

# リサーチ・インスティテュート

クレディ・スイス発のソートリーダーシップ  
そして世界の最先端を行くエキスパートたち



ファミリー  
ビジネスモデル

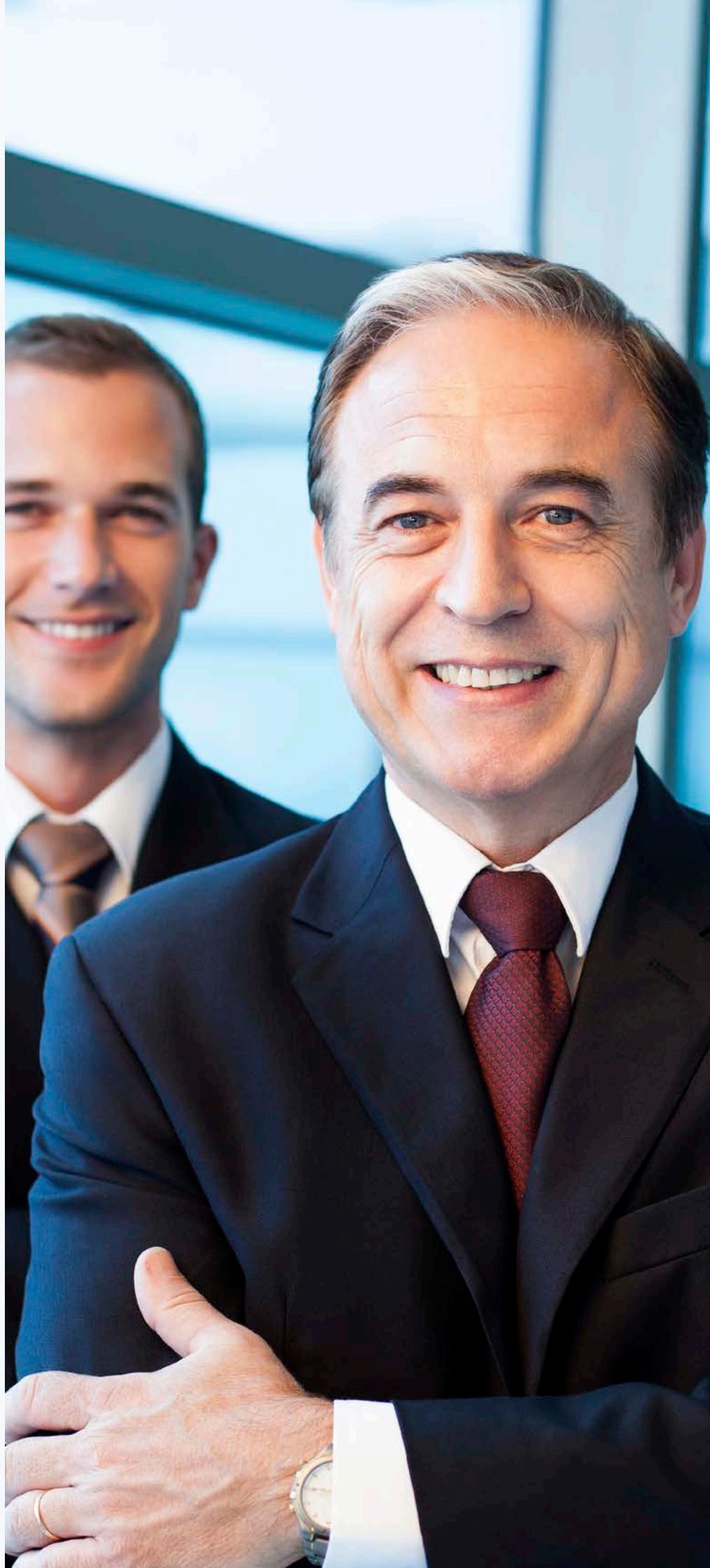
# 目次

- 03 はじめに
- 04 要旨
- 07 ファミリービジネスは投資先として優良か？
- 08 CSグローバルファミリー900
- 16 米国ケーススタディ：ウォルマート
- 18 欧州ケーススタディ：アルファ・ラバル vs ホッホティーフ
- 20 アジアケーススタディ：中国生物製薬 vs 華潤三九医薬
- 32 同族会社の投資事情
- 40 家族は経営者として優良なのか？
- 44 附録1：  
CSグローバルファミリー900
- 51 資料および参考文献

## お問い合わせ：

リチャード・カースリー：クレディ・スイス・インベストメント・バンキング  
グローバル証券商品部門責任者  
richard.kersley@credit-suisse.com

マイケル・オサリバン：クレディ・スイス・プライベート・バンキング&ウェルス・マネジメント 英国&EMEA  
地域担当最高投資責任者  
michael.o'sullivan@credit-suisse.com



## はじめに

これまで、近親者による企業の所有と業績との間に正の相関関係があるのか否かを確認するために、家族経営の事業について多くの研究がなされてきました。現時点では何の決定的な発見もありませんが、大部分の報告では利点が確認されているようです。研究は一般的に単一の市場に限られ、また対象とされている時間軸も異なるため、広範にわたる総合的な結論を見出すことは難しい状況です。今回、私たちは本レポートでご紹介するCSグローバルファミリー900を用いて、具体的にはクレディ・スイス・ホワイトペーパー01『欧州におけるファミリービジネス：成長の傾向と課題』（2007年2月発行）、『英国のファミリービジネスのライフサイクル』（2008年7月発行）、『クレディ・スイス・リサーチ・インスティテュートのアジアファミリービジネスレポート2011』、『ファミリービジネス：2012年の業績を支える』といったファミリービジネスに関する数々の調査でこれまで報告されてきた発見をさらに深掘りし、グローバル規模で家族経営企業にビジネスケースがあるのか、延いては外部株主にとって投資価値があるのか否かに注目をします。

クレディ・スイス・ホワイトペーパー01『欧州におけるファミリービジネス：成長の傾向と課題』（2007年9月）では、次のとおり、ファミリービジネスの特徴となる数々の強みに焦点を当てました。

- オーナーの長期的な関わり合いがある。
- 多数の機関投資家に所有される場合と対照的に、所有権の可視性が高く分かりやすい。
- 困難な時期にも会社に寄り添ってきたという実績がある。
- ビジネス界に門戸を開き続けている商標名がある。
- 意思決定およびビジネス慣行の一貫性を保つことにより、外部の投資家が負うビジネスリスクが低減される。
- オーナーと経営陣の利害がうまく調整されている。

今回は、ファミリービジネスが他と異なる理由、リスク・リターンプロファイルが一般企業のものとは異なる理由を明確にする手助けとして、これにさらにいくつかの特徴を追加しています。

- 支配を維持したいという思いから、経営および戦略がより慎重かつ効率的になる。
- 社会的に失敗すれば同族経営者にとっては当然不利な結果となるため、付加価値品やブランドの開発に重点が置かれる。
- コア事業に集中しているということは欲張らず、成長も構造的になるということの意味する。
- 研究開発の点でも、より広範な設備投資の点でも投資集約度は下がるが、圧縮がROEに限定されているということは投資および研究開発の効率が上がっているということの意味する。
- 株主がより分散されている企業の場合はボラティリティが低下する。
- キャッシュ・フローのリターン格差拡大と資産の増加を通じた価値の創造が図られる。

アントレプレナーシップ（企業家精神）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、私たち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ると見ています。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、企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。

ステファノ・ナテーラ

エクイティリサーチ、インベストメントバンキング部門グローバル責任者

ジャイルス・キーティング

IS&Rバイスチェアマン兼プライベートバンキング&ウェルスマネジメント部門副グローバル最高投資責任者

# 要旨

今回初の試みとして、家族経営事業が世界レベルで富の創造をしているのか、それがいかにして行われているかについて検証が行われました。私たちは世界各地の家族経営企業とMSCI ACWIの成長サイクルと収益、さらに事業戦略の違いを比較し、家族経営事業の方が良い業績を収めている理由を理解します。

ジュリア・ダーソン、リチャード・キースリー

- CSグローバルファミリー 900は2006年以降、MSCIオール・カンTRIES・ワールド・インデックスを上回る、4.5%の年平均成長率を記録している。
- 創業者と共に投資をした場合の株価収益率は最高となり、以後の世代ではそのメリットが縮小していくことが分かっている。
- 家族経営企業のビジネスモデルでは、米国や欧州のような先進国市場においてはROEが低い。アジアやEMEA地域ではROEが高い。ROEが低いということは投資戦略としてより保守性が強いということを示しているほか、経済的見返りだけでなく、同族所有にも優先事項が上げられることを意味する。
- しかしより長い期間で見ると、CSグローバルファミリー 900の同族企業はベンチマークと比べて2倍の経済的利益を生んでいる(すなわち、資産または資本を使用した際の機会費用を上回る利益を出しているということになる)。今回はウォルマート、アルファ・ラバル、中国生物製薬を事例として取り上げ、このことを説明している。
- 家族経営企業は、ベンチマークと比べて取引される際のEV/EBITDAおよびPBRが高くなる。株価の上昇は経済的利益の生成と密接に関係する。
- レバレッジは前回の調査同様に米国と欧州のファミリービジネスでは低くなっている。ベンチマークと比べて、金融危機後の財務レバレッジの解消が加速していることが証明されている。一方で、アジアのファミリービジネスのレバレッジが高まっている。
- ビジネスサイクルはよりスムーズかつ安定的になりつつある。売上の伸びはサイクル全体で変動が少なくなっており、山も谷も小さくなっていることが示されている。
- 同族企業は研究開発に対する投資が少ない。研究開発集約度は、米国ではベンチマーク水準のわずかに25%、欧州ではベンチマークを20%下回っている。これは経営スタイルがより保守的であることを示しているものの、収益の違いは相対的に限定的であることから、R&Dの効率の高さが反映されているものと考えている。
- ファミリービジネスの成長は構造的なものである。1990年以降、ファミリービジネス以外のM&Aが5.8%だったのに対し、ファミリービジネスはわずかに2.1%だった。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分かる。
- コーポレート・ガバナンスのリスクは誇張され気味である。コーポレート・ガバナンスの尺度として会計上の業績の経験測度を求めたところ、オーナーと少数株主の間には市場が考えるよりも密接な利害の一致があることが分かる。家族経営の会社の会計の質は高く、長期的な資産の保存に対するオーナーの力の入れぶりが反映されている。
- 相続や事業承継は、有形資産に対する依存度の高い企業の方が容易であることが分かっている。知的財産を基礎として立ち上げられた会社の方が、所有権の稀釈が速いようである。これには、後継世代が創業者のビジョンや利害を共有しないという事実が反映されていると思われる。
- 利害関係者リスク、閉鎖的な経営要員、適格外の家族の雇用、議決権の違いを含む、様々なリスクおよび脆弱性の可能性について検討をしている。

図表1

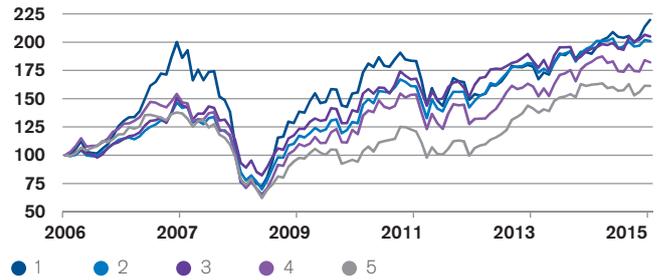
CSグローバルファミリー900とMSCI ACWIの比較



出所:ブルームバーグ、クレディ・スイス・リサーチ

図表2

世代別株価動向

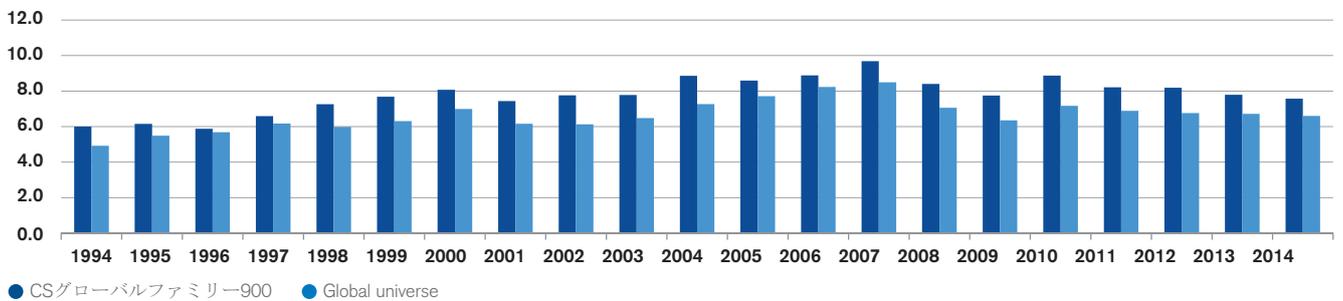


出所:クレディ・スイスHOLT

図表3

CSグローバルファミリー900とMSCI ACWIのキャッシュ・フロー・リターン比較

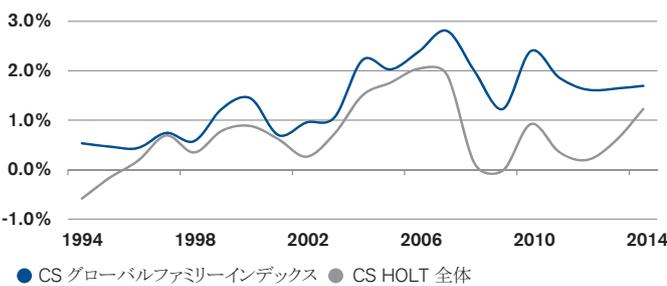
金融と公益事業を除く



出所:クレディ・スイスHOLT

図表4

EVに対する経済的利益の割合 (%)

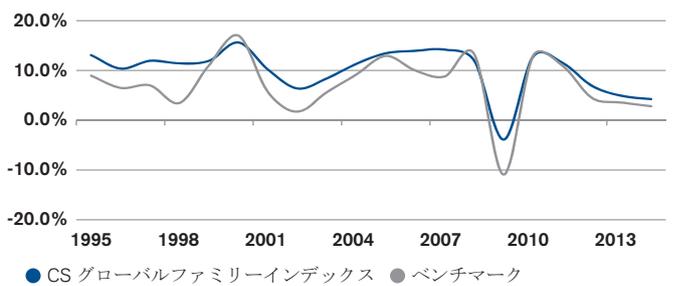


出所:クレディ・スイス・リサーチ

図表5

年間売上高の伸び

金融セクターを除く前年比



出所:クレディ・スイスHOLT

図表6

経済の重要な担い手としての家族経営事業者

	家族経営事業者 (%)	GDP寄与度 (%)	雇用割合 (%)
北米	90	米国57	米国66
欧州	85	70	60
アジア太平洋	85	34	57 南アジア / 32 北アジア
ラテンアメリカ	85	60	70
中東	90	80	70

出所: EY Family Business Yearbook 2014



# ファミリービジネスは投資先として優良か？

家族経営の会社は、外部株主にとって優良な投資機会となるのでしょうか？ クレディ・スイスの企業評価システムHOLTによると、ファミリービジネスはキャッシュ・フローと経済的価値の創造という点で他より優れていると見られ、これが高いバリュエーションと好調な株価の下支えとなっています。

2006年以降、家族経営企業はMSCI ACWIを若干上回っており、EV/EBITDAでは12%、PBRでは5%高く推移しています。これはROE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。図表7に示すとおり収益力には地域差が

見られ、特に欧州や米国の成熟企業においては低くなっていますが、投資家はこのわずかな上乗せを払ってでもベンチマークに比べてより安定的な売上や収益サイクル、そして高いCFROIや経済的収益指標に表れている長期間にわたり持続する価値創造力を求めていると考えています。

図表7

## 2014年の家族経営企業の収益およびバリュエーション

	ROE (%)	CFROI (%)	EV/EBITDA (倍)	P/B (倍)	純有利子負債 資本倍率(%)	純有利子負債 EBITDA倍率(倍)
世界	11.5	6.4	10.6	2.1	52.0	1.8
米国	12.0	9.1	13.2	3.3	30.7	1.1
欧州	12.1	7.5	9.2	2.0	42.7	1.3
アジア	10.8	5.5	9.7	1.7	44.4	1.7
ラ米	9.3	6.7	10.1	2.1	86.6	2.6
EMEA	17.9	8.1	18.6	1.8	82.6	1.9

出所：当社データ、クレディ・スイス推計

図表8

## 2014年の収益およびバリュエーションのMSCI ACWIとの比較

	ROE (%)	CFROI (%)	EV/EBITDA (倍)	P/B (倍)	純有利子負債 資本倍率(%)	純有利子負債 EBITDA倍率(倍)
ファミリービジネス	11.5	6.4	10.6	2.1	52.0	1.8
MSCI ACWI	12.1	6.3	9.5	2.1	48.2	1.5
差	-4.8	1.0	12.3	-1.2	7.9	17.1

出所：当社データ、クレディ・スイス推計

図表9

## 2006年以降の収益およびバリュエーションのMSCI ACWIとの比較

	ROE (%)	CFROI (%)	EV/EBITDA (倍)	P/B (倍)	純有利子負債 資本倍率(%)	純有利子負債 EBITDA倍率(倍)
ファミリービジネス	13.2	7.5	9.2	2.1	54.7	1.7
MSCI ACWI	12.6	6.9	8.2	2.0	48.6	1.4
差	5.0	9.1	11.8	5.1	12.4	19.8

出所：当社データ、クレディ・スイス推計

# CSグローバル ファミリー900

私たちは、創業者または創業者一族が発行済株式の20%超を保持する会社を世界各地から900社以上集め、1つのバスケットにしました。今回のウォルマート、アルファ・ラバル、中国生物製薬の事例研究は、オーナーがより幅広く分散した同業者と比較して、家族経営の事業では富の創造が長期的にどのように進められているかを明らかにしています。

私たちは、時価総額が10億米ドル以上、一族による持分が発行済株式の20%以上ある上場企業を世界各地から920社集め、データベースを作成しました。そこで35カ国の事例を研究しました。会社数という点で今回はアジアに偏りが見られますが、これは欧州や米国と比べて同地域の違いや最近の経済発展の状況によって説明できます。先進市場においては、所有権の分散が進んでおり、多くの家族が時間の経過に伴い売却するというのが一般的な話となっています。頻繁に引用されるファミリー・ビジネス・インスティテュートの

統計によると、第2世代まで続いた家族経営事業は3分の1に留まっており、第3世代になると12%、第4世代ではわずか3%となっています。今回の分析ではMSCI ACWIのベンチマークよりもセクターや国の縛りを緩めたうえで当社の全データを評価し、より多くのアジア企業を家族経営企業グループの対象として検証を行っています。ただし、元々国有であったものが民間に払い下げられたジョイントベンチャーや資産は除外しました。

CSグローバルファミリー900に含まれている企業の国や業種内訳の詳細については、附録1をご覧ください。

図表10

## 地域別家族経営企業上位10社

国	会社名	ティッカー	業種	株価データ		株価変動(%)		
				株価(1c)	時価総額 (百万米ドル)	1カ月	3カ月	12カ月
<b>北米</b>								
USA	Wal-Mart Stores, Inc.	WMT	生活必需品	74.8	241,397	-4%	-11%	-2%
USA	Oracle Corporation	ORCL	情報技術	43.9	191,540	-2%	0%	4%
USA	Google, Inc.	GOOGL.OQ	情報技術	554.2	188,819	-1%	-2%	-3%
USA	Facebook Inc.	FB	情報技術	80.1	225,066	0%	1%	26%
USA	Berkshire Hathaway Inc.	BRKa.N	金融	217,291.0	179,206	1%	-2%	13%
USA	Kinder Morgan, Inc.	KMI	エネルギー	41.6	90,239	-3%	1%	24%
USA	Nike Inc.	NKE	一般消費財	102.3	87,952	2%	5%	34%
USA	McKesson Corporation	MCK	ヘルスケア	237.8	55,073	6%	4%	26%
USA	Phillips 66	PSX	エネルギー	79.6	43,148	-2%	1%	-6%
USA	Franklin Resources	BEN	金融	51.6	31,905	-1%	-4%	-6%
<b>欧州</b>								
CH	Novartis	NOVN.VX	ヘルスケア	98.5	278,918	2%	1%	22%
CH	Roche	ROG.VX	ヘルスケア	282.5	254,426	5%	9%	6%
BE	Anheuser-Busch InBev	ABI.BR	生活必需品	112.3	197,476	3%	-1%	39%
FR	L'Oreal	OREP.PA	生活必需品	176.5	108,066	4%	9%	37%
ES	Inditex	ITX.MC	一般消費財	30.7	104,785	7%	9%	44%
FR	LVMH	LVMH.PA	一般消費財	166.6	92,534	7%	2%	28%
DE	SAP	SAPG.F	情報技術	67.8	91,154	0%	8%	21%
DE	BMW	BMWG.DE	一般消費財	103.1	72,472	-3%	-9%	12%
SE	Hennes & Mauritz	HMb.ST	一般消費財	342.1	58,988	-1%	-6%	21%
CH	Compagnie Financiere Richemont SA	CFR.VX	一般消費財	84.2	46,488	-1%	0%	-11%
<b>アジア</b>								
KR	Samsung Electronics	005930.KS	情報技術	1,307,000	173,855	-6%	-4%	-10%
IN	Tata Consultancy Services	TCS.BO	情報技術	2,610.0	80,210	5%	-2%	23%
JP	ソフトバンク	9984.T	電気通信	7,447.0	72,136	-4%	1%	3%
HK	Hutchisonwhampoa	0013.HK	資本財	115.0	63,245	0%	8%	10%
HK	Sun Hung Kai Properties	0016.HK	金融	132.6	49,154	3%	9%	27%
USA	JD.com, Inc.	JD.OQ	一般消費財	34.0	47,056	-1%	23%	34%
TW	Hon Hai Precision	2317.TW	情報技術	99.1	48,679	8%	14%	19%
IN	Reliance Industries	RELI.BO	エネルギー	876.8	44,521	3%	1%	-18%
SG	Jardine Matheson	JARD.SI	資本財	62.7	43,817	2%	-3%	2%
JP	ファーストリテイリング	9983.T	一般消費財	51,300.0	42,150	5%	11%	51%



### 成長の拡大と安定化

当社の家族経営グループに属する企業は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。図表11に示すとおり、2年を除くすべての年において売上の伸びは家族経営企業の方が上回ってきました。この売上の伸びは、ITバブルとその崩壊(2001～2002年)ならびに2008年の金融危機のいずれの期間においても家族経営企業の方が頂点と谷が両方も小さく、変動が少なくなっています。

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底として、より長期的な企業戦略が寄与してものと私たちは見ています(図表11)。当社のCSRIレポート『ファミリービジネス：持続的な業績』では、第1世代と第4世代の40%以上が新規投資の一般的な回収期間を5～10年と答えたのに対し、第2世代と第3世代では3～5年を見込んでいるということが明らかになりました。回答者の60%が、自身の事業の継続的な成功のためには長期的な経営の視点が重要であると見えています。

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が、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とことと並んで、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。私たちはまた、家族経営ビジネスの方が配当金の払い出しが少ない(以下で解説します)ことがキャッシュ・フローの内部留保を可能とし、手元資金の増加に寄与していると見えています。

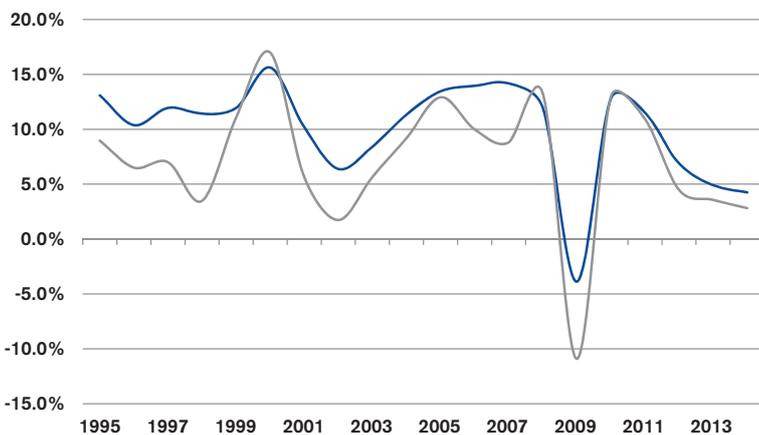
### 価値創造の実現を妨げている株主還元

自己資本利益率(ROE)という意味で収益力を考えた場合、私たちの分析では2006年末以降、CSグローバルファミリー900はMSCI ACWIのベンチマークを50ペーシスポイント上回る年間利益率を上げています。その主な要因として、アジア、日本、EMEAの家族経営企業のROEが高かったことが挙げられます。米国の家族経営企業はベンチマークを平均で250ペーシスポイント下回るROEを記録していますが、図表13から分かるとおり、変動はサイクル全体にわたりベンチマークよ

図表11

#### CSグローバルファミリー900グループの売上の伸び

金融セクターを除く前年比



● CS グローバルファミリー・インデックス ● ベンチマーク

出所：当社データ、クレディ・スイス推計

りも緩やかになっているのが特徴です。成長期において、家族経営企業の利益率はベンチマークよりも平均で270ベースポイント下回っていますが、2008年の金融危機以降のような成長が減速している期間においては、この差は180ベースポイントまで縮まっています。これは、小さいながらも長期的にみるとどちらかと言えば収益が安定しているということの意味しており、相対的に短期的な収益を重視する所有権が分散した企業と比べて家族経営のビジネスモデルは本質的に戦略の重点がより長期的になっている結果であります。私たちは、米国の家族経営企業には財務的な見返りを一部犠牲にして、他の非経済的見返りの確保や現状維持および所有権の保護を優先する体質があると考えています。

欧州でもベンチマークに比べて収益が小さくなるという特性を確認してしましますが、同時にここでは変動がより大きくなっています。危機前、マクロ経済的な成長で上回っていた当時、欧州の家族経営企業の収益はベンチマークを60ベースポイント下回っており、欧州では成長が非常に限定的となった危機後は、平均ROEはベンチマークを10ベースポイント下回る程度でした。欧州の収益は米国よりもベンチマークに近いものの特徴的には変動が著しく大きくなり、欧州の家族経営事業のROEはグローバルベンチマークに対する平均偏差が4.4%と、米国の2.6%とは対照的です。これは資本構成の効率性が低いことを意味している可能性があります。

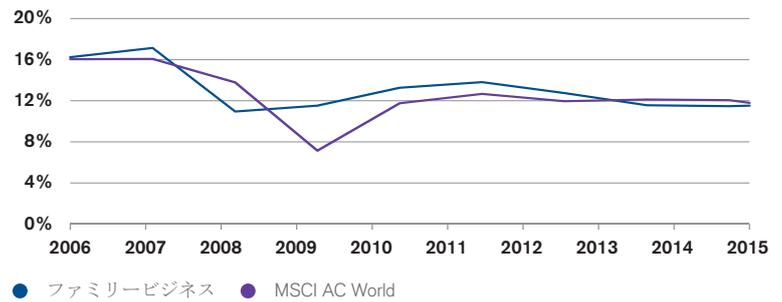
アジアの場合、家族経営企業とベンチマークとの収益格差は過去9年間の平均でちょうど20ベースポイントとなり、ここでも収益の変動は緩やかになっていることが分かります。興味深いことに、日本を除くアジアの家族経営企業のROEの谷は2008の12%であり、これはベンチマークの谷を340ベースポイントほど上回っています。これは収益の谷がベンチマークを2～5%下回る程度となっている米国や欧州の同族企業と比べると大きな違いです。すなわち、アジアの家族経営企業は2008年の打撃をものに受けたこととなります。2013年までを見ると、家族経営企業は強い業績でマクロ成長的にも数年にわたり他を上回り、マクロ的背景が今よりも厳しかった時期にもダウンサイドはより限定的であったことが分かります。

