

企業価値向上に資する非財務資本 と信託(1)

慶應義塾大学名誉教授 吉野 直行



— 目 次 —

1. ファミリービジネス

2. 信託銀行の役割

1. ファミリービジネス

まず、ファミリービジネスに関するコメントとして、先ほどドイツとかスウェーデンといった国ではファミリービジネスがうまく経営されていて、フランスやイタリアがうまく経営されていないと説明があったが私がヨーロッパの大学で教えていて感じたことと一致している。何に対してもフランスやイタリアなどのラテン系はおう揚なところがあり、それに対してドイツやスウェーデンはすごく真面目に取り組むことが多いように見受けられる。

私はいろいろな海外の方と論文を一緒に書いていますが、イタリア人とフランス人とは一緒に論文を1本も書いたことがない。というのは、最初はいろいろと言うものの、ほとんど私が書いた論文を共同論文にしようと提案する傾向がある。文の執筆者の順番も吉野 Y であるが、彼らは「俺の名前が、アルファベットだから先だ」と主張する。このため、

フランス人やイタリア人とは共同研究はしているが、一緒に論文を書いたことはない。それに対して、ドイツ人やスウェーデン人とはそのようなこともないので何本も一緒に論文を書いている。

慶應にも留学生がたくさんいるが、フランス人、イタリア人は講義に遅れて来て、後ろでパンを食べたりして、北ヨーロッパの学生とカルチャーが違うというのが最初の印象である。

資料2頁をご覧ください。ファミリービジネスというのは、先ほど説明がったように日本では上場企業の53%を占める。その中には、トヨタもサントリーもキッコーマンもキヤノンもパナソニックもあるということである。

資料3頁をご覧ください。世界のファミリービジネスのリストであるが、左側の列に、上からBMW（ドイツ）、Heineken（オランダ）、IKEA（スウェーデン）、右側の列

資料1

ファミリービジネス: 経済分析 信託銀行の役割

吉野直行

慶應義塾大学経済学部名誉教授

yoshino@econ.keio.ac.jp

金融庁金融研究センター長

東京都立大学特任教授

資料2

ファミリービジネス

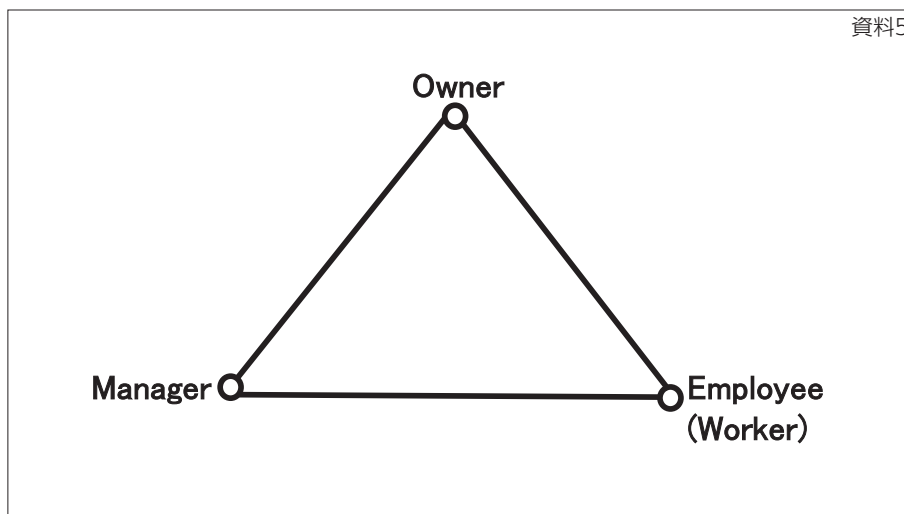
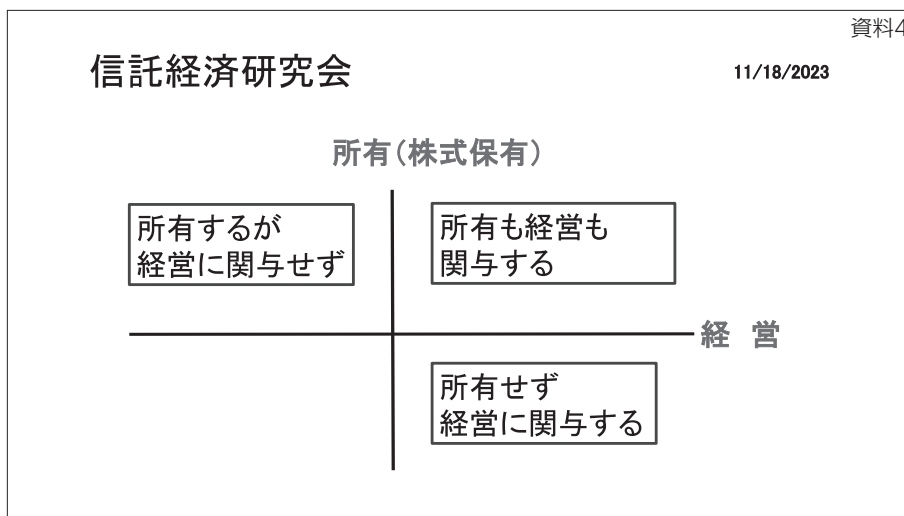
ファミリービジネスとは特定の一族が経営を行うことで、「家族経営」「オーナー企業」「同族会社」「同族経営」などと呼ばれることもある。法律では、「上位3株主の持ち株率の合計が50%を超える会社のこと」と定義される。

