

General Motors Corporation と Financialization(2)

— アメリカ政府による GMAC 救済とその位置づけ —

立 石 剛

問 題 の 所 在

自動車産業は歴史的にアメリカ経済において重要な役割を果たしてきた。1950年代にはアメリカ自動車メーカーの最大手であった General Motors Corporation (以下 GM) の会長兼 CEO のチャールズ・ウィルソンが「GMにとって良い事はアメリカにとっても良い事」と述べたことはよく知られている。しかし海外メーカーとの国際競争圧力の高まりや、年金や医療など付加給付に関するレガシーコストの存在、そして経営陣による失策などにより、アメリカ自動車メーカーはアメリカ国内市場シェアを低下させ、アメリカ経済における重要性をも低下させていったのである。

こうした状況に加えて金融危機は自動車メーカーに破滅的な影響を及ぼした。GM など主要自動車メーカーはすでに、原油価格高騰や景気低迷による自動車需要の低下によって大幅な業績悪化に直面していたが、リーマンブラザーズ破綻によって深刻さを増した金融危機が、自動車メーカー自体の資金調達を困難にだけでなく、自動車販売の生命線の一つであった自動車販売金融にも破滅的影響を及ぼしたのである。

こうして2008年11月にアメリカの主要自動車メーカーはアメリカ政府に対して支援を要請することになった。アメリカ政府による自動車業界支援は当初、その正当性を巡ってアメリカ議会の反対に直面したが、金融危機による市場の

動揺が深刻化するなかで GM など主要自動車メーカーが破綻すれば、アメリカ経済に予想不可能なダメージを及ぼす可能性があるということから、最終的に例外的対応として救済されることになった。

自動車メーカー救済にあたって、アメリカ議会は、財務省による救済実態や救済を受けた企業の動向、そしてアメリカ経済への影響などをレビューし、議会に報告する権限をもつ議会監視パネル (Congressional Oversight Panel) を創設することで、行政府を監視する枠組みを形成した¹。本稿ではこの議会監視パネルによる報告書をベースにして、アメリカ政府による自動車業界とりわけ GM 専属の金融会社であった General Motors Acceptance Corporation (以下 GMAC) 支援のスタンス、具体的には支援に関してどのような議論が展開されたかを整理し、その上で財務省や連邦準備制度が GMAC を自動車金融専門のキャプティブ・ファイナンスとしてとらえたのか、あるいは自動車金融事業に縛られない金融機関としてとらえたのかについて検討する。

[1] アメリカ政府による自動車業界救済の展開

1.1 アメリカ自動車メーカーに対する救済過程とその内容

(1) 救済開始までのプロセス

2008年のリーマンブラザーズ破綻による金融危機の深刻化を背景として、アメリカ政府は、2008年10月に緊急経済安定化法 (The Emergency Economic Stabilization Act of 2008: EESA) を成立させた²。これによって財務省は不良債権救済プログラム (Troubled Assets Relief Program: TARP) に基づいて、銀行システムおよび資本市場などの安定化を目的とした政策展開が可能になった。

1 議会監視委員会に関する詳細はアメリカ上院議会の HP を参照されたい。
http://www.senate.gov/general/common/generic/COP_redirect.htm

2 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と位置づけられていた。不良債権救済プログラム (Troubled Assets Relief Program: TARP) 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。

金融危機はすでに業績を悪化させていた自動車業界に破壊的な影響をもたらした。金融危機による信用市場の動揺は、健全な企業でさえも資金調達に困難を生じさせたという意味で、従来の景気後退とは一線を画す影響力を持っていた。とりわけ自動車業界には多大な影響が及んだ。何故ならば自動車業界は住宅業界と同様に、その販売量が信用供与と密接に関連していたからだった³。具体的には、自動車メーカーの金融子会社であるキャプティブ・ファイナンス・カンパニーが、信用市場から資金を調達し、それをディーラー向けの卸売金融や消費者向けの小売金融として提供することで自動車販売を支えていたのであり、金融危機はこうした機能を相当程度低下させたのである。さらに GMAC など金融会社の一部は住宅モーゲージ関連業務も展開しており、金融危機は同事業を原因とした大幅な損失も発生させていた。

自動車業界はこうした状況下で極度の業績悪化と破綻の危機に直面し、当時のブッシュ政権に対して救済を求めるに至った。救済が求められた当初、自動車業界に対する政府の対応は積極的なものでなかった。2008年11月に、リード上院議員（民主党）によって GM, Chrysler, そして Ford のデトロイト3社向けに緊急経済安定化法の TARP 資金をつなぎ融資として利用可能にする案が提出され上下両院で公聴会が開かれたが⁴、共和党を中心に多くの議員が反対したため承認されなかった。そのためブッシュ政権は EESA の TARP ではなく、2007年エネルギー独立安全保障法（Energy Independence and Security Act of 2007: EISA）の先進技術自動車生産ための直接融資プログラムの一部を自動車部門へのつなぎ融資に転用するという妥協案を提示した。しかしこの妥協案

3 この点については拙稿を参照されたい。「General Motors Corporation と Financialization (1): General Motors Acceptance Corporation をどうみるか」『経済学論集』（西南学院大学）2012年1月。

