

# 株式投資に起きている革命とは！： 高まる**非財務データ**の重要性



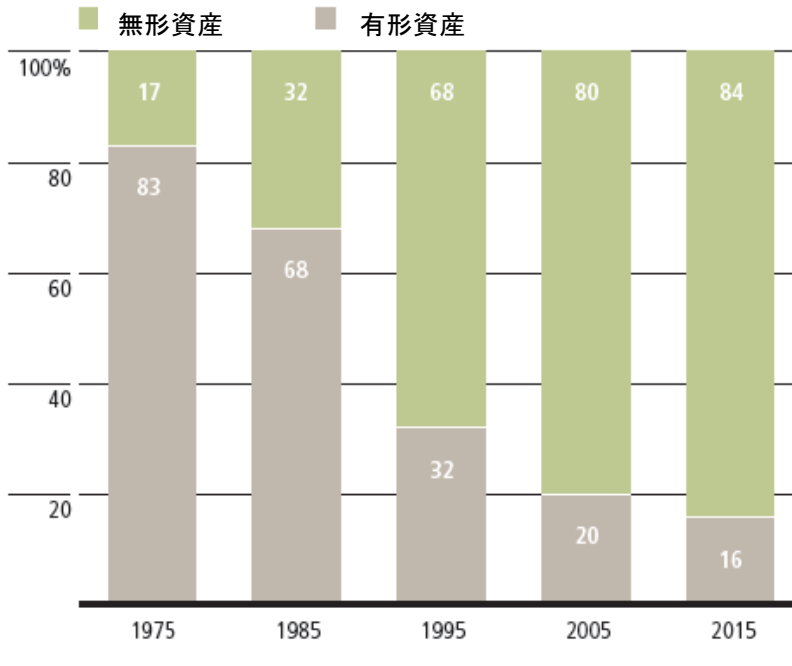


株式投資及び企業分析において、無形資産の評価に重点が移るパラダイム・シフトが起きている。同時にサステナブル投資においても、排他性スクリーニングに大きく依存し、パフォーマンス悪化に対する質問につきまといわれる投資アプローチから、幅広く多様な非財務データを用いてアウトパフォームしている企業を特定する投資アプローチへと姿を変えつつある。これらの先端的なアプローチによって伝統的な株式アナリストが見過ごしかねない重要な実態を明らかにすることができる。

本レポートでは、財務データに基づく企業価値評価と、非財務(持続可能)データの織り込みという両面から包括的分析:グローバルスタンダードの客観的アプローチの台頭について述べる。

### ポイント

- ・S&P 500を構成する企業の時価総額の80%が、ブランド、評判、研究開発(R&D)のパイプライン、顧客満足度、健康や安全に関する実績、環境面の成果、社会の理解等の無形資産によって生み出されている。
- ・こうした無形資産が企業価値にどれくらい貢献しているかを評価する際に、影響のある非財務データを深く分析することがますます重要になっている。
- ・サステナブル投資は、影響のある非財務要因を包含する幅広く集積されたデータ分析を通じてアウトパフォームしている企業を特定するアプローチへと移行している。

**図表1： S&P500銘柄の市場価値の構成**


出所：2015年1月 オーシャントム

### 包括的なデータを基にしたグローバルリサーチ

企業分析における今日の進化(革命)は、企業価値が今日どのように評価がされているかという、より広範な文脈の中で理解すべきである。株式投資家における企業の経済的価値に対する理解や分析は、この40年間で大きく変わっている。1975年には企業の市場価値の83%が有形の資産で構成されていた(図表1参照)。当時の株式アナリストは財務諸表に頼って企業価値を推測しても問題がなかった。今日、そうした状況は大きく変わっている。実際にはその真逆ともいえ、S&P 500を構成する企業の市場価値のわずか16%が有形の資産の中に組み込まれている。そして残りの84%は無形の資産に関わるものとなっているのだ。ブランド、評判、企業文化、顧客満足度、人材、リスク管理、研究開発や、事業に対する地域社会の受容といった無形の資産は、財務諸表に明確な痕跡を残すことがほとんどないため、それを特定して価値を評価することは容易でない。こうした無形の資産は、相当量の深い定性評価、環境リスクの査定、正負両面の社会外部性の評価といった、学術・財務研究の新たな分野を適用する必要がある。今日、市場がこうした無形の資産が非常に価値の高いものと考えている明白な根拠を示すことができる。一方、どうすれば株式アナリストにとって意味のある形で非財務的要因を特定、測定し、さらに将来の業績を予測する助けができるかといった課題を残している。

