

### 成長を実現する力のある企業に効率的に投資

Global Markets Research

2019年1月22日

リサーチアナリスト

クオンツ・リサーチ

**山本 雅子 - NSC**  
masako.yamamoto@nomura.com  
+81 3 6703 1398

**清水 康弘 - NSC**  
yasuhiro.shimizu@nomura.com  
+81 3 6703 1748

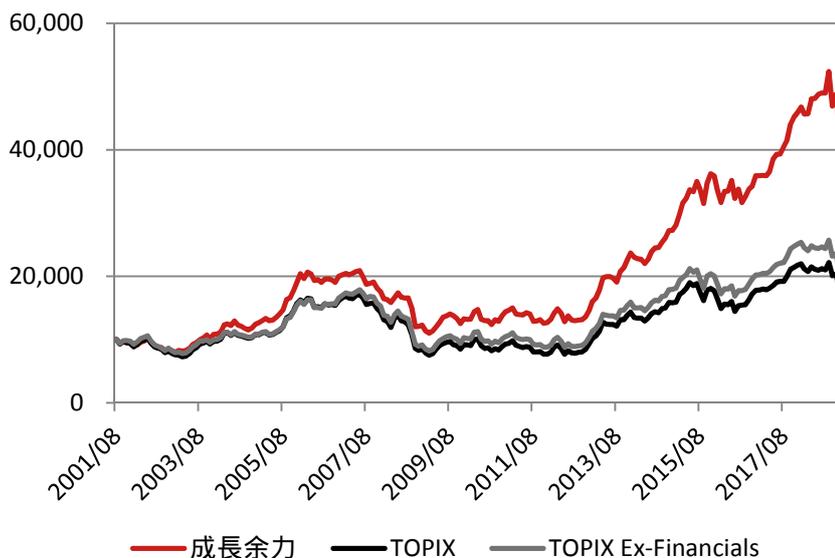
#### 企業の持続的成長を促す機関投資家の働きかけに着目

野村日本株成長余力インデックスは、近年国内で影響力が高まっている機関投資家による投資先企業の持続的成長を促す働きかけに着目したインデックスである。投資家の要請に応じて成長を実現する力(成長余力)のある企業をシステムティックに選定し、効率的に投資することで、将来の成長がもたらすリターンを享受することを狙いとする。

企業の成長余力の判定は、財務指標を元にしたファクターを用い、「成長余地」「資金余力」という2つの側面から判定する。前者の判定ポイントはROEと設備投資の水準であり、後者の判定ポイントは現金、負債およびフリーキャッシュフローの水準である。

本インデックスの過去指数値は2001年8月末を起点として算出している。過去におけるパフォーマンスは概ね良好に推移しているが、日本企業の「稼ぐ力」向上の必要性や企業の成長を促す投資家の役割に注目が高まり始めた2013年以降、特に高いリターンを記録している。

図表 1: 成長余力インデックスの指数値推移 (2001年8月末=10,000)



注: 分析期間は2001年9月から2018年12月まで。配当込月次リターンベース。取引コストを含まない。過去の株価等に基づく分析であり、将来のパフォーマンスを保証するものではない

出所: 野村

# 1. はじめに

野村日本株成長余力インデックス（以下、「成長余力インデックス」「本インデックス」）は、企業の成長可能性に着目したインデックスである。

近年、日本企業の「稼ぐ力」の強化が日本経済の成長のための課題と広く認識され、機関投資家が投資先企業の持続的成長に向けて積極的に働きかけるケースが増えてきている。本インデックスは、こうした投資家からの働きかけや社会の要請に応えて成長を実現しうる力のある企業をシステムティックに選定し、これらに効率的に投資することにより、将来の企業価値向上をもたらすリターンを享受することを狙いとしている。

本稿では、まず、本インデックス開発の背景となった、日本企業の成長を促す政府の取り組みや機関投資家による働きかけについて述べる（2.）。次に、成長余力インデックスの銘柄選定方法を紹介し、我々の考える成長余力企業の判定ポイントについて説明する（3.）。

過去のパフォーマンスについては、起算日である2001年8月末から2018年12月末までの推移を、TOPIX及びTOPIX Ex-Financialsと比較しつつ紹介し、リターン差の要因について考察する（4.）。最後に、最近の採用銘柄の特徴として規模別および業種別構成について紹介し（5.）、総括する（6.）。

## 2. 開発の背景

### 企業の「稼ぐ力」を強化するコーポレートガバナンス改革

低水準の経済成長が長く続いた我が国では、今後経済を継続的な成長軌道に乗せるために、企業の生産性や国際競争力を高めることが喫緊の課題であるという認識が高まっている。そのため、政府の掲げる成長戦略（「日本再興戦略」「未来投資戦略」）では企業の「稼ぐ力」を強化するためのコーポレートガバナンス改革の実現に向け、2013年以来様々な施策が実施されている。

