

ドイツの金融機関による株式保有の経緯と現状

齋田 温子

■ 要 約 ■

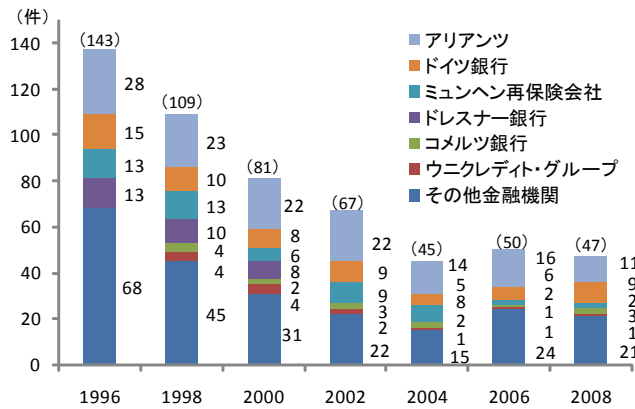
1. ドイツでは国内大手金融機関同士が株式を持ち合い、更に個々の金融機関が複数の上場事業会社の大口株主であった時代が長く続いたが、1990年代後半にこうした状況に変化が生じた。国内売上上位100社に対する大手金融機関の出資件数は1996年の75件から2008年には26件まで減少した。
2. この背景には、グローバル化による国際的な競争圧力の増大から、90年代以降にドイツ銀行やアリアンツといった大手金融機関がそれまでの国内企業の安定株主としての役割を見直して、事業の収益性や効率性を重視する戦略へと転換したことがあるとされている。またこれら金融機関による株式売却の動きは、売却益の非課税措置など幾つかの制度的な要因によっても加速されたといわれている。
3. 他方、金融機関により株式を売却された大手上場会社の中には、中核事業へフォーカスすることにより企業価値の向上を図ったり、同業他社を安定株主に迎えつつ主力事業での相乗効果を高めるところもあった。
4. 金融機関の株式保有残高は、売却益への非課税措置が撤廃された後も依然として減少し続け現在に至る。90年代後半以降の保有株式の売却は、金融・資本市場のグローバル化や欧州市場統合の進展という中で、旧来の経営アプローチでは生き残れないという危機意識に裏打ちされたものだったと言える。

I. 金融機関の保有株式売却と「ドイツ株式会社」の終焉

今般の金融危機を受けて、金融機関への規制が国際的に強化されつつある。中でもバーゼル銀行監督委員会が2010年12月に示した自己資本規制の強化策では、金融機関同士の株式等の保有が自己資本から控除される、いわゆる「ダブルギアリング」に対する規制や流動性規制などが厳格化される。こうした動きは金融機関による株式の保有を一段と難しくするものとされ、日本でも金融機関による保有株式の売却が一段と進むとの観測も聞かれる。

日本と同様に金融機関による株式保有が多いといわれてきたドイツであるが、実際、よ

図表 1 ドイツの金融機関による国内主要企業 100 社への出資件数の推移



(注) 棒グラフの上のカッコ内の数値は国内金融機関全体の出資件数。国内主要企業 100 社は非上場企業及び外国企業の 100%子会社も含む。2002 年以降のアリアンツグループのデータにはドレスナー銀行が含まれる。

(出所) ドイツ独占委員会の報告書より野村資本市場研究所作成

く見ると足元の状況は大きく変化しているようである。

確かにドイツではかつて、大手金融機関が相互に株式を保有し、同時にこれらが国内事業会社の主要な株主となることで、密接な資本のネットワークが構築され、長期にわたり維持されてきた。また大手金融機関は株式を保有する事業会社の監査役会に役員を派遣することで、事業会社の意思決定にも深く関与してきた。こうした金融機関と事業会社との資本及び人的なネットワークは「ドイツ株式会社」ともいわれ、第二次世界大戦後のドイツ経済の急速な復興を支えた要因とみなされている。

