

英国確定拠出型企業年金における自動化の取り組み — 加入率の向上と運用の効率化に向けて —

神山 哲也

■ 要 約 ■

1. 英国では、国民の長期的な資産形成を支援することが重要な課題となっている。そこで、政策として採用されたのが、確定拠出型企業年金における「自動化」を通じた加入率の向上と運用の効率化である。
2. まず、2012年に自動加入制度が導入された。これは、従業員へ年金プランを提供することを雇用主に義務付けるものであり、自発的な貯蓄を促進しようとする従来の政策から一歩踏み込んだものと言えよう。
3. 自動加入に対応できない中小・零細企業向けには、確定拠出型年金を提供するNESTが創設された。加入者は、加入時に半ば強制的にデフォルト・オプションに投資することとなり、デフォルト・オプションでは、自動的に低リスク運用にシフトしていくターゲット・デート・ファンドが設定されている。ターゲット・デート・ファンドでは、初期にリスクを抑えた後にリスク水準を上げ、退職に向かってリスク水準を落としていくグライド・パス（ファンドの資産配分の変更の推移）が採用されている。
4. NEST 外の英国確定拠出型企業年金においても、デフォルト・オプションとして、退職日に向けて資産配分が自動的に低リスク運用にシフトしていく「ライフスタイル戦略」が一般化している。そのグライド・パスでは、一貫してリスク水準を高位に保ち、退職直前期に急速にリスク水準を落としていく形が多く採用されている。
5. 我が国において、職域年金のカバレッジが低下し、確定拠出年金において長期の資産形成に適した資産運用が実現できていない中、英国における自動化の取り組みは、参考になるものと思われる。

I 英国国民の長期資産形成を巡る課題

英国では、従業員への年金プランの提供が義務付けられる雇用主の範囲が 2014 年 4 月に拡大することに加え、同年 7 月より、退職者にアニュイティ（終身年金）の購入を促し

てきた税制が撤廃されることになるなど¹、国民の退職後の生活に向けた長期的な資産形成のあり方が過渡期に差し掛かっている。この背景には、国民の貯蓄不足や職域年金のカバレッジ比率の低下と、これらを受けた政府の対応がある。

英国では、公的年金は最低限のセーフティネットとの考え方から、その所得代替率は低い水準となっている。即ち、平均的な所得層で 37.9%となっており、OECD34 か国ではメキシコに次いで 2 番目に低い水準となっている²。また、公的年金の支給開始年齢は今後更に引き上げられる予定である。

そのような中で、他の手段で退職後の生活に向けた貯蓄ができていくかという点、そうでもない。まず、英国国民の貯蓄不足はしばしば指摘されているところである。例えば、英国保険・資産運用大手のスコティッシュ・ウィドウズが毎年行っている英国における年金情勢の調査によると、退職に向けて十分に貯蓄している消費者の比率は 45%であり、5 人に 1 人は全く貯蓄していないとの結果が報告されている³。また、英国労働・年金省の試算では、退職後の目標収入を確保できないのは 1,070 万人と、全被用者のうち 38%に達するという⁴。

職域年金では、カバレッジ比率はむしろ低下傾向にある。1997 年には被用者の 55%が何らかの職域年金に加入していたが、2012 年には 29%にまで落ち込んでいる⁵。特に、英国における確定給付型企業年金では、インフレ連動が義務付けられるなど、元々雇用主にとって制度上の負担が重い上、低金利と長寿化といった外部環境により、制度の維持がますます困難になってきている。

その中であって、米国同様、英国における職域年金でも確定拠出型が主流になりつつある。閉鎖されていない年金スキームにおいて、1995 年には確定給付型の加入者は 490 万人、確定拠出型は 100 万人であったのが、2011 年には各々 90 万人、80 万人となっている⁶。FTSE100 構成銘柄を見ると、その大部分は新規採用者への確定給付型の提供を既に停止しているが、年金コンサルタントのタワーズ・ワトソンが 2013 年 5 月に行った調査によると、27 社が既存社員にも確定給付型を閉鎖し、10 年以内には 100 社全てが新規・既存社員の全てに対する確定給付型の提供を完全に停止するとの見通しであるという⁷。

¹ 年金プランの提供が義務付けられる雇用主の拡大については、後述の自動加入制度参照。また、アニュイティ購入に係る税制は、2014 年 3 月 19 日に公表された 2014 年度予算において、退職時に 25%以上を現金として引き出す場合に課されてきた 55%の税率が廃止され、各人の所得税率に応じて課税されるようになったもの。