代表的な施策としては、日本版スチュワードシップ・コード（2014年）やコーポレートガバナンス・コード（2015年）の導入があげられる。前者は機関投資家に対し、投資先企業の持続的成長を促すために議決権行使やエンゲージメント等による働きかけを求め、一方後者は企業に対し、株主を含むステークホルダーと向き合い、協働して持続的成長に取り組むことを求めている。両コードとも、企業の持続的成長を実現するために、当該企業とその投資家が適切に協働することを重視し、推奨している。

### 企業の持続的成長に向けた機関投資家の働きかけ

こうした改革の進展により、日本の機関投資家と企業の関係は大きく変わってきた。

かつては、国内の大手機関投資家は企業の経営にあまり関与しない傾向にあった。積極的に株主としての権利を行使して企業に経営改革を求める、いわゆるアクティビスト（物言う株主）は少数派で、2007年のブルドックソース事件<sup>1</sup>のように、企業やその安定株主と鋭く対立しがちであったが、近年はそうした対立が緩和されつつある。アクティビストによる提言の内容が企業や他の株主にとっても利益になると評価され、他の株主の協力を得るケースや、提言が契機になって企業改革が進むケースが見られるようになった。

また、大手年金基金や金融機関といったメインストリームの機関投資家も、投資先企業に対し積極的に働きかけるようになってきた。国内の主要機関投資家の多くが既に日本版スチュワードシップ・コードの受入れを表明しており<sup>2</sup>、コードの要請に従って投資先企業の経営状態に注意を向け、働きかけを行っている。

<sup>1</sup> 2007年5月、スティール・パートナーズがブルドックソース（2804）の全株取得に向けたTOBを開始。これに対しブルドックは日本初の買収防衛策を発動した。スティールは新株予約権の差止めを求めて提訴したが、東京地裁は却下。即時抗告した東京高裁では、ブルドック側の対抗策を正当とし、スティールに対しては株式の転売で自らの利益のみを追求しようとしている「乱用的買収者」と認定した。最高裁への抗告も棄却されスティール側の敗北に終わった。その後、日本企業に買収防衛策を導入するケースが増えていった。

<sup>2</sup> 金融庁の公表によると、2018年12月14日時点で、239の機関投資家が日本版スチュワードシップ・コードの受入れを表明している。

**要請に応じて成長を実現する力のある企業を選別して投資する**

このように投資家側の姿勢が変化したことにより、企業側は今まで以上に資本効率を向上させて収益力を高めるための経営努力を求められることになった。企業にとってはプレッシャーともなりうるが、こうした要請に応えうる力が企業にあれば、成長実現への強力な後押しとなることが期待できる。

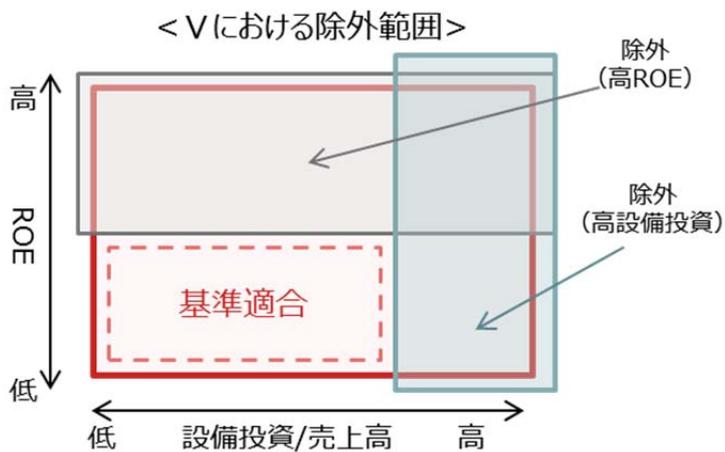
成長余力インデックスは、この、投資家からの働きかけに応じて成長を実現する力のある企業を「成長余力銘柄」として選別し、これらに効率的に投資することを可能にする。

### 3. 成長余力企業の判定ポイント

#### 銘柄選定基準

図表 2 は、成長余力インデックスの銘柄選定基準をフローで示したものである。母集団に対し、図中の赤字 から の順に要件を適用し、全ての要件を満たす銘柄が基準適合となる。<sup>3</sup>

図表 2: 成長余力インデックスの銘柄選定フロー



出所: 野村

<sup>3</sup> 売買インパクト抑制の観点から、既採用銘柄については基準 を満たさない場合でも一定の条件のもと継続採用されるケースがある。詳細は本指数のルールブックを参照のこと。

## 成長余地と資金余力

企業の成長余力の判定は、財務指標を元にしたファクターを用い、「成長余地」「資金余力」という2つの側面から判定する。「成長余地」は上記選定フローの で判定するが、その際に考慮するのはROEと設備投資の水準である。「資金余力」は上記選定フローの で、現金、負債およびフリーキャッシュフローの水準を考慮して判定する。

