

# General Motors Corporation と Financialization(1)

— General Motors Acceptance Corporation をどうみるか —

立 石 剛

## 1. 問題の所在 — 金融化と実物経済活動 —

本稿および今後予定している幾つかの論稿は、2009年に破綻する前の General Motors Corporation およびその金融子会社であった General Motors Acceptance Corporation を具体的分析対象として、アメリカの非金融企業における金融化を分析することを目的とする。アメリカ非金融企業の金融化に関しては、既に過去の論考で以下の分析課題を提示しておいた<sup>1</sup>。そこで、まずは前稿で提示した課題のなかで、金融化と実物経済活動との関係に焦点を絞り、その要点を整理しておこう。

### 1.1 分析課題の整理

拙稿 [2010] ではまず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>2</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しめ

---

※本稿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。

1 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2月。

2 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。

る金融部門シェアと製造業部門シェアの逆転，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。こうした傾向は金融危機の影響が続く現在においても基本的に変化をみせていない。

金融部門が相対的に肥大化しているという金融化と実物経済部門との関係については様々な見解が提示されていた。そこで，これらの見解を，実物経済活動における蓄積危機と金融化との関係に絞ると，主にマルクス派の見解とポストケインジアンの見解に大きく整理することができた。

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，金融化の発生を実物経済活動のなかに求めた<sup>3</sup>。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はや果たせなくなった状況に特徴的なものである<sup>4</sup>」と述べる。ここには実物経済活動での資本蓄積危機が原因となって金融化が進行する姿が描かれている。

このマルクス派の見解は，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さらに二つの立場に整理される。第一の立場が実物経済部門での競争圧力の高まりと利潤率低下に着目する見解である。例えば Arrighi は，1950～60年代を資本主義経済における世界大での生産拡大局面とし，この生産拡大自体の結果として資本主義世界経済での競争的圧力が増加し，大量に資本が生産的的局面から引き上げられユーロ市場などに投じられたことが金融拡大の契機となったとする<sup>5</sup>。つまり蓄積危機の原因として資本主義経済間の製品市場を巡

---

3 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.

4 Arrighi [1994] pp.8-13. (邦訳，pp.34-40)。

5 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。

る競争圧力の高まりを金融化の原因としているのである。

これとは異なる立場が、独占的傾向による資本過剰に着目する見解である。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資本となり、最終的に金融機関による他部門への過剰融資や投機的金融取引へと導いたとする。具体的には、独占化は独占的利潤を増加させる一方で、独占的市場の形成により消費需要および生産的投資需要を減少させるという矛盾した帰結を生み、最終的には1974-75年の景気後退を契機として過剰資本が金融的投機および負債による総需要の補完に向かったとするのである<sup>6</sup>。

マルクス派の見解の違い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実物経済活動そのものから資本が引き上げられ、金融経済活動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経済活動に投じられ、それが過剰債務や資産効果を通じて、実物経済活動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活動の縮小およびその代替物として作用し、後者にとっては実物経済活動を補完するように作用するということになる。

以上のマルクス派の見解に対して、ポストケインジアンは、実物経済活動が危機的状況ではなかったにもかかわらず、1980年代以降に新自由主義的政策への転換が生じた結果、金融経済活動の肥大化すなわち金融化が進行したとする<sup>7</sup>。具体的には、金融化は、株主重視経営への転換や金融自由化など富裕層および

6 Sweezy, P.M. [1997] "More (or less) on globalization", *Monthly Review*, vol.49, no.4., p.4. また Foster [2009] chp.3は、過剰資本が負債拡大に向かうことで総需要を補完する態様を「独占＝金融資本 (Monopoly-Finance Capital)」と規定し、Sweezy らの見解を発展させている。

7 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 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.

