

# 機関投資家に選ばれる銘柄

## 目 次

- |                      |                    |
|----------------------|--------------------|
| I. はじめに              | V. 業種別の傾向          |
| II. 各投資家の保有比率の取得方法   | 1. 業種別の保有比率に関する分析  |
| 1. 機関投資家保有比率の取得方法    | 2. 業種別のウエイト差に関する分析 |
| 2. 個人投資家保有比率の取得方法    | VI. 考察             |
| III. ファクターリターンの傾向    | 1. アクティブファンドに対する考察 |
| IV. 各投資家保有比率のファクター分析 | 2. パッシブファンドに対する考察  |
| 1. ファクターの相関行列と要約統計量  | VII. おわりに          |
| 2. 保有ポートフォリオのファクター分析 |                    |
| 3. 保有ポートフォリオのリターン分析  |                    |

野村証券クオンツ・ソリューション・リサーチ部 新谷 理

## 要約と結論

- 近年では世界中で株式投資のパッシブ化が進んでおりアクティブ戦略を見る目が厳しくなっている。アクティブ戦略にコストパフォーマンスの問題があることは事実であるが、ファンダメンタルズ分析により新たな価格発見を促す側面があるため、アクティブ戦略の存在が減少し続けている現状には批判もある。
- こうした批判の妥当性を評価するためには機関投資家の銘柄選別の内容を知ることが重要だが、それに関する分析例は少ない。本稿ではアクティブファンドやパッシブファンドなどの機関投資家の保有ウエイトを見ることで、近年のアクティブ戦略に対する評価が本当に妥当なのかについての検証を試みた。
- 本稿では公開データを用いて、アクティブファンド、パッシブファンド、そして個人投資家の三区分を主要な投資家とみなした上で、1) ファクター分析の観点、2) 業種別のウエイト、3) 過去のパフォーマンスの観点からその中身についての分析を行った。
- 分析の結果から、以下のような点が明らかとなった。
  - アクティブファンドの保有比率が高いのは、大型の高 ROE 銘柄に多く、また積極的に高 ROE の銘柄を組み入れる傾向が見受けられた。業種としては電気機器、情報通信業、精密機器などの銘柄が多かった。またアクティブファンドのパフォーマンスは平時においては最も高かった。
  - パッシブファンドでも大型高 ROE 銘柄を多く保有していた。但しその傾向はアクティブファンドとは異なっている。業種としては医薬品、小売業、電気機器がオーバーウエイトされており、日経平均連動型ファンドの影響が強く反映されていた。
- 本分析の結果から、アクティブファンドは ROE を最も重視していたことが確認された。ROE は伊藤レポート〔2014〕が提言したように、現在の多くの日本企業にとっては経営改善目標のターゲットとなっている。アクティブファンドの機能が劣化すると、ROE を高めても株価向上が図られない可能性も考えられる。日本経済の再興を考える場合、企業側の ROE の向上と合わせてアクティブファンドの価値の再評価も行う必要があると思われる。

## I. はじめに

近年のグローバルな株式投資のトレンドとしてパッシブ化が挙げられ、日本の株式市場においても例外ではない。GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）によれば彼らの国内株式運用の内、パッシブ運用資産額のウエイトは2001年度末時点では44.2%であったが、2015年度末時点では81.5%まで拡大している。GPIFではJPX日経400連動型のパッシブ運用を増やしたり、スマートベータ等の新しい運用方式を試したりとパッシブ側の投資手法の多様化を試みているが、純然たるアクティブ運用されている株式は減少する一方であり、既に全体の1/5を割り込んでいる。

アクティブ運用では、企業自身の企業価値を高めるための経営努力、アナリストによる企業分析、それらの情報を統合したファンドマネージャーによる投資資金のアロケーションを経て、ファンドが構成される。そして良し悪しは実現された投資パフォーマンスによって評価され、新しい価値を示せたアロケーションは、投資資産総額の上昇によって報われる。このようなアクティブ運用の機能は価格発見機能と呼ばれ、資本市場の重要な役割である。しかし、パッシブ運用の場合、「構成銘柄を市場ウエイトで買う」という投資手法となるため、新しい価値を積極的に発

見する機能に乏しい。

コストパフォーマンスの問題は確かにあるが、アクティブ運用の減少に関する危機感とは、様々な場で取り上げられている。しかしアクティブ運用が減少すると、どのような問題があるのかという観点を実証的に示した研究は無い。そもそもアクティブ運用がどのような銘柄を保有し、パッシブ運用とどのような点が異なるのかという、議論の前提となる分析例もほとんどないのが現状である。

本稿では、アクティブ運用を行う機関投資家（本稿ではアクティブファンドと呼称）、パッシブ運用を行う機関投資家（パッシブファンドと呼称）がどのような銘柄選択行動をしているのか、またパフォーマンスはどうかを知ることが重要な問題だと捉え、それを分析したものである。近年では比較的容易に、精度の高い公開データによる保有比率を入手することが可能であり、それを用いて各投資家の保有比率を集計し、そのファクター特性や、パフォーマンス、業種別の保有状況について確認した。

## II. 各投資家の保有比率の取得方法

### 1. 機関投資家保有比率の取得方法

本稿での機関投資家の保有比率については FactSet 社の LionShares Ownership データベースから取得している。保有明細に記載される個別銘柄毎の保有情報を合算したものを機関投資家保有比率として計算している<sup>1</sup>。また FactSet 社の区分に依存する形にはなるが、パッシブファンドと推定されるファンドによる保有分と、アクティブファンドと推定されるファンドの保有分を区分し、それぞれに分けて集計した。ベンダーによるスタイル区分を用いた場合、ベンダーの考え方にに基づく偏りが反映される可能性があるが、パッシブ運用の場合はファンドの特性に明示されることが多く、誤って分類される可能性は低いと判断し、ベンダーの区分をそのまま利用した。

### 2. 個人投資家保有比率の取得方法

本分析では対照分析として、個人投資家保有比率についても分析を行っている。個人投資家は機関投資家と並ぶ重要な投資家であり、その特性を知ることは有益である。個人投資家の場合、機関投資家における決算書類に類するものが存在しないため、その保有状況の把握は困難である。本稿では公開情報で

ある本決算の有価証券報告書に記載された【株式等の状況】における【所有者別状況】の中で、「個人・その他」で開示される保有比率を基礎的なデータとして分析を行った。但し「個人・その他」には大別して「自己株式」、「創業者及びその関連者が持つ株式」、「その他個人投資家の保有株式」が含まれている。このうち、本稿が対象とする個人投資家保有分は「その他個人投資家の保有株式」のみであると考えられる。上記の考え方に則り、以下のように加工した値を用いている。まず有価証券報告書から「個人・その他」、「自己株式」、「役員持株数」を取得する。また東洋経済新報社の大株主データベースを用いて、その時点で上位 30 位までに入っている役員ではない個人株主の保有株式を取得し、「個人大株主持株数」を計算する。その上で「個人・その他」－（「自己株式数」＋「役員持株数」＋「個人大株主持株数」）によって個人投資家の保有比率を計算した<sup>2</sup>。

### Ⅲ. ファクターリターンの傾向

各投資家が保有するポートフォリオの属性を知るために、まずはファクター分析を行った。同様の手法は新谷（2017）でも行っているが、ファクターは株式市場の定量的な分析において基礎となる手法であり、BPR、EPR、ROE、配当利回り、時価総額、出来高回転率、過去1年リターン、トータルリスク、ベータ、アンシステマティックリスクの10種類を用いた。各ファクターの計算法は以下である。

