

## メディアリリース

### クレディ・スイス ファミリービジネスに関する新たなレポートを発行

東京、2018年9月20日 クレディ・スイス・リサーチ・インスティテュート（CSRI）が発行した「2018年クレディ・スイス・ファミリー1000」レポートで、ファミリービジネスは長期的に見てすべての地域とセクターで株式市場全般をアウトパフォームしていることを示しています。ファミリービジネスはすべての地域で高い収益の伸びと利益率を誇り、2006年以降の相対的な株価上昇を支えています。日本のファミリービジネスは年間743bpと世界最高のアウトパフォーマンスを達成しました。ちなみに、他の地域のアウトパフォーマンスの平均は340bp、日本を除くアジアでは418bpとなっています。

CSRIは様々な規模、セクター、地域にまたがる1,000以上の上場しているファミリービジネス企業のデータベースを分析し、世界各地の7,000以上の非ファミリービジネス企業で構成されたコントロールグループの財務や株価とファミリービジネス企業の10年間にわたるパフォーマンスを比較しました。

#### アジア太平洋のファミリービジネスがユニバースを支配

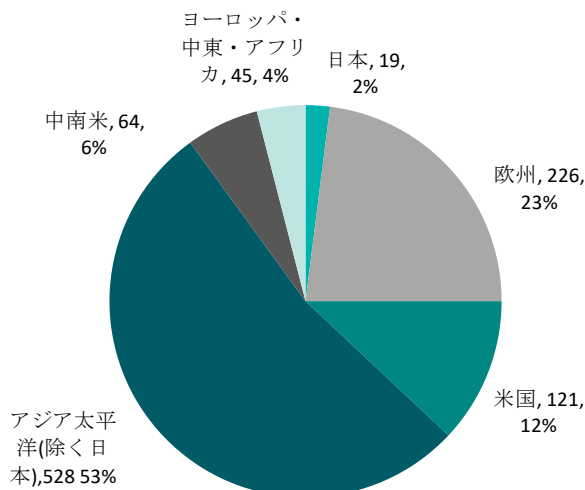
レポートは（日本を含めた）アジア太平洋地域の12市場を対象としています。アジア太平洋は企業数でユニバースの55%を占め、その数は合計547社、時価総額は4.42兆米ドルに達しています。データベースに含まれる日本のファミリービジネスは19社、時価総額は3,790億米ドルにのぼっています。

松本聡一郎、クレディ・スイス CIO ジャパンは次のように述べています。“ファミリービジネスは、多くの国の経済において大変重要な役割を果たしています。しかし、これまで詳しくその価値を分析し評価する動きは広がっていません。クレディ・スイスのシンクタンクであるリサーチインスティテュートは、2008年からこのファミリービジネスについてグローバルに分析し発表しています。2018年の調査レポートでは、世界中で上場しているファミリー経営の企業について1,000社のユニバースを作成し、最新の情報をもとに分析をしています。ファミリー経営企業の特徴は、その優れたビジネスのパフォーマンスにあり、その株式への投資がもたらすリターンも各国のベンチマークを上回っています。その背景は、ファミリー経営企業は概ねイノベーションに熱心であり、慎重かつ長期的視点から経営をリードし、研究開発や設備投資などに積極的に取り組んでいるからだと分析しています。ファミリー経営企業の成長性やキャッシュフロー・リターンの高さは、いずれの業種や国、地域においても観測されており、これからも経済の成長をリードする役割を果たすと期待しています。”

クレディ・スイスのテーマ別投資の首席アナリストでレポートの執筆主幹であるユージン・クラークは次のように述べています。「今年もファミリービジネスがすべての地域とセクターで規模を問わず、同業他社をアウトパフォームし続けています。これはファミリービジネスが中長期の展望を掲げ、さほど外部資金に頼らずに研究開発に多額の投資をしているからだと思います。クレディ・スイスが実施したこの世界規模の研究は、多数の投資家の懸念とは裏腹

