



【我が国金融業の中長期的な在り方に関するワーキング・グループ説明資料】

地域金融の課題と対応

2011年10月28日

シティグループ証券株式会社

株式調査部

野崎 浩成、CFA

シティグループ証券株式会社
東京都千代田区丸の内一丁目5番1号
新丸の内ビルディング

アナリスト・サーティフィケーション、重要な開示事項、米国以外のリサーチアナリストに関する開示事項については、
Appendix A-1 をご参照ください。

Citi Investment Research & Analysisは、シティグループ・グローバル・マーケッツ・インク(以下「弊社」といいます)の一部門です。弊社は、そのリサーチ・レポート中でカバーされている企業と取引をしている又は今後取引をすることがあります。よって、投資家の皆様は、弊社が、本レポートの客観性に影響を与える可能性がある利益相反関係にある場合があることを、ご了解ください。投資家の皆様は、本レポートが、投資を決定する際の要素の一つとしてのみ考慮されるべきであることに、ご留意ください。

本日の説明趣旨

▶ 本日のポイント

- ◇ 顧客ニーズとの需給ギャップ
- ◇ 需給ギャップに係る地域金融機関の課題
- ◇ 再編に係る問題認識と基本的考え方
- ◇ 課題克服のための施策

▶ 具体的な内容

- ◇ 環境認識～市場の見方、財務的評価
- ◇ 問題点～需給ギャップの背景
- ◇ 対応策～問題克服のヒント
- ◇ 再編に係る考察
- ◇ その他

- ✓ 低下する市場の関心
- ✓ 事業リスクの変化と問題
- ✓ 需給ギャップの要因分析
 - ◇ ミドルリスク市場への期待と失望
 - ◇ 人事政策の歪み
 - ◇ サービス提供能力の限界
 - ◇ 先入観
- ✓ 需給ギャップ解消のためのヒント
- ✓ 再編への期待と問題点

★ 我が国金融機関に対する市場の評価

邦銀全体に対する見方

金融機関時価総額ランキング

| 1989年末 | | 百万ドル | |
|--------|-----------------|------|---------|
| 会社名 | 国名 | 時価総額 | |
| 1 | 日本興業銀行 | 日本 | 104,162 |
| 2 | 住友銀行 | 日本 | 71,932 |
| 3 | 富士銀行 | 日本 | 67,810 |
| 4 | 三菱銀行 | 日本 | 63,603 |
| 5 | 第一勧業銀行 | 日本 | 62,256 |
| 6 | 三和銀行 | 日本 | 53,592 |
| 7 | 野村證券 | 日本 | 46,751 |
| 8 | 日本長期信用銀行 | 日本 | 43,293 |
| 9 | 東海銀行 | 日本 | 35,286 |
| 10 | 三井銀行 | 日本 | 34,914 |
| 11 | 太陽神戸銀行 | 日本 | 28,159 |
| 12 | 三井信託銀行 | 日本 | 27,514 |
| 13 | 東京銀行 | 日本 | 26,950 |
| 14 | 住友信託銀行 | 日本 | 24,389 |
| 15 | 東京海上火災保険 | 日本 | 22,239 |
| 16 | 三菱地所 | 日本 | 21,995 |
| 17 | 日本債券信用銀行 | 日本 | 21,879 |
| 18 | Allianz AG Hldg | ドイツ | 21,492 |
| 19 | 大和証券 | 日本 | 20,791 |
| 20 | 日興証券 | 日本 | 19,480 |

出所: S&P Global Equity Indices, CIRA

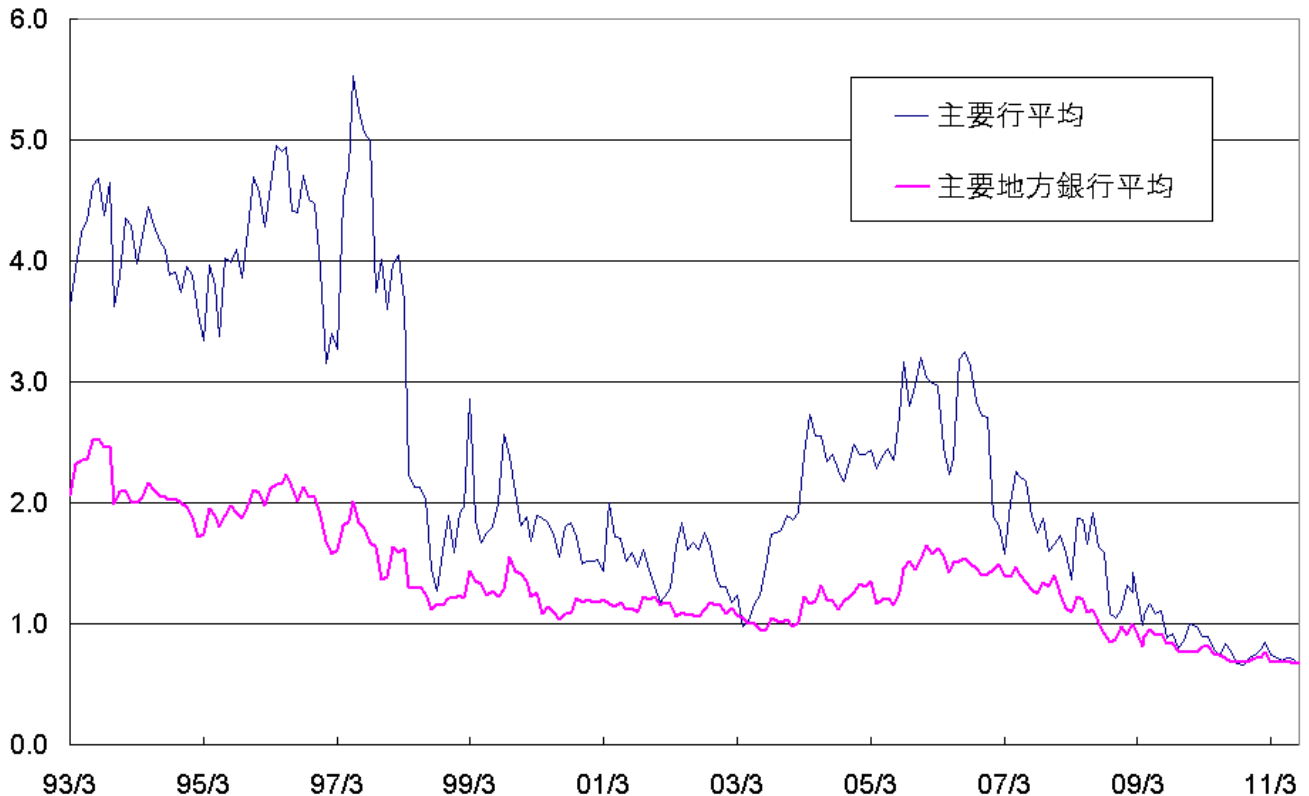
| 2011年8月末 | | | |
|----------|----------------------------|------|---------|
| 会社名 | 国名 | 時価総額 | |
| 1 | ICBC | 中国 | 209,043 |
| 2 | China Construction Bank | 中国 | 177,960 |
| 3 | HSBC | 英国 | 141,111 |
| 4 | Wells Fargo | 米国 | 130,359 |
| 5 | Agricultural Bank of China | 中国 | 130,306 |
| 6 | Bank of China | 中国 | 129,368 |
| 7 | JP Morgan Chase | 米国 | 127,889 |
| 8 | Itaú Unibanco | ブラジル | 75,418 |
| 9 | Commonwealth Bank | 豪州 | 72,484 |
| 10 | Bank of America | 米国 | 71,447 |
| 11 | Banco Santander | スペイン | 65,336 |
| 12 | Bradesco | ブラジル | 63,375 |
| 13 | Westpac Banking Corp | 豪州 | 60,845 |
| 14 | MUFG | 日本 | 60,706 |
| 15 | Sberbank RF | ロシア | 58,913 |
| 16 | Goldman Sachs | 米国 | 52,876 |
| 17 | ANZ | 豪州 | 52,681 |
| 18 | National Australia Bank | 豪州 | 50,750 |
| 19 | Standard Chartered | 英国 | 49,728 |
| 20 | UBS | スイス | 47,790 |

出所: CIRA

- 失われた20年におけるバランスシート調整
- ROA、ROEの致命的な低さ
- フランチャイズ(国内)成長性の欠如
- 株主利益追求と公共性追求のインバランス

地域金融機関に対する見方

株価純資産倍率の推移(倍)



注1: 主要行平均は、みずほフィナンシャルグループ、三菱UFJフィナンシャル・グループ、三井住友フィナンシャルグループ、りそなホールディングス、三井住友トラストホールディングスの時価総額加重平均で、再編前データは統合前上場銀行のデータを用いた。

注2: 主要地方銀行平均は、千葉銀行、横浜銀行、静岡銀行、常陽銀行、ふくおかフィナンシャルグループの時価総額加重平均。

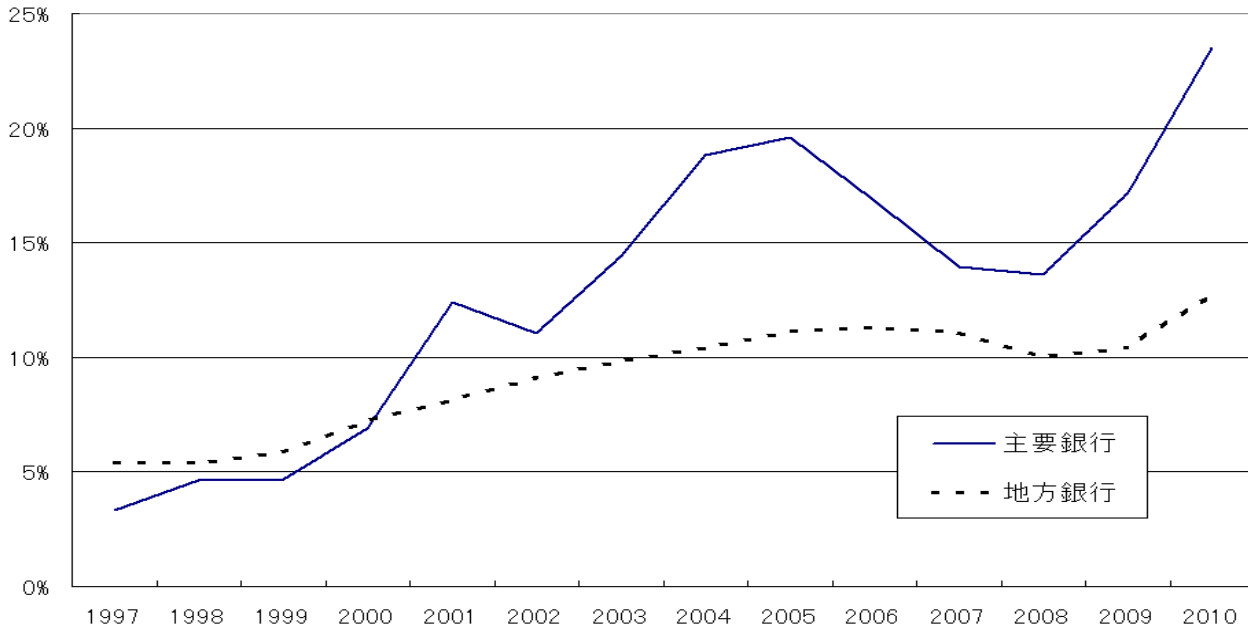
出所: CIRA

- 株価の安定性は主要行に比べ高い
- 低成長、低収益体質である
- 再編に対する強い期待は存在していたが……

★ 地域金融機関の財務特性と問題

信用リスクから市場リスクへの傾斜

貸出および有価証券残高に占める国債の割合



その他業務利益(特定取引利益を含む)の変動幅(10億円)

| | 大手行 | 地銀 | 全国銀行 |
|---------|---------|--------|---------|
| 平均 | 846.9 | 47.8 | 894.6 |
| 標準偏差 | 274.1 | 247.8 | 424.9 |
| +1σ | 1,121.0 | 295.6 | 1,319.5 |
| -1σ | 572.8 | -200.1 | 469.8 |
| 標準偏差/平均 | 32% | 519% | 47% |

