

野村日本株連続増配インデックスを開發

金融工学研究センター

連続増配銘柄への集中投資を可能に

経営者の中期的収益成長に対する強い確信を反映する連続増配

指数の投資スタイルは低リスク、グロース系：構成銘柄の財務は健全であり、低レバレッジにも関わらず、ROE水準は安定して高い

増配という経営者の行動は将来収益の拡大に対する経営者の確信を反映し、そのシグナルが株式市場に伝わる事で株主価値の上昇に繋がるという現象（シグナリング理論）は日本市場でも観測されている。我々の分析によれば、連続増配企業では前期増配銘柄よりも将来的に高い増益確率が実現されており、中期的な収益拡大に対する経営者の確信がより強いと考えられる。

野村日本株連続増配インデックスは、市場に対し超過収益を生んでいる。その超過収益の源泉としては、連続増配という配当政策が中期的な収益拡大に対する企業側のシグナルとして株式市場で受け取られる短期的な側面と、収益拡大の確度が徐々に高まるにつれ、業績予想の上方修正等を通して好業績が株価に織り込まれる中期的な側面の両者が関係していると考えている。

高配当指数がバリュー寄りの投資スタイルであるのに対し、連続増配指数は安定的にグロースの傾向を持つ。また連続増配指数は市場、高配当指数と比べ、財務健全な銘柄を中心とし、高い自己資本比率を示す。ただし、そのレバレッジの低さにも関わらず、ROEは安定して高い。さらに低リスクの特性を持つため、市場の下落時に特に堅調なパフォーマンスを示す。

Global Markets Research

2015年8月31日

リサーチアナリスト

クオンツ・リサーチ

大塚 小百合 - NSC

sayuri.otsuka@nomura.com

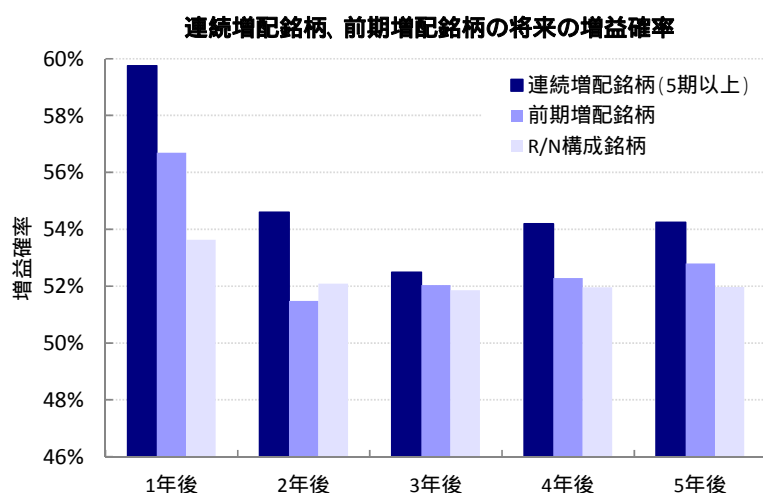
+81 3 6703 3986

石川 康 - NSC

yasushi.ishikawa@nomura.com

+81 3 6703 3926

図表 1: 連続増配銘柄はより長期に渡る増益を実現している



注:分析期間は1990年1月から2015年8月。母集団はRussell/Nomura日本株インデックス。

出所:野村

1. はじめに

我々は日本市場における連続増配銘柄を構成銘柄とする野村日本株連続増配インデックスを開発した。2015年8月21日付けの当社 [ニュースリリース](#) でご案内の通り、同日から Bloomberg にて指数値 (Ticker¹: NMRIJOID) を公表しており、さらに指数の詳細は2015年9月3日16時以降に当社証券市場インデックスのウェブサイト (<http://qr.nomura.co.jp/jp/ncid/index.html>) にて公開する予定である。

このレポートでは、本指数を構成する連続増配銘柄が超過収益を生み出し得る理論的背景、その実証分析を紹介すると共に、指数パフォーマンスとその要因分析、さらに同じ配当に着目した指数である高配当インデックスとの違いに焦点を当てながら、指数属性等についても議論したい。読者にとって当インデックスのコンセプト、特性を理解する上での一助となれば、幸いである。

2. 連続増配に込められた経営者のメッセージ

連続増配銘柄に投資する意味とは何であろうか？ 一般に配当金はその原資となる利益よりも安定的であり、その理由は減配を嫌う経営者が長期に渡り支払い可能な水準に配当金を設定するためと考えられている。逆に言えば、そのような保守的傾向を持つ経営者が増配をするということは、将来の利益成長に対して経営者が強い確信を持つことを意味している。ましてや毎年、連続して増配している企業の経営者は増益への確信度を年々増していると想像される。

配当政策と株主価値を結びつける理論の一つにシグナリング理論がある。経営者と投資家の間に情報の非対称性が存在する環境下で、経営者による増配の決断は将来の収益拡大に対する投資家へのシグナルとなり、株価上昇の要因になるという考えである²。日本市場においても増配企業の将来の増益確率は増配していない企業よりも有意に高いという実証研究³があるが、ここでは前年増配した企業と過去5年以上に渡り連続して増配した企業の間で、将来の収益拡大に対する違いが見られるかを検証したい。

分析対象は1990年1月から2015年7月までのRussell/Nomura日本株インデックス構成銘柄（浮動株調整時価総額ベースで全上場銘柄の上位98%を占める）とし、前期の1株当たり配当金が上昇した銘柄とそれ以外の銘柄の将来5年に渡る増益確率（純利益に基づく）を計算したものが、図表2左図である。一方、少なくとも前期までの5年に渡り、連続して増配した銘柄とそれ以外の銘柄の将来5年に渡る増益確率を計算したものが、図表2右図である。

1. 配当込みベースの野村日本株連続増配インデックスのTickerはNMRIJOID。

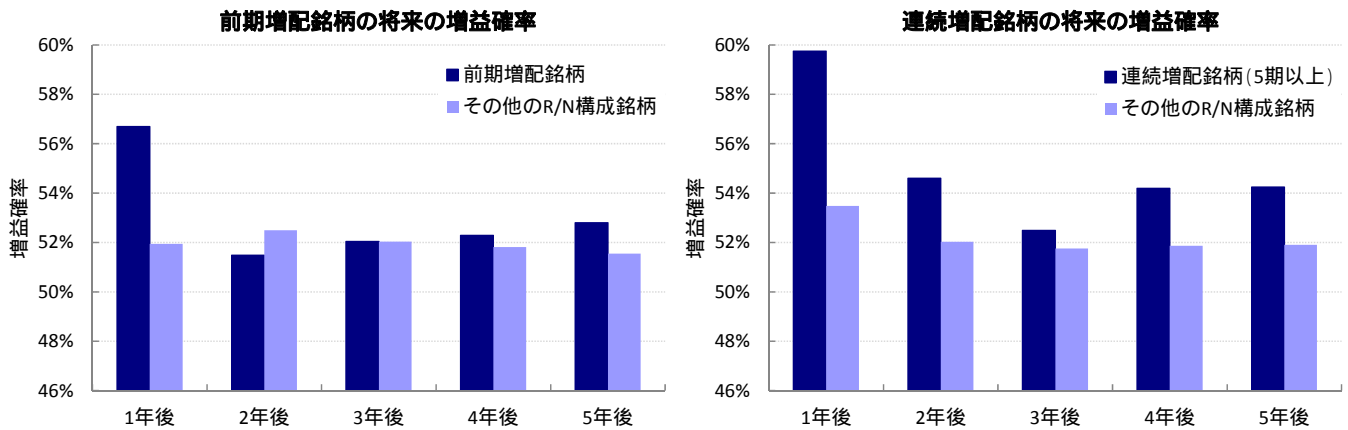
2. 株主価値を最大化させるべく余剰資金を投資するとされる経営者と株主との間にある、投資に関する情報の非対称性に着目した理論にフリーキャッシュフロー理論がある。成長性のない事業への投資を行い、あるいは成長性のある事業への投資を見逃すような経営者は、余剰資金の市場価値を毀損させており、増配によってフリーキャッシュフローを減らすことが、株主価値の上昇に繋がるという考えである。

