

ドイツの金融システムを構成しているものは何か？

What Constitutes the German Financial System?

羽森 直子*

Naoko Hamori

1970年代から1990年代におけるドイツの金融システムの機関及び機能という側面に関する分析から得られた制度的特徴5点は相互補完的であり、システム全体として一貫性と一定の強さを有するものであった。2000年代に入り、同国の金融システムにも資本取引の拡大など大きな変化が生じている。今後、ドイツでは銀行型と市場型システムを融合した新しい金融システムが誕生する可能性もあると考えられる。

キーワード：金融システム、ドイツ、金融機関、金融市場

I. はじめに

本稿では、ドイツの金融システムの特徴について、機関、機能、制度という3つの観点から考察することを目的とする。以下、まずII節とIII節において機関という観点から金融機関と、資本市場を中心とする金融市場の特徴を考察する。つぎに、IV節において機能という観点から金融部門、家計部門および企業部門の金融行動や、リスク・シェアリングおよびリスク分配、情報公開、企業統治（コーポレート・ガバナンス）について分析を行う。そして、V節ではII節からIV節までの分析から得られた情報をもとに、1990年代までの同国の金融システムの制度的特徴について考察を行い、本稿の結論とする。最後に、VI節では補論として、同国の金融システムの今後の動向にも言及する。

II. 金融機関

ドイツの金融機関の特徴をまとめると以下のようになる¹⁾。

- (1) 金融機関の数が多く、過当競争気味である。1997年の3,420行から減少したとはいえ、2006年現在2,050行もあり、欧州内で最も多い。ちなみに、ドイツに次いで金融機関数の多いフランスでも829行に過ぎない。ドイツでこのように多くの金融機関が存続できた要因としては、州政府がその権限が奪われるのを避けるため州立銀行や地方貯蓄銀行

の買収を阻止してきたこと、州政府や地方自治体がこれらの銀行に対して公的保証を行ってきたということなどが考えられる。しかしながら、金融機関の数が多いと国内での金利マージンは低くならざるを得ず、より高い収益を求めてリスクの高い国外の投資先へ向かうことになった。そして、伝統的には保守的なドイツの金融機関が米国のリスクの高い証券化商品などへの投資を積極的に行った結果、複数の銀行が2007年7月のサブプライムローン問題を発端としたリーマンショックによる金融危機によって大きな損失を出すに至ったのである。

- (2) 金融機関の中心は銀行であり、その大部分がユニバーサルバンク (Universalbanken) である。ユニバーサルバンクとは、銀行本体で預金業務や貸し出し業務などの銀行業務だけでなく、証券業務、信託業務、投資業務などほとんどすべての金融業務を展開する銀行のことである。そのため、ドイツでは非銀行金融仲介機関の役割は小さく、株式市場も企業の資金調達源として幅広く活用されているとは言えない。
- (3) 貯蓄銀行など公的金融機関およびその経営母体である地方自治体など公的部門の存在感が大きい。公的金融機関の大部分は、ユニバーサルバンクといってもリテールの預金・貸出業務を中心に行っており、一般に民間銀行に比べて商業意識は薄く、経営の効率性や金融の技術革新をそれほど重視せず、純然たる利益追求のみを目的とはしていない。
- (4) 競争は各銀行グループ間よりも、各グループ内においての方が激しい。
- (5) 大手民間商業銀行である4大銀行は、資産ベースではそれほど重要な地位を占めていないが、企業金融などにおいて重要な役割を果たしている。

それでは、各金融機関グループの特徴についてまとめることにする。

1. 銀行

ドイツでは、ユニバーサルバンクと特定の業務を行う専門銀行 (Spezialbanken) に大別される。2007年6月末現在で、金融機関数の97%、総資産ベースおよび貸付額ベースでも約75%をユニバーサルバンクが占めており、ドイツの金融制度の特徴の一つとなっている。このようにユニバーサルバンクが太宗を占めるドイツでは銀行と証券会社など他の金融機関との区別が不必要なため、金融機関は通常「銀行 (バンク, Bank)」と呼ばれている。また、ユニバーサルバンクには民間商業銀行グループ、貯蓄銀行グループ、信用協同組合グループの3つがあり、「三本柱」(Drei Säulen Modell) と呼ばれている。それぞれのグループの総資産に占める割合は、30%弱、35%強、15%弱、となっている。

一方、専門銀行 (Spezialbanken) は特定の業務分野に特化した銀行を意味する。ただし、これは組織根拠法による分類ではないため、専門銀行の中にも公法上の組織と私法上の組織が混在している点に注意が必要である。以下、それぞれの銀行グループの特徴についてまとめてみよう。

1. 1 ユニバーサルバンク

a. 民間商業銀行 (Kreditbanken) グループ

大銀行 (Großbanken) : ユニバーサルバンクとして活動している民間商業銀行のうち上位 4 行であるドイツ銀行、ヒポ・フェライン銀行、ドレスナー銀行、コメルツ銀行は 4 大銀行と呼ばれる。大銀行は世界的に業務展開をしており、なかでも大企業との結びつき、証券業務等の投資銀行業務、国際業務について資産ベースでのシェア以上の存在感を示している。また、大銀行は傘下に抵当銀行、投資会社、割賦信用機関などを有し、さらに保険会社とも提携を行い、強大な金融グループを形成している。なかでも最大手のドイツ銀行は、クロスボーダーの銀行業務を活発に行っている。なお、1998 年に地方銀行であるバイエル・フェライン銀行とバイエル抵当割引銀行が合併して誕生したヒポ・フェライン銀行は、地場銀行としてリテール業務に重点を置いており、欧州でも最大級の広域地方銀行である。また、郵便貯金の分割民営化によって 1995 年に誕生したドイツ・ポストバンクもこのグループに含まれる。ドイツでは 1989 年にドイツ連邦郵便が分割民営化され、その後 95 年に郵便事業を行うドイツ・ポスト (Deutsche Post AG)、郵便貯金事業を行うドイツ・ポストバンク (Deutsche Postbank AG)、電気通信事業を行うドイツ・テレコム (Deutsche Telecom AG) にそれぞれ株式会社化された。ドイツ・ポストバンクは、ユニバーサルバンクとして、従来の預金業務と送金・決済業務に加えて、運用面での証券投資の拡大や、賦払い貸付、カード発行ビジネス、ホームバンキング口座の開設などを開始し、また持ち株子会社を使った情報関連事業や不動産関連事業、投資信託事業、ユーロ市場での大口金融取引などに進出し、さらには保険会社との協定による貯蓄型生命保険証券や年金型保険証券の取り扱いも始めている。

地方銀行 (Regionalbanken) : 地方経済を基盤とする銀行で、200 行ほどある。なお、地方銀行の上位行については、営業地域が限定されている点を除くと業務の幅について大銀行と大きな差異はない。

個人銀行 (Privatbanken) : 最も古いタイプの銀行であり、法人格を持たず一般には零細で、特定の顧客や業務に特化しているものが多い。ヘルシュタット銀行の倒産を契機とする 1976 年の「信用制度法 (以下、銀行法)」の改正によって、現在では個人銀行の新設が禁止されている。

外国銀行支店 : 外国銀行支店にも銀行法が適用され、中央銀行であるドイツ連邦銀行の監督下にある。

b. 貯蓄銀行 (Sparkassen) グループ

資産ベースで最大のシェアを持つグループで、公法上の組織形態をとる。したがって、地域住民の貯蓄意識と財産形成の奨励、低所得者層への金融サービスの提供、地方自治体の資金需要の充足を主たる任務としており、純然たる利益追求が主目的ではない。また、地域レベルの地方貯蓄銀行、州レベルの州立銀行、国レベルのデカバンクという三層のピラミッド構造になっている。

