

ROE 向上のための株主還元～国際比較を基に

目 次

- | | |
|-----------------------------|----------------------------------|
| I. はじめに | IV. 持続的な ROE・株主価値向上のための株主還元政策モデル |
| II. グローバルな視点から見た日本企業の株主還元政策 | 1. 株価と資本コスト |
| 1. 株主還元水準の国際比較 | 2. 持続的な株主価値向上のための株主還元政策 |
| 2. 株主還元手法の国際比較 | V. モデル活用例 |
| 3. 日本企業の株主還元の特徴 | VI. おわりに |
| III. 株主還元政策のベンチマーク | |
| 1. 株主還元水準ベンチマーク | |
| 2. 株主還元手法ベンチマーク | |

野村証券金融工学研究センター クオンツ・ソリューション・リサーチ部 杉下 裕樹

要約と結論

1. 本稿では、グローバルな視点から日本企業の株主還元＜配当＋自己株式取得＞政策を俯瞰し、株主還元政策のベンチマーク、及び株主価値向上に資する株主還元政策の数理モデルを提案する。これらモデルを用いることにより、企業の状況に応じた株主還元政策を定量的に評価することが可能になり、持続的な ROE（自己資本利益率）・株主価値向上を目指す経営の意思決定ができることと期待される。本稿の最後では、仮想企業を用いた評価例も紹介する。
2. ROE を用いて構築された株式指数である JPX 日経 400 の算出の開始、インスティテューショナル・シェアホルダー・サービシーズ（ISS）や大手生命保険が取締役選任方針に ROE を採用した事や日本版スチュワードシップ・コード、コーポレートガバナンス・コード、伊藤レポートの公表により、ROE に対する意識は様々な主体で高まっている。必然として ROE の分母である自己資本のマネジメント、特に株主還元政策には注視がされる。
3. グローバル約 6,000 社の株主還元の水準に対して、収益性、事業リスク、投資機会、手元流動性、財務リスクを表す代理変数を用い統計モデルを作成した。企業が当該モデルを利用すれば、自社の特殊要因の一部を考慮した上で、海外企業をベンチマークとして現状の株主還元水準を評価することや、今後の株主還元水準を思案することが可能になる。
4. 欧米企業（特に米国）は、機動的な株主還元を利用しキャッシュフロー（CF）を安定化させている可能性が示唆される。一方、日本企業は株主還元を利用して CF を安定化させているとは言い難い状況である。今後、日本企業が CF を安定化する機動的な株主還元政策を思案する場合、米国企業の株主還元策はベンチマークとして利用できよう。
5. 株式の本源的価値は将来の株主還元である。将来の株主還元は企業の持続的成長があってこそ期待が高まる。持続的な利益成長を達成できる前提において最大限の株主還元を行うことが重要である。

I. はじめに

「ROE目標はいくらですか？」

事業会社は、投資家とのミーティングにおいて、この質問を多く受けるようになった。ROEは当期純利益を自己資本で割ったもので、株式投資家の投資効率を示す代表的な尺度である。

ROEを用いて構築された株式指数であるJPX日経400が2014年1月に算出が開始され、算出開始からわずか一年で連動資産が3兆円強（野村推計）まで拡大しており、投資家からの注目も集めている。その他にも、議決権行使助言大手のインスティテューショナル・シェアホルダー・サービスズ（ISS）や大手生命保険が取締役選任方針にROEを採用した事や日本版スチュワードシップ・コード、コーポレートガバナンス・コード、伊藤レポートの公表により、ROEに対する意識は様々な主体で高まっている。必然としてROEの分母である自己資本のマネジメント、特に株主還元政策には注視がされる。

日本企業の株主還元水準は2014年度に過去最高になり、2015年度も過去最高を更新する見込みである¹⁾。ROEや株主価値向上のために株主還元を強化する企業が増えていることが理由に挙げられる。

一方、ROEや株主還元政策に対する意識には、企業と投資家で温度差がある。生命保

険協会が毎年行っているアンケート調査²⁾で経営目標として重視する指標において、株主価値向上に向けて重視することが望ましい経営指揮としてROEを挙げた投資家は93%であったが、企業は59%と乖離が大きい。また総還元性向は、投資家が43%、企業が10%となっており³⁾、ROEや株主還元に関して意識の差が顕著な事が確認できる。そのため、日本企業がROEや株主還元政策の目標を思案するに辺り、日本企業をベンチマークとして考えるのはやや難がある。またベンチマーク並みに株主還元政策を強化したとしても、企業の成長戦略に沿っていない場合や一過性であれば、資本市場には評価されないであろう。持続的な株主価値向上のためには、中長期的な企業戦略に沿った株主還元政策が重要となると考えられる。

上記を踏まえ、本稿ではグローバル株主還元政策ベンチマーク、及び持続的なROE・株主価値向上のための株主還元政策に関する数理モデルを提案する。本稿の構成は以下の通りである。II章では、海外企業を含めたデータを利用し、グローバルな視点から日本企業の株主還元政策を俯瞰する。III章では、企業の状況に応じた株主還元政策のベンチマークモデルについて説明する。IV章では、持続的な株主価値向上のために必要な株主還元政策モデルについて説明する。V章では、III章IV章で提案するモデルを仮想企業に適用した例を紹介する。

