

積極的な株主還元を行う 70 銘柄を組み入れ

Global Markets Research

2019年3月19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 1397

清水 康弘 - NSC

yasuhiro.shimizu@nomura.com
+81 3 6703 1748

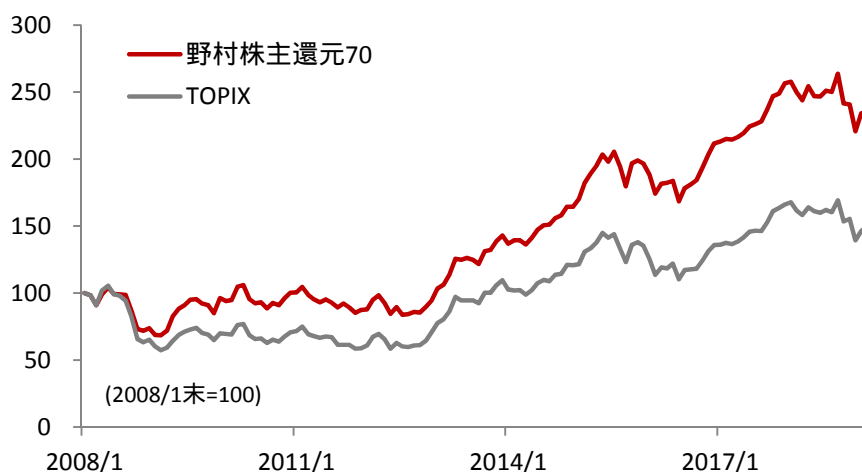
株主還元による資本効率向上に伴うリターン獲得を目指す

近年、日本企業の資本効率向上が大きなテーマとなっている。特に、2014年の日本版スチュワードシップ・コード制定や2015年のコーポレートガバナンス・コード適用開始などにより、資本効率向上や株主還元に対する日本企業へのプレッシャーはかつてないほどに高まっていると考えられる。

本指数は、配当や自社株買いにより積極的な株主還元を行っている企業に投資することで、資本効率向上に伴うリターン獲得を目指すことをコンセプトに開発された。株主還元の積極性を測る定量的な指標として、過去3年間の配当と自社株買いの総額から増資総額を控除したネット総還元額に基づく「ネット総還元利回り」を用いている。本指数は、国内全上場銘柄(除く金融銘柄)の中から、「ネット総還元利回り」の高い70銘柄を選定して組み入れた、時価総額加重型(ウェイト上限2%)の指数である。

株主還元は大きければ常に良いというわけではない。しかし、株主から集めた資本を有効活用できない場合には、過剰な資本を株主に還元した方が、資本効率を高め企業価値および株価リターンの向上につながるものと考えられる。実際、株主還元を積極的に行った銘柄を組み入れた本指数は、過去約11年間において、TOPIXを年率3.8%アウトパフォームしていた。

図表 1: 野村株主還元 70 のパフォーマンス



(注) 分析期間は2008年2月から2019年2月。配当込み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

近年注目が高まる株主還元

近年、日本企業の資本効率向上が大きなテーマとなっている。成長戦略の一環として、2014年に機関投資家対話を通じて企業の中長期的な成長を促すなど受託者責任を果たすための原則を定めた「日本版スチュワードシップ・コード」が制定された。翌2015年には企業が実効的なコーポレートガバナンスを実現するための原則を定めた「コーポレートガバナンス・コード」が適用開始されている。資本効率向上や株主還元に対する日本企業へのプレッシャーはかつてないほどに高まっていると考えられよう（図表2）。

一方で、日本企業の株主資本利益率（ROE）は、足元で改善傾向にあるものの米国などと比較して低水準に留まっている。これに対して、法人企業統計によれば、企業（全規模・全産業、金融業・保険業を除く）が保有する現預金は222兆円（2017年度）にまで積みあがっている。これらの状況に対し、投資家からは厳しい目が向けられている。例えば、2017年10月に開催された「スチュワードシップ・コードおよびコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議（第11回）」では、現預金の形での日本企業の内部留保が増加しており、投資家の多くが企業の手元資金について適正な水準を上回っていると認識していることが指摘された。また、生命保険協会が実施している株式価値向上に向けた取り組みについてのアンケート調査でも、直近平成29年度調査の「株主還元・配当水準に対する満足度（投資家）」において「半分程度は満足できる水準」と「満足できる企業はあまり多くない」を合わせた回答が8割以上を占めるなど、投資家がさらなる株主還元を期待していることが伺われる。

