

ドイツの機関投資家と株式市場

飯 野 由美子

要 旨

1990年代後半にドイツの金融は、株式カルチャーの定着など戦後これまでにない大きな変化を遂げた。それについては個人の老齢保証を意識した金融資産形成の結果拡大した機関投資家の役割が大きい。

そこで、本稿では、まず機関投資家の資金運用を分析した。膨大な個人の資金を吸収した生命保険では、伝統的に債務証券貸付、記名債への運用が大きいが、近年、機関投資家向け投信（スペシャルファンド）が増加している。

では、それを受けた投信の資金運用はというと、1990年代末、劇的に株式、とくに外国株への投資比率が増加している。結局、投信の運用の株式化がポイントとなって機関投資家全体の株式保有全体に占める比率は1990年代急速に大きくなったのである。

この無視できなくなった機関投資家の株式保有がコーポレート・ガバナンスにおける機関投資家の役割増大をもたらしているかを、最後に検討した。検討資料となるアンケート調査は1990年代末の株高期を含んではいないが、結論としては、依然、機関投資家の経営への積極的関与姿勢は見られないものの、企業側は将来機関投資家との対立が増えると予想している。現状では、機関投資家は株主総会で議決権を自ら行使せず銀行が代理議決権行使しており、総会での発言も稀である。その代わり経営陣と頻繁に会談は行うが、そこで経営の方針に影響を与えるというよりは、経営陣・会社の質を見極め、悪ければ株を売却する姿勢をとっている。

補足的に、銀行の投信保有が1990年代顕著に増加していることを見た。この実態は、規制緩和が進んだとはいえ単独でリスク資産への投資をマネージすることが難しい小規模の貯蓄銀行、信用協同組合によるものが主体である。

目 次

I. ドイツの機関投資家の規模

II. 個人金融資産の長期動向

III. 機関投資家の資金運用

1. 生命保険

2. 銀行

3. 証券投信

IV. 機関投資家とコーポレート・ガバナンス

1. 機関投資家の比率

2. 企業への影響力

3. 機関投資家の市場行動

1990年代後半のドイツには、第2次大戦後の「ドイツ型資本主義」を土台から覆すような構造変化が起こり始めた。ドイツの金融も、1990年代後半、戦後これまでにない深く根本的な変化を起こし始めた。その本質は、資金調達・運用の証券化や企業・家計での株式カルチャーの定着などを内容とする「アメリカ化」とおさえることができる。本稿では、ドイツでこの間、この変化を背景に機関化が進んだのか、それはどういう要因によるのか、またどんな特徴を持ち、株式保有を通じてコーポレート・ガバナンスにどのような影響を与えるかという視点から、ドイツにおける機関投資家について論じることとする。

I. ドイツの機関投資家の規模

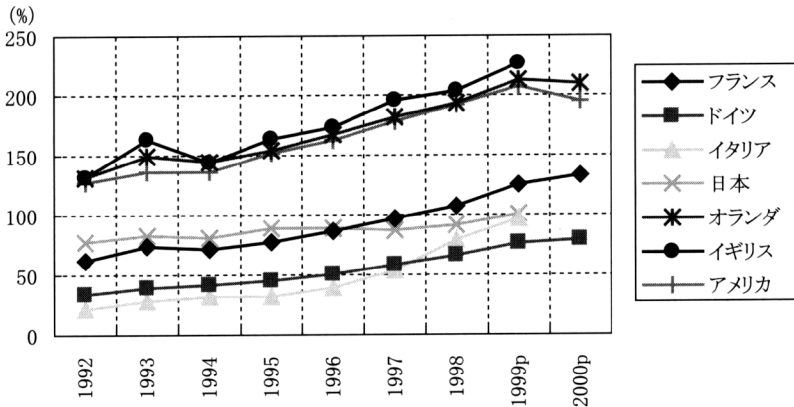
従来、ドイツの証券市場での機関投資家の位置づけは小さいと言われてきた。国際比較すると、絶対額でも対GDP比でも米英が他を圧倒しており、ヨーロッパ内ではドイツはイギリスの半分程度の規模しかない。その理由は、第1に、英米で機関投資家中大きな位置を占める年金は、ドイツでは、中心をなす公的年金制度が世代間契約に基づく賦課方式であり年金掛け金の積立・運用を伴う積立方式でないこと、第2に家計の貯蓄において従来銀行預金の比率が高く投資信託の比率は限定的だったことにある。

補足的にドイツの年金制度の概観を振り返っ

ておこう。ドイツの年金制度は3本の柱からなっている。第1の柱は公的年金制度、第2の柱は企業年金、第3の柱が個人年金である。年金制度には現役勤労者の年金掛け金負担によって退職者の年金受給を賄う動態年金と、現役中に掛け金をずっと積み立て退職後払い出される積立方式の2つがある。公的年金制度は、1957年年金法改正により賦課方式となっている。賦課方式であるから、限定的な準備金を除いては資金の蓄積は発生していない。公的年金（および公務員年金）、企業年金、個人年金（生命保険）のうち何が重要な役割を果たしているかを確認するため65歳以上世帯の所得源泉（1999年末）を見ると、公的年金59%、公務員年金（公務員付加年金含む）12%、企業年金5%、勤労所得8%、財産収入（生命保険、家賃収入など）11%¹⁾と、圧倒的に公的年金制度が重要性を持っている。

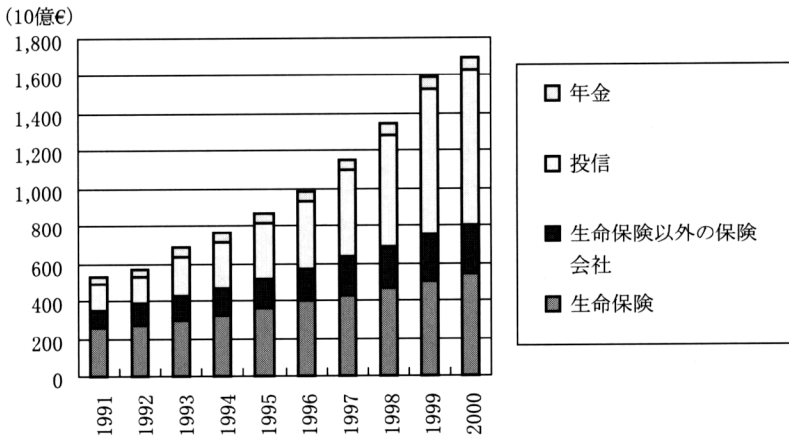
しかし、【図表1】でドイツのこの間の伸びを見れば、機関投資家資産の対GDP比は1992年の3割強から2000年の8割近くまで急伸していることがわかる。8割という数字から見れば、すでに機関投資家はドイツ国民経済の中で非常に大きな存在となったということができ、そのことは1990年代証券市場の変化のうちでも最重要の要素のひとつに数えられるといっていよう。機関投資家の比重増大傾向は世界全体で見られ、大雑把に言えば機関投資家の規模は90年代に対GDP比で倍以上に伸びている。

図表 1 機関投資家の規模各国比較（対 GDP）



〔出所〕 OECD, *Recent Trends: Institutional Investors Statistics*, (Financial Market Trends, No. 80), September 2001 (<http://www.oecd.org/pdf/M00019000/M00019853.pdf>)

図表 2 ドイツの機関投資家の構成（保険会社と投信残高）



〔出所〕 OECD, *Institutional Investors Statistical Yearbook*, 2001, p. 62-62

なかでも機関化現象が進んでいると言われるアメリカ、イギリス、そしてオランダなどでは、1990年代に機関投資家資産はGDPの2倍の規模に達している。このような世界的傾向としてみられる1990年代の機関投資家の比重増大は、世界的に同一の要因、つまり各経済部門における資金調達・運用の証券化と人口構成の高齢化とを背景に起こっているのである。

ドイツの機関投資家が1990年代のとくに半ば以降急成長した理由は、第1に、生命保険が個

人金融資産を吸収する最大の運用先として成長し続けていること、第2に、1990年代後半の株高を背景に、株式投信が劇的な成長を遂げたことにある。機関投資家の規模が大きい英米では年金資金の比重が大きい、ドイツでは年金資金の規模も対GDP比も国際比較してかなり小さい。そこで、ドイツの機関投資家の構成を見ると（【図表2】）、この間に急成長しているのが保険と投信であることが確認できる。

II. 個人金融資産の長期動向

1990年代におけるドイツ機関投資家の成長は、個人金融資産形成が保険、投信に大きく向かったことを反映している。1990年代にこのような現象が進行したというなら、それはどのような背景のもとに進んだのが問題となる。そこで以下、1990年代における個人金融資産形成の推移を概観しながら、それらを読み取っていく。