に、特別議決権を伴うファミリービジネスと普通株のファミリービジネスの業績に大差がないことも示しています。

図1：地域別ファミリービジネス数

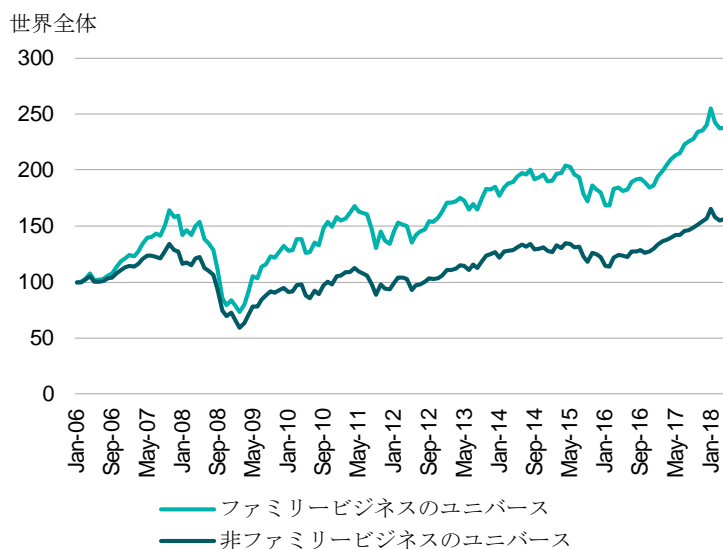


出所: クレディ・スイス・リサーチ

日本についての主な調査結果:

ファミリービジネスは高い成長と利益率を誇っています。ファミリービジネスの財務は非ファミリービジネスを上回っています。収益の伸び率、利払い前・税引前・減価償却前利益 (EBITDA) のマージン、キャッシュフローのリターンが高い反面、ギアリングは低くなっています。

図2：ファミリービジネスは2006年以降、非ファミリービジネスをアウトパフォーム



出所: トムソン・ロイター, クレディ・スイス・リサーチ

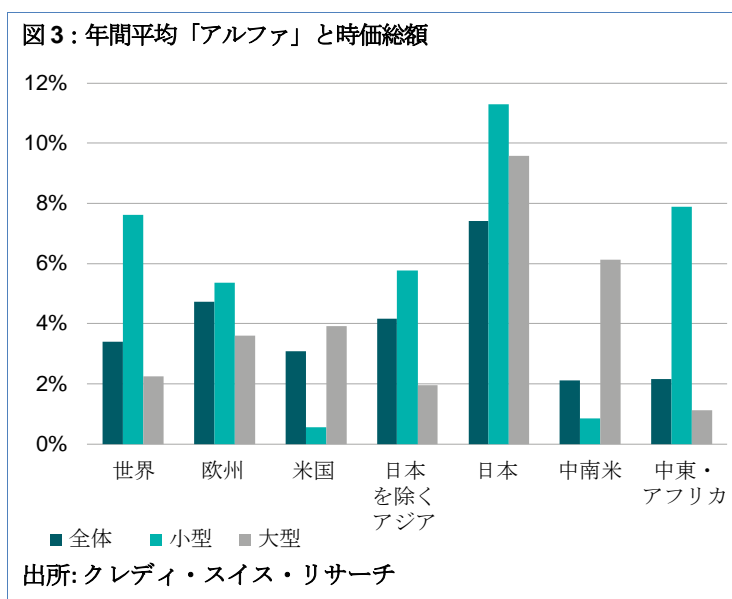
### 日本のファミリービジネスのユニバーズは他の地域をアウトパフォーム

日本のファミリービジネスは世界のファミリービジネスを大きくアウトパフォームしました。日本のファミリービジネスは時価総額が大きな企業が多いですが、時価総額が小さな企業のアウトパフォーマンスは11.30%、時価総額が大きな企業は9.59%と、時価総額が小さな世界の企業の7.62%、大きな企業の2.25%を上回っています。

