

## ハンガリーの新年金制度と私的年金基金\*

岩崎一郎・佐藤嘉寿子

論文要旨： 1998年に始動したハンガリーの新年金制度は、強制的私的積立年金の導入という点で画期的である。しかし、年金改革をめぐる政治的意思決定プロセスとその後の制度運用は、省庁間の利害対立、与野党間の政治力学、労働組合や金融機関を含む利益集団の存在に大きく左右された。それは、強制的私的積立年金の制度的枠組や私的年金基金の経営実績にも一定の悪影響を及ぼした可能性が高い。強制的私的積立年金が将来においてサステナブルであるためにも、保険加入者の利益が最も優先されるようなガバナンス改革やモニタリング機構の強化が求められる。

[キーワード： ハンガリー、年金改革、強制的私的積立年金、私的年金基金]

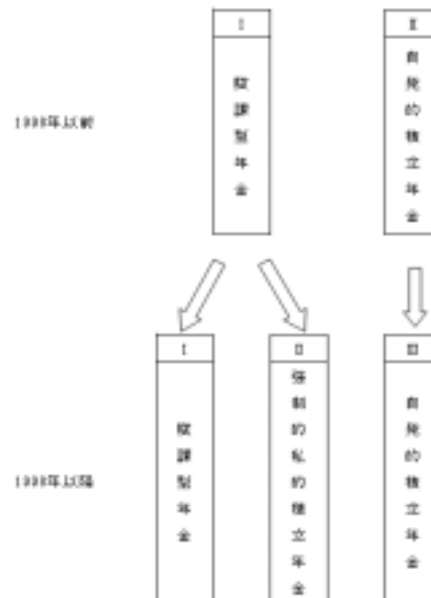
### はじめに

公的年金の運用を民間部門に委ねる強制的私的積立年金<sup>1)</sup>とその組織的実体である私的年金基金(Magánnyugdíjpénztárak: MNP)は、ハンガリーにおける新年金制度のいわば中核的存在である。1998年、中央政府は「三本柱年金制度」への移行を断行したが(図1)、その「第二の柱」に当たる強制的私的積立年金制度の順調な発展と基金団体の健全な経営体質の確保は、ハンガリーの年金改革を成功へと導く基本的な要素であるばかりか、市場経済移行に伴う将来設計の不透明性や少子高齢化の深刻化に起因したハンガリー市民の生活上の不安を払拭するためにも、社会政策上大変重要な意義を有している(佐藤, 2003, pp.786 - 788; Gál and Tarcali, 2003, pp.237 - 238)。更に、同国の試みは、やはり抜本的な年金改革を必要としている他の中東欧諸国にとってのパイロットケースでもあるだけに、その動向は、同地域における年金改革論議に多大な影響を及ぼす可能性を秘めている。本稿は、このような意味において、ハンガリーのみならず、中東欧地域の年金制度のあり方を問う試金石ともなっている強制的私的積立年金制度とMNPの実態把握を試みる<sup>2)</sup>。

本稿の構成は次の通りである。まず第1節

で、年金改革前後の政治的経緯を述べる。第2節では、強制的私的積立年金とMNPの法制度的枠組を考察する。続く第3節では、私的積立年金市場の発展プロセスやMNPの経営パフォーマンスを定

図1 ハンガリー年金制度の変遷



(出所) 筆者作成。

量的に分析する。そして最後に、筆者らの結論と今後の研究課題を述べる。

## 1 年金改革と強制的私的積立年金導入をめぐり政治論争

ハンガリー新年金制度の最大の特徴は、賦課型年金に次ぐ「第二の柱」として、強制的私的積立年金を新規導入したことにあるが、そこに至る道程は、長く複雑な政治論議を経たものであった。また1998年以降も、年金制度は、与野党間の政治闘争にその運営が大きく左右された。それは無論、強制的私的積立年金自身にも無視し難い影響を及ぼした。そこで本節では、年金改革前後の政治的経緯を述べ、実態把握の第一歩とする<sup>3)</sup>。

さて、1994年の議会選挙で勝利を得た社会党は、自由民主連合と連立政権(ホルン内閣)を形成し、翌1995年に当時の蔵相の名を冠した「ボクロシュ・パッケージ」と称する経済安定化政策に着手した<sup>4)</sup>。国家財政の大幅なスリム化を狙う本政策パッケージの一環として、ホルン首相は、年金制度を抜本的に改正する意思を明らかにしたが、それは、改革の「目玉」ともなる強制的私的積立年金をめぐって、その導入を主張する財務省と、なによりもまず現行賦課型年金の制度改革を求める厚生省及び「年金保険基金自治管理機関」(Nyugdíjbiztosítási Önkormányzat: NBO)との鋭い対立を惹起した。

財務省の改革試案は、1995年初めに設置された「年金改革調査グループ」が準備した。当初、ボクロシュ・ラヨシュ蔵相とその有力な側近で著名な銀行家でもあるジェレ・アダム氏は、改革の基本方針として、強制的私的積立年金への完全代替による賦課型年金の段階的廃止を主張したが、その余りにもラディカルな政策姿勢は、省内ですら十分な支持を得られず、検討のかなり早い段階で放棄された。その代わりに、より現実的な対処方針として調査グループが提案したのは、賦課型年金と強制的私的積立年金を公的年金の両輪とする制度改革案であり、そこには、当時「三本柱年金制度」の実現に大変熱心であった世界銀行の意向が強く反映された<sup>5)</sup>。

これに対して厚生省は、ドイツの年金アドバ

イザーに様々な協力を仰ぎながら、財務省案に真っ向から反対する論陣を敷いた。また、労働組合の全国統括組織である「労働組合全国連合」(Magyar Szakszervezetek Országos Szövetsége)の監督下にあったNBOは、公的年金への圧倒的な支配力を維持したい労働組合全国連合の思惑を背景に、厚生省寄りの姿勢で両省の改革論議に割って入った(Orenstein, 2000, p.37; Rein, 2002, p.234)。ドイツの年金制度を参考にした厚生省は、所得比例の賦課型年金と自発的年金基金の二本立て制度を提唱し、他方NBOは、従来の賦課型年金の維持及びそれを補足する制度としての税金に基づく基礎年金と自発的な積立年金の整備を求めたのであった。このような形での「三つ巴状態」が生じた結果、1996年2月にボクロシュ蔵相が辞任に至るまで、官僚レベルでの改革論議は膠着状態に陥った。

閉塞状況の打開は、メジェッシー・ペーテルが蔵相を引き継ぎ、合意形成に向けた政治的妥協を試みたことによってなされた。国際金融機関を含む西側との信頼関係を重視していたホルン政権は、1996年末までには年金改革の実施に道筋をつけるというIMFとの公約を果たすためにも、改革当事者間の合意達成を焦眉の課題と見なしていた。また、それに続く議会選挙も当然同政権の念頭にあった。かかる政治日程を睨みつつ、メジェッシー蔵相は、関係省庁の高官に対して説得工作を展開したが、その巧みな政治手腕が功を奏して、1996年4月、政府の公式検討組織として、財務省と厚生省の次官を共同議長とする「省庁間委員会」の設置が実現したのであった。この時点で、厚生省は、政府上層部からの政治的圧力に屈する形で態度を大幅に軟化させ、先出の年金改革調査グループが打ち出した財務省試案の基本方針を概ね受け入れていた。従って、省庁間委員会は、活動開始後直ちに三本柱年金制度の導入を前提とした社会保険関連法改正案と強制的私的積立年金関連法案の準備に取り掛かることができた<sup>6)</sup>。

政府の年金改革案は、政府、労働組合、企業の代表者及び学識経験者らによって構成された「利害調整評議会」(Érdekegyeztető Tanács)でも同時並行的に議論された<sup>7)</sup>。「年金改革のあり方を国民的議論に付す」というのがその名目であっ

たが、新しい年金制度のあり方に労働組合全国連合とNBOの利害を反映させることが、利害調整評議会召集の真の目的であったとって過言ではなからう。事実、利害調整評議会での意見調整は、被雇用者の負担軽減と労働組合の権限確保を強く求めた労働組合全国連合及びNBOによる社会党議員への強力なロビー活動の結果として実現したものである。

省庁間委員会及び利害調整評議会の場を介した、財務省、厚生省、労働組合全国連合・NBOによる改革論議と政治的妥協のプロセスは次の様に要約し得る。財務省側の改革試案は、三本柱年金制度の導入を前提に、(1)雇用者と被雇用者合わせた合計年金保険料は粗賃金の25%とし、(2)そのうち15%を雇用者が賦課型年金へ、(3)10%を被雇用者が強制的私的積立年金へ拠出し、更に、(4)40歳未満の保険加入者全員に対して賦課型年金と強制的私的積立年金への同時加入を義務付ける(40歳以上は現行通り)、というものであった。これに対して厚生省は、(1)合計年金保険料は28%とし、(2)そのうちの18%を雇用者が賦課型年金へ納入し、(3)残りの10%を被雇用者が強制的私的積立年金へ拠出するという案を提示した。ところが、被雇用者が負担する強制的私的積立年金向け保険料については、労働組合全国連合側から異論が出され、結局、労働者が第二の柱に納入する当初の保険料率は6%(2年後は8%)に引き下げることとなった。なお、労働組合全国連合は、この他に、(1)「年金基金保証基金」(Péntárak Garancia Alap)の設立(次節で詳述)、(2)労働組合

