

## デンマーク金融システムの概要

志 村 裕 久

### はじめに

デンマークを含めた北欧諸国は、今では数多くの先進国が取り組んでいる低金利政策の取り組みを早くから始めている。日本と同様に低金利政策をとりながら、健全な経済成長を続けているデンマークの金融市場について詳細に分析した報告が少ない。本稿では、デンマークの経済状況、金融市場、ヨーロッパ圏内の銀行との比較を通して、デンマークの金融システムについて明らかにしていく。特に、デンマークでは、過去10年間、特にリーマンショックによる金融危機後、金融機関での再編が進んでいることに注目し、規制当局の業界再編への取り組みについて分析を行う。

### デンマークの経済状況

デンマークは医薬品、海運、および再生可能エネルギーの世界的大手企業と、高い技術力を有する農業部門を備えており先進産業を有していることが特徴といえよう。デンマーク（フェロー諸島及びグリーンランドを除く）の国土の大きさは、約4.3万平方キロメートルと九州とほぼ同じ面積である。また、人口も約581万人と兵庫県とほぼ同じ人口数である（外務省）。ちなみに、デンマークにおける人口動態は、15歳未満の人口が全国民に占める比率は1980年の21%から2019年には16%まで減少、65歳以上の人口が全国民に占める比率は1980年には15%であったが、2019年には20%（OECD data）と、日本同様に少子高齢化が進んでいる。ちなみに、2019年7月時点での日本での15歳未満の人口が全国民に占める比率は12%、65歳以上の人口が全国民に占める比率は28%である。デンマークとの比較では、日本の方が少子高齢化の影響を大きく受けていることがわかる。ちなみに、デンマークは81.1歳、日本の平均寿命は84.1歳となっており、女性一人当たりの出生率はデンマークでは1.78人、日本では1.42人となっている（OECD data）。

International Monetary Fund（IMF）に基づく名目ベースの2018年度の国内総生産（GDP）総額の比較では、352,058百万ドルで38位と、日本のGDP（4,971,767百万ドル）と比較すると、10分の1以下である。GDPの構成比を比較すると、日本では民間消費が55.5%、デンマークでは48%となっている。また、政府消費では日本が19.6%、デンマークでは25.2%と政府消費が

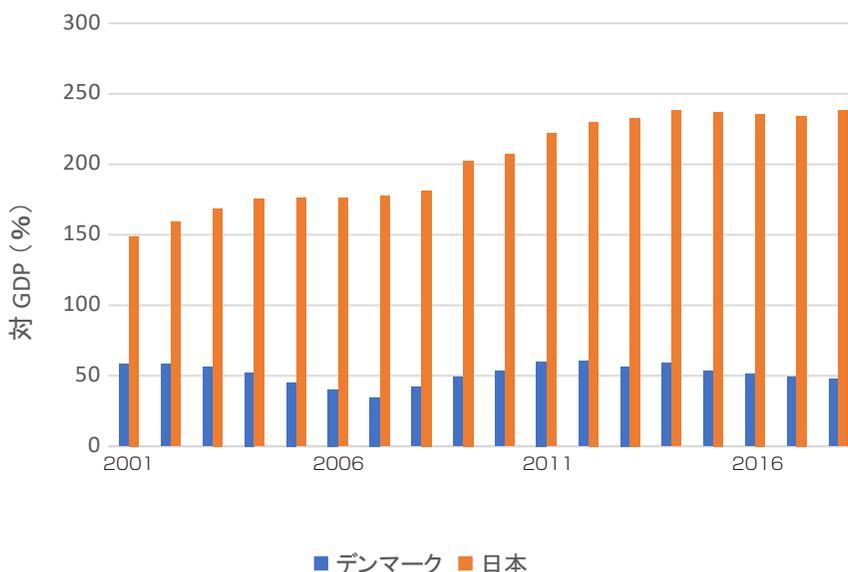
高いことが特徴である。GDPに占める輸入額及び輸出額を比較すると、日本は16から17%前後であるのに対して、デンマークでは半分近くを占めている。特に、デンマークからの欧州諸国を含めた輸出額はGDPの54.5%を占めており、日本以上に輸出に依存していることがわかる。また、GDPを農業、工業、サービス業の3分類で比較すると、農業においてはさほど大きな差が生じていないが、デンマークでのサービス業が占める比率が75.8%と高く、日本が68.7%であることを考えると、デンマークでのサービス業の付加価値の高さがわかる。

国民の生活水準などを示す指標として用いられる一人当たりGDPの比較では2018年度デンマークの一人当たりGDPが60,897百万ドル（10位）、日本が39,304百万ドル（26位）となっており（OECD Data）、日本との産業構造の違い等もあるが、デンマーク人は高い生活水準を享受しているものと考えられる。

投資家が債務の将来の支払いを行うための国の能力を測定するために、GDPに対する政府債務の割合が用いられる。日本とデンマークとの数値を比較すると、日本の数値は、2018年度には238.2%と過去最高値を更新しており、1980年に記録した過去最低の50.6%から上昇傾向にある。一方で、デンマークの値は34.1%と、世界的に見ても低い水準にある（図表1）。ちなみに、1999年には58.1%と最も高く、2007年には過去最低の27.3%であった。このようにGDPに対する政府債務が低いことが、デンマークが格付け会社から最高位であるAAAを付与されている要因の一つであるといえよう。

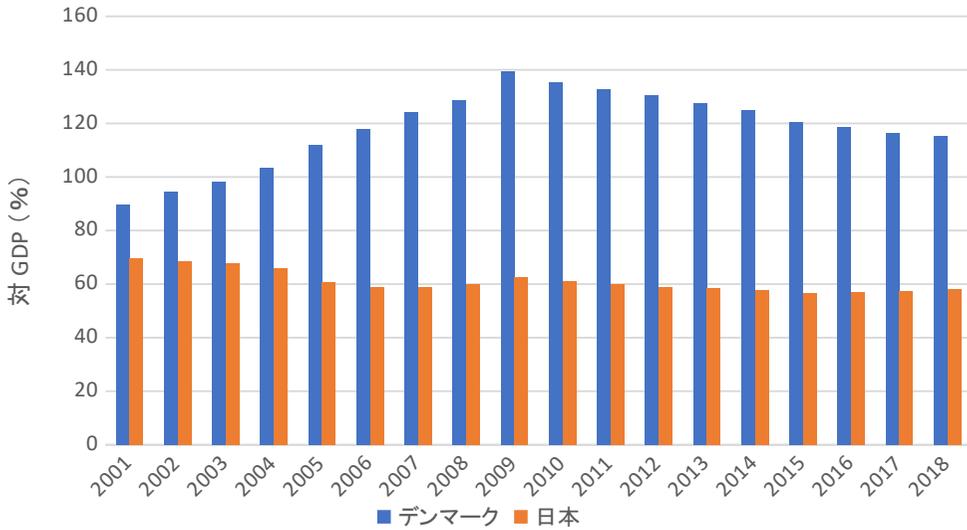
一方で、GDPに占める家計債務の比率では反対の状況である（図表2）。デンマークでは、2019年第2四半期のGDPの114.9%と、1994年から2019年までのGDPの平均108.0%と高水

