

# 三菱 UFJ 年金情報

*Mitsubishi UFJ Pension Report*

企業年金関係者のための月刊総合情報誌

2015年3月号

## 《目次》

《法人税率引下げと企業年金制度 その2》 退職給付信託の取扱いと税率引下げへの対応	… 1
《統計に見る日本の社会保障 その2》 日本の社会保障の国際比較	… 6
《老後所得保障の観点から見た企業年金のあり方について その9》 企業年金の将来に向けて	… 11
《アクティブ運用とパッシブ運用》 William F. Sharpe はどのように考えるか？	… 16
《アドリブ経済時評》 イノベーションは情熱だ！	… 21

本誌およびバックナンバーは弊社ホームページにて掲載しております。

弊社ホームページアドレス：<http://www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/nenkin.html>

## 法人税率引下げと企業年金制度 その2

### 退職給付信託の取扱いと税率引下げへの対応

先月号では、掛金は損金となるため、法人税率が引下げられる前に抛出したほうが有利であること、また、将来の税費用を予め織り込んでいる現在の会計基準では税率が変更になった場合に損益の調整が行われることを指摘しました。今回は、退職給付信託に関する取扱い及び税率引下げへの対応等について検討します。

#### 1. 退職給付信託の取扱い

株式を抛出する株式版の退職給付信託では、抛出時点の株式の時価に基づいて積立てが行われたとされるため、退職給付信託設定時に株式の取得価格（簿価）と時価の差額を設定損益として計上します。設定にあたっては、含み益のある株式を抛出するのが一般的ですが、退職給付信託の設定は実際に株式を売却するわけではないため、計上された設定益には課税されません。このため、損益計算書で設定益を計上するとともに、将来売却された時点で負担する税金分を法人税等調整額として利益から差し引きます。計上した法人税等調整額の見合いに繰延税金負債を負債の部に計上します。

一方、退職給付信託の設定で年金資産が増加すると、同額の退職給付に係る負債（単独決算の場合は退職給付引当金）が減少します。ただし、退職給付信託への抛出は税務上の損金とならないため、退職給付信託によって積立てが行われても、繰延税金資産が取り崩されることはありません。

このように株式版の退職給付信託を設定した場合には、繰延税金資産と繰延税金負債が両建てで計上されるケースがあります。

この場合には、法人税率引下げ時点の会計上の処理も両建てになります。

具体的な数値では以下ようになります（図表1）。退職給付に係る負債100を解消するために簿価50、時価100の保有株式を退職給付信託に抛出したとします。会計上は退職給付に係る負債（単独決算の場合は退職給付引当金）が100減少し、損益計算書には抛出した株式の時価と簿価の差額50が利益として計上されます。ただし、退職給付信託の設定益50に対しては課税されないため、税率を35%とすると法人税等調整額▲17.5を利益から差し引くとともに、繰延税金負債17.5を貸借対照表の負債へ計上します。

なお、退職給付信託設定で退職給付に係る負債は0になりますが、前記の通り年金制度へ掛金抛出が行われたわけではないため、退職給付に係る負債100に対して計上されているはずの繰延税金資産35は取り崩されません。

仮に、税率が25%に引き下げられるとすると、繰延税金負債17.5のうち、5（ $50 \times (35\% - 25\%)$ ）が取り崩され法人税等調整



額 5 が利益に加算されます。一方、退職給付信託設定前の退職給付に係る負債 100 に対して計上されていた繰延税金資産 35のうち、10 が取り崩され、法人税等調整額 10

( $100 \times (35\% - 25\%)$ ) が利益から減算されます。結局、法人税等調整額の差引は▲5 (利益の減少) となり、当期利益は 5 減少することになります。

(図表 1) 退職給付信託 (株式版) 設定時の会計処理

<p>&lt;退職給付信託の設定&gt;</p> <p>退職給付に係る負債 100 / 有価証券 50 (負債の減少) (資産の減少)</p> <p>退職給付信託設定益 50 (利益の増加)</p>		<p>&lt;損益計算書&gt;</p> <p>.....</p> <p>特別利益</p> <p>退職給付信託設定益 50</p> <p>税引前当期純利益 50</p> <p>法人税、住民税、事業税 0</p> <p>法人税等調整額 ▲17.5</p> <p>当期純利益 32.5</p>	
<p>&lt;税効果の処理&gt;</p> <p>法人税等調整額 17.5 / 繰延税金負債 17.5 (利益の減少) (負債の増加)</p>			

(注) 損益計算書の税金の支払及び税効果については、設定益に対する額のみを表示

## 2. 法人税率引下げへの対応

法人税率の変更によって会計上の損益が計上されるのは、将来支払うあるいは軽減されると見込んでいた税額が調整される結果です。企業が実際に損失を被ったり、利益を得るわけではありません。会計はそうした経済的なメリット・デメリットが税率の引下げによって消滅することを示しているにすぎません。もっとも、メリットがあるのであれば、消滅させるのではなく実現させたいと思うのが普通です。

法人税率の引き下げについては平成 27 年度、28 年度の実施については閣議決定されましたが、その後も 20% 台を目指して今後段階的に引き下げられていく予定です。したがって、現時点では対応の予定がない企業でも、これから対応することを検討すれば経済的メリットを実現していくことができると考えられます。

経済的メリットは積立てを行うことで実

現されますが、前項で示したとおり、この積立ては退職給付信託ではなく、年金制度に基づく年金制度への拠出で行う必要があります。積立てを促進していく方法としては、図表 2 のような対応が考えられますが、いずれの場合も年金財政の運営基準に従わなければなりません。例えば、特例掛金の拠出は非継続基準に抵触していることが条件となります。

また、過去勤務債務の償却を早めるための償却期間の短縮化あるいは弾力償却は、予定利率の引き下げと併せて行うと効果的です。予定利率を引き下げると通常掛金の増加だけでなく、過去勤務債務 (過去分の運用収益の不足に伴う積立不足) が発生するからです。そのうえで発生した過去勤務債務を早期に償却していけば前倒しの積立てが可能になります。

(図表2) 掛金引上げのための具体的方法

	手法	留意点等
特例掛金の一括拠出	最低積立基準額に対する不足額を一括拠出し、掛金を引上げ	年度初めに遡り、一括で拠出可能(ただし、当局との交渉必要)
予定利率引き下げ	財政再計算・変更計算により予定利率を下げて掛金を引上げ	計算された掛金は継続的に拠出要
過去勤務債務の償却期間短縮化	特別掛金の償却期間を短縮化することで掛金を引上げ	最も短縮化する場合でも3年償却(一括で積立てることは不可)
過去勤務債務の償却弾力化	予め定めた上限の特別掛金額を拠出し、掛金を引上げ	当年度拠出額は毎期変動可能
移行比率の引上げ	退職一時金を年金制度へ移行し、掛金を引上げ	大幅な制度見直しを行う必要あり

積立てを促進する効果は、法人税率引下げへの対応という観点以外にもあります。期待運用収益の増加を通じて退職給付費用の圧縮につながりますし、積立比率が高くなれば期待運用収益率を低くし、リスクを抑制した運用を行うことが可能となります。結果的に、数理計算上の差異の発生を抑えることにつながります。