### 成長余地の判定（ポイント：ROE、設備投資）

ROE（自己資本利益率）は、企業が株主から調達した資金をいかに効率よく用いて利益を上げているかを表し、株主が企業の収益力を評価するにあたり特に重視すべき指標の一つだ。JPX日経インデックス400など、ROE水準が高い銘柄が優先的に採用される指数もあるが、本インデックスではROEの成長可能性に着目しているため、既に高水準のROEを達成している企業は採用されない（更なる上昇の余地が乏しいとネガティブに評価され、除外される）点に注意されたい。逆に、現在のROE水準が相対的に低い企業は、その分将来のROE上昇の余地が大きいと判断される。実際、こうした企業は業績改善を求める機関投資家からの働きかけのターゲットとなりやすく、将来のROE改善が期待できる。

成長余地の判定には、ROEに加え、設備投資の水準も考慮している。企業が資本効率を改善し収益力を上げるためには、新たな設備投資が必要になることが多いため、設備投資の余力が小さいと見られる企業は、選定対象から除外される。

### 資金余力の判定（ポイント：現金、負債、フリーキャッシュフロー）

資金余力は、成長のために投じる資金の余力があるかどうかを、現金（資金のストックを表し、多い方が好ましい）、負債（資金の調達力を表し、有利子負債が少ない方が好ましい）、フリーキャッシュフロー（資金のフローを表し、多い方が好ましい）の水準によって判断する。

なお、上記銘柄選定フローでは、「成長余地」の前に「資金余力」を判定する流れになっているが、これは、資金に余力があることが、成長実現の大前提と考えるためである。先立つ資金がなければ業績改善は実現できないばかりか、悪くすると脆弱な財務基盤が災いして更なる業績悪化を招くこともありうる。そのため、構成銘柄は常に水準以上の資金余力のある銘柄の中から選ばれるよう配慮した。

### 銘柄選定の効果は出ているか

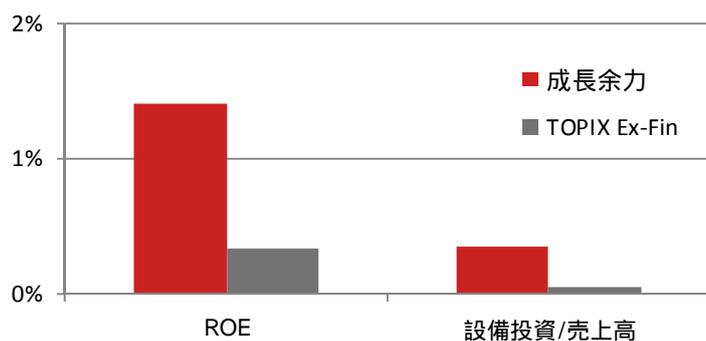
以上のような方法で選定され、成長余力インデックスに採用された銘柄は、その後実際に成長を遂げているのだろうか。

本インデックスは年1回、9月初に定期入替を行う。そこで、2001年以降の各年の9月初から翌年8月末までの12ヶ月間に、銘柄選定に用いる財務指標が本インデックスとTOPIX<sup>4</sup>とで、それぞれどう変化したかを整理したのが、次の図表3である。

<sup>4</sup> 成長余力インデックス（金融銘柄を含まない）との比較のため、ここではTOPIX Ex-Financialsを用いている

図表 3: 財務指標の12ヶ月変化幅

	1年変化幅 成長余力	1年変化幅 TOPIX Ex-Fin	変化幅の 差の平均
	(a)	(b)	(a) - (b)
ROE (自己資本利益率)	1.4%	0.3%	1.1% **
設備投資売上高比率	0.4%	0.1%	0.3% **
現金総資産比率	-0.3%	0.1%	-0.4% *
負債比率	-3.6%	-5.5%	1.9%
フリーキャッシュフロー-総資産比率	-0.4%	0.0%	-0.5% **



注: 9月初から翌年8月末までの12ヶ月間における各指標値の変化幅(差)を、2001年から2017年までの17時点で算出し、その平均値を記載。各指標の定義は、成長余力インデックスの選定に用いる指標と同一。集計方法は指数ウェイトによる加重平均。「変化幅の差の平均」の値のうち、\*は5%有意水準で有意、\*\*は1%有意水準で有意であることを示す。

