

第 13 章 チリにおける金融自由化と年金改革の進展¹

アンドラス・ウトフ

はじめに

本章は、チリの改革モデルのなかの 2 つの要素、(1) 金融の自由化と規制、(2) 年金改革と社会保険システム改革の進展、長所、短所、について記したものである。両者ともに市場再指向、経済開放、民間部門の役割強化といった傾向を扱っている。これらはまたチリのサクセス・ストーリーの主要な要因として指摘されているものである。本章の目的は、(1) チリの資本勘定を自由化するために現実的な枠組みを与えた積極的な政策と制度の発展、(2) チリの社会保障制度の民営化の経験を分析し、新しく創造された市場の効率性と公平性について国が果たすべき役割の重要性を認識することにある。

第 1 節では金融自由化の問題を取り上げ、資本勘定自由化の成功は、自国のニーズに沿うものであり、かつマクロ経済のファンダメンタルズに影響を与えることなく、支払能力がある効率的な国内金融市場への資本流入を惹きつける政策があって初めて達成されることを示す。第 2 節では社会保障の民営化を取り上げ、国の果たすべき役割が正しく認識、設計されることを条件に改革が成功することを示す。

1. 金融の自由化と規制

国際機関からの資金流入と対外債務の資本化が行われた 1982 - 1990 年の期間を除くと、表 1 に示されているようにチリは 3 度の大規模な民間資本流入を経験した²。この 3 回とも、資本流入が有する脆弱性と資金吸収能力への管理方法においてそれぞれ異なっている。

表 1 チリの純資本流入と GDP 成長率 (GDP に占める%)

	純資本流入		貯蓄 (現在価格)		固定資本 投資	現実の GDP 成長率	潜在 GDP 成長率 ^b
	現在価格	86 年価格 ^a	国内	海外	1986 年価格	1986 年価格	
1977-81	10.8	17.2	11.6	7.2	18.7	7.5	3.0
1982-89	5.5	6.4	11.5	6.2	18.2	2.6	2.9
1990-95	6.9	6.9	22.1	2.5	26.1	7.8	7.0
1996-97	8.0	9.2	21.2	5.7	31.6	7.4	7.8
1998-99	1.0	1.1	20.6	3.2	29.2	1.1	5.3

出所：Ffrench-Davis and Tapia (2000)。潜在 GDP は Ffrench-Davis (1999b) に基づく。

^a 固定価格系列はチリ経済が直面した海外価格指数によってドル系列をデフレートすることで求められる。固定価格 GDP は、分母として 1986 年のペソの対ドル・レートを用いて 1986 年ドル価格に変換された。^b 生産能力は毎期算出される。

¹ 執筆に当たっては、原案にコメントをしてくれた Daniel Titelman、第 1 部の背景情報を提供してくれた Ricardo Ffrench-Davis と Heriberto Tapia に対し感謝する。なお、本稿に示された見解は筆者自身のものであり、必ずしも先にあげた同僚や CEPAL の見解を反映したものではない。

² Ffrench-Davis and Tapia(2000)。

1 - 1 1976 - 1981 年：自由化への慎重なアプローチのための教訓

1976 - 1981 年の期間は、債務危機で終わりを迎えたが、アジェンデ社会主義政権で国営化されたほぼ全ての銀行が民営化された。また 1975 年 4 月に金利が突然自由化されたほか、融資に関する規則（この規則により消費よりも生産に資金が流れた）も突然撤廃された。当局は、市場が機能すると信じ、プルデンシャル規制について過少評価していた。資本流入は非効率な形で吸収され、経済の脆弱性が増した。GDP は、金融資本の流入により生じた急速な総需要の拡大に刺激され、主に遊休設備を利用する形で伸びた。このプロセスは 1981 年半ばに資金の流れが逆になったときに終わった。その時までには負債は大きなものとなっており、対外ショック、マクロ経済価格の歪み（1979 年以降安定化の手段として為替レートを固定していたことにより生じた）の実行不可能な調整、及び GDP の 14.5% に達した経常収支赤字に対し、経済は非常に脆弱なものとなった。

この期間、マクロ経済政策は純資本流入と連動していた。均衡予算のもと、中央銀行による外貨の純購入がマネーサプライの主たる源泉であった。さらに、1977 年から 1979 年の間の中央銀行で銀行が毎月外貨を両替できる総額の制限も、1979 年 4 月以降、強制預託金という形態で行われた資本流入への直接規制も共に効果があったとは言えなかった。国内金利は国際金利を大きく上回っていた。さらに慎重さを極めて欠く監督のもと、融資ブームも発生した。また系列企業への融資も急速に増えた。ほとんどの融資は明らかに株や不動産に裏づけされており、民営化による金融ブームとチリ経済が年間成長率 8% 前後で続く安定成長期に入ったと勘違いされたことで、株価や不動産価格は高騰した。法定引当金は少なかった。

為替政策は、クローリング・ペッグ制をとりつつ、初め 1976 年 6 月までは調整期（訳者注：煩雑な複数為替レートが単一レートになり、レートも実勢価格に近づいた）次には事前に（訳者注：向こう 1 ヶ月の）日毎の切り下げ率を予告する制度を、さらにその後には事前にレート表（訳者注：タブリータ、毎日の為替レートの公表、1978 年 2 月に 1 年間のスケジュールを公表、78 年年末には翌年分のレートを公表）を予告する制度を導入し、1979 年 6 月には最終的に固定相場制に移行した。1979 年半ばから 1982 年半ばにかけては、国際収支のマネタリー・アプローチが採られたが、ドル本位の「中立的」な金融政策が取られていたことで、1982 年には収縮的な「自動調整」が生じ、国内の雇用と生産に大きなマイナスの影響を与えた³。

輸入自由化（平均関税率が 94% から 10% にまで低下）と 1977 - 81 年の景気回復により消費拡大が引き起こされたが、これにより上述したような大きな経常収支赤字が生じた⁴。同時に、段階的な平価切り上げにより、対外借入の表面上の実質コストは低下、1979 年及び 1980 年にはそのコストはマイナスとなり、資本流入が一層進んだ。

³ Arellano and Cortazar (1982)、Ffrench-Davis (1999b)を参照。

⁴ 経常収支赤字の増大は高い金利支払と銅価格の下落とも関連している。これに関して、1981 年の政府歳入は 1965 ~ 1970 年の平均よりも少なく、1981 年の財政黒字は GDP の 1.6% となった。銅価格の急落は、1966 年、1969 年、1971 年と段階的に行われた銅鉱業の国有化によってチリが得た経済的レントにより部分的には相殺された。

表2 チリのアブソープションと脆弱性の主要な指標

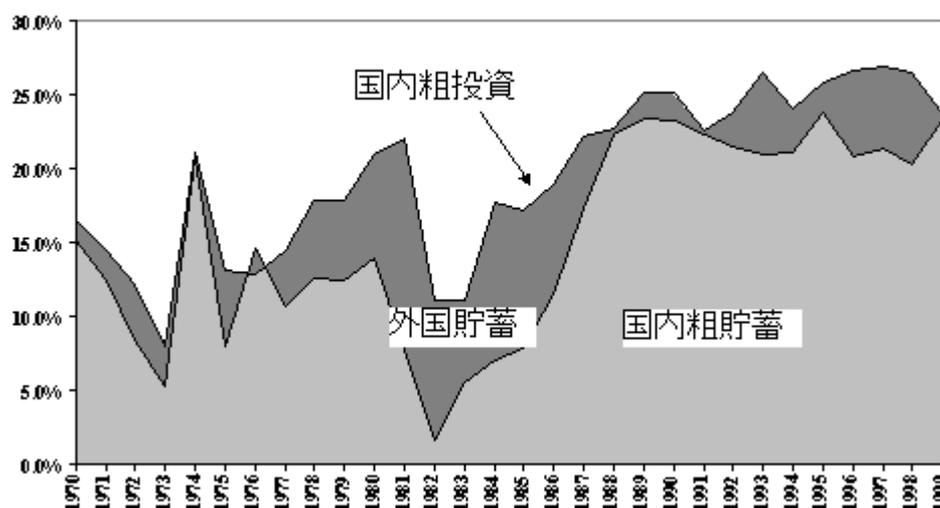
	債務危機		テキーラ危機		アジア危機	
	1977-81	1982-83	1991-95	1995	1996-97	1998-99
GDP ^a	7.5	-8.5	8.3	10.6	7.4	1.2
総需要 ^a	11.2	-16.2	9.4	16.2	8.5	-4.0
財政支出 ^a	-2.6	6.2	8.9	6.2	7.9	6.0
輸出 ^a	9.2	2.3	10.4	11.0	10.6	6.4
輸入 ^a	21.7	-25.9	13.3	25.0	12.4	-6.2
経常収支赤字 ^b	7.2	7.3	2.8	2.0	5.8	3.1
実質為替レート ^c	63.0	66.1	98.8	88.9	81.5	80.2
交易条件効果 ^d	-0.4	0.4	0.2	2.5	-1.4	-1.4

出所：中央銀行に基づく Ffrench-Davis and Tapia (2000)、DIPRES (2000)、Ffrench Davis (1999)。

^a 公的な数値は 1986 年固定価格、年成長率。^b 現在価格、GDP に占める%。

^c 指数、1986=100。^d 現在価格、GDP に占める%。

図1 チリの国内投資、国内貯蓄、外国投資(GDP比)



1-2 政策的インプリケーション：1990年代における資本勘定自由化

1982年の債務危機に対する調整(表3参照)はマクロ経済運営の観点からは複雑なものとなった。高金利、国内資産価格の下落及び為替減価のコンビネーションが国内金融市場に影響を与えた。いくつかの金融機関は清算され、中央銀行は残った金融機関の支払能力を立て直すために不良債権を引き受けざるをえなくなり、その後大きな財政負担を残した(現在価値でGDPの約41%と報告されている⁵)。また、中銀規則14条に基づく、直接投資以外の対内投資の約40%は、借り手と海外の貸し手の間に仲介者を伴わない直接取引であった点は指摘しておかなければならない。従って、たとえ非常に厳しく効果的なプルデンシャル規制が国内金融システムに対して行われていたとしても、海外資本ブーム

⁵ Held and Jiménez (2000).

