



慶應義塾大学ビジネス・スクール

ゼネラル・モーターズの終焉

— アメリカ資本主義の破綻は単なるきっかけであった —

GM の歴史

20 世紀を代表する産業は自動車産業と言われるが、自動車産業を代表するのはゼネラル・モーターズ (GM) である、と言っても過言ではない。

GM の創業者のウィリアム・デュラントは馬車工場で成功した実業家である。自動車の将来性に注目し、1904 年にデュイック社の経営を受け継いだ。1908 年にデトロイド郊外に GM を設立すると、高級車の「キャデラック」などを次々買収し、1918 年には大衆車「シボレー」も吸収、そして 1919 年には他社に先駆けて自動車ローンを提供する販売金融子会社 GM アクセプタンス・コーポレーション (GMAC) を設立した。

1931 年に GM は「T 型フォード」の米フォード・モーターを抜き去り、その後実に 77 年間にわたり、販売台数世界一の座に立ち続けた。フォードが「大量生産ライン」を生んで成長したのなら、GM は「大量販売」の仕組みづくりがうまくいったのであろう。自動車ローンに加え、「キャデラック」から「シボレー」まで様々なブランドをそろえ、幅広い客層を引きつけたフルライン戦略の原型をつくりあげると、大量消費社会の波に乗った。

1950 ～ 60 年代は正に GM の全盛期である。新車販売の国内シェアがしばしば 50% を超え、世界最大の製造業として君臨し、モータリゼーションと巨大企業が勃興した 20 世紀の象徴として輝いた。「我が国にとって良いことは GM にも良いこと。逆も真なり」。1953 年に GM 社長からアイゼンハワー政権の国防長官に転じたチャールズ・ウィルソンは議会でこう言い放ったことはあまりにも有名で、正に「GM = 米国」を意味していた。

しかし、1970 年代に入り、2 度の石油ショックが襲い掛かり、GM は徐々に凋落しはじめた。「環

本ケースは慶應義塾大学ビジネス・スクール教授 許斐義信の指導の下で、M31・安田剛、満達が作成した。経営管理の功拙を記述したものではない。

本ケースは慶應義塾大学ビジネス・スクールが出版するものであり、複製等についての問い合わせ先は慶應義塾大学ビジネス・スクール (〒223-8526 神奈川県横浜市港北区日吉 4 丁目 1 番 1 号、電話 045-564-2444、e-mail: case@kbs.keio.ac.jp)。また、注文は <http://www.kbs.keio.ac.jp/> へ。慶應義塾大学ビジネス・スクールの許可を得ずに、いかなる部分の複製、検索システムへの取り込み、スプレッドシートでの利用、またいかなる方法 (電子的、機械的、写真複写、録音・録画、その他種類を問わない) による伝送も、これを禁ずる。

Copyright © 許斐義信 (2009 年 10 月作成)

境の時代」の匂いをかぎ取っても、利幅の大きい大型車頼みをやめられなかった。かつて先進企業として導入した年金や退職者向け医療給付の負担が膨大な「レガシーコスト」として積み上がり、経営を圧迫した。

1980年代に入ると、日本の自動車メーカーが次第にアメリカ市場の主役になりはじめる。危機感を感じたGMは1981年にスズキに5.3%出資し、1984年にトヨタ自動車と米国で合弁工場(NUMMI)を作り、1989年にスズキとカナダで合弁生産を始めるなど、ライバルから学ぶ動きを見せていた。

1990年に入り、GMに再び転機が訪れる。アメリカ経済は1991年3月から2001年3月までの間、最長の景気拡大を記録した。その好景気に支えられ、米国自動車市場では利益率が高いライト・デューティ・ビークルが爆発的に売れた。GMは「グローバル化、インフォメーションテクノロジー(IT)」を中心とした戦略を展開し、アジアとりわけ中国での生産拠点設立や日本の自動車メーカーとの資本提携を進め、新興市場に意欲的に進出していった。1995年には、自動車部品部門をデルファイ・オートモーティブ・システムズ(Delphi Automotive Systems、後のデルファイ・コーポレーション)に社名を変更し、自動車部品市場への積極的な展開を試みた。しかし、グローバル化に強い危機感を抱く全米自動車労組(UAW)は、ストライキを対抗手段にしばしばGMの経営陣を悩ませていた。

2000年以降、ITバブルの崩壊や同時多発テロの影響で、アメリカ経済が減速し始める中、GMの経営は金融子会社GMACへの依存がより顕著になる。GMACが展開する不動産サービス(債権回収・管理事業)の高収益事業に支えられ、金融サービスゼロ金利販売や現金還元などの大胆な販売奨励策を展開し、GMは再び注目を浴びるようになった。

しかし、本業の自動車事業の不振は一向に改善されず、2005年からGM再建劇が幕を開けた。10月にデルファイ・コーポレーションが経営破たんし、翌年にはGMAC株の51%を米国ファンドのサーベラス・キャピタル・マネジメントに売却するなど、何とか苦境を乗り切ろうとした。

だが、ガソリン価格の高騰や消費者の環境意識が高まる中、大排気量のSUVやピックアップトラックを主力商品とするGM車は、消費者の心を掴むことができなかった。巨額な労務費やデルファイ破綻による資金負担がのしかかり、2007年に入りついにGM本体の破綻が予測されるようになった。

2008年9月15日に米国第4位の規模を誇る名門リーマン・ブラザーズが倒産、世界に金融不安が広がり、既にボロボロになっていたGMに追い打ちをかけることとなる。しかし、米国ビッグ3の一角であるクライスラーが一足早く経営危機に陥り、まるでクライスラーの破綻が、GM破綻の試金石のような状況であった。

クライスラーの破綻

クライスラー紆余曲折の歴史

クライスラーの沿革は紆余曲折であった。1950年代の最盛期から拡張路線をひた走り、無理な生産拡大と販売不振により経営危機に陥った。その経営危機を乗り越えるべく、新たにクライスラー社社長に就任したのがリー・アイアコッカである。自らの年俸を1ドルにし、社内改革に奔走したのは今や伝説化している。1979年には債務保証法の成立により、連邦政府と議会からストックオプションと引き換えに15億ドルの資金調達をし、その後は倒産寸前だった同社の立て直しに成功した。(1992年に退職)

1998年には独ダイムラー社との合併^[1]、一転して2007年にはダイムラー社が米サーベラス社へクライスラー株式の80.1%を売却するという流転の時代を迎える。新会社「クライスラー・ホールディング LLC」となり、新たなスタートを切るが、2008年に世界金融危機が本格化すると、同社の経営危機は深刻化することになった。

クライスラー経営危機

“Don’ t get panicked,”

“Things are going to be O.K.”

“From 1978 to 1983 we didn’ t make a buck(カネ・ドル) in this company.

We lost billions of dollars. But we came back.”

(2008年6月 アイアコッカ氏を称える式典にての氏の発言)^[2]

2008年6月下旬、伝説的経営者リー・アイアコッカ氏がChrysler Technical Centerに招待され、過去の功績を称えられた。氏はクライスラーの行末を案じ、従業員の集まる会議場で度々励ましの言葉をかけたという。再建中のクライスラーに経営不安説、米連邦破産法(チャプター11)申請を計画しているのではないかとこのうわさが流れたのも同年6月下旬のことであった。

当時のラソーダ副会長は同月30日に開いた大型車事業縮小に関する記者会見の席で、固定費削減効果で手元流動性が高まっていることを述べ、経営不安説を否定した^[3]。ところが同年9月、

^[1] ダイムラー・クライスラーの誕生(慶應義塾大学ビジネス・スクール)のケースを参照

^[2] New York Times 2008年6月27日

^[3] 日経産業新聞 2008年7月2日

当時のブッシュ大統領が米自動車業界向けの政府保証低利融資策の実現に伴い、クライスラーは約 30 年前の資金調達と合わせて 2 回目の政府資金支援に頼ることになったのだ^[4]。当然ながら経営不安説はより一層高まった。

5 当時すでにアメリカの金融危機が实体经济に波及してきていることが鮮明になっていた。米国では住宅を担保に入れて自動車ローンを組む消費者が多く、住宅の値下がりや金融機関の貸し渋りで新車の購入意欲が冷え込んでいたのだ。追い打ちをかけるようにガソリンの価格が 1 ガロン当たり 4 ドルを越え、消費者はクライスラーのピックアップトラックやスポーツカーから急速に離れていった。

10 そして 2008 年 10 月にはクライスラーの筆頭株主である米サーベラス社が、GM にクライスラー社株式の売却交渉（事実上 GM によるクライスラー買収）をしていることが明らかになるなど、クライスラーの身辺が慌ただしくなる^[5]。

15 具体的に公の場でチャプター 11 の議論が浮上したのは、2008 年 11 月 18 日、19 日に開かれた米自動車産業大手（ビッグ 3）への公的支援を巡る公聴会での席であった。米議会側は、ここで公的支援を行ったとしてもいずれ追加支援を求めてくるのではないかと、という警戒感があり、抜本的な改革には法的強制力のある破産法での再建の方が債務カットや労働条件の大胆な見直しができるのであろうと指摘した^[6]。しかし、米自動車大手（ビッグ 3）首脳陣は、破綻は米経済に深刻な影響を与えるだろうと否定的な見解を述べていた。

20 ビッグ 3 支援については米議会内でも意見が分かれていた。UAW（全米自動車労組）から支持を受けている民主党はあくまでビッグ 3 の救済を主張している。とは言え、公的支援は延命処置にしかならず、問題を先送りしているだけという意見も多い。そして議論はプレパッケージ型の破産法を検討すべきという方向へと進んでいった。

25 そして 2008 年 12 月 19 日、ブッシュ大統領（当時）はビッグ 3 の経営破綻は深刻な景気後退を招くとして、GM とクライスラーにつなぎ融資を実施すると発表した。融資額はクライスラーが 40 億ドルで債務の株式化、いわゆる Debt Equity Swap を通じて債務の大幅削減を求める。また、政府に議決権のないワラント（株式引受権）を提供すること、労組側に賃金水準についての譲歩を促すなども条件として提示された。そして翌年 3 月までに再建計画を策定することを条件付けられ、もし出来なかった場合には今回の融資を返済することが求められた。これで両社の

[4] 日本経済新聞 2008 年 10 月 2 日

[5] 日本経済新聞 2008 年 10 月 11 日

[6] 日本経済新聞 2008 年 11 月 20 日

本格再建はオバマ次期大統領に持ち越されることになった^[7]。

2009年1月中旬、全世界の注目がオバマ大統領の誕生に注がれる中、クライスラーは再建計画を策定するためにUAWと労使交渉を本格化させる。そして23日に、工場労働者が一時帰休中でも給与がもらえる「ジョブズ・バンク」制度^[8]の廃止を合意したことを発表した^[9]。一定の譲歩を引き出したことになったが、政府には不十分と見受けられたようである。また、同時期にイタリアの自動車大手フィアットと資本・業務提携交渉をしていることも発表される。クライスラーはこの資本・業務提携と3000人の従業員のリストラ、生産能力の削減、3億ドル分の資産売却を骨子とした再建計画を政府に提出した。2月17日のことである。米政府はこれを受けて、3月末まで当計画の実効性を示すことを求めた。

President Gives a Short Lifeline to Carmakers

“Year after year, decade after decade, we’ve seen problems papered over and tough choices kicked down the road, even as foreign competitors outpaced us,” Mr. Obama said in announcing his decision at the White House. “Well, we have reached the end of that road.” (オバマ大統領 2009年3月30日記者会見の席にて)^[10]

2009年3月30日オバマ米大統領は、提出されたクライスラーの再建計画を非現実的として却下することを表明した。クライスラーには短期(30日間)のつなぎ融資(Short Lifeline)を供給し、改めて政府が追加支援する見返りとして、クライスラーに対して4月30日までに①フィアットとの提携合意②債務の大幅カット③労働組合からの譲歩を取り付けることを求めた^[11]。高コスト体質の労働者や退職者の医療費負担(レガシーコスト)を大幅に削減できなければ、提携後のフィアットの業績にも影響を及ぼしかねない。無論UAWはこの案に抵抗するであろうと思われた。

蓋を開けてみると、24日にCAW(カナダ自動車労組)、26日にUAWと経費や労務費削減で合意に至った。ところが債権団は85%の債務免除を求める政府要求を拒否。JPモルガンチェース・シティグループは政府の譲歩案(7割削減)で基本合意したが、ヘッジファンドなど小口債権者は依然拒否。債務免除に応じるより、クライスラーが破産法を申請した方が債権の回収率が高

^[7] 日本経済新聞 2008年12月20日

^[8] レイオフの期間中、労働者に対し最長2年間、平均九割の賃金が支払われる。

^[9] 日本経済新聞 2009年1月25日

^[10] New York Times 2009年3月30日

^[11] 日本経済新聞 2009年4月23日

いと見ていた。この背景には CDS^[12] も関係していた。CDS は破綻しなければその保険金は支払われない。CDS を保持する債権者は、クライスラーの破綻リスクを回避するために保証料を支払っていたのだから、その保険金を享受する権利は当然にある。ゆえにヘッジファンドなどは債権放棄など許容出来る訳がないのだ。結局この 3 者の溝は埋まらなかった^[13]。

5

動き出した年金給付公社・Pension Benefit Guaranty Corporation (PBGC)^[14]

10 企業の業績不振により年金の積立不足が発生すると、企業はその解消のために拠出や運用成績の向上、もしくは給付の引き下げ等による年金債務の抑制を行わなければならないが、米国では年金受給権が既に発生している給付については、引き下げは制度上許されない^[15]。そこで PBGC (年金給付公社) の登場となる。