### キャッシュ・フロー収益 (CFROI)

ところが、単なるROE分析では、家族経営のビジネスモデルの説明としては十分とは言えません。現金は、一般的に重要な検討材料となります。ここでも収益をより包括的な視点から見るために、CFROI (投資に対する現金収益率)と経済的利益を測定するHOLT独自の尺度としてクレディ・スイスHOLTのデータベースを活用し、これら企業の本来の経済的成果を評価したうえで、時間の経過の中で同族企業が資本を効果的に使用することにより価値を創造しているか否かを検討しています。経済的利益の本質は、会社資産から生成されたキャッシュ・フローの戻りのことです。図表16は、今回検討しているグループに属するファミリービジネスが2006年以降、MSCI ACWI構成企業(銀行および規制対象の公益事業を除く)と比べて平均で130ベースポイント上回る

図表12

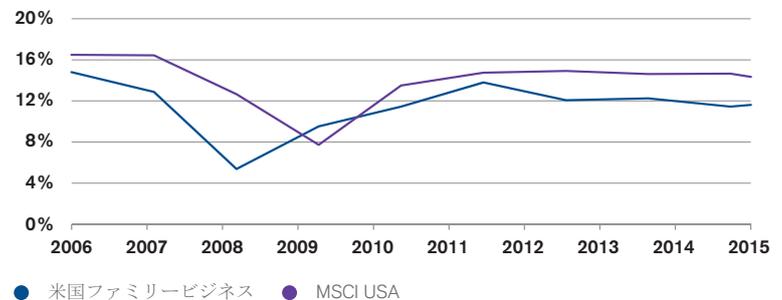
### CSグローバルファミリー900のROE (%)



出所:ブルームバーグ、クレディ・スイス調査

図表13

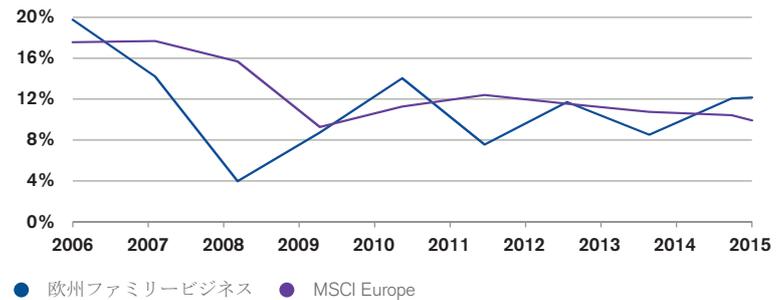
### 米国の家族経営企業のROE (%)



出所:ブルームバーグ、クレディ・スイス調査

図表14

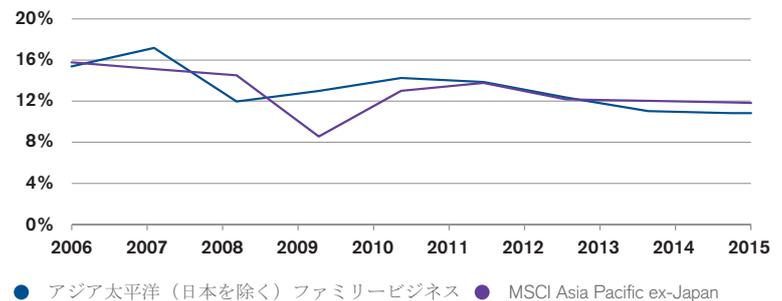
### 欧州の家族経営企業のROE (%)



出所:ブルームバーグ、クレディ・スイス調査

図表15

### 日本を除くアジアの家族経営企業のROE (%)

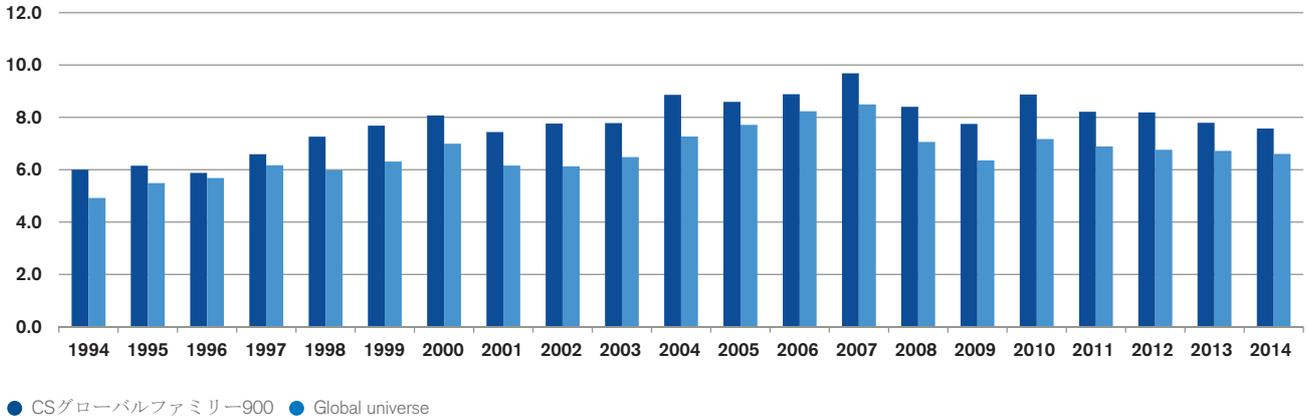


出所:ブルームバーグ、クレディ・スイス調査

図表16

### CSグローバルファミリー900とMSCI ACWIのCFROI比較

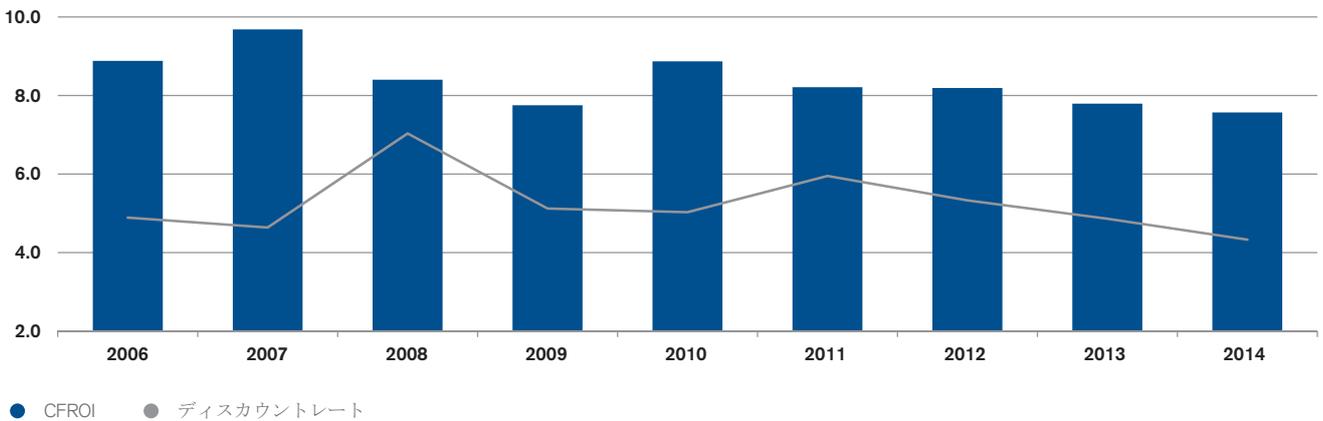
金融および規制対象の公益事業を除く



出所: クレディ・スイスHOLT

図表17

### CSグローバルファミリー900のCFROIと資本コスト



出所: クレディ・スイスHOLT

CFROIを毎年生み出していることを明らかに示しており、米国および欧州のファミリービジネスについての私たちの以前のレポートで見た相対的な好調ぶりを確認しています。

図表17を見ても、この期間全体にわたりCFROIが一貫してディスカウントレートを上回っていることが分かり、年率平均では320ベースポイントとなっています。これはMSCI ACWIのグループに属する企業の190ベースポイントとは対照的です(図表18)。この130ベースポイントの差は、単なるROE分析を超えてより深い収益分析を行った場合に見えてくる家族経営事業のより高い価値創造力を明確に示したものであり、バリュエーションが高くなっている状況を物語っています。

業種別に調整したうえで私たちの家族経営企業グループを見た場合でも、2006年以降のCFROIは年率平均9.3%と高くなっており、その中でも米国が毎年最も高くなっています(図表19)。ここでも欧州の家族経営事業の収益は相対的に安定性を欠いており、一般消費財など業種の偏りが大きいこと、また地域内の成長よりも世界の成長に対

する依存度が高いことなどを原因として、CFROIは他の地域と比べて循環性がずっと大きくなっています。

#### 経済的利益—本来の価値創造とは

今回は、経済的利益(EP)の生成という観点からも家族経営企業を分析しています。すなわち、CFROIの格差と投下資本の効率性を示す資産の増加の関数としての価値増加の分析です。経済的利益とは、資産または資本金を使用した際の機会費用を超える儲けとして定義されます。図表20は、家族経営企業のグループが過去20年間にわたり、企業価値に占める割合として測定した場合に一貫して他よりも高い経済的利益を上げてきたことを示しています。これは特に成長速度のより速い企業に当てはまることで、2007年以降CFROIの余裕がなくなってきたにもかかわらず価値創造が可能となってきた理由を説明しています(図表16)。

また経済的利益の絶対値を見ると(図表25)、2008年の経済危機以降の価値創造にばらつきがあることも分かります。家族経営企業のEPは金融危機以前の水準の倍近くまで急速に伸びてきている一方で、一般企業はここ数年EPをプラスにすることさえ苦戦しています。これが、低いROEに対してバリュエーションが想定より高くなっているにもかかわらず、市場が家族経営事業に対してお金を払う主な理由の1つであると私たちは考えています。

経営効率という点では、私たちは資産回転率を見ており、家族経営事業はこの点でも一貫して高い数字を出していることが分かっています(図表22)。家族経営の資産回転率は2008年以降改善傾向を保っており、MSCI ACWIの回転率が16%以上悪化しているのに対して、家族経営の場合は13%に留まっています。この事実、図表21で見るCFROI格差の拡大と共に、MSCIインデックスに比べて家族経営事業によって生み出されている経済的利益の成長に格差があることを証明しています。

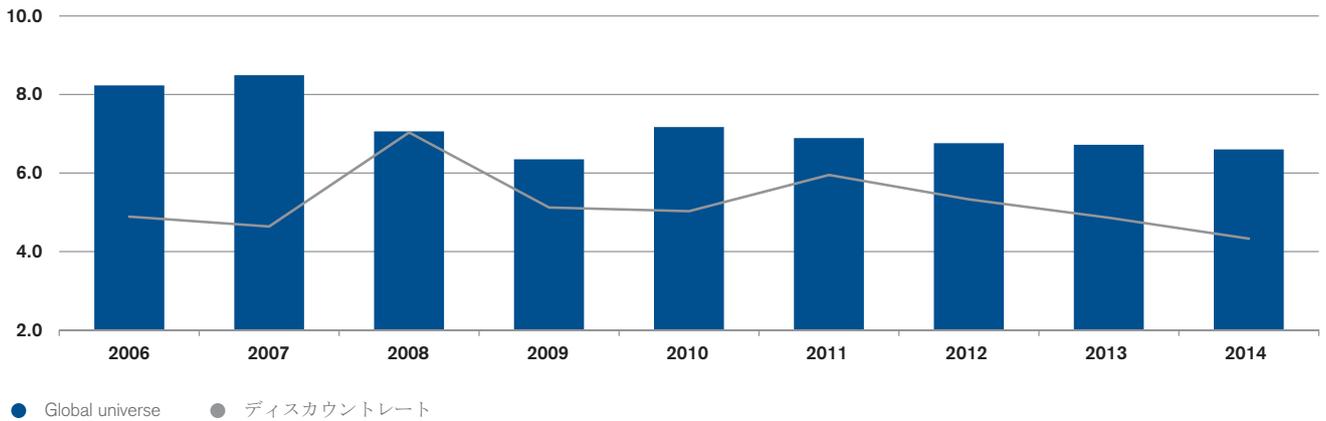


PHOTO: ISTOCKPHOTO.COM/BO1982

図表18

### MSCI ACWIのCFROIと資本コスト

金融および規制対象の公益事業を除く

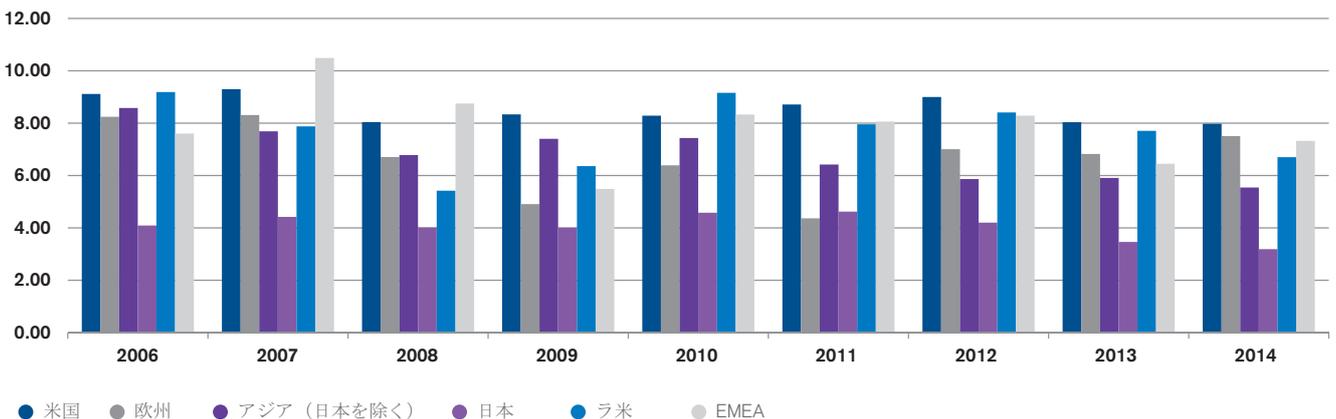


出所: クレディ・スイスHOLT

図表19

### CSグローバルファミリー900のCFROI

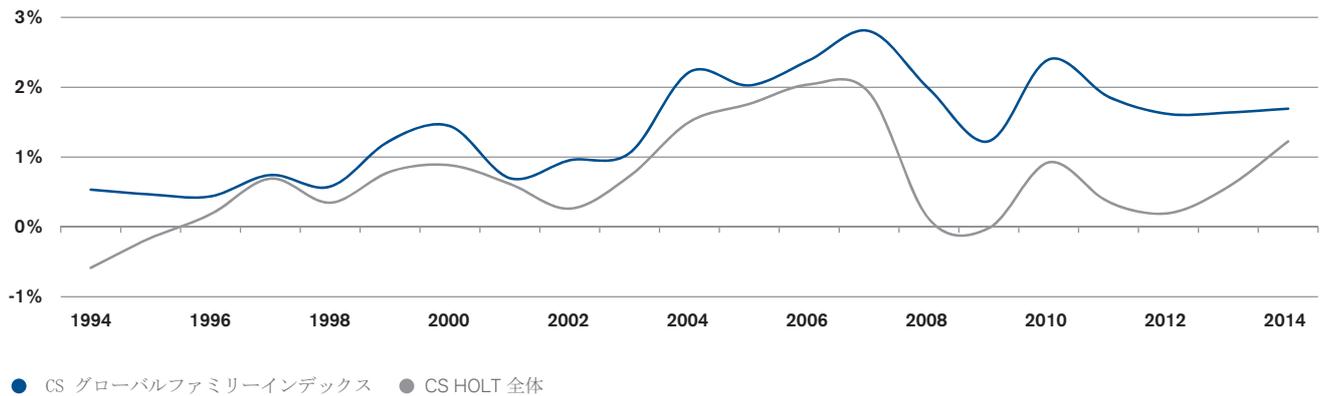
地域別の割合では金融を除く



出所: クレディ・スイスHOLT

図表20

### EVに対する経済的利益の割合

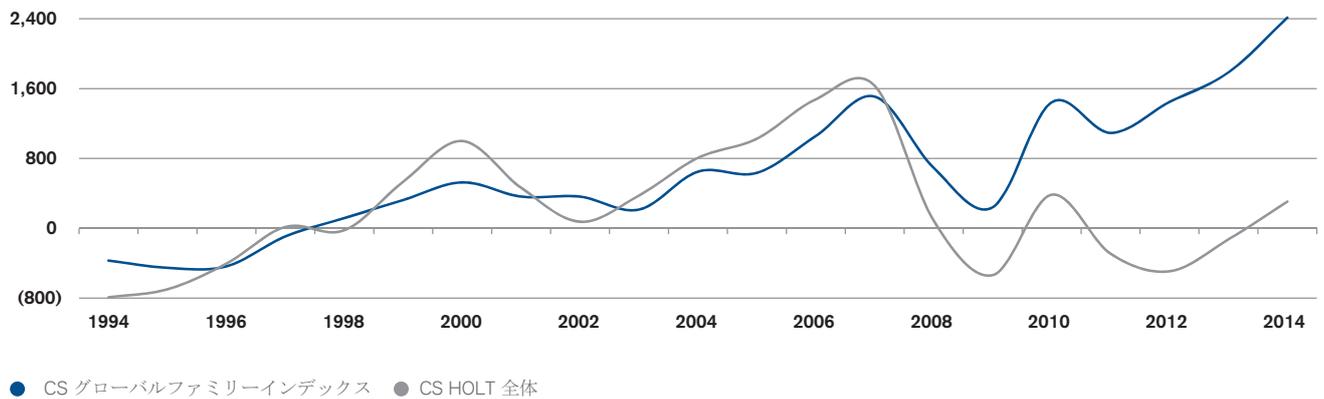


出所:クレディ・スイスHOLT

図表21

### 経済的利益

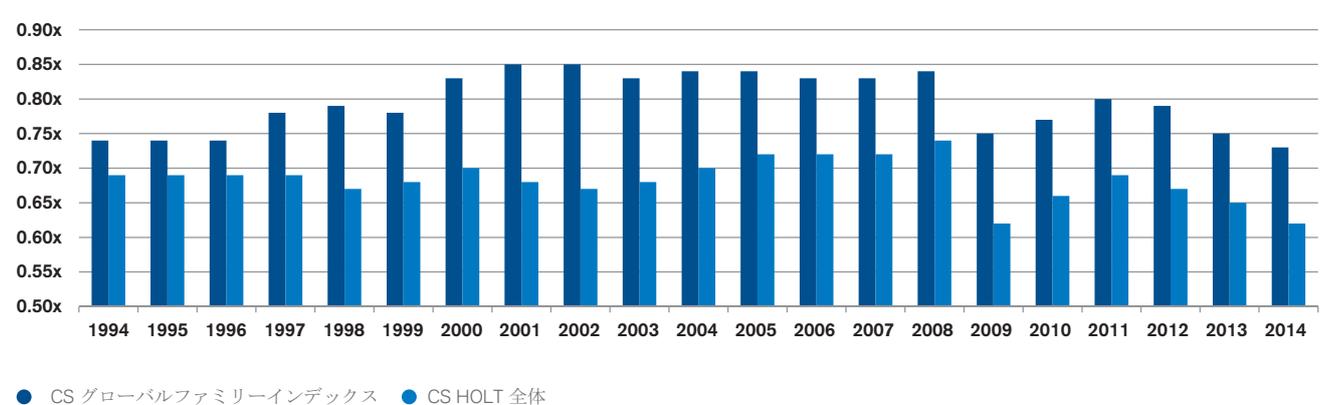
単位:百万米ドル



出所:クレディ・スイスHOLT

図表22

### CSグローバルファミリー900とMSCI ACWIの資産回転率比較



出所:クレディ・スイスHOLT



米国ケーススタディ

# ウォルマート

# Walmart Supercentre



ウォルマートは典型的な家族経営企業で、1962年にサム・ウォルトンによって創業された生活必需品小売業者です。現在も創業一族が株式の50.35%を握り、経営を支配しています。創業者の長男、ロバート・ウォルトンが会長を務め、16名で構成される取締役会にはこの他にも2名の一族出身者が在籍しています。規模およびターゲット市場に違いがあるものの、ウォルマートの経済的な収益状況を米国の非家族経営企業の中他の小売業者(具体的にはコストコおよびホールフーズ)と比較した場合、現在はその差が縮まっているものの、ウォルマートの方が過去20年間にわたり一貫して高いCFROIと経済的利益をあげてきた

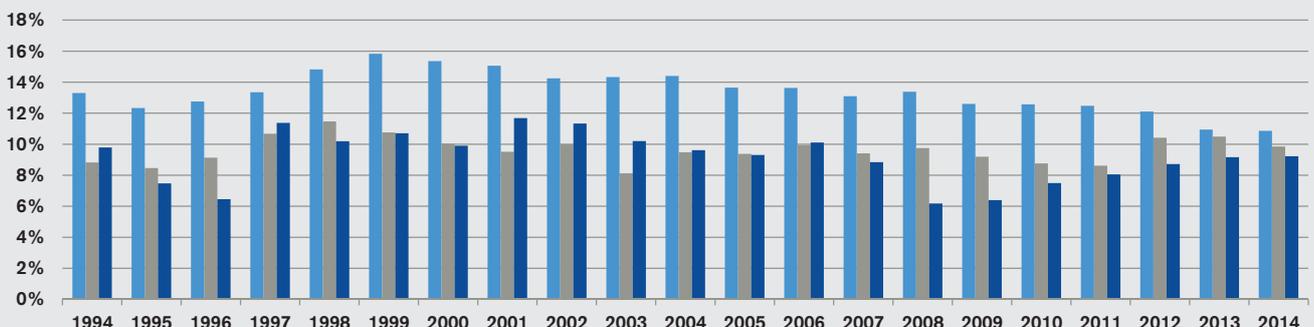
ことが分かります。CFROIが低下傾向にはありますが、ウォルマートは企業価値を基準にした場合の経済的な収益力が非家族経営の小売業者よりも高く、また同じ期間のCFROIもより安定しているという特徴があります。

図表25は時価総額に基づく経済的収益力がいかに効率的であるか、またその株価にウォルマートの資産を増やす力が反映されている様子を示しており、これには低下しているCFROIを吸収する以上の効果があり、よって全体的な価値創造力が実際には拡大していることとなります。

図表23

## ウォルマートと非家族経営小売業者のCFROI比較

パーセント

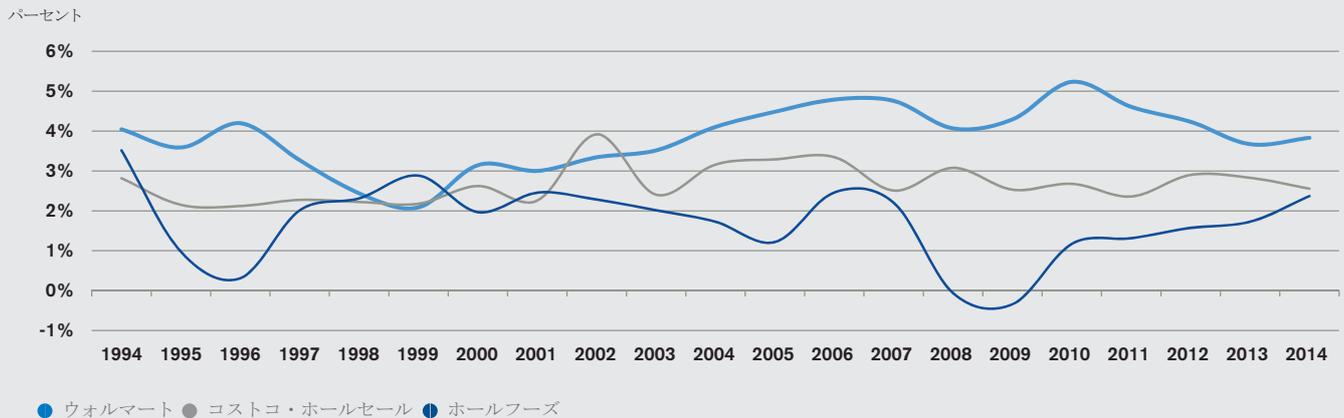


● ウォルマート ● コストコ・ホールセール ● ホールフーズ

出所: 当社データ、クレディ・スイスHOLT

図表24

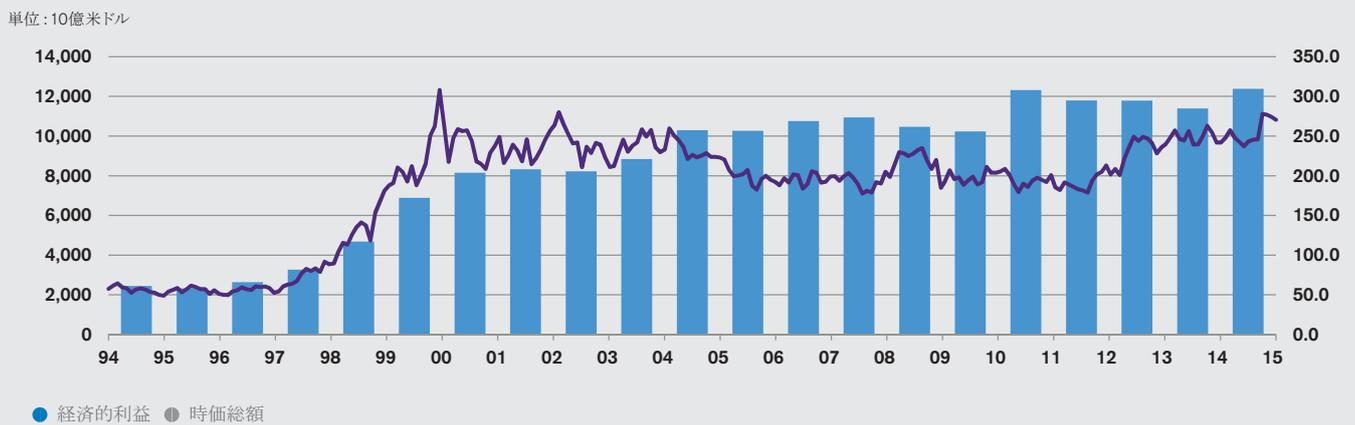
### ウォルマートと非家族経営小売業者の対EV比としての経済的利益比較



出所：当社データ、クレディ・スイスHOLT

図表25

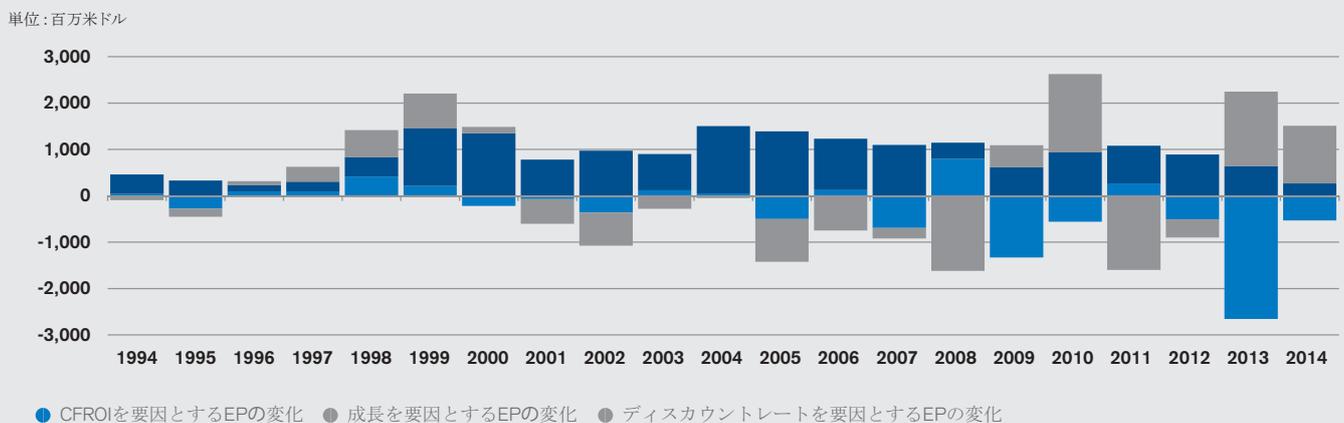
### 経済的利益と時価総額の比較 (単位：10億米ドル)



