

積極化するドイツ個人投資家の証券投資

ドイツでは、個人投資家による証券投資が急速に増加している。上場企業数も増加し、ドイツの株式市場は活況を呈している。我が国でも、ドイツを参考にして、証券市場の活性化を模索すべきであるという主張が強い。本レポートでは、現地出張調査を踏まえ、ドイツの株式市場が活況を呈している背景を解説する。

1. 増加するドイツ個人投資家の証券投資

ドイツでは、家計の金融資産総額に占める、株式と投資信託の合計の比率が90年代後半に急上昇し、1995年末の13.9%から、2000年末には22.8%まで上昇した(表1)¹。この間、投資信託の内訳が、債券投信中心から株式投信中心に大きくシフトしており(表2)、ドイツにおける個人投資家の株式関連商品への投資は大幅に増加した。

表1 ドイツ個人金融資産の内訳の推移

(10億マルク)								
	1993	94	95	96	97	98	99	2000
銀行預金	2,130	2,138	2,205	2,307	2,367	2,457	2,476	2,415
生命保険	937	1,024	1,121	1,227	1,337	1,450	1,575	1,696
有価証券	1,396	1,479	1,664	1,793	2,010	2,192	2,624	2,637
債券	600	597	715	721	706	703	708	717
株式	337	334	366	433	575	665	896	816
その他エクイティ	193	209	211	229	253	257	283	288
投資信託	266	340	372	410	477	567	737	816
企業年金	270	282	298	313	328	344	359	379
合計	4,733	4,923	5,288	5,641	6,043	6,443	7,034	7,127
(%)								
	1993	94	95	96	97	98	99	2000
銀行預金	45.0	43.4	41.7	40.9	39.2	38.1	35.2	33.9
生命保険	19.8	20.8	21.2	21.8	22.1	22.5	22.4	23.8
有価証券	29.5	30.0	31.5	31.8	33.3	34.0	37.3	37.0
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
その他エクイティ	4.1	4.2	4.0	4.1	4.2	4.0	4.0	4.0
投資信託	5.6	6.9	7.0	7.3	7.9	8.8	10.5	11.4
企業年金	5.7	5.7	5.6	5.5	5.4	5.3	5.1	5.3
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

(出所) ドイツ連銀資料より野村総合研究所作成。

¹ その他エクイティは除く。

表2 ドイツの投資信託残高と内訳の推移

(100万ユーロ)

	MMF	債券投信	株式投信	混合ファンド	ASファンド	不動産投信	合計
1994	15,990	47,951	20,944	5,600	-	26,605	117,090
95	19,554	52,144	22,089	5,562	-	30,604	129,953
96	17,347	57,662	27,192	6,340	-	37,950	146,492
97	14,994	62,997	48,357	8,711	-	41,428	176,488
98	18,220	63,993	67,460	12,618	398	44,084	206,773
99	21,835	66,315	123,661	20,134	1,576	51,363	284,884
2000	20,196	59,887	141,628	24,437	2,817	48,931	297,896

(%)

	MMF	債券投信	株式投信	混合ファンド	ASファンド	不動産投信	合計
1994	13.7	41.0	17.9	4.8	-	22.7	100.0
95	15.0	40.1	17.0	4.3	-	23.5	100.0
96	11.8	39.4	18.6	4.3	-	25.9	100.0
97	8.5	35.7	27.4	4.9	-	23.5	100.0
98	8.8	30.9	32.6	6.1	0.2	21.3	100.0
99	7.7	23.3	43.4	7.1	0.6	18.0	100.0
2000	6.8	20.1	47.5	8.2	0.9	16.4	100.0

(出所) ドイツ連銀資料より野村総合研究所作成。

ドイツ株式研究所のアンケート調査によれば、株式や投資信託を保有する世帯も増加し、2000年上半期では、14歳以上の人口の9.8%が株式を、12.5%が株式投信を保有している。特に、投資信託の保有者が急増している。年齢階層別に見ると、30～59歳の層での増加率が高く、男女差を見ると男性の方が保有比率が高いが、女性の保有比率も上昇している。

表3 ドイツの証券保有者の推移

	株式保有者		投信保有者		合計	
	(1,000人)	(%)	(1,000人)	(%)	(1,000人)	(%)
1997	3,920	6.2	2,308	3.6	5,601	8.9
98	4,515	7.1	3,185	5.0	6,789	10.7
99	5,005	7.8	4,744	7.4	8,231	12.9
2000上	6,229	9.8	7,950	12.5	11,320	17.7