しかし 1990 年代後半にこうした状況に変化が生じた。経済のグローバル化や EU の市場・通貨統合を背景に国際的な競争が激しさを増し、ドイツの大手企業及び金融機関は生き残りや更なる成長のための戦略の見直しを余儀なくされた。とりわけ大手金融機関は事業の収益性や効率性を重視する方針を明確に打ち出し、それまでの国内企業の安定株主としての役割を見直した結果、事業会社の保有株式の売却が進んだ。加えて連邦政府による税制、会計基準、企業の情報開示などの制度改正が、ドイツの金融機関による保有株式の売却を促したとされている。

90 年代後半に始まった金融機関の保有株式売却の動きは 2000 年代後半も続いている。連邦政府の諮問機関で、競争政策の観点からドイツ企業の株主構造について継続的に調査を行っている独占委員会は、ドイツ国内の売上高上位 100 社への大手金融機関の出資件数は、過去 12 年間（1996～2008 年）減少傾向にあると指摘している（図表 1）。

本稿では、90 年代後半以降に加速したドイツにおける金融機関による事業会社の保有株式売却の動きについて、保有件数の最も多いアリアンツ、ドイツ銀行及びミュンヘン再保険会社の事例を中心に紹介する。また株式売却を促したとされる制度的な要因についても概観する。

II. 金融機関の株式保有戦略の変化

1. 銀行における事業会社への出資の経緯と株式保有戦略の変化

1) 19世紀後半に始まった銀行による事業会社への出資

ドイツの民間大手銀行における事業会社の株式保有は、ドイツ銀行、ドレスナー銀行及びビコメルツ銀行の大手銀行が相次いで設立された1870年代から行われていた。

民間大手銀行はユニバーサル・バンクであり、融資業務において融資が不良債権化した場合に債権を株式化し保有したほか、IPOや増資の引き受け業務でも事業会社の株式の一部を取得した。例えば1920年代に欧州最大手の製糖会社ズートツッカー（Südzucker）に対する債権を株式化し、その後1950年代半ばまで同社の株式を保有し続けたドイツ銀行の事例がある。またドイツ銀行は株式の引き受け業務では、1883年の電機メーカーのAEGのIPOでは発行済み株式の約25%を取得し、AEGが経営破綻する1996年まで1世紀あまりの間AEGの株式発行に関与し続けた。

銀行による株式保有は、第二次世界大戦後に連邦政府がとった政策によっても後押しされた。早期の経済復興には国内事業会社の財務基盤の安定と資金調達手段の確保が必要とされ、ドイツの金融機関には出資者及び資金提供者としての役割が求められたのである。例えば、終戦直後のキリスト教社会民主同盟（CSU/CDU）政権時代には、保有比率が25%以上の出資から得られた配当は非課税とされた一方で、大量保有している株式の売却益には高い税率が課せられた。この措置は銀行による株式売却のインセンティブを低下させ、事業会社への出資比率は軒並み25%以上に引き上げられた。

またドイツでは、1965年に株式会社法が改正されるまで、金融機関が保有する事業会社の株式について年次報告書に記載する義務がなかったことも、金融機関が事業会社の株式を長期にわたり大量保有した理由のひとつとされている¹。

2) 銀行における株式保有戦略の見直しと投資銀行業務へのフォーカス

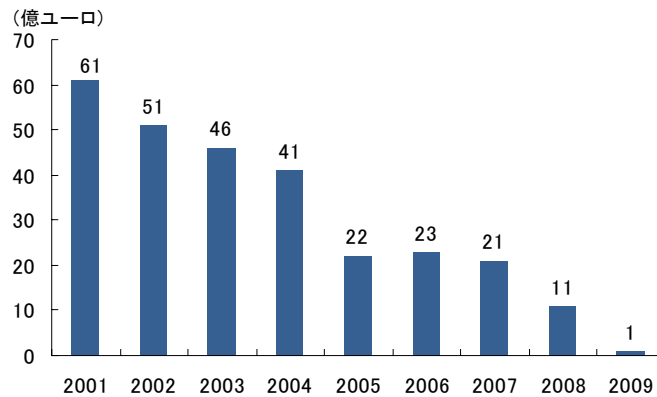
しかしながら、このようにして確立されたドイツの大手銀行の株式保有戦略は、90年代以降のグローバル化の進展やEU市場統合に伴う国際的な競争激化の流れとは相容れず、軌道修正を迫られることとなった。戦略を見直すきっかけとなった要因は大きく二つある。