² OECD “Pensions at a Glance 2013”。なお、OECD の調査では、英国に次いで公的年金の所得代替率が低いのは日本となっている。

³ Scottish Widows “Ninth Annual Pensions Report” June 2013。なお、退職に向けて十分に貯蓄している消費者の比率は、年収 1 万ポンド以上で、男性は 30～64 歳、女性は 30～59 歳を対象に同社が毎年算出している指数。

⁴ Department for Work and Pensions “Estimates of the number of people facing inadequate retirement incomes” July 2012

⁵ Office for National Statistics “Pension Trends - Chapter 7: Private Pension Scheme Membership, 2013 Edition”

⁶ Office for National Statistics “Occupational Pension Scheme Survey, 2011 Annual Report”。なお、ONS の定義では職域で提供される確定拠出型の個人年金（確定拠出型）もあり、減少分はそうした個人年金への移行も含まれる。

⁷ Towers Watson “FTSE100 DC pensions: Average 10 per cent employer contribution on the table, most charges below 0.5 per cent” May 28, 2013

そこで、英国国民の退職後の生活水準の維持・向上を図るには、如何に職域年金における確定拠出型のカバレッジを拡大し、また、確定拠出型における適切な資産運用を実現するかが重要となる。そこで、英国で政策として採用されたのが、確定拠出型企業年金における自動加入制度と NEST を通じた「加入」と「運用」における自動化である。

II 自動加入制度の導入

英国では、上記のような状況に対処するべく、これまで様々な私的年金の拡充策が採られてきた。例えば、2001 年には、個人向け確定拠出型年金としてステークホルダー年金が導入されたほか、最近では、労働・年金省が「将来世代のための職域年金の再設計」を公表し、確定給付型の柔軟化や確定拠出型への保証の要素の付加、集団運用型確定拠出型年金の導入などを提案している⁸。そうした英国政府による私的年金の拡充策の中でも、職域年金のカバレッジを抜本的に拡大するものとして注目されるのが自動加入制度の導入である。

自動加入制度は、2008 年年金法によって導入されたものであり、雇用主に従業員への年金プランの提供を義務付けるものである（自営業者は任意加入）。制度上は確定給付型・確定拠出型ともに可となっているが、上記のように確定拠出型の増加、確定給付型の減少が顕著な中、事実上、確定拠出型企業年金の提供を義務付けるものとなっている。従業員は年金プランに自動的に加入させられるが、脱退（オプトアウト）することもできる一方、雇用主からすると、制度上は「強制」されることになる。併せて、2008 年年金法は、加入者が運用の意思決定をしなくとも良いことを規定している。これにより雇用主は、従業員に提供する年金プランにおいてデフォルト・オプションを組み込むことが義務付けられることとなった。なお、対象者の要件としては、①年齢要件として 22 歳から公的年金の受給開始年齢（現在男性は 65 歳、女性は 60 歳）、②所得要件として年収 9,440 ポンド以上（2013 年度）などが定められている⁹。

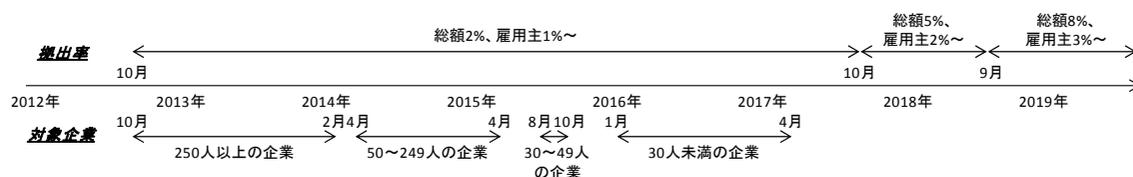
対象企業と拠出率は、制度導入時から徐々にフェーズインされることになっている（図表 1）。対象企業については、2012 年 10 月より大企業から適用され、2017 年 4 月までに段階的に中小・零細企業に適用対象が広げられていく¹⁰。拠出率については、制度導入時には下限 2%、うち雇用主拠出は下限 1%、2017 年 10 月から 2018 年 9 月にかけては下限 5%、うち雇用主拠出は下限 2%、以後は下限 8%、うち雇用主拠出は下限 3%となる。何

