日本のコーポレートガバナンスをめぐる議論についての考察

アライ・キャピタル・マネジメント（株）
2016年12月

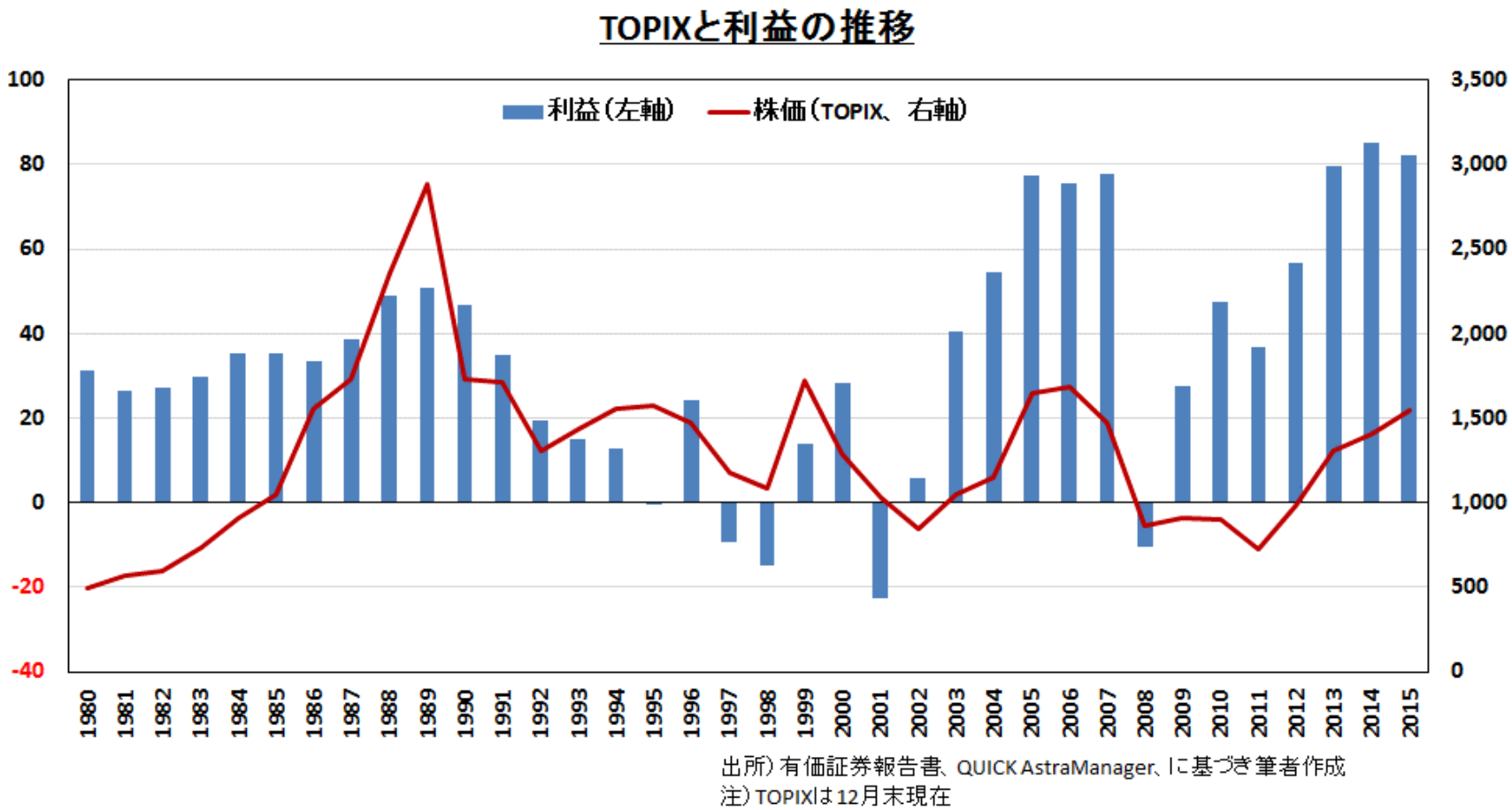
Copyright © アライ・キャピタル・マネジメント（株） All Rights Reserved.

問題意識

- 日本企業のコーポレート・ガバナンス改革の必要性が叫ばれている
- その背景には、日本企業の競争力が衰えており、それが日本経済の低迷の原因となっているとの認識
- 株価の低迷が日本企業に対する低評価の一因となっている
- 以下を考察する
  - 日本の上場企業の業績の確認
  - 日本の上場企業の低評価の要因

Copyright © アライ・キャピタル・マネジメント（株） All Rights Reserved.

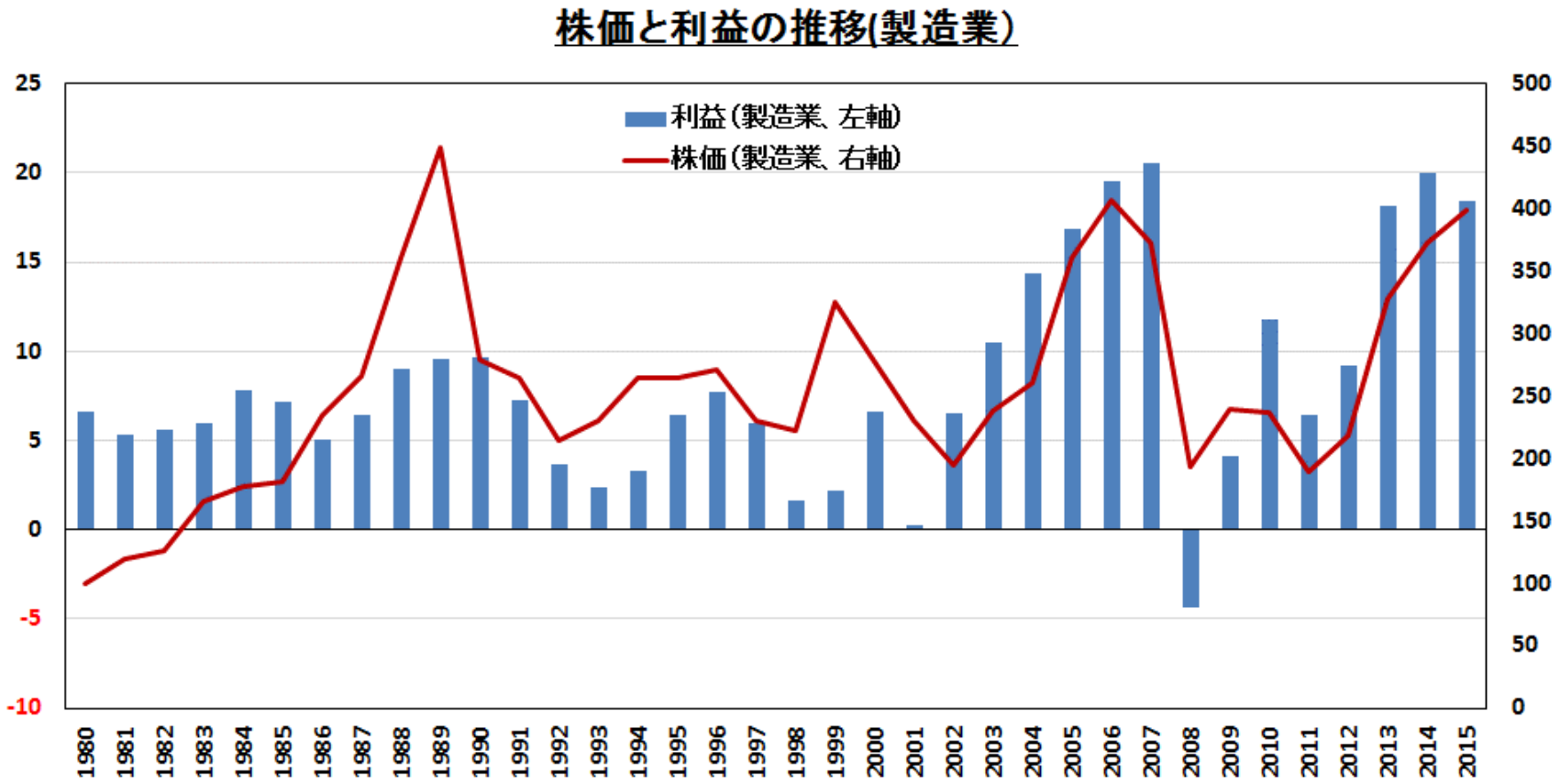
東証1部上場企業の利益



- 「失われた20年」と言われるが、実際には上場企業の利益はバブルのピークを大きく更新し、順調に成長している

Copyright © アライ・キャピタル・マネジメント（株） All Rights Reserved.

東証1部上場企業の利益（製造業）

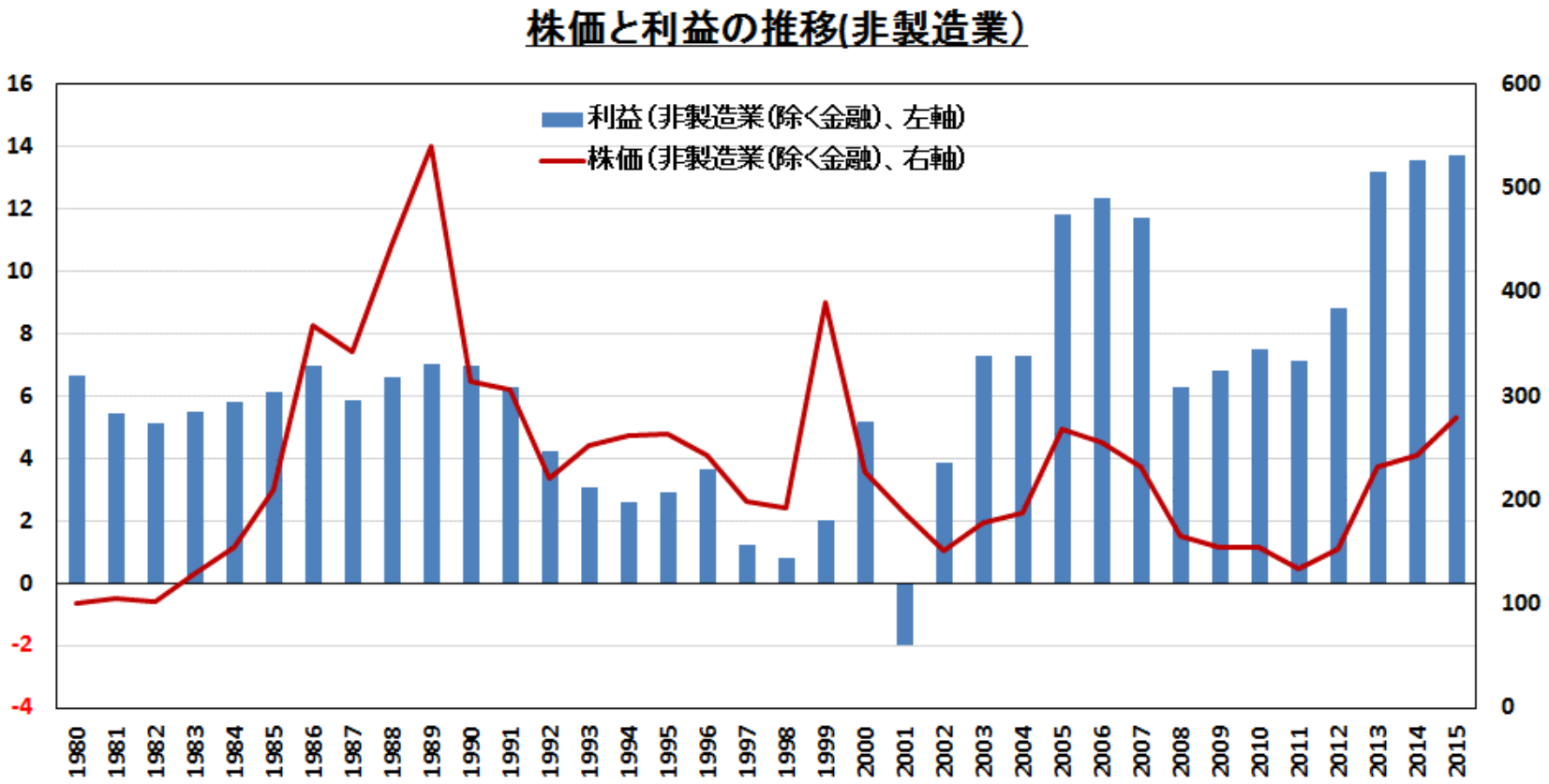


出所）有価証券報告書、QUICK AstraManager
注）株価はTOPIXと同様に算出、12月末現在、利益は株価に対応する利益

- 製造業は、90年代の低迷の後、新興国需要に牽引され大きく伸びた。株価も89年末の89%まで回復している（全業種は、54%）

Copyright © アライ・キャピタル・マネジメント（株） All Rights Reserved.