金融業界による一種の革命およびその政策的表現である新自由主義的政策によって実物経済活動に対して変革および競争圧力がかけられ、資本投資が実物経済部門から金融経済部門に移転されることで、金融経済活動の肥大化と実物経済活動の危機が生じるとする。このポストケインジアンの見解を言い換えてみると、金融化は実物経済を破壊するように作用するということになる。

本稿では、以上の金融化と実物経済活動との関係についての見解の違いを、次のような課題としてまとめておきたい。すなわち①金融化は実物経済活動に代替するものとして作用しているのかどうか、②金融化は実物経済活動を補完するように作用しているのか、そして最後に③金融化は実物経済活動に対して破壊的な作用をもたらすかどうかどうかである。

## 1.2 分析対象としての GM と GMAC

本稿では以上の金融化と実物経済活動との関係についての上記課題を、General Motors Corporation (以下 GM と表記) とその金融子会社であった General Motors Acceptance Corporation (以下 GMAC と表記) との関係を具体的対象として分析する<sup>8</sup>。

### (1) GMAC 略史<sup>9</sup>

GMAC は、1919年に GM の完全所有子会社として、ニューヨーク州法によって投資会社として認可・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るためとされた<sup>10</sup>。当時、アメリ

---

8 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5月までを対象とする。

9 特に断らない限り、GMAC の略史については、GMAC, form 10-K/A および GM, form 10-K/A, Annual Report, 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。

10 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、同時の関係企業だったデュボンへの金融サービス提供も目的だったとされている。

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の創設もこうした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）が反トラスト法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。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対し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消費者にとっての自動車購入の利便性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大きな転機となったといわれるのは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多角的な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>11</sup>。さらにモーゲージ業務は2000年代にはGMACそして

---

11 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Ally Financial, “Our History” in Ally Financial Web Page (<http://www.ally.com/>)を参照されたい。

GM の収益の柱にまで成長する一方で、住宅バブル崩壊以降は逆に経営上の厄介な足かせとなるのである。

GMAC は2000年代に再び転機を迎えることになる。2004年に GMAC は GMAC Bank を取得することで銀行業務にも進出した。この GMAC Bank はユタ州認可の Industrial Loan Company (以下 ILC) とよばれるもので、要求払い預金を受け入れていないだけで、MMMC などを提供することで実質的に商業銀行と同等の業務が遂行可能になった。具体的には連邦預金保険など連邦政府のセーフティネットにアクセスでき、しか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銀行サービスを提供することができる。

この ILC は銀行持株会社法によって定義される銀行ではない。1970年改正銀行持株会社法では、銀行を要求払預金の受け入れと商工業貸付の両方を行うものと定義しているからである。したがって ILC である GMAC Bank を保有する親会社である GMAC (さらに GM) は、銀行持株会社法による監視規制の対象とならない点で、銀行業に参入したい一般事業会社にとってループホールとなっている。つまり ILC を保有することによって GMAC は銀行業のほとんどを行うことが出来るようになるだけでなく、通常商業銀行に比べて信用条件に関する規制が緩い状態で行えることになったことを意味するからである。サブプライム層向けの自動車金融およびモーゲージ金融を GMAC が展開できたのはこのことが背景にあるといわれる<sup>12</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

---

12 ILC の最大の特徴は、ILC を通じて事業会社が銀行業に参入でき、しかも商業銀行よりも緩い規制のもとで銀行業を行うことが出来る点であり、こうした事業会社によって行われる銀行業は、シャドウバンキングあるいはパラレルバンキングともよばれる。シャドウバンキングと ILC との関連性については次の文献を参照した。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 ILC によって過剰融資が行われた点に関しては Congressional Oversight panel, March Oversight Report, *The unique treatment of GMAC Under the TARP*, p.58. を参照した。

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大きかったため、資金調達難に直面したのだった。その結果、GM は GMAC の株式を売却し、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ぶことで、GMAC に対する悪影響を緩和しようとした。こうした GMAC の親会社の交替は GMAC の事業環境を整えるはずであったが、2006年を境に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た。

リーマンブラザーズの破綻によって危機が深刻化した2008年11月、GMAC は銀行持株会社への移行と GMAC Bank の商業銀行への業態転換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、2008年緊急経済安定化法 (The Emergency Economic Stabilization Act of 2008: EESA) 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) 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である<sup>13</sup>。この申請は、FRB 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、緊急事態であるとして FRB は GMAC を銀行持株会社として認定した (したがって GMAC Bank が商業銀行として認定された)<sup>14</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。