図表1 GDPに対する政府債務の割合の推移



出所：OECD data

図表 2 GDP に対する家計債務の割合の推移



出所：International Monetary Fund

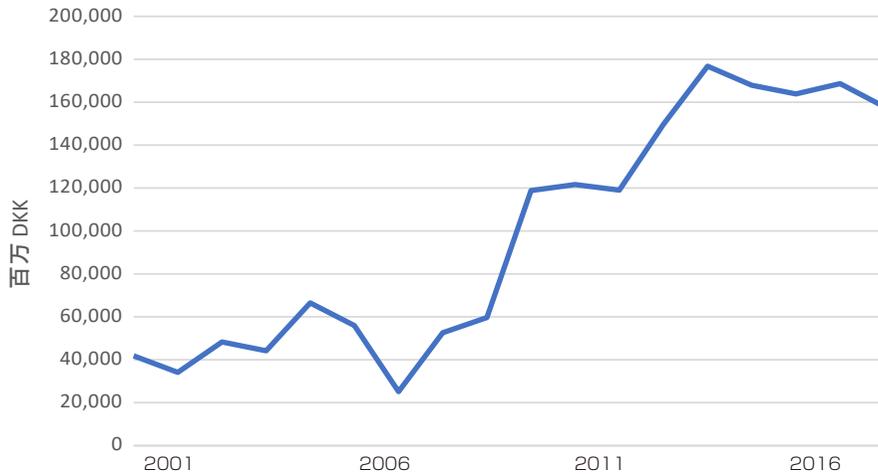
準で推移している。一方で、日本の場合には、2019年の第2四半期のGDPは58.7%に増加しているが、デンマークとの比較では低水準であることがわかる。また、デンマークの過去最低値は1994年第4四半期のGDPの69.1%で、日本の過去最高値である1999年の第4四半期のGDPの72.2%であることを考えると、デンマーク人の借入れが大きいことがわかる。

デンマークの経常収支は1990年以来1998年を除いて黒字が続いており、2019年10月に単月として史上最高額である274億デンマーククローネ（DKK）（約2兆5717億円）に達した（図表3）。Leszczuk & Pojar (2016)は、2000年以前は商品とサービスを中心とした貿易収支による黒字がけん引しているが、近年では海外からの投資収入の増加も経常収支に大きく貢献していると述べている。

## デンマークの金融市場の状況

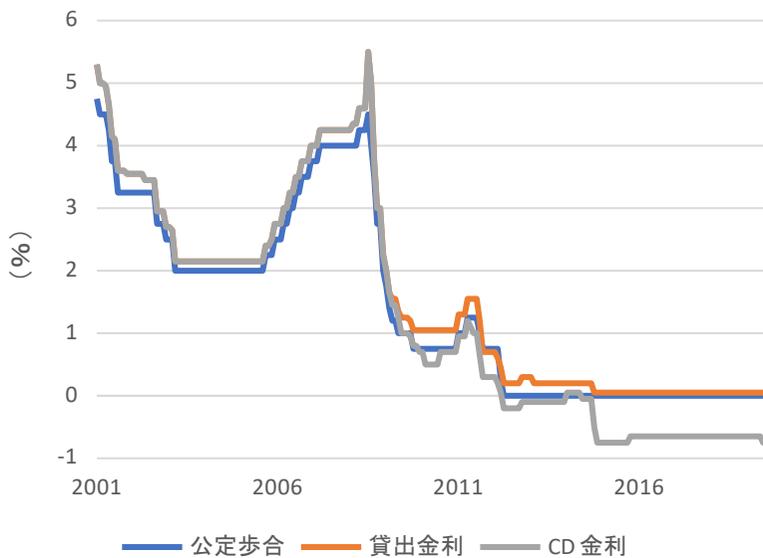
デンマークは日本と同様にデフレ環境に置かれており、2012年7月よりゼロ金利政策を実施している（図表4）。実際に、IMFが公表している2018年のインフレ率ランキングでは190ヶ国中176位（日本は163位）であり、デンマークにおける2018年度のインフレ率は0.7%と日本よりも低い水準にある。このような状況下において、デンマークのベンチマーク金利である3ヶ月CD金利は2015年2月にはマイナス0.75%を記録し、その後一時回復したものの、現在では同水準のマイナス0.75%で推移している。ちなみに、ベンチマーク金利を決定するデンマークの中央銀行の主な政策目標は、ユーロの為替レートを7.46038クローネの上下いずれかで2.25%以内に抑え、インフレを低く抑え、輸出業者に安定性を提供することである。

図表3 デンマークにおける経常収支の推移



出所：Statistics Denmark

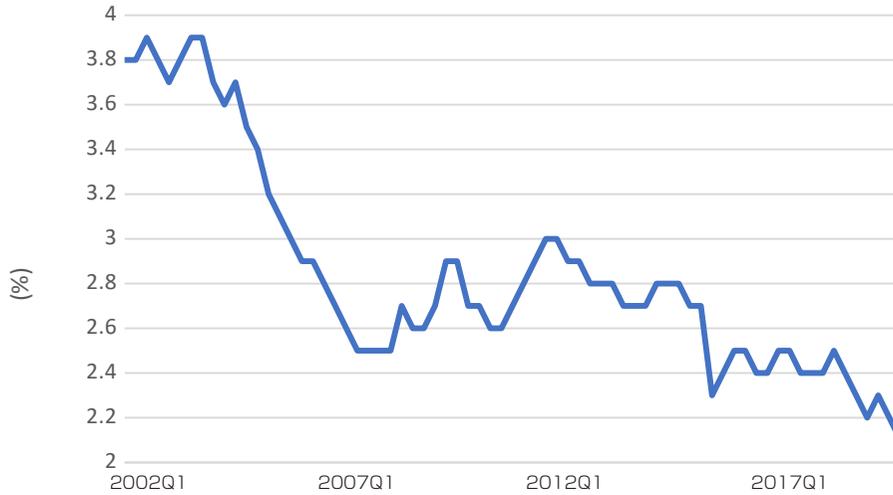
図表4 デンマークの主要金利 (%)



出所：Statistics Denmark

デンマークの銀行貸出金利に関しても、2015年1月の0.05%という過去最低水準からの金利の上昇は見られない。このような環境下において、2019年8月にはデンマークで第3位の Jyske Bank は10年固定住宅ローン金利をマイナス0.5%へ引き下げた。Jyske Bankによると、同行が金融市場から資金調達する際の10年債の金利がローン金利のマイナス0.5%を下回っていることから、マージンを確保できるとしている (Jyske Bank)。また、Nordea Bank は、Jyske Bank に

図表5 デンマークの銀行貸出金利と預金金利とのスプレッドの推移（%）



出所：Statistics Denmark

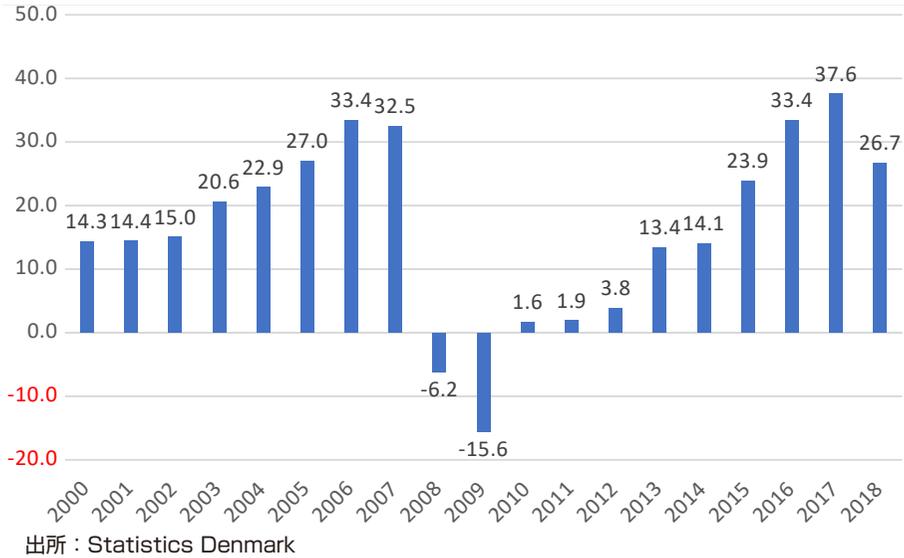
追従し、20年固定住宅ローンを金利0%で提供している。

参考までに、デンマークの銀行貸出金利と預金金利とのスプレッドの推移を見る（図表5）と、2000年前半には4%前後のスプレッドを維持し、その後2005年から2007年までにかけて低下したが、2017年までは2.5%前後のスプレッドを維持できた。その後、スプレッドは圧縮されて、2019年第3四半期には過去最低水準の2.1%まで低下している。