⁸ Department for Work and Pensions “Reinvigorating workplace pensions for future generations” November 7, 2013. 詳細については、神山哲也・田中健太郎「英国における集団運用型確定拠出型年金導入の議論」『野村資本市場クォーターリー』2014 年冬号参照。

⁹ それ以外の従業員についても、年齢・所得で一定の要件を満たす者については、要請があれば雇用主は年金を提供しなければならない。自動加入制度の詳細については、前掲注 8 論文及び野村亜紀子「諸外国における公的年金役割後退の対応策—中核を占める私的年金の活用—」『野村資本市場クォーターリー』2011 年春号参照。

¹⁰ 具体的には、2014 年 2 月までは従業員数 250 人以上の企業、2014 年 4 月から 2015 年 4 月にかけては従業員数 50~249 人の企業、2015 年 8 月から 10 月にかけては従業員数 30~49 人の企業、2016 年 1 月以降は従業員数 30 人未満の企業が対象となる。

図表 1 自動加入制度のフェーズイン



(出所) 野村資本市場研究所作成

れも、導入初期の影響を抑えることにより、制度の定着とその後の拡大を図ったものである。

被用者・自動加入、雇用主・強制適用、という制度設計の根底にあるのは、従来のように個人個人の貯蓄しようという自発的意思を前提とした私的年金拡充策では、現実の問題に対処できないという認識である。即ち、ほとんどの国民が自ら貯蓄しようとは考えないという過去からの経験に基づき、そもそも個人に貯蓄しようという意思がなくとも貯蓄ができる、言い換えれば、貯蓄の開始を自動化しようというアプローチである。自発的な貯蓄の促進に主眼を置いた従来の政策スタンスから一歩踏み込んだものと評価できよう。

III NESTの概要

自動加入制度の創設は、従来年金を従業員に提供してこなかった中小・零細企業を念頭に置いたものであるが、一方、そうした雇用主は自前で年金を提供するだけの人的・金銭的リソースが不足していることが往々にして多いであろう。そこで英国では、そうした中小・零細企業の自動加入制度への対応の受け皿となるべく、確定拠出型年金を提供する国家雇用貯蓄信託（National Employment Savings Trust、NEST）が設立された¹¹。

NESTは、2010年7月に前身の個人勘定準備機構（Personal Accounts Delivery Authority、PADA）を廃止して創設された¹²。設置根拠は、2008年年金法に基づく政府の通達となっている。NEST自体は信託スキームであり、その運営はNESTのトラスティたるNESTコーポレーションが担っている。NESTコーポレーションは非営利団体であり、企業の取締役会に該当するトラスティ委員会および日々の業務運営を行う事務局からなる。日々の業務運営ではアウトソーシングを活用しており、運営管理¹³ではタタ・コンサルタンシー・サービシズ、ファンドの資産管理事務ではステート・ストリート・コーポレーションを委託先として採用している。加入者は、オンラインで投資対象や拠出額の変更、残高照会などの口座管理を行うことができる。こうしたアウトソーシングの活用やオンライン

¹¹ 自営業者も任意で利用可能。

¹² PADAはNESTの仕組みを検討するために設けられたプロジェクト・ベースの組織。ロンドン五輪のOlympic Games Delivery Authorityに倣ったものだという。

¹³ 投資家とのインターフェースを担い、コールセンターも運営する。但し、極力コールセンターを使わずに済むよう、オンライン・サービスの利便性向上に努めている。

のセルフ・サービスを中心とする仕組みは、NEST が中小・零細企業を念頭に置いた仕組みであるため、低コストで運営することが求められているところから来るものである。

加入者コミュニケーションについても、原則オンラインでの提供となっている。雇用主向けには、従業員への説明資料やポスターなどの雛形をオンラインで準備している¹⁴。また、利用者の声を反映するべく、2008 年年金法では、雇用主パネルと加入者パネルを設置することとされている。NEST を利用する雇用主や加入者の要望や、目的に沿った運営が行われているかモニタリングする役割を担い、雇用主・加入者の自薦を受けて NEST が選定する仕組みになっている¹⁵。

年間の拠出限度額は、通常の個人年金における税制優遇枠より更に絞り込んでいる。即ち、通常の個人年金であれば年間 4 万ポンドが限度額となっているところ、NEST では加入者一人当たり年間 4,500 ポンドが上限となっている。これは、英国確定拠出型年金市場における民業圧迫を避けることを目的とした措置である。

