

General Motors Corporation と Financialization  
—General Motors Acceptance Corporation をどうみるか—

立石 剛<sup>1</sup>

1. 問題の所在—金融化と実物経済活動—

本報告は、General Motors Corporation (以下 GM と略す) および金融子会社の General Motors Acceptance Corporation (以下 GMAC と略す) を具体的分析対象として、金融危機に至るまでのアメリカの非金融企業における金融化の状況を分析することを目的としている<sup>2</sup>。GM は金融危機以前にはその収益の多くを金融子会社である GMAC が生み出すという金融化の状況を示しており、その後発生した金融危機は GMAC および GM の経営を悪化させ、最終的に GM は 2009 年に破綻するに至った。この非金融企業である GM の金融化とその破綻の過程は、アメリカの非金融企業の金融化に関する問題、とりわけ実物経済活動と金融化との関係を分析する際の格好の材料を提供している。

1. 1 分析課題の整理：金融化と実物経済活動との関係について

拙稿ではアメリカ経済全体において金融部門が実物経済部門に対して相対的に肥大化した状態<sup>3</sup>を、金融部門（金融機関・不動産・保険）の GDP シェア上昇と製造業部門シェアの大幅な低下、民間企業利潤総額に占める金融部門シェアと製造業部門シェアの逆転など、利潤源泉における製造業部門から金融部門へのシフトなどから指摘した<sup>4</sup>。そこでは、以上の傾向の原因および金融部門と製造業など実物経済部門との関係に関しては様々な解釈が提示されていた。そこでまずは多様な解釈を金融化の原因に関する解釈と、金融化と実物経済活動との因果関係に関する解釈とに分けて整理しよう。

第一に金融化の原因に関する課題が提示された。金融化の原因に関しては実物経済における蓄積危機が金融化をもたらしたとするマルクス派の見解<sup>5</sup>と金融化が実物経済における蓄積危機をもたらしているとするポストケインジアンの見解<sup>6</sup>がある。これらの見解の違いか

<sup>1</sup> 西南学院大学経済学部 tatetake@seinan-gu.ac.jp

なお本報告は西南学院大学特別研究助成の成果の一部である。当該助成によって企業財務データの購入および分析が可能になった。記して感謝したい。

<sup>2</sup> GM は 2006 年に GMAC の株式の一部を売却したため、GMAC は GM の完全所有子会社ではなくなった。しかし GM と GMAC の事業面での関係は、契約を通じてその後も維持された。なおこの両者の関係の分析は GM が破たんした 2009 年までを対象とする。

<sup>3</sup> 本稿ではこの状態をさしあたり「金融化」と表現することにする。もちろん「金融化」の定義に関しては未だに確固たるものはないことをあらかじめ指摘しておく。

<sup>4</sup> 拙稿「アメリカ経済の金融化について」『経済学論集（西南学院大学）』第 44 巻第 2・3 号、2010 年 1 月。

<sup>5</sup> Arrighi, G.[1994] *The Long Twentieth Century*, NY: Verso. (土佐弘之監訳『長い 20 世紀—資本、権力、そして現代の系譜—』作品社、2010 年。)、Magdoff, H. and P.M.Sweezy[1987] *Stagnation and the Financial Explosion*, NY: Monthly Review Press.、Foster, J.B. and H. Magdoff[2009] *The Great Financial Crisis: Causes and Consequences*, NY: Monthly Review Press.、Harvey, D.[2003] *The New Imperialism*, Oxford: Oxford University Press. (本橋哲也訳『ニュー・インペリアルイズム』青木書店、2005 年。)、Harvey, D.[2005] *A Brief History of Neoliberalism*, Oxford: Oxford University Press. (渡辺治監訳『新自由主義—その歴史的展開と現在—』作品社、2007 年。)、Amin, S.[2003] *Obsolescent Capitalism*, NY: Zed Books.

<sup>6</sup> Palley, T.[2007] “Financialization: What It Is and Why It Matters,” *Working paper Series*, no.153, Political Economy Research Institute.、Stockhammer, E.[2004] “Financialization and the slowdown of accumulation,” *Cambridge Journal of Economics*, vol.28, no.5, pp.719-41. Orhangazi, O.[2008] *Financialization and the US Economy*, Mass.: Edward Elger.、Crotty, J.[2005] “The Neoliberal Parados: The Impact of Destructive Product Market Competition

ら、金融化の原因を1960年代後半以降の実物経済活動における資本蓄積危機といった経済的要因に求めるか、それとも1980年代以降に活発化した新自由主義の台頭など政治的要因に主に求めるかという課題が提示された。

マルクス派は実物経済における資本蓄積危機や過剰資本の発生が金融化をもたらした原因であるとし、金融化の発生を経済的側面から説明しようとした。例えば Arrighi は金融化を金融拡大と捉えたうえで「金融拡大とは、貿易・生産拡大への資本投下が純粋な金融取引ほどには効率的に資本家層に現金フローを増やす目的をもちや果たせなくなった状況に特徴的なものである」とし、「生産拡大の局面では、貨幣資本は商品（労働力商品と自然の恵みを含む）の大量増加を生みだすが、金融拡大の局面に入ると、今度は大量の貨幣資本が商品資本の形態から解放され、蓄積は金融取引（マルクスの省略定式のMM'にあたる）を通じて進む」と述べる<sup>7</sup>。これに対してポストケインジアンは、新自由主義的政策への大転換が生じた結果、金融経済活動の肥大化が進行したことによって実物経済における蓄積危機が生じたという見解を提示した。具体的には、金融業界および株主といった階層による一種の政治的革命によって、経済的富が実物経済部門から金融経済部門に移転され、金融経済活動の肥大化と実物経済活動の停滞が生じたとする点で、金融化現象の原因に関して政治的側面を強調している。

第二に、マルクス派の見解における資本蓄積危機の原因に関する課題が提示された。マルクス派は実物経済における資本蓄積危機や過剰資本の発生が金融化をもたらした原因であるとし、金融化の発生を経済的側面から説明しようとするが、実物経済活動そのものの危機がどのように生じたかについては次の二つの立場に分かれる。一方で、実物経済部門での競争圧力の高まりの結果としての利潤率低下に着目する見解である。これによると実物経済部門の利潤率低下は最終的に資本が実物投資から金融経済活動に投じられることになるという<sup>8</sup>。他方で、独占的傾向による資本過剰に着目する見解も提示されている<sup>9</sup>。この見解は、実物経済活動部門の独占化を前提とし、その結果として生じた独占的利潤が生産的投資に向かわず過剰となり、最終的に金融機関を通じた他部門への過剰融資や投機的金融取引へと向かったとする。

以上のマルクス派の見解は次のような差異として考えることが出来る。前者は、競争圧力の高まりを背景として競争力を喪失しつつある実物経済部門から資本が引き上げられ、金融部門にその資本が投じられる現象を示したものであり、他方で後者は独占的傾向のもとで過剰となった資本が金融部門に投じられ、それが過剰債務や資産効果を通じて、実物経済部門のための需要の源泉を提供するというものである。言い換えると金融化は、前者にとっては実物経済部門の代替物として作用し、後者にとっては実物経済部門を補完するように作用するということになる。ちなみに マルクス派の見解と同様にポストケインジアンの見解をみると、金融化は実物経済部門を破壊するように作用するということになる。

以上をまとめると①金融化は実物経済部門に代替するものとして作用しているのかどうか、②金融化は実物経済部門を補完するように作用しているのかどうか、そして最後に③金融化は実物経済部門に対して破壊的な作用をもたらすかどうかという論点が提示されることになる。

ところで以上で見た金融化と実物経済部門との関係についての見解は、共通して、金融経

---

and 'Modern' Financial Markets on Nonfinancial Corporation performance in the Neoliberal Era”, in G.A. Epstein ed. [2005] *Financialization and the World Economy*, Mass.: Edward Elgar.

<sup>7</sup> Arrighi[1994] pp.8-13. (邦訳、pp.34-40)。

<sup>8</sup> Arrighi[1994]、Brenner, R.[2002] *The Boom and the Bubble*, NY: Verso. (石倉・渡辺訳『ブームとバブル—世界経済のなかのアメリカ—』こぶし書房、2005年。) など。

<sup>9</sup> Sweezy. P.M.[1997] “More (or less) on globalization”, *Monthly Review*, vol.49, no.4., 、 Foster[2009]など。

済部門が肥大化する一方で、実物経済部門が縮小ないし停滞しているとみなしている。こうした分析に対して、実物経済部門と金融化との間に単線的な因果関係を見出す作業は理論的に問題があるとする見解も提示されている。ラパヴィツァスは「問題を抱えた生産が金融の成長を導きだしてきた」あるいは「金融のブームが生産を脆弱化させた」という文脈で「直接の因果関係」を見出そうとすることはミスリーディングである」として、産業、銀行、労働者、金融市場などが、いかにして個別にあるいは連携してシステムティックに「金融化」するようになったかに着目する必要があるという<sup>10</sup>。例えば、ラパヴィツァスは、独占資本が、ヒルファディングの想定とは異なり、内部留保の増大や外部金融利用の増大などによって銀行など金融機関から相対的に独立した自己勘定での金融活動を行うようになったという。実際に、本稿で取り上げる GM など大企業は自ら金融子会社を保有し、銀行への依存を相対的に低めている。こうした独占資本の銀行依存の低下は、他方で、私的・公的福祉などサービス低下も相まって、銀行業務の家計・個人業務の拡大や投資銀行業務への進出を生み出したという訳である。

さらに Krippner のように、金融化現象を銀行・証券・保険などの金融部門と製造業部門などの部門間関係として分析とすることの限界を示し、事業活動そのものの内容を金融事業と実物経済活動とに分けて分析する見解もある<sup>11</sup>。Krippner は製造業から金融部門への産業構造のシフトにより金融化現象が生じているのではなく、非金融部門が存続しながらもその活動が金融的活動にシフトし、利潤源泉も生産的活動から金融的活動にシフトしていると指摘する。例えば GM の金融子会社であった GMAC は自動車関連ローンの提供業務だけでなく、モーゲージ関連業務、さらには証券化業務まで展開し、その収益は一時 GM 全体の 6 割にも上ったといわれ、また電気機器大手の GE (General Electric) の金融事業部門である GE キャピタルは、金融危機以前には GE 全体の利益の 5 割を超えていたといわれる<sup>12</sup>。以上から Krippner は、金融化を金融機関の肥大化に見出す部門別分析、すなわち非金融企業部門の縮小と金融部門の肥大化という見解とは異なり、蓄積パターンを軸に金融化現象を把握しようと試みる。つまり金融化は金融部門に限らず非金融企業でも生じているのである。

本稿は GM という非金融企業である GM とその金融子会社である GMAC との関係、すなわち非金融企業内部における実物経済活動と金融事業との関係に着目し、蓄積パターンの金融化の状況を分析することにする。

## 1. 2 分析対象としての GM と GMAC

以上の目的の準備として GM と GMAC との関係について、その歴史的形成過程と財務上の関係について概観しておこう。歴史的形成過程については 1919 年の GMAC 創設から 2009 年の GM 破綻までの期間を対象とし、財務上の関係については GM および GMAC が公表している年次報告書をもとに、GMAC 関係財務資料が入手可能な 1976 年以降の関係を対象とする。

### (1) GMAC 略史<sup>13</sup>

GMAC は、1919 年に GM の完全所有子会社形態で、ニューヨーク州法認可の投資会社として設立された。GMAC 設立の目的は、ディーラーに対して自動車在庫の取得および維持に必要な資金を融資し、GM ディーラーを通じて自動車を購入する資金を消費者に提供す

<sup>10</sup> コスタス・ラパヴィツァス「金融化と資本主義的蓄積：2007-9 年危機の構造的説明」『季刊経済理論』第 47 巻第 1 号、2010 年 4 月。

<sup>11</sup> G. Krippner, “Financialization of the American Economy,” *Socio-Economic Review*, vol.3, no.2, 2005.

