

ドイツにおける資本市場振興

— その政策と評価 —

相 沢 幸 悦

関理事長 お待たせいたしました。ご案内の講演会を
始めたいと思います。

きょうは、ご案内いたしましたように、埼玉大学の
教授で研究所の客員研究員をされております相沢先生
にお出いただきまして、最近注目されておりますドイ
ツの資本市場改革の一連の動きについてお話を願ひ
したいと思っております。きょうは、相沢先生、お忙
しいところ大変ありがとございました。

相沢先生のご経歴でございますが、お配りしてあり
ますけれども、慶応大学の大学院のご出身で、平成元
年に私どもの研究所の専任研究員となられ約七年間お
勤めをいただき、その後、長崎大学に転出され、こと

しの四月からは埼玉大学の教授をなさっておられま
す。そこに著書がずらりと並んでおりますが、ずっと
ドイツ、EUといった欧州市場の動きについて特に専
門的にご研究を続けられております。皆様ご承知のよ
うに、ドイツの市場の動きが非常に急ピッチで動いて
いて、また、今それなりに関心が深まっているわけで
ありまして、そういった最近の情報を相沢先生からお
話しいただくということは、大変タイムリーではない
かと思っております。

それでは、先生、どうぞよろしくお願いいたしま
す。

ご紹介いただきました埼玉大学経済学部の相沢でございます。日本証券経済研究所の客員研究員もさせていただいておりまして、証券業界の発展のために、いろいろ頑張らせていただいております。本日は、「ドイツにおける資本市場振興——その政策と評価——」というタイトルで、ドイツの事情を少しお話しさせていただきましたと思います。

つい先般、アメリカで同時多発テロという非常に未曾有の事件がございました。これがどういう影響を及ぼすかということは、私ごときがどうのこうのいうことではありませんが、少なくともアメリカ経済の設備投資と企業収益が若干減退してきて少々景気が低迷してきたという中で生じたわけですので、その点、これまでアメリカの景気を引っ張ってきた消費が減退する可能性、あるいは九五年あたりから、アメリカがヨーロッパや日本から資金を引き寄せて、株式市場等の高揚を実現

してきたということが転換するとすれば、今までよりもさらに深刻な不況になる可能性もあるのではないかと私は危惧しております。そういう面では、日本はいよいよ構造改革と内需拡大による景気のでこ入れ、さらにまた証券税制を初めとする税制改革等で、証券市場の振興あるいは経済構造改革を進めていく必要があるのではないかと、ますますその重要性が高まってきているのではないかと思います。

他方で、アメリカは、この一〇年間非常に好景気であり、また、もちろんこれからも世界の景気を引っ張っていくとは思いますが、我々は、九九年にユーロが導入され通貨統合がなされたヨーロッパにも多少、目を向けていく必要があるのではないかと思います。

私は、今までもずっとヨーロッパやドイツの勉強をしてきましたが、わが国では、ヨーロッパやド

イツなどは大したことはないということで、軽視される傾向がありました。しかしながら、従来ドイツも日本と同じような経済・金融システムを持っていたといわれていましたが、この間ヨーロッパは、非常に大きな変化を遂げております。本日は、そのドイツにおける資本市場振興策についてお話しさせていただきます。

現在、日本証券経済研究所で、外国証券関係法令集の一つとして、ドイツ編をつくっております。そこで、私がドイツの資本市場振興策について解題を書かせていただいておりますので、ぜひ参考にしていただければと思います。

新聞等によりますと、ドイツはこれまで間接金融優位で、株式市場が日本などと比べても遅れていました。最近個人投資家が株式市場に入ってくるということで、非常に興隆しているといわれています。その大きな原因の一つに、証券税

制、なかんずく個人投資家優遇税制があるということがよく新聞等でいわれております。私は、果たしてドイツの株式市場の振興、また個人投資家の株式市場への参入がどういう要因によるものなのかという点を、ドイツを勉強してきた者として、少しお話しさせていただきたいと思えます。

一、株式市場の現状

まず、ドイツの株式市場の現状ですが、株式会社の動きを見ますと（表1）、従来ドイツでは、株式会社が非常に少数でした。これにはいろいろ理由がありますが、主要な会社形態は有限会社形態で、株式会社が非常に少なかったことがあります。株式会社数は従来二〇〇〇社ぐらしかかったのですが、最近では一万社を超え、株式会社の数が非常に急激にふえております。特にその

(表1)

株式会社数

年	社数
1980	2,147
90	2,685
95	3,780
99	7,375
2001(4月)	11,753

有限会社から株式会社への組織変更

年	金額
1997	18億マルク
98	87億 "
99	11億ユーロ
2000	81億 "

(注) 90年までは旧西ドイツ。

株式会社のふえる要因が、有限会社の形態から株式会社形態への組織変更であるという点が重要です。

株式発行額も時価で見ますと(表2)、二〇〇億マルク、三〇〇億マルクのところから、九九年に通貨統合が行われたときにはマルクで換算して、七〇〇億マルクになっています。また株式売買代金も、この間飛躍的に伸びております(表3)。二〇〇〇年には、九兆マルクの売買代金です。九五年には、二兆マルク弱だったのが、このぐらいまでふえております。

その中で、一つ注目すべきことは、株式保有構造です(表4)。統計値のとり方で若干数字は違ってきますけれども、これはドイツ連邦銀行の統計集からとった数字ですが、個人の株式保有比率は六〇年に二六・五%であったのが、八〇年には一九%、九八年は一五%ということですから、

ドイツにおける資本市場振興

(表 2) 株式発行数 (時価)

年	金額 (億マルク)
1995	236
96	342
97	222
98	488
99	704 (換算)
2000	445 (換算)

(表 3) 株式売買代金

年	金額 (億マルク)
1995	17,332
96	24,418
97	37,226
98	53,975
99	57,830 (換算)
2000	90,403 (換算)

全体の株式保有に占める個人の比率はそれほど上がっているわけではありません。

ただ、これは直接の株式保有で、金融部門が、八〇年の九・七%から九八年の二三・三%となっていることが重要です。投資会社は金融部門に含まれますので、直接の株式保有はふえないにしても、投資信託等による間接的株式保有がふえていると見るができます。

