

米国企業の年金積立不足処理と 年金給付保証公社（PBGC）の基金破綻予防活動

我が国では、企業が多額の年金積立不足に直面する中で、21世紀に向けた包括的企業年金法制定のための動きが始まっており、受給権の明確化や年金給付保証制度が主要検討項目として挙げられている。一方、米国では、従業員退職所得保障法（ERISA）により年金プラン加入者の受給権が明確にされており、企業は積立不足に対する責任を厳しく追及される。本稿では、積立不足が深刻で、解消策を打ち出すに当たって年金給付保証公社（PBGC）の関与を得た企業に焦点を当て、それらの企業が PBGC とともに、いかに積立不足処理策を打ち出したかを紹介する。また、給付保証を任務とする PBGC が、いわゆるモラル・ハザードの問題に苦しめられた末に、基金破綻の未然防止に努めるようになった経緯についても解説する。

はじめに

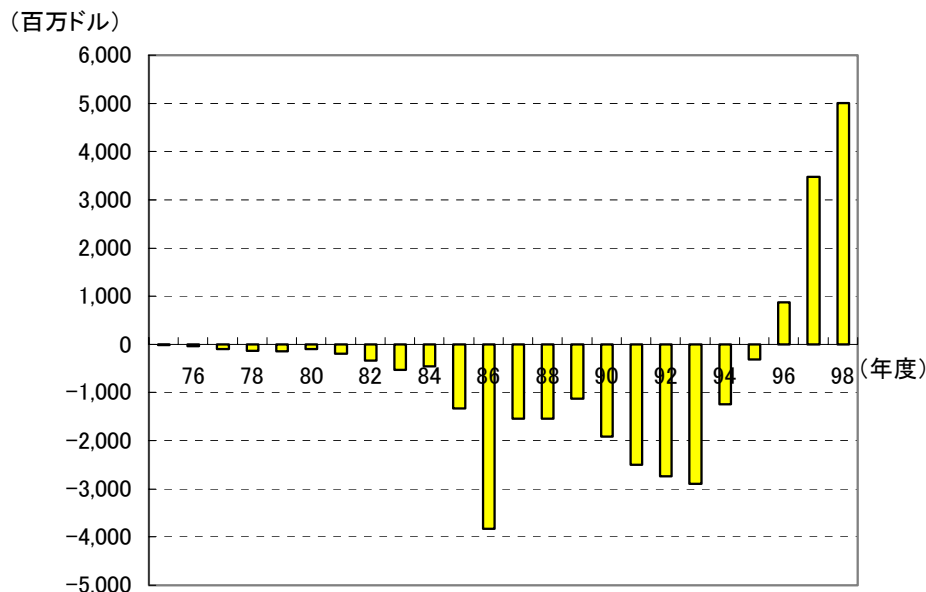
米国の確定給付型企业年金¹は現在、株高など順調な運用環境もあって、かつてないほど健全な積立水準を確保していると言われている。それは、基金破綻の際に給付保証業務を行う連邦政府機関の年金給付保証公社（Pension Benefit Guaranty Corporation、以下、PBGC）が、96～98年度の3年連続で、年金給付保証基金の資産が給付債務（給付保証義務を果たすのに必要な積立額）を上回る状態、いわば積立超過を記録したことに表れている（図1）。

また、個別の企業においても同様である。多くの大企業が98年、会計上の年金資産が年金債務を上回る積立超過を計上し、超過額は上位12社で870億ドルに達すると、99年6月15日付けのウォール・ストリート・ジャーナル紙では報じられた（表1）。

しかしながら、米国企業も、ずっとこの状態を謳歌してきたわけではない。これまでに多額に上る年金積立不足に直面しながら、それを克服してきた米国企業も少なくないのがある。それらの企業の多くは、年金プランへの標準額を超える多額の拠出、年金ALMの採用といった努力を経て積立不足を解消してきた。一方、積立不足が深刻な企業を見つると、米国では、政府機関であるPBGCが、企業の積立不足解消努力に関与している。

¹ 米国企業年金には、伝統的な企業年金である確定給付型と、掛金は確定するが退職後の年金額が確定されない確定拠出型の2種類があるが、本稿でいう企業年金とは、原則、確定給付型のことである。

図1 年金給付保証基金の財政状況



- (注) 1. 年金給付保証基金の財政状況は、保証給付の義務を果たすのに必要な積立額が現実の保有資産を上回るとマイナス、逆に資産が要積立額を上回るとプラスになる。
2. 給付債務超過額が87年急減したのは、一旦終了させたLTVの積立不足基金を再生させたためである(後述)。

(出所) Pension Benefit Guaranty Corporation アニュアルレポートより野村総合研究所作成

表1 年金積立超過を計上した米国企業上位12社(98年)

(単位: 百万ドル)

	積立超過額	年金資産
ジェネラル・エレクトリック	15,875	43,477
GTE	9,160	17,949
ベル・アトランティック	8,886	37,022
ルセント・テクノロジー	8,345	36,191
IBM	8,278	66,887
SBCコミュニケーションズ	8,161	27,031
アメリテック	6,077	14,762
AT&T	6,032	20,513
ロッキード・マーティン	4,665	22,811
ベルサウス	4,479	17,983
ボーイング	3,722	32,609
USウェスト	3,303	12,925

(出所) Wall Street Journal、1999年6月15日

本稿では、積立不足が深刻でPBGCの関与を受けた企業を取り上げ、それらの企業の年金積立不足処理とその際のPBGCの活動について紹介する。具体的には、積立不足が急激に悪化したり、企業が積立不足を抱えたまま倒産したりして対処せざるを得なくなったという企業に加えて、買収・合併、スピンオフなど企業のリストラクチャリングの過程で、年金積立不足について誰が責任を持つのか明らかにされたような企業の例を紹介する。

同時に、年金給付保証を本来の任務とする PBGC が「なぜ企業の積立不足解消努力に関与するか」についても説明する。結論を先取りするなら、PBGC は設立以来、いわゆるモラル・ハザードの問題への対処を余儀なくされてきた。その過程で、基金破綻の未然防止を組織の主要目標とするに至り、後述する「早期警告プログラム」を通じて企業の積立不足解消に関与するようになったのである。

1. 米国企業年金を巡る基本的な制度

1) 企業の拠出義務²

まず、米国企業年金を巡る制度について簡単に説明する。米国の企業年金制度は、包括的企業年金法である ERISA と税法により整備されている。ERISA と税法は、企業による積極的な年金拠出、ひいては健全な年金プラン運営を促すために、次のような企業の拠出義務を定めている。

<「最低拠出義務」と「追加拠出義務」>

年金基金が税制適格の状態を維持するためには、企業は ERISA 及び税法が定める最低限の拠出を基金に対して、毎四半期行わなければならない。これは「最低拠出義務」と呼ばれ、企業の年金基金への拠出に関する規制の中核である。遵守状況は我が国の国税庁に相当する内国歳入庁 (Internal Revenue Service、IRS) が監視する。

年金資産が年金債務の 90%未満の場合、企業は最低拠出義務に加えて、積立不足分を解消するための拠出を行わなければならない。この場合の年金債務は、「年金プランを今日やめたら」という仮定の下で、すでに従業員に対して約束済みとみなされる給付を計算したもので、考え方としては累積給付債務 (ABO) と同じである。これは「追加拠出義務」と呼ばれ、積立不足の一定比率を拠出するというものである。最低拠出義務を満たしていたにも関わらず、多額の積立不足を計上する基金が出たことから、87年に導入された。

企業が上記の拠出義務を満たせないと、不足分に対して 10%のペナルティ課税が行われ、しかもこの納税額は損金扱いできない。あくまでも一時的な経営難のため拠出できないと IRS が認めた場合は、拠出免除が与えられるが、免除額に対する利息付きで 5年以内に解消しなければならない。企業が拠出義務を満たせない、あるいは IRS に免除を申請したという状態の年金基金は、破綻予備軍であると言っても過言でない。

