

ドイツ(西独)金融・資本市場 —1950年代から70年代のレビュー—

山 本 利 久

1. はじめに

この数年ドイツ経済もまた日本病に感染したのではないかとする観測が日本のマスコミでも話題に上る。フランスと共に、EU統合とその後の拡大、新通貨「ユーロ」の導入と実践などを通して牽引的役割を果たしてきたドイツに嘗ての勢いが見当たらない。こうした観測はこのような事態を捉えて両国を比較したものであろう。

ドイツの大銀行でも、不良債権問題、リストラ、貸し渋り、業績不振など日本の銀行とよく似た現象が発生した。考えて見ると、ドイツの金融機関を取巻く環境の変化は、我が国とは比較にならない厳しさがあった。それは、欧州市場の統合化に伴う、過去に例を見ない国際金融競争時代への突入、ドイツ国民が信頼と愛着を持ち続けたドイツ・マルクの終焉とドイツ連邦銀行の役割変化、さらに代わって登場してきたユーロへの不安と期待や新設欧州中央銀行（ECB）のドイツ金融・経済に及ぼす影響等である。昨年後半から始まった世界的景気回復が鮮明になる中、ドイツの銀行にも改善の兆しが見えるが、尚予断は許されない。ドイツを代表する「大銀行」ドイツ銀行、コメルツ銀行などには依然として外国金融機関による買収の噂^(注)が今でも流れる。

かつて我が国金融機関はドイツの「ユニバーサル・バンク」制度を目標とし、ドイツ流金融制度の取り込みに懸命だった。行政当局もまたドイツの金融資本市場政策を手本と考え、我が国の制度を構築するため注力した時代があった。

現在の世界金融機関勢力図を見ると、90年代初頭まで圧倒的力を誇示した邦銀や欧州で優勢であったドイツ金融機関勢は完全に後退してしまった。その要因は何処にあるのであろう。

西ドイツに1969年から1976年まで在勤した証券マンの体験をベースに、戦後西ドイツが最も輝いた1950年代から70年代をレビューしてみることにした。そのことはまた今後の我が国の金融・資本市場や銀行、証券会社をはじめとする金融サービス部門のあり方を考える上での参考になるものと思う。

注：ドイツ銀行に対する買収の可能性に関して、二度にわたって行われたCitigroupによる買収協議が不調に終わって以降、政治家、産業人、連銀関係者間でドイツを代表する（National champion）ドイツ銀行を守る防衛ラインが自発的に構築されとエコノミスト誌は報じている（The Economist March 27th 2004, p. 74）。

2. 金融機関

二度に亘る世界大戦で大きな物理的、精神的打撃を被ったドイツは、その伝統と思想、文化を継承しながら、高い貯蓄率と国民の絶対的信任を背景にしたドイツ連邦銀行による、巧みな金融政策（物価安定）を維持することで、戦後逸早く、経済復興に着手、着々と欧州に於ける経済大国（世界第三位）を築き上げてきた。以下その過程に於ける金融・資本市場や金融機関の果たした役割を中心にレビューしてみたい。

金融・資本市場を検討するに当たり、有力なメジャー・マーケット・プレイヤー（主要市場参加者）、とりわけ金融機関とその果たす役割を掌握しておくことは不可欠である。ドイツには独特な金融機関・制度などがあり、その数も非常に多いことから（資料3, 5）、先ず1960年代と現在の金融機関を分類・比較することから始める。

ドイツ連邦銀行はその月報（Monthly Report, November, 1961）で、資料3. に見る如く金融機関を1961年9月の時点で次の9グループに分類している：①商業銀行、うち大銀行（Big Banks）、州・地域・地方銀行（State, Regional, and Local banks）、プライベート・バンク（Private Bankers）、特別任務商業銀行（Specialized Commercial Banks）②中央 giro 銀行（Central Giro Institutes）③貯蓄銀行（Savings Banks）④信用協同組合中央機関（Central Institutions of Credit Cooperatives）⑤信用組合（Credit Co-operatives）⑥民間・公共不動産銀行（Private and Public Mortgage Banks）⑦特別任務信用機関（Credit Institutions with Special Functions）⑧割賦信用機関（Installment Credit Institutions）⑨ポスト信用・貯金銀行（Postal Credit and Postal Savings Banks）。

尚、ドイツにおける金融業務（範疇）を規定する法律は金融業法（Gesetz über das Kreditwesen, 単にKreditwesengesetz）である。第一条第一項は各業務内容（貸借取引、手形・小切手の割引、証券取引、有価証券の保管・管理、投資信託業務、期限前貸出債権取得義務の締結、保証業務、振替決済業務の9項目）を列挙している。この他、必要に応じ、連邦経済省が、連銀の意見を聞いて、新たな業務を追加できることになっている。その上で、第二項で例外規定を設けると共に、第三項で禁止業務を設けている。

統一国家になった現在、ドイツ連銀は新たに次のような金融機関の分類を行っている（Deutsche Bundesbank Verzeichnis der Kreditinstitute, Bankgeschäftliche Informationen 2, 2002）。

- ① 普通銀行（Kredit Banken）；大銀行（Grossbanken）4行、地域銀行その他金融機関（Regionalbanken und sonstige Kreditbanken）250行、外銀支店（Zweigstellen ausländischer Banken）90支店、
- ② 貯蓄金融機関（Institute des Sparkassensektors）；うち中央機関としてDGZ, DekaBank Deutsche Kommunalbank 1行、州立銀行（Landesbanken）12行、独立貯蓄銀行（Freie Sparkassen）7行、公共貯蓄銀行（Öffentlich-rechtliche Sparkassen）521行
- ③ 協同組合金融機関（Institute des Genossenschaftssektors）；うち中央機関（DZ Bank AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank）1行、信用組合（Kreditgenossenschaften）1591行、PSD銀行（PSD Banken）19行、その他協同組合セクター金融機関（Sonstige Kreditinstitute des Genossenschaftssektors）12行

- ④ 抵当金融機関 (Realkreditinstitute)；うち民間抵当金融機関 (Private Realkreditinstitute) 24行、公共不動産抵当金融機関 (Öffentlich-rechtliche Grundkreditanstalten) 4行
- ⑤ 特別任務金融機関 (Banken mit Sonderaufgaben)；うち、民間9行、公的機関7行
- ⑥ 住宅金融組合 (Bausparkassen)；うち、民間18行、公共11行
- ⑦ 投資信託会社 (Kapitalanlagegesellschaften) 83社
- ⑧ 有価証券集合管理銀行 (Wertpapiersammelbanken) 1行
- ⑨ 信用保証銀行及びその他金融機関 (Bürgschaftbanken und sonstige Kreditinstitute) 27行
- ⑩ ドイツ・ポスト銀行 (Deutsche Postbank AG) 1行、銀行統計上は地銀その他普通銀行に入る。
- ⑪ 貯蓄付住宅会社 (Wohnungsunternehmen mit Spareinrichtung) 40社

これら金融機関は何れも金融業法 (Kreditwesengesetz) に基づき設立されたものであり、大銀行や一部大手地銀は株式会社組織の形態を取っている。連邦或いは州政府、地方公共体などの公的機関出資の金融機関を除けば、多くのその他民間金融機関は、外資系を含めて有限会社 (GmbH) 形態が多い。また国際業務や有価証券の発行、資産運用、M&Aなどの「投資銀行業務」で注目されるのは、やはり大銀行で、それに一部州立銀行例えばWestdeutsche LandesbankやDZ Bank AGが続く。今回のレビューに当たっては主として「大銀行」に焦点を当てることにする。ただドイツの金融機関全体を知る上では、このように分類されたグループ夫々について、資金の調達 (決済資金勘定、定期性預金勘定、債券発行など) と運用 (融資、有価証券投資など) 等の面でその特異性を理解しておくことが大切であることは言うまでもない。更に、ドイツは非民間金融機関の数、預金量が多く、反面資産の運用面で見ると、こうした金融機関は「投資銀行業務」など多くの分野で遅れを取り、資金の調達と運用の面でミスマッチが起きている。換言すると、顧客のニーズに答えるだけの十分な体制が必ずしも出来ていないことになる。