なお、最近の好調な運用パフォーマンスで、積立状況が好転した制度は多いと考えられます。ただ、積立状況は対象とする債務を何にするかによって異なってきます。責任準備金に対して積立超過となり剰余金が発生していても、未償却過去勤務債務があれば数理債務に対してはまだ積立てが不足しています。数理債務を上回っても、数理債務<退職給付債務であれば、会計上は積立不足です。積立対象となる債務すべてに対し、年金資産が超過すべきか否かは議論の余地があるかもしれませんが、どの債

務を基準にどのように積立てるかは検討すべき課題と思われます。

ちなみに、社会保障審議会の企業年金部会では、「恣意的な方法にならない範囲で、拠出方法を柔軟化し、制度の安定的な運営を可能にする」という方向性が打ち出されています。確定給付型の年金制度にとっては規制緩和となりますが、この規制緩和は法改正の必要がないため、比較的速やかに実現すると見られています。現時点では、どのような方法となるかは不明ですが、従来とは異なった発想で拠出を行うことになると考えられます。現状は、会計上の割引率<年金財政上の予定利率であるケースが多く、会計上の債務>年金財政上の債務である場合が多いと思われます。このため、積立てを増やす方向での拠出が認められると、会計上の積立てと年金財政上の積立ての差を埋めることができ、法人税率引下げへの対応も容易になると考えられます。

### 3. 年金未移行部分の年金移行

法人税率引下げへの対応は、法人税率が引き下げられる前に損金算入を実現させる

というものです。ただ、給付支払時点で給付額が損金として認められる退職一時金制

度では、損金算入を前倒しにすることはできません。退職一時金部分について、前倒しで損金算入を実現させようとするのであれば、年金制度に移行するしかありません。

法人税率引下げへの対応という理由だけで、年金制度へ移行すべきと言うつもりはありません。ただ、従業員にとっては受給権が確保され、年金受給という選択肢が増える年金制度の方が有利であり、そうした観点から年金制度に移行することは望ましいと考えられます。また、退職給付債務の変動リスクの圧縮等をめざして退職一時金をDCへ移行することを検討している企業もあると思います。そうした考えで年金制度へ移行する企業は、リスク抑制の効果だけでなく損金算入の前倒しという経済的なメリットも得られることとなります。

そこで、法人税率が段階的に引下げられる中で、年金制度に移行した場合と退職一時金制度のままにとどまった場合とで資金負担額及び税負担額にどの程度の差異が生じるかを比較してみます(図表3)。前提条件は、①今後5年間で法人税率は35%から

25%に段階的に引き下げられる、②5年後に100の給付を行う、③企業年金は予定利率2.0%で掛金を算出する、とします。

結果は、企業年金の毎年の掛金は19.2、5年間合計で96.1の資金で100の給付を賄います。この間、毎年の掛金は損金となるため、各年の税負担の軽減効果は合計28.8となり、掛金の累計額96.1から税負担の軽減分を差し引いた実質的な資金負担額は67.3となります。

一方、退職一時金制度において5年後に100の給付を行う場合、給付時点の税率は25%に下がっているため、税負担の軽減は25にとどまり、実質資金負担は100から25を差し引いた75となります。なお、このシミュレーションで年金制度の予定利率をより低くすると掛金負担は100に近づきますが、税負担の軽減効果は2%の場合よりも大きくなります。一方、予定利率を高くすると掛金負担が減少します。いずれにしても企業年金のほうが有利となります。ちなみに、年金制度への移行はDBでなくDCでも効果は同じです。

(図表3) 法人税引下げ時の損金算入前倒し効果

	1年目	2年目	3年目	4年目	5年目	合計
税率	35.0%	32.5%	30.0%	27.5%	25.0%	
掛金	19.2	19.2	19.2	19.2	19.2	96.1
年金制度からの給付						100.0
拠出による税還付	6.7	6.2	5.8	5.3	4.8	28.8
退職金支払					100.0	100.0
給付による税還付					25.0	25.0

#### 4. 即時認識と税効果

これまで、法人税率が引き下げられると繰延税金資産が取り崩され、損益計算書には法人税等調整額の調整による損益が発生

するという前提で話を進めてきました。ただし、2014年3月期から改正退職給付会計基準が適用されており、連結決算では繰延

税金資産が取り崩されても損益計算書には影響を及ぼさない部分が生じています。最後に、この点について追加して説明します。

結論から言うと、“退職給付に係る調整累計”（注）として計上されている“未認識”の数理計算上の差異等は、法人税率が引き下げられた場合に、純資産の変動要因とはなりますが、損益計算書に損益が計上されることはありません。

改正後の基準では、数理計算上の差異の処理に関して、単独決算と連結決算とで処理が異なります。単独決算では発生した数理計算上の差異等（過去勤務費用を含む）をその後の一定期間で損益計算書に計上し、貸借対照表には損益計算書で認識された額を都度反映していきます。一方、連結決算では発生した数理計算上の差異を、包括利益計算書でその他の包括利益（退職給付に係る調整）として計上することによって期末時点での時価を貸借対照表に反映します。包括利益計算書に計上する際には、税効果

（注）未認識数理計算上の差異、未認識過去勤務費用をその他の包括利益に計上する場合の勘定科目

が勘案され、純資産には税効果考慮後の額が“退職給付に係る調整累計”として計上されます。なお、その後は単独決算同様に数理計算上の差異等を規則的に損益計算書に費用として計上していきます。

法人税率が引き下げられた場合には、その他の包括利益に計上された退職給付に係る調整累計は、損失の場合は税率引下げ分だけ減少（利益の場合は増加）し、同額の繰延税金資産（利益の場合は負債）が取り崩されます。ただ、繰延税金資産（負債）が取り崩されても、その他の包括利益として計上された部分については損益計算書には計上されません。もともと損益計算書を通じて損益が計上されたわけではないからです。これに対し、単独決算の場合は、損益計算書を通じて認識された額しか貸借対照表に反映されていないため、繰延税金資産（負債）の取崩額は、すべて損益計算書に計上されます。

年金コンサルティング部 リサーチグループ 久野正徳

## 統計に見る日本の社会保障 その2

### 日本の社会保障の国際比較

平成26年11月、国立社会保障・人口問題研究所から『平成24年度 社会保障費用統計』が発表されました。この統計は平成24年度の年金や医療保険、介護保険、雇用保険、生活保護、子育て支援など社会保障制度に関する1年間の支出を集計したもので、日本の社会保障全体の規模や政策分野ごとの構成を明らかにしています。今回はこの統計を用い、日本の社会保障の国際比較を行います。なお、文中の意見にかかわる部分は筆者個人に帰属するものであることを予めお断りします。

#### 1. 社会保障費用とは

『平成24年度 社会保障費用統計』では、OECD（経済協力開発機構）基準に基づく「社会支出」とILO（国際労働機関）基準に基づく「社会保障給付費」をとりまとめており、これらを総称して「社会保障費用」と呼んでいます。

日本は1957年の国連加盟以降、今日に至るまでILO基準に則して「社会保障給付費」およびその財源を集計しています。しかし、諸外国では同基準に基づく集計が定期的に行われていません。一方、OECD基準の「社

会支出」は財源データがないものの、諸外国でも定期的な集計がなされているため、国際比較には「社会支出」が適しています。今回はこの「社会支出」を用いて日本の社会保障を先進諸国と比較し、その特徴や成り立ちを考察します。