日本の上場企業の53%は「同族企業」トヨタ自動車(豊田家)、サントリー(鳥井・佐治家)、キッコーマン(茂木家)、キヤノン(御手洗家)、パナソニック(松下家)

資料3

Family Business (World)

Adani Group	Mango
Aditya Birla Group	Nordstrom
ArcelorMittal	Panda Energy International
Avantha Group	Porsche SE (Volkswagen Group)
Bombardier Inc.	Reliance Industries
Bombardier Recreational Products (BRP)	Raymond Group
BMW AG	Red Bull
Cargill	Simon Property Group
Chick-fil-A	Solaris Bus & Coach
Comcast	Swinkels Family Brewers
Dillard's	Talking Pictures TV
Ford	Tata Group
Glencore	Toyota
Heineken	Trump Organization
Huy Fong Foods	Utz Quality Foods
IKEA	Walmart
Imabari Shipbuilding	Wawa
Jolly Time	Wegmans
Koch Industries	WWE
KONE	Kingfisher Airlines
Lundberg Family Farms	Satsang Ashram



に Tata Group (インド)、トヨタ (日本)、Wegmans (米国) があがっている。

ここでもドイツとかスウェーデンとかオランダ辺りの企業があがってくるが、あまりフランスとかイタリアの企業はあがっていないと思う。

資料4をご覧ください。縦軸に「所有(株式保有)」、横軸に「経営」として4つの象限に分けてある。これまですでに議論されていたが、「所有と経営も関与する」が右上にある。「所有する経営に関与せず」は左上

側になる。「所有せず経営に関与する」は右下になるがこのような同族経営はない。だから、上の二つが同族経営として、所有だけするのか、関与もするのかと一般には言われる。

資料5をご覧ください。既に紹介されているファミリービジネスの三角形、一番上が「オーナー」で所有、左側のマネージャーは経営、右側は従業員であるが、これをどうするかが重要だと思う。

先ほどから説明があるように、この「従業員」にやる気をしっかり起こさせるために株

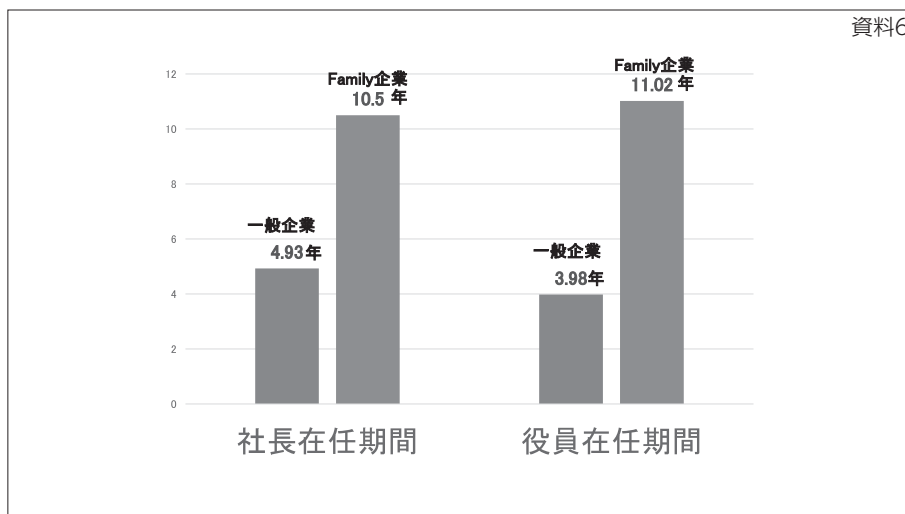
式報酬制度を導入して、仕事を一生懸命にすれば企業業績も上がるという好循環を生み出せるし、人材育成により生産性の向上も促されると思う。さらに、Employee（従業員）に対してどのようにやる気を喚起し、企業業績に寄与してもらうかは、同族経営者の中でも非常に重要なポイントではないかと思う。

