
金融異業種間統合の金融サービスに与える影響
に関する基礎研究

17530277

平成17年度～平成18年度科学研究費補助金
(基礎研究(C)) 研究成果報告書

平成19年5月

研究代表者 伊藤 修
埼玉大学経済学部教授

埼大コーナー

埼玉大学図書館



207801124

<はしがき>

本研究の目的は、金融自由化と技術革新が進展するもとの、従来の常識であった業態区分の枠を超えた先端的な金融業務やサービスがどのように開発され、経済にどのような影響を与えているかということをも明らかにすることにある。

研究の対象は、欧米、とりわけ、ヨーロッパとドイツである。それは、ヨーロッパ諸国では、歴史的に見て、銀行業と証券業を金融機関本体で兼業するユニバーサル・バンク・システムが主流だからである。昨今では、ユニバーサル・バンクが保険業をはじめとするさまざまな金融業務を手掛けるアルフィナンツ(フランスではパンカシュランス)という事態が進展している。

EUは2004年4月に「金融商品市場指令」を採択したが、この指令を契機に金融サービスの異業種間統合が大きく進展しつつある。銀行・証券・保険業務など幅広い金融サービスを提供するのが金融コングロマリットである。さまざまな金融業務を手掛けることによりリスクが高まるが、監督当局は、効率的な金融機関監督を行なおうとしている。

EUの金融自由化の進展により、広範な金融サービスを提供してきたドイツでも、金融の証券化をはじめとする金融機関の業務拡大、証券市場の自由化などが急速に進展している。

本研究は、金融異業種間統合が進展してきたヨーロッパにおいて、金融自由化と金融サービスがどのように拡大してきたか、異業種間統合による金融リスクをどのように計測し、どのように効率的な金融監督を行なっているかということをも明らかにしたものである。

研究組織

研究代表者 : 伊藤 修 (埼玉大学経済学部教授)

研究分担者 : 相沢幸悦 (埼玉大学経済学部教授)

研究分担者 : 奥山忠信 (上武大学学長)

交付決定額 (配分額)

(金額単位: 円)

	直接経費	間接経費	合計
平成17年度	1,600,000	0	1,600,000
平成18年度	1,800,000	0	1,800,000
総計	3,400,000		3,400,000

目次

はしがき

第一部 EUの金融・資本市場改革

第一章 EU統合と金融システム改革

第二章 金融コングロマリット指令と金融機関

第三章 金融商品市場指令と証券市場改革

第二部 ドイツの金融・証券市場改革

第四章 ドイツの金融システム改革

第五章 貸出債権の流動化と証券化

第六章 信用制度法と金融機関

第七章 ドイツ銀行とポストバンクの金融業務

第八章 証券市場改革と投資家保護

第一部 EUの金融・資本市場改革

第一章 EU統合と金融システム改革

1 EU統合の進展

EU（欧州連合）は、1958年の欧州経済共同体（EEC）の結成、60年代の関税同盟の完成、70年代の欧州通貨制度（EMS）の創設、90年代初頭の域内市場統合と発展してきたが、99年には、ついに単一通貨ユーロを導入した。こうした、EU統合の中で証券市場の自由化が進められてきた。

通貨統合の本質

1999年1月に単一通貨ユーロが導入された。ユーロの導入というのが平和で豊かなヨーロッパを作り上げるために計画されたのは事実であるが、重要なことは、各国政府がそのために徹底的な行財政構造改革を断行しただけでなく、経済構造改革、金融システム改革、企業再編、競争力強化を行なったことにあった。

通貨統合を決めた「マーストリヒト条約」の合意に際しては、ドイツ、フランス、イタリアなどの国々の思惑が錯綜したが、結局、ユーロを強い安定した通貨にするため、ドイツ連邦銀行型の金融政策を実施する、すなわち物価の安定を大前提とした政策運営を行なうことになった。

通貨統合への参加条件というのは、単年度の財政赤字の対GDP比3%以内、政府債務残高の対GDP比60%以内など極めて厳しいものであった。

その後、1992年に欧州通貨制度の危機などがあって、通貨統合はしばし話題にもならなくなったが、EU諸国の政府首脳は、95年頃になると通貨統合の実現にむけて猛然と突き進むようになった。

その背景には、EUが協力していかなければ、通貨統合は未来永劫、陽の目をみなくなってしまうという危機感があったが、それ以上に極めて重要なことは、EU諸国政府首脳が通貨統合目指して財政構造改革を断行したことである。もちろん、歳出の削減も大胆に行なわれた。さまざまな無駄の排除、在外公館の縮小、さらにドイツだけでなくフランスでも国防費の削減などが実施された。軍事産業を基幹産業とするフランスでも、最終的に国防費の削減も行なわれたことは画期的なことであった。

通貨統合の実現の過程で企業の国際競争力も高まった。企業は、競争力の強化の為に、福利・厚生費の削減をせざるをえなかった。また、巨大な単一通貨圏ができることによっ

て、企業のビジネス・チャンスが拡大するが、そこで生き残っていく為には、強烈的な経営の合理化・効率化を迫られたからである。

通貨統合で為替手数料が激減する銀行の経営の合理化・効率化は、更に凄まじいもので、銀行間の合併や支店網の削減などが大胆に行なわれた。ユーロ圏（ユーロを導入している13カ国）に世界の資金を集中させるために、証券取引システムの統合も進んだ。

このように、通貨統合というのは、平和で真に豊かな21世紀ヨーロッパを構築するために行なわれたのであるが、その過程で財政構造改革だけでなく、経済構造改革や金融システム改革も大いに進展したということが重要である。

欧州中央銀行制度

ユーロ圏の中央銀行である欧州中央銀行制度は、欧州中央銀行（ECB）とEUのすべての加盟国中央銀行によって構成されている。

しかし、デンマーク、スウェーデン、イギリスの中央銀行は欧州中央銀行制度の構成員ではあるものの、通貨統合に参加していないので、通貨統合参加国で構成されるユーロ圏の金融政策の策定・実施に参加できない。そこで、実際に欧州中央銀行と通貨統合参加国中央銀行がユーロ圏内で欧州中央銀行制度の業務を実施する体制がユーロシステム（Eurosystem）と呼ばれている。

欧州中央銀行制度の主要な目的は、物価の安定であると規定されている。その為、行政機関からの干渉を排除する高い独立性が付与されている。ユーロ圏における銀行券発行を認可する権利は欧州中央銀行のみが有しており、その基本的な業務は、

- ① ユーロ圏の金融政策の定義付けと実施、
 - ② 外国為替オペレーションの実施、
 - ③ 加盟国の公的外貨準備の保有・管理、
 - ④ 決済システムの円滑な運営の推進、
- などである。

単一金融政策の準備・策定・実施に責任を持っているのは、政策委員会（Governing Council）と役員会（Executive Board）である。政策委員会は、役員会の6名のメンバーと12名の通貨統合加盟中央銀行総裁で構成されている。その責務は、ユーロシステムに委任された業務を確実に実施する為に必要なガイドラインの設定、ユーロ圏の金融政策の策定である。役員会は、欧州中央銀行総裁、副総裁、およびその他4名のメンバーで構

成され、政策委員会の定めたガイドラインと決定にしたがって金融政策を実施する。

ここで、重要なことは、外国為替政策の意思決定は、ECOFIN（経済・財務相閣僚理事会）と欧州中央銀行の共同責任であるとみなされていることである。条約では、単一金融政策と外国為替政策の双方の目的は物価の安定であると規定されており、外国為替政策の決定においては、物価の安定の目的を損ねないことが求められている。

ただし、欧州中央銀行は、みずらが単独で為替介入をする権限を有しているというが、通貨統合が開始されてからのユーロ相場について、実際には、欧州中央銀行ではなく行政機関であるECOFINが権限を持っているようである。それにもかかわらず、通貨統合参加国閣僚による意思決定機関であるECOFINは、ユーロ導入当初の相場の下落期にあまり有効な対策をとれなかった。

金融機関の再編

通貨が統合されることによって、ユーロ圏での金融業務はユーロで行なうことができるようになった。したがって、資金調達や資金運用は、ユーロ圏で最も有利な国で行なわれるようになったのは当然のことである。

ユーロ圏で金融業務を行なって生き延びていこうとすれば、金融機関は、徹底的な経営の合理化と効率化によって、顧客に有利でしかも低コストの金融商品を提供できなければならない。さらに、企業や公共部門の資金調達に際して、それが低コストで可能となるような金融仲介業務ができなければならない。

その為には、まず経営自体が効率的で財務内容も優良でなければならないが、同時に熾烈な競争に耐えられるような規模がなければならない。そこで、ユーロ圏諸国で、活発な金融再編が進んできた。

通貨統合に先立つ1998年9月、ドイツでは、第四位のバイエルン合同銀行と第八位のバイエルン抵当振替銀行が合併して、バイエルン振替フェラインス銀行が生まれた。この銀行は、ドイツ第二位の大銀行となり、ドイツではそれまでの三大銀行から四大銀行体制に移行した。

フランスでは、ソシエテ・ジェネラル、パリバの合併計画が浮上した後に、パリ国立銀行が三行合併を主張して割り込んできた。中央銀行総裁が仲介に乗り出したが、国家の介入を嫌ったマーケットが三行の株式を売り浴びせた。結局、パリ国立銀行とパリバの合併だけが1999年8月に決まった。

イタリアでは、バンカ・インテラーザがイタリア商業銀行に仕掛けた株式交換方式による買収が成功した。1999年11月の株主総会を経て正式に合併し、イタリア最大の銀行、バンカ・インテラーザ・イタリア銀行となった。

スペインでは、1999年4月に当時、資産規模第一位であったサンタンデール銀行と第三位であったセントラル・イスパノ銀行が合併して、サンタンデール・セントラル・イスパノ銀行が誕生した。この銀行の国内市場シェアはじつに20%を超えた。

1999年10月には、スペイン第二位のビルバオ・ビスカヤ銀行と第三位のアルヘンタリア銀行が合併することで合意した。新銀行は、サンタンデール・セントラル・イスパノ銀行とほぼ肩を並べる市場シェア20%となった。1980年代には大手八行体制であったスペインの銀行業界も、市場シェア50%近くを占める二行体制となって、ユーロ圏での業務拡大を図った。

その後、ヨーロッパにおける金融機関の再編が進んだ。

EUの拡大

経済統合のいっそうの深化である通貨統合もついに1999年に実現し、EUはそれに続いて外延的拡大に本格的に着手することになった。

1999年12月10日、ヘルシンキで開催されたEU首脳会議で、スロバキア、ブルガリア、ルーマニア、ラトビア、リトアニア、マルタの6カ国とEUへの加盟交渉を2000年早々にも開始することが決定された。EUはすでに、東欧・中欧諸国のEUへの加盟交渉の第一陣として、ポーランド、ハンガリー、チェコ、スロベニア、エストニア、キプロスと交渉を開始していた。

この首脳会議では、トルコについても、ギリシャとの領土問題などの解決を条件にして正式な加盟候補国として認められた。トルコの加盟候補国入りが難航したのは、EU諸国と宗教的・文化的な差が大きいこと、キプロスを巡って対立するギリシャが最後まで難色を示したからである。

これらの加盟候補国は、2003年以降、加盟条件に適合した経済改革が進んでいる順番に加盟が正式に認められることになった。

かくして、2004年5月には、ポーランド、ハンガリー、チェコ、スロベニア、エストニア、キプロス、スロバキア、ラトビア、リトアニア、マルタが10年ぶりにEUに新規加盟し、25カ国となった。

EUには、2007年1月からブルガリアとルーマニアが加盟して27カ国に拡大した。新規加盟は、東欧諸国など10カ国が加盟した2004年5月以来のことである。人口が約3000万人増えて、約4億9000万人の巨大経済圏となった。さらに、2004年にEUに加盟した旧ユーゴのスロベニアが2007年1月から欧州単一通貨ユーロを導入した。

ユーロがアメリカ・ドルに対抗しうる国際通貨になるためには、巨大な経済規模、効率的で流動性の高い金融・証券市場、強大な軍事力など不可欠である。13カ国の寄木細工のようなユーロ圏は、統一国家ではなく、条約によって単一通貨ユーロを発行しているにすぎない。したがって、ユーロ圏が政治統合して、ヨーロッパ連邦が設立されるまでは、最低限、国際基軸通貨としてのドルの役割がユーロに奪われることはありえない。したがって、当分は、ドル中心の国際通貨システムが存続するであろう。

政治統合などそんな簡単にできるはずもないので、EUは、金融・証券市場での熾烈な国際間競争が展開される中で、金融・証券市場の自由化を進めている。

2 EU統合と金融市場統合

EUの設立条約である「ローマ条約」では、統合市場の実現にむけて、資本移動の自由化が掲げられており、その実現のために、1960年に「資本移動の第一次自由化指令」、62年に「第二次自由化指令」が制定された。

その後、1970年代に入ると国際通貨体制が大混乱したので、資本移動の自由化が頓挫したが、1983年になると欧州委員会は報告書をまとめて金融市場全体の統合についてのビジョンを提示した。

その概要は、

第一に、1979年設立のEMS（欧州通貨制度）を十分に機能させる為に為替管理を撤廃する、

第二に、金融サービスの自由化により域内市場を強化する、

第三に、資本移動の自由化を進めるとともに、そのことによって、EUへの資金流入を促進する、

というものであった。

1985年には、市場統合を実現するための「域内統合白書」が出された。それは、完全に単一化された統合市場を1992年末までに作り上げるというものであるが、金融サ

サービスの自由化については、

第一に、資本移動の自由化をさらに進める、

第二に、金融技術の進歩によって自由な販売が可能となった金融商品取引を活発化する、

第三に、金融機関監督の原則を明確にする、

第四に、金融サービスの自由化と投資家保護の法制を整備する、

というものであった。

「域内市場白書」を受けて、次に述べるように、1986年に資本移動の「第三次自由化指令」が、1989年には、「第四次自由化指令」が出され、90年7月に、EU域内の資本移動が自由化された。

この資本移動の自由化を前提にして、1992年末までに「人、財、資金、サービス」の自由化を図ろうというのが、域内市場統合であった。このEUの市場統合において証券取引に関する中心的な法令が「投資サービス指令（証券分野における投資サービスに関する1993年5月10日の理事会指令）」であり、1996年1月から施行された。

投資サービス指令は、投資サービス業者の定義、金融機関監督としての単一免許制の採用、域外国機関の域内への支店の設置、健全性の観点からの本国の監督、単一免許制、サービス提供の手続き、営業可能な証券業務などを規定していた。

EU単一免許制（シングル・パスポート）というのは、本国で免許を取得した投資サービス業者は、域内の他国に支店を設立しようとする場合、当該国で新たに免許を取得する必要がなく（原籍国主義）、証券業務に対する監督責任は、証券免許を付与した加盟国が持っているというものである。本国で免許を取得する場合には、最低資本金を保有し、経営者に十分な信望と経験があり、実効的出資をしている株主等の氏名と出資額の届け出などが必要である。

資本移動の自由化

金融統合が実現されるための大前提は、資本移動の自由化が完全に保証されていることにある。「域内統合白書」では、「金融サービスの自由化は、資本移動の自由化と結びついたものであり、それは、ECの金融統合と域内市場の拡大に向けて大きな一歩を画する」ものであると述べられている。

しかしながら、「ローマ条約」が起草された当時は、条約の起草者たちは、資本移動の自由化ということを経済やサービスの自由移動を容易にするための補助手段としか考えてい

なかったようである。

とはいえ、欧州委員会は、早くも1960年5月に「資本移動の第一次自由化指令」、62年12月に「第二次自由化指令」を出した。

これらの「指令」によって、

- ① 直接投資、不動産投資、
 - ② 個人による資本移動、
 - ③ 居住者の参加する商業取引、サービスの供給と関連した短期・中期の信用供与や返済、
 - ④ 上場証券への投資、
- などが自由化された。

1985年6月の「域内統合白書」を受けて、欧州委員会は、86年11月に「資本移動の第三次自由化指令」を出した。その主要内容は、

- ① 経常取引（貿易・サービス）にかかわる長期信用、
- ② 非上場証券および投資信託への投資、
- ③ 外国証券の上場・発行・売却などを自由化する、

というものであり、87年2月から実施された。ただし、スペイン、ポルトガルについては、92年までの猶予期間が認められた。

そして、1988年6月に「資本移動の第四次自由化指令」が出された。その主要内容は、

- ① 金融取引にかかわる信用供与の自由化
- ② 短期証券投資の自由化、
- ③ 外国での個人の銀行口座開設および借入れの自由化、
- ④ ベルギー、ルクセンブルグで採用している二重為替相場制の撤廃、
- ⑤ 本指令の発効時期を1990年7月とする、

というものであった。

この「第四次指令」によって、1990年7月をもってEU内での資本移動は、完全に自由化されることになった。ただし、アイルランド、スペイン、ギリシャ、ポルトガルは、1992年までの猶予期間が与えられ、さらに、ギリシャとポルトガルは、深刻な国際収支危機にみまわれた場合、閣僚理事会の承認を得た上で、実施時期をさらに1995年まで延長できることになっていた。

そして、急激な資本移動によって、為替市場や加盟国の金融政策が著しく影響を受ける

場合、6か月間に限って、緊急避難的に資本規制を行なうことができた。スペインは、1992年末までの猶予期間があったが、同年2月にスペイン人の海外口座開設の規制など最後まで残っていた資本移動の制限を撤廃した。

銀行業の自由化

欧州委員会は、1977年12月に「第一次銀行指令」を出した。この指令は、公衆から預金などを受け入れ、自己勘定で貸し出すことを業務とする金融機関を対象とするもので、金融機関に関して共同市場を形成するための第一のステップとなるものであった。

その目的は、当該地での営業を許可されるにあたっての銀行免許の最低資格条件、外国銀行支店の免許基準を定めることにある。この指令の国内法化のために、イギリスでは、はじめて「銀行法」が制定された。

欧州委員会は、1989年12月に「第二次銀行指令」を出した。その主要内容は、以下の通りである。

第一に、EU域内の銀行は、最低資本金 (Initial capital) として500万ECUをもたなければならない。

第二に、EU単一銀行免許制が導入された。すなわち、EU域内国において免許を取得した銀行は、域内の他の国に支店を設立しようとする場合、その国で新たに免許を取得する必要がない。銀行業務に対する監督責任は、銀行免許を与えた加盟国が持っている。

第三に、「指令案」の段階では、域外国の法律で監督されている銀行がEU域内に子会社を設立する場合には、EU全体との相互主義が基準となるとされていたが、EU諸国の銀行が進出先において、内国民待遇を受けているかどうかということに変更された。

第四に、EU内の銀行は、ユニバーサル・バンキングが可能となった。すなわち、預金の受け入れ、貸付、リース、証券発行・引受け業務、金融ブローカー業務、投資顧問、証券の保管、などの業務を行なうことができる。

銀行業の分野では、許認可、自己資本、監督・監査、顧客保護に関する指令等が採択され、1993年1月1日から銀行サービスの自由化がほぼ開始された。

この単一銀行市場の成立によって、

- ① 卸売銀行業務の競争の激化、活発化、
- ② 各国の規制解除の促進、新業務の許容、新商品の導入の拡大、
- ③ 小売銀行業務への影響は相対的に軽微、

- ④ ユーロ市場への影響はあまりない、
- ⑤ 域外諸国への相互主義がどのように適用されるか、
という影響があるといわれた。

保険業の自由化

1973年7月に「損害保険第一次指令（設立自由化）」、79年3月に「生命保険第一次指令（設立自由化）」、88年6月に「損害保険第二次指令（サービス提供自由化）」、90年11月に「生命保険第二次指令（サービス提供自由化）」、そして、92年6月に損害保険、11月に生命保険の「第三次指令」が出され、保険業の自由化が進んできた。

「生命保険第一次指令（設立自由化）」の主な特徴は、

- 第一に、他の加盟国に進出する場合には、進出先国の監督当局の認可を必要とすること、
 - 第二に、生損保の兼営が禁止されたこと、
- などである。

「生命保険第二次指令（サービス提供自由化）」でも進出先国の認可が必要とされ、その点で「第二次銀行指令」と違っていた。しかし、その後、新たな指令案が討議される過程で銀行・証券業に関する指令と同じように、原則として「ホーム・カントリー・コントロール」の原則が採用されるようになった。

EUの単一保険市場は、保険商品の可能な限り大幅な選択を消費者に許すはずである。競争は、商品、サービス、そして料率をめぐっておこなわれる。消費者は、さまざまな商品と比較するのに十分な情報を持つと考えられる。消費者は、契約を結ぶ保険会社が、適切な監督を受けていることに確信を持てるようでなければならない。他方、単一市場は、保険会社が支店形式によって、あるいはローマ条約に規定されたサービスの自由によって、域内のどの加盟国でも自分の商品を販売することが許されなければならない。

この目的を達成するために、欧州委員会は「ホーム・カントリー・コントロール」の原則を提案した。つまり、保険会社は、EU全域での営業認可をその本国で取得するということである。それはまた、本国の監督当局は、保険会社の財務状態全般について恒常的に監督する責任を負うということを意味している。この「ホーム・カントリー・コントロール」の原則が銀行業、証券業と同じように生命保険と損害保険の「第三次指令」の基本原則となっているのである。

生命保険に関する第一次・第二次・第三次指令の三つの指令は、2002年11月に統

合されて生命保険統合指令に改められた。それに伴って、三つの指令は、04年6月に廃止された（「EU保険関係指令の現状」損害保険事業総合研究所、2006年3月、参照）。

証券業の自由化

1992年末までに「人、財、資金、サービス」の自由化を図ろうというのが、域内市場統合である。このEUの市場統合において証券取引に関する中心的な法令は「投資サービス指令（証券分野における投資サービスに関する1993年5月10日の理事会指令）」であり、1996年1月から施行された。

「投資サービス指令」は、投資サービス業者の定義、単一免許制、域外国機関の域内への支店の設置、健全性の観点からの本国の監督、単一免許制、サービス提供の手続き、営業可能な証券業務などを規定していた。

<投資サービス業者>

第三者に対して、専門的に投資サービスを提供することを通常の業務としている法人が投資サービス業者である。第三者の保護について法人と同様の法的地位を持つこと、適切で節度ある運営について監督が行なわれている場合、法人以外にも投資サービスを行なうことができる。

ただし、

第一に、支払不能に陥った場合、顧客の金融商品や資金の所有権の保護、

第二に、監督当局の監督下にあること、

第三に、会計監査を受けていること、

第四に、完全な個人業者の場合、業務中止の際の投資家保護規定の作成、

という条件を充足しなければならない。法人以外の者の投資サービス業務への従事を認めたのは、イギリスでは個人業者も投資サービスを行なっているからである。

<EC単一免許制（シングル・パスポート）>

本国で免許を取得した投資サービス業者は、域内の他国に支店を設立しようとする場合、その国で新たに免許を取得する必要がない（原籍国主義）。証券業務に対する監督責任は、証券免許を与えた加盟国が持っている。本国で免許を取得する場合には、最低資本金を保有し、経営者の十分な信望と経験が必要である。実効的出資をしている株主等の氏名と出

資額の届け出が必要である。

<相互主義>

域外国の投資サービス業者がEC域内に現地法人を設立するか、または、域内国の証券会社の経営参加権を取得する際には、相互主義が適用される。

<取引情報の透明性>

投資サービス業者は、規制された市場で取引された金融商品の取引報告、とくに、売買された金融商品の名前と数量、取引の行なわれた日時、取引価格、取引に関係した投資サービス業者特定に関する情報などを監督当局に報告しなければならない。投資家に対して次の情報を提供しなければならない。

* 取引開始時に、前日の取引全体の加重平均価格、高値、安値、売買高。

* 公表時点からさかのぼって直近2時間分の取引を除く、それ以前の6時間分の取引について、過重平均価格と売買高を1時間おきの公表。

* 公表時点からさかのぼって直近1時間分の取引を除く、それ以前の2時間分の取引について、過重平均価格と売買高を20分おきの公表。

<規制された市場 (regulated market)>

「投資サービス指令」は、規制された市場という概念を提示した。投資サービス業者は、場外取引ではなく規制された市場で投資サービス業務を行なわなければならない。規制された市場は、次のように定義されている。

* 投資サービス業務を行なう市場。

* 各加盟国が提出したリストに掲載された、規制を満たしている市場。

* 継続的に機能している。

* 監督当局により、市場運営の条件、市場アクセスの条件、上場条件、実質的な取引の条件が規定されている。

* 報告要件と透明性要件が満たされた市場。

2004年4月27日に、EUの「投資サービス指令」の大改正がおこなわれた。世界的な証券取引所の再編が進むなかで、EUにおいては、1993年に制定された証券市場

に関する基本指令である「投資サービス指令」が、2004年に大改正されて「金融商品市場指令 (MIFID)」と衣替えした。

3 金融自由化と証券市場

金融サービス行動計画

EU域内における人・財・資金・サービスの移動の自由化を図るという域内市場統合が、1993年に開始されたが、その後の金融・証券市場統合の状況を総括する欧州委員会の報告書「単一市場レビュー」が1997年に公表された。この報告書の主旨は、域内市場統合の成果が十分にあらわれていないというものであった。とりわけ、統一された単一市場が実現しておらず、国を超えた顧客と金融機関の取引が円滑に行なわれていない、ということが強調された。

この報告は、域内市場統合をより進展させるということと、1999年1月から開始されるユーロ導入をにらんで、金融機関の国際競争力の強化と投資家・預金者・保険加入者などの顧客保護の法制を強化するために作成された。同報告に基づいて、1999年5月に欧州委員会は「金融サービス行動計画」を策定した。

その概要は、次のように、単一EUホールセール市場、オープンで安全なリテール市場、健全性規則と監督体制の整備、貯蓄課税などの最適な単一金融市場形成のための諸条件の整備などであるが、それぞれの項目ごとに優先度と実施期限が定められた。

単一EUホールセール市場については、

- ① 企業の資金調達機会の拡大、
 - ② 投資家や金融業者の市場参加の拡大、
 - ③ 投資サービス業者のクロスボーダー取引機会の拡大、
 - ④ 資産運用企業の運用機会拡大のための法整備と監督体制の確立、
 - ⑤ 証券取引と決済においてリスク回避のための法整備、
- などがある。

オープンで安全なリテール市場については、

- ① 顧客への情報提供と顧客保護の徹底による市場参加の促進、
- ② 国境を超えた取引の障害の除去、
- ③ 各国間の法的障害を除去することによるリテール市場の活性化、

- ④ 新たな販売網構築と非対面取引拡大のための法的枠組みの整備、
- ⑤ 国境を超えた低コストによる安全で効率的な支払いシステムの構築、
などがある。

健全性規則と監督体制の構築については、

- ① 新たなビジネス拡大とグローバル化の進展により生じている監督体制の不備の是正、
- ② 激化する銀行間競争にそくした強力で適正な基準の設定、
- ③ 市場構造が変化し、グローバル化が進展する中で、持続的な健全性と信頼を確保する監督体制の確立、
- ④ 金融市場の拡大のため、規制・監督の齟齬の是正、
- ⑤ 金融コングロマリットなどを含めた規制・監督ルールの構築、
- ⑥ などである。

貯蓄課税などの税制については、

- ① 貯蓄利子課税、金融商品への課税、クロスボーダーの職域年金への課税などの税制の統一、
- ② 効率的で透明なコーポレートガバナンスの遂行のための環境整備、
などである。

ラムファルシー報告

2000年3月にリスボンで開催されたEU特別首脳会議において、進展するIT化の中で効率的で透明性の高い証券市場を形成することの重要性が強調された。この首脳会議の提起を受けて、2000年6月に開催された経済相・財務相理事会（ECOFIN）において、欧州中央銀行の前身である欧州通貨機関のラムファルシー元総裁を座長とする「ヨーロッパ証券市場の規制に関する賢人委員会（ラムファルシー委員会）」が創設された。

同委員会は、2001年2月に最終報告書を公表した。

ラムファルシー委員会は、EUがその諸目標を達成し、金融サービス行動計画を実施するためには規制改革が必要であるとしている。そのために、

- ① 立法までのスピードアップ、
- ② 柔軟性の向上、
- ③ 明確なるEU金融規制の制定、
- ④ 核心的かつ本質的規制と柔軟で変更可能な規制との峻別、

など、が必要とされた。

同委員会は実施すべき優先課題として、

- ① 域内単一目論見書、
- ② 上場要件の見直し、
- ③ 本国監督原則のホールセール市場への適用、
- ④ 投資信託・年金基金の投資ルール見直し・拡大、
- ⑤ 国際会計基準の適用、規制市場と認められた証券取引所への本国監督原則に基づく単
一免許（いわゆるヨーロッパ・パス）交付、

などである。

金融サービス行動計画とラムファルシー委員会報告に基づいて、EUは、2005年までに、汎ヨーロッパ株式市場を創設する方向で動き出した。そこで、2001年6月には、欧州委員会は、証券市場規制に関する諮問機関として欧州証券委員会とヨーロッパの市場ルール作りを担当する欧州証券規制機関委員会を設置し、証券取引の規制・監督を強化してきた。

2002年7月には、「国際会計基準に関する規則」が制定された。この規則に基づいて、05年には、国際会計基準と国際財務報告基準による連結決算が義務付けられたが、欧州証券規制機関委員会は03年10月に、04年から同基準に基づく決算を前倒しで行なうべきであるという提言を発表した。

2003年7月には、「目論見書指令」が採択され、企業が証券市場で資金を調達する際に各国の煩雑な届け出が不要になる単一目論見書の導入が決められた。単一目論見書が導入されたので、たとえば、フランス企業が自国の監督当局に資金調達を届け出るだけでドイツやイギリスなどの投資家から資金を募ることができるようになった。

2003年10月には、財務相理事会は、国境を越える株式取引を活発化させるのを妨げていた株式取引の取引所集中原則を撤廃することで合意した。この撤廃によって、証券会社は、EU各国の株式売買を証券取引所の外部で自由に仲介できるようになった。

2004年4月に「投資サービス指令」を改正した「金融商品市場指令」、「企業買収（TOB）指令」、5月に「透明性指令」が採択された。透明性指令によって、EU各国で異なっていた上場企業の業情報の開示、公表の時期などが統一された。

金融サービス白書

こうした金融市場の統合が進展する中で、金融行政をどのようにおこなっていったらいいかということが問われていた。そこで、EUは、2005年12月に「EU金融サービス白書（2005年－2010年）」を出した（岩田健治「EUの新しい金融サービス政策とEUから見た取引所再編」『証券レビュー』第46巻第11号、2006年11月、参照）。同白書には、四つの目標が掲げられている。

第一に、金融サービスの統合が強化され、開かれ、包括的、競争的、経済的、効率的な金融市場を構築していく。

第二に、域内市場統合やその後の金融自由化によって多くの規制が撤廃されたが、残された障壁を撤廃する。そのことによって、EUが全体として最小のコストで金融サービスが提供されるとともに、健全性規制や業務行為規則などが完備された効率的で安定した金融市場を作り上げることができる。

第三に、1999年5月に出された「金融サービス行動計画」で定められた42のEU規制を各国の国内法化していくということをはじめとする、EU法の実施と評価、よりよい規制を進めていく。

第四に、各国の金融監督当局との協調と関係の強化、EUのグローバルな影響力を強化する。

EUは、こうした目標にしたがって、2005年から2010年までの5年間に金融サービス政策を進めていくことになった。

金融・証券市場の興隆

世界経済の情報化が進展する中で、証券取引所をめぐる国際的な統合や業務提携に動きが顕著になってきている（詳しくは、大崎貞和「国際的な市場間競争の展開と日本の取引所」『証券レビュー』第46巻第12号、2006年12月、佐賀卓雄「証券取引所のグローバルな再編について」同号、参照）。

2006年12月に、アムステルダム、ブリュッセル、パリ、リスボン取引所で作るユーロネクストがニューヨーク証券取引所と合併することになった。同月、アメリカのナスダックも買収提案を拒否しているロンドン証券取引所に対して、株式公開買い付けによる敵対的買収をしかけた。ストックホルム、タリン、コペンハーゲン、リガ、ヘルシンキ、ビリニュスという6カ国の証券取引所を傘下におさめ、スウェーデンに本拠をおくOMXグループは、2006年秋にアイスランドの証券取引所の買収を決めた。他方、スイスの

取引所と提携しているドイツ取引所の動向が注目されている。

こうした中で、EUには、2007年1月からブルガリアとルーマニアが加盟して27カ国に拡大した。新規加盟は、東欧諸国など10カ国が加盟した2004年5月以来のことである。人口が約3000万人増えて、約4億9000万人の巨大経済圏となった。さらに、2004年にEUに加盟した旧ユーゴのスロベニアが2007年1月から欧州単一通貨ユーロを導入した。

ユーロがアメリカ・ドルに対抗しうる国際通貨になるためには、巨大な経済規模、効率的で流動性の高い金融・証券市場、強大な軍事力など不可欠である。13カ国の寄木細工のようなユーロ圏（ユーロを導入している13カ国）は、統一国家ではなく、条約によって単一通貨ユーロを発行しているにすぎない。したがって、ユーロ圏が政治統合して、ヨーロッパ連邦が設立されるまでは、最低限、国際基軸通貨としてのドルの役割がユーロに奪われることはありえない。したがって、当分は、ドル中心の国際通貨システムが存続するであろう。

第二章 金融コングロマリット指令と金融機関

1 金融システム改革の進展

金融システム改革の議論

戦後の日本では、アメリカの金融システムを踏襲して、「証券取引法」第65条で銀行から証券業務が分離された。戦前、銀行は、積極的に企業の社債の引受けなどを行っていた。それが、戦後になるとできなくなった。それでも、高度成長期には、銀行は、設備投資資金を短期貸付のロールオーバーによって供給してきた。

銀行・証券分離政策がとられても、日本の証券市場の発展という観点から、銀行業界は、証券会社の育成につとめてきた。昭和40年証券不況期にも銀行は、証券会社を支援し不況克服に尽力した。そのおかげで、証券市場も拡大し、証券会社の経営基盤も強化されてきた。

高度成長が終結すると、経済へのてこいれのために赤字国債の発行が行なわれた。そうすると、国債の市中消化が必要になってきた。その為、ここで、銀行に国債などの窓口販売が認められた。

証券業務から排除されて以来、みずからのグループ企業の増資や起債であるにもかかわらず、どうして、グループ外の証券会社に引受・売買手数料が流出するのか、さらに、証券市場の高場に伴って、どうして証券会社だけが膨大な利益を享受するのかということに銀行は大きな疑問を持つようになった。そこで、1980年代中葉から90年代初頭にかけて、銀行・証券分離政策の見直しが議論され、銀行と証券会社の間で熾烈な業際論争が展開された。

銀行・証券分離政策見直しの議論において、銀行業界は、銀行が株式・社債業務を含むフルラインの証券業務を行なったとしてもなんら問題がないと主張した。ドイツでは、銀行が本体で銀行業務と証券業務を兼営するユニバーサル・バンクというのが存在して業務展開を行なっているという点で現実的であるとともに、銀行の金融商品だけでなく、各種証券も購入できるというので顧客の利便性が著しく向上するからというのが主要な論拠であった。

当然、参入される側の証券業界は徹底的に抗戦した。証券会社は店舗が少ないので、広範な店舗網を持つ銀行が証券業務を手掛けるとどうい勝ち目がないからである。そこで、

証券業界は、ドイツのユニバーサル・バンク・システムを徹底的に批判し、そのシステムを導入すると日本もドイツのように経済システムが甚大な被害を受けるという論陣をはった。

証券業界は、ドイツは、銀行が大量に企業の株式を保有したり、大量の委任状を取って議決権を行使するとともに、取締役・社長の任免権を持つ監査役を企業に派遣して、企業に対する強大な支配力を持ち、経済の活性化を阻んでいると主張した。ドイツの株式市場も経済規模のわりには小さく、発展が遅れていると批判をした。

証券界は、日本でも銀行が証券業務を兼営したらこうなるという、銀行の証券業務への参入をなんとしても阻止しようとした。もちろん、銀行業界は猛然と反撃した。日本では、銀行による企業の株式保有は、発行済み株式数の5%以内に制限されているし、銀行が委任状を集めることはあまりないし、ドイツのように監査役会が取締役を選任することがなく、銀行員を監査役会に派遣するというものもないので、そのような批判はあたらないと反論した。

こうした議論をへて、日本では、銀行がその本体で銀行業務と証券業務を兼営するユニバーサル・バンク方式ではなく、純粋持ち株会社の傘下に各種金融機関をおく、金融持ち株会社方式が導入された。

金融コングロマリットの議論

ドイツの金融システムは、銀行が本体で銀行業務と証券業務を兼営し、顧客に対して幅広い金融サービスを提供できるユニバーサル・バンク・システムである。このユニバーサル・バンクが1980年代から90年代にかけて、子会社を通じて、あるいは提携によって生命保険業務にも参入するという動きが活発化してきた。これが、いわゆるアルフィナンツ（フランス語ではバンカシュランス）と呼ばれるものである。

日本の銀行・証券分離体制の雛形となったアメリカでも、銀行・証券分離制度が改正され、銀行による証券業務や保険業務への参入が進んできている。

日本では、平成大不況が深刻化する中で、銀行は、徹底的な不良債権処理を行ってきた。2005年3月期決算では、メガバンクの不良債権問題がほぼめどがつき、ついに邦銀が復活し、日本経済の成長に大きく貢献することができるようになった。