PBGC は、加入者及び受給者に対し給付を保証する公的機関であり、自らの給付保証の負担を最小限に抑えるために、積立不足基金を抱える企業の再生手続きに積極的に参加し、年金基金への拠出を確保する^[16]。母体企業によるモラルハザードを防止するためだ。

15 2009 年 4 月 27 日、PBGC はクライスラーの年金基金が終了することを予測し、元の持ち分株主である独ダイムラー社に 2009 年から 3 年間で 2 億ドルずつ年金プランに拠出するよう同意にこぎつけた。また、2012 年 8 月より前に基金終了となった場合には、更に 2 億ドル拠出することとなった。これは 2007 年にダイムラー社がクライスラー株を売却した際に 10 億ドルの保証を求めたものと代替え措置である。

20

CHAPTER 11 申請へ、その余波 ～プレパッケージ型 CHAPTER 11～

25 2009 年 4 月 30 日クライスラー及び同社が 100% 保有する米国子会社 24 社は、連邦破産法第 11 章 (CHAPTER 11) をニューヨーク州南部地区連邦倒産裁判所に申請するに至った。米国・カナダ両政府が計約 1 兆円を拠出、フィアットとも同日資本・業務提携で合意、20% の出資を受け入れる。破産法の手続きに伴い資産を新会社 (クライスラーグループ LLC) に移管、経営陣も刷新し早期の再建を目指す。新会社の筆頭株主は UAW^[17] で株式の 55% を握る。米政府は 8%、

[12] CDS (クレジット・デフォルト・スワップ)

[13] 日本経済新聞 2009 年 5 月 2 日

30 [14] PBGC とは年金給付保証公社のことで、企業の年金基金破綻の際、従業員の年金給付を保証する役割をもつ連邦政府公社である。(1974 年 ERISA により設立)

[15] 米国企業の年金積立不足処理と年金給付公社 (PBGC) の基金破綻予防活動 野村資本研究所 2000 年

[16] 野村亜紀子 資本市場クォーターリー 2009 Summer 野村資本市場研究所

[17] 全米自動車労働組合退職者医療給付信託、VEBA (任意従業員福利厚生基金)

カナダの連邦・州政府は2%を保有する。9人の取締役の内、6人が政府やUAWから派遣する。生産設備や人員、労組と改定に合意した新たな労務契約などを引き継ぎ、業績が悪いディーラーとの契約や一部債務、訴訟案件などは引き継がない^[18]。クライスラーは事前に労組や大口債権者から譲歩も引き出していたので、実質的に事前調整型（プレパッケージ型）のチャプター11に近いものと言える。

主要資産の新会社への売却について裁判所に早急な承認を求めるべく、同時に「連邦破産法第11章の363条に基づく申立も行います。この申立の特徴は、スピードです。長期存続を目指しスリム化した新会社を30日から60日の間に発足させることが可能となります。」^[19]と発表された。果たして本当に60日間で再建は完了できるのだろうか。再建計画の骨子は以下の通りである。

再建策の骨子^[20]

(1) リストラと経営見直し

- ① UAWは賃金や退職者の福利厚生を削減
- ② 69億ドルの無担保債務を大幅削減
- ③ ダイムラーは20億ドルの債権や19%の株式を放棄
- ④ サーベラスは20億ドルの債権や出資株式を放棄
- ⑤ 新生クライスラーは債権者団に20億ドルを支払い、旧クライスラーの大半の資産を購入

(2) 米政府の金融支援

- ① 約33億ドルの「破綻企業向け融資」を実施。新生クライスラーに、再建手続き完了後に約47億ドルを融資

(3) 新生クライスラーの概要

- ① フィアットは20%の株式を取得、知的財産権使用権を供与する。15%の追加出資や取締役9人のうち3人を選ぶ権利を保有。この出資比率を20%から35%に引き上げる段階で、政府からフィアット側に突きつけた条件は以下である^[21]。
 1. フィアットが米国で小型エンジンを生産
 2. ガソリン1ガロン当たり40マイルの燃費性能を持つ車をクライスラー米国工場生産
 3. クライスラーが北米以外の市場で年50億ドル以上の売上を達成
- ② さらにクライスラーが米政府による救済資金を完済すれば、フィアットは最大51%の株式を取得し子会社化することができる。

^[18] 日本経済新聞 2009年5月1日

^[19] クライスラー プレスリリース（日本語訳）2009年4月30日

^[20] 日本経済新聞 2009年5月1日

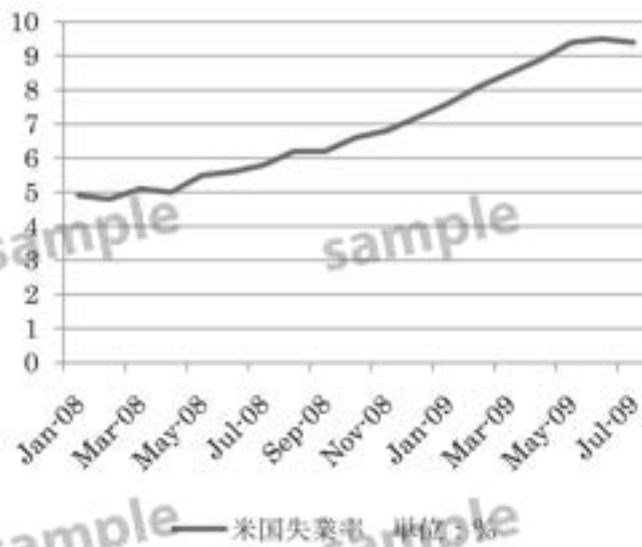
^[21] 日本経済新聞 2009年5月15日

- ③ 米財務省は8%の株式を取得、4人の取締役を選ぶ権利を保有
- ④ カナダ政府は2%の株式を取得、取締役1人を選ぶ権利を保有
- ⑤ クライスラーは再建後も、ディーラーと顧客に対する金融サービスをGMACを通じて提供。政府がGMACを資金面で支援

5

クライスラーの破産法申請が確実と報道されると、一部の部品供給メーカーが部品納入を拒否するなど、長引く市場低迷で経営に苦しむ部品メーカーに混乱が広がった^[22]。再建に支障が出るのを防ぎたい米オバマ政権は、クライスラー向け債権の保証制度を設けて対応した。日本への影響は、自動車部品メーカー、例えばアイシン精機、曙ブレーキなどもこれを活用、クライスラーにエアコンやエンジン部品を供給しているデンソー^[23]も検討する。ただし、日本企業のクライスラー向け売掛債権は最大で20億円から30億円程度と見られ^[24]、マクロ的な影響は限定的と見られていたが、主に中小企業が取引先であったので、個別企業は辛酸を味わったと言われている。アメリカ国内では5月9日までの1週間の失業保険の新規申請件数が前週から3万2千件増加し、主要因はクライスラーなどの自動車産業の一時解雇であるとされていた^[25]。

15



20

25

(参考資料: U.S. Department of Labor, Bureau of Labor Statistics より著者作成)

30

^[22] 無担保債務は7割カットとされていた。

^[23] 2009年5月12日に申請

^[24] 日本経済新聞 2009年5月4日

^[25] 日本経済新聞 2009年5月15日

クライスラー再建への攻防 ～ 363 Sale ^[26] ～

短期再建が実現できるかどうか、自動車産業史の転換点の舞台になったニューヨークの連邦倒産裁判所には報道陣と債権者の弁護士が殺到した。最大の焦点は、クライスラーの優良資産を新設する受け皿会社に譲渡する入札手続き、いわゆる「363 Sale」（363条セール）と言われてい

5

る事業譲渡が承認されるかどうかである。

363条セールとは、一定の条件を満たせば、事業資産から担保権や負債を排除することで、「Free and Clear」な資産譲渡を可能にし、収益性があると考えられる事業を早期に倒産手続きの外側に出すことで迅速な事業再生を可能にする。しかし再建計画の重要部分を決定してしまう側面もあるので、主要事業を喪失した債務者の倒産手続きに取り残される債権者に対しては重大な影響を及ぼす。

10

これを止めたいのがクライスラーの破産法適用の引き金となった小口債権者だ。フィアットとの提携交渉の不備を立証し、債権を有利に回収したいのだ。しかし米政府からの圧力でこれらの抵抗勢力は20社から9社に半減。実名も公表するかどうかでも争われ、トーンも下がってきていた。

クライスラーの弁護団と激しい応酬となるが、最終的に入札手続きは承認され、クライスラー早期再建への大きな前進となった^[27]。そして3日後、債権団を主導してきた投資会社^[28]が債権団からの脱退を表明、債権団が異議申し立てを事実上取り下げる見通しと発表された。

15

とは言え再建への問題が山積みである。クライスラーは2009年5月14日にも全米に約3200社のうち約800社の経営者に契約の打ち切りなど閉鎖通告をするが、当然ながら一部ディーラーは反発。集団で委員会を設置し計画撤回を求め訴訟の準備に取り掛かった^[29]。

20

このような動きを横目に、5月29日に米国政府はクライスラー新会社に対して619億ドルの融資いわゆるDPIファイナンスを行うと発表。さらに31日に連邦倒産裁判所は旧クライスラーの資産を新会社に譲渡する計画を承認した。ところが事は簡単に運ばない。クライスラーの再建手続きも最終局面に入ったと思われた矢先、米連邦最高裁判所が資産譲渡を巡る判断を先送りしたのだ。これは米インディアナ州の年金基金（インディアナ州教員退職ファンド、インディアナ州警察年金信託、インディアナ・メジャームーブ・コンストラクション（土木業の年金基金）^[30]）が、本来ならば優先的に弁済を受けるべき有担保債務なのだが、米政府の高圧的な介入で弁済率が不当に低く抑えられたと異議を申し立てていた^[31]。このまま再建計画は頓挫してしまうのだろうか。

25

^[26] 井出ゆり（NBL No. 911 2009年8月15日）

^[27] 日本経済新聞 2009年5月8日

^[28] オppenハイマー・ファンズ

^[29] 日本経済新聞 2009年5月13日

^[30] NSJ 日本証券新聞 2009年5月25日

^[31] 同基金はクライスラーに計4200万ドルの債権を有していた。弁済率29%で大半の債権者は合意した。

異例のスピード法的管理脱却

2009年6月9日、米連邦裁判所はインディアナ州年金基金の申し立てを却下、最終的に旧クライスラー資産の新会社への譲渡（363 Sale）が法的に承認された。同月15日までに資産譲渡が完了することとなる。破産法手続きが完了し、クライスラーは新会社として再出発することになったのだ。最高裁は今回の債権者からの請求却下の理由を「公共全般の利益」と述べている^[32]。10日には米政府が新生クライスラーへ支援金の66億ドルを送金、退職者の医療保険基金への現金での拠出義務は半減され、債務もほぼ無くなる^[33]。クライスラー再建への攻防はここでひとまず決着がついた。

10

クライスラー再建はGM再建のモルモットであったと揶揄されている。政府の強力な介入のもと成し遂げた再建に対して批判も強まっている。しかし、全体最適か部分最適か、誰が得をして誰が損をするのか、この結論が出てくる前に、国家を揺るがす巨大自動車メーカーの再建が待ち受けている。オバマ政権にとっては、クライスラー再建は単なる一大企業の再建ではないことは確かであった。

15

GMAC

GMACは1919年にGMが自動車ローンを提供する販売金融子会社として設立し、一貫して自動車ローンや自動車保険を主事業に、GMをサポートしてきた。

20

しかし、1991年2月に、S&Pやムーディーズなどの格付け機関が相次いでGMの社債を格下げすることを発表し、格下げはGMACの普通社債にも及び、ダブルAマイナスからシングルAに引き下げられた。S&PはGM社債格下げの理由として（1）モデルの寿命が縮まり新旧交代が早まっているため、新型車開発の資本コストが一層高まっている（2）人件費高騰や公害規制などがコスト高につながっていることを挙げた^[34]。

25

米国株式市場での評価が下げられたGMACは、アメリカ以外の地域で資金調達を試みる。1996年3月にポーランドの商業銀行ボルバンクを買収し、GMの欧州子会社であるオペルの販売体制強化を狙い、系列ディーラーに対する融資や顧客向け自動車ローン、リースなどを手がけた^[35]。また、GM本体がタイで工場設立を決めたのを受け、8月21日にタイに合弁で自動車ローン会社

30

^[32] 日本経済新聞 2009年6月10日

^[33] 日本経済新聞 2009年6月11日

^[34] 日本経済新聞 1991年2月7日

^[35] 日経金融新聞 1996年3月19日

を設立した^[36]。

1997年2月、GMはGMACを通じて、世界の機関投資家や日本の個人投資家向けに大規模な起債に踏みきった。調達金額はドル換算で総額12億5000万ドル前後と、社債で調達する金額では過去最大である。多様化が進む外国有力企業の資金調達の中で日本の個人マネーの重要性に注目したのだった^[37]。

1998年12月、GMACは日本進出を発表、99年2月に債権管理・回収会社（サービサー）を設立し、不良債権となっている商業用不動産を取得する方針を固めた。米国での事業ノウハウを生かし不動産の証券化ビジネスも手掛けることとなり、サービサー業務で全米最大のGMACの進出は日本の不動産市場に大きな衝撃を与えた。当時のGMACの商業用不動産部門はサービサー業務で約400億ドルの営業資産を持っており、純利益は13億ドルを越え、GM本体の収益安定を支えていた^[38]。