---

13 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。GMAC Bank は ILC として、GMAC が銀行持株会社になるかどうかにかかわらず、TARP にアクセス出来た。しかしその親会社である GMAC は自動的に適格とはならず、したがって GMAC Bank を商業銀行に転換することを通じて銀行持株会社になることが必要だった。

14 銀行持株会社法によって 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、FRB 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 の特殊な関係に基づく GM および GMAC の救済過程については次稿以降で考察する。

## (2) 財務報告書にみる GM 金融化の概観

前項でみたように GMAC による金融業務は拡大と多角化を進めてきた。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 (SEC: U.S. Securities and Exchange Commission) 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>15</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。

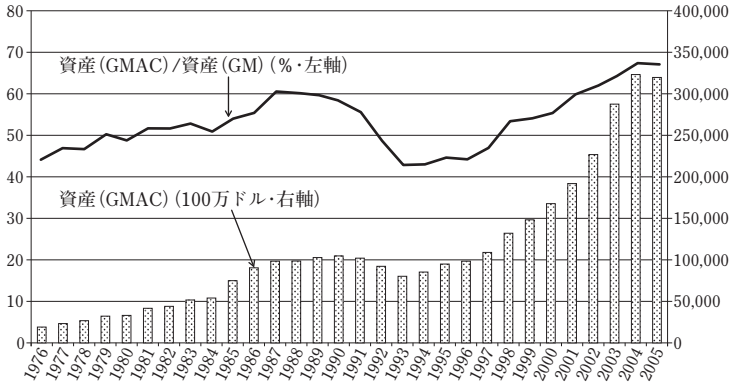
まず GM が保有する資産に対する GMAC 保有資産の増大を確認することができる。図表 1 は単純に GMAC の総資産、そして GMAC の総資産を GM の総資産で除したものを百分率で表示したものである。GMAC の総資産は1980年代半ば以降増加し、GM の総資産に占める GMAC の資産の割合も50%から60%台に上昇した。これは主に1985年に GMAC がモーゲージ事業を開始したことが背景にあると考えられる。1980年代後半における増加は、商業用不動産業務で多くの貯蓄金融機関が破たんした S&L 危機とそれによる景気後退を契機に縮小傾向に転じた。1990年代後半から2000年代半ばにかけて、GMAC の総資産が再び拡大し、GM 全体に占める割合も増加した。総資産額は1980年代の1,000億ドルから3,000億ドルまで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、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要因であると考えられる。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

---

15 企業財務情報は SEC 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。



図表1 GMACの保有資産動向



(出所) General Motors Corporation, 10-K/A, Annual Report, various years.,

General Motors Acceptance Corporation, 10-K/A, various years.

注：GMの10-K/Aで公表される資産のうち、1986年以前の資産は連結前の資産であるため、ここではGM単体の総資産とGMAC単体の総資産を合計している。なお1987年以降に公表されたGMの総資産はGMACのものも含めた連結総資産である。

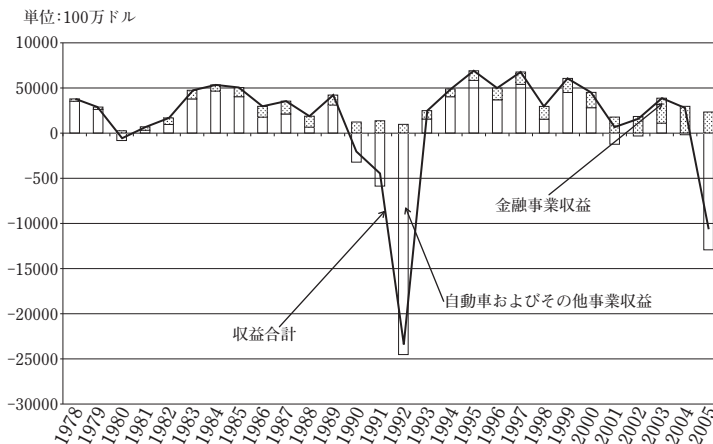
やモーゲージ融資の結果累積した債権<sup>16</sup>=金融資産と考えるならば、以上のGMACの総資産とGM全体に占める割合の増加は、GM全体の活動において自動車製造事業に比べて金融事業活動が肥大化していることを示唆している。

