

転機に立つドイツ銀行セクター

—ドイツチェルコムルツ合併協議に寄せて—

中川辰洋

はじめに

ドイツ連邦政府の強い要請を受け、同国大手金融ドイツェバンク (Deutsche Bank) とコメルツ銀行 (Commerzbank) の二行は二〇一九年三月一七日合併協議に入る旨発表した。ほぼ一〇年前の金融危機からの回復に手間取り経営の健全性や収益性への懸念の高まりを払拭するためである。

ここで特記すべきは、今次合併計画がさしあたりは大手二行の経営再建を目指すものであるが、

最終的には低迷するドイツ銀行セクターの再建を目標としていることである。だが、その主役はコメルツ銀行ではなく、同国金融最大のドイツェバンクであり、同行の苦境がいまやこの国の金融システムと金融セクターにとつて最大の脅威となりつつあることがその背景にあると考えなければならぬ。ありていにいえば、かつて「ドイツの華」、「ヨーロッパの巨人」と謳われたドイツェバンクの救済をねらっているということである。

ことほどさように、二〇一八年はドイツェバンクにとつて「annus horribilis (戦慄すべき年)」

であった。例えば、最大の収益の柱であった
 フィックストインカムをはじめとする投資銀行部
 門が軒並み減収・減益を余儀なくされたうえ、金
 融危機このかた数多くの訴訟を抱え、同年だけ
 も金融市場での価格操作を企図した「陰謀疑惑」
 や、ロシアからの国外への資金移転を可能とする
 架空取引——いわゆる「ミラー取引」——などの
 不正が明るみに出た。

これらはいずれも投資家たちがドイチェバンク
 株を忌避する材料となり、二〇一八年年初一八
 ユーロ台でスタートした同行の株価はその後ほ
 一貫して値を下げ、年末には一時七・九二ユーロ
 の最安値をつけるなど約一年一〇カ月ぶりに八
 ユーロ台を割り込む水準で取引を終えた。これは
 金融危機発現前夜の二〇〇八年央のほぼ一〇分の
 一の水準である。

周知のように、ドイツ銀行セクターは民間銀

行、貯蓄銀行・州立銀行、協同組合銀行の三つの
 カテゴリーの金融機関からなり、ドイチェバンク
 に代表される民間銀行は、大手企業との取引を主
 とし、家計や中小企業を対象とするリテール業務
 は貯蓄銀行や協同組合銀行の独壇場であった。ド
 イチェバンクやコメルツ銀行といった民間セク
 ターの国内市場での預金や融資のシェアは三割前
 後といわれ、活動の場を国外に見出すほかなか
 った。しかも、その中心はホールセール企業金融・
 投資銀行業務であった。

民間セクターにあって、ドイチェバンクの投資
 銀行業務への傾斜は際立っており、EU単一市場
 の完成やユーロ圏誕生前後から英老舗マーチャ
 ントバンクのモルガン・グレンフェル (Morgan
 Grenfell) を買収するなどして国外の活動拠点づ
 くりが余念がなく、さらに一九九八年には米投資
 銀行のバンカーストラスト (Bankers Trust) を

傘下に収めたほか、フランスのクレディ・リヨネ銀行 (Crédit Lyonnais) の買収にも参加して、同行のベルギー法人を取得するなど、ヨーロッパはもとより世界屈指の金融機関との名声を博した。

ドイチュバンクはその余勢を駆って二〇〇〇年にはライバルのドレスナー銀行 (Dresner Bank) との合併によって国内シェア向上を目指した。ところが、フランクフルトの銀行の、高圧的な態度に誇り高きザクセン州の銀行 (もともとは米系資本の銀行であった) は合併交渉を破棄、独立系として存続する道を選択したが、それはいばらの道であった。すなわち、ドレスナー銀行の業績は日を追うごとに悪化し、翌二〇〇一年に保険最大手のアリアンツ (Allianz) に身を委ねる羽目になった。それでもドレスナーの経営再建は遅々として進まず、二〇〇九年にコメルツ銀

行に譲渡され、一三〇年余の歴史に幕を閉じた。

かたや頼みの綱ともいべきコメルツ銀行もまた金融危機やユーロ圏ソブリン危機の影響から経営難に陥り、中央政府による公的資金 (一〇〇億ユーロ) の注入によって経営再建を目指すことになった。なるほどコメルツは政府の救援策が功を奏して最悪の状態を切り抜けたものの、いまなお公的資金を完済するまでに経営を立て直すに至っていない (二〇一八年末現在、連邦政府は同行の株式を一五%保有)。

そのように考えるなら、ドイツを代表する大手民間銀行二行の合併は、かつてない巨大銀行——銀行セクターの「ナショナル・チャンピオン (national champion)」——の誕生を意味するだけでなく、いまだ数千に及ぶ中小・零細銀行によって分断された銀行セクターの再編成——すくなくとも再編の契機となるものと期待されるので

あるが、はたしてそうか。

ありていにいえば、ドイチェンコメルツ合併計画は、経営不振に陥った大手銀行の経営の立て直しと収益性の回復の「特效薬」ではないとする悲観的な見方もすくなくない。とくにドイチェバンクの経営難が、この国の銀行セクターと銀行市場の特殊性のゆえに国外進出、それもグローバル投資銀行化の推進によって生き残りを賭けた経営戦略の展開と挫折にある以上、銀行合同によって誕生する（であろう）新銀行は、伝統的な商業銀行業務と投資銀行業務、さらには資産運用業務との間をどのようにバランスさせるべきかが問われることになる（「言うは易し、行は難し」とは承知するもここでは問わない）。

以上が、今次ドイチェンコメルツ合併計画とその背景を解説するさいの多数説であるといつてよい。筆者も市場関係者やメディア筋の見方に大筋

として賛成である。しかし、ドイチェバンクが投資銀行業務偏重の経営戦略を採用した理由はそれだけではなく、より差し迫った事情があったと考えられる。このことを解き明かすことが、本稿を起こした主たる目的である。

一、グローバル投資銀行戦略の展開

ドイチェバンクの窮状の主たる要因が、二〇〇〇年このかた追求してきたグローバル投資銀行化にあることを否定するものはいない。そして究極の姿が、アメリカ型の投資銀行であったことは想像にかたくない。

このようにいうと矛盾していると思われるかもしれない。それというのも、ドイツこそは商業銀行業務と証券（投資）業務とを兼営するユニバー

サルバンク (universalbank) の祖国であり、オーストリア出身のルドルフ・ヒルファディングの名著『金融資本論 (Das Finanzkapital)』(一九一〇年刊)をはじめ、多くの研究者によってそのありようが論じられてきたからである。

ところが、ドイツの金融機関が預金や融資業務と並んで、株式・債券の引受募集、証券流通市場での取引が制度上可能であるとしても、ドイツの証券市場が久しく狭隘かつ未成熟であった——つまり看板だけであったがゆえに、金融機関の証券業務はきわめて限界的であった。この国の証券市場が本格的に拡大・発展するきっかけは、一九九〇年代初頭の東西ドイツの国家統合とこれにともなう旧東ドイツの再建資金を捻出するために国債大量発行・大量流通を必要としたところにあつた。以後、ドイツの金融機関は伝統的な銀行市場と、新参の証券市場とが併存する世界で生きる

