

株式投資促進に向けたドイツの取り組み

～個人投資家は株式市場に戻ってくるか～

(株) 大和総研

投資戦略部 やま さき かづこ 山崎加津子

< 目 次 >

はじめに

1. ドイツの株式市場活性化に向けた取り組み
2. 株式市場活性化策の成果
3. バブル崩壊と株式市場の冷え込み

4. ノイア・マルクトの消滅
5. 株式相場の持ち直し
6. 個人投資家はまだ慎重？
7. 地道な制度改善は進行中

はじめに

日本とドイツは状況の似ている国としてなにかと比較の対象になるが、株式市場の活性化というテーマもその一つである。両国とも戦後、銀行を中心に据えた資金の流れを作り上げ、それが産業振興に大きく貢献したために、株式市場の発達が遅れたという経緯がある。ともに間接金融に偏った金融システムではなく、直接金融も大きな役割を果たす金融システムへの移行が必要との認識を持ち、その実現に向けて取り組んではいるが、米英などと比較して、直接金融の浸透は徐々にしか進んでいない。

ドイツでは 80 年代半ば以降、株式市場をいかに活性化させるかが議論され、さまざまな対策が講じられた。その成果は 90 年代後半になって、個人の株式投資拡大、IPO の増加という形で現れた。ただし、2000 年にインターネット関連株の急騰とバブル崩壊が起き、以後、株式市場は長期にわたる低迷を余儀なく

され、株式投資は生彩を失ってしまった。2003 年 3 月半ば以降、世界的に株価が回復傾向を見せているが、個人投資家はまだ慎重な投資スタンスから必ずしも脱していないように見受けられる。株式市場が資金仲介という本来の役目を果たせるようになるためには、個人の資金が銀行預金や MMF ではなく、株式市場に流入するようになることが必要である。直接株式を購入するという方法もあるが、おそらくより重要な役割を果たすのが、投資信託、保険、年金を通じた資金流入となろう。

ドイツの株式市場活性化に向けた取り組み

(1) ロンドン・シティに対する対抗措置

ドイツにおける株式市場活性化策は、80 年代半ばから取り組みが始まった。最初のきっかけとなったのは、英国のロンドン・シティという欧州随一の金融センターに対する対抗意識である。欧州連合の加盟国間では、非関税障壁の撤廃を目的に 80 年代に資本移動の

自由化が進められたが、これは各国の株式取引が市場整備の進んだロンドンに流出する結果を招いた。とりわけ、国際的に事業展開している優良企業の株取引がロンドンに集中し、場合によっては母国での取引を上回るケースもあった。投資家層が厚く、外国企業の受け入れに積極的なロンドン市場は、資金調達場の場所として魅力があり、ロンドンに上場する英国以外の欧州企業が増加した。これに危機感を抱いた大陸欧州諸国は、先駆者である米英をお手本として、株式市場の近代化を目的としたさまざまな改革に取り組んだのである。ドイツでは 90 年代に「金融市場振興法」という名称で、証券取引関係の法律を刷新し、規制緩和や有価証券取引税の撤廃、またインサイダー取引規制の導入等を実現した。

(2) 民営化企業の株式公開を消化する目的

90 年代半ばには、欧州通貨統合 (EMU) という一大プロジェクト遂行のために各国で財政赤字削減が緊急の課題となったが、これを達成する目的で国営企業の民営化と株式公開が実施された。規模の大きい株式公開を成功させるため、幅広い投資家の掘り起こしが必要となり、個人投資家、あるいは外国人投資家を呼び込む手立てが講じられた。例えば、96 年のドイツ・テレコムの上場の際には、個人投資家に優先的に株式が割り当てられ、また公開から 3 年間株式を売却せずに保有した個人株主には、10 株に 1 株の割合でボーナス株が支給されるの特典がついていたのである。