個人金融資産についてみますと、表5は長期傾向を見たもので、数字が表6とちよつと違っておりますが、傾向として、五〇年代から銀行預金の比率が非常に下落しております。それに対して、個人金融資産に占める保険の比率が非常に高まっております。

実は、ドイツは、銀行、証券を兼営するユニバーサルバンクというシステムをとっております。銀行が証券業務をやっています。この銀行預

(表4) 株式保有構造

(%)

	1960年	70	80	90	98
個人部門	26.5	27.3	19.0	16.9	15.0
企業部門	45.3	41.8	45.0	41.6	30.5
金融部門	6.5	7.3	9.7	10.3	23.3

(注) 90年までは旧西ドイツ。

(表5) 個人金融資産(長期傾向-全体100%)

(%)

	50年代	60年代	70年代	80年代	91~2000年
銀行預金	67.0	65.1	61.3	39.9	26.4
保険	14.4	15.9	16.9	27.6	35.9
証券	6.7	13.7	14.6	23.2	31.6
債券	4.7	9.5	13.8	22.3	5.1
株式	2.0	4.1	0.8	0.9	3.6
投信	—	—	—	—	20.1

(注) 80年代までは旧西ドイツ。91~2000年は統一ドイツ。投信に組み込まれた債券と株式は80年代まではそのままであったが、91~2000年は投信に分類されるようになった。債券の保有率が低下したのはそのためである。

(表6) 1990年代の個人金融資産(全体100%)

(%)

	1993年	94	95	96	97	98	99	2000
債券	12.7	12.1	13.5	12.8	11.7	10.9	10.1	10.1
株式	7.1	6.8	6.9	7.7	9.5	10.3	12.7	11.4
投信	5.6	6.9	7.0	7.3	7.9	8.8	10.5	11.4
年金	5.7	5.7	5.6	5.5	5.6	5.3	5.1	5.3

金が減つて保険がふえたということで、八〇年代に入りますと、ドイツでは「アルフィナンツ」という言葉が出てきて、ユニバーサルバンクが保険会社を子会社等にして保険業務に参入し、保険に流れていった資金を吸収するという動きがありました。

ただ、これは九〇年代に入りますと変化します。ドイツ銀行が自前のドイツ銀行生命保険というのをつくって保険業務に参入し、「これぞまさにユニバーサルバンクの多角化だ」というふうに、私も当時はいろいろ書いたのですが、その後よく調べてみますと、どうも金融業務の多角化が、必ずしも成功したといえる状況ではありません。ドイツ銀行生命保険という直接子会社設立路線から既存の生命保険会社と提携していくことになるからです。あるいはまた、アリアンツという保険会社がドレスナー銀行を買収し総合金融コン

ツェルンという形で進んでいます。ユニバーサルバンクが保険に入るといふ点では、若干路線転換が行われております。

さらに、証券の比率が非常に高まっています。九〇年代に入りますと二〇％が投資信託ということ、銀行から保険、証券に個人金融資産がシフトしてきています。

表6は、ドイツ連邦銀行の同じ月報の記事中の資料ですけれども、とり方が表5とちよつと違います。これが、よく新聞等で出てくる統計です。直近のドイツ連邦銀行の月報によりますと、全金融資産を一〇〇％として、九三年から二〇〇〇年にかけて、株式が七・一％から一一・四％、投資信託が五・六％から一一・四％と、二〇〇〇年は、株式と投資信託が偶然同じ比率になっていますが、両方合わせて二二・八％という数字になっています。

もちろん、投資信託は、すべて株式投信ではありません。いろいろな統計を見ますと三分の二くらいが株式投信のような感じがしますので、株式あるいは株式投信が大体一〇%〜二〇%ぐらいに伸びてきているといえます。この一〇年間で、株式や株式投資信託が個人金融資産に占める比率が非常に高まり、株式市場に個人が参入してきているという傾向が見てとれると思います。そこで、この九〇年代に、特に株式及び株式投資信託に個人が参入してきた理由について、考えてみたいと思います。

一つは、財政構造改革、経済構造改革です。EUの市場統合と通貨統合によって、ドイツにおける財政構造改革と経済構造改革が非常に促進されました。

二番目は、EUの市場統合が契機になっていますが、EUの市場統合の中で、証券市場統合が非

常に進んだことです。それに照応する形で、第一次から第四次までドイツで資本市場振興法が出来ます。第四次は、九月四日に法案が上程され、審議されているところですが、そういう資本市場振興策が非常に進んでいます。

三番目は、証券税制です。特に個人投資家優遇の証券税制です。

この三つの要因によって、ドイツの株式市場が高揚してきました。さらに個人投資家ばかりでなく、EUの市場統合、通貨統合、ドイツにおける資本市場振興策によって、企業金融も従来の間接金融から直接金融に比重を移していく傾向が見られます。

二、欧州通貨統合と財政・経済構造改革

まず、それを非常に触発したのが、欧州通貨統

合であり、欧州統合の進展です。欧州統合については、少々歴史的なことからお話しさせていただきます。一九五八年からECが動き出しますが、まず関税同盟として進みます。一九七一年に「ウェルナー報告」という非常に有名な通貨統合を目指す報告書が出されます。ただ、七〇年代中ごろには、国際通貨危機が起こりますので、EC諸国の通貨を統合するという話は全く頓挫して、自国の通貨をいかに安定させるかということに汲々とします。

ですから、一九七〇年代の終わりに、通貨を安定させた上で経済成長した方がいいのではないかということ、欧州通貨制度(EMS)が実現します。その結果、八〇年代には、インフレがある程度克服されて、通貨危機もかなり払拭されて、経済が発展していくという形をとります。

その後、九二年に向けてのECの市場統合構想

が一九八五年に具体化されます。一九八五年に欧州統合白書が出されましたが、これは、九二年いっぱいまでに、人、財、資金、サービスの移動の自由化を図るというものです。これが市場統合です。この市場統合を目指して、ECはこれらのさまざまな移動を妨げるような障害を除去する形で動いてきました。

その一環として、金融統合、証券市場統合が進みます。ヨーロッパは、イギリスを除いて大体ユニバーサルバンキングを行っていますので、この金融統合の中身は、一つは、EC全体でユニバーサルバンキングを認めるというものです。しかし、これは、実は規制緩和の一環ではなくて、イギリスなどはユニバーサルバンクではありませんから、一番広いシステムを導入したということです。本国で免許を取った金融機関は、ECの他の加盟国に支店を設置する場合には、新たに免許を

