

りそな企業年金研究所

企業年金ノート

目次

【本題】	分散投資 ～ポートフォリオの考え方～	……………P1
【コラム】	平成19年4月1日施行の「老齢厚生年金の支給繰下げ」	……………P5
【レポート】	労働条件の不利益変更について（第2回）	……………P7

分散投資 ～ポートフォリオの考え方～

企業年金の制度面への影響という観点で国際会計基準導入への関心が高まっていますが、今後の準備という点では、年金資産の運用においても運用に関するポリシーの明確化を図り運用方針を企業ガバナンスの観点でしっかりと立てておくことが非常に重要になってきております。

このような状況を踏まえて、今回は投資を行う際の「ポートフォリオの考え方」についてももう一度基本に立ち返り、整理し、ご紹介いたします。

投資の意義

保管、貯蓄そして投資はどのように違うのでしょうか。

“保管”はお金をいつでも使える状態においておくことです。それに対して“貯蓄”はそのお金を満期日まで使うことはできませんが、満期日に当初のお金（投資元本）に加えて利息を受け取ることができます。それが“投資”になると、投資元本そのものが増減することになります。つまり「投資元本が増減するという不確かなもの（『リスク』）を受け入れる、或いは我慢することにより、その見返りとしての成果（『リターン』）を得ること」これが投資です。

リスクとリターン

では、投資ではどのようなリスクを受け入れてリターンを目指していくのでしょうか。

代表的なリスクとして、投資をしている間はそのお金が使えないという「流動性リスク」と、内外の経済状況や市場動向、企業業績など様々な要因により投資した証券や商品の価格が変動するという「価格変動リスク」があります。投資家はこれらのリスクを受け入れる見返りとしてリターンを得ることができます。このとき、得られるリターンの大きさは受け入れるリスクの大きさによって異なってきます。この点について、債券投資と株式投資を例にご説明いたします。

債券投資と株式投資

まず、債券と株式を発行する企業の立場からとらえてみます。

企業がいわゆるマーケットから資金を調達する場合、債券を発行して調達する方法と株式を発行して調達する方法があります。

債券は企業の負債です。企業は、債券発行によって資金調達をすると、予め定めた利子を定期的に支払い、償還日には元本（調達した資金）を返済しなければなりません。

これを投資家の立場からみれば、定期的に利子を受け取ることができ、償還日には元本が返還されます。但し、償還日前に資金を回収する場合、他の投資家に売却することが必要となり、その際には、いわゆるキャピタル・ゲインやキャピタル・ロス（売買差損益）が発生します。