<sup>12</sup> 日本経済新聞、2009 年 6 月 7 日付朝刊、p.4。

<sup>13</sup> 特に断らない限り、GMAC の略史については、GM および GMAC の年次報告書そしてアルフレッド P.スローン Jr.『GM とともに』ダイヤモンド社、2003 年、第 17 章「GMAC」に依拠している。

るためとされた<sup>14</sup>。当時、アメリカ経済は大量生産時代に突入しており、消費生活も大きく変貌を遂げようとしていたが、商業銀行は工場労働者や販売店に対する小規模融資をしたがらない傾向が強く、これを補完する形でモーリス銀行など多様な金融機関が消費者金融を専門に行う機関として設立され始めていた。GMACもこうし流れに沿うものであった。GMACは1939年にMoters Insurance Corporationを設立し自動車保険業務に進出したが、中心的業務はあくまでも自動車金融業務であり、分割払いの導入などを通じてその融資規模も順調に成長していた。

1950年代に自動車メーカーとしてのGMの地位が強化されるにつれて、GMとGMACの関係、とくにGMによるGMACへの支援（例えば低金利政策）が反トラストに抵触するとの問題が生じた。これに対してGMは消費者利益の観点からその正当性を主張したが、最終的には、GMACはディーラー向けなど自動車金融を巡って他の融資会社と競争することが求められることで決着した<sup>15</sup>。さらに同時期にGMACによる消費者向け自動車ローンの拡大に関して、消費者の負債残高の増大や破綻の可能性について、各方面から懸念が提示された。政府およびFRBは消費者ローンの不安定性に一定の懸念を表明したが、消費者ローン規制による安定性追求よりも自動車所有という消費者の要望を重視するという立場を優先した。

GMACによる金融事業にとって転機となったのは1985年のモーゲージバンキング業務への進出だった。GMACはCore States Financial CorporationからColonial Mortgage Groupを、Norwest MortgageからServicing PortfolioおよびServicing Facilitiesを買収した。この結果、GMACはモーゲージバンクの中で当時全米第二位の資産規模を有する金融機関になった。この後2000年代にかけて、GMACは商工ローン業務（commercial finance）やオンラインバンキングなど多角化を進めることになる。このGMACによる自動車金融事業以外の住宅モーゲージ関連業務への進出は、GMACそしてGMが自動車関連企業から金融機関へ移行しつつあるのではないかとの問題提起を呼び起こすことになった<sup>16</sup>。こうしたモーゲージ業務は2000年代にはGMACそしてGMの収益の柱にまで成長したが、住宅バブル崩壊以降は逆に経営上の厄介な足かせとなったのである。

GMACは2000年代にもう一つの転機を迎え、2004年にGMAC Bankを保有することで銀行業務にも進出したのだった。このGMAC Bankはユタ州認可のIndustrial Loan Company（以下ILC）と呼ばれるもので、要求払い預金を受け入れていないだけで、MMMCなどの提供を通じて実質的に預金を受け入れることができ、他にも決済関連サービス、商業貸付、モーゲージ貸付、消費者貸付などほとんど全ての金融サービスを提供できる機関であった。その上、連邦預金保険など連邦政府のセーフティネットへのアクセスも持っていた。ILCであるGMAC Bankは銀行持株会社法によって定義される銀行ではないので、その親会社（すなわちGMAC（さらにGM））は必ずしも銀行でなくてもよく、したがって銀行持株会社法に定められた連結監視規制の対象とならない点で、一般事業会社が銀行業に参入する方法として注目されていた。その結果、GMACはGMAC Bankを通じて銀行業のほとんどを行うことができるようになるだけでなく、しかも通常の銀行に比べて規制が緩い状態で金融サービスを提供出来たのである。サブプライム層向けの自動車金融およびモーゲー

---

<sup>14</sup> GM, Inc., *Report of General Motors Corporation for the Fiscal year Ended December 31, 1919*, p.13.を参照した。なおNew York Times 1919年1月26日付記事によると、自動車関連金融に加えて、当時の関係企業だったデュポンへの金融サービス提供も目的だったとされている。

<sup>15</sup> しかしながら、後述するように、GMACによるディーラー向け融資業務には他の金融機関はほとんど参入してこなかった。

<sup>16</sup> GMACは金融事業の多角化だけでなく国際化も推し進めた。例えば、2001年にはモーゲージ業務をヨーロッパおよび南米で開始した。これについては以下のサイトを参照されたい。Ally Financial, "Our History" in Ally Financial Web Page, <http://www.ally.com/>

ジ金融を GMAC が大規模に展開できたのは、この金融制度上の抜け穴によるといわれる<sup>17</sup>。

さらに 2006 年、GMAC は GM の完全所有子会社から投資会社のサーベラスグループ多数所有の独立系金融会社となった。GM は折からの自動車事業の業績悪化の影響から民間格付け会社による格付けの引き下げに直面し、そのあおりを受ける形で GMAC の格付けも悪化していた。当時、GMAC は ILC を保有していたものの、資金調達には CP 発行や貸付債権の証券化など資本市場に依存する部分が依然として大きかったため、資金調達難に直面していた。これに対して GM は GMAC の株式を売却し、GMAC に対する悪影響の緩和を試みると同時に GM と GMAC は自動車金融事業を従来通り継続する契約を結んだ。こうした GMAC の親会社の交替は、GMAC が自動車金融事業だけでなく多角的金融機関として活動を拡大させる契機となったが、その後、住宅市場価格が下落に転じたことから、今度は GMAC のモーゲージ部門の業績が急激に悪化し、2008 年には GM とともに破綻の危機に直面することになった。

2008 年 11 月、GM など主要自動車メーカーは、金融危機および原油価格高騰による自動車販売低迷と企業業績の大幅な悪化に直面し、連邦政府に対して金融支援を要請するに至った。ブッシュ政権およびオバマ政権は当時のアメリカ経済全体が危機的状況にあるとして、個別企業の救済という問題はあったが、2008 年緊急経済安定化法（The Emergency Economic Stabilization Act of 2008 : EESA）<sup>18</sup>に基づいて財務省が行っていた不良債権救済プログラム（Troubled Assets Relief Program: TARP）のうち、自動車業界支援の為の金融融資枠組みである自動車産業金融プログラム（Automotive Industry Financing Program : AIFP）などによる資金供給、部品会社への金融支援、信用保証など一連の支援を行うことにした。オバマ政権の自動車作業部会（Auto Task Force）は、政府による自動車メーカー支援と引き換えに、財務長官を議長とし GM とクライスラーとともに、リストラックチャリング、労使関係再編、年金債務の圧縮など破綻を回避するための再建計画や融資コミットメントに関する作業を行った。しかし自動車メーカーの業績は 2009 年に入っても回復せず、最終的には 2009 年 4 月 30 日に Chrysler が、同年 6 月 1 日に GM が破綻する結果となった。

自動車メーカーの経営危機と同じ時期に GMAC も経営が大幅に悪化していた。2008 年 11 月、GMAC は、子会社の GMAC Bank の商業銀行への業態転換と GMAC 自身の銀行持株会社への移行を連邦準備制度理事会に申請した。これは GMAC が自力での再建を断念する一方で、GMAC 自身が緊急経済安定化法に基づいた TARP による資金援助を得るためのものであった。TARP の供与を受ける金融機関は商業銀行およびその持株会社であることが条件だったため、GMAC は保有している ILC（GMAC Bank）を銀行持株会社法によって制定されている銀行に転換し、そのうえで GMAC を銀行持株会社に移行させようとしたの

---

<sup>17</sup> 具体的にはリスク基準および資本レバレッジ基準そして情報開示要求をなどについての銀行持株会社法のもとでの連結監督を親会社が受うけないということである。Neely, M. Clark, "Industrial Loan Companies Come Out of the Shadows", *The Regional Economist*(Federal Reserve Bank of St. Louis), July 2007, pp.5-9., <http://www.stlouisfed.org>. また GMAC は親会社の高格付けによる低資金調達と ILC である GMAC Bank からの資金供給により高レバレッジ融資を展開することができたといわれる。この点に関しては Congressional Oversight panel, March Oversight Report, *The unique treatment of GMAC Under the TARP*, March 10, 2010., p.30.および O. Emre Ergungor and James B. Thomson, *Industrial Loan Companies*, October 1, 2006., [www.clevelandfed.org/research/Commentary/2006/1001.pdf](http://www.clevelandfed.org/research/Commentary/2006/1001.pdf) を参照されたい。

<sup>18</sup> 2008 年緊急経済安定化法（通称金融安定化法）とは 2008 年 9 月のリーマンブラザーズ破綻を契機に生じた世界的金融危機への対処と包括的金融システム安定化の為の法律である。不良債権救済プログラムはその中心的柱の一つであり、金融機関からの不良債権の買い取り、資本注入、融資、保証などを通じた金融安定化の為に 7000 億ドルの歳出権限（公的資金枠）を財務省に付与するものであった。

である<sup>19</sup>。

この申請は、連邦準備制度理事会が条件とした自己資本要求を GMAC が満たせなかったにもかかわらず、緊急事態であるとの理由から GMAC は銀行持株会社として認可された（したがって GMAC Bank が商業銀行として認可された）<sup>20</sup>。その際、GM 及び投資コンソーシアムであるサーベラスの持株比率が引き下げられ、GMAC は 2009 年に Ally Financial と改名し、独立金融機関として操業し始めた。その後、GM の破綻にもかかわらず GMAC は 2008 年 12 月、2009 年 5 月、そして 2009 年 12 月の三回に分けて総額 171 億ドルの TARP 支援を受けたのである。

## （2）財務報告書にみる GM 金融化の概観

GMAC による金融業務は拡大と多角化を進めてきたが、それと同時に GM 全体に占める GMAC の果たす役割も増大し、GM の金融化ともよぶことができる状態が生まれた。こうした状況は基本的には GM および GMAC が公表する財務報告書から分析することが出来る。

アメリカの 1934 年証券取引所法（The Securities Exchange Act of 1934）13 条は一定の要件を満たす企業に対して、財務報告書（一般的には Form 10-K および 10-Q）を証券取引委員会（U.S. Securities and Exchange Commission : SEC）に提出することを求めており、提出された報告書は電子情報システムを通じて分類整理された上で電子的に公表されている<sup>21</sup>。GM 及び GMAC の財務報告書も公表されており、さらに財務報告書とは別に GM が株主向けに公表している年次報告書（annual report）と合わせて、GM による自動車生産事業と GMAC による金融事業との関連について分析することが可能である。そこでこれら財務報告書に基づいて GM の金融化について大まかに確認しておこう。

まず GM が保有する資産に対する GMAC 保有資産の増大を確認することができる。図表 1 は単純に GMAC の資産総額、そして GMAC の総資産を GM の総資産で除したものを百分率で表示したものである。GMAC の資産総額は 1980 年代半ば以降増加し、その比率も 50% から 60% 台に上昇した。後述するが、これは主に 1985 年に GMAC がモーゲージ事業を開始したことが背景にあると考えられる。その後 1990 年代前半にかけて、商業用不動産業務で多くの貯蓄金融機関が破たんした 1980 年代末の S&L 危機とそれによる景気後退を契機に、GMAC の資産総額および割合は縮小傾向に転じた。1990 年代後半から 2000 年代半ばにかけて、GMAC の資産総額が再び拡大し、GM 全体に占める割合も増加した。資産総額は 1980 年代の 1000 億ドルからおよそ 3000 億ドルにまで約 3 倍増加し、GM 全体に占める割合も 70% 弱にまで達した。この増加は一方では自動車販売を促進するための低金利ローンおよび住宅価格上昇を背景としたモーゲージ融資の拡大があると考えられる。GMAC の総資産を実物経済活動のための生産的固定資産ではなく自動車融資やモーゲージ融資の結果累積した債権<sup>22</sup>＝金融資産と考えるならば、以上の GMAC の総資産と GM 全体

<sup>19</sup> Federal Deposit Insurance Corporation, *Temporary Liquidity Guarantee Program Frequently Asked Questions*. TARP 適格機関とは、アメリカの法律によって組織された、銀行、貯蓄金融機関、銀行持株会社、貯蓄貸付持株会社を含む。GM や Chrysler などは金融機関ではないが特例として TARP 資金を供給された。GMAC Bank は ILC として TARP の資本購入プログラム（Capital Purchase Program : CPP）にアクセス出来たが、その親会社である GMAC は GM の子会社ではなくなっていたので AIFP の対象ではなく、また銀行持株会社ではなかったため TARP 適格とはならず、したがって銀行持株会社になることが必要だった。

<sup>20</sup> 銀行持株会社法 23A 条によって GMAC Bank は GM や GMAC などの関連会社に対する融資を制限されるはずであったが、連邦準備制度理事会は GMAC と GM との特殊な関係に鑑み特例として GMAC Bank による GM など関連会社への融資業務を容認した。この GM と GMAC の特殊な関係については本稿第四節で考察する。

<sup>21</sup> 企業財務情報は証券取引委員会の EDGAR（Electronic Data-Gathering, Analysis, and Retrieval system, <http://www.sec.gov/edgar.shtml>）を通じて公表されている。

<sup>22</sup> この資産のうち最も大きな部分を占めるのが、貸借対照表上の”financial receivables”（受取債権）である。さらに GMAC が保有する金融資産のうちオフバランスシートとして分類される

に占める割合の増加は、GM 全体の活動において自動車製造事業に比べて金融事業活動が肥大化していることを示唆している。

次に確認できるのが、GM 全体の収益において GMAC が生み出す収益の割合が増加したことである。図表 2 は GM の収益を、GM 本体を中心とした自動車およびその他事業収益と GMAC による金融事業収益に分類し、その合計とともに示したものである。ここで自動車およびその他事業収益について補足しておく、GM が展開している金融事業以外での事業部門は自動車事業部門を除くとほとんどが小さく、したがって収益も少ないことから、自動車およびその他事業収益は自動車事業収益と読み替えても差支えない。

さて図表 2 からまず確認できることは自動車事業収益の大きさとその循環性である。2000 年代を除くと自動車事業収益（または損失）は金融事業収益と比較して大きくなっている。さらに、自動車事業収益は 1980 年代初頭の低下と 1980 年代半ばにかけての増加、1990 年代初頭から 90 年代前半にかけての大幅な収益低下と 1990 年代末にかけての増加、そして 2000 年以降の低下という循環性をみせている。一般的に自動車産業は、生産や販売が景気循環とともに大きく循環する傾向にあるといわれる。何故ならば自動車が住宅等不動産に次いで高価な財であり、したがって景気循環による家計部門所得や企業部門利潤などの変動によって自動車に対する需要も大きく影響を受けるからである。

これに対して金融事業収益は自動車事業収益が伸びている景気拡大期には相対的に少なく見えるが、自動車販売が減少する景気後退時でも安定的に収益を確保していることが分かる。次に金融事業収益であるが、まず確認できることは 1980 年代以降に当該事業収益が増加し始めたことである。とくに 2000 年代には GMAC の金融事業収益が GM 全体の収益のほとんどを稼ぎ出している。この時期は、2000 年の IT バブル崩壊に続き、9.11 テロによって自動車需要が大幅に落ち込む一方で、原油価格の上昇により GM などアメリカ自動車メーカーの主力製品である大型 SUV の販売が低迷した時期である。こうした自動車販売の低迷と収益の減少に対して GMAC は低金利ローンなどによって自動車生産・販売を補完するだけでなく、住宅価格上昇などを背景としたモーゲージ事業を拡大させ、そして保険事業からも安定的な収益をえることで、低迷する GM 収益そのものを補完したと考えられる。