取る必要はないという単一免許制が基本です。

証券市場統合のために、いろいろな指令が出されますが、その中で、投資サービス指令というのが中心的な指令で、投資サービス業者を定義しています。さらにまた、健全性の観点からの本国監督、単一免許制、サービス提供の手續、営業可能な証券業務等が規定されて、ECにおける証券市場の発展の礎が築かれました。

二番目に欧州統合で重要なことは、ご承知のように、九九年一月から通貨統合が行われたということです。この通貨統合にはさまざまな軋轢があつて、紆余曲折を経たのですが、ここで重要なことは、この通貨統合を目指して、EU諸国で行財政改革、経済構造改革、金融業の効率化、さらにユーロ圏での支配権をめぐる競争が非常に激しくなり、非常によい効果があつたことであると私は思っています。

この通貨統合に際して、当初はドイツ型の金融政策と、フランスあるいはイタリアのような金融政策との違い、インフレを絶対起こさないというのがドイツ連銀のスタンスであり、それに対して、フランスやイタリアは、インフレが多少起こつても経済成長する方がいいんだという考え方の違いがありました。ですから、金融政策というのは考え方の問題であつて、ドイツのように、一九二〇年代に天文学的インフレを起こした国としては、もう二度とそういうインフレは起させないということになります。それに対して、フランスとかイタリアはそうでもありません。これらの国が一緒になつて、一つの通貨を発行しようというのですから、真ん中というわけにはいきません。どちらの金融政策をとった方がいいのかということになつたのです。

いろいろな要因で、結局ドイツ連銀型の金融政

策をとることに決まりました。ということは、厳しい財政規律を守らなければならないということとです。例えば、単年度の財政赤字のGDP比が三%以内、政府債務残高のGDP比が六〇%以内等です。九〇年代初頭には、さまざまな要因によって、ドイツの財政赤字のGDP比は四%あり、このドイツですらクリアできないような非常に厳しい条件をドイツはあえて出しました。

ドイツはこのような提案をしたわけですが、これが拒否されると、九〇年一〇月にドイツは統一をしていますから、ドイツはこの欧州統合から抜けて、自分の旧経済圏である東ヨーロッパの方へシフトしてしまう危険性がありました。そこで、フランス、イタリア等はそれを受け入れる形になったのです。これは、妥協による産物です。

しかしながら、このときの妥協が、その後非常にいい効果を及ぼしたわけです。九五年あたりから、

ドイツとフランスあたりが猛然と財政構造改革を行うことができるようになったからです。これは、九九年一月から通貨統合を始めるということがほぼ既定の路線になったときです。

このときに、ドイツ政府あるいはフランス政府は何を目指したかといいますと、要するに、財政構造改革を行うために通貨統合を外圧にしたのです。ヨーロッパは財政に占める福祉の比率が非常に高く、さらに企業の福祉支出あるいは労働条件が非常に高い地域です。ですから、アメリカや日本と対等な競争ができなかったわけです。何とかして競争力をつけたいというのが、ドイツ、フランスの政府あるいは企業の悲願であったのですが、そういうことを平時にやったら、当然ゼネストが行われて、到底できるものではありません。イギリスのように、サッチャーさんのような人が出てきて、強引にやれば別ですけども、なかなか

かああいう人は出てきません。

つまりドイツやフランスの指導者は欧州通貨統合をうまく行財政改革に利用したのです。すなわち九九年に通貨を統合し、ヨーロッパを平和で豊かな地域にしていくという非常に遠大なビジョンを提示し、それに向かって進むためには、財政構造改革、すなわち財政赤字を削減しなくてはいけないということを中心に掲げました。

そこで、もちろん福祉水準も切り下げますけれども、同時に行政改革もやりますし、さらにまた、歳出の削減もします。その上で、付加価値税率の引き上げをやって、財政赤字を三％以内に抑えました。そして、結局、企業の競争力をつけることにも成功したわけです。

経済構造改革も、一つの広大な単一通貨圏市場ができるということで急速に進みました。当初、私は、ドイツ連銀型の金融政策を行うためには、

ドイツ、フランス等の少ない国で通貨統合を始めの方がやりやすいだろうと思っていました。ところが、実際にこの通貨統合が始まってみますと、当初一カ国、現在では二カ国もの国がユーロを導入することになりました。これは、一つには、多くの国が、二十一世紀の少子高齢化に向けた財政構造改革を行う、その外圧として使えるというふうな踏んだ結果です。

さらにまた、イタリアとかスペインなどでは、通貨統合に参加することによって金利が非常に下がります。金利が下がることによって、従来非常に財政赤字が多かった国ですから、金利負担が減って、財政負担が減ります。さらに、金利が低下することによって、個人消費がふえていきます。イタリア、スペインなども、猛然とこの通貨統合に参加するような改革を行いました。

ここでも当然、社会福祉を何とか「切り下げた

い」ということがありました。したがって、スペインあたりでも、ゼネストが起きますが、わずか一日で終わります。国民が通貨統合に参加しようと頑張っている、そんなばかなことをするんじゃないということ、労働組合も一日でやめざるを得なかつたのです。要するに、政府側の戦略勝ちということ、です。

さらにまた、これだけの大きな経済圏、すなわちアメリカに匹敵するような経済圏をつくることによつて、安定した通貨を導入しようとした。九〇年当時も、アメリカの経常収支は赤字で、これは世界の需要を喚起するという点で必要だつたと思いますが、そのことによつて常にドル不安がつきまといつていたわけで、ドルに対してある程度安定した通貨をつくる必要があつたのです。

しかしながら、ドルに対して安定した通貨をつ

くるには、経済力がありません。ドイツ・マルクは非常に安定した強い通貨といつても、アメリカに比べれば、経済的にも金融・資本市場にしても、はるかに見劣りするわけですから、ドルがちょっと危ないからといって、マルクに大挙して流れるということはありません。