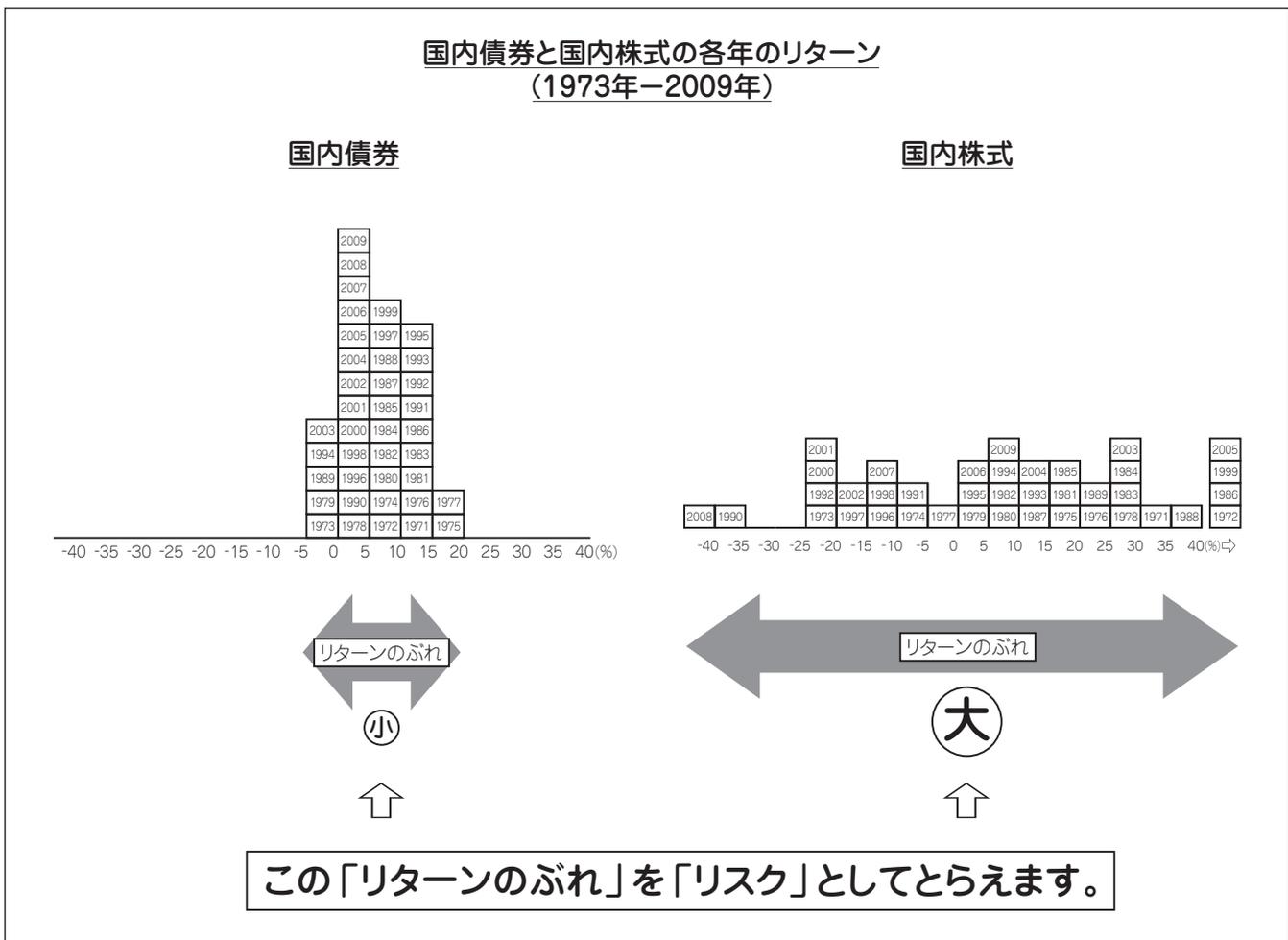
一方、株式は企業の資本です。企業は、株式発行によって資金調達をすると、返済する必要はなく、企業収益に応じて配当を行います。これを投資家の立場からみれば、企業収益に応じた配当を受け取ることができますが、資金を回収する場合、他の投資家に売却するしか方法はなく、その際にキャピタル・ゲインやキャピタル・ロスが発生します。

つまり、利子・配当は、債券では通常予め約束された金額が受け取れるのに対して、株式では企業業績によって受取額が変動します。また資金回収は、債券では償還日まで待てば元本が返還されるのに対し、株式では市場で売却することにより行われます。このような違いから、株式への投資の方が債券への投資に比べてリスクが大きくなるという特徴があります。

具体的な数値をご紹介します。

グラフ1は、1973年から2009年にかけて国内債券と国内株式に投資していた場合に、それぞれ各年で得られたリターンの分布を積み上げグラフで示したものです。

【グラフ1】



国内債券に投資していた場合、リターンが最も低かったのが1973年の-4.2%、グラフでは-5%から0%の範囲にある「1973」という表記の箱がそれを表しています。一方、リターンが最も高かったのは1977年の19.3%です。これに対し、国内株式に投資していた場合、リターンが最も低かったのが2008年の-40.6%、リターンが最も高かったのは1972年の101.4%です。

投資の分野では、このようなリターンのぶれを「リスク」としてとらえます。

このリスクについては二つのポイントがあります。ひとつは、リターンがマイナスになることをリスクとして捉えるのではなく、リターンがプラスになった場合でもリターンが変動している限りリスクがあると捉えるということです。そして、もうひとつはリターンのぶれが大きいほどリスクが大きいと捉えることです。グラフ1からはリターンのぶれは国内株式の方が国内債券より大きくなっていることがわかります。すなわち、国内株式の方が国内債券よりもリスクが大きいということです。

最初に確認しましたが、“投資”とは不確かなもの（リスク）を受け入れて、その見返りとしての成果（リターン）を得るということでした。このとき、投資家はリスクが大きくなればより大きなリターンを要求するはずで、1973年から2009年までの国内債券と国内株式の毎年のリターンの平均を計算すると、国内債券が6.1%、国内株式が9.3%になります。一方、リターンのぶれを表すリスクは、国内債券が5.4%、国内株式が27.6%になります。このように国内債券よりリスクの大きい国内株式は、国内債券よりリターンが大きくなっていることが実際にもわかります。

