

GMによるチャプター・イレブンを活用した再建の行方

吉川 浩史

■ 要 約 ■

1. 米国最大の自動車メーカーであったゼネラル・モーターズ（GM）が、2009年6月1日、チャプター・イレブンの適用を申請した。同社の破綻は米国史上4番目の規模で、製造業では最大の破綻事例となった。
2. GMは2007年まで世界の新車販売台数で首位を維持してきたが、自動車事業は2001年度から赤字となっていた。収益源となっていた金融事業でも、今般の金融危機により大幅な赤字を計上したため、一層業績が悪化し、破綻へと至った。
3. 破綻の背景には、退職者に手厚い年金及び医療費の給付があり、その負担がコストの上昇や負債の増加を通じて財務状態を悪化させていた。特に、米国内の従業員向け年金では、1994年と2003年の2回にわたって積立不足解消のために多額の拠出が行われたが、2008年末時点には再び積立不足が増加し、136億ドルに上っていた。確定給付型年金における積立不足の増加が、負債増加の一因になってしまったといえる。
4. GMは、財務省から融資を受けるとともに再建策の提出を求められたが、債権者との交渉が難航し、チャプター・イレブンの下での再建を模索することとなった。再建スキームでは、GMの優良ブランド及び資産を新GMに譲渡し、債権者には債権と引き換えに新GMの株式を提供する、デット・エクイティ・スワップが用いられる。
5. 7月5日、GMによる事業譲渡が連邦破産裁判所より承認され、新GMにおいて自動車事業の再建が進められる。財務省は新GMの事業運営には関与しないとしているが、公的資金の回収については、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。

I GMのチャプター・イレブン申請

米国最大の自動車メーカーであったゼネラル・モーターズ（GM）が、2009年6月1日、連邦破産法第11章（チャプター・イレブン）の適用を申請した。総資産額 823 億ドル

(2009年3月末時点)のGMの破綻は、リーマン・ブラザーズ(チャプター・イレブン申請時の総資産額6,910億ドル)、ワシントン・ミュージアル(同3,279億ドル)、ワールドコム(同1,040億ドル)に次ぐ、史上4番目の規模となり、製造業では米国最大の破綻となった¹。

1908年に米国ミシガン州で設立されたGMは、1931年から2007年までの77年間にわたり世界の新車販売台数で首位を維持し、米国企業の象徴的存在であった²。しかし、1970年代より小型車の販売を伸ばす日本車メーカーに押された上、年金及び退職者向け医療費給付の負担が次第に重くなっていた。さらに2007年後半以降は金融危機により資金繰りが悪化したため、GMは財務省から2008年12月、2009年4月、5月と3回にわたり融資を受け、加えて2009年6月1日を期限とする再建計画の提出を求められた。

GMは経営再建のため、債務の削減、ブランド車種への経営資源の集中といったリストラや、環境技術の開発投資を迅速に進める必要があった。しかし、債権者がGMから提案されたデット・エクイティ・スワップを受け入れず、1,728億ドルに上る債務の削減交渉が難航したため、GMは6月1日にチャプター・イレブンを申請し、7月5日、裁判所から再建に伴う事業譲渡の承認を得た。本稿は、チャプター・イレブンの申請に至ったGMについて財務的側面から考察し、再建スキームを概観するとともに、今後の見通しを探る。

II 自動車事業の不振と金融事業の赤字転落

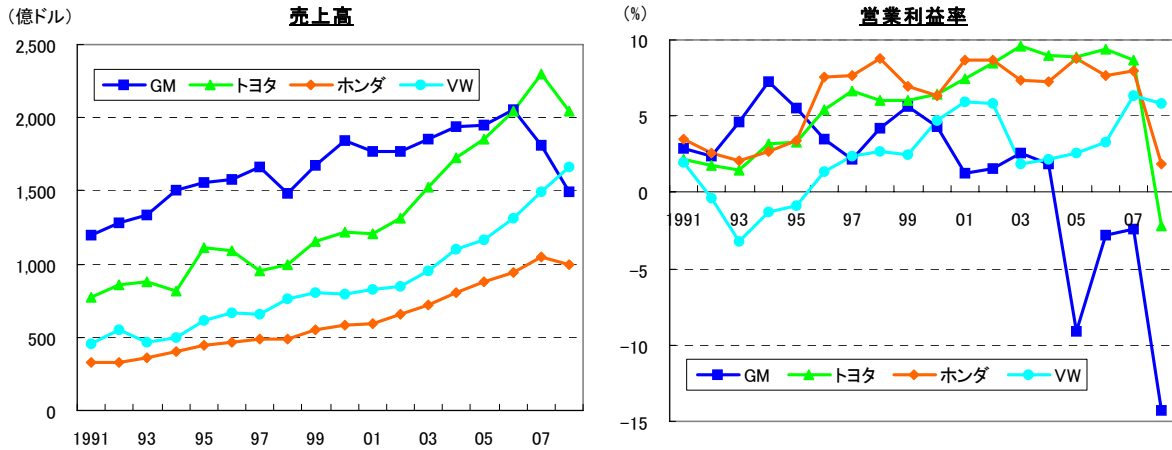
GMは他の自動車メーカーと同じく、自動車の製造・販売と販売金融を主力事業として成長を遂げてきた。原油価格が高騰する前の2006年度までは売上高が順調に増加し、トヨタ自動車(以下、トヨタ)や本田技研工業(以下、ホンダ)、現在世界第2位の独フォルクスワーゲン(以下、VW)を上回っていた(図表1)。しかし、原油価格の高騰により一層低燃費の小型車が選好されるようになると、2007年度にGMの売上高は1,811億ドルと、2,299億ドルに達したトヨタに抜かれ、2008年度には新車販売台数でも77年間守ってきた首位を明け渡すこととなった。