<拠出の損金算入と超過分へのペナルティ>

年金プランへの拠出の法人税法上の扱いについて触れると、企業は最低拠出義務と追加

² 詳細は井瀧正彦・野村亜紀子「健全性確保の観点から見た米国企業年金制度」『財界観測』97年5月号を参照のこと。

拠出義務を満たすための拠出を損金算入することができる。損金算入限度額の計算方法は、上記の拠出義務とは別に税法で定められているが、その計算方法に則った額がたとえ上記の拠出義務の額より小さくても、上記の拠出義務の額は損金扱いしてよいとされている。逆に、損金算入限度額の計算方法に則った額が拠出義務の額よりも大きかった場合は、企業は損金算入限度枠いっぱいまで拠出しても構わない。損金算入枠というインセンティブを与えることで、企業の積極的な拠出を促しているのである³。

一方、基金財政が良好で、年金資産が年金債務の 1.55 倍 (99 年)⁴に達すると、年間の損金算入限度額内であっても拠出に対して 10% のペナルティ課税が行われるようになる。企業は拠出したくても、事実上、拠出できなくなってしまうのである。他方、これは「この基金は拠出の必要がないほど積立状況がよい」と公認されたようなもので、これこそ年金基金の財政の理想的な状態とも言える。実際、米国企業の年金担当者は、この拠出が行えない状態 (拠出の休日 (contribution holiday) と呼ばれる) を目指しているとのことである。

2) 積立不足の発生と PBGC

(1) PBGC の給付保証

企業がやるべきことを確実に実行して予想通りの成果が得られればよいが、必ずしもそう行くとはい限らない。もしうまく行かず、積立不足が発生すると、企業はその解消のための拠出をしなければならない。一般に、年金積立不足の解消には、拠出や運用成績の向上による年金資産の増加か、給付の引き下げ等による年金債務の抑制のどちらかを行えばよいが、米国では、年金受給権がすでに発生している給付については、引き下げは制度上許されない。これは、米国では、企業年金は給与の後払いという考え方が定着しており、加入者の年金に対する権利、すなわち、年金受給権が ERISA により明確にされているためである。

ここで言う年金受給権がすでに発生している給付とは、次の数値例で示すように、加入者が現役のうちにすでに確定した年金給付額である。

2000 年に 35 歳の A 氏が、勤務先の年金プランに加入しているとしよう。A 氏 (勤続 13 年、月収 2,700 ドル) が、仮に今、会社を辞めたとすると、65 歳から同氏に支給される年金給付額 (月額) は、次のようなプランの給付算定式に従い決定される。

$$\begin{aligned} \text{給付額 (月額)} &= \text{最終給与 (月額)} \times \text{勤務年数} \times \text{乗率} \\ &= 2,700 \text{ ドル} \times 13 \text{ 年} \times 0.007 \\ &= 246 \text{ ドル} \end{aligned}$$

³ ただし、企業が年間の損金算入限度額を超えて拠出してしまうと、超過分は益金とみなされ、その上、10% のペナルティ課税の対象となる。超過分を翌年以降に繰り越して損金算入することはできる。

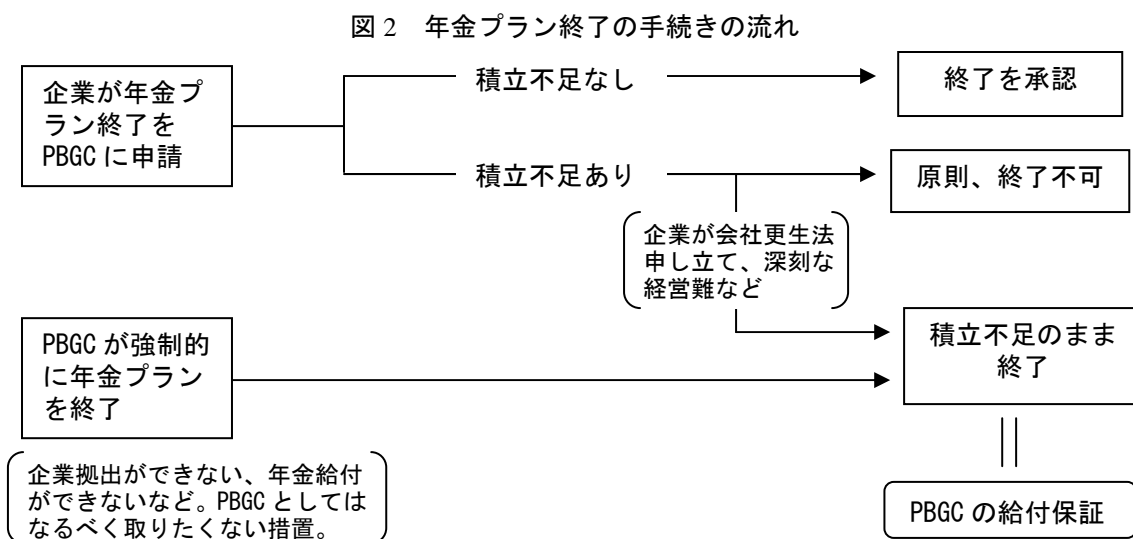
⁴ 従来は 1.5 倍が上限だったが、97 年の法改正により 2005 年までに段階的に 1.7 倍に引き上げられることとなった。

つまり、A氏は35歳の時点ですでに、65歳以降、毎月246ドルの年金を受け取る権利を持っている。これがA氏の受給権発生済みの年金給付である。

さて、この受給権発生済みの年金給付は、事後的に引き下げを行うことが許されないの
で、積立不足は企業が拠出して埋めていく以外に方法はない。しかし、企業本体の経営不振、運用成績の低迷など様々な理由で事態が好転せず、積立不足の増加が続き、企業が経営難に陥ると、基金破綻の可能性が高まる。そこで登場するのがPBGCである。

PBGCは、年金基金破綻の際、企業の従業員の年金給付を保証するのが役割の連邦政府公社である。74年、ERISAによって設立された。PBGCの給付保証は、確定給付型企业年金、もしくはそのスポンサーたる企業から保険料を徴収して年金給付保証基金⁵を運営し、年金基金破綻の際には、基金に代わってその加入者に対する給付を行うというものである。ただし、PBGCが給付保証をするのは、企業が経営破綻して企業拠出による積立不足の処理が絶望視される場合のみである。

年金基金の終了についてはERISAに規定されており、その手続きの流れは図2のようになる。積立不足のない基金であればPBGCにより終了申請が認められ、基金の資産は加入者の間で分配される。一方、積立不足基金のままの終了は原則として認められない。企業が倒産してしまった場合ようやく積立不足のままでも終了が認められ、基金はPBGCの管理下に入り給付保証の対象となるのである。破綻基金の給付保証はPBGCによる積立不足の肩代わりに他ならず、簡単には発動されない措置であると考えてよい。



⁵ PBGCが運営する年金給付保証基金には、単独雇用主用と複数雇用主用があるが、ここでは単独雇用主用のみに話を絞る。複数雇用主用に参加する企業年金については、加入者に給付を行えなくなった時点でPBGCが貸付を行うという方法が採られている。98年時点で、単独雇用主基金は42,000の企業年金（3,300万人）が加入し、資産は176億3,100万ドル、複数雇用主基金は2,000の企業年金（870万人）が加入し、資産は7億4,500万ドルである。

しかも、給付保証が得られることになったとしても、企業は年金プランを PBGC に引き渡すに当たって、積立不足を減少させるために可能な限りの拠出をしなければならない。この義務を果たそうとしない企業に対しては、PBGC は純資産の 30% を上限に、企業の資産に対する先取特権を持っている。積立不足は企業の基金に対する債務であるとも言え、債務を返済できない相手に対して債権者が資産を差し押さえるのと同じことである。実際、PBGC は、基金破綻を起こした企業が倒産していれば、他の一般債権者と並んで基金の取り分を主張するが、PBGC にはこの先取特権により租税債権と同等な立場が与えられる。