東証1部上場企業の利益（非製造業）

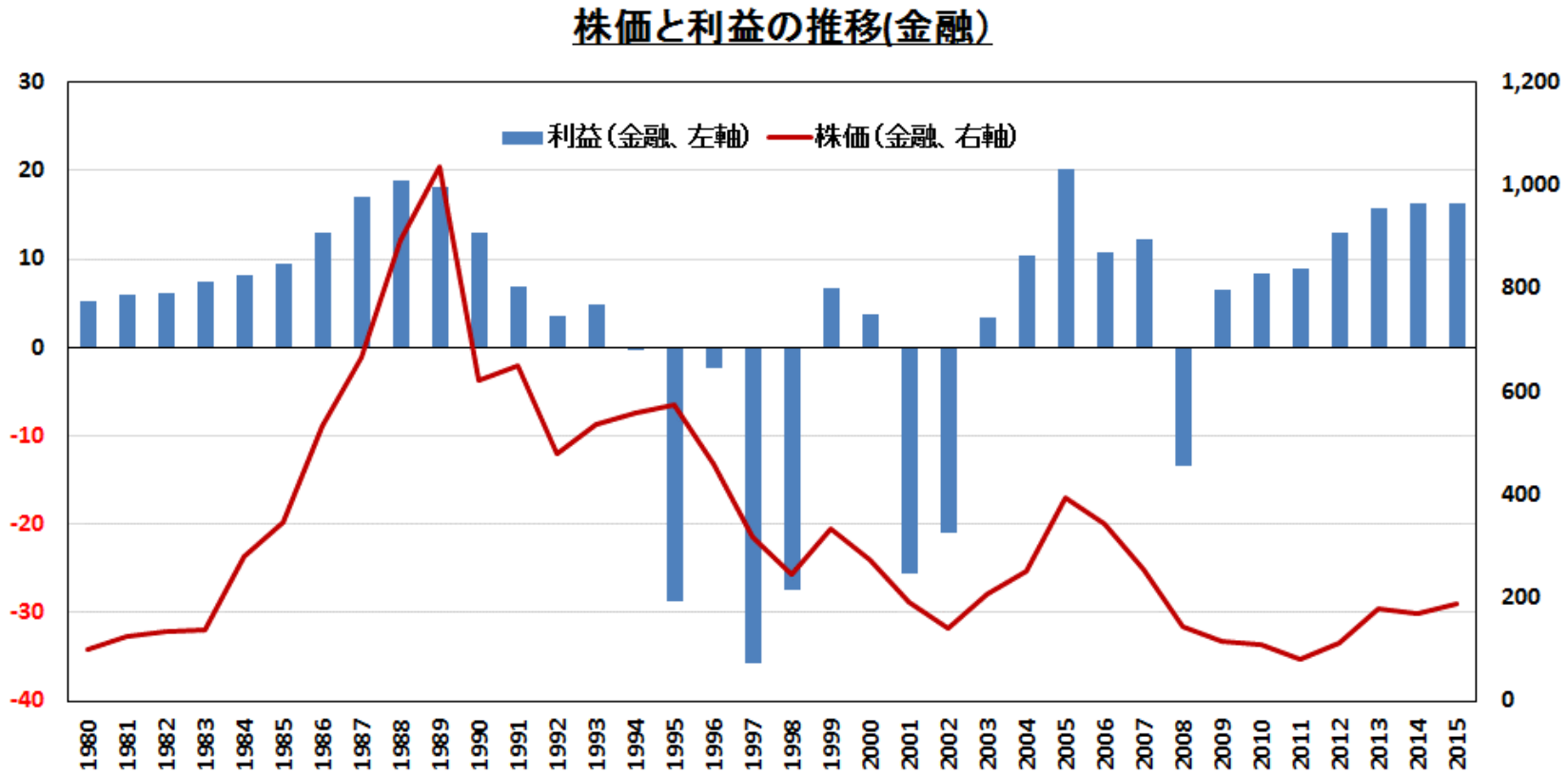


出所）有価証券報告書、QUICK AstraManager
注）株価はTOPIXと同様に算出、12月末現在、利益は株価に対応する利益

- 「国際比較で生産性が低い」と揶揄される非製造業も2000年代に入り利益が大きく伸びる。ただし、株価は80年バブルに程遠い

Copyright © アライ・キャピタル・マネジメント（株） All Rights Reserved.

東証1部上場企業の利益（金融業）

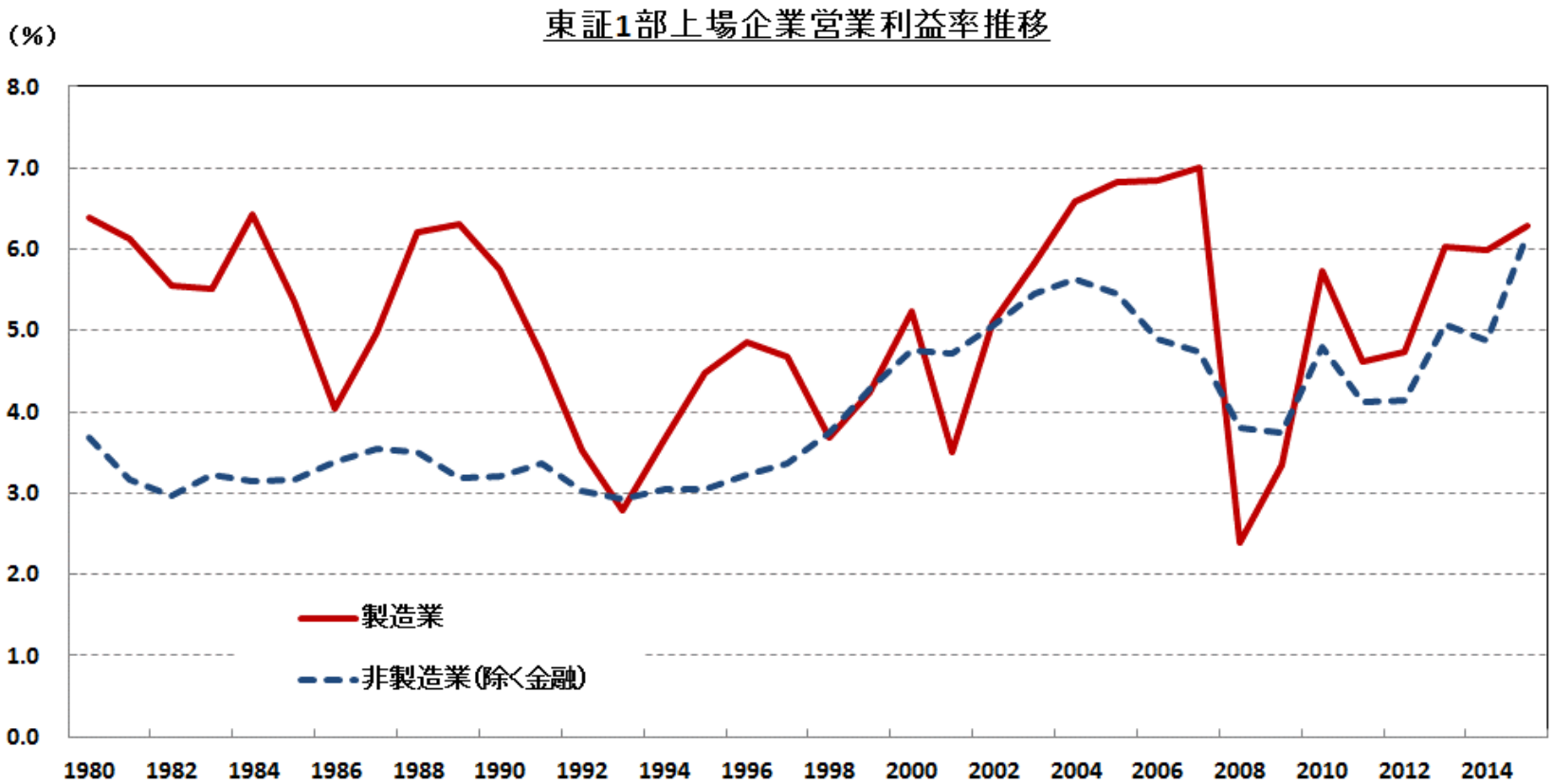


出所）有価証券報告書、QUICK AstraManager
注）株価はTOPIXと同様に算出、12月末現在、利益は株価に対応する利益

- 他業種が健闘する一方、「失われた20年」、「未だに低迷する利益と株価」にあてはまるのが金融業

Copyright © アライ・キャピタル・マネジメント（株） All Rights Reserved.

東証1部上場企業の営業利益率

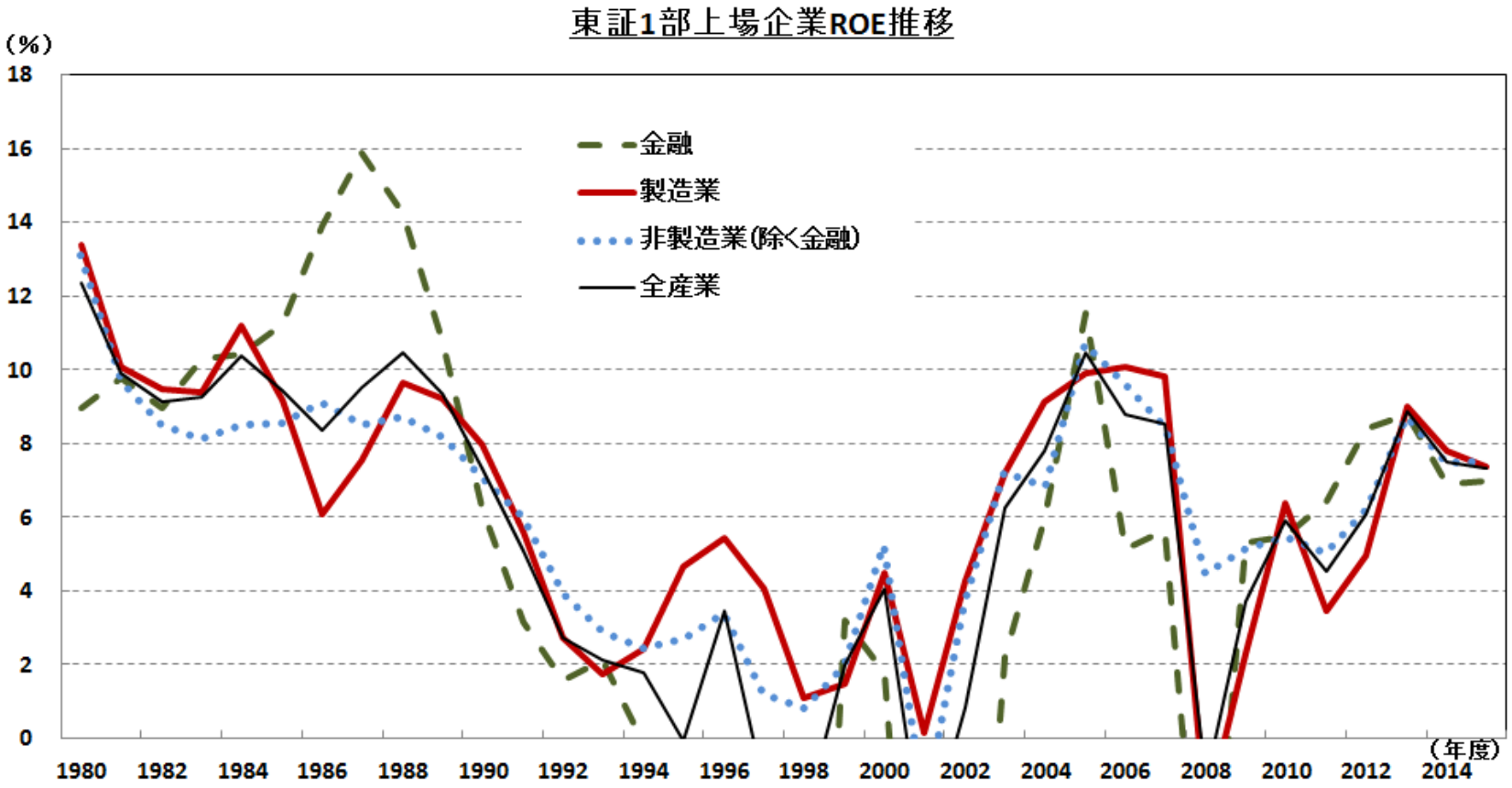


出所）有価証券報告書、QUICK AstraManagerから筆者作成

- 製造業の営業利益率は、ピークレベル。非製造業も改善傾向

Copyright © アライ・キャピタル・マネジメント（株） All Rights Reserved.

東証1部上場企業のROE



出所) QUICK AstraManagerから筆者作成

- ROEは全産業では、若干低下傾向。ただし、80年代に比較して著しく低いわけではない

Copyright © アライ・キャピタル・マネジメント（株） All Rights Reserved.

