

## 西ドイツにおける資本市場の現状と問題点

### I. はしがき

戦後の西独経済の特色の一つとして経済成長率が非常に高かったことが指摘されている。鉱工業生産は1950年には早くも戦前(1936年)水準をこえ、1957年11月には戦前の2.5倍に達した。また1950~56年間の国民総生産増加率も100%(1936年基準の不变価格で70%)に及んでいる。

経済成長率を規定するものは資本蓄積率である。同国の資本蓄積額は第1表に示す通り、1950~56年間に純投資額において1,606億マルク(注1)、償却を含めた総投資額では2,564億マルクと国民総生産の26.9%に達し、G.N.P.に対する固定投資の比率も1950~55年平均20%と英(13.7%)、仏(16.7%)両国を大幅に上回っている。

しかしながら、戦後の蓄積が戦災による復旧需要をまかなつて余りある巨額に達したにもかかわらず、資本形成の主要部分は高率の課税と黒字財政による財政面からの強制貯蓄と、企業の内部留保という形で資本市場外でまかなわれ、資本市場を通じたもの、すなわち担当債、株式、社債など有価証券の発行によつて調達されたものは、2,564億マルクに及ぶ総投資中220億マルクにすぎない。

戦後における資本市場の不振は、戦後(1950~56年)の資本形成において財政貯蓄43.6%、企業の内部留保33.2%と、この両者の占めるウェイトが戦前(1933年)の66%から77%に増加した反面、個人貯蓄のウェイトが戦前の34%から22%に減少したという戦後の資本形成の変化と照応するものである。このような戦後の資本形成の変化は多かれ少なかれ世界的に認められる傾向であり、これが同国経済の復興に寄与したことは否定できない。

にもかかわらず、経済正常化がかなり達成されてきた今日においては、戦後の資本蓄積を促進した諸制度——償却による内部留保の促進と政府の資本市場への介入——の行過ぎが一方において資本市場の脆弱と不振の原因となつていることもい

本稿においては同国の戦後の資本市場の推移を概観し、資本市場の現状に焦点をおいて従来の蓄積方法の功罪を検討してみたい。

このことは目下資本蓄積の急務が論ぜられているわが国にとつても、種々の蓄積形態が金利政策にいかなる影響を与えるかを考える上に、なんらかの参考となるものと思われる。

(注1) 1マルクは約86円。

### II. 戦後の資本市場の推移と現状

証券発行による長期資本調達の場合としての資本市場は、確定利付証券市場と株式市場とに大別することができる。

確定利付証券市場……市場で流通している確定利付証券には、担当銀行が住宅貸付資金を調達するために発行する担当債(Pfandbrief)、地方公共団体の発行する地方債(Kommunallobligation)、金融債、連邦政府、連邦郵便および州が発行する公債(Anleihe)、企業の発行する工業債(Industrieobligation)、などがある。発行額は担当債が最も多く(確定利付証券発行額の39%)、以下地方債、公債、工業債、金融債の順になつている(第2表参照)。

通貨改革(1948年6月20日)後1952年末に至る5年間の確定利付証券発行額は50億マルクで、現在(1957年10月)までの発行額の25%にすぎなかつた。1952年末資本市場育成法(後述)が施行され、確定利付証券の利子が課税上優遇されることになつたため、以後1953.54両年にわたり担当証券を中心に発行額、売行額とも著増した。しかし証券種類別の発行、売行額の趨勢は区々で、課税上優遇度の低かつた工業債は発行売行とも不振であつた(投資援助法(注1)による強制割当社債10億マルクを控除した1952~54年の発行額は4億マルクで、その他確定利付証券発行額の5%)点が注目される。

次項に述べるとおり、資本市場育成法下において証券の需給を決定したものは金利よりもむしろ

税法上の優遇であつた。54年末同法が失効し、初めて金利が市場における証券の需給関係を決定する基礎が樹立されたといえよう。当時金利機能の回復は資本市場に新生面を開くものとして大に期待されたが、その直後—1955年央—に開始された引締政策により同年央をピークとして証券相場が急落し、その後も引続き下降をつづけたため、56年には確定利付証券は発行額売行額とも激減し、金利の自由化による資本市場の活況は遂に実現しなかつた。

