

# ファミリー企業の新規株式公開における アンダープライシングの決定要因に関するサーベイ

船 岡 健 太  
姚 智 華

## 要 旨

本稿においては、ファミリー企業の新規株式公開におけるアンダープライシングの決定要因について考察している文献のサーベイを行った。ファミリー企業は、多くの場合、特定のファミリー一族が支配株主であり、経営の舵も握っている。いくつかの先行研究では、このようなファミリー企業においては、エージェンシーコストが小さいという理由により、新規公開時のアンダープライシングの水準が低いという実証結果を報告している。また、新規公開企業が位置する地域の法的環境が良好な場合、オーナーの権利が保障され、ファミリー企業であることのシグナリング効果の信頼性が高まり、アンダープライシングが低減するという実証結果も提示されている。一方で、ファミリー企業は意図的にアンダープライシングを引き起こすことにより超過応募を発生させ、外部株主の誕生を限定的にとどめ、ファミリーがコントロールしている状況を維持するという実証結果を提示する先行研究もあり、ファミリー企業の新規公開におけるアンダープライシングの決定要因については、一致した見解が得られていない状況にある。今後においては、ファミリー企業の社会情緒的資産が新規公開時のアンダープライシングにおよぼす影響に関する研究を進める必要があると思われる。

キーワード：新規株式公開，ファミリー企業，アンダープライシング

## 目 次

1. はじめに
2. 先行研究の概要
  - 2.1 アジアを対象とする研究
  - 2.2 ヨーロッパを対象とする研究
  - 2.3 アメリカを対象とする研究
3. 今後の研究の方向性
4. おわりに

## 1. はじめに

ファミリー企業は上場企業においても数多く存在する<sup>1</sup>。未上場企業が上場企業となるにあたっては、多くの場合、新規株式公開というイベントを通過することになる。新規株式公開においては、証券取引所が定める株主数の基準を満たす必要があり<sup>2</sup>、通常、外部株主が増加することになる。ファミリー企業が株式公開を行うと、ファミリー一族の株式保有比率が低下することは避けられないが、先行研究においては、世界的に多くのファミリー企業が新規株式公開を実施している状況が報告されている。

ファミリー一族の株式保有比率などのファミリー企業の存立基盤である社会情緒的資産（次節にて説明）にダメージをおよぼす可能性があるにもかかわらず、ファミリー企業が新規株式公開を行う理由として、Leitnerstorff and Rau (2014) は以下の二点を挙げている。第一に追加の成長資本を調達することに関する経済的効用は、株式非公開を維持する非経済的効用を上回る可能性がある。第二に新規株式公開は、短期的にはファミリー企業の社会情緒的資産に一定のダメージをおよぼす可能性があるが、長期的にはファミリー企業とその社会情緒的資産を維持する唯一の選択肢であるかもしれない。

本稿においては、ファミリー企業の新規株式公開におけるアンダープライシングの決定要因について考察している文献のサーベイを行う。

新規株式公開における公開価格のアンダープライシングは、公開価格と初値<sup>3</sup>の乖離の水準を示すものであり、公開価格が初値を下回ることを指す。新規株式公開時において、主幹事証券会社は、新規公開企業の企業価値を評価し、価格算定能力が高いとされる機関投資家の評価や公開時の市場環境等を考慮しながら公開価格を決定する。しかし、公開価格決定から8営業日ほど経過した後には到来する新規公開日（売買開始日）において市場で決定される初値は、公開価格を上回ることが多い。この状況は、新規公開企業にとっては、市場価格からアンダープライスされた公開価格で資金調達を実施していることになる。次節以降において、ファミリー企業の新規公開におけるアンダープライシングを扱う先行研究の概要および課題について記述することにする。

本稿の構成は以下のとおりである。次節では、先行研究が観測対象とするエリア別に分類の上、レビューを行う。そのエリアは、アジア、ヨーロッパ、およびアメリカである。続く第3節では、前節で紹介した先行研究の課題を述べるとともに、今後の研究の方向性について探索する。最後の第4節においては、本稿における議論のとりまとめと今後の研究課題について記す。

1 Mehrotra et al. (2013), 沈 (2014), 後藤俊夫監修・落合康裕企画編集・荒尾正和・西村公志編著 (2021)。

2 例えば、東京証券取引所のマザーズ市場では、上場申請時に、上場時の見込み株主数が150人以上であることを形式要件として定めている（東京証券取引所上場推進部, 2020）。

3 初値は、新聞等で使用される場合は、上場日（売買開始日）における始値を指すことが多い。学術研究では、上場日の終値を用いることが一般的である。ここでのアンダープライシングの説明は、日本におけるブックビルディング方式に基づいている。新規株式公開における公開価格のアンダープライシングを取り扱った先行研究については、翟 (2006), 忽那 (2008), 岡村 (2013), 金子 (2019) において整理されている。

## 2. 先行研究の概要

### 2.1 アジアを対象とする研究

#### 2.1.1 Yu and Zheng (2012)

Yu and Zheng (2012) は、香港証券取引所のメインボードにおいて2002年から2006年に新規株式公開を行った269企業から投資会社や国有企業などを除いた151企業を観察対象としている。ファミリー企業の定義は、まず、狭義による場合と広義による場合の二通り設定している。取締役のメンバーにのみ焦点を当てる場合を狭義の定義、上級管理職を含める場合を広義の定義としている。次に狭義と広義において、それぞれ、強グループと弱グループに分類することを行っている。強いグループは、ファミリー二世に渡って事業に関与している企業。弱いグループは、創業ファミリーのメンバー（あるいは非血縁の創業者達）とその配偶者のみが事業に関与している企業である。

Yu and Zheng (2012) の仮説は、高い水準のアンダープライシングにより超過応募を引き起こし、新規公開において誕生する新たな株主を分散させ、大株主が生まれないようにし、ファミリーコントロールを失わないようにするというものである。アンダープライシングの水準については、強グループが10.12%、弱グループが6.34%であることを報告している。この結果については、ファミリーの関与が大きい強グループが、弱グループに比して、アンダープライシングの程度が大きいとする仮説の考え方を支持するものであるとしている。上記結果は、狭義

