

企業財務研究会「本年度の株主総会の動向」ご参考資料

## 14年度の議決権行使の動向と15年度の注目点

野村證券 グローバル・リサーチ本部

エクイティ・リサーチ部 コーポレートガバナンス・コーポレートアクション調査

シニアストラテジスト

西山 賢吾

2014年7月9日

Appendix A-1に記載されているアナリスト証明、重要なディスクロージャー及び米国以外のアナリストのステータスをお読み下さい。

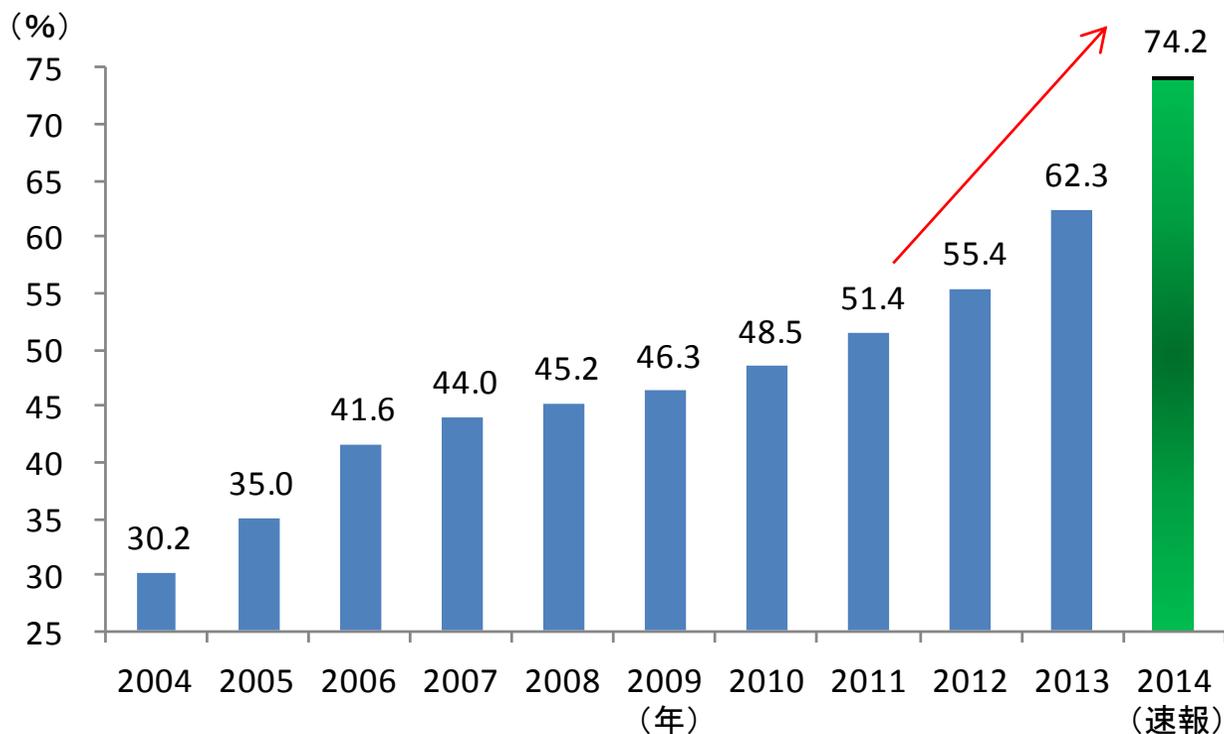
# I .コーポレートガバナンス、議決権行使を 巡る環境の変化

## 成長戦略の中のコーポレートガバナンス関連の諸施策： 1年目はほぼ順調に進捗

項目	内容	進捗状況
会社法見直し	社外取締役の機能の積極的活用を目的	第186回通常国会で可決・成立→15年春～秋に施行の方向
	(1)社外取締役を設置しない場合「設置することが相当でない理由」の説明	
	(2)社外取締役の要件見直し (3)監査等委員会設置会社制度の新設	
日本版ステewardシップ・コード制定	企業に対し企業価値向上、持続的成長を促すことで、顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を目指すための機関投資家の行動規範	14年2月制定→5月末現在で127の機関投資家が受け入れ
金融商品取引所への要請	コーポレートガバナンス強化につながる取り組みを要請	14年1月6日より算出開始、8月銘柄入れ替え
	(1)収益面や経営面で評価の高い銘柄で構成される株価指数の設定 →JPX日経インデックス400の開発	
	(2)上場基準による社外取締役の位置づけ →社外取締役を少なくとも1人置くことが上場規程の「努力義務(違反時の罰則なし)」に	東証が14年2月10日より施行

## 社外取締役:「置く、置かない」から「実効性」の議論へ 次の焦点は「独立性」と「複数選任」

### 加速する社外取締役選任企業の割合 (東証1部上場企業)



- 社外取締役の選任は会社法、上場制度ともに義務化とはならない。東証の上場ルールも「努力義務」であり、違反しても罰則等はない
- それでも、
  - ①社外取締役を置くことが相当でない理由の説明は難しい
  - ②努力義務とは言え、上場ルールが社外取締役選任を明示的に要請
  - ③ ISSの議決権行使助言方針「社外取締役の存在しない企業の経営トップの役員選任議案に反対助言」が13年2月より始まった
- 社外取締役を自発的に選任する企業の割合はさらに上昇へ
- 今後は、社外取締役を「置く、置かない」から、「企業価値を高める上での活用」が焦点に。その観点からは、社外取締役の独立性、複数選任が重要に。今回東証では「独立性の高い」社外取締役の選任を努力義務としたが、独立性の基準の明確化や設定を求める声も少なくないため、今後の議論の方向に注目
- 社外取締役に求められる役割は多彩、1人でそれを全て果たすのは難しいと考えられる→諸外国では通常「独立社外取締役」の複数選任

## 「日本版スチュワードシップ・コード」の制定

- 14年2月金融庁は日本版スチュワードシップ・コードである『「責任ある機関投資家」の諸原則』を正式に制定→5月末時点で127の機関投資家が受け入れ
- 機関投資家が果たすべき「スチュワードシップ責任」を明確にした上で、これを果たすに当たり有用と考えられる7原則を定める
- コードには法的拘束力はない。機関投資家は、コードに賛同し、これを受け入れる場合はその旨を公表、また7原則の中で受け入れない原則があれば、その理由を十分説明した上でそれらを実施しないことも可能

### 「スチュワードシップ責任」とは

機関投資家が、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づく建設的な「目的を持った対話」(エンゲージメント)などを通じて、当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、「顧客・受益者」(最終受益者を含む)の中長期的な投資リターンの拡大を図る責任を意味する

## 投資家と企業との建設的、かつ緊張感のある関係構築を促進

- スチュワードシップ・コードの対象範囲となるのは、「日本株に投資をしている国内外の機関投資家」
- 運用会社などの「資産運用者」だけでなく、保険会社や年金基金等の「資産保有者」、議決権行使助言会社も含まれる→多くがコード受け入れ
- 日本版スチュワードシップ・コードは「市場での規律付け」を行う上での投資家としての責任、義務を明確化するものとしての位置付け  
→中長期的な観点から、投資家と企業との間で建設的で緊張感を持った関係が構築されることが期待される
- 6月10日の金融庁からのリリースでは、受け入れ表明だけを行っている機関投資家が多い→次回(9月初旬)更新時では原則への取り組み内容の開示が注目される

## JPX日経インデックス400の算出開始とそのインプリケーション

- 「JPX日経インデックス400」は、「株式市場において資本効率性や企業統治が重要」とのメッセージを銘柄選定基準に反映させ、基準に合致して選定された企業を積極的に評価することを明確にした、世界でも例の少ない、独自性の高い指数
  - 国内外機関投資家からだけでなく、選定される側である企業からの関心は、「今回選定された企業」、「今後の採用を意図する企業」とともに高く、両者とも「資本効率(ROE)を高めることが重要である」ことを意識
- 構成銘柄のROE平均を考慮すると、中期目標ROEを10%台に設定する企業が増えたと見られる
- 400社の10～12年度単純平均ROEは11.1%→欧米アジア主要企業のROE水準に接近することで、日本企業、株式市場の投資魅力がさらに高まるであろう

## 普及のための「三点セット」も出そろう

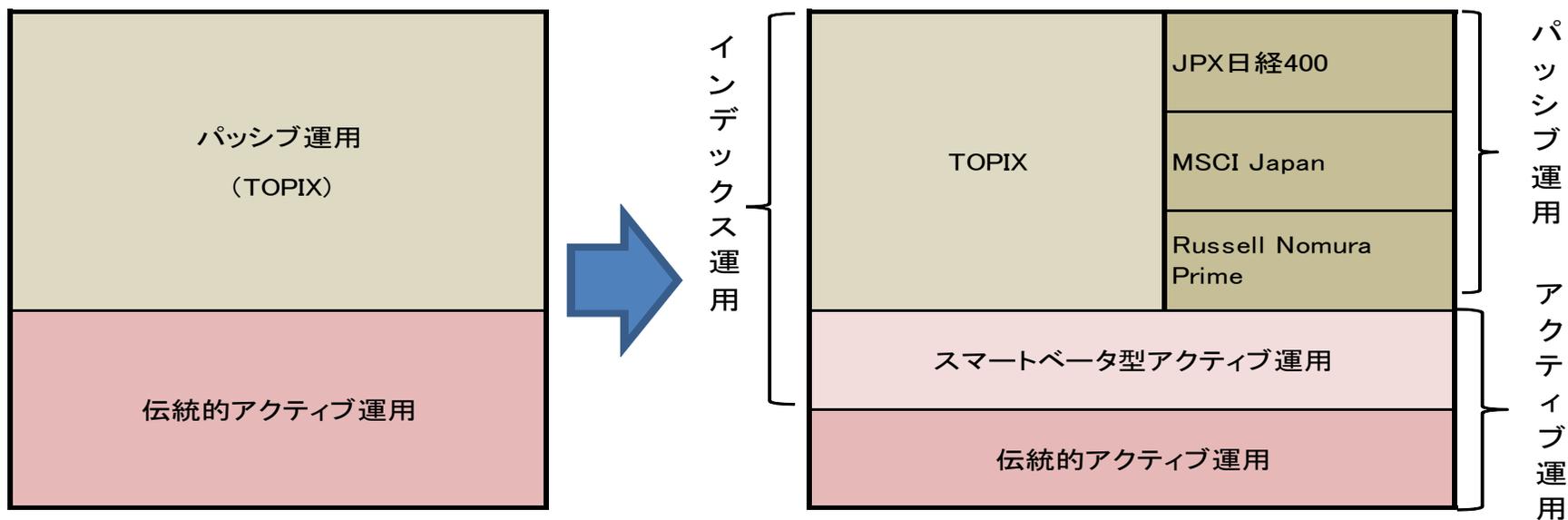
- 先物の導入：大阪取引所が11月25日よりJPX 日経インデックス400先物取引を開始
- 同指数に連動したETF、投資信託等金融商品：順調な開発、組成が続き、対象純資産額は1,000億円を超える
- GPIFでの利用：4月4日「国内株式運用受託機関の選定及びマネジャー・ストラクチャーの見直しについて」が公表され、パッシブ運用部分（14年3月末現在18.2兆円）について、従来のTOPIX に加え、新たにJPX 日経インデックス400 など3 つのインデックスを採用することが正式に示される（JPX日経インデックス400運用額14年3月末時点で約1,500億円）