ポートフォリオ投資

これまで、国内債券、国内株式について、それぞれどちらかの資産にのみ投資する場合を想定してご説明してきましたが、次に国内債券と国内株式の両方をもつポートフォリオへの投資を考えます。

国内債券と国内株式をそれぞれ50%ずつ保有するポートフォリオの1973年から2009年までの各年のリターンの平均を計算すると7.7%、リスクは14.7%となります。

まず、このポートフォリオと国内債券を比較しますと、ポートフォリオのリターン（7.7%）は国内債券のリターン（6.1%）より大きくなっています。このことは、国内債券だけに投資するよりも、国内株式も併せてもつポートフォリオに投資することでリターンを高めることができることを表しています。

次に、国内株式と比較してみますと、ポートフォリオのリスク（14.7%）が国内株式のリスク（27.6%）より小さくなっています。このことは、国内株式だけに投資するよりも、国内債券も併せてもつポートフォリオに投資することによりリスクを抑えることができることを表しています。

このように、資産を分散して保有するポートフォリオに投資することにより、それぞれの資産だけに投資する場合に比べて、リターンを高めたり、リスクを抑えることができるようになります。これがポートフォリオ投資の意義であり、投資の目的に応じて国内債券と国内株式の保有割合を決め、更に外国債券や外国株式を加えて、基本ポートフォリオを構築します。また、オルタナティブ資産（非伝統的資産）など他の資産もポートフォリオに組み入れることにより、様々な投資機会を生み出すことができるようになります。

1973年－2009年のリターン／リスク

	リターン	リスク
国内債券	6.1%	5.4%
ポートフォリオ	7.7%	14.7%
国内株式	9.3%	27.6%

投資のプロセス

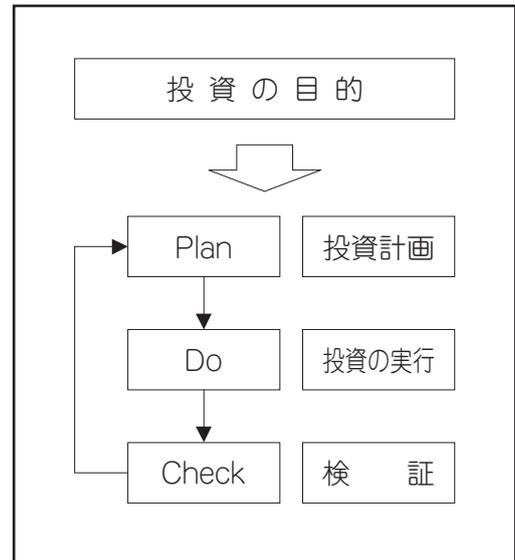
最後に、投資を行うにあたって、企業年金運営での一般的なプロセスについてご説明します。

まず、重要なことは「投資の目的」を明確にすることです。

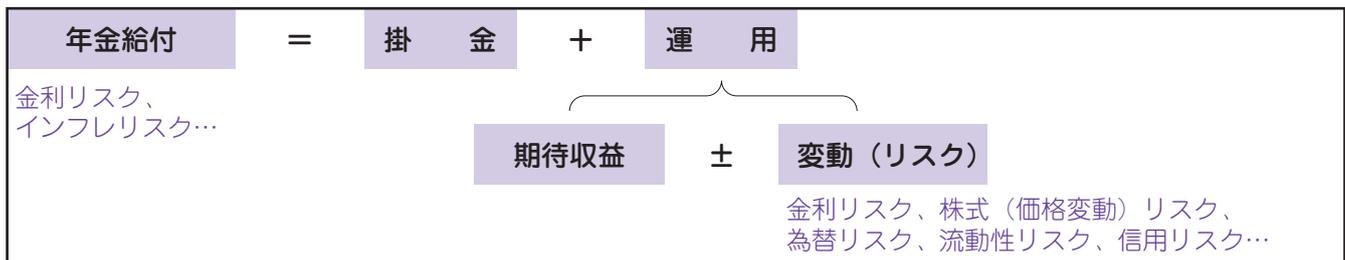
確定給付企業年金における運営目標は「年金給付額」を確保することになりますが、この年金給付額の原資は「掛け金」と「運用収益」で構成され、このうち、運用収益はリスクという不確実性という対価を払った結果ということになります。