しかし、業績悪化の兆候はそれ以前より見られ、営業利益率では1994年度に7.2%を記録してから低下傾向に入っており、1996年度以降はトヨタ及びホンダを下回り、2005年度以降は営業赤字となっている。自動車事業と金融事業に分けると、自動車事業は2001年度から赤字となっており、その後2004年度までは金融事業の利益で補うことによってGM全体が黒字を達成していたことが見て取れる(図表2)。

¹ “The Largest U.S. Bankruptcies”, *BusinessWeek*, 5/31/2009 参照。

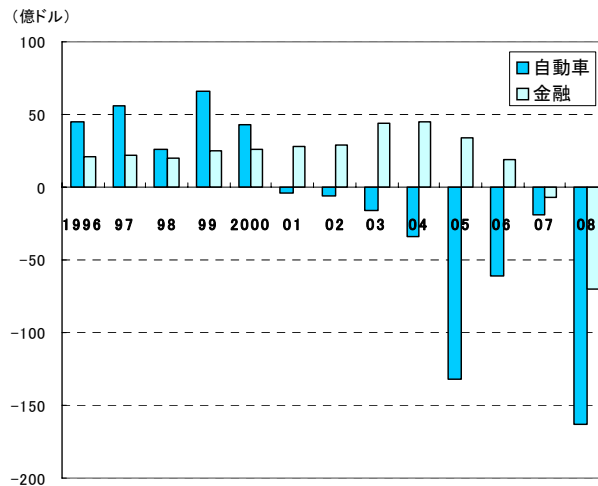
² Kendra Marr, “Toyota Passes General Motors As World’s Largest Carmaker”, *The Washington Post*, 1/22/2009 参照。

図表1 大手各社の売上高と営業利益率の推移



(出所) ブルームバーグより、野村資本市場研究所作成

図表2 税引前利益 (部門別)