ただ一般的証券市場不況の中にあつて、工業債のみは発行売行額とも前年をこえるという独自の動きを示した。これは発行業務を取扱う商業銀行の資力の増大、企業収益力の増加による金利の引上げ（8%利付工業債の発行—1956年）に加え、企業が安定性ある長期資金の受入れを希望したことなどによるものとされている。しかしながら工業債による資金調達が高金利の工業債を発行しうる特定の大企業に限られ、一般企業にとっては工業債の発行はほとんど不可能であつたという事実注意到する必要がある。

1957年1月以降金融政策は緩和に転じたが資本市場における低迷と高金利の傾向は改まらなかつた（この原因については後述）。年央に至り為替相場変更を予想した大量の外資流入と、出超による金融市場資金の増大に支えられて、証券相場も6月を底に徐々に上昇に転じ、57年は発行、売行額とも従来のピークであつた54年水準に近づいた（予想売行高42億マルク）。

**株式市場**……株式市場の発達に確定利付証券市場よりも更に遅れている。通貨改革後1954年末までに発行された株式はわずか13億マルクにすぎず（売却先はほとんど企業関係者に限られていた）、資本市場育成法が株式に優遇を与えなかつたため株式市場には53.54両年にわたる確定利付証券ブームもほとんど影響を与えなかつた。

株式市場の極度の不振の原因として、企業の戦災が大きかつたこと、1952年末まで配当制限（6%）があり、企業も収益の内部留保につとめたこと、ドイツマルク開始貸借対照表（注2）の作成が遅れ株式会社の内容が一般に未知であつたこと、株式利回りが低く（1954年全上場株平均2.63%）預

金金利（同年1年もの4%）確定利付証券利回りに比して妙味が乏しかつたこと、などを指摘できる。

1954年末資本市場育成法が失効し、他方54年ごろから輸出増大により企業収益が増大し配当も増加したため（平均配当率は1954年4.77%、55年6.31%、56年7.10%、57年8.19%）、株式市場は確定利付証券市場と異なり、55年以降株式の発行売行額ともに増加した。

1955年央に開始された引締政策は株式市場にも影響を及ぼし相場は55年8月をピークに下降に転じた。にもかかわらず、株式市場が比較的順調に推移した理由は、55年から実施された大税制改革により企業の株式による調達コストが減少し（配当利益に対する法人税率が60%から45%に引下げられた）、相場下落と配当増加とが相まって利回りが55年3.10%、56年4.15%と急速に上昇したこと、開始貸借対照表が公表され企業の健全性が衆知されたこと、無償交付（Gratisaktie）を行う優良会社が増加したこと、株主の大半が安定株主で投機が少なかつたこと、などによるものである。

57年における金融緩慢傾向は株式市場にも影響を与え、相場も一時立ち直りをみせたが、その後世界景気および同国景気の気迷い状況から弱含み横バイ状態を続けている。57年中の株式発行額は前年水準を割るものと見込まれるが、これには上期における総選挙見通し難、下期における景気見通し難など悪材料が作用しており、無償交付の増大、投資信託による購入の活発化、新政府による資本市場振興策など、株式市場の前途はむしろ明るいといわれている。

**戦後資本市場の特色**……以上述べた通り戦後一時的な動揺はみられたが確定利付証券市場、株式市場を通じて証券の発行額売行額とも着実に増加しており、ごく最近になつて資本市場にも若干ながら金利低下傾向が現われている。この限りにおいて——前述のごとく同国の資本形成に占める位置の低さは否定すべくもないが——資本市場は緩慢ながら着実に復興の道をたどりつつあるといえよう。

それにもかかわらず、企業の長期資金調達の方法として資本市場を考える限り、資本市場の現状はきわめて変則的なものといわざるをえない。

戦後現在までに発行された証券中、株式および工業債の占める割合はわずか34%（投資援助法による強制割当額を控除すれば30%）にすぎない。この点をとらえて戦後西ドイツには資本市場という名に値する市場は存在せず、現在の資本市場は準資本市場（Quasi-Kapitalmarkt）にすぎないというものすらある。1956年における企業の純投資中資本市場で調達されたものはわずか7.8%であつたという事実は、企業金融の場としての資本市場の現状を雄弁に物語るものであろう。