非財務データを探することは、米国の株式アナリストが20年前に世界の財務データを探した状況に近い苦勞を伴う。例えばフランスやシンガポールの会社のデータは標準化されておらず、それを探し出して分析し、投資の意思決定に反映させるにはかなりの努力を要した。ただし袖をまくって努力を重ねたアナリストは、グローバル株式ポートフォリオのアクティブ運用において、より高いリターンを獲得したことで報われた。その後、財務データは国際会計基準委員会(IASB)が定めた国際財務報告基準(IFRS)によって標準化され、世界中の投資会社により信頼性が高く、高度に比較可能なデータソースが提供されるに至った。結果、投資家は米国外で投資を行う価値があるかに疑問を抱くことがなくなった。今や投資が可能な地域は、企業が世界的な相互作用要因の影響を受けるグローバル市場を網羅するようになっている。これはゲーリー・ブリンソンがUBSアセット・マネジメントの前身となる運用会社を立ち上げた際に唱えた「内在価値(intrinsic value)投資哲学」の基本原則であり、今日においてもサステナブル株式運用チームの投資プロセスの基盤を成している。

## 包括的なデータを基にしたグローバルリサーチ

非財務データは、現在グローバルな財務データへのアクセスが容易になってきたのと同じ進化、標準化のプロセスを辿っている。この15年間で世界の大手企業は、グローバル・レポート・イニシアチブ(GRI)のガイダンスに従い、自発的にサプライチェーンに関わるリスク、健康や安全に関する実績、公害等の非財務(持続可能性)データを開示するようになってきている。今日、GRIは企業の非財務業績について400を超える指標を掲げている。2011年には環境・社会・ガバナンス(ESG)に関わるどの問題が、個別の業種に重要な影響を与える可能性が高いかを特定するために、持続可能性会計基準委員会(SASB)が発足した。将来に向けては、欧州連合(EU)が社員数500人を超える上場企業の全てに対して2017年から非財務情報の開示を義務づけた。

サステナブル株式運用チームの中核にある信念は、株式アナリストがこうした新しく、且つ発展途上にある一連の非財務データを考慮することで、当該企業の機会とリスクについてより正確で包括的な見方を提供できるようになるということだ。株式投資家としての責務は、企業の将来の成長見込みに関して十分な情報に基づく意見を形成するために、可能な限り完全なデータの収集を行うことだ。サステナブル株式運用チームは何十年にもわたり、市場が企業に与えている価格と、当チームが推測するその長期的な内在価値との差を特定することで、ユニークな投資機会をとらえてきた。当チームは自社のグローバル株式評価システム(GEVS)を使い、当該企業の将来のキャッシュフローを推測することでこれを達成した。今日、非財務データを企業分析に取り入れることで、当該企業の将来の収益性をより正確に描き出し、そのバリューチェーンに関わるリスクを特定し、当該企業が自らを革新し、成長させる能力を評価することができるものと考えている。

## 持続可能性データの重要性

「非財務的」持続可能性に関するリスクが、企業に対し「時に甚大な」現実の経済的影響をもたらすことを理解するのは難しくない。2013年にバングラデシュの衣料工場が崩壊した時、直ちに負の波及効果が世界のアパレル業界に広がった。加工食品が肥満、糖尿及び消化器系の病気(脚注1)につながるという証拠が増えるに連れて、米国の食品業界は根本的な再考を迫られた。2011年にタイで起きた洪水は半導体メーカーのサプライチェーンに大きな混乱を巻き起こし、予想されていた数十億ドルの売上が失われた(脚注2)。最近では3月にカリフォルニア州のブラウン知事が都市部の水の使用を25%減らす措置を講じ、その後干ばつに見舞われたことで、同州の水管理の政策ミスに関する報道が全国メディアでもちきりとなった。この裏で、大多数の人が同州において米国の果物や野菜のおよそ半分を供給する時代の終焉を感じていた。世界経済フォーラムの年次世界リスク・ランキングによると、水危機、気候変動への適応不備、極端な気象事象と社会的不安定／不平等が常に経済リスクのトップ5を占め、グローバル企業の経営者に現実の課題を突き付けている(脚注3)。

環境や社会の事象に関する情報(例えば流出、事故、罰金、ボイコット、労働争議等)が株価を押し下げることは多くの研究が示している。実際に、1980年から2009年の間に環境に関するネガティブなニュースが流れた直後の2日間に、株価が平均して0.65%下がったとの調査結果がある。個別の企業にとってはこうした価格下落が非常に大きなものになりかねない。環境や社会に関わる事象は期待されているキャッシュフローを大幅に減らし、事業の存続そのものを危うくしかねない(脚注4)。



