

ドイツの経済政策理念と証券市場改革

相 沢 幸 悦

要 旨

ドイツは、欧州通貨統合をめざす経済構造改革の一環として証券市場改革を断行してきた。これは、ドイツ的なものを残しながら、証券市場改革を進めるものである。本稿は、ドイツ特有の経済政策理念をみた上で、金融システムの特徴と証券市場改革の概要を明らかにするものである。

戦後ドイツの経済政策理念は、社会的市場経済と呼ばれる。これは、競争原理を導入するが、アメリカ型の競争原理万能の市場至上主義と違い、社会的公平性は国家が確保するというものである。金融にもこの原理が貫徹してる。

従来、欧州大陸諸国の企業金融は、銀行借入れが主流であった。しかし、1992年の域内市場統合における証券市場統合を定めた「投資サービス指令」によって証券市場へのシフトが急速に進んだ。ドイツでは94年7月に同指令にもとづいて「第二次資本市場振興法」が制定された。同法は、証券市場の国際競争力を強化し、機関投資家だけでなく個人投資家にも利用しやすい市場を作り上げようとするものである。98年3月には「第三次資本市場振興法」が制定された。

1991年1月にユーロ単一通貨圏が成立するとドイツの証券市場はますます高揚した。その前提は、80年代から進めてきた資本市場振興策と個人投資家の証券市場への参入が拡大してきたことである。そして、総仕上げとして2002年1月18日に投資家保護などを主要内容とする「第四次資本市場振興法案」が政府草案として公表された。

目 次

はじめに

I. 社会的市場経済の理念

1. 経済政策理念

2. 社会的市場経済の概要

II. 公的金融の重要な役割

1. 庶民金融の存在意義

2. 金融システムの特徴

III. 証券市場改革の進展

1. 金融システム改革の概要

2. 監督機関の統合

3. 第四次資本市場振興法案

IV. 証券市場の拡大

1. ドイツ型証券市場の形成

2. 個人投資家・企業の株式保有

3. 新興企業向け市場

4. 企業金融の変化

はじめに

同じ敗戦国でありながら、日本とドイツの戦後の経済成長過程はまったく違っていた。「大陸国家」アメリカと「民族国家」日独では、経済成長の類型はおのずとことなっている。広大な国内市場をもっているアメリカは、外国貿易に依存する比重が「民族国家」とは比べものにならないくらい低いからである。

「大陸国家」として広大な国内市場を有し、巨大な経済力と軍事力をもつがゆえにドルが「基軸通貨」として君臨できる。アメリカの多国籍企業も国際的な支払い・決済は、ほとんどドルでおこなっているので為替リスクはない。ドル決済でなくても、国際的にあらゆる通貨で取引しているので、マルチ・ネットィング（多角的相殺）などで為替リスクを軽減できる。

IMF 体制の崩壊によって金の裏付けを失ったアメリカのドルが「基軸通貨」として機能してきた根拠は、アメリカの強大な経済力・技術力、発達した金融・資本市場、超絶的な軍事力・軍事技術にある。これに対抗可能なのは、「大陸国家」としてのロシアや中国であろうが、当面はむずかしい。ましてや、「民族国家」たるドイツや日本では不可能である。したがって、ドイツは、「擬似大陸国家」たる EC/EU に参加したのである。これを画策したのがフランスである。

戦後東西に分割された旧西ドイツにとって、西欧経済圏に組み込まれることでしか生き残る道は残されていなかった。離脱した旧東ドイツ

にかわって農業をフランスに依存し、戦前のドイツの経済圏であった東欧にかわって西欧に市場を求めざるをえなかったからである。したがって、東西に分割された敗戦国旧ドイツにとって、アメリカに対抗しうる経済勢力を構築するというフランスの野望の片棒をかつがざるをえなかったのである。戦前であれば、誇り高いドイツ人は断固拒否したであろう。もっとも、第一次世界大戦での敗北後、フランス軍によってルール地帯が一時占領されドイツ人のプライドはかなり傷つけられたが。

しかし、第二次大戦後には、大戦でのナチス戦争犯罪に謝罪をし、生きるために西欧の統合に参加していかざるをえなかった。ところが、この西欧経済圏へ組み込まれたことがドイツにとって大正解だった。政治はフランスにまかせたとしても、ドイツは、「擬似大陸国家」としての巨大な西欧経済圏を手に入れることができたからである。

ドイツの高度成長は1950年代に終了するが、この「擬似大陸国家」の構成員となったおかげで、日本のように市場をアメリカに求める必要はなかった。それは、ドイツにとって、いくつもの工業国をかなりかかえる質の高い「国内市場」となったのである。

欧州統合はついに通貨統合にまでいたったので、ドイツは、まさにユーロ圏をより完成度の高い「国内市場」とすることができた。このような西欧経済圏に組み込まれたおかげで、ドイツは、国民に「高賃金・高福祉」を享受させることができた。というのは、EC/EU というのは、事実上の「ブロック経済」だからである。

EC/EU がなければ、ドイツは、これだけの「高賃金・高福祉（もちろん高負担を内包しているが）」の下で日米企業と対等に競争などできなかった。

通貨統合は、企業の国際競争力を高めて、経済を活性化させなければならないという要請によるものであるが、それを実現する過程で、財政構造改革まで成し遂げてしまった。このヨーロッパのドイツの生き方に、われわれは学ぶべきものは多い。

ドイツは、通貨統合をめざす経済構造改革の一環として金融システム改革・証券市場改革を断行してきた。これは、アメリカ型の金融システムをドイツにも「移植」するかのようにみる。しかし、けっしてそうではないと思う。ドイツ的なものを残しながら、金融システム改革を進めてきたところに本質があるとみることができるからである。ここで、ドイツの経済政策理念の特徴をみた上で、金融システムの特徴と資本市場改革の本質についてみてみることにしよう。