(注) 1995年度以前は非開示。

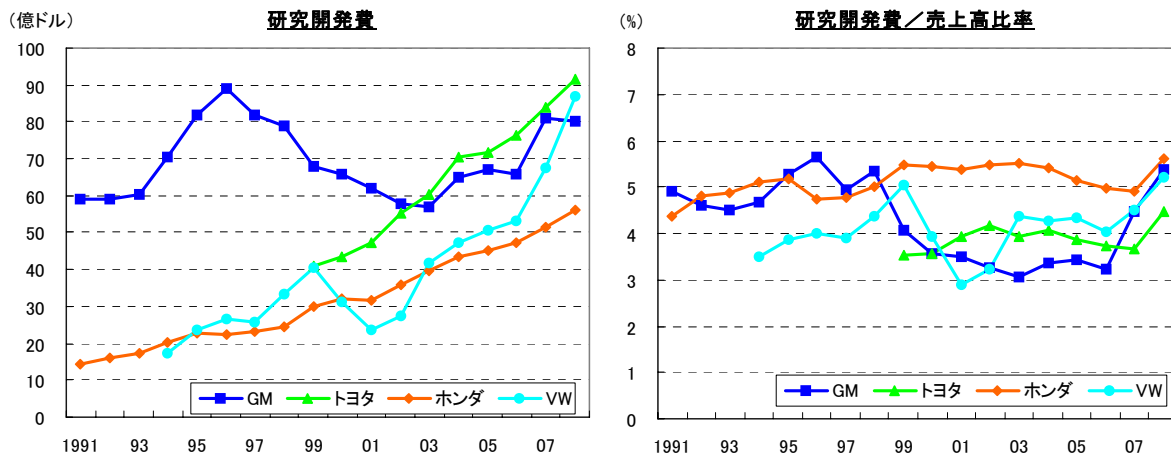
(出所) GM 開示資料より、野村資本市場研究所作成

自動車事業不振の背景には、消費者の需要が低燃費の小型車にシフトする中で、トヨタとの小型車の合弁事業やいすゞ・スズキ等へ出資を活かせず、開発が遅れがあったと指摘されている³。GMの研究開発投資は、1996年より投資額が削減され、1998年からは売上高に対する比率も低下している(図表3)。それに対し、トヨタやホンダは売上高の増加に伴って研究開発投資も増やしており、売上高に占める割合ではそれぞれ3.5~4.5%、4.7~5.6%という水準を安定的に維持している。2008年度に各社の比率が上昇していることについては、研究開発投資の増加に加え、経済減速による売上高の減少が影響している。

³ “General Motors Corporation”, *The New York Times* 参照。

また、近年の GM の収益源となっていた金融事業については、子会社で、北米最大のオートローン提供会社の GMAC⁴に担われていた。GMAC は、オートローンの提供とその証券化が主力事業であるが、同時に GMAC の子会社の ResCap を通じて不動産ローンの組成、証券化とその販売によっても利益を上げていた。純利益への貢献では、自動車部門が 1999 年度の 69% から 2005 年度の 38% に低下する一方、不動産部門は同期間に 17% から 44% に上昇していた（図表 4）。不動産部門への依存が大きくなっていったため、今般の金融危機によって 2007 年度以降、GM の金融事業は赤字に転落し、GM 全体の業績悪化を逆に促進することとなった。なお、GMAC は 2008 年 12 月に銀行持ち株会社となり、

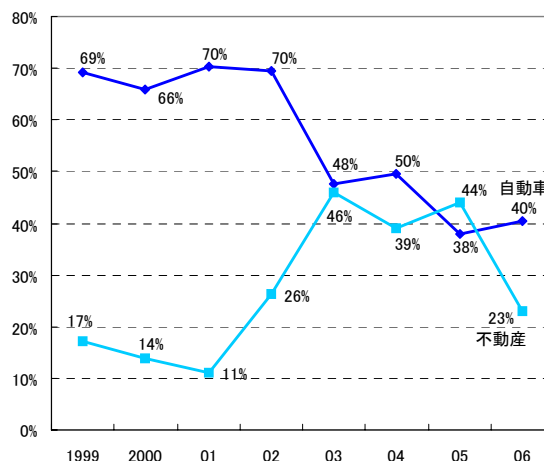
図表 3 研究開発投資の動向



(注) トヨタは 1998 年以前、VW は 1993 年以前において、研究開発投資を非開示。

(出所) 各社開示資料及びブルームバーグより、野村資本市場研究所作成

図表 4 GMAC の部門別純利益シェア



(注) 2007 年度以降は不動産部門が純損失計上のため、シェアを計算していない。

(出所) GMAC 開示資料及びブルームバーグより、野村資本市場研究所作成

⁴ 1919 年、自動車を購入する消費者及びディーラーに対して融資を提供するために設立された。GM は 2006 年、GMAC の株式 51% をサーベラス等の投資家に売却した。

FRB（連邦準備制度理事会）からの融資や財務省からの公的資金注入を受けられるようになっていく。

このように、GM の破綻は自動車事業の不振を主因として、金融危機による金融事業の業績悪化が引き金となったといえる。しかし、自動車事業の不振の背景には、年金及び退職者向け医療費給付の負担に起因する利益の圧迫と負債の増加もあった。以下では、GM の年金及び退職者向け医療費給付の負担が、利益や負債といった財務状態に与えた影響を説明する。

III 財務状態の悪化～年金・医療費負担の増加

1. 利益の圧迫～費用上昇の背景

GM の年金と退職者に対する医療費の給付は手厚く、例えば 2006 年には早期退職者であっても毎月 3,020 ドルの年金を毎月受け取れたというが⁵、GM は財源として毎年拠出する必要があるため、その負担の重さが問題視されてきた。会計上は、年金・医療費のいずれについても、各会計期間において勤務費用（Service cost）や期待収益等に基づき、積み立てるべき金額である期間費用（Net periodic expense）を計算し、これを損益計算書に計上する。そのため、給付額や従業員数の増加により、計上される費用も増加する。