資本効率向上や株主還元を推し進める様々な取り組みは、投資家と企業との建設的な対話によって企業価値を向上させ、ひいては日本経済の持続的な成長を目指したものである。これらの取り組みは一過性のものではないと考えられる。資本効率を左右する株主還元は今後も長期的に注目を集め続けるであろう。

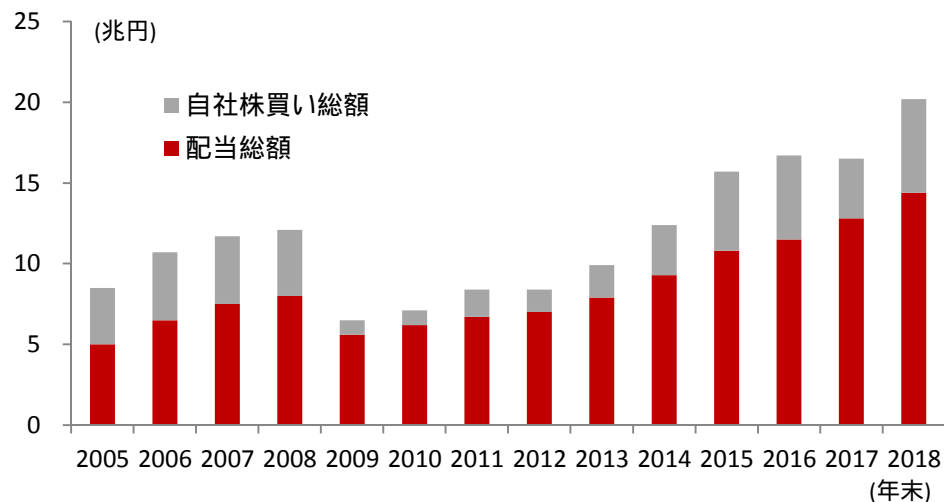
図表 2: コーポレートガバナンス強化に関する主な出来事

時点	内容
2013年6月	「日本再興戦略」公表
2014年1月	JPX日経インデックス400算出開始
2014年2月	金融庁が日本版スチュワードシップ・コード制定
2014年4月	年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）がJPX日経インデックス400への投資を公表
2014年5月	GPIFが日本版スチュワードシップ・コードの受け入れを公表
2014年8月	経済産業省が伊藤レポート公表
2015年5月	改正会社法施行
2015年6月	東証がコーポレートガバナンス・コード適用開始
2015年9月	GPIFが国連責任投資原則（UNPRI）に署名
2017年5月	金融庁がスチュワードシップ・コード改訂
2017年7月	GPIFがESG投資開始を公表
2017年10月	スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議（第11回）開催
2017年10月	経済産業省が伊藤レポート2.0公表
2018年6月	東証がコーポレートガバナンス・コード改訂

出所: 各種資料を基に野村作成

近年、国内株式の配当と自社株買いを合わせた株主還元総額は増加傾向にある（図表3）。図から、配当は比較的緩やかに変化しているのに対して、自社株買いはより大きく変化する傾向があることがわかる。これは、経営者が配当についてはできるだけ安定的に支払おうとする一方で、自社株買いはより機動的に実施する傾向があるためであろう。また、利益との関係性を見ると、配当のみと比べて配当と自社株買いを合わせた株主還元総額の方が純利益総額との連動性が高くなっている（図表4）。利益を株主に還元する経営者の姿勢をより正確に把握するためには、配当だけではなく自社株買いも合わせて考慮することが重要だといえよう。

