

## ゼネラル・エレクトリックの収益性低下と金融事業縮小の判断

吉川 浩史

## ■ 要 約 ■

1. 世界最大のコングロマリットであるゼネラル・エレクトリック（GE）は 2015 年 4 月 10 日、金融事業を大幅縮小し、インフラストラクチャー事業を軸に再編を進めると発表した。
2. 同社は、2008 年のリーマンショック前は、高格付けを背景に短期金融市場で調達した資金を金融事業に投資していた。2008 年以降は短期金融市場への依存を軽減し、長期負債による調達の比重を高めたが、大手銀行がデレバレッジを進める中、比較的高い収益性が期待される分野に絞って金融事業を維持・拡大した。
3. しかし、世界的な金融規制強化の流れを受け、GE の大規模な金融事業も、米国当局から大手銀行と同等の規制を課される可能性が高まった。さらに、同社の収益性が以前より低下し、株式市場では金融事業が業績の重しになるとみられて評価が低くなっていたことから、同社は金融事業の大幅縮小を決断した。
4. 4 月の発表において GE の金融事業は産業部門と関わりのある販売金融等に限定することが明確化され、今後は金融子会社の資産売却に注目が集まろう。大手金融機関には様々な金融規制が存在するため、相対的に規制の負担が軽い投資ファンド等に資産が移転すると思われる。
5. また、GE 以外の事業会社においても金融子会社にかかる金融規制のコストが高まる可能性を認識する必要があるだろう。金融事業と本業の関連性、短期金融市場への依存の大きさ、金融監督当局の意向などに注意を払うことが重要になるといえる。

## I 金融事業の大幅縮小の発表

米国を代表する企業であるゼネラル・エレクトリック（GE）は 2015 年 4 月 10 日、金融事業を大幅縮小し、インフラストラクチャー事業を軸に再編を進めると発表した<sup>1</sup>（図表 1）。同社は時価総額が 2,500 億ドル（約 30 兆円）を超え、産業セクターと金融セクターに大きなプレゼンスを持つ世界最大のコングロマリットである。事業再編の過程で金

<sup>1</sup> 2015 年 4 月 10 日付 GE プレスリリース。

図表 1 GE の事業再編計画

計画の概要
・2018年までにGEの収益の90%以上は高付加価値の産業部門で構成
・産業部門に関わる金融事業は存続
・GEキャピタル・リアル・エステートの資産を約265億ドルで売却
・GEキャピタルのSIFI特定の解除を規制当局と協議
・GEは、本計画により、GEキャピタルから約350億ドルの配当金を受領
・GEの取締役会は最大500億ドルの自社株取得枠の設定を承認

(注) SIFI は、システム上重要な金融機関 (Systemically Important Financial Institution) の略。  
 (出所) GE プレスリリースより野村資本市場研究所作成

融子会社である GE キャピタルの約 5,000 億ドルの資産の多くを売却し、900 億ドル以上を 2018 年度までに株主に還元することを明らかにした。金融業界への影響も小さくないことから、その発表は大きく報じられた。

同社は 2008 年の世界的な金融危機後も、比較的高い収益性が期待される分野に絞って金融事業を維持・拡大してきた。しかし、2013 年 7 月に米国当局からシステム上重要なノンバンクとして指定され、規制遵守のコスト<sup>2</sup>の高まりが不可避となったため、GE は一部を残して金融事業から撤退することを決断した。

これにより、GE は産業部門に重点を置く事業モデルへの転換を明確化し、金融事業の売却と配当・自社株買いによって規模を大幅に縮小することで、金融当局から厳格な金融規制を適用される事態を免れた。

本稿では、GE による金融事業の拡大・縮小の経緯を概観し、その背景として金融事業の収益性と金融規制の影響について考察する。

## II 金融事業の拡大と縮小

### 1. 金融危機前の金融事業拡大と短期金融市場への依存

GE は、CEO が前任のジャック・ウェルチ氏から現在のジェフ・イメルト氏に交代した 2001 年時点で、既に金融事業が大きな割合を占め、高水準の利益率や株主資本利益率 (ROE) に貢献していた。当時の GE における金融事業のシェアは純利益で 40%、総資産では 86%に達していた。