によるものであるが、広義により分類した場合においても結果に大きな違いはないとしている<sup>4</sup>。

上の記述はファミリーの関与が強グループと弱グループのそれぞれのアンダープライシングの平均値の比較であるが、被説明変数をアンダープライシングとする重回帰分析においても、ファミリーの関与が強である場合に1をとるダミー変数がプラスに有意であることが狭義および広義のグループそれぞれで確認されている。

ファミリー間における株式保有が分散している場合には、ファミリー外に大株主が誕生することを回避しようとするインセンティブが高まり、公開価格がより低くなるというエビデンスも提示されている。そのエビデンスとは、創業者の次の世代である二世目および三世目におけるビジネスに関与するファミリーメンバーの人数が、アンダープライシングに有意なプラスの影響があるというものである。このビジネスに関与するファミリーメンバーの人数は、狭義および広義のグループともに、最小値=1人、中央値=2人、最大値=4人であり、創業者夫妻を除いて2人のファミリーがビジネスに関与しているケースが多い状況が示されている<sup>5</sup>。

アンダープライスが超過応募を引き起こしているのかについても検証が行われている。香港証券取引所では、新規株式公開における公開株式（新規発行株式と売出株式の合計）のうち公募に供される株式は、公開株式の初期設定の10%に設定されており、残り90%は発行会社とアンダーライターが選択した者への割当であるプレイング（placing）により行われる<sup>6</sup>。こ

4 広義による数値の結果については論文中に記されていない。

5 平均値については、狭義のグループが2.14人、広義のグループが2.37人である。

の公募株式に対する応募倍率<sup>7</sup>が、アンダープライシングの水準にプラスの有意な影響があるというエビデンスを示し、アンダープライシングがより多くの応募を惹きつける有効な手段であり、それはファミリー以外の株主を分散させるものであるとしている。

### 2.1.2 Huan et al. (2019)

Huan et al. (2019) は、2007年から2014年の間に深圳証券取引所の中小企業板において、新規株式公開を行いA株を発行した506の私企業を観察対象としている<sup>8</sup>。ファミリー企業の定義は、少なくとも二人以上のファミリーが、取締役、監督者、上級管理職<sup>9</sup>の地位にあることと設定されている。ファミリー企業の特定にあたって、ファミリーの株式の保有比率に関しては、特に設定されていない。

主要な結果は、まず、ファミリー企業の新規株式公開におけるアンダープライシングの水準は、非ファミリー企業に比して低いということが報告されている。ファミリー企業のアンダープライシングが小さい理由については、以下のように述べられている。ファミリー企業は、特にファミリーが経営を行っている企業については、エージェンシー問題が小さいと考えられる。また、経営者や取締役に複数のファミリー一族が就任していることが、ハイクオリティな

ガバナンスであり、企業価値の向上を持続的に追及するファミリー企業であるというシグナルを投資家に送っている可能性があり、このことがアンダープライシングの軽減につながっているのではないかとしている。

CEOがファミリー一族である場合には、アンダープライシング低減の程度がより大きいことも報告されている。取締役のうち独立取締役の占める比率が、アンダープライシングに対して有意なマイナスの影響をおよぼしており、少数株主にとって不利益となるようなファミリー達的意思決定が行われることを防ぐ役割が独立取締役に期待されているのかもしれない。

Huan et al. (2019) の特色である、新規公開企業が位置する地域の法的環境がアンダープライシングの水準に影響をおよぼすという点についても触れておきたい。地域毎の法的環境は、「中国の省におけるビジネス環境指数2013年報告書 (Business Environment Index for China's Provinces 2013 Report)<sup>10</sup>」からデータの取得が行われている。このビジネス環境指数は、「企業オーナーの法的権利と利益の保護」と「司法における公正さと効率性」の二つのサブインデックスから構成されており、その合計値であるビジネス環境指数の数値が高いほど、法的環境が良好であることを示す。分析においては、ラグ効果を考慮して、新規株式公開前に企

6 公開株式の10%に設定される公募株式に対して15倍、50倍、100倍の超過応募となった場合は、クローバック (claw-back) 制度が適用され、それぞれ、公開株式の30%、40%、50%に公募株式が増加する。

7 発行会社は、公募株式に対する正確な応募倍率を報告することが求められているが、通常は具体的な数値は報告されず、「募集株式数を満たす応募 (fully-subscribed)」、「超過応募 (over-subscribed)」、「著しい超過応募 (significantly over-subscribed)」といった表現が用いられるという。この応募倍率を分析に用いたと記されているが、これらの表現をどのように数値化したのかについては論文中に述べられていない。

8 A株は中国国内の一般投資家向けに人民元建てで取引を行う取引を行う株式であり、B株は外国人投資家向けに外貨 (深圳証券取引所では香港ドル建て、上海証券取引所ではアメリカドル建て) で取引を行う株式である (野村資本市場研究所編、2007)。

9 Director, Supervisor, Senior manager をそれぞれ、日本語では、取締役、監督者、上級管理職としているが、中国語では、總監、主管、高級經理となる。

10 データの入手ができなかった西藏自治区と青海省を除く29の省・自治区・市のデータを取録されていると記されている。

業が登録した地域における前年の指数が用いられている。

この地域毎のビジネス環境指数が高いほど、アンダープライシングにマイナスの影響をおよぼすことが確認されている。地域の法的環境が良好であるということは、その地域において契約の履行、投資家の法的な保護、オーナーの権利の保護が保証されることを意味する。これらの保証が、株主が経営者を監視する際に生じるエージェンシーコストの減少につながり、その結果、アンダープライシングが小さくなるのであろうとしている。この結果は、観測対象企業506社（うちファミリー企業は284社）全体のものであり、地域毎のビジネス環境指数は、ファミリー企業であるかどうかにかかわらず、アンダープライシングにマイナスの影響があることを意味している。

地域毎のビジネス環境指数を中央値により、法的環境が相対的に良い地域に位置する企業グループと悪い地域に位置する企業グループにサンプルを二分割にした分析も行われている。この分析においては、ファミリー企業、企業年齢10年以下の若いファミリー企業、ファミリーCEO、それぞれの変数のアンダープライシングに対するマイナスの影響が、法的環境が相対的に良いグループでのみ有意であることが検出されている。この結果については、新規公開企業と投資家の間に情報の非対称性が存在する場合、契約の履行等が守られることが多い法的環境が相対的に良い地域において、ファミリー企業であることのシグナリング効果の信頼性が高まるからであろうとしている。

