

ドイツ政府の金融機関救済策¹

齋田 温子

■ 要 約 ■

1. 金融危機が深刻化する中、ドイツ連邦政府は 2008 年 10 月に総額 5,000 億ユーロの金融市場安定化策を打ち出し、金融市場安定化基金（以下、安定化基金）を設立した。
2. ドイツの金融市場安定化策は、金融機関に対する資本注入、債券等への政府保証、リスク資産の引受けを柱としつつ、個人に対する預金全額保護や金融市場の監督機能改善、会計基準の変更等を含む包括的な内容となっている。
3. 国内第 3 位のドレスナー銀行との統合を発表した同第 2 位のコメルツ銀行は、安定化基金から総額 182 億ユーロの公的資本注入を受けた。その過程でコメルツ銀行が連邦政府に対し普通株を発行したため、連邦政府は統合後のコメルツ銀行の大株主となる。戦後初となる民間銀行の一部国有化という異例の措置がとられたにもかかわらず、統合後も予断を許さない状況が続くと見られる。
4. ドイツの金融市場安定化策を巡っては、2008 年 12 月中盤以降、リスク資産引受スキームの見直しを求める声があがっている。国内最大手のドイツ銀行をはじめ、国内金融機関の中には、不良資産買取銀行の設立を要請する動きもあり、今後の焦点の一つとなりそうである。

I 金融市場安定化策の概要

1. 金融市場安定化基金設立の経緯

2008 年 10 月 13 日にドイツ連邦政府は金融市場安定化法案を閣議決定した。同法案は 10 月 17 日に連邦議会及び連邦参議院で可決され、翌日施行された。更に 10 月 20 日には、金融市場安定化基金（以下、安定化基金）の運営と管理を行う金融市場安定化公社（以下、安定化公社）の設立を定めた法令（「金融市場安定化基金法実施法令」）が閣議決定され、安定化策実施のための法的基盤が整った。

この金融市場安定化策は、金融機関に対する資本注入、債券等への政府保証及びリスク資産の引受けを柱としつつ、個人に対する預金全額保護や金融市場の監督機能改善、会計

¹ 本稿は 2009 年 1 月 23 日時点の情報に基づく。

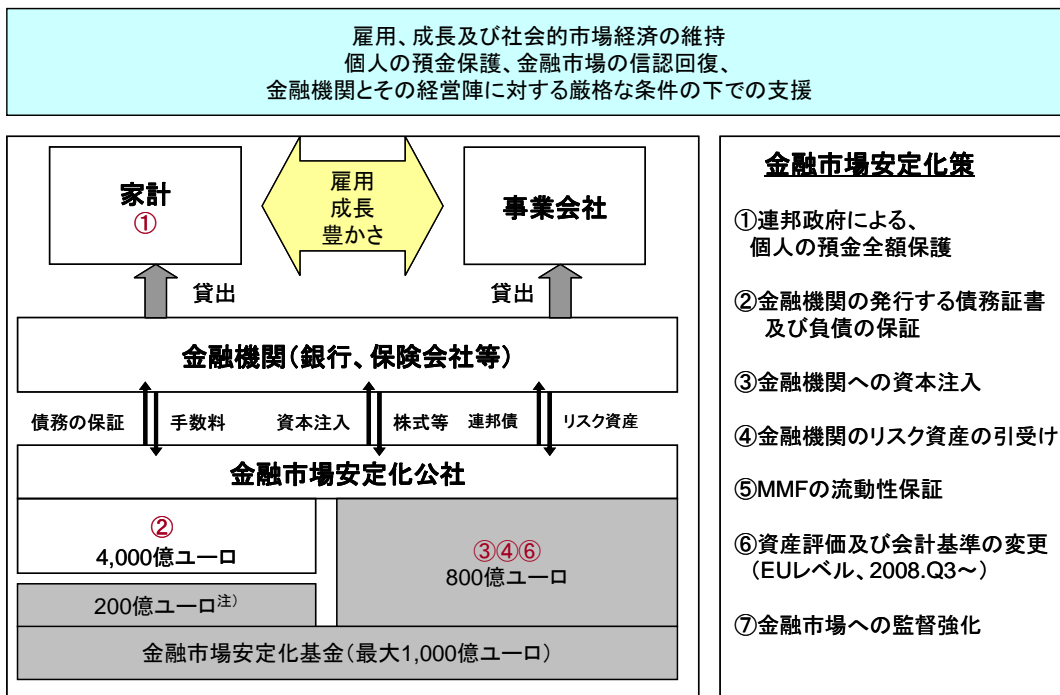
基準の変更等を含む包括的な内容となっている（図表1）。

安定化基金の適用対象は、外資系金融機関のドイツ子会社を含む、ドイツ国内の金融機関、すなわち銀行、保険会社、ペンションファンド²、資産運用会社、有価証券及び先物取引業者である。安定化基金の総額は5,000億ユーロで、その内訳は、4,000億ユーロが債務証券等の保証枠、800億ユーロが資本注入とリスク資産引受のための資金、そして残りの200億ユーロは4,000億ユーロの保証枠に対する準備金である³。