また、日欧の銀行の貸出金利を比較すると、ユーロ圏では2014年6月、日本では2016年1月のマイナス金利の導入以降は、銀行の貸出金利が低下し、企業の資金調達コストの低下につながっている。また、銀行の貸出残高の動向をみると、日欧ともに貸出残高は堅調に伸びている。貸出先の内訳をみると、ユーロ圏では非金融法人への貸出が伸びず個人向けに偏っているのに対し、日本では個人向けに加えて、中小企業向けについても堅調に貸出残高が伸びていることが報告されている（内閣府）。一般的には、マイナス金利の副作用として、金融機関の収益への懸念が指摘されることが多いが、デンマークの金融機関の損益の2000年から2018年までの推移を見ると、2017年度の金融機関の損益はリーマンショック前のピークである334億DKK（約5439億円）を超えて、376億DKK（約6119億円）となった。低金利という厳しい環境下においても、デンマークの金融機関は着実に利益を確保し、成長を続けていることが確認できる（図表6）。

デンマークの金融機関がリーマンショック以降の収益を改善した背景には、内的要因と外的要因に分けて考えられる。内的要因は3つの要因すなわち、好調な雇用環境、可処分所得の上昇、そして、住宅価格の上昇が考えられる。デンマークの雇用者数は、リーマンショック以前は、2008年第2四半期の2760千人をピークに、2014年第一四半期まで低下したが、その後回復を続けている。2019年第一四半期にはリーマンショック以前の最高値を上回る2750千人とな

図表 6 デンマークの金融機関における損益推移

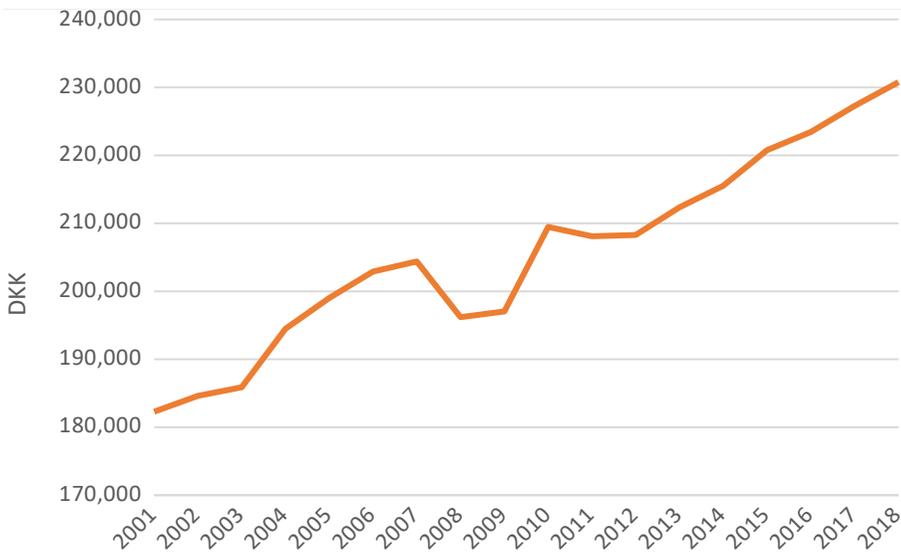


り、2019年第3四半期には過去最高の2786千人となっている（図表7）。ちなみに、2019年10月のデンマークでの失業率は3.7%まで低下しており、EUの失業率が6.3%、ユーロ圏の失業率が7.5%であることを考えると、デンマークでの労働市場は他の欧州諸国と比較して、逼迫していると考えられよう。

図表 7 デンマークにおける雇用者数の推移



図表 8 平均可処分所得の推移



出所：Statistics Denmark

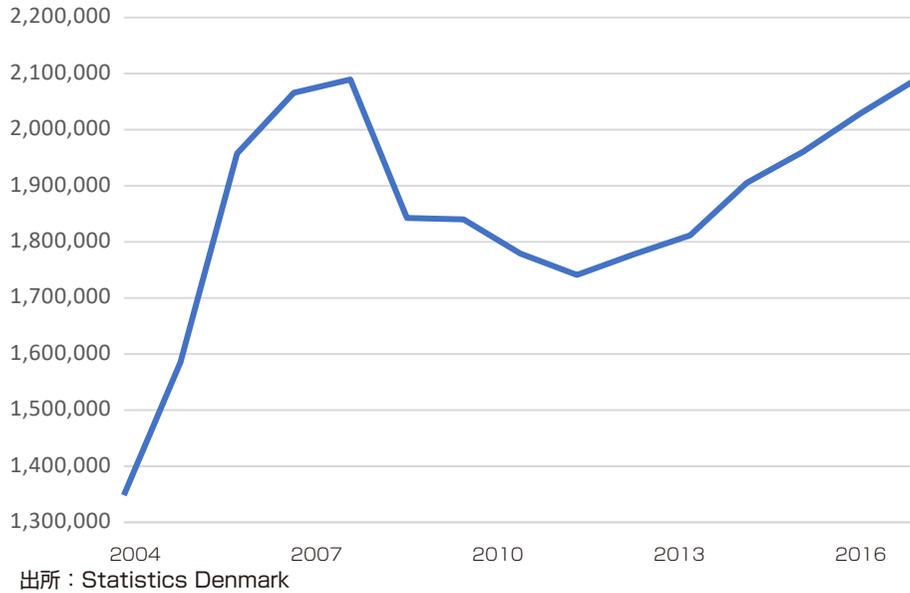
次に、可処分所得の平均額の推移を見ると、リーマンショックによる影響はあったものの、順調に拡大していることが確認できる。ちなみに、リーマンショック以前の最高額は 204,391DKK（約 333 万円）であったが、2010 年には 209,474DKK（約 341 万円）まで回復し、2018 年には 230,769DKK（約 376 百万円）と過去最高額を更新している（図表 8）。ちなみに、日本の一定期間における可処分所得に対する貯蓄所得の比率に相当する家計貯蓄率は、2019 年 6 月に過去最高水準である 55% をマークしたのち、2019 年 10 月には 29.3% まで低下している（OECD data）。一方で、デンマークでは、個人所得の合計に対する貯蓄率を示す家計貯蓄率は過去の最高水準値が 2016 年第 1 四半期の 16.1% であり、日本と比較すると低水準である。また、過去最低値は 2014 年第 4 四半期の -2.95% であり、個人レベルでの資金に対する考え方が大きく異なることが確認できよう。

最後にデンマークの経済の成長を支えている内部要因は、過去最高水準を更新している住宅価格の上昇と考えられる。デンマークの平均不動産価格は 2004 年には 1,348,253DKK（約 2,195 万円）であったが、2008 年には 2,089,489DKK（約 3,402 万円）と約 1.5 倍まで上昇した（図表 9）。その後リーマンショックによる世界的景気後退の影響で、2012 年の住宅価格は、2008 年比 17% 低下の 1,740,990DKK（約 2,835 万円）となったが、その後上昇トレンドが続き、2018 年には過去最高の 2,090,208DKK（3,404 万円）まで上昇した。