メガバンクは、平成大不況の中で、金融持株会社による事業再編を進めてきた。メガバンクは、投資信託の販売、金融資産運用サービスの強化、株式仲介業務への参入などを手

掛けるとともに、生命保険業務にも参入して、総合的金融サービス機関に生まれ変わろうとしている。たとえば、三井住友銀行と大和証券の経営統合への動きにも見られるように、金融持ち株会社を通じて、銀行・証券・保険という幅広い金融サービスを提供する金融コングロマリットとして、生まれ変わろうとしている。この動きが今後、ますます加速していくことは間違いない。

日本における金融システム改革の議論は、これからの日本が金融コングロマリット化をさらに推進していくべきか、あるいは、銀行・証券・保険という業務をそれぞれ別々の専門の機関が行なったらいいのかというところある。この場合の基本は、金融システムの健全な発展と顧客の利便性という観点から金融サービスを拡大していく必要があるということである。

2 ヨーロッパの金融業務の拡大

アルフィナンツとバンカシュランス

ヨーロッパでは、1980年代から90年代にかけて銀行が生命保険業務に参入する動きが活発化した。この事態は、フランスでは、バンクとインシュランスを合わせた合成語であるバンカシュランスと呼ばれている。他方、生命保険会社が銀行業務に参入する事態は、前者と区別してアシュルフィナンツと呼ばれている。この銀行業務と生命保険業務の相互参入・融合は、ドイツでは、アルフィナンツと呼ばれている。

ドイツの巨大銀行は、当初、銀行預金の減少、保険契約の拡大という事態に対応して、資金の取り戻しや長期資金の安定的確保のために、自前の子会社設立あるいは提携などによって、生命保険業務に参入した。しかし、欧州通貨統合を契機にして、銀行が子会社を設立して、直接進出するというよりも、提携によって銀行が金融業務を拡大していくということが主流になっている。銀行が顧客に幅広い金融商品・サービスを提供できるようにするためである。

ドイツ銀行が1989年に子会社を設立して生命保険業務に参入したのは、顧客に幅広い金融サービスを提供するということもあったが、直接の動機は、この時期に徐々に銀行預金から生命保険商品に資金が移動していたことにある。

こうした中で、生命保険子会社を持つことで、銀行は、みずからのグループ内で資金を循環させることができるとともに、保険商品という長期資金調達手段を持つことによって、

企業への資金供給手段を多様化させることができるからである。

ドイツの貯蓄銀行などの貯蓄金融機関や協同組合金融機関もユニバーサル・バンクであるが、グループ内に生命保険会社を持っている。

他方、ドイツのアリアンツ保険による巨大銀行ドレスナー銀行の買収のように、総合金融資産運用サービス機関に生まれ変わろうとする動きもある。

こうして、ドイツのユニバーサル・バンクは、個人顧客だけでなく企業に対しても幅広い金融商品・サービスを提供するという文字どおり総合金融サービス機関として活躍している。しかしながら、必ずしもユニバーサル・バンクが生命保険会社を子会社にするという必要はなくなってきたようである。要は、銀行の窓口で生命保険も販売できればいいだけのことだからである。

こうした従来の動向をふまえた日本の金融システム改革の議論において、銀行業界は、預金や証券など幅広い金融サービスを受けられるユニバーサル・バンクのほうが、顧客の利便性が飛躍的に高まるということを前面に掲げて、論陣を張った。その上で、ユニバーサル・バンクの大きな問題点であるインサイダー取引などの利益相反の防止が必要であると主張した。

利益相反というのは、たとえば、銀行業務で得た情報を証券業務に利用するとか、銀行の優越的地位を利用して証券業務を独占的に手掛けて高い手数料を得るとか、経営が危なくなった企業の融資を回収するために増資や社債の発行を行なわせて事前に資金回収するとか、ということである。じつは、この利益相反というのが、銀行がとりわけ本体で証券業務をおこなう時の最大かつ深刻な問題なのである。

ユニバーサル・バンクは、企業の資金調達のすべてに関与できるし、投資家にあらゆる金融商品を提供できるので、経済や企業、金融市場において極めて大きな力を持っている。その結果、競争原理があまり働かず、企業、個人投資家や預金者などの顧客の金融取引コストが低下しない。また、あらゆる金融サービスを提供できるということは、逆にいえば、広く浅くしか金融サービスを提供できないということでもある。

したがって、じつは、ドイツのユニバーサル・バンクというのは銀行なので、実質的には、銀行業務を優先し、証券業務というのはそれほど国際競争力のあるものではなかったといわれている。

このように、ユニバーサル・バンクというのは、顧客の利便性が高いものの、インサイダー取引など深刻な利益相反の行なわれる可能性があるということで、金融システム改革

のプランとしては採用されなかった。とりあえず採用された金融システムは、銀行が子会社を通じて証券業務に参入するという子会社方式であった。しかし、銀行の傘下にある証券会社が100%子会社であれば、実質的には、ドイツ型のユニバーサル・バンクと同じである。

そこで、更なる議論が行なわれた。時あたかも、企業再編のために純粋持株会社解禁の議論が活発化していたが、われわれも、金融システム改革の観点からこの議論に積極的に参加した。かくして、「独占禁止法」の改正によって純粋持株会社が解禁されると、金融持株会社の設立が可能となり、大手銀行を中心として、金融持株会社設立による金融再編が活発化した。

ユニバーサル・バンクの諸問題

ドイツ銀行をはじめとするユニバーサル・バンクは、銀行業務と証券業務を銀行本体で兼営するばかりでなく、子会社ないしは保険会社との提携によって保険商品を銀行の店舗で販売している。ここで、ユニバーサル・バンクの諸問題というものをもう少し詳しく見てみることにしよう。

ドイツは、銀行が本体で銀行業務と証券業務を兼営することによって、企業設立を後押しして産業革命を推進し、20世紀初頭には、アメリカとともに重化学工業の母国として世界史の表舞台に登場することができた。こうして、歴史的要請でユニバーサル・バンク・システムが作り上げられてきたのであるが、銀行本体で銀行業務と証券業務を兼営する金融システムは、さまざまな弊害ももたらしてきた。

ユニバーサル・バンクは、企業金融のほぼすべての部面にコミットできるので、どうしても企業に対する銀行の「支配力」が強くなってしまふ。

ドイツの証券市場が停滞的だといわれるのは、産業革命期にまず銀行が企業に融資して、その資金を回収するために、株式を発行するというものだったからである。いわゆる今でいう「債務の株式化」である。

融資額に相当する分を株式の額面額で引き取って、それを時価が成立している流通市場で売却すれば、膨大なキャピタルゲインを獲得することができる。したがって、ドイツの株式流通市場は、あくまで株式発行をスムーズにするためのものにすぎなかった。すなわち、株式流通市場は、あくまで大銀行が機関投資家や法人などに株式を売却したり、機関投資家や法人が株式の譲渡先を大銀行に世話してもらった場であった。ドイツの株式市場が、

アメリカなどに比べても比較的小さなものであるのは、そのためでもあった。

活発な金融取引の場としての株式市場が発達した市場といわれるが、株式が発行できる前提としての株式市場というのも重要であろう。

こうした、銀行本体で銀行業務と証券業務を兼営するドイツ型ユニバーサル・バンクの決定的問題は、銀行による経済・金融支配やインサイダー取引などの利益相反が起こりやすいということである。したがって、歴史的に形成されたユニバーサル・バンク・システムを放棄できないドイツでは、大銀行の金融・企業「支配力」をどう抑えるか、ファイアー・ウォールなどの設定により、利益相反をいかに防止するかということに心血が注がれてきたのである。

日本の金融システム改革においても、ひとつの改革案としてユニバーサル・バンク方式が掲げられたが、金融・企業支配ということもさることながら、利益相反の防止ということがそれほど簡単ではないので、ドイツのようにすでにできあがったシステムであれば仕方がないが、あえて新たに導入する必要がないということでこの方式は退けられた。実際に採用されたのは、金融持株会社方式である。

見てきたように、金融機関による金融業務・サービス拡大の方法には、ユニバーサル・バンクが保険子会社をかかえるアルフィナンツという方法と金融持株会社の傘下に銀行・証券・保険会社をおく方法のふたつある。

どちらの方法をとるにしても、銀行・証券・保険という質の異なる金融商品を取り扱うことには変わりはなく、それぞれの業務のシナジー効果を発揮していけば国民経済の発展に貢献できるが、インサイダー取引などの利益相反が行なわれれば、投資家や預金者に甚大な被害を与え、国民経済の発展にも大きなマイナスである。

したがって、情報を遮断するファイアーウォール、人間の交流や物的な遮断を行なうチャイニーズウォールなどが設定されているのである。

ヨーロッパでユニバーサル・バンクが銀行・証券・保険という三つの異なった金融業務をおこなうのが、ドイツではアルフィナンツ、フランスではバンカシュランスといわれてきたが、そのうちふたつ以上を手掛ける金融機関が金融コングロマリットという言い方がなされるようになってきた。

金融コングロマリットは、アルフィナンツよりも広い概念であるが、銀行・証券・保険のうちふたつということであれば、銀行・証券を兼営するユニバーサル・バンク特有の問題が生ずることは少なくなる。

しかしながら、質の異なる業務を手掛けることによって、金融機関の経営の健全性の確保がなされなくなる可能性が出てくる。たとえば、銀行業務の健全性と保険業務の健全性の指標はかなり異なっている。この両業務を兼営することで経営のシナジー効果が発揮されるが、逆にリスクが高まる可能性がある。

そこで金融コングロマリットの経営の健全性をいかに確保させるか、それをどのように計測するかということで、ヨーロッパで「金融コングロマリット指令」が出されたのである。投資家保護・預金者保護というのは金融自由化の大前提なので、監督当局は、金融機関の健全性をつねにモニタリングし、危険信号がともったらただちに経営改善命令を出して是正させることが不可欠だからである。

3 金融コングロマリット指令

指令制定の目的

「金融コングロマリット指令」は、従来の金融監督システム、すなわち銀行、証券、保険などという業態を別々の監督官庁が監督するというのでは、そのうちふたつ以上の金融業務を手掛ける金融コングロマリット形態を採る金融グループを、全体として健全性を確保させるのに十分ではないという認識から、金融コングロマリットの補完的監督を定めた指令である。

「金融コングロマリット指令」は、2002年12月に採択され、03年2月に発効した。04年8月までに加盟国は、同指令を国内法化し、05年にはじまる会計年度より施行されることになった（同指令については、損害保険事業総合研究所、前掲書、参照）。

「金融コングロマリット指令」は、指令制定の目的を前文において次のように述べている。

従来、EUの法体系においては、独立した与信機関、また銀行・投資グループ、投資会社、保険会社、保険グループの一部としての与信機関、そして投資会社や保険会社についての健全性監督に関して、包括的に規定していた。

しかしながら、金融市場の異なるセクターの金融サービスや金融商品を提供する金融コングロマリットは、与信機関、投資会社、保険会社などによって構成されているが、金融グループ全体として健全性に関する規定が存在しなかった。

とりわけ、コングロマリット・レベルでのリスク集中やソルベンシー、コングロマリッ

ト・レベルでのグループ内取引と内部管理プロセス、経営の適正さに関する規定が存在しなかった。

金融コングロマリットの中には、国際金融市場で活動し、グローバルな規模で金融サービスを提供する巨大金融グループも多くあるが、もし、これらの金融コングロマリットはもちろんのこと、金融コングロマリットを構成する与信機関、投資会社、保険会社が経営危機に陥ると、世界の金融システムが極めて不安定なものになるとともに、預金者、投資家、保険契約者に甚大な被害を与える可能性がある。

こうした現状をふまえて、金融セクターをまたがって金融業務を行なう金融グループに対する安定的な監督体制を確立するために、金融セクター別の法体系と監督体制の不備を補完し、健全性リスクに対処するためにどう指令が制定されたのである。

金融コングロマリットの定義と監督機関

同指令による金融コングロマリットの定義というのは、次の通りである（2条14項、3条）。

- ① グループ内に銀行（ユニバーサル・バンクは証券業を含む）と保険業の両方を有していること。
- ② グループ全体のバランスシートに占める金融業の比率が45%（金融コングロマリットと認定されたのちには、継続的に適用される基準は35%）以上であること。
- ③ 銀行（ユニバーサル・バンクは証券業を含む）と保険業の小さい方のバランスシートが60億ユーロ（50億ユーロ）以上、または（1）当該業態のバランスシートがグループ全体のバランスシートに占める比率と、（2）当該業態の必要自己資本がグループ全体の必要自己資本に占める比率を算出し、（1）と（2）の平均が10%（金融コングロマリットと認定されたのちには、継続的に適用される基準は8%）以上あること。

金融監督当局から金融コングロマリットと認定されると、コーディネーターから通知を受ける。

コーディネーターというのは責任監督機関であって、国ごとや金融セクターごとにさまざまな監督機関がある中で、効率的な補完的監督が可能になるように、関連する監督機関

からそれぞれの金融コングロマリットについてひとつ選定される（10条）。

コーディネーターの職務は、監督業務に関わる情報の収集・伝達の調整、金融コングロマリットの監督活動の企画・調整（11条）、監督機関間の協力・情報交換をはじめとする補完的監督業務に必要な環境整備などである（12条～17条）。

ただし、上記の条件に該当しても金融グループの最上位の機関がEUの金融監督規制対象事業者でない場合には、当該金融コングロマリットは、複合金融持株会社と呼ばれる（2条15項）。

金融コングロマリットの範囲は、銀行・証券業または保険業の認可を受けた会社、その親会社、それらが20%超を子会社、それらの会社と取締役会が重複することなど、水平的な関係のある会社である。

自己資本規制

金融コングロマリットは、次の四つの計算式のいずれかによって、金融グループ全体の資本適合性を評価して、少なくとも年一回、コーディネーターに報告することが義務付けられている（6条）。

<計算式1（連結会計方式）>

連結自己資本－各セクターの必要自己資本額の合計 ≥ 0

<計算式2（控除合算方式）>

各社の自己資本の合計－各社の必要自己資本額の合計－グループ内持分の帳簿価額 ≥ 0

<計算式3（帳簿価額・必要額控除方式）>

親会社の自己資本－親会社の必要自己資本額－（親会社のグループ会社持分の帳簿価額）と（それらの子会社の必要自己資本額）の大きい方 ≥ 0

<計算式4>

計算式1から計算式3の組み合わせ

以上の計算式のいずれを使う場合でも、ダブルギアリングと自己資本の不適切な創出が

禁止されている。

リスクの集中

EU加盟国は、金融コングロマリット・レベルでの重大なリスク集中について、少なくとも年一回の報告を金融コングロマリットに義務付けるとともに、リスクの集中を制限する定量的制限の設定、その他の監督方法を取ることができる（7条）。

さらに、銀行、証券、保険の各セクター別規則の回避を防止するために、EU加盟国がリスク集中に関するセクター規則の条項を金融コングロマリットのレベルに適応することができる。

グループ内取引

EU加盟国は、資本適合性必要総額の5%を超えるグループ内取引について、少なくとも年一回の報告を金融コングロマリットに義務付けているので、グループ内取引を制限する定量的制限や定性的要求事項の設定ができる（8条）。

リスク管理と内部統制

EU加盟国は、金融コングロマリットに対して、金融コングロマリットのレベルで、適切なリスク管理プロセスと内部統制システムを保持することを求めている（9条）。

リスク管理プロセスは、

- ① 健全なガバナンスおよびマネジメント、
 - ② 自己資本の充実に関する適切なポリシー、
 - ③ リスク管理システムを組織に十分に組みこむためのプロセス、
- である。

内部統制メカニズムは、

- ① 重要なリスクを洗い出し、自己資本をリスクと結び付けるためのメカニズム、
 - ② リスクの集中とグループ内取引をモニタリングし、制御するためのレポーティングおよび会計に関わるプロセス、
- である。

EU域外金融グループ

同指令には、EU域外の金融コングロマリットに関する規定もおかれており、EUの監督当局は、まず、EU域外の金融コングロマリットの親会社が所在国において、同指令と同等レベルの規制を受けているか検証しなければならない。

もし、同等のレベルではないと判断されると、次のいずれかの方法が採られる。

- ① EU域内の子会社に対して、同指令の補完的監督を準用して適用するか、
- ② 当該金融コングロマリットにEU域内に本店をおく複合金融持株会社の設立を要求し、当該複合金融持株会社グループ内の規制対象事業者と同指令を適用する（18条）。

持ち株会社の経営者の適正性

十分な評価、業務遂行に足る経験を有する人物でなければならない。

資産運用会社

金融コングロマリットの中に資産運用会社が含まれる場合には、補完的監督の対象となるが、どの金融セクターに含めるかは、各EU加盟国が規定する（30条）。

業態別規制の改正

金融コングロマリットに該当しない銀行・証券グループも最上位の会社が第三国にある場合、同一水準の規制が適用される。

これからの課題

以上が「金融コングロマリット指令」の概要であるが、これからの課題として次のようなものがある。

資産運用会社については、詳細は定められていないので、明確な規制が必要である。

必要自己資本の計算式は、各国の裁量に任されているが、統一する必要がある。

グループ内取引、リスクの集中は、定量的・定性的規制の詳細は定められていないので、明確な規制が必要である。

自己資本の算出や報告についての頻度は、規定されていないので、明確な規制が必要である。

このEUの「金融コングロマリット指令」に基づいて、後に述べるように、「信用制度

法」をはじめドイツの国内法を改正する「金融コングロマリット転換法」が2004年12月に成立し、05年1月に発効した（Deutsche Bundesbank, Monatsbericht, April 2005）。

第三章 金融商品市場指令と証券市場改革

1 投資サービス指令の改正

企業金融の構造変化

ドイツはEU（欧州連合）の域内市場統合、さらに通貨統合のなかで、財政構造改革と経済構造改革、企業や金融機関の競争力強化を図ってきた。

こうした中で、従来、企業金融の主流が銀行借り入れてあったドイツにおいても、国際展開を行なう大企業などを中心に、昨今、株式による資金調達が増えてきている。その為、ドイツでは、従来、株式会社は全部合わせてもせいぜい2,000社ぐらいしかなかったが、株式発行による資金調達機会を求めて多くの企業が株式会社への組織変更を進めている。株式会社数は、2000年について1万社を超え、04年5月には1万5,681社に激増している。

ドイツの会社形態の主流は、株式会社ではなく有限会社であった。それは、大手の同族企業などが、株式会社に組織変更すると乗っ取りにあたり、経営権を握られるといった恐れがあるため、有限会社の方がよいという風潮があったからである。しかし、やはり通貨統合をひとつの契機として株式会社に組織変更し、資本市場で資金調達していくという企業はかなり増えてきているのである。

こうして、資金調達側の企業は、通貨統合を契機として資本市場を通じるシステムに転換しつつあるので、金融機関も経営戦略の大胆な変更を余儀なくされている。というのは、最近では、ドイツのユニバーサル・バンクがどうもうまく機能しなくなっているからである。

そこで、後に明らかにするように、通貨統合を契機としてドイツ銀行などは投資銀行業務に特化してきている。国際的な投資銀行業務の分野では、かなりアメリカ型の金融システムに転換しつつあるといえそうである。

もちろん、ドイツ企業の資金調達といっても、中小企業の場合には銀行借り入れが依然として主流であるが、大企業の場合には、証券発行による資金調達が増えてきているのである。

たとえば、BMWは、通貨統合を契機にして短期資金の銀行借り入れから、60%を短期証券で調達しているという。かなりの大企業は通貨統合前後に活発化したM&Aによっ

て証券の発行が増加しているが、その中心は、外国市場での株式発行である。

ダイムラー・クライスラー、BASFやヘキストという大企業は、アメリカ市場での資金調達のためにアメリカの会計基準を採用して、ニューヨーク証券取引所に上場した。アメリカ市場への進出の理由は、アメリカでの知名度の向上、株式構成の多様化、株式交換によるM&A活発化、ストック・オプションによる優秀な人材の採用、などにあるといわれている。

これら大企業のニューヨーク証券取引所への上場によって、たとえば、2001年でBASF株式の三割強が外国人投資家となり、アメリカ投資家の比率は9%以上に達した。同じく化学大企業のバイエルの場合には、株式の半分近く外国人投資家が保有しているという。

投資サービス指令の改正

このようなドイツにおける金融システムの変化というのは、EUの統合の深化、すなわち「人、財、資金、サービス」の移動の自由化という域内市場統合の一環として行なわれてきたEUの証券市場改革にそったものである。その基本的な指令が「投資サービス指令」である。

ヨーロッパ大陸諸国の企業金融や産業金融の主流は、長い間、銀行借入れ、すなわち間接金融であった。証券市場は、あくまでも間接金融を「補完」という二次的な役割を果たしていたにすぎなかった。証券市場は、限られた参加者の閉鎖的な市場であったこともあって、透明性、公平性、公正さ、国際性という点で不十分なものであった。明確なインサイダー取引規制もつい最近まで存在しなかった。

そうした中で、1992年の域内市場統合を契機にして、EUの金融・資本市場統合は急速に進展した。域内市場統合の重要な部分を占めるのが金融統合である。金融統合のうち証券市場統合は、1993年に出された「証券分野における投資サービス指令」によって急速に進むことになった。

その後、1999年の欧州通貨統合をめざして、EUの証券市場統合はヨーロッパ的規模で進展した。とくに、巨大なユーロ単一通貨圏が登場すると大きなビジネス・チャンスが生まれるので、そのチャンスを最大限活用するために、欧米金融機関の熾烈な競争が展開された。さらに、ヨーロッパをアメリカに匹敵する証券市場にすることを目的として、証券取引システム統合の動きも活発化した。

欧州通貨統合が開始されてから、アメリカの証券市場が高揚していたこともあって、しばらくはユーロ安が続いたが、ユーロ建て証券取引は着実に拡大していった。導入当初、資金がヨーロッパからアメリカに流出し、低迷を続けたユーロ相場であったが、2000年末になるとユーロ安にもようやく歯止めがかかり、ヨーロッパの証券市場が堅実に発展してきている。

改正の必要性

「投資サービス指令（ISD）」の改正の必要性は、次の点にある。

第一に、ISDは、投資サービス業者のライセンスについての有効な相互承認を行なうことができるように十分な調和がなされていなかった。結果として、ISDに基づく単一パスポートの有効性は、クロスボーダー取引における二国間ないし多国間による監督によって著しく低下してきた。

第二に、ISDに掲げられた投資家保護についての規定が、時代遅れになってきた。適切なセーフガードは、新しいビジネス・モデル、市場慣行、関連するリスクを斟酌して新たに作り上げなければならなかった。

投資家保護についての規則は、同じように、最良の新たな取引機会を積極的に利用する最終投資家に代わって、顧客の為に行動することを強制するように改訂される必要がある。これは、さまざまなタイプの注文執行場所の競争が最終投資家の不利というよりも、むしろ有利に働くことを保証するものである。

第三に、ISDは、フルレンジの投資家本位のサービス（たとえば、投資アドバイス、新たな販売チャネルなど）あるいは金融ディーリング（たとえば、商品デリバティブなど）をカバーしていなかった。

これらの業務のいくつかは、企業の主要なあるいはレギュラーな業務として行なわれようとした時に、ISDあるいは関連する規則の適用を通じて警告される投資家への有形リスクあるいはマーケットの効率性・安定性という問題を提起するかもしれなかった。

第四に、ISDは、取引所がお互いに、また新しい注文執行プラットフォームとの競争が始まった時に生ずる規制上かつ競争上の諸問題に対応できなかった。ISDが制定された時には、取引所・取引システム間の競争はあまりなかった。

現在、異なる取引執行方法（取引所、新しい取引システム、証券会社による店頭注文執行）間で行なわれている競争は、EU証券取引監督に原則的規制上の変革を迫っている。

規制市場に関連するいくつかの I S D の規定は、マーケットやシステムが流動性を確保できたり、証券会社が顧客に他のサービスを提供することと関連して、取引所外での注文執行ができる健全な規制上のフレームワークを提供していなかった。

第五に、I S D は、統合され、かつ競争的な取引インフラが登場することに著しい障害をもたらすようなマーケットの構造を規制することに対して、任意のアプローチを与えていた。

I S D 第 1 4 条 3 項は、個人投資家からの注文を「規制市場（取引所集中原則）」でのみ執行することの義務付けを各国の監督当局に認めていた。多くの EU 加盟国は、規制市場で行なわれる集中されたパブリック・オーダー・ブックに出す個人投資家の注文の相互作用を促進するこのオプションを利用してきた。

他の EU 加盟国は、このオプションを使わない選択をしてきたし、いかにして顧客に「最良執行」ができるかという決定を証券会社の責任に任せてきた。これは、これらの国々における注文執行方法の多様性が大きいことの結果であった。

このようなマーケット構造の規制の根本的相違は、国内取引慣行、マーケット・オペレーションに関するルール、注文執行プラットフォーム間での競争の範囲とマーケット参加者の行動との間で、それぞれ食い違いが出てきた。これらは、クロスボーダーの取引と流動性にとって重要な障害となってきた。

第六に、管轄する監督当局の指定や当局間の協力に関する I S D の規定は不十分であった。I S D は、EU 加盟国内での執行される責任の所在が明確ではなかったし、クロスボーダー取引の健全性についての監督における協力体制が構築されていなかった。

完全に統合された単一金融市場は、EU 全体にわたって等しい厳格さが追求されるものであり、罰せられるような行動を禁止することが要求される。統合され、秩序だった単一市場の為のさらなる必須条件というのは、各国監督当局間の完全かつ直接的な協力と情報交換である。

ところが、I S D の証券監督間の協力に関する規定は、各国金融市場の間のリンクが十分に行なわれていないという状況のもとでデザインされた。このようなメカニズムは、根本的に改訂される必要があった。

第七に、I S D の規定の多くは、柔軟性を欠くとともに時代遅れとなった。I S D は、マーケット構造とビジネスや証券監督の実践を深化させることに根拠を持つ緊急の規制上の論点に応ずることができないので改訂されなければならなかった。

ラムファルシー委員会の勧告に欧州理事会と欧州議会が適切なる責任を持つということに照らして、欧州証券委員会や欧州証券監督機関委員会に法的拘束力をもつ規則を制定させる委員会手続きを認める指令の中心となる規定が必要であった。この手続きは、欧州議会、欧州理事会、欧州委員会の間で厳しく検討される必要があった。

改正投資サービス指令

2004年4月27日に、EUの「投資サービス指令」の全面改正が行なわれた。その概要は、次の通りである（「図説 ヨーロッパの証券市場 2004年版」日本証券経済研究所）。

第一に、効率的かつ透明で統合された金融取引インフラを構築する諸措置がとられた。その概要は、次のようなものである。

- ① ヨーロッパの株式市場高揚につながった規制市場（regulated market＝取引所）について独自の編を設けて、認可・と規制・監督に関する規定がおかれた。
- ② ATSなど取引所外の新しい取引システムをMTF（多角的取引ファシリティ）と定義して、組織要件、取引監視、取引前後の透明性に関する規定などをおいた。
- ③ 顧客注文をブローカー＝ディーラーが店内自己執行する場合に生ずる利益相反、ディーラーやブローカー＝ディーラーによる取引所外での取引執行がもたらす最良執行原則毀損問題など、証券会社内部で取引が執行される場合に生ずる問題の防止の規定が定められた。

第二に、利益相反の防止、業務行為規範、最良執行、顧客注文取り扱い規則、透明性要件など、高い投資家保護と統合的な証券会社の認可・運営に関する規定がおかれた。

第三に、MAFの運営、投資助言をコア業務に、アナリスト業務を付随サービスに、商品デリバティブを金融商品にくわえるなど、指令の対象とする業務と金融商品の範囲が拡大された。

見てきたようにEUの域内市場統合の一環として行なわれた証券市場統合は、改正「投資サービス指令」でその全容がほぼ整ったが、この制定に歩調をあわせる形で、ドイツでも証券市場の国際競争力強化の施策がとられてきた。

すでに、1980年代に入るとドイツでは、「資本市場ドイツ」というスローガンのも

とに、ドイツの証券市場を魅力的なものにするための制度改正が開始され、90年代には、本格的な資本市場振興策が採られるようになった。

改正「投資サービス指令」は、「金融商品市場指令 (M i F I D)」と名称が変更された。

2 通貨統合と証券市場

通貨統合と証券市場

アメリカに匹敵する巨大経済圏であるユーロ圏が登場したことにより、それを背景とするユーロ建ての金融商品の取引が拡大している。従来は、アメリカに対抗する強力な通貨が存在しなかったため仕方なくドル建て金融商品に投資したり、ドル建てで証券発行していた例が多かった。ユーロ圏自体にさまざまな問題はあるものの、経常収支黒字経済圏を背景とするユーロ建て投資は、ドル一辺倒のリスクをヘッジするための重要な手段となっているといえよう。

通貨統合開始以降、ユーロ建て債券発行が激増し、ドル建て債を上回るような状況も見られた。名だたるヨーロッパの大企業や公共団体がユーロ建て債の発行を拡大した。世界の投資家がこのユーロ建て債の購入を増やしていった。

しかしながら、通貨統合以降、ユーロ安が進んだこともあって、1999年も後半になると、機関投資家をはじめとする投資家は、為替差損をそれ以上回避するために、購入したユーロ建て金融商品の売却を先行させるようになった。それが、99年の末に18ユーロ=1ドルを割り込んだ大きな理由のひとつであった。ユーロ圏自体の本質的・構造的な問題もさることながら、アメリカの景気が絶好調であるうちは、ユーロが本質的に反転することはないと思われた。

その為、金融・証券流通市場の整備が急ピッチに進んだ。その後も頓挫したものの、ドイツ、フランス、イギリス、スイス、イタリア、スペイン、ベルギー、オランダの8カ国は、2000年10月にヨーロッパ統一証券取引所を発足させることになった。これに、ギリシャ、ポルトガル、アイルランドの3ヶ国が加わる予定であった。さらに、ポーランド、チェコ、ハンガリーなどの中欧の証券取引所もこの統一証券取引所に参加すべく、証券取引の電子化、上場企業の情報開示、取引規則の調整などを進めた。

アメリカ経済の変調がはっきりとしてきた2002年になると、リスクヘッジのためにユーロ建て金融商品へのニーズが増加してきた。

ユーロ建て債の発行開始

アメリカに迫る強大な経済圏を背景とする通貨ユーロが導入されたことにより、ユーロ建て債券の発行が急増した。

この時期は、国際的な金融混乱が一段落してきたということもあって、国際資本市場での起債額が著しく増加した。1999年1-3月期の総発行額は4150億ドルで、98年10-12月比で58%となった。償還に伴う借り換え額を差し引いた純発行額でも前期比の2.8倍の2656億ドルであった（短期金融商品を含む）。

この国際資本市場での起債増加に大きく貢献したのが、1999年1月に導入された単一通貨ユーロ建ての債券の発行の増加であった。ユーロ建て債券の発行額は、1470億ドルとドル建て債の2000億ドルに迫った。

1999年4-6月期になるとこの増加傾向がさらに強まり、ユーロ建て債の発行は1766億ドルと前期比で20%の増加を示した。ドル建て債は1936億ドルであった。起債額全体に占めるユーロ建て債のシェアは39%とアメリカの43%に迫った。

1999年7-9月期には国際資本市場での起債額は4113億ドルと、対前期比で69%の大幅な増加を示した。そのうち、ユーロ建て債のシェアは39%と変わらなかったが、ドル建て債のシェアは42%に低下した。ちなみに、円建て債のシェアはわずか9%に過ぎなかった。

ユーロがドルに匹敵する国際通貨となるかどうかを輕輕に論ずることは差し控えなければならないが、国際資本市場における起債通貨という点から見れば、ドルと並ぶ二大通貨となってきたと評価することが可能であろう。国際債券市場におけるユーロ建て債のシェアは、2003年以降になるとドル建て債と並ぶ水準になってきた。

ここで注目すべき事態は、イタリアのオリベッティがその四倍以上の資本規模を持つテレコム・イタリアを買収する際の資金調達の仕事であった。オリベッティは、買収に先立って、1999年1月に15億ユーロの大型社債を発行していたからである。従来、銀行借入れが資金調達の主流であった同社は、イタリアが通貨統合に参加したことによってこれだけの大型起債が可能となった。以前のリラ建て債では、これだけの起債はできなかった。

ユーロ圏企業が容易に起債が可能となったことにより、従来、ヨーロッパでは少なかった敵対的買収も含めてM&Aが増加してきた。

債券引き受け実績

投資銀行業務では、やはりアメリカの投資銀行の方がヨーロッパの金融機関より強みを発揮している。ヨーロッパ最強といわれるドイツ銀行ですら、アメリカでの投資銀行業務を自力で展開する路線を放棄し、買収したバンカース・トラストを通じて業務展開をしている。

ユーロが導入されてからも、当然のことながら国際資本市場での債券引き受け実績はアメリカが圧倒的で、1999年1-9月の引き受け実績上位10社のうちアメリカの投資銀行が6社を占めた。これは、好景気に沸くアメリカで企業の大型起債が続いたことによるものでもあった。それでも純粋にヨーロッパの金融機関としては、ドイツ銀行が第五位につけた。

日本の金融機関は、野村インターナショナルが17位につけているだけであった。

ヨーロッパの金融機関はやはり、ユーロ建て債の引き受けで強みを発揮している。ユーロ建て債の引き受け実績の上位3位までがヨーロッパの金融機関で、上位10社には6社入っている。ヨーロッパの金融機関は、ベルギー政府の30億ユーロ、欧州投資銀行の15億ユーロなど相次ぐ大型起債での引き受けで実績を上げた。

しかしながら、イタリアのオリベッティがその四倍以上の資本規模を持つテレコム・イタリアを買収する資金を調達したときの主幹事を務めたのは、アメリカの投資銀行、リーマン・ブラザーズであった。同行は、買収計画についてのアドバイザーも務めていた。この買収は、従来のヨーロッパにはあまりなかった敵対的買収であったために、この分野で活躍しているアメリカの投資銀行が選ばれたのであろう。

これは、イギリスの携帯電話会社ボーダフォン・エアタッチがドイツのマンネスマンにTOBをかけた時にも見られた。ボーダフォン・エアタッチは、アメリカのゴールドマン・サックスのほか、ウォーバーグ・ディロン・リードを買収アドバイザーに指名し、他方、マンネスマンの防衛アドバイザーとなったのは、アメリカのモルガン・スタンレー・ディーン・ウィッター、メリルリンチ、JPモルガンのほか、ドイツ銀行が務めた。この案件ではヨーロッパの金融機関は二次的な役割しか果たしなかった。

これから、この分野でヨーロッパの金融機関が活躍することが期待される

株式市場の高揚

通貨統合によって、金利が低下したり、従来、自国通貨では起債できなかった企業などがユーロ建て債券の発行に積極的となっているが、ヨーロッパ企業による新株発行も増加している。

ヨーロッパ企業による新株発行は、1999年1-8月まででドル換算で820億ドルで、98年の発行額と並んだ。12月までにさらに500億ドルの発行が予定され、結局、99年の1年間で98年の1.5倍近くの新株発行が行なわれ、それまでの過去最高の発行額となった。その背景には、通貨統合によって、ユーロ建てで発行される株式を取得する投資家が拡大してきたことがある。

ヨーロッパ企業は、従来、アメリカと対照的に資金調達では銀行借入れが主流であったが、ユーロ導入後は、社債や株式の発行によって資金調達するケースが顕著になってきている。

ヨーロッパ企業による新株発行の増大により、金融機関による引き受け競争も激化してきている。主幹事獲得のために、手数料の引き下げ競争が行なわれ、大型案件では、1999年1月から末にかけて半分の1%台後半に低下した。ちなみに、この年の秋に新株発行を行ったフランスのコンピュータ関連会社STマイクロエレクトロニクスの場合は、手数料は1.75%であった。

1990年代半ばからヨーロッパでは、新興企業（ベンチャー企業）向けの証券取引所が相次いで設立された。1995年には、ロンドン証券取引所がAIM（代替投資市場）を設立したが、96年には、パリ取引所がヌーボー・マルシェ、ブリュッセル取引所がユーロNMベルギー、97年には、アムステルダム取引所がニーバー・マルクト、ドイツ取引所がノイア・マルクトを設立した。99年には、イタリアでヌオボ・メルカート、スイスでも新市場（SWX ニュー・マーケット）が設立された。

ヨーロッパでもベンチャー企業の育成が図られ、その為、ユーロNMのような市場も開設されたが、通貨統合を契機として、ハイテク関連企業を中心とするベンチャー企業の株式公開が急増した。1999年1-9月にヨーロッパ全体で約150社の株式公開が行なわれた。

ベンチャー企業による株式公開の中心は、携帯電話やインターネットなどのIT関連企業である。投資家は、従来のベンチャー企業を対象とした投資信託や保険会社に加えて、ヨーロッパの個人投資家も購入した。

ヨーロッパの株式相場も高揚局面にあるといえよう。ユーロ圏が財政構造改革と経済構

造改革をほぼ終了し、ユーロ安をある程度放置した結果、景気の本格的回復基調が見られるようになってきたので、株式相場が上向くのは当然のことである。いずれ、アメリカの株式市場が調整局面に入ると、ヨーロッパ市場も一時的に影響を受けるであろうが、アメリカからの資金流入の拡大で、中長期的には緩やかな株価上昇局面を迎えることになるように思われる。

