

プレスリリース

2015年8月28日

クレディ・スイス、世界のファミリービジネス(家族経営企業)に関する調査報告を発表

～高いキャッシュ・リターンと経済価値の創出、また卓越した評価と株価パフォーマンスを裏付ける結果に

クレディ・スイスは8月17日、世界のファミリービジネス(家族経営企業)に関する最新のレポート『ファミリービジネスモデル』を発表しました。同レポートは、時価総額が10億米ドル以上の上場企業で、創業者一族による持分が発行済株式の20%以上を占める企業920社以上を世界35カ国から集めて作成したクレディ・スイスのデータベース「CS グローバルファミリー900」を基にしたものです。

同レポートによると、CS グローバルファミリー900の内、76%をアジアの企業が占め、また時価総額で見たファミリービジネスの上位50位のうち、半数以上がアジア地域に集中しています。クレディ・スイスの企業評価システム HOLT を使用して比較したところ、2006年以降、CS グローバルファミリー900のパフォーマンスは MSCI オール・カントリー・ワールド・インデックス(MSCI ACWI)を47%上回り、リターンの年平均成長率(CAGR)は4.5%超となっています。

クレディ・スイス証券株式会社プライベート・バンキング本部の CIO ジャパンである松本聡一郎は次のようにコメントしています。「戦後70年を迎えた今日、日本経済が復興を遂げた過程において、日本の起業家が果たした役割は大きかったでしょう。日本には数世紀にわたり営まれている事業、企業も数多く存在し、独特の企業価値や企業理念が時代をまたいで受け継がれ、経済、延いては国の発展に大きく貢献したことは言うまでもありません。現在、多くの企業が世代交代の局面を迎えており、事業承継の重要性が大きく注目されています。また、今年6月に導入されたコーポレートガバナンスコードを契機に、企業のガバナンスに対する関心も一層高まっています。企業経営の形が変わりつつあり、これまで承継されてきた企業価値を再評価するケースも増加しています。当レポートでは、ファミリービジネスが企業価値に与える影響について分析を行い、家族経営事業が世界レベルで富の創造をしているのか、またそれがいかにして行われているかを検証しています。その手法として世界各地の家族経営事業と MSCI・ACWI 指数を用いて、成長サイクルおよび収益、さらに事業戦略の違いを比較した結果、家族経営事業がより高い業績を収めている理由について解説しています。このレポートが日本の企業経営のあり方について、長期的な視野で、より幅広い考察を促すことを期待しています」

クレディ・スイスのプライベート・バンキング & ウェルスマネジメント部門 デュプティ・グローバル最高投資責任者であるジャイルス・キーティングは次のように述べています。「アントレプレナーシップ(起業家精神)は機会と必要性から生まれます。マクロ経済的背景として規制撤廃が進み、政府の関与が減らされる方向に動いており、クレディ・スイスでは、家族経営ビジネスが単に経済成長のキードライバーであるだけでなく、重要な雇用主ともなっています。したがって、このような企業の業績がなぜ、どのようにしたら良くなっているのか、そしてこれらの企業がマクロ経済政策や株式市場の動向にどのような影響を与えていくかを理解することが要となります。経済における政府の役割が世界的に縮小する中、起業家は革新者となり、また将来の成長や発展の担い手となるのです」

創業時からの投資に、より大きなメリット

今回の調査結果では、創業後間もない成長著しい時期に創業者と共に投資を行えば最大のリターンが得られるのに対し、後の世代になるにつれそのメリットが縮小していくことが明らかになっています。2006年以降の第1世代企業の CAGR は9.0%となっており、また興味深い点として、第3世代の企業が第2世代のパフォーマンスを若干上回りました。

株価上昇と経済利益創出との密接な相関関係

2006年以降、家族経営企業は MSCI ACWI を若干上回っており、EV(企業価値)/EBITDA では12%、PBR(株価純資産倍率)では5%高く推移しています。これは ROE(自己資本利益率)にも表れており、平均でベンチマークを4.3%上回っています。投資に対する現金収益率(CFROI)では9%超上回っています。

長期的には、CS グローバルファミリー900のファミリービジネスはベンチマークの2倍の経済利益(EP)を生んでおり、資産や資本を使用する機会費用を利益が上回っていると定義づけられます。これが、ROE がさほど高くないにもかかわらずファミリービジネスが市場で高い評価を得ている大きな理由の1つと考えられます。ベンチマークに比べて安定した投資リターン・サイクル、高い CFROI と経済利益率に反映された長期的な価値創出に対し、投資家側では若干の割増金を支払う準備ができていているというわけです。

強力で安定した売上高成長率

CS グローバルファミリー900企業は1995年以降、年率10%の増収という実績をあげており、MSCI ACWI の企業の7.3%とは対照的となりました。2006年以降は平均で家族経営が8.5%、同ベンチマークが6.2%となりました。このように売上の伸びが大きくなっている理由はいくつかありますが、構造的性質上このように伸び率が大きく変動が小さくなっている根拠として、より長期的な企業戦略が寄与してものと見ています。この長期的アプローチの一環として、製品またはサービスの質、長期的な顧客関係の構築、ブランド・ロイヤルティを重要視していること、また分散させるよりは主力製品に集中し、その主力製品においてイノベーションを図ることが、他よりも業績が上回っていることをうまく説明する要素となっています。