全国連合によるNBO支配の継続、(3)労働組合へのMNP設立権の付与、(4)障害年金改革の先送り、という妥協をも引き出している<sup>8)</sup>。

以上のプロセス及び議会審議を経て法制化された新しい年金保険料率は、雇用者の保険料を24%、被雇用者のそれを7%とするものであった(表1)<sup>9)</sup>。この結果、合計保険料率は、財務省の試案と較べて6%も高い31%で決着した。つまり財務省は、三本柱年金制度の実現は果たしたものの、企業セクターの負担軽減には十分な成功を収めなかったのである。更に、MNPに納入される保険料率の10%から6%への大幅な引き下げと、労働市場新規参入者を除く被雇用者の強制的私的積立年金加入義務付けの(1)賦課型年金一元加入と(2)賦課型年金+強制的私的積立年金同時加入との自由選択制への転換も、財務省の意図に大きく背くものであった。このような点に、「早産の福祉国家」(Kornai, 1997, p.56)と揶揄されたハンガリーの、社会主義時代からの制度的慣性力を見て取ることができよう。

なお、強制的私的積立年金の導入に際しては、金融機関及び投資家が深く関与したという事実も看過できない。1993年、現在の「第3の柱」に当たる自発的年金基金(Önkéntes Nyugdíjpénztárak: ONP)が一斉に設立されたが、この新たな金融市場への主たる参入者は国内外有数の銀行や保険会社であった。ONP設立の実績を持つ金融機関にとって、加入が法的に義務付けられる強制的私的積立年金は、低リスクかつ将来的にも大変有望な事業機会であり、従って、

表1 年金保険料率の変遷

(粗賃金=100)

|       | 雇用者  | 被雇用者 | 合計   | 混合方式を選択した被雇用者の保険料率 |        |
|-------|------|------|------|--------------------|--------|
|       |      |      |      | 賦課型年金              | 私的積立年金 |
| 1998年 | 24.0 | 7.0  | 31.0 | 1.0                | 6.0    |
| 1999年 | 22.0 | 8.0  | 30.0 | 2.0                | 6.0    |
| 2000年 | 22.0 | 8.0  | 30.0 | 2.0                | 6.0    |
| 2001年 | 20.0 | 8.0  | 28.0 | 2.0                | 6.0    |
| 2002年 | 18.0 | 8.0  | 26.0 | 2.0                | 6.0    |
| 2003年 | 18.0 | 8.5  | 26.5 | 1.5                | 7.0    |

(出所)Augsztinovits (2002, p.50)を参考に筆者作成。

これら金融機関が、強制的私的積立年金の導入を支持する利益集団として行動するのは至極当然であった(Rein, 2002, p.216)。事実、有力ONPの多くが、1998年以降直ちに強制的私的積立年金への事業展開を果している。更に、先述した省庁間委員会では、ハンガリーの有名な投資家であるラントシュ・チャバ氏が、MNPの資産運用ルール作成を委任された作業部会のチーフに選出されている(Orenstein, 2000, p.38)。この事例や先述のジェレ氏の件はほんの一例に過ぎないが、強制的私的積立年金導入の政策決定プロセスに、民間の金融機関や投資家が直接・間接に関与した事実は、後述の通り、MNPの組織構造や経営実績にも一定の影響を及ぼしたのである。

以上の紆余曲折を経て、1998年1月1日に三本柱年金制度が導入された。しかし、新制度定着のプロセスもまた平坦ではなかった。大方の予想に反し、同年5月の議会選挙において社会党は134議席しか獲得できず、148議席を確保した青年民主連合に敗北し、その結果、青年民主連合・独立小農業者党・ハンガリー民主フォーラムによる連合政権が樹立された。同議会選挙前の青年民主連合は、新年金制度の導入に猛烈に反対する一部の議員の存在もあって、急進的な制度改革は望まないが、改革案の基本方針に対して特に抗議もしないという静観的立場をとっていた。しかし、政権を奪取するに至り、オルバーン・ビクトールを首班とする連合政権は、導入されたばかりの年金制度に早くも手を加えたのである。その主な内容は、(1)雇用者保険料の段階的引下げ、(2)2000年度における被雇用者保険料1%引上げの先送り、(3)労働組合全国連合の廃止及びNBOの政府直轄化であった。青年民主連合のかかる政治行動の狙いが、産業界・労働者双方からの支持獲得と社会党の支持基盤である労働組合の切り崩しだったことは明らかだと思われる。

その後、2002年4月の選挙では、青年民主連合が社会党に188議席対178議席という僅差で勝利したものの、社会党が20議席を確保した自由民主連合と再び連合したことにより、政権は青年民主連合の手から滑り落ちてしまった。この政権交代により、新年金制度に再びいくつかの変更が行われた。まず、2002年に労働市場新規参入者に対する第二の柱への強制的加入義務が

廃止されたが、翌2003年には再度義務化された。同年においてはまた、被雇用者の年金保険料が8.0%から8.5%に、第二の柱を選択した被雇用者の強制的私的積立年金に拠出する保険料が6.0%から7.0%にそれぞれ上げられている。本来、遠い将来を見据えて定められるべき制度内容と保険料率が、このような形で「政権奪取の政治力学」に左右されるのは、ハンガリー市民にとって正に不幸なことであるといえよう。

以上見たように、ハンガリーの新年金制度は絶えず政治に翻弄され、今もなお翻弄され続けている。その否定的な影響は、強制的私的積立年金の運営にも及んでいる可能性が否定できない。そこで次節では、この点を念頭に置きつつ、強制的私的積立年金とMNPの法制度的枠組みを考察する。

## 2 強制的私的積立年金と私的年金基金の法制度的枠組

強制的私的積立年金とMNPの組織・活動形態を規定する基礎的法体系は二層構造で成り立っている。第一層は、議会が制定する共和国法(törvény)であり、私的積立年金とMNPの基本的諸原則を定めている。PSZÁF(2001, p.38)及びEast-West Management Institute(2003, p.3)によると、それは以下4つの法律を指す。

- (1)「社会保険給付と私的年金の受給資格及びその公的基金に関する」1997年第LXXX号法、
- (2)「社会保険・年金給付に関する」1997年第LXXXI号法、
- (3)「私的年金及び私的年金基金に関する」1997年第LXXXII号法、
- (4)「国家管理と社会的給付に関する1993年第III号法の改正に関する」1997年第LXXXIV号法。

第二層は、政令(kormányzati rendelet)であり、MNPの保険料管理事務や投資活動、ならびに年金基金保証基金の組織・活動規則等に関する細則などを定めている。ここには、以下8種類の政令が含まれる。

- (1)「社会保険・年金給付に関する1997年第LXXXI号法の実施に関する」168/1997号政

- 令,
- (2)「年金基金保証基金の組織と活動規則に関する」第 169/1997 号政令,
  - (3)「私的年金基金の活動に関連する保険数理とファイナンシャル・プランニング規則及び保険料支払いの規約と準備金管理についての指示に関する」第 170/1997 年政令,
  - (4)「私的年金基金の投資及び運営活動に関する」第 171/1997 号政令及び第 282/2001 号政令,
  - (5)「年金基金の中央登録に関連する一連の業務と年金基金及び雇用者の基金加入者についてのデータ管理義務に関する」第 172/1997 号政令,
  - (6)「私的年金基金の会計・簿記事務の特殊性に関する」第 173/1997 号政令,
  - (7)「年金基金保証基金の会計・簿記事務の特殊性に関する」第 174/1997 号政令,
  - (8)「私的年金基金の年次報告書及び簿記事務に関する」第 217/2000 号及び第 222/2000 号法令。

以上に列挙された法律や政令の他に、MNP の活動は、財務省が発する省令や「国家金融機関監督庁」(Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete: PSZÁF)の行政指令等によってもコントロールされている。以下では、これら諸法令が規定する強制的私的積立年金と MNP の制度的枠組を、Augusztinovic *et al.* (2002, pp.40 - 45) に依拠しつつ整理してみよう。

さて、上述の 1997 年第 LXXXII 号法によると、MNP は非営利組織として設立される。MNP を設立する権利を有する者は、雇用者たる法人、商工会議所、労働組合及び ONP である。なお、これら権利主体は、相互に共同して基金を設立することも認められている。

法形式上、MNP は保険加入者によって所有され、その権利は「加入者総代会」を通じて執行される。総代会は、基金の活動をコントロールするために、経営戦略面の意思決定を担う取締役会と財務諸表の精査やその他会計監査事務に責任を負う監査役会を選任する。基金の日常的運営は、総支配人、会計検査人、保険数理士、法務担当役員及び内部監査人ら、法律が義務付けている専属職員及びその他従業員がこれを担う。なお、ア

セットマネジメント、保険加入者募集事務、基金運営・記録管理事務等の一連の業務についてはアウトソーシングも認められている。これら運営業務の外部委託に係わる経費は、アセットマネジメント費用が投資支出費目に、保険加入者募集事務や基金運営・記録管理事務委託経費は営業費用費目にそれぞれ計上されることになっている。

MNP と基金資産の運営・管理に係わる金融機関は、PSZÁF の監督下に置かれる。同庁は、私的年金基金ライセンスの許認可業務を担っている。また、法律によって公開が義務付けられている MNP 各社の四半期及び年次報告書の精査も行っている。PSZÁF は、国家財政から運営資金を得ているが、同時に MNP 各社からも「監督料」を徴収している。税金の一種であるこの監督料は、営業費用として基金各社の固定的経費の一部を構成する<sup>10)</sup>。その額は、制度導入当初から 2000 年までは保険料の 0.2% であったが、その後、2001 年に 0.35%、2002 年に 0.5% へそれぞれ引き上げられている。

