

ドイツにおける資本市場改革及び金融機関の
対応等に係る調査

報告書

平成 26 年 6 月

株式会社 野村総合研究所

目次

1. 1990年代以前のドイツにおける株式持合いの状況	1
1. 1. 株式持合いの歴史的経緯.....	1
1. 2. 株式持合いの影響.....	1
1. 3. 株式持合いを巡る環境の変化	3
1. 4. 株式持合い解消に向けた政府の対応	5
2. 株式持合い解消のために政府が講じた施策	6
2. 1. 経緯.....	6
2. 2. 資本市場関連施策の概要.....	8
2. 3. 企業法関連施策の概要	13
3. 金融機関の株式持合い解消の動き	15
3. 1. ドイツの金融機関の株式保有の動向.....	15
3. 2. ドイツ銀行	22
3. 3. アリアンツ	26
3. 4. ミュンヘン再保険	29
3. 5. 州立銀行・貯蓄銀行等	31
3. 6. 諸外国における株式保有の状況	32
3. 7. 株式売却による影響.....	35
4. 株式持合いの解消の影響・評価	37
4. 1. 株式持合いの解消に寄与した施策等.....	37
4. 2. 株式持合いの解消に対する評価.....	37

1. 1990年代以前のドイツにおける株式持合いの状況

1. 1. 株式持合いの歴史的経緯

ドイツの金融機関による事業会社の株式保有は、1870年にドイツ銀行(Deutsche Bank)やコメルツ銀行(Commerzbank)が設立された当時から行われていた。事業会社の設立時や増資時に発行された株式の引受けや財務状態の悪化した事業会社の債務の株式への転換を通じて、金融機関による事業会社の株式保有は増加した。当時の金融機関による株式保有は、事業会社の経営の支配を目的とするものではなく、危機時に備えた予備資本としての位置付けと認識されており、関係の深い企業同士で株式を持ち合うことは自然な習慣であった。

第二次大戦後、経済復興を目指す政府が採用した政策も金融機関による事業会社の株式保有を促進した。経済復興を早期に成し遂げるためには、鉄鋼等の国内基幹産業への適切な資金供給の確保や財務基盤の安定が重要と考えられ、その役割を金融機関が果たすように求められた。また、税制でも、当時の税法や株式法においては、金融機関が25%以上の株式を保有する事業会社から得た配当収入は非課税となる一方、株式の売却益に対しては課税¹されるなど、金融機関に対して事業会社の株式保有を維持するインセンティブが与えられた。さらに、1965年に株式法が改正されるまで、株式保有の状況を開示する義務がなかったことも²、金融機関による事業会社の株式保有を促進する一因となったと考えられている。

1. 2. 株式持合いの影響

金融機関が事業会社の株式を保有する主な動機は、配当収入が確保できることにあった。90年代以前は、事業会社の業績の伸びとともに、事業会社の配当も増加していたことから、金融機関にとっては安定的な収入源となっており、例えば、ドイツ銀行では、1980年代半ばに年間3~4億ユーロの配当収入を得ていた。

また、株式を保有するとともに、事業会社の監査役会に金融機関から監査役を派遣し、その監査役を通じて事業会社側と日々コミュニケーションをとることで、金融機関が最適なファイナンスを提供することが可能となり、事業会社の経営が安定したことや、迅速な意思決定が可能であったことも、金融機関が事業会社の株式を保有する一つの動機になったものと考えられる。さらに、金融機関が安定的な株主であり続けることによって、敵対的買収を防ぐ効果もあったとの指摘もある。

¹ 株式売却益に対して、法人税及び営業税の合計で約50~60%(戦後から1980年代にかけての実効税率)の税率が課せられた。

² 1965年の株式法の改正によって、5%以上の株式保有は開示が義務づけられた。

金融機関による株式持合いが事業会社の業績に与えた影響については、多くの研究があり、その結果は様々である。例えば、Cable (1985) は、ドイツ国内の事業会社約 50 社について、1970 年前後のデータを用いて分析したところ、金融機関による株式保有比率が高く、金融機関と人的交流を行っている事業会社は財務上の収益性が高いことを発見し、この理由として、金融機関と事業会社が密接な関係を構築しているほど、金融機関は事業会社に対して適切なファイナンスが行えたこと等を挙げている。また、Gorton and Schmid (2000) は、ドイツ国内の事業会社 145 社について、1974 年から 1985 年のデータを用いて分析したところ、金融機関による株式保有比率が高い事業会社は収益性が高いことを発見し、その理由として、資本市場が発達していなかった 1970 年代においては、金融機関の事業会社に対するモニタリングが適切に機能していたこと等を挙げている。この他にも、Lehmann and Weigand (2000) は、ドイツ国内の事業会社約 360 社について、1991 年から 1996 年のデータを用いて分析したところ、金融機関による株式保有は、短期的には事業会社の収益性を低下させるが、長期的には収益性を高める効果があったとしている。その理由としては、金融機関が株主である場合、事業会社の内部情報を効果的に収集できるほか、経営のモニタリングを効率的に行えるため、事業会社に対して適切なファイナンスが行えることを指摘している。

他方、金融機関による株式持合いが事業会社の業績やコーポレート・ガバナンスに悪影響を与えたとする研究もある。例えば、Adams (1994) は、当時は株式持合いが事業会社に与えている影響を判断するための情報(金融機関が派遣する監査役の報酬等)の開示が不十分であったことから、ドイツの資本市場に海外の投資家が集まらず、資本市場を通じた競争の不在により、ドイツ経済の競争力が弱まったと指摘している。また、Dittmann et al. (2008) は、ドイツ国内の事業会社約 1000 社について、1990 年代後半から 2000 年代前半のデータを用いて、金融機関の役員派遣が事業会社に与える影響を分析している。この分析によると、1990 年代の株式持合い解消に伴って、金融機関の株式保有のシェアが低下して、金融機関の事業会社に対するモニタリング機能が低下したことや、金融機関出身の役員は資本市場に関する専門性に欠け、株主価値の向上に資するアドバイスができないことから、金融機関の役員派遣は事業会社の株主価値の向上には寄与しなかったと結論づけている。この他にも、Agrawal and Elston (2001) は、ドイツ国内の事業会社 100 社について、70 年から 86 年のデータを用いて分析したところ、金融機関と事業会社の資本的・人的関係が強いほど、適切なファイナンスが行えることを認める一方で、金融機関が株主と債権者の立場を兼ねることによって、利益相反が生じていた可能性があり、この結果、金融機関による株式保有が事業会社の収益性や成長性には良い影響を与えていたとは言えないとしている。

1. 3. 株式持合いを巡る環境の変化

1. 3. 1. 金融機関側の要因

1990 年以降、金融・経済のグローバル化の進展や欧州連合 (EU) の発足など、ドイツの金融機関を巡る環境が変化する中、ドイツの金融機関は株式持合いの解消を進めることとなるが、これには、以下の通り、様々な要因が影響していたものと考えられる。

まず、上記の環境の変化に対応するために、金融機関は余裕資金を捻出する必要があった。1990 年代以降、金融・経済のグローバル化が進展する中、ドイツ国内では海外の金融機関が事業を拡大するとともに、海外では現地に進出したドイツの事業会社が現地の金融機関との取引を拡大しつつあった。また、ドイツの金融機関は、国内の事業会社に対する安定的な資金供給 (融資) を重視していたことから、英米の金融機関と比べて、投資銀行業務や資産運用業務で遅れをとっていた。このため、ドイツの金融機関は、国内外での競争力を強化する観点から、海外での事業展開や投資銀行業務の強化等を推進することとなり、そのための合併・買収等の資金を捻出する必要が生じた。

次に、金融機関は自己資本の強化に取り組んだ。上記の通り、1990 年代以降、ドイツの金融機関は投資銀行業務等の強化を目的とする合併・買収を積極的に進めてきたが、この結果、金融機関の自己資本比率が低下する場合があった。このような場合において、金融機関が健全性を維持する目的で、含み益を抱えた株式を売却して、その資金を自己資本の充実のために活用したケースが見られたことが指摘されている。また、1990 年代後半にはバーゼル規制の見直しに係る議論が開始されており、新たな規制を見据えて金融機関が自己資本の強化に取り組んだことも、金融機関が株式持合い解消を進める要因になった。

当時、金融機関は、株式を保有している事業会社に融資を同時に行っている場合が多かったが、少数の企業にエクスポージャーが集中する状況下では、その事業会社の経営状態の悪化によって、金融機関が大きな損失を被るおそれがあったことも、株式持合いの解消が進む要因になったと指摘されている。実際、1990 年代半ば以降には、東西ドイツの統一に伴う住宅等の建設ブームの終了や旧東ドイツの経済成長の遅れ、EU 統合による域内各国との競争激化等の影響によって、事業会社の業績が伸び悩むようになり、金融機関からは、ドイツ国内の少数の企業にエクスポージャーが集中していることに対して懸念の声があるようになった。

また、従来、金融機関は事業会社の株式を保有し、当該事業会社に監査役を派遣した上で、監査役から得た当該事業会社の内部情報を活用し、最適なファイナンスを提供していた。しかし、事業会社の活動がグローバル化するにつれて、事業会社の全てのリスクを適切に把握することが困難になるとともに、後述の通り、「企業領域における監督及び透明性に関する法律」(KonTraG) の制定や国際会計基準の導入によって、事業会社の情報開示

が進展したため、監査役を派遣せずとも、事業会社の情報へのアクセスが可能となった。このことを通じて、監査役を派遣することの利点が薄れていったことも、金融機関が株式持合い解消を進める要因となった。

さらに、金融・経済のグローバル化の進展によって、金融機関間の競争が激しくなったことに伴い、ドイツの金融機関は投資家から高い利益率を期待されるようになった。このため、例えば、当時アリアンツ (Allianz) とミュンヘン再保険 (Munchner Ruckversicherung) は相互に株式を持ち合い、ミュンヘン再保険がアリアンツの再保険契約の独占的なシェアを確保していたが、投資家から高い利益率を求められるようになったアリアンツには、ミュンヘン再保険よりも有利な条件で再保険契約を提供する保険会社を探すインセンティブが生じた。このように、金融機関が高い利益率を得るために最適なビジネス・パートナーを柔軟に選択する動きが活発化したことも、金融機関が株式持合いを解消する要因の一つになった。

この他にも、多額の含み益を有する株式を保有している状態では、英米の金融機関による買収の標的とされやすかったことや、海外の投資家から金融機関による株式持合いが資本の効率的な利用を妨げているとの批判があったことも、株式持合い解消をもたらす要因になったものと考えられる。

1. 3. 2. 事業会社側の要因

1990年代後半以降の金融機関による株式持合い解消については、事業会社側にも要因があると考えられる。

上記の通り、1990年代半ば以降、旧東ドイツの経済成長の遅れや EU 統合による域内各国との競争激化等の影響を受け、ドイツの事業会社は海外展開に活路を見出すようになる。従来、ドイツの事業会社は国内の金融機関からの資金調達を行っていたが、より低コストで資金が調達できるよう、進出先の現地の金融機関からの資金調達や資本市場からの資金調達に積極的に取り組むようになり、ドイツ国内の金融機関から資金調達を受けるニーズが薄れていった。

また、この他にも、海外の投資家から、金融機関による株式持合いが事業会社のコーポレート・ガバナンスを不透明にしているとの指摘があったことや、国内の労働者の団体等が、労働者の権利を守る観点から、金融機関から派遣された少数の監査役が複数の株式保有先の企業の監査役を兼務している状況を批判したこと、金融機関が事業会社に監査役を派遣することで、金融機関が債権 (融資) の回収を優先するようになる結果³、株主利益が損なわれ、ドイツ経済の成長が阻害されているとの批判があったことも、事業会社が金融機関に

³ 金融機関から派遣された監査役が事業会社の経営に与えた影響については、大企業では、労働組合も監査役に参加しているため、銀行と経営者が癒着することは困難であり、事業会社の中で銀行の支配力が高まることはなかったとの意見もある。

よる株式持合いの解消を容認する要因になったものと考えられる。

1. 4. 株式持合い解消に向けた政府の対応

株式持合いを巡る国内外の環境が変化する中、1990年代には、金融機関が株式保有や融資を通じて事業会社の経営を支配していることについて、政府も「金融機関は債権者としての立場を優先するため、事業会社の成長を阻害する行動をとるおそれがある」「事業会社の経営へのチェック機能が働かない」等の問題意識を持っていた。

これを受け、1998年に発足したシュレーダー政権下では、「ドイツ株式会社」を解体するとの強い意志の下、金融機関の事業会社に対する支配力を弱めるため、資本市場制度や企業法制度に係る一連の制度改革が進められることとなった。

2. 株式持合い解消のために政府が講じた施策

2. 1. 経緯

本章では、ドイツにおいて、1990年代から2000年代初頭にかけて行われた、主な資本市場改革及びコーポレート・ガバナンスの強化のための改革を取り上げ、その内容を紹介する。なお、本章で取り上げる施策は、資本市場法制と企業法制の二分野を対象とする。

歴史的に産業国家として発展を遂げてきたドイツでは、EU 統合を控え、更なる経済成長を実現するためには資本市場の育成が重要であるとの認識の下、資本市場の活性化を通じてドイツ経済の国際競争力の向上を図るための改革が継続的に進められてきた。

1970年代以降、欧州経済共同体(EEC:European Economic Community)及び欧州共同体(EC:European Community)は、EU 統合を視野に入れ、欧州経済の国際競争力向上のための関連法制の整備等を進めた。EU 加盟国は、欧州委員会において決定された EU 指令を、各国の実情に合った方法で国内法制化した。特に、欧州委員会の中心国であったドイツは、EU 指令に準拠しながらも、ドイツ独自の改革を織り交ぜながら制度整備を進めてきた。

