

「自動加入方式」を採用する英国の新個人年金制度

—行動経済学を取り入れた改革—

杉田浩治

要約

英国は、企業年金に加入していない中低所得勤労者を対象とした新しい退職準備貯蓄制度を二〇一二年に導入し、大方の勤労者を確定拠出年金制度に加入させる計画を進めている。計画の特色は二つあり、第一に対象者全員を一たん強制的に制度に加入させる方式をとること、第二に政府主導で新設する退職準備貯蓄（確定拠出年金）制度の運営・口座管理業務を単一の受託機関に集約する

ことである。

第一の強制加入方式の採用については、少子高齢化にともなう年金財政逼迫の中で「個人一人ひとりが退職後に備える責任があること」を明確にする目的があり、「過去の経験、行動経済学からみて、勤労者に自発的貯蓄を奨める方法では現在の退職準備貯蓄の不足を解決できない」と政府が判断したことが背景にある。第二の新確定拠出年金の制度運営・口座管理業務の単一受託機関への集約化については、大規模化等によりコストの削減を図ること、確定拠出年金のポータビリティ・

使い勝手の向上を意図している。

金融サービス業界にとって関心の高い「新確定拠出年金の運用対象」については、新設の政府関係機関が関係者の意見を聴取しながら検討中である。現在のところ①加入者の選択対象として数種のファンドを提示する、②選択をしない加入者向けのデフォルト・ファンドを設ける（大半の加入者はこれを利用することが想定されている）、③デフォルト・ファンドは資産分散を重視するとともに、加入者の退職接近に対応する資産配分の変更を円滑に行うためターゲット・デート・ファンド方式を採用することが予想される。

英国は既に国民の資産形成促進のため、「ISA A（個人貯蓄口座）」や「チャイルド・トラスト・ファンド（子供信託口座）」の制度を設けている。これらの制度に二〇一二年には新確定拠出年金が加わるわけであり、英国の個人資産形成促

進策は益々充実することになる。

はじめに

英国では、二〇一二年から「一定の条件に当てはまる勤労者について職域年金制度への自動加入方式を採用する」とともに「職域年金に加入していない中低所得勤労者を対象とした新しい確定拠出年金制度を導入する」予定である。これは二〇〇六年五月および一二月に政府が発表した年金改革白書⁽¹⁾において政府が提案した私的年金制度改革の実施を、二〇〇八年年金法（The Pensions Act 2008）において法制化したものである。

新制度は、自動加入方式のほか、政府主導で新設する確定拠出年金制度の運営・口座管理業務を単一の受託機関に集約することによりコスト削減とポータビリティの向上を図るなど、確定拠出年

金制度の今後を考えるうえで参考になる点が多々あると思われる。そこで以下、新制度の概要を紹介するとともに、公的年金をふくむ今回の英国年金改革の経緯と基本哲学、自動加入方式採用の背景、および新確定拠出年金の適格運用対象（未決定）の選択方法をめぐる議論などを紹介してみた。

一、新制度の概要

新制度は、後述するように加入対象者全員が制度に自動加入する方式を採用するとともに、職域年金のない企業で働く勤労者向けに、政府主導で新しい確定拠出年金積立口座（Personal Accounts、以下「個人口座」）制度を設けることを柱としている。その概要は次の通りであり、実質的に強制加入方式を採用するほか、新設する個

人口座については、政府主導で設立する単一の運営受託機関が制度運営と加入者全員の口座管理等を行うこと（民間への業務委託も可能）により、低コスト化とポータビリティ向上を図っていることも注目される。

(1) 加入対象者

二二歳以上⁽²⁾・公的年金受給開始年齢（男性六五歳、女性六〇歳）未満の、被用者（フルタイム・パートタイム両方の就労者）で、年間所得五、〇三五ポンド超（二〇〇六〜〇七年基準）の者。

(2) 加入方式

加入対象者は、雇用主の運営する職域年金（政府が適格と認めたもの）または新設される個人口座に、雇用主を通じ全員自動的に加入する（automatic enrollment）方式をとる。

(注) 自動加入方式とは、従来のように対象者が制度に加入するか否かを選択する方式（オプトイン）ではなく、全員が一たん自動的に制度に加入し、制度に残りたくない対象者だけが脱退を選択（オプトアウト）する⁽³⁾という方式である。

なお、自営業者、二二歳未満あるいは公的年金受給年齢以上の者、そして年間所得五、〇三五ポンド以下の者は個人口座に任意で加入可能である（ただし雇用主は彼等を強制加入させる法的義務を負わない）。

(3) 個人口座への拠出金額

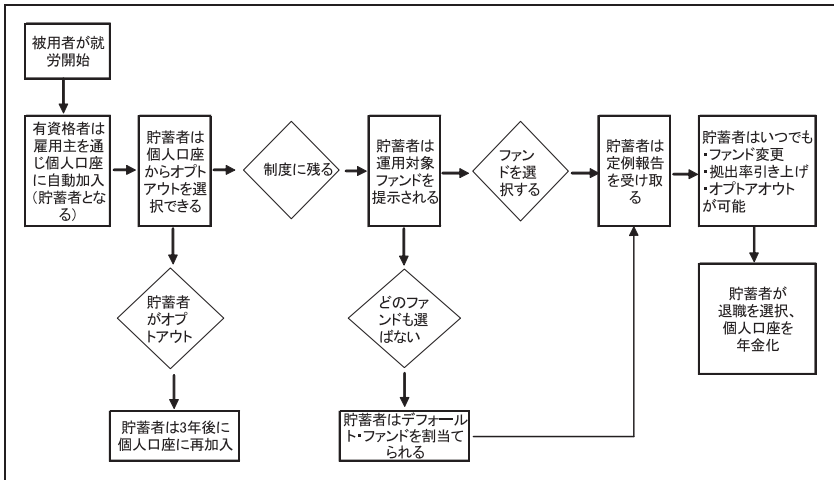
個人口座へは、被用者の年間給与所得のうち五、〇三五～三三三、五四〇ポンド（二〇〇六～〇七年基準）の部分に対し被用者が四％。雇用主が三％を拠出し、政府が一％を税額控除の形で補助する。したがって合計で対象給与所得の八％とな