(3) ベンチャー企業の発掘

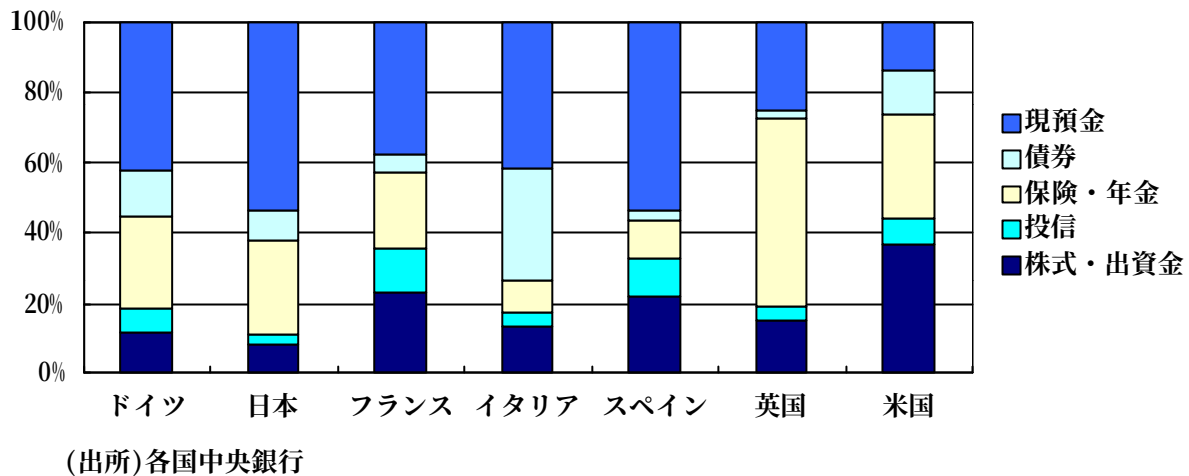
加えて、株式市場がベンチャー企業への資金供給において優れていることが注目されるようになり、ベンチャー企業のための上場市場の開設が 90 年代後半に欧州各国でブーム

となった。これには米国のナスダックの成功が大いに影響を及ぼした。産業構造が硬直化した欧州においても、ベンチャー企業の発掘と育成を図ることで、新しい産業分野の誕生と雇用創出という効果が期待されたのである。ドイツでは 97 年 3 月にノイア・マルクトの名称で、このようなベンチャー企業専門の上場市場が開設された。興味深いことに、このノイア・マルクトの上場基準は、ドイツ証券取引所の中で情報公開の基準に関してはもっとも要求水準の高いものとなっていた。具体的には、国際的に受け入れられている会計基準 (IFRS もしくは US-GAAP) による会計報告、四半期決算報告、英語による情報開示が義務付けられていたのである。97 年 3 月の時点では、このような情報開示は 1 部市場に当たる公式市場でも努力目標にとどまり、義務付けられてはいなかった。ノイア・マルクトでこのような基準が導入されたのは、外国人投資家を呼び込むことに加えて、外国のベンチャー企業がドイツで上場することをもねらった措置であった。同市場ではピークの 2001 年半ばに上場企業数は 345 社に達したが、そのうち 56 社がドイツ以外の企業であり、まずまずその目的は達せられたと考えられる。

(4) 資産運用ニーズの拡大

以上は資金調達場として株式市場を見た場合の市場活性化の目的であるが、一方で資産運用場としての重要性も認識されていた。ドイツの個人金融資産の構成は、日本やフランス、イタリアと類似点が多く、英米とは大きく異なる (図表 1)。すなわち、伝統的に銀行預金の割合が大きいのが特徴である。これに対して、英米では預金の比重は小さく、英国では代わりに保険・年金の割合が非常に大きく、米国では保険・年金と株式・出資金の割合が大きい。この違いは主に年金制度の相

図表1 家計金融資産の内訳（1995年末）



違を反映したものと考えられる。ドイツでは賦課方式の公的年金が年金生活者の収入の8割近くを占めてきたため、自助努力で年金資産を運用するとの発想がほとんどなく、金融資産に占める保険・年金、あるいは株式や投資信託の割合も小さかったのである。ところが人口の高齢化が進展する中、低成長が続いて失業率が高水準で推移した結果、公的年金財源の将来性が大いに懸念される事態になった。公的年金の財源は労使折半で負担する年金拠出金、及び国庫からの移転金で賄われてきたが、働く人口の減少で、従来のシステムを維持した場合、3者の負担がますます増加することが見込まれた。そのような負担増は、国際的なコスト競争にさらされる企業にとっても、EMU 参加国として財政収支の均衡が課題の政府にとっても、受け入れられないものである。ここから、公的年金の役割をより小さくし、民間の積み立て年金の比重を拡大させる必要があるとのコンセンサスが形成され、運用手段としての株式と株式市場の重要性が認識された。

