確定拠出年金の可能性
－iDeCoの登場と運用改善への期待－

目　　次

Ⅰ．はじめに
Ⅱ．iDeCoの可能性
　1．iDeCoの誕生と意義
　2．金融ビジネスとしてのiDeCo
　3．企業とiDeCo
Ⅲ．DCの運用をめぐる議論
　1．DCの運用の現状
　2．改正DC法に盛り込まれたDC運用改善策
　3．DC運用専門委員会での議論
Ⅳ．さらなる制度改善事項
　1．拠出限度額の見直し
　2．中途引出要件の緩和
　3．特別法人税の撤廃
　4．加入可能年齢の引き上げ
　5．DC運用をめぐる課題対応
　6．「国民皆私的年金」に向けて
Ⅴ．おわりに

野村資本市場研究所　野村　亜紀子

要 約 と 結 論

1．改正確定拠出年金法が2016年5月に成立し，確定拠出年金（DC）は2001年の開始以来の本格的な制度改正が行われた。これにより，iDeCo（イデコ，個人型確定拠出年金）は，2017年1月から加入対象者が大幅に拡大し，ほとんど全ての現役世代が利用可能な制度に生まれ変わった。同改正では，また，DCの運用に関する制度の見直しも行われた。

2．ユニバーサル化したiDeCoが普及・拡大に向かうことができるのか，新制度が始まった今後数年はまさに正念場とも言える。鍵を握るのは，多様な金融機関がiDeCoビジネスに参画し，中長期的な収益性を確保した上でコミットメントを持続することである。

3．DCでは加入者自身が運用商品を選択するが，年金目的の長期運用であるにも関わらず，DC資産の半分以上が預貯金と利率保証型保険商品で占められており，長期分散投資が実践されているとは言い難い状況にある。加入者の運用に対する支援を強化するべく，改正DC法により「指定運用方法」の制度が導入されることとなった。当初の期待ほど踏み込んだ施策とはならなかったが，これを機に多くの企業において改めてDC運用の再確認が行われ，運用改善につながることが期待される。

4．今般の法改正は画期的ではあったが，拠出限度額の引き上げをはじめとする，残された課題解消に向けた努力を続けていく必要がある。中長期的には，私的年金加入率を100%に近づけたいのであれば，自動加入制度を導入し，iDeCoをその受け皿とするといった思い切った施策も検討の余地がある。DCは人口高齢化の進む日本において，多くの国民が老後に向けた資産形成を達成するための，基盤となる可能性を秘めていると言えよう。

Ⅰ．はじめに

2016年5月に改正確定拠出年金法が成立し，確定拠出年金（以下，DC）は，2001年の導入以来の本格的な制度改正が行われることとなった。これにより，個人型DCは2017年1月以降，ほとんど全ての現役世代が利用可能な制度に生まれ変わった。愛称のiDeCo（イデコ）は，この機会に付けられたものである。

少子高齢化が進む日本では公的年金の役割縮小は不可避であり，より多くの国民が，私的年金（企業年金や個人年金制度）を活用して，老後の所得確保に取り組む必要性が高まっている。ところが，現実には，確定給付型年金（DB），企業型DCを合わせた企業年金の加入者数は減少・横這いで，厚生労働省の試算によると2014年度末時点の企業年金加入率（厚生年金被保険者に占める加入者の割合）は，34%にとどまった。特に深刻なのが中小企業で，元々大手企業に比べると企業年金の普及は限定的だったが，2013年の制度改正による厚生年金基金の実質廃止がこれに追い打ちをかける格好となっている。

本格的なDC制度改正の背景には，このような日本の年金制度を取り巻く厳しい状況があった。改正DC法の概要は，表1の通りである。iDeCoの加入対象者の大幅拡大に加え，中小企業向けの施策として，簡易型DC

表1　改正確定拠出年金法の概要

1．私的年金加入率の向上	
個人型DCの加入対象者拡大	・個人型DCについて，現在の第1号被保険者，企業年金のない民間従業員に加え，公務員等共済加入者，第3号被保険者，企業年金加入者も加入可能とする （2017年1月1日施行）
中小企業のDC利用促進	・中小企業（従業員100人以下）を対象に，設立手続き等を大幅に緩和した「簡易型DC制度」を創設 ・中小企業（従業員100人以下）に限り，個人型DCに加入する従業員の拠出に追加して事業主拠出を可能とする「個人型DCへの小規模事業主掛金納付制度」を創設 （改正法の公布から2年以内施行）
2．運用の制度の見直し	
加入者の運用方法選択の支援	・継続投資教育の義務づけ強化（配慮義務から努力義務へ） ・元本確保型商品の提示義務の撤廃 ・リスク・リターン特性の異なる3本以上の商品の提示義務 ・政令により，加入者に提示される運用商品数の上限を設定 ・加入者に提示される運用商品の除外に関する規制緩和（全員同意から3分の2同意へ） ・指定運用方法の制度の導入 （改正法の公布から2年以内施行）
3．その他	
拠出，ポータビリティの柔軟化	・拠出規制単位を月単位から年単位に変更（2018年1月1日施行） ・DCからDB等への年金資産のポータビリティ拡充（改正法の公布から2年以内施行）

（出所）厚生労働省資料より野村資本市場研究所作成

及び，従業員の iDeCo に雇用主が追加拠出できる制度が導入された。

同改正法には，DC の運用に関する施策も盛り込まれた。加入者自身が自分の個人勘定資産の運用指図を行う DC においては，この運用内容次第で将来の年金額が大きく変わってくる。現状では，DC 資産の半分以上が預貯金や保険商品に入れられており長期分散投資が実践されているとは言い難い。自助努力の制度とはいえ，より踏み込んだサポートが必要ではないかという観点から制度の見直しが行われた。

本稿では，iDeCo の登場と DC の運用をめぐる内容を中心に，今般の制度改正を踏まえた DC の現状と課題を整理し，同制度の可能性を探る。

Ⅱ．iDeCo の可能性

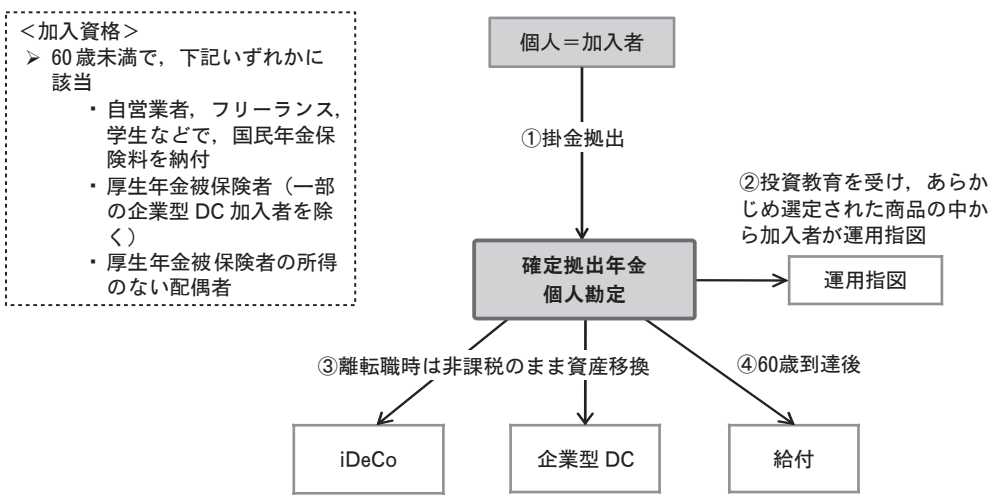
1．iDeCo の誕生と意義

⑴　iDeCo の概要

iDeCo は企業型 DC と同じく確定拠出年金法により導入され，2002 年 1 月から開始された。個人が自分の所得の一部を拠出，あらかじめ用意された運用商品品揃えの中から投資対象を選択する（図 1 ）。原則として 60 歳まで引き出すことはできないが，拠出の所得控除と運用時非課税という税制優遇が付与されている。