JPX日経インデックス400に連動する運用対象資産拡大の確度が高まる

## GPIF「国内株式運用受託機関の選定及びマネジャー・ストラクチャーの見直し」のインプリケーション

- ・パッシブ運用: TOPIXに加え、JPX日経400など3インデックスを新たに採用
- ・アクティブ運用: 「スマートベータ型アクティブ運用」(インデックスに依拠しつつ中長期の視点で効率的に超過収益を獲得する手法)を従来の「伝統的アクティブ運用」と別枠で位置付け
- ・伝統的アクティブ運用: 「企業との対話により価値向上を目指す手法」など、多彩な運用手法のファンドを厳選



## 「東証1部上場」というだけで年金等の運用対象になる時代は終焉へ

- パッシブ型に採用されたインデックス構成銘柄数は、いずれもTOPIXより少ない  
(JPX日経400:400社、MSCI Japan:320社程度、Russell Nomura Prime:1000社)
- JPX日経400の採用で「好ROE、好ガバナンス」が、年金や投信投資対象先選定条件として従来以上に重視される
- 日本版スチュワードシップコードの考え方に則った「企業との対話により価値向上を目指す」手法を採用(そのような手法で知られた運用機関へ委託)→中長期的な企業価値向上への積極的関与姿勢
- GPIFの姿勢変化が他の年金に与える影響は小さい

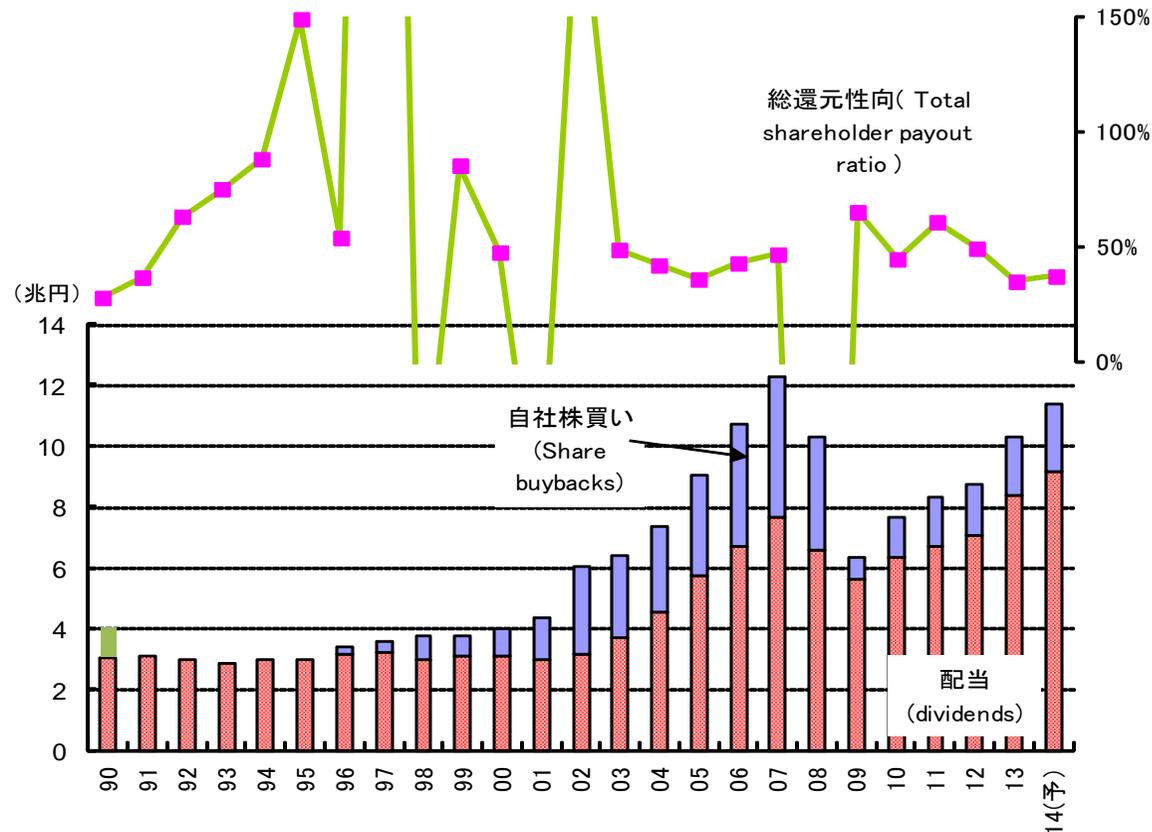


◎TOPIXのベンチマーク指標としての重要性は大きく変わらないと思われるが、連動資産は縮小の方向→「東証1部」運用対象にはならない時代へ

◎株主アクティビズムにも影響？

# 活発化する株主還元：我が国企業の総還元の推移

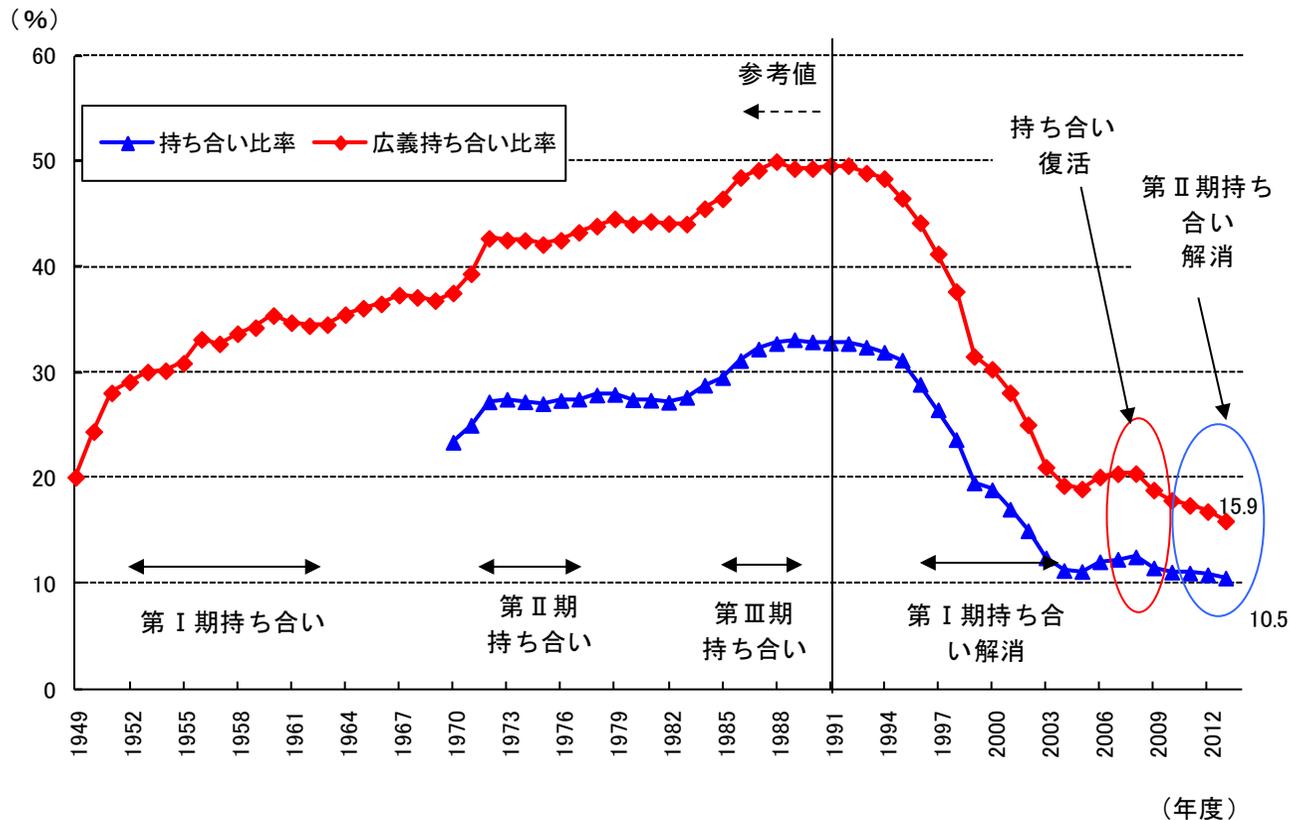
14年度は5年連続で増加へ



注：1. 自社株買いは整理回収機構からの購入、優先株式の買い戻しを除く普通株式ベース 2. 14年度の配当、自社株買い予想は野村  
出所：各社開示資料、及び東洋経済新報社資料より野村作成

# 緩やかな解消が続く持ち合い

## 「株式持ち合い比率」の推移



注: 1.持ち合い比率は、上場保険会社を除く上場企業が保有する他の上場企業株式(時価ベース)の、市場全体の時価総額に対する比率(ただし、子会社、関連会社株式を除く)  
 2.広義持ち合い比率は、持ち合い比率に保険会社の保有比率を加えたもの 3.1949~89年度は全国証券取引所「株式分布状況調査」を基に野村で試算した参考値

出所:大株主データ(東洋経済新報社)、各社有価証券報告書、及び株式分布調査(全国証券取引所)より野村作成

## Ⅱ .2014年議決権行使の概況

# 2014年6月総会の招集通知早期送付状況、総会日程

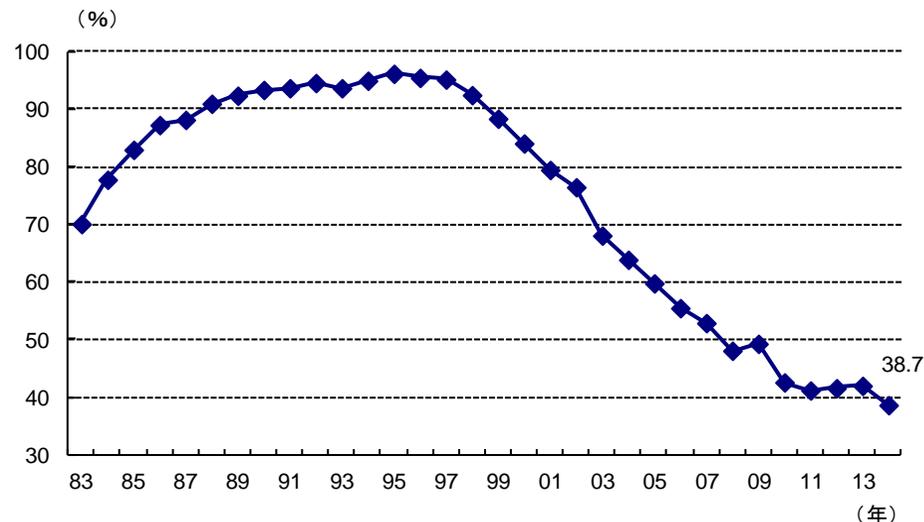
招集通知早期送付:「21日前より早期送付」の割合が上昇

単位: %

	09年	10年	11年	12年	13年	14年
14日前～15日前	30.9	18.6	24.1	22.8	22.8	20.7
16日前～17日前	22.5	25.4	9.7	11.5	12.3	14.7
18日前～20日前	20.4	25.4	34.0	30.1	29.3	27.2
21日前またはそれ以前	26.2	30.6	32.2	35.6	35.6	37.4

注:09年より継続してデータを取得できた382社を対象  
出所:東京証券取引所資料より野村作成

株主総会日程:「集中日」の開催比率は初めての40%割れ



注:対象は東証上場企業中の6月株主総会開催企業  
出所:東京証券取引所資料より野村作成

## 招集通知の発送前開示の増加が続く

	11年	12年	13年	14年
アンケート対象社数(社)	764	824	1,306	2,007
早期開示社数(社)	20	40	88	194
早期開示割合(%)	2.6	4.9	6.7	9.7