(注) 1.投資信託は株式ファンドと混合ファンドのみ。

2.合計が合わないのは、株式と投信を両方保有している投資家がいるため。

(出所) ドイツ株式研究所

我が国の1,400兆円には及ばないものの、7兆マルク(約400兆円)を超える個人金融資産に占める比率が、約9パーセントも上昇するのは大変なことである。実際は、30兆円を超える新規資金が、株式や投資信託に流入したわけではなく、むしろ、株価の上昇による

キャピタル・ゲインが寄与した部分大きい²。ドイツ連銀が、個人金融資産残高の推移とは別に発表している統計から、各年のフローの株式及び投資信託の純増額が分かるので、これを利用して、フローの新規流入とストックの増分の差異をキャピタル・ゲイン分として計算したのが表4である。

この結果、特に株式の増分については、キャピタル・ゲインによって説明できる部分が大きいことが分かる。一方、投資信託については、フローの増加分の方が、キャピタル・ゲイン分よりも一貫して大きい。

2000年には、株価の急落による影響で、株式のフローの純取得額が減少したのとは対照的に、投資信託の純増額が増加した。株価が調整し、銘柄選択が難しくなる中で、投資信託への投資ニーズが高まっている。

表4 家計の株式保有残高増減の要因分析

	1994	95	96	97	98	99	2000
<株式>							
フロー(10億マルク)	12.0	-3.4	10.5	8.0	8.0	27.0	23.0
ストック増分(10億マルク)	-3.0	32.0	67.0	142.0	90.0	231.0	-80.0
CG(10億マルク)	-15.0	35.4	56.5	134.0	82.0	204.0	-103.0
CG比率(%)	-4.5	9.7	13.0	23.3	12.3	22.8	-12.6
(参考)DAX100変化率(%)	-5.6	6.3	25.6	43.1	16.0	35.3	-6.2
<投信>							
フロー(10億マルク)	83.6	20.7	22.2	42.0	63.2	84.5	118.0
ストック増分(10億マルク)	74.0	32.0	38.0	67.0	90.0	170.0	79.0
CG(10億マルク)	-9.6	11.3	15.8	25.0	26.8	85.5	-39.0
CG比率(%)	-2.8	3.0	3.9	5.2	4.7	11.6	-4.8
(参考)DAX100変化率(%)	-5.6	6.3	25.6	43.1	16.0	35.3	-6.2