1990年代は、東西ドイツ統一及びEU 統合が視野に入る中、資本市場の活性化を通じて経済成長を持続させることが課題であった。当時、ドイツでは、銀行業務と証券業務を同一の銀行が行うことのできるユニバーサル・バンクの形態が採用されており、銀行は、株式を保有する企業に対し、議決権の代理行使や監査役の派遣等を通じて影響力を行使したが、このような銀行を主体としたドイツ独自の金融システムの存在がドイツの資本市場の発達を遅らせていると考えられていた。このため、ドイツの資本市場を活性化させる観点から、資本市場の制度やインフラの整備を進める必要があった。

1990年代の前半には、「第1次資本市場振興法」(1990年)、「第2次資本市場振興法」(1994年)が制定され、証券取引法等の基本的な市場関連法制の整備、有価証券取引税の廃止等の資本市場活性化策の実施、及び、投資家保護の強化を目的とするインサイダー取引規制の整備等が行われた。また、法制度の整備に加えて、証券取引所の設立や電子取引システムの導入など、国際化に対応するための資本市場インフラの高度化も進められた。

1990年代後半のドイツは不況下にあり、インフレ・失業問題への対応と景気回復が求められていた。資本市場改革の分野においては、EU 資本市場の統合の中にあって、ドイツ資本市場が中心的な地位を勝ち取るために、より踏み込んだ資本市場強化策の実施が求められた。このような状況下で、上場基準の緩和などを柱とする「第3次資本市場振興法」が制定された。さらに、企業のガバナンスの在り方に対する国際的な議論の高まりや、企業不祥

事の発生等をきっかけとして、企業統治の体制改善や透明化等を目的とする、企業領域における監督及び透明性に関する法律(KonTraG)が制定された。1998年10月にはシュレーダー政権が発足し、以後、資本市場改革と企業法制の見直しに関する取組みが加速した。

2000年代初頭においては、シュレーダー政権の下、社会保障改革をはじめとする様々な構造改革が打ち出された。資本市場法制及び企業法制の分野においては、企業の国際化への対応(国際会計基準の任意適用を含む)や、企業のガバナンスの強化を目的として、「資金調達を容易にするための法律」(KapAEG)及び「透明化法・開示法」(TransPuG)等が制定された。この時期のドイツにおいては、株主利益の最大化を軸とする、米国流のコーポレート・ガバナンスに対する考え方の浸透を背景として、企業の経営の公正性を求める世論が高まっていた。さらに、同時期には、株式売却の際のキャピタル・ゲインに対する非課税措置や「有価証券の取得および買付けに関する法律」の制定など、企業再編や企業買収の環境を整えるための制度改革が打ち出された。

図表 1 主な法制度改革の流れ

時期	資本市場・企業法制関連の主要な動き	その他同時期の主要な動き
1980年代 以前	1985年 株式法の制定	(EU統合に向け、各国がEU指令に基づく国内法の整備を展開)
1990年代	1990年2月 第1次資本市場振興法制定	東西ドイツ統一(1990年) GDPマイナス成長を記録(1992年)
	1994年7月 第2次資本市場振興法制定	EU統合(1993年) 企業不祥事等による事件(1998年頃)
	1998年3月 第3次資本市場振興法制定	
	1998年4月 企業領域における監督及び透明性に関する法律(KonTraG)制定	社会民主党(SPD)に政権交代、シュレーダー政権発足(1998年) 通貨統合、ユーロを導入(1999年)
2000年代	2000年7月 株式譲渡税の非課税措置制定(2002年施行)	
	2001年4月 資金調達を容易にするための法律(KapAEG)制定	年金改革法案可決(2001年) 原発廃止決定(2001年)
	2001年12月 有価証券の取得および買付けに関する法律制定	
	2002年2月 コーポレート・ガバナンス・コード導入	成長戦略アジェンダ 2010 発表(2003年)
	2002年5月 透明化法・開示法(TransPuG)制定	
	2002年6月 第4次資本市場振興法制定	失業者数500万人、戦後最大(2005年)
	2004年10月 投資家保護改善法制定	
	2005年 企業の公正性及び決議取消権の現代化法制定	社会民主党(SPD)が選挙で第二党へ、キリスト教民主同盟(CDU)党首メルケル首相誕生(2005年)

(出所) 日本証券経済研究所「外国証券関係法令集(ドイツ)」等をもとに作成

2. 2. 資本市場関連施策の概要

2. 2. 1. 「第1次資本市場振興法」

1990年には、「第1次資本市場振興法」が制定された。同法の目的は、EU統合を控えて、EC域内での資本市場間の競争が激化する中であって、1980年代より掲げられていた「資本市場としてのドイツ(Finanzplatz Deutschland)」のスローガンの下、資本市場における取引の拡大を通じて、ドイツ資本市場の国際競争力を向上させることであった。

具体的な内容としては、有価証券の売買の際に課せられていた有価証券取引税⁴を廃止

⁴ 当時、株式・外債等には売買代金の0.25%、金融債・公社債には売買代金の0.1%の有価証券取引税が課されていた。

したほか、債券発行を行う際に民法上要求されていた認可を不要とした。さらに、機関投資家等を対象として販売する投資信託(不動産投資信託、ファンド・オブ・ファンズ等)の解禁等が実施された。

2. 2. 2. 「第 2 次資本市場振興法」

1994 年に制定された「第 2 次資本市場振興法」の目的は、証券市場の透明性の向上及び決済機能の強化や規制緩和等を通じた資本市場の利便性向上によって、ドイツ資本市場の魅力と国際競争力を向上させることであった。

まず、資本市場の公正性の改善を目的として、新たに証券取引法を制定し、従来は明確に規制されていなかったインサイダー取引を規制することで、投資家保護の強化が図られた。同時に、連邦証券取引監督庁の設立を通じた取引監視体制の強化も行われた。さらに、証券取引所の業務執行機関と監視機関を分離するとともに、取引監視機関の設置を義務付けた。

加えて、株式法の改正による株式の最低券面額の引下げ(50 マルクから 5 マルクへ)、投資会社法の改正による MMF の解禁等により、個人投資家にも利用しやすい市場の実現を目指した。さらに、退職した従業員の自己株式取得を解禁したほか、ベンチャー・キャピタルによる海外企業への出資を可能とするための制度改正が行われた。

2. 2. 3. 「第 3 次資本市場振興法」

1998 年に制定された「第 3 次資本市場振興法」では、EU による通貨統合を目前に控え、ドイツの金融センターとしての地位の確立を目的とした改革が行われた。同法が制定された 1998 年初めのドイツにおいては、経済の停滞が長引き、失業が深刻化していた。また、第 1 次・第 2 次の資本市場振興法は期待したほどの効果を示さず、資本市場の活性化は実現していなかった。同法の制定には、資本市場の活性化とドイツ資本市場の国際競争力の強化による景気対策的な側面もあった。

具体的には、資本市場の利用促進策として、以下が実施された。

- ・ 設立後 3 年以上という上場基準の撤廃
- ・ 規制市場(Geregelter Markt) に 2 年以上上場した企業が公式市場(Amtlicher Handel) に上場する際に、目論見書の発行を免除
- ・ EU 加盟国の規制市場に 3 年以上上場した企業がドイツ市場へ上場する際に、目論見書の発行を免除
- ・ 上場企業による、英語等での情報開示の解禁
- ・ 目論見書の発行体の責任の時効を、5 年から 3 年に短縮

また、投資信託の多様化を目的として、以下の施策が実施された。

- ・ 新しい形態の投資信託(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)の解禁
- ・ 投資信託の運用規則の緩和(有価証券と不動産の両方に投資する一般投資家向けのファンドの設定、及び、非上場会社株式・デリバティブへの投資・レポ取引利用を解禁)さらに、ベンチャー・キャピタルの促進策として、以下が実施された。
- ・ 有限会社・合資会社等の形態や、非公開の株式会社の形態でのベンチャー・キャピタルの運営の解禁(従来、ベンチャー・キャピタルは、株式会社かつ公開会社の形態で運営することを義務付け)
- ・ ベンチャー・キャピタルによる、資本金の 25%を超えない範囲での EU 非加盟国企業への投資を解禁
- ・ ベンチャー・キャピタルに対する、キャピタル・ゲイン税の免税措置の基準となる出資継続期間を、6 年以上から 1 年に短縮

また、投資家保護の強化のため、上場認可所の承認を得ずに目論見書を公開した場合の罰金の上限を 10 マルクから 100 マルクへ引き上げた。

2. 2. 4. 「第 4 次資本市場振興法」

2002 年に制定された「第 4 次資本市場振興法」は、ユーロの導入(1999 年)以降では初の市場振興法であり、「金融の中心地としてのドイツの魅力を維持・改善するため」(アイヒェル(Eichel)蔵相(当時))に、投資家保護の強化と市場取引の更なる拡大・活性化を実現することを目的としている。

投資家保護の強化のため、以下の施策が実施された。

ーインサイダー取引等の不正に対する規制強化

- ・ インサイダー(内部者本人、配偶者含む)が、当該企業の証券を売買する際に、金融監督庁への通知を義務付け
- ・ 相場操縦に対する規制対象を店頭取引まで拡大(従来は上場取引のみ)し、監督権限を州政府から連邦金融庁へ移管

ー情報開示の強化・透明性の向上

- ・ 金融先物取引における、消費者への説明義務や損害賠償責任を明確化
- ・ 企業の適時開示に関し、標準的な財務指標の利用及び同一の会計基準の継続適用による、比較可能性の確保を義務付け
- ・ 証券アナリストの所属企業と、分析対象企業との間の利益相反関連事項(資本関係の有無等)に関する開示を義務付け

また、市場取引の活性化のため、以下の施策が実施された。

ー 公定市場の価格規制の緩和

- ・ 公定市場の公定価格制が廃止され、取引所の自主規制に基づく価格決定方式へ移行

ー 規制市場による承認制度の導入

- ・ 規制市場による承認がある場合に、自由取引(取引所以外で取引されていた)証券の規制市場における取引を可能化。また、EU 域内他取引所での自動的な上場を可能化。

ー 投資会社の業務範囲の拡大

- ・ 投資会社による、投資顧問業務や(他企業の)持分証券の販売を解禁

併せて、マネーロンダリング等の犯罪対策の強化など、国際化が進むドイツ市場の信頼性向上を目的とした所要の措置が講じられた。

2. 2. 5. キャピタル・ゲイン非課税措置

2002 年には、株式譲渡の際に発生するキャピタル・ゲインに対する非課税措置が実施された。金融機関による保有株式の売却は、1990 年代後半から進んでいたが、売却をさらに促進する上で、キャピタル・ゲインに対する課税(法人税と営業税の合計で税率約 50%、地域により若干異なる)がネックとなっているとの指摘があった。実際に、当時のアイヒェル蔵相は、2000 年 1 月の連邦議会で、キャピタル・ゲイン非課税措置の目的について、「ドイツにおける金融機関と事業会社の緊密な持合い状況を解消できる」と述べており、当時の政権が、キャピタル・ゲイン非課税措置によって、株式持合いの解消の促進を図ろうとしたことがうかがえる。

なお、キャピタル・ゲインの税率を軽減することにとどまらず、非課税としたのは、シュレーダー政権のリーダーシップによるところが大きい、との意見があった。また、ドイツ資本市場の活性化のために、海外投資家を呼び込むための対外的なアピールとしての側面もあったとの意見もある。また、キャピタル・ゲイン非課税措置が導入された背景として、当時、東欧企業の上場をウィーン市場が取り込んだこと等をきっかけとして、ドイツにおいて資本市場の活性化が進まないことへの危機感が高まっていたことを指摘する意見もあった。

その後、2005 年には、社会民主党(シュレーダー政権)からキリスト教民主同盟へ政権が交代した。この年、財務省から長期的な財政の持続可能性に関する報告がなされるなど、高齢化と社会保障支出増に対する懸念が高まりつつあった。このような状況下において、歳入の確保を優先するため、キャピタル・ゲイン非課税措置の廃止が検討された。そして、2008 年の法人税制改正において、法人実効税率が 40%から 30%に引き下げられた一方で、キャピタル・ゲイン非課税措置は廃止された(キャピタル・ゲインは法人所得として通算し、

法人税が課税されることとなった)。

2. 2. 5. 「有価証券の取得および買付けに関する法律」

2001 年には、買収対象企業の少数株主や従業員の保護と、公開買付手続の公正化・透明化を目的として、「有価証券の取得および買付けに関する法律」が制定された。なお、当時、公開買付手続を定めた法律としては、1995 年に制定された「公開買付に関する法律」が存在したが、罰則規定がなく、強制力に乏しいとの指摘があった。このような状況下において、1999 年頃からドイツ企業を対象とした国際的な敵対的買収が複数件生じたことを背景に、公開買付手続の公平性・透明性の向上が課題となっていた。

主な内容として、まず、公開買付の種類(通常買付、公開買付、強制買付)の別に、最低価格規制等の少数株主保護のための措置が講じられたことが挙げられる。その概要は以下のとおりである。

ー公開買付の分類

- ・ 通常(単純)買付： 議決権の 30%未満の取得を目的として行う買付けまたは既に議決権の 30%以上を有する場合に更なる買い増しを目的として行う買付け
- ・ 公開買付： 議決権の 30%未満を有する者が 30%以上の議決権取得を目指して行う買付け
- ・ 強制(義務的)買付： 公開買付によらず議決権の 30%を取得した場合に実施が強制される買付け

ー各分類における規制の対応

- ・ 最低価格規制： 買収対象企業の少数株主が株式を売却できる機会を確保するためのもので、買収対象企業の直近 3 ヶ月の売買高加重平均価格または直近 6 ヶ月の最高値のいずれか高い額での売却を義務付ける規制。公開買付・強制買付の場合に適用される。
- ・ 全部買付け義務： 公開買付および強制買付の場合に、全ての株主に対してオファーを行うとともに、応募があった全ての株式を買い付ける義務。