出所:東京証券取引所資料より野村作成

## 議決権行使助言会社の助言方針、機関投資家の基準変更とその影響

- 14年について、ISSは方針変更点はなかった
- グラス・ルイスは、権利行使価額が1円のストックオプション(いわゆる1円オプション)で、対象者に社外取締役、監査役(社内、社外問わない)が含まれるものは全て反対(13年12月より)
- 機関投資家の議決権行使方針についても大きな変更はなかった  
→これまでの個別議案に対する賛否状況から考えると、
  - ①社内、社外役員選任(独立性の議論を含む)
  - ②買収防衛策
  - ③役員報酬、特に役員退職慰労金やストックオプション議案  
などが引き続き注目された
- JPX日経インデックス400算出開始もあり、企業の資本効率に対する投資家の関心がさらに高まる方向

## 3月決算Russell/Nomura Large Cap 構成企業(259社)の状況

### 株主構成

単位: %

	外国人(a)	投資信託・ 年金信託(b)	機関投資家 (c)=(a)+(b)	個人(d)
3月決算 Russell/Nomura Large Cap 構成企業	34.8	6.0	40.8	15.7
参考:全上場企業	30.8	6.9	37.7	18.7

出所:東洋経済新報社「大株主データ」及び株式分布調査(全国証券取引所)より野村作成

○全上場企業に対し、社数ベースでは7.3%だが、時価総額ベースでは67.6%を占めており、日本の主要企業を中心とした銘柄構成となっている

→外国人を中心に機関投資家保有比率が全上場企業平均よりも高い

## 主な上程議案、社数

議案	上程社数 (社)	対象企業 数に対する 割合	参考: 13年6月 総会での 上程割合
取締役選任	243	93.8%	97.6%
剰余金処分(配当など)	188	72.6%	75.8%
監査役選任	154	59.5%	58.1%
定款変更	61	23.6%	20.1%
役員賞与支給	51	19.7%	20.4%
補欠監査役選任	50	19.3%	14.9%
ストックオプション関係	23	8.9%	9.7%
役員報酬額の改定	22	8.5%	4.5%
買収防衛策	19	7.3%	12.8%
株主提案	18	6.9%	4.8%
役員退職慰労金の贈呈、打ち切り支給	12	4.6%	4.5%
その他	10	3.9%	1.4%

注:対象企業数は、13年は300社、  
14年は259社  
出所:各社開示資料より野村作成

## (1) 役員選任関連(取締役)

	取締役(社内)			取締役(社外)			取締役(計)		
	12年	13年	14年	12年	13年	14年	12年	13年	14年
議案数(件)	2,420	2,454	1,986	521	564	573	2,941	3,018	2,559
1社平均(単純平均)(人)	8.0	8.2	7.7	1.7	1.9	2.2	9.7	10.1	9.9
平均賛成比率(%)	95.2	95.1	95.3	93.1	93.6	94.1	94.8	94.9	95.0
標準偏差	3.5	4.0	3.7	7.0	6.8	6.2	4.4	4.7	4.4
最大値(%)	99.9	99.9	99.8	99.9	99.9	99.7	99.9	99.9	99.8
最小値(%)	63.6	64.0	67.0	59.0	58.4	58.7	59.0	58.4	58.7
賛成比率70%以上80%未満(件)	3	25	21	30	28	28	29	53	49
議案全体に占める比率(%)	0.1	1.0	1.1	5.8	5.0	4.9	1.0	1.8	1.9
賛成比率70%未満(件)	2	2	2	6	8	5	8	10	7
議案全体に占める比率(%)	0.1	0.1	0.1	1.2	1.4	0.9	0.3	0.3	0.3

注:対象企業数は、12年は304社、13年は300社、14年は259社  
出所:各社開示資料より野村作成

## ISSの13年議決権行使助言ポリシーの改定と経営トップの役員選任 議案への賛否の影響

○ISSのポリシー改定:13年の総会後の取締役会に社外取締役が一人もない場合、経営トップ(社長、会長や他の代表取締役、さらには親会社出身者や支配株主本人が対象となることもある)である取締役の選任には反対を推奨する(独立性は問わない)



○対象企業259社のうち、総会開催前まで社外取締役を選任していない企業は33社→そのうち21社が新たに社外取締役を選任、9社が不選任(3社は非改選期などにより議案なし)

○これらの企業のうち、今回の総会で経営トップ(株主総会の招集通知書に(招集者として)記載のある人)の役員選任議案のあった29社(社外取締役新規選任20社、不選任9社)の賛否結果

- ・社外取締役新規選任企業20社(外国人保有比率平均32.0%)平均:92.8%
- ・社外取締役不選任企業9社(外国人保有比率平均20.7%)平均:82.0%

○社外取締役選任の有無以外にも要因はあるだろうが、選任企業と不選任企業では11%ptあまりの差異が生じた

## 役員選任関連(監査役、補欠監査役)

	監査役(社内)			監査役(社外)			監査役(計)			補欠監査役(計)		
	12年	13年	14年	12年	13年	14年	12年	13年	14年	12年	13年	14年
議案数(件)	201	118	103	264	159	139	465	277	242	61	52	54
1社平均(単純平均)(人)	0.7	0.4	0.4	0.9	0.5	0.5	1.5	0.9	0.9	0.2	0.2	0.2
平均賛成比率(%)	95.7	94.4	94.9	88.7	86.9	90.7	91.7	90.1	92.5	93.5	94.7	94.3
標準偏差	2.7	3.8	3.0	10.9	12.9	10.9	9.1	10.7	8.7	9.4	8.4	8.6
最大値(%)	99.7	99.9	99.9	99.9	99.9	100.0	99.9	99.9	100.0	99.9	99.9	99.9
最小値(%)	83.9	74.8	83.8	61.0	58.0	58.1	61.0	58.0	58.1	60.4	60.0	63.0
賛成比率70%以上80%未満(件)	0	1	0	52	27	26	52	28	26	6	0	3
議案全体に占める比率(%)	0.0	0.8	0.0	19.7	17.0	18.7	11.2	10.1	10.7	9.8	0.0	5.6
賛成比率70%未満(件)	0	0	0	16	24	6	16	24	6	2	3	1
議案全体に占める比率(%)	0.0	0.0	0.0	6.1	15.1	4.3	3.4	8.7	2.5	3.3	5.8	1.9

注:対象企業数は、12年は304社、13年は300社、14年は259社  
出所:各社開示資料より野村作成

- 役員選任の平均賛成比率は取締役では補欠監査役を除き前年比上昇
- 堅調な業績、独立性への配慮などが賛成比率上昇に寄与したように見える

## 役員選任で賛成比率の低かった例

### 取締役候補

社名	所属業種(東証33業種分類)	名前	賛成比率 (%)	賛成比率が低いと推定される理由	機関投資家保有比率(%)	備考
A	電気機器	a	58.7	出席率(12回中7回)、社外役員兼任(8社)	37.6	社外取締役
B	電気機器	b	67.0	業績(3期連続当期赤字)	36.7	社内取締役
C	電気機器	c	68.1	主要取引先(メインバンク)頭取	40.8	社外取締役
D	機械	d	68.2	出席率(18回中12回)	39.2	社外取締役
E	その他製品	e	69.3	主要取引先社長、出席率(18回中13回)	27.6	社外取締役

### 監査役候補

社名	所属業種(東証33業種分類)	名前	賛成比率 (%)	賛成比率が低いと推定される理由	機関投資家保有比率(%)	備考
F	不動産業	f	58.1	主要株主(15.1%保有)副社長	37.9	社外監査役
G	非鉄金属	g	63.7	不祥事(カルテル)関連	53.5	社外監査役
H	機械	h	64.0	主要株主(関連会社:22.6%保有)副社長	33.1	社外監査役
I	不動産業	i	66.3	大株主(3.4%保有)、主要借入先特別顧問	52.3	社外監査役
J	銀行業	j	68.0	取引関係(貸出先、相手先にとり主要な借入先)出身者	38.1	社外監査役

注:機関投資家保有比率=外国人保有比率+投資信託保有比率+年金信託保有比率

出所:東洋経済新報社「大株主データ」及び各社開示資料より野村作成

## 社外取締役、社外監査役選任議案で賛成比率が低いケース

- 取締役会（監査役会）出席率：「75%基準」が主流に
- 「不祥事」もポイントとなる
- 「独立性」が理由で賛成比率が低いと考えられる例：
  - ①大株主（保有比率は3分の1？、10%？、5%？、大株主10位以内？）
  - ②取引先（売上の一定割合？）
  - ③顧問弁護士
  - ④出身会計事務所が会計監査をしている会計士
  - ⑤在任期間（今後増えてくる可能性）
  - ⑥兼任（今後増えてくる可能性）

## (2) 買収防衛策、定款変更、剰余金処分

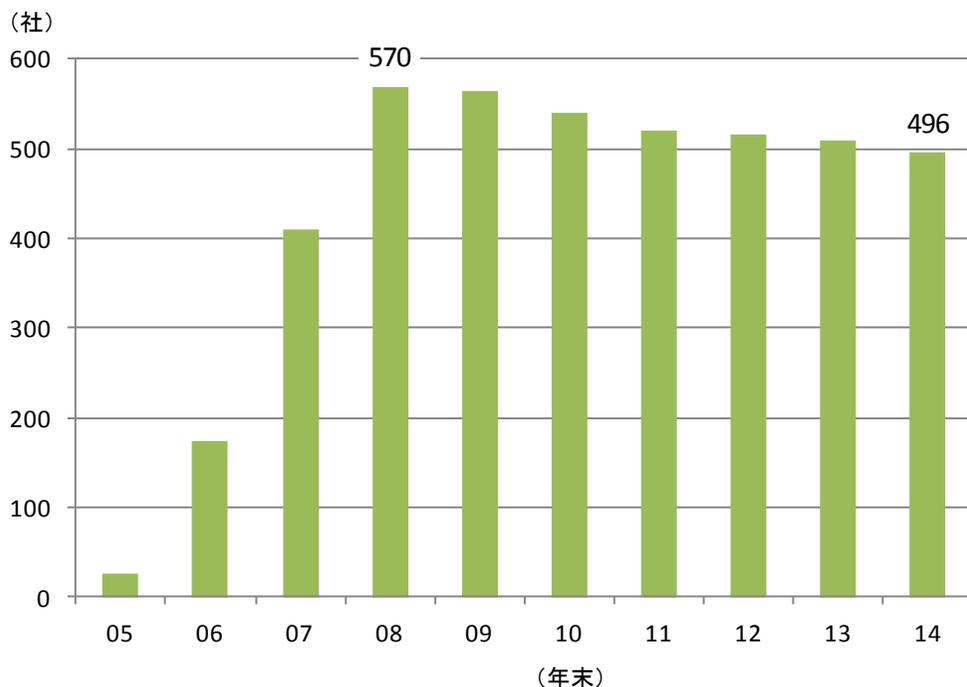
	買収防衛策			定款変更			剰余金処分		
	12年	13年	14年	12年	13年	14年	12年	13年	14年
社数	23	36	19	70	68	61	225	227	243
提出企業の割合(%)	7.6	12.0	7.3	23.0	22.7	23.6	74.0	75.7	93.8
平均賛成比率(%)	75.5	70.3	68.0	97.5	97.3	97.0	97.2	97.1	96.6
標準偏差	10.6	7.8	10.3	2.6	2.7	3.6	3.1	3.2	3.8
最大値(%)	88.6	88.1	92.7	99.9	99.9	100.0	100.0	100.0	100.0
最小値(%)	55.6	56.9	53.3	87.1	85.5	79.8	66.3	67.7	63.2
賛成比率70%以上80%未満(件)	5	11	4	0	0	1	0	0	1
議案全体に占める比率(%)	21.7	30.6	21.1	0.0	0.0	1.6	0.0	0.0	0.4
賛成比率70%未満(件)	9	20	11	0	0	0	1	1	1
全体に占める割合(%)	39.1	55.6	57.9	0.0	0.0	0.0	0.4	0.4	0.4