の影響下にあるマクロ経済の不均衡を完全に防ぐことはできなかったであろう⁶。さらに、総需要調整の結果として景気後退と失業率の上昇をもたらされた。

表 3 1982 年の債務危機に対しての調整

<p>1974～81年</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 金融仲介業務の自由化 <ul style="list-style-type: none"> ・信用割当の自由化（質的にも量的にも）（1973年） ・国内通貨建て預金に対する要件の緩和（1975年） ・外国からの融資へのアクセス（1979年と1980年） 2. 金利の自由化（1974年、1975年、1976～1982年） 3. 銀行システムの再編 <ul style="list-style-type: none"> ・民営化（1975～1978年） ・フリー・バンキング（要件もなく監督もなく） ・商業マルチバンクへの自由参入（1974～81年）
<p>1981～1986年</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 金融機関の整理 2. 中央銀行によるポートフォリオ引受け 3. 優遇為替レート 4. 大衆資本主義 5. 債務の再プログラム化 6. 規制と監督 <ul style="list-style-type: none"> ・リスクと資産の透明性 ・関連信用業務の制限 ・預金に対する国の保証の撤廃 ・適正資本 ・問題のある金融状況を推測 ・無利息に対する管理 ・銀行の規模と国際化の強化

債務危機の後には長い調整期間（1982 - 89年）となった。この間、国際機関からの援助による資本流入や、国際金融へのアクセスを回復するため対外債務の資本化が行われた。

チリ経済のファンダメンタルズや民主的政治制度への信頼が回復した90年代初頭には、当局は国内資本吸収能力にうまく対処し経済の脆弱性を弱めるため慎重かつ段階的に資本勘定を開放することを選択した。当局は、短期かつ流動的な資金の流入を防ぐ方策として、強制預託金制度（訳者注：エンカヘ制度）を考えた。また、FDI リスク・キャピタルに対しては門戸を開放し、実質為替レートが過度に増価して外貨が過剰となるのを防ぐため外為市場に介入し、外貨準備の急速な積み上げによる金融への影響を不胎化した⁷。

そのほか資本流入の管理に役立った政策として、注意深い財政政策、銀行へのプルデンシャル規制の改善、総需要と生産能力とのバランスへの継続的モニタリングの3つが挙げられる。これらの政策が採られたことで、マクロ経済の不均衡が累積されなくなった。

1995年のテキーラ危機の間も、經常収支赤字をコントロールし、為替の増価を防ぐための積極的な政策を講じることにより、脆弱性は低いレベルに保たれた。海外ショックの影

⁶ サプライ・サイドにおけるプルデンシャル規制の弱さについては Valdes-Prieto (1992)を参照。

⁷ Ffrench-Davis, Agosin and Uthoff (1995)を参照。

響は経済活動に大きな影響を与えることなく吸収された。これは、外為市場、金融市場、資本勘定における積極的な政策によって可能となったのである。

しかし、アジア危機が起こったとき、高い国内投資率に基づいて経済は急速に成長していたにもかかわらず、貿易赤字が拡大して経常収支赤字が拡大しており、また為替レートが増価していたなど、チリ経済は脆弱性が増す兆候を示していた。このために必要となった調整によって景気後退が生じたが、他のラテンアメリカ諸国に比べれば緩やかであったものの、近年チリが経験してきたものと比べると大きなものとなった。

2つの教訓を明らかにする必要がある。第一は、90年代と70年代の違いは資本流入に対する効果的な規制があったかどうか、によることである。第二は、90年代前半と後半との違いは資本吸収能力の管理と脆弱性のハンドリングにおいて微調整されたかどうか、である。

資本流入を選択的に管理するために取られた措置に関しては、以下のような変革がみられた。

(1)強制預託金制度の導入

外国資本のボラティリティに対するチリ経済の脆弱性を弱めるために、対外債務の構造と構成を変え、融資に関してリスク・キャピタルの割合を高め、同時に長期債務を増加させるための積極的な政策パッケージが採られた。これらの政策には、金融システムへのブルデンシャル規制や監督、公的及び民間（対外及び国内）債務スケジュールの期間構成改善のための「債務政策」も含まれている。1991年6月には、外国信用（FDIに伴うものから貿易信用にいたる外国信用の全てを対象とする）に対する20%の強制預託金制度が導入された。同時に、1年未満の国内の融資に対する税1.2%の対象が外国からの融資及び外貨建融資にも拡大された。強制預託金、強制預託金に代わる金融コスト支払というオプション、外国信用に対する課税などは、全て融資1年経過後からは支払うことができない形となっている。1992年5月には、強制預託率が30%に引き上げられ、また外貨での定期預金もその対象に含まれることになった。さらに1995年7月には外国人によるチリ株式（「第二ADR」）の購入も対象に加えられた⁸。またその預託期間も融資期間にかかわらず1年間に引き上げられた。同じく負債の期間構成を改善する目的の下、FDIの償還送金に関する制限も、株式市場への資本流入を抑制する目的で、3年後から自由だったのが1年後に短縮された。

(2)管理された為替レート政策

実質為替レートの長期的な均衡の維持もまた経済政策の重要な目的となった。その最終的な目的は輸出の伸びの低下を防ぎ、輸出が経済を引っ張ることにある。1983年から1989年の間、当局は±2%のクロールリングバンドを採用していた（1988年には3%、89年には5%に拡大された）。これとは別に名目での減価が加わり1982年から1988年の間には130%もの実質減価となった。1992年1月にはクロールリングバンドが±10%にまで拡大された。1992年1月から2月の間に観測レート（訳者注：observadoと呼ばれ、中銀が発表する全銀行の

⁸ 外国ポートフォリオ投資に対して強制預託金を課すことは難しくはない。投資される資金がチリの銀行に預金されている場合、そこで強制預託される。またチリの銀行を仲介しない資金の場合は、外国の住所を有する代理人の名義で資産が登録された時点で強制預託され得る。資金をADRに換えるためには、中央銀行への登録がまた必要である。

毎日の取引相場の加重平均)で10%近い増価が突然生じたことから中央銀行によるダーティフロートが開始されるようになり、ついに1992年1月には、それまでのドル本位制に代わり通貨バスケット制が採用された。

(3)資本流出の選択的自由化

為替増価を防ぐための手段として、以下のような変更を通じて資本流出が促進された。

・輸出代金の自由化(訳者注:チリ国内への回金・ペソ転義務の免除) 非居住者資本が本国送金できるまでの最短期間を3年から1年へ短縮、外国資本市場での債券及び証券(ADR)の発行許可、債務スワップによる投資の引き上げ自由化、外国債務の先払い及び外国投資に伴う最低必要外国信用の自由化

・さらに1991年には為替レートに対する圧力を軽減するための手段として資本流出を促進する各種措置が導入された⁹。

(4)資本流入管理の成功を保証し為替増価を防ぐために必要なその他の政策

・注意深い総需要政策。財政政策において、社会的支出の増加は新税の導入にでまかなわれたし、外貨準備の積み上げによる貨幣的效果は十分に不胎化された。これにより、GDPの1~2%に相当する大幅な黒字が非金融公的部門に生まれ、インフレが漸次管理された。このプルデンシャル・アプローチは、公的銅歳入の安定化基金(訳者注:銅基金;国際銅価格が一定値を上回るとその差が課税され収入は銅基金に組み込まれる。逆に国際価格が下回ると基金から国庫に補填される)の規則にもみられる¹⁰。

・1982-83年の銀行危機の後、銀行に対するプルデンシャル規制が導入され、その後も改善を続けている。これにより資本流入を引き金とした商業銀行の貸付ブームが生じ難くなり、1995年までは経常収支赤字と為替レートの双方を持続可能なレベルに保つのに役立った¹¹。採用されたプルデンシャル規制の要素としては、銀行資産の質の継続的な監視、系列企業への銀行貸付についての厳しい制限、銀行の市場価値が規制当局の設定した基準を下回った場合における銀行資本の自動調整メカニズム、銀行業務を凍結する権限、第三者への資金移転による銀行トラブルの防止、資本要件を満たさない金融機関による配当金支払の制限などがある。また、チリの金融市場が深化して、新しい資金の秩序ある注入や資金の引き出しが銀行のポートフォリオに大きな影響を与えなくなった¹²。

(5)微調整と脆弱性の拡大

・外国からの資本供給が落ち込む中、1998年6月には強制預託率が10%に引き下げられ、9月にはさらに0%に引き下げられた。しかし、当局によると、これは単なる引き下げであり、外国資金の流入状況に応じて適切と判断される場合にはまた準備率を引き上げる予定とされている¹³(訳者注:結局2001年にこの制度は廃止された)。

⁹ French-Davis, Agosin and Uthoff (1995)を参照。

¹⁰ しかし、1982年の大危機はチリが数年間にわたる財政黒字を計上した後に生じたことを忘れるべきではない。メキシコでのテキサス危機やアジア危機における韓国にも同様のことが生じた。この3つのケースのいずれにおいても、対外債務は民間部門により生じた。

¹¹ 資金フローの少なからぬ部分が国内銀行を経由していない点を認識しておくことは重要だ。1990年代、ポートフォリオ投資及びデリバティブ市場が発展し、この現象はより顕著になっている。