3 取引所の統合と証券監督機構

通貨統合と取引所の統合

1999年1月からの単一通貨ユーロの導入によって、ヨーロッパの取引所統合も新たな段階に入った。それは、ユーロ圏の政策金利が一元化されるとともに、証券取引所では株式をはじめとする証券取引と決済がユーロ建てで行なわれるようになったからである。その結果、ユーロ圏の証券市場の流動性は、以前と比べものにならないほど高まった。

ユーロ圏の証券市場が拡大している根拠は、

第一に、ヨーロッパ域内でのクロス・ボーダー証券取引の大きな障害であった通貨の相違という障壁が除去されたこと、

第二に、投資家にとっては、為替手数料がなくなるとともに、為替変動リスクを意識することなく証券投資ができるようになったこと、

第三に、運用先の資産や通貨についての投資規制があった機関投資家にとって、ユーロ圏の証券取引が内国証券となったこと、

第四に、金利が一元化したので、いわゆる金融相場による株価変動が域内で連動するようになったことなどによるものである。

その結果、ヨーロッパでの取引システムの統合が急激に進展してきた。

上述したように、ドイツ、フランス、イギリス、などの8カ国は、1999年9月に、共通市場モデルの導入と2000年11月にヨーロッパ統一証券取引所を発足させることで合意した。

共通モデルというのは、

- ① 注文駆動の電子的継続売買システムと寄付・大引時の板寄システム、
- ② 各取引所の注文板への標準化されたアクセス、
- ③ 中央カウンターパーティを利用した匿名取引、

- ④ 注文方法、注文単位、最小取引単位などの標準化された取引規則、
 - ⑤ 大口取引の規則、
 - ⑥ 株価操作防止のための共通アプローチ、
 - ⑦ 平等な市場アクセス、
- などである。

システムの相互接続計画は、イギリスSETTE（FT100指数採用銘柄についてのオーダー・ドリブン方式の電子取引システム）、ドイツのXETRA（注文の回送から決済まで完全に自動化された注文駆動の取引システム）、フランスのNSC（注文回送・取引執行・相場情報・決済の各システムが統合された注文駆動の取引システム）などの既存の各国のシステムを維持したまま相互に接続するというもので、単一取引システムという点では不十分なものであった。

英独仏を中心とする統一取引所構想に対して、北欧では、スウェーデンのOMストックホルム取引所を中心に統合北欧取引所（NOREX）が創設されている。これは、北欧地域の取引所を機構上の独立性を維持しながら、取引規則を調整し、スウェーデンの開発したSAXESSという単一の取引システムでリンクしたものである。

このような証券取引所の再編は、めまぐるしい動きを見せた。2000年9月にパリ、アムステルダム、ブリュッセルの三つの証券取引所が合併して新証券取引所「ユーロネクスト」が設立された。新取引所の本社はアムステルダムにおかれ、既存の三つの取引所は子会社となった。

ユーロネクストが設立されたことより、それぞれの上場株式の取引は一体化され、取引時間やルールの一掃も進められた。ユーロネクストに上場する企業の時価総額は、2兆4242億ドルで、当時のフランクフルト証券取引所を上回り、ロンドン取引所に迫る規模となった。

他方、フランクフルト証券取引所などの持ち株会社であるドイツ取引所とロンドン証券取引所は、2000年5月に、合併して新しい取引所「iX」を設立することで合意に達した。このロンドン証券取引所に対して、8月にスウェーデンの証券取引所運営会社であるOMグループが敵対的買収を仕掛けた。

そこで、9月にドイツ取引所とロンドン証券取引所は、合併計画を撤回すると発表した。それは、ロンドン証券取引所が敵対的買収への対応に集中しなければならなくなったことと株主から合併の効果についての疑問が出されたからである。しかし、11月にOMグル

ープによるロンドン証券取引所に対する敵対的買収を断念すると発表した。それは、結局、株式全体の6.7%しか集まらなかったからである。

このロンドン証券取引所に対して、ユーロネクストが買収の意向を持っていると伝えられた。ドイツ取引所も合併計画を買収計画に切り替える考えを示した。こうして、統合ヨーロッパでの証券取引の主導権争いは熾烈さを極めた。

すでに、スウェーデンのOMグループは、フィンランドのヘルシンキ証券取引所を買収するとともに、ロンドン証券取引所とデリバティブ取引で合併しており、さらにヘルシンキ取引所は、バルト三国の証券取引所に資本参加していたので、ユーロネクストとロンドン取引所との提携が進めば、イギリス・フランス、北欧、バルト三国という証券取引所連合ができあがるはずであった。

他方、2001年6月にイギリスの電子証券取引所トレードポイントとスイス取引所が合併して、v i r t - xが設立され、スイス株価指数(SMI)の構成銘柄は、イギリスに拠点を置くv i r t - xだけで取引されるようになった。

ドイツ取引所は、1997年1月にスイスの先物・オプション取引所SOFFXとの共同出資によるEUREXを設立した。しかし、2000年秋には、ロンドン取引所との合併が頓挫し、取引所統合の流れから一步後退しているようにみえた。ドイツ取引所は、現物株式以外の証券取引を重視する路線に転換しており、とりわけデリバティブ取引が急拡大し、ドイツ取引所の収入の半分以上を稼ぎ出している。デリバティブ取引所であるEUREXは、2004年はじめにアメリカでの取引を開始することになっていた。

こうした中で、2006年12月に、アムステルダム、ブリュッセル、パリ、リスボン取引所で作るユーロネクストがニューヨーク証券取引所と合併することになった。同月、アメリカのナスダックも買収提案を拒否しているロンドン証券取引所に対して、株式公開買い付けによる敵対的買収をしかけた。ストックホルム、タリン、コペンハーゲン、リガ、ヘルシンキ、ビリニュスという6カ国の証券取引所を傘下におさめ、スウェーデンに本拠をおくOMXグループは、2006年秋にアイスランドの証券取引所の買収を決めた。他方、スイスの取引所と提携しているドイツ取引所の動向が注目されている。

証券監督機構の設立

欧州委員会は、1992年の域内市場統合の中でも核心的な部分である金融市場統合をさらに深化させるために、通貨統合に先立つ1998年10月に「金融サービス：行動の

ためのフレームワークの構築」を発表した。これを実行するために99年5月に「金融サービス：金融市場のフレームワークの実施：行動計画」を策定した。

そして、2000年3月のリスボン首脳会議でこの行動計画の完了期限が2005年とされ、そのため次の二つの委員会が結成された。

ひとつは、欧州委員会、閣僚理事会、欧州議会の協力体制を強化するために設置された2005グループである。もうひとつは、実際には、2000年7月の経済相・財務相理事会(ECOFIN)で結成された証券市場規制賢人委員会(the Committee of Wise Men—ラムファルシー委員会)であって、EUの証券市場法制の実施状況を調査し、行動計画で実行される投資サービス指令の改正を迅速に実施する方法を検討した。

賢人委員会は、2000年11月9日に中間報告、2001年2月15日に最終報告書を発表した。この報告案は、3月にストックホルムで開催されるEU首脳会議で検討され、具体化された。

同委員会は、ユーロ圏の株式市場がアメリカの半分の規模には達しているということを確認した上で、株式市場がさらに発展していくことを妨げている原因は、EUレベルでの基本的ルールが欠如していることにあるとした。現状では、規制システムを策定するのにあまりにも時間がかかりすぎるとともに、法制があまりにも硬直的で曖昧さが残されているので、根本的な原則と日常の実務のあいだにギャップが生じているという認識を持っていた。

そのような事態に対処するために、最終報告書は、ふたつの機関を2001年末までに設立することを提言した。

すなわちひとつは、指令や規則(regulations)の制定とその執行に必要な権限を与えられたEU証券委員会(EU securities committee—ESC)である。この委員会は、証券法制を一元的に決定する機関であって、加盟国の外務大臣クラスによって構成される。もうひとつは各国の代表と各国規制当局の代表によって構成され、テクニカルな問題について証券委員会に支援・助言を行なう機能を有するEU証券規制当局委員会(EU securities regulators committee—ESRC)である。

最終報告書は、レベル1からレベル4という段階にしたがって、欧州委員会、閣僚理事会、欧州議会が協力してヨーロッパの証券市場の立法手続きをとる四段階アプローチを提案した。

<ESCとESRC>

ESCは、EU条約202条に基づく規制委員会として位置付けられ、EU委員会に対する諮問機能を持ち、ESRCの機能・行動についての意見を具申するという三つの主要な役割を果たす。

ESCは、EU法制の決定機関である閣僚理事会、および欧州議会にかわって証券法制を制定する権限を持ち、単一の発行目論見書、上場承認、ホールセール・メンバーの本国監督、機関投資家の明確な定義、投資信託（UCITS）と年金基金の投資ルール、国際会計基準の採用、株式市場での単一免許、などの統一法制を定める。最終報告書は、これらの証券法制を2003年末までに決定・導入することを求めた。

さらに、同委員会はEU競争法のもとでヨーロッパにおける清算・受け渡し決済システムを検討し、変更することを提言した。この取引コストがアメリカの6倍から10倍となっているので、清算・受け渡し決済業者の一層の統合を提案したものである。

ESRCは、ESCの諮問機関としての性格を持ち、最終的に、各国の規制当局から独立した機関として活動するが、発足当初は、ESRCのメンバーは加盟各国の証券規制当局のトップによって構成され、市場参加者、消費者、エンドユーザーなどと幅広く透明性の高い協議を行なって、EU委員会に助言し、その助言に基づいて欧州委員会がESCに提案を行なうことになった。

一定の統一証券法制が成立した段階でESRCは、加盟各国の証券規制当局の代表者によって構成され、独立した機関として活動することになった。

具体的な活動は、

- ① 各国レベルで採用されている法制の統一的なガイドラインの作成、
- ② 諸勧告についての共通の解釈の提示とEU法制でカバーされない事項に関する共通基準の設定、
- ③ EU内での有効な法制執行の比較・検討、最善の執行の明確化、
- ④ 加盟各国の法制の定期的な厳しい監視とその結果のEU委員会とESCへの報告、などである。

このESRCが、EUにおける証券行政で中心的な役割を果たしている。

<指令と規則>

賢人委員会は、証券市場改革を含む必要な法制を制定するに際して、従来の指令だけで

なく加盟国に直接適用される規則（regulations）の法形式の採用も視野に入れた。

従来、EUは、加盟国の国家主権に配慮して、直接加盟国に適用される規則を制定することはまれで、法制のほとんどは加盟国が国内法化の手続きをとることによってはじめて効力が生ずる指令であった。

しかし、指令の国内法化には最長で18ヶ月の準備期間が与えられているので、証券市場のように変化の激しい分野では、法制が後追いになって効果が減退したり、証券市場の活性化の措置を採るにしても遅すぎる場合がままあった。そこで規則という法形式の採用も取り上げられた。

<単一の監督・取り締まり機関>

同委員会は、基本的な証券市場法制の統一がなされていないので、その法制の立法手続きの手順を提案した。ただし、EU条約の枠内での証券市場の育成・発展を目的としたために、EU条約の改正を必要とする単一のEU証券市場監督・取り締まり機関の設立を提言しなかった。

しかし、統一的な証券法制が制定されても、それを取り締まる強力な権限を有する監督・取り締まり機関が設立されなければ、画竜点睛を欠くことになった。しかし、この単一の監督・取り締まり機関の設置にはフランスなどは賛成したものの、イギリスなどが反対した。したがって、単一のEU証券法制システムが欠如している上に、各国で投資家・消費者保護規制も異なっているので、現状において超国家的な監督・取り締まり機関を設立するという事はそれほど簡単なものではなかった。

それでも、賢人委員会は、遅くとも2004年までにこの四段階の立法手続きなどがうまくいかない場合、EU全般の金融サービス向上のために、単一のEU証券監督・取り締まり機関の設立を含めたEU条約の改正を行なうことも検討すべきであると提言した。

第二部 ドイツの金融・証券市場改革

第四章 ドイツの金融システム改革

1 ドイツ経済と諸問題

ドイツ経済の特徴

EUの中で生きるドイツの証券市場を見るうえで、社会的市場経済原理に基づいて運営されている経済システムの特徴を明らかにしなければならないと思われる。経済政策の特徴は、競争原理を徹底的に働かせながら、社会的な不公平・不公正に対して国家が経済過程に積極的に介入するというものであるが、いくつかの特徴的な点を挙げれば、次のようなものである（熊谷徹「ドイツ病に学ぶ」新潮社、2006年）。

第一に、ヨーロッパのなかで生きるドイツにとって、ユーロ導入によるメリットが大きいと言わざるをえないことである。

ドイツからの輸出の44%はユーロ経済圏向けであるが、市場規模が約8250万人から5億人という巨大な経済圏に膨れ上がった。

同時に、ポルシェ、メルセデス・ベンツ、BMWなどの高級車は世界でも好評であり、国際競争力も極めて高い。プラント、工作機械は世界一の輸出国であり、環境関連技術（風力発電、太陽光発電）も強い。

第二に、労働者の権利が手厚く擁護されていることである。

「共同決定法」に基づいて、広範な労働者に対して経営参加が認められている。大規模企業の場合、取締役会を選出・解任することの権限を持つ監査役会への半数の参加が認められている。

日米と比べて、労働者の権利が相対的に保護されているので、労働コストはもちろん高くなっている。2004年に27.60ユーロであったが、アメリカは18.76ユーロ、日本は17.95ユーロにすぎず、給料のほか付随コスト（年金、健康保険、雇用保険、介護保険）の半分を企業が支払っている（コストは27.6ユーロのうち12.15ユーロ）。

1日10時間以上の労働、日曜祭日の労働は原則として禁止され、残業は、事業所委員会（企業の組合）の許可が必要である。労働時間は、1975年に週40.27時間から04年に37.35時間に減少した。ほとんどの企業がフレックス・タイム制度を導入している。

「解雇から守る法律」によって、労働者の雇用はかなり保護されている。労働者は、6ヶ月間の試用期間が終了すると法律で解雇から守られる。経営不振などで労働者を解雇する場合、大規模企業では、事業所委員会（企業の組合）の許可が必要だけでなく、多額の退職金も支払わなければならないので、いきおい解雇されても負担の少ない社員から解雇されることになる。これが、ドイツにおいて、若年失業者が多い理由である。

第三に、社会的市場経済原理の真髄であるところの、福祉が充実していることである。健康保険未加入は、アメリカでは2003年に16.5%であるが、ドイツはわずか0.3%にすぎない。

公的健康保険は、たとえば眼鏡のレンズ、フレーム、サングラスも対象となり、入院した場合の病室は二人部屋か一人部屋で、枕元にそれぞれ電話が備え付けられている。

「連邦休暇法」は、従業員・労働者に最低限20日の有給休暇を付与しなければならないと定めているが、大半の会社は、30日付与しており、土日を合わせると6週間の長期連続休暇を与えられている。「医学的な予防とリハビリ措置」による転地療養休暇も社会保険がカバーしており、診断書があれば、最高6週間、山岳地帯や湖畔の医療施設や特別のホテルに滞在して療養可能である。この宿泊費や治療費も保険がカバーしている。2004年までは、葬儀費用や分娩費用も公的保険がカバーしていた。

ドイツは、1995年に世界で最初に介護保険への加入を義務付けた。老人ホームも一人部屋か二人部屋であるが、それは、最低限のプライバシーの確保というのは、人間の尊厳を保持する前提であるという思想に基づくものであろう。

ドイツ経済の諸問題

このように、競争原理を徹底させて経済格差を拡大させるのではなく、財政措置などによって、福祉を充実し、現代版の徒弟制度であるマイスター制度を維持して、いいもの作りに励み、マネーゲームなど無縁であったドイツ経済もいささか変質しつつあるように思われる。

第一に、たとえば、自動車のリコール件数が、1998年の55件、2000年の72件から、04年には137件に増加していることにみられるように、ドイツ経済の強さの源泉であったいいもの作りの質が低下してきていることである。

2002年に6月、ダイムラー・クライスラーとドイツ・テレコムなどによりトル・コレクトが設立され、03年8月、アウトバーンを通行するトラックから通行料金を徴収す

るシステムが構築されることになっていたが、トラブルが発生し、05年1月から当初より簡略化された方式でやっとなんか稼動したことにみられるように、システム構築の弱点が露呈した。

第二に、堅実経済を堅持してきたドイツに負い捨ても、マネーゲームが登場したことである。

市街地図会社として有名なファルクの創業者の息子が、自分の会社を1996年に、ベルテルスマンに2500万ユーロで売却した。その売却資金でIT関連企業を次々を買収した。そして、ネットバブル崩壊の年である2000年に、インターネット関連会社イズイオンをイギリスの通信会社エネルギーに8億1200万ユーロで売却したが、両社は倒産した。

この倒産に際して、ドイツの検察当局がファルクがイズイオンの売上高や利益を粉飾して株価を吊り上げ、不当な利益を得たとして2003年にファルクを逮捕した。ドイツ版「ライブドア」事件かもしれない。

第三に、株主価値重視の経営が行なわれるようになったことである。たとえば、オペルが2004年に9500人の人員削減、フォルクスワーゲンが06年に2万人の人員削減を発表した。1998年の電力自由化によりどの地域の電力会社から買ってでもいいことになったので、1993年から2001年まで6万人減少して13万人まで減少した。

ドイツ銀行も5200人の人員削減を行なったが、これは、2004年度当期利益前年度比81%増、ROEを10.9%から25%に引き上げることが目的であった。保険のアリアンツも2005年度の利益が44億ユーロであるにもかかわらず、06年6月に7500人の人員削減をおこなった。

第四に、ドイツの銀行危機が進行した。たとえば、2005年6月、ヒポ・フェラインス銀行がイタリアのユニクレディット銀行に買収された。これは、旧東ドイツの不動産開発事業にのめりこむとともに、破綻した航空機会社ドルニエ、建設会社フィリップ・ホルツマン倒産による損失によるものであった。

このような状況の中で、ドイツの社会的市場経済原理に基づく経済システムを競争原理優先のアメリカ型の経済システムに転換すべきであるという意見がドイツにおいても高まってきた。

2005年9月11日に、日本では、およそ国家の基本戦略とは無縁の「郵政民営化に

賛成か反対か」というテーマで総選挙が行なわれたが、続く18日にドイツで行われた総選挙では、戦後のドイツ経済政策の大原則である社会的市場経済原理を堅持するか、経済の活性化のためにアメリカ型の競争優先経済システムへ移行すべきかが鋭く問われた。

しかしながら、アメリカ型の経済システムへの移行を主張した野党保守党が辛勝したにすぎなかった。結局、与党も、野党第一党も過半数を取れなかったので、大連立政権が成立した。ドイツの経済運営は、福祉重視と競争原理の徹底の間で折衷的なものとなっているものと思われる。

2 ドイツの金融システム

ドイツの金融機関

銀行が本体で銀行業務と証券業務を兼営するというドイツにおいて典型的に発展したユニバーサル・バンク制度の原型は、19世紀末から20世紀初頭にかけて成立した兼営銀行に求めることができる。

貸付債権を流動化するために株式発行・引受業務を行っていたベルリン大銀行は、証券業務による高いリスクを軽減するために、支払い決済業務などの企業金融を中心とする銀行業務を併せ行なうようになった。これが銀行業務と証券業務を兼営するユニバーサル・バンク成立の経緯である。

1980年代に入ると大銀行は、さらに業務を拡大し、生命保険業務や住宅ローン業務に参入した。これがアルフィナンツと呼ばれる事態であるが、金融業務であれば、なんでもかんでも手掛けるという路線は、ドイツ銀行が自前の生命保険子会社による生命保険業務を変更したことによって終了した。

大銀行は、ユニバーサル・バンクといえどもやはりその本質において商業銀行であった。証券業務といっても従来手掛けてきたもので間に合ったので、それほど高度な金融技術は必要なかった。

したがって、1992年の域内市場統合でEUに単一市場が構築されて以降、アメリカの投資銀行との競争が激しくなってきたが、その時には、ドイツ銀行などは、イギリスのマーチャントバンクであるモルガン・グレンフェルを買収することで対応せざるをえなかったのである。しかしながら、ドイツ銀行は、誇り高いモルガン・グレンフェルをまったく使いこなすことができず、これもうまくいかなかった。

このような紆余曲折があったとしても、ドイツ銀行がドイツ国内で圧倒的な力を持っているうちは、さほど問題はなかった。

しかし、域内市場統合から通貨統合の実現と欧州統合が深化していくにつれて、ヨーロッパ市場はもちろんのこと、ドイツ市場での大銀行の「支配力」も危うくなってきた。こうして、さしものドイツ銀行をはじめとする大銀行も、生き残りをかけてホールセール業務かリテール業務かのどちらかを選択せざるをえなくなった。

イギリスの大銀行は、投資銀行業務ではなくテール業務に特化することで生き延びることができた。しかし、ドイツではそれは不可能に近い。というのは、ドイツでのリテール業務（小口金融業務）は、貯蓄銀行と信用協同組合が圧倒的なシェアを誇っているからである。

したがって、ドイツ銀行は、通貨統合を契機にして徹底した投資銀行化への道をたどった。真っ先に行なわれたのが、リテール業務の100%子会社への移譲であった。リテール業務分野の給与体系は、通常、ホールセール業務より低いので、子会社に移すことによって、給与体系の引き下げが可能となるからである。

さらに、ドイツの銀行による株式保有が批判されてきたので、ドイツ銀行の保有する株式も子会社として設立した資産運用会社に移した。投資有価証券から、商品有価証券への転換である。すなわち、企業「支配」のために株式を保有するのではなく、配当率がよかったり、十分なキャピタルゲインを見込めない株は売却するということである。

その結果、ドイツ銀行本体は、ヨーロッパにおける投資銀行業務に特化することになった。アメリカの投資銀行業務は、買収したバンカース・トラストが担当している。こうして、ドイツ銀行グループは、投資銀行たるドイツ銀行の下に、小口金融専門銀行、アメリカの投資銀行部門としてのバンカース・トラスト、資産管理会社、その他の金融機関を抱える事業持株会社方式の金融グループと生まれ変わるようになった。

こうした中で、日本の郵貯にあたるポストバンクの民営化は、日本の郵貯民営化の議論されているように、資金の流れを変えるために行なわれたものではない。

そのドイツで、貯蓄銀行の上部機関への政府による公的保証は廃止されるものの、貯蓄銀行全体が完全民営化されることはない。ドイツにおいて、三分の一以上もの資産規模を持っている貯蓄銀行グループが株式会社化されて、完全民営化され、民間銀行と本格的に競争を展開したら、かなりの民間銀行が窮地に陥ることだろう。このようなことはしないとされる。民間銀行を助けるためではない。ドイツ独自の経済政策理念によるものである。

る。

そこで、ポストバンクが民営化されて、ドイツポストの全国的な支店網を活用して、全国均一・一律サービスを提供する意義が出てくる。ポストバンクの民営化は、ドイツ・テレコムを民営化する必要から行なわれたものであったが、その結果、ポストバンクは、リテール業務を中心に民間銀行がサービスのできない地域でも全国的に均一、かつ一律の金融サービスを展開している。要するに、ポストバンクは、庶民金融機関ができなかったリテール業務の全国均一・一律サービスを展開するという点で、棲み分けがなされているのである。ここにドイツ・ポストバンク民営化の意義がある。

ドイツでは、ユニバーサル・バンクやアルフィナンツと言われるように、金融機関の業務範囲が極めて広い。最近では、金融コングロマリットという言い方がなされるが、投資家保護を目的とした金融監督の強化がなされている。さらに、監督機関の強化もなされている。

ドイツ型金融システムの確立

ドイツの銀行と間接金融優位の特徴のひとつは、産業銀行制度に由来するハウスバンク(hausbank：日本でいうメインバンクに相当)システムにある。産業革命で先行したイギリスなどにキャッチアップするために、政府主導でドイツの銀行は、積極的に企業に設備投資資金を供給した。とくに、民間銀行は、成長産業である重工業との繋がりを強めた。

ハウスバンク・システムは、銀行にとって、いわゆる情報の非対称性を解消することにより、企業に対するモニタリング能力を向上できるとともに、借り手企業側としても、銀行との連繋によって機動的に有利な資金調達を行なうことができる点でメリットがある。また、日本よりも銀行の株式保有への規制が緩いドイツでは、ハウスバンクは企業の株式を大量に保有し、監査役を派遣し、寄託株式の議決権を代理行使することによって企業の経営にも大きく関与できる。

いわゆるドイツ型企业経営では、銀行と企業が株式保有で強く結び付けられていることに加えて、労使間の協調によるコンセンサス構築が重要視されていることが特徴的であるとされている。

コーポレート・ガバナンスという点では、取締役会と監査役会の二層構造がある。従業員側代表も参加する監査役会が取締役会を監視するだけでなく、取締役の任免権を握り、重要な経営案件に関する承認・否決ができるなど強い権限を持っている。これが最高経営責任者(CEO)

への権限の集中を可能にし、その是非はともかく株式時価総額至上主義になりがちな、英米のコーポレート・ガバナンスとの大きな違いとされてきた。

そのような中で、19世紀末から20世紀初頭にかけてドイツで確立した金融制度がユニバーサル・バンク・システム (universalbankensystem) である。ユニバーサル・バンク・システムでは、銀行が預金受入れや貸出業務などの本来的な銀行業務に加え、株式などの有価証券の引き受けや売り出し・管理などの証券業務を行なうことが許されている。繰り返しになるが、その成立の経緯は、次の通りである。

産業革命の初期の段階において、銀行は、莫大な資本を必要としていたドイツ企業に設備投資資金を提供し、企業が成長し業績が向上した後に株式を発行させた。債務と株式と交換することで資金を回収する「投機的」な活動をしていた。いわゆる「債務の株式化」である。

その後、より安定的な経営を行なう為に、本来的な銀行業務を確立した上で、重工業企業などの長期設備投資などに絡む証券業務を営む「兼営銀行」が現われ、1930年代になるとユニバーサル・バンクという呼称が用いられるようになった。

アルフィナンツ金融革命

ユニバーサル・バンク・システムには弊害も多い。主な問題点として、銀行業と証券業を兼営することによる利益相反の可能性のほか、銀行による貸出しが主流であるため、ドイツにおいて社債市場や株式市場などの発達が遅れていることなどが挙げられる。また、銀行による「企業支配」や「産業支配」が行なわれる可能性があることも重要な論点である。

日本と同じように、ドイツでも、銀行による企業株式の保有や企業の株式持合い、役員の派遣などによって、銀行と企業が強く結び付いていたので、外国企業などによる敵対的企業買収などをかなり防止することができたが、アメリカなどから閉鎖的なシステムであるという批判を受けた。

その一方で、1980年代末から90年代にかけて、ヨーロッパ地域で銀行の提供するサービスの範囲を拡大しようという動きが顕著になってきた。すなわち、1989年にドイツ銀行による子会社設立を通じた生命保険業進出を契機にして、ドイツをはじめとするヨーロッパ諸国の金融機関が総合金融化 (アルフィナンツ) への動きを強めていったのである。

アメリカ最大の銀行であったシティコープと証券・保険業務をおこなっていたトラベラーズ・グループの合併によってできたシティグループも、広い意味でアルフィナンツをめざすものであった。

しかし、銀行の窓口で証券や保険商品を購入できる金融のワンストップ・ショッピング化は消費者にとって一見便利に見えるが、はたして、ひとつの銀行があらゆる金融業務を手掛けることが国民経済的にみて好ましいものなのかという問題もある。そして、銀行にとっても金融コングロマリット化が最適の「解」であるともいえなくなってきた。その一例として、2005年初頭にシティグループが利益率の低い保険・年金業務を売却することによって経営資源の最適配分を図ったことが挙げられよう。

金融システムの特徴

ドイツの金融セクターの仕組みをみてみよう。

ドイツの金融システムにおいて、銀行のタイプを大別すると、ユニバーサル・バンク型の金融セクターと特殊銀行セクターに分けられる。ユニバーサル・バンク型の金融グループは金融機関数で約97%程度、総資産ベースおよび貸付額ベースでドイツ金融市場の75%程度を占めるもっとも重要なセクターである。不動産抵当金融や住宅金融などをおこなう専門銀行が特殊銀行グループであって、特定の業務に専念している。

ユニバーサル・バンク型の金融機関のなかにはいわゆる「三本柱」といわれるグループが存在する。その三本柱とは、

- ① 民間の金融機関である信用銀行 (Kreditbanken) グループ、
 - ② 州政府や自治体などが所有する公的部門の州立銀行・貯蓄銀行 (Landesbanken・Sparkassen) グループ、
 - ③ セクター全体に占める資産量や貸出金シェアでは小さいものの、圧倒的な数を有する協同組合銀行 (Kreditgenossenschaften) グループ、
- である。

貸出金や総資産でドイツ金融界の最大のセクターである州立銀行・貯蓄銀行グループは、業務内容などをみても民間銀行と遜色のないサービスを提供しており、これら機関が発行する債券などを購入する投資家も世界的に増えている。

しかし、2001年にEU競争委員会が、このグループは州政府や自治体による公的保証を裏付けとして有利な営業活動を展開しているという判断を下したことで、ドイツ政府は2005年7月以降、これらの金融機関の発行する債券への公的保証を段階的に廃止することにした。その結果、多くの州立銀行や貯蓄銀行は、格付け機関による債券格下げに直面するとみられるが、そうなると、資金調達などにおいて不利になるため、合従連衡や再編、業務の多角化

などの動きが加速してきている。

民間銀行では、世界的に知られているドイツ銀行やコメルツ銀行、ヒポ・フェライン銀行、ドレスナー銀行のいわゆるドイツの四大銀行は信用銀行グループに属する。四大銀行（とくにドイツ銀、ドレスナー銀、コメルツ銀の旧三大銀行）は民間銀行グループにおいて、またドイツ経済全体においても歴史的に重要な役割を果たしてきた。

とりわけドイツ銀行は、第二次大戦前後から政府やドイツの中央銀行との結び付きも強い。近年、銀行による企業株式の保有は減少してきているが、それでもドイツ銀行などの大銀行は、コンツェルン企業の株式を保有し、監査役を派遣するなどして産業界に大きな影響力を保持している。

3 証券市場とコーポレートガバナンス

資本市場振興策の遂行

1990年には、「第一次資本市場振興法」が制定された。同法によって、

- ① 株式・外債などに売買代金の0.25%、金融債・公社債に0.1%が課せられていた有価証券取引税の廃止（91年1月実施）、
- ② 資本投下税、手形税の廃止（92年1月実施）、
- ③ 従来は許可が必要であった民法による債券発行にかかる許可手続きの廃止、
- ④ EU投資信託指令（UCITS）指令の国内法化、
- ⑤ 投資信託の対象の拡大、

などが行なわれた。

1994年7月には、EUの「投資サービス指令」の国内法化のために「第二次資本市場振興法」が制定され、8月および95年1月から施行された。同法は、ドイツの証券市場の透明性を高めるとともに、決済機能を強化することによって、ドイツの証券市場の国際競争力を強化し、機関投資家だけでなく個人投資家にも利用しやすい市場を作り上げようとするものであった。

ここで新たに「証券取引法」が制定され、従来、ドイツではあまり明確に規定されていなかったインサイダー取引の規制が明文化されるとともに、証券監視機関として連邦証券取引監督庁が設立された。

1998年3月には「第三次資本市場振興法」が制定され、4月から施行された。「証券

取引法」の改正の概要は、次の通りである。

第一に、企業のディスクロージャーが簡略化されて外国語によるディスクロージャーも認められ、中小企業や外国企業による株式市場での資金調達が進められた。

第二に、「投資会社法」の改正によって、新しい形態の投資信託の認可と投資信託の運用の規制緩和などが行なわれた。

第三に、「ベンチャーキャピタル（資本参加会社）法」の改正によって、株式会社形態だけでなく、有限会社や合資会社形態のベンチャーキャピタルも認められた。

第四に「目論見書法」の改正により、投資家保護が強化された。

2002年1月に「第四次資本市場振興法案」の政府草案公表された。同法案の中心は、「取引所法」と「証券取引法」の改正であった（「商事法務」No.1609、参照）。同法案の概要は、次の通りである。

第一に、ドイツでは、相場操縦に関するものは「取引所法」で規定されていた。しかし、上場証券の相場操縦の規定だけでは不十分であるので、「取引所法」の相場操縦に関する規定が廃止され、「証券取引法」に移されることになった。

ここで、上場証券の取引だけでなく、店頭取引の証券についても、相場に重要な影響を与える情報に関して、誤った情報を提供するか、または法令に反して情報を提供しなかった場合、相場操縦として刑事罰の対象となった。相場操縦の監視権限を州政府から、新たに設立される連邦金融サービス監督機構に移され、違反行為は同機構の行政罰の対象とされた。

第二に、投資家保護の観点から、適時開示制度の充実が図られた。すでに、「証券取引法」に適時開示の制度が導入され、違反した場合には、行政罰が科せられることになった。同法案では、開示しなかった場合だけでなく、開示内容が正しくなかった場合にも行政罰が科せられることになった。

これに対応して、「証券取引法」のなかに私法上の損害賠償規定がおかれた。相場に大きな影響を与える事実について、上場証券の発行企業がただちに開示しなかった場合、投資家が当該事実を知らずに証券を取得し、事実が明らかになった時に証券を保有しているか、または、事実が明らかになる前に証券を取得し、発行企業が適時開示をしなかった後に証券を売却した場合、投資家は発行企業に対して損害賠償を請求することができることになった。

また、発行企業が相場に重要な影響を与える事実について、正しくない開示を行なった場合にも投資家は損害賠償を請求できるようになった。

第三に、従来、明確でなかった金融先物取引の字義規定が「証券取引法」に設けられ、市場や取引所での証券の相場、金利などに係るデリバティブ、為替先物、通貨スワップ、通貨オプション、オプション証券による取引が金融先物取引とされた。

金融先物取引を行なう場合の情報提供義務が「証券取引法」に定められ、

- ① 金融先物取引の価値が減少または消滅することがあること、
- ② 損失のリスクがあり、担保を越える可能性があること、
- ③ リスクをヘッジするための取引もリスクを完全にカバーできないこと、
- ③ 信用取引の場合には、リスクが増大することを書面で説明し、相手側から署名をもらわなければならないこと、

が定められた。ただし、相手が商人の場合にはこのような情報提供は不要である。この情報提供義務を履行しなかった場合には、当該企業は投資家に対して損害賠償義務を負うことになった。

第四に、従来、外国の証券取引所がドイツで活動する場合に特別の許可を必要としなかったが、投資家保護の観点から、ドイツ国内での活動について「証券取引法」に基づいて許可を必要とされるようになった。

第五に、証券取引の弾力化を図る為に、公認仲立人制度を廃止され、相場の決め方について取引所規則で多様な規定を定めることができるようになった。

第六に、規制された市場への上場基準が緩和され、投資家への情報開示を前提として、従来、店頭取引の対象であった証券も上場できるようになった。

第七に、「投資会社法」が改正され投資範囲や付随業務の範囲が拡大し、「販売目論見書法」が改正されインターネットによる提供も可能となった。

「第四次資本市場振興法」は、2002年6月に成立した。

コーポレートガバナンス

こうしたドイツにおける資本市場育成策によって、コーポレートガバナンスも変化してきている。ドイツにおけるコーポレートガバナンスは、従来、企業の監査役会に参加している銀行が行なってきたといわれている。

株主総会では監査役が選出され、監査役会が取締役を選出する。監査役会は、株主、経

営者、従業員、労働組合の代表で構成される。監査役会が日常業務の執行機関である取締役会を選出するので、日本の監査役会などと比べるとより強大な権限を持っているといわれている。

従来、ドイツの大銀行は、多くの企業に監査役や監査役会長を派遣して、企業経営に大きな影響力を及ぼしてきた。これを補完してきたのが、銀行による企業の株式保有、銀行に寄託された株式の議決権代理行使である。

しかしながら、金融機関が監査役派遣によって企業の監視を行なってきたといっても、企業経営を厳しくチェックすることはなく、さまざまな企業の不祥事を防止できなかったり、企業経営の悪化を見逃してきたという批判が高まってきた。そこで、通貨統合を契機にして、ドイツにおけるコーポレートガバナンスのあり方についての議論が活発に行なわれるようになった。

かくして、ドイツにおけるコーポレートガバナンス強化に関する改革が進行してきた。1995年には、5%を超える議決権株主の公表が義務付けられるとともに、銀行の株式保有が5%を超える時には、従来のように、開示なしに自動的に寄託株式の議決権を代理行使することができなくなった。

さらに、1998年5月に施行された「企業領域における監督および透明化のための法律」によって、ドイツにおけるコーポレート・ガバナンスの徹底のために「株式法」、「商法」をはじめ関連諸法の整備が行なわれた。

そうした中で、ユーロ導入を契機にしてドイツの大手金融機関は、「企業支配」が強すぎるという諸外国からの批判に対応すべく、保有株式を減らしたり、企業への派遣監査役の削減などに取り組み、ある程度はアメリカ型のコーポレートガバナンスの採用を行なってきた。企業側も改革を進めている。