実際に公的年金の給付水準の削減や、個人年金・企業年金を対象とする奨励措置を盛り

込んだ年金改革法案が決定されたのは2001年のことである。ただ、以上のような議論は90年代半ばから始まっていた。改革の方向性が見えていながら政策決定が遅れたのは、与野党、労働組合、関係団体の意見が具体論になるとなかなか集約されなかったこと、途中で政権交代があり、改革案がいったん白紙に戻されてしまったことなどが原因である。ただ、このような議論が日常的に行なわれていたことで、将来の年金に対する懸念が国民に浸透し、自助努力による老後に備えた資産形成の必要性がある程度認識されたという効果があったと見られる。

2. 株式市場活性化策の成果

(1)個人投資家とIPOの増加

96年のドイツ・テレコム株式公開は、大規模キャンペーンの成果もあり、大きな関心と呼んだ。しかも、公開後の株価は順調に上昇し、個人投資家の株式投資に対する関心と呼び起こすことに成功した。翌年3月にスタートしたノイア・マルクトへの上場企業数は初年は12社であったが、98年は41社、99

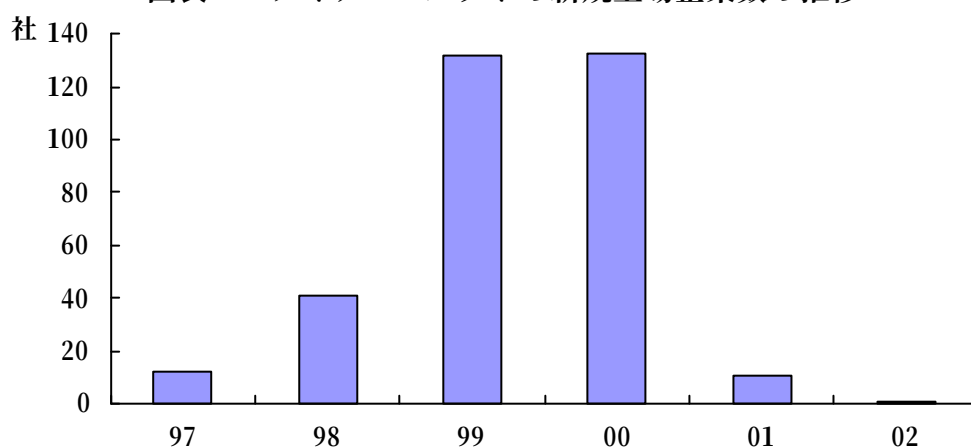
年は 132 社に増加（図表 2）。96 年以前は、年間の IPO が 20 社以下で推移していたドイツに新しい風を吹き込んだ。ここにも個人投資家が積極的に参加したと報告されている。発行体サイドから言えば、それまで株式公開は企業にとって最後の到達点と考えられていたが、資金調達的手段として改めて認識されるようになった。また、当初の目論見通り、起業の動きが活発となった。ちょうどインターネットが普及し始めた時期と重なったために、

