

創業家持分が多い企業のガバナンス ～PBR1 倍割れの問題構造と、ファミリーオフィスとしての可能性～

Kaname Capital, Head of Research
槇野 尚

キーワード

コーポレート・ガバナンス、支配権市場、M&A、MBO、PBR、ROE、
ファミリーオフィス、資産運用

要約およびポイント

- **PBR1 倍割れ企業への問題意識が高まる中で、あらゆるガバナンス改革の効果が及びにくい創業家系の中小型企业への対応が求められる**
 - 投資家のみならず市場当局も PBR1 倍割れ企業への問題意識を高めている
 - 創業家系の中小型企业は機関投資家によるエンゲージメントも取締役会の機能強化も働きにくく、またアクティビストの投資対象にもなりにくい
 - こうした企業は時価総額以上に実体経済への影響を持っているため、別のアプローチを考える意義がある
- **創業家系の企業がエントレンチメントに走る理由はファミリー・ガバナンスとあわせて考える必要がある**
 - 企業価値の向上よりも創業家の繁栄維持を、また不確実な企業価値向上よりも確実な節税を選好している可能性がある
 - これは創業家においてどのように意思決定し、資産管理するかというファミリー・ガバナンスの問題でもある
- **ファミリーオフィスの設立は支配権市場の活性化と創業家の維持繁栄を共にもたらず選択肢となりうる**
 - 広義のファミリーオフィス設立を通じて事業との関係を見直せば、経営または所有から退く創業家も出てくるだろう
 - 低 ROE の「山」全体を動かすことは困難であり、支配権市場の活性化が必要
 - ファミリーオフィスとして創業家は経済的・社会的に新たな繁栄を追求できる

I. はじめに

PBR1 倍割れ企業に対する政府・取引所の問題意識が高まっている

PBR（株価純資産倍率）1倍割れ企業への問題意識が高まっている。経済産業省が2022年6月に公表した経済産業政策新機軸部会の中間整理では、日本の代表的企業の4割の株式時価総額が純資産を下回ることから、「価値創造経営」ができていないと指摘している¹。更に、同中間整理では2030年までにPBR1倍割れの比率を4割から2割にまで縮小させることを提言しており、これまではない踏み込み方だと言える。また東京証券取引所の市場区分の見直しに関するフォローアップ会議が2023年2月に公表した説明資料では、2023年春から資本コストや株価を意識した経営の促進に向けた要請を通知するとしており、ここでもPBR1倍割れの企業には追加的な対応を求める模様である²。

PBR1 倍が価値創造の基準となる理由及び、ESGや人的資本との関係

一般にPBR1倍割れが問題とされる理由は、純資産は企業の資産から負債を控除した金額であるため、時価総額がこれを下回るということは、上場を継続するよりも企業を清算して株主に分配した方が株主にとって金銭的な価値が高いからである。もっともこれは保有資産が簿価以上で売却できることや簿外債務が存在しないことが前提となっているが、経営の失敗を判定する指標として実務では広く使用されており、PBR1倍を議決権行使の目安とする機関投資家も存在する³。また、PBR1倍超の部分を上場企業としての追加的な価値創造たる「自己創設のれん」と見なす分析も行われている⁴。これは無形資産を測定する現実的に適用可能なスタート地点となるため、ESGや人的資本への関心の高まりからも改めてPBRへの問題意識が高まっていると言えるだろう。筆者も投資家として、PBR1倍割れの企業はそもそも市場から価値破壊を懸念されており、昨今の流れに乗ってESGや人的資本の実践・開示を行うよりも前に価値破壊を食い止める必要があると考えている。

本稿の焦点

このように投資家及び政府・取引所がPBR1倍割れ企業への要請を強める中で、今後全体としては改善に向かうことが期待される。しかしながら、わが国上場企業の中には構造的にこうしたプレッシャーが届きにくく、またむしろPBR1倍割れを維持することにインセンティブさえ持っている企業も存在している。本稿ではそうした問題を持ちうる創業家持分が多い中小型の上場企業に焦点を当て、その解決策の一つとして創業家のイグジット（株式売却）と共に、ファミリーオフィスの設立を促すことを論じたい。

II. ガバナンス改革の効果を考える四象限モデル

ガバナンス改革の二つの波及経路

2012年以来わが国ではコーポレート・ガバナンス改革が進んできたが、筆者はその波及経路は大きく二つあったと考えている。そしてこれらを二軸で捉えることで、ガバナンス改革の効果が異なる四象限を考えることができる。

¹ 経済産業省 経済産業政策局「経済産業政策新機軸部会 中間整理」（2022年6月13日）

² 東京証券取引所 上場部「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議 第8回 東証説明資料②」（2023年2月15日）

³ いちごアセットマネジメント「議決権行使におけるいちごの誓約」（2020年4月）

⁴ 例えば、柳良平「見えない価値を見える化するPBR 仮説と『柳モデル』」ダイヤモンドオンライン（2022年8月12日）。ただしPBR1倍超の部分には含み益などの会計的差異を含むので全てを自己創設のれんで見なすことは難しいだろう。

1. 機関投資家によるエンゲージメント

スチュワードシップ・コードは機関投資家のエンゲージメントを奨励

一つ目の波及経路は機関投資家によるエンゲージメントである。これはスチュワードシップ・コードの中で企業と投資家の「目的を持った対話」と定義され、経営戦略や資本配分、またガバナンスについて積極的に対話することが奨励されるようになった。

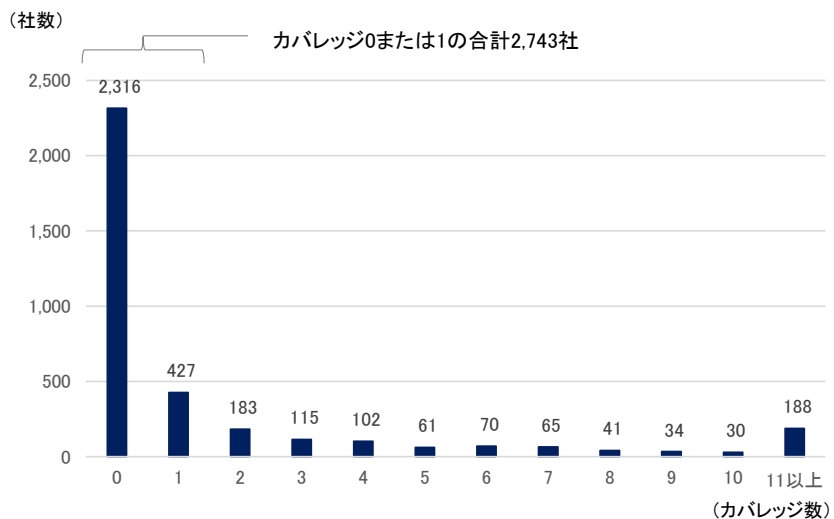
多くの上場企業はエンゲージメントの対象外にある

しかしここで注意が必要なのは、果たして上場企業の何割が機関投資家によるエンゲージメントの対象になりうるのかである。しばしば指摘されるように、日本の資本市場では M&A や MBO による非上場化が少ないことを主因に上場企業数が増加の一途を辿っている⁵。その結果として機関投資家が投資対象に求める時価総額や流動性を持った企業が少なく、多くの企業は上場しているが調査・投資の対象ならず、したがってそもそも真つ当なエンゲージメントを受けていないことが多い。

上場企業の 75%はアナリストのカバレッジ数が 0 または 1

ここで機関投資家が投資対象としていることの代理指標としてセルサイドアナリストによるカバレッジ数を見てみたい。図表 1 の通り、東証上場企業（銀行・保険を除く）3,632 社⁶のうちアナリストによるカバレッジが 0 または 1 の会社が合計 2,743 社と、実に上場企業の 75%が大半の機関投資家にとって対象外であることが分かる⁷。

図表 1：アナリストカバレッジ数の度数分布



出所：Bloomberg より筆者作成

2. 取締役会の監督機能強化

社外取締役の人数は大幅に増加した

二つ目の波及経路は取締役会の監督機能強化である。従来日本企業の多くの取締役会は社内取締役が多数を占めるため意思決定機能が重視され、監督機能が十分に発揮されてこなかったとの指摘がある⁸。そこで東証は 2015 年のコーポレート

