

## 論 説

## ドイツ会計国際化の環境要因としての証券市場状況

佐藤 誠 二

## 1. ドイツ企業の会計国際化に対する要請

ドイツでは、資本市場と企業活動のボーダレス化を背景に会計の国際化が進行してきている。とくに、1990年代はじめに、Daimler-Benz 株式会社等がアメリカのニューヨーク証券取引所に上場したの契機に、国際的な資本市場でドイツ企業の資本調達を促進する可能性に関して活発な論議が始まったが、その目的を達成する上で、会計領域においても、会計の国際化を進展させ、国際的に適用可能な会計規制を早急にうみ出すことがドイツでは要請されてきた。

会計の国際化という観点では、1980年代を通じて、1992年のEU(当時はEC)市場統合のインフラ整備、会社法調和化の一環として、年度決算書と連結決算書(コンツェルン決算書)等に関わるEU指令を通じて加盟国間の決算書の比較可能性(Vergleichbarkeit)と等価性(Gleichwertigkeit)の目標が設定され、EU指令の各国国内法における転換が90年代はじめに既に実現した。ただし、このEUにおける会社法調和化の作業は加盟各国が転換選択権を行使して、いわば妥協の産物となったとする評価も多い。EU指令の国内法転換の過程の中では、標準化(Standardisierung)という意味での統一は意識的に排除され、等価性の定義も欠いていたために、結果としてEU各国の決算書の直接的な比較可能性は導出され得なかったといわれている<sup>(1)</sup>。ドイツの場合も同様である。ドイツにおいては、EU指令の商法(HGB)への転換も、依然として債権者保護と資本維持を会計目的の中心とし、また、基準性原則を通じた税法会計との緊密な連携を有する会計制度の内容を基本的に変えるものではなかった<sup>(2)</sup>。

しかも、1990年代に入って、ドイツ商法に基づく連結決算書をEU外部の取引所上場に際して利用しようとするドイツ企業にとって、一層の問題も提起された。資本需要の拡大しているドイ

ツ企業は、ドイツ商法に従い作成される連結決算書が国際的に承認されず、「国際会計基準 (IAS)」や「アメリカの一般に認められた会計原則 (US-GAAP)」に依拠した連結決算書の作成が別に強いられるために多くの負担が課せられた。国際的資本市場の影響は、この間、そうした要請をものはや、無視しえない程に大きくしてきたという<sup>(3)</sup>。

かくて、今日、決算書の等価性問題は EU 域内にとどまらない。特に、ドイツとアメリカとの連結決算書の間の等価性は、アメリカの有価証券及び取引所監督機関（証券取引委員会；SEC）の側にとっては、厳しく否定される。ドイツのコンツェルンは、アメリカの証券取引所において上場認可を求める場合、US-GAAP に基づく連結決算書の作成を強いられている。例えば、1993 年、Daimler-Benz 株式会社はニューヨーク証券取引所への上場に際して、ドイツ法に応じた HGB-連結決算書とともに、US-GAAP に基づく連結決算書をドイツ企業としてはじめて提示した。しかし、HGB-連結決算書が 615 百万ドイツマルクの年度余剰を示したのに対し、US-GAAP に基づく連結決算書は 1,839 百万ドイツマルクの年度欠損を表示し、その大きな隔たりのためにセンセーションを起し、市場等で厳しく批判にさらされたのはよく知られるところである。また、1995 年に、Deutsche Telekom 株式会社もニューヨーク証券取引所における上場認可の際し、唯一の連結決算書を作成する試みた。しかし、Deutsche Telekom 株式会社は、HGB-決算書と US-GAAP 連結決算書との調整表を要請されることになり、その試みは失敗した。HGB-連結決算書と US-GAAP 連結決算書の二重の作成は、ドイツ企業にとって多大な費用負担をもたらしているにもかかわらず、ドイツでは 1994 年以降、HGB にも IAS にも合致した、いわゆる二元的連結決算書の作成 (Aufstellung eines dualen Konzernabschlusses) が選択されるようになる。

B.Pellens によれば、IAS に調和した連結決算書を作成するドイツ企業数の増加は、将来、アメリカの証券取引所の承認を中期的に生み出すため、そうした戦略をもって 1993 年に IAS 連結決算書をはじめて作成した企業が Puma 株式会社であったという<sup>(4)</sup>。それに続いて、Bayer, Hoechst, Schering、Heidelberger Zement の各株式会社は、1994 年の営業年度において、HGB に基づく貸借対照表作成選択権をそれが許容する限りで IAS を考慮した。Hoechst 株式会社と Schering 株式会社は、ドイツの HGB 規定と一致しない IAS 規定を明示的に排除したが、二元的連結決算書の作成は、こうした条件付きの HGB に応じた財務諸表の作成から HGB に応じた別種の財務諸表の作成への変換を意味している。さらに進んで、IAS に適応したのが、Heidelberger Zement 株式会社である。Heidelberger Zement 株式会社はあらゆる追加と限定を伴わずに IAS を適用した。また、1995 年には、Deutsche Bank 株式会社が HGB-連結決算書と一緒に、IAS に基づく連結決算書を作成するにも至っている。こうした状況のなかで、Börsen Zeitung が 1995 年

に実施したアンケートは、HGB-連結決算書の作成義務が免除され国際的会計基準に基づく連結決算書の作成されることを前提にして、21の調査対象大企業の多数がIASに対して積極的な評価を下したと報じている<sup>(6)</sup>。

1998年4月、ドイツの立法者はこうしたドイツ企業の会計実践の動向とその要請の圧迫に応えて「ドイツ・コンツェルンの資本市場に対する競争能力改善及び社員消費貸借の受容の容易化のための法律」(資本調達容易化法; KapAEG)を施行させた。この資本調達容易化法の主たる法改正は商法典第292a条の導入にあった<sup>(6)</sup>。商法典第292a条に基づけば、上場ドイツ親企業は、HGB-連結決算書と連結状況報告書の作成及び開示の義務について、一定の条件を満たして、国際的に承認された会計原則に基づく連結決算書と連結状況報告書を作成し開示するときには、免責が与えられることになる。アメリカの会計システムとIASCの会計システムの利用はその限りで法律上、承認されたが、この免責条項の適用は上場されたいわゆる大規模企業にのみ限定されるわけではない。ドイツにおいてはその高いコンツェルン化から、親企業のみでなくその子企業の場合もまた、第2の商事貸借対照表(Handelsbilanz II)の作成との関連で、IASないしUS-GAAP基準に適用しなければならなくなった。さらにまた、1997年に創設された、フランクフルトの新しい市場セグメント「新規市場(Neuermarkt)」に株式を上場する企業の場合も、そのすべての企業は、取引所が条件づける開示義務を履行する場合、自身の決算書をドイツ商法ではなく、IASあるいはUS-GAAPに基づき作成しなければならない<sup>(7)</sup>。こうした動向は、ドイツ企業のIASないしUA-GAAPの適用を増加させることになる。B.Pellensに拠ってみれば、1998年時点でIASもしくはUS-GAAPに基づき決算書を作成しているか、作成することを予定するドイツ企業はDAX 100の企業で45社、新規市場の上場会社で39社あるという(図表1参照)<sup>(8)</sup>。また、最新のIASCの資料に基づく、1999年時点でIAS適用の会社数は98社に及んでいるという。

さて、本稿はかかるドイツにおける会計国際化の前提をなす資本市場という基礎的環境要因について一定の整理を行うことを目的とする。従来、ドイツの会計については、その制度の中心をなす商法会計法制に焦点づけて考察され、証券取引に関する会計開示規制には注意が払われてこなかったのではなかろうか。企業資本の間接金融依存、債権者保護あるいはユニバーサルバンクによる企業統治を前提として、また、ドイツ資本市場の未発達さを念頭にして、会計の国際化の基礎的環境要因である資本市場の動向とその開示規制に対しては必ずしも、十分な考察がなされてこなかったように思われる。そこで以下では、ドイツの証券市場の動向とそこにおけるドイツ企業の資金調達活動に関して整理を行い、企業会計開示規制を考察する上で必要な基礎的前提を確認しておきたい。