また、公開買付に必要な手続の期間・ルールが明確になった。具体的には、公開買付に際して、買付けの意思決定の公表及び買収対象企業への通知から 4 週間以内に、公開買付書類を当局へ提出する義務等が定められた。

さらに、公開買付に対する意見表明義務、企業の最善の利益のために行動する義務、及び、公開買付の妨害禁止義務等を含む、公開買付対象企業の取締役会に課せられる義務が明確に定められた。

2. 3. 企業法関連施策の概要

2. 3. 1. 「企業領域における監督及び透明性に関する法律」(KonTraG)

ドイツ企業の国際化の進展に伴い、ドイツの企業の経営全般において、透明性が以前にも増して求められるようになったこと等を背景に、1998年に、「企業領域における監督及び透明性に関する法律」(KonTraG)が制定された。同法の主な目的は、監査役会の取締役に対する監督の強化であり、具体的には、以下の措置が盛り込まれた。

- ・ 取締役に対するリスク管理体制及び内部監視システムの構築義務付け
- ・ 取締役による監査役会への事業計画の報告義務付け
- ・ 監査役会に法定監査の委託権限を付与(従来は取締役会に付与されていたもの)
- ・ 法定監査人の監査役会等への出席の原則義務化

加えて、自社株買い及びストック・オプションが容認された。当時、米国系資本が入った大企業等において、ストック・オプションを導入しようとする動きがあったことを踏まえた措置と見られる。

さらに、株式の議決権について、従来ドイツでは、議決権が保有株式数に比例しないような方法で株式の議決権を設定することも可能であったが、同法によって、このような方法で議決権の設定を行うことは原則として禁止された。最高議決権(株主としての経済的利益に比して過少な議決権を配分するもの)について、銀行への議決権預託を促進し、銀行の支配力強化につながっているとの批判があがっていたこと等を踏まえた措置と考えられる。具体的には以下を実施した。

- ・ 複数議決権(株主としての経済的利益に比して過大な議決権を配分)の禁止
- ・ 上場企業における最高議決権(株主としての経済的利益に比して過少な議決権を配分)の禁止

併せて、同法によって、上場企業との間で相互参加(相互に25%以上を保有)の関係にある場合には、相手企業の監査役選任に関する議決権の行使が禁止された。

2. 3. 2. 「資金調達を容易にするための法律」(KapAEG)

2001年には、ドイツ企業による海外での資金調達を円滑化する目的で、「資金調達を容易にするための法律」(KapAEG)が制定され、ドイツ企業に対しIFRSの任意適用が認められた。具体的には、ドイツ企業が、IFRSやUS-GAAPといった国際的に承認された会計原則に基づく連結決算書を作成・開示する場合に、国内の会計基準に基づく連結決算書の作成義務を免除することで、事務手続等の負担の軽減が図られた。1993年のダイムラーによるニューヨーク証券取引所(NYSE:New York Stock Exchange)への上場をはじめとする、ドイツの有力企業による相次ぐNYSEへの上場を踏まえた立法であったと考えられる。

2. 3. 3. 「透明化法・開示法」(TransPuG)

2002 年には、経営に対する監視の強化及び経営の透明性の向上と、株主・投資家保護の更なる強化を目的として、「透明化法・開示法」(TransPuG)が制定された。同法によって、上場企業の取締役と監査役会に対し、「ドイツ・コーポレート・ガバナンス・コード」の実施状況の説明と公表が義務付けられた。

また、経営の監視役としての監査役会の機能強化が図られた。具体的には、取締役会が一定の業務を行う場合に、監査役会の同意を取得することが義務付けられた。また、取締役から監査役会に対する情報提供内容の充実も盛り込まれた。さらに、企業公告の電子的連邦広告への掲載の義務付けも行われた。

なお、本法律は 2001 年にシュレーダー首相に対して政府委員会が提出した「コーポレート・ガバナンス－企業経営－企業コントロール－株式法の現代化」の報告書内容を立法化したものである。同政府委員会は、ドイツ企業の競争力改善や経営・企業監督制度の改善のために、シュレーダー首相の指示により 2000 年に設置された。

2. 3. 4. 「ドイツ・コーポレート・ガバナンス・コード」

ドイツ司法省が設置した「コーポレート・ガバナンス規範策定委員会」は、2002 年、「ドイツ・コーポレート・ガバナンス・コード」(Deutscher Corporate Governance Kodex) を策定した。同コードにおいては、次のような勧告と推奨が行われている。

- ・ 執行役会は定期的に経営戦略の現状を監査役会に報告すること
- ・ 執行役会は、経営上の重要事項の決定にあたっては、予め監査役会の同意を得ること
- ・ 執行役会の報酬は監査役会が定め、執行役員の報酬としてストック・オプションを利用すること
- ・ 執行役会は、重要な事項をインターネットなどを利用して速やかに株主に開示すること
- ・ 開示すべき連結決算は、全て国際会計基準に従って作成すること

3. 金融機関の株式持合い解消の動き

3. 1. ドイツの金融機関の株式保有の動向

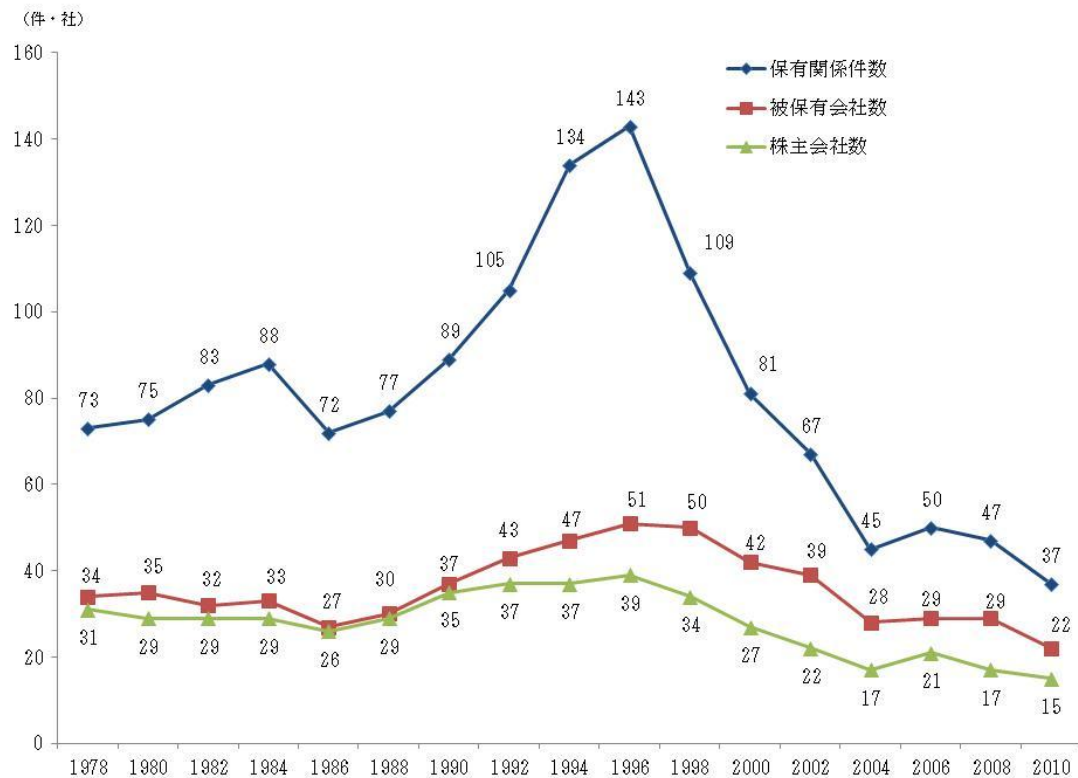
ドイツの株式持合いの動向を確認するには、独占委員会 (Monopolkommission) の隔年報告書 (Biennial Report) のデータが有用である。このデータは、ドイツの主要 100 社の財務情報に基づき、その 100 社の相互間での株式持合い状況を調べたものである。なお、主要 100 社は、ドイツ国内の付加価値生産額の上位 100 社であり⁵、事業分野は自動車、化学、建設、エネルギー、小売、金融など、全ての分野の企業を対象としている。

ドイツでは、個人企業を除いた企業数は約 103 万社であるが、株式会社は約 1% (約 7,800 社) に過ぎず、有限会社 (約 51% : 約 53 万社) や組合 (約 41% : 約 42 万社) が大半を占めている。また、株式会社であっても、オーナー所有の非上場企業が多く、上場企業は約 750 社となっている。他方、ドイツにおける株式持合いの問題は、大手の金融機関が一部の上場企業の株式を保有することが問題視されたものである。このため、独占委員会の上記データは、ドイツの全ての企業の株式保有状況を網羅的に調べたものではないが、ドイツにおける株式持合いの問題を検証するための一助となると考える。

図表 2 は、Monopolkommission (2012 年) に掲載されている、ドイツの主要 100 社の相互間での株式保有状況の推移を示したものである。「株主企業数」は、主要 100 社のうち、100 社のいずれかの企業の株式を保有している企業の数であり、1 株でも保有していれば 1 社とカウントされる。他方、1 社が主要 100 社のうちの 10 社の株式を保有していたとしても、1 社としかカウントされない。「被保有企業数」は、主要 100 社のうち、100 社のいずれかの企業に株式を保有されている企業の数である。「保有関係件数」は、主要 100 社の相互間の株式保有の件数を示したものであり、例えば、A 社が B 社の株式を保有している場合は 1 件、さらに、B 社が A 社の株式を保有している場合は計 2 件とカウントされる。

⁵ 「付加価値生産額」とは、売上額から外部購入費 (原材料費等) を除外した額である。主要 100 社の付加価値生産額の総額は 2,730 億ユーロ (2010 年)、国内の企業による付加価値生産額は合計 1 兆 6,690 億ユーロであり、主要 100 社の付加価値生産額が占める割合は 16.4% となっている。なお、1978 年以降の、付加価値生産の総額に占める主要 100 社の比率の推移を見ると、1978 年の 19.4% から 2010 年の 16.4% へ約 3% 減少している。この理由について、独占委員会は、主要 100 社の中に国内から海外に生産活動がシフトした企業が存在したことが要因と指摘している。

図表2 ドイツ主要100社間における株式保有状況の推移

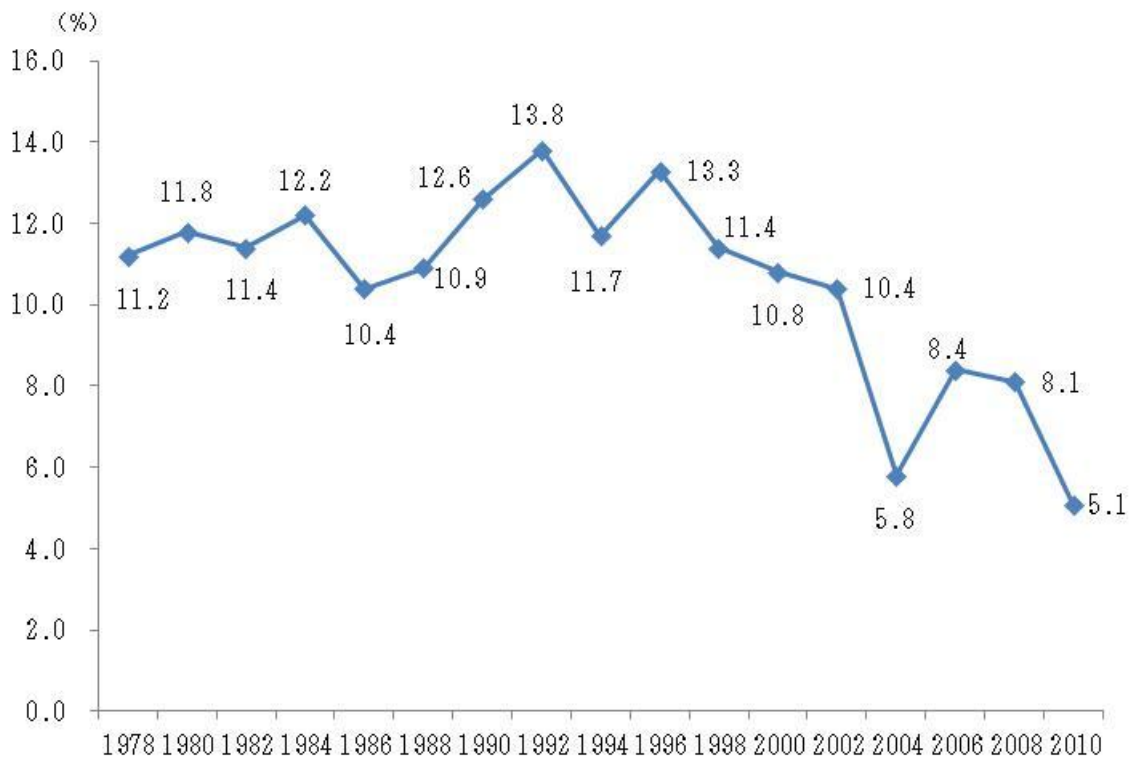


(出所) Monopolkommission “Biennial Report”をもとに作成

これを見ると、1990年以降、いずれの計数も増加傾向にあったものの、1996年をピークに減少に転じている。とりわけ、「保有関係件数」は1996年に143件だったものが、1998年109件、2000年81件と急速に減少しており、この頃から主要100社の保有株式の売却が始まり、株式持合いの解消が進展していったものと考えられる。

また、図表3は、主要100社の相互間の株式保有状況を金額で示したものである。これは、主要100社の相互間で保有している株式について、その企業の付加価値生産額と議決権保有割合を乗じた金額(持合い株式の合計金額)を算出した上で、その金額が100社の付加価値生産額の合計に占める割合を示している。この計数については、各社の業績の変動等に影響されることから、上記の「保有関係件数」等と比べて変動が大きいという点に留意する必要があるものの、上記の計数と同様に、1996年頃から持合い株式の合計金額の占める割合が低下していることが分かる。

