

英国の確定拠出型企業年金（DC）についての バリュー・フォー・マネー

2024年2月15日

福山圭一*

【要旨】

英国では事業主に企業年金の実施が義務づけられており、被用者は自動加入する。英国政府では DC 加入者、とりわけデフォルトの投資を行う加入者に対する対策が様々講じられてきた。2015 年にはデフォルト投資について手数料の上限を資産額の 0.75% とするとともに、DC の手数料及び取引コストの評価が義務づけられた。2018 年には手数料及び取引コストの公表が義務づけられた。2021 年には投資リターンの公表を義務づけるとともに、資産額 1 億ポンド未満の DC に対しより大きな他の DC と比較した詳細な評価を義務づけ、評価結果が良くない場合は解散し他の制度に統合するよう促すバリュー・フォー・メンバーズの枠組みがスタートした。2023 年には投資効率向上のための非流動性資産への投資促進の観点に立った規制の変更が行われ、資産構成割合の公表などが義務づけられた。さらに、バリュー・フォー・メンバーズの詳細評価を全ての DC に拡大して透明性の向上と報告の標準化を企図するバリュー・フォー・マネーの枠組みが検討されている。

日本と比較すると、拠出限度額に圧倒的な差がある。日本でも指定運用方法が DC 制度の加入者のニーズに沿ったものとなるよう運用管理機関が責任をもって対応するような体制が望まれる。また、DC の運用商品ごとの投資パフォーマンス、取引コスト及び手数料並びに資産構成割合は是非公表すべきだ。サービスやガバナンスについても、英国の例も参考にして、質の向上のための方策を強化すべきではないかと考えられる。

1 はじめに

英国では従来から多くの企業で企業年金が実施されてきたが、2008 年年金法（Pension Act 2008）によって、事業主は企業年金の実施が義務づけられ、雇用する従業員を自動加入させなければならないことになった。自動加入は 2012 年 10 月に大企業から適用が開始され、2018 年 2 月からは全ての事業主に適用されており、英国では定着した制度となっているといえる¹。

企業年金は、運用成績にかかわらず将来の給付が確定している確定給付型（以下「DB」という。）と、将来の給付が運用成績などに左右される確定拠出型（以下「DC」という²。）

*年金シニアプラン総合研究機構上席研究員。なお、本稿中意見や評価にわたる部分は私見であり、所属機関のものではない。

¹ただし、2 で記述するように、現状では自動加入の対象になる被用者は 22 歳以上などの制限があり、これを緩和・撤廃して自動加入の対象になる被用者の範囲を拡大することが課題になっている。

² DC は “defined contribution” の頭文字だが、英国ではこの語以上に “money purchase” の語がよく用いられる。本稿では「DC」で統一する。

に大別される。両者を併用する場合はハイブリッドと呼ばれる。

このうち DC については、将来の給付が運用成績などに左右され確定していないという不安定さから、DB に比べ加入者保護のための公的介入の必要性はより高いといえる。また、英国では、実態として、DB の多くは閉鎖され、新規に自動加入するのは DC であることが普通である。自らの意思によらず DC に自動加入する被用者は、主体的な投資判断も行わず、デフォルトの投資（default arrangement）で運用する場合が大半である。

このような実情に対し、英国政府では DC 加入者、とりわけデフォルトの投資を行う加入者に対する対策が様々講じられてきた。その際のキーワードとして用いられてきたフレーズが、バリュー・フォー・マネー（value for money）である。これは「お金に見合う価値」と直訳できるが、DC の場合、「お金」は「拠出」を意味すると考えられる。DC では、同じ拠出をしても、運用成績が悪ければ得られる価値は少なくなる。また、運用成績だけでなく、コストや手数料、サービスの質といった要素も価値に影響する。

運用成績はどのような運用を行うかによって左右されるが、英国政府の伝統的な立場は、企業年金に対しどのような運用を行うかについて何らの指示もしない、というものである。そこで、当初は DC のバリュー・フォー・マネーの観点からの対策として、手数料と企業年金のガバナンスが注目されることになった。手数料及びガバナンスに関する規制を強化する対策が 2015 年に行われた。

英国では、政策的な後押しも背景に多くの企業が企業年金を実施してきたという歴史的経緯から、小規模な企業年金が多数存在している。小規模な年金はどうしても運営が非効率になりがちであり、規模の経済を生かして効率的な運用を確保する見地から統合が進むことが望ましい。そのような観点から、2021 年には、小規模な DC について、運用成績などに基づく評価を義務づけ、評価結果が良くない制度に対しては、解散して他の制度へ統合することを促進するという枠組みがスタートしている。これはバリュー・フォー・メンバーズと呼ばれている。

最近では DC の投資効率向上の方策として、非流動性資産への投資が注目されている。この一環として、資産構成割合の公表の義務づけなどが 2023 年に行われた。

そして、バリュー・フォー・メンバーズの詳細評価を小規模 DC だけに限らず、DC 全体に拡大し、他制度への統合がより効果的に進むよう監督当局の権限を強化するといった取組みがバリュー・フォー・マネーの枠組みとして検討されている。

本稿ではこのような英国の DC について講じられている一連の対策について記述する。以下では、2 でまず英国の年金制度について企業年金を中心に要点を記載した上で、3 で手数料及びガバナンスに関する規制の強化について、4 でバリュー・フォー・メンバーズについて、5 では非流動性資産への投資促進について、6 ではまだ検討中のバリュー・フォー・マネーの枠組みについて記し、7 で日本との比較について私見を述べてまとめとする。組織名や規則名は、初出時以外は略語を用いるので、巻末に略語一覧を示す。

2 英国の年金制度

英国の公的年金は2014年年金法（Pension Act 2014）で一層型に一新された。一方、企業年金については単一の法律はなく、累次にわたって制定されてきた年金法で様々な事項が規定され、更に行政面から細かな規制が付加されており、複雑なものとなっている。以下に記述するのは本稿執筆時点でのスナップショットである。

2.1 公的年金

英国の公的年金は一層型の国家年金（State Pension）である³。これは定額の年金であり、給付面では日本の基礎年金に類似したイメージである。ただし、負担面では報酬比例であり、日本の国民年金とは大きく異なる。対象になるのは被雇用者若しくは自営業者であるか、又は、失業、障害、子育て、介護などの理由により国民保険クレジットを受ける者であり、日本のように無業の者も自動的に対象にするという意味での国民皆年金ではない。

国家年金の給付水準は、日本の基礎年金と比較すると最近の円安の影響もあって、かなり高い。日本の老齢基礎年金は40年加入の満額で現在は月額約6万6千円、2024年度は6万8千円となる予定だが、国家年金の満額は週額203.85ポンド⁴（30/7を掛けて月額換算すると873.64ポンド、16万2千円⁵）である。

2.2 企業年金への自動加入

国家年金に加え、英国におけるほとんどの民間被雇用者には企業年金が用意されている。具体的には、22歳以上国家年金受給年齢⁶未満で年間賃金1万ポンド（185万円）以上の英国で働く被用者である。

英国の民間事業主は、上記基準に該当する被用者を企業年金に自動加入させなければならない。また、上記基準外でも年間賃金が6,240ポンド⁷（115万4千円）を超える被用者から加入の要望があれば、事業主は応じなければならない。

自動加入させる企業年金には職域年金（occupational pension）と個人年金（personal pension）の2つのタイプがある。職域年金の制度にはDB、DC、そして、両方を併用する

³一層型の年金が適用されるのは男性1951年4月6日、女性1953年4月6日以降に生まれた者であり、それより前に生まれた者には旧来の基本年金(basic pension)と付加年金(additional pension)などの2層型の年金が支給される。

⁴本稿執筆時点における英国政府ウェブサイト掲載金額。以下の金額も特に断らない限り同様。

⁵1ポンド=185円で換算し、千円未満を四捨五入して示す。以下同じ。

⁶現在は男女とも66歳であり、1966年4月以降生まれの者は67歳となることが予定されているが、将来は68歳まで引上げられることになっており、引上げスケジュールは平均余命の変化などを踏まえ定期的に見直されるため、多くの現役被用者にとっては確定的ではない。

⁷英国政府のウェブサイトには、月に520ポンド（9万6千円）、週に120ポンド（2万2千円）、4週に480ポンド（8万9千円）と記載されている。

ハイブリッドがあり、個人年金は DC であるが、それぞれ様々な制度が提供されている⁸。

実際にどのような制度とするかは事業主の意思によるが、DC の場合、拠出水準が基準賃金 (qualifying earnings) の 8% 以上 (うち事業主は 3% 以上) である必要がある⁹。基準賃金とは、年間賃金のうち 6,240 ポンド以上 50,270 ポンド以内 (115 万 4 千円以上 930 万円以内) の部分である。なお、制度の定めによって基準賃金以外の部分も拠出の算定対象とすることは差支えない。

被用者を自動加入させるのは事業主の義務だが、一方で、被用者は自らの意思で企業年金に加入しないこと (オプト・アウト) が可能である。その場合、被用者は、自らの拠出は不要になるが、事業主の拠出や自らの拠出に対する税制上の優遇の権利も同時に失うことになる。事業主は、オプト・アウトした被用者を 3 年ごとに自動加入させなければならないが、被用者の側からはその都度オプト・アウトが可能である。

2.3 職域年金

職域年金は、取消し不能な信託 (irrevocable trusts) によることが原則である¹⁰。ただし、事業主が新たに単独の信託を設定することは最近では少なくなっており、マスター・トラストを利用するケースが多い。これは、相互に連結関係にない複数の事業主の DC を取り扱う職域年金制度のことである¹¹。英国のマスター・トラストは年金監督庁 (The Pension Regulator、以下「TPR」という。) の認可制になっており¹²、本稿執筆時点で TPR のウェブサイトには認可されたマスター・トラストのリストとして国家雇用貯蓄信託 (National Employment Savings Trust、NEST) など 35 制度が掲載されている。多くの事業主がそれらから選択している。

