

人口高齢化と生命保険～どのような活用が考えられるのか～  
「証券化商品の基本的な考え方」  
「保険契約の買取の市場的価値」



クレディ・スイス証券株式会社 債券本部 債券商品営業部  
ヴァイス プレジデント 井手 道久

2012年12月8日

## 証券化とは

- 資産を資金化
- 投資家を小口に分散
- 資金調達コスト低減



直接金融の一手段

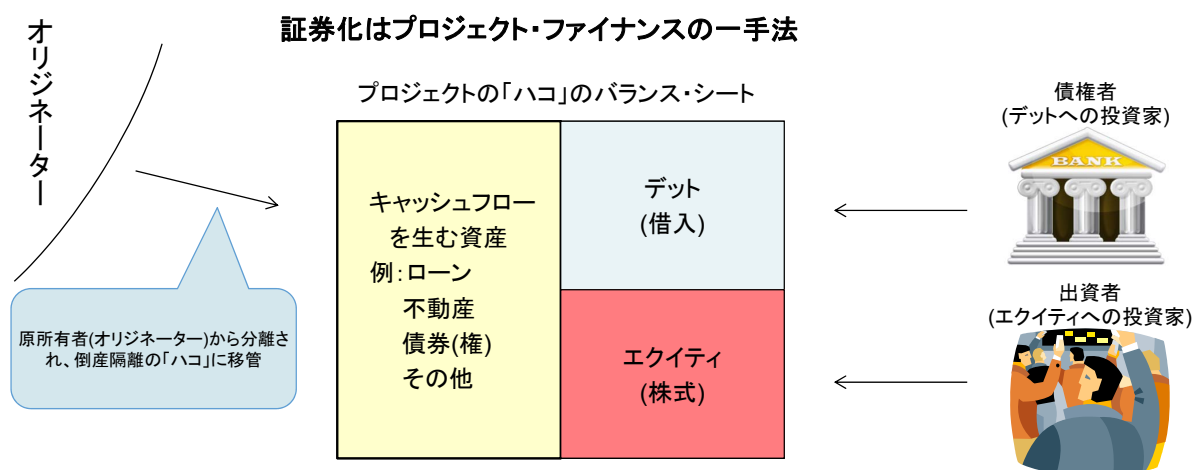
### □ 主な証券化商品

- ❖ MBS (住宅ローン担保証券)
- ❖ CMO (モーゲージ担保債務証券)
- ❖ CMBS (商業不動産担保証券)
- ❖ REIT (商業不動産投資信託)
- ❖ CDO (債務担保証券)
- ❖ ABS (その他一般的な資産を担保とする資産担保証券)
- ❖ ファンド  
等々