注:対象企業数は、12年は304社、13年は300社、14年は259社  
出所:各社開示資料より野村作成

- 買収防衛策の賛成比率が68%まで低下、初めての否決事例(注:今回の分析対象企業ではない)が見られるなど、株主(特に機関投資家)の厳しいスタンスが明確になった
- 定款変更や剰余金処分は一般的に反対は少ないものの、一部で賛成比率の低いものが見受けられる

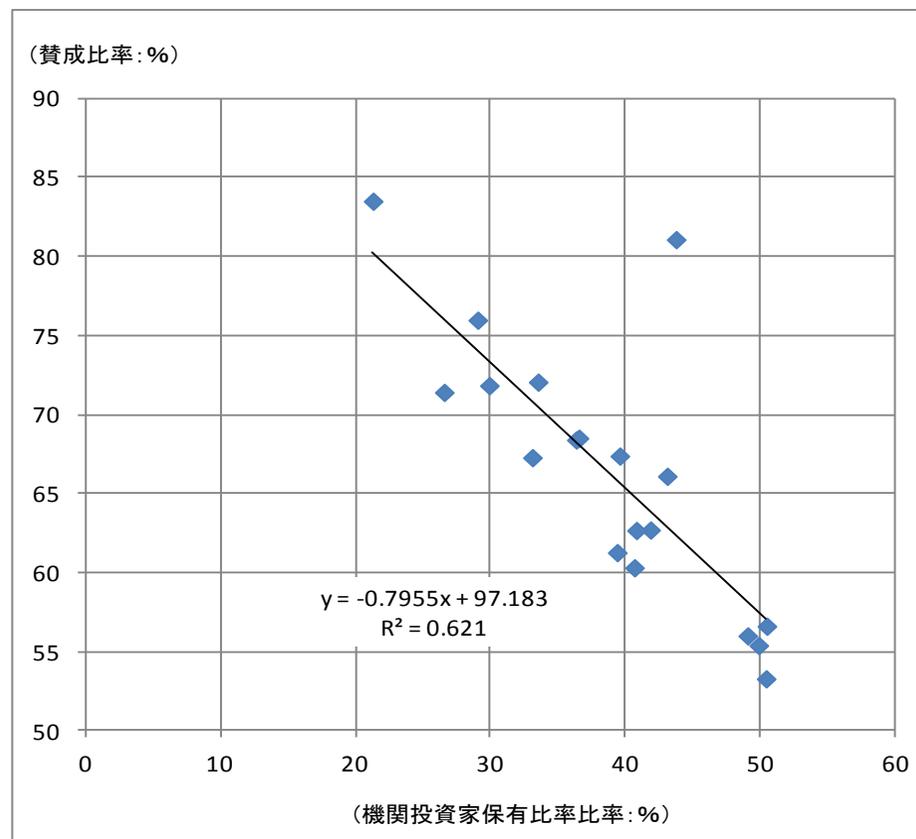
## 買収防衛策関連の注目点

### 導入企業数は500社割れ



注：14年は6月30日現在  
出所：各社開示資料より野村作成

### 機関投資家保有比率と買収防衛策関連議案賛成比率との関係(14年6月総会)



出所：各社開示資料より野村作成

## 買収防衛策の賛成比率が低かった例

所属業種(東証33業種分類)	賛成比率(%)	防衛策のタイプ	機関投資家保有比率(%)
機械	53.3	株主意思確認型(独立委員会あり)	50.4
化学	55.4	独立委員会設置	49.9
その他製品	56.0	株主意思確認型(独立委員会あり)	49.0
精密機器	56.6	株主意思確認型(独立委員会あり)	50.5
小売業	60.3	株主意思確認型(独立委員会あり)	40.6

## 定款変更の賛成比率が低かった例

所属業種(東証33業種分類)	賛成比率(%)	内容	機関投資家保有比率(%)
陸運業	79.8	(持ち株会社関連、授権枠の拡大40億株→50億株、社外取締役・社外監査役との責任限定)	15.5
銀行業	86.0	(委員会設置会社への移行)	36.6
銀行業	90.4	(社外取締役、社外監査役責任限定)	21.3

## 剰余金処分の賛成比率が低かった例

所属業種(東証33業種分類)	賛成比率(%)	機関投資家保有比率(%)
電気機器	63.2	52.8
銀行業	78.0	36.6
機械	85.9	60.6
情報・通信業	86.3	24.6
電気機器	88.1	55.9

### (3) 役員退職慰労金、役員報酬、ストック・オプション関連

	慰労金贈呈関連			賞与支給			報酬額改定			ストック・オプション		
	12年	13年	14年	12年	13年	14年	12年	13年	14年	12年	13年	14年
社数	22	16	12	61	59	51	24	14	22	32	28	23
提出企業の割合(%)	7.2	5.3	4.6	20.1	19.7	19.7	7.9	4.7	8.5	10.5	9.3	8.9
平均賛成比率(%)	79.0	85.8	82.5	95.8	96.0	95.5	94.2	95.3	97.6	92.3	90.9	93.6
標準偏差	8.8	8.5	8.2	3.4	2.4	3.5	5.4	4.1	2.1	6.2	8.7	3.9
最大値(%)	98.1	97.5	96.8	99.7	99.7	99.4	99.9	99.7	99.8	99.7	99.4	98.2
最小値(%)	65.9	69.2	69.1	83.0	90.6	82.6	76.9	85.1	91.3	70.5	63.0	84.7
賛成比率70%以上80%未満(件)	5	5	5	0	0	0	1	0	0	1	3	0
議案全体に占める比率(%)	22.7	31.3	41.7	0.0	0.0	0.0	4.2	0.0	0.0	3.1	10.7	0.0
賛成比率70%未満(件)	4	1	1	0	0	0	0	0	0	0	1	0
全体に占める割合(%)	18.2	6.3	8.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	3.6	0.0

注:対象企業数は、12年は304社、13年は300社、14年は259社  
出所:各社開示資料より野村作成

- 慰労金贈呈は議案数が減少した一方、賛成比率が低下。しかし、賛成比率60%台、70%台の議案が全体の半数を占める6件あり、投資家の見方は厳しい
- 報酬額改定議案、賞与支給議案は平均賛成比率が傾向的に高い
- ストック・オプションは平均賛成比率が上昇。昨年見られた株式報酬型の一部で賛成率の低い事例は、今年は目立たなかった

## 報酬関連での注目点

- いわゆる「1円オプション」の増加
- 「役員退職慰労金の代替型」は、金額(総額)開示とグラス・ルイスの行使方針の変更の影響が注目された
- 「役員等へのインセンティブ型」は、行使条件(特に業績との連関)、権利行使期間など(開示の拡充を含む)が注目された

### ストック・オプション関連で賛成比率の低かった例

所属業種(東証33業種分類)	賛成比率 (%)	機関投資家保有比率 (%)
食料品	84.7	25.8
証券、商品先物取引業	86.5	52.4
機械	89.2	49.5
海運業	89.5	43.3

## 役員退職慰労金、役員報酬関連で賛成比率の低かった例

### 退職慰労金

所属業種(東証33業 種分類)	賛成比率(%)	慰労金額事前 開示	機関投資家保有 比率(%)
機械	69.1	なし	36.0
銀行業	71.3	なし	37.5
機械	73.9	なし	36.0
銀行業	75.9	なし	64.1
卸売業	76.7	なし	21.7

### 役員賞与支給

所属業種(東証33業 種分類)	賛成比率(%)	機関投資家保有 比率(%)
電気機器	82.6	64.4
化学	86.2	40.5
機械	87.7	33.1

### 報酬額改定

所属業種(東証33業 種分類)	賛成比率(%)	機関投資家保有 比率(%)
医薬品	91.3	35.6
化学	93.5	44.8

(4)株主提案：一部に一定の賛成を集めたものはあるが、4分の3の議案は10%未満  
賛成比率20%以上の議案

社名	所属業種 (東証33業種)	内容	賛成比率 (%)
K	精密機器	定款変更(役員報酬個別開示)	44.6
K	精密機器	定款変更(取締役会議長と最高経営責任者の分離)	40.8
L	電気・ガス業	定款変更(役員報酬個別開示)	33.4
M	銀行業	定款変更(政策保有株の議決権行使)	32.0
N	陸運業	定款変更(役員報酬個別開示)	27.0
O	陸運業	定款変更(役員報酬個別開示)	26.3
N	陸運業	定款変更(社外取締役選任義務付け:3名以上)	26.0
L	電気・ガス業	定款変更(経営の透明性確保)	23.4
P	食料品	自己株式取得(800億円)	23.0
P	食料品	定款変更(総会で自己株式消却決議を可能にする)	22.0

出所: 各社開示資料より  
野村作成

○3月決算のRussell/Nomura Large Cap 構成企業のうち14年6月総会で株主提案のあった企業は18社、138議案、平均賛成比率は8.5%。13年6月は15社、105議案で、平均賛成比率は11.5%であったので、件数は昨年より増加したが、賛成比率は逆に低下

○賛成比率が40%を超えたのは、役員報酬個別開示、取締役会議長と最高経営責任者の分離

○一方、賛成比率10%未満の議案は103件

## 個人投資家の議決権行使結果

議決権行使比率は小幅ながら最高を更新

	10年調査 (%)	11年調査 (%)	12年調査 (%)	13年調査 (%)	14年調査 (%)
議決権を行使した (保有企業の一部に 対する行使を含む)	51.5	49.8	52.4	52.0	55.4
保有する全企業で議 決権を行使しなかつ た	48.5	50.2	47.6	48.0	44.6

注:1.回答総数は各年とも1,000人

2.各年調査における括弧内の数字は、6月株主総会後に実施した実際の行使状況に関するアンケートの結果(ただし、「6月総会企業を保有していない」ことを理由に議決権行使をしなかったとした回答者は対象外とした)

出所:『ノムラ個人投資家サーベイ』をもとに野村作成

## 反対をした議案：配当議案が初のトップに

回答(議案)	10年調査 (%)	11年調査 (%)	12年調査 (%)	13年調査 (%)	14年調査 (%)
全議案に賛成	63.7	58.0	65.3	66.7	70.5
反対議案あり	36.3	42.0	34.7	33.3	29.5
剰余金の処分(配当)	10.8	7.6	9.1	10.3	11.9
取締役・監査役の選任	15.3	15.1	11.6	10.9	8.2
役員報酬・賞与関連	19.6	17.4	15.6	14.7	11.7
自己株式の取得	3.3	5.3	2.7	3.6	2.7
発行可能株式総数(授權枠)の変更	2.9	1.7	1.5	1.1	0.8
取締役の員数変更(増員、削減、上限設定など)	3.9	4.5	2.5	4.4	2.7
買収防衛策	2.7	3.2	2.5	2.1	2.5
ストック・オプション	4.9	4.0	5.9	3.4	5.1
役員退職慰労金の支給	15.1	14.0	9.7	8.4	9.8

注：1.複数回答 2.回答者数は0年490人、11年471人、12年473人、13年475人、14年512人

出所：『ノムラ個人投資家サーベイ』をもとに野村作成

- 全議案に賛成との回答割合が初めて70%を超える
- 個別議案では、剰余金の処分(配当)への反対が初めてトップに→個人投資家の株主還元への意識の高まりを反映
- 役員関連議案への反対は不祥事や業績不振企業に対する個人投資家の目は厳しい