地方貯蓄銀行 (Sparkassen) : 19 世紀に庶民の貯蓄奨励を目的に誕生した組織で、そのほとんど

は公法上の金融機関であり、地方自治体が保証人となっており、限定された行政区域内において営業可能な地域性の強いリテール中心の銀行である。2007年6月末現在、約450行の貯蓄銀行があり、庶民の貯蓄性預金業務、証券販売、住宅貸付、地元企業への貸付、地方自治体向けの貸付などを行っている。

州立銀行（Landesbanken）：州立銀行は、地方貯蓄銀行協会や州政府、自治体を設立母体としていくケースが多い。ドイツには16州あるのだが、2007年の11行から再編が進み現在はバーデン・ビュルテンベルグ州立銀行、バイエルン州立銀行、西ドイツ州立銀行、北ドイツ州立銀行、ハンブルク・シュレスビヒ・ホルスタイン州立銀行、ヘッセン・チューリンゲン州立銀行、ベルリン州立銀行の7行にまで減少している。州立銀行は、以前は振替銀行（Girozentralen）と呼ばれていたことからわかるように、傘下の州内地域貯蓄銀行間の資金決済業務を中心としていた。現在は、従来の決済業務や州のメインバンクとしての資産管理・運用、州プログラム融資などに加えて、金融機関からの定期預金の受け入れ、短期金融市場投資、国際業務などユニバーサルバンクとして幅広い業務を展開しており、業務内容や総資産規模を見ても上位行は大手商業銀行と遜色がない規模となっていて、ホールセール中心のユニバーサルバンクと言える。

デカバンク（Dekabank、正式名称はDekabank Deutsche Girozentrale）：貯蓄銀行グループの最上位に位置するデカバンクは、本来の州立銀行間の資金決済業務、同グループへの貸付業務にとどまらず、一般企業や保険会社向け貸付、世界レベルの機関投資家としての不動産投資などユニバーサルバンクとして幅広く活動している。

貯蓄銀行グループの公的保証の廃止：貯蓄銀行グループは州政府や自治体などの公的部門が所有者であることから、その組織の経営維持と全債権および債務に関して所有者による公的保証が付与されてきた。この「組織維持責任」（Anstaltslast）と「保証責任」（Gewährsträgerhaftung）という二つの公的保証に対して、1999年12月に欧州銀行協会はEU委員会に対して「不公平な競争を招いている」という不服申し立てを行い、ドイツ国内やドイツ政府とEU委員会の間で協議が重ねられた。

そして2001年7月18日にEU委員会とドイツ政府は、広範な支店網と最大の融資残高シェアをもつ州立銀行・貯蓄銀行グループに対する「組織維持責任」と「保証責任」の段階的廃止について基本的合意に達した。その内容は、以下のとおりである。①2005年7月19日以降、「組織維持責任」については出資額に見合う有限責任という通常の出資関係に改正され、「保証責任」も段階的に廃止される。②既存債務については、償還まで現在の組織維持責任・保証責任制度が適用される。③2001年7月19日から2005年7月18日までは移行期間として、現状の組織維持責任・保証責任制度が維持される。④2001年7月19日以降に発生し、かつ上記移行期間の最終日に保有する債務については、償還期限が2005年12月31日を越えない条件で、組織維持責任・保証責任制度が適用される。

従来は、組織維持・保証義務という公的保証の存在によって、州立銀行が発行する債券（公共ファンドブリーフ債（Öffentliche Pfandbriefe））は最高格付けのトリプル A を取得でき、州立銀行はその高い信用性を背景に低コストで資金調達することが可能であった。しかし、公的保証の廃止によって、資金調達費用が上昇し、これまでのビジネスモデルの見直しを余儀なくされている。

このような動きを受けて、州立銀行や貯蓄銀行では業務提携や経営統合、ユニバーサルバンク部門と公的支援部門の切り離しなどの動きが見られ、貯蓄銀行グループ内での再編が加速している。すでに州立銀行最大手の西ドイツ州立銀行は、本部のあるノルトライン・ヴェストファーレン州で新しい貯蓄銀行法が施行されたのに伴い、2002年8月に4行に分割された。その結果、公的業務はノルトライン・ヴェストファーレン州立銀行（NRW 銀行²⁾）が、商業銀行業務は西ドイツ州立銀行株式会社（WestLB AG）が引き継ぐことになり、ドイツ最大の公的住宅貯蓄金庫と有価証券サービス銀行（WPS）は西ドイツ州立銀行から切り離された。

なお、国際通貨基金（以下、IMF）は州立銀行の今後の選択肢として、同じ州内の地方貯蓄銀行との垂直統合を進める、他の州立銀行との水平統合を進める、所有構造を変更する、の3つをあげている³⁾。まず、垂直統合には、ホールセールとリテールを連携させることでリスクの管理や分散が容易になるという利点がある。ドイツ政府も州ごとの垂直統合を推進したい意向であるが、IMF⁴⁾が主張するような各州レベルの垂直統合にとどまらない地域制限の撤廃については州政府の管轄であり、連邦政府が介入するには限界があるとして難色を示している。つぎに、州立銀行同士の水平統合には、ホールセールの業務規模が拡大するという利点があるものの、人員整理・業務再編などで費用を節約できるかどうか成否を決める。当初州ごとの法律で管理されている州立銀行同士の再編は市場ベースでは困難であると言われたが、公的保証の廃止と世界的金融危機に伴い再編が進展している。例えば、バーデン・ビュルテンベルグ州立銀行が、2005年に隣接するランラント・プファルツ州立銀行を合併して100%子会社化し、さらに2007年には不良債権を抱えるザクセン州立銀行を救済合併した。また、所有構造の変更については、州立銀行を民間法のもとで株式会社に転換することが考えられる。すでに2002年には西ドイツ州立銀行が株式会社化していたが、公的保証の廃止後、ハンブルク・シュレスビヒ・ホルスタイン州立銀行、ザクセン州立銀行、ベルリン州立銀行が株式会社化された。ベルリン州立銀行については、2007年6月にベルリン州が保有株81%を公開入札によってドイツ貯蓄銀行協会に売却している。2009年7月に貸し渋りを抑えるため、州立銀行を含む金融機関の不良債権の受け皿機関を創設するという「金融市場安定化促進法」が成立し、欧州委員会によって承認され、各州政府も2010年末までに州立銀行の合理化を徹底すると公約したことにより、今後州立銀行再編の動きはさらに加速する可能性がある。一方、地方貯蓄銀行については業務が比較的分散していて競争力は維持されているとして、州立銀行だけでなく地方貯蓄銀行にも民間資本を入れるべきだという考え方に対しては、ドイツ政府は否定的である⁵⁾。

c. 協同組合 (Kreditgenossenschaften) グループ

2007年6月末現在、約1,260行と最大の金融機関数を持つ金融機関グループである。信用協同組合は、元来中小企業や農民などの組合員に対して、要求払い預金の受け入れや短期貸付などの短期金融業務を主として行ってきた。しかし、1974年の法改正によって組合員以外との取引が認められるようになり、大規模な信用協同組合では中長期の預金・貸付業務や証券業務、国際与信業務などを展開しユニバーサルバンク化している。同グループは、事実上信用協同組合とドイツ信用協同組合中央金庫の二層構造となっている。

信用協同組合 (Kreditgenossenschaften)：2007年6月末現在、信用協同組合の金融機関数は1,256行で、ドイツの銀行グループ中最大であるが、その実態は小規模金融機関であり、厳しい経営環境を背景にかなりのスピードで統合が進んでいる。1998年から2006年の8年間で、協同信用組合の数は実に約44%も減少した。1862年に設立された農業信用協同組合を起源とするライフアイゼン⁶⁾・バンク (Raiffeisenbank)、商工業信用協同組合を起源とするフォルクス・バンク (Volksbank) がある。

