九州大学学術情報リポジトリ
Kyushu University Institutional Repository

西独における株式所有構造の展開(I)：J.C.レーファクスの所説を中心として

丑山，優

https://doi.org/10.15017/4474815

出版情報：經濟學研究. 44 (4/6), pp.247-261, 1979-08-10. 九州大学経済学会
バージョン：
権利関係：

KYUSHU UNIVERSITY

西独における株式所有構造の展開 (1)

——J・C・レーファクスの所説を中心として——

丑　山　　優

はじめに

西ドイツにおいて，1960年前後を境にして，それまで金融機関，個人的大所有資本家といった社会的に少数の限られた集団・個人に占められていた株主階層が，所得水準からしても平均的な労働者にまで急速に広まり出してきたのである。この変化の端初的契機となったのは，1958年に始まる一連の株式民有化 (die Privatisierung) 政策であった。すなわちそれは企業の株式所有を，連邦から民間人，それも比較的低所得者階層に優先して取得させようとするものであった。しかもこのことは，単なる個別的・断片的な一企業財務方策といったものではなかった点が注目されねばならないのである。

この時期には，EEC が成立し，また資本自由化を通じてアメリカ資本が急速に流入しはじめるといった新たな経済状況に遭遇した西ヨーロッパ各国は，それの為の国内的体制の対応策をとらねばならなくなっていた。西ドイツもその例外ではなかったのである。しかも西ドイツの場合地理的条件からくる対社会主義との対抗上，それだけに資本主義体制維持のための徹底した諸政策の遂行・履行が考慮されたのは蓋し当然のことであった。

上記の目的を企業財務上で具体化したのが，一つは株式民有化だったのであり，またそれがさらに強力に押し進められた従業員持株制度であり，それによって労働者に資本主義的所有関係を基礎とした個人的財産形成を促すものであったのである。この形態そのものは，形式的には株式民主化，富の適正配分への傾向といった，いわばブルジョア民主々義的思潮の一環としても位置付けられるものである。しかしながら他方では，かつて E・シュマーレンバッハが第1次大戦後の新らしい企業財務方策の位置付けを評した言述と奇妙に一致する面も併せもっている点も見落してはならないことである。すなわち「表面上民主々義万能の時代であり乍ら，独逸の株式会社が寡頭政治へ専制政治への傾向を辿りつつある事は，寔に面白い時代の皮肉ではないか」[1] と。

以下西独における株式所有構造の変遷をワーカブルな分析から始めて，かつその後にそれをどのように認識すべきなのかを，試論的に論述し，ある程度の結論を導き出そうとするものである。

I　小株主概念と株式所有

(一)

小株主 (Kleinaktionär) について，如何なる概念を設定し，かつそれの社会的および，小株主が関係する当該企業における機能・役割りの分析は，未だ曖昧にされたままか，あるいは

1) E・シュマーレンバッハ，『会社金融論』(鍋島達訳) (Finanzierungen) 第4版，1928，邦訳408頁。

一側面のみの強調がなされているといった状況にある。

従来小株主については，大株主との比較対象という面から，いわゆる株主のレントナー化，またはそのことから結果する経営政策の決定能力の実質的排斥といった側面の研究が数多くなされてきている。あるいは株主権の法的側面と実際の企業における権限遂行との相違の分析とった研究もなされてきている。

ドイツにおいて小株主概念について論述されてきた例として，R・パッソウが，「大株主と小株主との並存は，株式会社の経済的特質にとって典型的なものであり，大株主は，企業に尨大な額をもって参加しているのである[2]」が，他方小株主を「可能な限り高い配当と相場を望むのであり，経営には全く影響力を行使することはない[3]」階層と規定している。またH・プラニッツは，小株主をいわゆる投機的株主（Spekulationsaktionär）と，その行動様式において相似した面をもつとさえ結論付けている。またR・ミューラ=エルツバッハは，大株主と小株主を継続的株主（Daueraktionär）と浮動株主（Nomadenaktionär）との相違であると定義し[4]，W・ルーデヴィヒは，小株主を「一時的所有の株主」（Gelegenheitsaktionäre）であり，投機的かつ投資的株主といった表現に包摂されうる概念であると規定している[5]。

しかしながらF・クラインの場合には，1904に既に次の点を指摘しているのである。つまり，大株主の場合，つねにより広範に，会社業績における利益を追求し，小株主の場合には，それに対して株式の売買における一時的な投機的利益を得ようとする，といった概念規定は，かえって正確さを欠くことになると主張したのである。これは，R・ミューラ=エルツバッハらに代表される小株主＝投機的株主ということに対する反論である。またV・ミャルコビッツも同様に，小株主を，企業経営の指揮に影響力を持つような企図がなく，通常はまたその可能性を持たずに，確定利付債権（Rentenpapiere）の所有者としてのみ位置付け，ここでは，より明確に小株主と，いわゆる投機家とを区別しているのである。

以上の論者の主張には，多かれ少なかれ，小株主の行動様式に基準をおいた形で，概念規定を試みられたものである。

それに対し，他方では，株式資本金への参加度合を基礎において株主階層の分化およびその機能をみようとする立場がある。

F・ハウスマンの場合には，資本参加（die Beteiligung）が1％かそれ以下の者を，個人株主（die Einzelaktionäre）と称し，小株主とほぼ同義のものとして規定しているのである[7]。そして株式資本金の10％以上の所有者を，「ほとんど僅かな少数集団」と規定しているが，しかしながら，その中間レベルの株主についての定義はなく，両者の極端な場合の参加割合いのみで概念化していることになる。P・ヴァイデンバウムは，個人・少数・企業家株主のグループ分けを，資本参加の相対的高さの程度によって分類している。つまり個人および小株主を，本質的でない参加をなしている者であり，解説的に，大企業の資本金の1ないし2％

2) Passow, R. Die Aktiengesellschaft, 2. Aufl., 1922, S. 333.
3) Ebenda, S. 331.
4) Vgl. Lererkus, J. C., Das Verhalten der Kleinaktionäre in seiner Bedeutung für die Eigentumspolitik, 1969, S. 12.
5)6) Vgl. Ebenda, S. 12.
7) Vgl. Ebenda, S. 13.
8) Vgl. Ebenda, S. 13.