職域年金に対する規制の根拠になる規則は雇用年金省 (Department for Work and Pensions、以下「DWP」という。) が制定し、監督は TPR が担当する。信託された財産の所有者となって企業年金の運営に当たる者は受任者 (trustee) と呼ばれ、規制の主な対象になっている¹³。日本の DC の運用は加入者の自己責任が基本だが、英国職域年金の DC では受任者が運用の受託者責任を負う。受任者は、通常は複数の個人だが、法人である場合もある。受任者の 1/3 以上は加入者によって任命 (nominate) されなければならない¹⁴。

⁸ 2021 年年金制度法により職域年金で集团的 DC が制度化され、既に実施されているが、本稿では日本にはない集团的 DC に関する記述は省略する。

⁹ DB の場合は、この基準か、又は、別途定められるテスト制度基準 (test scheme standard) に適合すれば自動加入させる制度としての質的要件を満たすことができる (2008 年年金法第 21 条～第 23A 条)

¹⁰ 2004 年年金法第 252 条 (2)

¹¹ 2017 年年金制度法第 1 条 (1)

¹² 2017 年年金制度法第 10 条 (1)

¹³ 信託でない制度は管理者 (manager) が規制の対象であり、規則上は “trustees or managers” と規定されることが多いが、英国では信託でない職域年金は例外的なので、本稿では「受任者」で統一する。

¹⁴ 2004 年年金法第 241 条 (1)

受任者には一定の知識と理解を有することが求められる¹⁵。

2.4 個人年金

自動加入させる企業年金のもう 1 つの類型として、事業主が従業員集団のために個人年金の契約をアレンジする仕組みもある。自動加入させる個人年金は DC であり、その提供者(provider)は保険会社が主である。事業主は提供者を選択し、拠出の合意をその提供者と交わす。その上で、個人年金の契約が提供者と従業員の間で行われる。個人年金の提供者に対する規制は金融行為規制機構 (Financial Conduct Authority、以下「FCA」という。)が担当する。FCA はルール策定と監督の両方の権能を有している。

2.5 企業年金に対する税制上の優遇

英国の企業年金は、拠出時と運用時は非課税、給付時は課税のいわゆる EET が原則である。税制上の優遇措置を受けるには、制度が歳入関税庁(His Majesty's Revenue and Customs、以下「HMRC」という。)に登録されていることが前提である。

企業年金に対する事業主の拠出は事業主の損金となる¹⁶。一方、被用者の拠出は、年収の 100%又は年間 6 万ポンド¹⁷ (1,110 万円) を上限に、拠出額に対する所得税相当額が減税される。これは本来納めるべき所得税が減額され、その分拠出が増えるように見えることから、租税救済(tax relief)と呼ばれ、国家が一部拠出しているという説明も行われている。これは日本の税制における所得控除に近いが、低所得などのため実際には所得税を納めていなくても、年間 3,600 ポンド (66 万 6 千円) までの拠出に対しては基本税率である 20%で算出した租税救済が得られる¹⁸点は大きな違いである。

被用者単独で年収の 100%という上限まで企業年金の本人拠出を行うことは考えにくいですが、租税救済は企業年金ではない個人年金も対象になり、また、本人及び事業主以外の第三者 (主に想定されているのは配偶者) による拠出に対しても租税救済が適用される。従って、100%の上限到達は実際にあり得ることである。また、年間 3,600 ポンドまでの拠出に対しては年収の 100%という制限は適用されない。

被用者の拠出について税制上の優遇を受けるための方法は、制度によって、源泉救済 (relief at source) か純支払 (net pay) かの 2 通りがある。源泉救済は拠出前の給与に基づいて所得税を算定して納税するとともに被用者の拠出 (基本税率である 20%で算定した租税救済分を除く。) を年金制度に繰り入れ、年金制度の提供者が 20%で算定した租税救済を政府から受け取って年金制度に繰り入れるというものである。源泉救済においては、被

¹⁵ 2004 年年金法第 247 条 (4)、第 248 条 (5)

¹⁶ HMRC (2015) “PTM043100 - Contributions: tax relief for employers: introduction”

¹⁷ 一定以上の高額所得者は減額され、更に高所得になると 1 万ポンド (185 万円) となる。

¹⁸ 3,600 ポンド拠出した場合、その 20%の 720 ポンド (13 万 2 千円) の租税救済が得られ、実際の負担額は 2,880 ポンド (53 万 3 千円) となる。

用者が20%より高率の所得税を納付した場合は、申告を行って拠出のうち20%を上回る税率の部分に対応する還付を受ける必要がある。

一方、純支払は事業主が被用者の拠出分を給与から天引きして年金制度に繰り入れ、天引き後の給与で所得税を算定して納税するというものである。なお、純支払には所得税を納めていなくても租税救済を受けられるという上記の特典はないが、これについて改正が予定されている¹⁹。

年金を受給する場合、国家年金も企業年金も他の稼得収入などと同様に所得税の課税対象所得となることが原則である。ただし、個人控除 (personal allowance) が通常の場合で12,570 ポンド (232 万 5 千円)²⁰あり、年金その他の課税対象所得がこの範囲内に収まっていれば、所得税はかからない。

また、DC については55歳以降で制度の定める年齢になると積み立てられた資産 (資産が生涯許容額²¹ (lifetime allowance) を上回る場合は同許容額) の25%までを一時金として非課税で引き出すことが可能である。これは個人控除とは別枠である。その他にも引出しには様々なオプションがあり、一定の条件に該当すると25%は非課税という場合が多い。

2.6 企業年金の状況

自動加入の導入によって企業年金の加入率は大幅に高まった。自動加入が開始された2012年には40%前後であったが、2021年には80%台にまで高まっている²²。

表1は最新時点における英国企業年金の全体像である。

表1 英国企業年金の全体像

事項\制度区分	DB	ハイブリッド	職域 DC	個人年金
制度数	4,740	840	26,390	1,830
うち解放制度	640	280	22,750	1,450
全加入者数 (千人)	5,913	5,403	24,798	N/A
うち現役 (千人)	440	1,127	10,474	5,566

(資料：TPR “DC trust: scheme return data 2022 to 2023” 掲載データを基に筆者作成)

TPRは職域年金から毎年度報告を受けており、個人年金以外はこれによる2022年12月

¹⁹ 2023年第2財政法第25条

²⁰ 一定以上の高額所得者は個人控除額が縮減し、更に高所得になると非適用になる。

²¹ 生涯許容額は税制上の優遇を受けながら積立ることができる年金資産の上限であり、現在は1,073,100ポンド (1億9,852万4千円) である。かつてはこれを上回ると引出し時に高率で課税されたが、2023年第2財政法第18条に基づき、高率課税は2023年度から停止されている。また、生涯許容額自体を廃止する法案が2023年11月に国会に提出され、本稿執筆時点では審議中である。

²² DWP (2022) “[Ten years of Automatic Enrolment in Workplace Pensions: statistics and analysis](#)”。なお、この資料には英国全体の加入率の数値は掲載されていないが、Figure 2に英国の地域別の加入率がグラフで表示されており、本文記載のようにまとめることができる。

31日現在のデータだが、個人年金は2022年4月に公表された国家統計局（Office for National Statistics）の時間・賃金統計（Annual Survey of Hours and Earnings）によっている。制度数には、新規に加入者が加入できる解放制度の他に、閉鎖され新規加入ができない制度及び解散手続き中の制度が含まれる。全加入者数には、現役（active）の加入者の他に、待機者（deferred）及び受給者（pensioner）が含まれる。

これを見ると、DBの現役加入者数はDCに比べてかなり少ない。また、職域DCの制度数は多いが、大半が加入者数11人以下の制度である。

一方で、自動加入に使われる制度数は限られる。表2は加入者数規模別の自動加入に使われる職域DC制度数の各年1月1日現在の年次推移である。なお、これにはハイブリッドは含まない。

表2 加入者数規模別に見た自動加入に使われる職域DC制度数

年初\人	2~11	12~99	100~999	千~4,999	5,000~	合計
2016	170	60	120	90	60	500
2017	360	90	140	90	60	740
2018	580	90	140	100	70	980
2019	590	70	120	90	80	950
2020	560	60	90	80	80	870
2021	370	30	70	60	60	590
2022	360	40	60	50	60	570
2023	350	20	50	40	60	520

（資料：TPR “DC trust: scheme return data 2022 to 2023”）

制度数は、最近は減少傾向にあることが見て取れる。また、制度数は最小規模のものが多く、加入状況としては、当然ながら、5,000人以上の制度に加入している加入者の数が圧倒的に多い。2023年1月1日現在で職域DCの全加入者数の99.5%が加入者数5,000人以上の制度に加入している。大企業のDC及びマスター・トラストがこれに該当すると思われる。

3 手数料及びガバナンスの規制の強化

2012年10月に自動加入がスタートしたが、DC加入者に対する対策の必要性は当初から認識されていた。2012年11月にDWPから企業年金の再生を図るとする政策文書²³が議会に提出され、DCについて、制度上の最低レベルを超えた一層の拠出を促進すること、手数料は透明でバリュー・フォー・マネーを提供するものであること、投資戦略として適切なデフォルト・ファンドを制度が有することなどが記載されている。

²³ DWP (2012) “[Reinvigorating workplace pensions](#)”

また、とりわけこの後の DWP 及び FCA の規制に影響を与えたのが、2013 年 9 月に公正取引庁（Office of Fair Trading、以下「OFT」という。）で取りまとめられた DC 企業年金に関する市場研究²⁴である。この研究では、市場競争における買い手側、すなわち事業主及び加入者の力が弱いことを指摘した上で、ガバナンスの向上（とりわけ個人年金における独立した委員会の設置を含む。）、手数料などの情報の質の向上、小規模な信託型制度に対する対策、加入者に不利益な手数料構造の禁止、マスター・トラストに対する対策の強化などについて提言が行われた。