尚海外金融機関の現地法人は①のその他金融機関に入る。現在ドイツで活躍中のCitibank AG, Citibank Privatkunden AG, 等である。異業種からの金融業務参入も盛んで、地元のVolkswagen Bank AG, BMW Bank AG, Daimler-Chrysler Bank AG, 流通業界からKarstadt Quelle Bank GmbH, そして外国からToyota Kreditbank GmbH, Honda Bank GmbH, IBM Deutschland Kreditbank GmbH, などこのグループに入る。エコノミスト誌 (The Economist March 27th 2004, p. 74) は、Volkswagen Bank の成長率が最も高く、Citibankは拡大中、そして⑩のPostbank^(注)がリテール部門で最大と紹介している。彼等の軸足は何れもリテール・バンキングに於けるマーケット・シェアの拡大がその戦略で、伝統的ドイツ金融機関との競争上、今一番注目される分野である。

注：Postbank (ポスト銀行) 小史；我が国は日本郵政公社の民営化計画を指向しているので参考までにドイツの例を挙げることにした。1989年7月施行された郵政事業機構法 (das Poststrukturgesetz) により、郵便、電信電話、ポスト銀行の3事業を司るドイツ連邦郵政機構 (Deutsche Bundespost) が分割され生まれる。1990年更に旧東ドイツにあったドイツ郵政ポスト銀行 (die Deutsche Post Postbank) と合体。1995年1月株式会社に改組。1999年1月ドイツポスト (Deutsche Post) はポスト銀行の所有者となり、同時に両者は共同事業戦略を締結。同年6月DSL Bank買収。2000年9月、インターネット、電話更にドイツポストの関係会社経由株式並びにファンドに関するサービス開始。同年11月ドイツポスト株式上場時に、オンライントレードの証券子会社 (Easy trade) が共同主幹事として参加。2002年5月、S&Pより最上格付け取得。2002年9月フランクフルトに支店開設、証券業務、リスクマネジメント業務を拡大。2003年12月現在、顧客数1150万は殆どドイツ国内。2004年3月24日の決算説明会で、今夏の株式上場の意向が伝えられた (HP, Geschichte der Postbank)。その後6月21日のIPO方針が明らかとなった。

3. 大銀行 (Gross Banken)

現在この範疇に入る金融機関は、バイエリッシェ・ヒポフェラインス銀行 (Bayrische Hypo-und Vereinsbank AG)、コメルツ銀行 (Commerzbank AG)、ドイツ銀行 (Deutsche Bank AG)、ドレスナー銀行 (Dresdner Bank AG) の4行である(アルファベット順)。うち金融再編の動きの中、後述する如く、既にドレスナー銀行はドイツ最大の保険会社アリアンツ (Allianz Versicherungs AG) の傘下に下ったが、問題の解決には程遠い状況に置かれている。更に、バイエリッシェ・ヒポフェラインス銀行 (HVB) はドイツ国内の有力金融機関との合併の噂も出る中、懸命に存続を模索中と言われている。ドイツ最大の銀行、ドイツ銀行並びにコメルツ銀行も又、先に触れたように、外資系金融機関が買収対象として白羽の矢を立てていると言われ依然困難な状況下に置かれている。

現在のバイエリッシェ・ヒポフェラインス銀行はミュンヘンに本店があるが、1970年代は両行が合併する前で、夫々独立して、バイエリッシェ・フェラインス銀行 (Bayerische Vereinsbank)、バイエリッシェ・ヒポテーケン・ウント・ベクセル銀行 (Bayerische Hypotheken-und Wechselbank) として、バイエルン州中心に金融業務を行う地方銀行の雄であった。

ドイツ銀行、ドレスナー銀行、コメルツ銀行はいずれも全国に支店網を完備した所謂「都市銀行」である。そして今、バイエリッシェ・ヒポフェラインス銀行が支店規模では比較にならないが、合併等を経て急速に大銀行の一角を占めるまでになった。

大銀行グループはドイツを代表する民間金融機関であり、国内のみならず、広く海外業務を展開しており海外から見ると、その動向が最も注目される金融機関である^(注)。

注：資料5、“総資産に占める5大金融機関のシェア”ではドイツの数字が低い。これはドイツの金融機関数が他国との比較で非常に多いため、資産が分散されているためである。但し、このグループは銀行としての多様な機能、人材の厚さ、海外取引、投資銀行業務などの分野では圧倒的シェアを誇っている。

4. ユニバーサル・バンク

ドイツでは金融業法上の認可を受けた金融機関は、自ら特定業務に専念する旨を明記した場合を除き、「銀行業」と「証券業」の両業務を一つの組織(本体)で行うことが認められている。このような状態にある金融機関を一般にユニバーサル・バンク (Universal Banken) と呼んでいる。

ユニバーサル・バンクは英国のマーチャント・バンク、米国のインベストメント・バンクの様に、一般商業銀行と対峙した概念(銀行業務と証券業務の分離)を持つ特別な銀行と言うものではない。ユニバーサル・バンクはドイツのみならず欧州中域の広い地域に受入れられた金融機関で、別名「gemischte Bank」或いは「Omni-Bank」とも呼ばれる。またドイツ連銀の金融機関統計では普通銀行或いは信用銀行「Kreditbank」と同意語である。因みにフランスでは大銀行以外に、専らファイナンス業務 (Finanzgeschäft) に関与する, Banque d'Affaires 対短期の資金受入と融資を行うデポ銀行 (Banques de Depots) が対極となっている。

多くの場合、ユニバーサル・バンクは証券業務を含む一般的な金融業務に従事すると共に、限定された範囲で抵当銀行 (Hypothekenbanken) 業務にも関与しているところがある。

ドイツでも第一次大戦前に、銀行業務（Depositenbanken）と証券業務（Effektenbanken）の分離が議論されたことがあった。1907年の第三回銀行協会大会は分離反対決議を採択、以後純粋預金銀行（reine Depositenbanken）の設立要請は出ていない。

ドイツ銀行のケースで見ると、1907年には既に次のような業務を行っていた（100 Jahre Deutsche Bank）：

- * 企業、個人客に対する預金並びに小切手取引口座の開設、有価証券、外貨、外国の小切手並びに為替の売買
- * 信用状の発行
- * 世界の主要都市で支払可能な信用状の発行
- * 手形の割引と徴収
- * 有価証券の保管並びに管理、償還時の価格差損に対する有価証券の保証、債券の利札回収
- * 抵当金融の調達と投資
- * 遺産並びに資産管理、遺言の執行を司る部署の設置

ユニバーサルバンクは、多くの場合金融業務が進展して行く中で自然発生的に生じたものとも言える。

嘗て日本でも昭和30年代半ばに、証券会社の将来性が注目される中、銀行の斜陽化が問われた時期がある。そうした社会の風潮を揶揄した言葉に「銀行よさようなら、証券会社よ今日は」と言うものがある。第二次大戦後日本は米国の1933年銀行法（グラス・スティーガル法）に倣い、証券取引法65条で銀行業務と証券業務を完全に分離することになった。ドイツでは戦後も依然としてユニバーサル・バンキングが、大銀行、地域銀行、外銀、プライベート・バンクなどの普通銀行グループ、貯蓄銀行グループ、信用協同組合グループなどに広く取り入れられていた。こうしたことから、一部邦銀では将来の業務戦略として、ドイツのユニバーサル・バンクを指向すべきとの根強い考えがあり、ドイツの金融機関、制度等の研究に注力すると共に、人材育成や連携強化の視点からドイツの有力銀行（大銀行）にトレイニーを定期的に派遣していた。

我が国「金融ビッグ・バン」が指向し、その後の金融機関の戦略・ビジョンとして浮上してきたのは時代に適合した「新しいユニバーサル・バンク」であったとも言える。昨今の都市銀行の行動や関係者の議論を聴くと、不良債権問題と収益性に一応のメドが着いた段階になると、規模のみならず、金融持株会社経由とはいえ、全ての金融サービス機能を完備した巨大な金融コングロマリットの出現をビジョンに据えた構図が容易に想像される事態となってきた。その時果たして、様々な顧客や関係者それに市場はこれまで以上の満足度をこうしたリバイアサンに期待出来るのであろうか。ドイツの事例が示唆するものはネガティブな面の方が大きい。

アングロ・アメリカンの社会では、感情的にもゲルマン的色彩の強いユニバーサル・バンク制度の導入には今でも強い抵抗がある様に思える。しかしながら、実質的にはそこでもやはり金融機関のコングロマリット化（巨大総合金融機関の出現）への布石は打たれているかに見える。