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

16 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。

図表2 GMの事業部門別収益動向



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

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。金融事業収益の動向をみると、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ることで低迷する GM 収益そのものを補完したといわれる。

### (3) 具体的分析課題

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ことができる。そのため、ここでは GM と GMAC を分析対象とする。

さて本稿およびその後に予定している論稿は、GM の金融化について GM 本体と金融子会社の GMAC との関係を多様な角度から分析しようとするものであるが、そのうち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。

GM と GMAC との機能上の関係については、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かれる。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 は景気循環の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>17</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。以上、GMACに関する機能面での二つの見解を、本稿では第2章と第3章でそれぞれ取り上げ、整理することにする。

## 2. キャプティブ・ファイナンス・カンパニーとしての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“キャプティブ・ファイナンス・カンパニー (Captive Finance Company)”とよばれている。この“キャプティブ”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に「専属のあるいは専用の」事業として位置づけられることが多い。

---

17 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。

## 2.1 アメリカにおける自動車金融事業の概観

まずキャプティブ・ファイナンス・カンパニー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>18</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、販売前に大量に在庫を保有し、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になる。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というわけである。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>19</sup>。

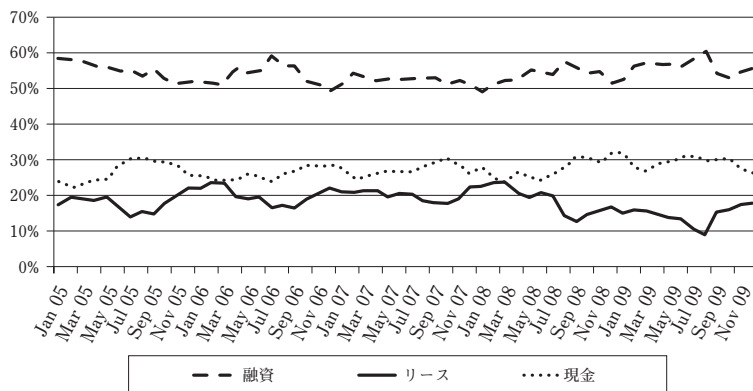
続いて自動車リース事業の概略を説明しておこう。アメリカのリース事業は1950年代にリース専業会社が設立されて以来急速に成長した分野である。自動車リース事業では、対事業所向けリース事業が古くからおこなわれてきたが、1990年代以降は事業所向けだけでなく個人向けリースが大幅に拡大している。自動車リース事業はリースを利用する事業所にとっては自動車所有に伴う当初の投資費用や維持管理費用等の削減を可能にし、個人にとっては当初の支払い負担の抑制を可能にするものである。自動車リース事業は、個人向けのオペレーティング・リースやファイナンス・リース、そしてディーラーなど事業所向け

---

18 この他に自動車保険事業もあるが、資産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。

19 フロアプランの詳細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*, (Mar. 1990), (<http://www.occ.gov/publications/publications-by-type/comptrollers-handbook/-pdf/floorplan1.pdf>)

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*, Washington DC : USGPO, 2010., p.8