### 2.1.3 Yang et al. (2020)

Yang et al. (2020) は、2004年から2014年の

間に中国における深圳証券取引所の中小企業板に新規公開を行った577社の製造業を対象に分析を行っている。ファミリー企業の定義については、単一の家族が5%以上の株式を保有し、かつ少なくとも二人以上の家族メンバーが経営陣にいる企業をファミリー企業と認識している。このようなファミリー企業は、非ファミリー企業に比してアンダープライシングの水準が小さいという実証結果を報告している。

ファミリー企業のアンダープライシングが大きいという結果を提示しているドイツを対象とする Leitterstorf and Rau (2014) 等の先進国を観察対象とする先行研究とは異なる結果が示されたことについては、以下の三点を理由として挙げている。多くの中国のファミリー企業では、ファミリーの大部分の富がそのファミリービジネスに結びついており、ファミリー一族の長期的な雇用を守ることと企業の長期的な存続と成功が企業の究極の目標である。対照的に非ファミリー企業の経営者の多くは、企業の将来の拡大のための資金を生み出す機会というより、個人的な富を増やす機会として新規株式公開を捉えている。実際に、非ファミリー企業の多くの経営者は、ロックアップ期間が終了すると、自身の保有株式を売却している。このことから、非ファミリー企業の経営者は、ファミリー企業の経営者に比して、新規公開時の即時的なリターンに対する関心が小さく、アンダーライターから公開価格を守ろうとするインセンティブが低いとしている。

二点目は、中国では、アンダーライターが新規公開企業を信頼すると、その企業が提示する高い価格を受け入れることがよくあるという Li et al. (2019) 等の文献を挙げて説明している。ファミリー企業は、地域に幅広い人脈を持ち、官僚に対する大きな柔軟性を有しているこ

とから、高い信頼を得ることができ、アンダーライターはファミリー企業が提示する高い発行価格を受け入れる傾向にあるという。

三点目は、新規公開の失敗やファミリーのコントロール権の喪失を回避することを目的に意図的に公開価格をディスカウントするという、先進国を対象とする先行研究で報告されている状況は、中国ではあてはまらないとしている。中国では、新規公開の失敗はほとんどなく、大半の投資家は企業の運営に関与できるような十分な情報や投資経験を有していないことをその理由としている。

また、Yang et al. (2020) は、中国政府は依然として新規株式公開における重要なプロセスをコントロールしていることから、中央政府や地方政府との政治的つながりを持つ企業は、アンダーライターとの公開価格の交渉においてアドバンテージを有しているとしている。ファミリー企業は、非ファミリー企業に比して、自身の企業の価値を守ろうとする、より強いインセンティブを有していることから、政治的なつながりを競争上の優位性として十分に活用し、高い水準の公開価格について、アンダーライターとの交渉にあたるであろうとしている。実証結果においても、ファミリー企業のCEOが中央政府や地方政府と政治的なつながりを有している場合<sup>11</sup>、アンダープライシングの水準が低減するエビデンスを報告している。

Yang et al. (2020) の三点目の論点として、ファミリー企業における国の株式保有比率はアンダープライシングに対してプラスの影響を持つとし、これを支持する実証結果を提示してい

る。この理由を以下のように述べている。政府官僚の中心的な目的は、社会的・政治的な目標を達成することであり、それは私企業が掲げる利益最大化と相反することが多い。ファミリーの富の多くの部分がビジネスに結びついているファミリー企業では、利益最大化を求める姿勢がより強く、そのファミリーと社会的・政治的な目標を達成しようとする国との間には目標に関してコンフリクトが存在する。このコンフリクトにより、国の株式保有比率が高い場合、ファミリー企業は公開価格の設定においてアンダーライターと効果的なコミュニケーションをとることが困難となるとしている。また、中国の民営化改革により、多くの産業において国有企業の競争優位性は徐々に低下しているということも述べられている。

#### 2.1.4 Ding and Pukthuanthong (2009)

観測対象企業は、1987年から2004年において台湾証券取引所において新規株式公開を行った84社と、これに対応する非ファミリー企業84社である。ファミリー企業の識別については、少なくとも二人のファミリーメンバーが取締役または経営陣に名を連ねている企業をファミリー企業としている。台湾には長期に渡って存続するファミリー企業がほとんどなく、観測対象に含まれる組織のほとんどが、第一世代のファミリー企業であると述べられている。

主だった仮説は以下のとおりである。独立取締役の選任は、取締役会の意思決定における非ファミリー株主の利益の保護に役立ち、このことがファミリー企業の投資に伴う不確実性を低

11 ファミリー企業のCEOが、全国人民代表大会 (National People's Congress)、および中国人民政治協商会議 (Chinese People's Political Consultative Conference) において、国、省、市、県、いずれかのレベルで、政府役人または代表者を務めた経験を新規公開時の目論見書で確認できる場合について、政治的なつながりを持つとしている。

減させる効果を持つことから以下の仮説が提示されている。取締役会に占める非ファミリー取締役の比率は、アンダープライシングを減少させる。

ファミリーが大きな割合の株式を保有している場合、取締役会のメンバー選出に影響力を与えることができ、取締役会においてファミリーの利益を守ることを目的に、ファミリーに忠実な長期に渡り働く従業員等を取締役に任命することができるとしている。このことより、以下の仮説の提示が行われている。ファミリーの株式保有比率はアンダープライシングにマイナスの影響を持つ。

アンダープライシングを被説明変数とする重回帰分析においては、コントロール変数が設定された上で、取締役会に占める非ファミリー取締役の比率、およびファミリーの株式保有比率がマイナスに有意な影響をもたらす実証結果が提示され、仮説は支持されるとしている。

#### 2.1.5 Ding and Pukthuanthong (2013)

Ding and Pukthuanthong (2013) は、1962年から2005年に台湾証券取引所において新規株式公開を行った129社のファミリー企業を抽出している。ファミリー企業の識別については、以下の二つの基準により行われている。創業者一族（創業者の子孫を含む）によって支配されている企業。2人以上のファミリーメンバーが取締役あるいは経営陣に属している。マッチング企業である非ファミリー企業の129社については、ファミリー企業と同じ4桁のSICコードを持つ企業を特定し、次に直近の会計年度の日付、規模（公募総額）、現金に関する流動性（売上高に占める現金の比率）を基準として選定されている。