この企業資産には、企業の親会社や子会社の資産も含まれる。PBGC が、年金積立不足を抱える企業の親会社や子会社の資産をも接収する権限を持つからである。より正確には、その企業が一員である「支配グループ」⁶ に属する他の企業の資産も接収対象となる。つまり、例えば子会社の年金基金に積立不足があった場合、PBGC は子会社だけでなく親会社など支配グループ内企業の資産をも接収することが可能となる。

企業の立場からすると、PBGC のこの権限は、自分の親会社、子会社、兄弟会社などの中に年金積立不足を抱えるものが出ると、その積立不足解消のために、場合によっては自社の資産が接収の対象になりうることを意味している。米国企業にとっては、年金積立不足は、まさに企業グループ全体の問題とならざるを得ないのである。

要するに、PBGC の給付保証は、簡単には発動されず、発動された場合も、PBGC に純資産の 30% まで先取特権がある以上、企業は積立不足解消のために最大限の拠出をしなければならないのである。これらは全て、給付保証制度があるがゆえに誠実な年金プラン運営を行わない企業が出る事態、いわゆるモラル・ハザードの発生を防ぐための措置である。

PBGC の歴史は、まさにモラル・ハザードとの闘いの歴史だったと言える。74 年の設立当初は、PBGC は制度上、企業から基金終了の申請があると、理由や積立状況を問わず基金終了を受け入れざるを得なかったため、積立不足のまま終了する基金が相次ぎ、年金給付保証基金の財政状況は急速に悪化した (図 1 を参照)。それに伴い、PBGC 保険料の引き上げも余儀なくされた。80 年代後半、前述のような積立不足の基金終了を原則として認めないとする手続きの導入により、ようやく制度上の問題点が改められ、さらに、積立不足に比例して増加する変額保険料の導入により、積立不足に対する懲罰的な意味合いを含む保険料体系が整備された。現在の給付保証制度は、このような試行錯誤を経て形作られたものなのである。

さて、給付保証が簡単には発動されないといっても、企業が倒産してしまえば発動せざるを得ない。したがって、企業年金の積立不足がふくらむのを放置しておく、PBGC が実際に給付保証を行わなければならなくなった場合の保証額が増加し、年金給付保証基金が財政難に陥るリスクが高まる。そのため、PBGC は、そのままにしておく、年金給付保

⁶ 税法で定められている。親会社と 80% 以上所有の子会社は同じ支配グループに属する (子会社同士も)。また、5 人以下の人物が合わせて 80% 以上所有し、かつ各人の最も低い所有比率を合計して 50% を超える場合は、それらの会社同士も同じ支配グループに属する。

証制度への負担が著しく増加すると判断される場合は強制的に年金プランを終了させる権限を持っている（図 2 を参照）。しかし、積立不足の肩代わりを可能な限り行いたくない PBGC としては、プランの強制終了はなるべく取りたくない措置である。そこで、PBGC は、基金の財政状態や企業の行動を日頃から監視し、企業倒産による積立不足肩代わり、あるいは年金プランの強制終了といった事態を未然に防止するように努めている。次に、PBGC のこの活動について述べる。

（2）PBGC の早期警告プログラム——基金破綻の予防を目指す監視活動——

PBGC は 91 年、積立不足が深刻な年金基金の破綻の予防を目指す「早期警告プログラム」(Early Warning Program) を開始した。このプログラムを通じて、企業の年金積立不足処理に PBGC が関与し、基金の破綻を予防するようになった。

前述のように、米国では、PBGC の給付保証をめぐるモラル・ハザードが発生し、80 年代後半からその対応のための制度改正が行われた。同じ頃、PBGC 自身の自らの任務に対する認識も変化したと言われる。大型の基金破綻に直面する中で、PBGC は、基金が破綻したら事後処理をするというそれまでの受動的・対症療法的なアプローチを変え、基金破綻の予防を組織の主要目標に据えるようになった。早期警告プログラムの導入もその流れの中で捉えることができる。

早期警告プログラムとは、PBGC が、年金積立不足額が 500 万ドル以上の企業を約 500 社抽出して日頃から監視し、年金プランの健全性を損ないうる企業行動を捕捉した際には、企業経営陣とコンタクトを取り追加的な年金拠出等を交渉するというものである。交渉内容は個々の企業の事情に応じてカスタマイズされたもので、必要に応じて特例措置が手当されることもある。積立不足急増、スポンサーたる企業の倒産といった事態が発生する前に、あるいは企業倒産後でも更生手続きの過程で、企業が自発的に行う以上の年金拠出を促し、基金の破綻を予防するための措置を講じるわけである。（表 2）

表 2 早期警告プログラムの実績

年度	交渉が行われた企業数	プラン加入者数 (人)	交渉により得られた拠出、拠出保証等 (億ドル)
93	5	NA	1.4
94	16	NA	110.0
95	14	NA	7.4
96	11	200,000	10.0
97	17	140,000	7.6
98	35	257,000	11.0

(出所) Pension Benefit Guaranty Corporation (PBGC) アニュアルレポートより野村総合研究所作成

年金プランの健全性を損ないうる企業行動には、企業本体及び支配グループ内企業の債務不履行、不当に高額な配当支払いなどに加えて、買収・合併など企業リストラクチャリ

ングに関係したものが含まれる。例えば、買収・合併に伴う年金プラン・スポンサーの変更、子会社を含む資産売却、スピノフ、事業部門閉鎖などである。通常は企業のリストラクチャリングに PBGC が関与する余地はないのだが、年金積立不足がある場合、リストラクチャリングの過程で積立不足に対する責任の所在が曖昧になるのが懸念されるためである。

また、企業の資産売却は、万が一基金が終了となった場合の PBGC の接收対象が失われることを意味するため、プランの健全性を損なうとみなされる場合がある。前述のように、PBGC は積立不足解消のために純資産の 30%まで企業の資産を接收する権限を持つが、この権限が発動できるのは年金プランの終了日からなので、それ以前に企業が自社の資産を売却してしまうと効力がないのである。例えば業績の良い子会社が売却されると、PBGC にとっては優良な差し押さえ物件の候補が失われるのと同じ意味を持つことになる。

早期警告プログラムの具体的な流れを述べると、まず、PBGC は、抽出された 500 社の企業行動を把握するために、企業アナリスト、年金数理人、弁護士といった専門家をスタッフとして抱え、民間のニュース・サービスや企業アナリストのレポートなどを利用して情報収集を行っている。企業はそもそも、年金プランに関する重要事項⁷について PBGC に報告する義務を負うが、これらはあくまで事後報告であるため、PBGC はこのような方法で情報収集を行っているのである⁸。PBGC はまた、労働省、IRS、SEC との情報共有も行っている。

問題の企業行動を把握すると、PBGC は通常、まず企業に接触し、関連書類の閲覧等を要請する。例えば、企業リストラクチャリングの場合、買収・合併の条件全般、買収者が年金プランを引き受けることになっているかどうか、買収者の財務状況などをレビューする。その結果、その買収・合併が年金プランの健全性を損なうと判断した場合は、年金プランへの拋出増加、ディールにより支配グループから抜ける優良企業からの拋出保証、プラン終了の可能性に備えた PBGC への担保差し入れなどを獲得するために関係者一同と交渉するのである。担保や拋出保証には、通常、5年間といった期限、またはスポンサーたる企業による格付け取得までといった条件が設けられる。

可能な限り訴訟にはせず、企業と PBGC の相対交渉で済ませるというアプローチも早期警告プログラムの特色である。従来から、PBGC が訴訟の当事者となるのは珍しいことではなかった。98年度末時点で、PBGC が当事者の訴訟は、連邦裁判所と州裁判所で 132 件、破産裁判所で 830 件が継続中となっている。しかし、訴訟となると、最終的な結論が出るまでに長いものでは 10 年以上かかり、PBGC にとっても企業にとっても望ましい方法とは言えない。企業が早期警告プログラムに応じるのは、PBGC による基金の強制終了と先取

⁷ 基金の合体、給付の支払不能、拋出義務の充足不能、加入者の急減、給付削減を伴う年金プランの変更など。あくまで事後報告であり、この報告だけでは基金の破綻予防は難しい。