II. グローバルな視点から見た日本企業の株主還元政策

1. 株主還元水準の国際比較

図表 1 (a) では先進国⁴⁾を対象に株主帰属利益 (ROE) と株主還元水準 (総還元自己資本利回り) を比較している。図表では、各国が右肩上がりの分布をしていることが確認できる。これは、利益を生み出している国はより株主還元を実施していることを示す。また、横軸と縦軸の指標共に自己資本で規格化されている指標のため、原点からの傾きは総還元性向を表す。原点から引いた回帰直線 (実線) の傾きが 0.70 なので、グローバルでの平均的な総還元性向は 70% ということになる。一方、日本の総還元性向は 37% であり、これは日本企業の低 ROE を鑑みても、なお日本企業の株主還元は海外企業と比較し消極的である事を表す。韓国・ギリシャ・ドイツでも同様の傾向が確認できる。米国の総還元性向は 97% であり、稼いだ利益のほぼ全額を株主に還元していることが確認できる。

図表 1 (b) では時系列で総還元性向を確認している。過去 20 年以上日本企業の総還元性向は欧米企業に比べ低く、特に日本と米国では平均で約 40% 程度総還元性向に差がある。

2. 株主還元手法の国際比較

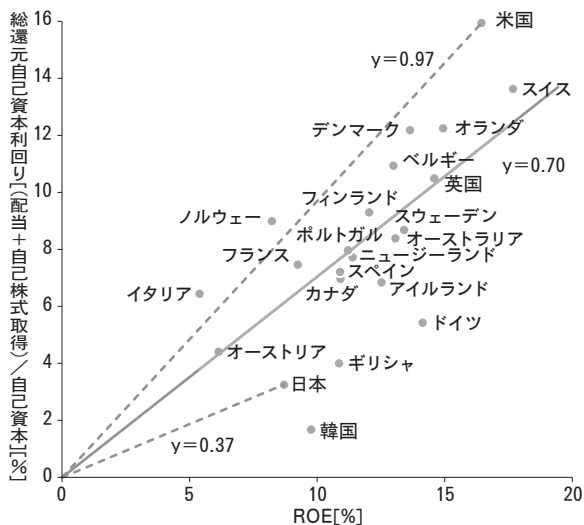
図表 1 (c) では配当性向と自己株取得性向を比較している。原点から引かれた実線は 45 度線 (配当性向 = 自己株取得性向) を表しており、線上にある国では、配当と自己株式取得の金額が同じになる。点線は総還元性向の等高線である。多くの国がグラフ右下にあることから、多くの国では自己株式取得に比べ配当の方がより主要な株主還元策となっている事が確認出来る。一方、45 度線の左上にある米国では、配当より自己株取得の割合が多い。Damodaran[2014] は、多数の企業は配当を長期に亘り変化させないため、配当に硬直性があると指摘している。そのため米国は、他の国に比べ機動的な株主還元を行い、財務戦略の自由度を高くしている可能性が示唆される。さらに、日本と米国の位置を確認すると、配当性向の水準の差は小さいが、自己株式取得性向の差が顕著である。つまり、日米の総還元性向の差は、配当性向の差でなく、自己株式取得性向の差が主因である。株主還元水準と同様、この関連性も過去 20 年間同様の傾向が確認される (図表 1 (d))。

3. 日本企業の株主還元の特徴

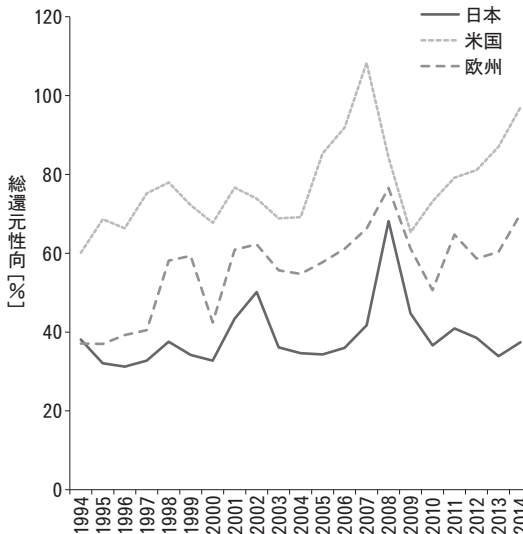
図表 2 では株主還元実施企業の割合を集計している。直近日本で配当を支払っている企業は 97% にも達している (図表 2 (a))。ま