公的資本注入のための800億ユーロの負担割合を巡っては、法案が閣議決定された時点では、連邦政府が65%で州政府が残りの35%を引き受けるとされていたが、連邦政府が出資する金融機関への支援が含まれているなどの理由から州政府が難色を示したため、修正が加えられた。その結果、州政府の負担割合はそのままにしつつ、上限金額を77億ユーロと定めることとした。但し、連邦政府の出資する金融機関への支援は連邦政府が全額負担し、州立銀行への公的資本投入は全額、州政府が負担するとの条件が付け加えられた⁴。

資本注入資金と保証準備金の計1,000億ユーロは、連邦政府が資本市場で調達し、特別財産として新設された安定化基金に繰り入れられた。なお、この基金の管理・運営等を行

図表1 ドイツの金融市場安定化策



(注) 200億ユーロは保証総額(4,000億ユーロ)の5%相当の準備金。

(出所) 連邦政府及び連邦財務省資料より野村資本市場研究所作成

² ペンションファンド(Pensionsfonds)は、2001年に導入された企業年金制度の新たな形態。ドイツの企業年金制度には、内部留保型の引当金制度、保険契約型の直接保険制度、更には外部積立型の共済基金制度及び年金基金制度(Pensionskasse)がある。ペンションファンドは外部積立型で、支払い保証保険制度への加入が義務付けられている点、ユーロ圏内への資産配分の制約がない点などが特徴的である。

³ 準備金の額は、90年代のスウェーデンでの金融危機などを参考に、デフォルト率を5%として算出された。

⁴ 州政府の負担配分は各州の人口及びGNPをもとに算出される。

う機関として新たに安定化公社が設立された。安定化公社は連邦財務省が管轄し、運営は連邦財務省が任命した3名の委員により構成される運営委員会が行う。安定化公社の運営及び安定化基金に関する重要事項を決定するのは連邦財務省及び管理委員会である。管理委員会は首相府、財務省、法務省、経済技術省及び州政府の代表で構成され、ドイツ連邦銀行と安定化公社の運営委員会もオブザーバーとして参加する。

2. 金融機関救済スキームの概要

1) 公的資本注入

金融機関が公的資本注入を受ける場合、安定化基金を管理する安定化公社が当該金融機関の株式等（無議決権証券、普通株、及び参加証書等のハイブリット資本）を取得する。資本注入の額は個別金融機関の状況に応じ決定されるが、上限は原則として100億ユーロに設定されている。

資本注入を受けるこれらの金融機関に対しては、①2006年6月のEC指令（2006/48/EC）で規定されている金融機関の業務に関連したリスク⁵の縮小もしくは該当する業務からの撤退、②国内の実物経済、とりわけ中小企業からの資金需要に市場の平均的な条件で応じること、更には③経営陣の報酬を個人の業績、経済状況、組織の業績や将来性に見合った適切な水準に設定すること等の条件が課され、その詳細については個別の金融機関の状況に応じ、連邦議会の承認を得ずに連邦政府が設定することができる。

2) 債務証書及び負債に対する政府保証

4,000億ユーロの保証枠は金融機関の流動性不足解消と資本市場における資金調達の円滑化を目的としている。連邦政府は、法律が施行された2008年10月18日から2009年12月31日の間に、金融機関とそのSIVが発行する償還期間最長36ヶ月の債務証書及び負債に対して保証を行う。保証の有効期限は2012年12月31日に設定されている。なお、金融機関は未使用の保証枠に関しては、残高に対し年0.1%の手数料を支払う。他方、保証枠を活用して債券等を発行する場合、償還期間によって保証手数料が異なり、12ヶ月未満の場合には発行額に対し年0.5%だが、償還期間が12ヶ月を超えるものに関しては発行額に対し年0.948%の手数料が課される。

保証枠の上限は、各金融機関の自己資本の規模に応じ決定される。但し、政府保証を受けることができるのは、支払い能力のある金融機関のみである。すなわち、十分な自己資本を持たない金融機関は、保証と同時に公的資本注入の申請を行うことが条件とされている。