4 その際、GM および Chrysler は再建計画を提出した。具体的には次の文献を参照されたい。General Motors, *Restructuring Plan for Long-Term Viability*, Submitted to Senate Banking Committee & House of Representatives Financial Services Committee, (December 2, 2008), (online.wsj.com/public/resources/documents/gm_restructuring_plan120208.pdf)。この GM の再建計画の骨子は「より燃料効率の高い自動車の生産計画を加速させつつ」、「ビジネスモデルを転換」というものであり、具体的には、ブランドの削減、賃金および付加給付構造の改革、年金債務の改革、連邦政府支援を通じた財務改善、EISA 遂行、生産性向上および雇用削減を通じた生産コストおよび構造費用の削減、小型低燃費車へのシフトなどが計画されていた。

も下院で可決されたものの上院の反対にあい否決されることになった。

そうするなかで金融危機は深刻の度合いを増し、自動車メーカーが破綻することによる金融システムそしてアメリカ経済への影響も予測不可能なものになってきた。すでに国際金融市場では信用不安を背景にした資金の枯渇が生じていたし、比較的安定的な行動をとると期待されていた政府系投資ファンド (SWF) もアメリカ政府関連債券 (モーゲージ関連) や大企業社債の売却に動いていたといわれた。アメリカは単なる金融危機ではなくドル危機にも直面していた可能性があったのである。

こうした事態に直面したプッシュ政権は、「通常の経済状態では、民間企業の最終的な命運は市場が決定すると考えている。しかしながら、アメリカ経済が弱体化している現状では、自動車メーカーの破綻を防ぐため、必要であれば、TARP の活用を含む他の選択肢を考慮することになるだろう。自動車産業の崩壊は、アメリカ経済に深刻な影響を及ぼすだろうし、現時点でアメリカ経済をさらに弱体化させ不安定にすることは無責任であろう。(中略) 政府には民間企業システムの基礎を掘り崩さないという責任がある。もし自由市場が自動車産業の命運を決定するのに任せることが出来るならばそうするが、現時点ではそれは自動車メーカーの手に負えない破綻へと導いてしまうだろう」とし、最終的に自動車産業に対する支援融資を、新たな法律を必要としない緊急経済安定化法による TARP から行うことを表明した⁵。

5 2008年12月19日のプッシュ大統領による自動車メーカー救済に関する声明およびファクトシートによる。なお声明と同時に発表されたファクトシートでは、GMとChryslerの破綻によってGDPが追加的に1%以上低下し、110万人が失業するとの短期推計と、外国自動車メーカーがGMやChryslerが行ってきた生産を行うという長期的懸念が大統領経済諮問委員会によって公表された。George W. Bush, *President Bush Discusses Administration's Plan to Assist Automakers*, (Dec. 19, 2008), (georgewbush-whitehouse.archives.gov/news/releases/2008/12/20081219.html), and The George W. Bush White House Office of the Press Secretary, *Fact Sheet: Financing Assistance to Facilitate the Restructuring of Auto Manufacturers to Attain Financial Viability* (Dec. 19, 2008) (georgewbush-whitehouse.archives.gov/news/releases/2008/12/20081219-6.html). ちなみにGMとChryslerと同時に救済を求めているFordは、2008年12月に至って資金繰りに目途がついたとして救済要請を撤回した。

(2) 救済過程と内容

ブッシュ政権は、緊急経済安定化法に基づいて財務省が行っていた TARP 内に、GM と Chrysler の救済を目的とした自動車産業金融プログラム (Automotive Industry Financing Program : AIFP) を創設した。AIFP は2009年1月までのつなぎ融資として総額174億ドルを GM および Chrysler に投入することを求めるものであったが、同時に両社に対して2009年3月末までに債務削減やリストラクチャリング等を通じて「財政的に存続可能」な状態にならなければならないという条件を課すものでもあった。ちなみに「財政的に存続可能」とは、現在と将来の全コストを勘案したうえで、ネットの現在価値がプラスであり、政府からの融資を完全に返済できる見込みがある状態とされた。

さらに財務省は、GM や Chrysler が提出する再建計画に以下の追加的な目標を加えた。無担保負債を株式交換を通じて3分の2に減らすこと、任意雇用者福利厚生基金 (Voluntary Employee Beneficiary Association : VEBA) への債務の半分を株式で支払うこと、Job Bank を廃止すること、海外自動車メーカーと競争可能な就業規則や賃金水準を2009年12月31日までに作成することなどである⁶。ここには債権者や労働組合との調整を必要とするものが多く含まれていた。

ブッシュ政権からオバマ政権に移行した後の2009年2月に GM および Chrysler の両社はオバマ政権に対して再建計画を提出した⁷。これを元にしてオバマ政権は、財務省下に自動車作業部会 (Auto Task Force) を設置し、財務長官を議長として GM ・ Chrysler とともに、リストラクチャリング、労使関係再編、そして労組、関連会社、投資家等との交渉を通じた債務圧縮など破綻を回

6 The George W. Bush White House Office of the Press Secretary, *ibid*.

7 2009年2月17日に提出された GM の再建計画は2008年に提出されたものと以下の点で異なる。自動車販売市場の縮小予測とそれに伴う政府支援の増額要求、GM が事業活動を行っているカナダ、イギリス、ドイツ、スウェーデン、タイなどに対する支援要請、保有ブランドやモデル数の大幅削減とそれにとまう工場閉鎖やディーラー削減である。詳しくは以下の文献を参照されたい。General Motors Corporation, *2009-2014 Restructuring Plan : Presented to U.S. Department of the Treasury As Required Under Section 7.20 of the Loan and Security Agreement Between General Motors and the U. S. Department of the Treasury Dated December 31, 2008*, (February 17, 2009), (<http://graphics8.nytimes.com/packages/pdf/business/20090217GMRestructuringPlan.pdf>).