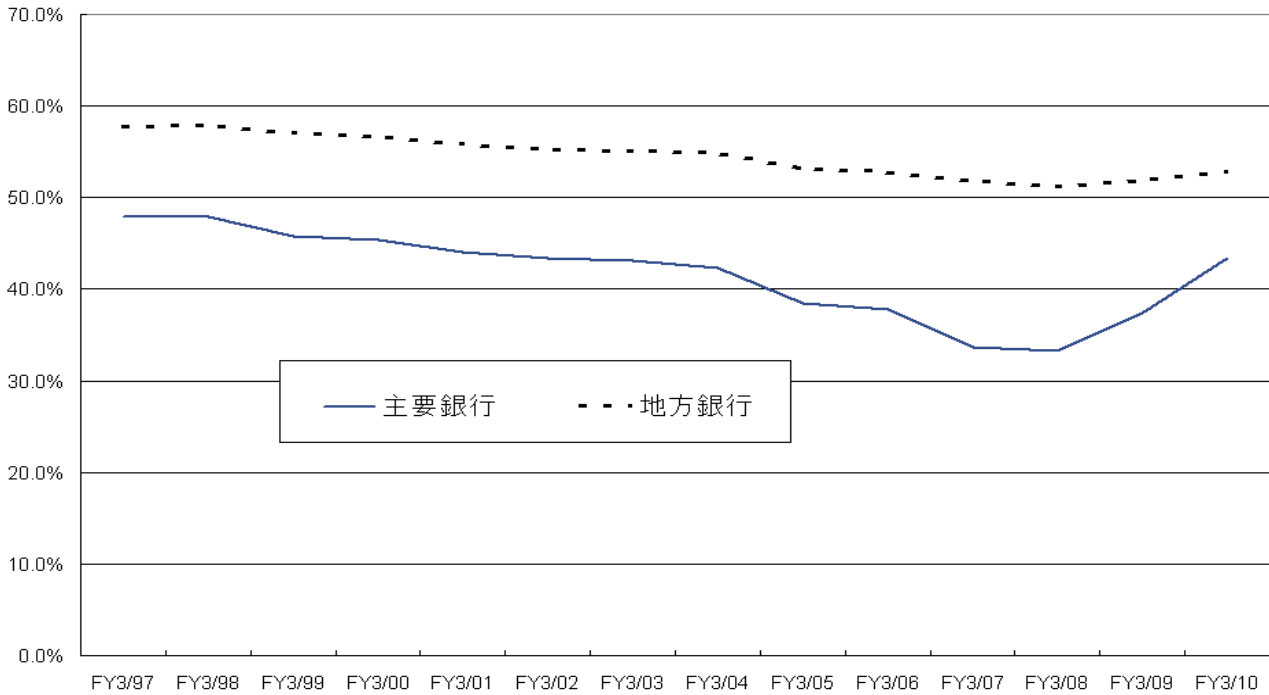
出所: 全国銀行協会、CIRA

- 信用リスクを収益源とする機会の減少
- 金利リスクマネジメントの重要性高まる
- ALMについての疑問

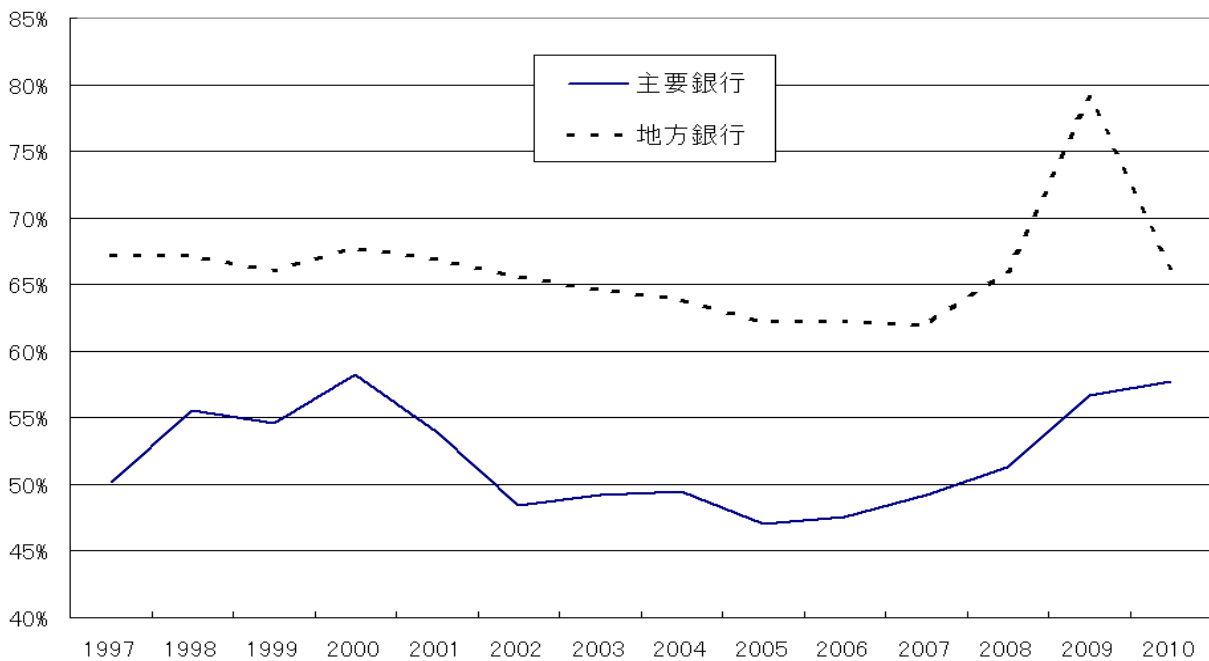
(例) 住宅ローンの変動シフトへの危機感

相対的に労働集約的なコスト構造

経費に占める人件費の割合



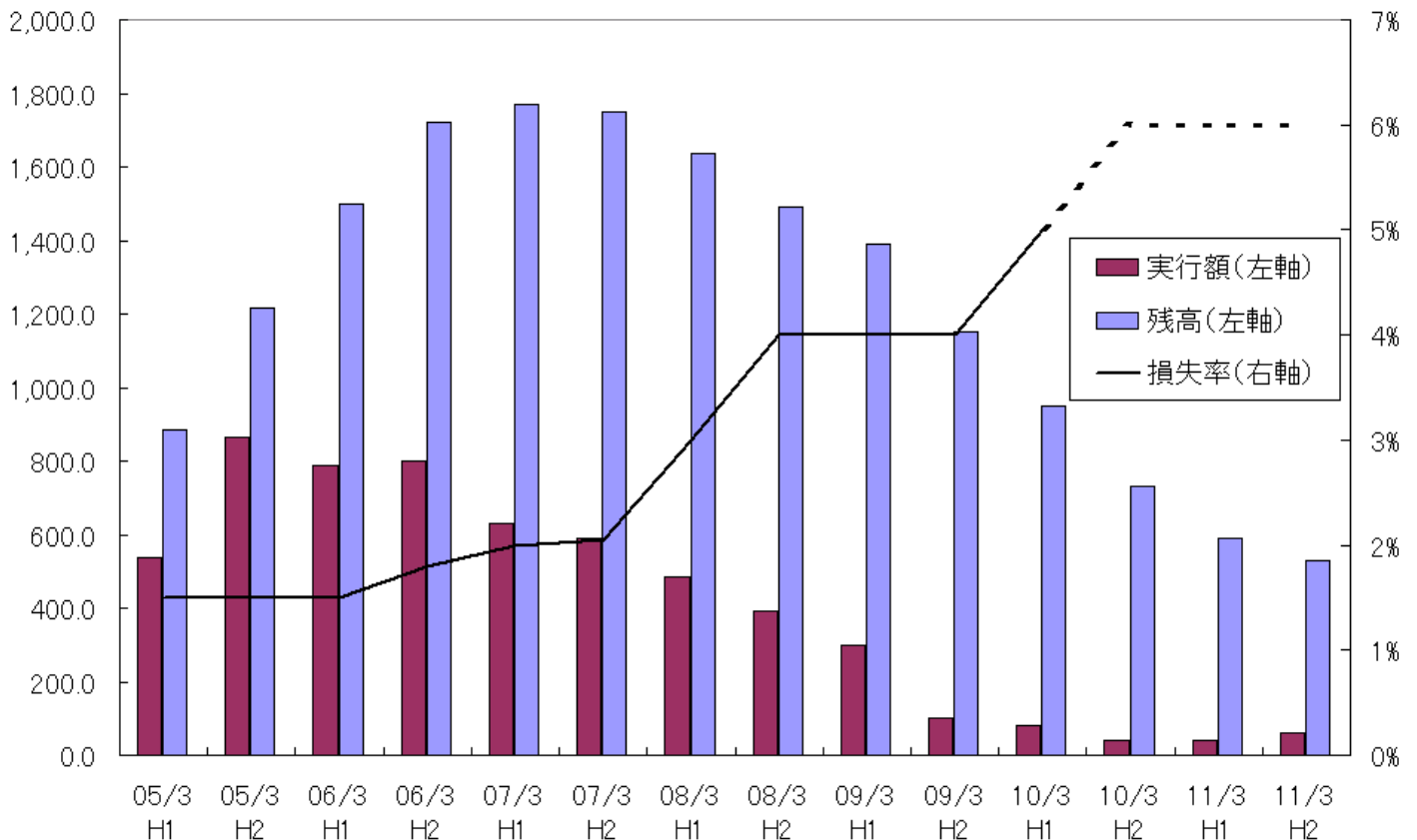
粗利経費率



★ 我が国国内銀行業務の需給ギャップ

経済合理性に起因すると思われるもの

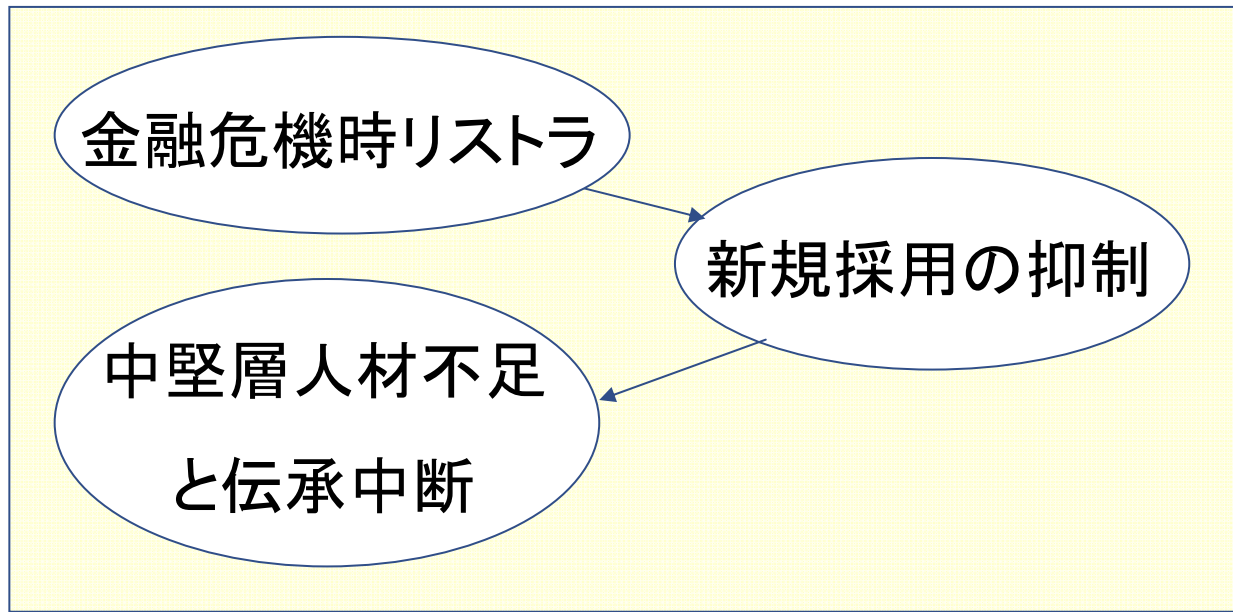
三井住友銀行のビジネスセレクト・ローン推移(10億円)



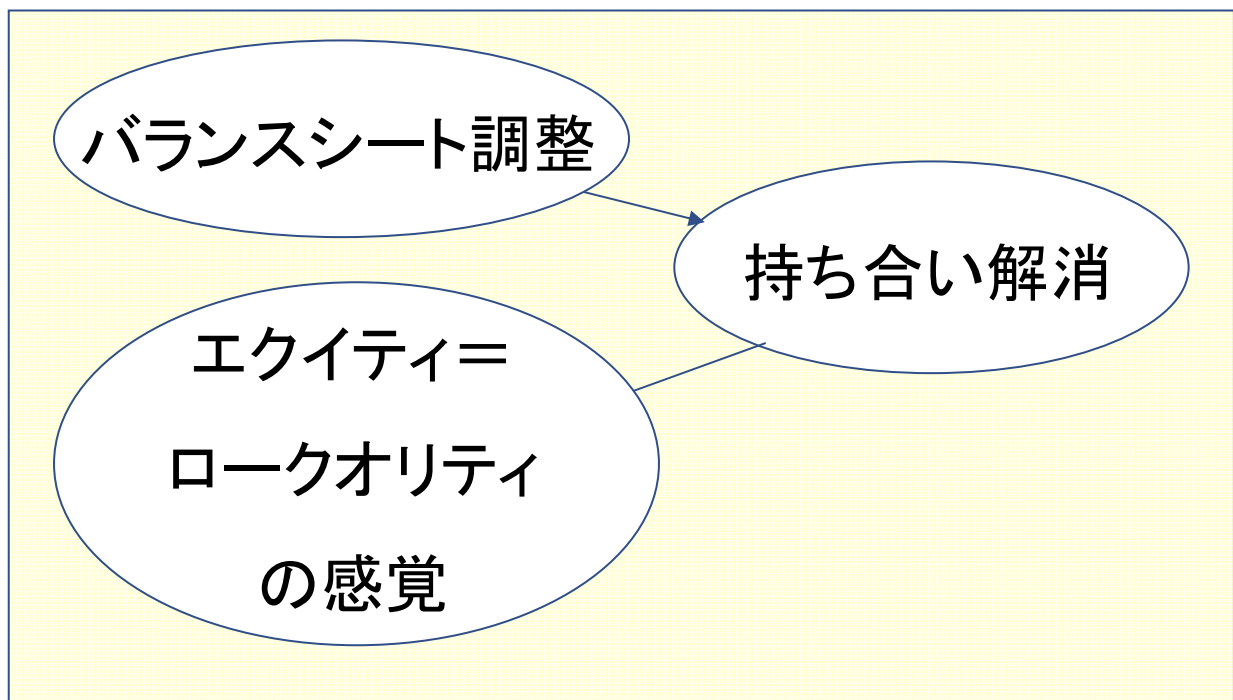
注: 計数は銀行への取材に基づくCIRAの推定であり、特に点線部分は推測
出所: CIRA