⁵ 同EC指令は、クレジット及びカウンター・パーティー・リスク、残余リスク、集中リスク、証券化リスク、マーケット・リスク、オペレーショナル・リスク、及び流動性リスクを規定したものである。

3) リスク資産の引受け

自己資本不足に陥っていないものの、債務証券等に対する保証のみでは不十分な金融機関への支援策として、安定化公社が金融機関の保有するリスク資産を引受けるスキームも用意された。引受けの対象となるのは、2008年10月13日までに金融機関が抱えたリスク資産、すなわち、有価証券、デリバティブ商品、融資の契約・保証での債権等であり、関連会社を含む1金融機関当たりの上限額は原則として50億ユーロに設定されている。

安定化公社は金融機関からリスク資産を直近の簿価（actual bookvalue）もしくはそれ以下の価格で引受け、引き換えに連邦債を金融機関に付与する。その際、安定化公社は基金のリファイナンスコストをカバーできる水準に設定された金利を金融機関から徴収し、リスクポジションを満期まで保有する。引き受けたリスク資産を金融機関が買戻す権利もしくは買取る義務については、当該金融機関との合意のもと、安定化公社が詳細を決定することができる。例えば、安定化公社がリスク資産を満期まで保有し、損失が生じた場合には、当該金融機関に補償を請求することができる。但し、金融機関はこの買取義務もしくは損失補填をバランスシートに計上する必要はない。

なお、2008年10月13日に連邦財務相が発表した資料によると、ドイツの法律に基づいて発行されたMMFの流動性保証にも基金が活用される。このスキームは、MMFからの資金流出を受けた緊急措置であり、金融機関が基金に担保を差し出し、期限付きでの流動性支援を受ける仕組みである⁶。

II 金融市場安定化策の発動と金融機関の反応

安定化基金による公的資本注入は強制的ではなく、あくまでも金融機関の申請に基づいて行われる。その際、連邦政府は公的資本を受ける金融機関に対し、中小企業融資の適切な実施を要求すると共に、経営陣に対しては、賞与等の手当てをすべて辞退するだけでなく、報酬を50万ユーロ以下に抑えるよう義務付けている⁷。こうした制約に加え、単独で支援を申請することによるマーケットの評価への懸念から、安定化基金設立当初は、金融機関の多くが救済措置の申請には後ろ向きであった。

その後、中間決算での大幅な業績悪化が明らかになるにつれ、国内第二位のコメルツ銀行、州立銀行大手のバイエルン州立銀行が公的資本と政府保証を受けることが決定し、他の大手州立銀行も相次いで政府保証を申請した（図表2）。

⁶ BMF, "Maßnahmenpaket zur Stabilisierung der Finanzmärkte und zur Vermeidung negativer Auswirkungen auf die Realwirtschaft", 10/13/2008

⁷ 金融市場安定化基金法施行法規命令第5条。

図表 2 主な金融機関の公的支援申請状況（2009年1月15日時点）

順位 ^注	銀行名	分類	公的資本 注入	政府保証	リスク 資産の 引受	内容
1	ドイツ銀行	民間銀行	×	×	×	普通株発行による22億ユーロの増資
2	新コメルツ銀行(仮称)	民間銀行	○	○	×	182億ユーロの公的資本注入、150億ユーロの政府保証枠
3	ヒュポ・フェラインス銀行	民間銀行	×	×	×	
4	バーデン・ビュルテンベルク州立銀行	州立銀行	×	○	×	州政府等の保有者による50億ユーロの資本注入、政府保証枠(最大200億ユーロを予定)
5	DZ銀行	信用協同組合	×	×	×	
6	バイエルンLB	州立銀行	○	○	×	100億ユーロの資本注入(連邦30億ユーロ、州政府70億ユーロ)、150億ユーロの政府保証枠
7	ヒュポ・リアルエステート・ホールディング	民間銀行	×	○	×	300億ユーロの政府保証枠(期限2009年4月15日)
8	ウェストLB	州立銀行	×	○	×	2008年11月3日に政府保証を申請
9	HSHノルト銀行	州立銀行	×	○	×	300億ユーロの政府保証枠(期限2009年4月15日)
10	ポストバンク	民間銀行	×	×	×	普通株発行による10億ユーロの増資(ドイツポスト等が引受)

(注) 2007年末時点の総資産額に基づく順位。

(出所) 各社資料により野村資本市場研究所作成

III コメルツ銀行の一部国有化

コメルツ銀行は2008年第3四半期業績が赤字となったことを受け、2008年11月3日に公的資本と新規発行債券等への政府保証を申請し、同年12月31日に82億ユーロの公的資本が注入された。