図表 1 ドイツ企業の国際的会計基準の適用状況

IAS	US-GAAP
<b>DAX-100-企業</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Aachener und Münchner Beteiligungs (1998)</li> <li>• Adidas</li> <li>• Allianz</li> <li>• Bayer</li> <li>• BMW (1998)</li> <li>• Commerzbank (1998)</li> <li>• DePfa-Bank (1999)</li> <li>• Deutsche Bank</li> <li>• Deutsche Lufthanza (1998),</li> <li>• Dresdner Bank (1998)</li> <li>• Dyskerhoff</li> <li>• Ergo Versicherungsgruppe (1999)</li> <li>• Gerresheimer Glass (1998)</li> <li>• Heidelberger Zement</li> <li>• Henkel</li> <li>• Hochtief (1999)</li> <li>• Hoechst</li> <li>• Hypo Vereinbank (1998)</li> <li>• Lahmeyer (1998/1999)</li> <li>• MAN (1998)</li> <li>• Merck</li> <li>• Münchener Rückversicherungsgesellschaft (1999)</li> <li>• Preussag (1998/1999)</li> <li>• Puma</li> <li>• RWE (1998/1999)</li> <li>• Schering</li> <li>• Tarkett Sommer</li> <li>• Viag (1999)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Agiv (1999/2000)</li> <li>• BASF (1998)</li> <li>• Continental (1999)</li> <li>• Daimler Benz</li> <li>• DBV Winterhur Holding (1999)</li> <li>• Deutsche Telekom</li> <li>• Fresenius Medical Care</li> <li>• Hannover Rückversicherung (1998)</li> <li>• Hoechst</li> <li>• Jungheinrich</li> <li>• Metallgesellschaft (1998)</li> <li>• SAP (1998)</li> <li>• Siemens (1999/2000)</li> <li>• Schwarz Pharma</li> <li>• SGL Carbon</li> <li>• Tyseen/Krupp (1998/1999)</li> <li>• Veba</li> </ul>
<b>新規市場における企業</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>• BB Biotech</li> <li>• BB Medtech</li> <li>• CE Computer Equipment</li> <li>• CE Consumer Electronic</li> <li>• Cenit Systemhaus</li> <li>• Drillisch</li> <li>• Hunzinger Information</li> <li>• Infomatec Integr. Inf. Sys.</li> <li>• Kinowelt Medien</li> <li>• Lintec Computer</li> <li>• Mensch und Maschine Software</li> <li>• Mobilcom</li> <li>• Refugium Holding</li> <li>• Saltus Technology</li> <li>• SER Systeme</li> <li>• Sero Entsorgung</li> <li>• SoftM Software und Beratung</li> <li>• Technotrans</li> <li>• Tiptel</li> <li>• Transtec</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Aixtron</li> <li>• Augusta Beteiligungs</li> <li>• Bertrandt</li> <li>• Beta Systems Software</li> <li>• I &amp; I</li> <li>• Edel Music</li> <li>• Elsa</li> <li>• Euromicron</li> <li>• Heyde</li> <li>• Intershop Communications</li> <li>• Mühlbauer Holding</li> <li>• Pfeiffer Vacuum Technology</li> <li>• Plenum</li> <li>• PSI</li> <li>• Sachsenring Automobiltechnik</li> <li>• Singulus Technologies</li> <li>• TDS Informationstechnologie</li> <li>• Teldafax</li> <li>• Teles</li> </ul>

出所) Bernhard Pellens; Internationale Rechnungslegung, 3. Aufl., 1999, S.9. ( ) 内の数字は、適用予定年度を示す。1998年12月時点。

## 2. ドイツの取引所上場株式会社

しばしば、会計とは「企業の言語 (language of business)」であるといわれる。言語は一国の社会的、経済的、文化的環境要因の表現でもあり、会計という企業言語も一国のそうした国民経済の環境要因に影響されることは避けられない。ドイツにおける企業構成は会計が国際化を指向する上で考慮しなければならないひとつの環境要因を形づくっている。

このドイツにおける企業構成の内容を売上税統計によって把握してみると、1986年の企業総数1,929,860社のうち、そのほとんどが人的会社で、個人企業のみで75.21%を占めている。資本会社の数は少なく、また、資本会社292,579社のうち有限会社が203,564社(69.6%)と圧倒的多数で、株式合資会社等も加えた株式会社数は実数で1,524社、企業総数からみると僅か0.08%と極めて少数になっている。この1986年の企業構成はこの10年間ににおいても大きな変化はなくそのまま妥当する。1996年現在の株式会社数は2,445社、企業総数に占める割合は0.08%であり1986年当時と同じで0.1%にも満たない。個人会社、有限会社等の構成比率にしても同様で、この10年間ににおけるドイツの企業構成の内容についてはほとんど変動はないといえよう(図表2参照)<sup>(9)</sup>。

ところで、こうした株式会社数の少なさは諸先進諸外国との比較においてドイツのひとつの特徴となっている。例えば、1990年における欧州域内の他国の株式会社数は、イギリス11,100社、フランス152,594社、スペイン531,534社となっており、それらと比較してもドイツの場合の2,682社は絶対数においてかなり下回っている<sup>(10)</sup>。しかも、株式会社を取引所上場会社にしばってみるなら、さらにその数は限定されることになろう。

そこで、各主要国(取引所)における国内の上場株式会社数の1986以降の推移を示したのが図表3である。この統計数値によると、ドイツの場合、1986年以降、上場株式会社は実数の上で、増加傾向にある。しかし、株式会社総数に占めるその割合はむしろ減少しており、1998年時点では株式会社総数のうちの上場会社数は13.6%にすぎない。この数値は連邦統計に基づく株式会社数を分母にとったものであるが、売上税統計に基づく株式会社数2,445社との比較においても、30.3%である。この数値は、ドイツの場合、一般に株式会社の3分の1程度が取引所に上場されているといわれていることに符合するが<sup>(11)</sup>、いずれにしてもドイツ取引所における上場会社の数はそれほど多くはない。この上場会社数をアメリカ、イギリス、日本、フランスの取引所上場の株式会社数と比較すれば、その規模の小ささをさらに窺う事ができる。1998年時点におけるドイ

図表 2 ドイツの企業構成

	1984	1986	1988	1990	1992	1994	1996
個人企業	1,407,595	1,451,539	1,507,308	1,545,262	1,926,988	2,018,431	1,971,181
	75.76%	75.12%	74.55%	73.45%	73.22%	72.42%	71.34%
合名会社	142,627	152,738	164,625	173,294	210,167	230,547	236,911
	7.68%	7.91%	8.14%	8.24%	7.99%	8.27%	8.57%
合資会社	89,983	87,488	86,883	85,219	87,317	88,581	91,521
	4.84%	4.53%	4.30%	4.05%	3.32%	3.18%	3.31%
株式会社	1,544	1,524	1,597	1,717	2,167	2,253	2,445
	0.08%	0.08%	0.08%	0.08%	0.08%	0.08%	0.09%
有限会社	184,509	203,567	227,612	263,341	359,358	400,723	413,344
	9.93%	10.55%	11.26%	12.52%	13.65%	14.38%	14.96%
その他	31,632	33,004	33,799	35,141	45,815	46,539	47,523
	1.71%	1.71%	1.67%	1.67%	1.75%	1.66%	1.72%
総計	1,857,890	1,929,860	2,021,824	2,103,974	2,631,812	2,787,074	2,762,925
	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

注) 売上高 32,500 DM (1994 年のみ 25,000 DM) を上回る企業のみを対象。株式会社は、株式合資会社、その他民法上の組合も含む。

出所) Deutsches Aktieninstitut ; DAI-Factbook 1999, Statistiken, Analysen Analysen und Graphiken zu Aktionären, Aktiengesellschaften und Börsen, S.01-4. Quelle : Umsatzsteuerstatistik

図表 3 主要国における取引所上場株式会社数

	1986	1988	1990	1992	1994	1996	1997	1998
<b>ドイツ</b>								
株式会社総数	2,193	2,366	2,685	2,943	3,527	4,043	4,548	5,468
上場会社数	492	609	649	665	666	681	700	741
	22.40%	25.70%	24.20%	22.10%	18.90%	16.80%	15.40%	13.60%
<b>主要国上場会社数</b>								
<b>アメリカ</b>								
ニューヨーク証券取引所	1,516	1,466	1,469	1,969	1,912	2,172	2,271	2,278
ナスダック	4,173	4,180	3,876	3,852	4,593	5,167	5,033	4,627
アメックス	747	740	679	741	750	688	647	650
<b>日本</b>	1,866	1,967	2,071	2,118	2,205	2,334	2,387	2,416
<b>イギリス・北アイルランド</b>	2,173	1,804	2,111	1,918	1,747	2,091	2,046	1,957
<b>フランス</b>	598	639	873	786	724	702	740	914

出所) Deutsches Aktieninstitut ; DAI-Factbook 1999,a.a.O., S.02-2-2 から一部、補足して作成。

Quelle : Statistisches Jahrbuch, Hrsg. Statistische Bundesamt, Jg. 1989-1995./Deutsche Bundesbank,Kapitalmarktstatistik. Statistisches Beiheft zum Monatsberiche 2./F.I.B.V., Arbeitsgemeinschaft der deutschen Wertpapierbörsen./Tokyo Stock Exchange, Factbook.