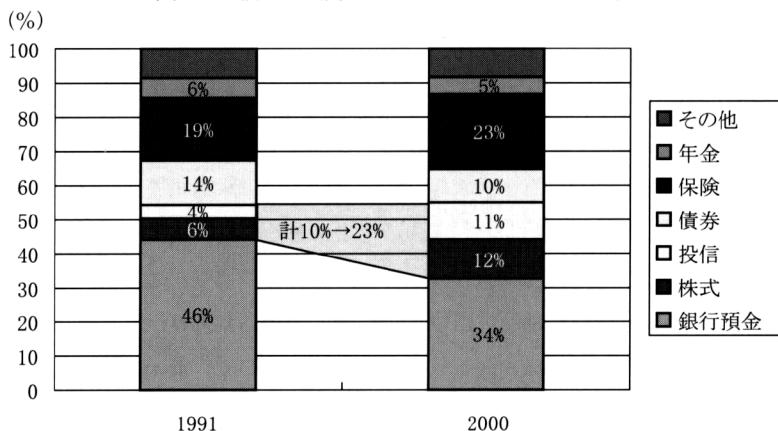
大きな個人金融資産形成の異変は1990年代後半にやって来る。それは、従来の貯蓄預金中心の貯蓄行動から直接・間接の株式保有の増加への変化である。個人の直接・間接の株式所有の比率（ストック）を見積もると、直接の株式保有と投信を通じた株式保有を加えても1991年には7%にも達しなかったものが、1999年、2000年には同じ数字が16-17%となり、戦後個人金融資産にしめる株式の比率が最も高く部門別で見ても個人持ち株比率が3割強と高かった1960年代の水準に肩を並べるようになったのであ

る。

個人部門の年々の直接株式取得+株式投信を通じた間接的株式取得（フロー）が全体の金融資産増に占めるシェアを見ると²⁾、ピークの2000年には、株式投信が約33%、株式の直接取得は約16%、合計すると49%にも達しているというのである。つまり、個人金融資産増の半分は株式関連で占められているということになる。同じ数値を例えば1991年でとると、株式投信が約0.8%、株式の直接取得は約0.2%、合計しても1%に満たない。

このディスインターミディエーションの様相を逆に預金シェア減少の点で長期に見ると、1970年の個人金融資産に占める銀行預金の比率は52%であるが、20年後の1990年にはまだ46%、しかし2000年では34%と1990年代に大幅に比率を下げている。またフローで銀行預金の個人金融資産増に占めるシェアをとると、例えば1991年にもなお約47%であったものが、2000年には約27%と流出に転じているのを見てもわかるように、1990年代には大きく預金離れが進んでいるのである。

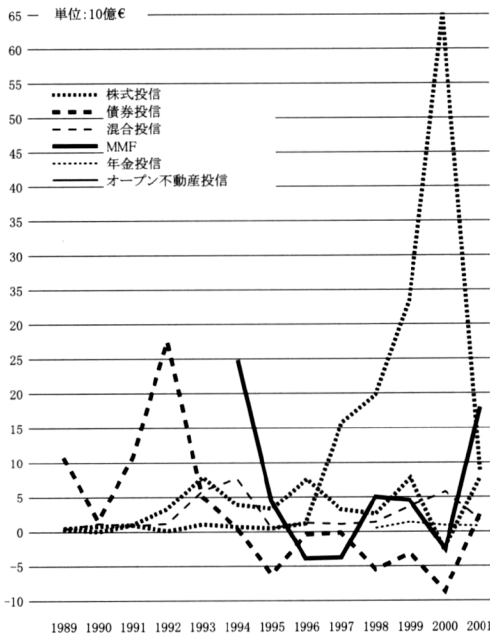
図表3 個人金融資産（ストック）（1991, 2000年）



(注) 上図「投信」は全種類の投信を含む。株式投信の比率推計は本文中のとおりである。

〔出所〕 DEUTSCHE BUNDESBANK, *Ergebnisse der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung für Deutschland 1991 bis 2000*

図表4 投信の内訳（フロー）



〔出所〕BVI BUNDESVERBAND DEUTSCHER INVESTMENT-GESELLSCHAFTEN E. V., *Investment 2001 Daten, Fakten, Entwicklungen* S.71

このように、個人金融資産での1990年代末における銀行預金から株式関連へのシフトは際だっている。つまり、個人金融資産の動向は、90年代顕著に間接金融から直接金融へ、言葉を換えればディスインターミディエーション、あるいはアメリカ化の傾向を示していたと言えよう。

個人の株式保有急増の背景には当然ながらアメリカ発の株式ブームがあるが³⁾、きっかけとしては、ドイツ・テレコムが民営化され、1997年11月に株式が売り出されたことが大きい。日本のNTT株公開による大衆株主数急増と似ていると言えよう。テレコム株公開の際には個人の応募は約200万人にも上った。個人への割り当てに特別の配慮を行った結果、計2億8,500万株が個人に割り当てられている⁴⁾。

この個人金融資産の株式シフトに大きく寄与

したのは、株主数・投信保有者数を見る限りにおいては投信であろう。「株式のみ所有」の人数は株高の急進した1997-2000年も329万人から346万人と意外に増えておらずその後バブル崩壊で減少したのに対し、「投信のみ所有」の人数は同期間、168万人から562万人に増加、2001年上期にはむしろ748万人に急増している。これを見ると、株式の普及という意味では、株式の直接取得ではなく株式投信を買うことによる間接的株式取得の役割が大きかった⁵⁾（もっとも保有額をストックで取ると株式直接保有の役割が圧倒的に大きい）。後述のようにドイツの投信には機関投資家向け投信（スペシャルファンド）と個人向け投信があるが、長くこの個人向け投信のほとんどを占めてきたのは債券投信であった。しかし、【図表4】に見るように、1997年以来爆発的に拡大し圧倒的比率を占めるようになったのは株式投信である。年々の増加だけでなく残高ベースでも2000年には2000億€を超え、個人向け投信残高の半分強を占めるに至った。

この爆発的な株式投信の伸びは、個人が少額の資金で、株高の恩恵を、プロのファンドマネージャーの投資判断による分散投資を行う投信のメリットを通じて採り入れようとした結果である。国内株の他にもヨーロッパ通貨統合による投資対象の拡大、アメリカ株式市場でのブームによる海外の株式投資の有利化、ベンチャー企業の株価高騰（特にこの時期バイオ関連企業の人気が高かった）があるが、個人にとって従来これらのような成長市場は縁遠い存在であり、このような市場にアクセスしてブームの恩恵にあずかることは投信を通じて初めて可能だったのである⁶⁾。

そしてこの個人向け投信の資金運用は、株式

投信の比率が爆発的に上昇したことを反映し、ピークの2000年の前後には、ストックでも40-50%が外国株、20%前後がドイツ株、合わせて株式比率は60%を超えていたのである⁷⁾。この変化のテンポは、後に見る機関投資家向け投信と比べてもはるかに急である。上で述べた海外の株式投資が重要であったことは、この運用比率を見ても明らかである。

Ⅲ. 機関投資家の資金運用

1. 生命保険

(1) 生命保険拡大の背景

生命保険は、個人の金融資産形成の中で1980年代以来一貫して比率を増大させ続けてきた。生命保険の拡大は、定期預金や株式、債券、投信など他の金融資産の場合とは異なり、株式相場の変動にも、また金利の変動にも影響されず、ほぼ直線的に伸び続けたのである。このように個人が生命保険を貯蓄対象として選ぶ理由は、以下の2点にある。

第1に、定年後払い出しを受け公的年金を補完する財産形成の手段として他に対応した金融商品が無く、長期契約の生命保険がほとんど唯一の選択肢であったことである。生命保険には貯蓄型の保険金一括払い養老保険、リスク保険、ファンド・リンク保険、年金保険、団体保険、付加保険などの種類があるが、なかでもストックで圧倒的に多いのは貯蓄型保険金一括払い養老保険生命保険であり、これが従来個人年金として利用されてきた。

第2に、老齢保障の一環として政府が生命保険の契約を行う個人に税制上の優遇を与えていることである。所得税法第10条には、保障費用

(Vorsorgeaufwendungen)に対する税制上の優遇規定がある。保障費用に含まれるのは、疾病保険・介護保険などの公的保険掛け金と公的年金掛け金、一定条件を満たす生命保険掛け金、自主的にかける追加的介護保険掛け金である。公的年金を除くと、所得税優遇の対象となりうる年金は生命保険しかなく、課税対象額から控除できるのは、それぞれ最高限度年額が2,610DM、全体で5,220DMとなっている。政府が生命保険に税制上の優遇を行う意味は、老齢保証の3本目の柱として、公的年金を補完する役割を担っていたからであるが、このような税制上の優遇がつけられたのは生命保険だけであったことから、他の老齢保証の意味を持つ金融商品との間に不平等が生じているとして問題となった⁸⁾。

このように生命保険の伸びは金利変動や株価変動などの要因に影響を受けにくく、過去20年以上にわたって平均を上回る直線的拡大を示している。その背景には、公的年金制度のみによって老齢保証を支える構造にもはや展望が無くなったという意味で戦後の「老齢保障の行き詰まり」という事情が反映されているのである。政府の側でも、公的年金の補完として保険を振興しているのであり、また家計の側でも、公的年金制度のみには依存できない老後の生活防衛のため、生命保険への運用という金融行動をとっているからである。

各国では、このような私的な老齢保証の制度としては、個人年金、企業年金の制度があり、これらが大きな規模に成長している。しかし、各国年金資産の規模、対GDP比(2000年)を比較すると、アメリカの資産規模7.21兆ドルを筆頭にヨーロッパではイギリスが1.28兆ドルなのに対してドイツは0.12兆ドルにとどまってい