世界で最も利益率が高い50社のうち、25社は(日本を含む)アジア太平洋地域を拠点とし、時価総額は合計7,550億米ドルでした。中長期重視の戦略が奏功し、この地域のファミリービジネスは財務と株価のリターンの面で非ファミリービジネスを引き離しています。

本レポートにおける時価総額定義：

小規模=30億米ドル未満、中規模=30-70億米ドル、大規模=70億米ドル超

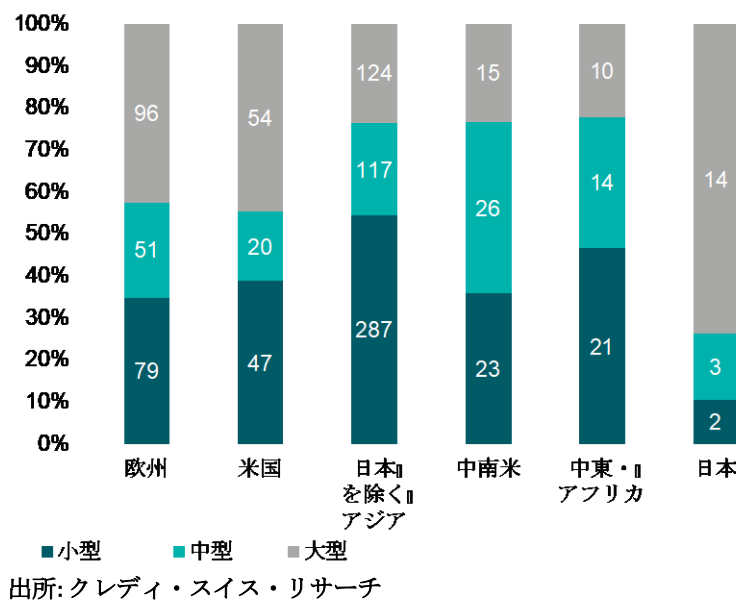


### 日本のファミリービジネスはアジアを規模で大きく上回る

日本以外のアジアのファミリービジネスの平均時価総額が77億米ドル、世界が110億米ドルなのに対し、日本のファミリービジネスの平均時価総額は200億米ドルと域内最大です。