5. ユニバーサル・バンクの課題

金融機関経営の視点から見ると、銀行業務と証券業務を兼営する金融機関（gemischte Banken）

は「優れもの」であろう。何故なら、銀行業務が不振の際には、証券業務で収益を上げればよいし、逆もまた可能である。また或る時は両業務の相乗効果を大いに期待できるからである。換言すると、ユニバーサル・バンクは鬼に金棒となる一方、経営に「甘え」や「緊張感の欠如」、「現状維持と保守思想の支配する世界」を生む恐れが多分に包含されていると言えよう。産業界において、嘗てコングロマリットと言われた巨大企業が出現し、大いに持て囃されたことを思い出せばよい。結局は、経営のグローバル化、スピード化、スリム化、選択と集中化(コア・コンピテンス)と言った、新しい経営理念とその実践の前にこうした巨大企業と経営戦略は徐々に後退を余儀なくされた。

結果として見た場合、ドイツの金融機関では、いずれの分野でもその組織的機能、サービスの拡充、時代の変化への対応(新金融商品の開発など)、国際競争力(グローバル化への対応など)、収益力、人材育成等の面で、極限的追求を怠り、金融機関としての機能不全やサービスの劣化、収益力の低下、国際競争力の後退を齎すことになった。今日、ドイツ金融機関が直面する多くの困難がそこに潜んでいると言えよう。

預金者・投資家の視点で見るとどうなるであろう。経営に甘えがあること、夫々の分野で競争原理が十分に働かないこと、顧客サービスが十分に満たされないことなど、銀行業務と証券業務が分離された米英の金融社会に比べ、金融・資本市場が未発達に留まっていることから、預金者・投資家はもとより、中小企業から大企業に到るまで、彼らのドイツ金融機関に対する欲求不満は歴史が証明している。ドイツで証券業務・制度・開発が遅れ、「証券の民主化」が進まなかった原因の一つがここにあったことは自明であろう。巷間言われる「ワン・ストップ・サービシング」の利便性だけに、消費者は動かされてはならない。

更に言えば、ドイツは伝統的に「物作りの国」であり、ソフトよりもハード、中でも機械産業が世界的に見ても大変優れている。良い物を作れば、必ず客の方から買いに来ると言った風潮があり、米国のような「マーケティング」の発想やその経営への取り込みが不十分で、顧客への積極的働きかけや、市場調査など大変遅れている。一例であるが、筆者もかつてベンツの新車に乗っていたことがあるが、早い段階で不具合が発生、ディーラーに連絡したところ、ベンツが故障することなどありえない。操作が悪いのではないかと逆に詰問された体験がある。金融界についても状況は概ね同じと見てよからう。

6. アルフィナンツ(Alfinanz、総合金融)

そのドイツに1970年代後半になると、アルフィナンツと言う新たなコンセプトが登場してきた。従来のユニバーサル・バンクに、新たに保険業務を加えることで磐石な総合金融機関を出現させようとする考え方である。実際にこうした考えが実行に移されるまでには更に多くの年月を要し、1990年のドイツ銀行による、子会社「ドイツ銀行生命保険会社」の設立まで待つことになる。こうした事態を受け、2001年ドイツ最大の保険会社アリアンツ(Allianz Versicherung AG)は従来から維持してきたドイツ銀行との緊密な関係を解消(相互の株式持ち合い解消等)、ドイツ銀行のライバル、ドレスナー銀行(Dresdner Bank AG)を買収し対抗姿勢を示した。こうした支援にも拘わらずドレスナー銀行の業績は今日に到るまで改善の兆しが見えない^(注)。

その一方で圧倒的力を見せ付けていたアリアンツも又大幅な業績後退を余儀なくされた。各種の事故や災害による保険金支払の急増、株式市場の急落による投資資産価値の減少等がその背景にある。その結果2002年には14億5千万ドルの損失を計上した。現在新体制の下、収益改善のためコア・ビジネスを中心に抜本的構造改革を断行中（2003年は黒字）である。ここに来て、ドレスナー銀行店舗経由の保険販売が順調に伸び、限定的ではあるが相乗効果も出ている（Business Week Asian Edition April 5, 2004, pp. 74-75）。

金融コングロマリット化の弊害は、アルフィナンツを待つまでもなく、既にユニバーサル・バンクで実証されている。世界的風潮となる恐れのあるこの様な金融界の動向には十分な留意が求められる。いまや、我が国でも、金融業界間の相互乗り入ればかりでなく、異業種参入で、企業が銀行業やその他様々な金融業務に参入する事態となった。金融機関のあり様を経営のみならず、広く国民経済的に、顧客の視線で考察することが強く求められる。1930年代の米国で、銀行法の制定に到った時代背景や我が国でも昭和の金融恐慌時に問題となった「機関銀行」の出現、決済性預金の安全確保等について学習効果が常に出るようにして置かなければならない。IT革命の進行為技術面を含めて金融業務のあり方を根本から変える時代に、金融制度や決済機能の安定化と健全化、金融機関の専門性など多くの分野に於いて高度なサービスが求められる。こうした中、「メガバンク」への金融サービス機能の集合と統合化だけが万能薬でもあるまい。

注：ドレスナー銀行の資本は買収された後50%以上減少し、40億ユーロに上る損失を出した（The Economist Mar. 27, 2004, p. 74）。

7. 占領政策とドイツ金融機関

第二次世界大戦後連合軍はドイツを4分割し、ロシア軍の統治下に置かれた地域は旧東ドイツとなった。西ドイツ（正式にはドイツ連邦共和国）は3分割され、夫々米国、英国、フランスの統治下に置かれた。各地域で施行された金融行政は概ね米国がリードし、他の二国がそれに追随する形を取った。

金融機関について先ず彼らが実施したことは、ベルリンに本店を持ち、全国的支店網を構築していた3大銀行（コメルツ銀行、ドイツ銀行、ドレスナー銀行）の「解体」であった。その意図は二度と再びドイツが大工業立国として登場することを阻止する政策である。当初その根底にあった連合側側の計画は、ドイツの農業立国化であると言われる。しかしこれには当然西ドイツは承服できず、結局連合側側の計画は実現しなかった。

それでも連合側側に於いては西ドイツの戦後の経済・産業の復興を金融面で強力に遂行させる体制作りを危険視する意見が支配した。両世界大戦から得た教訓に照らした事であろう。その結果、大銀行は米国、英国、フランスの支配する3地区に、小規模ながら従来の金融機関機能、つまりユニバーサル・バンクの機能を温存したまま分割されることになった。その上で、これら3地区間の資金移動など金融業務の交流を遮断した。その結果、南部のミュンヘンを中心にしたバイエルン州には、伝統的に資産蓄積があったが、その一方で有力な投資先や資産運用先が限定されていた。これに対しドイツ北部、中でもルール地方は重化学工業が集積していて、旺盛な資金需要があった

が、それを充足する資本蓄積は充分でなく、西ドイツ全体の戦後の経済復興を推進する上で、資金の需要と供給が地域的なミスマッチを起す事態を招くことになった。

事例としてドイツ銀行を取り上げ、以下ドイツ銀行百年史(Hundert Jahre Deutsche Bank)を中心に、この間の経緯をより具体的に見ることにしよう。

米軍当局は、1947年5月6日分割に関する法規を制定、施行した(フランス軍は5ヶ月遅れて同年10月1日、英軍は1948年4月1日に分割に関する法規を制定)。

第二次大戦でドイツを代表する大銀行であるドイツ銀行も又未曾有の人的、物的損失を被り本来の金融機関機能を全うする状況ではなくなった。当然の事ながら顧客もほぼ同じ状況下に置かれた。こうした中、ドイツ銀行は、占領政策の実施に伴い次に掲げた10の銀行に分割されて行くことになる。つまりBayerische Creditbank(München), Disconto Bank(Bremen), Hessische Bank(Frankfurt), Nordwestbank(Hanover), Oberrheinische Bank(Freiburg), Rheinische Kreditbank(Ludwigshafen), Rheinisch-Westfälische Bank(Düsseldorf), Südwestbank(Mannheim&Stuttgart), Württembergische Bank(Reutlingen)である。

1950年5月になると、3大銀行は夫々今後の事業計画に関する提案を関係当局に提出、再編を模索する時代へと移行する。その結果1952年、10に分割されたドイツ銀行の継承銀行は三つの地域銀行(Regionalbanken)に再編成されることになる。それがNorddeutsche Bank AG(Hamburg), Rheinisch-Westfälische Bank AG(Düsseldorf), Süddeutsche Bank AG(München)である。