NEST は、2012 年に自動加入が導入された時点では、利用企業数 162 社、加入者数約 1,900 名、運用資産残高 130 万ポンドで始まったが、2014 年 2 月末時点では、約 3,000 社、約 90 万人、約 7,600 万ポンドとなっており、順調に拡大してきている。NEST は、2018 年に完全にフェーズインされた段階で、70~80 万社、300~400 万人、20~30 億ポンドを見込んでおり、実現すれば、英国で最大の確定拠出型年金となる¹⁶。また、オプトアウト率（自動加入者に占めるオプトアウト者の割合）も、当初 15%を見込んでいたが、実績では 8%に留まっている¹⁷。筆者が NEST にインタビューしたところ、この理由として、下記に述べる運用の自動化の効果と、初期の雇用主拠出が低水準であることがあるという。もっとも、従業員数 250 人未満の企業が対象となるのは 2014 年 4 月からであるため、そこから本制度の正念場である。即ち、事業が小規模であればあるほど、雇用主が従業員に対して年金か給与削減化を迫り、結果オプトアウトが増加する懸念があるという。

IV NEST における資産運用

1. デフォルト・オプションとグライド・パスの考え方

NEST における加入者の資産運用は、デフォルト・オプションを活用した「運用の自動化」を中心に展開され、二つの特徴を指摘することができる。一つは、半ば強制的とも言えるデフォルト・オプションへの投資であり、もう一つは、デフォルト・オプションとして設定されているターゲット・デート・ファンドである「リタイアメント・ファンド」に

¹⁴ 説明資料には、個々の状況に応じて雇用主が変更できるよう、PDF ではなくパワーポイントなどの形態になっているものもある。

¹⁵ 本稿執筆時点では、各々のパネルは 9 名から構成され、加入者パネルでは空席が 3 席となっている。

¹⁶ なお、対象となる加入者の母集団について、NEST は約 850 万人と見込んでいる。

¹⁷ NEST によると、自動加入制度全般についても、オプトアウト率 15%が想定されていたが、現状 10%ほどとなっている。

における独特なグライド・パス（ファンドの資産配分の変更の推移）である。

通常の確定拠出型年金におけるデフォルト・オプションは、加入時に運用の選択肢が与えられ、自ら個別ファンドを選択しない場合に資金が振り向けられることとなる運用の選択肢と位置付けられるが、NEST の場合、そもそも加入時に選択肢は与えられない。自分の退職予定日を設定するだけで、自動的に、その年に満期を迎えるターゲット・デート・ファンドに資金が振り向けられる。加入者が他の運用方法を望む場合は、事後的に、他のファンドにスイッチすることができる仕組みになっている。こうした仕組みの結果、加入者の 99% がデフォルトのターゲット・デート・ファンドで運用している。

