

一流アナリストになるために何をすべきか

非財務情報の活用によるレポート作成

2016年 8月24日

第1回 持続的成長に向けた長期投資(ESG・無形資産投資)研究会

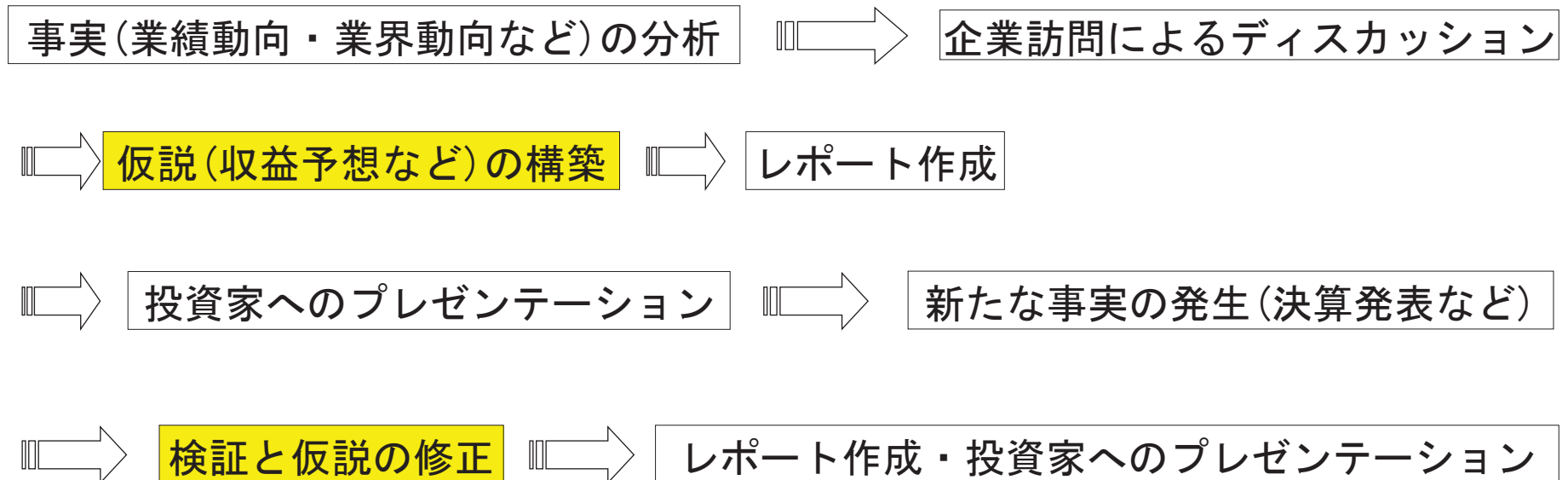
三菱UFJモルガン・スタンレー証券 エクイティリサーチ部
チーフリサーチアドバイザー

松島 憲之

03-6627-5329

matsushima-noriyuki@sc.mufg.jp

企業価値を分析、それが株価に正しく反映されているかを考え、投資家に投資アイデアを提供する。



アナリストが 定量・定性分析に使用するもの

- 財務分析・・・決算短信、決算説明会資料、有価証券報告書、統合報告書、アニュアルレポート等
- 企業分析・・・会社案内、ホームページ、技術情報誌、インターネット情報など
- 業界分析...各種統計資料
- マスコミ情報・・・新聞、週刊誌、業界情報誌、テレビ、ラジオ、インターネットなど
- 企業訪問によるヒアリング(IR部門、IR以外の部門)
- 工場見学、研究開発説明会、店舗見学などでの定性情報→これが非財務情報分析につながる
- 経営トップとのディスカッション
- 普段の生活のなかにも情報はいっぱいある
- 断片的な非財務情報の連携による全体像の掌握と数値化

■重要性が増す知的財産の評価

①企業価値の評価方法の変革が起こる(優れた企業の遺伝子とは何か?)

ある時点のバランスシートや一定期間の損益から導かれる企業価値だけではなく、見えない資産と呼ばれる『知的財産』の評価が加わる

②財務データと非財務データのリンク(結果の数字だけを見ても将来は予測できない)

アナリストは財務データの分析に加えて、非財務情報を収集して企業価値分析を補強

工場見学や研究開発説明会などを通じて知りえる非財務情報の提供がIR活動の新たな柱になる

③知的財産をベースに語る自社の経営ストーリー

過去から現在につながる経営の流れから、将来をわかりやすく投資家に見せる

■リスク対応への評価も急速に重要性を増す

①株価が過剰反応しやすいリスクについても予測する試みが増える

②中長期の経営戦略の中でリスクとその対応を語る→単視眼的になりがちな投資行動を抑制

③予想されたリスクが顕在化しても、対応策が示されていればネガティブ・サプライズは限定的

投資家の動向

投資判断の基本は **財務情報** だが、

1. 事業戦略の実現性を裏付ける財務情報との関連性が強い **非財務情報** を重視
2. リスク情報は事象への対応を迅速に体系的に説明することが企業の信頼性を高めると考えている
3. 経営トップ(CEOやCFO)による主体的で一体感のある「顔の見える」説明が望ましい

現状の問題点～アナリストの質

情報の非対称性が発生 → 運用成績の格差

1. 同じように価値のある公開情報に接しても **気づくアナリスト** と **気づかないアナリスト** がおり格差が生じる
＜要因＞ 経験の差、教育の差、忙しさによる見落とし、研究熱心さの差、
2. 価値のある情報を社内外に伝え切れていないケースがある(バイサイドアナリスト→FM)
＜要因＞ 怠慢、忙しさ
3. 大量の情報が氾濫しているが、アナリストが重要な情報を把握しきれない、分析しきれない、レポートに書ききれない
(例) 会社は公表するニュースレターやアニュアルレポートにも価値のある情報がある
＜要因＞ 経験の差、教育の差、忙しさ、研究熱心さの差
4. 四半期収益などの短期的目線になる傾向があり、長期ビジョンや収益構造の大転換などを見落とす
＜要因＞ 投資家ニーズの変化、忙しさ
5. **法人関係情報の取得に対する処分強化によるプレビュー取材での収益数字の取材禁止**
＜影響＞ セルサイドやバイサイドのアナリストの淘汰→御用聞きアナリストやツアコンアナリストの退場
6. **MiFID II (Markets in Financial Instruments Directive)による新しいルール**
＜影響＞ 欧州のブローカー手数料の透明性強化→深掘りレポートなどin-depthレポートの重要性拡大

先日暫定措置としてお願いしておりました2つの方針(プレビュー取材の禁止、新規同行取材の自粛)に関して、以下の通り変更いたしますので、速やかにご対応をお願いします。

なお、法人関係情報の更なる管理強化については社内検討事項として継続いたしますので、変更があれば都度ご連絡します。

①プレビュー取材

プレビュー取材は方法を問わず禁止します(電話取材も不可)。

②決算期末月の15日以降の取材も全面禁止

プレビュー取材か否かに関わらず、決算期末月の15日以降の取材も全面禁止とします。

これは、外形的に見て、法人関係情報を取得する目的での行為とみなされないための措置です。なお、発行体主催のイベントの場合は事前にご相談ください。

ただし、決算期末月の15日以降に会社側が適時開示したもの、および公知情報については、従来通り発行体に問い合わせただいて問題ありません。ただし、ヒアリング内容はその発表及び公知内容に関するものだけです。具体的には、会社側の業績修正、M&Aや株主還元方針の変更、月次の統計(少なくとも公表情報もしくは公知情報となっていることが前提です)などが考えられます。

なお、公知情報が新聞による決算リーク記事の場合、発行体は何らコメントできないものと理解しています。お問い合わせいただいても結構ですが、本来発行体からそれを認める発言や、それに関する解説は出てくるはずはなく、本来は適時開示すべきものであるため、発行体側がそれを解説すること自体おかしな話です。

③取材内容

プレビューか否かに関わらず、四半期、半期、通期業績の着地点、予想利益の水準を取得しようとする行為、及び取得することを禁止します。

これは外形的ではなく、実質的行為として遵守願います。業績予想はアナリストの本業です。しっかりと業績予想モデルを作りこみ、マクロ、ミクロ、周辺状況より、ご自身のロジックで予想を組み立ててください。

