル・スタンダード
TePla	ドイツ	—
Tiptel	ドイツ	ブライム・スタンダード
tiscorn infosystems	ドイツ	ゼネラル・スタンダード
TOMORROW Internet	ドイツ	—
Transtec	ドイツ	ブライム・スタンダード
travel24.com	ドイツ	ブライム・スタンダード
TRIA IT-solutions	ドイツ	ブライム・スタンダード
TRIUS	ドイツ	ゼネラル・スタンダード
TTL Inform.Technology	ドイツ	ゼネラル・スタンダード
TV-Loonland	ドイツ	ブライム・スタンダード
UBAG Intern.Bet.	ドイツ	ゼネラル・スタンダード
UMS United Medical Syst.	ドイツ	ブライム・スタンダード
United Labels	ドイツ	ブライム・スタンダード
update.com software	オーストリア	ゼネラル・スタンダード
USU	ドイツ	ゼネラル・スタンダード
USU U.A.	ドイツ	—
Utimaco Safeware	ドイツ	ブライム・スタンダード
Valor Computerized Syst.	イスラエル	ブライム・スタンダード
Varetris	ドイツ	ブライム・スタンダード
Vectron Systems	ドイツ	ゼネラル・スタンダード
Visionix Ltd.	イスラエル	ブライム・スタンダード
Viva Media	ドイツ	ブライム・スタンダード
VIZRT	ノルウェー(イスラエル)	ブライム・スタンダード
Wapme Systeme	ドイツ	ブライム・スタンダード
WaveLight Laser Techno.	ドイツ	ブライム・スタンダード
WaveLight L. Technojge.	ドイツ	—
Web.de	ドイツ	ブライム・スタンダード
W.E.T Automotive Syst.	ドイツ	ブライム・スタンダード
Winter	ドイツ	ブライム・スタンダード
WizCom Technologies	イスラエル	ブライム・スタンダード
W.O.M.World of Medicine	ドイツ	ブライム・スタンダード
WWL Internet	ドイツ	ゼネラル・スタンダード

(HANDELSBLATT 21/22, 12.2001 およびドイツ取引所のホームページより 2003 年 7 月中旬に作成。作成方法は表-2 と同様。)

ノイア・マルクトの閉鎖計画をうけて、ノイア・マルクトに上場していた企業はどのような振替え先を選択したのであろうか。この疑問に対して、2001 年 12 月当時のノイア・マルクト上場企業を対象に調査し一覧にしたものが表-2 および表-3 である。表-2 は、ノイア・マルクトでも特に代表的銘柄である 50 社を対象とした NEMAX 50 企業の振替え先である。50 社のうち 40 社もがプライム・スタンダードに組入れられたことが分かる。ノイア・マルクト上場企業の中でも NEMAX 50 の対象になる様な、いわばノイア・マルクトを代表していた企業に限って言えば、その殆どがプライム・スタンダードへ組入れられたことになる。また、表-3 は NEMAX 50 対象企業以外のノイア・マルクト上場企業の振替え先を明らかにしたものである。調査結果により、その他のノイア・マルクト上場企業 282 社のうち 165 社 (約 59%) がプライム・スタンダードに組入れられたことが判明した。全体としても旧ノイア・マルクトから約 200 社 (約 62%) がプライム・スタンダードへ組入れられたことになる。なお、ゼネラル・スタンダードへは、NEMAX 50 企業からは僅か 6 社のみが、その他のノイア・マルクト企業からは 90 社が、全体として約 100 社が組入れられていた。

Ⅲ. プライム・スタンダードおよびゼネラル・スタンダードの現状

本章では、プライム・スタンダードおよびゼネラル・スタンダードの 2003 年 7 月末現在の状況について、主にドイツ取引所のホームページから調査しその結果を示している。確認できたこととしてまず、両セグメントともドイツ企業だけでなく近隣諸国の企業が含まれている。ただし、ドイツ資本市場はそもそも積極的に外国企業を受け入れてきた歴史を有しており、このこと自体が珍しいわけではない。注意を要するのは、TecDAX の様な新たな主要株価指数の対象に外国企業も組入れることが可能になった点である。

次に、各スタンダードに分類された企業の使用会計基準について見てみることにする。まず 2003 年 7 月末現在プライム・スタンダード内には 383 社組入れられていたが、そのうち 205 社が 2002 年 12 月末において IFRS を使用し、137 社もの企業が US-GAAP を使用していた。実務的には 2007 年まで US-GAAP の使用は認められるが、2005 年からは EU 域内において IFRS の使用が義務化されることを考えると、かなり多くのプライム・スタンダード上場企業が US-GAAP を使用している状況だと言えよう。さらに、プライム・スタンダード内にはドイツ商法 (Handelsgesetzbuch, 以下 HGB と記す) を依然として使用していた企業が 41 社もあった。このタイプの企業は、ドイツのトップ 100 社のうち DAX の対象 (30 社) を除いた MDAX の対象 (70 社) であった企業が多い。これに対して、小規模企業中心の SMAX 対象企業の多くは取引所新規定により HGB から IFRS へといち早く移行しており、両旧セグメント対象企業の行動は対照的である。これらの状況については、表-5 および表-7 を参照されたい。

また、ゼネラル・スタンダードについては組入れ企業数 405 社、そのうち使用会計基準を確認できた企業は 188 社に過ぎなかった。内訳は IFRS 使用 52 社、US-GAAP 使用 70 社、HGB 使用

66 社であった。プライム・スタンダード組入れ企業は全社各企業の使用会計基準がドイツ取引所のホームページ上で確認できたのに対し、ゼネラル・スタンダード組入れ企業は使用会計基準が確認できる企業が限られていたため、このような調査結果となった。なお、ゼネラル・スタンダード内に日本企業を 46 社確認した⁵⁾。現在日本とドイツには相互承認制度があるため、日本企業はドイツの証券取引所に上場する際に日本の会計基準を使用することが許されている。しかしながら、2005 年からも同様かどうかは定かではなく、他の上場親会社と同様に IFRS の使用が求められる可能性もある。2005 年問題は EU 域内の問題だけではないのである。これらの概況を示したのが以下の表-4 である。

表-4

新セグメント（2003 年 7 月末）	使用会計基準（2002 年 12 月末）
プライム・スタンダード 383 社	IFRS 使用 205 社, US-GAAP 使用 137 社, HGB 使用 41 社
ゼネラル・スタンダード 405 社	IFRS 使用 52 社確認, US-GAAP 使用 70 社確認, HGB 使用 66 社確認 (日本企業 46 社確認)

さらにプライム・スタンダード組入れ企業について、旧セグメント分類および 2002 年 12 月末における使用会計基準について調査した結果を次の表-5 で示している。ゼネラル・スタンダードについては、上述の様な理由で全社の使用会計基準が確認できなかったため、今回は一覧表を作成していない。調査結果より確認できたことをまとめると次の様になる。新セグメントであるプライム・スタンダードに組入れられた企業は約 380 社あったわけであるが、DAX および MDAX 対象企業のようなドイツトップ企業から約 130 社、次に旧 SMAX から約 50 社、そして前章で示した通り旧ノイア・マルクトから約 200 社がそれぞれ組入れられたことになる。プライム・スタンダード組入れ企業について言えば、実にその半数以上の企業は旧ノイア・マルクト上場企業であったことになる。

両スタンダードについての現状を把握した後は、その機能についても触れておきたい。実は当初本国ドイツにおいても、特にプライム・スタンダードに対しては選抜された優良企業群としての期待が抱かれていた。しかしながら、EU 域内での資本市場競争を見据えた様な積極的な選抜は結局行われず、企業側から申請し要件を満たせば組入れが認可されるという方式を採ったため、その期待が満たされることはなかった。逆に、株価が極端に低い企業や訴訟などを抱える問題企業でも、開示水準を中心とした要件さえ満たせばプライム・スタンダードに組入れられることになってしまった⁶⁾。

この結果、プライム・スタンダード自体はドイツを代表する優良企業群という性格をもち得なかったわけだが、そういったものとは別の役割が課されることになった。それは端的に言えば、「諸株価指数のプラットフォーム (die Plattform, auf der die Indexwelt aufbaut)」(Handelsblatt (21.01.2003.) S.31.) というものである。従来から存在していた DAX, MDAX, NEMAX 50 に加え、新設