企業に変化を促しているのは株主だけではない。エドワード・フリードマンは、社員、顧客、サプライヤー、地域社会、政府機関や広範な政治及び労働団体から成る「ステークホルダー」の集合体に変化を促す最も効果的な主体となると結論付けている(脚注5)。これらのステークホルダーは、財務的に安定していながら多くの公害を排出する消費者製品の分野の大企業を標的にすることが多い。ステークホルダーは、特に認知度の高いブランドとイメージを有する企業に対して、繰り返し圧力をかけることがある(脚注6)。

企業は一度名前を汚されると、マスコミの注意を引く負の効果の影響をますます受けるようになり、売上にマイナスの影響がなく、キャッシュフローに実質的な影響がなくても、ステークホルダーの要求に従う可能性が高まる(脚注7)。つまり標的となった企業は、評価を回復するための行動(公害を抑制するための投資や環境基準への参画等)を迫られる。悪いニュースに対する人間の反応は顕著で、マスコミが関わるとその影響は増幅される。一つの悪いニュースは五つの良いニュースに相当するという明白な経験則がある(脚注8)。例えば、ステークホルダーが労働(公平な労働慣行)や消費者(製品安全性や性能)に関わる問題を標的に抗議を行えば、より多くのマスコミに報道されることで、ボイコットの場合に比べて株式のリターンにより大きな負の効果をもたらす(脚注9)。株式アナリストが企業の経済的価値が悪評によって損なわれていないと考えるのであれば、価格の下落が魅力的な投資機会をもたらすかも知れない。逆に、罰金や制裁、あるいはブランド価値の喪失につながるような深刻な問題の開示は、長期にわたって続く、現実の財務的損失を生み出す可能性がある。

## リスクの管理と価値の創出

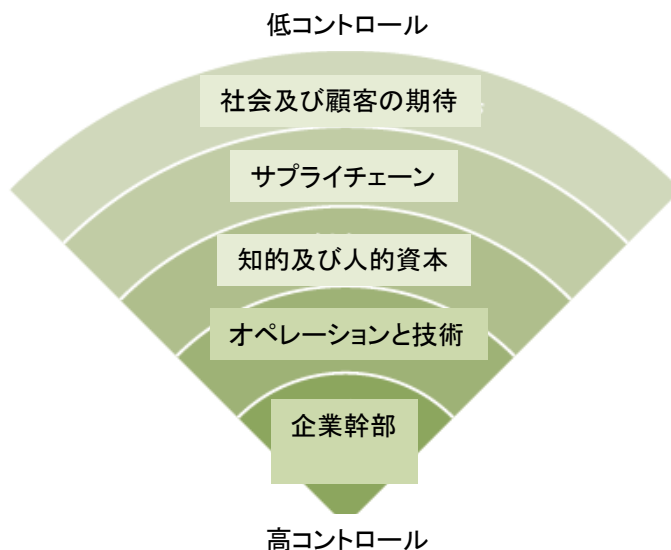
全くリスクのない企業や技術はない。電気自動車の運転といった新たな技術の使用であっても、製造されるバッテリーには重金属が含まれ、車を廃車にする際に有害なプラスチックも廃棄される。グリーンカーであっても、その「ライフサイクル」の各周期で人の生活や生態系にリスクをもたらす。これらのリスクが軽減されるのか増幅されるのか、あるいはどのようにすればそうなるのかは、しばしば大企業が行動を起こすか否かにかかっている。例えば、以前は地球を守るオゾン層を破壊するフロンガス(CFS)を最も多く生み出していた企業はデュポン社だった。同社がフロンガスの生産を止めることに同意し、より利益率が高い代替品であるハイドロフルオロカーボン(代替フロン)に転換したことで、各国の政府が地球のオゾン層を保護する基準を定めた1989年のモントリオール議定書を批准する可能性が高まった(脚注10)。何十年にもわたる科学的発見により、多くの環境及び健康面のリスクがいくつかの業界に集中していることが明らかになっている。



例えば石炭火力は世界的に最も大きな炭素の排出源であり、気候変動の大きな要因でもある(脚注11)。食品への砂糖の(過剰)使用は世界的な肥満化に密接に関連付けられている(脚注12)。米国においては、最も有害で発がん性のある化学物質のほとんどを、アルミニウムとセメントというわずか二つの業界が排出している(脚注13)。