(注) 1.CG(キャピタル・ゲイン)は、ストックの増分からフローの増分を引いて算出。

2.CG比率は、CGを各年末の株式保有残高で除して算出。

(出所) ドイツ連銀資料より野村総合研究所作成。

2. 個人投資家の市場参加増加の要因

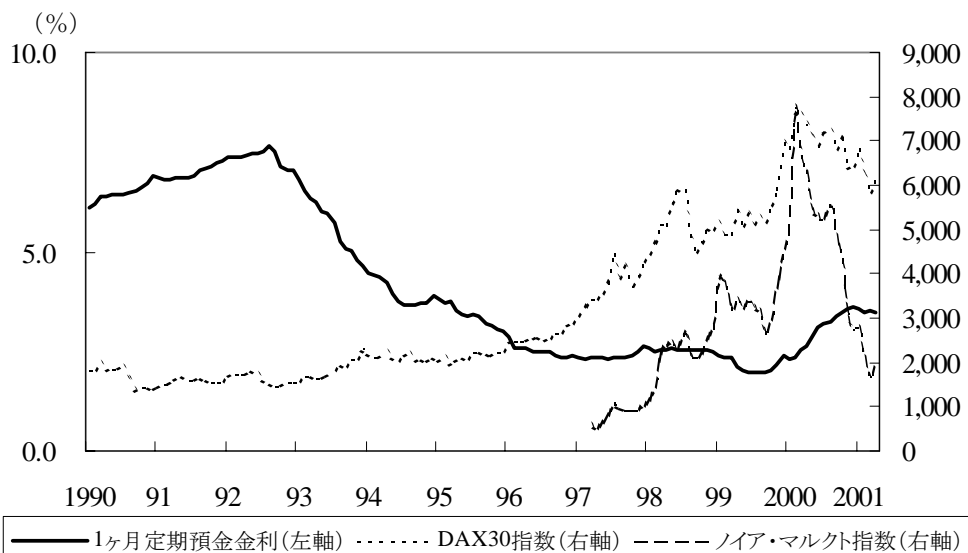
1) 金利低下、株価上昇

まず、金利の低下、株価の上昇という環境要因が個人の株式投資を大きく促進した。ドイツでは、90年初から金利が低下し、株価も長期的に見ると右肩上がり続けている(図

² 米国でも、1990年代の個人金融資産に占める株式比率の上昇の大部分は、株価の急上昇によるキャピタル・ゲインによって説明されるという分析結果がある。Joseph Tracy and Henry Schneider(2001), "Stocks in the Household Portfolio: A Look Back at the 1990s", *Current Issues in Economics and Finance* Volume 7, Number 4, Federal Reserve Bank of New York 参照。

1)。91年以降、DAX30指数が急落したと言えるのは、今回を除くと、ピーク比で19.6%下落した97年のアジア危機の時と、同じく36.9%下落した98年のロシア危機の時の2度だけである³。そして、その両方とも、株価は短期間に回復し、最高値を更新している。

図1 ドイツの金利と株価の推移



(注) DAX 指数は1987年末=1,000、NM 指数は1997年末=1,000。
 (出所) ドイツ連銀、ドイツ取引所資料より野村総合研究所作成。

さらに、1997年に設立されたハイテク・ベンチャー企業向け証券取引所、ノイア・マルクトに上場した企業の株価が、インターネット・ブームに乗って急騰したことも大きな影響を与えた。ベンチャー証券取引所はハイ・リスク・ハイ・リターンが原則だが、設立当初から、ノイア・マルクトでは、上場企業の8割以上が値上がりし、しかも値上がり幅が大きかったため、低い流動性を恐れ機関投資家が二の足を踏む中で、個人投資家がこぞって投資した。

ドイツの個人金融資産に占める預金の比率が長期にわたり高かったことを以って、ドイツの個人投資家は、保守的であるという見方が支配的だが、実はさほど保守的ではないという見方も強い。例えば、日本企業が1980年代後半から90年代前半にかけて海外で発行したワラントを積極的に買ったのはドイツの個人投資家であったし、また、普段からドイツ人は宝くじをよく買うことでも知られている⁴。

³ 共に終値ベース。

⁴ 2000年の富くじ販売代金では、ドイツは米国、イタリアに次いで、世界第3位だった。

2) 民営化

一般個人が株式投資について、広く触れることとなったきっかけが、1996年のドイツ・テレコム（DTT）の民営化であった。ドイツ政府は、ドイツ・テレコムを「国民株」として、広く一般大衆からの応募を求め、同時に株式投資に関するパンフレットを配布した。

ただ、ドイツ・テレコムの民営化が、直ちに個人株主数の増加につながったわけではない。個人株主数は96年から97年にかけて、さほど増加していない。ドイツ・テレコムの民営化は、確かに個人投資家が株式投資を検討する機会となった。しかし、個人株主数が急増するのは、株価が急上昇する97年以降になってからのことである。

3) 高齢化と公的年金改革

我が国と同様、ドイツでも急速に高齢化が進んでいる。ドイツ連銀の推計によれば、高齢者比率（60歳以上の人口の、20～59歳の人口に対する比率）は、2000年の0.423から、2030年には0.738まで上昇する。このため、賦課方式を採用している公的年金制度を現在のまま維持することは困難で、前コール政権の時代から、公的年金制度の見直しが検討されていた。

このような環境の下、個人が自力で老後への備えとして貯蓄をしなければならないという認識が広まった。特に、現シュレーダー政権になってから、年金制度の見直しが急速に進み、個人が将来への備えをより真剣に検討するようになったと言われている。

前述の通り、金利水準が低下していたこともあり、老後のための貯蓄、すなわち長期投資には、株式投資が最適であるという認識が広まり、証券投資需要が高まったのである。

長期間にわたって検討されてきた年金改革法は、2001年5月にようやく成立した。その主な内容は、①現在、退職時の給与の70%となっている公的年金の給付金額を、2011年以降徐々に引き下げ2030年には67%とすること⁵、②現在、所得の19.1%となっている年金保険料を2020年には20%に、2030年には22%に引き上げること、③確定拠出型の個人年金ファンドを導入し、拠出についてインセンティブを提供すること、である。