- BPR: 一株当たり直近自己資本÷株価  
PBRの逆数であり、値が大きい程割安
- EPR: 一株当たり一年先予想利益÷株価  
PERの逆数であり、値が大きい程割安
- ROE: 一年先予想利益÷自己資本  
株主資本利益率。値が高い程、株主資本を効率的に活用していることを示す。
- 配当利回り: 今期予想一株当たり配当金÷株価  
配当を利子に見立てた利回り。値が高い程、高利回りであることを意味する。
- 時価総額: 時価総額の常用対数  
企業規模を示す指標として使われる。値が大きい程、大型であることを意味する。
- 出来高回転率: 直近60日平均売買代金÷時価総額  
株式の流動性を示す指標であり、値が高い程流動性は高い。
- 過去1年リターン: 直近1年間の配当込リターン  
正の銘柄は過去1年間に株価が上昇した銘柄、負の銘柄は下落した銘柄を意味する。
- ベータ ( $\beta$ ): 対 TOPIX60カ月回帰ベータ  
各銘柄の証券市場 (TOPIX) の値動きに対する感応度。値が高い程、市場の動きに対してより敏感に株価が動く傾向がある。
- トータルリスク ( $\sigma$ ): 60カ月リターンの標準偏差  
各銘柄の値動の幅を示したリスク指標。値が大きい程、値動きは大きくリスクが高い
- アンシステマティックリスク:  $(\sigma^2 - \beta^2 \times \text{TOPIXの60カ月分散})$ の平方根  
トータルリスクの内、市場の値動きとは関係なく、銘柄特有の要因のリスクを示した指標。値が高い程リスクが高い。

図1は長期でのファクターリターン平均値を示したものである。ファクターリターンとは、各月毎に以下の式のようなファクターとリターンの回帰分析を行い、得られた回帰係数  $f_t$  をファクターリターン<sup>3</sup>としたうえで、市場の傾向を探る手法である。

$$R_{i,t} = f_t \cdot NF_{i,t-1} + a_t + \varepsilon_{i,t}$$

$R_{i,t}$ :  $i$  銘柄の  $t$  時点のリターン

$NF_{i,t-1}$ :  $i$  銘柄の  $t-1$  時点のファクター

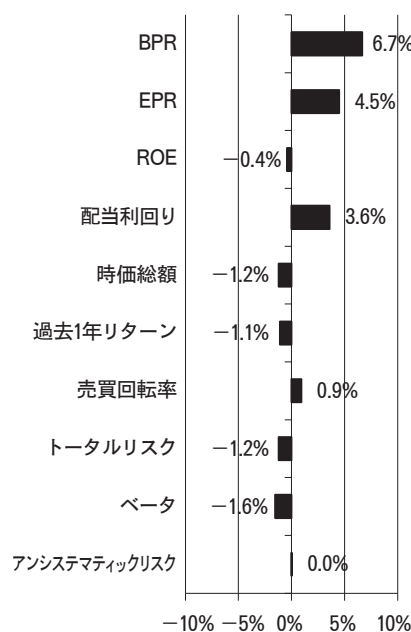
$f_t$ :  $t$  時点の回帰係数 (ファクターリターン)

$a_t$ :  $t$  時点の切片項

$\varepsilon_{i,t}$ : 攪乱項

図1 ファクターリターンの状況

■ ファクターリターンの平均値(1990-2016)



注: 分析期間は1990年～2016年、  
ユニバースは東証一部上場銘柄  
出所: 野村証券

分析期間は1990年～2016年、ユニバースは東証一部上場銘柄を対象としている。

日本株市場の定量的な分析などではよく知られている事実ではあるが<sup>4</sup>、BPR、EPR、配当利回りと言ったバリュー系のファクターの有効性が高く、他の特性のファクターに対して高い水準となっている。バリュー系ファクターの中でも最も有効性が高かったのはBPRであった。

バリュー系以外のファクターの有効性は低い。敢えて言及すれば売買回転率は値が高い方が、時価総額、過去1年リターン、トータルリスク、ベータはいずれも値が低い方がリターンの獲得に寄与する傾向が認められた。

ROEやアンシステマティックリスクはファクターリターンの水準が低く、安定した有効性は認められない。

#### IV. 各投資家保有比率のファクター分析

##### 1. ファクターの相関行列と要約統計量

各ファクターの相関行列と要約統計量を表1に掲載する。本分析での相関は時価総額などで重みを付けていないため、銘柄数ベースでの特徴を示す指標となっている。アクティブファンドの保有傾向に注目すると平均で7.9%、中央値で6.3%となっていた。特性的にはROE、時価総額、出来高回転率、トータルリスクやベータとの正の相関性や、BPRとの負の相関性が見受けられた。最も顕著な特徴はROEとの高い相関である。アクティブファンドはROEの高い銘柄に、より多くの投資を行っている様子がかがえる。また機関投資家保有比率との相関では0.95を超える水準となっている。この事は機関投資家保有比率の高低は、アクティブファンド保有比率の高低に強く影響されていることが伺える。また時価総額や出来高回転率などの相関性も高くなっており、アクティブファンドは規模が大きく、売買も活発な流動性の高い銘柄に焦点を当てていたこともわかる。

パッシブファンドの保有比率は平均で2.5%、中央値で1.5%であった。ファクターとの相関を見ると、時価総額や出来高回転率との相関は正であり、アクティブファンドと

共通している。両者共に規模が大きな大型株に投資していたことが伺える。またベータとの相関もアクティブファンドほど高くはないが正となっていた。アクティブファンドとの違いに注目すると、ROEに対する相関の違いが目につく。アクティブファンドはROEとの高い相関があったが、パッシブファンド

では正ではあるものの相関の水準は低い。またトータルリスクに対する相関は負となっており、正であったアクティブファンドとは異なるリスクへの傾向も示している。

機関投資家全体での保有比率との相関は両者の間にあるが、アクティブファンドの方の傾向により近い。

表1 ファクター相関行列と要約統計量

	アクティブF保有比率	パッシブF保有比率	機関投資家保有比率	個人投資家保有比率	BPR	EPR	ROE	配当利回り	時価総額	出来高回転率	過去1年リターン	トータルリスク	ベータ	アンシステマティックリスク
アクティブF保有比率		0.29	0.97	-0.49	-0.21	0.01	0.11	-0.01	0.47	0.11	0.01	0.03	0.16	-0.02
パッシブF保有比率	0.53		0.68	-0.21	-0.16	-0.01	0.02	-0.05	0.56	0.10	0.10	-0.09	0.10	-0.16
機関投資家保有比率	0.95	0.58		-0.48	-0.23	0.01	0.10	-0.02	0.59	0.13	0.04	0.00	0.17	-0.07
個人投資家保有比率	-0.45	-0.23	-0.46		0.15	-0.08	-0.08	-0.03	-0.52	0.10	-0.01	0.15	0.04	0.17
BPR	-0.20	-0.10	-0.22	0.20		-0.16	-0.24	0.29	-0.39	-0.11	-0.27	-0.05	0.02	-0.08
EPR	0.10	-0.06	0.06	-0.03	0.14		0.30	0.19	0.04	-0.09	0.06	-0.04	-0.02	-0.04
ROE	0.30	0.05	0.27	-0.21	-0.66	0.54		-0.01	0.10	0.03	0.11	0.07	0.01	0.09
今期予想配当利回り	0.00	-0.04	-0.02	0.07	0.35	0.32	-0.04		-0.13	-0.18	-0.21	-0.23	-0.14	-0.24
時価総額	0.55	0.69	0.64	-0.57	-0.37	-0.07	0.26	-0.16		0.04	0.11	-0.21	0.03	-0.27
出来高回転率	0.43	0.42	0.48	-0.07	-0.32	0.00	0.28	-0.26	0.34		0.03	0.51	0.46	0.33
過去1年リターン	0.05	0.02	0.05	-0.02	-0.28	0.01	0.25	-0.17	0.16	0.13		-0.06	-0.08	0.07
トータルリスク	0.12	-0.08	0.09	0.06	-0.12	0.11	0.20	-0.23	-0.16	0.34	0.07		0.70	0.97
ベータ	0.21	0.15	0.22	-0.02	0.02	0.14	0.09	-0.11	0.04	0.26	-0.02	0.64		0.45
アンシステマティックリスク	0.06	-0.18	0.01	0.09	-0.14	0.09	0.21	-0.24	-0.24	0.43	-0.04	0.94	0.48	

