イギリスにおけるCDC（Collective Defined Contribution）をめぐる議論について

山田直夫

一、はじめに

イギリスの年金制度は公的年金と私的年金で構成される。公的年金については、二〇一六年四月に新制度が導入された。それまでは定額部分と報酬比例部分からなる制度であったが、定額部分のみの制度が導入された。一方、私的年金は職域年金（DB型企業年金及びDC型企業年金）と個人年金からなる。イギリスの私的年金の特徴は、事業主拠出・被用者（個人）拠出をすべて合わせて被用者の所得控除上限額を管理することである。これまでこの上限額は年間四万ポンドで、それとは別に生涯累計限度額（一〇七・三一万ポンド）も設定されていた。それが二〇二三年より上限額が年間六万ポンドに引き上げられ、生涯累計限度額が廃止された。

また、今年の五月にはブレア元首相が会長を務めるシンクタンク（Tony Blair Institute for Global Change）が年金改革案を発表している（Kakkad et al.（2023））。この改革案では、イギリスの年金基金が国内経済への投資をあまり行っていない

ため、年金基金の収益が低迷したり、企業の投資の対ＧＤＰ比が減少したりしていると指摘している。そしてこうした状況を打開するために、規模の小さい四五〇〇のＤＢや地方自治体の年金などを統合して三〇〇〇億～四〇〇〇億ポンドの規模の「スーパーファンド」を六つ程度設立することを提案している。

さらに、今年の七月にはイギリス政府が未上場株式への投資促進を柱とする年金改革案[1]を発表した。この改革案によると、ハント財務大臣は主要なＤＣ運用会社九社が二〇三〇年までにデフォルトファンドの投資額の五％を未上場株式にするという目標に含意したことを支持した。そして、イギリスの他のＤＣ制度がこれに倣えば、二〇三〇年までに高成長企業への最大五〇〇億ポンドの投資が可能になり、年金資金は最大一二％増加するとしている。

ところで、イギリスでは CDC（Collective Defined Contribution）という企業年金の仕組みが二〇二一年に法制化されている。ＣＤＣをめぐっては Financial Times 誌で様々な議論が展開されている。また、ＣＤＣを既に導入している国もあることから学術研究も蓄積されている。こうした議論の中には、ＣＤＣが老後の所得保障（高い給付水準の実現）や経済の活性化に資すると主張するものもある。老後の所得保障と経済の活性化はわが国でも重要な課題であるため、イギリスにおけるＣＤＣをめぐる議論はわが国の企業年金のあり方を考えるうえで参考になると思われる。そこで本稿ではイギリスのＣＤＣに注目し、最近の議論について概観する。

本稿の構成は以下のとおりである。二節ではＣＤＣの仕組み、特徴、イギリスでの制度の展開について説明する。続く三節では Financial Times

誌におけるＣＤＣに関する論考を、四節ではＣＤＣのパフォーマンスに関する学術研究を紹介する。最後の五節では本稿のポイントを簡潔にまとめている。

二、ＣＤＣとは何か

本節では Mirza-Davies(2022)、Owadally et al (2021) をもとにＣＤＣについて説明をする。

(1) ＣＤＣの仕組み

先にも指摘したとおり、イギリスの企業年金の代表的な制度として、DB（Defined Benefit、確定給付年金）とDC（Defined Contribution、確定拠出年金）がある。ＤＢでは給与や勤続年数などの要素に基づいて約束された年金が支払われる。スポンサー（通常は雇用主）は、約束された年金が支払われることを保証する。年金は生涯にわたる収入を提供し、退職一時金が含まれる場合もある。雇用主は、年金受給者が予想よりも長生きして年金債務が高額になるリスク（長寿リスク）と資産の投資リスクの両方を引き受ける。一方、ＤＣは保証された年金を提供するものではなく、代わりに退職後に使える資金を提供する。年金口座の価値は投資収益や拠出金などの要因に応じて増減することになる。そして長寿リスクと投資リスクは個々の加入者が引き受けることになる。