- トランザクショナル的なアプローチでの限界
- リレバンで情報の非対称性がどの程度改善するか
- ハイリスク・ローリターンへの対応方法は

過去の経営戦略や人事戦略に起因すると思われるもの
インデプスな目利きと技術伝承



エクイティに対する抵抗感？



経営基盤・能力に起因すると思われるもの

アジア進出支援の実績と課題

| 銀行名 | 支援内容 | 企業ニーズ | 充足されたニーズ | 残された課題 |
|-------------|----------------------------------|--|---|---|
| 1 三井住友銀行 | 瀋陽での新規出店支援 | 現地法人設立、投資・小売環境に関する情報、労務管理。 | 現地支店、本部アドバイザー部署が小売関連情報を提供。決済サービスの提案、中国人材サービス会社紹介を通じた労務管理ニーズへの対応。 | 取引先が中国に複数出店する場合に、外貨管理局の海外資金管理権が地域ごとに異なり、広域の金融サービス提供が困難。 |
| 2 三井住友銀行 | FTA・EPA、特恵関税を通じた取引先企業の物流・関税コスト削減 | ASEAN製造拠点でのFTA・EPAを活用した経営戦略。 | 現地支店、本部アドバイザー部署が関連情報を提供。シンガポールでの保税区域に関する情報提供、シンガポールでの原産地証明取得方法のアドバイス実施。 | 取引先企業は製品の品質等を踏まえて製造拠点を決定していることから、わが国で製造する製品について、わが国と他国のFTA・EPAをどのように活用していくか。 |
| 3 三菱東京UFJ銀行 | 海外進出企業の資金回収効率化支援 | 回収した資金の有効利用。営業所が預かった回収資金を、最寄り銀行に預けることが可能な仕組み(硬貨は受付困難)。 | 現地のCIMB NIAGAと提携して同行の拠点ネットワークを活用し、取引先営業所へ資金のピックアップおよびデリバリーを行える仕組みを構築(CIMB NIAGAとの協働により硬貨の取扱いも実現)。 | 硬貨種類の多さによるコスト高。 |
| 4 岩手銀行 | 県内地元企業の中国協力工場の買収支援 | 現地法人設立、中国政府の優遇制度・商標登録等に関するアドバイス、海外PL保険紹介。 | 三菱東京UFJ銀行(三菱UFJリサーチ&コンサルティング)との業務提携通じた情報提供。 | 資金調達ニーズが発生した場合の対応。 |
| 5 東邦銀行 | 海外進出企業への情報提供・資金調達支援(インド) | 進出先の法制度やインフラ、労務関連の情報提供、現地法人設立時の資金調達、進出先でのビジネスマッチング。 | 中国以外の国に関する情報が不足していたため、大使館やJETRO、インターネット、都内大手書店、メガバンク等から情報を収集し、インドに関する情報を提供。 | 海外の情報に関する質・内容の向上、現地での資金調達への対応。 |
| 6 東京都民銀行 | 上海での現地法人設立支援 | 取引先は海外展開経験なく、現地法人設立手続きから設立後の運営に係る留意点等のアドバイザーニーズ。 | アジア担当部署および現地法人によるコンサルティング・アドバイザー業務により支援(アドバイザー契約を締結し、現地法人設立・許認可取得手続き支援等を実施)。 | 営業開始後の税制、会計、雇用等の現地法人の運営に関する情報提供ニーズへの対応。 |
| 7 横浜銀行 | 中国進出企業への資金提供 | 中国国内での安定的な資金調達、人民元建ての借入、中国国内法制に係る情報提供。 | 親子ローン、オフショアローン、スタンドバイL/C等の代替手段により対応。 | 外債枠規制(オフショアからの外貨調達)により、貸出原資の確保が困難(中国国内でのドル調達は高コスト)。 |
| 8 北越銀行 | 現地進出に成功した取引先企業の紹介(ベトナム) | ベトナムでの工場設立に当たっての現地情報・ノウハウの収集等。 | 現地へ進出して成功を収めている企業を紹介。業種が異なり、利害関係もないことから現地情報・進出に関する実務ノウハウを得、現地における地元企業同士のコミュニティ作りへ貢献。 | 地方では、中国以外のアジア地域に係る情報(実務ノウハウ含む)が不足。 |
| 9 山梨中央銀行 | 中国への販路開拓支援 | 国内需要の低減に伴い、香港・中国での販路開拓を模索。 | 日本でも当該企業をフォローできる現地輸入企業を紹介。紹介に当たっては、日頃から現地輸入業者と情報交換等に努め、構築していたネットワークを活用。 | 当行の現地ネットワークだけでは限界がある。 |
| 10 百五銀行 | 中国進出企業の金融・資材等調達支援 | 取引先の中国現地法人における資金ニーズへの対応や、コストダウンの実現・現地調達率の向上 | 当行本部と地場銀行との連携体制の整備、製造業同士のBtoBを専門的に取り扱う日承情報企業との提携により中国のサプライヤー紹介。 | 現地の借入金利が高く、保証料を加えると多額の費用が発生すること。返済が困難となった場合、親子ローンによる返済ができないこと。ビジネスマッチングによる成約件数が少ないこと。 |
| 11 南都銀行 | 海外販路開拓支援(香港) | 香港、中国広東省、東南アジア等へ進出する取引先企業に対して、現地情報の提供、ビジネスマッチング。 | 香港進出地銀等のネットワークを活用。取引先同士のビジネスマッチング・情報交換を目的とした交流会を開催。 | 交流会が年1回の開催であるため、一過性のイベントとなる懸念有り。 |
| 12 広島銀行 | 中国における工場設立支援 | 工場建設における進出地域の選定、工場建設資金(出資金)の調達、法人設立手続き等のサポート。 | 当行駐在員事務所の行員が進出候補地の工業団地を訪問し、現地調査・情報収集を実施。現地法人設立手続きのサポートを工業団地誘致担当者へ依頼。 | 各地の地方政府、工業団地等との個別のバリエーションが課題。人民元調達はコスト高となるほか、為替リスクヘッジが困難。 |
| 13 トマト銀行 | 中国への造園事業の進出支援 | 中国での事業を展開する際の仕入資金等の資金調達、事業計画等に係るアドバイス等。 | 当行の海外ビジネス支援業務、みずほコーポレート銀行紹介によりサポート体制を構築。中国における土付き樹木販売への制約に対し、人工土壌開発・利用を提案。 | 法令関係の制約や商習慣の違いへの対応。現地での人材確保。 |
| 14 愛媛銀行 | 海外企業に係る視察の実施(中国、インドネシア等) | 海外進出ニーズの掘り下げ。 | 海外未進出企業対象に、海外進出企業(愛媛県中心)の現地視察(上海、シンガポール、ジャカルタ)を実施。 | ニーズの把握。具体的に海外進出を考えている企業のための、法務・税務等に係る問題を専門的に相談できる機会の整備。 |

出所: 全国銀行協会「銀行の取引先企業の海外進出における支援実績」(2010年8月実施)に基づきCIRA作成。

先入観・偏見に起因すると思われるもの

銀行員の常識は世間の非常識

住宅ローンは
勤続年数長い
既婚男性向け商品

女性専用ローン等
(スルガ銀行等)

店頭に来る顧客は
低採算顧客

待ち時間ゼロへの
仕組みづくり
(りそな銀行等)

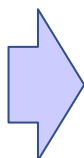
通帳がないと
顧客が困る

無通帳低コスト口座
(新生銀行等)

★ 需給ギャップ克服のヒント

課題の整理

経済合理性に
起因するギャップ



- 信用リスクの分散化
- 取引条件の工夫
- その他

経営戦略に
起因するギャップ



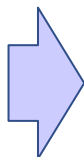
- 長期的人事政策
- エクイティ投資の再考
- 事業投資機能の強化

経営基盤・能力に
起因するギャップ



- プラットフォーム共有化
- 提携戦略の工夫
- 再編

先入観等に
起因するギャップ



- データマイニング先鋭化
- 銀行以外の血の投入
- その他

業態別での考察

地銀Ⅰ

- 再編ないしは緩やかな目的別連合体の形成
- トランス・リージョナルなリスク分散
- 長期的なビジネス企画機能の強化

地銀Ⅱ

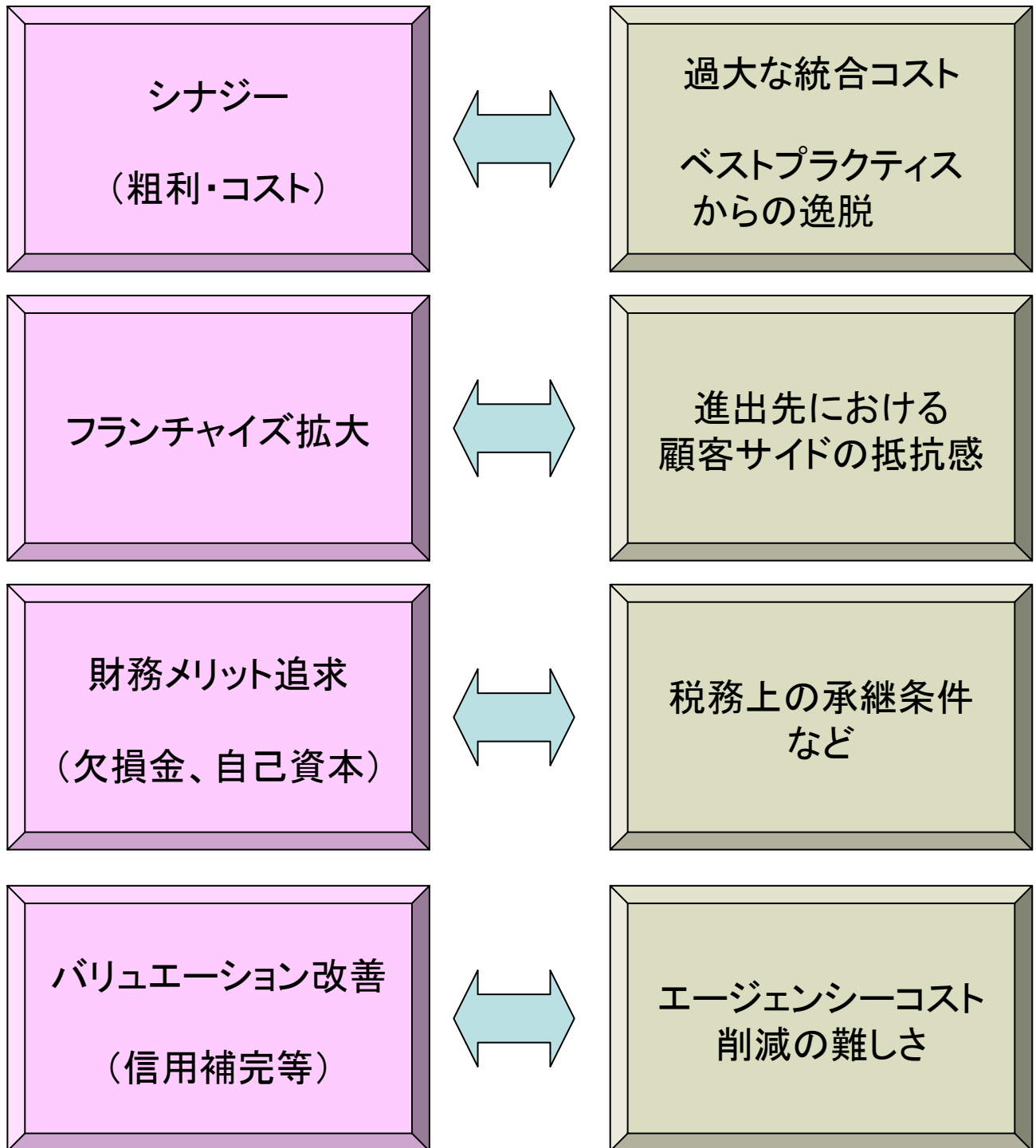
- 再編(地域内・クロスリージョン)
- 地域を越えた知のデータベース化
- トランス・リージョナルなリスク分散