表-5 プライム・スタンダード組入れ企業の状況 (2003年7月末現在)

企業名	企業所在国(証券登録)	旧セグメント	使用会計基準(2003/12)
3U TELECOM AG	ドイツ	ノイア・マルクト	US-GAAP
4MBO INTERN. ELECTRONIC AG	ドイツ	ノイア・マルクト	IFRS
AAP IMPLANTATE AG	ドイツ	ノイア・マルクト	IFRS
Aareal Bank AG	ドイツ	—	IFRS
ABIT AG	ドイツ	ノイア・マルクト	IFRS
AC-SERVICE AG	ドイツ	ノイア・マルクト	IFRS
ACG Advanced Component Grp.	ドイツ	ノイア・マルクト (NEMAX50)	US-GAAP
AD PEPPER MEDIA INTL N.V.	オランダ	ノイア・マルクト	US-GAAP
ADCON TELEMETRY AG	オーストリア	ノイア・マルクト	IFRS
ADIDAS-SALOMON AG	ドイツ	DAX	IFRS
ADORI AG	ドイツ	ノイア・マルクト	IFRS
ADVA AG	ドイツ	ノイア・マルクト (NEMAX50)	US-GAAP
ADVANCED MEDIEN AG	ドイツ	ノイア・マルクト	IFRS
ADVANCED PHOTONICS TECHN. AG	ドイツ	ノイア・マルクト	IFRS
ADVANCED VISION TECHNOLOGY	イスラエル	ノイア・マルクト	US-GAAP
AGIV Real Estate AG	ドイツ	MDAX	HGB
AIG Internat. Real Estate	ドイツ	—	IFRS
AIXTRON AG	ドイツ	ノイア・マルクト (NEMAX50)	US-GAAP
ALLBECON AG	ドイツ	SMAX	IFRS
ALLIANZ AG	ドイツ	DAX	IFRS
ALPHAFORM AG	ドイツ	ノイア・マルクト	US-GAAP
ALTANA AG	ドイツ	MDAX (→DAX)	IFRS
AMADEUS AG	ドイツ	SMAX	IFRS
AMB GENERAL HOLDING AG	ドイツ	MDAX	IFRS
ANALYTIK JENA AG	ドイツ	ノイア・マルクト	US-GAAP
ANTWERPES AG	ドイツ	ノイア・マルクト	IFRS
ARBOMEDIA AG	ドイツ	ノイア・マルクト	US-GAAP
ARTICON INTEGRALIS AG	ドイツ	ノイア・マルクト	IFRS
A.S. CREATION TAPETEN AG	ドイツ	SMAX	IFRS
AT&S AUSTRIA TECHN.&SYSTEM	オーストリア	ノイア・マルクト (NEMAX50)	US-GAAP
ATOSS SOFTWARE AG	ドイツ	ノイア・マルクト	US-GAAP
AUGUSTA TECHNOLOGIE AG	ドイツ	ノイア・マルクト	US-GAAP
AUTANIA AG	ドイツ	SMAX	IFRS
AVA ALLG.HANDELSGES.D.VERB.	ドイツ	MDAX	HGB
AWD HOLDING AG	ドイツ	MDAX	HGB
B.I.S. BOERSEN-INF.-SYSTEM	ドイツ	ノイア・マルクト	US-GAAP
BAADER WERTPAPIERHANDELSBK.	ドイツ	MDAX→SMAX	IFRS
BALDA AG	ドイツ	ノイア・マルクト (NEMAX50)	IFRS
BASF AG	ドイツ	DAX	US-GAAP
BASLER AG	ドイツ	ノイア・マルクト	US-GAAP
BAYER AG	ドイツ	DAX	IFRS
BAYER.HYPO- UND VEREINSBAN.	ドイツ	DAX	IFRS
BAYWA AG	ドイツ	—	IFRS
BB BIOTECH AG	スイス	ノイア・マルクト (NEMAX50)	IFRS
BB MEDTECH AG	スイス	ノイア・マルクト	IFRS
BEATE UHSE AG	ドイツ	MDAX	HGB
BECHTLE AG	ドイツ	ノイア・マルクト	US-GAAP
BEIERSDORF AG	ドイツ	MDAX	IFRS
BERTRANDT AG	ドイツ	ノイア・マルクト	IFRS
BERU AG	ドイツ	—	HGB
BETA SYSTEMS SOFTWARE AG	ドイツ	ノイア・マルクト	US-GAAP
BHW HOLDING AG	ドイツ	MDAX	HGB
BILFINGER BERGER AG	ドイツ	MDAX	IFRS
BIOLITEC AG	ドイツ	ノイア・マルクト	US-GAAP
BIOTEST AG	ドイツ	SMAX	IFRS
BAYERISCHE MOTOREN WERKE AG	ドイツ	DAX	IFRS
BOV AG	ドイツ	ノイア・マルクト	IFRS
BRAIN FORCE SOFTWARE AG	オーストリア	ノイア・マルクト	IFRS
BRAINPOWER N.V.	オランダ	ノイア・マルクト	IFRS
Broadnet Mediascape Comm.A.	ドイツ	—	IFRS
BRUEDER MANNESMANN AG	ドイツ	SMAX	IFRS
BUDERUS AG	ドイツ	MDAX	HGB
BOEWE SYSTEC AG	ドイツ	—	HGB
Carl-Zeiss Meditec AG	ドイツ	—	US-GAAP
CAATOOSSEE AG	ドイツ	ノイア・マルクト	US-GAAP
CANCOM IT SYSTEME AG	ドイツ	ノイア・マルクト	US-GAAP
CDV SOFTWARE ENTERTAINMENT	ドイツ	ノイア・マルクト	IFRS
CE CONSUMER ELECTRONIC AG	ドイツ	ノイア・マルクト (NEMAX50)	IFRS
CEAG AG	ドイツ	SMAX	IFRS
CELANESE AG	ドイツ	MDAX	US-GAAP
Celesio AG	ドイツ	—	HGB
CENIT AG	ドイツ	ノイア・マルクト	IFRS
CENTROTEC HOCHKUNSTSTOFF	ドイツ	ノイア・マルクト	IFRS
CEOTRONICS AG	ドイツ	ノイア・マルクト	US-GAAP
CEWE COLOR HOLDING AG	ドイツ	SMAX	IFRS
COMDIRECT BANK AG	ドイツ	ノイア・マルクト (NEMAX50)	IFRS