術を学ばねばならなかつたのである。

そうとはいえ、一九九〇年代のドイツ銀行界は慎重であり、プロイセン (ポンメルン州) の農家に生まれた実直な銀行家ヒルマー・コッパの後任で、モルガン・グレンフェル、バンカーストラストといった英米の投資銀行を買収するなど、ドイツエババンクの投資銀行業務を推進した立役者ロルフ・ブロイヤーでさえ「ユニバーサル、だがセレクトティブ (universal, but selective)」を経営戦略のモットーとしていた。しかもブロイヤーは、EUの市場統合、通貨統合の進展を見据えて、投資銀行業務に強みを発揮した仏系投資銀行のフランス商業銀行 (Crédit Commercial de France : CCF) やパリバ銀行 (Banque Paribas) —— BNPが一九九九年ソシエテ・ジェネラル銀行 (Societe Generale) との争奪戦に勝利して買収、現在はBNPパリバ銀行 (BNP Paribas) ——の

買収を目論んでいたといわれる。そのうえさらに、挫折したとはいえドイツ国内の経営強化のためドレスナー銀行との合併を目指した。

もつとも、ブロイヤー自身は極端な力仕事は努めて避ける傾向があった。ドイチェバンクの投資銀行業務傾斜が顕在化したのは、ブロイヤーが退任する二〇〇二年前後であるが、英経済紙『フィナンシャル・タイムズ (Financial Times)』のベテラン記者パトリック・ジェンキンスとローラ・スーナンは、同紙二〇一七年一月一日付「ウィークエンド」版に寄稿した長文レポートのなかで、それを「ドイチェバンクの大博打 (Deutsche's big bet)」と呼ばわった (Jenkins and Noonan [2017])。

という意味はこうである——。ドイチェバンクによる投資銀行業務の推進は、アメリカ出身の役員エドソン・ミッチェルが二〇〇〇年の飛行機事

故により帰らぬ人 (享年四七歳) となるまでの五年間の功にあずかるところ大であった。ミッチェルはまれに見る優秀なトレーダーであるばかりでなくインスピレーションに富んだ経営者であり、惰眠をむさばるかのような生気のないドイツ最大の銀行をウォール街のトッププレーヤーばりの縦横無尽に駆け回るダイナモに仕立て直した。前述の米投資銀行バンカーストラストの買収も、ミッチェルの発案であったという。

そんなミッチェルがドイチェバンクに採用されたのは、一九九四年ドイツテレコム (Deutsche Telekom: DT) 民営化のさい、DT株の国外販売の主幹事の座をゴールドマン・サックス (Goldman Sachs) に奪われるという不名誉を雪ぐべく、コッパーストップマネージメントが企業金融や投資銀行部門強化・拡大の一環として、当該部門の人材確保や育成に注力したためであった

が、コッパーらが白羽の矢を立てたミッチェルは、当時メリル・リンチ (Merrill Lynch) の債券・デリバティブ部門の長を務めていた。

ドイチエバンクは金的を射落としたといえるかもしれない。われらがエドソン・ミッチェルは五〇人の「同僚」を引き連れてドイチエバンクにやってきた。かれの真骨頂は、ゴルフから金 (gold) にいたるまで、どのようなものでも賭けの対象と見做し、しかも賭け金は天井知らず、お目当てを手にするためなら、大多数のライバル行とは異なり「レバレッジの利用 (use of leverage)」を厭わない豪胆で破天荒な振る舞いにあつた、とジエンキンス・ヌーナンは記している。つまり、ミッチェルに限つていえば、ヨーロッパ人がアメリカ人と見れば誰彼なく「カウボーイ」呼ばわりするのは適切ではなく、むしろ「アウトロー・ガンマン」の名こそがふさわしいというの

である。

かれが率いたドイチエバンクのロンドン支店のスタッフといわず、顧客たちからも好かれていたのうなずけるが、それはかれが顧客たちの意に沿う利益を上げたというだけではない。そのひとつがミッチェル主催の上顧客向けパーティーであり、いまや伝説になつてゐる。なかでもクリスマス近くの下派手なパーティーがそうであり、世界中の銘酒に山海の珍味、そこにきて選りに選つた大勢のエスコート嬢たちが彩を添え、饗宴のあとには聖夜にふさわしいおもてなしをしてくれたという。ミッチェルの招きを待ちどおしく思いこそすれ断るような真似をする御仁など洋の東西を問わずひとりとしていなかった。

ミッチェルがドイチエバンクに入行して五年が過ぎた二〇〇〇年のクリスマス・パーティーが盛況のうち幕を閉じたことに満足し、年末年始を

妻子の待つメイン州西部のレンジリー湖群にある自宅で過ごすべくロンドンにはヒースロー空港を発って大西洋を渡りポートルランド空港に降り立った。そしてそこから小型プライベートジェットに乗り換えて鼻づらを目的地に向けた。だが、飛行機はおりからの吹雪のため視界を遮られ自宅から程ないビーヴァー・マウンテンで墜落、ミッチェルとパイロットは帰らぬ人となった。二〇〇〇年一月二二日夕方五時を少し回った時分であった。

ある種の人間たちはミッチェルの死のエピソードを、一九世紀フランスの詩人シャルル・ボードレールの「秋の歌 (Chants d'automne)」の一節「中庭の敷石に、不吉なひびきを立てて薪の枝の落ちる音が、もうすでにおれには聞こえる」とばかりにドイチェバンクの将来と重ねたがるようであるが、ここでは問うまい。

ただそれにしてはひとつだけ明らかことは、ミッチェルの遺産がドイチェバンクの企業金融・投資銀行業務のひな形となったことである。かれの教え子たちはこれをさらに発展させ、同行最大の収益部門ならしめたのであるが、ミッチェル亡き後、かれの遺志を受け継ぎ投資銀行業務の推進に注力したヨーゼフ・アッカーマンたちの貢献を忘れてはならない。

二、投資銀行業務拡大の光と影

エドソン・ミッチェル率いるドイチェバンクのロンドン支店と並行して、同行のお膝元フランクフルトではスイス大手金融クレディ・スイス (Credit Suisse) から転身したヨーゼフ・アッカーマンが国際投資銀行部門のチーフとして投資銀行業務の拡大に専心、二〇〇二年にロルフ・ブ

ロイヤルを継いでCEO（最高経営責任者）に就任すると、投資銀行業務への傾斜は加速した。そしてそれが功を奏し、ドイツェバンクの預かり資産は二〇〇〇年代中葉には約二兆ユーロ（約二四〇兆円）をかぞえ「ヨーロッパ最強」といわれるまでになった。

