

ドイツの証券市場

—諸地域取引所の歴史特性—

山口 博 教

要 旨

本稿は、ドイツの証券市場小史の序論となることを目指したものである。ドイツにおける証券市場は、歴史的にみると商品取引、為替取引と連動して成立し、その中から独自の取引所として分化、派生する中で展開してきた。それらは、アントウェルペンやアムステルダム取引所の伝統を引き継ぎ、諸地域ごとに組織されて展開した。また、中心的役割を果たす取引所が出現してはいるものの、それは時代とともに変遷をしてきている。大別すると、①ナポレオン戦争以前までの時代、②譜奥戦争及びドイツ帝国（ライヒ）成立に至るまでの時代、③ライヒとワイマール共和国を経て、第三（ヒットラー）帝国の敗北にいたる、プロイセン中心の時代、④西ドイツ時代、⑤東西ドイツの統合以降の時代に分かれる。

第一期の時代、特にフッガー家時代にはアウグスブルク取引所が商品取引所として南ドイツにおいて重要であった。また、ケルン取引所でも、アムステルダムからの移住者が取引技術を伝えている。第二と第四期目にはフランクフルトの取引所が国際的公債市場Fondsbörse（日本証券経済研究所編『新版現代証券辞典』1981年、320ページ。ただし、本稿では国際債券市場とした。）として重要な役割を果たした。第三期には、ベルリン証券取引所が、ドイツの工業化と株式会社の創業において中心となった。第五期の1990年以降は、ドイツ取引所株式会社の創設とEU並びに国際取引所間統合により、新たな段階に入りつつある。ただし、現代におけるこの時期の評価にはもう少し時間が必要であろう。

本稿では、ドイツ取引所史中特に中心的役割を担ったフランクフルトとベルリンの取引所を対比させ、それぞれの歴史特性を浮き彫りにすることを目指した。

中世以来の自由都市フランクフルトでは、商人組織が運営していた。投機よりも安定した投資が目指されたのは、西ドイツ時代に信用の安定性が第一義とされたことと共通している。一方ベルリンでは運営は商人組織に委任されたが、王立の取引所としての出発であった。そして新興国プロイセンは急速な工業化において取引所投機を利用した。東西ドイツ統合以降、株式等の投機取引が復活しつつあることと合わせてみると非常に興味深く、今後の展開に注目していきたい。

目 次

- I. ドイツ諸地域取引所の歴史的伝統
- II. フランクフルト取引所vs.ベルリン取引所
- III. ナチス期の中央資本市場vs.西ドイツの連邦制
資本市場

- IV. 統一ドイツとドイツ取引所株式会社の展開
- V. 直接金融復活への歩み
- VI. まとめにかえて

I. ドイツ諸地域取引所の 歴史的伝統

現在のドイツの証券市場は、1993年に成立したドイツ取引所株式会社Deutsche Börse AGが母体である。この会社はドイツの諸地域取引所を統合したものである¹⁾。この会社が成立する以前にはドイツの諸地域取引所の長い歴史的生成過程と各取引所の伝統がある²⁾。小稿では、この歴史的伝統を踏まえて各地域取引所の特性に触れていくことにしたい。というのは、現在金融革新を遂行し、直接金融へ転換するための努力を試みているドイツの取引所の今後の展開過程を評価する上で、この問題を避けて通ることができない、と考えるからである。

しかし歴史的、文化的に相違する諸地域を「ドイツ」の名の下に一括することは様々な困難がある。このため、ここではスイスとオーストリアを除くドイツ語圏の各地域取引所を分けて扱うこととする。地域分けは、図表1に示した通りである。

まずライプチヒの中部ドイツ取引所は、17世紀に創設されて以来、銀等の商品取引、為替取引の伝統を持っていた。1934年の取引所改革と35年の統合後は、最大の地域取引所Regionalbörseであった。しかし第2次世界大戦終結前の43年に爆撃で破壊され、旧ソ連の影響下で旧ベルリン取引所(旧東ベルリン所在)及びブレスラウ取引所とともに廃止の憂き目に遇