企業資本調達の場合としての資本市場の貧困は、第1次大戦後個人貯蓄に構造的変化を生じたという事実と密接な関係を有している。直接投資から間接投資への移行がそれである。

第1次大戦前のドイツでは有価証券投資が代表的な個人貯蓄の形態であつたが、1924~29年間は長期蓄積中有価証券の占めるウェイトは48%に低下し、1950~55年にはわずか14.3%に減少、かわつて預金、保険、建築貯蓄などのウェイトが増大した。

他方これに応じて有価証券投資の主体も変化した。1913年には有価証券投資の主体は個人（企業を含む。1913年確定利付証券発行額493億マルク中400億マルクは個人保有）で、個人の有価証券投資中に占める株式のウェイト（株式のウェイトはその後次第に低下したが1936年にも全株式の34%が個人—企業を含まず—所有であつた）も高かつたが、1951~56年間の有価証券売上高中個人の占める割合はわずか11%（BdLの推計、企業は22%）にすぎず、投資対象の大部分は税法上の優遇ある確定利付証券となつている。

個人の有価証券投資が減退した反面、いわゆるKapitalsammelstellen すなわち銀行、保険会社などの投資が増加し、有価証券投資に占めるウェイトも1924~29年の19%から1950~56年には64%に増大した。金融機関などいわゆる大口投資者が安全かつ有利な余資運用を求め相場変動が激しく利回りの低い株式投資を回避したこと、および歴史的に工業債および株式の発行機関たる役割を果たしてきた商業銀行が最近まで資金不足に悩んだことなどが、資本市場を税法上の優遇を受けた確定利付証券（工業債を除く）金融の場として変則

的に発達させる一因となつていたことは否定できない。

しかし資本市場が企業金融の場として生長することを妨げられた根底には先に述べた資本市場の発達を阻害した制度的な諸要因が横たわつている。以下においては資本市場を不振ならしめた諸要因について検討することにする。

(注1) 石炭・鉄鋼・電力などの基礎産業の復興を援助するため、本法により一般産業から10億マルクの資金を醸出せしめ、この資金をもつて被援助企業の社債を引受けさせた。本法は同時にこれら産業の設備についての特別償却を認めている。1952年制定、1954年失効。

(注2) 通貨改革に伴い企業のライヒス・マルク資産、負債はドイツ・マルクで再評価されることになつた。再評価後の新貸借対照表がドイツ・マルク開始貸借対照表である。

### III. 資本市場の発達を阻害した諸要因

本項においては資本市場の正常な発展を阻害した諸要因、すなわち企業の内部留保、資本市場に対する租税政策（政府の資本市場への介入）につき概観したい。もちろん、これらはそれぞれにその存在の必然性を有していたわけで、もしもこれらがなかつたならば西ドイツの急速な経済成長は望むべくもなかつたであろう。したがつて一概にこれを罪悪視することは誤りであるが、本項ではこれらの資金調達方式に内在する問題点を明らかにし資本市場との関連を検討せんとするものである。

#### 1. 企業の自己金融

通貨改革後の数年間は投資に用いられるべき貨幣資本はきわめて少なく、かつその新規形成も微々たるものであつた。1938年に発行された社債、抵当債および株式がそれぞれ79億マルクおよび9億マルクにのぼつていたにもかかわらず、1950年の社債、抵当債および株式の発行額がわずか8億マルクおよび0.5億マルクにとどまつていたことは、この間の事情を明らかにするものであろう。企業外の資金調達がほとんど不可能であつた以上、内部留保による企業の自己金融に頼らざるをえなかつたことは必然であろう。企業の自己金融は償却——普通償却および特別償却——や内部留保によつて行われるが、これを長期にわたつて可能なら

しめたものは同国における企業の収益力が大きかったこと、配当制限令によつて1952年末まで企業利益の流出が阻止されたことに加え、普通ならびに特別償却制度を通じて企業の内部蓄積を促進する諸制度が完備していたことによるものであつた(注1)。

1951～55年間の同国鉄鋼業(主要18企業)の総投資額 3,389百万マルク中、減価償却額は 2,713百万マルクと80%(一般償却分50%、特別償却分30%)を占めているという事実は、企業投資において償却制度がいかに活用されたかを明らかにするものであろう。