¹² Larrain (1995), Aninat and Larrain (1996)。

¹³ Massad (2000)。

・1996 - 1997 年は公式にはクローリングバンド制ではあったが、中央銀行は為替相場の完全変動化に向けて段階的に移行しつつあった。たとえば、クローリングバンドの下限を引き下げるため（1997 年初頭に公式なバンド幅 $\pm 12.5\%$ に拡大したこと以上に）、当局は通貨バスケットの各通貨のウェイトを変えるという矛盾した調整を行ったが、これは通貨バスケットの信用を失わせることになった¹⁴。また基準為替レート（訳者注：公示相場）を算出するときに用いる海外インフレ率は1995年から1997年の間10%過大評価され、その結果、通貨が大幅に増価することとなった。さらに1995年11月には、チリの生産性が主要な貿易相手国を上回る速度で上昇するとの前提の下、基準為替レートの増価率が年2%と設定されていた。しかし、同時期、中央銀行は多額の外貨準備を蓄積した。アジア危機の影響が強く感じられ始めた時、中央銀行は非対称的な行動を取った。豊富な外貨準備を放出することで切り下げ圧力を緩和し、為替レートの是正を妨げたのだが、もしもっと早く実行していたならば是正はもっと穏やかなものとなっていたであろう。1998年半ば、不確実性が極めて高まり、金利の急激な引き上げというマクロ経済調整が行われた時期、バンドが劇的に縮小された（中央銀行と資金流出の貨幣的効果が強まった）。これは、中央銀行が市場における切り下げ圧力に屈しないとのメッセージを発するために行われたものであった。1998年末にバンドが拡大された後、1999年9月には、国内アブソープションの大幅な落ち込みの中、為替レートの調整を可能とするためにバンドへのコミットメントは停止された。

・年金基金に認められた海外投資の割合は1995年の6%から1997年4月には12%へと引き上げられ¹⁵、新たな投資先が開かれたこととなった。国内経済及び国内市場における収益機会に対して非常に楽観的な期待が持たれていたさなかの1996 - 97年は、資本流出は大変緩やかだった。リスクのために年金基金の投資先は分散しているが、変更により、経済全体としてはより大きなリスクを伴う方向へと進んでいる。1998 - 99年にみられたように、通貨切下げ期待の高まりが年金基金の海外投資を促した。

1 - 3 最近の評価と教訓

ECLAC (2000) による最近の報告では、資本勘定自由化を制限することは、金融政策や為替政策の有効性を高めるならば価値はあるとしている。同報告の主な所見は以下の通り。

- ・資本流入に対する強制預託金は、対外債務が存在する場合、資金流入を抑制する限りは「債務政策」の一部であり、またアクティブな金融政策及び為替政策を可能とする。
 - ・強制預託金はサイクルに応じて異なる強さで使用されうる恒久的な手段と見なされる。
- また、自由な資本流入を認めつつ危機の際には資本流出の量的コントロールを行うことよりは望ましいとされる。後者の策は、危機の際計画的に行われるのでなければ非効率とな

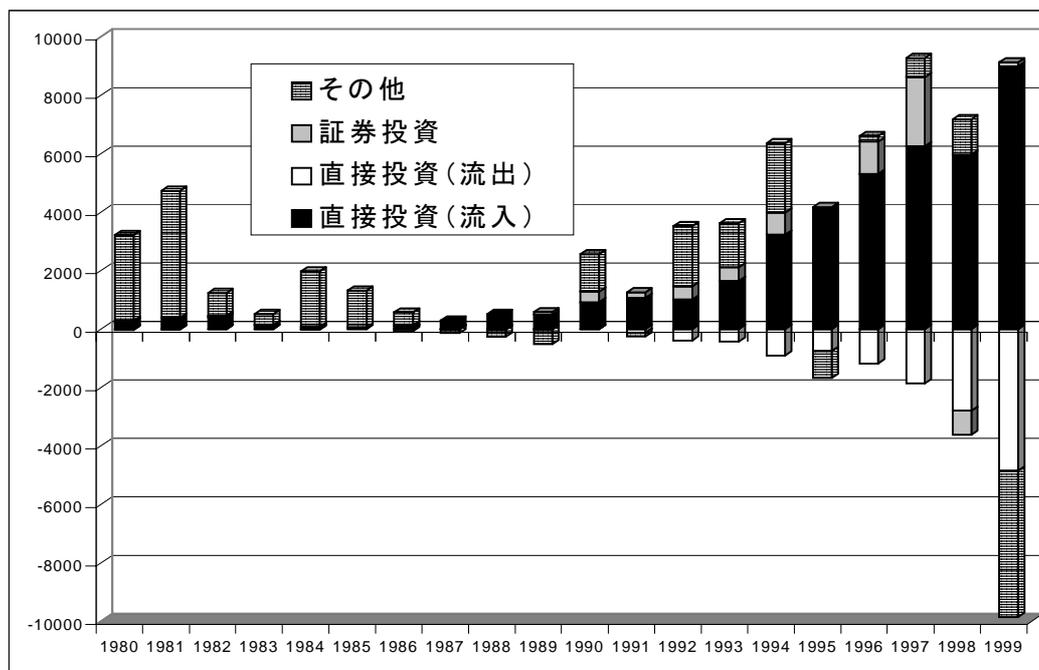
¹⁴ 1994年11月には、チリの貿易におけるドルの影響が低下していることを受けて、ドルのウェイトが50%から45%に引き下げられた。逆に、1997年1月にはドルのウェイトが恣意的に80%にまで引き上げられた。チリ、イスラエル、メキシコのバンドに関する比較研究については Helman et al.(1994)を参照。チリ、コロンビア、イスラエルとの比較については、Williamson(1996)を参照。

¹⁵ 1999年1月には16%に引き上げられた。

りうる。なぜならば、望ましい効果が得られる代わりに、大規模な資本回避と資金管理が不能となる結果に終わるかもしれないからだ。

- ・ 上記の諸方策、特に強制預託金制度を通じた資本移動規制が外国からの融資の期間構成にプラスの効果があったことは多くの研究が示している¹⁶（図2参照）。

図2 資本流入の構成変化



出所：Ffrench Davis and Tapia (2000)。

・強制預託金制度によって資本移動総量が減少して、より望ましい金融政策（金利の決定）が可能となり、為替切り上げ期待を抑制できたかどうかについては、いまだ大きな論争が存在する¹⁷。

・強制預託金制度の有効性は、第一に、預託率と預託対象を何にするかにより決まり、第二に、その戦略をサポートする補完的政策により決まる。かかる補完的政策としては、財政責任と金融システムに対する効果的なプルデンシャル規制が含まれる。従って、好況期における過剰な流入を抑制し、行き過ぎた為替レートと総需要のボラティリティから経済を守るよう、資金移動管理を改善し続けるため、将来政策オプションの再考があるに違いない。

・強制預託金制度又は資本流入に対する課税が金融システムのプルデンシャル規制よりも優れている点は、金額に関係なく全てのプレーヤー（金融部門も非金融部門も）に平等に適用される点にある。この措置は問題の根源、すなわち、外国から融資の過剰な増加や、好況時に為替増価期待のなか生じる資本コストの内外格差という問題に対処する。

¹⁶ Agosin & Ffrench Davis (2000), Agosin (1998), Larrin, Laban & Chumacero (1997); Le Fort & Lehmann (2000), Barrera & Cardenas (1997); Ocampo and Tovar (1999) and Villar & Rincon (2000)

¹⁷ Valdes and Soto (1998), De Gregorio, Edwards and Valdes (2000).

・よりラディカルな自由化アプローチを採用した他の国では、高い国内金利に直面し、国内金利と国際金利との大きな差を経験した。これは、チリの通貨と比べ、より大きなカントリーリスク又は為替減価予想があるか、或いはその両方があることで説明できる。

・為替政策は近年生じた各地の危機における主要な要素である。為替レートを物価安定化政策の一部として固定し続ける場合は、持続不可能な水準の資本流入によってドルの実質価格と大きくかけ離れることとなる。また、大きな経常収支赤字が資本流入によってファイナンスされ、経済は脆弱化する。中央銀行は大幅な為替増価に目を光らし、持続不可能な経常収支赤字と過剰消費をもとに設定されたインフレ目標の達成は避けなければならない。

・強制預託金のコスト¹⁸（よく指摘されるのは外貨準備の過剰な蓄積による財政損失と高金利によって成長率が低くなること）はマクロ経済上の便益と比べて計る必要がある。この便益はいろいろある。例えば国際金融市場の不完全さ（特に高いボラティリティや情報の非対称性）の相殺、為替レートの不安定性の緩和による輸出モデルの保護、消費を調節し、景気循環を緩和し、生産的投資と成長への環境整備のための積極的な金融政策が可能となることなどである。

・資本勘定の自由化という点に関しては、その地域の年金基金が蓄え保有する資金が国内に優先的に投資されるべきか、或いは海外へ投資されるべきかはなんとも言えない。マクロ経済の持続可能性を犠牲にしてマクロ経済上のリスク分散が達成されている場合には、両者が連関しているため特に議論の余地がある。この問題についてはさらなる議論と分析が必要である。

・金融危機は必ずしも持続不可能な財政赤字の結果として生じるとは限らない¹⁹。赤字は危機的状況の結果としても生じるもので、危機の原因ではないこともある。繰り返すなら、得られた教訓は、経済のファンダメンタルズの一部だけを適切な保護対象としてこだわるべきではないことだ。