外的要因としては、GDP の半分以上を占める輸出が好調であることである。2008 年 1 月に 517 億 DKK を記録した後、リーマンショックの影響により、2009 年春以降、400 億 DKK 前後を推移したが、2011 年以降急速に改善し、2011 年 1 月には 500 億 DKK を超え、世界的な景気

後退懸念にもかかわらず2019年8月には過去最大の628億DKKとなった(図表10)。このような背景から、低金利がデンマークにとってはプラスの影響となっていると考えられる。

図表9 デンマーク平均不動産価格



図表10 デンマークの輸出金額の推移



## 欧州市場におけるデンマーク金融市場の位置づけ

2017年度末現在 EU28ヶ国には、6250の金融機関（銀行、住宅ローン信用機関、生保等）が存在しており、総資産は43兆ユーロであった（図表11）。2008年の金融危機に続いて欧州の銀行が実施した資本増強の取り組みにより、強固な資本基盤を構築し、バランスシートを強化し続けている。また、総資産に対する預金負債の割合は53.4%と高く、資金調達源としての預金への依存度が高いことが確認できる。

図表 11 ユーロ圏及び Non-ユーロ圏内における国別金融機関の資産状況の比較（2017年度末）

(百万ユーロ)	金融機関数	資産	ローン	預金	資本金
ドイツ	1,632	7,710,842	4,908,849	4,765,973	583,218
オーストリア	572	813,121	534,929	515,874	74,770
イタリア	546	3,716,546	2,476,501	2,562,974	437,734
フランス	422	8,452,768	4,929,089	4,355,340	609,632
アイルランド	347	1,052,659	306,165	301,612	83,241
フィンランド	267	451,885	348,969	220,292	26,322
スペイン	206	2,723,194	1,680,676	1,888,209	292,609
その他ユーロ圏 12ヶ国	777	5457546	3120394	2939364	457854
ユーロ圏	4,769	30,378,561	18,305,572	17,549,638	2,565,380
英国	370	8,995,107	4,040,049	3,849,684	712,143
スウェーデン	156	1,390,425	810,350	491,657	91,877
デンマーク	100	1,070,239	649,403	318,081	63,702
その他 Non-ユーロ圏 6ヶ国	855	1,054,236	797,543	681,994	143,206
EU-28ヶ国平均	6,250	42,888,568	24,602,917	22,891,054	3,576,308

出所：European Banking Federation

デンマークの金融機関の自己資本比率は6.0%となっており、EU28ヶ国の平均の8.3%を大きく下回っている（図表12）。また、預金総額をローンで割った預貸率での比較では、EU28ヶ国の平均の107.5%を大きく上回る204.2%となっており、欧州では最も高く、デンマークの銀行の積極的な融資が確認できる。また、デンマークの預金額は3,180億ユーロであり、他の北欧諸国であるスウェーデンやフィンランドと同様に、預金が資産の半分以上を占めており、預貸率も他のEU諸国と比較しても高いことから、北欧における独自の金融モデルの在り方が影響していると考えられる。

欧州中央銀行が超低金利政策を維持しているため、欧州の銀行が直面する主要な課題は収益性であると考えられる。欧州の銀行の平均株主資本利益率は2017年のEU28で5.6%であった。

図表 12 ユーロ圏及び Non-ユーロ圏内における国別自己資本率と預貸率（2017年度末）

	自己資本比率	預貸率
ドイツ	7.6%	103.0%
オーストリア	9.2%	103.7%
イタリア	11.8%	96.6%
フランス	7.2%	113.2%
アイルランド	7.9%	101.5%
フィンランド	5.8%	158.4%
スペイン	10.7%	89.0%
その他ユーロ圏 12ヶ国	8.4%	106.2%
ユーロ圏	8.4%	104.3%
英国	7.9%	104.9%
スウェーデン	6.6%	164.8%
デンマーク	6.0%	204.2%
その他ユーロ圏非加盟国 6ヶ国	13.6%	116.9%
EU28ヶ国平均	8.3%	107.5%

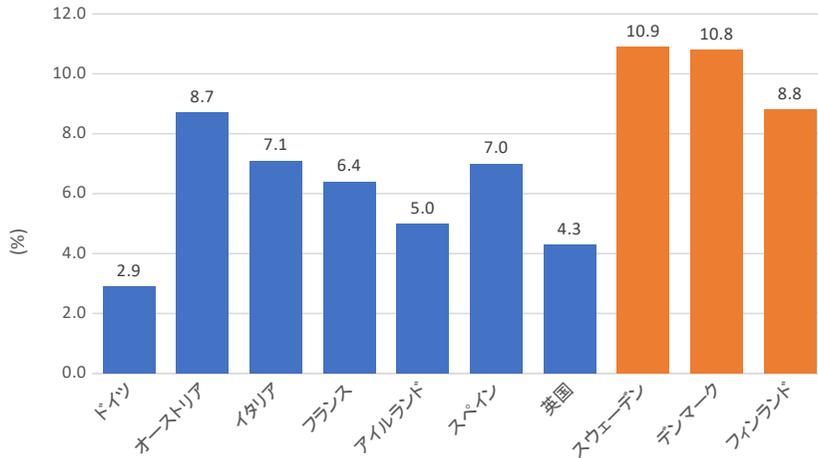
出所：European Banking Federation

金融危機以前のピークである 10.6%と比較すると、ほぼ半分の水準であるが、2007 年以来最高の水準であった。ほとんどの国では平均株主資本利益率がプラスであるが、東欧 3ヶ国（ハンガリー（14.5%）、チェコ共和国（13.0%）、ルーマニア（11.7%））及び北欧 2ヶ国（スウェーデン（10.9%）、デンマーク（10.8%））の銀行の株主資本利益率は 2 桁に達している。一方で、キプロス、ギリシャ、およびポルトガルの銀行の平均株主資本利益率はマイナスであった。ちなみに、EU の最大の経済圏では、2017 年の平均株主資本利益率は、イタリアで 7.1%、スペインで 7.0%、フランスで 6.4%、イギリスで 4.3%、ドイツで 2.9%であった（図表 13）。このように、スウェーデンとデンマークの銀行の平均株主資本利益率が他の欧州諸国に比べて高いことが確認できる（European Banking Federation 2019）。

なお、世界的な金融危機により、不良債権が問題となり、2012 年の EU 全体のピーク不良債権比率は 7.5%になっていたが、現在はローン拡大策に起因し、不良債権は大幅な減少となった。2017 年では、EU の不良債権比率は 3.7%と、世界平均の 3.74%をわずかに下回っており、大きな懸念事項ではなりつつある（European Banking Federation 2019）。

このように、他の西欧諸国の大手銀行との比較では、営業している地域の規模的な影響は大きいですが、デンマークを含めた北欧諸国の金融機関は、高い収益率を確保している。このことは、北欧諸国における独自のシステムが起因している可能性があると考えられる。この件についての研究は、今後の課題としたい。

図表 13 2017 年度欧州圏の主要諸国における銀行の平均株主資本利益率の比較（単位：％）



出所：European Banking Federation

## デンマークにおける商業銀行の状況

デンマークでは、金融機関として 334 機関があり、商業銀行と貯蓄銀行（Commercial banks and savings banks）が 71 機関、住宅ローン信用機関（Mortgage-credit institutions）が 7 機関、生命保険会社が 19 機関、投資、特別目的、制限付きおよびヘッジ協会（Investment, special purpose, restricted and hedge associations）が 58 機関、年金基金が 14 機関、企業年金基金が 17 機関、損害保険会社が 65 機関、投資会社が 42 機関、投資顧問会社 13 機関、デンマーク船舶金融（The Danish Ship Finance）が 1 機関、（Investment companies）、その他が 27 機関となる（図表 14）。資産総額で比較すると、住宅ローン信用機関が最も構成比が高く、デンマーク金融市場の 32% を占めており、次に商業銀行と貯蓄機関の 27% である。このように、デンマーク金融市場の特徴として、不動産市場における金融事業が大きいことが挙げられる。また、資本金では商業銀行と貯蓄機関が最も多く、全体の 44% を占めている。また、税引き前利益では、投資、特別目的、制限付きおよびヘッジ協会が金融機関全体の 41% を占めており、次に商業銀行と貯蓄機関が 33% となっている。