## 証券化とプロジェクト・ファイナンス

プロジェクト・ファイナンスとは？

→ 特定のプロジェクトのみからのキャッシュフローを弁済・投資回収原資とするファイナンス手法

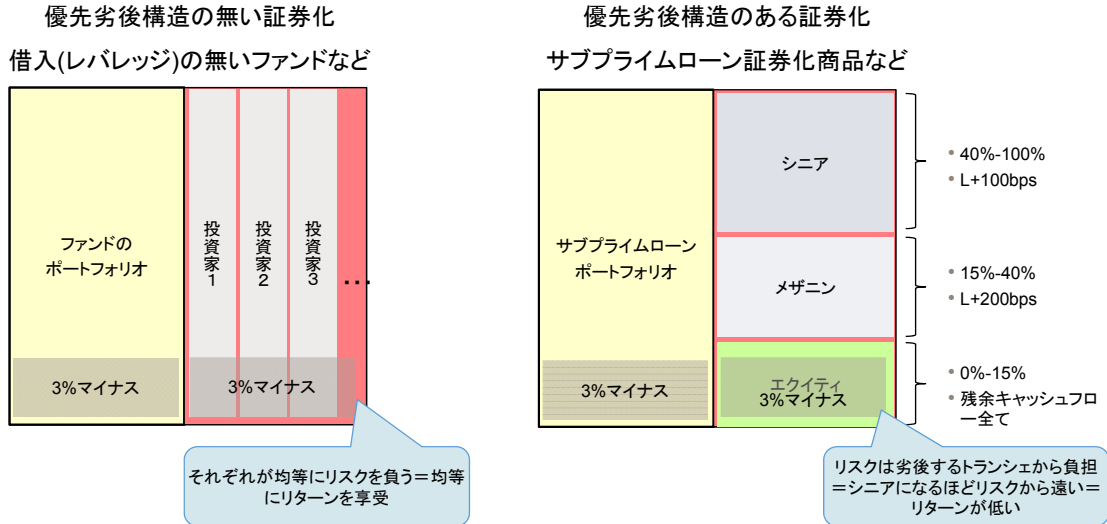


# 優先劣後構造

優先劣後構造 – ポートフォリオからのリスク・リターンを、複数の異なる「トランシェ」に分ける構造

→ それぞれの投資家のリスク許容度・リターン目線に合わせた設定が可能

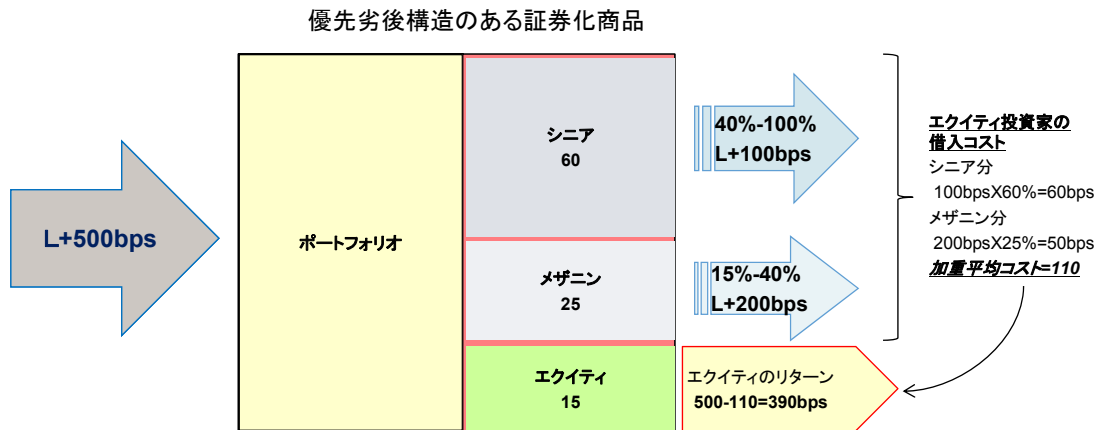
「シニア」、「メザニン」、「エクイティ」



# 証券化におけるアービトラージ

優先劣後構造を持つ証券化により、エクイティ投資家はレバレッジをきかせた投資が可能

→ ポートフォリオからのリターンに対し、アービトラージ(裁定)が可能となる。



エクイティは15の投資で総収入の78%を得られる

# 生命保険における証券化

生命保険における証券化は、以下が代表的

- 超過死亡債券(Extreme Mortality Bond)
  - 再保険会社が主な発行体であり、グローバルに引き受けたモータリティ・リスクのうち、極端に死亡率が上昇した場合のヘッジのために発行する。参照するものは各国政府が発表する年代別死亡率。実際引き受けた契約者群とヘッジ参照先にはベースリスクが存在する。
- Embedded Value証券化
  - 保険会社が主な発行体であり、将来にわたって実現されるEmbedded Valueを証券化=現金化する手法であり、参照するものは証券化する契約ブロックの契約者ポートフォリオ。短命リスクだけでなく、解約・失効などのリスクも内包している。
- XXX証券化
  - 米国の生命保険会社に課されたXXX規制で求められる準備金の一部を、外部投資家から調達する取引であり、参照するものは証券化する契約ブロックの契約者ポートフォリオ。短命リスクだけでなく、解約・失効などのリスクも内包している。

## 超過死亡債券

### ■ 超過死亡債券 – 対象:先進諸国の政府発表死亡率

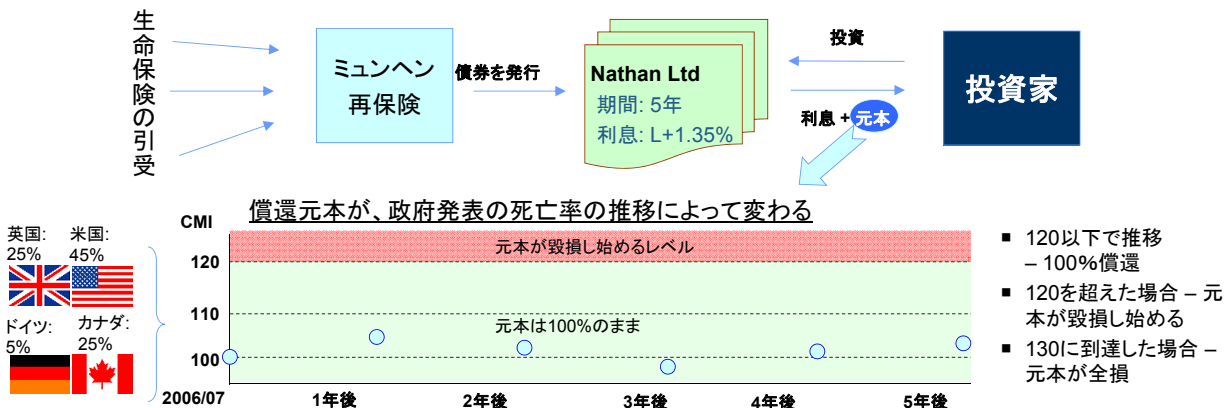
生命保険を引受けた(再)保険会社は、短命リスクを負っている

短命化が進むと

1. 保険料収入がダウン↓
2. 保険金支払義務がアップ↑

#### 一時的な死亡率の急上昇リスクに対するヘッジニーズ

債券の例: Nathan Ltd. – 4カ国の死亡率複合インデックス「CMI」を参照



# Embedded Value証券化

## ■ エンベディド・バリュー (Embedded Value) 証券化 – 対象: 欧米の生命保険契約ブロック

生命保険会社の収益構造

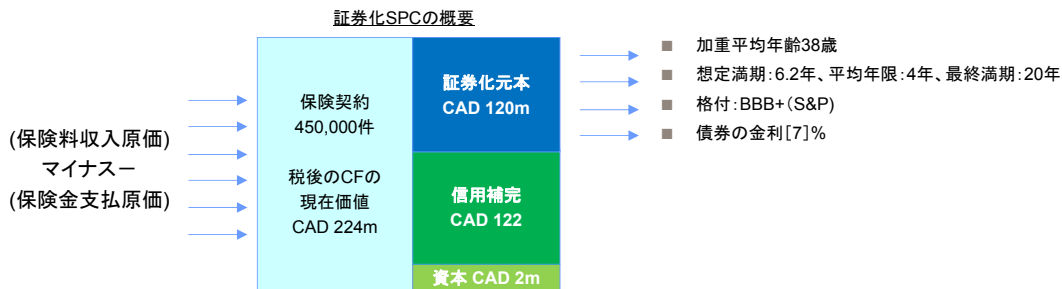
- + 将来想定される保険料収入
  - 実績死亡に基づく死亡保険金支払
- } **この差が収益**