クレディ・スイス・ファミリー1000データベースに含まれる日本のファミリービジネス19社のうち、3社は世界の時価総額の上位50社に入っています。

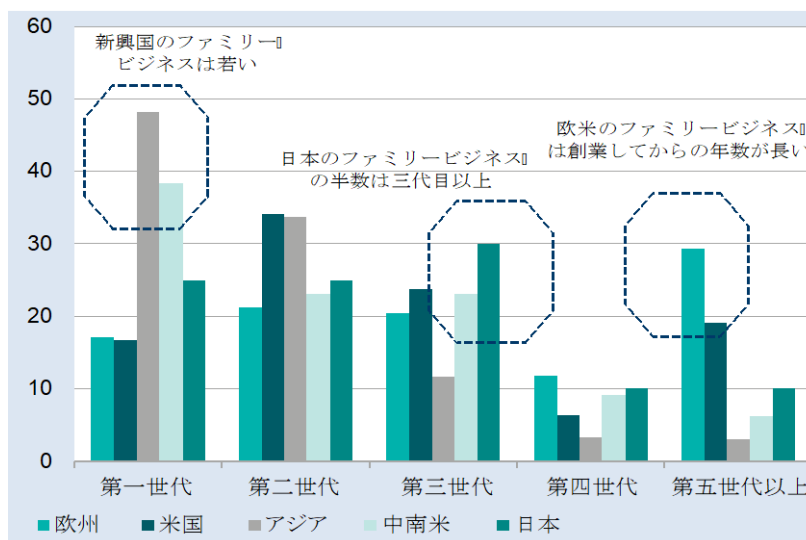
図4：時価総額別「ファミリー1000」のデータベースの内訳



日本のファミリービジネスはアジアのファミリービジネスよりも成熟

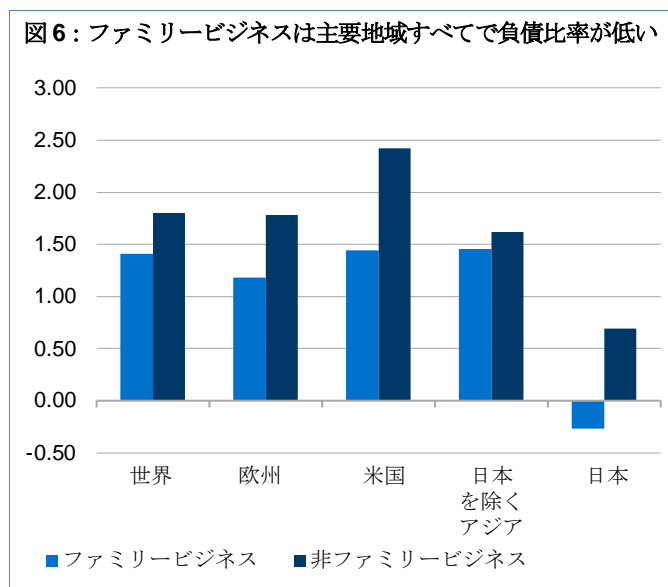
日本のファミリービジネスは欧米と同様に、創業してからの年数が長い傾向があります。日本のファミリービジネスの半数は三代目以上です。対照的に、日本以外のアジアと中南米といった新興国のファミリービジネスは創業してから日が浅い傾向があります。データベースに含まれている日本以外のアジアのファミリービジネスの80%以上は一代目か二代目です。レポートの調査結果は、一代目や二代目の若い企業は業績の面で三代目以降のファミリービジネスを年間350bp程度上回っていることも示唆しています。

図5：年齢-世代別ファミリービジネスのデータベースの内訳



**ファミリービジネスは中長期を見据えた保守的な姿勢。** 調査に含まれたファミリービジネスは保守的な成長を追求しています。平均的なファミリービジネスは平均的な非ファミリービジネスよりも債務による資金調達に頼ることが少なく、特に日本ではこの傾向が顕著です。

中長期の投資を重視する姿勢のおかげで、四半期毎の決算から離れて景気サイクルを通じた成長、マージン、リターンを重視する柔軟性が生まれます。これは円滑なキャッシュフローにもつながり、外部からの資金調達の必要性が薄れます。この結果、ファミリービジネスの株価は2006年以降、アウトパフォームしてきました。



**株主リターンは議決権構造とは無関係。** 普通株のファミリービジネスと特別議決権を伴うファミリービジネスの株主のトータルリターンに着目すると、その差は取るに足らず、この点についての投資家の懸念が見当違いであることを示唆しています。

**後継者問題のリスクが誇張されているおそれ。** レポートでは過去10年間に一代目と二代目のファミリービジネスのリスク調整済みのリターンが三代目以降のファミリービジネスを上回ったことが明らかになりました。レポートはその理由は後継者問題にあるのではなく、事業の成熟度を反映したものと分析しています。創業してから日が浅いファミリービジネスは時価総額が小さい成長株の傾向が強く、業績好調なのに対し、急成長を遂げる「新しい」（テクノロジーなどの）革新的なセクターに古い企業が属する可能性は低いことをレポートは浮き彫りにしています。

**アンダーパフォーマンスの時期はマクロ経済環境とは無関係。** マクロ経済や株式市場全体のセンチメントとファミリービジネスの相対リターンとの間に強力な関係はないようですが、経済環境が急速に改善する時期はファミリービジネスの相対リターンが弱い時期としばしば重なることが明らかになりました。これはファミリービジネスならではの防衛的、保守的な姿勢によ

るものであり、そう考えると、今年上半期の株価の相対的なリターンがやや低いこともうなづけます。

「クレディ・スイス・ファミリー1000」レポートをご希望の方はご連絡ください。

#### 「2018年クレディ・スイス・ファミリー1000」レポートについて

厳密なファミリービジネスとしての基準を保証するため、ファミリービジネスのバスケットが広範囲に更新され再検討されました。基準には、創業者またはその子孫が20%以上の株式を直接保有するか、20%以上の議決権を保有する条件が含まれています。見直しにより、時価総額が2億5,000万米ドル以上で、クレディ・スイスのバスケットに含まれる世界のファミリービジネスの数は2017年の972社から1,015社に増加しました。