こうした制度に対してＣＤＣでは、雇用主と従業員の両方が退職後の収入を提供する共同基金に拠出する。拠出された資金はこの共同基金が管理する。年金の水準はターゲット年金と呼ばれ、あくまでも目標であり、ＤＢのように保証されているわけではない。ＣＤＣの導入国としてオラン

ダ、デンマーク、カナダがある。オランダでは今年になって私的年金の大きな改革が行われている。本稿で注目するイギリスでは、法制化され、ＣＤＣの創設が可能になっている。

(2) ＣＤＣの特徴

主なＣＤＣのメリットとして、以下の点が挙げられる。

・　単一のパッケージ：ＣＤＣの加入者は同じスキームの中で年金の積み立てと年金の受け取りの両方を行うことができる。この点はＤＢに似ているが、給付水準は保証されていない。

・　リスク・プレミアムのない収入：ＤＢでは保証を確保するために雇用主が追加的に費用を負担することがある。ＤＣでも終身年金を購入した場合は保証を確保するため個人に追加的な費用が発生すると考えられる。ＣＤＣは給付水準を保証していないため、加入者や雇用主が追加的に費用を負担することはない。

・　長寿リスクの分担：ＤＣでは加入者は自分の年金口座を自分で管理する。加入者は自分の寿命を正確に予測することができないため、年金を使い切らなかったり、逆に資金不足に陥るリスクがある。ＣＤＣは制度全体の平均余命に基づいて年金を支払うことで、集団的にリスクを管理することができる。

・　投資戦略：ＣＤＣは拠出する個人と受給する個人が混在しているため、ＤＣよりも長期的な投資戦略を取ることができると考えられている。

・　規模の経済：ＣＤＣは、他のスキームよりも大きな規模となる可能性があり、規模の経済を利用して低コストで投資できる可能性がある。

・　雇用主：雇用主はＤＢのように将来的に資金

が不足するリスクを負うことなく、退職後の収入となる年金を従業員に提供することができる。

一方、主なＣＤＣのデメリットとして、以下の点が挙げられる。

・　収入の減少：ＣＤＣの給付水準は保証されていないため、加入者に支払われる年金が減少する可能性がある。

・　コミュニケーション：ＣＤＣは給付が確定しているＤＢや拠出が確定しているＤＣよりも制度がわかりにくく、加入者への説明が難しいと考えられる。

・　移管：ＣＤＣから資産の移管を希望する個人は共同資金の一部を受け取ることになる。期待余命の短い個人がＣＤＣから持ち分全額を移管することができる場合、長寿リスク分担のメリットが失われるというリスクがある。

・　世代間のリスク：ＣＤＣは、給付額の平準化を可能にする。その一方で世代間の不公平が生じる可能性がある。

・　不利になる加入者：長寿リスク分担の結果、加入者によっては個人型確定拠出年金に加入していた場合よりも不利になる可能性がある。これは若くして亡くなった人が長生きした人の年金を補助することになるためで、ＤＢや終身年金でも生じている。

⑶　イギリスにおけるＣＤＣの展開

ＣＤＣは当初 defined ambition pensions と呼ばれ、産業の革新を可能にし、雇用主と従業員の間のリスク共有を促進する制度として当時の連立政権によって検討された。そして、defined ambition pensions の創設を許可する条項を含む二〇一五年年金制度法が成立した。しかし、政府の政

策変更により、二〇一五年年金制度法におけるこれらの制度の規定は施行されなかった。

二〇一八年二月、ロイヤル・メール社と通信労働組合はロイヤル・メール社のＤＢの廃止決定を受けて、ＣＤＣを導入することで合意した。ただし当時の規制ではＣＤＣの創設は不可能であった。同年七月、労働年金委員会はＣＤＣに関する報告書を発表し、政府に対しＣＤＣの導入について協議するよういくつかの勧告を行った。同年一一月、政府はＣＤＣに関する考え方を示すための協議を開始し、二〇一九年三月に当時のアンバー・ラッド労働年金大臣が政府はＣＤＣを法制化すると発表した。こうした変遷を経て、二〇二一年年金制度法が制定され、ＣＤＣが法制化された。そして、ロイヤル・メール社もＣＤＣ導入に向けた取り組みを進めている。