しかしながら、これら3銀行間では株式の相互持合いが禁じられると共に、或る継承銀行の5%以上の株式を所有する株主は、他の継承銀行の5%以上の株式保有を認められなかった。更に或る継承銀行の取締役会或いは監査役会メンバーは他の継承銀行に於いて同様な地位に着く事も禁止された。それぞれが、多くの小さな支店を夫々の業務地域に展開したが、それでも大銀行として金融上の力を充分に発揮できる状態ではなかったのである。

こうした状態は、やがて冷戦構造の深刻化、占領軍の撤退と西ドイツの主権回復、ドイツの奇跡の経済復興などを経て、金融機関の再統合化へと進むことになる。ドイツ銀行のケースでは、三つの継承銀行は、1957年にドイツ連邦銀行が本拠を置くフランクフルト市にDeutsche Bank AGが設立されるに及び、そこに統合されて行くことになる。ドイツ銀行は、戦後一貫して銀行の本部機能(Zentrale)をハンブルグに置いていたが、1967年フランクフルトにその機能も移管した。こうして1950年代後半はドイツ金融史上、大変重要な時期となる。戦後のドイツ金融業界に、初めて全国(西ドイツだけだが)を基盤とする大銀行が出現、後述する如く、国内金融・資本市場の再構築を成し遂げ、高い貯蓄率と外貨を含む順調な資産蓄積を行い、その後内外で展開する飛躍の礎を構築して行った。こうした背景から、ドイツ銀行は1957年、海外との資本取引が自由化される2年前、既にベルギー、オランダの財務省証券を取得、1958年10月初めには、南アフリカアングロ・アメリカン社(Anglo American Corporation of South Africa Ltd.)の転換社債発行を手掛けている。

米国は戦後の占領政策策定に当たり、何故、金融面でドイツに対する大銀行の解体過程を通して、米国流金融制度(銀行業務と証券業務の分離など)の導入を要請しなかったのであろう。

筆者がドイツ滞在中に知りえた情報によれど、当時米国は戦後の日本に対すると同様に銀行・証券の分離を強行しようとしたが、Hermann J. Abs(戦後拘束されたが、後ドイツ銀行の頭取、監査役会会長などを務めた戦後ドイツ金融界を代表する人物)は懸命にその要請を阻止すべく尽力し、

ドイツのユニバーサル・バンク制度を存続させることに成功したことになる。

アプス（Abs）がこうした行動を取った背景として言われたことは、彼の考えによると、いずれ占領軍が撤退し、ドイツは主権を回復、独立国家になる。その時ユニバーサル・バンクの機能、つまり銀行業と証券業の両方を分離した状態にしておくと、いざと言う時になって元に戻そうとしても一度分離してしまった金融機能・制度はそう簡単に元に戻らないと言うものであった。戦後のドイツは確かに日本と違い、その復興過程で、相当なるドイツ流の制度を各所に残している。銀行もその一例であったと言えよう。

8. 中央資本市場委員会（ZKMA）

ドイツ金融・資本市場を語る際、中央資本市場委員会（Der Zentrale Kapitalmarktausschuss）の存在とその役割を見落とすわけにはいかない。

管理から自由市場への進展

戦後の荒廃から脱却し、力強い復興を成し遂げる過程でドイツは金融資本市場の面でも幾つかのハードルを乗り越えなければならなかった。それは限られた金融資源を最も効率よく国民経済的に活用するにはどのような法律、制度、市場を構築し、それらにどのような政策上の優先順位をつけて実施すべきかと言うものであった。当然の事ながら、最初の過程では国家の統制が必要であった。資本市場で見るとそれは三つの段階に分かれる。最初が1949年から52年末に掛けての利子統制の段階、次に1953年から54年末までの課税統制の段階、最後が1955年から始まる自由市場への移行段階である。

フランクフルト証券取引所では、非公式な取引が1946年12月16日から、そして公式な取引は1948年8月2日から開始された。また1949年には有価証券の再評価に関する法律（Gesetz zur Bereinigung des Wertpapierwesens）が制定され、同年9月2日制定の資本取引に関する法律（Gesetz über Kapitalverkehr）は利子統制の段階を確固たるものとした。この法律に基づき資本取引委員会（Kapitalverkehrsausschuss）が、一方で全ての有価証券の発行を管理すると共に、他方で有価証券の発行割り当制導入を実施した。この委員会の役割の一つとして利子率設定への関与も挙げられる。

当時、金利に特に敏感な住宅建設に必要な資金を供給するため、一例を挙げると、資本取引法の規定により1950年9月2日以降、事業債に対する発行許可は、名目金利6.5%、発行価格98%を越えない場合のみ下りることになった。こうした規制によって、抵当証券（Pfandbrief）や地方自治体債（Kommunalobligation）の名目金利は5%に抑えられる一方、規制のない自由市場では明らかに高い金利が要求されることとなった。

機関投資家（主に銀行）が有価証券の取得者として君臨する一方、賃金等の給与所得者は一般消費財、耐久消費財への支出に追われ、有価証券投資は殆ど不可能な状態にあった。

1957年になると、1936年にできた「中央金融委員会」（Zentrale Kreditausschuss）によく似た「中央資本市場委員会、Zentrale Kapitalmarktausschuss」が設立された。その目的は個々の有価証券発行計画を総括すること、とりわけ全ての発行計画の発行総額、個々の発行計画の希望発行額、予定発行条件、発行時期等を持ち寄り、確認し、調整することである。

ZKMAの構成

第2回会合から、委員会の構成は11人の会員とし、選出母体はBayerische Staatsbank, Girozentralen, Öffentlich-rechtlichen Kreditinstitute, Private Hypothekenbanken, Private Konsortialbankenとなった。ただし、ZKMAは加盟金融機関の連合体ではなく、あくまで個人の集合体である旨定められた。

しかしながら、各業界から選出された代表者といっても、会員は特定の金融機関に所属する者であるため、以下に示す金融機関も会員を送り込むことになった。

Bayerische Hypotheken-und Wechselbank
Commerzbank AG
Deutsche Bank AG
Deutsche Girozentrale-Deutsche Kommunalebank
Deutsche Pfandbriefanstalt
Dresdner Bank AG

注：いずれも、1957年、1972年の例

ZKMA(開催頻度については資料1)による、自主的資本市場の運営は、我が国資本市場の発展にも大きな影響を及ぼした。もともと我が国の金融資本市場は規制産業的色彩が濃厚で、業界の自主的運営には限界があった。その上、銀行と証券の対立構造が強く資本市場の適切な発展を阻んだ経緯もある。こうした中、証券界での起債調整などはドイツの制度を取り入れ、多少なりともその発展に寄与した面が伺える。大蔵省でもドイツ金融・資本市場への理解は進んでいた。こうした事情から、一時期ドイツの考え方や制度が我が国で持て囃された時期があった。

9. DM外債小委員会 (Unterausschuss für DM-Auslandanleihen)

ドイツマルクの交換性回復、並びに外国との資本取引自由化の結果、ドイツの証券引受業者(銀行)は数十年間に亘る海外との債券発行業務の隔離状態から開放されることになった。最初のDM外債発行は1959年4月の世界復興開発銀行(世銀)債の登場である。発行額2億マルク、引受シ団は大銀行、地域銀行、州立銀行(Landesbank/Girozentralen)、数多くのプライベート銀行^(注)で構成された。国内金融機関による国際資本取引の開始と言った視点から見ると大変喜ばしい事態の展開であったが、その後居住者の資金調達にとり極めて重大な問題を提起することになる。

1968年夏、ドイツ連銀の抑制的金融政策はドイツ国内へ流入する外資の急増で完全に圧倒される結果となったため、通貨交換性実施下の金融政策はその有効性が真剣に問われることとなった。その後様々な過程を経て、結局、対外経済政策防衛のスローガンが掲げられることになって行く。

前後して繰り返されたドイツマルク切り上げ議論に続いて、今度は、連邦銀行や連邦政府の間で、非居住者によるDM外債発行が急増すると、居住者に必要な国内資本市場の発展の妨げになるので

注：当時西ドイツには尚多くの有力な伝統のあるプライベート銀行があり、有力資産家を顧客に長期の資産運用を専門に銀行業を営んでいた。その多くが有限会社であり、オーナーの個人色が強く経営に反映されたが、やがて業務の国際化、近代化に資金面からも適合できなくなり大幅にその数を減らして行った。

