

## IPO 時の過小値付け現象とユニバーサル・バンク ～ドイツの株式市場に関する分析から～

慶應義塾大学大学院商学研究科後期博士課程 三田村 智

ドイツには欧州有数の株式市場が存在するものの、1990 年代中頃まで新規株式公開 (IPO) の件数は年平均数十件程度にすぎなかった。しかし、1996 年に公開価格の決定に関してそれまでの固定価格方式に加えてブックビルディング方式が導入され、翌 97 年には新興企業向け株式市場ノイアマルクトが創設されると、企業・投資家双方からの IPO 市場への関心が高まりをみせた。

ドイツの金融システムは日本のメインバンク制度に似たハウスバンク制度で特徴づけられる。そのような理解では、ユニバーサル・バンクの下で銀行業務と証券業務が行われているため、企業が株式公開を行う際にはハウスバンクである金融機関が引受業務を行うことで、当該企業の質を保証する効果が期待される。しかし、引受業務への新規参入が相次いだ 90 年代後半以降の IPO 市場においては、引受主幹事の選択肢が豊富になり、企業がハウスバンクにそれを依頼する例は僅かとなった。

したがって、IPO 時の公開価格に見られる過小値付け現象に目を向ければ、特にユニバーサル・バンクが引受業務を行うからといって、こうした過小値付け現象は抑制されない。むしろ興味深いのは、ユニバーサル・バンクが引受主幹事となった場合の方が、外資系投資銀行などの別の引受業者の場合に比べて、過小値付け現象が顕著になるという観察事実である。この過小値付け現象をどのように理解すべきだろうか。また、特にユニバーサル・バンクが積極的に引受主幹事を務め、その際に頻繁に過小値付け現象が観察されたノイアマルクト時代には、同時に IPO 件数の増加がみられるという、いわゆる過熱発行のパズルが確認される。

そこで、本研究では、1996 年以降のドイツの株式市場における IPO を分析対象とし、①ユニバーサル・バンクが引受業務を行った際の過小値付け現象、②ノイアマルクト時代の過熱市場と IPO 件数・過小値付け現象の関係について、その原因を明らかにすることで、ドイツに見られる市場型金融システム下の金融機関像を提示する。