企業型 DC は職場の福利厚生制度であり，企業が様々な条件設定を行う。自社の退職給付制度における DC の位置づけを決定し，

図1　iDeCo の概要（基本形）



（注）企業型 DC の場合，企業が拠出。加入者も追加で拠出可能。
（出所）野村資本市場研究所

DC のサービス提供業者である運営管理機関を選定し，運営管理機関などの協力を得つつ DC の制度設計を固める。従業員は加入資格を有すれば自動的に加入し，与えられた環境の中で DC を活用していくことになる。これに対し iDeCo は，個人が加入するかどうかを決め，金融機関を選び iDeCo の口座を開設する。通常の資産形成と同様に全てが個人発だが，税制優遇の存在が特徴的である。

企業型 DC 及び iDeCo への拠出には，加入者 1 人当たりの限度額が設定されている。加入者の公的年金上の分類と職場の年金制度に基づくことから複数種類に分かれており，また，企業型 DC と iDeCo の両方に加入できる個人については，それぞれについて設定されている。表 2 の通り複雑だが，大枠を述べると，①国民年金第 1 号被保険者（自営業者等）は年間 81.6 万円，②民間従業員は最大で年間 66 万円・最小で同 14.4 万円，③公務員は年間 14.4 万円，④第 3 号被保険者（専業主婦等）は所得控除無しで年間 27.6 万円，となっている。

⑵　ユニバーサル化への道のり

iDeCo の加入対象者は元々，自営業者と職場に企業年金のない従業員のみに限定されていた。1990 年代の景気低迷と厳しい運用環境を経て，新たな企業年金の選択肢として DC を導入するにあたり，企業年金のない従

表 2　DC の拠出限度額

＜企業型 DC ＞

職場の年金制度	拠出限度額（年間）
企業型 DC のみ	● 66 万円 ➢ うち，個人拠出（マッチング拠出）は企業拠出以下 ● iDeCo への同時加入の場合，企業拠出 42 万円
企業型 DC と DB	● 33 万円 ➢ うち，個人拠出（マッチング拠出）は企業拠出以下 ● iDeCo への同時加入の場合，企業拠出 18.6 万円

＜ iDeCo ＞

公的年金上の分類	拠出限度額（年間）
第 1 号被保険者	● 81.6 万円 ➢ ただし，国民年金基金への拠出と合わせて限度額以内
第 2 号被保険者 民間従業員 　企業年金なし 　企業年金あり 　　企業型 DC のみ 　　企業型 DC と DB 　　DB のみ 公務員	 ● 27.6 万円 ● 24 万円 ● 14.4 万円 ● 14.4 万円 ● 14.4 万円
第 3 号被保険者	● 27.6 万円 ➢ ただし，所得控除なし

（出所）野村資本市場研究所作成

業員や自営業者にも自助努力の機会を提供するべくiDeCo（当時の呼称は個人型DC）が導入された。iDeCoには，企業型DC加入者が離転職により加入資格を喪失した際の受け皿としての機能も付与された。

ただ，iDeCoの加入対象者が限定されたため，例えば転職後の職場にDBはあるが企業型DCはない場合（したがって職場に企業年金がある）や，専業主婦になる場合，企業型DCの個人勘定資産をiDeCoに移換することはできるが，以後拠出を継続することができず，いわば塩漬けの状態で置いておく以外に方法はなかった。年金ポータビリティは本来，DC制度の重要な長所の一つであるが，真にポータビリティがあるとは言い難い状況だった。

2017年1月以降，企業年金加入者，公務員，専業主婦のいずれもiDeCoに加入し拠出を継続することが可能になった。背景にあったのは，冒頭で述べた公的年金給付抑制やDBの後退といった年金制度を取り巻く環境変化である。企業型DC加入者で個人拠出（マッチング拠出）が認められている人々など，一部iDeCoに加入できないケースは残るものの[1]，上述の塩漬け問題は概ね解消されることとなり，DC制度全体の簡素化にもつながった。

実は，日本のDCのモデルである，米国DCでも，個人向け制度の個人退職勘定（IRA）は，1974年の制度導入時は職場に年金制度のない従業員と自営業者が対象だったが，1981年の税制改正により全ての現役世代が利用可能なユニバーサルな制度に改められた。米国でも当時，公的年金財政が危機に直面しており，1983年の制度改正により支給開始年齢の引き上げ等が決定されるなど，自ら老後に備えることの必要性が，広く一般の人々の間に浸透しつつあった。IRAにビジネスチャンスを見出した金融機関の積極的なプロモーションもあり，IRAは，人々の自助努力を支援する制度として認知度を高めていった。

その後，1980年代後半には企業年金におけるDBからDC（401（k）プラン等）へのシフトが始まり，IRAは職域DCからのロールオーバーにより拡大していく。今や4,250万世帯（全世帯の約34%）がIRA口座を保有し（2016年央時点），資産残高は7兆8,500億ドルで，401（k）プランの4兆8,250億ドルをはるかに上回る（2016年末時点）[2]。

今般の制度改正によりユニバーサル化した日本のiDeCoも，中長期的にIRAのような普及・拡大に向かうことができるのか，新制度が始まった今後数年がまさに正念場とも言える。米国の経験に倣うなら，iDeCoの普及に欠かせないのが金融機関のコミットメントである。この点は後述する。

⑶ iDeCo誕生に見る年金政策の変化

iDeCoの誕生は，日本の年金政策のアプローチが時代と共に大きく変化したことを象

徴する出来事だったと言える。

日本で年金制度と言えば基本的に公的年金，すなわち社会保障というのが一般的な受け止められ方であろう。実際，65 歳以上無職高齢世帯の収入源を見ると実収入の 8 割が公的年金給付で，これにその他の収入と資産の取り崩しを加えて支出を賄うのが平均像である[3]。しかし年金政策においては，公的年金の役割が将来的に縮小する以上，補完のための私的年金を重視する必要がある。歴史的にこの場合の私的年金は，職場経由の年金制度であり，DB であるというのが出発点だった。1990 年代の環境変化を経て DC が導入されたが，あくまでも DB を補完する位置づけであり，DC の主眼は企業型 DC だった。iDeCo は，企業型 DC を導入するにあたり必要なので入れた，対象者は必要最低限にとどめたというのが実情だったと言えよう。

換言すると，iDeCo は伝統的な年金制度の範疇から最も遠いところに位置付けられた。これが国民年金に匹敵するほど広範な人々に開放されたのが今般の制度改正であり，年金イコール社会保障（すなわち公的年金），企業年金イコール雇用主による保証（すなわち DB），DC イコール企業型 DC というアプローチからの脱却と言えた。

利用するかどうかも含め，完全に個人の意思に任されている点で，iDeCo はむしろ少額投資非課税制度（NISA）や，保険会社の個人年金保険に近い。個人は，例えば iDeCo と NISA で資産形成を行い，個人年金保険で保障を得るといった具合に，これらの制度を組み合わせて活用することが考えられる。

2．金融ビジネスとしての iDeCo

⑴　iDeCo のビジネス・ポテンシャル

新制度開始直前の 2016 年 12 月末時点で，iDeCo の加入者は 30.6 万人だった。仮に対象者全員が加入すると，加入者数は約 6,500 万人となる。また，直近データである 2015 年度の年間拠出額は 406 億円だったが，全加入者が法令上の限度額を拠出すると年間拠出額は約 25 兆円と試算される。これらはいわば理論値であり，iDeCo の制度上のポテンシャルと言ってよい。参考までに，2016 年の公募投資信託市場全体の設定額は 69 兆円だった。

2017 年 4 月末時点の iDeCo の加入者数は 48.9 万人だったので，新制度開始の 2017 年 1 月から僅か 4 カ月間で，2002 年からの 15 年間の 6 割に相当する人数が加入したことになる。2016 年秋以降本格化した官民あげての周知活動により，マスメディア等での露出度も高まり，個別金融機関のマーケティング活動もそれなりに奏功していると推察される。