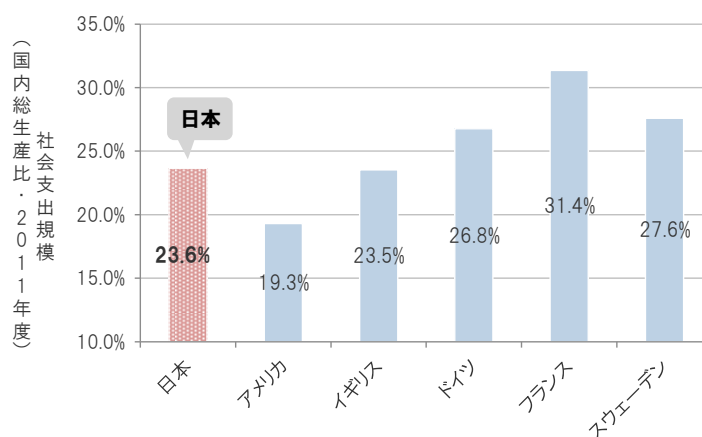
なお、本統計で得られる先進諸国の最新データは2011年度のものであるため、前回は2012年度の社会保障給付費データを用いましたが、今回は2011年度の社会支出データを用います。

#### 2. 日本の社会支出の特徴

2011年度における日本の社会支出の総額は112兆201億円、国民一人当たり換算すると87万6,500円でした。図表1に、日本と先進諸国（アメリカ・イギリス・ドイツ・スウェーデン・フランス）の2011年度における社会支出規模（国内総生産比）をまとめましたが、これを見ると、最も社会支出の規模が大きいのはフランスで、国内総生産比で31.4%に上ります。フランスは

社会保障政策の中でも特に少子化対策が有名で、出生率の回復に成功したことで広く知られています。そして、古くから社会福祉国家として名高いスウェーデンがフランスに次ぐ規模となっています。反対に、最も規模が小さいのは「低福祉・低負担」で知られるアメリカです。この中で日本は国内総生産比で23.6%の社会支出と、先進諸国内では中程度の規模となっています。

図表1 2011年度社会支出規模（国内総生産比）



（出所）国立社会保障・人口問題研究所『平成24年度社会保障費用統計』第7表より筆者作成

次に、社会支出の構成を政策分野別に見てみます（図表2）。各政策分野の内容は次のとおりです。

- 高齢：老齢年金、早期退職金、高齢者向けホームヘルプや在宅サービス
  - 遺族：遺族年金、埋葬料
  - 障害・業務災害・傷病：ケアサービス、障害給付、業務災害給付、傷病手当
  - 保健：外来医療、医療用品、予防
  - 家族：児童手当、保育、育児休業給付、ひとり親給付
  - 積極的労働市場政策：職業紹介サービスや職業訓練、雇用奨励金、障害者雇用支援とリハビリテーションや直接的な仕事の創出及び仕事を始める奨励
  - 失業：失業給付、労働市場事由による早期退職
  - 住宅：住宅手当、家賃補助
  - 他の政策分野：低所得世帯向けの他分野に分類できない給付や食事支援など直接個人に支給されない施設整備費
- 先進諸国を比較すると、共通して「高齢」

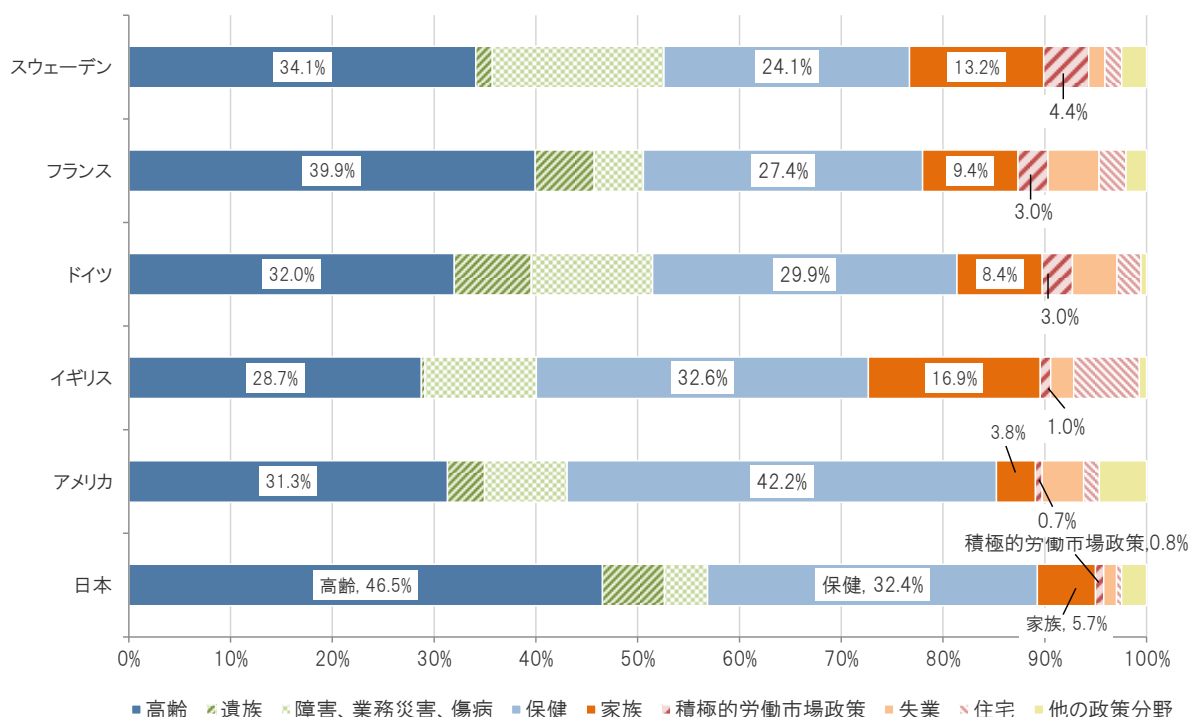
と「保健」の割合が高くなっています。こうした高齢者向けの給付や医療給付は“伝統的社会保障”と呼ばれ、社会保障制度の創設期から給付の中心的存在です。加えて、近年では高齢化の影響により、各国で給付額が増加している分野でもあります。しかし、その中でも日本はこの2分野の割合が圧倒的に高く、「高齢」が46.5%、「保健」が32.4%と、両者で社会支出の約8割を占めます。高齢者向けの年金や医療給付、介護給付が日本の社会保障で大きな割合（社会保障給付費の7割弱）を占めていることは前月号でご紹介したとおりですが、社会支出の規模が国内総生産比と同程度であるイギリスと比べても、日本の支出が「高齢」「保健」中心で、反対に「家族」や「積極的労働市場政策」などいわゆる“新しい社会保障”が小規模となっていることが分かります。ちなみに、欧州諸国では“新しい社会保障”に対する支出が全般的に大きくなっており、日本の約2倍かそれ以上の規模です。このことは、社会支出の規模と高齢化率をマトリックスにした図表3にも表れています。フランスやスウェーデンの高齢



