

# 企業価値向上に資する非財務資本と信託(2)

東京大学大学院経済学研究科教授 柳川 範之



## — 目 次 —

はじめに

1. 所有構造の長期変化
2. ファミリービジネス（企業理念等）

3. 非財務資本の開示
4. 長期的な企業価値向上にむけて
5. 信託の役割

## はじめに

今日の話題である人的資本の話もファミリービジネスの話も、ここ数年かなりいろいろ考えて研究しているところなので、お話したいことはいっぱいあるが、少しくイックなコメントをさせていただきたい。

一つはファミリー企業の方がそうでない企業よりパフォーマンスがだいぶ良いというデータがあって、それはそのとおりだが、一応専門家間で少し注意しなくてはならないとされているのは、この中に創業者が経営している企業が入っていることである。創業者が経営している企業はいわゆる伸びていったベンチャーが上場したとか、上場してからかなり業績が伸びているので、いわゆる皆さんが想定するようなファミリー企業とは少し区別しないとイケないだろう。

理論的に言えば、セレクションバイアスも

あるので、経営がうまくいって上場している企業が含まれているとかなりパフォーマンスが高く出てしまうので、そのような企業と2代目、3代目あるいは4代目以降のファミリー企業とは区別したほうが良いだろう。

## 1. 人的資本、自然資本

人的資本経営に関しては若杉先生からお話があったが、ある意味で、今なぜこれだけ盛り上がっているのかである。人的資本が大事な経営というのは昔からそうだろうと。そういう意味では、今は、政府が音頭を取って「人的資本、人的資本」と言い出したために、企業の方々も「人的資本経営が大事だ」とそれに合わせて、声をあげたり開示をしたりしている面がある。

本当は、ここは政府が音頭を取るところではなくて、開示も含めて、企業の側から積極

的に動く課題だったのだと思う。ただ、それが必ずしも、うまくいかない事情があったために、政策 이슈 になってきているということだと思っている。

大きな話でいくと、今日のお題はこのコンファレンスのタイトルそのものだが「企業価値向上に資する非財務資本と信託」ということで、この企業価値向上に資する非財務資本の重要性というのが世の中の的には非常に高まってきた。ここを日本企業全体であるとか、日本政府全体であるとか、日本が十分取り込めていなかったというのが、先ほど申し上げたような、必ずしもその人的資本に焦点が当たっていなかったこととつながるのだと思っている。

資本と呼ぶべきなのか、資産と呼ぶべきなのかという点でいけば、いわゆる会計的な資本に乗らないという意味では、本来は資本という言葉を使うべきではないのかもしれないが、将来的な価値に非常に大きなインパクトを持つという意味では、資本という言葉を使ったほうが皆さんにとってはインパクトがあるものがたくさん出てきていると思う。

一つは、これも今申し上げたような人的資本は、重要であるが、直接的には資本として計上されない、価値として計上されにくい、投資として計上しにくいものがあつた。

もう一つは、自然資本と最近よく言うようになってきていて、これが片方ではSDGs 関連、ESG 関連、サステナビリティとして資本をある程度価値あるものとして守っていかないと、公共財として守っていかないと、それぞれの企業価値にも出てこないという反面と、もう一つは自然自体がある種の非常に重要な価値の源泉になっている。

分かりやすい例は食品業であれば環境豊か

なところから食品が作れて、それが自分たちの価値につながっているとすれば、ある種の自然というものが自分たちの大きな価値の源泉になっている。その部分をしっかり見ていく必要があるのではないか。

こういうようなものが、会計上必ずしも資産に計上されないが企業価値を非常に大きく左右するものになっていることは、もう少し違った側面で見れば、例えばGAF Aといわれているようなプラットフォームカンパニー、例えばAmazonなどもずっと企業価値が低かったわけだが株価は非常に高かった。これは期待値だったという部分もあるが、後から振り返ってみると、やはり会計上出てこないような人的資本を相当積み上げてきた。それが価値になって表れてきた部分が結構ある。

そういう意味では、目に見えない、会計上表れてきていないところに将来の企業価値を左右する非常に大事なアセットがあつて、ここをきちんと把握しなくてはいけないということが、社会全体、経済全体として浮かび上がってきているのが今の時代なのだと思う。

既にご議論があつたように、大きな話でいけば技術革新の役割が非常に大きかつたということだが、技術革新だけではなくて、逆に言うと技術革新がこれだけあるからこそ、人の役割というか、人の知恵がどれだけしっかりしているかが、企業の価値、業績そのものに影響を与えることが分かつて、非常に大きなうねりになっている。