現時点の取り組み状況としては，コスト効率が強みのインターネット・チャネル，支店網を活かしての対面チャネルの両方で，新規参入やビジネス強化の動きが見られる。ま

た，加入者の投資教育等の運営管理業務を自前で行うか他社と提携するかでも，様々なアプローチが見られるようになっている。もっとも，ほとんどの金融機関において，個人向けビジネスとしての中長期的な戦略は確立されていないのが実情と思われる。

⑵ 提供チャネルの多様性という論点

iDeCo が今後，日本で真に根付いていくには，多くの金融機関が，iDeCo を取り扱うことについて中長期的なコミットメントを持続することが重要である。制度は導入しただけでは普及しない。普及の担い手が必要である。その点，提供チャネルの多様性確保は決定的に重要であり，インターネット等の非対面チャネル，対面チャネルともに，各々の金融機関の事業戦略に基づき活性化することが望まれる。

ところが，対面チャネルで本格的に iDeCo を取り扱うのにあたり，足元では一つの制約が存在する。「兼務規制」と呼ばれ，金融機関において預金や投資信託といった商品販売を手がける営業職員が，運営管理業務を同時に手がけることを禁止する規定である。例えば，個人が金融機関の営業店で iDeCo の商品について質問したとする。この個人が加入者である場合，当該商品に関する情報提供を行うことができるのは，運営管理機関の職員あるいは運営管理業の専門部署の担当者であり，それ以外の営業職員は提供することができない[4]。

このような規制の背景には，DC という年金制度における情報提供と金融商品の勧誘とを厳密に切り離すべきだといった考え方があったのかもしれないが，iDeCo が 6,500 万人の潜在的な利用者を有する制度に生まれ変わった今，iDeCo に関する網羅的な説明を運営管理機関のみに担わせるのは無理があると言わざるを得ない。より多くの個人が iDeCo の利用価値を理解し，加入という行動を起こすところまで持って行くには，やはり金融機関の営業職員の実地サポートが不可欠なのではないかと思われる。兼務規制は緩和される方向だが，一刻も早い実現が求められる。

また，実際のところ，個人は営業職員に対し，単なる運用商品に関する情報提供だけではなく，営業職員が NISA や iDeCo を含め，幅広い角度からの運用相談に対応することを期待する可能性が高い。そもそも個人の資産形成をサポートするのは，金融機関の営業職員の本業である。iDeCo を特別な存在として規制により切り離すのは，個人から見た制度の使い勝手の悪さにつながりかねず，iDeCo の普及の阻害要因にもなりうる。この論点については，Ⅳ章で取り上げる。

⑶ 金融機関の収益性確保という論点

金融機関が iDeCo ビジネスにコミットするには，同ビジネスにより中長期的な収益性を見出すことが重要である。一般に，DC のような定期拠出・長期運用型のビジネスは，利益率は低くても安定性が高い。また，規模

の経済を働かせることによりコスト効率を高めることができる。ただし，金融機関にとっての収益は加入者にとっての負担であり，資産形成のパフォーマンスに直接影響するので，手数料が相対的に高めの金融機関はそれに見合う付加価値を提供する旨を十分にアピールしないと，個人に選ばれにくくなる。逆に低く設定しすぎると，「安かろう悪かろう」に陥る懸念が生じるのに加え，規模の経済が働くとはいえ事業の持続可能性が損なわれる。単独事業としての黒字化が困難であれば他との組み合わせでシナジー効果による利益創出が考えられるが，このアプローチは，加入者にとって必ずしも望ましくない商品の抱合せという，潜在的な利益相反を慎重に抑制する必要がある点は要注意である。

DC のサービス及びその対価である手数料についてより詳細にみると，資産運用関連と口座の運営管理関連とに大別される。前者の手数料は，DC の品揃えの中から選択した商品の手数料体系に応じて，加入者が負担する。投資信託であれば信託報酬であり，預金や保険は手数料という呼称は使用されないが，利回りが金融機関の取り分の控除後ベースで提示されている。

後者の手数料は，企業型 DC の場合，通常企業が負担するので加入者が意識することはないが，iDeCo では本人負担となる。運営管理関連のサービス業者を機能別に整理すると表 3 のようになるが，これらのうち，通常の資産形成口座や DB と比較してユニークなのは，個人勘定の記録管理を行うレコードキーパーである。運営管理機関は，呼称は DC 特有だが，運用商品の説明や投資教育など，通常の金融機関の個人向けサービスと共通する点も多い。

表 3　DC のサービス提供業者

業　　者	内　　容
運営管理機関	・運用商品の選定・提示，情報提供 ・投資教育等の加入者向けサービス，運営状況報告等の企業向けサービス
レコードキーパー	・個人勘定の記録管理 ・運用指図の取りまとめと資産管理機関への通知 ・給付裁定
資産管理機関（iDeCo では事務委託先金融機関）	・拠出の受け入れ ・資産の保管・管理 ・給付の支払い
受付金融機関（iDeCo）	・加入者の iDeCo の加入申し込みを受け付け，運営管理機関（グループ内／社内の担当部署）に連携
国民年金基金連合会（iDeCo）	・iDeCo の規約作成 ・加入者の資格審査・拠出限度額管理 ・拠出の収納・管理
運用商品の提供業者	・投資信託の運用会社・販売会社，銀行，保険会社等

（出所）野村資本市場研究所

iDeCoについては，さらに，国民年金基金連合会の存在が特徴的である。同連合会は，iDeCoの実施主体という位置づけで，加入者の資格審査・拠出限度額管理等の役割を担っている。DC法の制度の立て付けでは，同連合会はiDeCoにとって，企業型DCの企業に相当する存在だが，加入者の雇用主ではないので手数料を別途徴収する。加入時に1回切りの2,777円を，さらに年間1,236円を継続的に徴収する。これに事務委託先金融機関の768円，運営管理機関の年間2,000～5,000円（レコードキーパー手数料込み）が加わり，合計で年間4,000～7,000円である。

iDeCoの拠出限度額は法令で規定されるので所与とせざるを得ない。前述の通り自営業者等が最大で年間81.6万円，公務員や職場にDBのある従業員が最小で年間14.4万円である。後者の場合，限度額いっぱいの拠出をしたとしても手数料の占める割合が4％超という計算になり，これを上回る運用を長期的に行うのは容易ではない。足元では運営管理手数料を割引する動きも出ているが，中長期的な収益性の課題は残ると思われる。

iDeCoを個人向けに提供することの重要性について誰も異論はないが，営利組織が提供する以上，社会的意義だけでは長続きしない。DC制度の持続可能性を確保するためにも，サービス提供者の収益性確保は極めて重要である。その観点から，例えば，国民年金基金連合会の手数料の軽減措置などは十分検討に値するのではないかと思われる。また，加入者及び資産残高が増加するほど規模の経済が働くことを踏まえると，拠出限度額の引き上げは，DCビジネス持続可能性の観点からも必要な制度改正事項となる。

3．企業とiDeCo

個人ベースの制度であるiDeCoと，企業の関わりはさほど大きくないが，いくつか重要なポイントがあるので指摘したい。

まず，従業員がiDeCoに加入する際，雇用主である企業は「事業所登録申請書兼第2号加入者に係る事業主の証明書」を，国民年金基金連合会に提出する必要がある（事業所登録は1回行えばよい）。その後も加入者は職場の制度への加入状況などを年に1回報告するが，企業はそれらの手続きに必要なサポートを提供する必要がある。給与天引きによる拠出を可能にする，あるいは従業員が口座振替で拠出する場合は年末調整を行うといった対応も求められる。

また，前述の通り，企業型DCの加入者がiDeCoに加入するには，当該企業型DCの規約にiDeCoへの加入が可能な旨定められている必要がある。企業型DC導入済みの企業においては，加入者がiDeCo活用による自助努力の機会を得られるよう，規約改正を行うことが求められよう。あるいは，この機会に企業型DCへのマッチング拠出導入を検討することも考えられる。マッチング拠出を導

