

ゼネラルモーターズ社の社債発行と年金問題

ゼネラルモーターズ社の企業年金は、資産・負債の額においても積立て不足の額においても全米最大といわれる。この積立て不足問題に対応することを主な狙いとして、同社は6月、米企業で史上最大となる176億ドルの社債発行を発表した。本稿は、米国の会計・税務に関する仕組みを参照しつつ、今回の社債発行および企業年金への拠出の効果や示唆を論じるものである。

1. 社債発行とその背景

ゼネラルモーターズ社（GM）は6月20日、年金積立て不足問題に対処することを主な目的として総額130億ドルに上る社債を発行することを発表した。金額はその後176億ドルに増額修正され、6月26日には図表1の通り条件が決定された。

図表1 社債発行の概要

発行者	種類	金額	クーポン	期間	備考
GM	転換社債	40億ドル	6.25%	30年	転換価格\$47.62
	普通社債	10億ドル	7.125%	10年	
		12.5億ドル	8.25%	20年	
		30億ドル	8.375%	30年	
		10億ユーロ	7.25%	10年	
		15億ユーロ	8.375%	30年	
	普通社債	3.5億ポンド	8.375%	12年	子会社（注2）による発行同
2.5億ポンド		8.875%	20年		
	小計	132億ドル			
GMAC (注1)	普通社債	10億ドル	4.5%	3年	FRN
		15億ユーロ	EURIBOR+175bps	2年	
		15億ユーロ	6.0%	5年	
	小計	44億ドル			
計		176億ドル			

(注) 1. GMの金融子会社 General Motors Acceptance Corporation

2. General Motors Nova Scotia

(出所) GM プレスリリース資料等より野村総合研究所作成

このうち子会社 GMAC の調達分は通常の事業資金であり、年金等の退職給付プランに充当されるのは GM 本体の調達分 132 億ドルである。

このように GM が思い切った資金調達に踏み出した背景には、年金積立て不足が GM 自体の経営に影響を及ぼすほど重大な問題となったことがある。図表 2 に示すように、ここ 3 ヶ月余りの間、主要格付け機関は GM および GMAC の長期債務格付けや見通し（アウトLOOK）を相次いで引き下げた。その理由としては、自動車製造業界における激しい競争に加え、巨額の年金積立て不足が業績の足を引っ張る可能性があるといったことが指摘されている。

なお GM は、拠出の原資を株式でなく負債で調達した理由として、昨今の低金利環境のメリットを享受すること、および調達額が現在の株式時価総額の 60%にも達するものとなってしまうこと、を挙げている。

図表 2 GM および GMAC の主な長期債務格付け

格付け 機関	GM			GMAC			備考
	格付け	見通し	月/日	格付け	見通し	月/日	
S&P	BBB	初 [△] タイプ [△]	4/10*	BBB	初 [△] タイプ [△]	4/10*	*アウトLOOK変更日
ムーディーズ [△]	Baa1	初 [△] タイプ [△]	6/13**	A3	初 [△] タイプ [△]	6/13**	**格付け変更日
フィッチ	BBB+	初 [△] タイプ [△]	6/19***	BBB+	初 [△] タイプ [△]	6/19***	***同上

（出所）格付け機関各社資料より野村総合研究所作成

2. GM の財務状況

1) 米国年金会計の概要

米国の企業年金に関する会計の仕組みを図表 3 および図表 4 に示す。まず、会計期間毎の勤務費用や利息費用、制度資産の期待収益等を基に「期間年金費用（net periodic pension cost）」を計算し（図表 3）、事業主の P/L に費用計上する¹。これとは別に、事業主や加入者は年金基金に対して拠出を行うのであるが、「期間年金費用」が拠出額を上回れば差額を「未払年金費用（accrued pension cost）」として貸方に計上し、逆に下回れば「前払年金費用（prepaid pension cost）」を借方に計上する。

¹ 補足すると、期間年金費用は制度資産の価額に期待収益率を乗じて得る期待収益（実際の運用収益ではなく）の額を勤務費用等から差し引いて計算するため、株高等によって制度資産が膨らみ期待収益が増大すると、場合によっては期間年金費用がマイナスとなる。つまり、確定給付企業年金が企業利益にプラス寄与することがある。

