

研究ノート

ドイツの新規株式公開企業とアンダープライシング

ラルフ・ビーブンロット
(Ralf Bebenroth)

経営経済 第40号 抜刷

2005年2月

大阪経済大学 中小企業・経営研究所

研究ノート

ドイツの新規株式公開企業とアンダープライシング

ラルフ・ビーブンロット
(Ralf Bebenroth)

1. はじめに
2. 新規株式公開
3. ドイツのIPOマーケット
 - 3.1. IPO
 - 3.2. 株主構成
4. 評価とアンダープライシング
5. ドイツのNemaxの状況
6. 結びにかえて

1. はじめに

日本でナスダックジャパン（現ヘラクレス）の進出が伝えられ東証マザーズが創設された1997年にはドイツでも同じくベンチャー企業のためにNeuer Marktが創設された。1997年から2003年までの間にNeuer Marktでは新規株式公開（IPO）が多く行われた。

この研究ではドイツで新規株式公開を行った企業について調査し、特にドイツのアンダープライシングの問題を考察する。Neuer MarktでのIPOの特徴を調べ、適正な価格が決められるかどうかを検討する。そのためにどのような株主がアンダープライシングに関係していたかを調べる。

2. 新規株式公開

新規株式公開は日本語の表現であって、十分理解できる言葉であるが、ドイツでは

多少異なった特徴がある¹。新規株式公開は、起業家が具体的に新しいビジネスを興し、高いレベルの技術を利用し、すばやい成長を図るための資金獲得手段である。

新規株式公開に当たっては様々な支持グループがある。借入先としての銀行だけではなく、将来業績の上昇が予想される企業に投資を行うベンチャーキャピタル、証券会社、監査法人などが挙げられる。さらに知識や経験を提供するビジネスエンジェルも重要である。特に、アメリカとイギリスではエンジェルが多く、その研究がさかんである²。

新規株式公開を支援する主体にはベンチャーキャピタル会社 (Venture Capital Gesellschaft) とビジネス・エンジェルがある。田淵は「ベンチャーキャピタルが資本のみを示すとすれば、これを供給する仲介機関はベンチャーキャピタル会社といった方が正確である」と指摘している³。

ドイツの証券取引所のNeuer Marktという新興市場はベンチャー企業のために創設された市場である。つまりベンチャー企業の新規株式公開による資金調達を主目的とした資本市場である。1997年3月10日に開設されたが、2003年6月には閉鎖されている。

3. ドイツのIPOマーケット

3.1. IPO

IPOはInitial Public Offerの略称であって、新規株式公開という意味であり⁴、ドイ

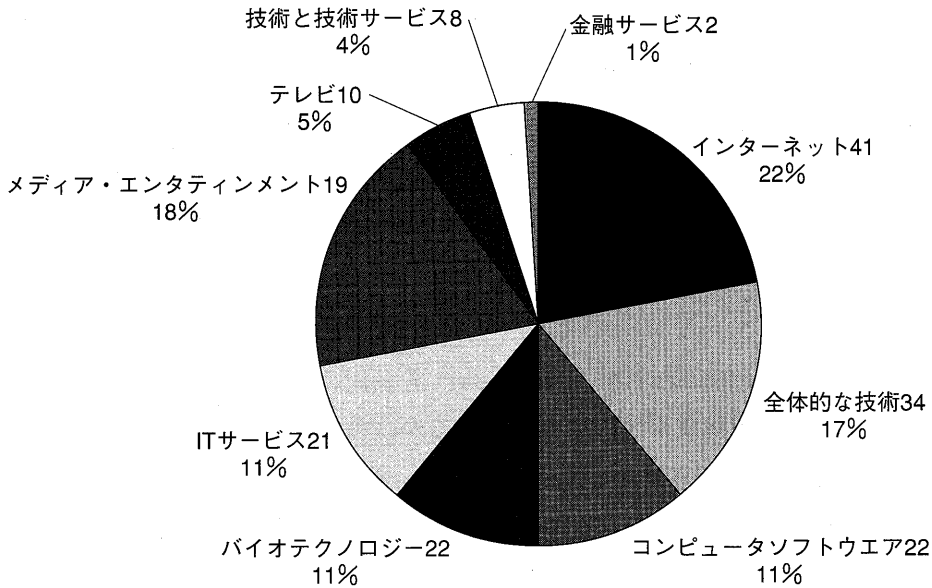
¹Storz, C. (2000): "Venture Business in Japan - Protagonists of a new Economic Order?" In: Wohlgemuth, *Schumpeter and the Dynamics of Asian Development*, Institute for World Economics and International Management: 2000, 2 ff.