出所: 野村

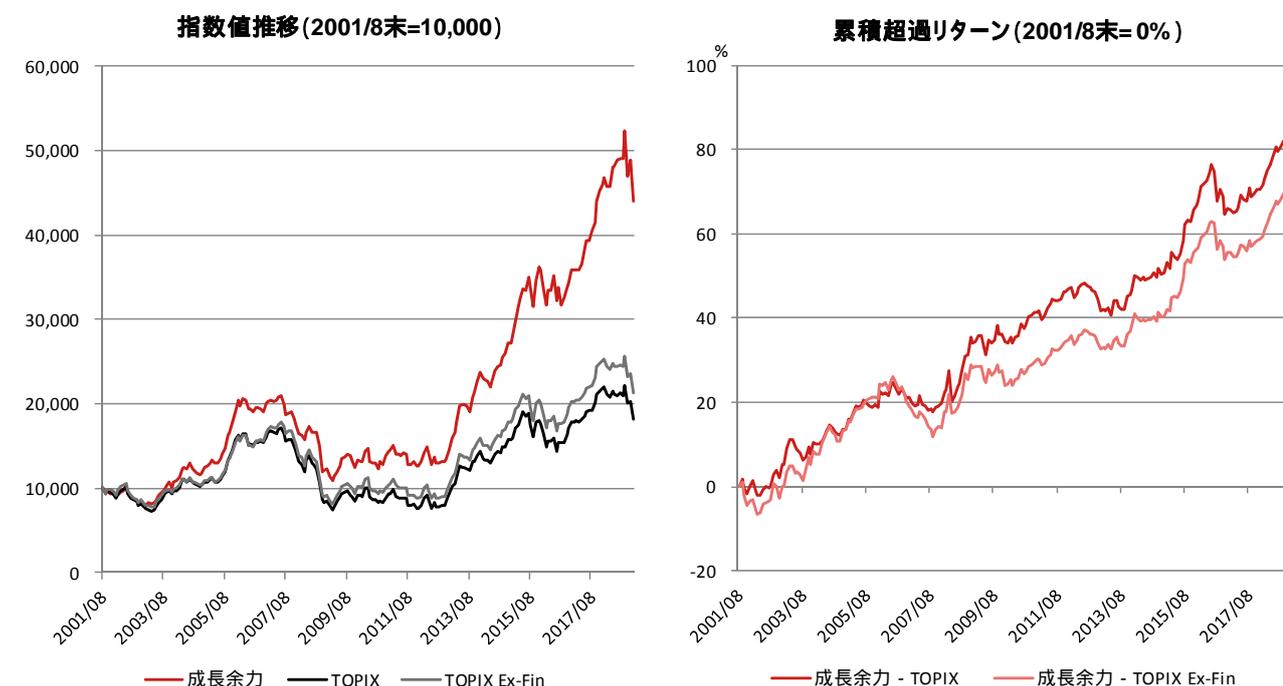
成長余力インデックスの採用銘柄は、定期入替で銘柄が確定後、次回定期入替で銘柄が入れ替わるまでの間に、TOPIXに表される市場の水準よりも有意に高いROE上昇幅を記録している。設備投資の水準も対市場比で有意に上昇しており、インデックス採用中に持てる成長余地を活かした成長が実現されているように見える。また、資金余力の判定に用いた現金、負債、フリーキャッシュフローのうち、負債比率については有意な変化は認められなかったが、現金総資産比率とフリーキャッシュフロー総資産比率は有意に減少しており、これらの一部が設備投資など成長に向けた取り組みに使われた可能性がある。こうした財務指標の変化に、銘柄選定で期待された効果がある程度表れていると考えられることができる。

## 4. 成長余力インデックスのパフォーマンス

### 指数値と超過リターンの推移

図表4に2001年9月からの本インデックスのパフォーマンスを示した。この期間、パフォーマンスはおおむね良好だが、特に、日本企業の「稼ぐ力」向上の必要性や企業の成長を促す投資家の役割に注目が高まり始めた2013年以降に高いリターンを記録している。最近の5年間では、平均年率リターンで、TOPIXを7.5%、TOPIX Ex-Financialsを6.6%アウトパフォーマンスしている。

図表4: 成長余力インデックスのパフォーマンス



	絶対パフォーマンス			相対パフォーマンス(成長余力)	
	成長余力	TOPIX	TOPIX Ex-Fin	対、TOPIX	対、TOPIX Ex-Fin
<b>最近5年</b>					
リターン(年率%)	13.5	6.0	6.9	7.5	6.6
リスク(年率%)	14.5	15.5	14.7	6.6	5.6
リターン/リスク	0.93	0.39	0.47	1.13	1.19
<b>通算(2001/9~)</b>					
リターン(年率%)	9.9	5.0	5.8	4.8	4.1
リスク(年率%)	16.0	17.5	16.6	6.0	5.5
リターン/リスク	0.62	0.29	0.35	0.81	0.74

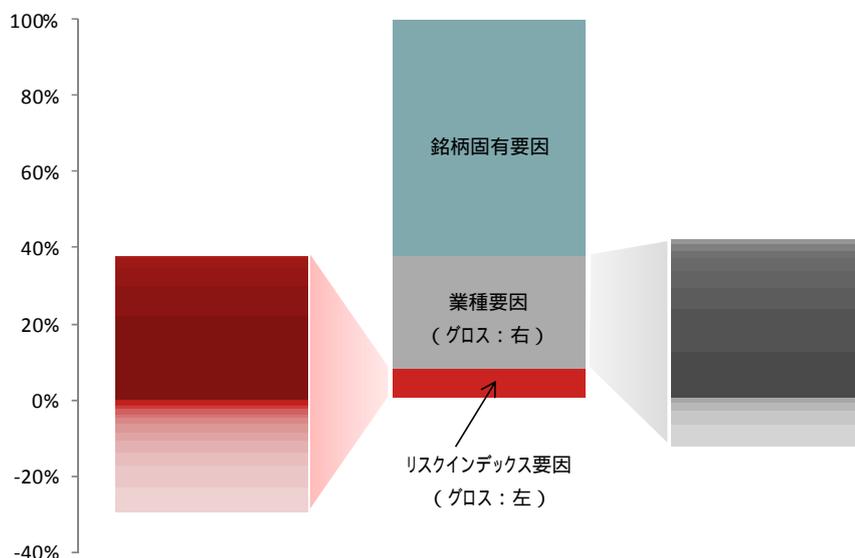
注: 分析期間は2001年9月から2018年12月まで。配当込月次リターンベース。取引コストを含まない。過去の株価等に基づく分析であり、将来のパフォーマンスを保証するものではない。