I. 社会的市場経済の理念

1. 経済政策理念

ドイツにおける経済政策理念は、歴史的にみて必ずしも資本主義の原理に忠実なものではない。協同組合運動ははやくから活発であったし、金融システムでも最初に活発に業務を展開したのは、信用協同組合や公的金融機関である貯蓄銀行だったからである。

ドイツは、19世紀末に重化学工業の母国としてアメリカとともに世界史の表舞台に登場する。ダイムラーとベンツという自動車、ジメ

ンスや AEG という電機、BASF、バイエルなどの化学、クルップなど機械、などなど世界一流の重化学工業企業が登場し、世界の市場で凄まじい国際競争を展開した。その半面で、社会福祉、庶民金融、互助組織など国民の生活を重視する政策もある程度とられた。

貯蓄銀行は、庶民に質素倹約を勧め、貯蓄を奨励するために設立されたものである。庶民が安心して貯蓄できるためには、それがもしかしたらつぶれるかもしれない民間金融機関ではためだからである。したがって、貯蓄銀行というのは、州や市町村が最終的に債務保証する金融機関として設立されたのである。貯蓄銀行は、庶民から貯蓄預金を集め、それを自治体金融や住宅金融に投入した。

戦後ドイツの経済政策理念は、社会的市場経済というものである。それは、ナチス期の統制経済へのアンチテーゼとして提起されたものである。統制経済ではなく、経済システムを自由な競争原理にまかせるというものである。競争原理が働かなければ、経済が効率化しないからである。ドイツでは、戦後、国際競争力がなかったり、失った産業や企業は容赦なく潰してきた。イギリスのように、国営化して生き延びさせるということはなかった。

しかし、それだけであれば、アメリカ型の競争原理万能の市場至上主義と変わりがない。ここで重要なのは、企業が潰れるのは第一義的には経営者の経営能力の欠如によるものであるが、サボタージュをしたのでなければ、職を失う従業員に責任はないという考え方である。したがって、ドイツの失業者対策は徹底している。2年や3年は雇用保険が出るし、その後もある程度生活が保証されている。あんまり生活が保証されているので、職探しに親身になって

いないという批判が出るほどである。構造改革で国民に痛みを強いるのであれば、これくらいの事をしなければならない。

競争原理を徹底すると、最も規模の格差が出るのが金融サービスの分野である。小口の預金はコストがかかる割に収益性が低いし、単位株で株式投資する投資家は商売にはならない。アメリカのように金融サービスに競争原理が徹底されると、コストが高い割に利益の少ない小口の預金者は、十分な金融サービスを受けられなくなる。庶民金融機関があまりないからである。小口預金は口座管理のためにかえて手数料すら取られる。

ドイツでは、庶民金融機関として、貯蓄銀行の金融ネットワークが完備している。小口の預金も喜んで受け入れてくれる。ドイツには、単位株程度で積極的に株式を売買する個人はあまりいないが、貯蓄銀行は、証券業務も兼営しているのでカウンターで単位株の売買もできる。庶民向けの住宅金融システムも充実している。したがって、貯蓄銀行を民営化しろという声もあまり大きくない。中小企業者や農民も信用協同組合から金融サービスを受けられる。

このような、経済政策理念が体系化されたものが、いわゆる社会的市場経済といわれるものである。ここでこの基本的な考え方についてみてみよう。

2. 社会的市場経済の概要

第二次大戦後における旧西ドイツの経済政策の基本理念である社会的市場経済 (Soziale Marktwirtschaft) という言葉をはじめて使ったのは、アルフレート・ミュラー・アルマック (Alfred Müller-Armack) であるといわれている。まず、アルマックの考え方をみ

てみよう (福田敏浩「社会的市場経済の原像」『彦根論叢』第320号)。

ドイツのナチズムは、経済を国家に従属させることによって社会問題の解決をはかろうとしたが、ナチ政府が場当たり的におこなった価格凍結や賃金凍結の政策は市場経済の機能麻痺をもたらし、ついには、国家による資源の全面的割り当てを余儀なくされた。経済統制は、干渉主義のいきついた最終にして究極の形態にはかならず、その結果、経済生活における個人の自由が抑圧され、物心両面での国家への隷従が強いられた。このようにナチズム経済を規定することによって、自由の価値に合致する経済システムとしての市場経済と社会的安全というふたつの価値観が提示される。

すなわち、経済的自由と社会的安全の結合、あるいは自由主義秩序と社会的安全の真の結合という価値観が提示されたのは、市場経済、すなわち市場価格メカニズムには社会的諸問題を解決する能力はないので、ひとびとの生活を脅かす失業や貧困、環境破壊などは社会的に解決しなければならないからである。社会的市場経済理念という場合の社会的という言葉には、社会的解決という意味が込められているのである。社会的安全には、市場経済が暴走することにより生ずるさまざまな諸問題を事前に制御するという重要な意味も込められている。

社会的市場経済の政策体系の特徴のひとつは、国家による経済への干渉を認めていることである。ただし、経済への干渉は、統制経済と違って、全体的秩序理念を基礎にした市場整合性の原則にしたがっておこなわれなければならない。具体的には、たとえば、独占禁止法などのような市場価格メカニズムのインフラにあたる経済秩序の形成を目的とするものである。こ

のような経済秩序は競争秩序と呼ばれている。さらに、国家は社会にも積極的に干渉する。国民に自由で安全な生活を保証しうるような社会秩序の形成をめざした社会政策遂行も国家の役割である。

もうひとつの特徴は、社会政策の推進であり、それは、自由と安全の保証からなっている。具体的には、市場経済を国家、社会、技術、法律のなかに組みこむとともに、これらの領域の間に内的調和をもたらすこと、市場経済を野放しにすると人間疎外のような精神世界のプロレタリア化を招いたり、所得格差や貧富の差、失業などが生み出されるので、国民に安全な生活を保証するために社会的なアンバランスを是正しなければならないということである。