# Ⅲ.15年株主総会を取り巻く環境変化 と注目点

## 15年議決権行使の注目点

- ISSは、15年以降にROEを役員選任基準に採用することを検討→機関投資家等から意見聴取を行う
- ISSの動きやJPX日経インデックス400の登場などもあり、企業の資本効率に対する関心が高まっている。よって、独自に有するROE基準の水準を引き上げる投資家も出てくる可能性

→投資家と企業との「対話」のキーワードは資本効率(ROE)に

- 会社法や上場ルールの改正で「社外取締役を設置する」方向が明確に→実行性の観点から人数や独立性に対する基準の見直しも
- 日本版スチュワードシップ・コードに則った「目的を持った対話」推進に向けた機関投資家の取り組みに注目
- 検討が始まる「日本版コーポレートガバナンス・コード」により、特に「本業の面から見ればエクセレントであるが、資本市場から見た場合はその評価と一致しない企業」との対話が進捗するかどうかにも注目

## 「日本再興戦略」改訂2014に示された コーポレート・ガバナンス関連の諸施策

### ①「コーポレートガバナンス・コード」の策定等

- ・持続的成長に向けた企業の自律的な取り組みを促すため、東京証券取引所が、新たに「コーポレートガバナンスコード」を策定する。上場企業に対して、当該コードにある原則を実施するか、実施しない場合はその理由の説明を求める【来年半ばまでに策定】
- ・持ち合い株式の議決権行使の在り方についての検討を行うとともに政策保有株式の保有目的の具体的な記載が確保されるよう取組を進める。さらに、上場銀行、上場銀行持株会社について少なくとも1名以上の独立社外取締役導入を促す

### ②持続的な企業価値の創造に向けた企業と投資家との対話の促進

- ・株主総会の開催日や基準日の設定等について国際的な状況を踏まえ、その運用の在り方についての検討【14年度中】
- ・企業の投資家に対する情報開示等について、企業が一体的な開示をする上での実務上の対応等を検討するため、関係省庁や関係機関等をメンバーとする研究会を早急に立ち上げる【14年度中】
- ・持続的な企業価値創造の観点から、企業と投資家の望ましい関係構築を促すための、中長期的情報の開示や統合的な報告の在り方、企業と投資家の建設的対話促進の方策等を検討するための産業界・投資家コミュニティ、関係機関から成るプラットフォーム作りを推進

## (1) 自由民主党経済再生本部「日本再生ビジョン」

- ・5月23日、自由民主党日本経済再生本部は「日本再生ビジョン」を取りまとめ→13年5月10日同本部公表「中間提言」の改訂
- ・6月24日に閣議決定された『「日本再興戦略」改訂2014』において、ここでの提言の多くが取り上げられている
- ・コーポレートガバナンス関連での注目は「コーポレートガバナンス・コード」と、「持ち合い解消促進」

### 自民党日本経済再生本部「日本再生ビジョン」7つの柱とコーポレートガバナンス改革の位置づけ

- 1.強い健全企業による日本再生
  - (1) 法人税
    - 成長志向の法人税改革
  - (2) 競争力強化のためのコーポレートガバナンス改革
    - 株式持ち合い解消、銀行等金融機関などの株式保有規制強化
    - 株式持ち合いの抑制策導入、開示義務化の検討
    - 株式持ち合い解消の株価への影響への対応
    - 独立社外取締役の導入促進
    - コーポレートガバナンス・コードの制定
    - 企業再生に関する法制度や実務運用の見直し
- 2.豊かさ充実に向けた公的資金改革
- 3.人間力の強化
- 4.日本再生のための金融抜本改革
- 5.起業大国No.1の実現
- 6.輝く女性の活躍促進
- 7.成長の実感と実現を地方から

## (2) 経済産業省：「持続的成長への競争力とインセンティブ ～企業と投資家との望ましい関係構築プロジェクト」

- ・企業が持続的に成長するための競争力強化に向けた課題とそれを支える資本市場の在り方を検討、提言の取りまとめ
- ・12年にスタートした経済産業省「企業報告ラボ」の特別プロジェクトとして位置づけ
- ・13年7月より開始、10月に「持続的成長の定義」、「ショートターミズム」、「中長期的な対話に向けた開示」など論点を提示、広く意見聴取(エビデンス・情報の募集)を行う
- ・これらエビデンス・情報を整理、分析した上で4月25日に「中間論点整理」(伊藤レポート)を公表、方向性の提示と意見募集を行った後、最終報告書を公表予定

### 日本企業の低ROEの主因は「低マージン」

	ROE (純利益÷自己資本)		純利益率 (純利益÷売上高)		総資産回転率 (売上高÷総資産)		レバレッジ (総資産÷自己資本)	
	12年度	13年度	12年度	13年度	12年度	13年度	12年度	13年度
日本 (TOPIX)	5.0%	8.4%	2.1%	3.5%	0.89	0.92	2.67	2.63
米国 (S&P500)	15.5%	16.9%	7.7%	8.9%	0.78	0.76	2.60	2.51
欧州 (Bloomberg European 500)	10.2%	9.9%	5.0%	4.8%	0.73	0.74	2.83	2.79

注:1.日本は年度、米国、欧州は暦年ベース

2.各指数構成銘柄からGICS(世界産業標準分類基準)における金融セクターに属する銘柄を除く

3.自己資本、総資産は年度末値を用いている

出所:Bloomberg、及び各社開示資料より野村作成

## 「中間論点整理」(伊藤レポート)で示された12の項目、25の論点

1. 持続的成長と企業価値創造(論点2つ) 定義、投資家と企業との考え方の相違など
2. 持続的成長のすがた(論点3つ) 持続的成長企業の特徴とその競争力の源泉、リスクへの挑戦、M&A等外部資源の有効活用など
3. ROEと資本コスト、資本規律(論点4つ) 低ROEの理由、ROEをめぐる投資家・経営者間のミスマッチ、資本コスト、資本政策など
4. マネジメントシステムと経営者のインセンティブ(論点2つ) 取締役会の機能の現状、持続的成長に向けた経営者の役割、インセンティブ構造など
5. 中長期投資の促進(論点3つ) 株式保有構造と金融資産の構成、個人投資家の短期志向化と長期投資への移行可能性、年金制度の課題など
6. アセット・マネージャーのインセンティブ構造(論点1つ) 報酬体系、インセンティブ構造の歪みなど
7. アセット・オーナーの体制等(論点1つ) アセット・オーナーの体制、アセット・マネージャーによるショートターミズムの排除、投資先企業の長期志向の投資の促進に資しているかなど
8. セルサイド・アナリストの役割とインセンティブ構造(論点1つ) 短期志向化、社会的使命への自覚の不足、質問力、分析力の不足など
9. 投資家の短期志向(ショートターミズム)化(論点1つ) 企業的意思決定や投資行動の短期志向化の悪影響など
10. 経営の短期志向化(論点1つ) 投資家の短期志向化が企業経営の短期志向化、経営戦略の策定遂行の阻害要因をもたらしているかなど
11. 持続的成長に向けた企業開示のあり方(論点2つ) 現状の開示制度への評価、企業と投資家との中長期的視点からの対話促進に向けた開示のあり方など
12. 対話・エンゲージメント(論点4つ) エンゲージメントの必要性、IRとの違い、企業価値創造に貢献する対話とは、対話・エンゲージメントの観点からの議決権行使のあり方、議決権行使助言機関との向き合い方、エンゲージメントコスト負担の所在、エンゲージメント活動を阻害する法規制の有無、投資家と企業との対話を促進するための法制度など

### (3)コーポレートガバナンス・コードとは

- ・経営の基本方針や業務執行に関する意思決定を行う取締役会が、「経営陣による執行を適切に監督しつつ、適切なガバナンス機能を発揮することにより、企業価値を向上を図る責務」(日本版ステewardシップ・コード「本コードの目的」より)→この責務を果たすための取締役(会)の行動規範
- ・英国を始め世界70か国以上で制定されている。米国にはコード自体はないが、上場規則の一部となっている

#### 「日本再生ビジョン」で示されたコーポレートガバナンス・コードへの記載案

##### ①独立社外取締役

- ・上場株券の発行者は、取締役である独立役員を少なくとも2名以上確保
- ・2名以上確保しない場合、当該年度に関する定時株主総会において、置くことが相当でないことの理由の説明

##### ②株主のボイス

- ・企業価値を持続的に高めて企業の成長を促すため、株主は責任ある権利行使
  - 取締役選任にあたり候補者の適格性、独立性を精査
  - 企業の生産性向上のための投資と、株主への還元とを、中期的な企業の成長を促すとの観点から、高い次元でバランスを取った決定を要請
  - 上場株券の発行者へ、必要となる情報の十分な開示を行うことを要請
- ・機関投資家へ日本版ステewardシップコードの受け入れ、投票方針や開票結果の開示を要請

##### ③株式持ち合い

- ・政策保有目的の株式持ち合いは、合理的理由がない限り、極力縮小すべき
- ・政策保有目的の株式を保有している場合、具体的な政目的に加え、当該保有目的の合理性の説明を要請

出所:自由民主党日本  
経済再生本部資料より  
野村作成

# OECDのコーポレート・ガバナンス原則と、東証「上場企業のコーポレート・ガバナンス原則」

## OECD

## 東証

<p>1.有効なコーポレート・ガバナンスの枠組みの基礎の確保</p> <p>コーポレート・ガバナンスの枠組みは、透明で効率的な市場を促進し、法の原則と整合的で、異なる監督・規制・執行当局間の責任分担を明確にするものでなければならない</p>
<p>2.株主の権利及び主要な持分機能</p> <p>コーポレート・ガバナンスの枠組みは、株主の権利を保護し、また、その行使を促進すべきである</p>
<p>3.株主の平等な取扱い</p> <p>コーポレート・ガバナンスの枠組みは、少数株主、外国人株主を含む、全ての株主の平等な取扱いを確保すべきである。全ての株主は、その権利の侵害に対して、有効な救済を得る機会を有するべきである</p>
<p>4.コーポレート・ガバナンスにおけるステークホルダーの役割</p> <p>コーポレート・ガバナンスの枠組みは、法律または相互の合意により確立されたステークホルダーの権利を認識するべきであり、会社とステークホルダーの積極的な協力関係を促進し、豊かさを生み出し、雇用を創出し、財務的に健全な会社の持続可能性を高めるべきである</p>
<p>5.開示及び透明性</p> <p>コーポレート・ガバナンスの枠組みにより、会社の財務状況、経営成績、株主構成、ガバナンスを含めた、会社に関する全ての重要事項について、適時かつ正確な開示がなされることが確保されるべきである</p>
<p>6.取締役会の責任</p> <p>コーポレート・ガバナンスの枠組みにより、会社の戦略的方向付け、取締役会による経営陣の有効な監視、取締役会の会社及び株主に対する説明責任が確保されるべきである</p>

<p>1.株主の権利</p> <p>上場会社のコーポレート・ガバナンスには、株主の権利を保護することが期待されている</p>
<p>2.株主の平等性</p> <p>上場会社のコーポレート・ガバナンスには、少数株主や外国人株主を含めて株主を平等に扱うことが期待されている</p>
<p>3.コーポレート・ガバナンスにおけるステークホルダーとの関係</p> <p>上場会社のコーポレート・ガバナンスには、企業とステークホルダーの円滑な関係の構築を通じて企業価値や雇用の創造、さらに健全な企業経営の維持を促すことが期待されている</p>
<p>4.情報開示と透明性</p> <p>上場会社のコーポレート・ガバナンスには、会社の財務状況、業績、所有状況やガバナンスを含むすべての重要事項についての適時適切な情報開示(ディスクロージャー)を保証することが期待されている</p>
<p>5.取締役会・監査役(会)等の役割</p> <p>上場会社のコーポレート・ガバナンスには、取締役会・監査役(会)等による経営の監督を充実させ、取締役会・監査役(会)等の株主に対するアカウンタビリティが確保されることが期待されている</p>