COMMERZBANK AG	ドイツ	DAX	IFRS
COMPUTEC MEDIA AG	ドイツ	ノイア・マルクト	IFRS
COMPUTERLINKS AG	ドイツ	ノイア・マルクト	IFRS
COMTRADE AG	ドイツ	ノイア・マルクト	IFRS
CONDOMI AG	ドイツ	SMAX	IFRS
CONSTANTIN FILM AG	ドイツ	ノイア・マルクト (NEMAX50)	IFRS
CONTINENTAL AG	ドイツ	MDAX	US-GAAP
COR AG	ドイツ	ノイア・マルクト	IFRS
CTS EVENTIM AG	ドイツ	ノイア・マルクト	US-GAAP
Curanum AG	ドイツ	—	HGB
CURASAN AG	ドイツ	ノイア・マルクト	IFRS
CYBIO AG	ドイツ	ノイア・マルクト	US-GAAP
D + S ONLINE AG	ドイツ	ノイア・マルクト	IFRS
D. LOGISTICS AG	ドイツ	ノイア・マルクト (NEMAX50)	US-GAAP
DAB BANK AG	ドイツ	ノイア・マルクト (NEMAX50)	IFRS
DAIMLERCHRYSLER AG	ドイツ	DAX	US-GAAP
DATA MODUL AG	ドイツ	SMAX	HGB+US-GAAP
DCI DATAB.COMMERCE INDUSTR.	ドイツ	ノイア・マルクト	US-GAAP
DEAG DT. ENTERTAINMENT AGA.	ドイツ	ノイア・マルクト	IFRS
DEBITEL AG	ドイツ	—	US-GAAP
DEGUSSA AG	ドイツ	DAX→	US-GAAP
DEPFA BANK PLC	アイルランド	—	US-GAAP
DT. BANK AG	ドイツ	DAX	US-GAAP
DT. BETELIGUNGS AG	ドイツ	SMAX	HGB
DT. BOERSE AG	ドイツ	MDAX (→DAX)	IFRS
DT. POST AG	ドイツ	→DAX	IFRS
DT. TELEKOM AG	ドイツ	DAX	HGB+US-GAAP
DEUTZ AG	ドイツ	MDAX	HGB
DIALOG SEMICONDUCTOR PLC	ドイツ(イギリス)	ノイア・マルクト	US-GAAP
DIS DT. INDUS.SERVICE AGAK.	ドイツ	—	IFRS
DOUGLAS HOLDING AG	ドイツ	MDAX	HGB
DR.SCHELLER COSMETICS AG	ドイツ	SMAX	HGB
DR. HOENLE AG	ドイツ	ノイア・マルクト	IFRS
DRILLISCH AG	ドイツ	ノイア・マルクト	IFRS
DRAEGERWERK AG	ドイツ	—	HGB
DT. EFF.-U.WECHS.-BET. AGA.	ドイツ	—	HGB
DT. EUROSHOP AG	ドイツ	—	HGB
DUERR AG	ドイツ	MDAX	US-GAAP
DYCKERHOFF AG	ドイツ	MDAX	IFRS
DT. LUFTHANSA AG	ドイツ	DAX	IFRS
E-M-S NEW MEDIA AG	ドイツ	ノイア・マルクト	IFRS
E.ON AG	ドイツ	→DAX	US-GAAP
ECKERT & ZIEGLER STR.-U.ME.	ドイツ	ノイア・マルクト	US-GAAP
ELECTRONICS LINE (EL.) LT.	イスラエル	ノイア・マルクト	IFRS
ELEXIS AG	ドイツ	SMAX	HGB
ELMOS SEMICONDUCTOR AG	ドイツ	ノイア・マルクト	US-GAAP
ErlingKlinger AG	ドイツ	—	HGB
EM.TV & MERCHANDISING AG	ドイツ	ノイア・マルクト (NEMAX50)	IFRS
EMPRISE MANAGEMENT CONSULT.	ドイツ	ノイア・マルクト (NEMAX50)	IFRS
EPCOS AG	ドイツ	→DAX	US-GAAP
ESCADA AG	ドイツ	MDAX	IFRS
EUROBIKE AG	ドイツ	SMAX	IFRS
EUROFINS SCIENTIFIC S.A.	ベルギー(フランス)	ノイア・マルクト	IFRS
EUROP.AERONDEF.+SPACE CO.	オランダ	—	IFRS
EVOTEC OAJ AG	ドイツ	ノイア・マルクト (NEMAX50)	US-GAAP
FABASOFT AG	オーストリア	ノイア・マルクト	IFRS
FANTASTIC CORP., THE NAMEN.	スイス	ノイア・マルクト (NEMAX50)	US-GAAP
FARMATIC BIOTECH ENERGY AG	ドイツ	ノイア・マルクト	US-GAAP
FIELMANN AG	ドイツ	MDAX	HGB
FJA AG	ドイツ	ノイア・マルクト	IFRS
FORTEC Elektronik AG	ドイツ	ノイア・マルクト	IFRS
Fraport AG	ドイツ	—	IFRS
FREENET.DE AG	ドイツ	ノイア・マルクト	IFRS
FRESENIUS AG	ドイツ	MDAX	US-GAAP
FRESENIUS MEDICAL CARE AG	ドイツ	DAX	US-GAAP
FUCHS PETROLUB AG	ドイツ	SMAX	IFRS
FUNKWERK AG	ドイツ	ノイア・マルクト	IFRS
GARANT SCHUH + MODE AG	ドイツ	SMAX	IFRS
GAUSS Interprise AG	ドイツ	ノイア・マルクト	US-GAAP
GERATHERM MEDICAL AG	ドイツ	SMAX	IFRS
GERICOM AG	オーストリア	ノイア・マルクト	US-GAAP
GERRY WEBER INTERNATIONAL AG	ドイツ	—	HGB
GESCO AG	ドイツ	SMAX	IFRS
GFK AG	ドイツ	MDAX	US-GAAP
GFT TECHNOLOGIES AG	ドイツ	ノイア・マルクト	IFRS
GILDEMEISTER AG	ドイツ	—	IFRS
GPC BIOTECH AG	ドイツ	ノイア・マルクト (NEMAX50)	US-GAAP
GRAPHISOFT N.V.	ハンガリー(オランダ)	ノイア・マルクト	US-GAAP
GRAPHIT KROPFMUEHL AG	ドイツ	SMAX	IFRS
GRENKLEASING AG	ドイツ	ノイア・マルクト	IFRS
GIRINDUS AG	ドイツ	ノイア・マルクト	US-GAAP

GlobalWare AG	ドイツ	—	IFRS
H&R WASAG AG	ドイツ	—	HGB
HANNOVER RUECKVERSICHERUNG	ドイツ	MDAX	US-GAAP
HARPEN AG	ドイツ	—	IFRS
HAWESKO HOLDING AG	ドイツ	SMAX	IFRS
HEIDELBERGER DRUCKMASCHINE	ドイツ	MDAX	IFRS
HeidelbergCement AG	ドイツ	MDAX	IFRS
HEILER SOFTWARE AG	ドイツ	ノイア・マルクト	US-GAAP
HENKEL KGAA	ドイツ	DAX	IFRS
HIGHLIGHT COMMUNICATIONS AG	スイス	ノイア・マルクト (NEMAX50)	IFRS
HOCHTIEF AG	ドイツ	MDAX	IFRS
HOLSTEN-BRAUEREI AG	ドイツ	SMAX	IFRS
HORNACH-BAUMARKT AG	ドイツ	SMAX	IFRS
HORNACH HOLDING AG	ドイツ	—	IFRS
HTP HIGH TECH PLASTICS AG	オーストリア	SMAX	IFRS
HUGO BOSS AG	ドイツ	—	IFRS
HOEFT & WESSEL AG	ドイツ	ノイア・マルクト	IFRS
IJS AG	ドイツ	ノイア・マルクト	US-GAAP
IDS SCHEER AG	ドイツ	ノイア・マルクト (NEMAX50)	US-GAAP
IFCO Systems N.V.	オランダ	SMAX	US-GAAP
IKB DT. INDUSTRIEBANK AG	ドイツ	MDAX	HGB
IM INTERNATIONAL MEDIA AG	ドイツ	ノイア・マルクト (NEMAX50)	IFRS
INDUS HOLDING AG	ドイツ	—	HGB
INFINEON TECHNOLOGIES AG	ドイツ	→DAX	US-GAAP
InfoGenie Europe AG	ドイツ	ノイア・マルクト	US-GAAP
INFOR BUSINESS SOLUTIONS AG	ドイツ	ノイア・マルクト	IFRS
INIT INNOVA.IN TRAFFIC SYS.	ドイツ	ノイア・マルクト	US-GAAP
INTERSHOP Communications AG	ドイツ	ノイア・マルクト (NEMAX50)	US-GAAP
INTERACTIVE AG	ドイツ	ノイア・マルクト	IFRS
ISRA VISION SYSTEMS AG	ドイツ	ノイア・マルクト	IFRS
ITELLIGENCE AG	ドイツ	ノイア・マルクト	US-GAAP
IVG Immobilien AG	ドイツ	MDAX	HGB
IVU TRAFFIC TECHNOLOGIES AG	ドイツ	ノイア・マルクト	IFRS
IWKA AG	ドイツ	MDAX	HGB
IXOS SOFTWARE AG	ドイツ	ノイア・マルクト (NEMAX50)	US-GAAP
JACK WHITE PRODUCTIONS AG	ドイツ	ノイア・マルクト	US-GAAP
JENOPTIK AG	ドイツ	MDAX	HGB
JETTER AG	ドイツ	ノイア・マルクト	IFRS
JUNGHEINRICH AG	ドイツ	MDAX	US-GAAP
K+S Aktiengesellschaft AKT.	ドイツ	MDAX	HGB
KARSTADT QUELLE AG	ドイツ	DAX→MDAX	HGB→IFRS
KLEINDIENST DATENTECHNIK AG	ドイツ	ノイア・マルクト	HGB+US-GAAP
KLOECKNER-WERKE AG	ドイツ	—	HGB
KOENIG & BAUER AG	ドイツ	MDAX	IFRS
KOLBENSCHMIDT PIERBURG AG	ドイツ	MDAX	IFRS
Kontron AG	ドイツ	ノイア・マルクト (NEMAX50)	US-GAAP
KRONES AG	ドイツ	MDAX	HGB
LAMBDA PHYSIK AG	ドイツ	ノイア・マルクト (NEMAX50)	US-GAAP
LEIFHEIT AG	ドイツ	SMAX	IFRS
LEONI AG	ドイツ	—	US-GAAP
LINDE AG	ドイツ	DAX	→IFRS
LINOS AG	ドイツ	ノイア・マルクト	IFRS
LINTEC Inform. Technologie	ドイツ	ノイア・マルクト	IFRS
LION BIOSCIENCE AG	ドイツ	ノイア・マルクト (NEMAX50)	US-GAAP
LOEWE AG	ドイツ	—	IFRS
LPKF LASER & ELECTRONICS AG	ドイツ	ノイア・マルクト	IFRS
LS TELCOM AG	ドイツ	ノイア・マルクト	IFRS
LUDWIG BECK & RATHENCK-TEXTIL	ドイツ	SMAX	IFRS
LYCOS EUROPE N.V.	オランダ	ノイア・マルクト	US-GAAP
MacroPore Biosurgery Inc.	ドイツ(アメリカ)	ノイア・マルクト	US-GAAP
MAN AG	ドイツ	DAX	IFRS
MANNHEIMER AG	ドイツ	—	HGB
MARSEILLE-KLINIKEN AG	ドイツ	SMAX	IFRS
MASTERFLEX AG	ドイツ	SMAX	IFRS
MATCHNET PLC	アメリカ(イギリス)	ノイア・マルクト	US-GAAP
MAXDATA AG	ドイツ	ノイア・マルクト	IFRS
MEDIA NETCOM AG	ドイツ	ノイア・マルクト	US-GAAP
MEDIA! AG	ドイツ	ノイア・マルクト	IFRS
MEDICLIN AG	ドイツ	SMAX	US-GAAP
MEDIGENE AG	ドイツ	ノイア・マルクト (NEMAX50)	US-GAAP
MEDION AG	ドイツ	ノイア・マルクト (NEMAX50)	IFRS
MENSCH U. MASCHINE SOFTWARE	ドイツ	ノイア・マルクト	IFRS
MERCK KGAA	ドイツ	MDAX	IFRS
METRO AG	ドイツ	DAX	→IFRS
mg technologies ag AKTIEN...	ドイツ	MDAX	US-GAAP
MICRONAS SEMICONDUCTOR HLD.	スイス	ノイア・マルクト	IFRS
MIS AG	ドイツ	ノイア・マルクト	IFRS
MLP AG	ドイツ	→DAX	HGB
MOBILCOM AG	ドイツ	ノイア・マルクト (NEMAX50)	IFRS
MORPHOSYS AG	ドイツ	ノイア・マルクト (NEMAX50)	US-GAAP
MOSAIC SOFTWARE AG	ドイツ	ノイア・マルクト	IFRS