米国本土でもGMACの活動は活発だった。1999年6月8日、GMはGMACを通じ、米地銀大手バンク・オブ・ニューヨークの子会社を十八億ドルの現金で買収すると発表した。GMACは自動車ローンでは世界有数の企業だが、その狙いは買収で業容を広げ、GMグループの金融事業を強化することであった^[39]。

2000年に入り、GMACは日本での商業用不動産金融事業を更に強化した。GMAC コマーシャル・モーゲージ（GMACCM）のデビッド・クレーマー会長は4月4日、日本での商業用不動産資産を現在の1000億円程度から二年後に8兆円まで引き上げることを明らかにした。同氏によると、日本での業務内容については、「サービサー（債権管理・回収会社）、不動産担保融資、不動産管理、営業貸し付けとリース事業」とした。さらに「親会社であるGMが資金面で全面的に支援しているため、他社の買収も機会があれば仕掛けていく」と事業拡大に意欲を見せた。^[40]

また、同時期からGMは銀行業務に本格的に参入した。2000年4月26日、GMは銀行免許を取得し、自前の支店を持たず、傘下の住宅ローン会社などの営業拠点を活用して口座開設を受け付け、顧客が既存の現金自動預け払い機（ATM）を利用できるように運営会社と提携する方針を表明した。GMACの自動車・住宅ローンを利用している百六十万人のほか、自動車ディーラーなどを通じて全米五十州で新規顧客も獲得していく考えだった。自動車メーカーにとって銀行業務はそれ自体が新たな収益源になるのに加え、既存の金融サービスとの相乗効果も期待できるため、高金利の預金とセットで顧客に提供すれば、自動車ローンや保険の拡販にもつながると考えていた。^[41]

^[36] 日経産業新聞 1996年8月21日

^[37] 日経金融新聞 1997年1月29日

^[38] 日本経済新聞 1998年12月3日

^[39] 日本経済新聞 1999年6月10日

^[40] 日本経済新聞 2000年4月5日

^[41] 日本経済新聞 2000年4月27日

GMAC 副社長リチャード・クラウト氏はメディアに対し、「GMAC (= GM 金融子会社) が販売支援の域を超え、不動産金融や商業金融も手掛けることができるようになったのは、ディーラー向けの与信業務を重ねているうちに、企業与信や担保与信のノウハウが身についたためだ。自動車販売の延長としてとらえる日本の自動車メーカー系金融会社と異なり、我々は早くから経済的に独立しており、収益を稼ぐ必要があった。(中略) GMAC が成功しているのはそれぞれの金融事業を独立した収益体としてとらえているからだ。我々は常にシナジーを追い求めている。できれば自動車金融から外れずに保険などの金融サービスを提供したい。」と意気込んでいた^[42]。こうした米国事業会社の銀行設立を追従する形で、ソニーやトヨタも金融ビジネスを本格展開することになった。

2001 年秋の米同時多発テロ直後、GM は販売促進策として、ゼロ金利販売を始めた。これには、GMAC の好調な不動産部門が支えになっていたのだった。こうした米住宅ブームの追い風を受け、GMAC は GM の 2002 年実質利益の 47% を稼いだ^[43]。

更に、2004 年 8 月に、GM は上海において外資系で初めて自動車ローン会社の営業をスタートさせる。自動車の販売とともに、自動車金融も新たな収益源に育てたい意向を示していた^[44]。

しかし、2005 年に入り、GM は販売不振で業績が悪化しつづけたため、3 月 22 日に経営再建に向けた緊急リストラ策を発表し、GMAC の一部売却や不採算ブランドからの撤退、新規車種の開発凍結が柱になった^[45]。

そして、2006 年 4 月 3 日、GM は GMAC 株式の 51% を米ファンド・サーベラスを初めとする投資連合に 140 億ドルで売却し、そこから得た資金をグループ経営の立て直しに充てる計画を発表した。しかしファンド側から対価として受け取る金額は 80 億ドルにとどまり、残りの 60 億ドルは連結対象外となった GMAC から吸い上げる資金で賄う形となった。^[46] こうして、GM は優良子会社である GMAC を手放すことになった。

デルファイ・コーポレーション

1995 年、GM の部品部門・オートモーティブ・コンポーネンツ・グループ (ACG) ワールドワイドが、「デルファイ・オートモーティブ・システムズ」に名称を変更し、2002 年にデルファイが誕生した。デルファイ設立の目的は、GM 依存型ビジネスから脱却し、自動車部品会社として他の自動車メー

^[42] 日経産業新聞 2001 年 4 月 11 日

^[43] 日本経済新聞 2003 年 2 月 6 日

^[44] 日経産業新聞 2004 年 8 月 23 日

^[45] 日本経済新聞 2005 年 3 月 24 日

^[46] 日本経済新聞 2006 年 4 月 4 日

カーへの拡販を進めたいと発表されているが^[47]、GMの狙いは分離により他社部品メーカーから低コストの調達を増やすとともに、部品工場のストライキで完成車組み立て事業が影響を受けない体制にする狙いもあったと言われている^[48]。

設立直後の1995年2月21日に、同社のアジア・太平洋・オペレーションズのウィリアム・エバート事業本部長らは日本で記者会見を開き、「アジア・太平洋地域の売上高を五年後までに三倍にする」など、同地域での戦略を強化していく方針を明らかにした。具体的には日本の完成車メーカーに複合技術による総合部品を供給しつつ、最重要市場としての中国に意欲を示していた^[49]。その後、デルファイはアジアで次々と合弁会社や技術センターを設立し、M&Aも駆使しながらアジアでの規模拡大を進めていった。

1996年1月～12月期のデルファイは好調であり、アジア太平洋地区の売上高が前年比40%増の14億ドル（約1700億円）に達した。合弁事業と企業買収を合わせて同地区で新たに6件の事業を開始したほか、工場の増設などで供給品目を大幅に拡充した。また、タイのバンコクに拠点を開設したほか、マレーシアでMBケルケーブル社を買収、韓国では700万ドルを投じて新工場の建設に着手した。インドではスズキとインド政府の合弁企業、マルチ・ウドヨグなどへの供給拡大のため、ショックアブソーバー（緩衝器）や触媒コンバータなどの現地生産を開始した。

1997年当時のデルファイは、ブレーキや計器類など部品全般を生産し、売上高314億ドル、純利益は12億ドル、世界三十七カ国に生産拠点をもち、従業員数は二十万人強だった。

しかし、デルファイのアジア進出に強い危機感を感じたUAWは、1998年からGMへの対抗を強めはじめる。1998年6月上旬から大規模なストライキがGMとデルファイの各工場で起こり、UAW側はGMに「地域の雇用と組合員の待遇確保」を求めた。UAWは、経営側が対話する姿勢を見せず、アウトソーシングや海外への生産移転を進めることや、部品部門のスピンアウトは、「組合員の切捨て」であるとの認識を示し、強い不満を募らせていた^[50]。そして、ストライキは2ヶ月間続いた末、結局はGM側が譲歩した。ストライキ中止の条件として、「デルファイ・イースト工場とデイトン工場は1999年12月までに売却しないこと、そして別の車体部品加工工場への追加投資」をUAWに約束することになった。結果的にGMが暫定合意で勝ち得たのは、二つの部品工場でのストライキ中止と、三つの工場でのストライキ回避をしたことだけで、損失額は20億ドル以上にもなった。しかも、UAWからは従業員保証や高賃金という既得権益に対する譲歩は一つも得られなかったのである^[51]。

^[47] 日経産業新聞 1995年2月15日

^[48] 日本経済新聞 1998年8月4日

^[49] 日経産業新聞 1995年2月21日

^[50] 日経産業新聞 1998年4月12日

^[51] 日経産業新聞 1998年7月30日

1999年5月、デルファイはGMから完全にスピノフ（分離・独立）したが、UAWの強い反対があり、GMから移籍した従業員には、今まで通りの処遇を約束することになるなど、出鼻を挫かれた格好であった。しかし事業におけるGM依存を脱却するため、アジア市場を積極的に開拓するなどして、同社の1999年の世界ベースの売上高は292億ドルで、そのうち非GM向けは85億ドルだった。

しかし、2004年に入り、主要取引先のビッグスリーが相次いで減産することになり、2004年12月にデルファイは全従業員の5%に当たる8500人を削減すると発表した。その発表を受け、格付け会社のS&Pはデルファイの長期信用格付けを「BBB マイナス」から投機的に当たる「BB マイナス」に引き下げた^[52]。

2005年2月24日に、デルファイをGMから分離・独立させるのに尽力してきたJ・T・バッテンバーグ三世会長兼CEOが、業績悪化に伴う8500人の人員削減に対する引責辞任として年内の辞任を発表した^[53]。そして同年8月に入り、デルファイは経営破綻の可能性が指摘されるようになり、GM、UAWと経営破綻回避に向けた再建協議に入った。最大の取引先であるGMから支援を取り付けるほか、UAWには従業員・退職者向けの医療費負担の削減を求めた。

デルファイ経営陣はUAWとの大詰めの交渉で、時間給賃金の最大七五%削減や年間休日の短縮、医療費手当の削減、レイオフ（一時解雇）期間中の手当廃止などを提案したが、UAWは勿論反発、経営が悪化しているGMもデルファイとの支援交渉を中断する方向に傾き、デルファイは自主再建を断念し、2005年10月17日の改正連邦破産法施行前の10月8日に、破たん申請に踏み切った。デルファイの負債残高は六十億ドルで、米自動車業界の破たんとしては過去最大（当時）となった^[54]。

その後も、デルファイとUAWの攻防が続いたが、デルファイの経営陣は、まず破産申請して労使協定を無効にすると切り出した。これにUAWが猛反発、取引先のGMにストライキ懸念の圧力が掛かった。一部工場で組合員デモがあり、山猫ストを招きかねないため、交渉期限を再延期し、危機感を共有するGMを巻き込む戦略を取った。GMはデルファイとUAW双方にとって組合員の年金、医療費負担の肩代わりを頼める相手で、UAWの信頼も厚いため、三者協議であれば（GMを調停役として）医療費・年金負担問題と賃下げとを同時に解決できると踏んでいた^[55]。しかし、UAWの反発は予想以上に激しくなり、交渉は泥沼化していった。

2006年3月22日、デルファイは約一万三千人の従業員を対象とする早期退職制度の導入で全

^[52] 日本経済新聞 2004年12月22日

^[53] 日本経済新聞 2005年2月24日

^[54] 日本経済新聞 2005年10月9日

^[55] 日経産業新聞 2005年12月27日

米自動車労組（UAW）と合意したと発表した。デルファイへの支援策として、GMが退職者五千人を引き受けることを決めた。

だが、その直後時給を現在の27ドルから最終的に16.5ドルまで下げる賃下げ案を経営側が提示、組合側が反発したため、交渉は再度決裂した。デルファイは同年3月31日に米連邦破産裁判所に現行の労使協約の無効を申し立て、賃下げ案について組合側と妥結できず、司法判断に委ねることになった。

同年5月UAWはデルファイに対するストライキ権を確立したことを発表、ストライキ実施を辞さない姿勢を示し、労使交渉を優位に進める狙いがあるとみられた^[56]。10月に入り、デルファイの再建を投資ファンドや著名投資家が支援する動きが相次ぐ。12月18日、米アパルーサ・マネジメントや米サーベラス・キャピタル・マネジメントなどの投資家連合がデルファイに資本参加することが発表され、同連合は12億ドルの転換優先株や普通株などを取得し、最大で34億ドルを投じる見通しになった。ファンド側の条件は、経営体制の見直しと労使交渉の決着だった。

しかし、2007年3月28日、UAWはデルファイが提示した労働条件引き下げ案を拒否した。これを受け、サーベラスは支援打ち切りを表明し、デルファイの再建はまたも不透明になった。ところが同年6月22日、デルファイとGMは、工場従業員の労働条件引き下げでUAWと基本合意したと発表、7月18日には米ヘッジファンドのアパルーサ・マネジメントなどが最大25億5千万ドルを投じてデルファイの優先株や普通株を取得し、経営再建を支援すると表明した^[57]。

2008年1月25日、デルファイはニューヨークの連邦破産裁判所から再建計画の承認を受けたと発表し、3月までに再建手続きを終える見通しも明らかにした。

ところが、2008年4月4日、米投資家連合が総額約26億ドルの資本注入計画を撤回したと発表した。金融収縮や景気減速で自動車業界の先行き不安が一段と高まり、条件面で折り合わなかった^[58]。デルファイの再建資金調達に難航する中、同年9月12日、GMは46億ドルの追加支援を発表し、支援規模は160億ドルに膨らんだ。

そして、2009年6月1日、GMの連邦破産法11条（チャプター11）申請を受け、デルファイは7月30日、債権者グループやGMへの事業譲渡を柱とする再建計画が米連邦破産裁判所に承認され、再建手続きは9月末までに終える見通しと発表した。チャプター11適用の申請からほぼ4年がかりで法的整理が終わることになった^[59]。

^[56] 日本経済新聞 2006年5月17日

^[57] 日本経済新聞 2007年7月19日

^[58] 日本経済新聞 2008年4月6日

^[59] 日本経済新聞 2009年7月31日

ゼネラル・モーターズの破綻

オバマ大統領は就任早々、更なる大きな難関に立ち向かっていた。アメリカ国家のプライドでもある自動車産業・ビッグ3のうち、クライスラーが破綻。そして世界最大と言われていたゼネラル・モーターズ (GM) の破綻が秒読み段階に入っていた。環境対応車の開発が遅れたツケで破綻に追い込まれたのだろうか。どうやら問題の本質はそれだけではなさそうだ。市場原理か保護主義か。かつてマエストロと呼ばれたアラン・グリーンズパン氏^[60]の金融緩和政策は、今や失策であったとも言われ、アメリカ経済人の思想・哲学をも揺るがす時代に突入した。