信金・信組

- 中央機関を通じたリスクパートアウト、パートイン
- 海外進出や再生に係る統合的な窓口の構築
- 再編

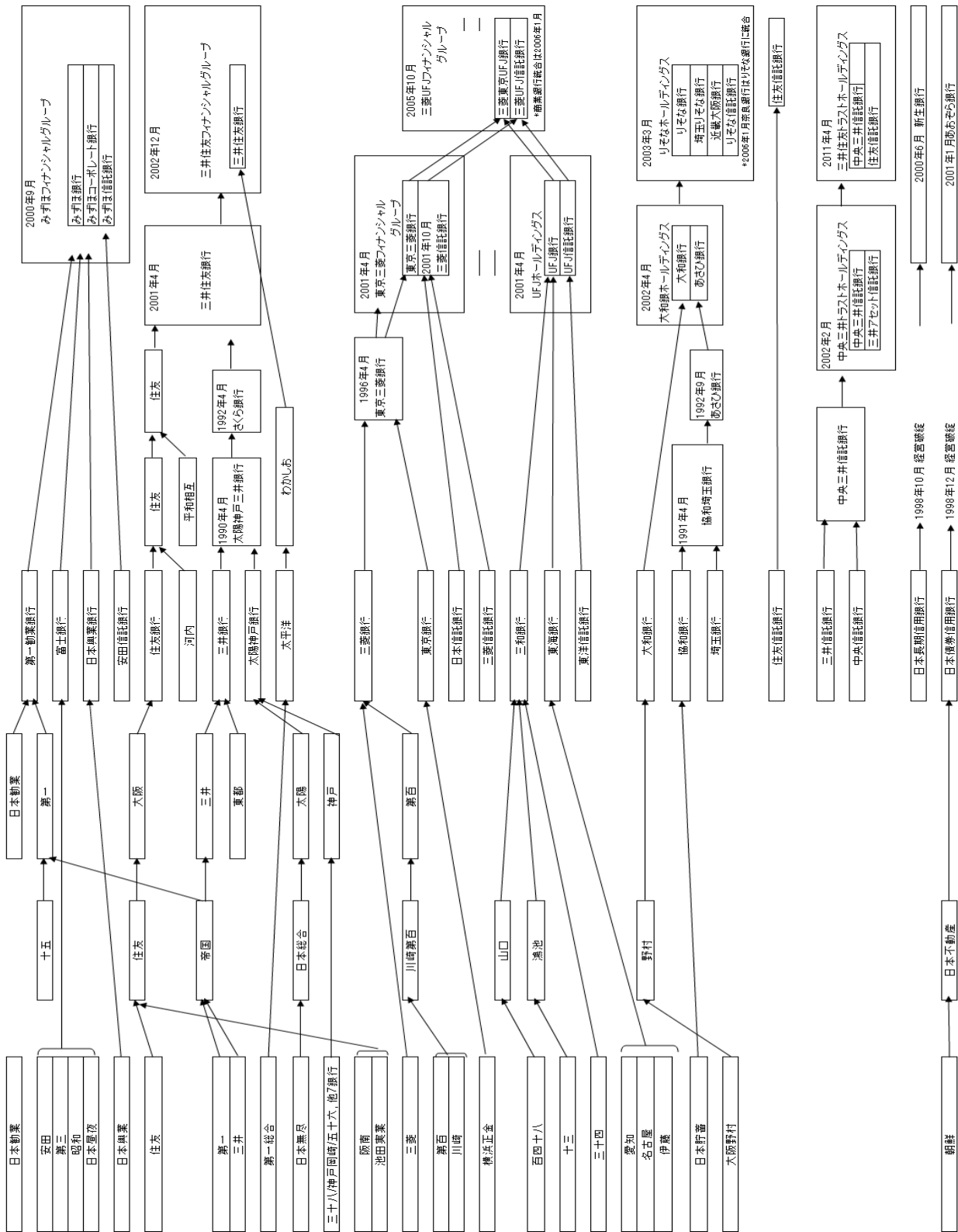
★ 再編に関する考察

再編の功罪





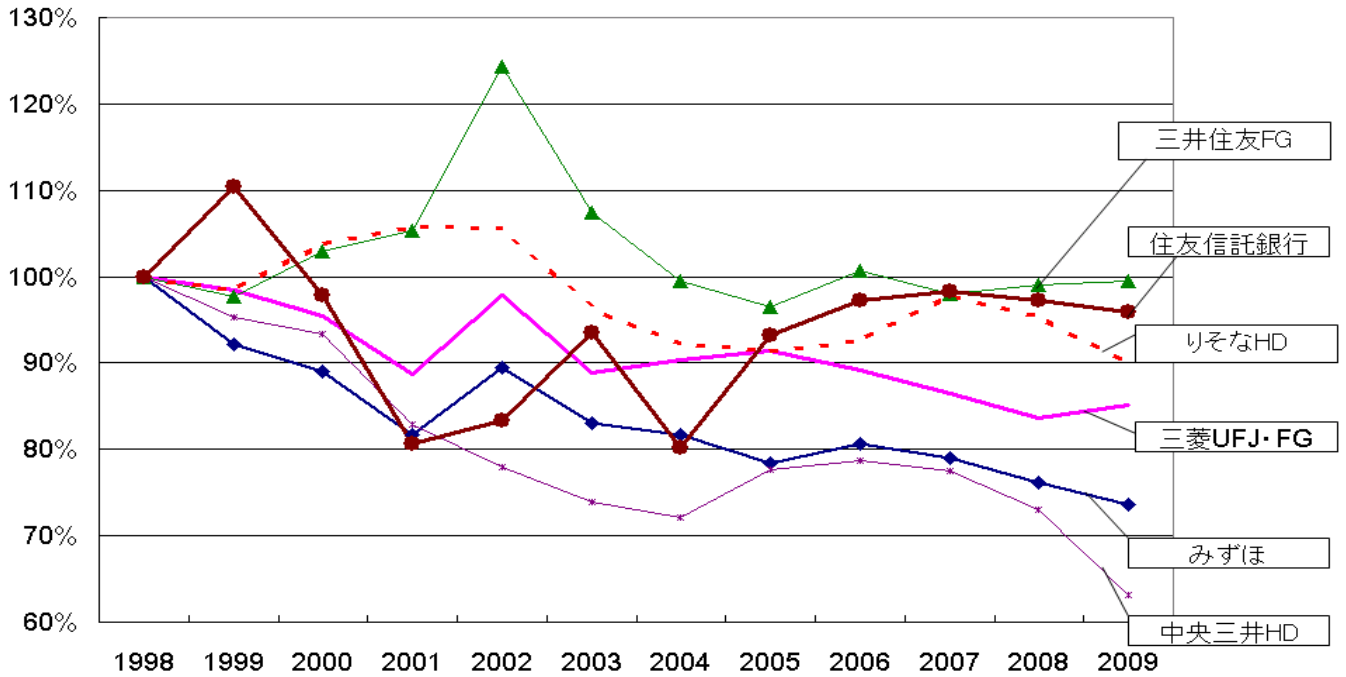
主要銀行の再編史



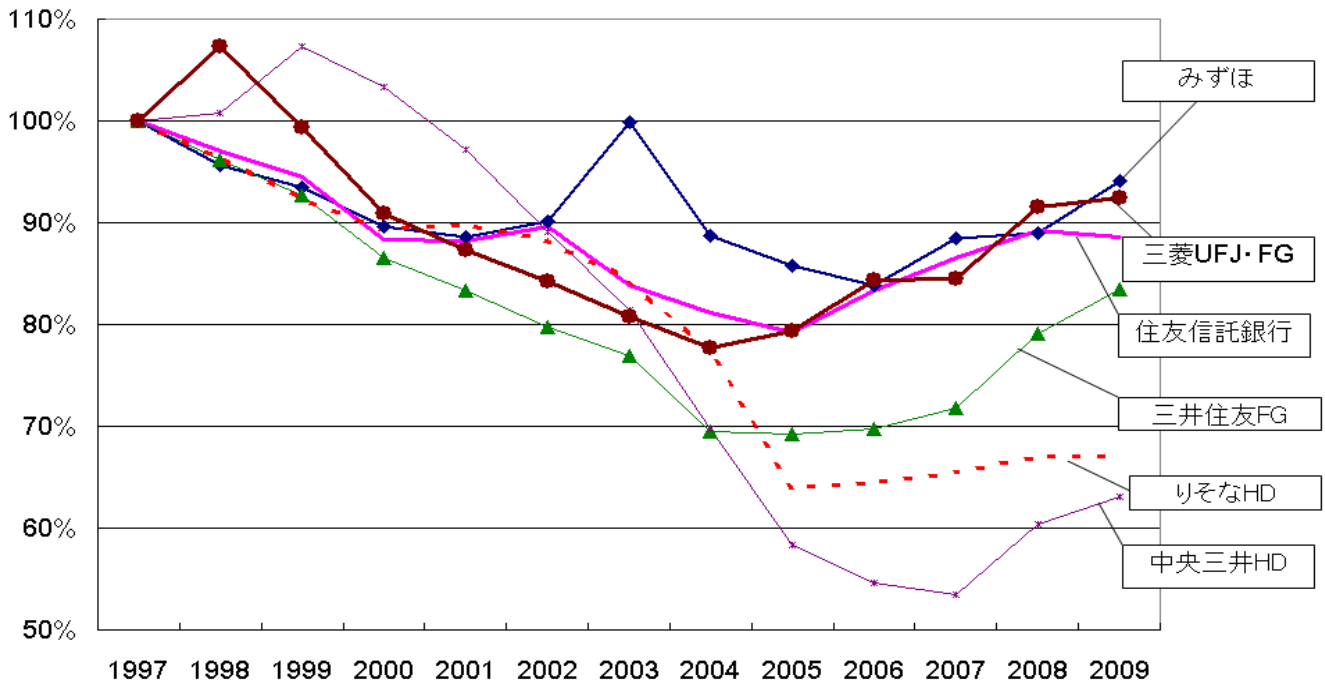
出典: 有価証券報告書、シティグループ証券

再編の評価

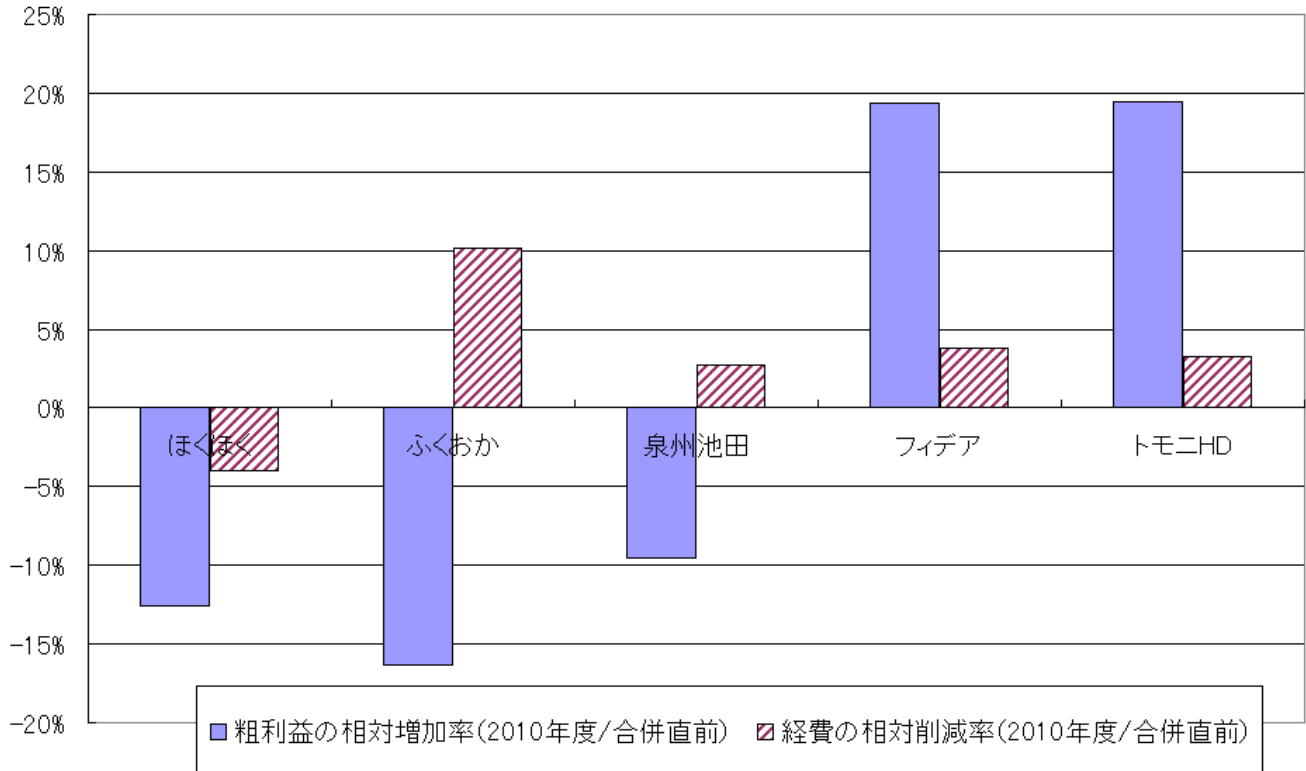
業務粗利益の推移(1998年を100%)



経費の推移(1998年を100%)