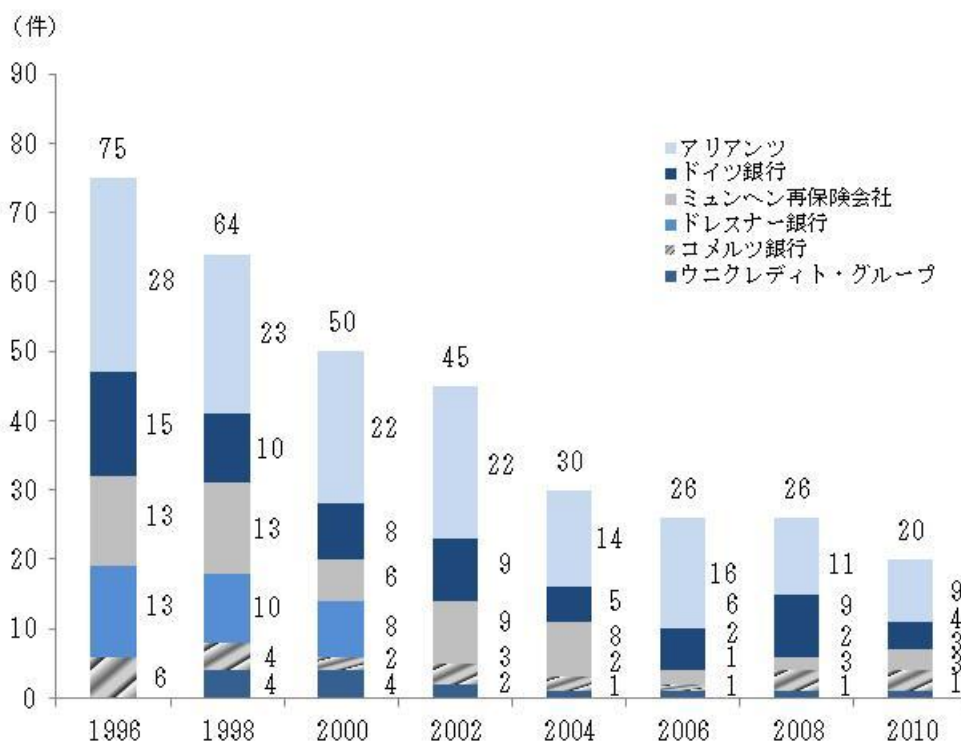
図表3 ドイツ主要100社間で保有関係にある株式の割合（付加価値ベース）



(出所) Monopolkommission “Biennial Report”をもとに作成

次に、上記の主要100社の相互間での株式保有状況のデータを用いて、主要金融機関6社(アリアンツ、ドイツ銀行、ミュンヘン再保険、ドレスナー銀行(Dresdner Bank)、コメルツ銀行、ユニクレディット・グループ(Unicredit))による株式保有の件数を示したものが図表4である。1996年には、金融機関6社で75件の出資を行っていたものが、2010年では20件まで減少しており、このことから、金融機関に保有株式の売却が進展したことが分かる。なお、この間、事業会社を含む主要100社の相互間の株式保有の件数を示した「保有関係件数」は、143件(1996年)から37件(2010年)に減少しているが、それぞれの年で金融機関6社の保有割合を見ると、52%(1996年)、54%(2010年)と大きな変化は見られない。このことから、この間、金融機関による保有株式の売却が進んだと同様に、事業会社による保有株式の売却も進んだものと考えることができる。

図表 4 ドイツの金融機関による国内主要 100 社の株式保有件数の推移



(出所) Monopolkommission “Biennial Report”をもとに作成

また、図表 4 を見ると、1996 年において、株式保有件数が多い金融機関は、アリアンツ (28 件)、ドイツ銀行 (15 件)、ミュンヘン再保険 (13 件)、ドレスナー銀行 (13 件) であることから、これらの 4 社がドイツにおける株式持合いのネットワークの中核を担っており、これらの金融機関が保有株式の売却を進めたことによって、ドイツの株式持合いの解消が進展したことが分かる。

図表 5～8 は、上記の計数に基づき、主要 100 社相互間の株式保有状況を視覚的に理解できるように図示したものである。図表中の矢印の方向と太さは、株式の保有関係と保有割合を示している。黄色の矢印は金融機関間の株式保有、赤色の矢印は事業会社間の株式保有、橙色の矢印は金融機関と事業会社の株式保有を示している。また、黄色の円は金融機関、赤色の円は事業会社を示しており、円の大きさは株式保有額 (保有株式 (議決権) 数及び株式価値) の大小を表現している。

図表5 ドイツ主要100社の株式保有相関図(1996年)



(出所) Max-Planck Institute “Deutschland AG 1996-2010 | 8 Grafiken”

図表6 ドイツ主要100社の株式保有相関図(2000年)



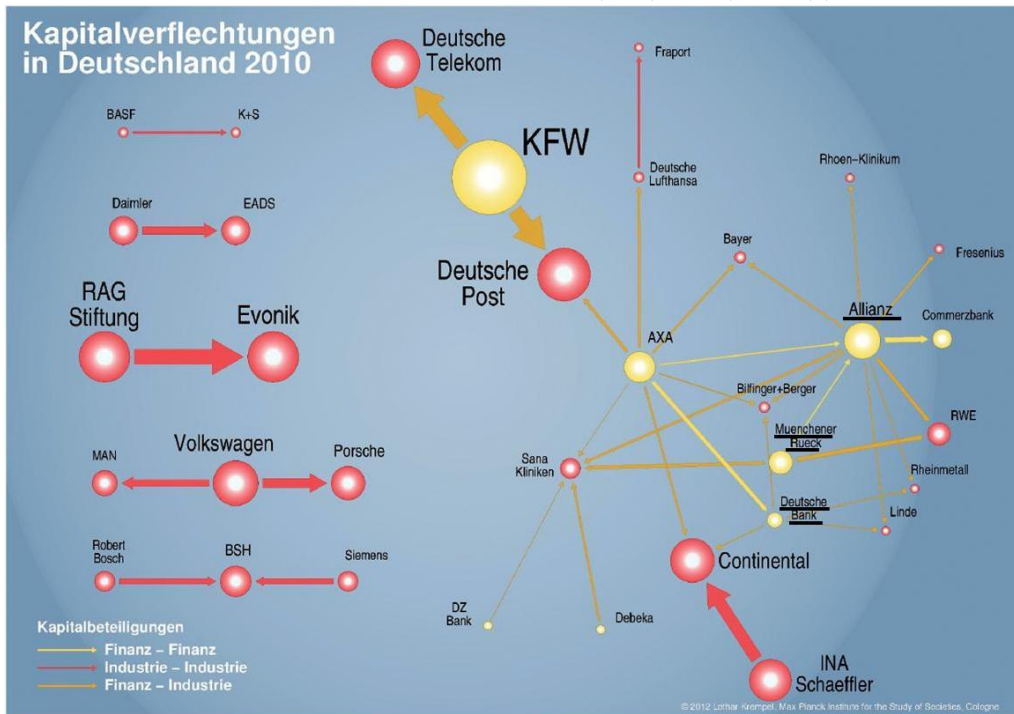
(出所) Max-Planck Institute “Deutschland AG 1996-2010 | 8 Grafiken”

図表7 ドイツ主要100社の株式保有相関図(2004年)



(出所) Max-Planck Institute “Deutschland AG 1996-2010 | 8 Grafiken”

図表8 ドイツ主要100社の株式保有相関図(2010年)



(出所) Max-Planck Institute “Deutschland AG 1996-2010 | 8 Grafiken”

図表 5 は 1996 年における株式保有状況を示したものであるが、これを見ると、アリアンツ、ドイツ銀行、ミュンヘン再保険、ドレスナー銀行の 4 社が相互に株式を持ち合うとともに、それらの 4 社が多数の事業会社の株式を保有しており、この 4 社を中心とする株式持合いのネットワークが構成されていることが分かる。Hopner and Krempel (2004) は、ドイツにおける株式持合いは日本の系列のような複数の孤立したネットワークではなく、約 60 の企業が参加する一つの複雑なネットワークであることを指摘している。また、金融機関間の相互保有は見られるものの、事業会社間の相互保有は、国や地方政府の産業政策の影響を強く受けるエネルギー産業や重工業の企業を除けば、極めて少ないと分析している。

図表 6 は 2000 年における株式保有状況を示したものであるが、これを見ると、1996 年(図表 5)に比べれば、株式保有を示す矢印の数が減少するとともに、その太さも細くなっており、主要 100 社の相互間の株式持合いの解消が進んだことが分かる。また、いくつかの企業は株式持合いのネットワークから離脱していることも分かる。なお、2002 年にはキャピタル・ゲインの非課税措置が施行されることとなるが、株式持合いの解消は 1996 年頃から進んでいたものと考えられる。

1996 年から 2000 年の変化について、Hopner and Krempel (2004) は、この間の最も顕著な変化は、金融機関の円が小さくなり、金融機関からの矢印が少なくなったことであるとした上で、この理由として、それまでは、金融機関が事業会社から内部情報を得た上で、その情報に基づき最適な意思決定を行うことができたが、資本市場を通じた競争が激しくなるにつれ、事業会社は投資家から積極的な情報開示やガバナンスの向上を求められ、金融機関だけが得られる内部情報が少なくなったため、金融機関が株式保有のリスクに見合ったメリットを得ることができなくなったことを指摘している。また、Hopner and Krempel (2006) は、この間に保有株式の売却を進めたドイツ銀行について、同行は投資銀行業務の強化に取り組んでおり、M&A のアドバイザリー業務を行うにあたっては、事業会社と一定程度の距離を置いた中立の関係であることが重要であり、事業会社の株式保有が障害となっていた可能性があることを指摘している。

図表 7 は 2004 年における株式保有状況を示したものであるが、これを見ると、引き続き、株式保有を示す矢印の数が減少するとともに、その太さも細くなっており、主要 100 社間の株式持合いの解消が断続的に進んだことが分かる。また、この間は金融機関間の矢印が減少していることが特徴であり、金融機関間の株式持合いが解消したことが分かる。Hopner and Krempel (2006) は、アリアンツについて、依然として、株式持合いのネットワークの中心に存在するものの、同社は受け身の投資家 (passive investor) であり、また、保有割合が減少していることから、ミューチュアル・ファンドのような存在に変わりつつあることを指摘している。

最後に、図表 8 は 2010 年における株式保有状況を示したものであるが、これを見ると、ネットワークが分断され、いくつかの小さなグループに分かれたことが分かる。金融機関では、アリアンツ、ドイツ銀行、ミュンヘン再保険の株式保有がさらに減少する一方、アクサ (AXA) 等の外資系金融機関やドイツ復興金融公庫 (KfW: Kreditanstalt für Wiederaufbau) 等の政府系金融機関が目立つようになってきている。

3. 2. ドイツ銀行

3. 2. 1. 1990 年代までの保有状況

ドイツ銀行の株式持合いの歴史は長く、アリアンツやミュンヘン再保険の株式はそれぞれが設立された 19 世紀後半から保有していた。株式保有額は 1950～70 年代に増加し、1990 年代初頭には 25 社の株式を保有していた。その中でも、大きな割合を占めていたのは、ダイムラー (Daimler) (議決権割合 28%)、アリアンツ (同 25%)、ミュンヘン再保険 (同 25%) であり、この 3 社で株式保有額の約 75% を占めていた。

金融機関や事業会社の株式を保有していた主な理由は、配当金収入を得ることであり、1980 年代は毎年 3～4 億ユーロの配当金を安定的に得ていた。

3. 2. 2. 株式持合い解消の背景等

ドイツ銀行では、1990 年代半ば以降、株式持合いを解消していくこととなるが、これは当時の金融・経済のグローバル化を踏まえたドイツ銀行の経営戦略の変化への対応という側面が強かった。当時、ドイツ銀行は、投資銀行業務や資産運用業務の強化が喫緊の課題であると指摘されていたが、これらの分野においては英米の金融機関が強みを有していたことから、ドイツ銀行は、積極的な合併・買収戦略を展開することとなる。まず、1989 年に英国の投資銀行モルガン・グレンフェル (Morgan Grenfell)、1998 年に米国の投資銀行バンカーズ・トラスト (Bankers Trust) を買収するとともに、2002 年には米国の資産運用チューリッヒ・スカダー・インベストメンツ (Zurich Scudder Investments) を買収しており、それ以降も積極的に合併・買収を行っている⁶。このような積極的な合併・買収戦略を展開するための資金として、保有株式の売却で得た資金が活用されることとなった⁷。実際、2000 年 6 月にアリアンツの株式を一部売却した際にも、ドイツ銀行は、「保有する資産を積極的に活用することが目的であり、新たな企業の合併・買収に活用する資金を確保し、株主の価値を高めるというドイツ銀行の戦略の一環である」と述べている。

⁶ 2000 年には、ドレスナー銀行との合併構想が発表されたものの、これは発表後 1 ヶ月も経たないうちに撤回されている。

⁷ 落合 (1999) は、1999 年のバンカーズ・トラストの買収資金は、増資やアリアンツ株式に転換することのできるエクステンジャブル債の発行等が活用されたとしている。

なお、バンカーズ・トラストの買収によって、ドイツ銀行の経営陣に米国人の役員が加わることとなったが、彼らには事業会社の株式を売却することに対する抵抗がなく、彼らが、保有株式を売却して、株主への還元や成長のための投資に活用するべきと主張したことも、株式持合いの解消が進む要因となった。

図表9 ドイツ銀行の企業買収・投資活動

年	地域	事業分野	活動内容
1989	英国	投資銀行	モルガン・グレンフェル・グループ買収
1997	豪州	資産運用	アクシオム (Axiom) 買収
1999	米国	投資銀行	バンカーズ・トラスト買収
2000	独国	投資銀行	ドレスナー銀行との統合交渉決裂
(2001)	米国		(NYSE 上場)
2002	スイス	資産運用	チューリヒ・スカダー・インベストメント買収
	スイス	プライベートバンク	ルイブラス (Rued Blass & Cie) 買収
2004	ロシア	投資銀行	UFG 銀行グループの株式 40%取得
2005	トルコ	投資銀行	ベンダー証券の株式 60%取得
	英国	投資銀行	JP モルガンの英国預託・決済ビジネス買収
	豪州	資産運用	ウィルソン HTM と JV 設立
	中国	資産運用	嘉実基金管理有限公司に 19.5%出資