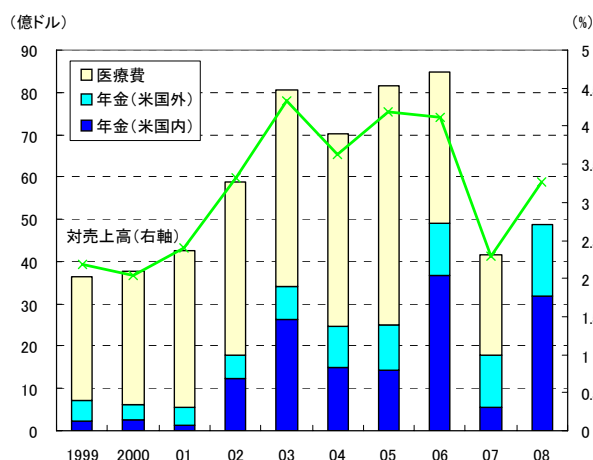
GM の過去 10 年間の年金及び退職者向け医療費給付に係る費用の推移を見ると、年金については米国内の従業員向け（以下、米国内）の年金を中心に、1999 年度の 7 億ドルから 2006 年度の 49 億ドルへと計上金額が 7 倍に増加している（図表 5）。期待収益が低下したり、労働組合との交渉により給付を一層手厚くしたりしたこともあり、費用負担が増加し、売上高が急減する前の 2006 年度でも売上高の 2.4% を占める程である。

退職者向け医療費についても、1999 年度において既に 29 億ドルが計上されており、2005 年度には過去 10 年間で最高の 56.5 億ドルに達した。ただし、2008 年 2 月、全米自動車労働組合（UAW）との合意により医療費給付が削減され、2008 年度は期間費用が負（利益として計上）となっている。

これら、年金及び退職者向け医療費給付に係る期間費用を合わせると、2003 年度以降は売上高の 3.5% を超えていた。その結果、コストの上昇となって日本車メーカー等に対する競争力低下を招き、GM の業績悪化に拍車をかけてしまった。

⁵ ロジャー・ローウェンスタイン著『なぜ GM は転落したのか』日本経済新聞社（2009 年）。

図表5 年金・退職者向け医療費のコストと売上高に占める比率



(注) 2008年度の医療費は、給付削減により期間費用が負値のため、掲載していない。

(出所) GM 開示資料より、野村資本市場研究所作成

2. 負債の増加～バランスシート悪化の促進

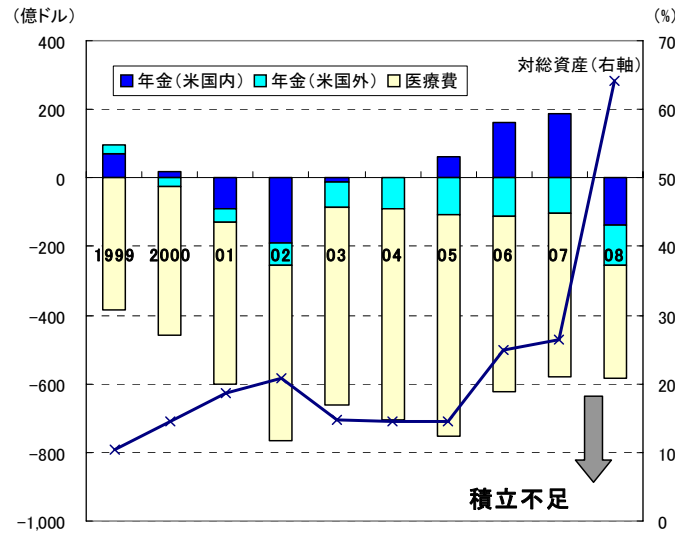
GM では、毎年計上される期間費用に加え、実際の拠出額が期間費用よりも少なかったり、運用利回りが期待収益率を下回ったりすることで生じた積立不足も、負債の増加を通じて財務状態を悪化させる要因となっていた。積み立てた資産の公正価額 (Fair value) から予定給付債務 (PBO) を差し引いて計算した積立不足の推移を見ると、退職者向け医療費が特に大きく、1999 年度時点で既に 384 億ドルの積立不足となっており、2000 年度以降は 400 億ドルを上回る水準で推移していた。年金と医療費を合わせた積立不足の総資産に対する比率は、1999 年度の 10.4% から債務超過直前の 2005 年度には 14.6% まで上昇し、2008 年度には株価下落による年金資産の目減りもあって 64.2% に増加していた (図表 6)。