信用協同組合中央銀行 (Genossenschaftliche Zentralbanken)：西ドイツ信用協同組合中央金庫 (WGZ-Bank, 正式名は Westdeutsche Genossenschafts-Zentralbank AG) とドイツ信用協同組合中央金庫 (DZ-Bank, 正式名は Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank AG) の2行が、信用協同組合の上部組織として、同グループの中央銀行としての役割を担っているほか、ユニバーサルバンクとしての業務も展開している。WGZ-Bankは、ドイツ西部のヴェストファーレンおよびラインラント地域における信用協同組合の上部組織である。また、DZ-Bankはそれ以外の地域の信用協同組合の上部組織であると同時に、WGZ-Bankの上部に位置し、信用協同組合グループの国レベルでの中央銀行として組織間決済、資金融通のほか、国際業務や金融債発行などの証券業務など幅広い業務を行っている。

1. 2 専門銀行 (Spezialbanken)

ユニバーサルバンク以外にもいくつかの専門銀行がドイツにも存在している。ここでは、主要なものを挙げておく。

a. 不動産抵当銀行 (Realkreditinstitute)

不動産抵当銀行は、不動産を担保とした抵当貸付を専門に行う長期信用銀行である。貸付先は多い順に、自治体向け貸付、商業用不動産建設向け貸付、住宅建設貸付の三分野となっている。そのほとんどが商業銀行によって所有されている民営銀行だが、一部には公法上のものもある。同グループの資金調達には、ファンドブリーフ債 (Pfandbriefe) と呼ばれる固定利付債の発行によるものが中心となっている。同債には、自治体向け貸付を担保資産とする公共ファンドブリーフ債と、不動産を担保資産とする抵当ファンドブリーフ債 (Hypothekenpfandbriefe) があるが、前者が大半を占めており、満期は2~10年のものが多い。発行者が債務不履行状態に陥っても担保資

産は保護され、担保資産の一定割合を適格資産に投資する義務があることから、非常に安全性の高い債券として認識されている。ファンドブリーフ債市場は欧州最大の債券市場であり、2007年の発行残高は2兆ユーロで、そのうち40%をドイツが占めている。

b. 住宅貯蓄金庫 (Bausparkassen)

住宅貯蓄金庫は、住宅建設を予定している貯蓄者から預金を受け入れ、その資金を住宅建設を行う貯蓄者に貸し付ける業務を行っている。貯蓄者は、積立貯金である住宅貯蓄預金を少なくとも18ヶ月間行い、一定の積立額（原則は貯蓄者が必要とする住宅資金の40%）に達すると貯蓄者貸付を受ける権利を取得できる。

2. 非銀行金融仲介機関

a. 保険会社

保険会社は、ドイツの非銀行金融仲介機関の中で最大の金融機関グループである。従来ドイツの保険市場は規制が厳しく、伝統的に総合保険や再保険が発達しており、生命保険は比較的弱かった。しかし、数次にわたるEU保険指令の国内法化を通じて、保険料率や約款の事前認可など監督当局による予防的な介入や規制が基本的に撤廃され、保険会社間での価格・サービス競争が激化した。1998年にはドイツの保険市場は、欧州内では英国に次ぐ第2位、世界的にも米国、日本、英国に次ぐ第4位の規模に拡大した。1997年ドイツの生命保険市場では、ドイツの4大生命保険の保険料に占めるシェアが46%に達したが、外資系大手生命保険のシェアも13%となっており、他の先進国に比べて寡占度は低い⁷⁾。同年のドイツの生命保険会社の資産運用うち実に57%が銀行向け貸付と金融債および国債購入となっているのに対して、国内株式投資は17%にとどまり⁸⁾、対外資産はほとんど皆無であるという点は、英国の生命保険会社などと比べて非常に対照的である。また、保険会社と銀行は株式持合いや監査役派遣などを通じて密接な関係にある⁹⁾。

従来ドイツでは、公的年金制度が充実しているため、私的年金は不振であった。しかし、急速な少子・高齢化の進展と、ユーロ参加国に対して財政赤字規模に関するルールが適用されることになったのを背景に、公的年金制度の改革が実施された。まず1996年の年金改革により、早期退職年金が1997年より60歳から原則63歳へ、女性に対する老齢年金が2000年より60歳から65歳へ、また拠出期間が35年以上の長期被保険者に対して63歳から段階的に65歳へと、それぞれ年金支給開始年齢が引き上げられることになった。さらに2001年の年金改革では、①公的年金の年取に対する保険料率を2030年時点で22%以下に抑えるため¹⁰⁾、年金の給付水準を現役世代の可処分所得の70%から67%へ段階的に引き下げること、②公的年金の給付水準の引き下げをカバーするため任意加入の個人年金制度を創設し、保険料に対して政府からの補助を行うことが決定された。この改革は、まず年金の給付水準を決めてそれに見合う保険料を設定するという従来の方式を改め、まず保険料を決めてそれに見合う年金を支給する方式に転換することを意味した。

このような公的年金制度の改革は、その後私的年金や保険市場が拡大する要因となった。

b. 投資会社 (Kapitalanlagegesellschaften)

投資会社とは、投資資金 (投資ファンド、investment fund) の管理・運用を行う会社である。投資家から振り込まれた資金を自己の計算で、あるいは投資家との共同計算で、リスク分散の原則に基づいて証券・不動産・地上権などに投資し、これを自己の財産と区別して管理する。また、そこから得られた利益を受け取る権利を明記した証書 (持分証書) を投資家に対して発行する。ドイツ金融業界における投資会社の歴史は比較的浅く、国内での相対的な地位は米国や英国、フランスなどと比べてはるかに低い。投資会社は、その多くが銀行の系列下にあるため、組織が比較的簡素であり、株式会社のような公示義務のない有限会社の形態をとっているものが多い。

投資ファンドには、機関投資家のみを対象とする特別ファンド (special fund) と一般投資家を対象とする公開ファンド (public fund) の2種類があるが、1990年代末においてドイツの投資会社が管理する資金の約3分の2が特別ファンドの形で保有されていた。また、1995年のデータによると投資ファンドの運用先としては、金融債と国債および現金化が容易な流動資産が大部分を占めており、国内・国外の株式投資は約25%を占めるに過ぎなかった。

Ⅲ. 金融市場

金融市場は、短期金融市場と資本市場から成る。ここでは資本市場を中心に取り上げることにする。資本市場には株式市場と債券市場があり、それぞれ発行市場と流通市場を抱えているが、通常は流通市場を意味することが多い。

1. 資本市場の特徴

a. 株式市場

1990年代半ばのドイツの株式市場は、時価総額でみると米国、日本、イギリスに次ぐ世界第4位の規模であったが、同国の経済規模から考えると相対的に小規模であった。その後、1998年から2000年にITバブルに伴う株式ブームによってドイツ株式市場の時価総額は上昇したものの、2001年代に入り再び低下した。また、取引高も国際的水準から言って低水準にとどまっていた。富裕個人層、企業、銀行、保険会社が大株主であり、彼らによる株式持合いも一般的に行われており、しかも取引は一部の優良株に集中していたため、株式市場の流動性は低く、流通市場は不振であった¹¹⁾。一般大衆にとって株式投資はまだまだ縁遠いものであり、他の主要国に比べ株式・株式投資信託保有率ははるかに低かった。上場企業数についても、新規株式公開を行った会社数が1980年代以降最多の175社にのぼった1999年でさえ933社¹²⁾と3位の英国の約半数にも満たなかった。上場企業数が少ないのは、ドイツ企業の経営形態が監督 (監査役会) と経営 (取締役会) という二層制であり、他の主要国のような一層構造の取締役会と異なっているため、株

主にそのような体制について経営介入されるのを嫌う傾向があるためとも言われる。その後 1990 年代後半よりドイツの株式市場はかなり拡大したものの、それでも資金調達・運用両面における同市場の役割はまだ限定的である。