2001 年度から 2007 年度にかけ、GE は積極的に M&A を行い、販売金融に関する融資・リースに加え、クレジットカード等、金融事業を幅広く強化した (図表 2)。特に、機器・設備のローン/リースや不動産投資/ローンを中心に二桁の高い利益成長率を実現していたため一層の拡大が図られた。また、同社は金融事業で高い収益性を確保できた一

<sup>2</sup> 金融当局からシステム上重要な金融機関 (SIFI) に指定されると、追加的な資本の積み増し、金融危機時の影響を推定するストレス・テストの実施、危機に備えた再建・破綻処理計画の策定・提出などが求められる。

図表 2 GE による金融事業の主な大型買収事例（金融危機前）

年	買収対象	金額 (億ドル)	補足
2002	ABB(スイス、電力技術・産業向け自動化システム)の金融事業	23	販売金融(融資、リース)
2003	エイゴン(蘭、保険)の欧米における法人金融事業	54	買収事業の約9億ドルの債務を別途引受け
	IKON(米、OA機器販売・サポート)のリース事業	15	IKONと販売金融で提携
2004	ディラーズ(米、小売)のクレジットカード子会社	13	クレジットカード事業での提携(10年間)でも合意
2005	ボンバルディア(加、重工)の販売金融事業	24	現金10億ドル、債務引受14億ドルで買収
	トルコのドウシュ(財閥)傘下のガランティ銀行(トルコ)への出資	18	出資比率25.5%
2006	アユタヤ銀行(タイ)への出資	6	出資比率25.4%

(注) 時期は発表日ベース。

(出所) GE プレスリリース、報道等より野村資本市場研究所作成

因として低コストでの資金調達を挙げているが、長期格付け、短期格付けともに最上級という高い信用力を背景に、コマーシャル・ペーパー（CP）を活用して短期資金を大量に調達し、金融事業に投資していた。

こうした事業戦略、財務政策の方針は、GE の金融子会社である GE キャピタルの業績と資金調達構造に表れている。2001 年度から 2007 年度にかけて、売上高・収益と純利益はそれぞれ 1.7 倍、1.9 倍に増加し、金融事業の比率も同期間にそれぞれ 32%から 39%、40%から 46%へと変動しながらも水準は高まり（図表 3）、金融事業が牽引する形で GE の事業が拡大したことがうかがえる。

また、資金調達構造からは、CP を中心とする短期金融市場からの資金調達がほぼすべて GE キャピタル等の金融事業によって行われ、GE キャピタルの資産（金融事業）に投資されたことが分かる。一方、産業部門では、調達金額を金融事業と比較すると 1 割未満であるが、満期 1 年超の債券による調達が中心となっている。

2007 年度の GE キャピタルによる CP 発行残高は約 1,000 億ドルと、2001 年度以降で最大となり、同時点の総負債約 5,900 億ドルの 18%に上り、特に金融事業において短期金融市場に依存した調達構造になっていた<sup>3</sup>。

図表 3 金融事業のプレゼンス

	2001年度	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12	13	14
売上高・収益	39,998 32%	40,345 31%	42,978 32%	52,704 40%	44,915 31%	56,477 38%	66,301 39%	67,008 37%	49,746 32%	46,422 31%	49,068 35%	45,364 31%	44,067 31%	42,725 29%
純利益	5,417 40%	3,660 26%	7,649 51%	8,728 52%	7,577 45%	10,658 51%	10,301 46%	7,055 41%	1,415 13%	2,155 19%	6,510 46%	6,215 46%	6,204 48%	7,234 47%
総資産	425,484 86%	489,828 85%	554,871 86%	618,504 82%	540,584 80%	564,668 81%	646,485 81%	660,902 83%	650,324 83%	605,255 81%	584,536 81%	533,351 78%	521,043 79%	493,985 76%
短期調達	160,844 100%	130,126 94%	155,439 99%	154,292 98%	157,672 100%	173,313 100%	192,420 99%	163,899 100%	130,754 100%	118,797 100%	136,333 99%	95,940 95%	77,298 99%	68,780 96%
うちCP	117,459 100%	84,240 92%	102,596 99%	62,195 64%	97,366 99%	100,231 99%	105,878 98%	75,453 100%	47,300 100%	42,044 100%	44,160 99%	43,056 99%	29,045 100%	25,012 98%
総負債	392,627 90%	448,454 89%	503,997 90%	555,530 89%	487,524 88%	508,622 88%	587,308 87%	605,354 88%	577,443 88%	535,107 86%	506,736 84%	450,754 81%	428,917 83%	403,587 79%