通常この収益は、保険契約期間(数10年)にわたって少しずつ実現されていくもの

証券化でこの埋め込まれた価値(Embedded Value)の一部を現時点で現金化できる

## 契約件数450,000件の生命ブロックを対象とした、カナダのEmbedded Value証券化取引例



# XXX証券化

## ■ 米国生命保険会社の資本準備規制 – XXX (トリプルエックス) 規制 – 対象: 米国の生命保険契約ブロック

### ■ 1980年代から見られた保険料引き下げ競争

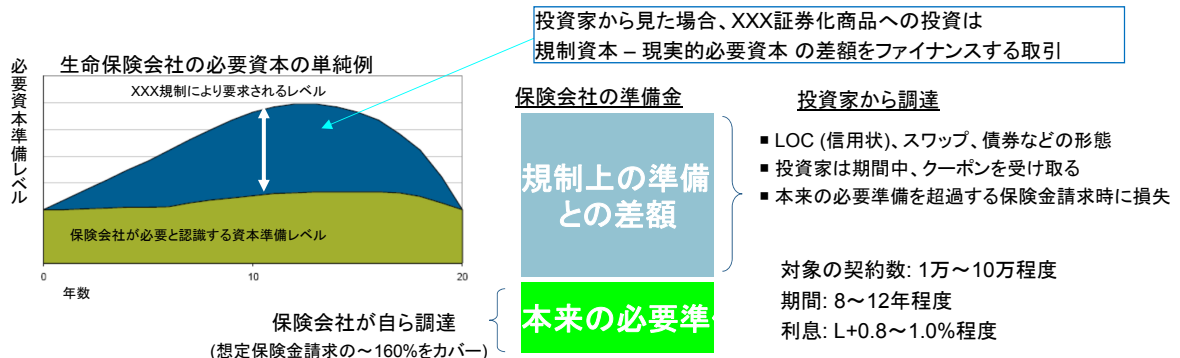
→ 懸念した規制当局が導入した積立強化規制 = XXX規制

この規制では

- 1980年CSO(死亡率表)を用いた計算 = 死亡率前提が高い
- 長寿化にみられる死亡率改善を反映していない
- 保険加入時の健康診断効果を反映していない

現実的な必要レベルより高い準備金が求められる

→ 保険会社は、このXXX規制上の準備金を証券化することで市場から調達



## 保険契約買取の市場的価値

### 保険契約の買取？

- 生命保険契約(終身生命保険を想定)
  - 保険料を支払う
  - 被保険者の死亡 = 生命保険金を受取る
  
- 契約期間中、保険契約者が生命保険契約を中断する方法とは？
  - 解約 (解約返戻金をもらい、終了)
  - 失効 (保険料支払を停止 = 保険契約は失効する)



#### 米国等に存在する、保険契約の買取市場 = ライフ・セトルメント

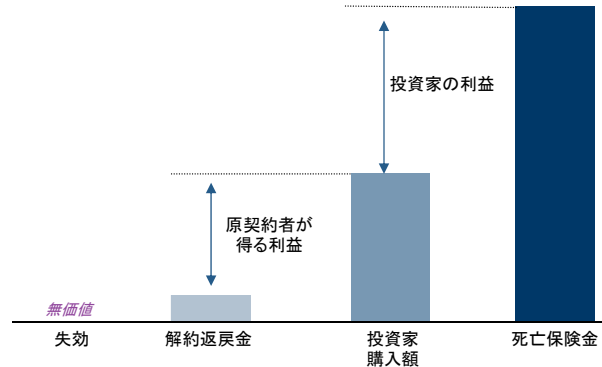
- 「原契約者(且つ被保険者)」が、「投資家」に自分の生命保険契約を「一時金」で売却する取引
- 売却後、保険料支払は「新契約者」である投資家が継続
- 原契約者は被保険者のみとなり、その死亡がモニタリングされる
- 被保険者死亡時、新契約者(且つ受取人)である投資家が、保険金を受取る

## 生命保険買取市場の意義

- 保険契約者の従来の出口戦略
  - 解約 = 解約返戻金を受領 - 非常に少額のケースが多い
  - 失効 = 保険料支払を停止する - 既払保険料の価値も失う



- ライフ・セトルメントがもたらす新たな代替出口戦略
  - 生命保険の二次買取市場で、投資家に売却する = 競争の原理による公正価値



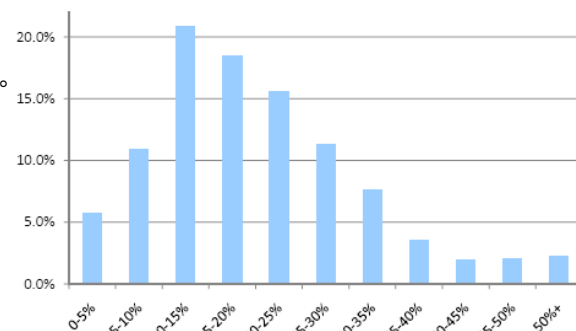
## 生命保険買取市場 – ライフ・セトルメント – のもたらす価値

- ライフ・セトルメントでは、保険契約の買取市場により、原保険契約者(個人)自身が解約返戻金以上の価値を享受する。
- したがって、自身の「資産」である保険契約を、市場の競争に基づいた「公正価値」で売却することができる手段である。
- 市場が提供する付加価値は、「売却価格」-「解約返戻金」である。