3. 諏訪部（「株主価値を向上させる配当政策」, 証券アナリストジャーナル, 2006年7月号）では前期増配銘柄がその後、有意に高い増益確率を実現していることを実証している。この論文での前期増益銘柄の将来の増益確率は我々の分析結果よりも高いが、おそらく分析期間（1976年～2006年）とユニバース（全上場銘柄）の違いによる所が大きいと思われる。我々の分析期間（1990年～2015年）においても、ユニバースをRussell/Nomura構成銘柄から全上場銘柄に拡大することにより、前期増配銘柄の増益確率は上昇する傾向が観測されている。

左図の前期増配銘柄に対する分析結果をみると、1年後には高い増益確率を示すが、2年後から4年後の増益確率はその他の Russell/Nomura 指数構成銘柄と大差なく、5年後に再び高い増益確率を示している。一方、前期までの5期以上に渡り連続して増配した銘柄に対する分析結果（右図）では、1年後から5年後の全てにおいて、その他の銘柄群よりも高い増益確率を実現しており、さらに前期増配銘柄と比べても全ての期間において高い増益確率を示している⁴。

この結果を踏まえれば、前期に増配した企業の経営者は近い将来の収益拡大についての確信は強いが、中期的な収益拡大についての確信はさほど強くない可能性がある。一方、過去5期以上に渡り連続して増配している企業の経営者は、年々収益拡大への確信を強めており、近い将来のみならず、中期的な収益拡大に対する確信を抱いていると考えられる。後の章で示すように野村日本株連続増配インデックスは市場に対し超過収益を生んでいる。その超過収益の源泉としては、連続増配という配当政策が中期的な収益拡大に対する企業側のシグナルとして株式市場で受け取られる短期的な側面と、収益拡大の確度が徐々に高まるにつれ、業績予想の上方修正等を通して好業績が株価に織り込まれる中期的な側面の両者が関係していると考えている。

図表 2: 連続増配銘柄は前期増配銘柄よりも長期に渡る増益を実現している



注:1990年1月から2015年8月までの Russell/Nomura 日本株インデックス構成銘柄をユニバースとし、前期増配銘柄とその他の銘柄の先5年間の増益確率（純利益に基づく）を示したものが左図、前期までの5期以上に渡り連続増配した銘柄とその他の銘柄の先5年間の増益確率を示したものが右図である。

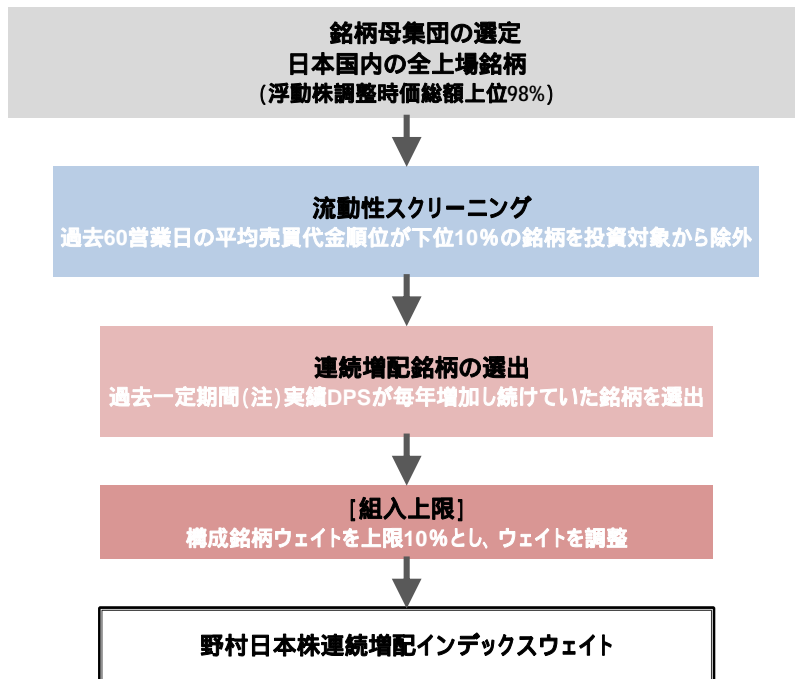
出所: 野村

4. 「連続増配銘柄の増益確率はその他の銘柄群よりも高い」という仮説は、両者の増益確率の差（時系列データ）が有意に正かという検定に基づけば3年後のみが1%の有意水準で棄却され、1年後、2年後、4年後、5年後において有意に成り立つ。一方、前期増配銘柄については1年後と5年後においてのみ有意性が示される。

3. 指数構築ルール

ここでは前章で議論した連続増配銘柄を構成銘柄とする「野村日本株連続増配インデックス」（以下、本指数）の構築ルールについて簡単に説明したい⁵。図表3に構築ルールの概要を示す。本指数は年1回（12月初め）のリバランスにより、日本株全上場銘柄から浮動株調整時価総額上位98%を抽出後、過去60営業日の売買代金により流動性下位10%を除外し、過去一定期間に渡り実績1株当たり配当金（実績DPS）⁶が毎年連続して増加していた銘柄群を抽出している。指数ウェイトは浮動株調整時価総額加重としているが、過度な集中を避けるためにウェイト上限として10%を課している。

図表3: 野村日本株連続増配インデックス構築ルールの概要



注: 2000年末以降、過去5年以上実績DPSが連続して増加していた銘柄を抽出していたが、2008年以降は過去6年以上実績DPSが連続して増加していた銘柄を抽出している。