図表 1 株主還元水準の国際比較

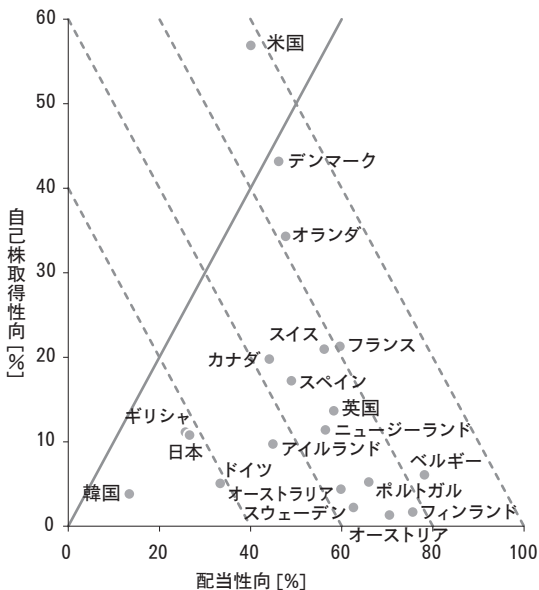
(a) 株主還元水準の国際比較



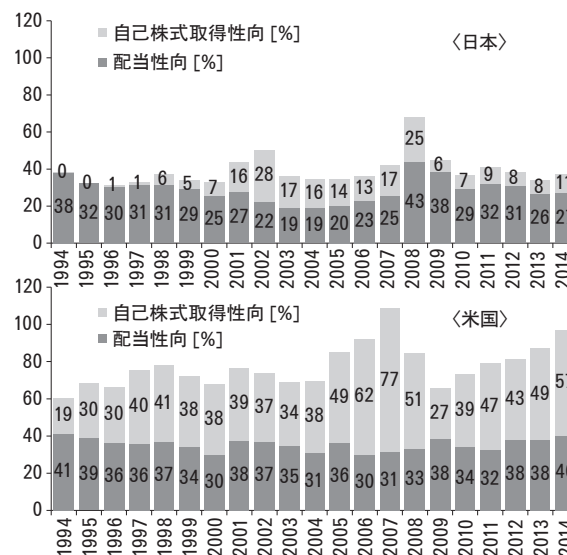
(b) 日米欧の還元水準時系列比較



(c) 株主還元手法の国際比較



(d) 日米の還元手法時系列比較



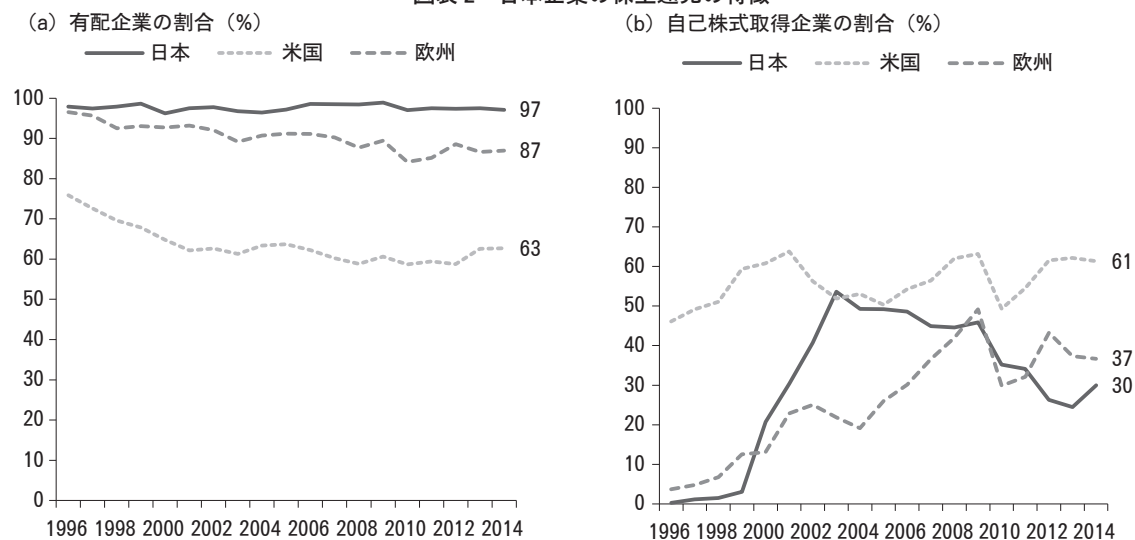
注1) (a), (c) の母集団は、2014年度本決算(2013年4月~2014年3月)で、自己資本が1億ドル以上、当期利益が黒字の上場企業、除く金融[サンプル数は5,429]。
 注2) (b), (d) の母集団は、自己資本が1億ドル以上、当期利益が黒字の上場企業、除く金融[サンプル数は66,161]、グラフ横軸は年度。
 注3) (a) (b) は自己資本, (c) (d) は当期純利益による加重平均値を表示。
 (出所) 2015年9月1日時点で FactSet DataFeeds より取得可能なデータを用いて野村作成、以下の図表全ておなじ。

た、前段で示したように日本企業全体の総還元性向が低いことを考慮すると、日本企業の多くは無配を避け、低水準の配当支払いを行っていることを理解出来る。これには様々な理由があろうが、過去日本において株式持ち合いが多く、その際低水準の配当で妥協していた名残とも考えることも出来よう。

自己株式取得に関しては（図表2（b））、2000年代前半に自己株式取得に関する商法が改正され、日本企業の多くが積極的に自己株式取得を実施してきた。リーマン・ショック以後は実施企業の割合が少なくなっており、直近では米国・欧州よりも少ない状況である。現状、日本企業は、米国・欧州に比べ自己株式取得を行う余地が大きく、自己株式取得に対して積極的になることで、より柔軟