2 で記したように英国の公的年金は一層型になっているが、これを法定するための年金法案が 2013 年 5 月に政府から提出された。同法案には当初は企業年金の手数料やガバナンスに関する規定はなかったが、企業年金について手数料を制限するとともに管理又はガバナンスに関する所要の規則を策定する旨の規定や取引コストについての開示の規定が政府修正によって加えられた²⁵。この法案は 2014 年 5 月に王室の裁可（Royal Assent）を得て 2014 年年金法として成立した。

3.1 職域年金についての手数料に関する規制

職域年金については、法案の審議と並行して DWP で検討が行われ、2015 年 3 月に職域年金制度の手数料及びガバナンスに関する 2015 年規則（以下「手数料等規則」という。）が制定された²⁶。これによって、手数料について規制が行われることになった。

対象になるのは DC のうち企業管理者向けの制度や加入者が 12 人未満で全員が受任者である制度、公共部門の職員のための制度などを除いたものである²⁷。本稿では、以下「通常の DC」という。

また、「手数料」とは管理手数料のうち取引コストその他特定のコスト²⁸を除いたものである。「取引コスト」とは投資の買入れ、売付け、貸付け又は借入れによって生じるコストである。

まず、手数料構造については、各加入者の資産額に対し定率で課される単一構造（single charge structure）か、又は、これと拠出に対する定率か、若しくは、資産や拠出に関係ない定額を併用する組合せ構造（combination charge structure）のいずれかでなければなら

²⁴ OFT (2013) “[Defined contribution workplace pension market study](#)”

²⁵ 2014 年年金法第 43 条、第 44 条及び schedule18

²⁶ 英国の規則は日本の政令に近いが、制定に国会が関与する分、より重みがあるともいえる。すなわち、所管官庁が規則の案を策定して国会に提出し、提出後 40 日以内に異議が示されなければ成立するという消極的議決手続き（negative resolution procedure）によるのが普通である。ただし、案件によっては国会両院の議決を要する積極的議決手続き（affirmative resolution procedure）による場合もある。手数料等規則は 2014 年年金法第 54 条（2）の定めにより積極的議決手続きによったものである。

²⁷ 規則上“relevant scheme”と規定されている。

²⁸ 裁判所の命令に従うためのコスト、離婚時の年金分割に必要な手数料、解散のコスト及び専ら死亡給付に関連するコスト。

ないとされた。単一構造か組合せ構造のうちのいずれとするかについては、年度途中に変更はできない。

また、デフォルトの投資²⁹の手数料については、単一構造の場合、その年間の上限が資産額の0.75%に設定された。組合せ構造の場合、拠出額に対しては2.5%、定額は25ポンドを年間の上限として、それぞれの程度に応じ次の表3の組合せが上限となった。単一構造も組合せ構造も上限は実質的には等しいと考えられている。

表3 組合せ構造の2つの選択肢における手数料の上限

拠出額の定率+資産額の定率の場合		定額+資産額の定率の場合	
対拠出額 (%)	対資産額 (%)	定額 (£)	対資産額 (%)
1 以下	0.6	10 以下	0.6
1 超 2 以下	0.5	10 超 20 以下	0.5
2 超 2.5 以下	0.4	20 超 25 以下	0.4

年度の途中でデフォルトの投資を開始又は中止するなど投資期間が1年に満たない場合は、手数料は期間按分 (pro-rated) で計算される。

DCの資産は市況や拠出、引出しなどによって変動するので、資産額に対する定率という場合、受任者は加入者に対し具体的にどう手数料を算出するのかが問題になる。これについて手数料等規則では次のいずれかによるとされた。

- ① 年度のうちに3か月を超えない期間で定期的参照時点を設定し、その時点の資産額の年度間平均値に上限の料率を乗じた金額内に手数料が収まるかチェックしながら算出する振返り (retrospective) 方式
- ② 期初の資産額が年度を通じて市況や拠出、引出しによっては変動しない (変動要素は手数料だけで、支払うごとに資産額が漸減する) と仮定してこれに料率を乗じて手数料を算出する (ただし、これが①によるチェックをクリアできなければ①による) 見通し (prospective) 方式³⁰

3.2 職域年金についてのガバナンスに関する規制

手数料等規則は手数料とガバナンスの両面を含むが、手数料についてはこの規則で規制内容を規定するのに対し、ガバナンスに関しては既存規則の改正という形をとっている。

²⁹ デフォルトの投資には、加入者が投資先を選択しなかった場合に割り当てられる投資の他に、従業員の80%以上が選択する投資を含む。

³⁰ ②は簡便法であり、期初の資産額と手数料率及びその徴収時期が確定すれば年度中の手数料を見通すことができ、実際には順調な市況や拠出によって資産額が増大する状況下では手数料は上限内に収まる。ただし、市況の悪化などで資産額が減少すると上限を超えることとなる事態が生じることがあるが、その場合は①によらなければならない。

まず、手数料等規則によって、職域年金制度の投資に関する 2005 年規則（以下「投資規則」という。）が改正され、受任者はデフォルトの投資に関し、投資の狙いや目的などを記載した運用基本方針を作成するとともに、少なくとも 3 年ごとにデフォルトの投資戦略及びパフォーマンスに関するレビューを行わなければならないことなどが、投資規則に基づく規制として定められた。

次に、手数料等規則によって、職域年金制度の管理に関する 1996 年規則（以下「管理規則」という。）が改正され、通常の DC に対する管理規則に基づく規制が追加された。その主なものは次のとおりである。

- (1) 受任者はその議長(Chair)を選出しなければならないこと。
- (2) 受任者は核心的財務取引（core financial transactions）が迅速かつ正確に行われるようにしなければならないこと。なお、核心的財務取引は、①制度へ拠出された資金の投資、②加入者に係る資産の制度間の出し入れ、③加入者に係る資産の制度内での異なった投資間の移動、④制度から加入者や受給者への支払い、を含むがこれらに限定されない。
- (3) 受任者は 1 年以内の間隔で手数料及び可能な場合は加入者が負担する取引コストを計算し、これらの手数料及び取引コストが加入者にとってのグッド・バリュー（good value for members）をどの程度表すか評価しなければならないこと。
- (4) 受任者は、次のような事項を記載した年次ガバナンス声明を年度終了後 7 か月以内に作成しなければならないこと。
 - ▶ デフォルトの投資に関する最新の運用基本方針、デフォルトの投資戦略及びパフォーマンスに関して行われたレビューなど
 - ▶ 核心的な財務的取引がどのように迅速かつ正確に行われたか
 - ▶ デフォルトの投資に対し適用される手数料及び取引コストのレベル（制度が複数のデフォルト投資を有するときはその範囲）、デフォルトの投資以外に適用される手数料及び取引コストの範囲、取引コストの情報を入手できなかった場合はその旨及び将来に向けた改善方策並びに手数料及び取引コストが加入者のグッド・バリューをどの程度表すかについての評価
 - ▶ 2004 年年金法で求められる受任者の知識及び理解がどの程度満たされ、その役割の実施にどう貢献したか
 - ▶ 議長の署名
- (5) 複数事業主を対象にする制度においては、受任者は 3 人以上で、議長を含む過半数が助言、管理、投資その他のサービスを行う企業から独立した者でなければならないことなど。

手数料等規則によって、職域及び個人年金制度の情報開示に関する 2013 年規則（以下「開示規則」という。）が改正され、通常の DC について受任者に作成が求められることになった年次ガバナンス声明が、開示規則に基づき作成される年次報告書の中にも含まれる

こととされた。年次報告書は加入者、その配偶者、受給者又は労組に対し供与（2 回目以降は求めにより供与）されるものである。

3.3 個人年金についての手数料及びガバナンスに関する規制

個人年金の手数料については、FCA が職域年金と同様の手数料構造及び上限を定めるルール³¹を 2015 年 3 月に策定した。上限チェックについても表現上の違いはあるが実質的に同様である。

ガバナンスに関しては、OFT の提言を受けて 2015 年 2 月に導入された FCA のルール³²で、提供者は独立ガバナンス委員会(Independent Governance Committee、以下「IGC」という。)を設置し、維持することが求められることになった³³。IGC はオープンで透明なプロセスを通じて提供者によって選任された 5 人以上の委員からなり、その過半数は提供者から独立した者³⁴で、かつ、議長は独立した者でなければならない。IGC は専ら加入者の利益のために活動し、次のような事項について制度のバリュー・フォー・マネーを評価するとされている。

- デフォルトの投資戦略が加入者の利益のために設計、実施されているか
- デフォルトの投資戦略の狙いや目的は明確か
- 投資戦略の性格とパフォーマンスが加入者の利益のために提供者によって定期的にレビューされ、必要な変更が加えられているか
- 核心的財務取引が迅速かつ正確に行われているか
- 加入者によって負担される手数料のレベル
- 取引コストを含む管理及び投資の直接的及び間接的コスト

議長はこの評価に関する IGC の意見などを含む年次報告書を作成する責任を負う。提供者は IGC の年次報告書を公表しなければならない。また、提供者は、IGC の活動が適切に行われるようにし IGC から要請された情報を提供するなど、合理的な対策を取らなければならない。

IGC は提供者内の組織であるので、主に提供者の経営陣に対し加入者の利益を代弁することが想定されている。ただし、提供者の対応が十分でない場合は、議長は、事業主や加入者に知らせたり、FCA に事案を持ちかけたり、公表することもできる。

³¹ FCA (2015) “[Final rules for charges in workplace personal pension schemes and feedback on CP14/24](#)”

³² FCA (2015) “[Final rules for independent governance committees, including feedback on CP14/16](#)”

³³ 小規模で、かつ、複雑でない年金については、IGC の設置に代えて、独立した企業が複数の年金に対し IGC 的な機能を提供するガバナンス助言整備(Governance Advisory Arrangement、GAA)を活用することが可能である。IGC に関するルールは原則的に GAA にも適用される。