化率（縦軸）は日本を下回っており、高齢者向け給付の対象となる65歳以上人口の割合は低いはずですが、社会支出の規模（横軸）では日本を上回っています。要するに、

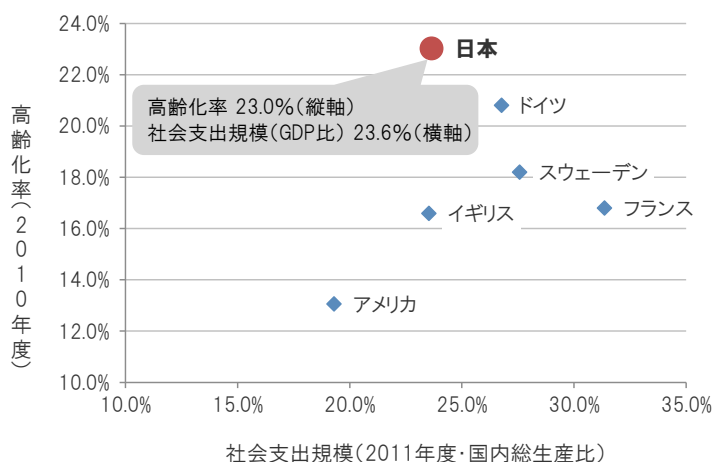
高齢者向け以外の給付が相当程度の規模を占めており、それが社会支出の規模を押し上げているわけです。

図表2 2011年度社会支出 政策分野別構成割合（国内総生産比）



（出所）国立社会保障・人口問題研究所『平成24年度社会保障費用統計』第6表より筆者作成

図表3 社会支出の規模（国内総生産比）と高齢化率（65歳以上人口割合）



（出所）国立社会保障・人口問題研究所『平成24年度社会保障費用統計』第7表および第29表より筆者作成

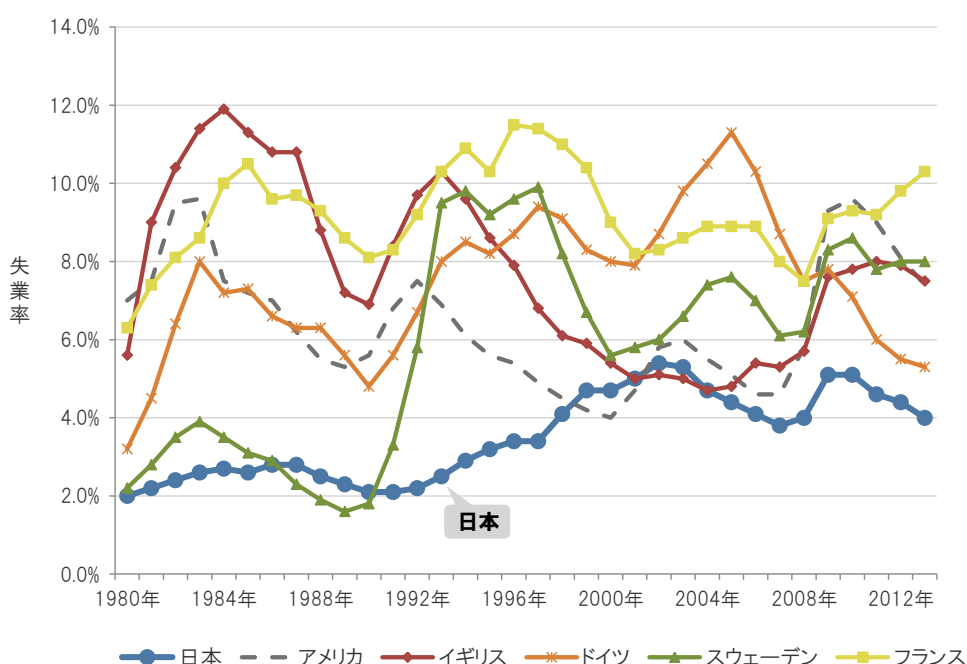
### 3. 日本の社会支出の背景

ここまで、日本の社会保障が「高齢」「保健」といった“伝統的社会保障”中心であるという特徴を見てきました。こうした社会保障の構成は、各国の社会構造を色濃く反映します。日本の社会保障を形作った社会構造とはどのようなものだったのでしょうか。

長らく日本は、終身雇用・年功賃金といった日本型の長期安定雇用と、右肩上がりの経済に支えられてきました。従業員が長時間勤務や転勤を受け入れる代わりに、企業は従業員の雇用を守り、失業率は他国と比

べー貫して低く抑えられていました（図表4）。さらに社会では“男性が働き、女性は家庭を守る”という性別分業意識が主流となっており、親子二世代の同居も多かったことから、育児や介護は専業主婦となった女性達によって担われてきました。こうした社会構造から、現役世代に対する保障は企業と家族内部で賄われ、そこから外れる高齢者の生活や医療を、国が国民皆保険・皆年金で支えるという「高齢」「保健」中心の社会保障が日本に作られていったと考えられます。

図表4 失業率の推移



(出所)国立社会保障・人口問題研究所『平成24年度社会保障費用統計』第30表より筆者作成

### 3. 日本社会の変容と社会保障

日本の長期安定雇用・性別分業を前提とした国民皆保険・皆年金中心の社会保障は、日本社会の変容によって徐々に変革を迫られるようになってきています。まず、バブル崩壊や国際競争の激化によって右肩上が

りの経済が終焉を迎え、日本は低成長の時代に入りました。実質経済成長率の10年平均は、1980年代の4.4%から、2000年代の0.6%まで低下し、さらに競争力の強化や国際分業体制構築のために、企業は正社員を

減らし、非正規雇用を増やしていきました。非正規の雇用者は、基本的にこれまで企業が担ってきたような保障を受けることはできませんが、その非正規雇用者はこの30年で3倍以上増加し、2014年は1,962万人に達しています。

一方で、家族観や女性に対する考え方が変わり、核家族化や女性の社会進出が進みました。働く女性が増加すると、育児や介護が家庭内部で賄いきれなくなり、これを補う社会サービスが求められるようになります。結果的に、現役世代も国からの保障を多方面で求めるようになるなど、社会保

障は「高齢」「保健」中心であるべきという前提が崩れていくことになります。

さらに、高齢者を取り巻く環境も変わりました。医療がめざましい進歩を遂げ、平均寿命が伸長したため、高齢者が大幅に増加したからです。男女とも平均寿命はこの30年間で約6歳延び、65歳以上の人口割合も約15%増加しました。日本は世界一の長寿国であり、このことは大変喜ばしいことです。ただ、高齢者の増加は、元々社会支出の中で規模の大きかった「高齢」「保健」の支出を一層増加させる原因となっていることも事実です。

#### 4. 社会保障の転換期を迎えた日本

現役世代に対する社会保障の不足が叫ばれ、同時に高齢者の社会保障は自然増が進むという状態にある日本は、従来型の「高齢」「保健」中心の“伝統的社会保障”を再考すべき時を迎えていると言えるのではないのでしょうか。こうした状況の下、政府は「全世代対応型」の社会保障への転換を目指しています。しかし、ただでさえ財政赤字が深刻な問題となる中で、社会保障の財源をどう確保するのか、あるいは限られた財源の中で政策毎の配分や給付方法（現金給付か現物給付か）をどうするのかを検討する必要があります。

政策決定の際に求められるのは、「これか

らの日本がどのような社会を目指すのか」という基本的な方針です。なぜなら、政策毎の社会保障の必要性や優先順位を見極める際に、こうした方針が重要な判断軸となるからです。現在、社会保障と税の一体改革に基づく医療・介護・年金制度の見直しや子育て支援策の充実など、“新しい社会保障”を意識した社会保障政策について様々な見直しが行われているところです。ただ、社会保障は国民すべてに関連してくるものですから、各世代の声が公平に政策に反映されてこそより良い制度になると考えられます。