な財務戦略を思案することが可能になると考えられる。

図表2 日本企業の株主還元の特徴



注1) 母集団は、自己資本が1億ドル以上、当期利益が黒字の上場企業、除く金融 [サンプル数は66,161]。

注2) グラフ横軸は年度。

Ⅲ. 株主還元政策のベンチマーク

1. 株主還元水準ベンチマーク

前章では、高収益性の国（企業）は株主還元も高水準であることを示したが、太田 [2009] でペイアウト政策に関する代表的な命題・仮説が纏められているように、株主還元政策の決定要因には諸説ある。実証分析も上野・馬場 [2005] における企業財務データを利用した分析や Brav *et al.* [2005] 芹田ほか [2011] で行われている企業や投資家に対するサーベイ（アンケート）調査等、多数行われている。本稿では、株主還元的水準に関して、収益性、事業リスク、投資機会、手元流動性、財務リスクを表す代理変数を用い、以下のようにモデル化している。

$$\begin{aligned}
 & POE_{i,t} \\
 & = \beta^{ROE} ROE_{i,t} \\
 & \quad + \beta^{sdROIC} sdROIC_{i,t} \\
 & \quad + \beta^{gTASSET} g^{TASSET}_{i,t} \\
 & \quad + \beta^{CASH} CASH_{i,t} \\
 & \quad + \beta^{EQUITY} EQUITY_{i,t} \\
 & \quad + \varepsilon_{i,t}
 \end{aligned} \tag{a}$$

被説明変数の POE は総還元自己資本利回りで、株主還元水準を表すとしている。ROE は収益性を表し、前章で確認したように収益性の高い企業は積極的に株主還元を行う傾向があるため、係数の符号は正と予想される。

$sdROIC$ は、ROIC の 5 年標準偏差であり、事業リスクの高い企業が株主還元に対して消極的であれば、符号は負となる。 g^{TASSET} は過去 3 年間の総資産成長率を表し、成長性の高い企業が他の企業よりも投資機会が多く株主還元にも消極的であれば符号は負となる。CASH は自己資本に対する手元流動性の割合を表し、キャッシュリッチ企業が株主還元にも積極的であれば符号は正となる。EQUITY は自己資本の対数を表し、自己資本の大きい財務リスクの小さい企業が株主還元にも積極的であれば正となる。添え字 i は企業、 t は決算年を表す。残差 $\varepsilon_{i,t}$ はモデルで考慮していない各社固有の要因を表し、上記変数で考慮できないような将来的な成長性、経営者の楽観性等を表している。また推計では業種⁵⁾、国、決算年ダミーも利用している。なお上記で特段指定していない指標は全て 3 年平均値を利用している。通常は単年度で考えることが多いが、株主還元は中長期的視点で考える企業が多いため複数年の平均値を利用している。本モデルで採用した変数は、株価等の市場変数を利用せず、全て企業財務指標を利用している。そのため、得られる結果は経営者の感覚により近いものになると予想される。推計はパネル、クロスデータを用いて行ったが、本稿では、直近クロスデータを行った結果について詳しく説明する。

(a) 式の OLS（最小二乗法）推計結果が図表 3 である。図表 3 (a) では、ダミー以

外の推計結果を記載している。全ての指標で t 値は 1% 有意水準を超えており前述仮説に対して整合的である。また国ダミーの推計結果を図表 3 (b) に示した。国ダミーは、諸変数をコントロールした上での国毎の株主還元水準の差を表す。変数をコントロールした場合、カナダ、ノルウェー、米国は株主還元に対して積極的であり、ギリシャ、韓国、アイルランドが株主還元に対して消極的と示唆される。前章で示した総還元性向が最も低位であった日本、ドイツは依然として低位であるが、変数をコントロールすることでフランス、オーストリア、アイルランドがより低位

になっており興味深い。本モデルは、各国企業を母集団として、企業特有の要因を考慮し構築している。そのため、企業が当該モデルを利用すれば、自社の特殊要因の一部を考慮した上で、海外企業をベンチマークとして現状の株主還元水準を評価することや、今後の株主還元水準を思案することが可能になる。

なお、パネルデータを利用した分析からは、リーマン・ショック時（収益性が低下、事業リスクが顕在化、成長率が鈍化）に、株主還元水準があまり低下しなかった事を確認することができる。これは株主還元・特に配当に関して硬直性があるという仮説をサポート

図表 3 株主還元水準ベンチマーク

(a) 株主還元水準ベンチマークモデル

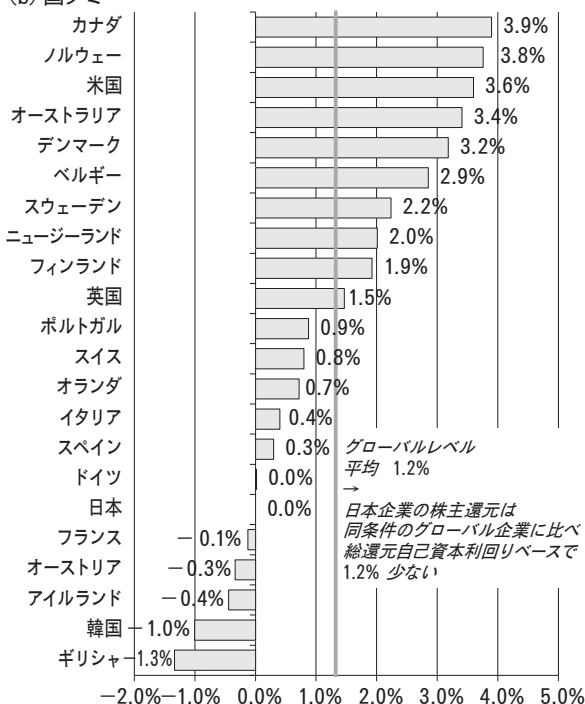
ファクター名	ファクター属性	総還元自己資本利回り	
		係数	t 値
① ROE	収益性	0.689	63.01
② ROIC 標準偏差	事業リスク	-0.145	-3.94
③ 総資産成長率	投資機会	-0.155	-22.62
④ 手元流動性自己資本比率	手元流動性	0.015	3.96
⑤ 自己資本	財務リスク	0.011	7.61
決定係数		62.28%	