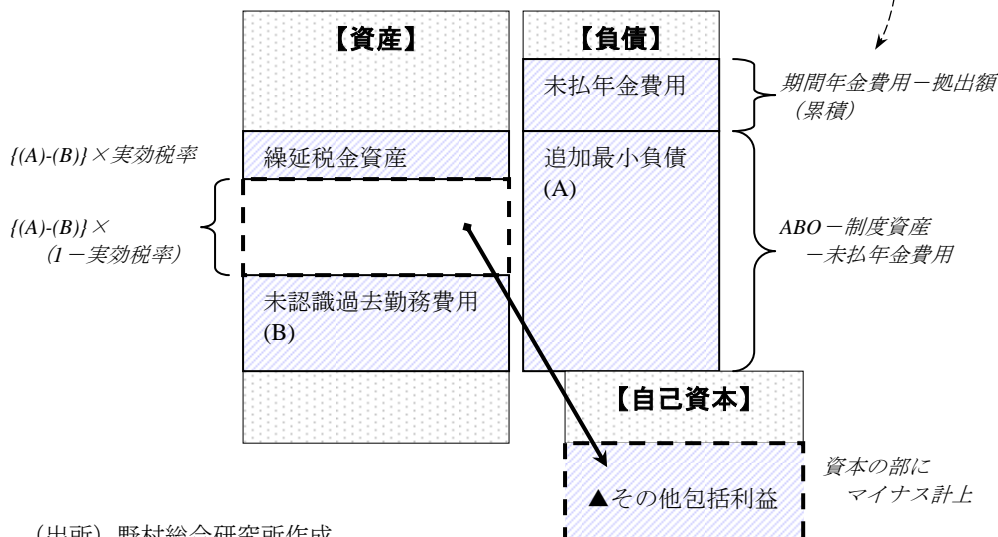
米国においても、日本と同様、財務会計上の積立て状況の指標として「予測給付債務 (PBO)」と制度資産の公正価額の差額を計算する(「拠出状態 (funded status)」という)。しかし、積立て不足を事業主の B/S に反映させる会計処理に関しては、米国では「累積給付債務 (ABO)」が用いられる。ABO が制度資産の公正価額を上回る場合、その差額 (未積立て ABO) から「未払年金費用」を差し引いた²金額を「追加最小負債 (additional minimum liability)」として B/S に負債計上する。逆に借方においては、「未認識過去勤務費用 (prior service cost)」を繰延資産として計上するのであるが、「追加最小負債」のほうが「未認識過去勤務費用」よりも大きい場合、その差額に実効税率を乗じた税効果分を繰延税金資産に計上し、税効果以外の分を「その他包括利益 (other comprehensive income)」として資本の部にマイナス計上する (図表 4)。

図表 3 期間年金費用の計算 (概略)

勤務費用		
+ 利息費用		
- 制度資産の期待収益		
+ 過去勤務費用の償却		
+ 数理上の未認識費用の償却	期間年金費用 > 拠出額	ならば、「未払年金費用」計上
期間年金費用	期間年金費用 < 拠出額	ならば、「前払年金費用」計上