三、Financial Times 誌における議論

Financial Times 誌では、ＣＤＣに関して様々な議論が展開されている。Financial Times 誌のチーフ・エコノミクス・コメンテーターである Martin Wolf とロイヤル・ソサエティ・オブ・アーツのＣＤＣフォーラムの共同議長である David Pitt-Watson はＣＤＣを支持している。一方、独立系年金コンサルタントの John Ralfe はＣＤＣに反対の立場をとっている。ここでは、こうした Financial Times 誌における議論を紹介する。

Wolf（2021）では、まずイギリスの年金の問題点を指摘している。具体的には、公的年金の給付水準が平均収入の二二％と低い。私的年金をみるとＤＢは公共部門を除いて崩壊しつつある。Ｄ

Cの加入率は二〇二〇年時点で四九％と低く、DBの代替になっていない。しかもDCの拠出額が少なく、受け取れる年金額も不十分である。さらに株式の短期的なボラティリティに対応するため、退職が近づくと資産を債券に移行することが賢明となるが、この決定は資産を減少させることになる。

この論考ではCDCがこうした問題点のいくつかに対処することができるとしている。CDCはコストが低く、多様なポートフォリオを保持でき、任意の期日までにポートフォリオのリスクを回避するというプレッシャーにさらされることはないからである。また、CDCはそのポートフォリオの収益と新たな拠出金の流入を背景に、死亡するまで年金を提供することもできることも指摘している。

この論考では他にもCDCに関して以下のような指摘をしている。

① 投資収益が非常に良好である世代が非常に悪い世代を助けることになる。自分の世代の収益がどうなるか事前にはわからないので、多くの人がこの補助を望むと思われる。

② オランダでは二〇〇八年の金融危機の後でも平均で年金額が二％しか減額されなかった。そこから年金額の調整、特に減額は頻繁には起こらないと考えられる。また調整に関する負担は一般に若いメンバーにかかるが、彼らはその後の世代から助けを受けることができる。

③ CDCのポートフォリオは、個人よりも長期的に高い収益を生み出す可能性が高い資産を安全に保有できるため、給付は大幅に増加すると考えられる。

またWolf（2023）は、年金改革によって老後の保障だけでなく、よりダイナミックな経済も実

現しなければならないとしてＣＤＣの導入を主張している。まず老後の保障に関する問題として、ＤＢに関して新規加入・新規拠出を受け付ける基金の割合と株式に投資する資産の割合が低下していること、ＤＢの代わりになるものとしてＤＣがあるが、こちらは拠出率が低く、不十分であることという二点を指摘している。

一方、よりダイナミックな経済に関する問題ついては、ブレア元首相のシンクタンクの報告書(Blair and Hague(2023)）でも言われているように「海外の年金の方が国内の公的年金や私的年金より一六倍も多くイギリスのベンチャー・キャピタルやプライベート・エクイティに投資している」こと、イギリスの株式市場の市場価値の対ＧＤＰ比が低下していることという二点を指摘している。

そしてこれらの問題への対応として、限られた数の大規模なＣＤＣを導入すべきとしている。Wolf の案は、一定の拠出を義務付けること、拠出を奨励する仕組みを導入すること、ＣＤＣにその資金の一定割合をダイナミックな新規事業に投資することを求めることなどで老後の保障とよりダイナミックな経済を実現しようとしている。

Pitt-Watson（2022）は、イギリス家計の金融資産の三分の二は私的年金のための貯蓄であるが、イギリスの年金制度は非常に非効率的であると指摘している。そして、ＣＤＣの導入により現在のＤＣよりも三〇～四〇％高い退職所得を受け取ることができるとしている。