1998 年以後 2003 年に至る年金保険料率の変遷は、表 1 の通りである。新年金制度導入時の保険料率は、雇用者と被雇用者合わせて 31% であったが、その後、雇用者側の負担を大幅に削減する方向で保険料率の引き下げが行われた結果、2003 年現在の合計保険料率は 26.5% にまで低下した。一方、被雇用者の保険料率は 1.5% 増の 8.5% となっている。ここで、賦課型年金と強制的私的積立年金双方に保険料を納める、いわゆる「混合方式」を被雇用者が採用した場合、保険料は、その 82% (総賃金の 7%) が MNP へ納入されることになる。年金改革当初、1997 年第 LXXX 法は、合計保険料率を 31% に維持しつつ、被雇用者の保険料率を 9% にまで引上げ、その 89% (総賃金の 8%) を MNP に振り当てることを見込んでいたのであるが、実際に基金各社に納入された保険料は、1998 年から 2002 年までの 5 年間、総賃金の 6% に据え置かれてしまったのであるから、MNP 各社にとって、1998 年以降の制度変更は明らかに歓迎されざるものであった(Augusztinovic *et al.*, 2002, pp.50 - 51)。前節で強調したように、このような経緯は、年金制度が、激しい政権争奪を繰り広げる与野党間の「政争の具」となっていること

の直接的な現われである。

保険加入者が納入する保険料の4～5%はMNPの運用コストをカバーし、また別の1%は様々な引当金に充当される。結果、それらを差し引いた残り94～95%が保険加入者の個人口座に積み立てられることになる。従って、基金各社は、これら控除分をカバーした上で、更に年最低1～2%の実質収益率を確保しなければ、年金給付機関としての存在意義を問われることになる<sup>11)</sup>。そのMNPの投資活動は、先に触れた法令によって細かく規定されている。即ち、第171/1997号政令によって、基金の資産を運用することが可能な

金融商品とそれら指定された金融商品に投入しうる資産比率の上限が厳格に決められているのである。例えば、MNP及びその委託を受けた資産運用会社は、外国債、国際金融機関債、地方債、格付けAクラスの国内株式、同じくB及びCクラスの国内株式及び不動産投資証券に、それぞれ全資産の30%、30%、10%、30%、20%及び10%以上を投資することができない(PSZÁF, 2001, pp.34-35)。このような制限が課せられていないのは、ハンガリー国債のみである。

表2には、1998年～2003年上半期を通じたポートフォリオ構成の推移が示されている。一

表2 私的年金基金のポートフォリオ構成

|         | 1998年  |         | 1999年  |         | 2000年  |         | 2001年  |         | 2002年  |         | 2003年上半期 |         |
|---------|--------|---------|--------|---------|--------|---------|--------|---------|--------|---------|----------|---------|
|         | 10億HUF | 構成比 (%) | 10億HUF | 構成比 (%) | 10億HUF | 構成比 (%) | 10億HUF | 構成比 (%) | 10億HUF | 構成比 (%) | 10億HUF   | 構成比 (%) |
| 総資産残高   | 28.8   | 100.0   | 89.8   | 100.0   | 175.7  | 100.0   | 283.0  | 100.0   | 413.1  | 100.0   | 482.0    | 100.0   |
| 現金・当座預金 | 3.1    | 10.76   | 2.5    | 2.78    | 2.3    | 1.31    | 3.0    | 1.06    | 13.7   | 3.32    | 3.6      | 0.74    |
| 銀行預金    | 1.0    | 3.47    | 0.3    | 0.33    | 0.1    | 0.06    | 0.1    | 0.04    | 2.9    | 0.71    | 3.1      | 0.64    |
| 国債      | 22.1   | 76.74   | 74.9   | 83.41   | 136.3  | 77.58   | 226.5  | 80.04   | 280.9  | 68.01   | 332.5    | 68.97   |
| 株式      | 1.9    | 6.60    | 8.8    | 9.80    | 26.0   | 14.80   | 32.9   | 11.63   | 36.8   | 8.90    | 44.9     | 9.31    |
| 社債等     | 0.5    | 1.74    | 1.5    | 1.67    | 4.1    | 2.33    | 8.4    | 2.97    | 17.2   | 4.16    | 17.5     | 3.63    |
| 投資証券    | 0.1    | 0.35    | 1.5    | 1.67    | 4.6    | 2.62    | 6.6    | 2.33    | 29.3   | 7.08    | 37.8     | 7.84    |
| その他     | 0.1    | 0.35    | 0.3    | 0.33    | 2.3    | 1.31    | 5.5    | 1.94    | 32.3   | 7.81    | 42.7     | 8.86    |

(出所)PSZÁF (2003a), PSZÁF (2003b)に基づき筆者作成。

表3 私的年金基金とその他機関投資家とのポートフォリオ構成の比較(2001年第4四半期)

|         | 私的年金基金 |         | 自発的年金基金 |         | 投資信託会社 |         | 保険会社   |         | 機関投資家計 |         |
|---------|--------|---------|---------|---------|--------|---------|--------|---------|--------|---------|
|         | 10億HUF | 構成比 (%) | 10億HUF  | 構成比 (%) | 10億HUF | 構成比 (%) | 10億HUF | 構成比 (%) | 10億HUF | 構成比 (%) |
| 総資産残高   | 283.0  | 100.0   | 290.3   | 100.0   | 723.8  | 100.0   | 671.8  | 100.0   | 1969.0 | 100.0   |
| 現金・銀行預金 | 3.1    | 1.1     | 5.3     | 1.8     | 102.2  | 14.1    | 11.9   | 1.8     | 122.5  | 6.2     |
| 国債      | 226.9  | 80.2    | 223.4   | 76.9    | 543.7  | 75.1    | 571.7  | 85.1    | 1565.7 | 79.5    |
| 株式      | 32.9   | 11.6    | 31.3    | 10.8    | 49.8   | 6.9     | 37.4   | 5.6     | 151.4  | 7.7     |
| 社債      | 8.0    | 2.8     | 15.9    | 5.5     | 24.6   | 3.4     | 23.3   | 3.5     | 71.8   | 3.6     |
| 不動産証券   | 5.4    | 1.9     | 5.6     | 1.9     | 3.2    | 0.4     | 8.9    | 1.3     | 23.1   | 1.2     |
| その他     | 6.7    | 2.4     | 9.0     | 3.1     | 0.3    | 0.0     | 18.7   | 2.8     | 34.6   | 1.8     |
| 国内資産    | 275.9  | 97.5    | 283.5   | 97.6    | 692.6  | 95.7    | 669.2  | 99.6    | 1921.2 | 97.6    |
| 海外資産    | 7.2    | 2.5     | 6.9     | 2.4     | 31.2   | 4.3     | 2.7    | 0.4     | 47.9   | 2.4     |

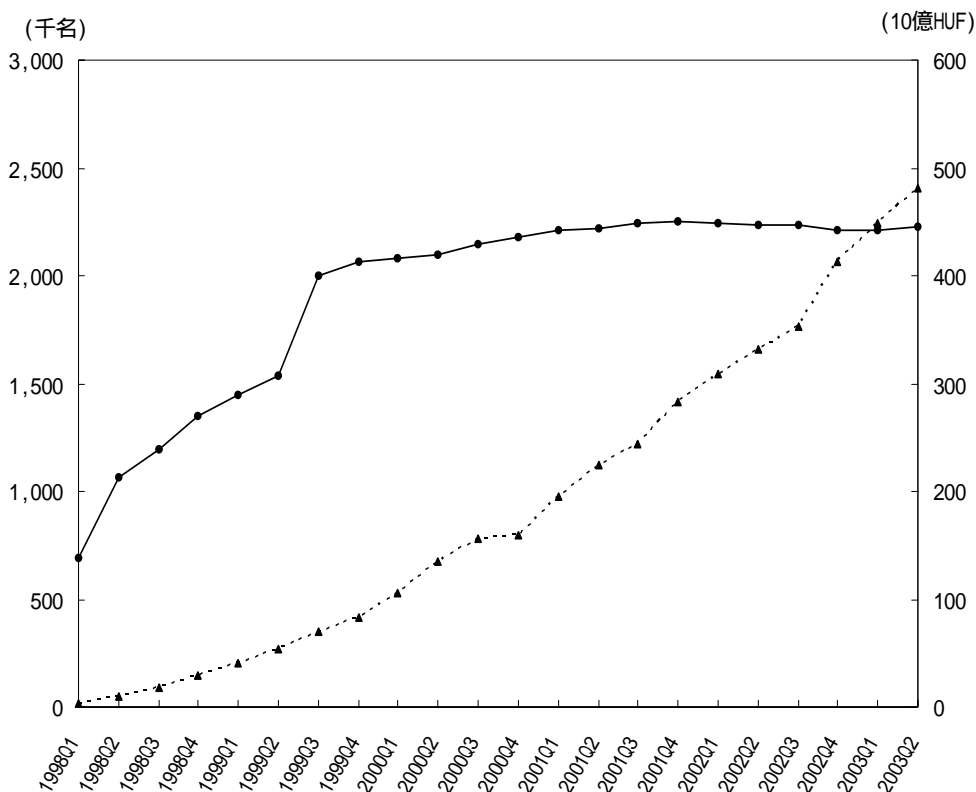
(出所)PSZÁF (2002)に基づき筆者作成。

見して明らかのように、MNPの資産内容は総じて固定的である。即ち、MNPは資産の大半を国債で運用しており、その比重は期間平均75.8%である。一方、株式や社債の比重は各々10.2%及び3.6%に止まっている<sup>12)</sup>。しかし、国内においては、MNPはむしろリスクテーカーだと見なされている。それは、他の主要な機関投資家と較べて、値動きの激しい国内株式で資産を運用する性向が強いことに表れている(表3)。本来、長期投資家としての性格が最も強くなければならないはずのMNPが、他の機関投資家以上に短期利得指向型であることの背景には、先に述べた保険料率の政治的抑制が、基金各社の運営見通しを大きく狂わせると共に、資産運用方針にも一定の影響を及ぼしたものと推察される。