たとえば、ダイムラー・クライスラーは、2001年10月に従来の監査役のほかに、社外経営者、識者、株主代表からなり、日常業務の執行機関である取締役会の監視や助言をおこなう任意の組織を設立した。これによって、アメリカのような形で最高経営責任者による経営意思決定と遂行を迅速に行なうことができるようになるのではないかとされている。

2002年2月には、「ドイツ・コーポレートガバナンス倫理指針」が公表された。この指針は、ドイツのコーポレートガバナンスを透明性があり外部からの把握を容易にしようとするものであって、ドイツの株式上場会社の経営執行と経営監視について、内外の投資

家、顧客、従業員、市民の信頼性を高めようとするものである。

こうした、コーポレートガバナンスの改革が行なわれるとともに、「第四次資本市場振興法」に基づいて、相場操縦に関する規定が投資家保護の観点から具体化され、証券取引所の機能強化も行なわれている。しかしながら、同法の審議で、国際的なスタンダードに合わせるためにドイツでもヘッジファンドを認めるべきであるという主張がなされたが、このときは見送られた。

ところが、イギリスやルクセンブルグでヘッジファンドが組成され、そこにドイツの資本が流出していることや、EUがヘッジファンドを認める改正「投資信託指令」を制定したことから、第八章で詳しく取り上げるように、ドイツは、「投資会社法」を大幅に改正した「投資法」を成立させた。

証券市場の変貌

ドイツにおける四次にわたる資本市場振興策によって、ドイツの証券市場はかなりの変貌をとげてきた。ここで、その変化についてみてみることにしよう (Rainer Zugehor, Die Zukunft des rheinischen Kapitalismus, Opladen, 2003, S.92-94.)。

第一に、機関投資家、個人投資家、従業員持ち株会、企業、銀行、国家などの資本市場参加者の投資行動は、さまざまな面で著しく異なっている。たとえば、機関投資家は、企業に忠誠を尽くすことはないし、投資に満足しなければ株式を売却するが、従業員持ち株会は、企業に高い忠誠心を持ち、配当などに満足しなくても売却することはあまりない。

第二に、ドイツ大企業上位100社における零細株主と大株主の比率は、あまり変化していない。零細株主(分散所有)、個人、家族、基金、外国株主、連結企業の株式保有比率は、1978年から1998年まで比較的安定していた。ただ、公共機関の比率は低下してきている。

第三に、零細株主のグループの内部では変化している。機関投資家、すなわち投資信託と保険会社は、1990年代に以前に個人投資家のもとにあった株式資産を引き受けるような経営をしてきた。企業の自己資本に占める個人投資家の比率の低下と機関投資家の比率の上昇は、企業政策が変化する兆候を示している。というのは、機関投資家が企業経営に関与するようになってきているからである。

第四に、銀行、企業、公共機関などのドイツの大株主の伝統的なネットワークは、ゆっくりとであるが、しかし徐々に崩れてきている。このネットワークの崩壊傾向は、資本による繋が

りよりも、人的な繋がりを弱めるという戦略によるものである。

銀行は、1990年代に他の企業の監査役会への参加による人的な結合を見直してきた。ドイツの企業経営者は、1990年代の中葉あたりから敵対的買収の防御策を採らず、資本市場の場で対応しようとしてきた。

第五に、企業が資本市場を意識した経営を行なうようになれば、リストラクチャリングや多角化・非多角化、資本参加などがますます拡大していくことになる。じつは、上場コングロマリットは、1990年代末に徹底的なリストラクチャリングを行なってきた。しかし、他方で、証券取引所に上場せず、資本市場に影響されないコングロマリットのリストラクチャリングが進まなかった。

もちろん、生産部面での競争が激しければリストラクチャリングが進むし、あるいは、資本市場を活用すれば企業のリストラクチャリングが進むということも必ずしも実証的ではない。とはいえ、ドイツ企業の経営構造が変革されてきたのは、1990年代の資本市場の変化によるものであるというのも一面で事実である。

第六に、全般的事業リスクを分散するために、とくに機関投資家は、投資リスク自体を多様化することを求めている。資本市場参加者は、利益の上がる事業に経営資源を集中するような企業の多角化を望む。

かくして、企業の命運はますます、それぞれのセグメントの成功のポテンシャルに依存するようになっている。

第七に、資本市場は、研究・開発投資の拡大にはっきりとした影響を及ぼすことはない。研究・開発投資は長期的性格を持っているので、この種の投資は、経営計画における期間の問題を提起する。要は、研究・開発投資が企業の効率化に影響を与えるというよりもむしろ、将来、研究・開発投資による果実と結びつくかという問題である。

配当支払いを優先するかどうかは、株主によって異なっている。たとえば、保険会社は、資本投資から固定した配当金を手に入れることに関心があり、投資信託はそれとは逆に、将来の収益性の向上のために配当金を少なくすることに関心がある。後者の場合、投資信託のファンド・マネージャーは、企業に研究・開発投資をすることを迫るであろう。

第八に、資本市場による企業経営への影響力の拡大が短期的に現われれば、将来収益のための設備資産への投資がなされず、そのかわり株主への配当支払いがなされるようになるであろう。短期的な企業経営は、企業の設備資産の減少をもたらす。研究・開発投資の場合、資本市場による影響力の増大と企業の投資水準の上昇に体系的な連関があるかは明確ではない。さら

に、株主が企業を「利用し尽くしている」という事実は検証されない。

第九に、ドイツの資本市場とアングロ・サクソン型の資本市場を比較する場合、時価総額の規模、企業の分散所有の割合、零細株主と大株主の役割などからみれば、依然として著しい構造上の差異があることは明らかである。とはいえ、1990年代のドイツの資本市場を敷衍するならば、ドイツの資本市場がアングロ・サクソン型市場の一変種に接近してきたといえることができる。それは、機関投資家の台頭、企業、銀行、国家のネットワークの弱体化によるものである。

他方で、ドイツの大企業は、資本市場の外部での統制のもとで強力なものになっていくであろう。そこに、アングロ・サクソン型モデルに接近しつつあるものの、ドイツ型モデルでの資本市場の特徴がある。

第五章 貸付債権の流動化と証券化

1 ドイツの住宅金融

住宅金融の概要

第二次大戦後にドイツが採用した経済政策の基本理念は、社会的市場経済原理であるが、この理念は、経済運営に徹底的な競争原理を導入する半面で、社会的公平性をあくまで確保し、弱者だけでなく庶民が十分かつ質の高い経済・金融サービスを受けない場合には、毅然として国家が経済に介入するというものである。したがって、経済分野によっては、徹底的に競争原理を導入するものの、一定の分野では、競争原理を歪める結果になったとしてもある程度は、庶民は保護されることになる。

こうした経済政策理念に基づいて、ドイツにおいては現在でも、住宅政策と住宅金融というのは、かなり国家の関与が強い分野である。というのは、庶民にきちんとした住宅が確保されているということが政治的・社会的安定の大前提だからである。したがって、ドイツでは、庶民重視の住宅政策が採られてきたし、住宅金融は、公的金融機関である貯蓄銀行や建築貯蓄金庫、復興金融公庫などが重点的に手掛けてきた。

2003年末の個人向け住宅ローンのシェアをみてみよう。

大銀行は12.4%、地方銀行他は9.5%で民間商業銀行は、全体の五分の一強にすぎない。それは、大銀行などは、長い間、個人向け住宅ローンなどを手掛けてこなかったことによるものである。

日本で1970年代まで大手銀行がほとんど住宅ローンなどを提供してこなかったことによく似ている。コストがかかるし、ロットが小さいので儲けが少ないからである。住宅金融だけでなく、1970年代初頭までは、ドイツの大銀行に個人が口座を開設することすら難しかったという。

ドイツでの住宅金融の中心は非商業銀行であって、2003年末で貯蓄銀行グループが35.1%、信用協同組合が15.7%、抵当銀行が13.9%、そして建築貯蓄金庫が9.9%である。

最初の貯蓄銀行が設立されたのは18世紀末、最初の建築貯蓄金庫が設立されたのは19世紀末である。じつに、18世紀末から庶民金融機関は、庶民向けの住宅ローンを提供してきたのである。それに対して、大銀行などの商業銀行は、産業の育成と企業金融を行

なってきた。しかしながら、1970年代から80年代にかけてドイツでも「企業の銀行離れ」が進み、大銀行などは、中小企業金融や住宅ローン、生命保険業務に参入してきた。上述したように、この事態がドイツではアルフィナンツと呼ばれる。

日本であれば、「官業」の民業圧迫ということで、貯蓄銀行や建築貯蓄金庫の住宅ローンの新規募集中止ということになるのであろう。ドイツ郵便も分割民営化され、ポストバンクも民間銀行として生まれ変わったのではないかといわれるだろう。しかし、ポストバンクが完全民営化されたという事実はないし、庶民金融機関としての役割はいささかも低下していない。

住宅ローンにしても、大銀行などは、貸付先がないからやらせてほしいなどということと言わない。ドイツ銀行などは、自前の民間建築貯蓄金庫を設立して手掛ける。収益機会がないから、200年も営々と住宅金融業務を手掛けてきた貯蓄銀行や建築貯蓄金庫から業務を分けてほしいなどとは言わない。

商業銀行は、欧州通貨統合などを積極的に推進し、そこでビジネス・チャンスを得ようとして壮大なビジョンを構築する。そのくらいの志がなければ、21世紀に生き延びてはいけぬ。

住宅金融のあり方

住宅の手抜き工事は、庶民にはもっとも見抜けないものである。旧住宅金融公庫は、民間銀行にはじかれるような人にも住宅ローンを提供し、しかも担保としての住宅の価値を「保全」するために、建築段階で厳しい検査を行ってきた。これは、資産価値の保全のためという、あくまでも貸すほうの論理なのであろうが、住宅購入者にとってはじつにありがたいことであった。

やはり住宅政策、持ち家政策というのは社会政策である。国民が安心して暮らせるしつかりした住宅を持つことが、社会の安定の大前提である。

ドイツの住宅は何百年も使用できるが、残念ながら日本はせいぜい数十年しかもたない。それでも老後を借家で暮らすのと持ち家ではまったく安心度が違うだろう。日本におけるバブル経済の最大の問題は、株価が上がりすぎたということではなく、庶民がローンを組んでもまともな住宅を持てなくなったことである。

したがって、社会政策の遂行機関として公的金融機関を位置づけるとすれば、その存在意義は極めて高いといわざるをえない。高度成長期にも安定成長に転換しても、日本の銀

行は、儲けが少ないからといって積極的に手掛けてこなかったのに、長期不況にいたると優良貸し付け先なのでやりた言った。だから、政府は、営々と個人向け住宅ローンを提供してきた公的金融機関である住宅金融公庫の新規住宅融資を停止させた。

公庫融資が停止されれば、利益の追求が目的の民間金融機関によって住宅ローン希望者が選別される。そうすると、家を持てなくなるひが出てくる可能性がある。庶民をいじめるのが構造改革なのかという声が高まるのも当然のことである。

われわれは、日本経済の不合理性を正し、あるべき姿を模索するにしても、冷静になって、世界の状況を吟味していかなければならない。

2 証券化の実行金融機関

K f Wの設立

ドイツにおいて、貸付債権の証券化を推進している金融機関が復興金融公庫 (K f W - Kreditanstalt für Wiederaufbau) である。同行は、公法上の金融機関として1948年に設立された。資本金は10億マルクで連邦政府が80%、各州が20%を保有している。

当初は、マーシャル援助によって輸入された食糧・原材料の売却代金が積み立てられた「ヨーロッパ復興計画見返り資金」を旧西ドイツの経済復興のために中長期の投資資金として産業に融資することが主要な業務であった。

1960年代初頭には、旧西ドイツの開発銀行のような役割を果たすようになり、1969年からは、旧西ドイツによる開発途上国援助の中央銀行的な機能を持つようになった。

その後、中東欧諸国での市場経済導入を促進する金融業務を行なってきた。

復興金融公庫の主要な金融業務は、長期的かつ構造政策的に遂行される投資への資金供給と発展途上国が関わる貿易金融である。とりわけ、中小企業の特別な金融問題、非生産的なセクターの構造転換の促進、環境保護の推進、エネルギー・セクターの均衡のとれた発展、住宅建設の拡大などに資金供給を行なっている。

K f Wが政府等から出資を受けたのは、設立時と東西ドイツが統一する時の二回だけである。ドイツ統一時には、従来の旧西ドイツ8州と対等な立場で旧東ドイツ5州が出資者として参加した。

K f Wは、政府保証を受けて債券を発行するが、それ以外には、政府からの財政支援は

ないので、公的金融機関といっても政府からの独立性の高い金融機関であるといえよう。
従業員数は約2200人である。

復興金融公庫の業務

復興金融公庫（KfW）は、設立当初は、旧西ドイツを経済復興させるために中長期の産業資金供給を行なうことが主要な業務であったが、その後、次のように、

- ① 長期低利の国内中小企業向け事業資金の融資（2001年度実績で82億ユーロ）に加えて、
 - ② 住宅取得資金の融資（同84億ユーロ）、
 - ③ 証券化業務と保証業務（同52億ユーロ）、
 - ④ 環境保護のためのプロジェクト金融（同41億ユーロ）、
 - ⑤ 航空機や船舶などの輸出金融（同84億ユーロ）、
 - ⑥ 開発途上国への援助融資や途上国企業向け事業資金の融資（同30億ユーロ）、
 - ⑦ 国営企業の民営化に関する政府アドバイザー業務、
- などが付け加えられた。

KfWグループは、国際的規模で経済・社会、エコロジーの発展を促進する業務を行なっている。すなわち、投資金融、輸出金融、プロジェクト・ファイナンスの業務分野、開発途上国との金融協力とアドバイス、他のサービスなどを促進するという点について、ドイツでの主要な銀行であり、積極的な役割を果たしている。

子会社のDEGは、発展途上国や市場経済の導入を進める諸国において、民間部門がイニシアティブを発揮できるように支援業務を行なっている。

KfWの主要な業務内容のいくつかをみて見よう。

<投資金融業務について>

低金利の長期融資を促進するという点でドイツにおける主導的な銀行であるKfWは、ドイツ経済を支える中小企業の重要なパートナーである。低金利の長期融資業務を積極的に手掛けることによって、技術革新が促進され株式市場が高揚する。また、環境保護の取り組みを支援・促進し、さらに地方自治体によるインフラの整備を促進している。

<住宅金融業務について>

KfWは、住宅の民間保有促進を支援している。多くの人々に、四つの仕切り壁のある家を持つ夢を実現してもらうか、あるいは環境と両立しうるように改装する機会を与えている。

ただし、KfWは、旧西ドイツの高度成長期に活発に住宅融資をおこなったが、1980年代に入ってから一時完全に停止した。東西ドイツの統一後に旧東ドイツ限定で設定された住宅融資プログラムは、ドイツが統合してから10年経過した2000年に打ち切られている。

<環境保護業務について>

KfWは同様に、環境保護の取り組みを支援する銀行である。環境保護プログラムは、大気汚染を防ぎ、地球の気候を保全することを目的としたものである。これは、たとえばクリーン・エネルギーや再生エネルギーの促進、あるいは二酸化炭素放出の減少のための装置への融資によって達成される。

<輸出金融業務とプロジェクト・ファイナンス業務について>

KfWは、ドイツにおける資本財輸出への金融サービスに関する重要金融機関のひとつである。全世界にわたって、航空機、船舶、さらに機械やその他の設備の輸出金融サービスを提供している。また、たとえば産業インフラや交通インフラの分野でのプロジェクト・ファイナンスも行なっている。

<開発途上国との金融協力について>

ドイツ連邦政府に代わって、開発途上国に対して投資金融やプロジェクトなどについてのアドバイザー・サービスを行なっている。それによって、経済・社会インフラの整備が支援されるとともに、環境と資源が保全されるようになる。

<開発途上国におけるコーポレート・ファイナンス業務について>

KfWグループが重視しているのは、開発途上国における民間部門を育成・促進する業務である。有効・有力な民間企業の設立と成長のために、子会社であるDEGは、民間企業の原則にしたがって業務を行なっている。もちろん、そのプロジェクトが経済的に実行

可能で、環境に優しく、健全な開発でなければならないことはいままでもない。

さらに、DEGは、国際化の過程でドイツの中小企業を支援している。

<助言業務とその他のサービスについて>

ドイツテレコムやドイツ郵便のような国有企業の民営化において、銀行業のノウハウを使って連邦政府をサポートしている。国家の仕事を代行することで、民営化がより完全なものになる。

KfWは、このような広範な業務を行なうのであるが、最終的な借り手に直接融資するというのは輸出金融だけである。住宅金融や中小企業金融などその他の業務分野では、KfWは、民間金融機関を直接の対象として、KfWによるプログラムの一定の要件を充足する案件に対して低利の資金を融資する形を取っている。

借り手の信用リスクについては、原則として、民間金融機関が100%負担するという「リファイナンス方式」が採用されている。ただし、中小企業金融の分野は、KfWが40%の信用リスクを負担するようになってきている（河村小百合「米独における公的金融制度の運営の実情」『EPS』2002. 7）。

住宅融資の概要

ここで、KfWの主要業務のひとつである住宅融資の概要についてみてみることにしよう。

KfWの住宅取得計画は、新築あるいは分譲による持ち家とコンドミニアムの取得に対して、第二順位抵当権に基づくローンのコストをカバーする適切な金利によるローンを通して長期金融を提供するものである。

融資対象は、新築あるいは分譲による住宅取得をおこなうすべての個人である。

融資範囲は、建築の土地のコスト、建設のコスト、敷地の整備コストである。

融資率の上限は適切な総コストの30%、融資額の上限は10万ユーロである。

融資期間は、最長で30年であるが、最低1年から5年を超えない据え置き期間がある。

ローンには、KfWが融資の承認をした日付の金利が適用される。ローン金利は、応募者の選択した5年あるいは10年の固定である。

約定手数料は、融資が承認されてから1カ月経過した後に、借り入れ予定額（融資未済

額) に対して1ヶ月あたり0.25%徴収される。

返済方法は、据え置き期間終了後は元利金の四半期毎の支払いとなる。据え置き期間中は、借入れ総額に対する利息のみ四半期毎の支払いとなる。固定金利期間中は、借入れ金の繰上げ償還は一般に認められていない。個々のケースでは、KfWが承認した場合に、違約金として前払い手数料を支払うとローン全額の繰上げ償還が認められる。

担保は、第二順位の抵当権である。

KfWが直接ローンを提供するのではなく、住宅ローン希望者が金融機関を通じて申し込むことになる。したがって、ローンの申し込みは、申し込み者の選択を行なう金融機関にファイルされている。

3 貸付債権の証券化

証券化の目的

証券化のノウハウのない民間金融機関のために、住宅ローンの貸し倒れリスクを市場、とりわけ投資家に引き受けてもらうことによって、民間金融機関がリスクを抱え込まないようにすることが証券化の目的である。

KfWの信用力によって低利で調達できる資金を民間金融機関に融資することで、消費者に有利な住宅建設資金を提供することができるようになる。

ドイツでは、とりわけ1998年以降に住宅ローン債権の証券化が急速に進展したが、その背景には、

第一に、金融当局によるオフバランス化の取り扱い措置が明確にされたこと、

第二に、金融機関がROE向上のための取り組みや信用リスク・金利リスクのコントロールを強化してきたこと、

第三に、欧州通貨統合に伴ってヨーロッパの金融業務における競争が激化してきたこと、などがある(住宅金融公庫「欧州・米国証券化調査団報告」平成12年3月)。

ファンド・ブリーフ

抵当銀行の発行する抵当債や貯蓄銀行グループの上部機関である州立銀行が自治体貸付を裏付けとして発行した自治体債は、戦後復興期から安定成長にかけて発行が多かったが、1970年代から80年代にかけて国債などの公債が主流となった。現在では、抵当銀行の発行す

る抵当債は抵当銀行ファンド・ブリーフ、州立銀行の発行する自治体債は公共ファンド・ブリーフとよばれている。

ファンド・ブリーフは、1990年代に入ると再び発行が増大し、発行残高に占める比率は、1990年の20.0%から95年に40.7%、98年で40.4%に上昇している。新規発行は、1995年から著しく増大している。ただし、欧州通貨統合以降、国際債が増加していることや銀行による証券化商品の拡大もあって発行額と比率が低下してきている。

ファンド・ブリーフの発行が増加してきた理由として、不動産抵当貸付や自治体貸付を担保として発行される債券であるので、安全性が高いということがあげられている。欧州中央銀行から公開市場操作の適格債として認められるとともに、1998年の抵当銀行法改正でファンド・ブリーフ債の投資家への優先弁済権が与えられた。

ファンド・ブリーフといっても主流はやはり、公共ファンド・ブリーフである。新規発行では全債券発行の三分の一以上、残高でも三分の一を占めている。公共ファンド・ブリーフが増加しているのは、1998年の「抵当銀行法」改正で、公共貸付のファイナンスをする際に、無記名形式のファンド・ブリーフでリファイナンスすることが可能となったからである。

1995年5月に導入されたのがジャンボ債である。95年からファンド・ブリーフが増大したのもこのジャンボ債の発行開始がある。ジャンボ債は、最低発行額が10億マルクであり、特定債については、少なくとも2億5000万マルクの追加発行が可能である。ジャンボ債には、5~7行ほどのマーケット・メーカーが存在して、売買両方の建値をし、従来のファンド・ブリーフよりも流動性が高い。

売買量は、少なくとも1500万ユーロ、または2500万マルクでなければならない。償還は、額面で満期一括償還である。追加発行が可能である。ジャンボ債は、発行後少なくとも30日経過したところで証券取引所に上場される。

証券化の概要

KfWは、貸付債権の証券化に際して、中小企業向け事業資金貸付債権の証券化商品として PROMISE と住宅ローン債権の証券化商品として PROVIDE の二つのスキームを実施している。

金融市場が発展していく前提のひとつは、金融機関がリスクに十分に対応できるように自己

資本基盤が強化されることである。たとえば、国際決済銀行（B I S）による新たな自己資本比率規制などがそうである。中小企業金融を充実することは、中産階級育成にとって不可欠である。

また、住宅金融は相対的にリファイナンス・コストが高く、利鞘が縮小しているが、市民の住宅保有を促進するために具体的に対応する必要がある。貸付債権の証券化がその重要な手段となる。

K f Wは、民間銀行とリスク・スワップ取引を行なうことで、住宅ローンの貸し倒れリスクを引き受ける。この時点で格付け会社に住宅ローン債権の格付けを依頼する。

従来、K f W設立法でK f Wの弁済義務は、連邦政府が責任を持つと定められていたので、K f Wにはリスクはなかったが、K f Wへの公的支援が縮小されつつあるので、今後、K f W自体のリスク管理が重要になっていくであろう。

K f Wは、引き受けた信用リスクを三つの方法でヘッジする。

①OECD加盟国の銀行との信用リスク・スワップ。リスク引き受け債権の9割強は優先するスワップ取引（Senior Credit Default Swap）を行なう。

②債権担保証券(Credit Linked Notes)の発行。リスク引き受け債権の8%前後は証券化をおこなう。

③残りのリスクに関する信用リスク・スワップ。上記①と②を除いたその他のリスク引き受け債権について、劣後する信用リスク・スワップ取引を行なう。

K f Wは、オリジネーターである金融機関に対して、信用リスクを引き受けた債権額を上限とするグローバル・ローンをおこない、金融機関は、上記③の融資資金を新規住宅ローンの原資に充当する。

証券化の仕組み

K f Wによる証券化の仕組みは次のようなものである。

<目的>

貸付債権の証券化は、さまざまなファイナンス条件を改善する。また、スワップ・マーケットや資本市場におけるリスクが転嫁される。貸付債権がバランスシートから引き離されることで、自己資本比率が上昇する。さらに、証券化商品が市場に出ることによって、ドイツにおけ

る証券流通市場がさらに強化される。

<貸付債権の証券化の構造>

オリジネーターは、信用保証に対する経済的関心を持っている。中産階級への貸付あるいは住宅ローンを多様なポートフォリオに組み込む。また、内部的な格付けシステムを持っている。K f Wは、レファレンス・ポートフォリオの選択基準を定義するが、格付け機関の判断と市場を通じる評価を利用する。

K f Wによって、クレジット・デフォルト・スワップを通じて信用リスクの総合的な引き取りが行なわれる。ABS（資産担保証券）市場とスワップ・マーケットでさらなる投資を行なう。

<K f Wの役割>

K f Wは、競争中立的な仲介者としての役割を果たしている。同様に大銀行や中小銀行のためにスタンダードなインフラを用意し、準備している。そうして、ドイツにおける流通市場の強化に役立っている。資本市場において証券発行コストを決定する。

<マルチ・セラー業務行為>

K f Wは、中小銀行にプラットフォームを提供する。より小規模の銀行は、総合的な証券を発行するということによる長所を利用することができる。また、市場のために十分に多様化したポートフォリオに多くの中小企業のポートフォリオをまとめている。2002年に最初の証券化の業務行為が行なわれた。

<標準化とその結果>

貸付債権が証券化され標準化されることによって、弁護士や投資家にとってのコストが低下する。また、透明性と効率性が向上し、スプレッドが縮小する。その結果、証券化商品の取引コストが低下することで、投資家が多様化する。

<証券市場の拡大>

証券化が進展することによって、証券流通市場が拡大・深化する。たとえば、BBBやBBなどの比較的低い格付けの債券への投資が拡大していくことになる。中小投資家に対する信用

補償業務にも貢献するし、マルチ・セラーも拡大する。場合によってはB I S規制に適合することにもなるし、たとえばサービス・スタンダードの一層の標準化が進むことになる。

証券化の手続き

K f Wが証券化をおこなう場合には、次のような手続きをとる。

まず、K f Wが住宅ローン債権にリンクした証書を発行して証券会社に売却する。

次に、証券会社が特別目的会社（SPV）の「PROVIDE ……」に売却する。

そして、SPVは、上記購入資金をローン債権担保証券の発行によって市場から調達する。

ここで、K f Wの行なった貸出債権証券化商品について、いくつか特徴的なものをみてみよう。

住宅ローン債権の証券化（事例1）

2001年12月に発行された「PROVIDE HOME 2001-1」は、過去21年間にわたってDePfa Bankによって組成されたドイツの固定金利の居住者モーゲージ・ローン1万8203件、15億ユーロを効果的に証券化したものである。

DePfa Bankは、ドイツにおける居住者モーゲージのポートフォリオのオリジネーターとサービサーとして、ポートフォリオの信用パフォーマンスの保護を購入するためにK f Wと信用リスク・スワップ（銀行スワップ）を行なう。

融資率（LTV）は、加重平均で80%、最大で130%である。融資率が100%を超える債権というのは、その多くが、

第一に、節税を狙った貸家の建設資金である。

第二に、借り入れ者の信用力が比較的高い。

第三に、生命保険、預金、保証人などの増担保を徴収していることなどから、貸し倒れリスクはむしろ低くなっている。

契約残存期間は加重平均で22.7年、貸付金利の加重平均は6.15%、持ち家の比率は53%である。

第二順位抵当権の割合は33%と比較的高いが、それは、DePfa Bankが住宅ローンの拡大のために、他の金融機関との提携融資を積極的に進めたことによるものである。その際、DePfa Bankは、提携金融機関のサービシング業務を引き受けている。

借り入れ者からの期限前償還を含む返済元金については、まず優先リスク・スワップとA+

という高い格付けの証券については、案分比例して充当する。これらがすべて返済・償却された後に、A格付けの証券をすべて償却する。

以下、順次、B、C、D格付けの証券を償却していく。さらに、その後で、劣後する信用リスク・スワップ取り引きに充当していく。

貸し倒れ損失が確定した場合は、上記の元本充当の順序と逆の順序で割り当てていく。

住宅ローン債権の証券化（事例2）

ドイツの住宅ローン専門銀行であるBHW建築貯蓄金庫株式会社は、2002年2月にKfWの証券化プラットフォームである PROVIDE を通じて民間住宅建設ローンのポートフォリオの証券化を行なった。新しい取引の証券化プールである「PROVIDE-Blue 2002-1」は約13億ユーロの住宅ローン額をカバーしている。

証券取引のアレンジャーで単一事務幹事はソシエテ・ジェネラルであった。また、BHW建築貯蓄金庫は、KfWからグローバル・ローンを受けた最初の金融機関である。この13億ユーロのグローバル・ローンは、住宅ローンを追加的に新たにおこなおうとする建築貯蓄金庫に利用されることになる。

「PROVIDE-Blue 2002-1」は PROVIDE の下で取り扱われた三番目の取り引きである。2001年にのみ設定された民間住宅建設ローン証券化のKfWプログラムの下で、総額38億5000万ユーロの取り引きは、このようにして終結した。

PROVIDE は、住宅建設ローンから生ずるクレジット・デフォルト・リスクを高度に標準化し、同様にコスト的にみて効率的な形で証券化する可能性を銀行に与えるとともに、住宅建設ローンを利用できる有効性を持続的に確実にするという目的を追求するものである。これは、さらに住宅ローンがさらに拡張していくポテンシャルを切り開くことになる。

BHWは、住宅ローンのリスクを軽減するための手段として、みずからのローン・ポートフォリオの総合的な証券化を行なっている。その意味で住宅建設ローンのリスク管理を最適にした最初の住宅ローン貯蓄銀行であるといえよう。

この証券化取引において、KfWは仲介者として、

まず第一に、不動産先取特権によってカバーされる民間住宅建設ローン13億ユーロのBHWのレファレンス・ポートフォリオのローン・ロス・リスクを引き受けている。ポートフォリオは、国際格付け機関によって格付けされ、適正な信用カテゴリーに分割されている。

第二のステップは、KfWは、資本市場あるいは信用リンク債（CLN）と信用デフォルト・

スワップ（CDS）を通じるスワップ・マーケットにおいてリスクを回避しているということである。ソシエテ・ジェネラルは、その結果、取り引きのアレンジャーとして行動し、CLNをプレイスする。スワップとノートは、すでにマーケットでプレイスされてきた。

グローバル・ローンの下で、BHW建築貯蓄金庫は、KfWマーケット規定で13億ユーロの追加的なファンディングを受け取った。BHWは、合意されたマージンを受け取るだろうし、住宅建設ローンとして最終消費者に有利なファイナンス条件を提示するだろう。これらのローンは、適切な民間住宅建設ローン供与基準にしたがってBHWの裁量で承認される。利子補給は、グローバル・ローンでは与えられない。

クレジット・デフォルト・リスクの証券化は、BHWにとってそれと連係した財産物件の純価量を実質的に減少させることを可能にするであろう。同時に、グローバル・ローンは、民間住宅建設のファイナンスが伸びていくことの潜在性を拡張する。

KfWによってオファーされる証券化とグローバル・ローンのコンビネーションは、住宅建設における有効な環境や安定した需要を作り出し、有利な住宅取得条件を得るという点で個人家計を最終的に手助けすることになる。

貸出債権の証券化（事例1）

KfWとコメルツ銀行はジョイントで、2002年11月にKfWのPROMISEプログラムの下で中小企業向けローン・リスクの最初の証券化を行なうことで合意した。

「PROMISE-C 2002-1」の取り引き額は15億ユーロである。この証券化の目標は、中小企業向け新規ローンを供与しやすくする為のコメルツ銀行の資本要件を軽減させることである。証券化されたポートフォリオは、当初コメルツ銀行がドイツの中小企業に供与した4578のローンからなっている。

早くも2002年7月にKfWとコメルツ銀行は、すでに準備されていた5億ユーロの額の中小企業ファイナンスに対するグローバル・ローンを証券化取引することに調印していた。コメルツ銀行は、中小企業に対するKfWの有利なリファイナンス諸条件を引き受ける。その結果、過去のより有利なローンを拠出できるであろう。グローバル・ローンは、リスクをカバーするのに適切なマージンを伴って、最終借り手である国内外のドイツの中小企業顧客に対するローンを拡大することができる。

「PROMISE-C 2002-1」は、2002年秋にPROMISE作成に乗り出して以来、KfWが実行してきた8番目の証券化取引である。トータルで130億ユーロ弱の中小企業ローン・リ

スクは、現在までのこの形で証券化されてきた。

この間、K f Wは、中小企業セクターをサポートすると同様にグローバル・ローンを提供してきている。コメルツ銀行が PROMISE 証券化取引を共同して作り上げたように、K f Wからグローバル・ローンを受け続けてきた3番目のドイツの金融機関である。

全体として、「PROMISE-C 2002-1」との関連でK f Wは、クレジット・デリバティブの方法で15億ユーロにのぼるコメルツ銀行の中小企業ローンにおけるデフォルト・リスクを引き受けてきたし、コメルツ銀行のガイダンスの下で資本市場でそれらを実行してきた。

特別目的会社を利用することでクレジット・リンク・ノートの形態で国際投資家に総額1億1925万ユーロが発行された。残ったリスクは、クレジット・デフォルト・スワップによってカバーされた。

貸出債権の証券化（事例2）

DG 抵当銀行、DZ 銀行、K f Wは、PROMISE プログラムの下で、資本市場において居住者モーゲージ・ローンを証券化するために、ドイツで最初となるマルチ・セラー取引を行なった。

「PROMISE-VR 2002-1」の総額は6億2300万ユーロである。レファレンス・ポートフォリオは、5億9300万ユーロにのぼるDG 抵当銀行のローンと3000万ユーロにのぼる5つの地方信用協同組合からなっている。取り引きの部分として、K f Wは、総額1億1000万ユーロにのぼるDG 抵当銀行のグローバル・ローンを承認した。

この取り引きの革新的特徴は、最初に、さまざまな銀行のポートフォリオから生ずるリスクが、ひとつの居住者モーゲージ・バック・セキュリティへの国内外の投資家に結合されオファーされてきたことである。

証券化のためにK f Wは、まずDG 抵当銀行と地方信用協同組合のローン・ポートフォリオのクレジット・リスクをとる。そして、リスクは、DZ 銀行の主幹事の下でクレジット・デリバティブの形態で国際資本市場やスワップ市場でとられる。総額1億1500万ユーロは、特別目的会社を通じるクレジット・リンク・ノートとして発行される。まだ残っている5億800万ユーロは、クレジット・デフォルト・スワップによってカバーされている。

かくして、DG 抵当銀行、DZ 銀行、K f Wは、ドイツにおけるモーゲージ・ローンにおける信用取り引きの発展のために本質的な貢献をしてきた。さらに、K f Wのプログラム PROVIDE は、フレキシブルで革新的な証券化プラットフォームとなった。

安定した資産市場という観点において、民間モーゲージ・ローンの歴史的に低いデフォルト率とその結果としての資産が高く格付けされているという安定性は、居住者モーゲージ・バック・セキュリティに見ることができる。それは、とくにAAAとAAの格付けを持っており、高い信用力を求める投資家に提供されている。

貸付債権の証券化は、銀行に対して近代的な資本市場を準備する。それは銀行に対して、クレジット・リスクをコントロールしやすくし、リスクを軽減することを可能にする。したがって、銀行の財産物件の価値を高める。

地方の信用協同組合は、証券化取引におけるクレジット・リスクの転換あるいはモーゲージ・バック・セキュリティの選択的購入を通じて貸出業務を行なう機会を与えられてきた。したがって、単独で自己勘定でのモーゲージ貸し付けを行なっていない。このようにして、地方の銀行は、その地方の業務秩序を乱すことなく、みずからの地域でのリスクの多様化に対処しながらリスクをとることができるようになった。

DG 抵当銀行だけでなく、地方信用協同組合も個人への新規モーゲージ・ローンを提供する。これらのモーゲージ・ローンは、あらかじめK f Wと締結されたマージン合意にしたがって拡大される。

こうして、K f Wによって生み出されたリファイナンスの有利さが、個別の借り手に還元されるであろう。個別ローン供与の決定は、K f Wとの合意による適格な基準が尊重される限りにおいて、銀行の責任に帰せられる。かくして、DG 抵当銀行だけでなく地方信用協同組合は、大いにフレキシブルな方法でこれらのファンドを利用できる。

証券化取引のこの見事な結果は、ドイツの信用協同組合グループの強さを実現したもので、グループの強さを実証するものである。参加しているパートナーは、同様に、新規のB I S規制のようなチャレンジを積極的に受け入れることができるし、専門家的な解決を行なうことができるということを証明してきた。

結果として、「PROMISE-VR 2002-1」は、追加的な仕組みクレジット手段が発展していく基礎を形成した。その目的は、地方の信用協同組合に積極的なクレジット・マネージメントのためにより斬新な手段を提供することである。

4 「抵当銀行法」の改正

「第三次資本市場振興法」に基づく改正

第三次振興法に基づく「抵当銀行法」、「公的抵当債に関する法律」、「船舶抵当銀行法」の改正の目的は、市場環境の変化や抵当貸付の枠組みの変化を考慮したものであった。

この点に関して、次のような対策がとられることになった。

第一に、公的機関の発行した債券を、資金調達の正規担保として利用することを認めることで、自治体関連業務のベースが拡大された。

第二に、ジャンボ不動産抵当債の発行を容易にするため、担保の入れ替えが柔軟に行なえるようになった。ちなみにジャンボ債とは、1件10億マルク以上の大型案件である。

第三に、中央ヨーロッパと東ヨーロッパのOECD加盟国中の改革途上国に対する抵当銀行業務は、これまでアドバイス業務に限られていたが、他の業務もできるようになった。

第四に、船舶抵当銀行も他の抵当銀行と同様、外国の企業に出資できるようになった。船舶抵当銀行も抵当銀行と同様、リスクヘッジができる場合には「通貨の一致」の原則を遵守する必要がなくなった。