フランスはアメリカに対抗し、ヨーロッパの復権のためにドイツを引っ張り込んで、アメリカに匹敵するような通貨圏をつくるということ、通貨統合を実現していこうとします。

この通貨統合に際して、金融業には、特に銀行にとつては余りいいことがありません。それまでEU—カ国で、一〇個の通貨がありました。ルクセンブルグとベルギーは同じ通貨を使つていたので一〇個しかないんですが、それぞれの為替取引手数料がかなりあつたのが、これが通貨統合すると、当然なくなるわけです。ですから、銀

行としてはかなり収益が減ります。にもかかわらず、銀行がこの通貨統合を推進していきます。すなわち、非常に大きな通貨圏をつくることによつて、そこに大きなビジネスチャンスが生まれてくるといふことで、金融機関は経営の効率化あるいは合理化を進めていきます。

企業レベルでも、非常にM&Aが進みます。一つの通貨で商売ができるからです。もちろんそれまで市場統合でかなり自由化されてきましたが、最後に通貨が一つになることによつて、ほぼ一国と同じような経済圏ができます。そこで支配権を確保するために、かなりM&Aが進みました。

したがって、金融・資本市場も、ご承知のように、取引システムの統合とかいろいろな動きがあり、金融システム改革や金融業の効率化が進んでいきます。

また、ドイツはスイスとユーレックスという先

物取引市場をつくりますが、これはイギリスをも凌駕するような水準になってきています。

こうして、欧州通貨統合を契機にして、ヨーロッパでの経済構造改革が進みます。また、従来からヨーロッパでは、マルクが事実上の基軸通貨の役割を果たしていましたけれども、やはりこれからは通貨統合したユーロが核となります。ロシアはちょっとわかりませんが、ドイツの意向で東欧がEUに入ってきました。フランスの経済圏であるアフリカも、広い意味でEU経済圏に入ること、これらの地域で金融・資本市場が非常に拡大していくことになります。ドイツ、フランスあたりの証券市場が、これらの非常に大きな単一通貨圏の中でのビジネスを拡大していくというのが重要な第一点です。

三、資本市場振興法

次に、ドイツの資本市場振興法についてです。

実際には、一九九〇年の第一次資本市場振興法からドイツの資本市場振興策が始まります。EUの市場統合が、八〇年代終わりから動き出します。投資サービス指令は、結局、九二年には間に合いませんでした。取引システムがヨーロッパの中でもいろいろ違うということがあって、そのすり合わせで時間がかかり、少々遅れたのですが、それに呼応して、ドイツでも資本市場振興策がとられました。九〇年には、有価証券取引税の廃止、情報システム・インフラの整備が行われました。

さらに、投資サービス指令が通ってから、九四年に第二次資本市場振興法が制定されます。ここ

では、市場の透明性の向上、決済機能強化による競争力強化と利用しやすい証券市場の構築というのが第一の特徴です。

この時初めて証券取引法が制定されます。インサイダー取引の規定が明文化され、証券取引監督庁が設立されます。ドイツでは、従来、インサイダー取引は自主規制で規定されていて、明文化されたきちつとした法体系としてインサイダー取引の規定はなかったのですが、ドイツにもいろいろなインサイダー取引の疑いがある取引があったものですから、インサイダー取引規制をしなくてはいけないということで、包括的な証券取引法の中に組み込まれました。また、穀物の商品取引所が解禁されました。さらに、株式の額面を五〇マルクから五マルクに引き下げることが行われました。

その中で、九七年に振興企業向け市場であるノ

イアマルクトが設立されます。ノイアマルクトは、規制がある程度厳しく、投資家の信頼があるということでもかなり拡大しました。ただ、ナスダックが調整局面に入っておりますので、ノイアマルクトもこれからどうしたらいいかということでも、ドイツでもいろいろ議論がなされているところであります。

今のノイアマルクトに対する議論を幾つかご紹介しますと、目論見書に関する規則を見直し、投資家保護の立場に立つて理解しやすいようにしたり、投資家に対して詳細な情報が提供できるようにする目論見書の作成を目指す、また、上場廃止に関する規則を厳しくするなどがあります。ただ、規則を厳しくするだけではノイアマルクトの上場は促進できませんから、そのへんを柔軟にしていこうということです。

アメリカのナスダックは、ITが中心ですが、

ドイツはノイアマルクトでバイオ技術産業を育成していくような形でいったらどうか、そういうふうな議論が今なされています。

次に、九八年に第三次資本市場振興法が制定されます。持株会社について、従来は、株式会社にのみ認められていましたが、有限会社にも持株会社を認められました。それによって、有限会社による株式取得の増大が促進されるからです。さらに中小企業と外国企業による株式市場での資金調達の促進、新しい形態の投資信託の認可と投資信託の運用の規制緩和、さらにディスクロージズの簡略化等が行われました。

また、株式会社形態のほかに、有限会社や合資会社形態のベンチャー・キャピタルも認めるということで、資本市場振興策がとられました。九八年には、無額面株式の認可、さらにコーポレート・ガバナンスを徹底するような法律が制定されま

した。

そして、二〇〇一年九月に第四次資本市場振興法が提案されました。第四次資本市場振興法は、今までの資本市場振興策を総まとめしたような形になるようです。

その目的は、国民経済の国際競争力は、金融市場の機能に左右されるのだからそれを高めるということです。すなわち効率的な資源の配分を行い、さらに経済成長や経済構造改革を行うために、機能的な金融市場は、そのための原動力であるということ。国際金融・資本市場の競争がこれからますます激しくなります。その中で、金融の中心地——「フィナンツ・プラット・ドイツラント」といわれますが——であるドイツの魅力を維持して改善していくことです。そのため、企業買収法などいろいろ制定されていますが、第四次資本市場振興法を制定して、通貨

統合されたヨーロッパ、さらにはこれから拡大していくヨーロッパの金融の中心に、ドイツを据えていくんだということが目指されております。

実際にはどういうことを目指しているかといいますと、一つは、投資家保護の強化を行うということです。二番目は、資本市場への参加者の取引を効率化していく。三番目は、資本市場の機能強化です。経済成長や雇用者をふやしていく。ドイツをはじめ、ヨーロッパ諸国では非常に失業率が高いものですから、さらに経済成長させ、雇用者を拡大していかなければなりません。そのための原動力として、さらに資本市場を発展させていくというふうなことを目指しております。