資料6をご覧ください。ファミリー企業と一般企業の違いということで、左側の棒グラフは、社長の在任期間である。ファミリービジネスは10年以上（10.5年）と在任期間

が非常に長い。右側の棒グラフは役員の在任期間であるが、こちらもファミリー企業は10年以上（11.02年）と長い。

このように社長あるいは役員を務めながら非常に長く経営に関与するというのがファミリービジネスの特色であるが、経営への関与のよいところは、先ほど前多先生もおっしゃったが、継続性があるって、しっかりそれを引き継いでいくという視点が備わっているところにあると思う。

資料7をご覧ください。こちらは海外



- 資料7
1. Capital : 株式保有
 2. Control : 意思決定
 3. Career — senior leadership
governance position
 4. Conflict : human relationship
 5. Culture — owners
employees
younger family members

文献にあった、ファミリービジネスの特色で5つある。1番目が「株式保有」、2番目が「コントロール：意思決定（経営マネジメント）」、3番目が「キャリア（形成）」、先ほどの鉢嶺さんの発表にあったように、このキャリアのところでは、同族経営のおじいさんとか父親とか、そういうシニアのリーダーシップと同時に、一度外に出て経験を積ませてから、同族企業に戻ってくるということが説明された。このようにいろいろ経験を積んでキャリア形成させることも必要であると思う。4番目は「コンフリクト：紛争」が同族経営では発生することがある。先ほど尾鷲部長からも説明があったが、そういった場合には同族間の信頼関係（ヒューマン・リレーションシップ）をいかに戻していくかが重要であり、外部の力である信託銀行などがサポートすることにより、上手い方向に信頼関係を向けさせるというやり方があると思う。

資料7の5番目が同族経営の一番重要なところである「カルチャー」である。「所有者」は同族経営を始めたオーナーの人たち、その「従業員」、企業を承継するファミリーメンバ

ーがある。このような環境でファミリー企業で働く皆が長期継続的なカルチャーを持ちながら、創業者理念を継続させてビジネスを続けることが、真のファミリービジネスであると思う。

これを経済学の視点からモデル化したものが資料8である。このモデルでは創業者はt期で創業し、t+1期で後継者が経営を承継する。このt期間が30年ぐらいかもしいないが、その次のt+1期の30年間の2世代にわたって経営するとすると、資料のとおり生産関数で書ける。普通の実業関数の要素は資本(K)と労働(L)、そしてAのTFPと言われる技術進歩のからなっている。

ファミリービジネスの実業関数は、普通とは異なり、資本(K)の前に $A_k(a)$ が、労働(L)の前に $A_L(a)$ と係数を付けた。この意味は、 $A_k(a)$ は資本効率をどうやって向上させるかを表す。また、 $A_L(a)$ は株式の保有などを通じながら従業員のやる気を起こさせる指標を指す。aのところは創業者とかオーナーの力、オーナーが発揮する経営能力変数である。

資料8の1行目の式のように、オーナーの

資料8

$$Y_t = A(\alpha)F \left[A_k(\alpha) \cdot K, A_L(\alpha) \cdot L, \alpha \right] \quad \text{創業者(t期)}$$

$$\tilde{Y}_{t+1} = \tilde{A}(\tilde{\alpha})F \left[\tilde{A}_k(\tilde{\alpha}) \cdot \tilde{K}, \tilde{A}_L(\tilde{\alpha}) \cdot \tilde{L}, \tilde{\alpha}(\alpha) \right] \quad \text{後継者(t+1期)}$$

$$Y = Y_t + \frac{1}{1+\gamma} \tilde{Y}_{t+1} \quad \text{2世代にわたる長期生産高}$$

$$K = K_{owner}(\alpha) + K_{Trust} + K_{market}$$

$$L = L_{owner}(\alpha) + L_{manager}(\alpha) + L_{worker}(\alpha)$$

$\alpha, \tilde{\alpha} = \text{corporate culture, 創業者/後継者の力量}$

経営がよいと資本効率も良くなるので、 K (資本の大きさ)に加えて $A_k(a)$ (資本効率の上昇)効果が出てくる。それから従業員の人材育成によりやる気を起こさせれば、 $A_L(a)$ (労働生産性上昇)の効果が発現する。また、各要素の括弧の外側にある $A(a)$ はTFP(全要素生産性)であるが、創業者がいろいろ考えながら新しい技術、新しい生産のやり方を考えれば、 $A(a)$ のプラス効果が出てくる。