以下に主だった仮説と実証結果について記す。まず、取締役会において非ファミリーの社外取締役の割合が高い場合、少数株主の利益が十分に保護されるなど、グッドガバナンスであることを示すことになり、アンダープライシングが低下するとしている。一方で、非ファミリーであっても社内取締役については、ファミリーと一体化していると考えられ、少数株主の利益を守る効果が低いとしている。非ファミリーの社内取締役の役割は、内部者ならではの社内におけるコミュニケーションについて強みがあり、取締役会を効率的にすることであるとしている。このことから、非ファミリーの社内取締役が占める比率とアンダープライシングの関係は逆U字型の関係（非ファミリーの社内取締役が占める比率が低い場合と高い場合において、アンダープライシングが低減する）にあるという仮説を提示している。上記の取締役会における非ファミリーの社外取締役、および非ファミリーの社内取締役の比率がアンダープライシングにおよぼす影響については、それぞれの仮説を支持する結果が報告されている。

また、名声の高いアンダーライターが引受を行うベネフィットは、非ファミリー企業よりもファミリー企業において大きいとしている。ファミリー企業の価値評価は、複数のファミリーメンバーが経営やガバナンスに関与しており、利害関係が複雑であるため、困難を伴うことが多い。高い名声を持つ投資銀行はこのような困難を解決する力を有しているという。アンダーライターのランクの大きさを示す変数は、アンダープライシングに対して、非ファミリー企業ではプラス有意、一方、ファミリー企業についてはマイナス有意な影響を検出できることから、上記仮説は支持されるとしている。

## 2.2 ヨーロッパを対象とする研究

ヨーロッパのファミリー企業を観察対象として新規公開時のアンダープライシングの決定要因について検証を行った研究として、Leitnerstorff and Rau (2014), および Kotlar et al. (2018) が存在する<sup>12</sup>。両研究ともに、ファミリー企業の存立基盤である社会情緒的資産 (socio-emotional wealth) の毀損を防ぐことを目的として、新規株式公開において、ファミリー企業は大きなアンダープライシングを受け入れるという仮説のもと、実証分析を行っている。Leitnerstorff and Rau (2014), および Kotlar et al. (2018) の紹介を行う前に、社会情緒的資産に関する嚆矢的研究である Gómez-Mejía et al. (2007) における議論に触れておきたい。

Gómez-Mejía et al. (2007) は、ファミリーのアイデンティティ、企業の影響力を行使する能力、代々と引き継がれるファミリーの永続性といったファミリーの情緒的ニーズを満たす非財務的側面を社会情緒的資産としている。同研究が提示した仮説は、ファミリー企業は、自分達の社会情緒的資産が毀損することは重大な損失であると考え、そのような事態が発生することが予想される場合は、高い失敗確率を持つシナリオや目標とするパフォーマンスを下回る可能性といった財務上の健全性を脅かす脅威をも受け入れるというものである。

実証研究については、1944年から1988年の間に、スペインのアンダルシア州に位置するハエン県において操業していた1,237のオリーブオイル工場を観察対象としている。ファミリー企業による経営であることが多いオリーブオイル

工場は、協同組合に加盟すると様々な支援を受けられることができるというメリットを享受することができる。しかし、協同組合に加盟すると、ファミリー企業の法的地位は、個人所有の独立企業から協同組合の一員へと永久に変化するというデメリットが存在する。

オリーブ工場の保有および経営は、それぞれ創業家であったり創業家以外のファミリーであったりと、工場によって異なる。このような状況の中で、オリーブ工場が創業家により所有および経営が行われている場合を、創業家以外のファミリーにより所有および経営が行われているような他のケースと比して、経営におけるファミリーの役割が最も強いとし、協同組合に加入しないという選択を行う（独立したファミリー企業として操業を続ける）ことが最も多いというエビデンスを検出している。この結果について、独立したファミリー企業という地位をファミリーの社会情緒的資産であると捉えて、経営においてファミリーの役割が強ければ強いほど、ファミリー企業は、社会情緒的資産を守ろうとする傾向が強まるとしている。また、ファミリー企業は、経営するオリーブ工場が危機的状況であっても、経営に関する様々なサポートを受けることができる協同組合に加入することを選択せずに（組合に加入するとファミリー企業としての独立性は失われる）、独立したファミリー企業であり続けることを優先するという実証結果についても報告されている。

### 2.2.1 Leitnerstorff and Rau (2014)

Leitnerstorff and Rau (2014) は、2004年から2011年までの期間にフランクフルト証券取引

<sup>12</sup> 船岡・姚 (2022) では、Leitnerstorff and Rau (2014), および Kotlar et al. (2018) について、より詳細なサーベイを行っている。

所において新規株式公開を行った153のドイツ企業を対象に「ファミリー企業は非ファミリー企業よりもアンダープライシングの水準が高い」という仮説を検証している。同研究の観測対象企業においては、ファミリー企業と非ファミリー企業が含まれる。ファミリー企業の識別については、「企業を設立または買収した者、またはその家族や子孫が意思決定権の25%を保有している」というEuropean Commission (2008)のファミリー企業の報告書で使用されている定義を使用している。

Leitterstorf and Rau (2014)の仮説は、ファミリー企業は社会情緒的資産の損失を最小化するためにアンダープライシングを受け入れるというものである<sup>13</sup>。この仮説については、以下の3点の先行研究より導かれている。一点目は、Booth and Chua (1996)により提唱された所有者分散仮説である。アンダープライシングにより超過応募の状況が発生し、特定投資家へ割当が集中することが抑制され、非ファミリーに保有が集中することを回避できるとするものである。二点目は、Ibbotson (1975)による訴訟回避仮説である。新規公開後において当該新規公開株式の株価が低迷した場合、株主より訴えられる可能性がある。アンダープライシングは、このような訴訟を回避するために用いられるとする仮説である。ファミリー企業の新規株式公開において、訴訟が起こされた場合、社会情緒的資産と捉えることができるファミリーの名声が失墜する恐れがある。このような名声失墜を回避するために、ファミリー企業はアンダープライシングを受け入れるとするものである。三点目は、Welch (1992)が提示した情報