る。⁽⁴⁾ 被用者および雇用主が自発的に追加拠出を行うことも可能。なお個人口座への拠出額は年間三、六〇〇ポンドを上限とする。⁽⁵⁾

(4) 個人口座の制度設計

個人口座の資産運用対象・雇用主の義務規定など詳細な制度設計は、政府が出資して新設した独立機関である個人口座導入機構（Personal Accounts Delivery Authority）以下、「PAD A」が労働年金省（Department for Work and Pensions）および年金規制機関（Pension Regulator）と共同で行う。制度スタート時にはPAD Aは解散して、別途新設される独立の運営受託機関（Trustee Corporation）が制度運営・口座管理業務等（前述のように外部委託可能）をおこなう。

図表 1 「個人口座」の流れ



〔出所〕 労働年金省第2回白書(2006年12月)

(5) 個人口座の資産運用方法

運用は、実質的にPADAが定める適格商品の中から各加入者が選択して行う。なお、選択を行わない加入者の運用商品として割り当てられる「デフォルト・ファンド」を設ける。適格運用商品を何にするか等についてはPADAが各界の意見を聴取しながら検討中であり、本稿の五、で詳述する。

二、今回の年金改革の経緯

英国は、少子高齢化などの環境変化の中で、二〇〇〇年代初頭から抜本的な年金改革の検討・推進を行ってきた。すなわち二〇〇二年にAdair Turner氏(元・英国産業連盟会長、現・英国金融サービス機構(FSA)委員長)など三人のトップ有識者からなる年金委員会(Pensions

Commission'、通称「ターナー委員会」を創設、同委員会は二〇〇五年一月まで数次にわたって公的・私的年金制度の改革案を盛り込んだ報告書を発表した。政府はこの報告書をベースに、二〇〇六年春にかけて全国各地で年金討論会を開催して民意を汲み上げた。

そして二〇〇六年五月に労働年金省が第一回白書（退職後保障・新しい年金制度に向けて）「Security in retirement: towards a new pension system」を発表した。ここでは年金改革の五原則（後述）を掲げたくうえで、公的・私的年金制度改革の骨子を提案し、各界の意見を募った。さらにそれを踏まえて二〇〇六年一二月に私的部分の年金改革の詳細案とも言うべき第二回白書（個人口座：新しい貯蓄方法）「Personal accounts: a new way to save」を発表し、第一回のとぎと同樣にパブリック・オピニオンを募った。

こうした手続きを踏んだ後に二〇〇七年年金法において公的年金改革（別掲）を法制化、さらに二〇〇八年年金法において私的年金改革（自動加入方式・個人口座の導入、個人口座の制度設計の権限を前述のPADAに委譲することなど）を法制化した。

本稿は私的年金改革について解説することを主目的としているので、公的年金改革について詳述を避けるが、主要事項を記すと別掲のとおりである。

「公的年金改革のポイント」

二〇〇七年年金法において法制化された基礎年金制度の主な変更点を挙げると次のとおりである。子供等の世話（ケア活動）を就労と同様に評価することにしたことが特に注目される。

(イ) 基礎年金の満額受給のために必要な加入

- (イ) (保険料納付) 年数を、現在の「男四四年・女三九年」から「一律三〇年」に短縮する。
- (ロ) 加入年数にカウントできる対象を、従来の「就労期間」から「就労期間および一二歳以下の子供または重障害者の世話(ケア)をしていた期間」に変更する(育児・介護の社会的意義を評価し、特に女性の不利益を修正する目的)。
- (ハ) 給付額の変更基準を、現在の「物価スライド」から「賃金スライド」に戻す。
- (ニ) 受給開始年齢を、現在の「六五歳」から、二〇二四年から二〇四六年にかけて段階的に「六八歳」へ引き上げる。

三、年金改革の基本哲学

ここで今回の英国年金改革の基本哲学をみるため、第一回白書の中に掲げられた(公的・私的の両方を通じた)「年金改革の五原則」の要点、および「五原則と具体的改革内容との関係」を紹介すると次のとおりである。

(イ) 個人の責任の強化 (Promote personal responsibility)

—退職準備貯蓄の不足問題に取り組む—

・(新制度における)「自動加入方式」は、被用者が就労時に退職準備貯蓄を自動的に始めることを確保するものである。⁽⁶⁾ なお自営業者や非就労者も個人口座制度に任意に加入可能である。

・政府は「個人一人ひとりが退職後に備える責任があること」を明確にする必要があると考える。

新制度は、高品質の貯蓄手段と個人貯蓄のための確固たるインフラを提供するが、「幾ら貯蓄するか」「投資リスクをどの程度取るか」「何歳まで働くか」といった選択は個人に委ねられる。これによつて、個人責任に対する「選択」と「支援」の適切な均衡が図られる。

・政府は新制度を通じて、人々が貯蓄について従来制度の下でよりも高いリターンを得ることを期待している。(注：第二回白書は、二〇一二年に二五歳である平均的収入の勤労者が、一ポンドの貯蓄に対して退職時に受け取れる額の試算を提示している。それによると、今回の改革がなければ一・一三ポンドであるものが、新制度の導入により(雇用主拠出の加算、投資利回りの向上、経費率の低下などの効果により)二・五五ポンドに増

加するとしている。)

(ロ) 公平の確保 (be fair)

—最低所得層を保護し、女性やケアラー(子供や障害者のケアをする人)、そして貯蓄者に対して公平 (fair) であり、世代間にも公平であること—

・公的年金の最低保証額を賃金にスライドさせて引き上げることにし、最貧層の保護を図ることにした。

・公的年金の受給に必要な加入年数の短縮化は、従来不利に置かれていた女性にとつて特にメリットがある。すなわち、三〇年間就労または子供や重障害者のケアをしていた人は基礎年金の満額受給が可能となる。この結果、従来の制度では二〇一〇年に受給年齢に達する女性のうち基礎年金を