避するための再建計画や融資に関する作業を開始した。

自動車作業部会は2009年3月31日に両社の再建計画に対する検討結果を公表した⁸。同作業部会報告によると、再建計画は信頼できる道筋を示したのではなく、公的資金のさらなる投入を正当化できるほど説得力のあるものではなかったという。例えばGMの再建計画に対しては、多くのブランド、多くのディーラー、そして利幅が大きいトラックやSUVへの依存からの転換が十分に練られていないとした⁹。その上で同作業部会は、GMに対してはより「アグレッシブ」な再建案の提示とワゴナー会長の辞任を要求し、その引き換えに60日間の猶予期間とその間の運転資金の投入を行うことを表明した。

他方で、Chrysler に対しては、単独の再建は困難と判断し、当時模索中であった欧州自動車メーカー Fiat との提携を基礎とした再建の必要性を示し、労働コスト削減に関する労組との合意、そして債権者との債務圧縮合意を同社に求め、30日間の猶予と運転資金の投入を決めた。Chrysler は、労働コスト削減についての労組との合意や Fiat との提携合意を得ることが出来たが、ヘッジファンドなど債権者との間で債務圧縮に関する合意を得ることが出来なかったことから、2009年4月30日に連邦破産法11条を申請し、法的整理を通じた再建の道を選ぶことになった。

GMの再建計画の見直し期限は6月1日であったが、債務圧縮に関する合意を中心に難航した。労働コスト削減については、その程度においては交渉の余地が残っていたが、全米自動車労組(UAW)との間で約200億ドルの医療保険債務を半分程度削減し、再建後のGM株式20%と交換することで基本合意に達していた。またディーラー削減やブランド削減などGMビジネスモデルの

8 U.S. Department of the Treasury, *GM February 17 Plan: Viability Determination* (Mar. 30, 2009) (www.whitehouse.gov/assets/documents/GM_Viability_Assessment.pdf)., The White House, *Obama Administration New Path to Viability for GM & Chrysler* (Mar. 30, 2009) (www.whitehouse.gov/assets/documents/Fact_Sheet_GM_Chrysler_FIN.pdf).

9 具体的には、GMが操業の前提とする市場シェア予測が非常に楽観的すぎること、価格動向についても改善されるとの楽観的見通しをしていること、ブランド、車種、そしてディーラー数が多いにもかかわらずそれを十分に抑制できる計画ではないこと、需要動向が不安定なトラックやSUVへの依存度が高い一方で、シボレーボルトなど高燃費効率車の価格設定が非常に高く市場に受け入れられていないこと、そして医療債務などレガシーコストの抑制が十分でないことなどが指摘された。

見直しについては、ディーラー数を約6000社から1100社削減し、オペルの売却などブランド削減も進められていた。しかし社債など約270億ドルの無担保債務の9割を再建後のGM株式10%と交換するという債務圧縮案については、交換条件が良くないとして債権者に受け入れられず、GMの再建計画の見直しは期限内に終わることができなくなったのである。その結果、最終的に6月1日にGMは連邦破産法11条を申請し、創設以来100年の歴史において初めて破綻することになった。新生GMの株式所有構造は、アメリカ政府60.8%、カナダ政府とオンタリオ州11.7%、債権者10%、そして労働組合17.5%となった。アメリカ政府が過半数所有となりGMの国有化が開始されることになった。

1.2 GMAC に対する救済過程とその内容¹⁰

(1) 連邦準備制度理事会による銀行持株会社申請の認可

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 (Industrial Loan Corporation, 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¹¹。

10 GMACは2006年以降、投資会社Cerberusグループの子会社になっており、GMはGMACの少数所有株主であった。したがって所有構造という点からするとGMとは別会社として救済過程をたどることになる。しかし以下で説明するように、財務省やFRBはGMACとGMは業務上密接な関係があるとの前提で救済を行ったと考えられる。

11 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。

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。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情況」が原因で「緊急事態」にあるからというものだった¹²。

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にある。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¹³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せられることになるため、GMAC は連邦制度理事会

12 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).

13 これは2006年に GM が保有していた GMAC 株式過半数を投資会社 Cerberus グループに売却した際に、GM と GMAC との間に締結された協定で、資本関係とは別に専属関係を継続させることを目的としたものである。詳細は GM, *Annual Report 2006* を参照されたい。

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¹⁴。

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¹⁵。

CIT は後の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。

連邦準備制度理事会は GMAC に対して、銀行持株会社への移行にあたって所有構造と経営構造の改革を求めた。所有構造に関しては大株主であった Cerberus Capital Management の所有比率を大幅に引き下げることで財務省が大

14 Congressional Oversight Panel, *March Oversight Report: The unique treatment of GMAC Under the TARP*, (March 10, 2010), ([http://cop.senate.gov/documents/cop-031110-report.pdf](http://cybercemetery.unt.edu/archive/cop/20110402042135/http://cop.senate.gov/documents/cop-031110-report.pdf)), pp.23-25.