る。対GDP比でも、スイスの134%、オランダの114%、イギリスの91%、アメリカの73%に比し、ドイツは7%にすぎない⁹⁾。このように、国際比較してドイツの年金資産は非常に小さいことがわかる。これは、前述のように年金制度の中軸が、金融資産の積立を伴わない賦課方式の公的年金であることから来ている。したがって、今までの所、ドイツの機関投資家のなかで年金基金が占める重要性は極めて低い。

アメリカやイギリスなどで私的な年金制度が発達したのとは対照的に、ドイツではその代わりに貯蓄型生命保険の保険金一括払い保険（養老保険の1形態で、満期になると保険金が1度に支払われる方式。保険金支払いが年金形式で行われる Rentenversicherung に対するもの）が発達したのである。

年金規模が小さいのに対応して、年金の機関投資家の中での比率も【図表2】のように小さい。OECDの統計¹⁰⁾から「独立の年金」つまり、公的年金以外の個人年金、企業年金の資金運用内訳を見ると、主たる運用先は、「手形・債券」そして「貸付」である。貸付が多いのは、ドイツの企業年金では自社貸付に回される部分が圧倒的に大きいことを反映している。従って、小さい残高から貸付分が引かれるため証券市場で運用される資金はさらに少なくなるのである。

（2）生命保険の資金運用

一方、生命保険がこうして集めた資金の運用は、40-45%程度¹¹⁾が債務証券貸付（以下、原語の Schuldscheindarlehen の省略としてSDと表記する）および記名債（ここでは記名債は証券の分類に入れられていない）、30-35%程度が証券となっている（→【図表5】）。債務証

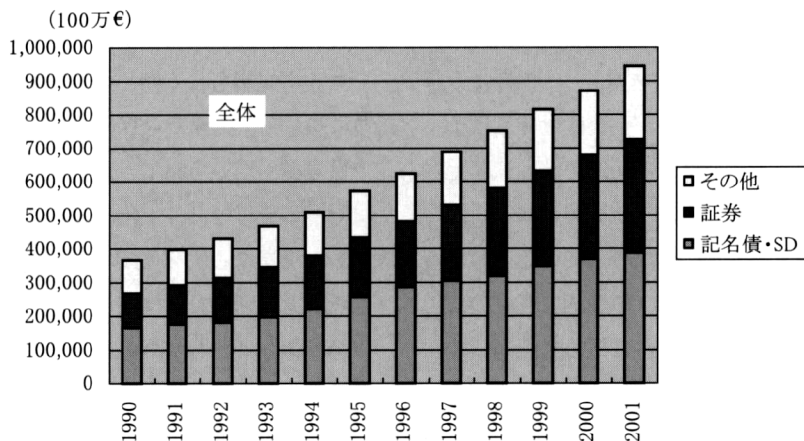
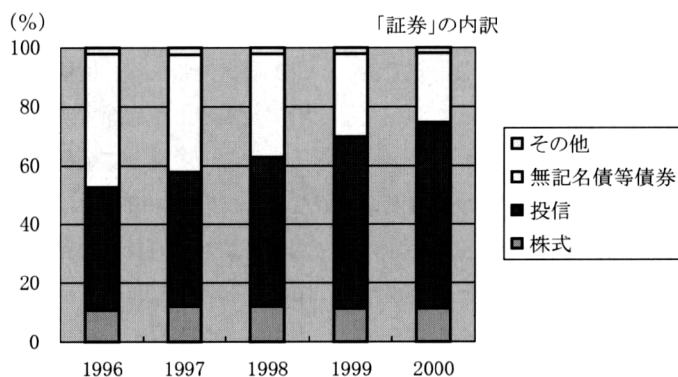
書貸付とは、債務の承認書発行をともなった大口貸付であるが、たいていは数回の譲渡が可能である。規制もなく発行コストも低く、買い持ちに適する。従来から保険会社の資金運用として最も多く用いられてきた。実態は政府・企業に対する貸付であり、内訳は不明だが、一般的にSD残高に占める対政府の比率は大きい。もっとも連邦の資金調達については1980年代末以降SDによるものから連邦債など債券の形への証券化が進んでいる¹²⁾。

記名債は、通常の債券とは異なり、保有者の名前でのみ有効な証券である。記名債は通常金融債であり、記名自治体債ないし記名抵当債券が多いと言われる。債権譲渡は可能だが、非上場で、帳簿上は額面で処理でき、低価格の対象とならない。従って金利上昇期も償却の必要はない¹³⁾。自治体債券とは、ランデスバンク、抵当銀行が対政府貸付を見合いに発行する金融債で、1990年代には、5億€以上と発行単位の大きいジャンボ自治体債券、海外機関投資家向けグローバル自治体債券が激増、ドイツ統一に伴う財政赤字ファイナンスに寄与したと共に、通貨統合によって一体化したヨーロッパ債券市場でベンチマークとしての地位を確立した¹⁴⁾。記名自治体債は、このジャンボ自治体債の記名債バージョンである。伝統的に保険会社の資金運用ではSDが最大項目であったが近年記名債の比率の方が上回っている。

SDや記名債は確かにドイツの企業金融の中では非常に大きく、広い意味で生命保険が資本市場でのプレゼンスを持つとは言えるが、今問題としている株式市場を通じたコーポレート・ガバナンスの変化を論じる上では視野からはずすことができる。

そこで保険会社の資金運用のうち証券につい

図表5 保険会社の資金運用

〔出所〕 DEUTSCHE BUNDESBANK, *Kapitalmarktstatistik* Juli 2002, S. 61

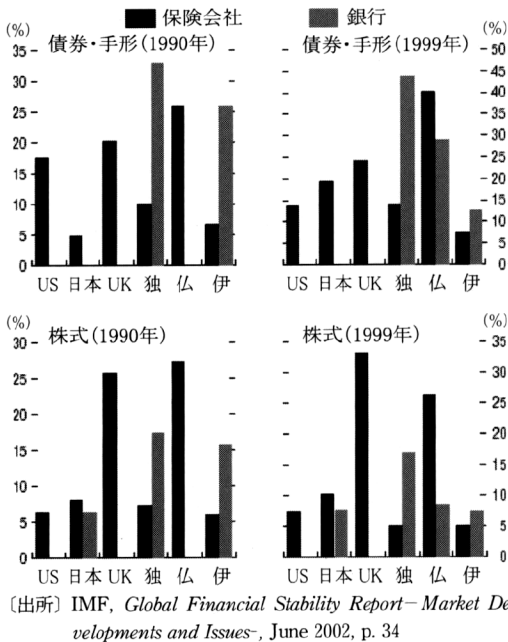
(注) 本表の合計は、出所の相違により左表の証券合計と一致しない

〔出所〕 GESAMTVERBAND DER DEUTSCHEN VERSICHERUNGSWIRTSCHAFT E.V., *Jahrbuch 2001 - Die deutsche Versicherungswirtschaft* (http://www.gdv.de/download/GDV_Jahrbuch_2001.pdf)

て概観するために、保険会社の債券、株式保有（ストック）がそれぞれ債券発行残高、株式発行残高に占める比率を国際比較すれば【図表6】に示されているように小さいものになっている。債券に関する投資家別保有シェア（保有額、ストック）の中での保険会社の割合は15%弱程度を推移しており、株式では、1960年代から1980年代前半では3-5%程度、1990年代通じて株高の時期も7%前後と国際比較すると小さい。OECD全体の保険資産にしめる国別シェアを見ると、筆頭のアメリカは46%、日本

が15%、イギリスが10%、ドイツはその次の5%となっている¹⁵⁾。各国の保険市場規模だけでなく、個々の保険会社の運用資産中それぞれ債券、株式が占める比率が相対的に小さいことから来ている。なお、「保険」には生命保険だけでなく民営年金保険（Pensions- und Sterbekassen）、民営疾病保険、損保、再保険も含まれるが、各保険の規模や性格から生命保険以外の保険は大規模な資金蓄積を伴わず、「保険会社」の分類項目のざっと6割弱は生命保険のものである。従って、この保険会社の数字が生命

図表6 保険会社と銀行の証券保有と市場規模の国際比較



保険の趨勢を表すと考えて大過ない。

生命保険運用資産のうちさらに証券への運用の内訳を見ると、株式の直接保有は証券資産全体の1割強程度と少なく、投信への運用が1990年代のうちに4割から6割程度へと急速に比率を伸ばしているのが際だっている。それに対して逆に債券は4割から2割程度に比率を低めている。保険会社の株式投資比率がなお小さい理由としては厳しい運用規制がよく挙げられる。

つまり、生命保険の運用規制が緩い英米と比較すると¹⁶⁾、アメリカやイギリスではブルーデントマン・ルールの要求は課されているものの株式投資制限については一部を除けばほとんど無いに等しいのに対し、ドイツは株式に関していえば上場株30%以内、非上場株10%以内、投信30%以内、不動産25%以内、貸付50%以内、投信30%以内、債券50%以内という投資制限が課されている。