2008年、Life Policy Dynamics社の推定では4億6,000万米ドルの価値が市場で創生されたとしている

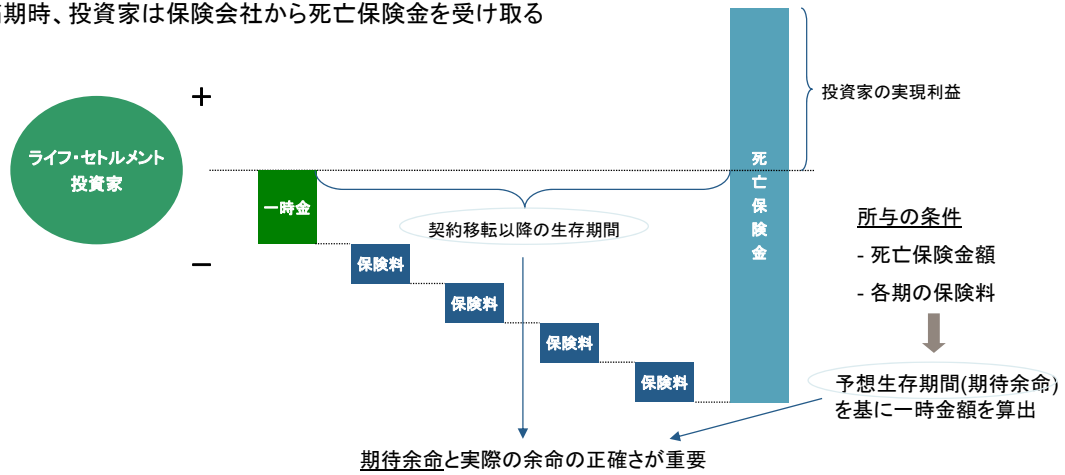
- クレディ・スイスの Longevity Markets Groupの実績は 2003年以降平均で
  - 解約返戻金の10倍相当
  - 総額約5億ドルの付加価値をもたらしている。

2008年の実績 保険金額に対する創生された付加価値の割合(%)



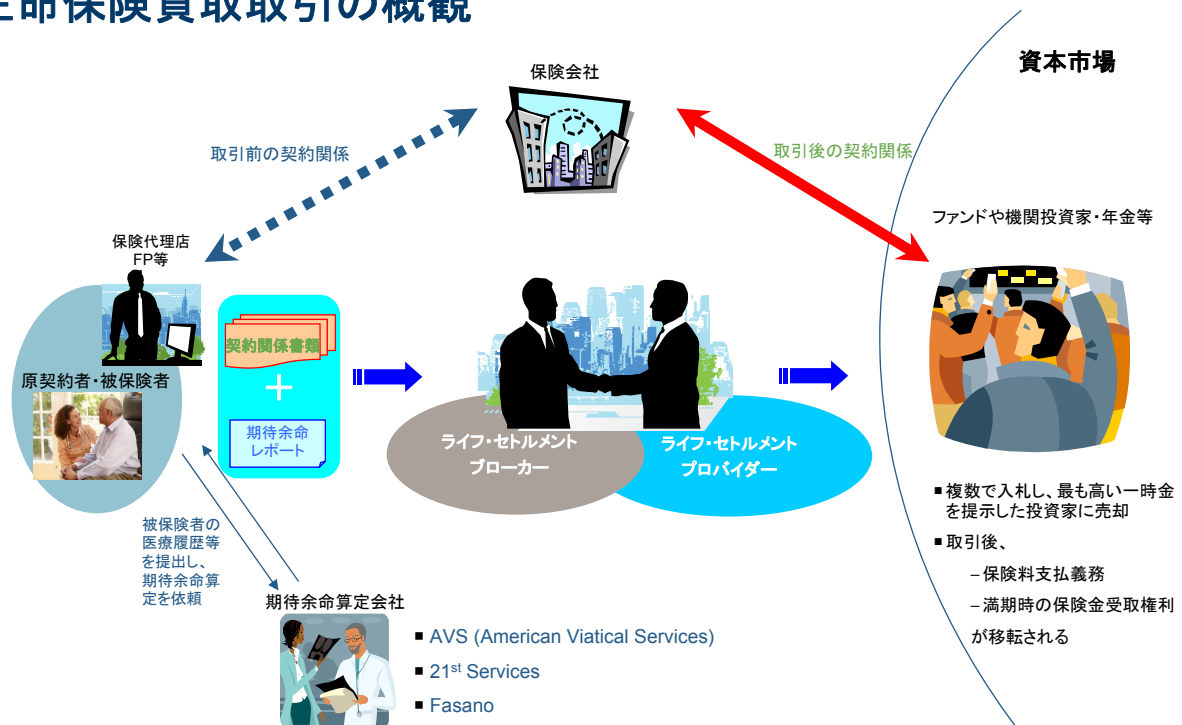
## 二次買取契約 – キャッシュフローのイメージ

- 投資家は保険契約の新たな契約者となり、保険料支払義務、保険金受取権利が移転される
  - 投資家は保険契約の対価として、原契約者に一時金を支払う → 契約の移転
  - 投資家は保険会社に対し、以降の保険契約の期間に亘って保険料を支払う
  - 満期時、投資家は保険会社から死亡保険金を受け取る



投資家は対象の被保険者の長寿リスク・エクスポージャーを持つ

## 生命保険買取取引の概観





## 米国の生命保険買取市場の現状

- 生命保険の売却市場は年々増加してきたが、近年は横ばい
- 信用危機以降、投資家の買い需要が鈍化している
- 一方で、原契約者の売り需要は増加傾向にあり、新規投資資金の導入が今後の市場拡大のキーとなる

米国の生命保険セカンダリー市場取引の推計 (\$ billion - リサーチ会社 Conning社 2011年)



### 2011-2020年の予想

保険金累計残高 – 11年の\$87bnから20年の\$151bnとなると予想

- 生命保険二次買取市場に対する、一般の認識が上昇している
- 団塊の世代のリタイア → 高齢後の生活資金計画や、長期の介護関連費用の必要性
- 相続税対策での生命保険の更なる活用