また、意図せざる事情で「通期・半期・四半期の見通し、着地、予想修正等に関する情報など」を取得した場合は、法人関係情報として即時にナビシステムに登録をお願いします。

④同行取材、工場・施設見学会、スモールミーティング等のイベント

当社主催およびそれに準じるイベントを行う場合、事前措置として、その案内時点で発行体及び機関投資家向けに注意喚起を行うこと(下記参照)。

また、開催時においてその冒頭に必ず口頭でも注意喚起を行うこと。

事後措置としては、従来通り法人関係情報の管理規定に従い、法人関係情報ナビシステムへの登録、もしくは部長、情報管理室への問い合わせを必ず行うこと。

(注意喚起の文言:必ず招待状、メールに必ず添付してください)

規制強化時代のエンゲージメントをより良いものにするために何をせねばならないか？

①四半期決算の早期廃止

ショートターミズムの助長など、現状ではデメリットの方が圧倒的に大きい
アナリストサイドの自主規制による沈黙期間の長期化

②事業会社自らの積極的なアプローチとリスク

非財務情報の提供(工場見学、技術説明会、店舗などの現場説明会など)
トップマネジメントと投資家との交流による経営戦略に対する意見交換
会社発表の公式数字情報の拡大
投資家直接訪問時の密室会話への疑念

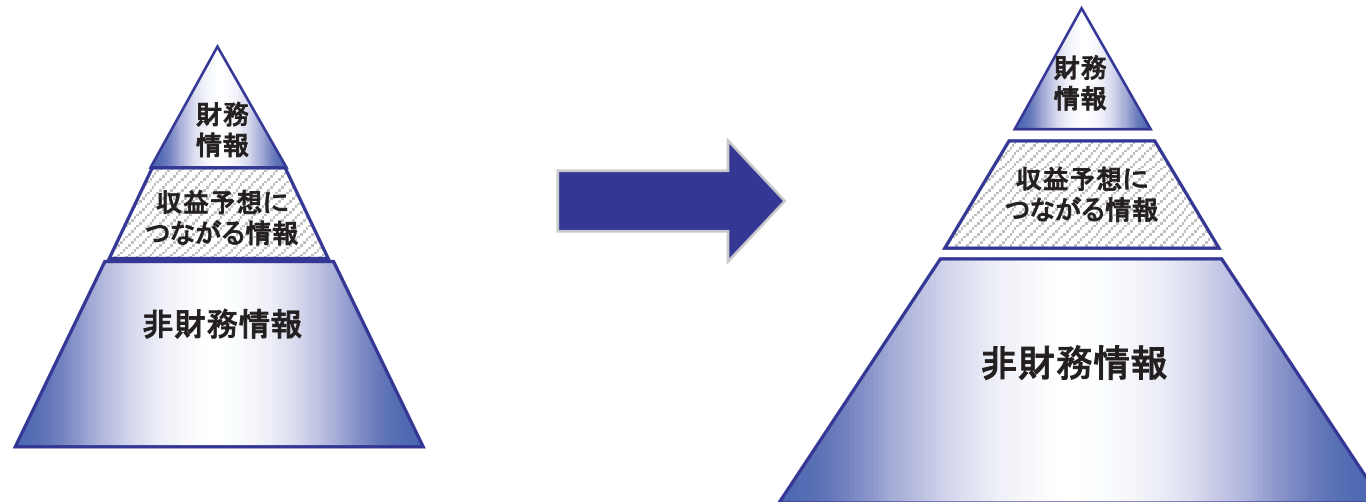
③アナリストの選別

企業の価値創造プロセスを良く理解し、中長期の展望を描けるアナリストは生き残れる
論理的な仮説構築のノウハウの伝授や教育の重要性
未来に起こる事象を見通すアナリストの眼力の強化
結果だけを求めるアナリストの死滅

④投資家の選別

AI活用による投資プロセスの革新
仮説の非対称性の活用

非財務情報を収益予想につながる情報に転換



① 非財務情報から得られる情報は「パズルの一片」のような断片的情報



アナリストの力 で断片情報を価値創造プロセスにはめ込み収益予想につながる情報に転換



先入観や常識を捨て去り、新たに仮説を構築し全体像をみる

② 非財務情報の量的拡大→収益予想につながる情報の拡大

<時間軸と人的努力>

<KPI> Key Performance Indications = 重要業績評価指標の発見

③ 非財務情報の何に注目するのか＝アナリストの眼力

自動車の注目点はイノベーションを生み出す原動力

1. イノベーションによる変化を工場見学や技術説明会で確認

- ①画期的な低コストを実現する生産革新ライン
- ②他社を圧倒する性能の新車(環境技術、安全技術、情報技術)

2. イノベーションを生み出す要素が何であったか

- ①経営者の力
- ②研究開発力
- ③生産技術力
- ④販売力

3. イノベーションを生み出す人間力

- ①意識改革
- ②教育
- ③組織

1. アナリストレポートの作成順序

- ①スケルトン（最重要の設計図で、結論と要因が明確に理解できるように論理的に作る）
- ②図表（自分の仮説を証明するためのツールとしてキーポイントを強調して作成）
- ③本文（結論→要因①②③のように簡潔に書く）
- ④要約（本文の重要部分を抜粋）

2. アンチコンセンサスを正確に素早く提案

- ①コンセンサスと同じ内容なら他社よりも早く出す必要がある
- ②アンチコンセンサスのレポートは貴重でニーズが高いが十分な内容説明が必要
- ③自分のオピニオンに対して、他社アナリストがフォロワーになるレポートを目指す

3. 深掘りレポートの書き方

【結論】

企業が事業活動を通じて、どのように短期・中期・長期で価値を創造し維持するかを、企業固有の『価値創造のストーリー(エクイティストーリー)』として説明する

(1) 事前準備～企業の価値創造プロセスとKPI、それを生み出すDNAを理解する

- ① 企業価値は、企業が利用し影響を与える 様々な資本(IIRCの6つのCapitalなど)によって実現するが、企業が持つDNAを理解することが必要
- ② 『企業の価値創造のストーリー』は、個別企業にとってユニークで、オリジナルなものだが、価値創造プロセスとKPIを理解することが、仮説構築の第一歩
- ③ 長期投資家は企業間の比較可能性を必要とするので、個別企業レポートでも比較を意識

(2) 構成～7つの内容要素(Content Element)を上手くストーリーとして結合させる

企業の価値創造ストーリーを説明するにあたり、
「7つの内容要素(Content Element)」を知り、レポートに活用する必要がある

- ①「事業概要と外部環境」(基本的な収益構造、競争環境)
- ②「ビジネスモデル」(特徴、優位性と保持)期間、他社との差別化、脅威)
- ③「戦略と資源配分」(正しさ、人的資本・財務資本・知的資本の活用と連携)
- ④「実績(パフォーマンス)」(ステークホルダーへの成果配分)
- ⑤「将来予想」(中長期予想(5年～10年)、シナリオ別予想)
- ⑥「機会とリスク」(メイン仮説からの展開とカタリスト)
- ⑦「ガバナンスを中心としたESG」(経営力の見極め、社会的な存在価値)

(3) 書き方の重要ポイント～財務情報と非財務情報の連携

深掘りレポートでは、将来(長期)の価値創造についてのアナリストの意見を書くため、財務情報(収益予想、株価予測)を非財務情報により適切に説明する必要がある。

- ①価値創造プロセスの経路の説明では、財務情報に代表されるKPI(Key Performance Indicator)などの定量的情報を見つけることがスタート
- ②KPIを長期予測に活用し仮説(収益予想、株価予測など)を構築
- ③企業の価値創造能力を分析する上で、重要性(materiality)の判別も必要ありとあらゆる事柄を検討するのではなく、重要なものに焦点を絞る
- ④仮説を補強するために、定性的情報(非財務情報)を上手く使いながら物語的に書く
- ⑤想定読者である長期投資家が投資判断に必要とするような情報を、レポートに峻別して書くと評価されやすい
- ⑥目標株価予想に使用するバリュエーションとレーティングについて丁寧に解説する
- ⑦株価と連動する経営指標などがあれば説明に使用する

4. きわめて重要なフォローアップと反省

投資家はほったらかしを嫌う

深掘りレポートで構築したエクイティストーリーについて、常に素早くフォローアップ

- ①エクイティストーリーの変更が必要な場合は、旧ストーリーを変更する理由と新ストーリーを明確に書く
- ②変更が不要な場合で株価が変動していなければ、エクイティストーリーを再強調する
- ③ライバル企業の戦略変化で影響を受ける場合にも注意