注 1) 母集団は、2014 年度本決算（2013 年 4 月～2014 年 3 月）で、自己資本が 1 億ドル以上、当期利益が黒字の上場企業、除く金融 [サンプル数は 5,429]。

注 2) 各変数は両側 1% 点を超える場合に 1% の値を代入した (異常値処理)。

注 3) ROE：自己資本利益率
ROIC：投下資本利益率
投資資本：自己資本 + 有利子負債

(b) 国ダミー



トする結果と解釈できる。

2. 株主還元手法ベンチマーク

図表4(a)は企業の株主還元前後のキャッシュフロー（以下、CF）の模式図である。自己株式取得が余剰CFの変動に合わせて実施する施策であるなら、模式図のように多くのCFを稼いだ年に自己株式取得を行っている」と想定される。このようなタイミングで自己株式取得を実施した場合、株主還元前後でCFが安定化する可能性が考えられる。図表3の母集団に対して、株主還元前後でCF時系列の標準偏差（過去5年間）の減少率⁶⁾を計測し中央値を地域ごとに集計した結果が図表4(b)である。米国や欧州では株主還元後の標準偏差が小さくなっており、機動的な株主還元を利用しCFを安定化させている可能性が示唆される。一方、日本企業は株主還元前後で標準偏差に大きな変化はなく、日本企業は株主還元を利用してCFを安定化させているとは言い難い状況である。欧米企業のような機動的な株主還元策を日本企業も実施することにより、過剰な手元流動性や資本増加の抑制を通じ、中長期的なROE向上、投下資本の圧縮及び経営ガバナンス体制の資本市場に対するアナウンス効果等により資本コストの低下が期待され、結果として、株主価値向上に繋がる可能性が指摘出来る。

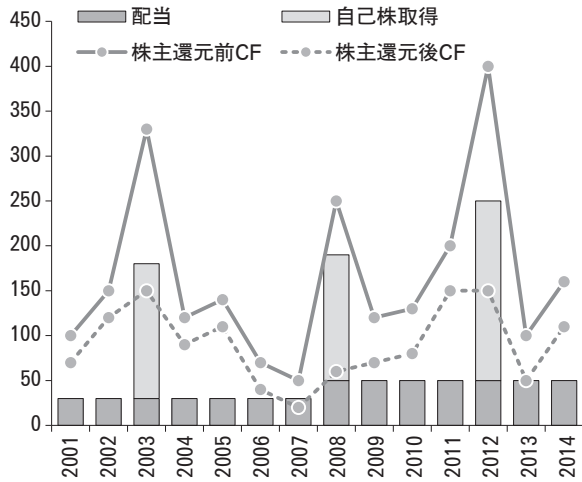
前述のようにCF変動リスクが大きい企業は自己株式取得のような機動的な株主還元を

利用しCFを安定化させるインセンティブが強い可能性がある。さらに、自己株式取得を行う事務・手数料等のコストを考慮すると、企業規模の大きい企業は小さい企業に比べ、自己株式取得実施のハードルは低い。前章で指摘したように、米国の株主還元における自己株式取得の割合は配当よりも高く、さらに株主還元後のCFの標準偏差が小さくなっていることもあり、米国企業はより柔軟な財務戦略を実施してきた可能性がある。ここでは過去10年間の米国企業を対象に、株主還元における自己株式取得金額の割合をCFの標準偏差と自己資本規模で3等分し集計した（図表4(c)）。考察と同様、CF変動が大きい企業は自己株式取得の割合が多く、自己資本規模の大きい企業も同様に自己株式取得の割合が高くなっていることが確認できる。こうした考え方に則せば、短期的に業績が変動した場合には業績に合わせて自己株式取得金額を変動させ、中長期に上記のベンチマークの自己株式取得割合を目指すことが考えられる。

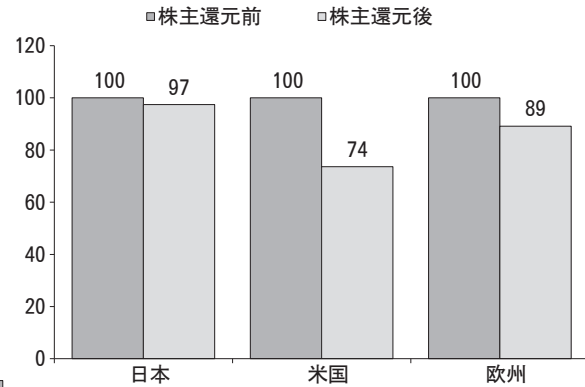
今後、日本企業が機動的な株主還元政策を思案する際、上記は自社のCF変動性と自己資本規模を考慮し、自己株式取得と配当の割合を評価するベンチマークとして利用できよう。