(出所) Deutsche Bank “Annual Report” をもとに作成

次に、ドイツ銀行の株式保有は、ダイムラー、アリアンツ及びミュンヘン再保険の3社で約75%を占めていたが、ダイムラーには多額の融資も行うなど、少数の企業にエクスポージャーが集中するリスクを警戒する声があった。他方、1990年代半ば以降、ドイツ経済が減速する中で、事業会社からの配当は減少したため、リスクを取りながら株式保有を継続するインセンティブはなくなりつつあった。

また、1998年のバンカーズ・トラストの買収によって、自己資本比率が低下したため、自己資本比率を高め、健全性を維持する観点から、保有株式を売却して得た資金を自己資本の強化に充てることとした。さらに、海外の投資家から株式持合いが資本の効率的な利用を妨げているとの批判があったことも、株式持合いの解消が進む要因になった。

このような背景の下、ドイツ銀行は、1990年代半ば以降、株式持合いの解消を進めており、ドイツ国内の主要100社の中で株式を保有している件数は、1996年に15件であったものが、1998年10件、2000年には8件となった。2001年には、ITバブルの崩壊によって、保有株式の価格が下落し、多額の損失を被ったことから、保有株式を削減する方針が一層明確に

なり、それ以降もドイツ銀行の株式持合いの解消は着実に進んだ。2002 年には、キャピタル・ゲインの非課税措置が施行されたが、この施策について、ドイツ銀行は「ドイツ銀行における株式持合いの解消は、1990 年代半ばから経営戦略の中で進めているものであり、この施策が主な要因となったわけではないが、株式持合いの解消を早めるインセンティブにはなった」との認識を有している。

図表 10 ドイツ銀行による主要 100 社の株式保有状況（単位：％）

企業名	セクター	1996	1998	2000	2002	2004	2006	2008	2010
アリアンツ (Allianz)	保険	10.0	9.3	4.2	3.4			1.2	
エーエムビーゼネラル保険ホールディングス (AMB Generali Holding)	保険	5.0							
アクセルシュプリンガー (Axel Springer Verlag)	出版				29.7*1			8.4	
バイエルン連合銀行 (Bayerische Vereinsbank)	銀行	4.9							
ビルフィンガーベルガー (Bilfinger Berger)	建設							3.0	2.5
コンチネンタル (Continental)	自動車	10.3	8.4	7.0					0.8
ダイムラー (Daimler-Benz)	自動車	24.5	12.7	11.6	11.8	3.0	4.4	2.7	
ルフトハンザドイツ航空 (DeutscheLufthansa)	輸送	0.4	0.4						
ドイツポスト (Deutsche Post)	輸送						1.8	1.8	
ドゥーツ (Deutz)	工業	44.7							
ドレスナー銀行 (Dresner Bank)	銀行	0.8							
エナジー・バーデンヴュルテンベルク EnBW (Energie Baden-Württemberg)	電力				5.9				
フレゼニウス (Fresenius Aktiengesellschaft)	工業				3.3				
ジーイーエー (GEA) / (MG Technologies)	工業	16.6	13.0	9.3	9.0				
ゲーリング・コンツェルン・アルゲマイネ・フェアジツヒャルングス保険 (Gerling-Konzern Versicherungs-Beteiligungs)	保険	30.0	30.0	30.0					
カールシュタット (Karstadt)	小売	10.0							
リンデ (Linde)	化学	10.0	10.1	10.0	10.4	10.0	7.8	3.8	2.9
マン (MAN)	自動車					5.0	5.0		
ミュンヘン再保険 (MunichRe)	保険	10.0	10.0	9.7					
ホルツマン (Philipp Holzmann)	建設	25.9	20.9						
ラインメタル (Rheinmetall)	工業							3.1	3.2
ルーンクリニコム (RhoenKlinikum)	医薬						3.0	3.0	
ズートツッカー (Südzucker)	食品	12.8	12.9	11.4	4.9				
ツアーリストユニオンインターナショナル (TUI Aktiengesellschaft)	旅行				4.8	4.8			
ヴェストファーレン合同電力 (Vereinigte Elektrizitätswerke Westfalen)	電力	6.3	6.3						

*1: アクセルシュプリンガーの株式を 2002 年に 29.7% 獲得しているのは、親会社の会社更生法申請に伴い、融資の担保としていた同社株を入手したため。
(出所) Monopolkommission “Biennial Report” をもとに作成

ドイツ銀行の直近の株式保有の状況について、2013 年のドイツ銀行のアンニュアル・レポートによると、5%以上の議決権を保有する大企業は 37 社であるが、その大宗は海外の金融機関やドイツ国内の保証銀行（信用補完を目的に銀行連盟等と共同出資する公的金融機関）向けの出資であり、国内の事業会社は 2 社で、国内主要 100 社に入っている企業はない⁸。

3. 2. 3. 売却方法

ドイツ銀行は、1990 年代半ば以降、ダイムラー、アリアンツ、ミュンヘン再保険の株式を含め、保有株式の売却を進めた。株式の売却総額は 200 億ユーロに達しているが、購入価格

⁸ ドイツ銀行は、大企業の株式の他に、非上場株式や PE ファンド事業に関連するものを保有している。

が 50～60 億ユーロであったことから、ビジネスとしてみれば結果的に成功したようである。

株式売却の方法は、主に以下の 3 つの方法を用いた。

まずは、転換社債を用いる方法(保有する事業会社の株式を原資産として、等価で取引可能な「社債+株式コールオプション(一定価格で当該株式を購入する権利)」を組み合わせた金融商品(転換社債)を組成し、売却する方法)で、主に 1990 年代の後半に利用された。売却全体の 15～25%がこの手法によるものである。

転換社債による株式売却は、ドイツ銀行にとって、①株式転換オプションの手数料を早期入手できる、②社債で保有し続けた場合には課税が満期まで先延ばしできる、という利点があった。なお、同様な課税の先送り効果がある手法として、Forward Contract(先渡し契約)を活用したケースもある。2000 年 6 月のアリアンツ社の株を売却した際に、機関投資家と先渡し契約を結び、キャピタル・ゲイン税が撤廃される 2002 年の後にアリアンツの株式を機関投資家へ受け渡すという仕組みを用いている。つまり、先渡し契約の原資産であるアリアンツの株式はキャピタル・ゲイン税が撤廃された後に売却されるため、2000 年 6 月当時に適用されるはずだった約 50%のキャピタル・ゲイン税を回避することが目的であった。

次に、ブロックトレードであり、株式売却全体の 50～60%を占めた。この方法は、買い手が見つければ、大量の株式を一度に取引できる利点があった。なお、ブロックトレードや、取引先の機関投資家をより絞り込む ABO(Accelerated book building offer:機関投資家を中心に短期間でブックビルディングを行う方式)等の手法によって、株価への影響を抑制できたとする見方もあるが、ドイツ銀行で売却した銘柄に関しては、売却後経験的に株価が 2～3%下落しており、「株価への影響を必ずしも抑制できるわけではない」との見方もある。

最後に、通常の市場での売却があり、ドイツ銀行による売却全体の 35%程度を占めた。

これら 3 つの方法を、1 つの銘柄に対しても組み合わせて、時間をかけて徐々に保有株式を売却して行った。例えばダイムラーの株式の場合、1994 年から 2009 年にかけて、転換社債 1 回、ブロックトレード 2 回、市場売却を 3 回行い、保有を解消している。

なお、株式売却の対象となる事業会社に対して、事前の話し合いや特別な対策は無かった模様である。ダイムラーの株式の売却においては、1994 年の最初の売却に際しては、事前に打合せをして了解を取ったが、以後は特別な話し合いなどは実施しなかった。

【参考】ドイツ銀行の保有株式の新会社への移管

1998 年 12 月、ドイツ銀行は保有株式を新会社 DB Investor に移管することを発表した。この点について、落合(1999)は以下のように指摘している。

「ドイツ銀行は、12月16日、大量に保有するドイツ企業の株式を新会社に移管することを発表した。株式を保有するのは、株式会社をジェネラル・パートナーとする複数のリミテッド・パートナーシップ(AG & Co. KG)で、ジェネラル・パートナーとなる株式会社 DB Investor を新たに設立する。このような複雑な仕組みを取ったのは、移管の際のキャピタル・ゲイン課税を免れるためである。

(中略)

保有する株式を別会社に移管する目的としては、第一に経営の透明性を高めることが上げられる。ドイツが保有株式による多額の含み益を抱えていることは周知の事実で、この存在がドイツ銀行の資産内容を不透明なものにしていた。また、事業会社の株式を大量に保有していることは、懸案となっているニューヨーク証券取引所への上場認可にも障害となっていた。

第二の狙いは新しい収益部門の確立である。新会社は、単に株式を保有管理するだけでなく、積極的な運用を行い、プロフィット・センターとなることを目指す。これまで、保有株式の売却は半ばタブー視されていたが、今後はタブーなく売却すべき株式は売却する一方で、保有期間 2～5 年を目途にしたプリンシパル・ファイナンス業務にも参入する。新会社の CEO 以下、15～20 人の専門職は、業績に連動して処遇される。

第三の狙いは、自己資本の増強である。簿価と時価の間の価格で保有株式を移管するため、その差益により自己資本が 40 億マルク増額される。」

(落合大輔(1999)「ドイツ銀行のバンカーズ・トラスト買収」より抜粋)

3. 3. アリアンツ

3. 2. 1. 1990 年代までの保有状況

アリアンツが事業会社の株式保有を進めたのは、第二次世界大戦後である。当時、政府は早期の経済復興を目指す観点から、金融機関に対して、鉄鋼やエネルギー等の基幹産業への資金供給を促しており、アリアンツは事業会社の株式を取得することによって、事業会社に資金を供給していた。その後も、アリアンツの株式保有の対象は自動車や化学等の様々な産業に拡大したため、アリアンツは「産業資本の提供者」と言われた。また、ミュンヘン再保険とは、1921 年から両社が 25%の株式を持ち合う友好的なパートナー関係を築いており、他の金融機関や事業会社に共同で出資を行うなど、ドイツにおける株式持合いのネットワークの中核を構成していた。

なお、アリアンツが金融機関や事業会社の株式を保有していた主な理由も、配当金収入

を得ることであり、事業会社の経営支配等の戦略の中で保有していたわけではなく、過去の歴史の中で自然に保有することとなったものであった。

3. 2. 2. 株式持合い解消の背景等

1990年代後半、アリアンツは生命保険業務、損害保険業務、資産運用業務を3本柱としていたものの、損害保険業務が当時の利益の大宗を占めており、生命保険業務と資産運用業務の強化が課題とされていた。このため、Bayer (2002) では、生命保険業務と資産運用業務の強化を目的とする事業再構築や金融・経済のグローバル化に伴う海外展開を進めることとなり、このための資金を捻出する必要が生じたことが保有株式の売却の動機となったことが指摘されている。

このような中、アリアンツは2001年にドレスナー銀行を買収したが、落合(2001a)は、この買収は国内での資産運用業務の強化と生命保険商品や投資商品の販売チャネルの強化を目的としたものであったと指摘している。

ドレスナー銀行の子会社であるDIT (Deutscher Investment Trust) は、預かり資産残高で国内第4位であり、これを統合することにより、リテール向けの資産運用業務を強化することができる。また、アリアンツは1998年には米国のPIMCO、2000年には米国のニコラス・アップルゲートを買収するなど、資産運用業務の強化に取り組んでいる。なお、アリアンツが資産運用業務の強化に取り組む背景として、落合(2001a)は、金利の低下や株価の上昇、年金制度改革に伴う公的年金支給額の減額等によって、個人投資家による証券投資が急速に進んでいたことを指摘している。

また、ドレスナー銀行の買収は、リテール向けの金融商品の販売チャネルの拡大を狙ったものでもあった。落合(2001a)によると、当時、アリアンツは生命保険商品を中心とする金融商品を12,000の専属代理人を通じて販売してきたが、専属代理人のネットワークは保守的であり、増加することが期待されていた個人年金商品や投資信託の販売には不向きであると見られていたことから、当時は投資信託や株式の販売は主に銀行のチャネルを通じて行われていたことも考慮し、自前の支店網を持つために、ドレスナー銀行の買収を行った。

さらに、アリアンツは海外事業を強化する観点から、海外の保険会社の合併・買収にも積極的に取り組んでおり⁹、このための資金を捻出する必要もあった。

⁹ アリアンツは、1998年に中国の大衆保険と現地に合弁会社を設立したほか、2000年にはエジプトの Arab International Insurance を買収した。

図表 11 アリアンツにおける主要 100 社の株式保有状況(単位：%)