## 米国の生命保険買取市場の売り手

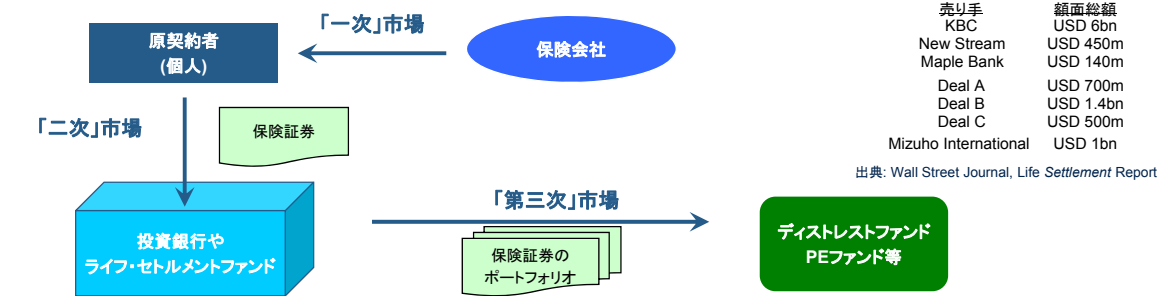
- 現在の生命保険の売り手
  - 米国在住富裕高齢個人 (保険金額が\$1m以上)
  - 年齢 70代後半～80代後半まで (80代が中心)
  - 売却の理由: ライフスタイルの変化、財産計画の一環



- 今後の生命保険の売り手
  - 米国在住の中産階級も含む個人 (保険金額 \$100,000～)
  - 年齢 70代前半～半ばも増加すると予想 (団塊の世代のリタイア組も)
  - 売却の理由: ライフスタイルの変化、財産計画の一環に加え、**老後生活資金、介護費用**など

# 米国の生命保険買取市場の買い手

- 「ライフ・セトルメント・投資家」の主な面々
  - ライフ・セトルメント・ファンドといわれる専門運用会社 (米国のみならず、欧州、オーストラリアなどにも)
  - 各投資銀行や銀行
  - 生命保険会社
  - ヘッジファンド等
- 従来の二次買取(個人の原契約者から)取引に加え、第三次市場(Tertiary)での取引が活発化
  - 「証券化」に向けて、投資銀行等が2000年代前半に積み上げたライフ・セトルメント資産
  - 余命の延長で破綻に追い込まれたライフ・セトルメント・ファンド
  - 金融危機後のファンドの清算や、銀行での「ノン・コア」資産売却の加速



「第三次市場」で見られた案件例

売り手	額面総額
KBC	USD 6bn
New Stream	USD 450m
Maple Bank	USD 140m
Deal A	USD 700m
Deal B	USD 1.4bn
Deal C	USD 500m
Mizuho International	USD 1bn

出典: Wall Street Journal, Life Settlement Report

# 生命保険二次買取市場の今後

- 今後に予想される供給の拡大

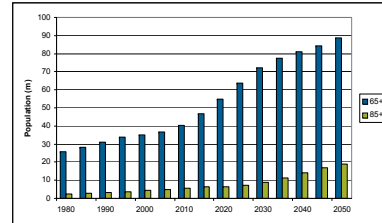
市場成長余力

- 米国個人向け生命保険契約残高 \$ 10trillion以上 (1000兆円 – 2010年末)
- 米国個人向け年金保険契約残高 約\$ 190billion以上 (17兆円 – 2010年末)
- 生命保険二次買取市場の潜在規模 \$ 87billion程度 (8兆円 – 2011年推定)

人口動態の高齢化

- 8100万人とも言われるベビーブーマー世代 (1946-1964年生まれ)の高齢化
- 65歳人口増加率の上昇 – 人口増加率の3倍の勢いとも
- 凡そ4000万人 → 2030年には7000万人超との予想

米国の65歳以上人口の予測 (US Census Bureau)



規制側面の後押し

- GAO\*、SEC\*が共に保険セカンダリー市場に関するレポートを発表(2010年7月)
- 共に生命保険のセカンダリー市場の有意義性を確認
- 各州の規制に加え、売り手と買い手を両方を守るための全米統一した規制設定を提言

\*GAO – Government Accountability Office (監査院)

\*SEC – Securities and Exchange Commission (証券取引委員会)

→ 今後の高齢世代の増加に伴い、保険「資産」流動化のニーズは高まる

# リスク要因

## 保険証券化商品等に関連するリスク

これら証券化商品は、特定の地域や国、グループの人口動態に対してのエクスポージャーを、債券やスワップ、信用状等の形式で保有します。保険損害発生イベント(伝染病やテロ、戦争、またはその他の個別要因によるグループの死亡率の上昇)に起因して元本が毀損する場合があります。またスワップカウンターパーティ、信用状発行銀行のデフォルトなども元本毀損事由となります。また、損害発生イベントにならずとも、参照している人口グループ内の死亡率の変動や、スワップカウンターパーティ、信用状発行銀行の信用リスクなども時価の変動要因となります。

また、これら商品のエクスポージャーは基本的な性格として流動性は限定的であり、多数の保険損害発生イベントが同時期に集中する等の場合、またはスワップカウンターパーティや信用状発行銀行の信用リスクが増加するような場合、流動性が更に制限される場合があります。

## 付録: 米国生命保険市場概観

### ■ 米国生命保険市場 → 直近の引受残高は安定的に推移

米国の保険関連統計データ

単位: 百万ドル	2000	2009	2010	変化率	
				2000/2010	2009/2010
<b>生命保険金額総額</b>					
個人	\$9,376,370	\$10,324,455	\$10,483,516	1.10%	1.50%
信用	\$200,770	\$125,512	\$111,805	-5.70%	-10.90%
団体	\$6,376,127	\$7,688,328	\$7,830,631	2.10%	1.90%
総額	\$15,953,267	\$18,138,295	\$18,425,952	1.50%	1.60%
<b>年金保険払込総額</b>					
個人	\$143,071	\$128,853	\$189,946	2.90%	47.40%
団体	\$163,622	\$102,727	\$103,677	-4.50%	0.90%
総額	\$306,693	\$231,580	\$293,623	-0.40%	26.80%
<b>生命保険・年金保険契約に基づく支払</b>					
受取人への支払	\$44,143	\$59,470	\$58,392	2.80%	-1.80%
解約返戻金	\$241,162	\$230,846	\$219,914	-0.90%	-4.70%
配当	\$20,001	\$16,163	\$15,942	-2.20%	-1.40%
年金支払	\$68,668	\$67,068	\$70,090	0.20%	4.50%
養老保険	\$604	\$573	\$562	-0.70%	-1.80%
その他	\$605	\$768	\$699	1.50%	-8.90%
総額	\$375,183	\$374,888	\$365,599	0.50%	-15.80%
<b>生命保険各社の収入</b>					
生命保険料収入	\$130,616	\$124,564	\$104,648	-2.20%	-16.00%
年金保険料払込	\$306,693	\$231,580	\$293,622	-0.40%	26.80%
医療保険収入	\$105,619	\$166,164	\$172,717	5.00%	3.90%
計	\$542,928	\$522,308	\$570,987	0.50%	9.30%
投資運用収入	\$220,862	\$211,650	\$212,841	-0.40%	0.60%
その他収入	\$47,679	\$47,468	\$78,741	5.10%	65.90%
総計	\$811,469	\$781,426	\$862,569	0.60%	10.40%