デンマーク金融システムの特徴としては、運転資本（Working capital）による銀行のグループ化を行っており、4つのグループが存在する。グループ1は運転資本が750億DKK以上で、Danske Bank A/S、Sydbank A/S、Jyske Bank A/S、Nycredit Bank A/Sの4行が属している。グループ2は運転資本が120億DKK以上で12行、グループ3は運転資本が7億50百万DKK以上で34行、グループ4は運転資本が7億50百万DKK未満の銀行で15行が属している。なお、運転資金額が合併等で変化するため、グループ間の移動は過去のデータから見受けられる。デンマークでは、システムの重要な金融機関（systemically important financial institutions; SIFI）

図表 14 2017年度のデンマークの主要金融機関の機関数、資産総額、税引き前利益の比較

2017年度 (単位：百万 DKK)	機関数		資産総額		資本金		税引き前利益	
	数	構成比	金額	構成比	金額	構成比	金額	構成比
商業銀行と貯蓄銀行	71	21%	3,416,872	27%	302,310	44%	41,638	33%
住宅ローン信用機関	7	2%	3,945,763	32%	208,651	30%	21,236	17%
生命保険会社	19	6%	2,367,759	19%	55,778	8%	3,254	3%
投資、特別目的、制限付き およびヘッジ協会	58	17%	988,722	8%	n.a.	n.a.	51,119	41%
年金基金	14	4%	726,664	6%	96,198	14%	6,687	5%
企業年金基金	17	5%	56,029	0%	6,760	1%	-522	0%
損害保険会社	65	19%	1,695	0%	1,123	0%	129	0%
投資会社	42	13%	3,198	0%	1,909	0%	1,046	1%
投資顧問会社	13	4%	2,744	0%	3226	0%	758	1%
デンマークの船舶金融	1	0%	58,161	0%	9,307	1%	427	0%
その他	27	8%	943,090	8%	1147	0%	-404	0%
合計	334	100%	12,510,697	100%	686,407	100%	125,369	100%

出所：Statistics Denmark

が存在する。SIFI は、システムの重要性に応じて、リスク加重資産の1～3%のSIFI資本バッファ要件の対象となる。SIFIとして認識されるには、定量的基準（①総資産額がGDPの6.5%以上、②融資額がセクター全体の融資額の5%以上、③預金額がセクター全体の預金額の5%以上）を2年連続で満たす必要がある。2014年6月には Danske Bank、Nycredit Realkredit、Nordea Bank Danmark、Jyske Bank、Sydbank、DLR Kreditの6行がSIFI基準を満たしていた。

ちなみに、デンマークの金融機関の集中度は高い。デンマークの銀行の総資産額の86.5%がグループ1に集中しており、同じくローン額も84.4%、預金も87.1%となっている（図表15）。特にデンマーク最大の銀行である Dansk Bank の集中度が大きいことがデンマーク金融市場における特徴の一つといえよう。

図表 15 2017年度末グループ別総資産、ローン、預金の比較

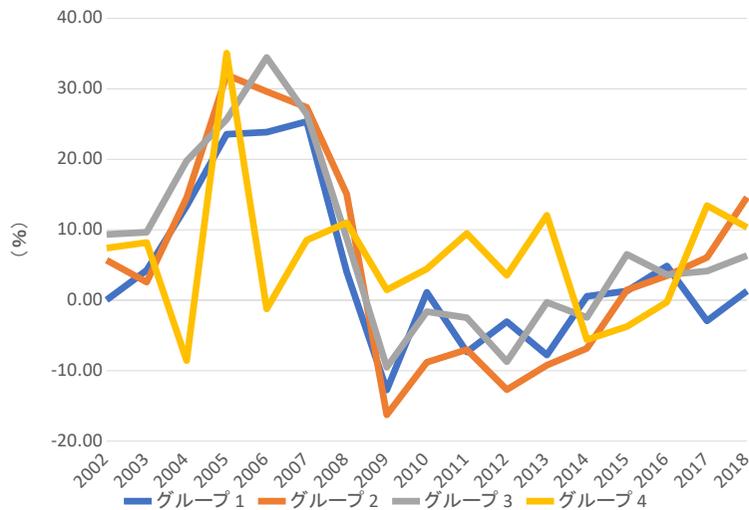
単位：百万 DKK	総資産		ローン		預金	
	金額	構成比	金額	構成比	金額	構成比
グループ1	2,903,051	86.5%	1,253,217	84.4%	2,626,044	87.1%
(Dansk Bank)	2,293,624	68.3%	1,001,711	67.5%	2,092,828	69.5%
グループ2	319,053	9.5%	162,651	11.0%	273,153	9.1%
グループ3	128,659	3.8%	66,778	4.5%	109,805	3.6%
グループ4	5,379	0.2%	2,254	0.2%	4,369	0.1%
合計	3,356,141	100.0%	1,484,900	100.0%	3,013,372	100.0%

出所：Danish Financial Supervisory Authority

銀行の財務上の業績を評価するための指標の一つとして費用収入比率と自己資本利益率があり、また、健全性を図る指標としてソルベンシー比率、貸出先の経営不振による減損の発生額が収益に与える影響を見ることも重要な観点である。2001年以降の各グループローンの増加率、ソルベンシー比率、収益に対する費用の比率、収益に占める減損比率、そして、株主資本利益率の5つの観点から考察を行う。

グループ別ローン増加率の推移では、2000年前半の金融危機前では、各グループともほぼ同じようなトレンドを形成しているが、最も運転資金額が少ないグループであるグループ4に関しては、変動幅が大きいことが確認できた（図表16）。また、金融危機以降から2014年までは、グループ1が2010年に一度だけ前年比を上回ることができたが、グループ4以外の銀行のローンの増加率は前年比を上回ることがなかった。だが、グループ4は早い段階で、ローンの増加率をプラスへ転換し、2014年から2016年までは、前年比を下回ったものの安定的なローンの貸出業務を行っていた。この背景には、地域の安定した経済基盤を維持するには、グループ4のような地域密着型経営が必要であることを示唆しているものと考えられる。業務範囲が広いグループ1からグループ3までのローンの増加率は同様な傾向を示している。

図表 16 グループ別ローン増加率（単位：％）

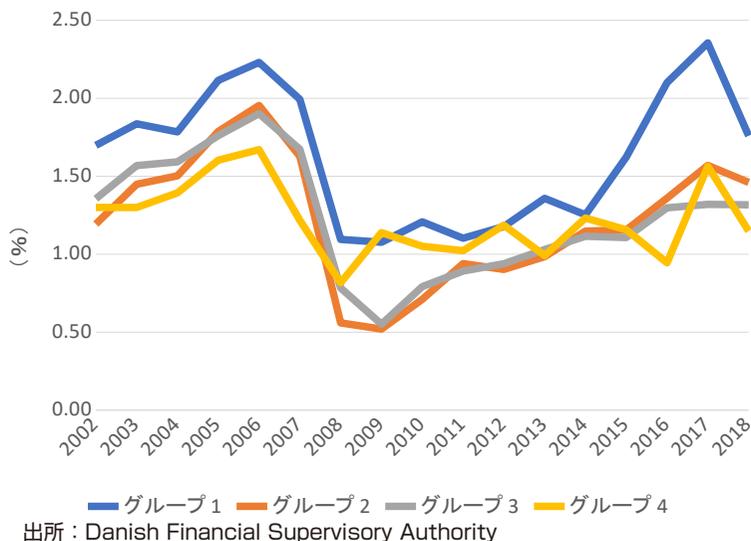


出所：Danish Financial Supervisory Authority

収益に対する費用の比率を比較すると、金融危機の時期を含めてもグループ1が最も高く、グループ2、3が最も低いことが確認できる（図表17）。特に、グループ1の比率が高く、2017年には他のグループと比較して1%以上の差が広がっており、大手金融機関における収益モデルの改善が必要と考えられる。