15 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。

株主となった。また経営構造の改革に関しては7人の取締役のうち2人を財務省が推薦した取締役を入れることになった¹⁶。

以上のプロセスを経て GMAC は銀行持株会社に移行することで緊急経済安定化法に基づく TARP 資金救済を財務省によって行われる準備が整ったことになる。

(2) 財務省による GMAC 救済とその特徴

GMAC は銀行持株会社として認可され、財務省によって TARP 資金を投入されることになった。その際、財務省は GMAC 救済に関しては、救済対象になった他の金融機関とは異なり、自動車産業金融プログラム (AIFP) を通じて行うことにした。

財務省による GMAC 救済は以下の過程を辿った。2008年12月24日、GMAC は銀行持ち株会社として FRB によって承認されたが、その際、FRB は70億ドルの資本追加を GMAC に求めた。これに対して GMAC は財務省に対して資本注入プログラム (Capital Purchase Program : CPP) による支援を申請した¹⁷。これに対して財務省は TARP の CPP ではなく AIFP の枠内で2008年12月に総額52.5億ドルで GMAC の優先株式を購入することで支援を開始し、残りは民間から調達されることになった。財務省によると、GMAC がすでに銀行持株会社に移行し、独立金融機関として位置づけられたにもかかわらず、金融機関を対象とした CPP ではなく AIFP によって救済したのは、財務省が、GMAC が GM をサポートする専属のファイナンス・カンパニーであると認識していたからだという¹⁸。

16 再建計画が救済の条件となった GM 本体とは異なり、GMAC は救済を受けるにあたって所有構造、経営構造、そして後述するストレステストによる自己資本要求のみが条件とされた。GM と GMAC との間には、政府関与の度合について大きな差異がみられた。

17 資本注入プログラムとは財務省による不良債権救済プログラムのうちの金融機関の資本増強を目的とした救済プログラムである。詳しくは、以下の米国財務省金融安定化プログラムを参照されたい。U.S. Department of the Treasury, *Capital Purchase Program*, (www.treasury.gov/initiatives/financial-stability/TARP-Programs/bank-investment-programs/cap/Pages/default.aspx).

18 U.S. Department of the Treasury, *Section 105(a) Trouble Asset Relief Program Report to Congress for the Period December 1, 2008 to December 31, 2008*, (Jan. 6, 2009), (www.financialstability.gov/docs/105CongressionalReports/105Report_010609.pdf), pp.1-4.

2009年5月にFRBはGMACを含む主要銀行持株会社に対するストレステスト (Supervisory Capital Assessment Program: SCAP) を行ったが、その結果、FRBはGMACに対して自己資本追加を命じることになった。当時、Chryslerは破綻し、GMに関しても再建案見直しが進んでいないことから破綻の可能性が高まるなど、GMACにとっては自己資本に投入する追加資本を調達するには厳しい環境であったため、財務省は額面78億7500万ドルの転換社債と引き換えに合計75億ドルの資金投入を行うことになったのである。

財務省によるとGMAC救済は、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¹⁹。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から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²⁰。

財務省によるGMAC救済の特殊性は破綻処理にも見られた。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という²¹。拙稿で明らかにしたようにGMACのモーゲージ金融事業部門は2000年代以降GMAC全体への影響を増大させつつあり、住宅市場崩壊後には逆に経営上の足かせになっていた。したがって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GMAC再建にほとんど影響することはないと考えていた²²。財務省は、救済にあたって、

19 Congressional Oversight Panel, *op.cit.*, p.57

20 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.*, (Oct. 22, 2009), (<http://cybercemetery.unt.edu/archive/cop/20110402030336/http://cop.senate.gov/documents/transcript-102209-allison.pdf>)).

21 Congressional Oversight Panel, *ibid.*, p.57

22 Congressional Oversight Panel, *ibid.*, p.79

GMAC の主要事業を自動車金融事業とみなす一方で、モーゲージ金融事業などに関してはその影響を重視しないというスタンス、つまり GMAC をキャプティブ・ファイナンスとみなす立場をとっていたと考えられる。

しかし他方で財務省による GMAC への救済を通じた関与の仕方という点からは、別の見方が生まれる。財務省は、GMAC と自動車業界との関連性を重視しつつも、GM や Chrysler の場合とは異なって、救済と引き換えに GMAC の経営に関与するという事を行っていない。実際、GMAC は GM と密接な関連があるとされながら、GM とともに破綻処理されることはなかった²³。このスタンスは、救済を受けた他の独立金融機関に対するものと同じであり、その意味で、財務省は GMAC を自動車関連金融機関というよりも独立金融機関と同等の扱いを行ったとも考えられる。実際、アメリカ政府は自動車業界救済と金融機関救済との間にどのような区別を行ったのだろうか。

(3) 自動車業界救済と金融機関救済との違い

アメリカ政府は、救済および経営関与に関して幾つかの原則を持っていた。その一つは、企業の救済要請に対して政府が対処する必要があると感じるほど「例外的なケース」の場合、財務省は必要に応じて経営陣の改革や再建計画の策定を求めることで救済を行うというものである²⁴。財務省は、AIG, Citigroup, Bank of America, GM, GMAC, Chrysler, Chrysler Financial の 7 社を例外的なケースとして救済の対象とした。

しかし銀行と自動車業界との間には TARP 資金投入において明確な違いがみられた。前節でみたように、GM と Chrysler の自動車メーカーに対して、財務省は再建計画の策定、リストラクチャリング、破綻処理に大きく関与したが、対照的に Citigroup や Bank of America など銀行（AIG は除く）に対してはリス