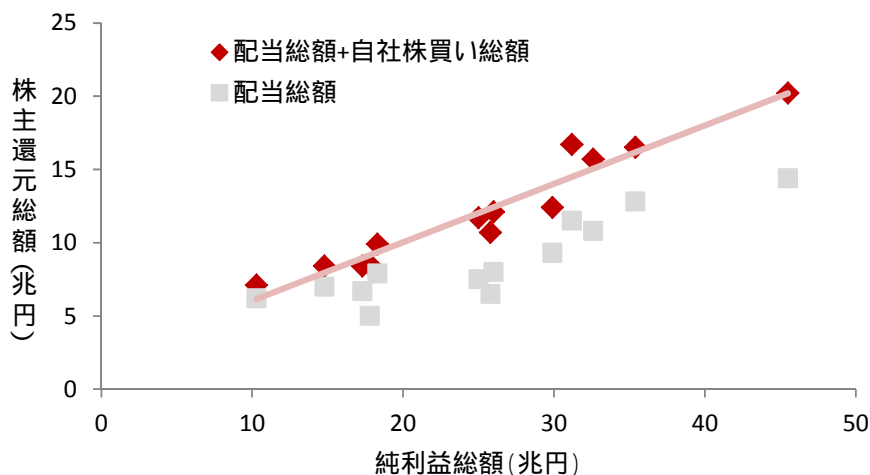
図表 3: 国内株式の株主還元総額



（注）分析時点は2005年から2018年の年末時点。全上場銘柄に対する暦年での配当総額と自社株買い総額を示している。2018年の配当総額は予想値を含む。

出所: 野村

図表 4: 株主還元と純利益の関係性

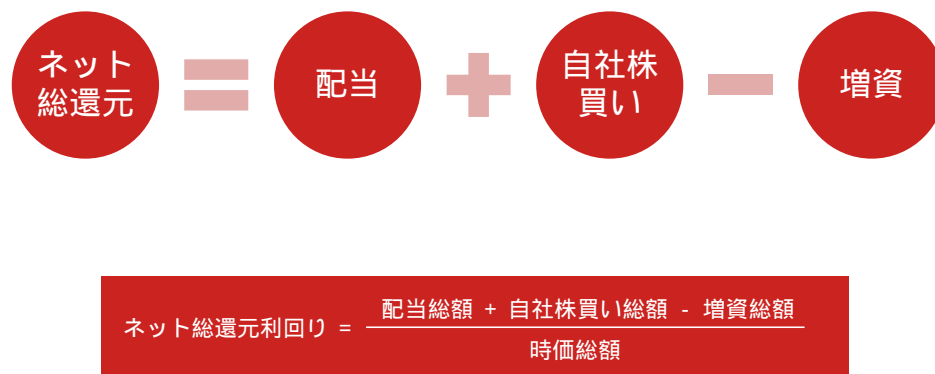


（注）分析時点は2005年から2018年の年末時点。全上場銘柄の年末時点における直近決算期の純利益の総額と暦年での配当総額および自社株買い総額との関係をプロットしている。2009年は純利益総額がマイナスのため除外している。2018年の配当総額は予想値を含む。

出所: 野村

本指数は、資本効率向上を意識した株主還元へのプレッシャーの高まりを背景に、積極的な株主還元を行っている企業に投資することで、資本効率向上に伴うリターン獲得を目指すことをコンセプトとして開発された。本指数では、株主還元の積極性を測る定量的な指標として、過去3年間の配当と自社株買いの総額から増資総額を控除した「ネット総還元額」を用いている。増資総額を控除しているのは、企業金融の観点からは増資はマイナスの自社株買いであり、負の株主還元とみなせるためである。この「ネット総還元額」を用いることで、株主還元に対する企業の姿勢をより正確に測ることができると期待される。なお銘柄選定においては、規模の異なる企業間での比較が可能になるように、ネット総還元額を時価総額で除した「ネット総還元利回り」を用いることとした。