出所: 野村

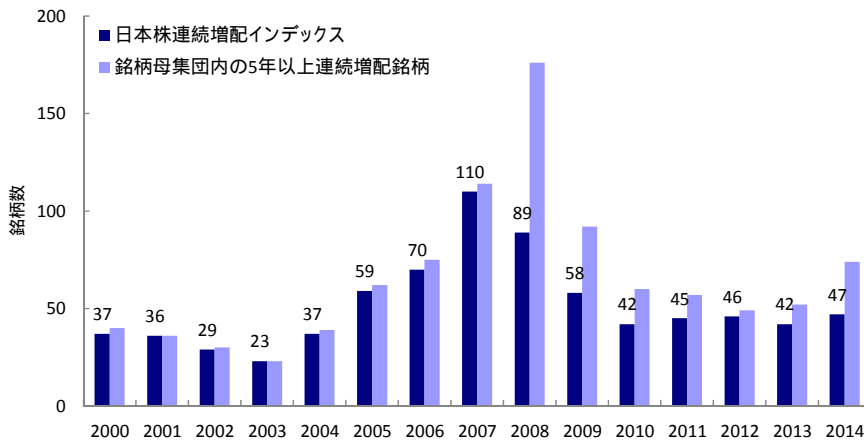
本指数では企業の経常的な配当支払い能力を計測するために、特別配当や記念配当を除いた配当のみを対象としている。また本指数は連続増配銘柄への集中投資をパッシブ運用により可能とするようデザインされており、構成銘柄数には最小20銘柄から最大150銘柄という制限を課している。その制限と関係して指数計算を開始した2000年末以降、連続増配を定義する基準年数は5年以上としているが、2008年のリバランス時には基準を満たす連続増配銘柄数が150銘柄を超えるため、基準年数の下限を1年増やし6年とし、以降は6年で固定されている（図表4参照）。逆に連続増配基準を満たす銘柄数が少なくなり、20銘柄を下回る場合には、基準年数を短縮して基準を緩和することにより、構成銘柄が20銘柄以上となるよう設計されている。

5. インデックス構築方法の詳細については、2015年8月21日付けの当社レポート「野村日本株連続増配インデックスルールブック」を参照されたい。

6. 「前年4月初めから当年3月末の実績DPS（株式分割・併合などを考慮した1株当たり配当金、特別配当や記念配当を除く）の合計」を当年1年間の実績DPSとしている。

このような仕組みにより、野村日本株連続増配インデックスは“連続増配銘柄への集中投資”と“投資可能性”の両面に配慮した指数となっている。

図表 4: 野村日本株連続増配インデックスの銘柄数推移



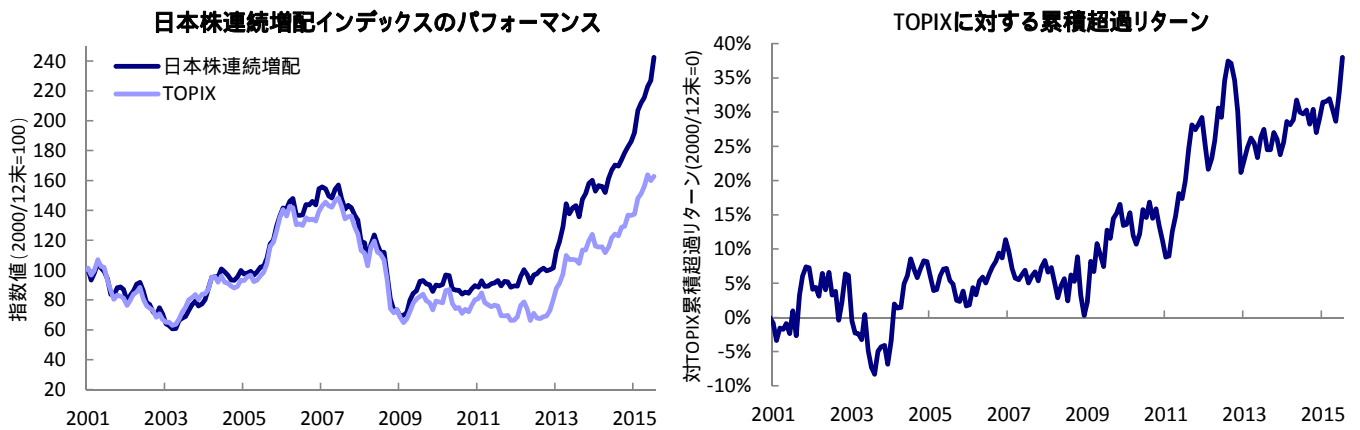
注: 定期入替基準日時点における、野村日本株連続増配インデックスの構成銘柄数と銘柄母集団内の過去5年以上連続増配銘柄数を示している。

出所: 野村

4. 市場をアウトパフォームする連続増配指数

このようなルールにより構築された野村日本株連続増配インデックスのパフォーマンスを見てみよう。図表5の左上図は本指数とTOPIXの2001年以降の累積パフォーマンス、右上図は同期間における本指数の対TOPIX累積超過リターン、そして下側のテーブルは2001年以降と2009年4月以降のパフォーマンス・サマリーを表している。

図表 5: 日本株連続増配インデックスの2001年以降のパフォーマンス



2001年以降のパフォーマンス・サマリー

(年率)	日本株連続増配	TOPIX	日本株連続増配 -TOPIX
リターン	7.53%	4.92%	2.61%
リスク	16.95%	17.71%	8.78%
リターン/リスク	0.44	0.28	0.30

2009年4月以降のパフォーマンス・サマリー

(年率)	日本株連続増配	TOPIX	日本株連続増配 -TOPIX
リターン	20.47%	15.53%	4.94%
リスク	14.28%	17.27%	9.35%
リターン/リスク	1.43	0.90	0.53

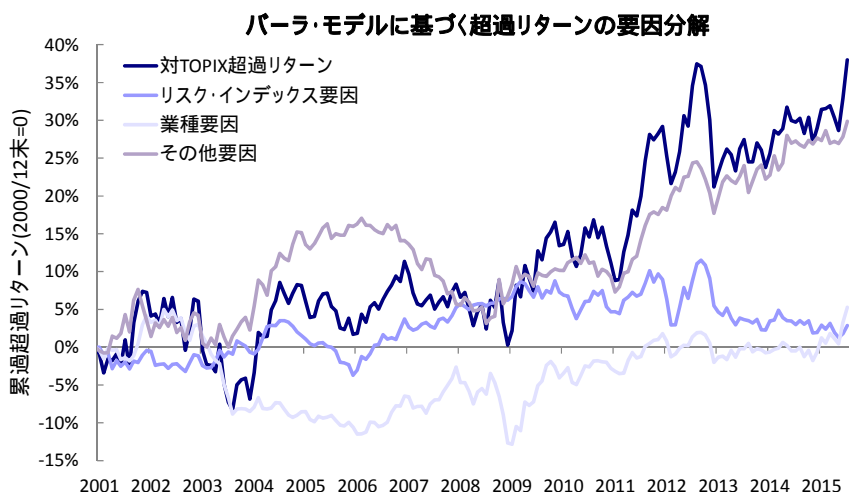
注: 2001年1月から2015年7月までの連続増配指数とTOPIXの累積パフォーマンス(配当込み)を左上図、連続増配指数のTOPIXに対する累積超過リターンを右上図に示す。下側のテーブルは左が全期間、右が2009年4月以降のパフォーマンス・サマリーである。取引コストを含まない。過去の株価等に基づく分析であり、将来のパフォーマンスを保証するものではない。

出所: 野村

指数のパフォーマンスとしては、特に2009年半ばを境にTOPIXを着実にアウトパフォームしているのがわかる。2001年以降の対TOPIX超過リターンは年率2.61%であるが、2009年4月以降に絞ると年率4.94%に上っている。また“連続増配銘柄への集中投資”というコンセプトを反映して本指数の対TOPIXトラッキング・エラーは年率8%から9%と高い水準にあり、アクティブ度の強い日本株指数と言える。一方で本指数のトータル・リスクはTOPIXよりも低い水準にあり、特に2009年4月以降はTOPIXの17.3%に対し、本指数は14.3%と2割程度低い。ゆえに超過収益の上積みも加わり、リターン/リスク比率はTOPIXよりも6割程度高い水準を実現している。