程度の資本参加の株主を，なお依然として個人または小株主と規定しているのである[8]。またW・アロフは，会社資本金の5％未満の株式所有者を小株主と特徴付けており，その程度であれば，企業にいかなる名目的な影響力をもたないであろうという分析をおこない，さらに「数多い株式会社の資本金の今日的高さの状況の下で，なお実際，100万マルクもの株式所有者を小株主として規定することに意味がある[9]」とも述べているのである。

次に，小株主の概念規定として株式券面額の総計によって分類しようとする立場がある。R・ヴェルトハイマーは，2千ないし3千マルクの株式所有者を小株主と呼び，R・ヴィートエルターは，それを額面10,000マルクまでの株式所有者を小株主と規定している[10]。

（二）

以上，ドイツにおける小株主，あるいはそれとほぼ同義の株主の名称についての規定について若干の論者の見解をみてきた。彼らの規定した概念は，小株主の典型的な行動様式，株式取得動機あるいは経営内における支配力・影響力の見地（die Einstellungen）を問題として述べられている。あるいは，多少なりとも厳密な規定をしようという意図で，当該企業一社における資本参加（die Beteiligung on einer einziger Gesellschaft）の比率の問題として分類され，それを基礎として会社内における経営機能の能力（die Funktionsfähigkeit in der Aktiengesellschaft）の問題を採りあげて規定されているのである。しかしながら「多くの『株主達』が，比較的多くの株式会社に同時に資本参加しているという事実は，株式法的な問題提起にとっては，重要なことではない[11]」が，しかし，例えば，ある会社では『大株主』であって，一ないしそれ以上の他の会社では，『小株主』ということもありうるのである。こうした事実は，とりわけ西ドイツにおいて強力に推進されてきている広汎な所有権分散化政策（die Politik der breiteren Eigentumssteurung）にとって重要な点である。確かに，個別企業内において小株主の経営政策決定の際における影響力如何という側面に焦点をおく分析では，当然のことながら，それの無機能性という一般的な結論を導くのは，そう困難なことではないであろう。なぜならば，衆知のごとく，経営政策決定の際には企業への醵出高に応じた発言権の確保，すなわち1株1票制度という，きわめて徹底したブルジョア民主々義理念に基づく法制度上の整序化が，原則的に保持されているからである。こうした分析方法は，確かに会社法上の規定に基礎を置いて，それと実際の日常経営業務執行における支配力・影響力の具体的態様を，個別企業内の組織上の問題として取扱う場合に，有力な手段となるものであり，かつ株主相互間の形態的類型化のためにも有用なものである。

しかしながら，本稿において後に分析・展開するごとく，西ドイツにおいて今日まで遂行されてきた所有権の分散化政策，個人的財産形成策は，従来の個別的な経営技術あるいは経営組織的な枠内において設定される目的の遂行あるいは実践といった視点から，大きく隔りをもって促進されてきていることに注目すべきである。例えば一連の株式民有化においてさえ，「国民株の発行は，広汎な階層にまで株式取得

9) Ebenda, S. 14.
10) Vgl. Ebenda, S. 14.
11) Ebenda, S. 14.

を促すという，非常にはっきりとした国家的な意思の表現（sichtbarster Ausdruck des staatlichen Willens）である[12]」というものであった。

つまり，西ドイツにおいて広汎に展開されてきている所有構造の変化は，個別企業の枠内における経営技術的視点あるいは経営執行業務における組織的なアプローチによる解明というよりも，むしろ西ドイツにおける株式会社の資本調達上の問題と，新たに創出された株主そのものを，どのような社会的な位置付けをなすかという側面の問題として採りあげられるべきことである。そしてその観点から，諸々の法制度上の改編，例えば税法上の二重課税の実質的解消，株式法による株主権利保護の強化，株式取得による税法上の所得税軽減措置等々が，まさしく国家的レベルにおいて徹底した内容をもちながら，強制的とも思えるほどの改編がなされてきたのである。したがって，西ドイツにおける株式所有構造の変化をみる場合，究極には，株式会社組織が，現在の西ドイツ資本主義にとって如何なる機能・役割りを担っているかを認識することによって，はじめて小株主の十全なる位置付けができる性質のものである。この問題についての本格的な解明は，別の機会に譲るとしても，それのための序論的ないし試論的な方向付けを，本稿において論述することになる。

では，西ドイツにおいて，如何なる株式所有構造の展開がなされてきたかを，株式民有化の段階から，それに関連する限りでの種々の法制度上の改編の係りをも併せて，若干具体的にみていくことにする。

Ⅱ　株式民有化政策

(一)

株式民有化政策（die Privatisierungspolitik）は，先に述べたごとく西ドイツにおける株式分散化，個人的所有権形成政策の，そしてその後の従業員持株政策の広汎な展開に対する，いわば先鞭をつけたものとして位置付けられるものである。