(注) 上段は金額、下段は GE 全体に占める金融事業（GE キャピタル）の比率。

(出所) GE 開示資料より野村資本市場研究所作成

<sup>3</sup> 金融危機前後の GE による流動性管理について、詳しくは、吉川浩史「金融危機に直面した米国企業の流動性管理」『野村資本市場クォーターリー』2009 年春号を参照。

## 2. 金融危機後の資金調達の長期化と金融事業の維持・拡大

しかし、2008年のリーマン・ブラザーズ破綻をきっかけとする世界的な金融危機では、短期金融市場の流動性が一時的に枯渇したことで、GEの金融事業モデルの弱点が顕在化した。金融危機において、同社は低い調達コストの背景である高格付けを維持するため、短期資金調達への依存の軽減を図り、長期負債による調達の比重を高めた。特に、CPへの依存を軽減し、2001～2007年度は短期調達に占めるCPの比率が平均60%と高かったが、2008～2014年度は同38%まで大きく低下している。

また、金融事業の中でも非中核と位置付けた一部の不動産事業、米国外の商業銀行経営・個人向けローン事業を順次売却した(図表4)。金融事業の資産は2008年度に6,609億ドルに達した後、削減が進み、2014年度には4,939億ドルまで縮小した。

しかし、GEは金融事業から完全に撤退することではなく、収益性の観点から事業範囲を絞って継続した。欧米の大手行がデレバレッジを進める中、逆に低金利を背景に長期負債調達は拡大し、不動産・商業ローンやリース事業等、高成長が期待できる分野を買取によって強化した。米国外の不動産・商業ローンやプロジェクト・ファイナンス等に長期資金を供給して収益を上げた(図表5)。さらに、2013年にはメットライフのオンライン銀行も買取し、64億ドル相当の預金も獲得した。銀行に対しては米国当局が株主還元を制約を課していたため、メットライフは企業活動の制約を緩和するために銀行事業の売却先を探しており、一方でGEキャピタルは金融危機を受けてリテール預金による資金調達の多様化を考えていたため、両社の思惑が一致したものであった<sup>4</sup>。

GEの金融事業は、結果的にグローバルに活動する銀行に近い内容となった。

図表4 GEによる金融事業の主な売却事例(金融危機後)

年	売却対象	金額 (億ドル)	買取者
2008	法人向け決済サービス	11	アメリカン・エクスプレス
2009	不動産ローン債権	2	コモンスウェルス銀行(豪)
	GEマネー(タイ法人)	4	アユタヤ銀行(タイ)
2010	香港の個人向けローン事業	1	スタンダード・チャータード銀行(英)
	BACクレドマティック(パナマ、銀行)	19	グルボ・アバル(コロンビア最大の銀行持株会社)
	ガランティ銀行(トルコ)	38	BBVA(スペイン)
	メキシコの住宅ローン事業	2	サンタンデル銀行(スペイン)
2011	シンガポールの個人向けローン事業	7	スタンダード・チャータード銀行(英)
	GEキャピタル(韓国)	2	現代自動車
2013	保有不動産	13	不動産投資ファンド等
	GEマネー(米国外事業の一部)	10	サンタンデル銀行等
2014	日本の住宅不動産事業	16	ブラック・ストーン
	ブダペスト銀行	N.A.	コルピヌス国際投資(ハンガリーの国営投資会社)
2015	豪州・ニュージーランドの消費者金融事業	63	ドイツ銀行、KKR、バルデ・パートナーズ
	北米のトラック・リース・レンタル事業、物流事業の一部	8	三井物産

(注) 時期は公表日ベース。

(出所) GEプレスリリース、報道等より野村資本市場研究所作成

<sup>4</sup> GEの金融子会社(シンクロニー・ファイナンシャル)の2013年1月14日付プレスリリース参照。ただし、金融規制強化を受け、GEは同社を2014年7月にIPOし、持分を削減した。