はとする声が高まった。こうした背景から、1968年に入ると、外債引受を行うドイツ金融機関とドイツ連銀の間で、発行全体の調整を行う必要性があるとの合意が行われた。更にこうした利害関係者間の同時調整(synchronisierung)は連邦経済省も参加する「情報三角形(Informationsdreiecks)」として、1968年5月に拡大することになる。その結果、ドイツ金融機関はDM外債の発行をドイツ引受金融機関が務める主幹事の下でのみ行う責務を負うことになる。こうした行政指導の下、銀行は連邦経済省の制約から開放されることになった。特に民法795条に基づくDM外債発行時に於ける、国家による許可が不要となることに鑑みると、このことは重要な前進であった。同時にしかしながら、市場に破滅を齎すような過当競争を避ける責務を負わされることとなる。

その一方で既に1968年4月11日にはZKMA内にDM外債小委員会が設置される運びとなったのである。

会員並びに専門性

ZKMAメンバーで外国業務に従事するリーダー的金融機関とBerliner Handels-Gesellschaft(1970年に合併しBHF-bankとなる)の代表者並びに、ZKMAのその時々議長のDM外債小委員会に帰属することになった。

設立当初の常任委員会メンバー：

Dr. hans Feith	Deutsche Bank AG, Frankfurt
Herbert Henzel	Dresdner Bank AG, Frankfurt
Paul Lichtenberg	Commerz Bank AG, Frankfurt
Ludwig Poullain	Westdeutsche Landesbank-Girozentrale-Düsseldorf (WestLB)
Dr. Hans G. Gottheiner	Berliner Handels-Gesellschaft

この時代、日本の金融機関、とりわけ証券各社は特に、DM外債小委員会の各行に積極的にコンタクトを行い、ドイツ・サイドの情報収集に注力すると共に、日本からの有力発行体に対しDM外債の勧誘を強く働きかけた。DM外債の戦後発行は前述したように1959年の世銀債に始まるが、本格化したのはZKMA内にDM外債小委員会が設置された1968年からである(資料2)。尤もこの間既に1962年には、日本から史上初めてのDM外債となる大阪市・府債(発行額1億マルク、金利6.5%、期限5+10年)がドイツ銀行主幹事で発行されている。尚このシ団には大銀行、地域銀行、プライベート銀行、多くの公的金融機関など合計49行が参加した。この様に当初日本からは確定利付の債券発行が中心であったが、やがてエクイティー・ファイナンス(転換社債、ワラント債など)も活発になった。

DM外債小委員会に常任委員を送っていたドイツの有力銀行は必ずしも、全てが日本企業のエクイティー・ファイナンスに積極的であったわけではない。自ずと、経験や経営方針の違いから、デット・ファイナンスに重点を置くところもあるし、或いは逆にエクイティー・ファイナンスに注力するところも出た。ドイツの個人投資家による株式を中心にした対日証券投資が活発化してくる段階で、ドイツの銀行でも調査部に日本株式、日本企業への調査・研究を専門に行うスタッフを置くところも出てきた。こうして日本からのDM外債発行、特にエクイティー・ファイナンスにおいては、調査部の積極的支援が強く求められるようになった。中には、日本の転換社債をはじめとする証券市場の研究でドイツの大学から博士号を取得するドイツ人も出て来た。

当時、日本のDM外債（含むエクイティー・ファイナンス）発行で主導的役割を果たしたのは、三大銀行を中心にした上記の5行である。うちWestLBは木川田会長の個人的人脈から東京電力のDM外債をほぼ独占的に引受けていた。またBayerische Vereinsbankもその後積極的になり、私募債なども手掛けるようになった。

10. ユニバーサル・バンクの職能分離と人材

ドイツでは「証券業務」と「銀行業務」は同じ本体で行われているが、両者は実質的に分離していて、両部門間の人材交流は殆どない。多くの銀行店舗は、伝統的に資金の貸借取引が中心であるため、証券投資、中でも株式や投資信託に関する投資情報は、国内・外を問わずこうした店舗では十分なサービスは期待できない。投資アドバイザー（Anlageberater）は各行の本店か有力支店に配置されているが、外国株式となると、日本株など非常に少人数の専門家しかいなかった。

引受部門には各行、優秀な人材を配置していた。只こうした専門家もドイツの発行市場が伝統的に債券中心であることから、エクイティー・ファイナンスの分野はやや劣勢であった。ドイツでは株式会社形態の事業主体は少なく、ドイツの輸出産業やドイツ経済全体を支えたのは技術力に優れ、メイド・イン・ジャーマニーのブランド力を有し、財務内容の良い中堅企業（Mittelstand）であった。彼等の多くは有限会社（GmbH）であるため、残念ながらこの段階では資本市場のメジャー・プレイヤー（株式の提供者として）とはなっていない。

ここでドイツ資本市場の特徴まとめると：

- ① 取引所への上場企業数が、経済規模に比べ非常に少ない。
- ② エクイティー・ファイナンスのチャンスが少なく、専ら、外部資金調達手段としては銀行からの融資（長中期を含む）と債券発行に大きく依存。
- ③ エクイティー絡みの金融商品の開発・活用が遅れた。
- ④ 年金、投資信託、投資顧問など「機関投資家」の形成が遅れたこともドイツ資本市場に於ける需要サイドの適正な発展を阻害した。
- ⑤ 「インベストメント・バンキング」業務の進展が制限的で、資産運用、M&A、アドバイザー業務、新金融商品の開発、グローバル化への対応などの面で、国際競争力を持つ金融サービス業務の拡充に遅れを取った。
- ⑥ ドイツ企業は資金調達コスト面でも海外の有力企業との競争で劣勢に立たされた。

ドイツの金融機関にあって、引受関係の専門家、スタッフの数は各行とも極めて少ない（少数精鋭）。邦銀などによく見られるこれら関係者のローテーション・システム（支店や他の部署を広く転任する）はドイツの銀行では殆ど行われていない。急速にDM外債市場が拡大したこともあって、この時期から、他行の引受部門に移動するケースも出て来た。ドイツ銀行は各部門で人材が厚く、人材の供給源であり、中にはドイツ銀行の引受部門の長からWestdeutsche Landesbankへ、更にCommerz Bankの頭取や監査役会会長にまでなる人も出た。ドイツの労働市場の硬直性がとかく国際的に話題となる中、引受部門では比較的早くから流動化が進んでいた。これは、多分に金融業務の国際化がドイツを巻き込むスケールで進展した結果とも言えよう^(注)。

金融界でも、ドイツでは弁護士の資格を持つスタッフやマネージャーが、特に引受部門に比較的

多くいた。ドューデリジェンスなどでも、外部の弁護士ではなく行内の弁護士が担当した。当時ドイツでは大銀行の社会的信用は高く、外部の弁護士を必要としなかった。

別な視点で、ドイツの金融機関を評価すると、顧客サービスの向上、マーケティング、新金融商品の開発、デリバティブスの活用、M&A、債権の証券化、資産運用の多様化、金融工学の応用などの面で後追いとなり、先行する米・英の有力競争相手（投資銀行）と比べ、グローバルレベルで動き出した時代の変化を十分に知覚できていなかったように思われる。それにはドイツの伝統的金融制度、特に金融機関の体制も多分に影響したと言えよう。その結果ドイツの大銀行は国内は兎も角、後年国際金融資本市場での安易な戦線拡張で躓き、一方的後退を余儀なくされることとなる。

注：大銀行を始めとするドイツ金融機関の海外業務展開が拡大する中、国内金融・資本市場が開放され、海外金融機関のドイツ進出も同時並行する形で進行した。

11. 間接金融・直接金融

ドイツのユニバーサル・バンキング制度下に於ける間接金融と直接金融の相互関係をレビューしてみよう。ドイツには銀行に対抗する総合証券会社は存在しない。大銀行では従って間接金融も直接金融も同じ金融機関内で一緒に行われている。その間に生ずる様々な問題点に関しては既に指摘した。ドイツの直接金融は債券発行を主体とする「デット・ファイナンス」である^(注1)。前述した金融機関の分類に於ける各金融機関は夫々独自の様々な債券を発行している。これら金融機関にとって、債券発行は有力な資金調達的手段であると同時に、資産運用の対象でもある。資料4からも分かるように、ドイツ債券市場にあっては事業債（Industrieanleihe）の発行は常にマージナルで、主体は地方自治体債（Kommunalobligation）、金融債（Bankschuldverschreibung）、抵当証券（Pfandbrief）、公債（Öffentliche Anleihe）である。1968年からは先に述べた如く、DM外債が急増、地方自治体債に次ぐ発行量となる。国債（発行体；Bundesrepublik Deutschland, Deutsche Bundesbahn, Deutsche Bundespost）の引受シンドリットには、ドイツ連邦銀行が主幹事として入り、市場価格の調整等で指導的役割を果たしているのが大きな特徴と言える。この点、米国や我が国のシステムとは異なる。国債発行量の急増で我が国でも国債管理のあり方が検討されている中、米国に倣い、現在プライマリー・ディーラー制導入の方向で準備が進められている（10月導入予定の国債特別参加者制度）。今後もドイツはこれまでのドイツ流を通すのか或いは米国制度の導入を検討するのか我が国でも注目しておく必要があろう。