今迄の民有化政策の中で，大規模におこなわれたものとして，次の3社があげられる。その第1番目は，1959年3月におこなわれた，「プロイセン鉱業・冶金株式会社（PREUSSAG Preußischen Bergwerks- und Hütten-Aktiengesellschaft）であり，第2番目は1961年4月におこなわれたフォルクスヴァーゲン会社（Volkswagenwerk Aktiengesellschaft）であり，最後には，1965年5・6月におこなわれた合同電気・鉱業会社（VEBA＝Vereinigten Elektrizitäts- und Bergwerks Aktiengesellschaft）である。いずれも，それまで連邦・州政府によって所有されていた株式の所有を，増資によって，いわゆる国民株（die Volksaktien）を発行し，とりわけ低所得者階層に振り分けようと企図されたのである。

株式民有化政策は，確かに所有権形成政策についての考慮がなされていたことは疑うべくもないことであるが，しかしながらそれのみの動機であったということでもなかったのである。つまり「連邦政府は，財政資金から，その拡張しつつある企業に十分な自己資本出資をおこなうことに，段々と困難性を生じてきていた[13]」のである。また上記の3社における資金需要の切迫さあるいは重要度というものは，かなり異

12)　Ebenda, S. 89.

13), 14)　Vgl. Ebenda, S. 89.

なっていたことも事実である。また，当時この株式民有化に対して，「政治的に左翼陣営および若干の大企業の労働組合は，この動きに疑念を表明したのである。すなわち彼らの主張する所によると，株式民有化計画は，経済政策上どうしても必要な規制をなすものとしての公共的な企業の理念に対立するからである[14]」という理由によるものである。換言すれば，株式民有化を企図しているような大企業は，いわば公共的な性格をもっているのであって，それを直接的な政府の統制から外ずし，完全に私企業の経営方策に転換することの危険性を指摘したものである。しかし，株式民有化政策の遂行の結果は，3社とも企業を，完全に私的所有に移行させたものではなく，むしろ部分的な私的所有（Teilprivatisierungen）に移行させたに過ぎなかったのである。プロイスアークは，なお資本金の22％，フォルクスヴァーゲンは40％，そして合同電気・鉱業は，およそ36％を連邦が依然として所有しているのである。ただし当初連邦政府は一連の民有化を，より小幅に抑える予定であったのであり，プロイスアークの71％，合同電気・鉱業の場合51％の株式を政府が保有しておく計画であった。その企図が，民有化を遂行していく段階で，募集株式の何倍もの応募申込があり，「連邦政府は，株式応募者の“失望”と，広汎な所有権の分散化の理念を危険に晒することを防ぐべく，連邦の所有している持分から，さらに追加的に株式を提供することが，必須であると判断した[15]」のである。したがって部分的な私有化とはいえ，株式の民有化政策は，当初政府が予想していた規模を拡大修正したのであり，それだけ低所得者階層への個人的財産形成を促進させる契機をつくる上で有用な手段となりえたのである。

（二）

次に，各社の株式民有化の展開について，比較検討することに論を進めることにする。

まず国民株応募資格についての条件についてみると以下のごとくである。プロイスアークの場合，21才以下であっても雇傭状態にある者は，応募資格があった。したがって家族内に未青年者であっても臨時的であれ雇傭状態にある者も有資格となることによって，実質上所得の制限を大幅に緩和させることになったのである。フォルクスヴァーゲンの場合は，家族全体における応募条件を規定することによって前例の欠陥を補ったのである。さらに合同電気・鉱業の場合は，応募資格を18才以上に限定し，かつ所得制限を併せて規定することになったのである。

所得制限については，表1に示したごとく，民有化が時間的に後でおこなわれる場合ほど条件を厳しくしてきたことが判るのである。

合同電気・鉱業の場合，まず年間所得額が一番低く規定された第1グループに優先的に国民株が配分され，残りを第2，第3グループへ順次配分されることになった。しかしながら実際は，この第1グループの応募者の段階で国民株の発行量を越えることになり，したがって，第2，第3のグループは実質上意味がなかったのである。またフォルクスヴァーゲンとプロイスアークとを比較した場合，とりわけ独身者における所得制限が異なり，フォルクスヴァーゲンは，独身者への実質上の特別に高い優遇措置を排除したのである[16]。これは先にも述べたごと

15) Ebenda, S. 90.

16) Vgl. Ebenda, S. 91.

表1. 応募資格者の所得制限

	独身者 課税対象額DM	既婚者 夫婦の合算所得DM	所得の定義
PREUSSAG 1959	1,600	16,000	課税所得額
VW 1961	8,000	16,000	課税所得額マイナス 扶養義務対象（子供）者の控除額
VEBA 1965	1グループ 8,000 2グループ 11,000 3グループ 14,000	16,000 22,000 28,000	所得税法32条による課税対象所得額

出所) Leverkus, J. C., Das Verhalten der Klainaktionäre in seiner Bedeutung für die Eigentumspolitik, 1965, S. 91. より作成

く，プロイスアークの場合，とりわけ未青年者に応募機会を与えたことが，結果としては家族内における応募所得制限を無意味化させたことを顧慮した，一種の制限的措置であったと位置付けられるものである。こうした動きは，「財産形成が低所得者階層において促進されるという所有権政策における主要目的に対する立法者達の視点が，次第に鋭敏になっていった[17]」ことに外ならないのである。