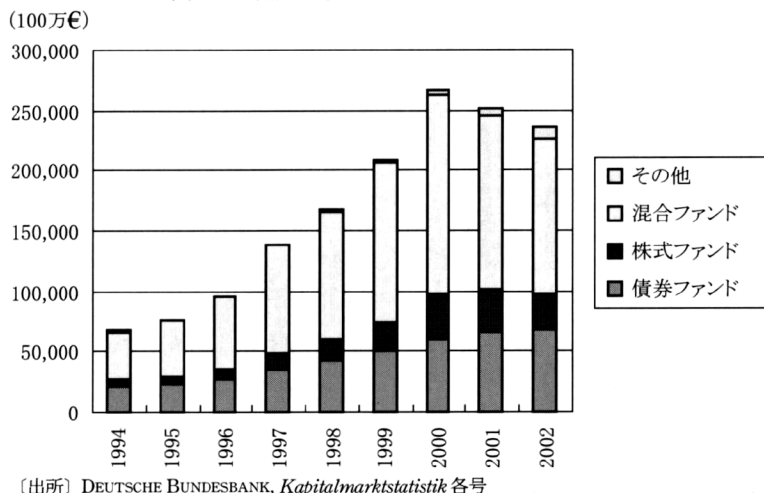
もっとも、投資規制がドイツの保険会社の株

式保有比率の低さを説明するかという点必ずしもそうは言えない。ドイツの生命保険の直接的株式投資比率だけ見れば簿価ベースではほぼ3-4%にしか達していないからである。つまり、直接的な株式保有は、規制いかに関わらず、別の理由で枠一杯は行っていないということになる。しかし、それでは1990年代末の株高の時期にも保険会社がそのメリットを生かさず「居眠り運用」していたかという点とも言えない。保険会社の株式保有比率は、後に見るように1990年代後半に激増した「スペシャルファンド」を通じての株式投資を勘定に入れば、比率はもっと多くなっているのである。そこでこれについて検討しよう。

「スペシャルファンド」とは、機関投資家向け投信である。これは個人向け投信とは異なり各投信会社が機関投資家との相対契約により投資のポリシーを決め運用を引き受けるというものである。このスペシャルファンドはドイツの保険や銀行、その他大口投資家の資金運用で最もポピュラーな資金運用対象となっている。また残高も非常に大きく、1990年代には毎年3割を超える急速な伸びを示している（後掲【図表10】参照）。そして、逆の面から見て、スペシャルファンドの圧倒的に最大(2002年末で約49%)¹⁷⁾の顧客は保険会社である。

保険会社のスペシャルファンド運用構成は、単独の数字としては公表されていないが、【図表7】この数字は保険と年金合計になっており、年金は小さいためこれがほぼ保険の動向を反映していると見ても大過ない。また、ここでスペシャルファンドを、「債券ファンド」「株式ファンド」「混合ファンド」の各投信種類に分類しているが、このうち債券ファンドと株式ファンドは、必ずしも100%を債券ないし株式

図表7 保険・年金スペシャルファンドの構成



に運用したものではなく、それぞれ債券あるいは株式を主体に構成したファンドという意味である。また、混合ファンドは、文字通り債券、株式に状況に応じて柔軟に運用しているため、その時々の内訳が不明である。

これらの制約を勘定に入れて、敢えて保険会社の株式投資の規模を大胆に見当付けようとするれば、以下のように推測できる。例として2001年末の保険会社による株式投資残高は、約332億€¹⁸⁾となっているが、スペシャルファンドを通じた保険会社・年金の株式ファンド残高は同年約345億€、混合ファンド残高は約1,436億€である。仮に株式ファンドが全て、そして混合ファンドの1/3が株式に運用されているとすれば（株式ファンドと債券ファンドの規模の比率は1:2であることから）、スペシャルファンドを通じた株式運用は800億€余りになる。それを前提とすれば、生命保険を通じた株式運用総額は、直接の株式運用として公表されている数字の倍から3倍程度になっているだろうと推測できる。

同様に、保険会社の債券投資について推計す

れば、2001年末の直接の債券投資は約692億€である。これに債券投信の668億€と混合ファンドの残る2/3を足した1,650億€程度が債券に運用されていると推測できる。いずれにせよ、直接の債券保有より、投信を通じた保有の方がずっと重要である。

また、同じ数字をもっと慎重に読み取ろうとすれば、株式ファンドの比率が株価上昇期に上がり、1994年の7%からピークの2000年には14%と倍増していること、それと反比例して、債券ファンドと混合ファンドの比率が落ちていること、「その他」の項目が伸び始めていることはたしかである。なお「その他」は、オープン不動産投信、マザーファンドであり、そのうちオープン不動産投信がほとんどである。

以上、ドイツの機関投資家の証券市場でのプレゼンスという視点から見てきた結果、保険会社は、投資の規模という点で直接的には株式市場においても債券市場においてもさして重要な意味を持たず、証券投資の半分は結局投信に運用され、投信を通じて証券市場に入っていることを考えると、投信の投資構成がすなわちドイ

ツの機関投資家の最終的資金運用構成の大勢を示すとみてよい。そこで、投信の資金運用構成については、3で検討することとしよう。

2. 銀行

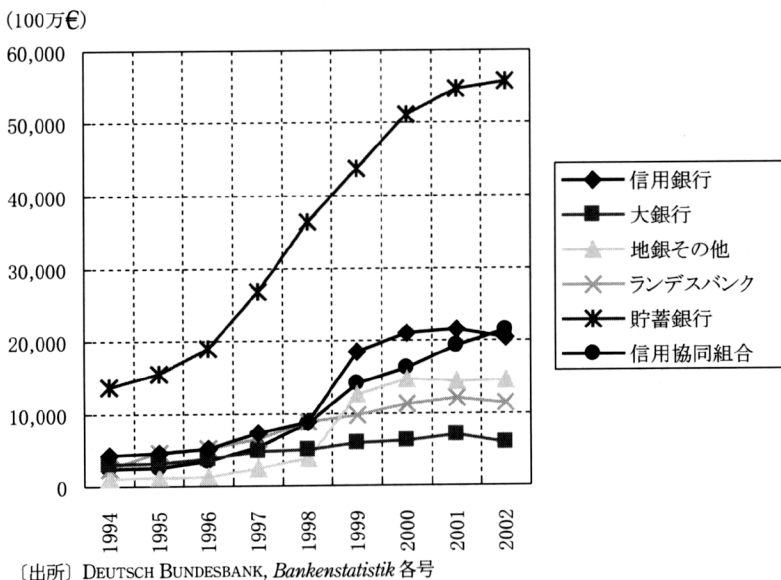
通常、銀行は機関投資家には含めない。しかし、近年、銀行の競争条件や業務の中心は、従来の預金受入－企業貸付というパターンからは次第に離れてきた。その中で、ドイツの銀行が保有する投信保有額増加が目立つようになってきている。そこで、銀行の投信保有の動向を銀行種類ごとに追ってみよう。

統計のとれる1994年以降、銀行全体の証券保有総額に占める投信の比率（残高ベース）は、当初の4%から1990年代末には10%前後に拡大し、ピークの1999年には13%にも達している。これは、2002年についてだけ見ると、バランスシート総額の約2%程度、量的見当を付けるため比べてみれば、銀行の対企業貸付の1割強、対製造業貸付の8割近くに相当する。

しかし、この銀行による投信保有の拡大を銀行種類別に見ていくと、【図表8】に現れているように拡大の規模やテンポには大きな差があることがわかる。

これは、各銀行種類ごとの証券保有に占める投信の比率を見るとより明瞭になる。大幅に上昇しているのは「貯蓄銀行」と「信用協同組合」、そして1999年までは「地銀その他」であり、「大銀行」は漸増程度である。その理由は、それぞれの銀行種類による投信を介さない証券保有の動向にある。大銀行ではこの間に証券保有を約4倍に増やしているのに対し、株式への運用が規制によりごく限界的である¹⁹⁾貯蓄銀行や信用協同組合では直接の証券保有がほとんど伸びていないからである。その代わりにこれら投信保有を増やすことによって、利益を高めようとしたと考えられる²⁰⁾。また、貯蓄銀行や信用協同組合は各市町村内が営業範囲となっており、全国合計では多くの機関数・資金量となるものの個々の機関の規模は小さく、個々の

図表8 銀行の投信保有（各年末残高）



機関に専門のファンドマネージャーがそれぞれ張り付いて資金運用業務を行う合理性は小さいと考えられる。

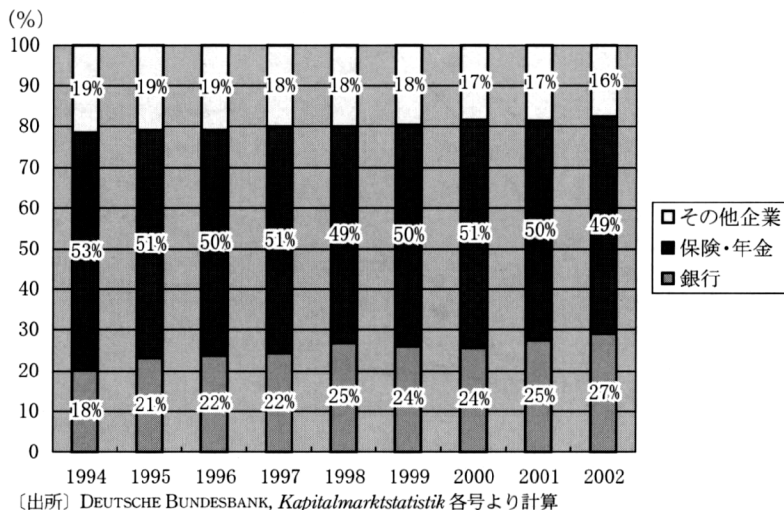
しかし、系統金融機関である貯蓄銀行・ランデスバンクグループには最上部機関として“DekaBank”がある。Deka Bank はかつての上部機関“Deutsche Girozentrale - Deutsche Kommunalbank”と有DekaBank が1999年初に合併して出来たホールセールバンク兼投信（公法上の法人）であり、投信資産は1,310億€, 個人投信でのシェア20%と国内個人向け投信ではトップシェアを持っている。このDeka Bank 子会社の投信 Deka Investmentfonds がグループのポートフォリオ投資のアウトソースを受けているものと推測できる。