企業の自己金融と資本市場……しかし自己金融はそれに内在する欠陥を有している。すなわち、

① 過度の自己金融は企業の資本市場に対する関心を失わせる。これが同国資本市場不振の重要な原因の一つとなつている。

② 自己金融による企業の資金調達には価格として消費者に転嫁されるため、企業は消費者の負担において拡張され、その結果分配上の不公平が生ずる。同国では戦後生産手段の所有者が財産形成上特に有利な立場にあつたといわれ、財産の一方交通(einseitige Vermögensbildung)なる言葉すらあるほどである。

③ 自己金融の場合には企業の金利負担がないため安易な投資が行われやすく、更に税法上の優遇が限時的な場合には投資が時期的に集中して行われる傾向が強い。特に企業収益が増大した時期には投資が集中しがちであり、これらが景気政策の遂行を困難ならしめていることもいふまでもない。同国において1955.56 両年にわたつて投資ブームが続き、中央銀行および政府が引締政策を採用せざるをえなかつた原因の一つとして企業が投資援助法による特別償却を利用しようとしたことが指摘されている。

④ 国家的に保護助成すべき企業(基礎産業、エネルギー産業、中小企業など)が必ずしも収益力が大きいという保証はない。その結果一般的な償却優遇政策は更に部門別の優遇策を必要ならしめ、租税負担公平の原則も大幅に修正されざるをえなくなる。投資援助法の制定はその

一例である。

⑤ 自己金融の促進は多かれ少なかれ帳簿上の利益を実現するため、本来長期的性格を有する企業の短期負債を増大させる。西ドイツの企業の財務比率が必ずしも健全といいがたいこと(自己資金:借入金=43:57—1956年)と、1955.56 両年における銀行貸出の増加はこの事実を物語るものである。

自己金融が過度に行われるとかかる問題点が表面化せざるをえない。

西独経済の急速な発展と不完全雇用状態の存在によつて、1955年までは分配の不平等(賃金の相対的低位)も過剰投資および信用の膨脹も表面化することなく経済成長が続けられた。しかるに1955年以降完全雇用状態が実現すると償却制度に伴う欠陥がようやく顕現化し、政府も避難民保護など社会政策的意味を有するものを除き、償却優遇制度を撤廃する方向に進むに至つた。

完全雇用が合理化投資を不可避ならしめている以上、償却優遇による自己投資の道をふさがれ、賃金コストの上昇により収益力を減殺された企業は必然的に資本市場に資金を求めざるをえない。しかしながら長年にわたる自己金融の結果、企業は資本市場に対する接触を失つている。

他方資本市場の資金量は企業の需要を満すには不十分な状態にあり、資本市場への資金流入が不可欠であるにもかかわらず、資本市場金利と預金金利との関係(注2)が、次に述べる政府の介入による資本市場における金利機能の喪失と相まつて、資本市場への資金流入を妨げている。

すなわち、戦後資本蓄積の増大を計るため長期性貯蓄預金は税法上所得控除による優遇を受けてきた。更に金融機関も安定資金獲得のため貯蓄性預金金利を高位に保つ政策をとり、公定歩合引上げの際にはこれに追随した反面、引下げの際には必しも追随しなかつた。そのため長期性預金は大口投資者の有利な投資対象となつており、資本市場金利の上昇は預金金利の上昇による証券売却によつて引き起されるのが常であつた(1955.56年における相場下落は、55年末から57年6月までに23億マルクに及ぶ証券投資から預金への乗換えが行われたことによるとされている)。その結果短

期金融市場における金利低下傾向は必ずしも資本市場への資金流入をひき起さず、短期市場における低金利と資本市場における高金利が併存して起債を困難にしている。

最近における金利低下にもかかわらず預金金利は依然高く（1年もの5¼%）、これが資本市場への資金流入と資本市場金利の低下を妨げる一因となつている。しかし最近運用資産利回りの低下により預金金利引下げの機も熟しているものとみられ、今後公定歩合が引下げられる折には長期性預金についても引下げが期待され、短期金利と長期金利の関係も徐々に正常化するものと思われる。

(注1) ドイツマルク開始対価対照表法（1949年8月21日）は企業資産の時価評価を認めたのみならず、完全に償却済の設備などについても一般償却を認めていた。特別償却制度として、所得税法の特別償却（可動固定資産、建築物、船舶を対象）および投資援助法による特別償却（石炭、鉄鋼、電力企業の設備対象）がある。