日本企業は儲かっている

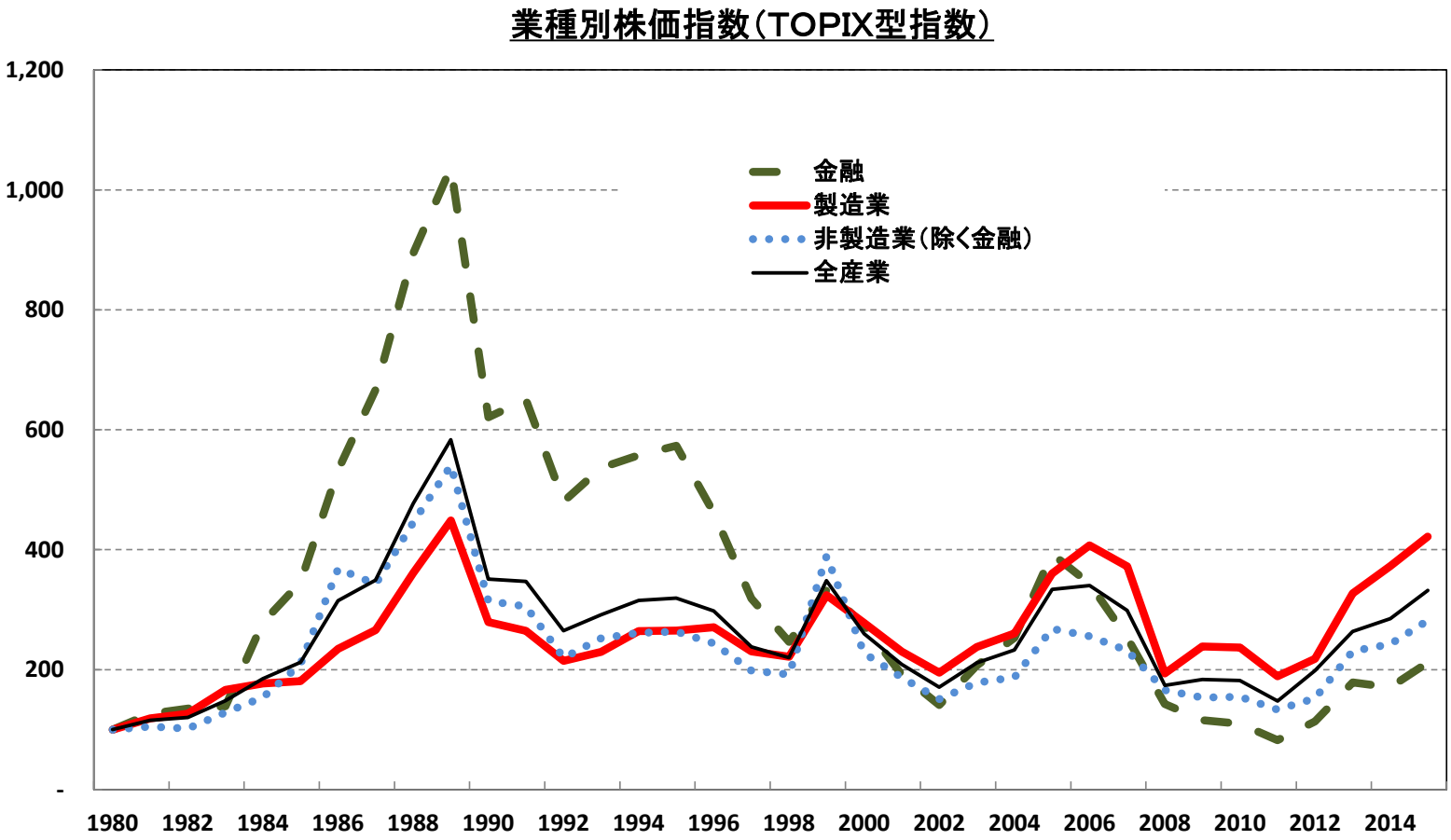
- 製造業を中心に2000年代に入り、高い利益成長を達成
- 利益率も低くない

なぜ、「日本企業は儲かっていない」との不満が強いのか？考えられる要因

- ◆ 金融業の収益の低迷（他業界を金融業と同一視）
- ◆ 株価の長期低迷
- ◆ 日本経済の低迷が続いている（因果関係を逆転する錯誤）
- ◆ 海外（米国）に比較して低い成長率・利益率
- ◆ 擦り合わせ型組織の特殊性
- ◆ “不平士族”の反乱

Copyright © アライ・キャピタル・マネジメント（株） All Rights Reserved.

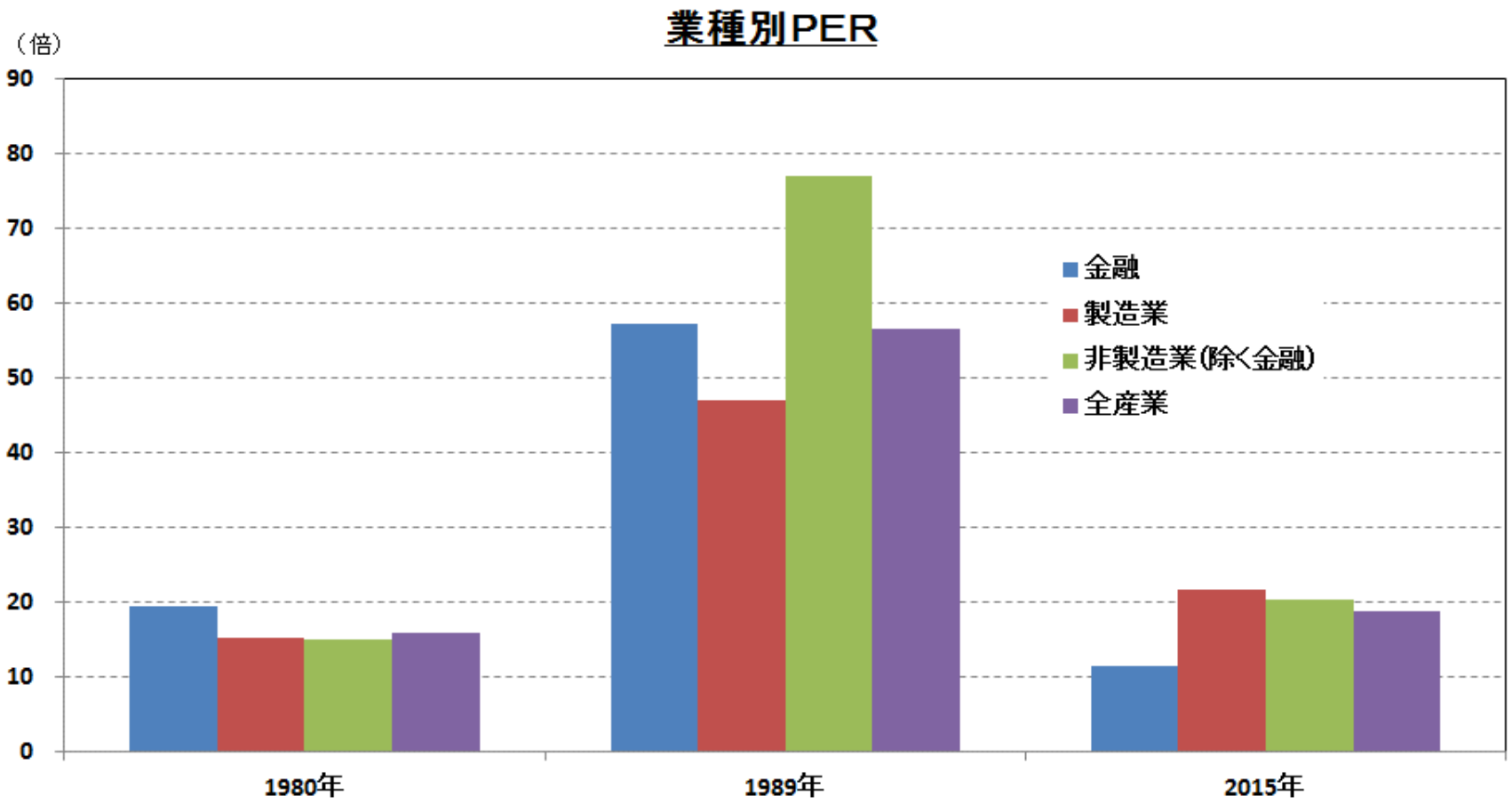
業種別株価指数の推移



- 80年代バブル崩壊後の株価低迷の主犯は、金融。日本企業の評価は金融業の仕事だが、自社を見ている限り強気になれない

Copyright © アライ・キャピタル・マネジメント（株） All Rights Reserved.

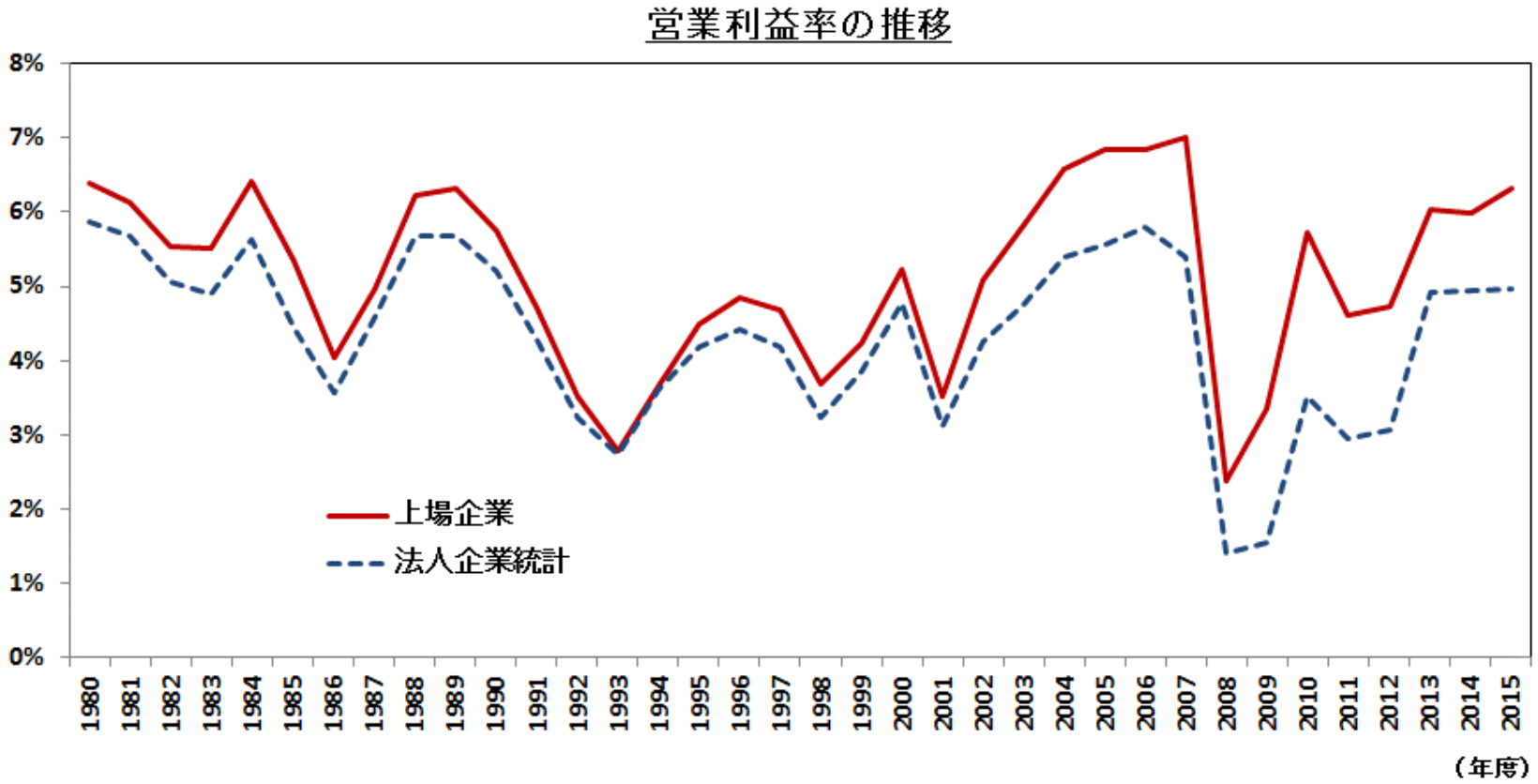
業種別PERの推移



- 90年代以降の株価低迷の最大の要因は、80年代に急上昇したPERの反動

Copyright © アライ・キャピタル・マネジメント（株） All Rights Reserved.

1部上場企業データと法人企業統計：営業利益率



注）法人企業統計は、資本金10億円以上の製造業
上場企業は、東証1部銘柄

- 金融・学会でよく使われる単独決算ベースの法人企業統計は、2000年代以降の海外進出による利益貢献を過小評価。上場企業の利益はマクロ経済とかい離している

Copyright © アライ・キャピタル・マネジメント（株） All Rights Reserved.

法人企業統計の問題

- 単独決算ベースで収益寄与が増大している海外事業が反映されない
- 毎年母集団が変化するので、時系列の比較ができない

しかし、多くのエコノミスト・アナリスト・学者が法人企業統計を使う

- データベースが使いやすい・無料
- 上場企業の利益集計値の計算は面倒
- 人件費など有価証券報告書にはないデータもある
- 80年代前半からの上場企業の連結財務データの集計、時系列の分析は、作業が非常に大変

Copyright © アライ・キャピタル・マネジメント（株） All Rights Reserved.