貯蓄銀行や信用協同組合と並んで、量的には小さいものの信用銀行も、株式や債券に対するポートフォリオ投資の場合、一種のアウトソーシングを行っていると考えられる。その根拠は以下の通りである。銀行の証券保有は、株式については資本参加の目的で保有して

いる場合、そしてポートフォリオ投資の目的で保有している場合がある。債券については、系列金融機関の金融債保有等（例えば貯蓄銀行によるランデスバンク発行の自治体債券等保有）は長期保有となろうが、ポートフォリオ投資の場合は入れ替え率が高くなる。ポートフォリオ投資の場合については、株式も債券も、1) 銘柄は分散し、2) 入れ替え率は高くなるから、資産管理業務は煩些となる。そこで、この業務を銀行本体がファンドマネージャーを投入して直接行うより、傘下のスペシャルファンドのファンドマネージャーに委ねることによって、一種の規模の利益が生まれる。とくに貯蓄銀行や信用協同組合では単体の経営規模が小さいので、この効果は大きいと考えられる。

しかし、2000年に入って株高という条件が崩れ、不動産価格下落の影響が忍び寄るようになると、ドイツの銀行業界は「日本病」（金融危機）にかかったと言われるようになった。この中で株安や不良債権によって銀行収益が著しく縮小すると、銀行の証券保有も縮小する一方、

図表9 投信保有の投資家別シェア（スペシャルファンド全体）
投資家別シェア（スペシャルファンド計）



銀行は本体の行っていた業務をますますアウトソースするなど、合理化・コスト削減に努力する。銀行保有投信が銀行保有証券総額に占める比率を計算すると、1990年代末に直接の証券保有を拡大した大銀行では94年の8%程度から2002年の4%程度へ下がっているが、貯蓄銀行は同期間に7%から23%へ、信用協同組合でも3%から19%へ大幅に上昇している。「バブル崩壊」にもかかわらず著しく下がらないのは、分母となる銀行の直接証券保有の縮小によるだけでなく、このような状況の中で、資産管理の合理化もますます進んでいることの反映であると考えられる。

そこで、投信保有全体に占める投資家別シェアでの銀行の比率を【図表9】によって見ると、その比率は株高の時期、バブル崩壊時期通して高まっており、1994年の18%から2002年には27%にも上っている。なかでも債券投信では、2002年の銀行シェアが36%と、保険・年金の45%に迫っている程である。従来からスペシャルファンドの圧倒的最大の顧客は保険会社であると言われてきたが、銀行がこの保険会社と市場を二分するほど拡大してきたのである。

3. 証券投信

以上、個人の資金、生命保険の資金運用、そして銀行の資金までもが投信に流入するようになり間接的株式投資を担っている構造があることを見てきた（なお、投信には大きく分けてMMF、証券投信、不動産投信があるが、ここで対象としているのは証券投信である）。そこで機関投資家向け投信であるスペシャルファンドの動向を追ってみよう。【図表10】に示されているように、1990年代後半のスペシャルファンドの上昇はとりわけ鋭い。ではこれほど急速

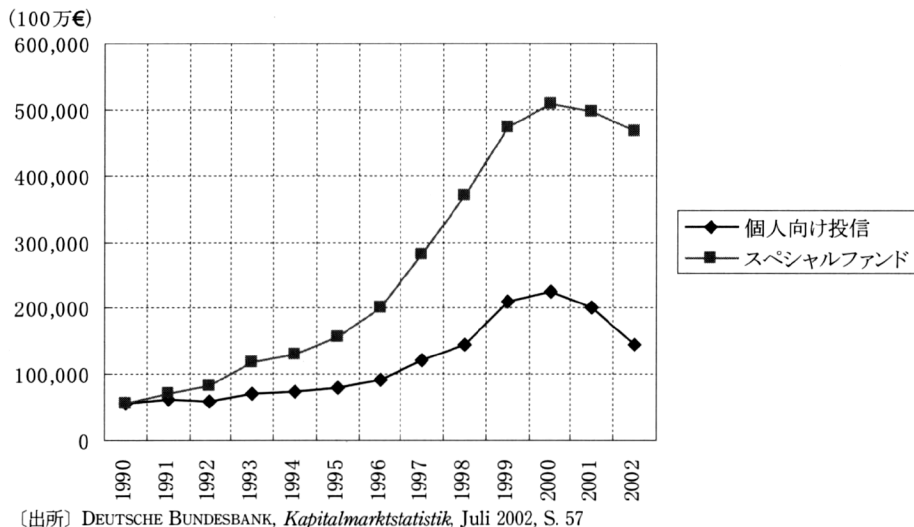
に拡大したスペシャルファンド資金はどの対象に投資されたかを見ると、1990年代後半に顕著な変化があることがわかる（【図表11】参照）。それは、株式への投資比率の激増であり、とくに外国株への投資増加が著しいことが目立っている。90年代前半では、運用資産の半分強がドイツ債券であったのに対しドイツ株式は2割、外国株は1割に満たなかった。ところが、1999-2000年には、内国株、外国株への投資を合わせると5割に迫り、その2/3〜3/4を外国株が占めているのである。

スペシャルファンドの運用において外国株投資の比率が大きい理由は、第1に、アメリカ株式市場の投資収益率が大きいことにあると考えてよいだろう。そして第2に、ヨーロッパ通貨統合が1999年に開始したことから、ユーロ域株式への投資も増えていることが推測できる。

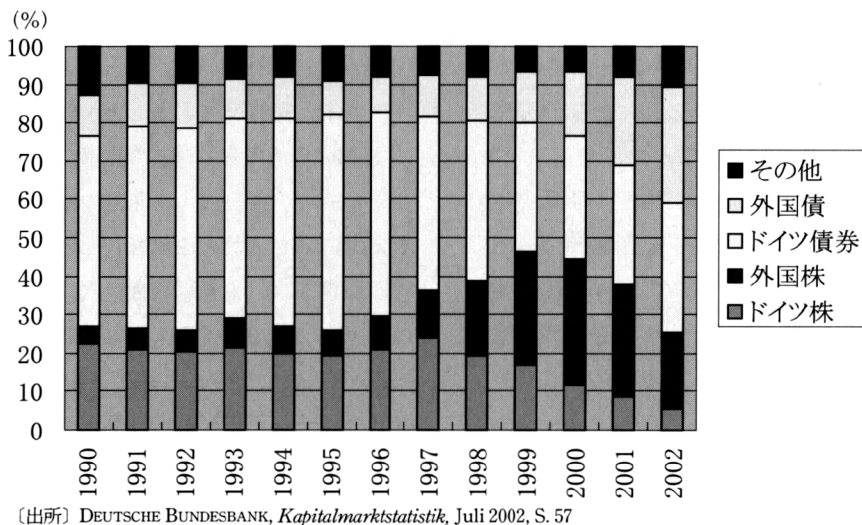
投信の運用内容で株式の比率が多いことを確認したので、今一度、ドイツの機関投資家が株式市場に占める比率を見直してみよう。運用業務上密接に関連した保険会社とスペシャルファンドの株式投資、そしてそれに個人向け投信による株式投資を加えた数字（資金循環勘定より）を見ると（【図表12】）様相は異なる。個人向け投信とスペシャルファンドを合わせた投信全体の株式投資は、ピークの2000年には株式市場全体の約2割に、そして保険会社も加えると約3割を窺う規模に達している。この数字は、1991年のそれぞれ6%、12%と比較すると格段の成長といえよう。その間、個人の比率、そして企業の比率はそれぞれ減少しているから、かなり大雑把にまとめれば、個人、企業の株式へのポートフォリオ投資は機関投資家を通じての株式投資に置き換わったとも表現できよう。

