

現代ドイツの企業金融構造分析

メタデータ	言語: ja 出版者: 静岡大学人文学部 公開日: 2011-08-17 キーワード (Ja): キーワード (En): 作成者: 居城, 弘 メールアドレス: 所属:
URL	https://doi.org/10.14945/00005844

研究ノート

現代ドイツの企業金融構造分析

居 城 弘

はじめに

I 1970・80年代の企業金融の趨勢

(1) 低成長段階のドイツ企業金融

(2) ドイツ企業の財務パターンの長期トレンド—1978-1989年—

II 現段階のドイツ企業金融と財務状況をめぐって

(1) 現代ドイツの企業金融構造—90年代から世界金融危機直前まで—

(2) 資金循環表にもとづくアプローチ

(3) 企業の収益性と企業・経營業績からのアプローチ

—企業経営指標（バランスシート・損益計算書）分析を手がかりとして—

現代ドイツの企業金融をめぐって—いくつかの論点について—

はじめに

アメリカで勃発した金融危機は、その後、瞬時にして欧州の金融システムに波及し、さらに世界的な金融・経済危機へと広がっていった。金融危機は実体経済にたいしても深刻な影響をもたらすこととなった。とりわけ、欧州の主要大銀行や金融機関の流動性危機に対処する、欧州の中央銀行による緊急の協調的な流動性供給措置の発動は、危機の深刻さをいっそう浮き彫りにすることとなった。金融危機の背景としては、証券化商品への投資を媒介に、銀行・金融機関の業態や収益構造の転換が急速に広がり、投資銀行業への傾斜が加速したことが特徴であった。金融危機からの「脱却」をめぐって、金融監督体制、金融商品の開発や格付け、レバレッジ規制、銀行健全化のための自己資本比率規制の見直しなど、活発な議論が繰り広げられている。しかし、本質的な問題としては、なにゆえに主要金融機関がほぼ歩調を合わせるように、そのような証券化商品への傾斜を強めざるを得なかったのかについて、金融システムの構造変化の具体的説明から出発することが必要であろう。このような問題意識にもとづいて、本稿は、欧州の金融・経済で中心的な地位を占める現段階のドイツの金融システム分析に向けた作業の一環として、現代ドイツの企業金融構造の解明を

試みたものである¹。

金融システム分析を進めるにあたっては、企業の資金調達・企業金融の実態を解明することは基本的な前提である。経済活動の中心をなす企業の資金調達・企業金融のありかたは、銀行等の金融機関の企業金融への関わり、その業態構造や金融システムにおける金融機関等の役割を規定するからである。ユニバーサルバンク制の典型・ドイツの銀行セクターの企業金融との関係について、現段階における構造の解明は「ドイツ型金融システム」分析にとっての基軸である。とりわけドイツの企業金融・企業の資金調達と金融システムの考察にとって、研究史においてこれまでに取り上げられてきた、以下の諸論点を踏まえることが必要である。すなわち、(1)伝統的に、ドイツの銀行が産業企業に対して果たしてきた積極的な役割がどのように継承されてきているのか、あるいはいかなる変容を遂げてきているのか、(2)戦後の顕著な特徴としての、内部金融比重の増大の背景や要因を、いかに把握すべきか、政策的促進の効果や経済の低成長化の影響、またこれが銀行貸出に与えている作用について、とくに90年代以降、現在に至る状況を明らかにする必要がある。(3)証券市場での株式・社債発行の役割はこれまでそれほど大きな地位を占めてこなかったが、しかし近年の証券化・セキュリティゼーションの波はドイツにも押し寄せてきており、金融取引の規制緩和・自由化やグローバル化、資金余剰の進展による市場化の動きが、90年代末の株式ブームとその崩壊によってどのような影響を受けることとなったかも問題である。さらに、(4)これに関連して、EU金融統合の進展がドイツに与えている影響や、アングロ・サクソン化の今後の行方、金融グローバル化がドイツの金融にどのような影響をもたらしているかの論点がある。(5)さらに大企業部門と中小企業部門とでは資金調達や企業金融、銀行との関係においても大きな違いがあること、したがって企業一般として論ずることでは不十分であり、中小企業金融の実態分析にまで踏み込むことが求められること、銀行セクターにおいてもそれによって、大銀行セクター（投資銀行指向）と地方銀行や貯蓄銀行・信用協同組合などの中小金融機関セクターとの間に、顧客層や業務内容なども含めて二極化の傾向が強まっており、金融危機に対するかかわりや影響についても、かなり明確な差異が現れているのではないかと考えられること、この点についても深める必要があろう。

こうした諸論点は研究史の回顧の中から浮かび上がってくることであり、そしてまた、当然にも、今回の論稿においてこれらの論点がすべて取り上げられるということではないが、現代ドイツの金融システムの分析に当たって踏まえるべきこととして、あらかじめ確認しておきたい。以下、ドイツの企業金融・企業の資金調達の構造・展開について、戦後の概観を与えた上で、1970・80年代以降、とくに90年代から金融危機にいたる直前の段階に焦点を定めて考察を進めることとする²。

¹ この問題についての筆者の最近の試みが以下の論稿である。拙著、「経済危機下のドイツ金融システム」、『経済』、2009年7月

² 1950・60年代のドイツの企業金融と金融構造については、拙著、『現代ドイツ金融構造分析の視角』静岡大学『経済研究』11巻4号2007年2月、および、Deutsche Bundesbank (1998)

I 1970・1980年代の企業金融の趨勢

(1) 低成長段階のドイツ企業金融

この時期の全般的経済情勢の特徴は、60年代までの高度成長からの転換と低成長経済への移行であった。第一次石油危機の勃発を契機として、わが国と同様に西欧の工業諸国もあいついで戦後最大の不況に突入する。原油価格高騰による物価上昇や、経常収支の悪化に対する引き締め政策・総需要抑制政策の実施によって、世界同時不況に陥り、経済成長テンポは急速に低下した。不況と物価上昇の併進するスタグフレーション状況が広がるとともに、失業率の上昇にも見舞われることとなった。ドイツ経済はこの状況のもとで、74.5年の投資の激しい落ち込みからの回復傾向を示し、物価の鎮静化にも一定の成果をもたらすなど、欧州経済の回復に対しての牽引力を発揮することができた。しかし世界的な経済の転換・高度成長の終焉は、国際通貨体制の危機と変動相場制への移行に見られる、戦後の世界経済発展の枠組みの「崩壊」をも意味していたため、ドイツの経済成長を支えてきた輸出・設備投資主導経済路線もまもなく転換を余儀なくされる。欧州経済の停滞はドイツの輸出にも深刻な影響を及ぼし、マルク高の進行もその流れを加速させた。第二次石油危機はドイツ経済に深刻な打撃を与え、貿易収支の急激な悪化、経常収支の65年以來の赤字転落、物価上昇もそのテンポを速めていった。過剰設備の顕在化や高い失業率にたいする景気対策（公共事業、投資減税、補助金）が財政膨張を招いただけでなく、不況による税収減のために、財政の硬直化が進行した。経済活動の低落は、生産の減少や過剰設備の圧力による投資活動の停滞、失業の増大をさらに加速させた。80年代に入り経済の停滞はいっそう深刻化し、ドイツ経済の「変調」の広がりの中で、不況と失業問題の深刻化、硬直化する財政の改革をめぐって、社会保障制度や年金、失業保険の見直し争点とされた。景気停滞・不活発な経済活動が持続し、若年層を中心とする大量失業の残存が深刻な社会問題を生み出していった。そのような状況の下で、企業の設備投資も低調で、むしろ整理・統合、合併・再編や海外展開に活路を求める動きが盛んになっていった。80年代末ようやく回復の局面を迎える。景気の上昇は設備投資の拡大や投資財産業の活況をもたらし、雇用の改善が進むこととなった。東西ドイツの統合、ドイツ統一ブームは好況の勢いを加速することとなった。

低成長への移行とその持続という70・80年代の経済発展軌道の急激な転換は、企業金融の動向にも大きな影響をもたらした。その特徴・趨勢を表1-1、表1-2で確認しておこう³。

第一に、石油危機以降の企業部門の投資低迷によって、法人企業部門の資金需要者・借り手としての地位は低下・後退し、それまでのような最大の資金の取り手部門ではなくなり、かわって政府・公共部門や海外部門の資金不足がそれぞれ拡大することとなった。ここから浮かび上がってくるこ

³ 小湊 繁・飯野由美子、「通貨と金融」戸原・加藤編『現代のドイツ経済』有斐閣、1992年、佐々木昇、『現代西ドイツ経済論』東洋経済新報社、1990年、Verein für Sozialpolitik (1986)

表1-1 企業部門の資金調達 1971~1991

(単位 億マルク)