「第四次資本市場振興法」に基づく改正

「第四次振興法」に基づく「抵当銀行法」改正の主要な目的は、デリバティブ取引を含む抵当銀行の業務分野を拡大することにあつた。

抵当銀行の業務地域は、EU、EEA（欧州経済領域）、スイス、中央ヨーロッパのほかに、非ヨーロッパG7諸国、アメリカ、カナダ、日本にも拡大された。限度額は、中央ヨーロッパを含めて、銀行のエクイティの三倍に引き上げられた。NPOを含めて公共部門向け貸し付けも非ヨーロッパG7諸国、アメリカ、カナダ、日本に拡張された。

以前は融資に関連して補助的にしかできなかった不動産に関して、すべてのアドバイザー業務を行なうことができるようになった。

従来、外国向け融資額は、ファンド・ブリーフの債権者に優先権がない場合、国内融資額の10%に制限されていたが、これが拡大された。

「抵当銀行法」改正は、抵当銀行の中心的な業務分野において、リファイナンスと競争力の維持と強化に重要な役割を果たすものである。それによって、市場環境が変化した時に必要な調整ができるようになった。

第六章 「信用制度法」と金融機関

1 「信用制度法」の変遷

信用制度法

ドイツ政府は1996年12月に、EU域内における証券市場統合をめざす「投資サービス指令」と銀行と証券会社に共通の自己資本規制と大口融資規制を定めた「資本充実指令」のそれぞれの国内法化を目的とした第六次「信用制度法」改正案を閣議決定し、97年に施行された。

ドイツの金融制度は、銀行がその本体で銀行業務と証券業務全般を兼営するとともに、子会社を通じて投資信託委託業務、建築貯蓄業務、生命保険業務まで手掛けるユニバーサル・バンクを主流とするところに特徴がある。もちろん、特定の銀行業務に特化した専門銀行も存在するが、これらの業務をひとつでも手掛ける金融機関はすべて「信用制度法」の適用を受ける。したがって、証券業務を営む金融機関は、すべて同法の適用を受けるのである。

「信用制度法」の第六次改正は、ドイツにおける資本市場振興策の一環として行なわれたものであるが、それまでの銀行を中心とした業法という側面から、金融サービス全般をカバーする包括的な金融機関監督法となった。

EUの「金融コングロマリット指令」に基づいて「信用制度法」が大改正されるとともに、BIS（国際決済銀行）の新自己資本規制（いわゆるバーゼルⅡ）に基づいて改正された。

ここで、証券業者でもある銀行に同法がどのように適用されているのかについて見てみることにしよう。

信用制度法の改正

1929年の世界恐慌とそれに続く銀行恐慌は、ドイツにおいても多くの銀行を倒産させた。そのような事態を繰り返さないために、包括的な銀行監督のための法令として1934年に旧「信用制度法 (Reichsgesetz über das Kreditwesen)」が制定された。同法は、何度か改正されて1961年まで効力を有し、62年に施行された現行の「信用制度法 (Gesetz über das Kreditwesen)」に引き継がれた。

戦後は、銀行監督は州政府の所管となっていたが、新「信用制度法」の制定によって、銀行監督機関として旧連邦銀行監督庁が旧西ベルリンに新たに設立された。

「信用制度法」はすべての銀行に効力を持つが、他方で、「抵当銀行法」や「投資会社法」などのように専門銀行に適用される特別法も存在する。住宅ローン業務を行なう民間の建築貯蓄金庫は、「信用制度法」でいう金融機関ではなかったが、1973年に制定された「建築貯蓄金庫法」が同法の特別法として制定されることによって金融機関として認められ、旧連邦銀行監督庁の監督下におかれることになった。

「信用制度法」は、現在まで七回の大きな改正が行なわれた。

最初の大きな改正は、個人銀行であるヘルシュタット銀行の倒産をきっかけとして1976年に行なわれた第二次改正である。この改正の概要は、

- 第一に、銀行監督をさらに強化する、
- 第二に、法人格を持たない個人銀行の新規設立を制限する、
- 第三に、単一顧客向け融資を責任自己資本の75%に制限する、
- 第四に、大口融資の上位5社の合計を自己資本の3倍以内とする、
- 第四に、顧客保護を充実する、

というものであった。

ドイツでは、ヘルシュタット銀行の倒産以前から、金融業界の各機構によって預金者の預金保護を充実すべきであるといわれてきたが、法改正によって、信用銀行（商業銀行）、貯蓄銀行、信用協同組合の預金者保護基金が拡張され、預金保護制度に参加していない金融機関はそのことを明確に示さなければならなくなった。新「預金保証・投資家補償法」によって、預金および投資家に対する法定最低保証が定められた。

1970年代から80年代にかけて、ドイツにおいても金融の国際化が著しく進展したが、銀行の過度の国際活動について連邦銀行監督庁は監督権限がなく、ドイツの金融システムが危険なものとなってきた。そこで1984年に「信用制度法」の第三次改正が行なわれた。この改正審議を促進したのは、前年の83年に発生した、ヨーロッパ最大手の建設会社の倒産によってドイツの個人銀行が経営危機に陥った事件であった。

第三次改正の概要は、

第一に、40%以上の資本参加を行なっている下位の金融機関、抵当銀行、リース会社を連結決算の対照にする、

第二に、大口信用供与全体の合計額は責任自己資本の18倍以下（信用総額規制）、

単一顧客に対する大口信用供与限度額を責任自己資本の50%に制限(単一顧客当たりの信用限度規制)する、

第三に、信用総額規制は6年間、単一顧客当たりの信用限度規制は5年間の経過期間を認める、

というものであった。この改正によって、従来は監督当局に監督権限のなかった銀行の在外銀行子会社や資本参加金融機関にも法の網がかけられることになった。

1992年に第四次改正が行なわれ、銀行監督にとって重要な位置を占める自己資本概念がEU指令と調和され、この自己資本規制は第六次改正で証券会社にも適用された。その他、EU指令の国内法化のために多くの改正が行なわれ、銀行の原籍国主義導入の前提が作り上げられた。その後、EU加盟国のいずれかの国で銀行免許を取得した金融機関は、ドイツで金融業務を行なう場合に、連邦銀行監督庁から新たに銀行免許を取得する必要がなくなった。

1994年に第五次改正が行なわれ、リスクを含む信用供与が具体的に定義されるとともにリスクの高い信用供与の制限が行なわれた。

そして、1997年の第六次改正によって、銀行・金融サービスについてEU基準との調和がなされ、銀行・証券商品だけでなく、その他の金融サービスも連邦銀行監督庁の監督下に置かれることになった。自己資本の充実や大口融資規制は、銀行業と金融サービス業にも適用されることになった。

連邦銀行監督庁は、従来、自己資本に関する原則1(信用リスクに関する規制)と原則1a(市場リスクに関する規制)を定めていたが、この二つの規制を信用リスクと市場リスクを統合した自己資本規制とし、銀行だけでなく金融サービス業にも適用することになった。

そして、EUの「金融コングロマリット指令」に基づいて「信用制度法」が大改正されるとともに、BIS(国際決済銀行)の新自己資本規制(いわゆるバーゼルII)に基づいて改正されている。

2 「信用制度法」第六次改正

金融サービス業

<銀行（信用機関）>

「信用制度法」第六次改正によれば、次の金融業務を行なうものが銀行(Kreditinstitut—信用機関)である。

- ① 利子の支払いの有無に係わらず、払い戻し請求が持参人払証書あるいは指図証書において確認されない限りで、他人の金銭の預金あるいは公衆の払い戻し可能な金銭の受け入れ（預金業務）
- ② 金銭の貸し付けおよび手形引受け信用の供与（信用業務）
- ③ 手形および小切手の買い入れ（割引業務）
- ④ 自己名義で行なう他人勘定での金融商品（Finanzinstrument）の売買（金融仲介業務）
- ⑤ 他人のための有価証券の保管および管理（証券寄託業務）
- ⑥ 「投資会社法」第一条に定める業務（投資信託委託業務）
- ⑦ 貸付債権を満期前に取得する義務の引き受け
- ⑧ 他人のための保証（Burgschaften—担保すべき債務の存在に規定されている）、損害担保（Garantie—債務の成立・消滅に関わらず将来の損失に責任を負う）、瑕疵担保（Gewährleistung）の引き受け（保証業務）
- ⑨ 振替勘定取引および決済取引の遂行（振替業務）
- ⑩ 自己のリスクでの金融商品の発行・引き受けあるいは同価値の保証の引き受け（発行業務）
- ⑪ 支払い目的でのプリペイド・カードの発行、ただし、カード発行者がサービスの受領者によるカードでの支払いを受け取る限りで（クレジット・カード業務）
- ⑫ コンピュータ・ネットでの支払い調整の遂行と管理（金銭支払い決済ネット業務）

これらの金融業務を行なうのが銀行であるが、その他、従来、連邦財務省は、法規命令によって、証券ディーリング業務、貴金属の売買、外国為替の売買、金融債の発行などの業務を認めている。

ただし、ドイツ連邦銀行、復興金融公庫、社会保険機関・連邦労働機関、私法上・公法上の保険会社、質屋業、企業出資会社として認可された企業、母体行や子会社・兄弟会社と共同で銀行業を営む企業、デリバティブを取引する取引所内で会員向金融仲介業務を行なう企業などは銀行（信用機関）に該当しない。

<金融サービス会社>

「信用制度法」の第六次改正によって、銀行以外にも金融サービス会社（Finanzdienstleistungsinstitute）も「信用制度法」の適用対象となった。銀行ではなく他人のために次の金融サービスを行なうものが金融サービス会社である。

- ① 金融商品（Finanzinstrument）の売買の仲介（投資仲介業務）
- ② 他人名義による他人勘定での金融商品の売買（取引仲介業務）
- ③ 他人の為に行なう金融商品の個別管理（ポートフォリオ管理業務）
- ④ 他人の為に自己勘定で行なう金融商品の売買（ディーリング業務）
- ⑤ EU域外または欧州経済領域（EEA）域外の企業の為に行なう預金業務の仲介（域外国との預金仲介業務）
- ⑥ 支払い委託の実行（金融トランスファー業務）
- ⑦ 外貨の売買（外貨業務）

「信用制度法」において金融商品（Finanzinstrument）というのは、有価証券だけでなく、短期金融市場商品、外国為替、デリバティブなどである。

有価証券というのは、必ずしも証券形態で発行されている必要はなく、株式、株式の代わりとなる証書（預託証書）、債券、享益証券、オプション証券、その他、株式、債券に類似したもので市場で取引される有価証券、国内外の投資会社によって発行された持分証書などである。

短期金融市場商品というのは、上記有価証券に該当せず、通常、短期金融市場で取引されている債権などの金融商品である。

デリバティブというのは、定期取引またはオプション取引の形態をとる先物取引であって、その価格が直接・間接に、有価証券・短期金融市場商品・商品・貴金属の取引所価格・市場価格、外国為替相場、金利などによって決定されるものである。

ただし、ドイツ連邦銀行、復興金融公庫、公債の公的管理機関、私法上・公法上の保険会社、母体行や子会社・兄弟会社と共同で銀行業を営む企業、自社もしくは関連企業への労働者持分システム管理に限定された金融サービスを企業、デリバティブを取引する取引所内で会員向金融仲介業務を行なう企業、職務の枠内の一部として金融サービスを提供する公法上の職業団体、原材料取引を行なう企業がその業務に必要な場合に限り取引先にのみ提供する金融サービスを行なう企業、外貨業務が主要業務でなく唯一の金融サービスが外貨取引である企業、などは金融サービス会社に該当しない。

「信用制度法」は、銀行（信用機関）と金融サービス会社を諸機関(Institute)という概念で包括している。

<ファイナンス会社他>

「信用制度法」は、上記でいう諸機関にあてはまらない企業も定義している。

次の業務を行なう企業がファイナンス会社（Finanzunternehmen）である。

- ① 資本参加をすること。
- ② 対価を得て金銭請求権を取得すること。
- ③ リース契約を締結すること。
- ④ クレジット・カードもしくは旅行小切手を発行・管理すること。
- ⑤ 自己の計算で金融商品を取引すること。
- ⑥ 金融商品への投資について他人に助言すること（投資顧問業）。
- ⑦ 資本構成、事業戦略、企業吸収・合併などについて企業に助言をすること、並びにこれに対しサービスを提供すること。
- ⑧ 銀行間貸付を仲介すること（マネー・ブローカレッジ）。

連邦財務省は、ドイツ連邦銀行の意見を聞いた上で、法規命令によって、これらの業務に新たな業務を付け加えることができる。

金融持株会社(Finanzholding-Gesellschaften)というのは、その子会社が例外なくまたは主として銀行、金融サービス会社、ファイナンス会社であって、最低一つの預金貸付機関または証券取引機関を子会社として有する企業である。

混合企業（Gemischte Unternehmen）というのは、金融持株会社でも銀行、金融サービス会社でもなく、最低一つの預金貸付機関または一つの有価証券取引機関を子会社として有する企業である。

銀行関連業務支援企業(Unternehmen mit bankbezogenen Hilfsdiensten)というのは、銀行、金融サービス会社、ファイナンス会社でもなく、その主要業務が不動産管理、計算センター業務、その他、一つあるいは複数の銀行・金融サービス会社の主要業務に関連する支援活動である企業である。

預金貸付機関(Einlagenkreditinstitute)というのは、預金またはその他の返済されうる資金を公衆から受け取り、かつ信用業務を営む銀行（信用機関）のことをいう。

証券取引会社(Wertpapierhandelsunternehmen)というのは、金融仲介業務または発

行業務、もしくは投資仲介業務またはディーリング業務を営む銀行（信用機関）・金融サービス会社のことをいう。ただし、業務が外貨取引、指数取引あるいはデリバティブ取引に限定されている場合を除く。

証券取引銀行（Wertpapierhandelsbanken）というのは、預金貸付機関ではなく、金融仲介業務または発行業務、もしくはもしくは投資仲介業務またはディーリング業務を営む銀行（信用機関）のことをいう。

<取引所>

証券取引所または先物取引所というのは、証券市場または先物市場であって、国が認可した部署によって規制・監督され、定期的に取りが行なわれ、公衆に対して直接・間接に開かれているものをいう。

金融業の免許

銀行（信用機関）と金融サービス会社は、連邦銀行監督庁から書面による免許を取得しなければならない。

免許申請には、次の要件が必要とされる。

- ① 営業に必要とされる適切な資金の証明。
- ② 業務執行者の申告。
- ③ 申請人および業務執行者の信頼性を判断するのに必要な申告。
- ④ 銀行・金融サービス会社の所有者および業務執行者の専門的資質を判断するのに必要な申告。
- ⑤ 銀行・金融サービス会社の計画された業務、組織構造、計画された内部管理方法などの確固とした業務計画。
- ⑥ 当該機関に対して重要な出資がある場合、出資者、出資額、出資者の信頼性を判断するための記載情報。
- ⑦ 当該機関と密接な関連のある自然人または企業についての記載情報。

連邦銀行監督庁は、営業資金が不十分である、人物に信頼がおけない、申請人が専門的適性に欠ける、複数人原則に反し、二人目の常任執行者を欠く場合などには、免許付与を拒絶することができる。

健全性基準

<自己資本の算出>

銀行（信用機関）、金融サービス会社、そのグループは、預金者などの債権者に対する義務を履行し、その財産価値の安全性維持のために、貸借対照表のリスク資産側に対する比率である適切な自己資本を持たなければならない。

自己資本(Eigenmittel)は、核資本(Kernkapital)と補完資本(Ergänzungskapital)からなる責任自己資本(haftendes Eigenkapital)、これと第三順位資金(Dritterangmitteln)によって構成される。

核資本は、株式会社の場合、優先株を除いた払込済み基礎資本金(Grundkapital)と準備金(Rücklagen)などからなっている。

補完資本は、商法典340f条に基づく積立金(Vorsorgereserve)、優先株、所得税法6b条にもとづく準備金(Rücklagen)の100分の45、受益権債務(Genuß rechtsverbindlichkeit)、長期劣後債務、未実現積立金(nicht realisierten Reserven)の一部などからなる。責任自己資本を算定する際には、補完資本は核資本の金額まで算定することができる。

第三順位資金は、取引帳簿を差し引き計算(Glattstellung)すれば生ずるはずの純利益と短期劣後債務などからなっている。第三順位資金は、一定種類のリスクに対して、核資本との固定比率でのみ参入することができる。第三順位資金という形で第三の自己資本範疇が導入されたのは、金融機関の市場リスク、外国為替・商品リスクを自己資本に反映させるためである。

<流動性と出資規制>

銀行の流動性は、貸借対照表の借方勘定における長期または短期の投資と、貸方勘定における融通資金との間に、あらかじめ定められた比率を設けることで保証される。詳細は、連邦銀行監督庁がドイツ連邦銀行と共同で作成した、銀行・金融サービス会社の自己資金と流動性についての原則に定められた。

銀行（信用機関）、金融サービス会社は、その資金を十分な支払いが保証されるように投資しなければならない。

預金貸付機関は、銀行（信用機関）、金融サービス会社、ファイナンス会社、保険会社、銀行関連業務支援企業でない一企業に対して、預金貸付機関の責任自己資本の100分の15を超えて出資することはできない。

預金貸付機関による、銀行（信用機関）、金融サービス会社、ファイナンス会社、保険会社、銀行関連業務支援企業でない企業に対する総出資額は、当該預金貸付機関の責任自己資本の100分の60を超えてはならない。

届出・報告・情報開示義務

<大口信用規制>

一信用受入者への信用で、総額が銀行（信用機関）、金融サービス会社の責任自己資本の100分の10を超えるもの（大口信用）は、遅滞なくドイツ連邦銀行に届け出なければならない。

連邦銀行監督庁の同意なく、一信用受入者への信用総額が銀行（信用機関）、金融サービス会社の責任自己資本の100分の25（大口信用個別上限）を超えて信用を供与してはならない。

連邦銀行監督庁の同意なく、大口信用総額が銀行（信用機関）、金融サービス会社の責任自己資本の8倍（大口信用総額上限）を超えて信用を供与してはならない。

銀行（信用機関）、金融サービス会社、ファイナンス会社は、1月、4月、7月、10月、のそれぞれの15日までに、その期日の3ヶ月間のある時点で300万ドイツ・マルク以上の債務（100万マルク信用）を負った信用受入者をドイツ連邦銀行に届け出なければならない。

<報告義務>

銀行（信用機関）、金融サービス会社は、次の事項を遅滞なく連邦銀行監督庁およびドイツ連邦銀行に届け出なければならない。

- ① 業務執行者の任命、銀行（信用機関）、金融サービス会社の全業務分野における或る者への個別代理権の付与、これらの者の信頼性および専門的資質の評価に関する重要な事項の報告。
- ② 業務執行者の解任および銀行（信用機関）、金融サービス会社の全業務分野における

個別代理権の取り消し。

- ③ 他企業への出資の引き受け、解消、出資額の変更。資本金の100分の10を超える場合には出資とみなす。
- ④ 許可を必要としない限りでの法形態の変更。
- ⑤ 責任自己資本の100分の25の損失。
- ⑥ 支店または住所の移転。
- ⑦ EU外での支店の設立、移転、閉鎖。
- ⑧ 営業の停止。
- ⑨ 銀行業務でない業務運営の開始および中止。
- ⑩ 最低要求水準未満への当初資本の減少、および適切な保険の喪失。
- ⑪ 出資関係の変更、重要な出資の開始および解消、議決権または資本の100分の20、100分の33、100分の50への到達、上回るか下回ること、当該機関が他の企業の子会社となるかまたは離脱した事実。
- ⑫ 現先取引または証券貸借業務で取引先が債務不履行の場合。
- ⑬ 他の自然人または他の企業との密接な関係の成立、変更、または終了。

銀行（信用機関）、金融サービス会社は、毎年次の事項を連邦銀行監督庁およびドイツ連邦銀行に届け出なければならない。

- ① 他の企業への直接の出資。
- ② 重要な出資先、住所、出資額。
- ③ 国内支店の開設、移転、および閉鎖。

銀行（信用機関）、金融サービス会社は、他の諸機関と合併する意向を持っている場合には、その旨を遅滞なく連邦銀行監督庁およびドイツ連邦銀行に届け出なければならない。

銀行（信用機関）、金融サービス会社の業務執行者は、次の事項を遅滞なく連邦銀行監督庁およびドイツ連邦銀行に届け出なければならない。

- ①他の企業の業務執行者または監査役もしくは取締役としての活動の開始および終了。

②企業に対する直接出資の引き受けおよび解消、ならびに出資額の変更。

<月例報告と年次報告>

金融機関の会計報告は、以前は、一部が商法典、一部が信用制度法で規定されていた。一定の法形態の金融機関については、各州法などが規定していた。信用制度法の改正では、直接に銀行監督に関係する会計報告の規定だけが残された。商法典の会計報告規定は、法形態や規模にかかわらずすべての金融機関に適用される個別決算およびコンツェルン決算関連の補完的諸規定を定めている。

銀行（信用機関）、金融サービス会社は、各月の終了後遅滞なくドイツ連邦銀行に月例報告を提出しなければならない。ドイツ連邦銀行は、月例報告にその意見を付して連邦銀行監督庁に回付する。連邦銀行監督庁は、特定の月例報告の回付を免除することができる。

銀行（信用機関）、金融サービス会社は、営業年度の最初の3ヶ月以内に前営業年度の年次決算書を作成し、その作成したもの、ならびにその後確定した年次決算書、それを補完する限りでの営業報告書を、その都度遅滞なく連邦銀行監督庁およびドイツ連邦銀行に提出しなければならない。年次決算書には、説明書を添付しなければならない。

決算監査役は、年次決算書の検査についての報告書（検査報告書）を検査終了後遅滞なく連邦銀行監督庁およびドイツ連邦銀行に提出しなければならない。

預金保険制度(Sicherungseinrichtung)との関係で別に検査が行なわれる場合には、検査役は、その検査報告を遅滞なく連邦銀行監督庁およびドイツ連邦銀行に提出しなければならない。

コンツェルン決算書またはコンツェルン営業報告書を作成している銀行（信用機関）、金融サービス会社は、この資料を遅滞なく連邦銀行監督庁およびドイツ連邦銀行に提出しなければならない。

連邦銀行監督庁は、広範囲の情報請求権と検査権限が付与されている。

3 大改正「信用制度法」

金融機関の定義

EU の「金融コングロマリット指令」の国内法化として、「信用制度法」が大改正さ

れた。ここで、大改正された「信用制度法」を概観してみよう。

「信用制度法」の中で用いられている「金融機関」というのは、以下で示す信用機関と金融サービス機関を含む概念である（第1条(1b)）。信用制度法では、このほかに金融関連企業、銀行関連支援企業が以下で示すように定義されている。

〈信用機関（第1条(1)他）〉

信用制度法では、以下の業務が「銀行業務」として定義され、これらの業務を営む企業が「信用機関」と呼ばれている（第1条(1)）。

- ① 利子支払いの有無にかかわらず、払戻請求権が無記名または指図式債務証券に証券化されずに、他人の金銭を預金として受け取ることまたは公衆の払い戻し可能な金銭の受け入れ（預金業務）
- ② 金銭貸付および引受信用の供与（信用業務）
- ③ 手形および小切手の買い取り（割引業務）
- ④ 自己名義で行なう他人勘定での金融商品の売買（手数料業務）
- ⑤ 他人のための有価証券の保管・管理（証券寄託業務）
- ⑥ 「投資法」第7条(2)に基づく業務（投資業務）
- ⑦ 貸付債権を満期前に取得する義務の引受け
- ⑧ 他人のための信用保証、瑕疵担保補償の引受け（保証業務）
- ⑨ 振替勘定取引および決済取引（振替業務）
- ⑩ 自己のリスクで金融商品の発行・引受けあるいは同価値の保証の引受け（発行業務）
- ⑪ 電子マネーの発行および管理（電子マネー業務）

信用機関の中でも、①預金業務と②信用業務を行う機関は、預金貸付機関と呼ばれている（第1条(3d)）電子マネー業務だけ営む信用機関は、電子マネー機関と呼ばれている（第1条(3d)）。

ただし、ドイツ連邦銀行、復興金融公庫、社会保険機関・連邦労働機関、私法上・公法上の保険会社、質屋業、企業出資会社として認可された企業、母体行や子会社・兄弟会社と共同で銀行業を営む企業、デリバティブを取引する取引所内で会員向けに金融仲介業務を行う企業などは信用機関に該当しない。

〈金融サービス機関（第1条(1a)他）〉

信用機関以外の機関で、以下に定義する「金融サービス業務」を営む機関は、「金融サービス機関」と呼ばれている（第1条(1a)）。

- ① 金融商品の売買の仲介（投資仲介業務）
- ② 他人名義による他人勘定での金融商品の売買（取引仲介業務）
- ③ 他人のための金融商品の個別管理（ポートフォリオ管理業務）
- ④ 他人のための自己勘定での金融商品の売買（ディーリング業務）
- ⑤ EU域外または欧州経済領域（EEA）域外の企業のために行なう預金業務の仲介（域外国との預金仲介業務）
- ⑥ 支払い委託（金融トランスファー業務）
- ⑦ 外貨の売買（外貨業務）
- ⑧ クレジットカードおよび旅行小切手の発行・管理（クレジットカード業務）

信用制度法における「金融商品」には、有価証券のほか、短期金融市場商品、外国為替、デリバティブなども含まれている（第1条(11)）。

有価証券は、必ずしも証券の形態で発行されている必要はなく、株式、株式の代わりとなる証書（預託証書）、債券、享益証券、オプション証券、その他、株式、債券に類似したものであって、市場で取引される証券、国内外の投資会社によって発行された持分証書なども有価証券であるとされている。

短期金融市場商品というのは、上記有価証券には該当しないもので、通常、短期金融市場で取引されている債券などの金融商品である。

デリバティブというのは、定期取引またはオプション取引の形態をとる先物取引であって、その価格が直接・間接に、有価証券・短期金融市場商品・商品・貴金属の取引所価格・市場価格、外国為替相場、金利などによって決定される金融商品である。

ただし、ドイツ連邦銀行、復興金融公庫、公債の公的管理機関、私法上・公法上の保険会社、母体行や子会社・兄弟会社と共同で銀行業を営む企業、自社または関連企業の従業員出資制度の管理に限定した金融サービスを行なう企業、デリバティブを扱う取引所内で会員向けに金融仲介業務を行なう企業、職務の枠内の一部として金融サービスを

提供する公法上の職業団体、原材料取引を行なう企業が、その業務に必要な場合に限って、取引先にのみ提供する金融サービスを行なう企業、外国為替業務が主要業務でなく唯一の金融サービスが外外国為替取引である企業、などは金融サービス機関に該当しない。

金融機関のうち、(1) 銀行業務のうち④手数料業務および⑩発行業務、または (2) 金融サービス業務のうち①投資仲介、②取引仲介、③ポートフォリオ管理、④ディーリングの各業務を営む企業は、証券取引会社と呼ばれている (第1条(3d))。

<金融関連企業 (第1条(3)) >

金融機関 (信用機関または金融サービス機関) 以外で、主として以下の業務に従事する企業は「金融関連企業」と呼ばれている (第1条(3))。

- ① 資本参加
- ② 対価を得て金銭請求権の取得
- ③ リース契約の締結
- ④ 自己の計算での金融商品の取引
- ⑤ 金融商品への投資についての他人への助言 (投資顧問業)
- ⑥ 資本構成、事業戦略、企業買収・合併等についての企業への助言、ならびにこれらのサービスの提供
- ⑦ 銀行間貸付の仲介 (マネーブローカレッジ業務)

<銀行関連支援企業 (第1条(3c)) >

金融機関でも金融関連企業でもなく、その主要業務が、不動産管理、計算センター業務など、金融機関の主要業務に関連した支援活動である企業は、「銀行関連支援企業」と定義されている (第1条(3c))。

グループ会社に関する定義

<金融持株会社と混合金融持株会社 (第1条(3a)) >

金融持株会社というのは、ひとつ以上の預金信用機関、電子マネー機関、有価証券取

引業、または資本投資会社を子会社として持ち、例外なくまたは主として金融機関または金融関連企業しか子会社として持たず、かつ混合金融持株会社でない金融関連企業のことをいう（第1条(3a)）。

混合金融持株会社というのは、被監督金融コングロマリット企業ではなく、国内または欧州経済領域に住所のある一つ以上の被監督金融コングロマリット企業を含む子会社群、およびその他の企業とともに金融コングロマリットを形成している親会社のことをいう（第1条(3a)）。

<被監督金融コングロマリット企業（第1条(3a)）>

被監督金融コングロマリット企業というのは、コングロマリット所属の預金信用機関、電子マネー機関、有価証券取引業、元受保険企業、資本投資会社、またはその他の資産管理会社のことをいう（第1条(3a)）。

<金融コングロマリット（第1条(20)）>

以下に該当する企業グループは、「信用制度法」によって「金融コングロマリット」とされている（第1条(20)）。

- ① 親会社、その子会社、および当該親会社または子会社により出資を保有されている企業からなるもの、または一つの水平的企業グループに統合化された企業群からなる企業グループ。
- ② 被監督金融コングロマリット企業がその頂点に立っており、その際に、これが、金融部門の企業の親会社である、金融部門の企業に出資を保有する企業である、または、銀行および有価証券サービス部門または保険部門の他の企業とともに水平的企業グループに統合化されている企業グループ。なお、被監督金融コングロマリット企業が当該グループの頂点に立っていないとしても、当該グループがこれらの企業の一つ以上を子会社として示し、同グループが「主として金融部門で活動」している場合には、「金融コングロマリット」とみなされる。
- ③ 一つ以上の保険部門の企業、ならびに銀行、および一つ以上の有価証券サービス部門の企業が所属している企業グループ。
- ④ 当該グループの諸企業の活動を連結、または合計したもの、もしくは連結し、かつ合算したものが、保険部門においても、銀行および有価証券サービス部門において

も「著しい」企業グループ。

また、①でいうグループの下部グループも、これ自体が①～④までの諸前提を満たす場合は、「金融コングロマリット」とみなされる。

連邦金融サービス監督庁は、部門を超えて活動する企業グループが金融コングロマリットであるかどうかを上記基準に照らして審査する（第 51a 条）。当該グループが基準を満たしていれば金融コングロマリットとして認定し、基準を満たさなくなった場合には当該指定を解除する（第 51b 条）。また、連邦金融サービス監督庁は、金融コングロマリットの次元での追加的な監督が不要、不適切な場合には、基準に照らして金融コングロマリット指定を免除することができる（第 51c 条）。

<混合企業と混合企業グループ（第 1 条(3b)）>

「混合企業」というのは、金融持株会社、混合金融持株会社、または金融機関のいずれでもなく、かつ、一つ以上の預金信用機関、電子マネー機関、有価証券取引業、または資本投資会社を子会社として持つ企業である。一つの混合企業およびその子会社群からなる企業は、「混合企業グループ」である（第 1 条(3b)）。

その他の定義

<証券取引所と先物取引所（第 1 条(3e)）>

「信用制度法」でいう「証券取引所または先物取引所」というのは、証券市場または先物市場であって、国が認定した機関による規制および監視を受け、定期的取引が行なわれ、公衆に対して、直接的または間接的に開かれているものである。また、これらの市場における業務の履行を保全するためのシステムであって、国が認定した機関による規制および監視を受けるクリアリング機関も含まれる（第 1 条(3e)）。

<トレーディング勘定（第 1 条(12)他）>

信用制度法でいう「トレーディング勘定」には、トレーディング勘定リスク・ポジションを査定および見積もりをする目的で、以下のものが算入される（第 1 条(12)）。

① 金融商品、取引可能な債権および持分のうち、実在する、または期待される売買価

- 格差もしくは価格および利子の変動を短期間に利用することによって自己取引の成果を得るため、当該金融機関が再販売する目的で自己の在庫として持っているか、または当該金融機関によって引き受けられる金融商品、取引可能な債権および持分。
- ② トレーディング勘定の市場リスクをヘッジするための業務および残高、ならびにそれらとの関係で生じるリファイナンス業務。
 - ③ 引受け業務。
 - ④ 料金、手数料、利子、配当、分配金の形態の諸債権のうち、トレーディング勘定のポジションと直接結びついているもの。

トレーディング勘定には、現先業務、貸付業務、またトレーディング勘定のポジションに基づく類似業務も算入される。

連邦財務省は、ドイツ連邦銀行との協議をへて、欧州共同体法の枠内でトレーディング勘定を限定するための詳細な法規命令を定め、さらに取引可能なポジションをトレーディング勘定に算入させることができる。なお、連邦財務省は、ドイツ連邦銀行との合意に基づいて、法規命令により当該権限を連邦金融サービス監督庁に委任することができる。

投資勘定は、金融機関のトレーディング勘定に算入しないすべての業務で構成される。

トレーディング勘定への包含は、連邦金融サービス監督庁およびドイツ連邦銀行に告知され、検証可能な確定された金融機関の内部基準に従う。なお、基準の変更は、理由を付して、連邦金融サービス監督庁とドイツ連邦銀行に遅滞なく届け出なければならない。

トレーディング勘定および投資勘定へのポジション転記は、金融機関の書類上に、追跡可能なように、文書化し、理由付けされていなければならない。

金融機関内部で確定された基準が遵守されているかどうかは、年末決算監査のさいに、決算監査人が検査・確認されなければならない。

金融機関は、以下のすべてを満たす場合、信用制度法のトレーディング勘定に関する規定を免除される（第2条(11)）。

- ① 当該金融機関の特定取引勘定の比率が、原則として、簿価および簿外業務の総額の100分の5を超えない。

- ② 特定取引勘定の各ポジションの総額が、原則として1,500万ユーロの対価を超えない。
- ③ 特定取引勘定の割合が一時的にも簿価および簿外業務の総額の100分の6を超えない。特定取引勘定のポジション総額が一時的にも2000万ユーロを超えない。

特定取引勘定の比率は、デリバティブの場合には、それらの基となる商品の名目価値または市場価格、その他の金融商品は、その名目価値または市場価格をもって定められる。なお、売り持ちと買い持ちのポジションは、その絶対値を足し合わせる。

金融機関の開業（主要出資・免許取得）

〈金融機関の開業〉

金融機関が金融業務を営む方法として、

- ① 既存の金融機関に出資して、影響力を行使する方法、
 - ② 新規に金融機関を設立する方法、
- が挙げられる。

前者に関しては、主要出資者に対する諸規定が適用される。また、新規に金融機関を設立する際には、連邦金融サービス監督庁から免許の取得が必要であり、監督庁は、場合によっては、当該免許の取り消しを行なうことができる。

〈金融機関への大口出資に関する規定（第1条(9)、第2b条）〉

大口出資というのは、直接的に、または単数・複数の子会社、または同様の関係を通じて、もしくは他の人物または他の企業との共同影響力によって、間接的に、第三の企業の資本または議決権の最低100分の10を所持している場合、もしくは出資先企業の業務執行に決定的な影響力を行使できる場合である（第1条(9)）。

ある金融機関に大口出資を行なおうとする者は、何人も、そのことを連邦金融サービス監督庁とドイツ連邦銀行に、遅滞なく届出なければならない（第2b条(1)）。

大口出資者は、法律または定款に基づく代表者、または新たな無限責任社員が選任された場合はいつでも、その信頼性の判定に必要とされる重要な事実を添えて、連邦金融サービス監督庁とドイツ連邦銀行に、遅滞なく届出なければならない。

大口出資者は、出資の増額のうち、100分の20、100分の33、100分の50のに達するか、またはこれを超過するような場合、または当該金融機関がその統制下に入るようことを企図する場合は、連邦金融サービス監督庁とドイツ連邦銀行に遅滞なく届出なければならない。

一方、連邦金融サービス監督庁は、以下のような事実が認められる場合には、届出が受理されてから3ヶ月以内に、大口出資の企図または増額を禁止することができる（第2b条(1a, 1b)）。

- ① 届出義務者に、これが法人の場合、法律または定款に基づく代表者の一人でも、人的商事会社の場合、社員の一人でも、信頼のおけない者がいること、もしくはその他の理由で、当該金融機関の堅実かつ慎重な管理に必要とされる要請に十分応えられないこと。なお、大口出資を行なうために調達する資金について、犯罪行為の構成要件を客観的に満たすような行為によって調達したものであるという事実があるときも同様である。
- ② 当該金融機関が、当該大口出資者に連なる大口出資の形成または増額を通じて、ある企業結合に結びつけられ、これが、出資関係構造または経済上の透明性不足により、当該金融機関の効果的な監督を侵害する可能性があること。
- ③ 当該金融機関が、当該大口出資の形成または増額を通じて、住所または本店のある国において効果的な監督を受けていないか、または当該地の監督機関が連邦金融サービス監督庁と十分な協調をする用意のないような、外国に住所のある金融機関の子会社となる可能性のあること。