またフォルクスヴァーゲンの場合には，追加的優遇措置として，所得および子供の人数に応じて，国民株購入支払い代金に対する社会割引(Sozialrabatt)が適用されたのである[18]。例えば，独身者で年間課税所得が6,000 DM を越えない者と，既婚者（二人）で同じく 12,000 DM を越えない階層には，購入時価支払額のうち20％が割引され，また独身者で同じく 8,000 DM 以下，既婚者（二人）で 16,000 DM を越えない場合は，10％の社会割引が適用されたのである。また，2人以上の扶養対象の子供がいる場合は，さらに5％の割引ボーナスが適用されたのである。ただしこの社会割引の適用を受けた国民株購入者は，この株式の最低5年間の譲渡禁止期間（eine Sperrfrist）の設定を遵守することが義務付けられ，それに違反した場合，社会割引分を支払い，さらに取得時点に遡のぼって年7％程度の利息を追加支払いせねばならない旨規定されたのである。こうした優遇措置ならびに所得制限などを考慮すれば，国民株の発行は，低所得者階層の個人財産形成を，株式証券によって促進させようとする連邦政府の企図が明確になってくるのである。まさしく「所有権を形成するという刺戟は，中程度の所得階層よりも，低所得階層にとって強かったのであり，これに対しては，段階付けられた社会割引制度は，（形式上）一つの有効な手段であった[19]」のである〔( ) 内—引用者〕。

しかも，フォルクス・ヴァーゲンの増資の場

17) Ebenda, S. 92.

18) VW の場合，一般応募者は最高5株まで，またVW 従業員は10株まで応募できたのである。社会割引と購入価格については次表のごとくになる。なお公開価格は 350 DM であり，取引所取引税 (Börsenumsatzsteuer) として0.25％，証券手数料 (Effektenprovision) として0.8％が株主の購入価格に加算される。

割引率 / 購入株数	10％ DM	15％ DM	20％ DM	25％ DM
1	318.30	300.62	282.94	265.25
2	636.61	601.24	565.88	530.51
3	954.92	901.87	848.82	795.76
4	1273.23	1202.49	1131.76	1061.02
5	1591.53	1503.11	1414.70	1326.28

19) Leverkus, J. C., *a. a. O.*, S. 92.

合，公開価格を 350 DM としたのは，国民株発行時点の企業の実質価値（innere Wert）が最高 27 億DM，最低 21 億 DM と見積られ，それを資本金 6 億DM を考慮した時の最低評価額に対応させたものである。したがって，国民株発行後の株価は常に 350 DM を越えることになった。このことは，先のプロイスアークの公開価格 145 DM を決定する際にも同様に考慮されていたのである。ただし合同電気・鉱業の場合においては，前の 2 例と若干異なる増資公募条件が現われることになった。つまり前の 2 社の応募価格は，資本調達という経営目的よりも，所有権形成・株式分散化を促進するために低目に決定されていた。ところが「合同電気・鉱業の応募価格を評価し決定することに，やや困難な点が生じたのである。当該の株式発行時価をどの程度にするかということに対する見解は，それまでの民有化の場合におけるよりも，当初から批判的なものが多くあった。というのは，その応募時点に取引所で値をつけられている他の株式との比較において，それらの発行価格が優遇されすぎていたことに疑問が生じたのである[20]」。つまり 1965 年 1 月当時民有化の 2 社の株式時価は，プロイスアークが，公開公募価格 145DM に対し，350 DM 乃至 310 DM であり，フォルクス・ヴァーゲンが 350 DM の公開公募価格に対し，一時高騰していた時期（1961 年 5 月に最高 1080 DM の値がつけられた）と比べ下降気味とはいえ，いまだ 560 DM 乃至 520 DM といった株主にとって，他の株式よりも比較的優位な状況にあった。1965年合同電気・鉱業が国民株を発行しようとしたこの時期は一時的であったが，株式市場が低迷し，株価水準も，1959 年当時と比べ約 1.4 倍程度であった[21]。

20) Ebenda, S. 93.

このような状況から，合同電気・鉱業の民有化に際しては，前の 2 社の場合において意識的におこなわれた過小な応募価格の是非が問題となったのである。したがって「合同電気・鉱業の株式発行価格の評価については，所有権形成という目標設定によるべきか，あるいは合同電気・鉱業に十分なる資本を供給するべき経営財務的な必要性ということからおこなわれるべきかが中心的な問題となってきており，……[22]」（傍点引用者）といった状況であった。そして結果的には，「今回は，先におこなわれた民有化とは反対に，所有権政策的促進動機というものに，あまり重きをおかなかった[23]」のである。しかしながら他の民有化との比較においては長期的にみた場合の募集時の株価に対する優遇策も，合同電気・鉱業の場合も同様であるという募集キャンペーン（Der Werbefeldzug）がなされていた。「しかし，期待に反して合同電気・鉱業の募集価格は，その応募時点に至るまで，経済新聞に載っているものを若干想起してみると，同様な産業分野の標準的な株式の取引所相場よりも，あまり好ましい状況ではなかったのである。こうしたことから実際は，株主にとっては厳しい信用的危機感が生じたのである[24]」。

一方，株式民有化のみに認められている分割払込（die Raterzahlung）方法は，フォルクスヴァーゲンの時と同様に認められていた。しかもそれは 9 乃至 18 カ月間に残額払込み，かつ年利子率 5 %という低い有利な条件であった。その上，社会割引制度，また後で若干言及する貯蓄優遇法改正（die Reform der Spar-

21) Vgl. Writschaft und Statistik, 1/61, S.8., 1/67, S. 8.
22), 23) Leverkus, J. C., *a. a. O.*, S. 93.
24) Ebenda, S. 94.