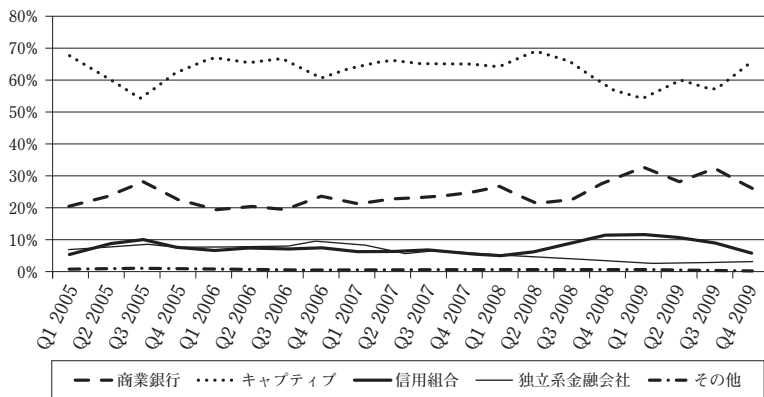
のリース・ファイナンスに分類されている。

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%が自動車金融を利用しており、そのうち自動車融資が約55%、そして自動車リースが約15%で、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。フロアプランによる平均融資額は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1,000億ドルがフロアプランによるといわれる<sup>20</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、自動車メーカーが工場からディーラーへ自動車を移転させたりすることで在庫を管理するのを容易

20 National Automobile Dealers Association, *Understanding the "TALF"* (Mar. 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.

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。

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、キャプティブ・ファイナンス・カンパニー、信用組合など多様であるが、全体的にキャプティブ・ファイナンス・カンパニーによって自動車金融が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、キャプティブ・ファイナンス・カンパニー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。フロアプラン市場では、大部分がキャプティブ・ファイナンス・カンパニー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>21</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

21 Congressional Oversight panel, March Oversight Report, *The unique treatment of GMAC Under the TARP*, Washington DC : USGPO, 2010., p.10.

自動車金融の多くの部分を提供しているのがキャプティブ・ファイナンス・カンパニーであることが分かった。そして、こうした傾向は、以下で指摘するように GM と GMAC との間でも確認することができるのである。このことは、GMAC が GM のキャプティブ・ファイナンス・カンパニーであり、したがって GMAC が行う金融事業は、GM が行う自動車事業と密接に関連した自動車金融事業であること、その結果、GMAC による金融事業は親会社である GM の自動車事業を補完するものであることを示唆している。

## 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、なかでもキャプティブ・ファイナンス・カンパニーが商業銀行等よりも大きな役割を果たしている。GMAC もその一つであり、したがって 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 との関係を明らかにしよう。

### (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) に基づいて確認してみよう。図表 5 は販売された GM 車台数<sup>22</sup>のうち、GMAC による自動車金融を受けた自動車の台数<sup>23</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

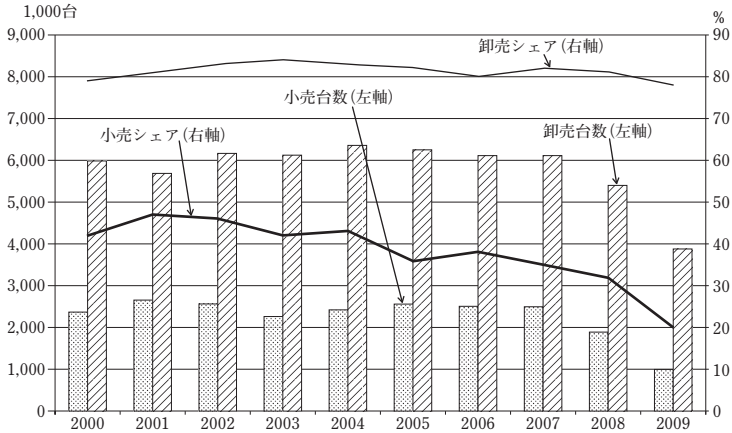
---

22 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。

23 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。



図表5 GMAC による GM 車向け自動車金融



(出所) General Motors Acceptance Corporation (Ally Financial) Form 10-K for 2001-2010.