その一方で、日本企業はやはりバブル崩壊以降、かなり厳しい厳しいとずっと言われているが、私が卒業したぐらいの頃は、企業研修には多くの費用がかけられた。

これが本当に人的資本になったかどうかは

さておき、企業研修の機会は非常に多かったわけであるが、その後、そんなに研修に費用をかけられないことから予算が削られた。コストばかりかかり、業績に繋がらないといって、本来は人を大事にしてきたはずの日本の経営が、必ずしも言われていたようには人を大事にしていないような形に結果としてなってきたいて、やはりしっかりした人材育成ができていなかったのではないだろうか。

そういう意味で、人材育成がずっと停滞していた中で、世界全体から見ると非常に人材育成に大きな力を注いできた企業が出てきている。このギャップが非常に大きいだろうということが、政府全体の政策的な危機意識であったり問題意識であったというのが私の理解である。どうして注目されるようになったか、どうして重要視されるようになったかというのは今のような話だと思う。

## 2. ファミリービジネス（企業理念等）

その流れで言うと、ファミリービジネスにも、私は同じ要素があると思っていて、ここはいろいろな課題があることも事実である。

ただ、課題の中では、ファミリービジネスだからこそ大事にしてきた、人であるとか人材育成みたいなものもあって、あるいは今日かなり議論があったような企業理念であるとか、あるいはある種の、吉野先生がおっしゃったようなトラストであるとかがかなり重要な要素をもってきて、それがやはり会計的には表れないけど、足腰の強さになって表れているのではないか。

こういうものをもう少ししっかりと把握をして、でも、家訓があればいいというものではないというお話があったが、そのとおりだ

と思う。どういう家訓で、それをどういうふうに通じて浸透させて、しっかりとアセットにしていくか、キャピタルにしておくか。ここの取り組みをあらためて再注目する必要があるだろうというのが大きなポイントだろうと思うし、今日のお話のポイントだったと思う。

## 3. 非財務資本の開示

その中で開示という話があった。開示はある種の手段であって、しかも結局これも若杉先生がおっしゃったことだが、きちんと数値化して会計情報に載せられれば、それはそれですっきりした話であるが、非財務情報に関して言えば、会計化や数値化するのは非常に難しい。難しいから当然できないという話になってきたのが、では、それを無視するのかということ、無視してはいけないだろう。

そうすると、非財務情報を開示をして、それをステークホルダー、ステークホルダーというのはマーケットが最初だが、マーケットだけではなく、地域や従業員の人たちに分かってもらうことが重要となってきたわけである。

開示すればいいという話ではないが、政策ツールが限られている中では、開示は一つの政策ツールである。

補助金とかそういうのもあるはあるが、それを強制することはできない。そうすると強制的にやれることは開示ぐらいのもので、開示したらマーケットにさらされるだろう、みんなに見える、やっていないところは困るだろうということを通じてやろうというだけの話であって、開示が目的ではなく、究極のゴールではない。

開示はとりあえずある手段の一つなので、

やはり開示だけではなくて、それをしっかりと高めていくのか、どう投資をしていくのが非常に重要なところなのだろうと思う。

そういう意味では、ここは投資家のためだけではないと思う。従業員の人たちに対して、この会社はどのような会社か、どれだけ人を大事にして、どのような投資をしているのかということを知ってもらうことも重要だし、企業戦略として方向性を出して、その方向性の中でどのような人材を育てていくかということ宣言するという意味では、パーパス経営と人的資本投資というのは密接不可分のところだと思う。

先ほどからお話があったように、そこがまだ必ずしも十分に浸透していないが、浸透していないというのは、冒頭に申し上げたようにややおかしな話である。政府が浸透させるべき話ではなくて、この話は企業側が本来はやるべき話で、本当は政府が言う話ではないのである。そこをどれだけ行おうかを税制などでサポートして必要はあると思うが、企業側が考えていくべき話だと思う。

お話があったとおり IT などの技術革新があって、企業は方向転換していくところで、新しいスキルを身に付けてもらう必要があるという意味では、そこに焦点が当たるのだが、やはり私はそれだけではないと思う。

全体としては世の中が大きく変わっている以上、本当に会社が方向転換するところだけに投資がされればいい、人的投資がされればいいわけではなく、もう少しいろいろな意味での足腰の強い人材をどれだけ育てていくのかを根幹としては考えていかなければいけないだろう。