言い換えれば、年金給付額を賄うための年金コストは固定要素の強い“掛け金”と変動要素の強い“運用”で構成されますので、年金給付のうち、掛け金でどれくらいを賄い、運用収益でどのくらいを賄うかという掛け金と運用のバランスが企業年金運営においても、また母体企業の財務運営においても重要なポイントであるということです。

投資のPDCA サイクル



掛け金と運用の関係



そして、「掛け金」と「運用」のバランス（比率）を明確にした上で、「運用」では「運用目標」（目標とする運用収益）を定め、それを実現するために資金をどのような資産にどのくらい配分（アセット・ミックス）し、さらに資産毎にどのようなプロダクト（運用マネジャー）に配分（プロダクト・ミックス）をするかを決めます。このプロセスを通じて、リスクを極力抑えながらリターンが効率的に得られるポートフォリオを構築していきます。

そして「投資計画（ポートフォリオ構築）」が決まれば、それに沿って投資を実行します。その後、運用マネジャーの運用実績をはじめポートフォリオの状況を定期的に把握・評価し、投資の目的、計画に沿ったものになっているかを検証し、必要があれば投資計画を見直し、ポートフォリオの立て直しを行います。

このように、投資の目的に沿った計画を作成し、投資を実行したあと、定期的に検証を行い、必要に応じて計画を見直すという“PDCA (Plan-Do-Check-Act)”サイクルが投資の目的を実現するための重要な鍵となります。

年金給付額を確保するために、「掛け金」と「運用」のバランスを調整し、「運用」を行う上で運用の意義、目的設定を明確にした上で運用方針を策定する。このプロセスを通じて企業年金と母体企業の共通のテーマとすることで、より年金ガバナンスの効いた安定した企業年金運営が可能となります。また、国際会計基準導入に向けた企業年金の変化に対する取り組みとしては、資産運用についてPDCAサイクルを通して適用力を高めることがその基礎となるのではないかと考えています。

— りそなコラム —

平成19年4月1日施行の「老齢厚生年金の支給繰下げ」

第6回のコラムのテーマは「厚生年金基金に係る過去の法律改正の影響」について、総合設立の厚生年金基金を担当している営業マン「A君」と、その上司「B部長」との間のディスカッションです。

今回のディスカッションは、平成19年4月1日に導入された概念である「老齢厚生年金の支給繰下げ」を話題として採りあげたものですが、平成22年4月号のこのコラムにて採りあげた「老齢厚生年金の支給繰上げ」とも若干ながら関連がある話題です。平成22年4月号のこのコラムの内容もあわせてお読みいただくと、より理解が深まるものと考えております。

A 君：本日私が訪問した厚生年金基金において、裁定や給付指図を担当している職員の方との間でりそな銀行が毎月発行している「企業年金ノート」に掲載されている記事についての話題となりました。多くの方に「企業年金ノート」を読んでいただいていることが実感できて嬉しかったのですが、その職員の方の知識の多さについていけないところもあり少し恥ずかしい思いをしました。

B部長：どんなことが話題になったのかな。

A 君：平成19年4月1日を施行日とする法改正で導入された「老齢厚生年金の支給繰下げ」についての話題です。「企業年金ノート」の平成22年4月号には平成14年4月1日を施行日とする法改正で導入された「老齢厚生年金の支給繰上げ」についての考え方が掲載されていますが、この「老齢厚生年金の支給繰上げ」という概念は性別や生年月日により適用される者が異なるという性格があり、最も早い方で「平成25年4月」にならないと適用されないということが掲載されていましたが、同じような概念であり、かつ「老齢厚生年金の支給繰上げ」よりも遅い日付の法改正で導入された考え方である「老齢厚生年金の支給繰下げ」は、すでに該当者が発生しているということや計算方法が単純ではないということなどでした。

B部長：君は、「老齢厚生年金の支給繰下げ」という概念が厚生年金基金の実務に与える影響について何も知らなかったのか。

A 君：ある程度は勉強しているつもりですので、基金の職員の方の話題にまったくついていけなかったというわけではありません。

B部長：では、「老齢厚生年金の支給繰下げ」について、簡単に説明してくれたまえ。

A 君：はい。厚生年金保険法の本則では、性別や生年月日に関係なく、老齢厚生年金の支給開始年齢は65歳とされていますが、65歳になったときに、即、年金の支給を受けるのではなく、受給者本人の意思により任意の時点まで繰下げたうえで年金の支給を受けるという制度です。

B部長：厚生年金保険法本則だけが適用されるのは、いつからだったのかな。

A 君：女子や坑内夫については5年遅れとなりますが、一般男子であれば昭和36年4月2日以降の誕生者、つまり現在49歳の者ですので、最短で今から16年後の平成38年からということになります。