また、相対的に規模は小さいが、米国外の従業員向け (以下、米国外) 年金においても、1999 年度の 27 億ドルの積立超過の状態から 2008 年度には 119 億ドルの積立不足の状態へ陥っている。積立不足の一因は、計上された期間費用よりも実際の拠出額が少ないことにある。退職者向け医療費では 2001 年度から 2006 年度まで、米国外の年金では 2001 年度以降、拠出額が期間費用を下回っており、収益性の低下を受けて、研究開発費と同様に拠出額を削減したと推測される。この結果、積立不足が負債を増加させ、バランスシートの状態の悪化を促進した。

一方、米国内の年金については、受給権について規定したエリサ法 (Employee Retirement Income Security Act) により積立不足の解消を求められることもあって、一般に米国外の年金や医療費に比して積立不足への対応がなされている⁶。GM においても過去

⁶ 確定給付型年金の規模が大きい米国企業上位 5 社 (GM を除く) の積立状況 (2007 年度) は、米国内外を分けて開示している 3 社 (GE、IBM、Ford) ではいずれも米国内が積立超過の一方、米国外は積立不足となっている。

図表 6 積立不足と総資産に占める比率



(注) 対総資産の比率は、積立不足の絶対額の総資産に占める割合を示す。
 (出所) GM 開示資料より、野村資本市場研究所作成

に 2 回、1994 年と 2003 年に積立不足の解消が図られていた。1 回目については、1993 年末時点で GM の米国内の年金が抱えていた 189 億ドルの積立不足を解消するため、40 億ドルの現金とクラス E 株（68 億ドル相当）の拋出が毎年の拋出とは別に行われた⁷。この際、エリサ法の自社株保有規制（基金資産の 10%以下、等）に抵触するため⁸、労働省から適用免除の特例措置を受けており、企業と当局の双方にとって異例の対応であった。

2 回目については、2002 年末時点の米国内年金の積立不足 191 億ドルの改善のため、2003 年に社債を発行し 132 億ドルを拋出した⁹。この拋出とその後の株価上昇によって米国内の年金は積立超過となるが、GM の負債という観点からは、年金給付債務に対する積立不足が社債に置き換わっただけであった。

このように、GM は手厚い確定給付型年金を維持するため、2 回にわたり多額の拋出を実施してきたが、期待収益率や割引率等の設定や株価水準の影響を受け、破綻時においても米国内の年金だけで再び 136 億ドル（米国外の年金も含めると 255 億ドル）に上る積立不足を抱えることとなった。GM では子会社等の一部職員に対し確定拠出型年金を導入していたものの、原則、確定給付型年金を採用していた。その後、2007 年に確定拠出型年金をホワイトカラー向けに導入して負担軽減が図られた。しかし、2008 年 9 月末時点において確定拠出型年金の資産 194 億ドルに対して確定給付型年金の資産は 910 億ドルと

⁷ E 株とは、GM の子会社であるエレクトロニック・データ・システムズ（情報システム）の利益に対する請求権を表す株式である。1994 年の決定に関して詳しくは、野村亜紀子「米国企業の年金積立不足処理と年金給付保証公社（PBGC）の基金破綻予防活動」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2000 年冬号参照。

⁸ 詳しくは、石垣修一著『年金資産運用のためのエリサ法ガイド』東洋経済新報社（2003 年）参照。

⁹ 詳しくは、胡田聡司「ゼネラルモーターズ社の社債発行と年金問題」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2003 年秋号参照。

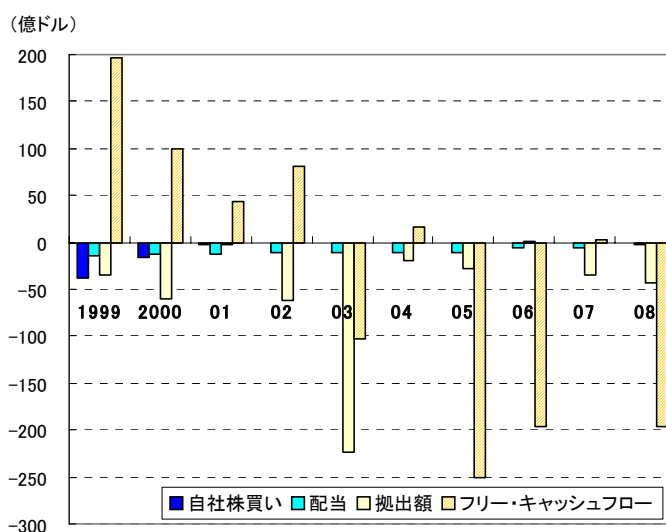
なっており、依然として確定給付型年金が中心となっていた¹⁰。手厚い給付の下で退職者が増加する中、規模の大きい確定給付型年金を維持してきたことが結果的に負債増加の一因になってしまったといえる。