1. 継続的イノベーションが惰性になっていないか？

企業が富を生み出す能力の向上(期首期末の企業価値の差が富)には継続的なイノベーションが必要
現実には、自動車メーカーの開発技術や生産技術の革新に比べて、自動車の販売技術は進化が遅れている

2. 企業理念とコア技術(ノウハウ)がどのような形で収益拡大に結びついていくのかを考えるのが知的財産戦略

知的財産戦略の把握の仕方

- ① 企業理念、ビジョン、コア技術(ノウハウ)とビジネスモデル
- ② 戦略・ドメインの選択とセグメント(事業・研究開発)
- ③ 技術(ノウハウ)・知財戦略の分析(潜在用途、独自技術の蓄積、市場性、ポートフォリオ分析)
- ④ 組織、ガバナンス体制
- ⑤ 顧客・サプライチェーン等、関係の深い資産の概略
- ⑥ ビジネスプロセス効率かの戦略
- ⑦ 財務戦略(知財の証券化など)
- ⑧ 人材
- ⑨ 社会的責任(環境・安全など)
- ⑩ リスク情報

3. 知的財産情報を活用した戦略で自己変革を成し遂げる必要がある

知的財産情報とは、企業の財務的な実績となる前の段階で非財務情報として現れる先行指標

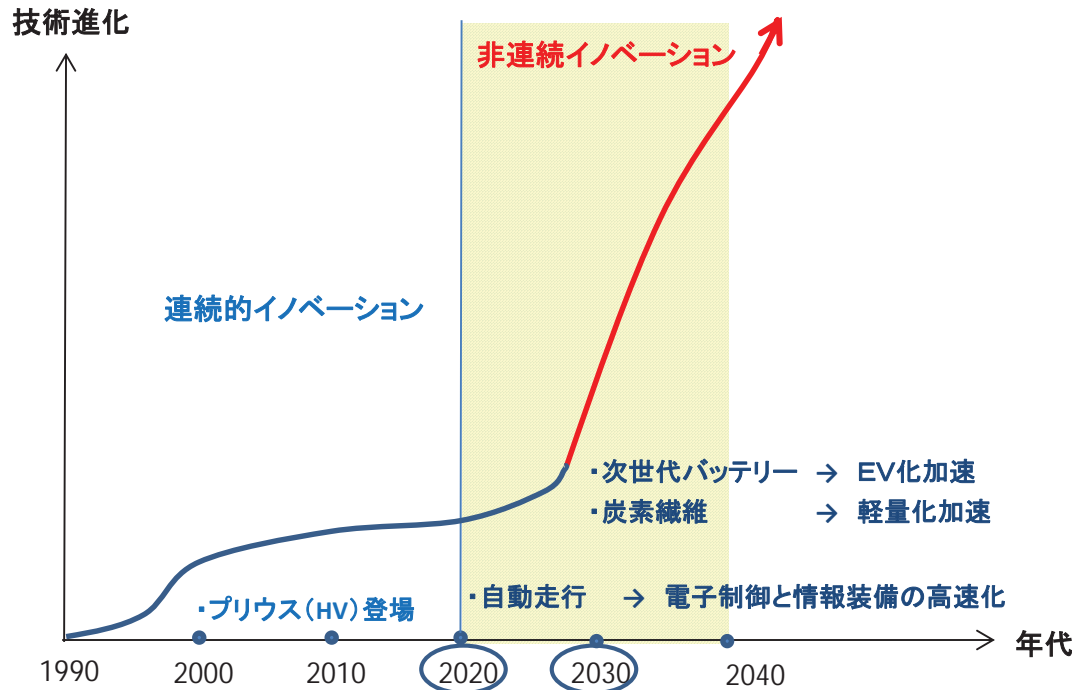
- ① 暗黒知から形式知への転換プロセスの実践
- ② 社会が要求する技術変化の先取りとそれを活用した体制構築(例: ハイブリッドカー、テレマティクス)
- ③ マーケットニーズの把握と地域に根ざしたブランド力の発揮

継続的にイノベーションを起こし、自己変革を成し遂げた企業だけが高収益化に成功

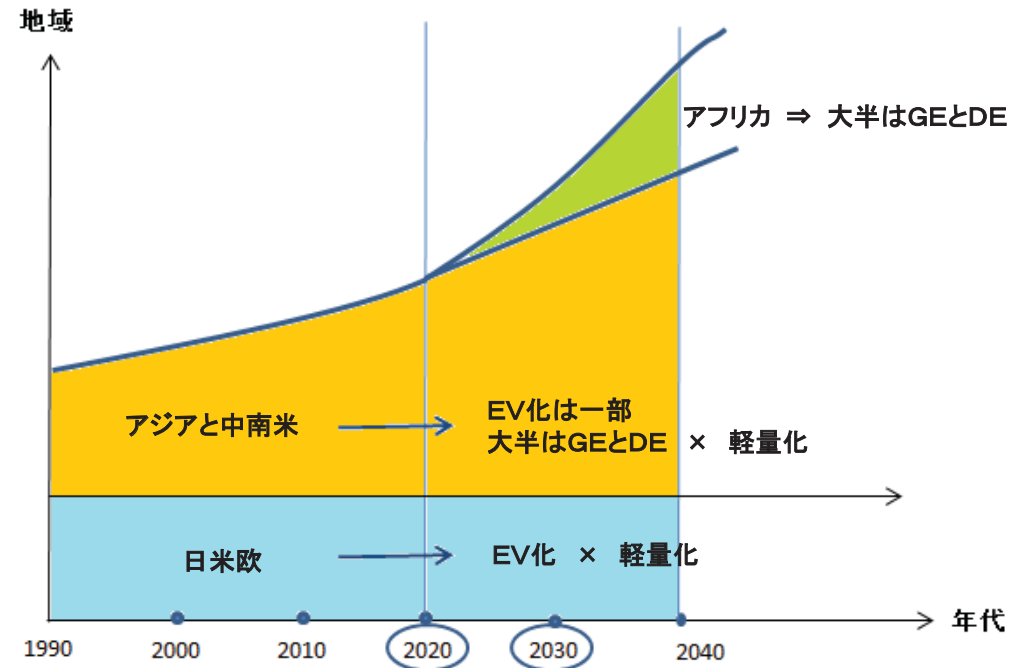
- ① 新たなイノベーションがHVやEVで起きる → これを活用し、販売店でのイノベーションを起こす
- ② 地域内競争は一段と激化 → ユーザーから選ばれる商品力とサービスの両方が必要
- ③ ブランド確立は情報管理の徹底とその有効利用から生まれる

将来の競争力を考えるうえでベンチマークすべきポイント-1

非連続イノベーションによる技術の急進化



グローバル競争の中でのグローバルな地域戦略



- <日本政府>
- ①法整備(自動走行) → 世界標準化
 - ②税制改正(インセンティブ)
 - ③インフラ整備(電力供給能力、水素供給能力)
- <産学一体>
- ①ソフト開発人材育成
 - ②電子部品産業の再強化
 - ③素材産業の革新

- ①地域に最適な技術を選択
- ②全体最適と地域最適のバランス確保
- ③先進国の技術革新と新興国のコスト革新の両立
- ④技術の現地化と技術のブラックボックス化の両立
- ⑤使用サイクル期間の格差

1. 非連続イノベーションを起こす源泉技術の確保と新たな原点の構築

- ①技術進化の流れ～トンの時代→キログラムの時代→グラム→ミリグラム→ナノグラムの時代→ウエイトレスの時代
- ②人が動かすクルマ(走る+曲がる+止まる+つながる) → 人が安全に乗るクルマ(自動で(走る+曲がる+止まる+つながる))
- ③旧世代の擦り合わせ技術(金属、メカ、ハード) → 新世代の擦り合わせ技術(新素材とのハイブリッド、電子、ソフト)
- ④旧世代の開発体制 → 新世代の開発体制(新型電池開発、素材開発、電子制御開発、情報ソフト開発など)
- ⑤旧開発思想＝個別最適) → 新開発思想＝全体最適(コモンアーキテクチャー、一括企画、モデルベース)