日本企業の利益率が低い理由

- 組織の永久的な存続（終身雇用では重要）のため“無駄”な事業を行う

  一見不合理だが、“働きアリの法則”は重要な示唆

  危機対応

  イノベーション：“余剰人員”は肩身が狭い

  参考：長谷川英祐著『働かないアリに意義がある』

- 危機対応能力を高めるため、垂直統合をしない

- 貨幣錯覚

Copyright © アライ・キャピタル・マネジメント（株） All Rights Reserved.

グループ分業の利益率への影響

- T社は部品をD社から購入し、株式の持ち合いをしている。D社の売上は全てT社向け。この場合、同じ事業を垂直統合をして行っているG社に比較して、同じ売上高、付加価値、外部資金でも利益率が小さくなる。（参考：伊丹敬之『日米企業の利益率格差』有斐閣）

	T社	D社	G社
売上高	10,000	5,000	10,000
営業利益	2,000	1,000	3,000
当期利益	1,000	500	1,500
自己資本	10,000	5,000	10,000
（持合い）	2,500	2,500	なし
営業利益率	20%	20%	30%
ROE	10%	10%	15%

Copyright © アライ・キャピタル・マネジメント（株） All Rights Reserved.

貨幣錯覚

- 本来、経済指標はインフレ率を調整した実質値を分析すべき。例えば、経済成長率の国際比較は実質ベースで行う

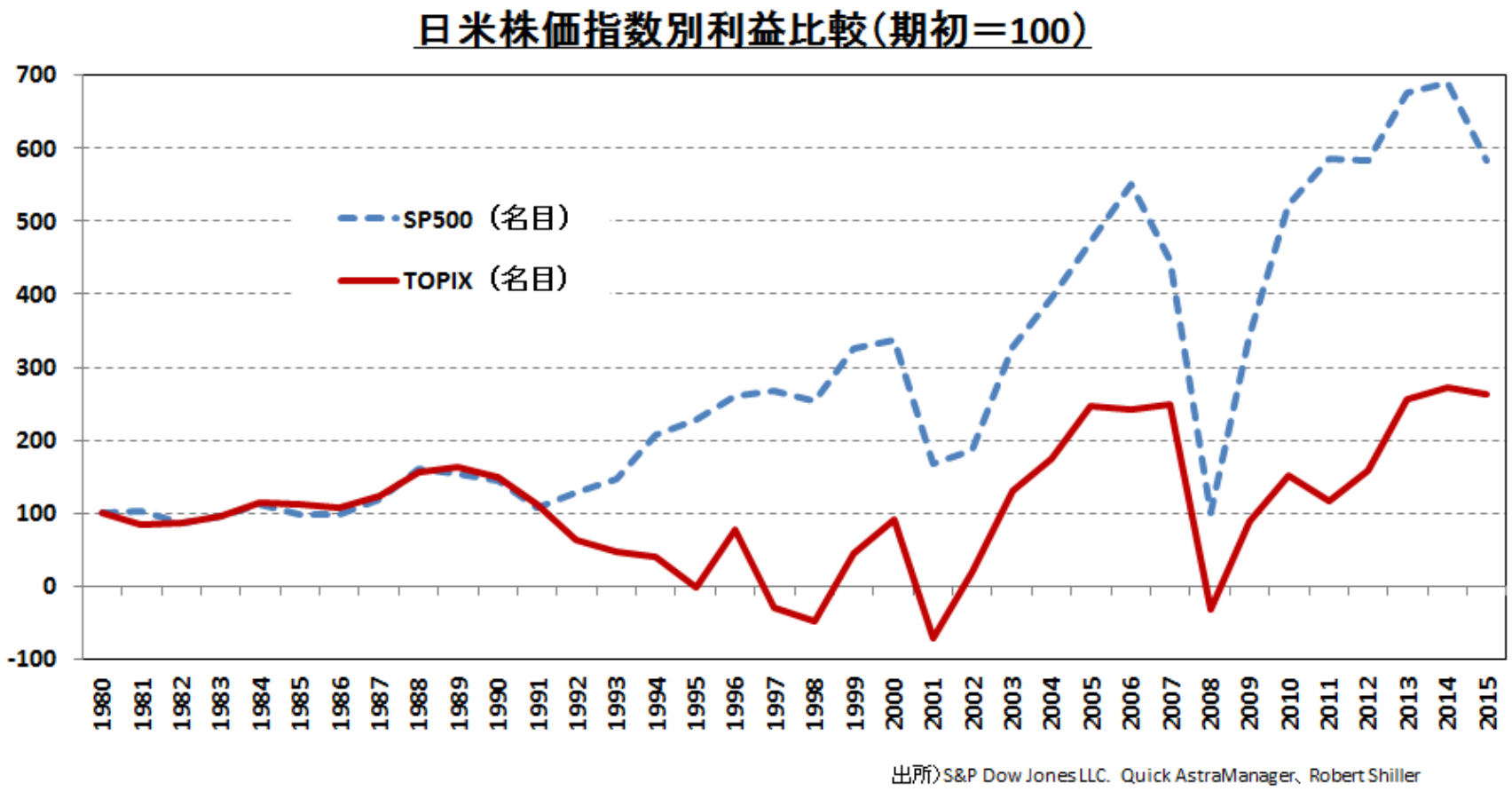
- しかし、限定合理的な人間は、実質値ではなく名目値を見て判断をしてしまう＝貨幣錯覚

- 貨幣錯覚の典型例が、賃金の下方硬直性（参考：シラー・アカロフ著『アニマル・スピリット』）

- 「日本企業の利益率が低い」という考え方は貨幣錯覚の可能性

Copyright © アライ・キャピタル・マネジメント（株） All Rights Reserved.

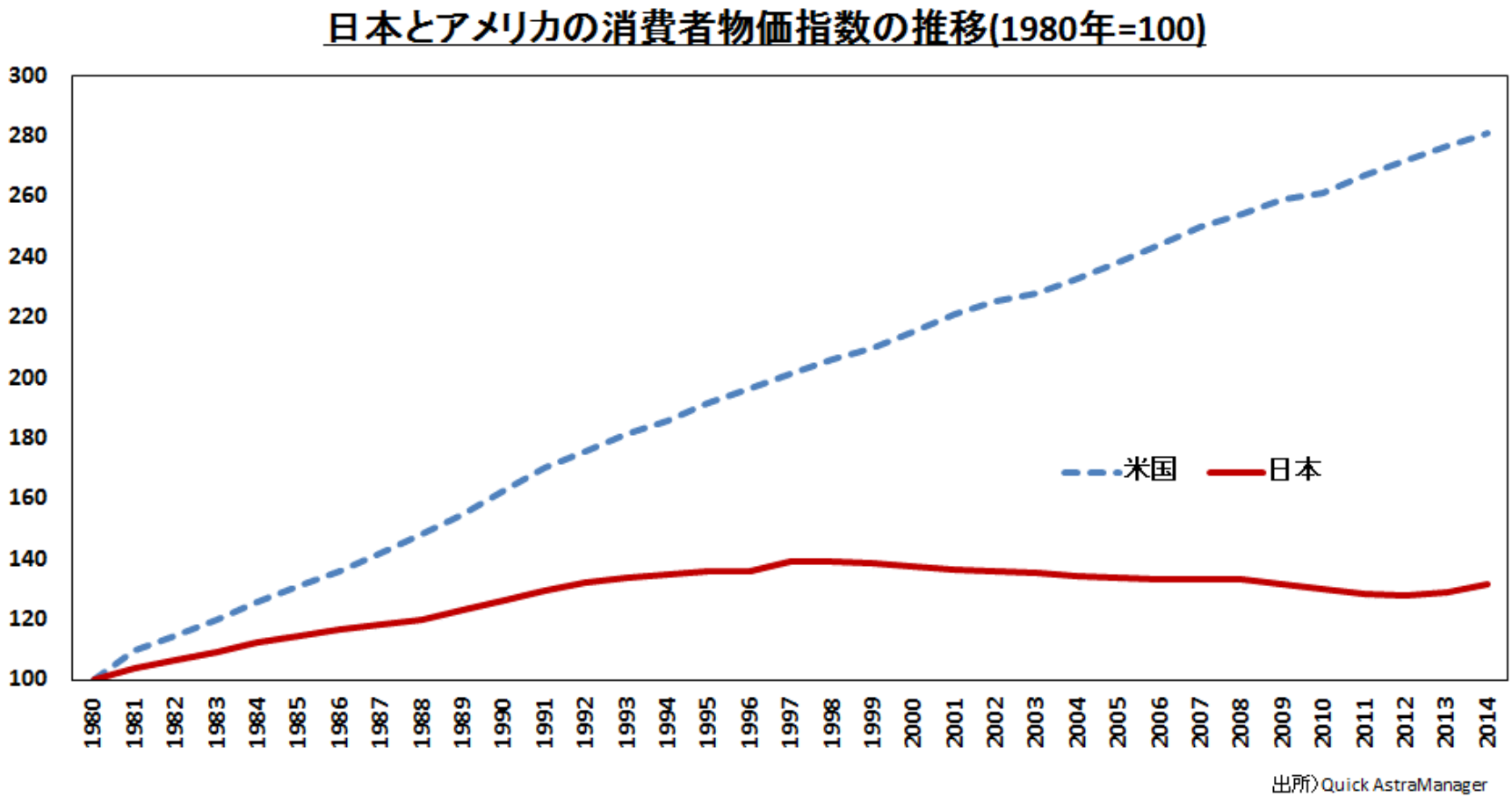
日米の上場企業の利益比較:名目



- 日本企業の利益成長は、米国に比較して大きく見劣りがする

Copyright © アライ・キャピタル・マネジメント（株） All Rights Reserved.

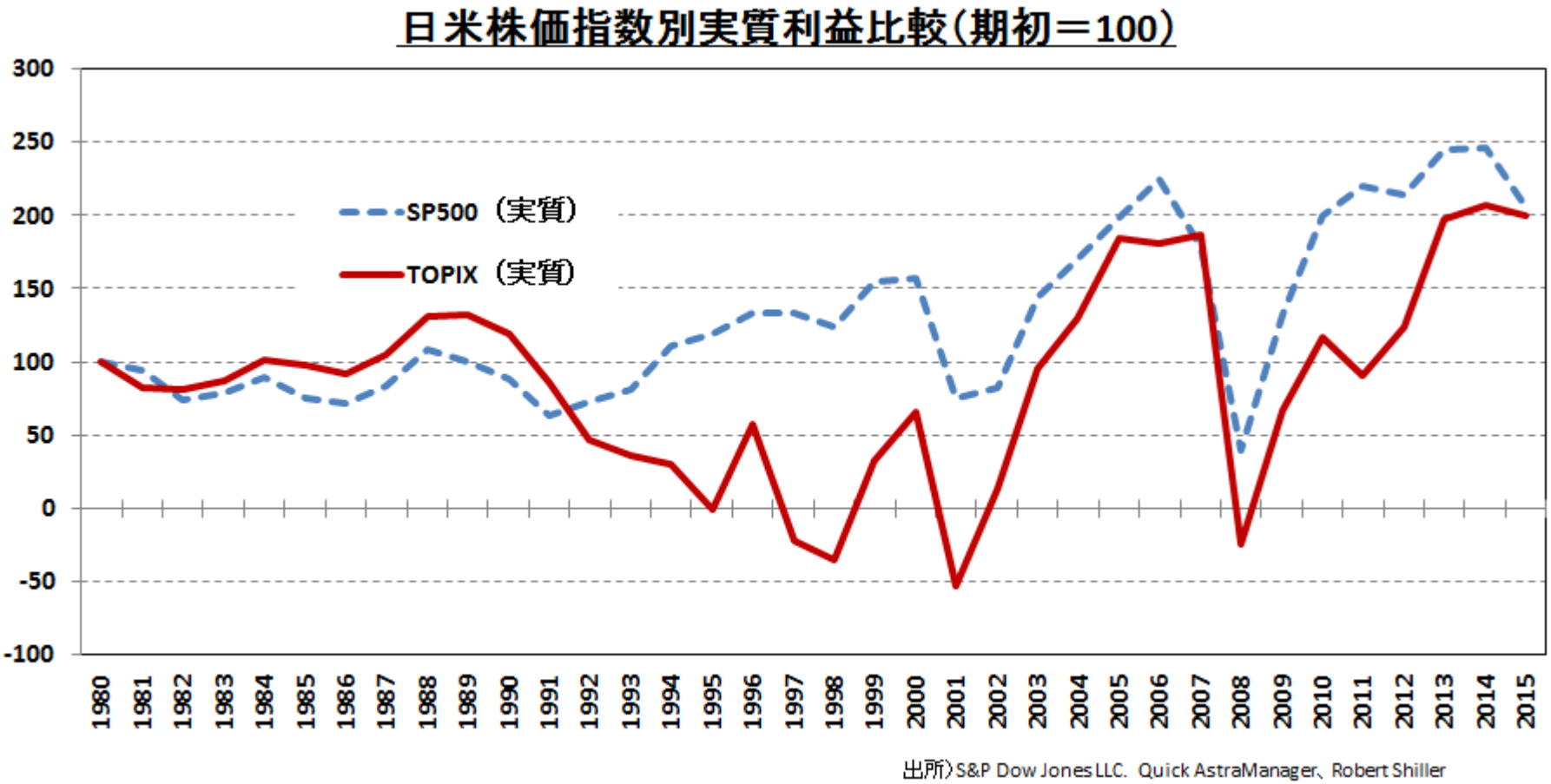
日米の物価推移



➢ 長期で見ると日米で大きな物価の格差が発生している

Copyright © アライ・キャピタル・マネジメント（株） All Rights Reserved.