これらの環境及び健康に関わる問題の事例から得られる教訓は、それらが様々な産業の企業にとって真の経済的脅威となり、企業幹部が株主に提供することを目指している価値を脅かしかねないことだ。これらのリスクのいくつかはコントロール可能だが、他(例えば気候変動や顧客及び地元自治体からの要求)は企業幹部にとって管理するのがはるかに難しい(図表2参照)。しかし、環境・社会・ガバナンス(ESG)のリスクを示す証拠が積み重なり始めると、企業は行動を起こすべきだ。それも問題が起きる前に。さらに重要なことは競合他社に先んじて行うことだ。賢い企業はリスクの緩和策も戦略的に行うことができる。企業の経営陣は一貫性のある一連の行動を推進する未来志向の戦略を採用することにより、「行動における競合優位性が積み重なり、それが損なわれたり相殺されたりすることがない」ことを確実にすることができる(脚注14)。例えば、企業の経営陣はオペレーションや技術に関わるリスクを最小化するために、製品の設計や製造方法を変えることができる。しかし、グローバルなサプライチェーンに関わるリスクは、企業が直接所有していないだけに、管理するのがより困難だ。

図表2: リスクと価値の源泉のコントロール



出所: 2014年デロイト社リスク・シリーズ『リスク及び価値の再想像 - 今日重要なことから得る利益』

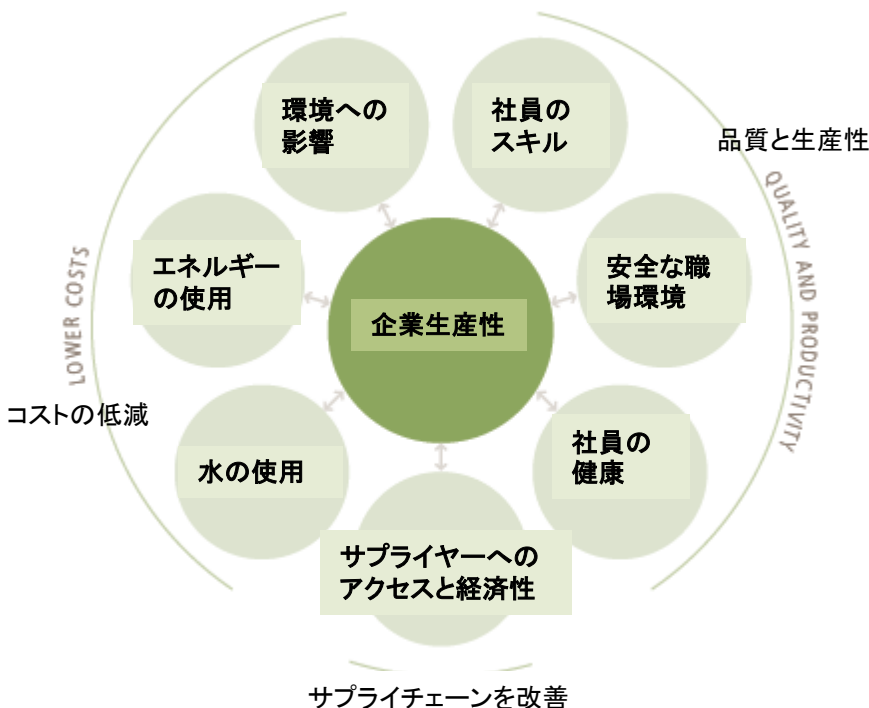
サプライチェーンに関わるリスクの中には、株主や地域社会のステークホルダーの要求に応えることにより、単なるマイナスではなく、実際に機会をもたらす場合もある。例えば、一部のアパレル企業が子供を働かせていたサプライヤーとの取引を打ち切った一方で、他のアパレル企業は子供たちを学校に通わせるためにサプライヤーと提携した。これは企業が地域社会の中で共通の価値を作り上げた数多くの成功例の一つだ。これらのリスク(及び機会)を考慮することは、企業がその業界の中で競争し、株主だけでなく、さらに広いコミュニティのために価値を創造するのを助けることができる。逆に、明らかなリスクを無視する企業経営者はいずれキャッシュフローを脅かし、株価を下落させかねない不確実な要素を生み出しかねない。

水やエネルギーといった資源の投入を減らすなど、企業がリスクを最小化するために用いる戦略の多くはコスト削減に繋がり、利鞘を高めるので、利益志向の経営慣行と一致している(図表3参照)。同様に、今日のシリコンバレーに見られる少ない資産で知識集約型の企業においては、才能がある人材を引きつけ、定着させる環境づくりは贅沢ではなく、競争力が高い事業戦略に不可欠な要素である。安全で効率的な工場は保険料を下げ、より優れた労働環境を生み出し、消費者に受け入れられる、より品質が高い製品を生産する。