ではこの超過収益の源泉に関し、バーラ・モデル(JPE3)による要因分析は何を示唆するのであろうか? 図表6はTOPIXに対する超過リターンを“リスク・インデックス要因”、“業種要因”、“その他要因”に分解し、それぞれの寄与を累積させたものである。特に2009年半ば以降の超過収益の大部分は“その他要因”によりもたらされており、全期間を通して“リスク・インデックス要因”と“業種要因”は指数の超過収益にほとんど寄与していない点は大変興味深い。この結果は2章で議論したように、リスク・インデックスや業種といった共通ファクターでは捉えきれない、連続増配に込められた経営者のシグナル、あるいは連続増配銘柄の中期的な収益拡大が超過収益の源泉となっている可能性を支持するよう見える。

図表6: 日本株連続増配インデックスの超過収益に対する要因分解



注:連続増配指数の対TOPIX超過リターン(配当込み)をMSCIのバーラ・モデル(JPE3)に基づき、“リスク・インデックス要因”、“業種要因”、そして“その他要因”に分解し、累積した値を示している。分析期間は2001年1月から2015年7月まで。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

長期的な超過収益への影響は小さいが、リスク・インデックス要因、業種要因における各ファクターの寄与を見ることは、連続増配指数の特性を知るうえで有益であろう。

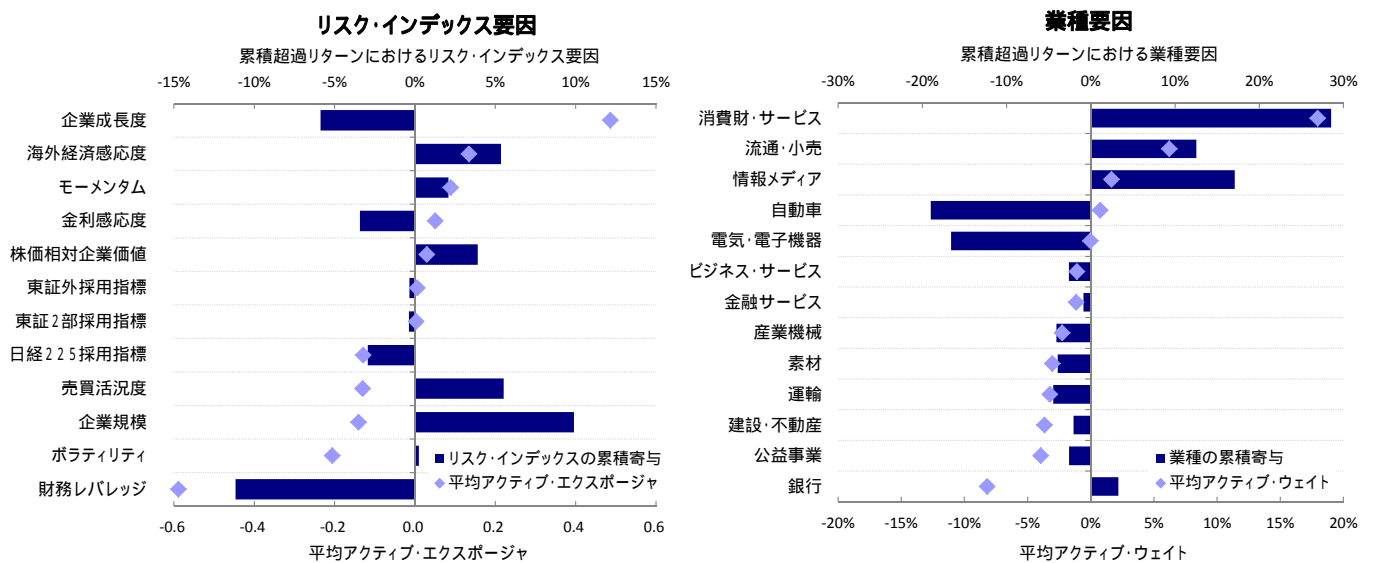
図表7の左図は各リスク・インデックス⁷の寄与を表しており、水色の点はTOPIXに対するアクティブ・エクスポージャの平均値、紺色の棒は超過収益への寄与、つまり(アクティブ・エクスポージャ)×(ファクター・リターン)

7. 定義については付録IIIを参照されたい。

の累積値に対応している。リスク・インデックス特性としては、企業成長度や海外経済感応度が高く、財務レバレッジ、ボラティリティ、企業規模は小さい。高い海外経済感応度と小さい企業規模がパフォーマンスとしてはプラスに寄与したが、逆に高い企業成長度と低い財務レバレッジはパフォーマンスにマイナスに影響したことがわかる。

一方、図表7の右図は各業種⁷の寄与を表しており、水色の点はTOPIXに対するアクティブ・ウェイトの平均値、紺色の棒は超過収益への寄与、つまり(アクティブ・ウェイト) × (業種リターン)の累積値に対応している。業種特性としては、消費財・サービスや流通・小売といった業種のウェイトが相対的に高く、銀行、公益事業といった業種のウェイトが相対的に低い。消費財・サービス、流通・小売、情報・メディアへのオーバーウェイトはパフォーマンスにプラスに寄与したが、自動車、電気・電子機器へのアロケーションはマイナスに影響している。

図表7: 連続増配指数の超過収益に対するリスク・インデックスと業種の寄与



注: 分析期間は2001年1月から2015年7月。左図において紺色の棒グラフは対TOPIX累積超過リターンに対する各リスク・インデックスの寄与、水色の点は平均アクティブ・エクスポージャーを表す。右図において紺色の棒グラフは対TOPIX累積超過リターンに対する各業種の寄与、水色の点は業種の平均アクティブ・ウェイトを表す。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

5. 高配当指数とは何が違うか？

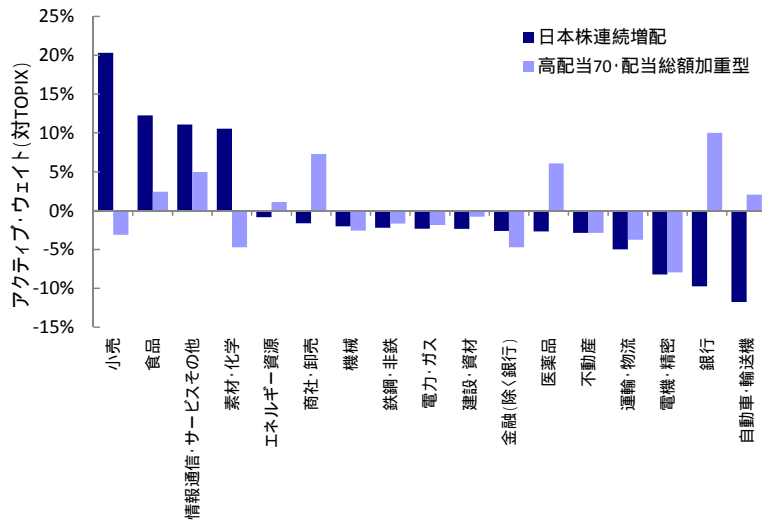
配当に着目した指数として、多くの投資家にとって馴染み深いのは高配当指数であろう。この章では野村日本株高配当70・配当総額加重型⁸を比較対象として、連続増配指数と高配当指数の違いを明らかにしたい。