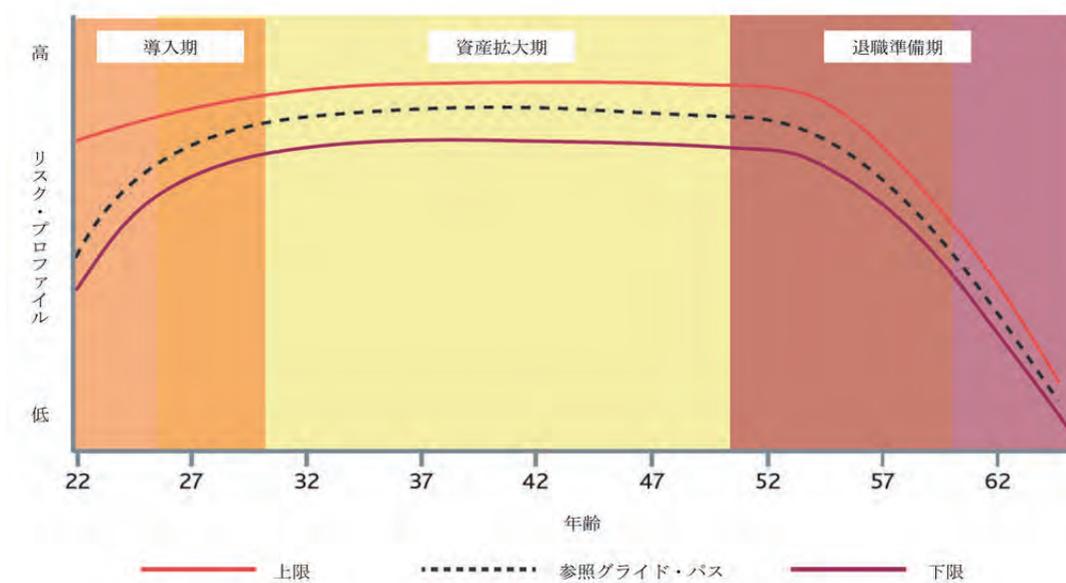
デフォルト・オプションとしてターゲット・デート・ファンドが設定されているのは、年金運用では退職時（満期）に向かって高リスク資産から低リスク資産へシフトしていくのが望ましいところ、現実には、個々の年金加入者が自発的に資産配分の変更を行うことは稀であるとの認識に基づき¹⁸、そうした資産配分を自動化しようという趣旨である。このような「運用の自動化」のロジックは、米国の 401(k) でターゲット・デート・ファンドがデフォルト・オプションとして採用される際に用いられるものと同じである。しかし、NEST のターゲット・デート・ファンドは、高リスク資産と低リスク資産の配分変更の推移を示すグライド・パスに大きな特徴がある。通常のターゲット・デート・ファンドでは、初期に高リスク資産の比率が高く、その後、満期に向かって一方的に低減していく形状をとるが、NEST のターゲット・デート・ファンドでは、初期の 5 年ほどは「導入期（Foundation Phase）」として低リスク資産を中心に運用し、その後の 30 年ほどは「資産拡大期（Growth Phase）」としてリスク性資産の比率を高水準で維持し、最後の 10 年ほどは「退職準備期（Consolidation Phase）」として現金化していく（図表 2）。即ち、通常のターゲット・デート・ファンドが最も高リスク資産の比率を高める初期に低リスク運用を行っているわけである。これは、特に若年層において、リスクを許容する意思はあるものの、実際に元本割れに直面すると過敏に反応する傾向を観察した調査結果に基づき¹⁹、彼らのオプトアウトを防止するために、初期段階は低リスクで運用することとしたものである。前述したように、オプトアウト率は当初想定を大幅に下回っているため、この仕組みはこれまでのところ奏功していると言える。

なお、上記の仕組みは 20 代前半頃からリタイアメント・ファンドへの投資を開始する加入者を想定しているため、例えば 40 歳前後で新たに投資を開始する加入者は、資産拡大期の運用（高リスク資産を中心とした運用）から入ることになる。これは、若年層のリスク回避性向が高いという認識から、例えば 30 代や 40 代の加入者であれば、元本割れが生じても若年層ほどは過敏に反応しないであろうとの考えに基づくものと思われる。

¹⁸ PADA “Building personal accounts: designing an investment approach, Key Findings of the public consultation” May 2009

¹⁹ NEST “Understanding reactions to volatility and loss” September 2010

図表 2 NEST リタイアメント・ファンドのガイド・パス



(注) 年齢は目安を例示したものであり、実際には前後する。
 (出所) NEST

2. ターゲット・デート・ファンドにおける工夫

NEST のデフォルト・オプションであるターゲット・デート・ファンドはリタイアメント・ファンドと呼ばれ、2013 年に満期を迎えるものから 2059 年に満期を迎えるものまで計 47 本設定されている。各々のファンドは、複数の構成ファンド (Building Block Funds) として外部運用会社 5 社のファンド 8 本を組み合わせることで運用されている (図表 3)。具体的には、導入期にはインカム追及ファンドの比率を高め、資産拡大期にはグロース追求ファンドの比率を高める、といった具合で運用される。その結果、例えば、2014 年 3 月時点で捉えれば、資産拡大期にある 2030 年ファンドの方が導入期にある 2059 年ファンドより株式ファンドの比率が高いということになる²⁰。実際、各年ファンドの 2 ページからなる開示書類では、ファンドが当該時点でどのフェーズにいるのかが即時にわかるよう、冒頭のファンド名の下に、導入/資産拡大/退職準備のどのフェーズにいるのかが記載されている。

ベンチマークにはインフレ率を採用しており、導入フェーズでは資産を保全しつつインフレ連動することを目指し、資産拡大フェーズではインフレ率+3%のリターンを目指す。市場ベンチマークを採用しない理由として NEST は、加入者を生活コストの上昇や市場のショックから防護し、加入者が実質的に資産を増やせるようにするためだと説明している。また、印紙税やブローカレッジ・フィーなどの取引コストを抑えるべく、年限の異なるターゲット・デート・ファンドの間で構成ファンド持ち分の移管を行っている。例えば、退職準備フェーズに入ったターゲット・デート・ファンドは株式ファンド比率を低める一