この論考によれば、ＤＣは厳密には年金ではなく、退職時に現金を支払う税制優遇貯蓄である。個人はその現金で終身年金を購入することで生涯にわたる所得を得ることが可能となる。しかし終身年金では安全性が重視されるため、給付額が少

なくしかも通常はインフレに対応していない、時間とともに年金の費用が大きく変動するので退職後の計画を立てることが難しい、といったデメリットがある。そこで多くの人々は口座から貯蓄を引き出して投資を行うことを選ぶ。しかしこの場合、人々はいつ死亡するのかわからないので、毎年いくら引き出したらよいのかがわからない。

この論考ではこうした問題を解決するのがＣＤＣであるとしている。ＣＤＣは推定された平均寿命に基づいて給付金を支払うことができるからである。さらに、ＣＤＣは現在のＤＣよりも三〇～四〇％高い退職所得をもたらすとする研究があることを紹介し、ロイヤル・メール社のモデルも参考にしてＣＤＣを普及させることが重要であるとしている。

こうしたＣＤＣを支持する議論がある一方で、Ralfe（2022）はＣＤＣのメリットは少なく、政策立案者は個人のＤＣの改善に注力するべきであるとしている。

ＣＤＣに対する具体的な批判は以下のとおりである。ＣＤＣの導入を表明しているロイヤル・メール社は、一年に雇用主と従業員で給与の一五・二％を拠出する予定で、毎年のインフレ率プラス一％により、六七歳から給与の八〇分の一をターゲット年金として支給する。よって四〇年間の拠出で年間ターゲット年金の水準は平均給与の半分となる。これは、通常のＤＣよりも五〇％高い水準である。しかし、これは株式に一〇〇％投資した場合という、通常のＤＣよりも非常にリスクの高い投資を行うことを前提としたものである。また、拠出金と投資リスクが同じレベルであれば、個別のＤＣであってもＣＤＣと同じ結果が得られる。

さらに、ＣＤＣの資産配分はすべてのメンバー

にとって同一で個人の好みが反映されない、政府等の定める要件ではＣＤＣに関する年金情報が個人に十分に伝達されない、といった点も指摘している。

四、ＣＤＣのパフォーマンスに関する学術研究

本節では、イギリスにおけるＣＤＣとＤＣのパフォーマンスの比較を行った学術研究であるOwadally et al（2021）の概要を紹介する。

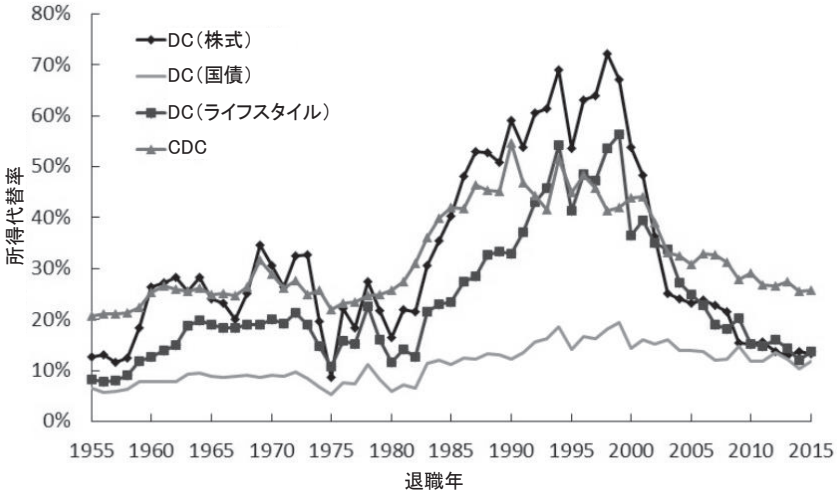
(1) 分析方法

この論文では、四〇歳で年金に加入して六五歳で退職する、つまり年金に二五年間加入する女性を想定して分析を行っている。この個人は毎年、給与の一〇％を拠出するものとする。給与の上昇率は過去五〇年間の民間部門の平均賃金上昇率をもとに三・五％に設定する。そして、以下の四つのケースについて退職時の所得代替率を比較する。