ドイツの証券取引所は、一部市場 (amtlicher Markt)、二部市場 (geregelter Markt)、店頭市場 (Freiverkehr) という 3 つの市場に区分されていた。1997 年に、ドイツ最大の証券取引所であるフランクフルト証券取引所に IT 業界などベンチャー企業向けの株式市場として新たにノイア・マルクト (Neuer Markt) が設立された。1998 年から同市場への上場ブームが生じたが、その後 2000 年に IT バブルがはじけた影響をまともに受けた上に、ノイア・マルクト上場企業の不正会計スキャンダルが発覚したため、同市場は極度の不振に陥った。結局 2002 年 9 月にフランクフルト証券取引所などを運営するドイツ取引所は、同証券取引所の全面的な市場改革を実施するのに伴い、ノイア・マルクトと 1999 年に設立された中堅企業向けの株式市場 SMAX を 2003 年末までに閉鎖することを決定した。そして、情報開示の充実度の程度に応じて、グローバルな市場区分となる「プライム・スタンダード」と、国内市場にターゲットを絞る「ドメスティック・スタンダード」の 2 つに区分し直すことになった。プライム・スタンダードでは、①四半期開示、②国際会計基準 (IAS) あるいは米国 GAAP 会計基準の適用、③企業の年間行事日程に関するプレゼンテーション、④少なくとも 1 年に 1 度のアナリスト・ミーティングの実施、⑤タイムリーな情報開示、⑥英語での情報開示という項目を遵守しなければならない。これら一連の改革は、株式市場が低迷する中で充実した情報開示を基準とする新たな市場区分 (セグメント) を導入することにより、市場に対する投資家の信頼回復を図ろうとするものであった¹³⁾。

1990 年代初めまで上場条件などの規制により国内の各証券取引所は分断されていたが、2002 年に見直しがなされた。個人投資家保護についても未整備だったが、1994 年に導入されたインサイダー取引禁止法を契機として法整備が進んでいる。

ドイツの株式市場で特徴的なのは、企業の株式公開・上場における引受人など投資銀行として、また企業の保有する株式や株主総会での議決権行使の寄託対象として、銀行、特に大手の商業銀行の果たす役割が大きい点である。したがって、今後ドイツにおいて株式市場が拡大するかどうかは、銀行の株式取引へのスタンスや方針に依存しているとも言えよう。

b. 債券市場

ドイツの債券市場は、株式市場に比べると規模が大きい。1990 年代半ばまで政府等公共部門が発行する公債と銀行等金融機関が発行する金融債が大部分を占め、企業が国内で発行する社債はほとんど皆無であった。その後、1999 年のユーロ導入によって社債発行が以前よりは活発化したものの、ドイツでは債券市場を通じて企業ではなく、公共部門および金融部門に資金が流入しているという傾向に大きな変化は見られない。なお、国債が新規発行される際に必ず主要銀行からなる国債募集引き受け団 (コンソーシアム) を通じて国債引き受けが行われることが、金融部門

における銀行の圧倒的地位を示す一つの要素であると言われてきた。しかし、この国債募集引き受け団は1998年に廃止され、国債発行競売グループを通じたオークション(競売)制に移行した。

c. 債務証券 (Schuldscheine)

債務証券市場は、債券市場と並んで重要な市場となっている。債務証券とは証券ではないが、一定の流通性を持たせた譲渡可能な約束手形あるいは貸付証券のことであり、期間・満期は最長15年となっており、様々なタイプがある。債務証券によって資金調達を行っているのは政府等公共部門が中心だが、専門銀行や特殊銀行、さらに大企業も私募債の代替として発行している。債務証券は民間の販売市場で発行されるが、店頭市場で活発に取引されている。しかし、非上場のため流動性があまり高くないことと、最小取引単位が100万マルクと大きかったため、投資できるのは事実上機関投資家に限られてきた。

2. 金融規制

ドイツでは1990年代末まで、銀行業、保険業、資本市場ごとにそれぞれの規制・監督体制が存在していて、分断されていた。その後、2002年に英国のFSAをモデルとする連邦金融監督庁(Bundesaufsichtsamt für das Finanzwesen: BaFin)が設置され、銀行業、保険業、証券業に関する監督業務は同局に一本化された。以下、銀行業、保険業および市場に対する規制についてまとめておく。

a. 銀行業に対する規制

銀行は、1961年の銀行法(Gesetz über das Kreditwesen)によって規制されてきた。その後、銀行法は1960年代に何度も改正され、銀行の設立、銀行支店の開設、金利、貸出業務などに関する規制などが撤廃されていった。1967年に金利自由化が実現するなど、当時他のヨーロッパ諸国にくらべて自由化は進んでいた。また、ドイツでは伝統的にユニバーサルバンク制度を採用しているため、銀行は子会社を設立することなく銀行本体で保険業務と抵当銀行業務を除くあらゆる金融業務を行うことが可能である。したがって、長年銀行に対する規制の中心となってきたのは、自己資本比率規制と支払い能力規制の2つであった。

銀行の監督機関は、1961年にベルリンに設置された連邦銀行監督局(Federal Banking Supervisory Authority: FBSA)で、連邦大蔵大臣の指揮下にあるものの、独立した連邦最高官庁とされており、独立性は維持されている。連邦銀行監督局は、銀行の自己資本、流動性、大口信用などの指標に注目しており、基準を満たさない銀行に対しては信用供与の禁止または制限、投資の禁止などを命じることができる。さらに、銀行に預けられた資産価値の安定性が危険にさらされる可能性がある場合、金融機関の業務遂行に対する指示、預金の受け入れ・貸付業務の禁止または制限、業務管理者の業務執行停止または制限、監督者の任命などを行う。ドイツでは1974年から2001年の間、銀行危機は発生しなかった。これは、連邦銀行監督局による同国銀行システムの規制およ

び監督がうまく機能していたためであると言われる。

b. 保険業に対する規制

銀行業に比べ、保険業に対する規制の方がはるかに厳しく、保険会社は支払い能力と流動性を常に確保するよう厳しく規制されている。したがって、保険会社が集めた資金の大部分は銀行や投資会社に預けられている。また、生命保険と損害保険のような異なる保険を同一の法人で扱うことも禁止されているため、保険会社はたくさんの子会社を設立しなければならず、複雑なグループ構成となっている。

c. 資本市場に対する規制

1990年代半ばまで、株式市場等資本市場において市場の透明性の確保、インサイダー取引、価格に影響を与える重要な情報の公開などに関する規制や法的整備はほとんど行われてこなかった。しかし、EUの金融統合を視野に入れたEU指令をドイツ国内法に適用するに至ったのに伴い、ドイツでも資本市場の様々な規制の撤廃と法的整備が進展した¹⁴⁾。まず、1994年の第2次資本市場振興法により、資本市場の信頼性と透明性を向上させるため、連邦レベルの市場監督機関である連邦取引監督局が設置され、証券取引法が制定された。これに伴い、投資家保護、投資情報の公開を促進するため、インサイダー取引規制が導入された。さらに、1998年の第3次資本市場振興法により、持ち株会社の規制緩和、情報開示関連規則の強化、投資信託の新商品導入が実施された。

d. 短期金融市場

ドイツの中央銀行であるドイツ連邦銀行（Deutsche Bundesbank）は、貨幣供給量（マネーサプライ）をコントロールするための主要な金融政策手段として短期金融市場を利用しており、同市場の規制緩和に対して非常に消極的であった。従って、1990年代に導入されたのは企業が資金調達のために発行する無担保の約束手形であるコマーシャル・ペーパー（CP）と短期国債など短期金融商品で運用される市場金利連動型の投資信託であるマネーマーケット・ミューチュアル・ファンド（money market mutual funds）のみであった。このことは、ドイツ連邦銀行が意図したわけではないが、結果的に商業銀行を他の金融機関や金融商品との競争から保護することになった。ドイツ連邦銀行自身、金融政策のトランスミッション・メカニズムにおける商業銀行を中心とする金融機関の果たす役割を重視している¹⁵⁾。