さらに、2017年に続き、CSRIはファミリービジネス・バスケットのパフォーマンスを、広く活用されているMSCI ACワールドインデックスよりも幅広いベンチマークと比較しました。MSCI ACワールドインデックスの構成銘柄は約1,300-1,500社に過ぎないため、ファミリービジネスの地域別、セクター別、規模別の比較がごく少数のサブセットに基づくことになり、レポートの結論の重要性が損なわれるとCSRIは考えました。CSRIが使用するベンチマークはデータストリームのトータルマーケット指数に含まれる世界の全企業にラッセル2000指数の構成銘柄を足したものです。CSRIファミリービジネスのユニバースに含まれる企業を除外した後、世界の7,000社以上のコントロールグループができました。

当社データベースに含まれる企業の大半は新興国市場を拠点とし、アジアだけで528社、全体の53%を占めています。欧米を拠点とする企業は合計で347社です。

なぜ新興国が大半を占めているのか、その理由は、新興国のファミリービジネスは先進国のファミリービジネスより創業からの日が浅く、一族や創業者が所有している確率も高くなります。欧州の先進国のファミリービジネスの創業からの年数は平均82年と、アジア(除く日本)の37年や中東・アフリカの30年より長くなっています。

もう1つの要因として、先進国が新興国よりも厳しい経済成長に直面している可能性が考えられます。ここにファミリービジネスの成熟化が加わり、株式の幅広い売却を通じて企業価値を確保しようという心理が働いたのかもしれない。

#### クレディ・スイス・リサーチ・インスティテュートについて

クレディ・スイス・リサーチ・インスティテュートはクレディ・スイスの社内シンクタンクです。2008年の世界金融危機後に長期の経済動向を研究する目的で設立され、金融サービス業界の内外において世界的なインパクトを与えることを目指しています。クレディ・スイス・リサーチ・インスティテュートについての詳細は [www.credit-suisse.com/researchinstitute](http://www.credit-suisse.com/researchinstitute) をご覧ください。

#### メディアのお問い合わせ先:

福島治子 +813-4550-7054  
[haruko.fukushima@credit-suisse.com](mailto:haruko.fukushima@credit-suisse.com)

#### クレディ・スイスについて

クレディ・スイス AG は、世界有数の金融機関であり、クレディ・スイス・グループ（以下「クレディ・スイス」）の子会社の 1 つです。クレディ・スイスの戦略は世界屈指のウェルス・マネージャー、専門的なインベストメント・バンキング能力、母国スイスでの強力な存在感という強みの上に成り立っています。ウェルスマネジメントに対してバランスの取れたアプローチで臨み、成熟市場の多額の資産プールとアジア太平洋その他の新興国市場における資産の大幅な拡大を活用しつつ、スイスを中心に主要先進国にもサービスを提供しています。クレディ・スイスは、約 45,430 人の従業員を擁しています。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。詳細は以下をご覧ください。 [www.credit-suisse.com](http://www.credit-suisse.com)

#### 免責事項

本資料は、クレディ・スイス・リサーチ・インスティテュートにより提供されるもので、ここで提示される意見は別途記載された場合を除き、全て資料作成時のものであり、変更されることがあります。本資料は情報提供のために、また受領者が使用することのみを意図して作成されたものです。本資料は、クレディ・スイスにより、またはクレディ・スイスに代わって証券の売買について募集したり勧誘するものではありません。過去の実績に関する言及は、将来の指針になるとは限りません。本資料に掲載されている情報や分析は、信頼できると考えられる情報源から編集または結論付けられていますが、クレディ・スイスはその正確性または完全性を表明するものではなく、クレディ・スイスはそれらを使用した場合に生じる損失について、一切責任を負うものではありません。