

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—

水谷 公彦*

日本大学大学院総合社会情報研究科

A Study on The Current Situation Surrounding Overseas Family Offices and Their Utilization in Japan —Considering the impact of the Archegos issue—

Kimihiko MIZUTANI

Nihon University, Graduate School of Social and Cultural Studies

ファミリーオフィスとは、富裕層ファミリーの資産を管理・運用・社会貢献・相続承継等ファミリーのガバナンス運営を支える機能を有する組織であり、欧米のみならずアジアでも活用の広がりがみられる。一方で、日本では資産運用に関する金融規制等の影響もあり普及していない。2021 年春に米国のファミリーオフィスで発生したハイリスクなデリバティブ取引を利用した多額損失事件を踏まえ、今後の日本におけるファミリーオフィスの在り方を検討する。

Family offices are organizations that support the governance of families such as through the management, investment, donation, and inheritance of wealthy families' assets. In addition to being used in Europe and the United States, they have also spread throughout Asia. However, they have not become popular in Japan partly due to the impact of financial regulations related to asset management. In light of the problem of large losses incurred in family offices in the US in the spring of 2021 from using high-risk derivative transactions, we will consider the ideal form of family offices in Japan moving forward.

Keywords: Family Offices, Family Governance, Financial Regulations, Asset Management

キーワード: ファミリーオフィス、ファミリーガバナンス、金融規制、アセットマネジメント

I はじめに

特定のファミリーが企業経営に一定の影響を及ぼしている企業は、一般的に同族企業またはファミリービジネス(以下、「ファミリービジネス」という)と呼ばれている。欧米では、ファミリービジネスの株式を保有するファミリーメンバー(以下、「ファミリー株主」という)が、ファミリー内におけるファミリービジネスの事業経営、資本政策およびファミリーの資産にかかる管理・運用等に関する考えをファミリー内のルールとして策定・遵守することで、ファミリービジネスとファミリー双方の永続につなげる取組みが行われている。

* E-mail: cdk20006@g.nihon-u.ac.jp

本稿は、2021 年 11 月 20 日に開催された日本貿易学会総会で発表した内容に基づき作成している。コメンテーターをして頂いた加藤孝治先生に厚く御礼申し上げます。また、本論文の英文校正を行って頂いた editage に感謝の意を表す。

こうして策定されたファミリー内のルールは、「ファミリーガバナンス」と呼ばれている。

欧米のファミリービジネスを営むファミリーにおいては、19世紀以降、ファミリーガバナンスを意識して、ファミリーが保有するファミリービジネス株式(以下、「ファミリービジネス株」という)を集約のうえファミリー資産を管理・運用することにより、ファミリービジネス株が分散するのを防ぎ、議決権の統一行使を実現、相続承継等を円滑に実現する機能として「ファミリーオフィス」が活用されている。

また、日本においても、江戸期・明治期のファミリービジネスである三井家等の商家において、ファミリーガバナンスを意識したファミリーオフィス類似の取組みが行われていたことが確認されている。

現代の欧米においては、ファミリービジネスを営むファミリー以外にも、元企業経営者、地主等の富裕層、投資家においてもファミリーオフィスが活用されるようになってきている。

このような状況下、2021年3月に米国のファミリーオフィスである Archegos Capital Management (以下、「アルケゴス」という)が、ハイリスクなデリバティブ取引を利用した積極的な資産運用に失敗し、欧米及び日本の金融機関が巨額の損失を計上する事件が発生した。アルケゴスは、Bill Hwang 氏のファミリーオフィスであるが、同氏はファミリービジネスを営んでいるファミリーではなく、ヘッジファンド¹⁾に携わっていた投資家であり、自己資産でアルケゴスを設立してヘッジファンド類似の資産運用を行っていたものである。

一方で、現代の日本においては、ヘッジファンド類似の資産運用を行っているファミリーオフィスのみならず、ファミリービジネスを営むファミリーによるファミリーオフィスの活用も浸透していない。

本稿では、欧米において19世紀以降広く活用されてきているファミリービジネスにおけるファミリーオフィスをファミリーオフィス活用の代表例として取り上げて機能等を検証するとともに、現代の日本においてファミリーオフィスの活用が浸透していない理由を明らかにすることにしたい。そして、今後の日本において、ファミリービジネスを営むファミリーによる活用を中心とするファミリーオフィスの在り方について検討を行うことにしたい。

アルケゴスは、ファミリービジネスのファミリーが設立したファミリーオフィスではなかったが、アルケゴス事件を契機として、欧米を中心にファミリーオフィスにおける資産運用に対する金融規制の強化が議論されるようになってきており、ファミリービジネスを営むファミリーが設立したファミリーオフィスにおける資産運用まで規制強化の対象となることが懸念されるようになってきている。この状況を踏まえ、アルケゴス事件を取り上げて、ファミリーオフィスにおける資産運用に関する金融規制の在り方についても検討を行うことにしたい。

II 先行研究

1 ファミリービジネスの定義

ファミリービジネスの定義については、倉科(2003)²⁾の研究があるが、論者により様々な定義があり、現時点で定着した定義は存在していない。定着した定義が存在しない背景としては、論者によってファミリービジネスの捉え方に違いがあることが考えられる。本稿においては、階戸・加藤(2020)³⁾に準拠し、次の5つの条件のうちいずれか1つを満たす企業をファミリービジネスと定義する。

- ①ファミリーが重要な経営のトップの地位に就任している。
- ②創業者のファミリーが経営に参画している。
- ③事業承継者としてファミリー一族の名前が取りざたされている。
- ④個人株主として相応の株式数を有している。
- ⑤必ずしも資産形成を目的としているのではなく、ファミリーの義務として株式を保有している。

2 ファミリーガバナンスの役割

ファミリービジネスには、企業の成長ステージとファミリーにおける事業承継等のライフサイクルにより、様々なステージの企業が存在する。ファミリービジネスの主要株主である特定のファミリーの代表者(以下、「企業オーナー」という)が経営を担う企業がある一方で、株式上場等を通じて所有と経営の分離が進んでいる企業もある。

階戸・加藤(2020)⁴は、ファミリーの事情に合わせて適切なガバナンス体制を考える必要があると指摘のうえ、ファミリーガバナンスにつき、ビジネスにおけるコーポレートガバナンスとファミリーメンバー間での良好な関係性が構築されている状況を意味すると定義している。

ファミリーガバナンスは、ファミリー内におけるインフォーマルなガバナンスシステムであり、ファミリービジネスとファミリーの永続を図るとともに、個々のファミリーメンバーの幸福度向上・資産増加を図ることを目的とするものであるといえる。

企業オーナーは、ファミリー株主からファミリーガバナンスを意識した事業経営・資本政策を行う役割を託されている一方で、経営者としてファミリービジネスの取締役会から規律を受け、コーポレートガバナンスを意識して株主・お客様等のステークホルダーに対して適切な対応を行うことが求められている⁵。

3 海外・日本におけるファミリーオフィスに関連する先行研究

ファミリーオフィスに関する先行研究としては、Prince and Shaw (2004)⁶が富裕層向け資産管理・運用について実務面を含めた検討を行っており、また、Carlock and Ward(2010)⁷が、ファミリーオフィスの機能としてファミリーメンバーに対して金融資産の管理と投資、ファイナンシャルプランニング、保険、法務、税務上のアドバイス等を提供する役割を担っていると説明している。

そして、階戸・加藤(2020)⁸は、ファミリーオフィスにつき、ファミリーが保有する資産を形成・管理し、ファミリー内での分配、未来世代への承継やその育成を行うことで、ファミリーの永続的な発展を目的として運営されるものと説明している。

しかし、先行研究において、日本でファミリーオフィスが活用されていない理由は明らかになっていない。

III ファミリーオフィスの現状

1 ファミリーオフィスの活用状況

Credit Suisse による調査によれば、2020 年における 100 万ドル以上の資産を保有する世界の富裕層成人数は 56 百万人で、その「保有資産」は 191.6 兆米ドルという結果となっている⁹。そして、2020 年の UBS の調査によれば、「投資可能資産」1 億ドル以上を保有する欧米等の超富裕層においてファミリーオフィスが活用されているケースが多いことが確認されている¹⁰。