出所: 野村

## 対 TOPIX 超過リターンの要因分解

成長余力インデックスの対 TOPIX 超過リターンはどのような要因によってもたらされているのか、図表 5 に、過去の超過リターンを要因別に分解した結果を示した。

図表 5: 対 TOPIX 超過リターンの要因分解



要因	寄与度 (ネット)	内訳中、寄与度の高い業種、ファクター
銘柄固有要因	62.5%	
業種要因	29.4%	消費材・サービス業種 (高ウエイト)、金融業種 (低ウエイト)
リスクインデックス要因	8.1%	サイズ (中小型銘柄が高ウエイト)、財務レバレッジ (低い)

注: 分析期間は 2001 年 9 月から 2018 年 12 月まで。MSCI のバラ日本株式モデル (JPE4) に基づいて、成長余力インデックスの対 TOPIX 累積超過リターンを「銘柄固有要因」「リスクインデックス要因」「業種要因」に分解した (中央)。左右は「リスクインデックス要因」「業種要因」の要因別グロス内訳を示す。

出所: 野村

図表 5 を見ると、対 TOPIX 超過リターンへのプラス寄与が最も大きかったのは銘柄固有要因であった。これは、業種やリスクファクターに含まれない要素によって超過リターンを得ていたことを意味する。本インデックスが注目する、企業の成長に向けた投資家の働きかけとそれに応える企業側の取り組みといった要素は、既存のリスクファクターや業種で説明し尽くすことはできないと思われるので、こうした要素が銘柄固有要因として超過リターンにプラスに寄与したと考えることもできよう。

業種要因は、超過リターンに対しネットで 30%弱寄与している。特にプラスに寄与したのは消費材・サービス業種のウエイトが高い点と、仕様上金融業種を除外している点であった。

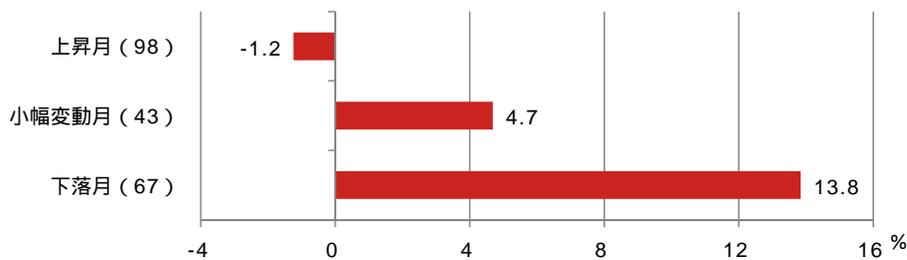
リスクインデックス要因は、プラスの寄与とマイナスの寄与が相殺された結果、ネットの寄与度は約8%にとどまった。特にプラスに寄与しているのはサイズ要因<sup>5</sup>で、中小型株のウエイトが相対的に大きいことが超過リターンにプラスに寄与した。次いで寄与度が高かったのは財務レバレッジが低い点であった。本インデックスの銘柄選定上、超大型銘柄を除外している点や、成長余力の判定に負債比率を考慮している点などが、パフォーマンスに有利に働いたと言える。

### 市場局面別のパフォーマンス

成長余力インデックスはどのような市場局面で好パフォーマンスが期待でき、どのような局面を苦手とするだろうか。

TOPIX 配当込み指数の月次変動幅を基準に分析対象期間を「上昇月」「小幅変動月」「下落月」に分け、それぞれの成長余力インデックスの平均月次超過リターンを年率化したのが、図表6である。

図表6: 局面別対 TOPIX 超過リターン (年率)



注: 分析期間は2001年9月から2018年12月まで。TOPIX 配当込み指数が1%以上上昇した月を「上昇月」、1%以上下落した月を「下落月」、プラスマイナス1%未満の変化だった月を「小幅変動月」とし、該当月における成長余力インデックスの対TOPIX超過リターンを平均し、年率化したもの。配当を含む。左軸カッコ内の数字は、分析期間中の該当月数。