表2．国民株応募者の職業区分と総数

職業区分	PREUSSAG (%)	VW (%)	VEBA (%)
現業労働者 (Arbeiter)	5.1	7.5	10.7
事務系労働者 (Angestellte)	29.4	30.3	28.8
公務員 (Beamte)	8.3	7.2	6.7
自営商工業者	7.7	5.6	3.8
自営農林業従事者		1.1	0.9
自由業者	12.7	1.8	1.0
学生，見習，生徒		8.6	7.3
年金及び利子生活者	10.4	14.3	14.0
主婦	26.4	23.6	26.8
実数	213,735名	1,484,019名	2,602,600名

注) Leverkus, J. C., Ebenda, S. 96.

prämiengesetz von 1965) における所得税の軽減措置などで，応募時点の株価の好ましくない状況を相殺されたことも事実である。

(三)

こうして優遇された国民株の取得については，応募有資格者の所得制限のランク付けと並んで，一人当りの取得しうる株式数を5株以内（従業員の場合は10株まで）と制限された。またこの株式分散化の促進を補完し，かつ支配を企図した企業による，低所得者を利用した代理買いを防止する目的で，発行国民株総数の議決権の制限をおこなったのである。例えば，プロイスアークは国民株全体で資本金の 1000分の1，他の2社は同じく 10,000分の1に上限を設定し，さらにこの2社の場合，いかなる金融機関・個人であろうとも資本金の50分の1以上の議決権が集中されることを禁止し，かつ議決権の白紙委任による議決権の代理行使も認められなかったのである。こうした一連の規制措置によって，例えば投資会社による大量買い占めや大所有といった現象は，表面上回避されえたのである[25]。

次に，それぞれ3社の最終的に国民株を引受けた人数およびその職業区分をすれば表2の通りである。

この表から判る通り，民有化政策は，年を追うごとに応募引受人の数が増加していったのであり，とりわけ「合同電気・鉱業の場合，第2所得グループである年間課税所得 11,000 DM 以上 22,000 DM 以内の応募者のうち34万人以上が国民株取得の対象からはずされた[26]」のである。またどの民有化の場合も，主婦の占める割合が高い点は注目されるが，その他に現業労働者 (Arbeiter)，事務系労働者 (Angestellte)，公務員 (Beamte) の合計が順番に 42.8%，45%，46.2%と若干づつ上昇している。しかしながら，次表からも判る通り現業労働者の占める割合が意外に低く，それに較べ事務系労働者の割合が相対的に高いのである。

このことから，まず第1に結果的に株式民有化の恩恵を受けたのは，現業労働者階層よりも，相対的にはむしろ所謂ホワイト・カラーと

25) しかしながら Leverkus も指摘しているごとく，「企業を支配しようとすることについて，種々多様な形での株式取得をおこなうことによる。あらゆるそれへの衝動は，この国民株をも利用した」(Ebenda, S. 95.) のである。

26) Ebenda, S. 95.

表3．　VEBA の民有化における職業区分比較

職業区分	VEBA 国民株の取得者		③ 18才以上の職業区分による人口数（100万人）
	① 人数名	② ③に占める割合(%)	
現業労働者	586,232	2.7	21.5
事務系労働者	1,222,339	12.5	9.8
公務員	433,952	15.0	2.9
自営商工業者	218,377	4.8	4.6
自営農林業従事者	58,602	1.6	3.8
自由業者	83,098	12.8	0.6
合計	2,602,600※	6.0	43.1

注）※主婦および年金・学生・金利生活者らは，職業区分の中心になる人の中に夫々配分されていると考えられる。
Leverkus, J. C., Ebenda, S. 97.

呼称される階層が中心であったことが判る。第2には，J. C. レーファクスも述べているように「現業労働者・事務系労働者・公務員らによる国民株の購入者は，それぞれの平均的な現業労働者・事務系労働者・公務員が中心的であったのではなく，むしろこの個々のグループの内部では，階層内の特別な上位に位置するタイプを代表していた[27]」のである。その例証として，フォルクスヴァーゲンの民有化の際の，この階層に属する者のほとんど全てが，そして他のグループの応募者の合計108万人が，最初から最高限5株を申請したのである。そしてこの彼らが社会割引を合計15%受けるにしても，現金・預金として手許に 1,500 DM 強を必要としていたのである。しかしこの彼らのうち誰一人として安全に全額配分されると計算できることがなかったのである。しかも民有化政策の場合のみの特典である分割払込制度の利用も，実際は僅か10.6%の応募引受人によってなされたに過ぎなかったのである[28]。

以上3社の民有化について若干の分析に試みてきたのであるが，確かに西ドイツ全体の株式取引量からみれば僅かな割合である。しかし合同電気・鉱業の民有化の場合，18才以上の西ドイツ全人口の約6%が，この国民株を引受けたことから，所謂一般的に従来株式取得とは関係のなかった階層にまで預貯金などに代わって有価証券の取得が広められ，かつそれが，低所得階層に個人的財産形成を促進するための少なからぬ契機となったことも認められるのである。

では以下において，この個人的財産形成に積極的かつ補完的役割りをなした財産形成法，貯蓄優遇法（Sparpramiengesetz）などを通じて，所謂従業員持株制度の進展についての分析に移ることにする。

Ⅲ　従業員持株制度

(一)

前章において論述した株式民有化を法的な側面から補完すべく，まずフォルクスヴァーゲン社の民有化の際に「第1次財産形成法」（Das Vermögensbildungsgesetz von 1961）が施行され，さらに合同電気・鉱業の民有化の際に

27) Ebenda, S. 98.
28) Vgl. Ebenda, S. 98.