サンプル平均	18,952 7.9%	18,952 2.5%	18,952 10.4%	18,952 24.8%	18,952 1.19	18,952 6.5%	18,939 8.3%	18,913 1.9%	18,952 10.9	18,952 1.09	18,951 7.3%	18,663 10.2%	18,659 0.92	18,657 8.7%
標準偏差	6.9%	2.8%	8.2%	13.4%	0.76	10.8%	17.1%	1.2%	1.6	2.12	41.2%	4.5%	0.48	4.2%
99%点	28.8%	13.7%	34.0%	63.3%	3.73	20.7%	37.6%	5.2%	15.1	8.03	151%	26.1%	2.31	24.4%
90%点	17.6%	5.5%	22.0%	43.1%	2.09	12.0%	16.4%	3.3%	13.1	2.11	50%	15.2%	1.53	13.4%
75%点	11.9%	3.0%	15.3%	32.7%	1.52	9.1%	11.1%	2.6%	11.9	1.20	22%	11.9%	1.20	10.2%
50%点	6.1%	1.5%	8.4%	22.9%	1.04	6.6%	7.1%	1.8%	10.7	0.65	2%	9.3%	0.86	7.8%
25%点	2.3%	0.8%	3.7%	14.7%	0.67	4.5%	4.1%	1.2%	9.7	0.30	-15%	7.3%	0.58	6.2%
10%点	0.6%	0.6%	1.6%	9.2%	0.42	2.4%	2.0%	0.5%	9.0	0.16	-33%	5.8%	0.36	5.0%
1%点	0.0%	0.0%	0.0%	3.4%	0.13	-13%	-8.4%	0.0%	8.1	0.08	-67%	3.5%	0.07	3.2%

注：ユニバースは東証一部×10年分（2007年～2016年までの10年分）のパネルデータ

相関行列は左下部分は Spearman の順位相関係数。右上部分は Pearson の積率相関係数。

出所：野村證券

個人投資家保有比率の平均値は24.8%、中央値は22.9%であるため、上場銘柄の多くは20%を超える個人投資家保有比率となっている。ファクターとの相関係数に注目すると、機関投資家保有比率とは負の相関性があり、機関投資家が保有していない銘柄を個人投資家は保有する傾向が確認できる。時価総額、ROEについては負の相関性が、BPRに対しては高い正の相関性が認められ、全体としては小型バリュー株への投資傾向が強い。なお、個人投資家が選好すると言われている配当利回りとの相関はほぼ0であり、個人投資家において特に配当利回りの高い銘柄に偏った保有傾向は認められない。リスク関連に関しては小型株が多いことが原因となっている可能性が高いが、個人投資家はトータルリスクや、アンシステムティックリスクとの相関性が他の投資家と比較して高くなっている一方で、ベータに関しては低い傾向があった。市場より市場外のリスクを取る傾向が強いとも言え換えられよう。

## 2. 保有ポートフォリオのファクター分析

次に、正規化した各ファクター<sup>5</sup>を用いて、ポートフォリオ全体のファクター値（各ファクターの保有ウエイトによる加重平均値）に関する分析を行った。なお、各区分の投資家全体によるポートフォリオの評価であるため、市場から極端にかい離している傾向は総じて認められない。また、先の相関とは異

なり保有資産額で加重平均されているため、保有資産比率ではなく保有資産額が多い銘柄の傾向が強く反映されることになる。結果は表2である。なおファクター値は2007年～2016年の平均値である。

アクティブファンドが保有するポートフォリオの傾向としては大型（時価総額大）、高ROE、低BPR（高PBR）となっていた。特に突出して高いのはROEであり、ポートフォリオを構成する上で、ROE重視の姿勢が強いことが伺える。なお、この傾向は先の相関分析と一致している。リスク関連指標については、水準は高くはないが全て正值となっており、アクティブファンドが相対的に高めリスクを取っていた姿勢がうかがえる。

パッシブファンドの保有傾向はアクティブファンドとは異なる。時価総額や出来高回転率、ROEは正であり、パッシブファンドは

表2 保有比率に基づく平均ファクター値

ファクター名	アクティブ	パッシブ	機関投資家	個人投資家
BPR	-0.10	-0.10	-0.10	0.07
EPR	0.01	-0.06	-0.01	-0.05
ROE	0.16	0.07	0.13	-0.11
配当利回り	-0.02	-0.02	-0.02	-0.02
時価総額	0.06	0.13	0.08	-0.31
出来高回転率	0.06	0.07	0.06	-0.01
過去1年リターン	0.04	0.02	0.03	0.01
トータルリスク	0.05	-0.01	0.04	0.01
ベータ	0.05	0.01	0.04	-0.10
アンシステムティック	0.05	-0.01	0.04	0.06
平均残高（兆円）	49.74	20.84	70.58	62.22

注：ユニバースは東証一部上場  
各銘柄の保有比率に基づく時価加重平均値  
2007年～2016年の平均値を記載。  
出所：野村證券

アクティブファンド同様に流動性が高く、高 ROE の大型株に偏っている傾向が確認できる。しかしこの特徴は表 1 の相関の傾向と比較すると一致していない。表 1 では時価総額や出来高回転率については、高い相関性が確認できるが ROE では確認できない。このことはパッシブファンドが積極的に ROE の高い銘柄に投資したゆえにポートフォリオの ROE が高くなったのではなく、大型株を買い集めたら結果的に ROE も高くなった可能性が示唆されよう。リスク関連指標については他の投資家と比較して、絶対値が小さくなっており、市場平均に抑えている傾向が伺える。

個人投資家が保有するポートフォリオの傾向は強い小型（時価総額小）、高 BPR（低 PBR）、低 ROE、低ベータとなっており、表 1 の相関による分析結果と完全に一致している。個人投資家の小型株への選好は、他のファクターや他の投資家の傾向と比較しても突出した特徴である。リスク関連指標も表 1 と同様に、ベータは低いのに関わらずトータルリスクは市場の平均値並み、アンシステムティックリスクは市場よりも高くなっていた。

図 2 は年別で見たファクター値の推移である。この 10 年間では、2008 年のリーマンショック、2010 年の欧州ソブリン危機など世界の株式市場が大きく下落する時期があった。また 2012 年の年末に第二次安倍内閣が