確定拠出型の個人年金ファンドに対するインセンティブは、①各個人の拠出額が所得税控除の対象となること、②中低所得者に対しては、政府からのマッチング拠出という形で補助が行われること、の2種類である。①の控除の対象額は、2002、2003年には所得の1%だが、2年ごとに1%ずつ引き上げられ、2008年以降は4%が上限となる。②の政府からの補助金は、マッチング拠出なので個人の拠出額と同額となる。ただし、補助金額には上限が設けられている。その上限は、2002、2003年の75マルクから、2年ご

⁵ もともとは64%まで引き下げる予定だったが、労働組合等の反対により、67%で妥協した。いずれは、制度を再度見直し、引き下げ幅を拡大しなければならないと見られている。

とに 75 マルクずつ引き上げられ、2008 年には 300 マルクに引き上げられる。また、子供がいる場合には、さらに補助金が加算される。子供 1 人当たりの補助金額の上限も、2002、2003 年の 90 マルクから、2 年ごとに 90 マルクずつ上乗せされ、2008 年には 360 マルクとなる。

この個人年金ファンドの運用対象は、元本保証であること、給付は一時払いではなく年金方式であること、などの条件を満たす必要がある。各金融機関は、この制度に適格となる金融商品の開発を急いでいる。

4) オンライン証券会社の台頭

ドイツにおいても、オンライン証券取引の普及が進み、個人投資家の裾野を広げた。口座数で見た欧州のオンライン証券会社上位 4 社は、全て、ドイツのオンライン証券会社である（表 5）。

ドイツでは、リテール顧客向けに提供される証券取引サービスは、主に銀行によって提供されている。銀行のリテール顧客向け主要商品は預金であったため、個人投資家は証券投資を検討する機会をほとんど持つことができなかった。また、銀行で証券取引を行う場合でも、手数料が高かったり、最低投資金額が高く設定されていたりした。オンライン証券会社の登場は、このような状況を大きく変えるきっかけとなった。

オンライン証券口座数の増加は、個人投資家が、ノイア・マルクトの株価が上昇していた頃に、IPO 銘柄の抽選での割当を受けられる確率を少しでも上げるため、各証券会社に口座を開いた者が多いという面もある。

表 5 欧州大手オンライン証券会社の口座数

	口座数		順位				
	1999	2000	ドイツ	フランス	イギリス	イタリア	スペイン
Comdirect	226,000	539,000	1位	○	○	×	×
ConSors	201,000	526,000	2位	4位	×	○	3位
DAB	141,000	419,000	3位	3位	6位	○	○
Brokerage24	125,000	270,000	4位	×	×	×	○
Bipop	89,000	265,000	5位	○	×	1位	○
e-cortal	53,000	156,000	×	1位	○	○	×
Bankinter	19,000	136,000	×	×	×	×	1位
Fimatex	30,000	96,000	○	2位	○	○	×
Advance Bank	26,000	96,000	○	×	×	×	×
Schwab Europe	48,000	95,000	×	×	1位	×	×
Barclays Stockbrokers	27,000	83,000	×	×	2位	×	×

(注) 1. ○はサービス展開をしている国、×は展開していない国。

2. 口座数は各年末、順位は 2000 年末時点。

(出所) DAB 資料

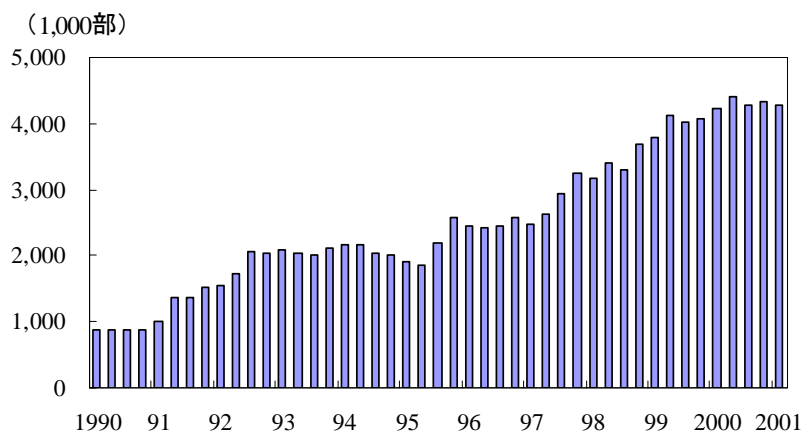
ただ、最近では、各社とも新規口座の獲得に苦勞し、取扱売買代金も急減している。特に、コムディレクトや DAB、ブローカレッジ 24 のように、大手銀行の後ろ盾がないコンソルスは⁶、自らベンチャー企業専門の投資銀行部門を設立したり、オンライン保険会社を買収したりするなど、自前で機能を拡大したことの負担が大きく、株価下落の影響が他のオンライン証券会社に比べ著しい。同社は 2001 年第 1 四半期に、四半期ベースで初の赤字に転落した。