⁵ 後藤潤一郎「変貌する米国上場市場におけるマーケットの自浄作用」JPX ワーキングペーパー Vol.33 (2020 年 1 月 30 日)

⁶ 2022 年 8 月 5 日時点の東証プライム、スタンダード、グロース上場企業のうち財務分析の観点で銀行・保険を、また属性に関するデータ制約の関係でその他 9 社を除いた企業群を母集団としている。

⁷ こうした市場でカバーされていない銘柄に専門的に投資する機関投資家も存在するが、一般的にはセルサイドのカバー対象になっていない銘柄は調査効率が悪いので対象外とされやすい。またカバレッジ 1 名は主幹証券がサービスの一環としてカバーしていることが多いため、フェアなオピニオン形成が行われていない可能性があり、事実上のカバレッジ対象外と見なした。

⁸ コーポレート・ガバナンス・システム研究会「CGS 研究会報告書」(2015 年 3 月 10 日)

ガバナンス・コード制定を受けて2人以上の独立社外取締役選任を求め、2021年のコード改訂後はプライム市場では3分の1以上の選任が求められることになった。その結果プライム上場企業では現在92.5%の企業が3分の1以上の独立社外取締役を据えるまでになっている⁹。

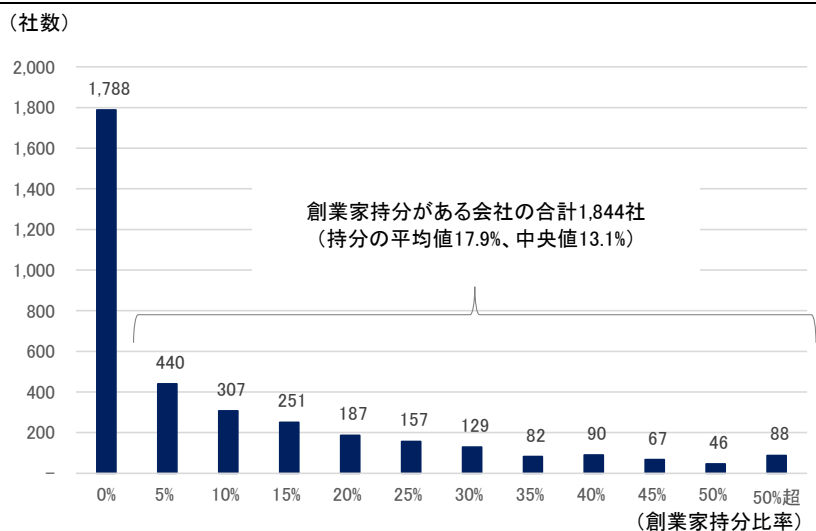
創業家が選任に関与する社外取締役は監督機能を果たしにくい

ここで社外取締役¹⁰の人数は増加したが人材としての質が伴っていないという点はよく指摘されている¹¹。しかしそれに加えて筆者の実務的な問題意識から、「誰に選任されるのか」も同様に重要であることを強調したい。社外取締役は株主総会で承認されるので一義的に選任するのは「株主」である。しかしながら、創業家系の上場企業では創業家が多くの株式を保有しているため、そもそも創業家の意向に沿う人物のみが取締役候補となり、選任されている可能性が高い。また創業家出身者が会長や社長の座にある場合、社外取締役といえども事実上会長や社長に選任されているという意識を持ちやすく、取締役会において監督機能を果たすことは一層困難になる。

上場企業の51%が創業家系企業

そこで上場企業において創業家がどの程度の持分を有しているのかを見たものが図表2である。

図表2：創業家持分の度数分布¹²



出所：SPEEDA より筆者作成

ここではSPEEDAの「国内上場企業のオーナー企業リスト」にしたがって、上位10株主に会長または社長の名字を含む株主がいる場合を機械的に「創業家系企業」と判定し、その創業家株主持分の合計を度数分布として表している¹³。すると実に上場企業の51% (3,632社中1,844社) が濃淡の差はあれ創業家系企業と判定され

⁹ 日本取締役協会「上場企業のコーポレート・ガバナンス調査」(2022年8月1日)

¹⁰ 東証は「独立社外取締役」の選任を求めているが、本稿では独立性のない取締役も含めて「社外取締役」を議論の対象とする。

¹¹ 経済産業省「第17回CGS研究会(第2期)社外取締役の現状について(アンケート調査の結果概要)」

¹² 0%の次は「5%未満」を示している。以降同様。

¹³ 例えば会長が田中一郎で、上位10株主に田中一郎8%、田中花子6%、田中興産4%を含む場合、これら3株主が創業家系株主と判定され、合計持分は18%となる。仮に田中興産が「タナカ興産」の場合や、11位以下に田中姓の株主がいる場合などはカウントされないため、これは保守的な見積もりになっている。一方で佐藤姓を持つ社長がいる会社に偶然佐藤姓を持つ大株主がいる場合には創業家系企業と判定されるが、このような事例は多くないと考える。

る¹⁴。これらの企業においては上位 10 位以内の株主として影響力を持つ人物が会長または社長の座にあるため、これらの人物が取締役会を場として支配しやすく、取締役会の監督機能が働きにくいことが懸念される。

3. 四象限モデル

ガバナンス改革の影響が及びにくいエントレンチメント企業が最多

図表 3 はこれらアナリストカバレッジと創業家系企業判定を軸として四象限に整理したものである。A は 2 名以上のアナリストにカバーされ、創業家系企業には該当しないことから、エンゲージメントによる規律も取締役会内部の監督規律も働きやすいため「パブリック」と呼ぶことにする。B は創業家系企業ならではの取締役会の弱みはあるが投資家からのエンゲージメントが期待できるため「外部規律」、C はその逆で「内部規律」、最後に D は市場の規律も取締役会の規律も働きにくい「エントレンチメント¹⁵」と呼ぶことにする。もっとも D には上場間もなく、熱心な経営者＝株主に率いられた企業も多く存在する。しかしながら外部・内部の規律ともに弱く、潜在的に保身に走るリスクがあることから、ここでは全てをエントレンチメント企業と分類している¹⁶。すると、D が 42% (3,632 社中 1,529 社) と最も多いことが分かる。アベノミクス以来 10 年以上にわたり日本のガバナンス改革は進んできたが、実はガバナンス改革の影響が及びにくいセグメントの企業が最も多いのである。

図表 3：アナリストカバレッジと創業家系企業判定を軸とした分類

上段：社数 下段：構成比		創業家系企業		(合計)
		該当しない	該当	
アナリスト カバレッジ	2以上	A:パブリック 574 16%	B:外部規律 315 9%	889 24%
	0または1	C:内部規律 1,214 33%	D:エントレンチメント 1,529 42%	2,743 76%
(合計)		1,788 49%	1,844 51%	3,632 100%

出所：SPEEDA と Bloomberg より筆者作成

現時点と時系列のそれぞれで PBR1 倍割れの問題構造を考察

懸案の PBR についてはどうだろうか。ここでは問題の構造を把握するために現時点と時系列のそれぞれを見る。図表 4 のように現時点において母集団 3,632 社のうち PBR1 倍割れは 1,729 社あり、上場企業の 48% が PBR1 倍割れを起こしている。更に 3,632 社を過去 10 年に遡って時系列で見ると、10 年間連続で PBR1 倍を割れている企業が 796 社 (22%) あることが分かる。経済産業省が提唱するように PBR1 倍割れ企業の比率を 4 割から 2 割に減らすには、こうした「万年割安企業」

¹⁴ これはわが国上場企業において創業者企業 20.04%、同族企業 31.81%と見積もっている先行研究とも整合的 (太宰 (2021))。国際比較では日本の創業家株式保有比率は高くないとされるが、社内取締役多数の取締役会構成と相俟って「所有に基づかない経営」が可能になっていると推察される。

¹⁵ エントレンチメントは塹壕を意味する trench の派生語で、ガバナンスの文脈では「経営者の保身」という意味で使われる。

¹⁶ B にも高い創業家持分を背景に建設的なエンゲージメントにも耳を傾けない企業は存在するし、C にも支配的株主がいて資本市場の規律が働いていない企業は存在する。「エントレンチメント企業」は本来保身に走る企業を幅広く指す概念であることを付言しておく。A にもまだ PBR1 倍割れの企業が多いが、最もプレッシャーが高くなっているのは事実だろう。