誕生し、2013 年には株式市場は例年になく大きな騰勢を示していた。こうした年別の傾向の違いが、投資家の保有傾向にどのような影響を与えていたのかを確認する。

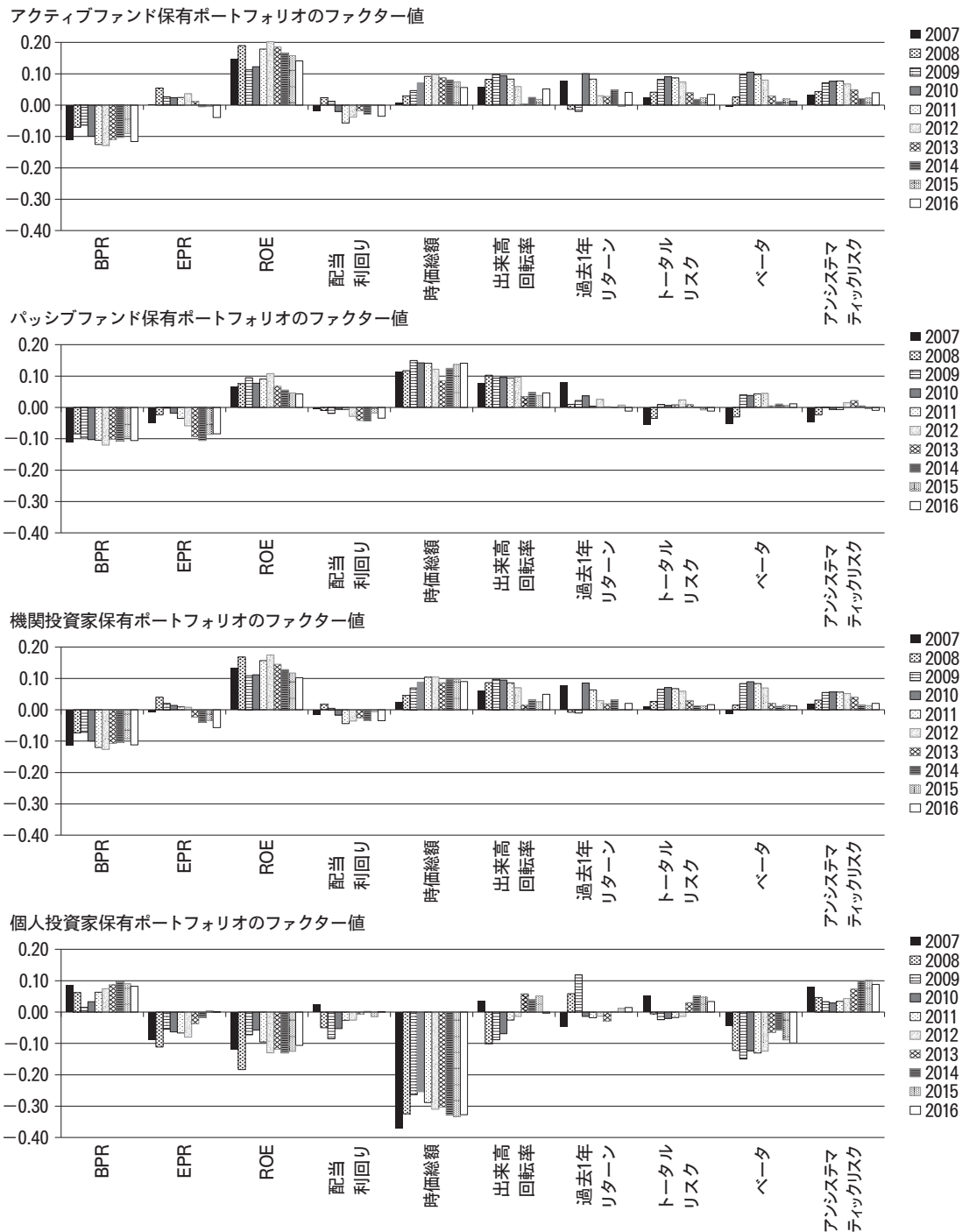
結論から言えば、前述のように年によって相場の状況は大きく異なるが、各投資家保有比率は大きく変化はしていない。

アクティブファンドでは、高 ROE、大型、高流動性、低 BPR という特徴は共通して現れている。トータルリターン、ベータ、アンシステムティックリスクなどは若干の低下傾向が認められるが、正值で一貫している。EPR や配当利回りは、年によって正にも負にも振れているが、水準そのものは 0 近辺で推移している。過去 1 年リターンはリーマンショックの影響が強い 2008 年と 2009 年は負の値、それ以外が正の値となっており、このファクターのみが、年によるバラつきがあった。

パッシブファンドでも高 ROE、大型、高流動性、低 BPR という特性には変化がない。配当利回りは絶対値は小さいがすべての年で負の値となっていた。過去 1 年リターンやリスク関連指標は、年によって正負の値をとっているが、絶対の水準そのものが低く際立った特徴にはなっていない。

アクティブファンド、パッシブファンド双方に共通する高 ROE、大型、高流動性、低 BPR と言った特徴は、そのまま機関投資家の全体の傾向の年別の傾向となっている。リ

図2 年別の各投資家のポートフォリオの特徴



注：ユニバースは東証一部上場企業。各年末時点のファクターの時価加重平均値を算出した。  
出所：野村証券

スクに関しては、アクティブファンドの傾向が強く出ており、すべての年でプラスとなっていた。EPR, 配当利回り, 過去1年リターン等の傾向もアクティブファンドに似た傾向を示していた。

個人投資家保有ポーフォリオは機関投資家保有ポートフォリオと全く異なる傾向を示している。高BPR, 低ROE, 小型(低時価総額), 低ベータ, 高アンシステマティックリスクと言った傾向は全ての年で共通している。なお配当利回りは多くの年でマイナスとなっており, ポートフォリオ全体でも「配当利回りが高い銘柄を保有している」という印象は間違っていることが示されている。過去1年リターンは, 2008年と2009年だけは非常に高くなっており, リーマンショックの最中においては, 相対的にパフォーマンスに優れた銘柄を保有していたようである。

本分析の結果から, 平均的な投資家の投資傾向は, 年によってぶれることはなくほぼ一定であることが確認できた。少なくとも10年程度の期間で見た場合, 傾向は変化していない。

保有比率の変化分に注目して表2と同様にファクターの加重平均値を計算した結果が表3である。

アクティブファンドでは, 正の側では過去1年リターンが, 負の側では配当利回りの低下傾向が強く見受けられる。このファクター値の傾向は, 値上がり銘柄を買って値下がり

を売る, 強い「順張り投資」傾向がアクティブファンド全体にあったことを示している。またROE等も正值となっており, リバランスの際に高ROE銘柄を組み入れている傾向が伺える。また規模や流動性の上昇傾向は弱く, リバランスの目的には規模の増大は入っていないと推測できる。

パッシブファンドで目立つのは規模の増大である。このことはリバランスの際に時価総額が高い銘柄の組入れを目的にしていると考えられるが, これはパッシブファンドがベンチマークとする一般的な株式指数の銘柄入替の目的と合致する傾向である。なお過去1年リターンは負であり, これは一見すると, より大型を組入れるという前述の特徴から外れているように思える。ただパッシブファンドの場合, 銘柄入替のタイミングをヘッジファンド等<sup>6</sup>に狙われ, 採用銘柄を高値で買い,

表3 保有比率変化に基づく平均ファクター値

ファクター名	アクティブ	パッシブ	機関投資家	個人投資家
BPR	-0.06	-0.12	-0.11	0.25
EPR	0.04	0.00	0.02	0.00
ROE	0.07	0.11	0.11	-0.37
配当利回り	-0.15	-0.01	-0.14	0.44
時価総額	0.01	0.20	0.09	0.16
出来高回転率	0.01	0.08	0.05	0.05
過去1年リターン	0.15	-0.08	0.10	-0.31
トータルリスク	0.04	0.01	0.04	-0.09
ベータ	0.01	0.04	0.02	0.07
アンシステマティック	0.05	0.00	0.04	-0.16
平均変化額(兆円)	6.33	3.02	7.45	7.21
残高に対する比率	12.7%	14.5%	10.6%	11.6%

注：ユニバースは東証一部上場  
各銘柄の保有比率の変化に基づく時価加重平均値  
2007年～2016年の平均値を記載。

出所：野村証券

除外銘柄を安値で売ることとなることが多い。「大型であるが値下がり銘柄を購入している」ように見えるのは、そうした取引の影響が反映されていると思われる。

機関投資家全体での傾向は両者の中間に位置するが、保有比率の変化で見てもアクティブ側の影響が強くて出ている。

個人投資家の保有比率変化では、配当利回り、BPR、時価総額が正に、ROE、過去1年リターン、アンシステムティックリスクが負となっている。基本的に値下がり銘柄を買って値上がり銘柄を売る、「逆張り投資」傾向が全体に見受けられるが、中でも近年の値下がりにより配当利回りが上昇した銘柄が中心的な買入れ対象となっているようである。米国の個人投資家は「配当を重視する」、「逆張り投資である」といった特徴があるが、保有比率の変化の分析において同様の傾向を日本の個人投資家でも確認できた。こうした取引傾向が、日本でも個人投資家は高配当利回り銘柄を好むという印象に寄与していると思われる。