出典: American Council of Life Insurers 「Life Insurers Fact Book 2011」

## 付録:ライフ・セトルメントの用語

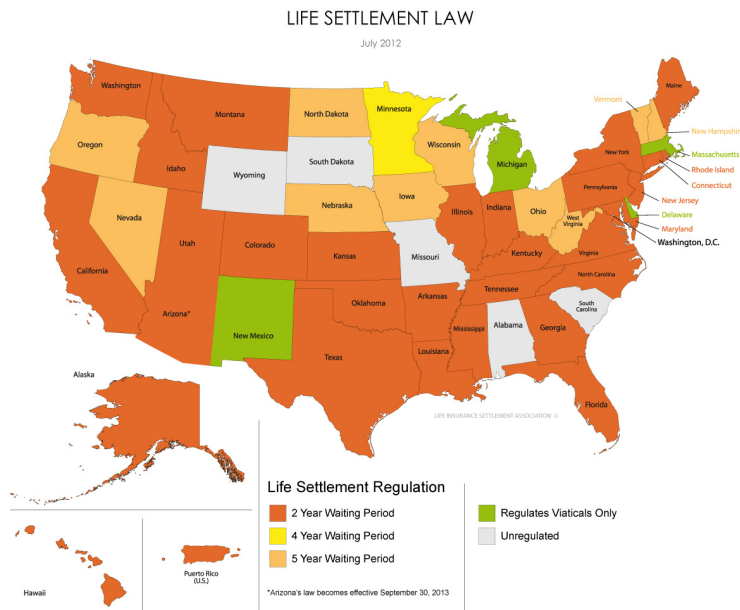
- **ライフ・セトルメントプロバイダー(Life settlement providers)**: ライフ・セトルメント取引による生命保険の購入を主な事業活動とする業者で、自己勘定あるいは第三者投資家のために保険を購入。
- **死亡率係数(Mortality multiplier)**: 標準死亡率統計表に対して加えられる修正の程度を示す指標。死亡率係数が1(または100%)である場合には、死亡率が死亡率統計表とおりであることを示し、1未満の場合は死亡率統計表と比較して死亡率が低いことを示し、1を上回る場合は死亡率の悪化、すなわち死亡率統計表を上回る死亡率を意味する。
- **死亡率統計表(Mortality table)**: 様々な年齢群に対して想定される死亡率の統計値の表で、通常は1000人当たりの死亡件数で表す。VBT (valuation basic table)がライフ・セトルメントで使用されるもの。
- **STOLI**: 他社引受生命保険(Stranger Originated Life Insurance)は、被保険者、その家族、あるいはその他の適切な当事者のためではなく、投資家のために設定される生命保険。STOLIにおいては、通常(被保険者とは無関係の)第三者が、保険料を支払い、保険契約を購入する。
- **ユニバーサル生命保険(Universal life)**: 保険契約者が死亡給付金額や、支払い保険料の金額および時期を変更できる、変動保険料型終身生命保険。ユニバーサル生命保険契約には様々な契約形態があるが、基本的な前提は、支払い保険料には規定された金利がつくというもの。この勘定から、「保険コスト」、費用、販売手数料を含む一連の金額が控除される。ユニバーサル生命保険は一般的に終了日が105才から110才前後に設定されているが、この期日は延長することが可能。
- **バイアティカル(Viatical)**: 通常は期待余命が24カ月未満の末期患者による生命保険契約の第三者への売却。
- **コンテストビリティ期間(Contestability period)**: 米国の大多数の州においては、契約開始後当初の2年間、保険会社は被保険者死亡の申し立てに不正がないか、保険契約申込書に虚偽記載がないかについて調査する権利を有している。この期間においては、保険会社は不正な死亡請求を拒否することが可能。一般的に保険会社は、保険契約の最初の2年間に発生した死亡請求の調査を行います。死亡請求を拒否するための立証責任は保険会社にある。通常の保険契約では、契約後最初の2年間に被保険者が自殺した場合の保険金の支払は無い。
- **HIPAA**: 1996年医療保険の移転と説明責任に関する法律(Health Insurance Portability and Accountability Act of 1996)。HIPAA個人情報保護規則は、保護対象の健康情報の企業、団体による使用方法とその開示について規定している。この規則では、個人の健康情報の適切な保護が図られており、質の高いヘルスケアの提供とその普及のために保護対象となっている情報を他者と共有することを認めている。ただし、HIPAA個人情報保護規則では、個人の健康情報の開示には制限があり、対象者が開示の承認を行ったときにのみ、情報の共有が可能。
- **被保険利益(Insurable Interest)**: 米国では、生命保険契約時の被保険者利益が要件。ただし、それ以降は保険証券の保有者は保有者の望む任意の者を自由に入取人として指定することができる。保険証券の発行後は、保険の所有権を移転することが可能であり、この時点では被保険利益の再検証は行われず。
- **期待余命(Life Expectancy)**: LEとも呼ばれており、保険数理人の計算によって推定される個人の余命年数。LEは、将来の期待余命に対する確率加重推定であり、これは保険契約が満期(=死亡)となる時期の予想ではなく、将来予想される結果の加重平均である。期待余命の査定は、一般的に人口動態上の統計及び該当者の医療記録の審査に基づいて行われる。
- **期待余命算定会社(Life expectancy providers)**: ライフ・セトルメント業者の購入価格の計算の基礎となる、期待余命の推定値を提供する会社。