第一に、国内市場における収益性の悪化である。国際的な競争激化の波はドイツ国内にも及び、リテールバンキング市場では、外資系銀行の参入により過当競争が生じ、収益性が低下した。また国内の法人向け融資業務では、融資先の事業会社の破綻が増加し、安全な融資先を巡る国内銀行間の獲得競争が激化した。

第二に、ドイツの大企業の資金調達手段の変化である。例えば電機大手のシーメンス（Siemens）やヘルスケア大手のヘンケル（Henkel）のように、伝統的な国内銀行からの融

¹ Martin Hoepner and Lothar Krempel, "The Politics of the German Company Network", September 2003, Max Planck Institute for the study of societies MPIfG Working Paper 03/09

図表 2 ドイツ銀行における事業会社の株式の保有残高推移



(注) 各年末時点の保有株式 (industrial holdings) の時価の合計。
(出所) ドイツ銀行年次報告書より野村資本市場研究所作成

資に依存せず、NYSE などの海外の証券取引所への上場によって資金調達し、海外で株式交換による事業買収や事業拡大を行う大企業が増え始めた。このことも大手銀行が国内企業への融資業務に依存する戦略を見直したひとつの要因とされている。

こうして国内の預金及び貸出し業務の収益見通しが悪化する中、ドイツの大手銀行は新たなビジネスチャンスを探る投資銀行業務に求めた。保有株式の売却は、それによって得た資金を投資銀行業務の強化・拡大に充てるという意図のほかに、大手銀行が M&A のアドバイザーとして中立的な地位を保つためには、ライバル会社であるドイツ国内企業の株主という立場は不利であったためとの指摘もある。

例えば 1998 年に米国バンカース・トラストの買収を発表し、投資銀行業務の強化を鮮明に打ち出したドイツ銀行は、同じ年に事業会社の保有株式の管理を専門に行う部門を設立し、事業会社の保有株式の売却を本格化させた。同部門の責任者であったアクセル・ヴィーナント氏は「株式市場の変動に大きく左右される非中核分野への出資から手を引き、売却益を投資銀行、リテール顧客及び資産運用部門の拡大強化に活用する」と述べている²。実際に、ドイツ銀行における事業会社の株式の保有残高は 2001 年末時点の 61 億ユーロから、2009 年末には 1 億ユーロまで減少し、国内主要企業への出資件数も大幅に減少した (図表 2 及び 3)。

2. 保険会社の株式保有戦略の特徴と 90 年代後半以降の変化

1) 保険会社における株式保有戦略の 2 つの特徴

ドイツの大手保険会社における株式保有戦略には 2 つの特徴がある。

ひとつは、大手銀行のケースとは異なり、事業会社株式の保有が本格化したのは第二次

² ドイツのラジオ放送局 Deutschlandfunk オンライン版の 2005 年 4 月 17 日の記事。

図表3 ドイツ銀行におけるドイツ国内主要企業の株式保有状況

企業名	セクター	2000 (%)	2001 (%)	2002 (%)	2003 (%)	2004 (%)	2005 (%)	2006 (%)	2007 (%)	2008 (%)	2009 (%)
Daimler	自動車	12.1	12.1	11.8	11.8	10.4	4.4	4.4	4.4	2.7	0.0
MunichRe	保険	9.7	7.2	0.0							
Allianz	保険	4.2	4.0	3.2	2.5	2.5	2.4	2.2	1.7	0.0	
Linde	工業	10.1	10.1	10.0	10.0	10.0	10.0	7.8	5.2	2.4	0.0
Südzucker	食品	11.4	11.3	10.9	4.8	4.8	0.0				
HeidelbergerCement	建設	9.2	8.9	8.5	0.0						
Continental	自動車	7.8	8.2	0.0							
Deutz	工業	25.4	25.4	25.9	10.5	4.5	2.0	0.0			
PhilippHolzmann	建設	19.6	19.6	19.6	19.6	19.6	19.5	19.5	19.5	19.5	19.5