まず足元(2015年7月末時点)での対TOPIX業種ウェイトを比較したものが図表8である。連続増配指数では小売り、食品、素材・化学といった業種へのオーバーウェイト、自動車・輸送機、銀行、電機・精密セクターへのアンダーウェイトが目立つ。一方、高配当指数では連続増配指数でアンダーウェイトさ

8. 「野村日本株高配当70・配当総額加重型」は、国内上場普通株の中から予想配当利回りが高い70銘柄を選んで構成銘柄とする、配当総額加重型の指数である。株主資本配当率(DOE: 配当総額 ÷ 自己資本)によるスクリーニングを導入し、配当の質と安定性を考慮しつつ、配当政策と自社株買いの両面から株主還元を評価できるよう配慮している。

れている銀行、商社・卸売、医薬品セクターへのオーバーウェイトが顕著である。両指数の業種アクティブ・ウェイト間の相関はマイナスであり、業種ウェイトを見る限り、指数属性は大きく異なることが想像される。

図表 8: 連続増配指数と高配当指数の業種アロケーションの違い (2015年7月末)

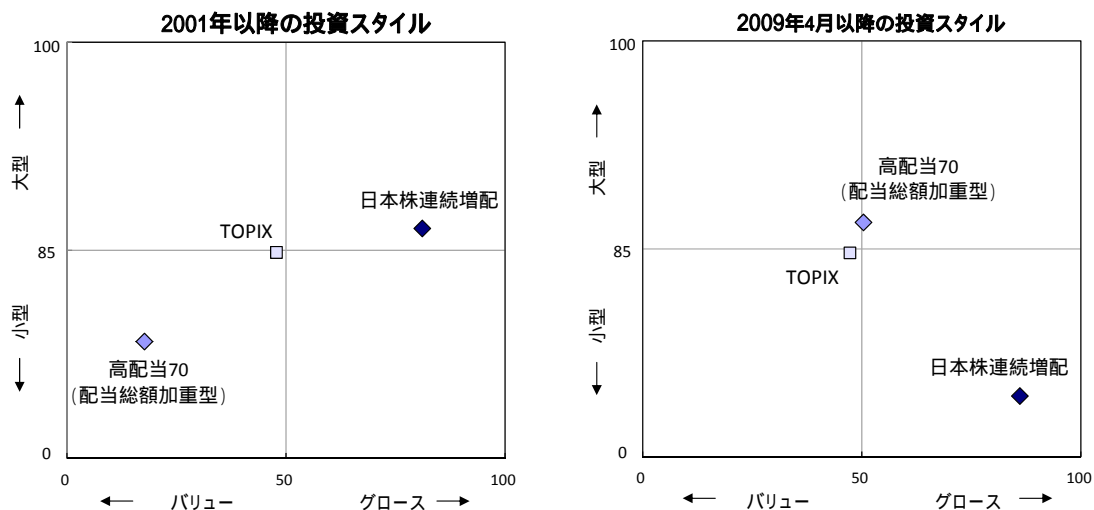


注: 2015年7月末時点における野村日本株連続増配インデックスと野村日本株高配当70・配当総額加重型の対 TOPIX 業種ウェイト (TOPIX 17 業種ベース) を表している。

出所: 野村

次に大型/小型、バリュー/グロースといった投資スタイルについて検証したい。図表 9 は連続増配指数、高配当指数、TOPIX のリターンを Russell/Nomura 日本株スタイル指数 (大型バリュー、大型グロース、小型バリュー、小型グロース) のリターンで説明する時系列回帰から得られた回帰係数に基づき、算出した大型/小型、バリュー/グロースの度合をプロットした結果である。左図が 2001 年以降、右図が 2009 年 4 月以降のデータに基づく。

図表 9: 投資スタイル分析: 2009 年以降、連続増配指数は小型グロースであるが、高配当指数は TOPIX よりやや大型



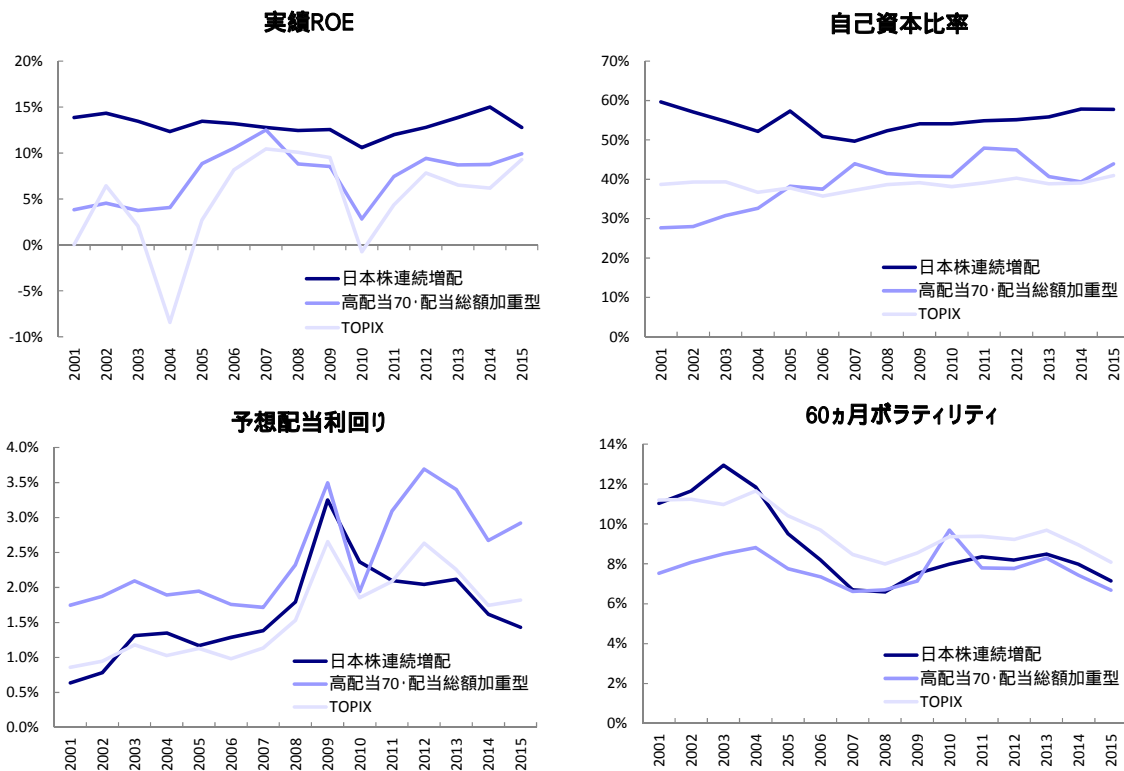
注: 分析期間は左図が 2001 年 1 月から 2015 年 7 月、右図が 2009 年 4 月から 2015 年 7 月。各指数の月次リターンを 4 つの Russell/Nomura 日本株スタイル指数 (大型バリュー、大型グロース、小型バリュー、小型グロース) の月次リターンで説明する時系列回帰から算出した回帰係数に基づき、大型/小型、バリュー/グロースの程度を推定している。大型/小型は浮動株調整時価総額、バリュー/グロースは修正 PBR に基づく。Russell/Nomura Total Market 指数がマップの中央にくるように数値を調整している。取引コストを含まない。過去の株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