(出所) 野村総合研究所作成

図表 4 年金積立て不足と事業主の B/S

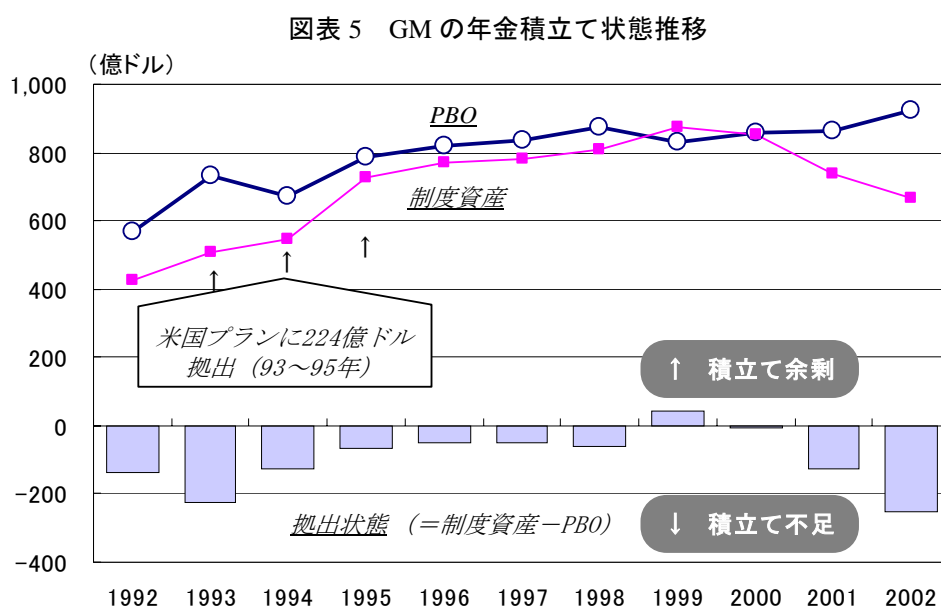


(出所) 野村総合研究所作成

² 「前払年金費用」がある場合は、未積立て ABO にこれを加える。

2) GM の年金と財務の現状

図表 5 は GM の年金積立て状況の推移である。1990 年代前半に大幅な積立て不足を抱えていた GM の確定給付企業年金は、99 年には積立て余剰を有するまでに回復した。その背景には、3 年間で 224 億ドルに上った事業主からの拠出と、90 年代後半の株高があったと思われる。しかし 2000 年以降、株式相場の反落によって制度資産が減少したこと、また長期金利の低下が給付債務のさらなる増大を招いたことによって、90 年代初めの水準を超える積立て不足を抱えるようになった。



(注) 米国内外の年金を合算したベース。

(出所) GM 年次報告書等より野村総合研究所作成

直近 3 年間の連結決算状況を年金関連の推移と併せて示したのが図表 6 である。まず P/L の上では、制度資産から得られる期待収益が減少したため、期間年金費用が増大し、企業利益を下押ししている。また、制度資産の実際の運用収益が期待収益に達しなかった場合、差額は一定のルール³に従い多年度にわたって償却することとなるが、この償却負担も期間年金費用を通じて利益に負の影響を与えている。

加えて B/S においても、積立て不足 (ABO-制度資産) の増大が「その他包括利益」の形で自己資本を圧迫するようになってきた。その結果、総資産に対する自己資本の割合は、2000 年度末に約 10%であったが、2002 年度末には 2%弱に低下している。

³ 制度資産損益 (制度資産に関する期待収益と実際の収益との差) や年金債務損益 (給付債務を推定する上での前提数値の変更によって生じる損益) が、PBO と制度資産の市場関連価額のいずれか大きいほうの 10%を超えた場合、超過額を従業員の残存勤務期間で償却することが少なくとも必要となる。これをコリドル・アプローチという。