²Fath, C. (2002): "Business-Angels-Finanzierungen- ein Literaturueberblick," in: *Journal fuer Betriebswirtschaft*, Nr. 3, 84-101, 84.

³田淵進 (2003): 「ドイツにおけるリスク資本と新規成長企業の育成」, 『経営経済』39号, 大阪経済大学中小企業・経営研究所, 26.

⁴Franzke, S. A. (2001): "Underpricing of Venture-Backed and on Venture-Backed IPO's: Germany's Neuer Markt," *Working Paper*, 2001/01, Center for Financial Studies; Kraus, T. (2002): "Underpricing of IPOs and the Certification Role of Venture Capitalists: Evidence from Germany's Neuer Markt," in: ZEW-Mannheim, *Discussion Paper*, No. 02-17; Mayer, M. D. (2001): "Venture Capital Backing als Qualitätsindikator beim IPO am Neuen Markt," *Zeitschrift fuer Betriebswirtschaft*, 71 (9), 1043-1063; Tykvova, T. (2003a): "Is the Behavior of German Venture Capitalists Different? Evidence from the Neuer Markt," in: ZEW-Mannheim, *Discussion Paper*, No. 03-44; Tykvova, T. (2003b): "Venture-Backed IPOs: Investment Duration and Lock-Up by Venture Capitalists," *Finance Letters*, 1 (2).

図表1 Neuer MarktでなされたIPO



出所：Tykova, T. (2003): "Is the Behavior of German Venture Capitalists Different? Evidence from the Neuer Markt," in: ZEW-Mannheim, *Discussion Paper*, No. 03-44, p. 8.

ツの株式会社法第202条に規定されている⁵。どの割合の株式をどの株主に売却するかは、経営者が自分自身で決めることができ、例えば個人株主やベンチャーキャピタル会社、銀行などを売却先として選択することができる。

特に、1997年からドイツのベンチャー企業はNeuer Marktでの株式公開が多くなってきている。ベンチャーキャピタル会社はベンチャー企業のために資金や知識を提供する。見返りとしてベンチャーキャピタル会社は将来、株式を売却することによって資金を回収できる。

2004年10月に至るまで437社のIPOがなされたが、Neuer MarktではIPOを行った企業のうち179社がベンチャー企業であった。

ドイツの証券取引所における1977年から1997年にかけての全てのIPOよりもNeuer Marktにおいての1997年から2003年までの間の方がIPOは多くなされている⁶。そして

⁵Rodewald (2004): "Die Angemessenheit des Ausgabebetrages fuer neue Aktien bei boersennotierten Gesellschaften," in: *Der Betriebsberater*, Jg. 59., H. 12, Maerz, 613-617, 613.

⁶Bessler, W. /Kurth, A. (2004): "Finanzierungsstrukturen von Neuemissionen- Empirische Untersuchung der Kapital-, Aktionaers- und Liquiditaetsstrukturen von jungen Wachstumsunternehmen," in: *Finanz Betrieb*, Nr. 1, 59-69, 69.

IPOは1998年10月から2000年6月にかけて、ピークを迎えた⁷。

そのようなベンチャー企業はハイテクやインターネット、環境保護等⁸に関連する企業が多くなるため、成長の可能性が高く魅力的な企業が多い⁹。

しかし、ベンチャー企業は、新しい技術をビジネスの柱とするため、既存分野の中小企業と比較して高いリスクを負うものである¹⁰。特に、IT関連銘柄への期待は大きかったためバブル相場となったが、その後バブルは崩壊することとなった¹¹。

3.2. 株主構成

IPOによって株主構成がどのように変わるかは重要なことである。規定によるとIPOの時点で増資を行う必要があり、25%は一般投資家に売却されねばならない、Free Floatと表現される。そしてIPOの後6ヶ月間は、すべての株主は保有株式を売却してはならない。

IPOを行った企業の時間的経過を見ると、三つの局面が見られる。第一の局面は創設からIPOが行われるまでの間。第二の局面はIPOが行われた日から普通6ヶ月間までである。この間の名称はロック・アップ（売却閉鎖）の局面である。多くの経営者