2001年以降の分析結果（左図）では連続増配指数がやや大型のグロースであるのに対し、高配当指数は小型バリューと対極に位置する。2009年以降の分析結果（右図）を見ると、連続増配指数は小型グロース、高配当指数はやや大型でバリュー/グロースに関してはほぼ中立と言え、やはり両指数の投資スタイルは大きく異なっている。サイズ特性については両指数とも分析期間によって大型にも小型にも成り得るが、バリュー/グロース特性における連続増配指数のグロース傾向は安定している。高配当指数は指数の構築ルール上、バリュー寄りになると考えられるが、高配当利回り銘柄が人気を集める近年ではそのバリュー傾向も薄れている可能性が高い。

最後に特徴的な指標に関して連続増配指数、高配当指数、そしてTOPIXの比較を紹介する。まず図表10右上にある自己資本比率の推移を見ると、高配当指数の自己資本比率はほぼ市場並みである中、連続増配指数は安定して高水準を維持しており、その財務健全性がうかがい知れる。つまり連続増配銘柄の財務レバレッジは低いということになるが、にも関わらずそのROE（自己資本利益率、左上図）は高配当指数やTOPIXよりも常に高い水準を実現している。60ヵ月ボラティリティ（右下図）を見ると、2005年以降は連続増配指数、高配当指数ともにTOPIXよりも低い傾向を示しているが、2007年以降は連続増配指数の方がより低いリスク水準で安定している。予想配当利回り（左下図）については指数デザイン通り、高配当指数が高い水準を維持している一方、連続増配指数に関してはTOPIXとほぼ大差ない水準を示している。

図表10: 連続増配銘柄は低レバレッジでも高いROEを実現し、ボラティリティは市場より低水準



注: 毎年1月初めにおける指数構成銘柄の財務データを前月末指数ウェイトで加重平均して算出している。実績ROEは実績当期純利益/実績自己資本、自己資本比率は実績自己資本/実績総資産、予想配当利回りは東洋経済予想（日経予想補完）に基づく今期予想配当利回り、60ヵ月ボラティリティは過去60ヵ月に基づく株価リターンの標準偏差で定義される。財務データは連結優先、単独補完。

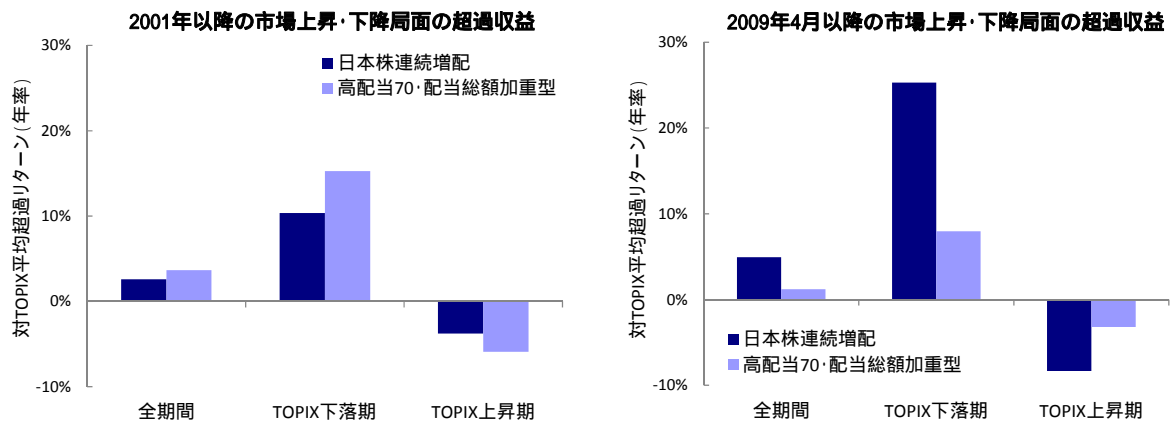
出所: 野村

6. 市場下落時に強い連続増配指数

8月半ば以降、中国の景気減速、FRBによる利上げに対する懸念等から世界的に株式市場は急落したが、そのような株式市場の下落局面、あるいは上昇局面において連続増配指数はどのようなパフォーマンスを示すのであろうか？図表11は前章同様に高配当指数も加え、株式市場（TOPIX）の上昇、下落局面における対TOPIX平均超過リターンを示したものである。左図が2001年以降、右図が特に連続増配指数が超過収益を生み出している2009年4月以降に対応している。

一見して明らかなように、連続増配指数は特に株価下落期にTOPIXを大きくアウトパフォームしている。特に2009年4月以降の期間では、高配当指数と比べても3倍以上の超過収益を生み出している。図表10で見たように連続増配指数、高配当指数ともに市場よりもボラティリティが低い傾向があるため、市場下落時に強く、市場上昇時には市場に出遅れるというディフェンシブな性質があることは理解できるが、それでも2009年以降の市場下落時において高配当指数を大きく上回る超過収益を上げている点は注目に値しよう。

図表 11: 近年の連続増配指数は、市場の下落局面において相対的に堅調なパフォーマンスを示す

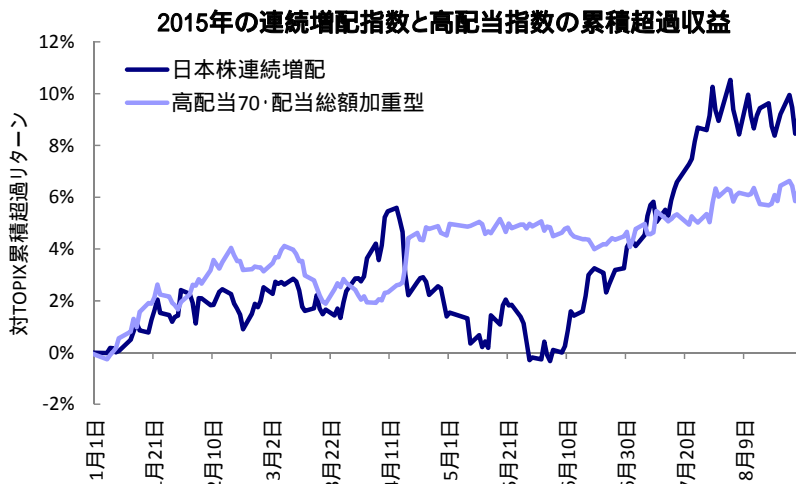


注:TOPIX 上昇時、下落時、全期間における野村日本株連続増配インデックス、野村日本株高配当70・配当総額加重型の対TOPIX平均超過リターンを示している。左図の分析期間は2001年1月から2015年7月（下落期は79ヵ月、上昇期は96ヵ月）、右図の分析期間は2009年4月から2015年7月（下落期は30ヵ月、上昇期は46ヵ月）まで。対TOPIX超過リターンは月次リターン（配当込み）を基に計算。取引コストを含まない。過去の株価等に基づく分析であり、将来のパフォーマンスを保証するものではない。

