

ドイツの第3次資本市場振興法成立

ドイツでは、資本市場の活性化を目指した第3次資本市場振興法が3月6日に成立、4月1日から施行された。

ドイツでは、94年に第2次資本市場振興法が制定された後にも、さらなる資本市場活性化策の必要性が指摘されていた。96年中の立法という当初の予定から大幅に遅れていた同法がようやく施行されたことにより、ドイツの資本市場が拡大、活性化するか、今後の動向が注目される。

1. 第3次資本市場振興法の内容

第3次資本市場振興法は、証券取引法や取引所法、販売目論見書法、投資会社法（投資信託に関する法律）、企業参加法（ベンチャー・キャピタルに関する法律）、などの改正を内容とするものである。その主な内容を整理すると、①資本市場の利用の促進、②投資家保護の強化、③投資信託の多様化、④ベンチャー・キャピタルの促進、の4点に分類できる。

1) 資本市場の利用の促進

資本市場の利用を促進するため、まず、証券取引所への上場基準の緩和や上場手続きの簡素化が行われた。これまでは設立経過年数3年以上という上場基準があったが、これを廃止した。また、2部市場に当たる規制市場（*geregelter Markt*）に2年以上上場していた企業が公式市場（*amtlicher Handel*）に上場する際には、目論見書を発行する必要がなくなった。

上場手続きの簡素化としては、上場審査を証券取引所の上場委員会のみによって行うこととするほか、目論見書を発行したという事実の官報への記載義務を撤廃する。また、8つある地方証券取引所に重複上場する際の手続きも簡素化された。

外国企業に対するドイツでの上場促進を目的とした規定もある。例えば、EU加盟国の「規制された市場」に3年以上上場している企業は、目論見書を発行することなくドイツ国内の取引所に上場することを認めた。また、これまで情報開示の際にドイツ語に翻訳して報告することを求めてきたが、この義務を英語など特定の言語に限り、部分的に緩和した。

上場廃止基準も定められた。これまで、ドイツでは上場廃止に関する明確な規定がなかったため、一度上場すると上場を取りやめるのは困難だった。今回、上場廃止規定が明確

に定められたことにより、上場によって企業に何らかの不都合が生じた場合には上場廃止を行うことができるようになり、未上場企業の上場を促すことが期待される。ただし、上場委員会は上場廃止を最長2年間延期することができることとされた。

また、ブック・ビルディング方式の利用が認められ、MTNプログラムが導入されるなど、証券発行手続きについても見直しが行われた。

2) 投資家保護の強化

投資家保護の強化策として、虚偽の情報開示に対する罰金の上限が10万マルクから100万マルクに引き上げられた。また、目論見書に虚偽の情報が含まれていた場合、投資家はその虚偽情報に基づいて証券の売買を行ったと推定することにより、投資家の保護を拡充した。

ただし、目論見書など企業の発行する報告書の内容に発行体が責任を持つ期間は5年から3年に、ブローカーによる不適当な投資アドバイスに関する時効期間は30年から3年にそれぞれ短縮された。

また、インサイダー取引や大口売買について、連邦証券取引監督庁の監督権限が強化された。

3) 投資信託に関する規制緩和

投資信託に関する規制緩和の内容は、新しい形態の投資信託の認可と投信の運用規制の緩和に分けられる。

新たに認められる投信の形態としては、クローズド・エンド型の会社型投信、インデックス・ファンド、ファンド・オブ・ファンズ、年金ファンド、が挙げられる。年金ファンドには、老後資金の確保という観点から、資産の51%以上を株式か不動産に投資しなければならない、また外貨建の運用は30%以下に抑えなければならないという運用規制がもうけられている。満期も18年以上の長期としなければならない。

投資信託の運用規制の緩和については、一般投資家向けに販売されるパブリック・ファンド (Publikumsfonds) においても、有価証券と不動産の両方に投資する投資信託の設定が認められた¹。また、投資信託による非上場企業株式やスワップ、オプションなどの派生商品への投資、レポ取引の利用も認められた。

4) ベンチャー・キャピタルの促進

ドイツでは、ベンチャー・キャピタルは株式会社形態を取り、しかも公開することが義務づけられていたが、今回の改正によりこの規定はなくなり、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ることとなった。また、株式会社形態をとっても公開