入すると，企業型 DC 加入者は iDeCo に加入できなくなるが，既存の制度を通じた追加拠出を行うだけなので手続きが圧倒的に楽であるのに加え，iDeCo と異なり運営管理手数料が企業負担なのでコスト効率が良いというメリットもある。企業にとっても，上述の iDeCo 加入者のための事務手続きを行わずに済む。

さらに，中小企業の場合は，従業員の iDeCo 口座に対し企業が追加で拠出する「小規模事業主掛金納付制度」が 2018 年 6 月までに導入され，企業は年金制度の提供は難しくても，金銭面で従業員の自助努力を支援することが可能になる。米国にも SIMPLE IRA と呼ばれる中小企業向けの制度が年金加入率向上策として 1996 年に導入された。従業員が最大で年間 1.25 万ドルを自分の IRA 口座に拠出し企業が追加で拠出する。2016 年末時点で資産残高は 1,050 億ドルに達している。日本の新制度が，中小企業従業員の年金加入率向上につながるか注目される。

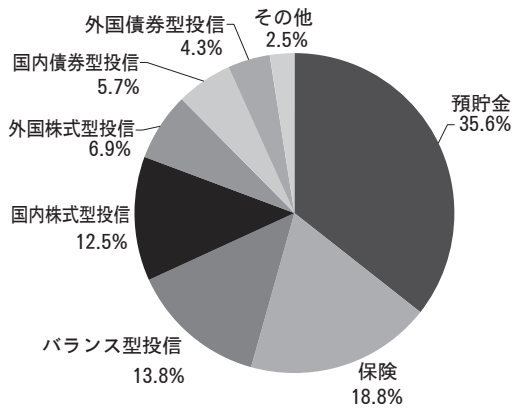
Ⅲ．DC の運用をめぐる議論

1．DC の運用の現状

DC の運用商品の選択は加入者自身が行う。その際，一般の個人にとって投資は馴染みのない行為であることを踏まえ，企業型 DC では，企業に対し投資教育の提供が努力義務として課せられている。実際には，運営管理機関に業務委託する形が一般的だが，責任は企業にある。

DC 運用の実際を示すと，図 2 のようになる。企業型 DC では 2016 年 3 月時点で 9.5 兆円の資産の 54.4%が，元本確保型商品（預貯金及び利率保証型保険商品）に入れられている。年代別に見ても，60 歳まで 20 ～ 30 年ある 30 代ですら，元本確保型比率が 50%

図 2　企業型 DC の運用商品選択の現状



（注）2016 年 3 月時点
（出所）運営管理機関連絡協議会より野村資本市場研究所作成

弱になっている（図３）[5]。

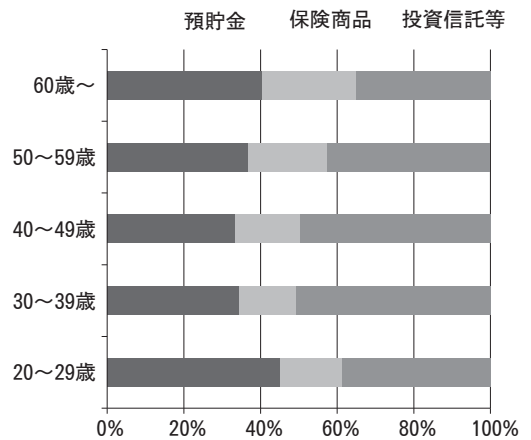
家計金融資産における投信比率が５％台にとどまることを考えると，それなりに投資信託が利用されているという見方もあるが，例えば同じ年金運用ということでDBの2016年３月時点の資産配分を見ると，短期資産は７％にとどまり，幅広く分散投資されている（図４）。DC運用の全体像を見る限り，加入者が年金制度としての長期分散投資を実践できているとは言い難い。

DCの場合，基本的に自己責任の選択の結果であるので，第三者が運用の適切性を判定する必要はない。ただ，企業によっては，DC導入時に「想定利回り」を設定し，当該利回りを加入者が長期的に達成できれば，DC導入前の退職給付制度と比較して不利益変更にならない形を整えたという経緯がある[6]。企業年金連合会の2015年度調査によると，調査対象の65％が想定利回りを設定しており，水準は1.75～2.00％の間が最多で，足元の預貯金や保険商品の利回りでは達成困難と言えた。前述の通り，加入者が想定利回りを達成できなければ，将来の給付がDC導入前の制度に比べ目減りする。想定利回りを運用目標とするかどうかも含めて加入者の自由であるものの，企業としては加入者がこのような仕組みを理解した上で低リスク・低リターン運用を行っているのか，懸念を抱かざるを得ない状況だった。

２．改正DC法に盛り込まれたDC運用改善策

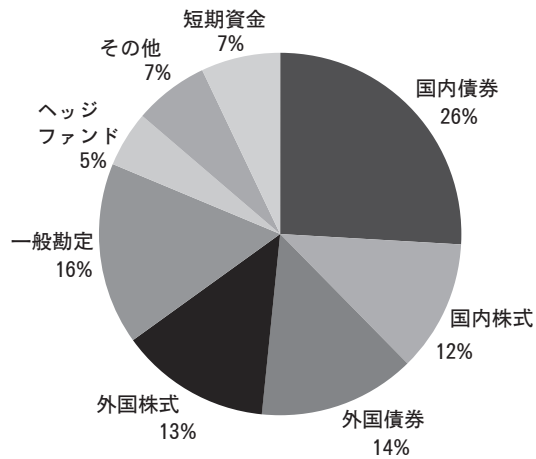
上記のような現状認識を踏まえ，改正DC法には，DC運用の見直しに関する施策が盛り込まれた。DC制度開始以降，初めての本格的な運用関連の法改正だったと言って良

図３　企業型DCの加入者年代別に見た運用商品選択



（注）2016年３月時点
（出所）運営管理機関連絡協議会より野村資本市場研究所作成

図４　DBの資産配分



（注）2016年３月時点
（出所）企業年金連合会より野村資本市場研究所作成

い。

まず，投資教育の拡充策として，継続的な投資教育の義務付けが，「提供するよう配慮する」というソフトなものから「努力する」という，より踏み込んだ位置付けに変更された。

また，運用商品の品揃えに関する施策が盛り込まれた。DC の運用商品の品揃えに関しては，①元本確保型商品を必ず 1 本以上提示すること（元本確保型提示義務），② 3 本以上の商品を提示すること（商品数の下限），③運用商品を除外する際は当該運用商品に投資している加入者等全員の同意を得ること，などの規制がある。

今回の法改正では，①元本確保型の提示義務を廃止すること，② 3 種類のリスク・リターン特性の異なる運用商品の提示義務を導入すること，③ DC 制度において加入者に提示される運用商品数の上限を政令で定めること，④運用商品の除外には全員同意ではなく 3 分の 2 の同意で良いとする等の規制緩和を実施すること，が盛り込まれた。

さらに，投資教育を充実させたとしても運用商品の選択に困難を覚える加入者の存在を念頭に，「指定運用方法」の制度が導入された。同制度は，「長期の年金運用として適切な運用方法の促進」を行うべく，厚生労働省社会保障審議会企業年金部会における議論を経て改正法に盛り込まれるに至った[7]。

DC 制度では加入者が運用商品を選択することが前提とされるが，現実には選択を行わない者，すなわち未指図者[8]の発生と，発生した場合の拠出の取り扱いを定めておく必要がある。この未指図資産の行き先としてあらかじめ指定された商品はデフォルト商品と呼ばれ，企業年金連合会の調査によると，DC 導入済み企業の 63.5％においてデフォルト商品が明示的に設定されていた[9]。

指定運用方法により，基本的には現場の対応だったデフォルト商品が，法律上明確に位置付けられることとなった。概要は表 4 の通りだが，加入者に対し度重なる通知を行い，運用商品選択を促してなお選択がない場合，未指図の資産は指定運用方法に入れられ，加入者が当該運用方法を自ら選択したものと見なされる。