IV. ドイツの金融システムの機能

この節では、ドイツの金融システムを機能という観点から考察する。金融システムの最も重要な機能とは、貯蓄が企業などの富を生み出すプロジェクトに投資されることを可能にすることにある。そこで以下、各経済主体の金融行動、資金余剰部門から資金不足部門へ資金がスムーズに流れるためのルートと結びついたリスク・シェアリング、さらに資源分配プロセスの中で情報が

どのようにして得られ、利用されているか、そして企業統治の特徴について分析することにする。

1. 経済主体の金融行動

a. 金融部門の仲介機能と分配機能

金融部門が資金余剰部門から資金不足部門への資金の流れを仲介する機関として、どのくらい重要な役割を果たしているかを測る尺度に仲介率（intermediation ratios: IRs）というものがある。図1は、非金融機関部門の総金融資産（債権）のうちどれだけの割合が金融部門に対する債権となっているかを示す資産仲介率（Asset-IR）、家計部門の資産のうちどれだけの割合が金融部門に対する債権となっているかを示す家計の資産仲介率、および企業部門の負債のうちどれだけの割合が金融部門からの負債となっているかを示す企業の負債仲介率の1982年から98年における推移を示したグラフである。また図2は、図1と同じ期間における非金融機関部門の総金融資産、家計部門の資産、および企業部門の負債について、それぞれどれだけの割合が銀行に対する債権あるいは負債となっているかを示したグラフである。図1、図2から、少なくとも1990年代末までは、銀行が家計部門から企業部門への資金の流れを仲介する主要な金融機関であったと言える。つまり、家計部門は資産を主に銀行預金などの形で保有しており、また企業部門は外部資金を主として銀行からの借入れによって調達している。また、家計の保有する銀行預金の比率を意味する家計の対銀行資産仲介率が低下しているのを除いて、当該期間における金融部門全体及び銀行の仲介率はいずれもきわめて安定していた。他の主要国と比較して資産・負債両面における銀行の仲介率が高いことが、ドイツの金融システムの特徴の一つとなっている¹⁶⁾。

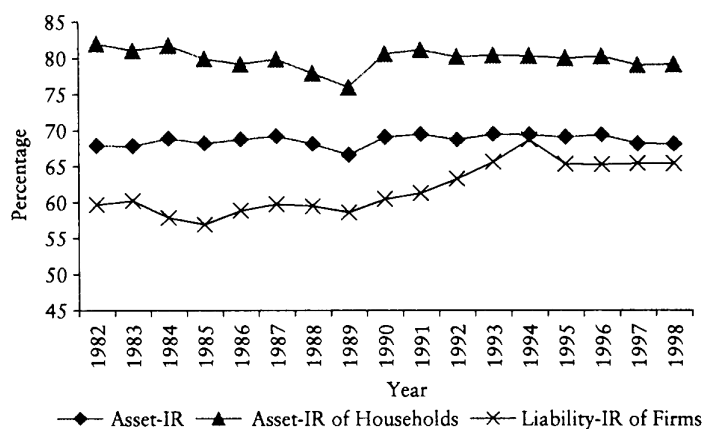


図1. 金融部門の仲介率

Source: Schmidt et al. (1999)¹⁶⁾.

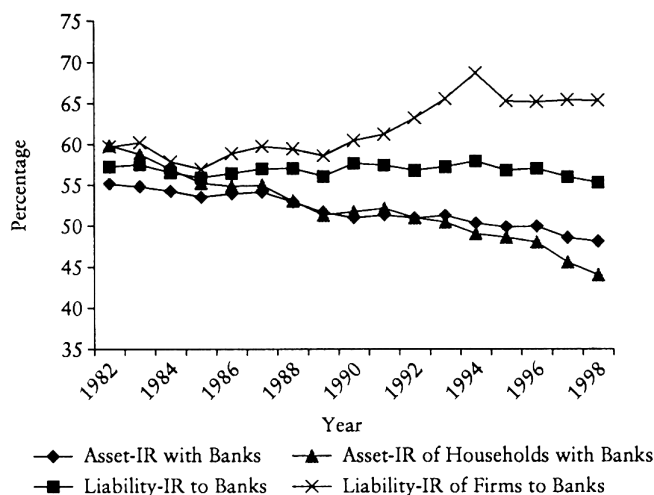


図 2. 銀行の仲介率

Source: Schmidt et al. (1999) ¹⁶⁾.

b. 家計の資産運用

1980年代から90年代半ばにおける家計の金融行動の特徴は以下の通りである¹⁷⁾。まず、ドイツは公的年金などの社会保障制度が世界で最も充実している国の一つにもかかわらず、国際的に見ても家計の貯蓄率が比較的高かった。この理由についてははっきりせず、「ドイツの貯蓄パズル(難問)」と呼ばれている。つぎに、国際的に見て個人の持ち家率が高くなかった。したがって、家計の負債は多くないため、消費者金融の残高も少なかった。また、家計の非金融資産のおよそ3分の2は不動産であった。家計の金融資産運用は銀行預金、国債、生命保険など元本保証、あるいはほぼ元本保証の金融商品が90%近くを占めており、安全志向が強かった。

その後、低金利と年金改革に伴う公的年金制度に対する不安などから資本市場の活況が続き、家計の金融資産に占める銀行預金の比率は低下し、株式や投資信託、保険の比率は上昇した。しかし、資金余剰部門である家計から主として銀行と保険会社に資金が流れている傾向に変化はない。

c. 企業の資金調達

家計の資産運用における銀行の果たす役割が大きいことは、企業の資金調達にも大きな影響を及ぼし、少なくとも1990年代半ばまで企業の外部資金調達において銀行借入れの占める割合は高かった(表1)¹⁸⁾。一方、前述した通りドイツの株式市場の規模は他の先進国に比べて小規模であり、国内債券市場でも社債の発行高は極めて少ない。このことは、表1においてドイツでは企業金融に占める非銀行金融機関(NBFIs)の割合が低いことから分かる。この点は、米国とは非常に異なっている。

その後、企業が金融子会社を設立してユーロ債市場での社債発行を行うなど、大企業を中心に間接金融から直接金融への移行を目指す動きもみられる。

表 1. 米国、ドイツ、日本の企業金融

Country	Sector	Percentages of the volume of long-term external corporate finance					
		1970-74	1975-79	1980-84	1985-89	1990-96	1970-96
US	Banks	0.51	0.49	0.49	0.46	0.36	0.44
	NBFIs	0.36	0.39	0.40	0.41	0.49	0.42
	Households	0.12	0.11	0.07	0.07	0.09	0.09
	Foreign	0.01	0.02	0.04	0.06	0.06	0.04
	countries/State Securities	0.42	0.42	0.41	0.45	0.48	0.45
Germany	Banks	0.80	0.82	0.84	0.82	0.83	0.82
	NBFIs	0.14	0.14	0.12	0.13	0.11	0.12
	Households	0.04	0.03	0.03	0.04	0.04	0.04
	Foreign	0.02	0.01	0.01	0.02	0.03	0.02
	countries/State Securities	0.12	0.09	0.08	0.11	0.13	0.12
Japan	Banks	0.95	0.95	0.95	0.91	0.92	0.93
	NBFIs	0.02	0.02	0.03	0.06	0.06	0.05
	Households	0.02	0.02	0.01	0.02	0.01	0.02
	Foreign	0.01	0.00	0.01	0.00	0.01	0.01
	countries/State Securities	0.10	0.10	0.10	0.15	0.16	0.13

Source: Hackethal/Schmidt (2000) ¹⁸⁾.