出所: 野村

これを見ると、成長余力インデックスは市場の下落局面で特に高い相対パフォーマンスを実現してきたことがわかる。明確な下げ相場ではない小幅変動時も良好な相対パフォーマンスを記録しているが、市場上昇局面では若干アンダーパフォームする傾向が認められる。実際の値動きを見てみると、例えば2007年後半から2009年初頭にかけての、米国サブプライムローン懸念からリーマンショックに至る市場下落時に本インデックスは基本的に市場をアウトパフォームしていた。より近い例では、2016年初頭の中国経済減速懸念による市場下落から同年6月のBrexitにかけてもTOPIXをアウトパフォームしていたが、その後市場が回復し、更にトランプ相場になる時期にはTOPIXにアンダーパフォームする月が増えた。2012年末からの第二次安倍政権成立、アベノミクス発動時にもアンダーパフォームしていた。

<sup>5</sup> ここではバーラのリスクインデックス要因中、「サイズ」と「サイズ非線形」を合せてサイズ要因と扱っている。

こうしたパフォーマンスの特性には、本インデックスの銘柄選定ルールが影響していると推測される。

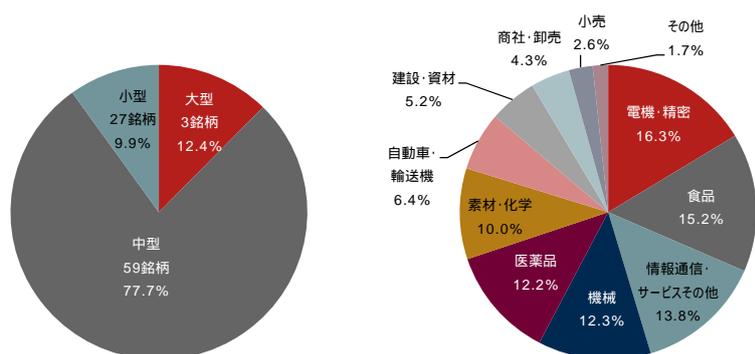
サブプライムローン懸念の際に見られるように、信用不安による市場下落局面では財務が脆弱な銘柄は忌避される傾向にある。本インデックスに選ばれる銘柄は、手元で自由になる資金が多く財務的な安全性が高い傾向にあるため、相対的に市場での注目度が高まりやすい。一方、信用危機後の市場上昇局面においては、財務リスクの高い銘柄が本インデックスのパフォーマンスを超えて反発していると考えられる。

## 5. 採用銘柄の特徴

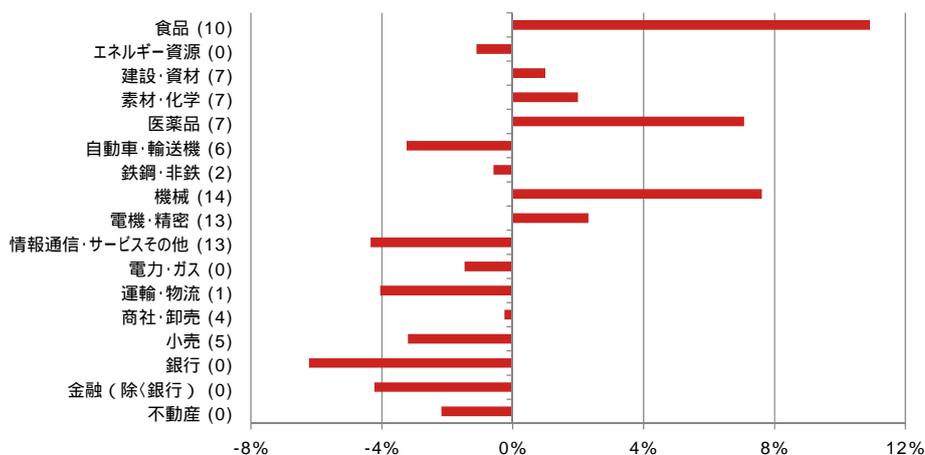
### 規模別、業種別構成

図表7は、足元（直近の定期入替が実施された、2018年9月初時点）における成長余カインデックスの構成銘柄の規模別及び業種別の分布状況である。足元一時点の構成だが、4.で紹介したヒストリカルな超過リターンの要因分解で示された特徴が見られる。

図表7: 成長余カインデックスの規模別、業種別構成



各業種の対TOPIXアクティブウエイト



注: 左右円グラフは成長余カインデックス構成銘柄の規模別および業種別ウエイトで、規模はTOPIXの分類、業種はTOPIX17業種による。下の横棒グラフは、本インデックスの業種ウエイトとTOPIX業種ウエイトとの差を示す。業種名右のカッコ内数字は採用銘柄数。全て2018年9月初時点。

出所: 野村

規模別では、大型株（TOPIX 100 採用銘柄）のウエイトが小さく、中型株（TOPIX Mid400 採用銘柄）が多い構成になっている。銘柄選定ルール上は、超大型株（東証一部上場銘柄中時価総額上位 50 銘柄）以外は採用可能になっているが、実際に採用された銘柄は選定ルールの制約以上に、中型寄りになっているようだ。この中型株寄りの傾向は、4.で紹介した「サイズ要因」として、対 TOPIX 超過リターンへのプラス寄与が期待される。