図表 5 GEによる金融事業の主な買収事例（金融危機後）

年	買収対象	金額 (億ドル)	概要
2008	クレディ・スイスの不動産ローン債権	10	スイス、独、英、スペイン等のローン
	サンタンデール銀行(スペイン)傘下の伊商業銀行(インターバンカ)	16	GEの消費者向け金融事業と交換
2010	シティ・グループのカード・ローン債権	16(※)	消費者向けローン債権の取得は2008年以来
2011	クレディ・アグリコル(仏)の英商業ローン・リース事業	49(※)	英銀の与信削減に対応し、与信を強化
	アイルランド銀行の資源プロジェクト・ファイナンス債権	10(※)	約3,500万ドルの規模の複数の債権から構成
2013	メットライフのオンライン銀行(64億ドルの預金を含む)	64(※)	2011年に合意。当局の承認に時間を要した
	アリアンツ・ファイナンス(独)の豪州商業ローン事業	4.1(※)	消費者向けローン債権の取得
	ドイツ・ポストバンクの英商業不動産ローン事業	23	コア事業である商業不動産ローン事業の拡大

(注) 時期は公表日ベース。(※)は買収した債権等の金額のため、実際の売却金額と異なる可能性がある。  
(出所) GE プレスリリース、報道等より野村資本市場研究所作成

### 3. 足元の規制強化と収益性の低下を背景とする金融事業の縮小

一方、各国の規制当局は、世界的な金融危機への反省から、その破綻が金融システムに大きな影響を与える大手金融機関を「グローバルにシステム上重要な金融機関（G-SIFI：Global Systemically Important Financial Institution）」として指定し、指定された金融機関には、規制上求められる自己資本の最低基準を引き上げる（資本サーチャージ）など、特に規制監督を強化することで国際的に合意した<sup>5</sup>。

また、グローバルな SIFI 規制と並行して各国当局が自国内の SIFI を指定する動きもみられる。例えば、米国当局（FRB 等）は 2010 年成立のドッド＝フランク法の規定に基づき、米国 SIFI の指定手法を定め（2011 年 12 月に規則案を公表）、金融機関を評価している。特に、足元では銀行持株会社以外で金融システムに大きな影響を及ぼしうる証券会社、保険会社、資産運用会社等が米国ノンバンク SIFI として注目されている。GE キャピタルは CP や社債で大規模な資金調達を行い、その発行証券を米国の金融機関が購入したため、金融市場との相互関連性が懸念され、米国ノンバンク SIFI として指定された。

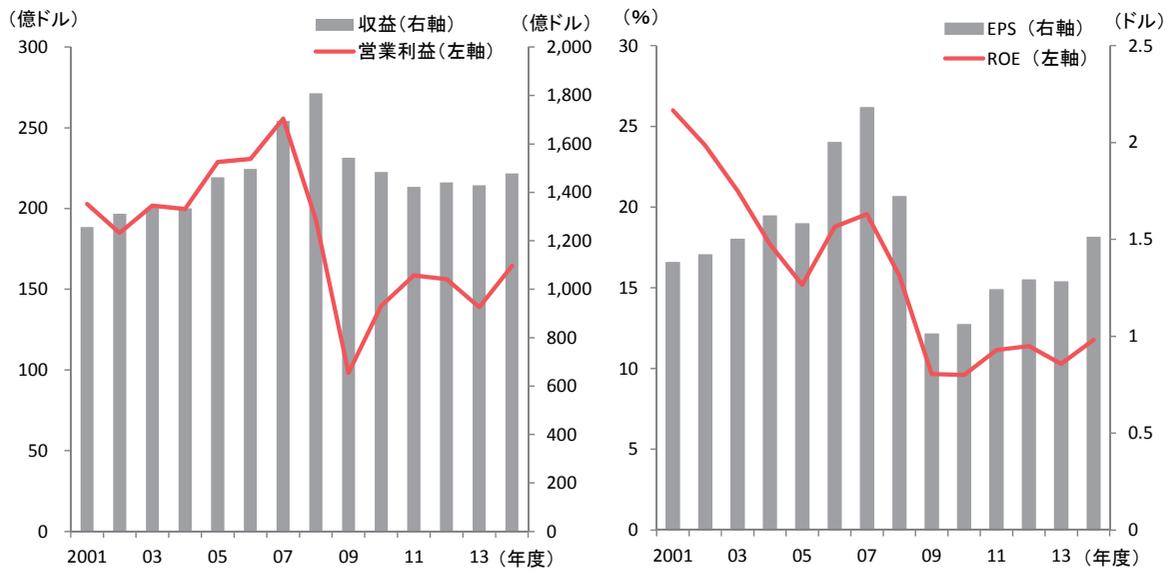
さらに、FRB は 2014 年 11 月、GE キャピタルに対して米国 SIFI に指定された大手行と同等の規制監督を課すこと等を提案した<sup>6</sup>。それにより、同社は規制強化による資本コストの上昇、ガバナンス強化の要請を受けた組織改編が不可避となり、金融事業の収益性見通しが悪化し、業績の不確実性も増していた。