社会政策の内容は、第一に、自由の実現、すなわち、財産形成制度などの平等なスタート条件の設定、および自営業者や中小企業者など中間層の自立支援政策などの自立の促進、第二に、経済の社会的制御、すなわち、環境政策、人的資本の育成、教育政策、防災、保健衛生の改善、社会環境の整備、都市政策、エネルギー政策などの市場経済の生活様式への囲い込み、および共同決定、利潤形成・分配への参加、田園都市政策などの脱プロレタリア化、第三に、社会的バランスの実現、すなわち、国家財政による所得再分配政策、失業対策と完全雇用をめざす景気政策、およびインフレ対策としての所得政策や通貨価値安定政策、国民生活の安定化のための最低賃金・扶養手当・社会（公共）住宅・各種の社会保障などの生活の安定化などである。

これがアルマックの基本的考え方であるが、社会的市場経済の理念というのは、ドイツ歴史学派に対抗して形成されたフライブルグ学派の

オールド自由主義に起源がある。その中心人物であるヴァルター・オイケン（Walter Eucken）の見解をみてみよう（長田浩「ドイツ社会的市場経済の理念と政策」『経済経営研究所年報』第22号）。オイケンは、理想的な競争秩序を作り上げるための構成的原理とそれを機能的な状態に維持するための規制的原理に大別している。

規制的原理というのは次の通りである。

<基本的原理>

完全競争の機能的な価格体系の確立があらゆる経済政策上の方策の基準である。たとえば、自由な競争を阻害するカルテルの禁止、国家の補助金、国家的強制的独占の創設、一般的物価凍結、輸入禁止などの排除、完全競争の市場形態を発展させる積極的な政策を求める。

<通貨・金融政策の安定装置>

秩序ある競争を実現するための最も重要で優位を占める政策は通貨・金融政策であり、できる限り通貨価値の安定を維持するとともに、できるだけ自動的に機能しなければならない。

<開放的市場>

国家は、営業に従事することをだれにも許し、投資禁止、認可拒否、特権、強制、および禁令権を廃止し、営業の自由と居住移転の自由を確立し、国家による輸入禁止を避けることが必要である。禁止されるのは、取引拒絶、忠実な店へのリベート、排他的契約など、あらゆる種類の妨害的競争である。

<私有財産>

秩序ある競争を実現する前提は私有財産である。しかしながら、私有財産の制度それだけでは秩序ある競争の貫徹は保証されない。独占的市場形態においては、私有財産ははなはだしい弊害をもたらす。

<契約の自由>

契約の自由はあきらかに競争成立の前提である。しかし、契約の自由はまた、競争を排除し、独占的地位を生み、あるいはまた、それを確保しつつ十二分に利用する上に役立ったので、秩序ある競争を構成するには、契約の自由は一定の制限を受けなければならない。

<責任>

秩序ある競争においては、企業・事業所や家計の計画および行動の責に任ずる者は負債の責任をも負うという責任の原理が妥当する。

<経済政策の恒常性>

企業は、変化する個別的与件への適応という、事業上の危険を引き受けなければならないので、租税、通商条約、通貨単位などの長期にわたる確定は著しく重要である。

規制的原理というのは次の通りである。

<独占の問題>

秩序ある競争において時として生まれる技術的独占に対しては、その監督が現実の問題となるが、それは、国家の独占監督庁にゆだねられなければならない。独占の監督を容易にする契機は、構成的原理に従うことによって、独占的地位の大部分が消滅するという事実と一貫した組織的な独占監督の予防的効果のふたつである。

<所得政策>

完全競争の下では、分配は倫理的見地にもとづいておこなわれるのではなく、倫理的に無関心な自動的機構にゆだねられるので、社会的正義は貫徹されないかもしれない。したがって、所得分配の不平等を部分的に改善するために累進課税という租税政策が有意義である。

<経済計算>

秩序ある競争では、とりわけ社会的領域にお

いて、個別企業の計算と全体的利益との間に時として衝突が生ずる。外部不経済の事態である。このような場合、企業における計画の自由を制限する必要がある。

<供給の変則的な動き>

ある市場で価格あるいは賃金下落の際に供給が増加するという変則的な動きがある場合、とりわけ労働市場でさまざまな政策にもかかわらず、引き続き供給が変則的な動きを示すようなことがあると、最低賃金の決定が焦眉の課題となる。

これがオイケンの考え方であるが、オールド自由主義の政策原理は、第一に、独占的な市場支配の排除または解消、第二に、たとえば累進所得税などのように、市場を通じてなされる不平等分配の財政政策による是正、第三に、たとえば労働時間の規制や開発規制などのように、労働力などの生産的資源、森林・土地などの自然資源の乱用の国による制限または防止、第四に、不正常的な反応を示す市場に対して国の価格決定への介入などである（長田浩、同上、75頁）。

ドイツでは、このような社会的市場経済原理にもとづいて金融システム改革や資本市場改革をふくめて戦後の経済政策運営がおこなわれてきた。

II. 公的金融の重要な役割

1. 庶民金融の存在意義

日本では、経済構造改革の名の下に特殊法人改革の議論が活発化してきている。従来のような需要創出による経済成長に限界がみられるようになってきたとはいえ、規制緩和・競争原理

の徹底というアメリカ型の経済システムの全面的導入がはたして日本経済の将来にとって好ましいものなのであろうか。

日本では、従来の公共投資のすべてが悪で、特殊法人も公的金融機関も構造改革の行く手を阻む諸悪の根源のようにいわれている。しかし、われわれは、もう少し冷静に日本経済のあり方を考えていく必要があると思う。