図表 5: ネット総還元利回りの計算方法



(注) 配当総額、自社株買い総額、増資総額は過去3年間の平均値、時価総額は直近値を使用。

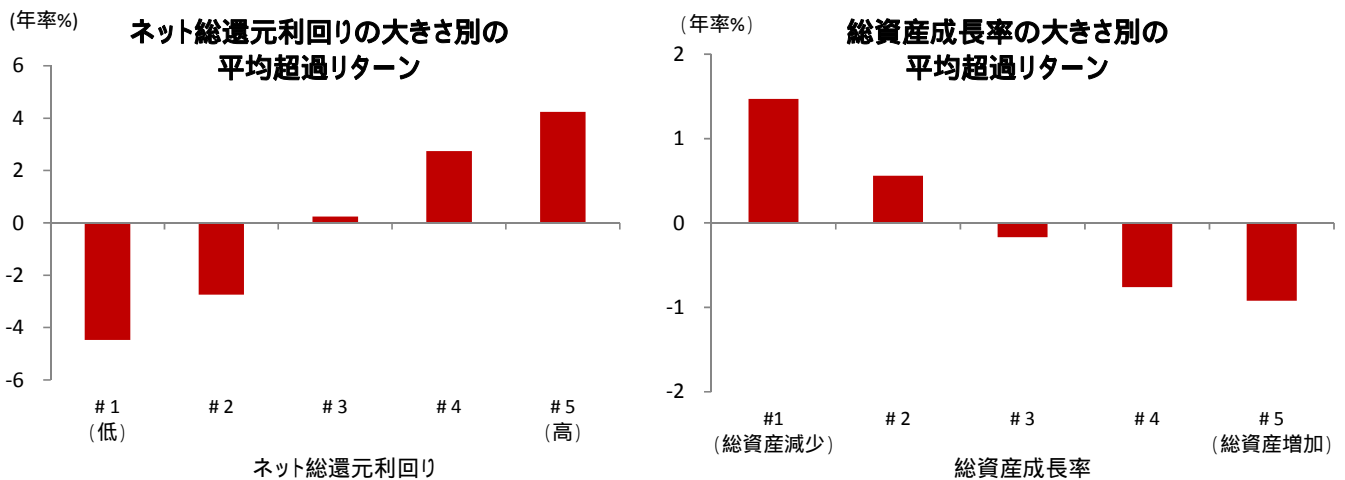
出所: 野村

株主還元がパフォーマンスに与える影響

株主還元は大きければ常に良いというわけではない。収益性・成長性の高い投資先があるならば、限られた資本を株主還元するよりも投資に回す方が企業価値を高められるだろう。しかし、株主から集めた資本を有効活用できないのであれば、配当や自社株買いによって株主に還元した方が、資本効率が向上し、企業価値および株価の上昇につながるものと考えられる。実際、株主還元や資産圧縮に積極的な企業ほど将来高パフォーマンスとなる傾向が見られた（図表6）。これは、平均的には企業が資本を有効活用しきれず、過剰な資産を保有していることを示唆していると考えられる。

企業が過剰な現預金や資産を保有することが企業価値にマイナスの影響を与えることの説明には諸説ある。代表的なものは、企業が必要以上の現預金を保有することは経営者に過剰な裁量を与え、不適切な投資や費用の増大を招くという説である。また、企業は資金調達手段として借入や増資などの外部金融よりも内部留保による内部金融を選好する傾向があるため、必要以上の内部留保を行い資本効率および企業価値を低下させてしまうという説もある。これらの説はいずれも、企業が様々な理由により現金を確保したいという強い欲求を持つことが非合理的な行動に繋がり、企業価値や株価にマイナスの影響を与えると解釈することができよう。株主還元に積極的な企業では、平均的にはこれらのマイナスの影響が小さくなると考えられ、資本効率および企業価値の向上が期待される。

図表 6: 株主還元の大きさ別のパフォーマンス



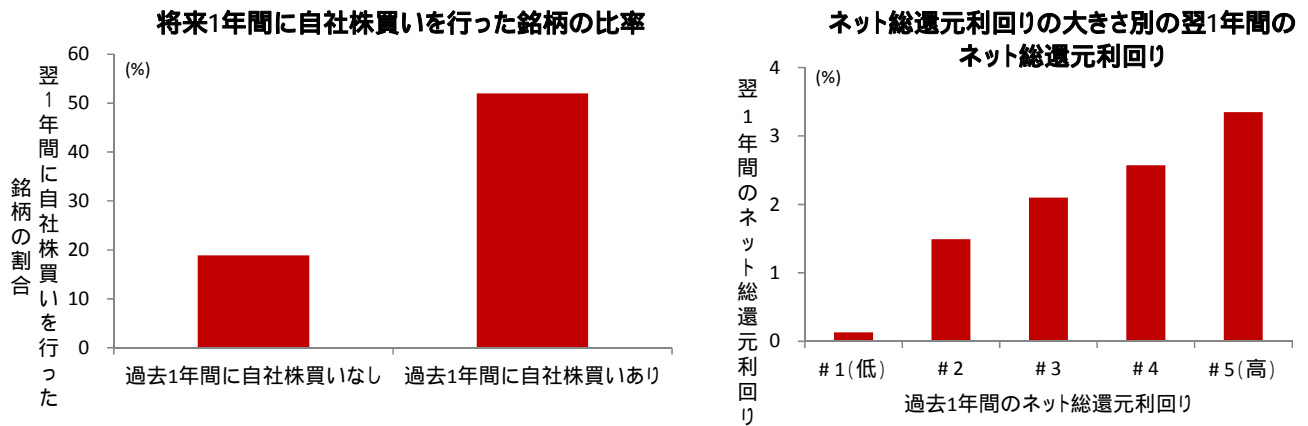
（注）分析期間は2008年2月から2019年2月。（左図）毎月初時点にラッセル野村総合インデックス構成銘柄（銘柄ユニバース）をネット総還元利回りの大きさによって銘柄数が等しくなるように5分位に分け、各ポートフォリオの銘柄ユニバース全体に対する平均超過リターン（年率換算値）を算出（等金額、配当込みリターンベース）。（右図）左図のネット総還元利回りを総資産成長率（前期と前々期の総資産変化率）とした場合。