へのアプローチが不可欠だと言えるだろう。

図表 4：現時点と時系列で見た PBR1 倍割れの構造

(現時点)PBR分布												
	0-1倍	1-2倍	2-3倍	3-4倍	4-5倍	5-6倍	6-7倍	7-8倍	8-9倍	9-10倍	10倍以上	合計
社数	1,729	927	363	181	111	82	44	39	25	19	112	3,632
構成比	48%	26%	10%	5%	3%	2%	1%	1%	1%	1%	3%	100%

(時系列)過去10年間の1倍割れ年数												
	0年	1年	2年	3年	4年	5年	6年	7年	8年	9年	10年	合計
社数	1,396	224	156	145	144	142	134	142	155	198	796	3,632
構成比	38%	6%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	5%	22%	100%

出所：SPEEDA より筆者作成

四象限のそれぞれで PBR1 倍割れ問題の深刻度は異なる

これらを四象限モデルに当てはめてみよう。図表 5 のように現時点で PBR1 倍割れを起こしている企業は C (774) > D (658) > A (237) > B (60) の順で多い。万年割安の状態にある企業も C (431) > D (292) > A (63) > B (10) と同じ順番で多いが、A の比率が 14% から 8% に大きく下がる。背景として A は収益力のシクリカルな変動によって PBR1 倍割れを脱する年があるが、C と D は過剰資本のため構造的に PBR が低い企業が多いことが指摘できる¹⁷。これらに対して B には強力な創業家出身のリーダーに率いられて機関投資家の投資対象になるまで大きく成長した企業が多く、PBR が 1 倍割れの企業は少ない。よって PBR1 倍割れの問題は C と D が最も深刻で、続いて A、そして B は相対的にましだと言える。

図表 5：四象限における PBR1 倍割れ問題の実相

	A:パブリック	B:外部規律	C:内部規律	D:エントレンチメント	全体
社数	574	315	1,214	1,529	3,632
(現時点)					
PBR1倍割れ	237	60	774	658	1,729
構成比	14%	3%	45%	38%	100%
(時系列)					
10年連続1倍割れ	63	10	431	292	796
構成比	8%	1%	54%	37%	100%

出所：SPEEDA より筆者作成

C と D では収益力強化や開示に加えて、過剰資本の解消も重要

これらのことから打開のアプローチも変わってくる。第一に、PBR1 倍割れの解消は収益力の強化や情報開示の改善によって達成されるのが理想的であるとしても、C と D に多い過剰資本の企業においては自己株式の買い戻しも否定すべきものではない。後述するが日本の資本市場におけるリスクキャピタル創出・循環の鍵の一つは上場企業における過剰資本の解消にある。

アクティビストの脅威は A と C において強く、また C には上場子会社や持分法適用会社再編の機運もある

第二に、PBR1 倍割れの解消に向けた努力は経営者自らが行うものであるとしても、外部からのプレッシャーが働くことも同様に重要だろう。わが国においてもアクティビストの投資や株主提案が活発化していることはよく知られているが¹⁸、図表 6 のように主なアクティビストの日本株投資先 132 社¹⁹を四象限に分けて見ると、

¹⁷ 純資産額が大きいと ROE が低くなりやすく、ROE が資本コストよりも低いと理論的に PBR が 1 倍を下回るようになるため。

¹⁸ 鈴木裕「アクティビストの道具としての株主提案」大和総研（2023年2月24日）

¹⁹ 菊地正俊「コロナ後に内外で活発化するアクティビスト活動」みずほ証券（2023年1月15日）より重複する投資先と本稿母集団外の企業を除いて作成

A (49) > C (39) > D (27) > B (17) の順で多いことが分かる。アクティビストは株主構成が分散している企業を狙う傾向にあるため、非創業家系の A と C は対象になりやすい。また上場子会社 228 社²⁰を同様に見ると C (142) > D (43) > A (37) > B (6) で C が圧倒的に多い。現在東証では「従属上場会社における少数株主保護の在り方等に関する研究会」が設けられているほか、金融庁でも TOB ルールの見直しに伴って英国式の 30% を越える部分への全部買付義務が議論されると見られている²¹。これらを通じて C のうち上場子会社や持分法適用になっている会社への規律は今後かなり高まるだろう。その意味でも、本稿ではあらゆるガバナンス改革から取り残される可能性が高い D に焦点を当てたい。

図表 6 : PBR1 倍割れの企業数と比率

	A:パブリック	B:外部規律	C:内部規律	D:エントレンチメント	全体
アクティビスト保有	49	17	39	27	132
構成比	37%	13%	30%	20%	100%
上場子会社	37	6	142	43	228
構成比	16%	3%	62%	19%	100%

出所：みずほ証券と野村証券資料より筆者作成

東証スタンダードとグロースの大半は C と D で構成される

なお、各象限企業の東証上場区分は図表 7 のようになる。そもそも C と D は時価総額の小さい企業が多いことにも起因するが、スタンダードとグロースの大半は C と D で構成される。これらの企業の中には規模や流動性の要件を満たしているにも関わらず、敢えてガバナンス要件が緩和された市場を選択している場合もあることを指摘しておきたい。

図表 7 : 各象限企業の東証上場区分

	A:パブリック	B:外部規律	C:内部規律	D:エントレンチメント	全体
東証プライム	546	258	488	450	1,742
構成比	31%	15%	28%	26%	100%
東証スタンダード	18	17	638	745	1,418
構成比	1%	1%	45%	53%	100%
東証グロース	10	40	88	334	472
構成比	2%	8%	19%	71%	100%

出所：SPEEDA より筆者作成

4. エントレンチメント企業の経済的な重要性

D は時価総額で見ると以上に、雇用や経済取引を通じて実体経済にとっての重要性を持っている

このようにエントレンチメント企業がこれまでガバナンス改革の対象になりにくかった理由の一つは、時価総額が小さいため市場全体に与える影響が小さいと見なされてきたからだ。確かに図表 8 のように母集団の時価総額合計 649 兆円に対して、D は 25 兆円と 3.8% を占めるに過ぎない。しかし、売上高、従業員数、ネットキャッシュといった実体経済における規模を見るとこれよりもかなり大きくなる²²。更に、ガバナンス改革が波及しないため D 企業では経営

²⁰ 野村証券がコーポレート・ガバナンス報告書から作成したリストから本稿母集団外の企業を除いて作成

²¹ 日本経済新聞「TOB の対象拡大、市場買い付けにも義務化 金融庁検討」(2023年3月1日)

²² 連結と単体を見比べているのは国内における経済規模を推計するためである。一般に連結売上高は連結子会社が入るため海外売上高の構成比が高くなるが、単体売上高は国内売上高の構成比が高くなる。従業員数においても同様の傾向がある。すると国内における経済的プレゼンスを推計すると売上高・従業員数ともに 1~2 割は D に賦存すると考えられる。

への規律や生産性向上の刺激が弱く、D企業の取引先やD企業で働く人々にとっての厚生にも繋がっていない場合もあるだろう。またDは後の事例で見るように支配権市場に晒されにくいいため業界再編を阻み、同業のA~Cに属する企業の生産性まで引き下げている可能性もある。

Dの時価総額規模が小さいのはバリュエーションが低いことにも起因する

このようにガバナンス改革が行き届いていないDにアプローチすることは時価総額以上の実体経済へのインパクトが期待できることを強調しておきたい。そもそも時価総額が小さいのはDのバリュエーションが低いためでもある。これは低成長や低生産性、またガバナンスの懸念を反映して低くなっている可能性が高い。よって時価総額だけでDの重要性を測らない方がよいだろう。