(注) 数字は各企業の発行済み株式におけるドイツ銀行の各年末時点の保有比率 (%)。

(出所) ドイツ銀行年次報告書より野村資本市場研究所作成

世界大戦後の連邦政府の政策がきっかけであり、そのさきがけとなったアリアンツの存在が際立っていることである。

ドイツ連邦政府は前述した金融機関による保有株式売却への課税措置に加え、第二次世界大戦で疲弊した国内経済を立て直す政策として1951年に国内金融機関に対し、石炭、鉄鋼及び電力業界への資金提供を求めた。この要請に対して多くの保険会社が対象となる企業に債務証券貸付（ドイツで普及している融資形態）を行ったが、その一方でアリアンツは対象となった事業会社の株式を取得することで資金を提供した。

これをきっかけにアリアンツは事業会社の株式保有をドイツ国内の広範な業種へと拡大した。1920年代末にはアリアンツの保有資産に占める株式の割合は1.3%にすぎなかったが、1970年代末になると出資先の業種は鉄鋼や電力だけでなく自動車、化学・医薬品、小売など多岐にわたり、「国内産業の資本提供者」と評されるまでになった³。

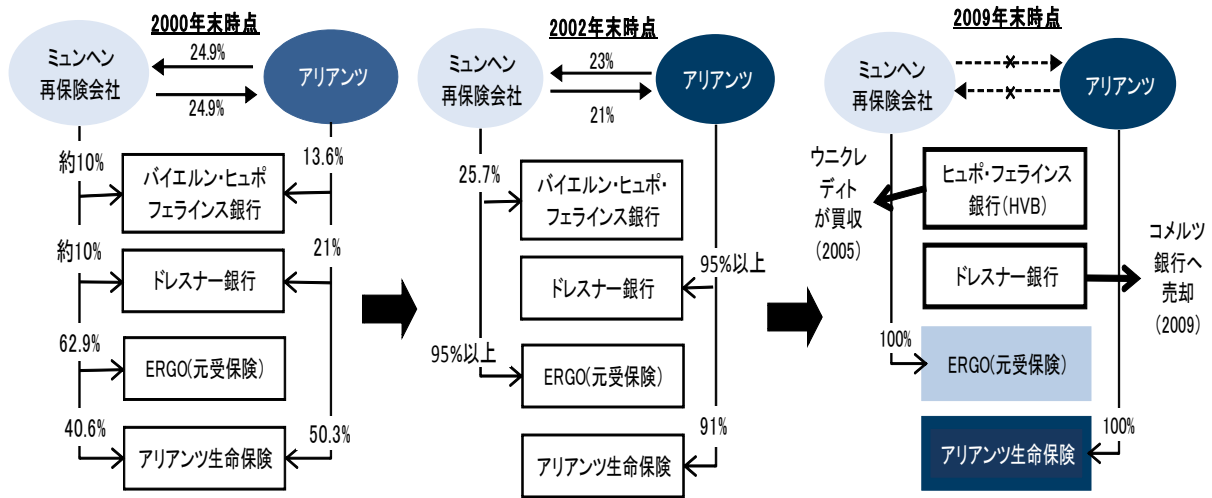
そしてもうひとつの特徴は、アリアンツとミュンヘン再保険会社の株式持合いと両社による国内金融機関への出資である。

両社は、ミュンヘン再保険会社の創業者がドイツ国内の銀行家と共同で1889年にアリアンツを設立した経緯から元来密接な関係にあった⁴。その後アリアンツが国内損保事業、もう一方のミュンヘン再保険会社が再保険事業に注力する中で、1921年には互いに25%ずつ出資しあう持ち合いの関係が確立された。更に両社は国内の複数の銀行と生命保険会社に共同で出資したことから、両社を中心とする国内金融機関の資本のネットワークが形成されていった。