出所：ブルームバーグ、クレディ・スイスHOLT

図表26

### 経済的利益を生む要因



出所：クレディ・スイスHOLT



欧州ケーススタディ

# アルファ・ラバル VS ホッホティーフ

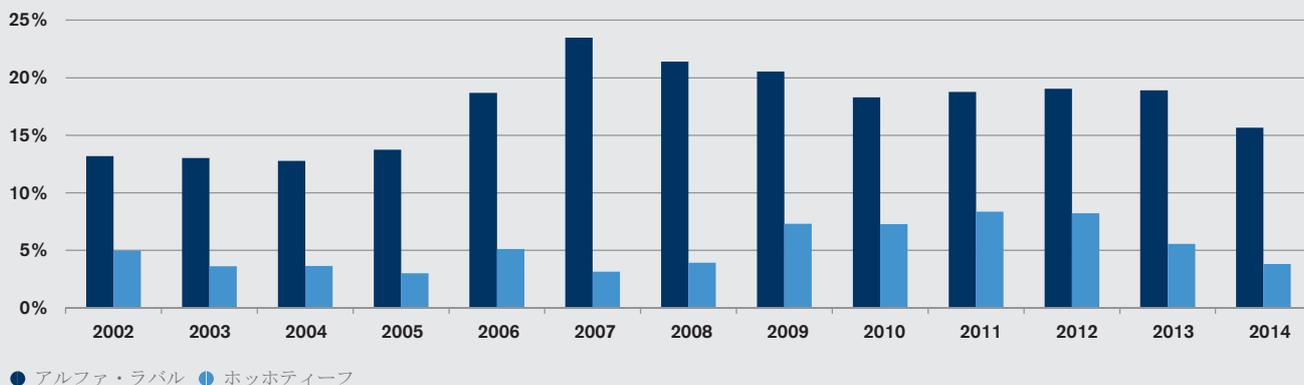
アルファ・ラバルABは1883年創業のスウェーデンの製造・エンジニアリング会社で、ラウジンガー族が26.1%を所有し、経営を支配しています。フィン・ラウジンはアルファ・ラバルの取締役であると同時に、100%同族企業であるテトラ・ラバル・グループの取締役も務めます。本国市場でまったく同じ同業者を見つけることが困難であることから、今回はドイツの非家族経営のエンジニアリング会社であるホッホティーフと比較し、ウォルマートの事例研究同様、家族経営企業の方がCFROIと経済的利益の点で一貫して上回っていることを見ていきます。

図表29はアルファ・ラバルの株価と経済的利益の間の高い相関関係を示しており、この会社には成長性と底堅いCFROI水準を主な原動力として常に経済的利益を伸ばしていく力があることを示しています。2002年から2007年にかけてアルファ・ラバルの経済的利益状況はCFROIの急上昇を背景に改善し、その後、CFROIの低下にもかかわらず価値創造力は会社の成長性に下支えされています。

図表27

## アルファ・ラバル vs ホッホティーフ

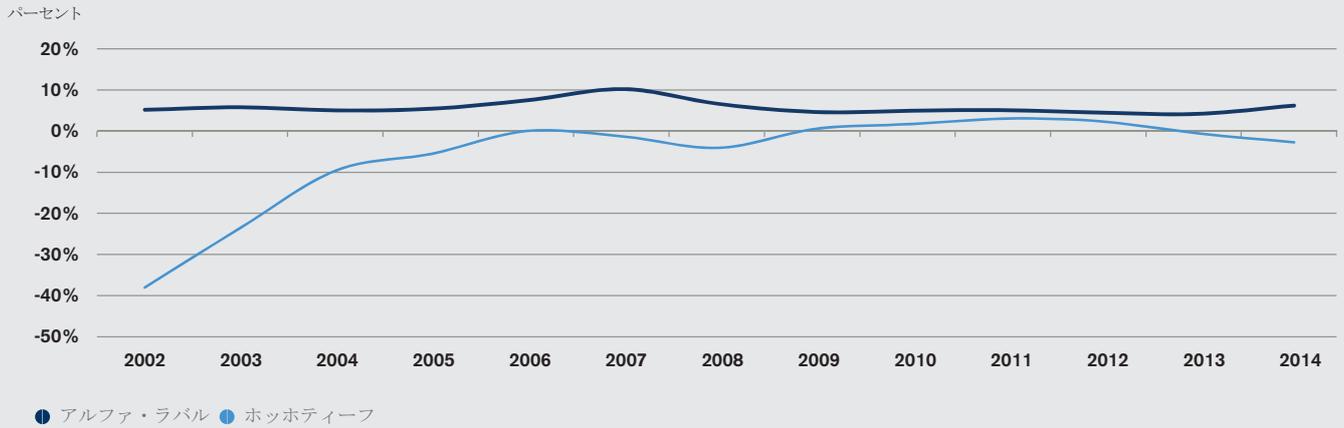
パーセント



出所：当社データ、クレディ・スイスHOLT

図表28

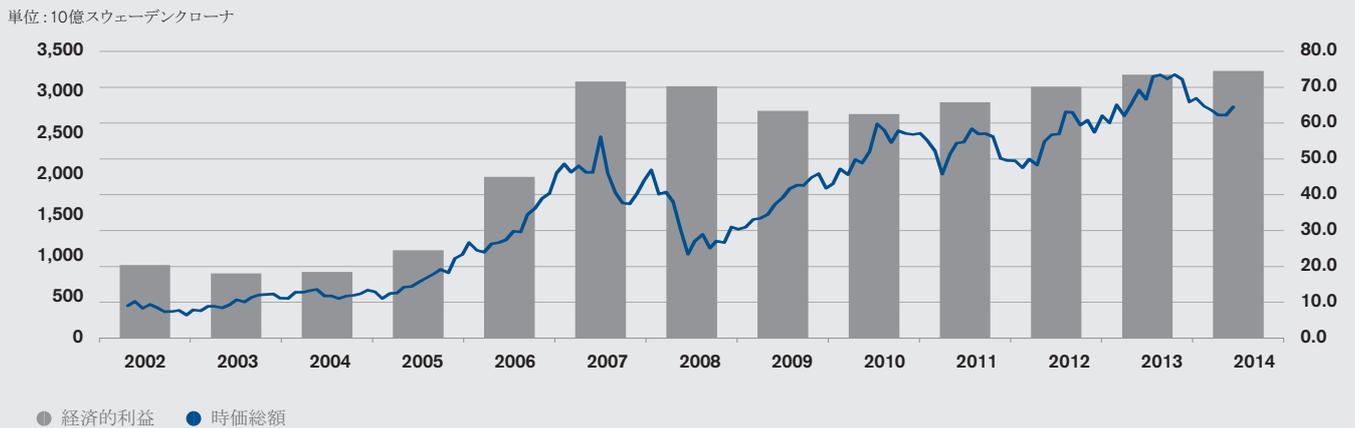
### アルファ・ラバルとホッホティーフの対EV比としての経済的利益比較



出所: 当社データ、クレディ・スイスHOLT

図表29

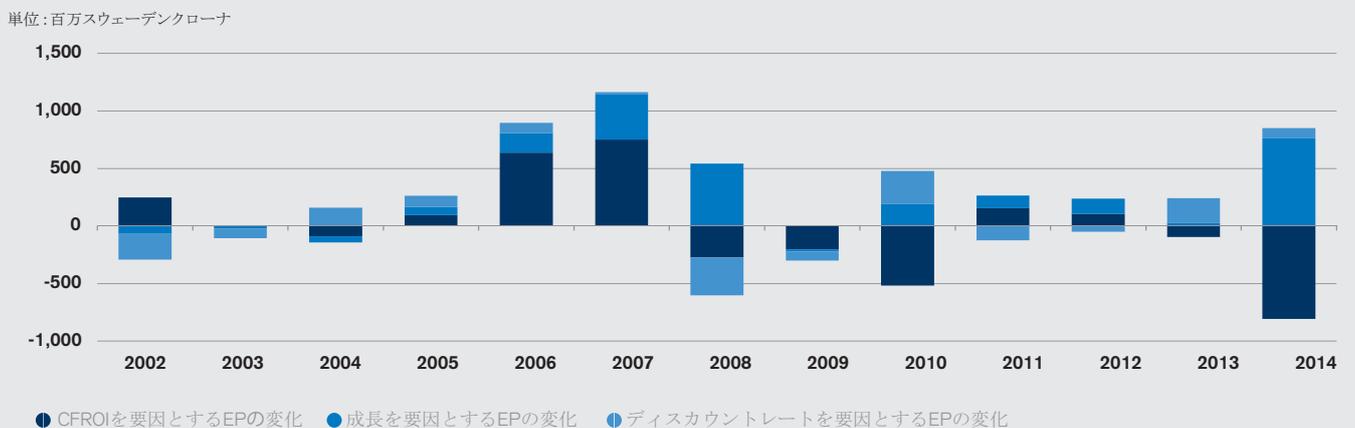
### アルファ・ラバルの経済的利益と時価総額の比較



出所: ブルームバーグ、クレディ・スイスHOLT

図表30

### アルファ・ラバルの経済的利益を生む要因



出所: クレディ・スイスHOLT

# アジアケーススタディ

## 中国生物製薬 vs 華潤三九医薬

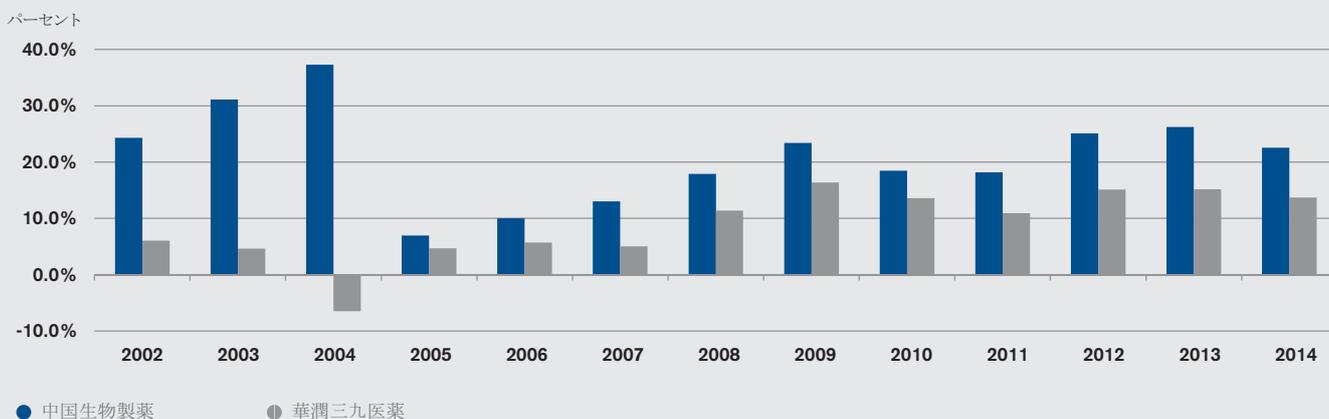
中国生物製薬は中国の総合製薬会社で、主に肝炎、脳・心臓系疾患、腫瘍、糖尿病などを対象とした医薬品の開発、製造、販売を行っています。2000年に謝炳によって設立され、同氏が株式の40.7%を所有しているほか、IPOの後は妻が次の大株主となっています。

本レポートを作成する目的において、私たちは中国生物製薬を華潤三九医薬と比較します。この会社は1999年に設立された国有製薬会社で、本拠地は深センです。図表35および36を見て分かる通り、中国生物製薬は2002年から2014年の全期間にわたりCFROIと経済的利益のEVに対する比率で上回っています。

ここでも、経済的な収益力と株価の間に密接な相関性が見られます（図表33）。中国生物製薬の経済的利益は2001年以降で28倍に増加しており、その主な要因は2005年以後の資産基盤の拡大とCFROIの改善でした。同じ期間で同社は時価総額を2001年の6億6000万香港ドルから、現在の450億香港ドル近くにまで増加させました。

図表31

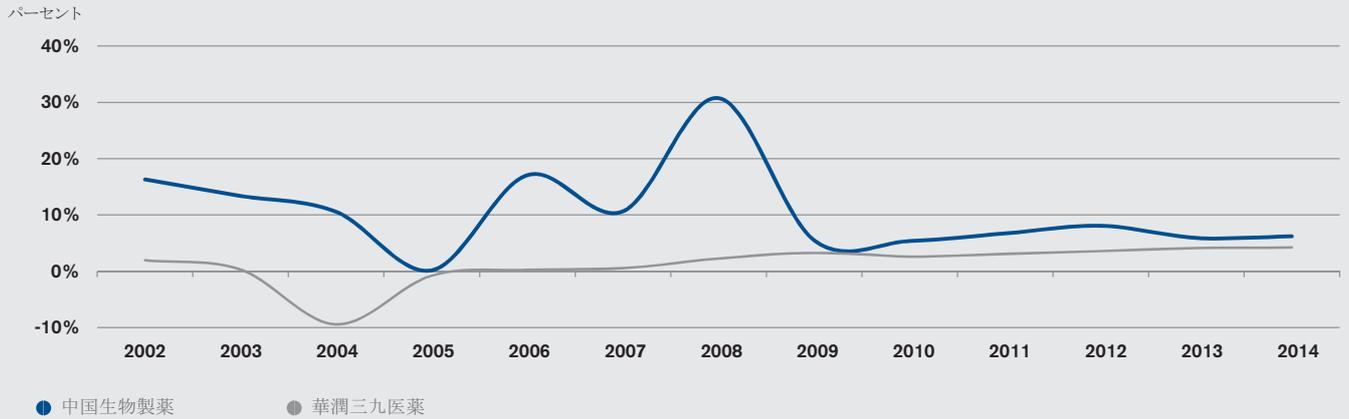
### 中国生物製薬 vs 華潤三九医薬



出所：当社データ、クレディ・スイスHOLT

図表32

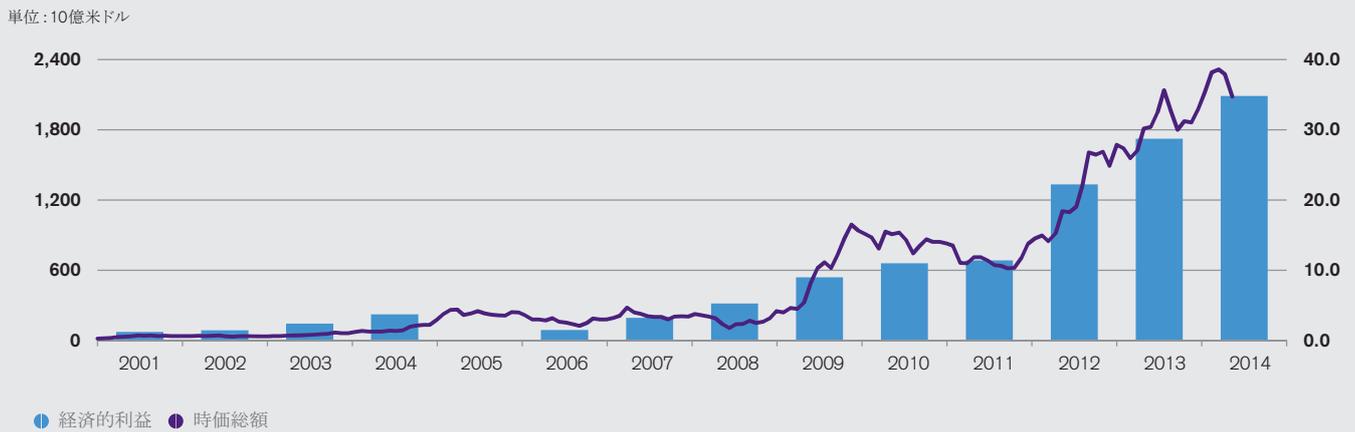
### 中国生物製薬と華潤三九医薬の対EV比としての経済的利益比較



出所: 当社データ、クレディ・スイスHOLT

図表33

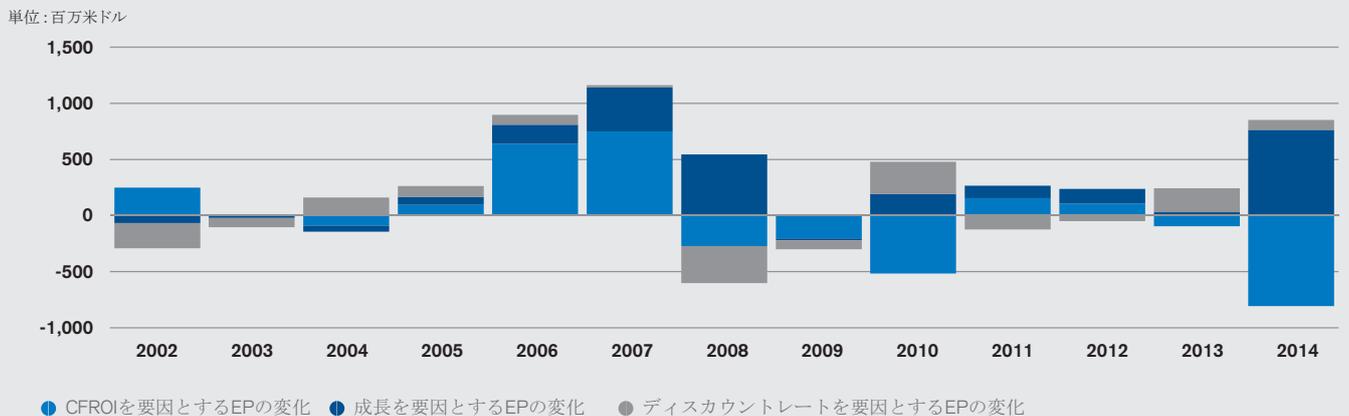
### 中国生物製薬の経済的利益と時価総額の比較



出所: ブルームバーグ、クレディ・スイスHOLT

図表34

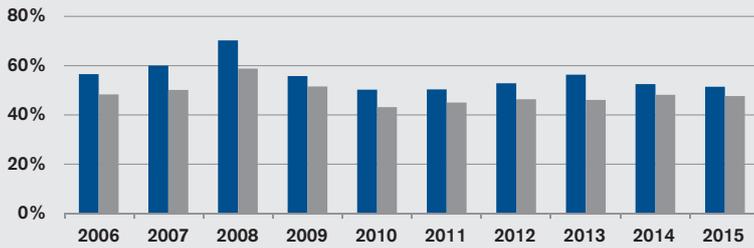
### 中国生物製薬の経済的利益を生む要因



出所: ブルームバーグ、クレディ・スイスHOLT

図表35

CSグローバルファミリー900の純有利子負債資本倍率

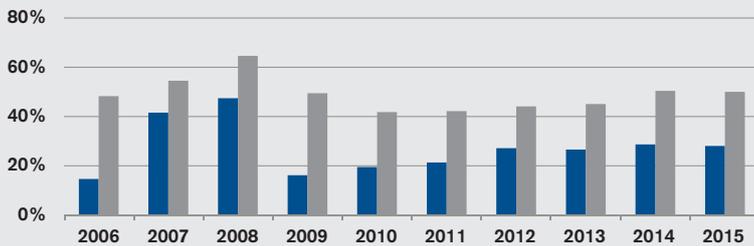


● CS グローバルファミリー・インデックス ● MSCI ACWI

出所: 当社データ、クレディ・スイス推計

図表36

米国家族経営企業の純有利子負債資本倍率

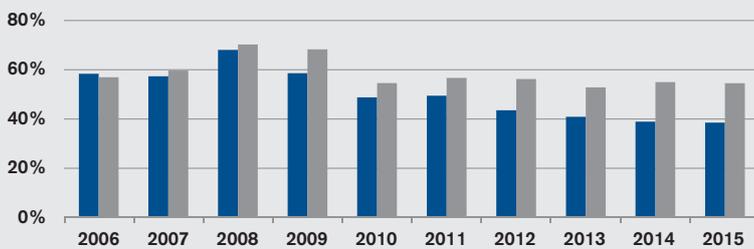


● 米国ファミリービジネス ● MSCI USA

出所: 当社データ、クレディ・スイス推計

図表37

欧州家族経営企業の純有利子負債資本倍率

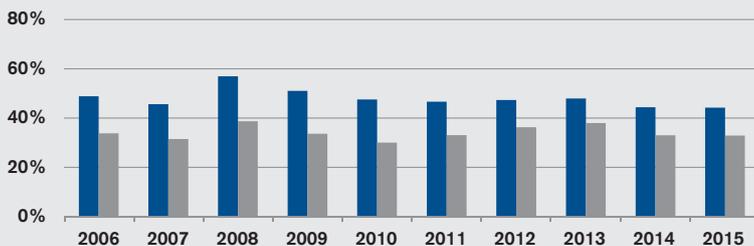


● 欧州ファミリービジネス ● MSCI Europe

出所: 当社データ、クレディ・スイス推計

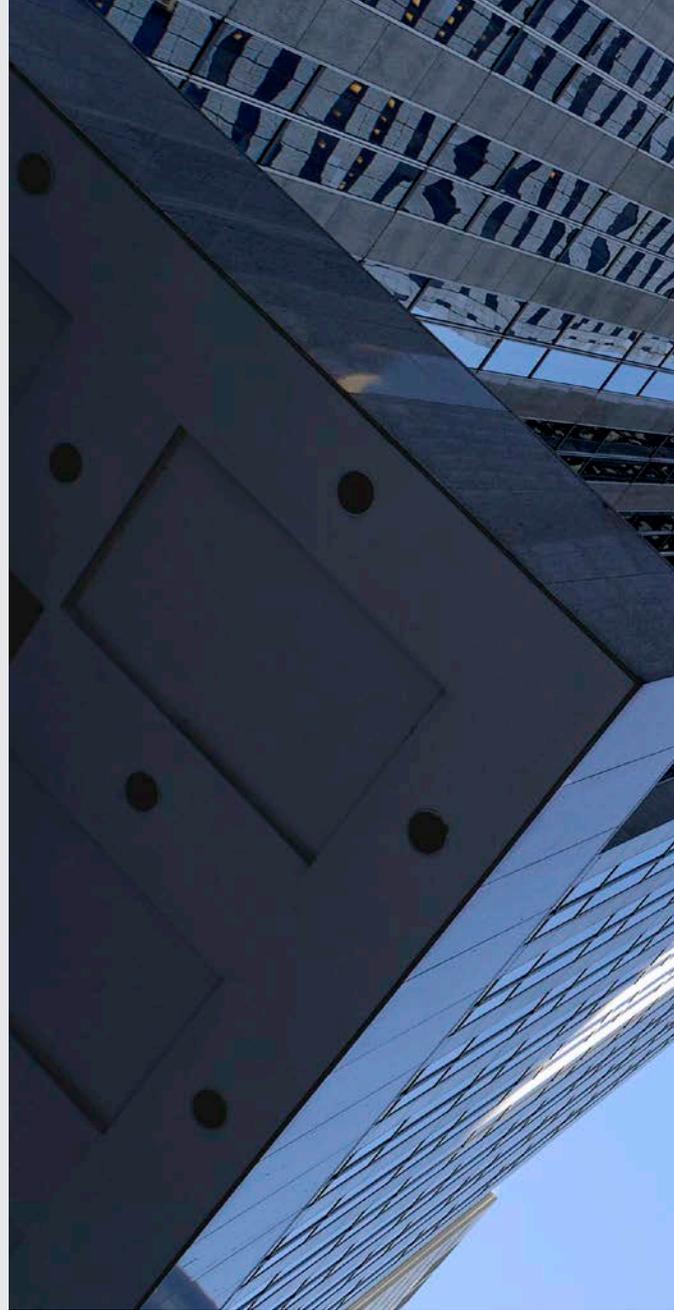
図表38

アジア (日本を除く) 家族経営企業の純有利子負債資本倍率



● アジア (日本を除く) ファミリービジネス ● MSCI Asia ex-Japan

出所: 当社データ、クレディ・スイス推計



レバレッジ予想どおり米国と欧州では低下

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。私たちの分析でも、米国と欧州の家族経営企業についてはこれが正しいこと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ようです。2008年の金融危機を発端として米国と欧州の両地域では絶対数としても非家族経営企業との比較においても家族経営事業のレバレッジ解消が急速に進み(図表36および37)、これは経営や戦略の点での保守性の相対的な強さをさらに表しています。後述のとおり、9年間の歴史を通じて、欧州の家族経営企業は米国の同様の企業に比べてレバレッジへの依存度が実質的に高かったことを見てとることができます。この事実は、米国の企業と比べて欧州の企業の方がバランスシート上に計上されている有形資産の割合が平均的に高いことによって部分的に説明することができます。米国の場合、相対的にIP(知的財産権)や無形資産の方が多くなっています(ハイテクセクターの割合が大きくなっていることによる)。



欧州企業のレバレッジ率が高くなっている理由は、前にも述べたとおり収益やキャッシュ・フローの生成の波が比較的激しく、必要な運転資金を調達するために外部資金源を利用する機会が多くなっていることでも説明できると思われまます。しかし図表36は、米国の家族経営企業が成長の財源として負債を増やすことにより成長を遂げ、また景気回復のきっかけを作るのにも寄与したことを明確に示しています。

アジアは、ベンチマークに比べてレバレッジが高いことが分かります(図表38)。これには3つの理由があるのではないかと考えられます。1つ目は、この地域の企業は比較的若く、創業者がリスクの希釈よりは統制維持と成長のためにまだ試行錯誤していることが挙げられます。2つ目は、図表38からも分かる通り、時価総額という点で企業がまだ小さく、成長のためにそれほど多額の資金が必要でない場合が多いからです。そして3つ目は、創業者が家族のネットワークやその他の手段で準備されている資本や貯蓄を使うことができない可能性が挙げられます。私たちは、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の資金に依存する傾向が強い点に注目しています。

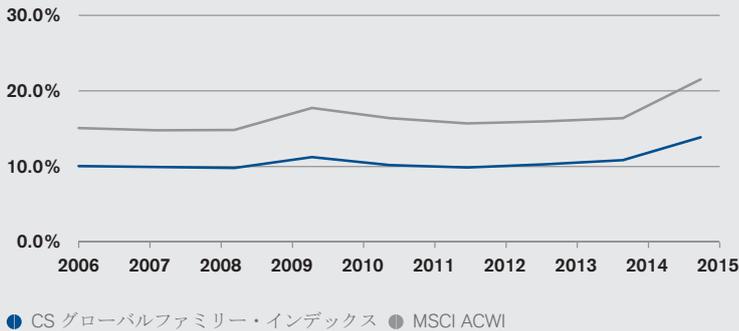
### 研究開発への集約度

学術研究は、ファミリービジネスは外部資金源に対するアクセスや利用に関して制約がより大きいため、研究開発への集約度が高いのではないかと、研究開発に対する支出に関してより保守的なのではないかとかという点で意見が分かれています。独立性の保護や現状維持の欲求は、恐らく研究開発や投資と配当のための資金繰りとの間のトレードオフを悪化させる可能性があります。

私たちの研究結果は、その点ははっきりとしています。クレディ・スイスHOLTデータベースを活用することで、私たちは家族経営事業の研究開発に対する投資について、売上高に対する金額換算した研究開発で測定した値と比較した場合、MSCI ACWIインデックスの研究開発集約度を平均で5～6%下回っていることを見出しました。この数値は、絶対値としても30%に届いていません。業種間の調整を行った場合、2014年は17%を下回りました。図表39はこの格差が2008年の金融危機以降、実質的に拡大していることを示しており、危機以降のファミリービジネスによる研究開発への取り組みの回復が鈍く、経営陣の姿勢が保守的になってきているという議論を支持する格好となっており、前述のレバレッジ解消の話がここにも映し出されています。