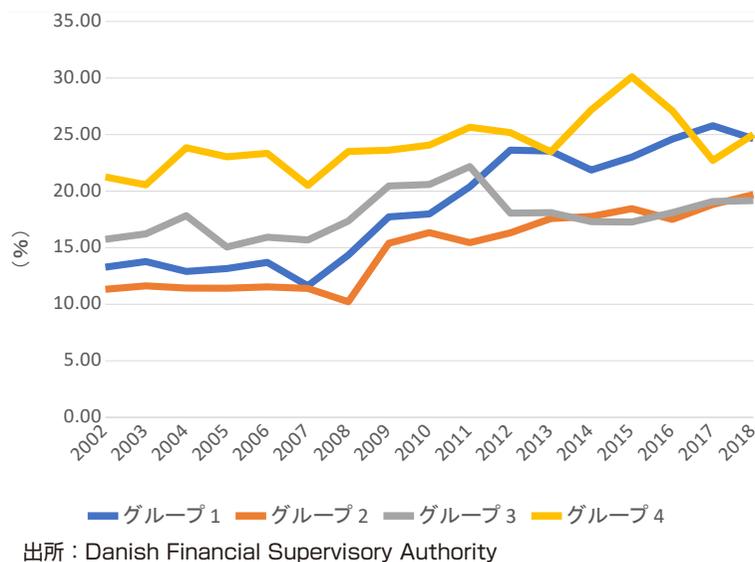
銀行の財務健全性を測る指標のひとつに、ソルベンシーレシオがある。グループ別のソルベン

図表 17 グループ別収益に対する費用の比率の推移 (単位：%)

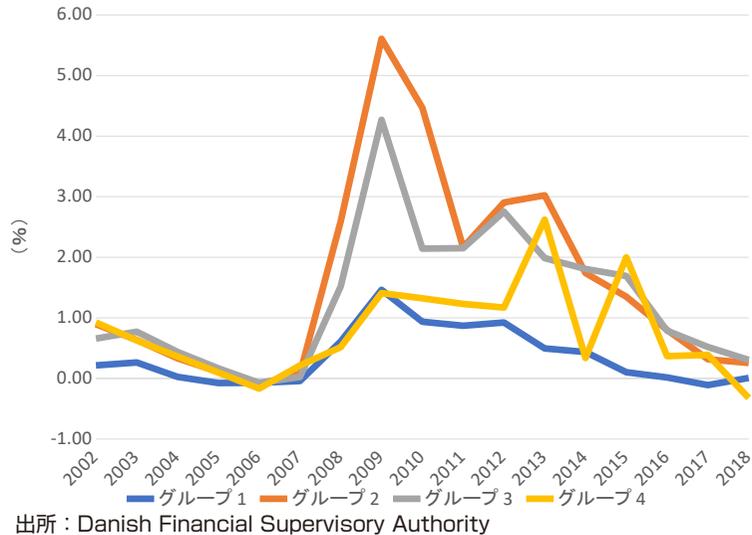


シーレシオを比較すると、グループ4が安定的に高いソルベンシーレシオを保っており、高い財務健全性を保っている。一方で、他のグループは、グループ3が比較的財務健全性が高かったが金融危機以降はグループ1が大幅に改善し、グループ3は悪化傾向にある（図表18）。一方で、グループ2は金融危機以降改善を示しているが、他のグループと比較して、長期間にわたって財務健全性が劣っていることが確認できる。

図表 18 グループ別ソルベンシーレシオの推移 (単位：%)



図表 19 グループ別収益に占める減損比率の推移（単位：％）

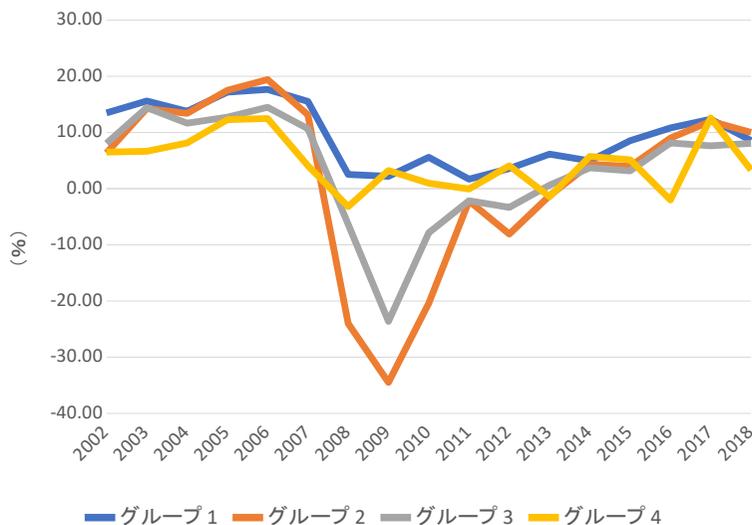


次に、グループ別収益に占める減損比率の推移を比較すると、グループ2及びグループ3に属する銀行の減損損失が収益に占める比率が最も高く、この2つのグループが金融危機による影響を強く受けたと推測できる（図表19）。グループ2及びグループ3に属する金融機関の減損損失が多かったことは、後に述べる金融機関間での再編にもつながったものと考えられる。一方で、グループ1に関しては、金融危機による影響は軽微であった。グループ4に関しては2013、2015年には一時的な増加はあったものの、グループ1同様に、比較的低水準での推移を示している。

以上の結果から、グループ1の株主資本利益率は2000年以降マイナスの値である時期はなく、グループ4も数回ほど株主資本利益率がマイナスの値になることがあったが、安定推移している（図表20）。一方で、減損損失の発生により、収益の悪化が避けられなかったグループ2及び3に関しては、株主資本利益率がプラスになったのは2013年以降であり、その後は着実に改善していることが確認できる。

ここまで2001年から2007年にかけてのローンの増加率のみで考えると、各グループに属する金融機関は積極的に融資を行っていることが確認できる。しかしながら、収益に占める減損損失の比率で比較すると、系統的に重要な金融機関SIFIが所属しているグループ1と地域密着型経営に特化しているグループ4は減損損失による収益への影響は比較的小さいことが確認できる。このような格差が生じた要因については様々な外部要因や内部要因等が考えられるが、その一つとしては金融機関によるリスク管理の格差があったことが、要因の一つとして考えられよう。特に、デンマークの金融機関における融資リスク管理の欠如が問題であり、デンマークにおける金融危機を悪化させ、金融危機後のM & Aを引き起こしたとの報告もある（Thomsen et al.