業種別では、右上円グラフを見ると比較的バランスのとれた分布に見えるが、TOPIX との比較では分布に特徴が見られる（下横棒グラフ）。「食品」「医薬品」「機械」業種で TOPIX を大きくオーバーウエイトしているが、このうち前二者はバラモデルの「消費財・サービス」業種にあたり、業種面でのプラス要因と考えられる。金融業種で TOPIX をアンダーウエイトしているのは本インデックスの仕様（金融業種は対象外）上当然だが、この点も対 TOPIX 超過リターンにプラスに働いていると見られる。

## 6. おわりに

成長余力インデックスは、3. で紹介した銘柄選定基準に従い、将来の成長が期待できる銘柄を選定する。選定のポイントとなる「成長余地」と「資金余力」は企業が成長を遂げるための前提条件と言えるが、これらが備わっているだけで将来の成長が約束されるわけではない。肝心なのは、持てる力を行使して成長を実現するための行動に移ることである。

スチュワードシップ責任の考えが広く浸透しつつある現在、成長余力企業に対しては機関投資家から、エンゲージメントや議決権行使、株主提案などの形で成長実現のための働きかけが期待できる。こうした働きかけに応えられる企業にとっては、成長余力が眠ったままにならず現実の成長へと開花する手助けとなるだろう。実際、本インデックスが市場に対して特に高いパフォーマンスを記録しているのは2013年頃からで、これは、日本企業の生産性向上が政策上の重要課題となり、企業の成長を促す機関投資家の役割が注目されるようになったのとほぼ時期を同じくする。

企業の持続的成長に向けて企業と投資家が協働するという、日本版スチュワードシップ・コードやコーポレートガバナンス・コードが提唱する企業と投資家のあり方に対しては、既に多くの機関投資家や企業が賛同を表明しており、今後も継続し発展していくと期待される。本インデックスが、そうした投資家との関係に後押しされて成長を遂げる企業への投資の一助となれば幸いである。

# Appendix A-1

## アナリスト証明

我々、山本 雅子 と 清水 康弘は、(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、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、(3) 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

野村証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、野村証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証券が過去 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、<https://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、野村証券 リサーチ・プロダクション業務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

野村グループのリサーチは、[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、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・インクまたはインスティネット LLC(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 または ILCC の関係者ではない場合があります。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(「Niple」)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 Niple 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。

## 評価の分布(野村グループ)

野村グループ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。

51% 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 43% が野村の投資銀行業務の顧客です。また、この Buy の企業の中で 0% が欧州経済領域の規制市場で売買を許可され、かつ野村が重要な証券サービスを提供している顧客です。43% が法令で定められた Hold レーティング(野村では Neutral)、この Hold の企業の中で 54% が野村の投資銀行業務の顧客です。また、この Hold の企業の中で 0% が欧州経済領域の規制市場で売買を許可され、かつ野村が重要な証券サービスを提供している顧客です。6% 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 15% が野村の投資銀行業務の顧客です。また、この Sell の企業の中で 0% が欧州経済領域の規制市場で売買を許可され、かつ野村が重要な証券サービスを提供している顧客です。(2018年12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。

重要な証券サービスは EU の市場濫用規制で定義されています。

## 評価の分布(インスティネット LLC)

インスティネット LLC の株式リサーチの評価の分布は以下のとおりとなっています。

55% が法令で定められた Buy レーティング、インスティネット LLC は過去 12 ヶ月間に、この Buy の企業の 0% に投資銀行サービスを提供しました。41% が法令で定められた Hold レーティング(インスティネット LLC では Neutral)、インスティネット LLC は過去 12 ヶ月間に、この Hold の企業の 0% に投資銀行サービスを提供しました。4% が法令で定められた Sell レーティング(インスティネット LLC では Reduce)、インスティネット LLC は過去 12 ヶ月間に、この Hold の企業の 0% に投資銀行サービスを提供しました。

## 野村グループの株式リサーチの個別銘柄およびセクターのレーティングシステム定義

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。

## 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、今後 12ヶ月での達成が期待されています。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

本資料は表紙に記載されている野村グループ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グループ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、およびその関連会社と子会社を指し、また、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」)、インスティテット LLC(「ILLC」)、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・セキュリティス・インドネシア(「PTNSI」)、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(株式ブローカレッジ): BSE INB011299030、NSE INB231299034、INF231299034、INE 231299034、MCX: INE261299034、SEBI 登録番号(マーチャントバンキング): INM000011419、SEBI 登録番号(リサーチ): INH000001014)、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、CNS 及び NSL 間の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。リサーチ・レポートの表紙の従業員氏名の横に記載された「NSFSPL」は、ノムラ・ストラクチャード・ファイナンス・サービスズ・プライベート・リミテッドに雇用された当該従業員が、インタ・カンパニー・アグリーメントに基づき、特定の野村の関連会社のサポートを行っていることを示しています。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「BDO-NS」(「BDO ノムラ・セキュリティーズ・インク」を表します)の記載は、BDO ユニバンク・インク(「BDO ユニバンク」)に雇用され BDO-NS に配属された当該アナリストが、BDO ユニバンク、NSL 及び BDO-NS 間の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。BDO-NS は BDO ユニバンクと野村グループのジョイント・ベンチャーで、フィリピンの証券ディーラーです。