⁸ 監視対象のほとんどは公開企業である。また、非公開企業についても、94年退職保護法により 5,000 万ドル以上の積立不足を抱えるものについては重要事項の PBGC への事前報告が義務づけられた。

特権の発動を恐れると同時に、PBGCとの長期にわたる訴訟を回避したいからである。

こうして、PBGCは、基金破綻の事後処理である給付保証業務から大きく一歩踏み出し、基金破綻予防活動を通じて企業の年金積立不足処理に一役買うようになった。次に、早期警告プログラムの対象となった企業を取り上げ、企業の年金積立不足解消努力を具体的に紹介する。

2. 米国企業の年金積立不足処理：全体的傾向

1) 問題表面化の基本パターンと拠出主体

米国企業が年金積立不足にいかに関与したか、そして、その際のPBGCの活動がどのようなものだったかについて、まず全体像を概観し、次いでケース・スタディを紹介する。

表3は、積立不足の問題が表面化した背景別にケースを分類し、積立不足処理のために誰が最終的に拠出したかを示したものである。複数が拠出した場合は、複数箇所に表示されている。例えば、左上のアンカー・グラス・コンテナーの場合、同社の倒産が年金積立不足表面化の背景にあり、最終的に、アンカー・グラス・コンテナー自身が拠出を行い、会社更生の過程で同社を売却した元の親会社が拠出保証を行うという形で解決したため、「企業自身」と「元の親／関連会社」の2箇所に記載されている。

まず、どのような背景事情があるかを見ると、一つ目として、企業の倒産・事業縮小が挙げられる。ここで取り上げた35の事例のうち、10件が該当する。米国では、企業がそのような状況にあっても、従業員の受給権が確保される制度が整えられている。

二つ目の積立不足悪化は、企業が倒産の危機に直面しているわけではないが、積立不足額が急増したなどの理由で対応が求められた事例である。

三つ目の企業の買収・合併と四つ目のスピンオフは、ともに企業のリストラクチャリングという背景事情である。ここで取り上げた事例のうち半分以上の19件が該当する。米国では、企業再編の過程でも、当事者間で積立不足基金に対する責任の所在を明らかにすることが求められ、年金積立不足問題を曖昧なままにすることは許されないのである。

五つ目として、企業が債券発行などを計画した際に、PBGCが、企業の負債比率の上昇による収益の悪化、年金プランへの支払能力低下を懸念して干渉したケースがある。

以上のような背景事情で積立不足を処理せざるを得なくなった企業は、どのように対処したのだろうか。

表3の事例を見ると、やはり、背景事情を問わず、年金プランの直接のスポンサーである企業が、しばしば自らも経営難に直面しながら拠出を行うといったケースが最も一般的なようである(19件)。ケース・スタディで取り上げるGMの事例では、企業が拠出義務を厳しく追及される様子が、改めて浮き彫りにされた。

積立不足が多額に上り、企業自身の手にも余るといったケースでは、支配グループ内企業

が支援する例も見られた。年金積立不足が、企業グループ全体の問題となる実態が、ケース・スタディで取り上げる TWA の事例では明らかにされた。

企業リストラクチャリングの際には、積立不足基金を持っている企業自身、買収者、売却した親会社といった関係者の間で調整の末、当事者のいずれかが最終責任を持たなければならない。表 3 の事例では、企業自身に加えて、買収者が積立不足の処理を引き受けるケースが数多く見受けられた。ケース・スタディで取り上げたニュー・バレーは、まさにこれに該当する。また、LBO というやや特殊な状況下では、買収と同時に企業が多額の債務を抱えることになるため、年金プランへの拠出強化がしばしば求められる。ケース・スタディでは、LBO に絡んだ事例としてデルモンテを取り上げた。事業部門・子会社をスピノフして公開会社にする場合は、スピノフした会社に体力があればその新会社が、なければ元の会社が、新会社の年金プランの面倒を見るという形で決着するようである。ケース・スタディでは、スピノフに絡んだ事例としてペプシコを取り上げた。

2) 拠出の方法

次に拠出方法はどうなっているかを見てみる。表 4 は、企業が年金積立不足処理のために何を拠出したか、の一覧である（企業は表 3 と同じ）。何を拠出するかも、早期警告プログラムでの企業と PBGC との交渉の中で、最善の方法が模索される。

表 4 を見ると、まず、現金が基本であることが分かる。企業が倒産してもこれは変わらない。更生手続きの過程で、企業は基金への拠出を行うがゆえに、手元流動性のかなりの部分を持って行かれることもしばしばである。ただ、再建計画を策定した新会社が、資金難のためにスタートを切れないようでは元も子もないので、その点を勘案した拠出方法が取られることになる（例えば後述の TWA のケースを参照のこと）。

現金に付加する形で自社株、自社債券などによる拠出も行われている。ただし、企業年金への自社株保有については、企業の業績や株価と年金基金の財政状態が運命を共にするという点で、ERISA によって規制が課せられている。企業の側も同様の考え方から、自社株の拠出は規制の範囲内であってもなるべく控えるべきだという意識を持っているようである（企業の年金担当者へのインタビューより）。また、自社債券を拠出する場合は、担保を提供するのが一般的なようである。

拠出期間は 5~6 年から、長い例では 30 年近くにわたる場合もある。長期にわたって拠出する部分については、企業が PBGC に担保を差し入れる場合もある。

このように、拠出主体や拠出方法、拠出期間等については、様々なパターンがみられる。PBGC や IRS との交渉により、最適の方法が模索された結果である。年金積立不足に関する企業責任の追及は厳しいが、具体的な処理策については、各企業の事情に合わせてテイラーメイドのやり方が取られているのである。

表3 米国企業の年金積立不足の処理方法

		積立不足の処理方法(誰が拠出したか)				
		企業自身	支配グループ内企業	買収者	元の親/関連会社	
背	企業の倒産、事業縮小	<ul style="list-style-type: none"> • Sunbeam Corporation (98年) • Anchor Glass Container Corporation (96~97年) • Smith Corona Corporation (95~96年) • Atlantic Steel Company (96年) • Lone Star Industries, Inc. (90~94年) • The LTV Corporation (86~93年) 	<ul style="list-style-type: none"> • Woodward & Lothrop Holdings, Inc. (94~95年) • Trans World Airlines (92~95年) • Eastern Air Linesと Continental Airlines (89~93年) 	<ul style="list-style-type: none"> • New Valley Corp. (91~94年) 	<ul style="list-style-type: none"> • Anchor Glass Container Corporation (96~97年) 	
	積立不足悪化	<ul style="list-style-type: none"> • Ladish Company, Inc. (96~97年) • Michelin North America, Inc. (95年) • General Motors Corporation (94~95年) 	<ul style="list-style-type: none"> • Fruit of the Loom (93~98年) 			
	景	買収・合併等(年金積立不足を計上した企業から見て)	<ul style="list-style-type: none"> • Kerr Group, Inc. (LBO, 97年) • Amphenol Corporation (LBO, 97年) • Del Monte Corporation (LBO, 97年) • Keystone Consolidated Industries Inc. (DeSoto, Inc.を買収, 96年) • Hayes Wheels International Inc., Motor Wheel Corp. (合併, 96年) • Ravenswood Aluminum Company (親会社の Century Aluminum Company株式を Glencore International AGが売却, 96年) 		<ul style="list-style-type: none"> • Republic Engineered Steels, Inc. (プライベート・エクイティ・ファンドが買収, 98年) • Inland Steel Company (Ispat International NVが買収, 98年) • Peabody Coal (投資ファンドが買収, 98年) • Dominion Textiles, Inc. (Galey & Lord, Inc.が買収, 98年) • Fieldcrest Cannon Inc. (Pillowtex Corporationが買収, 97年) 	<ul style="list-style-type: none"> • Peabody Coal (The Energy Groupが売却, 98年) • Dictaphone Corporation (Pitney Bowes, Inc.が売却, 95年) • Great American Management and Investment, Inc. (関連会社 Falcon GroupがIPO, 94年) • Wisconsin Steel (Navistar Internationalが売却, 77~92年)
		事業部門・子会社のスピンオフ	<ul style="list-style-type: none"> • TRICON Global Restaurants, Inc. (PepsiCo, Inc.がスピンオフ, 97年) • NCR Corporation (AT&Tがスピンオフ, 96年) 			<ul style="list-style-type: none"> • L-3 Communications Corporation (Lockheed Martinがスピンオフ, 97年) • Crown Vantage, Inc. (James River Corp.がスピンオフ, 95年) • Cytec Industries, Inc. (American Cyanamid Corp.がスピンオフ, 93年)
	企業の債券発行に伴う支払能力低下の懸念	<ul style="list-style-type: none"> • Gulfstream Aerospace Corporation (96年) • Harvard Industries, Inc. (94年) 				