企業名	セクター	1996	1998	2000	2002	2004	2006	2008	2010
エーエムビーゼネラル保険ホールディングス(AMB Generali Holding)	保険	5.0	4.6	4.6	9.5				
アルカンドーア(ARCANDOR)/カールシュタットクヴェレ(KarstadtQuelle)	小売			9.1	13.7	7.6	7.4		
アウルビス(Aurubis)	素材				8.4				
ビーエーエスエフ(BASF)	化学	10.5	6.3	11.9	11.9	2.7	2.5	2.6	
バイエル(Bayer)	化学	5.0	5.0	5.7	5.8	4.8	3.8	2.4	2.5
バイエルン抵当割引銀行(Bayerische Hypothekenund Wechsel-Bank)*1	銀行	22.6							
バイエリッシュヒポフェラインス銀行(Bayerische HypoVereinsbank)	銀行		17.6	13.6	0.3				
バイエルン連合銀行(Bayerische Vereinsbank)*1	銀行	2.6							
バイヤスドルフ(Beiersdorf)	消費	37.7	37.7		43.6			6.0	
ベーヴァック(Bewag Aktiengesellschaft)	電力			4.4					
ビルフィンガーベルガー(Bilfinger Berger)	建設					0.0	0.9	6.0	6.8
ビーエムダブリュ(BMW)	自動車	1.4	1.0		5.2	2.2	1.0		
コメルツ銀行(Commerzbank)	銀行								10.3
コンチネンタル(Continental)	自動車	5.0	4.0	4.2	7.7	0.0			
ダイムラー(Daimler-Benz)	自動車	1.9		1.0	6.5				
テグサ(Degussa)	化学								
ドイツ銀行(Deutsche Bank)	銀行	5.0	5.0	3.5	13.1				
ルフトハンザドイツ航空(DeutscheLufthansa)	輸送				0.0	8.6	4.3	3.1	
ドイツシェフ銀行(Deutsche Schiffsbank)	銀行				40.0	40.0	40.0	40.0	
ドイツテレコム(Deutsche Telecom)	通信			0.6					
ドレスナー銀行(Dresner Bank)	銀行	22.6	12.3	21.2					
エーオン(E.ON)/フェーバ(VEBA)	電力	10.2	10.2	10.6	6.4	3.6	2.5	2.6	
ユーロハイポ(Eurohypo)	銀行				28.7	28.5			
フレゼニウス(Fresenius Aktiengesellschaft)	医薬				4.9		9.7	9.7	4.7
ジーイーイー(GEA)/MG Technologies AG)	工業	4.0	4.0		12.8	10.1	10.1	0.0	
ハイデルベルグセメント(HeidelbergerCement)	建設				17.7				
ハイデルベルグドルックマシーネン(HeidelbergerDruckmaschinen)	工業						12.7	13.0	
ホッホティーフ(Hochtief)	建設				5.8				
ヘキスト(Hoechst)	化学	0.5							
カールシュタット(Karstadt)	小売		25.9						
リンデ(Linde)	化学	11.0	11.0	12.5	12.6	12.3	9.1	4.4	4.4
マン(MAN)	自動車	12.3	8.8	12.9	24.2	0.8	0.8		
ミュンヘン再保険(MunichRe)	保険	25.0	25.0	24.9	22.4	9.4	9.4	3.6	
ネスレ(Nestle-Gruppe Deutschland)	消費				0.7				
ホルツマン(Philipp Holzmann)	建設	0.9							
アールヴェーエー(RWE)	公益	10.1	13.6	11.7	6.9	4.3	2.4	3.5	3.3
ヴェストファーレン合同電力(Vereinigte Elektrizitätswerke Westfalen)	電力	1.8	1.4						
ラインメタル(Rheinmetall)	工業								3.0
ルーンクリニコム(RhoenKlinikum)	医薬				5.1	0.0	9.5	5.0	3.0
ザーナクリニカル(Sana Kliniken)	工業								13.8
エスエイビー(SAP)	情報			1.0					
シェリング(Schering)	医薬	10.0	10.6	11.2	12.0	12.2			
エスジーエルカーボン(SGL Carbon)	化学				5.9				
シーメンス(Siemens)	工業	2.8	3.0	3.6	2.9	1.4	1.2		
ティエッセンクルップ(Thyssen Krupp)	工業	5.0	5.2	4.8	4.8				
バイエルン電力(VIAG: Vereinigte Industrieunternehmen AG)*2	電力	5.3	5.9						
ボーダフォン(Vodafone-Gruppe)/マンネスマン(Mannesmann)	通信	0.8	0.8	1.4					
フォルクスワーゲン(Volkswagen)	自動車	1.5	1.5	1.1					

*1:2000年より統合、バイエリッシュヒポフェラインス銀行となる。

*2 2000年よりエーオンに統合

(出所) Monopolkommission“Biennial Report”をもとに作成

また、先に述べた通り、アリアンツはミュンヘン再保険と友好的なパートナー関係を築いていたが、2001年、両社は、2000年から相互の株式の保有比率を段階的に引き下げることや、両社が重複して保有する株式を相互に引き受け、一方に集約することで持合い構造を整理することに合意した。これは、生命保険業務と資産運用業務の強化を目的とする事業再構築や金融・経済のグローバル化に伴う海外展開を進めるアリアンツの戦略と、保険業務への注力を志向するミュンヘン再保険の意向が合致したものとされている。

このような背景の下、アリアンツは、1990年代半ば以降、株式持合いの解消を進めており、ドイツ国内の主要100社の中で株式を保有している件数は、1996年に28件であったものが、1998年23件、2000年には22件となった。また、1999年には、ドイツのゴールドマン・サックス(Goldman Sachs)でCFOを務めていたポール・アフライトナー(Paul Achtleitner)を招聘したが、同氏は以前からドイツの企業は株式持合いを解消して、資本市場の規律を受け入れるべきと主張しており、同氏の移籍によって、保有株式の売却は加速することとなった。なお、2002年には、キャピタル・ゲインの非課税措置が施行されたが、この施策について、アリアンツは「保有株式の売却は、当社の事業再構築の戦略に基づくものであったが、キャピタル・ゲインの非課税措置によって売却が促進された面がある」との認識を有している。

アリアンツの直近の株式保有の状況について、2012年のアニュアル・レポートによると、5%以上の議決権を保有する国内企業は3社であるが、いずれも本業(保険関連業務)と関連性の高い企業であり、1990年代以前に見られた株式持合いは解消しているものと考えられる。また、現在は、資産運用の目的で一定の株式を保有することや、PEファンド事業に参加するかたちで海外のプロジェクトに投資すること(チェコのガス・パイプライン事業等)はあるものの、それ以外の目的で事業会社の株式を保有することは原則としてない。

3. 4. ミュンヘン再保険

3. 2. 1. 1990年代までの保有状況

ミュンヘン再保険の株式持合いの歴史は、1889年にアリアンツが設立された際に、互いの株式の30%ずつを持ち合ったことに始まる。その後も、アリアンツやドイツ銀行等の金融機関と株式を持ち合い、また、事業会社の株式を保有することによって、ドイツ経済の発展を資本面で支えてきた。第二次世界大戦後には、産業セクターへの資金提供者としての役割が期待され、エネルギー等の基幹産業の株式保有が増加した。

なお、ミュンヘン再保険が金融機関や事業会社の株式を保有していた主な理由も、配当収入を得ることであり、1980年代までは保有株式の株価は安定的に上昇し、含み益も拡大していた。

3. 2. 2. 株式持合い解消の背景等

ミュンヘン再保険が保有株式の売却を進めた理由については、まず、海外投資家からの資産を有効に活用していないとの批判を受け、本業である保険事業の強化に取り組むために、その投資資金を確保する必要があったことが考えられる¹⁰。また、買取りリスクが高まりつつあったことに対する危機感も保有株式の売却を進める動機となった。つまり、同社が保有

¹⁰ ミュンヘン再保険は、2002年に保険会社エルゴ(Ergo)を100%子会社化した。

する株式が多額の含み益を抱えていることで、同社を買収してその資産を利益率の高い事業に投資すれば、企業価値(株価)が上がると見なされることから、買収リスクが高まるものと考えられる。さらに、配当収入が減少していた上に、保有株式の株価が変動しやすくなるなど、株式保有のリスクが高まっていたことも保有株式の売却を進めた動機となったものと考えられる。

図表 12 ミュンヘン再保険における主要 100 社の株式保有状況(単位：%)

企業名	セクター	1996	1998	2000	2002	2004	2006	2008	2010
アリアンツ(Allianz)	保険	25.0	25.0	25.0	21.2	4.9	2.7	2.7	2.7
エーエムビーゼネラル保険ホールディングス(AMB Generali Holding)	保険	8.6	4.8	3.8	5.0	5.0			
ビーエーエスエフ(BASF)	化学		1.3						
バイエル(Bayer)	化学					2.9			
バイエルン抵当割引銀行(Bayerische Hypothekenund Wechsel-Bank)*1	銀行	5.8							
バイエリッシュヒポフェラインス銀行(Bayerische HypoVereinsbank)	銀行		6.5	5.1	25.7	18.8			
バイエルン連合銀行(Bayerische Vereinsbank)*1	銀行	5.1							
ビーエムダブリュー(BMW)	自動車		0.5						
コメルツ銀行(Commerzbank)	銀行				10.5	5.0			
ダイムラー(Daimler-Benz)	自動車								
デグサ(Degussa)	化学	13.6							
ドイツ銀行(Deutsche Bank)	銀行		1.5	1.5					
ドレスナー銀行(Dresner Bank)	銀行	3.4	9.8	4.0					
ホッホティーフ(Hochtief)	建設				3.4				
ヘキスト(Hoechst)	化学	3.5	1.0						
マン(MAN)	自動車	9.3	8.6	6.5	9.3				
ホルツマン(Philipp Holzmann AG)	建設	0.9							
アールヴェーエー(RWE)	公益		2.4		5.9	4.9	4.6	4.6	4.3
ヴェストファーレン合同電力(Vereinigte Elektrizitätswerke Westfalen)	電力	1.7	1.8						
ザーナクリニカル(Sana Kliniken)	工業								21.7
シェリング(Schering)	医薬					2.3			
シーメンス(Siemens)	工業	1.3	1.3		2.5	2.5			
ティッセンクルップ(Thyssen Krupp)	工業				1.5				
エーオン(E.ON)/フェーバ(VEBA)	電力		1.0						
ビクトリア(Victoria Holdings)	保険	23.6							

*1:2000年より統合、バイエリッシュヒポフェラインス銀行となる。
(出所)Monopolkommission“Biennial Report”をもとに作成

1990年において、ミュンヘン再保険が保有していた主な株式は、アリアンツ(議決権割合25%)、ドレスナー銀行(同10%)、ドイツ銀行(同5%)、ヒポフェライン銀行(Bayerische HypoVereinsbank)(同10%)、マン(MAN:機械)(同10%)、デグサ(Degussa:化学)(同10%)、フェーバ(VEBA:電力)(同10%)であり、その他は5%未満の保有であった。

その後、保有株式の売却を進めた結果、ドイツ国内の主要100社の中で株式を保有している件数は、1996年・1998年に13件であったものが、2000年には6件となった。ミュンヘン再保険の直近の株式保有の状況について、2012年のアニュアル・レポートによると、5%以上の議決権を保有する企業は10社であるが、そのうち8社は海外の企業であり、残りの2社は本業(保険関連業務)と関連性の高い企業であることから、1990年代以前に見られた株式持合いは解消しているものと考えられる。

3. 5. 州立銀行・貯蓄銀行等

ドイツ貯蓄銀行協会 (Deutscher Sparkassen und Giroverband) のデータによれば、貯蓄銀行グループ (州立銀行及び貯蓄銀行等) の株式保有については、768 億ユーロ (2012 年) であり、総資産 (2 兆 4,200 億ユーロ) の 3% 程度となっている。

図表 13 貯蓄銀行グループの資産額 (2012 年末、100 万ユーロ)

	金額	割合
現預金	39,910	2%
銀行向け貸付債権	408,768	17%
非銀行向け貸付債権	1,215,967	50%
債券	431,761	18%
株式	76,849	3%
その他	253,501	10%
合計	2,426,756	100%

(出所) Deutscher Sparkassen und Giroverband “Financial Report 2012” をもとに作成

州立銀行の株式保有については、公益性の高い電力・石炭等のエネルギー産業に政策支援の観点から出資する場合や、経営破綻した企業に対する公的支援を目的として一時的な出資を行う場合が考えられる¹¹。これらの出資は、原則として、他の金融機関や政府系機関と協調して行うものであるため、州立銀行が、ドイツ銀行等の大手金融機関のように、単独で事業会社の株式を一定程度保有した上で、経営に積極的に関与するようなことはなかったものと考えられる。

貯蓄銀行は、限定された地域で事業を展開し、地域の中小企業に貢献するというミッションを有しているため、事業を全国に展開しているような上場企業とは、原則として取引がなく、それらの企業の株式を保有する理由もない。また、貯蓄銀行が取引の対象とする中小企業の大半は有限会社か非公開の株式会社で、家族所有がほとんどである。したがって、大手金融機関のような株式保有の問題は生じないものと考えられる。他方、貯蓄銀行は一定の株式を保有しているが、この理由は、①投資運用・トレーディング、②ベンチャー・キャピタルへの出資、③顧客が購入した株式の管理であり、金額規模では①が最も大きくなっている¹²。

¹¹ 例えば、バイエルン州立銀行 (Bayerische LB) によるルフトハンザ (Lufthansa) に対する支援がある。

¹² ②について、通常は、貯蓄銀行の子会社を通じてベンチャー・キャピタルに出資を行うことが多く、その金額は約 10 億ユーロとされている。なお、貯蓄銀行が株式を保有することは法律等で禁止されているわけではないが、子会社に専門家を配置した方が業務を効率的に行えると考えられている。