満額受給できる人は約五〇%と見込まれていたが、新制度の下ではこの比率が七〇%に上がると見込まれ、また二〇二五年までには受給年齢に達する女性の九〇%が基礎年金の満額支給を受けられるようになるが見込まれる。

・高品質の個人貯蓄制度への加入可能性を広げる。政府は六〇〇万人〜一、〇〇〇万人が新設する個人口座に加入すると見込んでいる。

・政府は個人口座について、「雇用主拠出と勤労者拠出」の均衡をとれるように拠出率を決定した。また、「世代間」についても公平で持続性のある均衡を図っている。現役勤労者は（公的年金保険を通じ）現在の年金受給者のためにも拠出しなければならないし、自分たちの将来のためにも貯蓄しなければならない。我々は、今後数十年間に退職する人々の状況を改善するために、現役勤労者にとって「適切なこと」と「受け入れられる

こと」との均衡を追及せざるを得なかった。すなわち「基礎年金給付額の引上げ可能率」と「現在および明日の勤労者が自分達のために追加的貯蓄をする期待」との均衡を追及せざるを得なかった。

(ハ) シンプルであること (be simple)

— 国、雇用主、個人のそれぞれの役割を明確にすること —

・年金委員会は「英国の年金制度は世界の中で最も複雑だ」と指摘していた。今回の改革は英国の年金制度を劇的に簡素化することになる。

・私的年金の自動加入制度は、「個人がより簡単に貯蓄できることになる」という点で制度単純化にも資する。

(二) 実行可能であること (be affordable)

— マクロ経済の安定性を維持し、国・雇
主・個人の負担を適切に均衡させること —

・ 政府は別表のように、公的年金制度改革の二〇
五〇年に至るコスト試算を行っており、実行可能
であると考える（別表掲載省略）。

(ホ) 持続可能であること (be sustainable)

— 永続的な国家的合意の基礎を作るとも
に、将来のトレンド変化に対して柔軟であるこ
と —

・ 年金制度について英国が今日直面している基本
の問題は、個人・雇用主・国がそれぞれ果たすべ
き役割と責任について、互いの信頼と理解が欠け

ていることである。したがって三者の均衡をリ
セットする必要があり、また全ての関係者に信頼
と確信をもたらすような改革—長期的に持続可能
な取り決め—を必要としている。そして英国は、
均衡の達成こそが賢い方法であるとの合意と、将
来の社会的変化に対応できるような柔軟な制度を
必要としている。

・ 以上の基本観のもと、政府は二〇〇五年二月に
全国年金会議 (National Pensions Debate) を創
設し、面談およびウェブサイトを通じ一〇、〇〇
〇人の意見を聴取した。その結果、人々は、
「もっと貯蓄すること」、「政府の年金支出を見直
すこと」そして「平均退職年齢の延長」の均衡を
とるような解決策を求めていることが明らかに
なった。今回の改革はまさにこれらの均衡を達成
するものと確信している。

四、なぜ私的年金改革（自動加入方式と個人口座導入）が必要か

前記三、は、公的・私的の両方を通じた年金改革全体の考え方であるが、特に私的年金部分の改革について、労働年金省は二〇〇六年一二月に発表した第二回白書において、その必要性を次のように説明している。

・「年金」の理屈は簡単であり、「いま貯蓄して、あとで使う」ということである。しかし現実には、退職後に必要とするものを貯蓄できない人が多過ぎる。英国では七〇〇万もの人々が十分な退職準備資産を持っていないと推定される。現役世代で退職後に備えて貯蓄している人はわずか四〇％に過ぎない。それでいて八〇％の人は「生活していくために公的年金だけでは足りない」と考え

ている。

・年金商品市場は部分的にはうまく機能しているが、以下に述べるように、企業年金でカバーされていない中低所得者層は自分たちの状況に適合した年金商品を見つけないことが難しく、また商品供給者側も利益の出る商品を提供できない状況にある。

(1) 年金商品に対する需要の欠如

・人々が、退職後の支出をカバーするために必要な年金資産形成を行わないことについて、行動経済学から二つの理由を指摘できる。

(イ) 「選択放棄 (choice paralysis)」・・・人々

は年金商品を選ぶことが重要であることは分かっているが、正しい選択を行うことが困難なことから「選ぶことを止めてしまう」性向があ

る。

圧力を掛けられる。

(ロ) 「今日が大事 (living for today)」・・・今日

のことを決めるのは簡単だが、四〇年先のことを決めるのは難しい。多くの人は年老いることを考えたくないし、ましてや如何にして十分な退職後準備貯蓄をしようかなどとは考えたくない性向がある。

・中低所得者は年金商品を良く理解していないので、商品提供会社間の比較も難しく、携帯電話などのようにA社からB社に乗り換えるといったこともあまり行われない。したがって商品提供会社への圧力も弱く、年金商品のコスト削減や品質向上が進みにくい。

・ただし効率的に機能している年金市場もある。たとえば企業年金市場では、受託者（企業）がプ
ロの支援も受けてサービス提供者に対し効果的な

(2) 年金商品は供給も不十分

・年金委員会の調査によれば、保険会社が中規模企業で働いている勤労者に個人年金を販売するにあたっては一件あたり八〇〇ポンドのコストがかかる。しかし年金商品の購入者は保険料を長く収め続けないことが多い。個人年金契約の三分の一以上が四年以内に失効しており、しかもこの比率は上昇傾向にある。現在の継続率を適用すると、今日スタートした個人年金契約が一〇年後も続いている可能性は四〇%に過ぎない。

・上記のように、当初コストが高く契約継続率が低いことは、供給側（保険会社）にとって多額の当初コストを短期間に回収する必要があることを意味し、結果的に次の事態を招いている。