出所:OECD、東証資料より野村作成

## 英国の「コーポレートガバナンス・コード」

### A. リーダーシップ

1. 取締役会の役割
2. 取締役会の運営と会社経営の責任との分離
3. 会長
4. 非業務執行取締役

### B. 実効性

1. 取締役会・委員会の構成  
(複数の独立非業務執行取締役の選任、独立性の定義など)
2. 役員の任用手続
3. コミットメント
4. 取締役向け研修受講
5. 情報提供を受ける権利
6. 評価
7. 再任

### C. 報告義務(アカウンタビリティ)

1. 財務・営業報告
2. リスクマネジメント・内部統制
3. 監査委員会・監査人

### D. 報酬

1. 報酬の水準と構成
2. 報酬決定手順の透明性

### E. 株主との関係

1. 株主との対話
2. 株主総会の建設的な活用

○英国のコーポレートガバナンス・コードは、その原型となった「キャドバリー報告」から「統合報告」を経て2010年に制定

○ロンドン証券取引所の上場規則で、同コードの遵守が記載→「Comply or Explain」の原則に則り、コードの中で遵守しないものがあれば、その理由を説明

○現在日本での導入が検討されているコーポレートガバナンス・コードは、英国型を意図していると考えられる

○OECDの「コーポレート・ガバナンス原則」は、多くの国で受け入れられやすい、最小限の原則を示したもの、東証の「上場企業のコーポレート・ガバナンスコード」も一般的に上場企業に「期待されている」原則を記載→「Comply or Explain」の原則や上場ルールによる強制力を持ったものではないという位置づけ

## **IV. 議決権行使の結果を企業、投資家間の コミュニケーション拡充に活かすには**

## 平均的な議決権行使比率、持ち合い状況を考慮した「実質可決ライン」

議決権行使比率(14年6月総会):(1)	76.9%
広義持ち合い比率(13年度速報値):(2)	15.9%
議案に反対する可能性のある議決権割合:(3)=(1)-(2)	61.0%
(3)をベースにした特別決議可決の賛成比率:(4) = 100% -(3) × 1/3	<b>79.7%</b>
(3)をベースにした普通決議可決の賛成比率:(5) = 100% -(3) × 1/2	<b>69.5%</b>

注:1:議決権行使比率はRussell/Nomura Large Cap 構成企業259社の臨時報告書と有価証券報告書から試算した同比率の単純平均  
 2:広義持ち合い比率は上場会社(保険会社を除く)が他の上場会社を保有している割合と生命保険会社、損害保険会社が保有する上場会社の保有割合の和。ただし、上場関係会社株式を除く  
 出所:各社開示資料より野村證券作成

○議案がたとえ可決されても、一定水準の反対がある議案(普通決議であれば賛成比率70%以下、反対・棄権比率30%以上、特別決議であれば賛成比率80%以下、反対・棄権比率20%以上)に対し、投資家から議案に対する考えや対応についての説明を求められる機会は増え、企業側も何らかの対応をとることを検討する必要があると考えられる

○説明不十分であれば反対比率が高まり、実際に否決される可能性も考えられる

## $\sigma$ (標準偏差)は賛成比率の一つの「チェック指標」

○前ページの「実質可決ライン」を上回っていても、他社(平均)の同種議案の賛成比率との「相対感」を把握しておくことも有用と考える

○その際には「 $\sigma$ 」(標準偏差)が参考になる。標準偏差はデータ分布のばらつきをみる一つの尺度であり、正規分布(平均値 $\mu$ を中心に左右対称の釣り鐘型)の場合、平均値( $\mu$ )と標準偏差( $\sigma$ )及び度数の間には、以下のような関係がある

- ①  $\mu \pm 1\sigma$  のなかに全データの約68.3%(中に含まれないのは100%-68.3%=31.7%)
- ②  $\mu \pm 2\sigma$  のなかに全データの約95.5%(中に含まれないのは100%-95.5%=4.5%)
- ③  $\mu \pm 3\sigma$  のなかに全データの約99.7%(中に含まれないのは100%-99.7%=0.3%)

がそれぞれ含まれる

○各議案の賛成比率の状況を検討する上で、標準偏差が目安の一つになると思われる

○例えば、取締役(社内)の場合、14年6月の賛成比率は95.3%、標準偏差は3.7なので、このデータに分布が正規分布に従っていると仮定すれば、91.5%(=95.3-3.7、91.6%になっていないのは四捨五入の関係)以下の賛成比率であれば、その賛成比率は、全体で見ると下位約16%(標準偏差は平均より上、下合わせてなので、片側(下位)に入るのは31.7%/2=15.9%)に含まれることになるので、賛成比率としては低いと考えられる

○賛成比率の低い要因について投資家へのヒアリングなどを行って調査し、次年度以降同種の議案を出すにあたり見直すべき点があるかなどをチェックすることは、賛成比率を高めるための対応を考える上だけではなく、投資家とのコミュニケーションを拡充する上でも検討に値すると考える

## 主要議案の「 $\mu - 1\sigma$ 」に該当する賛成比率(14年6月総会)

単位:%

議案	平均賛成比率( $\mu$ )	標準偏差( $\sigma$ )	$\mu - \sigma$
取締役(社内)	95.3	3.7	91.5
取締役(社外)	94.1	6.2	87.9
監査役(社内)	94.9	3.0	92.0
監査役(社外)	90.7	10.9	79.7
補欠監査役	94.3	8.6	85.7
買収防衛策	68.0	10.3	57.7
定款変更	97.0	3.6	93.4
剰余金処分	96.6	3.8	92.8
役員退職慰労金贈呈	82.5	8.2	74.3
役員賞与支給	95.5	3.5	92.0
役員報酬改定	97.6	2.1	95.5
ストックオプション	93.6	3.9	89.7

出所: 各社開示資料より野村作成

# Appendix A-1

## アナリスト証明

私 西山 賢吾は、(1)レポートに記述されている全ての見方が私のここで議論した全ての証券や発行企業に対する私の見方を正確に反映していることを保証いたします。(2)さらに、私は私の報酬が、直接的あるいは間接的にこのレポートで議論した推奨や見方によって、(3) 現在、過去、未来にわたって一切影響を受けないこと、ならびに、米国のNSI、英国のNIPあるいはその他の野村のグループ企業が行ったいかなる投資銀行案件とも関係ないことを保証いたします。

## 重要なディスクロージャー

### 当社に関するディスクロージャー

野村證券の親会社である野村ホールディングスの子会社又は関連会社、野村證券の役員が役員を兼務している会社、野村グループが株式を合計1%以上保有している会社および野村證券が過去12ヶ月間に株券、新株予約権証券又は新株予約権付社債券の募集又は売出しに関し主幹事を務めた会社につきましては、<http://www.nomuraholdings.com/jp/report/>をご参照ください。本件につき情報が必要な方は、野村證券 リサーチ・プロダクト部までお問合せ下さい。

### リサーチのオンライン提供と利益相反に関するディスクロージャー

野村のリサーチは、[www.nomuranow.com/research](http://www.nomuranow.com/research)、ブルームバーグ、キャピタルIQ、ファクトセット、MarkitHub、ロイター、トムソン・ワンでご覧いただけます。重要なディスクロージャーにつきましては、<http://go.nomuranow.com/research/globalresearchportal/pages/disclosures/disclosures.aspx>にてご参照いただくか、ノムラ・セキュリティーズ・インターナショナル・インク(1-877-865-5752)までお申し出ください。ウェブサイトへのアクセスでお困りの場合には [grpsupport@nomura.com](mailto:grpsupport@nomura.com)にお問い合わせください。

本レポートを作成したアナリストは、その一部は投資銀行業務によって得ている会社の総収入など、様々な要素に基づく報酬を得ています。特に断りがない限り、本レポートの表紙に記載されている米国外のアナリストは、金融取引業規制機構(FINRA)/ニューヨーク証券取引所(NYSE)の規定に基づくリサーチ・アナリストとしての登録・資格を得ておらず、NSIの関係者ではない場合があり、また、調査対象企業とのコミュニケーション、公の場での発言、あるいはリサーチ・アナリスト個人が保有する証券の売買に関して、FINRAの規則2711やNYSEの規則472を適用されない場合があります。

ノムラ・グローバル・フィナンシャル・プロダクツ・インク(「NGFP」)、ノムラ・デリバティブ・プロダクツ・インク(「NDPI」)およびノムラ・インターナショナルplc(「NIplc」)は、商品先物取引委員会および米国先物取引委員会にスワップ・ディーラーとして登録されています。NGFP、NDPIおよびNIplcは、通常業務として、先物およびデリバティブ商品のトレーディングに従事しており、いずれの商品も本レポートの対象となることがあります。

本レポートに記載されている執筆者は特に断りがない限り、リサーチ・アナリストです。ノムラ・インターナショナルplcの一部のリサーチ・レポートに記載されている産業スペシャリスト(Industry Specialist)は、調査対象セクターに関するセールスおよびトレーディング業務にあたる従業員です。産業スペシャリストは、氏名が記載されているレポートの内容にはいかなる形でも関与しておりません。

## 評価の分布

野村の株式リサーチのグローバルでの評価の分布は以下のとおりとなっています。45%が法令で定められたBuyレーティング、このBuyの企業の中で42%が野村の投資銀行業務の顧客です。44%が法令で定められたHoldレーティングで、このHoldレーティングの企業の中で54%が野村の投資銀行業務の顧客です。11%が法令で定められたSellレーティング(野村ではReduce)、このSellの企業の中で26%が野村の投資銀行業務の顧客です。(2014年03月31日 現在)  
野村グループの説明は、ディスクレイマーの冒頭をご参照ください。

## 野村のレーティングシステム

### ・欧州、中東、アフリカ、米国、ラテンアメリカ、日本を含むアジア(2013年10月21日以降)

レーティングシステムは、マネジメントによる一定の裁量の下、ベンチマークに対する個別企業の予想パフォーマンスを表す相対システムです。アナリストの目標株価は、現時点での株式の内在妥当価値の評価です。目標株価の計算方法は、ディスカウント・キャッシュフロー、期待ROE、相対評価等を含み、アナリストが定義します。アナリストは、(目標株価-株価)/株価として定義された、目標株価までの予想アップサイド/ダウンサイドに言及することもあります。

#### 「個別企業」

- 1またはBuy = 当該銘柄の今後12ヶ月間におけるパフォーマンスが、ベンチマークを上回るとアナリストが予想する場合
- 2またはNeutral = 当該銘柄の今後12ヶ月間におけるパフォーマンスが、ベンチマーク並みとアナリストが予想する場合
- 3またはReduce = 当該銘柄の今後12ヶ月間におけるパフォーマンスが、ベンチマークを下回るとアナリストが予想する場合
- レーティング保留(Suspended) = 法令や社内規定などにより、一時的にレーティング、目標株価および業績予想を保留する場合。
- Not ratedまたは未付与 = 野村のレギュラーカバーの対象ではありません。

ベンチマークは、以下の通りです。米国・欧州・日本を除くアジア: 個別企業の評価方法のベンチマークをご参照ください。

<http://go.nomuranow.com/research/globalresearchportal>にあるディスクロージャーをご覧ください。グローバル・エマージング市場(除くアジア): 評価方法に別途記載がない限りMSCIエマージング市場(除くアジア)。日本: Russell/Nomura Large Cap