原則上、強制的私的積立年金の年金給付率は、積立期間中の投資収益に依存する。しかし、1997年第LXXXII号法は、「保証資本金」という概念を導

入ることによって、そこに一定のセーフガードを設けた。即ち、もし年金受給資格を得た保険加入者の積立額が、規定された最低限度額を下回った場合、同人の積立金は、「年金基金保証基金」の資本移転によってその水準にまで引き上げられるのである。この措置は、MNPに180ヶ月(15年間)以上保険料を納めた者にも適用される。この措置の実施を確保するために、MNP各社は、保険料の一定部分(0.3~0.5%)を保証基金に納めることが義務付けられている<sup>13)</sup>。その率は、保証基金の幹部会によって決定され、PSZÁFによって承認される。このようにして形成された保証基金の資産は、全て国債で運用しなければならないと定められている。そして、もし仮に保証基金の資産に不足が生じた場合は、政府がその不足分を保証するとも規定されている。このような機能を持つ保証基金の存在は、年金制度の第1の柱から第2の柱への重点移行を促進す

図2 私的年金基金の保険加入者数と資産残高の推移



(出所) PSZÁF (2003b) 及びハンガリー金融機関監督庁公表データ (<http://www.pszaf.hu/>) に基づき筆者作成。

る効果がある反面、市民とMNPのモラルハザードを誘発する恐れが否定できないことは指摘するまでもない。

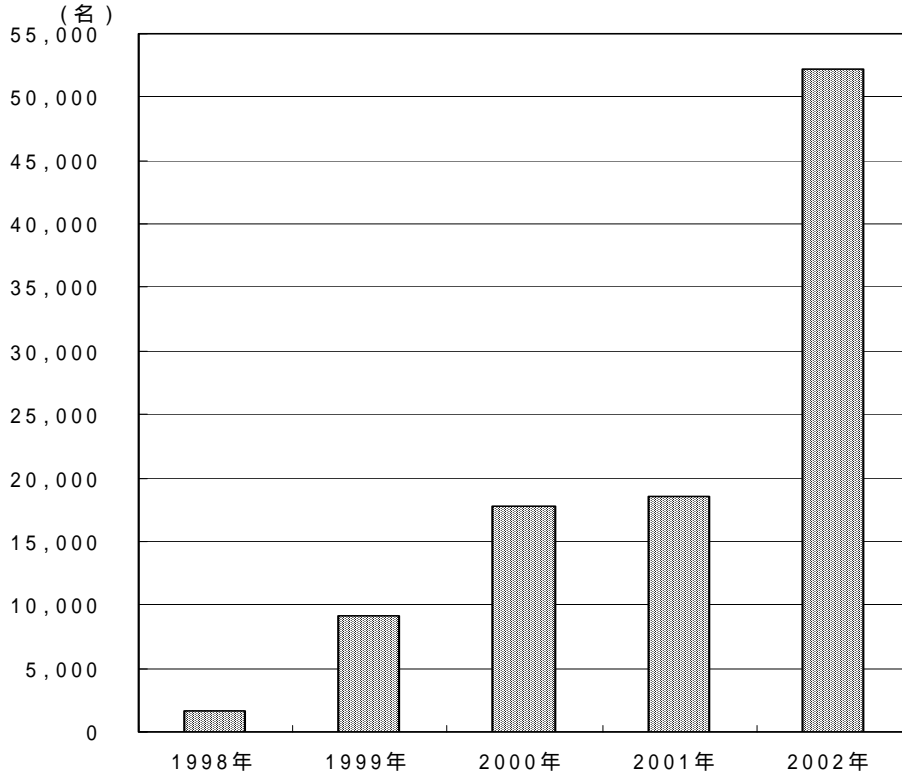
以上が、強制的私的積立年金及びMNPに関する法制度的枠組の概要である。そこで次節では、かかる諸条件の下で、(1)私的積立年金市場が1998年から現在までの間にどのような発展を遂げたのか、また、(2)同期間にMNP各社がいかなる経営パフォーマンスを示してきたのか、の2点について定量的な分析を試みる。

### 3 私的積立年金市場の発展過程と基金各社の経営実績

まず、私的積立年金市場の発展過程を追跡する。図2には、1998年から2003年第2四半期に

至る保険加入者数と資産残高の推移が示されている。新年金制度導入当初、被雇用者には、1998年以降も賦課型年金に100%依存するのか、それとも混合方式に移行するのを選択するために20ヶ月(1998年1月～1999年8月)の猶予期間が与えられた。政府は、同期間に150万人前後の市民がMNPへ加入すると見込んだが、実際には、この予想を50万人も上回る199万9千人が混合方式を採用した。この数は、当時の総被雇用者数(381万人)の52%に等しい。図2に示されているように、その内の46万2千人は、猶予期間終了直前に混合方式へ「駆け込んだ」人々である。その後、MNP加入者は、微妙に増減を繰り返しながら、2003年第2四半期までに223万人に達し、総被雇用者数(392万人)の57%を占めるに至った<sup>14)</sup>。一方、資産残高は、常に右肩上がり増加し続け、

図3 混合方式から賦課型年金一元方式に戻った保険加入者の推移



(出所) Párniczky (2003) に基づき筆者作成。



表 4 私的年金基金全 18 社の経営実績(2002 年末現在)

| 基金名(加入者数順)   | 保険契約者数<br>(名) | 総資産残高<br>(千 HUF) | 保険契約者当<br>りの資産残高<br>(HUF) | 対総資産純収益率 |         |             |         |       | 経営<br>主体 <sup>1)</sup> | 資産運用会社   |
|--|---------------|------------------|---------------------------|----------|---------|-------------|---------|-------|------------------------|--|
|  |               |                  |                           | 1998年    | 1999年   | 2000年       | 2001年   | 2002年 |                        |  |
|  |               |                  |                           | OTP      | 607,280 | 101,450,112 | 167,057 | 16.36 |                        |  |
| ING  | 367,389       | 75,765,947       | 206,228                   | 3.80     | 19.60   | 5.10        | 3.70    | 5.90  | I                      | ING Investment Management Rt.  |
| AB-Aegon   | 362,727       | 65,752,219       | 181,272                   | 10.27    | 11.88   | 8.80        | 9.16    | 8.11  | I                      | AEGON Mo.Értékpapír Rt.  |
| Allianz Hungária                                   | 272,779       | 41,521,397       | 152,216                   | 20.16    | 17.96   | 8.25        | 9.24    | 8.45  | I                      | Allianz Hungária Biztosító Rt.   |
| Credit Suisse Life<br>Pensions <sup>2)</sup>       | 202,158       | 39,879,000       | 197,266                   | 16.06    | 19.44   | 6.17        | 6.09    | 3.99  | I                      | Credit Suisse Asset Management (Hungary) & Alapkezelő Rt., CA IB Értékpapír Befektetési Alapkezelő Rt.           |
| Évgyűrték  | 105,452       | 16,295,933       | 154,534                   | 15.39    | 18.10   | 1.30        | 6.93    | 7.22  | M                      | Postabank Értékpapírforgalmazási és Befektetési Rt., Generali-Providencia Biztosító Rt., Generali Alapkezelő Rt. |
| Aranykor K&H Bank<br>AXA <sup>3)</sup>             | 80,267        | 15,546,968       | 193,691                   | 18.99    | 17.94   | 8.18        | 6.90    | 7.44  | B                      | K&H Értékpapír Befektetési Alapkezelő Rt.  |
| Budapest   | 56,993        | 9,938,683        | 174,384                   | n/a      | 31.02   | 8.41        | 8.19    | 3.49  | I                      | AXA Vagyonkezelő Rt.   |
| Erste Bank   | 34,988        | 9,828,636        | 280,914                   | 17.15    | 21.73   | 4.86        | 4.45    | 5.81  | B                      | Budapest Alapkezelő Rt.  |
| MKB  | 21,768        | 3,231,609        | 148,457                   | 17.63    | 19.12   | 10.00       | 9.48    | 8.41  | B                      | Erste Bank Befektetési Rt.   |
| Postás   | 20,262        | 6,861,117        | 338,620                   | 17.24    | 15.31   | 9.81        | 8.66    | 9.32  | B                      | MKB Rt.  |
| Honvéd   | 20,185        | 5,146,558        | 254,969                   | 18.41    | 19.05   | 8.52        | 9.60    | 9.15  | E                      | MKB Rt., Postabank Értékpapírforgalmazási és Befektetési Rt., CA-IB Értékpapír Befektetési Alapkezelő Rt.        |
| DIMENZIÓ   | 15,506        | 7,751,328        | 499,892                   | 17.97    | 14.84   | 8.60        | 9.17    | 8.86  | E                      | MKB Rt., Erste Bank Befektetési Rt., Stabilitás Első Pénzügyi Vagyonkezelő Rt.                                   |
| Quaestor<br>Vasutas                                | 12,407        | 5,001,671        | 403,133                   | 16.72    | 16.30   | 9.14        | 7.78    | 4.90  | E                      | Concorde Befektetési Alapkezelő Rt., CA-IB Értékpapír Befektetési Alapkezelő Rt., MKB Rt.                        |
| Villamosenergia-ipari<br>Társaságok<br>Életút Első | 9,572         | 351,804          | 36,753                    | n/a      | 12.60   | 13.60       | 11.09   | 8.34  | M                      | Quaestor Értékpapír Rt.  |
| 18 社合計 / 平均  | 8,381         | 2,225,575        | 265,550                   | 15.51    | 15.92   | 6.31        | 8.07    | 9.10  | E                      | CIB Értékpapír Rt., CA-IB Értékpapír Rt., Erste Bank Befektetési Rt.   |
|  | 7,757         | 3,119,901        | 402,205                   | 13.57    | 15.20   | 11.00       | 10.52   | 7.88  | E                      | 自社運用   |
|  | 2,700         | 761,871          | 282,174                   | 16.20    | 16.30   | 8.80        | 8.70    | 10.30 | M                      | Concorde Befektetési Alapkezelő Rt., Erste Bank Befektetési Rt., MKB Rt., Magyar Takarékszöv. Bank Rt.           |
|  | 2,208,571     | 410,430,329      | 185,835                   | 15.71    | 17.88   | 7.90        | 7.99    | 7.39  | -                      |  |