GM の再建策

GM は 2008 年以降、すでに 174 億ドルの金融支援を受けていた。GM が前ブッシュ政権から支援を受けたつなぎ融資 (2008 年 12 月) は 40 億ドル。しかし、GM Annual Report の数値では 2008 年の時点で流動比率が明らかに悪化し、現金同等物保有額も 100 億ドル減少している。報道では、金融支援の翌月 2009 年 1 月中には 100 億ドル近くの資金が流出したと言われ、資金繰りは綱渡りの状況が続いている。

GM. Annual Report (巻末に掲載) からのデータ抜粋

| (Dollars in millions) | 2007 | 2008 | 増減額 |
|-----------------------|--------|--------|----------|
| 流動資産 | 60,135 | 41,224 | △ 18,911 |
| 流動負債 | 69,510 | 73,911 | 4,401 |
| 現金及び現金同等物 | 24,817 | 14,053 | △ 10,764 |

また、2009 年 2 月の段階で米国ディーラーが抱える自動車在庫は通常水準^[61]の 2 倍に膨れ上がっていた。GM は減産体制を加速させたが、クライスラーの章でも前述したように、手厚い福利厚生のためにコスト削減効果は望めない。まるで八方塞がりの状況を呈し始めていた。2009 年 2 月 17 日に政府に提出した再建策の骨子^[62]は以下の通りである^[63]。

〈GM〉債務の株式化は持ち越し

1. 2011 年までに最大で 166 億ドルの追加政府支援要請
2. 現在の 8 ブランドをシボレー、キャデラックなど 4 ブランド主体に縮小

^[60] 1987 年から 2006 年まで第 13 代 FRB 議長を務めた。

^[61] 通常は 70 日から 80 日分が適正、当時は 160 日分まで急増したと言われている。(日本経済新聞 2009 年 2 月 27 日)

^[62] 日本経済新聞 2009 年 2 月 18 日

^[63] <http://media.GM.com/us/GM/en/news/govt/docs/plan.pdf>

3. ディーラー数を 34%削減し 14 年に 4100 に

4. 12 年までに米国で 14 工場を閉鎖

※ 2008 年時点で 47 工場を 2012 年までに 33 工場までに減少させる。

5. UAW と賃金削減などで暫定合意

6. UAW の医療保険基金の見直しは交渉継続

7. 債務の株式化は債権者と交渉継続

フレデリック・ヘンダーソン社長（当時）は、今回の再建計画でチャプター 11 を適用した場合のシナリオに言及し、「破産法による再建は時間がかかり、政府負担も膨らむ」として破産法回避が得策と訴えた。この計画が認められるかどうかは 3 月末までの経営努力にかかっている。

世界に広がる経営危機 ～雇用維持か市場規律か^[64]～

危機的状況は本体に留まらない。GM はそれぞれ地元国での公的支援を要請していた。しかし、2009 年 2 月 20 日に GM 傘下であるスウェーデンのサーブがスウェーデン政府からの支援を拒否され、経営破綻^[65]に陥った。各国政府が自動車産業への支援を慎重になってきている現れであった。

このような中、GM の子会社である独オペルは同年 2 月 27 日に GM からの分離を目指すことを発表。独政府はオペル支援の可否を検討するために経済技術相を渡米させ、GM と米政府と直接協議^[66]した。しかしオペル支援を巡っては、独連立与党の意見集約が難航。雇用維持と市場規律のどちらを優先すべきかが争点となっていた。一方、オペル系の系列販売店組合（ユーロダ）が GM 分離後のオペルに出資する支援案（最大 4 億ユーロ）を可決するなど、政府支援を後押しするような動きも出てきていた。

GM ピックアップトラック用ディーゼルエンジン工場を新設中のタイでは、タイ政府が GM タイランドに対しての支援要請を却下し^[67]、自助努力でリストラをするように促した。

また、カナダ政府は労務費削減を条件に GM 支援を検討していたが、GM は 3 月 8 日にカナダ自動車労組（CAW）と労働条件見直しにて暫定合意に至ったことで、カナダ政府から支援を取り付けられる可能性が上がった。

GM 支援については各国で一進一退の様相であり、難色を示している政府も多い。金融不況の中で各国政府も手一杯であり、特定産業を支援するには各国政府内でのイデオロギーの対立は必至であった。

^[64] 日本経済新聞 2009 年 3 月 18 日

^[65] 法的管理下での企業再生法の適用（日本経済新聞 2009 年 2 月 23 日）

^[66] 独政府の支援金が GM の再建に流用されないように確認したと言われている（日本経済新聞 2009 年 3 月 3 日）

^[67] 「個別民間企業に政府財政から資金を投じることはしない」（アピシット首相）（日本経済新聞 2009 年 3 月 4 日）

せまる政府の追加支援可否判断の期限

“There is substantial doubt about our ability to continue as a going concern^[68]” .

5 3月末には政府支援の可否判断期限が迫っている中、3月5日に発表されたGM2008年度アニュアルレポートにおいて、「事業の継続能力に大きな疑念がある」と明記された。3週間後には再建計画の実効性が認められなければいけない。GMの事業継続性に予断が許されない中、7500人が早期退職制度に応じ、政府はこれをポジティブに捉えるであろうという観測が広まる。政府支援取り付けが濃厚になったことで、株式市場でもGM株の上昇が見受けられた。

10 ところが3月30日、米オバマ政権はクライスラーと同じく、GMの再建策は実現不可能と結論付け、60日以内に計画の全面見直しを求め、破産法の適用も示唆した。米政府は60日分のつなぎ運転資金 (Short Lifeline) を供与、カナダ政府も同日、退職者の年金・健康保険費用の削減を含む追加リストラ実施を条件に40億カナダドルのつなぎ融資を実施した。政府が破産法をちらつかせる狙いは債権者とUAWからの大幅な譲歩を引き出すことである。前者へは、無担保債務 (270億ドル) の3分の2について株式化に応じるように求めている。問題が複雑なのが後者・UAWである。これについては後ほど詳しく見ていく。

オバマ政権の世論配慮・ミスターCEOが辞任

20 再建計画の全面見直し決定に先立ち、オバマ政権は自動車部品メーカーが持つ対GM売掛金を保証すると発表。またGMなどの車を購入した消費者への補修期間を政府が保証すると発表するなど、広がる社会不安に配慮をしていた。

今回の米政府からのつなぎ融資と引き換えリチャード・ワゴナー会長 (当時) はトップ辞任を要求され、同氏はこれを受け入れる方針を固めた。ワゴナー氏は2000年に社長兼最高執行責任者 (COO) から社長兼最高経営責任者 (CEO) へ47歳の若さで就任。2005年以降は巨額の労務コストを賄うために大型車重視戦略に傾倒したことが裏目に出て、4年間で800億ドルもの最終赤字を計上した^[69]。同氏への世論は日増しに厳しくなっていく中、2008年には巨額の政府支援を受けておきながら545万ドルの高額報酬を受け取り、米議会での批判が噴出、一転して2009年の給与は1ドルとした経緯があった。しかし同氏が受け取ると予測される年金の扱いはどうなるのであろうか。疑問が残るところだ。

^[68] General Motors Annual Report FORM 10-K (For the year ended December 31, 2008)

^[69] 日本経済新聞 2009年3月30日

新 CEO ヘンダーソン氏の大胆な改革

前ワゴナー CEO の後継者であるフレデリック・ヘンダーソン CEO は、ドライなコストカッターと異名を取る強硬派である。当初から破産法の適用を考慮しながら債権者と UAW との交渉を乗り切る構えであった。

程なくして、GM が事前調整型 (prepackaged bankruptcy) と泥沼の法廷論争 (court chaos) の間に位置するような「管理された倒産 (controlled bankruptcy)」へ落ち着くのではないかと言われはじめた^[70]。少なくとも数社の債権者を説得し、会社を 2 分割するという方式で、倒産法 363 条のもと優良資産、例えばキャデラックやシボレーを含む操業に必要な資産を素早く政府出資の新会社に売却し、不良資産は旧会社に残される。とは言え、コンチネンタル航空やデルファイがこの手法を採ったが、GM ほど複雑で巨大な前例は見当たらなかった。巨額の負債を債権者が簡単に放棄する訳がない。不透明感は拭えないままであったが、ヘンダーソン氏と各ステークホルダーとの勝負は待たなしでスタートする。

全米自動車労組 (UAW) ・レガシーコストの代償

本ケースでも度々登場する UAW こと、全米自動車労組であるが、その権限の強さは容易に推察できるであろう。UAW の工場労働者の時給は 29 ドル (日系企業は 25 ドル前後) であったが、さらに問題なのはレガシーコスト (負の遺産) である退職者に対する年金や医療費負担だ。医療費だけでも自動車一台当たり約 1500 ドルと日系企業の 5 倍以上、レガシーコストを含めた時給換算労働コストは 70 ~ 80 ドル (日系企業は 40 ドル前後) になった^[71]。

その年金制度も驚くばかりだ。「30-and-out」という年金制度は、30 年勤続後に退職した場合、国が年金を早期支給するまでの間、企業が代わりに年金を支払う制度がある^[72]。また前述したジョブズ・バンク制度は究極の社会保障制度とも言われている。

実際に、2005 年の時点で、GM の従業員で医療費を自己負担しているのは、UAW 組合員はわずか 7%、しかも当時は北米での医療コストは年率 10% 以上のペースで高騰していた。2004 年の UAW との協定見直し交渉は決裂。この時から負の遺産による GM 破綻は懸念されていた^[73]。

この UAW が米国の国家戦略 (石油価格安定化) と相まって、今の米自動車産業の大型車依存

^[70] New York Times 2009 年 4 月 1 日

^[71] 週刊ダイヤモンド 2009 年 6 月 20 日

^[72] 例えば 22 歳入社 52 歳退職であれば 10 年間月額 2700 ドル支給される (日経ビジネス 2008 年 12 月 22 日)

^[73] 週刊ダイヤモンド 2005 年 6 月 11 日

5 体質を作り上げたとも言われている。ストライキによる稼働率悪化を避けたいビッグ3は、労働者側がストライキに入ると賃上げや年金、医療保険を保証していった。また、労働協約上、詳細にまで決められた仕事以外の作業は規定外の行動としてマイナス評価にしなければならないという^[74]。

1つの生産ラインで複数の車種を生産することは事実上不可能であり、カイゼン活動を推進する隙間はなかったのだろうか。工場の生産性の向上も後ろ向きであったのだろうか。

10 また、金融産業の興隆により、高価格の大型車を購買可能にする自動車ローンが発達し、低価格車の開発をせずに済んだことが状況を後押しした。プラザ合意（輸出競争力）、湾岸戦争（石油の安定確保）を経て、高燃費車で高価格であっても、金融の後押しによりボロ儲けの車が飛ぶように売れて行き、UAWのかじるスネは減らなかった。しかしひとたび原油が高騰したり、金融システム不安が広まると、急激に大型車需要は減少していった。

今回米政府がGMに対して求めたUAWとの譲歩内容は、医療保険基金への拠出金（約200億ドル）の半分をGM株式で支払うことを認めさせることであった^[75]。

15 そして2009年5月29日に労使交渉の場でUAWの約54000人の組合員による投票を実施し、約74%の賛成を獲得した。前述の拠出金半減と、労務協約の見直しにより、年間13億ドル程度の労務コストの削減を期待できるという。また、UAWは再建後のGM普通株の17.5%と2.5%の普通株を取得できるワラント、そして年率9%の配当が保証された65億ドル分の優先株を受け取る見通しである^[76]。

20 一方、米国民間企業で最大の確定給付型年金を有していたGMの年金基金であるが、クライスラー以上に積立不足が懸念されていた。実際に2008年末では136億ドルの積立不足（2000年以前の入社の年金債務のみ）があり、もしGMが破綻に至り、PBGCが保証することになった場合、PBGC自体の健全性も危ぶまれた。結局は、チャプター11申請後も2つの確定給付型年金プラン（サラリー職員と時間給職員）は新生GMがスポンサーとなり継続されることとなった^[77]。

25 債権者

4月27日GMは270億ドルもの無担保社債を1000ドルにつき225GM株と交換（Debt-for-equity-exchange）すると発表した^[78]。政府や労働組合にも債務の株式化を要求。もしこれが承

[74] 日経ビジネス 2008年12月22日

30 [75] 日本経済新聞 2009年3月31日

[76] 日本経済新聞 2009年5月30日

[77] GMのサラリー職員向け確定給付型年金は2001年以降の採用者については凍結されており、将来的な年金債務の増加は抑制されている。（野村亜紀子 資本市場クォーターリー 2009Summer 野村資本市場研究所）

[78] New York Times 2009年4月28日

認められた場合、株式の50%を政府、39%をUAWが保有し、社債権者は10%の少数株主という異例な事態となる。ヘンダーソンCEOは、「もし倒産手続き外で成し遂げなければ、倒産手続きを経て行」と強硬姿勢を示す。債権者のみならず有識者たちも、「社債権者へ露骨な不公平であり、政府とUAWへのえこひいきである」と非難した。