ツの上場株式会社数累計は 741 社である。これに対して、ニューヨーク証券取引所、ナスダック、アメリックスの主要取引所におけるアメリカ上場株式会社累計は 7,555 社と約 10 倍の規模である。日本の 2,416 社、イギリスの 1,957 社の上場株式会社にしても各、ドイツの 3.3 倍、2.6 倍に達している。さらに、ドイツ株式協会 (DAI) の統計に拠れば、1998 年での名目国内総生産と対比したドイツ企業の証券取引資本化額の割合は 51% に過ぎない。これはスイスの 263%、ルクセンブルグの 231%、カナダの 186%、イギリスの 169%、アメリカの 158% と比較しても低いものとなっている<sup>(12)</sup>。これらの統計を前提にするなら、他の先進諸国と比較してドイツの証券取引市場の対象とする国内株式会社の数と規模の相対的小ささもみてとれるといえよう。

ところで、ドイツの株式会社が国際資本市場で資本調達を活性化させてくる 1992 年における取引所上場会社は 665 社である。Küting/Hayn の調査によると、そのうち 40 社が 1992 年と 1993 年に外国取引所において上場された企業数である。この 40 社から、EU 加盟国もしくは EU 以外の欧州の協定取引国取引所における株式上場会社を除外すると、その数は 13 社にとどまる。さらに、欧州以外の外国取引所における上場会社に限定すると、その数は BASF 株式会社、Bayer 株式会社、Commerz-Bank 株式会社、Daimler Benz 株式会社、Deutsche Bank 株式会社、Dresdner Bank 株式会社、Hoechst 株式会社の 7 社に減少するという<sup>(13)</sup>。この資料を前提にすれば、取引所に上場されるドイツの株式会社数うち EU という経済圏を越えて広く国際資本市場を利用する株式会社というならそれは限られたグローバルプレーヤーたる有力株式会社といえるだろう。しかし、そうした株式会社の資金需要に対して、ドイツの資本市場はそれを充足するものではないようである。この場合のドイツ企業の資本要請は、資本収支の市場動向から窺うことができる。ドイツは純資本輸入国である。図表 4 は、連邦銀行統計によって、1982 年以降の 15 年間におけるドイツの対外国資本収支を示したものであるが、この 15 年間、外国への純資本投資は絶えずマイナス、外国からドイツへの純資本投資は絶えずプラスで推移している。有価証券投資に関してみてみると、この傾向はさらに顕著である。ドイツの対外国純有価証券投資はこの 15 年間絶えずマイナスであり、1996 年時点では -57,179 百万マルクに及んでいる。逆に、諸外国から対ドイツへの純資本投資のうち有価証券投資は 1991 年以降、絶えずプラスで推移しており、1996 年時点での対ドイツ有価証券投資残高は +135,320 百万マルクを示している。この統計数値は、国内の資本供給のみではドイツ企業の大きな有価証券発行を収容する状況にないことを示唆しており、ここに、ドイツ株式会社のいわゆるグローバルプレーヤーが国際資本市場とりわけニューヨーク証券取引所の取引所認可を目指す理由の一端をみることができるだろう。

図表 4 ドイツの資本収支

単位：100 万 DM

年度	総資本流通残高		外国への純資本投資		外国からの純資本投資	
	総 計	有価証券投資	総 計	有価証券投資	総 計	有価証券投資
1982	- 2,762	- 8,332	- 30,056	-11,023	27,293	2,290
1983	- 16,281	2,787	- 42,411	-10,505	26,131	13,292
1984	- 37,304	1,599	- 84,629	-15,475	47,327	17,072
1985	- 56,009	6,103	-110,287	-31,507	54,279	37,610
1986	- 84,599	51,141	-160,749	-20,380	76,149	72,521
1987	- 39,207	7,297	- 86,697	-25,003	47,489	32,300
1988	-125,556	-64,272	-155,242	-71,659	29,686	7,387
1989	-134,651	- 4,394	-248,597	-50,123	113,946	45,729
1990	- 90,519	- 5,687	-183,377	-25,078	92,858	19,391
1991	20,197	41,338	-105,975	-29,880	126,172	71,219
1992	91,540	46,937	-116,775	-75,564	208,315	122,501
1993	14,036	182,885	-295,947	-52,846	309,983	235,732
1994	64,642	-40,338	-110,937	-87,239	175,579	46,901
1995	74,124	56,554	-173,669	-31,044	247,793	87,599
1996	20,891	78,141	-200,921	-87,798	221,812	135,320

出所) Deutscher Bundestag ; Jahresgutachten 1997/1998 des Sachvertsändigenrates zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Drucksach 13/9090,1997. S.388-389 より作成。

### 3. 取引所の売上高と企業参入状況

ドイツの資本市場はドイツ企業にとってその資金需要に十分応えるほどの規模になっていないようである。しかし、他方において、ドイツの資本市場（証券市場）は EU の域内統一市場の中心的担い手として売上規模において拡大傾向にある点にも注目しておく必要がある。国際証券取引所連盟 (FIBV) の統計に基づけば、1998 年におけるドイツの取引所売上高は 5,237,688 百万マルクで、アメリカ（ニューヨーク証券取引所が 24,485,856 百万マルク、ナスダックが 18,466,394 百万マルク）、イギリス（10,059,260 百万マルク）に継ぐ第 3 位の証券市場である。特に、1990 年代後半のドイツ証券市場の成長は著しく、図表 5 は、この取引所参入の企業数の急速な伸張傾向をより明確に示している。1998 年については同じユーロ諸国であるフランス、スペインにおいても参入企業数の顕著な増加を見て取る事ができる。しかし、90 年代後半を通じた対前年度との比較で見るとドイツの取引所は他国と比べて毎年、高い伸張率を示しているといつてよい。1986 年から 1998 年までの 13 年間におけるドイツの取引所参入件数の累計 3,020 件



はEU諸国のなかで一番多く、この数値はユーロ諸国全体の参入件数の約半数、EU諸国の参入件数の約3分の1を占めている。

この点は、ドイツの証券取引所における株式売上高の動向にも反映されている。図表6のドイツ連邦銀行の統計に拠れば、1998年度の取引所株式総売上高は、5,237,689百万マルクで、これは1992年の1,359,224百万マルクの3.85倍、1986年の327,705百万マルクと比較すれば約16倍の大きさであり、ユーロ諸国全体の売上高の42.6%、EU諸国全体の売上高の22.2%（イギリスを除くと38.8%）の額となっている。

しかも、ドイツにおける市場参入件数の拡大傾向は外国企業に大きく依存していることにも注目する必要がある。それを裏付けているのが、F.I.B.Vに基づく図表7及び図表8の統計数値である。図表7は、国内企業の取引所参入に関して、また、図表8は外国企業の取引所参入に関して1986年から13年間の推移をそれぞれ示したものである。それら統計によれば、ドイツの場合、証券取引所に参入する企業件数として、この間、外国企業が国内企業を大きく上回っていることがわかる。13年間の外国企業の参入累計件数は2,727件であり、国内企業の参入累計件数302社との合計3,020社のうちの約9割を占めている。同じ累計で、EU諸国であり国際的な証券取引所を有するフランスの外国企業の参入件数は108社、イギリスは400社であり、国内企業を含む合計件数に占める割合でもフランスが15.5%、イギリスが14.9%にすぎず、両国とも国内企業の取引所参入件数のほうが外国企業をはるかに上回っている。外国企業の市場参入件数の多さはドイツ固有の特徴といえるだろう。

しかし、反面、取引所売上高の観点からすれば、ドイツの場合、外国株式の占める割合は極めて低いことも特徴である。その内容を語っているのが、同じF.I.B.Vに基づく取引所総売上高(図表6)における国内株式、外国株式の内訳数値を示した図表9、図表10である。図表6と図表9を利用して取引所総売上高に対する外国株式売上高の比率を計算すると、1992年が1.6%、1994年2.5%、1996年2.9%、1998年6.6%となる。徐々にあがってはいるが、その比率は極めて低く、ドイツの証券取引所における株式売上高のほとんどが国内株式の取引によるものとなっていることがわかる。このことは世界第一位と第二位の売上高規模をもつアメリカとイギリスの市場と比較して対照的である。1998年度時点で外国株式売上高の取引所総売上高に占める比率を計算すると、アメリカ(ニューヨーク証券取引所)が92.3%、イギリスは63.4%となっている。実数の上でも345,140百万マルクという外国株式の取引所売上高は、アメリカ(ニューヨーク証券取引所)の22,599,564百万マルク(ドイツの約65倍)、イギリスの6,376,317百万マルク(ドイツの約18倍)と比較してはるかに小規模であることがわかる。ただし、ユーロ圏のみに限定するなら、ド