	1971	1973	1975	1977	1979	1981	1983	1985	1987	1989
内部資金 () %	913.0 (59.2)	1,047.3 (63.5)	902.8 (64.8)	1,578.5 (62.4)	1,687.3 (74.4)	1,334.2 (73.6)	1,832.0 (75.5)	1,838.8 (75.9)	2,305.3 (83.3)	2,658.6 (74.1)
外部資金 () %	629.7 (40.8)	601.6 (36.5)	491.1 (35.2)	952.0 (37.6)	581.4 (25.6)	479.0 (26.4)	595.3 (24.5)	583.4 (24.1)	463.8 (16.7)	928.1 (25.9)
うち										
借入金 () %	392.8 (25.5)	303.8 (18.4)	198.0 (14.2)	689.3 (27.2)	562.5 (24.8)	436.2 (24.1)	531.9 (21.9)	462.7 (19.1)	271.8 (9.8)	799.6 (22.3)
有価証券 () %	78.9 (5.1)	28.9 (1.8)	40.0 (2.9)	29.9 (1.2)	18.7 (0.8)	42.8 (2.4)	63.4 (2.6)	120.7 (5.0)	192.0 (6.9)	128.5 (3.6)
計 (100) %	1,542.7 (100.0)	1,648.9 (100.0)	1,393.9 (100.0)	2,530.5 (100.0)	2,268.5 (100.0)	1,813.2 (100.0)	2,427.3 (100.0)	2,422.2 (100.0)	2,769.1 (100.0)	3,586.7 (100.0)

備考 ・ () 内は調達総額に占める構成比・%
 ・ 金融機関を除く企業部門 (企業間信用を含まない)
 出所 ・ Deutsche Bundesbank, Monatsbericht. 『国際比較統計』各年版

表1-2 部門別資金過不足の状況

(単位 億マルク)

	個人家計	企業	公共	海外
1971	327.4	-373.4	17.4	-15.5
1973	699.0	-782.6	132.9	-97.5
1975	963.5	-339.1	-595.4	-102.2
1977	848.4	-550.5	-310.3	-79.1
1979	1009.9	-298.1	-398.3	109.1
1981	1128.2	-438.9	-619.6	190.9
1983	1042.3	-115.3	-463.3	-87.8
1985	1138.6	-337.3	-197.0	-380.5
1987	1288.7	-295.9	-359.2	-773.2
1989	1486.7	-705.5	38.4	-975.9

備考 ・ 企業には住宅関連産業を含まない (個人・家計項目に分類される)
 出所 ・ Deutsche Bundesbank, Monatsbericht.
 『国際比較統計』各年版

とは、低成長経済への移行による企業部門の拡大テンポの弱まりである (企業部門の資金需要・借り手としての位置は、60-64年の84%から、85-88年には43%に低下した)。

第二にドイツ企業金融の戦後一貫した最大の特徴であった、自己金融に著しく傾斜した構造は、この時期・段階においても持続しており、粗投資に対する企業資金調達でも、調達総額に占める内部資金の比率でみても、その傾向は確認できるし、長期趨勢では、70年代から80年代へと進むにしたがって、その比率が上昇する動きをしめしている。こうした内部金融比率の動向は、企業の投資行動や収益動向はじめ景気動向と密接な関連を持っているが、第二次石油危機以降のドイツ経済の停滞基調の深化を反映したものともみることができる。

第三に、外部資金にたいする依存度については、調達総額に占める外部資金の比率が7・80年代を通して低下の傾向にあったことが確認できる。外部資金の中では、銀行借入れが主流を占める傾向もこれまでと同様である。景気拡大・好況期において活発な投資行動が展開される際に、内部資金で不足する部分については外部資金とくに銀行信用への依存が増加するというトレンドを示してきた。しかし全体的な趨勢として、この時期においては、企業部門の外部資金依存の増加テンポの鈍化傾向、さらには依存度の低下の動きが読み取れる。後述するところであるが、ここでの趨勢は企業部門全体としてのものであって、企業規模別に見た場合にはこれとは異なった姿がクローズアップされることを指摘しておきたい。

第四に、企業金融における証券（株式・社債等）の役割についてである。ドイツの証券市場の特徴については別稿で取り上げたが、そこでの傾向はこの段階においても確認できる⁴。70年代後半からの、公共部門の債務残高・公債発行の急増を受けた公債管理政策の規制緩和なども一契機となって、証券市場活性化策が積極的に進められていった。この背景としては世界的な金融革新やグローバル化の波がユーロ市場や各国金融市場にも押し寄せ、進展していったことがあるが、それによって資金調達や運用の証券化が進んだことによる。実際、80年代末には株価上昇の中で、ドイツの民間企業の株式発行が活発化した。証券市場の規制緩和・自由化の動きは、EU金融統合の進行と連動し、90年代にさらに加速されていくのであるが、これによる企業金融の変化、直接金融への重点移行の評価などについては、今後さらに明確にされるべき論点として残されている。

(2) ドイツ企業の財務パターンの長期トレンド—1978-89年

以上は、7・80年代の企業の資金調達構造の全体的特徴を指摘したものである。ここからさらに進んで、かかる資金調達行動はこの段階のドイツ諸企業の現実の経営・企業活動と、どのように関連していたのかを検討することが必要である。というのは、企業の資金調達は当然のこととして企業活動の現実の展開を前提としてこそ具体的な課題として提起されるわけであるから、資金調達分析を深めるためには、その前提としての企業活動と財務行動の現実的内容についての考察が求められるからである。これに関する調査・サーベイはすでにブンデスバンクによって試みられている。この調査・サーベイはブンデスバンクの「企業バランスシート統計」に基づいて、1978年から89年までの期間について、生産・流通・運輸セクターに属する18,000余の企業のバランスシート諸項目の推移と資産・負債構造の分析を行うとともに、「資金循環勘定」によって企業の資金源泉とその運用についての考察もなされており、企業の財務パターンの長期トレンドが取り上げられている。この調査・サーベイのメリットはさらに、企業規模別（大企業・中小企業・小企業）に考察がなされて

⁴ 前掲拙稿（2007）322-326頁、日本証券経済研究所、『ヨーロッパの証券市場、1997年版』、相沢幸悦、『現代ドイツの金融システム』、東洋経済新報社1993年、Udo Rettberg（1988）、Hans Pohl（1992）

いることであり、それによって企業規模別の財務パターンについてのデータを提供していることである⁵。以下これによって検討・考察を進める。資産負債構造についての分析はその諸項目のバランスシート総額に対する比率として整理されている。ここではいくつかの項目を取り上げてみよう。

表1-3 ドイツの企業規模別の資産・負債構造

資産項目比率		1978	1980	1982	1984	1986	1988
大企業	固定資産比率	32.1	29.8	29.1	26.8	27.3	27.4
	在庫比率	19.8	21.8	20.9	19.1	17.4	16.0
	債権比率	30.7	31.9	33.5	34.6	33.0	33.4
	参加持分比率	9.1	9.3	9.9	10.0	11.2	12.0
	証券比率	2.5	2.7	2.8	4.6	4.8	4.9
中企業	固定資産比率	30.2	28.6	28.3	27.3	27.7	28.0
	在庫比率	27.4	28.2	27.4	27.6	27.1	27.3
	債権比率	34.7	35.6	35.8	36.3	35.6	34.6
	参加持分比率	2.5	2.7	3.1	3.2	3.1	3.4
	証券比率	0.5	0.4	0.6	0.7	0.7	0.8
小企業	固定資産比率	33.9	32.8	32.7	32.3	32.9	33.9
	在庫比率	26.5	27.4	26.7	25.8	24.0	22.2
	債権比率	31.2	31.5	31.3	31.9	31.7	31.3
	参加持分比率	3.5	3.8	4.6	5.0	5.2	6.0
	証券比率	0.4	0.3	0.5	0.8	0.8	1.2
負債項目比率		1978	1980	1982	1984	1986	1988
大企業	全負債比率	52.6	51.5	50.2	47.0	42.5	39.9
	買掛金比率	9.8	10.4	10.2	10.5	9.3	8.5
	銀行負債比率	13.7	13.1	11.9	9.7	8.7	7.6
	引当金比率	21.1	22.7	24.3	27.6	30.1	32.4
	準備金比率	11.3	11.7	11.7	12.2	14.1	15.3
中企業	全負債比率	68.2	69.7	69.5	68.8	68.1	68.0
	買掛金比率	18.4	18.0	17.8	18.8	17.2	16.9
	銀行負債比率	22.4	23.8	24.0	23.6	23.4	23.6
	引当金比率	10.7	11.0	11.6	12.4	13.1	13.4
	準備金比率	5.4	5.2	5.4	5.6	5.7	6.1
小企業	全負債比率	70.6	72.1	73.3	73.7	73.7	75.4
	買掛金比率	20.8	20.1	20.0	19.9	18.5	17.6
	銀行負債比率	24.6	26.6	28.5	29.3	30.0	32.2
	引当金比率	7.2	7.3	7.3	7.7	8.1	7.4
	準備金比率	3.4	3.8	3.9	4.0	4.3	5.1

備考 ・バランスシート総額に対する各項目の比率(%)
 ・全企業18281社。うち大企業1926社(売上高 1億ドイツマルク以上)、中企業8785社(売上高 1千万~1億ドイツマルク)、小企業7570社(売上高 百万~1千万ドイツマルク)
 出所 ・Deutsche Bundesbank, "Längerfristige Entwicklung der Finanzierungsstrukturen Westdeutscher Unternehmen" (Monatsbericht, Okt. 1992)