ところが、新生GMの株式は70%を政府が握り、UAWが約20%（前述の通り）、残りは債権者と試算され、債権者との交渉の雲行きは更にあやしくなる。以前はその福利厚生の高さから”Generous Motor”と言われたGMは、”Government Motors”と揶揄されるようになった^[79]。当然ながら債権者はこれに賛成しなかったのだが、倒産に至った場合、再建は政府が主導権を握るのだろうと見られ、債権者のトーンは下がりつつあった。政府はすでにGMに150億ドルも投入している事実があるので政府に歩があるのだ。

一部の債権者が強硬姿勢をとるのは、クライスラー破綻時と同じくCDSの存在があったからだ。CDSの損失を補てんする保険会社の代表格は米政府が今年3月までに1800億ドルもの巨額の公的資金を投入したAIGグループである。

政府は、追加で株式の15%を取得できるワラントを供与する譲歩案を債権者に提示、5月28日の時点で金額ベースで20%の債権者が同意していると発表された。この時点で債権者からの、プレパッケージ型チャプター11の申請に要する法定多数の事前投票の賛成票は得られていない。（債権者数にして過半数かつ債権額にして3分の2以上の賛成）

プレネゴシエイト型+クラムダウン型、もしくは通常型が^[80]

ここで浮上するのが、プレネゴシエイト型+クラムダウン型チャプター11(Pre-negotiated Cram-Down Plan)である。この手法は、債権等の性格ごとにクラス分けされた債権者の少なくとも1つのクラスで再建案に賛成があった場合には、他のクラスでも賛成があったものとし、裁判所が計画案を認可するというものである。この方式におけるGM再建案のシナリオは、サプライヤーへの買掛金は債権カットの対象としていないとはいえ、債権者に対して事前調整型より大きな犠牲を求めている。

通常型のチャプター11(Traditional Chapter11)とは、事前投票や事前の合意などは不要である。この手法によれば債権（サプライヤーへの買掛金も含む）の大幅なカットを可能にし、確かに抜本的な改革になるのだが、GMの全てのステークホルダーに倒産の影響が及ぶことになり、米国経済への打撃は甚大であると予測されていた。また、申し立て後の再建案への投票も困難

^[79] New York Times 2009年5月26日

^[80] 西村あさひ法律事務所 事業再生ニューズレター 2009年3月

が予測され、事業継続性に困難が予想されるものであった。

しかし債権カットには重要な例外があると言われている。「クリティカルベンダーの法理」というもので、GMにとって事業継続に不可欠なサプライヤーであれば、債権の100%の弁済も可能であるということだ。また、チャプター 11 申立前の 20 日間に発生した債権の「共益債権」としての取扱、申立後 45 日間の納入品取戻し権である。いずれにしても債権者にとっては有利な制度となっている。

結局は 272 億ドルの債権の 50%を保持する債権者からの支持を取り付け、通常のチャプター 11 を回避した。政府は債権者への譲歩案の条件として破産裁判の審理に反対しないことを債権者に求めた。審理が長期化すると消費者の GM 離れが起こり、業績回復に支障を来す可能性があるからだ^[81]。

2009 年 6 月 1 日 ゼネラル・モーターズ チャプター 11 申請

“I’m confident that the steps I’m announcing today will mark the end of an old GM.,
and the beginning of a new GM.,”

“I will not pretend that the bad times are over,”

“Difficult days are ahead.”

(オバマ米大統領 2009 年 6 月 1 日の演説より抜粋^[82])

連結ベースでの負債総額は約 1728 億ドル。米製造業では過去最大、米企業全体でも過去 4 番目に大きい破産法申請となった。オバマ米大統領は午前 11 時 55 分に演説し、一時国有化の理解を米国民に求めた。

新生 GM の出資比率は、301 億ドルの追加支援を実施する米政府が約 60%、95 億ドルを拠出するカナダ政府（オンタリオ州政府含む）が約 12%、UAW が主導する医療保険基金が 17.5%、残りは債権者が保有する^[83] こととなり、事前の取り決めとほぼ同じになった。そして今後は優良事業を旧 GM から新生 GM へと譲渡する承認と、旧 GM の再建計画を審理する段階だ。（連邦破産法 363 項に基づく資産売却、いわゆる 363 条セール）新生 GM は 7 月 10 日までに資産の譲渡許可を求めている。GM ほどの巨大企業の審理が 40 日間で終わるのであろうか。

2009 年末までに赤字脱却を目指すトヨタ CEO が意向を示した。公的資金の回収につ

^[81] 日本経済新聞 2009 年 5 月 30 日

^[82] New York Times 2009 年 6 月 1 日

^[83] 日本経済新聞 2009 年 6 月 1 日

いては、融資の2015年までの返済を求めると同時に、2010年前半の再上場を目指すとしている。今後、財務省によるGM株のエグジットに向けた動きが注目される。

今回、このような巨大で複雑な企業がスムーズにチャプター11の申請にまでこぎ着けたのは、一重にクライスラーのチャプター11申請が重要な試金石であったことは間違いない。少々強引でも短期的に再建を完了させることが、GMの再建にとって重要であり、ひいては米国経済への影響も限定的であるという論調が繰り返された。

くすぶる不公平感（UAW 対 債権者）

とは言え、強引な取り決めゆえに懐疑的な意見も多い。当初、新生GMにおけるUAWの持ち株比率は39%、債権者は10%という構図であり不公平感は歴然としていた。ところが、反対した債権者に配慮して、最終的にはワラントを含めると「UAW20%対債権者25%」となり表面上は逆転させた。しかしUAWは優先株などを取得していたために、依然不公平が存在すると、一部の債権者は不満を募らせている。

下表は新GMの株主構成をまとめたものだが、一概にUAW優遇とは言えない部分もある。UAWがワラントを行使できるのはGMが時価総額750億ドル（当時は683.8百万ドル）に達した場合であり、債権者のワラント行使ポイントと比較して相当の開きがある。GMが業績を回復させ、150億ドルのレベルまでは短期間で達成する可能性は高いが、時価総額を750億ドルまで上昇させることは全く予想がつかないと言われていた。

〈新GMの株主構成要約^[84]〉

| | 米政府他 | UAW | | 債権者等 | |
|----------------|-------|-------|------|-------|------|
| | 普通株 | 普通株 | ワラント | 普通株 | ワラント |
| 新GM設立時 | 72% | 17.5% | 2.5% | 10% | 15% |
| 時価総額 \$150 億ドル | 65% | 17.5% | 2.5% | 17.5% | 7.5% |
| 時価総額 \$300 億ドル | 57.5% | 17.5% | 2.5% | 25% | |
| 時価総額 \$750 億ドル | 55% | 20% | | 25% | |

来年秋に中間選挙を控えるオバマ政権は、民主党の大きな支持基盤であるUAWの影響は無視できない。しかし、過剰な高待遇を受けてきたUAWに対する国民の反発は根強く、国民の約7割がGMなどの政府支援に反発してきた。この相反する利害の中でオバマ政権の自動車タスクフォースは、クライスラーの破産法申請の際に巧妙に世論を動かしたと言われている。大統領は

^[84] New York Times 2009年5月28日

「多くの関係者が犠牲を払ったが一部ファンドなど『相場師』が拒否した」と強調することで国民の非難の目をファンドなど一部債権者に向け、その隙を狙ってUAWは55%のクライスラー株を取得する権利を得た^[85]とされているのだ。

GMの再建には工場の海外移転を進めざるを得ない。しかしUAWは否定的である。一部の報道では、工場の海外移転を留まるよう政府に要請の声が寄せられているという。公的資金の早期回収を目指したい政府は、海外への工場移転を推したいはずであるが、UAWの手前、明言は出来ない。政府はGMの経営には関与しないというスタンスによりこの課題を回避しているのだろう。今まで株主資本主義を世界に広めてきた米国が、最大株主が経営に口出ししないという、その基本原理に背くような巨大企業を生み出してしまうことになる^[86]。

10

GM 再建へ異例のスピード処理^{[87] [88]}

363 条セール

前述したが、GMは28日の時点において金額ベースで債権者の20%が合意していたとおり、最終的には50%の債権者と合意に至ったと報道されている。しかしこの合意割合では事前調整型チャプター11の要件（チャプター11の章にて後述）に至っておらず、GMは一部の無担保債権者との事前交渉が不十分のまま倒産していることになる。

結果として、GMのチャプター11においてもクライスラーのスキームと同様、新会社を設立し、その新会社に事業を譲渡するスキームを施行した。即ち、今回も363条セールが実施されているということだ。再建計画外で行えば裁判官が「十分な事業上の理由」があると自己裁量で判断し、前述のように一部（1つのクラス）債権者の同意だけで譲渡許可が出来るようにしたと言われている。また、新生GMは旧GMと別法人であり、旧GMの再建計画の成否などは全く影響しないこととなる。

とは言え、巨大企業であるGMについては、権利が複雑に絡みあい、ステークホルダーの数もクライスラーとは比較にならないほど膨大である。当363条セールにおいては、全無担保債権者の利益を代表する公式無担保債権者委員会、最大債権者である米国政府の指示を得たが、上述のように少数社債権者などから合計約850件に上る異議が提出された。その異議と争点を抜粋してみる。

30

^[85] 日本経済新聞 2009年6月2日

^[86] 日経ビジネス 2009年6月8日

^[87] 日本経済新聞 2009年6月22日

^[88] 井出ゆり (NBL No. 911 2009年8月15日)

1. 「債務者(GM)の全資産を処分する場合には、363条セールではなく、債権者の投票に付され、厳格な諸条件を充たすべき再建計画においてこれを実行すべきである」という異議に対して、連邦破産裁判所は、顧客等の信用不安を払しょくする必要に迫られているGMには再建計画を待って事業を売却する余裕はなく、米財務省によるDIPファイナンスも事業譲渡が実行されることが条件とされているため、363条セール以外では事業の清算しか選択が残されていないため、363条セールを行う正当な理由があるとしている。

2. 「本件363条セールでは、米国政府等が申し立て前の貸付債権および363条セールに先行して貸し付けられたDIPファイナンスに基づく貸付債権を対価としてGMの事業を承継する新会社の株式を取得すること（いわゆる「クレジット・ビット」）が予定されているが、米国政府等の債権は、真正な債権（負債）ではなく、本来GMの資本として認識されるべきであり、クレジット・ビットのために利用されることは許されない」という異議に対して、連邦破産裁判所は、多々の要素から米国政府からの債権はある意味劣後的な要素もあり、資本として見なされかねないが、他の債権者との優先劣後関係を鑑みた上で、当債権を株式（資本）と断定することは出来ないとして異議を却下している。

クレジット・ビット

クレジット・ビットにより、米国政府はGMのチャプター11申立前に貸し付けた債権の大半を対価としてGMの事業を承継する新会社の株式を取得したのは前述の通りである。この手法は「支配のためにローン戦略」と言われ、債権者による再建計画の検証という手続きを経ずに一部の債権者（DIPファイナンスの提供者）に有利な再建方法が確定してしまうという問題点があった。しかし、2008年秋以降はDIPファイナンスの貸し手も減少し、またその金利も急騰しているため、再建計画認可時にDIPファイナンスをリファイナンス出来ずに結局DIPファイナンスによる負債を株式に転換する他ではエグジットが出来ないケースが増加しているという。

今回のスキームにて触れられるべき論点がもう一つある。通常、事業譲渡では1社（スポンサー企業）と譲渡契約を基本合意した後に、公平性を保つために裁判所が競売手続きを採る。入札の結果、もし他の企業に譲渡することとなった場合には、当初に基本合意を締結したスポンサー企業は違約金を請求することができる^[89]。しかし、GMの競売手続きには違約金条項は盛り込まれていなかった。これは、当初から政府以外のスポンサー企業が不在で、出来れば国有化を避

^[89] クライスラーとフィアットの契約には実際に違約金条項が盛り込まれていた。

きたいオバマ政権の意思の表れであると言われている^[90]。他の企業に落札されても政治的問題はないのである。

5 米国政府の関与・慎重な調査に基づいた大胆な施策

結局、2009年7月5日、破産裁判所が資産譲渡を承認、同月10日には優良資産を新会社「ゼネラル・モーターズ・カンパニー」^[91]に譲渡し、チャプター11の手続きを事実上完了した。6月1日の破産法適用申請からわずか40日でのスピード再生であった。

10 今回のGM及びクライスラーの再生スキームにおいて特筆すべき点は、何をおいてもこの迅速な処理であろう。この処理を可能した背景は、米国政府やフィアットが363条セールの実行を条件とした期限付きDIPファイナンスの提供という強硬な姿勢を保ったこと、また度重なる公的資金投入を実施しながらも、その破綻処理に際して2008年末からの政府を巻き込んだ形で再建策検討を行ってきたことなどが指摘されている。

15 GMの経営陣

GMが経営破たんした理由の一つとして、経営陣の問題がしばしば指摘される。特に1980年以降のCEOたちのプロフィールを見てみると、他の自動車メーカーと明らかに異なる特徴がある。特にGMが「メーカー路線」から「金融路線」にシフトしたとされる1990年以降は、スミス氏やワゴナー氏のように、いずれも財務部門出身のMBAホルダーがCEOを歴任した。

ロバート C. ステンペル

1955年 ウースター工科大学機械工学卒業

1958年 デザインエンジニアとしてGMに入社。前輪駆動車Toronadoの開発チームに所属。彼はまた最初の触媒コンバータを開発するチームに関わっていた。

1970年 ミシガン州立大学 MBA

1980年 GMの欧州子会社だったオペルのマネージングディレクター

1982年 シボレーのゼネラルマネージャー

1984年 副社長に昇進 ビュイック、オールズモビル、キャデラックグループ担当

30 1986年-1990年 会長兼CEO

^[90] 日本経済新聞 2009年6月22日

^[91] 政府系「Vehicle Acquisition Holdings」（デラウェア州）が買収し、新GMを設立する。

ロージャー・スミス

- 1944年-1946年 アメリカ海軍にて服役
- 1947年 ミシガン州立大学 経営管理学部卒業
- 1949年 GMに入社、会計係
- 1953年 ミシガン州立大学 MBA
- 1970年 財務部長
- 1971年 副社長
- 1974年 取締役副社長、ファイナンス、IR、政府関係部門担当
- 1981年 会長