現状のデフォルト商品は，95％が元本確保型商品であるが，指定運用方法は，改正 DC 法 23 条の 2 において「長期的な観点から，物価その他の経済事情の変動により生ずる損失に備え，収益の確保を図るためのものとして省令で定める基準に適合するもの」とされ，元本割れ回避を目的とすることのみが適切とは限らないことが示された。他方，年金の運用において広く受け入れられている「分散投資」の文言は，改正法の条文には盛り込まれなかった。

3．DC 運用専門委員会での議論

⑴　運用商品数の上限

改正 DC 法に盛り込まれた運用関連の施策

のうち，①政令により定めるとされた運用商品数の上限，及び，②省令で定めるとされた指定運用方法の基準については，有識者等から成る「確定拠出年金の運用に関する専門委員会」（以下，専門委員会）を設置し，そこでの議論を経ることとされた。専門委員会は2017年2月から6月にかけて開催され，6月6日に「確定拠出年金の運用に関する専門委員会報告書～確定拠出年金の運用商品選択への支援～」（以下，専門委員会報告書）が公表された。

一つ目の論点である運用商品数の上限については，専門委員会における活発な議論を経た上で，企業型DC，iDeCoともに「35本が適当」とされた。運用商品数が多すぎると加入者が選択しづらくなるという考え方が，本数上限導入の背景にあるとされる。専門委員会では，この考え方を支持する意見がある一方で，加入者の中には多様な選択肢を望む者もいること，企業型DCの運用商品は労使と運営管理機関により自主的に定められるべきもので一律の数による規制は馴染まないこと，運用商品の除外がほぼ不可能な現実を踏まえると現場に大きな混乱を引き起こす可能性があること[10]などが指摘された。

専門委員会の事務局を務める厚生労働省年金局企業年金個人年金課より，運用商品数が35本を超えると未指図者が増加するという調査結果が示されたこと，35本は多くの企業において商品除外の必要性が生じない水準であったことから，いわば落としどころが見出された格好となり，議論が収束していった感がある。ただ，政令で商品数の上限を規定するという方法が適当なのかという疑問は依然として残る。

例えば，加入者への運用商品の提示方法を

表4　指定運用方法の制度の概要

指定運用方法設定	・設定する・しないは事業主の任意 ・加入者に提示する商品品揃えの中から選定
指定運用方法の目的	・長期的な観点から，物価その他の経済事情の変動により生ずる損失に備え，収益の確保を図るためのものとして省令で定める基準に適合するもの ・運営管理機関等が専門的知見に基づき選定
加入者への情報提供	・利益の見込み・損失の可能性 ・指定運用方法を選定した理由 ・運用指図の特例（下記）について
運用指図の特例	運営管理機関は指定運用方法の内容を加入時に通知 ↓ 3ヵ月以上経過しても商品選択がない ↓ 運営管理機関から加入者に商品選択するよう通知 ↓ 2週間以上経過しても商品選択がない ↓ 加入者が指定運用方法を選択し，未指図資産の全額を充てる指図を行ったとみなす

（出所）「確定拠出年金法等の一部を改正する法律」より野村資本市場研究所作成

工夫するだけで「多すぎて選べない加入者」と「多様な選択肢が欲しい加入者」の両方のニーズを満たすことができるのではないかとも考えられる。「複数のアセットクラスにまたがる分散投資を内包する商品群（バランス型投信など）」，「単独のアセットクラスの商品群（インデックス・ファンドなど）」に区分するといった具合である。前者は，自分で資産分散を行うのに困難を覚える加入者，後者は自分で組み合わせを行いたい加入者を想定している。ただし，DC 法では，企業や運営管理機関が，加入者に対し個別の運用商品への投資を勧めたり勧めなかったりすることは禁じられており，区分提示がこの規定に抵触しないことの明確化が求められる。

なお，専門委員会報告書には，パッシブ・ファンドを「基本的な運用商品」，アクティブ・ファンドを「応用的な運用商品」などと示すやり方が例示された。投資に馴染みのある者にとってこの区分は分かりやすいが，投資初心者にとって果たしてそうなのかは，議論の余地があろう。指数連動の運用の意味合いは，ある程度投資の理論を踏まえてこそ理解可能であるからだ。いずれにせよ，加入者への商品の提示は，忠実義務の下で運営管理機関の専門的知見が十分に発揮できるよう，創意工夫の余地を持たせることが重要であると思われる。

⑵　指定運用方法の基準をめぐる議論

二つ目の論点である指定運用方法の基準について，最も注目されていたのは，「どのような商品が指定運用方法に該当するとされるのか」だったと言える。この点，専門委員会報告書では，指定運用方法に関する改正法の条文（表 4 を参照）は，未指図者に適用しても高齢期の所得確保に資する運用として適切なものとなるよう，「指定運用方法が目指す目的」を定めているのであり，指定運用方法の基準において特定の運用商品を指定あるいは除外することはしないとされた。

では，指定運用方法の基準では何が示されるのかということになるが，専門委員会報告書では，条文の文言について，表 5 のような形での解説が記載された。また，具体的にどのような運用商品を指定運用方法として設定するかは，運営管理機関及び労使が，自社の加入者にとって適切な商品を決定するのが適当であるとされ，設定プロセスにおける着眼点として，加入者集団の特性（加入者属性，金融商品の理解度，加入者のニーズ，想定利回りや退職給付制度における位置付けなど），運用商品のリスク・リターン特性（期待収益率，価格変動の大きさ，累積投資額を上回る可能性，実質価値の維持可能性，分散投資効果など）が示された。

指定運用方法の基準において適格商品のカテゴリーが示されるのではないかと期待されていた背景には，米国で 2007 年に「適格デフォルト商品（Qualified Default Investment Alternative）規則」が労働省により制

定された際，その中で 3 つの商品カテゴリー及び具体例が示されたことがある。日米の制度に相違はあるものの，米国の DC デフォルト商品も未指図者の資産を入れる先であるなど共通点も多く，日本の指定運用方法の基準を検討する際，参照しやすいと考えられた。

米国 QDIA 規則では，①幅広い分散投資を行い加入者の年齢等に基づき資産配分及びリスクを保守化させる商品（例：ターゲット・デート・ファンド），②幅広い分散投資を行い加入者全体にとって適切な資産配分を維持する商品（例：バランス型ファンド），③ 1 番目と同様の効果を有する投資サービス（例：マネージド・アカウント）という，デフォルト商品として適格な 3 つの類型が規定された。その際，利率保証型保険商品など元本維持目的商品の取り扱いが議論されたが，短期的には適当であるものの長期的には不適当という判断が下され，最初の拠出から 120 日間に限り適格とされた。

日本の指定運用方法として元本確保型商品が果たして適当なのかは重要な論点だった。改正 DC 法の条文に「長期的な観点から」と記されており，元本確保型の中でも満期までの年限が短いものは不適当とも読めた。あるいは，米国の ODIA を参照するなら，元本確保型は時限的にのみ可とすることも考えられた。DC 資産の半分以上が元本確保型商品という日本の現状を動かす観点からは，米国と同様な方向性が打ち出されることも期待されたが，専門委員会の議論を経て，上述の通り，指定運用方法の基準においてはそのような指針を示すことはしないという方針が示された。

改正 DC 法の指定運用方法の制度は，2014 年の社会保障審議会企業年金部会における議論がベースになっている。同部会から 2015 年 1 月に出された論点整理では，デフォルト商品を設定する場合は，一定の基準に基づいた分散投資効果が見込まれる商品を設定することを努力義務とする必要があると指摘されていた [11]。この主張と比較すると，専門委員