23 同じキャプティブ・ファイナンスでも Chrysler Financial は銀行持ち株会社への移行を申請しておらず Chrysler 破綻処理にともなって GMAC に吸収されることになった。

24 Congressional Oversight Panel, Written Testimony of Ron Bloom, senior advisor, U.S. Department of the Treasury, *COP Field Hearing on the Auto Industry* (July 27, 2009) (<http://cybercemetery.unt.edu/archive/cop/20110402015022/http://cop.senate.gov/documents/testimony-072709-bloom.pdf>), The White House, *Fact Sheet: Obama Administration Auto Restructuring Initiative General Motors Restructuring* (June 30, 2009) (http://www.whitehouse.gov/the_press_office/Fact-Sheet-on-Obama-Administration-Auto-Restructuring-Initiative-for-General-Motors).

トラクチャリングだけでなく経営陣の改革にさえも関与することはなかった。同様に GMAC に関しても、同社が自動車事業との関連性が高いことから TARP の AIFP 資金による救済を受けたにもかかわらず、上述のように GM と同時に破綻プロセスを経ることはなかった。

株主に関しても非対称的な対応がみられた。GM や Chrysler の場合、破綻処理によって旧株主は存在しなくなったが、AIG, Citigroup, GMAC の株主の場合、増資などによって株式の希薄化が生じたものの、保有そのものは継続したのである。また債権者に関しては、GM や Chrysler の場合はほとんどが債権放棄という形をとったのに対して、AIG の場合、同社との間に CDS (Credit Default Swap) 契約を取り結んでいた債権者は、契約が破棄されることなく遂行されたのである。

このように財務省による救済は自動車メーカーに対して非常に厳格なものであった。その原因に関しては、金融システムに関する規制体系の存在、(逆にいえば自動車メーカーに対する同等の規制の不在)、自動車メーカーにおけるステークホルダーの多様性とガバナンス構造の特殊性など多様な要素を考える必要があるが、この点については別稿で検討することにしよう。

1.3 その他の自動車業界救済

自動車業界に対する救済は、ディーラー、サプライヤー、技術開発事業、販売促進事業などをも対象にして行われた。2008年12月に FRB は、自動車ディーラーに対して在庫ファイナンスのための2000億ドルにのぼる Term Asset-backed securities Loan Facility (TALF) の利用を可能にした²⁵。TALF とは、適格担保の ABS を保有する投資家に対して、それを担保に FRB がノンリコースローンを提供するものである。自動車ディーラーに関連していえば TALF の目的は、

25 Cooney, Stephen, ed., *U.S. Motor Vehicle Industry: Federal Financial Assistance and Restructuring*, Washington DC: Congressional Research Service, January 2009., p.26. (原出所 National Automobile Dealers Association. Press release, "Federal Reserve Approves NADA-Backed Initiative Aimed at increasing Inventory Financing," December 22, 2008.)

また TALF の内容に関しては FRB の WEB を参照されたい。

http://www.federalreserve.gov/newsevents/reform_talf.htm

ディーラーが保有する ABS を担保に融資を受け、フロアプラン市場を維持することであった。

2009年3月19日には財務省が自動車関連サプライヤーの救済を目的として、TARP 内に50億ドル規模の自動車サプライヤー支援プログラム (Auto Supplier Support Program : ASSP) を設けることを発表した。上述のように、当時 GM や Chrysler は破綻処理の可能性がある、したがってサプライヤーは売掛金などの回収に強い不安を持っていたと考えられる。このプログラムは政府が売掛金を保証するものであり、またサプライヤーが保有する売掛金を、同プログラムを通じて売却することができるものである²⁶。またアメリカ復興再投資法 (American Recovery and Reinvestment Act : ARRA) の一部として電気自動車関連事業支援を目的として24億ドルを拠出することが発表された²⁷。

他方でアメリカ議会は自動車販売を促進するために、エネルギー効率の高い新車への買い替えを促進する自動車買替促進リベート制度 (Car Allowance Rebate System : CARS) を構築した。このプログラムは2009年7月に発表され、アメリカ運輸省の管轄のもと、政府は約30億ドルを支出し、自動車販売額も一時的に増加した。運輸省の試算では、このプログラムによって約70万台の高効率新車への買い替えが行われ、GDP を68億ドル、雇用を6万人分増加させたといわれる²⁸。前述の2007年 EISA も先進技術自動車生産ために250億ドル規模の直接融資プログラムを創設した。GM は TARP による救済前にこのプログラムの利用を申請したが実現しなかった。破綻後の GM は同時の資金で技術開発を行い、Chrysler はこのプログラムの利用を申請した。

26 U.S. Department of the Treasury, *Auto Supplier Support Program : Stabilizing the Auto Industry at a Time of Crisis.*, (March 19, 2009), (www.treasury.gov/press-center/press-releases/Documents/supplier_support_program_3_18.pdf).

27 U.S. Department of Energy, *President Obama Announces \$2.4 Billion in Funding to Support Next Generation Electric Vehicles.*, (March 19, 2009), (energy.gov/articles/president-obama-announces-24-billion-funding-support-next-generation-electric-vehicles).

28 アメリカ運輸省の Web サイトを参照されたい。U.S. Department of Transportation, *Projects Overview*, (<http://www.dot.gov/mission/performance/projects-overview>).