以上のように、GM と GMAC との関係のなかに金融化とよばれる現象を確認することができ、その意味で GM と GMAC は、実物経済活動と金融経済活動との関係を分析する際の好例と考えられる。もちろん GM 以外にも、親会社が事業会社で金融子会社を保有しているケースは、Honda、Ford Motor、Nissan Motor、Toyota Motor、BMW、Volkswagen、Harley-Davidson など自動車・オートバイ関連企業、Boeing や Caterpillar などの大型輸送・工作機関連企業、General Electric、Xerox、そして IBM など電機・IT 関連企業、そして Nordstrom など流通関連企業など数多くみられる。しかし略史で概観したように GM と GMAC の関係は約 90 年にわたって続いており、その意味で、本稿の後に予定している GM の金融化の要因を歴史的に分析する材料を与えてくれる。本稿では分析の第一段階として、GM と GMAC との関係について考察したいくつかの見解を整理して、金融化論の整理で提示された論点を GM および GMAC レベルに落とし込む形で提示することにしたい。

GM と GMAC との関係についてはそれ程多くはないが第二章以降で整理しているように多様な見解が提出されている。それらの見解は、GM と GMAC とを事業面で一体とみなす見解と GMAC が GM の事業から相対的に分離しているとみなす見解に大きく分けることができる。前者の見解は GM 本体の自動車生産および販売事業を GMAC が補完するという見方であり、前節で提示した金融化論における論点の②に対応する。前述のように自動車産業は一般的に生産や販売が景気循環とともに大きく循環する傾向にあり、これに対して GMAC は景気循環的傾向を平準化させるように機能するといわれる。GMAC のこうした役割は、GMAC による金融事業が GM における自動車生産販売事業と密接に関連していると

---

証券化された資産も存在し、仮にそれらを含めたとすると GMAC の保有資産はもっと増加していたと考えられる。

いう見方によるものである。この見方によると GMAC は Captive Finance Company と表現されることが多い<sup>23</sup>。

以上の見解に対して、GMAC が GM の事業から相対的に分離しているとみなす見解も提示されており、これは前節で提示した金融化論における論点の①に対応するものである。この見解は GMAC が展開する住宅モーゲージ事業などの非自動車金融事業とその収益拡大に着目するものであり、そのなかには GM および GMAC をもはや自動車会社としてではなく金融機関として捉えるものもある。こうした見方は GMAC がモーゲージ事業など非自動車金融事業を拡大させ始めた 1985 年以降から多く提示されるようになり、前述のように実際に 2000 年代前半に GMAC は自動車金融事業よりもモーゲージ事業によって収益を大幅に拡大させたのである。この見解によると、GMAC は多角的金融機関と位置づけられることになる。

以上二つの見解から導かれる問いを分かりやすく表現するならば、GM 及び GMAC は「自動車メーカーなのか、それとも金融機関なのか?」、「GMAC は自動車金融機関なのか、それともモーゲージ金融機関なのか?」、「GM と GMAC は事業上一体の関係にあるのか、ないのか?」ということになる。本報告では GMAC の機能に関する多様な見解を整理分類することで、GM という非金融企業の金融化をめぐるどのような論点が考えられるかを提示する。

## 2. Captive Finance Company としての GMAC

GM のような事業会社が所有する GMAC など金融子会社は一般的に親会社との機能上での密接な関連性に着目して“Captive Finance Company”とよばれている。この“Captive”という用語の意味のうち、経済および経営に関するものは「(ある企業に) 専属の、自社専用の、(独立しているけれども) 他に動か(支配) されている」というものであることが多い。GMAC に関して言えば、GMAC の金融事業は親会社である GM の経営戦略の一環であるマーケティング事業の一つとして位置づけられることが多い。

### 2. 1 アメリカにおける自動車金融事業の概観

まず Captive Finance Company も含めた金融機関全般によるアメリカでの自動車金融事業の概要を見よう。自動車金融事業は大きく分けて自動車融資事業と自動車リース事業の二つに分けることが出来る<sup>24</sup>。そのうち自動車融資事業はいうまでもなく自動車購入における資金を融資するものであるが、さらに消費者向け融資事業と販売ディーラー向け融資事業に大きく分けられる。販売ディーラー向け融資事業はアメリカで特徴的な融資業務なので若干説明を加えておこう。日本の場合、ディーラーは基本的に自動車が在庫を保有しておらず、したがって自動車販売は受注後にメーカーに発注し、後日に顧客に引き渡す形になる。これに対してアメリカのディーラーの場合、大量の在庫を保有し、顧客はディーラーで自動車購入契約を結び、すぐに自動車を入手することができる。したがって、ディーラーは在庫保有のための資金借入需要を持っているのである。こうしたディーラー向け融資は「フロアプラン」とよばれ、融資が特定の担保に対して行われる在庫金融の一形態である<sup>25</sup>。

<sup>23</sup> Captive Finance Company に対する定まった日本語はなく、「親会社専用の」あるいは「専属の」金融会社という表現がみられる事がある。ここではそのまま Captive と表示する。Captive Finance Company については本稿第 2 章で詳述するが、基本的にその機能が親会社の事業と密接に関連している金融会社を意味する。

<sup>24</sup> この他に自動車保険事業もあるが、規模的には前者の二つの事業規模が大きく保険事業は相対的に小規模であるため、ここでは自動車保険事業は分析の対象から外すことにする。ただし GM グループ全体に占める GMAC の事業の位置づけなどを行う際には自動車保険事業も含めている。

<sup>25</sup> フロアプランの概要に関しては次の文献を参照した。Comptroller of the Currency Administrator of National Banks, *Comptroller of the Currency, Comptroller's Handbook: Floor Plan Loans*, March. 1990,



続いて自動車リース事業の概略を説明しておこう。アメリカのリース事業は 1950 年代にリース専門会社が設立されて以来急速に成長した分野である。自動車リース事業では、対事業所向けリース事業が古くからおこなわれてきたが、1990 年代以降は事業所向けだけでなく個人向けリースが大幅に拡大している。自動車リース事業はリースを利用する事業所にとっては自動車所有にともなう初期投資や維持管理費用等の削減を可能にし、個人にとっては当初の支払い負担の抑制を可能にするものである。自動車リース事業は、個人向けのオペレーティング・リースやファイナンス・リース、そしてディーラーなど事業所向けのリース・ファイナンスに分類される。

前述のように消費者にとって自動車は高価であるため自動車購入は自動車ローンあるいはリースを利用することが非常に多くなっている。図表 3 にみるように、実際にアメリカでは購入された自動車の約 30%が現金取引であるのに対して、残りの 70%が自動車金融事業を利用しており（自動車融資が約 55%、そして自動車リースが 15%）、金融を通じた自動車購入が一般的となっている。

他方、ディーラー向け自動車金融事業であるフロアプランは、消費者向け自動車金融事業よりも大きな役割を自動車金融市場において果たしている。フロアプラン平均額は 490 万ドルであり、アメリカの自動車ディーラーが保有する在庫の 1000 億ドルがフロアプランによるといわれる<sup>26</sup>。フロアプランはディーラーによる自動車販売の円滑化だけでなく、自動車メーカーが在庫を管理し、工場からディーラーへ自動車を移転させるのを容易にする。フロアプランでは、まずディーラーはメーカーとの間で価格と数量に関する契約を結び、貸手はディーラーに購入資金を貸し付けると同時に自動車に対して担保を設定することになる。フロアプラン融資では、借手による月々の金利支払い、自動車販売に応じた元本の返済が行われる。

以上の自動車金融事業を展開する金融機関は、商業銀行、信用組合、Captive Finance Company など多様である。しかし全体的に見て Captive Finance Company によって提供される割合が高い。図表 4 は消費者向け自動車融資をその源泉別にみたものであるが、Captive Finance Company のシェアがおおよそ 60%~70%を占めていることが分かる。この傾向はフロアプランにおいてはさらに顕著である。フロアプラン市場は Captive Finance Company と商業銀行によって支配されているが、とりわけ前者は自動車メーカーとの深い関係を背景にしてフロアプラン市場の 80%を占めているといわれる<sup>27</sup>。

以上のようにアメリカ自動車市場においては自動車ローンや自動車リースなどの金融手段を通して自動車の大半が購入されていること、そしてこうした自動車金融を提供しているのが Captive Finance Company であることが分かった。そして、こうした傾向は、以下のように GM と GMAC との間でも確認することが出来る。

## 2. 2 自動車金融事業における GM と GMAC の一体性

自動車金融事業はアメリカの自動車市場において非常に重要な役割を果たしているが、なかでも Captive Finance Company が商業銀行等よりも大きな役割を果たしている。GMAC も GM の自動車生産及び販売に大きく貢献していることが予想される。そこで GMAC による自動車金融事業に焦点を当て、その内容および GM との関係を見てみよう。

### (1) GMAC の自動車金融事業と GM のインセンティブプログラム

GMAC による GM 向けの自動車金融事業の状況を、GMAC の年次報告書 (Form 10-K)

---

[http://www.occ.gov/publications/publications-by-type/comptrollers-handbook/\\_pdf/floorplan1.pdf](http://www.occ.gov/publications/publications-by-type/comptrollers-handbook/_pdf/floorplan1.pdf)

<sup>26</sup> National Automobile Dealers Association, *Understanding the "TALF"*, March. 30, 2009., [www.nada.org/NR/rdonlyres/38703F1F-DC88-4870-9170-7B4778B59261/0/Understanding\\_the\\_TALF\\_MAR\\_30\\_2009.pdf](http://www.nada.org/NR/rdonlyres/38703F1F-DC88-4870-9170-7B4778B59261/0/Understanding_the_TALF_MAR_30_2009.pdf), p.1.

<sup>27</sup> Congressional Oversight panel, *March Oversight Report: The unique treatment of GMAC Under the TARP*, March 10, 2010., p.10.

に基づいて確認してみよう。図表5はGMが販売した自動車台数<sup>28</sup>のうち、GMACによる自動車金融を受けた自動車の台数<sup>29</sup>とそのシェアを示したものである。まず台数面では、GMACによる自動車金融事業は消費者向け小売りよりもディーラー向け卸売り（前述のフロアプラン）販売を中心に展開されていることが分かる。例えば2005年では小売販売台数が約255万台であるのに対して、卸売り販売台数が約626万台となっている。

次に確認することが出来るのは、卸売販売において特にGM向けに自動車金融を提供した割合が非常に高いことである。上述のようにGMACによる自動車金融の提供を受けたGM車の卸売台数は約600万台前後であるが、これはGMによる卸売販売総数の約80%を占めている。これに対して小売台数に占める割合は、40%前後と相対的に低い割合になっている。小売台数に占める割合の低さは、消費者向け自動車金融事業をめぐる競争圧力の高さによるといわれる<sup>30</sup>。卸売販売台数が小売台数を大きく上回っていることを考えると、GMACによる自動車金融事業は全体としてGM車の販売にとって重要な機能を果たしていることが分かる。

自動車金融におけるGMとGMACの関係は、「補助金（subvention）」すなわちGMがGMACを通じて排他的に提供する販売インセンティブによって大きく影響を受けている<sup>31</sup>。GMが提供するインセンティブは大きく分けて二つある。一つはGMACが自動車購入者に向けて提供する自動車ローン金利の一部をGMが負担することで、自動車購入を促進するというものである。もう一つが、自動車リースにおける残価設定に関する支援策である。残価設定インセンティブは、GMACが通常設定よりも高めに残価を設定するのをGMが支援し、その分リース料を引き下げて販売を増加させるというやり方と、GMACが設定した残価より返却されたリース車両の価値が低い場合、その差額をGMが負担するというものである。これによりGMACは高めの残価設定が可能となり、その分だけリース料が安めに設定され、リースされる車両の増加という形でGMは自動車を販売することが出来るというわけである。

GMによるインセンティブを利用した自動車金融事業は、GMACを通じて融資されたかあるいはリースされた自動車台数のかなりの部分を占めている（図表6）。（アメリカ市場を中心とする）北米地域ではGMACを通じて自動車金融を受けた車両の80%前後がGMのインセンティブを受けていた。北米以外の市場では60%弱となっているので、北米ではインセンティブが小売において一般的となっていることが分かる。そのなかでも、2001年9月11日のテロ後にGMが行った“Keep America Rolling Program”という金利をゼロになるまで補助するインセンティブが知られる。このインセンティブによってGMACの自動車金融を利用したシェアが27%から40%に急増したといわれる<sup>32</sup>。

<sup>28</sup> このうち小売台数には新車だけでなく中古車も含まれている。ちなみに2005年時点での小売新車台数と小売中古車台数はそれぞれ約208万台と約46万台となっている。

<sup>29</sup> ここには自動車ローンおよびリースの両方とも含まれている。

<sup>30</sup> 消費者金融事業は参入障壁が低く、商業銀行、信用組合、ファイナンス・カンパニーなど多様な金融機関が参入している。消費者向け自動車金融事業も消費者金融事業である同様の傾向が確認される。この点についてはCongressional Oversight panel, *ibid.*, pp.63-64.を参照した。

<sup>31</sup> こうした傾向は、GMがGMACの株式持分51%を投資会社であるサーベラスグループに売却した2006年以降も続いた。GMACとGMは2006年に相互の事業関係に関する合意に至ったが、その合意の一つがアメリカ消費者金融サービス合意（USCFSA: United States Consumer Financing Service Agreement）であった。これはGMが自動車金融を提供し顧客に対してインセンティブを利用するときはいつでもGMACを排他的に利用するというものである。両社は10年間この関係を維持することに合意し、GMACはGMに対して独占的利用に関する年間手数料を支払い、GM新車販売金融およびリース金融に関する特定の目標を満たすことに合意した。この点については次の文書を参照した。GMAC, Form 10-K for the Fiscal Year Ended December 31, 2009, March. 1, 2010., p.180 および p.183.