³ 前掲注1参照。

⁴ アリアンツが1890年に株式を上場した際、創業者のほかにドイツ銀行、ドレスナー銀行、バイエルン・フェラインス銀行などの大手銀行が株式を取得した。

図表4 アリアンツとミュンヘン再保険会社の株式持合いの変化



(出所) アリアンツ及びミュンヘン再保険会社の年次報告書より野村資本市場研究所作成

2) 株式持合いの解消と事業会社の保有株式の売却

しかしながら、アリアンツとミュンヘン再保険会社は2000年に保有比率の段階的な引下げで合意し、両者の株式持合いの関係は2009年に解消された。また同時に、国内金融機関への出資も見直された。この背景には主力の保険業務に注力するミュンヘン再保険会社と総合的な金融サービス会社へと変化しようとするアリアンツの事業戦略の見直しがあった。

ミュンヘン再保険会社は元受保険会社のエルゴ(ERGO)を100%子会社化し、再保険事業と元受保険事業の両方を手がける保険グループとなった。他方、アリアンツは、アリアンツ生命保険会社とドレスナー銀行を完全に子会社化した(図表4参照)。これによってアリアンツはそれまでの損保事業中心の戦略から、生命保険、銀行、及び資産運用事業を手がける総合的な金融サービスを提供する戦略へと転換した。

大手保険会社の事業戦略の見直しの背景には、前述した大手銀行のケース同様、グローバル化の進展やEU市場統合に伴って欧州各国で大手保険会社と銀行の統合による大規模な金融機関が設立され、国境を越えた競争が激しさを増していたことがある。

更に90年代の半ばには、欧州の先進諸国で少子高齢化社会の到来を見据えて、公的な社会保障制度を見直す機運が高まっていたことも、ドイツの大手保険会社が事業戦略を転換した一つの要因とされる。企業年金や個人年金などの老後資産形成市場が保険会社にとっての新たな成長分野として注目され始めていたのである。

例えばアリアンツは老後のための資産形成ビジネスの強化を図るために、2000年以降、米国の大手資産運用会社ピムコ(Pimco)をはじめ複数の資産運用会社を買収している⁵。

⁵ アリアンツの資産運用残高は1999年末時点では634億ユーロであったが、ピムコを買収した2000年末には3,360億ユーロ、2002年には6,200億ユーロまで増加した。

図表 5 アリアンツにおける主な金融及び事業会社の株式保有状況の推移

企業名	セクター	2001 (%)	2002 (%)	2003 (%)	2004 (%)	2005 (%)	2006 (%)	2007 (%)	2008 (%)	2009 (%)
Beiersdorf	消費	43.6	43.6	16.6	7.3	7.3	6.9	6.6	5.9	0
Bilfinger Berger	建設	25.1	25	25	25.1					
Deutsche Schiffsbank	銀行		40	40	40	40	40	40	40	0
Eurohypo	銀行		28.7	28.5	28.5	21.1	0			0
MunichRe	保険	24.9	22.4	12.4	9.8	9.8	9.7	0		
HeidelbergerCement	建設	18.1	17.7	15	0					
Süd-Chemie	化学	19	19	19	19	19	0			
Bayerische HypoVereinsbank	銀行	16.4	0							
KarstadtQuelle	小売	14	13.7	10.5	10.6	8.5	7.4	0		
Linde	化学	12.3	12.6	11.6	11.5	11.5	9.1	8.8	0	
HeidelbergerDruckmaschinen	工業		12	12	13.4	12.2	12.7	13.4	13.7	0
GEA	工業					10.1	10.1	10.4	10.2	0
Commerzbank	銀行									10.3
RWE	公益	11.4	6.9	0						
Schering	医薬	11.9	12	11.8	11.8	11.4	0			
BASF	化学	10.9	6.1	0						2.5
Deutsche Lufthansa	輸送		10.1	0						
AMB Generali Holding AG	保険	9.5	9.5	5.8	0					
E.ON	公益	9.2	6.4	0						2.1
Aurubis	素材	8.7	8.4	6.1	0					
Continental	自動車	8	7.7	0						
SGL Carbon	化学	7.7	5.9	0						
BMW	自動車	6.5	5.2	0						
Fresenius	医薬	6	5.3							9.74
DeutscheBörse	金融	5.9	5.2	0						
Bayer	化学	5.8	5.8	5.6	5.2	0				
Vossloh	工業	5.7	6.1	0						
RhoenKlinikum	医薬		5.1	5.1	5.8	6.7	6.8	6.4	0	
Hochtief	建設		5.6							
合計(企業数、保有比率5%未満も含む)		30社	26社	15社	11社	10社	8社	6社	4社	4社