[2] GMAC 救済をめぐる諸見解 — 議会監視委員会公聴会を中心に —²⁹

前章でみたように、財務省および連邦準備制度は 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、金融機関に対して行われる CPP ではなく、自動車業界を対象とした AIFP によって行われたこと、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171億ドルにもものぼる TARP 資金を供給したことなど異例ともいえる対応であったと考えられる。こうした対応に関して、財務省など政府機関は GM と GMAC の間の自動車金融事業を通じた密接な関係を重視した結果だとした。

しかし他方で財務省などアメリカ政府による GMAC への対応は、必ずしも自動車事業との関連性とは関連のないものも見受けられた。例えば、GMAC に対する救済は事業関係が密接である GM や Chrysler が破綻した後も継続されたこと、GM や Chrysler に求められたリスストラクチャリングなどが GMAC に対しては要求されなかったことなどが挙げられる。財務省によるこうした関与は、救済対象となった他の金融機関に対するものと類似している。このように財務省による GMAC の位置づけは救済決定過程および救済過程の分析からは不透明な部分も存在していたと考えられる。

ところで議会監視委員会 (COP) は GMAC 救済に関して公聴会を開催しており、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と同時に、GMAC に関する多様なとらえ方が提示された。そこで以下では、公聴会において提示された GM と GMAC との関係および GMAC の位置づけを整理することにしよう。

29 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, (cybercemetery.unt.edu/archive/cop/20110401231727/<http://cop.senate.gov/hearings/library/hearing-022510-gmac.cfm>).

2.1 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³⁰。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。つまり GMAC を破綻させると GM（およびクライスラー）も破綻し、ひいてはアメリカ経済全体に多大な影響を及ぼすから救済が必要であったということである。

拙稿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であり、GMAC の場合80%を占めるほど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あったことを示しているという。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いう。このように、Neiman 見解の立場は、GM と 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³¹。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

30 Richard Neiman は、ニューヨーク州銀行局長であったが、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 メンバーとして指名された。なお Neiman の証言については Congressional Oversight Panel, *ibid.*, pp.6-8を参照した。

31 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。

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。従って金融市場の回復、具体的には証券化市場が、担保としての自動車の価値が安定していると認識することが、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³²。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 との間の特殊な関係をあげる。公聴会では、GM と GMAC との特殊な関係に関して「(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、Cross-Subsidise 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 との間の特殊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主張した。具体的には、GM, GMAC, そして 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

32 Congressional Oversight Panel, *ibid.*, pp.37-50.

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 デイ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³³。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からだという。彼の試算によれば GMAC が完全所有子会社でなくなった後の 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モデルの方が優位であるとするが、金融子会社の所得がどのように生じているのか、自動車金融事業だけでなくモーゲージ事業や保険事業からも生じていないかなどの検討がなされていない点が問題である。

2.2 GMAC 救済否定派：GMAC の多角的金融事業の側面を重視する見解

COP のメンバーである P. Atkins³⁴は、まず TARP 資金が「個別企業」ここでは自動車メーカーである GM および GMAC に投入されたことを批判する。この批判は一見すると公平性を重視した結果とも考えられるが、実際は政府による民間経済活動への介入の健全性＝政府の失敗や大きな政府批判に基づいたも

33 Ward の証言については Congressional Oversight Panel, *ibid.*, pp.87-88. を参照した。

34 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。

のと考えられる。さらに Atkins は GMAC 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ことを問題視し、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、その結果維持された GMAC の事業活動には、自動車金融事業だけでなくモーゲージ事業も存在していた。Atkins は、GMAC を自動車金融事業とモーゲージ事業から構成されている点を重視しており、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。

COP メンバーの J.M.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³⁵。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、財務省が投じた 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いう。McWatters の立場は、Atkins と同様、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すものである。

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³⁶。彼は、モーゲージ事業が自動車金融事業の業績悪化に対応する別の収益源として位置付けられていると指摘したうえで、GMAC 救済の為に財務省などによって投入されている資金の多くがモーゲージ事業に使用されていることを批判する。つまり救済賛成派は GM と GMAC の一体性を前提として GMAC 救済が GM の救済につながると主張するのに対して、Whalen は、GMAC が自動車金融事業したがって自動車産業の救済とは無関係のモーゲージ事業も展開する多角的金融機関であるとした

35 McWatters の証言については Congressional Oversight Panel, *ibid.*, pp.9-10を参照。

36 Whalen の証言については Congressional Oversight Panel, *ibid.*, pp.64-86を参照。

うえで、救済資金が自動車金融事業だけでなくモーゲージ事業にも支出されていることを問題視する。

実際に、公聴会が行われた時点で GMAC は、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という。自動車関連債権が住宅モーゲージ債権よりも容易に証券化される事を仮定すると、GMAC 救済は自動車産業再建という経済的目的からかけ離れたものであり、彼によれば政治的目的から行われた可能性があるという³⁷。

今後の課題

前回の論稿では GM と GMAC の年次報告書をもとに財務面から GM と GMAC との関係を分析した。その結果、自動車生産販売をめぐる GM と GMAC との間関係は密接であり、とりわけ GM にとって GMAC はキャプティブ・ファイナンスとして位置づけられる事が分かった。GMAC はディーラー向けフロアプランの80%を GM 車を対象としており、収益面においても GM 全体の重要な柱としても機能していた。本稿の立場も、基本的に GMAC は GM の自動車生産販売を補完するキャプティブ・ファイナンス機能を果たすものと捉えている。

確かに1980年代以降に GMAC による自動車金融事業以外への多角化が図られた後、2000年代に入って住宅モーゲージ事業が急拡大している。当時、自動車販売は原油高や国際競争圧力の高まりによって競争力を低下させていたが、これに対して GMAC は自動車金融事業以外での収益を増大させるようになったのである。しかしこれはあくまでも住宅価格の上昇を背景とした一時的な現象であり、したがってビジネスモデルとして多角的金融事業が GMAC の柱になったとは言い難いと思われる。

金融化との関連でいえば、GM は自動車販売における GMAC による自動車

37 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.