(注2) この問題はきわめて大きな問題で、商業銀行と貯蓄銀行の競争、短期金利と長期金利を含めた金利体系のあり方とも関連している。本稿では紙数の関係で問題点を指摘するにとどめた。

## 2. 政府の資本市場への介入と資本市場

前に述べた預金金利との関係とならんで資本市場の発展を阻害しているものとして政府の資本市場への介入が指摘される。政府の資本市場への介入として挙げべきものは資本市場育成法および税法上の貯蓄優遇策であろう。先に述べた配当制限令および税法上の償却優遇が自己投資促進の支柱であつたとするならば、資本市場育成法こそは同国の復興と経済成長を背景とし、証券市場を通ずる資金調達に転換する契機ともなるべき使命を担つた法律であつた。同法の発効（1952年12月16日）と同時に配当制限令が撤廃されたことおよび資本市場育成（Förderung des Kapitalmarkts）なる名称がこの法律の意図を明白に物語っている。にもかかわらず、この法律はその意図した市場育成に関する限り、功罪相半ばするものであつた。われわれはここに金利機能を否定し金利体系を攪乱するような政府の金融市場への介入が、中央銀行および証券発行者との連繫を欠いて行われる場合の結果をみる事ができる。同様なことは1956年12月から1957年3月にわたつて実施された

税法上の貯蓄優遇——いわゆるプロイスマー貯蓄——についても妥当する。

資本市場育成法の概要……本法は1952年末以前に発行されまたは将来発行すべき確定利付証券に対する税法上の優遇（個人、法人を問わず適用される）を規定している。本法により従来利子所得に対し一律（25%）に源泉課税されていた資本収益税（Kapitalertragssteuer）が無税、30%、60%の三本建となり、かつ優遇証券から生ずる利子所得は総合課税の枠外として扱われることになつた。

資本収益税を免除される証券＝ライヒスマルク債券、住宅建築に使用される抵当債、地方債、公債（3年以上）、金利5.5%以下の工業債および資本取引委員会（後述）の認めるその他の証券。

30%の資本収益税を課せられる証券＝金利5.5%をこえる工業債（1948年6月20日から1952年3月末までに発行されたもの）、1952年3月末までに発行された転換社債、1952年4月以降発行される5年以上の上場有価証券、無税の扱を受けない州債、地方債。

60%の資本収益税を課せられる証券＝前記以外の証券。

なお本法と同時に施行された資本取引に関する法律（Gesetz über den Kapitalverkehr）により資本取引委員会が設置され、証券の発行、発行条件などの規制を行うことになつた。

なお資本市場育成法は1954年末をもつて失効し、同時に資本取引委員会も廃止されたので、現在は次に述べる場合を除き税法上の優遇を受ける新規発行の証券は存在しない。

税法上の貯蓄優遇……西ドイツの税法上の貯蓄優遇制度は通貨改革後の特別支出控除制度に端を発するものである。特別支出控除の対象となつたものは保険料、建築貯蓄金庫への払込額、建築・住宅・消費各組合の持分の取得（最初の持分に限る）、資本蓄積契約（3約年以上の据置貯金、定期積金および抵当証券ならびに公債の第1次取得）などで、これらについては一定額を限度とする所得控除が認められていた。

本規定は経済正常化に伴い、1955年初めには資

本蓄積契約の期限が10年に延長されるなど、ほとんど廃止に近い線まで縮小されたが、1956年10月限時的に—1958年末まで一再び復活され、更に1956年12月から57年3月末まで、建築目的にあてられる蓄積について控除額の引上げが行われている。

資本市場に対する影響……………これらの税法上の優遇制度は、①優遇を受ける者の所得水準によって優遇の絶対額が異なり、高率の累進税率の適用を受ける高額所得者に有利な反面、低額所得者はこの制度によつてほとんど優遇を受けないこと、②借入金による優遇証券の購入を防止する手段がないこと—ブレンシングは1955年8月以降の金融機関の流動性の急速な低下には、銀行および企業が借入れによつて優遇証券を購入していたこともあずかつていたと述べている（金融機関手持ちの確定利付証券は1954年および55年上期に著増—発行高の40%以上を購入、56年は4.4%）。③課税手続が複雑になることなど制度自体に内在する欠陥を有するが、資本市場との関係で特に以下の事実注目する必要がある。すなわち