ネット関連のベンチャー企業が続々と誕生し、上場を目指したのである。

(2) 個人金融資産の資産構成の変化

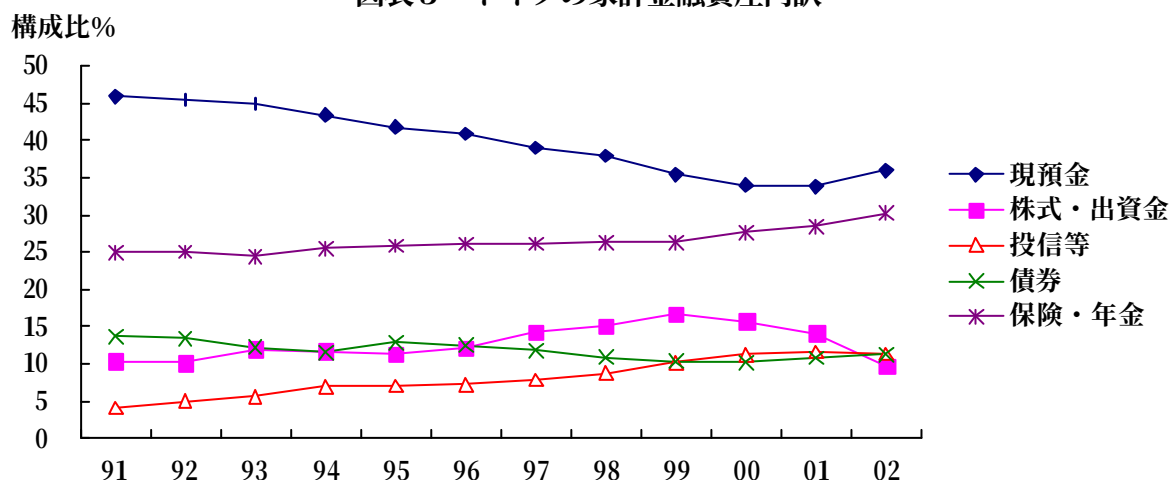
個人金融資産においては銀行預金の比重が低下傾向を辿り、替わって株式のシェアが拡大した（図表 3）。ほかに、90 年代後半にシェアが拡大した資産は投資信託と保険・年金であるが、実はこの両者にも株式投資に対して積極的になった個人の投資行動が反映して

図表 2 ノイア・マルクトの新規上場企業数の推移



(出所) ドイツ証券取引所

図表 3 ドイツの家計金融資産内訳



(出所) ドイツ連銀

いる。すなわち、一般向けの投資信託（パブリック・ファンド）の残高は90年代半ばから2000年にかけて大きく増加したが、これは株式投資信託の急増によるものである（図表4）。株式に関心を持った個人が、投資信託を通じても株式投資に乗り出したことが見て取れる。個人の投資行動の変化には、一連の株式投資促進策に加え、マクロ環境の変化も追い風となった。90年代後半は、単一欧州通貨の導入に向けて財政健全化とインフレ抑制に向けた努力が行なわれたが、これが金利低下をもたらした。債券投資や銀行預金の魅力を低下させ、株式投資活発化に結びついたのである。加えて、税制面で株式投資が不利な立場に置かれていなかったことも、株式投資拡大にプラスに働いたと考えられる。ドイツではキャピタル・ゲインが短期売買を除いて非課税であり、配当所得については70年代以降、二重課税防止策がとられていた。

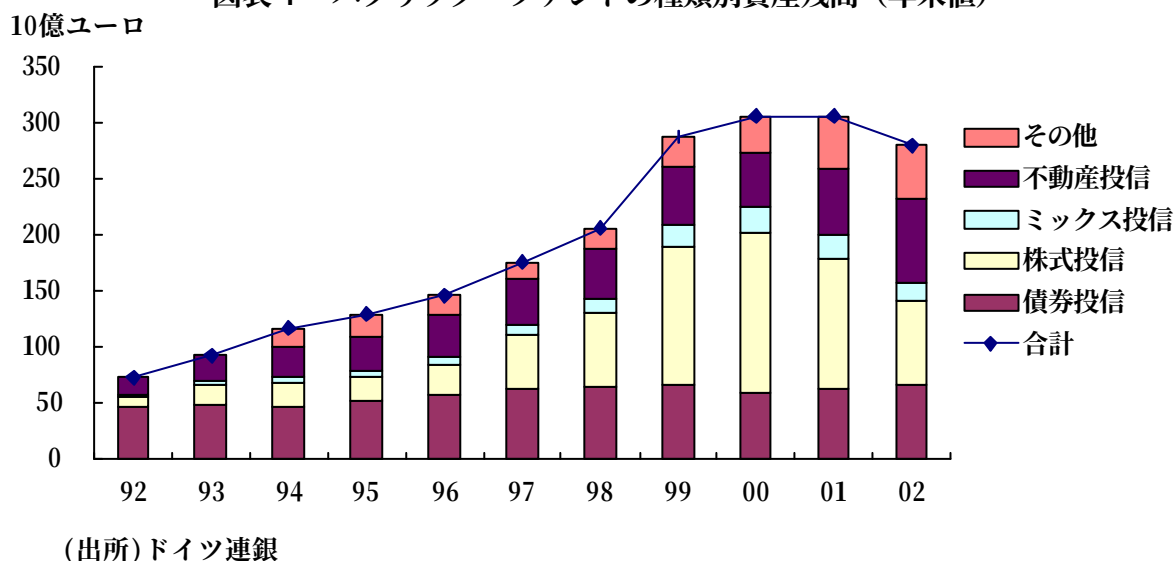
保険・年金資産のシェア拡大は、先に触れた公的年金に対する不安を反映したものであると考えられる。個人による年金対策のもっとも一般的な方法は、保険会社の販売する年金型の生命保険を購入することである。積み