図表39

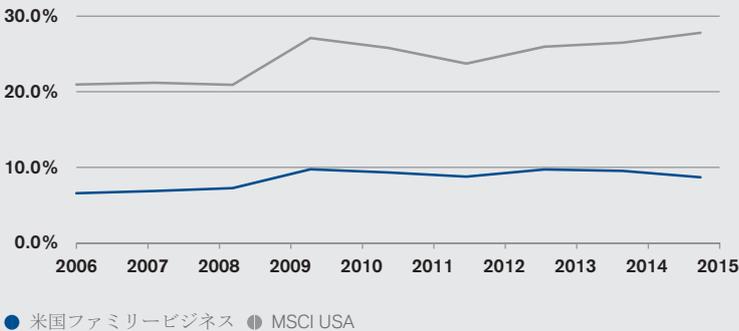
CSグローバルファミリー900の売上高に対する研究開発費比率



出所: クレディ・スイスHOLT, クレディ・スイス調査

図表40

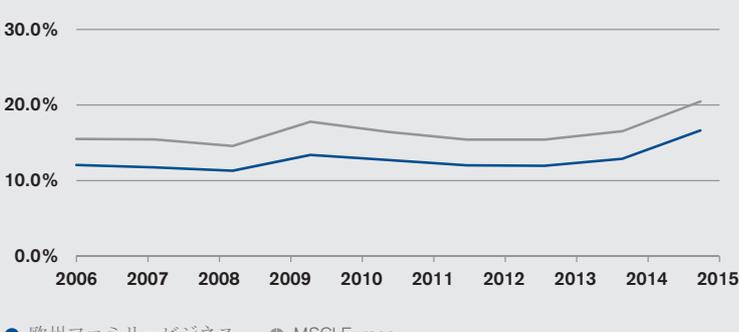
米国家族経営企業の売上高に対する研究開発費比率



出所: クレディ・スイスHOLT, クレディ・スイス調査

図表41

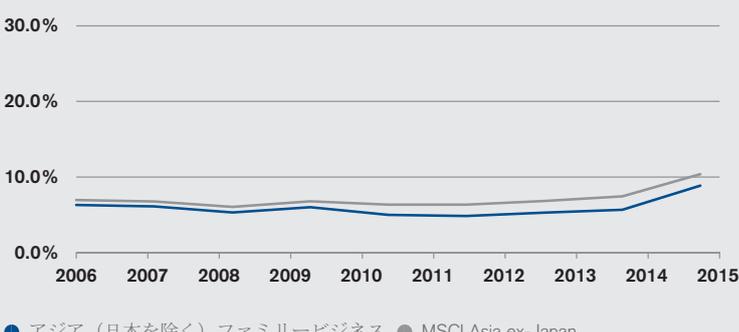
欧州家族経営企業の売上高に対する研究開発費比率



出所: クレディ・スイスHOLT, クレディ・スイス調査

図表42

アジア (日本を除く) 家族経営企業の売上高に対する研究開発費比率



出所: クレディ・スイスHOLT, クレディ・スイス調査

私たちの分析では、家族経営企業において研究開発集約度が低くなっている状況は、全地域共通の特徴であることも分かっています。2006年以降、対売上高研究開発費比率の平均は米国とアジア(日本を除く)で5~10%の間で変動しており、アジアの水準は2006年以降の平均でベンチマーク水準にぴったりと追随するわずか120ベースポイントの格差となっていることが分かっています。これはアジアでは全般的に家族経営企業のウェイトが重くなっている現状を反映しています。ところが米国を見るとその差は格段に大きく、対売上高研究開発費比率は同じく5~10%の間で推移しているものの、ベンチマークの16%を大幅に下回っています。言い換えると、米国の家族経営企業の研究開発集約度は実質的に、ベンチマーク水準の4分の1程度に過ぎないということになります。図表13は、これらの同じ企業でも2006~2014年の期間中は平均してROEが250ベースポイント低かったことを示しています。研究開発の投資水準とROEの間の格差は、研究開発の選択と優先付けにおいては米国のファミリービジネスが格段に効率的であるということを示しているのであり、単に経営の保守性を映し出しているだけではないと考えています。

欧州の場合、図表41のとおり家族経営企業の研究開発費は非常に高い水準にあることが分かっており、過去9年間においては平均して売上高の12.8%となっています。しかしこれは、まだベンチマークを4%近く下回っています。ただ売上高に占める割合としては、米国の家族経営企業の水準の2倍以上となっています。この説明としては、少なくとも業種の構成内容が異なるということも挙げられます。つまり、私たちが選んだ欧州の家族経営企業は米国と比べてヘルスケア関連会社のウェイトがかなり大きくなっているのです。ヘルスケアセクター全体の金額換算した研究開発費の比率はハイテクセクターと比べて2倍、一般消費財セクターでは3倍となっています。

研究開発が特徴的に異なる理由としてコトラー、ファンク、ディ・マシス、フラッティエリの興味深い説明では、収益目標が達成できていないとき経営者は研究開発費を増やすことが多いということが挙げられています。家族経営者の主な目標が利益の最大化よりも支配の維持である場合、収益をあげるための研究開発費、あるいは少なくとも短期的な収益の増加に対する動機づけは低いと言えます。この議論は、少なくとも部分的には研究開発費の集中にばらつきがあるということの説明ともなります。

M&Aが得意なのは家族経営企業の方か？

家族経営の企業の方が内部財源に対する依存度が高く、また相対的により限られた財源の中で投資や買収の資金調達争いが行われる傾向が強いのであれば、経営陣が最適な投資判断を行い、投資や買収からの見返りも最適化されることが期待され、効率もそれなりに高くなるものと思われます。家族経営の企業が買収よりも組織的な成長をより重視する場合、売上高という観点からこれを示すことができるのでしょうか？ ここでもクレディ・スイスHOLTのデータベースとM&Aスコアカードを使って、M&A活動の水準と、実際にM&Aが行われた場合の成



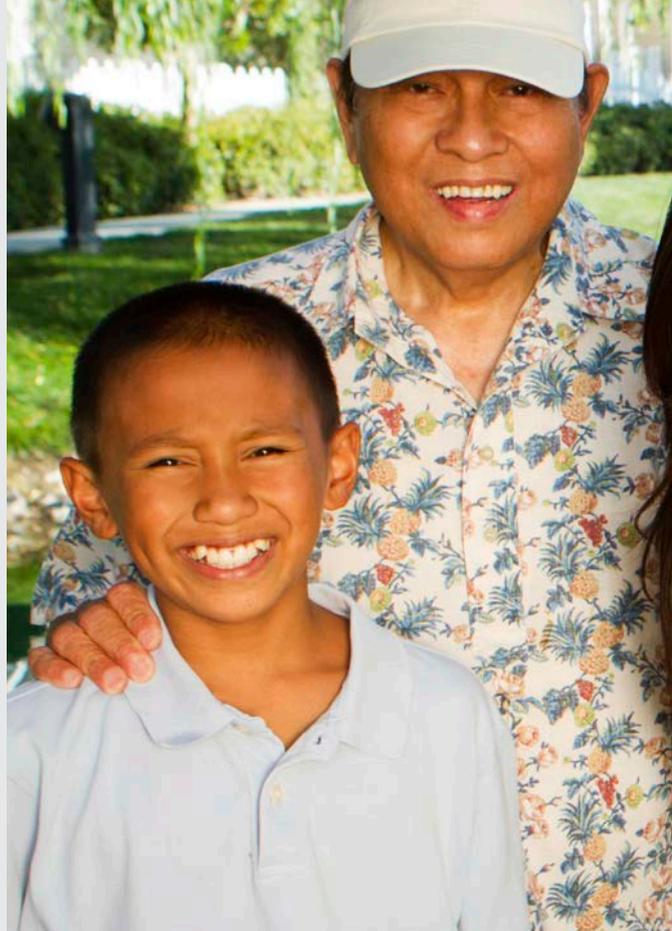
成功率に見られる劇的な違いを検証します。  
 私たちは家族経営グループの企業のM&A活動に着目して、クレディ・スイスHOLTのデータベースに属する非家族経営企業と比較しました。その結果、家族経営企業は1990年以降に平均して売上高の2.1%をM&Aに毎年費やしており、非家族企業の5.8%と対照的となりました。これは金額ベースで見ると60%以上下回り、研究開発費が少ないという見解と一致しており、保守主義を取る傾向や、買収主導による成長よりも内部的な成長に依存する傾向が強いという解釈を強調する形となっています。

クレディ・スイスHOLTスコアカードを使用すると、買収後3年間のCFROIの改善または悪化、ならびに成長を測定することができます。さらにこのスコアカードは支払った価格を相対的に評価し、買収価格が安かったか高かったかを測定します。M&Aの成功または失敗には他の要素も寄与しているものの、家族経営企業が買収で相対的に良い結果を出しているという事実はとても印象的です。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。

家族経営の買収主は、図表43で見られるように、平均的な企業よりも高い価格設定スキルを持っていることも分かります。買収の3年以内のCFROIの改善が大きいということは、家族経営企業ではCFROIが全般的に高くなっていることと合致します。

では、家族経営企業のマイナス点とは？

何かマイナスな点はあるのでしょうか？ もちろんあります。それは主にコーポレートガバナンスに関する短所と、少数株主による支配やオーナー経営者に対して良い影響力を及ぼす力の欠如に関するものです。このようなリスクは実際よりも強く認識されていると思われるものの、そのような懸念を実証している最近の事例のいくつかに着目してみたいと思います。



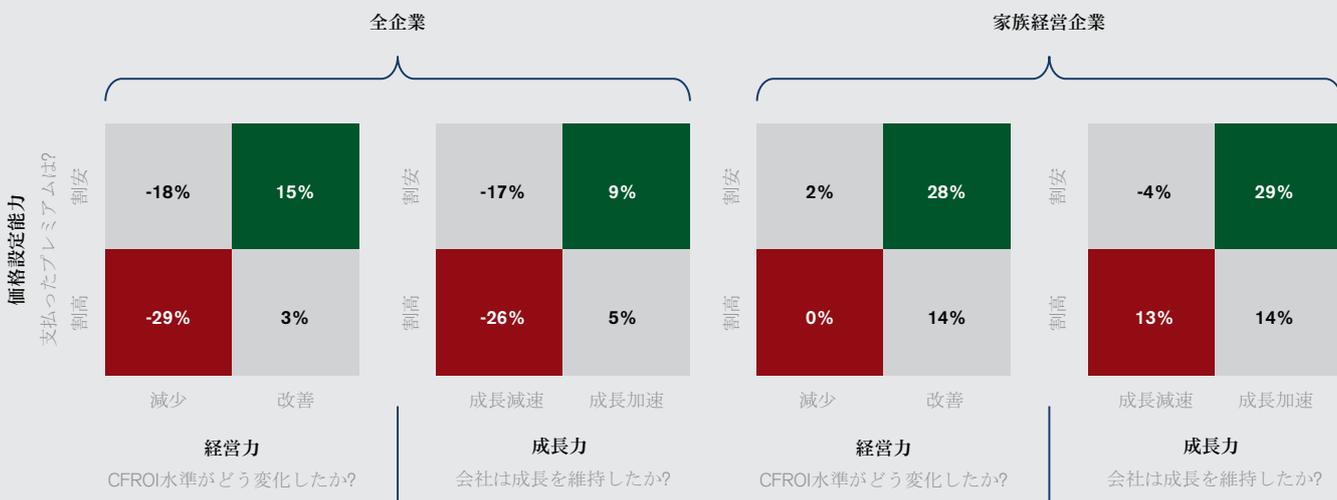
資産規模でポルトガル最大の上場銀行であるバンコ・エスピリト(BES)が2014年8月に倒産しました。当時、エスピリト・サント一族は複数の持株会社を通じてBES株を25%所有しており、不正会計の報道(2014年5月30日付けFT)が出る中、持株会社の1つであるエスピリト・サント・ファイナンシャル・グループ自体が短期借入金の返済不能に陥り、2014年7月に破産した。これは関係当事者であるオーナーのリスクや、少数株主の影響が及ばない取引のリスクを際立たせるものです。

スウェーデンでも最近、経営の集中と本質的な意味での取締役会の独立性の欠如の潜在的なリスクに焦点が当てられる出来事がありました。家族経営ではないものの、

図表43

家族経営企業と全企業のM&A実績の比較

買収3年後の株主還元平均の総合的状況



出所:クレディ・スイスHOLT



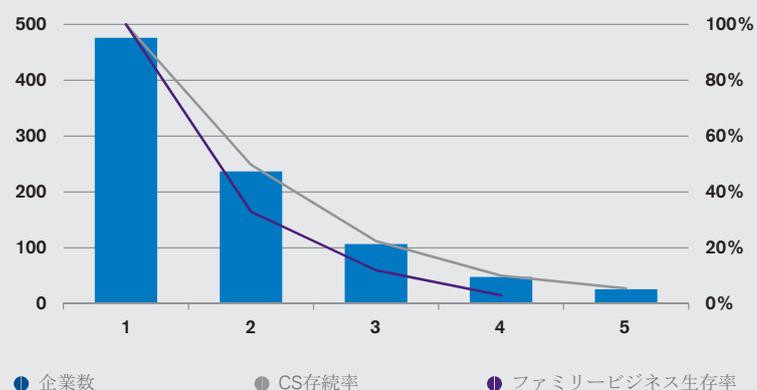
インドゥストリヴァーデンの所有権の閉鎖的な状況は、役員による社有ジェット機の個人使用や取締役同士での経費の承認し合いなどの報道(2015年4月27日付FT)もあり、コーポレートガバナンスのリスクであるとして批判の対象となってきました。私たちは家族経営企業がインドゥストリヴァーデンと同じような行動を取っているわけではありませんが、経営陣や取締役のまとまりが比較的強い場合、少数株主にとっては似たようなリスクとなる可能性があります。

資格を満たしていないのに過剰の報酬を受ける一族メンバーを雇用することは、家族経営企業においては特定リスクとして取り上げられるのが一般です。このことを認識しながら、またより広範な家族関係がある中で成績の振るわない一族メンバーを排除することが特に難しいということ意識する一方で、創業者の後継世代の間では専門教育や資格の水準が上がってきている現状も明らかになっています。この問題は、一族による会社の持分が他よりも大きいときには重要性が増します。

家族経営企業の多くでは種類の異なる株式を発行しており、中でも最も典型的なものは部外者株主に対して発行する無議決権株式です。この傾向は近年IPOを果たしてきたハイテク企業の多くで見られるもので、創業者が株式を売却しながらも支配権は確保することを可能にしてきました。ルノーAGMは、フランス政府が同社の15%の持分に二重の議決権を確保するためにフロランジュ法を適用した際、異なる議決権の不利益に焦点を当てました。この法律は2年以上にわたりフランス企業の株主として登録のある場合に二重議決権を認めるものです。ほとんどの小口株式は無記名式となっており、名前が登記されている株主は大口株主や特定の重要株主であることから、この法律は家族支配の地固めと集中を進めるのに貢献してきました。

図表44

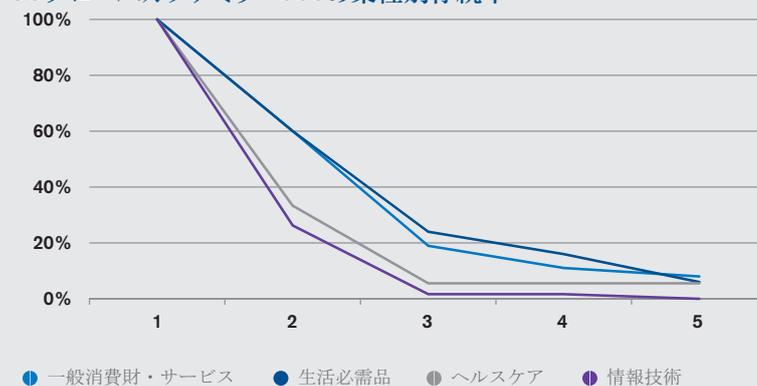
## CSグローバルファミリー900と存続率



出所: クレディ・スイス調査、ファミリー・ビジネス・インスティテュート

図表45

## CSグローバルファミリー900の業種別存続率

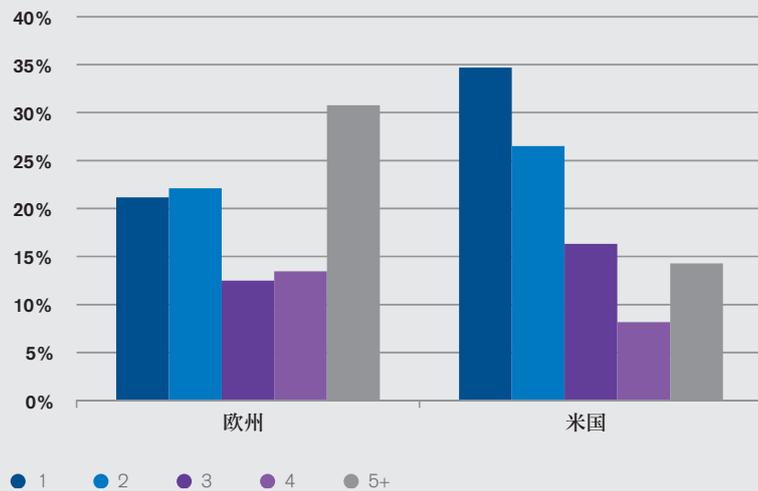


出所: 当社データ、クレディ・スイス推計



図表46

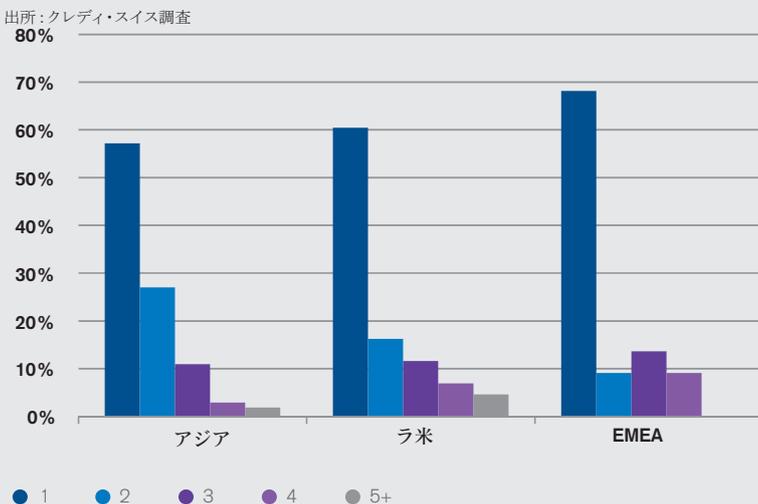
欧州および米国の世代別所有権



出所: クレディ・スイス調査

図表47

アジアおよび新興市場の世代別所有権



出所: クレディ・スイス調査

現在、大部分のフランスの家族経営企業は二重議決権を持っていますが、その最も大きな例外はロレアルで、2015年4月に1株1議決権を維持する決議をしました。長期投資家を優遇する二重議決権の採用については、私たちは明らかなマイナスと見ています。

事業承継のリスクと存続率

相続と家族経営企業内での事業承継に関する事業リスクは、外部投資家に対する重要な潜在コストとして取り上げられます。私たちは、同族企業が富の創造から富に継承へと移行するうえでの課題について、何か明確なものがあるかどうかを検証してみました。私たちが選定した920社のうち、2000年以降に上場した会社は384社、つまり42%に相当します。さらに言えば、3%が過去5年以内に上場した会社です。その大部分がアジア企業であり、近年の同地域の経済発展と古くから確立されている起業家の役割の両方が強調される形となりました。また、欧州および米国の企業よりもアジア企業の数が多くなっている状況は、近年の資本市場が落ち込んでいること、さらに後者の市場における創業者や家族が現在のバリュエーションで売却することに対して後ろ向きであることによって説明されます。

初期創業者や起業家の場合はもっと長くなることも考えられますが、1世代を25年と仮定すると、現在同族株主となっている世代についての推測ができます。これは図表44に示すとおりで、これに第1世代からの生存率を加えています。私たちの920社に含まれる企業の世代別内訳はファミリー・ビジネス・インスティテュートが提唱した統計に非常に類似しており、これによると第2世代に移行している家族はわずか33%、第3世代は12%、第4世代になると3%に過ぎない状況となっています。私たちのバスケットを見るとそれぞれ50%、22%、10%となっています。

前に見たとおり、知的財産の割合が高い業種、すなわちヘルスケアやIT（創業者のノウハウに依存している）といった業種の企業は、他の有形資産が多いビジネスモデルの業種の企業よりも早い段階で家族が売却しているようです。このような事業承継リスクに関する私たちの調査では、特に第2世代のオーナーでは株価の上昇が鈍くなったり会計の質

が落ちたりする状況が確認され、これについて次に検証していきます。

事業承継と世代交代とは、単に所有権と経営を家族間でうまく引き継ぐことだけではありません。私たちは国の役割についても、多くの領域での家族による所有権の発展をサポートするなど、様々な点で重要であると考えています。例えば日本やフランス、ドイツ、トルコ、スイスでは、経済における国の存在感が大きいにもかかわらず、ファミリービジネスが繁栄できるようになっています。ドイツの場合は相続税法の大きな優遇があり、家族が完全な所有権または非常に集中した所有権を確保することができるようになっており、同じことはより負担の重い相続税の規則のある経済圏では不可能です。

他にも、国が起業家精神の障害になっている事例があります。中国やロシアの共産主義による資産の所有権がその明白な例で、このような国々では非常に小規模な起業以外は禁止されており、国内の資産所有や規制を通じて国が大きな存在感を維持しています。その結果、アジア、EMEA、その他市場の間での世代間の所有権や生存率の比較には多くの場合ゆがみがあります。

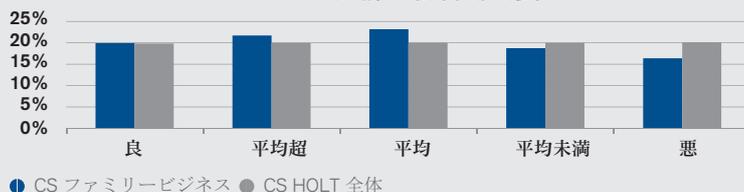
### 実際には質の高い会計制度

コーポレートガバナンスに関しては、これに近い代替としてクレディ・スイスHOLTを使った独自の指標を見ることで、外部株主が抱える家族オーナーの利益の本来のリスクについて評価することができます。代行費用や少数株主の損害となる可能性のある会計実務の実際の不一致を検証する手段としてクレディ・スイスHOLTの会計分析を使用しましたが、その証拠をつかむことはできませんでした。それどころか、家族経営企業の会計の質(図表48)は一般的にクレディ・スイスHOLTの中の企業全体を上回っており、平均以上のランキングを獲得している企業はHOLT全体では60%であったのに対し、家族経営企業では67%となっています(各企業を5等分に順位分け)。

さらに細かい会計基準で検証しても、家族経営企業の会計実務の質の高さを見ることができます。売掛金についてもこれらの企業の67%が平均以上にランクされており、買掛金については64%となっています。これは運転資金管理の状態も良いことを示していると考えられます。同様に、収益認識では家族経営企業の65%が、支出認識では62%が平均以上とされており、これは財務諸表の透明性と信頼性が高いことを暗示しています。このような会計の観点から、コーポレートガバナンスに関して認識されているリスクには一部に誇張があり、一般的に理解されているよりも家族と少数株主の間の利害はもう少し一致しているのではないかと私たちは考えています。

図表48

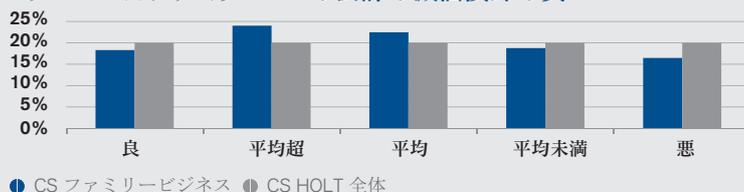
### CSグローバルファミリー900の会計の総合的な質



出所:クレディ・スイスHOLT

図表49

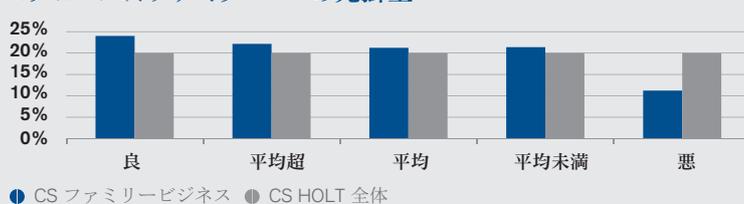
### CSグローバルファミリー900の会計の減価償却の質



出所:クレディ・スイスHOLT

図表50

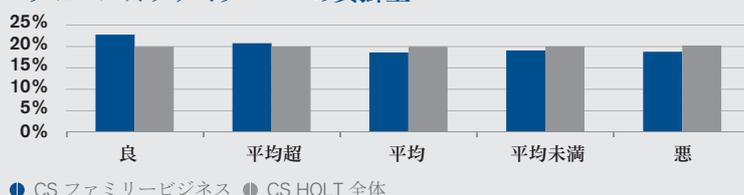
### CSグローバルファミリー900の売掛金



出所:クレディ・スイスHOLT

図表51

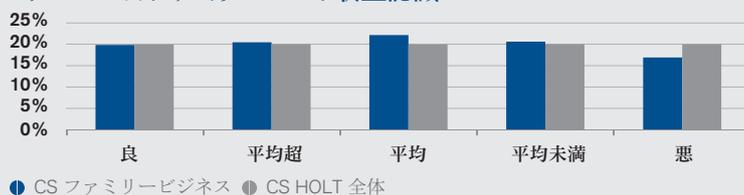
### CSグローバルファミリー900の買掛金



出所:クレディ・スイスHOLT

図表52

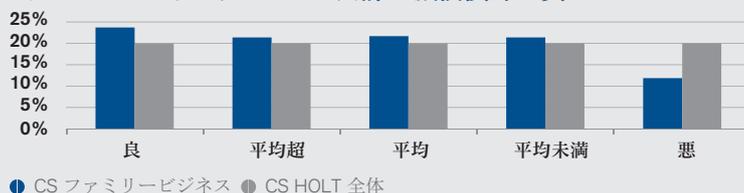
### CSグローバルファミリー900の収益認識



出所:クレディ・スイスHOLT

図表53

### CSグローバルファミリー900の会計の減価償却の質



出所:クレディ・スイスHOLT

## 多様性

2014年9月に発行したレポート『CSジェンダー3000』を深める意味で、私たちは家族経営企業に学術研究が示すとおりの高い水準での多様性があるのか否かを検証しています。その結果は非常に興味深いものであり、米国とアジアでは家族経営企業においては取締役と上級経営陣の中の女性の割合が高い水準にあることが明確となりました。対照的に欧州の女性取締役の割合は相対的に低く、これは義務付けられた割当や目標に対する家族経営企業の反応が鈍いことと同時に、恐らくこのような役職を埋める

ために用意できる女性家族メンバーが不在していることを意味していると見ています。ラテンアメリカでは家族経営企業における取締役会や経営陣の多様性はさらに低く、ここでも『CSジェンダー3000』で議論となった多様性の文化的刺激要因が焦点となります。

図表54

## 家族経営企業における多様性

	取締役				上級経営陣
	2010	2011	2012	2013	2013
北米	15.4%	16.0%	16.8%	18.2%	16.2%
欧州	12.1%	14.0%	16.6%	19.4%	15.0%
先進アジア	7.4%	7.9%	8.6%	9.0%	13.2%
新興アジア	7.6%	8.0%	8.0%	8.8%	15.4%
ラテンアメリカ	6.0%	6.0%	5.6%	5.0%	5.9%
EMEA	13.1%	12.6%	11.8%	12.6%	10.9%
<b>合計</b>	<b>9.0%</b>	<b>9.7%</b>	<b>10.2%</b>	<b>11.2%</b>	<b>13.8%</b>

出所：当社データ、クレディ・スイス調査

図表55

## 『CSジェンダー3000』との違い

	取締役				上級経営陣
	2010	2011	2012	2013	2013
北米	2.7%	3.1%	3.3%	4.2%	1.2%
欧州	-1.4%	-0.9%	-1.1%	-1.2%	0.3%
先進アジア	1.9%	1.5%	1.6%	1.2%	0.6%
新興アジア	1.4%	1.5%	1.1%	0.8%	5.0%
ラテンアメリカ	0.2%	-0.3%	-0.2%	-1.2%	-3.2%
EMEA	5.8%	5.3%	4.2%	4.4%	-0.5%
<b>合計</b>	<b>-0.6%</b>	<b>-0.6%</b>	<b>-1.1%</b>	<b>-1.5%</b>	<b>0.9%</b>

出所：当社データ、クレディ・スイス調査



# 家族経営会社の投資事情

ファミリービジネスの富の創造は、外部株主にとって投資機会となるでしょうか？ 現金の保存に集中することは、キャッシュリターンと株価値動きの改善につながります。私たちの分析では、株価の値上がり益が後に世代交代によって縮小するものの、創業者と同時に投資を行うことにより最大の値上がり益を得られることが分かります。