第一に年金商品の経費率が高い。企業など団体

単位でなく個人単位で販売された個人年金プランのうち、ステークホルダー年金（二〇〇一年に発足した制度で、経費率を制限するなど、政府が枠組みを定めた低コストの中低所得者向け確定拠出年金）の上限経費率（現在は運用資産に対し一・五％）より相当低い経費に収まっているプランは僅かに過ぎない。これは企業年金プランの経費率が〇・三〜〇・五％であることと対照的である。第二に、前述のように保険会社にとって中低所得者を対象に個人単位で個人年金商品を販売することは経済的でない。

- ・ 加えて、業者サイドで過去に不適切な販売やプランの破綻があったことにより、個人年金市場の信頼が失われたという経験がある。

(3) 不十分な競争

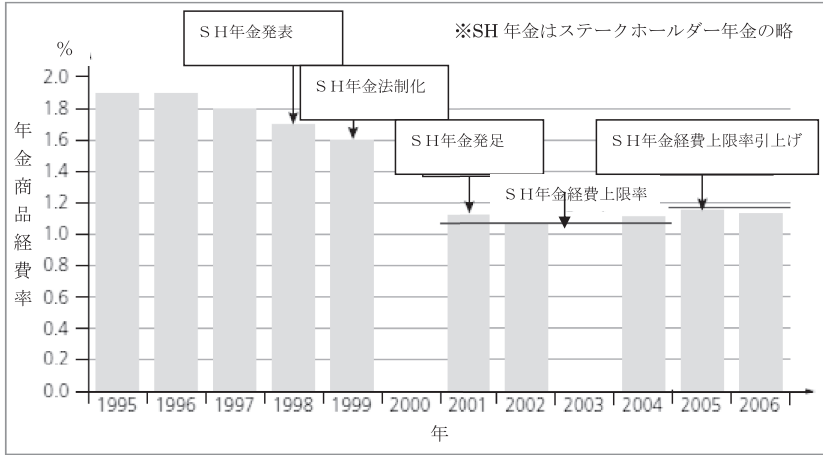
・ 本来、市場がうまく機能していれば、サービス

改善・コスト引下げ・革新的商品の提供が行われるはずであるが、年金市場はそうなっていない。

二〇〇二年に発表されたサンドラ・レポートによれば、①年金市場では競争圧力が効果的に価値を生んでおらず、同種商品であるにもかかわらず会社によって手数料に大きな差があること、②他の業種と異なり、生命保険業の単位当りコストが相当上昇していることが明らかにされていた。

・ 表面的にみると、年金商品のコストは一九九五年の一・九％から二〇〇二年の一・一％へ大きく低下した（図表2参照）。しかし、それは「競争」の結果ではなく、「規制」の影響であった。すなわち年金委員会は、「コストの低下は(i)二〇〇一年に導入されたステークホルダー年金の経費率が対運用資産で一％以内に規制されていたこと、(ii)FSA（金融サービス機構）がフィナンシャル・アドバイザーは、（ステークホルダー年金

図表2 年金商品経費率への規制の影響



【出所】 労働年金省第2回白書(2006年12月)

以外の年金商品についても)経費率がこの上限を大きく上回る商品を推奨してはならない」というガイダンスを出していたことの影響によるものだ」と結論付けていた。

(4) 「自動加入方式」の採用が必要

・同じ年金市場でも、需給が潤沢な企業年金市場はうまく機能している。そして雇用主の抛出率が高いなど良質な年金プランを提供している企業においては、従業員の年金制度加入率が高いことが統計的に明らかになっている。

・しかし近年、年金制度から撤退する企業が増加しており、その傾向は変わりそうもない。このため、英国のフルタイム就労者のうち職域年金でカバーされている就労者の割合は一九七九年の六五%から一九九五年には五七%へ低下し、さらに二〇〇四年には五四%まで落ち込んでいる。そして

(パートタイマーを含めた) 民間部門就労者の職域年金加入率は一九九一年の四〇%から二〇〇五年には二五%へ低下してしまった。

・政府は企業が年金プランを設けることを支援したいが、前述したような一般年金市場における(行動経済学などからみた) 需要の欠如、(収益性などに起因する) 供給の不足、効率的競争の不分さを考慮すると、勤労者に自発的貯蓄を奨める方法では現在の退職準備貯蓄の不足を解決できないと考える。特に若年層において問題は深刻であり、二〇代・三〇代においては貯蓄額が数年前より減少している状況にある。

・既存のステークホルダー年金に自動加入制度を設けることによっても、先に指摘した年金市場の需要不足がある程度うめることはできるかもしれない。しかし、それでは積立ての持続性を促進することはできない。なぜなら勤労者が転職した

ときに同一の年金プランに自動的に留まることはできないし、プラン移転にともなう雇用主の事務負担が増すことになる。その結果、ステークホルダー年金の経費率を大きく低下させることは期待できない。

・以上指摘した問題は、今に始まったことではない。しかし、少子高齢化は問題を深刻化させている。現在は「就労年齢(二〇歳〜六四歳) 人口」対「年金受給者人口(六五歳以上)」の割合は四対一であるが、年金受給開始年齢の変更がなければ、二〇五〇年までにこの比率は二対一に低下してしまうところであった。⁽⁷⁾

個人貯蓄を増加させなければ、将来世代は現在の年金受給者より貧しい生活を強いられることになり、公的年金増額への圧力が強まろう。しかし人口動態の変化からみて、年金給付額の引き上げは困難である。勤労者・受給者の割合が二対一に

なったとしたら、貯蓄不足に対処するためのコストは膨大なものとなり、その負担が将来世代に不当に重くのしかかることになる。

・政府は、自動加入方式を採用する新しい個人口座に六〇〇万人〜一、〇〇〇万人の勤労者が加入し、年間八〇億ポンドの貯蓄が行われる（その六〇％は新規に創出される貯蓄である）と見込んでいる。

(5) 単一受託機関による口座管理の意義

・新設する個人口座は、既存の確定拠出年金のポータビリティの低さと、高コストの問題を解決することを意図している。すなわち、単一の受託機関が全口座を管理することにより個別企業年金の枠をこえた大規模なシステムとして運営され、現在、企業年金の恩典を受けていない勤労者にその利益を広げるものである。そして多数企業をカ