こうした中、GE 全体の業績も厳しい状況にあり、利益はいまだ金融危機前の水準に回復せず、ROE は 2001 年度の約 26%から大幅に低下し、2014 年度は約 12%となった（図表 6）。同社は、インフラストラクチャー、エネルギー、医療といった成長が期待される分野への投資も活発に行っているが、株式市場では金融事業が業績の重しになるとみられており、株価は資本財セクターの水準を下回っている（図表 7）。

<sup>5</sup> G20 は、2010 年ソウルサミットにおいて SIFI に対する規制枠組みに関して合意し、2011 年以降は金融安定理事會（FSB）が毎年 G-SIFI として指定された金融機関のリストを公表している。

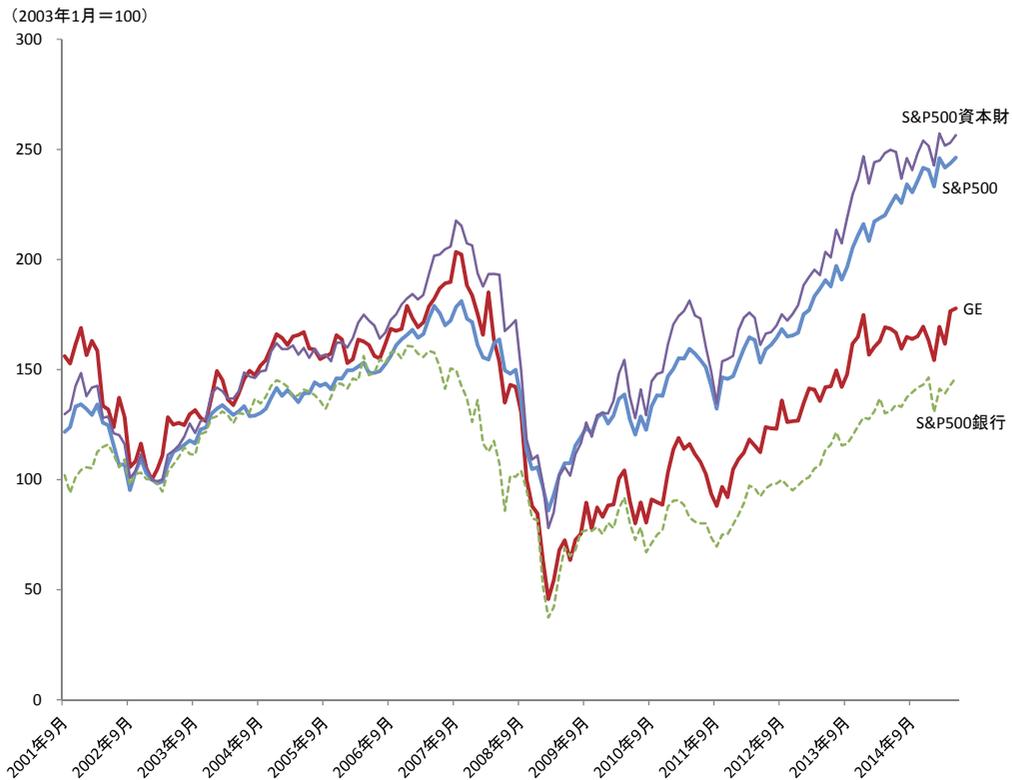
<sup>6</sup> 資本規制、レバレッジ規制、流動性規制、ストレス・テスト実施、資本計画提出等を課す規則案。2015 年 7 月公表の最終規則では、金融事業の縮小計画を踏まえ、ストレス・テストと資本計画提出は 2018 年まで適用を延期。