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)野村グループに関するディスクロージャー以外は、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ない情報源に基づいております。

野村グループに関するディスクロージャー以外は、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、いずれの情報の正確性、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いかな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の知的財産権およびその他一切の権利は野村證券株式会社および Frank Russell Company に帰属します。なお、野村證券株式会社および Frank Russell Company は、当インデックスの正確性、完全性、信頼性、有用性、市場性、商品性および適合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の理由により、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。

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を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。本資料で説明のために作成・発行された数値、投資戦略、インデックスは、EU 金融ベンチマーク規制が定義する"ベンチマーク"としての"使用"を意図したものではありません。

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。金融市場関連のリサーチについて:アナリストによるトレード推奨については、以下の2通りに分類されます;戦術的(tactical)トレード推奨は、向こう3ヶ月程度の見通しに基づいています;戦略的(strategic)トレード推奨は、向こう6ヶ月から12ヶ月の見通しに基づいています。これら推奨トレードについては、経済・市場環境の変化に応じて、適宜見直しの対象となります。また、ストップ・ロスが明記されたトレードについては、その水準を超えた時点で推奨の対象から自動的に外れます。トレード推奨に明記される金利水準や証券のプライスについては、リサーチ・レポートの発行に際してアナリストから提出された時点の、ブルームバーグ、ロイター、野村のいずれかによる気配値であり、その時点で、実際に取引が可能な水準であるとは限りません。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NSIにより配布されます。NSI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。本資料を作成した会社は、野村グループ内の関連会社が、顧客が入手可能な複製を作成することを許可しています。

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」であることの表明であり、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。

カナダ投資家向け:当レポートは、Investment Industry Regulatory Organization of Canada(「IIROC」)およびCanadian Investor Protection Fundの会員であるInstinet Canada Limited(「ICL」)により、カナダの投資家向けに配布することを承認されています。ICLの関連会社が作成したリサーチレポート(「関連会社リサーチレポート」)は、当該関連会社の地域におけるリサーチ配布に適用される規則上の要件を満たすよう作成されており、利益相反に係る開示を含んでいます。ICLは、IIROCが必要とするカナダにおける開示が行われていることを確認するために当関連会社リサーチレポートをレビューしました。ICLは、関連会社リサーチレポートの配布に関連して、対価を受取っていません。ICLのリサーチ配信に関するポリシー及び手順に従い、ICLは関連会社リサーチレポートを、電子的にまたは印刷された形で、ICLの現顧客および将来の顧客のみにしか提供しません。ICLは、全ての受領者が同時に関連会社リサーチレポートを利用可能となる及びまたは配布されるよう努めます。当関連会社リサーチレポートは、推奨ではなく、また、いかなる特定の口座の投資対象、金融状況や特定のニーズを考慮しているものでもありません。

台湾上場企業に関するレポートおよび台湾所属アナリスト作成のレポートについて:本資料は参考情報の提供だけを目的としています。お客様ご自身で投資リスクを独自に評価し、投資判断に単独で責任を負っていただく必要があります。本資料のいかなる部分についても、野村グループから事前に書面で承認を得ることなく、報道機関あるいはその他の誰であっても複製あるいは引用することを禁じます。「Operational Regulations Governing Securities Firms Recommending Trades in Securities to Customer」及びまたはその他の台湾の法令・規則に基づき、お客様が本資料を関係者、関係会社およびその他の第三者を含む他者へ提供すること、あるいは本資料を用いて利益相反があるかもしれない活動に従事することを禁じます。NIHK台湾支店が執行できない証券または商品に関する情報は、情報の提供だけを目的としたものであり、投資の推奨または勧誘を意図したものではありません。

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、またはウイ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

レポート本文中の格付記号の前に「印」のある格付けは、金融商品取引法に基づく信用格付業者以外の格付業者が付与した格付け（無登録格付け）です。無登録格付けについては「無登録格付けに関する説明書」<https://www.nomura.co.jp/retail/bond/noregistered.html> をご参照ください。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）は 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 は連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）は最大 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）は 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、売付けの場合、売付け株券等に対する貸株料および品質料をいただきます。委託保証金は、売買代金の 30% 以上（オンライン信用取引の場合、売買代金の 33% 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（オンライン信用取引の場合、委託保証金の約 3 倍まで）のお取引を行うことができますため、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。想定元金額は、全国消費者物価指数の発行時からの変化率に応じて増減します。利金額は、各利払時の想定元金額に表面利率を乗じて算出します。償還額は、償還時点での想定元金額となりますが、平成 35 年度以降に償還するもの（第 17 回償以降）については、額面金額を下回しません。

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。

本資料で推奨されたトレードについて、その構築に用いられた手法や数理・解析モデルに関する追加情報が必要な場合は、表紙に記載されたアナリストにお問い合わせください。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 © 2019 Nomura Securities Co., Ltd. All rights reserved.