MOUNT10 HOLDING AG	スイス	ノイア・マルクト	IFRS
MPC MUENCHMEYER PETERS.CAP.	ドイツ	SMAX	IFRS
MUENCHENER RUECKVERS.-GES.	ドイツ	DAX	IFRS
MVV ENERGIE AG	ドイツ	SMAX	IFRS
MWB WERTPAPIERHANDELSHAUS AG	ドイツ	SMAX	IFRS
MWG-BIOTECH AG	ドイツ	ノイア・マルクト	IFRS
MUEHLBAUER HOLDING AG	ドイツ	ノイア・マルクト	US-GAAP
MUELLER-DIE LILA LOGISTIK AG	ドイツ	ノイア・マルクト	US-GAAP
NEMETSCHKE AG	ドイツ	ノイア・マルクト	IFRS
NET AG,INFRASTR.SOFTW.SO.	ドイツ	ノイア・マルクト	US-GAAP
NETLIFE AG	ドイツ	ノイア・マルクト	US-GAAP
NEUE SENTIMENTAL FILM AG	ドイツ	ノイア・マルクト	US-GAAP
NEXUS AG	ドイツ	ノイア・マルクト	IFRS
NORDDT. AFFINERIE AG	ドイツ	MDAX	HGB+US-GAAP
NORDEX AG	ドイツ	ノイア・マルクト	IFRS
NOVASOFT AG	ドイツ	ノイア・マルクト	IFRS
NOVEMBER AG	ドイツ	ノイア・マルクト	IFRS
NUERNBERGER BETEILIGUNGS-AG	ドイツ	—	HGB
QHB Technology AG	ドイツ	ノイア・マルクト	IFRS
QNVISTA AG	ドイツ	ノイア・マルクト	US-GAAP
ORAD HI-TEC SYSTEMS LTD. S.	イスラエル	ノイア・マルクト	US-GAAP
ORBIS AG	ドイツ	ノイア・マルクト	IFRS
OTI ON TRACK INNOVATIONS L.	イスラエル	ノイア・マルクト	US-GAAP
P&I PERSONAL & INFORMATIK AG	ドイツ	ノイア・マルクト	IFRS
PANDATEL AG	ドイツ	ノイア・マルクト (NEMAX50)	US-GAAP
PANKL RACING SYSTEMS AG	オーストリア	ノイア・マルクト	IFRS
PARAGON AG	ドイツ	ノイア・マルクト	IFRS
PARSYTEC AG	ドイツ	ノイア・マルクト	US-GAAP
PC-SPEZIALIST FRANCHISE AG	ドイツ	ノイア・マルクト	IFRS
PC-WARE INFORM. TECHNOLOGIE.	ドイツ	ノイア・マルクト	IFRS
PFEIFFER VACUUM TECHNOLOGY.	ドイツ	ノイア・マルクト (NEMAX50)	US-GAAP
PFLIEDERER AG	ドイツ	SMAX	(IFRS→)US-GAAP
PGAM ADVANCED TECHNOLOGIES	ドイツ	ノイア・マルクト	IFRS
PHOENIX AG	ドイツ	MDAX	HGB
PLAMBECK NEUE ENERGIE AG	ドイツ	ノイア・マルクト	IFRS
PLASMASELECT AG	ドイツ	ノイア・マルクト	US-GAAP
PLENUM AG	ドイツ	ノイア・マルクト	US-GAAP
POET HOLDINGS INC.	ドイツ(アメリカ)	ノイア・マルクト	US-GAAP
PONGS & ZAHN AG	ドイツ	SMAX	IFRS
PRIMACOM AG	ドイツ	ノイア・マルクト (NEMAX50)	US-GAAP
PRO DV SOFTWARE AG	ドイツ	ノイア・マルクト	IFRS
ProSiebenSat.1 Media AG	ドイツ	MDAX	HGB
PROCON MULTIMEDIA AG	ドイツ	SMAX	HGB
PROGRESS-WERK OBERKIRCH AG	ドイツ	SMAX	IFRS
PROUT AG	ドイツ	ノイア・マルクト	IFRS
PSB AG	ドイツ	ノイア・マルクト	US-GAAP
PSI AG	ドイツ	ノイア・マルクト	US-GAAP
PULSION MEDICAL SYSTEMS AG	ドイツ	ノイア・マルクト	US-GAAP
PUMA AG	ドイツ	MDAX	IFRS
PVA TePla AG	ドイツ	—	US-GAAP
QIAGEN N.V.	オランダ	ノイア・マルクト (NEMAX50)	US-GAAP
QSC AG	ドイツ	ノイア・マルクト	US-GAAP
R. STAHL AG	ドイツ	SMAX	HGB
RATIONAL AG	ドイツ	SMAX	IFRS
REALTECH AG	ドイツ	ノイア・マルクト	US-GAAP
REPOWER SYSTEMS AG	ドイツ	—	IFRS
RHEINMETALL AG	ドイツ	MDAX	IFRS
RHOEN-KLINIKUM AG	ドイツ	MDAX	IFRS
RINOL AG	ドイツ	SMAX	HGB
ROFIN SINAR TECHNOLOGIES I.	アメリカ	ノイア・マルクト	US-GAAP
ROHWEDDER AG	ドイツ	SMAX	IFRS
RWE AG	ドイツ	DAX	IFRS
RUECKER AG	ドイツ	ノイア・マルクト	US-GAAP
SALZGITTER AG	ドイツ	—	IFRS
SANACORP PHARMAHANDEL AG	ドイツ	SMAX	IFRS
SANOCHEMIA PHARMAZEUTICA AG	オーストリア	ノイア・マルクト	IFRS
SAP AG	ドイツ	DAX	US-GAAP
SAP SYSTEMS INTEGRATION AG	ドイツ	ノイア・マルクト (NEMAX50)	US-GAAP
SARTORIUS AG	ドイツ	SMAX	IFRS
SAUER-DANFOSS INC.	ドイツ(アメリカ)	SMAX	US-GAAP
SCHERING AG	ドイツ	DAX	IFRS
schlott gruppe AG	ドイツ	SMAX	IFRS
SCHWARZ PHARMA AG	ドイツ	MDAX	US-GAAP
SCM MICROSYSTEMS INC.	アメリカ	ノイア・マルクト (NEMAX50)	US-GAAP
SECUNET SECURITY NETWORKS AG	ドイツ	ノイア・マルクト	IFRS
SGL CARBON AG	ドイツ	MDAX	IFRS
SHS INFORMATIONSSYSTEME AG	ドイツ	ノイア・マルクト	IFRS
SIEMENS AG	ドイツ	DAX	US-GAAP
SILICON SENSOR INTERNATIONAL	ドイツ	ノイア・マルクト	IFRS
SINGULUS TECHNOLOGIES AG	ドイツ	ノイア・マルクト (NEMAX50)	US-GAAP
SINNERSCHRADER AG	ドイツ	ノイア・マルクト	US-GAAP