郵貯民営化をずっと主張し続けてきた人物が総理大臣になったのだから、公的部門の民営化が必要だという風潮になるのは仕方のないことなのかもしれない。しかし、特殊法人改革で突如として住宅金融公庫の新規融資の停止などとなると少し事情が変わってくる。民間でできることは民間にやらせるほうが効率的だから、公的金融機関である住宅金融公庫が住宅ローンなどやるのはおかしいという。しかも、融資残高が60兆円以上もあるのは、「官業」の民業圧迫だというわけである。郵貯民営化の論拠とまったく同じである。

しかしながら、金融システムにアメリカ型の競争原理を働かせるといっても、国際金融や企業金融と庶民金融は、しっかりと峻別しなければならない。徹底的に競争原理を働かせなければならないのは、国際金融市場での業務や企業金融の分野である。それによって、企業の国際競争力が高まり、経済が効率化されるからである。この分野での競争が欠如していたので、わが国の金融システムの10年以上にわたる閉塞状態が生じたのではなかろうか。

庶民金融というのは、住宅ローンのように、生活の基盤である住宅を取得する庶民を金融面で手助けをするというものである。なるべく多くの人に質の高い良い住宅を持ってほしいというのが根本的な理念である。これは、経済の論

理ではなく、社会政策の分野である。この住宅金融の分野のすべてに競争原理を導入したら、ローンを組めず住宅を持たない人々が出てきてしまうからである。

そこで、わが国の公的金融のあり方を考える上で参考となるドイツの事例をここで紹介してみたいと思う。そうすると、今、主張されている考え方というのが、グローバル・スタンダードという名のアメリカン・スタンダードにすぎないということがわかる。われわれは、冷静になって、世界の状況をよく吟味して、いい所をどんどん取り入れて、日本経済のあるべき姿を模索していく必要があると思う。本稿がその一助になることを期待している

2. 金融システムの特徴

ドイツの金融制度は、銀行がその本体で銀行業務と証券業務全般を兼営するとともに、子会社を通じて投資信託委託業務、建築貯蓄業務、生命保険業務まで手掛けるユニバーサル・バンクを主流とするところに特徴がある。もちろん、特定の銀行業務に特化した専門銀行も存在するが、これらの業務をひとつでも手掛ける金融機関はすべて「信用制度法」の適用を受ける。

「信用制度法」はすべての銀行に効力を持つが、他方で、「抵当銀行法」や「投資会社法」などのように専門銀行に適用される特別法も存在する。住宅ローン業務をおこなう民間の建築貯蓄金庫は、「信用制度法」でいう金融機関ではなかったが、1973年に制定された「建築貯蓄金庫法」が同法の特別法として制定されることによって金融機関として認められ、連邦銀行監督庁の監督下におかれることになった。

ユニバーサル・バンクには、信用銀行（大銀行、地方銀行、外銀支店など）、貯蓄銀行、信用

協同組合がある。信用銀行がいわゆる商業銀行でそのうち全国的支店網を持つのが大銀行である。貯蓄銀行は、貯蓄預金を集め、自治体貸付や住宅ローンを提供する。信用協同組合は、中小企業や農民を対象とする組合金融機関である。

全銀行の総資産に占めるシェアは、2000年末で信用銀行が27.7% (大銀行は15.8%)、貯蓄銀行グループが35.4%、信用協同組合グループが12.4%で、公的金融機関が全体の三分の一、組合形態と合わせるとじつに半分を占めている。公的金融機関を民営化せよなどという議論は、経営効率が良くないという観点で出されることもあるが、民業を圧迫しているからという側面からはあまり出てこない。それは、ドイツでは、金融サービスの提供にすみわけがあるからである。

Ⅲ. 証券市場改革の進展

1. 金融システム改革の概要

従来、ヨーロッパ大陸諸国の企業金融や産業金融の主流は長い間、銀行借り入れ、すなわち間接金融が主流であった。証券市場は、あくまでも間接金融を「補完」とするという二次的な役割をはたしていたにすぎなかった。証券市場は、きわめて限られた参加者の「閉鎖的」な市場であったこともあって、透明性、公平性、公正さ、国際性という点できわめて不十分なものであった。明確なインサイダー取引規制もつい最近まで存在しなかった。

そうしたなかで、1992年の域内市場統合を契機にして、EU (欧州連合) の金融・資本市場統合は急速に進展した。域内市場統合の重要な部分を占めるのが金融統合である。金融統合の

うち証券市場統合は、1993年に出された「証券分野における投資サービス指令」によって急速に進むことになった。

その後、1999年の欧州通貨統合をめざして、EU の証券市場統合はヨーロッパ的規模で進展した。とくに、巨大なユーロ単一通貨圏が登場すると、ここでのビジネス・チャンスを最大限生かすべく、欧米金融機関の熾烈な競争が展開された。さらに、ヨーロッパをアメリカに匹敵する証券市場にすべく、証券取引システム統合の動きも活発化した。

欧州通貨統合が開始されてから、アメリカの証券市場が高揚していたこともあって、しばらくはユーロ安が続いたが、ユーロ建て証券取引は着実に拡大していった。2000年末になるとユーロ安にもようやく歯止めがかかり、今後、ヨーロッパの証券市場が堅実に発展していくことが期待されている。

EU の証券市場統合に関する法制整備は1970年代から徐々に進められ、「投資サービス指令」でその全容がほぼ整ったが、これに呼応する形で、ドイツでも証券市場の国際競争力強化の施策がとられてきた。1980年代に入るとドイツでは、「資本市場ドイツ」というスローガンのもとに、ドイツの証券市場を魅力的なものにするための制度改革がおこなわれた。