図表8：各象限企業の経済的プレゼンスと構成比

		A:パブリック	B:外部規律	C:内部規律	D:エントレチメント	全体
時価総額	兆円	453	139	31	25	649
構成比		69.9%	21.5%	4.8%	3.8%	100.0%
連結売上高	兆円	544	114	75	48	781
構成比		69.6%	14.6%	9.6%	6.1%	100.0%
単体売上高	兆円	205	39	46	27	318
構成比		64.6%	12.3%	14.5%	8.6%	100.0%
連結従業員数	万人	1,103	238	167	121	1,629
構成比		67.7%	14.6%	10.3%	7.4%	100.0%
単体従業員数	万人	206	43	68	52	369
構成比		55.7%	11.8%	18.3%	14.2%	100.0%
ネットキャッシュ	兆円	25	9	7	6	46
構成比		54.0%	18.9%	14.6%	12.4%	100.0%

注：時価総額は自己株式を除くベース。ネットキャッシュはネットキャッシュ企業についてのみを合計している。データは各企業の年度末時点。出所：筆者作成

Ⅲ. 具体例の考察と理由の仮説

1. エントレチメント企業の実例

ではエントレチメント企業とは実際どのような企業なのか、特定を防ぐ目的で情報を一定マスキングした上で2つの具体例を紹介したい。

(1) 中型企業P社

非常に割安でありながら市場に注目されていない

P社は時価総額1,000億円を超える、通常ならば証券会社の調査対象になってもおかしくない中規模の企業である。しかし主幹事証券1社のカバーしかなく、株式の流動性(日々の売買代金)も極めて低い。同社株はキャッシュと投資有価証券の合計が時価総額の6割を越え、PBR0.8倍、EV/EBITDA倍率2倍という割安さを呈している。

社外取締役が機能しにくい構造

同社の代表取締役会長には創業家2代目のX氏がいる。X氏は10年以上前に社長を退き、日常的な業務は社長以下に譲っている。しかしX氏は個人及び近親者を通じて3割近くの株式を保有することから創業家兼大株主として取締役の選任に大きな影響力を持ち、複数人いる社外取締役はX氏と近いと見られる人物で占められている。

事業への投資が不足しており、従業員の待遇改善も遅れている

P社はキャッシュを積み上げる一方慢性的な投資不足に陥っており、過去5年の売上高成長率は競合に劣っている。またP社は従業員の待遇改善にも前向きではなく、過去10年間の単体平均給与の伸び率は年平均1%とかなりプラスだが、利益及び内部留保の伸びを反映していない。

買収防衛策導入企業でもある

このように自ら割安な状態を作出しておきながらも、P社は事前警告型の買収防衛策を導入しているため支配権市場からの規律も働きにくい。

(2) 小型企業 Q 社

EV（企業価値）がマイナスになるほど評価が低い

Q社は時価総額500億円以下の小型株に分類される企業である。そのため証券会社によるカバーは一切ない。PBR0.7倍であることに加えて、キャッシュと不動産の含み益を加えると時価総額よりも大きく、EV（企業価値）は事実上マイナスである。

株式保有を背景に3代目への世襲が進む

同社の代表取締役社長Y氏は創業者の娘婿に当たる2代目である。取締役にはまだ若いY氏の息子が控えており、既に3代目の世襲に向けた準備が進められている。Y氏は同氏、妻、及び創業家系の資産管理会社名義などで4割近くの株式を保有しているため、役員選任議案は事実上同氏のコントロール下にある。

投資不足であり、事業のフルポテンシャルを発揮できていない可能性が高い

Q社の業界は国内に多数のプレイヤーがひしめく分散市場であり、本来であれば業界再編が期待される。また欧米の同業界ではM&Aによる業界再編（ロールアップ）で大きく成長した事例もある。しかしQ社は積極的に投資することなく、M&Aの実績もほとんどない。よってQ社が成長機会を逸しているのみならず、上場企業であり続けることにより業界の再編も妨げている。また、従業員の給与も過去10年間でほぼ横ばい推移している。

エンタレジメント企業の多くには程度の差はあれ似たような問題が存在する

以上は極端な例ではあるが、ガバナンスが弱いエンタレジメント企業でどのような問題が起こりうるのかを示している。前節で見た通りエンタレジメント企業全体としてキャッシュリッチかつ低バリュエーションの企業が多い（成長期待が低い）ということは、程度の差はあれ似たような問題を抱える企業が多く存在することを示唆しており、これは筆者の実務経験とも合致する。

2. エンタレジメントに走る2つの仮説

エンタレジメント企業はもはや経営そのものへの関心を失っていると言える

前項の事例では創業家系の経営者が事業拡大のための投資や、従業員の生産性向上を促す待遇改善、また株主のための還元も行うことなく、いたずらにキャッシュを積み上げつつ、自己及び家族の支配基盤を整えるため役員人事を差配していた。これらは典型的なエンタレジメント（経営者の保身）であり、企業価値向上に力を入れていないということは本質的には経営への関心を失っているとも言えるだろう。

エンタレジメントに走るのには特に社歴が古い企業が多い

Dの企業群を便宜的に全て「エンタレジメント企業」と呼称しているものの、繰り返しになるがこの中には創業者自らが強い成長を志向している上場間もない企業も多数含まれている。傍証として、PBR1倍割れを起こしている企業の多くは創業者が去り2代目、3代目と承継されている企業である。例えば図表5で見たPBR1倍割れのエンタレジメント企業658社のうち、565社（86%）は株式会社設立から30年以上を経過している企業である。創業家系の企業が30年以上経営されている場合、2代目の関与が始まっていると考えても差し支えないだろう。そこでなぜ世代が下るにつれてエンタレジメントに走る企業が出てくるのか、2つ

の仮説を示したい。

(1) 創業家繁栄維持仮説

創業家の繁栄維持が目的

これは株式会社として企業価値を向上させることよりも創業家の繁栄を維持することが目的化しているという仮説である²³。背景には「家意識」と、それに紐付く家族の社会的な繁栄を後世に伝えたいという動機などがありうるだろう。これは日本企業に限ったものではなく、海外の先行研究では「社会情緒的な富 (Socioemotional Wealth)」とも表現されている²⁴。

創業家繁栄のためには本来事業・財務リスクをとって企業価値を更に高めた方が合理的だと思われる。しかしそうとは限らない以下のような理由がある。

- 大型の事業投資や M&A をするよりも、既存の事業でオーガニックな成長を志向する方が失敗して屋台骨を揺るがすリスクが低い
- 大型の投資には増資が必要になる可能性があるため、増資を避けた方が創業家の持分を維持しやすい
- 負債を使って最適資本構成を追求したり、株主還元を強化したりするよりも、内部留保を分厚く持つことで財務リスクを下げ、倒産の可能性を減らせる

事業・財務リスクともに取らないことが存続の可能性を高めうる

よって創業家が今日享受している繁栄の維持だけを考えるのであれば、あらゆるリスクを取るよりも現状維持を志向し、キャッシュを内部留保の見合いとして積み上げ続けることの方が合理的との判断に繋がりうる。

(2) 経済的動機仮説

企業価値向上によらない経済利益の追求が目的

これは企業価値を高めずにキャッシュを積み増し、いっそ株価を割安放置しても経済的には十分合理的であるというやや倒錯した仮説である。それは以下のような理由による。

- 創業家としては配当に加えて会社役員としての報酬があり、また創業家系の資産管理会社や財団がある場合はその役員報酬で既に収入源を確保しているため、短期的に配当を増やす必要がない。よって利益剰余金を会社に残す方が配当課税されない分事実上の家族財産を多く維持することができ、また次世代にもより多くの財産を引き継げる
- 上場企業であれば相続時に株式は時価評価されるため、株価が割安である方が相続税を減らすことができる。一方非上場企業の場合は純資産価格 (PBR1 倍の価格) や類似業種比準法で評価されるため、上場企業として PBR1 倍割れである方が節税できる可能性が高い

税金を確実に減らすか、不確実な企業価値向上に取り組むかに葛藤が生じうる

ここでも、本当に次世代により多くの財産を残すのであれば正面から企業価値を高めた方が良いはずなのだが、これには創業家繁栄維持仮説で触れたリスクも伴うため、リスク調整後で現状維持を選ぶ創業家があっても不思議ではない。経済的動機仮説で挙げた理由はいずれも税金に関するものであり、税金を確実に減ら