カスケード仮説である。この仮説は、ある新規公開株式の応募期間中の初期段階において、多くの投資家が購入申込を行う状況が発生した場合、後続の潜在的な投資達は「この新規公開株式に対して、多くの投資家が好感している」と感じ、応募期間の後期段階における申込状況が活況となるというものである。このような状況を生起させるには、先行する投資家にアンダープライスされた新規公開株式を提供する必要がある。投資家の応募が少なかったことにより新規公開株式が失敗に終わると、ファミリーの名声に影響をおよぼす。よって、ファミリー企業は、新規公開株式を成功させるために、アンダープライスの水準が高くなることを受け入れるとしている。

以上より、Leitterstorf and Rau (2014)は、「ファミリー企業は非ファミリー企業よりもアンダープライシングの水準が高い」という仮説を提示している。上述のドイツの観測企業を対象として、ファミリー企業であることを示すダミー変数が、各種コントロール変数の設定が行われた上で、アンダープライシングに有意なプラスの影響を与えるという実証結果を報告し、仮説は支持されるとしている。

### 2.2.2 Kotlar et al. (2018)

Kotlar et al. (2018)の研究は、1995年から2011年にかけてヨーロッパの7か国（ベルギー、フランス、ドイツ、イタリア、オランダ、ポルトガル、イギリス）で行われた1,807社の新規株式公開企業を対象に行われている。ファミリー企業の識別については以下のとおりである。創業者あるいは創業家と同じ姓であるオー

13 この仮説は、前述のYu and Zheng (2012)が提示したものと類似したものであると捉えることができる。ただし、Yu and Zheng (2012)では、社会情緒的資産の概念は用いられていない。

ナー、役員、取締役で5%以上の株式を保有している者を特定し、ファミリーメンバーが20%以上の支配権を保有し、少なくとも2人のファミリーメンバーがその企業に関与している企業をファミリー企業としている。また、創業者が20%以上の支配権を保有し、創業者と関係のある他の者が、重要な株主、取締役、役員に就任していない場合は<sup>14</sup>、単独創業者企業 (lone-founder firm) として認識している。

Kotlar et al. (2018) が検証している仮説は、ファミリー企業は、株式売却によって得ることができる利益を犠牲にしても、非ファミリー株主に支配権を譲ることにより生じる社会情緒的資産の損失を最小化することを試みるという上記の Leitterstorf and Rau (2014) の仮説と基本的に同じである。この仮説は、保有株式を売却することにより得ることができるキャピタルゲインのボリュームより、社会情緒的資産の保全を優先するというものであるが、保有株式の売却益を優先する仮説についても提示している。

この社会情緒的資産の保全よりも保有株式の売却益を優先するという仮説については、つい先ほど与えられた物であっても、その物に愛着を持ち、それを手放すことについては嫌悪感が発生するというインスタント保有効果 (Kahne-

man et al. 1990, 1991) に基づき、物を失った場合、その物への愛情はすぐに消えてしまうであろうという考え方にもとづいている<sup>15</sup>。この考え方においては、ファミリー企業のオーナーは、株式公開により失われるであろう社会情緒的資産の損失分を素早くメンタルアカウントに組み込み、そして、このメンタルアカウントの減少分をアンダープライシングの程度が小さいことにより実現するキャピタルゲインの増加によりカバーするというのが保有株式の売却益を優先する仮説のストーリーである。

上記の仮説の検証結果については、単独創業者企業およびファミリー企業であることを示すダミー変数がアンダープライシングに対して有意な影響をおよぼしていないことから、大きなアンダープライシングを受け入れることにより社会情緒的資産を保全するという前者の仮説は支持されないとしている<sup>16</sup>。小さなアンダープライシングにより実現する保有株式の売却益により社会情緒的資産の損失分をカバーするという後者の仮説に関する検証については、論文文中において特に触れられていない<sup>17</sup>。

## 2.3 アメリカを対象とする研究

### 2.3.1 Daugherty and Jithendranathan (2012)

14 重要な株主、取締役、役員 (significant shareholder, director, or officer) については、重要であることをどのように識別しているのかに関しては特に記されていない。

15 Kahneman et al. (1990, 1991) では、もらった物に対してすぐに愛着を持つとは言っているが、物を手放すと愛着がすぐに消えるということについては言及していない。保有効果のエッセンスは、入手したものを手放すことに対する抵抗感であるということを見ると、Kahneman et al. (1990, 1991) に基づいて、物を手放すと愛着はすぐに無くなるという Kotlar et al. (2018) における記述は違和感があるところである。Kotlar et al. (2018) では、インスタント保有効果に関する参考文献として、Kahneman et al. (1990, 1991) 以外に、Thaler (1980) と Thaler and Johnson (1990) を記しているが、後者の2つの文献においてはインスタント保有効果という言葉の記述は存在しない。

16 この結果は、ヨーロッパ7か国を対象とするものであるが、観測対象をドイツ企業に絞った場合においては一部のモデルでファミリー企業であることを示すダミー変数がアンダープライシングに対してプラスに有意な影響をおよぼしている結果を報告している。

17 Kotlar et al. (2018) の表4における Heckman の2段階推定においては (第2段階の推定結果)、一部のモデルにおいてファミリー企業を示すダミー変数がアンダープライシングに対して有意なマイナスの影響をおよぼしていることを確認することができるが、この結果に関する解釈については特に言及されていない。

Daugherty and Jithendranathan (2012) においては、1996年1月から2004年9月においてアメリカで新規株式公開を行ったファミリー企業118社と非ファミリー企業118社を観測対象として実証分析を実施している<sup>18</sup>。ファミリー企業の識別については、新規株式公開時において、少なくとも2人の取締役と株式の保有を通じて、ファミリーが意思決定に影響をおよぼしている企業をファミリー企業と定義している。影響をおよぼすとする株式保有の大きさについては具体的には述べられていないが、ファミリー企業におけるファミリーによる株式保有比率の平均値は57.86%であると記されている。

上記の定義によりピックアップされたファミリー企業との比較対象として用いられる非ファミリー企業は、以下の基準により選定されている。①ファミリー企業の新規公開から一年以内に実施された新規株式公開企業であること。②総資産が対応するファミリー企業の0.25倍から4倍であること。③非ファミリー企業がファミリー企業と同じ産業に属していること。SICコードを用いて同じ産業であることを識別している。4桁のSICコードが完全に一致しない場合は、3桁および2桁のSICコードにより識別されている。上記の基準により、118社のファミリー企業に対応する118社の非ファミリー企業がマッチング企業として選定されている。