第四次資本市場振興法も第三次と同じように、例えば取引所法、証券取引法、投資会社法、外国投資会社法、販売目論見書法、信用制度法、株式法、民法典等、そういう資本市場に関係するよう

な法律を改正するものです。

四、証券税制と個人投資家優遇策

三つ目の柱が、証券税制、特に個人投資家優遇策です。

個人投資家優遇策が新聞等で紹介されていますが、幾つかご紹介しますと、一つは、確定拠出型の年金です。これは運用対象が元本保証の金融商品ですから、基本的には銀行預金ということになると思います。株式とか株式投信等を組み込むことはまだないようですから、いずれそういう証券も組み込むことができる形にいくんだろうと思いますが、そういう確定拠出型の個人年金ファンドの内容が改正されました。

次に、有価証券取引税が九一年に廃止され、九四年には最低額面が五マルクに引き下げられて、

個人でも株式を取得できやすくしたということですよ。

個人のキャピタルゲイン課税につきましては、原則非課税です。事業用資産としての有価証券の処分や営業譲渡の場合を除いて原則非課税です。

課税されるケースとして、保有期間一年以内に有価証券を売却して実現した投機的なキャピタルゲインは課税されます。ただし、その場合も、一人当たり一〇〇〇マルクまでは非課税で、一〇〇〇マルクを超えた額のみが課税対象となります。投機的取引によるキャピタルゲインは、同一年度を実現した投機的なキャピタルゲインとのみ相殺できます。

課税されるケースの二として、過去五年間に会社資本の一〇%以上、来年からは一%以上ですけれども、それを保有している人が実現したキャピタルゲインについては課税されます。ただし、二

万マルクまでは非課税で、それを超える額についてのみ総合課税されます。キャピタルロスについては、通常所得からの控除ができますし、あるいは繰り越しも可能です。

ですから、個人のキャピタルゲイン課税は原則非課税という形になっています。個人が株式保有する場合に、それを促進するという形に税制が整備されています。

個人の配当課税ですが、受け取り配当と受け取り利子を合わせた個人投資所得は、必要経費を差し引いて年間三〇〇マルク、夫婦合算申告の場合は六〇〇マルクまでは非課税です。この場合の必要経費として一〇〇マルク、夫婦合算申告の場合に二〇〇マルクが概算控除できますので、実際には三〇〇マルク、夫婦合算申告の場合は六二〇マルクまでは非課税枠が認められます。

個人の受け取る配当については、その半額だけ

を課税対象所得に算入する半額課税方式が来年から適用されることになっています。

次に、新聞等でよく紹介されています勤労者の財産形成制度です。この財産形成制度は、戦後、勤労者が住宅を取得するための貯蓄奨励の制度として出されます。戦後、東西にドイツが分割されましたが、旧東ドイツでは当初、住宅が非常に整備されます。ですから、旧西ドイツとしても、個人が住宅を取得し、生活の基盤をきちつとするとすることは、政治の安定、社会の安定にとって不可欠だということで、勤労者が住宅を取得するための貯蓄奨励制度として財産形成制度が導入されました。

七〇年代、八〇年代になりますと、たんなる住宅取得のための財産形成制度から、もっと広い意味で、金融資産も含めた財産という意味での財産形成制度に転化します。一九八六年に、また九九

年にも制度改正が行われて、年間課税所得が三万五〇〇〇マルク、夫婦合算申告の場合には七万マルク以下の給与所得者が対象になり、この人たちが上場株式や株式投資信託に投資した場合に、旧西ドイツ地域では投資額の二〇%、旧東ドイツ地域では二五%を、八〇〇マルクを上限にして政府が補助をするという制度になりました。

零細な株主、低所得者層に対して、国が直接株式投資の補助をします。八〇〇マルクですから四万円ぐらいのものですけれども、これが個人が株式市場に入って拡大してきた非常に大きな理由だといわれる場合があります。しかしながら、資料等を見ますと、これらを利用して実際に株式とか株式投資信託を取得している個人はそれほどないというのが、どうも現実のようです。

次に、企業の持ち合い解消策として、二〇〇二年以降、企業の保有株式売却のキャピタルゲイン

は原則非課税という形になっています。ドイツというのは株式の持ち合いというか、コンツェルン形態をとっていますので、企業は株式を多く保有しています。銀行も株式を非常に多く保有しています。日本の銀行は自己資本の一三〇%ぐらい株を持っていて、ドイツの信用制度法では、自己資本の六〇%しか持てないとよくいわれます。しかし、これには非常に事実誤認がありまして、ドイツの銀行は日本の銀行よりはるかに株を持っています。

どういふことかと申しますと、銀行の場合は、一〇%以上の株式を保有している場合には信用制度法に基づいて連邦銀行監督庁に報告しなければいけません。それを合わせたものが一つの銀行の自己資本の六〇%ということですから、一〇%未満の株式保有の場合は報告する義務はありません。従ってどれだけ持っているか本当のところは

わからないのです。

いろいろ統計を見ましても、実際にどれだけ株式を保有しているか、なかなかわかりづらいところがあります。日本は独禁法で、銀行の株式保有は5%と制限が課せられていますが、それでも銀行はかなり大きな力を持っているとかいわれますけれども、ドイツの場合は一〇%までは報告義務がないということですから、日本の株式保有を議論する場合に、日本は自己資本の一三〇%、ドイツは六〇%ということを単純に比較することはできないのではないかと思います。

とはいっても、ドイツ銀行は、ドイツ最大の商業銀行でありユニバーサルバンクですが、ドイツ銀行はこの間、通貨統合を実現したヨーロッパで、アメリカの投資銀行と張り合つたために大きな組織変更をし、ドイツ銀行自体は投資銀行業務に特化し、リテールとかは子会社にやらせることに

なりました。

従来、ドイツ銀行は株式を非常に多く持っていました。それがドイツにおける産業に対する支配の大きな原因だということで、アメリカあたりからも批判されてきたわけです。そこで、最近ドイツ銀行では、その持ち株を子会社の資産管理会社に移して、収益を上げない株は売るといふ形で進んでおります。

一〇数年前からのわが国における金融制度改革で、ユニバーサルバンクの議論がなされ、私もいろいろ提言してきました。ユニバーサルバンクというのは銀行業務、証券業務、さらには生命保険業務を子会社でやるという、総合的な金融機関だということですが、そういうことは経済あるいは企業に対して非常にマイナスの影響を及ぼすから、日本ではユニバーサルバンク制度はやめるべきだということを申し上げてきました。典型的な