²³ 創業家が継ぐことで経営の求心力が高まる、またより強いリーダーシップを発揮できるといったポジティブな説明がなされる場合がある。そうした実例があることは否定しないが、本当に企業価値を意識してリーダーの選定を行うのであれば社内外の候補も同等に比較して後継者指名が行われなければならないはずである。D 企業の多くでは指名委員会はそのレベルで機能しているとは見えないため、ここではそのような動機は考慮しない。

²⁴ Gomez-Mejia et al.(2007)と村澤(2021)によると、創業家一族は財務的なリターンのみならず、事業を通じて得られる非財務的な価値 (ファミリー・アイデンティティやファミリーの影響力・支配力) なども追求している。

本質的な問題はファミリーとしてのガバナンス体制にある

せる方が、不確実な企業価値向上よりも効用が高いという見方もできる。

ではこうしたリスク回避的な選択は積極的になされるのだろうか、それとも消極的なものなのだろうか。峻別することは難しいが、筆者の面談経験も踏まえれば、消極的にリスク回避に走っている創業家は少なくない。すなわち、強力な創業者がいるうちに後継者の育成や後継者指名のプロセスを築くことができず、同族の限られたプールの中から経営者を輩出しているような場合である。後継経営者は創業の経験を持たない中で、創業家を維持・繁栄させるプレッシャーはより大きくなっているため、保守的な選択をせざるを得なくなっている可能性がある。よってこれはコーポレート・ガバナンスの問題としてだけではなく、ファミリー・ガバナンスの問題としても考える必要があるだろう²⁵。

IV. 解決策の一つとしてのファミリーオフィス

1. D 企業の創業家がとりうる選択肢

ファミリーオフィスの設立は創業家としての在り方を見つめ直すきっかけとなる

第Ⅲ章で見たように、D 企業の行く末を考えるには「ファミリーとして今後どう在りたいのか」を問う必要がある。ここで検討したいのが「ファミリーオフィス」である。ファミリーオフィスという狭義には特定のファミリーのために資産運用を行う会社を指すが、広義にはファミリービジネスを所有する一族の永続化を実現するために有形・無形の富を管理・運用する組織と定義されている²⁶。その設立に当たってはファミリーの理念やルールを共有した家族憲章や、意思決定の場である一族会議体を設置する必要があり、創業家として今後事業とどう向き合うのか、また後継世代にとってのステュワードとして何を残すのかを議論する出発点となる。

問題の核心は経営または所有を維持するか

以下ではその問いの核となるであろう「経営を維持するか」と「所有を維持するか」に焦点を当てて、図表 3 の四象限モデルにしたがってフローチャートを考えたい（図表 9）。

(1) 創業家が経営を維持する：B 企業を経営

B 企業に転換できる D 企業の数は多くないだろう

D 企業の創業家そのまま経営を維持する場合、上場企業である以上株主にとってのリターンを高める義務があるので、それに成功すれば 2 名以上のアナリストカバーがついて B 企業に転換することになるだろう。しかしながら図表 3 のように D 企業に対する B 企業の数は約 5 分の 1 しかなく、その転換は容易ではないことを示唆している。これまで保守的な経営判断を行ってきた創業家が豹変することを期待したいが、全ての D 企業がこの経路を辿ることは現実的ではないだろう。

²⁵ ファミリー企業では所有と経営の一致傾向が強いため、コーポレート・ガバナンスの問題としては経営者と株主のエージェンシー問題よりも、支配的株主と少数株主のエージェンシー問題がより重要になる。しかしながら創業家は支配的株主として社外取締役の選任にも大きな影響力を持つことから既存のガバナンス枠組みで解決することが難しい問題も多く、そもそもファミリーとして誰が何を目的にどのように意思決定するのか、またファミリー企業に対してどのような距離感で関わるのかという、ファミリーとしての意思決定や資産管理の問題とあわせて考える必要があるという意味。

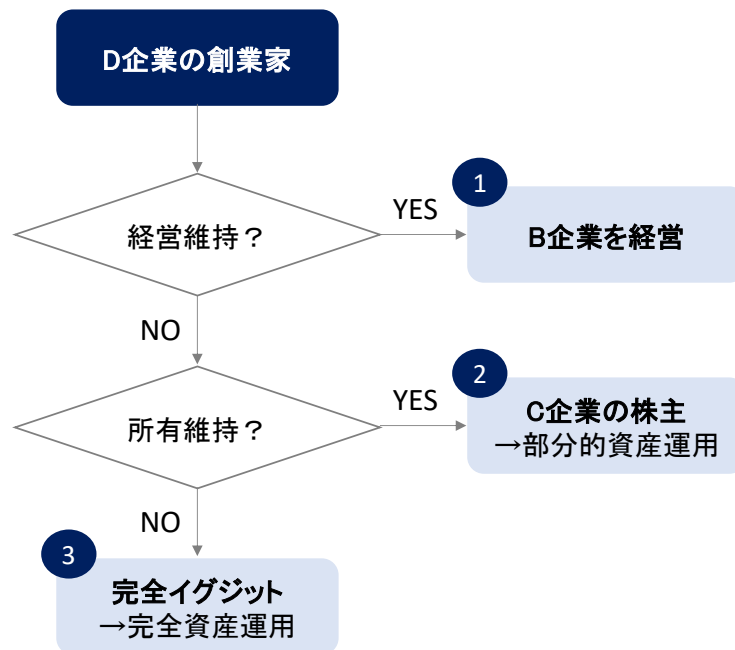
²⁶ 米田隆（監修）「ファミリーオフィスとは」（2021年9月28日、株式会社青山ファミリーオフィスサービス）<https://afos.co.jp/topics/blog25>

(2) 経営は退くが所有を維持する：C企業の株主

経営を退けばC企業の株主として、モニタリングが主業になる

次の選択肢は、経営は退くが所有は維持することによりC企業の株主になることである。これは立憲君主制的な「君臨すれども統治せず」と表現されることもある²⁷。D企業の場合は自らの経営を自ら株主として監督することに限界があったが、C企業ならば専門経営者を据えて、自身は「アンカー株主²⁸」としてより適切にモニタリングできる可能性がある。またこのとき創業家は資産ポートフォリオの一部としてファミリー企業の株式を保有することになり、狭義のファミリーオフィスとしても機能し始める。

図表9：D企業の創業家を考えるフローチャート



出所：筆者作成

(3) 経営も所有も退く：完全イグジット

経営も所有も退いた場合、純粋なファミリーオフィスに転じる

最後の選択肢は経営も所有も退き、ファミリー企業の株式を現金化してしまうことである。これは会社が自己株取得をする場合もあれば、同業他社やプライベート・エクイティなどに株式譲渡する場合もあるだろう。創業家は狭義のファミリーオフィスとしては売却対価として得た現金全てのアロケーションを考えることになる。

2. 資本市場全体で見たときにとられるべき選択肢

資本市場政策としてとられるべき選択肢

前項のいずれの選択肢をとるかは各創業家次第となる。しかしここで目線を上げて、資本市場全体としてはどのような選択肢がとられるべきなのかを見ておきたい。

²⁷ 富山和彦・小城武彦『『衰退する企業、しない企業』の決定的な違い』（2017年10月3日、東洋経済オンライン）<https://toyokeizai.net/articles/-/188342>