## 付録:ライフ・セトルメントの歴史

- **1911年**: Grigsby v. Russellの係争事案 – ホームズ裁判官。米国最高裁が、生命保険は資産であると裁定、他のすべての資産と同様に、保険も自由に対価をもって譲渡可能とした。
- **1980年代**: 一刻を争って現金を必要とするAIDS患者への資金的なニーズに応えるため、バイアティカル・セトルメント(末期患者による生命保険証券の売却)および生前給付(末期と診断された場合、生前に保険金を給付する)といった契約形態の生命保険が開発される。しかし、当時はこの契約に関して多数の不正が行われたり、悪用されていることが発覚し、州による規制強化への要求が高まった。
- **1995年**: バイアティカル・セトルメント(末期患者による生命保険証券の売却)および生前給付(末期と診断された場合、生前に保険金を給付する)は連邦所得税の課税対象外とする法律が通過。ライフ・セトルメントの扱いは州により異なる。全米バイアティカル協会(VAA: Viatical Association of America)が非営利業界団体として設立される。
- **1990年代後半**: HIV/AIDS薬の進歩によりバイアティカル市場の発展は減速。ライフ・セトルメントが市場拡大の牽引車となる。
- **2000年**: 全米保険法制者会議(NCOIL: National Conference of Insurance Legislators)が、この新たな業界における業務規範を示すライフ・セトルメント・モデル法を採択。VAAはこの動きを受け、名称を全米バイアティカル・ライフセトルメント協会(VLSAA: Viatical and Life Settlement Association of America)に変更
- **2001年**: 全米保険監督官協会(NAIC: National Association of Insurance Commissioners)が、免許、禁止業務、広告指針、不正防止、不公正な取引の防止などに関する業務規範を定義した最初のバイアティカル・セトルメント・モデル法を発表。
- **2004年**: NCOILがライフ・セトルメント・モデル法を修正。VLSAAはバイアティカル市場の縮小を反映して、名称を全米ライフ・セトルメント協会(LISA)に変更。
- **2007年**: 投資銀行が、ライフ・セトルメントおよびその他の金融商品の規制と業界の「ベスト・プラクティス」に注力する業界団体である、生保市場協会(ILMA: Institutional Life Markets Associations)を設立。LISAでは、市場の95%がライフ・セトルメント取引によるものと推定。多数の州が当初のNAICモデル法を採択
- **2007年6月**: NAICは拡大するライフ・セトルメント市場を受けて、バイアティカル・セトルメント・モデル法の修正法を採択。消費者保護強化を目的とし、特定の生命保険の取引のセトルメントに関しては、設定から5年間の禁止を課すことでSTOLIに関する懸念に対処。
- **2007年11月**: NCOILもライフ・セトルメント・モデル法を修正し、STOLIの公式の定義を規定。ここでは、保険契約購入後、ライフ・セトルメントの2年間の禁止期間が求められている。同法では、推奨される業者およびブローカーの免許、そして保険保有者に対する情報開示に関する事項についても概要を述べている。
- **2008年12月**: 米Society of ActuariesがVBT 2008を公表。特に高齢層の期待余命で大幅な長寿化が適用され、その後多数のライフ・セトルメントファンドで評価損を計上
- **2009年以降**: 大手投資銀行や欧州系銀行等で、金融危機を受けてビジネスの見直しの中、ノンコア資産であるライフ・セトルメントポートフォリオの売却がみられ始める
- **2010年7月**: 米国証券取引委員会(SEC)とGAO(Government Accountability Office)が、ライフ・セトルメント市場に関するレポートを公表。共に保険契約者にとっての価値に言及しつつ、その市場の更なる整備を促すものであった。

## 付録: ライフ・セトルメント規制の状況

- 米国の大半の州において、生命保険二次買取取引は州の保険管理局によって規制されている



- ライフ・セトルメント・プロバイダー、ブローカーの免許
- 手数料率の開示
- 保険契約設定後2年間の買取禁止(例外有り)
- 60歳以上の被保険者に対し、解約以外にライフ・セトルメントの選択肢があることの通知義務
- Stranger Originated Life Insurance (STOLI) – 第三者設定保険 – 規制

出典: Life Insurance Settlement Association

## 付録: 期待余命算定会社 - Life Expectancy Provider

- 生命保険契約における、被保険者の余命の推定のための期待余命レポートを発行、医療記録/履歴に基づいて算出
- 年齢、性別、喫煙の有無、相対的な健康状態、疾病率によりグループ分けされ、標準的な死亡率表に対して、各被保険者の健康状態に応じて一定の乗数を適用
- 保険数理人、医師、医療査定人等を擁しており、一般、また独自の死亡率統計表に基づいた保険数理モデル、そして様々な疾病の特性に関する広範なプラス/マイナス評価に基づく健康状態の査定を実施



- AVS(American Viatical Services)
  - 1994年設立、本社ジョージア州、ケネソー
  - 包括的な引受マニュアルに基づく手法だが、特殊なケースでは一定の主観的な判断が含まれる
  - 将来の死亡率改善の前提 - 年齢/健康状況の悪化に関する一定の前提など
  - 独自の死亡率統計表(2008 VBTから調整)



- 21<sup>st</sup> Services
  - 1998年設立、本社ミネソタ州、ミネアポリス
  - 引受プロセスのルールに基づく算出プロセスで、主観的な判断が含まれる余地は極めて少ない(誰が引受業務を行ったとしても見積もり数値は同じ)
  - 将来の死亡率改善の前提 - 年齢および性別固有の改善要因
  - 独自の死亡率統計表(2008 VBTから調整)