当然、投資家が抱く疑問としては、家族経営の成功が少数株主にとっても絶好の投資機会となるのか否か、そして身内の株主の利益のためにやはりお金が差し引かれてしまうのか否かという点だと思います。前述のとおり、業種調整後の市場加重ベースで見た場合、私たちの家族事業グループに属する920社は2015年4月末までの9年間で、MSCI ACWIよりも47%上回っていることが分かっています(図表59)。これは同期間で年率換算すると、リターンが4.5%上回っていることとなります。

図表60に示すとおり単純均等加重ベースで見た場合、同期間の私たちの株式バスケットはMSCI ACWIインデックスを351%上回っています。言い換えると、家族経営企業の株式のCAGRは21.6%になるのに対し、インデックスは3.6%となります。明らかに、家族オーナーと一緒に投資することは部外者にとっても大きなメリットとなります。

以前、私たちはHOLTの中の最高クラスの特徴を持つ企業から厳選した、米国と欧州(アジアは入っていない)の上場同族企業40社で構成されるCSファミリービジネスインデックス(ブルームバ

ーグティッカー: CSFAM Index) というものを出したことがありました。2007年の導入以来、このインデックスはMSCI ACWIを年率CAGRで140ベースポイント上回る成績を取っています。このインデックスは業種や市場で調整されていません。

家族経営企業の株式は、2014年については平均をわずかに上回る水準、2006年以降では平均並みで取引されています。これには、ROEとCFROIの両方の観点から全企業全体よりも高い収益をあげている現状が反映されています。ただし、CSグローバルファミリー900の中でも欧州と米国の企業には大きな地域差が見られ、平均的に収益率が低くなっています。これは以前の調査を確認するものであり、外部投資家は前述のとおりサイクルを通じてより安定的な業績を求めて若干の上乗せを支払う用意があると私たちは見えています。EV/EBITDAを見ると、過去9年間にわたり地域に関係なく9~10%程度の一環した上乗せがあります。

図表56

## 2014年の家族経営企業の収益およびバリュエーション

	ROE (%)	CFROI (%)	EBITDA倍率	EV/ (倍)	P/B(倍)	純有利子負債 資本倍率(%)	純有利子負債 EBITDA倍率(倍)
世界	11.5	6.4	10.6	2.1	52.0	1.8	
米国	12.0	9.1	13.2	3.3	30.7	1.1	
欧州	12.1	7.5	9.2	2.0	42.7	1.3	
アジア	10.8	5.5	9.7	1.7	44.4	1.7	
ラ米	9.3	6.7	10.1	2.1	86.6	2.6	
EMEA	17.9	8.1	18.6	1.8	82.6	1.9	

出所: 当社データ、クレディ・スイス推計

図表57

## 2014年の収益およびバリュエーションのMSCI ACWIとの比較

	ROE (%)	CFROI (%)	EBITDA倍率	EV/ (倍)	P/B(倍)	純有利子負債 資本倍率(%)	純有利子負債 EBITDA倍率(倍)
世界	-4.8	1.0	12.3	-1.2	7.9	17.1	
米国	-18.2	-2.0	22.9	17.2	-39.0	-14.8	
欧州	15.8	25.0	2.8	14.4	-22.3	-24.3	
アジア	-8.7	-0.4	17.0	5.3	34.5	49.2	
ラ米	3.0	53.9	-8.7	33.3	41.8	8.5	
EMEA	62.9	31.4	218.4	31.8	222.4	92.0	

出所: 当社データ、クレディ・スイス推計

図表58

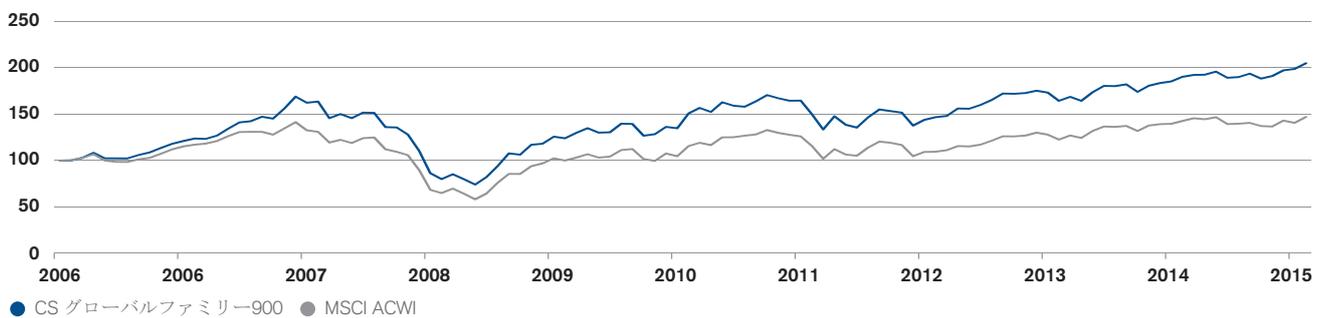
## 2006年以降の収益およびバリュエーションのMSCI ACWIとの比較

	ROE (%)	CFROI (%)	EBITDA倍率	EV/ P/B(倍)	純有利子負債 資本倍率(0)	純有利子負債 EBITDA倍率(倍)
世界	5.0	9.1	11.8	5.1	12.4	19.8
米国	-13.8	2.7	8.1	5.9	-41.0	16.7
欧州	-13.7	-5.3	10.3	10.8	-2.6	9.9
アジア	2.6	0.5	8.4	-6.9	41.7	47.1
ラ米	-5.5	24.8	12.0	13.8	94.8	57.7
EMEA	32.9	33.1	51.8	17.3	392.2	133.0

出所：当社データ、クレディ・スイス推計

図表59

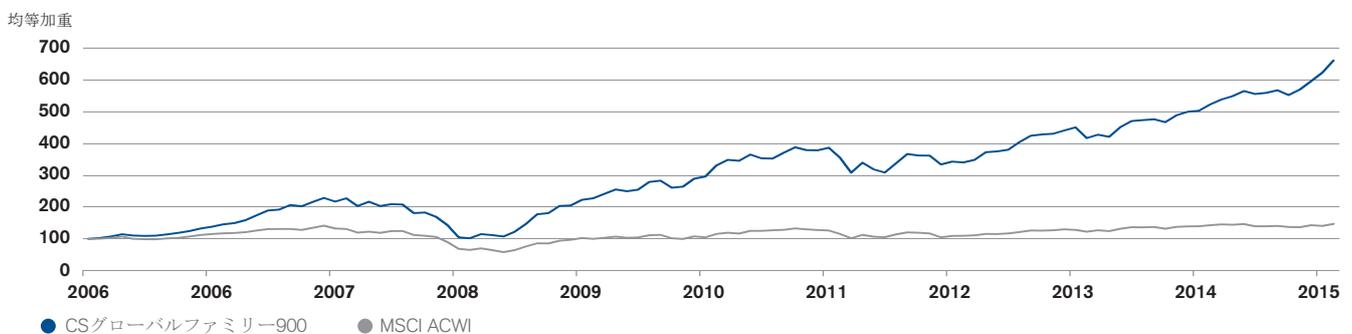
## CSグローバルファミリー900とMSCI ACWIの比較



出所：ブルームバーグ、クレディ・スイス・リサーチ

図表60

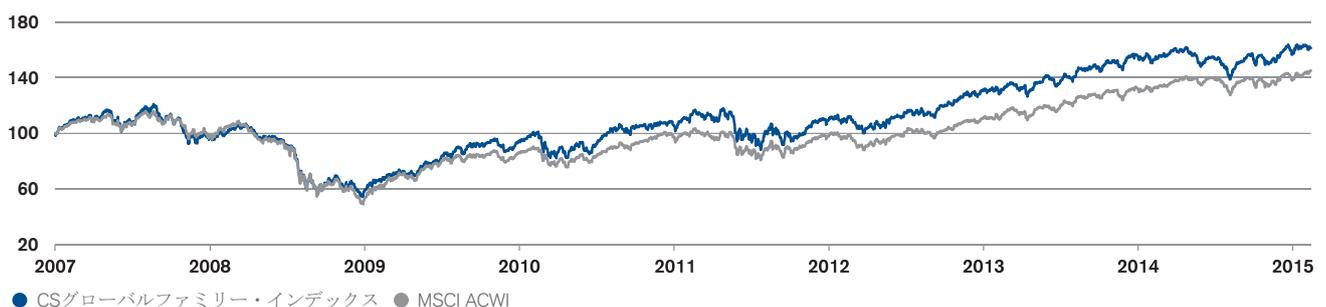
## CSグローバルファミリー900とMSCI ACWIの比較



出所：ブルームバーグ、クレディ・スイス調査

図表61

## CSファミリーインデックスとMSCI ACWIの推移比較



注：過去の業績は将来の収益を保証するものではありません。

出所：クレディ・スイスHOLT、ブルームバーグ



### いつ投資すべきか？

これまで会社の年齢別に株価の値上がり益を検証し、会社創業者と共に投資するのが良いことを見出しました。つまり、会社の設立初期の高度成長期が有望ということです。第1世代の企業のCAGRは、過去9年の期間では9.0%でした。これは必ずしも投資家がIPOと同時に自動的に買うべきだと言っているのではなく、株価の値上がり益を最大化するための最高の取引チャンス、すなわちボラティリティが第1世代の企業にあるということを図表62が物語っているということです。このように初期のリターン特性としてボラティリティが高くなるということは会社が本質的に未熟であり、投資家がまだよく知らないために、初期段階にある会社の業績が過大評価されたり過小評価されたりしている可能性があり、よって株価の反応も大げさになるということを強調しています。

興味深いことに、このように世代間の内訳を見ると、第3世代の会社が第2世代のパフォーマンスをわずかに上回っています。この要因を解釈すると、第1世代から第2世代への引き継ぎが上手くいき、経営権の拡張や外部への移動が行われる前に第3世代によって富の継承という問題が生じたり家族の富の創造が行われたりすることによって、第3世代の中で所有権よりも責務の意識の方が先行するからとも言えるかもしれません。いずれにしても、所有者の世代別のリターンに関する私たちの分析は、家族経営企業の成熟とともにリターンが減少していくことを示しています。

### 配当

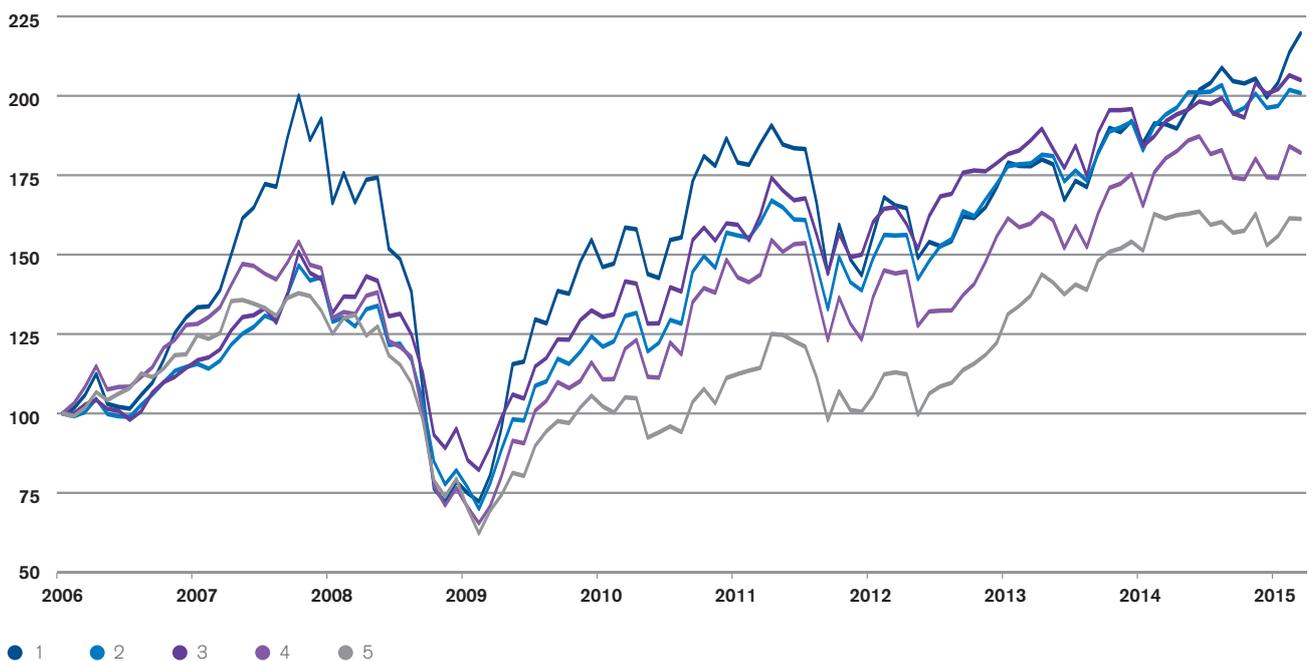
家族経営企業の配当性向が低くとも、驚くことではありません。学術研究によると、同族企業と所有権がより拡散した企業との間の大きな違いは、家族が支配や所有権を維持することを希望していることと、会社を遺産として後世に引き渡すことができることだとされています。次の世代にうまく会社を継承できないことが多いという傾向(図表45)は、創業者または第1世代オーナーの意志や決意に必ずしも影響を及ぼしません。つまり、家族経営の企業は内部で生み出されたキャッシュ・フローの源泉、先に見た研究開発およびM&Aの集約度ならびに配当性向の低い状態を守ります。

これに加えて、創業者や初期世代の所有にあるうちは一族メンバーが会社から富を受け継ぐケースが多いものの、雇用されている従業員の場合や、後世になって家族の所有権が分散化され、将来的に家族の持分を所有する一族メンバーが増えていくにつれて、少数株主の利害関係と一致する部分が多くなり、増配への要求も大きくなっていきます。



図表62

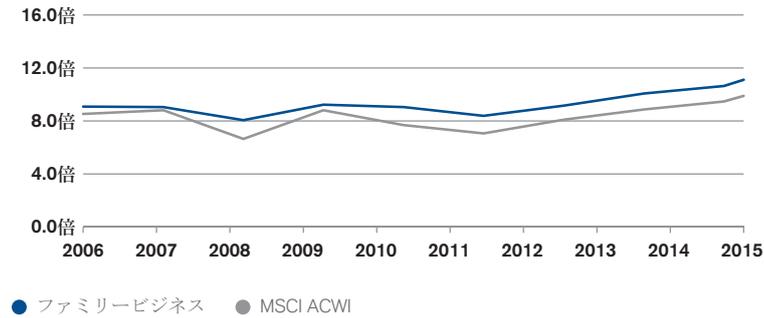
オーナーの世代別の株価動向



出所:クレディ・スイス調査

図表63

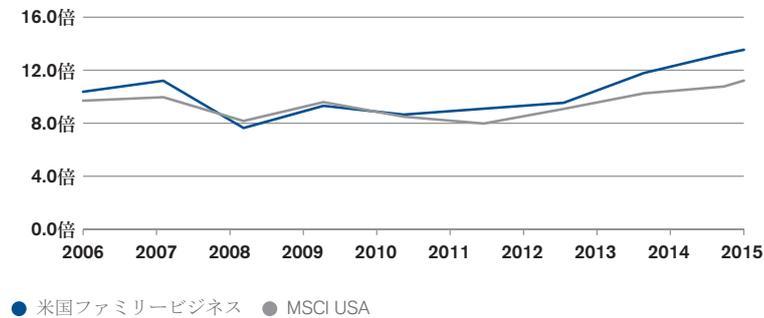
CSグローバルファミリー900のEV/EBITDA倍率



出所: 当社データ、クレディ・スイス推計

図表64

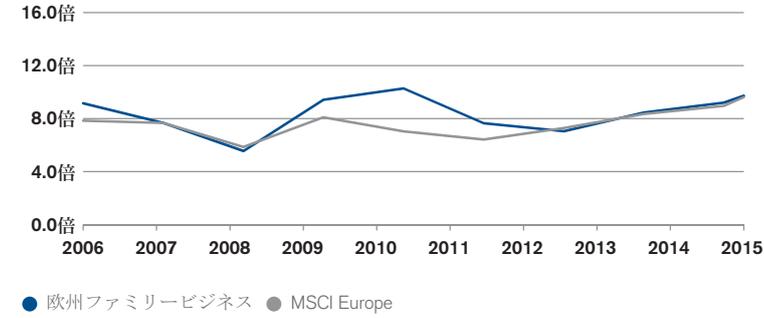
米国ファミリービジネスのEV/EBITDA倍率



出所: 当社データ、クレディ・スイス推計

図表65

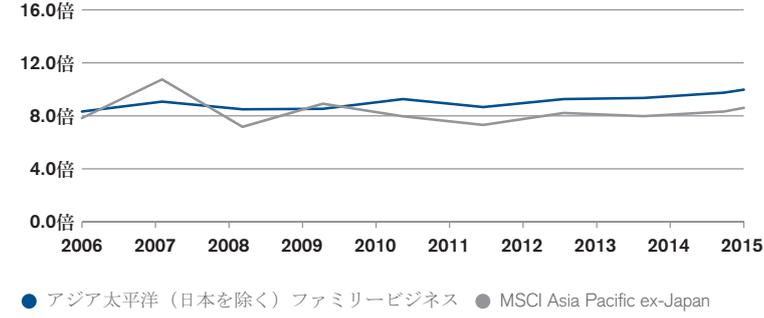
欧州ファミリービジネスのEV/EBITDA倍率



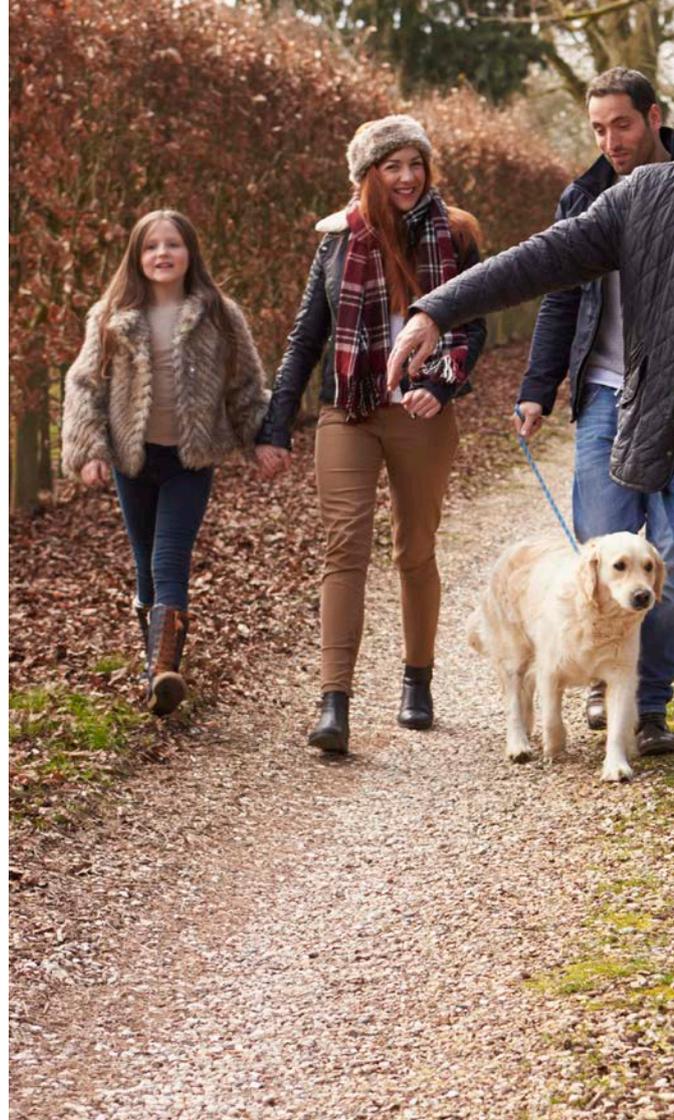
出所: 当社データ、クレディ・スイス推計

図表66

アジア (日本を除く) ファミリービジネスのEV/EBITDA倍率



出所: 当社データ、クレディ・スイス推計



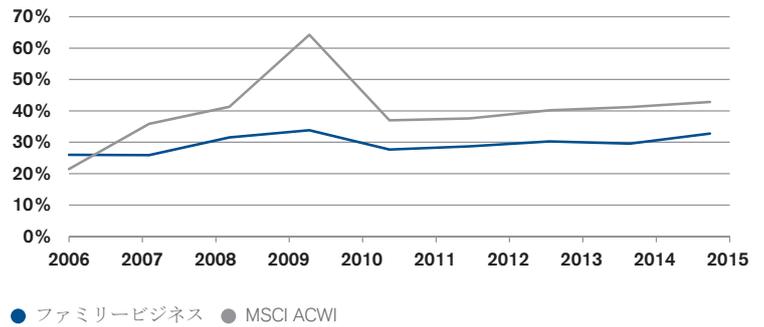
図表67を見ると、2009年にMSCI ACWIの配当性向の明らかな突出があることが分かります。これは支払われた配当額が増加したわけではなく、同年の収益の減少が原因です。同じようなパターンが全地域で見られます。ただ、米国と欧州では近年、全体としては配当の支払いに増加傾向が見られるものの（一方、アジアは減少傾向）、家族経営事業の場合は過去8年間、特に2008～2009年にかけては配当性向特性がかなり平滑になっています。家族経営事業者は、より広範なベンチマーク企業で優先されていたと思われる配当金の絶対額水準の維持よりも、支払う配当金を自由になるキャッシュ・フローに充てたいと考えるようになってきていたようです。ここでも、これらの企業が市場や株価の短期的な需要に応えるのではなく、より長期的な視点に立って相応の事業展開をしているという論拠を支持すると思われま。

これまで、ゴードン成長モデルの視点で見ると、CFROIの視点とは異なり、欧州と米国のファミリービジネスがROEに比べて若干割高に取引されており、図表17に示すとおり、資本コストに比べてキャッシュ・フローの格差が一貫して大きくなっているのを見てきました。しかし、経済的利益に対して支払われた市場価格を見た場合、過去8年間にわたり格



図表67

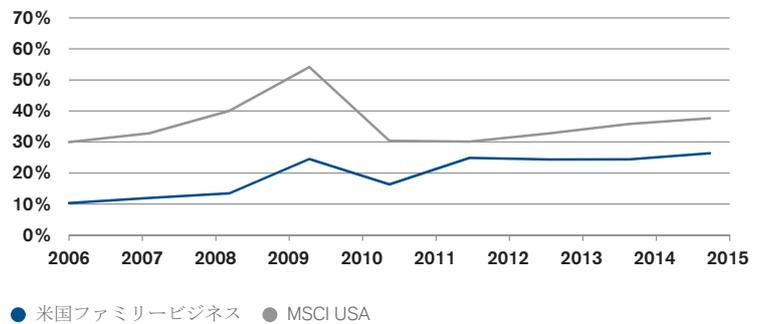
### CSグローバルファミリー900の配当性向



出所:ブルームバーグ、クレディ・スイス調査

図表68

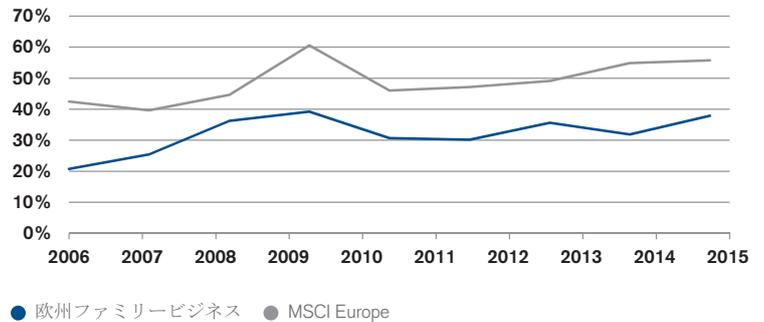
### 米国ファミリービジネスの配当性向



出所:ブルームバーグ、クレディ・スイス調査

図表69

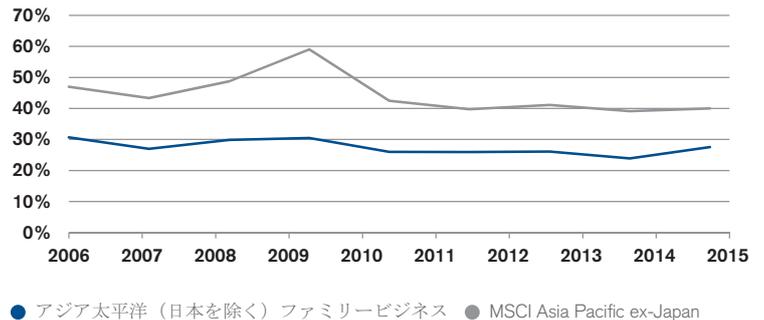
### 欧州ファミリービジネスの配当性向



出所:ブルームバーグ、クレディ・スイス調査

図表70

### アジア (日本を除く) ファミリービジネスの配当性向



出所:ブルームバーグ、クレディ・スイス調査

差は一般的に縮小してきてはいるものの、一貫して割安な状態にあることが図表71から分かりますそれにもかかわらず、図表72では15年第1四半期の間に家族経営事業の格差が明らかに下方へ拡大していることが分かり、現在、絶好の投資機会が到来していることを示しています。

他の研究と異なり、私たちは時価総額の大きい家族経営企業のバランスシート上のレバレッジが拡大していることを発見しており、これらの事業は家族にとっての主な富の源であることから、投資家はこれらの企業の破産リスクが低いと考えるのではないかと思います。これは、より低いROEでも外部投資家が盲目的に受け入れる理由を説明しているかもしれません。図表63に示すとおり、株価純資産倍率が高いことは、特に欧州においては構造的なものであるように思われます。

図表71

### CSグローバルファミリー900とMSCI ACWIの経済的利益PEの比較

金融および規制対象の公益事業を除く

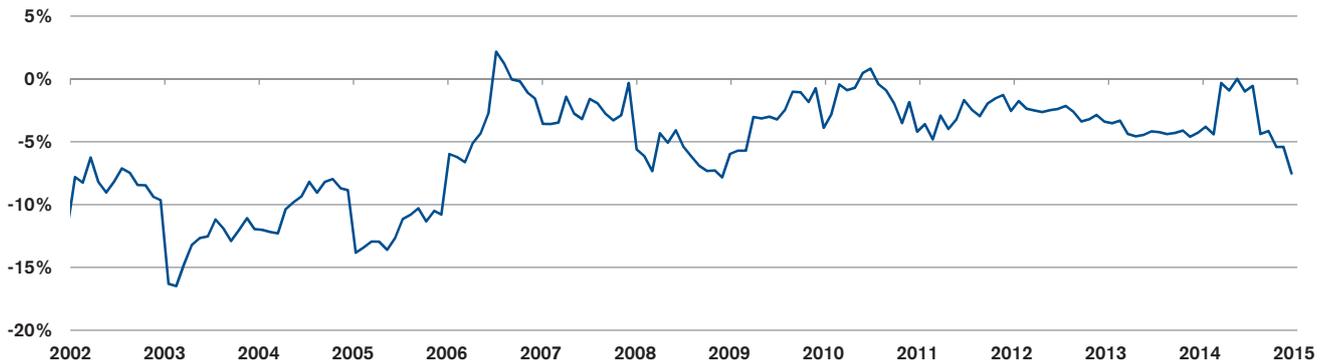


出所: クレディ・スイスHOLT

図表72

### CSグローバルファミリー900とMSCI ACWIの経済的利益PEの比較

金融および規制対象の公益事業を除く



出所: クレディ・スイスHOLT

#### 家族経営グループの中に上位グループはあるか？

これまで、2006年以降の特定の業種の家族経営企業で、該当する業種および国のベンチマークと比べて大きく上回っている創業者や国のグループがあったかどうかを検証してきました。図表73は、単に業種または国の平均以上のリターンを投資家にもたらしたグループを示しています。