2. チリの年金改革

2-1 改革の根拠

チリにおける年金改革では、他の経済分野にみられたリベラルなモデルと同様の社会保障制度を導入した。個人出資、民間運営、自由選択、国の補完的役割がチリにおける年金改革の基礎的条件となった。すなわち、第一に、政治的圧力にさらされることなく、支払不能問題を解決し、約定を果たす能力を改善すること。第二に、年金貯蓄経営の効率性を高めること。第三に、競争を促進しサービスの質を向上すること。そして第四に、年金を再分配政策改革のために使用することを制限すること。これらの目的のもと、1980年の法令（DL）3500号の公布によりチリ年金システムの全面的改革が行われた。

¹⁸ Schmidt-Habbel et al. (1991) は、強制準備金制度の効果を要約するとともにコストを測定しようとしている。

¹⁹ Krugman の論文(1979)以降、このような見解が特に強まっている。

旧制度は確定給付に基づいており、給付は Cajas de Previsión として知られる多数の年金機関を通じて支払われていた。旧年金は主に国が管理した賦課方式 (pay-as-you-go) でファイナンスされ、年金制度への加入はホワイトカラー労働者、ブルーカラー労働者ともに義務であった。新年金法により旧年金制度は段階的に清算され、国の規制と監督を受ける民間の年金基金運営会社により運営される確定拠出型年金制度に取って代わられた。新制度では年金給付は確定拠出から算出され、個人退職口座に積み立てられた資金が運用の原資となる。新制度への加入は、全ての契約被雇用者に対し義務付けられている。

2 - 2 確定給付から確定拠出制度への移行時における政策ジレンマ

個人退職口座に基金を積み立てるという方式は個々の加入者のレベルでは等価 (equivalency) 原則に従い、所得に比例して徴収される手数料を除き、異なる拠出者間での相互補助を認めないことから連帯 (solidarity) 原則に反する。チリの年金改革の評価を行う際にはこのジレンマがどのように解決されたかについて焦点を当てる必要がある。民間企業による個人積立金の運営は、労働者の保険料 (= 拠出) を基礎とする年金支払制度を構成する要素の一つに過ぎず、保険料以外の要素をも含む複雑な年金制度の一部を構成するに過ぎない。この保険料以外の要素には、自身の収入がない高齢者や障害者が、適格要件を満たすことを条件に得られる厚生給付 (福祉年金) がある。また、十分な額の退職基金を積み立てられなかった者を対象とする最低保証年金給付がある。これを「三つの柱」モデル²⁰に例えると、一つ目の柱は公的な部分に当たり、保険料ではない要素で、再配分的であり、国家予算からファイナンスされる。二つ目の柱は強制的な部分に当たり、積み立てられた個人退職口座の運用益は民間企業により管理される。そして、三つ目の柱には、退職口座の運用益を増加させるために任意の追加的貯蓄を奨励する免税措置があり、この部分も先と同じ企業が運営する²¹。

国により運営されファイナンスされる基礎的な第一の柱はまた、旧制度から新制度への移行の処理もする。この第一の柱では、賦課方式の旧制度下で得られた年金受給権を保障することにより新制度への移行を促すインセンティブの費用を負担する。これには、当然旧制度で払い込まれた個人の拠出額を認証することも含まれている。この拠出額は、新システムに移行しなければ拠出者に生じたであろう年金額で、国庫が支払義務を有する「認証債券 (recognition bond)」という形になった。これとは別に、国は、旧制度が自然な要因で完全にフェーズアウトするまでの間、引き続き旧制度に留まり続けることを選択した者のために旧制度を運営し続けることで、旧制度の下で既に給付中の年金や近く給付されようという年金のファイナンス責任も負う。

積み立て型制度の導入には以下のような利点があると言われていた。すなわち、運用益が資本市場に基づくので拠出年金は優れていること、生涯拠出額に基づいて給付額が算出されるので特権的な年金がなくなること (訳者注: 旧制度では給付額の計算が退職前5年間の給与が基本となっているため、年功賃金を採用している大企業従業員や公務員にとっ

²⁰ Mesa-Lago (1996).

²¹ Bustos (1995), p.229-230.

て有利であった。将来の人口構成変動の影響を緩和すること、制度がより効率的に運営されること、年金制度下での権利と義務に関して全ての労働者が公平な立場に立つことができ、雇用の流動性が促進されること、貯蓄と投資を促進すること、そして資本市場の発展に寄与することである。こうした想定された利点に対して当初から疑問も投げかけられていた。当時のアナリストたちは、一つの制度から他の制度に移行するには巨額の準備金が必要になること、そして財政面で大きな努力が必要となることは別にしても、制度変更は所得と富の集中につながりかねないと警告していた²²。

2-3 改革に対する評価

ECLAC は、年金改革のいくつかの結果と、いくつかのいまだ結論の出していない課題に対して関心を示してきた²³。本節ではチリの年金改革の結果と教訓について再検討する。本節は4つのセクションで構成される。各セクションでは年金改革が直面する主要な課題について記している。すなわち、人口カバレッジと労働市場、財政が負う恒久的な責任と移行期における責任、資本市場発展への影響、制度の効率面に関して年金基金運営市場が果たす役割である。

(1) チリの新年金制度の人口カバレッジ：労働市場を通じたクリーム・スキミング

賦課方式による旧年金制度のカバレッジは1975年において総労働人口の74%を超えていたが、改革前の1979年には59%にまで落ち込んだ。改革後は、当時運営されていた制度（AFP及びINP）²⁴と軍の制度の双方でカバレッジが低下していた（特に1982年は高失業率の結果として）。それ以降は、1997年には68%という高い水準にまで上昇し、その後また低下した。実効カバレッジ²⁵も同様のパターンをたどり、1982年には高い失業率のために大きく落ち込んだが、1997年には経済活動人口の64%にまで急速に回復した。

²² Arellano (1980) p.146.

²³ ECLAC (1995).

²⁴ 訳者注：新制度による民間年金基金（AFP = Administradoras de Fondos de Pensiones）と旧制度に残った者のための公的年金基金（INP）。

²⁵ 職業的カバレッジ（総被雇用者数のうち拠出者の割合）と実効カバレッジ（総労働力人口に対する拠出者の割合）は区別される。

表4 各年金システムがカバーしている人口 (%)

年	職業的カバレッジ (拠出者数 / 総被雇用者数)			実効カバレッジ (拠出者数 / 総労働力人口)		
	AFP	INP	計	AFP	INP	計
1975	...	74.3	74.3	...	64.7	64.7
1976	...	68.9	68.9	...	60.1	60.1
1977	...	65.4	65.4	...	57.7	57.7
1978	...	59.8	59.8	...	51.2	51.2
1979	...	59.4	59.4	...	51.3	51.3
1980	...	56.4	56.4	...	50.5	50.5
1981	33.6	21.5	55.1	29.8	19.0	48.8
1982	36.0	20.0	56.0	29.0	16.1	45.0
1983	38.2	18.0	56.2	33.5	15.8	49.3
1984	40.6	16.7	57.3	35.0	14.4	49.3
1985	44.0	15.7	59.7	38.8	13.8	52.6
1986	45.9	14.2	60.1	41.1	12.7	53.9
1987	50.6	13.5	64.1	45.7	12.2	58.0
1988	50.6	12.2	62.7	46.6	11.2	57.7
1989	50.8	11.0	61.8	47.2	10.2	57.4
1990	50.6	10.3	60.9	46.8	9.6	56.4
1991	53.7	9.7	63.4	49.9	9.0	58.9
1992	55.3	8.9	64.2	51.8	8.4	60.2
1993	54.6	8.0	62.6	51.1	7.5	58.6
1994	56.2	7.6	63.8	51.8	7.0	58.9
1995	57.2	7.6	64.8	53.5	7.1	60.6
1996	58.9	7.0	65.9	55.7	6.6	62.3
1997	61.3	6.4	67.7	58.0	6.1	64.1
1998	58.0	6.3	64.2	53.8	5.8	59.6
1999	49.8	5.4	55.2	45.4	4.9	50.3

出所：Superintendencia de AFP, INP y DIPRES and Arenas, 1999 の基本統計に基づき算出。軍と警察を含む。

「労働力のクリーム・スキミング²⁶」によって、新制度の総労働力人口のカバレッジを妨げる2つの形がある。

・一つ目は、自営労働者の加入には適切なインセンティブが欠如しており、加入は任意とされていることである。民間部門で保険料を払い込んでいる自営労働者の割合は小さく、その割合は低下している(1986年の4.8%から1998年には3.8%へと低下)。加入は任意で、所得は低く不安定で、低い貯蓄力に合わせた別の投資手段があり、いつも最後には福祉支援プログラム(社会扶助年金、厚生サービス及び家族手当)に戻ることができる。