業務粗利益および経費の合併前から現在までの相対変化*

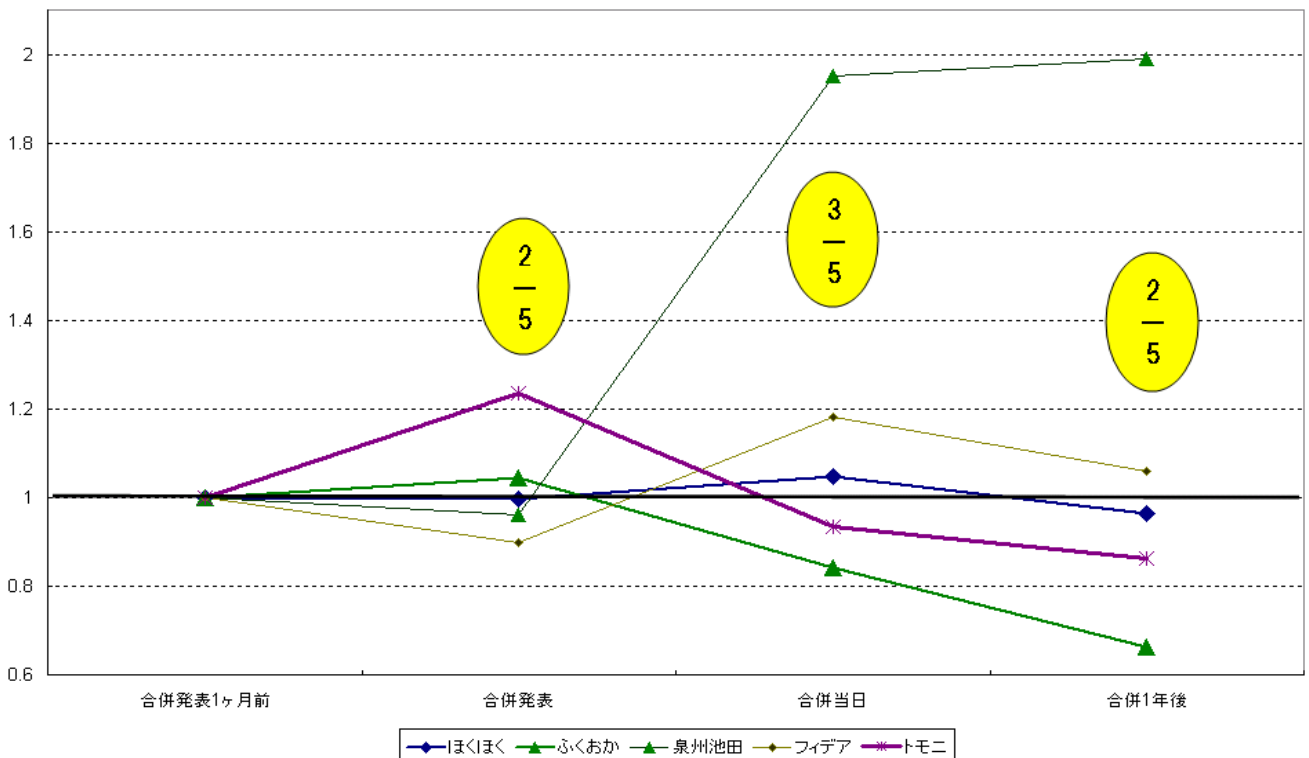
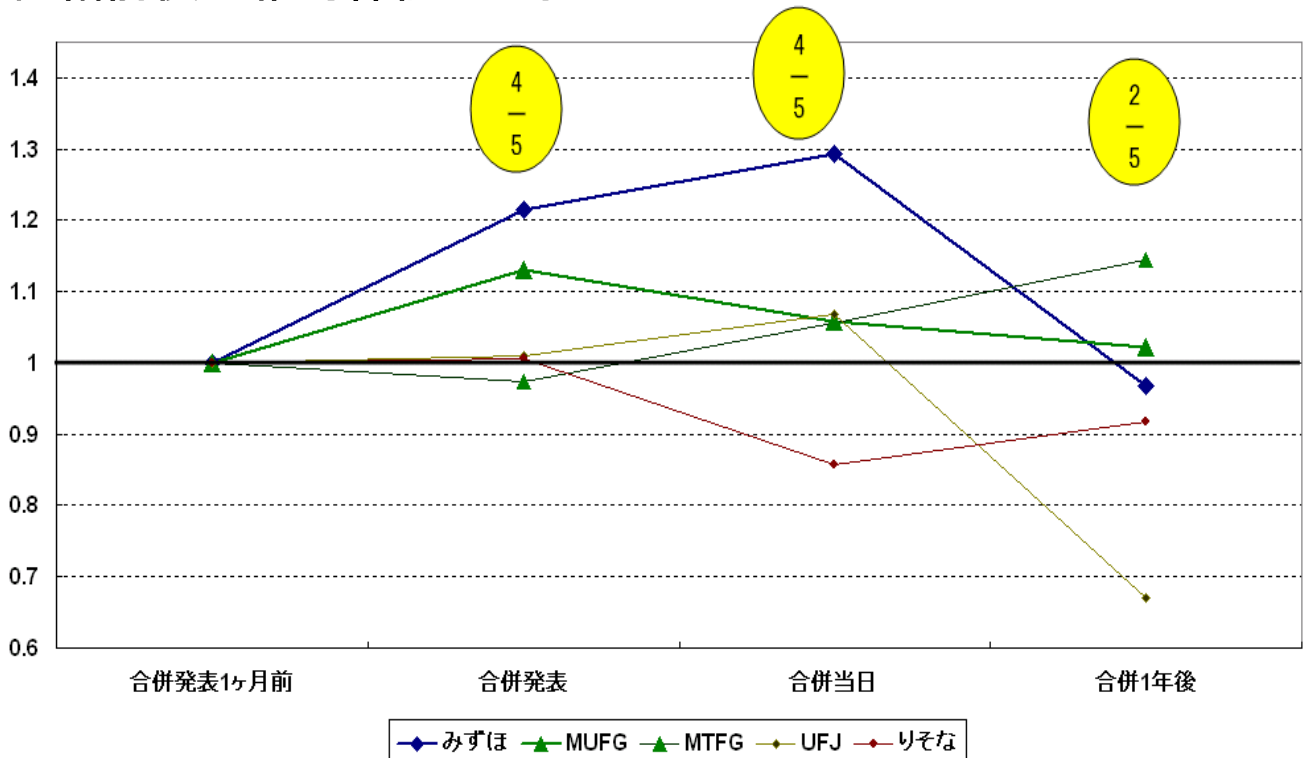


*合併前から2010年度までの粗利益増加率および経費削減率を地銀全体のそれと除したもの

出所：会社資料、CIRA

- 主要銀行よりは効率化効果が明白
- 粗利益は苦戦

再編前後の相対株価パフォーマンス*



*合併発表前1ヵ月を起算日として銀行TOPIXに対する相対値

米銀再編でこういったタイプが市場に評価されたか

平均累積超過リターン

| | 買収銀行 | 被買収銀行 | 合算 |
|-----------|--------|--------|--------|
| 地域集中・業務集中 | -1.12% | 17.60% | 1.10% |
| 地域拡大・業務拡大 | -1.39% | 14.70% | -0.54% |
| 地域集中・業務拡大 | -1.80% | 19.01% | 0.14% |
| 地域拡大・業務集中 | -2.32% | 15.96% | -0.25% |

分析に使われたデータ

期間：88-95年の合併事例
 地域集中・業務集中～100例
 地域拡大・業務拡大～53例
 地域集中・業務拡大～68例
 地域拡大・業務集中～59例

平均累積超過リターン格差

| | 買収銀行 (t-値) | 被買収銀行 (t-値) | 合算 (t-値) |
|-------------|---------------|----------------|-------------|
| 地域集中・業務集中 | 0.69% | -1.41% | 0.95% |
| - 地域集中・業務拡大 | (0.62) | (0.47) | (0.78) |
| 地域集中・業務集中 | 1.20% | 1.64% | 1.34% |
| - 地域拡大・業務集中 | (1.15) | (0.62) | (1.26) |
| 地域集中・業務拡大 | 0.68% | -1.41% | 0.96% |
| - 地域拡大・業務拡大 | (0.27) | (0.81) | (1.60) |

| | 地域拡大 | 地域集中 |
|------|--|---|
| 業務拡大 | <ul style="list-style-type: none"> ・範囲の経済 ・ブランド力強化 ・得意分野間のクロスセル | <ul style="list-style-type: none"> ・規模の経済 ・範囲の経済 ・地域覇権獲得 ・得意分野間のクロスセル |
| 業務集中 | <ul style="list-style-type: none"> ・規模の経済 ・ブランド力強化 ・業務覇権獲得 | <ul style="list-style-type: none"> ・規模の経済 ・地域覇権獲得 ・業務覇権獲得 |

出所：Gayle L. DeLong (City University of New York)「Stockholder gains from focusing versus diversifying bank mergers」のデータに基づきCIRA加工

出所：CIRA


どのような再編が望ましいか

邦銀事例からの洞察

- 小規模同士の再編は効果が出やすい
(サンプル数が少ないものの)
- 効率化効果は主要行、地域銀行ともに期待できる
- 信託銀行の再編はフリクションが軽い印象

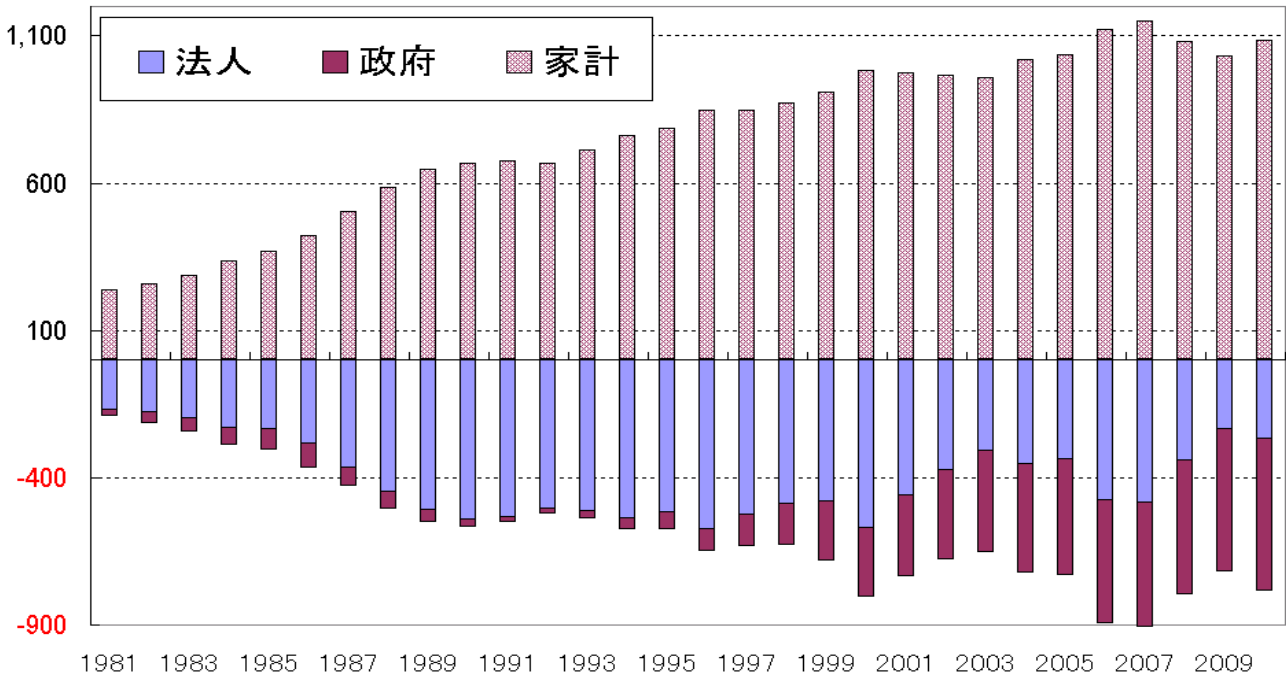
米銀事例からの洞察

- 地域ないしは業務集中化が評価を得ている
- 地域でプライスリーダーシップ確保する再編に評価

- 
- 規模の如何を問わず地域内における再編が望ましいのではないか
 - 再編の哲学(市場への視点)が共有化された再編は円滑に進捗する
 - 信金・信組は地域内での再編と広域リスクシェアリングの組み合わせで対応

【参考】

我が国の資金循環構造(ストック、兆円)



出所: 日本銀行、CIRA

この資料は、お客様に対してマーケット情報等を提供する目的で作成されたものであり当社が行う金融商品取引業の内容をご案内する目的で作成されたものではありませんが金融商品取引業における販売資料として一般投資家のお客様に交付させていただく場合、当社が行う広告等に該当しますので、広告等に関する以下の表示事項にご留意ください。

金融商品取引法第 37 条 (広告等の規制)にかかる留意事項

- 上場有価証券の売買取引にあたっては、売買代金の他に売買代金にお客様と当社であらかじめ合意した料率を乗じた売買手数料をいただきます。売買手数料の料率は、お客様と当社の間で合意により、都度又は定期的に決定されますので、本書面上その料率等をあらかじめ記載することはできません。
- 上場有価証券を募集等により、または当社との相対取引により売買する場合は、原則売買対価のみを授受いただきます。
- 上場有価証券は、発行者の信用状況の悪化等に伴う株価の変動により、損失が生じるおそれがあります。外国株式は、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。
- お取引にあたっては、契約締結前交付書面や目論見書またはお客様向け資料をよくお読み下さいようお願いいたします。

商号等/シティグループ証券株式会社 金融商品取引業者

関東財務局長(金商)第 130 号

加入協会/日本証券業協会、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

Appendix A-1

アナリスト・サーティフィケーション

本調査レポートの作成・内容に主たる責任を負うリサーチアナリストは、表紙の著者欄に太字で名前が表示されます。ただし、アナリストの名前がそのアナリストに帰属する内容とともに太字で表示されるセクションを除きます。それぞれのアナリストは、レポートの中の責任を持つセクションに関し、そこに示された見解が対象発行体や対象証券に対する個人の見解を正確に反映しており、シティグループ・グローバル・マーケッツ・インクとその関係会社も含め、独立した形で作成されたことを証明します。アナリストの報酬のいかなる部分も、過去、現在または将来において、間接、直接いずれの形でも、本レポートでリサーチアナリストが明らかにした特定の推奨や見解と関係がありません。

重要な開示事項

A director of Citi serves on the board of BofA Fund Series Trust.