図表4 株主還元手法ベンチマーク

(a) 株主還元によるCFの安定化概念図



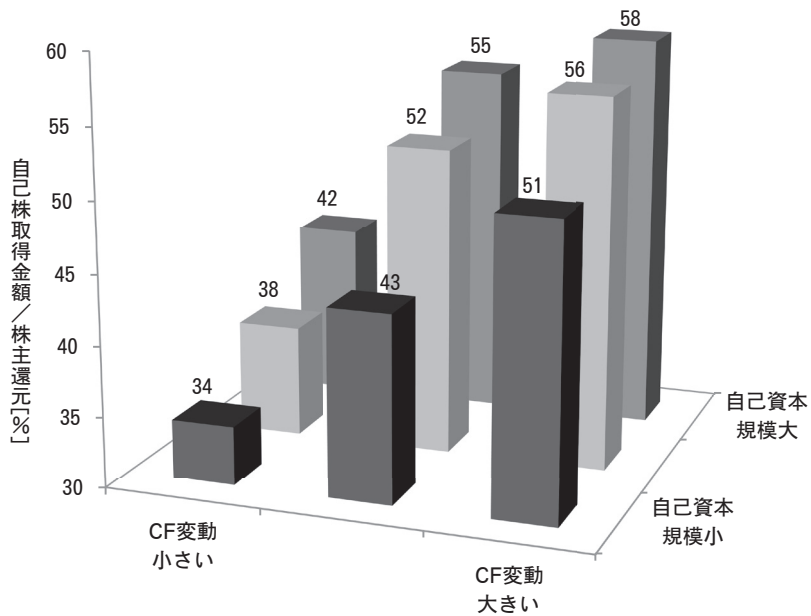
(b) 株主還元前後CFバラツキ比較



注) 株主還元前の標準偏差を100と規格化している

注) 概念図であるため、縦軸の数値に意味はない。

(c) 米国における株主還元における自己株式取得金額の割合



注1) 母集団は、2005年度以降の直近本決算で、自己資本が1億ドル以上、当期利益が黒字の米国上場企業、除く金融[サンプル数は13,343]。

注2) 自己株取得金額 / 株主還元が0と1の企業は集計から外している。

IV. 持続的な ROE・株主価値向上のための株主還元政策モデル

1. 株価と資本コスト

本章では、株主還元政策が株価に与える影響を議論するため、エクイティ CF 法による企業価値評価を考える。Koller *et al.* [2010] に紹介されているエクイティ CF 法によれば、株主価値 SV は以下で与えられる。

$$SV = \sum_n \frac{P_n}{(1+r)^n} \quad (b)$$

P_n : n 年後の株主帰属 CF

株主帰属 CF: 配当と自己株式取得金額の和

r : 株主資本コスト⁷⁾

なお上記手法では公募・売出等による増資は考慮してない。上式において、将来一定の総還元性向 k 、株主帰属利益成長率 g を仮定し、辺々を直近の自己資本で割ることにより、次式が与えられる。

$$PBR = ROE \times PER \quad (c)$$

$$\text{但し } PER = \frac{k}{r-g} \quad (d)$$

(c) 式は、上記の仮定を置かずに普遍であり、PBR (株価純資産倍率) 向上のためには、ROE × PER (株価収益率) の向上が必要であることを示す。ROE を向上させるためには、ROIC やレバレッジを引き上げる施策が考えられる。安易にレバレッジを上げると、支払利息に伴う利益低下や財務リス

ク拡大懸念に伴う株主資本コストの増加 (PER が低下) により PBR が低下する可能性がある。勿論、レバレッジを引き上げても上記のような問題やリスクが顕在化する蓋然性が低い場合、リキャップ等による自己株式取得等を通じたレバレッジ引上げが ROE・PBR 向上に資する可能性が高い⁸⁾。

2. 持続的な株主価値向上のための株主還元政策

前述のような簡易的なモデルを前提にすれば、PBR は ROE と PER、PER は株主還元政策、成長性、株主資本コストで説明できる。本節では上記を評価するため、Ohlson[1995] の価値関連性モデルを参考に以下のモデルを検証した⁹⁾。

$$\begin{aligned} PBR_{i,t} &= \beta^{ROE} ROE_{i,t} \\ &+ \beta^{ER} ER_{i,t} \\ &+ \beta^{POE} POE_{i,t} \\ &+ \beta^{g^{IC}} g^{IC}_{i,t} \\ &+ \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (e)$$

被説明変数は PBR である。ROE は収益性であるため、係数の符号は正になると予想される。ROE を算出する利益は 1 年後予想利益、自己資本は直近本決算値としている。ER は自己資本比率 (自己資本 / 投下資本) である。自己資本比率の高い企業は同じ収益性の企業であっても株主に帰属する CF の安定性が高く、リスクプレミアムが低く見積も

られ、株価が高くなる可能性がある。そのため、ERの予想される符号は正である。POEは総還元自己資本利回りで株主還元の積極性を示し、前述のとおり予想される符号は正である。 g^{IC} は過去3年間の投下資本成長率を表し成長期待と考えている。そのため、当該変数の想定される符号は正となる。添え字*i*は企業、*t*は決算年を表す。PBRの株価時点は決算期末時点株価としている。残差 $\varepsilon_{i,t}$ はモデルで考慮していない各社固有の要因を表し、上記変数で考慮できないような将来的な成長性、投資家の楽観性等を表している。推計では業種（GICS産業グループ）、国、決算年ダミーも利用している。本推計においてもパネル、クロスデータを用いて行ったが、直近クロスデータを行った結果について詳しく説明する。