<sup>32</sup> GMAC, Form 10-K for the Fiscal Year Ended December 31, 2004, March 16 2005, p.23.

図表7は商業銀行とGMACを含む自動車金融会社による自動車ローン金利の推移を示したものである。金利は1980年代初めをピークとしてその後低下し続けているが、特に1990年代後半以降、自動車金融会社が提示する金利が大幅に低下し、商業銀行との間大きな金利差が生じている。この金利差は自動車メーカーとCaptive Finance Companyとの間で結ばれているインセンティブ契約によって、メーカーがCaptive Finance Companyに対してインセンティブを提供し、その結果、キャプティブが提示する金利が安くなったことから生じたのである。こうしたCaptive Finance Companyによる低金利融資は金融事業収益を低下させるものと一般的に解釈される可能性があるが、前述の図表2で確認したように、低金利融資を行ってもCaptive Finance Companyの収益は減少せずむしろ増加しているのである。これは今まさに指摘したインセンティブプログラムによってメーカーからCaptive Finance Companyに対して補助金という形での利益補てんが行われたからと考えられる。

以上のインセンティブ政策はGMおよびGMACに対して異なる結果をもたらす。インセンティブ費用は基本的にGMが負担するので、インセンティブの増加はGMにとって利潤の減少をもたらすことになる<sup>33</sup>。他方で、インセンティブの増加はGMACにとっては競争力のある金融事業の拡大をもたらすものであり、したがって利潤を増大させる効果を持つ。このようにGMACの自動車金融事業とGMのインセンティブとの関係を軸にみると、GMとGMACは相互に密接に関連した事業体として考えることができる。

## (2) Captive Finance CompanyとしてのGMAC

GM車販売におけるGMACシェアの高さやGMによるインセンティブ政策に着目し、GMとGMACを単一の事業主体に近いものとして捉え、GMACの機能をGMの自動車生産・販売事業を補完するものとみなす見解が幾つか提示されている。これらの見解はGMACが設立された1919年から現在まで続く伝統的な見解でもあり、GMACをGMの自動車販売事業・マーケティング事業を補完するCaptive Finance Companyとして位置づけることが多い。

日本では1955年にGMACが経済誌に紹介されたが、そこではアメリカ最大の販売金融専業会社として位置づけられ、しかも親会社であるGM製品専従であることが強調されていた<sup>34</sup>。さらに1960年代にはGM車を対象とした独占的金融供給に関して独占禁止法との関連でCaptive Finance CompanyとしてのGMACが注目されたが、その際、独占的な関係から生じる問題点よりもむしろ、Captive Finance Companyが自動車販売市場における変化への円滑な対応を可能にし、親会社のマーケティング事業を果たす部門として位置づけられていた<sup>35</sup>。

GMACの捉え方に関するこうした伝統的な見解は、GMACによる金融事業が自動車金融事業以外の分野に向けて多角化を始めた1980年代以降においても提示されている。例えば、沼田は「自動車メーカーも80年代に、自動車以外の収益源を確保しようとして、金融サービス事業の強化を図ったことがある。しかし、その大半は、その後のリストラの過程で本業回帰の方針を掲げ、90年代には、金融サービスも自動車産業に関わるローン、リース業務を中心としている」とし、自動車金融業務が中心的機能であると述べている<sup>36</sup>。

また坂野・竹之内も、GMACによる金融事業の多角化に着目しつつも「GMACの中核業務は、GMのディーラー網、顧客網、関連会社、従業員を通じた自動車金融サービス事業で

<sup>33</sup> ジュリー・ノーウェル「Auto Loan 米国自動車金融の実態：ゼロ金利販売に死角？「フォード危機説」の真相」『週刊東洋経済』2003年5月10日号 pp.49-51。

<sup>34</sup> ダイヤモンド編集部「外国会社の研究 米国最大の販売金融会社 ジェネラル・モーターズ・アクセプタンス社」『ダイヤモンド』第43巻第5号、1955年1月、pp.36-39。

<sup>35</sup> C.H. Didriksen, "Why Have a Sales Finance Company?," *American Management Association ed. Captive Finance Companies: The Why and How of Credit Subsidiaries*, New York: AMA, 1966.

<sup>36</sup> 沼田優子「米メーカーの金融サービス ファイナンス・カンパニーか銀行か」『エコノミスト』2003年11月18日号、pp.26-28。

ある」としたうえで「GMACは親会社のGMにとって重要なマーケティング資産である。GMACのクレジットは顧客を引き付けるための重要な道具となっているし、ディーラーに対しても様々な金融支援を行っている。つまりGMの流通チェーンのなかに完全に組み込まれているのである」としてGMACをGMの自動車製造販売事業における中核的役割を果たすものとして捉えている<sup>37</sup>。

このようにGMACをGMの自動車生産・販売業務を補完するものとして位置付ける見解は、民間格付機関におけるGMとGMACの格付けの連動性という形でも現れていた。民間格付機関のStandard & Poor's（以下S&P）の格付けは以下のように行われていた。S&PはCaptive Finance Companyの格付けに際し、Captive Finance Companyそのものを次のように規定した。すなわち、売上債権ポートフォリオの70%以上が親会社またはグループの商品やサービスの販売から発生したもので構成されること、あるいは売上債権が実際にはポートフォリオの70%を大幅に下回っていても、親会社を支えることが依然として主要な戦略的使命である企業をCaptive Finance Companyとして定義する<sup>38</sup>。そのうえでCaptive Finance Companyの格付けに関して「ほとんどが、その親会社と同一の格付けを付与されている。S&Pも、子会社と親会社のデフォルト・リスクを区別することはできないと考えている。Captive Finance Companyは一般的に親会社の中核子会社であり、スタンダード&プアーズは、親会社とCaptive Finance Companyを単一の事業体であるとみている」とする<sup>39</sup>。

Captive Finance Companyに関する以上の定義に基づき、S&PはGMとGMACについて「GMとGMACとの間の事業面での結び付きを前提とすれば、GMACに対して単体ベースでアクセスするのは意味のあることと考えていない」として両者の緊密な関係（Close Tie）を強調する。例えば「GMACの中核的自動車金融事業はGMのマーケティング事業の延長上にある。GM製自動車はGMACが融資を行った自動車の大半を占める。GMACの好調な業績は、GMによって提供されたインセンティブの恩恵を受けており、しかも顧客はGMACを通じて融資を受けなければならないというGM内での特別な地位によるものである」として自動車金融事業としてのGMACの機能とGMとの一体性を強調している<sup>40</sup>。このようにS&PはGMとGMACの一体性を強調したうえで、両者の格付けにおいても連動させた。そこでGMとGMACの格付けの推移をForm 10KおよびS&Pの資料に基づいて確認すると、GMとGMACの格付けはほぼ連動していることが分かる（図表8）<sup>41</sup>。

以上のようにGMACをGMの自動車事業と密接に関連したCaptive Finance Companyとして捉えるいくつかの見解が提示されているが、これらの見解は公的資金によるGMAC救済の正当性との関連で非常に重要な見解である。2008年緊急経済安定化法に基づく財務省の不良債権救済プログラムに関して、そのGMACへの適用を問題視する見解がアメリカ議会の公聴会で見られた。GMACとGMの一体性を重視する見解は、不良債権救済プログラ

<sup>37</sup> 坂野友昭・竹之内秀行「新・アメリカ消費者金融事情⑤：高格付けを背景とした資金調達力が強み：サブプライム市場にも進出の足場を築くGMAC」『月刊 消費者信用』1998年7月号、pp.87-91。

<sup>38</sup> Sprinzen, Scott and R. Pressman, "Captive Finance Operations", *Standard & Poor's RatingsDirect*, April 17, 2007. (依田・小林訳「キャプティブ・ファイナンス事業の分析手法」2008年2月22日)

<sup>39</sup> Sprinzen and Pressman, *ibid.*, p.2 (邦訳 pp.1-2) より引用。

<sup>40</sup> Sprinzen, Scott and S. Picarillo, *RatingDirect Global Credit Portal: General Motors Acceptance Corporation*, May 6, 2005., p.8.

<sup>41</sup> ただしGMがGMACの少数所有株主となった2006年以降、GMがGMACよりも若干低く格付けされるという事態が生じているが、これはGMAC株式の売却によってGMACに対するGMの統治能力が弱まるとS&Pが判断したためと考えられる。後述するが、他の解釈としては、GM本体の業績悪化とGMACによるモーゲージ事業など非自動車金融事業の活発化を反映しているとの見方もできる。第4章でこの見解についても触れる。

ムによる GMAC 救済が正当性をもつと考える傾向にある。これに対して TARP による救済を問題視する見解のほとんどが、GMAC を GM と密接な事業上の関連をもつ Captive Finance Company（自動車金融事業体）としてとらえるのではなく、以下で述べるような多角的金融事業体としてとらえる傾向がある。次章で検討するが、GMAC の金融事業は 1980 年代以降多角化しており、自動車金融事業だけでなく自動車金融事業とは相対的に関連性が薄いモーゲージ金融事業も大規模に展開していたのである。

### 3. 多角的金融機関としての GMAC

略史でも概観したように GMAC は 1980 年代半ばから自動車金融事業だけでなくモーゲージ事業にも進出し、2000 年代には ILC ではあるが銀行業も開始した。こうした中で GMAC を伝統的な自動車金融事業としてよりもむしろ多角的金融機関として捉える見解が 1980 年代半ばより提示されるようになった。これらの見解は、GM 及び GMAC が自動車関連事業から相対的に乖離して金融事業を展開し始めているという認識を持っている点に特徴がある。そこで、まずこれらの見解が提示され始めた 1980 年代半ば当時の GM をめぐり、事業環境を示したうえで、見解の内容を紹介することにしよう。

#### 3. 1 競争圧力の高まりと多角化

##### (1) GM の事業多角化

1980 年代におけるアメリカ自動車メーカーの競争環境は非常に厳しいものであった。1970 年代の二度にわたるオイルショックを契機にアメリカ製自動車の競争力が低下し始めたうえに、1980 年代初頭の不況による自動車市場の縮小、それに続く 1980 年代前半のドル高による価格競争力の低下が追い打ちをかけた。アメリカ自動車メーカーのなかでも GM に対する競争圧力は非常に強く、GM の自動車販売および市場シェアは乗用車を中心に急激に減少・低下した。図表 9 は乗用車およびトラックの販売台数及びシェアを見たものであるが、アメリカ市場における GM の販売台数シェア（乗用車およびトラックの合計）は 1981 年時点で 43%であったが 1989 年には 35%にまで急速に低下したのがわかる。

自動車事業に対する競争圧力の高まりと市場シェアの低下を受けて、GM は自動車事業の再編を開始した。自動車製品ラインにおいてはサターン計画など乗用車部門の改革が始められたが、1990 年代以降は後に SUV として GM の主力となるトラック部門の強化が行われた。このトラック部門の強化は競争力を失いつつある乗用車部門を補完するものとして展開された。というのはアメリカ自動車市場における SUV は、その大きさゆえ他国の自動車市場ではあまり発展してこなかった部門だからである<sup>42</sup>。しかも SUV の単価は乗用車に比べて高価で利益マージンも大きいことから、GM にとってはプロフィットセンターの一つであり、GMAC にとっては自動車金融事業における中心車種となったと考えられる。

GM は自動車製品ラインの多角化を一方で行いながら、他方では自動車事業以外の分野への進出も開始した。1984 年には IT 企業である EDS(Electronic Data Systems Corporation) を、そして 1985 年には Hughes Aircraft Company を買収し、情報化事業の展開の契機とした<sup>43</sup>。GM では部門間で異なるソフトウェアやコンピュータが導入されており、その結果、情

---

<sup>42</sup> SUV へのシフトは、排気ガス規制の抜け穴によっても生じたといわれる。これについては別稿で指摘するが、アメリカ自動車メーカーは SUV を乗用車ではなくトラックとして分類することで、乗用車に適用されていた厳しい排気ガス規制の適用を受けなくて済んだといわれる。その結果、アメリカ自動車メーカーは排気ガス規制適合のための費用から免れたのである。この点についてはさしあたり次の文献を参照した。キース・ブラッドシャー『SUV が世界を轢きつづす：世界一危険なクルマが売れるわけ』築地書館、2004 年 3 月。

<sup>43</sup> エリック・マン「第 4 章 ロジャー・スミスとハイテク世界：国際競争激化時代」『GM 帝国への挑戦』第三書館、1993 年 7 月、pp.68-79。

報処理における部門間での非互換性が問題となっていた。EDS は情報面での部門間結合を促進することを目的として買収されたといわれるが、GMAC の金融事業において、与信管理など信用データ処理を、コンピュータを通じて提供できるシステムの構築も想定されていた。当時の GM の CEO であった Roger Smith によると、こうした事業戦略は GM の自動車生産工程や部品生産等をハイテク技術で結び付けて競争力を強化させることを目的としていたといわれる<sup>44</sup>。

この GM の戦略は、部門間の連結およびシナジー効果を目的としていたが、GM 以外のジャーナリズムや金融業界にとっては、自動車事業部門との連結効果ではなく自動車事業以外の部門への多角化戦略として捉えられた。例えば、EDS が事業部門間のシナジーを目的としたのに対して、Hughes Aircraft Company は原価追加条項契約（認められた原価以外に要した費用も原価に入れて一定のパーセントによる利益計算の基礎価格に追加するという契約）を得る利益率の高い部門として位置づけられ、景気循環によって大きく変動する自動車事業部門の収益を補完する役割果たしたと考えられる。