ユニバーサルバンクであるドイツ銀行が投資銀行、日本でいう証券会社ですけれども、最近では、証券業務に特化していくという形になってきております。証券業務のノウハウという点では、銀行がそんなに簡単にできるような業務ではないと思いますけれども、そういう意味では、いよいよ日本でも、ドイツのように間接金融から直接金融にシフトしていくという形で、この平成不況を乗り越えていく必要があるのではないかと思います。

五、金融監督制度の改革

金融監督制度についてお話ししたいと思えます。統合的金融市場監督の創設に関する法案が検討されています。正式には、金融サービス提供及び金融市場監督法案といえます。

従来、ユニバーサルバンクについては連邦銀行監督庁が監督していました。証券取引、証券業務については連邦証券監督庁が監督しています。保険会社については連邦保険監督庁が監督しています。

これが一つの監督機関、連邦金融庁になると思いますけれども、そういうところに一元化されていく形になっております。イギリスでもそういうことになっていきます。さらに、EUレベルでも、証券に対する監督規制が一元化されるという方向に動いております。

きょうは余り申し上げませんが、従来ドイツは、企業の資金調達では銀行借入れが非常に多かったのです。ただ、現在、銀行借入れと証券発行が逆転したかという点、そうでもなく、徐々に証券発行による資金調達がふえているという点です。従来から、ユーロ市場等で企業は資

金調達しておりましたけれども、やはりドイツで非常に大きな転換点になったのは、ダイムラーベントツがドイツ銀行グループの非常に有力企業だったのですが、そのダイムラーベントツがニューヨークに上場するときに、ドイツ銀行が主幹事をとれなかつたという、ドイツ銀行にとってみれば、プライドがはずたずたになるようなことが起こつたことです。

そこで、ドイツ銀行も、投資銀行業務ではアメリカと張り合つので、そこに特化しなくてはならないということになったのです。さらにまた、ドイツテレコムの民営化等によって株式市場の裾野が広がっていくということが契機になりました、ドイツにおいて株式市場も拡大してまいりました。それにもなつて、金融監督の一元化が必要になつてきたのです。

六、結び

やはりドイツから学ぶべき点としては、次のようなことではないでしょうか。

それは、ドイツは戦後東西に分割されることになり、旧西ドイツとしては農業をフランスに依存し、また、それまで東ヨーロッパがみずからのマーケットだったので、それが共産圏に行つてしまつたということ、どうしても西ヨーロッパにマーケットと農業を求めざるを得ないということ、旧西ドイツは戦後経済運営をしてきました。

それに対して、フランスはアメリカに対抗する大経済圏をつくり、その盟主になる、そういう野望がありました。

そのフランスとドイツの思惑が一致して、戦後

の欧州統合が進んできました。それが市場統合、さらに通貨統合という形で非常にうまくビジョンをつくって、国民に納得させて、見事に実現しました。さすがに、イタリアやスペインが通貨統合に参加するのは二〇年、三〇年先ではないかと思いましたが、九九年一月から入りました。そういう面では政治家が非常に壮大なビジョンを提示して、国民をその方に導くことができ、経済構造改革、財政構造改革が進んだのです。

ドイツは昔から製造業が非常に強いですから、製造業は心配することはないでしょうけれども、金融・資本市場については、イギリスが三大金融センターの一つでありましたので、イギリスの金融センターの地位をドイツに持つてくるということが、実際にドイツでは早くから国の政策とされてきました。ドイツをヨーロッパの金融の中心地にする、フィナンツ・プラッツ・ドイツチュラン

ト、そういう合言葉が出て、それに応じて資本市場振興策が進められてきたのです。

ただし、ドイツでは、このような資本市場振興策をとり、アングロ・アメリカン型の証券市場をつくっていくという形になっておりますけれども、これはあくまでもヨーロッパでアメリカの投資銀行とドイツ銀行を初めとするユニバーサルバンクが対等に對抗していくための土壌をつくるということなのです。

ですから、ドイツの場合は、必ずしもすべてアングロ・アメリカン型の金融システムを導入するというわけではありません。例えば貯蓄銀行等——今日日本で住宅金融公庫とか、郵貯は以前からですが、廃止とかいろいろ議論がありますけれども——の公的金融機関のシェアが全銀行グループの四割を占めています。協同組合グループを入れると、五割以上が公的金融機関ある協同組合形

態の金融システムです。

ドイツの場合、社会的市場経済という原則があります。これは、どういふことかと申しますと、市場経済というのは、第二次大戦中の統制経済に対抗するもの、アンチテーゼとして自由競争を促進するといふものです。ただ、自由競争を促進すると、それによってさまざまな社会的弊害が出てきます。企業が倒産しても、労働者がサボタージュしたのであれば別ですが、そうでない場合には経営責任はありません。したがって、企業はつぶすけれども、失業者は救済するといふことになります。三年ぐらい、あるいはそれ以上失業保険を出します。しかし、そうすると、働くよりも失業保険をもらった方がいいというモラルハザードが起きて、なかなか失業が減らないといううらみもあります。しかしながら、そういう経済システムになっています。

しかも、経済原理を徹底して貫徹すれば、やはり資本規模とかさまざまなことにおいて格差が出てきます。ですから、庶民あるいは零細な投資家等はある程度保護します。さらにまた、財産形成制度によって株を買ったら補助金を出すなんて、日本では到底考えられない話です。ドイツではやはりそういうことを社会政策として考えているということが一つです。

もう一つ、日本は構造改革、財政構造改革をやって、しかも競争力をつけて、内需を拡大して、証券市場の活性化としての証券税制改革、そういうのをセットにした形でやっていかないと、アメリカがもしこれからちょっと景気が低迷していくことになれば、日本もそれにつられて、さらにひどいことになる可能性があるということですよ。

ただ、日本も日経平均が、本当だともっと高い

のでしょうけれども、一万円を割って、そろそろ底だという感じは私もしていますので、そうしたら、証券税制を見直し、個人投資家あるいは所得制限を設けて金持ち優遇を避けつつ、低所得者層に対する財産形成制度の一環として、やり方はいろいろあるでしょうけれども、優遇策をとるとかして、証券税制を抜本的に変えていくことが必要ではないでしょうか。