SIXT AG	ドイツ	MDAX	HGB
SOFTM SOFTWARE U. BERATUNG.	ドイツ	ノイア・マルクト	IFRS
SOFTING AG	ドイツ	ノイア・マルクト	IFRS
Software AG	ドイツ	MDAX	HGB
SOLARWORLD AG	ドイツ	—	IFRS
SPLENDID MEDIEN AG	ドイツ	ノイア・マルクト	IFRS
STADA-ARZNEIMITTEL AG	ドイツ	MDAX	IFRS
STEAG HAMATECH AG	ドイツ	ノイア・マルクト (NEMAX50)	US-GAAP
STRATEC BIOMEDICAL SYSTEMS.	ドイツ	SMAX	IFRS
SUESS MICROTEC AG	ドイツ	ノイア・マルクト (NEMAX50)	US-GAAP
SUNWAYS AG	ドイツ	ノイア・マルクト	IFRS
SURTECO AG	ドイツ	SMAX	IFRS
SYSKOPLAN AG	ドイツ	ノイア・マルクト	US-GAAP
SYZYGY AG	ドイツ	ノイア・マルクト	US-GAAP
SUEDZUCKER AG	ドイツ	MDAX	IFRS
T-ONLINE INTERNATIONAL AG	ドイツ	ノイア・マルクト (NEMAX50)	IFRS
TAG Tegernsee Immo-u.Bet	ドイツ	SMAX	IFRS
TAKKT AG	ドイツ	SMAX	IFRS
TDS INFORMATIONSTECHNOLOGI.	ドイツ	ノイア・マルクト	US-GAAP
TECHEM AG	ドイツ	MDAX	US-GAAP
TECHNOTRANS AG	ドイツ	ノイア・マルクト	IFRS
TELE ATLAS N.V.	オランダ	ノイア・マルクト	IFRS
TELEGATE AG	ドイツ	ノイア・マルクト	US-GAAP
TELEPLAN INTERNATIONAL N.V.	オランダ	ノイア・マルクト (NEMAX50)	IFRS
TELES AG	ドイツ	ノイア・マルクト	US-GAAP
THIEL LOGISTIK AG	ルクセンブルグ	ノイア・マルクト (NEMAX50)	US-GAAP
THYSSENKRUPP AG	ドイツ	DAX	US-GAAP
TIPTEL AG	ドイツ	ノイア・マルクト	IFRS
TOMORROW FOCUS AG	ドイツ	—	IFRS
transtec AG	ドイツ	ノイア・マルクト	IFRS
TRAVEL24.COM AG	ドイツ	ノイア・マルクト	US-GAAP
TRIA IT-SOLUTIONS AG	ドイツ	ノイア・マルクト	IFRS
Trintech Group PLC	アイルランド(アメリカ)	ノイア・マルクト (NEMAX50)	US-GAAP
TA TRIUMPH-ADLER AG	ドイツ	SMAX	IFRS
TUI AG	ドイツ	→DAX	IFRS
TV-LOONLAND AG	ドイツ	ノイア・マルクト	IFRS
USU Openshop AG	ドイツ	ノイア・マルクト	US-GAAP
UMWELTKONT.RENEWABLE ENERG.	ドイツ	ノイア・マルクト (NEMAX50)	IFRS
UNITED INTERNET AG	ドイツ	ノイア・マルクト (NEMAX50)	US-GAAP
UNITED LABELS AG	ドイツ	ノイア・マルクト	IFRS
UMS UTD MEDICAL SYST. INTL.	ドイツ	—	IFRS
UTIMACO SAFEWARE AG	ドイツ	ノイア・マルクト	IFRS
VALOR COMPUTERIZED SYSTEMS.	イスラエル	ノイア・マルクト	IFRS
VARETIS AG	ドイツ	ノイア・マルクト	US-GAAP
VCH BEST-OF-VC GMBH & CO.	ドイツ	—	HGB+IFRS
VCL FILM + MEDIEN AG	ドイツ	MDAX→SMAX	HGB+US-GAAP
VILLEROY & BOCH AG	ドイツ	SMAX	IFRS
VISIONIX LTD. SHARES IS -01	イスラエル	ノイア・マルクト	US-GAAP
VIVA MEDIA AG	ドイツ	ノイア・マルクト	IFRS
VIZ RT LTD. SHARES IS -01	ノルウェー(イスラエル)	ノイア・マルクト	US-GAAP
VOSSLOH AG	ドイツ	MDAX	US-GAAP
VOLKSWAGEN AG	ドイツ	DAX	→IFRS
W.O.M. WORLD OF MEDICINE AG	ドイツ	ノイア・マルクト	US-GAAP
WAPME SYSTEMS AG	ドイツ	ノイア・マルクト	IFRS
WAVELIGHT LASER TECHNOLOGI.	ドイツ	ノイア・マルクト	US-GAAP
WCM BETEIL.U.GRUNDBESITZ AG	ドイツ	MDAX	HGB
WEB.DE AG	ドイツ	ノイア・マルクト	US-GAAP
WEDECO AG	ドイツ	MDAX	IFRS
WELLA AG	ドイツ	MDAX	IFRS
WESTAG & GETALIT AG	ドイツ	—	HGB
W.E.T. AUTOMOTIVE SYSTEMS AG	ドイツ	ノイア・マルクト	US-GAAP
WINKLER + DUENNEBIER AG	ドイツ	SMAX	IFRS
WINTER AG	ドイツ	ノイア・マルクト	IFRS
WIZCOM TECHNOLOGIES LTD. S.	イスラエル	ノイア・マルクト	US-GAAP
ZAPF CREATION AG	ドイツ	—	US-GAAP