立て期間が12年以上の場合、払戻金は非課税となるという税制上の優遇措置があり、人気商品となっている。その保険会社の運用資産も90年代後半には株式へのシフトが見られた。もともと保険会社の資産運用に際しては、株式関連資産は30%以下にするとの規制が存在したが、90年代前半までは運用の中心は債券で、株式資産の割合は30%を大きく下回っていた。ところが90年代後半の株式市場の活況を受け、株式投資への関心が高まり、株式資産の割合は拡大傾向を辿った。このため、保険業界は30%という規制の枠を緩和するよう政府に要請を出すに至ったのである。ところが、要請が受け入れられて上限が35%に引き上げられたときにはネットバブルが崩壊しており、株式投資の割合が高くなっていた保険会社は、以後、資産の目減りが懸念され、株価急落の憂き目に遭った。

3. バブル崩壊と株式市場の冷え込み

ナスダックでの「ドット・コム」バブルと同様、欧州でもインターネット関連銘柄を中心に99年末から2000年初めにかけて株価が

図表4 パブリック・ファンドの種類別資産残高（年末値）



急騰。一時、米国株のパフォーマンスを上回る局面すらあった。ただし、これはほとんど根拠のない非常に楽観的な業績見通しに基づいた株価上昇で、ナスダックが急落するとこれに追随して欧州株も下落し、以後、3年にわたる長期低迷の時代に入った。もっとも、当初は行過ぎた株価高騰の調整と比較的冷静に受け止められ、例えば株式投資信託に流入する新規資金は2001年半ばまでかなりの高水準が維持された。個人金融資産に占める株式の割合も99年から2001年にかけては緩やかな減少にとどまり、投資信託に至ってはシェアを拡大させていた（ただし、投資信託には債券や不動産に投資する投信も含まれ、株式投信の人气が落ちたあとは不動産投信に資金が流入して、投資信託全体としては資金流入量が落ちていないという事情がある）。とはいえ、株価の下落傾向は2002年になっても歯止めがかからず、世界的な景気減速に、米国による対イラク軍事攻撃の懸念も浮上して、むしろ一段の下落を見せた。さすがにこのような状況では、ドイツの個人投資家の株式投資に対するスタンスは非常に後ろ向きとなり、2002年の個人金融資産統計においては、株式資産が大幅に減少した。資産価値の目減りに加えて、売り越しもその要因である。株式に替わって、銀行預金のシェアが拡大した。