当該取得が禁止されない場合、連邦金融サービス監督庁は、届出をした当該人物または人的商事会社が、企図する取得を実施したのか、しなかったのかを、連邦金融サービス監督庁に届出なければならない期限を定めることができる。当該期限の経過後、これらの人物または人的商事会社は、連邦金融サービス監督庁に遅滞なく届出を提出しなければならない。連邦金融サービス監督庁は、提出期限（3ヶ月）の経過後も、情報照会および呈示の権利を有する。

連邦金融サービス監督庁は、以下の場合、大口出資者および大口出資者によって統制されている諸企業に対して、その議決権の行使を禁止し、監督庁の同意なく持分を処分してはならないと命令することができる（第2b条(2)）。

- ① 禁止処分の諸前提がある場合。
- ② 大口出資者が、連邦金融サービス監督庁およびドイツ連邦銀行への事前報告義務を果たさず、かつ、この報告を事後的にも連邦金融サービス監督庁の定める期限内に行なわなかった場合。
- ③ 禁止処分に執行力があるのに、当該出資が取得または増額された場合。

金融機関への大口出資の取り止め、または、その大口出資額を議決権または資本金の100分の20、100分の30、100分の50より引き下げようと企図する場合、または、当該企業がもはや統制下におかれなくなるような出資変更を企図する場合も、このことを連邦金融サービス監督庁およびドイツ連邦銀行に遅滞なく届出なければならない(第2b条(4))。

〈免許取得に関する規定(第32、33条)〉

ドイツ国内で金融業務を営もうとする信用機関と金融サービス機関は、連邦金融サービス監督庁から書面による免許を取得しなければならない(第32条)。

免許申請には、次の要件が必要とされる。

- ① 営業に必要とされる適切な資金の証明。
- ② 業務執行者の申告。
- ③ 申請人および業務執行者の信頼性を判断するのに必要な記載情報。
- ④ 銀行・金融サービス会社の計画する業務、組織構造、計画された内部管理方法などの確固たる業務計画。
- ⑥ 当該機関に対して重要な出資がある場合、出資者、出資額、出資者の信頼性を判断するための記載情報。
- ⑦ 当該機関と密接な関連のある自然人または企業についての記載情報。

連邦金融サービス監督庁は、以下の理由がある場合には、免許付与を拒否することができる(第33条)。

- ① 営業に必要な資金を欠く場合。
- ② 申請人、業務執行者、または大口出資者に信頼がおけないような事実がある場合。
- ④ 業務執行者または、当該金融機関の親会社である金融持株会社の業務執行者が、金融機関の経営に要する専門的適性に欠け、かつ、複数人原則に反してもう一人の業

務執行者を欠く場合。

- ⑤ 当該金融機関が本店を国内に持たない場合。
- ⑥ 当該金融機関が免許を申請しようとする業務の正規の運営のために必要な組織上の対策をとる用意がないか、またはその状態にない場合。
- ⑦ 申請者が外国の信用機関の子会社であり、かつ、その信用機関を担当する外国の監督機関が当該子会社の設立に同意しなかった場合。
- ⑧ 当該金融機関の有効な監督が侵害されるという想定が、妥当とされる事実が認められる場合。
- ⑨ 申請が十分な記載内容または証拠書類を伴っていない場合。

④で掲げた金融機関を運営するための専門的適性は、通常、類似の規模かつ業種の金融機関における3年間の経営活動が証明されれば、認められる(第33条(2))。

なお、連邦金融サービス監督庁は、欧州委員会または欧州理事会による相応の決議がある場合には、欧州共同体外に住所のある企業またはこれらの企業の子会社からの免許申請に関する決定を延期するか、または免許付与を制限しなければならない(第33a条)。

また、免許申請企業の原籍国が欧州経済領域内他国である場合、当該国の監督機関に意見を聴く必要がある(第33b条)。

<禁止業務に関する規定(第3条他)>

金融機関は、以下の金融業務を行なうことが禁止されている。

- ① 預金者グループの大部分が当該企業の経営体に所属する者からなり(従業員金庫)、かつ、この預金業務の規模を超えるその他の銀行業務を営まない場合に、預金業務を営むこと。
- ② 貨幣額の受け取り(当該貨幣供与者の大多数の部分が、これらの貨幣額より消費貸借を受けるか、または信用で目的物を得ることに係る法的請求権を持つときに限る)(目的積立貯金業)。なお、建築貯蓄金庫には、これは適用されない。
- ③ 現金引出によって信用額または預金を利用することが、合意または業務上の慣習によって排除されているかまたは非常に困難である場合に、信用業務または預金業務を営むこと。

これらの禁止業務が営まれている場合には、連邦金融サービス監督庁は、当該営業の

即時停止および当該業務の遅滞なき清算を命令することができる（第 37 条）。また、業務執行者は、3 年以下の自由刑または罰金刑に処される（過失の場合は、1 年の自由刑又は罰金刑）（第 54 条）。

〈免許所持人死亡時の代理人による継続に関する規定（第 34 条）〉

金融機関は、免許所持人の死亡後においては、相続のため免許なき 2 名の地位代理人が 1 年間まで継続して業務を執行できる（第 34 条）。当該地位代理人は、当該死亡後、遅滞なく定めるものとする。なお、当該地位代理人は業務執行権者に該当する。代理人の一人に信頼がおけないか、または必要な専門的適性がない場合、連邦金融サービス監督庁は、業務の継続を禁止することができる。

〈免許の失効・取消（第 35、38 条）〉

交付後 1 年以内に利用されない免許は失効する。当該金融機関が賠償機構から除名されたときも免許が失効する。

その他、以下の場合、連邦金融サービス監督庁は、行政手続法の規定によって免許を取り消すことができる。

- ① 免許に係る営業が 6 ヶ月を超えて行なわれなかった場合。
- ② 信用機関が、単独商人の法形態で営まれる場合。
- ③ 免許取り消しを妥当とするような事実を監督庁が知りえた場合。
- ④ 金融機関が、その債権者に負う義務の履行に対する、特に当該金融機関に委ねられた財産価値の安全性に対する脅威が存在し、かつ当該脅威が信用制度法によるその他の措置では除去できない場合。
- ⑤ 証券取引業の自己資金が不足する場合。
- ⑥ 当該金融機関が、信用制度法や証券取引法の施行のために公布された命令、または指令の定め、慢性的に背いた場合。

連邦金融サービス監督庁は、法人または個人商事会社の場合、監督庁が免許を取り消すとき、または免許が失効するとき、当該金融機関を清算すると定めることができる（第 38 条）。監督庁の結締は、解散決議と同様の効果を有する。

健全性の確保

〈自己資本比率規制（第 10、10a、10b 条）〉

金融機関は、債権者に対する義務を履行するため、特に金融機関に委ねられた財産価値の保全のため、妥当な自己資金を持っていなければならない（第 10 条）。

自己資本は、核資本と補完資本からなる責任自己資本と第三順位資本などからなっている。

補完資本は、「商法典」第 340 f 条に基づく積立金、優先株、「所得税法」第 6 b 条に基づく準備金の 100 分の 45、受益権債務、長期劣後債務、未実現積立金の一部などからなる。責任自己資本を算定する際には、補完資本は核資本の金額まで算入することができる。

第三順位資金は、取引帳簿を差引き計算すれば生ずるはずの純利益と短期劣後債務などからなっている。第三順位資金は、一定種類のリスクに対して、核資本との固定比率でのみ算入することができる。第三順位資金という形で第三の自己資本範疇が導入されたのは、金融機関の市場リスク、外国為替・商品リスクを自己資本に反映させるためである。

〈流動性規制（第 11 条）〉

金融機関は、いつでも支払準備の十分性が保証されているような形で、資金を投資しなければならない（第 11 条）。

信用機関の流動性は、貸借対照表の借方勘定における長期または短期の投資と、貸方勘定における融通資金との間に、あらかじめ定められた比率を設けることで保証される。詳細は、連邦金融サービス監督庁がドイツ連邦銀行と共同で作成した、信用機関・金融サービス機関の自己資金と流動性についての原則に定められている。

信用機関、金融サービス機関は、その資金を十分な支払いが保証されるように投資しなければならない。

〈出資規制（第 12 条）〉

預金信用機関は、信用機関、金融サービス機関、金融関連企業、保険会社、銀行関連支援企業でない一企業に対して、預金信用機関の責任自己資本の 100 分の 15 を超えて出資することはできない（第 12 条）。

預金信用機関による、信用機関、金融サービス機関、金融関連企業、保険会社、銀行関連支援企業でない企業に対する総出資額は、当該預金信用機関の責任自己資本の100分の60を超えてはならない。

届出・報告・情報開示義務

<大口信用の届出義務（第13、14条）>

一信用受入者への信用で、総額が信用機関、金融サービス機関の責任自己資本の100分の10を超えるもの（大口信用）は、遅滞なくドイツ連邦銀行に届け出なければならない（第13条）。

連邦金融サービス監督庁の同意なく、一信用受入者への信用総額が信用機関、金融サービス機関の責任自己資本の100分の25（大口信用個別上限）を超えて信用を供与してはならない。

連邦金融サービス監督庁の同意なく、大口信用総額が信用機関、金融サービス機関の責任自己資本の8倍（大口信用総額上限）を超えて信用を供与してはならない。

また、信用機関、金融サービス機関、金融関連企業は、四半期ごとに150万ユーロ以上の債務を負った信用受入者をドイツ連邦銀行に届け出なければならない（第14条）。

<各種届出義務（第24条）>

信用機関、金融サービス機関は、次の事項を遅滞なく連邦金融サービス監督庁およびドイツ連邦銀行に届け出なければならない（第24条）。

- ① 業務執行者の任命、信用機関、金融サービス機関の全業務分野における或る者への個別代理権の付与、これらの者の信頼性および専門的資質の評価に関する重要な事項の報告。
- ② 業務執行者の解任および信用機関、金融サービス機関の全業務分野における個別代理権の取消し。
- ③ 他企業への出資の引受け、解消、出資額の変更。資本金の100分の10を超える場合には出資とみなす。
- ④ 許可を必要としない限りでの法形態の変更。
- ⑤ 責任自己資本の100分の25の損失。

- ⑥ 支店または住所の移転。
- ⑦ EU 外での支店の設立、移転、閉鎖。
- ⑧ 営業の停止。
- ⑨ 銀行業務ではない業務運営の開始および中止。
- ⑩ 最低要求水準未満への当初資本の減少、および適切な保険の喪失。
- ⑪ 出資関係の変更、重要な出資の開始および解消、議決権または資本の100分の20、100分の33、100分の50への到達、上回るか、下回ること、当該機関が他の子会社となるかまたは離脱した場合。
- ⑫ 現先取引または証券貸借業務で取引先が債務不履行の場合。
- ⑬ 他の自然人または他の企業との密接な関係の成立、変更、または終了。
- ⑭ 他の企業に対する基準出資。

信用機関、金融サービス機関は、毎年次の事項を連邦金融サービス監督庁およびドイツ連邦銀行に届け出なければならない。

- ① 他の企業への直接の出資。
- ② 重要な出資先、住所、出資額。
- ③ 国内支店の開設、移転、および閉鎖。

信用機関、金融サービス機関は、他の諸機関と合併する意向を持っている場合には、その旨を遅滞なく連邦金融サービス監督庁およびドイツ連邦銀行に届け出なければならない。

信用機関、金融サービス機関の業務執行者は、次の事項を遅滞なく連邦金融サービス監督庁およびドイツ連邦銀行に届け出なければならない。

- ①他の企業の業務執行者または監査役もしくは取締役としての活動の開始および終了。
- ②企業に対する直接出資の引受けおよび解消、ならびに出資額の変更。

<月例報告と年次報告（第25、26条）>

信用機関、金融サービス機関は、各月の終了後遅滞なくドイツ連邦銀行に月例報告を提出しなければならない（第25条）。ドイツ連邦銀行は、月例報告にその意見を付して

連邦金融サービス監督庁に回付する。監督庁は、特定の月例報告の回付を免除することができる。

信用機関、金融サービス機関は、営業年度の最初の3ヶ月以内に前営業年度の年次決算書を作成し、その作成したもの、ならびにその後の確定した年次決算書、それを補完する限りでの営業報告書を、そのつど遅滞なく連邦金融サービス監督庁およびドイツ連邦銀行に提出しなければならない。年次決算者には、説明書を添付しなければならない(第26条)。

決算監査人は、年次決算書の検査についての報告書を、検査終了後遅滞なく連邦金融サービス監督庁およびドイツ連邦銀行に提出しなければならない。

<情報照会・検査(第44条)>

金融機関及びその内部組織の構成員、ならびに被用者は、連連邦金融サービス監督庁がその業務の遂行に必要な人員および諸機構、ならびにドイツ連邦銀行に対し、要請があり次第、業務関連事項の全てについての照会情報を与え、証拠書類を呈示しなければならない(第44条)。

連邦金融サービス監督庁は、特別の要件がなくとも、諸金融機関の検査にとりかかり、当該検査の遂行をドイツ連邦銀行に委任することができる。これは金融機関が実質的な領域を外注化した先の企業も含む。

連邦金融サービス監督庁の職員、ドイツ連邦銀行、ならびに連邦金融サービス監督庁が検査の遂行の際に用いるその他の人員は、このために通常の営業時間および業務時間内において当該金融機関の職場に立ち入って検査することができる。

連邦金融サービス監督庁およびドイツ連邦銀行への情報照会および証拠書類呈示の義務は、主要出資者にもおよぶ(第44b条)。

連邦金融サービス監督庁

<通常任務(第6条)>

連邦金融サービス監督庁は、信用制度法の規定により、諸金融機関の監督を行なう(第6条)。

連邦金融サービス監督庁は、諸金融機関に委ねられた財産価値の安全性を脅かし、銀

行業務もしくは金融サービスの正規の遂行を侵害し、または、全体経済に甚大な不利益を与えかねない、信用・金融サービス制度における弊害に、対処しなければならない。

連邦金融サービス監督庁は、与えられた権限の範囲内で、金融機関およびその業務執行権者に対し、監督法に対する違反を取り締まり、または、当該金融機関に委ねられた財産価値の安全性を脅かすかまたは銀行業務もしくは金融サービスの正規の遂行を侵害している当該金融機関内の弊害を防止または排除するために、適切かつ必要な指令を下すことができる。

〈特殊任務（第 6a 条）〉

金融機関が受け入れた預金、金融機関に委託されているその他の財産価値、もしくは金融取引が、テロリスト団体の資金融通に資するという事実、または、金融取引の遂行の場合については、資するかもしれないということを推定させる事実が存在するとき、連邦金融サービス監督庁は、以下のことができる（第 6a 条）。

- ① 金融機関の業務執行者への指図。
- ② 当該金融機関に対する管理している口座または寄託物の処分の禁止。
- ③ 当該金融機関に対するその他の金融取引の遂行の禁止。

〈ドイツ連邦銀行との協力（第 7 条）〉

連邦金融サービス監督庁とドイツ連邦銀行は、信用制度法の基準に依拠して協力する（第 7 条）。

当該協力には、更なる法律上の基準を害することなく、ドイツ連邦銀行による金融機関の経常的監視が含まれる。当該経常的監視の内容は、特に、金融機関が提出する書類、年末監査報告、および年末決算書類の分析、ならびに、当該金融機関の自己資本装備およびリスク操縦手続が妥当であることを判定するための銀行業務上の検査の遂行と分析、ならびに、検査認定の評価である。

ドイツ連邦銀行による当該経常的監視は、通常は、同行の本部によって行なわれる。その際、ドイツ連邦銀行は、連邦金融サービス監督庁のガイドラインに注意を払わなければならない。連邦金融サービス監督庁の経常的監督用ガイドラインは、ドイツ連邦銀行との合意の上で発出される。

監督法上の措置、特に一般処分および行政行為は、連邦金融サービス監督庁が金融機

関に対して行なう。連邦金融サービス監督庁は通常、ドイツ連邦銀行の下した検査認定および評価を、監督庁のなす監督法上の措置の根拠とする。

連邦金融サービス監督庁およびドイツ連邦銀行は、その任務の履行に必要な観察および認定を、お互いに通知し合わなければならない。ドイツ連邦銀行は、その限りにおいて、ドイツ連邦銀行法第 18 条による統計上の徴求に基づいて獲得された記載情報をも、連邦金融サービス監督庁に利用させなければならない。同行は、そのような徴求を指令する前に、連邦金融サービス監督庁に意見を聴かななければならない。

〈その他の部署との協力（第 8 条）〉

金融機関の代表者もしくは業務執行者に対してであれ、金融機関の主要出資者、それらの法律もしくは定款に基づく代表者、もしくは無限責任社員に対してであれ、脱税訴訟手続きが着手されるとき、課税の秘密は、当該手続きについてであれ、その原因となる事情についてであれ、連邦金融サービス監督庁に届いた諸通知と対立はしない。

欧州経済領域内他国において銀行業務を営みもしくは金融サービスを提供する金融機関についての監督、および、銀行法指令に準拠した監督の場合、連邦金融サービス監督庁は、また信用制度法の範囲で活動する限りにおいてはドイツ連邦銀行も、当該国の担当部署と協力する。

〈金融コングロマリットの監督の際の協力（第 8a、8c 条）〉

連邦金融サービス監督庁およびドイツ連邦銀行は、金融コングロマリットの鑑定および監督の際に、その他の欧州経済領域の担当部署と協力する（第 8a 条）。

連邦金融サービス監督庁は、該当する欧州経済領域内他国の担当部署とともに、信用制度法により当該金融コングロマリットの追加的監督を担当する調整役を定める。金融コングロマリットの監督の際の協力に関する詳細な規定は、該当する欧州経済領域内他国の担当部署との協力協定において監督庁が規制する。

金融コングロマリットが、他の金融コングロマリットの傘下であり、その主位金融コングロマリット企業が欧州経済圏内他国に住所地を持ち、そこで追加的監督を受けている場合、連邦金融サービス監督庁は、金融コングロマリットに対する追加的監督を免除することができる（第 8c 条）。

<守秘義務（第9条）>

連邦金融サービス監督庁で雇用されている職員、依頼を受けた人員、任命された監査人や清算人、信用制度法の遂行に携わる限りではドイツ連邦銀行で職務に就いている行員も、その活動で知りえた事実であって、その秘密保持が当該金融機関または第三者の利益にかかわる事柄、特に営業上・経営上の秘密は、たとえ職を退いた後も、またはその活動が終了していても、無権限で漏洩したり換価したりしてはならない（第9条）。

<賦課金・費用（第51条）>

連邦金融サービス監督庁にかかる費用は、賦課金として諸金融機関が賄うことになっている（第51条）。詳細規定は「賦課金命令」で定められている。

第七章 ドイツ銀行とポストバンクの金融業務

1 ドイツの金融機関

銀行再編と多角化

銀行が本体で銀行業務と証券業務を兼営するというドイツにおいて典型的に発展したユニバーサル・バンク制度の原型は、19世紀末から20世紀初頭にかけて成立した兼営銀行に求めることができる。

貸付債権を流動化するために株式発行・引受業務をおこなっていたベルリン大銀行は、証券業務による高いリスクを軽減するために、支払い決済業務などの企業金融を中心とする銀行業務を併せ行なうようになった。これが銀行業務と証券業務を兼営するユニバーサル・バンク成立の経緯である。

1980年代に入ると大銀行は、さらに業務を拡大し、生命保険業務や住宅ローン業務に参入した。これがアルフィナンツと呼ばれる事態であるが、金融業務であれば、なんでもかんでも手掛けるという路線は、ドイツ銀行が自前の生命保険子会社による生命保険業務を変更したことによって終了した。

大銀行は、ユニバーサル・バンクといえどもやはりその本質において商業銀行であった。証券業務といっても従来手掛けてきたもので間に合ったので、それほど高度な金融技術は必要なかった。したがって、1992年の市場統合でEUに単一市場が構築されて以降、アメリカの投資銀行との競争が激しくなってきたが、その時には、ドイツ銀行などは、イギリスのマーチャントバンクであるモルガン・グレンフェルを買収することで対応せざるをえなかったのである。しかしながら、ドイツ銀行は、誇り高いモルガン・グレンフェルをまったく使いこなすことができず、これもうまくいかなかった。

このような紆余曲折があったとしても、ドイツ銀行がドイツ国内で圧倒的な力を持っているうちは、さほど問題はなかった。

しかし、域内市場統合から通貨統合の実現と欧州統合が深化していくにつれて、ヨーロッパ市場はもちろんのこと、ドイツ市場での大銀行の「支配力」も危うくなってきた。こうして、さしものドイツ銀行をはじめとする大銀行も、生き残りをかけてホールセール業務カリテール業務かのどちらかを選択せざるをえなくなった。

イギリスの大銀行は、投資銀行業務ではなくテール業務に特化することで生き延びるこ

とができた。しかし、ドイツではそれは不可能に近い。というのは、ドイツでのリテール業務（小口金融業務）は、貯蓄銀行と信用協同組合が圧投なシェアを誇っているからである。

したがって、ドイツ銀行は、通貨統合を契機にして徹底した投資銀行化への道をたどった。真っ先に行なわれたのが、リテール業務の100%子会社への移譲であった。リテール業務分野の給与体系は、通常、ホールセール業務より低いので、子会社に移すことによって、給与体系の引き下げが可能となるからである。

さらに、ドイツの銀行による株式保有が批判されてきたので、ドイツ銀行などは保有する株式も子会社として設立した資産運用会社に移した。投資有価証券から、商品有価証券への転換である。すなわち、企業「支配」のために株式を保有するのではなく、配当率がよかったり、十分なキャピタルゲインを見込めない株は売却するということである。

その結果、ドイツ銀行本体は、ヨーロッパにおける投資銀行業務に特化することになった。アメリカの投資銀行業務は、買収したバンカース・トラストが担当している。こうして、ドイツ銀行グループは、投資銀行たるドイツ銀行の下に、小口金融専門銀行、アメリカの投資銀行部門としてのバンカース・トラスト、資産管理会社、その他の金融機関をかかえる事業持ち株式会社方式の金融グループと生まれ変わるようになった。

そのドイツで、貯蓄銀行の上部機関への政府による公的保証は廃止されるものの、貯蓄銀行全体が完全民営化されることはないと思われる。もしも、ドイツにおいて、三分の一以上もの資産規模を持っている貯蓄銀行グループが株式会社化されて、完全民営化され、民間銀行と本格的に競争を展開したら、かなりの民間銀行が窮地に陥るからである。

そこで、ポストバンクが民営化されて、ドイツポストの全国的な支店網を活用して、全国均一・一律サービスを提供する意義が出てくる。ポストバンクの民営化は、ドイツ・テレコムを民営化する必要から行なわれたものであったが、その結果、ポストバンクは、リテール業務を中心に民間銀行がサービスのできない地域でも全国的に均一・一律の金融サービスを展開している。要するに、ポストバンクは、庶民金融機関ができなかった、リテール業務の全国均一・一律サービスを展開するという点で、棲み分けがなされているのである。ここにドイツ・ポストバンク民営化の意義がある。

金融セクターの苦境

銀行が歴史的に重要な役割を果たしてきたドイツ経済・金融界も、近年、かなり変化してきている。それは、ここ数年間に急速に進んだ EU の拡大と域内の経済・金融システムの収斂の動きや、長期にわたる景気低迷などによって触発されたものであった。

ユーロの誕生や EU の拡大は、ヨーロッパの大銀行にビジネス拡大の機会をもたらしたが、それはまた、域内市場における競争も激化させた。たとえば、ドイツの銀行は、フランスやイタリアなどでより活発に営業しやすくなる一方で、これまでと違って本国のマーケットでは、フランスやイタリアなどの大銀行とも競争をしなければならなくなった。

また、ユーロ誕生などの結果、金融がよりグローバル化すると、ドイツ企業は、より有利な資金調達ができる資本市場を自国の外に見つけることができるようになり、ハウスパバンクだけに頼ることがなくなった。

かたや銀行側も、株式保有による収益変動への懸念や、保有資産のより効率的な運用をめざすために、保有する借り手企業の株式を整理しはじめた。そのような中、アメリカの投資銀行などは、ドイツ企業とのビジネスを拡大する絶好の機会ととらえて、積極的にドイツに進出した。

もともとドイツにおいては、1990年代以降、景気循環の期間が短く、好景気かと思うとあっという間に景気後退に陥ることが多かったが、2001年頃から景気が急激に悪化していった。その直接的な原因として、1990年の東西ドイツ統一後の旧東ドイツ地域における産業再生の遅れ、および建設バブルの後遺症に加え、EU の統合進展による域内の後発諸国との産業競争の激化、株式市場における IT バブルの崩壊などが挙げられる。

景気低迷の理由として挙げられるのがドイツ特有の構造問題である。つまり、おける賃金の硬直性、高福祉を支える高い税負担、株主利益より雇用維持を優先する厳しい解雇規則や手厚い雇用保険などの制度・慣行、株式持ち合いに代表される保守的で閉鎖的な企業文化などが企業の活力を損なったということである。また、労使参加によるコンセンサス重視の監査役会が強大な権限を有することも、取締役会における意思決定のスピードを遅らせ、ドイツ企業が大胆なリストラや事業再編を妨害する要因であるとされている。

2002年には建設業のホルツマンや、メディアのキルヒグループなど大手企業が相次いで倒産した。それは、政府が民間企業の倒産を防ごうとするような介入を止め、解雇規制を緩和する方向に動くなど、ドイツ経済システムの構造改革に乗り出したことで生じた

という面もあったが、厳しい財政事情なども重なり、景気はさらに悪化した。

デフレの兆候も現れはじめ、欧米のアナリストやメディアは、ドイツが日本と同じく不良債権問題とデフレ・スパイラルの道を進みはじめていると指摘した。当然のように民間銀行の収益状態も急激に悪化した。低金利による利息収入の落ち込みと不良債権への貸倒引当金の大幅積み増しの結果、多くの銀行が赤字決算に陥った。

2 ドイツ銀行の事業再編

リテール戦略の転換

ドイツの金融システムは、銀行が本体で銀行業務と証券業務を兼営し、顧客に対して幅広い金融サービスを提供できるユニバーサル・バンク・システムである。ここで取り上げるドイツ銀行というのは、ヨーロッパ最大・最強のユニバーサル・バンクで、民間銀行である。だが同行は、ユニバーサル・バンクといっても、多くのドイツの企業とは密接な連繋があって国内の企業金融や証券業務は強かったが、国際的な投資銀行業務はあまり強くなかった。

そこでユーロ導入にあたって、ドイツ銀行は、投資銀行部門強化のため組織大改革に着手した。それは、ドイツ銀行本体を投資銀行業務に特化させ、その他の業務は子会社にまかせ、その経営・管理に徹するというものである。いわば事業持株会社方式の採用ということができる。

ここで、ドイツ銀行の国内外の投資銀行業務の現状をみてみよう。

ドイツにおいてユニバーサル・バンクが1980年代から90年代にかけて金融業務をさらに拡大してきた。それは、銀行が子会社をつうじて、あるいは提携によって生命保険業務にも参入するという動きで、いわゆるアルフィナンツと呼ばれる事態である。

銀行が生命保険業務に参入した直接の動機は、顧客に幅広い金融サービスを提供するということがあったが、この時期に徐々に銀行預金から生命保険商品に資金が移動していたからである。生命保険会社をグループ内に持つことで、銀行がみずからのグループ内で資金を循環させることができるとともに、保険商品という長期資金調達手段を持つことによって、企業への資金供給手段を多様化させることができた。

ドイツ銀行は、1980年代末に生命保険会社に参入するために自前の生命保険子会

社・ドイツ銀行生命を設立した。当初は、ドイツ銀行の顧客を中心に保険契約者が増加したが、それが一段落すると保険への加入者は伸び悩んだ。幅広いノウハウと顧客層を持つ既存の生命保険会社と競争して新規顧客を開拓するというのは、それほど簡単なことではなかったのである。ドイツ銀行は、それまでの自前の生命保険会社による生命保険商品の販売路線を転換して、提携生命保険会社の保険商品を販売するように路線転換した。

ユニバーサル・バンクは、あらゆる金融サービスを提供できるが、そのことは、逆にいえば、広く浅くしか金融サービスを提供できないということでもある。だから、じつは、ユニバーサル・バンクといえどもあくまで銀行なので、実質的には、銀行業務を優先し、国際投資銀行業務というのはそれほど国際競争力のあるものではなかった。ドイツ銀行は、ユニバーサル・バンクといえども、企業金融や株式保有などによるドイツの企業との密接な連繋によって、国内証券業務が強かっただけにすぎなかった。

そうした中で、欧州統合が進展するにつれて、国際投資銀行業務の強化が叫ばれてきた。そこで、ドイツ銀行は、1989年にイギリスの投資銀行（マーチャントバンク）であるモルガングレンフェルを買収して補強策をとった。

投資銀行業務への特化戦略

ドイツ銀行は、ユーロ導入にあたって、投資銀行部門強化のため組織大改革に着手した。それは、1993年に、ドイツの金融システムの転換を予感させる象徴的な出来事があったからである。

旧ダイムラー・ベンツ（現ダイムラー・クライスラー）が、アメリカでの業務拡大と資金調達機会の多様化をめざしてニューヨーク証券取引所に上場した時、その主幹事が長くメインバンクをつとめてきたドイツ銀行ではなくアメリカの投資銀行だった。98年にクライスラーとの合併の際もイニシアティブを取れなかった。

当然、ドイツ銀行に衝撃が走った。投資銀行業務部門の抜本的強化を断行しなければ、アメリカの投資銀行に顧客を根こそぎ奪われてしまうという恐怖感に襲われたのである。同時に、ユーロ導入がヨーロッパにおける金融ビッグバンの役割を果たしたことも大きい。

巨大な単一通貨圏が登場することで、膨大なビジネス・チャンスが生まれるということは、ここでの収益拡大を求めて熾烈な競争が展開されるということになるからである。経営の合理化・効率化、金融規制緩和を断行しなければ、加盟国も企業も敗北を余儀なくされる。

そこで、1999年に事業持株会社方式による金融業務の再編が行なわれた。ドイツ銀行本体は投資銀行業務に特化したので、投資銀行部門に年俸制・成功報酬制度を導入して優秀な人材を集めることができるようになった。アメリカでの投資銀行業務の強化のために、同年、アメリカの投資銀行・バンカーストラストを買収した。

日常的なリテール銀行業務は子会社に移した。あらゆる金融業務を本体で取り扱ってきたユニバーサル・バンクが金融業務の事実上の分業システムに大転換したことは、特筆に値することである。ドイツ銀行は、さまざまな企業の株式を保有していたが、それが企業支配の元凶だと批判されたので、保有株式も子会社に移した。

ドイツ銀行は、2002年に不動産部門、リース部門、保険部門の大半を売却した。また、金融決算業務部門をポストバンクに移管した。その半面で、ヘッジファンド事業やデリバティブ、クレジット・トレーディングなどの新分野を拡大し収益拡大をめざした。そこで、03年にドレスナー銀行の証券保管事業を買収した。それは、ドイツ国内証券保管事業での優位性を確保するだけでなく、デリバティブ取引に関わる国内外金融機関のための決済・保管・事務管理業務が必要になったからである。

ドイツ銀行の投資銀行業務

2005年初頭にドイツ銀行は、法人・機関投資家向け業務の強化のために、事業部門の再編を行なった。

コーポレート・バンキング・アンド・セキュリティーズ部門の株式・債券の各セールス・トレーディング業務を統合して、グローバル・マーケット部門に一本化されたので同部門は、投資家に対して株式と債権全般にわたる包括的な金融サービスの提供ができるようになった。グローバル・コーポレート・ファイナンス部門とグローバル・バンキング部門を新設のコーポレート・ファイナンスに部門統合し、法人顧客に対する窓口が一本化された。

法人・機関投資家向け業務のうちクレジット・デリバティブ、ハイ・イールド債、証券化商品、金利デリバティブなどの付加価値の高い仕組み商品での増収が目立っている。たとえば、クレジット・デリバティブの新規取扱高の純増指数は、2000年を100として04年に880に達している。

ドイツ銀行は、2003年にアジア・太平洋地域では、M&Aリーグ・テーブルではじめて第一位になった。日本の金融機関の事業再編、ニュージーランドでの過去最大のM&A案件、中国の電力会社による国内初の大型買収案件などがある。

国際債の引き受けでは、2004年にも上位二位以内を維持し、ユーロ建て債券の引き受けではトップであった。新興市場でも急速に業務を拡大しており、04年に、日本を除くアジアの国際債引き受けでトップ、中南米での国際債の引き受けで二位であった。日本を除くアジア・太平洋地域の株式トレーディングにおける市場シェアも02年の6%から02年には13%まで上昇している。

ドイツ銀行のM&Aビジネスも堅調に推移し、世界のアドバイザリー・ランキングで2004年に第七位、イギリスで第三位、ドイツで第二位であった。ハイ・イールド債ビジネスも堅調で、同年に世界で第三位、ヨーロッパでトップであった。ドイツでは、505以上と圧倒的なシェアを誇っている。

ドイツ国内では、コーポレート・ファイナンスの分野で強みを発揮し、金額ベースの取り扱い案件で債券引き受けが第一位、株式引き受けで第二位であった。

グローバル・トランザクション・バンキング・コーポレート部門も好調である。この部門は、グローバル・キャッシュ・マネジメント（支払い決済業務）、貿易金融、債権・株式関連の各種監理サービスや証券保管サービスなどの法人信託サービス部門で構成されている。

資産運用ビジネスでは、2004年末にドイツ国内外の顧客から受託資産で5360億ユーロを運用している。そのうち、機関投資家の比率は53%と過半数を占め、世界でも上位五位以内にランクされている（個人投資家向けファンドは38%）。保険資産運用では、世界トップの地位を維持している。

ドイツ銀行の投資信託会社であるDWSは、運用資産規模でヨーロッパでトップである。ドイツ国内でも24%とい圧倒的の市場シェアを有している。

ドイツ銀行のグローバルなヘッジファンド部門であるDBアブソルート・リターン・ストラテジーズは、2004年にヘッジファンド・ビジネスで上位二十位にランクされた。

2005年3月には、ドイツ銀行グループのグローバル資産運用ビジネス部門であるドイッチェ・アセット・マネジメントが中国の資産運用会社大手の嘉實基金管理有限公司と合併会社を設立し、中国の投資信託市場に参入することを発表した。

政策保有株式とメインバンク機能

ユニバーサル・バンクは、企業の資金調達のすべてに関与できるし、投資家にあらゆる金融商品を提供できるので、経済や企業、金融市場に大きな力を持っている。その結果、競争原理があまり働かず、企業、個人投資家や預金者などの顧客の金融取引コストが低下

しないと批判されてきた。

そこで、1998年に保有する膨大な株式を資産管理子会社DBインベスターに移した。株式を企業支配のための投資有価証券ではなく、商品有価証券として保有し、株価が上がらなかつたり、配当が少なくみずからの収益拡大に貢献しなければ売却するという経営戦略に大転換した。

2002年には、ドイツ銀行は、非中核事業からの撤退と保有事業株式会社株式の売却を決定した。そこで、DBインベスターは、保有する上場株式の処分を行なった。とくに、株式を持ち合っていたミュンヘン再保険の株式のほか、ドイツ証券取引所、部で留守、コンチネンタルなどの株式を売却した。同年、ドイツ銀行グループは、保有株式の売却で約35億ユーロの純利益を得た。

2002年に保有事業株式会社株式の時価総額は、前年の約154億ユーロから約56億ユーロに減少した。それは、景気の低迷による収益補填のほか、リスク資産の圧縮による自己資本比率の引き上げのためであったが、税制改正も影響している。2002年初頭に企業が1年以上保有した国内企業の株式売却益（キャピタルゲイン）への課税が廃止されたことで、株式の持ち合いや企業が保有する株式の放出が促進された。

保有株式の圧縮のおかげでコアの自己資本比率は、前年の8.1%から9.6%に上昇した。2003年・04年もポートフォリオの圧縮を続けた。04年末の時価ベースでの保有株式の上位三社は、ダイムラー・クライスラー（10.4%）、アリアンツ（2.5%）、リンデ（10.0%）であった。

ドイツ企業のコーポレート・ガバナンスは、従来、企業に監査役として派遣された銀行経営者を通じて銀行が行なってきた。しかしながら、企業の不祥事を見逃してきたと批判されてきた。そうした中で、銀行が保有していた企業株が放出され、銀行と企業の連繋がその限りでは希薄化してきているのは事実である。しかしながら、支払い決済業務・融資、監査役派遣などを通じて、企業に対する銀行のメインバンク機能はそれほど低下していない。

ただ、従来は銀行が行なってきた企業のコーポレート・ガバナンスは、機関投資家が行なうようになってきている。とくに、ドイツ銀行は、その投資信託子会社であるDWSが行なうようになってきている。DWSは、株式を保有している各企業から企業の戦略的事項、利益状況とその見通しなどについて、少なくとも年1回は報告やプレゼンテーションを行なわせている。株主総会に参加して発言することもある。

DWSは、ダイムラー・クライスラーが1990年代に導入した経営陣を対象にしたストック・オプションが権利行使まで通常3年も待たなければならなかったのに、制度の柔軟な効果的なものにするように圧力かけた結果、ダイムラー・クライスラーもそれに従った。ジーメンスには、事業分野があまりにも多様化していたので、コアビジネスに集中するように伝えたが、部分的にコアビジネスに特化するようになった。