っていた。東西ドイツの統合後1990年に、再建の話が出始め、93年には中部ドイツ取引所協会が関係者により設立された。すでに、ザクセン州及びチューリッゲン州共同の州立銀行がライプチヒに置かれることが決まっている。証券取引所の復活もまた、この地帯の金融センターとして、また経済復興と企業創業活動にとって重要と見なされ、開設準備が進められている³⁾。

次に西部ドイツはかつての重化学・鉱工業地域であった。そしてこれらの株式会社の証券を中心に取引していたのが、ドイツ最古の取引所であるケルン取引所であった。イタリア、イギリス、アントウェルペン等との交易面、またフランクフルト・アム・マイン(以下フランクフルトと省略)のメッセ(大市)とも連動し、支払決済等の面で中世ドイツで最重要な取引所であった。ただしナポレオンの進軍により取引所取引は一次的に中断した。その後1820年に新しい取引所として再出発したが、その組織と規定はフランスのその影響を受けたものとなった。ただしドイツの近代化の中では、あまり目立たない地域取引所にとどまった⁴⁾。

一方デュッセルドルフ取引所は、エッセン取引所と同様に鉱工業証券を中心とした証券取引所であった。しかも19世紀までは、証券取引所というよりは、鉱業原料を中心とした商品取引所の性格を強く持っていた。しだいに鉱山株Kuxを中心とした鉱業証券が取引されてくるが、依然として商品取引所との混合取引所であっ

図表1. ドイツの諸地域取引所の変遷 (1993年ドイツ取引所株式会社成立以前)

取引所所在地	設立・法制化年	1935年の統合	西ドイツ時代
A. 東部ドイツ (旧プロイセン)			
①ベルリン	1685 (1805)	①ベルリン取引所	①旧西ベルリン取引所 (1952年3月-)
②マクデブルク			
③シュテティーン			
④ダンツィヒ	16・17世紀	×	
⑤ケーニヒスベルク	1635 (1823)	×	
⑥グリメン		×	
⑦メーメル		×	
⑧クラビック		×	
⑨エルピンク		×	
⑩ポーゼン		×	
⑪ブレスラウ	18世紀	②ブレスラウ取引所	×
⑫ハノーファー	1785 (1801)	③ハノーファー取引所	②ハノーファー取引所 (1946年4月-)
B. 北部ドイツ			
⑬ハンブルク	1558 (1815)	④ハンザ取引所	③ハンザ取引所 (1949年8月-)
⑭リューベック	1605 (1801)		
⑮ブレーメン	1682 (1701)	-----	④ブレーメン取引所 (1946年11月-)
C. 中部ドイツ (ザクセン)			
⑯ライプチヒ	1666 (1818)	⑤中部ドイツ取引所 (ザクセン取引所)	×
⑰ドレスデン	(1857)		
⑱ハレ	1635		
⑲ツヴィッカウ			
⑳ケムニッツ			
D. 西部ドイツ			
㉑デュッセルドルフ	1844 (1875)	⑥ライン・ウェスト ファーレン取引所	⑤ライン・ウェスト ファーレン取引所 (1946年4月-)
㉒エッセン	1855 (1880)		
㉓ケルン	1553 (1820)		
E. 中西・西南部ドイツ			
㉔フランクフルト	1585 (1707)	⑦ライン・マイン 取引所	⑥ライン・マイン 取引所 (1945年5月-)
㉕マンハイム			
㉖シュツットガルト	(1861)	⑧バーデン・ヴュル テンベルク取引所	⑦バーデン・ヴュル テンベルク取引所
F. 東南部ドイツ (バイエルン)			
㉗アウグスブルク	16世紀 (1816)	⑨バイエルン取引所	⑧バイエルン取引所 (1945年8月-)
㉘ミュンヘン	(1829)		
G. その他 (エルザス, ロートリンゲンを除く) ㉙キール—×, ㉚コルベルク—×			
㉛ニュルンベルク—×, ㉜ブラウンシュヴァイヒ—×			