### リスクと価値の総体的、包括的な分析

企業はある部分やバランスシートの単なる総和ではないことは明確だ。競争戦略の先導的な学者であるマイケル・ポーター氏が1981年に述べていたように(脚注15)、企業が事業を運営する環境は非常に複雑なものだ(図表4参照)。企業の将来の成長見通しを効果的に分析するには、株式アナリストがその企業の強みと弱みや外的な業界及び技術に関わる脅威だけでなく、企業幹部の価値観や行動、さらには広く社会の期待によって課される制約についても考慮しなければならない。ポーター氏は企業の目標が社会的責務、社員の待遇、そして全体的な組織風土を含む、「経済的、非経済的」考察の両面を包含すべきと提唱した。株式アナリストや投資家は自らの責任でこうした複雑性を無視することになる。

図表3: 効果的な企業経営



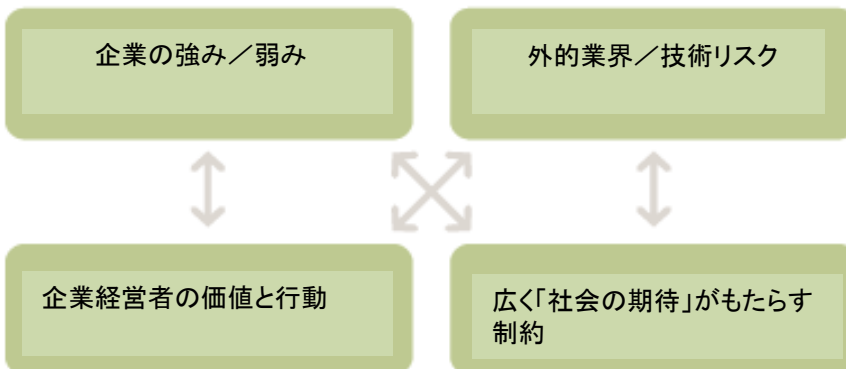
出所: 2011年1-2月ハーバード・ビジネスレビュー、マイケル・E・ポーターとマーク・R・クラマー「共有価値の創造」



金鉱の調査は、ポーター氏の言う「社会の期待」に積極的に対応することが、どのように企業価値評価に影響するかを理解する助けとなる。地域社会のステークホルダーと前向きな関わりをもった実績のある金鉱会社のキャッシュフローの割引率は12%と、ステークホルダーとの関係に問題がある企業(72%)よりもかなり低い水準に留まっていることがわかった。それはなぜか？規制当局や地域社会の活動家は、金鉱の運営会社は無視されると、壊滅的な生産の遅れをもたらす行動にでるからだ。ステークホルダーとの良好な関係がもたらす価値は、鉱山が所有管理する金(Gold)の2倍であることが調査でわかった(脚注16)。

成功の非財務的指標は明確なものではなく、財務諸表の中に見つけるのはかなり難しい。それがまさしく、それらを特定し、測定することができるアクティブな投資マネジャーの差別化要因となりうる所以だ。多くは企業幹部が自社の有形・無形の資産を賢明に管理しているかに注目した基本的な要因(例えば、物的、知的あるいは評判に関わる)で、株主価値を引き上げている。非財務(持続可能な)要因の幅広いデータを織り込む企業分析は、株式アナリストが企業収益を軽視することなく、真に競争力のあるビジネスモデルと魅力的な財務リターンを生み出すことができる企業の特定を助ける。

図表4: 価値とリスクの源泉の分析



出所: マイケル・ポーター著「産業組織の戦略的経営に対する貢献(The Contributions of Industrial Organization to Strategic Management)」、1981年10月「経営監査学会(The Academy of Management Review)」第6巻、4番、609-620ページ。