- Fasano
  - 2001年にライフ・セトルメント業務を開始。本社ワシントンDC
  - 引受に対する実践的なアプローチであり、引受マニュアルを医師の検証で補完
  - 将来の死亡率改善の前提 - 健康状態悪化に対する固有な改善要因
  - 独自の死亡率統計表(2008 VBTから調整) - 健康状態悪化要因により異なる

## ご留意事項

この資料に掲載されている情報、ツール、資料は、お客様への情報提供のために作成されたものであり、証券や他の金融商品の売買や引き受けを勧誘する目的で使用されたり、あるいはそうした取引の勧誘とみなされるべきものではありません。クレディ・スイスまたはその子会社や関連会社(以下「CS」と総称)はこの資料で取り上げた証券が特定の投資家向けであることを保証するための措置は何ら行っていません。また、この資料はかかる投資家に対して投資アドバイスを含んだ内容ではなく、またCSは当該資料を受け取ったというだけの理由でその受取人を顧客として取り扱うこともありません。

この資料に掲載された情報や意見は、CSが信頼できると判断した情報源から入手しておりますが、その正確性または完全性を保証するものではなく、また本資料中に掲載した資料を使用した場合に生じた損失については、一切の責任を負いかねます。この資料はお客様の判断の代りとなるものではなく、また、お客様が依拠すべきものでもありません。CSはこの資料の中の情報と一致しなかったり、異なる結論を示す他の資料を発行している場合もありますが、それらの資料は作成したアナリスト等の作成者の異なる想定、意見、分析手法等を反映したものです。

CSは、法令で認められた範囲内において、当資料で言及された証券の発行体による資金調達取引への参加ないし投資を行うだけでなく、その発行体に対するサービスの提供や取引、それら証券やオプションのポジションの保有や取引を行うことがあります。また、CSは当資料の中の資料で言及されている証券のマーケット・メークを行うことがあります。CSは、法令で認められた範囲内において、この資料に掲載された情報や意見、またはそれが依拠する調査や分析を資料発行前の段階で使用したり、それらに基づいて行動することがあります。CSは、この資料で言及されている一部ないしすべての企業の証券の販売について、過去三年間に幹事もしくは共同幹事を引き受けた場合があり、また現在、プライマリー・マーケット・メークを行っている場合もあり得ます。この資料で言及されている投資は、単独の組織によってオフアーされる場合もあれば、CS単独またはCSの関連会社によってオフアーされることもあります。

過去の実績は将来のパフォーマンスを示唆または保証するものとみなされるべきではなく、また将来のパフォーマンスに関する表現または保証は、明示的、暗示的にかかわらず、一切行われておりません。この資料に記載された情報、意見および予想は、CSがこの資料を作成した時点の判断を反映しており、変更される場合もある点をご了承ください。当資料で言及された証券または金融商品の価格、価値および収益は上下いずれの方向にも変動する可能性があります。証券や金融商品の価値は、そうした証券または金融商品の価格および収益に好影響もしくは悪影響を及ぼし得るような為替相場変動の影響を受ける場合もあります。価格が通貨変動に影響される証券に対する投資家は、こうしたリスクを実際的に負うこととなります。

この資料は、法律、会計、税務または投資に関する助言を含んでおらず、いかなる投資や戦略もお客様の個別の状況に妥当あるいは適切であるという表現はしていません。これらの事項については、本資料に記載した取引のご実行に際しては、お客様が妥当と判断される専門家に助言を求められることが必要です。

この資料は、その配布、発行、提供あるいは使用が法や規制に反している、あるいは、CSがそれぞれの地域で定められた登録や免許を必要とする、いかなる都市町村、州、国またはその他の行政区域の国民や居住者である個人や組織への配布、またはそれら個人や組織による使用を意図したものではありません。この資料に掲載されている情報等の著作権は特別な記載がない限りすべてCSに帰属します。また、事前にCSの許可を書面を得ることなく、この資料に記載しない掲載した資料、内容、複製に手を加えたり、第三者に送信、複製および配布することは、その方法の如何にかかわらず、一切禁止されております。CSとの書面で合意された目的以外の目的のために本資料を使用したり複製したりすることはできません。当資料で使用されているCSの商標、サービス・マークおよびロゴは、CSの商標やサービス・マーク、もしくは登録商標や登録サービス・マークであり、お客様または第三者がCSの許可なくして使用することはできません。

CSはそのリサーチ・アナリストの独立性を確保するためのポリシーやガイドラインを採択しています。CSのポリシーによれば、従業員が営業機会その他の利益を得るための対価として、好意的なリサーチ・レーティングや目標株価の設定や、リサーチ・レーティングや目標株価の変更を、直接又は間接に申し出することは禁じられています。また、リサーチ・アナリストが投資銀行取引に関与したために報酬を得ることは禁じられています。

CSは税務に関する助言は行いません。本書の米国連邦税に関する記述は、納税義務者が何らかの制裁金等を回避するために利用することを目的として記載されたものではなく、また、そのような目的に利用してはなりません。本書に記載されたかかる記述は、すべて関連する取引等を紹介し、説明するために記載されたものです。納税義務者の方は、それぞれが置かれた特定の状況を前提として、独立の立場の税務の専門家から助言を求める必要があります。

## 金融商品取引業者について:

商号等	クレディ・スイス証券株式会社
金融商品取引業者	関東財務局長(金商)第66号
本店所在地	〒106-6024 東京都港区六本木1丁目6番1号
加入協会	日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人日本証券投資顧問業協会 一般社団法人第二種金融商品取引業協会
資本金	781億円
主な事業	金融商品取引業
連絡先	03-4550-9000又は当社担当者にご連絡ください。