ファミリーオフィスは、プライベートな非上場の法人組織または個人の集合体であるため、公表されておらず正確には把握が困難であるが、2021 年に Ernst & Young がまとめた調査によれば、ファミリーオフィスは欧米を中心に 1 万社以上存在するとされている¹¹。そして、ファミリーオフィス 1 件あたりに保有資産は 11 億 6,000 万ドル、2021 年のファミリーオフィスの資産規模は世界で約 5 兆 9,000 億ドルであり、ヘッジファンド(約 3 兆 6,000 億ドル)を上回る規模になっているとされている¹²。

米国におけるファミリーオフィスの活用については、1882 年にファミリービジネスであった Standard Oil¹³ の創業家である John Rockefeller 氏が資産管理・運用するためにファミリーオフィスを設置したのを契機として、欧米のファミリービジネスを営むファミリーにおいて利用が広がったとされている¹⁴。

現代の欧米においては、ファミリービジネスを営むファミリー以外にも、事業・資産を売却した元企業経営者、財産価値の高い不動産を保有する地主等の富裕層における資産・管理等においてもファミリーオフィスが活用されている。

そして、2010 年以降の米国では、投資家が自己資産でファミリーオフィスを設立して資産運用を行う動きが確認されるようになってきている。この背景には、米国でリーマンショック後に投資家保護のためヘッジファンドに対する規制が強化され、2010 年 7 月に金融規制改革法(ドッド・フランク法)等が成立し、ヘッジファンドを運用する投資顧問会社に米証券取引委員会(以下、「SEC」という)への登録が義務付けられるようになったことがある。当該規制に関連し、外部投資家から資金を集めないファミリーオフィスは、一定の条件を満たせば規制からの除外が認められたことから、ヘッジファンドを運営していた投資家の中には、SEC の規制を逃れるためにファミリーオフィスに組織形態を変える動きが生じ¹⁵、Bill Hwang 氏によって設立されたアルケゴスもその 1 つであった¹⁶。

このように、欧米におけるファミリーオフィスの活用は、19 世紀以降、ファミリービジネスを営むファミリーによって広く活用されてきたが、近年になり、ファミリービジネスを営んでいない富裕層や、投資家による活用も見られるようになってきている。

一方で、日本においては、欧米と相違し、ファミリーオフィスの活用は浸透していない¹⁷。

2 ファミリーオフィスの運営

欧米のファミリーオフィスには、「シングル・ファミリーオフィス」、「マルチ・ファミリーオフィス」、「コマーシャル・ファミリーオフィス」、「エンベデッド・ファミリーオフィス」という 4 つのタイプがある(図表 1 参照)。

図表 1 ファミリーオフィスのタイプ別特徴

	シングル・ファミリーオフィ ス(SFO)	マルチ・ファミリーオフィス (MFO)	コマーシャル・ファミリ ーオフィス(CFO)	エンベデッド・ファミリ ーオフィス(EFO)
複雑性	こじれたファミリーの問題・ 難解な財務課題に頻繁に取り 組む	通常はシングル・オフィスの 状況ほど複雑ではない	さほど複雑でないものから 極端に複雑なものまで広範 囲にわたる	個人またはファミリーに よって設立された持株会 社等で資産運用を行う形 で用いられるインフォー マルなファミリーオフィ ス(個別性が強い)である
管理・統制	ファミリーオフィスを設立す る主な理由である	家族の支配を維持するコスト 効率のよい方法である	重要ではあるが、ファミリ ーオフィスを活用する主要 因とはならない	
人脈	投資にかかわる人材の獲得に 役立つ	他のファミリーと一緒に投資 にかかわる人材の確保等、他 では得られない投資商品を買 入するために重要である	役割は限られているが、見 込み顧客の獲得において一 定の役に立つ	
資本	巨万の富を巧みに扱う能力は 必須条件であり、存在意義と なっている	シングル・ファミリーオフィ スよりは柔軟性に欠ける	各顧客の資産の構成手法に 関してのみ該当する	
慈善活動	概して慈善願望を実現する手段である			

出所：Prince, R. A. and H. Shaw Grove (2004), Inside the Family Office. Overland Park, KS: Wealth Management Press. (ラス・アラン・プリンス, ハンナ・ショー・グローブ(著), 多田斎(監訳), 野村證券ファミリーオフィス研究会(訳)(2008)『ファミリーオフィス 富裕層向け財産管理の新潮流』東洋経済新報社, 72 ページ)を参考に筆者が一部修正。

ファミリーオフィスの4つのタイプのうち、シングル・ファミリーオフィスおよびマルチ・ファミリーオフィスは、ファミリーの資産が多額であり、ファミリー内の事情が複雑な場合に用いられる。一方で、資産額が少なく、ファミリー内の事情が複雑でない場合にはコマーシャル・ファミリーオフィスまたはエンベデッド・ファミリーオフィスが用いられている。

シングル・ファミリーオフィスでは、ヘッジファンド等の機関投資家経験者等を雇用し、ファミリーの資産の管理に加え、資産運用、リスク管理、税負担の軽減等の役割を担っている。また、マルチ・ファミリーオフィス、コマーシャル・ファミリーオフィスは複数のファミリーの資産管理・運用を担うものであり、ファミリーの集合体または資産管理会社が、ファミリーの資産・運用を信託会社、士業等に委託する形態である¹⁸。そして、エンベデッド・ファミリーオフィスは、個人またはファミリーによって設立された持株会社等において資産運用などを行う形で用いられ、比較的資産が少ないファミリービジネスにおいて用いられている。

3 ファミリービジネスにおいて活用されているファミリーオフィスの機能

欧米において19世紀以降広く活用されてきているファミリービジネスにおけるファミリーオフィスをファミリーオフィス活用の代表例として取り上げ、その機能を整理する(図表2参照)。

図表2 ファミリービジネスにおいて活用されているファミリーオフィスの機能

	内容	効果
①資産管理・運用対応	・ファミリーが保有する自社株式・金融資産・不動産・動産等の集約管理 ・ファミリービジネスで既に有しているリスクを考慮した効率的かつ中長期的な資産運用 ・ファミリーに対して資産管理・運用に関する専門知識を提供 ・外部専門家の選定・監督 ・資産管理・運用面の記録管理	・ファミリーメンバーが保有する資産の適切な管理・自社株式等資産の流出防止 ・ファミリー資産にかかるリスクコントロール ・ファミリー全体・ファミリーメンバーの資産増大 ・ファミリーメンバー間の相互扶助・不平等を是正し、生活基盤を安定化
②事業経営・資本政策対応	・ファミリーとしての合議に基づくビジネスへの適切な関与 ・ファミリーメンバーの事業上の役割やリスクの分担を明確化 ・事業戦略の見直し、M&A、スタートアップの検討	・ファミリーの考え・理念に沿った事業経営・資本政策の実現 ・ファミリービジネスの価値最大化 ・ファミリーメンバーの合意形成を図ったうえでの自社株式議決権行使
③相続・事業承継対応	・ファミリーの次世代の選定・育成にかかる合意形成 ・ファミリーおよびファミリーメンバーへの高度なプランニング、ライフスタイル・サービス等の付加価値の提供 ・ファミリーメンバーの婚姻・養子に関する事項、ファミリー内の争議や政略争い等の処理・調整	・円滑な相続・承継、ファミリービジネスの存続 ・相続税等税負担を軽減 ・ファミリー内の内紛・レピュテーションリスクを抑制
④寄付等フィランソロピー対応	・ファミリーとしての社会・地域貢献、寄付等活動 ・公益財団運営 ・ファミリーメンバーの趣味等のサポート	・ファミリー、ファミリービジネスに対する社会・地域との関係性からの評価 ・財団等の安定運営
⑤その他機能	・ファミリーの子弟の教育・次世代としての育成 ・法務・税務アドバイザー ・コンプライアンス・リスク管理	・人材育成・事業承継支援 ・ファミリーのリスクを抑制 ・ファミリーオフィスの機能円滑化

出所：筆者作成

ファミリービジネスを営むファミリーにおいては、ファミリーガバナンスの意識を持ち、ファミリーとしての事業戦略、資本政策、ファミリー資産の管理・運用・承継を行うとともに、計画的に後継者を育成・承