このようにして選択されたファミリー企業と非ファミリー企業における各変数の平均値の比較を概観しておきたい。まずアンダープライシングの水準については、ファミリー企業が20.03%であるのに対して、非ファミリー企業

は29.61%であり、ファミリー企業のほうがアンダープライシングの程度が小さいという結果が報告されている。新規公開前後における取締役の保有株式の比率の変化は、ファミリー企業が74.21%から53.04%になり、非ファミリー企業は64.36%から45.34%へと変化する。この数値は取締役の保有株式の比率を示すものであり、ファミリーの保有株式の比率を直接的に示すものではないが、ファミリー企業の取締役の多くがファミリーであると捉えると、新規公開後にファミリーの保有株式比率は、2割程度減少するものの、その数値(53.04%)は非ファミリー企業の45.34%より大きい。この新規公開前後のファミリー企業における取締役の保有株式比率の変化に関して、新規株式公開は、ファミリーの支配力を失う可能性がある一方、ファミリーメンバーが個人的な必要性から保有株式の売却を行う手段を提供するものとしている。

企業年齢については、非ファミリー企業が8.50年であるのに対して、ファミリー企業は14.85年となっており、ファミリー企業のほうが新規公開までに多くの年数を重ねている。ベンチャーキャピタルの保有比率に関しては、新規公開前のデータでみると、非ファミリー企業の44.21%に対してファミリー企業は15.62%と大きく異なる<sup>19</sup>。ファミリー企業は、ファミリーの支配力の低下を恐れて、ベンチャーキャピタルの投資を多く受け入れないのであろうとしている。

公開価格の決定において重要な役割を果たすアンダーライターの名声に関するランクについ

18 どの市場において上場を行ったのかについては特に明記されていない。

19 新規公開後のベンチャーキャピタルの保有比率に関するデータも提供されており、その数値は、ファミリー企業が10.87%、非ファミリー企業が31.39%である。

では、非ファミリー企業の7.60に対してファミリー企業は6.77であり、ファミリー企業のアンダーライターのランクは、非ファミリー企業に比して低いということが報告されている<sup>20</sup>。これに関連して、ファミリー企業が投資銀行に支払うアンダーライティングフィー（調達金額に占める引受手数料の比率）は、ファミリー企業は7.35%であり、非ファミリー企業の7.13%に比して高い。このファミリー企業の引受手数料率が高いことを、ファミリー企業がベンチャーキャピタルからの投資が少ないことに関連付けて以下のように述べている。アンダーライターはベンチャーキャピタルから事前に精査を受けていない企業を適切に評価することは難しい。これはアンダーライターが新しい産業において見知らぬ企業のプライシングを行う際に抱える問題と同様のものであるとしている。

以上ではファミリー企業と非ファミリー企業の各変数の平均値の比較において有意な差があることが報告されている変数について記したが、回帰分析の結果についても触れておきたい。回帰分析は、オーバーハングとアンダーライターの名声の内生性に考慮して3段階最小二乗法により推定されている。1段階目ではオー

バーハング<sup>21</sup>、2段階目においてはアンダーライターの名声を被説明変数としている。3段階目では、アンダープライシングを被説明変数とし、ファミリー企業であることを示すダミー変数がアンダープライシングに有意な影響をおよぼしている実証結果が提示されている。この結果について著者たちは、ファミリー企業においては、経営者の株式保有比率が高く、エージェンシーコストが小さいことにより、アンダープライシングの水準が小さくなるという仮説と整合的であるとしている。

### 2.3.2 Chandler et al. (2019)

Chandler et al. (2019) では、2009年から2012年の間にナスダックおよびニューヨーク証券取引所において新規株式公開を行った155社を観測対象としている。同研究では、目論見書におけるファミリーの関与に関するシグナルとアンダープライシングには正の関係があるという仮説を設定している。

目論見書から抽出するファミリーの関与の大きさについては、以下の方法により算出されている。兄弟、義理の兄弟、祖父などのファミリーの関与を示す111の単語から構成される単

20 アンダーライターのランクは、Caeter and Manaster (1990) が用いた以下の方法で算出されている。株式の販売時にアナウンスされる墓石広告 (tombstone) 上でアンダーライターがどの位置に記されているのかによって、0 (最もプレステージが低い) から9 (最もプレステージが高い) までの整数でアンダーライターをランク付けする方法。Daugherty and Jithendranathan (2012) では、Caeter and Manaster (1990) によるランキングがアップデートされた Loughran and Ritter (2004) における値を用いたことが記されている。

21 オーバーハングは、新規公開後の発行済株式数を新しく発行された株式数 (new shares issued) で割ることにより求められている。この数値が大きいほど、発行済株式数に占める新株発行数が少ないことになり、アンダープライシングによる希薄化の影響が小さくなる。アンダープライシングには、マイナス面だけではなく、上場後の株価にポジティブな影響をおよぼすモメンタム効果などのベネフィットがある。このようなベネフィットがコスト (希薄化による価値の損失) を上回るのであれば、アンダープライシングを大きくすることによって、そのベネフィットを享受することが合理的であると考えられることができる。したがって、オーバーハングが大きい企業は、アンダープライシングに伴うコスト負担が小さいため、積極的にアンダープライシングを受け入れようとするインセンティブを持つと捉えることができる。以上より、説明変数であるオーバーハングは、被説明変数であるアンダープライシングに対して、プラスの符号が予測される。オーバーハングの計算においては、分母は新株発行数のみであることが記されており、新規公開前からの既存株主の放出株式 (売出株式) も分母に含めることが必要であると思われる。新規公開におけるオーバーハングを最初に定義した Bradley and Jordan (2002) においても、分母は公募株式 (新株発行) と売出株式の数量を足し合わせた数値を使用している。

語リストを作成し、これらの単語が目論見書の中で記されている回数を Diction7というソフトウェアにより数え、その回数を目論見書内の単語数で除した値をファミリーの関与を示すスコアとしている。このスコアの平均値は4.47%であることが報告されている。