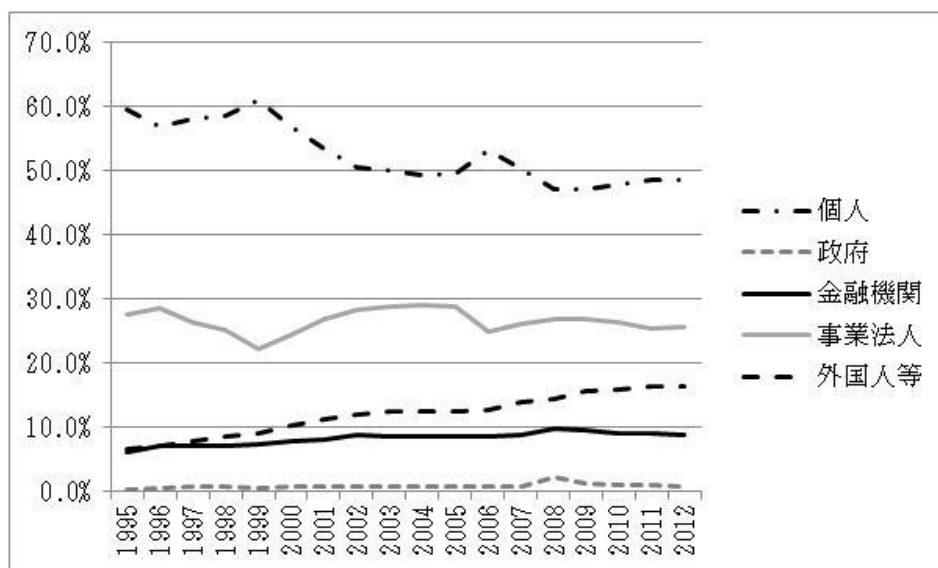
3. 6. 諸外国における株式保有の状況

3. 6. 1. 米国における株式保有構造

米国における株式保有構造の特徴として、個人による株式の保有比率が高く、株式の保有が広く分散していることが挙げられる。個人所有比率は低下する傾向にあるが、これは主に生命保険や年金基金の保有比率が上昇傾向にあるためと考えられる。

制度面では、銀行による株式保有は原則として禁止されている。銀行持株会社や金融持株会社であれば、例外的に一定の制限の下で事業会社等の株式を保有することが可能であるが、その場合であっても、保有の目的は、中小企業向けの投資や本源的金融業務(投資家への販売や自己資産運用等)等に限られる。

図表 14 米国の株式所有比率の推移



(注) mutual fund の保有分を除いて集計している

(出所) FRB, Financial Accounts of the United States

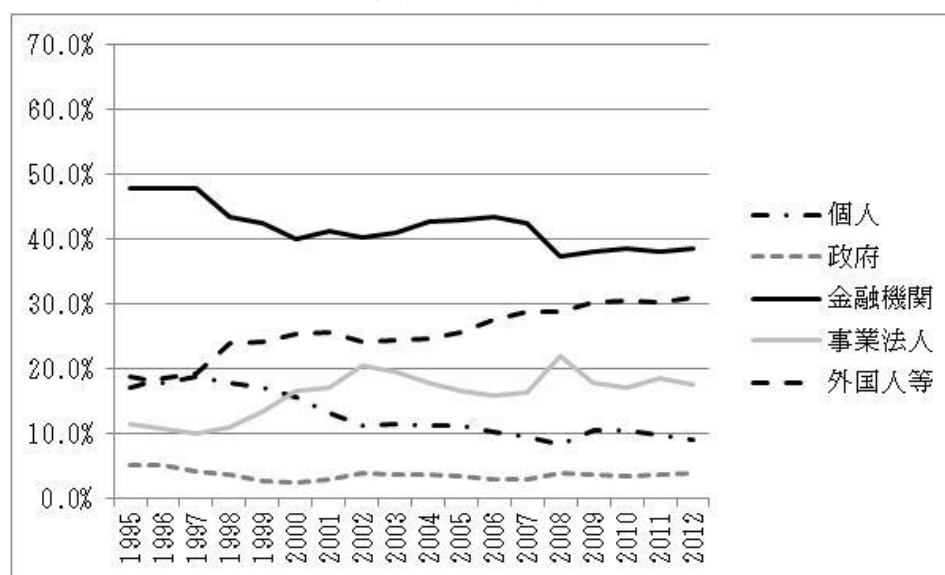
3. 6. 2. 英国における株式保有構造

英国における株式保有構造の特徴としては、1986年に始まった金融ビッグバンや、1990年代の年金法の改正等の影響により、機関投資家の中でも年金基金や保険会社の割合が高くなっていることが挙げられる。なお、The Office for National Statistics「Share Ownership」によれば、1980～1990年代に、個人から機関投資家への株式保有のシフトが顕著であった模様である。また、海外投資家の保有比率は上昇傾向にある。

銀行による株式の保有は、制度上禁止されてはいない。ただし、銀行が他の企業の株式を保有するためには、イングランド銀行の審査を受ける必要があり、実質的に銀行は株式をほとんど保有していない。図表 15 中の「金融機関」による保有分の多くは、年金基金や保険

会社による保有分が大半を占めているものと考えられる。

図表 15 英国の株式所有比率の推移

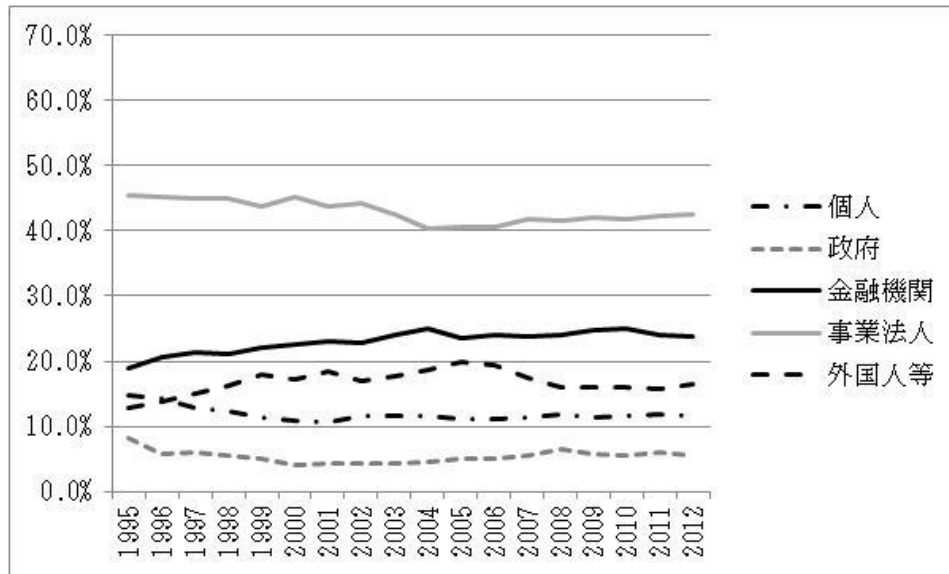


(出所) European Commission ,Eurostat

3. 6. 3. フランスにおける株式保有構造

フランスにおいては、歴史的に、金融機関による事業会社の株式保有は顕著ではなかった。その背景として、政府が多くの企業株式を保有し、政府による大企業に対する直接の資金提供が大きな役割を果たしたこと等がある。しかし、1980年代後半以降に進められた国有企業の民営化の過程で、政府が、外国企業による民営化企業の買収阻止を目的に、一部の金融機関や大企業を政府保有株式の売却の受け皿としたことで、株式持合い構造が形成された。以降、株式保有構造のデータからは持合い解消に向けた大きな動きは無いと推察され、金融機関が一定の株式を保有し続けていると考えられる。

図表 16 フランスの株式所有比率の推移

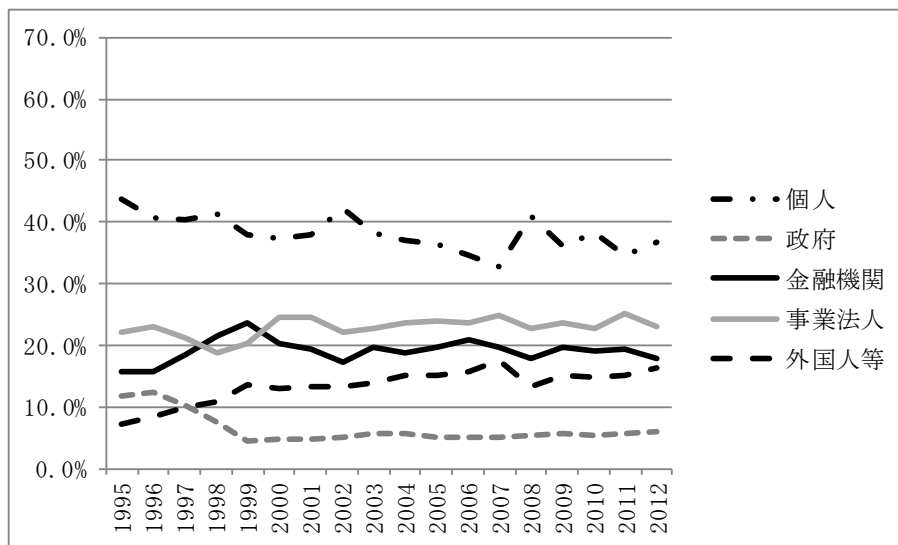


(出所) European Commission ,Eurostat

3. 6. 4. イタリアにおける株式保有構造

イタリアにおける株式保有構造の特徴としては、中核的な投資銀行であるメディオバンカ (Mediobanca) 及び財閥と大企業との間で株式持合いが根強く存在することが挙げられる。また、ウニクレディット等、メディオバンカ以外の大手銀行も株式の持合いを行っており、金融機関同士の株式持合いも顕著である。

図表 17 イタリアの株式所有比率の推移



(出所) European Commission ,Eurostat

株式保有構造のデータからは、近年においても株式持合い解消に向けた大きな動きはないと推察される。ただし、近年、金融危機後の不況が長引く中で、メディアバンカ等の金融機関が保有株式を売却する動きが一部で見られる。

【参考】 銀行による株式売却の事例： イタリア・メディアバンカによる株式売却

イタリアの大手投資銀行であるメディアバンカは、通信会社テレコム・イタリア等の国内大企業の株式を、2016年6月までに20億ユーロ売却または評価損計上する計画を発表した(2013年6月)。

メディアバンカは、第二次世界大戦中に設立され、フィアット(FIAT:自動車)やピレリ(Pirelli:タイヤ製造)などイタリアを代表する大企業の株主として、その経営をコントロールしてきたが、金融危機後の長引く不況の影響により、保有先企業の利益が低下し、保有株式の評価損が膨らんでいた。このような状況下において、バランスシートの健全化と資金調達の観点から、保有株式の売却が必要となった。

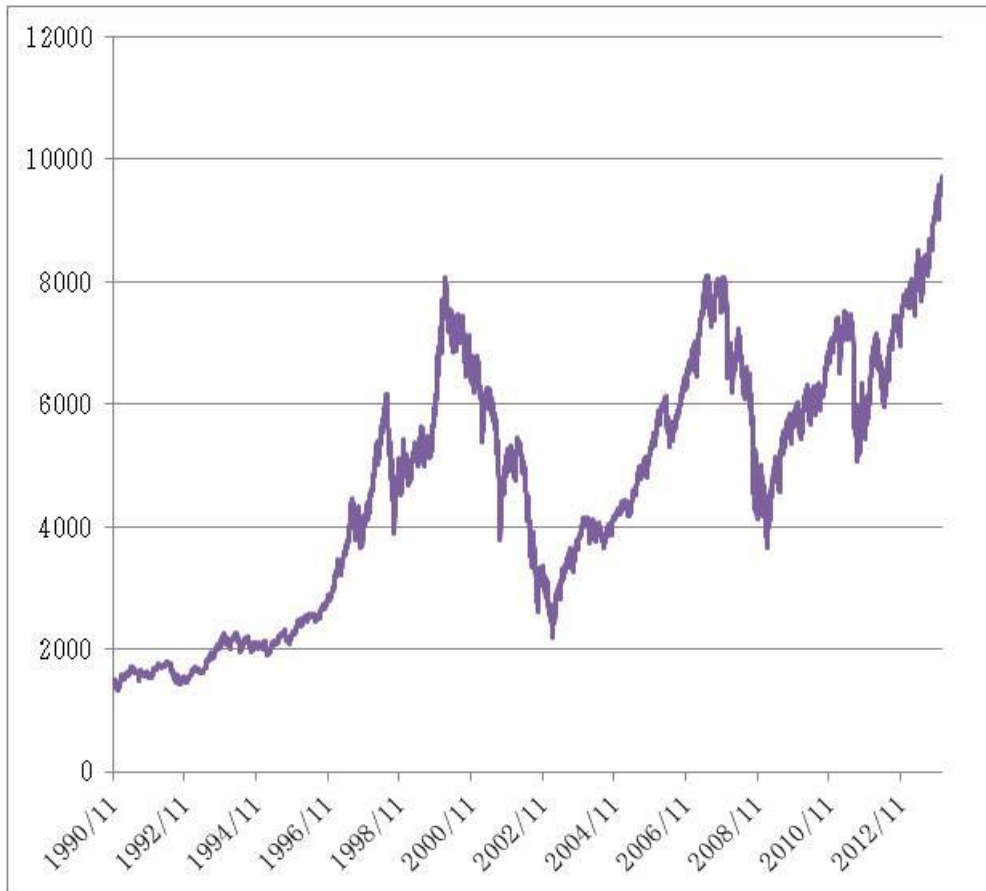
株式売却によって得た資金は、国内のバンキング事業、ウェルスマネジメント事業に加え、海外事業の拡大のために投資する予定である。

The Wall Street Journal, “Mediobanca Bids Arrivederci to Italy Inc.” June 21, 2013.