アジアのファミリービジネスは成長に向けた資金調達とレバレッジの多くを外部に依存

家族経営事業に関する学術研究では、所有権や独立性を保つために成長や投資を目的とした資金繰りは内部依存型となる傾向が強いとされています。クレディ・スイスの分析でも、米国と欧州の家族経営企業についてはこれが当てはまるのが分かっていますが、アジアの家族経営企業では、資金繰りやレバレッジに外部への依存が強くなっていることが判明しました。その理由として次の3点が挙げられます。1つ目は、アジアのファミリービジネスは比較的若い企業が多いため、創業者がリスクの希釈よりも統制の維持と成長のためにまだ試行錯誤していること、2つ目は、時価総額が低く、成長のためにそれほど多額の資金を必要としないこと、3つ目は、貯蓄や親族などからの資本が活用できない可能性があることです。一例として、中国企業の多くが成長の財源としてベンチャー・キャピタルを利用しています。

ファミリービジネスの成長は構造的なものです。家族経営企業は1990年以降に平均して売上高の2.1%を M&A に毎年費やしており、非家族企業の5.8%と対照的となりました。これは金額ベースで見ると60%以上下回り、研究開発費が少ないという見解と一致しており、保守主義を取る傾向や、買収主導による成長よりも内部的な成長に依存する傾向が強いという解釈を裏付けています。さらに、合併後3年間の成長およびリターンの改善を見ると、ファミリービジネスはより安価で良い買収を行っていることがわかりました。家族経営事業の3年後の CFROI 平均上昇率は21%であるのに対し、買収企業全体では9%です。同様に、成長も家族経営の買収主の場合は3年後の平均で22%であったのに対して、全企業ではわずかに7%でした。

ファミリービジネスの「生存率」— 第1代から第2世代へ移行する割合は50%

同レポートでは、利害関係者リスクや、閉鎖的な経営、能力不足の親族の雇用、議決権の違いなど、ファミリービジネスの抱える潜在リスクと脆弱性についても分析を行っています。

外部投資家の潜在コストとして指摘されるのが、ファミリービジネスの後継者問題と事業承継に関わる事業リスクです。当レポートの分析では、第1世代の生存率について、データベースに登録されたファミリービジネスの50%が創業者から第2世代へ移行しているのに対し、第3世代への移行率は22%、第4世代では10%となっています。

医療や IT など、主に知的財産に関わる分野の企業では、他の有形資産が多いビジネスモデルの業種の企業に比べ、早い時期に売却に踏み切る傾向が見られます。これは、後継世代が創業者のビジョンや関心事項を共有できないことの顕れといえます。このような企業承継に関わるリスクは、株価リターンや会計の質の低下に表れ、特に第2世代の経営者でその傾向が顕著になります。

CS グローバルファミリー900の76%がアジアの企業 — 重点分野は技術関連、一般消費財、生活必需品

CS グローバルファミリー900の76%をアジアの企業が占めていますが、これは欧州や米国とは異なる近年の経済発展パターンを反映したものとと言えます。欧米市場では所有権の分散が進んでおり、多くのファミリーが時間の経過と共にビジネスを売却する傾向が強くなっています。また、42%が2000年以降に、また3%が過去5年以内に上場しており、その大部分がアジア企業であることから、近年の同地域の経済発展と長い伝統を誇る起業家精神の両方の影響が見てとれます。

国別の時価総額の合計を見ると、CS グローバルファミリー900の中では米国が最大で、これは資本主義、起業家精神にあふれた経済発展と、国有資産の少なさを反映した結果と言えます。一方で、中国が第2位につけており、過去35年にわたる極めてダイナミックで起業家精神にあふれた経済発展を裏付けています。また、時価総額で40%を新興市場が占めており、過去50年にわたり各国の発展と成長においてファミリービジネスが重要な役割を果たしてきたことが覗えます。

CS グローバルファミリー900は、MSCI World と比べて、情報技術、一般消費財、生活必需品の各業種のウェイトが高く、こうした分野が初期設備投資の面で参入しやすいことを示唆しており、技術関連の場合、競争が少ない(専有知的財産が少ない)という利点があります。一方で、金融セクター(特に銀行証券)は少なくなっています。

「ファミリービジネスモデル」レポート全文(英語):

<https://www.credit-suisse.com/sg/en/news-and-expertise/research/credit-suisse-research-institute/publications.html>

日本語訳レポート全文をご希望の方はクレアブ・ギャビン・アンダーソンまでご連絡ください。

本件に関するお問い合わせ先

クレアブ・ギャビン・アンダーソン(クレディ・スイス広報代理) 電話:03-5404-0640

クレディ・スイスについて

クレディ・スイスは、世界有数の金融機関として、プライベート・バンキング、インベストメント・バンキング、アセット・マネジメント事業を世界中で展開しています。アドバイザリー・サービス、包括的なソリューション、革新的な商品を、世界中の法人および富裕層個人顧客、またスイス国内の一般個人顧客に提供しています。クレディ・スイスは、世界50ヶ国以上に拠点を持ち、約46,600人の従業員を有しています。クレディ・スイスの本拠地はチューリッヒで、世界各地にある複数の事業法人で構成されています。親会社クレディ・スイス・グループ AG の株式(CSGN)はスイスおよび米国預託証券(CS)としてニューヨークで上場しています。

日本語サイト: <https://www.credit-suisse.com/jp/ja/about-us.html>

グローバルサイト: <https://www.credit-suisse.com>