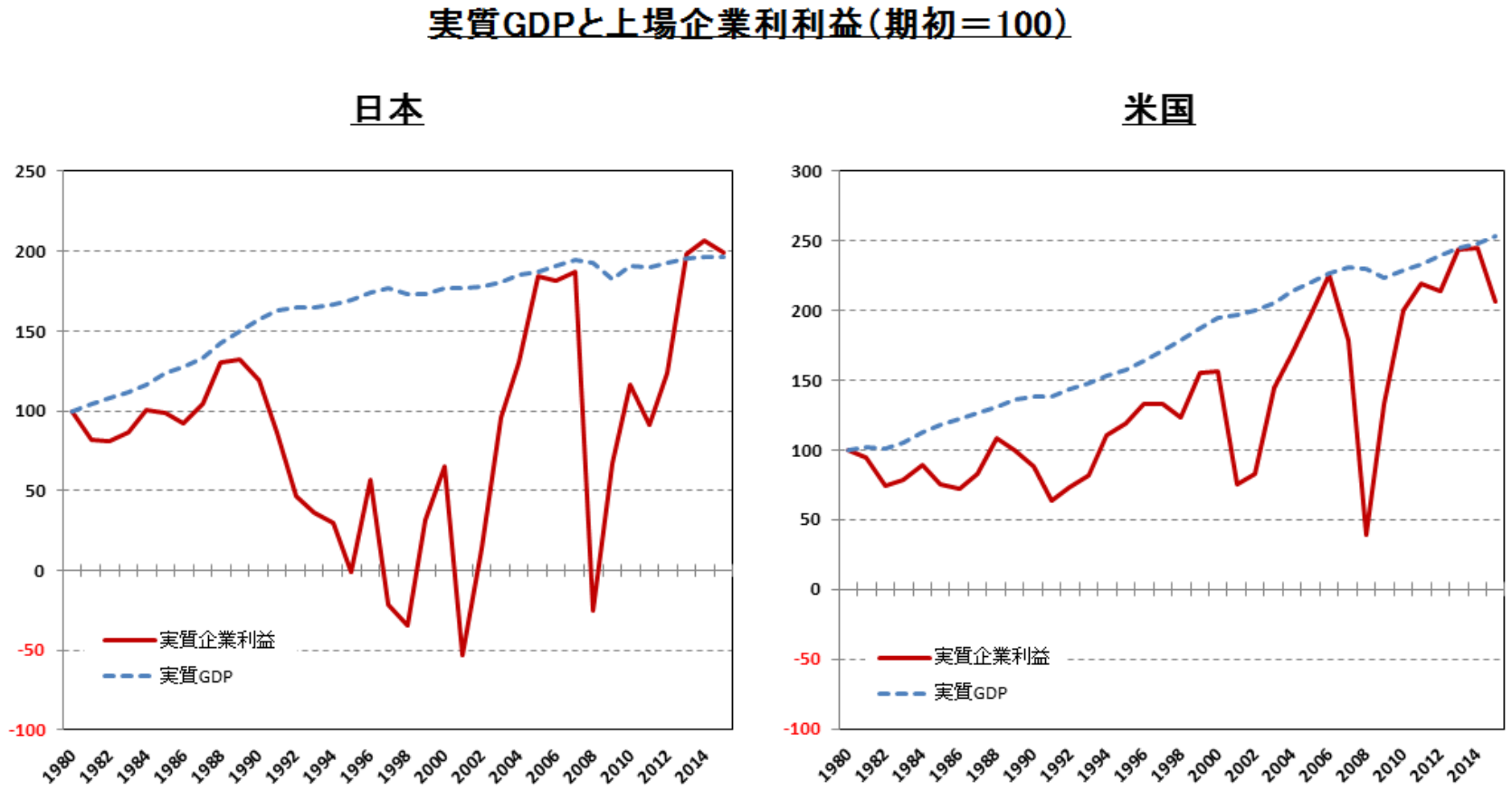
日米の上場企業の利益比較:実質



➢ 物価上昇を調整した実質利益で見ると、日米は逆転

Copyright © アライ・キャピタル・マネジメント（株） All Rights Reserved.

日米の利益の比較:実質利益のGDPとの比較

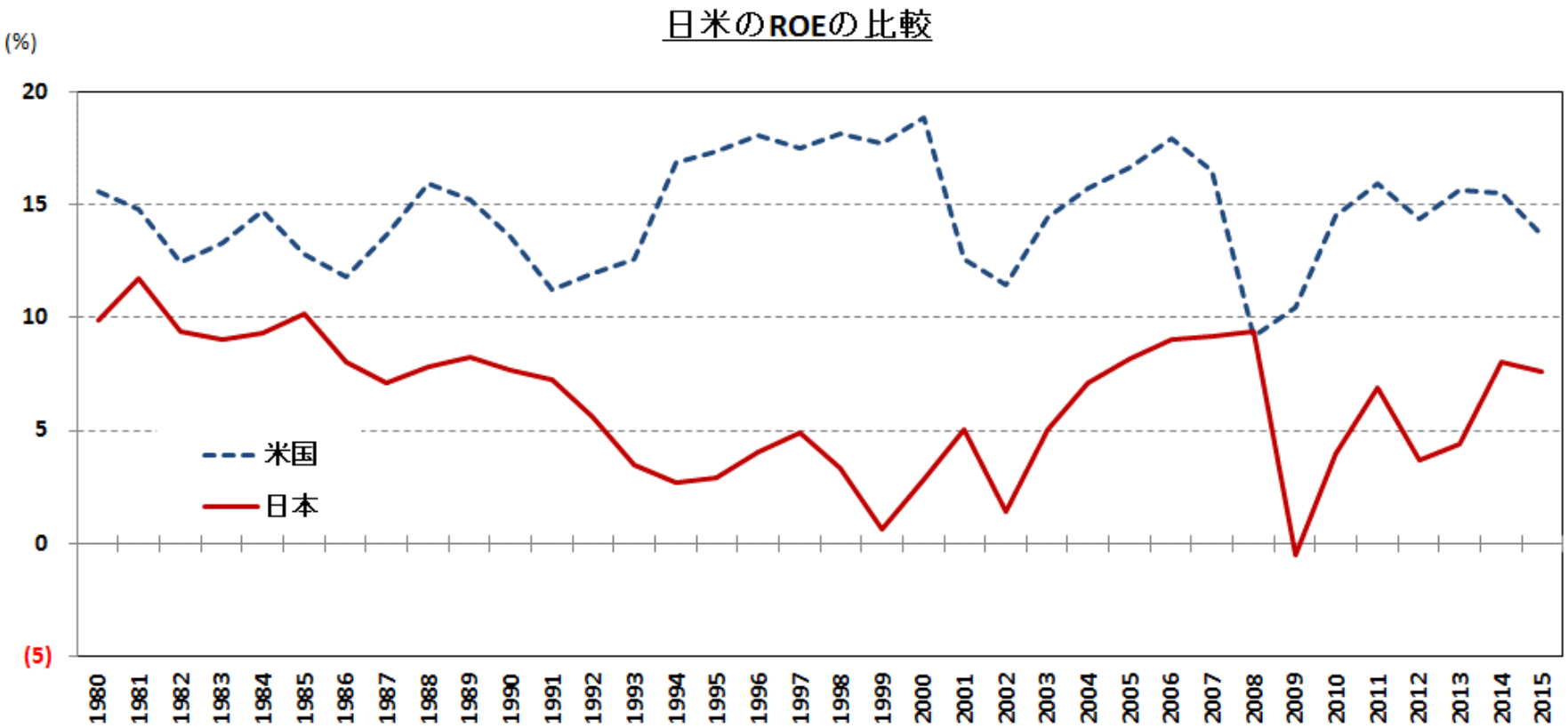


注:企業利益は、日本はTOPIX、米国はS&P500インデックスベース。
出所:QUICK、Robert Shiller

➢ 実質GDPとの相対比較では、日米の企業利益には大きな差はない

Copyright © アライ・キャピタル・マネジメント（株） All Rights Reserved.

日米の利益率の比較：ROE



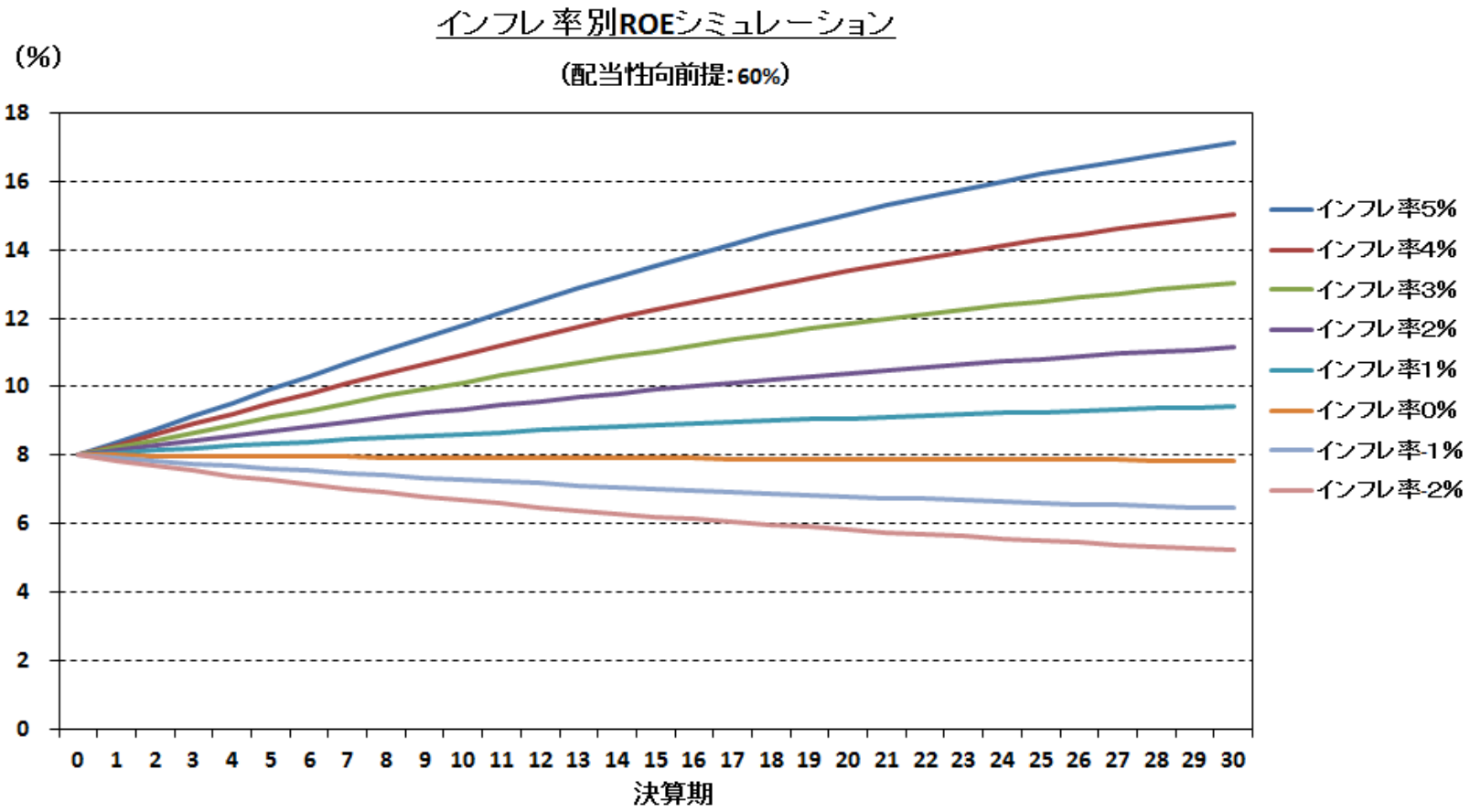
注：S&P500、及びTOPIX500採用銘柄で1980年度から2015年度までの財務データが取得可能な企業の集計値。銘柄数は、米国が225、日本が357
出所：Quick Astra Manager、DataStream

- **日本企業のROEは、近年回復傾向だが米国に比較して低い**

Copyright © アライ・キャピタル・マネジメント（株） All Rights Reserved.