オンライン証券会社は、現在、「第二の波」と呼ばれる顧客の獲得に注力している。相場の上昇に乗って、IPO 株や投資情報番組で紹介された銘柄、新聞で取り上げられた銘柄を、短期間で売買していた「初代」投資家に対し、もう少し慎重に長期的なリターンを狙う個人投資家のことを、ドイツでは「第二の波」と呼んでいる。十分な投資経験のない個人投資家は、個別銘柄選択よりも、運用のプロとしてのファンド・マネージャーの手腕と、分散投資効果に期待して、投資信託による運用を重視している。このような投資家は、個別株式を買うにしろ、投資信託を買うにしろ、優れたアドバイスを求めている。これをどのように提供していくかが、今後の各社の差別化要因となる。

5) メディアでの取扱いの拡大

メディアが、株式市場や証券投資に関する情報を多く提供するようになったことも、個人投資家層の拡大に寄与した。テレビでは、株価や企業情報のみを提供する n-tv が人気を集め、また、一般紙が表紙に株価や為替レートを掲載するようになった。投資情報を扱うマネー雑誌の種類も増え、販売部数も急増した（図 2）。

図 2 金融雑誌の販売部数の推移



(出所) ドイツ雑誌出版業者連盟データより野村総合研究所作成。

⁶ コムディレクトはコメルツ銀行、DAB はヒポ・フェラインス、ブローカレッジ 24 はドイツ銀行のオンライン証券子会社。表 5 内の Advance Bank がドレスナー系列。

6) 奨励金制度の影響は軽微

一方、これまで我が国でマスコミ報道などを中心に注目された、株式や投資信託投資に対する奨励金制度の影響は、実際には、これまでのところ決して大きくない。

この制度は、財産形成法の一部として導入されたものである。財産形成法は、もともと、住宅取得を促進するために、住宅取得のための貯蓄を奨励する制度であったが、1986年の制度改正により、株式投資や投資信託への投資にも奨励金が支給されるようになった。その後、対象となる所得の上限などが見直され、現在は表6のような内容となっている。

この奨励金制度が十分に寄与していない理由として、以下の2点が挙げられる。まず、1999年の制度改正までは、不動産取得のための貯蓄に対する奨励金制度と、株式や投資信託への投資に対する奨励金制度を併用することができなかったことである。もともと不動産取得のための貯蓄奨励制度であったことに加え、住宅の購入が身近な目標だったため、株式や投資信託投資への奨励金を選ぶ個人の比率は低く、奨励金制度の利用者の9割が不動産取得のための貯蓄に関する奨励金を取得していた。

次に、奨励金の金額が決して大きくないという点が挙げられる。得られる奨励金の額は、最高でも年間160マルク（約9,000円）に過ぎない。ドイツ労働省の資料によれば、年間の証券投資に対する奨励金の額は、多い年でも3億マルク（約170億円）程度に留まっている。

表6 ドイツの財産形成法の概略

- | |
|---|
| <ul style="list-style-type: none">・ 形態：従業員と雇用者との間の契約・ 対象者：税引き後の所得上限が、独身者の場合35,000マルク（約190万円）、夫婦の場合70,000マルク⁷。子供がいる場合には増額。期間の途中で上限を超えた場合、満期まで保有し、そのうち所得金額が上限以下だった期間分の奨励金を受け取る。・ 投資対象：株式または投資信託・ 期間：自社株取得スキームの場合は6年、通常の株式または投信の場合7年。・ 払込み頻度：契約によって規定（月払いでも年払いでも可）。・ 奨励金額：年間出資金額の20%。ただし、上限は年間160マルク。・ 支給方法：契約満了時に6年または7年分を一括給付。・ 途中売却の取扱い：奨励金制度を利用して取得した株式や投資信託を売却してもいいが、売却資金は再投資しなければならない。 |
|---|