²⁸ コリン・メイヤー『株式会社規範のコペルニクスの転回：脱株主ファーストの生存戦略』（2021年、東洋経済新報社）

(1) 動かなかった「山」の正体

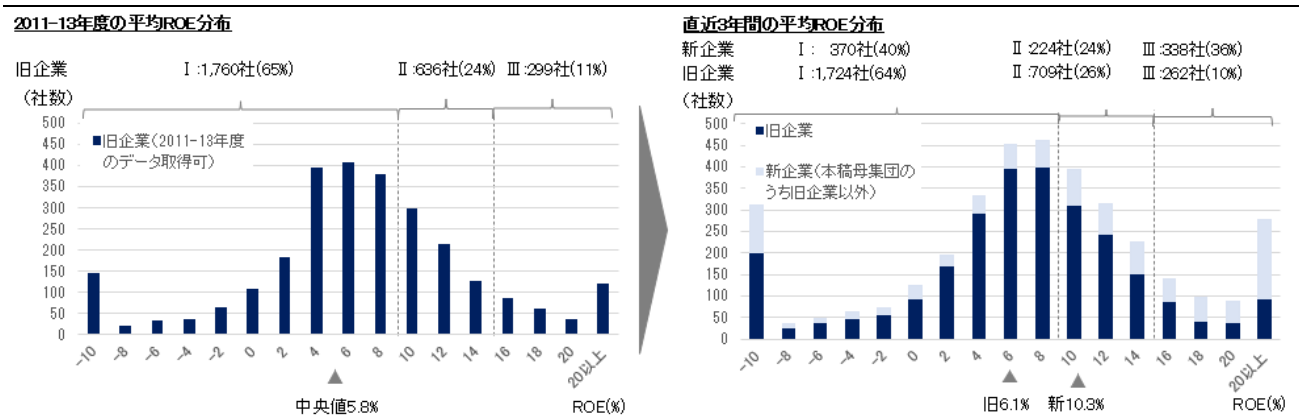
低資本生産性を示す ROE の「山」

古くから上場する企業の山はほとんど動かず、新規上場企業が山の形を若干変えた

筆者は「山を動かす」研究会という私的勉強会のメンバーとして 2014 年と 2017 年に書籍を上梓したことがある²⁹。ここでの「山」とは上場企業各社の長期平均 ROE の度数分布が 6%程度と一般的な資本コスト 8%よりも低い部分で山を描くことを指している。

図表 10 はスチュワードシップ・コード導入以前の 2011-13 年度の平均 ROE が取得できる企業を「旧企業」、本稿母集団のうちそれ以外を「新企業」として 2011-13 年度の平均 ROE (左図) と 10 年後の直近 3 年間の平均 ROE (右図) を比べたものである。すると右図では僅かに山が動いたように見えるが、これは 2014 年度以降に財務データが得られるようになった新企業の貢献によるところが大きい。一方で旧企業の分布は 10 年経っても山の岩盤のようにほとんど動いていない。

図表 10 : ROE 度数分布の 10 年比較



出所 : SPEEDA より筆者作成

古くから上場する企業の中でも、A と B の ROE は改善したが、C と D はその限りでない

更に ROE が 8%よりも低い企業を I 群、8-14%の資本コスト相当の企業を II 群、14%以上の高 ROE の企業を III 群として四象限分類と組み合わせると、図表 11 のようになる。山の岩盤が動かない中でも A と B では I 群から II~III 群への移行が見られる一方、C と D はむしろ III 群からの転落が起こっている³⁰。

図表 11 : 旧企業の四象限分類ごとに見た ROE の変化

左図の旧企業構成 (社数)					右図の旧企業構成 (社数)						
	A	B	C	D	全体		A	B	C	D	全体
I 群	307	96	757	600	1,760	I 群	261↓	82↓	772↑	609↑	1,724
II 群	158	70	210	198	636	II 群	201↑	68↓	220↑	220↑	709
III 群	56	41	81	121	299	III 群	59↑	57↑	56↓	90↓	262
合計	521	207	1,048	919	2,695	合計	521	207	1,048	919	2,695

出所 : 筆者作成

²⁹ 「山を動かす」研究会『ROE 最貧国日本を変える』(2014 年、日本経済新聞出版社)、同『ガバナンス改革 先を行く経営 先を行く投資家』(2017 年、日本経済新聞出版社)

³⁰ データの制約で四象限の判定は現時点なので、A と B には「10 年前に比べてアナリストカバレッジが増えた企業」への生存者バイアスが存在する。ただし ROE は規模とは関係ない指標なので、C と D においてもカバレッジ対象になるほど時価総額は増えなくても ROE が改善することは起こりうるはずである。結果がそうっていないということは単に ROE 向上の規律が働かなかった可能性が高い。

(2) 山を「動かす」から山を「削る」へ

CとDには株式市場からの退出が望ましい場合もある

創業家にとってはファミリーオフィスの活用とあわせて考えることで株式市場からの退出も現実的な選択肢となりうる

世界的に 5.9 兆ドルものファミリーオフィス資産がある中、日本のプレゼンスは極めて小さい

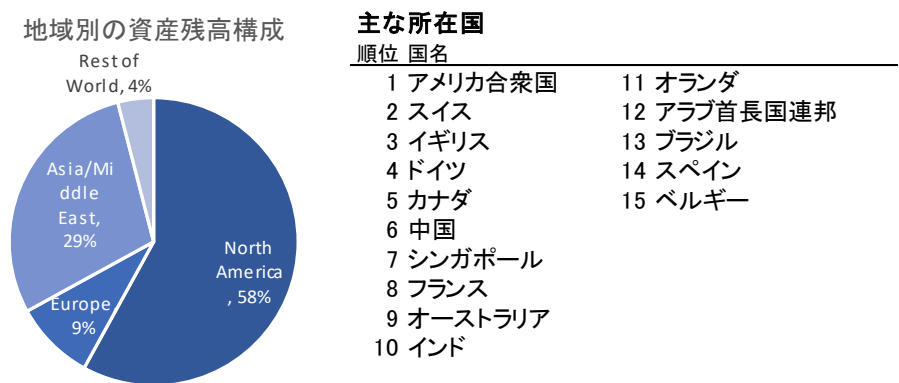
前項のように、ガバナンス改革が進んだ過去 10 年間を通じて A と B には ROE の改善が見られたが、C と D では見られなかった。日本の上場企業数が多すぎるといふ問題と考え合わせると、C と D にはこのまま改善を求めるよりも、非公開化を通じてリスクキャピタルの解放を求めたり、ベストオーナーへの経営資源譲渡を求めたりする方が適切な場合もあるだろう。特に ROE だけでなく株価も低迷していることが多い I 群では M&A や MBO が活発に起こり株式市場から退出するという、「山を削る」アプローチも有効だと思われる。既にわが国でも敵対的買収はタブーではなくなってきており、経済産業省でも「同意なき買収」提案に対する被買収者の取締役会の行動規範を定めようとしている³¹。

こうした動きを踏まえて、今後 C では株価が低迷し、株式が分散している企業を中心に買収提案が増えることが予想され、取締役会の適切な判断に期待したい。一方で C のうち創業家が多く株式を保有する企業や、所有と経営が一体となっている D においては創業家が「いかなる価格でも売らない」というスタンスを取ってしまうと支配権市場の機能を妨げることになる。そこで上場企業の経営から退いても「一族の永続化を実現する」レガシーの残し方としてファミリーオフィスの活用を考えてみたい。まずはそのヒントを得るために米国におけるファミリーオフィスの在り方を見てみる。

3. 米国のファミリーオフィス

ファミリーオフィスに関する調査レポートは多数存在するが、それらを複合して日本経済新聞は欧米を中心に 1 万社以上のファミリーオフィスが存在し、運用規模は 5.9 兆ドルにのぼると報じている³²。また図表 12 のように、FINTRX 社によると世界のファミリーオフィスの約 6 割は北米に置かれている。上位 15 カ国には中国、シンガポール、インドなどアジア諸国も入っているが、日本は圏外である。これらの国に比べて日本の方が GDP 規模で見ても、上場株式市場の時価総額規模で見ても大きいことを考えれば、日本がファミリーオフィスの後進国であることは間違いないだろう。