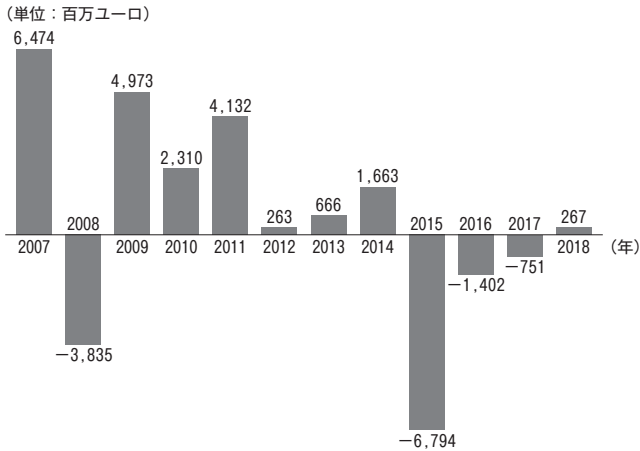
だが、ドイツェバンクの頂点を極めわが世の春を謳歌したかに見えたヘルヴェティアはザンクト・ガレン州出身の銀行マンではあったが、二〇〇七年八月のアメリカの低所得者向けモーゲージローンの焦付き、翌年の大手投資銀行ベアー・スターンズ（Bear Stearns）やリーマン・ブラザーズ（Lehmann Brothers）の経営破綻に端を発する金融危機の発生により暗転、以後投資銀行部門の縮小を余儀なくされる。実際、同行の減収・減益はいちじるしく、二〇〇八年の純益はマイナス三八・五億ユーロ（二〇〇七年六五億ユーロ）と

なった。翌二〇〇八年以降回復の兆しをみせるも安定せず、二〇一五年にはふたたび六八億ユーロの赤字を計上している（図表1）。

こうしたドイツェバンクの収益状況は株価にダイレクトに反映し、二〇〇七年のピーク時の八〇ユーロ台から翌年には六〇ユーロ台へと急落、さらに二〇〇九年には一時二〇ユーロ台割れする場面もみられた。その後持ち直し、二〇一〇年には五〇ユーロ台をうかがうところまで回復、二〇一一年も四〇ユーロ台を維持するも、二〇一二年からこちら二〇〜三〇ユーロのレンジで取引される展開となった（図表2）。

もともと、ドイツェバンクが金融危機でこうむった痛手は、コメルツ、ドレスナーの二行のそれに比べるとなお「軽微」といってよかった。この年、両行は連邦政府による公的資金の注入によって急場を凌ぐことができたものの、翌年ドレ

図表1 ドイツェバンクの収益推移 (2007~2018年)



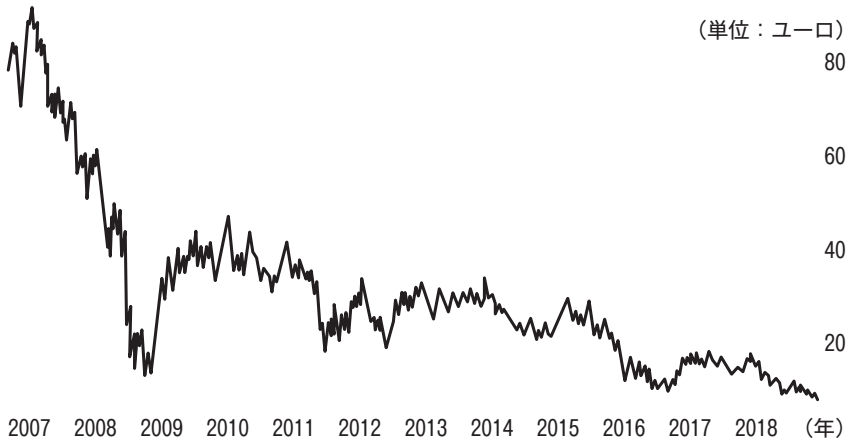
(注) 収益はいずれも純益。
 [出所] Les Echos 資料より。

スナーは連邦政府の提案したコムルツによる救済合併を受け容れざるを得なかったからである。

そこまでいかずとも、ドイツェバンクは金融危機発現を機に投資銀行業務の見直しと縮小をまぬかれなかったというが、それは、時のCEOアッカーマンをはじめドイツェバンクのトップマネージメントが推進した投資銀行業務偏重による経営不振の責任を感じたから、というだけではない。アメリカやヨーロッパで金融危機再発防止のための銀行制度改革が謳われ、ドイツも二〇一二年以降、これまでのユニバーサルバンクの枠組みを維持し、ハイリスクの金融業務から預金業務の分離を進めることとした。

だが、ドイツェバンクの業務体制は見掛けほど変わらなかった。二〇一〇年にアメリカ金融大手のゴールドマン・サックスからドイツェバンクに入行した数学にめっぽう強いエリック・ベンアー

図表2 ドイツェバンクの株価推移 (2007~2018年)



〔出所〕 *Der Spiegel* 資料より。

ツイーは、FTのジェンキンス・ヌーナンのインタビューに基づきのように答えている。すなわち、「ぼくは入行当初、この銀行は規律ある機関と信じていたけれども、数カ月も経つとまったくの幻想だと思い知った。この銀行ときたら、リスク管理、資産評価は自己流で、合法と非合法がない混ぜ (semilegal) だった」。ことほどさように、二〇一五年にドイツェバンクはアメリカで「粉飾決算の廉で五五〇〇万ドルの罰金を科せられた」が、これは氷山の一角である。低所得者向け住宅ローン関連商品の不適切な販売、短期金利 (Libor や Euribor) の操作や顧客の脱税・資金洗浄補助など、叩かれるたびに埃が出てく始末であった。

なるほど物は言いようで、アグレッシブ (aggressive) とさえは聞こえはいいが、合法と非合法とがない混ぜになった手口 (modus

operadi) はドイツェバンクの内部で深く根を下ろし、この銀行特有の「コーポレートカルチャー」となっていた——ジェンキンズ・ヌーナはそう言い切った。そしてその種は、アウトロー・ガンマン、ことエドソン・ミッチェルの時代に蒔かれ、ヨーゼフ・アッカーマンそれにアンシュ・ジェインの時代に実を結んだものだろう。

ついでに言えば、インド北部はパキスタンと国境を接するラジャースタン州出身のジェインはミッチェルの大のお気に入り (protégé) でデリバティブ取引の成功によって「能有り」と認められ、のちに投資銀行部門の長などを経て二〇〇一年にアッカーマンの後任としてユルゲン・フィッテンとともドイツェバンク共同CEOに任命される人物である。

ミッチェル、アッカーマン、ジェインがドイツェバンクの投資銀行部門を牛耳っていたころの

一九九〇年代、二〇〇〇年代に入行したスタッフは、いずれも自分たちが「いかに独創的で創造性に富んでいる」かをアピールし行動しなければ先はなきに等しかった。つまり、創造性に富んだ新商品を開発したり取引案件を成立させたりすれば、それに見合う報酬を手にすることができた。

だから、より多くの報酬を得ようとするかれらの野心には限りがなかった。オリバー・ストーンの映画『ウォール・ストリート (Wall Street)』を地で行く「貪欲は美德なり (greed is good)」であるが、マイケル・ルイスは『世紀の空売り (The Big Short)』のなかでドイツェバンクの米国人のスタッフの「貪欲」の限りを尽くした仕事っぷりを多くの関係者の証言を交えて詳細に伝えている。

ちなみに、金融危機後にドイツェバンクに勤務

したあるトレーダーはつぎのように述懐している。曰く、あるデイルで法的な問題が発生する可能性があり上司に報告すると、真つ先に戻ってきた言葉は「それが発覚したら罰金はどれほどになる？」であった。そしてこう付け加えることを忘れなかった——。「〔罰金が〕天文学的にならぬのなら、デイルを続行しろ、その程度のリスクは折込済みだ。万が一トラブって役所がしゃしゃり出てきても何も言うな、いいな」。