2. グローバル競争戦略の中での『グローバルな地域別戦術』

- ①進化する技術の中で、地域に最適な技術(電力不足ならEVは不可、サービス拠点不足なら電子化は不可)を選択
- ②グローバルな全体最適と地域最適のバランス確保(理想はグローバルカーへの統一だが、現実にはローカルカーも存在)
- ③先進国に欠かせぬ技術革新と新興国に欠かせぬコスト革新の両立(現地生産技術の軽薄短小化の実践)
- ④使用サイクルの格差(先進国は技術革新で短期化、新興国は普及で長期化)
- ⑤技術の現地化と技術のブラックボックス化の両立(母国コントロールシステム、ものまね不可能な高度な暗黙知)

3. 長期の国家戦略設定と実践(稼ぐ力の再生)

- ①法整備と国際ルールの制定で日本が主役になる(環境規制、安全規制、自動走行など)
- ②税制改正でインセンティブを与え、一挙に新世代技術を普及させる
- ③インフラ整備の先行(電力供給、水素供給、道路整備)
- ④産学一体での突破力育成(ソフト、電子部品、新素材、ロボット)
- ⑤ジャパン・ブランドの3つの進化・深化・真価

長期安定的に、幅広く、そして質の高いサービスをご提供します

■ 長期安定的にお客様にコミットします

- 日本株ビジネスが当社のコア。長期にわたる安定的なサービスをご提供します
- 長期にわたり、安定的にお客様をサポートできる人材・チームを組織的に育成します

■ 様々なお客様のニーズにお応えすべく、フル・パッケージのサービスをご提供します

- マクロ経済から個別企業調査に至るフル・パッケージのサービスをご提供します
- マクロ経済: 日本株のためのグローバル(主要地域)調査・分析体制
- ミクロ: コアカバレッジに加え、中小型株チームとセクターアナリストが合計約700社を定点観測、JEFFモデルを活用した機動的調査も行うなど、幅広く銘柄発掘できる体制を敷いています
- ストラテジー: 市場分析、ESG調査、金融市場・制度調査、社内コラボを通じた市場のテーマ分析
- クオンツ: リスククラスによるアセット・アロケーションを提案、株価・市場の計量分析を多角的に推進

■ 鮮度が高く、クオリティの高い情報の提供を目指します

- 業績予想の迅速な更新に加え、その予想精度の向上に努めています
- 株価分析、バリュエーション分析の精度を上げ、セクター内での選好度を常にお示しします
- アクション型レポートを増やし、中長期予想、構造分析に切り込んだレポートを手掛けます

GPIFの運用方針変化、ESG重視、深い分析重視・ショートターミズムへの批判 お客様のご期待にお応えできるよう、努力を続けてまいります

■ お客様から頂く多くのご意見

- 会社情報の横流し、まるでIR担当者の発言のよう
- Corporate action後の対応が大半で自らの見解が希薄
- 四半期業績の着地点の議論に終始し、構造的な変化を見ていない
- 会社のガイダンスがなければ業績予想そのものをできないアナリストが多い
- 産業、企業の中長期の視点、グランド・ピクチャーを描けるアナリストが少ない
- 株価を見ていない、売りの判断が少なくリスクを取った判断がない

■ お客様のご意見を真摯に受け止め、一步一步改善を進めてまいります

- Research Review Committeeを強化し、レポートの質的改善を図っています
- 社内情報交換会を開催し、リサーチ内のみならず、マーケットサイドとのディスカッションを通じてより市場の動きを立体的に把握します
- 各種、具体的なアクションを推進し、継続的改善を実現していきます
- 深い分析を主軸に据え、付加価値の高い情報の提供に努めます
- 非財務情報分析など、新しい分析の導入をはじめます

■ 業績予想データの質的向上

- 予想データの鮮度管理(Data Vintage)を徹底(90日ルール)
- 業績予想モデルの整合性チェック(B/S, P/L, C/F):システムによる自動チェック
- 業績予想的中度の計測と個人パフォーマンスへの反映

■ 株価予想精度の向上

- バリュエーションの分析強化:クオンツによるバックアップと標準分析モデルの構築
 - Valuation Clinic、Scenario Analyzer、Global Peer Comparison
- 株価予想的中度の計測と個人パフォーマンスへの反映

■ レーティングシステム:カバレッジ相対で選好順位を提示

- カバレッジ相対で選好順位を提示、四半期に一度は必ずリバランス
- 常に一定割合以上のUnderweight銘柄を維持、Overweightと合わせてメリハリをつける
- 個人業績評価に反映

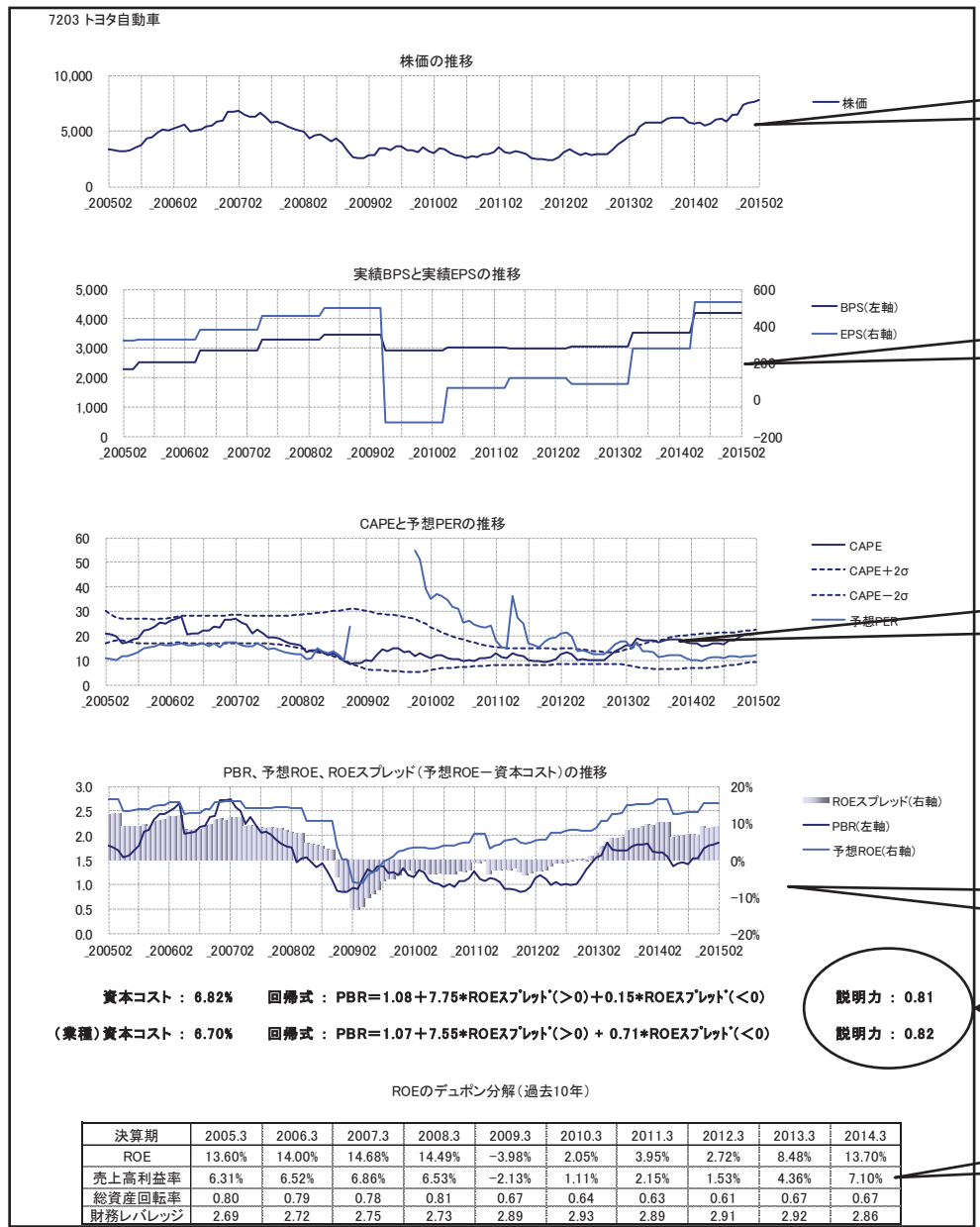
■ 付加価値のあるレポートづくり

- 深い分析、中長期を睨んだ分析レポートの発行を継続
- クロス・セクター、テーマ型レポート、インダストリーのBig Pictureレポートの発行
- 異なる顧客属性に応じたプロダクトの作り分け
- 非財務情報(Big Data)を活用した新しい分析アプローチ、非財務情報の積極活用