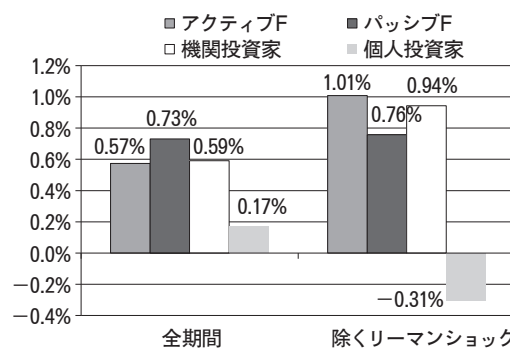
なお本分析で用いた保有比率での年間の平均変化額（売買双方を考慮、以下「両側」と表記）は個人投資家で7.2兆円、機関投資家で7.5兆円（アクティブファンド6.3兆円、パッシブファンドは3.0兆円）であった。日本証券取引所が公表している東証一部銘柄の投資部門別売買代金の集計では、個人投資家の平均売買代金（両側：年）で171兆円、機

関投資家（投資信託＋海外投資家）の平均売買代金（両側：年）は539兆円にも及ぶ。従って保有平均の変化に関する分析結果と実際の売買を単純には結びつけられない点には、注意する必要がある。

### 3. 保有ポートフォリオのリターン分析

図3は各投資家のポートフォリオの累積リ

図3 保有ポートフォリオのパフォーマンス対TOPIX超過リターン



項目	全期間			
	アクティブ ファンド	パッシブ ファンド	機関 投資家	個人 投資家
リターン	0.57%	0.73%	0.59%	0.17%
リスク	1.70%	1.54%	1.53%	2.35%
R / R	0.337	0.475	0.387	0.072

項目	除くリーマンショック			
	アクティブ ファンド	パッシブ ファンド	機関 投資家	個人 投資家
リターン	1.01%	0.76%	0.94%	-0.31%
リスク	1.62%	1.47%	1.46%	1.88%
R / R	0.621	0.515	0.646	-0.162

注：ユニバースは東証一部上場銘柄であり、対TOPIX超過リターンベースでの評価。「全期間」は2007年1月から2016年12月まで。「除くリーマンショック」では全期間から2008年4月～2009年3月を除いている。

出所：野村證券

ターン及び対 TOPIX 超過リターンである。

直近 10 年の対 TOPIX 超過リターンベースでは、アクティブファンドは年率+0.57%、パッシブファンドは同+0.73%となり、パッシブファンドの方が高い。しかし、これは「百年に一度の信用の津波」<sup>7</sup>とも言われたリーマンショックの影響が強く、2008 年 4 月から 2009 年 3 月の 12 カ月間を除いたサンプルで分析すると、アクティブファンドが同 1.01%、パッシブファンドが同+0.76%であり、パフォーマンスは逆転している。信用危機時のパフォーマンス悪化を軽視するべきではないが、リーマンショックのような極端な相場の下落時期を除けば、アクティブファンドのパフォーマンスは、パッシブファンドに勝るものであった。

アクティブファンド、パッシブファンドのリターンの獲得要因について考察すると、双方共に大型株かつ高 ROE、しかも低 BPR の銘柄に投資している。これらの銘柄特性は図 1 で見たファクターリターンの傾向（高 BPR、小型、低 ROE が有利）とは全く反対の傾向である。そうした傾向にも関わらず、正の超過リターンを得ているのは一つのパラドックスともいえる。これだけの分析では何も言えないが、アクティブファンド、パッシブファンド共にただ闇雲に高 ROE 銘柄や大型銘柄を購入しているわけではないことを示した結果であるとも言えよう。これらの投資家が持つ高い銘柄選別能力の存在などは、そ

の一つの回答になり得ると思われる。

個人投資家に注目すると直近 10 年間での対 TOPIX 超過リターンは同+0.17%であった。近年パッシブファンドが推奨される理由の一つに、アクティブファンドでも、ベンチマークである市場インデックス (TOPIX) を超過するのは困難であるとの経験的事実があるが、個人投資家全体では市場を超過していたのは予想外の結果であるともいえる。但しその高パフォーマンスはリーマンショック前後の特異な期間に集中している。先ほど同様にリーマンショックの時期 (2008 年 4 月から 2009 年 3 月) を除いて分析すると、個人投資家の対 TOPIX 超過リターンは同 -0.31%まで低下し、市場以下のパフォーマンスとなっていた。分析結果をみると、リーマンショックが起こった 2008 年後半には株価は大暴落したが、市場に連動するベータを低めに維持し、アンシステムティックリスクを積極的に取った個人投資家の割安株ポートフォリオは、相場の急落時に相対的に値下がりが限定的であったことがこの要因と考えられる。従って例え超過リターンは高くても、高く評価することは出来ないと思われる。

## V. 業種別の傾向

### 1. 業種別の保有比率に関する分析

最後に業種別での、個人投資家保有比率と機関投資家保有比率をしてみる。表4-aお

よび表4-bは、2016年末現在の各投資家の業種別保有比率と、ウエイト差（ウエイトー市場ウエイト）を見たものである。

アクティブファンドの保有比率が最も高いのは鉱業（21.2%）であった。次いで精密機器（18.8%）、その他製品（17.5%）という順番である。反対に最も低いのは水産農林業

表4-a 2016年12月末時点の保有銘柄の業種別ウエイト（アクティブファンド&パッシブファンド）

業種名	銘柄数	TOPIX		アクティブファンド			パッシブファンド		
		FFW*	市場ウエイト	保有比率	ウエイト	ウエイト差	保有比率	ウエイト	ウエイト差
1 水産農林業	7	63.3%	0.1%	5.1%	0.0%	-0.07%	7.7%	0.1%	-0.01%
2 鉱業	7	62.6%	0.4%	21.2%	0.6%	0.26%	6.1%	0.3%	-0.10%
3 建設業	99	68.2%	3.1%	12.3%	2.8%	-0.25%	8.7%	2.9%	-0.20%
4 食料品	78	58.2%	4.5%	10.4%	4.1%	-0.39%	8.1%	4.5%	0.05%
5 繊維製品	39	69.6%	0.7%	9.6%	0.5%	-0.21%	7.6%	0.6%	-0.14%
6 紙パルプ	12	58.7%	0.2%	6.8%	0.1%	-0.10%	8.0%	0.2%	0.00%
7 化学	138	65.5%	6.5%	12.7%	6.4%	-0.07%	9.8%	7.1%	0.60%
8 医薬品	39	62.3%	4.8%	11.0%	4.3%	-0.47%	11.7%	6.5%	1.77%
9 石油石炭	11	63.7%	0.5%	9.3%	0.4%	-0.13%	8.3%	0.5%	-0.03%
10 ゴム製品	11	66.2%	0.9%	13.4%	0.9%	0.03%	10.3%	1.0%	0.12%
11 ガラス土石	32	67.5%	1.0%	13.0%	0.9%	-0.02%	11.0%	1.1%	0.18%
12 鉄鋼	32	67.9%	1.3%	9.1%	0.9%	-0.40%	6.6%	0.9%	-0.37%
13 非鉄金属	24	73.5%	0.9%	11.8%	0.7%	-0.17%	10.8%	1.0%	0.07%
14 金属製品	40	61.6%	0.7%	13.4%	0.8%	0.08%	6.8%	0.6%	-0.14%
15 機械	133	67.5%	5.0%	14.9%	5.6%	0.62%	9.2%	5.0%	-0.02%
16 電気機器	162	69.0%	12.3%	16.7%	15.2%	2.86%	10.5%	13.7%	1.35%
17 輸送用機器	64	59.3%	9.8%	10.9%	9.2%	-0.62%	7.9%	9.5%	-0.24%
18 精密機器	28	72.3%	1.6%	18.8%	2.1%	0.50%	13.1%	2.1%	0.50%
19 その他製品	55	64.7%	1.8%	17.5%	2.5%	0.67%	7.5%	1.5%	-0.27%
20 電気・ガス業	21	72.2%	1.9%	6.9%	0.9%	-0.97%	7.9%	1.5%	-0.38%
21 陸運業	41	70.0%	4.3%	7.5%	2.4%	-1.96%	8.2%	3.7%	-0.62%
22 海運業	8	69.5%	0.2%	11.8%	0.2%	-0.03%	8.3%	0.2%	-0.03%
23 空運業	3	81.6%	0.5%	14.9%	0.5%	-0.04%	7.9%	0.4%	-0.16%
24 倉庫・運輸関連業	22	56.9%	0.2%	9.1%	0.2%	-0.04%	7.7%	0.2%	0.00%
25 情報通信	163	48.2%	7.7%	11.6%	9.4%	1.72%	7.0%	8.2%	0.44%
26 卸売業	163	67.1%	4.4%	10.5%	3.5%	-0.91%	7.8%	3.8%	-0.65%
27 小売業	192	52.3%	4.8%	11.3%	5.2%	0.48%	9.5%	6.3%	1.52%
28 銀行業	86	68.8%	8.5%	10.7%	6.8%	-1.76%	7.4%	6.6%	-1.88%
29 証券・先物取引業	22	77.0%	1.2%	14.3%	1.2%	-0.07%	8.4%	1.0%	-0.25%
30 保険業	9	70.2%	2.6%	14.5%	2.8%	0.14%	8.0%	2.2%	-0.43%
31 その他金融業	22	58.5%	1.3%	16.6%	1.9%	0.58%	6.5%	1.1%	-0.25%
32 不動産業	60	67.7%	2.6%	13.7%	2.7%	0.07%	9.3%	2.6%	-0.01%
33 サービス業	162	46.0%	3.7%	10.7%	4.3%	0.67%	5.6%	3.3%	-0.42%
東証一部	1,985	20.9%		12.3%			8.6%		