続いていく取組みが求められ、その手段としてファミリーオフィスが活用されている。

ファミリーオフィスは、ファミリーが保有するファミリービジネス株を集約管理し、議決権を統一行使する役割を果たすのみならず、ファミリーとしてのファミリービジネスに対する影響力を維持する役割も担っている。具体的には、納税等でファミリー株主がファミリービジネス株を売却せざるを得ない局面や、ファミリービジネスの取引先等が株式持合い解消を行う局面で、ファミリーオフィスが、ファミリービジネス株の受け皿となる役割を果たしている。

この役割を果たすべく、ファミリーオフィスでは、将来のファミリービジネス株の取得資金等を確保するために資産運用を行っている。ファミリーオフィスにおける資産運用は、ファミリーが既に有しているファミリービジネス株等の資産とのリスク相関性を考慮し、リスクを抑え、超過リターンの獲得を狙いとして中長期的な資産分散・時間分散を前提としたポートフォリオ運用を採用する傾向が強く、ストラテジック・アセット・アロケーション¹⁹が重要視されている。また、運用においては、株式、債券のような伝統的資産の運用、事業への直接投資、ベンチャーキャピタル投資、不動産への投資に加え、ヘッジファンド、ファンド・オブ・ファンズ²⁰、プライベート・エクイティ²¹といったオルタナティブ投資も活用されている。

ちなみに、主要なファミリービジネスにおけるファミリーオフィスの運用構成は、伝統的資産が 59%(株式 29%、債券 17%、現金 13%)、代替資産が 41%(非公開会社株式 16%、不動産 14%、ヘッジファンド 5%、金・金属 3%、絵画・骨董品 3%)となっている²²。このうち非公開会社株式には、プライベート・エクイティ、ベンチャーキャピタル、レバレッジ・バイアウト等が含まれる。

なお、ファミリーオフィスでは、法制度・税制度等を踏まえた資産管理・運用を行うことで、税金としての流出を最小限に抑え、リターンを高める取組みを行っている。

一方で、日本のファミリービジネスにおけるファミリーオフィスを活用した資産運用は、積極的に行われている状況には至っていない²³。

IV 江戸期・明治期のファミリービジネスである三井家における取組み

欧米において活用されてきているファミリービジネスにおけるファミリーオフィスの活用は、欧米固有のものではなく、日本においても江戸期・明治期のファミリービジネスである三井家²⁴においても同様の取組みが行われていた。

江戸期の三井家では、家訓である「宗竺遺書」(そうちくいしよ)をとりまとめ、ファミリーにおける事業経営、資産管理および事業承継等の根本規範としていた。また、ファミリーを牽制するとともに従業員を取り立て、経営に当たらせる制度として「大元方」(おおもとかた)制度を導入し、「所有と経営の分離」を踏まえたファミリービジネスとしての経営を行っていた。

「大元方」は、三井家のファミリーメンバーである「同苗」の代表者と事業をとりまとめる奉公人の重役による合議制で運営されており、従業員のみならず「同苗」をも統制して店の運営を統括し、商品の仕入および販売を一つの組織で実施できるようにしたものであり、三井家の事業を統一的に管理運営するとともに、「同苗」とその共有財産も包括的に統一的に支配する制度であった。

また、明治期の三井家においては、近代法制度の整備が進展するなか、財産共有制を維持するため、「宗竺遺書」に代わる三井家の最高規範として、「三井家憲」(109 条)を 1900(明治 33)年に制定し、「同族」の権利関係、財産管理の仕組みを定めた。

三井家としては、更に具体的な問題として、ファミリーとファミリービジネスとの関係、「同族」財産の共有性とファミリーメンバーの権利関係、ファミリーメンバーとファミリー外の専門経営者との関係等につい

で適切に対処する仕組みを作る必要があった。そこで、「三井家憲」の理念に沿いつつ、民法および商法の施行も睨みながら、1909(明治42)年に「三井合名会社」を設立した。これにより、「所有と経営の分離」体制が一層明確化し、以後、家政は「三井家同族会」が、三井の全事業は「三井合名会社」が管轄する体制が定着した。「同族」の財産は、営業資産、共同財産、家産に分けられ、営業資産と共同財産は「三井家同族会」の管理下で運用されることとされた。

「三井家憲」には財産共有性を表だって謳った項目はなかったが、制裁に関する規定のなかには、ファミリーからの除名の場合には営業財産・共同財産を違約金として没収するとの定めもあり、共有財産の分割を回避するようにされていた²⁵。

江戸期、明治期における三井家の「大元方」、「三井家同族会」等の取組みは、欧米のファミリーがファミリーガバナンスを意識してファミリーオフィスを活用している取組みと共通性があると考えられる(図表3参照)。なお、江戸期・明治期においては、三井家以外の老舗商家においても、三井家と同様のファミリーガバナンスを意識したファミリーオフィス類似の取組みが行われていた。

図表3 欧米のファミリーガバナンスの意識を有するファミリーと三井家(江戸期から明治中期)との比較

	項目	欧米のファミリーガバナンスの意識を有するファミリー	三井家(江戸から明治中期)
①	ファミリーとしてのファミリービジネスの事業等に関する考えの共有化	○	○
		ファミリー憲章等の名称で定めていることが多くみられる。	「宗竺遺書」(家訓、江戸期)、「三井家憲」、「三井家憲施行法および同事務局規則」(明治期)を制定。
②	①にかかるファミリーメンバーによる契約締結	△～○(ファミリー毎により相違)	○
		従前は、家訓形態が多かったが、株主間契約書の形態でファミリー内で契約を締結する例が多い。	「三井家憲制定ニツキ契約」三井家十一家の当主が署名(1900年7月)
③	ファミリーガバナンスを意識したファミリーメンバーによる協議	△～○(ファミリー毎により相違)	○
		ファミリー協議会等の名称で実施しているファミリーが見られる。協議するテーマにより非同族の経営者が参加することもある。	江戸期は「大元方」制度を採用、三井家同苗(ファミリー)代表者と奉公人重役がビジネス、ファミリーに関する事項を合議。明治期はファミリーに関することは三井家同族(ファミリー)で構成する「三井家同族会」で協議。
④	ファミリー資産の集約管理	△～○(ファミリー毎により相違)	○
		ファミリーオフィスを活用したファミリー資産の集約・管理	江戸期は「大元方」が三井家同苗(ファミリー)資産を集約・管理。明治期は、三井家同族(ファミリー)の資産を営業資産、共同資産、家産に区分し、営業資産、共同資産は「三井家同族会」が管理。
⑤	ファミリー資産の運用	△～○(ファミリー毎により相違)	○
		ファミリーオフィスを活用した資産運用	江戸期は「大元方」が三井家同苗(ファミリー)資産を運用。明治期は、「三井家同族会」が管理。三井家同族(ファミリー)の営業資産、共同資産を運用。各営業店からの利益配当金から、同族予備積立金や各家準備積立金への積み立てが義務付けられ、それらの積立金の管理を同族会が行っていた。