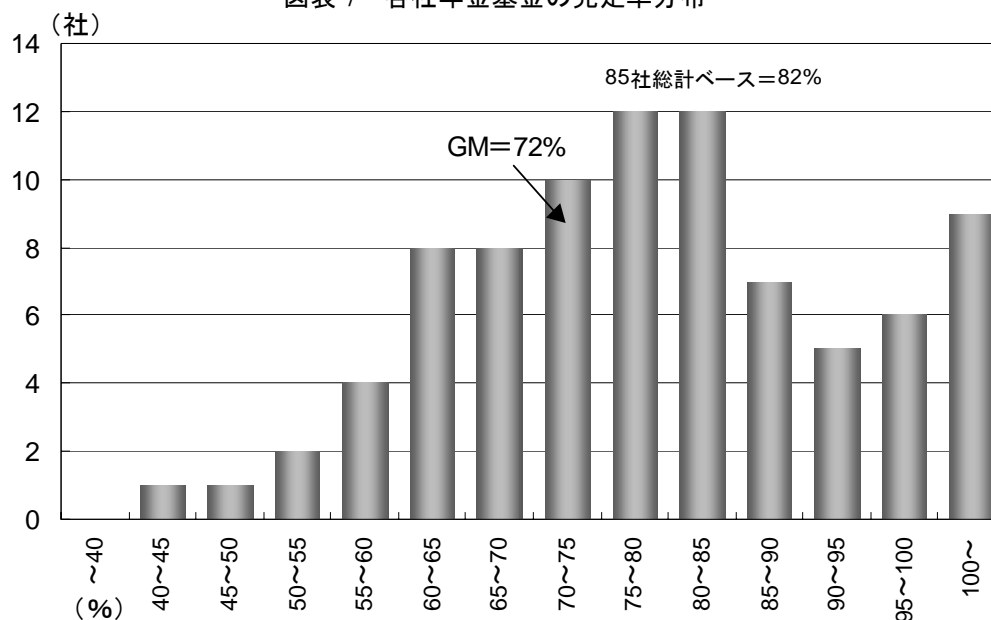
図表 6 GM の連結財務状況

(単位 百万ドル)

項目		2000/12 期	2001/12 期	2002/12 期	
P/L	売上高	184,632	177,260	186,763	
	当期利益	4,452	601	1,736	
	期間年金費用	勤務費用	▲1,077	▲1,077	▲1,079
		利息費用	▲6,055	▲5,932	▲6,007
		期待収益	8,244	8,126	7,713
		過去勤務費用の償却	▲1,513	▲1,418	▲1,348
		数理上の未認識費用の償却	▲10	▲81	▲795
		その他	▲194	▲168	▲289
計	▲605	▲550	▲1,805		
B/S	資産	303,100	323,969	371,871	
	負債	272,079	303,516	364,223	
	自己資本 (うち、その他包括利益)	30,175 (▲45)	19,707 (▲9,581)	6,814 (▲23,215)	
年金関係	制度資産の公正価額	85,263	73,662	66,803	
	予測給付債務 (PBO)	86,042	86,333	92,243	
	拠出状態	▲779	▲12,671	▲25,440	
数理上の 前提	負債割引率	米国分	7.25%	7.25%	6.75%
		米国外分	7.06%	6.81%	6.23%
	期待収益率	米国分	10.0%	10.0%	10.0%
		米国外分	9.0%	8.9%	8.8%

(出所) GM 年次報告書より野村総合研究所作成

図表 7 各社年金基金の充足率分布



(注) S&P100 採用企業各社のうち、確定給付年金を維持する 85 社のデータによる。

(出所) 各社年次報告書より野村総合研究所作成

なお付言すれば、確定給付年金の積立て不足は GM に限った特殊な問題ではない。例えば

S&P100 指数を構成する米国の大企業で確定給付制度を維持しているものは 85 社あるが、合計の拠出状態は 2000 年から 2002 年にかけて 1,521 億ドルの余剰から 1,303 億ドルの不足へ転じており、個別にみても積立て状況の改善した企業は皆無である。図表 7 に示す、PBO を制度資産の額で除した各社基金の充足率分布の中で GM のそれが特別に低いわけではないことからすると、GM の積立て不足額が大きいのは主に年金制度の規模によるものと考えられる。

3. 借入れと拠出の効果

今回 GM が、社債発行によって調達した資金をそのまま年金基金への拠出に充当するとすれば、会計上および税務上、次のような効果が期待できる。

1) 会計上の効果

企業から年金基金に対して拠出が行われると、制度資産が増大する。従って、まず損益面では、制度資産に期待収益率を乗じて計算される期待収益が増加するため、「期間年金費用」がその分圧縮され、利益の底上げ要因となる。一方、拠出の原資として発行した社債の支払利息が費用計上されるが、2003 年度における米国プランの制度資産の期待収益率が 9%であるのに対し、GM の発行する社債 132 億ドルのクーポンは加重平均ベースで約 7.5%である。今回の負債調達による財務レバレッジの上昇が株式の資本コスト上昇を招くとすれば、企業財務面のメリットは一概にはいえないとしても、この借入れと拠出の部分に限っていえば、P/L 上の利益は押し上げられることになる。