- (注) 1. 原則として、基金が存続した事例。
 2. 複数が拠出した場合は、複数カ所に表示されている。
 3. 年は問題発生から解決まで。

(出所) Pension Benefit Guaranty Corporation(PBGC)アニュアルレポート及び PBGC News より野村総合研究所作成

表 4 積立不足処理のための拠出方法

企業名	拠出方法	備考
Republic Engineered Steels, Inc. (98年)	現金	即時拠出+5年間にわたる追加拠出
Sunbeam Corporation (98年)	信用状	基金破綻に備える
Inland Steel Company (98年)	現金 信用状 資産に対する先取特権	即時拠出+将来の追加拠出
Peabody Coal (98年)	拠出保証 信用状	基金破綻に備える
Fruit of the Loom (98年)	現金	
Galey & Lord, Inc. (98年)	現金 資産に対する先取特権	2年間にわたる拠出
Pillowtex Corporation (97年)	信用状 資産に対する抵当権	一番抵当を設定
PepsiCo, Inc. (97年)	担保差し入れ	信用状が担保
Ladish Company, Inc. (97年)	現金 基金の合併 資産売却益	6つの積立不足基金向け 積立超過基金と積立不足の3基金を合体 残りの積立不足基金向け
Kerr Group, Inc. (97年)	現金 資産に対する抵当権	即時拠出+6年間にわたる追加拠出 二番抵当を設定
Lockheed Martin (97年)	-	基金運営が困難な場合に備えた約束
Amphenol Corporation (97年)	資産に対する抵当権	海外子会社の株式、銀行に次ぐ抵当権
Del Monte Corporation (97年)	現金 担保差し入れ	即時+5年間にわたる追加拠出 追加拠出分、信用状が担保
Anchor Glass Container Corporation (96年)	現金 優先株 拠出保証	即時拠出 即時拠出 基金終了に備える
Smith Corona Corporation (95~96年)	現金	
Atlantic Steel Company (96年)	現金	即時拠出
NCR Corporation (96年)	資産を担保	
Gulfstream Aerospace Corporation (96年)	現金	5年間にわたる拠出
Keystone Consolidated Industries, Inc. (96年)	基金の合体	積立超過基金と積立不足の基金を合体
Hayes Wheels International Inc./Motor Wheel Corp. (96年)	現金	即時拠出+3年間にわたる拠出
Ravenswood Aluminum Company (96年)	現金 資産に対する抵当権	4年間で拠出 一番抵当
James River Corp. (95年)	拠出保証	
Michelin North America, Inc. (95年)	現金 基金の合体	即時拠出+6年間にわたる追加拠出
Woodward & Lothrop Holdings, Inc. (94~95年)	現金 拠出保証	
New Valley Corp. (91~95年)	現金	
Pitney Bowes, Inc. (95年)	拠出保証	
Trans World Airlines (92~95年)	現金 担保付債券 自社株	担保付き債券減額の代わりとして後年追加
General Motors Corporation (94~95年)	現金 自社株	クラスE株
Harvard Industries, Inc. (94年)	現金	3年間にわたる拠出
Great American Management and Investment, Inc. (94年)	拠出保証	基金終了に備える
Lone Star Industries, Inc. (90~94年)	現金 担保差し入れ	
Cytec Industries, Inc. (93年)	拠出保証	基金終了に備える
The LTV Corporation (86~93年)	現金	即時拠出+28年間にわたる追加拠出
Eastern Air Lines/Continental Airlines (89~93年)	現金 担保付債券 自社株	
Navistar International (77~92年)	現金 担保付債券 自社株	

(注) (出所) 表3と同じ

3. ケース・スタディ

以下では、早期警告プログラムの代表例として、年金プランのスポンサーたる企業が、多額の抛出の負担に耐えて積立不足を解消していった GM、支配グループ内企業からの抛出が確保された TWA を取り上げる。また、企業買収、LBO、スピノフといった企業リストラクチャリングの過程で年金積立不足がいかに処理されたかの例として、ニュー・バレー、デルモンテ、ペプシコの 3 社を挙げる。

なお、以下で使用される積立不足額は、原則として PBGC による公表数値を使用している。これは、企業が財務諸表の脚注で開示するデータとは異なるのが一般的である。PBGC の方が保守的な前提を使用し、積立不足額が大きくなることが多い。

ケース 1 ジェネラル・モーターズ (General Motors Corporation、GM) ——大企業ゆえに早めに動いた例——

米国自動車最大手の GM の年金積立不足問題は、同社の経営幹部が、格付けの引き下げといった市場の圧力に促される形で、解決に向けた長期計画を策定していたが、その後、PBGC の関与を得て飛躍的な進展を見せたという事例である。PBGC は、GM のケースを早期警告プログラムの代表的な成功例に挙げている。

PBGC が関与した 94 年当時、GM が倒産の危機に直面していたというわけではないが、GM の年金基金は他に類を見ない大型基金であった。87 年に PBGC を震撼させた LTV の積立不足は 20 億ドル強であったが、GM の 93 年末時点の積立不足は、米国内外の年金プラン全てを合わせると実に 220 億ドル (GM の財務諸表ベース) に達した。年金給付保証基金の資産は 93 年、82 億 6,700 万ドルであり、万が一 GM 基金の破綻となると、PBGC の処理能力を超えるのはほぼ確実だった。

GM のケースは、積立不足解消に向けて大量の自社株を抛出する方法が採られた点特徴的である。そのために労働省から基金の自社株保有制限に関する特例措置が付与された。

なお、GM は米国内外の従業員に向けて複数の年金プランを提供しているが、以下では米国内の年金プランに話を限定する。

<GM 社内の努力と PBGC の関与>

GM の年金積立不足は、92 年には 120 億ドル近くに上り (財務諸表ベース)、格付け会社のムーディーズが GM の格付け引き下げの際のコメントの中で年金債務に言及するなど、衆目を集めていた。93 年に入ると、GM が年金積立不足への対処のために、情報テクノロジー子会社のエレクトロニック・データ・システムズ (Electronic Data Systems、EDS) を売却する必要があるかもしれないという企業アナリストのコメントが流されたりした。

GM 社内では、92 年 12 月にはすでに取締役会が、2000 年までに年金基金の積立不足を

解消するという長期計画を策定していた。この計画に基づき、93年には拠出義務を30億ドル上回る約44億ドルの拠出が行われた。うち、8億3,810万ドルはGM普通株による拠出だったが、これは次に述べる基金の自社株保有規制には抵触しない範囲だった。

GMは一方、93年の時点でPBGCと積立不足の処理策について議論を開始していた。93年末時点の年金積立不足は約190億ドル（財務諸表ベース、米国内プランのみ）と巨額で積立比率も51%と低かったが、GM本体は、93年には経営不振ではあったものの、倒産の危機に瀕しているわけではなかった。なぜこの時点でPBGCが関与したのかという疑問が生じるが、早期警告プログラムの中でGMを監視してきたPBGCが、GMの積立不足の大きさゆえに、GMの策定した長期計画よりも迅速な積立不足解消が必要と判断して行動を起こしたと思われる。また、GMのEDS売却の可能性がPBGCの行動を引き起こしたとも言われる。自動車部門の不振の中で、EDSはGMの最も優良な資産と言えたからである。