## 脚注

- 1 <http://www.hsph.harvard.edu/nutritionsource/sugary-drinks-fact-sheet/>;  
<http://www.hsph.harvard.edu/nutritionsource/healthy-drinks/soft-drinks-and-disease/>;  
<http://www.lfpres.com/2015/03/08/autisms-bacteria-link-gains-credence>
- 2 ニューヨーク・タイムズ(2011年12月14日号)によると、インテル社はタイの工場が洪水で被災した結果発生したハードディスクドライブの供給不足のため、同社の第4四半期の売上高を前回見通しの142~152億ドルから134~140億ドルに下方修正すると発表した。インテルの株価終値は4%安の24ドル。
- 3 WEFグローバル・リスク・レポート2015年版、2015年1月
- 4「Finding the value in environmental, social and governance performance (環境・社会・ガバナンスのパフォーマンスに見出す価値)」、ディナ・A. ケラー、エリック・J. ヘスペンハイド共著、デロイト・ユニバーシティ・プレス刊、2013年;  
「Corporate Social Responsibility and Shareholder Reaction: The Environmental Awareness of Investors(企業の社会的責任と株主の反応: 投資家の環境意識)」、キャロライン・フラマー著、Academy of Management Journal(経営学会ジャーナル)、2013年、56(3), pp. 758-781  
1980~1990年の十年間に環境に関する否定的なニュースに起因した平均異常収益は-0.42%であったが、1990~2000年には-0.66%、2000~2009年にはさらに-1.12%へと拡大した。
- 5 「Strategic Management: A stakeholder approach(戦略的経営: ステークホルダーアプローチ)」、R. エドワード・フリーマン著、ボストン・ピットマン刊、1984年
- 6「Branded: How the 'certification revolution' is transforming global corporations(ブランデッド=お墨付き -『認証革命』は世界企業をどう変えるか)」、マイケル・E. コンロイ著、ニューズサエティ出版社刊、2007年; 「Private environmental activism and the selection and response of firm targets(個人的環境アクティビズムおよびターゲット企業の選択と反応)」、マイケル・レノックス、チャールズ・イズリー共著、Journal of Economics Management and Strategy(経済学・経営・戦略ジャーナル)、2009年No. 1 p.18; 「Determinants and environmental impact of private politics: An empirical analysis(個人的政治活動の決定要因と環境的影響: 実証的分析)」、サム・グプタ、ロバート・イネス共著、アリゾナ大学刊、2009年
- 7「A political mediation model of corporate response to social movement activism(社会運動型アクティビズムへの企業対応の政治的仲介モデル)」、ブレイデン・G. キング著、Administrative Science Quarterly(アドミニストラティブ・サイエンス・クォーターリー)2008年、p.53
- 8「Bad is stronger than good(悪いものは良いものより強い)」、ロイ・F. バウマイスター他著、Review of General Psychology(一般心理学レビュー)5, 2001, No. 4; 「Negativity bias, negativity dominance, and contagion(ネガティビティバイアス、ネガティビティドミナンスと伝染)」、ポール・ロジン、エドワード・D. ロイツマン共著、Personality and Social Psychology Review(人格・社会心理学レビュー)5, 2001, No. 4
- 9「Social movements as extra-institutional entrepreneurs: The effect of protests on stock price returns(組織外起業家としての社会的活動: 株価利回りへの異議がもたらす効果)」、レイデン・G. キング、サラ・A. スーレ共著、Administrative Science Quarterly(アドミニストラティブ・サイエンス・クォーターリー)2007年、p. 52
- 10 [https://eng.ucmerced.edu/people/awesterling/copy\\_of\\_ESS141.2010/Assignments/DuPont](https://eng.ucmerced.edu/people/awesterling/copy_of_ESS141.2010/Assignments/DuPont)
- 11 「Trends in Global CO2 Emissions Report(世界二酸化炭素(CO2)排出量傾向レポート)」2014年、オランダ環境評価庁(PBL)
- 12 <http://www.hsph.harvard.edu/nutritionsource/sugary-drinks-fact-sheet>
- 13「Rethinking Environmental Performance from a Public Health Perspective—A Comparative Industry Analysis(公衆衛生上の観点に基づく環境パフォーマンスの再考—産業比較分析)」、ディナ・A. ケラー、デボラ・H. ベネット、グレゴリー・A. ノリス、ジョン・D. スペングラ共著、Journal of Industrial Ecology(産業エコロジー・ジャーナル)2005年、第9巻No. 3, pp. 143-167
- 14「What is strategy(戦略とは何か)」、マイケル・ポーター著、Harvard Business Review(ハーバード・ビジネス・レビュー)1996年11-12月、pp. 61-78
- 15「The Contributions of Industrial Organization to Strategic Management(戦略的経営に対する産業組織の貢献)」、マイケル・ポーター著、The Academy of Management Review(経営学会レビュー)1981年10月、第6巻 No. 4, pp. 609-620
- 16「Spinning gold: The financial returns to stakeholder engagement(黄金を紡ぐ: ステークホルダーの関与に対する金銭的な見返り)」、ヴィルト・J. ヘニス、シンチアナ・ドロバンツ、ライト・J. ナーティ共著、Strategic Management Journal(戦略的経営ジャーナル)2013年、第35巻12章、pp. 1727-1748

サステナブルエクイティチーム

## サステナブル株式運用チーム



**ブルーノ・ベルトウッチ**  
シカゴ

**チーム責任者**  
シニア・ポートフォリオ・マネジャー  
業界経験年数: 35年  
UBS在籍年数: 17年  
オバーリン大学、BS  
ハーバード経営大学院MBA



**ジョー・エレガンテ, CFA**  
シカゴ

シニア・ポートフォリオ・マネジャー  
ポートフォリオ構築  
業界経験年数: 22年  
UBS在籍年数: 1年未満  
マイアミ大学、BS  
ケース・ウェスタン・リザーブ大学経営大学院MBA