■ リサーチ・ポータル”MERIT”

- 検索・ライブラリー機能のご提供
- アナリスト予想数値のダウンロード機能

Valuation clinic: トヨタ自動車(7203)の例



10年間の株価の推移

10年間のEPS, BPSの推移

10年間のPER及びCAPE、及びその変動レンジ(+/- 2σ)

ROE/資本コストのスプレッドとPBRの比較グラフ(2 stage analysisで説明力アップ)

説明力：0.81
説明力：0.82

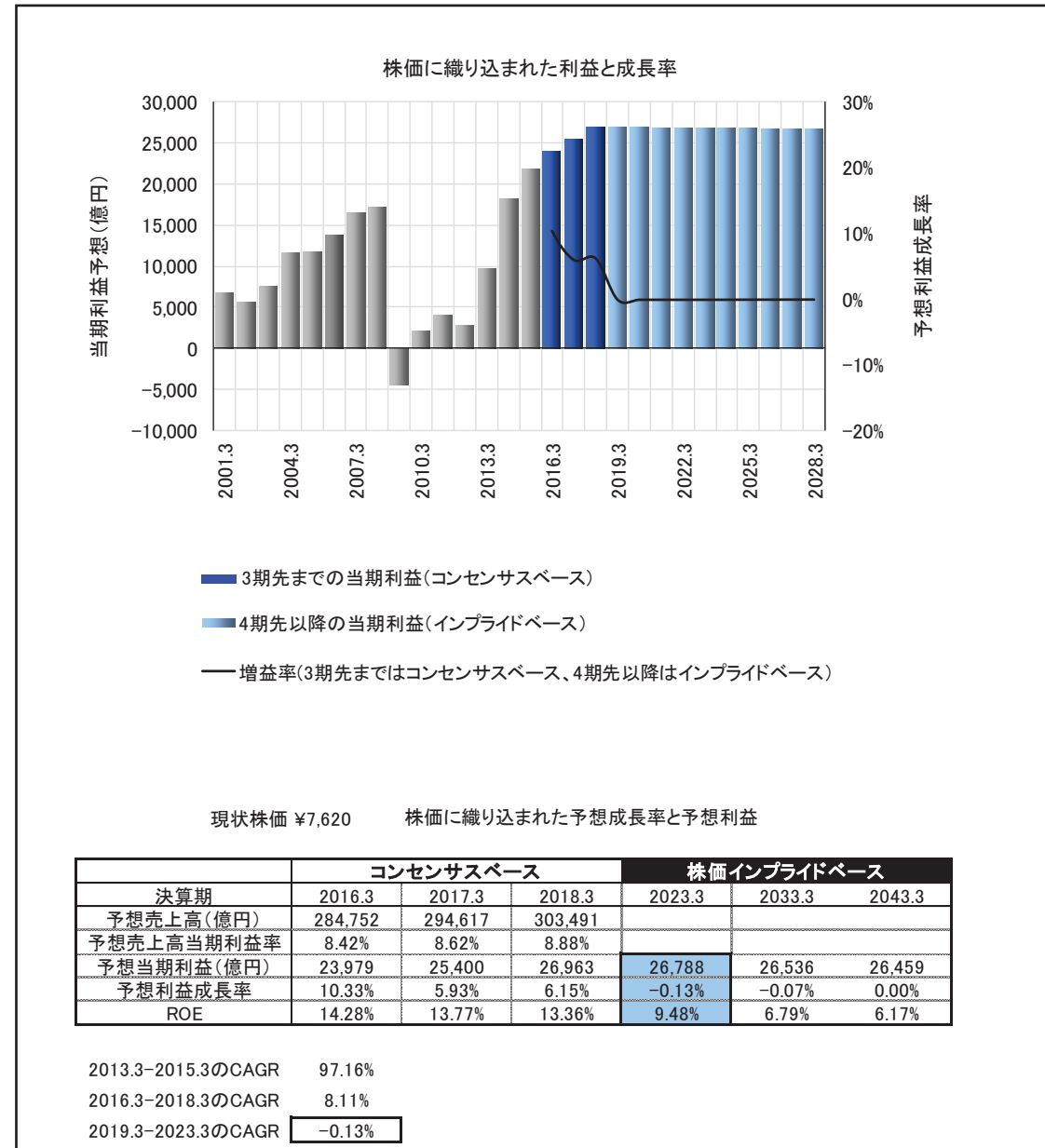
統計学的に有意性があるといわれる決定係数0.7以上を活用の目的

Dupont分析によるROEの変動要因分析

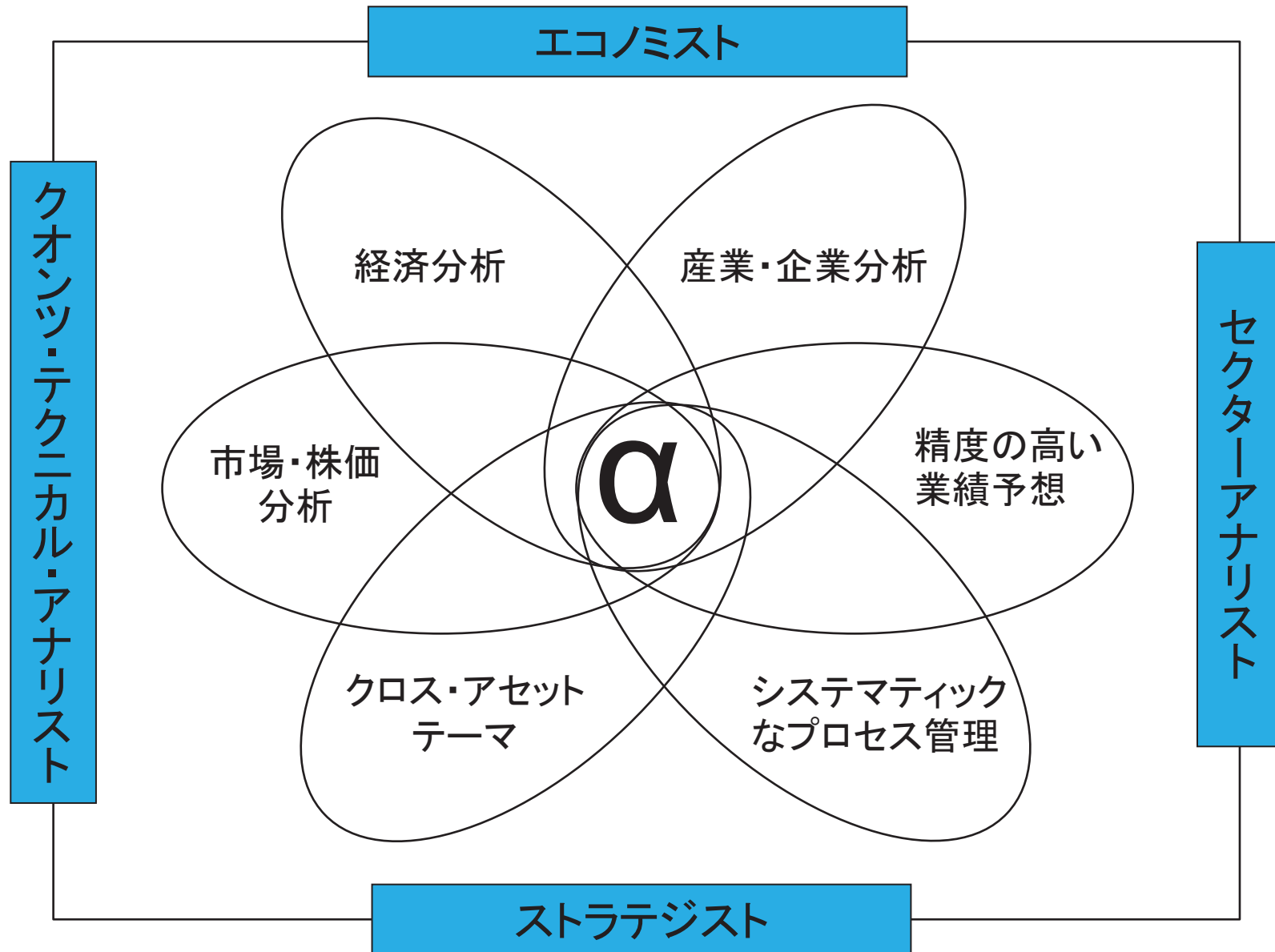
Scenario analyzer

株価から市場が織り込む業績を逆算

- DCFもしくはCFROIを用いて、現在の株価がどのような業績の成長性を織り込んでいるかを逆算するモデル
- 市場コンセンサスの変化がないのに、需給要因等により株価が急落したり急騰するケースがある。こうしたときに、株価がどのような業績シナリオを織り込んでいる可能性があるのかを逆算し、その妥当性を検討することができる
- 特に、企業の持続可能利益水準あるいは成長率に対し、市場が大きくかい離した評価をつけたときは、ファンダメンタルズに関係のない要因で一時的にゆがめられていると判断することができる。