1984年に非居住者にかかる債券利子への源泉課税の廃止、85年にユーロ・マルク債の自由化、87年に2部市場の開設による簡易な上場手続きの導入、89年に「取引所法」の改正により先物取引が可能となり、90年に完全にコンピュータ化された取引所であるドイツ先物取引所が設立され、先物取引が開始された。

1990年には、「第一次資本市場振興法」が制定された。同法によって、株式・外債などに売

買代金の0.25%、金融債・公社債に0.1%、課せられていた有価証券取引税の廃止（91年1月実施）、資本投下税、手形税の廃止（92年1月実施）、従来は許可が必要であった民法による債券発行にかかる許可手続きの廃止、EU 投資信託指令（UCITS）の国内法化、投資信託の対象の拡大などがおこなわれた。

1991年にフランクフルト証券取引所で、場外取引における気配・約定値段通報システムである IBIS が導入された。92年にドイツ連邦銀行の外債発行に関する通達が改正され、外国銀行のドイツ支店も外債発行主幹事を務めることができるようになった。外債のドイツの証券取引所への上場義務、ドイツ法準拠義務が廃止された。

1993年にフランクフルト証券取引所を母体としてドイツの八つの証券取引所の上部機構としてドイツ取引所株式会社が設立された。94年には金融先物取引所（DTB）を傘下におさめ、現物株と金融派生商品の双方を扱う単一の持株会社となった。ちなみに、DTB は98年にスイスの先物取引所と統合してユーレックス（EU REX）となった。

1994年に「小規模な株式会社と株式法の規制緩和のための法律」すなわち「小規模株式会社法」が制定された。同法によって、従業員数500人未満の株式会社の場合、「共同決定法」の適用が免除され、監査役会に三分の一の労働者代表を参加させる必要がなくなり、株式会社一般に株主総会の召集手続きが簡素化され、新聞への公告に代え郵便での召集、官報での公告が不要になった。従来、ドイツでは株式会社が極端に少なかったが、同法によって、株式会社数が1990年の2,685社から95年に3,780社、98年に5,468社、そしてついに2000年10月に1万30社

とはじめて1万社を超えた。

1994年7月には、EU の「投資サービス指令」の国内法化のために「第二次資本市場振興法」が制定され、8月および95年1月から施行された。同法は、ドイツの証券市場の透明性を高めるとともに、決済機能を強化することによって、ドイツの証券市場の国際競争力を強化し、機関投資家だけでなく個人投資家にも利用しやすい市場を作り上げようとするものである。

ここで新たに「証券取引法」が制定され、従来、ドイツではあまり明確に規定されていなかったインサイダー取引の規制が明文化されるとともに、証券監視機関として連邦証券取引監督庁が設立された。「投資会社法」の改正により、投資会社の投資規定が緩和された結果、たとえばドイツでも MMF の募集が可能となった。「株式法」の改正によって、株式の額面がそれまでの50マルクから5マルクに引き下げられた。

「ベンチャーキャピタル（資本参加会社）法」の改正により、ベンチャーキャピタルは、ドイツ以外の EU 域内企業、他のヨーロッパ企業、一定の条件を満たす場合には、EU 以外の国の企業にも出資ができるようになった。その他、「取引所法」、「寄託法」、「目論見書法」の改正などがおこなわれた。

1997年には、フランクフルト証券取引所に併設される新市場であるノイエ・マルクトが発足した。この新興企業向け（ベンチャー企業）向け証券市場の設立以来、上場会社が増大し2000年末で338社に及んでいる。このノイエ・マルクト成功の要因は、その規制がかなりきびしく、投資家の信頼を勝ち取ることができたことにあるといわれている。新規上場を希望する企業は、目論見書（ドイツと英語、ただし外国の企業は英語のみ）と会計基準を国際基準に合わせ

なければならない。決算発表は、四半期毎にドイツ語と英語での公表が義務付けられている。

1998年3月には「第三次資本市場振興法」が制定され、4月から施行された。同法は、第二次と同じように資本市場振興のために金融関連法を改正するものである。「証券取引法」の改正により、企業のディスクローズが簡略化されて外国語によるディスクローズも認められ、中小企業や外国企業による株式市場での資金調達が促進される。「投資会社法」の改正によって、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などがおこなわれた。「ベンチャーキャピタル（資本参加会社）法」の改正によって、株式会社形態だけでなく、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られた。「目論見書法」の改正により、投資家保護が強化された。

三次にわたる資本市場振興策によりドイツの証券市場の自由化と規制緩和が大いに進み、時あたかも1999年から開始される欧州通貨統合におけるヨーロッパの規模での証券市場の発展に大きな貢献をすることになった。

欧州通貨統合にともなうユーロへの額面切り替えを容易にするという主旨で、1998年4月に施行された「無額面株式の許容に関する法律」すなわち「無額面株式法」によって、従来、ドイツでは認められていなかった無額面株式が認められた。さらに、1998年5月に施行された「企業領域における監督および透明化のための法律」によって、ドイツにおけるコーポレート・ガバナンスの徹底のために「株式法」、「商法」をはじめ関連諸法の整備がおこなわれた。

欧州通貨統合が開始されてからは、ユーロ単一通貨圏の成立によって、ドイツの証券市場は著しく拡大した。それは、1980年代に進められ

てきた資本市場の振興策と個人投資家の証券市場への参入が拡大してきたことによるものである。そして、2001年9月には、投資家保護などを主要内容とする「第四次資本市場振興法案」が公表され、2002年1月に政府草案として提案された。11月には、会社法の改善によって企業の透明性を高め、企業に対するコントロールを実効的なものとするための「透明性および公開性法案」が公表され、2002年2月に政府草案として提案された。

2. 監督機関の統合

ドイツでは、顧客勘定による証券売買業務を含めて「信用制度法」に定める銀行・証券業務のいずれか一つ以上の業務を営む金融機関は、同法の適用を受け、連邦銀行監督庁の監督下におかれている。したがって、従来は、ドイツにおける証券業者監督は、証券会社である銀行（正確にはユニバーサル・バンク）を監督する連邦銀行監督庁がおこなってきた。