収益性の向上策

このような努力にもかかわらずドイツ銀行の苦境は続いた。ドイツの景気後退が金利収入の減少をもたらす一方、不良債権が増大したからである。また、世界的な資本市場の低迷のため、投資銀行などの手数料収入やトレーディング収益も悪化した。2001年後半から2003年の初頭までは四半期ベースで赤字を何度となく計上している。

ドイツ銀行は事業の再構築を進める一方、合理化策、すなわち店舗閉鎖や人員削減などによる経費削減も強烈に進めた。経費率が70%–80%台と国際的にみても極めて高い水準にあり、投資家に合理化を約束しながらも何度となく失敗してきたドイツ銀行は、新しいリーダーの下で変身することができたのである。

とくに経費率が高止まりしている個人金融や小規模事業者向け金融部門の低迷はドイツ銀行にとって長年、頭痛の種であった。しかし、一時は外部への売却も検討されたリテール部門は、あらためてドイツ銀行の中核事業と定められた上で、事業の再編と合理化策を通じて再建をめざすことになった。

この数年でいかにドイツ銀行スリム化したかみてみよう。

グループの従業員数は、2000年末には8万9784人いたものが、04年末までに約27%減少し6万5417人になっている。拠点数は同じ期間に2,287拠点から1,559拠点に約30%減少している。こうして、ドイツ銀行は、年間の営業費用を60億ユーロ強も圧縮した。

総資産規模でみると2000年末に約9,300億ユーロあったものが、04年末には8,400億ユーロと約10%減少したが、その中でもとくに貸出資産は、2,750億ユーロから1,390億ユーロと半減している。

業績悪化が続いていたドイツ銀行の経営の潮目が変わったのは、2003年に入ってからのことである。ドイツ経済がデフレ・スパイラルの懸念が後退する一方、ドイツ銀行自身も03年の1–3月期までに大方の事業再編策と不良債権処理を完了させたからである。

結果として、同年の4－6月期には4四半期ぶりに黒字を達成した。

ドイツ銀行のリスク資産の削減も大胆に進められた。いわゆる不良債権処理額である貸倒引当金組入れ額は、2002年7－9月期に過去最高額の引当金（7億9,000万ユーロ）を計上して以来ずっと減少傾向にある。不良債権残高は、01年に127億ユーロあったものが、03年末には66億ユーロに、そして、04年末には48億ユーロまで減少した。わずか3年間の間で62%減少した。

そして、コーポレート・インベストメンツ部門では狙い通り、事業会社株式や不動産といった保有資産は減少し続け、総称してオルタナティブ投資資産と呼ばれるものは、01年の119億ユーロから04年末までに26億ユーロと78%も削減された。

2003年度には、純利益が13億6500万ユーロと前年比で三倍以上の水準にまで回復した。貸出業務や手数料ビジネス、トレーディング業務における収入は低水準にとどまったものの、貸倒引当金組入れ額が11億ユーロにまで半減したことなどが大きかった。

このように2003年度までの二年間で業績を回復させると、ドイツ銀行は、ふたたび拡大路線に向かうことを模索した。すなわち、投資銀行業務においてヘッジファンド事業やデリバティブ、クレジット・トレーディングやM&A業務を強化することをめざし、資産運用業務もさらにてこ入れすることになったのである。

事業再編の帰結

2003年までに集中的な事業再編を行なったドイツ銀行は、04年も好調な業績結果を発表した。その年の10－12月期にさらなる大幅なリストラ費用を計上したことで、その四半期における当期純利益では大きな落ち込みをみせたものの、その一年間の当期純利益は、25億4600万ユーロと前年比で87%増加した。

これは債券売買などのトレーディング業務が引き続き順調に回復したほか、個人顧客資産運用部門における収益性も改善したことに加え、貸倒引当金組入れ額が大幅に減少したことが大きい。

2004年度の貸倒引当金組入れ額は3億700万ユーロと前年比で71%も減少している。ドイツ経済が回復基調をみせた結果として、借り手側企業における信用リスクが改善し、ドイツ銀行による不良債権の処理が一巡したことが寄与している。

ドイツ銀行は、その苦難の時期にも健全性指標は高いものを維持し続けた。自己資本比率は2001年後半からは中核 Tier1 だけで8%以上を、全体の BIS 比率では12%から

13%台の高い水準を保っている。長期信用格付けもムーディーズで Aa3、S&P でも AA-と比較的に高い評価を維持している。

業績の回復にともなって投資家への還元も行なった。配当は、2000年から2002年まで一株当たり1.3ユーロで据え置かれていたものが、03年に1.5ユーロに上げられ、04年には1.7ユーロまで上げられている。その一方、一株あたりの株主価値、すなわち ROE を高める目的もあって、自社株式の買い戻しも積極的に続けている。

ドイツ銀行は積極的な国際展開を行ってきた。2004年でみるとドイツ銀行の収入の32%を本国ドイツで占める一方、ドイツ以外のヨーロッパ圏でも31%、南北アメリカで26%、アジア太平洋で11%とバランスがとれている。

会計基準が変わったため単純な比較はできないが、アメリカのバンカース・トラストを買収した年の1989年に収入の79%をドイツの本国市場が占め、15%がドイツ以外のヨーロッパ圏、アメリカ地域で4%、アジア太平洋でたったの2%だったことを見ると、その国際的な展開がいかに活発だったかがわかる。ドイツ銀行グループは今や世界74カ国に展開する、堂々たる国際的な金融機関である。

ドイツ銀行内の収益のバランスを見てみよう。

投資銀行化したとはいっても、痛みを伴ったコストカットと再編策のおかげでリテール業務の復活もみえてきた。その変革の結果としては、2001年には税引き前利益の98%とほとんどの収益が法人・機関投資家向けビジネス（CIB）によって生み出されていたが、04年には CIB による利益貢献が67%、個人・資産運用ビジネス(PCAM)による貢献が33%ともう一つの事業の柱である PCAM 部門の成長も見て取れる。

このように業績が順調に回復するなかでドイツ銀行は名実ともに世界のトップクラスの金融機関となるべく、税引き前利益ベースの ROE で25%という非常に高い利益率水準を2005年に達成することを公約としている。ドイツ銀行の ROE は2003年の10%から、2004年には17%まで上昇したが、それではまだ ROE 20%強を有する米シティグループなど他のグローバルな大手金融機関には追いついていないからである。

ドイツ銀行の課題

このようにここ数年の大胆な事業再編施策は成功裏に終わったようだが、もちろん、ドイツ銀行にもいろいろな課題が残っている。まず、アッカーマンによる野心的な収益目標である ROE 25%の目標の達成が容易ではないことである。

一連のコストカットにもかかわらずドイツ銀行の経費率は、世界のライバル金融機関と比べて非常に高く、利益率は低いままである。そこで、2005年2月に発表されたのが、さらなる再編プログラムに基づく6400人にも及ぶ人員削減計画である。コスト削減費用を新たに13億ユーロ計上することでドイツ国内のバックオフィス業務における人員削減だけでなく、海外における投資銀行部門での人員削減などが行なわれている。

また、ここ数年のダウンサイジングにもかかわらず総資産規模では世界のトップ10に残っているドイツ銀行も、株式時価総額でみると世界の金融機関の中では「小人」である。これはここ数年の株価の低迷が響いたためであるが、2004年末では世界で20位ほどであった。同じヨーロッパ圏でもイギリスのHSBCやロイヤルバンク・オブ・スコットランド、スイスのUBS、フランスのBNPパリバ、スペインのサンタンデール・セントラル・イスパノなどには到底及ばない。

監査役会議長のプロイヤーや伝統的な考え方を重視するカルティエリ監査役会メンバーは、ドイツ銀行はドイツの銀行であるというアイデンティティを取り戻し、国内の支店業務を強化せよと主張する。根底には、ドイツ銀行がもしドイツの銀行でなくなるような事態があったとしたら、引き続き融資は受けられるのだろうかという顧客企業の不安感もあり、またドイツを代表する銀行を失いかねないことへのドイツ政府の焦りもあるように思われる。

業績の急ピッチな回復にもかかわらず、2004年6月の株主総会は経営陣にとって簡単に乗り切れるものではなかった。三菱自動車との提携に失敗するなど経営に苦しむダイムラー・クライスラーへの筆頭株主としての関与が甘いと指摘されたほか、アッカーマンの10億円を超える英米流の巨額の報酬に対する批判も株主より出された。

2003年には、イギリスのボーダフォンによる独通信会社マンネスマンの買収に関して、マンネスマンの監査役をしていたアッカーマン他の役員に支払われた多額の退職金に対しては委任の疑いで訴えられた。裁判には勝ったもののアッカーマンがさらにドイツの企業体質に対して不信を持つことになったともいわれる。

しかし、海外移転や監査役会との対立など様々な観測がくすぶる2004年9月にアッカーマンは、ドイツ国内の法人、個人金融部門を強化する施策をとることを発表した。

グローバル金融担当のユルゲン・フィッツヘン執行役員をドイツ専任の経営委員会議長に据えることで、ドイツでの営業展開をますます活発化させる海外のライバル金融機関を迎え撃つこととしたのである。11月にもアッカーマンは再度、ドイツ銀行がフランクフ

ルトから移ることはありえないと強調しているが、これらの動きは過去15年ほどの積極的な国際展開と投資銀行業務の強化策から、ドイツ銀行が焦点を少し内向きにも調整した重要なターニング・ポイントだと見られている。

これまでみてきたように、ドイツ銀行のその事業再編策と改革施策はまさに試行錯誤の繰り返しであった。また、これからも様々な新しい施策がとられていくのであろう。これは同じく、過去の産業銀行的な役割から新しい事業モデルを模索する邦銀にとっても、事業環境の変化に対応するために乗り越えなければいけない道が決して平坦ではない事を物語っている。

3 公的金融機関の民営化とポストバンク

公的金融機関の民営化

<EUの対応>

ドイツなどにおいて支配的な銀行セクターである貯蓄銀行などの公的金融機関は、政府・地方自治体から数々の公的支援を受けている。したがって、アメリカ型市場原理主義がヨーロッパにも持ち込まれるにしたがって、公的支援は、自由な競争を阻害すると批判されてきた。

それは、EU（欧州連合）の設立条約において、公正な競争を促進するために、民間企業であろうと公的企業であろうとを問わず、政府や地方自治体が特定の企業を優遇して競争原理をゆがめ、加盟国間での商取引に悪影響を及ぼすような行為が禁止されていることも影響している。

しかしながら、たとえば、社会政策的な観点から行なわれる消費者個人に対する援助、加盟国間の経済取引を阻害しないような分野での経済活動を発展させるための援助、深刻な経済不振を改善するための援助などについては、例外的に国家的な援助が許容されていた。

具体的には、1980年6月25日に出された欧州委員会の指令で、条約の主旨を明確にするために、複雑で不透明になりがちな政府と公的企業との間の財政面での関係の透明性を確保することが不可欠であるとされている。同指令では、政府が公的企業におこなう直接・間接の財政支援の内容やその資金使途が明確になるような措置をとることを加盟国

に義務づけている。

1980年の指令では、公的金融機関は、すべて指令の対象外とされていたが、85年におこなわれた改正では、政府による財政援助の条件が一般の市場取引における条件に準じている場合にのみ公的金融機関が対象外にされた。

このように、指令の適用範囲が次第に拡張されるようになり、欧州委員会による公的金融機関への国家援助問題に対する対応が厳しくなっていた（「近年におけるフランスの公的金融機関の民営化について」『日本銀行海外事務所ワーキングペーパーシリーズ2002-2』2002年9月）。

<公的支援の廃止>

ドイツの金融システムの特徴は、銀行が銀行業務と証券業務を兼営するユニバーサル・バンク・システムをとっていることと公的金融機関のシェアが高すぎることにあつたが、近年、EUにおける公的金融機関向け公的支援への対応が厳しくなってきた中で、ドイツにおいても公的金融機関の民営化の議論が活発化してきた。

ドイツでは、従来から、連邦政府も州政府も公的金融機関の民営化には消極的であった。とくに、貯蓄銀行の上部機関であるドイツの州立銀行は、州政府の債務保証があるので市場において民間銀行よりも有利に資金調達ができる。これを武器に国際業務を行なうので民間銀行と比べて競争上有利であるといわれてきた。

そこで、1994年にドイツの民間銀行は、この州立銀行への公的支援をやめさせようとして欧州委員会に提訴した。

その後、1999年1月の欧州通貨統合の開始と前後して、欧州委員会によるEU加盟国における経済政策の決定権限が強化されたこともあって、公的支援の廃止についての議論が活発化した。

こうした状況の中で、欧州委員会は1999年7月に、州立銀行への財政援助のうち市場条件よりも有利とみなされる資金を州政府に返還するように要求するとともに、州政府・地方自治体による公的金融機関への債務保証を撤廃することをドイツ政府に要求した。そこで、ドイツ政府と欧州委員会の間で交渉が続けられ、2001年7月に合意が成立した。

この合意により、州政府などの地方自治体によるドイツの公的金融機関への債務保証が2005年7月までに撤廃されることになった。

ただし、公的性格を有する金融機関とはいえ、州立銀行や貯蓄銀行のように州政府・地方自治体による金融支援や債務保証がなく、たんに政府保証による債券発行を行なうだけの復興金融公庫は若干事情が違っている。というのは、復興金融公庫は、州立銀行や貯蓄銀行とは異なる特殊な金融業務を行なっているからである。

復興金融公庫については、2001年夏以降、ドイツ政府と欧州委員会との間で交渉が行なわれ、2002年4月に合意が成立した。

合意によれば、同公庫が唯一、借り手に直接融資をおこなってきた輸出金融とプロジェクトファイナンス業務の一部については、現状の業務のなかで公的経済振興策を担うと判断ができないとされた。したがって、政府保証という連邦政府による事実上の補助金によっておこなう業務としては適当ではなく、民業圧迫に相当するので、遅くとも2007年末までに廃止又は法的に独立した子会社に移管することになった。

こうした公的金融機関への公的な保証制度の廃止が進むなかで州立銀行の合併・再編が進展してきている。

2002年1月にバーデン・ヴュルテンベルク州立銀行は、州内の商業銀行であるバーデン・ヴュルテンベルク銀行を買収した。

2003年6月に、シュレスヴィヒ・ホルシュタイン州立銀行とハンブルク州立銀行の合併でHSHノルド銀行が誕生した。

2004年には、バイエルン州立銀行とヘッセン州立銀行の保有するTxBとHSHノルド銀行の保有するPlus銀行が、州立銀行のおこなう証券決済業務の統合を発表した。

2004年5年には、西ドイツ州立銀行が02年8月の外国事業の失敗による巨額損失の影響もあって、公的金融部門であるNRW銀行と商業銀行部門である西ドイツ州立銀行株式会社に分割された（「JCR格付け」2004年7月号）。

ポストバンクの民営化

<ポストバンクの前身>

ドイツでは、早くから貯蓄銀行システムが発達して、庶民金融を手掛けてきたこともあって、郵便貯金制度が創設されたのは、ヨーロッパ諸国のなかでも比較的遅くて1939年のことであった。

ドイツの従来のものである郵便振替・貯蓄局（Postgiro- und

Postparkassenamt) は、ドイツ連邦連邦郵便(Deutsche Bundespost)の機関であったが、「信用制度法」にいう金融機関ではなかった(第二条適用除外)。

とはいえ、金融政策における最低準備率のが適用されるとともに、ドイツ連邦銀行の金融統計に含められ、ドイツの金融システムで重要な役割を果たしてきた。しかしながら、1988年1月における全銀行グループの総資産に占める比率は1.6%であって、あまり大きなシェアを持っていなかった。この点が、日本の郵便貯金と大きく異なるところである。この点を確認することが、日本の郵貯民営化を議論をする場合の大前提となる。

主要都市13ヶ所にあった郵便振替局の主要業務は、支払い・決済取引であった。要求払預金は、1988年3月現在、140億6900万マルク(総資産に占める比率は25.4%)であったが、それは、主として連邦郵便への信用供与の資金源泉となっていた。ただし、信用供与額派、総資産の40%に制限されていた。

郵便貯蓄局は、ハンブルグとミュンヘンに置かれ、貯蓄預金業務だけを行っていた。1988年3月の貯蓄預金受け入れ額は394億7300万マルクで、全銀行グループの5.5%を占めていた。郵便貯蓄口座の開設によって受け入れられた預金は、最大50%まで連邦郵便に融資することができた。

郵便振替・貯蓄局は、多くの証券を保有していた。1988年3月現在、147億6200万マルクの証券を保有し、総資産に占める比率は26.6%であった。

郵便振替・貯蓄局は、以上のような業務以外の信用業務や発行業務は行っていないかった。

<ポストバンクの設立>

ドイツでは、郵便貯金・為替業務は、電気通信や郵便とともに、連邦郵電省が直接運営してきたが、1987年に電気通信制度に関する政府諮問委員会が、郵政三事業の郵電省から分離して公社化する案を提出した。この公社化案は、電気通信事業の事業主体と監督主体の分離を提言した欧州委員会の「電気通信の共通市場形成に関する報告書(グリーン・ペーパーと呼ばれている)」を受けて出されたものである。

このように、郵政事業を分離して公社化する案に対しては、次のようなさまざまな反対論が出された。

第一に、公社化は社会福祉国家の理念に反する。

第二に、三事業を分割すると一体的経営による規模の経済性が失われる。

第三に、黒字の電気通信事業からの利益の補填ができなくなり、郵便事業と郵便貯金事業の経営が悪化する。

第四に、国営企業の民間企業への料金抑止機能が失われる。

こうした反対論があったものの、1989年5月に「ドイツ連邦郵便経営基本法（第一次郵電改革法）」が成立した。

同法によって、郵便、郵便貯金、電気通信の事業主体になる公共企業体（連邦特別財産とよばれる）として、ドイツ連邦郵便が、郵便、ポストバンク、テレコムの一事業に分割され公社化された。これらは、公共事業体として、経営、会計、人事を独立して行なうが、連邦郵便との一体性は維持され、たとえば資金調達などは従来通り連邦郵便が行なった。

公社化されたポストバンクは、主として個人の貯金受け入れや振替を中心におこなう非営利の貯蓄金融機関として業務活動をさらに強化していった。1990年末には、振替口座数が505万、貯金口座数が2370万で、単独の金融機関としてはドイツ最大の規模を持ち、ドイツのあらゆる地域であらゆる市民に全国均一の金融サービスを提供していた。

ポストバンクが公社化されてはじめての決算である1990年決算（旧西ドイツ分だけ）によると、金融業務から3億9300万マルクの黒字を計上したが、国庫納金と有価証券評価損などを控除すると、損益計算で4億5800万マルクの赤字を計上した。この赤字は、テレコムからの財政調整によって補填された。

こうして、ポストバンクにとって、収支の均衡と旧東ドイツ地域で金融サービスを拡大するために、経営の改善が求められた。

そのために、ポストバンクは、適性規模の収益の確保とユニバーサルバンクとの競争で生き残るべく、業務拡大の必要にせまられた。具体的には、現金業務や振替業務などの不採算部門の合理化と見直し、貯蓄預金だけでは競争に勝てないので、幅広い金融業務への進出などが必要となったのである。

<第二次改革>

1995年1月に「郵便・通信再生法（第二次郵電改革法）」が施行され、100%政府出資の持ち株会社の下で、3公社がそれぞれ独立した株式会社に改組して、ドイツ・ポスト、ドイツ・ポストバンク、ドイツ・テレコムとなった。

このドイツにおける郵政三事業の民営化というのは、日本において進められた郵政民営化とはかなり事情が異なっている。ドイツの場合には、主要には、テレコムを民営化する

ために行なわれたのであって、ドイツの金融システムにおいて、ほとんど民業を圧迫などしてこなかったポストバンクを民営化するためのものではなかったからである。

したがって、日本のように郵政三事業が郵便、郵貯、簡保であったとすれば、いずれ民営化が必要ということになったのかもしれないが、この時期に、しかもこのような形での民営化が行なわれたかどうか、いささか疑問である。

当時、世界的に電気通信事業の競争が激化していたので、EUは、1997年の末までに電気通信事業の国家独占を排除することを決議した。ところが、ドイツでは、「基本法（憲法）」で電気通信事業と郵便事業を国家が独占的に行なうことと、外国での事業展開を禁止されていた。

したがって、電気通信事業の国際競争が激化するにつれて、国家事業であるこの事業の国際競争力を強化するには、国家財政から資金投入を投入することしかなかった。しかしながら、通貨統合をめざす財政構造改革にとりかかる時期であったので、財政支出はできなかった。

そうすれば、後は、電気通信事業を株式会社化して、市場から資金を調達するという道しか残されていなかった。ところが、そのためには、郵電事業の国家独占を規定するとともに、外国での事業を全面禁止している「基本法」の改正が必要であった。

ところが、第一時改革では、野党から「基本法」改正の賛成が得られなかったので、結局、「基本法」に抵触しない形の、分割公社化となった。第二次改革でも野党は「基本法」改正に反対していたが、そのまま事態が進展すれば、電気通信事業の国際競争力低下が懸念されたため、野党も折れて、結局は改正されることになり、株式会社化が実現した。

ポストバンクは、公社化を契機として、積極的に金融業務の拡大をおこなったために、1992年に民間銀行から訴えられた。

そこで、ポストバンクは、公的金融機関として、金融業務の拡大をやめて、従来のような郵便貯金の受け入れと振替業務に特化するか、あるいは、民営化して、「信用制度法」上の金融機関となって、ユニバーサル・バンクとして民間銀行と競争するかの選択を迫られていた。

結局、民営化されたので、民間銀行からの訴えは取り下げられた。公社化のままで従来のような金融サービスを提供するという選択肢もあった。日本のように、なにがなんでも郵貯を民営化しなければならないというわけではなかったのである。民営化の道を選択したので、利益追求のために、金融のサービスリ拡大を進めてきたのである。民間金融機関

としては、当然のことであろう。

<ドイツ・ポストの子会社化>

第二次改革では、ポストバンクの株式は、政府保有の持株会社が100%保有していたが、持株会社は、ポストバンクの保有株式を市場で売却することになっていた。そうしないと、国が株式のすべてを保有する国有企業のままだからである。

1998年末までに、政府は、最低25%プラス1株を保有するということになっていた。ドイツの法律では、株式会社の場合、75%以上株式を保有しないと会社の清算など重要な議決ができない。したがって、25%プラス1株を保有すると、それを阻止できるので、「阻止最小持ち株」といわれている。最終的な政府の発言権は保持しておこうとするものである。

ポストバンクは、第二次改革で1995年1月1日から「信用制度法」の適用を受ける金融機関となり、1年間の経過期間をへてユニバーサル・バンクとしてあらゆる金融サービスを提供できるようになった。したがって、収益性の拡大のために、金融サービスを提供する店舗を選別するのは当然のことである。

というのは、郵便サービスについては、依然として全国均一・一律サービスを提供するために全国的な店舗網の維持が義務付けられているが、ポストバンクについては、「基本法」にそのような規定はないので、収益性の高い店舗での金融サービスの提供を絞り込むことは当然のことだからである。

そのことを事前に懸念した連邦議会は、1994年6月にポストバンクに全国均一・一律の金融サービスを提供することを求める決議を採択した。

しかし、民営化して収益性を高めろといいながら、一方で不採算店舗でもお客様のために全国均一・一律の金融サービスを提供しろというのはあきらかな矛盾である。したがって、ポストバンクは、収益性の拡大のために、金融サービスを提供する店舗の絞り込みを行なうとともに、ドイツ・ポストに支払う店舗使用料の削減を求めた。

他方、EUの「郵便サービスに関する指令」に基づいて、1998年1月に「新郵便法」が施行され、99年には同法に基づいて「ユニバーサル令」が出された。

「新郵便法」に基づいて98年から一定重量・一定料金以上の封書・文書の集配に着いて民間の参入が認められたが、「ユニバーサル令」によって、ポストは、全国均一・一律の郵便サービスを提供することが義務付けられており、その店舗網は、2000年までは最

低1万2000店舗、その後は、1万店舗を直営かあるいは第三者の委託運営によって維持しなければならないことになっている。

このように、ドイツ・ポストは、従来、全国的なサービス提供を義務付けられていたので、当然、政府から補助金を受けていた。民営化すれば、採算の取れない店舗を閉鎖しなければならないが、それができなかったからである。

それにもかかわらず、欧州委員会から、ドイツ・ポストからドイツ政府への5億ユーロ（約650億円）の返還命令が出された。競争が激しくなるのに、不採算店舗も維持せよというのは、あきらかに民営化の原理に反するものである。

したがって、全国均一・一律サービスであるユニバーサル・サービスを提供するための大前提は、高収益を追求する民間企業ではなく、なんらかの形での公的な性格を持った機関でなければならないのである。

こうした理由などからポストの収益が低迷していた。そうすると、収益補填のためにポストバンクからより多くの業務委託手数料を獲得しようとするポストと、収益性向上のためになるべく手数料を減らそうとするポストバンクでの対立が続くのは当然のことであった。

イギリスやオランダでは、郵便局の窓口業務は、郵便会社と別の株式会社の窓口会社が運営しているので、このような問題は出ていない。そうすれば、ますます郵便事業の全国均一・一律サービスの提供は難しくなるであろう。

こうした問題を解決するために、1997年5月にポストとポストバンクは協力協定を締結し、1999年1月にポストがポストバンクの株式の17.5%を取得することになった。

この時には、ポストバンクがポストの100%子会社になることは想定されていなかったが、99年1月に100%子会社となった。その理由は、次のようなものであったといわれている（「ドイツ郵便貯金の民営化と現状」『金融』1999年6月号）。

第一に、政府が財政赤字の補填をしようとした。当時、ポストは、十分な流動性資金を持っていたので、残りの82.5%のポストバンク株を43億2500万マルクで買い取った。これが最大の要因であるといわれている。

第二に、ポストとポストバンクでの窓口委託手数料でもめていた。

第三に、ポストバンクが全国一律サービスの提供を義務付けられていないにもかかわらず、ポストは、全店舗にかかる費用をポストバンクに負担させようとした。

第四に、政府は、ポストバンクの上場を試みたが、民間銀行に売却するには時間がかかるので、十分な流動性資金を持っていたポストに有利な価格で売却した。

こうして、ドイツ・ポストバンクは、ドイツ・ポストの100%子会社となり、郵便と郵貯のユニバーサル・サービスの提供を強化した。そして、ポストバンクは、2004年6月23日にフランクフルト証券取引所に上場した。ドイツポストが市場で売却したのは、発行済み株式数の50%マイナス1株である。

他方、ドイツポストは、ポストバンク上場に先立つ2000年11月にフランクフルト証券取引所に上場していた。政府保有株式の約29%が売却され、ドイツ政府は66億ユーロ（約9000億円）の資金を調達した。

このように、ドイツにおいて、郵政事業が民営化されたといっても、ドイツ・テレコムが切り離されただけであるといっても過言ではない。したがって、郵便、速配・物流、郵便貯金というのは、株式会社化されたといっても、政府の傘下にある持株会社がドイツ・ポストの過半数の株式を保有しており、依然として、公的な性格を持っている。

持株会社の政府保有株式やポストバンクの株式のさらなる放出が行なわれることになることになっているが、全国均一・一律の郵便・郵貯サービスを提供することを法律で義務付けられている以上、すべての政府保有株式が放出されるということとはできないであろう。郵政事業の完全民営化とユニバーサル・サービスは、決して両立しないからである。

ポストバンクの業務拡大

ポストバンクは、公社化された当初から金融サービスの拡大を進めてきた。

1991年7月に、当座預金の貸し付け限度額が1000マルクから1万マルクへと大幅に引き上げられるとともに、貸し付け期間が28日から90日へと延長された。

1991年10月に、4年、6年満期の確定利付きの貯蓄証書が導入された。

1991年10月に、キャッシュ・カードであるポストバンク・カードが発行され、92年1月には、独自のユーロ・カードが発行された。

さらに、この時期には、期日指定定期、投資信託、保険貯蓄商品、郵便債の窓口販売などによって、個人金融資産を取り込む努力が行なわれた。

また、従来、連邦郵便、ポストバンク、テレコムの三郵政機関向けに行なわれていたポスト保険グループの貯蓄型生命保険の一般向けに販売が開始された。この生命保険の場合には、各郵便局で販売されるというのではなく、電話による販売方式や700人の外務員

による訪問販売方式が採られた。

ドイツ・ポストバンクは、中央・東西南北の5地域にグループ化されている。子会社として、情報関連企業の Data GmbH(1991年設立)、不動産管理建設事業の P.I.B.GmbH(92年設立)、投資信託の PBCM S.A.(93年にルクセンブルグに設立)、ユーロ市場での大口金融業の DPL Lux S.A.(93年にルクセンブルグに設立)がある。

1995年の「第二次郵電改革法」によって、ポストバンクがユニバーサル・バンクとなり、従来行なっていた預金業務と送金・決済業務のほかに、証券投資の拡大、賦払い貸し付けの開始、子会社を通じた情報関連事業、不動産関連事業、投資信託、ユーロ市場での大口取引、住宅ローン(1998年に建築貯蓄金庫の Wusterot と提携)、保険(1999年に保険会社 HD I と提携)の販売などを行なっている。

カードビジネスでは、ポストバンクカード、ユーロチェックカード、ユーロカード、ビザカードの発行も取り扱っており、カード発行枚数という点ではドイツ最大の業者となった。

ホームバンキング口座でも大きな役割を果たしており、大口顧客向けのマルチキャッシュなどビデオテックス口座は、パソコンを通じて国内外の振替依頼が可能であり、利用者は40万人以上に上っている。

また、ポストバンクは、スイフトに参加するとともに、ユーロジャイロのメンバーでもあり、これらの振替システムを通じて世界的な同日対外支払い決済を行ったり、ヨーロッパ全土での電信による送金決済をおこなっている(「国民生活金融公庫 調査月報」第64号、2003. 2)。

ポストバンクによる投資信託は、1993年にルクセンブルグに設立した PBCM S.A.を通じて販売したことにはじまる。98年からは、郵便局窓口での投資信託の販売が開始され、99年のポストの子会社化になって、ポストの店舗網を利用した投信の販売が本格化した。

ポストバンクは、2002年に組織再編を行なって、投資信託の販売・マーケティング戦略を担う証券本部を設立した。投資信託は、センターと呼ばれる基幹郵便局720局で販売され、約2200人の販売担当者であるファイナンシャル・アドバイザーが配置されている。

ポストバンクは、2000年9月に設立したイーリートレードを通じたオンライン取引を強化するとともに、02年12月にクレディ・スイスからクレディ・スイス・アセット・ア

ドバイザリーとCSディレクトを買収して、ポストバンク・アセット・アドバイザーとして再編したが、この会社が、比較的高度な投資助言を求める顧客に対応している。

第八章 証券市場改革と投資家保護

I 資本市場振興法と証券市場

ドイツの証券市場

従来、ヨーロッパ大陸諸国の企業金融や産業金融の主流は長い間、銀行借入れ、すなわち間接金融が主流であった。証券市場は、あくまでも間接金融を「補完」という二次的な役割を果たしていたにすぎなかった。証券市場は、限られた参加者の閉鎖的な市場であったこともあって、透明性、公平性、公正さ、国際性という点で極めて不十分なものであった。明確なインサイダー取引規制もつい最近まで存在しなかった。

そうした中で、1992年の域内市場統合を契機にして、EU（欧州連合）の金融・資本市場統合は急速に進展した。域内市場統合の重要な部分を占めるのが金融統合である。金融統合のうち証券市場統合は、1993年に出された「証券分野における投資サービス指令」によって急速に進むことになった。

その後、1999年の欧州通貨統合をめざして、EUの証券市場統合はヨーロッパ的規模で進展した。とくに、巨大なユーロ単一通貨圏が登場すると、ここでのビジネス・チャンスを最大限生かすべく、欧米金融機関の熾烈な競争が展開された。さらに、ヨーロッパをアメリカに匹敵する証券市場にすべく、証券取引システム統合の動きも活発化した。

欧州通貨統合が開始されてから、アメリカの証券市場が高揚していたこともあって、しばらくはユーロ安が続いたが、ユーロ建て証券取引は着実に拡大していった。2000年末になるとユーロ安にもようやく歯止めがかかり、今後、ヨーロッパの証券市場が堅実に発展していくことが期待されている。

証券市場改革の進展

EUの証券市場統合に関する法令は1970年代から徐々に進められ、「投資サービス指令」でその全容がほぼ整ったが、これに呼応する形で、ドイツでも証券市場の国際競争力強化の施策がとられてきた。1980年代に入るとドイツでは、「資本市場ドイツ」というスローガンのもとに、ドイツの証券市場を魅力的なものにするための制度改正が行なわれた。

1984年に非居住者にかかる債券利子への源泉課税の廃止、85年にユーロ・マルク

債の自由化、87年に2部市場の開設による簡易な上場手続きの導入、89年に「取引所法」の改正により先物取引が可能となり、90年に完全にコンピュータ化された取引所であるドイツ先物取引所が設立され、先物取引が開始された。

1990年には、「第一次資本市場振興法」が制定された。同法によって、

- ① 株式・外債などに売買代金の0.25%、金融債・公社債に0.1%、課せられていた有価証券取引税の廃止（91年1月実施）、
 - ② 資本投下税、手形税の廃止（92年1月実施）、従来は許可が必要であった民法による債券発行にかかる許可手続きの廃止、
 - ③ EU投資信託指令（UCITS）指令の国内法化、
 - ④ 投資信託の対象の拡大、
- などが行なわれた。

1991年にフランクフルト証券取引所で、場外取引における気配・約定値段通報システムであるIBISが導入された。92年にドイツ連邦銀行の外債発行に関する通達が改正され、外国銀行のドイツ支店も外債発行主幹事を務めることができるようになった。外債のドイツの証券取引所への上場義務、ドイツ法準拠義務が廃止された。

1993年にフランクフルト証券取引所を母体としてドイツの八つの証券取引所の上部機構としてドイツ取引所株式会社が設立された。94年には金融先物取引所（DTB）を傘下におさめ、現物株と金融派生商品の双方を扱う単一の持株会社となった。ちなみに、DTBは98年にスイスの先物取引所と統合してEUREXとなった。

1994年に「小規模な株式会社と株式法の規制緩和のための法律」すなわち「小規模株式会社法」が制定された。同法によって、

- ① 従業員数500人未満の株式会社の場合、「共同決定法」の適用が免除され、監査役に三分の一の労働者代表を参加させる必要がなくなり、
- ② 株式会社一般に株主総会の召集手続きが簡素化され、新聞への公告に代え郵便での召集、官報での公告が不要になった。

従来、ドイツでは株式会社が極端に少なかったが、同法によって、株式会社数が1990年の2685社から95年に3780社、98年に5468社、そしてついに2000年10月に10030社とはじめて1万社を超えた。

1994年7月には、EUの「投資サービス指令」の国内法化のために「第二次資本市場振興法」が制定され、8月および95年1月から施行された。同法は、ドイツの証券市

場の透明性を高めるとともに、決済機能を強化することによって、ドイツの証券市場の国際競争力を強化し、機関投資家だけでなく個人投資家にも利用しやすい市場を作り上げようとするものである。

1997年には、フランクフルト証券取引所に併設される新市場であるノイエマルクトが発足した。この新興企業向け（ベンチャー企業）向け証券市場の設立以来、上場会社が増大し2000年末で338社に及んでいる。このノイエ・マルクト成功の要因は、その規制がかなり厳しく、投資家の信頼を勝ち取ることができたことにあるといわれている。新規上場を希望する企業は、目論見書（ドイツと英語、ただし外国の企業は英語のみ）と会計基準を国際基準に合わせなければならない。決算発表は、四半期毎にドイツ語と英語での公表が義務付けられている。

1998年3月には「第三次資本市場振興法」が制定され、4月から施行された。同法は、第二次と同じように資本市場振興のために金融関連法を改正するものであった。

三次にわたる資本市場振興策によりドイツの証券市場の自由化と規制緩和が大いに進み、時あたかも1999年から開始される欧州通貨統合におけるヨーロッパ的規模での証券市場の発展に大きな貢献をすることになった。

欧州通貨統合に伴うユーロへの額面切り替えを容易にするという主旨で、1998年4月に施行された「無額面株式の許容に関する法律」すなわち「無額面株式法」によって、従来、ドイツでは認められていなかった無額面株式が認められた。

さらに、1998年5月に施行された「企業領域における監督および透明化のための法律」によって、ドイツにおけるコーポレート・ガバナンスの徹底のために「株式法」、「商法」を始め関連諸法の整備が行なわれた。

欧州通貨統合が開始されてからは、ユーロ単一通貨圏の成立によって、ドイツの証券市場は著しく拡大した。それは、1980年代に進められてきた資本市場の振興策と個人投資家の証券市場への参入が拡大してきたことによるものである。

従来、ドイツは日本と同じように銀行を中心とする間接金融優位で、国民の金融資産選択もリスクを嫌う傾向にあったといわれている。しかし、個人金融資産に占める株式と投資信託の比率は、1992年には9.6%にすぎなかったが、99年末になると20.7%まで上昇した。それはドイツ特有の財産形成制度によるものである。