このように、投信は、Ⅱで見た個人向け投信

図表10 スペシャルファンド残高の伸び



図表11 スペシャルファンド資金運用内訳

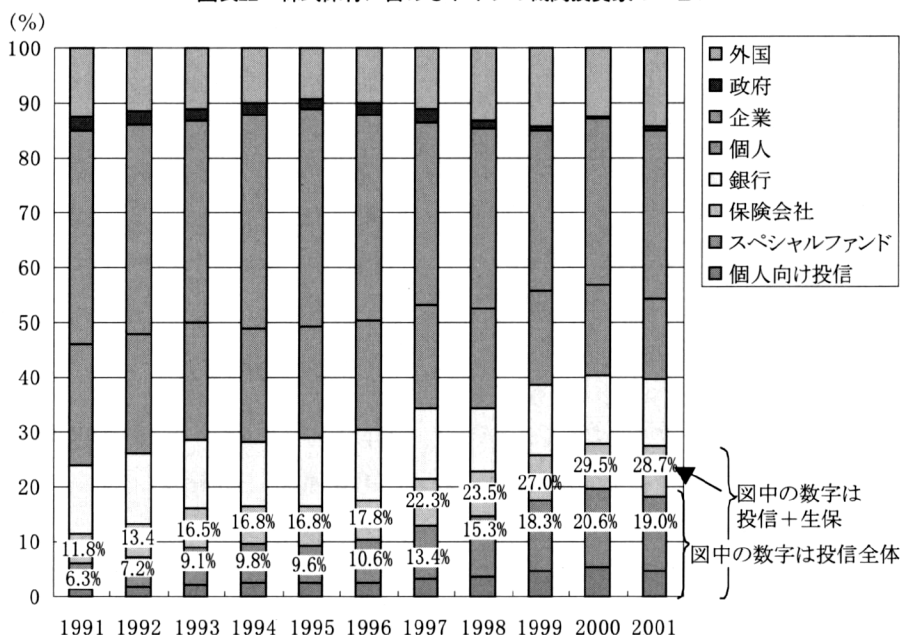


においても、また、機関投資家向けスペシャルファンドにおいても、1990年代後半、著しく株式への傾斜を示し、株式市場での機関投資家としてのプレゼンスを高めた。これが意味することは、個人の長期資金流入の結果としても、また保険会社のような他の機関投資家からの資金流入の結果としても、結局の所投信に資金が集中する構造になっているということであり、ま

たその資金が内外株式に集中する傾向があったということである。

ただし、機関投資家全体が証券市場の各セグメントに占める比率を OECD 統計²¹⁾ によって見ると、国内債券発行残高に占める投信の保有比率は7%に過ぎないし、国内株式(時価)では4%にしか達していない。しかし外国証券に目を移してみれば、機関投資家のシェアは外国

図表12 株式保有に占めるドイツの機関投資家のシェア



〔出所〕 DEUTSCHES AKTIENINSTITUT, E. V., *DAI-Factbook*, Feb. 2003, S. 08. 1-3. 原資料は, DEUTSCHE BUNDESBANK, *Ergebnisse der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung für Deutschland* および *Kapitalmarktstatistik*. Beiheft 2 zum Monatsbericht

債保有で4割前後、外国株では5割に達しており、その中で投信が占めている部分が圧倒的に大きい。年金は、企業年金で自社貸付の部分が大きいのを反映し、証券市場での比率はそれぞれゼロに近く、金融資産全体に占める比率でも、各年で0.5%周辺に位置している。金融資産全体での機関投資家の比率を100とすると、年金の比率は1992年にも8%にしかっていないが、投信ブーム等により機関投資家の証券保有が増えている中でますます比率を下げ、1999年には4%と半分に縮小してしまっている。

これら機関投資家に集まる長期の資金の大きな部分は生命保険のように伝統的に私的な老齢保証を担うものであり、制度の中では今後ますますその色彩を強めつつある。1998年の第3次資本市場振興法では年金投信²²⁾が創設され、そして2001年年金改革で個人年金・企業年金に財

政による奨励金加算や税制上の優遇が付けられる²³⁾と、2002年初よりこの制度に対応した年金商品（一括して「リースター年金」と呼ぶ）の募集が投信業界でも生命保険業界でも開始された²⁴⁾。

つまり、弱体化した公的年金の補完を動機とした私的な老齢保証の強化をインパクトとして、投信が資本市場に大きな影響を与えるようになって来ている構造があると言える。

IV. 機関投資家とコーポレート・ガバナンス

Ⅲで、各機関投資家の証券市場の中における位置づけを見てきたが、機関投資家が証券保有することを通じて、発行企業にはどの程度の影響力を与えているのだろうか。これについて

は、伝統的にはドイツの機関投資家の影響力はアングロサクソンに比べてずっと小さく、ドイツのコーポレート・ガバナンスでは、ユニバーサルバンクの影響力、そして権限が大きい監査役会での従業員代表メンバーの影響力が大きいことが特徴であると言われてきた²⁵⁾。ここでは、ドイツのコーポレート・ガバナンスを語る時にほとんど登場することがなかった機関投資家が、現実にはどのような形で企業の経営に影響力を及ぼしているのかを見る。

この問題について行われた実態調査がある²⁶⁾。アンケート調査は1997年第4四半期に機関投資家側、企業側双方に対して行われている。しかしこの時期は株高の開始期には当たっているものの、その後2000年春に至るまでの急騰期を含んでいない。この間にドイツのコーポレート・ガバナンスも変化したことが想像できるため、この資料からは必ずしも的確な結果を導くことはできない。しかし、調査結果からはすでにかなり明確な方向性が出てきているように見えるので、以下、この調査から、重要と思われる点をピックアップし、整理してみよう。

1. 機関投資家の比率

ここまで見てきた全体的数字による概観とは異なり、この調査では、50-100件程度のサンプルからで各社ごとの企業の規模や上場形態等によって分けた分析をしている。これによると、企業の規模が大きくなるほど株式を投信によって保有されている比率は高くなり、DAX銘柄の企業（以下DAX企業と表記）では51%、ミドルクラス銘柄のMDAX上場企業では34%、廃止が決まった新興企業向けセグメントのノイアマルクト上場企業では23%と高い数字になっている。

外国株主が占める比率も高く、DAX企業では34%、MDAX上場企業27%、ノイアマルクト12%に達している。この外国株主のほとんどは機関投資家であり、ドイツの大企業の多くは、アングロサクソン企業が直面していると同様の投資家グループによる要求（“Shareholder Activism”）を受けているとの推測が示されている。

2. 企業への影響力

機関投資家の企業への影響力行使のルートとしては、通常、株主総会での提案や議決権行使が考えられる。しかし調査によると現実には過去1年間に株主総会で提案をしたことの無い企業は全体の8割を占め、議決権を自ら行使したことの無い企業は38%にしかなかった。常に議決権行使すると答えた企業の比率は逆に10%に留まっている。自ら行使しない場合の議決権は89%が国内金融機関に代理行使させている。過去1年間株主総会で1度も発言したことの無い機関投資家は78%である。つまり、機関投資家のほとんどは株主総会では個人株主のようなサイレントメンバーにとどまっているということを示している。

では、機関投資家は企業へ影響力を行使しないかという点、そうではない。影響力行使のルートは、経営陣との個人的話し合いによるものがほとんどである。過去1年間で1度も話し合いをしたことがない比率は17%に留まり、1-10回が最も多く31%、100回以上話し合いの場を持っている機関投資家は8%もある。その時のテーマは、多い順に、増減資（Kapitalmaßnahmen）、株主価値の向上、IR政策、株価の動向となっている。この点についても、企業規模と話し合い回数との間には密接な関係があ

り、DAX 企業については過去 1 年間で 50 回以上が圧倒的に大きく、企業規模が小さくなるにつれ回数は下がる。しかし、機関投資家側が対象企業の株を保有するための規準として重要と考えているポイントとして、「明確な戦略があるかどうか」(98%)、「マネジメントの質」(98%)、「透明な会計」(89%)、「株価動向」(81%)などが上位を占めていることからすれば、むしろ、経営陣との接触機会から会社の質、経営陣の質を見極め、悪ければその企業の株式を「売却する」とのスタンスが読み取れる。

投資に当たって、対象企業に影響力を及ぼせるかどうか投資決定要因となるかについては、「全くならない」との回答が 30%、「影響力行使はそもそも不可能」との回答が 20%、合わせて半分を占めている。この点を常にチェックして投資しているのは 9%に留まった。

上に挙げたようなルートを通じてコーポレート・ガバナンスをめぐる対立が高まるかについて、企業側では 67%が「高まる」と答えており、一定程度の危機感があるのに対し、機関投資家側で「高まる」と答えたのは 33%に留まっている。この落差の背景には、欧州通貨統合によりますます多くの外国機関投資家が株式を取得したことがある。逆に機関投資家側としては、企業と対立してまで影響力を貫くというよりは、むしろ不満のある企業の株式は売却してしまうとのスタンスに立っている。この点についての調査では、機関投資家側の投資対象選別基準を企業が満たしていない場合どうするかとの問いに対する回答で 33%と最も多かったのは、「株式売却」となっている。

3. 機関投資家の市場行動

機関投資家の取引実態に関する調査として

は、機関投資家の平均保有期間、入れ替え率、取引ロットに関する点について行われている。

平均保有期間は、DAX30銘柄で 16.2 ヶ月、MDAX 銘柄で 15.6 ヶ月、その他のドイツ株では 17.6 ヶ月となっている。入れ替え率の高さは、企業規模も大きく投信の投資比率が高い企業では平均 5 回弱と高く、規模が小さく投信の投資比率が低い企業では平均 0.3%と低い。別の調査では、機関投資家の種類ごとのポートフォリオ年間入れ替え率を出しており、保険、年金などリスクを余りとらない機関投資家では 20 - 30%、投信や大企業など利回り志向(chancenorientiert)の機関投資家では 50 - 150%、ヘッジファンドなどの場合は 600%にも上ることがあるという²⁷⁾。1 回のトランザクションでの取引ロットは、DAX30銘柄では 560 万 DM、MDAX 銘柄では 260 万 DM、その他のドイツ株では 180 DM 程度と回答している。これを別資料で株数ベースで見れば、ラージキャップの場合 12.5 万株程度で、その銘柄の 1 日平均出来高と同額か 1.5 倍程度、総額は 1000 億€, スモールキャップの場合は 5 万株、総額は 350 億€となり、1 日平均出来高の何倍にも上るという²⁸⁾。