出所：三井文庫(編著)(2015)『史料が語る三井のあゆみー越後屋から三井財閥ー』吉川弘文館を参考にして筆者が作成

V アルケゴスによる多額損失事件

1 アルケゴス事件とは

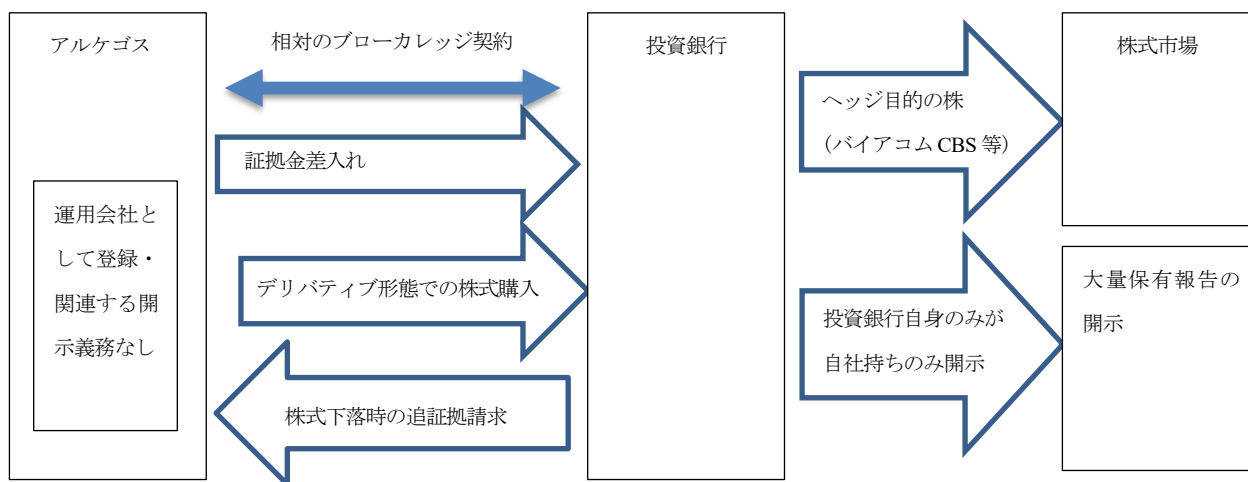
2021年3月にBill Hwang氏のファミリーオフィスであるアルケゴスが、ハイリスクなデリバティブ取引を利用した積極的な資産運用に失敗し、取引金融機関が巨額の損失を計上した事件(図表4)である。

アルケゴスはBill Hwang氏が設立したファミリーオフィスであるが、Bill Hwang氏は、前記Ⅱ1記載に定義するファミリービジネスを営んでいたファミリーではなく、ファンドビジネスで得た自己資金および金融機関からの借入を原資とした運用を行うために自らのファミリーオフィスであるアルケゴスを設立したものである。アルケゴスは運用資産約100億ドルと大手ヘッジファンド並みの運用規模を誇っていたにもかかわらず、SECの監督外であり、取引金融機関もアルケゴスがデリバティブ取引でどの程度のリスクをとっているのか把握できていなかったとされる²⁶。

アルケゴスは、「トータル・リターン・スワップ」²⁷と呼ばれるデリバティブ取引で収益を上げていたとされている。このトータル・リターン・スワップ取引は、高いレバレッジを効かせた投資手法であり、アルケゴスは、10社程度の少数銘柄で5～10倍のレバレッジをかけていたとされ、金融機関からの借り入れをテコにした積極的な買い持ちが裏目に出たのであった。

アルケゴス事件を契機として、ファミリーオフィスにおける金融取引の報告義務を巡る透明性の欠如が金融システムの安定の観点から問題視されるようになった²⁸。

図表4 アルケゴス事件の取引関係



出所：筆者作成

2 アルケゴス事件の影響

ファミリーオフィスはプライベートな組織であるため、アルケゴスのようなファンド類似のファミリーオフィスなのか、ファミリービジネスを営むファミリーが設立したファミリーオフィスであるかは、外部からは判別が難しい面がある。

このため、欧米では、金融当局が、ファミリーオフィスにおける資産運用に一律の規制等を課すようになれば、ファミリービジネスを営むファミリーがファミリーオフィスを活用してファミリーガバナンスを意識した資産運用を行おうとするケースまでもが規制の対象となることが懸念されている。これは、ファミリービジネスのファミリーオフィスにおける運用が規制を受けるようになれば、ファミリーとしてのファミリービジネスに対する影響力を維持することを目的とした将来の株式取得資金等をファミリーオフィスにおける

運用で確保することが難しくなるなど、ファミリーガバナンスを実現する観点でファミリーオフィスに期待されている機能が十分には発揮できなくなる恐れがあるからである。

VI 現代の日本においてファミリーオフィスが普及していない理由の検討

1 リサーチクエスチョン

三井家のファミリーガバナンスを意識したファミリーオフィス活用の取組みを考慮すると、現代の日本のファミリービジネスにおいてもファミリーガバナンスの意識を持ち、ファミリーオフィスを活用する取組みが行われていても良さそうであるが、現代の日本においてはファミリーオフィスの活用は進んでいない。

そこで、リサーチクエスチョンとして、「現代の日本でファミリーオフィスが浸透していない理由は何か」ということを設定して検討する。なお、三井家では、既に江戸期～明治期中期においてファミリーガバナンスを意識したファミリーオフィス類似の取組みを行っていたと考えられることを考慮し、明治後期以降にファミリービジネスに関連して発生したイベント、制定・改正された法律等の影響があることを仮説として設定して検討を行う。

2 日本のファミリービジネスにおけるファミリーによる株式保有状況

ファミリービジネスにおけるファミリーガバナンスを意識したファミリーオフィスの活用は、ファミリーが一定以上のファミリービジネス株を保有し、議決権行使等の形でファミリービジネスの経営に影響を及ぼすことを基礎としており、ファミリーによるファミリービジネス株式保有比率が重要と考えられる。

先行研究によれば、欧米の上場しているファミリービジネスにおけるファミリーの株式保有比率は30～40%であり、ファミリーが過半数か少なくとも30%以上持つことが一般的であるのに対し、日本の上場をしているファミリービジネスにおけるファミリーの株式保有比率は3～5%に過ぎず、ファミリーが30%を持つことは稀であるとされている²⁹。

この点につき、筆者は、日本におけるファミリービジネスにおけるファミリーによる株式保有状況を把握すべく、2022年1月末時点の公開情報³⁰における「企業名」³¹、「株主」³²、「役員」³³、「設立」³⁴情報を活用して、上場企業の主要株主(上位株主10位以内)におけるファミリー株主数、ファミリーによる保有株式数を調査した。そのうえで、ファミリーによる株式保有比率を、ファミリー株主による保有株式合計を分子とし、発行済株式総数(2022年1月末時点)を分母として算出し、ファミリービジネスの創立年月毎で比較した³⁵。

この結果、日本の上場企業におけるファミリービジネスは2,063社であり、上場企業の53.2%であった。そして、上場しているファミリービジネスの主要株主(上位株主10位以内)におけるファミリー株主数の平均は1.72名、ファミリー(資産管理企業を含むファミリーオフィスまたは個人)の保有比率は17.97%であった。

ファミリービジネスの定義は、前述のⅡ1記載のとおりであるが、ファミリービジネスの定義における、「個人株主として相応の株式数を保有している」点については、欧米のファミリービジネスにおけるファミリーの株式保有比率が発行済株主総数の30～40%であることを考慮すると、日本のファミリーによるファミリービジネス株保有比率は欧米のファミリーより低い水準にあるといえる(図表5参照)。このため、日本におけるファミリービジネスは、前述のⅡ1記載のファミリービジネスの定義のうち、「ファミリーが重要な経営のトップの地位に就任している」、「創業者のファミリーが経営に参画している」、「事業承継者としてファミリー族の名前が取りざたされている」という点に重きが置かれていると考えられる。

そして、日本のファミリーにおけるファミリービジネス株保有比率が欧米のファミリーより低いことは、ファミリービジネスの成長を通じたファミリービジネス株の価値上昇、株式配当等によるファミリー資産形

成面での寄与が欧米のファミリーよりも限定的となることから、ファミリー保有資産額の点でファミリーオフィスを活用するニーズが欧米のファミリーほど高くない理由の1つとなっていると考えられる。

図表5 日本の上場ファミリービジネスにおけるファミリーによる株保有状況

ファミリービジネス 創立年月	企業数 (社)	ファミリー株主数 (平均, 人)	ファミリーによる株式保有比率 (平均, %)
1945 年 7 月以前	171	1.67	11.01
1945 年 8 月～1949 年末	178	1.96	12.72
1950 年代	201	2.14	13.77
1960 年代	206	2.17	16.65
1970 年代	241	2.18	17.33
1980 年代	195	1.85	19.74
1990 年代	269	1.43	19.61
2000 年 1 月以降	602	1.26	22.37
	計 2,063	平均 1.72	平均 17.97

注.ファミリー株主数・ファミリー株式保有率は、小数点第3位以下を四捨五入した。

出典：筆者作成

3 日本のにおける第二次世界大戦後の財閥解体の影響

日本の上場企業において、ファミリーとしての株式保有比率が 17.97%にとどまるとともに、戦前から続いているファミリービジネスが 171 社にとどまっている理由として、まず考えられるのが日本における戦後の財閥解体の影響である³⁶。