注：ユニバースは東証一部上場銘柄 保有比率は各業種の時価総額全体に占める各投資家の保有額の比率。  
ウエイトは各投資家のポートフォリオ全体に占めるその業種のウエイト。ウエイト差は「ウエイトー市場ウエイト」により計算された値。  
FFW\*に関しては注8を参照。

出所：野村證券

(5.1%)であり、次いで紙パルプ(6.8%)、電気・ガス業(6.9%)の順番となっていた。

パッシブファンドでも保有比率にはバラつきが生じている。全てがTOPIX連動型であれば、パッシブファンドの保有比率はFFW<sup>\*8</sup>に比例する値となるが、実際には日経平均連動型(修正ダウ平均、発行済株式数が少ない銘柄ではファンドの保有比率が高くなる)、MSCI Japan連動型(大型株のみ対象)、JPX日経インデックス400連動型(大型株、高ROEが対象)等の種別があるため、業種別の保有比率が変わる。最も多く保有されている業種は、精密機器(13.1%)であり、次いで医薬品(11.7%)、ガラス土石(11.0%)の順であった。反対に最も保有比率が低いのはサービス業(5.6%)であり、次いで鉱業(6.1%)、その他金融業(6.5%)であった。なおこの保有比率の高低は、日経平均連動型ファンドの存在に大きく影響されていると推測される。

機関投資家の保有比率は、両者の合計となる。最も高いのは精密機器(31.9%)であり、次いで鉱業(27.3%)、電気機器(27.2%)、その他製品(25.0%)となっていた。反対に最も低いのは水産農林業(12.8%)であり、紙パルプ(14.8%)、電気・ガス業(14.9%)、陸運業(15.8%)、鉄鋼(15.8%)等と続いている。

個人投資家による保有分は、業種によるバラつきは大きく、投資家の好みの差が大き

い。最も保有比率の高い空運業では実に全体の46.4%に達し、過半数に迫る株式を個人投資家が保有している状況である。他の保有比率が高い業種としては、電気・ガス業(27.7%)、水産農林業(26.1%)、証券・先物取引業(24.0%)、繊維製品(22.2%)であった。一方で、保有比率が最も低い業種は、鉱業(5.0%)であり、他の低い業種としては、その他金融業(6.4%)、不動産業(7.8%)、情報通信業(8.0%)、保険業(9.5%)などが挙げられる。

## 2. 業種別のウエイト差に関する分析

ウエイト差に注目すると、アクティブファンドでは電気機器(+2.86%)、情報通信業(+1.72%)の2業種が突出してオーバーウエイトされていた一方で、陸運業(-1.96%)、銀行業(-1.76%)、卸売業(-0.91%)は大幅にアンダーウエイトされていた。1990年代後半以降、日本のアクティブファンドの多くはハイテク関連銘柄に集中投資していたと言われているが、その傾向は2016年末においても変わらないことが確認された。

パッシブファンドでは医薬品(+1.77%)、小売業(+1.52%)、電気機器(+1.35%)がオーバーウエイトされている一方で、銀行業(-1.88%)、卸売業(-0.65%)、陸運業(-0.62%)がアンダーウエイトされていた。市場ウエイトとの乖離の原因は、保有比率と同様に日経平均連動型ファンドの影響だと考