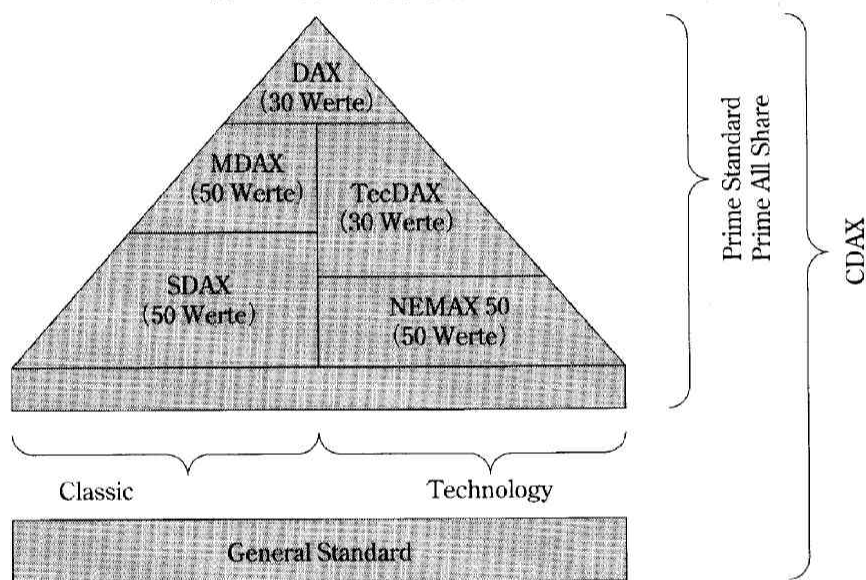
(主にドイツ取引所のホームページより 2003 年 7 月中旬に作成。HANDELSBLATT 21/22. 12. 2001 および 2002 年 11 月当時の同ホームページ参照。なお、旧セグメントが DAX あるいは MDAX であった場合には当該セルに網かけしてある。さらにセグメントの変更があった場合には記号→を付してある。7 月下旬には Trintech Grp. がプライム・スタンダードから除外、また MEDIA NETCOM がゼネラル・スタンダードへ移動している。使用会計基準は年次報告書に従い一部修正。)

された SDAX, TecDAX という株価指数についても、全てプライム・スタンダード組入れ企業から算出されることになった。さらにプライム・スタンダード組入れ全企業からプライム・オール・シェア (Prime All Share) という株価指数が算出されることになった。また S&P 500 種の産業セグメント別指数と同様に、プライム・スタンダードも全 18 の産業セグメントに分類され各々の株価指数も算出されることになった⁷⁾。ただしゼネラル・スタンダードについては、現在

のところ全セグメント対象指数である CDAX の対象になっているだけなので、特にプライム・スタンダードがドイツ資本市場を代表する株価指数の土台になっていると言えよう。諸株価指数を包摂した新しい資本市場セグメントの構造については、以下の表-6 において示している。

ここから明らかになるのは、プライム・スタンダードそのものが優良企業群というわけではなく、DAX, MDAX, SDAX および TecDAX 対象として選択された企業（合計 160 社）が重要だということである。つまり、ドイツ取引所が今後の戦略的核に据えようとしているのはプライム・スタンダード全体ではなく、プライム・スタンダードを土台にそこから選択された上記主要指数対象企業だと考えられるのである。言い換えると、いかなる企業を上記主要指数の対象として選択していくのかが、EU 域内の資本市場統合を見据えたドイツ取引所の戦略であると指摘できよう。

表-6 新しい資本市場セグメントの構造



Ossadnik, Wolfgang & Barklage, David [2003] S.1286.

IV. 市場改革の意味と問題点

ここまで見てきた様に、ドイツにおける今回の資本市場改革は旧ノイア・マルクト上場企業の救済に端を発している。ただしその救済法として、既存の市場セグメントを使わず、新たな市場セグメントを創設しながら吸収していったところが新しい手法と言えるだろう。例えて言うなら、東京証券取引所がマザーズ上場企業の売買高不振を解決する策として、マザーズを閉鎖して既存の東証2部へ振替えるという様な方法を採用しなかったということである⁸⁾。そうではなく、東証1, 2部およびマザーズという三分化されたセグメントを、開示水準により新たに二分化するという市場改革方法を採用したわけである。これは何を意味するのであろうか。

新セグメント化により特にプライム・スタンダードには、DAX および MDAX 対象企業の様なドイツを代表する大企業と旧ノイア・マルクト企業を中心とする小企業が同時に組込まれた。こ

の結果プライム・スタンダードにおいては、旧ノイア・マルクト企業の様な規模が小さく設立間もない企業でも DAX 対象企業の様なドイツを代表する大企業と同一セグメントに存在でき、しかも産業セグメントが共通なら同一産業セグメントに分類されるのである。プライム・オール・シェアや産業別セグメント指数に対して指数連動型ファンドが組まれる場合などを想定すると、今回の市場改革は危機に瀕していた旧ノイア・マルクト企業の売買高を回復させるための手段であったとも考えられる。その証左に NEMAX 50 の存在が挙げられる。そもそも NEMAX 50 はノイア・マルクトにおける株価指数であるから、ノイア・マルクトが閉鎖されたなら同時に廃止されるべきものである。それが新たな資本市場セグメントにおいても存続している理由は、既存ファンドの対象になっているためすぐに廃止できないというものである。ということは、NEMAX 50 と同様に新資本市場において株価指数の対象にされたセグメントは、例えば指数連動型のパッシブ型株式投資信託の対象となることを想定あるいは期待したものと指摘できよう。従って今回の市場改革の意味は、表面的には旧ノイア・マルクト企業の振替え先の確保であるが、これに加えて特にプライム・スタンダードにおいて旧ノイア・マルクト企業の売買高回復を意図したものと見られる。

ここで注意したいのは、上述の様な意図を達成するための市場分化手法である。今回の様な開示水準を中心にした改革は、改革主体のドイツ取引所にとって全く新しい手法だったのであろうか。結論から言えば、実は全く新たな体験というわけではなく、すでに旧 SMAX セグメントで試行されたものであった。ここで、新セグメント化に伴い廃止された旧 SMAX について改めて見ておきたい。SMAX は Small Cap Exchange の略称で、1999 年 4 月にドイツ取引所が導入した小型株 (Small Cap) のセグメントであった。プライム・スタンダードと同様に企業側の申請 (Antrag) に基づいており、ドイツ国内の企業だけでなく外国企業も受入れた。組入れ承認の前提としては、①フランクフルト証券取引所に上場されていること、②四半期開示を行うこと、③電子取引システムである Xetra のために少なくとも一社の値付け業者 (Market-Maker) を指名すること、④少なくとも 20% の株式分散保有がなされていること、⑤株式引受規範を承認すること、⑥取締役会および監査役会の保有持分を年一回公開すること等であった (Gerke [2002] S. 724-5.)。さらに、2002 年から取引所新規定として IFRS あるいは US-GAAP を使用会計基準にするよう指示されていた (Pellens& Fülber [2000] S. 573.)。

2002 年 11 月当時に旧 SMAX に組入れられていた企業について、使用会計基準の変更および新セグメントを調査した結果を以下の表-7 において示している。旧 SMAX 対象企業の多くが、HGB から IFRS へ使用会計基準を変更しているのが注目される。これは企業側の自由な選択の結果というよりも、2002 年度取引所新規定による SMAX 組入れ条件の変更によるところが大いと思われる。旧 SMAX への組入れについては、既上場企業側からの申請に基づくことや四半期開示に加え、結果的に IFRS あるいは US-GAAP の使用もその条件となったのである。つまり旧 SMAX 組入れ条件は、プライム・スタンダードのそれとほぼ同一であったことになる。従っ