ここで西ドイツに於ける株式投資についても若干触れておくことにする。前述した如くドイツの株式市場はその経済規模から見て、上場会社数^(注2)、出来高等の面で異常なまでに小さい。伝統、税制など様々な背景から企業は株式会社形態を取らず、有限会社が圧倒的に多い。そのため、株式市場に於ける株式の供給サイドが極めて限定される。一方投資家サイドを見ると、機関投資家が十分に育成されておらず、株式の需要サイドも極めてマージナルである。年金、投資信託、従業員持株制度、投資顧問などの発展は遅れた。その点我が国に見る“証券の民主化”運動と言ったものは陰が薄い。西独でもVolksaktien（大衆株）が戦後広く国民に向けて売り出されたことがあった。最初が1959年のプロイサック（Preussag）社の株式放出である。二番手はホルクスワーゲン

(Volkswagen)社株式で、150万人を越える応募があり第一回を上回る盛況となった。その内100万人は低所得者層からの応募で、応募者の83%は割引特権を所有していた。総額11億マルクが調達されたが、その多くが最低所得者層からのものとなった。これらの売り出しは何れもドイツ銀行が主幹事を努めた。三番手はドレスナー銀行主幹事によるフェバ(Veba)社株式の放出であった。注目したい点はこれらの株式が放出される過程で、多くの人々が、預金口座以外に証券口座等を金融機関に開いたことであろう。ドイツ銀行ではこれを機にその後も小口客を対象に、個人の信用をバックとしたPKK, PAD, PDKと言った2000マルクから2万マルクまでの小口の規格化された融資(Der genormte Kredit)を活発化させると共に、個人不動産融資を目的としたPHDを導入、個人客の取り込みに走ることになる。ドイツ銀行が最終統合を果たした1957年には約100万口座があり、うち預金口座は半数以下であったが、こうした努力が実を結び、5年後の1962年には約200万口座、更に1968年末には420万口座へと急膨張して行く。

しかしながら、その後の株式市場動向を見る限り、Volksaktienは一時的な大ブームを巻き起こしたが、証券投資の本格的進展(エクイティーを中心にした)に繋がるものとはならなかった。また大銀行は確かに一見、これまで取引のなかった個人客を大量に顧客化し銀行基盤の変革・強化に資す結果を齎したかに見えたが、その後の動きを見るとそのサービス内容等甚だ不十分なものと言わざるを得ない。今日大銀行の構造改革に関連し、リテール・バンキング部門の重要性が叫ばれている。裏を返せば、それだけ現在の大銀行のリテール・バンキング部門が弱いことになる。顧客の満足を充分満たすだけのグローバルな競争力のある魅力的金融サービスの提供が出来ていない証だ。

間接金融を行う金融機関は預金や各種債券発行等で調達した資金を民間のみならず広く国、州、地方公共団体などにも大量に融資した。また当時金融機関、特に銀行による融資先企業の株式保有が広く行われており、しかも制限がなかった(注3)。資料5からも分かるようにドイツは金融機関の数も欧州では抜きん出て多く(絶対数並びに住民1000人当たりの)、金融機関の就業者数も多い。金融はドイツで最も重要な産業の一つに数えられると共に「金融支配の国」とさえ言われる所以である。

注1：ドイツを代表するフランクフルト取引所の例、上場国内会社数254、外国企業57、上場債券国内2471、外国153—Eick, J. 編So nutzt man den——, Societäts-Verlag, 1971, s. 426.

注2：1965年4月現在、上場会社数628。1964年末現在の全株式会社数2541、全有限会社数50,275—Richebächer, K. Börse und Kapitalmarkt, Fritz Knapp Verlag, 1965, s. 88.

注3：我が国のメイン・バンク制より強固な、独占的ないし半独占的關係に立つ「ハウス・バンク(Hausbank)」もあったが、時代の変化と共に存在意義を失った。国際的な圧力と政府が2001年1月から投資先株式の売却時にキャピタルゲイン税を徴収しなくなったこともあって、近年銀行の關係先企業の株式保有は大きく低下した。

12. 日本の証券会社西ドイツ進出

1969年大蔵省は4大証券に欧州に於ける2番目の駐在員事務所開設を認めた。その結果西独のフランクフルトに山一證券と大和證券、スイスのチューリッヒに日興證券、オランダのアムステルダムに野村證券が進出することになった。各社本音はスイスのジュネーブに出店を希望したが、当時外資系金融機関の進出に厳しい制限を設けていたスイス当局(カントンを含めて)の許可が得られそうにないとの観測で各社分散を強いられる結果となってしまった。

何故ジュネーブかというと、大きな理由の一つが、当時ジュネーブに運用拠点を置いた国際的投

資ファンド、IIT (International Investment Trust) があって、大量の資金を日本株投資に割り当て活発に運用していたからである。こうした運用からの売買注文は、殆ど各社のロンドン・オフィス経由で日本に発注されていた。このファンドについては別に項を改め解説することにする。

当時フランクフルトは既に西ドイツに於ける金融の中心地で、ドイツ連邦銀行 (Bundesbank) の本店があった。日本からは日本銀行、日本興業銀行、東京銀行が駐在員事務所を持っていた。

証券二社と同時に三和銀行と大和銀行も駐在員事務所を開設した。当時のフランクフルトには米軍関係の施設に商品を供給していた日本の音響機器メーカー数社を除くと、まだ殆ど日本企業の進出はなかった。

伝統的にハンブルグには多くの商社が進出しており、またデュッセルドルフにはメーカーや商社など多くの企業が日本から進出していたため、邦銀はハンブルグやデュッセルドルフに支店を開設していた。その後フランクフルがドイツ金融・資本市場の中心地としての地位を磐石にすると共に欧州の金融・資本市場の中心としてロンドンと覇権を争うまでになると、更に多くの日本の金融機関 (含む証券会社) がフランクフルトに集中するようになった。

駐在員事務所から現地法人へ

ドイツに進出した二社の事務所は、ドイツのみならず欧州大陸を広く担当地域とし、主に欧州大陸からの対日証券投資に関する窓口の役割を少人数で行っていた。山一證券の場合、北欧諸国は従来からの関係で、ロンドン・オフィスが継続して担当した。

証券投資 (主体は日本株投資) が急増すると、ドイツ当局はこの様な注文の仲介は営業行為になると判断、各社に駐在員事務所から現地法人への移行を強く要請するようになった。こうして、1973年12月、駐在員事務所は現地法人へ移行となる^(注)。

ドイツには独立した証券会社はなく、証券業務を行う場合であっても金融業法 (Kreditwesengesetz) 上の認可を受けなければならなかった。この認可を出す機関がベルリンにあったドイツ連邦銀行監督庁 (Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen) である。現地法人は二人の銀行業務執行責任者を置き、その内の一名は必ず適正な資格を持つドイツ人であることが要件とされた。日本人については、ドイツの金融業法に通じ、且つドイツ連邦銀行監督庁など所管官庁との折衝において、ドイツ語を理解し、話す能力を有することが求められた。このため、資格取得申請者はドイツ連邦銀行監督庁での面接試験が課せられた。こうした指導は日本の証券会社ばかりでなく、邦銀や外銀が現地法人を設立する場合にも適用された。このため中にはドイツでの現地法人代表者が必ずしも、当該金融機関の内部で、派遣社員のトップの地位を占めない事態も起きた。

国際慣行上よく見られる、「リシプロシティ・ルール」はここでは認められなかった。そのこともあって、日本の大蔵省に対し、ドイツ金融機関の対日進出に当たっても同様な厳しい資格審査を課すべきだとする要請が在ドイツ日本金融機関関係者からも出たが、実行される気配はなかった。