GMとPBGCは交渉の末、94年5月、以下のような合意に達した。

- ①現金及びクラスE株（内容は下記参照）の拠出：GMは、現金40億ドルとクラスE株1億7,700万株（68億ドル相当）を、同社の最大の年金プランであり、60万人の加入者及び受給者を抱える時間給従業員プランに拠出する。クラスE株の株価はニューヨーク証券取引所の終値ではなく、基金のトラスティが選定する専門家による算定値が使用される。
- ②上記の約100億ドルの拠出とは別に、毎年の拠出義務分の拠出を行う。
- ③将来、GMがEDSを売却しようとしても、PBGCは干渉しない。

GMが拠出したクラスE株とは、GMの子会社EDSの利益に対する請求権を表す株式のことである。GM株式ではあるが、配当も株価形成も、GM普通株とは独立に行われる。自動車会社のGMには関心はないが、たまたまその傘下にある情報テクノロジー会社のEDSに投資したい人は、EDS株（GMの子会社化された時点で非公開になった）に投資する代わりにGMのクラスE株に投資することができる。ただし、クラス株ということで、議決権はGM普通株に比べて制限される。

上記のPBGCとの合意のうち、現金拠出については、合意の時点ですでに拠出済みとなっていた。クラスE株の拠出については、労働省から規制の適用免除（下記）を得る必要があり、即時には可能でなかった。なお、GM経営陣は、年金積立不足の早期解消は、同社の格付けを改善して財務上のフレキシビリティを高め、長期的な財務の安定性を強化するためにも有効な手段であると考えていた。

<合意に関する特例措置>

- ①クラスE株拠出に関する特例措置

GMがPBGCとの合意を実現するに当たっては、ERISAの自社株保有規制について、労

働省から規制の適用免除の特例措置を得る必要があった。ERISA は、年金基金の資産運用に関して、リスクの軽減のために分散投資を義務づけている。さらに、基金の自社証券（自社株、自社債券、子会社の株式・債券を含む）及び自社不動産の保有については、基金資産の 10%までという上限を課している。GM のクラス E 株抛ちは、この上限規定に抵触するものだった。GM の時間給従業員基金は 94 年 3 月末時点で、GM 普通株、クラス E 株、子会社のジェネラル・モーターズ・アクセプタンス・コーポレーション（General Motors Acceptance Corporation、GMAC）の債券など総額 6 億 3,000 万ドルを保有しており、同基金の資産全体に自社証券が占める比率は 3.1%であった。GM が PBGC との合意に基づき、現金 40 億ドルと 68 億ドル相当のクラス E 株を抛出すと、同基金資産の自社証券比率が 21%に達するとみられた。

ERISA はまた、基金が発行済み株式数の 25%を超える自社株を保有することを禁止している。同時に、発行済み株式数の 50%以上が企業とは独立の保有者の手になければならないとしている。クラス株を発行している場合は、クラス株の中だけでこの比率を計算する。GM は、93 年末時点で、2 億 5,600 万株のクラス E 株を発行しており、うち、1,700 万株を時間給従業員基金が保有していた。GM が PBGC との合意に基づき、クラス E 株 1 億 7,700 万株を抛出すと、同基金は発行済みのクラス E 株の 45%を保有することになり、25%の上限を大幅に上回るとみられた。また、GM の子会社及び時間給従業員プラン以外の年金プランが 4,710 万株のクラス E 株を保有しており、上述の抛出を実施すると、GM とは独立の保有者の手にあるクラス E 株は 50%を割り込むとみられた。

以上の状況をふまえ、94 年 11 月、GM は ERISA の所管官庁である労働省に規制の適用免除を申請した。労働省は、関係者からの意見も交えた検討の末、95 年 3 月、GM の基金に対するクラス E 株抛ち、基金によるクラス E 株の保有等を認可した。その際の条件として、①GM が 1 億 7,700 万～1 億 8,600 万株のクラス E 株及び 40 億ドルの現金を抛出すること、②抛出株数が 1 億 7,700 万株に満たない場合は差額を現金で抛出すること、③独立の受託者がクラス E 株抛ちについて基金の利益を代表すること、④この特別抛出を通常の抛出義務と分離して管理すること、⑤クラス E 株の株価算定は独立の専門家が行うこと、などが挙げられた。

②過剰抛ちに対する措置

第 1 章で述べたように、米国の税法では、企業の年金基金への抛出が年間の損金算入限度額を超えると、超過分に対して 10%のペナルティー課税が行われると定められている。自社株抛ちを含めて 100 億ドルに上る抛出は、GM の損金算入限度枠を超えており、ペナルティー課税の対象となりえた。しかし、GM は、ペナルティー課税の免除を得たいと考えており、94 年当時議会で審議中だった「94 年退職保護法」に過剰抛ちへのペナルティー課税を緩和する措置が盛り込まれていたことから、同法の審議の動向を注視していた。94 年末に同法が成立し、GM は課税を免れたと報じられた。

<その後の経緯>

95年3月、労働省が規制の適用免除を承認すると、GMは早速、時間給従業員基金にクラスE株1億7,300万株余り(63億ドル)を拠出した。95年の時間給従業員基金単独の資産の内訳は不明だが、GMの全ての年金プランで見ると、94年末時点でクラスE株10億2,460万ドルを保有していたのが、95年末時点でクラスE株74億6,450万ドルの保有となった。95年末時点で、クラスE株だけでも時間給従業員基金の資産の20%近くを占め、GM普通株式と合わせると同基金資産の20%以上が自社株で占められていたと推測される。95年6月、時間給従業員基金は保有するクラスE株の21%を売却、16億ドルの売却益を得た。

なお、PBGCとの合意には、PBGCはEDSの売却について、合意の締結後は干渉しないという条項が含まれていた。GMはクラスE株とEDS普通株とを交換するスプリットオフを計画していたが、95年12月にはIRSから非課税措置が適用される旨、認可を取得、96年6月にスプリットオフを実施した。スプリットオフに伴い、GMの年金基金が保有するクラスE株もEDS普通株式に交換された。

92年以降のGM年金基金の状況を示すと表5のようになる。前述のように、92年末の取締役会で積立不足解消の長期計画が策定され、これに基づき、93年に44億ドルの拠出が行われた。94年には積立不足解消の目標年が96年に早められ、年間の拠出義務を58億ドル上回る約77億ドルの拠出が行われた。95年には、現金とクラスE株による100億ドルの拠出が行われた。これらの積極的な拠出が奏功し、GM経営陣は、長期計画の目標は95年に達せられたと判断するに至った。同年以降、拠出額が減額されたのは、そのためである。積立不足額も93年をピークに減少し、97年末には8割減の36億ドルだった。

表5 GM年金基金の積立不足推移

(単位:百万ドル)

	92	93	94	95	96	97	98
年金資産(a)	17,400.4	19,626.4	24,579.7	38,581.5	40,172.0	43,985.0	47,800.0
年金債務(ABO)(b)	29,215.8	38,495.4	35,287.4	41,927.8	44,275.0	47,570.0	56,000.0
年金積立不足(a)-(b)	-11,815.4	-18,869.0	-10,707.7	-3,346.3	-4,103.0	-3,585.0	-8,200.0
拠出	1,365.2	4,387.9	7,655.6	10,364.6	800.0	1,500.0	1,200.0
(参考)							
自己資本	6,225.6	5,597.5	12,823.8	23,345.5	23,418.0	17,506.0	14,984.0
当期純利益	-23,804.6	2,109.0	4,579.9	6,517.1	4,882.0	6,600.0	2,893.0

(注) 1. 米国内のGM年金プランのうち、積立不足基金のデータ。海外子会社の年金プランは除外される。ただし、98年は開示形式の変更により、海外の積立不足プランも含まれる。