³⁴ 従って、独立ではない者、例えば、提供者の従業員が IGC の委員になることは可能であり、制度の正確な説明ができるなどの利点があるとされている。

3.4 手数料及び取引コストの開示

取引コストは委託運用の場合は運用会社からの情報提供が必要である。これについては2015年3月にDWPとFCA共同で意見募集が行われ、それを踏まえFCAで2017年9月に定められたルール³⁵で、取引コスト及び手数料の算出に関する情報を保有する者は、通常のDCの受任者や個人年金制度提供者の運営者(operator)などからの要請があれば、取引コスト及び手数料に関し必要な情報を提供しなければならない旨が定められた。

これを踏まえ、取引コスト及び手数料の開示に関し、DWPから2018年2月に、職域年金制度の管理及び開示に関する規則の一部を改正する2018年規則(以下「2018年改正規則」という。)が制定された。これによって管理規則が改正され、通常のDCにおいて、年次ガバナンス声明に記載するのは手数料及び取引コストの「レベルの範囲」であったものが「それぞれのレベル」となり、投資するファンドごとの記載が求められることになった。また、同報告には手数料及び取引コストのDC資産に対する累積的な効果について図表を含めなければならないことになった。

また、2018年改正規則によって開示規則が改正され、年次ガバナンス声明に記載する事項のうち次のものはウェブサイトにおいて無料で公開しなければならないことになった。

- デフォルトの投資に関する最新の運用基本方針、デフォルトの投資戦略及びパフォーマンスに関して行われたレビューなど
- デフォルトの投資及び加入者が選択可能なファンドのそれぞれの手数料及び取引コストのレベル
- 手数料及び取引コストのDC資産に対する累積的な効果についての図表

個人年金の管理手数料及び取引コストについては、2020年2月に策定されたFCAのルール³⁶で、個人年金の提供者に対し、管理手数料及び取引コストに関する情報をウェブサイトにおいて無料で公表すること、これには管理手数料及び取引コストによる累積的な影響に関する図表を含めることなどが義務づけられた。

4 バリュースコア・メンバーズ

職域年金における小規模DCの統合に関しては、2019年2月にDWPから公開協議が行われた。この中で、小規模DCの数はかなり減ってきたとしながら、更に統合して数を減らす必要があるとの認識が示された。また、統合による資産規模の拡大によって非流動性資産への投資を促進するという観点も強調されている。政府内で更に検討が続けられ、2021年9月に、職域年金制度の管理、投資、手数料及びガバナンスに関する規則の一部を改正する2021年規則(以下「2021年改正規則」という。)が制定された。

³⁵ FCA(2017) “[Transaction cost disclosure in workplace pensions](#)”

³⁶ FCA (2020) “[Publishing and disclosing costs and charges to workplace pension scheme members and amendments to COBS 19.8](#)”

この要点は、小規模 DC に対し、他の大規模 DC と比べた詳細な評価を求め、加入者にとっての価値が劣ると判断される場合には、解散して他の大規模 DC との統合を検討するよう促すものである。この評価は、手数料等規則で導入された手数料及びコストについての加入者（メンバーズ）にとってのグッド・バリューの評価（3.2 節（3）参照）を、小規模な DC については、投資リターンやガバナンスと管理にまで広げるものであると説明されている。そのことから、この枠組みはバリュー・フォー・メンバーズと呼ばれている。

4.1 DC 全体を対象にした投資リターンの公表義務

2021 年改正規則によって管理規則が改正され、通常の DC においては規模に関わりなく、デフォルトの投資及びその他の各ファンドそれぞれについて手数料及び取引コスト控除後の投資リターンを年次ガバナンス声明に記載しなければならないこととなった。これについては国務大臣によるガイダンスを参照しなければならない旨も規定された。

また、2021 年改正規則によって開示規則が改正され、この投資リターンについてはウェブサイトにおいて無料で公表しなければならないことになった。公表するのは、2021 年 10 月 1 日より後に終了する最初の年度分からである。

これは加入者に対し投資成果についての理解を助けることを企図するものであるが、同時に、次の 4.2 節で記述する小規模 DC に対するバリュー・フォー・メンバーズの評価において、手数料及び取引コストと投資リターンを他の大規模 DC と比較して評価することへの環境整備の側面もある。投資リターンが公表されると小規模 DC は容易に参照できるようになる。なお、手数料及び取引コストは既に 2018 年改正規則で公表が義務づけられている（3.4 節）。

バリュー・フォー・メンバーズの開始と同時に DWP から公式のガイダンス³⁷が公表されている。これによると、直近 1 年と過去 5 年間の投資リターンを公表すべきとされている。最近発足した場合は発足後のものを公表する。そして、より長期間が可能なら、10 年、15 年あるいは 20 年のものを公表すべきともされている。

長期間の投資リターンは、各年間投資リターンの算術平均ではなく、幾何平均で表示すべきとされている。また、受任者の判断で内部収益率やリスク調整後のリターンを用いることは妨げられないが、他との比較の便宜のため、幾何平均に追加して表示すべきものである。

DC においてはターゲット・デイト・ファンドのような若い間はリスクを大きく取り年齢を重ね退職が近づくほどリスクを減らしていく方法が用いられる場合がある。この場合には、25 歳、45 歳及び 55 歳の者について投資リターンを示すべきとされている。

³⁷ DWP (2021) “[Completing the annual Value for Members assessment and Reporting of Net Investment Returns: Guidance for trustees of relevant occupational defined contribution pension schemes](#)”。なお、規則が“must”で規定されることが通常であるのに対し、ガイダンスでは“should”が用いられている。強制ではないが規制当局による推奨であり、規則を補完する側面がある。

4.2 小規模 DC を対象にしたバリュー・フォー・メンバーズの詳細評価

2021 年改正規則によって管理規則が改正され、3 年以上にわたって運営されている資産 1 億ポンド未満の通常の DC については、その受任者に対し、より詳細な評価が求められることになった。この評価は、2021 年 12 月 31 日より後に終了する最初の年度について行い、その後毎年度行わなければならない。

これは手数料等規則によって導入された手数料及びコストについての加入者にとってのグッド・バリューの評価の一部と位置づけられている。評価は、次の 3 つの事項について行うこととされている。この評価に当たっては国務大臣によるガイダンスを参照しなければならない旨も規定された。

- (1) 加入者によって負担される手数料及び取引コスト
- (2) デフォルトの投資及びそれ以外のファンドについての手数料及び取引コスト控除後の投資リターン
- (3) ガバナンス及び管理

これらのうち (1) と (2) については他の 3 つの資産 1 億ポンド以上の職域年金又は個人年金³⁸と比較して評価しなければならない。また、そのうちの 1 つは、仮に解散した場合に加入者の権利の移管について受任者が議論した相手方である必要がある。

(3) については、次の 7 項目が列挙されている。

- 核心的財務取引の迅速性と正確性
- 記録管理の質
- デフォルトの投資戦略の適切性
- 投資ガバナンスの質
- 受任者の知識及び理解の程度
- 加入書とのコミュニケーションの質
- 受任者間又は第三者との間に生じ得る利益相反の管理の実効性

評価の結果と説明は年次ガバナンス声明に記載しなければならない。また、開示規則の改正により、これはウェブサイトにおいて無料で公表しなければならない事項になった。

なお、ハイブリッド型の場合は DC 部分に対して規制が適用される。また、制度が解散を開始したか、受任者が年次報告で規制に適合しない理由を説明した場合は、評価は不要である。

DWP のガイダンスには、評価のたびに比較対象を選ぶのは受任者の自由だが TPR がマスター・トラストのリストを公表しており有用かもしれない、として、マスター・トラストとの比較を暗に促すような記述がある。

上記 (3) のガバナンス及び管理については、ガイダンスで次のような記載がある。

³⁸ 個人年金は 2004 年財政法に基づく投資規制年金制度 (investment-regulated pension scheme) を除く。

- 核心的財務取引の迅速性と正確性に関しては、取引が正確かつ予定時間内に完了した比率を評価するとともに、加入者・受給者からの苦情のレベルも考慮しうる。
- 記録管理の質については、データのセキュリティ、取り扱うデータの範囲と正確性、そして、データについての定期的レビューについて全体的に考慮し、加入者に価値を提供しているか決定すべきである。
- デフォルトの投資戦略の適切性については、次の点がどの程度適用されているかを評価し、説明すべきである。(a)明確で加入者のステージごとに適切で、戦略目的と整合的であること、(b)戦略のレビュー時にポートフォリオ構築、資産配分及びマネジャー選択による価値の付加が評価されていること、(c)戦略におけるリスク及びリターンが適切に考慮され、制度の目的及び加入者の人口構成に適合していること、(d)運用基本方針における ESG 及び気候変動の政策は一般的でなく制度やファンドの政策に合わせて仕立てられていること。
- 投資ガバナンスの質については次の点を考慮して評価すべきである。(a)文書化された頑健なガバナンス手続きがあり、守られていること、(b)投資の業務と決定が委任されている個々人がその役割を完璧に果たすだけの知識と専門性を有していること、(c)外部マネジャーが使われる場合は、受任者は投資決定において積極的にマネジャーとエンゲージすること、(d)受任者のボード全体が投資を効果的に監視する知識及び能力を有し、投資の目的と戦略が理解され、必要な場合は投資助言にチャレンジできること、(e)ファンドのパフォーマンスとポートフォリオを定期的にレビューすること、(f)受任者は資産配分、戦略設定及びマネジャーの選択やモニタリングなどにおける自らの役割を認識すること、(g)受任者はリスク管理及び経済危機や市場変動に対するプラン並びに気候変動及び ESG を含む長期的な財務的持続性に関する明確なガバナンス構造を有すること、(h)受任者は加入者が投資オプションについて情報提供されるようコミュニケーション戦略をよく監視すること。
- 受任者の知識及び理解の程度については、法令で定められた要件に照らし評価するとともに、次を参照すべきである。(a)制度の運営のために十分な時間が使われているか、(b)受任者のボードの背景、経験及びスキルの多様性、(c)ボードの意思決定におけるリーダーシップ及び効率性の質、(d)受任者の継続的な学びと開発、(e)事業主や第三者との業務関係の質。
- 加入者とのコミュニケーションの質については、開示規則に定める情報提供を行うことに加え、次の点を考慮すべきである。(a)提供される情報は正確、明確かつ簡潔であるべきであり、これについては情報の質及び量に関する苦情の数を含む加入者からのフィードバックで評価できること、(b)加入者の個人的なコミュニケーション・モードの選考が認識され、適切な場合はデジタル・プラッ