バーする大規模化によって平均コストの削減が可能となるとともに、個人は転職しても同一口座を維持し拠出を続けることができる。

〔筆者注〕 以上述べたように、新制度は自動加入方式による確定拠出年金加入者の増加と、個人口座について単一受託機関方式による低コスト商品の提供を意図している。このうち、自動加入方式については米国の確定拠出年金において既に進行しており、その動向は別掲のとおりである。

（参考：確定拠出年金への自動加入方式に関する米国の動向）

米国では二〇〇六年年金改革法において、四〇一kプラン（企業型確定拠出年金）採用企業が従業員の自動加入方式を採用できるように制度を変更した。すなわち、四〇一kプランへの

加入について、従来は「従業員が積極的に加入の意思を示した場合（オプトイン）のみ加入する（＝企業が拠出金を給料から天引きできる）方式」となっていたのを、「企業は、従業員が特に加入を拒否（オプトアウト）しなければ、自動的にプラン加入者に繰り入れることができる（ただしオプトアウト方式の採用を企業に強制するものではない）方式」に改め、既の実施済みである。

（注）当時のニューヨークタイムズ紙は、新方式について「決断を先延ばしにする」、あるいは「決断しないという決断をする」といったことは人間の習性だが、そのために今まで多くの米国人の退職年金勘定が少ないままに放置されてきた。従来、新入社員は④四〇一kプランに加入するかどうか、⑤給料の何%を積み立てるか、⑥どの資産にどう配分するか、を決めな

ければならなかった（その決定を先延ばしにした結果、四〇一kへの加入が遅れる従業員もいた）が、これからは会社が取り敢えずスタートさせて、従業員が後から決めてもよいことにな」と、行動経済学的側面からのプラス効果を指摘していた。

また、オバマ大統領は二〇〇九年二月に発表した二〇一〇年度予算教書の中で、「企業年金に加入していない被用者を対象に、IRA（Individual Retirement Account、個人型確定拠出年金）への自動加入（ただしオプトアウト可能）制度を設けること」を提案した。この提案には、①企業に対しては掛金拠出を強制しない、②年収六五、〇〇〇ドル未満の家庭について最初の拠出額一、〇〇〇ドルに対し政府が五〇%の援助（還付可能な税額控除）を行うことが含まれている。

ただし、この提案について議会で検討は進んでいない。

五、個人口座の運用対象に関する

議論

新設される個人口座の適格運用対象は、二〇一二年の制度発足時に、運営受託機関 (Trustee Corporation) が P A D A の意見書にしたがって決定する (投資原則 "statements of investment principals" を定める) こととされている。ただし運用対象等は制度発足後に変更可能である。

したがって少なくとも当初の適格運用対象は実質的に P A D A が決めることになる。その P A D A は、運用対象を何にするか等について関係者 (投資関連業者、金融関連団体、保険・年金基金、

消費者グループ、産業界、コンサルティング会社など) の意見を聞くため、二〇〇九年五月に一七一ページにわたる「検討のためのたたき台 (A discussion paper to support consultation、以下「意見募集文書」) を発表し、三ヶ月間にわたって意見を受付けた。

そして各界から六七通に達した意見書と、別途行った一〇回にわたる公開討論会に出席した一〇人以上の関係者代表からの意見を「一三〇ページにまとめた「関係者の主な意見 (Key findings of the public consultation、以下「意見集約文書」) を二〇〇九年十一月に公表した。

両文書の中から運用対象に関する主な論点について、興味深い材料・意見等を抜粋すると次のとおりである。

(1) 加入対象者のリスク志向

意見募集文書は、労働年金省が個人口座の対象となる就労者の「リスクに対する態度」について二〇〇七年に行った調査の結果を掲載し、次のように述べている。

・調査によれば、平均的には回答者の四四％が「リスク回避」志向、一七％は「ややリスク回避」志向、二九％は「リスク追求」志向に分類された。したがって個人口座の典型的加入者のリスク志向度は低いと思われる。しかし、加入者は自分の拠出金と雇用主の拠出金とは異なるリスク志向を持っている可能性がある。

・行動経済学から確認される人間の一般的な行動は、「メンタル・アカウンティング」によっても示されている。たとえば、個人は一つの口座しか持っていないなくても心理的には二つの口座に分けて考えることがある。一つは「住宅ローン返済用」

として非常に安全性の高いものに投資し、もう片方は「海外旅行のための貯蓄」として高リターンを求めるといった具合である。労働年金省による定性調査の結果、調査対象者の中にはメンタル・アカウンティングが示す行動をとる人がいた。すなわち「自分が拠出する四％の部分は安全に運用されることを望み、雇用主の拠出金部分については高リターンへの欲求が高かった」のである。運営受託機関は、個人口座の設計や制度開始後の加入者とのコミュニケーションを行うにあたって、こうした要素を考慮すべきであろう。

(2) デフォルト・ファンドの重要性

意見募集文書はデフォルト・ファンドについて次のように述べている。

・二〇〇七年の全国年金基金協会年次調査によれば、英国の既存確定拠出年金プランの八四％は資

産運用方法を選択しなかった加入者に割当てるデフォルト・ファンドを提供しており、デフォルト・ファンドが提供されているプランの加入者の九一％はデフォルト・ファンドに投資していた。この事実からも、個人口座においても（「選択の困難さ」または「行動しない」の理由により）結果的には過半数の加入者の資金がデフォルト・ファンドに投資されることになると思われる。

・デフォルト・ファンドの運用にあたっては「分散」が重要であり、産業別・国別の両方の分散をはかることによりリスクを軽減することができる（意見募集文書は参考データを掲げているが、ここでは掲載を省略する）。

・デフォルト・ファンドの資金は巨額になると想定されること、毎日資金が入り出すこと（他ファンドとのスイッチングも発生すること）か

ら、運用対象資産は①流動性が高いこと②日々時価評価が可能なこと③売買の際の市場へのインパクトが大きくならない大市場であることが必要である（ただし関係者の意見を集めた意見集約文書は「分散効果などのため、不動産、商品、ヘッジファンドなどのオルタナティブ資産も一部含めても良いとする意見が多かった」と述べている）。