⁷飯野由美子（2003）：第3章 金融-競争・再編下の金融市場-，117-151，戸原四郎・加藤榮一・工藤章編『ドイツ経済-統一後の10年-』，有斐閣，130。

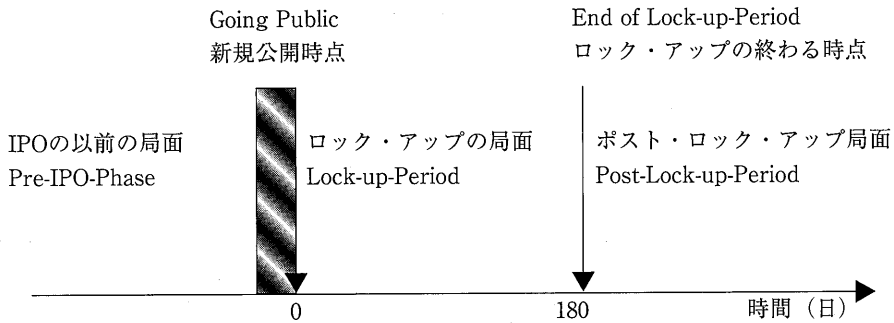
⁸今日において環境マネジメントはドイツ人にとって大切な事であり，環境法に関してはドイツはヨーロッパでもっとも厳しい国となっている。1993年に環境管理・監督スキーム（イマス，EMS）が創設されている。ほとんどの廃棄物の包装にはリサイクルマークが付いており，そのマークの付いた物はリサイクルをしなければならない。通常，自社ではリサイクルは行わないので，1991年に設立されたDSD（Duales System Deutschland）に委託することになる。DSDの会社はリサイクルを行いリサイクル費用が製品の値段に上乘されるため，消費者がリサイクル費用を負担することとなる。

⁹忽那憲治・山田幸三・明石芳彦編著（1999）：『日本のベンチャー企業—アリーステージの課題と支援—』，日本経済評論社，47。この中小企業はサイモン氏によると隠れた王者（The hidden champion）と呼ばれた会社のこととされる。Storz, C.（2002）：ドイツの中小企業—グローバル化とリージョナライゼーションが及ぼす影響—，内田勝敏編『グローバル経済と中小企業』世界思想社，242。

¹⁰Altenburgerによるとドイツの参考文献のリスクについては正確な理論がない。Altenburger, A.（2002）：“Risiken - ein Thema fuer Gruender?” In: *Journal fuer Betriebswirtschaft*, Nr. 4, 128-134。

¹¹バブル崩壊の理由はいろいろあるが，伝統的な企業に比べて新規株式公開を行った企業は急激な成長を果たすことはなかったことがあげられる。

図表2 IPOの局面



出所：(In Anlehnung an) Bessler, W. /Kurth, A. /Thies, S. (2003): “Grundsatzliche Ueberlegungen zur Kapital- und Aktionärsstruktur beim Boersengang von jungen Wachstumsunternehmen,” in: *Finanzbetrieb*, Nr. 10, p. 653.

は、この期間は株式売却が不可能という契約を締結しており、およそ180日間である。第三の局面は180日の後、ポスト・ロック・アップ局面であり、その日以後には株式の売却が可能となる。

3.2.1. IPO以前の局面

IPO以前の局面では“ブリッジファイナンス”（つなぎ融資 = bridge loan）が多い。これはIPOの6ヶ月前や1年前に、Pre-IPO-financingとして行われる¹²。

経営者の目的は、成長のために多くの資金を獲得することであり、自分自身、多くの株式を買い入れ、他の投資家に株式を売却する。経営の安定を図るために、株式を出来るだけ多く一般投資家に売却することが多い。企業の成功を企図して多くの経営者はIPOを望むことになった。

投資家は新規株式公開が新しい技術の利用と共に早く成長することを望んでいる。そのために、資本構成は大事なことである（“Optimale Kapitalstruktur”）。自己資本と他人資本の構成割合、つまりどのような比率が企業に対して一番最適かは、財務理論上、大切なことである。資金獲得額の多寡、公開する割合によるリスクの多寡と共に、コーポレート・ガバナンスの問題も重要となる。

Neuer MarktでIPOされたベンチャー企業は自己資本が低いレベルであって、自己

¹²Nathusius, K. (2001): *Grundlagen der Gründungsfinanzierung: Instrumente-Prozesse-Beispiele*, Gabler-Verlag.