図表 5 各国取引所における企業参入件数

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1986-1998
<b>ユーロ諸国</b>														
ドイツ	35	46	88	88	61	52	34	68	195	188	403	765	997	3,020
ベルギー	9	13	11	11	13	10	0	3	2	3	6	19	24	124
フィンランド	4	3	19	16	1	3	1	0	10	10	3	12	12	94
フランス	56	22	21	57	31	32	15	14	39	25	59	86	40	697
アイルランド	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	3	15	6	24
イタリア	42	23	14	8	8	8	5	5	26	12	15	14	22	202
ルクセンブルク	27	112	13	17	15	17	16	17	67	23	17	20	12	373
オランダ	39	31	9	24	15	8	3	27	11	15	9	17	23	231
オーストリア	12	8	9	12	24	15	14	3	5	5	2	5	3	117
ポルトガル	NA	NA	30	10	12	14	42	7	1	8	5	7	8	144
スペイン	NA	57	71	105	50	33	26	26	33	22	25	91	216	755
<b>ユーロ諸国合計</b>	<b>224</b>	<b>315</b>	<b>285</b>	<b>348</b>	<b>230</b>	<b>192</b>	<b>156</b>	<b>170</b>	<b>389</b>	<b>311</b>	<b>547</b>	<b>1,051</b>	<b>1,563</b>	<b>5,781</b>
<b>ユーロ以外のEU諸国</b>														
デンマーク	32	5	5	9	14	12	5	3	5	10	8	6	13	127
ギリシャ	NA	NA	4	0	28	14	5	6	35	28	9	12	23	164
イギリス及び北アイルランド	169	189	163	213	180	136	100	186	222	330	397	254	202	2,741
スウェーデン	14	8	10	14	25	6	5	27	40	17	18	54	36	274
<b>非ユーロ諸国合計</b>	<b>215</b>	<b>202</b>	<b>182</b>	<b>236</b>	<b>247</b>	<b>168</b>	<b>115</b>	<b>222</b>	<b>302</b>	<b>385</b>	<b>432</b>	<b>326</b>	<b>274</b>	<b>3,306</b>
<b>EU 諸国合計</b>	<b>439</b>	<b>517</b>	<b>467</b>	<b>584</b>	<b>477</b>	<b>360</b>	<b>271</b>	<b>392</b>	<b>691</b>	<b>696</b>	<b>979</b>	<b>1,377</b>	<b>1,837</b>	<b>9,087</b>
<b>EU 以外の選択諸国</b>														
スイス	71	112	61	95	53	41	5	5	9	11	7	13	17	500
日本														
大阪	19	21	22	28	24	21	9	22	26	27	38	27	13	297
東京	60	73	65	37	40	21	15	23	27	32	61	51	57	562
アメリカ	1,141	1,066	586	509	513	717	922	878	749	724	1,030	884	792	10,511
アメックス	103	152	90	44	67	77	59	133	51	75	97	104	100	1,152
ナスダック	903	762	396	375	357	478	612	520	445	476	655	507	487	6,973
ニューヨーク証券取引所	135	152	100	90	89	162	251	225	253	173	278	273	205	2,386

注) アイルランドは、1995年までロンドンに含まれる。1986年のイタリアは、ミラノの数値。スペインについては、1989年まではバルセロナ、1990年以降はバルセロナ、ビルバオ、マドリッドの数値。スイスの1986年はチューリッヒ、1987年以降はバーゼル、ジュネーブ、チューリッヒ、1993年以降はスイス。アメリカの数値は、アメックス、ナスダック、ニューヨーク証券取引所の合計。

出所) Deutsches Aktieninstitut ; DAI-Factbook 1999, a,a,0.,S.03-3-3. Quelle : F.I.B.V., Arbeitsgemeinschaft der deutschen Wertpapierbörsen.

図表6 各国における取引所総売上高

単位：100万DM

	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
<b>ユーロ諸国</b>												
ドイツ	729,000	653,814	1,242,049	1,624,655	1,286,071	1,359,192	1,882,223	1,918,664	1,733,200	2,441,848	3,569,304	5,237,688
ベルギー	37,600	37,800	39,600	30,800	28,200	30,800	46,800	52,000	78,544	80,766	119,094	213,872
フィンランド	21,400	27,200	26,600	12,600	4,600	6,400	26,800	42,600	55,334	68,224	127,270	212,070
フランス	339,000	241,600	390,600	1,381,200	386,200	387,800	578,000	628,400	626,392	876,946	1,455,452	2,039,564
アイルランド	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	59,124	127,318
イタリア	113,400	113,600	142,400	136,000	83,800	75,800	209,400	464,400	252,116	321,122	715,614	1,702,706
ルクセンブルク	600	1,200	800	600	400	400	1,600	3,400	1,404	2,414	3,674	5,710
オランダ	154,400	109,000	170,200	131,200	126,500	141,700	223,400	276,500	363,362	594,290	985,874	1,410,054
オーストリア	5,600	8,600	46,400	87,700	39,700	17,000	24,400	27,900	38,390	33,244	44,448	60,582
ポルトガル	NA	2,200	4,800	3,600	3,800	5,800	7,400	12,200	12,196	22,010	72,620	166,018
スペイン	NA	77,200	117,800	102,000	126,200	100,800	140,400	166,200	150,292	248,524	474,738	1,114,425
<b>ユーロ諸国合計</b>	<b>1,401,000</b>	<b>1,272,214</b>	<b>2,181,249</b>	<b>2,510,355</b>	<b>2,085,471</b>	<b>2,125,692</b>	<b>3,140,423</b>	<b>3,592,264</b>	<b>3,311,230</b>	<b>4,689,388</b>	<b>7,627,212</b>	<b>12,290,007</b>
<b>ユーロ以外のEU諸国</b>												
デンマーク	7,200	16,400	54,200	36,400	32,000	51,600	71,600	93,600	81,980	115,960	164,030	225,050
ギリシャ	NA	1,000	2,000	11,800	8,000	4,600	9,000	16,400	17,628	25,340	74,106	178,022
イギリス及び北アイルランド	1,144,100	1,299,100	1,536,300	1,767,000	1,847,000	1,877,900	2,922,900	3,272,000	3,328,986	4,342,181	7,027,966	10,059,260
スウェーデン	68,000	67,000	61,400	49,600	68,200	76,000	135,000	254,400	294,018	433,558	617,244	801,488
<b>非ユーロ諸国合計</b>	<b>1,219,300</b>	<b>1,383,500</b>	<b>1,653,900</b>	<b>1,865,100</b>	<b>1,955,200</b>	<b>2,010,100</b>	<b>3,138,500</b>	<b>3,636,400</b>	<b>3,722,612</b>	<b>4,917,039</b>	<b>7,883,326</b>	<b>11,263,820</b>
<b>EU 諸国合計</b>	<b>2,620,300</b>	<b>2,655,714</b>	<b>3,835,149</b>	<b>4,375,455</b>	<b>4,040,671</b>	<b>4,135,792</b>	<b>6,278,923</b>	<b>7,228,664</b>	<b>7,033,842</b>	<b>9,606,427</b>	<b>15,510,538</b>	<b>23,553,827</b>
<b>EU 以外の選択諸国</b>												
スイス	487,000	395,300	NA	NA	NA	128,200	734,800	789,300	925,436	1,370,980	2,004,880	2,390,196
日本												
大阪	902,400	978,200	984,400	789,400	455,600	403,800	453,000	603,800	689,210	733,232	749,400	785,520
東京	6,616,400	8,109,800	7,922,240	4,158,600	2,710,800	1,562,000	2,692,400	2,632,400	2,372,130	2,732,352	3,007,496	2,827,864
アメリカ												
アメックス	168,200	111,000	150,400	112,600	124,000	136,400	195,800	181,200	208,476	284,000	513,364	963,410
ナスダック	1,581,000	1,235,800	1,339,000	1,253,400	2,103,800	2,875,600	4,661,400	4,489,400	6,875,516	10,267,058	15,632,388	18,466,394
ニューヨーク証券取引所	5,926,200	4,828,200	5,238,800	3,960,000	4,609,400	5,634,200	7,883,600	7,602,400	8,838,720	12,636,340	20,708,052	24,485,856

注) アイルランドは、1996年までロンドンに含まれる。イタリアは、ミラノの数値。スペインについては、マドリッドの数値。スイスの1988年はチューリッヒ、1992年以降はスイス。出所) Deutsches Aktieninstitut; DAI-Factbook 1999, a,a,O.,S.06-3-3. Quelle: Arbeitsgemeinschaft der deutschen Wertpapierbörsen. Deutschen Börse AG, Jahresberichte, bzw. Factbook.