GM車の卸売販売総数の約80%を占めている。これに対してGM車の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>24</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といわれる<sup>25</sup>。これは、GM車の販売において、顧客やディーラーがGMACによって提供される自動車金融を利用する場合、GMACは他の自動車金融サービスよりも有利な条件の金融サービスをインセンティブとして提供するというものであるが、その際にGMACが提示した有利な条件と他の金融機関が提示した条件との差をGMが補助金として補填するという

24 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と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。

ものである。

インセンティブは大きく分けて二つあり、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り、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 が通常設定する残価よりも高めの設定を GM が支援し、その分リース料を引き下げて GM 自動車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 および GMAC によるインセンティブを受け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）。北米地域（アメリカ市場が中心であるが）では GMAC を通じて自動車金融を受けた車両の 80% 前後が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、小売において 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>26</sup>。

---

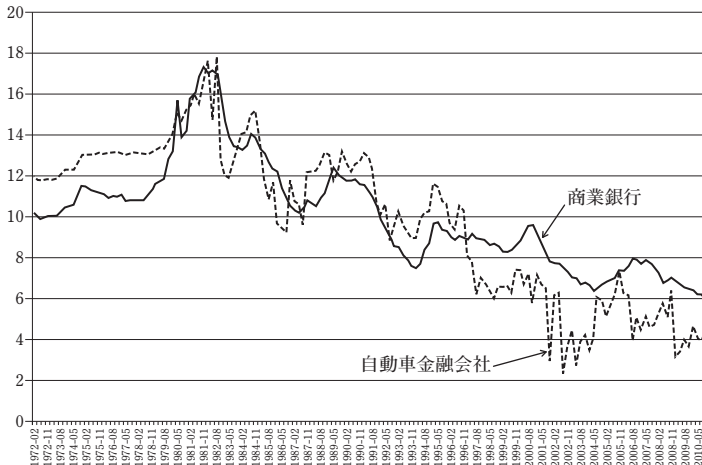
25 こうした傾向は、GM が GMAC の株式持分 51% を投資会社であるサーベラスグループに売却した 2006 年以降も続いた。GMAC と GM は 2006 年に相互の事業関係に関する合意に至ったが、その合意の一つがアメリカ消費者金融サービス合意（USCFSA: United States Consumer Financing Service Agreement）であった。これは GM が自動車金融を提供し顧客に対してインセンティブを提供するときはいつでも GMAC を排他的に利用するというものである。両社は 10 年間この関係を維持することに合意し、GMAC は GM に対して独占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, at 73 (Mar. 1, 2010) p.180 および p.183。

26 GMAC, Form 10-K for the Fiscal Year Ended December 31, 2004, (Mar. 16, 2005), p.23.

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 2000-2005.

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* (online at [www.federalreserve.gov/releases/g19/](http://www.federalreserve.gov/releases/g19/))

(注) 48カ月ローン金利である。

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キャプティブ・ファイナンス・カンパニーとの間で結ばれているインセンティブ契約によって、メーカーがキャプティブ・ファイナンス・カンパニーに対して補助金を提供し、その結果、キャプティブ・ファイナンス・カンパニーが顧客に提示する金利が安くなっているからである。こうしたキャプティブ・ファイナンス・カンパニーによる低金利融資は、自動車金融事業から

生じる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キャプティブ・ファイナンス・カンパニー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キャプティブ・ファイナンス・カンパニーに対して補助金という形で収益の補てんが行われたからであるといわれる。

これに対して、以上のインセンティブ政策はメーカーである GM に対してキャプティブ・ファイナンス・カンパニーである GMAC とは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のである<sup>27</sup>。他方で、インセンティブの増加は GMAC にとっては自動車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。このように自動車金融事業とインセンティブを軸に考えると、GM と GMAC を別個の事業体として捉えるのではなく、むしろ相互に密接に関連した単一の事業体として捉える必要が出てくる。

## (2) GMAC を GM の補完的事業体として捉える諸見解

GM 車の販売において GMAC による金融サービスを利用した割合の高さや 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事業体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注目された<sup>28</sup>。さらに1960年代においてアメリカでキャプティ

27 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。

28 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。

ブ・ファイナンス・カンパニーが注目されたが、そこではキャプティブ・ファイナンス・カンパニーが自動車販売市場における変化への迅速な対応をもたらす、親会社のマーケティング事業を果たす部門として注目された<sup>29</sup>。

GMAC の捉え方に関するこうした伝統的見解は、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>30</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>31</sup>。

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、民間格付け会社における GM と GMAC の格付けの連動性という形でも現れている。そこで格付け会社の Standard & Poor's (以下 S&P) による GM および GMAC の格付けを見ることにしよう。

S&P はまずキャプティブ・ファイナンス・カンパニーの格付けに際し、キャ

---

29 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.