²⁰ 他方、2030 年ファンドも 2059 年ファンドも、満期から 10 年前の時点では似通った資産配分となる。

図表 3 構成ファンド

		ファンド名	運用会社名	資産クラス	運用手法
デフォルトリタイアメント・ファンド	グロース追求	UBS Life World Equity Tracker Fund	UBS Global Asset Management	先進国株式	パッシブ
		BlackRock Aquila Life Market Advantage Fund	BlackRock	分散ベータ	大部分パッシブ
		LGIM Managed Property Fund	Legal & General Investment Management	英国不動産	アクティブ
		LGIM Hybrid Property Fund	Legal & General Investment Management	英国不動産、グローバル上場不動産	アクティブ
		Royal London UK Corporate Bond Pooled Pension Fund	Royal London Asset Management	ボンド建て債券	アクティブ
	インカム追求	SSgA UK Conventional Gilts All Stocks Index Fund	State Street Global Advisors	英国債	パッシブ
		SSgA UK Index Linked Gilts over 5 Years Index Fund	State Street Global Advisors	英国インデックス連動国債	パッシブ
		BlackRock Aquila Institutional Sterling Liquidity Fund	BlackRock	低リスク・ボンド建て流動性資産	アクティブ
		F&C Stewardship International Fund	F&C Investments	グローバル株式(倫理基準)	アクティブ
デフォルトファンド以外		HSBC Life Amanah Pension Fund	HSBC Global Asset Management	シャリア適格株式	パッシブ

(出所) NEST より野村資本市場研究所作成

方、資産拡大期に入ったターゲット・デート・ファンドは株式ファンド比率を高めるため、前者から後者へ株式ファンドが移管される。

手数料水準も、低コストの非営利団体であることを反映して、低い水準に設定されている。年間管理手数料は、ファンドが導入/資産拡大/退職準備の何れのフェーズであっても、一律 0.3% に設定されている。これは、構成ファンドを運用する各社が低手数料を受け入れたため可能になっており、各社とも準公的機関たる NEST の運用受託によるレピュテーション向上を期待して、価格交渉に応じているのだという。また、年間管理手数料とは別に、拠出に対して 1.8% の手数料が課される。これは、NEST が初期段階で政府からの借入金で運営されており、その返済原資に用いるために徴収されているもので、将来的には減らしていくこととなっている。

ターゲット・デート・ファンドの運用体制は、NEST コーポレーションの運用総括責任者 (Chief Investment Officer) 以下のインハウス投資チームが中核となる。MSCI Barra Risklab 等と提携し、それらの助言に基づいてリスク管理、資産配分の変更、新たな運用会社・プロダクトの選定などを行う。運用会社・プロダクトの選定は公募プロセスを経て選定されるが、具体的な選定基準は公表されていない²¹。資産配分の変更は、その時々の経済・市場の情勢に応じて投資チームが適宜調整を加える(前掲図表 2 の上限と下限)。こうした投資に関わるプロセスは、NEST コーポレーションのトラスティ委員会内に設けられた投資委員会が監督し、最終的な責任を負う体制になっている。

3. デフォルト・オプション以外の運用選択肢

デフォルトのターゲット・デート・ファンド以外で運用したい加入者に対しては、別の選択肢として、図表 4 のファンド 5 本が準備されている。デフォルトのターゲット・デー

²¹ 筆者が行ったインタビューによれば、今後新興国株式のマンデートを追加する予定だという。

図表4 デフォルト・オプション以外の選択肢

ファンド名	構成ファンド（資産クラス）
Ethical Fund （倫理ファンド） ※リタイアメント・ファンドと 同様のグライド・パス	グローバル株式（倫理基準） 英国債 英国インデックス連動国債 英国不動産
Sharia Fund （シャリア・ファンド）	シャリア適格株式
Higher Risk Fund （高リスク・ファンド）	先進国株式 分散ベータ 英国不動産、グローバル上場不動産
Lower Growth Fund （低成長ファンド）	低リスク・ポンド建て流動性資産
Pre-retirement Fund （退職直前ファンド） ※債券から現金ヘシフト	英国債 ポンド建て債券 低リスク・ポンド建て流動性資産