証券会社の主な業務

- 1) 対日証券投資 (中心は日本株式) の取次ぎ業務。当時ドイツでも先行する米、英、仏、スイス等に次いで、日本株への関心が徐々に高まってきた。特徴は個人投資家が中心で、先行する

注：山一證券のケースで見ると、時代の進展と共に、オフィスの名称がYamaichi Securities Co. Ltd. Frankfurt Representative Office, Yamaichi International (Deutschland) GmbH, Yamaichi Bank (Deutschland) GmbHと変わった。

グループの投資家が専ら機関投資家であったのとは好対照である。その上ドイツの金融機関では、個々人の投資勘定を統一し、売り買い注文を行内で相殺し、帳尻を合わせた後のネット株数のみを発注するようなシステムが多くの銀行でまだ出来上がっていなかった。このため1000株単位の膨大な量の注文が殺到する時期が続くことがあった。当時は今のように通信手段が十分に発達しておらず、専らテレックスに頼らざるを得なかった。東京証券取引所（当時株式売買の市場集中主義が採られていた）でも注文執行に厳しい制約があり、市場外取引が認められていないため、ドイツからの膨大な量の注文を捌くことに証券各社で大きな物理的、技術的問題も生じた。

市場関係者間では、ドイツの個人投資家が売買を活発化すると相場も早晩天井だと言った陰口も出るようになった。こうしたことは対日投資に限らず、ドイツの個人投資家が海外市場に出て行くとき冷やかし半分に言われることが多かった。確かに一時、筆者のいたフランクフルトでも、行きつけの理容店で日本株が話題に上がることに時折出会ったことがある。その一方で、こうした日本株投資に関して十分な投資判断や分析を行って個人投資家にアドバイスする体制はドイツの金融機関には整備されていなかった。従って、個人投資家は、丁度今、日本の個人投資家が中国株に投資を行おうとする場合に遭遇すると同様な障害と金融機関に対する欲求不満に直面していたことになる。

2) 発行市場への参入

ドイツは1968年になると順調に拡大する経済発展と資産蓄積をバックに本格的な資本の輸出を始めた。詳しくは既に述べたので、ここでは日本の証券会社がこれにどの様に関与したかについて述べることにする。

DM建て債券発行による資金調達に、日本から最初に参加したのは民間企業群ではなく、地方公共団体であった。

第一号となった大阪市・府債は、発行額も平均より多く、投資家は必ずしも発行体を充分信頼して投資したわけではなかったが初日に完売となる盛況となった。これは主幹事ドイツ銀行のリードによるところが大きかったと思われる。1960年代後半になると神戸市、横浜市なども盛んにドイツ市場を活用し、資金調達を行った。

民間企業と違いこれらの都市はドイツでも比較的知名度もあり、また保守的で、株式よりは公共債に関心と投資実績の経験を持つドイツ投資家や引受主幹事を勤めるドイツの大銀行にも前向きに受入れられるところとなった。70年代になると、DM外債市場は更に拡大し、やがてユーロドル債市場を補完するまでになる。この段階で、西独の対日株式投資急拡大が引き金となり、民間企業の資金調達手段として、ドイツ資本市場（発行市場）は重要性を持つようになる。日本企業によるDM外債（デッド・ファイナンス）発行に加え、ドイツに於いてもエクイティー・ファイナンス（転換社債、ワラント債など）にも関心が高まり、公募形式のみならず、私募形式による有価証券の発行が相次いだ。

日本の証券各社は、日本企業の紹介に留まらず、ドイツの引受シ団にその現地法人が直接参加するようになり、やがて共同主幹事の地位を確保するところも出てきた。合わせ、日本の証券会社は本邦企業の海外に於けるIRやドイツをはじめ外国の主な証券取引所に本邦企業の株式を上場する仕事にも、現地金融機関と共同で携ることになる。

こうした中、山一證券がイニシアティブを取り、コメルツ銀行と共同でヴェネゼーラ国債を、当時としても大変珍しい二重通貨建て（米ドル／ドイツマルク建て）債（デュアル・カレンシー・ボンド）として、ドイツ国外で発行した。起債に当たりコメルツ銀行はドイツ連銀との通貨問題に関する折衝窓口となった。

13. IOSショック

1960年代末に向け、ドイツ金融史上見落とすことの出来ないショッキングな事件が起きた。それがIOS（Investors Overseas Services Ltd, Geneve）事件である。傘下の投資運用会社はスイスのジュネーブに本拠を持つIIT management Company S. A. で、成長型（Anreicherungsfonds）国際株式投資信託、IIT（International Investment Trust）を運用、その発行地はルクセンブルグと言う複雑な仕組みを持つ国際分散型株式投資信託をドイツでも売り出し、短期間にドイツの投資信託市場を席巻する勢いを示し始めた。その販売方式は、ドイツ国内に、最高時には200を超える代理店や協賛店を構え、「ドアー・ツー・ドアー」の販売を行った。当時こうした販売方式はドイツにはなく、またドイツの投資信託市場は国際競争の洗礼を受けない無防備、未開発な市場であったため^{（注1）}、簡単にIOSの侵攻を許す結果となった。一方でドイツの投資家は自国金融機関の投資サービス業務に不満を持っていたこともこうした積極的投資サービスの提供に大いに誘発された面も否定できない。IOSはドイツに何ら金融業法上の認可を持つ機関（組織）を設置することなく、外国の有価証券（投資信託）を代理店経由で販売するものであったため、その後ドイツはこの種販売行為に対して、当該投資信託をドイツの証券取引所に上場するか若しくは金融当局の許可を必要とすることにし、一団となってこの難局に立ち向かうことになった。

参考までに述べると、このIITは会社型投資信託で、オープン・エンド・ファンド、投資先はファンドの少なくとも50%は、ベルギー、デンマーク、フランス、英国、イタリア、カナダ、ルクセンブルグ、オランダ、米国と西ドイツの主要取引所の一つに上場（後に日本も加わる）されている株式となっている。このルクセンブルグで発行されたファンドは同国の会社法の規定により管理されるものである。ファンドの収益金は分配されることなく再投資に回された。前述した如くこのファンドは対日株式投資に大変積極的で、外資系機関投資家の中で、最初に邦銀株を100万株単位で購入し、市場関係者を驚かせたところである。当時邦銀株は株価が100円前後で、浮動株も少なく証券会社はその売買を積極的に行える環境下にはなかった。邦銀間の横並び意識も強く、又市場で浮動株が増加することはどの銀行も歓迎していなかった。そうした中、世界的なファンド運用の実績を持つ、IITのファンド・マネージャーは邦銀株の割安に眼を付け、執拗に日本側の説得に走り、ついにその大量取得に成功する。これを機に、横並び意識の強かった邦銀は、自行株式のブロック取引を認め、以後急速に外人が割安の邦銀株投資を活発化して行き、IIT^{（注2）}のように一行当たり数千万株のポジションを持つところも出て来た。

注1：ドイツ銀行は1956年、他の12の銀行等と共同で投資信託会社（Deutsche Gesellschaft für Wertpapiersparen mbH）を設立、最初のファンド“Investa”を発行した。その後更に4本のファンドを設定し運用資産の総額は23億マルクに拡大した。ほぼ同じ頃投資信託が様々な金融機関から売り出されたが、「投信ブーム」を引き起こすまでには到らなかった。リテール市場開拓の重要性が叫

ばれるが、既にこの分野においても銀行窓口経由による金融商品販売の弱点が浮き彫りとなった。

注2：IOSは結局、独裁的オーナー経営者によるカナダの不動産投資に失敗、1970年4月 [IOS危機] を招き、世界中で株価下落を引き起こしながら、市場から消えて行った。

14. むすび

今日のドイツ金融システム、金融機関並びに金融・資本市場は幾多の重要な課題を抱え、構造改革の必要性に迫られている。既にドイツ連銀は昨年12月、広範囲に及ぶ“ドイツ金融システム安定化のための報告書”(Bericht zur Stabilität des Finanzsystems)を発表し、ドイツ金融業界に現存する反生産的な抗争の対応に当たり、IMF(IMFはFinancial Sector Assessment Programでドイツ金融セクターの評価と改善策をまとめ提言した)だけに業界再構築に向けての調停的役割と先導役を任せることのないよう行動に出た。ドイツ連銀のヴェルテケ(Welteke)総裁は1月はじめに行われたハンス・フッター(“Finanzplatz”—Chefredakteur Hans Hutter)とのインタビュー^(注)の中で、重要な分野でセクションを越えた強化・統合がすでに始まっていると述べ、有価証券の清算、決済システムを挙げ、更にまもなくIT分野でも協力が始まると自信を示した。そして、民間銀行がより重要な機関に移行するに当たり、何が最も重要になるかについては、比較的安定したリテール部門が根付くとみて、民間銀行が自力でも強力な市場体制を築き上げることが出来るようドイツのリテール市場を充分に開放的且つ大規模に維持していくことを強調している。