²⁶ 訳者注：牛乳からおいしいクリーム部分をすくいとることから転じて、各種の義務を課せられる側が競争において不利な立場におかれる状況。

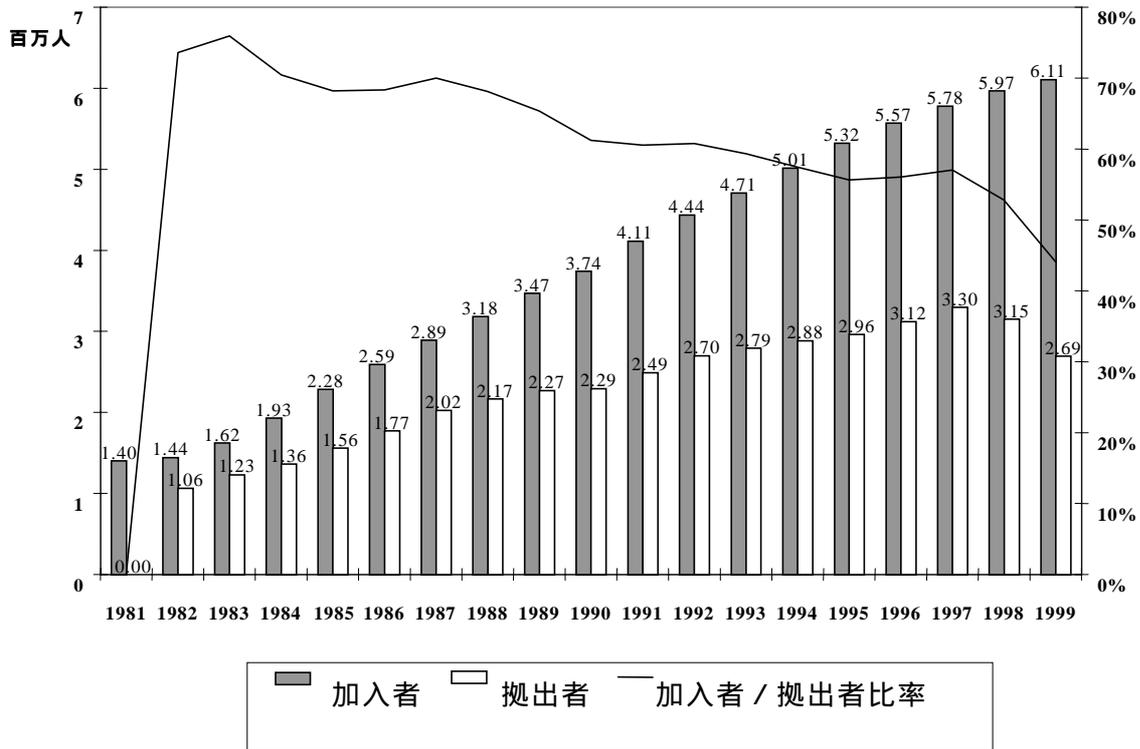
表5 1996年チリ：年金のカバレッジの構造（職種と企業の規模による）

	経済活動 人口に占 める%	拠出中		拠出して いない	不明
		AFP	INP		
		%	%	%	%
職種					
雇用者	3.7	45.1	5.8	47.4	1.7
自らの口座	20.3	15.6	5.7	78.4	0.3
単純労働者/契約労働者	67.7	75.2	4.7	19.7	0.4
家庭内サービス(住込み)	1.3	59.5	16.3	23.0	1.2
家庭内サービス(通い)	4.4	30.0	7.9	61.8	0.4
無給家庭内労働者	1.3	3.7	1.9	93.8	0.6
軍	1.3	4.0	94.4	1.3	0.3
不明	0.0	44.8	2.6	39.3	13.3
企業の規模					
0 - 4	39.7	30.7	6.0	62.8	0.5
5 - 9	11.4	65.6	4.7	29.0	0.7
10 - 49	23.3	76.9	5.2	17.6	0.3
50 - 199	12.4	81.0	6.2	12.5	0.3
200人以上	9.6	81.3	12.0	6.5	0.2
不明	3.7	67.5	7.9	22.5	2.1
総計	100.0	57.9	6.4	35.3	0.5

出所：CASEN（1996）のなかの統計を用いて著者が計算。

・二つ目は、多くの賃金労働者が保険料を継続的に払い込んでいないことである。これは、季節賃金雇用、パートタイム雇用及び社会保障法があまり履行されていないインフォーマル・セクターによるものだ。ここで注目すべきは加入者数（少なくとも一度でも保険料を支払った者）が1982年の144万人から1998年6月には584万人にまで大きく増加したことである。なお、このカバレッジは当時の総労働人口を上回っている。しかし、それぞれの支払期日に保険料を支払う有効拠出者数は1982年の101万人から1998年6月の329万人に増加したに過ぎない。これは労働力の58.4%に相当し、ラテンアメリカの標準からすれば高い数字ではあるものの、期待されていたよりも低い。さらに驚くことはこの2つの数字のギャップが広がっていることである。つまり加入者に対する有効拠出者の比率は1983年の75%超がピークで、1998年6月には56%にまで徐々に低下している。

図3 チリの新しい年金システムへの加入者数と拠出者数（1981 - 1999）



(2) チリの年金改革における財政責任

この種の改革を実施するための財政コストをめぐりいろいろな議論があるが、このテーマはさらに複雑である。なぜならば旧制度がどう運営されたか、またそれが改革によりどう影響されてきたかを理解することが必要だからだ。旧制度では、既に退職した世代は現役の頃に行った拠出によって国への債権者となっており、国はこの債務をファイナンスするために、現役世代又は労働世代との間に新たな債務契約を締結していた²⁷。だが年金改革により、国のそのような保険数理的課題を実行する能力は限定され、債務は国家予算から返済するしかないことが明らかになったのである。

制度変更に伴って発生した債務は、改革の時点で既に給付中だった年金の現在価値、任意に旧制度に留まった加入者への純給付額の現在価値、及び新制度に移行した加入者が旧制度下で行った積立金に関する認証債券の現在価値の合計から、技術的準備金と旧制度に留まった加入者が将来支払う保険料の現在価値を差し引きし、福祉年金と最低年金における国の支払保証額の現在価値と、旧制度が引き続き適用される軍に関するキャッシュフロー不足額の現在価値を加えたものとして計算することができる。その結果、制度変更に伴う債務は GDP の 126% に相当すると推定された²⁸。すなわち、チリの年間生産額の 1.3 倍と推定された。

²⁷ Schmit Hebbel (1994).

²⁸ Holzman (1997) p.31.

社会保障赤字をチリの政府財政統計（表 6 第 5 列）で報告されているような形で捕らえることには議論の余地がある。年金基金監督局（SAFP = Superintendencia de AFP）は赤字総額を、賦課方式から積み立て方式への移行に専ら起因する部分と、認証債券に関連する部分とに分けている。前者は、Cajas de Previsión が社会保障基準局（INP）²⁹へ統合された後に、Cajas de Previsión が支払うべき年金をファイナンスするために国が直接拠出する資金として扱われるものを含んでいる³⁰。

²⁹ INP は 1980 年法令第 3502 号、1988 年 1 月 20 日の法令第 18689 号により、国防軍と警察を対象とする基金（Cajas de previsión de la Defensa Nacional 及び Dirección de Previsión de Carabineros de Chile）を除く、既存の社会保障基金（Cajas de Previsión Social）と年金ファイナンス基金（Fondo de Financiamiento Previsional）を全て社会保障基準局（INP）に統合して創設された。また、この統合された社会保障基金には Caja de Empleados Públicos（公的部門労働者とジャーナリスト）、Caja de Empleados particulares（民間労働者）、Cajas de la Marina Mercante（商船員、高級船員とクルー）、Cajas Municipales（地方自治体労働者と肉体労働者）、Caja Empleados Municipales de Santiago（サンティアゴ市公務員）、Caja Empleados Municipales de Valparaíso（バルパライソ市公務員）、Caja Obreros Molineros y Panificadores（製粉業者とパン製造業者）、Caja Ferrocarriles del Estado（国有鉄道労働者）、Caja Consumidores de Gas de Santiago、Caja Hípica Nacional、Cajas de la Empresa de Obras Sanitarias（水道会社労働者及び肉体労働者）及び Servicio de Seguro Social があった。

³⁰ Bustamante (1998) p.5.

表 6 国の社会保障赤字とその構成 (GDP に占める%)

年	移行に関連した赤字					その他		社会保障赤字の合計 (8)
	INP への国の直接拠出		認証債権 (3)	移行による赤字		INP への国の直接拠出		
	(1) Civil	(2) Total		(4) Civil	(5) Total	(6) Asist.	(7) Mín.	
1981	1.5	3.6	0.0	1.5	3.6	0.2	0.00	3.8
1982	1.9	6.0	0.1	2.0	6.1	0.3	0.00	6.4
1983	2.3	6.5	0.2	2.5	6.7	0.4	0.00	7.0
1984	3.2	6.9	0.2	3.4	7.1	0.5	0.00	7.6
1985	4.2	6.0	0.2	4.4	6.2	0.5	0.00	6.7
1986	3.9	5.9	0.3	4.2	6.2	0.5	0.00	6.8
1987	3.3	5.2	0.4	3.7	5.6	0.5	0.00	6.0
1988	3.4	4.6	0.4	3.8	5.0	0.4	0.00	5.3
1989	2.5	4.7	0.4	2.9	5.1	0.3	0.01	5.4
1990	3.3	4.5	0.5	3.8	5.0	0.3	0.01	5.4
1991	3.3	4.5	0.5	3.8	5.0	0.3	0.01	5.4
1992	3.1	4.3	0.5	3.6	4.8	0.3	0.01	5.2
1993	3.2	4.4	0.6	3.8	5.0	0.3	0.01	5.3
1994	3.0	4.2	0.7	3.7	4.9	0.3	0.01	5.2
1995	2.9	3.9	0.7	3.6	4.6	0.3	0.02	4.9
1996	2.8	4.2	0.7	3.5	4.9	0.3	0.02	5.2
1997	2.9	4.1	0.8	3.7	4.9	0.3	0.02	5.2
1998	2.9	4.3	0.9	3.8	5.2	0.3	0.03	5.5
1999	3.2	4.5	1.0	4.2	5.5	0.4	0.00	5.9
81-89	2.9	5.5	0.2	3.2	5.7	0.4	0.00	6.1
90-99	3.1	4.3	0.7	3.8	5.0	0.3	0.01	5.2
81-99	3.0	4.9	0.5	3.5	5.3	0.4	0.01	5.7

出典：Bustamante(1998)、Arenas(1999)、Ministerio de Hacienda, *Dirección de Presupuesto*, 1998 に基づき、著者が計算。