（出所）野村総合研究所作成。

⁷ 所得の上限が低いように見受けられるが、ドイツ労働省によれば、ドイツの全労働者の3分の2が、該当者に含まれる。

2. 金融機関の対応

1) 運用商品の販売を積極化する大手銀行

このような環境で、銀行が運用商品の販売に積極的になっていることも、個人投資家による証券投資の増加を後押ししている。

ドイツでは、地域に密着した公的金融機関である貯蓄金庫や抵当信用組合が、リテール金融市場において高いシェアを握っており、ドイツ銀行を始めとする民間銀行のシェアは決して高くない。特に預金市場では、貯蓄金庫や抵当信用組合の方が店舗数が多い上に、地方自治体からの補助金を得て、民間銀行よりも高い預金金利を提供しているため、貯蓄金庫や抵当信用組合のシェアが高い。預金では貯蓄金庫や抵当信用組合に勝てない大手銀行は、投資信託や生命保険を中心とした運用商品に力を入れることによって、貯蓄銀行や抵当信用組合から顧客を奪おうと躍起になっている。

ただ、大手銀行は、傘下に投信子会社を持っており、自社商品を顧客に勧めるケースが多いため、顧客からの批判を浴びている。投信大手 6 社は、全て銀行の子会社であり、また、投信の販売チャネルも銀行支店が支配的である。大手銀行の支店では、他社の投資信託も買うことができるが、顧客側から求めない限り、自社商品を勧められることになる。

このような営業方針は銀行からすれば当然であるが、マネー雑誌などがこのような対応を批判したため、銀行が信頼を失っているという指摘も聞かれた。

2) 貯蓄金庫

今、完全に守勢に立たされているのが、貯蓄金庫や住宅信用組合である。低金利の預貯金は魅力がないという認識が強まる中で、貯蓄金庫も遅ればせながら、運用商品の販売に力を入れ始めている。フランクフルト・スパルカッセは、オンライン証券サービスの提供を開始した。また、貯蓄金庫は州立銀行がその系統中央機関として存在している。西ドイツ州立銀行を中心に、大手州立銀行は投資銀行業務にも参入しており、個別銘柄のリーサー情報は、そういった中央機関から入手している。

しかし、貯蓄金庫は規模が小さい上に、拠点数が多いため、各拠点で十分なアドバイスを提供できる体制が十分に整っているとは言えない。顧客の忠誠度が高いとはいえ、確実に資金が流出していくという見方が強い。

3) 注目を集める IFA

投資アドバイスの中立性が重視される中で、最近、ドイツにおいて勢力を伸ばしているのが IFA（インディペンデント・フィナンシャル・アドバイザー）である。自営業者を中

心とする規模の小さな業者が多い中で、個人営業の IFA を組織する 3 大 IFA 会社が注目を集めている。中でも最大手の MLP は、アリアンツに買収されたドレスナーの代わりに DAX30 構成銘柄入りするほどの規模になっている。他の 2 社も MDAX 構成銘柄となっている。

表 7 3 大 IFA 会社比較

	IFA数(人)	顧客数(人)	拠点数(店)	収入(100万ユーロ)	純利益(100万ユーロ)
MLP	2,168	390,000	250	816.4	61.9
AWD	2,572	403,000	260	342.6	7.0
tecis	1,265	170,000	93	60.9	7.7

(出所) 各社資料より野村総合研究所作成。

IFA 会社は、多数の IFA を組織することによって、投信会社や生命保険会社などの商品提供者に対する交渉力を強めたり、投資情報や、発注、顧客データ管理、情報提供などに関して優れたシステムを提供したりすることによって、単独で事業を行っている IFA に対して競争力を得られると考えている。また、優れた IFA 会社として社会的に認知されれば、潜在的な顧客ターゲットもドイツ全域に広がり、自分の周辺にいる顧客にしかコンタクトできない自営 IFA よりも営業範囲が広がる。

IFA は、個別銘柄に関するリサーチを自前では提供できないとして、株式は取り扱っていないケースが多い。IFA が力を入れているのが、投資信託と生命保険商品の販売である。その際に、IFA は文字通り商品の提供業者から独立であるが故に、顧客に最も適した商品を提供することができるということを、最大のセールス・ポイントとしている。通常、同じ種類の金融商品であれば、どの業者の商品を買っても手数料は同じであるように設定しているケースが多い。