海外から見ると、州立銀行(Landesbanken)の特別優遇措置(州保証など)廃止に向けての再構築、大銀行の緊急を要する国際競争力強化、投資銀行業務見直し、顧客や市場ニーズに適切に対応した新しい金融サービス業務の質・量合わせた開発と拡充、高コスト体質の改善、収益力の向上など問題は山積している。全ての金融機関に共通する明白な弱点はリテール市場の占拠率の弱さにあり(The Economist, March 27th 2004, p. 74)、その強化とマーケットシェア拡大は各金融セクター、各行にとって最重要課題である。これらの課題の多くは、すでに1960年代、70年代を通して潜在していたわけで、ドイツ金融・資本市場がこれらの内在する諸問題を抜本的に解決し、潤沢な資産蓄積をバックに、民間部門である大銀行を中心として再び世界の金融・資本市場に返り咲く日の近いことを期待したい。

ドイツは戦後もドイツ的(ゲルマン的)思想、制度、文化を広く温存しつつ経済大国を築き上げてきた。経済のグローバル化、金融・資本市場や顧客ニーズの多様化とスピーディーな変貌の前に、制度疲弊が生じ、市場・顧客の欲求不満が出る中、ドイツ金融業界は嘗て経験したことのない挑戦を受けている。構造改革に当たっては、金融制度、金融機関のあり様、高コスト体質の是正、少数精鋭を以てする投資銀行業務の改善等の技術的、短視的対応ばかりに走るのではなく、ドイツの文化、文明のアイデンティティーを維持しながら、金融・資本市場の先進国である米国の実態を見極め、新たなビジョンと価値観に基づくニュー・レジームの構築を成し遂げることが肝要である。同時にその過程はメガバンク、リレイションシップ・バンキングを模索し、日本郵政公社の民営化を見据え、国債の大量発行と管理に備えた新制度導入を直前にした我が国金融サービス産業の更なる向上を考える上でも大いに参考になるであろう。

注：Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln Nr. 321, Januar 2004, s. 3.

参考資料

1. ZKMA会合の年間開催回数

年	回数	年	回数
1957	10	1965	9
1958	11	1966	5
1959	11	1967	8
1960	8	1968	8
1961	9	1969	6
1962	10	1970	6
1963	9	1971	14
1964	8	1972	12

出典；Der Zentrale Kapitalmarktausschuss, Rüdiger F. von Rosen, Fritz Knapp Verlag、1973, s. 199.

2. DM外債の発行と流通額、単位100万ドイツマルク

年	発行（販売）総額	実質発行（販売）額	流通額
1962	100	100	480
1963	160	111	591
1964	895	894	1,485
1965	1,300	1,275	2,760
1966	1,304	1,276	4,767
1967	764	732	4,767
1968	5,775	5,720	10,488
1969	6,585	6,398	16,886
1970	2,705	2,485	19,371
1971	3,700	3,367	22,738
1972	5,195	4,003	26,741

注；ドイツ金融機関の主幹事で発行されたDM外債

出典；ドイツ連銀月報付帯統計資料、第2編有価証券統計、1973年7月号

3. 西ドイツ商業銀行制度、シェア：％、資産：10億ドイツマルク、1961年9月現在

種 類	数	シェア	総資産	シェア
商業銀行	338	8.9	66.7	25.5
うち				
大銀行	6	0.2	30.3	11.6
地方銀行	87	2.3	28.3	10.8
プライベート・バンク	211	5.6	6.2	2.4

特別任務商業銀行	34	0.9	1.9	0.7
中央 giro 金融機関	12	0.3	33.9	13.0
貯蓄銀行	866	22.8	62.2	23.8
信用協同組合中央機関	18	0.5	5.9	2.3
信用協同組合	2,238	59.0	15.6	6.0
民間・公的抵当銀行	47	1.2	33.6	12.8
特別任務信用機関	25	0.7	33.9	12.9
割賦信用機関	233	6.1	3.3	1.3
ポスト信用・貯蓄銀行	15	0.4	6.5	2.5
合 計	3,792	100.0	261.5	100.0

出典：Banking in Western Europe p.54

4. 確定利付債券発行状況、(単位百万ドイツマルク)

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969
抵当証券	4071	4306	4331	2835	3782	4539	4243
地方自治体債	3398	3772	3691	3181	6250	9266	8914
金融債	2827	3217	2636	1547	2285	3549	3486
事業債	1553	974	586	232	1117	300	457
公債	4576	4139	3589	1604	6413	4941	2992
国内債合計	16425	16907	14833	9399	19847	22595	20092
DM外債	160	895	1389	1378	967	6184	7467

出典：Börsen und Wirtschafts Handbuch 1970, Societäts-Verlag, s. 21から作成

5. 欧州主要国比較 (以下全て欧州中銀 (ECB)、“Structural analysis of the EU banking sector, November 2003” から作成)

人口：単位1000人

	1997年	2002年
ドイツ	82,507	82,488
フランス	58,299	61,230
イタリア	57,563	68,027
英国	59,089	59,832
EU15カ国	374,194	381,909

GDP(時価): 単位百万ECU

	1997年	2002年
ドイツ	1, 863, 458	2, 108, 200
フランス	1, 241, 129	1, 506, 118
イタリア	1, 029, 991	1, 258, 349
英国	1, 171, 085	1, 659, 624
EU15カ国	7, 295, 153	9, 146, 533

金融機関数

	1997年	2002年
ドイツ	3, 577	2, 363
フランス	1, 273	1, 011
イタリア	935	822
英国	480	440
EU15カ国	9, 077	7, 756

注記：各国の銀行法に基づく金融機関全体で、含む外銀支店、但し複数の支店がある場合は合計を1支店とする。

住民1000人当たりの金融機関数

	1997年	2002年
ドイツ	0. 77	0. 62
フランス	0. 43	0. 43
イタリア	0. 44	0. 52
英国	0. 28	0. 25(但し2001年)
EU15カ国	0. 54	0. 51(但し2001年)

総資産に占める5大金融機関のシェア(%)

	1997年	2002年
ドイツ	17	20
フランス	40	45
イタリア	31	31
英国	24	30

住民1000人当たりの金融機関就業者数

	1997年	2002年
ドイツ	9. 35	9. 06
フランス	6. 92	6. 87(但し2001年)
イタリア	6. 02	5. 89
英国	7. 71	7. 97(但し2001年)
EU15カ国	入手不可	7. 42(但し2001年)

参 考 文 献

- Delorme, H., Hössrich, H-J. Konsortial-und Emissionsgeschäft, Frits Knapp Verlag, 1971
- Deutsche Bank. 100 Jahre Deutsche Bank, 1870—1970. Fritz Knapp Verlag, 1970
- Deutsche Bundesbank, Deutsche Bundesbank Verzeichnis der Kreditinstitute, Bankgeschäftliche Informationen 2, 2002
- Gesetzestexte, Kreditwesengesetz/Bundesbankgesetz. Fritz Knapp Verlag, 1970
- Hoppenstedt. Vademecum der Investmentfonds 1967, Verlag Hoppenstedt & CO, 1967
- Könneker, W. Die Deutsche Bundesbank, Fritz Knapp Verlag, 1967
- Müncks, Hans H. Die Bundesanleihen, Fritz Knapp Verlag, 1972
- Steffan, F. Pfandbriefe und Kommunalobligationen, Fritz Knapp Verlag, 1967
- Sayers, R. S. 編 Banking in Western Europe. Oxford University Press, 1962
- von Rosen, Rüdiger F. Der Zentrale Kapitalmarktausschuss, Fritz Knapp Verlag, 1973
- 清田 匡, 戦後ドイツ金融とリテール・バンキング. 勁草書房, 2003
- 高木仁・黒田晁生・渡辺良夫共著, 金融システムの国際比較分析. 東洋経済新報社, 2000