① ＣＤＣ：全資産を英国株式市場（英国株式）に投資するＣＤＣスキーム
② ＤＣ（株式）：英国株式のみに投資するＤＣスキーム
③ ＤＣ（国債）：英国国債（ギルト）のみに投資するＤＣスキーム
④ ＤＣ（ライフスタイル）：年齢段階やライフスタイルに応じた投資戦略に従い、段階的に株式から債券へ配分を移行し、退職一〇年前の時点から全額債券に投資するＤＣスキーム。

なお、ここでのＣＤＣスキームはオランダで導入されているものに基づいている。この論文では、過去のデータを用いた分析とシミュレーショ

図表１　所得代替率の推移



〔出所〕 Owadally et al（2022）、Figure1

ンに基づく将来の分析を行っている。過去のデータを用いた分析では、一九三〇年から二〇一五年までの英国株式市場と国債の実際の年間収益率を使用して、四つの制度のパフォーマンスを比較し、異なる年に退職した個人の所得代替率を計算する。一方、シミュレーションに基づく将来の分析では、二〇一六年から二〇六五年の株式の収益、債券の収益、インフレについて一〇〇〇通りのシミュレーションを行う。そしてそれぞれについて四つの制度の所得代替率を計算する。

(2) 過去のデータを用いた分析

図表1はさまざまな年に退職する個人（退職年齢は常に六五歳で固定）の所得代替率を示したものである。ＣＤＣは一九九〇年代後半の数年を除いて、常にＤＣ（ライフスタイル）よりも高くなっている。また一九九〇年代のような株式市場

図表２　所得代替率（過去のデータを用いた分析）

	CDC	DC（株式）	DC（国債）	DC（ライフスタイル）
平均	32.33%	31.88%	11.16%	23.69%
中央値	27.83%	25.57%	11.31%	18.98%
標準偏差	9.15%	17.47%	3.58%	12.50%
変動係数	28.30%	54.80%	32.08%	52.76%

〔出所〕 Owadally et al（2022）、Table1より作成

が活況を呈していた年は、ＣＤＣよりもＤＣ（株式）とＤＣ（ライフスタイル）の方が所得代替率が高い。その一方でＩＴバブルが崩壊した二〇〇〇年代初頭などは、逆の結果となっている。これは、ＣＤＣが給付額を平準化させる性質を持つ仕組みだからである。

所得代替率の変動に注目すると、例えばＤＣ（ライフスタイル）で一九九九年に退職した個人の所得代替率は五六・三％であるが、五年後に退職した個人の所得代替率は二七・二％と大きく減少する。同時期にＣＤＣに加入していれば、所得代替率は四二・〇％から三二・五％に減少するもののＤＣ（ライフスタイル）より変動は小さい。

次に図表２は所得代替率の平均、中央値、標準偏差、変動係数を示したものである。分析対象期間全体でみるとＣＤＣがパフォーマンスが最も優れ、変動も最も小さいことがわかる。

図表３　各制度の所得代替率の分布のパーセンタイル

パーセンタイル	CDC	DC（株式）	DC（国債）	DC（ライフスタイル）
5 th	21%	8 %	5 %	8 %
10th	25%	11%	6 %	10%
25th	39%	19%	9 %	16%
50th	45%	39%	16%	30%
75th	61%	74%	27%	54%
90th	97%	134%	41%	88%
95th	121%	177%	49%	112%

〔出所〕 Owadally et al（2022）、Table3より作成

⑶　シミュレーションに基づく将来の分析

図表３では、二〇四一年から二〇五〇年までの間に退職する個人の所得代替率の分布を比較している。前述のように株式の収益などについて一〇〇〇通りのシミュレーションを行っており、期間が一〇年間であるので、制度ごとに一〇〇〇〇の所得代替率が生成される。ここでパーセンタイルとはデータを小さい値から大きい値に並べ替えてパーセント表示したもので、五〇パーセンタイルが中央値に相当する。