図表 7 各国における国内企業の取引所参入件数

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1986-1988
<b>ユーロ諸国</b>														
ドイツ	26	19	14	25	26	19	8	9	14	20	20	35	67	302
ベルギー	8	5	2	4	3	4	0	3	2	0	3	13	18	65
フィンランド	2	3	18	15	1	3	1	0	10	10	3	12	12	90
フランス	43	12	5	39	21	23	13	12	38	22	53	86	226	589
アイルランド	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	1	9	3	13
イタリア	42	23	14	8	8	6	4	4	26	12	15	14	21	197
ルクセンブルク	10	96	4	5	2	9	2	3	4	1	1	2	2	141
オランダ	30	19	2	16	8	4	2	25	11	10	7	15	22	171
オーストリア	10	4	8	9	18	11	12	3	5	4	2	4	2	92
ポルトガル	NA	NA	30	10	12	14	42	7	1	8	5	7	8	144
スペイン	NA	57	71	105	45	31	26	23	33	22	25	91	211	740
<b>ユーロ諸国合計</b>	<b>171</b>	<b>238</b>	<b>168</b>	<b>236</b>	<b>144</b>	<b>124</b>	<b>110</b>	<b>89</b>	<b>144</b>	<b>109</b>	<b>135</b>	<b>284</b>	<b>592</b>	<b>2,544</b>
<b>ユーロ以外のEU諸国</b>														
デンマーク	NA	4	5	8	12	10	4	2	5	9	6	5	13	83
ギリシャ	NA	NA	4	0	28	14	5	6	35	28	20	12	23	175
イギリス及び北アイルランド	136	155	129	164	144	116	89	180	210	285	347	217	169	2,341
スウェーデン	14	8	10	13	18	6	5	27	39	16	17	50	32	255
<b>非ユーロ諸国合計</b>	<b>150</b>	<b>167</b>	<b>148</b>	<b>185</b>	<b>202</b>	<b>146</b>	<b>103</b>	<b>215</b>	<b>289</b>	<b>338</b>	<b>390</b>	<b>284</b>	<b>237</b>	<b>2,854</b>
<b>EU 諸国合計</b>	<b>321</b>	<b>405</b>	<b>316</b>	<b>421</b>	<b>346</b>	<b>270</b>	<b>213</b>	<b>304</b>	<b>433</b>	<b>447</b>	<b>525</b>	<b>568</b>	<b>829</b>	<b>5,398</b>
<b>EU 以外の選択諸国</b>														
日本	50	53	31	47	18	26	4	4	8	6	6	13	17	283
大阪	19	21	22	28	24	21	9	22	26	27	38	26	13	296
東京	29	37	40	27	33	18	15	22	27	32	59	50	54	443
アメリカ	1,110	995	548	459	470	663	289	808	666	621	909	754	691	8,983
アメックス	99	144	86	35	56	75	54	124	46	70	92	91	92	1,064
ナスダック	884	715	362	347	334	438	NA	496	419	413	598	453	437	5,896
ニューヨーク証券取引所	127	136	100	77	80	150	235	188	201	136	219	210	162	2,023

注) アイルランド、イタリア、スペイン、スイス、アメリカの数値については、図表 5 と同様の処理をしている。  
 出所) Deutsches Aktieninstitut ; DAI-Factbook 1999, a,a.O.,S.03-3-1. Quelle : F.I.B.V., Arbeitsgemeinschaft der deutschen Wertpapierbörsen.

図表 8 各国における外国企業の取引所参入件数

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1986-1988
<b>ユーロ諸国</b>														
ドイツ	9	27	74	72	35	33	26	59	181	168	383	730	930	2,727
ベルギー	1	8	9	7	10	6	0	0	0	3	3	6	6	59
フィンランド	2	0	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	4
フランス	13	10	16	18	10	9	2	2	1	3	6	4	14	108
アイルランド	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	2	6	3	11
イタリア	0	0	0	0	0	2	1	1	0	0	0	0	1	5
ルクセンブルク	17	16	9	12	13	8	14	14	63	22	16	18	10	232
オランダ	9	12	7	8	7	4	1	2	0	5	2	2	1	60
オーストリア	2	4	1	3	6	4	2	0	0	1	0	1	1	25
ポルトガル	NA	NA	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
スペイン	NA	0	0	0	5	2	0	2	0	0	0	0	5	14
<b>ユーロ諸国合計</b>	<b>53</b>	<b>77</b>	<b>117</b>	<b>121</b>	<b>86</b>	<b>68</b>	<b>46</b>	<b>80</b>	<b>245</b>	<b>202</b>	<b>412</b>	<b>767</b>	<b>971</b>	<b>3,245</b>
<b>ユーロ以外のEU諸国</b>														
デンマーク	NA	1	0	1	2	2	1	1	0	1	2	1	0	12
ギリシャ	NA	NA	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
イギリス及び北アイルランド	33	34	34	49	36	20	11	6	12	45	50	37	33	400
スウェーデン	0	0	0	1	7	0	0	0	1	1	1	4	4	19
<b>非ユーロ諸国合計</b>	<b>33</b>	<b>35</b>	<b>34</b>	<b>51</b>	<b>45</b>	<b>22</b>	<b>12</b>	<b>7</b>	<b>13</b>	<b>47</b>	<b>53</b>	<b>42</b>	<b>37</b>	<b>431</b>
<b>EU 諸国合計</b>	<b>86</b>	<b>112</b>	<b>151</b>	<b>172</b>	<b>131</b>	<b>90</b>	<b>58</b>	<b>87</b>	<b>258</b>	<b>249</b>	<b>465</b>	<b>809</b>	<b>1,008</b>	<b>3,676</b>
<b>EU 以外の選択諸国</b>														
スイス	21	59	30	48	35	15	1	1	1	5	1	0	0	217
日本														
大阪	0	0	0	0	0	5	0	0	0	0	0	1	0	6
東京	31	36	25	10	7	3	0	1	0	0	2	1	3	119
アメリカ	31	71	38	50	43	38	21	70	83	103	121	130	101	900
アメックス	4	8	4	9	11	5	5	9	5	5	5	13	8	91
ナスダック	19	47	34	28	23	21	NA	24	26	63	57	54	50	446
ニューヨーク証券取引所	8	16	12	13	9	12	16	37	52	35	59	63	43	363

注) アイルランド、イタリア、スペイン、スイス、アメリカの数値については、図表5と同様の処理をしている。

出所) Deutsches Aktieninstitut ; DAI-Factbook 1999, a,a,O.,S.03-3-2. Quelle : F.I.B.V., Arbeitsgemeinschaft der deutschen Wertpapierbörsen.