2. リスク・シェアリング

金融システムの重要な機能の一つにリスク・シェアリング機能がある。この機能を果たすものとして、金融市場が適していると言われる。つまり、金融市場において様々な金融商品が提供されることによって、部門間 (cross-sectional) あるいは同時点内 (intratemporal) におけるリスクのリスク・シェアおよび効率的なリスクの分散が可能になる ¹⁹⁾。しかし、ドイツの家計部門はこのようなリスクにはほとんどさらされてこなかった。というのは、米国や英国に比べて同部門の金融資産に占めるリスク資産の割合・金額はともに低かったためである。

これ以外に、異時点間 (intertemporal) のリスクと呼ばれるものがある。このリスクについては、世代間でリスク・シェアリングを行い、ある資産ストックのリスクがライフサイクルにおける位置の異なる世代間に分散されることによって平準化することが可能である。その他に、資産蓄積を行うことによって長期的に消費の変動を抑制し、異時点間のリスクを平準化するという方法も考えられる ²⁰⁾。ドイツのような銀行型 (bank-based) 金融システムでは、金融機関、なかでも銀行が長期にわたって資産蓄積に貢献してきた。つまり、金融機関は景気のいいとき (in good times) に準備を蓄積し、景気の悪いときにそれを取り崩すことができる。したがって、少なくとも 1990 年代半ばまで、ドイツでは後者の方法によって異時点間のリスク平準化が実現してきたと考えら

れる。このようなことが可能だったのは、同国において厳格な利益志向型ではない貯蓄銀行などの公的金融機関が重要な役割を果たしてきたこと、民間銀行でさえ長い間利潤や市場価値の最大化ということに対する圧力が比較的小さかったこと、株式市場など金融市場が未発達で投資家にとってあまり魅力的な存在ではなく、銀行預金や保険などと金融市場で提供される株式や債券などの金融商品との間の資産争奪競争が激しくなかったこと、家計が銀行預金など低リスクの金融商品を中心とする保守的な資産運用を行ってきたこと、などの理由による。

以上をまとめると、次のようになる。1990年代半ばまでにおけるドイツでは、異時点間のリスク・シェアリングが銀行、特に貯蓄銀行によってうまく行われてきた。一方、金融市場を通じて行われる部門間・同時点内のリスク・シェアリングは未発達であり、かつ家計のポートフォリオから考えるとこの種のリスクは低かったと考えられる。

これらの金融資産を保有することに伴うリスクの他に、失業、病気、人的資本の価値の変化、退職所得の変動（増減）などといった様々なリスクが存在するが、そのようなリスクに対しては社会保障制度、なかでも公的年金制度が重要な役割を果たしている。ドイツでは賦課方式のPAYG（Pay as you go）システムによってほぼ全ての被用者がカバーされ、1993年の実績では純所得代替率の平均は70%と比較的高かった²¹⁾。このように公的年金制度が充実していることによって、世代間のリスク・シェアリングがスムーズに行われてきたことが、ドイツでは部門間・同時点内のリスク管理や高度に発達した資本市場へのニーズが高まることもなく、英国や米国における年金基金のような機関投資家も育たなかった一因とも言われる。

3. 情報公開

金融システムのもう一つの機能が、情報の提示と普及（流布）であり、金融システムの特徴によってどのような情報が提供され、流布しているかは異なる。市場型（market-based）金融システムでは、株式市場での取引が活発であり、また家計による資本市場への投資額も多いため、法律によって定められている会計報告や情報開示といった公開された情報だけでなく、機関投資家、ファンドマネージャー、アナリストなどプロの取引行動が株価に与える影響を通じて提供される非公開情報に対する要求も強い。一方、銀行型金融システムでは、上場企業数も機関投資家もアナリストも比較的少なく、家計の資産運用や企業の資金調達における資本市場の重要性が小さいため、情報公開に対する要求は強くない。ドイツの金融システムも1990年代後半まではまさにそのような状況であり、情報の提示と普及はあまり進展していなかった。しかし、貸出を通じて企業の外部資金の主たる提供者となっている銀行が、占有情報を含む高度な非公開情報を握っており、銀行型金融システムでは公開された情報よりも非公開情報のほうが主要な情報となっている²²⁾。ドイツで非公開情報が優位である背景には、金融システムの特徴のほかに、ユニバーサルバンク制度によって銀行の企業との関係が長期的かつ密接であること、銀行が大企業の株式を保有してい

ること、次に述べる独特な企業統治（コーポレート・ガバナンス）形態を有することなどがあげられる。

4. 企業統治（コーポレート・ガバナンス）

すでに述べたように、金融システムの最も重要な機能は資金の出し手と受け手を結び付けることだが、この機能がうまく働くためには株主などの資金の出し手が必ず報酬を得られることが保証されていることが条件となる。出資者は、このような保証が単なる契約のみによってではなく、彼らが企業経営に対してチェックを行う、あるいは何らかの影響力を及ぼす権限を与えられることによって初めて確かなものになると考えている。したがって、企業統治（コーポレート・ガバナンス）は金融システムのきわめて重要な部分となっている。

ドイツの企業統治の法的枠組みは1920年代に確立し、企業は株主の利益のみならず、多数の他の利益にも資すべき経済主体であるとされる。つまり、企業が株主のためにどれだけの価値を生み出したかという株主価値至上主義とは異なる。このようなドイツの企業統治は、長年英米的ないわゆるアングロサクソン基準からみると変則的であった。ドイツの株式会社法によると企業統治の構造は、株主総会（general shareholders' meeting, Hauptversammlung）、監査役会（supervisory board, Aufsichtsrat）、取締役会（management board, Vorstand）という3つの機関から成る。

これらのうち、株主総会は企業経營業務の執行機関である取締役会メンバーの選任・解任権を有していないため、企業経営に対する法的権限は限定的である。つまり、株主総会は取締役会メンバーの選任・解任権を持つ監査役会の株主代表メンバーを選出・解任することによって、間接的にしかその影響力を行使できない。もちろん、当該企業の株式の25%以上を保有する大株主は、株主総会において重要事項の決定に対する拒否権を有する。しかし、大株主のほとんどは他の大企業あるいは富裕な個人や一族といった安定株主であり、拒否権が発動されることはまずないのである。

ドイツ企業の経営形態は、残る監査役会と取締役会からなる二層制となっている。監査役会は、業務執行機関である取締役メンバーを選出・解任する権利を有し、業務執行の監督と監査を行っている。そのメンバーは、株主総会で選出された出資者代表と、「共同決定（codetermination, Mitbestimmung）法」の規定により労働者組合や従業員から選出された労働者代表からなる。また、監査役会の出資者代表は、代理議決権の行使によって株主から株主総会での投票を委託された銀行が務めることも多く、株主自身の影響力は相対的に小さい。実際、大企業の監査役会メンバーの多くは、大株主、他の大企業の経営陣、大手銀行の重役、当該企業の以前の経営者、そして大労働組合の代表によって構成されている。業務執行機関である取締役会には、株式会社法によって自己の責任に基づき企業経営を行う権限が与えられているが、株主以外の他の利害関係者の利益にも配慮することが求められている²³⁾。なお、取締役会は全会一致を原則とする合議制であり、

代表取締役や CEO の意見が経営方針に反映されやすい日米の取締役会とは性格をやや異にする。

これらのことから、ドイツの企業統治システムは零細株主にとって極めて不利な制度であるように思える。しかし、多くの零細株主にとっては企業統治に参加することよりも、株式投資によって利益を得ることの方が重要であろう。1950 年から 96 年のドイツの株式市場の実質株価上昇率は 6% と他の先進国と遜色はなく、ドイツの零細株主も諸外国並みの株式投資による利益を得ていたのである²⁴⁾。これらのことから、全体としてドイツの企業統治システムは、長年さまざまな立場の人たちの要求に適応し、バランスのとれた効率的な制度であったと考えられる。