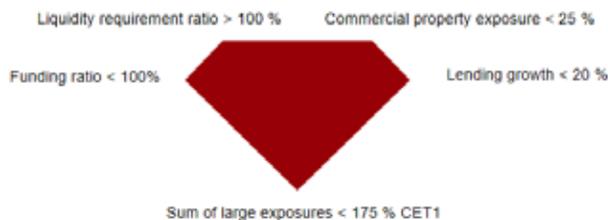
図表 20 グループ別株主資本利益率の推移 (単位: %)



出所: Danish Financial Supervisory Authority

2010)。金融危機により、デンマークでは金融機関に対するリスク管理を重視してきた。その結果、デンマーク金融庁が2010年に個別金融機関のリスクを監視するため、新しい測定方法である5つの制限値から構成される「スーパーバイザリ・ダイヤモンド (Supervisory Diamond)」(図表 21)を導入した。

図表 21 スーパーバイザリ・ダイヤモンドの概念図

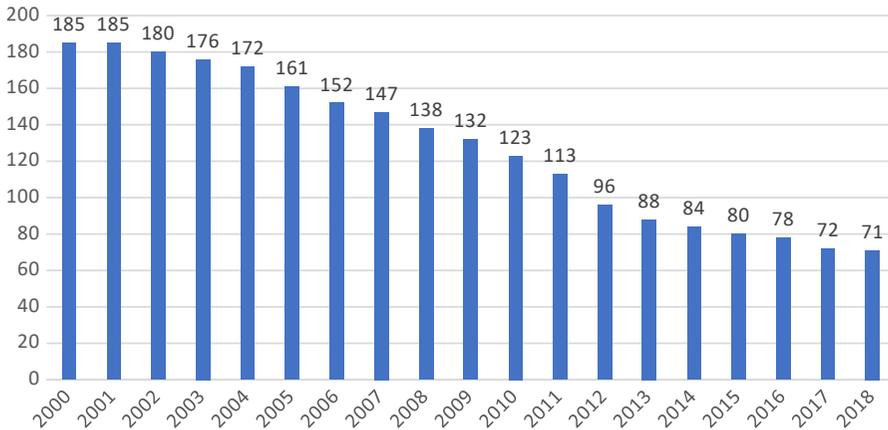


出所: Danish Financial Supervisory Authority

## デンマーク国内における金融機関の再編

1990年代後半の規制緩和により、EU内のすべての金融機関へのアクセスが許可され、グローバル化およびその他の技術的改善により、国境を越えた合併が盛んになったことも要因の一つであるが (Focarelli et al. 1999)、EU-28内での金融機関の数の減少傾向にある。例えば、2008年には欧州全体では8,525金融機関があったが、2017年には6,250までに減少した (European Bank Federation 2019)。このようにEU域内での業界再編がここ数年で加速しているが、デンマークにおける業界再編は2000年前半より始まっている。特にデンマークの場合に

図表 22 デンマークにおける金融機関数の推移



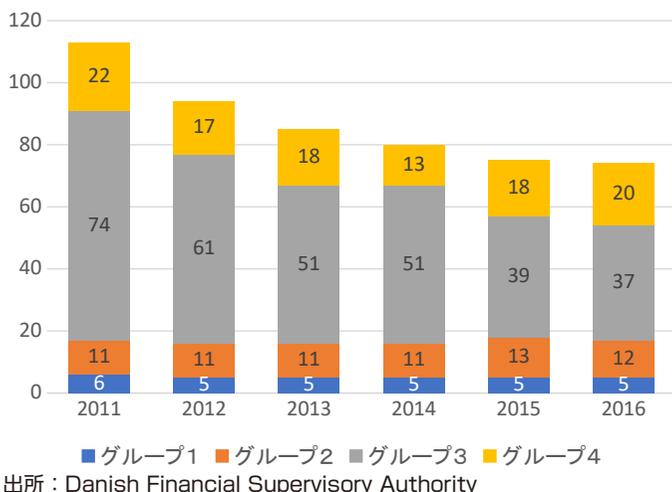
出所：Statistics Denmark

は、金融機関が細分化されていることがデンマーク金融システムの特徴であり（Thomsen et al. 2010）、細分化された金融市場が淘汰整理されていった。図表 22 は、グループごとの 2011 年から 2016 年までの銀行の数を示している。デンマークにおける 2000 年時点での金融機関数は 185 であったが、2018 年末には 71 まで減少した。2018 年における金融機関数の内訳は 64 が銀行、7 は住宅ローン信用機関であった。また、銀行によっては住宅ローン信用機関をもっており、グループの子会社を除いたグループ調整後ベースでは、66 の金融機関があり、そのうち 62 が銀行、4 が住宅ローン信用機関である。

デンマークは、2000 年代後半の国際金融危機や国内の住宅ローン市場の過熱など、外部要因の影響を大きく受けている（Helleiner 2011）。米国と同様に、デンマークの金融部門は 2003 年から 2007 年にかけてローンが急速に成長した。変動金利の住宅ローンの割合は 1999 年に 3.8%、2007 年末までに 51.8% までに拡大した（Madaschi & Nuevo 2017）。その後、リーマンショックによる金融危機の影響により、一戸建て住宅の価格は 2007 年のピークから 2009 年末までに約 19% 下落した（Østrup 2010）。このような厳しい環境によって、2008 年 7 月にデンマーク第 7 位の Roskilde 銀行が倒産したこともあり、2008 年にはデンマークの銀行業界の約 20% の外資系銀行から必要な資本（5,000 億 DKK）を取得した（Vis 2011; Abildgren & Thomsen 2011）。その後のデンマークの不良銀行（Distressed bank）の破綻は、デンマークの銀行部門全体に影響を及ぼした（Østrup et al. 2009）。先ほども触れたが融資リスク管理の欠如も大きな課題であった（Thomsen et al. 2010）。これらの要因の組み合わせを考えると、デンマークの銀行間合併は必然的であると考えられよう（Østrup et al. 2009）。

金融危機の影響が一巡したと考えられる 2011 年以降のデンマークにおける金融機関の再編について考察を述べる。2011 年から 2013 年にかけて、グループ 3 の金融機関の総数は 74 行から、

図表 23 2011年から2016年までのデンマークにおけるグループ別銀行数の推移



51行に減少した（図表23）。その後2014年から2016年にかけて、51行から37行へ14行が減少している。また、グループ4の金融機関数は、2011年の22行が最も多く、その後2014年には13行まで減少したが、その後運転資本の変化の結果で、グループ4の銀行が増加している。

## Finansiel Stabilitet の設立

金融危機以来、世界中の大規模な金融機関が崩壊し、一部の銀行は、政府が定めた規制要件を満たすために合併と買収（M & A）を行うオプションが残っていたが、ほとんどの銀行にはそのような財務的な体力はなかった。したがって、デンマーク政府では、デンマーク国内金融業界における金融安定化を目的として、金融安定法案（Financial Stability Act）を立案し、金融救済パッケージを導入した（Østrup et al. 2009）。その結果として、銀行の救済を目的とした Finansiell Stabilitet が2008年10月に設立された。Finansiell Stabilitet の設立当初の目的は、デンマーク銀行協会（Danish Banking Association）との契約を締結している銀行債権者を補償すること、つまり、銀行パッケージ（Bank Package; Bank Package I）の下で破綻銀行から取得した事業を清算することであった。しかしながら、法案の採択前に Roskilde Bank が破綻したことで、2009年6月には、Roskilde Bank 銀行の事業清算を含めることとなった。その後、Finansiell Stabilitet は、2010年の出口パッケージ（Exit Package; Bank Package II）、2011年の統合パッケージ（Consolidation Package; Bank Package III）、および2012年の開発パッケージ（Development Package; Bank Package IV）を受けて、デンマーク金融業界の安定化に注力している。なお、2015年6月1日に、特定の金融会社の再編と清算に関する新しい法律の採択の一環として Finansiell Stabilitet は国有機関から独立した民間会社になり、デンマーク金融庁と一緒にデンマークの破綻処理機関として任命された。設立から2012年まで Roskilde Bank を除く12の銀行が救