図表 9 各国における取引所売上高 (国内株式)

単位: 100 万 DM

	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
<b>ユーロ諸国</b>												
ドイツ	671,200	615,014	1,181,849	1,621,155	1,259,171	1,337,092	1,839,223	1,870,764	1,691,644	2,370,011	3,410,111	4,892,548
ベルギー	25,400	29,400	28,800	21,800	21,200	25,400	36,600	40,000	44,630	69,432	103,096	194,960
フィンランド	21,200	27,000	26,400	12,400	4,600	6,400	26,800	42,600	55,334	68,224	127,006	211,626
フランス	312,400	228,600	374,600	366,400	373,400	378,800	582,600	616,000	615,918	858,168	1,419,458	1,996,980
アイルランド	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	59,124	127,318
イタリア	113,400	113,600	142,400	136,000	83,800	75,800	209,000	464,200	252,022	321,050	715,092	1,700,708
ルクセンブルク	400	1,000	600	600	400	400	800	3,200	1,362	2,348	3,598	5,630
オランダ	153,000	108,400	168,700	130,200	125,800	141,300	222,600	275,300	362,802	591,824	982,408	1,403,360
オーストリア	NA	7,200	44,000	83,500	38,300	16,300	22,800	26,900	37,680	32,152	43,352	59,652
ポルトガル	NA	2,200	4,800	3,600	3,800	5,800	7,400	12,200	12,196	22,010	72,620	166,018
スペイン	NA	77,200	117,800	102,000	116,600	100,800	140,200	166,200	150,250	248,452	474,596	1,112,182
<b>ユーロ諸国合計</b>	<b>1,297,000</b>	<b>1,209,614</b>	<b>2,089,949</b>	<b>2,477,655</b>	<b>2,027,071</b>	<b>2,088,092</b>	<b>3,068,023</b>	<b>3,517,364</b>	<b>3,223,838</b>	<b>4,583,669</b>	<b>7,410,459</b>	<b>11,870,962</b>
<b>ユーロ以外のEU諸国</b>												
デンマーク	NA	NA	NA	35,400	30,600	49,400	69,600	91,800	79,488	113,244	159,128	221,780
ギリシャ	NA	1,000	2,000	11,800	8,000	4,600	9,000	16,400	17,628	25,340	74,106	164,898
イギリス及び北アイルランド	837,900	1,043,900	1,076,200	919,200	1,048,800	1,059,000	1,441,500	1,507,400	1,502,516	1,777,048	2,944,761	3,682,943
スウェーデン	67,800	66,600	61,200	49,400	68,000	75,400	135,000	254,200	291,128	414,028	555,842	711,176
<b>非ユーロ諸国合計</b>	<b>905,700</b>	<b>1,111,500</b>	<b>1,139,400</b>	<b>1,015,800</b>	<b>1,155,400</b>	<b>1,188,400</b>	<b>1,655,100</b>	<b>1,869,800</b>	<b>1,890,760</b>	<b>2,329,660</b>	<b>3,733,837</b>	<b>4,780,797</b>
<b>EU 諸国合計</b>	<b>2,202,700</b>	<b>2,321,114</b>	<b>3,229,349</b>	<b>3,493,455</b>	<b>3,182,471</b>	<b>3,276,492</b>	<b>4,723,123</b>	<b>5,387,164</b>	<b>5,114,598</b>	<b>6,913,329</b>	<b>11,144,296</b>	<b>16,651,759</b>
<b>EU 以外の選択諸国</b>												
スイス	299,700	261,100	NA	NA	111,600	117,000	669,000	740,000	878,246	1,293,378	1,906,208	2,273,456
日本												
大阪	902,400	978,200	984,400	789,400	455,600	403,800	452,200	602,200	687,594	731,702	748,036	784,090
東京	6,526,000	8,087,200	7,856,400	4,114,200	2,698,200	1,558,000	2,689,200	2,630,000	2,324,414	2,732,352	3,002,846	2,825,312
アメリカ												
アメックス	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	162,000	NA	NA	NA	NA
ナスダック	1,494,600	1,186,800	1,259,800	1,179,000	2,020,000	NA	4,412,200	4,246,400	6,600,224	9,877.62	14,964,118	NA
ニューヨーク証券取引所	NA	NA	NA	NA	4,342,800	5,257,800	7,249,600	6,864,600	8,088,808	11,594,114	18,966,482	22,599,564

注) アイルランド、イタリア、スペイン、スイスの数値については、表 6 と同様の処理をしている。

出所) Deutsches Aktieninstitut ; DAI-Factbook 1999, a,a,O,S.06-3-1. Quelle : Arbeitsgemeinschaft der deutschen Wertpapierbörsen. Deutschen Börse AG, Jahresberichte, bzw. Factbook.

図表10 各国における取引所売上高 (外国株式)

単位：100万DM

	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
<b>ユーロ諸国</b>												
ドイツ	57,800	38,800	60,200	3,500	26,900	22,100	43,000	47,900	41,556	71,837	159,193	345,140
ベルギー	12,200	8,400	10,800	9,000	7,000	5,400	10,200	12,000	9,112	11,334	15,998	18,912
フィンランド	200	200	200	200	0	0	0	0	0	0	264	444
フランス	26,600	13,000	16,000	14,800	12,800	9,000	15,400	12,400	10,474	18,780	35,994	42,604
アイルランド	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	0	0
イタリア	0	0	0	0	0	0	400	200	94	72	522	1,988
ルクセンブルク	200	200	200	0	0	0	800	200	42	66	76	80
オランダ	1,400	600	1,500	1,000	700	400	800	1,200	560	2,466	3,468	6,694
オーストリア	NA	1,400	2,400	4,200	1,400	700	1,600	1,000	710	1,092	1,093	930
ポルトガル	NA	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
スペイン	NA	0	0	0	9,600	0	200	0	42	72	142	2,243
<b>ユーロ諸国合計</b>	<b>98,400</b>	<b>62,600</b>	<b>91,300</b>	<b>32,700</b>	<b>58,400</b>	<b>37,600</b>	<b>72,400</b>	<b>74,900</b>	<b>62,590</b>	<b>105,719</b>	<b>216,753</b>	<b>419,045</b>
<b>ユーロ以外のEU諸国</b>												
デンマーク	NA	NA	NA	1,000	1,400	2,200	2,000	1,800	2,492	2,716	4,902	3,270
ギリシャ	NA	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	13,124
イギリス及び北アイルランド	306,200	255,200	460,100	848,100	798,200	818,900	1,481,400	1,764,600	1,826,470	2,565,133	4,083,205	6,376,317
スウェーデン	200	400	200	200	200	600	0	200	2,890	19,530	61,382	90,312
<b>非ユーロ諸国合計</b>	<b>306,400</b>	<b>255,600</b>	<b>460,300</b>	<b>849,300</b>	<b>799,800</b>	<b>821,700</b>	<b>1,483,400</b>	<b>1,766,600</b>	<b>1,831,852</b>	<b>2,587,379</b>	<b>4,149,489</b>	<b>6,483,023</b>
<b>EU 諸国合計</b>	<b>404,800</b>	<b>318,200</b>	<b>551,600</b>	<b>882,000</b>	<b>858,200</b>	<b>859,300</b>	<b>1,555,800</b>	<b>1,841,500</b>	<b>1,894,442</b>	<b>2,693,098</b>	<b>4,366,242</b>	<b>6,902,068</b>
<b>EU 以外の選択諸国</b>												
スイス	187,300	134,200	NA	NA	NA	11,200	65,800	49,300	47,190	77,602	98,672	116,740
日本												
大阪	0	0	0	0	0	200	800	1,600	1,616	1,530	1,364	1,430
東京	90,400	22,600	66,000	44,400	12,600	4,000	3,200	2,400	2,716	4,490	4,650	2,552
アメリカ												
アメックス	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	19,200	NA	NA	NA	NA
ナスダック	86,400	49,000	79,200	74,400	83,800	NA	249,200	243,000	275,292	389,436	668,270	NA
ニューヨーク証券取引所	NA	NA	NA	NA	266,600	376,400	634,000	737,800	749,912	1,042,226	1,739,570	18,886,292

注) アイルランド、イタリア、スペイン、スイスの数値については、図表6と同様の処理をしている。

出所) Deutsches Aktieninstitut ; DAI-Factbook 1999, a,a,O.,S.06-3-2. Quelle : Arbeitsgemeinschaft der deutschen Wertpapierbörsen. Deutschen Börse AG, Jahresberichte, bzw. Factbook.