このような投資銀行部門のコーポレートカルチャーとスタッフのメンタリティーは金融危機直後もさして変化をみなかった。アッカーマンの後継人事が雄弁に物語るように、ミッチェルの「お気に入り」アンシユ・ジェインが伝統的な銀行業務への回帰を謳うフィッチェンとのタンデムとはいえCEOとなつているのはその証左といえるであろう。案の定、水と油のコンビが長続きするは

ずはなく、二〇一五年六月業績不振の責任をとつて両人が辞任して幕を下ろした。わずか三年半のまれに見る短命執行部だった。

かれらの後を引き継いだのはジョン・クライアンであった。ドイチェバンクが外国人をCEOに任命したのはこれが三回目であったが、ドイツ中央銀行ブンデスバンク (Deutsche Bundesbank) の総裁アクセル・ヴェーバーを推挙して挫折した前回の人事とは異なり、イギリス北部の港町サンダーランド出身のクライアンのCEO就任はあっさり決まった。そして新CEOが真つ先に行ったことは肥大化した役員やスタッフの待遇の改善——ありていにいえば賃金・報酬のカットであった。ちなみに、クライアンCEO誕生に至る二〇一六年までの一五年間に役員や花形トレーダーなど「一握りの連中 (une poignée de gens)」の報酬に費やされたカネは一七〇億ユーロ (約二兆二〇

〇〇億円)にのぼるといわれる。

「隗より始めよ」とばかりに、クライアン自ら年収をカットして部下たちに範を垂れた経営立て直し策は、立ち遅れた行内システムの改善・高度化と同時並行して行われた。つまり、ドイチェバンクの最大の武器とされたレバレッジをいっぴいかける商いは、金融危機後は最大の弱点となっていたため、エドソン・ミッチェルの教え子たちの待遇の見直しもしくは解雇など投資銀行部門を縮小、そしてその結果として生じる資金を、ITシステム、会計、経営管理などの分野の投資の一部に充てる計画であった。

それはまた投資銀行業務に傾いたドイチェバンクの経営の軌道修正であったがゆえに、「貪欲は美德なり」をモットーとする多くのミッチェルのDNAを受け継いだ役員・スタッフのすさまじい反撥を惹起したばかりか、投資銀行部門の人材確

保をむつかしくし、肝心の投資銀行部門の収益性低下に歯止めをかけることはできなかった。実際、二〇一五年には既往最高の赤字(約六八億ユーロ)、翌年、翌々年もそれぞれ一四億ユーロ、七億ユーロと三期連続赤字を計上する不名誉を余儀なくされた。

もちろん、三〇〇億ユーロになんなんとする巨額の誤送金問題と同様、経営の悪化や減益がすべてクライアン執行部の不手際というわけではない。二〇一七年に低所得者向モーゲージ関連証券の不適切販売の咎で七二億ドル相当の罰金を科せられたことが響いている。いずれにしても、役員やスタッフの待遇の見直しに加えて、八〇億ユーロの資本増強によって、財務体質を改善させることを狙ったことは評価されねばならない。とりわけクライアンCEOは一〇万人になんなんとする同行の人員を「ほぼ半数にしたい」とFTをはじめ

めとするヨーロッパ・メディア筋にその抱負を語っていた。

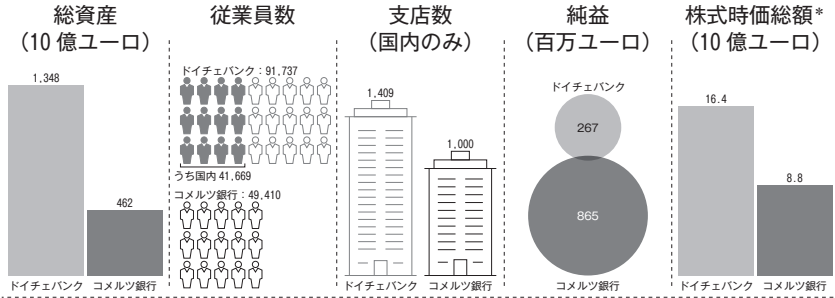
それにもうひとつ、クライアンのドイチェバンク再建計画で特記すべきは、二〇一八年二月の記者会見で「将来的に他行との合併も辞さない」というアイディアの持ち主であったことである。銀行合併は、銀行過剰 (overbanking) のドイツだけではなく、「ヨーロッパの銀行統合の推進にとっても健全な歩み」であるというのが主たる理由である。

だが、クライアンは自らの手でドイチェバンクの合併をふくむより一層の経営改革、財務改善、収益性の回復を達成する前に、二〇一八年四月解任された。三期連続赤字が株主——とくに中国系の海航資本グループ (HNA Capital Group) など新参の株主——の不興を買ったのが主因とされる。ちなみに、ジェンキンス・ヌーナンによる

ば、監査役会のパウル・アツハライトナー会長は、クライアンがCEOに就任した直後、中華系ファンドの責任者と会って経営方針を伝えるようアドバイスするも新CEOは即座に剣突を喰らわせたという。

ともあれ、クライアンの解任を受けて監査役会は後任にリテール部門を長年指揮してきたクリステイアン・ゼービングを指名した。アツハライトナーはクライアンの経営改革計画を支持するも「すべてにおいて」意思決定が遅すぎたため、株主の意向を映して交代せざるを得なかったとクライアン解任劇の内幕を解説した。

図表3 数字で見るドイチェバンクとコメルツ銀行（2018年末現在）



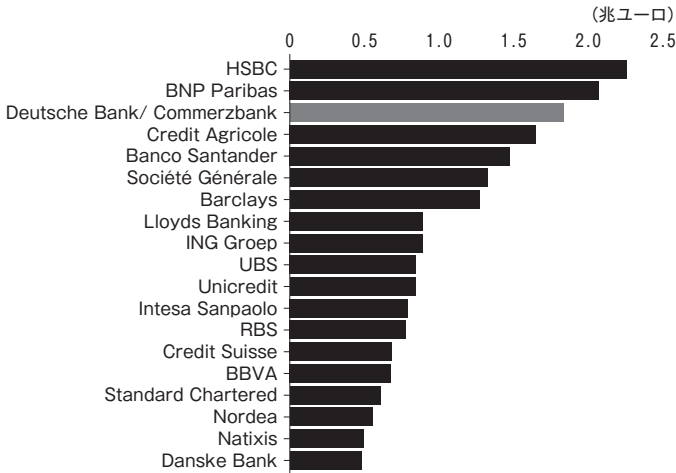
*2019年3月11日現在。

〔出所〕 Bloomberg 資料をベースに Les Echos 作成。

三、ドイチェバンクとコメルツ銀行の二行は二〇一九年三月一七日合併協議に入る旨発表した。これは連邦政府の強い意向を映しているもの、もととはといえば、先のドイチェバンクCEOジョン・クライアンが前年二月記者会見で表明したアイデアであった。クライアン解任後も、かれのアイデアの支持者は依然として多く、同行監査役会のパウル・アツハライトナーは「ドイツ、ひいてはヨーロッパはアメリカに対抗する投資銀行を必要としている」といって、ドイツ・チャンピオン誕生をバックアップしている。