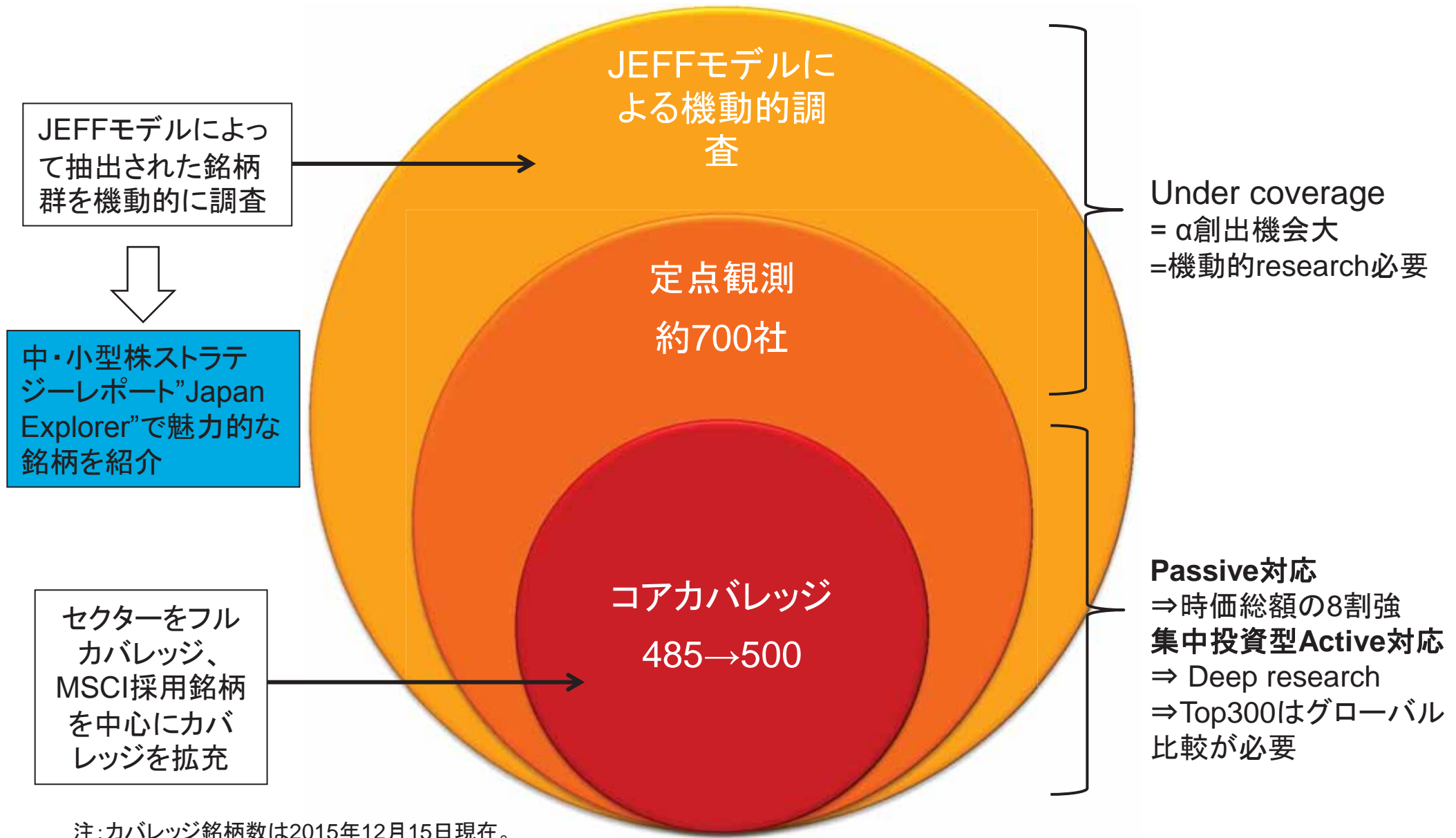


Alpha創出に向けてのSystematic Approach



銘柄カバレッジ

アルファ提供を目指し、より広く銘柄を発掘



1.モルガン・スタンレー・アンド・カンパニー・インターナショナル・ピーエルシーは、2015年7月30日に公表された、Royal Dutch Shell plcの完全子会社であるShell International Limitedが、昭和シェル石油株式会社の33%の持分を出光興産株式会社に売却する案件において、Shellのファイナンシャル・アドバイザーを務めています。なお、Shellはモルガン・スタンレーに対し、本案件に関するアドバイザー・サービスの報酬を支払うことで合意しています。

2.三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社(以下、「MUMSS」)は、既に公表されている東燃ゼネラル石油株式会社(以下、「東燃ゼネラル」)とJXホールディングス株式会社との経営統合に関して、東燃ゼネラルのファイナンシャル・アドバイザーを務めています。本案件の成立には、株主総会での承認や当局の承認が取得されること、およびその他通常的前提条件を充足することが条件とされており、本レポートおよび本レポートに含まれている情報は、本案件への賛同の勧誘その他の助言を投資家に提供することを意図するものではありません。東燃ゼネラルはMUMSSに対し、本案件に関するアドバイザー・サービスの報酬を支払うことに同意しています。

3.三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社(以下、「MUMSS」)は、2016年3月17日に公表された、キヤノン株式会社(以下、「キヤノン」)による株式会社東芝からの東芝メディカルシステムズ株式会社の株式取得に関して、キヤノンのファイナンシャル・アドバイザーを務めています。本案件の成立には、当局による承認が取得されること、およびその他通常的前提条件を充足することが条件とされており、本レポートおよび本レポートに含まれている情報は、本案件への賛同の勧誘その他の助言を投資家に提供することを意図するものではありません。キヤノンはMUMSSに対し、アドバイザー・サービスの報酬を支払うことに同意しています。

4.三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社(以下、「MUMSS」)は、現在、既に公表されている三菱重工業株式会社、及び、ニテュ三菱フォークリフト株式会社によるユニキャリアホールディングス株式会社の共同買取に関して、ニテュ三菱フォークリフト株式会社のファイナンシャル・アドバイザーを務めています。

ニテュ三菱フォークリフト株式会社は、MUMSSに対し、アドバイザー・サービスの報酬を支払うことに同意しております。

5.三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社(以下、「MUMSS」)は、2016年5月12日に公表された、三菱自動車工業株式会社(以下、「三菱自動車」)による日産自動車株式会社に対する第三者割当増資を含む両社の資本業務提携に関して、三菱自動車のファイナンシャル・アドバイザーを務めています。本案件の成立には、当局による承認その他の前提条件を充足することが条件とされており、本レポートおよび本レポートに含まれている情報は、本案件への賛同の勧誘その他の助言を投資家に提供することを意図するものではありません。三菱自動車はMUMSSに対し、アドバイザー・サービスの報酬を支払うことに同意しています。

アナリストによる証明

本レポート表紙に記載されたアナリストは、本レポートで述べられている内容(複数のアナリストが関与している場合は、それぞれのアナリストが本レポートにおいて分析している銘柄にかかる内容)が、分析対象銘柄の発行企業及びその証券に関するアナリスト個人の見解を正確に反映したものであることをここに証明いたします。また、当該アナリストは、過去・現在・将来にわたり、本レポート内で特定の判断もしくは見解を表明する見返りとして、直接又は間接的に報酬を一切受領しておらず、受領する予定もないことをここに証明いたします。