4. ノイア・マルクトの消滅

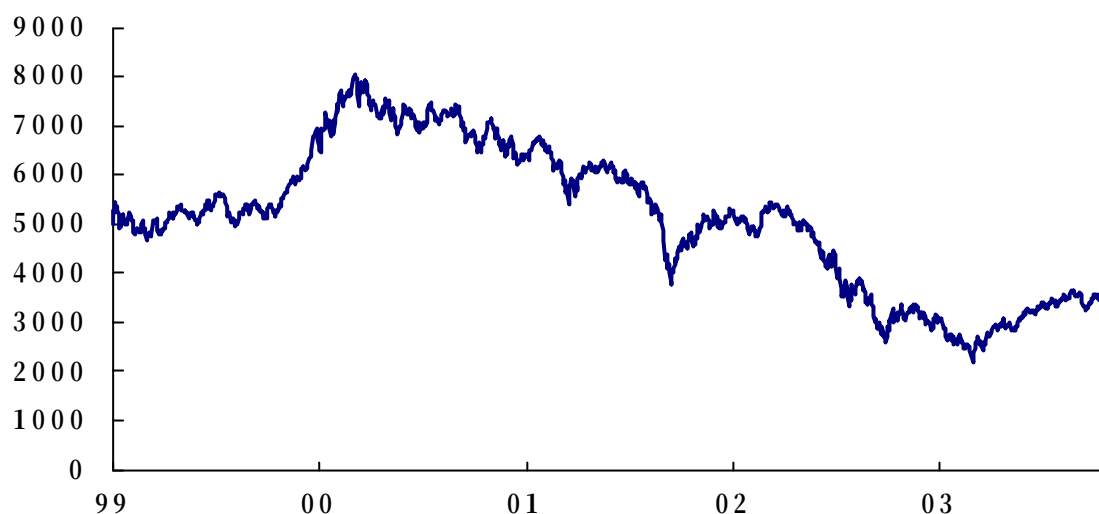
株式市場の資金仲介機能も大幅に低下し、2002年のIPOの数は6社、うちノイア・マルクトでの上場はわずかに1社であった。ノイア・マルクトではハイテク企業の上場が多く、ネットバブルで株価が高騰したセグメントであったために、バブル崩壊による株価下落率ももっとも大きかった。しかもこれに追い討ちをかけるように、さまざまなスキャンダル

が続いた。例えば、同市場に上場した企業の業績見通しの根拠が非常にあいまいだったことが発覚したり、上場後半年は株式を売却できない旧来からの株主がこっそり株を売り抜けていたりといった問題である。「成功したベンチャー企業の上場市場」というイメージは大きく損なわれ、むしろノイア・マルクトに上場していることは投資家からマイナスに見られると他のセグメントに流出する上場企業も出始めた。ドイツ証券取引所は、不正取引の規制強化、著しく割安になった株式の強制的な上場廃止規定の導入など対策に努めたが、即効性のある対策は見つからなかった。結局、2003年年初から上場セグメントを全面的に再編し、その過程でノイア・マルクトの名称を消滅させる決断が下された。ノイア・マルクトで課せられていた、外国の投資家を意識した情報開示規定は、ベンチャー企業のみならず、ブルー・チップ銘柄にも義務付けられることになり、ベンチャー企業専門の上場市場は姿を消したのである。

5. 株式相場の持ち直し

2003年3年半ばを底として欧州株価は反転し、この8ヶ月は上昇基調にある。ドイツのDAX指数も2000年3月につけた最高値の7900ポイントにはまだまだ及ばないが、11月初めには3700ポイント台に乗せ、3月の安値から実に70%の上昇率を記録した（図表5）。世界的な金融緩和局面で流動性が高まっていることに加え、企業業績や景気に回復の方向性が見えてきたことが株価上昇の材料である。米、英、日本、アジアの景気回復が進み、大陸欧州でもようやく景況感の改善がみられるようになった。リストラを遂行した企業の業績改善も顕著である。