(注1)B: 銀行系列, I: 保険会社系列, E: 雇用者直営, M: 混合形態。なお、この分類は、TÁRKI Social Research Centre の Gál Róbert 博士のご教示に従うものである。

(注2)2002年8月5日までの社名は Winterthur 社であった。

(注3)1991年10月1日より操業開始のため、1999年の運用実績は第4四半期のもの。

(出所)ハンガリー金融機関監督庁公表データ (<http://www.pszaf.hu/>) に基づき筆者作成。

表5 私的積立年金基金市場の経営主体別構成

|      | 基金数   |         |       |         |       |         | 保険加入者数 |         |       |         |       |         | 資産残高    |         |         |         |         |         |
|------|-------|---------|-------|---------|-------|---------|--------|---------|-------|---------|-------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
|      | 2000年 |         | 2001年 |         | 2002年 |         | 2000年  |         | 2001年 |         | 2002年 |         | 2000年   |         | 2001年   |         | 2002年   |         |
|      | 社     | 構成比 (%) | 社     | 構成比 (%) | 社     | 構成比 (%) | 100万人  | 構成比 (%) | 100万人 | 構成比 (%) | 100万人 | 構成比 (%) | 10億 HUF | 構成比 (%) | 10億 HUF | 構成比 (%) | 10億 HUF | 構成比 (%) |
| 銀行   | 7     | 28.0    | 6     | 27.3    | 5     | 27.8    | 0.7    | 33.8    | 0.8   | 35.1    | 0.8   | 34.1    | 56.8    | 32.3    | 97.0    | 34.3    | 136.1   | 32.9    |
| 保険会社 | 5     | 20.0    | 5     | 22.7    | 5     | 27.8    | 1.2    | 55.5    | 1.3   | 56.4    | 1.3   | 57.4    | 97.0    | 55.2    | 156.4   | 55.2    | 235.1   | 56.9    |
| 雇用者  | 8     | 32.0    | 7     | 31.8    | 5     | 27.8    | 0.1    | 3.4     | 0.1   | 3.1     | 0.1   | 3.1     | 12.1    | 6.9     | 17.6    | 6.2     | 24.8    | 6.0     |
| 混合形態 | 5     | 20.0    | 4     | 18.2    | 3     | 16.7    | 0.2    | 7.3     | 0.1   | 5.8     | 0.1   | 5.4     | 9.7     | 5.5     | 12.1    | 4.3     | 17.3    | 4.2     |
| 合計   | 25    | 100.0   | 22    | 100.0   | 18    | 100.0   | 2.2    | 100.0   | 2.3   | 100.0   | 2.2   | 100.0   | 175.6   | 100.0   | 283.1   | 100.0   | 413.1   | 100.0   |

(注) 年度末の数値

(出所) PSZÁF (2001), PSZÁF (2003a) に基づき筆者作成。

2003年第2四半期までに、家計総金融資産の約3%に相等する4,820億フォリントに到達した。

法的強制力に裏打ちされた私的積立年金市場の拡大過程は、他の社会保障関連市場との比較において目覚ましいものがある。即ち、1998～2002年における私的積立年金市場の保険加入者数と資産残高が、87万9千人/384.3億フォリント増であったとすれば、自発的年金基金、健康保険基金及び所得置換基金3市場のそれは、各々23万9千人/256.8億フォリント、11万9千人/8.2億フォリント、6万2千人/1.2億フォリントに過ぎないのである<sup>15)</sup>。この結果、MNPは、資産残高でも、新年金制度導入以前から活動しているONPを2001年に追い抜いている。こうして私的積立年金市場は、保険加入者数でも資産残高でも、社会保険分野における最大級の産業となるまでに成長したのである。

しかし、ハンガリーの私的積立年金市場は、依然として発展の余地が多く残されている。その有力な論拠は、国民経済規模との比較における年金基金市場の矮小さや保険加入者の年代構成にある。即ち、第1に、2001年6月現在のMNP及びONPの総資産残高の対GDP比は3.1%に過ぎず、この点でハンガリーは、オランダ(162%)やスウェーデン(112%)を筆頭とする多くの欧州諸国に遠く及んでいない<sup>16)</sup>。第2に、保険加入者全

体に占める10代後半および20代の比重は、2002年時点でも43.6%不足であり、まだまだ多くの若者を私的積立年金市場に誘引する可能性がある」と指摘されている(Augsztinovic *et al.*, 2002, pp.70-71)。このような事情にも拘らず、過去数年間、保険加入者総数は横ばいを続けており、かつ、図3の通り、混合方式から旧来の賦課型年金一元方式へ戻る国民が年を追って増加しているのは、国家が運営する賦課型年金との比較において、民間組織たるMNPが十分に魅力的な金融商品を提供できていないことに理由の一つがある。私的積立年金の市場構造やMNP各社の経営パフォーマンスが注目される所以である。

MNPは、制度導入当初から極めて集中度の高い市場を形成している。上位6基金(OPT, ING, ÁB-Aegon, Allianz Hungária, Credit Suisse Life & Pensions, Évgyűrűk)は、1998～2002年を通じて常に保険加入者の85%前後及び資産残高の80%前後のシェアを保持してきた。事実、私的積立年金市場の2002年時のハーフィンダール指数は、保険加入者ベースで1,587.9、資産残高ベースで1,457.8にも達する。自発的年金市場のそれが各々749.2及び598.0であるから、前者の集中度がいかに高いか理解されよう<sup>17)</sup>。この間、PSZÁFは、60団体にライセンスを付与したが、その内20社は、法が求める最低加入者数の2千名<sup>18)</sup>を

確保できずに創業を断念し、残り22社は、創業にはこぎつけたものの、その後次々と大MNPに吸収されて姿を消した<sup>19)</sup>。熾烈な吸収合併劇の結果、2002年末までに生き残ったMNPは18社のみとなった。それらは、表4に一覧されている。今日も、同表の下位に位置する中小基金は、激しい市場競争故に存続の危機に晒されているのは指摘するまでもない<sup>20)</sup>。

前節で述べたように、法形式上、MNPは保険加入者である一般市民の所有下にあり、その代表組織たる「加入者総代会」を最高意思決定機関としている。しかし、日本の相互会社と同様、各基金の経営実権は、その設立母体が掌握しているといつて過言ではない。ハンガリーの場合、それは(1)銀行、(2)保険会社、(3)軍や公共事業体を含む雇用者<sup>21)</sup>、(4)その他混合形態の4つに区分される<sup>22)</sup>。これら4種類別に見た私的積立年金の市場構造は表5に示されている。2002年末現在、全18基金の経営主体別構成は、銀行・保険会社・雇用者がそれぞれ5社、混合形態が3社となっている。同表からも明らかなように、銀行及び保険会社系列のMNPが、事実上、私的積立年金市場を支配している。先に触れた6大基金の内、最上位5社も銀行及び保険会社が直接の設立母体である。

銀行と保険会社が経営実権を握るMNPは、市場を生き抜く力も格段に強い。というのも、先述の60団体中、今日も活動している基金の比率は、

雇用者直営のMNPが20.8%、混合形態の基金が15.8%であるのに対して、銀行及び保険会社を基金運営の主体とするMNPのそれは58.8%なのである。前者2カテゴリーとの比較における、後者の経営体力の強さがこの数字にも如実に現れている。

表6は、2002年度の経営実績について、経営主体別にその平均値と標準偏差を算出したものである。銀行や保険会社系列の基金は、それらのネームバリューや強力な支店・営業網を活用することで多数の加入者を獲得しえたことが、同表のデータによって強く示唆されている。一方、雇用者が設立したMNPの特徴は、他のカテゴリーのMNPと比して保険加入者一人当たりの資産残高が一段と大きい点にある。Augsztinovics *et al.* (2002, p.70)やPármiczky (2003)によれば、その理由は、加入者(即ち有力大企業の従業員)の所得水準が、ハンガリー全体の平均値よりも著しく高いためであるという。この意味で、雇用者直営型のMNPは、顧客層の中身で一定の優位性を発揮しているといえよう。

問題は、強制的私的積立年金の将来性を左右するMNP各社の収益性にある。表6によれば、銀行と保険会社が運営するMNPの投資成績は、雇用者直営型や混合形態のそれよりも劣ってすらいえるように見える。しかし、単年度の実績に基づいた判断は危険である。そこで筆者らは、1999～