重要な開示事項

三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社(以下「MUMSS」)及びその関連会社等は、次の会社の発行済み普通株式等総数の1%*以上を保有しています:大陽日酸、昭和シェル石油、出光興産、JXホールディングス、コスモエネルギーホールディングス、ブリヂストン、日本製鋼所、三菱化工機、東芝、三菱重工業、川崎重工業、トヨタ自動車、三菱自動車工業、マツダ、ダイハツ工業、スズキ、富士重工業、岩谷産業、東京瓦斯、大阪瓦斯、東邦瓦斯、西部瓦斯

*上場から1ヵ月以内の会社については有価証券募集要綱(Offering Memorandum)の記載によります。また、保有割合は米国の適用法令に基づく計算方式により計算します。

MUMSS及びその関連会社等は過去12ヵ月間に、次の会社の有価証券の募集又は売出し等の際し、主幹事又は共同幹事を務めたことがあります:三菱重工業、トヨタ自動車

MUMSS及びその関連会社等は過去12ヵ月間に、次の会社に提供した投資銀行業務の対価として、当該企業から報酬を受領しており及び/又は対価を得て投資銀行業務を提供するような契約を締結しています:コスモエネルギーホールディングス、三菱重工業、川崎重工業、トヨタ自動車、東京瓦斯

MUMSS及びその関連会社等は今後3ヵ月以内に、次の会社に提供した投資銀行業務の対価として、当該企業から報酬を受領することを見込んでいるか、もしくは得ようとするを予定しています:大陽日酸、昭和シェル石油、出光興産、JXホールディングス、コスモエネルギーホールディングス、ブリヂストン、日本製鋼所、三菱化工機、東芝、三菱重工業、川崎重工業、トヨタ自動車、三菱自動車工業、マツダ、ダイハツ工業、スズキ、富士重工業、岩谷産業、東京瓦斯、大阪瓦斯、東邦瓦斯、西部瓦斯

三菱UFJモルガン・スタンレー証券

三菱UFJモルガン・スタンレー証券レーティングシステム:

個別銘柄に対するレーティングの定義

Overweight (OW)	当社が定めるサブセクター内において、当該銘柄の投資成果が上位であるとアナリストが予想する場合
Neutral (N)	当社が定めるサブセクター内において、当該銘柄の投資成果が中位であるとアナリストが予想する場合
Underweight (UW)	当社が定めるサブセクター内において、当該銘柄の投資成果が下位であるとアナリストが予想する場合
NR	レーティング及び目標株価を付与しない
RS	一時的にレーティング及び目標株価を付与しない

中小型に分類された銘柄に対するレーティングの定義

Buy	絶対株価が上昇するとアナリストが予想する場合
Hold	絶対株価の変化が小さいとアナリストが予想する場合
Sell	絶対株価が下落するとアナリストが予想する場合
NR	レーティング及び目標株価を付与しない
RS	一時的にレーティング及び目標株価を付与しない

本レポートに目標株価が記載されている場合、特に断りがない限り、その達成の予測期間は今後12ヵ月間です。

三菱UFJモルガン・スタンレー証券のレーティング分布 (2016年6月30日付)

レーティング項目	全対象銘柄	投資銀行部門顧客*
Buy (Overweight, Buy)	36.2%	32.8%
Hold (Neutral, Hold)	52.6%	28.1%
Sell (Underweight, Sell)	7.7%	18.9%
その他	3.5%	23.5%

当該レーティング項目において、「Buy」は「Overweight」(個別銘柄)と「Buy」(中小型株)の合計、「Hold」は「Neutral」(個別銘柄)と「Hold」(中小型株)の合計、「Sell」は「Underweight」(個別銘柄)と「Sell」(中小型株)の合計に該当します。

*投資銀行部門顧客は過去12ヵ月間のデータに基づいて抽出され、レーティング項目ごとの投資銀行部門顧客比率を計算して表示しています。

その他開示事項

MUMSSは、MUMSSのリサーチ部門・他部門間の活動及び／又は情報の伝達、並びにリサーチレポート作成に関与する社員の通信・個人証券口座を監視するための適切な基本方針と手順等、組織上・管理上の制度を整備しています。

MUMSSの方針では、アナリスト、アナリスト監督下の社員、及びそれらの家族は、当該アナリストの担当カバレッジに属するいずれの企業の証券を保有することも、当該企業の、取締役、執行役又は顧問等の任務を担うことも禁じられています。また、リサーチレポート作成に関与し未公表レポートの公表日時・内容を知っている者は、当該リサーチレポートの受領対象者が当該リサーチレポートの内容に基づいて行動を起こす合理的な機会を得るまで、当該リサーチに関連する金融商品(又は全金融商品)を個人的に取引することを禁じられています。

アナリストの報酬の一部は、投資銀行業務収入を含むMUMSSの収益に基づき支払われます。

MUMSS及びその関連会社等は、本レポートに記載された会社が発行したその他の経済的持分又はその他の商品を保有することがあります。MUMSS及びその関連会社等は、それらの経済的持分又は商品についての売り又は買いのポジションを有することがあります。

MUMSSの役員(以下、会社法(平成17年法律第86号)に規定する取締役、執行役、又は監査役又はこれらに準ずる者をいう)は、次の会社の役員を兼任しています:三菱UFJフィナンシャル・グループ、カブドットコム証券、三菱倉庫

本レポートの開示情報は以下のリンクにあるWEBディスクロージャーよりご参照ください。

<https://mu-st2-pt.ifis.co.jp/disclosure/disclosure.php>

免責事項

本レポートは、MUMSSが、本レポートを受領されるMUMSS及びその関連会社等のお客様への情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の証券又は金融商品の売買の推奨、勧誘又は申込みを目的としたものではありません。

本レポート内でMUMSSに言及した全ての記述は、公的に入手可能な情報のみに基づいたものです。本レポートの作成者は、インサイダー情報を使用することはもとより、当該情報を入手することも禁じられています。MUMSSは株式会社三菱UFJフィナンシャル・グループ(以下「MUFG」)の子会社等であり、MUMSSの方針に基づき、MUFGについては投資判断の対象としておりません。

本レポートは、MUMSSが公的に入手可能な情報のみに基づき作成されたものです。本レポートに含まれる情報は、正確かつ信頼できると考えられていますが、その正確性、信頼性が客観的に検証されているものではありません。本レポートはお客様が必要とする全ての情報を含むことを意図したものではありません。また、MUMSS及びその関連会社等は本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。本レポートに含まれる情報は、金融市場や経済環境の変化等のために、最新のものでない可能性があります。本レポート内で示す見解は予告なしに変更されることがあり、また、MUMSSは本レポート内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。MUMSSは関連会社等と完全に独立してレポートを作成しています。そのため、本レポート中の意見、見解、見直し、評価及び目標株価は、異なる情報源及び方法に基づき関連会社等が別途作成するレポートに示されるものと乖離する場合があります。

本レポート内で直接又は間接的に取り上げられている株式は、株価の変動や発行体の経営・財務状況の変化及びそれらに関する外部評価の変化、金利・為替の変動等の要因により、投資元本を割り込むリスクがあります。

本レポートは、お客様に対し税金・法律・投資上のアドバイスとして提供する目的で作成されたものではありません。本レポートは、特定の個人のための投資判断に向けられたものではなく、本レポートを受領される個々のお客様の財務状況、ニーズもしくは投資目的を考慮して作成されているものではありません。本レポートで言及されている証券・関連投資は、全ての投資家にとって適切とは限りません。お客様は、独自に特定の投資及び戦略を評価し、本レポートに記載されている証券に関して投資・取引を行う際には、専門家及びファイナンシャル・アドバイザーに法律・ビジネス・金融・税金その他についてご相談ください。

MUMSS及びその関連会社等は、お客様が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる結果のいかなるもの(直接・間接の損失、逸失利益及び損害を含むがこれらに限られない)についても一切責任を負わないと共に、本レポートを直接・間接的に受領するいかなる投資家に対しても法的責任を負うものではありません。最終投資判断はお客様自身においてなされなければならないと、投資に対する一切の責任はお客様にあります。

過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆し、又は保証するものではありません。特に記載のない限り、将来のパフォーマンスの予想はアナリストが適切と判断した材料に基づくアナリストの予想であり、実際のパフォーマンスとは異なる場合があります。従って、将来のパフォーマンスについては明示又は黙示を問わずこれを保証するものではありません。