⁵ Deutsche Bundesbank, "Längerfristige Entwicklung der Finanzierungsstrukturen Westdeutscher Unternehmen" (Monatsbericht, Okt. 1992)

【資産構造における諸比率の推移】

ここではまず、①固定資産比率は、企業規模にかかわらず、すべての企業部門・セクターではっきりと低下している。その低下状況は大企業で最も大きく、次いで中企業である。これは第二次石油危機以降のドイツ経済の停滞を明確に反映したものであり、資本形成のペースも不活発な状況が続いたことや、コスト削減のためにリース資産の利用が広がったためである。大企業部門では、自己資金増加と固定資産の相対的低下が同時進行となっている。②在庫比率については、流通コストの圧縮の動きと合わせて、在庫圧縮への努力がとくに大企業部門で精力的に進められたことを示している。具体的には、輸送・調達・補給の諸段階での効率的ロジスティクスの進展により、原料部品保有コストを最小化する努力が進められた結果である。この点では中企業の部門で、在庫圧縮の効果が遅れている状況が浮かび上がってくる。③景気の低迷や業績の悪化が広がる中で、企業間での合併・提携、M&Aの活発な動きが広がったが、それを示しているのが参加持分比率の上昇である。当然ながらこの動きは、大企業部門でより明確な動きを示している。④これと関連して証券保有比率は、80年代末の株式市場の好況の中で、大企業において金融資産投資が活発化したことを示しているが、中小企業部門との違いがここでも現れている。

【負債構造における諸比率の推移】

①負債シェアは全体としては低下の傾向を示したが、負債依存度の低下が急テンポで進んだのは大企業部門に限られること、小企業は逆に増加傾向を示しており、中企業は横ばい状態である。ここで浮かび上がってくる事実は、企業の資金調達や企業金融問題にとって、企業規模別の状況の明確な相違ということである。それゆえ企業一般としての傾向を、そのまますべての企業に当てはめて理解することはできないことを認識すべきである。このことがより明確なのが、銀行負債比率のトレンドである。大企業は80年代初め以来、当座貸付・交互計算信用の形態で、運転資金調達において銀行信用に依存し、資本形成についても長期銀行借入れを利用した。しかし大企業部門では、内部資金形成による自己金融や、金融費用の削減あるいは銀行取引関係の見直しなどを進めることによって、長期銀行借入を削減する傾向が、すでにこの期間中に顕著なものとなっていることが明白に現れている。これにたいして、中小企業にとっての銀行借入の重要性は、依然として強調されるべきことである。バランスシート総額に占める債務比率は、中小企業では増加傾向を示した。注意を向けるべきこととして、中小企業にとって資本上の基盤は、なお弱体な側面や問題点を抱えていることである。銀行借入は中小企業にとっては基本的に資本形成のファイナンスの古典的手段であって、資金調達手段の選択可能性は依然として制約されていること、銀行信用の役割は中小企業にとってきわめて重要なものであることが重視されなければならない。関連する例として、小企業の長期銀行債務が、その固定資産とほぼ平行に増減変動を示していることなどに現れているのである。②買掛金は、80年代初めの景気後退期には金利水準の負担軽減や期間短縮などから、こ

れを削減する傾向が現れたが、中小企業部門での企業間信用の利用・依存度合いはかなり大きく、大企業部門にたいして2倍のウェイトを示していることが注目される。さらには③引当金の重要性が一層増大していること、とくに大企業の比率の高さが注目される。これにかんしては、EC規則・指令への国内会計規則の調整措置によって、引当金の利用可能なオプションと裁量範囲が拡大したことや、大企業の抑制的な配当支払政策の影響も指摘されている。大企業にとって引当金項目は、企業財務における重要な安定化要因となっており、〈公表されない資本金〉とされるように、内部金融の文脈の中で利用可能となっている。④他方で、準備金比率は大企業の場合でもあまり伸びてはいない。これについては制度上の要因もあって、むしろ引当金が増加していることとの関連で理解すべきであるとの指摘が行われている。これにたいして中小企業にとっては、収益力の差から、準備金や引当金の形態での「隠蔽」の財務的な余地は、ほとんどないものと見られる。ここでも企業間の財務内容の格差が現れている。

【企業規模別の経営・財務状況】

資金循環勘定データを手がかりとした企業部門の経営財務状況の結果(表1-4)は、「資産・負債構造比率」による分析とは異なったアングルから、この間のドイツの諸企業の経営・財務構造に光を当てるものとなっている。ここでは売上高に対する諸指標の比率としてとらえている。80年代初めの景気後退・リセッション期の特徴と、80年代末にいたっての諸企業の財務的地位の改善の事実を明瞭に示している。全体的トレンドとしてはまず、資金流入総額は80年代初めに比して顕著な改善傾向が示されているが、これは内部資金源泉の増加トレンドによることが明らかである。売上高に対する原材料や労働コストなどの諸費用の動向は、輸入原材料価格の上昇(とくに原油)が80年代前半まで圧迫要因になってきたこと、80年代後半からは輸入価格の下落による影響が現れている。企業収益の大きな変動要因である。労働コストの動きについては、売上高に占める労働コストのシェアは80年代半ばまでは低下傾向にあったが、86年以降、年金引当金の増加や賃金協定の改定によって再び増加している。その他受取項目の増加や、金利負担の減少も加わって80年代末の企業の財務的改善をもたらしている。

内部・自己金融は全期間にわたって企業の最も重要な資金源泉であった。この傾向を70年代後半からの一貫した動きとしてとらえるとしても、それ以前の高度成長期までのトレンドと比較して、自己金融・内部資金形成の要因・条件に何らかの変化や、質的な差異を見るべきかどうかは、自己金融の評価として大きな問題である。外部金融(外部の源泉からの資本の投入、債務の増加による借入金増など)はこの間においても、比較的小さな意義しか持っていなかった。80年代の推移の中で企業の借入れ依存度は変動するが、多くの企業が財務上のリスクや金融費用の負担軽減のために、はっきりと債務削減に取り組んだことがうかがえる。とくに銀行債務と買掛金比率は減少を示した。銀行債務の場合、旧債務の返済が新規借入れを上回って、返済超の状態が現出した。外部金融依

表1-4 企業規模別の経営・財務状況

		1978	1980	1982	1984	1986	1988
大 企 業	売上高 (10億ドイツマルク)	716.0	894.0	1016.0	1126.0	1151.0	1204.0
	労働コスト	20.0	19.6	18.6	17.9	19.2	19.8
	原材料	61.3	65.3	66.3	66.2	63.7	62.5
	その他費用	13.6	12.8	12.7	12.3	13.4	13.9
	その他受取	3.2	3.0	3.9	3.1	3.6	5.2
	粗収益	2.5	1.9	2.0	2.3	2.5	4.5
	売上高内部金融比率	6.1	4.5	5.6	6.6	6.9	9.1
	売上高外部金融比率	1.6	2.0	0.1	0.1	-0.3	0.9
	資金流入総額	7.6	6.5	5.7	6.7	6.6	10.0
中 企 業	売上高 (10億ドイツマルク)	174.0	206.0	214.0	233.0	248.0	259.0
	労働コスト	21.7	21.6	21.5	20.9	21.7	22.5
	原材料	62.0	62.6	62.1	63.2	62.2	61.1
	その他費用	11.4	11.3	11.5	11.5	11.6	11.7
	その他受取	2.0	2.1	2.4	2.4	2.6	3.6
	粗収益	3.4	3.1	2.6	2.9	3.3	4.2
	売上高内部金融比率	5.6	5.2	5.4	5.7	5.9	7.2
	売上高外部金融比率	0.2	0.3	-1.5	-0.4	-0.9	0.5
	資金流入総額	5.9	5.5	3.8	5.3	5.0	7.7
小 企 業	売上高 (10億ドイツマルク)	35.0	40.0	38.0	39.0	38.0	34.0
	労働コスト	21.1	20.8	21.1	20.9	21.8	22.4
	原材料	62.3	62.2	61.1	61.9	60.3	59.1
	その他費用	11.2	11.2	11.7	11.8	12.2	12.3
	その他受取	2.3	2.4	3.0	3.0	3.8	5.7
	粗収益	4.5	4.0	3.1	3.5	4.4	6.5
	売上高内部金融比率	7.1	6.7	6.2	7.0	8.0	10.6
	売上高外部金融比率	-0.6	-1.1	-2.7	-1.3	-2.2	-1.6
	資金流入総額	6.4	5.7	3.6	5.6	5.8	9.1
全 企 業	売上高 (10億ドイツマルク)	925.0	1,140.0	1,269.0	1,398.0	1,436.0	1,497.0
	労働コスト	20.9	20.0	19.1	18.5	19.7	20.4
	原材料	61.5	64.7	65.5	65.6	63.4	62.2
	その他費用	13.1	12.5	12.6	12.1	13.1	13.5
	その他受取	2.9	2.9	3.6	3.0	3.5	5.0
	粗収益	2.8	2.2	2.1	2.4	2.7	4.5
	売上高内部金融比率	6.0	4.7	5.6	6.5	6.8	8.8
	売上高外部金融比率	1.2	1.6	-0.3	0.0	-0.4	0.7
	資金流入総額	7.2	6.3	5.3	6.5	6.3	9.6