また、同行は2008年8月31日に発表したドレスナー銀行買収計画を前倒しして完了させ、新たな体制で金融危機を乗り切ろうとした⁸。しかしながら公的資本注入申請からわずか2ヶ月足らずの間に、金融市場の混乱は一層深まり、コメルツ銀行の2008年第4四半期業績は前期を大幅に上回る損失を計上する見通しが濃厚となった。

そのため、コメルツ銀行、政府の安定化基金及び将来の大株主であるアリアンツの三者が、統合後の新コメルツ銀行への救済策を協議した結果、2009年1月8日に、100億ユーロの追加的な公的資本注入が決定された。この100億ユーロのうち、82億ユーロは無議決権証券の発行による。残りの18億ユーロ分として、コメルツ銀行は議決権のある普通株約2.95億株を1株6ユーロで連邦政府に対し新規発行する。従って新コメルツ銀行の発行済み株式に占める連邦政府の保有比率は25%+1株となり、保有比率14%のアリア

⁸ コメルツ銀行とドレスナー銀行の親会社であるアリアンツとの協議の結果、金融危機を乗り切るには統合を可能な限り早急に完了させるべきとの判断から、統合完了時期を当初の2009年末から同年1月末へ大幅に前倒した。同時に、買収総額は当初の98億ユーロから51億ユーロに減額され、統合後の新コメルツ銀行へのアリアンツの出資比率も当初予定していた30%から18.4%まで引き下げられることとなった。なお、2008年8月31日時点のドレスナー銀行買収計画については、齋田温子「コメルツ銀行によるドレスナー銀行買収」『資本市場クォーターリー』2008年秋号を参照。

ンツ⁹を上回る大株主となる。

但し、多額の資本支援を受けたからといって、統合後の新コメルツ銀行における経営上の懸念がすべて払拭されたわけではない。

まず、新コメルツ銀行には既に多額の負担が待ち構えている。例えば、公的資本を受けの際に発行した無議決権証券の利払いである。コメルツ銀行は総額 182 億ユーロの公的資本のうち、164 億ユーロを無議決権証券で調達しており、このクーポンが年 9%であるため、年間 14.7 億ユーロの利払いが生じる。これに加え、ドレスナー銀行のレバレッジド・ローンの償却も不可避である。更に、中小企業向け融資で国内最大手となる新コメルツ銀行の融資残高は約 4,000 億ユーロあり、この大半が国内の自動車関連や工作機械メーカー向けである。今後、景気が一段と悪化すれば、これらの融資案件が不良債権化する恐れもある。

ドイツ国内では、過去何度も単独での生き残りが危ぶまれてきた民間銀行同士の統合に、連邦政府が総額 182 億ユーロの資本注入と一部国有化という、前例のない措置で救済の手を差し伸べたことに反発の声もある。

一方、ドイツ連邦財務相の報道官は、「連邦政府の株式保有は一部国有化ではなく、金融市場におけるドイツの重要なプレーヤーに対し、政府が負うべき責任を果たしたにすぎない」と述べ、コメルツ銀行救済の必要性を示唆した。またグロス連邦経済相は「追加的な公的資本注入により、コメルツ銀行の融資業務の改善が期待される」とコメントしている¹⁰。

コメルツ銀行は 2008 年度法人向け新規融資額が 430 億ユーロで国内最大手である。ま

図表 3 コメルツ銀行：一部国有化に至る経緯

年月日	決定事項	内容
2008.08.31	ドレスナー銀行買収発表。	・ 買収総額98億ユーロ、アリアンツが新コメルツ銀行の株式30%保有。 ・ 2009年末を目処に統合完了。
11.03	2008年第3四半期業績発表。	・ 純損失2.85億ユーロ(主な要因は、不動産金融子会社ユーロ・ヒュボの業績悪化)。
	公的資本注入と債務保証の申請。	・ 無議決権証券発行による82億ユーロの公的資本受取り。 ・ 150億ユーロの債務保証枠確保。
11.27	ドレスナー銀行統合計画の前倒し発表。	・ 買収総額を51億ユーロに引下げ。 ・ アリアンツの新コメルツ銀行への出資比率は15.4%に変更。 ・ 2009年1月末目処に統合完了。
12.19	公的資本注入と債務保証付与決定。	
12.31	82億ユーロの公的資本注入。	・ 自己資本比率(Tier1比率)が11.2%に上昇。
2009.01.08	2度目の公的資本注入決定。	・ 無議決権証券発行により82億ユーロ、普通株発行により18億ユーロの公的資本受入れ。 ・ 新コメルツ銀行の自己資本比率(Tier1比率)は10%程度。
	政府保証付債券発行。	・ 第1回目の公的資本申請時に確保した、150億ユーロの債務保証枠を活用。発行予定額は20億ユーロ程度であったが、これを大幅に上回る90億ユーロの応札があり、結果的に50億ユーロを調達。
1月末(予定)	新コメルツ銀行誕生。	・ 主要株主は連邦政府(25%+1株)とアリアンツ(14%)。