表6 2002年度経営実績の私的年金基金経営主体別平均値及び標準偏差

| 経営主体     | 保険加入者数<br>(千名)     | 総資産残高<br>(10億 HUF) | 加入者当りの<br>資産残高<br>(千 HUF) | 対総資産<br>純収益率<br>(%) |
|----------|--------------------|--------------------|---------------------------|---------------------|
| 私的年金基金全体 | 232.48<br>(506.92) | 432.03<br>(935.55) | 238.17<br>(110.62)        | 7.39<br>(1.87)      |
| 銀行       | 152.91<br>(255.16) | 273.84<br>(416.49) | 225.75<br>(80.98)         | 7.48<br>(1.43)      |
| 保険会社     | 252.41<br>(128.96) | 465.71<br>(256.54) | 182.27<br>(21.01)         | 5.99<br>(2.28)      |
| 雇用者      | 12.85<br>(5.17)    | 46.49<br>(21.34)   | 365.15<br>(103.72)        | 7.98<br>(1.80)      |
| 混合形態     | 39.24<br>(57.44)   | 58.03<br>(90.89)   | 157.82<br>(122.74)        | 8.62<br>(1.56)      |

(注) 括弧内は標準偏差。

(出所) 表4に基づき筆者算定。

表7 私的年金基金の投資成績に関するパネルデータ分析

|                    | 被説明変数：PFTRAT         |                           |                       |
|--------------------|----------------------|---------------------------|-----------------------|
|                    | Plain OLS<br>(A)     | Fixed Effects<br>(B)      | Random Effects<br>(C) |
| Const.             | 18.307*<br>(17.88)   | -                         | 17.882*<br>(26.50)    |
| 00D                | -9.983*<br>(-10.34)  | -9.983*<br>(-10.63)       | -9.983*<br>(10.88)    |
| 01D                | -9.897*<br>(-10.25)  | -9.897*<br>(-10.54)       | -9.897*<br>(-10.78)   |
| 02D                | -10.489*<br>(-10.86) | -10.489*<br>(-11.17)      | -10.489*<br>(-11.43)  |
| BNK                | -0.161<br>(-0.15)    | -                         | -                     |
| ISR                | -0.741<br>(-0.70)    | -                         | -                     |
| EMP                | -0.628<br>(-0.59)    | -                         | -                     |
| 個別効果               |                      |                           |                       |
| OTP                | -                    | 16.922                    | -0.235                |
| ING                | -                    | 16.522                    | -0.333                |
| ÁB-Aegon           | -                    | 18.557                    | 0.165                 |
| Allianz Hungária   | -                    | 19.295                    | 0.346                 |
| Credit Suisse      | -                    | 16.392                    | -0.365                |
| Évgyűrűk           | -                    | 17.305                    | -0.141                |
| Aranykor K&H Bank  | -                    | 16.347                    | -0.376                |
| AXA                | -                    | 17.065                    | -0.200                |
| Budapest           | -                    | 16.560                    | -0.324                |
| Erste Bank         | -                    | 21.922                    | 0.988                 |
| MKB                | -                    | 18.980                    | 0.268                 |
| Postás             | -                    | 18.140                    | 0.063                 |
| Honvéd             | -                    | 18.460                    | 0.141                 |
| DIMENZIÓ           | -                    | 16.320                    | -0.382                |
| Quaestor           | -                    | 19.000                    | 0.273                 |
| Vasutas            | -                    | 16.735                    | -0.281                |
| Villamosenergia    | -                    | 18.742                    | 0.210                 |
| Életút Első        | -                    | 18.617                    | 0.180                 |
| 個別効果平均             | -                    |                           |                       |
| 銀行系列               | -                    | 18.146                    | 0.065                 |
| 保険会社系列             | -                    | 17.566                    | -0.077                |
| 雇業者直営              | -                    | 17.679                    | -0.050                |
| 混合形態               | -                    | 18.307                    | 0.104                 |
| Hausman Test       |                      | $\chi^2=0.141$<br>p=0.986 |                       |
| N                  | 72                   | 72                        | 72                    |
| R-squared          | 0.719                | 0.791                     | 0.734                 |
| Adjusted R-squared | 0.693                | 0.709                     | 0.722                 |

(注1) 00D: 2000年ダミー, 01D: 2001年ダミー, 02D: 2002年ダミー, BNK: 銀行ダミー, ISR: 保険会社ダミー, EMP: 雇業者ダミー。

(注2) 括弧内はt値。\*: 1%水準で有意。

(出所) 筆者推計。

2002各年の純収益率(PFTRAT)を、各年の市況の変化をコントロールする年次ダミー(00D, 01D, 02D)と、経営主体ダミー(BNK, ISR, EMP)ないし各基金の個別効果へ回帰することによって、経営主体の差が、投資成績に対して統計的に有意な影響を及ぼすか否かを検証してみた。その結果は表7に一覧されている。一見して明らかのように、Plain OLSで推計したモデル(A)において、経営主体ダミーの説明力と有意水準は共に極めて低い水準にある<sup>23)</sup>。また、基金各社の個別効果に配慮したモデル(B,C)も、同様の分析結果を表している。即ち、個別効果で比較しても、経営主体の差は、投資成績に著しい影響をもたらさないことが確認されるのである。しかし、投資成績の水準では秀でていなくても、投資成績の安定性では、「規模の経済」を発揮しうる銀行及び保険会社系列のMNPに一日の長がある可能性は排除できない。そこで筆者らは、上記4期間の純収益率の分散(RFTVAR)を被説明変数としたモデルの推計も行った。結果は以下の通りである。

$$PFTVAR = 16.87 + 9.85 \cdot BNK + 25.53 \cdot ISR - 4.23 \cdot EMP$$

$$(1.12) \quad (0.52) \quad (1.33) \quad (-0.22)$$

$$N=18, R^2=0.207, \text{Adjusted } R^2=0.036,$$

$$F=1.214, \text{Prob}(F)=0.341^{24)}$$

この分析結果は、投資成績の安定性という点からも、経営主体の差は、統計的に有意な影響を及ぼさない可能性が高いことを示唆している。以上の事実発見を敷衍すると、銀行や保険会社が基金運営の主体であることは、MNPの少なくとも投資活動面においては、何ら実質的なプラス要因はないものと推察されるのである。

## 結び

投資経験豊富な外資系金融機関を含む銀行や保険会社が運営する有力MNPとそれ以外の中小基金との間で、投資成績の水準や安定性に、経済的かつ計量的に意味のある差が存在しないという分析結果をどう解釈すべきかが、ここに興味深い問題として浮上した。この点に関連して、Augstinoics *et al.* (2002, pp.76-80)は、アセット・

表 8 私的年金基金の投資収益構造

|                      | 2000年      |            | 2001年      |            | 2002年      |            |
|----------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
|                      | 千 HUF      | 構成比<br>(%) | 千 HUF      | 構成比<br>(%) | 千 HUF      | 構成比<br>(%) |
| 投資収入                 | 31,543,972 | 100.0      | 30,601,614 | 100.0      | 45,519,834 | 100.0      |
| 利息収入                 | 19,375,858 | 61.4       | 17,497,456 | 57.2       | 23,863,457 | 52.4       |
| 有価証券利益(未実現キャピタルゲイン)  | 10,598,989 | 33.6       | 10,420,343 | 34.1       | 17,513,251 | 38.5       |
| 投資資産売却益              | 0          | 0.0        | 57,127     | 0.2        | 697,753    | 1.5        |
| 配当収益                 | 261,065    | 0.8        | 1,620,759  | 5.3        | 497,963    | 1.1        |
| その他金融取引から得た収益        | 1,308,059  | 4.1        | 878,104    | 2.9        | 2,947,410  | 6.5        |
| 投資目的のための不動産運用収益      | 0          | 0.0        | 127,825    | 0.4        | 0          | 0.0        |
| 投資支出                 | 23,469,508 | 100.0      | 14,615,440 | 100.0      | 23,232,669 | 100.0      |
| 利息返済                 | 8,255,756  | 35.2       | 38,809     | 0.3        | 1,435      | 0.0        |
| 有価証券含み損失(未実現キャピタルロス) | 6,345,158  | 27.0       | 1,936,746  | 13.3       | 5,103,004  | 22.0       |
| 投資資産売却損              | 0          | 0.0        | 120,965    | 0.8        | 493,881    | 2.1        |
| 金融取引上の損失             | 8,893,590  | 25.9       | 13,567,057 | 52.6       | 16,658,542 | 48.6       |
| 回復した金融取引上の損失(-)      | 2,810,665  |            | -828,365   |            | 5,412,627  |            |
| その他金融取引に関する支出        | 0          | 0.0        | 34,118     | 0.2        | -120,192   | -0.5       |
| 投資目的のための不動産取得支出      | 3,844      | 0.0        | 0          | 0.0        | 0          | 0.0        |
| 資産運用管理事務委託手数料        | 1,561,728  | 6.7        | 2,594,095  | 17.7       | 3,505,493  | 15.1       |
| その他投資活動に係わる支出        | 1,220,097  | 5.2        | 2,196,281  | 15.0       | 3,003,133  | 12.9       |
| 投資活動収支               | 8,074,464  | -          | 15,986,174 | -          | 22,287,165 | -          |

(出所) PSZÁF (2003a).