ドイツの外国株式の売上規模はユーロ圏全体の外国株式売上高のほぼ 82% を占めていて、イギリスに次ぐ EU 諸国を代表する外国株式の売買市場ということができよう。

#### 4. 証券市場セグメントと株式上場状況

さて、ドイツの証券市場は、1986 年の取引所法の改革以降、公式市場 (Amtlicher Handel)、規制市場 (Geregelter Markt) 及び自由市場 (Freiverkehr) の 3 つの市場セグメントから構成されている<sup>(14)</sup>。これに、1997 年 3 月に創設されたフランクフルト有価証券取引所 (FWB) の独立した新セグメントである新規市場 (Neuer Markt) が加わる。

ここで、公式市場と規制市場とは公法上、組織化された市場である。公式市場は、従来から厳格な認可条件が課される最も高位にイメージされる、ドイツのよく知られる国内会社や若干の外国会社の株式が公式登録をを行うところの、公法上の市場セグメントである。また、1987 年に創設された規制市場は、中小規模の企業の株式及び利益配当付社債の取引場所として意味を持つ。この市場セグメントも公法上組織され、そこで認可される有価証券は法的には、公式市場のそれと同等の扱いを受ける。また、この規制市場の場合、中小規模の企業の取引所への参入を容易にするため、その認可の基準に関しては比較的緩いものとなっている。これに対して、自由市場は公式市場にも規制市場にも認可されない地方の小規模企業や外国有価証券に関して、それが取引所規則に基づき「取引と営業が正規に実施される」ことが保証されされた場合に取引扱う市場セグメントである。この自由市場は公式市場、規制市場と異なり、私法上、組織化された市場で、そのため、ドイツの各取引所はそれぞれが「取引所規則」を置いている。さらに、新たな第 4 の市場セグメントである新規市場については、特に、情報テクノロジー、インターネット (ソフトウェア)、テレコミュニケーション、医療などの分野の若い革新的な成長企業を対象にし、相対的にリスクの高い投資に対する資本の利用可能性が最近、急速な増加していることあるいは金融場所たるドイツの魅力を促進するという試みのなかで注目されている市場である。この新規市場は 1971 年創設されたアメリカのコンピュータ市場、NASDAQ を先例とした、自由市場と同様に私法上、組織される市場であるが、自由市場との違いは、上場認可にあたって、発行者が規制市場の公法上の認可手続きを実施すること、また、この市場では国際化を指向して高度の透明化要請が義務付けられている事などである<sup>(15)</sup>。

以上のような証券市場セグメント別にドイツ上場株式会社の相場価値 (資本化額) に関する推移を示したのが図表 11 である。この表に拠ると、公式市場の 1997 年度における相場価値は 1,400,188.38



図表11 市場セグメント別の上場株式会社相場価値

単位：100万DM

	1987年	1989年	1991年	1993年	1995年	1996年	1997年
公式市場	327,505.09	593,362.38	563,254.41	766,954.04	794,952.09	1,003,665.01	1,400,188.38
規制市場	4,819.83	15,836.26	20,605.18	20,146.00	18,941.88	17,479.06	11,681.55
自由市場	13,145.52	10,796.28	12,617.38	12,998.63	12,488.26	12,911.16	15,962.85
新規市場	—	—	—	—	—	—	3,144.33
市場資本化	345,470.44	619,994.93	596,475.96	800,098.68	826,382.23	1,034,073.23	1,483,851.00

出所) Deutsches Aktieninstitut ; DAI-Factbook 1999, a,a,0.,S.05-1.

Quelle : Arbeitsgemeinschaft der deutschen Wertpapierbörsen ; Deutsche Börse AG.

図表12 市場セグメント別上場株式

	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
<b>国内株式</b>												
公式市場	459	467	495	497	516	505	514	519	522	517	369	396
規制市場	73	119	140	163	164	169	167	171	173	162	85	84
自由市場	147	120	114	116	119	116	115	120	117	123	68	101
新規市場	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	13	56
合計	679	706	749	776	799	790	796	810	812	802	817	883
<b>外国株式</b>												
公式市場	226	254	267	264	272	259	241	240	233	219	214	230
規制市場	2	3	4	7	10	9	12	14	21	30	27	28
自由市場	204	260	330	345	357	374	424	600	752	1,136	868	1,341
新規市場	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	4	8
合計	432	517	601	616	639	642	677	854	1,006	1,385	2,186	3,249
<b>株式全体</b>												
公式市場	685	721	762	761	788	764	755	759	755	736	583	626
規制市場	75	122	144	170	174	178	179	185	194	192	112	112
自由市場	351	380	444	461	476	490	539	720	869	1,258	936	1,442
新規市場	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	17	64
合計	1,111	1,223	1,350	1,392	1,438	1,432	1,473	1,664	1,818	2,187	3,003	4,132

出所) Deutsches Aktieninstitut ; DAI-Factbook 1999, a,a,0.,S.02-1. Quelle : Arbeitsgemeinschaft der deutschen Wertpapierbörsen. Deutsche Börse AG, bzw. Monatsstatistik Kasemarkt für Juni 1999.

百万マルクで全市場セグメントの相場価値の 94.4%を占めている。このことから、公式市場がドイツの 4 つの取引市場セグメントのうち圧倒的に中心的地位にあることがわかる。しかし、株式上場数については事情は異なる。図表 12 は市場セグメント別の株式上場数の推移を表したものであるが、そこから、自由市場における株式上場の割合の高さをみてとることができる。株式上場の件数についていえば、自由市場が 1995 年以降、公式市場を逆転し、上場件数の一番多い市場セグメントであり、特に 1998 年時点の上場累計件数は 1,442 件と全市場セグメントの上場累計数の 35%を占めるに至っている(これに対して公式市場は 15.2%)。なお、自由市場における株式上場件数に関しては外国株式の上場ケースが際立って多い。1998 年時点の自由市場の上場株式件数 1,442 のうち 1,341 件(93%)が外国株式で、ドイツ総上場株式件数 4,132 に占める割合でも外国株式上場件数はほぼ 3 分の 1 に及んでいる。ただし、前節で示したとおり、そうした外国株式の

図表 13 ドイツの市場セグメント別新規発行件数

1980 ~1999	市場セグメント				合 計
	公式市場	規制市場 <sup>(注)</sup>	自由市場	新規市場	
1980	2	0	1	—	3
1981	1	1	0	—	2
1982	2	2	0	—	4
1983	6	1	4	—	11
1984	11	10	2	—	23
1985	8	4	1	—	13
1986	17	11	1	—	29
1987	9	10	0	—	19
1988	3	12	0	—	15
1989	10	16	2	—	28
1990	11	20	3	—	34
1991	9	10	0	—	19
1992	2	7	0	—	6
1993	6	3	2	—	11
1994	3	8	4	—	15
1995	12	8	0	—	20
1996	6	6	2	—	14
1997	10	4	9	13	36
1998	15	14	8	42	79
1999	15	8	4	94	121

注) 1986 年以前は、自由規制市場の数値を示す。1999 年は、9 月までの数値。  
出所) Deutsches Aktieninstitut DAI-Factbook, a.a.O., S. 03-8.

Quelle: Arbeitsgemeinschaft der deutschen Wertpapierbörsen;  
Deutsche Börse AG.

売上高規模は、取引所売上高全体からすれば極めて小さい。これは地方企業や外国企業の少額の証券売買を対象とする、私法上の市場としての自由市場の条件に基づくものであろう。図表 11 に拠っても、自由市場の資本化額は 1997 年時点で市場全体の資本化額の 1% にすぎない。

1997 に開設された新しい市場セグメント、新規市場についてもみると、この市場セグメントは開設後まもないことからデータ数は少ない。しかし、図表 12 に示すように、新規市場における株式上場数は 1997 年が 17 件であったものが 1998 年には 56 件と順調な増加傾向にあり、その成長性が窺われる。市場セグメント別の新規発行件数の推移を示した図表 13 から、ドイツにおける新規発行件数の伸び率は特に新規市場において顕著であることがわかる。開設年度の 1997 年には 13 件であったものが、1999 年（9 月現在）には 94 件に達していて、これは 1999 年度の新規発行総件数の 77.7% に達している。

### むすびに代えて

以上、ドイツの証券市場の状況について考察してきた。もちろん、本稿は、ドイツの証券市場に関してその基本的事項についてのみ統計データを取りあげながら概観したものであって、市場内容の詳細まで立ち入って分析したものではない。しかし、ここで示した各統計データからは、ドイツにおける会計国際化の前提をなす証券市場環境の状況をおおよそ窺うことが可能となったと思われる。

既にみてきたように、ドイツの証券市場は確かに売上高規模で世界第 3 位の地位を有している。しかし、国際的に資金調達活動を行うドイツのグローバル・プレイヤー（大規模株式会社）にとっては、国内市場はその資金需要を充足させるものではないようである。もともと株式会社数の多くないドイツの場合、国外の証券取引所に上場する株式会社の数も少ない。まして、EU 域内を越えて、広く国際的資本市場に進出して上場認可を求める会社といっても、その数はごく限られたグローバル・プレイヤーであるといつてよいだろう。しかし、その限られたグローバル・プレイヤーは国内市場を越えて国際的資本市場、とくにアメリカ資本市場に資金調達源を益々求めてきており、国際的資本市場における投資家もそのドイツ企業の決算書に大きな関心を寄せている。しかし、伝統的に債権者保護と資本維持を目的とするドイツ法（商法）の会計規制は、そうした投資家に対する情報要求に応えるものではなく、会計開示規制を資本市場指向型に転換することが要請されているといえよう。はじめに触れたように、ドイツの立法者は、そうした一部のグローバルプレイヤーの利害に応じて、「資本調達容易化法」を成立させ、一定の条件のもとでドイツ商