ただし、銀行監査で証券取引関係を取り扱う場合には、各機関がばらばらにおこなうのではなく、連邦銀行監督庁の証券取引勘定の監査を担当する監査法人と協力しておこなうので、銀行監査との重複が生じることはない。しかしながら、ドイツでは、銀行監督が連邦銀行監督庁、保険会社は連邦保険監督庁が監督しており、証券取引については連邦証券取引庁が監視・規制するというように、金融機関監督と証券市場監督が錯綜している。EU レベルでは、金融・資本市場の監視・規制システムの統合が検討されており、ドイツでも金融機関監督と証券取引監督の統合のために、連邦銀行監督庁、連邦保険監督庁、連邦証券取引庁を統合して、金融サービス監督機構を設立する法案が検討され

ている。

この法案は、金融監督を官庁がおこなうのではなく、公法上の法人である金融サービス監督機構に移すというものである。

3. 第四次資本市場振興法案

2002年1月に「第四次資本市場振興法案」の政府草案が公表された。同法案の中心は、取引所法と証券取引法の改正である（『商事法務』No. 1609）。

ドイツでは、相場操縦に関するものは「取引所法」で規定されていた。しかし、上場証券の相場操縦の規定だけでは不十分であるので、「取引所法」の相場操縦に関する規定が廃止され、「証券取引法」に移されることになる。ここで、上場証券の取引だけでなく、店頭取引の証券についても、相場に重要な影響を与える情報に関して、誤った情報を提供するか、または法令に反して情報を提供しなかった場合、相場操縦として刑事罰の対象となる。相場操縦の監視権限を州政府から、新たに設立される金融サービス監督機構に移され、違反行為は同機構の行政罰の対象とされる。

投資家保護の観点から、適時開示制度の充実がはかられる。すでに、「証券取引法」に適時開示の制度が導入され、違反した場合には行政罰が科せられる。同法案では、開示しなかった場合だけでなく、開示内容が正しくなかった場合にも行政罰が科せられることになる。

これに対応して、「証券取引法」のなかに私法上の損害賠償規定がおかれている。相場に大きな影響を与える事実について、上場証券の発行企業がただちに開示しなかった場合、投資家が当該事実を知らずに証券を取得し、事実が明らかになった時に証券を保有しているか、また

は、事実が明らかになる前に証券を取得し、発行企業が適時開示をしなかった後に証券を売却した場合、投資家は発行企業に対して損害賠償を請求することができる。また、発行企業が相場に重要な影響を与える事実について、正しくない開示をおこなった場合にも投資家は損害賠償を請求できる。

従来、明確でなかった金融先物取引の字義規定が「証券取引法」に設けられ、市場や取引所での証券の相場、金利などにかかるデリバティブ、為替先物、通貨スワップ、通貨オプション、オプション証券による取引が金融先物取引とされた。

金融先物取引をおこなう場合の情報提供義務が「証券取引法」に定められ、金融先物取引の価値が減少または消滅することがあること、損失のリスクがあり、担保を超える可能性があること、リスクをヘッジするための取引もリスクを完全にカバーできないこと、信用取引の場合には、リスクが増大することを書面で説明し、相手側から署名をもらわなければならないことが定められている。ただし、相手が商人の場合にはこのような情報提供は不要である。この情報提供義務を履行しなかった場合には、当該企業は投資家に対して損害賠償義務を負う。

従来、外国の証券取引所がドイツで活動する場合に特別の許可を必要としなかったが、投資家保護の観点から、ドイツ国内での活動について「証券取引法」にもとづいて許可を必要とされる。

証券取引の弾力化をはかるために、公認仲立人制度が廃止され、相場の決め方について取引所規則で多様な規定を定めることができる。規制された市場への上場基準が緩和され、投資家への情報開示を前提として、従来、店頭取引の

対象であった証券も上場できる。

その他に、「投資会社法」が改正され投資範囲や付随業務の範囲が拡大し、「販売目論見書法」が改正されインターネットによる提供も可能となる。

IV. 証券市場の拡大

1. ドイツ型証券市場の形成

従来、ドイツは銀行を中心とする金融システムといわれてきたが、三次にわたる資本市場振

興法の制定、さらに証券市場統合、EU 投資サービス指令にもとづき、証券市場を中心とする金融システムに転換しつつあると一般にはいわれている。しかし、これはあくまでユーロ圏における投資銀行業務をドイツが一手に引き受ける、そのために資本市場振興策をとってきたというのが本質だと考えている。なぜそう考えるか。

日本では、最近、「ドイツはアングロ・アメリカン型の直接金融システムに完全に移行した、日本もドイツの動きを参考にすべきだ」と声高に叫ばれている。しかし、最近、ドイツに

表 1 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 "

表 2 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

(注) 90年までは旧西ドイツ。

表 3 株式発行額 (時価) と株式売買代金

年	発行額(億マルク)	売買代金(億マルク)
1995	236	17, 332
96	342	24, 418
97	222	37, 226
98	488	53, 975
99	704 (換算)	57, 830 (換算)
2000	445 (換算)	90, 403 (換算)

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年~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。債券の保有比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	200
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

〔出所〕以上、『ドイツ連銀月報』

表7 ドイツの個人株主数

(単位 万人)

	株式投資(A)		投資信託保有(B)	両方保有 (AかつB)
		持株以外の株式保有		
1988年	319	210	—	—
92	398	243	—	—
94	393	244	—	—
96	375	234	—	—
97	392	246	231	63
98	452	286	319	91
99	501	341	474	152
2000上	623	452	795	286
2000下	619	470	877	263