B部長：君は、さっき、「すでに該当者が発生している」と言っていたのではなかったのかな。

A 君：はい。「老齢厚生年金の支給繰下げ」は「厚生年金保険法の本則による老齢厚生年金」だけが対象となるのは事実なのですが、「厚生年金保険法の本則による老齢厚生年金だけの支給しか受けられない者」というわけではなく、性別や生年月日による経過措置の対象者である「65歳未満の年齢からすでに支給を受けている者」も「65歳」に達した時点から支給繰下げができるという制

度になっているものです。

B部長：そこまで理解しているのであれば、基金の職員の方との間の話題にも十分についていけるものだと思うのだが、いったい、どんな話で恥ずかしい思いをしたのかね。

A 君：基金の職員の方は、我々銀行に対する給付指図という事務を行う前段階の処理として、受給者本人からの裁定請求書を受け付けたうえで基金として規約に基づく正しい給付を行うために裁定処理を行っているわけですが、その裁定請求書に添付していただく書類に関する話題となったときの話です。

B部長：一般的に考えると、国から受給者本人に発行されている年金証書の写しを提出していただくことになるのは、君も理解しているだろう。

A 君：はい。そのように理解しています。ところが、基金の方から「今は、老齢厚生年金の支給繰下げを選択する人から60歳の時点で国の年金証書を提出してもらえているのでスムーズに処理ができるのですが、国の年金証書を提出してもらえないような時期になったときにスムーズに処理ができるか心配」というような話を聞かされ、何を心配されているのかまったく理解できずに恥ずかしい思いをしたということです。

B部長：それで、そのまま帰ってきたのかね。

A 君：いいえ。その職員の方に依頼し、国の年金証書を提出してもらえないような時期とは、具体的にどんなケースを想定しているのか教えていただきました。平成22年の現時点では、65歳に到達した方は国からの受給は60歳から始まっているためすでに年金証書をお持ちになっているのですが、「厚生年金保険法の本則による老齢厚生年金だけの支給しか受けられない者」に該当する世代の方が「老齢厚生年金の支給繰下げ」を選択された場合、当然のことなのですが、国からの年金証書は発行されていないこととなりますので、基金として「繰下げ」処理を行う場合は、本人からの繰下げの請求書だけで処理せざるを得ないことになるんだそうです。心配されているのは、「厚生年金保険法の本則による老齢厚生年金だけの支給しか受けられない世代」というのが性別により異なるので、「支給繰下げ」の処理を行う際に、国の年金証書がすでにある方とまだ発行されていない方が並存することとなるため、性別や生年月日に応じて取扱いを定めておかないと混乱する時期が来るということです。

B部長：基金規約や法改正の内容を理解できていても、実務に関する部分についてまで理解しようとするのが難しいということがよくわかったのが収穫だったようだね。厚生年金基金制度を完全に理解するには、基金規約のみならず、給付規程などの諸規程についても理解することが必要だ。これを機会に幅広い知識を身につけ、基金の職員の方とも日常的な話ができるようレベルアップすることを期待しているよ。

A 君：わかりました。

トピックス レポート

労働条件の不利益変更について(第2回)

“労働条件の不利益変更について”の第2回目は、「労働協約を締結する方法」と「対象となる社員の個別同意を得る方法」について説明します。

1. 労働協約を締結する方法

労働協約には、個別の労働契約ならびに就業規則よりも優先する特別の効力（規範的効力）が認められています。

したがって、労働協約により労働条件が不利益に変更された場合、従前の労働契約は無効となり、当該労働組合の組合員の労働条件は、新たに労働協約で定めた基準になります。

労働協約の場合の不利益変更の効力が及ぶ者の範囲は、原則として当該労働組合の組合員ですが、事業場の社員数の4分の3以上を組織している労働組合と締結した労働協約については、同種の社員である非組合員に対しても、同様に適用されます。