3. キャッシュフローの枯渇～財務状態の悪化と財務省の支援

1999年度には196億ドル、2000年度には100億ドルのフリー・キャッシュフローを生み出していたGMであるが、年金への拠出が増額されることはあっても、最大の問題となっていた退職者向け医療費への拠出の増額による積立不足の解消が行われることはなかった（図表7）。その一方で配当や自社株買いは継続され、配当（普通株及び優先株）に至っては営業赤字となった2005年度以降も行われていた。そのため、キャッシュの流出を促し、2007年以降の金融危機下では資金繰りを一層深刻にした。

GMは営業赤字となった2005年に投機的格付のBB格（S&P、フィッチ）に格下げとなっており、さらに2008年にはS&PからはCC格に、フィッチからはC格に格下げされており、自力での資金調達が難しい状況となっていた。2007年4月以降は社債が発行されず、2008年12月から2009年5月にかけて財務省から3回にわたり総額194億ドルに上る融資を受けることとなった。

図表7 株主及び給付プランへのキャッシュフロー



(出所) GM 開示資料及びブルームバーグより、野村資本市場研究所作成

¹⁰ “The Largest Plan Sponsors”, *Pension & Investments*, 1/26/2009 参照。

IV 再建策と今後の展望

1. 債務削減交渉とチャプター・イレブンの申請

債務超過の GM は、2009 年 3 月 30 日に財務省から 60 日間で再建策をまとめるよう求められたことを受け、社債保有者、退職者向け医療保険基金（以下、VEBA）の運営を担う UAW、株主と再建について協議すると発表した。ここで、VEBA とは、2007 年に GM と UAW の間で合意された、退職者向け医療費給付を行う基金である。GM の積立不足の拡大を受け、給付削減と積立不足の抑制のために導入された。基金は既に設立されているが、財務上 GM から独立するのは 2010 年からと予定されていた。

GM から提案された債務削減案はデット・エクイティ・スワップとなっており、当初は、①発行残高が合計 272 億ドルに上る社債保有者に対しては保有社債を議決権 10%分の普通株式と交換、②財務省が保有する GM のワラント全額及び債権の 50%を議決権 50%分の普通株式と交換、③VEBA に対する給付債務の積立不足の部分を議決権 39%以内の普通株式と交換、という内容であった。これにより、GM は破綻を避け、GM の既存株主の持株比率は 1%程度残されるとされた。社債保有者は削減案を受け入れる場合、5 月 26 日の期限までに表明する必要がある、財務省は社債残高の 90%以上に相当する保有者の参加を GM に求めた。しかし、UAW と財務省に有利な案であるとして、社債保有者の多くが GM の債務削減案に賛同せず、GM はチャプター・イレブンの下での再建を模索せざるを得ない状況となった。

ここで、社債保有者の中に GM を参照するクレジット・デフォルト・スワップ（以下、CDS）のプロテクションを保有する投資家が少なくなかったために、GM の提案に対する賛同が減少した可能性を指摘したい。CDS 契約では、参照組織において倒産や不払いといったクレジット・イベント¹¹が発生すると、プロテクションの売り手から買い手に対して支払いが発生する。DTCC（預託信託公社）によると、GM を参照する CDS のポジションは 340 億ドルに上り、クレジット・イベントが発生すると CDS の保有者は 24 億ドルのリターンを獲得することになっていたという¹²。GM が当初提案したデット・エクイティ・スワップによる債務削減はクレジット・イベントに該当せず、CDS のプロテクションを保有する投資家は支払いを受けられなかった可能性があった。しかし、チャプター・イレブンの申請はバンクラプシーに含まれるため、CDS のプロテクションも保有する社債保有者としては、GM の当初案に応じずにチャプター・イレブン申請を促した方が、結果的に債権の回収率が高くなると見込まれていた。

最終的に GM は、5 月 28 日、チャプター・イレブンの下で新 GM を設立し、そこへ現 GM の優良な事業と資産を譲渡することによって収益性のある企業とする案と、その株式

¹¹ 具体的には、バンクラプシー、支払不履行、リストラクチャリング（北米のハイイールド銘柄では除外されることが多い）という 3 カテゴリーから構成される。詳しくは、河合祐子・糸田真吾『クレジット・デリバティブのすべて』財経詳報社（2005 年）参照。

¹² Henny Sender, "Credit insurance hampers restructuring plan", *Financial Times*, 5/12/2009 参照。