¹ 機関投資家向けに販売されるスペシャル・ファンド (Spezialfonds) については、既に可能となっている。

しないでもよいこととされた。

運用については、資本金の 25%を超えない範囲で EU 非加盟国企業への投資が認められたほか、出資企業に対する貸付金の上限も資本金の 25%まで拡大された。また、ベンチャー・キャピタルが投資先を売却するときに、キャピタル・ゲイン税を免除されるには、最低でも 6 年以上投資していることが求められていたが、この期間を 1 年以上と大幅に短縮した。

2. 第 1 次、第 2 次資本市場振興法の内容

ドイツでは 80 年代末以降、資本市場の拡大、活性化が目指されてきた。今回施行された第 3 次資本市場振興法は、89 年に成立した第 1 次資本市場振興法、94 年に成立した第 2 次資本市場振興法、に続くものである。

第 1 次資本市場振興法では、ドイツ先物取引所の設立や、ドイツ証券取引所の電子取引・情報システム (IBIS) の導入が定められた。この法律に基づき、ドイツ先物取引所は 90 年に、IBIS は 91 年にそれぞれ稼働した。

第 2 次資本市場振興法は、92 年にワイゲル蔵相が「ドイツを世界第 3 位の工業国にふさわしいものとする」とをキーワードに打ち出した証券市場改革構想に沿って制定されたものである。

第 2 次資本市場振興法により、新たな法制度として証券取引法が制定され、連邦レベルでの証券監督機関である連邦証券取引監督庁の創設や、長きにわたり必要性が指摘されていたインサイダー取引規制の導入が行われた。また、株式の最低額面の引き下げや投資信託の運用規制の緩和による小口資金の呼び込みなども行われた。

3. ドイツ資本市場の現状と課題

第 3 次資本市場振興法の制定が必要とされた背景には、第 1 次、第 2 次の資本市場振興法が、期待された成果を上げることができなかったことがある。資本市場の拡大、発達はドイツ経済の活性化、欧州統合後の欧州における国際金融センターの地位確保のために不可欠との認識が高まったが、そのような成果は得られなかった。ドイツ連銀は 97 年 1 月の月報において、株式が投資手段としても資金調達手段としても有効に利用されていないという指摘を行っている。

1) 株式市場の規模

下表は、ドイツ連銀が 96 年 11 月末の主要国の株式上場時価総額と其对 GDP 比を比較

したものである。ドイツの株式上場時価総額は、欧州では英国に次いで 2 番目に大きい。しかし、米国（ニューヨーク証券取引所と NASDAQ の合計）に比べると、10 分の 1 にも満たず、日本と比べても 5 分の 1 強に過ぎない。特に、対 GDP 比で比較すると、ドイツ株式市場の規模は決して「世界第 3 位の工業国」にふさわしいものとは言えない（表 1）。

表 1 主要国の国内株式上場時価総額比較（96 年 11 月末）

	上場時価総額	対GDP比
米国	13,354	122
日本	4,881	63
英国	2,544	152
ドイツ	1,002	27
フランス	892	38
カナダ	756	88
スイス	624	135
オランダ	555	93
イタリア	386	23
スウェーデン	357	103
スペイン	332	39
ベルギー	180	44
デンマーク	105	40
フィンランド	90	47
オーストリア	48	14

（10 億マルク、%）

（注）1.対 GDP 比は 95 年の GDP に対する比率。

2.米国の計数は NYSE、NASDAQ の合計。日本は東証、カナダはトロント証券取引所、スペインはマドリッド証券取引所のデータ。

（出所）ドイツ連銀月報

2) 資金調達手段としての株式

製造業の株式発行による資金調達額の銀行借入増加額に対する比率は、92 年の 5.6% から 95 年には 16.8% まで高まった。しかし、額で見た伸びは小さい。96 年の株式発行による資金調達額は 342 億マルクで、前年に比べ約 100 億マルク増加したが、11 月に行われたドイツ・テレコム为民営化で約 200 億マルクが調達されたという要因を除けば、株式発行による資金調達額は 2 年連続で減少したことになる。