経済構造改革をやって株式市場が下げどまれば、当然景気がよくなっていくので、税収もふえるわけです。証券税制で減税をやっても、それを賄うぐらいの税収がふえてくるはずですから、そのぐらいやらないと、この不況はなかなか払拭できません。

最後になりますけれども、ドイツはヨーロッパの中でEC、EUをマーケットとして経済発展してきました。日本も、アメリカとの友好関係は保

ちながら、アジアの全体的な経済発展を日本がある程度援助、支援していく形でアジア共同体という、非常に緩い形になると思いますけれども、そういう方向で経済、金融を共同体レベルでやっていく必要があると思います。

これは、私がドイツをずっと勉強してきて、戦後のドイツの経済運営を見て、ドイツは一九六〇年代に西ヨーロッパをマーケットとしていきますので、日本も、この平成不況を契機にして、アジア全体の経済水準を上げていくという形で日本の経済力あるいは金融の力を生かして進んでいくのがいいのではないのでしょうか。

戦後のドイツを二〇〇三〇年勉強してきて、二一世紀に入りまして、日本のこれからの生き方を考えるとき、ドイツの生き方すべてを日本がまねすることはできませんけれども、ドイツの生き方はかなり参考になるのではないかと思っております。

す。私は日本証券経済研究所の客員研究員をさせていただいております。証券業界の発展のために微力ながら頑張りたいと思っております。

それで、ドイツとかヨーロッパのいろいろな事例を、日本証券経済研究所の文献あるいは一般的な雑誌に発表していきたいと思えます。いろいろな点がありましたら、ご批判いただいたり、いい点がありましたら、いろいろご検討いただきたいと思っております。今後ともひとつよろしくお願ひします。(拍手)

関理事長 先生、どうもありがとうございます。興味深いお話だったと思えますが、少しご質問の時間をいただいておりますので、どなたかございましたら、合図をしてください。

質問 二点ほどお伺ひしたいのですが、一つは、九〇年代というのは投信によって投資のウエートがかなりふえたということですが、これは投信の

販売主体、どういふところがその販売を担ったかという統計があるのかどうか。もう一つは、株式の現物市場で、日本の場合、外国人の売買シェアが五〇%という異常な状態なんです。ドイツの方の現状はどんな状況か、もしわかりましたらお願ひしたいのですが。

答 日本は投信委託会社に相当するのが投資会社です。ドイツでは銀行も、法律上は投資委託業務をできることになっております。ただし、モラルハガードとかいろいろな問題があつて、子会社にしています。実際に投信を販売しているのはユニバーサルバンクです。商業銀行、貯蓄銀行、信用協同組合とか、それぞれ投資信託を販売しています。多くのカウンターで販売しています。

外国人のシェアですが、ドイツの場合、外国人の株式保有は、全株式保有に占める非居住者その他の比率が、九八年で一五・六%ですから、日本

に比べればかなり低いようです。

質問 ドイツでは配当に対する税率を半分にしたと、マスコミで何ったんですが、本当でしょうか。

相沢 配当二重課税の問題は法改正されました、きょうは個人についてお話ししましたが、株式市場の振興策の一環として二重課税をなくす、あるいは配当の課税を減らす、そういう形で、最近特にそういう税制改正が進んでおります。ちなみに、個人の受け取る配当は、来年から半額だけが課税対象所得に算入されることになっていきます。

質問 先ほど、公的な金融のところは全体が四割、貯蓄機関も含めると五割というお話だったのですけれども、日本の場合は、例えば社会的な使命とか効率性という話にきつとなるんじゃないかと思うのですが、そういう点は議論があるのでしょうか。

相沢 日本の場合、郵貯を入れると、もっと公的金融の割合が多くなるかもしれませんが、ドイツの場合、そもそも貯蓄銀行というのは、貯蓄奨励のために二〇〇〇〜三〇〇〇年前にできた金融機関で、商業銀行よりはるかに先にできました。庶民が余りむだ遣いしないように、貯蓄を奨励して、何かあったときのために使う。そのかわり貯蓄銀行は市町村が債務保証をしていますから、最後はちゃんと市町村が面倒見るから安心して貯蓄しなさいということなんです。

ですから、今でもそういう貯蓄銀行は非常に大きなシェアを持っております。アメリカ型とドイツ型は経済思想が全く違うと思うのです。確かに、そういう貯蓄銀行では、市とか州から天下りしてくるから、経営効率が悪いとか、いろいろな批判があります。ですから、再編合併はいろいろされております。

ただ、この貯蓄銀行を廃止しるとか、民営化するという議論は全くないわけでもありませんが、日本のような形では出てきません。これは、やはり競争原理を徹底して働かせるのは投資銀行業務でいい。したがって、国際投資銀行業務、例えばヨーロッパレベルの投資銀行業務を含めて、そういう分野では自由化をしていくけれども、そうではない国内金融の分野については、税制の優遇なんかもちろんありますので、庶民金融はちゃんと国なり自治体を守るんだ、そういう思想があります。

住宅金融にしても、先ほど財産形成制度について申し上げましたけれども、これは社会政策なんです。住宅金融公庫の話は今いろいろ議論になっていますけれども、必ずしもそれをすべて民間にやらせていいのかという議論が多分出てくると思っています。ドイツの場合、もちろん民間銀行も住宅

ローンをやっていますし、住宅建築貯蓄金庫という住宅の専門会社、これには公的なものと民間がありますが、そういう形で庶民に住宅を持つてもらったためのシステムを残すということで、その辺は考え方の違いじゃないでしょうか。

私はドイツを勉強していますから、アメリカ型の市場主義というのは問題が少なくないと前からいっています。日本型の金融システムは結局何だということ、ドイツ型だということなんですが、日本の金融機関は、競争力の問題がいろいろありますけれども、競争力をつけて、国際投資銀行業務とか銀行業務で頑張ってもらいたいのと、庶民レベルでもきちつと金融サービスを全国均一とはいいませんけれども提供してほしいということです。