An employee of Citigroup Global Markets or its affiliates is a Chairman of the Advisory Board of UniCredit SpA.

Citigroup Global Markets Ltd is mandated as Co-Bookrunner in connection with the recently announced Rights Issuance by Intesa Sanpaolo.

Patricia Tassinari, Research Assistant, holds a long position in the securities of Lloyds Banking Group PLC.

Leigh Goodwin, Analyst, は、Lloyds Banking Group PLC, Banco Santander の証券の買いポジションを保有しています。

Keith Horowitz, CFA, Analyst, の家族は、JP Morgan Chase & Co の証券の買いポジションを保有しています。

シティグループ・グローバル・マーケッツ・インク又はその関係会社は、Bank of America Corp, Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA, Deutsche Bank, Intesa Sanpaolo, JP Morgan Chase & Co, Societe Generale のいずれかのクラスの普通株の 1%以上を実質的に所有しています。このポジションは、前営業日時点において入手可能な情報を反映しています。

シティグループ・グローバル・マーケッツ・インク又はその関係会社は、過去 12ヶ月間に、China Construction Bank, Bank of China, あおぞら銀行, リソナホールディングス, 三井住友フィナンシャルグループ, みずほフィナンシャルグループ, Bank of America Corp, Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA, BNP Paribas SA, Credit Agricole SA, UniCredit Group, Credit Suisse, Deutsche Bank, HSBC Holdings PLC, Intesa Sanpaolo, JP Morgan Chase & Co, Lloyds Banking Group PLC, Banco Santander, Societe Generale, Wells Fargo & Co の有価証券の募集に際して主幹事又は共同主幹事を務めたことがあります。

シティグループ・グローバル・マーケッツ・インク又はその関係会社は、過去 12ヶ月間以内に提供した投資銀行業務の対価として、China Construction Bank, Industrial & Commercial Bank of China, Bank of China, 新生銀行, 三菱 UFJ フィナンシャル・グループ, リソナホールディングス, 三井住友トラストホールディングス, 三井住友フィナンシャルグループ, 千葉銀行, 横浜銀行, 常陽銀行, ふくおかフィナンシャルグループ, 滋賀銀行, 広島銀行, セブン銀行, みずほフィナンシャルグループ, Bank of America Corp, Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA, BNP Paribas SA, Credit Agricole SA, UniCredit Group, Credit Suisse, Deutsche Bank, HSBC Holdings PLC, Intesa Sanpaolo, JP Morgan Chase & Co, Lloyds Banking Group PLC, Banco Santander, Societe Generale, Standard Chartered PLC, UBS, Wells Fargo & Co から報酬を受領しています。

シティグループ・グローバル・マーケッツ・インク又はその関係会社は、向こう 3ヶ月間以内に Industrial & Commercial Bank of China, Bank of China, BNP Paribas SA, Deutsche Bank, Intesa Sanpaolo, Lloyds Banking Group PLC, Banco Santander, Societe Generale から投資銀行業務に対する報酬を受領する予定であり、又は、受領すべく営業活動をしています。

シティグループ・グローバル・マーケッツ・インク又はその関係会社は過去 12ヶ月以内に China Construction Bank, Industrial & Commercial Bank of China, Bank of China, 新生銀行, あおぞら銀行, 三菱 UFJ フィナンシャル・グループ, リソナホールディングス, 三井住友トラストホールディングス, 三井住友フィナンシャルグループ, 千葉銀行, 横浜銀行, 常陽銀行, ふくおかフィナンシャルグループ, 静岡銀行, 滋賀銀行, 広島銀行, セブン銀行, みずほフィナンシャルグループ, Bank of America Corp, Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA, BNP Paribas SA, Credit Agricole SA, UniCredit Group, Credit Suisse, Deutsche Bank, HSBC Holdings PLC, Intesa Sanpaolo, JP Morgan Chase & Co, Lloyds Banking Group PLC, Banco Santander, Societe Generale, Standard Chartered PLC, UBS, Wells Fargo & Co から投資銀行サービス以外の商品とサービスに対する報酬を受領しています。

シティグループ・グローバル・マーケッツ・インクは現在または過去 12ヶ月以内に以下の企業を投資銀行サービスの顧客としました: 三井住友フィナンシャルグループ, Lloyds Banking Group PLC, みずほフィナンシャルグループ, リソナホールディングス, China Construction Bank, Industrial & Commercial Bank of China, Bank of China, 新生銀行, 三菱 UFJ フィナンシャル・グループ, 三井住友トラストホールディングス, 千葉銀行, 横浜銀行, 常陽銀行, ふくおかフィナンシャルグループ, 滋賀銀行, 広島銀行, セブン銀行, Bank of America Corp, Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA, BNP Paribas SA, Credit Agricole SA, UniCredit Group, Credit Suisse, Deutsche Bank, HSBC Holdings PLC, Intesa Sanpaolo, JP Morgan Chase & Co, Banco Santander, Societe Generale, Standard Chartered PLC, UBS, Wells Fargo & Co.

シティグループ・グローバル・マーケット・インクは現在または過去 12 ヶ月以内に以下の企業を顧客とし、投資銀行以外の証券関連サービスを提供しました: China Construction Bank, Industrial & Commercial Bank of China, Bank of China, 新生銀行, あおぞら銀行, 三菱 UFJ フィナンシャル・グループ, リソナホールディングス, 三井住友トラストホールディングス, 三井住友フィナンシャルグループ, 千葉銀行, 横浜銀行, 常陽銀行, ふくおかフィナンシャルグループ, 静岡銀行, 滋賀銀行, 広島銀行, セブン銀行, みずほフィナンシャルグループ, Bank of America Corp, Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA, BNP Paribas SA, Credit Agricole SA, UniCredit Group, Credit Suisse, Deutsche Bank, HSBC Holdings PLC, Intesa Sanpaolo, JP Morgan Chase & Co, Lloyds Banking Group PLC, Banco Santander, Societe Generale, Standard Chartered PLC, UBS, Wells Fargo & Co.

シティグループ・グローバル・マーケット・インクは現在又は過去 12 ヶ月以内に以下の企業を顧客とし提供したサービスは投資銀行以外、証券関連以外のサービスでした: China Construction Bank, Industrial & Commercial Bank of China, Bank of China, 新生銀行, あおぞら銀行, 三菱 UFJ フィナンシャル・グループ, リソナホールディングス, 三井住友トラストホールディングス, 三井住友フィナンシャルグループ, 千葉銀行, 横浜銀行, 常陽銀行, ふくおかフィナンシャルグループ, 静岡銀行, 滋賀銀行, 広島銀行, セブン銀行, みずほフィナンシャルグループ, Bank of America Corp, Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA, BNP Paribas SA, Credit Agricole SA, UniCredit Group, Credit Suisse, Deutsche Bank, HSBC Holdings PLC, Intesa Sanpaolo, JP Morgan Chase & Co, Lloyds Banking Group PLC, Banco Santander, Societe Generale, Standard Chartered PLC, UBS, Wells Fargo & Co.

アナリストの報酬は、シティグループ・グローバル・マーケット・インク及びその関係会社(以下「弊社」といいます)の顧客である投資家に便益をもたらすことを目的とする活動及びサービスに基づいて決定されます。全ての従業員と同様に、アナリストは、投資銀行部門の収入を含む会社全体の収益性に影響される報酬を受け取ります。

弊社は、China Construction Bank, Industrial & Commercial Bank of China, Bank of China, 新生銀行, 三井住友フィナンシャルグループ, 横浜銀行, Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA, BNP Paribas SA, HSBC Holdings PLC, Intesa Sanpaolo, Banco Santander, Societe Generale の公開済みエクイティ証券のマーケット・メーカーです。

Citi Investment Research & Analysis のプロダクト(「本プロダクト」といいます)における対象企業に関する重要な開示事項(開示事項の履歴の写しを含む)については、388 Greenwich Street, 28th floor, New York, NY, 10013 の Citi Investment Research & Analysis (担当: Legal/Compliance)にお問い合わせ下さい。また、同じ重要な開示事項(バリュエーション、リスク及び開示事項の履歴を除く)が弊社の開示事項に関するウェブサイト(www.citigroupgeo.com)に記載されています。バリュエーション及びリスクは、対象企業の最新レポートの本文に記載されています。開示事項の履歴(過去3年間)は、ご希望に応じまして提供させていただきます。

シティ・インベストメント・リサーチ・アンド・アナリシス 格付分布

| 現在データ 2011 年 3 月 31 日 | 12 Month Rating | | | Relative Rating | | |
|---|-----------------|-----|-----|-----------------|-----|-----|
| | 買い | 中立 | 売り | 買い | 中立 | 売り |
| シティ・インベストメント・リサーチ&アナリシス グローバル ファンダメンタルカバレッジ対象 | 52% | 37% | 11% | 9% | 82% | 9% |
| 各投資評価カテゴリーにおける弊社の投資銀行業務の顧客企業数の割合 | 43% | 41% | 41% | 51% | 41% | 45% |

Citi Investment Research & Analysis (CIRA)のファンダメンタルリサーチの投資評価の手引き: CIRA の株式推奨にはリスク格付と投資格付が含まれます。株価のボラティリティとファンダメンタルズの評価の両方を考慮したリスク格付には、低リスク[L]、中リスク[M]、高リスク[H]、およびスペキュラティブ[S]があります。投資格付はトータルリターン(CIRA 予想(向こう 12 ヶ月の株価予想上昇率と予想配当利回り)とリスク格付によって決まります。

アナリストは、対象企業や対象企業の証券の取引に影響する(取引中止など)例外的な状況(アナリストのテーマに不可欠な情報の欠如など)を受けて、担当銘柄を「Under Review:」とすることができます。「Under Review:」とされた銘柄は毎日マネジメントがモニターします。現実的に可能な限り速やかに、アナリストは投資評価と投資テーマを再開するメモを発行します。規制上の要件を満たすため、「Under Review」は、弊社の 12 ヶ月ファンダメンタル投資格付けシステムで、格付け分布表の中立に相当するものとします。しかし、繰り返しますが、「Under Review」を推奨とは考えていません。

相対 3 ヶ月レーティング: CIRA では、向こう 3 ヶ月、アナリストの調査対象ユニバースに対するアウトパフォーム(最も好ましい)あるいはアンダーパフォーム(最も好ましくない)が予想されることを指摘するため、3 ヶ月相対コール(あるいはレーティング)を付与することがあります。相対コールでは、その銘柄や市場に影響を与え、その銘柄の株価に短期的な影響を及ぼすと予想される具体的な目先の誘因やイベントを取り上げるかもしれません。具体的な誘因がない場合、アナリストは調査対象ユニバースの中で最も好ましい銘柄と最も好ましくない銘柄を取り上げ、その短期見通しの理由を説明します。この向こう 3 ヶ月の見解は、その銘柄の中長期的な絶対トータルリターン見通しを反映するファンダメンタルな投資評価とは異なる可能性があり、ファンダメンタルな投資評価に影響を及ぼしません。NASDAQ/NYSE ratings-distribution-disclosure 規則に照らすと、最も好ましいコールは買い推奨に相当し、最も好ましくないコールは売り推奨に相当します。最も好ましいコールと最も好ましくないコールのいずれも付与されない銘柄は、ノン・レラティブ・レーテッド(NRR)とみなされます。NASDAQ/NYSE ratings-distribution-disclosure 規則に照らすと、3 ヶ月相対レーティング・システムのレーティング区分表では NRR はホールドに相当します。しかし、NRR は推奨とはみなさないことを改めて表明します。

先進市場(米国、英国、欧州、日本、オーストラリア、ニュージーランド)の有価証券の投資格付けは以下の通りです。: 買い(1) (低リスク銘柄の予想トータルリターンは 10%以上、中リスク銘柄は 15%以上、高リスク銘柄は 20%以上、スペキュラティブ銘柄は 35%以上。);

中立 (2) (低リスク銘柄は 0%~10%、中リスク銘柄は 0%~15%、高リスク銘柄は 0%~20%、スペキュラティブ銘柄は 0%~35%。); 売り (3) (トータルリターンがマイナス。)