図表 12：ファミリーオフィスの地域的分布



出所：FINTRX の月刊・年刊レポートより筆者作成

³¹ 奥貴史『『敵対的』買収が消える日』（2023年2月20日、日本経済新聞）

³² 日本経済新聞「アルケゴスなどファミリーオフィス 超富裕層が自前運用」（2021年4月3日）

米国のファミリーオフィスは19世紀からの歴史を持つ

ファミリーオフィスによりプライバシーとガバナンスの確立が可能になった

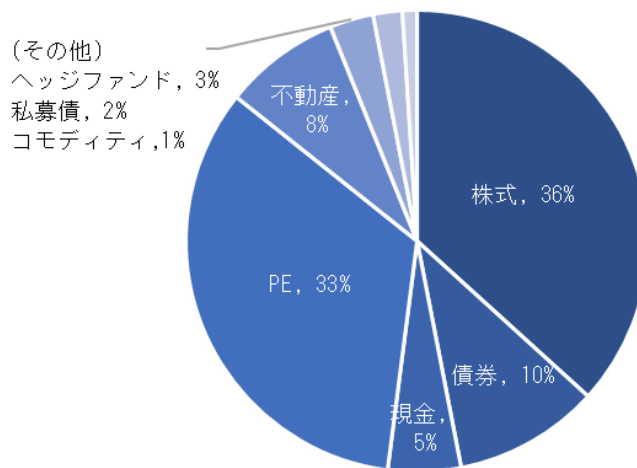
現在では専門運用者の下で高度な分散運用が行われている

米国でファミリーオフィスが勃興するのは19世紀の産業革命後である。その始まりは1882年にスタンダードオイル・トラストの分割に先立ってジョン・D・ロックフェラーが設立したロックフェラー・ファミリーオフィスだとされている。それにメロン家やデュポン家などの有力産業資本家が続き、一族の財産を管理・承継するための仕組みとして定着した³³。

このとき特に重要であったのはプライバシーの確保とガバナンスの確立である。ファミリーオフィス設立以前には創業家の財産が会社の財産と渾然一体となっていたため、会社従業員は事業の従事者でありながら創業家財産の管理も担っていた。しかしそれでは創業家は家族財産に関するプライバシーを守ることができず、また従業員にとっても家族財産を使って事業運営を行うことと家族財産を守ることの利益相反が生じ、家族財産の適切な管理が難しくなった。そこで家族財産をファミリーオフィスとして分離し、専門の運用者を据えて高度な管理を行うようになったのである。

その結果、現在ではファミリーオフィスは図表13のように株式、債券、現金という伝統的資産は約半分で、残り半分はプライベート・エクイティ、不動産、ヘッジファンドといったオルタナティブ資産で運用されている。ファミリーオフィスは期限の定めがない資金なので、資産規模次第ではエンダウメントモデル³⁴を採用しうる。また資産運用者にとってのキャリアパスとしても確立しており、投資銀行や大手の資産運用会社で実務経験を積んだ専門家がネクストステップとして活躍する場となっている。

図表13：米国ファミリーオフィスの平均的なアセットアロケーション



出所：FINTRX

有力なファミリーオフィスは外部資金も受託し、米国資産運用業の発展にも寄与している

ここで注目すべきは、ファミリーオフィスのうちいくつかは歴史的に外部資金も受託するようになり、独立系の資産運用会社としての成長を遂げている点である。例えばニューヨークに拠点を置くベッセマー・トラストは世界約2,500のファミリーオフィス、ファンデーション、エンダウメントから1,400億ドル近くの資産を預

³³ Kirby Rosplock, "The Complete Family Office Handbook" (WILEY, 2021)

³⁴ 米国の大学寄付基金に代表されるように、長期の資金特性を活かして株式を資産運用の中心に据え、また流動性が低いオルタナティブ資産にも積極的に投資するスタイルのこと。

かるマルチファミリーオフィスに成長している³⁵。同社は元々鉄鋼王アンドリュー・カーネギーの事業パートナーであったヘンリー・フィリップが、1907年にカーネギー・スチールの株式を売却して得た資金で始めたファミリーオフィスであった。また日本株式にも多く投資する米国の有力バリュウ投資家であるハリス・アソシエイツは1948年にアービン・ハリスがヘアケア事業などを4,800万ドルでジレット社に売却して設立したファミリーオフィスから分離独立したパートナーが1976年に設立している。同様の歴史はBank of America Private Bank、Fiduciary Trust、Glenmede Trustなど多くの有力運用会社やプライベートバンクに見て取れる。

ファミリーオフィスは新興アセットマネジャーの育成機能も担っている

また米国にはファミリーオフィスの他にも年金基金や大学寄付基金など様々なアセットオーナーが存在するが、筆者のマーケティング経験に照らしても最も意思決定が速かつユニークな投資ができるのはファミリーオフィスであることが多い。これが米国の多様なアセットマネジャーを育てる資金源にもなっている。

資産の運用と寄付により、創業家は社会的な繁栄と威信も獲得している

このようにファミリーオフィスとして高度な資産運用を行うようになった結果、第Ⅲ章で見た経済的動機については十分満たされているように思われる。では創業家繁栄維持の動機はどうだろうか。これについても例えばロックフェラー・ファミリーオフィスの財産の一部はロックフェラー財団に引き継がれ、100年以上経った今日でも世界の慈善活動に貢献している。現在世界最大のファミリーオフィスは米ウォルマートのウォルトン家が母体となっているウォルトン・エンタープライズ（運用資産推定2,245億ドル³⁶）だが、資産の一部はウォルトン・ファミリー・ファンデーションに拠出され、2021年だけでも教育や環境保護など789の慈善活動に資金提供している。その他ニューヨークのカーネギーホールはカーネギー財団の助成により成り立っており、新興の資産家でもビル・ゲイツの財団が貧困や感染症の撲滅を目指した活動に従事しているのはよく知られるところである。これらの家族が事業を離れても資産の運用と寄付によって社会的な繁栄と威信を築いていることは言うまでもないだろう。

4. 日本においてファミリーオフィスを検討する意義

日本でファミリーオフィスが活用されない要因は複合的に存在する

前項で見た通り、日本におけるファミリーオフィスの活用は極めて低調である。その理由として株式の所有構造、税制、金融規制、「イエ」意識などが指摘されているが³⁷、原因の分析についてはまた調査に基づいて稿を改めたい。

日本で今後ファミリーオフィスを活用していくべき意義

ここでは米国でファミリーオフィスの活用がもたらした効用を鑑みて、日本においてもファミリーオフィスを活用する意義があることを説明する。

(1) プライバシーとガバナンスの確立

創業家のプライバシーを守り、資金管理上の利益相反も防ぐことができる

日本のエンタレチメント企業ではキャッシュの他不動産や有価証券が家族財産の一環として保有されている場合があり、これは18世紀末の米国と同様の状況である。しかしそれではCFOやIR担当者は会社財産の管理・説明と家族財産の管理を両方担わされていることになり、例えば財務管理の視点ではBSを圧縮する

³⁵ ベッセマー・トラストは混合運用ではなく12,000本の信託契約を通じてこれらの資産を管理している。投資アドバイス、税務アドバイス、不動産仲介、金融教育、フィランソロビー活動支援など提供するサービスは様々で、各信託契約によって関与の度合いは異なる。

³⁶ SWFI, "Top 100 Largest Family Office Rankings by Total Assets"

³⁷ 水谷(2021)では財閥解体や独禁法制定の過程で創業家の持分が欧米の初期的状態に比べて大きくなかったこと、相続税率が高いこと、ファミリーオフィスの運用にも資産運用会社同等の金商法の適用があること、「イエ」意識により事業そのものの承継を願う家族が多いことなどが指摘されている。

べきだが家族にとっての財務健全性を損なうのでできないといった利益相反に直面することがある。またこれは創業家にとってもプライバシーを失っているのに等しく、プライベートには投資したい案件があっても従業員や株主に知られてしまうのでできないといった場合もあるだろう。よって日本でもプライバシーとガバナンスの確立が必要とされている。

(2) 資産運用の高度化

現状の創業家のアセットアロケーションは脆弱な場合が多い

日本の創業家は個人名義にしる資産管理会社名義にしる、資産に占める会社株式の比率が高く、エンダウメントモデル的なポートフォリオは組まれていないことが多い。また会社側ではエクイティの見合いとしてキャッシュを保有している場合が多く、創業家は会社を通じて間接的にキャッシュを保有しているに過ぎないとも言える。これはアセットアロケーション上もインフレ耐性上も極めて脆弱なポートフォリオである。よってファミリーオフィスとして資産運用の高度化を進めることは創業家にとっても長期的な安定性を高めることに繋がる。