出所: 野村

2015年初から足元までの対TOPIX累積超過リターンを示したものが図表12である。2015年は年初から5月までは日本株市場は大きく上昇相場したが、6月以降はレンジ相場に転じ、8月中旬以降は世界株安の影響を受ける形で大きく下落している。足元で市場が底を付けた8月25日までにおいても、市場は年初来プラスのリターンを維持しているが、低ボラティリティという属性を持つ連続増配指数、高配当指数ともにプラスの超過収益を生み出している。特に市場がレンジ圏に入った6月以降、連続増配指数が7%近い超過収益を生み出している点も興味深い結果と言えよう。

図表 12: 6月以降、連続増配指数の堅調さが目立つ



注: 野村日本株連続増配インデックス、野村日本株高配当70・配当総額加重型の対TOPIX累積超過リターンを示している。分析期間は2015年1月初めから同年8月28日まで。超過リターンは日次リターン(配当込み)に基づく。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

7. 終わりに

本レポートは、我々が開発した野村日本株連続増配インデックスに対する読者の理解を深めることを目的に構成されている。そのためにまず、連続増配という配当政策に込められた企業経営者のメッセージ、そしてそのメッセージが株主価値の上昇に繋がる理論的背景を実証分析とともに議論した後(2章)、指数構築ルール(3章)、実際に市場をアウトパフォームしている連続増配指数のパフォーマンス分析(4章)、さらに高配当指数との違いに焦点を当てながら連続増配指数の属性分析等(5,6章)を議論した。

増配という経営者の行動は将来収益の拡大に対する経営者の確信を反映し、そのシグナルが株式市場に伝わる事で株主価値の上昇に繋がるという現象(シグナリング理論)は日本市場でも観測されている³。一方、我々の分析結果によれば、連続増配企業(前期までの5期以上)では前期増配銘柄よりも将来的に高い増益確率の実現されており、中期的な収益拡大に対する経営者の確信がより強いと考えられる。連続増配銘柄に対する集中投資を可能にする形で構築された野村日本株連続増配インデックスは、市場に対し超過収益を生んでいる。その超過収益の源泉としては、連続増配という配当政策が中期的な収益拡大に対する企業側のシグナルとして株式市場で受け取られる短期的な側面と、収益拡大の確度が徐々に高まるにつれ、業績予想の上方修正等を通して好業績が株価に織り込まれる中期的な側面の両者が関係していると考えている。

多くの投資家にとってより馴染み深いであろう高配当指数との違いとしては、高配当指数がバリュー寄りの特性を持つのに対し、連続増配指数はグロース系の属性を安定して持つ。また低水準のボラティリティを示すという点は連続増配指数、高配当指数とも共通しているが、連続増配指数は自己資本比率が特に高配当、市場に比べて財務健全性が高い。ただし連続増配指数は財務レバレッジが低いにも関わらず、ROE(株主資本利益率)は安定して高いという点も注目に値しよう。また足元の株式市場はボラティルな局面を迎えているが、連

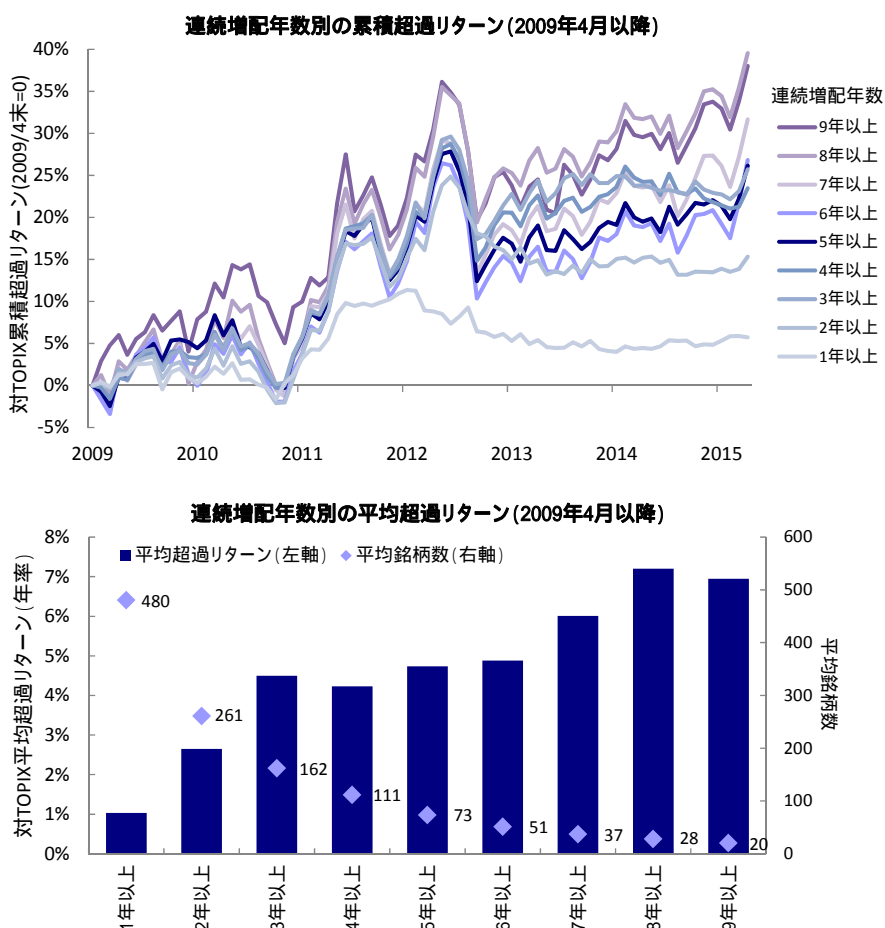
連続増配指数は市場下落局面において特に堅調であり、2015年もここまで7%近い超過収益を生み出している。

経営者が将来収益の拡大に対し強い確信を持つ連続増配銘柄へのシステマティックな集中投資を実現すべく開発された、野村日本株連続増配インデックスのコンセプト、指数属性に対する理解を深める上で、本レポートがその一助となれば幸いである。

付録 I：連続増配年数と超過収益の関係

図表 13 は連続増配指数が特に超過収益を生み出している 2009 年 4 月以降において、連続増配年数と超過収益との関係を示している。連続増配年数の下限を上げていくことで、条件を満たす銘柄数は減少していくが、超過収益も大きくなる傾向が見られる。2 章では 5 期以上の連続増配銘柄が（1 期以上の）前期増配銘柄よりもその後、高い増益確率を示していることを見たが、その増益確率の違いがその後の超過収益の差として表れている可能性が高い。

図表 13: 連続増配年数と連続増配銘柄が生み出す超過収益の関係



注: 毎年 12 月初めに、銘柄母集団内で流動性スクリーニング条件を満たす銘柄から連続増配銘柄を抽出し、浮動株調整時価総額加重（ウェイト上限 10%）で保有したポートフォリオの対 TOPIX 超過リターン（配当込み）の累積値（上図）と年率平均値（下図）を示している。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