表 9 私的年金基金の営業費用構造

|                  | 2000年    |            | 2001年    |            | 2002年    |            | 2003年上半期 |            |
|------------------|----------|------------|----------|------------|----------|------------|----------|------------|
|                  | 100万 HUF | 構成比<br>(%) | 100万 HUF | 構成比<br>(%) | 100万 HUF | 構成比<br>(%) | 100万 HUF | 構成比<br>(%) |
| 物品購入費            | 194.7    | 3.6        | 61.1     | 0.9        | 45.0     | 0.6        | 10.9     | 0.4        |
| 人件費・社会保障料        | 400.4    | 7.4        | 464.8    | 6.9        | 582.6    | 8.2        | 172.7    | 7.0        |
| 役員報酬等            | 132.1    | 2.4        | 111.7    | 1.7        | 101.8    | 1.4        | 27.4     | 1.1        |
| 保険加入者募集事務委託手数料   | 330.4    | 6.1        | 339.3    | 5.1        | 269.8    | 3.8        | 60.1     | 2.4        |
| 基金運営・記録管理事務委託手数料 | 2,777.1  | 51.2       | 3,644.5  | 54.3       | 4,329.8  | 61.0       | 1,494.5  | 60.5       |
| 会計検査費            | 33.5     | 0.6        | 53.9     | 0.8        | 52.6     | 0.7        | 11.2     | 0.5        |
| 保険数理事務手数料        | 11.5     | 0.2        | 19.3     | 0.3        | 28.6     | 0.4        | 8.3      | 0.3        |
| コンサルティング手数料      | 62.1     | 1.1        | 22.7     | 0.3        | 62.3     | 0.9        | 9.4      | 0.4        |
| 市場調査・宣伝費         | 23.2     | 0.4        | 31.1     | 0.5        | 97.1     | 1.4        | 57.7     | 2.3        |
| 国家金融機関監督庁監督料     | 164.1    | 3.0        | 341.3    | 5.1        | 571.4    | 8.0        | 212.4    | 8.6        |
| 年金基金保証基金納入金      | 330.5    | 6.1        | 399.9    | 6.0        | 401.9    | 5.7        | 169.4    | 6.9        |
| その他              | 968.0    | 17.8       | 1,221.9  | 18.2       | 560.3    | 7.9        | 238.1    | 9.6        |
| 合計               | 5,427.6  | 100.0      | 6,711.5  | 100.0      | 7,103.2  | 100.0      | 2,472.3  | 100.0      |

(出所) PSZÁF (2003a), PSZÁF (2003b) に基づき筆者作成。

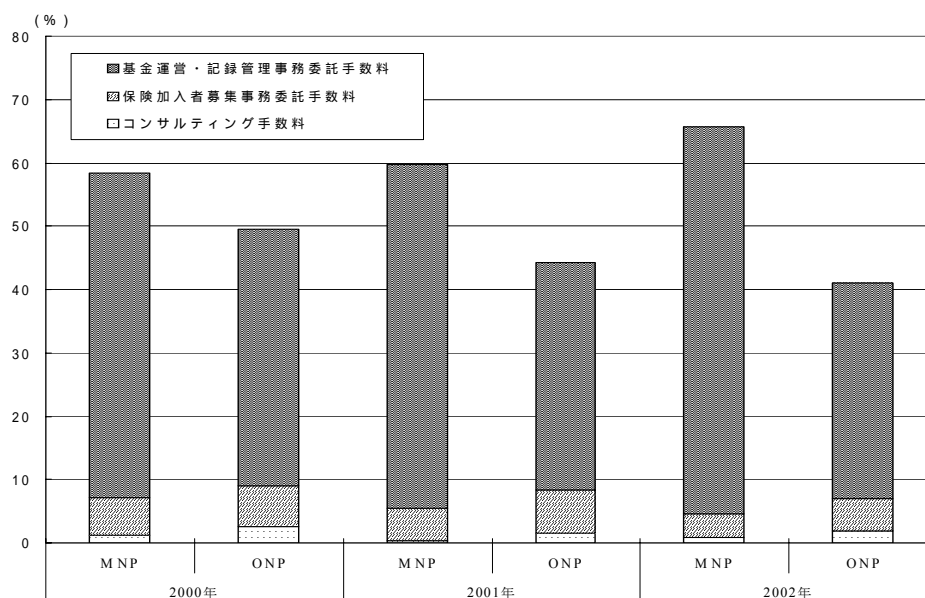
マネージャーを競争的市場から選出しているMNPを第1グループに、設立母体である銀行や保険会社と同系列の資産運用会社に保険料の投資と管理を全面的に委託しているMNPを第2グループに区分した上で、これら2グループの2000年度の投資実績を比較考量している。その結果として彼らが指摘したのは、(1)これら2つのグループの間には、グロスの投資収益では殆ど差が見られない(7.7%対7.4%)が、ネットの投資収益<sup>25)</sup>では、第1グループに利する形での差異(7.1%対5.9%)が看取されること、(2)第2グループの資産運用コスト(主として外部委託手数料)は、総資産残高ベース(0.6%対1.5%)でも、グロスの投資収益ベース(8.5%対23.8%)でも、第1グループより明らかに大きいこと、の2点であった。

このうち、第1点目については、Augsztinovic(2002)らの分析が、単年度データに基づくものであり、なおかつグループ内の投資収益率の散らばりを一切考慮していないという意味において、その信憑性にやや疑問が残る。また、先述の筆者らによるパネルデータ分析の結果とも必ずしも

整合的ではない。一方、第2点目の資産運用コストについては、これら2つのグループの間で、確かに極めて著しい格差が存在しており、問題究明の視角として大変注目に値する。実際、Párniczky(2003)も、雇用者直営基金の銀行及び保険会社系列基金に対する経営コスト面での相対的優位性を強く示唆している。第2節で述べたように、MNPは、アセットマネジメント、保険加入者募集事務、基金運営・記録管理事務を外部委託し得ることが法的に認められている。事実、巨大金融グループに属するMNPでは、これら業務の殆ど全てが系列会社に委託され、当の基金は、一握りの専属スタッフのみを抱える場合が少なくない<sup>26)</sup>。この結果、MNPの投資収益及び営業費用構造に関する表8や表9のデータから明らかなように、系列会社に流れる外部委託手数料は、基金各社の最終業績を左右するに十分な比重を占めるに至っている。

相互会社に近い企業形態を特徴とするMNPでは、所有権が広範に分散しているために、保険加入者による基金活動の効果的なモニタリングは

図4 営業費用に占める各種外部委託手数料の比重(2000～2002年)



(出所) PSZÁF (2003a) に基づき筆者作成。

到底期待できない。特に、銀行や保険会社が運営するような巨大基金であればある程、その傾向は一層強まると考えられる。これに加えて、外部委託先が同じ企業グループに属する場合、基金の専属スタッフに対して、系列会社に支払われる手数料を可能な限り抑制させるようなモチベーションを与えることは極めて困難でもある。

この結果、監督機関である PSZÁF が殊更に問題視したり、保険加入者が一斉に「退出」したりしない限りにおいて、本来 MNP に蓄積されるべき資産が、初期投資の早期回収を図るなどの目的で、委託手数料という名目で外部に流出してしまう恐れは十分にあり得る。事実、筆者らの算定によれば、MNP の営業費用全体に占める各種外部委託手数料の比重は、より競争的環境に晒されている ONP と比して明らかに大きい(図 4)。

仮にこのような問題があったとしても、MNP が、将来において保険加入者に十分な年金を支給しうるだけの投資収益を確保している場合には、経営主体側のインセンティブを考慮すると、ある程度は看過すべき余地もあろう。しかし、PSZÁF の試算によれば、1998 ~ 2000 年の MNP の年平均実質収益率は、同期間の実質賃金上昇率を 0.73% しか上回っていなかった。国際的経験が示すところでは、私的年金基金の年平均実質収益率は、実質賃金上昇率を最低でも 1.5% 程度上回るのが常態だという(PSZÁF, 2001, p.22)。残念ながら、表 4 の全 MNP を対象とした純収益率平均値の推移が示すように、2000 ~ 2002 年の投資成績は、先行する 3 年間をも更に下回っている恐れが高い<sup>27)</sup>。つまり、ハンガリーの MNP は、新年金制度導入時からこれまで、国際水準を大幅に下回る資産運用業績に甘んじているのが現状といえるのである。強制的私的積立年金が将来においてサステナブルであるためにも、保険加入者の利益が最も優先されるようなガバナンス改革やモニタリング機構の強化が求められる。それは、1998 年にハンガリー政府が実行した年金改革が、成功するか否かを決定付ける重要な政策問題でもある。

以上のインプリケーションは、銀行及び保険会社が運営する MNP から支払われる外部委託手数料が、その他の MNP と比して不合理に割高な場合に意味を持つ。本稿では、この点を厳密に実証し

てはいない。残された課題は次稿の検討に託したい。

岩崎一郎(一橋大学経済研究所)・佐藤嘉寿子(一橋大学大学院経済学研究科博士後期課程・ロシア東欧貿易会ロシア東欧経済研究所非常勤研究員)

\* 本稿は、文部科学省科学研究費補助金「世代間の利害調整に関する研究」(特定領域研究(B)603)の研究計画「移行経済における世代間の利害調整」による研究成果の一部である。本稿の執筆に当たっては、Erdős Mihály 氏(金融機関監督庁総裁上級顧問)、Gál Róbert 博士(TÁRKI Social Research Centre)、Gedeon Péter 教授(ブダペスト経済大学)、Matits Ágnes 博士(MACs Matits and Török Actuarial and Management Consultants)、Párniczky Tibor 氏(年金基金国際コンサルタント)、Réti János 博士(国家年金保健庁年金政策局長)、Simonovits András 博士(経済学研究所)、Sulok Zoltán 博士(GKI 研究所)、Széman Zsuzsa 博士(社会学研究所)らより、2003 年 3 月及び 2004 年 3 月に実施した現地調査や資料収集に際して多大なご助力を得た。また、筆者らは、2003 年 10 月 31 日に京都で開催された「移行経済における世代間利害調整」ワークショップ参加者及び本誌匿名論文審査員からも数々の貴重なコメントを頂いた。ここに記して謝意を表したい。無論、残された誤りは全て筆者らの責に帰するものである。