以上のような方法で目論見書から抽出されたファミリーの関与を示すスコアをファミリーの関与に関するシグナルと捉え、このシグナルがアンダープライシングにプラスの影響をおよぼす理由については文献サーベイより以下のように導かれている。一点目として、ファミリー企業が非経済的成果を追い求める傾向にあることが、企業の財務的パフォーマンスに関心を持つ市場のオーディエンスから否定的に解釈される可能性があること。二点目として、ファミリー企業は、リスクを取る戦略において保守的である傾向が強く、競争市場において積極的ではなく、長期的な志向を持っていること。このような特徴を持つファミリー企業は、多くの投資家にとって魅力的と捉えられず、投資家は他の投資機会を求めようとしている。この結果、ファミリー企業に大きなアンダープライシングがもたらされるというストーリーである。

実証結果については、一般化線形モデルによる推定において、各種コントロール変数が設定された上で、説明変数である上述のファミリーの関与を示すスコアが、被説明変数であるアンダープライシングに対して有意なプラスの影響をおよぼしているエビデンスが提示され、仮説は支持されるとしている。

### 2.3.3 González et al. (2019)

González et al. (2019) は、1990年から1999年の間にブラジル、チリ、コロンビア、メキシ

コ、ペルーの南アメリカにおいて新規株式公開を行った193社を観測対象としている。193社の国別内訳は、ブラジル=138社、メキシコ=29社、チリ=16社、コロンビア=8社、ペルー=2社であり、最も多いブラジルの企業が約7割を占める。

ファミリー企業の識別については、創業者および、その血縁関係あるいは婚姻関係にある創業者の家族が、役員、取締役、大株主となっている企業をファミリー企業としている。

実証分析では、ラテンアメリカにおいては、ファミリー・オーナーシップは新規公開時のアンダープライシングとマイナスの関係にあるという仮説の検証を行っている。仮説導出の背景は以下のとおりである。

ラテンアメリカ諸国では投資家保護が低い状況が多く、新規株式公開における資金調達投資家に受け入れられないこともある中、ファミリー企業の新規株式公開は少数株主を収奪しないというファミリーの意思を示す強いシグナルとなるとしている。

ファミリーが高水準のオーナーシップを維持し、高い水準の私的利益を引き出すことを決定した場合、ファミリー以外の投資家は、そのファミリー企業の株式についてディスカウントした価格で取引を行い、ファミリー企業の企業価値を低下させる。このような状況になると、株式を集中的に保有するファミリーは最も大きな被害を受ける。上記より、ファミリー企業の新規株式公開の実施はポジティブなシグナルとなり、そのシグナルはファミリー企業の価値評価を高め、アンダープライシングを低減させるとしている。

仮説検証における重回帰分析では、ファミリー企業であることを示すダミー変数が、コン

トロール変数の設定が行われた上で、アンダープライシングに対してマイナスの有意な影響を与えている実証結果を報告し、仮説は支持されると述べている。

### 3. 今後の研究の方向性

本節では、前節において概観した先行研究の課題を述べ、今後の研究の方向性を探索することにする。前節のサーベイにおいては、ファミリー企業の新規株式公開におけるアンダープライシングについては、エリアにより異なる状況が示された<sup>22</sup>。ファミリー企業であることが、アンダープライシングにマイナスの影響をおよぼすことが示されたエリアは、中国、およびアメリカである。一方、ファミリー企業のアンダープライシングは大きいとする実証結果が提示されたエリアは、香港およびドイツである。

ファミリー企業のアンダープライシングの水準が小さいことを検出している中国およびアメリカを対象とする研究では、それぞれに種々の仮説が構築されているが、ファミリー企業のエージェンシーコストが小さいということを共通する決定要因として記している。ファミリー企業のアンダープライシングの程度は大きいとするエビデンスが提示されている香港およびドイツを観測対象とする研究においては、ファミリー企業は意図的にアンダープライシングを引き起こすことにより超過応募を発生させ、外部株主の誕生を限定的にとどめ、ファミリーがコントロールしている状況を維持するという仮説が提示され、実証結果についても仮説を支持するものであるとしている。

しかし、ファミリー企業が、新規公開時のアンダープライシングの大きさを自由に選択できるかのような設定については疑問を感じる部分である。新規公開時の公開価格の決定方式として、世界でもっとも普及しているブックビルディング方式では、新規公開株式のプライシングと割当に関してアンダーライター（主幹事証券会社）が大きな権限を有している。公開価格を意図的に下げて、大きなアンダープライシングを作り出すには、ファミリー企業とアンダーライター間において結託等を必要とするが、先行研究ではこのことについて特に議論されていない。

また、アンダープライシングを受け入れることによるコストに対するベネフィットを得ることができたのかについても先行研究の検証は不十分である。ベネフィットについては、新規公開後においてもファミリーのコントロールを維持することができたのかなどについて検証する必要がある。

### 4. おわりに

本稿においては、ファミリー企業の新規株式公開におけるアンダープライシングの決定要因について考察している文献のサーベイを行った。前節においても記したように、ファミリー企業における新規公開時のアンダープライシングの水準は、先行研究によって異なる。今回、サーベイを行った研究の中で最も古い文献でも10年前に発表された Yu and Zheng (2012) であり、ファミリー企業の新規株式公開におけるアンダープライシングの決定要因に関する研究の蓄積は現時点では数多く積み重ねられている

22 今回、アルジェリア、エジプト、チュニジア、モロッコの北アフリカにおけるファミリー企業の新規公開時のアンダープライシングについて考察を行っている Hearn (2011) に関する紹介が紙幅の都合でできなかったことを記しておく。

状況にはない。

今後においては、ファミリー企業の社会情緒的資産が新規公開時のアンダープライシングにおよぼす影響については、重要な研究トピックであると感じる。このトピックを扱う現時点における先行研究として、第2節においても紹介を行った、Leitterstorf and Rau (2014), および Kotlar et al. (2018) の2本の論文が存在する。両研究ともに社会情緒的資産に焦点を当てているものの、新規公開企業における社会情緒的資産とは何かに関する議論については十分ではないと感じる<sup>23</sup>。新規公開後における企業経営に対してプラスに働く社会情緒的資産もあれば、マイナスに作用する社会情緒的資産もあるであろう。新規公開企業における社会情緒的資産の功罪を的確に捉える変数を構築することが、今後の研究課題であると考えている。この研究課題については、次稿において取り組みたい。