表 5　専門委員会報告書で示された指定運用方法の基準の考え方

改正 DC 法 23 条の 2 の文言	指定運用方法の基準の考え方（専門委員会報告書）
長期的な観点から	長期的な観点から，物価，為替相場，金利その他経済事情の変動（価格変動，信用の変化等）により生ずる損失（名目・実質）の可能性（リスク）に関し，加入者集団にとって必要な考慮がなされているものであること
物価その他の経済事情の変動により生ずる損失	指定運用方法により見込まれる収益（名目・実質）が上記で規定する損失の可能性（リスク）との関係で合理的であることを説明できるものであって，加入者集団にとって必要な収益の確保が見込まれるものであること
収益の確保を図る	指定運用方法に係る手数料，信託報酬その他これらに類する費用（販売手数料，信託財産留保額，保険商品の解約控除等）が，見込まれる収益に照らし，過大でないこと

（出所）確定拠出年金の運用に関する専門委員会報告書より野村資本市場研究所作成

会報告書のスタンスは，長期分散投資の後押しという点で慎重さが際立つと言わざるを得ない。

もっとも，同報告書において繰り返し「実質価値」が言及され，単純な「元本確保とそれ以外」という区分からの決別が示唆されたことや，加入者属性等に応じて一律に決まるものではないとの断り書きを入れつつも，「長期的な年金運用の観点からは分散投資効果が見込まれるような商品が有用であることが少なくない」と記載されたことなどは，年金運用としてのDC商品選択のあり方について，一定のメッセージを発したものとして評価すべきであろう。

⑶ 「スタンダードな運用商品」としての指定運用方法

専門委員会での議論を経て，今後行われるべきことは，DC導入済み企業においては改めて加入者の運用状況を確認した上で，デフォルト商品を設定しているのであればその適切性を確認し，指定運用方法への移行を含め，必要な対応を検討し実施することである。新たにDCを導入する企業は，運営管理機関の支援などを得つつ，新制度の趣旨を理解し指定運用方法の設定等を決定する必要がある。また，運営管理機関は，専門的知見に基づき，加入者に対する忠実義務の下で，指定運用方法の選定を行う責務がある。

その際，指定運用方法という制度の「有効活用」について検討することは有意義と思われるので，以下で考察したい。

DCでは加入者自身による運用商品選択が原則であり，指定運用方法は未指図という例外的な資金の行先である。このように形式上の商品選択の有無で整理するのは，法律の解釈としてはもっともである一方，DC運用の実態への対応という観点では不十分と言わざるを得ない。

そもそも，DC運用の実態に対する懸念は，未指図者の存在に限られたものではない。未指図者だけにとどまらず，商品を選択している加入者の中にも非合理的選択が潜んでいるのではないか，それが元本確保型商品にDC資産の半分以上が入れられている一因ではないかという懸念である。

元本確保型商品に資産を入れている加入者を例に取って考えると，以下のようなタイプに分けて考えることができる。

- 元本確保型商品がデフォルト商品のDCにおける未指図者。
- DC制度や投資について関心もなく理解もできず元本確保型を選択した加入者。
- 将来の資産形成への影響に鑑みて分散投資が必要と理解するが，具体的な商品選択を先延ばしにしてとりあえず元本確保型に入れた加入者。
- 将来の資産形成への影響を理解した上で一時的な元本割れ回避を優先し，元本確保型を選択した加入者。

4番目の加入者はよいとして，1番目のみ

ならず 2 番目，3 番目の加入者の存在する可能性を，企業と運営管理機関がどう考えるかである。想定利回りを設定しており，その水準が元本確保型商品の利回りでは達成困難な企業においては，なおさらである。

そこで，指定運用方法が「自社の DC 加入者にとってスタンダードな運用商品」であるがゆえに，「未指図者にとっても適切と考えられる商品」であると位置付ければ，2 番目，3 番目の加入者にとっても有用な制度とすることができる。「自社の DC にとってのスタンダードな商品」というメッセージは，加入者全体に対し影響力を持ちうるからだ。長期分散投資に資する運用商品を指定運用方法として設定し，これがスタンダードな商品として加入者に理解され選択されれば，より多くの加入者が長期分散投資を実践するという結果に繋がりうる。指定運用方法がなければ未指図になっていたかもしれない加入者が，商品選択を行う一助となる可能性もあるだろう。

専門委員会報告書では，指定運用方法はあくまでも未指図という例外的な状態への対応とされたが，上記のような位置付けを付与することが否定されたわけでもない。制度の有効活用の観点から検討に値するのではないだろうか。

Ⅳ．さらなる制度改善事項

今般の制度改正により，長年の懸案だった加入対象者の拡大という課題が解消された。しかしながら，表 6 の通り残された課題は多数あり，引き続き制度改善の努力が必要である。これらの多くは，DC 制度開始以来主張されてきたことだが，iDeCo の開始に伴い，新たに発生したり，重要性が増したりした内容もある。

1．拠出限度額の見直し

⑴　拠出限度額の引き上げ

加入対象者の拡大が実施された今，次に取り組むべき第一の課題は，拠出限度額の引き上げである。過去に 3 回，公的年金の縮小に合わせて，部分的な限度額の引き上げが行われてきた。公的年金との組み合わせで考えるアプローチ自体は良いのだが，問題は，組み合わせた上での目標年金額やそれを達成するための必要拠出額算出のプロセスが不透明で，かつ，DC 制度全体にわたる統一性に欠けていることである。

年金制度の十分性を測る指標として，しばしば用いられるのが所得代替率である。日本でも企業型 DC の拠出限度額の考え方に用いられているが，iDeCo も含め統一することも考えられる。

OECD（経済協力開発機構）は諸国の年金

制度の所得代替率を集計している[12]。それによると日本の公的年金所得代替率は35.1%だった。また，OECD諸国の公的年金の所得代替率は平均41.3%，公的年金と強制加入私的年金を合わせた所得代替率は平均52.9%だった。年金制度の役割は国により異なるとはいえ，OECD諸国平均は一つの目安となろう。日本で公的年金所得代替率の引き上げは不可能な以上，私的年金を引き上げる以外に方策はない。

目標とする年金制度の所得代替率が定まれば，拠出年数，平均利回り，給付年数などの仮定を置いて，必要な拠出率を算出するというイメージである。平均所得を想定し金額で示すことも可能である。

⑵ 個人ベースの限度額設定

私的年金の拠出上限を設定する際，いくつか留意すべき点がある。日本のように拠出率ではなく拠出額で上限を定める場合は，一般に所得が低い若年期には，拠出枠の使い残しが発生することを想定する必要がある。また，人々の生き方・働き方の多様性が拡大していることも踏まえる必要がある。所得の変動が激しい人が「可能なタイミングで一気に積み立てる」というニーズも増している。したがって，拠出上限の設定にあたり，平均的な年間拠出額を上回る拠出も可能なよう，幅を持たせることが必要になってくる。具体的には，年間の拠出限度額を高めに設定し，かつ，生涯拠出額に上限を設けるといった方法である。

実は，英国では2006年の年金税制改革によりそのような制度が導入されている。同国の私的年金では，税制措置の対象となる拠出

表6　DCの課題

拠出限度額	・拠出限度額の引き上げが必要。 ＜理由＞現在，企業型DCは最大年間66万円であるが，若年期の拠出枠の使い残しの発生や，生き方，働き方の多様化に伴う所得の変動などへの対応に鑑みて低すぎる。 ・個人型確定拠出年金の拠出限度額の簡素化が必要。 ＜理由＞公的年金の被保険者の分類，職場の年金制度の内容により拠出限度額が設定されており，複雑。
中途引出要件	・困窮時を規定し引出を認める「困窮時引出」の導入。 ＜理由＞国民年金保険料免除という，60歳未満の個人勘定資産の引出しに対する厳格な条件設定は，企業型DCの導入，iDeCoへの加入者拡大の大きな障壁。
特別法人税	・特別法人税を撤廃する。 ＜理由＞運用資産残高への課税は過度に厳しく，年金制度への税制優遇を否定しかねない。
加入可能年齢	・加入可能な年齢を65歳まで引き上げる。 ＜理由＞加入可能年齢の上限60歳は，公的年金支給開始年齢が65歳になること，65歳までの雇用の継続が奨励されていることなどとの整合性に欠ける。