#### 「セクター」

- 強気(Bullish) = 当該セクターの今後12ヶ月間におけるパフォーマンスが、ベンチマークを上回るとアナリストが予想する場合
- 中立(Neutral) = 当該セクターの今後12ヶ月間におけるパフォーマンスが、ベンチマーク並みとアナリストが予想する場合
- 弱気(Bearish) = 当該セクターの今後12ヶ月間におけるパフォーマンスが、ベンチマークを下回るとアナリストが予想する場合
- Not ratedまたはN/A = 当該セクターにレーティングがない場合

ベンチマークは、以下の通りです。米国: S&P500、欧州: ダウ・ジョーンズSTOXX®600、グローバル・エマージング市場: MSCIエマージング市場(除くアジア)。日本を含むアジア: セクターレーティングがありません。

### ・日本を含むアジア(2013年10月20日以前)

投資判断は、絶対評価に基づいており、(目標株価-現在の株価)/現在の株価に一部の裁量を加えて行っております。多くの場合、目標株価は、ディスカウント・キャッシュフローや相対比較などによる今後12ヶ月の本質的な価値と一致します。

### 「個別企業」

1またはBuy = 当該銘柄の12ヶ月間の目標株価が現在の株価を15%以上上回ると判断する場合

2またはNeutral = 当該銘柄の12ヶ月間の目標株価と現在の株価の差が-5%~15%未満の範囲内にあると判断する場合

3またはReduce = 当該銘柄の12ヶ月間の目標株価が現在の株価を5%以上下回ると判断する場合

レーティング保留(Suspended) = 法令や、投資銀行業務に関連する社内規定および地政学リスク・異常事態等にもなう市場の混乱などにより、一時的にレーティングおよび目標株価を保留する場合。

NR・未付与 = 野村のレギュラーカバーの対象ではありません。

### 「セクター」

強気(Bullish) = 当該セクターの構成銘柄の大半の投資判断が強気の場合、あるいは我々のカバレッジ銘柄の投資判断の加重平均が強気の場合

中立(Neutral) = 当該セクターの構成銘柄の大半の投資判断が中立の場合、あるいは我々のカバレッジ銘柄の加重平均の投資判断が中立の場合

弱気(Bearish) = 当該セクターの構成銘柄の大半の投資判断が弱気の場合、あるいは我々のカバレッジ銘柄の投資判断の加重平均が弱気の場合

### 目標株価

アナリストがレポートにおいて企業の目標株価に言及した場合、その目標株価はアナリストによる当該企業の業績予想に基づくものです。実際の株価は、当該企業の業績動向や、当該企業に関する市場や経済環境などのリスク要因により、目標株価に達しない可能性があります。

### ディスクレイマー

本資料は表紙の上部もしくは下部に記載されている野村の関連会社により作成されたもので、表紙などに従業員やその協力者が記載されている1社あるいは複数の野村の関連会社によって単独あるいは共同で作成された資料が含まれます。ここで使用する「野村グループ」は、野村ホールディングス、あるいはその関連会社または子会社を指し、また、1以上の野村グループ会社を指すこともあり、日本の野村證券(「NSC」)、英国のノムラ・インターナショナルplc(「NIplc」)、米国のノムラ・セキュリティーズ・インターナショナル・インク(「NSI」)、香港の野村国際(香港)(「NIHK」)、韓国のノムラ・フィナンシャル・インベストメント(韓国)(「NFIK」)(韓国金融投資協会(「KOFIA」)に登録しているアナリストの情報はKOFIAのイントラネット<http://dis.kofia.or.kr>でご覧いただけます)、シンガポールのノムラ・シンガポール・リミテッド(「NSL」)(登録番号 197201440E、シンガポール金融監督局に監督下にあります)、オーストラリアのノムラ・オーストラリア・リミテッド(「NAL」)(ABN 48 003 032 513)(オーストラリアのライセンス番号246412、オーストラリア証券投資委員会(「ASIC」)の監督下にあります)、インドネシアのP.T.ノムラ・インドネシア(「PTNI」)、マレーシアのノムラ・セキュリティーズ・マレーシアSdn. Bhd.(「NSM」)、台湾のNIHK 台北支店(「NITB」)、インドのノムラ・フィナンシャル・アドバイザリー・アンド・セキュリティーズ(インド)プライベート・リミテッド(「NFASL」)、(登録住所: Ceejay House, Level 11, Plot F, Shivsagar Estate, Dr. Annie Besant Road, Worli, Mumbai- 400 018, India; 電話: +91 22 4037 4037、ファックス: +91 22 4037 4111; CIN番号: U74140MH2007PTC169116、SEBI登録番号: BSE INB011299030、NSE INB231299034、INF231299034、INE 231299034、MCX: INE261299034)、スペインのNIplc マドリード支店(「NIplc, Madrid」)が含まれます。リサーチ・レポートの表紙のアナリスト名の横に記載された「CNSタイランド」の記載は、タイのキャピタル・ノムラ・セキュリティーズ・パブリック・カンパニー・リミテッド(「CNS」)に雇用された当該アナリストが、リサーチ・アシスタント・アグリーメントに基づき、NSLにリサーチ・アシスタントのサービスを行っていることを示しています。CNSは野村グループの関連会社ではありません。

本資料は、(i)お客様自身のための情報であり、投資勧誘を目的としたものではなく、(ii)証券の売却の申込みあるいは証券購入の勧誘が認められていない地域における当該行為を意図しておらず、かつ(iii)信頼できると判断されるが野村グループによる独自の確認は行っていない情報源に基づいております。

野村グループは、本資料の正確性、完全性、信頼性、適切性、特定の目的に対する適性、譲渡可能性を表明あるいは保証いたしません。また、本資料および関連データの利用の結果として行われた行為(あるいは行わないという判断)に対する責任を負いません。これにより、野村グループによる全ての保証とその他の言質は許容可能な最大の範囲まで免除されます。野村グループは本情報の利用、誤用あるいは配布に対して一切の責任を負いません。

本資料中の意見または推定値は本資料に記載されている発行日におけるものであり、本資料中の意見および推定値を含め、情報は予告なく変わることがあります。野村グループは本資料を更新する義務を負いません。本資料中の論評または見解は執筆者のものであり、野村グループ内の他の関係者の見解と一致しない場合があります。お客様は本資料中の助言または推奨が各自の個別の状況に適しているかどうかを検討する必要があります。また、必要に応じて、税務を含め、専門家の助言を仰ぐことをお勧めいたします。野村グループは税務に関する助言を提供していません。

野村グループ、その執行役、取締役、従業員は、関連法令、規則で認められている範囲内で、本資料中で言及している発行体の証券、商品、金融商品、またはそれらから派生したオプションやその他のデリバティブ商品、および証券について、自己勘定、委託、その他の形態による取引、買持ち、売持ち、あるいは売買を行う場合があります。また、野村グループ会社は発行体の金融商品の(英国の適用される規則の意味する範囲での)マーケットメーカーあるいはリクイディティ・プロバイダーを務める場合があります。マーケットメーカー活動が米国あるいはその他の地域における諸法令および諸規則に明記された定義に従って行われる場合、発行体の開示資料においてその旨が別途開示されます。

本資料はスタンダード・アンド・プアーズなどの格付け機関による信用格付けを含め、第三者から得た情報を含む場合があります。当該第三者の書面による事前の許可がない限り、第三者が関わる内容の複製および配布は形態の如何に関わらず禁止されております。第三者である情報提供者は格付けを含め、いずれの情報も正確性、完全性、適時性あるいは利用可能性を保証しておらず、原因が何であれ、(不注意あるいは他の理由による)誤りあるいは削除、または当該内容の利用に起因する結果に対する一切の責任を負いません。第三者である情報提供者は、譲渡可能性あるいは特定の目的または利用への適性の保証を含め(ただしこれに限定されない)、明示的あるいは暗黙の保証を行っていません。第三者である情報提供者は格付けを含め、提供した情報の利用に関連する直接的、間接的、偶発的、懲罰的、補償的、罰則的、特別あるいは派生的な損害、費用、経費、弁護士料、損失コスト、費用(損失収入または利益、機会コストを含む)に対する責任を負いません。信用格付けは意見の表明であり、事実または証券の購入、保有、売却の推奨を表明するものではありません。格付けは証券の適合性あるいは投資目的に対する証券の適合性を扱うものではなく、投資に関する助言として利用することはお控えください。

本資料中に含まれるMSCIから得た情報はMSCI Inc. (「MSCI」)の独占的財産です。MSCIによる事前の書面での許可がない限り、当該情報および他のMSCIの知的財産の複製、再配布あるいは指数などのかかる金融商品の作成における利用は認められません。当該情報は現状の形で提供されています。利用者は当該情報の利用に関わるすべてのリスクを負います。これにより、MSCI、その関連会社または当該情報の計算あるいは編集に関与あるいは関係する第三者は当該情報のすべての部分について、独創性、正確性、完全性、譲渡可能性、特定の目的に対する適性に関する保証を明確に放棄いたします。前述の内容に限定することなく、MSCI、その関連会社、または当該情報の計算あるいは編集に関与あるいは関係する第三者はいかなる種類の損失に対する責任をいかなる場合にも一切負いません。MSCIおよびMSCI指数はMSCIおよびその関連会社のサービス商標です。

Russell/Nomura 日本株インデックスは、野村証券株式会社が公表している指数で、その知的財産権は野村証券株式会社及びRussell Investments に帰属します。なお、野村証券株式会社及びRussell Investments は、当インデックスの正確性、完全性、信頼性、有用性を保証するものではなく、インデックスの利用者およびその関連会社が当インデックスを用いて行う事業活動・サービスに関し一切責任を負いません。

本資料は投資家のお客様にとって投資判断を下す際の諸要素のうちの一つにすぎないとお考え下さい。また、本資料は、直接・間接を問わず、投資判断に伴う全てのリスクについて検証あるいは提示しているのではないことをご了解ください。野村グループは、ファンダメンタル分析、定量分析、短期でのトレーディング・アイデア等、異なるタイプの数々のリサーチ商品を提供しております。また、時間軸の捉え方や分析方法の違い等により、リサーチのタイプによって推奨が異なる場合があります。野村グループは野村グループのポータル・サイト上へのリサーチ商品の掲載および/あるいはお客様への直接的な配布を含め、様々な方法によってリサーチ商品を発表しております。調査部門が個々のお客様の要望に応じて提供する商品およびサービスはお客様の属性によって異なる場合があります。米国外のお客様は、<http://go.nomuranow.com/equities/tradingideas/retina/>にて、ノムラ・リサーチ・トレーディング・アイデア・プラットフォーム(Retina)をご覧ください。

当レポートに記載されている数値は過去のパフォーマンスあるいは過去のパフォーマンスに基づくシミュレーションに言及したものである場合があり、将来のパフォーマンスを示唆するものとして信頼できるものではありません。情報に将来のパフォーマンスに関する示唆が含まれている場合、係る予想は将来のパフォーマンスを示唆するものとして必ずしも信頼できるものではありません。また、シミュレーションはモデルと想定 of 簡略化に基づいて行われており、想定が過度に簡略化され、将来のリターン分布を反映していない場合があります。

特定の証券は、その価値または価格、あるいはそこから得られる収益に悪影響を及ぼし得る為替相場変動の影響を受ける場合があります。本資料に記載された証券は米国の1933年証券法に基づく登録が行われていない場合があります。係る場合、1933年証券法に基づく登録が行われる、あるいは当該登録義務が免除されていない限り、米国内で、または米国人を対象とする購入申込みあるいは売却はできません。準拠法が他の方法を認めていない限り、いかなる取引もお客様の地域にある野村の関連会社を通じて行う必要があります。