## (2) GMAC による金融事業の多角化

GMAC による自動車金融事業以外の分野への進出も、GM による自動車事業以外への多角化の一環として捉えられた。例えば、Institutional Investor 誌によると「ビッグスリーは、限りのない国際競争圧力に直面したため、ハイテク事業およびサービス事業への多角化によって自動車販売への依存を低めようとしている」とし、「自動車金融事業に押し込められていた自動車金融子会社（キャプティブ）は、事業多角化に巨額の資金を投じ始めた」と述べた<sup>45</sup>。同様に American Banker 紙も「GMAC の世界は変化している。自動車金融の世界から、従来の銀行が最も利潤を獲得できる分野とみなし始めた消費者および企業金融市場への、1990 年代以降を見据えた再編が行われているのである。その過程で、GMAC は、親会社である GM のサターン計画が自動車メーカーにとって大きなインパクトを残したように、金融業界にとって革命的な変化を引き起こし始めている」<sup>46</sup>と指摘した。

GMAC による自動車金融事業以外の分野への多角化の象徴的な出来事は、1985 年のモーゲージ関連事業への進出だった。GMAC は 1985 年に 1 億 9000 万ドルで Colonial Mortgage Services を買収し、1 億 2500 万ドルで Norwest Corp を買収した。これによって全米第二位のモーゲージ会社となった。GMAC によるモーゲージ事業への進出は金融業界にとっても衝撃的であり、1985 年 3 月に Chicago Tribune 紙上で「ゼネラルモーターはゼネラルモーゲージになろうとしているのか？」と題する記事<sup>47</sup>が、次いで 1985 年半ばに当時の GMAC 社長である Robert Murphy へのインタビュー記事が Institutional Investor 誌上で「GM の金融サービスゲームプラン」と題して掲載され、そこではモーゲージ事業を中心とした GMAC 金融事業の「多角化」計画が明らかにされた。また 1985 年末には、アメリカの金融機関専門紙 American Banker 紙上で「デトロイトの金融サービス業参入」という特集が組まれた<sup>48</sup>。特集は 6 回にわたって連載され、GM および GMAC に関してはとくに「自動車メーカー、金融サービス業に方向転換」、「GMAC、銀行の顧客を獲得、1990 年代に向けての再編」というテーマで取り上げられた。

<sup>44</sup> General Motors Corporations, *General Motors Annual Report 1985*, February 3, 1986., pp.2-3.

<sup>45</sup> Beth McGoldrick, “The carmakers that would be bankers: The automakers’ subs are already financial-services powerhouses. Now they want to do a lot more.” *Institutional Investor*, February 1986., pp.175-177.

<sup>46</sup> Robert M. Garsson, “GMAC, Retooling for 1990s, Reaches for Banks’ Customers,” *American Banker*, December 27 1985.

<sup>47</sup> James Mateja and William Gruber, “Will GM become General Mortgage?,” *Chicago Tribune*, March 31, 1985.

<sup>48</sup> Robert M. Garsson, “Shifting Gears: Detroit Moves into Financial Service, An American Banker Special Report,” *American Banker*, December 1985-January 1986.

GMによると GMACによるモーゲージ事業への参入は自動車金融事業との親和性が背景にあるという<sup>49</sup>。具体的に説明すると、自動車と住宅は平均的家計部門にとって高額な財であり両社とも購入に当たり金融が必要になる。GMACは自動車金融事業を通じてモーゲージ融資関連の基本的ノウハウを持っており、さらにはGMディーラーを拠点として規模の経済性を利用する形でのモーゲージ金融事業を展開できると考えていた。

### 3. 2 年次報告書にみる GMAC 金融事業の多角化

1980年代半ばに生じた GMACによる自動車金融事業の多角化はGMによる自動車事業の多角化と軌を一にするものであったが、その結果、GMACの金融事業は、従来から行われてきた自動車金融事業および自動車保険事業と、新たに加わったモーゲージ事業の三つを主要な事業分野として展開することになった。そこで GMAC の部門別の事業動向を 10-K および年次報告書などで確認しておこう。

GMAC が自力での再建から政府資金投入による再建に切り替えた 2008 年時点での事業構造を年次報告書で確認しておこう。当時の GMAC の事業部門は、グローバル自動車金融事業、住宅モーゲージ事業、保険事業、そしてその他の 4 事業部門から構成されていた。

まずグローバル自動車金融事業を見てみよう。この部門は北米事業部門（アメリカ・カナダ・メキシコ）と国際事業部門から構成されており、それぞれの部門の主要業務は、自動車販売融資やリースなど消費者金融業務、ディーラー向け自動車商業金融業務などとなっている。次に住宅モーゲージ事業であるが、この部門の主要業務は、個人向け住宅モーゲージを中心としたアメリカ住宅金融業務、対事業所融資、国際事業からなる。そして保険事業では、自動車保険など消費者向け事業、ディーラー向け在庫保険など事業所向け保険事業などの業務が行われている。その他部門では商業金融やエクイティ投資等が行われている。以上の業務のうち、GM との事業面での関連性が強い業務はグローバル自動車金融事業と保険事業であり、モーゲージ事業は自動車金融事業とは直接的には関連が弱いと考えられる。

前述の議論では GMAC の金融事業が自動車金融事業以外の事業に多角化しており、その結果、GMAC は GM の事業と密接に関連した Captive Finance Company というよりもむしろ多角的金融機関とみなす見解が提示された。実際に GMAC の事業構造はモーゲージ事業など自動車金融事業とは直接関連のない事業組織が構築されている。そこで事業規模の面からどの程度 GMAC の多角化が進んでいるかを年次報告書で確認しよう。図表 10 は GMAC の事業部門別保有資産残高の推移を自動車金融事業部門、保険事業部門、そしてモーゲージ事業部門について見たものであり、それぞれの事業規模を示すものである。ここでは 2000 年初頭まで自動車金融事業の規模が最も大きかったことが分かる<sup>50</sup>。

自動車金融事業による保有資産残高は 1990 年代後半から増加し、2004 年にピークを迎えた後、急激に低下した。この原因については別稿で詳しく検討するが、基本的には GM 車の競争力および市場シェアの低下によって GM 及び GMAC の格付けが引き下げられ、自動車金融事業にも重大な負の影響が生じたと考えられる。他方で、モーゲージ事業は 2000 年から 2006 年にかけて急激に拡大して 2006 年には自動車金融事業とほぼ同規模になった。GMAC の事業はまさに自動車金融事業とモーゲージ事業に多角化した状況になった。モーゲージ事業の規模は、親会社である GM の競争力や市場シェアよりもむしろ資金調達コストや貸付金利に大きな影響を及ぼす金利水準に大きく影響される。モーゲージ事業に影響を及ぼす長期金利は 2000 年代前半には非常に低い水準にあったが、GMAC のモーゲージ関連子会社の ResCap (Residential Capital) に対する格付けは自動車金融事業よりも高く資金調達コストは低かったのである。

<sup>49</sup> *ibid.*

<sup>50</sup> この事業部門別保有資産残高には証券化された受取債権 (Financial Receivables) は含まれていないことに注意されたい。証券化されたものも含めた資産残高規模については次稿以降の課題としておく。

以上の背景があったとはいえ、モーゲージ事業は1985年に開始されて1990年代末までの間、自動車金融事業に比べて決して規模は大きくなかった。したがって事業規模の面からみると、GMACを多角的金融機関として捉える場合、それは2000年から2006年の間の非常に限られた期間に絞って考える必要があるようだ。そこで、なぜ2000年代以降に自動車金融事業が縮小し、モーゲージ事業が拡大したか、そして2000年以前になぜモーゲージ事業が拡大しなかったかについての理由を明らかにするという課題を今後の課題として提示しておく。

#### 4. GMAC 救済とその位置づけ—議会監視委員会の議論を中心に—

GMにおけるGMACの役割や位置、またGMACの金融事業における自動車金融事業とモーゲージ金融事業の位置づけに関しては、GMおよびGMAC救済に関する政策論議においても様々な見解が提示された。上述のようにアメリカ連邦政府および連邦準備制度は金融危機に対して緊急経済安定法にもとづいた救済措置を展開していたが、他方で同法は救済措置及び金融市場の動向を監視する議会監視委員会（Congressional Oversight Panel : COP）の設置も規定しており、同委員会は救済措置の内容や根拠等に関する調査、公聴会の開催、そしてその結果の議会に対する公表が役割であり、そのなかでGMやGMACの救済過程についての検証も行われた。そこで本章ではGMACに関するCOPのレポートおよび公聴会での議論に基づいてGMACの性質について言及された多様な見解を整理する<sup>51</sup>。

##### 4. 1 連邦準備制度および財務省によるGMAC救済とその根拠

###### (1) 連邦準備制度理事会による銀行持株会社申請の認可

連邦準備制度理事会は2008年12月24日にGMACが申請していた銀行持株会社への転換（すなわちGMAC BankのILCから商業銀行への転換）を承認した<sup>52</sup>。連邦準備制度理事会による認可までの期間は比較的短期間であり、その根拠は「金融市場に影響を及ぼす異常かつ緊急の状況」が原因で「緊急事態」にあるからというものだった。

この申請認可は異例な対応でもあった。第一に、連邦準備制度理事会は、GMACが銀行持株会社への移行の際に、銀行持株会社法によって定められた最低300億ドルの自己資本を満たすことができなかつたにもかかわらず承認したのだった。第二に、GMACが行っていたサービシングやリース事業など銀行持株会社法では認可されていないノンバンク事業の存続に関して、連邦準備制度理事会は、デメリットよりも公的利益を生み出すメリットのほうが大きいと考えられるため、これらの業務に関しては、認可から2年の間に段階的に縮小すればよいとした。

そして第三に、連邦準備法の中心的規定の一つである第23A条に関してGMACを適用除外としたことである。連邦準備法23A条は銀行とその関連会社に関する取引を規制するものであり、関連会社（1社）への融資、資産購入、投資、その他取引を銀行の自己資本の10%にまでに制限し、他の関連会社合計では自己資本の20%までに制限するものである。その目的は、銀行の関連会社への過剰融資を防止することである。GMACはその子会社であるGMAC Bank(2009年よりAlly Bankと改名)が商業銀行として認可された結果、自動的に連邦準備法23A条が適用されることになった。この23A条はディーラー向けフロアプランやGMとGMACとの間で締結されたアメリカ消費者金融サービス合意（前述）に基づいた取引にも適用され、その結果、GMACによる自動車金融事業に対して大きな制約が課

<sup>51</sup> Congressional Oversight Panel, *March Oversight Report: The unique treatment of GMAC Under the TARP*, March 10, 2010. その他の調査結果等の詳細に関しては以下のCOPのサイトを参照されたい。

<http://cybercemetery.unt.edu/archive/cop/20110401223312/http://cop.senate.gov/index.cfm>

<sup>52</sup> Board of Governors of the Federal Reserve System, *Order Approving Formation of Bank Holding Companies and Notice to Engage in Certain Nonbanking Activities*, December, 24, 2008, [www.federalreserve.gov/newsevents/press/orders/orders20081224a1.pdf](http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/orders/orders20081224a1.pdf)



せられることになるため、GMAC は連邦制度理事会に対して同条項の適用除外を要請した。

連邦準備制度理事会は、2008年12月24日に個人向け融資に関して適用除外を認め、2009年5月21日にはディーラー融資にも適用除外を認めた。その際、連邦準備制度は「銀行と関連会社間の取引は公共の利益に資する。何故ならば自動車購入のための信用市場のさらなる崩壊を食い止めるからだ。さらに GMAC による GM 向け自動車金融事業を継続させるための救済がすでに TARP を通じて行われている」とし適用除外の根拠にしたといわれる<sup>53</sup>。

連邦準備制度による GMAC の銀行持株会社移行を通じた救済は、いくつもの例外的な対応がとられた非常に特殊なケースと考えられる。こうした特殊な対応がとられた理由として連邦準備制度は、公的利益が見込めることや、2008年当時が金融市場にとって緊急事態であったことを挙げている。しかし、こうした理由は何も GMAC 救済に限ったものではなく、GMAC と同様に銀行持株会社への移行が認められた CIT Group についても同様の理由が挙げられた<sup>54</sup>。その後、CIT は 2009 年に法的整理を受けることになるが、GMAC はモーゲージ関連不良債権処理が大きな負担になっているにもかかわらず、救済が継続された。こうした GMAC 救済に関する特殊な対応は、恐らく 23A 条の適用除外にみる GM と GMAC との特殊な関係に求められるだろう。つまり連邦準備制度は CIT Group などには見られない特殊な関係すなわち GM と GMAC との間の自動車金融事業を軸とした関係＝キャプティブファイナンスモデルの存在を根拠としていたと考えられる。

## (2) 財務省による GMAC 救済

財務省は TARP および自動車産業金融プログラム (Automotive Industry Financing Program : AIFP) を通じて GM および Chrysler の救済を行ってきたが、財務省によるとその目的は、基本的にはアメリカ金融市場および経済全体へのシステム上の脅威を予防すること (これは金融業界救済の際にも適用された「Too Big To Fail」の考え方に近いもの)、次に (失業の影響の緩和、環境改善、退職金給付などの) 社会政策の進展、そしてアメリカにおけるアメリカ自動車産業の地位の維持であった。GMAC 救済もその一環であり、自己資本不足を補うために財務省から総額 171 億ドルもの資金が上記銀行持株会社への移行と同時に三回にわたって GMAC に投入された。