戦前の日本における財閥の株式所有構造は、ファミリーを頂点として、ファミリー株主が財閥本社の株式を保有し、財閥本社が財閥傘下の株式を保有するというピラミッド構造を採用していた。しかし、1945 年 8 月 15 日のポツダム宣言受諾後、連合軍最高司令部(GHQ)は日本の「非軍事化」、「経済民主化」方針のもとに財閥解体指令を出し、財閥の非ファミリービジネス化を推進した。

これを受けて日本政府は、1946 年 4 月 20 日に「持株会社整理委員会令」を公布、施行するとともに、1946 年 8 月 8 日に「持株会社整理委員会(Holding Company Liquidity Committee、以下「HCLC」という)を発足させ、財閥解体は HCLC によって実施された。HCLC は、1946 年 9 月 6 日に三井本社、住友本社等を持株会社として指定したのを始まりとして、持株会社として計 83 社を指定するとともに、財閥家族として 56 名を指定した。そして、HCLC は指定した持株会社または財閥家族から株式を譲り受け、広く個人へ分散させた。

実際に HCLC が処分した有価証券には税の物納株式等もあり、その総額は 1946 年末の日本における総発行株式金額の約 42%に及び、HCLC による株式処分の結果、1949 年には全上場株の 69.1%が非ファミリーの個人株主によって所有される事態となった。

このように、日本では財閥解体等を契機としてファミリービジネス株の分散が進み、ファミリービジネス数、ファミリーとしてのファミリービジネス株保有比率は大きく減少した。このため、第二次世界大戦前には活用されていた、三井家等におけるファミリーオフィスの活用は途絶えることになった。

4 日本における株式持合いの影響

財閥解体措置を補強するものとして 1947 年に過度経済力集中排除法が成立し、一部の企業に会社分割が指定されるとともに、所有株式の処分が実施された。また、1947 年に独占禁止法が成立し、持株会社の禁止、事業会社の株式所有の禁止、金融機関の株式所有制限が定められた。このため、財閥が放出した大量の株式を事業会社が保有することができず、また、金融機関には株式保有制限があり、さらに商法により自社株所有が禁止された。これらの法制度の影響は、1945 年 8 月～1949 年末創立のファミリービジネスにおける平均ファミリー株式保有率が 12.72%と平均より低い水準となっている要因となったと考えられる。

その後、1949 年、1953 年の独占禁止法改正を受けて株式所有規制が緩和されたことから、企業は自社株所有に近かった個人所有株式を取引先企業等安定株主にはめ込み、財閥解体後の企業集団への再編成と企業系列化を「株式持合い」という形で進めた。株式の持合いは、敵対的買収を阻止、ファミリービジネスにおけるファミリーの影響力維持等のメリットがあるが、一方で、個人投資家・機関投資家の会社経営に対する影響力が弱められ、経営に対する規律が弱められる等のデメリットが指摘され、上場会社における株式持合いの解消が進められた。日本の法制度では、持合い状況を開示させることを通じて牽制をしており、上場会社は有価証券報告書(金融証券取引法 24 条 1 項)の中で、純投資以外の目的で有する投資有価証券の開示を義務付け、コーポレートガバナンス・コードで、上場会社が上場株式を政策保有する場合には、保有株式の縮減に関する方針等政策保有に関する方針を開示し、保有の適否について適切な対応を確保するための基準を作成・開示することを求めている(コーポレートガバナンス・コード原則 1-4)³⁷。

戦前からのファミリービジネスは、戦後の各法制等に対応して、ファミリービジネスとして存続・発展するために、企業間の株式持合いを実施してきたが、この取組みは現在も活用されている。例えば、トヨタ自動車におけるトヨタ家の持株比率は約 2%(豊田章男社長だけでは 0.17%)にもかかわらず創業家である豊田家が巨大組織に影響力を維持できるのは、トヨタグループ内の株式持合い構造にあると考えられている³⁸。

トヨタ自動車の上位 10 位内の株主は、豊田自動織機(2021 年 9 月末現在保有率 7.3%)、デンソー(同 2.7%)が入っている。一方で、トヨタ自動車グループの中核上場企業の上位 10 位内の株主には、トヨタ自動車および他のトヨタグループ中核上場企業が入っている。例えば、2021 年 9 月末現在の株主情報によると、豊田自動織機の上位 10 位内の株主としては、トヨタ自動車保有率 23.5%、デンソー保有率 9.0%、東和不動産 4.9%、豊田通商 4.6%、アイシン 2.0%となっている。また、デンソーの上位 10 位内の株主としては、トヨタ自動車保有率 23.9%、豊田自動織機 8.8%、東和不動産 4.2%、アイシン 1.5%である。トヨタグループでは、グループ内で出資関係を駆使し、相互に持ち合うことで、持株数の少ない豊田家が求心力を維持していると考えられている³⁹。

このように、上場をしている日本の伝統あるファミリービジネスにおいては、ファミリーの持株数は少ないケースであっても、取引先等との株式持合いによる安定株主対策をすることにより、ファミリーとしてのファミリービジネスの影響力を確保する取組みをしている。トヨタ自動車の場合、前述のⅡ 1 記載のファミリービジネスの定義を踏まえると、定義のうち「個人株主として相応の株式数を保有している」ことの比重は低く、「ファミリーが重要な経営のトップの地位に就任している」、「創業者のファミリーが経営に参画している」、「事業承継者としてファミリー一族の名前が取りざたされている」ことからファミリービジネスとして認識されていると考えられる。

ファミリーとしてのファミリービジネス株保有比率が低いことは、ファミリーオフィスを設置してファミリーとしての株式を集約するインセンティブが働きにくい理由の 1 つになっているものと考えられる。

5 日本におけるファミリービジネスに関連する税制・相続関連法制の影響

(1) 税制の影響

日本の相続税は、1905 年(明治 38 年)4 月に日露戦争の戦費調達を目的に導入されたのを始まりとして、現在までも続く税制となったものである。主要国の相続税率は、日本が 10～55%であるのに対し、米国 18～40%、ドイツ 7～30%、フランス 5～45%、英国 40%の状況であり、相続税が課されていない国もある。このように、日本は相続税が世界的にみても高税率であり、相続が発生する度に納税の必要が生じるために、世代を経る毎に資産が減少することになる。このため、富裕層が育ち難い状況にあるといえる。

このことは、2018 年における保有金融資産 100 万ドル超の富裕層は世界で約 2,210 万人(2.1%増加)、日本の富裕層は約 110 万人(世界の富裕層人口の 4.9%)。と、アメリカ(約 1,470 万人)、中国(約 130 万人)に次ぐ規模でありながら、金融資産 1 億ドル超の「超富裕層」は、日本は 1.5 千人(世界の超富裕層人口の 3.5%)であり、中国(同 10.1%)、ドイツ(同 5.2%)、フランス(同 4.7%)、イタリア(同 4.0%)よりも少ないことでも明らかになっている⁴⁰。

日本において株式が分散したのは、欧米諸国と比べて相続税率が高いことからファミリービジネス株の分散化が進み、また、相続による納税等のためにファミリー外への株式譲渡を行ったことも影響していると考えられる。

(2) 相続関連法制の影響

1890(明治 23)年に公布された明治民法の家族法分野では、明治前期に整備された戸籍制度を基礎として、戸籍に体现される「イエ」を意識して家族法が整備された。明治民法の家督制度は戸主権の強化とファミリーの帰属に寄与していたが、第二次世界大戦を経て 1947 年に改正された民法(昭和民法)においては、日本国憲法の男女平等規定のもとで、「イエ」の意識を踏まえた家督相続制度、戸主権制度が廃止され、相続人には遺言があったとしても一定の財産が相続される遺留分制度が導入された。この流れを受けて、現民法は、第 9 章として遺留分制度を導入しており、兄弟姉妹以外の相続人は、遺留分として、被相続人が相続開始の時ににおいて有した財産の価額にその贈与した財産の価額を加えた額から債務の全額を控除した財産の価額(民法第 1043 条第 1 項)に、直系尊属のみの場合には 1/3、直系尊属以外の場合には 1/2 を乗じた額を遺留分として受ける(民法第 1042 条第 1 項)と定めている。