インフレとROE：概念図

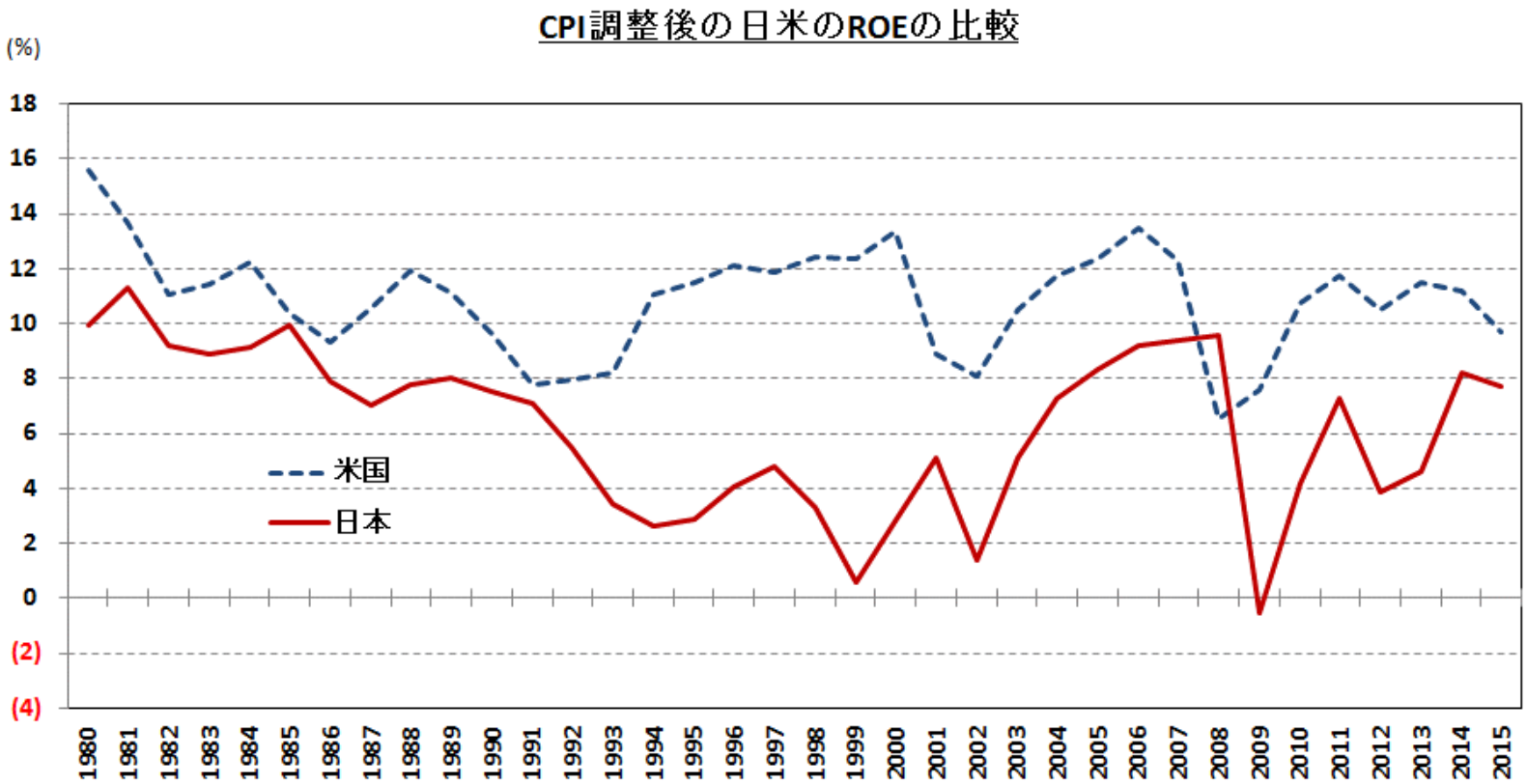
- ROEの構成要素のうち、R（利益）はインフレの影響を受ける“時価”であるが、E（自己資本）は“簿価”の累積。従って、ROEは、インフレ率が高いほど時間の経過とともに上昇する。下図は、当初ROEが8%のシミュレーション例



Copyright © アライ・キャピタル・マネジメント（株） All Rights Reserved.

インフレとROE：インフレ調整後のROE

- インフレ率の差を調整すると、日米の格差はほとんどなくなる。つまり、「米国に比較して日本企業のROEは低い」はインフレ率の違いによるもの



注：インフレ調整ROEは、BPSをCPI上昇率で調整して計算。BPSの調整は、adjBPS(t) = adjBPS(t-1)*(1+CPI)+BPS(t)-BPS(t-1)
出所：Quick Astra Manager、DataStream

CPI：消費者物価指数

Copyright © アライ・キャピタル・マネジメント（株） All Rights Reserved.

日米比較:まとめ

- 日本企業は、インフレ率、GDPの成長率を勘案すれば、米国の上場企業並みの利益成長を達成している

- 利益率の絶対水準は低いが、これは企業のあり方や貨幣錯覚によるもので、本質的な問題ではない

- 90年以降では、金融業の低迷は深刻。逆に製造業だけで比較すれば、大きく成長している

それでも、日本企業の評価は低い。その背景に“擦り合わせ型産業”の特殊性

Copyright © アライ・キャピタル・マネジメント（株） All Rights Reserved.

擦り合わせ型産業と組み合わせ型産業

- 東京大学の藤本隆宏教授が提唱した産業分類の方法として「擦り合わせ型産業」と「組み合わせ型産業」がある

- **擦り合わせ型産業**とは、多くの従業員、グループ企業がボトムアップ型のプロセスで緊密なコミュニケーション（擦り合わせ）を維持しながら製品を作り上げる産業。自動車がその典型

- **組合せ形産業**とは、少数のエリートがトップダウンで製品を企画し、オープンな市場から調達した部材を組み合わせて製品を供給する産業。パソコン、携帯電話がその典型

Copyright © アライ・キャピタル・マネジメント（株） All Rights Reserved.

擦り合わせ型産業と組み合わせ型産業：例自動車とパソコン

	自動車産業	パソコン産業
開発	膨大な数のスタッフと供給者	少数のエンジニア
設計	部品間の調整が必要	部品間の調整が不要
部品間の接続	カスタマイズ	標準化
部品調達	開発に参加したグループ企業	自由に選べる
製造設備	内製することも	外部調達が可能
製造	生産技術が非常に重要	製造段階の付加価値は小
組織形態	多くの人が知恵を出す	少数精鋭・生産は外注
品質基準	乗り心地（曖昧）	スペック・価格（客観的）

Copyright © アライ・キャピタル・マネジメント（株） All Rights Reserved.

擦り合わせ型産業と組み合わせ型産業：組織の特徴

以下参考：藤本孝宏著『ものづくり経営学』光文社新書
港徹雄著『日本のものづくり　競争力基板の変遷』日本経済新聞出版社

指揮命令系統

- **擦り合わせ型産業：** 各現場からボトムアップでアイディアが上がり、それをトップが承認する。末端のスタッフまでが納得感を持っていることが重要で、現場のコンセンサスに反する決定を下すのは難しい。意思決定は遅く、コンセンサスを形成するためのミーティングも多い

- **組合せ形産業：** 少数精鋭の経営陣の方針が、トップダウンで部下に伝わる。部下は、上からの命令に従う。リーダーシップとともにフォロワーシップも重視される。意思決定は速い

Copyright © アライ・キャピタル・マネジメント（株） All Rights Reserved.

擦り合わせ型産業と組み合わせ型産業：組織の特徴

製品開発

- **擦り合わせ型産業：** どれだけ「作りこむ」かが競争力を決める。現場も含め多くの社員が開発に参加する。さらに部品の納入業者も初期段階から参加することもある

- **組合せ形産業：** 売れ筋の商品を迅速に発売することが必要であり、また製品情報を秘匿する必要があるので、少数の開発スタッフだけで行う

Copyright © アライ・キャピタル・マネジメント（株） All Rights Reserved.

擦り合わせ型産業と組み合わせ型産業：組織の特徴

生産プロセス

- **擦り合わせ型産業：**（難しい製造工程をこなすなど）生産プロセスも付加価値の源泉であり、重視される。現場の製造担当者から改善のアイディアを募るなど、製造現場の地位が高い

- **組合せ形産業：** 調達した部品を組み合わせるだけなので、生産プロセスそのものの付加価値は少なく、製造は完全に外注されてしまうこともある

Copyright © アライ・キャピタル・マネジメント（株） All Rights Reserved.

擦り合わせ型産業と組み合わせ型産業：組織の特徴

意思決定スピード

- **擦り合わせ型産業：** 組織の全ての構成員のコンセンサスを得ることが必要なため、意思決定に非常に時間がかかる。しかし、意思決定がなされるとその実行は極めて速い

- **組合せ形産業：** 少数のトップだけで決定するので決断が速い。部下の全員が納得しているわけではないが、ボトムアップで異論が上がることはあまりない

Copyright © アライ・キャピタル・マネジメント（株） All Rights Reserved.

擦り合わせ型産業と組み合わせ型産業：組織の特徴

人事評価

- **擦り合わせ型産業：** “全員参加”でプロジェクトが進められるため、その成否に誰が貢献したのか不明確で、成果主義の導入は難しい。一方で、長期的かつ持続的な組織へのコミットメントが必要なので、年功序列。業績が悪くても人を切らない

- **組合せ形産業：** 少数でプロジェクトを進め、トップダウンの意思決定なので貢献者の特定が容易＝成果主義の導入が容易。また、業績が悪くなれば、解雇の判断も簡単

Copyright © アライ・キャピタル・マネジメント（株） All Rights Reserved.

擦り合わせ型産業と組み合わせ型産業：組織の特徴

調達

- **擦り合わせ型産業：** 開発段階から納入業者の協力を必要とし、調達する部品も特注品なので特定の企業と継続して取引する

- **組合せ形産業：** 部品間の接続プロトコルを満たしていれば、新規の納入業者からでも調達は可能。オープンに低価格の納入業者を選択することができる

Copyright © アライ・キャピタル・マネジメント（株） All Rights Reserved.

擦り合わせ型産業と組み合わせ型産業：組織の特徴

技術移転（峻別のベンチマーク）

- **擦り合わせ型産業：** 模倣するためには、設計・製造プロセスの全てを移転する必要があり、非常に難しい。競争優位の源泉は、**組織の能力**

- **組合せ形産業：** 製造プロセスに付加価値はなく、製造担当者を引き抜けばある程度の模倣は可能。競争優位の源泉は、**戦略的ポジショニング**

Copyright © アライ・キャピタル・マネジメント（株） All Rights Reserved.

擦り合わせ型産業と組み合わせ型産業：組織の特徴

産業と国

- **擦り合わせ型産業：** 自動車、電子部品、素材、食品スーパー、個人向け金融、小口運送、鉄道など。日本、ドイツ（？）

- **組合せ形産業：** パソコン、携帯電話、投資銀行、テレビ、半導体、大学、官僚（？）。ほとんどの国（欧米、中国）

Copyright © アライ・キャピタル・マネジメント（株） All Rights Reserved.