を用いたデット・エクイティ・スワップを改めて社債保有者に提示した。社債保有者の中に、収益性の見込まれる新 GM の株式と既存の GM の社債との交換に応じる動きが広がり、5月31日、GMの財務省に対する再建案の提出期限の前日、社債保有者の54%の支持を得ることができ、財務省とも再建案について合意に至った。

2. 再建スキーム

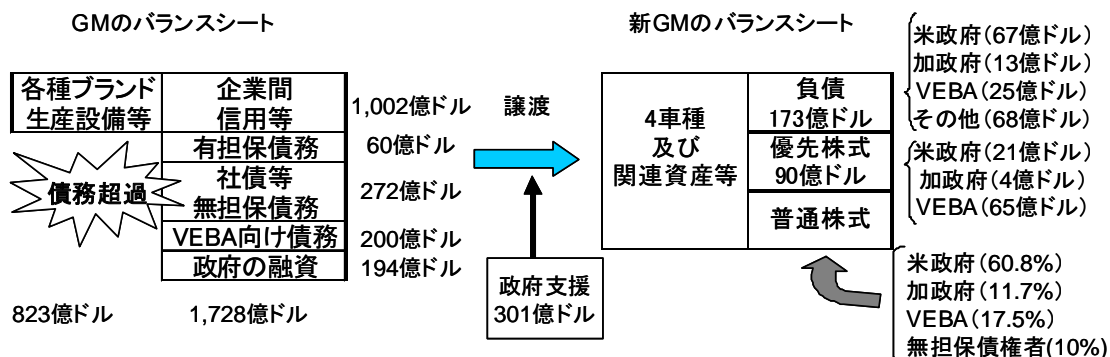
チャプター・イレブンの適用を申請した GM は、連邦破産法第 363 条【財産の使用・売却・賃貸】に基づいて新 GM に事業を譲渡し、健全な財務状態の下で事業を継続することを意図していた。事前に債権者等の利害関係者と再建内容について調整することにより、30～40日という短期間で新 GM として再出発することを目指してきた。

事業面では、収益性の高い 4 車種（シボレー、キャデラック、ビュイック、GMC）の生産設備やオペレーションを中心に、優良資産が新 GM に譲渡される（図表 8）。また、チャプター・イレブンの適用申請は米国事業のみを対象とするため、海外事業については GM から新 GM に売却された上で事業が継続される。他方、不振の車種やリストラ対象の資産は GM に残され、清算される。

財務面では、VEBA 向けを始めとする多額の負債と、高い人件費が GM の収益性を悪化させていたため、新 GM には削減された債務が引き継がれる。具体的には、GM が無担保債権者である財務省、UAW、社債保有者に対してデット・エクイティ・スワップを提案し、GM の債務と引き換えに新 GM の株式を提供するという方法を取っている。

チャプター・イレブン申請時に発表された案によると、財務省は既に 194 億ドルの融資を実施しているが、債務の整理のために追加で 301 億ドルを提供する。その後、GM に対する総額約 500 億ドルの債権を、新 GM の普通株式 60.8%、永久優先株式（配当利回り 9%）21 億ドル、債権 67 億ドルと交換する（図表 9）。VEBA は、GM の給付債務の積立不足として 200 億ドルの債権を保有していたが、UAW と GM の交渉の末、新 GM の普通株式 17.5% 及びワラント 2.5%、永久優先株式 65 億ドル、債権 25 億ドルと交換すること

図表 8 新 GM への事業譲渡と債務の引き継ぎ



(出所) GM 及び財務省の発表資料、各種報道等より、野村資本市場研究所作成

で合意した。

社債保有者については先述したように交渉が難航し、提案内容の修正を重ねた結果、「チャプター・イレブンによる再生手続きの中で新 GM を設立し、優良資産を売却することに賛成するという条件付で、新 GM の普通株式 10% にワラント 15% を追加する」こととなった。ちなみに、チャプター・イレブン申請時の書類に掲載された GM の大口無担保債権者のリストを見ると、上位は社債保有者と労働組合が占めている（図表 10）。最大の債権者である Wilmington Trust Company は、複数の投資家から GM の社債の管理を請け負っているトラスティであり、自己勘定で投資しているわけではない。実態としては、債券ファンドやヘッジファンドなどの機関投資家が主要な社債保有者であると思われる。

3. 今後の注目点

GM は 7 月 5 日、連邦破産裁判所より、上記の再建スキームを実行するために必要な、新 GM への事業及び資産の譲渡の承認を得た。財務省は、7 月 10 日以降は融資を継続しないと、裁判所から承認を受ける事実上の期限となっていたため、その目前に再建が決定したといえる。