トフォームが使われるべきであること、(c)様々な情報の質及び適時性が考慮されるべきこと。

- ▶ 受任者間又は第三者との間に生じ得る利益相反の管理の実効性については、制度が次の点を備えるべきである。(a)利益相反を識別、管理及びモニターする頑健で文書化された手続きがあり、定期的にレビューすること、(b)全ての受任者が利益相反について宣告し議論するための要件を知るようにする支配力があること、(c)利益相反が記録され、ボードの会議で議論されること、(d)受任者及び他のサービス提供者の任命に当たり全ての利益相反が宣言される支配力があること。

さて、受任者は、以上の(1)手数料とコスト、(2)投資リターン、(3)ガバナンスと管理の3点に関し評価を行わなければならないが、これについてガイダンスには、次のような記述がある。

- ▶ 手数料及びコストに過度にウェイトを置くのではなく、ネットの投資リターンと、そして、長期にわたって制度を適切に管理する能力により大きなウェイトを置くことを期待する。
- ▶ コストの切り下げがデータの質や運営の持続性を犠牲にしてはならず、また、特定の投資においては高い手数料がリターンによって正当化されることもある。
- ▶ ただし、小規模な制度において、他のマスター・トラストなどの比較で、ガバナンスや投資リターンに顕著な差異がないのに、かなり手数料やコストが高い場合は、受任者は制度が加入者のために価値を提供できないと結論付けることが通常期待される。

4.3 TPR への報告と低評価の制度の解散・統合

2021年改正規則によって職域及び個人年金の登録に関する2005年規則(以下「登録規則」という。)が改正され、資産1億ポンド未満の小規模DCについて、TPRに登録すべき事項として次のものが追加された。

- (1) 要求される詳細評価の最新のものにおいて、受任者は加入者にグッド・バリューを提供していると考えているか。
- (2) 前年度に詳細評価を行った場合において、受任者は加入者にグッド・バリューを提供したと考えたか。
- (3) (1)において受任者が制度は加入者にグッド・バリューを提供していないと記載した場合、
 - (i) 受任者は他の制度への移管を提案しているか、また、制度の解散を提案しているか
 - (ii) 受任者が制度の解散を提案していない場合は、
 - (a) そのようにしない理由、及び、

(b) 制度が加入者にグッド・バリューを提供できるようにするためにどのような改善を提案しているか。

また、ガイダンスには次のような記載がある。

- ▶ バリュー・フォー・メンバーズの評価を完了した後、受任者がこの制度は加入者にとって価値を提供していないと結論づけた場合、受任者はその制度を廃止し、加入者の権利をより大規模な職域年金制度又は個人年金制度に移管することを検討するか、又は、既存の制度を改善するために直ちに措置を講じるべきである。
- ▶ 解散や制度からの加入者の権利の移管にはコストがかかる可能性があり、雇用主や加入者が費用を負担する場合があるが、バリュー・フォー・メンバーズの評価は運営中の制度の価値を評価するものであるため、これらのコストは当該評価の一部として考慮されるべきではない。ただし、受任者が加入者にとっての価値を示せなかった後においては、最善の行動を検討する際に解散等のコストを考慮すべきである。
- ▶ 制度が加入者に価値を提供していない場合、受任者はただちに解散プロセスを開始するか、必要な是正措置を講じるべきであり、法令に従い TPR に報告すべきである。
- ▶ 受任者が解散や加入者の権利を別の制度スキームに移転する措置を講じない場合、TPR への年次定期報告の中でその理由を述べ、また、制度が価値を加入者に提供するようにする手順の詳細を説明しなければならない。
- ▶ 受任者は、改善措置が合理的な期間内、例えば次年度内に行われない場合、解散して別の制度に移管することが期待されることを認識すべきである。TPR は、特定の状況においては年金制度の解散を命令する権限も持っている。

ガイダンスはここで終了し、どのような場合に解散命令を発するかといったことまでは触れられていない。ちなみに、TPR は制度の加入者全体の利益を守るために解散が必要な場合は解散命令を発することができるという包括的な権限を有している³⁹。

4.4 個人年金における IGC による評価義務の導入

職域年金においてバリュー・フォー・メンバーズの評価が導入されたのと時を同じくして、個人年金についても IGC に対しバリュー・フォー・マネーの評価義務が導入された。具体的には、FCA において 2021 年 10 月に策定されたルール⁴⁰で、次のような規制が導入された。なお、パスウェイ投資の語が出てくるが、これは積立終了後の取崩し段階における投資のことである。

³⁹ 1995 年年金法第 11 条 (1)

⁴⁰ FCA (2021) [“Assessing value for money in workplace pension schemes and pathway investments: requirements for IGCs and GAAs”](#)

- (1) IGC は、次の 3 つの重要な要素を評価して、加入者又はパスウェイ投資者にとってのバリュー・フォー・マネーを評価しなければならないこと。
 - ▶ コスト及び手数料
 - ▶ 投資パフォーマンス
 - ▶ 提供されるサービスの質（加入者とのコミュニケーションが適切か、また、核心的財務取引が迅速かつ正確に行われているかを含む）
- (2) この評価の一環として、IGC は、他の単体又は集合的な事業主向けの年金又はパスウェイ投資との比較を通じ、(1) の 3 要素に関し、利用可能な情報に基づき、比較対象がより良いバリュー・フォー・マネーを提供しているかどうか評価すること。
- (3) IGC 議長は、年次報告に次を記載しなければならない。
 - ▶ 年金制度又はパスウェイ投資が加入者又はパスウェイ投資者にバリュー・フォー・マネーを提供しているかについての IGC の全般的な評価
 - ▶ どのようにバリュー・フォー・マネーの評価を行ったのかの説明
 - ▶ 全般的評価の理由
 - ▶ 比較対象として適切なものを使っていると IGC が考える理由
- (4) IGC はバリュー・フォー・マネーの評価に使用した証拠のコピーを少なくとも 6 年間保管しなければならないこと。
- (5) IGC は、別の比較対象がより良いバリュー・フォー・マネーを提供している場合は、年金制度又はパスウェイ投資の提供者に通知するべきである。IGC が提供者の対応に満足できない場合、IGC は、関係の事業主も通知すべきこと。

個人年金における IGC の評価は、職域年金におけるバリュー・フォー・メンバーズの評価と比べ、評価項目の 3 要素が共通しており、適切な比較対象との比較で評価するなど、内容は似通っている。しかし、個人年金における評価は小規模 DC だけに限定されるものではない。また、制度の統合を狙いとするものではなく、提供者の経営陣に対する提言が主眼である。パスウェイ投資も視野に入れていることなどからも、両者は似て非なる関係にあるというべきである。

4.5 小規模 DB の統合促進

英国では、小規模な年金は DC だけでなく DB でも多く存在している。そこで、本稿のテーマからは逸脱するが、DB に関してもここで若干触れておく。

DB は、実態として、閉鎖されて新規加入ができない制度や凍結されて将来の受給権発生が停止された制度が多くなっている。このような年金をいつまでも事業主の下にとどめ置くことは必ずしも適切ではない。英国では事業主が DB をまるごと保険会社などに買い取ってもらい自社の責任から切り離すバイアウトが可能であり、これは民間レベルの対処であるので政府から見て最良の方策である。バイアウトはビジネスとして行われるので利用できるのは資産状態の良いものに限られるが、本稿執筆時点では、最近の金利上昇によ

る DB の財務状況の全般的な改善が追い風になって、かなり順調に事例が積み上がっている模様である。

バイアウトの対象にならない DB については、統合の受け皿としてスーパーファンドがある。バイアウトされるほどではないが比較的財務状態が良い DB を統合して実施するので、これについては TPR が評価し適切と判断したものをそのウェブサイトに掲載することになっている。本稿執筆時点では掲載されているのは 1 つである。また、スーパーファンドの枠組みについて 2018 年 12 月に政府から公開協議⁴¹が行われ、その後長く検討が続いたが、2023 年 7 月に政府回答⁴²が公表された。今後、法令に基づく確固とした仕組みとすることについて検討が進められていくものと思われる。

5 非流動性資産への投資促進

前章冒頭に記したように、バリュー・フォー・メンバーズには非流動性資産への投資を促進するという狙いもある。2021 年改正規則で手数料等規則が改正され、「手数料」から除かれるものとして「実物資産の保有に専ら帰せられるコスト」が明記された。これは従来からの解釈を明確化するものとされているが、このコストが手数料上限の対象範囲外となることから、非流動性資産への投資促進に資するものと考えられる。

なお、実物資産 (physical asset) とは、価値が実物的な形によるものであり、(a)土地、(b)建物及び他の土地又は海上の構築物、(c)車、船、飛行機又は車両、(d)コモディティ、を含むものである。「コスト」には、(a)資産の管理及び維持のためのコスト、(b)資産を評価するための報酬、(c)資産の保険のコスト、(d)資産に関連して発生する地代、手数料、料金、租税及び公共料金、が含まれる。

非流動性資産はしばしば成果報酬 (performance fee) を伴う。これは、投資リターン (キャピタル、インカムその他) に基づき計算され、加入者の資産に基づかない報酬である。年間の投資成績だけで成果報酬を計算すると投資リターンが高い年には資産額の 0.75% という手数料の上限を上回ってしまう可能性がある。そこで、2021 年改正規則で手数料等規則が改正され、デフォルトの投資については、移動平均で手数料を算定する平滑化 (smoothing) を認めることとされた。