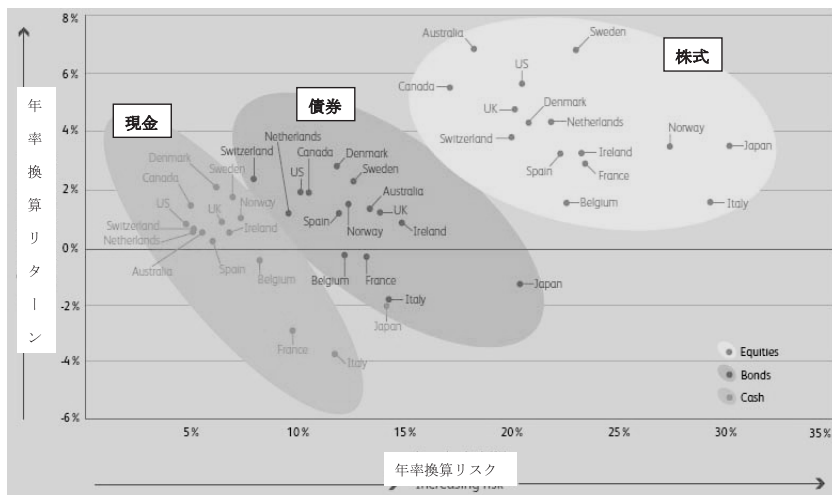
(3) 退職準備資産形成にあつての株式の役割

意見募集文書は、英国の年金基金が伝統的に、資産成長を図るため株式に投資してきた事実を指摘したうえで、その理由を次のように述べている。

・株式は債券などに比べリスクの高い投資物件である。投資家は高いリターンが得られると信じたときにのみ高リスクを許容する。これが「株式は債券をアウトパフォームする」と期待される一つ

「自動加入方式」を採用する英国の新個人年金制度—行動経済学を取り入れた改革—

図表3 過去109年間（1900～2008年）の各国株式・債券・現金の実質リターンとリスク



〔出所〕PADA意見募集文書（2009年5月）、原典はDimson, Marsh and Staunton dataset.

の理由である。

・株式投資の高リターンを裏付ける長期データがある。図表3は過去一〇九年にわたる一五カ国の株式・債券・現金の年率換算実質リターンとリスク（リターンの標準偏差）を示しており、株式に投資しなかった場合の機会損失（opportunity cost）は非常に大きい。

・意見募集文書はさらに、株式は長期的にはインフレをヘッジできる「実質価値維持資産（real assets）」であるとし、その理由を「企業はインフレに対応して製品・サービス価格を上げるので、企業収入はインフレに連動して増加し、したがって配当・株価も同様に増加・上昇するからである」と述べている。そして実績データとして、過去一〇〇年間に英国において国債の価格が下落している中であって、株価が消費者物価とほぼ連動して値上がりしていることを示す図を載せてい

図表4 物価変動の局面別にみた資産の年率実質リターン

	デフレ期 (物価下落期)	高インフレ期 (4%超の物価上昇期)	緩やかな物価上昇期 (0～4%の物価上昇期)
米国株式	-15%	0.34%	11%
米国20年債	4%	-3%	6%
現金	5%	-1%	1%

〔出所〕 PADA 意見募集文書(2009年5月)、原典はパークレーズ・キャピタル“Equity Gilt Study 2009” (from CRSP Ecowin, Barclays Capital)

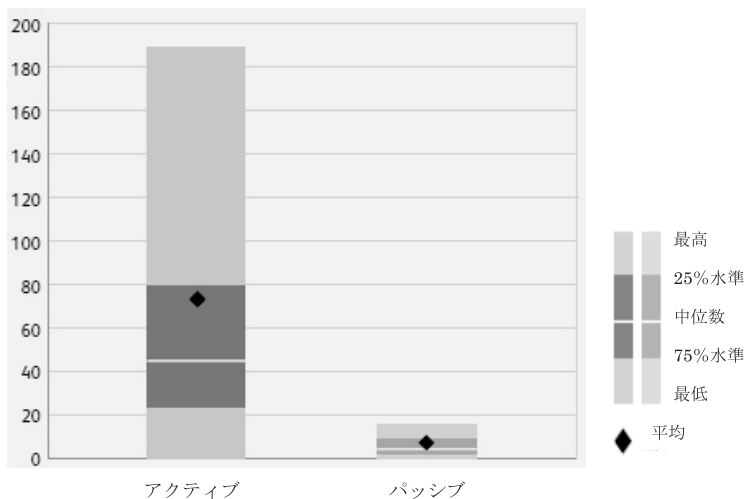
る(ここでは掲載省略)。

・同文書はさらに「中期的にみると、物価変動の局面によって株式・債券・現金の収益率が異なる」として図表4の米国のデータを掲げている(株式は「緩やかに物価が上昇している局面」で最も強みを発揮していることが分かる)。そして、このように経済の局面により資産収益率は異なるので、単一資産に投資するのではなく、複数資産のバランス・ポートフォリオが重要であると強調している。

・また、一〇年・二〇年といった長期をとっても、株式・債券ともに実質リターンがゼロまたはマイナスになることもあるので、確定拠出年金加入者が、退職時の一時点における市況水準により極端な勝者・敗者になることを避ける意味からもバランス投資が重要だと説いている。

「自動加入方式」を採用する英国の新個人年金制度—行動経済学を取り入れた改革—

図表5 アクティブ運用とパッシブ運用のコストの水準と幅（単位：100分の1%）



〔出所〕PADA意見募集文書（2009年5月）、原典はWM Performance Service 2008

(4) アクティブ運用とパッシブ運用

PADAは意見募集文書の中に、アクティブ運用とパッシブ運用のコストのデータ（図表5）、およびパフォーマンス・データ（確定給付年金基金の多数サンプルに基づくもの、図表6）等を示したうえで、「デフォルト・ファンドの運用に関し、アクティブとパッシブの運用者のバランスをどう考えるべきか」について関係者の意見を求めた。