このような大規模な売買を取引所で行えば、株価には決定的影響が及ぶだろうが、ドイツの機関投資家は通常取引所での売買を行わない。従来から取引所集中義務(Börsenzwang)は顧客からの明瞭な指示があった場合は守らなくてもよいようになっており銀行による私的な付け合わせが多かったと言われている。ドイツの機関投資家は、推計で 3 億€/年のセールスコミッションをポートフォリオ入れ替えのために支出している。これは巨額のコストであるから、機関投資家は費用節約のため取引所も使わ

ないし、場外取引でのブローカーすらも使わないこともあるという。ブローカーを使わずに相方が見つけられる程の力を背景にして、機関投資家はますます金融機関に対するマージン縮小への圧力をかけるのである。であるから、機関投資家を対象とした売買業務では、マージンは極限まで下がっており、ドイツの株式市場の平均的スプレッドは20-30ベシスポイントであるのに対し、機関投資家では7-10ベシスポイントにしかない。その中でも有力機関投資家顧客の場合には1-2ベシスポイントしかとらないという²⁹⁾。

伝統的にドイツの機関投資家は満期まで保有する買い持ちが多かったと言われているが、投信のシェアが高くなったことも併せ、伝統的機関投資家の行動が近年変わってきていることが浮かび上がってくる。

以上、本稿の道筋は、次のようにまとめることができる。つまり、1990年代後半のドイツの金融における根本的な変化の背景の1つに、ドイツ老齢保障制度の実質的民営化と株式市場への依存があった。その内容を具体的に見ると、個人の老齢保障の柱となる生命保険では、資金が機関投資家向け投信に多く運用され、また個人の直接の資産形成においても、今後は制度改正によって老齢保証の担い手の1つとなる投信の役割がすでに株高によって急激に高まっていたが、この投信の運用先は、1990年代末に劇的に株式にシフトしている。以上のような変化は、資金調達・運用の証券化・株式化を内容とする「アメリカ化」にはかならなかった。

コーポレート・ガバナンスの面では、機関投資家は企業の株主構成の中で大きな比率を占めるようになったもののまだ企業への影響力を積極的には及ぼしていない。また株式の売買規模

はドイツ市場の規模に比し極めて大きいものだが、場外取引が多いため取引所価格形成への影響は小さいと考えられる。しかし、欧州通貨統合による外国機関投資家比率増大から、企業側は次第に機関投資家の発言力拡大を予想せざるを得なくなってきたのである。

これらの状況は、ドイツの株式市場も1990年代を通じて次第に厚みを増し、内外機関投資家がそこで大きな比率を占めるアングロサクソンの構造に変化しつつあることを示していると言えよう。

注

- 1) DEUTSCHER BUNDESTAG, *Drucksache* 14/7640 (23. 11. 2001). „Unterrichtung durch die Bundesregierung Alterssicherungsbericht 2001 Ergänzender Bericht der Bundesregierung zum Rentenversicherungsbericht 2001 über die Leistungen der ganz oder teilweise öffentlich finanzierten Alterssicherungssysteme, deren Finanzierung, die Einkommenssituation der Leistungsbezieher und das Zusammentreffen von Leistungen der Alterssicherungssysteme gemäß § 154 Abs. 3 SGB VI, S. 97 und 198“ (<http://dip.bundestag.de/btd/14/076/1407640.pdf>) および BUNDESMINISTERIUM FÜR ARBEIT UND SOZIALORDNUNG, *Sozialbericht* 2001, S. 124.
- 2) DEUTSCHES AKTIENINSTITUT, *DAI-Factbook*, Feb. 2003, S. 07. 1-3参照。
- 3) 詳細は、戸原四郎、加藤榮一、工藤章編著『ドイツ経済 統一後の10年』有斐閣、2003年発行予定の第3章飯野由美子「金融：競争・再編下の金融市場」参照。
- 4) ドイツ・テレコムの日本語サイトより (<http://www.telekom.co.jp/untern/press/96/index.htm>).
- 5) DEUTSCHES AKTIEN INSTITUT, “Stabilisierung der Aktionärszahlen – aber keine Entwarnung”, *DAI-Kurzstudie* 1/2003. ([http://www.dai.de/internet/dai/dai-2-0.nsf/LookupDL/55CC2FB3AB9C81B9C1256CAE003F46C0/\\$File/Stu_1_2003_Aktion%C3%A4rszahlen.pdf](http://www.dai.de/internet/dai/dai-2-0.nsf/LookupDL/55CC2FB3AB9C81B9C1256CAE003F46C0/$File/Stu_1_2003_Aktion%C3%A4rszahlen.pdf)).
- 6) 1990年代後半にドイツの家計による株式・投信保有が増えた理由として、財形制度による株式・投信・従業員持株（政府は「生産的資本」と言っている）取得奨励制度が功を奏している結果だとして日本ではよく取上げられている。これは、勤労者が会社との契約によって財形を行った場合、財政と企業から助成金が受けられる制度である。財政から受け取る助成金は1999年に若干強化され、従来一律10%だったが、対象によって異なるようになった。助成率は住宅貯蓄は10%（貯蓄総額936DM/年の枠内）、それと別枠で「生産的資本」参加に対して旧西独地域は20%、旧東独地域は25%（参加総額800

- DM/年の枠内。助成額は旧西独地域の年間合計上限254DM、旧東独地域の年間合計上限294DM)である。これに個別契約によって企業から補助が出る場合、それらを合わせて利回りが見なせば非常に高いものになる。
- しかし、CDAX (プライム・スタンダード、ジェネラル・スタンダードのドイツ株、2003年5月現在約740銘柄)が1996-99年で約2倍という株価の上昇が家計にも株の値上がり益を得るチャンスをもたらしたのと比べると、財形制度によるメリットは微々たるものである。この財形制度の意味は、個人金融資産の蓄積がなお小さかった1970年代には大きなものだった。当時最も財形の対象となった貯蓄預金では、年々の増に占める財形適用貯蓄の比率がピークの年には14%まで上がった。しかし、個人金融資産の蓄積が進み、また株価変動が大きくなった90年代後半に、年間4-5万円程度の貯蓄額に対する助成制度が株式・投信保有全体のかさ上げにどれだけ意味を持ったかは疑問である。この制度の意味は、むしろ自社株を保有したり自社への貸付を行うことによる労使育和やインセンティブの向上にあると考えられる。
- 7) DEUTSCHE BUNDESBANK, *Kapitalmarktstatistik* 各号。
 - 8) 例えば、1998年第3次資本市場振興法による年金投信成立時には、税制上の優遇が付く生命保険と付かない年金投信との不平等についての議論があった(拙稿「ドイツにおける年金投信の導入」財団法人日本証券経済研究所、ロンドン資本市場研究会編『機関投資家と証券市場』1997年、p. 284-285注参照)。
 - 9) [出所] DEUTSCHE BANK RESEARCH,, "Fehlstart bei der 'Riester-Rente' - Nachbesserungen dringlich", *Aktuelle Themen*, Nr. 233, 22. Juli 2002, S. 7.
 - 10) OECD, *Institutional Investors Statistical Yearbook*, 2001, p. 63.
 - 11) [出所] DEUTSCHE BUNDESBANK, *Kapitalmarktstatistik* 各号。なお、GDV, *Statistisches Taschenbuch der Versicherungswirtschaft* 2002, Tab. 17 (原資料は、DAI, *DAI-Factbook*, 2003, S. 09. 8 Versicherungen 1-bより) では「SDおよび貸付」の項目と記名債の項目に分け、双方を債券の大項目に置いていたが、連銀ではこれらを合計した数字を「SDおよび記名債」の項目にくくり「証券」の項目には入れていない。私募債の一種である記名債とSDとは性格上酷似しているため、連銀ではこれらをまとめたものと思われる。
 - 12) なお、生命保険の資金運用については、山村延郎「ドイツ生命保険業界のアルフィナンツ戦略-投資業務の展開を軸にした分析-」生命保険文化センター『生命保険論集』139号、1999年6月参照。アルフィナンツが保険商品販売面だけでなくむしろ投資面での銀行との提携関係を軸として展開されたことを中心に詳細に論じている。
 - 13) KOCH, PETER, *Gabler Versicherungslexikon Wiesbaden*, 1994, S. 582.
 - 14) 拙稿、「統一後ドイツの住宅金融と抵当銀行の変化-ドイツ統一・金融IT化の抵当銀行に対する影響を中心として-」敬愛大学『経済文化研究所紀要』7号、2002年、p. 49-53参照。
 - 15) OECD, *Insurance Statistics Yearbook* 1993-2000,

Paris, 2002, p. 18.