備考 ・売上高に対する各項目の比率 (%)
 ・売上高の単位は10億ドイツマルク
 ・企業規模別の基準ならびに資料の出所は表1-3に同じ

存が再び上昇するのは88、89年になってからである。収益見通しの改善や株式市場の活況・株価上昇という背景の下で生じたことである。

以上の全体的トレンドは、しかし、企業規模別に見ると異なった展開を示したことに留意しなければならない。ここでは大企業と中小企業の財務における相違や中小企業に特有の事情などについて注目しておこう⁶。まず小企業に注目すると、売上高の変動は小さいが、資金流入額は82年と88年に見られるように、かなり大きな変動を示している。この背景には、中小企業の場合、借入れ依存度の高さだけでなく、大企業よりも金利上昇の影響をより強く受けざるを得ない（上昇率が大）という事情がある。加えて中小企業はその内部金融・外部金融条件の下で、資金流入額の大きな変動にさらされやすいことから、大企業よりも不利な財務的条件のもとにおかれていることが指摘される。また中小企業の内部資金源泉には、個人所有企業や共同経営者に対する報酬分が含まれているため、実際に利用可能分を過大に表示されているという特殊事情がある。その他、中小企業の内部資金形成能力や、抑制的な投資行動、（自己）資本比率の低さに起因する諸事情など、特有の問題が残っている。

これにたいして大企業の財務的地位は、中小企業と比較すると総じて良好なものであったとみられる。この期間内に、大企業はリスク資本（株式資本）の基礎を著しく拡張できたが、これは80年代後半に、良好な収益性と高い株式価格状態が、増資にとって有利な条件をもたらしたからである。それだけでなく、大企業の財務上の内部源泉の豊かさが、借入依存の削減を可能にしたものと思われる。また、82-87年の抑制的な投資行動の結果としても、増大する財務的余剰分がさらに大きく銀行債務の返済に向けられた。このように、大企業部門においては、とりわけ長期銀行債務の返済傾向が進み、従来までの銀行依存状態からの脱却・自立化とも呼ばれる傾向が、次第にはっきりと現れるようになった。これを可能にしたのが景気停滞による投資の抑制によって、さらには80年代末の収益動向の改善によって、それぞれもたらされた財務的余剰の増大であった。こうした背景のもとで、さらに大企業やその企業グループが展開した「財務マネジメント」を通じて、銀行の大企業向けの貸出・融資機能を奪っていく動きが拡大していったのであるが、これは、大企業部門での内部的資金源泉や市場からの調達可能性が拡大したことによるものであったし、さらには大企業とその企業グループ内で活発化した企業間貸付inter-company lending、(industrial Lending)、企業間信用の拡大の影響と考えることもできる。

【企業の資金利用・運用】

企業に流入した資金はどのように利用・運用されたのであろうか、つぎに運用を中心とした企業

⁶ この問題に関して参考になる論稿として、Deutsche Bundesbank, Zur wirtschaftlichen Situation kleiner und mittlerer Unternehmen in Deutschland seit 1997 (Monatsbericht, Dez. 2006)、ドイツの中小企業金融については別稿を期したい。

財務についての動向を取り上げる。

この時期の全体としての特徴は次のようにまとめることができよう。最大の運用項目は当然、資本形成であり、それは設備の更新・置換え、近代化、生産能力の拡張、土地建物の購入、株式保有等が内容である。固定資産の形成は、80年代前半の景気後退の中で低迷状態が続いた。減価償却分を超過することも少なかった。こうした低水準・低迷状況の下で、金融資産への投資・運用の比率が増大していったのである。このようなトレンドの変化は80年代後半からで、収益性の改善とともに固定資産の増加が良好な財務基盤のもとで進行することとなった。

この間の大企業の財務戦略に注目しておこう。80年代前半、大企業は固定資産への投資の代わりに、かなりの量を参加持分や証券投資に振り向けた。この傾向は大企業にとって不利な収益環境が持続したこと、消極的な収益見通しのもとで、企業内部での資本形成よりも、多くの企業にとって、金融資産に投資・運用することによって高い金融収益の実現がめざされたことを意味している。80年代においてすでに、財務戦略としての証券化・金融化の傾向が確認される。さらに多くの企業で市場戦略の転換が追求され、市場のグローバリゼーションの方向へとギア・チェンジが行われたが、このことは、90年代に入ってからグローバル化の本格展開につながる礎石として重要なことである。80年代の流れの中で、ドイツの大企業は、アメリカなどの基軸的マーケットでのプレゼンスの強化・拡大をはかるためや、さらにはそれら市場への接近を加速するために、資本参加・参加持分取得を通じてM&A、提携・連携化への努力を精力的に進めたのである⁷。

この時期を振り返って、すべての企業の財務パターンとして指摘できるのは、経済の低迷・低成長期において、純資本形成と内部資金形成とがほぼ同様の動きを示したこと、両者の同調・連動傾向についてである。さらに景気の回復・上昇期については、企業の収益性改善による資金流入の増加に続いて、好調な販売・収益見込みによって、生産能力の限界に接近するとともに、資本形成の増加が進んでいった。企業収益と財務諸条件、および企業の投資行動との密接な関連が確認される。ここで企業の収益性、財務的環境とは、より具体的には、企業の内部金融力によって表現されるものであって、換言すればこの期間を通じて、企業の資本形成、主として利潤、減価償却と引当金によってファイナンスされたこと、このことは内部金融が資本形成にとって最も重要であったということを示している。80年代までに見られたドイツの企業金融や財務的行動は、90年代に入っても基調として維持されていったのであろうか、証券発行や外部資金の借入れの位置づけはどのように変化するのであろうか、大企業部門とは内部金融力の格差を構造的に示している中小企業部門での企業金融の展開についても、次節の課題である。

⁷ ドイツの巨大企業などによる企業の財務戦略のこうした変化がドイツの大銀行の業態変化、投資銀行業務への傾斜をもたらしている側面を重視する必要がある。これに関する相沢氏の論稿（相沢幸悦 1993, 2008）および、Hannes Rehm（2008）をも参照のこと。

II 現段階のドイツ企業金融と財務状況をめぐって—1990年代以降、現在まで—

1970年代以降の低成長経済段階への移行・転換期のドイツの企業金融の長期的なトレンドを踏まえ、つぎに、現段階つまり1990年代以降の企業金融・財務構造にアプローチしよう。90年代のドイツは、ベルリンの壁「崩壊」に始まる東西ドイツの統一による経済統合の課題や、EUの通貨・金融・市場統合の進展とそれへの国内的対応、さらにはアメリカに主導されたグローバリゼーションの進展という、きわめてドラステックな経済・金融構造の環境変化にさらされることとなった。しかし90年代のドイツは、経済統合による市場の拡大期待からの、生産力増強投資や建設ラッシュなどの統一ブームに沸き立ったのであるが、まもなく92・3年にはブーム的経済膨張は縮小し、過剰投資、成長率の下落と「統一不況」に見舞われることとなった。財政赤字、経常赤字、高失業率の90年代が続くこととなった。EU通貨・金融統合の進展による域内競争の激化と経済のグローバル化の波は、ドイツ経済にも押し寄せ、規制緩和と民営化、競争重視へと転換せざるを得なかった。アメリカ型の経済・企業・金融システムへの急接近が、停滞する経済から脱出し、ドイツ経済の活路を開く道として選択される。主要大企業のNYSE上場によるアメリカ基準の受入れ、株主重視型コーポレートガバナンスなどにより、株式市場の活況・ブームが実体経済の拡張や新興証券市場（ノイヤー・マルクト）の急拡大を伴って、出現する。

しかし2000年以降、世界的景気後退（アメリカのITバブル崩壊）はドイツでは「ニューエコノミー・バブルの崩壊」と呼ばれたが、急速な景気の悪化と経済の停滞が広がることとなった。2000年以降の経済の停滞は、明らかに国内の内需関連部門の不振、低投資率、消費関連部門の不振に規定されていた⁸。国内経済の低迷を抱えつつ、景気回復は輸出依存・外需主導型の体質をいっそう強化する方向で進んでいった。中・東欧諸国への進出がこれを加速していった。それによってドイツ経済は04、05年以降緩やかな回復の道を歩むことになり、06、07年には本格的回復軌道を進むのであるが、国内経済の不振と輸出の急拡大という両側面の乖離が埋まらない状況のまま2008年を迎えることとなったといえるであろう。

こうした中であって、それまでのドイツの経済・金融システムはいかなる変容を遂げることとなったであろうか。ここでは、最新のデータが得られる2006年（一部07年）までの資料をベースとして、金融システムの基礎をなす企業金融の問題に焦点を当てて、世界的金融危機の勃発にいたる前段階でのドイツ金融システムの実像に迫ることとしたい。