（注） 構成ファンドは、図表3における資産クラスとそれに該当するファンドを指す。

（出所） NEST より野村資本市場研究所作成

ト・ファンド及びこれらのファンドは、年金資産を分割して投資することはできず、一本に絞らなければならない。前述の通り、デフォルト外のファンドの利用者は極めて少なく、筆者が行ったインタビューでも、①デフォルト・オプションは、プロであればこのように運用する、という形で設計されている、②高リスク・ファンドは、リスクとリターンの関係を理解できる加入者だけが利用するよう、敢えてそのような名称を用いている、③低成長ファンドは、長期の資産形成という観点からは望ましくないため、加入者が利用しないよう、敢えてそのような名称を用いている、というコメントがあった²²。

V 英国確定拠出型企業年金におけるデフォルト・オプションとライフスタイル戦略

英国では、NEST 以外の確定拠出型企業年金においても、デフォルト・オプションを設定し、退職日に向かって資産配分を低リスク運用にシフトしていく「ライフスタイル戦略」を用いることが一般化している。年金コンサルタントのマーサーが 2012 年に行った調査によると、英国の確定拠出型の企業年金プランにおいて、①79%のプランで 75%以上の加入者がデフォルト・オプションで運用している、②93%のプランがデフォルト・オプションとしてライフスタイル戦略を採用している（2009 年は 74%）、という²³。

この背景としては、英国労働・年金省が 2011 年 5 月に公表した「自動加入の確定拠出型年金スキームにおけるデフォルト・オプションの提供に関するガイダンス」²⁴がある。ここでは、「デフォルト・オプションの投資戦略は、合理的な範囲内で、退職までの年数など加入者のリタイアメントに係る諸条件を考慮に入れる」とあり、これが、英国における確定拠出型の企業年金プランにおけるライフスタイル戦略の採用の加速化に寄与したと

²² 2014 年 2 月に実施したインタビュー。なお、NEST 低成長ファンドの利用者はゼロ、高リスク・ファンドの利用者の多くは NEST コーポレーションの職員だという。

²³ Mercer “Mercer Defined Contribution Pension and Workplace Savings Survey” April 2012

²⁴ Department for Work and Pensions “Guidance for offering a default option for defined contribution automatic enrolment pension schemes” May 2011

言えよう。また、本ガイダンス以前にも多くのプランでライフスタイル戦略は採用されていたが、そこでは米国の経験が参照されたことは想像に難くない。米国では、401(k)におけるターゲット・イヤー・ファンドの利用が拡大したことを受け、2006 年年金保護法において長期的な資産形成に資するデフォルト商品について労働省に規則策定が委託された。労働省が策定した規則では、「適格デフォルト投資選択肢 (Qualified Default Investment Alternative)」の一つとしてターゲット・イヤー・ファンドが規定され、これにより、米国では 401(k)のデフォルト・オプションとしてターゲット・イヤー・ファンドを用いることが制度上の根拠も持つようになった²⁵。

英国確定拠出型企業年金で用いられるライフスタイル戦略は、NEST のリタイアメント・ファンドと二つの側面で異なる。一つは、NEST のリタイアメント・ファンドが単一の「ファンド」であり、ファンド・レベルで複数の構成ファンドが組み合わせられるのに対し、NEST 外の英国確定拠出型企業年金で一般的に用いられているのはライフスタイル「戦略」であり、加入者の個人勘定レベルで個別ファンドが組み合わせられ、その比率が退職日に向かって変化していく。資産配分の決定・変更について、その責任は年金基金のトラスティが担うが、モデルは年金コンサルタントが設計し、アドミニストレーター（保険会社や大手運用会社等）がコンピューター・システムにモデルをプログラムし、レコード・キーピングなどを含め、日々の事務処理を担う。