な方策か？

図表4 ヨーロッパ主要銀行の総資産



〔出所〕 Bloomberg 資料より。

図表3のとおり、ドイツェバンクとコムertz銀行とを比較すれば、それぞれ民間銀行一、二位とはいえ、株式時価総額、資産、雇用数や店舗数などどれをとっても大きな差があり、ために対等合併というよりは、むしろ事実上ドイツェによるコムertzの吸収合併といったほうが適当であろう。そして両行の合同によって誕生する（であろう）銀行ドイツ・チャンピオンは、資産ベースではイギリスのHSBC、フランスのBNPパリバ銀行につぐヨーロッパ第三位に付けるメガバンクとなる（図表4）。

ドイツェllコムertz合併交渉が成功裡に進展するかどうか、合併が経営再建にはたして有効かどうか——といった懸念がなお消えない。そのような主張はユーロ圏の単一銀行監督機構（SSM）やドイツ中央銀行において強く、なかでもダニエル・ヌーイを継いでSSMの長に就任したアンド

レア・エンリアは二〇一九年一月の記者会見でドイチュェIIコメルツ合併は「政治を優先した」結果であり、両行の経営改善、ひいてはドイツ銀行セクターの立て直しには露ほども貢献しないと痛罵した。

一方、ブンデスバンクも、ナショナル・チャンピオンの創設は、経営立て直しに役立たないだけでなく、経営立て直しに失敗すれば「大きくて潰せない (too big to fail)」を理由にモラルハザードの遠因となることが懸念されるばかりか、銀行セクターの規制・監督を適切に行うことを制約しかねないといってドイチュェIIコメルツ合併計画の白紙撤回をもとめた。

たしかにコメルツ銀行の経営再建は道半ばであり、連邦政府がいまなお同行の株式の一五%相当を保有していることに思いを致せば、合併して誕生する(であろう)新銀行の経営に引きつづき政

治的影響力がつきまとうことになる。その意味で、「政治主導」という懸念を払拭できないのは理の当然である。だが一番の懸念は、ドイチュェバンクが二〇〇〇年に旧ドレスナー銀行の買収を企てた時とは異なり、自らも公的資金による救済対象になりかねない「弱者」と「弱者」との合併であり、短期的にみて合併による経営の健全性、収益性の回復がのぞめないことである。とくにドイチュェバンクのブランド力の低下に加えて、スタッフの給与・待遇の面でも魅力が低下していることを考慮すれば、投資銀行部門の再建は「日暮れて道遠し」が偽りのないところである。そのうえしかも、労働組合 (Vard) もこの度の合併にともなう約一万人の人員整理に反撥している。

それだけではない。ドイチュェIIコメルツ合併交渉には中長期的にみてさらに問題が三つある。ひとつには、連邦政府、とくに主務省の財務省が合

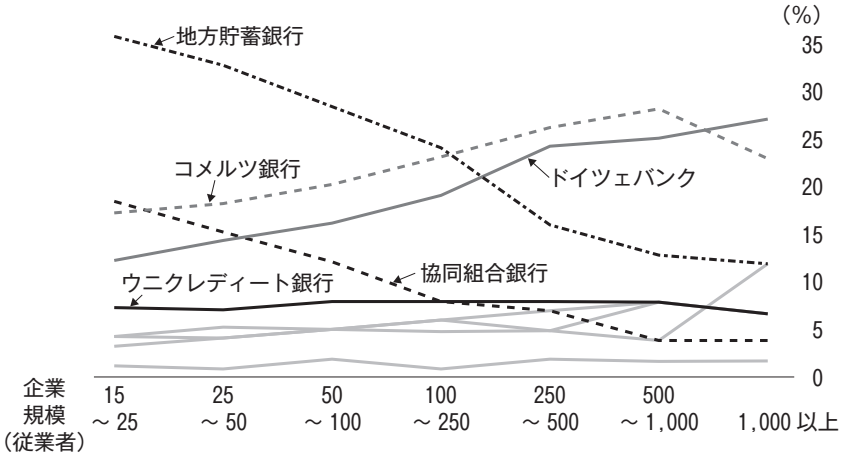
併の旗振り役を演じていることであり、従前の経済主体の意思を尊重する政策からの転換——ドイツ型経済モデルの転換が開始されていると考えられることである。ヨーロッパ委員会によって却下されたとはいえ、シーメンス・アルストム (Siemens-Alstom) の独仏鉄道事業連合計画も、そのようなコンテキストのなかに位置づけて考えなければならぬ。

つぎに、ドイツチェルコメルツのナショナル・チャンピオンではなく、例えばフランスのBNPパリバ銀行もしくはソジェンことソシエテ・ジェネラル銀行との合同による、ヨーロッパ・チャンピオンをどうして目指さなかったのかという疑問である。ドイツ経済紙『ハンデルスブラット (Handelsblatt)』によると、ドイツェバンクはジョン・クライアンがCEOの座にあった二〇一八年前半、BNPパリバないしソジェンとの合併

が検討課題となっていたという。

これに対して、BNPサイドは同年五月の記者会見で、CEOのジャン・ローラン・ボナフェが「当面は他行との合併を考えていない」と発言している。仏銀サイドの関心は、自行とドイツェバンクなどの大手行との合併よりは、むしろ二〇〇八年このかたドイツェバンクが筆頭株主のポストバンク (Deutsche Postbank) ——二〇一七年にドイツェバンク・プリバート・ウント・ゲツシエンクンデン (Deutsche Bank Privat-und Geschäftskunden : DBPG) と経営統合、統合後ドイツェバンク・プリバート・ウント・フィルメンクンデン (Deutsche Bank Privat-und Firmenkunden) と名乗るようになったが、ポストバンクは社名変更せず——の買収にあり、場合によってはコメルツ銀行を傘下に収めてドイツ銀行市場でのプレゼンスの向上を図るとした。

図表5 ドイツの企業金融シェア



〔出所〕 *Financial Times* 資料より。

仏銀サイドの発言がドイツ政財界に衝撃をあたえたことは想像にかたくない。銀行嫌いの左派政治家オーラフ・シヨルツ財務相をしてドイツチェII コメルツ合併賛成に翻意させるに功があったといつてよい。ただドイツェ・サイドからみれば、この合併はメリットがすくないのも事実である。なるほど両行が投資銀行部門でオーラフラップすることはない——コメルツは二〇〇八年の公的資金による救済時に投資銀行業務から手を引いていた——ものの、だからといってリテール部門で両行のシナジー効果がのぞめるわけでもない。

図表5にみられるとおり、従業員数二五〇人以下の、ドイツ経済の屋台骨を支える中小企業 (Mittelstand) を対象とするリテール商業銀行業務は、貯蓄銀行や協同組合銀行の独壇場であり、ドイツェ、コメルツ合わせた市場シェアは三〇％程度にとどまる。しかも、これにBNPパリバ銀