3. 7. 株式売却による影響

株式持合いの解消が資本市場に与えた影響については、独 DAX 指数を見ると、1990年代後半にかけて上昇した後、2000年3月には下落に転じており、2002年末には1990年代半ばの水準にまで下落している。この期間の大きな下落の主な要因は IT バブルの崩壊であると考えられており、持合い解消に伴う株式の売却が株価下落の要因になったとの意見は聞かれなかった。株価への影響が抑制された影響としては、上記の通り、海外投資家や個人投資家等の新たな市場参加者が株価を下支えしたことや、2002年には株価が1990年代半ばの水準にまで低下したことから、株式を安値で購入できると考えた投資家の買いが集まった等の見方がある。

図表 18 DAX 指数の動向



(出所) Bloomberg

なお、Edwards et al. (2003)は、キャピタル・ゲイン非課税措置の株価へのアナウンスメント効果を分析しており、キャピタル・ゲイン非課税措置の政府発表があった1999年12月及び2000年7月の株価データを用いて回帰分析を行い、大手金融機関や大手金融機関が株式を保有している事業会社等は、キャピタル・ゲイン非課税措置の発表時の株価の上昇率が高かったことを示した。また、株式保有額の大きい企業や他社に保有されている株式割合が高い企業ほど、株価の上昇率が高くなることも示している。この理由としては、キャピタル・ゲイン非課税措置のメリットを享受するのは多額の含み益を抱える大手金融機関であり、大手金融機関が事業会社の株式の売却を進めた場合、当該事業会社の効率化が進むことを通じて企業価値が上がると市場が判断した結果であると分析している。

4. 株式持合いの解消の影響・評価

4. 1. 株式持合いの解消に寄与した施策等

ドイツでは、1990年代半ばから、株式持合いの解消が進展したが、どのような施策が寄与したかについては様々な意見がある。Monopolkommission (2012)は、「株式持合いの解消の進展は、内生的要因と外生的要因がある。内生的要因は、キャピタル・ゲインの非課税措置や『有価証券の取得および買付けに関する法律』等の制度改革があり、外生的要因は、グローバル化の進展や海外投資家等との協力関係の構築の重要性の高まり等が考えられる。我々(独占委員会)は、株式持合いの解消は上記制度改革が施行される数年前から進展していることに鑑み、後者(外生的要因)の要因が持合い解消に大きな影響を与えたと考えている」と総括している。

また、2002年に施行されたキャピタル・ゲイン非課税措置については、この措置が持合い解消に大きな影響を及ぼしたと評価する声がある一方、当事者である金融機関や政府関係者は「株式持合い解消は、当時の様々な環境変化を踏まえた金融機関の経営戦略に基づくものであり、キャピタル・ゲイン非課税措置が主な要因となったわけではないが、持合い解消のスピードを早める要因となった」と考えているものが多い。Monopolkommission (2006)は、「キャピタル・ゲイン非課税措置が施行されたことによって、企業は、税負担なく保有株式を売却することができ、その売却資金を収益性の高い投資へ振り向けた。将来、政権が変われば、キャピタル・ゲイン課税が復活する可能性もあったことから、企業にとっては保有株式の売却を早める誘因となった」と指摘している。

さらに、Monopolkommission (2006)は、「税制改革とともに、市場の流動性が確保されたことも株式の売却を促進の要件の一つであった。市場に十分な買い手が存在せず、流動性が低い中で株式を市場で売却する場合は、株価が大幅に下落する可能性があるほか、相対取引で売る場合は、買い手を探すコストが高くなり、買い手が大きなプレミアム(liquidity premium)を要求することもあり、株式を売却する利益が減少してしまう可能性もある。しかしながら、当時は、海外投資家や個人投資家等の市場参加者が増加したことで、市場に十分な買い手が存在した」として、市場の流動性が高まっており、株式を売却しやすい環境が整っていたことも一つの要因と指摘している。

4. 2. 株式持合いの解消に対する評価

株式持合いの解消の進展は、金融機関や事業会社に様々な影響をもたらした。

株式持合い解消が金融機関に与えた影響について、Monopolkommission (2006)は「株式持合いの解消は、①資本市場からの監視が強化されることを受けた経営の強化、②株式

売却によるリスクの低下、③事業会社との中立性が高まることによる投資銀行業務の強化等を通じて、ドイツの金融システムの安定性の強化に寄与した」と指摘している。他方、株式持合いの解消によって、ドイツの金融機関の競争力が弱まり、海外投資家の保有比率が高まったため、金融危機への耐性を懸念する声や、株式売却は金融機関の短期的な利益を高めたものの、優良な事業会社との取引を失ったとの意見もあった。

株式持合いの解消が事業会社に与えた影響については、まず、事業会社の競争力を高めたことが指摘されている。これは、主に2つの経路で具現化したものと考えられる。

第一に、株式持合いの解消が事業会社のコーポレート・ガバナンスの向上を通じて、事業会社の競争力を高めたことが指摘されている。金融機関が事業会社の株式を保有している時には、金融機関が事業会社に監査役等を派遣して、その監査役を含む少人数で経営の意思決定を行っていた。持合い解消によって、金融機関が派遣した監査役の影響力が弱まり、多くの監査役の意見が経営に反映されるようになるとともに、同時期に整備されたKonTraG やコーポレート・ガバナンス・コード等によって、監査役会の議事録の作成や監査役会への報告内容の拡充等が図られたこともあり、経営の透明性が向上して、競争力の強化につながったものと考えられる。

第二に、Monopolkommission(2006)は、金融機関が事業会社の株式を保有することによって、利益相反が生じ、これが事業会社の競争力強化を阻んでいたとしている。すなわち、金融機関が事業会社の株主としての立場と債権者としての立場を兼ねることによって、利益相反が生じ、債権(融資)の回収を優先するためにリスク回避的な行動をとるようになり、事業の拡大や合併・買収等の競争力向上のための行動を先送りする誘因が働いていた。このため、株式持合いが解消されることによって、事業会社が株主価値を高めるような行動をとるようになり、これが事業会社の競争力を強化する一因になったものと考えられている。

次に、Monopolkommission(2006)は、株式持合いの解消によって、情報の非対称性が縮小することで、資本の効率的な分配が可能となったことを指摘している。これは、株式持合いの中では、金融機関等の大株主は内部情報を入手できる一方、少数株主は内部情報を入手できず、両者の間に情報の非対称性(格差)があったが、株主持合いが解消すると、事業会社は資本市場を通じた資金調達を増やすため、情報公開を充実させる必要が生じ、その結果、情報の非対称性が縮小したという見方である。

他方、株式持合いの解消が事業会社に与えた影響として、金融機関等の安定株主が減少した結果、海外の投資家によるドイツの株式保有割合が高まったことが指摘されている。この是非については、様々な意見があるものの、経営に積極的に関与しようとする海外の投資家(ファンド)等による買収リスクが高まり、買収防衛策の検討等のコストが増えたとの意見があった。

また、株式持合いの解消は、海外への事業展開を積極的に行い、資金調達を海外で行う事業会社にとっては利点が大きかった一方、この流れに対応できず、競争力を高めることができなかった企業の中には、淘汰された企業も存在したとされており¹³、これを持合い解消の負の側面と指摘する声もあった。さらに、コーポレート・ガバナンスの透明性向上のためのコスト(議事録の作成等)が増加したことや、ドイツ企業の配当収入が海外に流出したとの指摘もあった。

¹³ 機械メーカーのマン(MAN)は、環境の変化に適切に対応できず、ミュンヘン再保険等が保有株式を売却した後、自動車や鉄道車両といった部門ごとに分割・売却された。

ヒアリングを実施した関係機関等

- Bundesministerium der Justiz (連邦司法省)
 - Dr. Ulrich Seibert (企業法部門長) 他
- Monopolkommission (独占委員会)
 - Dr. Klaus Holthoff-Frank (Secretary general) 他
- Deutsche Bundesbank (ドイツ連邦銀行)
 - Dr. Martin Pontzen (Director, Centre for Technical Central Bank Cooperation)
- Deutsche Bank (ドイツ銀行)
 - Dr. Herbert Schaffner (Managing Director, Corporate Investment)
- Allianz (アリアンツ)
 - Dr. Arne Holzhausen (Senior Economist, Economic Research & Development)
- Munchner Ruckversicherung (ミュンヘン再保険)
 - Mr. Andreas Sauerbrey (Head of Corporate Finance) 他
- Daimler (ダイムラー)
 - Mr. Lutz Deus (Senior Manager, Investor Relations) 他
- Deutsche Telekom (ドイツ・テレコム)
 - Mr. Andreas Puy (Vice President, Investor Relations)
- Deutsche Aktieninstitut e.V. (ドイツ株式研究所)
 - Dr. Franz-Josef Leven (Director)
- Bundesverband der Deutschen Industrie e.V. (ドイツ産業連盟)
 - Mr. Thomas Hune (Senior Manager, Economic & Industrial Policy) 他
- Deutscher Sparkassen und Giroverband e.V. (ドイツ貯蓄銀行連盟)
 - Ms. Anke Bunz (Officer, Financial Market Relations)
- Handelsblatt (ハンデルスブラット)
 - Mr. Robert Landgraf (フランクフルト支局長)

- Dr. Julian Franks (London Business School)
- Dr. Martin Hellmich (Frankfurt School of Finance Management)
- Dr. Ulrich Jurgens (Wissenschaftszentrum Berlin für Sozialforschung)

参考文献

- Adams, M (1994) "Die Usurpation von Aktionärsbefugnissen mittels Ringverflechtung in der "Deutschland-AG"", Die Aktiengesellschaft, Nr.4, 1994, S. 148 -156.
- Agarwal, R and Elston, J (2001) "Bank-firm relationships, financing and firm performance in Germany" Economics Letters 72, 225-232
- Bayer, J (2002) "Deutschland AG a.D.: Deutsche Bank, Allianz und das Verflechtungszentrum großer deutscher Unternehmen" MPIfG Working Paper 02/4, März 2002
- Bayer, J (2006) "Vom Netzwerk zum Markt? Zur Kontrolle der Managementelite in Deutschland" Deutschlands Eliten im Wandel. Frankfurt/M., S. 177-198
- Bayer, J and Hopner, M (2003) "The disintegration of organised capitalism, German corporate governance in the 1990s" West European politics 26 : 4, 179-198.
- Deutscher Bundestag, Stenographischer Bericht (連邦議会議事録)
- Cable, J (1985) "Capital market information and industrial performance: The role of West German banks." Economic Journal. 95. pp. 118-32.
- Achleitner, P (2002) "Consigning Deutschland AG to history: There is more modernisation going on in corporate Germany than is apparent" The Financial Times (Mar. 25, 2002), Business News, 13
- Dittmann, I, Maug, E and Schneider, C (2008) "Bankers on the Boards of German Firms: What They Do, What They are Worth, and Why They are (Still) There." ECGI - Finance Working Paper No. 196
- Edward, J and Nibler, M (2000) "Corporate Governance in Germany: The Role of Banks and Ownership Concentration" Economic Policy Vol. 15, No. 31
- Edwards, C, Lang, M, Maydew, E and Shackelford, D (2004) "Germany's Repeal of the Corporate Capital Gains Tax: The Equity Market Response" Journal of the American Taxation Association 26, 73-97
- Elas, R and Krahen, J(2003) "Universal Banks and Relationships with Firms" Center for Financial Studies, Working Paper No. 2003/20
- Engels, W (1978) "Bankenbeteiligung an Industrieunternehmen", Duncker & Humblot
- Financial News (2000) "Deutsche plays clever in Allianz sale to avoid CGT." June 12, 2000. <http://www.efinancialnews.com/story/2000-06-12/deutsche-plays>
- Franks, J and Mayer, C (1998) "Bank control, takeovers and corporate governance in Germany" Journal of Banking & Finance 22, 1385-1403

Gorton, G and Schmid, F (2000) “Universal banking and the performance of German firms”
Journal of Financial Economics 58 29–80

Hackethal, A, Schmidt, R and Tyrell, M (2005) “Banks and German Corporate Governance:
On the Way to a Capital Market-Based System?”, Goethe University, Working Paper No. 146

Hopner, M and Krempel, L (2004) “The Politics of the German Company Network”, December
2004, Competition & Change, Vol. 8. No. 4, 339–356

Hopner, M and Krempel, L (2006) “Ein Netzwerk in Auflösung: Wie die Deutschland AG
zerfällt”, Max-Planck Institute for the Study of Societies, Manuskript 5. Juli 2006

Lehmann, E and Weigand, J (2000) “Does the governed corporation perform better?
Governance structures and corporate performance in Germany” European Finance Review.
4(2), pp. 157–95.

Monopolkommission (2006) “Hauptgutachten XVI: (2004/2005): Mehr Wettbewerb auch im
Dienstleistungssektor! “

Monopolkommission (2012) “Hauptgutachten XIX: (2010/2011): Stärkung des Wettbewerbs
bei Handel und Dienstleistungen

Odenius, J (2008) “Germany’s Corporate Governance Reforms: Has the System Become
Flexible Enough?” IMF Working Paper, WP/08/179

漆畑 (2001) 「スイス・ドイツ金融グループの投資銀行業務の展開」『資本市場クォーターリー (春号)』

落合 (1999) 「ドイツ銀行のバンカース・トラスト買収」『資本市場クォーターリー (冬号)』

落合 (2000) 「ドイツ銀行とドレスナー銀行の合併構想とその破綻」『資本市場クォーターリー (春号)』

落合 (2001a) 「アリアンツによるドレスナー銀行の買収」『資本市場クォーターリー (春号)』

落合 (2001b) 「ドイツ銀行によるスカダー買収」『資本市場クォーターリー (秋号)』

建設経済研究所 (2003) 「第19次海外調査 (欧州) 報告書」概要版

齋田 (2008) 「コムレツ銀行によるドレスナー銀行買収」『資本市場クォーターリー (秋号)』

齋田 (2011) 「ドイツの金融機関による株式保有の経緯と現状」『資本市場クォーターリー (春号)』

中田 (2006) 「ドイツにおける基準性原則の展開 – 1990 年代後半の基準性原則違反を中心として」
『修道商学 第 47 卷 (第 1 号)』

日本証券経済研究所 (2005) 「ドイツ第四資本市場振興法の概要」

日本証券経済研究所 「図説 ヨーロッパの証券市場」 1999 年版、2000 年版、2009 年版、
2012 年版

日本証券経済研究所 「外国証券関連法令集」

淵田(2000)「企業再編と株式持ち合い」『資本市場クォーター(夏号)』

正井(2007)「企業買収における経営者への功労金の支払い、マンネスマン訴訟に見るドイツのコーポレート・ガバナンスと刑事司法制度」早法 82 卷 3

吉森(1999)「フランスにおける銀行、企業、保険会社間の資本的・人的関係と会社統治制度の有効性」