年金コンサルティング部 リサーチグループ 増山のり子



## 老後所得保障の観点から見た企業年金のあり方について その9

### 企業年金の将来に向けて

前回は、厚生労働省が今年1月7日に提示した「平成27年度税制改正の概要」について、その考え方の基となった諸外国の私的年金（米国IRA、英国NEST等）をご紹介しました。今回は個人退職口座への国の直接助成や税額還付などの仕組みについて、ドイツリースター年金とニュージーランドKiwi Saverをご紹介します。

本稿では、今まで企業年金を取り巻く環境の変化、企業年金の課題、そして諸外国での私的年金の諸施策を見てきました。わが国でも少子高齢化が進み、社会保障費が増大していく中、従業員の老後所得保障について企業年金の意義を再認識し、公的年金と企業年金の役割分担を含めて、企業年金を推進していくための機能改善と優遇措置の拡充、そして企業が導入運営しやすい企業年金のあり方を、今後も考え続けていくことが大切です。

#### 1. ドイツリースター年金(Riester Rente)

今年1月に厚生労働省が発表した「平成27年度税制改正の概要」では、個人型DCを基礎とする新たな老後所得保障の枠組みが示されました。しかし、これらの新しい諸施策を推進し、加入を促進するためには、インセンティブが必要です。今回は諸外国の税制優遇策として、国の直接助成（個人退職勘定口座への補助金支給または税額還付）についてご紹介します。

ドイツでも高齢化が進展しており、2001年の年金改革では、公的年金の給付水準を所得代替率で70%から67%へ引き下げ、併せて保険料の引き上げ（2014年は18.9%、2020年まで20%以下、2030年まで22%以下）が行われました。

公的年金の給付水準引下げの代替策として、導入されたのが任意加入の個人積立勘定制度（拠出建て）の「リースター年金(Riester Rente)」です。公的年金の強制被保険者であれば誰でも加入でき、加入者の掛

金に対して政府が助成金（基礎助成金と児童助成金）を支給します。助成金の上限額を得るために必要な支払い掛金額は、前年所得の4%となっています。前年所得の4%から政府助成金を引いた金額が本人拠出額となります。また、この本人拠出額は確定申告時に、2,100ユーロまで所得控除が受けられます。

リースター年金は低所得者ほど、また子供の人数が多いほど政府の助成が手厚くなり、低所得者には助成金支給、高所得者にはさらに所得控除の恩恵がある仕組みです。例えば、国からの助成金は加入者に対して支払われる「基本手当」と、子どもがいる世帯への「児童手当」の2種類があります。「基本手当」が154ユーロ、「児童手当」は子ども1人当たり300ユーロ（2008年以前に生まれた子どもについては185ユーロ）で、25歳未満の新規加入者には、200ユーロの加入一時金が支払われます。リースタ



一年金は老後所得保障機能と共に少子化対策の機能を併せ持った制度と言えます。引

き出しは、従来は60歳からでしたが、2012年より62歳に変更となりました。

(図表1) ドイツリースター年金(Riester Rente)の助成額

基本手当 (Grundzulage)		児童手当 (Kinderzulage)
単身	夫婦	子供1人当たり
154 ユーロ (約 2.1 万円)	308 ユーロ (約 4.2 万円)	300 ユーロ (約 4.1 万円) (2008 年以前生まれの子は 185 ユーロ)(約 2.5 万円)

出所：筆者作成 (1 ユーロ=135 円換算,2015.2.20)

## 2. ニュージーランド Kiwi Saver (退職金積立金制度)

ニュージーランドの「Kiwi Saver」は、2006年のキウイセイバー法 (Kiwi Saver Act 2006) により 2007 年に設立された「自動加入・任意加入」の確定拠出型の個人退職積立金制度です。国の老齢年金 (New Zealand Superannuation) に加入している 65 歳未満の個人なら誰でも加入対象となります。総人口の約 4 割の 197 万人 (2012 年) が加入しています。従業員は入社時に全員が自動的に加入し、2 週間～8 週間の間であれば脱退ができます。掛金は給与の 3%、4%、8% の 3 パターンから各自が選択します。事業主も給与の 3% (2013 年) を併せて拠出します。口座を開設すると国から、1,000NZ ドル (1NZ ドル=90 円換算で約 9 万円) が個人口座に振り込まれます。また、本人拠

出額 1NZ ドルに対して 50 セントを国から税額控除による還付 (Member Tax Credit) の形で、年間 521.43NZ ドル (2011 年以前は 1,042.86NZ ドル) を上限として個人口座に還付されます。給付は国の老齢年金の支給開始年齢である 65 歳以降となります。

また、本誌 1 月号でご紹介したイギリスの「国家雇用貯蓄信託 (NEST : National Employment Saving Trust)」では、本人と事業主がそれぞれ所得の 4%、3% の保険料を拠出し、国が減税措置 (税金還付) の形で 1% 分を個人退職口座に補助 (還付) する仕組みをご紹介しました。私的年金を推進するためには、所得控除だけではなく、個人口座への直接助成や税金還付のような仕組みも必要かもしれません。

## 3. 企業年金の将来に向けて

これまで本稿では、企業年金を取り巻く環境が変化していく中、企業年金の課題、そして諸外国での私的年金の諸施策を紹介してきました。高齢化の進展による財政支出の増加により、公的年金の機能が縮小していく中、企業年金の意義を再認識し、企業年金の将来像を考えていくことが必要です。

諸外国では高齢化による財政負担増への懸念から早くから公的年金の機能の一部を私的年金で代替する施策が進められてきました。わが国でも平均寿命が延び、高齢化が進む中、就労と年金支給のあり方や、公的年金と企業年金の役割分担を考えていく必要があります。企業年金のあり方を考えるうえでは、日本の企業年金の性格を再確

認する必要があります。それは、①企業が  
行う任意の制度であるということ、②出発  
点はいくまで会社退職金であるというこ  
とです。この前提に立ったうえで、企業年  
金の意義を考えるならば、ア. 退職金の外部  
積立により受給権が保護される意義と、イ.  
年金で受け取れる意義があると思います。  
受給権保護の観点から年金資産は事前に外

部に積み立てられていることが望ましく、  
また、老後所得保障を考えるならば、年金  
(annuity) で受け取れることに意義があり  
ます。老後所得保障は公的年金が担うもの  
ですが、従業員の老後所得を考えるならば、  
企業年金にもある程度の老後所得保障機能  
が必要ではないでしょうか。

(図表 2) 日本の企業年金の性格と意義の再認識

(1)企業年金の性格	①企業が任意で行う制度である（強制ではない） ②出発点はいくまで会社退職一時金である
(2)企業年金の意義	①退職金の外部積立(支払い準備)による受給権保護 ⇒受給権保護の観点から資産は事前の外部積み立てが望ましい。 ②従業員の老後所得保障機能として年金で受け取れる意義 ⇒年金で受け取れることが望ましい。一時金選択の余地を残すことも必要。

出所：筆者作成

公的年金と企業年金との大きな違いは、  
公的年金は終身給付と物価・賃金スライド  
によって、長生きリスク（長寿リスク）と  
インフレリスク（物価上昇リスク）へ対応  
しているという点があげられます。その機  
能がないもしくは十分でない企業年金が公

的年金を補完するためには、企業年金の支  
給開始年齢と給付水準をどのように考える  
かがポイントになります。1つの考え方と  
しては、公的年金の支給開始年齢までの垂  
直的補完と、公的年金に上乘せして給付水  
準を補完する水平的補完が考えられます。