このため、企業オーナーがファミリーとして特定の者に相続でファミリービジネス株を承継させようとして特定財産承継遺言をしていたとしても、遺留分権利者またはその承継人は、受遺者または受贈者に対して、遺留分侵害額に相当する金銭の支払いを請求できる(民法第 1046 条 1 項)ことになるため、創業者世代で築いたファミリービジネス株等の資産が、複数の世代を跨ぐと相続人であるファミリーメンバー間で小口分散してしまうことになる。

このように、民法の遺留分制度は、ファミリーの資産が、相続毎に分散することにつながるものであり、日本においては、富裕層が育ち難く、ファミリーオフィスを設立する需要が高くない理由の 1 つとなっていると考えられる。

6 日本のファミリービジネスにおけるファミリーガバナンスの意識

欧米では、ファミリービジネスが 2 代目に承継される割合は約 30%であり、3 代目に対する承継は 14%にすぎない⁴¹。創業当時はファミリーが株式を保有し、経営も担うが、2 代目、3 代目以降は、ファミリー以外の者が経営を引き継ぎ、ファミリーは株主として議決権行使等を通じて経営に参画する「所有と経営の分離」となっているファミリービジネスが多い。このため、ファミリー株主は団結してファミリー外の経営者と対峙し、ファミリーとしての事業戦略・資本政策等の考えを実現する必要があるため、ファミリーガバナンス

を意識する必要性が高くなる。

一方で、日本のファミリービジネスには、日本固有である「イエ」の意識があり、創業家ファミリーでの承継を志向する傾向が強い。このため、上場をしているファミリービジネスでは、ファミリービジネス株が分散保有型になったとしても、取引先企業等との株式持合いを実施することで、ファミリー株主の保有割合が低くてもファミリー出身の企業オーナーによる経営が成り立つようにしている例が多く見られる。

加えて、日本では第二次世界大戦後に創業したファミリービジネスでは、創業後数十年しか経過していないことからファミリー内の事情が複雑化していないファミリーも多い。

これらの日本固有の意識・事情は、日本のファミリービジネスを営むファミリーにおいて、ファミリーガバナンスの意識が高くない要因となっており、ファミリーオフィスが浸透していない理由の1つと考えられる。

7 日本におけるファミリービジネスに関連する金融法制の影響

日本においては、米国と相違し、ファミリーから預かった資産といえども、原則として金融商品取引法、投資信託及び投資法人に対する法律等の法令が適用されている⁴²。

日本の富裕層においては、個人または株式会社等の資産管理会社を活用して資産管理・運用を行っている例が見られるが、この場合には、法人の自己運用として原則として金融商品取引法等による規定は適用されないが、税務上パススルー⁴³として扱われないため投資効率が下がる。一方で、法人格のない組合や信託を用いる場合、税務上パススルーとなるものの、組合を活用する場合には金融商品取引法が適用され、また、信託を活用する場合には金融商品取引法、投資信託及び投資法人に対する法律、信託業法の規制を受ける可能性がある⁴⁴。具体的には、日本において、ファミリーオフィスとして組合を活用する場合には、原則として第二種金融商品取引業、投資運用業の登録が必要になる⁴⁵。

また、ファミリーオフィスで信託を活用する場合には、信託受託者における運用行為が投資顧問業に該当し、その登録が必要になる可能性がある⁴⁶。

このように日本では、原則として、ファンドや投資信託等に適用されている金融規制がファミリーオフィスにおいても適用されている。このため、日本ではアルケゴスのような規制逃れのためにファミリーオフィスを悪用する事件は発生し難い状況にあるが、その一方で、ファミリービジネスにおけるファミリーオフィスがファミリーガバナンスを意識して資産管理・運用することも規制対象となっており、日本においては、金融規制がファミリーオフィスの活用が浸透しない理由の1つとなっている。

8 日本においてファミリーオフィスが活用されてこなかった理由のまとめ

上場をしている日本のファミリービジネスにおいては、発行済株式総数におけるファミリーによる株式保有比率が欧米に比べて低く、また、創立から年を経るに伴いファミリーとしての株式保有率が減少している。これには、第二次世界大戦終戦後の財閥解体、過度経済力集中排除法、独占禁止法等の制約、相続税・民法の影響があると考えられる。日本のファミリービジネスにおいては、ファミリーとしての株式保有率の低下を株式持合い等の活用で補完し、ファミリーとしてのファミリービジネスに対する影響力を維持してきた。

このように、上場をしている日本のファミリービジネスにおいては、ファミリーとしての株式保有比率が低いことから、ファミリービジネス株式集約による議決権統一行使等を目的としたファミリーオフィスの活用ニーズは高くならなかったものと考えられる。また、日本では、「イエ」の意識があるためファミリー内承継の意向が強く、また、第二次世界大戦後の創業等社歴が短くファミリー内の事情が複雑化していないファミリービジネスが多いことも、ファミリーガバナンス対策としてのファミリーオフィスの活用につながり難かったものと考えられる。

加えて、ファミリーオフィスを活用した資産運用を行おうとする場合には、金融商品取引法、投資信託及び投資法人に対する法律等が適用されることもファミリーオフィスの活用にかかる制約になっている。

以上の検討により、リサーチクエストで掲げた「現代の日本でファミリーオフィスが浸透していない理由」については、明治後期以降にファミリービジネスに関連して発生した財閥解体および制定・改正された法律等の影響があると考えられ、これらの要因が複雑に絡み合うことで、日本ではファミリーオフィスの活用が進展しなかったものと考えられる。

VII 今後の日本におけるファミリーオフィスの活用

Berle and Means(1932)は、企業が成長するに際して多くの株主から資金を集める必要が生じた結果、企業規模の増大とともに株主1人あたりの持株比率は減少する分散保有となり、個々の株主の経営に対する発言力は弱まり、企業経営は専門経営者に委ねられる「所有と経営の分離」に移行すると説明した⁴⁷。

日本の企業数は、事業環境の変化、少子化等の影響を受けた後継者問題、相続税を含む相続問題等の影響から年々減少しており、1999年には485万社あった企業数が、合併、M&A、廃業等により2016年においては359万社まで減少している⁴⁸。日本企業の97%がファミリービジネスとされていることから、減少した企業の多くがファミリービジネスであったと考えられている⁴⁹。

帝国データバンクによる「全国・後継者不在企業動向調査(2019年調査)」⁵⁰によれば、2017年以降に事業承継が判明した全国約3.4万社について、先代経営者との関係性をみると、2019年度の日本のファミリービジネスにおけるファミリーメンバーへの事業承継の割合は34.9%に達し、全項目中最も高かった。しかし、2017年の41.6%と比較すると6.7%減少しており、ファミリーメンバーによる事業承継割合は減っている。

一方、ファミリー外の役員・従業員等への事業承継は33.4%となり、2017年比2.3%増加となっている。また、社外の専門経営者を後継者として招聘した「外部招聘」は、2019年は8.5%と2017年比1.1%増加、M&Aによる事業売却等は、2019年は18.4%と2017年比2.5%増加となっている。

よって、少子化等の影響を受けて、今までのように「イエ」の意識を踏まえたファミリー内の承継にこだわるわけにはいかず、欧米と同じように「所有と経営の分離」形態への移行を選択せざるを得ないファミリービジネスが増えると考えられる。

加えて、改訂コーポレートガバナンス・コードによる開示義務等から、株式持合いは解消の方向に向かっている。このため、ファミリーとしてのファミリービジネス株式数が少ないにもかかわらず、株式持合い解消により安定株主対策が脆弱になってきたファミリービジネスにおいては、ファミリーのファミリービジネスに対する立場が弱まり、非ファミリービジネス化が進むと考えられる。

これらの課題を解決するために、ファミリービジネスを営むファミリーにおいては、ファミリーとしてファミリーガバナンスの意識を持ち、ファミリーとしての事業戦略、資本政策、ファミリー資産の管理・運用・承継を行うとともに、計画的に後継者を育成・承継していく取組みが求められ、その手段としてのファミリーオフィスの活用が期待される。