しかし、これだけでは十分なものとは見なされなかった。2021 年改正規則に至る公開協議に対しては、平滑化では不十分であり、手数料上限の対象から成果報酬を除外すべきと強く主張する回答があった。手数料上限が非流動性資産の投資促進の障壁になっているという主張が強まったが、この背景にあるのは、金融財政部門を中心とする各方面から示された年金に対する非流動性資産への投資拡大の期待であった。2021 年 8 月には、「投資ビッグバンに着火する：英国機関投資家に対する首相と蔵相の挑戦」と題する当時のジョン

⁴¹ DWP (2018) “[Consolidation of Defined Benefit Pension Schemes](#)”

⁴² DWP (2023) “[Government response: Consolidation of defined benefit schemes](#)”

ソン首相とスナク蔵相の連名の公開書簡⁴³が公表され、英国の機関投資家の資金を英国の回復のために使う投資ビッグバンが必要であると訴えた。その中には、DWPはDCがオーバー・パフォーマンスに罰を与えないよう報酬上限をリフォーム中である、といった記載もあった。

このような状況下で、DWPは、2021年改正規則が発効した2021年10月から時が経たない同年11月に、成果報酬を手数料の範囲から除外することについて公開協議を開始した。その後、非流動性資産も含む投資の透明性を確保する方向で検討が進められ、デフォルトの投資に関する運用基本方針において非流動性資産に関する方針を記載することがDWPから提案された。

また、非流動性資産に投資するにしてもあくまで分散投資の一環である。非流動性資産だけでなく資産全体の構成割合を公表することも提案された。投資リターンは既に公表されるようになっているが、資産構成割合が公表されることで投資内容の比較ができるようになり、これは事業主や受任者、加入者などにとっても有益であるとの考え方が示された。また、オーストラリアのスーパー・アニュエーションにおいても資産構成割合が公表されていることも傍証として示された。

これらに関し公開協議が行われ、大方の回答が賛意を示したことを受け、2023年3月に、職域年金制度の管理、投資、手数料及びガバナンス並びに年金ダッシュボードの規則の一部を改正する2023年規則（以下「2023年改正規則」という。）が制定された。以下ではこの主な内容を紹介する。

5.1 指定成果基礎報酬の手数料の範囲からの除外

2023年改正規則により手数料等規則が改正され、「指定成果基礎報酬」(specified performance-based fees)が「手数料」の範囲から除かれることが明記された。これによって指定成果基礎報酬は手数料上限の対象範囲外となる。

ここに指定成果基礎報酬とは、報酬、利益分配 (profit-sharing arrangement) 又はそれらの一部であって、次の要件に合致するものである。

- ① ファンド・マネジャーの管理による直接又は集合的投資制度 (collective investment scheme) の一部として行われる投資に関し、受任者からファンド・マネジャーに支払われること、
- ② 専ら投資成果 (キャピタル、インカムその他) により計算されること、
- ③ 支払われるのは、(i)投資成果が事前に了解された率 (固定又は変動⁴⁴) を上回った場合、又は、(ii)投資の価値が事前に了解された量を上回った場合のみであること、
- ④ 事前に了解された期間にわたって計算されること、及び、

⁴³ Johnson, B and Sunak, R (2021) "[IGNITING AN INVESTMENT BIG BANG: A CHALLENGE FROM THE PRIME MINISTER AND CHANCELLOR TO THE UK'S INSTITUTIONAL INVESTORS](#)"

⁴⁴ ベンチマークについて了解する場合、率自体は変動する。

⑤ 投資成果又は投資の価値の短期的な変動効果を弱めるために事前に了解された約定によること。

各要件にある率、量、期間又は約定については、投資開始前に受任者とファンド・マネジャーの間で合意する必要があるが、ファンド・オブ・ファンズに投資する場合は、その投資方針に定められている該当事項を受任者が同意すれば要件に合致する。

成果報酬であってもこれらの要件に合致しなければ、手数料上限の対象になる。また、成果報酬とそれ以外の定率又は定額など投資成果と関係しない報酬を組み合わせる場合は、投資成果と関係しない部分は引き続き手数料上限の対象である。

なお、2021年改正規則で導入された平滑化に関する規定は削除されるが、既に平滑化を活用している場合は、経過措置として最長5年間は引き続き活用できる。また、指定成果基礎報酬においては、手数料上限の対象範囲外なので、事前に了解することにより平滑化を活用することは可能である。

また、2023年改正規則により管理規則が改正され、議長による年次ガバナンス声明の記載事項に、デフォルトの投資において指定成果基礎報酬がある場合は平均資産額に対するパーセンテージとして計算された同報酬、が追加された。

2023年規則により開示規則が改正され、年次ガバナンス声明に記載される指定成果基礎報酬はウェブサイトにおいて無料で公開しなければならないことになった。

5.2 デフォルトの投資の運用基本方針における非流動性資産に関する事項の記載義務

2023年規則により投資規則が改正され、デフォルトの投資の運用基本方針において「非流動性資産に関する受任者の方針」が記載事項として明記された。そして、その方針には次のものを含まなければならないこととされた。

- ① デフォルトの投資において非流動性資産を含めるかどうか。
- ② 非流動性資産を投資に含める場合には、
 - 非流動性資産への投資に関連する加入者の年齢プロフィールの記述、
 - 非流動性資産は直接保有するのか集合的投資制度を通じるのかの説明、
 - 非流動性資産のタイプの説明、及び、
 - なぜ受任者が非流動性資産への投資を持つのかについての説明、これには、他の資産クラスと比べ非流動性資産への投資が加入者にとって有益であることの評定を含む。
- ③ 非流動性資産を投資に含めない場合は、なぜ受任者がそのようにしない方針なのかの説明。
- ④ 受任者が、将来において非流動性資産への投資をするか、又は、増やす計画を有するかどうかの説明。

また、「非流動性資産」とは、容易に又は迅速に売却又は換金ができないタイプの資産であって、集合的投資制度において投資される場合は、集合的投資制度において保有され

る当該資産を含む、との定義規定も投資規則において明記された。

この改正が適用されるのは 2024 年 10 月 1 日までの間で運用基本方針の見直しが行われるときからである。

5.3 デフォルトの投資の資産構成割合の公表義務

2023 年改正規則により管理規則が改正され、通常の DC はデフォルトの投資における各資産クラスのパーセンテージを毎年計算し、議長による年次ガバナンス声明に含めなければならぬこととされた。

資産クラスは次の 8 区分とされている。

- ① 現金
- ② 企業、英国政府又は外国政府により発行された債券
- ③ 上場株式
- ④ 非上場株式
- ⑤ インフラストラクチャー、すなわち、物的構造、施設、システム又はネットワークであって、水、ガス、電気ネットワーク、道路、電気通信施設、学校、病院及び刑務所を含む基本的な公共サービスを提供又は支援するもの
- ⑥ ⑤に該当しない不動産
- ⑦ ②に該当しない負債証券
- ⑧ 以上に該当しないその他の資産

なお、資産が集会的投資制度に投資される場合は、資産構成割合の計算を行うに当たり受任者は同制度で保有される資産を参照しなければならない。

また、2023 年改正規則により開示規則が改正され、年次ガバナンス声明に記載される資産構成割合に関する計算結果はウェブサイトにおいて無料で公開しなければならないことになった。

この改正が適用されるのは 2023 年 10 月 1 日より後に終了する最初の年度からである。年次ガバナンス声明は年度終了後 7 か月以内に作成することが義務づけられている（3.2 節（4））。多くの DC が 3 月末又は政府の財政年度に合わせ 4 月 5 日に年度が終了するので、本年 11 月以降、ウェブサイト上で規則に基づく資産構成割合が公表されていくと思われる。

6 バリュース・フォー・マネー

バリュース・フォー・メンバーズの枠組みは 2021 年 10 月からスタートしている。評価の結果が思わしくなければ、受任者は解散又は他の年金と統合を検討することが求められているが、ただし、現状ではこの評価は自己評価として行われ、TPR にも解散や統合を強制できるだけの十分な法的権限は賦与されていない。

また、実施面でも必ずしも徹底されていない模様である。2022 年 10 月から 12 月にかけて

て行われた調査⁴⁵では、資産1億ポンド未満の信託型DCの64%が、バリュー・フォー・メンバーズの詳細評価のことを知らなかった。また、調査時点で詳細評価を完了していたのは10%（知っていたDCの28%）に過ぎなかった。

さて、低い価値しか生み出さないDC制度に被用者が留まり続け、結果的に老後生活が厳しいものとなるリスクは、小規模なDCだけに特有なものとは限らない。また、英国政府の考えとして、運用成績の一層の向上のためには非流動性資産を含む幅広い資産に効率的に分散投資していく必要があり、この管理運用が適切にできるためにも一層の制度の統合が望ましい。

バリュー・フォー・マネーの語は以前からDCの改善を目指す際の一般的な意味でのキーワードとして使われてきたが、ここに来て、この語を固有名詞的に使った枠組みが提案されている。2023年1月に公開協議⁴⁶が行われ、7月には政府からその回答⁴⁷が公表された。これらは、DWP、FCA及びTPRの3組織連名で行われたものである。

これは概して言うと、職域年金における小規模DCに対し求められているバリュー・フォー・メンバーズの詳細評価を、個人年金を含む全てのDCに適用するものである。企図するところは、透明性の向上と報告の標準化であり、これによって受任者などがより適切に意思決定できるようになるとともに、従業員を自動加入させる事業主が、DC制度の価値やパフォーマンスをより比較しやすくなる。