⁸ 森田恭平、『ドイツ経済低迷の背景を探る』、『財界観測』2004年夏号

表 2 - 1 企業金融・資金調達源泉の構成 1991-2006

	1991	1995	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
資金調達総額	260.6	248.4	389.4	569.4	362.8	257.5	231.5	185.7	235.7	318.3
(91年=100とする増加率)	(100.0)	(95.3)	(149.4)	(218.3)	(139.2)	(99.5)	(88.8)	(73.2)	(90.4)	(122.1)
内部資金調達額	132.1	168.1	154.7	152.5	186.1	198.2	186.9	218.7	220.0	235.7
うち純留保利益	12.5	18.8	-11.0	-20.5	7.4	16.1	4.9	33.7	34.7	46.1
減価償却費	119.6	149.3	165.7	173.1	178.7	182.1	181.9	185.0	185.3	189.5
(内部資金調達比率)%	48.7	68.7	37.5	27.0	50.4	83.0	82.2	102.1	88.6	76.6
外部資金調達額	128.5	80.3	234.7	416.8	176.7	59.3	44.7	-33.0	15.7	82.7
銀行借入れ	90.1	57.9	66.5	46.8	33.6	-22.6	-46.5	-44.5	-11.0	15.4
短期	34.3	19.0	10.3	13.2	2.1	-27.7	-25.4	-32.4	-15.3	-3.3
ドイツ	27.7	16.5	-5.3	19.0	6.7	-24.5	-24.8	-27.6	-14.9	-11.4
外国	6.6	2.5	15.0	-5.7	-4.6	-3.2	-0.6	-4.8	-0.4	8.1
長期	55.8	38.9	56.2	33.6	31.6	5.2	-21.1	-12.1	4.3	18.7
ドイツ	55.5	39.1	53.5	32.1	19.8	3.1	-19.1	-14.0	-5.6	3.3
(海)外国	0.3	-0.2	2.7	1.4	11.8	2.1	-2.0	1.9	9.9	15.4
その他貸手からの借入れ	11.1	2.1	84.9	161.4	61.0	40.0	24.6	-24.0	17.0	21.0
ドイツ	-0.3	-9.2	17.8	3.3	7.4	15.3	11.0	13.7	-8.8	-24.6
短期	-0.9	-1.5	2.6	5.9	1.5	3.6	8.3	1.9	1.6	-1.3
長期	0.6	-7.7	15.2	-2.6	5.8	11.7	2.7	11.7	-10.3	-23.3
外国	11.4	11.3	67.1	158.1	53.6	24.7	13.6	-37.7	25.8	45.5
短期	7.4	6.0	39.7	82.5	6.5	-17.0	12.7	-2.1	26.4	39.0
長期	4.0	5.2	27.4	75.6	47.1	41.7	0.9	-35.6	-0.6	6.6
証券市場(社債・短期証券)	3.6	-3.3	1.3	9.6	9.8	5.7	27.2	2.1	3.1	17.4
株式	16.5	16.5	75.8	190.8	64.1	27.5	31.5	26.8	0.0	23.4
ドイツ	14.2	14.0	57.1	81.0	51.7	0.1	-10.1	-2.6	0.6	2.7
外国	2.3	2.5	18.6	109.9	12.4	27.4	41.6	29.4	-0.6	20.7
年金引当金	7.2	7.1	6.3	8.2	8.2	8.7	7.9	6.6	6.6	5.5

備考 ・単位は10億ユーロ

出所 ・Deutsche Bundesbank, Monatsbericht, Juni 2007, Juni 2006

(1) 現代ドイツの企業金融構造—90年代から世界金融危機2007に至る—

1990年以降、2007年までの企業の資金調達源泉の構成変化を整理した表2-1に沿って検討する。まず全体としての資金調達総額の推移について注目しよう。90年代初めの統一ブームと90年代末の株式ブーム期を除いて、総じて企業の資金調達総額が著しく緩慢な増加率（91年基準で見て122%）であったこと、これは90年代さらに2000年以降にまで持続する、経済の成長率の停滞傾向を反映したものであり、低投資率による内需不振が基本的要因にあることを物語っている。さらに成長率の回復はようやく2006年においてであることと、その回復も輸出主導・依存型へのドイツ経済の著しい傾斜によるものであることを強調しておきたい（輸出依存度は2007年には46.7%にまで上昇する）。

表から明らかなように、ここでも企業の経営活動に必要な資金を企業内部で調達する内部金融比率の高さが際立っている。いうまでもなくこれは7・80年代においても、さらには戦後一貫して見られるドイツ企業金融の特徴である。この内訳として減価償却分が7・8割を占めていることが確

認できる。景気動向との関連も深く、経済の停滞・不況基調の時期には内部金融比率が上昇する傾向にあるが、これは経済の停滞時には、株式や社債の発行や金融機関からの借入れなどを通じての外部資金調達が必要が後退するためである。

外部資金調達部分は、したがって景気動向との関連で、景気回復・上昇期にはかなりはっきりした増加傾向を示す。銀行等からの借り入れや証券発行への依存が増加するからである。ところで企業が拡大投資のために外部資金調達を増やす場合、銀行借り入れ依存が増大するという従来までの傾向に重要な変化が生じている。とくに2000年以降に顕著なことは、まず第一に、企業は外部資金調達の際に、株式、社債、金融市場証券（債務証券借入れ）等の、証券市場を通じた調達を増やす傾向にあること（01年以降では外部資金調達の40～50%に達する）、第二に、銀行以外の「その他の貸し手」からの借入れが急速に増大し、株式等の証券発行による調達に匹敵ないしそれを凌駕する勢いで増えてきていることである。「その他の貸し手」とは、非銀行金融媒介機関、保険会社、投資ファンド・投資会社その他であるが、さらに詳しく見ていくと、「その他の貸し手」の中ではユーロ圏はじめ欧米・外国の金融媒介機関さらには金融子会社などからの借入れが、ドイツの諸機関からの借入れを大きく上回っているのである。その結果、第三に、企業の外部資金調達における銀行借り入れの比重が大きく後退しただけでなく、これまでの借入れを返済する傾向も強まっている。また、外国銀行からの借入れでドイツの諸銀行からの借入れを返済する動きも目立っている。銀行貸出の低下・減少傾向と合わせて、こうした動きの背景や意義をどのように理解すべきかが論点となる。

証券発行による資金調達、直接金融の動向について、産業金融の場としての証券市場の役割はこれまでも英米諸国などに比べて低かった。内部金融が主体であって、企業の資金需要が増加して内部資金によっては不足する場合には、銀行借入に依存するというこれまでのパターンが、90年代以降とくに90年代末の株式ブーム期における株式証券発行の急増によって、変容を示すこととなったが、このことはブーム期に伴う一時的な現象と考えてよいのか、あるいはドイツの金融システムがアングロサクソン流の市場重視型の直接金融への傾斜を強めていく動きととらえてよいかどうかの論点を提起するものである⁹。これは90年代以降の、EU金融・市場統合やグローバル化に促す金融規制の緩和、自由化の進展、これを受けてドイツで進められた3・4次にわたる資本市場振興法に支えられた動きととらえることができるかどうかかが問題である。（このことはIT関連を中心とした株式ブームの崩壊や、さらには2007年以降の米国発サブプライムローンの破綻、リーマン危機に端を発する証券化商品市場を主要な「伝動装置」とする未曾有の金融危機の勃発によっ

⁹ 大矢繁夫、『株式市場とユニバーサルバンク』（同氏著、『ドイツ・ユニバーサルバンキングの展開』所収、山口博教、『ドイツ証券市場史』2006年13頁および、戸原・加藤・工藤編2003、『ドイツ経済』所収の工藤章および飯野由美子氏の論稿およびH-H Franke (2006), Karoline Krenn (2008) を参照

て深刻な影響を受けることとなった現実を踏まえて、明確にすべきであろう。)

以上の考察は、ドイツの企業を一括して行われているのであって、前述したように、その結果をドイツの企業に全体として妥当するものと考えすることはできない。企業規模別や業種・産業別の考察が必要だからである。資料上の制約があるとはいえ、これまでの研究でも、この点の掘り下げは不十分といわざるをえない。規模別の考察についてはすでにひとつの試みを提示したが、後述するように本稿では、企業バランスシートの分析を手がかりに業種別の検討をも試みている。

(2) 資金循環表にもとづくアプローチ

国民経済計算と資金循環表の利用できる最新データは2006年までについてである¹⁰。表2-2は、これにもとづいて、経済の各セクターがどれだけの投資（実物資産+在庫投資）を行い、どれだけの貯蓄を行ったか、その結果、各セクターの資金過不足はどういう状態であったか、その過不足分はどのようにファイナンス（資金調達）され、さらにはどのように運用（投資）したかをとらえたものである。2000年以降の全体的趨勢を押さえることとしよう。