(注) 数字は各企業の発行済み株式におけるアリアンツの各年末時点の保有比率 (%)。

(出所) アリアンツ年次報告書より野村資本市場研究所作成

またドレスナー銀行買収では同行の資産運用子会社を手中に収め、ドイツ国内の投資信託市場でのシェアを拡大した⁶。こうした事業買収に多額の資金が必要であったことが、アリアンツが大量に保有していた事業会社の株式売却を進めた一因とされる。その結果、同社が株式を保有する企業数は2001年末時点の30社から2009年末には4社まで減少した(図表5)。

Ⅲ. 金融機関による保有株式の売却を加速した制度的な要因

上記のように、事業環境変化等を背景にドイツで90年代後半に始まった金融機関による株式売却の動きは、幾つかの制度的な要因によって加速されたといわれている。

第一に、株式売却益に対する非課税措置がある。1998年に誕生したシュレーダー首相率

⁶ なお2008年にドレスナー銀行をコメルツ銀行に買収した際、アリアンツはドレスナー銀行の資産運用部門を保持し、更にコメルツ銀行から資産運用子会社コムインベスト (cominvest) を取得した。

いる社会民主党と緑の党による中道左派政権は 2000 年税制改革において法人税の基本税率を 25%に引き下げることと一連の企業減税策を打ち出した。その際、資本金会社（株式会社、有限会社及び合資会社）が保有株式を売却した場合の売却益（キャピタルゲイン）を非課税とする措置が盛り込まれ、2002 年に施行された。

シュレーダー政権は、ドイツ企業の資本のネットワークはいずれにしても解消される方向にあり、この税制改正によって株式売却が一段と加速したとしても、ドイツの大企業の間には軋轢が生じることはないとの認識していた⁷。

この非課税措置は 2005 年のキリスト教社会民主同盟への政権交代に伴い、歳入確保を主な理由に廃止されたが、上述したアリアンツの事例からもわかるように、金融機関の株式保有戦略に与えた影響は大きかったとされる。

第二に、1998 年に施行された「資本調達を容易にするための法律」（KapAEG）により、ドイツでは他国に先駆けて国際財務報告基準（IFRS、当時は IAS）の適用が認められ、企業による海外での資金調達がより容易になったことがある⁸。前述したように、当時ドイツの大企業の中には海外での事業拡大のために、外国企業の買収資金を外国取引所への上場により調達するケースが増え始めていた。しかし外国取引所に上場するためには、ドイツの GAAP に基づく財務諸表に加えて、追加的に米国 GAAP もしくは国際財務報告に基づく財務諸表を作成しなければならなかった。KapAEG はこうした大企業の負担の軽減を目指したとされ、大手企業における国内金融機関からの借り入れへの依存が低下することで、金融機関が事業会社の株式を保有し続けるインセンティブも低下していったと考えられている。

この他に、1998 年に施行された「企業監視と情報開示に関する法律」（KonTraG）により、ドイツでは流通市場での自社株買いが可能となり、ストック・オプション制度が簡素化された。これも、金融機関が放出した株式の「受け皿」が手当されたという意味において、金融機関による株式売却を加速させた政策的要因の一つと考えられている。

IV. 事業会社の対応

事業会社にとって 90 年代後半以降の金融機関による株式売却への対応は、当時国際的に活発化していた国境を越えた M&A の動きがドイツにも及んでおり、差し迫った課題であった。当時ドイツの事業会社については、高い技術力とマーケットシェアを持つにもかかわらず、金融機関や他の国内事業会社との密接な資本関係に守られて、英米企業のような収益性や株主価値を高めるための経営改革に消極的であるとされ、市場から割り引いて評価される、いわゆる「ジャーマン・ディスカウント」の問題が指摘されていた。こうした企業は、安定株主である金融機関が株式を売却すれば、買収対象となる可能性が高いと見