新興市場(アジア太平洋、欧州新興市場、中東、アフリカ、中南米)の株式の投資格付けは以下の通りです。: 買い (1) (低リスク銘柄の予想トータルリターンは 15%以上、中リスク銘柄は 20%以上、高リスク銘柄は 30%以上、スペキュラティブ銘柄は 40%以上。); 中立 (2) (低リスク銘柄は 5%~15%、中リスク銘柄は 10%~20%、高リスク銘柄は 15%~30%、スペキュラティブ銘柄は 20%~40%。); 売り (3) (低リスク銘柄は 5%以下、中リスク銘柄は 10%以下、高リスク銘柄は 15%以下、スペキュラティブ銘柄は 20%以下。)

投資評価は調査開始時、投資格付及びまたはリスク格付の変更時、およびターゲットプライスの変更時において上記のレンジに該当するよう決定されます(ただし、マネジメントによる一定の裁量が認められています)。それ以外の時は、市場における株価変動またはその他の短期的なボラティリティやトレーディング・パターンあるいはその両方のために、予想トータルリターンが上記のレンジから外れる場合もあります。このような特定のレンジからの一時的な乖離は許されますが、リサーチ・マネジメントによる審査の対象になります。お客様が有価証券を売買される際の投資判断は、お客様自身の投資目的に基づき、銘柄の予想パフォーマンスとリスクを評価した後においてのみ行われるべきです。

米国外のリサーチ・アナリストに関する開示事項

本レポートを作成した米国外のリサーチ・アナリスト(すなわち、以下に挙げられている全てのリサーチ・アナリストのうち、Citigroup Global Markets Inc.の被雇用者として示された者以外)は、リサーチアナリストとして金融取引業規制機構(FINRA)に登録されています。当該アナリストは会員企業との関係者でない場合があり、従って、対象会社との連絡、公の場への登場、及びアナリスト自身の口座における証券取引に関する、NYSE 規則 472 と NASD 規則 2711 の規制が適用されない場合があります。本レポートの著者を雇用している法人は以下に列挙されています。:

| | |
|-------------------------------------|--|
| Citigroup Global Markets Japan Inc. | 野崎 浩成, CFA; 斎藤 佳奈 |
| Citigroup Global Markets Ltd | Ronit Ghose; Kinner Lakhani; Azzurra Guelfi; Leigh Goodwin |
| Citigroup Global Markets Inc | Keith Horowitz, CFA |
| Citigroup Global Markets Asia | Simon Ho, CFA |

その他 開示事項

シティグループ・グローバル・マーケッツ・インク及び/又はその関係会社は、China Construction Bank, Bank of China, あおぞら銀行, りそなホールディングス, 三井住友フィナンシャルグループ, みずほフィナンシャルグループ, Bank of America Corp, Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA, BNP Paribas SA, Credit Agricole SA, UniCredit Group, Credit Suisse, Deutsche Bank, HSBC Holdings PLC, Intesa Sanpaolo, JP Morgan Chase & Co, Lloyds Banking Group PLC, Banco Santander, Societe Generale, Standard Chartered PLC, Wells Fargo & Co に関して重大な財務上の利害関係を有しています(重大な財務上の利害関係の判断に関する説明については、www.citigroupgeo.com に掲載されている利益相反の管理に関するポリシーをご参照ください)。

シティグループ・グローバル・マーケッツ・インク又はその関係会社は、Deutsche Bank のいずれかのクラスの普通株の 2%以上を実質的に所有しています。

シティグループ・グローバル・マーケッツ・インク又はその関係会社は、JP Morgan Chase & Co のいずれかのクラスの普通株の 10%以上を実質的に所有しています。

本プロダクトは、本プロダクトで挙げられている1つ又は複数の発行体若しくは挙げられている1つ又は複数の有価証券に関する発行体への取材の後に、作成者によって修正されています。

弊社は、弊社が本プロダクトで推奨された有価証券のマーケットメーカーでない場合には、発行会社の金融商品の流動性を供給するための取引において自己勘定における取引を行うことがあります。弊社は、本プロダクトにおいて推奨されたことのある有価証券と連動するところの、取引されている金融商品に関し、通常の発行体です。弊社は、常に本プロダクトにおいて議論されている発行会社の有価証券の売買を行うことがあります。弊社は本プロダクトの内容と矛盾した売買を行う可能性があり、本プロダクトにおいて記載された有価証券に関して、自己勘定で顧客と売買を行う可能性があります。

シティグループ・グローバル・マーケッツ・インク又はその関係会社は、Lloyds Banking Group PLC のコーポレートブローカーを務めています。

弊社が推奨、勧誘又は売付けを行う有価証券は、(i) 米国連邦預金保険公社の保険の対象ではなく、(ii) 預金保険の対象となる預金機関(シティバンクを含む)の預金又はその他の債務でなく、(iii) 投資元本の損失を含む投資リスクを伴います。本プロダクト上の情報は、弊社が信頼できると判断した情報源から入手したものです。これらの情報が正確であるとの保証は致しかねます。また、情報が不完全な場合又は要約されている場合もあります。ただし、弊社は本プロダクトの「重要な開示事項」においてなされた開示の正確性、完全性を判断する上ですべての妥当な手段を講じています。弊社調査本部は、本プロダクトにおいて言及されている対象会社から協力を得ました。この協力は、対象会社の経営陣との協議を含みますが、それに限定されません。弊社ポリシーによりリサーチアナリストが対象会社にドラフト・レポートを送付することは禁止されていますが、本プロダクトの執筆者は、事実確認を目的として発行の前に対象会社と議論を行ったとお考えください。本プロダクトに掲載された見解及び予測は、本プロダクト発行時における執筆者の

判断であり、本プロダクトに含まれるその他いかなる情報と同様に予告なく変更されることがあります。金融商品の価格及び供給状況もまた予告なく変動する可能性があります。弊社内の他の部門が、本プロダクトにおいて言及されている会社に対し助言を行っている場合においても、そのような役割において得た情報を本プロダクトの作成の際に利用していません。シティ・インベストメント・リサーチ&アナリシス(「CIRA」)ではレポート発行の頻度についての規定はありませんが、本プロダクトがファンダメンタルリサーチレポートの場合、CIRAはこれらの対象会社に対し、適用されるリサーチ禁止期間や人員の制約のなかで、対象会社に影響を及ぼすニュースへの反応を含むリサーチカバレッジを提供する意図があります。本プロダクトは、情報提供のみを目的として作成されたもので、有価証券の売買の勧誘を目的としたものではありません。本プロダクトに記載された有価証券への投資を判断される際には、当該有価証券に関する公開情報若しくは登録された目論見書についての検討をお願いします。

米国預託証券を含む米国外の有価証券への投資には一定のリスクが伴います。米系以外の発行体の有価証券は、米国の証券取引委員会に登録されておらず、その報告義務の適用を受けない場合があります。外国の有価証券に関しては限られた情報しか入手可能でない場合があります。原則として、外国会社は、米国と同程度の監査及び報告に関する統一基準、慣習並びに要件の適用を受けていません。外国会社の有価証券には、同程度の米国会社の有価証券と比較して、流動性が低く、株価のボラティリティが高いものもあります。また、外国株式への投資の価値及びこれに対応する米国投資家への配当の支払いに対して、為替変動が重大な悪影響を及ぼすことがあります。米国預託証券の投資家に対して支払う正味配当金の金額は、源泉税率に関する条約を使用して見積りされており、これらは正確と思われるものですが、厳密に正確な配当金の算定については税務の専門家とご協議下さいようお願い申し上げます。米国の州によっては、弊社から本プロダクトを受領した投資家が本プロダクトで言及されている有価証券の買付けを弊社から行うことを禁止していることがあります。詳細につきましては担当のフィナンシャル・アドバイザーにお尋ね下さい。米国内においては、シティグループ・グローバル・マーケッツ・インクが本プロダクトについて責任を負います。本プロダクトに記載されている情報に基づく米国の投資家のお客様による注文は、シティグループ・グローバル・マーケッツ・インクを通してのみ執行されるものとします。

Morgan Stanley Smith Barney LLC のお客様に関する重要な開示事項: Citi Investment Research & Analysis(「CIRA」といいます)の本リサーチレポートで取り上げられている会社に関して、Morgan Stanley & Co. Incorporated(「モルガンスタンレー」といいます)のリサーチレポートが入手できる場合があります。CIRAのリサーチレポートに加えて、入手可能なモルガンスタンレーのリサーチレポートをご覧になるには、担当のフィナンシャル・アドバイザーにご依頼されるか、又は smithbarney.com をご利用下さい。本レポートの対象会社と Morgan Stanley Smith Barney LLC 及びその関係会社との関係に関わる重要な開示事項は、Morgan Stanley Smith Barney LLC のウェブサイトである www.morganstanleysmithbarney.com/researchdisclosures に掲載されています。モルガンスタンレー及び CIRA リサーチに関してモルガンスタンレー及びシティグループ・グローバル・マーケッツ・インクが義務として提供する開示情報は、部分的には、シティグループ・グローバル・マーケッツ・インク及びモルガンスタンレーから分離された事業として形成されている Morgan Stanley Smith Barney LLC に関係していますが、全体ではありません。モルガンスタンレー及びシティグループ・グローバル・マーケッツ・インクに特有の開示情報につきましては、www.morganstanley.com/researchdisclosures 及び https://www.citigroupgeo.com/geopublic/Disclosures/index_a.html をご覧下さい。CIRA 作成の本リサーチレポートは、Morgan Stanley Smith Barney LLC に代わって審査及び承認されました。当該審査及び承認は CIRA の代理として本リサーチレポートを審査した者と同じ担当者により行われました。このことにより、利益相反が生じる可能性があります。

本プロダクトの作成に関する責任を負うシティグループ法人は、最初に名前の記載されたアナリストが所属する法人です。オーストラリアにおいて、本プロダクトは、ASX Group の参加者であり Australian Securities & Investments Commission の規制をうける Citigroup Global Markets Australia Pty Ltd. (ABN 64 003 114 832 and AFSL No. 240992) を通じて配布されています。Citigroup Centre, 2 Park Street, Sydney, NSW 2000. オーストラリアにおいて、本プロダクトは Citigroup Pty Limited (ABN 88 004 325 080 and AFSL 238098) を通じて、プライベートバンキングの機関投資家のお客様に配布されています。Citigroup Pty Limited は、オーストラリアにおけるプライベートバンキングの機関投資家のお客様に対して、バンカー又はリレーションシップ・マネージャーを通じて、全ての金融商品に関する助言を行っています。Citibank Private Bank の口座を使用する投資に疑義がある場合には、Citibank Private Bank in Australia にお問い合わせ下さい。お客様への商品又はサービスの提供に関して、Citigroup の会社と関係会社又はその代理人に報酬を支払う場合があります。本プロダクトはブラジルにおいて、CVM - Comissão de Valores Mobiliários, BACEN - Brazilian Central Bank, APIMEC - Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais 及び ANBID - Associação Nacional dos Bancos de Investimento の規制下にある Citigroup Global Markets Brasil - CCTVM SA により配布されています。Av. Paulista, 1111 - 11º andar - CEP. 01311920 - São Paulo - SP. 本プロダクトがカナダの特定の州において Citigroup Global Markets (Canada) Inc. (以下「CGM Canada」といいます) によって配布されている場合には、本プロダクトは、CGM Canada により承認されています。Citigroup Place, 123 Front Street West, Suite 1100, Toronto, Ontario M5J 2M3. チリにおいて、本プロダクトはシティグループ・インクの間接子会社で、Superintendencia de Valores y Seguros. Agustinas 975, piso 2, Santiago, Chile の規制下にある Banchile Corredores de Bolsa S.A を通じて配布されます。本プロダクトはフランスにおいて、Financial Services Authority の規制を受ける Citigroup Global Markets Limited により配布されます。1-5 Rue Paul Cézanne, 8ème, Paris, France. 本プロダクトが香港において、Citigroup Global Markets Asia Ltd. により又はこれのために配布される場合には、Citigroup Global Markets Asia Ltd. Citibank Tower, Citibank Plaza, 3 Garden Road, Hong Kong に帰属しています。Citigroup Global Markets Asia Ltd. は、Hong Kong Securities and Futures Commission の規制を受けます。本プロダクトは、香港において Citigroup Private Bank によってお客様に配布される場合には、Citibank N.A., Citibank Tower, Citibank Plaza, 3 Garden Road, Hong Kong に帰属します。Citigroup Private Bank 及び Citibank N.A. は The Hong Kong Monetary Authority の規制を受けます。本プロダクトはインドにおいて Securities and Exchange Board of India の規制下にある Citigroup Global Markets India Private