金融業務への依存度を強めてきたという意味で金融化の進展がみられたといえよう。しかし企業利潤の源泉が金融事業によって生じるという意味での金融化は生じておらず、生じたとしても2000年代以降の限られた期間でしか見られなかった。さらに前稿でも示したように、その当時、GMACはGM車販売を促進するためにディーラーや消費者に対してインセンティブを供与していたが、そのインセンティブを供与する費用はGM本体から販売促進費用として拠出されており、したがってGMACの利潤拡大はGMの利潤低下と対応関係にあったのである。

以上をまとめると、第一にGMとGMACは自動車生産販売を軸に密接な事業関係を形成していたこと、第二にGMACの多角化は2000年以降の限られた期間でしか機能しなかったこと、第三に自動車生産販売の金融依存という点では金融化の進展がみられたこと、そして第四に利潤源泉の自動車金融事業以外へのシフトという意味での金融化は見られず、生じたとしても限られた期間でしかなかったことである。

以上を前提として、本稿では、アメリカ財務省およびFRBによるGMAC救済の内容とそこから把握できるGMACの位置づけについて整理した。とりわけ非金融企業の金融化との関連で、GMにとってGMACを、GM本体の自動車生産販売を補完するものとして捉えるか、あるいは自動車生産販売とは別の金融事業体として捉えるかという点について、救済を行った政府当局の立場を中心に整理した。

その結果、政府当局は救済を行う根拠に関して、GMとGMACは自動車生産販売において密接な関係にあるとみなしていたことが分かった。FRBはGMACの銀行持株会社移行にあたって、本来ならば自己資本不足で承認されなかったにもかかわらず、財務省による救済を前提として承認した。その財務省によるGMAC救済も、金融機関を対象とした資本注入プログラム(CPP)ではなく、TARP内に新設された自動車産業金融プログラム(AIFP)を通じて行われた。こうした対応の根拠として、財務省はGMなど自動車メーカーの破綻がアメリカ経済に及ぼす影響とGMACが自動車生産販売に果たす機能の重要性を指摘した。このスタンスは前稿で行った年次報告書をベースとした分

析とはほぼ同じスタンスだと思われる。

しかし財務省によって実際に展開された救済策は、上述のスタンスとは異なる様相みせた。上述のように財務省は GM など自動車メーカー救済にあたっては再建計画の策定をめぐって大幅に関与しており、GM のリストラクチャリングにあたって破綻という選択肢を採用した。これに対して GM と密接な関連を持つと位置づけられた GMAC に関しては、所有構造において財務省が大株主になったこと以外にはほとんど経営関与は行われず、破綻処理も免れたのである。

GMAC 救済批判派は、財務省が GMAC の住宅モーゲージ部門を分離破綻せず、それらも含めて救済してしまったことを問題視しており、議会監視委員会 (COP) も2010年3月のレポートでこの点が解消されていない疑問点と指摘している³⁸。筆者も GMAC 救済にあたっては、仮に GMAC のコア事業を自動車金融事業とするならば住宅モーゲージ事業は分離破綻されるべきだったと考える。また GM はリストラクチャリングによってディーラーそして販売金融に依存した大量販売というビジネスモデルからの転換がみられると考えられており³⁹、それに伴って GMAC もリストラクチャリングが求められるべきであったと考える。したがって次の課題は、財務省による救済策の展開における GM と GMAC との間の大きな差異はなぜ生じたのであろうか？ということになる。この点については、GM 破綻後のビジネスモデルと関連付けて、機会を改めて論じることとする。

38 Congressional Oversight Panel, *ibid.*, pp.118-119. なお GMAC のその後の事業体である Ally Financial は2012年に住宅モーゲージ部門の ResCap を破綻させることで、金融事業から分離している。

39 この点については下川浩一『自動車ビジネスに未来はあるか？：エコカーと新興国で勝ち残る企業の条件』宝島社新書を参照されたい。また下川浩一氏の次の文献は、GMAC など自動車販売金融の機能に関する先駆的研究である。下川浩一「米国自動車産業における販売金融問題の史的考察」『米国自動車産業経営史研究』東洋経済新報社、1977年4月、第5章所収。なおこの文献は、GMAC による自動車販売金融事業が大量生産・販売体制の確立過程で成立してきたことを歴史的に明らかにしたものである。なお下川氏の見解に依拠して、GM のリストラクチャリング、例えば GM ディーラー数削減が大量生産・販売体制からの脱却を意味するならば、GMAC による自動車販売金融事業も同時に見直されるべきだと思われる。