小規模年金に限らず全てのDCに適用することで、更なる年金の集約化とそれによる運用成績の向上、運営の効率化が期待できる。また、企業年金における意思決定が短期的なコスト中心になっている現状に対し、「コストから価値へ」ということが強調されている。この狙いは非流動性資産への投資促進である。インフラ、プライベート市場、ベンチャー・キャピタルなどはより高いリターンをもたらす潜在的な可能性を有しているとの考え方があふ。背後には、国内経済の発展につながるとの考えもある。

バリュー・フォー・マネーの枠組みはまだ検討段階であるが、英国におけるDCに関する最新の議論と今後の方向を垣間見ることができる。そこで、以下では、公開協議とそれに対する政府回答の中から主な事項についてその具体的内容を見ていくこととする。

6.1 適用対象及びスケジュール

公開協議では、自動加入の成長に伴い、DC（加入者が11人以下の制度を除く。）の加入者の96%がデフォルトの投資戦略で投資していることを指摘した上で、まずはデフォルト

⁴⁵ OMB Research (2023) “[Defined Contribution trust-based pension schemes research - Report of findings from the 2022 survey](#)”。なお、この表紙にはOMBとTPRのロゴが並列で掲げられており、この調査はTPRのために行われたものであると記載されている。

⁴⁶ DWP, FCA, TPR (2023)-1 “[Value for Money: A framework on metrics, standards, and disclosures](#)”

⁴⁷ DWP, FCA, TPR (2023)-2 “[Consultation Outcome - Government-regulator response to ‘Value for Money: A framework on metrics, standards and disclosures.’](#)”

の投資を対象とし、第 2 段階で、それ以外の投資を対象を拡大していく方針が示された。他方で加入者が 11 人以下の自己管理制度や企業管理者向けの制度は対象外とされている。

段階的アプローチについては大方の賛同が得られた。第 2 段階について、政府回答では、時間があるので、どこまで拡大するか、具体的には、(積立終了後の)取崩し段階、集团的 DC、自らが投資判断を行う個人年金(Self-invested personal pension plans、SIPPs)、(自営業者などを対象にする)非企業年金などをどう取扱うかは引き続き検討するとされた。

バリュー・フォー・マネーの枠組みの具体化には議会による立法措置が必要な事項が多い。これらは議会の都合を見て(when parliamentary time allows)提案するとしており、現段階で具体的な実施スケジュールまでは明らかになっていない。また、詳細な事項について規則や FCA ルールが必要であり、いずれこれらについて公開協議を行うとしている。

6.2 投資成果

投資リターンについては、現行(4.1節)に合わせ、取引コスト及び手数料控除後の投資リターンを開示することで公開協議に付されたが、複数事業主制度では事業主によって負担が異なるなどの問題などが指摘されたことから、政府回答では、開示するのはコスト及び手数料を含むグロスの投資リターンとすることとされた。この方が運用成果を直接的に表し、また、リスクもグロス・ベースで表示されることと整合的である。取引コスト及び手数料は別途開示される。また、併せて、手数料控除後のリターンも開示するとされた。

報告期間については、過去 1 年、3 年及び 5 年、そしてもし可能なら、10 年及び 15 年の投資リターンのデータを報告するとされている。将来的にはより長期の報告が可能になることを期待されている。

年齢とともにリスクの取り方が異なる場面を想定し、25 歳、45 歳、55 歳及び国家年金受給直前の各年齢コーホートについて過去の投資リターンを公表することで公開協議に付された。これに対し、固定的な年齢ではなく退職までの年数で考えるべきといった回答があったことから、この方向で更に検討することとされた。

投資リターンとともに報告されるべきリスクについては、年間標準偏差(annualised standard deviation、ASD)及び最大下落率(maximum drawdown)とされている。

過去の投資リターンについては、ポートフォリオの構成や戦略が変わっても過去の経験が反映されるような方式⁴⁸を適用するとしている。ただし、過去データが入手困難かもしれないことから、この方式は過去 1 年、3 年及び 5 年に限って適用される。また、併せて他の方式による数値を示すことも妨げないとしている。

資産構成割合については、職域 DC について開始された 8 つの資産区分(5.3 節)で開示することが求められる。また、更に細かな開示を行うことも推奨されている。

公開協議では、過去の投資リターンだけでなく、将来見通しの指標(forward-looking

⁴⁸ 「連鎖(chain-linking)方式」と記載されている。

metrics)の開示を求めることも含められ、確率論的モデル(stochastic modelling)と決定論的モデル(deterministic modelling)の2つの手法が示された。これに対し寄せられたコメントには慎重論も多くあり、また、手法も意見が割れた模様だが、政府回答では、過去だけでなく将来も含めることでバランスを取ることに意味があるとされ、将来見通しの開示も含める方向で更に検討を進めていく方針が示されている。

6.3 コスト及び手数料

受任者やIGCが、コスト及び手数料について、加入者に提供される価値と照らし合わせるとともに、他の制度と比較できるようにすることが、バリュー・フォー・マネーの1つの目的であるとされている。そして、投資に要する手数料及び取引コストと、それ以外のサービス・コストとが区分して開示されることが、他制度との比較をする上で必要であるとしている。

投資と管理の両方を提供する統合制度(bundled schemes)に対してもコスト及び手数料を区分するよう公開協議では求められていたが、困難とするコメントがあったことから、政府回答では、関係者とさらに実効性を探っていくとされた。

コスト及び手数料は資産額に対するパーセンテージで開示される。実際には資産比例の他に定額や拠出額比例を組み合わせる手数料体系もあるが、比較が可能なように、パーセンテージに変換する方法についてさらに検討するとされた。

加入者が支払う手数料に対し事業主が補助する場合であっても、他の制度とのより正確な比較のために、それを含めた手数料(加入者が実際に負担する手数料ではなく)を開示すべきとされた。補助によって外見上より価値のある制度に見えることを防ぐためである。

複数事業主制度では、事業主によって手数料が異なる。公開協議では、資産額別のコーホートごとにブレイクダウンして示すか、単に範囲を示すだけで十分かが問われた。寄せられたコメントは範囲で十分とするものが多かった模様だが、政府回答ではどちらにするかさらに検討していくとされた。

6.4 サービスの質

公開協議では、総体的なバリューを提示するには、投資に関するパフォーマンス及びコスト以外のサービスも考慮する必要があるとされ、サービスの要素として、①加入者とのコミュニケーション、②制度管理、及び、③ガバナンス、の3点が示された。その他の要素もあり得るが、あくまでスターティング・ポイントであることが強調されている。また、「質」の評価は難しい面があるが、定量化できる限定的な要素で開示することとされ、今後の発展によって、指標が追加される可能性にも言及されている。

①の加入者とのコミュニケーションについては、定量化可能な指標について引き続き検討し、業界とともに、標準的な加入者満足度調査の開発を進めるとされた。なお、公開協議では、退職年齢や受給について意向表明した加入者の割合も指標として提案されていた

が、寄せられたコメントを踏まえ、これは取り下げられた。

②の制度管理については、公開協議では、核心的財務取引の正確性及び迅速性と記録管理の質の2つが取り上げられた。核心的財務取引について正確かつ所定の期間内に処理された割合を開示することが提案された。また、記録管理については、現行でTPRが受任者に対し報告を求めているデータスコアと同様のものを、契約型の提供者にも求めることが提案された。

これらに対し種々細かな意見が出された模様であり、政府回答では、提案に対して幅広い支持が得られたとしつつ、開示事項をより厳格に定義づけることについて業界と作業していくこと、処理時間について全てが同じベースで計測できるよう明確化していくこと、記録管理や核心的財務取引についてもキーになる指標の輪郭を描いていくことなどとされた。また、将来的には、処理コストを見ていく可能性も言及された。

③のガバナンスについては、他の様々な事項に既に含まれるとし、これに関する独立した指標は提案されなかった。

6.5 開示方式及び公表タイミング

公表の仕方について、公開協議では、各提供者のウェブサイトによる非集中的な方式と、公式の集中的ポータルサイトによる方式が提案された。寄せられたコメントは集中的な方式を支持するものが多かったが、政府回答では、準備に要する時間やコストを理由に、当初は非集中的な方式とする方針が示され、厳格に規定された機械読取り可能なテンプレートを開発するとされた。

公表のタイミングについては、バリュー・フォー・マネーのデータは各暦年第1四半期末までに公表することとされた。公表するのは前年12月末までのデータである。公表後は他の制度との比較が可能になるので、それを用いたバリュー・フォー・マネーの評価を10月末までに公表することとされた。評価は毎年行われる。

6.6 バリュー・フォー・マネーの評価

評価の主体は、職域年金では受任者、個人年金ではIGCであると想定されている。ただし、個人年金では、評価の基になるデータについては、公開協議の結果に基づき、提供者が公表の責任を負うこととされた。

評価方法について、公開協議では、監督当局が定義するベンチマークと比較するか、他制度と比較するかについて質問が行われた。これに対しては賛否が分かれたことから、政府回答では、当初は他制度との比較によるとした。バリュー・フォー・マネーの導入に伴ってバリュー・フォー・メンバーズの評価はフェイズ・アウトするが、既存の要件を基礎にその高度化を図ることが合理的であり、ゲーム化やパフォーマンスの低い制度と比較することを避けるため、厳格に定義づけられた比較の基準を導入したいとした。また、将来的には比較のためのベンチマークを導入したいともしている。

公開協議では、評価の仕方として、①全体的なパフォーマンス、②投資戦略、③サービス、と段階的に行っていくプロセスに加え、規模の経済を考慮することが提案されたが、これらはいずれも賛否が分かれた。政府回答では、評価の明確なプロセスが必要であり、標準化のための十分なガイダンスが提供されるべきであるとした。規模の経済については、受任者や提供者が、規模が分散投資戦略を含めどのように利益を得ているか説明することを提案するとし、そのデータをより大きな提供者のものと比較し、標準的で比較可能な定量的指標を提供するテストにパスすることを求めるかもしれないとしている。