5

10

リチャード・ワゴナー

- 1975年 デューク大学経済学部卒業
- 1977年 ハーバードビジネススクール MBA
- 1977年 GM入社、金融アナリストとしてニューヨークに勤務
- 1977年-1981年 GMの財務部
- 1981年-1984年 GMブラジル支社、財務部
- 1984年-1987年 GMブラジル支社、エグゼクティブディレクター；
- 1987年-1988年 GMカナダの副社長、財務担当者；
- 1988年-1989年 グループディレクター、戦略的な事業計画、シボレー、ポンティアック、カナダグループ；
- 1989年-1991年 GMヨーロッパの副社長、財務
- 1991年-1992年 GMBの社長兼マネージングディレクター；
- 1992年-1994年 執行副社長兼最高財務責任者；
- 1994年-1998年 GMのエグゼクティブバイスプレジデント兼ノースアメリカンオペレーションズの社長；
- 1998年-2000年 社長兼COO；
- 2000年-2003年 社長兼最高執行役員；
- 2003年 会長兼CEO。

15

20

25

30

カーコリアンとトラシンダ・グループ^[92]

GMが経営破綻に至るまで、GMの数多い株主の中で、最も注目されたのは、カーク・カーコリアン氏が率いるトラシンダ・グループ（以下「トラシンダ」）である。同氏は1990年代のクライスラー買収計画などで知られる著名投資家であり、トラシンダは2005年5月以降、GM株を買い増し、一時はGM株の九・九%を保有していた。

2006年2月、トラシンダ顧問のジェローム・ヨーク氏がGM取締役役に就任し、同年5月、トラシンダがGM、日産・ルノーに提携交渉を提案したと発表した。その後、実際に交渉が行われたが、10月に提携交渉が破談したことを受け、ヨーク氏がGM取締役役を辞任した。そして、11月よりトラシンダは、保有するGM株式の売却を開始し、12月1日までに完全売却を終え、GMから出ていった。

2005年 5月 カーコリアン氏のGM株買い付けが表面化（最終的な持ち株比率は9.9%）

2006年 2月 トラシンダ顧問のジェローム・ヨーク氏がGM取締役に就任

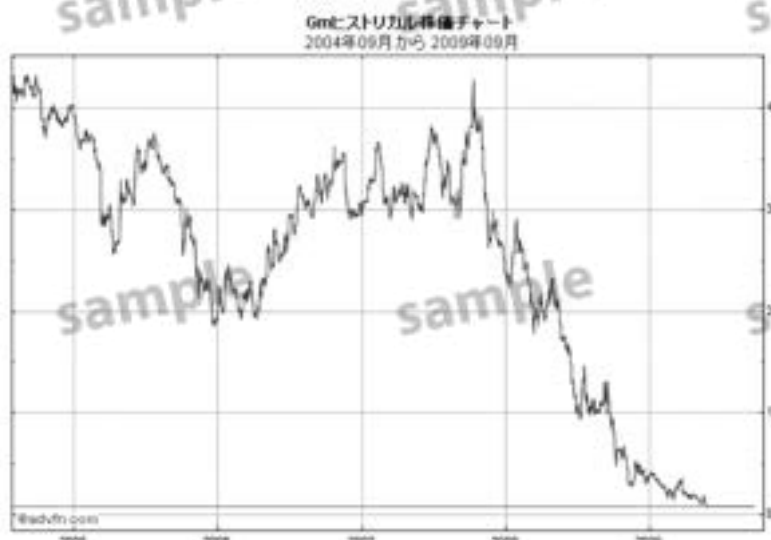
15 6月 トラシンダがGM、日産・ルノーに提携交渉を提案したと公表

10月 GM、日産・ルノーの提携交渉が破談に、ヨーク氏がGM取締役役を辞任

11月 GM株の売却を開始

12月 GM株を完全売却

20



[93]

30

[92] 日本経済新聞 2006年12月1日

[93] http://www.census.gov/compendia/statab/cats/wholesale_retail_trade/motor_vehicle_sales.html

成文法主義と不文法主義

ここで、成文法と不文法の違いを見てみたい。権限を持つ機関によって文字表記される形で制定されている法を成文法主義（制定法主義）といい、主にフランス・ドイツ・日本が多く採用している。対する不文法主義には慣習法や判例法などがあり、その内容が文章として固定されていないのが特徴である。英米法がこの不文法主義を多く取り入れている。詳細な定義は本書では触れないが、この違いが今回のチャプター 11 の適用で興味深い事象を浮かび上がらせる。

チャプター 11 は日本の民事再生法（参考資料を添付）に比較的近いと言われている。しかしその決定的な違いはダイナミズムであろう。民事再生法は、再生手続きの完了に平均で約半年と言われている。大企業にもなれば殊更長期間を要する。対してチャプター 11 は、GM、クライスラーほどの大企業であっても 1 か月強で完了に至った。政府主導という早期再建への特別条件があったにせよ、このような大企業においてこのスピード再建には驚かされる。

オバマ政権がクライスラーの早期再建にこだわったのも納得がいく。要するに米国法では判例・法源としての価値を作ることが大切であって、更に難解な GM 再建を控えている時にクライスラーで失敗するわけにはいかなかったのだ。

対して成文法の国、日本も例えば労働法^[94]（整理解雇の四要件など）^[95]など、当事者の合意を踏まえた契約ルールの立法化の難しさから、一種の判例法を形成したケースと言われているが^[96]、その効力の違いは大きい。日本は一つの「解釈」であって、英米法であれば「先例拘束性の原理」がある。その良し悪しは本書では議論しないが、同じ倒産に関する法整備においても根底にある法源によりその適用方法が変わってくるというのは非常に興味深い。

ガバナンス構造の大転換か・株主の相反する目的

～大株主である UAW・会社は誰のもの？～

今回の 2 社の再建で UAW が、クライスラーの筆頭株主(55%)、GM の大株主(39%ワラント含めず)になったことが非常に興味深いのだ。言わずもがな UAW というのは労働者の利害を代表して主張する組織であるが、それが株主となった現在、従来米国が広めてきた株主重視経営という観点から考えても何か居心地が違う。例えば、組合員は自分が所属する組合が所有している会社に対してストライキを打つのだろうか。まるで自分のスネをかじるかのようなものである。コスト削減のため

^[94] <http://www.roudouhou.biz/> より

^[95] 首相官邸ホームページ・司法制度改革の推進ページより（平成 15 年 3 月 28 日閣議決定）

^[96] 西村健一郎 日本労働研究雑誌 2008 年 11 月号

に工場の海外移転を行うのであろうか。UAW は将来的に利害の相反に出くわす可能性は高い。

5 こうも考えられる。従来、「会社は誰のものか？」という議論があった。よく比較に挙げられたのが、従業員重視経営の日本企業と株主重視経営の米国企業である。従業員を大切に過ぎる日本企業へのバッシング染みた議論もあった。米投資銀行が日本で辣腕を振った時に、日本企業は自らの経営理念に疑問を抱くこともあったのかもしれない。しかし、いずれフォードも GM・クライスラーと同じ運命になると言われている現在、従業員重視経営がふさわしいのか。もしくはやはり株主重視経営か正しいのか。もしくは他の経営体制、例えばドイツの株式会社 (AG) には、取締役会よりも上位の監査役会に労組代表を加えるルールがあり、新生 GM はこれに近いと見る意見もあるが^[97]、これが答えなのか。日本企業の経営理念も再点検する良いチャンスなのかもしれない。

10 UAW が極端な従業員保障を企業に強いてきたのは間違いない。その補償に甘んじてきたのは他ならない組合員である従業員なのだ。甘えるだけ甘えられた従業員たちは、これからどう考えるのか。今後の企業経営の在り方を問う、非常に興味深い大転換の時代に入ったのかも知れない。2010 年以降、「会社は誰のものか？」という議論は非常に面白くなるだろう。

米国での社会保障制度とは ～米国の制度破綻～

20 なぜこのように UAW に過度の権力が集中することになったのだろうか。自由を尊重する米国制度のネガティブな面の破綻とも言えるかもしれない。米国の社会保障制度は日本と比べて相当に見劣りする。その在り様は貧困国のようだと言われている。米国には国民皆保険制度がなく、国民全員が十分な医療を受けられる保証はない。また、米国では国民の老後保障は企業が主体であり、「OASDI」と呼ばれる公的年金も平均で 16 万円程度の受給額である。政府が主体である日本と比べると明らかに少ない^[98]。

25 従業員退職所得保障法 (ERISA) などで補強されたこれらの制度は、政府でも先行きを不安視するような従業員の社会保障を私企業に提供し続けさせている。矛盾を孕んでいるシステムであり、いずれ破綻することは明白であった。資本主義を尊び、政府の介入を嫌う米国企業の哲学を背景に、米政府は社会保障を充実させずに個別企業の労使協定に任せてきた。そのツケが今になって政府そして米国民が支払わされているのである^[99]。全国民のツケを全国民で払うのはまだ納得がいく。しかし、UAW は全米で有数規模とは言え、特定産業^[100]の労働組合である。米

30 ^[97] 日経ビジネス 2009 年 5 月 11 日

^[98] 日本経済新聞 2009 年 6 月 6 日

^[99] 日本経済新聞 2009 年 6 月 19 日

^[100] 自動車産業・農業・航空宇宙産業 (正式名称: International Union, United Automobile, Aerospace and Agricultural Implement workers of America)

国民の7割がGM・クライスラー支援に反対したという感情も理解できる。

興味深いことに、年金についてはGMとクライスラーともにチャプター11を申請後も、PBGCからの年金保証は発動されなかった。クライスラー年金基金はダイムラーが負担し、GM年金基金は新生GMが負担をする。大企業は破綻してもなお年金基金から逃れられないのだろうか^[101]。

サブプライム・ローン問題による米国の金融機関の破綻は、単なるリスク管理の失敗というものではなかったという議論が続いている。近年チャプター11を申請した企業の多くが、この過度に手厚い福利厚生が原因であったことは周知の通りである。GMの破綻も企業単体の経営問題、例えば新技術の開発を怠っていたということに責任がある、と見るだけでは問題の本質を見誤る可能性があることは、今まで見てきた通りである。

GMとクライスラーの破綻は、確かに今回の金融危機がトリガーになっていることは間違いない。しかし、その経営危機に至る根本的な経営問題は金融危機以前から内包していたのは明らかであった。2009年は、米国を代表する2社の破綻が米国資本主義・社会システムの転換点の象徴の年になるのかもしれない。

^[101] 野村亜紀子 資本市場クォーターリー 2009 Summer 野村資本市場研究所

Chapter 11 of the United States Bankruptcy Code ^[102]

(連邦倒産法第 11 章)

5

連邦倒産法第 11 章（以降「チャプター 11」）はしばしば再建型倒産法と言われている。チャプター 11 の申し立ては債務者の自己申し立て (Voluntary Petition) もしくは債権者の非自己申し立て (Involuntary Petition) どちらからも可能 ^[103] であり、おおよそ 1,000 ドル前後の費用負担をしなければならないが、分割支払いも可能であるため、会社個人を問わず比較的利用しやすい制度と言えるだろう。また、州裁判所には、倒産手続きを行う機能はないので、倒産手続きに関する裁判は、連邦破産裁判所で行われる。これからチャプター 11 の概要を説明する。

1. 占有債務者 (Debtor in possession)

15 特徴の一つは「debtor in possession (占有債務者)」という制度であり、これは再建途上においては債務者が債務者所有の資産を保持し続けることを指す。利害関係者の申し立てにより裁判所が事業の継続を禁止しない限り、占有債務者が管財人とほとんど同様の権限を持ち、事業を継続することができる。

20 即ち、経営陣は「通常営業行為」(Ordinary Course of Business) に関する経営権、資産管理処分権を維持することができる。但し、通常営業行為の範囲を越える行為については都度裁判所の許可を要する。債務者の経営に著しい問題があり、利害関係人の申し立てにより裁判所が必要と判断する場合以外は、管財人は任命されないのが通常だ。

2. 連邦管財官 (The U.S. trustee or bankruptcy administrator)

25 連邦管財官 (The U.S. trustee or bankruptcy administrator) はチャプター 11 の進捗状況をモニターし、運営を指導する中心的な役割を担う。もしチャプター 11 の進捗に支障が生じ、チャプター 7 ^[104] へ移行する場合は、そのまま管財人となることもできる。

債権者との協議の場も設置する。” Section 341 meeting” と呼ばれる債務者と債権者との

30 ^[102] The Federal Judiciary’s website (<http://www.uscourts.gov/bankruptcycourts/bankruptcybasics/chapter11.html>) より

^[103] 債権者からの申し立ての場合は合計 1 万ドル以上の無担保債権を有する 3 名以上の連名で申し立てが為されることを要する。(財務省ホームページより)

^[104] 連邦破産法第 7 章 (破産手続き)