〈付記〉

本稿は科学研究費補助金(研究課題:16K03839, 21K01646)による研究成果の一部である。

## 参 考 文 献

岡村秀夫 (2013) 『日本の新規公開市場』 東洋経済新報社。  
金子隆 (2019) 『IPOの経済分析』 東洋経済新報社。  
忽那憲治 (2008) 『IPO市場の価格形成』 中央経済社。  
後藤俊夫監修・落合康裕企画編集・荒尾正和・西村公志編著 (2021) 『ファミリービジネス白書2022年版—未曾有の環境変化と危機突破力—』 白桃書房。  
沈政郁 (2014) 「血縁主義の弊害：日本の同族企業の

長期データを用いた実証分析」組織学会『組織科学』第48巻第1号, 38-51頁。

翟林瑜 (2006) 「IPO市場に関する“賢者君子の世界観”と“俗人の世界観”(上)(下)—IPOのアンダープライシングに関する情報非対称性理論の説明と現実直視の説明—」日本証券経済研究所『証券経済研究』(上)53号, 147-159頁, (下)54号, 43-68頁。

東京証券取引所上場推進部 (2020) 『2020~21新規上場ガイドブック(マザーズ編)』。

野村資本市場研究所編 (2007) 『中国証券市場大全』 日本経済新聞出版社。

船岡健太・姚智華 (2022), 「ファミリー企業の新規株式公開において社会情緒的資産がアンダープライシングにおよぼす影響に関するサーベイ」大阪市立大学『経営研究』第72巻第4号, ページ数未定。

山田幸三編著・尹大栄・山本聡・落合康裕・戸前壽夫著 (2020) 『ファミリーアントレプレナーシップ—地域創生の持続的な牽引力—』 中央経済社。

Booth, J.R. and Chua, L. (1996) “Ownership Dispersion, Costly Information, and IPO Underpricing,” *Journal of Financial Economics*, 41, pp.291-310.

Bradley, D.J. and Jordan, B.D. (2002) “Partial Adjustment to Public Information and IPO Underpricing,” *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 37, pp.595-616.

Caeter, R. and Manaster, S. (1990) “Initial Public Offerings and Underwriter Reputation,” *Journal of Finance*, 45, pp.1045-1067.

Chandler, J. A., Payne, G.T., Moore, C. and Brigham, K. H. (2019) “Family Involvement Signals in Initial Public Offerings,” *Journal of Family Business Strategy*, 10, pp.8-16.

Daugherty, M. S. and Jithendranathan, T. (2012) “Underpricing of IPOs of US Family Controlled

23 山田幸三編著・尹大栄・山本聡・落合康裕・戸前壽夫著 (2020) では、社会情緒的資産理論の論点をわかりやすく整理している。

- Businesses," *International Research Journal of Finance and Economics*, 90, pp.193-206.
- Ding, H. B. and Pukthuanthong, K. (2009) "Family Firm IPO Performance and Market Signals," *Journal of Enterprising Culture*, 17, pp.55-77.
- Ding, H. B. and Pukthuanthong, K. (2013) "Legitimacy Signals and Family IPO Performances," *Journal of Business Economics and Management*, 14, pp.156-181.
- European Commission (2008) "Overview of Family Business Relevant Issues," Contract No. 30-CE-0164021/00-51 Final Report.
- Gómez-Mejía, L.R., Haynes, K.T., Núñez-Nickel, M., Jacobson, K.J.L. and Moyano-Fuentes, J. (2007) "Socioemotional Wealth, and Business risks in Family-controlled Firms: Evidence from Spanish Olive Oil Mills," *Administrative Science Quarterly*, 52, pp.106-137.
- González, M., Guzmán, A., Tellez-Falla, D.F. and Trujillo, M.A. (2019) "Governance, Sentiment Analysis, and Initial Public Offering Underpricing," *Corporate Governance: An International Review*, 27, pp.226-244.
- Hearn, B. (2011) "The Performance and the Effects of Family Control in North African IPOs," *International Review of Financial Analysis*, 20, pp.140-151.
- Huang, W., Li, J. and Zhang, Q. (2019) "Information Asymmetry, Legal Environment, and Family Firm Governance: Evidence from IPO Underpricing in China," *Pacific-Basin Finance Journal*, 57, pp.1-25.
- Ibbotson, R.G. (1975) "Price Performance of Common Stock New Issues," *Journal of Financial Economics*, 2, pp.235-272.
- Kahneman, D., Knetsch, J.L. and Thaler R.H. (1990) "Experimental Tests of the Endowment Effect and the Coase Theorem," *Journal of Political Economy*, 98, pp.1325-1348.
- Kahneman, D., Knetsch, J.L. and Thaler R.H. (1991) "The Endowment Effect, Loss Aversion, and Status Quo Bias," *Journal of Economic Perspectives*, 5, pp.193-206.
- Kotlar, J., Signori, A., De Massis, A. and Vismara, S. (2018) "Financial Wealth, Socioemotional Wealth, and IPO Underpricing in Family Firms: A Two-Stage Gamble Model," *The Academy of Management Journal*, 61, pp.1073-1099.
- Leitterstorf, M.P. and Rau, S.B. (2014) "Socioemotional Wealth and IPO Underpricing of Family Firms," *Strategic Management Journal*, 35, pp.751-760.
- Li, X., Wang, S.S. and Wang, X. (2019) "Trust and IPO Underpricing," *Journal of Corporate Finance*, 56, pp.224-248.
- Loughran, T. and Ritter, J.R. (2004) "Why has IPO Underpricing Changed Over Time," *Financial Management*, 33, pp.5-37.
- Thaler, R. (1980) "Toward a Positive Theory of Consumer Choice," *Journal of Economic Behavior and Organizations*, 1, pp.39-60.
- Thaler, R. and Johnson, E.J. (1990) "Gambling with the House Money and Trying to Break Even: The Effects of Prior Outcomes on Risky Choice," *Management Science*, 36, pp.643-660.
- WeIch, I. (1992) "Sequential Sales, Learning, and Cascades," *Journal of Finance*, 47, pp.695-732.
- Yang, J., Ma, J. and Doty, D.H. (2020) "Family Involvement, Governmental Connections, and IPO Underpricing of SMEs in China," *Family Business Review*, 33, pp.175-193.
- Yu, X. and Zheng, Y. (2012) "IPO Underpricing to Retain Family Control under Concentrated Ownership: Evidence from Hong Kong," *Journal of Business Finance and Accounting*, 39, pp.700-729.

船岡健太 (九州産業大学商学部教授・  
当研究所客員研究員)  
姚智華 (九州大学大学院経済学研究院助教)