⁷ 前掲注 1 参照。

⁸ 欧州では EU レギュレーション（1606/2002）が 2005 年 1 月付けで発効し、上場企業の連結財務諸表に IFRS が強制的に適用されるようになった。

られていたのである⁹。

その一例がリンデ (Linde) である。産業ガス業界で世界有数の企業として知られる同社だが、当時はフォークリフトや冷却設備事業も行っており、これらの事業での相乗効果の低さが指摘され、株価を押し下げる要因となっていた。そして長い間同社の安定株主であったドイツ銀行、アリアンツ及びコメルツ銀行が株式を売却すれば買収のターゲットとなるといわれていた。2005年以降にこれらの金融機関による株式売却が段階的に進む中、リンデは2006年にライバル会社の買収によって主力の産業ガス事業を強化し、相乗効果が薄いとされた2つの事業を売却するという抜本的な事業再編を行った。主力事業に注力し、収益性の向上と規模の拡大を図ることで株主価値の向上を目指した同社の戦略は、金融機関に株式を売却された後にドイツの事業会社がとりうる新たな選択肢として注目を集めた。

他方、新たな安定株主を見つけた企業もあった。商用車大手のマン (MAN) は金融機関による保有株式の売却を機に、多角化していた事業の再編を実施し、主力の商用車事業でスウェーデンのライバル会社スカニア (Scania) 買収を試みた。しかしながらスカニアの株主であるドイツの大手自動車メーカー、フォルクスワーゲン (Volkswagen) の合意を得られず、逆にフォルクスワーゲンに発行済み株式の約30%を取得された。結果的にフォルクスワーゲンを新たな安定株主としたマンはその後フォルクスワーゲンのブラジル商用車事業を取得し、フォルクスワーゲンの影響下で海外事業の強化を図る格好になっている。