**ジェイ・アイゼンハート**  
シカゴ

ポートフォリオ・マネジャー  
リスク管理  
業界経験年数: 11年  
UBS在籍年数: 11年  
ミズーリ大学コロンビア校、BS, BA  
シカゴ大学MBA



**シャリ・ギルフィラン**  
シカゴ

株式スペシャリスト  
業界経験年数: 22年  
UBS在籍年数: 19年  
マイアミ大学、BS  
デポール大学MBA



**ダイナ・A. ケーラー**  
ニューヨーク

株式スペシャリスト  
サステナビリティ・リサーチ  
業界経験年数: 23年  
UBS在籍年数: 1年未満  
ウェルズリー大学、BA  
タフト大学、MA  
ハーバード大学、ScD

## UBSアセット・マネジメントはここが違う

### グローバルな視点を持っている

相互に関連する今日のグローバルな資本市場では、一国内から証券に投資する際にも、世界各地の企業、産業、経済、市場に対する国際的、包括的な理解が欠かせません。UBSアセット・マネジメントでは何事にもグローバルな視点を持って臨んでいます。

### 待ち受ける難題に前向きに取り組む

現在、投資家も投資運用会社も同様に史上最も困難な時期のひとつにあります。いまや投資戦略の策定にも投資運用会社の選択にも、これまでもまして細心の注意を払う必要があります。時として不確実性に満ちた世界にあってひるむことなく、お客様の進化するご要望に応える経験豊富な会社の協力を得られる機会を提供します。

### 機関投資家向け資産運用会社大手として

UBSの一事業部であるUBSアセット・マネジメントは、世界各地で6800億米ドルの資産を運用している資産運用大手です<sup>1</sup>。当社の財務体力、組織の安定性、人材能力がもたらす豊富な経営資源を活かして、お客様の財産を守って増やすインテリジェントな投資ソリューションを構築します。

<sup>1</sup>2015年9月30日現在。UBSアセット・マネジメント(アメリカス)は、UBSアセット・マネジメントのグループ企業として2015年9月30日現在1480億ドルの資産を運用しています。

## ディスクレーマー

■本資料は、UBS アセット・マネジメント(アメリカス)の資料をもとに、UBS アセット・マネジメント株式会社が翻訳し作成した資料です。投資一任契約の締結を前提とする情報提供を目的として作成された資料であり、個別の有価証券についての取引の勧誘を目的としたものではありません。

■本資料は各種の信頼できると考えられる情報源から作成されておりますが、その正確性・完全性が保証されているものではありません。本資料の中で記載されている内容・数値・図表・意見・予測等は、本資料作成時点のものであり、将来の市場動向、運用成果等を示唆・保証するものではなく、また今後予告なく変更されることがあります。

■投資一任契約のお申込みに当たっては、契約締結前交付書面をお渡ししますので、必ず内容をよくお読み下さい。

## 投資一任契約に関する留意事項

### 有価証券等への投資に係る手数料・報酬等について

#### <個別運用(直接投資)の場合>

当運用戦略にて投資一任契約に基づき個別運用(直接投資)を行う際には、お客様にはご契約の資産額に対し年率0.750%(税抜き)を上限とする投資顧問料をご負担いただきます。その他、組入れ資産の売買手数料、保管費用等を、運用資産を通じて間接的にご負担いただく場合があります。これらの手数料等は契約内容、契約資産の額、運用状況等により異なります。従って手数料等の合計額を表示することはできません。

#### <投資一任契約に基づき投資信託／ファンドに投資を行う場合>

投資資産額および投資対象に応じて、投資資産額に応じた投資顧問料(直接支払い)、および組入れ投資信託／ファンドについて信託報酬が別途かかります(投資信託／ファンドから引落し)。投資顧問料と信託報酬の合計料率は年率0.750%(税抜き)を上限とします。

上記の他、その他の費用として有価証券売買時の売買委託手数料、外貨建て資産の保管などに要する費用、監査費用等がかかる場合がありますが、これらの費用は、取引量等により変動しますので、事前に金額、計算方法を記載することができません。

また、お客様に直接および間接的にご負担いただく手数料・報酬等の合計額は、契約期間等に応じて異なりますので、記載することができません。

#### <株式投資のリスク(価格変動リスク・信用リスク・流動性リスク)>

株価の変動により投資元本を割り込むことがあります。また、株式発行者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により、投資元本を割り込んだり、その全額を失うことがあります。