表-7 旧 SMAX 対象企業 (2002/11) の旧使用会計基準と新セグメント

企業名	旧使用会計基準(変更後)	新セグメント
A.S. Création Tapeten AG	IAS	プライム・スタンダード
aginlan TechnoSoft AG	IAS	ゼネラル・スタンダード
Allbecon AG	HGB(→IFRS)	プライム・スタンダード
Amadeus AG Personal-Dienstleister und Solution Provider	IAS	プライム・スタンダード
AUTANIA AG für Industriebeteiligungen	IAS	プライム・スタンダード
Baader Wertpapierhandelsbank AG	IAS	プライム・スタンダード
Biotech AG	HGB(→IFRS)	プライム・スタンダード
Brüder Mannesmann AG	HGB(→IFRS)	プライム・スタンダード
CapitalStage AG	US-GAAP	ゼネラル・スタンダード
CEAG AG	IAS	プライム・スタンダード
CeWe Color Holding AG	HGB(→IFRS)	プライム・スタンダード
condomi AG	HGB(→IFRS)	プライム・スタンダード
DATA MODUL AG	HGB(→HGB+IFRS)	プライム・スタンダード
Dr. Scheller Cosmetics AG	HGB	プライム・スタンダード
Deutsche Beteiligungs AG	HGB	プライム・スタンダード
Edscha AG	HGB	ゼネラル・スタンダード
Eichborn AG	HGB(→IFRS)	ゼネラル・スタンダード
elexis AG	HGB	プライム・スタンダード
Essanelle Hair Group AG	IAS	ゼネラル・スタンダード
EUROBIKE AG	IAS	プライム・スタンダード
Fuchs Petrolub AG	HGB(→IFRS)	プライム・スタンダード
GARANT SCHUH + MODE AG	HGB(→IFRS)	プライム・スタンダード
Gardena Holding AG	HGB	—
Geratherm Medical AG	IAS	プライム・スタンダード
German Brokers Aktiengesellschaft	HGB	ゼネラル・スタンダード
Gesco AG	HGB(→IFRS)	プライム・スタンダード
Graphit Kropfmühl AG	HGB(→IFRS)	プライム・スタンダード
Hawesko Holding AG	IAS	プライム・スタンダード
Holsten-Brauerei AG	HGB(→IFRS)	プライム・スタンダード
Hornbach-Baumarkt AG	HGB(→IFRS)	プライム・スタンダード
HTP High Tech Plastics AG	IAS	プライム・スタンダード
IFCO SYSTEMS N.V. (本社アムステルダム, NASDAQ 上場)	US-GAAP	プライム・スタンダード
Köler & Krenzer Fashion AG	HGB	—
KSB Aktiengesellschaft	HGB(→IFRS)	ゼネラル・スタンダード
Leitheit AG	HGB(→IFRS)	プライム・スタンダード
Ludwig Beck am Rathauseck-Textilhaus Feldmeier AG	HGB(→IFRS)	プライム・スタンダード
Marseille-Kliniken AG	HGB(→IFRS)	プライム・スタンダード
Masterflex AG	IAS	プライム・スタンダード
MediClin AG	US-GAAP	プライム・スタンダード
Medisana AG	IAS	ゼネラル・スタンダード
MPC Müchmeyer Petersen Capital AG	IAS	プライム・スタンダード
MYV Energie AG	IAS	プライム・スタンダード
MWB Wertpapierhandelshaus AG	HGB(→IFRS)	プライム・スタンダード
PFLEIDERER AG	IAS(→US-GAAP)	プライム・スタンダード
Pongs & Zahn AG	HGB(→IFRS)	プライム・スタンダード
PROCON MultiMedia AG	HGB	プライム・スタンダード
PROGRESS-WERK OBERKIRCH AG	HGB(→IFRS)	プライム・スタンダード
R. Stahl AG	HGB	プライム・スタンダード
Rational AG	IAS	プライム・スタンダード
RINOL AG	HGB	プライム・スタンダード
Rohwedder AG	HGB(→IFRS)	プライム・スタンダード
Sanacorp Pharmahandel AG	HGB(→IFRS)	プライム・スタンダード
Sartorius AG	HGB(→IFRS)	プライム・スタンダード
Sauer-Danfoss Inc. (NYSE 上場)	US-GAAP	プライム・スタンダード
schlott sebaldu Aktiengesellschaft	HGB(→IFRS)	プライム・スタンダード
SM Wirtschaftsberatungs AG	HGB	ゼネラル・スタンダード
Sto AG	HGB	ゼネラル・スタンダード
STRATEC Biomedical Systems AG	IAS	プライム・スタンダード
SURTECO AKTIENGESELLSCHAFT	HGB(→IFRS)	プライム・スタンダード
TA Triumph Adler AG	IAS	プライム・スタンダード
TAG Tegernsee Immobilien u. Beteiligungs AG	HGB(→IFRS)	プライム・スタンダード
TAKKT AG	HGB(→IFRS)	プライム・スタンダード
Tarkett Sommer AG	IAS	ゼネラル・スタンダード
TFG Venture Capital AG & Co KGaA	HGB	ゼネラル・スタンダード
Triplan AG	IAS	ゼネラル・スタンダード
Turbon AG	HGB	ゼネラル・スタンダード
YCL Film + Medien AG	US-GAAP	プライム・スタンダード
Villeroy & Boch AG	HGB(→IFRS)	プライム・スタンダード
VOGT electronic AG	HGB	ゼネラル・スタンダード
WashTec AG	IAS	ゼネラル・スタンダード
WIGE MEDIA AG	IAS	ゼネラル・スタンダード
Winkler + Dünnebier AG	IAS	プライム・スタンダード

(2002 年 11 月および 2003 年 7 月のドイツ取引所ホームページより作成。なお、旧使用会計基準が HGB から IFRS あるいは US-GAAP に変更されたものについては、当該セルに網かけてある。)

て今回の資本市場改革の手法は、すでに旧 SMAX において試行されたものであったと指摘できる。全く新たな体験というわけではなかったのである。

ドイツにおける今回の資本市場改革は、旧ノイア・マルクト企業の売買高回復という新たな意図を有しながら、旧 SMAX の組入れにおいて既に試行された方法を援用したものだと言える。しかしながら新たな問題も噴出している。例えば、プライム・スタンダード内およびゼネラル・スタンダード内共に組入れ企業がいまだ一定していない。新セグメント発足後も両スタンダード組入れ企業数は増加し続けており、しかも両スタンダード間での入れ替えまで行われている状態である。また、従来から存在しかつ歴史的連続性を有する DAX 以外の各種株価指数が広く使われるようになるかという問題もある。今回の改革で創出された各種株価指数が魅力的でなければ、それらが指数連動型ファンドの対象となり得ないという事態になってしまう。そして何より大きな問題点は、新興企業の上場セグメントが現在のドイツにはなくなってしまったことである。イギリスの AIM やフランスのヌーボー・マルシェとの対抗上、新興企業向け市場を新たに立ち上げるか、現在の二分化されたセグメントを新たに分割する必要が出てきたのである。ドイツの資本市場改革はさらに新たな方策を必要としているのである。

V. おわりに

今回のドイツにおける資本市場改革は、使用会計基準を中心とした開示水準によって優れた企業群とそうでない企業群を選別するものだったのであろうか。IFRS や US-GAAP という使用会計基準は、選別のための高い障壁だったのであろうか。これらの疑問から当論文は出発している。調査結果としては、プライム・スタンダード組入れ企業においても組入れ直前期の使用会計基準が HGB であった企業が見受けられたし、ゼネラル・スタンダード組入れ企業においても IFRS や US-GAAP を使用していた企業がかなり見受けられた。確かにプライム・スタンダードとゼネラル・スタンダードに資本市場は二分化されたわけであるが、それは使用会計基準を中心とした開示水準により企業群を厳密に二分化したものではなかったのである。

そもそも今回の改革は、「選別」というより「救済」という指向が強かったことを当論文では指摘した。つまり、ノイア・マルクトの閉鎖計画を受けた当該上場企業の振替え先を確保することと、当該企業の売買高復活が改革の背景にあることを類推した。売買高復活を希望する旧ノイア・マルクト企業は、プライム・スタンダードに組入れを申請することにより、DAX 対象の様な大企業と同一セグメントとなることが可能となった。その際、組入れ条件として利益額、売上高、あるいは時価総額等ではなく、使用会計基準を中心とした開示水準が示されたことが注目を集めた。しかしながら、プライム・スタンダード組入れ条件である IFRS あるいは US-GAAP の使用は、旧ノイア・マルクト企業および旧 SMAX 企業にとっては厳しい条件などではなかった。何故なら IFRS や US-GAAP は、既に旧ノイア・マルクトや取引所規定改定後の旧 SMAX における使用会計基準であったからである。つまり IFRS や US-GAAP の使用は、旧ノイア・マル

クト企業や旧 SMAX 企業にとっては高い障壁などではなかったのである。むしろ、これらの企業がプライム・スタンダード組入りを申請する際、組入れ条件が参入障壁とならないことこそが肝要だったのではないかと推察されるのである。