公開協議では、評価の結果を次の 3 区分で表すことが提案された。それぞれ赤黄緑 (Red/Amber/Green、RAG) のレーティングが付される。

- バリュースコアである⇒緑
- 現状はバリュースコアではないが、改善の可能性あり⇒黄
- バリュースコアではない⇒赤

これに対し約半数が賛成したが、3 つでは単純すぎるなどの意見もあった。政府回答では、加入者の最善利益のために、結果が良くなく回復不能なものを特定し、他への移行、又は解散させることが求められるとして、当初は、単純化した制度の特定をすることが合理的であるとした。赤黄緑の境界について、詳細なガイダンスで明確化を図ることが示されている。

評価に続く次のステップとして、公開協議では、次のように提案された。

- バリュースコアではなく改善の行動も見られない場合
⇒受任者や提供者は移行及び解散を検討し、事業主へも連絡しなければならない。
対応しない制度については、監督当局による強制措置が執られ得る。
- バリュースコアではないが改善の行動がある場合
⇒その行動は即座に開始されなければならない、2 年連続でバリュースコアでなければ、解散や統合があり得る。
- バリュースコアである場合
⇒更なる改善の行動が何も示されないという特異な場合は、全ての分野でベスト・プラクティスであることを説明すべきであり、説明がなければ当局の調査があり得る。

これに対し、寄せられたコメントのほとんどが基本的に賛成であった。政府回答では、バリュースコアの評価の公表は、低評価の制度や提供者に対し改善、統合、あるいは、市場からの退場を動機づける上で死活的に重要(vital)であり、また、事業主へのコミュニケーションも重要であるとし、事業主へ強制的に連絡される内容についてさらに検討するとしている。なお、バリュースコアであると評価された制度でも事業主へのコミュニケーションを保つことが推奨されるが、これは制度の自主的判断にゆだねられ、義務にはならないとのことである。

黄と評価され、2 年連続でバリュースコアでなければ、解散や統合があり得

る点について、時間的余裕が十分ではないとの意見があった。これに対し、政府回答では、加入者が評価の低い制度に長く残留しないようにすることが重要であり、特段の事情がない限り、2年を超えて留まることは期待しないと、当局が関心を寄せる場合は、調査の上、リスクのレベルに応じた比例的な介入としての強制措置を執るか決定することになるとしている。

市場行動によってより良い DC 年金に導かれる一方で、必要な場合に監督当局が介入することができることも重要な要素であるとし、監督手段について検討していくとしている。そして、これには、必要な場合は、継続的に低い評価の制度を市場から退出させることも含むとしている。

なお、個人年金の DC については、(契約の当事者である)各加入者の合意なしに他の制度への移行を行うことについて、公開協議では大半が賛成をした。契約法にかかわる問題の検討を慎重に行うとしている。

7 おわりに

日本では、本年に予定される公的年金財政検証結果を受け 2025 年には年金制度の改正が行われると見込まれており、それに合わせて企業年金制度についても検討が進んでいる。英国の動向は日本における議論にも何らかの参考になるかもしれない。

今回英国の動向を概観し、翻って日本の状況を見たときに感じるのは、まず何より、拠出限度額の圧倒的な差である。英国では通常の被用者の場合、年収の 100% 又は年間 6 万ポンド (1,110 万円) まで税制上の優遇を受けながら拠出することができる。6 万ポンドを 12 で割って月額にすると 5 千ポンド (95 万 5 千円) である。一方、日本の DC の拠出限度額は月額 5 万 5 千円、他の企業年金に加入している場合は月額 2 万 7,500 円である。最近の円安の影響を割り引いても、両国間には雲泥の差がある。

日本では英国に比べ老後所得保障における公的年金の役割が相対的に大きい。しかし、日本の公的年金の給付水準はマクロ経済スライドによって今後低下していく。それを補うためにも、企業年金に期待される役割は今後ますます大きくなるはずである。日本でも DB から DC へ企業年金の比重は移りつつある。DC がこの役割をきちんと果たすことができるよう、拠出限度額の着実な引上げが望まれる。

同時に感じるのは、日本の DC が加入者の自己責任であることとの対比である。英国では運用に責任を負うのは受任者であり、受任者に対し一定の知識と理解を求める他、運用基本方針を策定し定期的に見直す義務⁴⁹や運用を行う前段階において助言会社等から助言を受ける義務⁵⁰などが法律上規定されている。英国におけるバリュース・フォー・メンバーズや検討中のバリュース・フォー・マネーは、受任者が運用責任を負う DC について、その

⁴⁹ 1995 年年金法第 35 条 (1)

⁵⁰ 1995 年年金法第 36 条 (2)

制度の統合を通じて、加入者の利益の確保をより確実なものにすることを狙いとしている。これによって更に加入者保護が手厚くなることが期待できるだろう。

英国に比べると、日本の DC 加入者には、受任者のような本人に代わって責任をもって運用してくれる者がいるわけではない。事業主の投資教育が規定されているが、あくまで努力義務であり、実効性は確実ではない。

とりわけ英国ではデフォルトの投資を行う加入者の対策が意識して行われている。日本でも元本確保型の運用商品に預けっぱなしの加入者が多いといわれている。デフレ経済下でのこれまでならともかく、インフレ率の上昇が予想される今後の日本においては、そのような運用のままでは、実質的に損失となる可能性が高い。積極的に投資の選択をしない加入者の対策を充実強化する必要性が高まっていると考えられる。

法律の基本的な建付けが異なるので、英国の制度をそのまま日本に当てはめることは適切でないにせよ、英国で DC の受任者が果たしている役割を実質的に果たすとすれば、運営管理機関ではないか。忠実義務も規定されている。指定運用方法を義務化するとともに、指定運用方法の運用が DC の加入者のニーズに沿ったものとなるよう運営管理機関が責任をもって対応するような体制が望まれる。

さて、日本で昨年 12 月に取りまとめられた資産運用立国実現プランを見ると、「企業年金の改革」について記載され、DB でも DC でも「加入者のための運用の見える化の充実」の項目が立てられ、情報開示を行うべきことが書かれている。英国では通常の DC について、デフォルトの投資及び選択可能なファンドごとに、取引コスト及び手数料控除後の投資リターンを公表するよう義務づけられており、デフォルトの投資における資産構成割合の公表義務もスタートした。一方で DB は公表までは義務づけられていない。この背景には、最終的なリスクの帰属が DB では事業主にあるのに対し、DC では加入者であり、相対評価を通じてより良い制度に導く必要性が DC では高いと判断されているためであると考えられる。

日本でも、DC の運用商品ごとの過去の投資パフォーマンス、取引コスト及び手数料並びに資産構成割合は是非公表すべきだ。

事業主には少なくとも 5 年ごとに運営管理機関を評価し、必要な場合は入れ替えるよう努力することが義務づけられている。しかし、他との比較ができなければ適切な評価を行うことは難しいだろう。公表されれば従業員のために適切な運用商品を運営管理機関が提示しているか判断できるようになるのではないか。また、公表を義務づける場合、比較可能性を確保するため、開示様式の統一は必須である。

英国のバリュー・フォー・マネーの検討においても、公表の仕方について、各提供者のウェブサイトによる非集中的な方式と、公式の集中的ポータルサイトによる方式が提案され、寄せられたコメントは集中的な方式を支持するものが多かったとのことである（6.5 節）。英国政府は消極的のようだが、各機関に任せると比較可能性が損なわれかねない。厚生労働省あるいは国民年金基金連合会が iDeCo を含め統一的・網羅的に公表するような

体制が望まれる。

また、サービスやガバナンスについても、英国の例も参考にして、質の向上のための方策を強化すべきではないかと考えられる。日本の DC 制度では、加入者の老後資産の適切な管理運用のために、事業主に加え、運用関連運営管理機関、記録関連運用管理機関、資産管理機関、運用商品提供者といった様々な機関が介在している。それぞれが効率的に業務を展開するとともに、ありうる利益相反を防止するため、全体をカバーする評価の枠組みを検討すべきではないだろうか。また、日本でも法令上は一応の規定が整備されているが、それらが効果的に機能しているか評価するための KPI の開発なども必要ではないかと思われる。

【巻末資料】本稿で使用する略語一覧

略語	英文表記	邦訳
DB	defined benefit	確定給付型企業年金
DC	defined contribution	確定拠出型企業年金
DWP	Department for Work and Pensions	雇用年金省
FCA	Financial Conduct Authority	金融行為規制機構
HMRC	His Majesty's Revenue and Customs	歳入関税庁
IGC	Independent Governance Committee	独立ガバナンス委員会
OFT	Office of Fair Trading	公正取引庁
TPR	The Pension Regulator	年金監督庁
開示規則	The Occupational and Personal Pension Schemes (Disclosure of Information) Regulations 2013	職域及び個人年金制度の情報開示に関する 2013 年規則
管理規則	The Occupational Pension Schemes (Scheme Administration) Regulations 1996	職域年金制度の管理に関する 1996 年規則
手数料等規則	The Occupational Pension Schemes (Charges and Governance) Regulations 2015	職域年金制度の手数料及びガバナンスに関する 2015 年規則
投資規則	The Occupational Pension Schemes (Investment) Regulations 2005	職域年金制度の投資に関する 2005 年規則
登録規則	The Register of Occupational and Personal Pension Schemes Regulations 2005	職域及び個人年金の登録に関する 2005 年規則
2018 年改正規則	The Occupational Pension Schemes (Administration and Disclosure) (Amendment) Regulations 2018	職域年金制度の管理及び開示に関する規則の一部を改正する 2018 年規則
2021 年改正規則	The Occupational Pension Schemes (Administration, Investment, Charges and Governance) (Amendment) Regulations 2018	職域年金制度の管理、投資、手数料及びガバナンスに関する規則の一部を改正する 2021 年規則
2023 年改正規則	The Occupational Pension Schemes (Administration, Investment, Charges and Governance) and Pensions Dashboards (Amendment) Regulations 2023	職域年金制度の管理、投資、手数料及びガバナンス並びに年金ダッシュボードの規則の一部を改正する 2023 年規則