表 6 は、この軍関係の年金を除く政府の年金赤字は制度運用開始以来の 18 年間で毎年の GDP の約 3.5% に相当したことを示している³¹。また 90 年代では赤字総額は GDP の 5.2% 程度になってきており、制度移行に直接関係する赤字は GDP の 3.8% 前後であることも見て取れる。この 18 年間で国の直接拠出の GDP 比は低下しており、認証債券の GDP 比は高まっている。

このデータを論理的に解釈するなら、制度移行に伴う直接コストは別として、この制度ではカバレッジを拡大できないことと、軍が制度の対象外であることから、保証費用がその重要性を増しつつある。新制度導入から 18 年、労働者が彼らの貯蓄口座に入れるのは GDP の約 2.6% であり³²、国は GDP の 5.7% を超える年間社会保障赤字を引き受けなければ

³¹ データは比較を容易にするために GDP に対する百分比として表示されている。政府財政統計は名目値で表示されており、Bustamante (1998) のデータは 1998 年 10 月現在のドル価格で表示されている。

³² この貯蓄フローは積み立て部門のカバレッジの拡大とともに増えており、2000 年には GDP

ならなかったこととなる。この赤字額のうち正確にどの程度が改革によるものかについては様々な議論があるが、制度運用と改革に起因する財政債務は表 6 に示されている³³。

(3)資本市場の発展

1999 年 3 月には合計 3,163,313 名の加入者が年金制度への支払を行った（チリにおける全経済活動人口の 55%）。現在の保険料だけに関していえば、年金制度から金融部門に対して流れた金融貯蓄のフローは GDP の 3% に相当するものとなっている（これは純フローであり、基金から生じた利息や配当の再投資、給付金を請求した者による資金の回収額を含まない）。

a. 規制と監督

新制度は全ての契約労働者に対し強制的性格を持つため、国は年金基金に蓄積された資産を完全に保全するための措置を講じなければならない。これは制度のレギュレーターとしての役割を通じて行われる。

規制の枠組みには 2 種類がある。つまり、プルデンシャル規制と組織への規制である。プルデンシャル規制は労働者の基金がリスクの高い証券に投資される可能性を減らすことを目的としており、証券が市場価格で評価されることを強制し、金融マネージメントが失敗したり基金が投資する証券がよくない方向に進んだりする可能性を低減するものである。一方、組織への規制は AFP とその他金融システムとの利益関係を限定し、また金融マネージメントが失敗した場合の AFP オーナーの責任を定めている。

表 7 チリの年金基金への規制

<p>1. 年金基金投資へのプルデンシャル規制</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 年金基金は、法律が特に認めた金融商品にのみ投資できる。 2. 年金基金は、定められた金融商品と認められた発行主体といった点で、ポートフォリオの分散について非常に厳しいルールに従う。 3. 年金基金による投資が認められている金融商品は全て国家リスク格付委員会により評価、承認されなければならない。 4. 年金基金のポートフォリオ投資は全て年金基金監督局が定めた価格を用いて日々計られる（ポートフォリオの 85% は実質株価で計られる）。 5. 年金基金の金融運営は最低運用益率の要件に従う。最低運用益は市場で競合する他の AFP の実績に関連して算定される。 6. 年金基金証券の少なくとも 90% は中央銀行に保護預りされる。
<p>2. 組織への規制</p> <ol style="list-style-type: none"> 7. 全ての AFP は自らが管理する年金基金とは完全に独立・分離した責任を有する株式会社である。 8. 各 AFP は一つの基金のみを運営することが認められる。 9. AFP は基金の最低運用益率を保証する責任があり、必要な場合には、この最低運用益を達成するために中央銀行に預託した資本準備金を使用する。

また法律は 2 種類の保証を定めている。全ての AFP は、一定期間の間の AFP 市場全体

比で社会保障赤字を超えると予想されている（Arenas (1999)）。

³³ Arenas de Mesa (2000).

で達成された平均運用益に基づく最低実質運用益率を報告しなければならない。また国も最低年金額を保証するとともに、その請求のための適格要件を明記する。

レギュレーターとしての役割を履行する国の機関は年金基金監督局である。監督局は AFP を監視・監督する専門機関であり、国の財源からファイナンスされる独自の資産を持つ独立機関である。その職務は金融、保険数理、法律及び官房分野をカバーし、労働社会保障省の社会保障担当次官を通じて政府との関係を有している。

b . 年金基金の残高とパフォーマンスに関する規制の枠組みの効果

年金基金の累積額は、創設以来の 18 年間で急速に拡大しており、同期間 GDP 比で 1% から 44% にまで増加した。これは制度の若さを反映するものであり、残高の拡大は保険料支払い者数の増加と退職者数の少なさの結果であり、またチリの金融市場が発展してくるなか段階を追って年金基金の投資が認められ、資産価値が増加した結果である。これら年金基金の価値は 1998 年には GDP の 40% を超えるまでに成長した。

表 8 年金基金の累積額と利益率

Years	基金の累積額		成長率		利益率		
	10 億 ドル	GDP 比 (%)	合計	一人 当たり	実質 利益率	個人の口座	
						10 UF	30 UF
1981	0.3	0.9	4.7	3.2	12.9	-5.2	3.2
1982	0.6	2.5	-10.3	-11.9	28.5	15.8	23.6
1983	1.1	5.7	-3.8	-5.3	21.2	14.7	18.5
1984	1.2	6.5	8.0	6.4	3.6	-0.1	1.9
1985	1.5	9.3	7.1	5.5	13.4	10.1	11.3
1986	2.1	12.0	5.6	3.9	12.3	9.9	10.7
1987	2.7	13.1	6.6	4.9	5.4	4.0	4.4
1988	3.6	14.8	7.3	5.6	6.5	5.6	6.0
1989	4.5	16.2	10.6	8.9	6.9	6.3	6.6
1990	6.7	22.0	3.7	2.0	15.6	15.4	15.6
1991	10.1	29.1	8.0	6.3	29.7	23.5	23.9
1992	12.4	29.6	12.3	10.6	3.0	0.9	1.1
1993	15.9	35.1	7.0	5.3	16.2	14.4	14.6
1994	22.3	44.9	5.7	4.1	18.2	11.2	11.5
1995	25.4	42.9	10.6	9.1	-2.5	-4.4	-4.1
1996	27.5	40.1	7.4	5.9	3.5	1.0	1.7
1997	30.9	40.0	7.6	6.2	4.7	1.7	2.6
1998	31.1	42.0	3.4	2.0	-1.1	-3.5	-3.0
1999	34.5	45.9	-1.1	-2.4	16.3	15.0	15.1
累積							
1981-99			5.1	3.6	10.9	6.9	8.4
1982-99			5.2	3.6	10.8	7.6	8.7
1983-99			6.2	4.6	9.9	7.1	7.9
1984-99			6.8	5.2	9.2	6.7	7.2
1985-99			6.7	5.1	9.6	7.1	7.6
1986-99			6.7	5.1	9.3	6.9	7.4
1987-99			6.8	5.2	9.1	6.7	7.1
1988-99			6.8	5.2	9.4	6.9	7.3
1989-99			6.8	5.2	9.7	7.1	7.4
1990-99			6.4	4.8	9.9	7.1	7.5
1991-99			6.7	5.2	9.3	6.3	6.7
1992-99			6.5	5.0	7.0	4.3	4.7
1993-99			5.7	4.3	7.6	4.8	5.2
1994-99			4.6	3.4	3.3	1.4	1.9
1995-99			3.4	2.3	4.5	2.7	3.1
1996-99			4.3	2.9	5.7	3.3	3.9
1997-99			3.2	1.9	6.4	4.1	4.6
1998-99			1.1	-0.2	7.2	5.3	5.7
1999			-1.1	-2.4	16.3	15.0	15.1

出所 *Superintendencia de AFP and Banco Central de Chile* の統計に基づき計算。

年金基金の実質年間運用益は高いレベルにあるが、変動が激しい。この変動の激しさは、この間、国内金融市場が激しい変動を経験したことで説明できる。

エクスポージャーは次の 2 つの現象による。(a)レギュレーターにより維持されるランキングを恒久的に上げようとして、各年金基金マネージャーが短期的な運用益を最大化しようとする事、(b)規制により、第一に投資は事前に設定された範囲の証券に限定され、第二に市場平均から大幅に乖離した運用益は得られないため、各年金基金のポートフォリオ

に大きな差異がないことである。

しかし、それぞれ個人の拠出者のレベルでみると運用益率は一層複雑なものとなる。というのも、年金制度に加入し、運用益を得るためには、口座管理費や手数料を支払わなければならないからである。この手数料は固定されており、低所得拠出者に対しては逆進的な効果がある。表8の最後の2列は拠出者レベルでみた場合に運用益率はかなり低くなり、低所得加入者の場合には特に低いことを示している。手数料の問題は本節のセクションdで分析している（表8は、加入年ごとの累積運用益率を記しているが、率には収束傾向が見られる）。

c . 金融市場と投資への影響

社会保障保険料が、権利を取得するための課税という性格から資本を蓄積するための貯蓄という性格へ変化することで、年金改革は資本市場の発展に対して以下の3つの成果があったといわれる。(1)投資資本の源となり、資本市場の発展を支えた。(2)基金が民間企業により運営されているため、最高の投資機会に効率的に配分されている。(3)国民貯蓄水準の引き上げに大きな役割を果たすことで経済成長に貢献した³⁴。