先述したように、GM は 15 年前より収益性が低下しており、自動車事業は 2001 年度より 8 年度連続で最終赤字を計上していた。そのため、新 GM においては、自動車事業の収益性を高め、軌道に乗せることが何よりも重要となる。収益性の高いブランドのみを引

図表 9 デット・エクイティ・スワップの概要

	再建前	再建後
社債等の 無担保債権者	社債等 272 億ドル	普通株式 (10%) ワラント (発行済み普通株式の 15%)
VEBA	年金債務等 200 億ドル	普通株式 (17.5%) ワラント (発行済み普通株式の 2.5%) 優先株式 (65 億ドル) 無担保債権 (25 億ドル)
米国、カナダ及び オンタリオ州政府	政府による融資 194 億ドル	普通株式 (72.5%) 無担保債権 (80 億ドル) 優先株式 (25 億ドル)
有担保債権者	60 億ドル	全額返済

(出所) GM 及び財務省の発表資料、各種報道等より、野村資本市場研究所作成

図表 10 大口無担保債権者

	債権者	債権の内容	金額 (億ドル)
1	Wilmington Trust Company	社債	228
2	全米自動車労働組合 (UAW)	従業員向け債務	206
3	ドイツ銀行	社債	44
4	国際電機通信労組 (IUE-CWA)	従業員向け債務	27
5	バンク・オブ・ニューヨーク	社債	2

(出所) GM の発表資料等より、野村資本市場研究所作成

き継ぎ、海外事業の譲渡も受けているが、環境規制対応車など魅力的な製品ラインアップを提供できなければ、景気後退の中で再建を進めることは難しいと言われている¹³。また、米国内では6月においても、①1台当たりの販売促進費用が業界平均よりも約500ドル高い、②それにもかかわらずシェアが低下し、同業他社よりも在庫の水準が高い、③在庫の解消のために72ヶ月間の金利0%ローンを提供している¹⁴、といった収益性低下につながる構造は変化していないため、自動車事業の赤字の原因であった販売モデルの改革が今後進められよう。海外部門については、従来は地域ごとに統括してきたが、再編により、上海に海外部門全体の統括拠点を設ける方針である¹⁵。中国を中心に自動車販売が増加していることが背景にあり、再建に向けて今後は新興国市場での事業拡大が期待される。

財務については、チャプター・イレブンを経て、1,728億ドルの債務は約10分の1の170億ドルまで減少し、健全な財務基盤が実現される。退職者向け医療費給付については、毎年の費用及び積立不足に起因する負債が大きな負担となっていたが、再建スキームで述べたように、新GMの株式等を保有する基金として新GMから財務上分離するため、新GMに追加負担が将来生じる恐れはない。年金給付については、新GMに引き継がれる予定であるが、その際に管理職を中心に給付水準が大きく削減される可能性が指摘されており、新GMの費用負担も抑えられると思われる¹⁶。

財務省は新GMの事業運営には関与しないとしているが¹⁷、支援に用いた公的資金の回収には期限を設け、遅滞なく進める姿勢である。財務省は新GMに対し、融資を2015年までに返済するように求めている¹⁸。また、新GMの2010年前半の上場を計画しており¹⁹、事業再建とともに再上場に向けた準備を始めるといふ。しかし、GMに対して財務省が投入した資金を回収するためには、新GMの株式時価総額が690億ドル以上になる必要があるとの試算もある²⁰。そのため、政府が損失を被らずに売却することを考える場合、新GMの収益性に加え、株式市場の状況も上場のタイミングに大きく影響する。今後は新GMの事業運営とともに、財務省によるGM株のエグジットに向けた上場準備の進展が注目される。

¹³ Kevin Krolicki and Phil Wahba, "ANALYSIS-'Government Motors' succeed where GM failed?", *Reuters*, 6/1/2009 参照。

¹⁴ John Stoll and Neil King, "GM and U.S. Backers Face Rough Road Ahead", *The Wall Street Journal*, 7/7/2009 参照。

¹⁵ GM プレスリリース (<http://media.gm.com/servlet/GatewayServlet?target=http://image.emerald.gm.com/gmnews/viewmonthlyreleasedetail.do?domain=74&docid=55577>) 参照。

¹⁶ John Crawley and Mari Saito, "GM will cut pension plans for top executives", *Reuters*, 6/13/2009 参照。

¹⁷ 財務省プレスリリース (<http://www.ustreas.gov/press/releases/tg179.htm>) 参照。

¹⁸ 注15参照。

¹⁹ 注14記事参照。

²⁰ Kevin Krolicki, "GM bondholders urged to accept new debt deal", *Reuters*, 5/30/2009 参照。