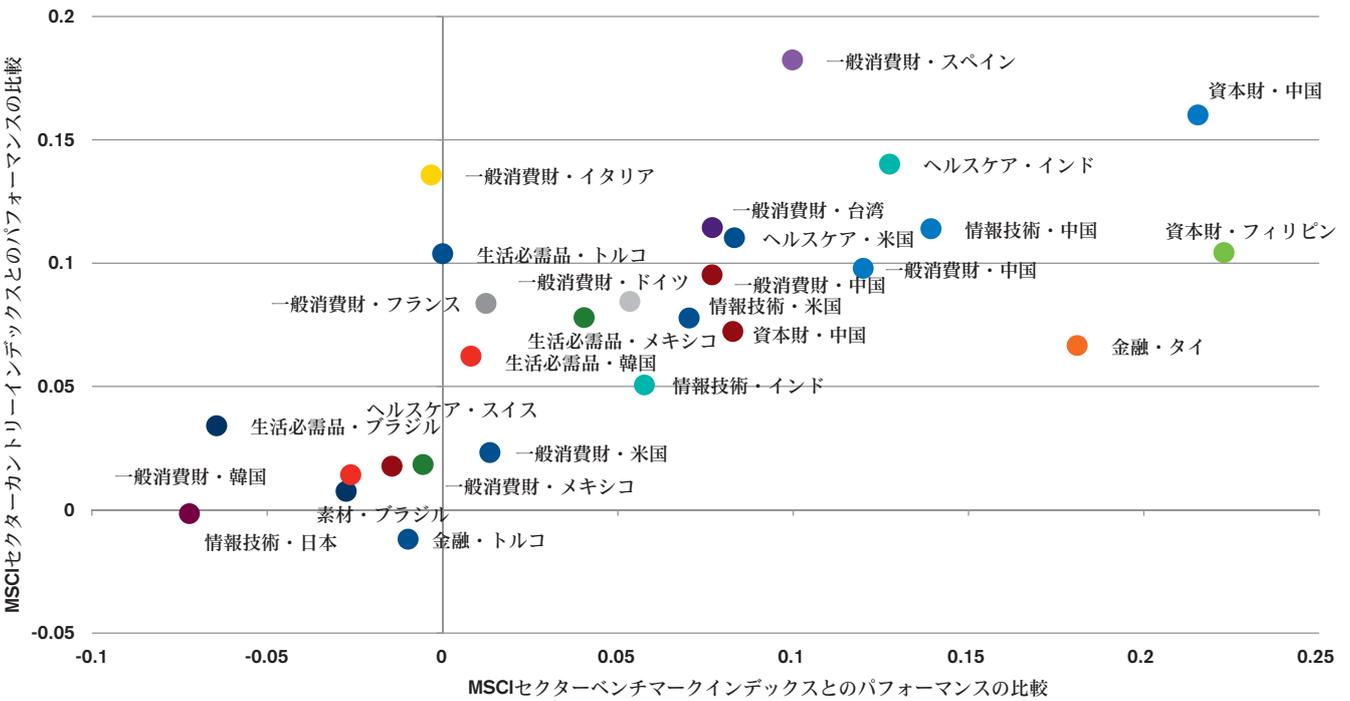
このチャートでは、2006年以降にそれぞれの該当する業種および国のインデックスと比べて、一貫して良いパフォーマンスを残してきた企業のグループが示されています。例えば、イタリアの一般消費財・サービス業の家族経営企業を見た場合、株価の動きはMSCIの一般消費財・サービスのベンチマークと同じであるものの、MSCI Italyは大きく上回っていることが分かります。同様に、中国とフィリピンの資本財・サービス業の家族経営企業は、ベンチマークを大きく上回っていることが分かります。



図表73

MSCIの業種別および国別の両方のベンチマークを上回る上位グループ企業

2006-15



出所：ブルームバーグ、クレディ・スイス調査

# 家族は経営者として 優良なのか？

家族経営企業では、エージェンシーリスクが誇張されていると私たちは考えています。2つの種類株式の存在が家族による支配の集中を可能にしているものの、世間の評判や長期にわたる慈善事業は会計の質の高さに表れているということを確認しています。企業責任の議論が大きく進展する中、同族企業はもはや中心的な役割を果たしていません。

学術研究で幅広く議論されていると思われる利他性の強い経営や優先項目の戦略性について定性的な証拠を見つけられるか否かを評価するために、私たちは先ほど選定したグループの中の企業に関するMSCIの無形資産の価値評価についての格付けを検証し、また潜在的なESGリスクに関するMSCIの評価を利用しました。リターンが小さいことは、一般的に家族経営企業の優先事項が経済的業績よりも幅広いためとして説明でき、実際に特に欧州と米国では、慈善事業や家族を優先する呼び物を掲げた家族経営の慈善団体や財団を多く見かけます。当社より以前発行された『ファミリービジネス：持続的な業績』（2012年9月発行）では、家族経営企業の大部分がESGに関する戦略を実施しており、欧州と米国のファミリービジネスは持続可能性に関する戦略、特に環境問題に関する戦略を明確に持っていることが分かりました。

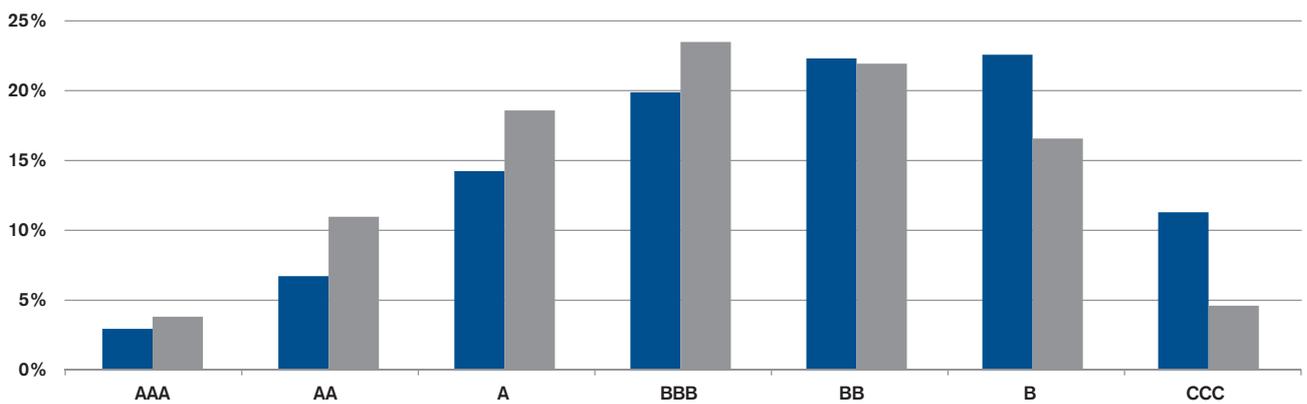
しかし、経験則に近い基準としてMSCI IVAの格付けを用いてこの測定を試みた場合、私たちのグローバルファミリービジネスのグループに属する企業の2015年についてはこれが当てはまらないことが分かっています。図表74に示すとおり、私たちのグループに属する企業とMSCI ESGデータベースに属するIVA格付けのついた4,000社以上の企業との間にはばらつきに明らかな相違があり、後者の方がスコアが高い、つまりESGリスクが低いということが分かっ

ています。図表75のように地域別でデータを見てみた場合、大部分の企業がBBまたはBの格付けとなっている米国とアジアの企業よりも、欧州の企業の方が大幅に高いスコアとなっています。私たちのグループの家族経営企業の60%近くがAAA~Aスコアとなっていますが、米国にはAAAに格付けされている企業は存在せず、70%がBBBかそれ以下の格付けとなっています。2012年のレポートと比べて相対的にコーポレートシチズンシップが良い方向へ変化したことについて、私たちはここ数年間でESGの義務がより広く採用されるようになり、家族経営企業の環境義務を早期に採用したという先駆者的立場が色あせてきた経緯の説明として解釈しています。



図表74

CSグローバルファミリー900のMSCI IVA格付け

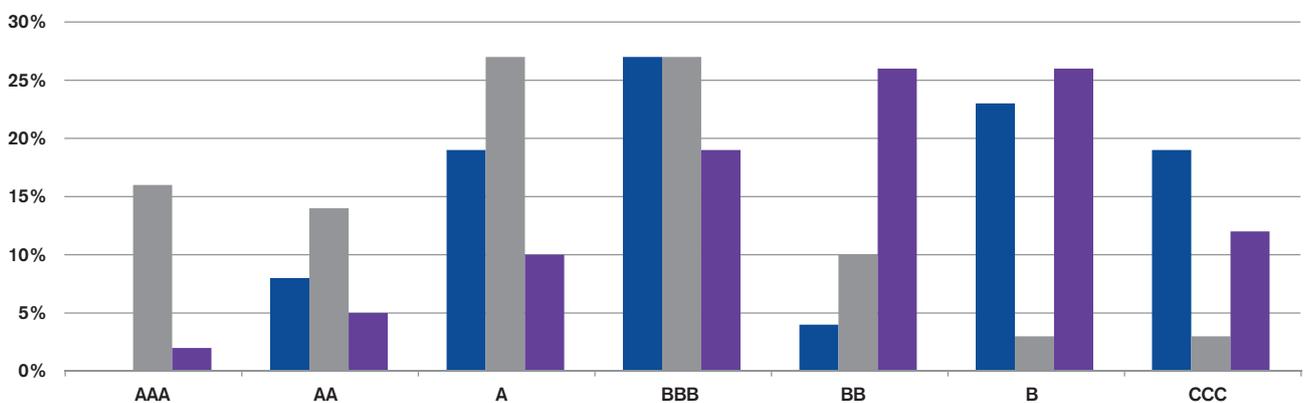


● CS ファミリービジネス ● MSCI ESG データベース

出所: MSCI ESGデータベース、クレディ・スイス調査

図表75

CSグローバルファミリー900の地域別MSCI IVA格付け

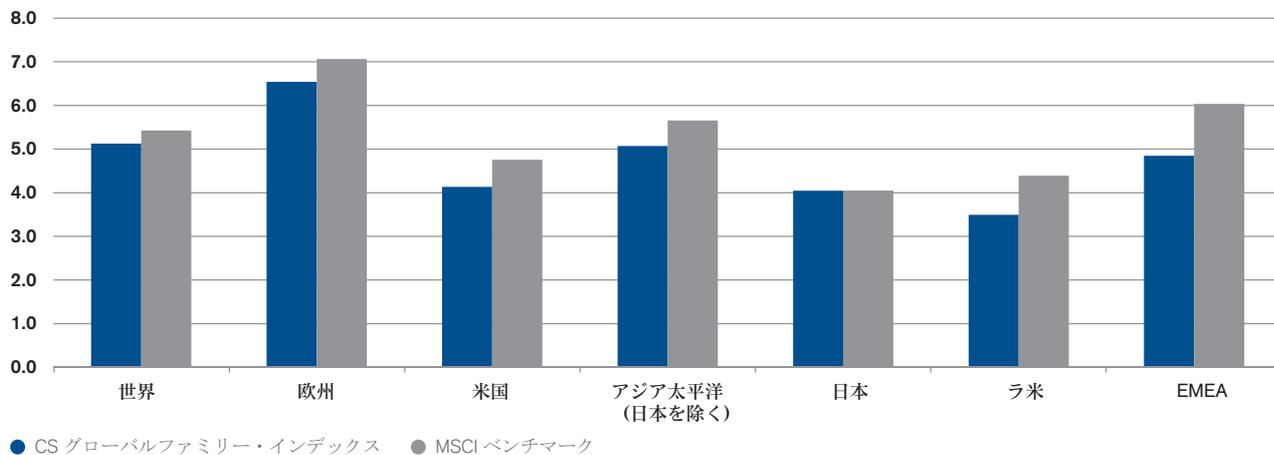


● 米国 ● 欧州 ● アジア (日本を除く)

出所: MSCI ESGデータベース、クレディ・スイス調査

図表76

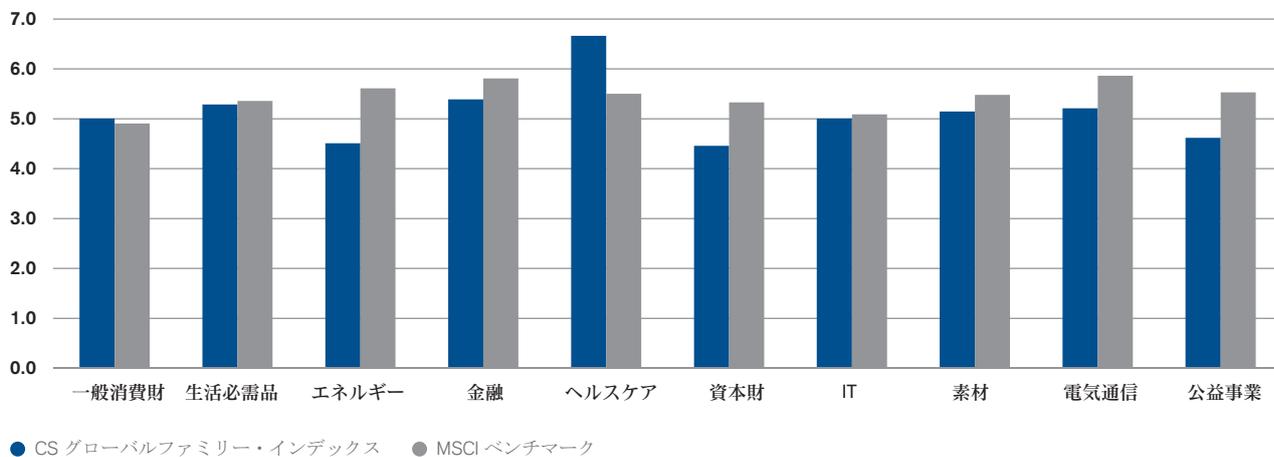
CSグローバルファミリー900の地域別MSCI ESGコーポレートガバナンス格付け



出所: MSCI ESGデータベース、クレディ・スイス調査

図表77

CSグローバルファミリー900の地域別MSCI ESG CG格付け



出所: MSCI ESGデータベース、クレディ・スイス調査



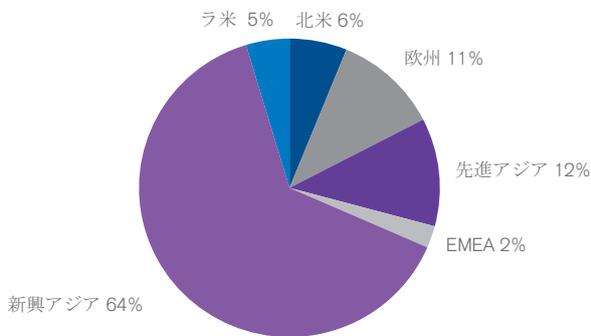
附録1

# CSグローバル ファミリー900

ファミリービジネスは消費関連業や技術関連に集中しています。知的財産が多く家族経営企業の礎である一方で、新興国市場では模倣がチャンスとなる地域が増えています。資本要件、規制、資産の国有化は素材、公益事業、電気通信の各業種において家族経営を制限しています。

図表78

## 地域別の家族経営事業者数

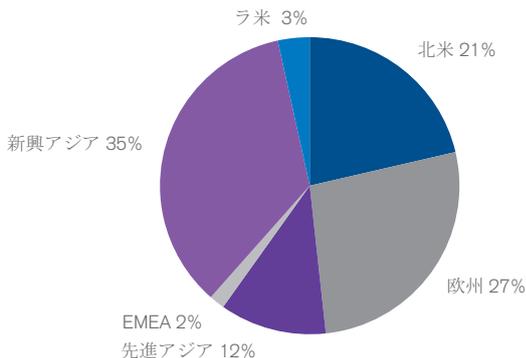


出所:ブルームバーグ、クレディ・スイス調査

図表79

## 家族経営事業者の時価総額

単位:10億米ドル



出所:ブルームバーグ、クレディ・スイス調査

私たちは時価総額が10億米ドル以上、発行済株式の20%以上を一族が保有する世界各地の上場企業920社のデータベースを作成しました。35カ国から事例を取り出しています。この中では取り上げた数という点でアジアへの偏りが見られ、その説明としては欧州や米国と比べて同地域における経済発展の違いや最近のパターンが挙げられます。先進市場においては、所有権の分散が進んでおり、多くの家族が時間の経過に伴い売却するというのが一般的な話となっています。頻繁に取り上げられるファミリー・ビジネス・インスティテュートの統計によれば、オーナーが第2世代に突入している家族経営事業者は全体のわずかに3分の1であり、第3世代は12%、第4世代になるとほんの3%となるのが分かっています。今回の分析ではMSCI ACWIのベンチマークよりもセクターや国の縛りを緩めたうえで当社の全データを評価し、より多くのアジア企業を家族経営企業グループの対象として検証を行っています。ただし、元々国有であったものが民間に払い下げられたジョイントベンチャーや資産は除外しました。

私たちのデータベースはMSCI Worldの時価総額の25%を代表しており、業種のウェイトとしては比較可能なものとなっています。ただし、私たちの家族経営企業グループは情報技術、一般消費財、生活必需品の各業種のウェイトが高く、特に銀行株を中心とする金融セクターは少なくなっています。一方、私たちのアジアグループでは、米国と欧州に比べて金融や、特に不動産業のウェイトが高くなっていることが分かります。消費関連業およびハイテクへの集中が見られるということは、初期設備投資という観点からもこれらの業種に参入する障壁が低いということを意味しており、ハイテクの場合も競争が少ない、つまり知的財産権が少ないということになります。前述

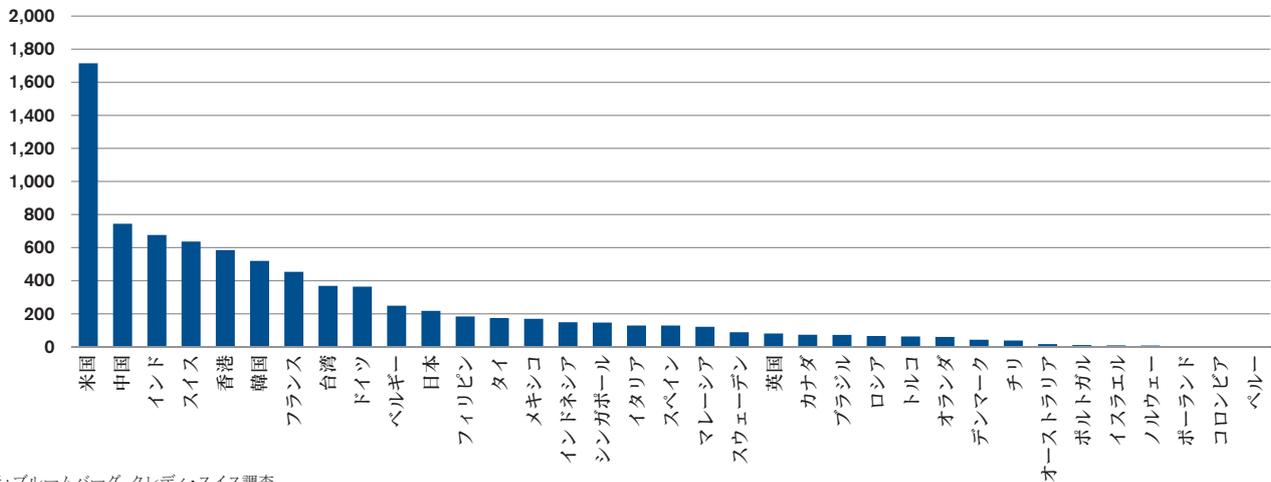
のとおり、実際にデータを分析する際には異なる業種間でのウェイトの調整も行いました。私たちのファミリービジネスグループに属する企業のうちディフェンシブ銘柄は25%未満となっており、これは起業家が成長機会を狙っていることから驚きではありません。ビジャロンガとアマット<sup>1</sup>は、多くの業種が実際には家族経営企業に支配されている様子に焦点を当てています。例えば世界のビールセクターは、新聞各社や米国の7大ケーブルテレビの6社と同様に、いまだに創業一族によって支配されており、積極的な経営参加が続けられています。また特定の国ではそのような会社の偏りも見られます。明白かつよく知られた例はドイツの製造関連の一般消費財セクター、イタリアのアパレル関連会社です。両国とも、似たような特性を持つ非上場企業をかなり多く抱えています。

既に行われている研究では、ROEまたはトビンのq理論で測定した場合の家族経営事業者の業績が相対的に良い理由を、長期的な成長戦略に関連づけています。すなわち、会社を次の世代に引き継ぐことができるように独立性を保つことが重要であり、よって内部発生のキャッシュ・フローへの依存度が高く、投資用資金としての外部からの借入水準が低いということに支えられているということです。

図表81

### CSグローバルファミリー900の国別の時価総額

単位：10億米ドル

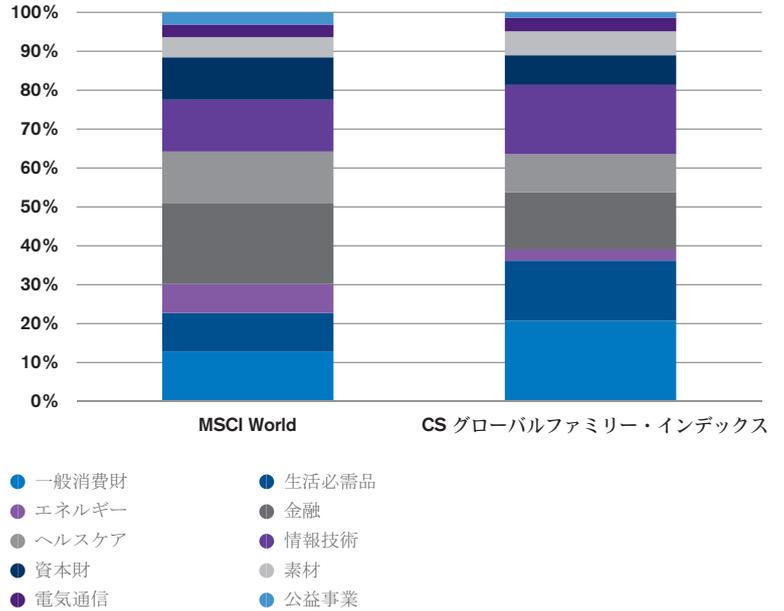


出所：ブルームバーグ、クレディ・スイス調査

つまり学術研究によれば、積極的な成長が控えられているということの意味します。しかし私たちの研究結果は、対象の920社がボラティリティが低いながら強い成長性を見せ、また高レバレッジであったことから（前述のとおり）、この論点と相反しています。

図表80

### 業種別 CSグローバルファミリー900とMSCI ACWIの比較



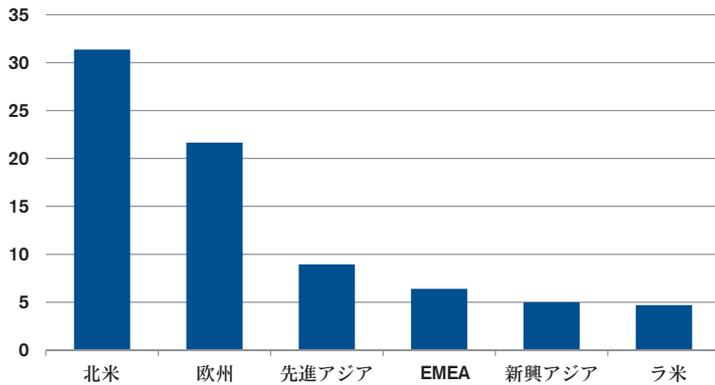
出所：ブルームバーグ、クレディ・スイス調査

家族が大きな持分を保有している企業と広く公開されている企業との間の相違を説明するために学術研究で取り上げられているその他の要因には、買収ではなく自律的成長への集中、資源に対する内部競争（すなわち、最善の投資プロジェクトのみが採用されるということ）、投資を行うサイクルの円滑化（つまり、好況期の投資を減らし、逆に下降気味のときにも投資を続けること）もあります。エージェンシーコスト（家族と外部株主との間の利害相反より生じる内部費用）は、経営がより保守的であれば破産リスクを削減できること、経営陣の監視を奨励することにより家族オーナーによって資格のない家族メンバーが雇用されてしまうことによるコストを

図表82

CSグローバルファミリー900の地域別の時価総額

単位：10億米ドル



出所：ブルームバーグ、クレディ・スイス調査

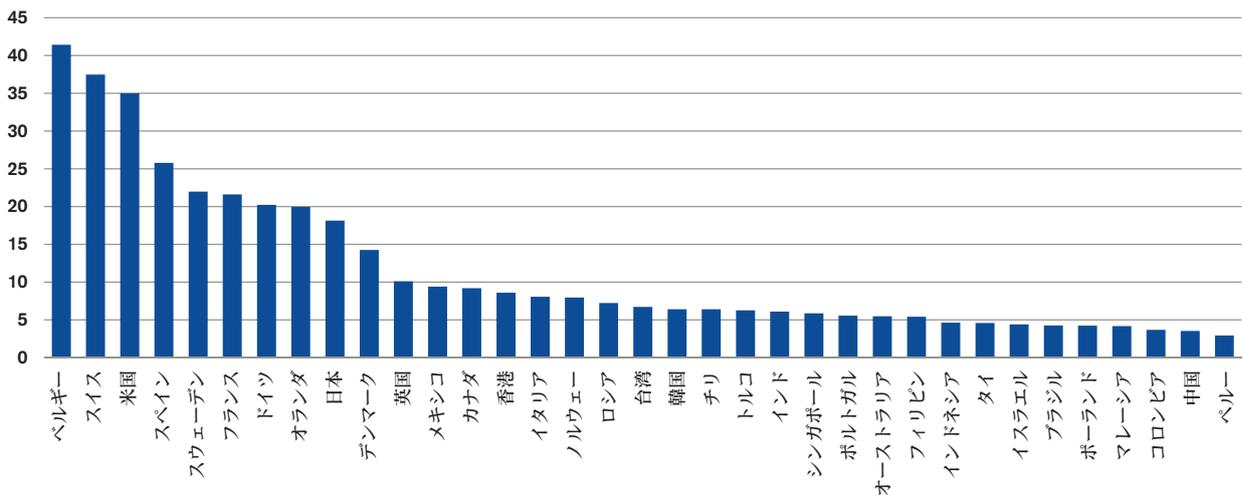
削減することができること、少数株主を犠牲として家族によって利益が抜き取られてしまうこと、コスト高になる関係者間の取引や信頼性の制約など、その他数々の点で少数株主にとってのメリットにもデメリットにもなります。

時価総額の点で、家族経営事業のグループの中で米国企業の割合が最も多いことにさほど驚くことはありません。これは経済の資本家または起業家的な発展と、資産の国による所有がないこと起因します。興味深いことに、中国が2番目に多くなっています。これは過去35年にわたる経済の非常に動的かつ起業家的な発展を強調しています。新興国市場は時価総額で私たちの選定した企業の40%を占めており、これは過去50年にわたるこれらの経済国における、あるいは場合によっては独立後の拡大および進化において家族経営企業がいかに重要であったかを物語っています。