#### <債券投資のリスク(価格変動リスク・信用リスク・流動性リスク)>

債券の価格は、金利の変動等により上下しますので投資元本を割り込むことがあります。また、債券発行者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により、投資元本を割り込んだり、その全額を失うことがあります。一方、債券によっては期限前に償還されることがあり、これによって投資元本を割り込むことがあります。市場環境の変化、株式や債券の発行体の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により売買に支障を来し、換金できないリスクがあります(流動性リスク)。この結果投資元本を割り込むことがあります。

### <為替リスク>

世界各国の外貨建有価証券等に投資し、円貨ベースにした場合、その資産価値は、為替レートの変動により影響を受けることとなります。為替レートは短期間に大幅に変動することがあります。したがって、為替の変動に伴い、投資資産の時価総額が下落し、投資元本を割り込むことがあります。外貨建て資産については、一般に外国為替相場が当該資産の通貨に対して円高になった場合、投資資産の価格が値下がりする要因となります。為替レートは一般に、外国為替市場の需給、世界各国への投資メリットの差異、金利の変動その他の様々な国際的要因により決定されます。また、為替レートは、各国政府・中央銀行による介入、通貨管理その他の政策によっても変動する可能性があります。

### <カントリー・リスク>

外国証券への投資では、当該国・地域の政治・経済および社会情勢の変化により金融・証券市場に混乱が生じた場合、または外国人投資に対して新たな規制または税制が導入された場合等に、投資価格が予想以上に大きく下落したり、運用方針に沿った運用が困難となる可能性があります。この結果、投資資産の時価総額が下落し、投資元本を割り込むことがあります。また、投資資産の投資対象がエマージング・カントリー（新興諸国・地域）である場合には特有なリスク（政治、社会、経済情勢の急激な変化の可能性、情報開示制度および規制制度の未整備、外国人投資に対する投資規制または外国への送金規制等の導入等）があります。

### <取引相手先の信用リスク>

有価証券の売買等の金融商品取引の相手先である金融機関等の業務または財産の状況の変化により、金融商品取引の中断、債務不履行等が生じる可能性があります。これにより損失を被るリスクがあります。

### <デリバティブ取引のリスク>

デリバティブを利用する場合、ブローカーや取引の相手方の破産等が生じた場合に、取引の中断、債務不履行、一括清算、証拠金の返還の遅延もしくは不能等が起きる可能性があります。これにより当該投資資産が悪影響を被ることがあります。また市場価格が予想とは反対の方向に変化したときには、短期間のうちに差し入れまたは預託した証拠金の大部分またはそのすべてを失うこともあります。その損失は証拠金の額だけに限定されず、証拠金を上回る損失額が発生する場合がありますが事前にその計算方法・上限を記載することはできません。なお、証拠金を上回る損失額が発生したときは、証拠金の追加差入れまたは追加預託が必要となります。デリバティブの運用には、ヘッジする商品とヘッジされるべき資産との間の相関性を欠いてしまう可能性、流動性を欠く可能性等様々なリスクが伴います。これらの運用手法はヘッジ目的のみならず投資収益を上げる目的でも用いられることがありますが、実際の価格変動が見通しと異なった場合には、損失を被るリスクを伴います。

### <オルタナティブ投資に関するリスク>

一般的にオルタナティブの投資プログラムは投機的で、多大なリスクを伴う場合があります。オルタナティブ投資は証券投資固有のリスクに加えて、限定的な流動性、レバレッジの利用、空売り、オプション、先物契約、デリバティブ商品、低流動性に伴う特有のリスクを含みます。オルタナティブ投資の主な投資対象は規制対象外ヘッジファンドです。こうしたヘッジファンドのポートフォリオは、投資家の潜在損失／利益の変動率を高める可能性があります。時には、一つあるいはそれ以上の組入れファンドがその運用資産の相当部分を一つの業種セクターに投資している場合があります。その結果、当該投資ポートフォリオのリスクと変動率は、広範な証券銘柄に投資した場合よりも大きくなる可能性があります。組入れファンドの戦略（ヘッジ戦略を含む）が成功すること、また、組入れファンドが当該戦略をそのポートフォリオのすべての部分で利用

することについては、なんら保証されていません。オルタナティブ投資において投資するファンドは流動性が著しく低い場合があります。投資家に対してプライシングあるいは時価評価を定期的に報告する義務はなく、複雑な税金戦略を伴う場合があります。加えて、オルタナティブ投資全体

の運用成績は各組入れファンドの運用成績のみならず、オルタナティブ投資を行う投資顧問会社が、組入れファンドの選別と各組入れファンドへの運用資産の配分を常時、効率的に行える能力にも左右されます。オルタナティブ投資のポートフォリオには高水準のレバレッジがかかる場合があります。その持分の価格の変動率が極めて大きくなる場合があります。オルタナティブ投資の報酬と費用が運用収益を大幅に相殺する場合があります。