(資料) ドイツ株式研究所

(出所) 東海銀行『調査月報』2001年11月号。

表8 ドイツ株式市場の需要・供給

(単位 10億マルク)

	1993年	94	95	96	97	98	99	2000
投資対象	46.1	67.3	65.5	85.8	132.6	314.0	325.8	300.0
外国株式	21.2	28.0	25.5	45.2	101.5	206.3	251.1	251.0
国内株式	24.9	39.3	40.0	40.5	31.2	107.7	74.7	49.0
金融セクター	13.8	19.3	16.8	9.5	26.6	18.5	18.1	10.8
非金融セクター	11.1	20.0	23.1	31.0	4.6	89.2	56.6	38.3
投資主体	46.1	67.3	65.5	85.8	132.6	314.0	325.8	300.0
家計	6.6	12.0	-3.4	10.5	8.0	8.0	27.0	23.0
企業(非金融)	2.3	8.2	27.1	21.2	25.8	93.5	98.0	145.7
政府	1.1	5.9	10.8	0.2	-10.4	19.8	-13.5	-7.0
金融機関	27.4	40.5	34.3	42.1	88.2	131.9	117.9	181.6
銀行等	12.3	8.9	13.9	18.1	14.0	19.8	56.7	47.5
投信・保険等	15.1	31.6	20.3	24.0	74.2	112.1	61.2	134.1
投信等	8.8	23.4	15.0	12.4	41.9	84.7	47.3	108.8
保険	6.3	8.2	5.3	11.6	32.3	27.5	13.9	25.3
非居住者	8.7	0.7	-3.3	11.7	21.1	100.4	96.3	-43.3

(注) 投資主体には、外国企業の株式取得も含む。

(資料) ドイツ連銀月報

(出所) 表7に同じ。

表9 1999年の制度改革による投資助成金の対象者拡大

(単位 千人)

年収階層	2.64万 DM～ (①)	3万 DM 以下	3.6万 DM (②)	拡大分 ②-①
旧西ドイツ地域	11,437 41%	14,641	18,398 67%	6,962 25%
旧東ドイツ地域	3,982 63%	4,801	5,463 87%	1,481 24%
合 計	15,419 45%	19,443	23,861 70%	8,442 25%

(注) 1) 対象は、年収2.7万 DMから年収3.5万 DMに拡大

2) 月収階層別の従業員数の統計を、年収に換算して、近似の階層を抽出

3) %表示は、地域別にみた従業員に占める割合

(資料) ドイツ連邦統計局『ドイツ統計年鑑』

(出所) 表7に同じ。

表10 ドイツ企業（非金融）の金融資産運用・調達（フロー）

(単位 10億マルク)

	1993年	94	95	96	97	98	99	2000
金融資産取得	106.7	99.7	89.5	139.1	92.8	257.0	319.1	368.6
銀行商品	48.8	33.9	20.5	55.1	-29.0	21.8	5.4	3.9
債券	8.0	50.0	-7.7	-12.8	7.4	32.6	80.0	95.2
株式	6.2	21.9	32.8	31.5	46.1	135.6	172.7	202.9
内国	-15.8	-5.1	-17.1	-15.8	-4.2	17.0	18.6	131.0
外国	22.0	27.0	49.9	47.3	50.3	118.6	154.1	71.9
信用	40.5	-9.1	38.8	61.1	63.7	63.9	58.2	63.2
保険	3.2	3.0	5.1	4.1	4.7	3.1	2.8	3.3
外部資金調達	223.2	206.0	160.6	173.3	154.3	320.5	385.4	604.4
銀行借入	71.7	33.6	89.4	99.7	85.4	130.5	123.7	81.3
短期	-20.6	1.0	37.2	26.4	14.5	38.9	21.1	20.9
長期	92.3	32.5	52.1	73.3	70.8	91.6	102.6	60.4
その他	23.7	33.6	31.5	25.6	35.1	70.3	170.8	272.7
外国	8.5	20.4	22.1	31.5	32.0	52.6	126.3	266.6
債券発行	91.8	90.5	-6.4	-8.6	-5.8	-7.3	2.9	16.9
株式発行	27.7	37.7	32.3	49.6	32.7	118.3	79.2	224.7
国内	30.9	33.3	27.4	51.2	24.9	112.9	39.3	31.5
外国	-3.3	4.5	4.9	-1.6	7.8	5.5	39.9	193.3

(資料) ドイツ連銀月報

(出所) 表7に同じ。

おいて、企業買収を事前に防止するような権利を企業に持たせるとか、あるいは従業員の経営参加権を強化させるとか、アメリカ型システムに逆行する動きがめだっている。その本質は、従来のドイツ型の経済・金融システムの根幹を残しながら、アメリカ型のシステムのいいところを導入しようとしていることにある。たとえば、企業は株主のものではあるけれども、株主だけでなく、従業員や取引先などのものでもあるという考え方を残しながら改革を進めているといえよう。要するに、単一通貨導入という通貨統合をおこない、いずれ政治統合に進み、ヨーロッパの独自性を残しながらアメリカに対抗していくという戦略である。

投資銀行の分野では、ドイツ銀行などのユニバーサル・バンクがユーロ圏のなかでアメリカや日本の投資銀行と競争し、そこでイニシアチブをとるためには、制度をある程度アメリカ的なものにしなければならない。さらに東欧、ロ

シア、いずれはアフリカからも資金を引き付けて証券市場を拡大していくためには、資本市場の振興策をとる必要があると考えたのである。

したがって、フランスもそうであるが、貯蓄銀行や庶民金融というのは、依然としてしっかりとしている。たとえばドイツの場合、公的金融機関である貯蓄銀行のシェアが40%ぐらいあるし、信用協同組合という協同組合形態の金融機関もあり、公的・協同組合金融機関が6割ぐらいのシェアをもっている。日本がめざす方向からみると驚くようなシステムをとっている。零細な預金者に貯蓄奨励をし、個人に対してきめのこまかい金融サービスを提供している。