会議を設け質疑応答を行い、また、債権額の大きな順に7名（社）の無担保債権者から成る債権者委員会を編成する。この委員会は無担保債権者の権益を代表し、債務者の行動や業況の調査、再建計画策定への参画などを行う。また裁判所の許可を得て委員会の義務を他の弁護士や再建のプロに委託することもでき、場合によっては占有債務者を解任し、管財人（trustee）の選任を申し立てることもできる。法律により、占有債務者は四半期ごとに連邦管財官に手数料を支払わなければならない。

もし占有債務者が連邦管財官への報告を怠るなどして手続きに不備が生じた場合には、裁判所は、連邦倒産法その他章への移行（例えばチャプター7）またはチャプター11の手続きを廃止する可能性がある。

3. 再建計画（Plan）

債務者は救済命令の日から120日間優先的に再建計画（Plan）を提出することができる。この期間内に債務者が再建計画を提出しなかった場合に限り、債権者や株主など他の利害関係者にも再建計画提出権が発生する。通常、債務者は資産や負債などの情報を書面で開示しなければいけないが、これらの情報の要求量は裁判所の自由裁量が許されており、例えば零細企業の場合には個別の書面の作成は免除され、再建計画のみの提出で済まされる場合もある。

再建計画の認可手続きは以下の通りである^[105]。

- ① 組み分け：債権者は債権の種類に応じて組み分けされる。日本の会社更生法の手続きにほぼ同じ。
- ② 各組毎に再建計画に対する諾否投票が行われ、投票債権者数の過半数かつ投票債権総額の2/3以上の賛成が得られた場合は、その組は再建計画に同意したものと見なされる。
- ③ 投票の結果下記の場合、裁判所は再建計画を認可する。
 - (ア) Plan が利益適合の原則（今破産させた場合よりも多くの配当を債権者、株主が受領できることを要件とする原則）を満たしており、且つ
 - (イ) 全ての組が同意したか、又は
 - (ウ) 少なくとも一つ以上の組が同意しており、且つ同意しなかった組の権利が公正・衡平の原則に照らして不当に差別されていない場合には、裁判所は再建計画を認可する。

^[105] 財務省ホームページ (<https://www.mof.go.jp/jouhou/kokkin/tyousa/tyou0011.pdf>)

4. 債務者資産の保全 (Automatic Stay)

企業はそのオーナーや株主とは別の主体である。ゆえに企業におけるのチャプター 11 の場合は、株主に対して出資以上の保証を求めることはない。一方、個人事業主のような個人資産と事業資産の区別が明確ではない場合は、その全てが補償の対象になってしまうこともある。

自己申し立て、非自己申し立てを問わず、申し立てと同時に債務者に対するすべての債権回収行為が停止される (Automatic Stay)。担保権の実行も一旦停止されるが、その後は担保権者の申し立てにより、債務者の再生には不必要と認められる不動産などの場合は担保権の実行も許可される場合がある。

5. 財産移転の否認 (Avoidable Transfers)

占有債務者または管財人はいわゆる「否認権」(avoiding) を持つ。この権利は倒産手続き前の一定期間に起きた現金や不動産の移動を取り消すことが出来、債権者への弁済を可能にする目的のものである。特に内部事情に深くかかわっている関係者 (insiders) への移転は倒産手続きの 1 年前まで遡り、取り消すことができる。

6. 請求 (Claims)

日本の民事再生手続上において債権者による再生債権の届け出に当たると推定されるのが請求 (Claims) である。倒産法によれば、請求は (1) 支払われる権利もしくは (2) 支払われる権利が不履行になった場合への公平な救済策を求める権利のことを言う。

債務者が提出した明細書の中に債権の存在が明示されている場合には問題はないのだが、明示されていない場合には債権者は、その債権が存在することを書面にて証明をしなければならない。債権が明細書に記載されているかどうかを調べ、債務者に明細書を修正させるのは債権者の義務である。また、明細書が修正された場合は、債務者は債権者にその旨を通知しなければならない。もしこの手続きを怠った場合には、再生手続きに参加することが出来ず、分配 (弁済) も受けることが出来なくなる可能性がある。

7. 移行または手続廃止 (Conversion or Dismissal)

CHAPTER 11 申請中の債務者は一定の条件を満たすと、一度だけ CHAPTER 7 に移行する絶対的な権利を有する。また、この移行または手続廃止が債権者とその財産にとって理に適うものであり、聴聞会を開いた後に申し立てによることで裁判所はこれを認めなければならない。

また、債務者が裁判所への各種報告を怠った場合や、債権者集会への欠席、連邦管財官への情報提供の怠り、再建計画の未達成などでも CHAPTER 11 の手続廃止となる。

米国倒産法における労働債権の取り扱い

GM は負の遺産いわゆる手厚い福利厚生に悩まされていたと言われている。一般的に米国企業が CHAPTER 11 を申請する場合に、労働債権はどのように扱われるかを考察する必要がある。債権の優先順位は以下のようになる^[106]。

1. 担保債権
2. 事業を継続する場合の通常取引債務 (随時支払)
3. 無担保優先債権
 - ① 管理費用債権
 - ② 非自己申し立て後、救済命令により倒産手続きが開始されるまでの間の取引によって生じた債権
 - ③ CHAPTER 11 申請前 90 日間に獲得された賃金等。上限は 1 人当たり 4,000 ドル。
 - ④ CHAPTER 11 申請前 180 日間に提供された役務の対価としての employee benefit plan への拠出金。上限は 1 人当たり 4,000 ドルから、第 3 順位の賃金等債権と他の employee benefit plan への拠出金を差し引いた額を限度とする。
 - ⑤ ~ ⑦ (中略)
 - ⑧ 公的機関が有する所得税などの税等
4. 無担保一般債権
金融機関による貸付債権、取引業者の売掛債権、社債権者の債権等。
5. 劣後債権
共同債務者の求償債権等。

[106] アメリカ倒産手続きにおける労働債権の取り扱い (未定稿) 2002 年 藤原清明 p7

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

上記のように賃金等は無担保優先債権の第3位、企業年金(確定給付型、確定拠出型)、医療保険、生命保険、傷害保険などにあたる employee benefit plan については第4位である。GMのチャプター11申請に深く関連するであろう後者については、ERISA(Employee Retirement Income Security Act, 退職者所得確保法)の対象となっているものが多く、特に確定給付型の企業年金については、支払保証制度(PBGC)が設けられている。

ところが、労働債権の取得時期を巡って判例が分かれており、法廷論争が長引く可能性が高い。2001年にチャプター11を申請したEnronの場合、法廷論争を回避し、当事者間で労働債権に関する合意が形成され、労働債権は実質的に法定以上に確保されたという。

一見、米国における労働債権は上記のように厳しい制限が設けられているようだ。しかし、結論から言うと、かなり高い優先権を得ている。手厚すぎる従業員の保障についても然りである。この理由はGMとクライスラーの破綻・再生の顛末に何かしらの答えを見つけられるかもしれない。

15

20

25

30

[107] アメリカ倒産手続きにおける労働債権の取り扱い(未定稿) 2002年 藤原清明 p22

民事再生手続

日本における倒産手続は、大まかに私的整理^[108]と法的整理に分けることができる。また、その企業または法人格を清算するのか、あるいは再建を図るのかという軸で分けることができる。民事再生手続（民事再生法）とは、従来用いられてきた和議法の流れを踏まえ、より使い勝手の良い再建型倒産法制の構築を目指して2000年に施行された法的整理を代表する手法である。2000年には株式会社そごう、2001年には株式会社マイカル^[109]、株式会社洋菓子のヒロタ、2003年には福助株式会社や株式会社東ハトが適用を受けた。

民事再生法の最大の特徴は、①迅速な処理（再生計画決議まで5～6か月）②債権者同意要件の緩和（出席債権者の過半数かつ、総債権額の2分の1以上で可決）③経営者が経営を継続できる（Debtor in Possession）④法人・個人を問わず、また破産状態でなくても申請可能⑤（債権者にとっては）担保権があれば別除権者として再生計画外で債権回収を図ることができる^[110]、ということが挙げられる。

従来の私的整理では多数の利害関係者が存在する中で、内々で特定の債権者との合意形成するのみで情報開示が不徹底であり、特定の関係者に負担が集中する（いわゆる「メイン寄せ」など）という不公平が生じるなど、企業再建を図る上で問題が生じることが多い。

ここで注目されているのが、「プレパッケージ型民事再生」という手法である。プレパッケージ型民事再生とは、主要な債権者との事前合意を経て法的整理の枠組みを活用することで、多数決原理に基づく法的な強制力を持ちつつも迅速な再生を可能とする再生手法である^[111]。代表的な事例として、MKS パートナーズ（企業再生ファンド）が福助株式会社の再生に当手法を用いたことが挙げられる。

民事再生法における債権の取り扱い

債権は大まかに①無担保一般債権（一般再生債権など）②担保付債権（別除権、更生担保権）③優先債権（租税債権、労働債権など）があり、①は多数決でカットできるが、②については別除権^[112]が行使され事業再生に影響を及ぼしかねない。この場合、再生債務者は当該別除権

^[108] 債務者と債権者などの当事者間で任意の合意に基づく倒産手続。

^[109] 2001年に申請、同年会社更生法に切り替え

^[110] 企業再生の実務 企業再生実務研究会 金融財政事業研究会 p297

^[111] ケースブック企業再生 慶應ビジネススクール・ターンアラウンド研究会 中央経済社 p15

^[112] 担保権の実行を、倒産手続とは別に行って債務者所有の担保権の目的財産から優先的に弁済を受けることができる地位のことを指す。

の対象になっている財産の評価相当額を別除権者（担保権者）に対して支払うことにより担保目的物（事業資産など）の受戻しを行うことになるが、その支払いが長期間にわたる分割払いの場合には、その支払い期間中は別除権の実行を猶予する内容の協定書を別除権者と締結しておく必要がある^[113]。2001年3月にフットワークエクスプレス株式会社が民事再生手続き申し立て後に2002年会社更生法に変更した経緯は、この別除権者との調整が難航した影響が大きいと言われている^[114]。

別除権の次に優先されるものが③の優先債権と言われる労働債権である。法律上の倒産手続においては、賃金等の労働債権については、一定の範囲について優先権が与えられているが、会社等に残された財産の状況によっては、賃金の支払が遅れたり、カットされたりする可能性もある。また、それぞれの法律に定められた倒産手続に拘束される債権の弁済を受けるためには、手続に従って裁判所に届け出ることが必要である。

民事再生手続きの流れ^[115]（概要）

1. 裁判所による保全処分等

裁判所は債務者からの再生手続の開始申立てを受理すると、資産の散逸を防ぐために、裁判所命令が下される以前の債務の支払を禁止する（保全処分命令）。必要であれば、その後速やかに監督委員（弁護士等）を選任し、再生債務者の重要な財産上の行為に同意を与え、再生債務者から報告を受けるほか、裁判所に対して一定の事項について報告を行い、再生計画を監督する。

2. 債権者説明会

再生手続き申立後、再生債務者は債権者に対する説明会を開催し、債権者に対して、再生手続きに至った経緯、今後の事業継続と再建についての概略を説明し、各債権者への協力を要請する。

3. 再生手続開始決定

裁判所は、再生債務者の再生の可能性について検討し、再生の見込みがあると判断すると、再生手続開始決定をする。同時に、債権届出期間及び債権調査期間を定めて全再生債権者に書面で通知し、各再生債権者は、その通知書に同封されている債権届出書に自己の債権額等必要事項を記入し、債権届出期間内に裁判所に債権届出をする。

^[113] 事業再生士補（ATP）基礎講座・法律 株式会社 TTM p136

^[114] ケースブック企業再生 慶応ビジネススクール・ターンアラウンド研究会 中央経済社 p200

^[115] 標準的な内容として挙げている

4. 再生手続開始後

原則として、再生債務者は再生手続が開始された後も事業を継続する。裁判所は、再生債務者が一定の行為をする場合に裁判所の許可を得なければならない行為を定めることにより、再生債務者の業務遂行を監督することができる。また、監督委員は、再生債務者の財産や業務について調査、検査を行う権限を与えられる。

5

5. 債権者集会

再生債務者は、届け出のあった再生債権を調査し、事業計画や債務の弁済計画等を盛り込んだ再生計画案を作成して裁判所に提出し、裁判所はこの再生計画案について決議するための債権者集会を開く。

6. 再生計画の実行

上記の債権者集会にて再生計画案が可決（出席者の過半数かつ議決権行使可能な再生債権者の総議決権の2分1以上の同意）され、裁判所が再生計画の認可を決定すると、再生債務者は再生計画の実行に入り、計画に基づいて債務の弁済を開始する。

10

7. 民事再生手続の終結または廃止

監督委員が選任されている場合には、再生計画が遂行されたとき、または、認可の決定が確定してから3年が経過したときに、裁判所は再生手続終結の決定をし、再生債務者は裁判所の監督から離れることになる。

15

民事再生開始申立が棄却される場合や認可決定後に再生の見込みなしとして再生手続が廃止される場合には、裁判所は、当該再生債務者に破産原因たる事実があると認めるときは、職権で破産法に従い、破産の宣告をすることができる。