法に基づく連結決算書を免責し、国際的資本市場で通用する国際的に認められた会計基準（IAS もしくは US-GAAP）の選択的適用の道を開いたのである。「資本調達容易化法」に付せられた立法理由書も述べるように、国外資本市場で取引所上場を目指す企業の要請に対して「素早い対応と即座の解決」を講ずることになったのである<sup>(16)</sup>。

ところで、ドイツの証券市場の特徴として、取引所売上高の大半は国内株式の売買によっており、外国株式の売上高規模は大きくないことがあげられるだろう。ドイツの場合、証券市場の主たる担い手は、売上高規模においても相場価値（資本化額）においても公式市場が圧倒的地位を誇っており、そこで取り扱われる株式の大半は国内株式である。ただし、市場参入という観点からすれば、多数の外国企業が取引所に参入している。現状では、この外国企業の市場参入状況はこれまでのところ公式に組織されていない私法上の自由市場が主たる担い手となっている。しかし、今後、EU における証券市場の統合が更に進行するにともなって、自由市場ではなく、公式市場あるいは成長の著しい新規市場において、外国企業の参入のより増加することが予想される。この点に関連して「資本調達容易化法」の立法理由書は次のように述べている。「しかし、かかる企業（国内資本市場のみを利用するドイツ親企業）にも、包括的かつ国際的に認められた会計原則に基づく連結決算書を作成する要請は存在しうる。この場合、取引所上場認可命令第 22 条第 4 項に基づいて、取引所上場に際して国際基準による連結決算書を提出することの可能な外国企業とドイツ企業が国内の取引所においても競合している点を考慮しなければならない。さらに、『新規市場』で自身の株式の売買されるドイツ企業は、連結決算書輪 US-GAAP に基づくかないしは IAS を適用して作成しなければならない。かかる要求を満たすため、政府案で提示された免責規定は、もっぱら国内の取引所に上場されるすべての企業にまで広げられた<sup>(17)</sup>。」既に見たように、ドイツの証券取引所における累計市場参入件数のうち、外国企業はその約 9 割を占めている。外国企業の市場参入件数の圧倒的多さは他の EU 諸国と比較して、ドイツ固有の特徴である。1980 年代以降に進行してきた金融・資本市場の国際化の波と 1999 年通貨統合を前提に、ドイツの企業も従来の銀行依存の間接金融から資本市場を利用した直接金融に資本調達の方式も転換しつつある。そうした動向のなかで、国内企業と外国企業との資本市場における競合関係は強まることが予想される。かくして、ドイツの株式会社は海外の取引所に上場する場合だけでなく、ドイツ国内の取引所で株式売買する場合においても、外国企業と競合状態が強まってくるなかで、投資家の情報ニーズを益々、無視できない状況になってきており、そこにおいても、資本市場を指向したドイツの会計国際化を促す背景をみてとることができよう。

## 注

- (1) この点に関して、Kütting/Hayn は次のように述べている。すなわち、EU 内部の会社法調和化をもって、加盟国における個別決算書とコンツェルン決算書の等価的形成が目的とされたが、標準化という意味での統一は意識的に無視された。等価的決算書の定義を欠いていたために、この調和化過程の結果として、個々の決算書データの比較可能性は与えられないという事実が存在している。確かに、指令の国内法転換に伴い、報告が量的にも質的にも極めて変化した。また、決算書の様々に算定される数値の比較可能の欠乏は、特に、附属説明書データによって修正されることになっている。しかし、結果として、①開示される国内決算書に基づいては、結局、EU における異なる参加国の二つの決算書の直接的比較可能性は導き出され得ない、②その種の直接的比較可能性が考慮にいれられた否かは疑問である。法の均衡という目標設定は、国民経済的に方向づけられ、第一に、社員と第三者の保護に資せられた。ローマ条約の文言へのこの狭い解釈に基づいて、多くの政府代表者は、対応措置を進展させる必要をみていない。Karlheinz Kütting und Sven Hayn ; Der internationale Konzernabschluß als Eintrittskarte zum weltweiten Kapitmarkt, in : BB, 1995, S. 662.
- (2) この点に関しては、拙書『ドイツ会計規準の探究』森山書店、1998 年を参照。この著書で筆者は、正規の簿記の諸原則 (GoB) という一般規範を基軸とするドイツの会計制度が EU 指令の転換後も、依然として変化のなかったことを分析した。
- (3) Wolfgang Dieter Budde, Müssen die Börsennotierten Gesellschaften eigene Wege gehen, in : Wolfgang Ballwieser, Adolf Moxter Rolf Nonnenmacher (hrsg.), Rechnungslegung-Warum und wie 1996, S. 81.
- (4) Bernhard Pellens, Internationale Rechnungslegung, 3. Aufl., 1999, S. 7-8.
- (5) この点に関する詳細については、次を参照。Karlheinz Kütting und Sven Hayn ; a.a.O., S. 663-664.
- (6) 「資本調達容易化法」とそれによる免責条項の内容に関しては、拙稿 (稲見亨との共著) 「国際資本市場へのドイツ商法会計の対応(2)」『会計』第 154 巻 5 号、1998 年を参照。
- (7) Bernhard Pellens, Internationale Rechnungslegung, a.a.O., S. 8.
- (8) Ebenda., S. 9.
- (9) ここで取上げた売上税統計は、売上高が 32,500 マルクを上回る企業を対象にするにすぎない。しかし、ドイツの全企業を包括するドイツの連邦統計をみてもやはり事態は同様であろう。連邦統計によると、1987 年の事業所数に基づくドイツの企業総数 2,097,790 社のほとんどを個人企業が占め (77.34%)、資本金会社は 222,445 社と 10.6% を数えるにすぎない。また、株式合資会社も加えた株式会社数は企業総数からみて僅か 0.13%、資本金会社総数からみても 1.2% である。資本金会社のほとんどは有

限会社であり、株式会社は実数で 2,780 社と極めて少数である。この 1987 年における企業構成は、1990 年代に入っても大きな変動はなく、1992 年時点の資本金会社総数は 552,878 社で、3,219 社の株式会社(株式会社合資会社を含む)と 549,659 社の有限会社から構成される。資本金会社総数に占める株式会社数の割合も 0.58%と 1%に満たず、その内容は売上税統計とほとんど相違ないといえる。(Vgl., Statistische Bundesamt ; Statistische Jahrbuch)

- (10) Vgl., Deutsches Aktieninstitut, DAI-Factbook 1999, S. 01-2.
- (11) ドイツの場合、企業が自己の有価証券を取引所に上場する場合、株式会社もしくは株式合資会社の法律形態で組織されていることが基本要件である。なお、この株式会社及び株式合資会社のうち上場会社が一般に 3 分の 1 であるという指摘については次を参照。Kay Schanz ; *Börseneinführung Recht und Praxis des Börsengangs*, 2000, S. 28.
- (12) Vgl., Deutsches Aktieninstitut, a.a.O., S. 05-01.
- (13) Vgl, Karlheinz Küting und Sven Hayn ; a.a.O., S. 664-665.
- (14) 1986 年以前のドイツの証券取引市場は、公式市場、規制自由市場、非規制自由市場の 3 区分であったが、規制自由市場で取引される有価証券を規制市場に移行し、残りの規制自由市場と非規制自由市場を統一して自由市場とした。
- (15) ドイツの場合、市場セグメントにおける株式及びその他の有価証券の取引所認可の方法等に関する包括的取引所法は多数の法律と法規命令において規制されている。現在その中心をなすのが、1998 年 4 月 1 日付発効の第 3 次金融市場促進法によって改正された取引所法である。例えば、公式市場とそこにおける有価証券の認可については取引所法第 36 条～第 49 条及び取引所法第 38 条に基づく取引所認可命令に規定される。それに対して、規制市場はその法的基盤を取引所法第 71 条～第 77 条並びに個別の取引所における取引所規則において規定されている。これに対して、新規市場に対する認可、自由市場における株式の参入は私法上の規制に基づいている。なお、この点の詳細については次を参照。Kay Schanz ; *Börseneinführung Recht und Praxis des Börsengangs*, a.a.O., S. 337-338.
- (16)(17) 拙稿(稲見亨との共著)「『資本調達容易化法』によるドイツ商法会計の改正について」(翻訳紹介)静岡大学『経済研究』3 卷 2 号、1998 年、138 頁。Vgl. Bundestag Drucksach, Beschlussempfehlung und Bericht des Rechnungsausschusses (6. Ausschuss) zu dem Gesetzentwurf der Bundesregierung, 13/9909 (12.02.1998).