ドイツの財産形成制度は、当初は住宅の取得や貯蓄の奨励を目的とするものであったが、1980年代に入ると株式保有の促進を前面に押し出すものとなった。それは、1999

年の法改正によって、それまでの年収制限が2万7000マルクから3万5000マルクに引き上げられたが、制限以下の人が株式投資を行なう場合には、年間800マルクを上限に株式投資額の20%を国からの報奨金として無償で支給されるというものである。持ち株比率が1%以上の大株主が取得から売却までの機関が1年未満の場合には株式譲渡益に課税されるので、たいていの個人の株式譲渡益には非課税になっている。

2 資本市場振興法の制定

「第二次資本市場振興法」

<概要>

1992年1月、財務大臣は、ドイツの資本市場発展のために、

第一に、連邦レベルでの証券市場監督機関の設置、

第二に、罰則規定を含むインサイダー規制の立法化、

第三に、投資信託の短期金融市場での運用の認可、

第四に、証券取引と事務処理でのコンピュータの導入、

などの改革案を発表した。

この改革案は、EUの域内市場統合に向けてイギリスやフランスなどとの競争が激化していた中で、ドイツの証券市場を国際競争力のあるものにしようとするものであったが、その際、EUが1989年に「インサイダー取引規制の調整指令」を出したにもかかわらず、ドイツではその規制の導入に消極的であるとともに証券取引に関する監督機関が存在していなかったために、諸外国から批判されていたことに対応するためである。

この改革案を出させる契機となったのは、前年の1991年夏に発生したインサイダー取引疑惑であった。これは、匿名の投書によって、ある大銀行のワラント債をめぐるインサイダー取引疑惑が表面化したものである。相さ当局によって、400人にも及ぶ関係者が取調べを受け、一部の関係者だけが脱税・背任の罪に問われたものの、インサイダー取引そのものについて処罰されなかった。

これは、インサイダー取引については証券取引所と経済団体・協会による自主規制しかなかったという法の不備によるものであり、ドイツの証券市場の国際的信任の回復には、どうしてもインサイダー取引規制が必要となっていたのである。

「第二次資本市場振興法」は、EU指令の国内法化のために、インサイダー取引に対する刑事罰を法定するとともに、証券取引を監視するための証券取引監督庁を設置するために「証券取引法」が新たに制定されたが、既存の法律の改正法を中心とする20条からなる法律である。同法の目的は、

- 第一に、金融・資本市場に対する投資家の信頼性の確保、
 - 第二に、取引所をめぐる環境変化に対応した制度の枠組みの再構成、
 - 第三に、証券取引に対する規制緩和の推進、
- などである。

「第二次資本市場振興法」の内容について詳しくは、前田重行「ドイツにおける証券取引規制の改革と投資家保護」証券取引法研究会国際部会編『自己責任原則と投資者保護』日本証券経済研究所、平成8年、を参照されたい。

<「証券取引法」の制定>

「第二次資本市場振興法」によって新たに制定された「証券取引法」は、その適用範囲および定義規定、監視・監督機関についての規定、インサイダー取引規制などの実体的な規制ならびに刑罰規定などからなっており、証券取引における投資家保護や証券市場の機能化という観点から見た包括的・体系的な規制法である。

同法によれば、有価証券とは、国によって規制・監督されている市場で取引され、公衆が直接または間接に取引しうる証券であり、この要件を満たす株券、その他株式を表章する証書、債権証券、享益証券、オプション証券、それ以外の化府県や債権証券に相応する証券である。この要件を満たすものであれば、券面が発行されていなくとも有価証券とみなされて、同法が適用される。デリバティブの取引も規制対象とされている。

同法は、証券取引に対する三つの実体的な規制分野を取り上げている。

第一は、インサイダー取引に関する規制で、発行会社の役員および出資者としてあるいは職業上・契約上の関係などにより未公開の内部情報に近づきうる一定範囲の者（インサイダー）に対して、内部情報を利用して当該会社の発行する証券（インサイダー証券）の売買、売買の推奨および内部情報の他への通報を禁止し、違犯した者に対しては刑事罰を科す。連邦証券取引監督庁は、日常的に監視活動を行ない、疑いのある場合には調査権限を与えられている。

証券業者には、同庁への証券取引についての報告義務が課せられている。証券発行業者

には、需要事実についての適時開示義務が課せられている。

第二は、議決権持分の異動状況の開示で、内国証券取引所上場会社の議決権持分を取得・保有する者が、その保有高が全議決権の5%、10%、25%、50%、75%のいずれかに達するか、超えるかもしくは下回ることになる場合には、その旨および議決権の保有高などを発行会社および連邦証券取引監督庁に遅滞なく通知しなければならない。通知を受けた発行会社は、遅滞なく全国的な規模で公示することを義務付けられている。

第三は、証券業者である証券投資サービス業者の行為規制であり、証券業者の顧客に対する関係の一般的な行為規制性と特定の不当な取引行為の禁止、その他の業者の組織・構造に対する規制が定められている。

このような実体的な規制を効果的なものにするために、それぞれの規制に関する必要な監視・監督のための制度が設けられ、全体の監視機関として連邦証券取引監督庁が新設された。

それまでドイツには、証券取引に関して独立した監視・取り締まり関は存在しなかった。証券取引所取引の監督は取引所と所在する州の取引所監督局が担当し、ユニバーサルバンクの証券業務については連邦銀行監督庁が監督してきた。

<証券関係諸法の改正>

「第二次資本市場振興法」は、上述したように証券取引の監督体制を強化していくというものであったが、同時に、証券取引の規制緩和を推進するために既存の証券関係法令を改正するものでもあった。

「取引所法」の改正によって、従来、取引所の行政的監督を目的としていた取引所所在州の取引所監督局の監督権限が、証券取引の監視や取引の決済まで拡大された。取引所には、独立して取引所取引と取引の決済を監視する独自の監視機関である取引監視機構の設置が義務付けられた。また、一連の取引所取引に対する規制の整備、取引所の運営管理機構の改善を図るための改正が行なわれた。

「投資会社法」の改正によって、投資会社の投資対象得として、預金や手形、利付金融債などの金融市場証券だけで構成される金融ファンドの認可、国債・公債に100%投資するファンドの認可、一定の範囲でのオプションや金融・証券先物への投資の認可などが行なわれた。

また、従来、投資会社が第三者に投資ファンドの有価証券を貸し付けることができるか

どうか意見が分かれていたが、投資ファンドの有価証券を市場における対価で消費貸借方式によって貸付ができることになった。

「株式法」の改正によって、株式の最低券面額の引き下げと自己株式取得規制の緩和が行なわれた。従来、自己株式の取得の例外的に許容される場合として従業員持ち株があったが、従業員持ち株の例外的な取得の許容範囲に退職した従業員も含まれることになった。

また、証券業者としての金融機関が、外国投資家や外国証券会社の自国内の市場時間外の注文に応じたり、その顧客を相手に自己株を対象にしたオプション取引などを行なう際、この金融機関がマーケット・メーカーとしての機能を果たす時、インデックス商品などの売買との関係でリスク・ヘッジする時などに自己株取得が必要になる。そのため、金融機関または金融会社が有価証券取引のために株主総会の決議があった場合に、資本の5%を超えず、株主総会での授権が最長18ヶ月を超えない範囲で認められた。

「寄託法」の改正によって、従来、寄託証券は個別保管が原則で混蔵保管が例外であったものが、混蔵保管が原則とされた。さらに、ドイツの国内取引所で扱われていない外国証券であっても、国際的な証券振替決済のできる範囲が拡大された。

「第三次資本市場振興法」

<概要>

ドイツでは、一次・二次と資本市場の振興策が講じられてきたが、政府は、1997年7月に「第三次資本市場振興法案」を閣議決定した。これは、深刻化する失業問題に対処するために政府が前年にとりまとめた「投資と雇用のためのアクション・プログラム」におけるドイツの競争力改善と投資促進のための措置を具体化するという側面も持っていた。

このプログラムの前文では、生産、投資および雇用の条件の抜本的な改善のために、新規事業の創設、中小企業、新たな雇用分野の活用など、新たな雇用創出活力が期待される分野で、市場の革新が図られ、新たな展開の可能性に結び付けられることが重要であると述べている。その為に、中小企業のベンチャー・キャピタルへのアクセスの改善、証券サービス業に関するEU指令の迅速な国内法化、株式会社形態による投資会社に関する法整備などの改善策を講ずることなどが取り上げられた。

「第三次資本市場振興法」の制定が必要となったのは、第一次・第二次で証券市場の振

興が期待通りの成果を上げなかったことによるものである。

証券市場の発展・拡大は、ドイツ経済の活性化と雇用の創出、ヨーロッパの金融センターの地位を確保する上で不可欠であるが不十分であった。ドイツ連邦銀行も1997年1月の月報において、株式が投資手段としても資金調達手段としても有効に利用されていないという指摘を行なっている。

そこで「第三次資本市場振興法」が制定されたが、それは、新しい法律を制定するというのではなく、証券市場の自由化を進めるために、証券関係法令を改正するというものであった。

<「投資会社法」>

「投資会社」とは、日本で言う投資信託委託会社にほぼ相当するもので、また日本の「信託財産」は、ドイツでは「特別財産 (Sondervermogen)」と呼ばれている。

ファンドは大きく分けて「大口で機関投資家向けのスペシャル・ファンド」と「小口で個人投資家向けのパブリック・ファンド」がある。第三次の法改正で、とくにパブリック・ファンドの発展が期待された。

投資会社というのは、法律で株式会社か有限会社の形態を義務づけられているが、第六次「信用制度法」改正により1997年7月から、約7,500社の投資会社が金融機関として連邦銀行監督庁の監督を受けることになった。

「投資会社法」の改正の概要は、次の通りである。

認可された新ファンドは、

- ① ダッハ (屋根) ・ファンドである。他のファンドへの投資を資産運用に含むファンドである。イギリスには以前からあるもので、ファンド・オブ・ファンド (FOF、投資信託に投資する投資信託) と呼ばれている。
- ② 証券と不動産の混合ファンドである。これは、ファンドの運用の中心が有価証券で、しかも、不動産投資や不動産会社への出資も行う新しい形態のファンドである。
- ③ 株式会社型クローズド・エンド・ファンドである。投資家がこのファンドに投資した場合、投資家はその投資持分を取引所を通じて売買しなければならない。つまり、契約手続きにより投資信託会社に売り戻すことができないので、ファンドは常に安定資金を手にすることになる。したがって、クローズド・エンド・ファンドが設立させられれば、その安定資金がベンチャーキャピタルに供給され、ベンチャービジネスへの出資につな

ることが期待される。さらに、取引所で取引される金融商品の種類が増え、取引所の活性化にも繋がることを期待されている。株式会社型クローズド・エンド・ファンドが認められるのに伴って、その投資家の保護も計られることになった。連邦銀行監督庁の監督対象となり、リスク分散の原則が適用され、寄託銀行を指定して資産の保管などが行われる。

既存タイプの拡充は、

- ① 株式インデックス・ファンドが認められた。これは、運用成果が特定の株価指数に連動するもので、個別の銘柄の企業分析の手間がかからず、その分コストが低くなる。
- ② 期日指定株式ファンドが認められた。期日を指定することで、先物によるリスクヘッジが可能となる。
- ③ 金利スワップ、通貨スワップ、店頭オプション、店頭金融先物などのデリバティブを利用することが認められた。
- ④ マネーマーケット・ファンド（MMF）に証券ファンドを組み入れる事が認められた。
- ⑤ ドイツの投資会社はこれまで、証券現先をファンドに組み入れることを禁じられていたが、証券ファンドが現先取引を行う事が認められた。これによって短期の有利な運用と資金調達を柔軟に行うことが可能になった。
- ⑥ 名出資が認められた。
- ⑦ 不動産ファンドが認められた。

投資家保護と監督手法は、

- ① 資会社の実務上の発展に対応できるよう、監督当局の監督権限が整備された。
- ② 資家保護の観点から、ファンドの運用資金に占める未上場株式の割合が 10%に制限された。
- ③ 品内容の真実性を維持するため、有価証券ファンドの運用資産に占める有価証券の割合は少なくとも 51%とされた。
- ④ 個々のファンドの運用資産リストを監督当局に提出しなければならない。

<「資本参加会社法（ベンチャーキャピタル法）」>

ドイツでは、中小企業や新興企業へのベンチャー資金の供給を促すため、「資本市場振興法」に基づいて「ベンチャーキャピタル法」が改正された。

ベンチャーキャピタルが出資を行ない、これを売却して得たキャピタルゲインに対する

課税基準が緩和された。これまでの規定では、出資期限が6年を超えた場合のキャピタルゲインのみ課税を免除されていたが、この期間が1年に短縮された。

これまでベンチャーキャピタルは、株式会社形態をとり、株式の公開が義務付けられていた。しかし、有限会社形態も認められることになり、ベンチャーキャピタル設立の魅力が高まった。

投資と資金調達規制の緩和は、

- ① 欧州経済領域以外の地域の企業に対する出資が寄り柔軟に行えるようになった。
- ② 資金運用対象および資金調達手段として享益証券 (Genusschein) が認められた。
- ③ 企業貸付が柔軟に行われるようになった。
- ④ ベンチャーキャピタル会社の借入上限が撤廃された

< 抵当銀行、公庫、船舶抵当銀行に関する規定 >

「抵当銀行法」、「公的抵当債に関する法律」、「船舶抵当銀行法」の改正の目的は、市場環境の変化や抵当貸付の枠組みの変化を考慮したものである。

この点に関して、次のような対策がとられることになった。

- ① 公的機関の発行した債券を、資金調達の正規担保として利用することを認めることで、自治体関連業務のベースが拡大された。
- ② ジャンボ不動産抵当債の発行を容易にするため、担保の入れ替えを柔軟に行えるようになった。ちなみにジャンボ債とは、1件10億マルク以上の大型案件である。
- ③ 中央ヨーロッパと東ヨーロッパのOECD加盟国の中の改革途上国に対する抵当銀行業務は、これまでアドバイス業務に限られていたが、他の業務もできるようになった。
- ④ 船舶抵当銀行も他の抵当銀行と同様、外国の企業に出資できるようになった。船舶抵当銀行も抵当銀行と同様、リスクヘッジができる場合には「通貨の一致」の原則を遵守する必要がなくなった。

< 証券取引所規定 >

それまでの「証券取引所法」は、次第に時代遅れになり市場環境に合わなくなった。株式売買コストの削減や上場基準の緩和によって、株式売買を促進し、証券取引所の競争力を強化する必要に迫られていた。その他、ドイツ証券市場の魅力を高めるには、投資家保護の強化も重要な課題である。

上場目論見書規定の改正が行なわれた。

虚偽あるいは瑕疵のある上場目論見書に対する目論見書作成者の責任の明確化が改正の重要点である。

株式を上場する際に、「目論見書に対する責任の時効期限」や「責任の範囲」が不明瞭では、株式の発行者を不安におとしいれ、株式上場の障害となる。そこで、次のような責任の明確化が行われた。

- ① 当該有価証券の発行者は目論見書の瑕疵に気づき訂正した場合、一定の条件を満たせば、「投資家はその訂正を知っていたかどうか」を証明することなく、その後の有価証券取得から発生する損害賠償請求権を免れる。
- ② 当該有価証券の上場から6カ月以上経過した後に取得したものについては、免責となる。
- ③ 目論見書の作成者に重大な過失がなくして瑕疵に気づかなかつた場合、および有価証券の取得者が取得時に瑕疵に気づいていた場合には免責となる。
- ④ 瑕疵に気づいた時から6カ月、目論見書の公開から3年で賠償請求権は時効となる（従来は5年）

上場基準の緩和がおこなわれた。

第一部市場への上場は、上場を希望する取引所の「上場認定委員会 (Zulassungsstelle)」に申請書、過去3期分の財務諸表を掲載した上場目論見書を提出して行われる。

その際、以前は「当該取引所の会員である銀行が推薦者となる」ことが義務付けられていたが、1997年に規定が改正され、推薦者にはドイツの金融サービス会社、EUシングル・パスポートを持つEU域内の銀行、投資会社もなれるようになった。それに対して、第二部市場の上場基準は比較的緩く、申請推薦者には銀行以外の者もなることができる。提出を求められる営業報告書の内容も、第一部市場に比べ簡略なもので済む。

上場手続きを簡素化し、迅速な処理を行ない、費用を削減する努力はこれまでも行われてきた。これを一層推進するため、次のような改正が行なわれた。

- ① 国内国外を問わず他の取引所に上場している企業に対して、上場手続きが簡素化された。
- ② 国内の第二部市場に2年以上上場している企業に対して、条件さえ満たせば目論見書を作成することなく第二部市場に上場する道がひらかれた。
- ③ 第一部・第二部を問わず国内の取引所に上場している企業は、他の取引所への上場の際、上場目論見書や事業報告書の新たな作成・省略することができるようになった。この規定は、外国企業にも適用される。また、外国企業の上場目論見書は、これまでドイツ語

に翻訳する必要があったが、一定の条件のもとで、この翻訳義務が全てあるいは一部免除された。

上場廃止規定の法制化がおこなわれた。

どのような場合に上場廃止を行なうことができるのかについて、その条件を明確にする必要がある。投資家と証券発行企業の両方の利益を考慮し、「第三次資本市場振興法」の施行後1年以内に取引所規則で上場廃止の条件が明確化されることになった。

<販売目論見書規定>

「第三次資本市場振興法」第3条と第17条により、「販売目論見書法」と「販売目論見書規定」が改正された。これは、有価証券発行の公募方式の増加にともなって、投資家保護の観点から必要となったものである。

公募規定が強化された。

販売目論見書の目的は、十分な情報公開による投資家保護と有価証券に対する信頼性を確保することである。従来、連邦証券取引監督庁、第一部市場上場の有価証券以外は、単なる目論見書の提出機関であった。

しかし、全ての目論見書の完全性を検査する権限が与えられ、「販売目論見書法」に抵触する場合は、目論見書の公表や当該有価証券の発行を差し止める権限を持つようになった。また、「販売目論見書法」違反に対する罰金が「5万マルク以下」から「100万マルク以下」に引き上げられた。

改善点は、次の点である。

販売目論見書に虚偽あるいは不完全な記述がある場合の瑕疵責任が、上場目論見書の場合と同一化されることになった。また、国債の場合、これまでは、どの国の国債でも目論見書の公表をしなくてよいことになっていた。しかし、信用度に問題のない国の国債のみ販売目論見書の公表を免除されることになった。

また、金融債の発行に関して、継続発行の場合には、そのつど目論見書を作成する必要がなくなった。

<「証券取引法」>

1994年の「第二次資本市場振興法」により、市場の要請に適合した「証券取引法」が施行され、連邦証券取引監督庁が、インサイダー取引、相場に影響のある情報の迅速な

公開、議決権の大幅な変更の開示などを監視することになった。その結果、市場の透明化が向上しドイツへの外国資本の流入がスムーズに行われるようになってきている。

しかし、「証券取引法」には欠点も残っており、有価証券取引にかかわる「瑕疵のある情報やアドバイス」に対する損害賠償責任の時効期間の短縮が行なわれた。

これまで、瑕疵のある情報やアドバイスに対する損害賠償責任の時効期間は、民法の規定がそのまま適用されていたため、30年と非現実的であった。そのため、投資顧問業の賠償責任リスクは大きく、アドバイスを行なう際、新興企業やハイテク企業などをアドバイスの対象としない傾向があった。

このような欠陥を補正するため、証券サービス会社の損害賠償の時効期間は、投資家が契約義務違反を知った時から数えて6カ月、損害賠償責任が生じてから3年に短縮されることになった。ただし、投資詐欺など、純然たる犯罪を形成するものに対しては、これまで通り民法の30年の時効が適用された。

「第四次資本市場振興法」

<法案の提出>

2001年9月4日に「第四次資本市場振興法(das Vierte Finanzkapitalfoerderungsgesetz)」の討議草案が提出された。同法は、「企業買収法」と並ぶドイツ経済政策の枠組みをなす法改正である。この法律のもとで、2002年度を目途に「取引所法」、「証券取引法」、「投資会社法」、「信用制度法」などの改正が行われることが決定された。

それまで「第二次」、「第三次資本市場振興法」として長い間議論が行なわれたが、ようやくユーロ単一通貨制度の導入に向けて、「第四次資本市場振興法」が制定されることになった。そこで、同法の目的、法案の主な項目をみてみよう。

ハンス・アイヘル連邦財務相(当時)によれば、「金融の中心地というドイツの魅力を維持しかつ改善するために、「第四次資本市場振興法」によって、とくに投資家保護を徹底し、ドイツの国際競争力を強化することを目的にしている。」という。同法案は、2001年10月の初旬に公表されると予定されていたが、ドイツとEUにおける「企業買収法」の調整が予定よりも円滑にいったことから法案の公表が早まった。

「第四次振興法」の提案にあたり、2001年3月27日に「第四次資本市場振興法の中心課題」が、連邦財務省から公表され、以下のような目的を明らかにした。

「国民経済の国際的競争力は、金融市場の機能に左右されるものであり、また効果的な資源配分を行なうとともに、経済成長および構造改革のための原動力でもある。これを背景にして、国際金融・資本市場の競争力が激しくなることを考慮して、金融の中心地であるドイツの魅力を維持すること及び改善することを優先する。このような政策の支柱は、企業買収法の他に、第四次資本市場振興法である。」

この法律の中心課題は、

第一に、資本市場への参加者の信頼を強化すること、
第二に、取引所法を実態に合わせること、
第三に、取引所及び資本投資会社の取引活動範囲を拡張すること、
などである。

アイヘル連邦財務相は、草案に関して、「金融の中心地であるドイツの魅力と国際競争力を高めることは、法的枠組みの改善にかかっている。この法律がめざすところは、

第一に、投資家保護を強化すること、
第二に、資本市場への参加者の取引活動を活発化させること、
第三に、資本市場の機能を経済成長及び就業のための原動力としてより一層発展させること、
である。

最近の取引所の統合の動きがめざすものは、投資家保護の分野における改善を行なう為に、まず第一に現状の市場及び市場の透明性を高めることである。」と述べた。

<「第四次資本市場振興法案」>

2001年9月に「第四次資本市場振興法案」が国会に提出された。同法案の中心は、「取引所法」と「証券取引法」の改正である（「商事法務」No.1609）。

第一に、相場操縦に関するものである。ドイツでは、相場操縦に関するものは「取引所法」で規定されていた。しかし、上場証券の相場操縦の規定だけでは不十分であるので、「取引所法」の相場操縦に関する規定が廃止され、「証券取引法」に移されることになる。ここで、上場証券の取引だけでなく、店頭取引の証券についても、相場に重要な影響を与える情報に関して、誤った情報を提供するか、または法令に反して情報を提供しなかった場合、相場操縦として刑事罰の対象となる。

相場操縦の監視権限を州政府から、新たに設立される金融サービス監督機構（BAFin）に移され、違反行為は同機構の行政罰の対象とされる。

第二に、投資家保護の観点から、適時開示制度の充実が図られる。すでに、「証券取引法」に適時開示の制度が導入され、違反した場合には行政罰が科せられていた。同法案では、開示しなかった場合だけでなく、開示内容が正しくなかった場合にも行政罰が科せられることになる。

これに対応して、「証券取引法」の中に私法上の損害賠償規定がおかれている。相場に大きな影響を与える事実について、上場証券の発行企業がただちに開示しなかった場合、投資家が当該事実を知らずに証券を取得し、事実が明らかになった時に証券を保有しているか、または、事実が明らかになる前に証券を取得し、発行企業が適時開示をしなかった後に証券を売却した場合、投資家は発行企業に対して損害賠償を請求することができる。

また、発行企業が相場に重要な影響を与える事実について、正しくない開示を行なった場合にも投資家は損害賠償を請求できる。

第三に、従来、明確でなかった金融先物取引の字義規定が「証券取引法」に設けられ、市場や取引所での証券の相場、金利などにかかるデリバティブ、為替先物、通貨スワップ、通貨オプション、オプション証券による取引が金融先物取引とされた。

金融先物取引を行なう場合の情報提供義務が「証券取引法」に定められ、金融先物取引の価値が減少または消滅することがあること、損失のリスクがあり、担保を越える可能性があること、リスクをヘッジするための取引もリスクを完全にカバーできないこと、信用取引の場合には、リスクが増大することを書面で説明し、相手側から署名をもらわなければならないことが定められている。

ただし、相手が商人の場合にはこのような情報提供は不要である。この情報提供義務を履行しなかった場合には、当該企業は投資家に対して損害賠償義務を負う。

第四に、従来、外国の証券取引所がドイツで活動する場合に特別の許可を必要としなかったが、投資家保護の観点から、ドイツ国内での活動について「証券取引法」に基づいて許可を必要とされる。

第五に、証券取引の弾力化を図るために、公認仲立人制度が廃止され、相場の決め方について取引所規則で多様な規定を定めることができる。

第五に、規制された市場への上場基準が緩和され、投資家への情報開示を前提として、従来、店頭取引の対象であった証券も上場できる。

第六に、その他に、「投資会社法」が改正され投資範囲や付随業務の範囲が拡大し、「販売目論見書法」が改正されインターネットによる提供も可能となる。

第四次資本市場振興法は、2002年5月に成立した。

<「投資会社法」の改正>

「第四次資本市場振興法」に基づいて、相場操縦に関する規定が投資家保護の観点から具体化され、証券取引所の機能強化も行なわれた。しかしながら、同法の審議で、国際的なスタンダードに合わせるためにドイツでもヘッジファンドを認めるべきであるという主張がなされたが、結局は見送られた。

ところが、イギリスやルクセンブルグでヘッジファンドが組成され、そこにドイツの資本が流出していることや、EUがヘッジファンドを認める改正「投資信託指令」を制定したことから、ドイツでは、「投資会社法」を大幅に改正した「投資法(Investmentsgesetz)」が制定された。その概要は、次の通りである(『商事法務』No.1672)。

ここで、ヘッジファンドは、付加的なリスクのある特別財産(投資対象となる財産)と規定されているが、具体的には、リスク分散の基本原則の下で、投資対象を選択し、通常の投資信託の場合に選択される特別財産の対象についての規制を適用しないというものである。要するに、融資の取り入れやデリバティブの活用でレバレッジが効くようにするか、空売りを行なう投資財産である。投資財産というのは、特別財産と会社型投資信託の双方をあわせた概念である。

この規定に基づいて、ヘッジファンドは、特別財産に対する投資を行なう場合に連邦金融サービス監督機構による認可の対象外とされたが、十分なリスク管理ができないと考えられる個人投資家への販売は禁止された。単独のヘッジファンドは、機関投資家向けの金融商品とされた。個人投資家向けのヘッジファンドは、ヘッジファンドを組み込んだ特別財産が投資対象となった。その場合、ドイツ国内のヘッジファンドだけでなく外国のヘッジファンドも特別財産の投資対象になった。

投資家保護のために、特別財産の投資対象となるヘッジファンドの管理は、特別財産を管理する寄託銀行とは別の会社が行なわなければならない。リスク分散のために、単独のヘッジファンドには10%以上投資することが禁止され、同一のファンド・マネージャーや同一の発行体のヘッジファンドへの投資は40%以下、同一の投資戦略のヘッジファンドに対しては30%以下しか投資することはできない。

ヘッジファンドに投資する特別財産を運用する投資会社は、個人投資家に投資信託を販売するにあたり、通常の日論見書に加えて、次のような情報を開示しなければならない。

- ① 対象となるヘッジファンドを選択する基本原則、
- ② 国内外のヘッジファンドで「投資法」の規定に従っていないものに関する情報。
- ③ ヘッジファンドの運用方針。
- ④ レバレッジを効かせるための信用取り入れと空売りの規模。
- ⑤ ヘッジファンドの手数料。
- ⑥ 投資家の持分に対する払い戻し条件。
- ⑦ 目論見書の目立つところに「財務大臣は、投資した資本を完全に失う可能性のあることを受け入れなければならないことを警告する」と記載の義務付け。

<目論見書に関する改正>

ドイツにおいて目論見書に関しては、上場証券は「取引所法」、非上場証券に関しては「販売目論見書法」で規定され、監督当局も法律によって異なっていた。そこで、2003年にEUの「目論見書指令」、06年の「目論見書指令施行令」に基づいて、同年「証券目論見書法」が制定された。

ドイツでは、2003年にコーポレート・ガバナンスと投資家保護のために、10項目にわたる措置がとられた。ここでは、目論見書に関しても、公募証券に対して会社の財務についての幅広い情報の提供するための目論見書の作成義務を課すことが提案された。そこで法改正が行われ、「取引所法」、「販売目論見書法」、「投資会社法」などの目論見書の規定を統一し、連邦金融サービス監督機構が統一的に監督することになった(『商事法務』No.1730 参照)。

3 EU証券関係指令の国内法化

「金融商品市場指令」の国内法化

世界的な証券取引所の再編が進むなかで、EU(欧州連合)においては、1993年に制定された証券市場に関する基本指令である「投資サービス指令」が、2004年に大改正されて「金融商品市場指令(MiFID)」と衣替えしている。

ドイツにおいても、EUの証券法制の見直しに応じて順次法改正が行なわれている。今回訳出した法令の後にもさまざまな改正や改正案の提出が行なわれている。今回、「第四次資本市場振興法」に基づいて改正された証券法令の第一弾を訳出して、出版するにあた

り、ドイツ経済・金融システムと証券市場について概観するとともに、進行中の証券関係法令の改正の動向をみてみることにしよう。

EUの「金融商品市場指令」の国内法化のために、ドイツ財務省は、「証券取引法」、「取引所法」、「信用制度法(銀行法)」などを改正する法律案を2006年9月に公表した(『商事法務』No.1783参照)。

MTFについて。ヨーロッパにおいてもMTFという民間の取引システムが活用されるようになってきている。ドイツでは、従来、「取引所法」に証券取引所類似施設として規定された。

「証券取引法」にMTFの規定が置かれることになっている。すなわち、MTFは、多数の第三者の金融商品の売買に対する関心を、システム内において、注文の執行に関する裁量の余地のないルールにより、集計し、契約にいたるものであるとされている。

組織的な内部化者について。顧客の注文を規制された市場やMTFの外部で組織的、システムティックに自己取引を行なうものが、組織的な内部化者とされ、その行為規範が規定される。組織的な内部化者は、自らが提供する株式について、拘束的な価格(気配値)を継続的に公表しなければならない、取引の単位となる株式数または金額を定めなければならない。

組織的な内部化者は、個人顧客からの注文については、気配値で売買を執行しなければならない。法人・機関投資家などについては、一定額以上の取引について気配値とは別の価格での注文の執行ができる。

組織的な内部化者は、客観的、非差別的気配値の提供についてのルールを設定するとともに、顧客との取引ルールを定め、信用力、決済リスクなど客観的理由なくしてとの引きの拒否はできない。

最善の執行の義務について。証券業者は、顧客の注文執行が最善の結果となるようにするための基本原則を定めなければならない。それは、金融商品の価格、執行に関する費用、執行のスピード、執行と決済の確実性、注文の種類などに関するものである。

証券会社の役職員の義務については、利益相反を回避するための措置を講ずることが義務付けられる。

企業開示制度の改正

2004年に制定されたEUの「透明性指令」の国内法化のために、06年に「透明性

指令の国内法化のための法律」案が作成された（『商事法務』No.1767 参照）。

ドイツでは、半期決算については「取引所法」、四半期決算については「取引所法」や「証券取引所上場法」の規定に基づいて、取引所の上場基準として定められていた。そこで、上場企業に関して、諸法規により規定されていた財務関係の規定が「証券取引法」に統合されることになった。したがって、決算、半期決算の開示についても「証券取引法」によって規定されることになる。

EUの「透明性指令」は、上場企業は、財務関係情報だけでなく、株主の権利についても幅広く株主に開示しなければならないとしている。これらの規定が「証券取引法」に盛り込まれ、上場企業は、①すべての株主の平等の取り扱い、②株主の権利行使に必要なすべての情報の開示、③株主に関する情報の保護、④株式に関してすべての必要な措置を講ずることができるような支払い場所としての一つの金融機関の指定、⑤株主総会における委任状の書式の提供、などの義務を負うことになる。

ドイツでは、「証券取引法」の中で株式の大量保有について規定され、議決権の5%を超える場合は開示しなければならない。これはEU指令でも同じである。しかしながら、ドイツでは、銀行による大量の株式保有による「企業支配」が国際的に批判される傾向があるので、開示義務の比率がさらに厳しくされる。

というのは、株主が開示義務のない3%以上5%未満の議決権を有していても、企業に重要な影響力を行使している場合が多いからである。そこで、3%以上を超える株式を保有する場合、または従来3%の株式を保有していたものが、それを下回るようになった場合には、ただちに開示しなければならないことになった。ただし、証券業者が当該会社に継続的に影響力を行使するのではなく、マーケットメイクを行なう場合には開示義務を免除される。

このような株式の大量保有に関する開示義務は、株式の形態をとった時に初めて生ずるものであった。しかしながら、株式の先物取引やオプション取引などの金融商品の場合には、権利を行使すると突然大株主としてあらわれることになる。そこで、契約により、このような金融商品の保有者が、議決権を有する発行済み株式を一方的に取得できる権利を有する場合には、株式の大量保有として開示義務を負うことになる。

投資法の改正

2003年にドイツの「投資会社法」と「外国投資会社法」が統合され、「投資法」が制

定された。ドイツでは、投資会社は、「信用制度法」上の金融機関として、監督官庁の厳しい監督下におかれるとともに、自己資本比率規制が課せられている。

国際競争力強化の観点から、よりいっそうの規制緩和が必要であるが、その不可欠の前提は、投資家保護の徹底である。そこで、2007年1月にドイツ財務省は、「投資法」改正案を公表した。その概要は、次の通りである（『商事法務』No.1790,1792）。

第一に、パブリック・プライベート・パートナーシップ（PPP）の資金調達のために、新しい投資ファンドであるインフラ・ファンドの規定が設けられている。

インフラ・ファンドの投資対象となるのは、

- ① PPPプロジェクト会社の持分、
 - ② 不動産、
 - ③ 有価証券、
 - ④ 短期金融証券
 - ⑤ 預金、
 - ⑥ その他の投資信託、
 - ⑦ リスクヘッジの為のデリバティブ、
- などである。

投資対象となるPPPプロジェクト会社というのは、PPPの枠内で活動する会社で、公共施設の整備や管理を行なう企業である。投資対象となるのは、この会社が行なうPPPがすでに施設整備を終了し、運営の段階に入っている場合である。

第二に、投資会社を金融機関監督の対象から除外して、「投資法」の中に監督規定が導入される。それに伴って、投資会社に関するコーポレート・ガバナンスの規定が導入され、投資家保護が徹底される。

投資会社が株式会社形態をとる場合、監査役の最低一人は、投資会社、投資会社のグループ企業、取引相手などから独立し、投資家の利益を代表するものを株主の中から選任しなければならない。

コーポレート・ガバナンスの強化のために、

- ① 適切なリスク管理体制、
- ② 従業員の鳥古希についての適切なルールの制定、
- ③ 投資会社自身の金融商品への投資に関する適切なルールの制定、
- ④ ネット取引などの適切なセキュリティの確保、

- ⑤ 執行された取引の厳密な記録、
- ⑥ 投資家財産の約款通りの管理・運用を確保する為の内部監査体制、
などが構築されなければならない。

第三に、投資受益証券の寄託銀行の役割が重視されている。寄託銀行は、投資家保護の役割が科せられるとともに、「投資法」上の規制遵守の監視権限が与えられる。そのため、寄託銀行は、投資会社と同一グループに所属してはならない。

第四に、会社型投資信託の一種である投資法人の制度が導入される。投資法人の株式は、

- ① 設立に際してあらかじめ出資しなければならない企業株式、
 - ② 投資法人としての登記がなされた後にのみ発行できる投資株式、
- の二種類に分けられる。

①は株主総会での議決権を有するが、②は議決権を持たない。このように分けられると、会社型投資信託として、投資家の需要に応えられやすくなる。「株式法」の基本資本の概念に準拠しなくてもよいので、投資株式の発行がしやすくなり、法の定める最低資本まではいつでも減資を行なうことができるようになるからである。

第五に、不動産投資信託が、安全性指向投信と利回り指向投信のふたつに分けられることになった。

安全性指向投信というのは、投資を行なう更地の対象が、開発計画の申請が行なわれており、建設後の建物について、その80%以上使用する契約が締結されていることが投資の条件となる投信である。利回り指向投信というのは、開発計画の申請がすでに行なわれていれば投資の対象となる投信である。

不動産投信の場合には、流動性の問題があるので、いつでも投資家の解約に応ずることができない。そこで、投資会社は、約款で解約の期日に関する制限を設けることができる。

こうして、投資信託を分けて、投資家に投資対象を明確にすることで、投資家保護が図られるようになる。

ちなみに、2006年8月にドイツ財務省は、ドイツ版REITの導入をめざす「REIT法」草案を公表した。REIT会社の要件は、

- ①証券取引所に上場しなければならない。
- ②粗利益の75%以上が不動産の賃貸、リース、売却によるものでなければならない。

③配当可能利益の90%以上を株主に配当しなければならない。

となっている。

法律の要件を満たしたREIT会社は、法人税と事業税が免除され、投資家の段階でだけその配当に課税される。

証券取引所に上場することで流動性が高く、しかも自由度の高いREIT型投資信託がドイツでも導入されるならば、証券市場の拡大に大きく貢献することになるであろう。