図表83

CSグローバルファミリー900の国別の平均時価総額

単位：10億米ドル

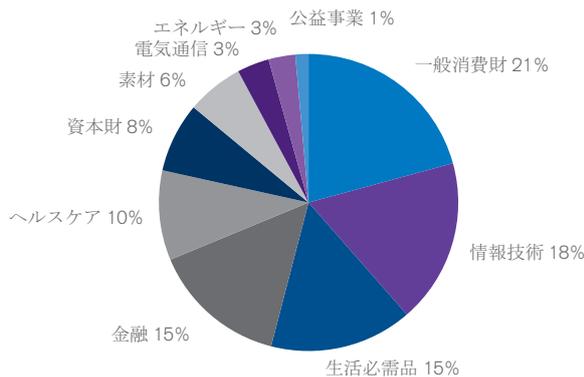


出所：ブルームバーグ、クレディ・スイス調査

図表84

CSグローバルファミリー900の業種別の時価総額

単位：百万米ドル

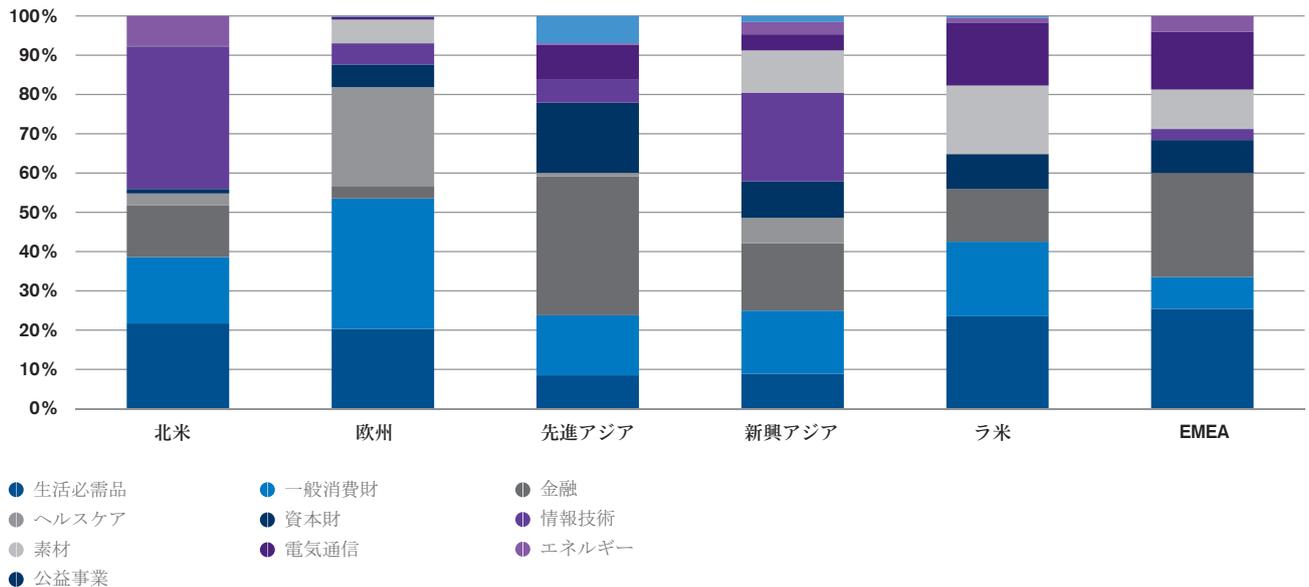


出所：ブルームバーグ、クレディ・スイス調査

このグループに属する企業の平均規模は91億米ドルで、図表82を見ても分かるように、米国および欧州の家族経営事業者が時価総額では大きくなる傾向にあり、米国の場合は平均で300億米ドル超、欧州の場合でも200億米ドル超となっています。アジアと新興国市場の国々は全般的に時価総額が小さく、全地域の平均は100億米ドルを下回っています。これは概ね発展のサイクルという点で、アジアや新興国市場の未成熟の企業と比べて米国と欧州の企業には歴史と地位があることを映し出しています。しかし予想のとおり、全般的に時価総額の大きい家族経営企業は先進市場に多く、小規模および中規模の企業がその他の地域に多いことが分かります。

図表85

## CSグローバルファミリー900の地域別の業種内訳

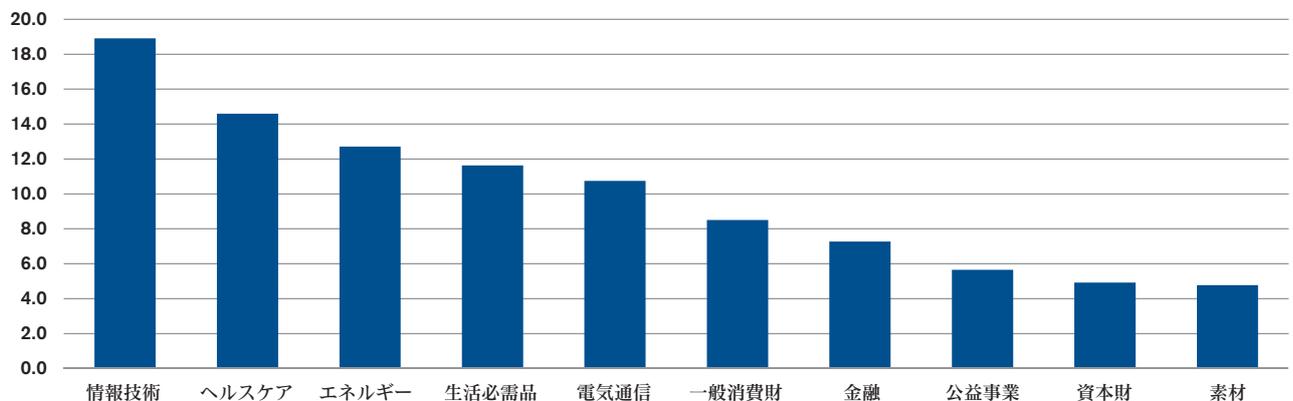


出所:ブルームバーグ、クレディ・スイス調査

図表86

## CSグローバルファミリー900の業種別の平均時価総額

単位:10億米ドル



出所:ブルームバーグ、クレディ・スイス調査

市場の中には、単独の時価総額の大きい家族経営銘柄やほんの一握りの大型企業に支配されているところもあります。例えばベルギー（図表83参照）の場合はAB InBev社に偏っており、他のベルギーのファミリービジネスは平均時価総額が97億米ドル、世界平均では91億米ドルとなっています。スイスはノバルティスやロシュの本拠地ですが、これらの医薬メーカー2社を除くと、スイスの家族経営企業の平均は107億米ドルとなります。同様に、スペインもインディテックスを除いた場合、家族経営企業の平均時価総額は65億米ドルで、ある意味、欧州平均を下回っていると言えることが図表83から分かります。南欧のファミリービジネスは、北欧のカウンターパートと比べると小さい傾向にあります。

図表84のように業種別でファミリービジネスを見ると、ハイテクや消費関連の企業に集中が見られ、一方で素材やエネルギー、電気通信、公益事業での活動は低水準であることが分かります。これら後者の業種はいずれも景気循環型で資本集約的であるか、公共サービスネットワークの産業で、国の規制や所有資産が多い傾向が見受けられます。創業者または家族が所有するハイテクビジネスは、時価総額がそれぞれ1700億米ドルを超える4大企業に支配されています。それはフェイスブック、グーグル、オラクル、サムスン電子です。記憶に新しいハイテク企業の創業の歴史を振り返ると、これらの企業は知的財産を基に低コストで創業し、IPOを行うまでにベンチャーキャピタルで資金を調達し、高度成長のビジネスモデルへと進化させて広範な基盤や市場での存在感を作り上げました。

## CSグローバルファミリー900の時価総額で見る家族経営企業上位50社

国	会社名	ティッカー	業種	株価データ		株価変動 (%)		
				株価(1c)	時価総額 (百万米ドル)	1カ月	3カ月	12カ月
CH	Novartis	NOVN.VX	ヘルスケア	98.5	278,918	2%	1%	22%
CH	Roche	ROG.VX	ヘルスケア	282.5	254,426	5%	9%	6%
USA	Wal-Mart Stores, Inc.	WMT.N	生活必需品	74.8	241,397	-4%	-11%	-2%
USA	Facebook Inc.	FB.OQ	情報技術	80.1	225,066	0%	1%	26%
BE	Anheuser-Busch InBev	ABI.BR	生活必需品	112.3	197,476	3%	-1%	39%
USA	Oracle Corporation	ORCL.N	情報技術	43.9	191,540	-2%	0%	4%
KR	Samsung Electronics	005930.KS	情報技術	1,307,000.0	173,855	-6%	-4%	-10%
DE	Volkswagen	VOWG_p.DE	一般消費財	226.9	119,936	-2%	1%	16%
USA	Kinder Morgan, Inc.	KMI.N	エネルギー	41.6	90,239	-3%	1%	24%
USA	Nike Inc.	NKE.N	一般消費財	102.3	87,952	2%	5%	34%
IN	Tata Consultancy Services	TCS.BO	情報技術	2,610.0	80,210	5%	-2%	23%
JP	Softbank	9984.T	電気通信	7,447.0	72,136	-4%	1%	3%
USA	McKesson Corporation	MCK.N	ヘルスケア	237.8	55,073	6%	4%	26%
HK	Sun Hung Kai Properties	0016.HK	金融	131.4	48,709	2%	8%	26%
TW	Hon Hai Precision	2317.TW	情報技術	99.1	48,679	8%	14%	19%
CH	Compagnie Financiere Richemont SA	CFR.VX	一般消費財	84.2	46,488	-1%	0%	-11%
IN	Reliance Industries	RELI.BO	エネルギー	876.8	44,521	3%	1%	-18%
USA	Phillips 66	PSX.N	エネルギー	79.6	43,148	-2%	1%	-6%
USA	Carnival	CCL.N	一般消費財	47.2	37,037	6%	7%	19%
HK	CKH Holdings	0001.HK	金融	121	36,152	0%	10%	24%
IN	Sun Pharmaceuticals Industries Limited	SUN.BO	ヘルスケア	955.8	36,086	2%	5%	63%
GB	Associated British Foods	ABF.L	生活必需品	29.5	35,774	6%	-6%	-2%
MX	Fomento Economico Mexicano SAB de CV	FMSAUBD.MX	生活必需品	139.2	32,712	-1%	-2%	12%
SG	United Overseas Bank	UOBH.SI	金融	23.1	28,296	-5%	1%	3%
USA	L Brands, Inc.	LB.N	一般消費財	87.4	25,567	-2%	-5%	57%
USA	LinkedIn	LNKD.N	情報技術	196.2	24,718	-24%	-27%	20%
HK	Henderson Land Dev	0012.HK	金融	62.6	24,209	2%	18%	37%
ID	Astra International	ASII.JK	一般消費財	7,375.0	22,590	4%	-6%	-1%
IN	Tata Motors Ltd.	TAMO.BO	一般消費財	483.6	21,906	-7%	-18%	15%
USA	Marriott International	MAR.OQ	一般消費財	79.0	21,729	-6%	-5%	30%
IN	HCL Technologies	HCLT.BO	情報技術	980.0	21,615	10%	-3%	41%
IN	Wipro Ltd.	WIPR.BO	情報技術	554.0	21,318	2%	-16%	11%
HK	Cheung Kong Infrastructure	1038.HK	公益事業	64.0	20,801	-2%	-3%	23%
FI	Kone Corporation	KNEBV.HE	資本財	39.1	20,741	1%	-5%	28%
KR	Samsung Life Insurance	032830.KS	金融	112,000.0	20,228	7%	12%	11%
SG	Hongkong Land Holdings	HKLD.SI	金融	8.6	20,116	8%	13%	23%
FR	Dassault Systemes	DAST.PA	情報技術	71.9	20,080	6%	15%	53%
KR	Hyundai Mobis	012330.KS	一般消費財	223,500.0	19,647	-7%	-10%	-23%
TH	Siam Cement	SCC.BK	素材	534.0	18,998	0%	2%	28%
TW	Nan Ya Plastics	1303.TW	素材	72.6	18,781	-6%	6%	7%
USA	Royal Caribbean Cruises	RCL.N	一般消費財	76.3	16,784	11%	0%	39%
FR	Sodexo	EXHO.PA	一般消費財	95.1	16,346	6%	6%	19%
CN	Jiangsu Yanghe Brewery Joint-stock Co., Ltd	002304.SZ	生活必需品	93.6	16,251	1%	16%	67%
SG	Wilmar International Ltd	WLIL.SI	生活必需品	3.4	15,957	3%	4%	4%
TW	Formosa Plastics	1301.TW	素材	75.3	15,636	-6%	-3%	-4%
MX	G.F. Inbursa	GFINBURO.MX	金融	35.7	15,529	-5%	-15%	-1%
DK	Coloplast B	COLOb.CO	ヘルスケア	514.5	15,244	-6%	-3%	9%
CN	Jiangsu Hengrui Medicine Co. Ltd	600276.SS	ヘルスケア	62.8	15,231	11%	55%	94%
KR	LG Chem Ltd.	051910.KS	素材	249,500.0	14,932	-10%	8%	-5%
MY	Maxis Berhad	MXSC.KL	電気通信	6.9	14,161	-2%	-2%	3%

出所: ブルームバーグ、クレディ・スイス推計



これはシリコンバレーの有名企業に特徴的ですが、IPO後も所有権は集約したままとなっています。これは無議決権株式など種類株式の存在が原因である場合も多くあります。これとは対照的に中国のハイテク銘柄の場合はIPO以前に所有権の希釈が大幅に進んでいるケースも見られ、これは貯蓄や銀行からの資金調達へのアクセスに大きな制約があることを意味しています。アリババを例に挙げると、今回設定した所有権の20%基準を満たしていませんでした。

一般消費財の銘柄も、独自の知的財産という要素を發展させるという点で、ハイテク企業と同様の特徴を示している場合があります。欧州の場合、この特性はドイツ企業に多く見られる自動車や部品の産業、イタリアの自社製造やデザインに関する知的財産、フランスのアパレル関連会社などで見られます。このような企業は保護が可能な非金融系市場の隙間を埋めており、私たちの生存率の分析で見たとおり、生活必需品に比べて一般消費財の企業の方が所有権の先細りがはやい点は興味深く、これは事業承継が創業者の知的財産に基づく企業の方がより複雑な問題であるからかもしれません。

生活必需品はスケールメリットが働きやすく、効率の問題として新市場や買収を通じた成長の方が簡単であり、また経営スキルや戦略なども知的財産よりも取得が容易です。生活必需品は傾向的に付加価値の少ない業種であり、ときには成功しているビジネスモデルや他の市場の製品の単なるコピーである場合もあります。しかしアジア地域に見られるように、ファミリービジネスの参入割

合は生活必需品を離れ、ヘルスケアやハイテクといった付加価値要素がより大きな業種へとシフトしつつあります。

4つの業種が、私たちの家族経営企業のグループの70%以上を占めていますそれは上述の消費関連とハイテク、そして金融です。金融の中では不動産信託や不動産デベロッパーが対象グループの業種内時価総額の35%を占めており、MSCI Worldの中の同時価総額では16%未満であるのとは対照的です。これには、同族起業家が規制対象となっている創業にコストのかかる業種から逃げ、初期必要となる財源に限度があり、後のスケールアップが可能である業種を選択している状況が表れています。

今回対象とした920社の中では、アジアや新興国市場の業種によるばらつきがより均等になっていることが分かります。一族メンバーは自分の会社や独自の知的財産を業界一や世界一に成長させようとするところから、特に欧州においては先進市場への集中度が高くなることが分かります。欧州内を見るとフィアットやフォルクスワーゲン、BMW、ノバルティス、ロシュなど、消費関連の製造業やヘルスケアに関する家族経営企業が優勢になっています。米国でも消費セクターや知的財産集約的なセクターの家族経営企業が多く見られるものの、ここではヘルスケアよりもハイテクが多くなっています。



## 資料および参考文献

- Alluche J., Amann B., Jaussaud, J. and Kurashina T., The Impact of Family Control on the Performance and Financial Characteristics of Family versus Nonfamily Businesses in Japan: A Matched-Pair Investigation
- Anderson, R., and Reeb D., (2008), Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500, *The Journal of Finance*.
- Barontini R., and Caprio :/., The Effect of Family Control on Firm Value and Performance. Evidence from Continental Europe
- Boland M., and Pendell D.(2005), Persistence of Profitability in Family-Owned Food Businesses
- Chen K., and Hsu W. (2009), Family Ownership, Board Independence. And R&D Investment, *Family Business Review*
- Corstjens M., Peyer U., and Van der Heyden L. (2006), Performance of Family Firms: Evidence from US and European firms and investors *INSEAD*
- Fahlenbrach R. (2003), Founder-CEOs and Stock Market Performance, *The Wharton School*
- Kotlar, J., Fang, H., De Massis, A. and Frattini, F. (2014), Profitability Goals, Control Goals, and the R&D Investment Decisions of Family and Nonfamily Firms. *Journal of Product Innovation Management*, 31: 1128–1145. doi: 10.1111/jpim.12165
- Kowalewski O., Talavera O., and Stetsyuk I. (2010), Influence of Family Involvement in Management and Ownership on Firm Performance: Evidence from Poland, *Family Business Review*
- McKinsey & Co: The five attributes of enduring family businesses
- Miller D., and Le Breton-Miller I (2006), Family governance and firm performance: Agency, stewardship and capabilities. *Family Business Review*, 19 p 73-87
- Munoz-Bullon F., and Sanchez-Bueno M. (2011), the Impact of Family Involvement on the R&D Intensity of Publicly Traded Firms
- OECD: SMALL BUSINESSES, JOB CREATION AND GROWTH: FACTS, OBSTACLES AND BEST PRACTICES
- Tze San Ong & Shih Sze Gan, Do Family-Owned Banks Perform Better? A Study of Malaysian Banking Industry, *Asian Social Science Vol 9 No 7 2013*
- Villalonga B., and Amit R. (2005), How do family ownership, control and management affect firm value? *Journal of Financial Economics*
- Villalonga B., and Amit R. (2010), Family Control of Firms and Industries, *Financial Management*, Autumn 2010
- Yuan Ding, Hua Zhang, Junxi Zhang, (2008) The Financial and Operating Performance of Chinese Family-Owned Listed Firms, *Management International Review*

# リサーチ・インスティテュートのその他出版物



**Opportunities in an urbanizing world**  
April 2012



**Family businesses: Sustaining performance**  
September 2012



**The shale revolution**  
December 2012



**Sugar Consumption at a crossroads**  
September 2013



**Global Wealth Report 2013**  
October 2013



**Latin America: The long road**  
February 2014



**Emerging Consumer Survey 2014**  
February 2014



**Global Investment Returns Yearbook 2014**  
February 2014



**Emerging capital markets: The road to 2030**  
July 2014



**The Success of Small Countries**  
July 2014



**The CS Gender 3000: Women in Senior Management**  
September 2014



**Global Wealth Report 2014**  
October 2014



**Emerging Consumer Survey 2015**  
January 2015



**Global Investment Returns Yearbook 2015**  
February 2015



**The Success of Small Countries and Markets**  
April 2015

# インプリント

## 発行者

**CREDIT SUISSE AG**  
Research Institute  
Paradeplatz 8  
CH-8070 Zurich  
Switzerland  
cs.researchinstitute@credit-suisse.com

## 著者

ジュリア・ドーン  
リチャード・カースリー  
ステファノ・ナテラ

## 協力

キャサリン・ティルソン  
マルセロ・プレート  
Faham Baig  
Hiten Patel  
Mahadevan Subramanian  
Akanksha Kharbanda

## 編集締切

2015年6月25日

## ディスクレーム／重要情報

本レポートはクレディ・スイスにより作成されたものであり、記載されている意見は著作日時点でのクレディ・スイスの意見であり、変更される可能性があります。また、情報提供および受領者の使用のみを目的として用意されたものです。これはどなたかを対象とした、クレディ・スイス自身またはクレディ・スイスの代理人による証券の購入または売却の申し出または勧誘の一部を成すものではありません。本資料に掲載された一切の内容は投資、法律、会計、税務のアドバイス、あるいはいずれかの投資または戦略が受領者の個別の環境にふさわしいか適切であるといった表現を行うもの、もしくは受領者に対して個人的な推奨を行うものではありません。掲載された投資の価格および価値、ならびに発生する可能性のある何らかの所得は変動する可能性があります、また増減する可能性があります。過去の業績に関する参照はいずれも、将来に対する指針となるものではありません。

本出版物に掲載されている情報および分析は信頼できると考えられる出所より収集または記載されたものですが、クレディ・スイスはその正確性または完全性について何らかの表現をしたり、その使用に由来する何らかの損失に対する責任を受け入れたりするものではありません。クレディ・スイス・グループ社は本出版物に掲載されている情報および分析がクレディ・スイスの顧客の閲覧に供される前に、この情報および分析に基づいて何らかの行動を取った可能性があります。新興市場での投資は投機的で、確立された市場における投資よりも著しく不安定になります。主なリスクの中には政治的リスク、経済的リスク、信用リスク、為替リスク、市場リスクなどがあります。外国通貨建ての投資は、為替レートの変動の対象となります。本資料またはご自身の投資に関する内容について何かご質問がある場合は、ご自身の担当リレーションシップマネージャーかアドバイザーに直接お問い合わせください。何らかの取引を実行する前に、ご自身の特定の環境に対する取引のふさわしさを検討し、自分自身で特定の金銭的リスクや法律、規制、信用、税務、会計にかかわる結果を見直さなければなりません（必要に応じて専門的なアドバイザーを利用する）。本レポートは、米国内では米国登録ブローカー・ディーラーであるCredit Suisse Securities (USA) LLCによって、カナダ国内においてはCredit Suisse Securities (Canada), Inc.によって、そしてブラジル国内ではBanco de Investimentos Credit Suisse (Brasil) S.A.によって発行および販売されます。

本レポートは、スイス国内においてはスイス銀行であるCredit Suisse AGによって配布されています。クレディ・スイスはFINMAスイス連邦銀行理事会 (the Swiss Financial Market Supervisory Authority) による認可・規制を受けています。欧州（スイスを除く）においてはCredit Suisse (UK) Limited およびCredit Suisse Securities (Europe) Limitedにより発行および配布されています。Credit Suisse Securities (Europe) Limited およびCredit Suisse (UK) Limited は、両社とも、クレディ・スイスの関連会社（独立した法人）であり、英国健全性規制機構 (Prudential Regulation Authority) により認可され、英国金融行動監視機構 (Financial Conduct Authority) およびPrudential Regulation Authorityにより規制されています。個人顧客に対しFinancial Conduct Authorityおよび/またはPrudential Regulation Authority が提供している保護は、イギリス国外の個人により提供される投資やサービスには、適用されません。また、当該投資の発行体はその義務を果たさない場合には、金融サービス補償制度 (Financial Services Compensation Scheme) は適用されません。ガーンジーにおいては、Helvetia Court, Les Echelons, South Esplanade, St Peter Port, Guernsey に住所が登録され、15197の番号で独立した法人としてガーンジーに登録されているCredit Suisse (Channel Islands) Limitedより配布されます。Credit Suisse (Channel Islands) Limitedは、クレディ・スイスの完全子会社であり、Guernsey Financial Services Commissionにより規制されています。ご希望の場合は、最新の監査済み決算書のコピーが入手可能です。ジャージーにおいては、Jersey Financial Services Commissionにより規制されたCredit Suisse (Channel Islands) Limited, Jersey Branchにより配布されます。ジャージーにあるCredit Suisse (Channel Islands) Limited, Jersey Branchのビジネスの住所は、TradeWind House, 22 Esplanade, St Helier, Jersey JE4 5WUです。本レポートは、下記のうちの当該法域において適切に認可された団体によってアジア太平洋地域において発行されています。香港においては、香港証券先物取引委員会 (Hong Kong Securities and Futures Commission)、あるいは香港金融管理局 (Hong Kong Monetary Authority) により規制されている公認機関であり、またthe Securities and Futures Ordinance (Chapter 571 of the Laws of Hong Kong) により規制された登録機関であるCredit Suisse HongKong Branchによる認可を受けた企業であるCredit Suisse (Hong Kong) Limited、日本においては、クレディ・スイス証券株式会社です。シンガポールでは、本レポートは、機関投資家 (institutional investors)、適格投資家 (accredited investors) および専門投資家 (expert investors) (各投資家の定義は“Financial Advisers Regulations”の定義を参照して下さい。)だけを対象にした配布のために、作成および発行されています。また、海外投資家 (overseas investors) (定義は、“Financial Advisers Regulations”の定義を参照して下さい。)には、Credit Suisse AG, Singapore Branchにより配布されます。Credit Suisse AG, Singapore Branchは“Financial Advisers Regulations”の規制32Cに基づく措置に従い、外国の団体または関係会社が作成したレポートを配布する場合があります。シンガポールで受領した場合、本レポートに起因または関連して生じた問題については、Credit Suisse AG, Singapore Branchまで電話 (+65-6212-2000) でお問い合わせください。なお、機関投資家 (institutional investors)、適格投資家 (accredited investors)、専門投資家 (expert investors) あるいは海外投資家 (overseas investors) としてのお客様のステータスに基づき、Credit Suisse AG, Singapore Branchは、お客様にご提供する金融アドバイザー・サービスに関し、“Financial Advisers Act, Chapter 110 of Singapore (the “FAA”)”、“Financial Advisers Regulations” およびそれらに従って発行される関連通知・ガイドラインでの一定のコンプライアンス要件を遵守することを免除されています。下記のうちの当該法域において適切に認可された団体によってアジア太平洋のその他の地域において発行されている場合、Credit Suisse Equities (Australia) Limited, Credit Suisse Securities (Thailand) Limited, Credit Suisse Securities (Malaysia) Sdn Bhd, Credit Suisse AG, Singapore Branch、その他の地域の場合は前述で該当する公式関連会社により発行されます。

Credit Suisseの書面による許可なく、本レポートの全体あるいは一部を複製してはなりません。Copyright © 2015 Credit Suisse Group AGおよび/あるいは関連会社不許複製

**重要な開示情報につきましては最終ページのディスクロージャーアペンディクスをご参照願います。**

クレディ・スイスは、調査レポートで調査対象銘柄としている企業と実際にビジネスを行なっている、またはビジネスを行なう意向があります。従って、弊社には本レポートの客観性に影響を及ぼしうる利害相反が存在している可能性があることにご注意ください。本レポートは、あくまで投資決定上の1つの材料としてお考えいただければ幸いです。本レポートに記載されている有価証券への投資に伴うリスクについては、以下のリンクをご参照ください。

<https://research.credit-suisse.com/riskdisclosure>

## リスクの開示

投資家のお客様は、本レポートをあくまで投資決定上の1つの材料として、お考えください。本レポートに記載されている有価証券への投資に伴うリスクについては、以下のリンクをご参照ください。

<https://research.credit-suisse.com/riskdisclosure>

クレディ・スイスは本レポートで取り上げた証券や金融商品が特定の投資家向けであることを保証するための措置は何も行っていない可能性があります。クレディ・スイスは本レポートを受け取ったというだけの理由でその受取人を顧客として取り扱うことはありません。本レポートに含まれる、あるいは、言及されている投資やサービスがお客様に適切なものであるとは限りません。これらの投資や投資サービスに疑問がある場合は個別に投資アドバイザーに相談してください。本レポートは投資、法律、会計または税のアドバイスを含んでおらず、いかなる投資や戦略もお客様の個別の状況に妥当あるいは適切であるという表現はしておりません。また、特定個人による推奨も含みません。

本レポートで言及された証券または金融商品の価格、価値および収益は、上下いずれの方向にも変動する可能性があります。証券や金融商品の価値は、当該証券または金融商品の価格および収益に、好影響もしくは悪影響を及ぼし得る金利・為替相場の変動、経済指標、発行体または参考指標の対象となった発行体の財務状況等の変化の影響を受けます。ご購入される証券や金融商品については、これらの変動により元本が毀損するもの、元本を上回る損失が生じるものもあります。価格が通貨変動に影響される米国預託証券(ADR)などの証券に対する投資家は、このようなリスクを実際的に負うこととなります。

手数料率についてはクレディ・スイス(CS)とお客様の契約により合意した内容に従います。お客様とCSが相対で行う取引(店頭デリバティブを含む)については、売買代金のみのお支払いとなりますがその場合、価格は買付価格(ビッド)と売付価格(オファー)として値付けされ、両者には

価格差(スプレッド)が生じることがあります。取引に関わる費用については、関連法令・規制等に従い取引に先立って合意されることとなります。関連する証券や金融商品のリスクおよび手数料については、ご購入前に契約締結前交付書面等をよくお読みください。

仕組み証券は複雑な金融商品であるばかりか、一般に高いリスクを伴うため、そのリスクを理解して受け入れることが可能で、豊富な専門知識を有する投資家のみを対象として販売するものです。仕組み証券の市場価値は(直物と先物の金利および為替相場を含むものの、これに限定されない)経済面、金融面、政治面における変化、満期までの残存期間、市場の状況およびボラティリティー、ならびに発行体または参照発行体(レファレンス・イシューア)の信用力などの要因によって影響を受ける可能性があります。仕組み商品の購入を検討されている投資家は、これら商品について独自の調査および分析を行い、さらには購入に伴うリスクについて投資家サイドの専門家によるアドバイスを受けることをお勧めします。