図表 GMAC の純所得（事業部門別）

（単位）100万ドル

| | 自動車金融事業（合計） | | | | モーゲージ 金融事業 | | 保険事業 | | その他* | 合 計 |
|------|-------------|-------|--------|--------|---------------|-------|--------|-------|---------|----------|
| | | | 北米事業 | 国際事業 | | | | | | |
| 1995 | 808.7 | 78.4% | 581.2 | 227.5 | 59.7 | 5.8% | 162.6 | 15.8% | 0.0 | 1031.0 |
| 1996 | 946.4 | 76.3% | 715.5 | 230.9 | 101.7 | 8.2% | 192.4 | 15.5% | 0.0 | 1240.5 |
| 1997 | 909.9 | 69.9% | 674.8 | 235.1 | 166.6 | 12.8% | 224.6 | 17.3% | 0.0 | 1301.1 |
| 1998 | 984.4 | 74.3% | 753.5 | 230.9 | 115.0 | 8.7% | 225.9 | 17.0% | 0.0 | 1325.3 |
| 1999 | 1056.9 | 69.2% | 861.4 | 195.5 | 260.5 | 17.1% | 209.9 | 13.7% | 0.0 | 1527.3 |
| 2000 | 1054.0 | 65.8% | 851.0 | 203.0 | 327.0 | 20.4% | 221.0 | 13.8% | 0.0 | 1602.0 |
| 2001 | 1254.0 | 70.2% | 1062.0 | 192.0 | 331.0 | 18.5% | 201.0 | 11.3% | 0.0 | 1786.0 |
| 2002 | 1442.0 | 77.1% | 1236.0 | 206.0 | 544.0 | 29.1% | 87.0 | 4.7% | -203.0 | 1870.0 |
| 2003 | 1298.0 | 46.5% | 1019.0 | 279.0 | 1254.0 | 44.9% | 179.0 | 6.4% | 62.0 | 2793.0 |
| 2004 | 1341.0 | 46.3% | 926.0 | 415.0 | 904.0 | 31.2% | 329.0 | 11.4% | 320.0 | 2894.0 |
| 2005 | 1153.0 | 50.5% | 745.0 | 408.0 | 1021.0 | 44.7% | 417.0 | 18.3% | -309.0 | 2282.0 |
| 2006 | 1243.0 | 58.5% | 935.0 | 308.0 | 705.0 | 33.2% | 1127.0 | 53.0% | -950.0 | 2125.0 |
| 2007 | 2913.0 | | 2533.0 | 380.0 | -4379.0 | | 459.0 | | -1325.0 | -2332.0 |
| 2008 | -216.0 | | -295.0 | 79.0 | -5587.0 | | 459.0 | | 7212.0 | 1868.0 |
| 2009 | -19.0 | | 546.0 | -565.0 | -8273.0 | | -439.0 | | -1567.0 | -10298.0 |

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

（注）「その他」項目は商業金融事業などから構成される。当該事業のデータは2003年以降しか公表されていない。

前稿の補足⁴⁰：事業収益から見た GMAC 多角化の情況

図表は GMAC による金融事業を自動車金融事業、モーゲージ金融事業、保険事業、その他に分類し、収益とシェアを見たものである。GMAC における金融化の状況を事業収益構造からみると以下の特徴がみられる。

第一に、2000年以前までは自動車金融事業による収益が GMAC の収益の中心だったことだ。自動車金融事業の純所得は1995年時点で約 8 億ドルであり、全体の約80%を占めていたが、その後収益は拡大し続けて2002年には14億ドル

40 これは、拙稿「General Motors Corporation と Financialization(1)：General Motors Acceptance Corporation をどうみるか」『経済学論集』（西南学院大学）2012年1月の第3章第2節「年次報告書にみる GMAC 金融事業の多角化」を補足したものである。

(77%) に達した。自動車金融事業のうち収益の中心は北米事業である。前項でも指摘したように北米自動車事業は SUV などライトトラックにシフトしていたが、これは小型乗用車に比べて高価格であり、したがって自動車金融事業の対象となっていたわけである。これに対して北米事業以外の地域での自動車金融事業収益は多少増加するも、中心的事業にはなっていない。

第二に、住宅モーゲージ金融事業による収益は2000年から2006年にかけて増加した。2003年には自動車金融事業収益の13億ドル(46.5%)に対して、モーゲージ金融事業は12.5億ドル(45%)を挙げるに至った。その後、2007年以降は損失が発生した。こうした住宅モーゲージ事業による収益増大は、GMACによる金融事業が本業であるGMの自動車事業とは無関係に拡大してきたことを示唆する。以上の傾向はGMACの事業部門別資産動向と同様の傾向を見せている。

年次報告書では、自動車金融事業とモーゲージ金融事業を分離したデータは1995年以降しか公表されていないので、限られた評価にならざるを得ない。その範囲で評価するならば、自動車事業からの相対的分離が生じたのは、モーゲージ事業を開始した1980年代ではなく、2000年代前半の非常に限られた時期においてであり、その意味でGMACの拡大は基本的に自動車事業を補完するものであったと考えられる。他方で、モーゲージ金融事業が拡大した2002年～2006年の間、自動車金融事業収益はモーゲージ金融事業収益の拡大に伴って減少したというわけではないことから、モーゲージ金融事業収益は自動車金融事業収益を代替したというわけではなく、別の要因にもとづいて拡大したと考えられる。