2. 米国内と海外の比率が97年と変わらないと仮定すると、米国内基金の98年の積立不足は45億5,500万ドル。

3. 92年当期純損失のうち208億7,770万ドルは会計基準の変更によるもの。

(出所) General Motors アニュアルレポートより野村総合研究所作成

ケース2 トランス・ワールド・エアラインズ (Trans World Airlines、TWA) ——オーナーの責任を追及した例——

航空会社 TWA のケースは、早期警告プログラムにより、同社の株式の 91%を保有していた有名投資家カール・アイカーン (Carl Icahn) 氏が TWA 株式を売却して責任を逃れるのを阻止し、徹底的に積立不足処理に協力させたという点が特徴的な事例である。

<TWA の倒産とアイカーン氏との合意>

TWA は 92 年 1 月、会社更生手続きの申し立てを行ったが、その時点で、同社の 2 基金は 11 億 2,400 万ドルの積立不足だった。同社の所有者であるアイカーン氏は、所有する TWA 株式を TWA の従業員及び債権者に売却して TWA との関係を断ち切ろうとしたが、TWA が早期警告プログラムの監視対象だったことから、PBGC はこの動きを察知した。PBGC は、これはアイカーン氏と彼の所有する他の企業が TWA の年金積立不足に対する責任を逃れることに他ならないと、更生手続きの過程で主張した。

93 年 1 月、TWA、PBGC、アイカーン氏、TWA の債権者は協議の末、年金基金の取り扱いについて以下のような合意に達した (93 年合意)。アイカーン氏が TWA の積立不足処理に協力すれば、PBGC は同氏が TWA との関係を断ち切るのに干渉しないとする内容だった。この合意をふまえて TWA は会社再建計画を作成し、93 年 11 月、新会社として再出発した。

①TWA 年金プランの凍結

TWA 年金プラン (確定給付型) は凍結される。年金プランの凍結とは、年金プランが新規加入者の受け入れを停止し、既存加入者の今後の勤務についてもその年金プランからの給付はない (年金債務の積み増しが行われない) という状態を言う。年金プランを凍結すると、企業にとっては、それ以降の企業の拠出を全て過去勤務分の積立不足解消に向けることができる。一方、従業員にとっては、凍結後はその年金プランがないのと同じ状態になってしまうので、TWA はこの点に配慮し、確定給付型の凍結と同時に確定拠出型プランを拡充する。

TWA 基金の運営については、アイカーン氏によりピチン・コーポレーション (Pichin Corporation) が新設され、以後、同社が行う。TWA の責任は、担保付き債券の元利払いと、基金加入者に対する給付管理に限定される。アイカーン氏の所有企業であるチェロニアン (Chelonian Corp.) が、ピチンの純資産が 1,000 万ドルを下回らないことを保証する。

②TWA の担保付き債券発行

TWA は満期 15 年 (2007 年償還) の担保付き債券 (表面利率 11%) を額面 3 億ドル発行し、基金に拠出する。TWA の国際線ルートとカンザスシティのメンテナンス施設が同債券の担保となる。債券拠出の段階では、基金への資金流入はないが、TWA による債券の元利

払いを 11 億 2,400 万ドルの積立不足の解消に向けることとする。これとは別に、TWA は 93 年 1 月納付期限の未払拠出金 120 万ドルを拠出する。

③拠出の肩代わり

担保付き債券の利息だけで拠出義務を満たせない場合は、ピチンが拠出の不足分を肩代わりする。

④基金終了時の措置

万が一基金が終了となった場合、アイカーン氏及びその所有企業は、8 年間にわたり毎年 3,000 万ドル、合計 2 億 4,000 万ドルの拠出を行う義務を負うが、終了時点での残りの積立不足額については責任を問われることはない。

⑤TWA に対する流動性の提供

TWA は、当面の営業活動を継続するための資金として、アイカーン氏の企業から 2 億ドルの融資を受ける。

この合意を受けて、PBGC は、アイカーン氏及びその所有企業が TWA の株式及び債券の売却を行うことについて干渉しないと約束した。アイカーン氏及びその所有企業は、上記の合意がなされた 93 年 1 月、所有する全ての TWA 株式及び債券を手放し、アイカーン氏は TWA の会長を辞任した。

また、TWA では、すでに確定拠出型がほとんど全ての社員に提供されていたが、新たに報酬の 2%の企業拠出を約束する確定拠出型年金プランが導入された。

<合意の修正>

新会社として出発した TWA だったが、当初から資金繰りが苦しく、94 年 10 月には、2 度目の会社再建計画を作成した。この再建計画は関係者の合意を得て 95 年 6 月に破産裁判所に提出され、同年 8 月に TWA は 2 度目の会社再建に向けて再出発した。

95 年 8 月の合意 (95 年合意) には、TWA の年金基金に関する 93 年合意を修正する内容も盛り込まれていた。この修正については、TWA と PBGC の間で 94 年 12 月に合意がなされていた。95 年合意に含まれる年金関係の内容は以下のようなものだった。

- ①95 年の TWA 再建計画は、TWA の債務と株式とを交換するいわゆるデット・エクイティ・スワップ⁹を伴うものだったが、年金基金との間でも、TWA が 93 年に拠出した 15 年債の一部と TWA 株式を交換する措置が講じられた。具体的には、15 年債の額面を 2 億 4,400 万ドルに減額し (正確には、93 年合意の 15 年債を 95 年合意に基づき発行された新債券と交換し)、減額分の代わりに新規発行の TWA 株式を拠出するとされた。新債券の償還年は 2007 年のまま変更されなかった。

⁹ デット・エクイティ・スワップについては、橋本基美「米国におけるデット・エクイティ・スワップ」『資本市場クォーターリー』99 年春号を参照のこと。TWA のケースも取り上げられている。

②これにより TWA から基金への利息の支払いは減少するが、担保やピチンによる不足額の拋出に関する取り決めに変更は生じないとされた。

この修正事項に従い、TWA は 95 年 8 月、基金に自社株 416 万 7,000 株を拋出した。

また、93 年合意に含まれたアイカーン氏の企業からの融資は、返済期限を 1995 年から 2001 年に延期する措置が取られた。

ケース 3 ニュー・バレー・コーポレーション (New Valley Corporation)

——買収者に拋出を約束させた例——

金融サービス会社のニュー・バレー・コーポレーションは 91 年、返済条件の改善など負債のリストラクチャリングを進める過程で、PBGC と、主要子会社ウェスタン・ユニオン・ファイナンシャル・サービスズ (Western Union Financial Services, Inc.) の年金プランが抱える 4 億 2,000 万ドル (91 年当時) の積立不足処理策についても協議を進めていた。そのような中、同社は 91 年 11 月、一部の社債権者が破産裁判所に提訴するという形で会社更生手続きに入った。

92 年 5 月の段階で、ニュー・バレーと PBGC の間では、ウェスタン・ユニオン年金プランを終了して PBGC の管理下に置く一方、ニュー・バレーが現金及び証券で 2 億ドル強の拋出を行うという合意がなされていた。ところが、ニュー・バレーと債権者の間で会社の再建策について意見が一致せず、合意は実行に移されないままだった。

そのような中で、94 年 9 月、ファースト・ファイナンシャル・マネジメント・コーポレーション (First Financial Management Corporation, FFMC) によるウェスタン・ユニオンの買収が破産裁判所により承認された。

FFMC が提示したウェスタン・ユニオンの買収条件は、①ウェスタン・ユニオンの買収代金として 12 億ドルをニュー・バレーに支払う、②ウェスタン・ユニオンの従業員が加入する年金プランの積立不足については FFMC ではなくニュー・バレーが責任を持つ、③ニュー・バレーは買収代金の中から年金プランに対して現金拋出 2 億 1,000 万ドルなど合計 2 億 6,500 万ドルの拋出を行う、というものだった。これに対し、PBGC は、③の拋出だけでは積立不足解消には不十分なことから、ウェスタン・ユニオンとともに主要なビジネスを売却してしまった後のニュー・バレーに年金プランが残されると、ウェスタン・ユニオン従業員の受給権が十分に守られなくなると判断し、この買収に待ったをかけるため、買収手続き完了前にウェスタン・ユニオン年金プランの終了を裁判所に申し立てた。