財務省は、第一に自動車産業とりわけ GM に対する GMAC の重要性、そして第二に銀行持株会社としての GMAC の資本不足を補うため、という目的から GMAC を救済したという<sup>55</sup>。当時の Allison 金融安定化担当財務次官補は、GMAC が破綻寸前であり、もし破綻が現実化していたら GMAC が果たす金融的役割の大きさらか自動車産業への影響は甚大であったかもしれず、したがってディーラーおよび顧客の両方に対して GMAC が安定的な資金を供給するのを支援するのは、自動車金融市場を安定化させ自動車産業を回復させるのに貢献するとした<sup>56</sup>。

財務省による GMAC 救済の特殊性は破綻処理にも見られた。後述するが GMAC 救済に当たっては、自動車金融事業とモーゲージ金融事業を分離して、後者を破綻処理する手続きも考えられた。前章でも見たように、GMAC のモーゲージ金融事業部門は GMAC 全体への影響を増大させつつあったが、逆に住宅市場崩壊後には GMAC にとって経営上の足かせ

<sup>53</sup> Congressional Oversight panel, *ibid*, pp.23-25

<sup>54</sup> CIT Group はファイナンス・カンパニーの一つで、ファクタリング (売掛債権買取) を含む多様な商業金融やリース金融を提供し、小規模企業にとっての重要な資金源として機能していた。金融危機を契機に GMAC と同様に銀行持株会社への転換を申請し認可された。しかしその後の救済過程は GMAC と対照的であり、2009年11月には連邦破産法の申立てを行うことになった。

<sup>55</sup> Congressional Oversight panel, *ibid*, p.57

<sup>56</sup> Congressional Oversight panel, *ibid*, p.57、原出所 (U.S. Department of the Treasury, *Questions for the Record for U.S. Department of the Treasury Assistant Secretary Herbert M. Allison Jr.*, (<http://cybercemetery.unt.edu/archive/cop/20110402030336/http://cop.senate.gov/documents/transcript-102209-allison.pdf>) (2013年8月14日アクセス)

となっていた。しがたって GM 再建を目的として GMAC を救済するとすれば、モーゲージ事業部門を分離破綻処理することも考えられてしかるべきであった。しかし財務省によると、財務省は GMAC 救済に踏み切るにあたって、モーゲージ事業部門における業績悪化が財務省の意思決定にほとんど影響することがなかったという<sup>57</sup>。

以上の GMAC 救済過程からは、財務省が GM と GMAC との間の自動車金融事業を通じた密接な関係を重視していることがわかる。前述のように GMAC は GM 車を対象としたディーラー向け金融であるフロアプラン市場の大半を占めており、GM 車生産販売にとって欠くことのできない役割を果たしていた。GMAC も GM の高格付けによる低コストでの資金調達や GM からのインセンティブ供与による利益補填を受けながら、他の金融機関との競争において優位な立場を維持することができていた。財務省は、このように GMAC が GM の自動車事業を補完するものとしてとらえ、モーゲージ金融事業すなわち GMAC を多角的金融機関としてとらえることは無かった。

#### 4. 2 GMAC 救済をめぐる諸見解—議会監視委員会 (COP) 公聴会を中心に—<sup>58</sup>

財務省および連邦準備制度は GM と GMAC の間の自動車金融事業を通じた密接な関係とその重要性を強調し、GMAC の銀行持株会社への転換やそれに基づく TARP 資金の供給を行ってきた。こうした救済は、資本不足であるにもかかわらず銀行持株会社への転換が認められたこと、資本不足に対して財務省が 171 億ドルにものぼる TARP 資金を供給したこと、こうした支援は GM や Chrysler が破綻したにもかかわらず行われたということから、異例ともいえる対応であったと考えられる。

こうした状況から議会監視委員会 (COP) は GMAC 救済に関して公聴会を開き、その問題点を検討した。公聴会では COP メンバー (民主党、共和党)、財務省、GMAC、金融アナリスト、自動車アナリストなどに対するヒアリングが行われた。公聴会では GMAC 救済の是非をめぐる多様な見解が提出されたが、本稿ではこの公聴会において提示された見解の背後にある GM と GMAC との関係および GMAC の位置づけを整理しよう。

##### (1) GMAC 救済肯定派：自動車金融事業体としての側面を重視する見解

COP 委員である Richard Neiman は、TARP 資金による GMAC 救済は必要であったと主張し、その理由は GMAC が巨大な銀行持株会社であると同時にアメリカ自動車産業の重要な部分を構成しているからとする<sup>59</sup>。さらに Neiman は「大きくてつぶせない=Too Big To Fail」問題からではなく、「相互に関連しすぎてつぶせない=Too interconnected To Fail」問題が原因で GMAC 救済が必要であるとする。第 2 章で指摘したように自動車金融事業の中心はディーラー向けのフロアプラン事業の場合、GMAC が GM によるディーラー向け販売の 80% を融資するという独占的な役割を果たしていたが、こうした市場に GMAC 以外の金融機関が参入してこなかったことこそが GM と GMAC との間に特殊な関係が形成されていることを示すという。つまり GM と GMAC との間の特殊な関係が銀行など他の金融機関に対する参入障壁になったというわけである。さらに彼は GM と GMAC との間の相互依存関係を解消することは GMAC の収益を大幅に減じることになり、TARP によって GMAC に投資された資金を回収できないかもしれないとする。Neiman 見解の立場は、GM と

<sup>57</sup> Congressional Oversight panel, *ibid*, p.79

<sup>58</sup> 以下で示す諸見解は議会監視委員会 (COP) によって行われた GMAC と TARP との関係についての公聴会に主に基づいている。詳細は以下の文献を参照されたい。Congressional Oversight panel, *Hearing on GMAC Financial Services and the Troubled Asset Relief Program*, Feb. 25, 2010, <http://cybercemetery.unt.edu/archive/cop/20110401231727/http://cop.senate.gov/hearings/library/hearing-022510-gmac.cfm>

<sup>59</sup> Richard Neiman は、ニューヨーク州銀行局局長であるが、2008 年 11 月に Nancy Pelosi 下院議員 (民主党・カリフォルニア) によって COP メンバーに指名された。なお Neiman の証言については Congressional Oversight panel, *ibid.*, pp.6-8 を参照した。

GMAC の相互依存関係の強さ、すなわち一体性を強調している点にあり、それは切り離すことが出来ないというものである。

オバマ政権の製造業再生政策で重要な役割を務める Ron Bloom は自動車産業における自動車金融事業の重要性を指摘し、自動車産業の崩壊を避けるためには証券化市場の回復を基礎とした自動車金融の安定化が必要とした<sup>60</sup>。その際、Bloom は GM に対して自動車金融事業を提供するのは GMAC に限る必要はないとしながらも、2008 年末に財務省が GMAC 支援を決めた当時、金融危機によって自動車金融事業の要となる証券化市場が不安定化している中で、どの金融機関も GMAC に代わって参入できなかったことを指摘する。

Bloom の見解は、GMAC による資金調達難の原因に関しても特徴的である。GMAC 救済否定派は、GMAC による資金調達難の原因として、証券化市場の崩壊などの金融危機という外生的要因に加えて、GMAC が保有するモーゲージ部門の損失など GMAC による金融事業の多角化から生じた内生的要因を指摘している。これに対して、Bloom は証券化市場の崩壊によって GM や Chrysler の先行きが不安視されたことにより GMAC など自動車金融会社の金融市場へのアクセスが制限されたという。つまり Bloom は、GM および GMAC の危機が、GM 車の競争力低下や GMAC によるモーゲージ事業での損失などによるのではなく、証券化市場の機能不全によると結論するのである。従って金融市場特に証券化市場の回復が、ディーラーや消費者に対する信用条件を改善するもっとも効果的な方法であるとし、金融市場が回復するまでは財務省による GMAC 支援は続けられるべきとした。

GMAC からも最高経営責任者 (CEO) の Michael Carpenter と最高財務責任者 (CFO) の Robert Hull が証言した<sup>61</sup>。当然であるが彼らは財務省による GMAC 救済によって GMAC による自動車金融事業が可能となり、その結果としての自動車産業再建が進みつつあることを指摘した。その際、GMAC が救済の対象となる根拠に関して彼らは自動車金融を通じた GM と GMAC との間の特異な関係をあげる。公聴会では、GM と GMAC との特異な関係に関して「(フロアプラン事業をめぐっては) なぜ競争がほとんどないのか?」、「なぜ他の金融機関は (フロアプラン事業に) 参入しないのか?」という質問がなされた。これに対して Carpenter や Hull は、前章で指摘した Cross-Susidise ではなく、GMAC が GM や GM ディーラーとの間で形成してきた「インフラストラクチャーと知識」が GM と GMAC との間の特異な関係の基礎になっており、したがって他の金融機関にとっての参入障壁になっていると回答する。具体的には、GM と GMAC と GM ディーラーとの間に形成された情報ネットワークによって信用管理が効率的かつ大規模に可能になっていること、そして GMAC には GM および GM ディーラー網に関する知識が専門家によって蓄えられていることだという。したがって仮に銀行等 GMAC 以外の金融機関が参入しても、インフラや知識蓄積に要した費用 (埋没費用) を支出しなければならないことが障壁になるという訳である。

最後に GM の株主価値向上の観点から GM と GMAC との再統合を主張する Michael Ward の証言を見よう。彼は自動車産業を中心とした証券アナリストであるが、GM は GMAC と切り離されているという理由から競合企業の FORD に比べて株価が低迷しているという<sup>62</sup>。彼は自動車業界におけるキャプティブファイナンスモデルの優位性が株価に反映されるとする。具体的には、排他的な自動車金融サービスの提供や優遇金利等インセンティブの供与が自動車メーカーの競争力を高め、金融子会社からの収益から生じるキャッシュフローが自動車メーカーの所得を安定化させるという。彼の試算によれば GMAC が完全所有子会社でなくなった GM の株価は、金融子会社を有する FORD の株価よりも 10% 程度低く評価されているという。この見解は、株主価値という観点からキャプティブファイナンス

<sup>60</sup> Ron Bloom は、公聴会が行われた当時、財務次官のアドバイザー、オバマ政権自動車産業タスクフォースのメンバー、そしてオバマ大統領製造業政策主任カウンセラーを務めていた。Bloom の証言に関しては Congressional Oversight panel, *ibid.*, pp.10-12, pp.14-22 を参照した。

<sup>61</sup> Congressional Oversight panel, *ibid.*, pp.37-50.

<sup>62</sup> Ward の証言については Congressional Oversight panel, *ibid.*, pp.87-88. を参照した。

モデルすなわち GM と GMAC の一体性を重視している。

(2) GMAC 救済否定派：多角的金融事業としての側面を重視する見解

COP のメンバーである P. Atkins<sup>63</sup>は、まず TARP 資金が GM や GMAC などの「個別企業」に投入されたことについて、公平性の欠如および政府による民間経済活動への介入の非効率性という観点から批判する。こうした批判は、TARP による救済を受けていた他の金融機関などにも当てはまるものであり、社会的にも保守層が同様の批判を展開していた。さらに Atkins は、救済資金が自動車関連金融事業以外のモーゲージ事業にも費やされたとして GMAC 救済を批判する。財務省から投入された 171 億ドルもの TARP 資金は、GMAC の資本不足を補てんする目的で投じられたのであるが、TARP 資金の用途は事業内容別に規制されているわけではなく、その結果維持された GMAC の事業活動は、自動車金融事業だけでなくモーゲージ事業も含まれていた。

同じく COP メンバーの McWatters も Atkins と同様に、財務省による救済が GMAC の自動車金融事業に対してではなくモーゲージ事業をも含む GMAC 全体に行われていることを問題視する<sup>64</sup>。彼は財務省や救済賛成派が主張する GMAC の自動車金融事業の重要性を認める一方で、モーゲージ事業による損失によって TARP 資金のうち 100 億ドルが失われる可能性があることを指摘する。その上で財務省は GMAC からモーゲージ部門を分離し破綻させるべきであるが、そうしないならば当該部門を分離できない理由を示す必要があると主張した。Atkins および McWatters は、GMAC が自動車金融事業だけでなくモーゲージ事業も展開する多角的金融機関であるとみなしており、財務省および連邦準備制度のように GMAC の自動車金融事業のみに焦点を当てる見解とは異なる立場にある。

金融リスクアナリストの Christopher Whalen も、GMAC を自動車金融事業とモーゲージ金融事業からなる多角的金融機関とみなしており、その立場から GMAC 救済に対して否定的な立場から証言した<sup>65</sup>。彼は、2006 年に GMAC の多数所有者が GM から投資会社のサーベラスグループに移行したことについて、GMAC が自動車金融事業からモーゲージ金融事業など非中核的事業にシフトする契機となった見做している。その上で、GMAC 救済資金の多くがモーゲージ事業にも使用されていることを批判する。例えば、公聴会が行われた時点で GMAC が 74 億ドルの自動車関連エクスポージャーに対して 1000 億ドル以上の住宅モーゲージ関連エクスポージャーを保有していたことを取り上げ、救済資金の多くがモーゲージ関連事業の損失に充当されているとする<sup>66</sup>。

## 5. 小括—非金融企業の金融化分析に関する課題—

本報告では GMAC の機能に関する多様な見解を整理分類することで、GM という非金融企業の金融化をめぐるどのような論点が考えられるかを提示することであった。まず本報告内容の要点を整理しよう。

①金融化現象に着目する見解の多くが産業部門に基礎を置いて実物経済部門と金融経済部門との関係を分析しようとする。しかし金融化は、家計や企業などミクロの経済主体レベルでも生じており、その因果関係も単純ではない。そこで本報告では非金融企業内部での金融

<sup>63</sup> Paul S. Atkins は、COP メンバーになる以前は、金融機関に勤務し、SEC のコミッショナーを務めていた。現在は自ら投資会社を運営する一方で、AEI (American Enterprise Institute) の客員研究員を務めている。Atkins の証言については Congressional Oversight panel, *ibid.*, pp.5-6 を参照。

<sup>64</sup> McWatters の証言については Congressional Oversight panel, *ibid.*, pp.9-10 を参照。

<sup>65</sup> Whalen の証言については Congressional Oversight panel, *ibid.*, pp.64-86 を参照。

<sup>66</sup> Congressional Oversight panel, *ibid.*, p.76 を参照。また GMAC 側の証言でも、GMAC が深刻な状態であった 2008 年第 4 四半期でも GMAC は 60 億ドルの自動車金融受取債権と 180 億ドルの住宅モーゲージ関連受取債権を新規に取得していた。Congressional Oversight panel, *ibid.*, p.57.