えられ、全体的に日経平均でのウェイトが高い銘柄を含む業種はオーバーウェイトされている一方で、低い業種はアンダーウェイトされていた<sup>9</sup>。

機関投資家全体ではオーバーウェイトしている業種は電気機器（+2.24%）が圧倒的に大きく、次いで情報通信業（+1.19%）、小

売業（+0.90%）となっている。アンダーウェイトしている業種は銀行業（-1.81%）、陸運業（-1.41%）、卸売業（-0.80%）という順番であった。

個人投資家の保有ウェイトは機関投資家とは反対の傾向を示している。最もオーバーウェイトしていたのは陸運業（+1.77%）であ

表4-b 2016年12月末時点の保有銘柄の業種別ウェイト（機関投資家 & 個人投資家）

業種名	銘柄数	TOPIX		機関投資家保有比率			個人投資家保有比率		
		FFW*	市場 ウェイト	保有比率	ウェイト	ウェイト差	保有比率	ウェイト	ウェイト差
1 水産農林業	7	63.3%	0.1%	12.8%	0.1%	-0.04%	26.1%	0.2%	0.10%
2 鉱業	7	62.6%	0.4%	27.3%	0.5%	0.11%	5.0%	0.1%	-0.22%
3 建設業	99	68.2%	3.1%	21.1%	2.8%	-0.23%	16.5%	3.4%	0.38%
4 食料品	78	58.2%	4.5%	18.5%	4.3%	-0.21%	12.5%	4.5%	-0.01%
5 繊維製品	39	69.6%	0.7%	17.2%	0.5%	-0.18%	22.2%	1.0%	0.34%
6 紙パルプ	12	58.7%	0.2%	14.8%	0.2%	-0.06%	16.5%	0.3%	0.07%
7 化学	138	65.5%	6.5%	22.6%	6.7%	0.21%	12.5%	5.8%	-0.72%
8 医薬品	39	62.3%	4.8%	22.7%	5.2%	0.45%	13.4%	4.8%	0.01%
9 石油石炭	11	63.7%	0.5%	17.6%	0.4%	-0.09%	21.6%	0.8%	0.30%
10 ゴム製品	11	66.2%	0.9%	23.7%	1.0%	0.07%	12.9%	0.8%	-0.09%
11 ガラス土石	32	67.5%	1.0%	24.0%	1.0%	0.06%	14.5%	1.0%	0.00%
12 鉄鋼	32	67.9%	1.3%	15.8%	0.9%	-0.39%	16.0%	1.4%	0.12%
13 非鉄金属	24	73.5%	0.9%	22.6%	0.8%	-0.07%	17.9%	1.0%	0.12%
14 金属製品	40	61.6%	0.7%	20.2%	0.7%	-0.01%	14.4%	0.8%	0.06%
15 機械	133	67.5%	5.0%	24.2%	5.3%	0.36%	14.6%	5.0%	0.03%
16 電気機器	162	69.0%	12.3%	27.2%	14.6%	2.24%	13.7%	11.4%	-0.96%
17 輸送用機器	64	59.3%	9.8%	18.9%	9.3%	-0.46%	10.6%	8.1%	-1.63%
18 精密機器	28	72.3%	1.6%	31.9%	2.1%	0.50%	11.3%	1.1%	-0.42%
19 その他製品	55	64.7%	1.8%	25.0%	2.1%	0.28%	11.9%	1.5%	-0.27%
20 電気・ガス業	21	72.2%	1.9%	14.9%	1.2%	-0.73%	27.7%	3.4%	1.49%
21 陸運業	41	70.0%	4.3%	15.8%	2.9%	-1.41%	21.2%	6.1%	1.77%
22 海運業	8	69.5%	0.2%	20.0%	0.2%	-0.03%	19.6%	0.3%	0.07%
23 空運業	3	81.6%	0.5%	22.8%	0.5%	-0.09%	46.4%	1.4%	0.89%
24 倉庫・運輸関連業	22	56.9%	0.2%	16.8%	0.2%	-0.02%	14.3%	0.2%	0.03%
25 情報通信	163	48.2%	7.7%	18.6%	8.9%	1.19%	8.0%	5.9%	-1.78%
26 卸売業	163	67.1%	4.4%	18.3%	3.6%	-0.80%	19.2%	5.8%	1.45%
27 小売業	192	52.3%	4.8%	20.8%	5.7%	0.90%	12.4%	5.3%	0.49%
28 銀行業	86	68.8%	8.5%	18.1%	6.7%	-1.81%	14.1%	8.1%	-0.43%
29 証券・先物取引業	22	77.0%	1.2%	22.8%	1.1%	-0.14%	24.0%	1.8%	0.55%
30 保険業	9	70.2%	2.6%	22.6%	2.5%	-0.09%	9.5%	1.7%	-0.97%
31 その他金融業	22	58.5%	1.3%	23.1%	1.5%	0.24%	6.4%	0.7%	-0.65%
32 不動産業	60	67.7%	2.6%	22.9%	2.7%	0.04%	7.8%	1.4%	-1.22%
33 サービス業	162	46.0%	3.7%	16.3%	3.9%	0.22%	12.8%	4.8%	1.08%
東証一部	1,985	62.5%		20.9%			13.4%		

注：ユニバースは東証一部上場銘柄 保有比率は各業種の時価総額全体に占める各投資家の保有額の比率  
ウェイトは各投資家のポートフォリオ全体に占めるその業種のウェイト。ウェイト差は「ウェイト-市場ウェイト」により計算された値。  
FFW\*に関しては注8を参照。

出所：野村證券

り、次いで電気・ガス業（+1.49%）、卸売業（+1.45%）という順番であった。電鉄株（陸運業）や電力株（電気・ガス業）といった株式は、個人投資家にとって人気のある株式であり、継続保有されている。2011年までは電気・ガス業が最もオーバーウエイトされていた業種であったが、東日本大震災に伴う原発事故等の余波で、ウエイトの逆転が生じている。アンダーウエイトされている業種は情報通信業（-1.78%）、輸送用機器（-1.63%）、不動産業（-1.22%）の順となっていた。NTT株を初めとする通信や、IT関連銘柄が多い情報通信業などは個人株主に人気があるように思われているが、実際にはそうではなかった。

## VI. 考察

### 1. アクティブファンドに対する考察

現在のわが国では日本再興戦略の名のもとに様々な形で成長戦略を打ち出し、試行錯誤している状況である。2014年8月に公表された伊藤レポートでは、日本経済や企業の問題として「稼ぐ力」が低すぎることを指摘し、その改善が急務である事を述べている。そして改善の達成目標としてROEを取り上げ、投資家との建設的な対話を行うためには最低でも8%のROEが必要であり、これを目指すべきであると提言している。

本稿による分析では、機関投資家は全体としてはROEに対して高い選好を持つことが確認できた。その意味では伊藤レポートが示すROE向上の方向は間違っていない。但し、アクティブファンドとパッシブファンドではROEを希求する姿勢が大きく異なることも本稿の分析から推計される。

アクティブファンドは、実際にROEが銘柄選択のカギとなっている。ROEの高い銘柄を買い、ROEの低い銘柄を売却する傾向が強く見受けられる。このトレンドは一過性のものでなく、アクティブファンドの基調として少なくともここ10年間の連続的な傾向として認められる。

一方でパッシブファンドの組入れのカギは

企業規模であり、基本的には大型銘柄を買って小型銘柄を売る傾向が見受けられる。ROEが高い銘柄を買って、低い銘柄を売っているようにも見えるのは、大型株にROEが高い企業が多いためであり、副次的な効果であると推測される。

一般的な傾向として大型株には高ROE銘柄が多い。これは大型銘柄の方が規模の経済から収益性を上げやすいという理由が考えられる。しかしアクティブファンドがそのように価値評価し、ROEの高い銘柄の時価総額を上昇させてきたという理由も無視できないであろう。従って大型株を買うパッシブファンドのROEが高くなるのは、アクティブファンドの投資の成果の一部を得ているともいえる。パッシブファンドはアクティブファンドが発見した価値に対してただ乗りしているとの批判があるが、ROEを見る限りでは、その批判に一定の根拠があると思われる。

伊藤レポートが提言するように現在の日本企業の多くにとっては、ROEを高めるのは重要な課題である。しかし株価に反映させるためには、それを評価する投資家であるアクティブファンドが必要である。アクティブファンドの機能が低下した場合、企業側がROEを高めても、それを評価する投資家がいなくなるおそれがある。

またアクティブファンドの役割は単純にROEの高い銘柄を組み入れているだけでは無い。単純にROEを高めるだけでは、実際

の企業価値に繋がらないのではないかという批判は根強い。例えば自己資本を減らして有利子負債を増やし、単純にレバレッジを引き上げる形でROEを高めても、それは企業価値の向上に繋がらないのではないかという批判である。その批判は一面において正しく、実際に単純にROEの大小だけで投資した場合は図1のファクターリターンの結果が示すようにファクターリターンはマイナスとなっている。単一の投資指標として見た場合、ROEは良い指標とは言えない。

つまり、良い銘柄はROEが高いことが多いが、ROEが高いからといって必ずしも良い銘柄とは言えないのである。こうした現実を機関投資家、とりわけアクティブファンドは良く理解している。彼らの構成銘柄のROEは高いが、図3で見たように、実現している投資リターンも高い点を考えると、闇雲に高いROEの銘柄だけでポートフォリオを構成しているわけではない。アクティブファンドは、他の指標を併用しながら、同じROEが高い銘柄でも、良い高ROE銘柄と悪い高ROE銘柄を選別し、前者に属する銘柄に投資しているのである。つまり、単純にROEが高い銘柄を評価しているのではなく、それをどのように実現しているのかという過程も併せて評価していると考えられる。

このままアクティブファンドが減少し、最終的に消滅すれば、市場に残るのはパッシブファンドと個人投資家だけである。本分析で

は個人投資家の傾向についても分析しているが、結果からその多くはROEを評価していないことが判明している。基本的に個人投資家は「株価が低い銘柄を買って、株価が高い銘柄を売る」逆張り投資家である。逆張り投資家が不在の市場はバブルが発生しやすく不健全な市場だが、逆張り投資家しかいない市場も、タイミングだけがすべてを決める不健全な市場になりがちである。もちろんアクティブファンドがなくなれば、個人投資家の中から、その代わりの役割を果たす順張りの投資家が生まれてくる可能性はある。しかしアクティブファンドの多岐に渡る機能を個人が果たすのはそんなに簡単ではない。また図2で見たように、リーマンショックのような大きな金融危機が発生しても、なかなか投資家の傾向は変わらない。代わりの投資家が成長してくるにせよ、それには時間がかかると推測される。別の投資家にアクティブファンドの代わりを果たしてもらおうと考えるよりは、既存のアクティブファンドの役割を認め、再評価する方が、はるかに賢い方法だと考えられる。