表2-2 経済部門別資本形成（純投資）・貯蓄・部門別資金過不足

	部 門	2000年	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年
純 投 資	家 計	62.9	44.7	37.9	36.6	32.8	29.6	38.5
	非金融企業	73.7	48.3	9.7	20.1	24.8	28.0	43.5
	(固定資産)	67.1	55.0	31.1	27.4	30.8	31.2	45.6
	(在 庫)	6.7	-6.7	-21.3	-7.2	-6.0	-3.2	-2.1
	金融セクター	2.7	0.7	0.0	-1.1	-2.1	-2.0	-1.8
	一 般 政 府	1.4	1.7	0.7	-1.4	-4.0	-5.6	-4.1
	総 計	140.7	95.4	48.3	54.2	51.4	50.0	76.1
貯 蓄	家 計	139.2	142.9	140.1	162.7	167.1	171.7	173.7
	非金融企業	-20.5	7.4	13.6	7.3	30.3	28.6	46.1
	金融セクター	10.7	3.5	19.6	17.9	27.0	24.1	23.1
	一 般 政 府	-23.8	-59.2	-79.0	-89.8	-87.9	-79.5	-42.5
	総 計	105.6	94.5	94.2	98.1	136.5	144.8	200.4
部 門 別 資 金 過 不 足	家 計	75.4	97.3	101.3	125.1	133.4	141.2	134.3
	非金融企業	-137.1	-41.4	3.4	-13.3	5.0	0.1	2.1
	金融セクター	8.0	2.8	19.6	19.1	29.2	26.1	24.9
	一 般 政 府	27.1	-59.6	-78.3	-87.0	-82.5	-72.6	-37.0
	総 計	-26.7	-0.9	45.9	43.9	85.1	94.8	124.3

備考 ・単位は10億ユーロ

出所 ・Deutsche Bundesbank, Vermögensbildung und Finanzierung im Jahr 2006
(Monatsbericht, Juni 2007)

¹⁰ Deutsche Bundesbank, Vermögensbildung und Finanzierung (Monatsbericht, Juni. 2007, 2006, 2005)

①集計された総固定資産の動向を見ると、02年のボトムからの緩やかな回復（03-05年）ののち、06年にようやくはっきりした回復の動きが現れた（761億、対前年比261億ユーロの増加）。この要因は企業部門の純投資、家計（住宅建設等）部門の回復を現している。企業部門の収益の改善によって、貯蓄も大幅に増加し、ドイツの企業財務の改善が進んできたことを示している。

②集計された貯蓄（総貯蓄）の趨勢をみると、総貯蓄の著しい増加が特徴であり、04、05年の1300および1400億ユーロの水準から、06年には2004億ユーロに達した。この額は実物投資よりかなり多いのであり、経済全体が回復しつつあるとはいうものの、依然、低い成長率を反映している。企業の内部留保も増加し、政府セクターでは、税収改善や財政圧縮による赤字削減策が進んだために、不足分のファイナンス分としての公債発行の削減が行われ、公共部門の資金不足は半減したことが示されている。

③この結果、総投資を超える大きな貯蓄の余剰が発生したが、これは著しい増加であって、ドイツ経済の「経常収支黒字positive current account balance」をもたらすこととなり、06年には1240億ユーロにもなった。ドイツ経済の内需の低迷が持続したため、輸出依存・外需主導型経済への傾斜を強める結果となり、とりわけ2004年以降、その傾向は著しくなった（これが、ドイツが世界的金融危機勃発による、輸出先経済の経済悪化の影響を激しく受けることとなった背景でもある）。

【資金循環表からみた企業部門—非金融企業—の投資と財務行動】

ここでは、表2-3「非金融企業の資金運用」によって、とくに重要な特徴と見られる点だけに絞って指摘することとしよう。投資行動では、まず06年の非金融企業の粗資本形成は2,331億ユーロ

表2-3 非金融企業・法人の資金運用（投資と財務行動）

投資項目	2002	2003	2004	2005	2006
粗資本形成	192.5	203.1	209.4	218.0	233.1
（粗固定資産）	213.8	210.4	215.4	221.2	235.2
金融資産取得	49.7	45.7	9.5	60.0	74.3
銀行	-10.4	32.2	27.1	38.8	24.3
短期	-9.4	31.2	26.3	37.6	15.1
長期	-1.0	1.0	0.8	1.2	9.2
証券	-49.2	-26.2	-41.1	0.5	-26.5
株式等	67.9	8.5	24.5	-15.8	13.8
ドイツ	19.9	-21.1	21.8	-45.8	-27.8
外国	48.1	29.6	2.7	30.0	41.6
企業による貸付	40.3	30.6	-2.5	34.8	61.2
居住者向	65.0	18.7	-11.4	-29.0	38.6
非居住者向	-24.7	11.9	8.8	63.9	22.7

備考 ・単位は10億ユーロ

出所 ・Deutsche Bundesbank, Vermögensbildung und Finanzierung im Jahr 2006 (Monatsbericht, Juni. 2007)

(対前年比で151億ユーロの増、増加率6.9%)と03年以來の緩慢な伸びからの回復の兆しを見せているが、対照的に金融的投資は、06年743億ユーロ(対前年比140億ユーロ増、増加率23.8%)と増加テンポの急速さが特徴である。国内需要の停滞による低投資率の影響を受けての動きである。ところで資金循環勘定のデータによれば、金融資産のパターンには重要な変化があったことが注目される。それは、企業による貸出しの承認loansの著しい増加であって、(06年には612億ユーロ、05年348億ユーロのほぼ倍増)。これは主に輸出需要を活気づける外国企業へのサプライヤーズ信用・輸出信用の役割を果たすものであって、03年以降の急増によって中東欧諸国などへのドイツ製品輸出の拡張を支えてきたのである。また、企業の銀行への短期預金の増加傾向が03年以降著しいが、これは輸出企業の海外での販売活動の拡大とかかわってのことである。証券投資は、全体としては減少している。国内企業への株式投資の削減と、外国株式取得の増加という傾向が著しいが、90年代以來の持続的な動きである。

他方で企業の資金調達・財務行動については、すでに90年代以降の動向に即して述べたところがあるので(表2-1参照)、ここでは補足すべき重要なポイントだけを指摘することにする。外部資金調達の動きとしては、90年代末に株式価格の上昇による増資・株式発行の急増の後、05年まで低水準で推移したが、06年に大幅な回復を示す。銀行借入れ、その他貸し手からの借入れ、および株式・社債発行の活発化によるものである。2000年以降の銀行借入の動向については、全体としては減少傾向を示し、02-05年は返済超過の状態が続いた。06年の銀行借入れの回復は5年振りであるが、軽微なものにとどまっている。2002年からの返済傾向の内容は、ドイツ国内銀行向けへの返済が外国銀行への返済を大幅に凌駕している事実が確認できる。企業による外部負債の縮減の動きとともに、銀行側からの貸し出しの圧縮・削減の動きが強く作用したものと見られる。

既述したところであるが、銀行以外の「その他貸手からの借入れ」が増大していること、この動きは90年代末から急速に拡大しているのであるが、これが、一貫して銀行借入れを大幅に上回っていることに注目すべきであろう。「その他貸手」とは、保険会社、投資ファンド・投資会社、外国企業、一般政府など非銀行金融媒介機関等をさすが、金融子会社経由の資金調達も含まれる。05-06年の特徴は、ドイツ国内の「その他貸し手」に対する返済傾向と、諸外国の「その他貸し手」からの借入れが増加するという動きを示していることである。とりわけ短期のクロスボーダー取引(貿易信用、金融ローンなど)が重要とされ、いづれも輸出関連の取引と考えられるが、それにとどまらず企業レベルでの国際的資金取引の性格も持っているものと思われる(金融子会社経由の資金取引など)。細部においては、なお、明確でない部分が残っているが、いづれにしてもこの段階のドイツの企業金融における注目すべき動きであることを指摘しておこう。

最後に証券発行についてである。90年代末に見られた動向、つまり企業金融の証券化、直接金融、株式価値重視などアメリカ型(アングロサクソン型)への急接近は、その後も持続し定着している

のかどうかということについては、株式を中心に見ていくと、企業の資金調達総額や外部資金調達総額に占める株式発行のシェアで見ると、調達総額に占める株式発行のシェアは、99年19.4%、2000年には33.5%に達し、金融システムや企業金融のうちで変動は示しつつも、確実にその地位を高めているといえそうである。しかしドイツ国内での増加ではなく、外国市場での調達が増加していること、グローバル化の進展を反映している。

(3) 企業の収益性と経営業績動向からのアプローチ

—企業経営指標（バランスシート・損益計算書）分析を手がかりとして—

企業金融の動向を規定する基本的要因は、企業経営の実績（売上高、収益状況）とそれにもとづいての市場や景気、および売り上げや収益の将来見通しである。その上で企業の投資・財務行動が決定されるものと考えられる。さらには資金調達額や調達方法についての検討が行われる。これま