資本比率平均は21%から31%ぐらいである。理論的にIPO企業は資金がないので、IPOをおこなうのであるが、現実的には事前に銀行から借入ができる企業がIPOを行えるので、IPOできる企業は金融面の問題は少ないといつてよい¹³。この時、しかし、銀行借入増大によりIPOの前よりも自己資本比率は下がることになる。

3.2.2. IPO以後の局面

投資家はいろいろな目的を持っている。IPOの日以後は、戦略的な投資家は長期間投資するが、それに対し銀行やベンチャーキャピタル企業は早期に株式を売却する“exit-strategy”をとる場合が多い。従業員と経営者にとって早期のExitは、株主の信頼の観点からも好ましくないため、IPOを行った日から6ヶ月間は売却してはいけないという、ロック・アップの時期を多くの会社が設けている。

一般的に、ベンチャーキャピタル会社や銀行は、経営者と異なり、投資家に株式を売り出す時、ロック・アップ契約を結ばない。一方で、約50%以上の経営者は6ヶ月間以上にわたってロック・アップされて、株式をその間に売却することができない¹⁴。つまり、IPOの日以後は経営者よりベンチャーキャピタルと銀行の方が早く株式を売却することができる。

図表3を見るとIPOの日以後において株式を売却した割合は会社（5%）、従業員（2.4%）と経営者（5.2%）の割合で少ない。一方、ベンチャーキャピタル会社（21.1%）と銀行（29.6%）が株式を大きく売却している。

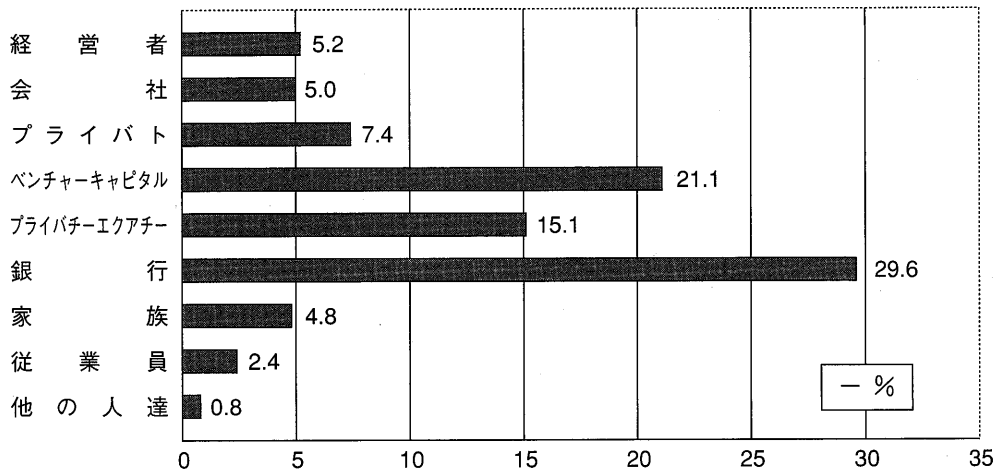
株主グループの所有比率をみると、ベンチャーキャピタル企業の割合は15.9%までに減少しており、銀行の割合もIPOの後には8.1%までに減少している。時には、銀行は全ての株式を売却している。一般投資家の割合が約31%に上昇しているのので、銀行とベンチャーキャピタル会社から一般投資家に向けて株式は売却される。

現在は、IPOの後では価格は非常に下落している。IPOを行った437社の株価は売出し価格から今まで（2004年10月）80%下がって、今となつては購入時価格の20%ほどの価値しかない。この事について、ドイツの一般投資家からは批判が噴出した。

¹³Bessler, W. /Kurth, A. (2004), 61.

¹⁴Bessler, W. /Kurth, A. (2004), 67.

図表3 IPOにおける旧株主の売却構成の平均比率（株式所有の変化率—全てマイナス）



出所：Bessler, W. /Kurth, A. (2004), p. 64.

4. 評価とアンダープライシング

ドイツでは1990年代から、新規株式公開にあたっての公募価格は、ブックビルディングにより設定されている。ブックビルディングには二つの手順がある。ドイツでは銀行が証券会社の仕事を受け持っている。最初は銀行が機関投資家に「新規株式公開にあたりどのぐらい払うつもりか」を聞いて、その後この情報を集約する¹⁵。銀行はこの集まった情報から価格を設定し、会社に提案して、会社がIPOの価格を決めている。

適正価格とは、株主の望んだ価格と会社の提供した価格が同程度の時の価格という意味だが、この適正価格が達成されない時mispricingとなる。会社は新規株式公開においては、良い結果、つまり出来るだけ多くの資金を獲得しつつ、将来にわたって安定的に上昇する余地のある株価が欲しいのである。Mispricingにはアンダープライシングとオーバープライシングの2つがある。アンダープライシングとは公募価格よりも市場価格が高いこと。

新規株式公開の公募価格と比較して初値が高い価格になる現象はアンダープライシ

¹⁵Bruehl, V. /Oei, M. J. (2001): "Underpricing am Neuen Markt - Erfolgsfaktor fuer einen gelungenen Boersengang?" In: *Finanz Betrieb*, Nr. 12, 679-686, 679-680.