(出所) コメルツ銀行及びアリアンツ資料により野村資本市場研究所作成

⁹ コメルツ銀行に対する 2 度目の資本注入を巡る協議の結果、アリアンツはこれまでの統合計画に加え、ドレスナー銀行が保有する名目 20 億ユーロの CDO を 11 億ユーロで買取るほか、ドレスナー銀行が発行する無議決権証券を引受け、7.5 億ユーロの資本支援を行うことで合意した。

¹⁰ 2009 年 1 月 9 日付ハンデルス・ブラット紙。

た最初の公的資本注入では、中小企業向けに 25 億ユーロ超の新規融資の実施を約束している。すなわちドイツ政府にとって、コメルツ銀行は国内経済を支える中小企業への重要な資金供給のパイプであり、一部国有化は国内の実体経済への影響の大きさを考慮したうえででの措置ということになる¹¹。

IV 終わりに

ドイツでは公的資本注入に加え、政府保証枠を利用した債券発行による資金調達も活発化しつつある。2009 年 1 月 15 日時点で、主な金融機関のうち、6 行が政府保証枠を確保している。政府保証付き債券発行第 1 号はコメルツ銀行であり、2009 年 1 月 8 日に実施された。当初予定していた発行額は 20 億ユーロ程度であったが、これを大幅に上回る 90 億ユーロの応札があり、最終的に 50 億ユーロを調達した。また HSH ノルト銀行の政府保証付き債券にも同程度の応札があった。今後は、政府保証付き債券が金融機関にとって市場での重要な資金調達手段となると見られている。

他方、金融機関救済策の一つであるリスク資産引受スキームについては見直しの動きも出始めている。連邦政府が定めたリスク資産の引受上限額は 1 金融機関あたり 50 億ユーロだが、多くの金融機関は規模が小さすぎると見ており、新たなスキームとして不良資産買取銀行の設立を要請する声もある。シュタインブリュック財務相はこうした銀行の設立には否定的であるが、政府関係者の間では検討を進めるべきとの意見もある。

不良資産買取銀行の設立を最も強く要請しているとされるのが、ドイツ銀行のアカーマン CEO である。

ドイツ銀行は、連邦政府が安定化基金を立ち上げた当初から、市場での資本調達に固執し、公的資本の受け入れを一貫して否定し続けている。しかしながら市場関係者の間では、10 億ユーロの劣後コーラブル債の早期償還オプションを行使しないと発表したこと¹²や、予定されているポストバンク株式取得計画の見直し¹³などから、ドイツ銀行の資金繰りが相当程度悪化しているとの見方が強まっている。同行は更に、2009 年 1 月 14 日のプレス・リリースで、2008 年度第 4 四半期の税引き後損益が 48 億ユーロの赤字、2008 年通年でも 39 億ユーロの赤字となるとの見通しを示した。

ドイツの金融資本市場においては、公的資本注入を含めた、ドイツ銀行の動向が今後の一つの焦点となると思われる。

¹¹ 前掲注。なお、一部国有化にはこうした機能を持つ新コメルツ銀行への外資系企業による買取攻勢をかわす狙いがあるとの見方もある。

¹² “Deutsche Bank decides not to repay €1bn bond”, *FT.com*, 12.17.2008

¹³ ドイツ銀行はドイツポストが保有するポストバンク株 29.75%を 27.9 億ユーロの現金で取得する予定であった。新たなプランでは、ドイツ銀行がドイツポストに対し 5,000 万株 (11 億ユーロ) の株式を発行し、ドイツポストの保有するポストバンク株 22.9%を取得することとなった。これによりドイツポストはドイツ銀行の発行済み株式の 10%弱を保有する大株主となる。同時にドイツポストは 3 年以内にポストバンク株 27.4% (6,000 万株) と強制的に交換するオプションが付与された社債 27 億ユーロをドイツ銀行に対し発行する。2009 年 1 月 14 日付ドイツ銀行プレス・リリースより。