V. 結論：ドイツの金融システムの制度的特徴

これまで行ってきたドイツの金融システムの機関及び機能という側面に関する分析から得られた情報に基づき、1970 年代から 1990 年代における同国の金融システムの制度的特徴をまとめると、以下のような結論が得られる。

- (1) 金融部門では銀行が圧倒的地位を占めていた。
- (2) 資本市場の重要性は比較的低かった。
- (3) 企業統治に関しては、利害関係者すべての利益が重視され、零細株主の役割は限定的なものにとどまっていた。
- (4) 非金融企業の資金調達は、国内金融と間接金融によるものが圧倒的であった。
- (5) リスク管理に関しては、株式市場を通じた同時点内のリスク管理よりも、異時点間のリスク・シェアリングやリスク低減の方が中心であった。

これらの特徴は相互補完的であり、システム全体として一貫性と一定の強さを有するものであった。金融部門で銀行が圧倒的であったということは、銀行を介する間接金融を通じた資金の流れが活発であったことを意味する。つまり、家計の金融資産の多くは銀行預金の形で保有され、企業の外部資金の調達も主として銀行借入れによって行われた。また、銀行はほぼすべての金融業務を行うことが可能なユニバーサルバンクとして、貸出だけでなく、証券業務、さらに資本参加などを通じて企業と密接に結びついていた。他方、資本市場を通じた直接金融は低調であり、銀行の競争相手である外国金融機関やノンバンク、年金基金、投資ファンドなどその他の金融機関の重要性はなお低いままであった。その結果、銀行に預金という低コストの資金と情報が集積されることにより銀行経営の安定化が図られ、長期資金の貸出が可能となった。ドイツでは企業統治に労働者を含めた様々な立場の人たちが参加しているが、企業の競争力を強め、企業の安定的成長を実現するという長期的戦略は彼ら利害関係者に共通のものであり、結果的に零細株主の利益にもなっていたのである。企業はそのために必要な長期資金を、銀行借入れによって安定的に調達することが可能であった。以上から明らかのように、ドイツでは大企業でも短期的な利潤の最大化よりも安定成長が志向されていたと言える。

VI. 補論：今後の動向

本稿を終えるにあたり、2000年代以降の金融システムの状況と今後の動向について述べてみたい。ドイツにおいても1990年代末から資本市場取引が拡大し、従来の銀行型金融システムから資本市場型金融システムへ移行する動きがみられ、1990年代までの特徴は以前ほど顕著ではなくなっている。

しかし、2000年初めのITバブル崩壊によってドイツ経済は低迷し、株価の下落により金融機関や投資家は証券取引で巨額の損失を被り、前述したとおりノイア・マルクトが閉鎖に追い込まれるなど資本市場の魅力は大きく損なわれた。その後、労働市場・税制・社会保障制度に関する構造改革案である「アジェンダ2010」及び「ハルツ法（Hartz法）」による労働市場改革や、中・東欧諸国のEU加盟を背景に高付加価値部分だけをドイツ国内に残し、低付加価値の部分は中・東欧諸国を始めとする国外に移転させるというドイツ企業による国際分業化が進展し、労働コストの低下や生産効率の向上を通じてドイツ企業の国際競争力が回復した。その結果、個人消費が引き続き低迷する中、ポーランド・ロシア及び中国向け輸出の拡大と民間設備投資の増加を背景とする純輸出及び固定資本形成の伸びがプラスに大きく寄与して2006年以降景気は回復し、2007年にはバブル崩壊以前の株価水準を回復した。

ところが、2007年の米国サブプライムローン問題を発端とする2008年9月のリーマンショックによる世界的な金融危機の影響により、ドイツ経済は再び景気後退局面に入り、株価も低迷している。ドイツではクロスボーダーの金融業務が活発な銀行はドイツ銀行などごく少数にとどまっているのに、この金融危機によって予想を上回る数の銀行が打撃を受けた。たとえば、ドイツ産業銀行（IKB）は2007年8月にサブプライムローン関連投資で巨額の損失を出し、総額110億ユーロを超える官民あげての救済策が採られたが、結局2008年8月に米国の投資ファンドへ売却することで最終合意に達した。ザクセン州立銀行も2008年7月にサブプライムローン関連への投資で多額の損失を出したことが明らかになり、8月に州立銀行最大手のバーデン・ビュルテンベルグ州立銀行によって救済買収されることが決定した。両行は巨額の損失を隠すため、簿外に投資ビークル（Structured Investment Vehicle：SIV）を設立し、この特別目的会社に信用枠を設定していた。また、業界6位のバイエルン州立銀行は、2008年10月に設立されたばかりの金融市場安定化特別基金（Sonderfonds Finanzmarktstabilisierung：SoFFin、以下SoFFin）に公的資本注入を申請したが、サブプライムローン関連商品および銀行危機で国家存亡の危機に立たされたアイスランドへの投資で巨額の損失を出していた。さらに、大手不動産金融グループのハイポ・リアル・エステートは500億ユーロにも達すると言われる大規模な官民あげての救済を受けていたが、結局2009年3月に施行された改正金融安定化法により、政府による公開買い付けが実施されて同行は国有化された。今回の世界的金融危機発生後、ドイツの民間金融機関が国有化されるのはこれが初めてのケースである。なお、業界3位のドレスナー銀行は、2008年11月親会社の保険大

手アリアンツが同行の株式を業界2位のコメルツ銀行に2009年内に売却することで合意したが、同行の業績悪化の原因はサブプライムローン関連投資で巨額の損失を出したことにあった。他方コメルツ銀行は、2008年11月SoFFinに公的資本注入を申請し、同基金から得た資金でドレスナー銀行株の25%取得することができた。なお、公的資金注入の際にコメルツ銀行は政府に対して普通株を発行したため、政府は統合後のコメルツ銀行の大株主となった。

政府は金融安定化対策として、2008年10月に「金融安定化法」を成立させた。その内容は、金融機関に対する資本注入に800億ユーロ、銀行間取引への政府保証に4,000億ユーロ、損失に備える財政準備金に200億ユーロの総額5,000億ユーロ(約82兆円)に上る大規模なものであり、対象は国内銀行、生命保険、外資系銀行で、一行あたりの公的資本注入の上限は100億ユーロとされ、その業務を行う機関としてSoFFinが設立された。これら金融機関に対する資本注入、債券等への政府保証、リスク資産の引き受けにとどまらず、国内向けの個人預金の全額保護、金融市場の監督機能の改善、会計基準の変更などを含む包括的な内容となっていた。

2009年3月には前述したように「改正金融安定化法」が施行され、公開買い付けによって民間株主から政府が強制的に株式を取得し、金融機関を国有化することが可能になった。さらに2009年7月に「金融市場安定化促進法」が成立した。この法案には金融機関が保有する不良債権を処理するための「バッドバンク構想」と、不良債権と非中核事業を切り離すための「整理統合モデル」の2つのスキームが示された。前者は民間金融機関向けのスキームと言われ、金融機関が過去に取得した証券化商品に限定された評価損を一度に計上せず、最長20年間という時間をかけて処理する仕組みである。後者は金融危機で多額の損失を計上し、7行中じつに5行が各州政府や連邦政府から公的支援を受けている州立銀行の抜本的再編を視野に入れたスキームであり、金融機関が設立する不良債権等の受け皿機関が金融安定化連邦公社(Bundesanstalt für Finanzmarktstabilisierung: FMSA²⁵⁾)の中に設置され、その監督下におかれることから、連邦政府の管理下で州立銀行の再編を加速化する狙いがあるとされる。しかし、各州政府の思惑もあり、抜本的な再編にはなお時間を要するものと思われる²⁶⁾。バッドバンク構想も整理統合モデルも、切り離れた不良債権・事業から生じる最終的な損失を負担するのは当該金融機関とその所有者(株主)であり、しかも損失が長期にわたって確定しない仕組みであるため、これらのスキームがどの程度活用され、どの程度不良債権処理が進展するかは不透明である。