図表6 GEの業績



(出所) GE 開示資料、Bloomberg より野村資本市場研究所作成

図表7 株式市場の評価



(出所) Bloomberg より野村資本市場研究所作成

図表 8 GE による金融事業の主な売却案件（2015 年 4 月 10 日の発表後）

	売却対象	金額 (億ドル)	買収者
1	GEアンタレス・キャピタル (PEの投資資金を活用した法人金融事業)	120	カナダ年金基金投資委員会(CPPIB)
2	ヘルスケア関連の金融事業	110	非公表
3	商業不動産ローン事業	90	ウェルズ・ファーゴ
4	商業不動産ローンのポートフォリオ	44	ブラック・ストーン・モーゲージ・トラスト
5	商業不動産ローン債権	N.A.	ブラック・ストーン・グループ
6	豪州とメキシコの不動産ローン債権	42	ブラック・ストーン・グループ
7	米国内の不動産(オフィス)	33	ブラック・ストーン・グループ
8	欧州の不動産	20	ブラック・ストーン・グループ
9	ドイツの不動産(オフィス)	N.A.	パトロン・キャピタル・アドバイザーズ
10	商業不動産	40	非公表
11	英国の住宅ローンのポートフォリオ	N.A.	サーベラス・キャピタル・マネジメント
12	自動車・船舶関連の金融事業(太平洋地域)	69	エレメント・ファイナンシャル(加、リース)
13	自動車・船舶関連の金融事業(欧州地域)	N.A.	BNPパリバ
14	豪州の法人金融事業	50	非公表
15	日本の法人金融事業	50	非公表
16	日本のリース事業	N.A.	非公表
17	鉄道貨車リース事業	40	三井住友フィナンシャルグループ
18	伊商業銀行(インターバンカ)	11	非公表
19	ブダペスト銀行	7	国営ハンガリー開発銀行

(注) 交渉中の案件を含む。

(出所) Bloomberg、報道等より野村資本市場研究所作成

これらを背景に GE は金融事業の縮小を決断し、その具体的な行動が先述の 2015 年 4 月 10 日の発表であった。資産の売却代金を株主還元と成長分野の事業投資に充てる方針や、SIFI 指定の解除の可能性が高いことが評価されている<sup>7</sup>。アナリストや株主からのプレッシャーがあったとも報じられているが、イメルト CEO は、低金利、(金融緩和による)高流動性、利回りの追求 (searching for yield) が活発な今が好機であったと発言した<sup>8</sup>。

発表後、事業売却に関して多くの案件が報じられた(図表 8)。現時点で最大案件の買い手(候補)はカナダの年金基金であるが、それ以外ではブラックストーン・グループやパトロン・キャピタル・アドバイザーズといった投資ファンド(運用会社)が多く、金融規制強化の影響が比較的小さい市場参加者や事業会社に資産が移転する様子が見え始める。

### III 今後の展望と事業会社の金融事業への示唆

GE は産業部門に重点を置く方針を明確にし、以前から投資を続けてきたインフラストラクチャー等を主力事業とし、各製品とインターネットを接続して効率的な運用サービスを提供することを検討している。金融事業については、産業部門と関わりのある販売金

<sup>7</sup> “G.E. to Retreat From Finance in Post-Crisis Reorganization,” *The New York Times*, 2015/4/10.

<sup>8</sup> “GE to sell most of GE Capital, plans \$50B buyback, sees \$16B 1Q charge,” *CNBC*, 2015/4/10.

融等に限定することを発表している。まずは、GE キャピタルの金融事業資産の売却先に注目が集まろう。特に、大手金融機関には各種金融規制がかかるため、相対的に厳格な規制が適用されていない投資ファンド等に資産が移転すると思われる。

また、今後は GE 以外の事業会社においても金融子会社がノンバンク SIFI に指定されて規制のコストが高まるリスクを認識する必要があるだろう。金融事業と本業の関連性、短期金融市場への依存等に起因するシステムック・リスクの大きさ、金融監督当局の意向への注意が重要になるといえる。