（出所）野村資本市場研究所

は，拠出源・加入先・年金のタイプを問わず，一人当たり年間 4 万ポンド（2016 ～ 17 課税年度，1 ポンド＝ 140 円で 560 万円）とされている[13]。また，年間の拠出上限に加えて，生涯で拠出可能な限度額も設定されている。これは 1 人 100 万ポンド（同，1 億 4,000 万円）となっている。日本に比べて遥かに大きい金額には，同国の公的年金が最低保障と位置付けられ国民に対する自助努力が強く求められていることが表れていると共に，標準的な国民が達成可能な額というよりは，所得の変動が大きい人も含めて上限を意識せずに自助努力を行える水準が設定されていると言える。

上記の限度額設定では，税制措置が個人単位で設けられていることも注目すべきポイントである。現在の日本の年金税制は，働き方や職場の年金制度により個人が享受できる税制優遇が異なる。現に，職場に企業型 DC のみがある加入者の DC 拠出限度額が 66 万円であるのに対し，職場に企業年金がなく iDeCo のみの加入者の限度額は 27.6 万円となっているが，個人単位で考えると両者にこのような差異が設けられていることの説明がつかない。生き方・働き方の多様化が進む中で，今後このような事例が増加する可能性は高い。意図せざる差異の拡大を回避するためにも，中長期的には個人単位の税制措置へのシフトを目指すべきではないかと思われる。

⑶ 拠出限度額の簡素化

iDeCo により，新たに生じた課題として，拠出限度額の複雑化がある。表 2 の通り，iDeCo の限度額は加入者の国民年金被保険者分類と職場の年金制度に応じて異なる。加入者はもとより，販売業者にとっても理解し難く，普及の障壁になりかねない。中長期的には，上記の個人単位の税制措置が導入されれば解消されるものの，当面の対策として，iDeCo の拠出限度額を簡素化する必要がある。できれば一本化が望ましいが，それが困難であるなら，少なくとも国民年金の第 1 号被保険者（自営業者等），第 2 号被保険者（民間従業員，公務員），第 3 号被保険者（専業主婦等）の分類は一般の個人でも判別可能であろうから，これらに基づく上限 3 種類程度に絞り込む必要があろう。

2．中途引出要件の緩和

拠出限度額と同様に重要なのが，中途引出要件の緩和である。DC は年金目的ゆえに税制措置が付与されていることから，60 歳到達前の引出しは極めて厳格に制限される。これ自体は正論であり，正面から打破するのは容易ではない。考えられるのは，「困窮時」を規定し，「困窮時引出」を容認するべきだという主張であろう。

実は，2016 年の改正により，DC の中途引出，すなわち脱退一時金の支給要件は厳格化された。本人の死亡時，障害時に可能である

点は変わらないが，それ以外の場合，2017年以降は，国民年金保険料納付が免除されるほどの経済的困窮時であるという条件が追加された。加入対象者が拡大した結果，誰でも加入を継続できるようになり，脱退を認める必然性が減ったという考え方である。

困窮時という発想に基づく点は評価できるが，その具体的な基準として，国民の義務である公的年金保険料ですら払えないような困窮時を設定するのは，過度に厳格と言わざるを得ない。とりわけ，iDeCoについては，中途引出要件の厳格化が個人にとっての心理的ハードルとなり，加入促進の直接的な障壁になるという事実を軽視するべきではない。突然の失職や重大な疾病など，よりきめ細かい要件設定が求められる。

また，現在，DCの中途引出イコール制度からの脱退という扱いになっているが，退職一時金制度をルーツに持つ企業年金の発想であり，それが機械的にiDeCoに適用されている感がある。iDeCoの場合，現在でも制度から脱退することなく拠出を一時停止することは可能であり，同様に，加入のステータスは維持するものの，一定の要件下で一部資金の引き出しを認めるという考え方を取り入れるべきである。

3．特別法人税の撤廃

特別法人税は，DB，DCともに積立金に対し課せられる[14]。DCは企業型，iDeCoとも に対象となる。特別法人税は1999年に凍結され，現在に至る。再三にわたる凍結期限延長を経て，次の期限は2020年3月となっている。

世界的に見ても拠出時・運用時非課税，給付時課税のEET（Exempt, Exempt, Tax）は年金税制の典型的なパターンとして広く受け入れられており，運用時の積立金に対し課税する特別法人税は特異と言わざるを得ない。運用利回りがマイナスの時にも課税し資産を目減りさせる措置であり，懲罰的ですらある。さらに，iDeCoという個人向けの制度において「法人税」が課せられることを，加入者に分かりやすく説明するのが極めて困難であり，深刻な普及の阻害要因になることは言うまでもない。

公的年金の補完という私的年金の役割の重要性が高まっている現在，特別法人税は早急に撤廃すべきである。なお，日本の年金制度は給付時にも退職所得控除と公的年金等控除という税制措置が付与され過剰な優遇だという指摘もあるが，それは特別法人税の抱える深刻な問題を看過してよいという根拠にはならない。給付時課税改正の論議は別途行うべきであろう。

4．加入可能年齢の引き上げ

今般の加入対象者の拡大措置で一つ漏れてしまったのが，加入可能年齢の引き上げという課題である。

現在，確定拠出年金に加入できるのは基本的に 60 歳までである [15]。一方，公的年金の支給開始年齢は，段階的に引き上げられ 65 歳になることが決まっている。また，企業は高齢者雇用促進の措置として，「65 歳までの定年の引き上げ」，「定年の廃止」，「65 歳までの継続雇用制度の導入」のいずれかを実施するよう求められている。労働人口の減少が進む中，60 代には可能な限り働き続けて公的年金の受け取りを先延ばしして欲しいということである。

これらと平仄を合わせて，DC に加入可能な年齢も，全ての対象者について少なくとも公的年金支給開始年齢である 65 歳まで引き上げるべきである。iDeCo の加入年齢を引き上げれば，60 歳以降の加入を望む人は誰でも加入可能になる。企業が，60 歳以降も企業型 DC への拠出を継続するのが難しいとしても，本人次第で，自助努力の継続が可能になる。

ただし，60 代は，本人や家族の健康状態，働き続けるとしても得られる所得の水準を含め，コンディションに大きな差異が出てくることには留意する必要がある。したがって，60 歳からの給付は引き続き可能としつつ，加入可能年齢を引き上げるのが望ましく，そうすることにより，60 代の生き方の多様性に対して柔軟な対応が可能になる。

5．DC 運用をめぐる課題対応

⑴ 個別相談のニーズへの対応

今回初めて，DC の運用に関する本格的な制度の見直しが行われたが，未対応の案件もある。その一つが，II 章で言及した，DC の運用に関する個別相談というニーズへの対応である。

DC の運営管理機関は，投資教育の一環で，投資の基礎知識や運用商品の仕組みに関する情報提供を行う。ここで提供されるのは客観的な情報のみであり，前述の通り，DC の法令上，運営管理機関は，加入者が特定の運用商品に投資すること，あるいは投資しないことを勧めてはならないとされている。しかし，実際には，より具体的なアドバイスへのニーズは高く，投資教育の集合研修の講師が，自分はどの商品に投資すれば良いのか，加入者から相談され答えられないといった事態も生じている。

iDeCo のユニバーサル化などを通じて，DC が本格的に普及し加入者の多様性が拡大するにつれて，加入者からの具体的な相談というニーズは一層高まるものと予想される。運営管理機関が応えられないのであれば，どのような形で対応可能なのか，検討の機は熟していると言える。