特に問題なのは、92 年から 95 年までのドイツ証券取引所への新規上場企業数が 51 社に過ぎないことである。同期間のニューヨーク証券取引所の新規上場企業数 762 社は桁違いとしても、東証の 96 社に比べても約半分に過ぎない。

表2 主要取引所の新規国内上場企業数の推移

(社)

	ドイツ	イギリス	フランス	アメリカ	日本
1992	8	89	13	235	15
93	9	180	12	188	22
94	14	210	38	201	27
95	20	285	22	138	32
92-95	51	764	85	762	96

(注) アメリカは NYSE、日本は東証の計数。

(出所) 東証「証券」より野村総合研究所作成。

3) 資金運用手段としての株式

もう一つの問題点は、個人投資家の株式投資の伸びが限られていることである。株価の上昇に伴い個人の株式投資額が増加してはいるものの、個人金融資産に占める株式のシェアは96年末で5.9%に過ぎず、92年末に比べ1.3%増加したにすぎない。

表3 ドイツ個人金融資産構成の推移

	1985		1990		1992		1996	
	(億DM)	(%)	(億DM)	(%)	(億DM)	(%)	(億DM)	(%)
現金・当座預金	1,551	7.4	2,299	7.9	3,344	8.8	4,413	8.9
定期預金	2,538	12.1	3,848	13.3	5,054	13.4	3,725	7.5
貯蓄預金	6,117	29.2	6,799	23.4	7,610	20.1	11,290	22.8
建築貯蓄組合預金	1,221	5.8	1,251	4.3	1,387	3.7	1,646	3.3
保険	4,123	19.7	6,397	22.0	7,593	20.1	10,667	21.5
有価証券	3,746	17.9	6,074	20.9	10,066	26.6	14,623	29.5
短期金融商品	29	0.1	108	0.4	142	0.4	38	0.1
債券	3,222	15.4	5,210	17.9	6,060	16.0	7,683	15.5
株式	495	2.4	756	2.6	1,737	4.6	2,929	5.9
投資信託	N.A.	—	N.A.	—	2,127	5.6	3,943	8.0
その他	1,669	8.0	2,371	8.2	2,798	7.4	3,188	6.4
合計	20,963	100.0	29,040	100.0	37,853	100.0	49,550	100.0

(出所) ドイツ連銀

ドイツ連銀は、個人投資家の株式投資が進まない理由として、個人投資家のリスク許容度が低いこと、長期投資という視点で投資を行う投資家が少ないこと、個人投資家にとっては分散投資が難しいこと、を挙げている。日本で指摘されている課題との共通点が多い。

ドイツでは機関投資家の発達も遅れている。ドイツでは賦課方式で運営されている公的年金が年金制度の中心で、企業年金や個人年金など積立方式で運営される私的年金の発達が遅れている。また、保険会社の資産は年々拡大しているものの株式投資比率は低く、運用規制で定められた上限である30%を大きく下回ってきた。

表4 機関投資家の金融資産構成

●保険会社

	1970		1980		1990		1995	
	(10億DM)	(%)	(10億DM)	(%)	(10億DM)	(%)	(10億DM)	(%)
預貯金	11.6	13.6	81.1	28.6	297.9	36.1	493.3	37.0
株式	7.8	9.1	15.9	5.6	114.9	13.9	209.4	15.7
債券	16.6	19.4	56.2	19.8	121.9	14.8	204.6	15.4
投資信託	0.7	0.8	9.0	3.2	71.2	8.6	162.9	12.2
その他共合計	85.6	100.0	283.3	100.0	824.8	100.0	1,332.0	100.0

●投資信託

	1970		1980		1990		1995	
	(10億DM)	(%)	(10億DM)	(%)	(10億DM)	(%)	(10億DM)	(%)
預貯金	0.9	8.9	3.7	8.4	26.1	11.4	32.2	6.1
株式	5.0	49.5	12.4	28.2	44.5	19.5	127.0	24.0
債券	4.2	41.6	27.9	63.4	153.0	67.1	330.0	62.4
その他共合計	10.1	100.0	44.0	100.0	228.0	100.0	529.2	100.0