金融というのは資産規模とかいろいろなことです。サービスに格差が出てきます。アメリカの場合で

すと、沢山お金を預ける人の方がもちろんコストが安くなるわけです。そうすると、給料日の前になると一万円、へたをすると一〇〇〇〇円しかない人間は、なかなか同じレベルの金融サービスを受けられないというのがアメリカ的なものではないかと思えます。

ですから、完全に競争原理を働かせるような金融機関もないと、悪い意味で、本当の社会主義になつてしまいますので、そういうのを一方で認めながら、庶民レベルの公的性格を持った金融機関があるのがドイツ型の特徴ではないかと思っております。

関理事長 ほかにございますか。

質問 ドイツの証券取引所の組織形態と運営につきまして、何かありましたら、ちょっと教えていただきたい。

相沢 ドイツは大分前に持株会社にしまして、ド

イツ取引所というのができ、その下にノイアマルクトなども含め、証券取引所とか先物取引所等、いろいろな証券取引システムができています。しかも、ドイツ取引所は最近上場しましたし、そういう意味で証券取引所も、実際にヨーロッパの中の証券取引の中心になろうという目標がありますので、かなり大胆な組織変更をしてきた。

ヨーロッパでユーレックスができ、私は、最後はドイツ取引所が中心になつて一つになるのではないかと、ドイツ研究者の一人としてそう考えていたのですが、ドイツ取引所がロンドン取引所を買収する、しないという話があり、結局ヨーロッパの取引所が二つぐらいに分かれて、お互いが競争してお客さんを獲得するためのサービス競争をしていくという形になりそうです。ユーレックスは、スイスの取引所と合併して、今非常に高揚しています。

そういう形で、競争しながらやっているし、市場統合、通貨統合は、それが前提になってかなり拡大していく素地ができてきています。ただ、通貨統合の場合、私申し上げませんが、それぞれ寄せ集めの通貨ですので、いろいろな問題があります。軍事行動の統合はかなり進んでいませんし、いずれこれが欧州連邦という形で進んでいけば、恐らくアメリカに対抗するような非常に大きな市場になると思います。そういう方向に徐々に動きつつあります。

私が、最初に申し上げましたように、これはお願いとどうか願望ですけれども、これからは日本の証券会社の方々、投資家の皆さんも、ヨーロッパに全部とはいいませんけれども、今まで九割アメリカに向けていたら、三割ぐらいヨーロッパの方へ振り向けるとか、そういう形でいってもそろそろよろしいのではないかと思います。

関理事長 あとお一人ぐらいかがでしょうか。質問 ドイツの国民の証券投資に対する理解度とどうか、証券教育との関連でちょっとお話しただけませんか。

相沢 ドイツ国民は従来、株式に対しては非常に関心が低かったんです。どうしてかと申しますと、そもそも証券会社がないということ、民間のユニバーサルバンクはホールセルが中心の銀行だったものですから、零細な投資家に株を売るなどということは、こんな非効率なことはいけません。実際に、ドイツ銀行に株式を買いに行っても、「やめなさい」といわれたとかという話もあつたくらいです。

貯蓄銀行とか信用協同組合なども、株式ではなくて、元本保証の貯蓄預金を売るということでずっときました。

そうはいつても、ドイツの場合、統計を見ます

と個人の特株比率は結構高いのです。一五%ぐらいあります。昔はもっと高かったのですけれども。我々がイメージする個人は、単位株で買うとか、一万株なら大金持ちです。ところがドイツは有限会社が非常に多いと申し上げましたけれども、何故有限会社が多いかというと、同族会社が多くて、自分たちの会社を乗っ取られたくないので株式会社形態にしないというのが結構多かったのです。そういう人が株を持つということでした。通貨統合によって、アメリカ並みの市場ができましたので、そこで生き延びていくために、今までみたいのんびんだらりとした会社形態ではだめだということ、株式会社形態に組織変更して、株式上場するという形になってきました。そうなりますと、個人にも株を買ってもらふ必要が出てきます。あるいは株式投信を。株式投信には、スペシャルファンドとパブリックファンドの

二つがありまして、スペシャルファンドは企業向け、パブリックファンドは個人向けのファンドで、個人向けを中心にどんどん売っていくことになりました。

また、投資教育とか、従来株式関係の雑誌は余りなかったのですが、パンフレット等いろいろな形で取引所とか銀行などが出すようになりました。特にドイツテレコムなどの株式公開を契機に株式ブームが進んでいったといわれています。関理事長 それでは、先生、きょうは大変ありがとうございました。ありがとうございました。

相沢 ありがとうございます。(拍手)

(あいざわ こうえつ・埼玉大学教授
当研究所客員研究員)

(本稿は、平成十三年九月十四日に行われた講演会の記録で、文責は当研究所にある。)

ドイツにおける資本市場振興

相 沢 幸 悦 氏

略 歴

- 1978年 3月 法政大学経済学部卒業
1986年 3月 慶應義塾大学大学院経済学研究科博士課程修了
(1990年 7月 経済学博士(慶應義塾大学))
1989年 4月 (財)日本証券経済研究所研究員
1993年 4月 (財)日本証券経済研究所主任研究員
1996年 4月 長崎大学経済学部教授
同 (財)日本証券経済研究所客員(兼任)研究員、現在に至る
2001年 4月 埼玉大学経済学部教授、現在に至る

著 書

- 『現代ドイツの金融システム』(東洋経済新報社、1993)
『EUの金融・証券市場統合と通貨統合—その法的枠組—』
(共訳、日本証券経済研究所、1994)
『銀行・証券・保険が変わる』(中央経済社、1994)
『都市銀行の野望』(集英社、1994)
『欧州最強の金融帝国 ドイツ銀行』(日本経済新聞社、1994)
『日銀法二十五条発動』(中央公論社、1995)
『ユニバーサル・バンクと金融持株会社』(日本評論社、1997)
『ヨーロッパ単一通貨圏』(東洋経済新報社、1997)
『日本の金融ビックバン』(NHK 出版社、1997)
『新しい金融システムの創造』(中央経済社、1998)
『金融機関の顧客保護—欧米でのリテール戦略—』(編著、東洋経済新報社、1998)
『日本型金融システムを求めて』(東洋経済新報社、1999)
『ユーロは世界を変える』(平凡社、1999)
『ユーロ導入と金融・証券市場』(共著、日本証券経済研究所、1999)
『平成大不況』(ミネルヴァ書房、2001)