注

- 1) ゼネラル・スタンダード組入れ条件については次を参照のこと。http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/s/B81B692C03F5D8CD677AEC4BEB913EB6/de/kir/gdb_navigation/listing/10_Market_Structure/20_Markets/20_General_Standard/。プライム・スタンダード組入れ条件については次を参照のこと。http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/s/B81B692C03F5D8CD677AEC4BEB913EB6/de/kir/gdb_navigation/listing/10_Market_Structure/20_Markets/10_Prime_Standard
- 2) ノイア・マルクト (Neuer Markt) の上場条件は次の様なものであった (Gerke [2002] S. 568-9.)。
 - ①最低株式発行高 5 百万ユーロ、②最低 500 株について最大 5 % のスプレッド、③ドイツ語と英語使用および上場目論見書を国際基準に適合させる、④基本資本の最低 15 % 以上の分散保有 (さらに 25 % 以上が望ましい)、⑤資本組入れは株式発行高の 50 % により行われるべき、⑥発行株式は普通株式が中心、⑦上場後 6 ヶ月の株式保有義務 (株主義務)、⑧定期的なアナリストミーティング、⑨四半期報告、⑩決算後少なくとも 4 ヶ月で財務諸表呈示、⑪ IAS, US-GAAP, 修正 HGB (HGB mit Überleitung) による財務諸表作成、⑫取締役会および監査役会の保有持分を年次公開する。2001 年 10 月 1 日からはさらに新たな規定が導入され、債務超過により市場退出といった基準も存在した。退出後、当該企業株式は規制市場か自由市場で取り扱われることになっていた。
- 3) ノイア・マルクト崩壊が一般投資家というより銀行・保険業界にダメージを与えたことに対しては、1998 年度の資金源泉別ベンチャーキャピタル投資についての調査 (Jessen [2002] S. 181.) が示唆を与えてくれる。特にアメリカとドイツを比較するとその違いが明確となる。1998 年度におけるベンチャーキャピタルへの投資については、アメリカでは年金ファンドが約 60 % を占めるのに対し、ドイツでは銀行・保険が約 50 % を占めていた。このことから、ドイツにおけるノイア・マルクトの急激な相場下落は、一般投資家というより銀行・保険業界を直撃した可能性が高いことが類推される。なお、2001 年度にはドイツにおいても、ベンチャーキャピタル投資比率は年金部門が 28.0 % で最大となっている (飯野 [2003] 118 頁)。
- 4) ドレスナー銀行の投資銀行部門における不振やマンハイマー生命保険の破綻危機など枚挙にいとまがない。さらに西ドイツ州立銀行 (WestLB) などは、ベンチャー企業への出資事業の失敗により頭取辞任の事態にまで至った (FAZ (30.6.2003.) S.16., Der Spiegel [25/2003] S. 80-2.)。
- 5) ゼネラル・スタンダードにおいて確認された日本企業 46 社は次の通り。ANA, 旭化成, キヤノン, カシオ, 大和証券, 富士通, 日立, イズミヤ, 川崎汽船, ケンウッド, コマツ, コニカ, クボタ, 丸紅, 丸大, 松下電器, ミノルタ, 三菱化学, 三菱電機, 三井, 商船三井, ミツミ電気, NEC, 日興コーディアル, 日本信販, 日本郵船, 日新製鋼, 日商岩井, オリンパス, オムロン, リコー, サンデン, 三洋電機, 西友, 積水ハウス, ソニー, スター精密, 住友, 住友重機械工業, サンスター, タイセイ, 太陽誘電, 東レ, 東芝, 東芝テック, ツムラ。なお、日本経済新聞 (2003.8.22.) によれば、今年に入りオリンパス, 太陽誘電などが上場廃止となり、廃止申請は昨年末から旭化成など合計 9 社に達しているそうである。
- 6) プライム・スタンダードに対して当初抱かれていた期待は結局, 「“プライム” は (本来のプライムという意味と) 同等の優れた性質を意味するものではない (“Prime” heißt nicht gleich Qualität) (Handelsblatt (28.01.2003) S. 31.) として満たされなかった。また, プライム・スタンダード組入れの認可は受けたものの, 株価 (2003 年 1 月末当時) が極端に低い企業として, EMS New Media (0.25 ユーロ) Travel 24.com (0.38 ユーロ) Net AG (0.51 ユーロ) 等が挙げられていた (a.a.O., S.)。
- 7) プライム・スタンダードにおける 18 の産業別セグメントは以下の通り (<http://de.biz.yahoo.com/sector.html> による)。自動車 (Prime Automobile), 銀行 (Prime Banken), 原材料 (Prime Grundstoffe), 化

学 (Prime Chemie), 建設 (Prime Bau), 消費財 (Prime Konsumgüter), 金融サービス (Prime Finanzdienstleister), 飲食物 (Prime Getränke & Nahrungsmittel), 工業 (Prime Industrie), 保険 (Prime Versicherungen), メディア (Prime Medien), 健康・薬品 (Prime Pharma & Gesundheit), 小売 (Prime Einzelhandel), ソフトウェア・IT (Prime Software&IT), テクノロジー (Prime Technologie), テレコミュニケーション (Prime Tekekommunikation), 輸送・ロジスティック (Prime Transport & Logistik), 公益事業 (Prime Versorger)。メディア, ソフトウェア・IT, テクノロジーおよびテレコミュニケーション等の産業別セグメントを独立させたところに注目したい。

- 8) ドイツにも日本の 1 部, 2 部および店頭市場と同様のセグメントが存在してきた。1 部市場は公式市場 (amtlicher Handel), 2 部市場は規制市場 (geregelter Markt), 店頭市場は自由市場 (Freiverkehr) と言われる。プライム・スタンダード組入れに際しては, ノイア・マルクトも規制市場と同一に捉えられていたため, ここでは規制市場について見ておくことにする。規制市場は, 1986 年の証券取引所法改正により 1987 年に創設された市場であり, 公式上場審査委員会ではなく証券取引所特別委員会の承認を得た株式が上場される。確かに, 「わが国でいえば二部市場に近いもの」(山本 [1991] 74 頁, 相沢 [1998] 163 頁) と言うことができる。公式市場に比べて緩いものとなった上場条件は, 最低資本金 250,000 ユーロおよび最低株式発行 10,000 株であった (Gerke [2002] S. 356.)。ノイア・マルクトが売上高の多い有力銘柄のみに売買が集中してしまう「第二次市場 (Sekundärmarkt)」(a.a.O., S.) という位置づけに苦しんでいたのに対し, 規制市場は「第一次市場 (Primärmarkt)」(a.a.O., S.) として定着していた。なお geregelter Markt については, 「(非・未上場証券の) 規制市場 (田沢 [1999] 365 頁)」という捉え方もあるようであるが, ここでは「(上場証券の) 規制市場」という捉え方を選択する。

参考文献

- Der Spiegel, Nr. 25., 16. 6. 2003.
 Frankfurter Allgemeine Zeitung (FAZ), Nr. 148., 30. 6. 2003.
 Gerke, Wolfgang., "BÖRSEN LEXIKON", Wiesbaden, 2002.
 Handelsblatt, Nr. 247., 21/22. 12. 2001., Nr. 014., 21. 01. 2003., Nr. 019., 28. 01. 2003.
 Jessen, John P., "Venture Capital in Deutschland und in den USA", Frankfurt a. M., 2002.
 Ossadnik, Wolfgang & Barklage, David., 'Anspruch und Wirklichkeit der Wertorientierung von Unternehmen des Neuen Markts —Eine Analyse des Scheiterns eines Börsensegments—', *Der Betrieb* (DB), Heft 24, 13. 6. 2003.
 Peemöller, Volker H., Finsterer, Hans & Neubert, Martin., 'Bilanzierung von Unternehmen des Neuen Markts nach IAS und US-GAAP', *Betriebs-Berater* (BB), Heft 21, 27. 5. 1999.
 Pellens, Bernhard & Fülber, Uwe., 'Differenzierung der Rechnungslegungsregulierung nach Börsenzulassung', *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht* (ZGR), 4-5/2000.
 Wall Street Journal (Deutsche Ausgabe), Nr. 221., 22. 9. 2001.
 相沢幸悦『現代ドイツの金融システム』東洋経済新報社, 1998 年。
 飯野由美子「ドイツの機関投資家と株式市場」『証券経済研究』第 42 号, 2003 年 6 月。
 田沢五郎『独=日=英ビジネス経済法制辞典』郁文堂, 1999 年。
 山本征二『ドイツの金融・証券市場』東洋経済新報社, 1991 年。
 日本経済新聞 2002 年 12 月 22 日, 2003 年 4 月 13 日, 2003 年 8 月 22 日。

参照ホームページ

ドイツ取引所グループ

http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/s/D85A59D9FA6207EA808DAABEEBD76122/de/kir/gdb_navigation/home

ヤフー・ドイツ版 (ファイナンス) <http://de.finance.yahoo.com/>