出所: 野村

また、過去に株主還元が積極的だった銘柄は将来の株主還元も大きい傾向がある（図表7）。具体的には、過去に自社株買いを行った企業は将来においても継続して自社株買いを行う傾向があることや、過去のネット総還元利回りが高かった銘柄ほど将来のネット総還元利回りも高い傾向が観測されている。特に

自社株買いについては、自社株買い発表後に株価が上昇するケースが多く見られる。過去に積極的な株主還元を行ってきた銘柄を選定することにより、将来の自社株買い実施時のインパクトに伴う高パフォーマンスも期待できるだろう。

図表 7: 株主還元の継続性



(注) 分析期間は2008年2月初から2018年2月初。(左図) ラッセル野村大型インデックス構成銘柄を対象に、毎月月初時点において前月末までの過去1年間に自社株買いを行った銘柄とそれ以外の銘柄に分け、翌1年間に自社株買いを行った銘柄数のグループ銘柄総数に対する比率を算出し、分析期間の平均値を表示。(右図) ラッセル野村大型インデックス構成銘柄を対象に、毎月月初時点において前月末までの過去1年間のネット総還元利回りの大きさ別に銘柄数が等しくなるように5分位に分けて翌1年間のネット総還元利回り(将来1年間のネット総還元額を前月末時価総額で除した値)の単純平均値を算出し、分析期間の平均値を表示。

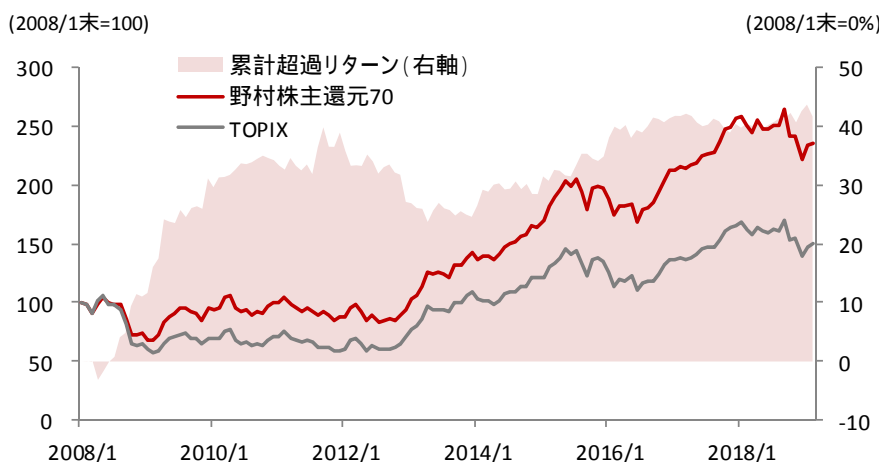
出所: 野村

指数のパフォーマンスと特徴

本節では、指数のパフォーマンスと主な特徴について見ていく。本指数は金融銘柄を除く大型高流動な日本株銘柄から「ネット総還元利回り」の高い70銘柄を選定して組み入れた、時価総額加重型（上限2%）の指数である¹。年1回銘柄の定期入替を行い、毎年新しい情報に基づいて企業の株主還元への積極性を評価している。また、定期入替の際には時価総額に基づくウエイト付けを行うが、個別銘柄のウエイト上限を2%とする。これにより、小型銘柄へのウエイトを小さくしながら特定の大型銘柄への過度の集中を避けることができ、インパクトコスト低減と分散投資の両面に配慮している。