金利体系の攪乱（市場に流通する証券金利の多様化）……………今日同国の資本市場には4%の無税戦前証券、5～6.5%の無税戦後証券、30%の資本収益税を徴求される7.5%証券、60%の資本収益税を適用される7.5%～8%の工業債などが同時に流通している。

このように個々の証券について税法上の優遇程度が異なる上、投資者についても税法上の優遇が異なっている。すなわち 外国人は二重課税協定（Doppelbesteuerungsabkommen）により利息収入に課税されない。また社会保険の投資も非課税であり、保険業者も投資運用に対し税法上の優遇を受けている。また資本収益税の優遇は証券の第1次取得者に限られるが、社会保険など別途法律によつて当然に資本収益税の免除を受ける者からの取得は第1次取得とみなされ優遇を受ける。

この結果証券の実質金利はきわめて複雑となり、資本市場における金利体系は分断されている。

政策目的による金利の決定……………資本市場育成法は住宅建設を促進するため抵当債を無税として

優遇したが、同時に資本発行委員会は家賃を低位に保つという社会政策的見地から、抵当証券の金利を5%とし、これとの関連で工業債の金利も6.5%に押えた。この方針はその後も資本市場の資金需給関係を無視して踏襲され、発行機関たる抵当銀行も将来にわたつて証券発行を確保するため積極的に市場に介入して相場を人為的に支持する政策をとつた（同国の抵当証券の発行条項には相場維持を明記しているものが多い）。その結果金利上昇期には発行機関は多額の資本損失（5%抵当債相場は70まで下つた—標準相場は94～95）を被つてなお相場を維持しえなかつたし、金利下降期には、先に述べた預金金利との関係で抵当証券の発行金利低下が阻止されたため、抵当証券の実質金利が下支え要因となつて資本市場金利低下が妨げられるという結果を生じた。このため中央銀行の金利政策の効果は著しく阻害され、1956年5月以来4回に及ぶ公定歩合引下げにもかかわらず資本市場金利は8%という独歩高を示し、資本市場における企業の資金調達を困難ならしめる一方、同国の対外投資を困難ならしめ出超によるインフレ圧力を倍加している。

貯蓄振替傾向の増大……………投資者が減税分を含めた実質金利最大の投資を求めため、既存貯蓄の払出し、既存証券の売却によつて優遇証券を購入するという傾向が生れた。その結果金利上昇傾向に拍車する一方、新しい蓄積ならざる蓄積が優遇されるという結果を生じた。1956年末から1957年3月にわたつて行われた貯蓄優遇について特にこの傾向が顕著であつたといわれる。

優遇証券による非優遇証券の圧迫……………優遇証券と競争するために非優遇証券金利は優遇証券に比して高からざるをえない。しかるに低利回り（一例をあげると1956年の株式平均利回り4.15%）にもかかわらず株式による企業の資金調達コスト（配当7.3%の場合13%）は高く、優遇証券との競争は不可能であつた。同様のことは一般企業の工業債発行についてもいえる。その結果企業は投資資金を銀行借入れに求めることになり55、56両年にわたつて銀行貸出の著増を招くことになつたのである。

#### IV. 今後の資本市場対策の方向

ブンデス・バンク新総裁プレッシングは昨年中央資本市場に関し見解を発表した。かれは其中で、早急に行われるべき資本市場対策として、①資本市場における自由な金利形成の促進、②株式の発行促進——株式に対する二重課税の撤廃または軽減、③合理的な個人貯蓄を可能ならしめる租税制度の採用、④発行機関の自主的発行統制、を挙げている。以下これらについて概説する。

自由な金利形成の促進……………資本市場における自由な金利形成のための前提は資本市場育成法の廃止によつてすでに与えられている。もちろん同法によつて優遇を受ける証券が存在する限り完全に自由な市場がにわかに形成されることを期待することは困難であろう。しかし優遇証券中公債などについては近々償還が期待され、更に新規発行証券の増加に伴い優遇証券のウェイトも次第に減少しよう。したがつて資本市場金利も徐々に正常化するものと思われる。最近生じた資本市場金利の若干の低下はその一徴候であろう。近く期待される公定歩合引下げは資本市場の正常化を更に促進するものと思われる。