「第2次財産形成法」(Das Zeite Vermögensgesetz von 1965) が施行されたのである。そしてこれら2法は，確かに直接には株式民有化における際の，とりわけ従業員がその株を取得することを促進させるべく制定されたということである。それに関し，所謂「貯蓄優遇法」(Das Sparprämiengesetz) と関連させながら，J. C. レーファクスは以下のごとく論述している。

「財産形成に実際役立つ投資形態としては，就中住宅建設の優遇法の規定に沿った住宅建築契約による払込金，貯蓄優遇法の形態における貯蓄付加金，そして従業員株 (Belegschaftsaktie) の有利な価格での取得のための助成などが，この法律によって認められているのである[29]」。また「それによって，この (従業員の取得する—引用者) 株式は，2重の方法で財産形成法の促進に関与している。第1には，貯蓄優遇法を通じて有利な有価証券の取得であり，第2には，従業員株式発行の特別な可能性という点に関するものである[30]」。

しかし「第1次財産形成法」は，従業員にボーナス，経営成果の追加的プレミアム配分，また労働者の給与所得税の8％を，いずれも使用者側 (Arbeitgeber) が負担することと義務付けられていたため，1963年当時において，私企業の1％乃至2％の範囲内でしか，この法律の適用会社とならなかったのである。とりわけ企業拡張のための資金を強い調子で必要としていた中規模の企業体にとって，これらの労働者への優遇条項の適用は，事実上困難であったといわれる[31]。また各条項の中，特に経営成果の一定割合を比例的に追加的な支払いという形で労働者の分配する点に関して，経営者側から強い抵抗が示されていたのである。そこで，所謂1965年の「第2次財産形成法」においては，「第1次財産形成法」の内容的特徴であった，労働者の経営成果への直接的な関与の傾向が改められ，経営者側と労働者側との賃金協約的な方向が打ち出されてきたのである。したがって，確かに負担の内容は，個々の経営者に実質的な軽減がなかったものの，経営者側の社会的地位の安定性という点で経営者側に有利なものとなった。修正条項の中で，注目される点は，第3条において，給与所得税及び社会保険費の経営者側の負担部分が，選択的支払方法となり，仮にこれらの一部を経営者側が負担する場合，その分に対する特別租税割引によって税の軽減措置が認められることになったことである。また第4条において，労働者側は自己の賃金から 312 DM までを(2人以上の子供がいる場合は 468 DM まで)，経営者側の同意如何にかかわらず，この法律の各条項および労働者側が利用しうる他の法律，例えば貯蓄優遇法，従業員株発行の際の優先的な投資順位の確保といったことへの利用が可能となったのである。しかも経営者側は，こうした労働者側の投資に対し，「財産形成に効率的な投資をなすことに関する契約を取り結ぶこと[32]」を義務付けられることになったのである。

この“財産形成に効率的な投資”という点については，一つの大きな柱としての貯蓄優遇法の適用に関する問題がある。ここで証券投資に限定して，貯蓄優遇法を概略してみると以下のごとくになる。

(二)

貯蓄優遇法は，古くは19世紀末に遡及するが，ここではとりわけ1959年修正法およびそ

29), 30) Leverkus, J. C., Ebenda, S. 99-100.
31) Vgl. Ebenda, S. 100.
32) Ebenda, S. 101.

の後の改正に焦点を合わせてみよう。

1959年法において，まず貯蓄を5年間金融機関においておこなう場合，毎年貯蓄額に対し20％のプレミアムが付けられることになった。ただしそのプレミアム付の貯蓄の最高限度額は年間 1,200 DM として，240 DM のプレミアム額と決められている[33]。そしてこのプレミアム部分の利用として，それまでは，確定利付有価証券および投資証明書（Investmentzertifikkaten）の取得に限られていたのであるが，1959年法において株式も適用対象になったのである。その年は先のプロイスアークの国民株が発行されたことと，それは特に関係していたのである。つまり「連邦議会の行政命令によって，プロイスアークの国民株の取得に要した――しかもそれが増資時のものである必要性があるが――支出は，プレミアム助成として遡及されて認められることになった。それに照応する権限は，1959年法の第8条において適用される[34]」ということになったのである。さらに1965年改正法においては，それまで制限されていた株式額面部分に対するプレミアムの投資ということから，実際の引受価格（＝時価）額に全面的に適用されることになった。このことは正しく合同電気・鉱業の国民株の取得を促進することに焦点が合わされていたことによると考えられる。こうしたプレミアムに対する政府の負担額は，1964年に約2億DM，1968年に約7億DM，そして1970年には約10億DMと推計されている[35]。

またこの貯蓄優遇法を利用した形での有価証券の取得によって生ずる，その後の売買益，利子・配当分に対する所得税法上の優遇が，さらに適用されている点が注目される。つまり，1959年時点において既に賃金および給与生活者で，年間 24,000 DM 以下の総収入である場合，労働によらない副収入部分が年間 800 DM 以下である場合，その 800 DM に対しては所得税法の対象とならないのである。したがって所謂小株主といった区分に属するような階層，つまりは国民株を取得する有資格者は，実質上配当および売買益に対しては，通常の分離課税分25％をも免除されることになるのである。こうした優遇策は，西ドイツにおける平均的およびそれ以下の所得階層に対する企業の証券発行に応募させる機会を，国家レベルにおいて意識的に創り出しているものであることが明らかであるが，この点に関しては，別の箇所において詳述することになる。

先の財産形成法による“財産形成に効率的な投資”の具体的内容は，以上から明らかなごとく，一つの大きな柱として，有価証券の購入のことが対象としてあるのである。すなわち「この法律には，5年間の貯蓄期間というものが遵守される限りは，貯蓄優遇法の規定に基づいた有価証券の取得および従業員株式の有利な価格での購入ということが内容として含められている[36]」のである。というのは，「例えば，自己の労働賃金のうちから 312 DM の株式を取得し，そしてこれを貯蓄優遇法に従って5年間手許に置いておく人（＝労働者…引用者）は，他の優遇措置（例えば労働者の住宅建設貯蓄優遇法，年間枠内での証券売買の際の利益等々…引用者）と並んで，この 312 DM に対して全く

33) Ebenda, S. 83. ただし1963年法改正では，その適用貯蓄額を 1,364 DM に引きあげられ，それに対し，300 DM までプレミアムが付しことになったのである。
34) Ebenda, S. 84.
35) Vgl. Ebenda, S. 84.
36) Ebenda, S. 101.