PBGC のこの申し立てを前に、FFMC は 94 年 10 月、年金プランをニュー・バレーに残すのではなく、ウェスタン・ユニオンと共に買収対象に含める (したがって積立不足も引き受ける) ことに合意した。というのは、もし PBGC の主張が認められてウェスタン・ユニオンの基金が終了させられ PBGC の管理下に入ると、積立不足解消の交渉が始まり、PBGC

によるウェスタン・ユニオンの資産接収という事態も生じかねないためだった。FFMC と PBGC との合意を受けて、同年 11 月、FFMC によるウェスタン・ユニオン買収は実行に移された。

FFMC はまた、最低拠出義務を大幅に上回る 1 億 9,900 万ドルの拠出をウェスタン・ユニオン年金基金に対して行った。

ケース 4 デルモンテ・コーポレーション (Del Monte Corporation) ——LBO の事例——

多額の借入や社債発行により買収資金を調達する LBO に際しては、年金積立不足を抱える企業がさらに負債を増加させる行為であるとして、PBGC が関与することがある。トマト・ジュースで有名なデルモンテはそのような事例である。

デルモンテは 97 年 4 月、テキサス・パシフィック・グループ (Texas Pacific Group) が運営する TPG パートナース (TPG Partners, L.P.、企業買収を専門とするプライベート・インベストメント・パートナーシップ) と、その関連会社及びその他の投資家に買収された。より正確には、デルモンテの親会社であるデルモンテ・フード・コーポレーションがテキサス・パシフィック・グループの子会社であるシールド (Shield) と合併し (デルモンテ・フードが存続会社)、TPG 及び関連会社が新会社の株式の 78% を保有、残りはデルモンテ・フードの元の株主が 10%、その他の投資家が 12% 保有という株主構成になった。

この買収資金は 8 億 900 万ドルに上り、①TPG 及び他の投資家による株式引き受け (1 億 6,100 万ドル)、②デルモンテによる銀行借入 (4 億 9,900 万ドル、担保付き)、③デルモンテによる債券発行 (1 億 4,700 万ドル)、④資産売却益 (2 億ドル) により調達された。

デルモンテは当時 9,000 万ドルに上る積立不足の年金プランを抱えていた。ところが、LBO に伴う負債の増加は、年金基金への拠出に当てられるフリー・キャッシュフローの減少を意味した。また、万が一デルモンテが倒産して年金プランが終了となった場合、PBGC は積立不足解消に当てる資産を接収するために、他の債権者と並んで取り分を主張することになるが、担保付きの負債の存在により PBGC の優先順位が低くなりえた。そこで、LBO の実施に当たり、デルモンテと PBGC との間で年金基金への拠出について交渉が行われ、以下の合意が成された。

- ①デルモンテが LBO の実施後 30 日以内に 1,500 万ドルの現金拠出を行う。
- ②98 年末までに、さらに 1,500 万ドルの現金拠出を行う。
- ③その後、99 年に 900 万ドル、2000 年に 800 万ドル、2001 年に 800 万ドルの拠出を行う。
- ④99～2001 年の拠出については、2,000 万ドルの信用状を担保とする。

98 年中の拠出については、デルモンテは①に加えて、98 年 6 月末時点で②の 1,500 万ドル中、1,000 万ドルを拠出した。

ケース5 ペプシコ (PepsiCo, Inc.) ——スピノフの事例——

ペプシコーラの製造元であるペプシコは、97年1月、ピザハット (Pizza Hut)、タコ・ベル (Taco Bell)、KFC (ケンタッキー・フライド・チキン) から成る同社のレストラン部門を独立の公開会社トライコン・グローバル・レストランツ (TRICON Global Restaurants, Inc.) としてスピノフする旨、発表した。同年10月、ペプシコの株主に対して持ち株比率に応じてトライコン株式を付与する形でスピノフが実施された。

ペプシコの年金プランに積立不足があったことから、同社のスピノフは早期警告プログラムの対象となった。このケースでは、トライコンに移籍した従業員の年金プランについては、トライコンがプランを新設し運営するとされ、旧ペプシコ年金基金の債務、資産がペプシコとトライコンの間で配分された。

スピノフに際して、ペプシコとトライコンは「分離に関する合意」を結び、その中で債務全般に関する責任の所在が明確にされた。また、年金プランに関しては「従業員プログラムに関する合意」の中で以下のように定められた。

- ①スピノフの実施と同時に、ペプシコの年金プラン加入者のうち、トライコンに移籍した従業員全ての年金債務に対する責任はトライコンが負う。97年末時点で、トライコンの年金基金の積立不足は1,400万ドルだった。
- ②年金資産については、年金プランが今日、終了したという仮定の下で計算された年金債務をベースに、新設のトライコン年金プラン及び残留ペプシコ年金プランのシェアを決定し、適宜配分する。資産管理は、ペプシコ年金のマスタートラストから、スピノフと同時に設立されるトライコン年金プラン用のマスタートラストに移転される。

トライコンはさらに、スピノフと同時に PBGC に対して、基金終了となった場合に備えた拋出保証を提供することとなった。トライコンは新企業であり、元の親会社であるペプシコに比べると財務体質の強さは大幅に劣る。万が一トライコンの企業経営が軌道に乗らず、倒産などに伴い年金プランが終了するといった事態に備えて、このような措置が講じられたのだった。

拋出保証の内容は、まず、トライコンが2,500万ドルの信用状を PBGC に提出し、基金終了という事態が生じた場合はこれを積立不足解消に充てる。さらに、将来トライコンの債権者が担保を要求した場合は、PBGC のトライコン資産の取り分を確保するために、最高2,500万ドルまで PBGC にも担保を提供することを約束する、というものだった。この合意は最低5年間有効で、その後も基金の積立不足が解消されるか、トライコンが投資適格の格付けを得るまで継続するとされた。

4. 我が国への示唆

本稿では、年金積立不足が深刻で PBGC の関与を得た企業を取り上げて、それらの企業の積立不足処理とその際の PBGC の活動について紹介した。米国においては、加入者の年金受給権が法律により規定されており、企業に積立不足解消の義務が厳格に課せられている。さらに、積立不足が深刻な企業については、早期警告プログラムを通じて PBGC が関与し、積極的な企業の年金拠出を促す。ケース・スタディからは、企業が多額の年金拠出を行ったり、支配グループ内企業が拠出に応じて積立不足を解消する様子が見て取れた。また、企業のリストラクチャリングによりプラン・スポンサーが変わる場合でも、年金積立不足に対する責任の所在が明確にされていた。

我が国においては、年金給付保証制度は、21 世紀に向けた課題である包括的企業年金法に盛り込まれるべき主要項目として挙げられている。これに対し、産業界は、給付保証制度の導入によるモラル・ハザードの発生に対して強い懸念を表明している。確かに、米国の経験が示すように、モラル・ハザード発生危険性だけを取っても、給付保証制度の導入が十分に議論を尽くした上で決定されなければならないことは明らかである。

また、米国の制度を見る限り、年金積立不足を抱えた企業が倒産した場合、まず PBGC の企業資産に対する先取特権が発動され、年金プランに企業資産が入れられる。それでも積立不足が解消されない時、初めて給付保証が行われる。我が国でも、議論の順番として、一足飛びに給付保証の導入に行くのではなく、それより先に、企業倒産時に年金基金にどこまで企業資産に対する請求権を認めるかが論じられるべきであろう。

さらに、米国の実例は、企業リストラクチャリングに際しての年金積立不足の扱いについても示唆に富んでいた。今後、我が国でも企業再編が活発化すると見られるが、買収・合併、スピンオフといったダイナミックな状況を想定した制度が望まれる。

最後に、PBGC の予防医療的アプローチについては、早期警告プログラムの実績に鑑みても、これを重視し、給付保証制度そのものとは全く切り離して、導入を検討する価値があるのではないだろうか。ただし、早期警告プログラムのような活動を、年金給付保証を任務とする組織が行う必然性はどこにもない。米国では、歴史的経緯により PBGC が基金の破綻予防活動を行うこととなった。我が国では、既存の制度にこの機能を持たせるといふ選択肢も十分にありえるだろう。

(野村 亜紀子)