そういう意味ではファミリービジネスのよい面が働くと、資本も労働もTFPも上がる。資料8の2行目の後継者の生産式は先代創業者の生産式の要素の上に、チルダ(～)が付いているが、その後継者である息子なり娘さんなりがさらに力を発揮していけば、その企業がうまく継続し続けるというのがファミリービジネスであると思う。

これら生産関数の式に基づき利潤の極大化を目的にして、ファミリービジネスとファミリービジネスでない企業について、経営によるよいケースとそうではないケースが導出され、理論的な経済分析ができるということである。

資料8の下から3行目のファミリービジネスの資本構成の定義式では、資本 K は、オーナーが保有する部分の資本 $K_{owner}(a)$ と信託銀行がある程度保有する K_{Trust} 、その資本は例えば投資信託とかいろいろな形で一般に販売していくというやり方もあると思うが、 $K_{owner}(a)$ と K_{Trust} 、は宮島先生の説明に従うとインサイダー側に立って、ファミリービジネスの経営をきちんと継続させて、それで資本効率を引き上げようとする力を示している。もう一つの構成要素である K_{market} 、はアウトサイダーで、一般投資家の方々がその

資本を買ってキャピタルに貢献する部分であると思う。

資料8の下から2行目の労働要素の構成も資本と同様に三つある。(i)所有者($L_{owner}(a)$)、(ii)マネージャー(経営者、 $L_{manager}$)、(iii)従業員(L_{worker})である。 a は創業者や後継者の力量を示しており、ファミリービジネスの力の源泉となっている要素である。

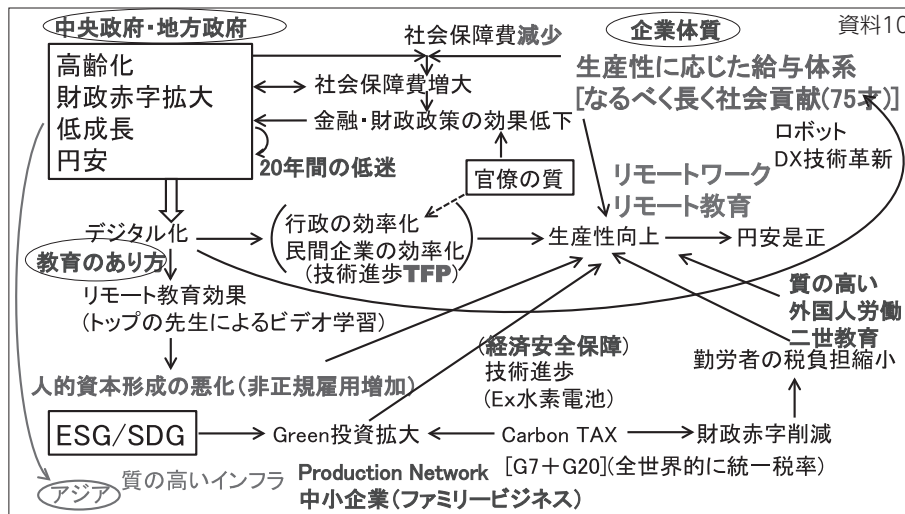
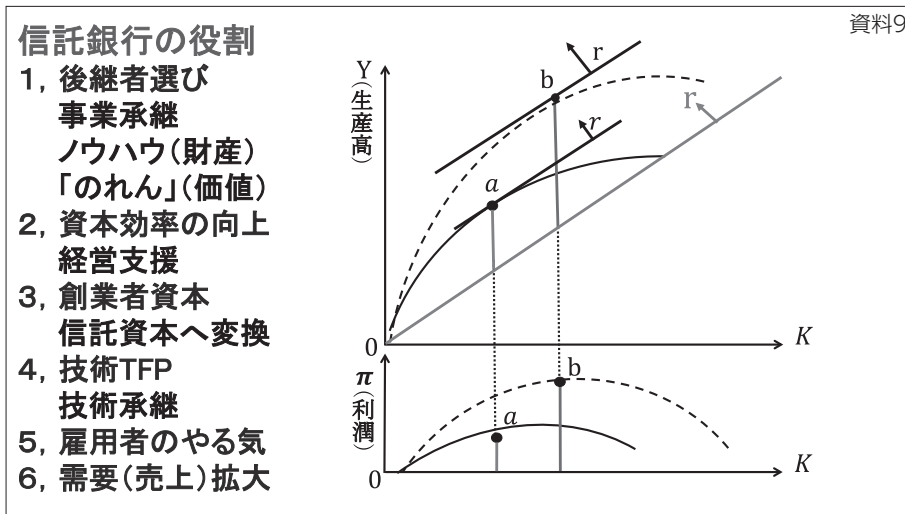
2. 信託銀行の役割