図表 24 Finansielt Stabilitet に直接救済された銀行及び Finansielt Stabilitet が救済に関与した銀行名

日付	銀行名	パッケージ
2008年11月21日	EBH Bank	銀行パッケージ
2009年3月2日	Loop Savings Box	銀行パッケージ
2009年4月16日	Gudme Raaschou Bank	銀行パッケージ
2009年5月28日	Fionia Bank	銀行パッケージ
2010年2月11日	Capinordic Bank	銀行パッケージ
2010年9月30日	Eik Bank Danmark	銀行パッケージ
2010年9月30日	Oak Bank	銀行パッケージ
2011年2月5日	Amagerbanken	出口パッケージ
2011年6月24日	Fjordbank Mors	出口パッケージ
2011年10月8日	Max Bank	統合パッケージ
2012年3月2日	FIH	開発パッケージ
2012年4月21日	Savings bank East Jutland	統合パッケージ

出所：Danish Financial Supervisory Authority

済された（図表 24）が、2013 年以降、Finansielt Stabilitet によって直接的に救済された銀行はなかった（Finansielt Stabilitet）。

最初のパッケージである銀行パッケージは 2008 年 10 月から 2010 年 9 月に実施された。このパッケージの目的は、金融危機が発生したときに銀行間資金調達市場を閉鎖することで金融市場を安定させることであった。このパッケージの実施によって、すべての預金者と無担保債務保有者が政府保証を通じて資金を確保できるようにするセーフティネットが構築された。

2009 年 2 月 4 日に、金融安定化法が改正され、クレジットパッケージ（Credit Package; Bank Package II）が施行された。この改正の目的は、金融機関が国による資本注入を可能にすることであった。国による資本注入の申請は、経済成長省（金融庁が含まれる）、財務省、デンマーク国立銀行のメンバーで構成される調整グループによって処理された。Finansielt Stabilitet は、構成メンバーには含まれていなかった。その結果、銀行および住宅ローン信用機関からの申請を条件として、2010 年 12 月 31 日まで、最大 3 年を満期とする政府保証の提供に関する契約を締結することができることとなった。つまり、健全な企業の倒産を防ぎ、それによって流動性の問題のリスクを最小限に抑えるために導入されたとも考えられる。

2010 年 10 月 1 日に発効した出口パッケージは、銀行パッケージに基づく一般政府保証を置き換えた。その結果、不良銀行の預金者およびその他の無担保債権者は、請求の全範囲を確実に受け取ることができなくなることとなる。また、不良銀行は Finansielt Stabilitet を通じて清算する必要がなくなり、保証基金が清算を考えている銀行に対して保証を行う。その結果、デンマーク政府は清算プロセスに関連して金銭的リスクを負わなくなった。

2011 年 8 月から統合パッケージを導入され、不良銀行に関心がある銀行が不良銀行のすべてあるいは一部を取得するために、保証基金（Guarantee Fund）と Finansielt Stabilitet の両方が資

金を拠出することで、インセンティブを受けることができるようになった。また、銀行が不良化したときに、無担保債権者の損失を防ぐことも可能とした。つまり、個人顧客の預金安全性を増して、かつ銀行が破産した場合の企業の保証を強化している。

最後に、開発パッケージは2012年3月に導入され、特に中小企業への金融アクセスの改善を目的とした。同時に、農業金融機関を設立し、Finansiel StabilitetがFIHの不動産ポートフォリオを引き継ぐことを可能とした。2012年の業界再編が最も活発であり、つまり、Finansiel Stabilitetが統合パッケージを導入して、不良銀行に関心がある銀行が不良銀行のすべてあるいは一部を取得するために、インセンティブを与えたことが大きな影響を与えたものと考えられる。図表23で確認できるが、2011年に導入された統合パッケージと2012年に導入された開発パッケージからの業界再編は、デンマークの経済が安定を取り戻して後の業界再編であり、まさに金融システムの健全性の回復よりはより効率的かつ安定的な金融システムの構築を視野に入れた業界再編が続いたものと考えられる。

このように、Finansiel Stabilitetによる業界再編の影響は大きい。実際にはFinansiel Stabilitetによって救済された銀行数はわずかではあるが、Finansiel Stabilitetによる業界再編を促進する開発パッケージの導入はデンマークにおける金融機関の再編を可能にしたものと考えられる。

## 結論

デンマークは、他の北欧諸国同様にゼロ金利政策を余儀なくされながら、経常収支、平均住宅価格も金融危機以前の値を上回っている。輸出による経済成長と安定的な成長を続ける不動産市場によるローンの増加している一方で、貸出預金のスプレッドの縮小により、金融機関の経営は厳しくなっている。しかしながら、北欧独自の金融システムによって高い収益性を挙げている。

一方で、デンマークの金融システムの特徴である細分化による影響は金融危機による影響を大きく受けており、デンマークにおける金融機関の再編は他の欧州での再編を先行したものと考えられる。特に、政府主導による金融システムの安定を目的として設立したFinansiel Stabilitetの役割が拡大することで、業界再編を主導する役割を果たしている。このように、デンマーク国内の銀行の再編にはFinansiel Stabilitetが大きな役割を果たしていることが確認できた。特に、2011年に導入された統合パッケージを導入することで、中堅の金融機関内の再編がデンマーク国内の再編をけん引したことが大きいと考えられる。当局が金融システムの安定化を目的として業界再編に取り組む施策は、日本での業界再編に対する一助になるものと考えられる。

謝辞 本研究はJSPS 科研費 19K01763 の助成を受けたものです。

## 参考文献

- 外務省ホームページ <https://www.mofa.go.jp/mofaj/area/denmark/data.html#section1>
- 内閣府 <https://www5.cao.go.jp/jj/wp/wp-je18/pdf/p01041.pdf>
- Abildgren, K. & Thomsen, J. A., Tale of Two Danish Banking Crises. 2011,121-42, Danmarks National Bank. Danish Financial Supervisory Authority, Copenhagen <https://www.dfsa.dk/>
- European Banking Federation, Banking in Europe: EBF Facts and Figures 2018, European Banking Federation, Brussels, 2019.
- Finansiell Stabilitet, Copenhagen <https://www.fs.dk/bankpakke-i-v/om-bankpakkerne>
- Focarelli, D., Panetta, F, Salleo, C., Why do bank merger? J Money, Credit Bank. 34 No 4(May 1999): 1047-66.
- Helleiner, E., Understanding the 2007–2008 Global Financial Crisis: Lessons for Scholars of International Political Economy, Annual Review of Political Science, 14:67-87, 2011.
- Jyske Bank <https://www.jyskebank.dk/bolig>
- Leszczuk, J. & Pojar, S., What is behind Denmark's Current Account Surplus? European Economy Economic Briefs, European Commission 2016.
- Madaschi, C & Nuevo, I. P., The profitability of banks in a context of negative monetary policy rates: the cases of Sweden and Denmark. Occas Pap Ser. 2017.
- OECD data <https://data.oecd.org/>
- Østrup, F., The Danish Bank Crisis in a Transnational Perspective. In: Hvidt IN, Mouritzen H, editors. Danish Foreign Policy Yearbook 2010. Copenhagen: Danish Institute of International Studies; 2010. 75-112.
- Østrup, F, Oxelheim, L., Wihlborg, C., Origins and resolution of financial crises: Lessons from the current and northern European crises. Asian Econ Pap. 2009;8(3):178-220.
- Statistics Denmark <http://dst.dk/en>
- Thomsen, S., Rose, C., Risager, O., Understanding the Financial Crisis: Investment, Risk and Governance, Palgrave Macmillan UK; 2010. 232.
- Vis, B., van Kersbergen, K., Hylands, T., To what extent did the financial crisis intensify the pressure to reform the welfare state? Soc Policy Adm. 2011;45(4):338-53.