## 2. パッシブファンドに対する考察

また今回の分析から、現在主流になりつつあるパッシブファンドによる投資の問題点もいくつか見えてきている。それは対象となる指数に歪みがあった場合、実際の投資にも歪みを与える可能性である。分析結果から、日

経平均とTOPIXの業種ウェイトの違いが、実際の投資に影響を与えていることが再確認できた。2010年より日銀はETFによる株式の購入を行っているが、既に一部の銘柄では日経平均連動型ETF等を通じて、日銀が15%以上の株式を保有しているのではないかと懸念が報道されている<sup>10</sup>。日銀もこの問題に対応するために2016年10月から日経平均連動型ETFの買入れを減らす旨を公表しているが、状況的には単なる問題の先延ばしという批判を免れえない。日経平均連動型ファンドは発行済株式数が少ない銘柄の株価を過剰に吊り上げるリスクを内包したファンドである。またこのままでは筆頭株主が日銀となる銘柄が今後も続出する可能性が考えられる。市場経済の観点からは、こうした事態は歓迎できることではない。

また近年増加している、スマートベータによる運用増加の問題も、日経平均型連動ファンドと同種の問題となりうる。スマートベータで用いる指数は、「従来の時価総額型の指数のように市場全体の平均や値動きを代表する指数ではなく、財務指標（売上高、営業キャッシュフロー、配当金など）や株価の変動率など銘柄の特定の要素に基づいて構成された指数」として定義されている。時価総額が考慮されていないこれらの指数に連動するファンドは、ごく小規模であればさほど問題は無いが、現在のように多くの投資家が参入している状況下では、スマートベータによっ

て新たな歪が生み出される可能性は否定できない。安易なパッシブファンド、安易なスマートベータの増加は、別の問題を起こす可能性がある。

## VII. おわりに

フリーランチは存在しないというのは経済学の決まり文句であるが、投資のスタイルにおいても同様のことが言えるだろう。株式市場の経済的な付加価値を上げていくためには、一定程度のコストがかかっても、「企業価値を重視した経営及び経営者」、「適切に評価、予想できるアナリスト」、「総合的に評価して資産のアロケーションができるアクティブ・ファンドマネージャー」が必要である。本分析では ROE という限定的な指標に限られているが、アクティブファンドにはそれを評価し、そこに経済的な付加価値を作り出している形跡が認められることを明らかにした。アクティブファンドには厳しい環境は続いていくと思われるが、本稿がその見直しに些少なりとも貢献できるのであれば幸いである。

### 《注》

- 1 FactSet LionShares では、米国 SEC 等の監督・規制機関に提出されるファンドの有価証券報告書などを収録している。また各ファンドのスタイルにおいても独自の基準で区分を行っている。'INDEX' に区分されたファンドによる保有分をパッシブファンドによる保有、それ以外をアクティブファンドによる保有としている。
- 2 一部の企業では、自己株式は「個人・その他」ではなく、「その他の法人」に区分されているケースもあるが、絶対数は少ないため特に考慮はしていない。
- 3 通常はファクターリターンを計算する場合に

は、ファクターの正規化を行う。詳しくは（注4）を参照のこと。

- 4 例えば大庭（2008）の第1章「株式リターンの理論～予測できるのかできないのか～」において詳しく述べられている。
- 5 正規化するには標準偏差は通常の標準偏差を使ったが、平均値については TOPIX の算入ウェイトで加重平均した値を用いた。TOPIX ウェイトで各銘柄保有した場合、正規化ファクターの加重平均値は0となる。
- 6 インデックスのリバランスの際に、事前に組入予定銘柄を買い、除外予定銘柄を空売りするヘッジファンド。インデックスアープ戦略とも呼ばれている。
- 7 2008年10月23日に開催された米国連邦議会下院の監視・改革委員会の公聴会においてグリーンズパン前FRB議長（当時）証言において言及された。
- 8 FFW\* は、東証が定める浮動株考慮した「指数用時価総額の合計」を、「発行済株式数に基づく時価総額合計」で割った値。各業種の浮動株比率とみなせる。
- 9 日経平均が採用する医薬品、小売り、電気機器等ではみなし額面換算での発行済株式数が相対的に少ない銘柄が多い一方で、採用している銀行銘柄のみなし額面換算発行済株式数は、非常に多いことがその理由と考えられる。
- 10 2017年6月24日の日本経済新聞の紙面によるとファーストリテイリングやアドバンテスト等では日銀が15%超を持つと報道されている。

#### 《参考文献》

- ・伊藤邦雄編 [2014]「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」(伊藤レポート) 経済産業省 2014年8月
- ・大庭昭彦 [2008]「最新金融工学に学ぶ資産運用戦略」 東洋経済新報社 2008年1月
- ・新谷理 [2017]「個人と機関投資家の株式銘柄選択の違い」 証券アナリストジャーナル 2017年6月

## 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 (「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」)、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・セキュリティタス・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・インド・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 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、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。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い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(あるいは行われないという判断)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、懲罰的、補償的、罰則的、特別な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証券株式会社および Frank Russell Company に帰属します。なお、野村証券株式会社および 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。

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)で定義されることのある認定投資家、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「インスティテューションズ」以外の者への本資料の配布、アラブ首長国連邦(「UAE」)においては、(ドバイ金融サービス機構が定めるところの、)「専門的顧客」以外の者への配布、また、カタール国の(カタール金融センター規制機構が定めるところの、)「マーケット・カウンターパーティー」、または「ビジネス・カスタマーズ」以外の者への配布を認めておりません。サウジアラビアにおいては、「オーソライズド・パーソンズ」、「エグゼンプト・パーソンズ」、または「インスティテューションズ」以外の者、UAEの「専門的顧客」以外の者、あるいはカタールの「マーケット・カウンターパーティー」、または「ビジネス・カスタマーズ」以外の者を対象に本資料ならびにそのいかなる複製の作成、配信、配布を行うことは直接・間接を問わず、係る権限を持つ者以外が行うことはできません。本資料を受け取ることは、サウジアラビアに居住しないか、または「オーソライズド・パーソンズ」、「エグゼンプト・パーソンズ」、または「インスティテューションズ」であることを意味し、UAEにおいては「専門的顧客」、カタールにおいては「マーケット・カウンターパーティー」、または「ビジネス・カスタマーズ」であることの表明であり、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。

カナダ投資家へのお知らせ:本資料は個人的な推奨ではありません。また投資目的、財務状況、あるいは特定の個人または口座の特定のニーズを考慮したものではありません。本資料はオンタリオ証券委員会のNI 31-103のセクション8.25に基づいてお客様へ提供されています。

台湾上場企業に関するレポートおよび台湾所屬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)(20万円以下の場合)、2,808円(税込))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)(20万円以下の場合)は2,808円(税込)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、売の場合には差し引いた額)に対し最大1.026%(税込)(売買代金が75万円以下の場合)は最大7,668円(税込)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)(20万円以下の場合)は2,808円(税込))、管理費および権利処理手数料をいただきます。加えて、買付の場合、買付代金に対する金利を、売付の場合、売付け株券等に対する貸株料および品貸料をいただきます。委託保証金は、売買代金の30%以上(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るため、株価の変動により委託保証金の額を上回る損失が生じるおそれがあります。詳しくは、上場有価証券等書面、契約締結前交付書面、等をよくお読みください。

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

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

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

Copyright © 2018 Nomura Securities Co., Ltd. All rights reserved.