- 16) DAVIS, E PHILIP, *Portfolio Regulation Of Life Insurance Companies And Pension Funds* (<http://www.oecd.org/pdf/M00008000/M00008040.pdf>).
 - 17) DEUTSCHE BUNDESBANK, *Kapitalmarktstatistik*, Feb. 2003, S. 60. 数字は2002年末残高。
 - 18) DAI, *DAI-Factbook*, 08. 8 Versicherungen 1-a. 原資料はGDV, *Statistisches Taschenbuch der Versicherungswirtschaft* 2002, Tab17.
 - 19) SÜCHTING, JOACHIM, *Bankmanagement*, 3. Aufl. 1992, S. 218. 規制は各地域により異なるが、近年緩和の方向にある。
 - 20) これらは、貯蓄銀行の証券ブローカー業務から来る商品有価証券ではないと考えられる。Deutscher Sparkassen und Giroverband, *Märkte 2000, Geschäftsentwicklung, Trends, Analysen*, 2000, S. 2 には、「これらバランスシートに中立的な投信・株式業務」とあり、バランスシート上の際だった投信保有残高増加との記述は矛盾する。
 - 21) OECD, *Institutional Investors Statistical Yearbook*, 2001, p. 64.
 - 22) この年金投信とは、投信会社が提供する投信商品として1998年春に成立した第3次資本市場振興法で新設された。当初は税制上その他の優遇は全くなかったが、2001年年金改革で優遇対象となった。年金投資の他と異なる特徴は、株式、土地、不動産会社への資本参加、不動産投信などのハイリスク・ハイリターンへの投資対象に51%以上投資されるという点である(逆に、銀行預金、短期証券、MMF、外国投信への運用合計は投信資産の49%までを限度とする)。契約期間は12年以上と定められ、累積投信の形で継続される。また、老齢保障を担うという意味で、補償ファンドという形の自己資本、保険事故準備金を積む義務が課されている。
- この年金投信導入で政府が打ち出した方向は、世界各国の年金制度の傾向と同様、個々人の老齢保障のための資産形成を株式や企業持ち分への投資によって行うということである。その論拠は、株式は過去のデータからすれば長期運用で利回りが高いということ、そして1990年代後半年金投信導入時においては株式市場の成長が目覚ましかったということであった。そもそもEU通貨統合の基本スタンスは、物価安定、すなわち低金利である。経済の低成長下、少子化という人口動態変化という条件のもとで運用利回りが稼ぎにくい環境下、なお未だかなりの年金給付を確保するためには、高利回りを期待できると思われた株式への投資を拡大し、「株式市場に依存した老齢福祉」を志向したのである。
- また、年金投信は、単に公的年金の補完としての役割の他に、株式振興の期待を担って登場したものであった。つまり、第1に、年金投信という機関投資家が育成され、その資産が株式市場に流入することによって、株式市場の厚みを増すこと、第2に、累積投資であるから、株数を決めず定額を株式に投資していけば、株価の高いときは少量、株価の安いときは大量に買うことになり、株式市場のビルトイン・スタビライザーとして機能すること、第3に、これらを通じたドイツ金融・

資本市場の国際競争力強化が目指されたのであった。この面では「老齢福祉に依存した株式市場」の性格が濃くなってきたと言える。

従来ドイツ企業の自己資本比率は国際比較して低く、そのことが企業によるリスクをとまなう新産業分野への進出を遅らせたとの認識があった。そこで、とくに技術力のある先進的中小企業のリスクキャピタル調達を円滑にすることこそ、金融面からドイツ企業の国際競争力を強化するための最大の政策課題となったのである。そこで、年金投信の資金を株式市場や新興企業の資金調達へ誘導し、産業の競争力回復に結びつけようとしたのである。

限に、ドイツのヴェンチャー・キャピタルへの2001年新規投資額におけるおける年金の比率は28.0%と最大の比率を占め、保険会社の比率は16.9%と第2位、合わせると約45%にも達する。もっとも、ヴェンチャー・キャピタル資金全体の37.3%はドイツ以外の欧州から、28.6%は欧州外の外国から、合計で全体の2/3は外国から流入していることから、年金基金や保険会社についても外国由来の資金の比率が高いと思われる。ここでも通貨統合によって内外市場が一体化した効果が出ており、欧州の年金資金が資金面でドイツのヴェンチャー企業の促進役を果たしている姿がうかがえる。

しかし、それは現在株安という逆風に遭っている。株式市場と老齢福祉のもたれ合いも、株高という条件が無くなれば崩れ去るものであった。ドイツ年金投信の残高は、時価ベースでピークの2000年に63億€弱、2001年には株安によって47億€弱まで減少している。年金投信残高が個人向け投信残高に占める比率はたった1%強にすぎない。株安のほかにも年金投信が伸びない商品設計上の理由として、年金投信が保険類似の機構（自己資本、保険事故準備金を積む義務）を義務づけられており、これがコスト要因になっているほか、年金投信が純粋な確定拠出年金の形ではなく、給付保証義務という重荷を背負っていること、また勤労者が各種リスク・リターンバランスを好みによって選択できないようになっていることが魅力を減殺していることなど、規制が年金投信の利回りを圧迫し年金投信の拡大を妨げている点が指摘されている。そこで銀行業界ではアメリカの401kプランと同じに自由に運用できるような規制緩和を主張している（DEUTSCHE BUNDESBANK, „Kapitalgedeckte Altersvorsorge und Finanzmärkte“, *Monatsbericht*, Juli 2002, S. 32, DEUTSCHE BANK RESEARCH, „Fehlstart bei der „Riester-Rente“-Nachbesserungen dringlich“, *Aktuelle Themen*, Nr. 233, 22. Juli 2002）。

もっとも、銀行界が主張するようなドイツ版401kは定年後家計に対するリスク・エクスポージャーの点で、もっと検討すべき問題を含んでいる。それは、第1に、個別企業のパフォーマンスに依存する点、2）市場全体のクラッシュ、3）（現役期間での）年金投信パフォーマンス悪化による逆資産効果である。これらの点は基本的にはアメリカも共通の一般的な問題であるが、ドイツでは株式市場の国民経済に対する規模が小さく、株価の変動性はアメリカに比して高い。だから、この問題は、より尖鋭に現れることとなろう。

このような「老齢福祉民営化」の動きは、銀行経営の動向にも密接に関わるものだった。証券業を兼営するドイツのユニバーサルバンクは、IIで述べたような家計貯蓄のシフトや企業金融の証券化、ディスインターミディエーションに対応して、1990年代後半急速に資産運用業務（年金資金運用など）や投資銀行業務（大企業を顧客とする証券業務や大口融資、M&A関連の業務など）の比重を増やしていく。銀行の利益の源泉はかつて利鞘であったが、急激にこれら手数料業務にシフトしていき、株価崩落とともに再び縮小することとなった。

- 23) 2001年年金改革については、戸原四郎、加藤榮一、工藤章編著『ドイツ経済 統一後の10年』有斐閣、2003年出版予定の第4章戸原四郎「社会国家：社会保障改革」に簡潔にまとめられている。それによれば、2001年年金改革の内容は2つのポイントがあり、第1は「公的年金の水準や保険料を厳しくする」という点、そして第2は、積立方式の個人年金（文中では「私的年金」と記されている）および企業年金を公的年金の補完として位置づけて加入を奨励し、その代わり財政から奨励金加算を与えたり所得税での特別控除を認めるという点である。また、加藤榮一「ドイツ2001年年金改革の歴史的意味」『現代福祉研究』第3号、pp. 3-33では、賃金代替としての意味を持つドイツ公的年金制度の基本構造、2001年年金改革の経緯と内容、その福祉国家解体という脈絡での位置づけについて詳述されている。
- 24) 投信については、従来の年金投信をこのリースター年金に適用した商品もあるが、主として新規にリースター年金に対応した投信が作り出され認可された（Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsansicht データベースより（<http://www.bafin.de/datenbank/pensionsfonds-uebersicht.pdf>））。
- 25) 高橋俊夫編著『コーポレート・ガバナンスー日本とドイツの企業システムー』中央経済社、1995年、丹沢安治著、第1章「理論的スタンス」p. 8など。
- 26) STEIGER, MAX, *Institutionelle Investoren im Spannungsfeld zwischen Aktienmarktliquidität und Corporate Governance*, Nomos Verlagsgesellschaft, Baden-Baden, 2000.
ZEW 研究所（Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung-Mannheim）とPrice Waterhouse Corporate Finance GmbH-Frankfurtが1997年第4四半期にアンケート調査を行ったもの。127社の外資系も含む投信、保険、銀行（本来は機関投資家に属さないが第三者のための資産管理業務を拡大しているため）の主としてファンドマネージャー、アナリストに宛て、75社から回答を得ている。以下の記述は、特にことわらない限り、上記文献のS. 150-243によるものである。
- 27) BONGARTZ, ULRICH/TONKO, MARTIN, „Erfolg im institutionellen Aktien-Sales: I. Marktanalyse“, in *Die Bank*, 8/2002, S. 537.
- 28) BONGARTZ, ULRICH/TONKO, MARTIN, *ebenda*, S. 538-540.
- 29) BONGARTZ, ULRICH/TONKO, MARTIN, *ebenda*, S. 540.
（敬愛大学経済学部教授・当研究所客員研究員）