・図表5に見るとおり、アクティブ運用のコストはパッシブ運用のそれを大きく上回っているとともにバラッキも大きい。一方、パフォーマンス（コスト控除後）を見ると、アクティブ運用は、英国・米国についてはパッシブ運用を下回っているが対象指数並みであったが、欧州大陸とアジアでは若干対象指数を上回っていた。

・関係者の意見を集めた意見集約文書は「回答者

図表6 パッシブ運用とアクティブ運用の実績（2007年に至る10年間の年平均収益率）

	英国	米国	英国以外の欧州	日本	日本を除く太平洋	日本を除く太平洋
FTSE 指数	6.2	4.2	9.1	3.2	12.5（注1）	11.0（注2）
パッシブ運用	6.3	4.1	9.0	3.5	12.6	-
アクティブ運用	6.2	3.6	9.3	3.6	-	12.7

（注1） 2000年までは FTSE World Asia Pacific ex Japan、この後 FTSE は Asia Pacific ex Japan を開発。

（注2） World Asia Pacific ex Japan

〔出所〕 PADA 意見募集文書（2009年5月）、原典は WM Performance Service 2008

の過半数は、個人口座の要件（低コストであること）に適合することからパッシブ運用が適当であるが、アクティブ運用も（新興市場あるいは小規模市場など）付加価値のとれる市場等については採用されるべきである」という意見であった」と述べている。

(5) 運用対象ファンドは何本必要か

意見募集文書は、デフォルト・ファンドのほかに、加入者への選択肢として提供するファンドの候補を幾つか提示し、関係者の意見を求めた。
 ・その結果について意見集約文書は、「対象ファンドをある程度しぼるべきであるという点で回答者の意見がほぼ一致していた。そしてデフォルト・ファンド以外に加入者に提供すべきファンドとしては、デフォルト・ファンドとは異なるリスク度を持つファンド、宗教上の制約に対応する

ファンド（イスラム教の戒律に触れないシヤリア・ファンドなど）、倫理（SRI）ファンドを含めるべきだという意見が多かった。一方、民間業者が提供する一般の投資商品（branded fund）を入れることについては、コストなどの面から否定的意見が多かった」と述べている。

・またファンド間のスイッチングについては、「二部の加入者が頻繁にファンド間乗り換えを行うと、それに対応するためファンド間のポートフォリオ売買が増加して、運用コストが上昇することから、乗り換え回数などの制限付きで認めるべき」という意見が多かったと意見集約文書は述べている。

(6) 退職接近にともなう資産配分比率の変更方法
個人口座加入者の加齢（退職接近）にともなう資産配分の変更方法について、意見募集書は三つ

の選択肢を示して関係者の意見を求めた。

すなわち、①加入者の退職が近づくにつれ個人別に資産配分を安定化させていく伝統的ライフスタイルリングでいくか、②米国で人気のあるターゲット・デット・ファンド方式（個人別でなく、ファンドベースで資産配分安定化させていく方式。すなわち、投資家の退職予定時期別に（たとえば二〇三〇年、二〇三五年、二〇四〇年・・・など）多数の目標時期を持つファンド群を用意して、各人に自分の退職時期に近いターゲットのファンドを購入してもらい、各ファンドが資産配分を時間の経過（退職時期の接近）に合わせて安定化させていく方式）をとるか、あるいは③別の安定化方法（たとえば、各資産ごとに長期的収益目標を設定しておく、その目標を超えた資産は売却して安定資産に移していく、ターゲット・リターン戦略³や、⁴コンスタント・プロ

ポーション・ポートフォリオ・インシュアランス（などを個別加入者ごとにとるか、である。

・その結果について意見集約文書は「この問題について回答のあった四一通のうち、②のターゲット・デット・ファンドを支持する意見が二八通、①の伝統的ライフスタイリングを支持する意見が一〇通、格別の意見なしが三通だった」と述べており、ターゲット・デット・ファンドを支持する割合が高い。

・興味深いのは、上記のいずれにも共通している「制度加入当初（若いうち）は株式等で積極運用し、退職が近づくにつれ安定的運用に切り替えていく」という考え方に反対の意見も一部にあったことである。その意見は「制度加入当初（若いうち）は株式など変動の大きい資産への投資を抑えておくべきだ」というもので、その理由を次のように述べている。

「退職時における資産額を大きくするためには、（制度加入当初の資産が小さい内の）投資リターンの問題よりも、積立てを途中で止めないで長期に続ける（拠出額を大きくする）ことの方が重要である。そのためには、積立て開始後しばらくは（市況暴落等に見舞われて）積立てへの確信が揺らぐことのないよう株式等の比率を低くしておき、ある程度資産が蓄積された後に成長資産へ投資できるような基礎固めをすべきである」。

これも行動経済学を重視した意見といえよう。

(7) 退職後の資産運用の問題

英国では職域の確定拠出年金や個人年金加入者の場合は、退職時に一時金として年金原資の二五%まで非課税で受け取ることができるが、残りは七五歳までに保険会社の終身年金の購入などにより「年金化」しなければならないことが義務付け

られている。このため一般的には退職者は保険会社
の終身年金商品を購入している。⁽⁹⁾

この退職後の取り扱いについて英国投資管理協会
(Investment Management Association、投
信・投信顧問業者の団体)は、二〇〇九年三月に
PADAに提出した意見書の中で、「資産取り崩
し段階の運用をどうするかは重要な問題である」
として、「現在は大部分の退職者が定額年金を購
入しているが、インフレリスクなどを考慮する
と、もっと柔軟な取り崩し方法を認めるべきであ
る。そして積立て段階の運用だけでなく取り崩し
段階の運用方法についてもデフォルト・オプ
ションを設けるべきである」と主張している。

これは、株式投信などを組み合わせて運用しな
がら資産取り崩しを行っていく方法の拡大(資産
運用業界のビジネス拡大)を意図しているものと
思われる。ちなみに、米国においては確定拠出年