(1)投資資本の源は増加したか？

賦課方式から個人積立方式への移行コストをファイナンスするための十分大きな財政赤字があったおかげで、年金基金の創設は実質投資のための資本の源を生み出した。

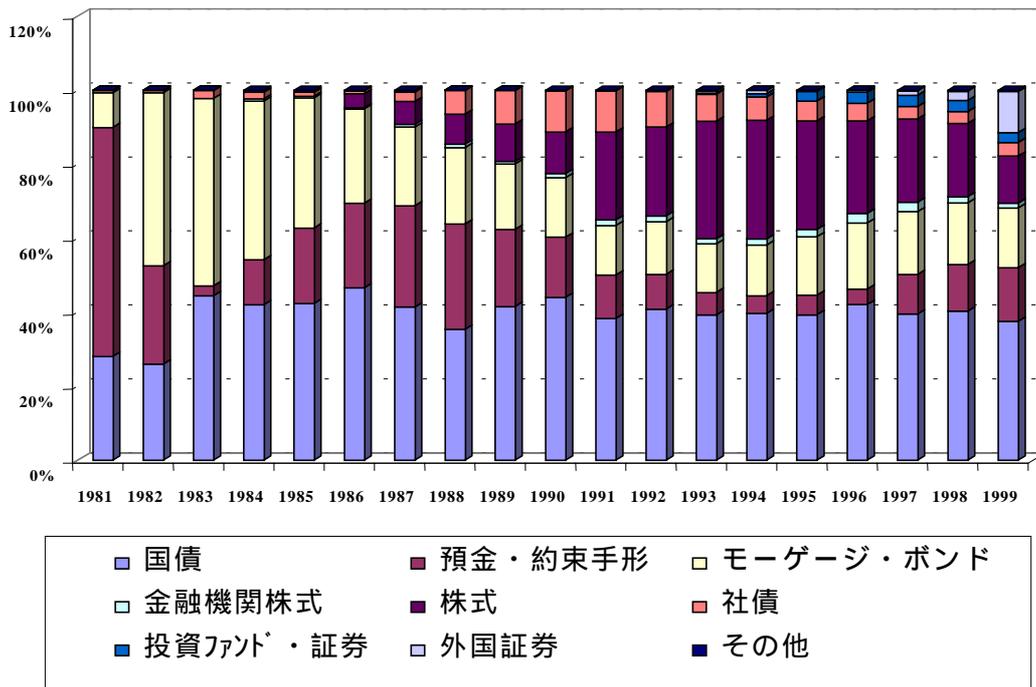
(2)これらの基金は増加している多様な金融仲介機関に十分に分散しているか？

何ら保証的な仕組みを持たない任意の制度と比較した場合、年金基金のポートフォリオの構成は、増加している多様な金融仲介機関の中での効果的な配分というよりも、規制のパターンを強く反映したものとなっている³⁵。市場における規模の経済の問題と、年金基金マネージャーが新たな加入者を惹きつけようとする行動のために、マーケティング・コストは高くなり、加入者が支払う手数料の高額化を招いている（図4参照）。

³⁴ Gerald and Jenkins (1993) ch.1 .

³⁵ 々はチリにおける規制が少なくとも2つの形態の保証を求めていることを想起しなければならない。第一に、規制は金融市場における異なるプレイヤー間の利害衝突を防ぐことを目的としており、そのため規制の枠組みのなかで保有可能な資産の種類も資本市場の発達に伴い段階的に増えていること。第二に、規制は、年金基金の運用益は全基金の平均運用益から大きく下回らないよう保証しようとしており、平均的な基金のポートフォリオから大きく異なるようにするインセンティブを設けている。

図4 チリの年金基金によるポートフォリオ投資の構造



(3) 民営年金基金は国民貯蓄を増加させたか？

国民貯蓄に対する年金改革の直接的な影響は最大限に見積もっても非常に弱いものである。この場合の主な要素とは年金制度の赤字や改革コストを吸収するために公共部門の黒字が創出されたことである。しかし、中央銀行による不胎化目的（為替及び金融政策と一貫した形で、第1部参照）のための公開市場操作を可能とすることで経済安定化を促進し、また金融貯蓄を実物投資に転換するために必要な資本市場の発展に寄与するといった間接的な形での貢献はある。

1990年代を通じて、社会保障赤字の削減以上の、かなりの財政努力が続けられ、また強化されてきた³⁶。チリが将来もこうした努力を持続できるかは社会保障赤字がどのように推移するかによる。というのも、年金基金から生じる純貯蓄は、GDP比でみて、制度が成熟するにつれカバレッジとともに安定化する傾向にあるからである。財務省の仮予測では、社会保障赤字は最低保証年金の水準、制度のカバレッジ及び年金基金が達成する運用益に大きく左右されそうなことを示している³⁷。

d. 年金運営産業と管理コスト

AFP市場には、経済の効率性を向上させる競争の拡大を抑制する特徴が2つある³⁸。その第一はAFPサービスへの需要に関するものである。労働者の基金を保護するために必要とされる規制がAFPの生産物の差別化を妨げている。サービスへの需要は手数料の水準に

³⁶ Arrau (1995), Arenas de Mesa and Marcel (1993).

³⁷ Arenas de Mesa (1999).

³⁸ Mastrangelo (1999).

さほど敏感ではない（需要の価格弾力性が低い）ため、AFPにとって最も利潤の上がる競争戦略は、市場での自らのシェアを維持または伸ばすよう営業力を使うことで、AFP産業に集中化をもたらしてきた。

第2の特徴は手数料の徴収方法に関するものである。手数料は所得に比例する一方、AFPサービスの平均生産コストは一定であるため、拠出者一人当たりの利幅は所得に比例する。従って、AFPは高所得者を加入させようとすることになる。

これにより、価格引き下げも生産物の差別化も競争における選択肢とはならない状況が生まれ、需要に影響を与える唯一の方法は大規模な営業部隊を雇用することとなり、これがマーケティング・コストを引き上げ、制度の効率性を低下させている。各AFPのねらいは年金産業における規模の経済のメリットを利用するために、可能な限り多数の加入者を他のAFPから引き抜くことである。

表9 年金基金の集中度と管理コスト

年	集中度 (3大基金の集中度合い)				移籍数	営業者数
	AFP数 (1)	基金量 (2)	加入者数 (3)	拠出者数 (4)	(x 1000) (5)	(x 1000) (6)
1982	12				...	1.9
1983	12				14	1.2
1984	12				135	2.3
1985	11				211	2.4
1986	12				177	2.2
1987	12	67	63	66	183	2.3
1988	12				275	2.6
1989	13				282	2.6
1990	13				389	3.4
1991	13	59	67	69	505	4.1
1992	13				626	6.4
1993	17	54	68	68	880	10.6
1994	19				982	14.8
1995	16	54	69	67	1323	15.5
1996	13				1529	18.0
1997	13	55	69	65	1600	17.5
1998	9	63	74	72	750	6.3
1999	8	70	78	75	500	3.6
年	マーケティング 経費	運営経費	年金コスト	課税所得	固定手数料 料	年金コスト
	拠出者一 人当たり (1000 \$ 96) (7)	拠出者一 人当たり (1000 \$ 96) (8)	拠出者一 人当たり (1000 \$ 97) (9)	拠出者一 人当たり (1000 \$ 97) (10)	拠出者一 人当たり (1000 \$ 98) (11)	平均所得 に占め る% (12)
1982	6.2	173.6	1.38	3.57
1983	0.8	3.1	7.3	149.9	1.57	4.87
1984	0.7	2.9	6.5	136.7	1.31	4.76
1985	0.6	2.7	5.8	128.6	0.96	4.51
1986	0.5	2.4	5.7	139.3	0.79	4.12
1987	0.5	2.3	5.3	134.0	0.68	3.98
1988	0.6	2.4	5.9	147.5	0.77	4.01
1989	0.5	2.5	5.7	160.0	0.54	3.54
1990	0.7	2.9	5.2	166.3	0.35	3.15
1991	0.8	3.1	5.4	173.6	0.30	3.10
1992	1.0	3.3	5.7	184.2	0.18	3.07
1993	1.3	3.9	6.1	199.8	0.15	3.07
1994	1.6	4.3	6.4	210.8	0.11	3.06
1995	1.8	4.4	6.8	223.7	0.10	3.06
1996	2.2	4.6	7.0	233.9	0.21	2.99
1997	2.3	4.8	7.3	245.1	0.22	2.96
1998	1.5	4.7	7.5	253.1	0.22	2.62
1999	1.4	4.5	7.7	265.0	0.22	2.52

当初、AFPに認められた手数料は4つの要素からなっていた。固定手数料、所得に比例した手数料と個人口座収支に比例した手数料(1988年まで)、加入者保険料の預託手数料である。これらの要素は各AFPにより全ての加入者に対して同じ料率で自由に設定される。この仕組みはAFPマネージャーに対し価格競争にもコスト管理にもインセンティブを与

えるものではない。固定手数料は AFP マネージャーによる低所得労働者との契約を奨励することを目的としたものだが、結局は低所得者層にとってはシステムが相対的に高コスト負担となり不公正なものとなっている。その結果、高所得労働者が支払う保険料から低所得労働者の支払う保険料への補填を促進する歩合手数料が導入された。しかしながら、加入者に高いマーケティング・コストをもたらす可能性が明らかにあるために、この手数料の仕組みについては懸念が生じている。

保険料払込者にとってのコストは 1982 年の課税対象所得の 3.57% から、1983 年には 4.87% にまで上昇したが、その後低下し、1999 年はまだ 2.4% 強の水準となっている。これらの数字は国際的にみた年金基金の管理コストよりもはるかに高いが、外国では含まれていない社会保障サービス（遺族年金と障害者年金をカバーする保険プレミアムの購入）も含まれている。1999 年 4 月までに、運営手数料をカバーする部分の保険料は、課税対象賃金の 1.85%、又は保険プレミアム（法定保険料の 24.9%）込みの課税対象所得の 2.49% となっている³⁹。