ドイツでは、個人投資家や預金者に多くの選択肢を与えている。商業銀行だけでなく、貯蓄銀行や信用協同組合もあるし、リスクをとりたい人には株式市場もある。株を買いいたい低所得者には、財産形成制度の一環として優遇措置をとっている。とはいえ、ドイツには、個人投資

家に何とかして株式市場に参加してもらって、証券市場を発展させるという発想はない。

2. 個人投資家・企業の株式保有

日本では、ドイツの個人投資家優遇制度がすばらしいので個人投資家が株式市場に参入してきたと誤解されているようである。その際、ドイツが個人の財産形成を非常に優遇してきたことが例にあげられる。1970年代から80年代にかけて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移行した。1986年と1999年に制度改正がおこなわれた。

年間課税所得が3万5,000マルク（約200万円）、夫婦合算申告の場合には7万マルク以下の給与所得者を対象として、この人達が株式投資信託に投資した場合、旧西ドイツ地域では投資額の20%、旧東ドイツ地域では25%を年間800マルク（約4万円）を上限として、国から報償金として支給される。

しかし、これはかならずしも株式市場に零細な個人投資家を参加させるための制度ではないと思われる。あくまでも財産形成制度の一環であり、預貯金をするとか、あるいは株式投信などに投資する場合にいろいろ優遇するということで、べつに今はじまったことではない。1980年代からおこなわれており、補助金が出るから積極的に株式関連投資をしようということでもない。

とはいえ、直接株を持つという個人投資家の比率は、いわれるほど増えているわけではないが、個人向けの投資信託と企業向けの投資信託、とくに個人向けの投資信託が非常に増えている。全部門に占める個人部門の現物株式の保有比率は、90年の16.9%から98年の15.0%に低

下しているものの、個人金融資産全体に占める株式の比率は、93年の7.1%から2000年に11.4%に、リスク資産である投資信託の比率は、同時期に5.6%から11.4%に上昇している。その意味では、ドイツでは個人投資家、預金者が非常に保守的で、日本以上にリスクをとらないといわれていたが、資本市場活性策によって徐々にリスク資産を選好しつつあるようになってきているといえよう。

企業による株式保有も、全部門の株式保有に占める比率が90年では41.6%であったが、98年には30.5%に下がっている。ドイツ企業の株式持ち合いというのは日本の持ち合いとは違っている。ドイツの大企業の場合は、その多くがコンツェルン形態をとっているので、子会社株式をずっと持っておくという形が主流で、相互に持ち合うという形態はそれほどない。譲渡益を非課税にするとか、あるいは株式を長期保有したら税金をかけるとか、何とかして企業の株式保有を減らしていくことを税制面でも促進しているの、従来ドイツのようなコンツェルン形態のシステムも変わっていくと思われる。

3. 新興企業向け市場

最近ヨーロッパでもベンチャー市場が非常に拡大してきている。フランスのヌーボーマルシェ、ドイツのノイエ・マルクトなどがそうである。とくに、ドイツのノイエ・マルクトがかなり成功しているといっていよい。

成功の要因として、ヌーボーマルシェもそうであるが、ノイエ・マルクトは上場基準がかなりきびしくなっていることがある。情報開示も年2回、きちんと投資家に対する説明をするとか、ドイツ語と英語の両方で目論見書を提出するといったことが義務付けられている（外国の

企業は英語のみ)。投資家保護がある程度きちんとされていて、しかも将来性がある企業を上場させるようになっている。もちろん、ノイエ・マルクトのかなりきびしい条件をクリアして上場してきた企業に将来性があるかどうかということを見極めることは至難の技であるが、この上場基準のある程度のきびしさが投資家の信頼を勝ち取っているといえよう。

ドイツでも IT 産業が多少伸びてきたが、日本と同じようにアメリカとくらべると IT 分野では少し遅れていた。それでも、ノイエ・マルクトも上場企業の 2 割ぐらいはハイテク産業で、通信なども含めると 5 割程度がハイテク・通信関係の企業であって、そういったベンチャー企業が上場し、資金調達するという形になってきている。

4. 企業金融の変化

ドイツの場合は EU の市場統合、さらに通貨統合のなかで、財政構造改革と経済構造改革、企業の競争力強化をはかってきた。しかしながら、ドイツでも企業金融の分野では大企業の株式による資金調達が増えてきている。ドイツでは、従来、株式会社は全部合わせて 2,000 社ぐらいしかなかったが、多くの企業が最近かなり株式会社への組織変更などによって 1 万社を超えている。

ドイツには有限会社が結構多いが、これは同

族企業が多く、株式会社に組織変更すると乗っ取りにあたり経営権を握られるといった恐れがあるため、有限会社の方がよいという風潮があった。しかし、やはり通貨統合をひとつの契機として株式会社に組織変更し、資本市場で資金調達していくという企業が増えてきている。

さらに、資金調達側の企業も通貨統合を契機として資本市場を通じるシステムに転換しつつある。最近はドイツのユニバーサル・バンクがどうもうまく機能しなくなっているようである。そこで、通貨統合を契機としてドイツ銀行などはリテールの銀行業務を子会社に移し、本体としては投資銀行に特化していくという形になってきている。したがって、国際的な投資銀行の分野では、かなりアメリカ型の金融システムに転換しつつあるのではないと思われる。

企業の資金調達は、通貨統合を契機にして活発化した M&A によって証券の発行が増加している。その中心は、外国での株式発行である。国内発行が増加しているという傾向は、明確にはみられないが、資本市場改革が進んできているので、これから増加していくものと思われる。

(埼玉大学大学院経済科学研究科教授・

当研究所客員研究員)