金の引き出しについて「年金化」の義務はなく、
ベビーブーマーの退職にともない「効率的な資産
取り崩しに如何に貢献するか」が、資産運用業界
の大きなテーマとなっている。

六、金融サービス業界への影響

個人口座の導入は確定拠出年金市場の拡大を意
味するので、基本的には関係業界にはプラスに働
くことになる。もちろん既存の年金プランからの
振替であっては意味がないが、労働年金省の第二
回白書は「個人口座は既存の年金プランと競合す
るものでなく、既存プランを補足するものであ
る」と強調している。そして「今回の改革は、今
まで企業年金にアクセスできなかった勤労者に対
し、雇用主の3%拠出がある年金プランに参加す
る道を開くものであり、金融サービス業界にとつ

ては新しい市場が開けることになる」とし、「潜在的には六〇〇万〜一、〇〇〇万におよぶ口座の管理業務」や、「資産運用市場が年間八〇億ポンド（うち四〇〜五〇億ポンドは新規貯蓄）拡大し、長期的には一、五〇〇億ポンド（一ポンド一五〇円で換算して二二兆円）にふくらむ資産運用ビジネス」が生まれると述べている。

以上のように、関係業界にとつて量的には大きなプラス効果が見込まれる。しかし、個人口座の新設にあたり一貫して流れている思想は「低コスト化」であり、単位当り料金（口座管理手数料、資産運用報酬率など）は、低く抑えられると見るべきであろう。

おわりに

以上、本稿は二〇一二年にスタートが予定され

ている英国の私的年金改革について述べてきた。

文中で繰り返し返したように、新制度の特色は、①「個人の自発性に期待していたのでは退職準備貯蓄は進まない」と判断して、実質的に強制加入方式を取り入れること、②確定拠出年金の低コスト化とポータビリティ向上を実現するため、新設する個人口座の運営・口座管理業務を一つの受託機関に一元化することにあると言えよう。

ところで、英国では国民の資産形成促進のため、既に「ISA（個人貯蓄口座）」や「チャイルド・トラスト・ファンド（子供信託口座）」の制度が設けられていることを指摘しておきたい。

ISAは、年間七、二〇〇ポンド（約一〇〇万円）までの小口の貯蓄・投資について、その収益を非課税とする少額貯蓄優遇制度である。（このISAをモデルにして、日本でも二〇一二年に「三年間、毎年一〇〇万円までの新規株式投資に

ついで、配当・譲渡益を非課税にする。少額の上場株式等投資のための非課税措置（日本版ISA）⁽¹⁾を導入することが予定されている。

またチャイルド・トラスト・ファンドは、少子高齢化対策と投資教育の推進をも目的としており、子供誕生の度に政府が各家庭に投資資金を給付し（誕生時に二五〇ポンド、七歳到達時にさらに二五〇ポンド給付する。金額は少ないが、投資のキツカケとなるいわば種銭となる）、以後、各家庭は自己資金を毎年一、二〇〇ポンドまで口座に拠出可能で、この口座から生じる収益を非課税で再投資できる制度である。口座の運用対象としてはリスク度の異なる三種類の商品が用意されており、両親は子供のために、どのファンドを選びどう活用するかを決める必要があるため、中若年齢が資産運用について語り合う（すなわち投資教育の）絶好の機会になっているという。さらに、

子供は一八歳になれば口座から資金を引出して自分で運用することもできるので、親子二代にわたる投資教育効果も期待できるといわれる。

これらの二つの制度に、二〇一二年からは新確定拠出年金制度が加わるわけであり、英国の個人資産形成促進策は益々充実することになる。

【付記】 本稿脱稿後の二〇一〇年一月七日にPADAは「今まで“Personal Accounts”と呼んでいた制度の新しいブランド名を“National Employment Savings Trust”（略称NEST）とする」と発表した。今後、個人口座はNEST（あえて日本語に訳せば「全国勤労貯蓄信託」となるか）と通称されることになると思われる。

(1) “Security in retirement: towards a new pension system” (2006年5月)、“White Paper, Personal Accounts: a new way to save” (2006年12月)

- (2) 二二歳未満を含めなかったのは「転職率の高い若年層を含めると雇用者の事務負担が重くなるため」とされている。
- (3) オプトアウトを認めるのは、「たとえば多額の負債をかかえている場合などは強制貯蓄をすべきでないからである」と説明されている。政府はオプトアウト率を二五％と見込んでいる。
- (4) 公的年金と合わせて、現役時の所得に対する代替率を四五％以上に確保するための水準として意図されている。
- (5) 政府は、加入対象者の平均年収は二三、七〇〇ポンド(二〇〇五年ベース)であり、その八％は一、九〇〇ポンドであるから、三、六〇〇ポンドの枠で追加拠出の余裕があるとしている。なお限度額は二〇一七年に見直す予定になっている。
- (6) 労働年金省が二〇〇六年三月一八日の「全国年金の日」において各地での討論会出席者を対象に行った調査では、一、〇〇〇人以上の出席者のうちの七割以上が「自動加入・オプトアウト方式」を支持していた。
- (7) 今回の公的年金改革(受給開始年齢の引き上げ)により、この比率は二対一から三対一に改善すると予想されている。
- (8) オプトアウト率を二五％と見込んだ中位的予想では加入者は七〇〇万人と見込まれている。
- (9) P A D A意見募集文書七一ページ、および青山麻里「英国の有配当終身年金 (with-profits annuity) について—長生きリスクに対する保険会社のヘッジの手法—」(ニッセイ基礎研 所報 Vol.49) 一三三ページ。
- (10) 二〇〇九年一月に英国政府は「経済・財政状況の変化などのため」実施日程に変化を生じる(遅れる)可能性を示唆している (http://www.ipe.com/news/uk-gov-hints-at-auto-enrolment-delay-to-pensions_33472.php)。
- (11) 二〇〇九年二月二二日閣議決定「平成二二年度税制改正大綱」
- (すぎた こつじ・当研究所専門調査員)