本レポートで取り扱われている投資の中にはボラティリティーの高いものも含まれています。高ボラティリティー商品への投資は価値が突然大幅に下落し、その投資を現金化する際に損失を生じる可能性があるばかりか、そうした損失が当初の投資額に匹敵する場合もあり得ます。実際、投資によっては潜在損失額が当初の投資額を上回ることもあり、そのような場合、損失をサポートするために追加的な資金の支払いを余儀なくされかねません。また、投資の直接利回りが変動し、その結果、(投資を行うために支払われた)当初資本が直接利回りの一部として使用されることがあります。一部の投資の現金化は容易ではなく、またその投資の売却・現金化も難しいかもしれず、同様にその投資の価値、またはリスクについて信頼できる情報入手することは難しいかもしれません。ご不明な点は担当者までお問い合わせ下さい。

過去の実績は将来の成績を示唆するものではありません。投資成績はコミッション、手数料その他の課金ならびに為替レートの変動に左右されることがあります。

---

### 金融市場のリスク

過去のリターンや金融市場のシナリオは将来の成績を保証するものではありません。記載した投資の価格と価値、および生じる可能性のある収入は減少、増加、変動する場合があります。過去の実績は将来の成績を示すものではありません。投資がお客様の基準通貨以外の通貨建てで行われる場合、為替レートの変動が価値、価格、収入に悪影響を与えることがあります。投資決定を下すのに必要と思われる場合は投資顧問にご相談ください。

投資に公開市場が存在しないか、制約のある流通市場しか存在しない場合があります。流通市場が存在している場合でも、市場で取引される投資の価格やかかる市場の流動性の有無を予測することは可能ではありません。

---

### 新興国市場

本稿が新興国市場に言及する際は、新興国市場に関連もしくは連動した各種の投資や取引、または新興国市場で設立、所在、主に事業に従事している発行体および債務者に関する不透明感やリスクがあることをご承知おきください。新興国市場に関する投資は投機的と見なされる場合があります、価格の変動は先進国よりもはるかに大きくなります。新興国市場への投資は、新興国市場について独立した知識を有し、かかる投資に伴う各種のリスクを考慮し評価することができ、かかる投資からの損失という大きなリスクを負うのに必要な経済力をお持ちの高度な投資家または経験豊富な専門家の方だけをお願いしています。新興国市場への投資に伴うリスクとポートフォリオの資産配分を管理するのはお客様の責任です。新興国市場に投資する際に考慮すべき各種リスクや要因については、ご自身のアドバイザーにご相談ください。

---

### オルタナティブ投資

ヘッジファンドは、規制され承認を受けた集団投資に適用される投資家保護のための数々の規制の対象にはならず、ヘッジファンドのマネジャーはおおむね規制を受けません。ヘッジファンドは特定の投資規律や取引戦略に限定されず、レバレッジやデリバティブのほか、投資の損失リスクが高まるおそれのある複雑な投機的投資戦略を用いてあらゆる市場で利益を追求します。

コモディティ取引は大きなリスクを伴うため、個人投資家の方には向いていない可能性があります。市場の動向による損失の度合いはかなり大きく、全額を失う場合もあります。

不動産の投資家は流動性、為替リスクに加え、景気変動リスク、賃料と現地市場のリスク、環境リスク、法律の改正などその他のリスクにさらされます。

---

### 金利と信用リスク

債券が価値を維持するかどうかは、発行体および(該当する場合)保証体の信用度に左右されますが、信用度は債券の期間中に変化することがあります。発行体および保証体が債務不履行に陥った場合、債券または債券から生じる収入は保証されず、当初投資した額を一切回収できないか、回収額が投資額を下回る場合があります。

## 免責条項

本レポートに記載された(投資ストラテジストが寄稿した記事以外の)情報や意見は、執筆日の時点でクレディ・スイスのプライベート・バンキング&ウェルス・マネジメント部門の調査部が作成したものであり、予告なく変更される場合があります。評価基準の相違から、特定の証券に関する本レポートの見解がクレディ・スイスのインベストメント・バンキング部門の調査部の所見や見解と異なったり矛盾する場合があります。

投資ストラテジストが寄稿した記事は調査レポートではありません。投資ストラテジストはクレディ・スイスの調査部の一員ではありません。クレディ・スイスでは、調査レポートの配布に先立つ関係証券の取引制限に関する方針を含め、クレディ・スイスの調査部の独立性を確保するための方針を定めています。これらの方針は投資ストラテジストには適用されません。

クレディ・スイスは本レポートの内容を使用したことにより生じる損失の責任を負うものではありません。ただし、この免責は、クレディ・スイスに適用される特定の法規制の下で責任が生じる範囲については適用されません。独自に判断する代わりに、本レポートに依拠することはおやめください。クレディ・スイスは本証券に関する取引のアイデアを過去に発表したか、将来発表する可能性があります。トレーディングのアイデアが市場のイベントや要因に基づく短期の取引機会であるのに対し、銘柄推奨は開示の章で定めた6～12カ月の期間におけるトータルリターンへの予想に基づく投資推奨です。トレーディングのアイデアと銘柄推奨は前提や分析方法が異なるため、トレーディングのアイデアは銘柄推奨と異なる場合があります。さらに、クレディ・スイスは本レポートの内容と矛盾したり、本レポートの内容と異なる結論に達するレポートを過去に発表したか、将来発表する可能性があります。それらのレポートはレポートを作成したアナリストの異なる前提、見解、分析方法を反映しており、クレディ・スイスは本レポートの受領者に他のレポートの存在を知らせる義務を負うものではありません。

### ディスクロージャーアベンディクス

#### アナリストサートフィケーション

本レポートに表記されている各アナリストは、それぞれが分析する企業、または証券について、本レポートに示されている見解がすべての当該企業および証券に対するそれぞれの個人的見解を正確に反映しています。それぞれの報酬が本レポートに示されている推奨または見解に、直接的にも間接的にも何ら関連しておらず、また今後も関連しないことを認めます。

本レポートで言及されているKnowledge Process Outsourcing (KPO)のアナリストは、Credit Suisse Business Analytics (India) Private Limitedに雇用されています。

#### 重要なディスクロージャー

調査レポートに記述されている見解もしくは意見に重大な影響を与える可能性がある対象企業、セクター、市場の動向については、適切と思われる場合に調査レポートを発行することをCredit Suisseの方針としています。また、偏りがなく独立的、明確かつ公正で、誤解を招く恐れのない調査レポートのみを発行することをCredit Suisseの方針としています。

全従業員が準拠しなければならないCredit Suisse行動規範は[https://www.credit-suisse.com/governance/doc/code\\_of\\_conduct\\_en.pdf](https://www.credit-suisse.com/governance/doc/code_of_conduct_en.pdf)からアクセスできます。

詳細については、次のリンクにある金融調査の独立性についての情報をご参照ください。

[https://www.credit-suisse.com/legal/pb\\_research/independence\\_en.pdf](https://www.credit-suisse.com/legal/pb_research/independence_en.pdf)

本調査レポートの作成を担当したアナリストは、Credit Suisseの総収益をはじめとする様々な要因に基づく報酬を受け取っています。この総収益にはCredit Suisseの投資銀行業務によって得た収益が含まれています。

#### Equity rating history as of DATE

Company	Rating	Date

(1) ファンダメンタルおよび長期のリサーチ・レポートは、(会社名)には定期的に作成されていません。グローバル・リサーチ部は、直前の通告でカバレッジを打ち切る権利を有します。これらの会社に投資する際の特有なリスクについては、担当者にお問い合わせください。

(2) 本リサーチの抜粋は、事実の正確性の確認のため、発行前に(会社名)に送付されました。対象会社により提供された情報に基づき、事実変更が本レポートには行われています。

(3) アナリストおよびアナリストの家族の一員には、(会社名)の有価証券のポジションがあります。

(4) Credit Suisseは前月末現在で、(会社名)の普通株式を1%以上を保有しています。

(5) Credit Suisseは前月末現在で、(会社名)の普通株式を(正確なパーセンテージ、5%以上) %以上を保有しています。

(6) Credit Suisseは、以下の企業(会社名)と重大な利益相反があります。以下の企業(会社名)は前月末現在で、Credit Suisse Group AGの発行済株式資本の2%以上を保有しています。

(7) Credit Suisseは、以下の企業(会社名)と重大な利益相反があります。以下の企業(会社名)は前月末現在で、Credit Suisse Group AGの発行済株式資本の5%以上を保有しています。

次のディスクロージャーに関して、Credit Suisseに関する言及は、投資銀行部門で運営されているスイス銀行であるCredit Suisse AGのすべての子会社および関係会社を含みます。

(8) 以下の企業(会社名)は現在Credit Suisseの顧客です。あるいは本レポート発行日前の12ヶ月以内にCredit Suisseの顧客だったことがあります。

(9) Credit Suisseは過去12ヶ月以内に以下の企業(会社名)に投資銀行サービスを提供したことがあります。

(10) Credit Suisseは過去12ヶ月以内に以下の企業(会社名)に投資銀行サービス以外のサービスを提供したことがあります。それらのサービスにはセールスやトレーディング業務が含まれる可能性もあります。

(11) Credit Suisseは以下の企業(会社名)の公募について、過去3年間に幹事または共同幹事を引き受けたことがあります。

(12) Credit Suisseは以下の企業(会社名)の公募について、過去12ヶ月間に幹事または共同幹事を引き受けたことがあります。

(13) Credit Suisseは過去12ヶ月以内に以下の企業(会社名)から投資銀行業務関連の報酬を受け取ったことがあります。

(14) Credit Suisseは過去12ヶ月以内に以下の企業(会社名)から投資銀行サービス以外のプロダクツおよびサービスに対する報酬を受け取ったことがあります。

- (15)Credit Suisse は今後3 ヶ月以内に以下の企業（会社名）から投資銀行業務関連の報酬を受け取ることが予想される、もしくはこれを求める意向です。
- (16)本調査レポートの発行日現在、Credit Suisse は以下の企業(会社名)の証券のマーケット・メークを行なっています。
- (17)Credit Suisse は以下の企業の(会社名)のトレーディング・ポジションを有しています。

以下の法域に対する追加のディスクロージャー

英国：Credit Suisse (UK) LimitedおよびCredit Suisse Securities (Europe) Limitedの顧客に対する債券情報開示に関しては、+41 44 333 33 99.へお電話ください。

その他の発行体に関するディスクロージャーを含む詳細については、Credit Suisseディスクロージャーをご参照ください。

<https://www.credit-suisse.com/disclosure>

分析へのガイド

Equity recommendation allocation as of DATE		
	Overall	Investment banking interests only
BUY		
HOLD		
SELL		
RESTRICTED		

絶対的株式パフォーマンス

株式の推奨は BUY、HOLDおよびSELL で、以下の基準に基づき一般的に6-12 ヶ月の期間で個別銘柄に見込まれる絶対的パフォーマンスによります。

- BUY: 絶対的株価において10%またはそれ以上の上昇
- HOLD: 絶対的株価において -10% から +10% の間の変化
- SELL: 絶対的株価において10% またはそれ以上の下落
- RESTRICTED: 特定の状況において、社内外の規制当局が特定の種類のコミュニケーション(例えば投資推奨)をCredit Suisseが投資銀行取引に関与する過程で排除する。
- TERMINATED: リサーチカバレッジは終了した。

絶対的債券パフォーマンス

債券の推奨は基本的に3-6 ヶ月の期間でのそれぞれのベンチマークに対するトータルリターンに基づいており、以下のように定義されます。

- BUY: 債券発行がその特定のベンチマークをアウトパフォームするという予想
- HOLD: 債券発行が特定のベンチマークに沿ってパフォームするという予想
- SELL: 債券発行がその特定のベンチマークをアンダーパフォームするという予想
- RESTRICTED: 特定の状況において、社内外の規制当局が特定の種類のコミュニケーション(例えば投資推奨)をCredit Suisseが投資銀行取引に関与する過程で排除する。

Credit Suisse HOLT

Credit Suisse は、本調査レポートのHOLT(tm)の分析法に基づく分析について、(1)本調査レポートに示されている分析がCredit SuisseのHOLTの分析法を正確に反映し、(2)弊社の報酬が本調査レポートに示されている見解に、直接的に何ら関連しておらず、また今後も関連しないことを認めます。Credit Suisse HOLTの分析法では、証券に対して格付を付与することはありません。Credit Suisse HOLTの分析法は、総称してCredit

Suisse HOLTバリュエーション・モデルと称される、独自クオンツ・アルゴリズムと潜在価値評価算出を組み合わせる分析的ツールであり、データベースに包含される全企業に一貫して適用されます。第三者データ(コンセンサスの収益予想データを含む)は、体系的に多数のデフォルト変数に変換され、Credit Suisse HOLTバリュエーション・モデルで使用可能なアルゴリズムに組み込まれます。外部データ供給会社より提供される財務諸表、値付け、収益データはデータの品質管理対象となり、企業の経済パフォーマンス分析のための精緻な調整が適宜行われます。この調整は、個別企業の過去・現在・将来の状況に対する分析、または複数企業の同業他社比較、国際比較分析を行う際の一貫性を提供するためのものです。Credit Suisse HOLTバリュエーション・モデルが創出するデフォルト・シナリオは、証券の基準バリュエーションとして提供されるものであり、ユーザーは、デフォルト変数を調整し代替シナリオを創出することができます。Credit Suisse HOLTの分析法では、証券に対して価格目標を付与することはありません。Credit Suisse HOLTバリュエーション・モデルが創出するデフォルト・シナリオは、証券の潜在価格を算出するものです。また、第三者データが更新されることに伴い、潜在価格も変化する可能性があります。代替潜在価格を導出するために、デフォルト変数を調整することが可能です。Credit Suisse HOLTの分析法に関するさらに詳しい情報は、ご請求により入手いただけます。CFROI(r)、CFROE、HOLT、HOLTfolio、HOLTSelect、HS60、HS40、ValueSearch、AggreGator、Signal Flagおよび"Powered by HOLT"はCredit Suisseならびに米国内およびその他の国の当該関連会社の商標あるいは登録商標です。HOLTはCredit Suisseの企業パフォーマンスとバリュエーション・アドバイザーサービスです。

グローバル・ディスクレームー／重要情報

本翻訳レポートは、お客様に便宜を図る目的で提供されています。当社は、翻訳の正確性について一切保証および黙示致しません。当社として正式なレポートは、あくまで本レポートの英文原文であり、英文原文と本レポートの翻訳との間に生じた相違は、何ら法的拘束力および法律上の効力はありません。

本レポートに記載されている有価証券への投資に伴うリスクについては、以下のリンクをご参照ください。  
<https://research.credit-suisse.com/riskdisclosure>

本レポート内のクレディ・スイスへの言及はその子会社と関連会社を含みます。当社の構成に関するさらなる情報は、以下のリンクをご参照ください。  
[http://www.credit-suisse.com/who\\_we\\_are/en/](http://www.credit-suisse.com/who_we_are/en/)

本レポートに表明される情報と意見は、クレディ・スイスのプライベート・バンキング&ウエルスマネジメント部門のリサーチ部によって、執筆日時点で作成されたもので、通知なく変更されることがあります。本レポート中で特定の有価証券等に関して表明される見解は、評価基準の相違から、投資銀行部門の調査部による観察や見解と異なったり、一貫性を欠く場合があります。本レポートは、その配布、発行、提供あるいは使用が法や規制に反している、あるいはスイスの銀行であるCredit Suisse AG、その子会社およびその関連会社("クレディ・スイス")がそれぞれの地域で定められた登録や免許を必要とする、いかなる郡市町村、州、国またはその他行政区域の国民や居住者である個人や組織への配布、またはそれら個人や組織による使用を意図したものではありません。本レポートに掲載されている資料の著作権は、特別な記載がない限りすべてクレディ・スイスに帰属します。また、事前にクレディ・スイスの許可を書面で得ることなく、本レポートに記載ないし掲載した資料、内容および複製に手を加えたり、第三者に送信、複製および配布することは、その方法の如何にかかわらず、一切禁止されています。本レポートで使用されているすべての商標、サービス・マークおよびロゴは、クレディ・スイスまたはその関連会社の商標やサービス・マーク、もしくは登録商標や登録サービス・マークです。

本レポートに掲載されている情報、ツール、資料は、情報提供のために作成されたものであり、証券やその他金融商品の売買や引き受けを勧誘する目的で使用されたり、あるいはそうした取引の勧誘とみなされるべきものでもありません。クレディ・スイスは投資の税的影響に関するアドバイスは致しません。別途、税のアドバイザーに相談されるようお願いいたします。とりわけ課税ベースとレベルが変わる場合がありますのでご注意ください。

クレディ・スイスは本レポートのディスクロージャーアペンディックスの情報や意見が正確かつ完全であると信じております。本レポートのその他のセクションに掲載されている情報や意見は、クレディ・スイスが信頼できると判断した情報源から入手していますが、その正確性または完全性を保証するものではありません。ご要望に応じて追加的情報の提供が可能です。本レポート中に掲載した資料を使用した場合に生じた損失につきましては、クレディ・スイスに適用される法令のもとで免責が該当しない場合を除いては、一切の責任を負いかねます。また、本レポートは個々の判断の代りとしてみなされるべきものではありません。クレディ・スイスは当該証券についてトレーディング・アイデアを発行している、または将来発行する場合があります。トレーディング・アイデアは市場の出来事や材料に基づいた短期的取引機会です。一方、銘柄推奨(“Company Recommendation”)はディスクロージャーセクションで定義されているとおり、今後6ヶ月から12ヶ月間の予想トータルリターンに基づいた投資推奨を反映しています。トレーディング・アイデアと銘柄推奨は異なる想定、分析手法を反映しているため、トレーディング・アイデアは銘柄推奨と方向性が異なる可能性があります。また、クレディ・スイスは本レポート中の情報と一致しなかったり、異なる結論を示す他のレポートを発行している、または将来発行する場合があります。それらのレポートは作成したアナリストの異なる想定、意見、分析手法を反映したもので、クレディ・スイスは、本レポートの受取人に対し、そのような他のレポートがあることについて、必ず通知しなければならぬ義務を負いません。クレディ・スイスは本レポートに言及されている企業に関連する多くの業務に携わっています。これらの業務は専門的取引、リスク裁定取引、マーケット・メイク、およびその他の自己勘定取引を含みます。

本レポートに記載された情報、意見および予想は、クレディ・スイスがこのレポートを公表した時点の判断を反映しており、通知なしに変更される場合もある点をご了承ください。本レポートにはウェブサイトのアドレスやハイパーリンクが設定されていることがあります。レポートがクレディ・スイスのウェブサイトと言及している場合を除き、クレディ・スイスは当該サイトに関するレビューは行っておりませんので、その内容について責任は一切負いません。このようなアドレスやハイパーリンク(クレディ・スイス自身のウェブサイトのアドレスやハイパーリンクを含む。)は、お客様の利便性のために情報目的で提供されているものであり、そのウェブサイトの内容はこの文書の一部を成すものではありません。本レポートまたはクレディ・スイスのウェブサイトから当該ウェブサイトへアクセスまたはリンクを開くことはお客様ご自身のリスクで行っていただくこととなります。

#### 調査レポートの配布

ここに別途特定されていない限り、本レポートはスイス連邦銀行理事会(the Swiss Financial Market Supervisory Authority)によって認可され規制されているスイス銀行であるCredit Suisse AGによって作成され発行されています。

#### オーストラリア:

本レポートは、Corporations Act 2001 (s761G)により定義される「ホールセール」顧客のみを対象に、Credit Suisse AG, Sydney Branch (CSSB) (ABN 17 061 700 712 AFSL 226896)により、オーストラリアで配布されます。CSSBは、本レポートで言及される金融商品の運用成果の確約、あるいは運用成果の履行保証を行いません。

#### バハマ:

本レポートは、スイス銀行であるCredit Suisse AGによって発行され、Securities Commission of the Bahamasのブローカーディーラーとして登録されている、スイス銀行の支店であるCredit Suisse AG, Nassau Branchを代表して配布されます。

#### バーレーン:

本レポートは、Investment Firm Category 2としてCentral Bank of Bahrain (CBB)に認可され規制されているCredit Suisse AG, Bahrain Branchにより配布されます。

#### ブラジル:

本レポートで言及されている情報は、ブラジルでの有価証券の公募を意味するものではありません。本レポートで言及されている有価証券は、Securities Commission of Brazil (CVM)に登録されていない場合があります。

#### ドバイ:

本情報は、Dubai Financial Services Authority (DFSA)により、認可され規制されているCredit Suisse AG, Dubai Branchにより配布されます。関連金融商品あるいはサービスは、顧客としての規制基準を満たし、ホールセール管轄区域の金融市場へ参加するための十分な金融経験と理解を有している100万米ドル以上の流動資産を保有するホールセール顧客に対してのみ提供されます。

#### フランス:

本レポートは、投資サービス提供者としてAutorité de Contrôle Prudentiel (ACP)に認可されたCredit Suisse (France)により、配布されます。Credit Suisse (France)は、Autorité de Contrôle Prudentiel and the Autorité des Marchés Financiersにより、監督および規制されています。

#### ドイツ:

Bundesanstalt fuer Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)により認可され規制されているCredit Suisse (Deutschland) AGが、クレディ・スイスの関連会社の一つにより作成されたレポートを顧客に配布しています。

#### ジブラルタル:

本レポートは、Credit Suisse (Gibraltar) Limitedにより配布されます。Credit Suisse (Gibraltar) Limitedは、クレディ・スイスの完全子会社として独立した法人であり、Gibraltar Financial Services Commissionにより規制されています。

#### ガーンジー:

本レポートは、Helvetia Court, Les Echelons, South Esplanade, St Peter Port, Guernseyに住所が登録され、15197の番号で独立した法人としてガーンジーに登録されているCredit Suisse (Channel Islands) Limitedより配布されます。Credit Suisse (Channel Islands) Limitedは、クレディ・スイスの完全子会社であり、Guernsey Financial Services Commissionにより規制されています。ご希望の方には最新の監査済み決算書のコピーが入手可能です。

#### 香港:

本レポートは、香港金融管理局(Hong Kong Monetary Authority)により規制されている公認機関であり、またthe Securities and Futures Ordinance (Chapter 571 of the Laws of Hong Kong)により規制された登録機関である、Credit Suisse AG Hong Kong Branchにより発行されています。

#### インド:

本レポートは、Securities and Exchange Board of India (SEBI)に規制されているCredit Suisse Securities (India) Private Limited (CIN U67120MH1996PTC104392)により配布されます。(SEBI登録番号: INB230970637、INF230970637、INB010970631、INF010970631、INP000002478。登録所在地9th Floor, Ceejay House, Plot F, Shivsagar Estate, Dr. Annie Besant Road, Worli, Mumbai 400 018, India, Tel. +91-22 6777 3777)。クレディ・スイス・インドの事業活動および過去の懲戒処分については、以下で入できる開示文書のセクションIIIおよびセクションIVを御覧ください。https://www.credit-suisse.com/media/pb/docs/in/privatebanking/services/disclosure-portfolio-management.pdf。

#### イタリア :

本レポートは、Banca d' Italiaおよび CONSOBの監督および規制下にあり、イタリア法に基づき銀行として法人化し登録されたCredit Suisse (Italy) S.p.A.により、イタリアで配布されています。また、イタリアで銀行・金融サービスの提供を認可されたスイス銀行である、Credit Suisse AGによっても配布されます。

#### 日本 :

クレディ・スイス証券株式会社(金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第66号、日本証券業協会 会員、一般社団法人 金融先物取引業協会 会員、一般社団法人 日本投資顧問業協会 会員、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会 会員)のみが本レポートの日本国内への配布を担当しております。クレディ・スイス証券株式会社は、本レポートの国外への配布および転送は致しません。

#### ジャージー :

本レポートは、Jersey Financial Services Commissionにより規制されたCredit Suisse (Channel Islands) Limited, Jersey Branchにより配布されます。ジャージーにあるCredit Suisse (Channel Islands) Limited, Jersey Branchのビジネスの住所は、TradeWind House, 22 Esplanade, St Helier, Jersey JE2 3QAです。

#### ルクセンブルク :

本レポートは、Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF)により認可され規制されているルクセンブルク銀行である、Credit Suisse (Luxembourg) S.A.により配布されます。

#### メキシコ :

本レポートで言及されている情報は、メキシコ有価証券法(Mexican Securities Law)で定義されている有価証券の公券を意味するものではありません。本レポートは、メキシコのマスメディアで広告される予定はありません。本レポートは、メキシコやメキシコ市民に対する、銀行や投資助言サービスの提供や媒介に関する広告を含んでいません。

#### カタール :

本情報は、Qatar Financial Centre Regulatory Authority (QFCRA) (QFC No. 00005)により、認可され規制されているCredit Suisse Financial Services (Qatar) L.L.C.により配布されます。すべての関連金融商品やサービスは、100万米ドル超の流動資産を有し、また当該商品やサービスを受けるための十分な金融知識、経験および理解力を有する、ビジネス顧客として分類されることを選んだ個人を含むビジネス顧客、あるいは(Qatar Financial Centre Regulatory Authority (QFCRA)で定義された)マーケット・カウンターパーティにのみ提供されます。

#### ロシア :

本レポートに含まれる調査は、特定の有価証券や関連する金融商品の広告や推進等を意味するものではありません。本リサーチ・レポートは、ロシア連邦の連邦法バリエーション活動(Federal Law On Valuation Activities in the Russian Federation)の意味でのバリエーションを表してはなりません。本リサーチ・レポートは、クレディ・スイスのバリエーションモデルと手法を使用し作成されています。

#### シンガポール :

本レポートは、機関投資家(institutional investors)、適格投資家(credited investors)および専門投資家(expert investors)(各投資家の定義は”Financial Advisers Regulations”の定義を参照して下さい。)だけを対象にしたシンガポールでの配布のために、作成および発行されています。また、海外投資家(overseas investors)(定義は、”Financial Advisers Regulations”の定義を参照して下さい。)には、Credit Suisse AG, Singapore Branchにより配布されます。

なお、機関投資家(institutional investors)、適格投資家(credited investors)、専門投資家(expert investors)あるいは海外投資家(overseas investors)としてのお客様のステータス

に基づき、Credit Suisse AG, Singapore Branchは、お客様にご提供する金融アドバイザー・サービスに関し、”Financial Advisers Act, Chapter 110 of Singapore (the ”FAA”)”、”Financial Advisers Regulations”およびそれらに従って発行される関連通知・ガイドラインでの一定のコンプライアンス要件を遵守することを免除されています。

#### スペイン :

本レポートは、Banco de Españaの番号1460で登録され認可されCredit Suisse AG, Sucursal en Españaにより、スペインで配布されます。

#### タイ :

本レポートは、Office of the Securities and Exchange Commissionにより規制されたCredit Suisse Securities (Thailand) Limitedにより配布されます。(登録住所 : 990 Abdulrahim Place Building, 27/F, Rama IV Road, Silom, Bangrak, Bangkok Tel. 0-2614-6000)

#### イギリス :

本レポートは、Credit Suisse (UK) Limited および Credit Suisse Securities (Europe) Limitedにより発行されています。Credit Suisse Securities (Europe) Limited および Credit Suisse (UK) Limitedは、両社とも、クレディ・スイスの関連会社(独立した法人)であり、英国健全性規制機構(Prudential Regulation Authority)により認可され、英国金融行動監視機構(Financial Conduct Authority)およびPrudential Regulation Authorityにより規制されています。個人顧客に対しFinancial Conduct Authority および/またはPrudential Regulation Authority が提供している保護は、イギリス国外の個人により提供される投資やサービスには、適用されません。また、当該投資の発行体がその義務を果たさない場合には、金融サービス補償制度(Financial Services Compensation Scheme)は適用されません。

#### 米国 :

**本レポートおよびそのいかなる複写も、米国へ送付したり、米国内での配布および米国居住者(US PERSON)への配布を禁止します。**

一部の法域への調査レポートの配布は地域の法律や規則で制限されている場合があります。

---

Credit Suisseの書面による許可なく、本レポートの全体あるいは一部を複製してはなりません。

Copyright ©2015 Credit Suisse Group AG および/あるいは関連会社

不許複製

15C027A\_R



**CREDIT SUISSE AG**

Research Institute

Paradeplatz 8

CH-8070 Zurich

Switzerland

[cs.researchinstitute@credit-suisse.com](mailto:cs.researchinstitute@credit-suisse.com)

[www.credit-suisse.com/researchinstitute](http://www.credit-suisse.com/researchinstitute)