本資料は、Nipicにより英国および欧州経済領域内において投資リサーチとして配布することを認められたものです。Nipicは、英国のブルーデンス規制機構によって認可され、英国の金融行為監督機構とブルーデンス規制機構の規制を受けています。Nipicはロンドン証券取引所会員です。本資料は、英国の適用される規則の意味する範囲での個人的な推奨を成すものではなく、あるいは個々の投資家の特定の投資目的、財務状況、ニーズを勘案したものではありません。本資料は、英国の適用される規則の目的のために「適格カウンターパーティ」あるいは「専門的顧客」である投資家のみを対象にしたもので、したがって、当該目的のために「個人顧客」である者への再配布は認められておりません。本資料は、香港証券先物委員会の監督下にあるNIHKによって、香港での配布が認められたものです。本資料は、オーストラリアでASICの監督下にあるNALによってオーストラリアでの配布が認められたものです。また、本資料はNSMによってマレーシアでの配布が認められています。シンガポールにおいては、本資料はNSLにより配布されました。NSLは、証券先物法(第289条)で定義されるところの認定投資家、専門的投資家もしくは機関投資家ではない者に配布する場合、海外関連会社によって発行された証券、先物および為替に関わる本資料の内容について、法律上の責任を負います。シンガポールにて本資料の配布を受けたお客様は本資料から発生した、もしくは関連する事柄につきましてはNSLにお問い合わせください。本資料は米国においては1933年証券法のレギュレーションSの条項で禁止されていない限り、米国登録ブローカー・ディーラーであるNSIIにより配布されます。NSIIは1934年証券取引所法規則15a-6に従い、その内容に対する責任を負っております。

野村サウジアラビア、Nipic、あるいは他の野村グループ関連会社はサウジアラビア王国(「サウジアラビア」)での(資本市場庁が定めるところの、)「オーソライズド・パーソンズ」、「エグゼンプト・パーソンズ」、または「インスティテューションズ」以外の者への本資料の配布、アラブ首長国連邦(「UAE」)においては、(ドバイ金融サービス機構が定めるところの、)「専門的顧客」以外の者への配布、また、カタール国の(カタール金融センター規制機構が定めるところの、)「マーケット・カウンターパーティー」、または「ビジネス・カスタマーズ」以外の者への配布を認めておりません。サウジアラビアにおいては、「オーソライズド・パーソンズ」、「エグゼンプト・パーソンズ」、または「インスティテューションズ」以外の者、UAEの「専門的顧客」以外の者、あるいはカタールの「マーケット・カウンターパーティー」、または「ビジネス・カスタマーズ」以外の者を対象に本資料ならびにそのいかなる複製の作成、配信、配布を行うことは直接・間接を問わず、係る権限を持つ者以外が行うことはできません。本資料を受け取ることは、サウジアラビアに居住しないか、または「オーソライズド・パーソンズ」、「エグゼンプト・パーソンズ」、または「インスティテューションズ」であることを意味し、UAEにおいては「専門的顧客」、カタールにおいては「マーケット・カウンターパーティー」、または「ビジネス・カスタマーズ」であることを表明であり、この規定の順守に同意することを意味いたします。この規定に従わないと、サウジアラビア、UAE、あるいはカタールの法律に違反する行為となる場合があります。

本資料のいかなる部分についても、野村グループ会社から事前に書面で同意を得ることなく、(i)その形態あるいは方法の如何にかかわらず複製する、あるいは(ii)配布することを禁じます。本資料が、電子メール等によって電子的に配布された場合には、情報の傍受、変造、紛失、破壊、あるいは遅延もしくは不完全な状態での受信、またはウィルスへの感染の可能性があることから、安全あるいは誤りがない旨の保証は致しかねます。従いまして、送信者は電子的に送信したために発生する可能性のある本資料の内容の誤りあるいは欠落に対する責任を負いません。確認を必要とされる場合には、印刷された文書をご請求下さい。

### 日本で求められるディスクレイマー

当社で取り扱う商品等へのご投資には、各商品等に所定の手数料等(国内株式取引の場合は約定代金に対して最大1.404%(税込み)(20万円以下の場合、2,808円(税込み))の売買手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された購入時手数料(換金時手数料)および運用管理費用(信託報酬)等の諸経費、等)をご負担いただく場合があります。また、各商品等には価格の変動等による損失が生じるおそれがあります。商品ごとに手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、等をよくお読みください。

国内株式(国内REIT、国内ETF、国内ETNを含む)の売買取引には、約定代金に対し最大1.404%(税込み)(20万円以下の場合2,808円(税込み))の売買手数料をいただきます。国内株式を相対取引(募集等を含む)によりご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。ただし、相対取引による売買においても、お客様との合意に基づき、別途手数料をいただくことがあります。国内株式は株価の変動により損失が生じるおそれがあります。国内REITは運用する不動産の価格や収益力の変動により損失が生じるおそれがあります。国内ETFは運動する指数等の変動により損失が生じるおそれがあります。

外国株式の売買取引には、売買金額(現地約定金額に現地手数料と税金等を買いの場合には加え、売りの場合には差し引いた額)に対し最大1.026%(税込み)(売買代金が75万円以下の場合最大7,668円(税込み))の国内売買手数料をいただきます。外国の金融商品市場での現地手数料や税金等は国や地域により異なります。外国株式を相対取引(募集等を含む)によりご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。ただし、相対取引による売買においても、お客様との合意に基づき、別途手数料をいただくことがあります。外国株式は株価の変動および為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

信用取引には、売買手数料(約定代金に対し最大1.404%(税込み)(20万円以下の場合2,808円(税込み)))、管理費および権利処理手数料をいただきます。加えて、買付の場合、買付代金に対する金利を、売付の場合、売付け株券等に対する貸株料および品貸料をいただきます。委託保証金は、売買代金の30%以上で、かつ30万円以上の額が必要です。信用取引では、委託保証金の約3.3倍までのお取引を行うことができるため、株価の変動により委託保証金の額を上回る損失が生じるおそれがあります。詳しくは、上場有価証券等書面、契約締結前交付書面、等をよくお読みください。

CBの売買取引には、約定代金に対し最大1.08%(税込み)(4,320円に満たない場合は4,320円(税込み))の売買手数料をいただきます。CBを相対取引(募集等を含む)によりご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。ただし、相対取引による売買においても、お客様との合意に基づき、別途手数料をいただくことがあります。CBは転換もしくは新株予約権の行使対象株式の価格下落や金利変動等によるCB価格の下落により損失が生じるおそれがあります。加えて、外貨建てCBは、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

債券を募集・売出し等その他、当社との相対取引によってご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。債券の価格は市場の金利水準の変化に対応して変動しますので、損失が生じるおそれがあります。また、発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに関する外部評価の変化等により、投資元本を割り込むことがあります。加えて、外貨建て債券は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

個人向け国債を募集によりご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。個人向け国債は発行から1年間、原則として中途換金はできません。個人向け国債を中途換金する際、原則として次の算式によって算出される中途換金調整額が、売却される額面金額に経過利子を加えた金額より差し引かれます。(変動10年:直前2回分の各利子(税引前)相当額 $\times$ 0.79685、固定5年、固定3年:2回分の各利子(税引前)相当額 $\times$ 0.79685)

物価連動国債を募集・売出し等その他、当社との相対取引によって購入する場合は、購入対価のみをいただきます。当該商品の価格は市場の金利水準及び全国消費者物価指数の変化に対応して変動しますので、損失が生じるおそれがあります。

投資信託のお申込み(一部の投資信託はご換金)にあたっては、お申込み金額に対して最大5.4%(税込み)の購入時手数料(換金時手数料)をいただきます。また、換金時に直接ご負担いただく費用として、換金時の基準価額に対して最大2.0%の信託財産留保額をご負担いただく場合があります。投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用として、国内投資信託の場合には、信託財産の純資産総額に対する運用管理費用(信託報酬)(最大5.4%(税込み・年率))のほか、運用成績に応じた成功報酬をご負担いただく場合があります。また、その他の費用を間接的にご負担いただく場合があります。外国投資信託の場合も同様に、運用会社報酬等の名目で、保有期間中に間接的にご負担いただく費用があります。

投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とするため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により基準価額が変動します。従って損失が生じるおそれがあります。投資信託は、個別の投資信託ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。また、上記記載の手数料等の費用の最大値は今後変更される場合がありますので、ご投資にあたっては目論見書や契約締結前交付書面をよくお読みください。

金利スワップ取引、及びドル円ベース・スワップ取引(以下、金利スワップ取引等)にあたっては、所定の支払日における所定の「支払金額」のみお支払いいただきます。金利スワップ取引等には担保を差入れていただく場合があります。取引額は担保の額を超える場合があります。担保の額は、個別取引により異なりますので、担保の額及び取引の額の担保に対する比率を事前に示すことはできません。金利スワップ取引等は金利、通貨等の金融市場における相場その他の指標にかかる変動により、損失が生じるおそれがあります。また、上記の金融市場における相場変動により生じる損失が差入れていただいた担保の額を上回る場合があります。また追加で担保を差入れていただく必要が生じる場合があります。お客様と当社で締結する金利スワップ取引等と「支払金利」(又は「受取金利」)以外の条件を同一とする反対取引を行った場合、当該金利スワップ取引等の「支払金利」(又は「受取金利」と、当該反対取引の「受取金利」(又は「支払金利」と)には差があります。商品毎にリスクは異なりますので、契約締結前交付書面やお客様向け資料をよくお読みください。

クレジット・デフォルト・スワップ(CDS)取引を当社と相対でお取引いただく場合は手数料をいただきません。CDS取引を行なうにあたっては、弊社との間で合意した保証金等を担保として差し入れ又は預託していただく場合があります。取引額は保証金等の額を超える場合があります。保証金等の額は信用度に応じて相対で決定されるため、当該保証金等の額、及び、取引額の当該保証金等の額に対する比率をあらかじめ表示することはできません。CDS取引は参照組織の一部又は全部の信用状況の変化や、あるいは市場金利の変化によって市場価値が変動し、当該保証金等の額を超えて損失が生じるおそれがあります。信用事由が発生した場合にスワップの買い手が受取る金額は、信用事由が発生するまでに支払う金額の総額を下回る場合があります。また、スワップの売り手が信用事由が発生した際に支払う金額は、信用事由が発生するまでに受取った金額の総額を上回る可能性があります。他の条件が同じ場合に、スワップの売りの場合に受取る金額と買いの場合に支払う金額には差があります。CDS取引は、原則として、金融商品取引業者や、あるいは適格機関投資家等の専門的な知識を有するお客様に限定してお取り扱いしています。

有価証券や金銭のお預かりについては料金をいただきません。証券保管振替機構を通じて他の証券会社へ株式等を移管する場合には、数量に応じて、移管する銘柄ごとに10,800円(税込み)を上限額として移管手数料をいただきます。

## 野村證券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商) 第142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

野村グループは法令順守に関する方針および手続き(利益相反、チャイニーズ・ウォール、守秘義務に関する方針を含むがそれに限定されない)やチャイニーズ・ウォールの維持・管理、社員教育を通じてリサーチ資料の作成に関わる相反を管理しています。

ご要望に応じて追加情報を提供いたします。ディスクロージャー情報については下記のサイトをご参照ください。

<http://go.nomuranow.com/research/globalresearchportal/pages/disclosures/disclosures.aspx>

Copyright © 2014 Nomura Securities Co., Ltd.. All rights reserved.