#### 注

- 1) 本制度は、ハンガリー語では“Kötelező magánnyugdíjrendszer”，英語では“Mandatory private pension scheme”と表記される。「強制的」と形容される理由は、第 3 の柱である自発的年金制度と比較において、本制度への加入が法によって義務付けられるからに他ならない。但し、第 1 節で詳述するように、加入が強制される国民の範囲は時期によって微妙に異なる。詳しくは、Matits (2004, pp.1 - 5) を参照のこと。
- 2) ハンガリーの公的年金制度は、(1) 老齢年金、(2) 障害・災害年金、(3) 配偶者年金、(4) 孤児手当、(5) 受給資格を持つ子供を失った親に支給される親年金で構成されているが、本稿では、老齢年金のみを取り上げる。また本稿では、強制的私的積立年金と MNP の問題究明に集中するため、老齢年金の制度内容についても、本稿の主題と深く係わる部分についてのみ言及する。老齢年金の全般的

- 概要及び運営状況については、佐藤（2000）、KSH（2002）、Augsztinovics *et al.*（2002）、East-West Management Institute（2003）などを参照されたい。
- 3) なお本稿の議論は、文中に明示した引用文献の他、謝辞に列挙したハンガリー人研究者および専門家らに対する筆者らのインタビュー調査結果に基づいている。また本稿では、ハンガリー人の人名は、ハンガリー語文法に従い、姓・名の順に表記する。
  - 4) 「ボクロシュ・パッケージ」とは、財政と経済収支双方の大幅な赤字に起因した内外不均衡の早期改善を目標とした超緊縮型の経済安定化政策である。その主眼点は、(1) 輸出促進と輸入制限、(2) 財政支出の大幅な削減、(3) 消費支出抑制の3点であった。
  - 5) 事実、同調査グループの議長を務めたパールニツキー・チポール氏（当時年金基金監督庁副総裁）によれば、同グループのメンバーは、財務省試案を準備する過程で、世界銀行のブダペスト支局と頻りに連絡を取り合ったのであった。
  - 6) なお、省庁間委員会での合議の結果、賦課型年金は制度改正後も引き続き厚生省が所管することが決まり、従って、社会保険関連法改正案の準備は厚生省が、強制的私的積立年金及び年金基金関連法案の策定は、財務省と年金基金監督庁がそれぞれ受け持った。
  - 7) 利害調整評議会は、アンタル政権時（1990～1993年）に設置された政府の常設諮問組織であり、政策運営上の必要に応じて、首相以下政府上層部の発議で召集される。
  - 8) しかし、全体として、労働組合全国連合は、年金改革に関する意思決定過程に十分な影響力を発揮することは出来なかったというのが、筆者らのインタビューに応えたハンガリー人研究者の一致した評価であった。
  - 9) 但し、これは1998年限りの時限措置であり、雇用者の保険料は2000年までに各年1%ずつ22%まで引き下げること、また、被雇用者の保険料は2000年までに各年1%ずつ9%まで引き上げることが同時に決定された。なお、議会審議の過程で、(1) 年金制度上の性区別の撤廃、(2) 年金支給開始年齢の男性60歳、女性55歳から男女62歳への段階的引き上げ、(3) スイス型インデクセーション方式導入の2年間の先送りなども決議されているが、これら年金制度全般に係わる諸点は稿を改めて論じることとする。
  - 10) 表9によれば、2002年及び2003年上半年期において、PSZÁFに納入される監督料は、営業費用全体の8.0%及び8.6%を占めている。これは、MNPにとって決して些細な額ではない。
  - 11) この点に関するマティス博士及び本誌レフェリーのコメントに感謝する。
  - 12) このような事実に対して、PSZÁF（2001, p.18）は、法令の規制が、MNPや資産運用会社の投資活動を事実上制限することは殆どなかったという見解を示している。
  - 13) 監督料同様、年金基金保証基金に納入される保険料の一部もMNPの営業費用に計上される。表9によれば、営業費用全体に占めるその比重は、2002年で5.7%、2003年上半年期で6.9%であった。
  - 14) KSH（2001, p.83）及びハンガリー中央統計局公表データ（<http://www.ksh.hu/>）に基づき筆者算定。
  - 15) 「所得置換基金」とは、主に出産支援、医薬品及び治療器具購入の補助、教育等を提供することを目的とした福祉基金である。
  - 16) なお、その他主要欧州諸国の値は次の通り。スイス：111%、英国：91%、イタリア：22%、ドイツ：13%。
  - 17) 完全独占を10,000とした場合。表4及びPSZÁF公表データに基づき筆者算定。
  - 18) これに対して、法的規制がより緩やかなONPの最低加入者数は僅か15名に過ぎない。
  - 19) なお、Augsztinovics *et al.*（2002, p.68）によれば、吸収・合併されたMNPの保険加入者数は殆ど全てが1万名以下であった。
  - 20) 実際、2004年3月に面談した研究者及び専門家は、EU加盟後もMNPの市場淘汰は進み、今後数年の間に、基金の数は10～15社程度まで減少するという見通しを持っていた。
  - 21) 例えば、Postás, Honvéd, DIMENZIÓ, Vasutas, Villamosenergia 各基金の設立母体は、それぞれ郵政公社、軍、通信会社、鉄道会社、電力会社である。
  - 22) ここには、雇用者、労働組合、中小のONPが共同して設立したMNPが含まれている。1998～2002年に淘汰されたMNPの多くはこれら混合形態であった。
  - 23) 更に区間検定の結果も、経営主体の区別が投資成績に0.5%以上の差をもたらさないという仮説を、有意水準5%で支持している（この点に関する本誌レフェリーの御教示に感謝する）。
  - 24) なお、説明変数に資産残高の自然対数を加えることにより、基金各社の資産規模をコントロールした場合でも、経営主体ダミー



- の効果に殆ど変化はなかった。
- 25) グロスの投資収益から資産運営上の諸経費を除いたもの。
- 26) 例えば、2003年3月に行った筆者らのÁB-Aegon基金幹部に対するインタビュー調査によれば、大手基金のÁB-Aegonでは、法律が定める専属職員以外の従業員は皆無で、実際の基金運営は、ÁB-Aegon保険会社、ÁB-Aegon投資信託、ÁB-Aegon管理会社の3社が全て取り仕切っているとのことであった。
- 27) なお、インタビュー調査に応じた専門家の評価によれば、過去数年間の投資収益率の悪化は、(1)国内株式市場の低迷、(2)長期国債利回りの下落、(3)インフレ率の低下という3つの要因に拠るところが大きい。

#### 参考文献

- 佐藤嘉寿子(2000)『ハンガリーの社会保障制度：費用負担問題の経済学的考察』(修士号取得論文)、一橋大学。
- 佐藤嘉寿子(2003)「ハンガリーにおける市場経済化と年金制度改革」『一橋論叢』第129巻第6号、pp. 91-107。
- Augusztinovics, Mária, Róbert I.Gál, Ágnes Matits, Levente Máté, András Simonovits, and János Stanhl (2002), "The Hungarian Pension System Before and After the 1998 Reform," in Elaine Fultz ed. *Pension Reform in Central and Eastern Europe Volume 1 - Restructuring with Privatization: Case Studies of Hungary and Poland*, Budapest: International Labor Organization (ILO), pp. 25-93.
- East-West Management Institute (2003), "Recent Developments Country Reports: Hungary" Paper submitted to The International Network of Pensions Regulators and Supervisors (INPRES) Seminar on Private Pensions, Zagreb, May 27-28.
- Gál, Róbert I. and Géza, Tarcali (2003), "Pension Reform and Intergenerational Redistribution in Hungary," *The Economic Review* (Hitotsubashi University), Vol. 54, No. 3, pp. 237-247.
- Kornai, János (1997), *Struggle and Hope: Essays on Stabilization and Reform in a Post-socialist Economy*, Cheltenham: Edward Elgar.
- Központi Statistikai Hivatal (KSH) (2001), *Magyar Statistikai Hivatal Évkönyv 2000*, Budapest: KSH.
- \_\_\_\_ (2002), *A Nyugdíjban, Nygdijszerű Ellátásokban, Reszesülők Területi Jellemzői, 1993-2001*, Budapest: KSH.
- Matits, Agnes (2004), "Supplementary Pension Funds in Hungary," PIE Discussion Paper No. 208, Tokyo: Institute of Economic Research, Hitotsubashi

University.

- Orenstein, Mitchell A. (2000), "How Politics and Institutions Affect Pension Reform in Three Postcommunist Countries," World Bank Policy Research Paper No. 2310. Washington, D.C.: World Bank.
- Párniczky, Tibor (2003), "The Experience of the Mandatory Private Pension Funds and Lessons of the Operations of the Funds: Facts and Tendencies," Paper submitted to EU Open Method of Communication Seminar on National Pension Strategies "Hungarian National Seminar on Sustainable and Adequate Pension System", July 10.
- Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete (PSZÁF) (2001), *Magánnyugdíjpénztárak Teljesítménye (1998-2000)*, Budapest.
- \_\_\_\_ (2002), *Éves Jelentés 2001*, Budapest.
- \_\_\_\_ (2003a), *Éves Jelentés 2002*, Budapest.
- \_\_\_\_ (2003b), *Beszámoló a Felügyelt Szektorok 2003. Első Félévi Működéséről*, Budapest.
- Rein, Martin (2002), "The Political Economy of Pension Reform: Poland and Hungary," in Posusney, M. Prinstein and Cook, Linda J. eds., *Privatization and Labour*, Cheltenham: Edward Elgar, pp. 200 - 243.