次に B/S 上は、社債発行で調達した現預金が拠出によって減少し、その見合いに、「未払年金費用」が減少する⁴。つまり、「未払年金費用」が期限 10 年から 30 年の社債で置き換えられ、債務の固定化に資することになる。但し、制度資産の増加による未積立て ABO の減少と「未払年金費用」の減少が同時におこると、これらの差額である「追加最小負債」の額は変わらないこととなるため、今回の拠出自体は、自己資本を圧迫している「その他包括利益」に対する直接的な解消策とはならないものと思われる。

2) 税務上の取扱い

社債の支払利息によって課税所得が抑えられるため、法人税支払額が減少する。また、これに加えて、税制適格年金への拠出は、条件付で損金算入が可能であるとされている。

⁴ または「前払年金費用」が増加する。

拠出額が合理的な金額であるかどうかの判定はケース・バイ・ケースとされる⁵が、内国歳入法⁶は損金とすることのできる限度額として3つの規定をおいている。以下はその要旨である。

- ①「最低積立て基準（minimum funding standard⁷）」を満たすのに必要な額。（この額が②および③の額よりも大きい場合）
 - ②現在および過去の勤務費用のうち未積立て分を、各従業員の残存勤務期間で引当てるために必要な額。
 - ③その年度における「通常の年金コスト（normal pension cost）」と、過去勤務費用やその他の追加給付に係る未積立て額を10年で均等償却とした場合の償却額の合計。
- また、拠出額が限度額を上回った場合、超過分を翌年度以降に損金として繰越すことが可能である。

4. まとめ

今回の起債と年金等への拠出があらためて浮き彫りにしたのは、企業年金と企業財務とは実質的に不可分の関係にある、という現実であるといえよう。ここまで述べてきたように、株価や長期金利といった市場ファクターの変動は、確定給付年金の制度資産と給付債務を通じて企業財務にリスクを生じ得る。そして今回 GM が上述のような施策を取ることとなった原因は、そのような市場リスクに対して GM の現在の財務体質が十分に堅固とはいえなかったところにある。今回の施策は、会計や税務の面で一定のメリットを有するが、市場リスクへの対応策としては十分なものであろうか。

今回の拠出は基本的には、年金債務を借入債務に置き換えるもので、「その他包括利益」の累積によって減少している自己資本が直接的に補強されるものではないとみられる。とすれば、仮に2000年以降におこったような市場変動が近い将来再び生じた場合、B/S上の自己資本額がさらなる目減りに瀕することも考えられる。GMによれば、2003年の1月から6月までの年金資産のリターンは9%のプラスとなっており、その後も株価水準の上昇のため良好に推移しているとみられるが、依然としてリスクを内部に抱えた状態であることに変わりはないと思われる。

また、実際の資産運用収益が十分に得られない場合、P/L上の利益押し上げとは裏腹に、期間年金費用において償却しなければならない未認識損失が追加され、毎年の損益をさらに圧迫することも想定される。現段階では、GM年金問題の成否は市場ファクターの成り

⁵ 白須信弘『新版アメリカ法人税法詳解』（中央経済社、2002年）288頁参照。

⁶ 内国歳入法第410条(a)参照。

⁷ 内国歳入法第412条(a)に規定される。

行きに左右される面が相変わらず大きいといえるのではないか。

勿論、企業年金にとって年金制度の選択は経営戦略の一部ともいえるべきものであり、リスクの低い年金制度が良い制度であると一概にいうことはできない。しかし少なくとも、自己資本が薄くなった等の理由で年金を通じた市場リスクへのエクスポージャーを抑制したいと考える企業（伝統的に労働組合組織の発達している米国の自動車製造業界では、単純にそのように考えることは難しいものと思われるが）にとっては、今回のような施策は、必ずしもそれだけでは十分な問題解決策とはならないのであり、資金調達政策とあわせて、確定給付年金の見直しや確定拠出年金の利用など、給付債務を見据えたより根本的な対策も必要となってこよう。

（胡田 聡司）