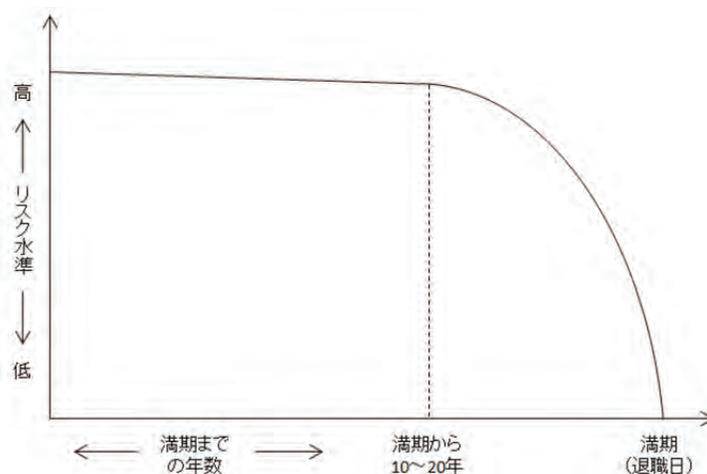
加入者にとってのアウトプットという意味では、ターゲット・デート・ファンドとライフスタイル戦略に大きな相違はない。ライフスタイル戦略の方が、よりきめ細かく加入者の退職年月に満期を合わせられるが、それも、2本のターゲット・デート・ファンドの加重平均で実現できるとの見方もある。その上で、英国でライフスタイル戦略が一般的である理由としては、年金コンサルタントの存在が指摘されている。英国では伝統的に、年金コンサルタントが年金基金のゲートキーパーとしての役割を担ってきた。ターゲット・デート・ファンドと比べてライフスタイル戦略の方が、年金コンサルタントが顧客年金基金の加入者の運用により関与できることから、英国では、プロダクト供給側にとって、ターゲット・デート・ファンドのプロポーザルを年金基金にするのが難しい状況になっているとの意見が多く聞かれた²⁶。

NEST とのもう一つの相違点は、グライド・パスである。NEST のグライド・パスは、初期にリスク水準が低位に設定されているが、英国確定拠出型企業年金で採用されているライフスタイル戦略では、初期にリスク水準を高位に維持し、満期に向かってリスク水準を低下させていく。これだけであれば通常のターゲット・デート・ファンドのグライド・パスになるが、英国の確定拠出型企業年金で採用されているライフスタイル戦略では、ここで年金コンサルタントがモデルを工夫することも多い。例えば、積立フェーズでは一貫してリスク水準を高位に維持し、最後の 10 年ないし 20 年でリスク水準を急速に落としていく（ロールダウン）、というものである（図表 5）。これにより、極力長期間に渡って

²⁵ 詳細については、野村亜紀子「米国 401(k)プランのデフォルト（初期設定）商品に関する規則改正」『資本市場クォーターリー』2008 年冬号参照。

²⁶ 筆者が 2014 年 2 月に運用会社等に対して行ったインタビューより。

図表5 ライフスタイル戦略のグライド・パス（イメージ図）



（出所）野村資本市場研究所作成

株式市場へのエクスポージャーを維持しつつ、退職直前期には資産が目減りするリスクの管理を図る²⁷。ロールダウンの期間は様々であるが、大体10年～20年ほどとされる。リターン追求とリスク管理のトレード・オフで決まるものであり、この凸曲線の描き方が差別化要因になるという²⁸。

VI おわりに

我が国においても、公的年金の動揺が指摘される中、私的年金の充実は不可避となっている。しかし、我が国企業年金のカバレッジ比率は低下傾向にあり、50%を割り込んでいる。その中で、確定給付型においては、未認識債務の貸借対照表における即時認識の導入により企業の負担は更に増していく一方、個人勘定により受給権が確保され、自己責任原則の促進にも繋がる確定拠出年金が、今後我が国企業年金制度で重要性を増すことは間違いないであろう。企業年金制度の優劣を論じる趣旨ではないものの、我が国において確定拠出型が7.5兆円、確定給付型が78.7兆円という状況にあっては²⁹、確定拠出型の相対的なウェイトを高めていくことは不可避であると思われる。しかし、我が国確定拠出年金の現状では、運用資産の6割が元本確保型商品となっており、長期の資産形成に適した資産運用が行われているとは言い難い状況にある³⁰。

企業年金（実質的に確定拠出型）への加入の自動化、長期の資産形成に資する運用の自動化を図った英国の取り組みは、我が国にとっても大いに参考になるものと思われる。

²⁷ なお、資産配分変更のためのスイッチングの頻度は年金コンサルタントのモデル次第であり、四半期毎というのが一般的のようである。

²⁸ 注26に同じ。

²⁹ 2013年3月時点。確定給付型は、厚生年金基金、確定給付企業年金、企業年金連合会の合計。出所は、企業年金連合会「新しい企業年金基礎資料」2013年12月。

³⁰ 我が国確定拠出年金の課題については、野村亜紀子「わが国確定拠出年金の抜本的な制度改革に向けた提言」『資本市場クォーターリー』2009年夏号参照。