表2-4 主要業種別の企業経営・業績動向（2006年）

		売上高	粗収入	費用				経常収益
				原材料費	人件費	減価償却	費用総額	
製 造 業	食品・飲料	174.1 (108.6)	174.2 (108.5)	113.9 (113.1)	23.1 (100.0)	5.7 (96.6)	174.8 (108.5)	5.1 (92.7)
	紙・パルプ	98.8 (105.5)	99.0 (105.5)	50.0 (110.8)	22.0 (95.2)	4.6 (90.1)	98.9 (104.6)	4.8 (114.2)
	化学	174.8 (118.9)	175.3 (119.0)	99.6 (127.6)	30.4 (102.3)	9.1 (98.9)	181.5 (115.6)	12.8 (147.1)
	機械・設備	204.8 (121.0)	207.9 (121.9)	116.1 (132.5)	50.8 (102.0)	5.4 (98.1)	204.4 (118.3)	10.2 (188.8)
	電子機器・ 事務機器	168.6 (115.4)	169.2 (115.4)	109.5 (119.4)	37.6 (108.3)	6.4 (96.9)	178.0 (115.1)	4.9 (222.7)
	輸送機械・設備	341.6 (115.2)	342.7 (115.2)	245.8 (117.8)	58.2 (103.5)	15.1 (112.6)	360.2 (115.0)	3.6 (450.0)
非 製 造 業	建設	188.0 (100.6)	181.6 (95.3)	92.4 (98.1)	49.7 (83.3)	5.3 (80.3)	178.2 (92.5)	16.1 (125.7)
	卸売	867.8 (122.4)	868.0 (122.4)	713.9 (123.3)	56.6 (99.1)	8.3 (87.3)	862.9 (121.2)	19.6 (148.4)
	小売	458.5 (106.9)	458.6 (106.8)	311.6 (107.5)	57.7 (97.6)	6.6 (88.0)	453.7 (105.5)	16.1 (142.4)
	企業関連 サービス	304.8 (120.5)	304.4 (116.1)	110.0 (126.1)	103.3 (116.0)	11.0 (87.3)	295.7 (116.6)	24.2 (145.7)
全産業合計		4,011.4 (115.8)	4,013.5 (115.4)	2,581.2 (120.4)	659.0 (102.0)	109.6 (94.4)	4,017.2 (113.8)	147.4 (155.8)

備考 ・単位は10億ユーロ ()内は2003年=100とした2006年の増加率を示している。

出所 ・Deutsche Bundesbank, Ertragslage und Finanzierungsverhältnisse deutscher Unternehmen (Monatsbericht, Juni. 2006, Jan. 2009)

で明らかにしてきたのは、これらの結果としての企業金融・資金調達実績の動向であり趨勢についてであった。ここでは、企業金融の趨勢なり動向を規定していた、企業経営の実績・業績（売上高や収益状況）の姿に接近する目的から、企業経営指標の分析について、ブンデスバンクの「企業バランスシート統計」を素材としてアプローチしたものである¹¹。表2-4により対象を現段階に絞るために、2000年以降の動向を中心に考察する。これまでの考察との重複を避けつつ、業種別経営実績なども考慮しながら分析する。

【売上高の動向】

2000年以降のドイツ経済は、経済の急激な悪化と株価の下落から深刻な景気後退・低迷が続き、そのボトムは2003年である。そこからの回復過程は内需の不振から04. 05年と緩やかなものであったが、輸出・外需部門が主導する景気回復の本格化が06年から現れることとなった。この間の回復過程に着目し、03年対比での06年段階の伸び率を各業種ごとに比較してみよう。全産業の売上高は15.8%増であるが、業種別では食品・飲料や紙・パルプなどに代表される内需・国内市場中心の軽工業部門が全産業平均を大きく下回っていること、これに対して化学、機械、電気電子機器、自動車（輸送機器）の重化学部門は、いずれも好調に売り上げを伸ばしており、輸出主導の経済回復を牽引してきた姿が浮かび上がってくる。（この4部門だけで製造業の総売上高の圧倒的部分を占める）。輸出関連部門と内需中心部門の回復格差は歴然としている。非製造業では建設、小売部門の停滞不振が際立っている。90年代初めの建設ブーム時における過剰投資の整理が依然として進んでいないことと、公共・商業用建設と住宅建築需要の長引く不振による。小売部門の不振は、賃金抑制によって個人の所得の停滞と付加価値税引き上げの影響を強く受けた結果である。企業関連サービス部門は、一般企業のコスト削減目的でのアウトソーシング化の拡大等で、売り上げを急増させている。

表2-5 経営指標の推移（全経済部門）

	2000年	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
売上げ高	100.0	102.1	100.0	99.6	102.7	107.5	115.4	120.0
総費用	100.0	101.7	100.5	99.8	102.2	106.4	113.6	118.8
（原材料費）	100.0	101.7	99.1	98.8	103.1	109.5	119.0	125.2
（人件費）	100.0	100.8	101.3	100.1	100.6	100.6	102.1	104.8
（減価償却）	100.0	100.4	98.5	95.8	90.1	88.5	90.5	94.6
経常収益	100.0	104.7	99.2	99.2	111.1	132.1	154.6	196.7

備考 ・2000年を基準値（100.0）とした各項目の変動率

出所 ・Deutsche Bundesbank, Ertragslage und Finanzierungsverhältnisse deutscher Unternehmen
（Monatsbericht, Jan. 2009, Okt. 2005）

¹¹ Deutsche Bundesbank, Ertragslage und Finanzierungsverhältnisse deutscher Unternehmen（Monatsbericht, Jan. 2009）

【費用構造】

企業の業績としての収益に大きく影響を与えるのは各種費用の動向である。表2-5で注目すべきことは、全体として、売上高の伸びよりも費用支出総額の伸びは下回り、その抑制傾向の持続という動きを示していることである。これは企業の収益を改善させる効果をもたらすが、費用の圧縮抑制はどの項目で進んできたのであろうか。主要項目に沿ってみていくと、原材料費は総支出の2/3を占めるとされるが、為替相場変動により輸入価格変動の影響を受けたが、ほぼ売上高の推移と同じ動きを示した。注目されるのが人件費の動向である。企業の人件費総額の削減、企業年金プログラムの支出削減、退職手当の削減、時間当たり人件費支出の伸び抑制やパートタイム労働者の増加等の結果、人件費の伸びが2000年以来、強く抑制されたことを物語っている。こうした人件費の抑制が個人消費の低迷、商業とくに小売部門の不振を長引かせている。減価償却費は、90年代の好景気時の投資急増の結果としての設備過剰状況と、新投資の停滞で、低水準が続いている。これにはレンタル、リースの利用拡大も影響している。06年には新鋭機械・設備の導入の動きが出始め、持ち直してきている。結論的には、この間の費用構造の大きな変化は、全体としての抑制傾向の中で、人件費抑制がもっとも顕著な動きであるということにほかならない。

【経常収益の動向】

2000年代初めの景気後退とその後の不況の中で、経済全部門の平均で見て、経常利益は前年割れの低位水準が続いたが、04年以降、緩やかな回復をみせ、06、07年と企業収益の改善が進んできた。しかしそこにおいて業種・部門ごとにかなり顕著な業績上の開きが生じている。中心的輸出部門である化学、機械、電気電子機器、自動車の重化学4部門の著しく好調な収益動向にたいして、内需中心の食品、紙・パルプなど軽工業部門、建設、小売部門などは国内需要の低迷や消費不況の影響を受けて不振が続いている。部門別の業績較差が拡大しつつある事実がクローズアップされている。以上が、世界的金融危機の発生直前における段階での状況である。

《現代ドイツの企業金融をめぐる一いくつかの論点について》

現段階にいたるドイツの企業諸セクターの経営・業績動向の考察を行ってきたが、こうした企業経営の動向のもとで、企業の投資・財務行動が展開されていくことになる。企業の資金調達・企業金融・財務の現段階にいたる動向や変化については、すでに詳細に検討してきたところであるので、ここではこれまでの考察を踏まえて、残された問題や補強・再確認すべき点に絞って述べることにしよう。

1. 企業の資金調達総額の推移、その増加テンポの緩慢さは、経済成長や企業の投資行動を規定する市場の動向や売り上げ、収益見通しが全体として低迷してきたことの反映である。その中では輸出関連部門の良好な業績が際立っているが、他方で内需中心の部門との較差も拡大の傾

向を示してきた。このためさらに経済部門別・業種別の企業金融・資金調達動向の分析が必要である。さらには各部門・業種の中での企業・資本・売上高規模別の考察、具体的には中小企業金融・中小企業経営の分析があわせて深められることによって、より具体的な姿を浮き彫りにできるであろうし、諸銀行セクターと企業との取引・融資関係などのより立ち入った分析が可能になるように思われる。