化現象に着目して、実物経済事業と金融事業との関係についての多様な見解を整理した。

②本報告では非金融企業の GM を分析対象としたが、GM は制度面でも財務面でも金融化と思われる現象を示していた。制度面では金融子会社の GMAC が、モーゲージ金融事業や銀行事業など自動車金融事業以外にも事業活動を広げてきたこと、財務面では GM 全体における GMAC 資産規模の増大や収益における GMAC の重要性が明らかになった。このことを前提として GM と GMAC との関係や GMAC の機能についての捉え方を整理した。

③GMAC の捉え方の一つとして、親会社の GM と一体性を持つ Captive Finance Company として捉える考え方を示した。アメリカでは自動車金融事業における Captive Finance Company の活動が自動車メーカーと一体となって重要な役割を果たしていること、そうした役割は、GM と GMAC の間で取り結ばれているインセンティブプログラムや両者の信用格付けの連動性においても確認されることを示した。

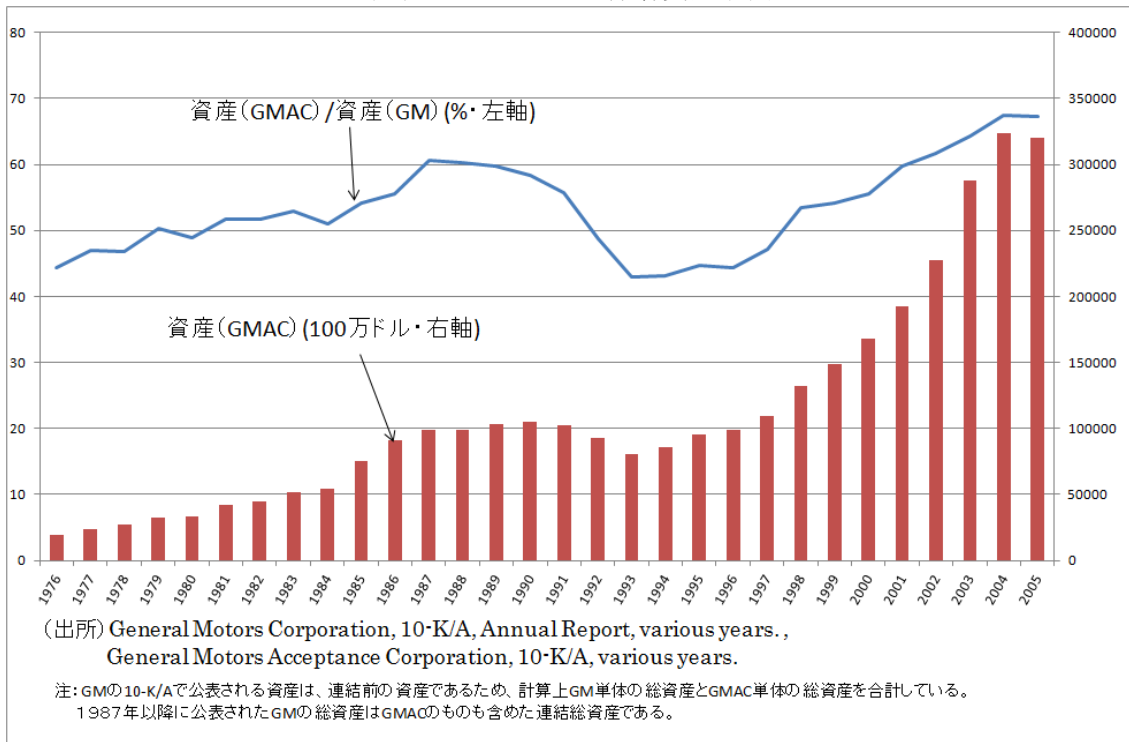
④他方で GMAC を多角的金融機関として捉える考え方を示した。GMAC による自動車金融事業以外への進出は GM 本体における多角化と連動していたこと、GMAC による金融事業が自動車金融事業、モーゲージ金融事業、保険事業、そしてその他から構成されており、2000 年代にはモーゲージ金融事業の規模が自動車金融事業に匹敵するほど拡大したことを示した。

⑤アメリカ連邦準備制度および財務省は異例ともいえる救済を GMAC に対して行ったことを示した。連邦準備制度は自己資本不足の GMAC を銀行持株会社として認定し、連邦準備法で制限されている関連企業間取引を特例として認めた。財務省も救済していた GM などが再建の見通しが立たず破綻処理されたにもかかわらず、GMAC には総額 171 億ドルにも及ぶ資金を投入し続けた。

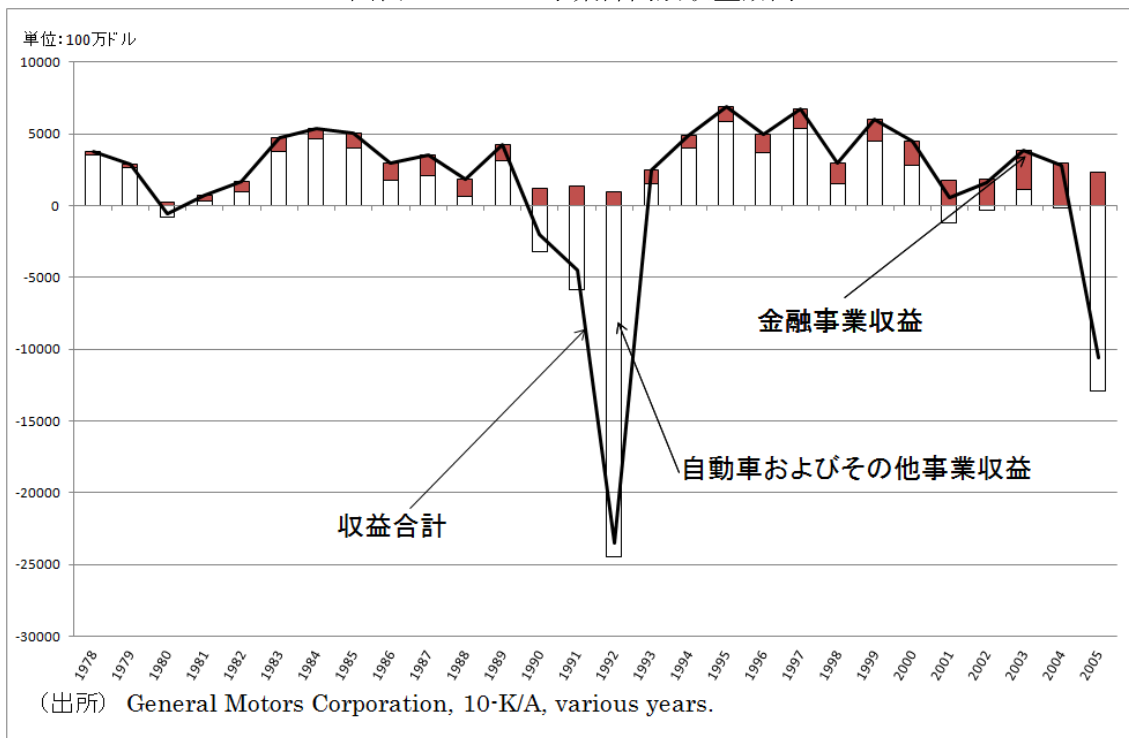
⑥異例ともいえる GMAC 救済に対する COP 公聴会に基づいて、GMAC の自動車金融事業、したがって GM と GMAC との一体性を重視する見解を示した。民主党系 COP 委員、オバマ政権アドバイザー、GMAC 経営陣などの見解が GMAC 救済に肯定的であり、「相互に関連しすぎてつづせない=Too Interconnected To Fail」関係など特殊な一体的関係を救済の根拠と考えていた。他方で GMAC 救済否定派の見解も示した。この見解は GMAC の多角的金融事業としての側面を重視するものであり、GMAC に投じられた多額の救済資金が、自動車産業の再建というよりもむしろモーゲージ事業の損失処理などに利用されたことを批判の根拠としていた。

以上の整理に基づいて今後の研究課題を示しておく。第一に GMAC 内部での自動車金融事業とモーゲージ金融事業の事業面及び財務面での関係を分析することである。本報告でみた諸見解では、自動車金融事業とモーゲージ事業などは相対的に別種の事業として捉えられていて関連性については殆ど検討されていなかった。しかし GM の高格付が GMAC の資金調達に大きく影響することから両事業の間には何らかの関連性が存在する。第二に GM の金融化や破綻に関して自動車事業や金融事業だけに着目するのではなく、株主価値重視経営の浸透や妥協的労使交渉の末に生じた年金医療給付などのレガシーコスト問題など、経営制度や労使関係などの問題にも着目し、それと金融化や破綻との関係を分析することである。本報告ではポストケインジアンによる金融化論と親和性を持つ株主重視経営の問題については言及することができなかった。今後の課題にしたい。