株式の発行促進……………企業金融の場として資本市場を育成する上にまず採り上ぐべきことは株式発行の促進であろう。配当額の増加と金利低下は株式に対する関心を高めており、企業の株式による資本調達を容易ならしめるため配当利益に対する法人税軽減についても、大蔵・経済両省間に原則的に意見の一致をみた（従前経済省は免税、大蔵省は15%課税を主張）と伝えられる。

また同国における株式に対する個人投資は人口100人に対して1.5人にすぎず、株式の大衆化の急務が叫ばれている。最近政府所有企業の民間還元を促進するため管財省が設けられ、これと関連していわゆる Volksaktie（小額株式、現単位は100マルク）が検討されていることは、株式に対する関心を喚起する上に役立つものと思われる。更に投資信託も順調に発展しており、無償交付株式の取得に対する非課税方針が決定されたことと相まつて、株式市場の将来はむしろ明るいといえよう。

租税制度の合理化……………所得税体系の合理化についてはまだ新政府の下で検討中といわれる。歳出が増大し財政赤字がふえつつある現在大幅な減税は困難とみられるが、政府の公約もあり減税が行われる公算は大きい。資本収益税の廃止についてはすでに大蔵・経済両省間に意見の一致をみたと伝えられている。

自主的発行統制……………1957年春中央資本市場委員会（Zentrale Kapitalmarktskommission）がつくられ、発行の自主的統制が行われている。

以上述べたごとく最近資本市場の健全化を促進するための種々の措置が採られ、また採られようとしている。プレッシングも指摘するごとく、同国の資本市場はあまりにも複雑化しておりこれを完全に救済する手段は皆無であろう。「資本市場の複雑化が中央銀行、政府、発行機関の間に協力を欠き、金利が有効に機能する基盤が破壊されたことに帰因する」ことは広く認められている。資本市場の今後の発展は中央銀行、政府が前述のごとき資本市場の諸障害を排除し金利機能を回復する上で、いかに協力し、いかなる成果を挙げるかにかかっているといえよう。

#### V. む す び

以上要するに、戦後の西ドイツにおいて企業の自己投資および財政投資に重点が置かれてきたのは、ある程度必然性があったし、また特定部門については依然としてその必要性が失われていないであろう。

しかしながら、これらが過度に行われると資本市場の発展を阻害し、財産の広範囲な分配と企業危険の分散を妨げ、財貨および用益の効果的使用を不可能にすることも見のがすことはできない。同時に西ドイツの例に徴するに、特定の貯蓄形態に対して課税上優遇を与えることは、単に公平の原則にそむき資本市場の育成に有害であるのみならず、金利体系を破壊し金利政策の効果を著しく減殺する。優遇による効果も蓄積相互の振替を招くことが多い以上、かかる政策はあまりに犠牲の大きなものといわねばならない。

プレッシングが一方において特定部門に対する低金利の必要を認めながら、かかる部門には直接

的財政補助を与え、金利は金利体系の中で自然の調節の下におかれるべきであると主張しているのは、これまでの政策に対する反省として注目すべきであろう。第3次アデナウアー政府の施策もこの線に沿って進められる模様である。

更に資本市場の発展を図るためには長期性預金金利と資本市場金利の関係をいかに規制するかということが大きな問題であろう。この問題は金融機関のあり方、西ドイツについていえば商業銀行

と貯蓄銀行との関係をいかに規制するか、貯蓄銀行に対する税法上の優遇をいかにするか、商業銀行に証券投資以外の長期貸付を認むべきか否かなどとも密接に関連している。それだけに問題はきわめて複雑で、まだなんらの結論も得られていない。しかし運用資産利回りの低下と資本市場の正常化によつて、将来は長期性預金金利も低下し、金利を媒介とする短期市場と資本市場間の資金移動も促進されるものと思われる。

第1表

## 西ドイツにおける資本形成と源泉

(単位・億マルク)