投資信託の販売チャンネルを見ると、これまでは銀行の支店がほぼ独占していたが、最近では、すでに IFA が 10~15% のシェアを持っている。今後、このシェアはさらに高まり、10 年後には 30% 以上のシェアを取るという見方もある。

IFA 会社のモデルは様々であるが、特に最大の成功を収めている MLP はユニークである。MLP は同世代人口の 10% 程度と言われる大学生にターゲットを絞っている。しかも、医学、法学、経営学、工学の 4 学部の卒業生のみをターゲットとし、在学中からコンタクトする。これらエリート層は、将来の富裕層候補ではあるが、自ら資産運用を考えるほど時間がないケースが多い。MLP が顧客に行ったアンケートでは、自分で資産運用や保険について考えたいと答えたのはわずか 10% に留まった。彼らにライフ・プランに基づいた商品提供を行うことによって、顧客の年齢が高まるにつれて、多様な金融商品を販売していく。同社は、優良顧客を抱えていることを背景に、商品提供を行う保険会社や投信会社に、手数料

の割引や条件の改善なども交渉することによって、顧客の満足度を高める努力もしている。IFA が担当する顧客をなるべく同世代の大学卒業生として、立場を共感しながらアドバイスができるようにしたり、1 人の IFA が担当する顧客を最大 200 人に限るなど、様々な工夫を凝らしている。

個人営業に近い規模の小さな IFA は、自ら事業インフラとなるシステムを構築したり、投信会社や生命保険会社に直接発注したりすることが難しい。そこで、そういった中小 IFA の事業インフラを提供する業者もある。その一つである BCA は、規模の小さい IFA を集め、注文を束ねることによって低コストでの売買を可能にしている。また、その自動化、ペーパーレス化を進めてコスト効率を向上させると共に、投信や保険について、様々な条件のもと、どのようなアセット・ミックスが顧客に最適で、そのアロケーションの中でどのファンドが最もよいかを分析するシステムも提供している。

3. 一層の拡大が予想されるドイツ株式市場

ドイツの株式市場は 90 年代後半にかけて急速に拡大したとはいえ、国内企業の上場時価総額の対 GDP 比を比較すると、ドイツは依然として小さい（表 8）。株式市場の拡大余地は大きい。

表 8 主要先進国の国内上場株式時価総額と対 GDP 比較

	日本 (10億円)	米国 (10億ドル)	英国 (10億ポンド)	フランス (10億ユーロ)	ドイツ (10億ユーロ)
時価総額	360,555	15,132	1,749	1,541	1,353
名目GDP	511,836	9,963	934	1,405	2,033
対GDP比(%)	70.4	151.9	187.1	109.6	66.6

(出所) OECD、FIBV 資料より野村総合研究所作成。

株式市場の拡大を後押しする大きな要因としては、①税制改革、②年金制度改革、の 2 点がある。持合株式を売却する際に、キャピタル・ゲインを非課税とする税制改革が、2002 年より実施される。この結果、企業によるスピン・オフが増加する可能性も高い。ジーメンの半導体部門をスピン・オフしたインフィネオン社のような例が、今後続出する可能性がある。

年金制度改革に伴う、個人年金ファンドの創設は、前述の通り、毎年市場への新規資金流入を促す可能性が高い。ドイツ大蔵省の試算によれば、2008 年には個人の拠出金と政府からの補助金を合わせて、年間 550 億マルクもの新規資金が流入する見込みである。

この他にも、これまでに指摘されてきた資本市場の拡大要因がある。例えば、通貨統合

によって国内企業が EU 域内に進出するケースも増えており、これらの企業が買収戦略を推進するために、上場を目指すケースも増えよう。また、欧州でも銀行が貸付を圧縮し、手数料ビジネスを強化しようとしており、証券発行による資金調達が増加することが見込まれる。

ただ、そのドイツでも、最近では景気見通しの悪化や米国株式市場の不調にひきずられ、株価が軟調に推移している。これまで、中長期で見た株価は右肩上がりであったため、ドイツの個人投資家は、長期投資をすれば必ず株式のパフォーマンスは預金や債券をアウト・パフォームすると信じているようである。しかし、少なくとも日本の過去10年を見る限り、この考えは決して真理ではない。2000年までの株価の上昇は、DAX 指数の平均 PER で見ると日本のバブル時ほど高くはなく、今後の株価の調整は日本ほど厳しいものになることはなかろう。しかし、ボックス圏相場が長く続くようなことがあれば、ドイツの個人投資家の考え方にも変化が見られるようになるかもしれない。