中央値（五〇パーセンタイル）でみると、ＣＤＣの所得代替率は、他のすべてのＤＣ制度よりも高くなっている。また、五～九五パーセンタイルの範囲を比較してみると、ＣＤＣの範囲はＤＣ（株式）、ＤＣ（ライフスタイル）よりも狭い範囲に収まっている。さらに、ＤＣの運用リスクは個人が引き受けるため、五パーセンタイルで比較す

るとCDCの所得代替率が群を抜いて高くなっている。一方DCの運用益は全て個人が享受するため、七五パーセンタイル以上では、DC（株式）の方がCDCよりも高くなっている。なお論文ではこれらの結果は、シミュレーションの範囲を二〇五一年から二〇六五年にした場合にも当てはまるとしている。

五、おわりに

本稿では、まずCDCの仕組み、特徴、イギリスにおける制度の展開について概観した。CDCでは雇用主と従業員の両方が共同基金に拠出し、資金はこの共同基金が管理する。給付される年金の水準は保証されていない。CDCには長寿リスクの分担、より長期的な視点からの投資による高い給付水準の実現といったメリットがある。一方で、状況によっては給付が変動する、制度が難しく加入者への説明が難しいといったデメリットもある。CDCは二〇二一年に法制化され、ロイヤル・メール社が導入に向けて動いている。

次にFinancial Times誌における様々な議論を紹介した。具体的には、CDCを支持するMartin Wolf、David Pitt-Watsonの議論、不支持のJohn Ralfeの議論を取り上げた。その中でMartin Wolfは老後の所得保障だけでなく経済活性化も念頭にCDCが必要であることを主張した。彼の案は一定の拠出を義務付けること、拠出を奨励する仕組みを導入すること、CDCにその資金の一定割合をダイナミックな新規事業に投資することを求めることなどで老後の保障とよりダイナミックな経済の両方を実現しようとしている。

続いて、CDCのパフォーマンスに関する学術研究であるOwadally et al（2021）を取り上げ

た。論文では過去のデータを用いた分析とシミュレーションによる将来の分析を行っている。両分析の結果は同じで、分析対象期間全体で見た場合、ＣＤＣがＤＣよりも高い所得代替率を達成し、退職時期による所得代替率の変動も少ないことを明らかにした。

本稿ではイギリスを取り上げたが、オランダ、デンマーク、カナダでもＣＤＣは導入されている。国によって導入の背景や仕組みが異なるので、引き続きイギリスの動向を追うとともに他の導入国の動向についても注目していきたい。

（二〇二四年五月更新（誤字脱字等の軽微な修正を行った。）

（注）

(1) https://www.gov.uk/government/news/chancellors-mansion-house-reforms-to-boost-typical-pension-by-over-1000-a-year

（参考文献）

Blair, T. and Hague, W.(2023) *A New National Purpose: Innovation Can Power the Future of Britain*, Tony Blair Institute for Global Change.

Kakkad, J., Madsen, M. and Tory, M.(2023) *Investing in the Future: Boosting Savings and Prosperity for the UK*, Tony Blair Institute for Global Change.

Mirza-Davies, J.(2022) "Pensions: Collective Defined Contribution（CDC）schemes," *Research Briefing*, House of Commons Library.

Owadally, I., Ram, R. and Regis, L.(2021) "An analysis of the Dutch-style pension plans proposed by UK policy makers," *Journal of Social Policy*, 51(2), pp.325-345.

Pitt-Watson, D.(2022) "Rewrite the rules of the UK's private pension system," *Financial Times*, August 12 2022.

Ralfe, J.(2022) "Collective pensions: there's little protection in the crowd," *Financial Times*, June 23 2022.

Wolf, M.(2021) "Why collective risk-sharing should be a central element in pensions," *Financial Times*, July 25 2021.

Wolf, M.(2023) "A sensible strategy for the UK needs radical changes on pensions," *Financial Times*, March 20 2023.

（やまだ　ただお・当研究所主任研究員）