年次		1950	1951	1952	1953	1954	1955	1956	合計
資本形成	純投資 (内設備投資)	120 (84)	181 (102)	201 (122)	213 (152)	237 (182)	318 (243)	336 (268)	1,606 (1,153)
	償却	101	120	133	135	140	154	175	958
	総投資	(24.6%) 221	(26.5%) 301	(26.5%) 334	(25.9%) 348	(25.9%) 377	(28.8%) 472	(28.4%) 511	(28.9%) 2,564
資金供給	財政	(28.4%) 34	(33.5%) 61	(38.7%) 78	(49.8%) 106	(49.0%) 116	(44.9%) 143	(48.6%) 163	(43.6%) 701
	企業	(40.8%) 49	(45.7%) 83	(38.1%) 78	(24.7%) 53	(22.4%) 53	(34.9%) 111	(32.1%) 108	(33.2%) 533
	個人	(17.7%) 21	(15.0%) 27	(22.2%) 45	(25.6%) 55	(28.2%) 67	(21.0%) 67	(20.6%) 69	(21.8%) 351
	海外	(13.1%) 16	(5.8%) 11	(1.0%) 2	(-0.1%) -	(0.4%) 1	(-0.8%) -2	(-1.4%) -5	(1.4%) 23
	合計	(100%) 120	(100%) 181	(100%) 201	(100%) 213	(100%) 237	(100%) 318	(100%) 336	(100%) 1,606

(注) Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, 1957年11月号による。合計欄の不一致は単位を億単位にとつたため生じたもの。資金供給中の%は各項の構成比率。資本形成中の%はGNP (BaL 月報57年1月による) に対する比率。

第2表

## 通貨改革後の有価証券発行額および売行額の推移

(単位・百万マルク)

年次	確定利付証券							株式		1948年来 合計	
	抵当債	地方債	金融債	工業債	その他 債券	公債	小計	1948年 来累計	株式 1948年 来累計		
1948	32.5 6.3	4.0 2.3		10.0 10.0			46.5 18.6	46.5 18.6	0.5 0.5	0.5 0.5	47 19.1
1949	352.5 201.1	128.5 33.0	160 19.9	300.7 95.7		420.4 420.4	1,382.1 770.1	1,408.6 788.7	41.6 41.3	42.1 41.8	1,450.7 830.5
1950	244.5 210.7	190 99.2	8 96.2	153.5 53.2	0.1 0.1	217.1 217.1	813.2 676.5	2,221.8 1,465.2	55.4 51.2	97.5 93.0	2,319.3 1,558.2
1951	505 468	57 158.9	1.9	100.2 61.7		73.0 56.9	735.2 747.4	2,957 2,212.6	173.8 164.7	271.3 257.7	3,228.3 2,470.3
1952	753.4 628.1	208 161.3	201 219.8	94.1 130.3		799.9 418.2	2,056.4 1,557.7	5,013.4 3,770.3	288.9 259.3	560.2 517	5,573.6 4,287.3
1953	1,352.5 1,043.4	827.7 429.4	205 224.6	295.5 396.2	36 33.8	413.9 774.5	3,103.6 2,901.9	8,117 6,672.2	286.9 268.7	847.1 785.7	8,964.1 7,457.9
1954	1,963.3 2,238.8	787.3 1,001.4	120 64.9	981.5 791.5	2.9 4.2	557 590.2	4,412 4,691.0	12,529 11,363.2	498.5 453	1,345.6 1,238.7	13,874.6 12,601.9
1955	1,674.9 1,381.7	1,375 1,026.1	200 257.7	90.1 432.0		579.2 583.2	3,919.2 3,680.7	16,448.2 15,043.9	1,560.8 1,554.8	2,906.4 2,793.5	19,354.6 17,837.4
1956	863.1 1,038.2	403.6 616.1	70 14.2	558.4 563.7		346.2 332.0	2,241.3 2,564.2	18,689.5 17,608.1	1,939.3 1,837.5	4,845.7 4,631.0	23,535.2 22,239.1
1957 1~10	1,081.3 919.7	949.2 842.3	240 185.5	820.8 823.1		498.1 510	3,589.4 3,280.6		1,509.2 1,477		
合計	8,796 8,104.2	4,930.3 4,330.8	1,204 948	3,404.8 3,238.9	39 35.6	3,904.8 3,398.1		22,278.9 20,056.6		6,354.9 6,108	28,633.8 26,996.7

(注) Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, 1957年11月号による。各欄上段は発行額、下段は売却額