ファミリーオフィスとしての資産運用高度化は日本全体へのリスクキャピタル提供にも繋がる

他方でマクロ的にも意味がある。岸田政権は「資産所得倍増計画」を唱えている。日本の家計金融資産は全体で 2,000 兆円にのぼるとされるが、総務省の調査によると家計の約 8 割は 2,000 万円未満の資産しか持たない³⁸。よって年齢も考え合わせるとエクイティリスクを十分に取ることは難しく、ましてや資産規模的にもオルタナティブアセットに資金が流れる可能性は極めて低い。これでは家計のインデックス投資などマイクロでの「貯蓄から投資」は進んだとしても、マクロで見たととき事業再生やベンチャー支援など日本が産業構造の転換のために真に必要なリスクキャピタルは提供されない可能性が高い。よって NISA のような少額投資のための減税制度だけではなく、富裕層の資産を投資に向かわせる別の施策が必要になる。そのときファミリーオフィスの後押しは有力な選択肢となるだろう。

(3) 資産運用業界の育成

ファミリーオフィスは日本の独立系運用会社を増やす原動力にもなりうる

日本では大手金融機関系列の運用会社が多いこともしばしば問題視されている。そこで独立系資産運用会社を育成するにあたり、ファミリーオフィスは自らがマルチファミリーオフィスとして外部資金を受託することや、アセットオーナーとしてユニークな投資哲学を持つマネジャーを育てることが期待される。

非営利団体や慈善活動への貢献も期待される

なお本稿の本旨から外れるので詳述はしないが、わが国において非営利団体や慈善活動への資金供給が足りないことはしばしば指摘される所であり、ファミリーオフィスやファンデーションはその担い手になることも期待される。これこそ創業家が事業を離れても、事業よりもより広範囲な社会に貢献し、威信を高めることができる方法になる。

V. おわりに

わが国には上場する必要のない企業も存在する

本稿ではガバナンス改革に取り残されている企業群として「エンタレジメント企業」の存在を指摘し、具体例とともにその問題構造を分析してきた。これらの企業群に PBR1 倍割れの企業が多い理由の仮説として企業価値向上よりも創業家の存続に重きを置く創業家繁栄維持仮説と、不確実な企業価値向上よりも確実な節

³⁸ 総務省統計局「2019年全国家計構造調査」

税を嗜好する経済的動機仮説を提示したが、これらは筆者の実務的な経験に基づくものである。わが国資本市場には上場する必要のない企業が少なからず存在することは実務家の間では既にコンセンサスになっていると言ってよいだろう。

ファミリーオフィスは支配権市場の活性化と創業家の維持繁栄を共にもたらす選択肢となりうる

そうだとすると低 ROE の「山」全体を動かすことは困難だと思われる。そこで創業家が経営への関心を失っている場合には経営・所有からの退出を促し、企業が専門経営者の下で経営されたり、ベストオーナーの手に渡ったりした方が社会厚生を実現できる場合もあるはずである。その可能性はあらゆる創業家に関してありうるが、特に規律が弱い D 企業では検討に値する。諸外国には株式を現金化したのちに狭義のファミリーオフィスに転じるという選択肢が存在するが、現状日本では活用されていない。しかしこれこそ浮動株比率の増加を通じて支配権市場を活性化すると同時に、創業家は経済的・社会的な繁栄を追求し続けることができる方策になりうる。これは創業家にとって「第二の創業」であり、事業を通じた価値創造と同等に貴いものである。

インベストメントチェーンからインベストメント・サーキュレーションへ

また創業家がファミリーオフィスを設立して投資家に転じることで、わが国資本市場のリスクキャピタルも流動化することができる。すなわち、インベストメントチェーンの枠組みの中でキャッシュが家族財産と同一視されて上場企業に貯まり過剰資本に陥っていたところ、ファミリーオフィスとしてアセットオーナーに転換させることで、チェーンの環が繋がり、いわば「インベストメント・サーキュレーション」として資金が巡るわけである。

日本のファミリーオフィスのポテンシャルを試算すると 40 兆円となり、GPIF の国内株式運用 50 兆円に比肩する

試算までに世界のファミリーオフィス資金が 800 兆円程度あったとして、日本のグローバル GDP 比 5% を掛け合わせると 40 兆円のファミリーオフィスが存在しても不思議ではない。ここで D だけでなく B も含めて創業家持分を全て足し合わせると 20 兆円ある。これは買収プレミアムが乗る前の時価総額に基づいており、11 位以下の株主を含んでいないこと、また A と C や非上場の有力企業にも創業家持分は存在することなどを考え合わせると、40 兆円は決して非現実的な数字ではない。GPIF の国内株式運用は約 50 兆円あるが、それに比肩するリスクキャピタルの担い手が生まれることになる。しかも GPIF は賦課方式のため取れるリスクは限定されており、現在オルタナティブ資産の残高は 2 兆円程度³⁹しかない。よってエンダウメントモデルを取りうるファミリーオフィスを後押しする意義は大きい。

批判を乗り越えてもわが国にとって取り組む意義があるはずだ

その実現には税制の見直しや、ファミリーオフィスを巡る金融規制の見直しも必要になってくるだろう。また「富裕層優遇」などとの批判が出ることも予想される。しかしそうであったとしても、このまま経営を担いきれない創業家が現状維持を選択してあらゆるステークホルダーに機会損失を負わせ続ける未来は食い止めなくてはならないという危機意識が筆者にはある。ファミリーオフィス設立の具体策については諸外国の制度も参照してより詳細な調査を行い、また寄稿することができれば幸いである。

以上

³⁹ GPIF (年金積立金管理運用独立行政法人) Web サイトより
<https://www.gpif.go.jp/investment/alternative/>

【参考資料・文献】

1. 経済産業省 経済産業政策局「経済産業政策新機軸部会 中間整理」(2022年6月13日)
2. 東京証券取引所 上場部「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議 第8回 東証説明資料②」(2023年2月15日)
3. いちごアセットマネジメント「議決権行使におけるいちごの誓約」(2020年4月)
4. 柳良平「見えない価値を見える化するPBR仮説と『柳モデル』」ダイヤモンドオンライン(2022年8月12日)
5. 後藤潤一郎「変貌する米国上場市場におけるマーケットの自浄作用」JPXワーキングペーパーVol.33(2020年1月30日)
6. コーポレート・ガバナンス・システム研究会「CGS研究会報告書」(2015年3月10日)
7. 日本取締役協会「上場企業のコーポレート・ガバナンス調査」(2022年8月1日)
8. 経済産業省「第17回CGS研究会(第2期) 社外取締役の現状について(アンケート調査の結果概要)」
9. 水谷公彦「ファミリーオフィスの海外における現状と日本での活用に関する一考察—アルケゴス事件の影響を踏まえて—」(2021年、日本貿易学会研究論文第12号)
10. 太宰北斗「コーポレートガバナンスから見るファミリービジネスとその課題」(2020年11月、商工金融)
11. 村澤竜一『機関投資家のエンゲージメント 協調型コーポレートガバナンスの探求』(2021年、中央経済社、P.66)
12. 高橋篤史『亀裂 創業家の悲劇』(2022年、講談社)
13. 米田隆(監修)「ファミリーオフィスとは」(2021年9月28日、株式会社青山ファミリーオフィスサービス) <https://afos.co.jp/topics/blog25>
14. 富山和彦・小城武彦『『衰退する企業、しない企業』の決定的な違い』(2017年10月3日、東洋経済オンライン) <https://toyokeizai.net/articles/-/188342>
15. コリン・メイヤー『株式会社規範のコペルニクスの転回: 脱株主ファーストの生存戦略』(2021年、東洋経済新報社)
16. 宍戸善一・柳川範之・齋藤卓爾・太宰北斗「第6章 日本企業のコーポレート・ガバナンスの今後のあり方—ファミリー企業からの示唆」宍戸善一・後藤元編著『コーポレート・ガバナンス改革の提言—企業価値向上・経済活性化への道筋』(2016年、商事法務)
17. Gomez-Mejia, L.R., Haynes, K. T., Nunes-Nickel, M., Jacobson, K. J., and Moyano-Fuentes, J. “Socioemotional Wealth and Business Risks in Family-controlled Firms: Evidence from Spanish Olive Oil Mills” (Administrative Science Quarterly, Vol.52, No. 1, 2007)
18. Kirby Rosplock, “The Complete Family Office Handbook” (WILEY, 2021)
19. SWFI, “Top 100 Largest Family Office Rankings by Total Assets”
20. 総務省統計局「2019年全国家計構造調査」