2. 自己金融・内部金融については、高い自己金融率の評価が問題となるが、企業活動の成果である企業収益が源泉であって、企業の競争力・収益力によって規定される。必要資金の大半が企業内部資金によってまかなわれるという現実、現代の企業そのもの、株式会社の今日的性格を問うことになる。関連して企業と銀行との関係も問題となろう。また、企業の規模や業種別に見ていくと、企業収益力の較差のもとでは自己金融力の較差が現実であって、自己金融・内部金融化を一般的な傾向ととらえることができるかどうか、この点を踏まえた企業金融分析が必要であろう。
3. 外部金融については、多くの問題点が指摘されよう。まず銀行借入れについては、その返済傾向の広がりや、銀行信用からの自立・独立化の動きなどが、銀行業のあり方を大きく転換させる要因となっているとしても、それは一部の大企業のみには当てはまる動きであるのか、あるいは中小企業に関してはむしろ銀行依存が強まる傾向を示すなど、銀行業の二極化現象が進行しているのではないかということが論点である。さらに企業の借入先としての、「その他の貸し手」からの借入れについては、まず実態解明を進める必要があること、金融グローバリゼーションのもとでの「新たな金融チャネル」として、その役割を検討するべきである。いずれにせよ、現代の巨大企業によるグローバルな調達・運用をめぐる財務戦略の展開と、銀行業の関係についての分析が求められている。
4. また直接金融、金融の証券化・セキュリティゼーションについては、古くからの論点であるが、ドイツの企業金融と金融システムにとっての大きな転換点にあるというべきかも知れない。銀行を中心とした金融システムから、証券や市場型金融システムへの重点移行・転換についてである。数次に渡るバブル崩壊や金融危機の勃発にもかかわらず、この動きは不可逆的なものであるのか、今回の世界的金融危機において証券化商品への傾斜が、事態を深刻化させている現実を踏まえ、金融システムの再建に向けての議論が、この問題を背景として進められることとなろう。
5. 企業の資金運用・投資・財務活動に関しては、以下の点を指摘しておきたい。流入・調達資金の使途としての実物資産と金融資産のそれぞれの比率は、国内景気動向や市場条件等によって大きく変動することはいうまでもないが、景気回復の進展とともに実物資産投資が急テンポで増え、それにしたがって金融資産投資の比率は低下してきている。しかしこの点も既述のと

ころであるが、その金融資産投資の内容に重要な変化が現れていること、とくに輸出需要の拡大のために、外国企業・非居住者への信用供与・貸付（サプライヤーズ信用、輸出信用）が急増していること、さらに企業による証券投資は、2000年代初頭の株価下落の影響も持続して、全体としては減少傾向にあるが、外国企業の株式取得は増加傾向にある。これらの動きは、世界的な金融危機の勃発によってかなり大きな影響をうけているものと思われるし、企業金融の今後の展開や、銀行との関係についても、今後さらに考察を深める必要がある。

【参考文献】

Deutsche Bundesbank,

Währung und Wirtschaft in Deutschland 1876-1975, 1976

Deutsches Geld und Bankwesen in Zahlen 1876-1975, 1976

40 Jahre Deutsche Mark, Monetäre Statistiken 1948-1987, 1988

Fünzig Jahre Deutsche Mark. Notenbank und Währung in Deutschland seit 1948, 1998

Deutsche Bundesbank, (Monatsbericht)

Die gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsströme im Jahre 2001, (Juni 2002)

Längerfristige Entwicklung der Finanzierungsstrukturen westdeutscher Unternehmen, (Okt. 1992)

Die Ertragslage der deutschen Kreditinstitute im Jahr 2008 (Sept. 2009), 2007 (Sept. 2008), 2006 (Sept. 2007), 2005 (Sept. 2006)

Kreditentwicklung nach Kreditnehmern und Bankengruppen (Okt. 1996)

Die Beziehung zwischen Bankkrediten und Anleihemarkt in Deutschland (Jan. 2000)

Zur Entwicklung der Bankkredite an den privaten Sektor (Okt. 2002)

Zur jüngeren Entwicklung der Kredite deutscher Banken an inländische Unternehmen und privat Personen (Juli 2006)

Vermögensbildung und Finanzierung im Jahr 2006 (Juni 2007), 2005 (Juni 2006), 2004 (Juni 2005)

Integrierte sektorale und gesamtwirtschaftliche Vermögensbilanzen für Deutschland (Jan. 2008)

Bilanzunwirksame Geschäfte deutscher Banken (Okt. 1993)

Asset-Backed Securities in Deutschland (Juli 1997)

Leveraged-Buyout-Transaktionen; die Rolle von Finanzintermediären und Aspekte der Finanzstabilität (April 2007)

Die deutschen Direktinvestitionsbeziehungen mit Ausland; neuere Entwicklungstendenzen

und makroökonomische Auswirkung (Sept. 2006)

Zur Unternehmensfinanzierung in Deutschland und Frankreich; Eine vergleichende Analyse (Okt. 1999)

Ertragslage und Finanzierungsverhältnisse deutscher Unternehmen im Jahr 2007 (Jan. 2009), 2006 (Dez. 2007), 2004 (Juni 2006)

Adolf Weber, Bankkredit und langfristige Investitionen, 1954

Konrad Teubmann, Die Selbstfinanzierungsmöglichkeiten industrieller Unternehmen unter Einfluss der Ertragssteuerung seit 1948, Diss. 1954

Werner Ehrlicher, Geldkapitalbildung und Realkapitalbildung, 1956

Manfred Oberhaus, Die Entwicklung des Kapitalmarktes in der Bundesrepublik Deutschland seit 1958, 1969

Georg Bruins, Karl Hauser, 30 Jahre Kapitalmarkt in der Bundesrepublik Deutschland, 1981

Manfred Pohl, Entstehung und Entwicklung des Universalbankensystem, 1986

Verein für Sozialpolitik, Kapitalmarkt und Finanzierung, Schriftenreihe des Verein für Sozialpolitik, Nr. 165, 1986

Udo Rettberg, Emissionsmonopole der Banken besteht immer noch, 1988

Hans Pohl, hrsg. Deutsche Boersengeschichte, 1992

J.P. Krahen, R.H. Schmidt, The German Financial System, 2004

Karoline Krenn, Von der Macht der Banken zur Leitidee des deutschen Produktionsregimes (Zeitschrift für Unternehmensgeschichte 53 Jg.) 2008

FSA, The Turner Review-A Regulatory Response to the Global Banking Crisis, March 2009

Hannes Rehm, Das deutsche Bankensystem, Befund-Probleme-Perspektiven (Kredit und Kapital, 41 Jg. Heft 2, 2008)

H-H. Francke, Kapitalmarkt versus Bankenfinanzierungm (Kredit und Kapital, 2006)

M. Koetter, T. Nestmann, Still overbanked and unprofitable? Two Decades of German Banking, (Kredit und Kapital, Jg. 2006)

- ・玉野井昌夫「戦後におけるドイツ証券市場の特色」『証券研究』21巻1967年
- ・土屋貞雄「西ドイツの金融制度と産業金融」『証券研究』37巻1973年
- ・鬼丸豊隆「西ドイツの金融制度」高垣監修『世界各国の金融制度』1964年
- ・柴沼 武・島野卓爾「西ドイツの金融制度」高垣監修『新版・世界各国の金融制度』第一巻1979年

- ・出水宏一 『戦後ドイツ経済史』、東洋経済新報社、1978年
- ・小湊 繁 「西ドイツの戦後企業金融（1）」『証券研究』37巻1973年
- ・佐々木 昇 『現代西ドイツ経済論』、東洋経済新報社、1990年
- ・小湊 繁・飯野由美子 「通貨と金融」加藤・戸原編『現代のドイツ経済』1992年
- ・飯野由美子 「金融一競争・再編下の金融市場一」、戸原・加藤・工藤編、『ドイツ経済』、有斐閣、2003年
- ・工藤 章 『20世紀ドイツ資本主義』、東京大学出版会、1999年
- ・藤沢利治 「ドイツ銀行業における最近の集中傾向」、『証券経済研究』、28号、2000年
- ・相沢幸悦 『現代ドイツの金融システム』、東洋経済新報社、1993年
- 同 『国際金融市場とEU金融改革』、ミネルヴァ書房、2008年
- ・清田 匡 「戦後ドイツ金融とリテール・バンキング—銀行の大衆化と金融商品の価格」勁草書房、2003年
- ・岩見昭三 「EU通貨統合とドイツ」、晃洋書房、1999年
- ・大矢繁夫 「ドイツ・ユニバーサルバンキングの展開」、北海道大学図書刊行会2001年
- ・山口博教 「ドイツ証券市場史」、北海道大学図書刊行会、2006年
- 同 「西ドイツの巨大企業と銀行」、文真堂、1988年
- ・伊藤さゆり 「サブプライム問題で揺れる欧州の金融市場」、『ニッセイ基礎研レポート』、2007年
- ・佐久間裕秋 「ドイツの銀行制度改革」、『麗澤経済研究』14-2、2006年
- 同 「ユーロ圏銀行市場の形成と発展」、『麗澤経済研究』17-2、2009年
- ・星野 郁 「ヨーロッパにおける企業金融構造の変化と影響」（田中素香編、『単一市場・単一通貨とEU経済改革』、文真堂、2001年
- 同 「ヨーロッパの金融構造の変貌と金融危機」、『世界経済評論』2009年3月
- ・重藤哲郎 「厳しさを増す欧州の経済と銀行セクター」、『国際金融』1195号、2008年
- ・新形 敦・前川亜由美・風間春香 「欧米の大手金融機関における投資銀行部門の展望」、『みずほ総研論集』、2009年Ⅲ号
- ・野村資本市場研究所 「グローバル金融危機の進展と現状」、『資本市場クォーターリー』、2009年秋号、付属資料
- 同 「サブプライム問題に端を発する金融危機の全貌」、『資本市場クォーターリー』2008年、付属資料
- ・入江恭平 「ユーロ域の企業金融と資本市場の変貌」、『中京経営研究』、第17巻1・2号
- ・小立 敬 「英国FSAのターナー・レビュー—新たな金融監督規制のあり方の検討—」『金融』、2009年6月号