4. 日本への示唆は何か？

我が国では、銀行を通じたファイナンス機能が低下する一方で、株式市場の低迷も続き、ドイツの株式市場の拡大から学ぶべき点が多いという議論が盛んである。しかし、その議論の中で指摘された点の多くは、実質的外れなものであった。

例えば、証券投資に対する奨励金は、個人の株式投資の増加には、これまでのところ、ほとんど効果がなかったことは指摘したとおりである。個人投資家が1年以上株式を保有すればキャピタル・ゲインが非課税となる制度は、戦後ドイツが踏襲してきた制度であって、短期的に個人の証券投資を促そうとして導入された税制ではない。むしろ、キャピタル・ゲインが非課税になるための保有期間が6ヶ月から1年に延ばされ、厳しくなった。

1998年に成立した第3次資本市場振興法により、投資信託が多様化したことが投信市場の拡大に寄与したという主張も見られた。しかし、この法律の結果導入されたASファンドの2000年末の残高は28億ユーロで、国内投信残高の1%弱に過ぎず、投信市場の拡大にはほとんど寄与していない。

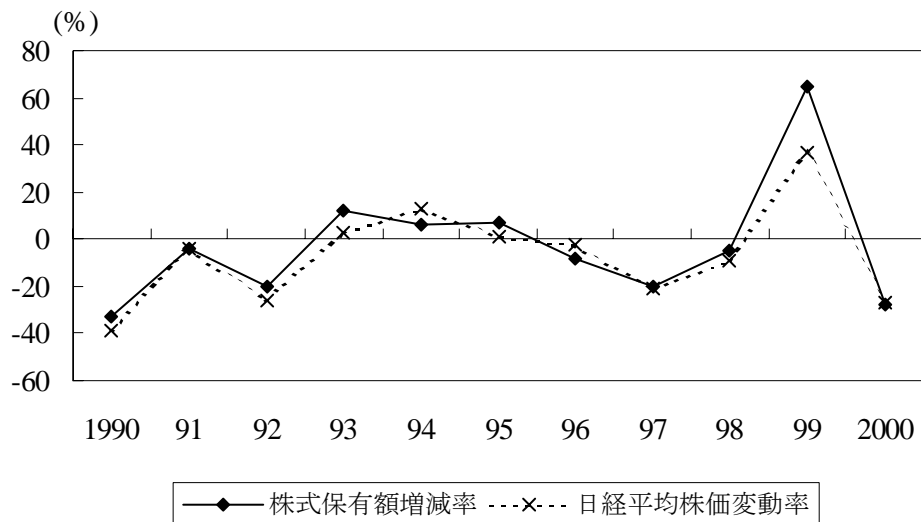
もう一点、指摘したいのは、ドイツの株式市場拡大の背景となった要因の多くは、日本でもすでに起きている点が多く、日本で新たに参考にすべき点はほとんどないということである。我が国でも、1980年代後半に株価が急上昇したときには、日本電信電話の民営化もあり、個人投資家が市場に参加し、個人金融資産に占める株式の比率は13.8%、投信を合わせると約18%まで高まった。この間、個人株主数も急速に増加した。ドイツ・テレコム民営化とその後の株価の急上昇が、ドイツにおいて個人投資家が証券投資を積極化した最大の要因であったことを考えると、むしろ、ドイツの株式市場拡大が日本を後追いしているという見方もできる。オンライン証券会社の普及や金融雑誌などの増加、銀行によ

る投信販売の積極化は、すでに我が国でも見られる現象である。

資金循環勘定で見た家計の株式保有残高が、金融資産残高に占める比率が低いことをもって、個人投資家の証券投資促進の必要性が主張されるが、家計の株式保有額の増減は、株価の変動によって説明される部分が大きく（図3）、個人株主が市場から退出してしまっているわけではない。

ドイツの経験が示すことは、証券投資優遇策やキャピタル・ゲイン非課税制度も重要ではあるが、構造改革や企業努力により、企業の収益性を改善し、景気の回復に明るい展望を切り開くことこそ肝要ということではないだろうか。

図3 日本の家計保有株式額と日経平均株価の変動率の推移



（出所）野村総合研究所作成。

（落合 大輔）