擦り合わせ型産業と組み合わせ型産業：組織の特徴

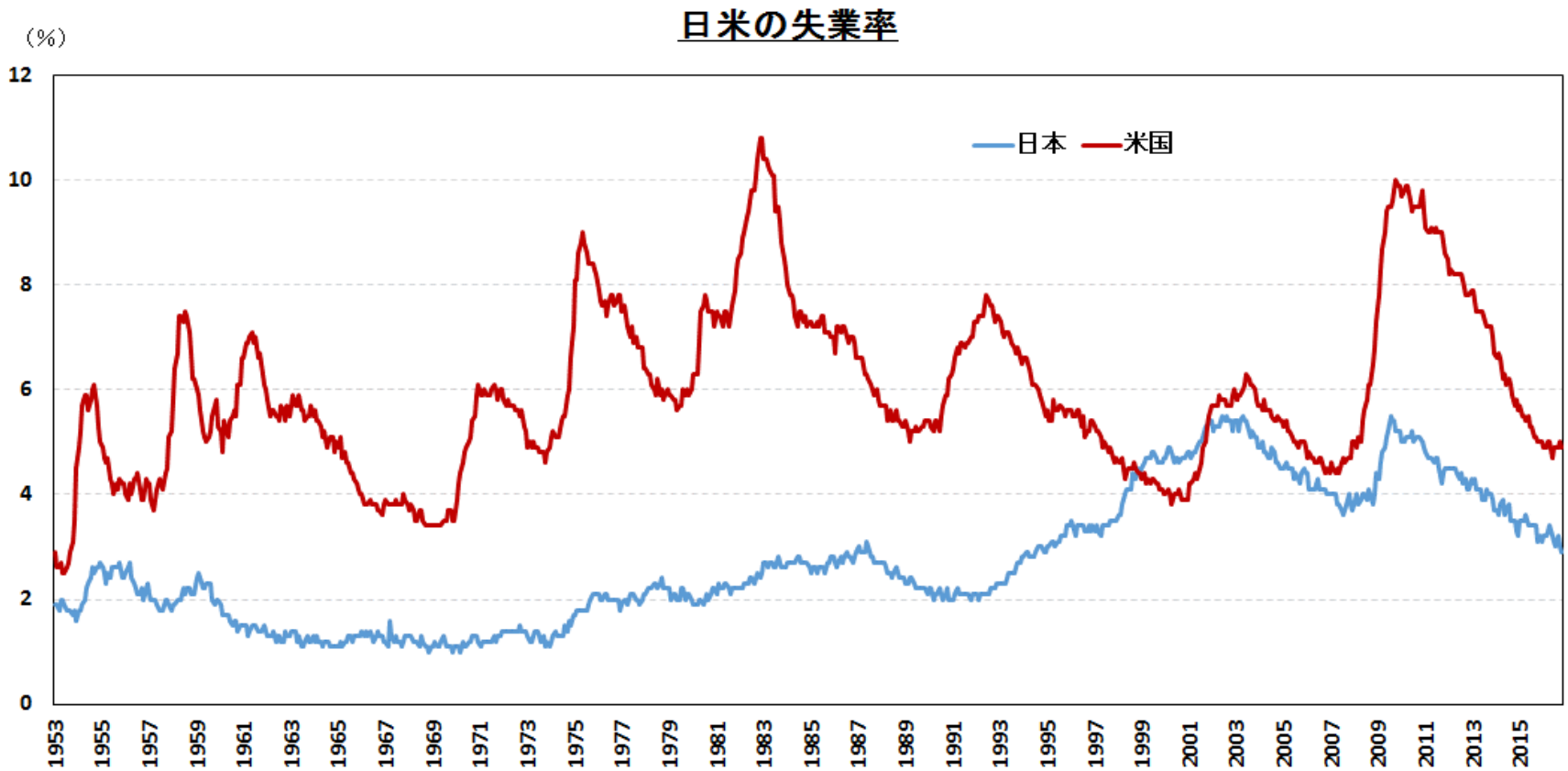
	擦り合わせ型産業	組み合わせ型産業
指揮命令系統	ボトムアップ	トップダウン
製品開発	多数参加型	少数精鋭
生産プロセス	重要、付加価値の源泉	外部委託も可能
意思決定スピード	遅い	早い
性能基準	曖昧・抽象的	客観的
人事	年功序列・長期雇用	能力主義・流動的
納入業者	グループ化	オープン調達
技術の外部移転	難しい	容易
競争優位の源泉	OC（組織の能力）	SP（戦略）
業種例	自動車、電子部品、素材、商社、小売り等	パソコン、携帯、テレビ、液晶、半導体、金融、大学、（官僚）等
得意な国	日本、独（？）	米、英、中国、韓国

参考：藤本孝宏著『ものづくり経営学』光文社新書
港徹雄著『日本のものづくり　競争力基板の変遷』日本経済新聞出版社

Copyright © アライ・キャピタル・マネジメント（株） All Rights Reserved.

日米の失業率

➢景気後退に対して、日本企業は賃金（主にボーナス）の引き下げで対応し、米国の企業は人員削減で対応する



出所）Quick AstraManager

Copyright © アライ・キャピタル・マネジメント（株） All Rights Reserved.

擦り合わせ型産業に強い日本

日本企業は擦り合わせ型産業に強い

- 平等意識が強く、平社員・現場作業員にも発言権
- 一般社員のスキル・士気が高い（日本に三ツ星レストランが多い理由）
- 「全員の合意」を前提とするムラ社会
- 年功序列型賃金
- 企業グループの形成（資本出資による長期的な関係）

擦り合わせ型による競争力の確保は非製造業にも見られる

- 小売り（現場での仕入れや売り場のデザイン、惣菜の調理）
- 商社（事業部間での情報共有)

Copyright © アライ・キャピタル・マネジメント（株） All Rights Reserved.

何故、日本人は擦り合わせ型産業に強いのか？

- 村落共同体全員の“擦り合わせ”による灌漑が必要な稲作の伝統-----丸山眞男の“古層”
- 他国との戦争がなく、トップダウン組織を作る必要がなかった
- 表意文字（漢字）と高い識字率による平均的な教養の高さ
- 家族内人称代名詞に見られるような弱者の視点に立つ文化

日本に特殊な文化的な要因が強いのなら、極めて高い産業競争力につながる

Copyright © アライ・キャピタル・マネジメント（株） All Rights Reserved.

日本人と擦り合わせ型産業：言語の問題

- 1872年、外交官森有礼が日本における英語の公用語化を訴える。それに対し、イエール大学のW. ホイットニーは反対

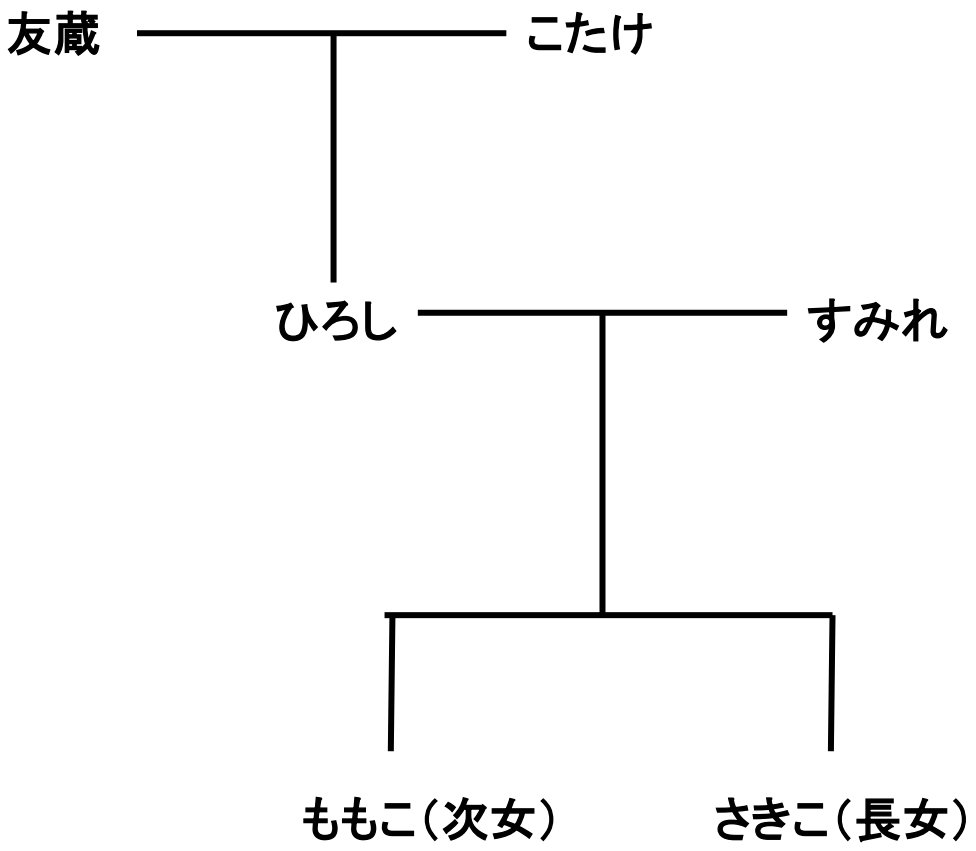
- 表音文字を使う文化圏では、意味を知らなければ単語は理解できない。しかし、表意文字を使う文化圏では、その単語の意味を知らなくても意味を推測することができる。結果として、識字率さえ高くなれば、国民全体の知識・教養が高まる

  例：“Acrophobia” と「高所恐怖症」

参考：鈴木孝夫著『日本語教のすすめ』新潮新書

Copyright © アライ・キャピタル・マネジメント（株） All Rights Reserved.

さくら家の家系図



参考：鈴木孝夫著『日本語教のすすめ』新潮新書

Copyright © アライ・キャピタル・マネジメント（株） All Rights Reserved.

日本的組織の特色：権力の中枢が空白

- 日本的組織の特徴は、権力の中枢が空白で正統性だけを残し、下部組織に権力が委譲されていること

- この構造は政治だけでなく、企業などあらゆる組織で見られる（マトリョーシカ構造）

- このような組織では、末端の下層の構成員にも活躍の場と決定権が与えられるので、全員参加型の組織運営がなされる

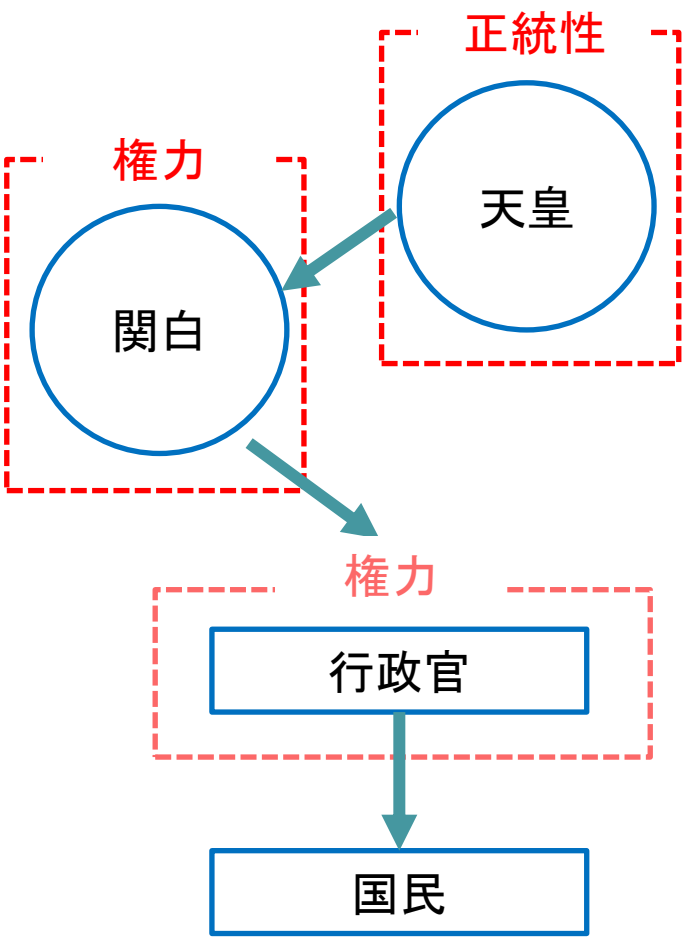
- 一方、リーダーの仕事は、「部下に任せ責任だけ取る」になる

Copyright © アライ・キャピタル・マネジメント（株） All Rights Reserved.

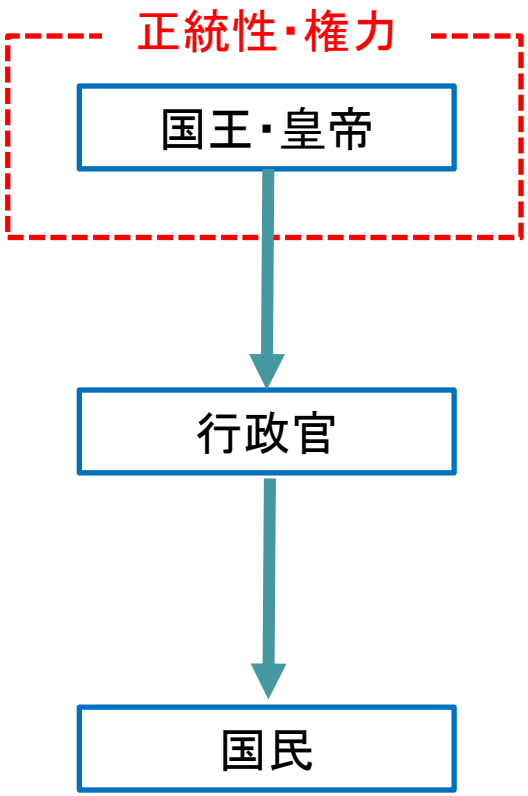
日本人と擦り合わせ型産業：日本的権力構造

➢ 丸山眞男（1985）『政治（まつりごと）の構造』

日本の権力構造



諸外国の権力構造



Copyright © アライ・キャピタル・マネジメント（株） All Rights Reserved.

“みんなの意見”は正しいか？

- 少数の賢者と多数の凡人の判断のどちらが正しいかについては、中央銀行の金融政策決定の合議制への移行をきっかけに研究がされている。以下の研究では、少数の賢者よりも、多数の凡人の決定の有効性が支持されている

Lombardelli, C., Proudman, J. and Talbot, J., (Bank of England), 2005 “Committees Versus Individuals: and Experimental Analysis of Monetary Policy Decision Making”, International Journal of Central Banking May 2005 181-205

Charness, G., & Karni, E., 2007. “Individual and Group Decision Making Under Risk: An Experimental Study of Bayesian Updating and Violations of First-order Stochastic Dominance”, University of California at Santa Barbara, Economics Working Paper Series 20-07, Department of Economics, UC Santa Barbara.

Surowiecki, J., 2005, “The Wisdowm of Crowds”, Anchor Books

Copyright © アライ・キャピタル・マネジメント（株） All Rights Reserved.