どう投資をしていくのかは、企業戦略としては今問われているところだし、開示を通じ

て内外のステークホルダーに理解をしてもらいながら投資をしていくという面ではとても開示は重要なところだと思うが、中長期戦略の中でどのような投資をしていくのかは大きく問われるところだと思う。

#### 4. 長期的な企業価値向上にむけて

時間の関係で、ファミリービジネスの話と同時にするが、企業の大きな方向性とかパーパスは、それが結果的にもう少し手前の段階で出てくる中期経営計画などを通じて何に重点を置いてどのような人材を育てていくかを、どれだけ社内で価値観の具体化ができるかが重要なところと思う。

そういう意味で非財務資本は、長期で見れば企業価値につながっていくわけである。ESG 的な話も、どういう形で長期的な企業価値につなげていくのかということの道筋が企業側に本当はないといけないと思う。短期的には、今すぐは会計的にはコスト要因になるようなものも、それがどういうロジックとどういう戦略をもって長期的な価値につながっていくのかということころは、人から言われる話ではなく、企業側が戦略を作って提示すべき話だと思う。

いま申し上げたことをファミリービジネスに関してポジティブに言えば、地域を大事にするなど、割としっかり行ってきたと言えると思う。それは自分たちの持続可能性につながっていけばいいと、長期的な企業価値を考えてきた意味では大事だと思うが、ファミリービジネスが全てそういうことができているという話は、とても持ち上げ過ぎな話だと思う。そうした事例も踏まえつつ、やはり長期的な戦略にどうつなげていくかということ

は重要なところだと思う。

## 5. 信託の役割

今申し上げたような長期的な戦略を長期的な価値にどうつなげていくのかを考える上で、信託銀行には大きな役割があると思う。

ファミリービジネスについては、企業側が考えてくださいと言われても、やはりそう簡単には出てこないし、そのための具体的なツールをどうしたらいいのかというと、それこそがやはり信託という器を使って、あるいはさまざまな税制改正の要望のような、創意的な非財務情報、あるいは非財務資本みたいなものもパッケージにして、信託という器に入れて全体の方向を動かしていく。こういうことができるからこそその信託だと思う。

事業承継を信託でうまくやるのはなぜかと言えば、事業承継でつないでいきたい非財務的な価値、非財務的な企業理念だったり、非財務的なトラストだったりがあるからであ

る。

事業承継で信託を使うというのはあくまで表に見えているツールであって、もうちょっと抽象的に言えば、今申し上げたような非財務資本をしっかりと信託の箱の中に入れて、会計上目立たないからこそそれを大事にして次につないでいって、長期的な価値につなげる戦略を信託として作っていく。私はここはある意味で信託でしかできないところだと思う。ファミリービジネスの中でもそういうことが大事だと同時に、実はファミリービジネスではなくても、これからの非財務情報が大事な上場企業、非ファミリーの上場企業にとっても、そういう目線が私はとても重要なところだと思う。

具体的なお話、もちろん皆さんがお書きになっていらっしゃるところは、そのとおりだと思うが、やや学者的に抽象的に言えば、今のようなところを考えていただいて、箱をうまく使っていただけると非常に大きな戦略になっていくのではないかと考えている。

(やながわ・のりゆき)

## 【コメント】

(コメント) 若杉敬明氏

一つだけ私の意見を言わせていただきたいが、これから人的資本のレベルを上げていくというのが日本全体の問題だが、それは企業だけがやることではなくて、やはり日本の学校教育をもっと抜本的に考えるというのが政府の仕事だと思う。リスクリングとか何か発音しにくい言葉を使って言うのではなく、基本的なことが大事だと思う。

日本が明治維新以降これだけ成長できたのは、やはり義務教育などをいち早く普及させたからだと思う。今この新しい時代の人材に必要なベーシックな教育内容がいろいろある

と思う。それをやはり政府がやらなくてはいけないと思うが、それをやらないで今の新しい資本主義とか何かというのを企業にみんなやらせようとしている。政府がやらなくてはいけない部分があると思うのに、全部企業にやらせようとしているので、そこは大きな方向が間違っているのではないかと私は憂えているが、せっかくなので何も他に言うチャンスがなかったので、人的資本に関係が深いということで、一言言わせていただいた。

今日は皆さんどうも熱心に参加していただいて感謝する。それから、報告者、コメンターの方、感謝する。これで本日の信託経済コンファレンスを終わりにしたいと思う。