表4．　従業員持株制度による株主数　　(1973.4.30現在)

		従業員株主数	株主総人数
1.	Siemens	65,000以上	330,000
2.	Hoechst	35,000	370,000
3.	VW	35,000 と 70,000の間	900,000
4.	VEBA	約35,000*)	1,250,000
5.	RWE	28,000	180,000
6.	ALLDELPHI (Deutsche Philips)	27,000***)	不　明
7.	Bayer	22,000	458,000
8.	Dresdner Bank	17,000	131,000
9.	BASF	17,000	330,000
10.	Commerzbank	13,000	100,000
11.	IBM Deutschland	10,000以上	不　明
12.	Preussag	約10,000*)	170,000
13.	Conti-Gummi	10,000	45,000
14.	Bayer. Hgpo	7,200	30,000
15.	Bayerische Vereinsbank	6,500	20,000
16.	HEW	6,000	25,000
17.	Mannesmann	5,800	120,000
18.	Bekula	約5,000	20,000
19.	Rosenthal	4,000*)	20,000
20.	Deutsche Lufthansa	約4,000	30,000
21.	DEMAG	4,000	30,000
22.	Allianz Versicherung	3,900	18,300
23.	VEW	3,000	55,000
24.	Pfaff	2,000	5,500
25.	Linde	1,600	27,000
26.	Eternit	1,200**)	5,000
27.	Horten	1,000以上	100,000
28.	Kundenkreditbank	1,000以上	20,000
29.	Neckarwerke	1,000	20,000
30.	BHF Bank	約　900	10,000
31.	Süddt. Zucker	600	5,000
32.	Rhenag	約　400	3,000
33.	Mechanische Seide Viersen	約　200	2,000
34.	Markt-und Kühlhallen	100以上	不　明

* 財産形成法による真正な従業員持株ではないが，発行に際し特別の条件が与えられている。
** 散発的に会社の株式を取扱うのみ
*** 従業員転換社債所有者も含む
〔出所〕PM-Studie, Aktionärsstruktur und Aktienbesitz in der Bundesrepublik, Juni Juni 1973, S. 10. および S. 4 より作成。

税金が課せられないことと，第2に彼は，この額にさらに追加的に最低20％以上の貯蓄プレミアムをも手に入れることができる[37]」ことになるのである。

しかも，312 DMの労働者賃金のうち，先の国民株の購入と並んで有利な引受価格で発行される所謂従業員株式に投下される傾向が生じてきたのである。つまり増資新株発行の際，従業員に割り当てられるとすると，第1に当日の取

37) Ebenda, S. 102.

表5．　増資時における従業員引受割合

	株式発行年	その内で引受けられた割合
Bekula	1971	90%
HEW	1972	87.4%
Neckarwerke	1969	76%
Farbwerke Hoechst	1971	82%
Bayer. Vereinsbank	1971	80%
Dresdner Bank	1970	68%
Kundenkreditbank	1970	65%
Pfaff	1970	25%
Mechanische Seidenweberei Viersen	1972	100%

注）PM-Studie, Aktionärstruktur und Aktienbesitz in der Bundesrepublik, Juni 1973, S. 11.

表6．　Deutschen Bank の株主構成（1972年初）

職業別	株主数	対全株主数比	対資本金比
労働者	52,000	42.6%	20.4%
主婦	27,900	22.9	23.4
自営業者（個人含）	21,300	17.4	11.9
自由業者（農林業者含）	11,800	9.7	7.1
事業会社	6,500	5.4	17.4
その他の機関（投資ファンド・保険・財団など）	2,500	2.0	20.1
合計	180,000	100	100

注）PM-Studie, Aktionäresstruktur und Aktienbesitz in der Bundesrepublik, Juni. 1973, S. 7.

引所相場の50%以上の取得価格であれば，また第2に従業員株引受人の1人当り年間500 DMを越えない範囲での取引所相場と取得価格との差額であれば，その株式を引受けることによって生じた財産増加分については，やはり所得税法の特例として，課税所得とはならないということになっているのである。ただしこうして取得された従業員株式も，先の財産形成法及び貯蓄優遇法の適用範囲に入るため，規定として5年間の売却処分を禁止されることになる。この規定を遵守しなかった場合，優遇措置の取消し及び年7%の利子を更に支払うことが義務付けられている点は，今迄と同じである。

（三）

こうして取得において優遇される従業員株についての増加の状況をみると次のごとくになっている。「1965年末現在27の大企業及び中堅企業が，それらの企業の労働者に部分的に何度かに亙って従業員株式を提供している。連邦共和国において従業員株式所有者は，今日（1965年末）おおよそ20万人ほどいると推測される[38]」と，J.C. レーファクスは述べている。また1970年末時点において西ドイツには，約495万株の銀行寄託株式口座があるが，株主総数は310万人と推計される。また1973年末時点では，従業員株主は，約40万人と推計されている[39]。因みに，1973年時点における従業員株主

38) Ebenda, S. 80.
39) PM-Studie, Aktionärsstruktur und Aktienbesitz in der Bundesrepublik, Juni 1973, S. 3.