Limitedにより配布されています。Bakhtawar, Nariman Point, Mumbai 400-021。本プロダクトはインドネシアにおいて、PT Citigroup Securities Indonesiaにより配布されています。5/F, Citibank Tower, Bapindo Plaza, Jl. Jend. Sudirman Kav. 54-55, Jakarta 12190。適用される資本市場の法規制を遵守している場合を除いて、本プロダクト又はその写しのいずれも、インドネシアにおいて、居住地に関わらずインドネシア国民に対して、またインドネシアの住民に対して配布することはできません。本プロダクトは、インドネシアにおいて有価証券の取得を勧誘するものではありません。本プロダクトで言及されている有価証券は、関連する資本市場の法規制に基づく Capital Market and Financial Institutions Supervisory Agency (BAPEPAM-LK)への登録を受けていないため、公募又はインドネシアの資本市場の法規制の解釈で勧誘を構成する状況を通じたインドネシア領土における又はインドネシア国民に対する勧誘及び販売はできません。本プロダクトはイタリアにおいて、Financial Services Authorityの規制を受ける Citigroup Global Markets Limitedにより配布されます。Foro Buonaparte 16, Milan, 20121, Italy。本プロダクトは日本において金融庁、証券取引等監視委員会、日本証券業協会、東京証券取引所、大阪証券取引所の規制下にあるシティグループ証券株式会社(「CGMJ」といいます)により配布されています。〒100-6520 東京都千代田区丸の内 1-5-1 新丸の内ビルディング。本プロダクトが日興コーディアル証券株式会社によって配布される場合は、ライセンスに基づいて配布されるものです。CGMJリサーチレポートに過誤訂正がある場合、訂正版は弊社のオンラインサイト Global Equities Online (GEO)に掲載されますので、ご覧いただけますようお願いいたします。尚、GEOに関してのお問い合わせは GEO デスク (81 3) 6270-3019 までお電話ください。本プロダクトは韓国において、Financial Services Commission, Financial Supervisory Service、及び Korea Financial Investment Association (KOFIA)の規制下にある Citigroup Global Markets Korea Securities Ltd.により配布されています。Citibank Building, 39 Da-dong, Jung-gu, Seoul 110-180, Korea。KOFIAは、リサーチアナリストの登録情報をウェブサイト上で提供しています。Citigroup Global Markets Korea Securities Ltdのリサーチアナリストに関するKOFIAの登録情報は、ウェブサイト：<http://dis.kofia.or.kr/fs/dis2/fundMgr/DISFundMgrAnalystPop.jsp?companyCd2=A03030&pageDiv=02>をご参照下さい。本プロダクトはマレーシアにおいて Malaysia Securities Commissionの規制下にある Citigroup Global Markets Malaysia Sdn Bhdにより配布されています。Menara Citibank, 165 Jalan Ampang, Kuala Lumpur, 50450。本プロダクトはメキシコにおいて、Citigroup Inc.の子会社であり Comision Nacional Bancaria y de Valoresの規制下にある、Acciones y Valores Banamex, S.A. De C. V., Casa de Bolsa, Integrante del Grupo Financiero Banamex (「Accival」といいます)により配布されています。Reforma 398, Col. Juarez, 06600 Mexico, D.F. 本プロダクトはニュージーランドにおいて the New Zealand Exchange Limitedの会員であり New Zealand Securities Commissionの規制下にある Citigroup Global Markets New Zealand Ltd.(会社番号 604457)により配布されています。Level 19, Mobile on the Park, 157 lambton Quay, Wellington。本プロダクトはパキスタンにおいて、State Bank of Pakistan 及び Securities Exchange Commissionの規制を受ける、Citibank N.A. Pakistan Branchにより配布されます。AWT Plaza, 1.1. Chundrigar Road, P.O. Box 4889, Karachi-74200。本プロダクトはフィリピンにおいて、Philippines Securities and Exchange Commissionの規制下にある Citicorp Financial Services and Insurance Brokerage Philippines, Inc.を通じて入手できます。20th Floor Citibank Square Bldg. 本プロダクトはポーランドにおいて、Komisja Nadzoru Finansowegoの規制下にあり Citigroup Inc.の間接子会社である Dom Maklerski Banku Handlowego SAにより配布されています。Dom Maklerski Banku Handlowego S.A. ul.Senatorska 16, 00-923 Warszawa。本プロダクトは、Central Bank of the Russian Federation からロシア連邦での銀行業務を行うライセンスを取得し、Federal Service for Financial Markets から仲介業務を行うライセンスを取得している ZAO Citibankを通じてロシア連邦内で配布されています。本プロダクト並びに本プロダクトに記載されている内容は、ロシア連邦内又はロシア連邦外において有価証券を宣伝するためのものではありません。本プロダクトには、「On Appraisal Activities in the Russian Federation」1998年7月29日 No. 135 FZ(改正)の Federal Law of the Russian Federationにおいて定義された評価(appraisal)をするものではありません。8-10 Gasheka Street, 125047 Moscow。本プロダクトはシンガポールにおいて Capital Markets Servicesのライセンスを取得し Monetary Authority of Singaporeの規制下にある Citigroup Global Markets Singapore Pte. Ltdにより配布されています。1 Temasek Avenue, #39-02 Millenia Tower, Singapore 039192。本プロダクトは、Monetary Authority of Singaporeの規制下にありシンガポールにおける銀行のライセンスを取得している Citibank N.A., Singapore Branchを通じて、Citigroup Private Bank in Singaporeにより配布されています。本レポートはシンガポールにおいて Citibank Singapore Ltd (「CSL」)により Citigold/Citigold Privateの限られたお客様に配布されるものです。CSLでは本レポートに関し独立した調査や内容の分析・準備を提供していません。本レポートに関するご質問やお問い合わせは CSLの Citigold/Citigold Private リレーションシップマネジャーまでお願いいたします。Citigroup Global Markets (Pty) Ltd.は、南アフリカ共和国において設立された会社で(会社登録番号 2000/025866/07)、登記上の事務所を Citibank Plaza, 145 West Street Sandton, 2196, Saxonwold に有しています。Citigroup Global Markets (Pty) Ltd.は、JSE Securities Exchange South Africa, South African Reserve Bank 及び the Financial Services Boardの規制を受けます。南アフリカでは、個人投資家のお客様は、本プロダクトに掲載される投資及びサービスを利用することができません。本プロダクトはスペインにおいて、Financial Services Authorityの規制を受ける Citigroup Global Markets Limitedにより配布されます。29 Jose Ortega Y Gasset, 4th Floor, Madrid, 28006, Spain。本プロダクトは台湾において、Securities & Futures Bureauの規制下にある Citigroup Global Markets Taiwan Securities Company Ltd.を通じて入手できます。14 and 15F, No. 1, Songzhi Road, Taipei 110, Taiwan。台湾では、本レポートのいかなる部分もマスコミ又はその他の者による複製もしくは引用はできません。本プロダクトが台湾上場証券以外の証券に関係がある場合、本プロダクト又は本プロダクトに含まれる情報のいずれも、当該証券の宣伝もしくは推奨と見なされるべきではありません。本プロダクトは、タイにおいて Securities and Exchange Commission of Thailandの規制下にある Citicorp Securities (Thailand) Ltd., により配布されています。18/F, 22/F and 29/F, 82 North Sathorn Road, Silom, Bangrak, Bangkok 10500, Thailand。本プロダクトはトルコにおいて、Capital Markets Boardの規制を受ける Citibank ASを通じて配布されています。Tekfen Tower, Eski Buyukdere Caddesi # 209 Kat 2B, 23294 Levent, Istanbul, Turkey。アラブ首長国連邦において、本資料は、Dubai International Financial Center (「DIFC」といいます)に登録され Dubai Financial Services Authority (「DFSA」といいます)の規制を受ける法人である Citigroup Global Markets Limited, DIFC Branch (「CGML」といいます)により、機関投資家のお客様及び市場参加者のみに配布されるものであり、個人投資家のお客様には配布できません。カバー対象の各業種に対する投資をパーセンテージで表示した CIRAの異なる格付分布は、ご

要望に基づき提供されます。本資料に関連する金融商品又はサービスは、機関投資家のお客様及び市場参加者に限り提供されます。本プロダクトは英国において Financial Services Authority の認可を受けその規制下にある Citigroup Global Markets Limited により配布されています。本プロダクトは、英国外居住者による投資又はサービス、若しくは FSA の監督を受けないその他の事項に言及している場合があります、その場合はご要請により、当該事項に関する詳細を入手することが可能です。Citigroup Centre, Canada Square, Canary Wharf, London, E14 5LB. 本プロダクトは、米国において FINRA 会員であり the US Securities and Exchange Commission に登録されている Citigroup Global Markets Inc により配布されています。388 Greenwich Street, New York, NY 10013

Comissão de Valores Mobiliários Rule 483 に従い、シティは関係会社や事業が対象企業と商業的な関係にあるかどうかを開示する必要があります。シティが世界の 100 カ国以上でさまざまな事業を行っていることを考慮すると、対象企業と商業的な関係にある公算は大きいとみられます。

別途記載のない限り EU 加盟国内において、本プロダクトは Financial Services Authority の規制下にある Citigroup Global Markets Limited により配布されています。

多くのヨーロッパ諸国の規制当局のルールでは、投資調査レポートの発行あるいは配布の結果発生する利益の相反を管理するポリシーの設置・適用を企業に対して要求しています。シティ・インベストメント・リサーチのプロダクトに適用されるポリシーは

<http://www.citigroupgeo.com/>において参照することができます。

エクイティリサーチアナリストの報酬は、株式調査部のマネジメント及び Citigroup のシニアマネジメントにより決定されており特定の取引又は推奨に連動するものではありません。

本プロダクトは多様な形式で世界中の機関投資家や個人投資家に同時に配布されることがあります。本プロダクトは、投資銀行業務の提供が認められない地域において投資銀行業務の提供を構成するものではありません。本プロダクトに記載される投資は、プロダクトの性質及び内容によっては、価格若しくは価値の変動を伴うものであり、投資家は、当初の投資額よりも少ない金額しか回収できない場合があります。ボラティリティの高い投資の場合、投資額と同等又はこれを上回る程度に価値が急落することがあります。本プロダクトに記載される投資の中には、個人投資家のお客様にとっては課税上の要因となり、課税のレベル及び根拠が変更になることがあります。疑義のある場合には、税務の専門家とご協議下さい。本プロダクトは、特定のマーケットの性質や特定の取引に関連するその他のリスクを識別していません。本プロダクトに含まれる助言は一般的なものであり、特定の投資家の投資目的、財務状況又はニーズは考慮されていません。従いまして、投資家のお客様は、投資判断を行う前に、ご自身の目的、財務状況及びニーズを鑑みて助言の内容が適切であるかをご検討いただくことが望まれます。お客様ご自身の責任で、関連するオフリング資料を金融商品の取得前に入手、検討の上で、購入をお決め下さい。

CIRA では、調査レポートを弊社占有およびそれ以外の電子配信システムを通じて同時に配信します。時には、個々のアナリストが 1 名あるいは複数のクライアント宛に電子メールでの配信を選択する場合があります。こうした電子メールでの配信は裁量的なもので、調査レポートが上記経路を通じて配信された後のみ可能です。

© 2011 Citigroup Global Markets Inc. Citi Investment Research & Analysis は、シティグループ・グローバル・マーケット・インクの一部門です。シティ(Citi)及びシティと弧のマーク(Citi with Arc Design)は、シティグループ・インク及びその関係会社の商号及びサービス・マークであり世界中で使用及び登録されています。All rights reserved. 本レポート(以下「本プロダクト」)の未許可での利用、複製の作成又は開示は法律で禁じられており、告発の対象となります。本プロダクトの電子メールでの再配信、ウェブサイトやページへの掲載、第三者への本プロダクトへのリンクの提供などがそれに含まれますが、これだけに限定するものではありません。本プロダクト上の情報は、受領されるお客様限りで提供されるものであり、第三者への再配布はご遠慮ください。本レポートに含まれる場合、MSCI からの情報は Morgan Stanley Capital International Inc. (MSCI)の独占的な財産です。MSCI の書面による事前の許可がなければ、本情報及びその他の MSCI の知的財産を複製、再利用、又は指数を含む金融商品を組成に使用することはできません。本情報は、情報自体のみの提供となります。本情報の使用による責任はお客様が負うこととなります。MSCI、その関係会社、及び情報の算出又は編集に関する全ての第三者は、本情報の独創性、正確性、完全性、商品性及び特定の目的に対する適合性について一切の保証を致しません。またそれらを制限することなく、いかなる場合においても、MSCI、その関係会社、及び情報の算出又は編集に関する全ての第三者は、いかなる損害に対しても責任を負いません。MSCI、Morgan Stanley Capital International、MSCI Indexes は、MSCI 及びその関係会社の登録商標です。弊社は、第三者による行為に対し何らの責任を負うものではありません。本プロダクトは、ウェブサイトのリンク又はアドレスを提供する場合があります。本プロダクトが弊社が運営するウェブサイトを参照している場合を除き、弊社はリンク先のサイトの精査を行っておりません。同様に本プロダクトが弊社のウェブサイトを参照している場合を除き、弊社はウェブサイト上で提供されたデータ、情報に関し、いかなる説明、保証をするものではなく、いかなる責任も負うものではありません。そのようなアドレス又はリンク(弊社のウェブサイトのアドレス又はリンクを含む)は、便宜上、情報提供のみを目的として提供されるものであり、そのリンクサイトの内容は本文書の一部ではありません。本書又は弊社のウェブサイトを通じてそのようなウェブサイト又はリンクにアクセスすることはお客様ご自身のリスクであり、弊社はそのような参照されたウェブサイトに関する、またはそれに起因するいかなる責任を負うものではありません。

ご希望に応じまして、追加の情報を入手することができます。

Disclosures created on May 27, 2011.