ングと呼ばれているが、過小価格付けという意味である。

IPOの価格は、一般投資家が想定した価格よりも安ければ、購入希望が増大して取引初日の市場価格は高くなるので、最初に引き受けた株主にとって大変望ましいことになる。現実的には、IPOの時決まったブックビルディング価格と初値は異なる。

この問題は世界各国で共通して見られる現象であり、既存研究も多い。

一方、最初想定した価格が高過ぎればオーバープライシングになる。この場合は、すべての株式を売出すことができないので、最初のマーケットの評価が悪くなり、資本市場からの資金の獲得が難しくなるといわれている。銀行にとって、オーバープライシングはメリットとデメリットの両方がある。すなわち、全ての株式を売り出すことが出来なければ、銀行自身が株式を買わなければならないので、銀行は価格が安いほうが好ましい。一方、新規公開のコンサルティング銀行であるという観点からは、公募価格は高いほうが好ましい。銀行は以後の新規株式公開の為には良い評判が重要であるので、高い価格が付き新規公開が成功すれば、次の新規公開のコンサルティング・サービスが出来るチャンスが増大する。

Exit戦略を持っているベンチャー・キャピタル会社にとっては、売却時に高い価格の方が好ましいので、アンダープライシングにより資金が入ってくることを望む。ドイツ的なベンチャー・キャピタルの特徴が影響しているものと考えられる。

5. ドイツのNemaxの状況

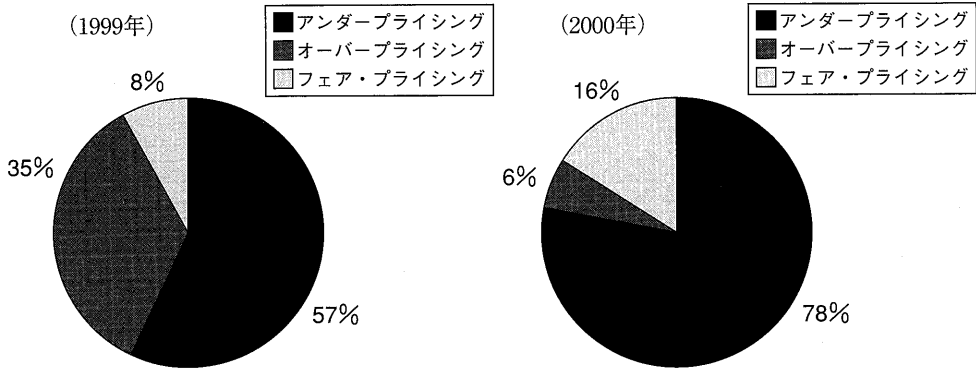
ドイツの新規株式公開の発展は株式取引所 (Nemax All Share) で1999年と2000年で大きく異なり、平均のパフォーマンスは1999年において約50%プラス、2000年において約40%マイナスであった。この2年間の発展はどちらの年においてもアンダープライシングが存在している。

図表4を見ると1999年に57%のIPO数はアンダープライシングであり、2000年に78%がアンダープライシングであった。

一方、適正価格は1999年のIPOは僅か8%、2000年では16%であった¹⁶。1999年では全ての企業で平均的な初値は売り出し価格よりも57%の上昇、2000年では63%の上昇となっている。

¹⁶Bruehl, V. / Oei, M.J. (2001), 682-683.

図表4 新規株式公開のプライシング



出所：Bruehl, V. Oei, M.J. (2001): "Underpricing am Neuen Markt- Erfolgsfaktor fuer einen gelungenen Boersengang?" In: *Finanz Betrieb*, Nr. 12, 2001, p. 683.

6. 結びにかえて

1997年から2003年まではドイツのNeuer Marktが開設され、IPOのブームが見られた。ここで多くの企業が新規株式公開を行った。

IPO時、従業員と経営者は自分自身の会社の信頼を得るためにロック・アップの契約を結んだが、銀行とベンチャーキャピタル会社は、ロック・アップ契約を結ぶ必要がなく、早期に株式を売却することができた。

1999年から2000年までにはアンダープライシングが多く、1999年に57%と2000年に78%を占めている。一方、オーバープライシングはほとんど見られなかった。IPOの日以後の株式売却は銀行によるものが約30%、次にベンチャーキャピタル会社によるもので約20%程度である。一般投資家はこの株式を取得して、大きな損失を蒙ったと推察される。