資料9頁をご覧いただきたい。ファミリービジネスにおける信託銀行の役割は、6つぐらいあるのではないかなと思う。

1番目は「後継者選び」である。例えばビッグモーターもファミリービジネスであるが、大失敗をした。後継者が有能でない場合は、外からきちんとストップをかける必要があるが、ファミリービジネスの場合には、牽制昨日が働きにくい。よって資本参加している信託銀行が、外部からのお目付け役として、規律を保てるように、ファミリービジネスの転換を図っていくことが出来るのではないかな。ただし、ファミリービジネスの「ノウハウ」や「のれん」は継続していかないとけない。

資料9の2番目は「資本効率の向上」である。資本 K の構成を、(i)オーナーの資本、(ii)信託銀行からの資本(信託商品にして販売して一般から資金)を集める部分、(iii)アウトサイダーとして一般の投資家から集める資本と3つと説明した。このうち(ii)番目は、 K の $Trust$ (信託)のところ当たるわけだが、資本効率を向上させる役割を果たしていると考えられる。

資料9の3番目は「創業者資本(上述の(i))



オーナー資本)」の存在である。こういう資本も一部は、相続などの際に相続税などの負担軽減にするために、信託化する方法もあると思う。

資料9の4番目は「技術 TFP (全要素生産性 = 技術進歩)」である。信託銀行がある程度経営に参画していれば、技術進歩 (TFP) あるいは技術の承継により、生産性の向上に貢献できることもあると思う。

5番目は「雇用者のやる気」である。悪い経営をしないようにして、雇用者のやる気を

起こさせるような、例えば株式報酬制度を導入するなどの方法があると思う。

6番目は「需要 (売上) 拡大」である。ビジネスでは、外生的な要因で売り上げが急に落ちたりすることがある。信託銀行などが需要を拡大させるような生産のネットワークの構築に向けてアドバイスができれば、景気の大きな波にも乗り超えることが可能となると考える。

以上が信託銀行の役割としては、考えられること6つぐらいファミリービジネスに関し

であるかと思う。

資料10頁をご覧ください。最後は、日本経済において、中小企業やファミリービジネスがどう貢献できるかである。左側に四角で囲った中に「高齢化」、「財政赤字拡大」、「低成長」および「円安」がある。現在の日本が直面している問題であるを列挙したつもりである。一番下に「中小企業（ファミリービジネス）」と書いてある。ここで中小企業やファミリービジネスにとって、今後いろいろ課題が発生すると思われるが、それを解決することが必要である。資料10の真ん中あたりに「技術進歩 TFP」と書いてある。デジタル化が進んでいるにも拘わらず、中小企業は資金不足のため、ファミリービジネスが技術進歩をしっかりと捉えながら、時代に応じたよい技術を導入いけるかどうか、課題として一つあると思う。

資料10には、「生産性向上」「リモート教育」、「リモートワーク」と列挙されている。従業員の教育としては、リモート教育をもっと使っていけると思う。これは職業訓練でも、教育ビデオを作って、中小企業のグループの方々がリモート教育プログラムを聞くことによって、基礎となる技術の習得し、加えてそれぞれの企業固有の技能は、オン・ザ・ジョブ・トレーニング（現場での研修）でやっていく。こういうところが、中小企業にとって

の課題であると思う。

下から一番左のところの、先ほどから出ている ESG とか SDGs に関しては、ファミリービジネスの場合には資金の余裕がないため、環境問題に対して大きく資金を投資するということがなかなかできない。

それよりは、むしろ中小企業は、それぞれの企業が現在、進めているビジネス自身が、どういうところが ESG とか SDGs に当たるかという形で宣伝するという、中小企業のやっている事業の中で、どういうところが SDGs の17項目の何番目に当たるかを当てはめることにより対処することが必要であると考え。わざわざ、SDGs や ESG という形で、新しい仕事をするのではなく、中小企業のファミリービジネス自身の仕事が地域の貢献、例えば地域の旅館であれば、地域の経済の活性化に貢献しているわけだから、SDGs 中の「Regional Development（地域開発）」に入るということを示す事が大切である。言い換えると、今やっている仕事が SDGs に貢献していると宣伝していくことが重要ではないかと思う。

以上、技術をうまくファミリービジネスが取り入れる、従業員の教育、従業員のやる気を喚起する経営、これらが今後のファミリービジネスの継続性として重要であると考え

（よしの・なおゆき）