(e) 式のOLS推計結果が図表5である。

図表5 持続的なROE・株主価値向上のための株主還元政策モデル

ファクター名	ファクター属性	PBR	
		係数	t値
ROE	収益性	0.623	47.38
自己資本比率	財務安全性	0.095	5.35
総還元自己資本利回り	株主還元	0.845	21.44
投下資本成長率	成長性	0.186	9.17
決定係数		68.7%	

注1) 母集団は、2014年度本決算（2013年4月～2014年3月）で、自己資本が1億ドル以上、当期利益が黒字の上場企業、除く金融[サンプル数は5,429]

注2) 各変数は両側1%点を超える場合に1%の値を代入した（異常値処理）

注3) PBRとROEは対数を利用している。なお上記異常値処理を行った結果、予想ROEが負の銘柄はなくなる。

図表5では、ダミー以外の推計結果を記載している。全ての指標でt値は1%有意水準を超えており、仮説に対して整合的である。評価結果からPBRを向上させるためには、収益性・財務安全性・株主還元・成長性を向上させる必要があると示唆される。(e)式の収益性・財務安全性に関して、簡易的にROEが以下のようにERに反比例すると考えれば、

$$ROE = \frac{ROIC}{ER} \quad (f)$$

最適資本構成（PBRを極大化するER）においてPBRはROIC（事業利益/投下資本）の増加関数となる。そのため、持続的な株主価値（特にPBR）向上には、以下の関係式を満たすことが重要と考えられる¹⁰⁾。

$$g^{INCM} > g^{IC} > 0$$

g^{INCM} ：事業利益成長率 (g)

g^{IC} ：投下資本成長率

株式の本源的価値は将来の株主還元であることは言うまでもないが¹¹⁾、将来の株主還元は企業の持続的成長があってこそ期待が高まる。そのため(g)式を中長期的に満たす株主還元政策こそ、持続的なROE・株主価値向上に資するものだと考えられる。

例えば、5年程度先に利益が上がるような大規模プロジェクトに投資するようなケースでは、短期的な利益や自己資本を毀損するケースも想定される。その際、5年程度若しくはそれ以上で(g)式が成り立つ可能性が

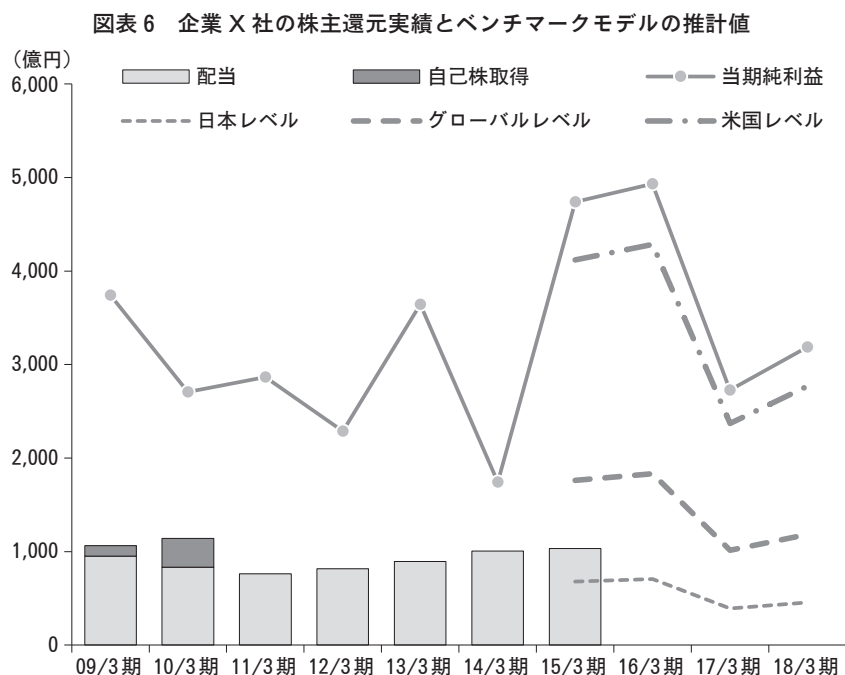
高いと認識されれば、その間に株主還元水準を低く抑えても、株価はポジティブな反応をすると考えられる。この間、今後の株主還元政策、中長期的な企業の在りたい姿や、プロジェクトの競争優位性やリスク管理等を通じて、蓋然性の高い成長戦略をコミットメントすることが企業 IR の役割と考えられる。

大庭[2015]で主張されているように、短期的に ROE を高める過度なレバレッジや不必要なリストラは企業価値を毀損する可能性がある。さらに同氏が示している通り、ROE の向上は、「継続的な」「安定した」「持続可能な」といった形容詞付きで目指されるものであると考えられる。

V. モデル活用例

本章では、Ⅲ章Ⅳ章で示した株主還元政策のベンチマークと持続的な株主価値向上のための株主還元政策の考え方を仮定の石油化学企業 X 社に用いた例を紹介する。

図表 6 は、株主還元水準のベンチマークモデルにおいて、当該企業の変数及び、日本ダミー、米国ダミー、グローバルダミー（国ダミーの平均値）を適用し、将来の株主還元水準のベンチマークを推計した例である¹²⁾。この分析から、当該企業の直近の株主還元水準（総還元性向は 23%）は日本～グローバルレベルの中位水準にあると理解できる。グ