30 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.

31 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.

プティブ・ファイナンス・カンパニーそのものを次のように規定する。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キャプティブ・ファイナンス・カンパニーとして定義する<sup>32</sup>。そのうえでキャプティブ・ファイナンス・カンパニーの格付けに関して「キャプティブ・ファイナンスのほとんどが、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。キャプティブ・ファイナンス・カンパニー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、親会社とキャプティブ・ファイナンス・カンパニーを単一の事業体であるとみている」とする<sup>33</sup>。

キャプティブ・ファイナンス・カンパニー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>34</sup>。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

---

32 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)

33 Sprinzen and Pressman, *ibid.*, p.2 (邦訳 pp.1-2) より引用。

34 Sprinzen, Scott and S. Picarillo, *RatingDirect Global Credit Portal: General Motors Acceptance Corporation*, May 6, 2005., p.8.

の格付けはほとんど同じで連動していることが分かる（図表8）<sup>35</sup>。

以上のように GMAC を GM の自動車事業と密接に関連した事業体として捉える見解が提示されているが、これらは次稿以降で検討する公的資金による GMAC 救済の正当性との関連で非常に重要である。前述の2008年緊急経済安定化法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に関して、それを GMAC に適用するかどうかについては、その正当性の面から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、TARP 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キャプティブ・ファイナンス・カンパニーとしてとらえるのではなく、相対的に自動車事業から乖離した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されているのである。

### 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 を通じた銀行業も開始した。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

---

35 ただし GM が GMAC の株式持分51%を売却した2006年以降、GM が GMAC よりも少し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考えられたためである。しかし GM は GMAC との間に従来と同様に事業の継続を可能にする「アメリカ消費者金融サービス合意（USCFSA：United States Consumer Financing Service Agreement）」を取り結ぶことで、少数所有による統治能力の低下を補うことができた。これは GM が自動車金融を提供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。この協定によって、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。以上 GMAC, Form 10-K for the Fiscal Year Ended December 31, 2009, Mar. 1, 2010. を参照した。

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。



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 をめぐる事業環境を明らかにしたうえで、これらの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燃費基準などで外国製自動車に比べて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 の販売台数シェアは1981年時点で43%であったが、その後急速に低下し、1989年には35%にまで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>36</sup>。しかも SUV の単価は乗用車に比べ

---

36 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されたい。キース・ブラッドシャー『SUV が世界を轢きつぶす—世界一危険なクルマが売れるわけ—』築地書館、2004年3月。

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.

(注) 空欄はデータが公表されていない。

て高く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となり、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年には軍事物資関連企業の Hughes Aircraft Company を買収し、情報化事業の展開の契機とした<sup>37</sup>。当時、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、後述するように 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>38</sup>。

部門間の連結およびシナジー効果を目的とした GM の戦略は、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 は軍事物資受注の際に政府から原価追加条項契約（受注企業は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割合を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た。これは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代替する役割を想定されたと考えられた。

---

37 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。

38 General Motors Corporations, *General Motors Annual Report 1985*, February 3, 1986., pp.2-3.

## (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・ファイナンス・カンパニー）は、事業多角化に巨額の資金を投じ始めた」と述べた<sup>39</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>40</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おいても衝撃的であり、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>41</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

---

39 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.

40 Robert M. Grasson, “GMAC, Retooling for 1990s, Reaches for Banks’ Customers,” *American Banker*, December 27 1985.

41 James Mateja and William Gruber, “Will GM become General Mortgage?,” *Chicago Tribune*, March 31, 1985.

サービス業参入」という特集が組まれた<sup>42</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。

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>43</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財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といわれる。

### 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以外への多角化は GM による自動車事業以外へ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にモーゲージ事業が新たに加わり、三つを主要な分野として事業を展開することになった。ここで 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の消費者金融業務、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

---

42 Robert M. Garsson, "Shifting Gears: Detroit Moves into Financial Service, An American Banker Special Report," *American Banker*, December 1985-January 1986.