本指数は、過去約11年間に於いてTOPIXを年率3.8%アウトパフォームしていた（図表8）。さらに、本指数の定期入替時点における過去3年実績株主還元利回り（配当利回りおよび自社株買い利回り）はTOPIXより高水準であり、定期入替後1年間の実現利回りもまたTOPIXより高い傾向があった（図表9）。

図表8: 野村株主還元70のパフォーマンス



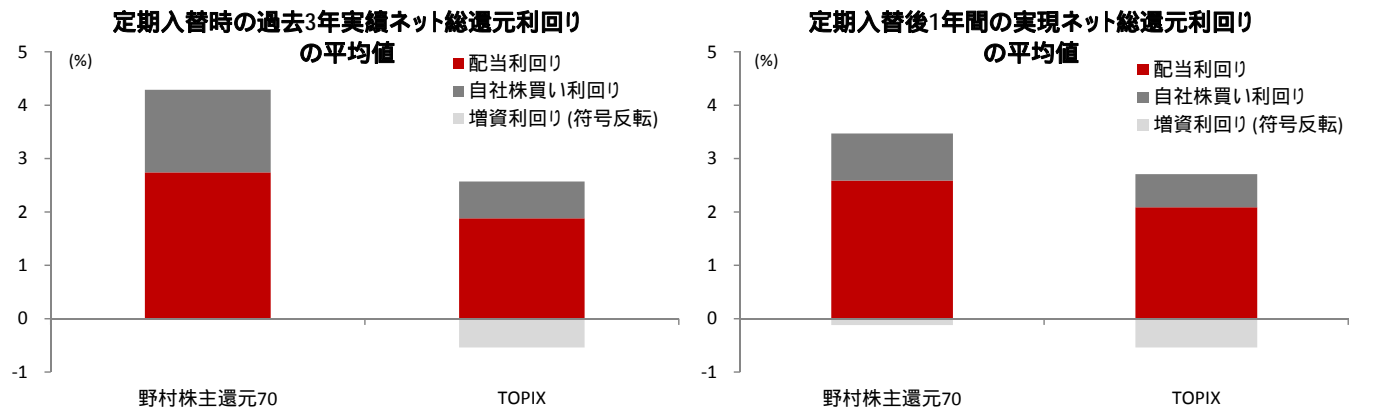
	絶対リターン		対TOPIX超過リターン	
	野村株主還元70	TOPIX	野村株主還元70	
平均リターン（年率%）	9.21	5.46	3.75	
リスク（年率%）	17.10	18.79	5.76	
リターン / リスク	0.54	0.29	0.65	

（注）分析期間は2008年2月から2019年2月。配当込み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 指数の詳細についてはルールブックをご参照いただきたい。

図表 9: 定期入替時点のネット総還元利回り平均値

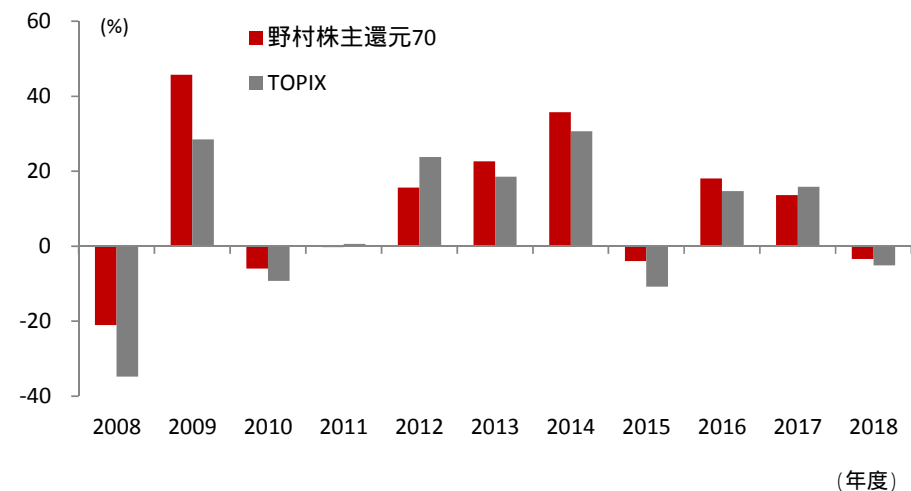


(注) 分析期間は2008年2月初から2018年2月初の定期入替時点。(左図) 定期入替時点の構成銘柄の各種利回り(過去3年間の配当総額・自社株買い総額・増資総額を前月末時価総額で除した値を年率化)を指数ウイトで加重平均した値の分析期間の平均値を表示。(右図) 定期入替時点から将来1年間の各種利回り(将来1年間の配当総額・自社株買い総額・増資総額を前月末時価総額で除した値)を指数ウイトで加重平均した値の分析期間の平均値を表示。