(図表 3) 公的年金と企業年金の役割分担

	公的年金	企業年金
(1)長生きリスク (長寿リスク)	終身給付	厚生年金基金は一部終身給付が義務化 確定給付企業年金は有期でも可
(2)インフレリスク (物価上昇リスク)	物価・賃金スライドあり (但し、マクロ経済スライドあり)	物価・賃金スライドはなし (インフレリスクへの対応なし)
(3)支給開始年齢	65歳、ただし60歳から繰上げ 受給可(1カ月毎に0.5%減額) または70歳まで繰下げ受給可 (1カ月毎に0.7%増額)	DB:60歳以降65歳以下で規約に定める 年齢に達した時または50歳以降60歳未 満で規約に定める年齢以後に退職した時 DC:60歳以降70歳到達時まで

出所：筆者作成

## 5. 企業年金の残された課題

厚生労働省は、「平成27年度税制改正の概要」で、新たな老後所得保障の枠組みの一部を提示しましたが、今後検討すべき課題も残されています。企業年金を従業員の老後所得保障として考えるならば、更なる機能面での改善も必要です。例えば、確定拠出年金での引き出し要件について、現状では厳しいものがあり、加入促進を妨げている場合も考えられます。失業、疾病、住宅購入等の緊急な資金要請に限り、個人別管理資産からの一部引き出しを認めるなどの検討が必要かもしれません。また、雇用の流動化が進む中、中途退職者が都度受け取った少額の会社退職一時金を自らの老後所得保障として有効に活用するため、米国

のIRAのような受け皿としての機能も必要でしょう。今般、DCの拠出限度額の年単位化が提示されましたが、企業年金を推進するためには更なる優遇措置の拡大も必要です。諸外国で既に実施されている拠出限度額の未使用分の翌年以降へ繰越しや、個人別管理資産への国の直接助成、税の還付などの新たな税制優遇策の検討が必要かもしれません。さらに、中小企業の従業員を含め多くの被用者が加入できるように、制度導入手続きの簡素化や制度運営の簡素化を含めて、企業が導入しやすい制度、企業が運営しやすい制度を考えていく必要があります。

(図表4) 企業年金の維持継続のために

(1) 機能面の改善	①ポータビリティ(転職時)機能の更なる拡充 (会社退職一時金等からの受皿として移換を可能とする) ②DCの脱退一時金および中途引き出し要件の緩和
(3) 優遇措置の拡充	①税制優遇の拡大 (DC拠出限度額の未使用分の翌年以降への繰越し等) ②新たな税制優遇措置 (個人別管理資産への国の直接助成または税額還付等)
(2) 制度運営の簡素化	①制度導入手続きの簡素化、制度運営の簡素化 (DC投資教育等) ②退職時の給付義務の企業からの切り離し (年金パイアウト等) ※年金パイアウトは、受給者・待期者の給付義務(資産・債務)を他に移管し、年金債務の削減(積立不足の解消)と変動リスクの回避、企業の支払い責任の回避を図るもの。

出所：筆者作成

## 5. さいごに

今後の企業年金を考えていくうえで、①公的年金と企業年金の役割分担のあり方、②就労と年金受給のあり方、③制度の維持のためのリスク分担のあり方などについて考えていく必要があります。企業年金は会

社退職金を原資として、労使合意に基づき企業が任意で実施する制度であり、各企業の人事政策や財務・経理上の考え方により、それぞれ企業年金の位置付けも、その内容も異なります。



わが国の公的年金制度が、国民の老後生活に大きな役割を果たしている事は言うまでもありませんが、少子高齢化の進展と財政支出の増大を背景に、公的年金の給付水準適正化と支給開始年齢の段階的引き上げが実施され、その機能は縮小しつつあります。今後も高齢化が進んでいくことが予想され、社会保障費は増加していきます。企業年金を取り巻く社会環境や経済環境も変化していきます。そのような中において、企業年金の意義を再認識し、公的年金と企業年金の役割分担を含めて、従業員の老後所得保障に資する制度、企業が導入・運営

がしやすい制度、そして、今後の社会環境と経済環境の変化にも耐えられるサステナビリティ（持続可能性）を持った企業年金制度を構築していく必要があります。

本稿は今回で連載を終了します。本稿が企業年金に関わる全ての皆様に、少しでも今後の企業年金のあり方について考えるきっかけになれば幸いです。昨年7月からご愛読いただき、誠にありがとうございました。

なお、本稿における意見等については、筆者の個人的見解であり、所属する組織のものではありません。

(図表5) 今後の企業年金を考えるポイント

- ▶ 従業員の老後所得保障機能のあり方（就労と年金受給のあり方）  
（⇒企業の人事政策および財務・経理上の企業年金の位置付けは企業により異なる）
- ▶ 公的年金と企業年金との役割分担のあり方  
（⇒公的年金との関係を考慮した給付水準および支給開始年齢の考え方）
- ▶ 制度維持のための企業と加入者のリスク分担のあり方

出所：筆者作成

【今後の企業年金のあり方を考えるに際して】

- ▶ 企業年金という制度が大事なのではなく、従業員の老後所得保障機能が大切である  
（2014.6.4,第4回社会保障審議会企業年金部会委員）
- ▶ 企業年金はあくまで退職金制度であり、人事管理面から退職金制度をどのようにしていくのか  
（2014.6.30,第5回社会保障審議会企業年金部会委員）
- ▶ 老後所得保障を考えた場合には、退職金制度を年金化するための仕組みも必要である  
（2014.7.25,第7回社会保障審議会企業年金部会委員）

出所：厚生労働省（2014）「社会保障審議会企業年金部会議事録」より筆者作成

年金カスタマーサービス部 主任調査役 菅谷和宏

<主な参考文献>

中川秀空(2013)「ニュージーランドの年金制度の現状と課題」『レファレンス』2013.7,pp.6-24





## アクティブ運用とパッシブ運用

### William F. Sharpe はどのように考えるか？

年金ファンドが自らの運用目標の達成を図るため運用戦略を見直し、リスクや資産の配分を具現化する戦略的ポートフォリオの再構築が必要か否かを検討する際には、現状採用している資産クラス・投資戦略を棚卸し、点検を行うことになる。

現在広く実践されている「コア・サテライト」アプローチの文脈で考えれば、(1)どのようなマーケット（や分野）・投資戦略をターゲットとし、(2)どのような投資手法で成果獲得を狙うか、(3)「コア・ポートフォリオ」と「サテライト・ポートフォリオ」の各々にどのような役割を割り振るか、また、(4)その構成比率をどのようにするか、などを吟味するという具合である。

難しい運用環境下、上記作業は、従来以上に重要性は高まっているが、その中で避けることができない基本的事項が「アクティブ戦略」と「パッシブ戦略」の位置付けや利用法である。そのために、William F. Sharpe（1990年のノーベル経済学賞受賞者）の考えを再確認しておくことは有意義であろう。

注：当小論中の意見にかかわる部分、および、有り得べき誤りは、筆者個人に帰属するものであることを、予めお断りします。

#### 1. はじめに

年金ファンドの運用担当者は、恒常的に自ファンドの運用に思案を巡らしていますが、昨今のようにマーケットのボラティリティが大きいと、たとえ運用成果が好調な時であっても、否、運用成果が好調な場合は、今度はその持続性が心配になってきます。このように考えることは、職業病的な「心配性」と言えるかもしれません。