表7．RWE の株主構成（1971.4.30 現在）

額面所有額分類	株　主　数	対全株主比
	株主総数 180,000人	%
1,000DM以下	102,960	57.2
1,000— 3,000	43,020	23.9
3,000— 8,000	13,680	7.6
8,000—10,000	10,620	5.9
10,000—50,000	8,100	4.5
50,000	1,620	0.9
職　業　区　分		対資本金比
地方公共団体		30.7%
銀行及び投資基金		11.3
保険及び財産管理機関		13.3
企　業		7.7
労働者		7.1
主　婦		8.3
年金生活者		2.4
自営業者		6.4
その他		12.8

注）PM-Studie, Aktionärestruktur und Aktienbesitz in der Bundesrepublik, Juni 1973, S. 7.

数を例示すると表4のごとくになる。

また若干の企業における従業員株式発行の際に，従業員に割当てられた株数のうち，実際に従業員によって引き受けられた割合は，表5のごとくになっており，このことから従業員株は，かなりの程度従業員によって引受けられていることが判る。

またドイツ銀行および RWE の株主構成をみると表6のごとくになる。

表6及び表7から明らかに示されるごとく，いわゆる小株主という範疇に含められるような労働者・主婦らを代表とした，所謂社会的に平均か，またそれ以下の低い所得階層に株式の取得の増加傾向が示されているのである。このことは，今迄分析してきたように，小株主層を西ドイツ国家の経済政策の重要な一環とした様々な優遇的措置が，ある程度まで成功してきているという一証左である。

また，M・ビーリッヒによれば従業員株式について以下の如く述べている。

「1977年末時点において，実際70万人ほどの従業員が，額面額にしておよそ7億4千万DMの株式を取得した[40]」のであり，その取引高は，西ドイツ全体の取引所取引高の約2%に相当するのである。また「現在72の株式会社が自社の従業員株式を発行しており，さらに284の株式会社において親会社の株式が，従業員株式として売りに出されようとしている[41]」のである。

また1976年末時点で，ティセン社とマネスマン社の両社においては，従業員およびその家族の主婦・子供などを入れた人数で，合計10万人以上が株主として資本参加しているのである。この両社とも，全従業員および従業員株式の取得有資格者のおよそ半数が，この資本参加という形態で加わっていると見積られている[42]。

こうした状況が進展した結果，1976年末時点で，およそ350万人と推計される全株主のうち，従業員による株主は少くとも20%以上を占めていることになる。

また注目される点として「ジーメンス社の場合，今日では既に，従業員による経営への資本参加が資本金の10%を越えることになった。またニクスドルフ社の場合は，自社の創立記念日である今週中に（1978年時点—引用者），従業員株式を発行して，今後5年の間に従業員総

40) Bierich, M., *Industriefinanzierung und Wertpapiermarkt—konjunktuelle Schwangen und struktuelle Tendenzen*, Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, Heft 5, 1978, S. 360.
41) Ebenda, S. 360.
42) Vgl. Ebenda, S. 360-361.

数で15%以上の資本金への参加が実現されるよう努力している[43]」ということである。

このことは，所謂小株主の階層に属する従業員が，資本所有ならびに議決権の観点からすれば，従来の大株主，大所有者といった階層とは別の集団が，経営内において一つの権力集団として既に存在しているということである。しかもこうした傾向は，今後とも各企業において，ある程度進展されることは充分予想されることでもある。というのは，通常の増資の場合，新株引受権がなお強固に維持されており，その引受価格も，取引所相場の70乃至80%程度で取引されている。しかしながら，「この従業員株式は，実質的には取引所価格の50%以下にまで下げられた引受価格で従業員および関係者に提供されてきている[42]」ことが，今後さらに従業員株式の発行が促進されていくことを容易に推測させるものである。

このように増加した従業員株式の発行は，直接的な政治経済的意義として「もともと個人の財産形成のための手段として考えられていたものであるが，同時に，企業資本調達金融の原動力ともなってきたのである[45]」。この企業資本調達方策としての従業員株式の持っている機能・意義については，別稿において[46]，配当に係る2重課税問題，最近の投資内容，財務諸表上への計上方法との関係で展開しているので，ここでは省略することとする。ここでは簡単に以下の点を指摘するに留める。

「連邦政府は，諸法律制度の改正および強化をなすことによって，多年に亙って設定されてきている企業体の（資本調達方法の多様化に伴なう資本構成の改善といった…引用者）提案に対応することになるであろう。また連邦政府は，これらを用いることによって企業金融の機能をもちながら，本来的な個人の財産形成，従業員の経営参加の拡大のために貢献することになるであろう[47]」ということである。

むすびに代えて

以上，西ドイツにおいて1960年前後を境として，それまでの株主構成の型から新たなる小株主階層の創出といった現象を，民有化による国民株の発行を契機として，その変容を分析してきたのである。株式民有化の場合にも種々なる優遇措置が，直接国家の手で制度化されてきており，しかも，この民有化から，さらに従業員持株といった半ば恒常的な形での小株主創出策を，一方において個人財産形成政策との関係をもちながら促進し，他方においてそれが，現在の西ドイツの所謂株式分散化の会社(Publikumsgesellschaft)における新たな資本調達源泉として利用するといった関係が創り出されてきていることである。しかも，従来の分析方法からする小株主＝経営機能からの排除といった図式が，現実にはそれほど単純に整理しきれないような資本参加形態が現われてきているのであり，この点は，まさしく従来の株式会社の経済組織および管理に関する理論に対し根本的な再検討および吟味を考慮しなければならないほどの問題が含まれていると考えられるのである。この問題については，次回以降において展開することになる。〔未完〕

1979. 7. 18.

43) Ebenda, S. 360.
44) Ebenda, S. 360.
45) Ebenda, S. 360.
46) 拙稿，第3章「西ドイツにおける経済変動と資本構成」，『経営財務研究叢書』，中央経済社，1979年9月，46-63頁参照。
47) Bierich, M., *a.a.*O., S. 361.