MUMSS・その他MUFG関連会社、又はこれらの役員、提携者、関係者及び社員は、本レポートに言及された証券、同証券の派生商品及び本レポートに記載された企業によって発行されたその他証券を、自己の勘定もしくは他人の勘定で取引もしくは保有したり、本レポートで示された投資判断に反する取引を行ったり、マーケットメーカーとなったり、又は当該証券の発行体やその関連会社に幅広い金融サービスを提供しもしくは同サービスの提供を図ることがあります。本レポートの利用に際しては、上記の一つ又は全ての要因あるいはその他の要因により現実的もしくは潜在的な利益相反が起こりうることをご認識ください。なお、MUMSSは、会社法第135条の規定により自己の勘定でMUFG株式の売買を行うことを禁止されています。

本レポートで言及されている証券等は、いかなる地域においても、またいかなる投資家層に対しても販売可能とは限りません。本レポートの配布及び使用は、レポートの配布・発行・入手可能性・使用が法令又は規則に反する、地方・州・国やその他地域の市民・国民、居住者又はこれらの地域に所在する者もしくは法人を、対象とするものではありません。

英国及び欧州経済地域: 本レポートが英国において配布される場合、本レポートはMUFGのグループ会社であるMitsubishi UFJ Securities International plc. (以下「MUSI」、電話番号: +44-207-628-5555)により配布されます。MUSIは、英国で登録されており、Prudential Regulation Authority(ブルーデンス規制機構、「PRA」)の認可及びFinancial Conduct Authority(金融行動監視機構、以下「FCA」)とPRAの規制を受けています(FS Registration Number 124512)。本レポートは、professional client(プロ投資家)又はeligible counterparty(適格カウンターパーティー)向けに作成されたものであり、FCA規則に定義されたretail clients(リテール投資家)を対象としたものではありませんので、誤解を回避するため、同定義に該当する顧客に交付されてはならないものです。MUSIは、本レポートを英国以外の欧州連合加盟国においてもprofessional investors(若しくはこれと同等の投資家)に配布する場合があります。本レポートは、MUSIの組織上・管理上の利益相反管理制度に基づいて作成されています。同制度には投資リサーチに関わる利益相反を回避する目的で、情報の遮断や個人的な取引・勧誘の制限等のガイドラインが含まれています。本レポートはルクセンブルク向けに配布することを意図したものではありません。

米国: 本レポートが米国において配布される場合、本レポートはMUFGのグループ会社であるMitsubishi UFJ Securities (USA), Inc. (以下「MUS-USA」。電話番号:+1-212-405-7000) により配布されます。MUS-USAは、United States Securities and Exchange Commission(米国証券取引委員会)に登録されたbroker-dealer(ブローカー・ディーラー)であり、Financial Industry Regulatory Authority(金融取引業規制機構、「FINRA」)による規制を受けています(SEC# 8-43026; CRD# 19685)。本レポートがMUS-USAの米国外の関連会社等により米国内へ配布される場合、本レポートの配布対象者は、1934年米国証券取引所法の規則15a-6に基づくmajor U.S. institutional investors(主要米国機関投資家)に限定されております。MUS-USA及びその関連会社等は本レポートに言及されている証券の引受業務を行っている場合があります。本レポートは証券の売買及びその他金融商品への投資等の勧誘を目的としたものではありません。また、いかなる投資・取引についてもいかなる約束をもするものでもありません。FLOESはMUS-USAの登録商標です。

IRS Circular 230 Disclosure(米国内国歳入庁 回示230 に基づく開示):MUS-USAは税金に関するアドバイスの提供は行っておりません。本レポート内(添付文書を含む)の税金に関する記述はMUS-USA及び関連会社以外の個人・法人が本レポートにおいて研究する事項に関する勧誘・推奨を行う目的、又は米国納税義務違反による処罰を回避する目的で使用することを意図したのではなく、これらを目的とした使用を認めておりません。

日本:本レポートが日本において配布される場合、その配布はMUFGのグループ会社であり、金融庁に登録された金融商品取引業者であるMUMSS(電話番号:03-6627-5340)が行います。

シンガポール: 本レポートがシンガポールにおいて配布される場合、本レポートはMUFGのグループ会社であるMitsubishi UFJ Securities (Singapore), Limited (以下「MUS-SPR」。電話番号:+65-6232-7784)とのアレンジに基づき配布されます。MUS-SPRはシンガポール政府の承認を受けたmerchant bankであり、Monetary Authority of Singapore(シンガポール金融管理局)の規制を受けています。本レポートの配布対象者は、Financial Advisers Regulation of the Regulation 2に規定される institutional investors、accredited investors、expert investors に限定されます。本レポートは、これらの投資家のみによる使用を目的としており、それ以外の者に対して配布、転送、交付、頒布されてはなりません。本レポートが accredited investors 及び expert investors に配布される場合、MUS-SPRはFinancial Advisers Actの次の事項を含む一定の事項の遵守義務を免除されます。第25条:一定の投資商品に関してファイナンシャル・アドバイザーが全ての重要情報を開示する義務、第27条:ファイナンシャル・アドバイザーが合理的な根拠に基づいて投資の推奨を行う義務、第36条:ファイナンシャル・アドバイザーが投資の推奨を行う証券に対して保有する権利等について開示する義務。本レポートを受領されたお客様で、本レポートから又は本レポートに関連して生じた問題にお気づきの方は、MUS-SPRにご連絡ください。

香港: 本レポートが香港において配布される場合、本レポートはMUFGのグループ会社であるMitsubishi UFJ Securities (HK) Limited (以下「MUS-HK」。電話番号:+852-2860-1500)とのアレンジに基づき配布されます。MUS-HKはHong Kong Securities and Futures Ordinance に基づいた認可、及びSecurities and Futures Commission(香港証券先物取引委員会;Central Entity Number AAA889)の規制を受けています。本レポートはSecurities and Futures Ordinanceにより定義されるprofessional investorを配布対象として作成されたものであり、この定義に該当しない顧客に配布されてはならないものです。

その他の地域: 本レポートがオーストラリアにおいて配布される場合、MUS-HK又はMUS-SPRにより配布されています。MUS-HKはAustralian Securities and Investment Commission (ASIC) Class Order Exemption CO 03/1103に基づき、Corporations Act 2001が定める金融サービスの提供者によるオーストラリア金融業免許の保有義務を免除されています。MUS-SPRはASIC Class Order Exemption CO 03/1102により同様に義務を免除されています。本レポートはオーストラリアのCorporations Act 2001に定義されるwholesale clientのみを配布対象としております。本レポートがカナダにおいて配布される場合、本レポートはMUSI又はMUS-USAにより配布されます。MUSIおよびMUS-USAはinternational dealer exemptionの措置により次の各州において金融取引業者としての登録を免除されています:アルバータ州、ケベック州、オンタリオ州、ブリティッシュ・コロンビア州、マニトバ州(MUSIのみ)。本レポートはカナダにおけるNational Instrument 31-103によって定義されたpermitted clientのみを配布対象としております。

又は本レポートは、インドネシアにおいて複製・発行・配布されてはなりません。また中国(中華人民共和国「PRC」を意味し、PRCの香港特別行政区・マカオ特別行政区、及び台湾を除く)において、複製・発行・配布されてはなりません(ただし、PRCの適用法令に準拠する場合は除きます)。

©Mitsubishi UFJ Morgan Stanley Securities Co., Ltd. All Rights Reserved 2016.

国内株式の売買取引には、約定代金に対して最大1.404%(税込み)(ただし約定代金193,000円以下の場合には最大2,700円(税込み))の手数料が必要となります。

本レポートはMUMSSの著作物であり、著作権法により保護されております。MUMSSの書面による事前の承諾なく、本レポートの全部もしくは一部を変更、複製・再配布し、もしくは直接的又は間接的に第三者に交付することはできません。

〒100-8127

東京都千代田区大手町1丁目9番2号 大手町フィナンシャルシティ グランキューブ

三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社 エクイティリサーチ部

Tel.03-6627-5340 Fax.03-6627-5344

本レポートの内容に関する追加・補足情報はご希望に応じて提供いたします。

三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第2336号

(加入協会)日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

三菱UFJモルガン・スタンレー証券