20

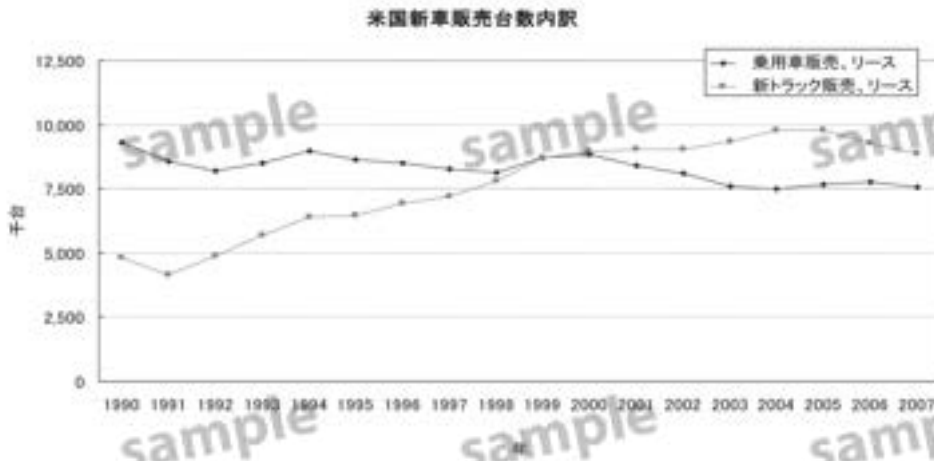
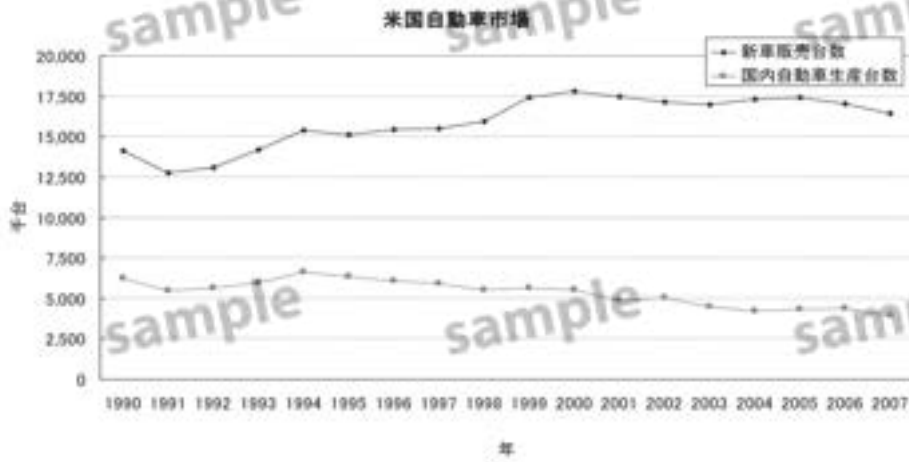
25

30

付属資料

米国新車販売統計データ

(source: http://www.census.gov/compendia/statab/cats/wholesale_retail_trade/motor_vehicle_sales.html)



米国ガソリン価格統計データ

(source: http://www.census.gov/compendia/statab/cats/prices/fuel_prices.html)



ゼネラル・モーターズ

連結損益計算書

(Dollars in millions, except per share amounts)

| Years Ended December 31, | 2008 | 2007 | 2006 |
|--------------------------|-------------|-------------|------------|
| 純売上 | | | |
| 自動車販売売上 | \$ 147,732 | \$ 177,594 | \$ 170,651 |
| 金融・保険売上 | 1,247 | 2,390 | 33,816 |
| 純売上合計 | 148,979 | 179,984 | 204,467 |
| 費用 | | | |
| 自動車販売原価 | 149,311 | 165,573 | 163,214 |
| 販売管理費 | 14,253 | 14,412 | 13,650 |
| 金融・保険サービス費用 | 1,292 | 2,209 | 29,188 |
| その他費用 | 5,407 | 2,099 | 4,238 |
| 費用合計 | 170,263 | 184,293 | 210,290 |
| 継続事業損失 | (21,284) | (4,309) | (5,823) |
| 資本的損失 GMAC LLC (Note 9) | (6,183) | (1,245) | (5) |
| 自動車事業及びその他事業に関する支払利息 | (2,345) | (2,983) | (2,642) |
| 自動車事業及びその他非継続事業からの利子収入 | 424 | 2,284 | 2,812 |
| 税金前利益 (継続事業) | (29,388) | (6,253) | (5,658) |
| 税金 | 1,766 | 37,162 | (3,046) |
| 税引き後資本収入 | 186 | 524 | 513 |
| 少数株主利益 (純額) | 108 | (406) | (324) |
| 継続事業損失 | (30,860) | (43,297) | (2,423) |
| 非継続事業 | | | |
| 非継続事業からの純収益 | - | 256 | 445 |
| 非継続事業の売却からの純収益 | - | 4,309 | - |
| 非継続事業からの純収益収益 | - | 4,565 | 445 |
| 純損失 | \$ (30,860) | \$ (38,732) | \$ (1,978) |
| EPS, 基本、希薄化後 | | | |
| 継続事業損失 | \$ (53.32) | \$ (76.52) | \$ (4.29) |
| 非継続事業 | - | 8.07 | 0.79 |
| EPS, 基本、希薄化後 (損失) | \$ (53.32) | \$ (68.45) | \$ (3.50) |
| 加重平均普通株式 | 579 | 566 | 566 |
| 一株当たり現金配当 | \$ 0.5 | \$ 1 | \$ 1 |

(GM Annual report 2008 U.S. Securities and Exchange Commission FORM 10-K より作成)

ゼネラル・モーターズ
連結貸借対照表

| December 31, | 2008 | 2007 |
|--|-----------|------------|
| 資産 | | |
| 流動資産 | | |
| 現金及び現金同等物 | \$ 13,953 | \$ 24,549 |
| 有価証券 | 13 | 2,139 |
| 現金及び現金同等物、有価証券計 | 13,966 | 26,688 |
| 売掛金、受取手形 | 7,711 | 9,659 |
| 在庫 | 13,042 | 14,939 |
| オペレーティングリースの機器等 | 3,363 | 5,283 |
| その他流動資産 | 3,142 | 3,566 |
| 流動資産計 | 41,224 | 60,135 |
| 金融・保険事業用資産 | | |
| 現金及び現金同等物 | 100 | 268 |
| 投資有価証券 | 128 | 215 |
| オペレーティングリースの機器等 | 2,221 | 6,712 |
| 純資産 GMAC LLC | 491 | 7,079 |
| その他資産 | 1,567 | 2,715 |
| 金融・保険事業用資産計 | 4,507 | 16,989 |
| 固定資産 | | |
| 非連結子会社の純資産 | 1,655 | 1,919 |
| 土地 | 39,656 | 43,017 |
| のれん、無形資産 | 265 | 1,066 |
| 繰延税金資産 | 98 | 2,116 |
| 前払い年金 | 109 | 20,175 |
| その他資産 | 3,533 | 3,466 |
| 固定資産計 | 45,316 | 71,759 |
| 資産 計 | \$ 91,047 | \$ 148,883 |
| 負債 及び 株主資本 | | |
| 流動負債 | | |
| 買掛金 | \$ 22,236 | \$ 29,439 |
| 短期借入金 | 15,754 | 6,047 |
| 未払費用 | 35,921 | 34,024 |
| 流動負債計 | 73,911 | 69,510 |
| 金融・保険事業負債 | | |
| 買掛金 | 23 | 30 |
| 借入金 | 1,192 | 4,908 |
| その他負債及び繰延税金負債 | 607 | 875 |
| 金融・保険事業負債計 | 1,822 | 5,813 |
| 固定負債 | | |
| 長期借入金 | 29,594 | 33,384 |
| 年金以外の退職前福祉 | 28,919 | 47,375 |
| 年金 | 25,178 | 11,381 |
| その他負債及び繰延税金負債 | 16,963 | 16,900 |
| 固定負債計 | 100,654 | 109,040 |
| 負債 計 | 176,387 | 184,363 |
| Commitments and contingencies (Note 18) | | |
| 少数株主持ち分 | 814 | 1,614 |
| 株主資本 (欠損) | | |
| 優先株式, no par value, authorized 6,000,000 shares, no shares issued and outstanding | - | - |
| 優先株式, \$0.10 par value, authorized 100,000,000 shares, no shares issued and outstanding | - | - |
| \$1 ² /3 par value common stock (2,000,000,000 shares authorized, 800,937,541 and 610,483,231 shares issued and outstanding at December 31, 2008, respectively, and 756,637,541 and 566,059,249 shares issued and outstanding at December 31, 2007, respectively) | 1,017 | 943 |
| 資本余剰 (主に追加払込資本1) | 15,755 | 15,319 |
| 累積損失 | (70,610) | (39,392) |
| その他累積包括損失 | (32,316) | (13,964) |
| 株主資本 (欠損) | (86,154) | (37,094) |
| 株主資本、少数株主持分、負債 計 | \$ 91,047 | \$ 148,883 |

(GM Annual report 2008 U.S. Securities and Exchange Commission FORM 10-K より作成)

ゼネラル・モーターズ
連結キャッシュフロー (Dollars in millions)

| | 2008 | 2007 | 2006 |
|---|-------------|-------------|-------------|
| 営業活動からのキャッシュフロー | | | |
| 純損失 | \$ (30,860) | \$ (38,732) | \$ (1,978) |
| 非継続事業からの収入 | - | 4,565 | 445 |
| 継続事業からの損失 | (30,860) | (43,297) | (2,423) |
| 継続事業損失と継続事業からの純キャッシュフローの調整 | | | |
| 減価償却、減損損失等 | 10,014 | 9,513 | 10,885 |
| モーゲージサービス権等の償却 | - | - | 1,021 |
| のれん減損損失 | 610 | - | 828 |
| デルファイ関連の負債 | 4,797 | 1,547 | 500 |
| 外国為替損益 | (1,705) | 661 | 337 |
| GMAC 売却損 (Loss on sale of 51% interest in GMAC) | - | - | 2,910 |
| GMAC 投資の減損 | 8,100 | - | - |
| 非連結子会社からの未分配収入 | (727) | 293 | (135) |
| 信用損失への準備金 | - | - | 1,799 |
| 信用売り債権売却からの収入 | - | - | (1,256) |
| 投資有価証券売却からの収入 | - | - | (1,006) |
| OPEB 費用 | (2,115) | 2,362 | 3,567 |
| OPEB 支払 | (3,831) | (3,751) | (3,802) |
| VEBA/401 (h) 引き出し | 1,355 | 1,694 | 3,061 |
| 年金費用 | 4,862 | 1,799 | 4,911 |
| 年金拠出 | (1,067) | (937) | (1,032) |
| 退職給付、自動車購入券 | - | - | (325) |
| モーゲージ・ローンの変更 | - | - | (21,578) |
| モーゲージ債権の変更 | - | - | 427 |
| 繰延税金への準備金 | 1,163 | 36,977 | (4,166) |
| その他投資の変更 | (366) | 663 | (477) |
| その他事業資産などの変更 | 94 | (3,412) | (8,512) |
| その他 | (2,389) | 3,395 | 2,116 |
| 継続事業からの純キャッシュフロー | (12,065) | 7,507 | (12,350) |
| 非継続事業からのキャッシュフロー | - | 224 | 591 |
| 営業活動からのキャッシュフロー | \$ (12,065) | \$ 7,731 | \$ (11,759) |
| 投資活動からのキャッシュフロー | | | |
| 所有物への経費 | \$ (7,530) | \$ (7,542) | \$ (7,902) |
| 有価証券への投資 | (3,771) | (10,155) | (28,062) |
| 有価証券流動化からの収入 | 5,866 | 8,119 | 31,081 |
| オペレーティングリースへの投資 | - | - | (17,070) |
| オペレーティングリース流動化からの収入 | 3,610 | 3,165 | 7,039 |
| モーゲージサービス権の変更 | - | - | (61) |
| 信用債権の増加 | - | - | (1,160) |
| 信用債権売却からの収入 | - | - | 18,374 |
| GMAC 株売却からの収入 | - | - | 7,353 |
| 非継続事業売却からの収入 | - | 5,354 | - |
| ビジネスユニット等売却からの収入 | 232 | - | 10,506 |
| 不動産売却からの収入 | 347 | 332 | 546 |
| GMAC への資本注入 | - | (1,022) | - |
| 企業投資 | (1) | (46) | (357) |
| 受取手形の変更 | (430) | 34 | (36) |
| 拘束性現金の変更 | (87) | 23 | (530) |
| その他 | - | - | 5 |
| 継続投資事業からの純キャッシュフロー | (1,764) | (1,738) | 19,726 |
| 非継続投資事業からのキャッシュフロー | - | (22) | (31) |
| 投資活動からのキャッシュフロー | (1,764) | (1,760) | 19,695 |
| 財務活動からのキャッシュフロー | | | |
| 短期借入金の増減 | (4,100) | (5,749) | 7,030 |
| UST 設備資金への借入 | 4,000 | - | - |
| 長期借入金 | 5,928 | 2,131 | 79,566 |
| 長期借入金への支払い | (1,702) | (1,403) | (92,290) |
| 株主配当支払い | (283) | (567) | (563) |
| その他 | - | - | 2,487 |
| 継続財務活動からのキャッシュフロー | 3,843 | (5,588) | (3,770) |
| 非継続財務活動からのキャッシュフロー | - | (5) | 3 |
| 財務活動からのキャッシュフロー | 3,843 | (5,593) | (3,767) |
| 現金及び現金同等物への為替換算調整 | (778) | 316 | 365 |
| 現金及び現金同等物の増減 | (10,764) | 694 | 4,534 |
| GMAC 売却に際しての現金純収入 | - | - | (11,137) |
| 期首現金及び現金同等物 | 24,817 | 24,123 | 30,726 |
| 期末現金及び現金同等物 | \$ 14,053 | \$ 24,817 | \$ 24,123 |

(GM Annual report 2008 U.S. Securities and Exchange Commission FORM 10-K より作成)

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

不 許 複 製

慶應義塾大学ビジネス・スクール