擦り合わせ型産業の日本企業の強みは判り難い

- 社長の話を聞いてもその会社の強みが判らない（競争力の源泉が経営陣ではない）
- 擦り合わせ型産業の強みは、その現場にいないと実感できない。アナリスト、ファンドマネージャー、エコノミスト、学者、マスコミの記者は、社会人の中で一番擦り合わせの現場から遠い存在。（一方、組合せ型産業の強みは理解しやすい）
- 本社管理部門（特に財務部）と営業・製造部門の間にも温度差がある場合も
- 金融業界、学会、マスコミ（？）を目指す人はもともと擦り合わせ型に不向で嫌いな人が多い
- 外国人投資家には、到底理解不可能

Copyright © アライ・キャピタル・マネジメント（株） All Rights Reserved.

何故、日本人は組み合わせ型産業が苦手なのか？

- 全員のコンセンサスが必要なので意思決定が遅い
- 重要な決断を“空気”で行ってしまう
- 納入業者との関係が緊密で合理的（低価格を追求する）な調達ができない
- 強いリーダーを否定する（自尊心が強い。教会や選挙制度への信頼など、強いリーダーを権威付ける社会的な仕組みがない）。下克上の文化
- 強いリーダーが存在するための必要条件である“従順な部下”がいない（リーダーシップよりフォロワーシップの欠如）

Copyright © アライ・キャピタル・マネジメント（株） All Rights Reserved.

日本人を支配する“空気”

空気に逆らうことを許さない日本的な組織は、トップダウンの意思決定を不可能にする一方（リーダーシップよりフォロワーシップの欠如が深刻）、末端のスタッフが“空気を作る”ことにより影響力を持つことを可能にする

弱点は、間違った結論が出てもその修正ができないこと

山本七平著『空気の研究』

「戦艦大和の沖縄特攻作戦を立案した軍のスタッフは、米軍の力、彼我の戦力差を充分に理解しており、この作戦が無謀であると全員が理解していた。しかし、反論をすることを空気が許さなかった」

Copyright © アライ・キャピタル・マネジメント（株） All Rights Reserved.

エレクトロニクス業界の悲劇

1. 昔は、ブラウン管テレビなどのエレクトロニクス製品のほとんどが擦り合わせ型であった

2. その後、半導体、液晶、液晶部材等の電子部品の技術革新が進み、多くの日本の電子部品・材料企業が力を付ける

3. 新興国のメーカーでも日本から部品を取り寄せれば品質の高い商品を作れるようになる

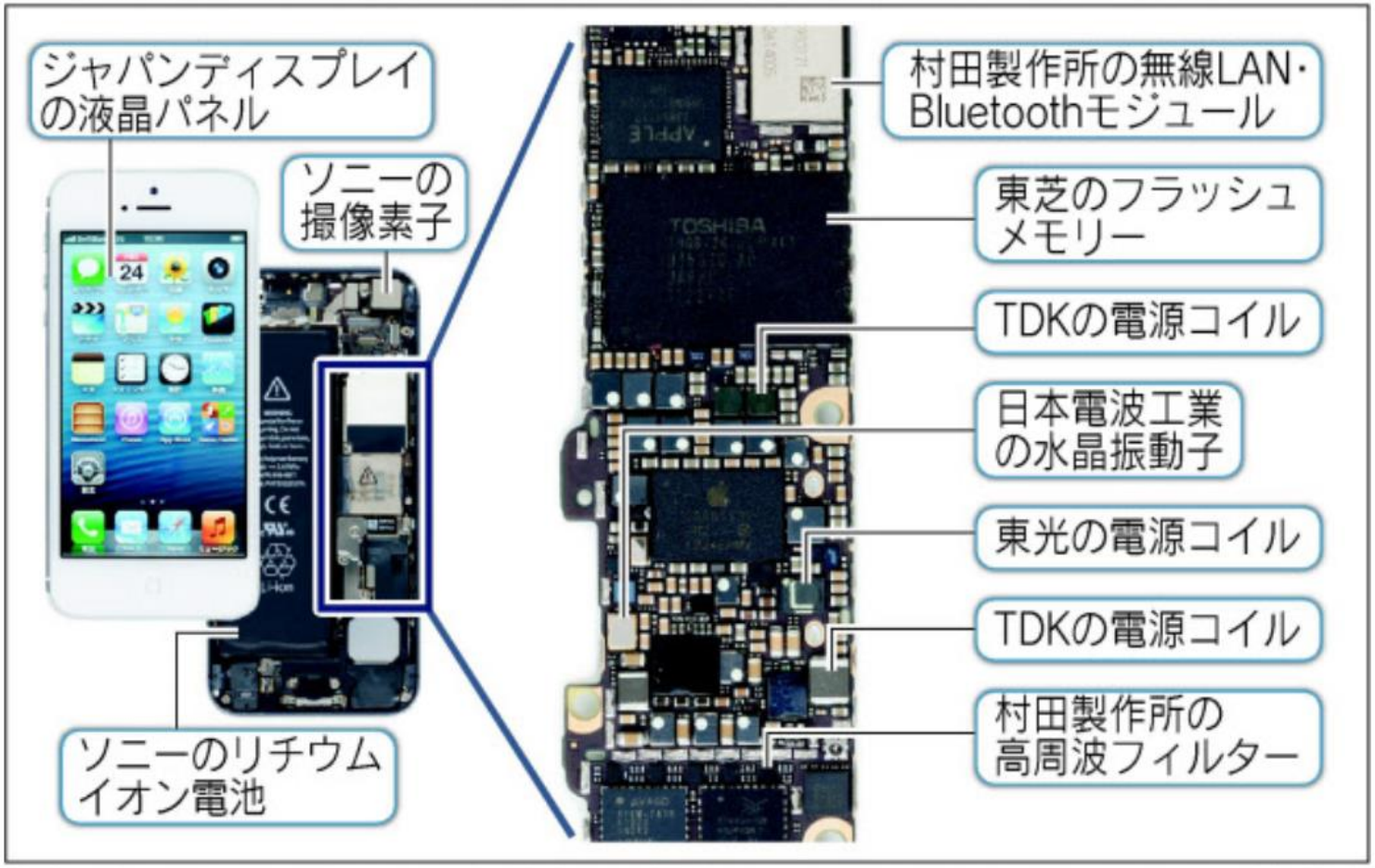
4. エレクトロニクス業界が、擦り合わせ型産業から組み合わせ型産業に移行し、日本の完成品メーカーは敗れる。しかし、部品メーカーは繁盛

日本のエレクトロニクス業界の没落を招いたのは、日本の電子部品産業。iPhoneでアップル以外に儲かっているのも、日本の電子部品産業

Copyright © アライ・キャピタル・マネジメント（株） All Rights Reserved.

組み合わせ型産業を支える擦り合わせ型産業　例iPhone5

iPhone5の分解調査で確認できた主な日本メーカー部品

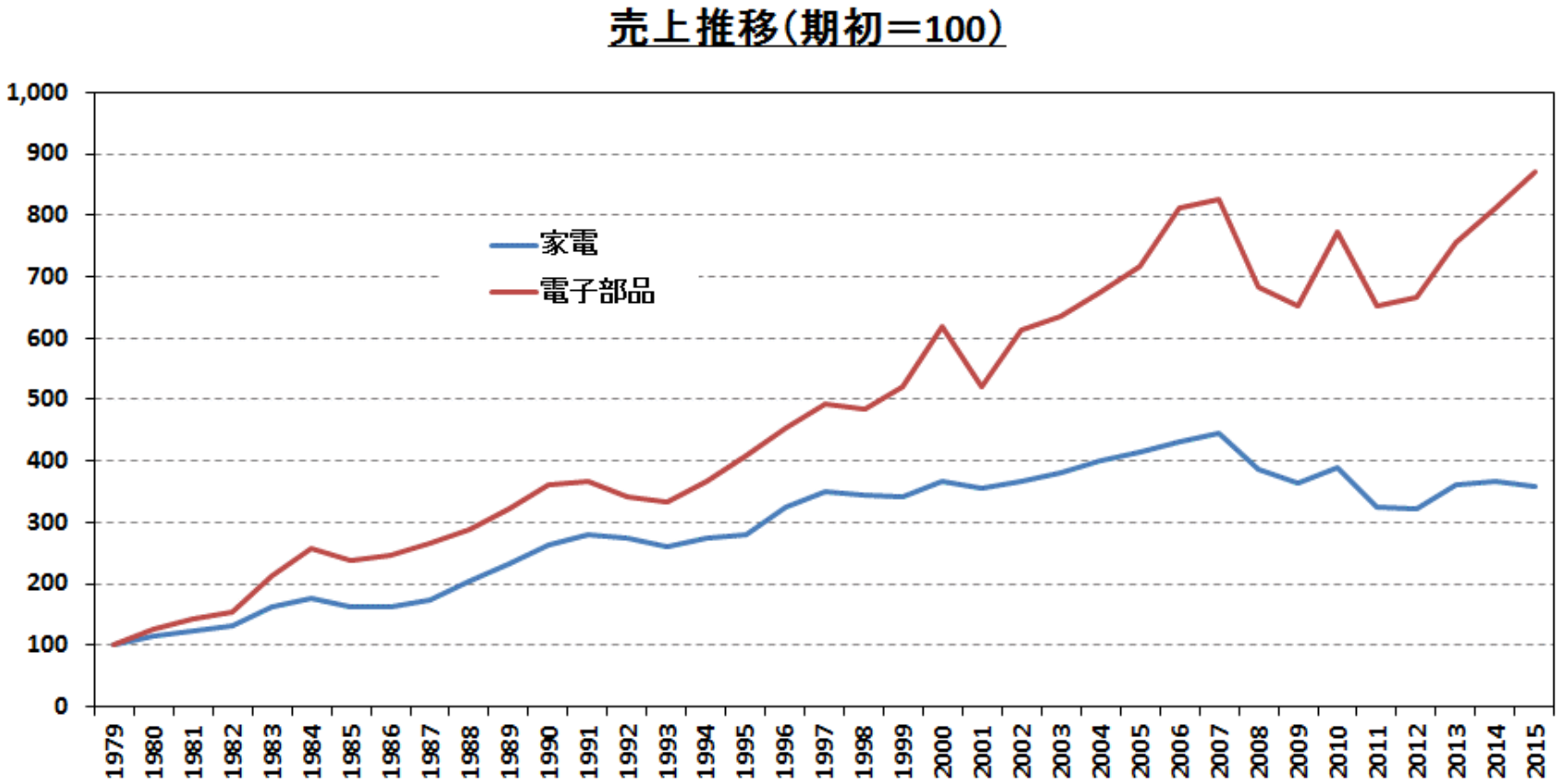


(注)写真は日経エレクトロニクス提供。部品の機能とメーカーは日経エレクトロニクスと本紙推定

日本経済新聞2012年10月19日

Copyright © アライ・キャピタル・マネジメント（株） All Rights Reserved.

家電メーカーと電子部品メーカーの業績推移



出所）Quick AstraManager
注）東証1部上場企業で、日経小業種分類で家電と電子部品となっている企業群。家電延べ23社、部品のべ37社

家電メーカーの利益は低迷しているが、電子部品メーカーの利益は順調に拡大している

Copyright © アライ・キャピタル・マネジメント（株） All Rights Reserved.

“日本的経営”の普遍性

- 日本的な経営は、擦り合わせ型産業では圧倒的な強さを発揮する

- 組織内の競争やトップダウンの指揮命令系統の重視より、組織内の協調を重視する経営は、人間の本能にとって自然⇒海外でも効果

- 80年代に日本企業にシェアを取られた製造業を中心に海外でも“日本的な経営”（現在ではNew Organaizational Innovationと呼ばれる)の導入が活発化

参考文献

中林真幸「組織の経済史」『経済セミナー』2012年8,9月、P25-31

Michael Waldman “Theory and Evidence in Internal Labor Markets”, Munich Personal RePEc Archive Paper, No.5113

Lisa Lynch “The Adoption and Diffusion of Organizational Innovation: Evidence for the U.S. Economy, ISL Discussion Paper, May 2007

Wall Street Journal 2013/6/3

「コストコ、強さの秘密」日経ビジネス2013年7月1日号　など

Copyright © アライ・キャピタル・マネジメント（株） All Rights Reserved.

本資料はアライ・キャピタル・マネジメント株式会社（以下、「弊社」という。）が適切と考える投資のありかたやその戦略を説明したものです。本資料には、一定の見解や数値の予想、さらに現在の金融市場における市場の動向等に関する記述が含まれていますが、これらは弊社の判断の根拠となるものであり、また特に予告なく変更されることがあります。弊社は、本資料に記載された情報を信頼に足るものと考えていますが、それが正確ないし完全であることについて保証するものではありません。本資料は特定の金融商品の購入または売却の勧誘・助言を意図したものではなく、また、特定の有価証券やその発行体への言及がなされている場合にも、それは説明の便宜のためであり、当該有価証券の売買を推奨するものではありません。また、過去の実績は将来の成果を保証するものではありません。

本資料は、弊社が行う営業行為を行うことを目的としたものではありません。

アライ・キャピタル・マネジメント株式会社

Copyright © アライ・キャピタル・マネジメント（株） All Rights Reserved.