行やソジェンばかりか、国際リテール銀行業務に強みを発揮し、スペイン無敵艦隊の異名をもつサンタンデール銀行 (Banco Santander)、それにドイツ・バイエルン州の有力モーゲージ銀行ヒポフェラインバンク (Bayerische Hypo-Verensbank) を傘下に収めたイタリアの雄ウニクレデイト銀行 (Unicredit) などがドイツ銀行市場での業容拡大を狙っていることに思いを致せば、ホームグラウンドでの競争激化は避けられない。ドイツ系金融機関がフィンテックなどの分野でヨーロッパのライバルに後れを取っていることを思えばなおのことそうである。

さらに、これもつとも肝心な問題であるが、ドイチェバンクの投資銀行業務の行詰りが同行の国内外での業務のあり方を根底から見直すことを要請していることである。すでにみたように、ドイチェバンクの国際投資銀行業務には、貯蓄銀

行・州立銀行、協同組合銀行に比較して国内市場での劣勢を埋め合わせるという一面があり、一九八〇年代の世界的な金融市場の規制緩和の進展にともない、アメリカを中心とする投資銀行の前にドイチェ、ドレスナー、コメルツの三大銀行は投資銀行部門の拡大・強化を強いられた。ドイチェはこれによく順応し国際競争力を強化するも後二者はその限りではなかった。

FTのジェンキンス・ヌーナンズのレポートに示されるように、一九九〇年代半ばのDT (ドイツテレコム) の民営化——政府保有株式の市中売却のさい、時の宰相ヘルムート・コール率いる連邦政府が米大手金融ゴールドマン・サックスを主幹事に指名したことが、ドイチェバンクの投資銀行業務の推進を決定づける事件であったという見方には多くの支持者を見出すばかりか、筆者も正しいと考える。けれども、それは盾の半面を説明し

たにすぎず、いまひとつ考慮しなくてはならない重要な一面が残っている。一九九九年のユーロ圏誕生へのドイツ系金融機関の対応が、それである。

ドイツ系金融機関にとっては、ユーロ圏の誕生は「ヨーロッパ最強通貨」にして「世界に冠たる (Über alles in der Welt)」ドイツ・マルクという最良の資産、比較優位の喪失を意味していた。つまり、ドイツ・マルクの商人」というドイツ系金融機関の最大の強みを失うということである。別言すれば、それは他の条件が同じであれば、フランスやスペインやイタリアといったかつての「弱い通貨圏」のライバル行の競争条件が改善されることを意味していた。ことほどさように、BNPパリバ銀行、ソジェン、サンタンデール銀行などは一九九九年のユーロ圏誕生後発展をとげ、ユーロ圏を代表する大手銀行となったことは、周

知のとおりである (前掲図表4参照)。

ドイチェバンクの国際投資銀行への傾斜は収益の柱の構築と同時に、この分野の取引がアメリカ通貨 (ドル) ベースの取引であるがゆえに、米系投資銀行に伍して競争できれば、ユーロ圏誕生の必然的結果である。ドイツ・マルクの商人」のステイタス喪失の埋め合わせを可能とするという二重のメリットがあった。ここにドイチェバンクが国際投資銀行業務に傾斜せざるを得ない実際の根拠があった。国際投資銀行業務への傾斜と、ユニバーサルバンク」の投資銀行化こそは、ドイチェバンクの「大博打」であり、究極的には博打に負けたのである。われらがエドソン・ミツチエル以来、レバレッジを目いっぱいかけた賭け金は青天井だから損失は計り知れない額になった。それだけではない。世紀交代期から進行してきたヨーロッパ銀行セクターの勢力図の変化に

弾みがついた。しかも、現行のEU銀行システムのもとで総合銀行主義はもはやドイツ特有の経営モデルではなくなりつつある。ここで特記すべきは、皮肉なことであるが、初期の段階で投資銀行業務を推進した立役者のロルフ・ブロイヤールのモットーであった「ユニバーサル、だがセレクトイブ」は、フランスやスペイン——ある程度までスイスやイギリス——の大手行の経営戦略として受け継がれていったことである。

BNPパリバ銀行やソジェン、サンタンデール銀行などの成功の秘訣は、安定した収益を確保できるリテール部門をベースに企業金融・投資銀行それに資産運用といった業務を手掛けてきたところにもとめられる。ドイツ系金融機関は、貯蓄銀行や協同組合銀行の収益基盤を掘り崩してこれわがものとすることに成功しなかったがゆえに、投資銀行業務への過度の傾斜を強めざるを得な

かったのである。コメルツ、ドレスナーの事実上の経営破綻について、いまドイツェバンクが経営難にあえぎ、経営の健全性、収益の回復を要請されているが、それは同行が目指し達成できなかった投資銀行化のなれの果てといえるかもしれない。

はたしてそのように考えられるとすれば、ドイツェコメルツの合併交渉は、ドイツ銀行セクターの抱える問題を根本的に解決するものとは決していえまい。しかも、いわゆる「銀行ナシヨナル・チャンピオン」の創出は、ユーロ圏誕生日夜のテーマ、ありていにいえば賞味期限切れもはなはだしい。挫折したとはえ、シーメンス・アルストム連合の試みに示されるように、いまヨーロッパの金融機関にもとめられるのは国境を超えたM&Aによる「ヨーロッパ・チャンピオン」の創出であり、それなくして「マストドン化」(mast-

odonisation) した米系金融機関に対抗することはできない。そしてそれこそが、かつて「ドイツの華」、「ヨーロッパの巨人」と謳われたドイツチェバンクの投資銀行業務の推進と顛末から学ぶべき教訓といつてよいのである。

むすびにかえて

一九八三年一月に来日した時の米大統領ドナルド・レーガンの肝煎りで設置された日米共同円・ドルレート、金融・資本市場問題特別会合——通称・日米円・ドル委員会——は翌一九八四年二月から六回の会合を経て五月二五日、「日米円・ドル委員会報告」および「金融の自由化及び円の国際化についての現状と展望」と題するふたつのレポートを発表した。金融自由化、円の国際化のためのとるべき諸措置をリストアップしたも

ので、いずれも日本に対して「金融開国」を迫る内容といつてよい。

これを機に、わが国の金融自由化・国際化が本格始動したとされる。たしかに預金金利規制、長期金融分離と金融債制度、信託分離、銀証分離、社債発行にかかる有担保原則と受託制度、起債制限、資本移動規制や外資系金融機関の参入規制など、各種の規制によってがんじがらめの日本の金融・資本市場はようやく自由な時代を迎えるとの期待が高まった。

ところが、円・ドル委報告発表から数日後と記憶するが、筆者はわが国銀証最大手の管理職の方から、そのような期待とは真逆の金融自由化・国際化の展望を聞く機会を得た。興味ぶかいことに、両氏の見解はほぼ同じであった。摘要すればこうである——。

「わが国の銀行や証券会社が欧米のライバルと

伍して商いをする機会——おそらく唯一無二の機会——を棒に振った。われわれ金融業者にとつての、円の国際化とは、円の商品化、つまりいついかなる時でも、限りなくゼロに近いコストで商いできるということです。そうなれば、外国人はこの国に投資しやすくなる。米系金融機関が世界中で強みを発揮するのは基軸通貨、米ドルの商人だからです。かれらは商いしやすいように立ち回ります。ドイツ人もマルクの商人だから強いのです。この国は、当局も業者も、円の商人になることをためらった。ご当局は、御用学者のいう「マンデルなんとかモデル」とやらを振りかざして、外人さんの国内投資を促進することよりも金融行政の自立性、つまり城内平和を優先した。かたや業者は業者で、競争が激しくならぬことをのぞんだ。互いに目くら立てて競わなくとも十分食っていけるじゃないか——てな具合