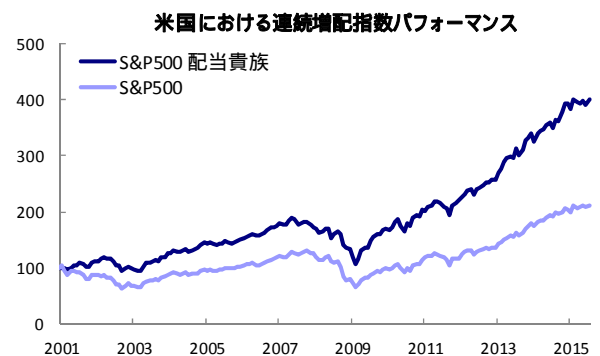
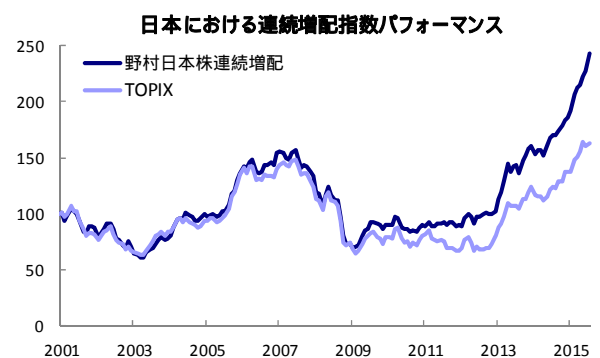
付録 II : 米国における連続増配指数との比較

米国における連続増配銘柄への集中投資を可能にする指数として S&P500 配当貴族指数が 2005 年 5 月にリリースされている。図表 14 は今回、我々が開発した野村日本株連続増配インデックスと比較する形で指数構築ルール、2001 年以降のパフォーマンスを示している。

S&P500 配当貴族指数では銘柄母集団が S&P 500 構成銘柄の約 500 銘柄であり、さらに連続増配年数の下限が 25 年とより制限的であるにもかかわらず、十分な銘柄数（2015 年 3 月末時点で 52 銘柄）が確保されている。この点は米国市場のより堅調な利益成長を反映していると言えよう。パフォーマンスも日本市場よりも堅調であり、2001 年以降の対 S&P 500 指数平均超過リターンが 4.1%、情報比は 0.61（ともに年率）と高い。

図表 14: 日本と米国における連続増配指数の比較

指数名	野村日本株連続増配	S&P500配当貴族
銘柄母集団	日本株全体の 浮動株調整時価総額上位98%	S&P500指数構成銘柄
銘柄選択基準	過去一定期間連続して毎年増配（指数開始以降、5年以上連続増配。2008年リバランス以降は6年以上連続増配。将来変更となる場合がある。）	25年以上連続して毎年増配
加重方法	浮動株調整時価総額加重（ウェイト上限10%）	等ウェイト
セクター/国 ウェイト上限	制約なし	GICSセクター（10セクター） のウェイト上限30%
最低時価総額基準	制約なし	浮動株調整後時価総額が 30億米ドル以上
最低売買代金基準	銘柄母集団の中で、 過去60営業日平均売買代金 下位10%を除外	直近3ヵ月間の1日平均売買 代金が500万米ドル以上
銘柄数制約	最大150/最小20	最小40
最小銘柄補充方法	銘柄数制約を満たすまで 連続増配年数の基準を短縮	20年以上連続増配銘柄から 配当利回りの高い順に採用。 足りない場合は配当利回りの 高い順に採用
最大銘柄制約方法	銘柄数制約を満たすまで 連続増配年数の基準を延長	制約なし
リバランス 頻度・時期	12月初めに年1回銘柄見直し	1月末銘柄見直し、四半期 （1月、4月、7月、10月の月 末）ごとに等ウェイトに再調整
銘柄数 （2015年3月末）	47	52
指数開始日	12/29/2000	12/31/1989



注:S&Pの資料などを基に野村證券作成。分析期間は2000年12月末から2015年7月末。2000年12月末を100として配当込み指数のパフォーマンスを相対指数化している。GICSは「世界産業分類基準」の略称。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

付録 III：バーラ・モデルにおける共通ファクターについて

図表 7 で連続増配指数の超過リターンをバーラ・モデルに基づき要因分解しているが、その際に使用されているリスク・インデックス、業種に関する概要を図表 15、16 に示す。

図表 15: バーラ・モデルにおけるリスク・インデックスの概要

リスク・インデックス	説明	値が大きい場合の傾向
ボラティリティ	銘柄のボラティリティと、市場に対する反応度合い	株価変動率が高い
企業規模	時価総額や総資産の大きさを反映	大型
モーメントム	市場における株価パフォーマンスの強さを表す	過去リターンが高い
売買活況度	時価総額に対する株式の売買回転率	取引が活発
株価相対企業価値	各企業がどの程度割高あるいは割安かを表す	割安
金利感応度	金利変化に対する株式リターンの反応度合い	金利低下時に株価上昇
企業成長度	資産、売上高、利益等の成長性を表す	成長性が高い
財務レバレッジ	各企業の財務内容から生じるリスクを反映	財務リスクが大きい
海外経済感応度	海外での経済的事象に対する反応度合い	海外経済好況時に株価上昇
日経225採用指標	日経225採用銘柄は1、そうでなければ0	日経225銘柄が多い
東証2部採用指標	東証2部上場銘柄は1、そうでなければ0	東証2部銘柄が多い
東証外採用指標	東証1部・2部以外の上場銘柄は1、そうでなければ0	東証外銘柄が多い

注: MSCI の資料を基に野村證券作成。

出所: 野村

図表 16: バーラ・モデルにおける業種分類の概要

業種	バーラ41業種
素材	化学、紙 & パルプ、金属、ガラス、エネルギー
産業機械	産業部品、産業機械、精密機器、プラント機械 & エンジニアリング、その他運搬機械
自動車	自動車
電気・電子機器	電子部品、半導体 & 半導体装置、コンピューター & 通信機器、OA 機器 & 家電、重電 & その他電気機器
消費財・サービス	薬品、食品、家庭用品 & 化粧品、繊維 & アパレル、その他製品、ゲーム、消費者向けサービス
情報メディア	放送メディア、電気通信
流通・小売	百貨店 & スーパー、その他専門小売
ビジネス・サービス	商社、産業サービス、ソフトウェア
運輸	旅客運輸、貨物運送
建設・不動産	インフラ建設、住宅建築、不動産
銀行	銀行、地方銀行
金融サービス	消費者金融他、証券、保険
公益事業	電力 & ガス

注: MSCI の資料を基に野村證券作成。業種名は基本バーラ・モデルのセクター名を用いているが、金融サービスから銀行を抜き出した。

出所: 野村

Appendix A-1

アナリスト証明

我々、大塚 小百合 と 石川 康は、(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、<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、野村証券 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、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 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。

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係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いません。

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。47%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。42%が法令で定められた Hold レーティング(野村では Neutral)、この Hold レーティングの企業の中で 55%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 21%が野村の投資銀行業務の顧客です。(2015年06月30日現在)

野村グループの説明は、ディスクレイト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でご覧いただけます。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・異常事態等にもなる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(「Nlplc」)、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)、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)、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 Nlplc マドリード支店(「Nlplc, 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。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、インター・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。

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する

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、野村證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證券株式会社及び Russell Investments に帰属します。なお、野村證券株式会社及び 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ます。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。

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、NIplc 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。NIplc 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。NIplc 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としたもので、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、NIplc、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。

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

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賃料をいただきます。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けます。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けます。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けます。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 回債以降)については、額面金額を下回りません。

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けます。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。

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 © 2015 Nomura Securities Co., Ltd. All rights reserved.