ファミリーオフィスは、ファミリーの保有するファミリービジネス株を集約管理し、議決権を統一行使する役割を果たすのみならず、ファミリーとしてのファミリービジネスに対する影響力を維持することを目的としたファミリー株主等からの株式買取りの受け皿としての役割も期待される。しかし、日本においては、ファミリーオフィスも金融商品取引法等の規制対象となっているため、ファミリービジネス株取得の原資確保等を目的とした資産運用を行う際の障害となっている。

そして、ファミリーオフィスにおける運用に金融規制による障害が生じていることは、ファミリーオフィ

スのニーズを受けた金融機関によるポートフォリオ運用等の金融サービスが進展しない一因にもなっている。

アルケゴス事件は、金融規制逃れのためにファミリーオフィスを利用したものであり、欧米の当局を中心としてファミリーオフィスに対する規制が議論されている状況にある。今後の日本における金融規制検討に際しては、金融規制逃れのためにファミリーオフィスの機能を利用してファンドと同様の運用を行っているケースと、ファミリービジネスを営むファミリーがファミリーガバナンスを意識してファミリーの資産を資産運用しているファミリーオフィスとを区分し、前者についてはファンドと同様の規制を課す一方で、後者には過度な金融規制を課さないことが望まれる。

そして、ファミリーオフィスの取引金融機関においても、運用リスクに対するモニタリングを行うとともに、運用目的、運用資産額、リスク許容額等を考慮したきめ細かな運用サービスを提供することが期待される。

VIII むすびに

ファミリービジネスには、新型コロナウイルスの蔓延による事業環境の変化にどのように立ち向かうか等の事業経営課題、後継者問題等の事業承継上の課題、ファミリーとしての株式保有にかかる課題、株式持合い解消に関する課題等があり、ファミリービジネスとして永続していくのは容易ではない。

これらの課題を解決する手段として、ファミリービジネスを営むファミリーが、ファミリーガバナンスを意識し、ファミリーオフィスを活用することが考えられる。

今後の研究課題として、欧米におけるファミリーオフィスにおける金融規制の在り方の議論進展を踏まえて、今後の日本におけるファミリーオフィスに関する金融規制の在り方、規制を踏まえたファミリーオフィスにおける対応策等の検討を進める必要がある。また、欧米のファミリーオフィスでは、資産の管理・運用の面で信託機能が活用されていることを踏まえて、日本においても信託機能等も考慮したファミリーオフィス向け金融サービスの検討が求められる。筆者としては、これらの研究課題を認識し、研究を継続したいと考えている。

ファミリーオフィスの活用を通じてファミリービジネスとファミリーの双方が永続することにつながれば、地域経済のみならず、日本経済の発展に寄与するものと考えている。

引用・参考文献

日本語文献

倉科敏材(著)(2003)『ファミリービジネスの経営学』東洋経済新報社。

階戸照雄・加藤孝治(編著), 三井住友信託銀行株式会社・デロイトトーマツ税理士法人(著)(2020)『ファミリーガバナンス スムーズな事業承継を実現するために』中央経済社。

週刊ダイヤモンド(2022)「特集 絶頂トヨタの真実」ダイヤモンド社, 2022年3月5日号。

田中亘(2020)『会社法[第2版]』東京大学出版会。

中小企業庁(編著)『中小企業白書 2020年版』全国官報販売協同組合。

東洋経済(2022)『会社四季報 2022年2春』東洋経済新報社。

日本経済新聞電子版(2021年a)「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。

日本経済新聞電子版(2021年b)「膨れる高リスク資産 「影の銀行」に緩和マネー」2021年4月11日。

日本経済新聞電子版(2021年c)「米金融規制の不備あらわ SEC新委員長、総点検急務に」2021年4月15日。

根本忠宣(著)(2007)「ドイツのファミリービジネスにおける現状と課題」『国民生活金融公庫 調査季報』第81号。
ファミリービジネス白書企画編集委員会(編), 後藤俊夫(監修), 落合康裕(企画編集), 荒尾正和・西村公志(編著)(2018)『ファミリービジネス白書—100年経営とガバナンス—』白桃書房。
増尾賢一(2009)「日本の株式所有の歴史的構造(2)戦後の財閥解体による株式所有の分散」中央学院大学商経論叢, 23(2)。
三井文庫(編著)(2015)『史料が語る三井のあゆみ—越後屋から三井財閥—』吉川弘文館。
森・濱田松本法律事務所(2021)「WEALTH MANAGEMENT NEWSLETTER」Vol. 21, 2021年5月号。

英語文献

Berle, A. and G. Means(1932) "Modern corporation and private property," New York: Macmillan.
Prince, R. A. and H. Shaw Grove (2004), *Inside the Family Office*. Overland Park, KS: Wealth Management Press. (ラス・アラン・プリンス, ハンナ・ショー・グローブ(著), 多田斎(監訳), 野村證券ファミリーオフィス研究会(訳)(2008)『ファミリーオフィス 富裕層向け財産管理の新潮流』東洋経済新報社)
Randel, S. Carlock and John L. Ward (2010) "When Family Businesses are Best: The Parallel Planning Process for Family Harmony and Business Success". London, Macmillan, 2010 edition. (ランデル・S・カーロック&ジョン・L・ウォード(著), 階戸照雄(訳)(2015)『ファミリービジネス 最良の法則』ファーストプレス)

ウェブサイト(日本語)

金融庁(2007)「金融商品取引法制に関する政令案・内閣府令案等」に対するパブリックコメントの結果等について(2007年7月31日) <https://www.fsa.go.jp/news/19/syouken/20070731-7.html>(閲覧日: 2021年12月5日)。
帝国データバンク(2019)「特別企画: 全国・後継者不在企業動向調査(2019年調査)」帝国データバンク(2019)「特別企画: 全国・後継者不在企業動向調査(2019年調査)(2019年11月15日)」帝国データバンク HP, <https://www.tdb.co.jp/report/watching/press/pdf/p191104.pdf>(閲覧日: 2022年2月20日)。

ウェブサイト(英語)

Boston Consulting Group(2019)「Global Wealth 2019: Reigniting Radical Growth(2019.6.21)」, Boston Consulting Group HP, <https://www.bcg.com/ja-jp/press/21june2019-global-wealth-report>(閲覧日: 2022年2月20日)。
Capgemini(2022)「WEALTH MANAGEMENT TOP TRENDS 2022」, Capgemini HP, <https://www.capgemini.com/wp-content/uploads/2021/11/Top-Trends-in-Wealth-Management-2022.pdf>(閲覧日: 2022年2月20日)。
Credit Suisse(2021)「Global wealth report 2021」, Credit Suisse HP, <https://www.credit-suisse.com/about-us/en/reports-research/global-wealth-report.html>(閲覧日: 2022年2月20日)。
Investment News (2021)「Wealthy families want more hedge funds: BlackRock(2021.1.6)」, Investment News HP, <https://www.investmentnews.com/wealthy-families-want-more-hedge-funds-blackrock-200937>(閲覧日: 2022年2月20日)。
The Trade(2021)「The collapse archegos capital management(2021.7.16)」, The Trade HP, <https://www.thetradenews.com/the-collapse-of-archegos-capital-management/>(閲覧日: 2022年2月20日)。
UBS(2020)「UBS Global Family Office Report 2020」, UBS HP, <https://www.ubs.com/global/en/wealth-management/uhnw/global-family-office-report/>(閲覧日: 2022年2月20日)。