にね。それは、世界に通用する銀行なり証券会社なりを育成することを拒んだのと同じです。この先、日本から国際的な銀行や証券会社はひとつとして生まれない——そう思います」。

この国の金融自由化は曲りなりに進展したし、その労を惜しまなかった政界・財界・官界の方々には敬意を表するものの、金融の国際化は円の国際化に端的に表わされるようにそれほどの成果を認めがたい。邦銀なり証券会社なりが、円の商人として、欧米のライバルと伍して商いができないのはそのためである。

なお、蛇足ながら、円・ドル委員会後、こんにちに至るまでいくどとなく円の国際化をテーマとした官民もごものパネルが設置されて、そのつど提言が発表されていることを承知しているが、まったくといっていいほどに成果をあげていないのでここでは話題にしない。そもそも、中国が世

界第二の経済大国となり、同国の金融界が人民幣（人民币）の売り込みに余念がないことに思い致せば、そしてインドをはじめとする途上国の成長・発展を考慮すれば、いまさら、円の商人でもあるまい。

日米円・ドル委報告は、日本がアメリカに負けた証だった。だが、それは「マネー敗戦」というような立派なものではなく「マネー不戦敗」と呼ばれるほうが妥当であろう（なお蛇足ながら、『マネー敗戦』なる本があるが、不可思議なことに、著者は円・ドル委員会には一言も言及していない。たしか筆者は金融機関の勤務経験があったと記憶するが、按ずるに、その会社は国際金融業務とは無縁だったのだろう）。

話が長くなったが、このへんで本稿のテーマにもどろう。ジェンキンス・ヌーナンのリポートのタイトル「ドイチエバンクの大博打」は同行の国

際投資銀行業務への傾斜を評価するとき、言い得て妙ではある。しかしながら、それだけでは貯蓄銀行や協同組合銀行によって牛耳られ国内市場へのアクセスが限られたドイチエバンクが国外に活路を見出さざるを得なかったこと、そしてその行くつく先がアメリカ型投資銀行化であったということの理由の半分を説明したにすぎない。

ドイチエバンクの国際投資銀行業務への過度の傾斜は収益の柱の構築と同時に、この分野の取引がアメリカ通貨（ドル）ベースの取引であるがゆえに、米系投資銀行に伍して競争できれば、ユーロ圏の誕生の結果としての、ドイツ・マルクの商人のステイタス喪失の埋め合わせを可能とするという二重のメリットがあった。ドイチエバンクにとって、ドルの商人はグローバル・ホールセラー、ユーロの商人はローカル・リテラーという位置づけであったのだろう。けだし、その先に

あるのは世界最大のオフショアセンターであるロンドンにシティのスターリング・ポンドには頼らないHSBCやバークレーズ銀行(Barclays Bank)、あるいは国際投資銀行業務や資産運用業務に活路を見出すスイスのUBSやクレディ・スイスのような金融機関の生きざまであった。

別言すれば、ドイチェバンクは、EU銀行単一市場の創設やユーロ圏の誕生がドイツ・マルクの商人たることの比較優位に終止符を打つものであり、ために新しい状況に適用しなければじり貧を避けられなくなることを認識していたとみてよい。ドレスナー銀行やコメルツ銀行とドイチェバンクの違いは、前二者が新時代への適用能わず、早々と国際市場から脱落したのに対して、後者は善戦するも結果としてマルクの商人からドルの商人への仲間入りを果たせなかった。この点、ドイツの金融機関も日本のそれと同様に自国通貨の商

人としては大成し得なかつたという意味では同類と考えられなくもないが、しかし両者を分かつ決定的な違いは、前者がユーロ圏誕生後、ユーロの商人たることを潔しとせずドルの商人の道を目指するということ「博打」に打って出た方がいいが力及ばず一敗地にまみれたのに対して、後者は戦わずして負け国際市場から姿を消したことである。

以上のことは、フランスをはじめとするヨーロッパ系金融機関と比較すれば、よりいっそう明らかであろう。つまり、フランス、スペインそれにイタリアの銀行が善戦し得た理由は、金融エン지니어リングの活用、金融サービスや商品の開発などに注力してきたこともさることながら、ドイツ・マルクに劣後するフランス・フラン、スペイン・ペセタ、イタリア・リラなどの、弱い通貨の商人ではなく、ドイツ・マルクに匹敵する強い通貨、ユーロの商人として国の内外で活発に活

動してきたところにもとめられる。

はたしてそうであるとすれば、ドイチェバンクの経営再建は、コメルツ銀行との合同によるナショナル・チャンピオンの創設で事足りるわけではない。投資銀行業務偏重の是正でもない。もちろんその場合、ジェンキンス・スノーナンのいうように、「ミッチェル主義 (spirit of Edson Mitchell)」と最終的に訣別する必要がある。

しかしその先に見えるドイチェバンク——あるいはドイチェ・コメルツ合併によって誕生する(であろう)新銀行——の姿とは一体どのようであろうか、すくなくとも新しい経営モデルのヒントらしきものはあるのかと問われるなら、まことにもって皮肉なことではあるが、いまは亡きアウトロー・ガンマンを引き立てたロルフ・ブローヤーのモットーに立ち返ることであるのかもしれない。

「ユニバーサル、だがセレクトティブ」

「付記」

ドイチェ、コメルツの両行は二〇一九年四月二五日、約一カ月に及ぶ合併交渉を打ち切る旨発表した。この日の記者会見でドイチェのクリスティアン・ゼービングCEOは「交渉が十分な利益をもたらさないという結論にたっした」と発言したが、これこそが本稿の要旨である。合併交渉が打ち切られたからといって本稿の内容を修正する必要はまったくない。ただ惜しむらくは、一〇連休の影響により締切りが従前よりも早くなり、本誌編集部に本稿を持参した翌々日、仏経済紙『レ・ゼコー (Les Echos)』が報じたオランダ金融大手INGによるコメルツ買収声明をカバーできなかったことである。この記事は独系二行の合併交渉打ち切りの「序曲」だったからである。合併破談の結果、オランダのほかフランス、イタリア、スペインの大手銀行がコメルツ買収に名乗りを上げることが確実視されている。以上、さしあたり、Pauline Houéde, “La banque néerlandaise ING voudrait racheter Commerzbank”, *Les Echos*, 17 avril 2019; Idem, “Deutsche Bank et Commerzbank enterrent leur projet de fusion”, *Les Echos*, 26-27 avril 2019 を参照された。

(参考文献)