現行法令上，個別相談対応が明確に禁じられているのは運営管理機関であり，それ以外の主体，例えば運営管理業務を行っていない

営業店の職員については必ずしも不可と言えない。例えば金融商品取引法の規制下の業者であれば，個人向け投資サービス提供の要件はすでに満たしているが，果たしてDC法の観点から追加的な要件があるのかどうかが不明確で，本格的に取り組むことができないのが実情である。必要な要件があるならそれらを規定し，加入者が金融の専門家から，必要な支援を得られるようにすることが求められる。

⑵　投資一任サービスの導入

中長期的には，個別相談にとどまらず，DC運用を専門業者に一任するという選択肢を，DC加入者に提供することも検討の余地がある。

金融機関が個人の投資目的やリスク許容度をヒアリングし，あらかじめ用意された投資信託を組み合わせて投資計画を策定するサービス，すなわちファンドラップは，すでに一般の個人向けに提供されている。一定の資産残高がないと効果を発揮しづらいことから，DC加入者の間でニーズが顕在化するにはまだ時間がかかるかもしれないが，中長期的には十分可能性があると思われる。

実際，米国ではすでに当該サービスが登場しており，近年はDC資産残高の積み上がってきた50代加入者への普及促進に向けた動きなども見られる。

DCの運用商品は法令に規定されたものに限られ，現在，投資一任サービスはそれらの中に含まれないが，必要となれば政省令改正を行い追加を検討すればよいと思われる。なお，個別の投資判断を一任するとはいえ，当該サービスの選択は加入者自身が行うのであり，DC法の自己責任の運用の原則にも合致していると考えられる。

6．「国民皆私的年金」に向けて

iDeCoの普及促進は緒に就いたばかりであり，官民あげての認知度向上活動も含め，当面は草の根的な努力が続けられるのが重要と言える。しかし，仮に私的年金の加入率を100％に近づけ，「国民皆私的年金」と言えるような状態を実現したいと考えるなら，いずれは任意加入というアプローチの限界に直面する。その際，「私的年金への自動加入制度」を導入することは十分に検討の余地があると思われる。

自動加入とは，雇用主に対し全従業員をいったん私的年金に自動的に加入させることを義務付け，個人が脱退を希望する場合はそれを容認するというアプローチである。個人に能動的な加入を呼びかけるよりも加入率が向上するとされている。職場に年金制度のない従業員の自動加入先が必要だが，誰でも利用可能なiDeCoにその受け皿機能を担わせることが考えられる。

自動加入制度は，すでに英国で導入されている。大手企業を皮切りに，2012年10月から2018年2月にかけて全雇用主に対し順次

義務付けが適用されている。2015 年時点のオプトアウト（個人による脱退）は 10％程度にとどまり，概ね順調な滑り出しと評価されている。

日本の公的年金保険料率は，2017 年に労使合計で 18.3％に達する。これに上乗せする形で私的年金への加入と拠出を全員に強制するという施策は，現実的ではないだろう。重要なのは，私的年金を通じた資産形成を行う余力があるのに，iDeCo のような制度の存在を知らない，あるいは知っていても利用の意思決定を徒に先延ばしにするような個人をいかに減らすかである。自動加入制度はそのための施策として有効であると思われる。

Ⅴ．おわりに

DC 制度は，加入し拠出するだけでは不十分で，長期にわたる資産運用についても個人の行動が伴わないと制度のメリットをフルに活用したことにならない点が特徴的である。自己責任，自助努力の制度と言われる所以であり，自ずと個人の選択権が尊重される。

しかし，今後，iDeCo を通じてこれまで以上に幅広い国民が DC を利用することが想定される中，加入，拠出，運用，給付の各段階において合理的な意思決定を下すのは難しいという加入者は，増加すると考えるのが現実的であろう。意識の高い人が主に活用すればよいという割り切り方もあるが，それが重要性の増すこれからの私的年金として適切なのか，意図せざる格差拡大につながるのではないかという論点も浮上しよう。人生の中核的な資産形成において，専門家によるサポートのニーズが増すのは必然的でもあり，意識の高い個人，そうでない個人のいずれについてもサポートが行き届くよう，DC 制度を整備していく必要があるのだろう。

日本では近年，資産形成制度に関する改革が目白押しの感がある。2014 年に NISA が導入され，2016 年 4 月から未成年者用のジュニア NISA が開始された。さらに，2018 年からは，積立 NISA も始まる。DC 制度も，拠出限度額の引き上げなどの制度上の課題を

一つ一つ解消することで，さらなる普及という好循環へと持って行くことができるよう，改革の手を緩めてはならない。年金制度としては未完成であるものの，DC は人口高齢化の進む日本において，多くの国民が必要な資産形成を達成するための，基盤となる可能性を秘めていると言えよう。

《注》

1　マッチング拠出のない企業型 DC の加入者も，当該企業型 DC の規約を改正する必要があるので，自動的に iDeCo に加入可能になるわけではない。
2　Investment Company Institute（ICI）より。
3　総務省「平成 26 年全国消費実態調査」より。
4　確定拠出年金運営管理機関に関する命令 10 条 1 号，金融庁事務ガイドライン第三分冊：金融会社関係，11- 3 - 4 の規定。
5　iDeCo の運用はさらに保守的で，65.7%が元本確保型商品に入れられている。ただし，2017 年 1 月に加入対象者が拡大するまでの 15 年間，「塩漬け状態」に陥っていた資産もこの中に含まれることには留意が必要である。
6　例えば退職給付制度の 2 割を DC に移行した場合，企業は，加入者がこの 2 割の年金給付相当額を獲得するのに必要な拠出額を，想定利回りを用いて算出する。
7　「社会保障審議会企業年金部会における議論の整理」（平成 27 年 1 月 16 日）。
8　後述する「確定拠出年金の運用に関する専門委員会」の資料及び報告書では，「未指図」に代わり「不指図」の用語が初めて使用された。本稿では，これまでの議論との連続性の観点から，「未指図」を使用する。
9　企業年金連合会「2015 年度決算　確定拠出年金実態調査結果（概要）」
10　今般の運用商品の除外に関する規制緩和は，制度の施行時点での既存商品の除外には適用されない。
11　「社会保障審議会企業年金部会における議論の整理」（平成 27 年 1 月 16 日）
12　各国の年金法制が全加入期間にわたり適用される個人を想定し，当該個人が 2014 年に 20 才で働き始め支給開始年齢で引退した場合の代替率。
13　年収が 15 万ポンドを超えると段階的に枠が引き下げられ，年収 21 万ポンド超の人の年間拠出枠は 1 万ポンドになる。
14　正確には，DB のうち厚生年金基金は一定の積立水準に達するまで特別法人税の対象外。
15　企業型 DC の加入者で DC 規約により 60 歳以降の加入も認められる場合は，最長 65 歳まで加入し続けることができる。

《参考文献》

・社会保障審議会企業年金部会確定拠出年金の運用に関する専門委員会（2017）「確定拠出年金の運用に関する専門委員会報告書～確定拠出年金の運用商品選択への支援～」（6 月 6 日）
・野村亜紀子（2017）『進化する確定拠出年金』金融財政事情
・野村亜紀子（2012）「確定拠出年金の課題と求められる制度改正」『財界観測』野村證券，野村資本市場研究所（秋号）
・OECD（2015）“Pensions at a Glance: OECD and G20 Indicators.”

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 (「NIplc」)、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」)、インスティネット 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・アドバイザリー・アンド・セキュリティーズ (インディア) 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 NIplc マドリッド支店 (「NIplc, 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・サービシーズ・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おりません。
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、偶発的、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證券株式会社および Frank Russell Company に帰属します。なお、野村證券株式会社および 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お考え下さい。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の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、NIplc 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。NIplc は、英国のプ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プルーデンス規制機構の規制を受けています。NIplc 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）で定義されるところの認定投資家、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、NIplc、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ナンズ」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ナンズ」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ナンズ」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属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 万円以下の場合は、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いの場合には加え、売り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、売付けの場合、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 回債以降）については、額面金額を下回りません。
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、及びドル円ベーシス・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」のみお受払いいただきます。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、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」）とには差があります。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し入れ又は預託していただく場合があり、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.