ただし、労働協約が特定の組合員を不利益に取り扱うことを目的として締結された等の場合は、その効力は否定されます。

なお、労働協約により変更した場合でも、就業規則における規定の改正と改正後の就業規則の労働基準監督署への届け出等の手続きは必要です。

2. 対象となる社員の個別同意を得る方法

(1) 労使合意の必要性等

就業規則や労働協約の変更による方法以外で、労働条件を社員にとって不利益に変更する場合、当該社員の個別同意を得ることが条件となります。

なお、就業規則の基準を下回る労働契約は無効となりますので、労使合意により労働条件を不利益に変更する場合でも、就業規則において変更しておく必要があります。

(2) 同意を得る際の留意点

社員の同意を得ることにより労働条件を不利益に変更する場合、社員の自由意思に基づく同意でない場合、その同意が無効となる可能性があります。特に賃金・退職金等の重要な労働条件の不利益変更の場合、明確な意思表示に基づく同意であることが求められています。

3. 不利益変更が問題となる事例

第2回では、事例編として「業績・成果型賃金への移行」を取り上げます。

(1) 不利益変更の問題

従来の年功的な賃金制度を改正して業績・成果面の要素を高めたり、あるいは人事考課部分を拡大する場合、現行の賃金水準を下回る可能性があります。そのときは労働条件の不利益変更の問題となります。

これにつき就業規則（付属規程である賃金規程）の改正で対応する場合は、就業規則の不利益変更の問題となり、第1回に記載した「2.労働条件の不利益変更の合理性の判断」基準が総合的に勘案されて有効性が判断されます。

業績・成果型賃金への移行の必要性の点では、社員の実績等に応じた処遇をすることは、ある意味で

公平なことであり、変更の必要性は高いと評価され、変更後の賃金制度がその目的に沿った内容であれば、合理性があると判断されています。

したがって、新制度の適用により従来の賃金より大幅な下落が生じる社員に対して経過措置を講じれば、業績・成果型賃金の導入は有効と判断される可能性は高いものと考えられます。

なお、改正後の賃金制度における総体の賃金が改正前より減少した場合は、人件費削減を目的とした変更とみなされ、その必要性の有無が問われることになります。

(2) 業績・成果型賃金に関する判例

業績・成果型賃金への変更につき、有効・無効とした裁判例がいくつかありますが、代表的なものを紹介します。

①有効とした事例

ハクスイテック事件(平 13.8.30 大阪高裁判決)では、従来の年功的賃金体系を廃止して、能力・成果に応じた賃金制度を労働組合に提案したところ、拒否されたため就業規則を変更し、その効力が争われた事案です。

判決では、変更の必要性については、「(i) 近時我が国の企業についても、国際的な競争力が要求される時代になっており、労働生産性を重視し、能力・成果主義に基づく賃金制度を導入することが求められていること、(ii) 営業部門のほか、研究部門においてもインセンティブの制度を導入したが、これを支えるためにも、能力・成果主義に基づく賃金制度を導入する必要があること等から、賃金制度改正の高度の必要性があった」とし、また、社員の不利益性については、「2年6カ月間は調整給として改正前の賃金額を補償すること等の経過措置を設け、新給与規程の実施により8割程度の従業員は賃金が増額していること等をみると、不利益性はさほど大きくない」として、変更の合理性があると判断しています。

②無効とした事例

アーク証券事件(平 12.1.31 東京地裁判決)では、従来の職能資格制度から降格等も可能な能力評価をベースとする変動賃金制を導入したことの効力が争われた事案です。

判決では、「業績の悪化に伴いこの制度を導入する経営上の必要性があったことは肯定できるし、能力評価に基づく変動賃金制が一般論として合理性を有する制度であることは否定できないが、代償措置その他関連する労働条件の改善がなされておらず、また、既存の社員のための適切な経過措置がとられているともいえず、さらに、本件変動賃金制を導入しなければ企業存亡の危機にある等の高度の必要性があるとはいえない」として、変更の合理性がないと判断しています。

最終回は、「歩合給の導入」等に関する不利益変更の事例について、説明させていただきます。

企業年金ノート No.509

平成22年9月 りそな銀行発行



信託ビジネス部

〒135-8581 東京都江東区木場1-5-65 深川ギャザリアW2棟 TEL.03(6704)3381

年金信託部

〒540-8607 大阪府中央区備後町2-2-1 TEL.06(6268)1830

りそな銀行ホームページでもご覧いただけます。

<http://www.resona-gr.co.jp/resonabank/nenkin/info/note/index.html>

りそな銀行は、インターネットを利用して企業年金の各種情報を提供する「りそな企業年金ネットワーク」を開設しております。

ご利用をご希望の場合は、年金信託部までお問い合わせ下さい。(TEL 06 (6268) 1813)

受付時間…月曜日～金曜日 9:00～17:00

※土、日、祝日、12月31日～1月3日、5月3日～5月5日はご利用いただけません。