- 藤沢利治 [2011c]、 「国際金融危機とドイツ銀行制度改革 —— 金融危機再発防止の試み ——」、日本証券経済研究所 『証券経済研究』 第八二号、六月、所収。
- 中川辰洋 [2011c]、 「フランス銀行改革の意義と問題点 —— 銀行規制・監督体制は強化されるか」、日本証券経済研究所 『証券経済研究』 第八二号、六月。
- 中川辰洋 [2011d]、 「ヨーロッパ銀行同盟元年——現状と課題——」、日本証券経済研究所 『証券経済研究』 第八八号、一二月。
- 中川辰洋 [2011e]、 「ギリシャ新政権の一〇〇日——ユーロ圏債務処理のゲーム——」、日本証券経済研究所 『証券経済研究』 第九〇号、六月。
- 漆畑晴彦 [2011f]、 「ドイツ大手銀行の国際投資銀行業務と経営改革——二〇〇〇年前後一〇年の取組み——」。日本証券経済研究所 『証券経済研究』 第九〇号、六月、所収。
- Albert, Eric [2018], "Euribor: un procès privé des principaux prévenus". *Le Monde*, 12 avril.
- Boutelet, Cécile [2018a], "Le scénario d'un big bang dans les banques allemandes échauffe les esprits Outre-Rhin". *Le Monde*, 1 février.
- Boutelet, Cécile [2018b], "A la Deutsche Bank, la crise continue". *Le Monde*, 17 mars.
- Boutelet, Cécile [2018c], "Deutsche Bank confirme les discussions en vue d'une fusion avec Commerzbank". *Le Monde*, 18 mars.
- Boutelet, Cécile [2018d], "Deutsche Bank dans la tourmente". *Le Monde*, 25 mars.
- Boutelet, Cécile [2018e], "La Deutsche Bank remercie son PDG, John Cryan". *Le Monde*, 17 avril.
- Brächer, Michael [2019], "Deutsche Bank und Commerzbank wollen bis Ende April über Fusion entscheiden". *Handelsblatt Online*, 27. März: www.handelsblatt.com
- Dörner, Astrid, Michael Maisch, Carsten Volkery und Andreas Kröner [2019], "Mitarbeiter von Deutscher Bank und Commerzbank suchen neue Jobs". *Handelsblatt Online*, 24. März: www.handelsblatt.com
- Handelsblatt [2019a], "Unicredit soll Übernahme der Commerzbank planen". *Handelsblatt Online*, 4. April: www.handelsblatt.com
- Holtermann, Felix [2019b], "Deutsche Bank rutscht im europäischen Investmentbanking auf Platz vier ab". *Handelsblatt Online*, 21. März: www.handelsblatt.com
- Houédé, Pauline [2019a], "A nouveau dans le vert, Deutsche

Bank n'est pas sorti d'affaires", *Les Echos*, février 4.

Houédé, Pauline [2019b], "De nouveau, Deutsche Bank verse des primes à ses dirigeants", *Les Echos*, 25 mars.

Houédé, Pauline et Thibaut Madelin [2019], "Pourquoi Deutsche Bank et Commerzbank discutent d'une fusion", *Les Echos*, mars 12

Jenkins, Patrick and Laura Noonan [2017], "Deutsche's big bet", *Financial Times*, November 11/12.

Jones, Clare [2019], "ECB's <national champion> doubts raise fears for German bank tie-up", *Financial Times*, March 20.

Jones, Clare and Patrick Jenkins [2018], "Eurozone bank supervisor Danièle Nouy: building a team from scratch", *Financial Times*, December 16.

Lederer, Edouard [2019], "L'Europe des banques bute sur les intérêts nationaux", *Les Echos*, 20 mars.

Le Monde [2018], "Deutsche Bank va supprimer plus de sept mille emplois dans la banque d'investissement", *Le Monde*, 24 mai.

Le Monde [2019], "Philippe Escande: <Vu le délabrement Deutsche Bank et Commerzbank, le mariage devrait virer à la bérézina sociale>", *Le Monde*, 18 mars;

Chronique.

Liechter, Jörg [2019], "National Champions, gehören der Vergangenheit an", *Handelsblatt Online*, 29. März. www.handelsblatt.com

Madelin, Thibaut [2019], "Mislav Matejka: <Les banques européennes ont besoin d'aller au delà de la consolidation nationale>", *Les Echos*, mars 20: un interview aux Echos avec le Directeur de la stratégie mondiale actions chez JP Morgan.

Maisch, Michael [2019], "Die Deutsche Bank muss ihr Investmentbanking dringend neu auf stellen", *Handelsblatt Online*, 31. März. www.handelsblatt.com

Morris, Stephen, David Crow and Olaf Storebeck [2019], "Deutsche and Commerzbank: Why Berlin is backing a merger", *Financial Times*, March 4.

Nasi, Margherita [2019], "Le risqué peut coûter cher", *Le Monde*, 6 février.

Renaud, Nison [2019], "L'Allemagne, un modèle économique menacé", *Les Echos*, 11 mars.

Renaud, Nison et Pauline Houédé [2019], "Premiers doutes derrière le projet de fusion entre Deutsche Bank et Commerzbank", *Les Echos*, 19 mars.

- Scheefer, Daniel, Michael Maisch, Yasmin Osman, Martin Greive and Andreas Kröner [2019], "Deutsche Bank bosses mull ed merger with BNP Paribas, Société Générale", *Handelsblatt Today*, January 25: www.handelsblatt.com.
- Sims, Tom and John O'Donnell [2019], "Why Germany want a merger to underpin Deutsche Bank", *Reuters. Bond News*, March 18.
- Storebeck, Olaf [2018a], "Germany's Mittelstand faces generational crisis". *Financial Times*, March 22.
- Storebeck, Olaf [2018b], "Deutsche Bank fights for Germany's heartland", *Financial Times*, September 19.
- Storebeck, Olaf [2018c], "Germany's Landesbanken still asking clean bill of health", *Financial Times*, November 2.
- Storebeck, Olaf [2019d], "Regulators fear Deutsche Bank could bungle Commerzbank merger". *Financial Times*, March 12.
- Storebeck, Olaf [2019e], "Union threat to Deutsche on tie-up plan". *Financial Times*, March 28.
- Storebeck, Olaf [2019f], "Banking heavyweight chases vision of a German champion", *Financial Times*, March 23: Corporate Person in the New - Deutsche Bank Chairman Paul Achleitner.
- Storebeck, Olaf and Arash Massoudi [2019], "Deutsche and Commerzbank begin talks to create banking powerhouse", *Financial Times*, March 18/19.
- Storebeck, Olaf and Stephen Morris [2019], "Commerzbank and Deutsche face daunting hurdles to deal", *Financial Times*, March 19.
- Stratmann, Klaus, Dona Heide und Till Hopper [2019], "Global Player gesucht: Deutschland und Frankreich wollen Wettbewerbsrecht", *Handelsblatt Online*, 19. Februar: www.handelsblatt.com
- Wajsbrodt, Sharon [2019], "Le spleen des banques d'investissement européennes". *Les Echos*, 1 avril.
- Wajsbrodt, Sharon et Ninon Renaud [2019], "Deutsche Bank officialise son projet de fusion avec Commerzbank", *Les Echos*, 18 mars.
- Wambach, Achim [2019], "Es ist gut. Dass die EU bei Simens/Alstom keine Ausnahme gemacht hat", *Handelsblatt Online*, 6. Februar: www.handelsblatt.com