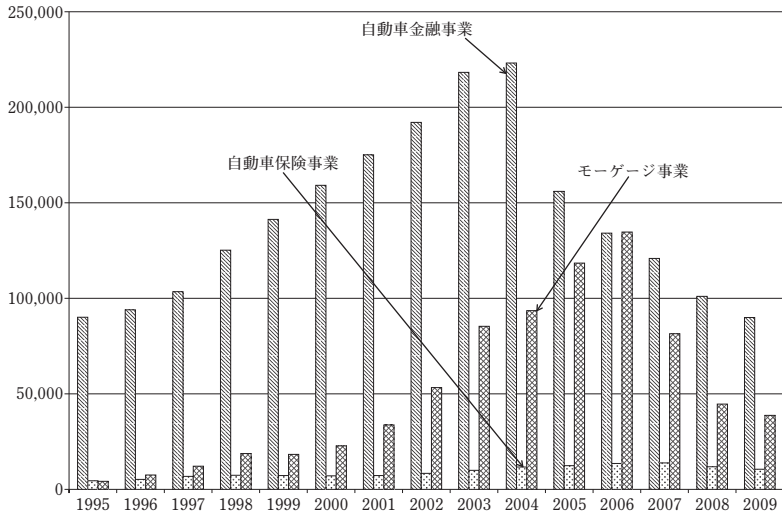
43 *ibid.*

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た。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キャプティブ・ファイナンス・カンパニー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することにしよう。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。

そこでは 2000 年初頭まで自動車金融事業の規模が圧倒的に大きく、モーゲージ事業や保険事業の資産規模は相対的に小規模であったことが分かる。この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、急激に低下している。この低下の原因については別稿で詳しく検討する予定であるが、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といえよう。ところでモーゲージ事業の規模は、自動車金融事業のように親会社である GM の競争力や市場シェアに影響を受けるといよりもむしろ、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といわれる。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

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.

非常に低い水準にあり、GMACのモーゲージ関連子会社のResCapに対する格付けはGMACの自動車金融事業やGM本体よりも高く、資金調達コストは低かったのである。

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りそうだ。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. 小 括

本稿では、実物経済と金融経済の関係性をGMおよびGMACとの事業面での関係性に置き換え、GMACがどのような事業体として捉えられているのか

について述べている見解のサーベイと年次報告書に基づいた分析を行った。事業体としての GMAC の捉え方については、GMAC をキャプティブ・ファイナンス・カンパニーとみなし、GM の自動車事業を補完するものとして捉える見解と、GMAC による住宅モーゲージ事業に着目し、GMAC を自動車金融事業から相対的に分離した多角的金融機関、すなわち GM の自動車事業と代替的關係にある事業体として捉える見解に整理した。

そのうえで両見解を GM および GMAC の年次報告書から可能な限り裏付けてみた。その結果、1990年代まで GMAC の金融事業は自動車関連金融事業が中心であり、したがって GM と GMAC は相互補完的な関係であったと言えそうだが、2000年代に入ると急激に自動車金融事業の縮小とモーゲージ事業の拡大とが生じるようになる。つまり2000年以降の GMAC は相対的に自動車事業に代替するように作用した可能性がある。

ところで GMAC を自動車関連事業との関連で検討する方法として、年次報告書以外にもう一つの方法がある。それは2008年緊急経済安定化法案に基づいて展開された GM および GMAC 救済過程での GMAC の位置づけである。GMAC 救済の是非を議論した公聴会で GMAC の事業に関して自動車事業を補完するものか、あるいは相対的に無関係であるかが議論されている。さらに GMAC が不良債権救済プログラムによる公的支援を受けるにあたって GMAC Bank の ILC から商業銀行への転換を FRB が認める際に同様の議論が行われている。GMAC 救済過程における以上の議論については、GMAC の法律上の分類と合わせて別稿で改めて検討することにしたい。