グローバルレベルの水準（総還元性向 38%）にするためには、株主還元を 1.7 倍程度に増やす必要がある。さらに図表 4 (c) で示した株主還元手法において、自己資本規模は大規模、CF 変動で中位水準に位置するため、総還元性向に占める自己株式取得比率 55% が機動的な株主還元政策を思案する上でのベンチマークとなる。現在、企業 X 社は主に配当を用いて株主還元をしていることから、グローバル水準まで株主還元を強化する場合、自己株式取得を増やすことがモデル上妥当と考えられる。

また IV 章で示した g (式) をアナリストの 5 年後の予想財務モデル（本稿では紹介を省略した）に適用すると、ROIC が向上する P/L（損益計算書）を達成するための投資を前提とした場合、総還元性向が 54% 以下となる必要があると推計される。

上記で推計した石油化学企業 X の株主還元政策は、原油・石油価格の過去の市況や自社の経営レバレッジから想定されるリスクや、今後の投資等を一定程度鑑みた上で算出がされている。このような定量的な手法で分析した株主還元政策は、経営判断において有用であると言えよう。

VI. おわりに

本稿ではグローバル株主還元政策ベンチマーク、及び持続的な ROE・株主価値向上のための株主還元政策に関する数理モデルを提案した。このような定量的手法で株主還元政策を評価できることは、経営における意思決定において重要と考えられる。

日本企業が「稼ぐ力」を取り戻し、資金を積極的に活用する際、短期的な株価上昇を期待した自己株式取得や増配だけでなく、企業の経営戦略に沿った株主還元政策を打ち出していくことを期待したい。

《注》

- 1) 日本経済新聞 2015/4/5「上場企業の株主還元、昨年度最高の13兆円」野村證券 2015/4/3「日本企業の株主還元状況（14年度の実績と15年度の見通し）」
- 2) 生命保険協会 2015/4/18「平成25年度株式価値向上に向けた取り組みについて」
- 3) 「投資家が重要」と答えた比率が「企業が重要」と答えた比率を20%以上上回ったその他の指標にはROICがある。一方、配当性向においては大きな乖離はなく、自己株式取得に関する意識の差が顕著なことが推察される。
- 4) 先進国は次の全ての条件を満たす22か国。OECD 高所得会員国、CIA ザ・ワールド・ファクトブックによる経済先進国、国際通貨基金による経済先進国、国連開発計画 人間開発指数 Very High, エコノミスト・インテリジェンス・ユニットによる生活の質上位30ヶ国、ニューズウィークによる世界最高の国家上位30ヶ国、開発援助委員会、グローバル・デベロップメント・センターによる先進国。
- 5) 業種はグローバル産業分類基準（Global Industry Classification Standard = GICS）の産業グループレベルを用いている。
- 6) 株主還元後CF = 営業CF + 投資CF + 財務CF, 株主還元前CF = 株主還元後CF - 株主還元とし、各企業の時系列CFに対して標準偏差を算出し、標準偏差減少率を計測している。
- 7) 一般に、株主資本コストは、株主が企業に課すコストであり、企業の事業・財務・株式流動性リスク、株主還元政策や株主構成等に影響されるとする。本稿では株主資本コストは将来一定値としている。
- 8) (c) (d) 式をレバレッジに関して評価することにより、最適資本構成問題をDCF法を用いずに議論することも可能である。
- 9) 価値関連性モデルを自己資本で割り、規模による影響を極力排除している。
- 10) 成長性の向上を0%成長まで許容している。
- 11) ある株式を永続的に保有することを考えた場合、その株式の価値は将来の配当や自己株式取得に応じたキャッシュフローが源泉となる。
- 12) 将来の株主還元水準は、直近の推計した総還元性向から将来一定としている。

《参考文献》

- 上野陽一・馬場直彦 [2005] 「わが国企業による株主還元策の決定要因：配当・自社株消却のインセンティブを巡る実証分析」, 『日本銀行ワーキングペーパーシリーズ』 No.05-J-6
- 太田浩司 [2009] 「解題 - 総括論文を兼ねて」, 『証券アナリストジャーナル』 47 (8)
- 大庭昭彦 [2015] 「解題」, 『証券アナリストジャーナル』 53 (6)
- 生命保険協会 [2015] 「株式価値向上に向けた取り組みについて - 平成26年度調査結果」
- 芹田敏夫, 花枝英樹, 佐々木隆文 [2011] 「日本企業のペイアウト政策と株式分割 - 機関投資家へのサーベイ調査による実証分析 -」, 『経営財務研究』 Vol.31, No.1, pp.2-25
- Brav, A., J. Graham, C. Harvey and R. Michaely [2005] "Payout policy in the 21st century," *Journal of financial economics* 77(3), pp.483-527.
- Damodaran, A. [2014] *Applied Corporate Finance*, 4th Edition, John Wiley & Sons
- Ohlson, J. [1995] "Earnings, book values, and dividends in equity valuation," *Contemporary accounting research* 52(1),11(2), pp.661-687.
- Koller, T., M. Goedhart and D. Wessels [2010] *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, 5th Edition, John Wiley & Sons

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」)、インスティテュート 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入の場合には加え、売入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）（4,320円に満たない場合は4,320円（税込））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）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）・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）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.