注

- ¹ 金融派生商品等複数の金融商品を分散させて高い運用収益を得ようとする代替投資の1つ。
- ² 倉科敏材(著)(2003)『ファミリービジネスの経営学』東洋経済新報社。
- ³ 階戸照雄・加藤孝治(編著), 三井住友信託銀行株式会社・デロイトトーマツ税理士法人(著)(2020)『ファミリーガバナンス
スムーズな事業承継を実現するために』中央経済社, 16-18 ページ。
- ⁴ 同書, 44-52 ページ。
- ⁵ 上場企業の場合には、東証が策定したコーポレートガバナンス・コードに対する対応が求められているが、未上場企業の場合には自主的な取り組みである。
- ⁶ Prince, R. A. and H. Shaw Grove (2004), *Inside the Family Office*. Overland Park, KS: Wealth Management Press. (ラス・アラン・プリンス, ハンナ・ショー・グローブ(著), 多田斎(監訳), 野村證券ファミリーオフィス研究(訳)(2008)『ファミリーオフィス
富裕層向け財産管理の新潮流』東洋経済新報社)。
- ⁷ Randel, S. Carlock and John L. Ward (2010) "When Family Businesses are Best: The Parallel Planning Process for Family Harmony and
Business Success". London, Macmillan, 2010 edition. (ランデル・S・カーロック&ジョン・L・ウォード(著), 階戸照雄
(訳)(2015)『ファミリービジネス 最良の法則』ファーストプレス)。
- ⁸ 階戸照雄・加藤孝治(編著), 三井住友信託銀行株式会社・デロイトトーマツ税理士法人(著)(2020), 前掲書, 105-110 ページ。
- ⁹ Credit Suisse(2021)「Global wealth report 2021」, Credit Suisse HP, <https://www.credit-suisse.com/about-us/en/reports-research/global-wealth-report.html>(閲覧日: 2022 年 2 月 20 日)。
- ¹⁰ UBS(2020)「UBS Global Family Office Report 2020」, UBS HP, <https://www.ubs.com/global/en/wealthmanagement/uhnw/global-family-office-report/>(閲覧日: 2022 年 2 月 20 日)。
- ¹¹ Investment News (2021)「Wealthy families want more hedge funds: BlackRock(2021.1.6)」, Investment News HP, <https://www.investmentnews.com/wealthy-families-want-more-hedge-funds-blackrock-200937> (閲覧日: 2022 年 2 月 20 日)。
- ¹² Ernst & Young による調査, 日本経済新聞電子版(2021 年 a)。
- ¹³ 米国の Standard Oil 社は、創業当時、本稿 II 1 記載のファミリービジネスの定義のうち、①～⑤が該当していたと考えられることから、ファミリービジネスであったと認識される。
- ¹⁴ Capgemini(2022)「WEALTH MANAGEMENT TOP TRENDS 2022」, Capgemini HP, <https://www.capgemini.com/wp-content/uploads/2021/11/Top-Trends-in-Wealth-Management-2022.pdf>(閲覧日: 2022 年 2 月 20 日)。
- ¹⁵ 日本経済新聞電子版(2021 年 b)。
- ¹⁶ The Trade(2021)「The collapse archegos capital management(2021.7.16)」, The Trade HP, <https://www.thetradenews.com/the-collapse-of-archegos-capital-management/>(閲覧日: 2022 年 2 月 20 日)。
- ¹⁷ 森・濱田松本法律事務所(2021)「WEALTH MANAGEMENT NEWSLETTER」, Vol.21, 2021 年 5 月号, 1 ページ。
- ¹⁸ Prince, R. A. and H. Shaw Grove (2004) (ラス・アラン・プリンス, ハンナ・ショー・グローブ(著), 多田斎(監訳), 野村證券ファミリーオフィス研究会(訳)(2008)前掲書, 53-74 ページ。)
- ¹⁹ 長期的観点から、資金の出し手のリスク許容度に応じた最適なポートフォリオを構築するもの。
- ²⁰ 複数の投資信託を対象とする投資信託を指す。
- ²¹ 株式未公開会社に関する投資を指す。
- ²² UBS(2020), 前掲書。
- ²³ 日本経済新聞電子版(2021 年 a)。
- ²⁴ 江戸期の三井家は、株式会社制度がない時代であったことを踏まえ、本稿 II 1 記載のファミリービジネスの定義のうち、①～③が該当したと考えられることから、ファミリービジネスであったと認識される。
- ²⁵ 三井文庫(編著)(2015)『史料が語る三井のあゆみー越後屋から三井財閥ー』吉川弘文館, 18-79 ページ。

- ²⁶ 日本経済新聞電子版(2021 年 c)。
- ²⁷ 原資産のキャピタルゲイン、インカムゲイン等を含む全てのリターンと事前に取り決めた金利を交換する取引。
- ²⁸ アルケゴス事件を受けて、「アルケゴスの騒動は借入れを通じ、金融機関が大きなリスクをとっていた実態が浮き彫りになった。少なくとも金融機関に対する対顧客取引の監督強化は避けられそうもない」の報道がみられた。日本経済新聞電子版(2021 年 a)。
- ²⁹ 倉科敏材(著)(2003), 前掲書, 130-132 ページ。
- ³⁰ 東洋経済(2022)『会社四季報 2022 年 2 春』東洋経済新報社。
- ³¹ 原則として登記社名。
- ³² 2022 年 1 月末直近の本決算期末または第 2 四半期末における株主名簿上位 10 名。
- ³³ 2022 年 1 月末直近の会社法上の取締役および監査役。
- ³⁴ 原則として株式会社として登記した年月。
- ³⁵ 本調査においては、ファミリー株主として、公開情報における主要株主(上位株主 10 位以内)における①企業名と同じ名称の法人(資産管理企業を含むファミリーオフィスと想定)株主、②企業名と同姓の個人株主、③企業役員の姓と同じ名称の法人株主、④企業役員と同姓の個人株主を対象として、株式保有人数、株式保有数を調査した。なお、ファミリーオフィス(資産管理企業を含む)については、企業名または会社役員の姓を含んでいない社名の法人である場合は、個別にファミリーオフィス(資産管理企業を含む)であると特定できた先以外は対象に含めることができていない。
- ³⁶ 増尾賢一(2009)「日本の株式所有の歴史的構造(2)戦後の財閥解体による株式所有の分散」中央学院大学商経論叢, 23(2), 53-66 ページ。
- ³⁷ 田中亘(2020)『会社法 [第 2 版]』東京大学出版会, 170 ページ。
- ³⁸ 週刊ダイヤモンド(2022)「特集 絶頂トヨタの真実」ダイヤモンド社, 2022 年 3 月 5 日号, 30-31 ページ。
- ³⁹ 同書, 31 ページ。
- ⁴⁰ Boston Consulting Group(2019)「Global Wealth 2019: Reigniting Radical Growth(2019.6.21)」, Boston Consulting Group, <https://www.bcg.com/ja-jp/press/21june2019-global-wealth-report> (閲覧日: 2022 年 2 月 20 日)。
- ⁴¹ 根本忠宣(著)(2007)「ドイツのファミリービジネスにおける現状と課題」『国民生活金融公庫 調査季報』第 81 号, 38-59 ページ。
- ⁴² 森・濱田松本法律事務所(2021), 前掲書, 2 ページ。
- ⁴³ 税務上パススルーとは、法人等で発生した利益に対して当該法人等には課税されず、その利益の配分を受けた出資者等に課税されることをいう。
- ⁴⁴ 森・濱田松本法律事務所(2021), 前掲書, 2-3 ページ。
- ⁴⁵ 例外的に、出資者のうち適格機関投資家を含む等の要件を満たす場合には、届出により、組合による出資の受入れと運用を行うことができるが、ファミリーメンバーである個人が適格機関投資家となるには保有する有価証券の残高が 10 億円以上であるほか、その他の個人出資者も 1 億円以上の有価証券を保有することが求められている。
- ⁴⁶ 金融庁(2007)「金融商品取引法制に関する政令案・内閣府令案等」に対するパブリックコメントの結果等について(2007 年 7 月 31 日) <https://www.fsa.go.jp/news/19/syouken/20070731-7.html>(閲覧日: 2021 年 12 月 5 日)。
- ⁴⁷ Berle, A. and G. Means(1932) “Modern corporation and private property,” New York: Macmillan.
- ⁴⁸ 中小企業庁(編著)『中小企業白書 2020 年版』全国官報販売協同組合, 110-111 ページ。
- ⁴⁹ ファミリービジネス白書企画編集委員会(編), 後藤俊夫(監修), 落合康裕(企画編集), 荒尾正和・西村公志(編著)(2018), 前掲書, 6-25 ページ。
- ⁵⁰ 帝国データバンク(2019)「特別企画: 全国・後継者不在企業動向調査(2019 年調査)」帝国データバンク(2019)「特別企画: 全国・後継者不在企業動向調査(2019 年調査)(2019 年 11 月 15 日)」帝国データバンク HP, <https://www.tdb.co.jp/report/watching/press/pdf/p191104.pdf>(閲覧日: 2022 年 2 月 20 日)。

【受領日 2022 年 3 月 30 日 受理日 2022 年 4 月 30 日】