周知のとおり、昨今は金融や経済の国際的な連鎖が強くなる中で地政学的なリスクが高まっており、マーケットの変動は従来以上に大きくなる傾向にあります。さらに、投資家の心理や行動に関して、意思決定の

方向性が同一となることが多く、さらにそのタイミングも画一的になりがちのため、マーケットの乱高下が増幅されているようにも見受けられます。

このような厄介な（馴染みの言葉を使うとすれば“リスクが大きい”）状況は、近い将来簡単に解消されるとは思えません。さらに、实体经济の脆弱さが長引く中で低金利が継続していくとすれば、資産運用のリターンは総じて低く、一方で債務の評価額は高止まりするため、年金制度（確定給付年金制度）運営は試練の時が、今しばらく続きそうです。

## 2. 欧米の年金ファンドの課題

このような環境に頭を痛めているのは欧米の企業年金関係者も同様です。彼らと会話をすると、多くの人が、「リスク・バジレットの使い方の再検討」、「リスク・プレミアムをもたらす投資対象を探すこと」、「より分散効果のある、厳選した投資対象を見出すこと」、などを課題としてあげます。

注1： 当然のことながら、彼我の制度・規制・慣習等々の相違、例えば、基本的に「終身年金制度」であること、「連生年金制度」や今はあまり考えなくとも良いのかもしれない「生活費（物価）調整制度」の存在、厳格な積立基準等の影響、を考慮する必要はあるかもしれません。

## 3. 日本の年金ファンドの課題

我が国の年金においても、欧米年金と事情の違いは若干あるかもしれませんが、自らの運用目標の達成を図るため運用戦略を見直し、リスクや資産の配分を具現化する戦略的ポートフォリオの再構築が必要か否かを検討する、という根本姿勢に変わりはないはずです。

現在、広く実践されている「コア・サテライト」アプローチは「目的別ポートフォリオ」の一つの「建て付け」と捉えることもできます。即ち一般的には、「コア部分」においては主に比較的効率的と見なされるマーケット/そのセグメントに着目し、パッシブ運用（インデックス・ファンド）により、採用したインデックスで表されるマー

ケット/そのセグメントのリスク/リターン特性をでき得る限りコピーすることを目指します。一方、「サテライト部分」では特化した分野にアクティブ運用を用いてリターンの引上げを狙う、という具合です。

したがって、ここでは年金の制度運営方針・財政・会計の現状等々に鑑み、現在考え得る選択肢・可能性の中から、①どのようなマーケット（や分野）・投資戦略をターゲットとし、②どのような投資手法で成果獲得を狙うか、③コア・ポートフォリオとサテライト・ポートフォリオの各々にどのような役割を割り振るか、また、④その構成比率をどのようにするか、などを再度吟味することが課題となります。

したがって、ここでは年金の制度運営方針・財政・会計の現状等々に鑑み、現在考え得る選択肢・可能性の中から、①どのようなマーケット（や分野）・投資戦略をターゲットとし、②どのような投資手法で成果獲得を狙うか、③コア・ポートフォリオとサテライト・ポートフォリオの各々にどのような役割を割り振るか、また、④その構成比率をどのようにするか、などを再度吟味することが課題となります。

## 4. アクティブ戦略 vs. パッシブ戦略

資産クラスや投資戦略に関して、「既存部分の配分変更」・「新規採用」などを含む、運用戦略の検討・策定・実践を行う際に必須となる検討項目に、「アクティブ戦略」と「パッシブ戦略」があります。

現在では「スマートベータ」と総称される、これら2つの「ハイブリッド戦略」は

世界的に注目度が向上していることもあり、以前と異なり、「アクティブ戦略」と「パッシブ戦略」を対立するものとしてではなく、いかに融和させて取り扱うか、に観点が移って来ています。

このような状況下で、四半世紀前の小論<sup>注1</sup>ながら、古さを感じさせない=現在でも有



効である<sup>注2</sup>、W. Sharpe の「アクティブ戦略」と「パッシブ戦略」に関する考察を振り返ることは意義があると思います。

この論文で Sharpe は「四則演算」、即ち、「加減乗除」だけを用いて考えを展開して

います。「効率的市場仮説」、「合理的投資家」や「運用者のスキル」等々の話は一切ありません。あるのは、とても分かり易い「算数的事実」です。

注1： William F. Sharpe, “The Arithmetic of Active Management.” *Financial Analysts Journal*, Vol. 47, No. 1 (Jan.-Feb., 1991) pp. 7-9

注2： 例えば、Eugene F. Fama and Robert Litterman, “An Experienced View on Markets and Investing” *Financial Analysts Journal*, Vol. 68, No. 6 (Nov.-Dec., 2012) pp. 15-19 の 18 ページを参照。

## 5. Sharpe の主張

アクティブ運用とパッシブ運用をきちんと定義すれば、結論として次のようになると Sharpe は言います。

- (1) 費用控除前で、アクティブ運用の平均リターンはパッシブ運用の平均リターンに等しくなる。
- (2) 費用控除後で、アクティブ運用の平均リターンはパッシブ運用の平均リター

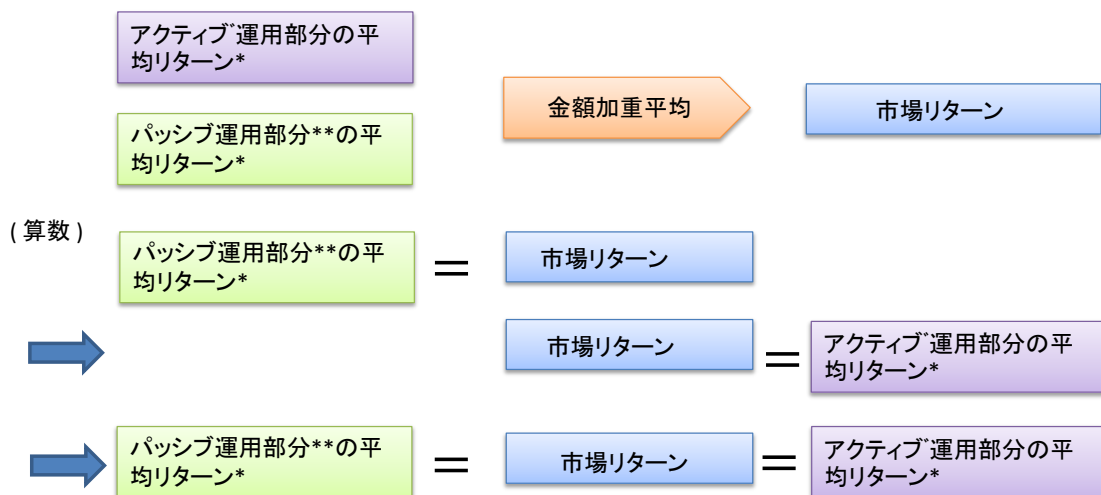
ンより低くなる。

このことを証明するための「仕掛け」として必要なのは、以下の定義だけだとして、米国株式市場を例にとりて続けます。

- (3) 先ず、投資する「市場」を選ぶ必要がある。(例えば、S&P500 の組入れ銘柄、一連の小型株銘柄とかです。)