図表 5 DAX 指数の推移

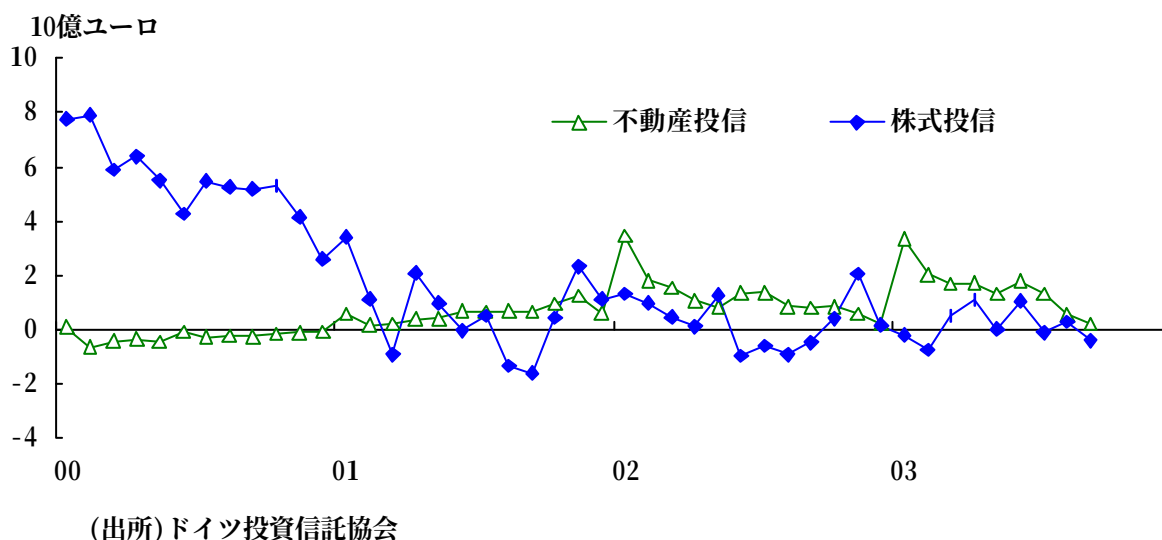


6. 個人投資家はまだ慎重？

ただし、この株価上昇局面において、個人はまだ株式投資に対して自信を持ちきれていないように見受けられる。パブリック・ファンドに対する新規資金の流入動向を見ると、株式投信は確かに今年3月から買い越しに転

じた。とはいっても、その買い越し額はまだ不動産投信の買い越し額には及ばず、しかも7月、9月は売り越しになってしまっている（図表6）。個人投資家が3年に及ぶ株価下落局面を経験したばかりであることを考えれば、株式投資に対する信頼感は一朝一夕には戻らないのはやむをえないところがある。

図表 6 パブリック・ファンドへの新規資金流入動向



7. 地道な制度改善は進行中

とはいえ、個人の資金が株式市場に戻ってくるかどうかは、ドイツの株式市場活性化の鍵であると考えられる。80年代、90年代に株式市場活性化の目的であったさまざまな問題は現在も有効であり、むしろその重要性は、景気が低迷し、財政赤字が拡大している現在の方が高まっているといえる。ノイア・マルクトの消滅はあったものの、株式市場の活性化に向けた取り組みは、株価が低迷していた間も中断されていたわけではない。例えば、2002年5月に証券取引に関する監督局を、銀行、保険のそれぞれの監督局と統合させ、金融取引を総合的に監督する体制が整えられた。また、コーポレート・ガバナンスに関する規定の導入、投資家の権利保護規定の強化なども実施されている。年金改革に関しても、民間の積み立て年金を奨励する措置が導入され、一歩前進したといえる。ただし、個人年金を対象にした奨励措置に関しては、手続きが煩雑で利用者が当初の想定ほど増えていないとして、制度の簡素化が必要との指摘がなされている。一方、企業年金に関しては、現状ではいくつかの制度が並立しているが、どの段階での所得を課税対象にするかが統一されておらず、次の課題となっている。企業年金の普及を促進するためには、積み立て段階は非課税として、年金が支給される段階で課税することが望ましい。

足元では投資信託法の改正案が審議されている途中である。2004年発効を目指す同法案には、手数料等のコストの透明化、投信商品の比較をより容易にすること、国内外の投信の課税方法を一本化することなどが盛り込まれている。投資家にとってより透明性の高い仕組みを作り、信頼感を回復することが目的の一つである。また、この法案が成立すれば

ヘッジファンドが解禁されることになるが、これは投資手段の多様化につながるとして期待されている。

以上のように、株式市場に戻り始めた個人の資金を、後押しするような環境作りが進められている。個人投資家が直接株式を購入するよりも、保険・年金、投資信託を経由して流入する資金の方がより大きな存在感を持つてくることが予想される。