出所: 野村

最後に、本指数の年度別パフォーマンスと直近の業種ウイトについてご紹介したい。2008年以降の年度別リターンを見ると、本指数はTOPIXが下落した年度全てで超過リターンがプラスとなっており、TOPIXが上昇した年度においても超過リターンがプラスの場合が多かったことがわかる(図表10)。積極的に株主還元を行ってきた銘柄は、高配当利回り銘柄と資本効率向上期待銘柄の両性質を兼ね備えており、市況が悪い時期には高配当銘柄のディフェンシブ性が株価を下支えした一方で、市況が良い時期においてもROEなどの資本効率向上への期待が高かったことが安定的な超過リターンに繋がったと思われる。

図表 10: 野村株主還元70の年度別リターン

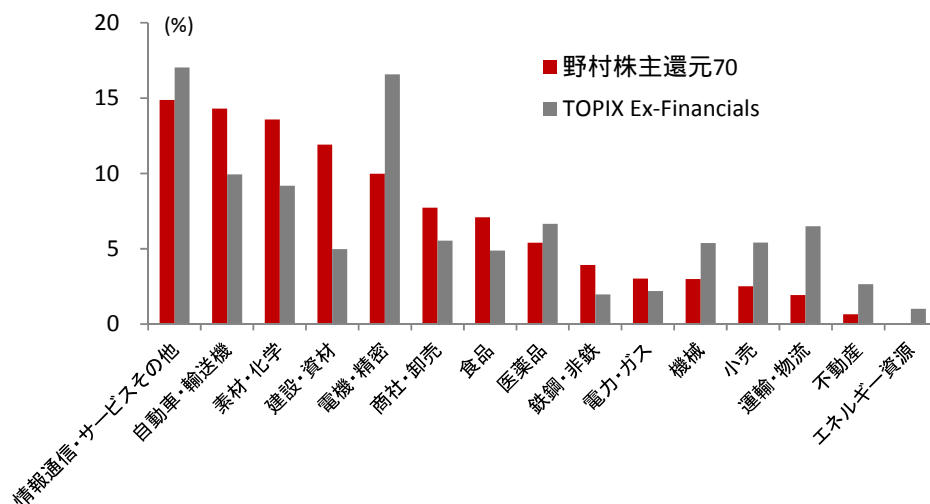


(注) 分析期間は2008年3月末から2019年2月末。配当込み指数ベース。取引コストを含まない。過去の株価等に基づく分析であり、将来のパフォーマンスを保証するものではない。

出所: 野村

直近2月末時点の本指数の業種ウェイトを見ると、TOPIX Ex-Financialsと比較して各業種へのウェイト配分はなだらかとなっている（図表11）。これは本指数では、株主還元を積極に行っている企業が幅広い業種に分布していること、および個別銘柄のウェイト上限に対する制約により大型銘柄がTOPIXで占めるウェイトが幅広い銘柄に配分されたことなどが影響したといえよう。本指数では、特に「情報通信・サービスその他」や「自動車・輸送機」の業種ウェイトが高くなっているが、これは堅調な業績の下で資本政策の一環として株主還元を重視する大手の通信キャリアや自動車メーカーが積極的な株主還元を行ったことなどが反映されたと考えられる。

図表 11: 野村株主還元70の業種ウェイト



（注）分析時点は2019年2月末。TOPIX-17セクター別に指数構成銘柄のウェイトを集計。

出所: 野村

Appendix A-1

アナリスト証明

我々、大塚 小百合 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、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 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。

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・セキュリティーズ・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、獨創性、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。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、またはウィルスへの感染の可能性があることから、安全あるいは誤りがない旨の保証は致しかねます。従いまして、送信者は

電子的に送信したために発生する可能性のある本資料の内容の誤りあるいは欠落に対する責任を負いません。確認を必要とされる場合には、印刷された文書をご請求下さい。

日本で求められるディスクレイマー

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.