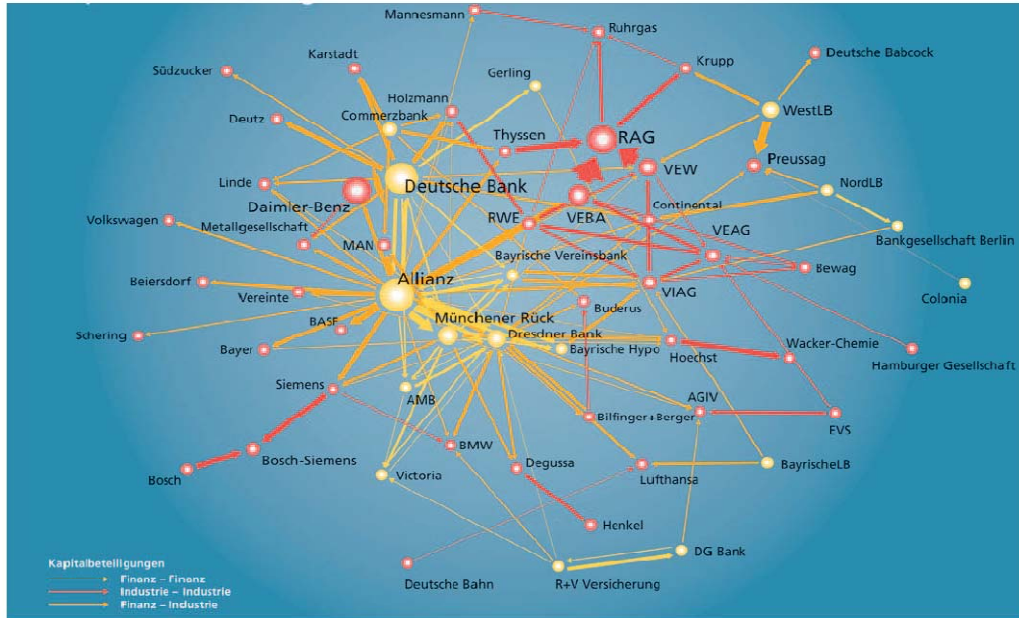
V. 終わりに

本稿で紹介したように、90年代後半の事業戦略の見直しに伴ってドイツの大手金融機関の株式保有戦略は変化し、株式の売却が進んだ。図表6は、ドイツ独占委員会による国内売上上位100社の資本関係を図示し、2時点間で比較したものだが、この図表からも資本のネットワークにおける大手金融機関の存在感がかなり弱まっていることが見てとれる。確かに、保有株式売却益への非課税措置の導入、他国に先駆けたIFRSの導入、自社株買いの解禁など、金融機関の保有株式売却を後押しする制度的な要因もあった。しかし、例えば金融機関の株式保有残高は非課税措置が撤廃された後も依然として減少し続けており、90年代後半以降の保有株式の売却は、金融・資本市場のグローバル化や欧州市場統合の進展という中で、旧来の経営アプローチでは生き残れないという危機意識に裏打ちされたものだったと言ってよからう。

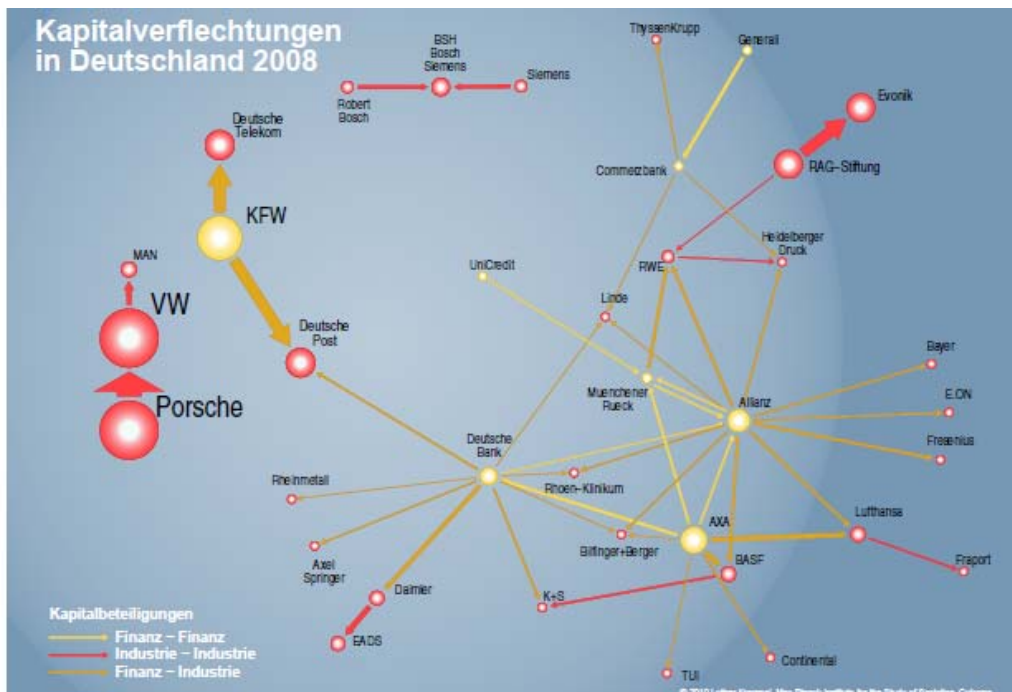
⁹ ドイツの経済情報誌 *manager-magazin.de* の2005年9月27日付記事。

図表 6 ドイツ主要企業の資本のネットワーク

1996年時点



2008年時点



(注) 黄色の丸印は金融機関、赤の丸印は事業会社を示している。矢印は黄色が金融機関間の出資関係、オレンジ色は金融機関と事業会社の出資関係、及び赤色は事業会社間の出資関係を表している。

丸印の大きさは出資件数の多さを示し、各矢印の太さは出資比率の度合いを示している。

(出所) マックスプランク社会研究所 (MPIfG) 資料より作成者の許可を得て転載