さらに、2010年に入るとギリシャの財政危機が表面化し、一気にユーロ安が進んだ。5月にEUとIMFがギリシャに対して向こう3年間で1,100億ユーロ(約13.7兆円)の協調融資を行い、同時に同国政府が徹底的な緊縮財政を実行することが決定され、ひとまずデフォルト危機は回避された形だが、同国の国債を保有していたドイツなど欧州各国の金融機関は大きな損失を出していると言われる。7月に発表された欧州金融機関91行を対象に実施されたストレステストの結果によると、不合格になったのはドイツのハイポ・リアル・エステートなど7行にとどまったが、景

気悪化が最悪のシナリオをたどった場合の損失は、91行全体で最大5,659億ユーロ（約64兆円）に達すると予測されている。

最後に、このようにきわめて不透明な状況の中で、今後ドイツの金融システムはどのような方向に向かっていくのかについて考えてみたい。2000年のバブル崩壊以降、資本市場型金融システムへの移行スピードが単に鈍っただけなのか、あるいは完全に停止してしまったのか、それとも従来の銀行型金融システムへ反転するのはいずれを意味するのかわからない。しかし、従来の銀行型金融システムに戻るというのは、すでにその基盤が変化してしまっていて可能性は低いと考えられる。また、今回の世界的金融危機を受けて、現在先進諸国においてアングロサクソン型の資本市場至上主義ともいえる資本市場型金融システムの行きすぎを見直す動きがみられる。これらのことを考慮すると、伝統的に長期的な銀行取引に強みを持ち、他方投資家保護などの法的整備が進み、近年公的年金制度への不安が大きくなっていることも一因となって資本市場取引が拡大しているドイツにおいては、今後市場型金融システムへ完全移行していくと考えるよりも、銀行型金融システムと市場型金融システムが融合した新たなタイプの金融システムが誕生する、現在はその過渡期にあると考える方が現実的なものかもしれない。そのような融合システムが誕生するためには、たとえば銀行など金融機関が従来の銀行業務にとどまらず真のユニバーサルバンクとして証券引受業務など証券業務を充実させ、市場がリスク・シェアリング機能を担うというように、金融機関と市場の間に新たな役割分担がなされ、システム全体の効率性と安定性を高めることに寄与することが不可欠である。すでに、銀行がクレジット・デフォルト・デリバティブ（CDS）や債務担保証券（CDO）のように貸出などの債権を証券化・細分化して販売する取引が拡大しており、これによってリスク分散や市場拡大が進展するという動きがみられる。

引用文献、注

- 1) Schmidt R.H. and Tyrell M. (2003), "What Constitutes a Financial System in General and the German Financial System in Particular?," in Krahen J.P. and Schmidt R.H. (ed.), *The German Financial System*. Oxford: Oxford University Press, pp.19-67、および白井さゆり (2009)「第4章ユーロ圏を率いる大国—ドイツとフランス」『欧州迷走』日本経済新聞出版社、pp.140-180を参照。
- 2) 同行は、2004年より専門銀行に含まれる。
- 3) International Monetary Fund (2006), "Germany: Selected Issues," *Country Report No.06/17*, January.
- 4) International Monetary Fund (2008), "Germany: Selected Issues," *Country Report No.08/81*.
- 5) International Monetary Fund (2006), "Germany: Selected Issues," *Country Report No.06/17*, January.
- 6) ライフアイゼンはその創業者の名前である。
- 7) Albrecht P. and Schradin H. (1999), "Struktur der Versicherungswirtschaft," Seminar fuer Versicherungslehre. University of Cologne. Mimeo.
- 8) 1990年代末に株式投資の比率は上昇したが、英国の水準には達していない。
- 9) Boehmer E. (2001), "Corporate Governance in Germany: Institutional background and empirical results," *Corporate*

- governance and economic performance*. Oxford: Oxford University Press, pp.96-120 を参照。
- 10) 従来の方式のままでは、保険料率が2000年の19.3%から2030年には26%に上昇することが予想された。
 - 11) Franks J. and Mayer C. (1995), "Ownership and Control," in Siebert H. (ed.), *Trends in Business Organization: Do Participation and Cooperation Increase Competitiveness?* Tübingen: Mohr, pp.171-95 および Barca F. and Becht M. (2001), *The Control of Corporate Europe*. Oxford: Oxford University Press を参照。
 - 12) 2007年末現在の上場企業数は866社であり、1999年より減少している。
 - 13) 林宏美 (2002) 「ノイア・マルクトの廃止を決めたドイツ取引所」『資本市場クォーターリー』2002年秋号、野村資本市場研究所, pp.1-7 を参照。
 - 14) 羽森直子 (2003) 「ドイツの金融システムの特徴」『調査季報』第64号、国民生活金融公庫総合研究所, pp.28-53 を参照。
 - 15) Deutsche Bundesbank (1995), "The Monetary Policy of the Bundesbank," *Special Publications*. Frankfurt/Main, pp.43-4.
 - 16) Schmidt R.H. et al. (1999), "Disintermediation and the Role of Banks in Europe: An International Comparison," *Journal of Financial Intermediation*, 8:pp.36-67 を参照。
 - 17) Boersch-Supan A. and Eymann A. (2002), "Household Portfolio in Germany," in Guiso L. et al. (eds.), *Household Portfolios*. Cambridge: MIT Press, pp.291-340 を参照。
 - 18) Hackethal A. and Schmidt R.H. (2000), "Komplementarität und Finanzsysteme," in *Kredit und Kapital*. Supplement 15 および 同 (2003), "Financing Patterns: Measurement Concepts and Empirical Results," Working Paper Series: Finance and Accounting No.33. University of Frankfurt, revised version を参照。
 - 19) Allen F. and Gale D. (1995), "A Welfare Comparison of Intermediaries and Financial Markets," *European Economic Review*, 39: pp.179-209, 同 (1997), "Financial Markets, Intermediaries and Intertemporal Smoothing," *Journal of Political Economy*, 105:pp.523-46, および同 (2000), *Comparing Financial Systems*. Cambridge, MA: MIT Press を参照。
 - 20) 注19) と同様。
 - 21) PAYG システムの詳細については、Boersch-Supan A. and Schnabel R. (1999), "Social Security and Retirement in Germany," in Gruber J. and Wise D. (eds.), *Social Security and Retirement around the World*. Chicago: The University of Chicago Press, pp.135-80 を参照。
 - 22) Elsas R. and Krahnhen J.P. (2003), "Universal Banks and Relationships with Firms," in Krahnhen J. P. and Schmidt R. H. (ed.), *The German Financial System*. Oxford: Oxford University Press, pp.197-232 における実証分析結果からもこのことは支持された。
 - 23) Rieckers O. and Spindler G. (2003), "Corporate Governance: Legal Aspects," in Krahnhen J.P. and Schmidt R.H. (ed.), *The German Financial System*. Oxford: Oxford University Press, pp.350-385 を参照。
 - 24) Jorison P. and Goetzmann W. (1999), "Global Stock Markets in the Twentieth Century," *Journal of Finance*, 54, pp.961.
 - 25) 金融安定化特別基金(SoFFin)は、2009年金融市場安定化促進法の施行に伴い、金融安定化連邦公社(FMSA)に改称された。
 - 26) 斎田温子 (2009) 「ドイツ政府による金融機関の不良資産処理策と州立銀行の行方」『資本市場クォーターリー』2009年夏号、野村資本市場研究所, pp.1-8 を参照。