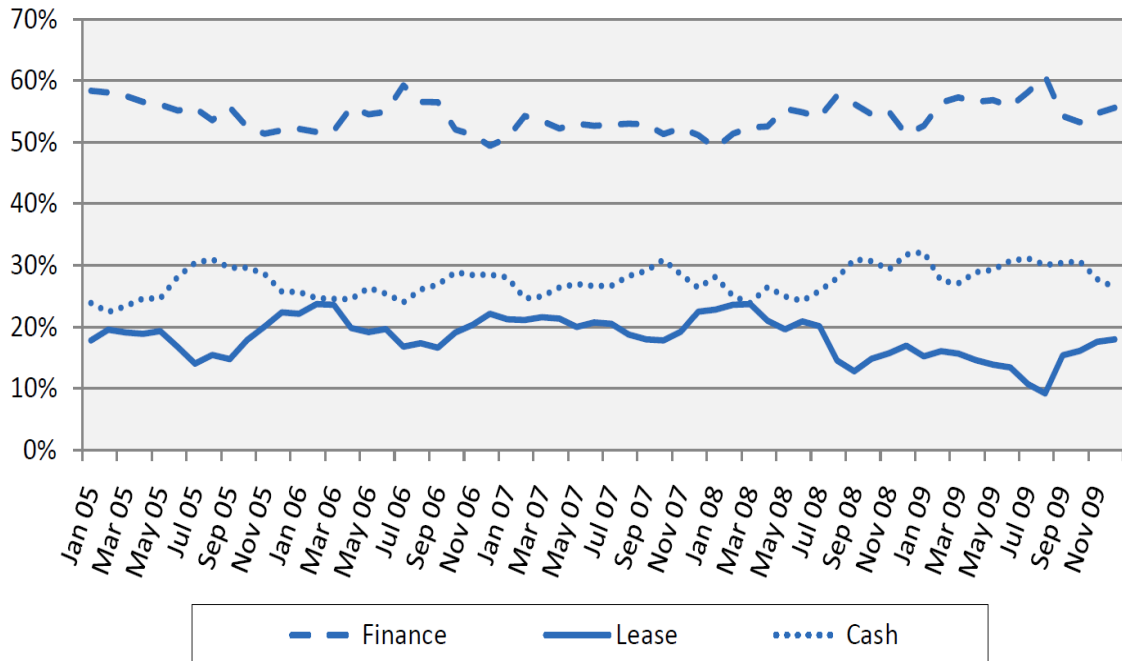
図表1 GMACの保有資産動向



図表2 GMの事業部門別収益動向

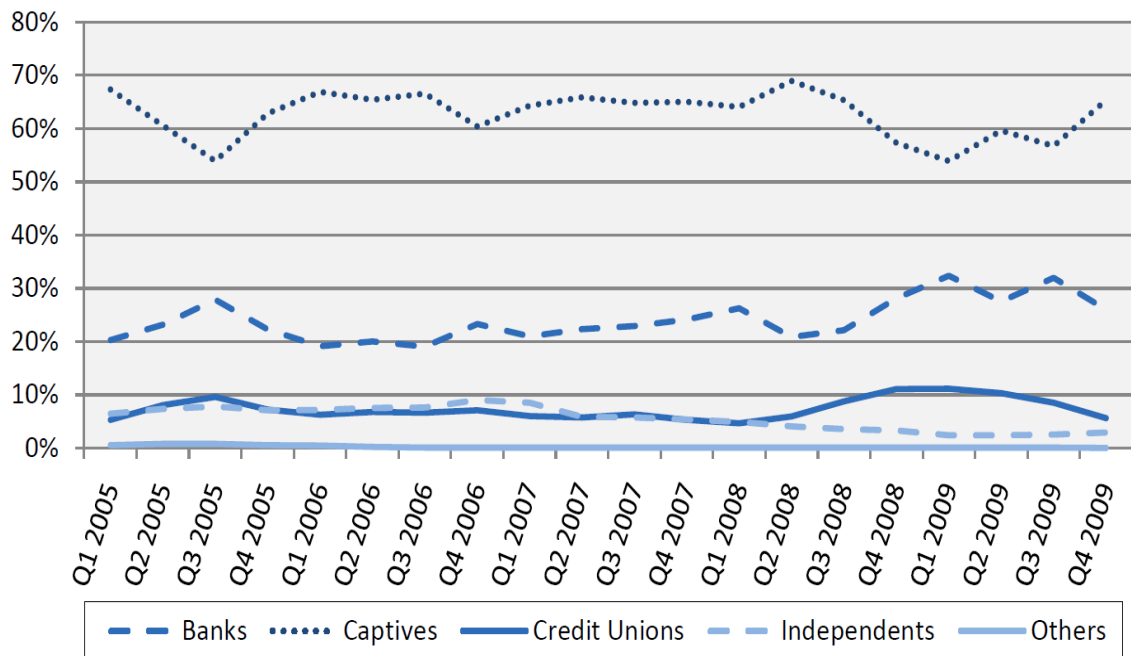


図表3 アメリカにおける消費者向け自動車金融（支払い形態別）



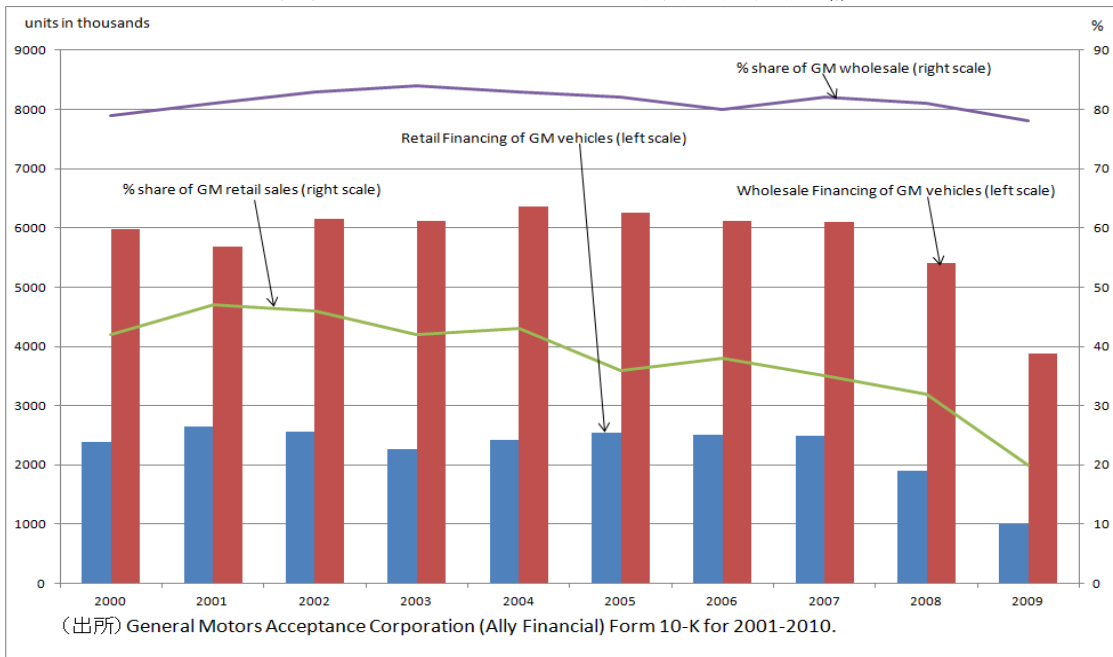
(原出所) J.D. Power and Associates.  
 (出所) Congressional Oversight panel, *March Oversight Report: The unique treatment of GMAC Under the TARP*, March 10, 2010. p.8

図表4 アメリカにおける消費者向け自動車金融（貸手別）



(出所) 図表3に同じ。

図表5 GMACによるGM車向け自動車金融

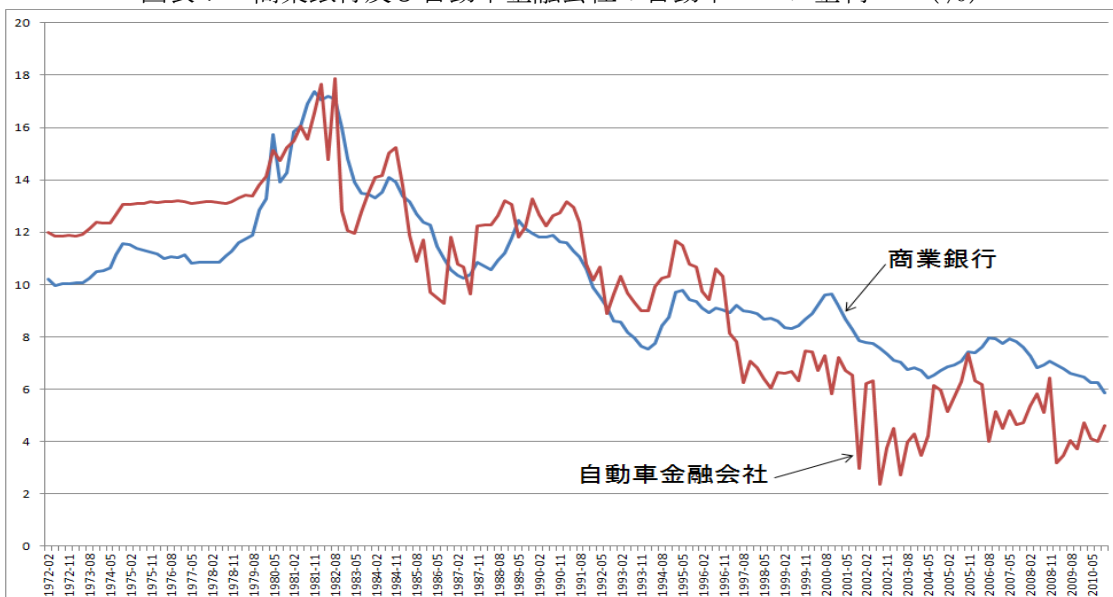


図表6 GMによるインセンティブを受けて販売・リースされた車両の割合

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
North America	86%	85%	84%	78%	63%	78%
International	57%	50%	57%	60%	58%	53%

(出所) GMAC, Form 10-K for 2002-2005.

図表7 商業銀行及び自動車金融会社の自動車ローン金利<sup>(注)</sup>(%)



(出所) Board of Governors of the Federal Reserve, *Federal Reserve Statistical Release G.19: Consumer Credit*, [www.federalreserve.gov/releases/g19/](http://www.federalreserve.gov/releases/g19/)より作成。

(注) 48カ月ローン金利である。



図表8 Standard & Poor's による GM と GMAC の格付の推移

	GM		GMAC	
	Senior debt	CP	Senior debt	CP
1990	AA-	A-1+	AA-	A-1+
1991	A	A-1	A	A-1
1992	A-	A-1	A-	A-1
1993	BBB+	A-2	BBB+	A-2
1994	BBB+	A-2	BBB+	A-2
1995	BBB+	A-2	BBB+	A-2
1996	A-	A-2	A-	A-2
1997	A-	A-2	A-	A-2
1998	A	A-1	A	A-1
1999	A	A-1	A	A-1
2000	A	A-1	A	A-1
2001/3/28	A	A-1	A	A-1
2001/10/6	BBB+	A-2	BBB+	A-2
2001/11/16	BBB+	A-2	BBB+	A-2
2002/4/9	BBB+	A-2	BBB+	A-2
2002/5/24	BBB+	A-2	BBB+	A-2
2003/4/9	BBB	A-2	BBB	A-2
2003/7/24	BBB	A-2	BBB	A-2
2003/12/3	BBB	A-2	BBB	A-2
2004/5/7	BBB	A-2	BBB	A-2
2004/10/21	BBB-	A-3	BBB-	A-3
2005/5/6	BB	B-1	BB	B-1
2006/1/3	B	B-3	BB	B-1
2006/4/13	B	B-3	BB	B-1
2007/8/15	B	B-3	BB+	B-1
2008/8/19	B-	NR	B-	C

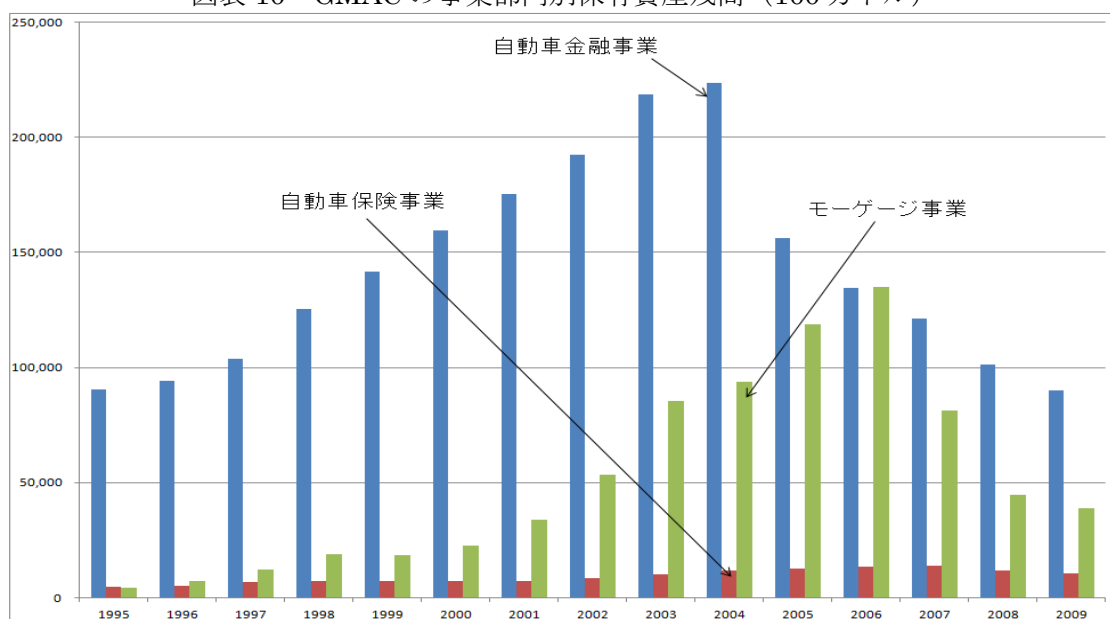
(出所) 1990年～2000年についてはGM and GMAC, Form 10-K for 1990-2000.を参照した。それ以降はStandard and Poor's, *RatingDirect Global Credit Portal*, various issuesを参照した。

図表9 小売市場におけるGMの販売台数(千台)およびシェア(%)

	Cars(thousands)			Trucks(thousands)			Total US (thousands)			Total Worldwide(thousands)		
	Industry	GM	GM share(%)	Industry	GM	GM share(%)	Industry	GM	GM share(%)	Industry	GM	GM share(%)
1981									43.0			
1982									43.0			
1983									43.0			
1984									42.0			
1985									40.3			
1986									38.5			
1987	10,186	3,728	36.6	4,905	1,545	31.5	15,091	5,273	34.9	41,325	7,791	18.9
1988	10,558	3,822	36.2	5,076	1,741	34.3	15,634	5,563	35.6	44,130	8,265	18.7
1989	9,792	3,437	35.1	4,894	1,708	34.9	14,686	5,145	35.0	46,085	8,019	17.4
1990	9,243	3,309	35.8	4,851	1,664	34.3	14,094	4,973	35.3	45,091	7,901	17.5
1991	8,176	2,935	35.9	4,368	1,436	32.9	12,544	4,371	34.8	43,561	7,310	16.8
1992	8,215	2,870	34.9	4,905	1,580	32.2	13,120	4,450	33.9	46,312	7,827	16.9
1993	8,519	2,927	34.4	5,682	1,786	31.4	14,201	4,713	33.2	46,804	7,851	16.8
1994	8,991	3,079	34.2	6,422	1,984	30.9	15,413	5,063	32.8	48,719	8,379	17.2
1995	8,636	2,956	34.2	6,483	1,939	29.9	15,119	4,895	32.4	48,678	8,324	17.1
1996	8,528	2,786	32.7	6,931	2,007	29.0	15,459	4,793	31.0	51,531	8,338	16.2
1997	8,289	2,689	32.4	7,212	2,077	28.8	15,501	4,766	30.7	53,178	8,514	16.0
1998	8,184	2,459	30.0	7,787	2,150	27.6	15,971	4,609	28.9	52,017	8,165	15.7
1999	8,700	2,591	29.8	8,718	2,426	27.8	17,418	5,017	28.8	55,512	8,651	15.6
2000	8,857	2,532	28.6	8,957	2,421	27.0	17,814	4,953	27.8	57,297	8,597	15.0
2001	8,455	2,272	26.9	9,020	2,632	29.2	17,475	4,904	28.1	56,627	8,560	15.1
2002	8,131	2,069	25.4	9,012	2,790	31.0	17,143	4,859	28.3	57,615	8,410	14.6
2003	7,637	1,961	25.7	9,333	2,796	30.0	16,970	4,757	28.0	58,888	8,620	14.6
2004	7,563	1,885	24.9	9,739	2,822	29.0	17,302	4,707	27.2	62,822	8,990	14.3
2005	7,742	1,752	22.6	9,714	2,766	28.5	17,456	4,518	25.9	65,154	9,177	14.1
2006	7,854	1,625	20.7	9,206	2,499	27.1	17,060	4,124	24.2	67,595	9,095	13.5
2007	7,571	1,489	19.7	8,902	2,377	26.7	16,473	3,866	23.5	70,708	9,370	13.3
2008	6,757	1,257	18.6	6,744	1,723	25.5	13,501	2,980	22.1	67,120	8,356	12.4
2009	5,370	874	16.3	5,238	1,210	23.1	10,608	2,084	19.6	64,257	7,478	11.6

(出所) General Motors Corporation, Form 10-K, various years.

図表10 GMACの事業部門別保有資産残高(100万ドル)



(出所) General Motors Acceptance Corporation, Form 10-K, various years.