結論

金融自由化は外国資本を最も有効な形で利用しようとする。これは、資金を国内で健全に吸収するよう保ち、対外要因に対する脆弱性を低いレベルに保つことを意味する。成功のためには、一連の目標に対処する積極的な政策が必要である。これら目標としては持続可能な資金流入、物価と金融の安定、競争的為替レートなどがあげられる。持続可能な成長は、輸出の促進と増大した国内貯蓄からなされた実物投資が導いた。組織化された金融部門を発展させるためには、プラグマチックなアプローチが取られる必要があり、実質レートからの過度の乖離を避ける為替政策、消費をコントロールし続ける財政金融政策が取られる必要がある。資本移動の量が少なく、多少の流入でも大きな影響があるなか、絶えず変化し続ける現実に対処するためには、プラグマチックに資本勘定を管理することが最善の方策であるようにも見える。国際金融市場への統合を保証するものは資本勘定の自由化ではなく、むしろ自国の金融市場のソルベンシーについて国際的な信頼を得る能力とマクロ経済のファンダメンタルズであろう⁴⁰。

社会保障システムでは、ラテンアメリカの潜在的加入者の特性を踏まえ連帯的要素をデザインしなければならない。ラテンアメリカでは高齢化が急速に進展する一方で、多くの労働力が正式な安定した職をなかなか得られない。チリの年金改革のもとでは、加入者の多くが妥当な年金給付を得るだけの基金を構築するのに十分な貯蓄を年金個人口座に有していない。現役労働者の多くは定年に達した時には保険に十分入っていないか、全く加入していないままになっていることだろう。社会保障改革について議論する際にはこの問題を取り上げなければいけない。制度は、そのような者たちをもカバーするという公的部門の補完的役割を組み込んで設計、ファイナンスされるべきである。また個人口座管理における効率性を向上させるのに必要な制度の発展も求められる。ポートフォリオの分散は進

³⁹ SAEP (1999) p.46.

⁴⁰ Zahler (1997).

んでおらず、管理コストも高いことが加入者への給付額を下げている。今のチリのシステムとは異なった方法で効率や分配を改善することがまだ必要である。他のラテンアメリカ諸国が他のアプローチ、すなわち公的な柱と民間の柱を混ぜたモデルや両方の柱を競い合わせる並列モデルを開発する方向に進んでいることは驚くには当たらない。いずれにせよ、社会保障原理を達成するよう、公的なものと民間との適当な組み合わせを開発するための余地はまだまだ大きい⁴¹。

⁴¹ ECLAC (2000a).

参考文献

- Agosin, M. R. (1998), "Entrada de capitales y desempeño de la inversión: Chile en los años noventa," in R. Ffrench-Davis and H. Reisen (1998).
- Agosin, M.R. and R. Ffrench-Davis (2000), "Managing capital inflows in Chile," in S. Griffith-Jones, M. F. Montes and A. Nasution (eds.), *Short-Term Capital Flows and Economic Crises*, Oxford University Press/WIDER, Oxford.
- Aninat, E. and C. Larraín (1996), "Flujos de capitales: lecciones a partir de la experiencia chilena," *Revista de la CEPAL* 60, December.
- Arellano, J. P. and R. Cortázar (1982), "Del milagro a la crisis: algunas reflexiones sobre el momento económico," *Colección Estudios CIEPLAN* 8, July.
- Arellano, José Pablo (1980), "Sistemas Alternativos de seguridad Social: Un análisis de la experiencia chilena," *Colección Estudios CIEPLAN* 4, November.
- Arenas de Mesa Alberto (2000), "El sistema de pensiones en Chile: resultados y desafíos pendientes," in CEPAL/CELADE/FNUAP Encuentro Latinoamericano y Caribeño sobre las personas de edad. Comisión Económica para América Latina, Santiago de Chile.
- Arenas de Mesa Alberto and Mario Marcel 1993, "Proyecciones de gasto previsional 1992-2038: Un modelo de simulación para los bonos de reconocimiento," Santiago, Dirección de Presupuesto, Ministerio de Hacienda, Documento de Trabajo (February).
- Arrau, Patricio (1995), *Evolución de la Tasa de Ahorro Nacional en Chile: 1980-1994 (Borrador Preliminar)*, ECLAC Development Finance Unit.
- Barrera, F. and M. Cárdenas (1997), "On the effectiveness of capital controls: The experience of Colombia during the 1990s," *Journal of Development Economics* , 54 (1).
- Bustos C., Raúl (1995), Reforma a los sistemas de pensiones. Peligros de los programas opciones en América Latina en "Quince Años Después. Una mirada al sistema privado de pensiones". Centro de Estudios públicos.
- Calderón, A. and S. Griffith-Jones (1995), "Los nuevos flujos de capital extranjero en la economía chilena: acceso renovado y nuevos usos," *Serie Desarrollo Productivo*, No. 24, CEPAL, Santiago.
- De Gregorio, J. , S. Edwards and R. Valdés (2000), "Controls on capital inflows: do they work?," *Working Paper* N. 7645, NBER, April.
- ECLAC (Economic Commission for Latin America and the Caribbean) (1995) "Reformas a los Sistemas de Pensiones de América Latina y el Caribe," *Serie de financiamiento de Desarrollo* No 29 (LC/L.879), Santiago Chile, February.
- ECLAC (2000), *Equidad Desarrollo y Ciudadanía*, Comisión Económica para América Latina y el Caribe, Santiago de Chile.
- ECLAC (2000), *Crecer con Estabilidad: El financiamiento del desarrollo en el nuevo contexto internacional*, Comisión Económica para América Latina y el Caribe, Santiago de Chile.
- , M. R. Agosin, and A. Uthoff (1995), "Movimientos de capitales, estrategia exportadora y estabilidad macroeconómica en Chile," in Ffrench-Davis and Griffith-Jones (1995).
- Ffrench-Davis Ricardo and H.Tapia (2000), *Three policy varieties to face capital surges in Chile* (Draft paper prepared for ECLAC/Ford Foundation Project *Preventing financial crisis in "successful" emerging economies*.
- (1999a), *Macroeconomía, comercio, finanzas: para reformar las reformas en América Latina*,

- McGraw-Hill, Santiago.
- (1999b), *Entre el neoliberalismo y el crecimiento con equidad: tres décadas de política económica en Chile*, Dolmen Ediciones, Santiago.
- , M. R. Agosin, and A. Uthoff (1995), "Movimientos de capitales, estrategia exportadora y estabilidad macroeconómica en Chile," in Ffrench-Davis and Griffith-Jones (1995).
- Held, G. and F. Jiménez (2000), "Liberalización, crisis y reforma del sistema financiero chileno," Proyecto Ford.
- Helpman, E., L. Leiderman, and G. Bufman (1994), "A New breed of Exchange Rate bands: Chile, Israel and Mexico," *Economic Policy*, No.19, October.
- Krugman, P. (1979), "A model of balance of payments crises," *Journal of Money, Credit and Banking*, 11.
- Labán, R. and F. Larraín (1997), "Can a liberalization of capital outflows increase net capital inflows?," *Journal of International Money and Finance*, Vol. 16, No.3.
- Larraín, C. (1995), "Internacionalización y supervisión de la banca en Chile," *Estudios Públicos* 60, Santiago, Spring.
- Larraín, Laban and Chumacero (1997), "What Determines Capital Inflows ?: An Empirical Analysis for Chile," Manuscrito Banco Central de Chile, marzo.
- Le Fort, G. and S. Lehmann (2000), "El encaje, los flujos de capitales y el gasto: una evaluación empírica," *Documento de Trabajo* No.64, Banco Central de Chile, February.
- Massad, C. (2000), "Capital flows in Chile: changes and policies in the nineties," in *Financial Globalization and the Emerging Economies*, ECLAC/Jacques Maritain International Institute, Santiago.
- Ocampo and Tovar (1999), "Price-based capital account regulations: the Colombian experience," *Serie Financiamiento del Desarrollo*, 87, Santiago de Chile, Publicaciones de Naciones Unidas, CEPAL.
- SAFP (Superintendencia de las Administradoras de Fondos de Pensiones) (1999), *Boletín estadístico*, No. 143, Santiago, Chile.
- Schmidt-Hebbel, K., L. Hernández and F. Gallego (1999), "Capital controls in Chile: effective? efficient?," *Documento de trabajo* No.59, Banco Central de Chile, December.
- Valdés-Prieto, S. (1992), "Financial liberalization and the capital account: Chile, 1974-84," in E. Caprio and J. Hanson, eds., *Financial reform: theory and experience*, Cambridge University Press.
- Valdés-Prieto, S. and M. Soto (1998), "New selective capital controls in Chile: are they effective?," *Empírica*, 25(2), 1998.
- Valdés Prieto, S. and M. Soto (1998), "The Effectiveness of Capital Controls: Theory and Evidence from Chile," *Empírica*, 25, Amsterdam, Kluwer Academic Publishers.
- (1996), *The crawling-band as an exchange rate regime: lessons from Israel, Chile, and Colombia*, Institute for International Economics, Washington, D.C.
- Villar, L. and H. Rincón (2000), "The Colombian economy in the nineties: capital flows and foreign exchange regimes," presentado en la conferencia "Critical Issues in Financing Reform: Latin American, Caribbean and Canadian Perspectives," organized by The Munk Centre for International Studies Programme on Latin Latin American and the Caribbean, Toronto, Universidad de Toronto, June.
- Williamson, J. (1992), "Acerca de la liberalización de la cuenta de capitales," *Estudios de Economía*, Vol. 19, No.2, Universidad de Chile, Santiago.