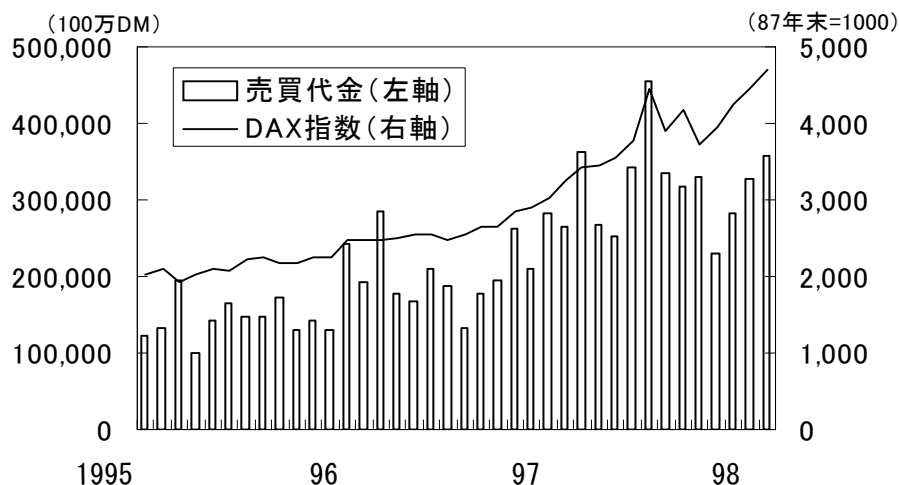
(出所) ドイツ連銀

4. 変化の兆し

最近になって、ドイツでも資本市場が次第に活性化しており、ドイツ連銀が指摘した問題点も克服されてきている。

ドイツでは、景気は決して良いとは言えないものの、金利の低下に加えリストラの影響で企業の業績も悪くないため、株価が好調に推移している。個人の株式や投資信託への投資も進んでおり、売買代金も97年には前年比52%増となった(図1)。

図1 株価と売買代金の推移



(出所) ドイツ連銀統計月報より野村総合研究所作成。

新規上場企業数も96年には、95年に続き20社を超えた。また、昨年3月10日に取引が開始されたベンチャー企業のための取引所ノイア・マルクト（ドイツ語で「新市場」の意）も好調である²。98年4月現在で、上場企業は25社に達した。2月末に上場していた17社中、株価が上場時に比べ2倍以上になった銘柄も6つある。このような成功事例が身近に見られるようになり、中小企業の公開がさらに促進することが期待されている。

また、M&Aも盛んに行われるようになってきている。ドイツ企業が関連した97年のM&A実施額は1,520億マルク（約11兆円）で、前年実績の約2.3倍に達した。昨年には国内2位の鉄鋼会社クルップが最大手のティッセンに敵対的買収を仕掛けたことも話題となった。金融業界でも大型の買収や合併が相次いでいる。

通貨統合後は金利や外国為替に関する派生商品取引は少数の取引所に集中するとの見方が支配的となっており、統合後の生き残りを賭けて各取引所とも手数料の引き下げや他の取引所との提携など、様々な戦略を打ち出している。その中で、DTB（ドイツ先物取引所）の競争力が最近徐々に高まっている。DTBの英国のLIFFEで中心的に取り引きされていたドイツ10年債先物で、この1月以降、DTBでの取引高がLIFFEのそれを上回っている。DTBはスイスの派生商品取引所Soffexと取引システムの共同化を図るEurex構想を開始し、今秋には合併する予定である。Eurex構想にはフランスのMatifも参加する予定である。

ドイツ証券取引所では、新しい取引システムXetraが稼働した³。これまでのIBISに代わり、国際標準に近づいた新しい取引システムである。

ドイツでは、4月2日、会社法や会計法を改正し、企業によるユーロ建てでの国内証券発行やユーロ建てでの会計を認めるユーロ導入法が連邦議会を通過した。また、自己株式取得の制限緩和やストック・オプションの導入を内容とした株式法の改正もまもなく行われる予定である。

第3次資本市場振興法を含むこれら一連の法改正が、活性化しつつあるドイツの資本市場をさらに後押しすることができるか、今後の動向が注目される。

（落合 大輔）

² ノイア・マルクトについては、大崎、落合「欧米ベンチャー株式市場の新潮流」『財界観測』1997年7月号参照。

³ Xetraについては、詳しくは大崎貞和「ドイツの新しい取引システム」『資本市場クォーターリー』1997年秋号参照。