図表1： The Arithmetic of Active Management

### 1. コスト控除前：



\*：金額加重平均

\*\*：完全法

- (4) 次に、全ての投資家をパッシブ運用投資家とアクティブ運用投資家に二分す

る必要がある。

・パッシブ運用投資家は、市場の時価

構成比率（浮動株調整済み）に一致させて構築した、「完全法」ポートフォリオで運用する投資家とする。

・アクティブ運用投資家は、上のパッシブ運用投資家以外の全ての投資家とする。すると、コスト控除前では図表1のようになります。

(5) アクティブ運用部分の金額加重平均リターンとパッシブ運用部分のそれとを金額加重平均したものが市場リターンとなる。

(6) パッシブ運用部分の（平均）リターンは市場リターンと等しい。

(7) よって、アクティブ運用部分の（金額加重）平均リターンと市場リターンは等しくなる。

(8) 従って、パッシブ運用部分の（平均）リターン＝市場リターン＝アクティブ運用部分の平均リターンが成立する。

ここまで、算数の「加減乗除」計算だけでたどり着きました。ここからは、コスト控除後でどうなるか見ることになります。

Sharpe は、上記の（2）を証明するには「事実」に依拠するだけだとして、次のように続けます(図表2)。

図表2: The Arithmetic of Active Management

(事実)

アクティブ運用部分の  
コスト

>

パッシブ運用部分の  
コスト

- ・ リサーチや売買をより要する
- ・ 運用報酬もよりかかる

2. コスト控除後:



パッシブ運用部分\*\*の平均リターン\*

>

アクティブ運用部分の平均リターン\*

\* 金額加重平均

\*\* 完全法

(9) [事実] アクティブ運用はパッシブ運用に比べ、よりリサーチや銘柄の売買が伴うためコストが高む。

(10) よって (8) と (9) から、コスト控除後では、アクティブ運用部分のリターンはパッシブ運用部分のリターンよりも低くなる。

Q.E.D. (証明終わり)

「当惑するくらいシンプル」(Sharpe)、かつ、「強力」ではないでしょうか？ Fama(2013年のノーベル経済学賞受賞者)も当件は算数的事実だとしています(前掲注2)。

さらに Sharpe は、実証的分析で一見この「原理」を否定するかのようなのは、曖昧なアクティブ運用・パッシブ運用の定義に基づく不適切なリターン測定によるもの

だ、とまで言い切っています。

ここまでは、「アクティブ運用支持派」にとってはフラストレーションの溜まる議論展開であったかもしれませんが、Sharpeは続いて、アクティブ運用支持派に希望を待たせる次のコメントをします。

(11) 幾人かのアクティブ運用者が、パッシブ運用者をコスト控除後でも上回る成果を収めることは全く可能である。ただし、それらのアクティブ運用者が運用する金額は、全アクティブ運用者が運用する金額の内の小さい部分である。

(12) また、年金ファンドが、採用アクティブ運用者全体で、パッシブ運用者をコスト控除後でも上回る成果をあげることも可能である。この場合、アクティブ運用者の全てがパッシブ運用者を上回る必要はなく、上回った運用者の運用額合計がアクティブ

運用部分の過半となれば良い。

どうでしょうか？ これも納得のいく主張ではないでしょうか？

ここで注意いただきたいのは、Sharpeは当小論では、パッシブ運用を上回るような成績を出すアクティブ運用者を、事前に見いだすことは困難だとか、たとえ見つけたとしても新規の資金を受け付けていないかもしれない、などとは言いません。また、どうしたらそのような運用者を見つけ出せるか(11)、あるいは、どのような運用者構成にすれば良いのか(12)、などという指南もしません。

繰り返しになりますが、アクティブ運用とパッシブ運用について、ただ「四則演算」で主張できることのみを、淡々と提示しているのです。

## 6. 終わりに

Sharpeの示したアクティブ戦略とパッシブ戦略に関する「公理」とも言える算数的事実を、運用戦略考案の新たな一助としていただければありがたいと思います。

また筆者は、Sharpeがこの小論を書いた時点では、一部のものを除き「顕在化」してはいなかったが、最近では注目度に目覚しいものがある「スマートベータ戦略」についても、当小論のフレームワークを使って整理してみるのには興味深いと考えています。

スマートベータ戦略は、当小論での定義に基づけば、アクティブ戦略（他のアクティブ戦略に比べて低コストの戦略）に分類されることになることは明らかです。

しかしながら、アクティブ戦略とパッシブ戦略の「ハイブリッド」という当戦略の持つ特性ゆえに、「パッシブ・コア」/「アクティブ・サテライト」を代替・補完できる「第三の戦略」として、実際に採用するか否かは別としても、一考に値するものであるからです。

年金運用部 顧問 大輪秋彦



## <コラム> アドリブ経済時評

イノベーションは情熱だ！

先日、全く新しいピアノというものを、見て聴いて感動した。

黒鍵がなく、1オクターブの幅の中に、少し細くて丸みがあった12の鍵（色は2種類）がフラットに並んでいて、確かに演奏が簡単そうであり、素晴らしい音がするグランドピアノであった。

菅野邦彦氏というピアニストが、発案以来20年近くかけて製作して弾いているもので、従来型のグランドピアノに差し込んで使えるという鍵盤である。

同氏は、戦後のジャズの歴史そのものとも言われていて、「天才」と評されることも多いようだが、「従来のピアノは、黒鍵があることが邪魔して弾きにくく、音もいびつだ」と言い続けていたという。

従来のピアノは、黒鍵と白鍵の長さが違うことによって、2種類の音色が違ってくことと、同じ白鍵でも右上が（黒鍵によって）欠けているものと左上が欠けているものでは、やはり音色が異なってくるという。一番美しい音色を出すスイート・スポットの位置を揃えようがないのである。

新型ピアノは、鍵が完全に同じ形をしていて、それらの欠点が無くなることによって音が美しくなり、曲の調が変わっても指使いが完全に同じだから、上達が遥かに早いという。

確かに、そのとおりだと思う。子供に習わせるならこちらが良いはずだ。

さて、イノベーションは、技術革新といった意味で使われる言葉だが、オーストリアの経済学者シュンペーター（Schumpeter）によって、その著書「経済発展の理論」の中で初めて定義された。

企業が行うイノベーションには有名な「カイゼン運動」などに象徴される「連続的イノベーション」と電気自動車などの発明・普及のような「飛躍的イノベーション」がある。

もちろん飛躍的イノベーションは、リスクも大きく、懐妊期間も長い。

新しいピアノはWEBで聴くことができるが (<http://suganokunihiko.com/wp1/pv>)、それにしても、何百年もの歴史があり、世界的に普及したものを、「良くない」と喝破する芸術家の直観は凄い。しかも、たった一人で企画、製作して、さらに弾きこなしてしまうというのは物凄い。

飛躍的イノベーションというものは、直観と情熱から生まれ得るものだと知った。

【2015/2/23】

青山学院大学社会情報学部教授 岩井千尋

- 本資料は、お客様に対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における見解等であり、経済環境の変化や相場変動、年金制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがあります。また、記載されている推計計算の結果等につきましては、前提条件の設定方法によりその結果等が異なる場合がありますので、充分ご注意ください。
- 本資料は、当社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その内容の正確性・完全性を保証するものではありません。施策の実行にあたっては、実際の会計処理・税務処理等につき、貴社顧問会計士・税理士等にご確認くださいようお願い申し上げます。
- 本資料の分析結果・シミュレーション等を利用したことにより生じた損害については、当社は一切責任を負いません。
- 当レポートの著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料及びリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客様向け資料をよくお読み下さい。