出所：松野尾裕「ドイツ取引所アンケート委員会(1892-93)」,『立教経済学研究』第43巻第1号, 1989年。Hans Pohl (Hrsg.), *Deutsche Börsengeschichte*, 1992, Frankfurt am Main, Bernd Baehring, *Frankfurter Wertpapierbörse 1585-1985*, 1985, Frankfurt am Main. から作製。ただしバーデン・ヴュルテンベルク取引所の第2次世界大戦後の再開年月については、上記2冊目の著作に記述がないため、直接同取引所へ問い合わせを行った。

た。1935年以降、また第2次世界大戦後も西部ドイツの中心的取引所となった。特に西ドイツ時代には、デュッセルドルフが商工業の中核都市となり、日本企業の多くもその支店を置いて

いたからである。しかし、1980年代後半からは重厚長大産業が衰退し、フランクフルトが証券取引の集中度を増すにつれ、その経済的比重はしだいに落ちてきている⁵⁾。

また北部ドイツの各取引所は、ハンザ取引所の名の示す如く、歴史的には北海・バルト海沿岸の海外貿易を背景としている。ハンブルク取引所は、16世紀中盤にアントウェルペン取引所をモデルに設立され、当初水産物、コーヒー等の商品取引所として繁栄した。その他にも為替・保険・海運等の諸業務をも結合していた。証券取引は18世紀の初めに開始されていたが、定期的取引されだしたのは、1815年以降だった。取引対象は、国債、鉄道株、銀行株、海運株等バランスが取れていて、特にロシア・スカンディナヴィア諸国の証券、船舶・植民地証券がこの取引所の特色であった。19世紀半ばには、フランクフルト、ベルリン、ケルンに次ぎ4番目の取引高を持っていた。1841年には市参事会 Senat が取引所規則を認可し、運営は公的管理の下で商業会議所に委任された。また同時に民間組織であった商品取引所は証券取引所から分離された⁶⁾。

次に東南部ドイツにおいては、15世紀から18世紀始まで、商取引の中心は一貫してアウグスブルクであった。この地では、かつてフッガー家が全盛を誇った時代に、金・銀等鉱物資源の採掘、イタリア等の地域との交易に伴う貨幣・為替業務及び宮廷金融が営まれていた。19世紀に入るとバイエルン王国の財政需要と負債の増加によって、為替・債券業務が伸張した。しかし1815年のウィーン会議を境にアウグスブルクの為替取引の繁栄は終焉を迎え、1829年に開設されたミュンヘン取引所がしだいにその遺産を受け継いでいくこととなった。この取引所は既存のツunftからは独立した商人諸階層の協会組織としてスタートしている。その後、運営は1832年に商業協議会 Handelsverein, 1868年には商業協会 Handelsverein により行われるよう

になった。1896年の帝国取引所施行後には、州政府の管轄化に入った。ここではバイエルン・オーストリア債券、抵当証券、くじ(籤)債券が取引されていて、その後オーストリア国立銀行株やバイエルン抵当・為替銀行株が付け加わった。19世紀末にはドイツで最大の抵当証券市場となった。しかし取引の大半はバイエルン証券であり、地域特性を色濃く持つ取引所であった。なお近年では北部ドイツの重厚長大産業の衰退を後目に、コンピュータ、情報関連と自動車産業株が伸長してきている⁷⁾。

フランクフルトとベルリンの取引所については、次節でそれぞれ独自に取り上げ、対比させてみていくこととする。というのは、前者は現在ドイツ取引所株式会社の傘下であり、ドイツの資本市場の中心的役割を担っている。そしてベルリン取引所はドイツ帝国の時代に同様の役割と機能を持っていた伝統がある。さらに両取引所はいろいろな面において、非常に対称的な生成過程と歴史的伝統を保っているためでもある。そして、1990年のドイツ統合に伴い、政治首都のベルリンとドイツならびにEUの経済・金融中心地の重要拠点となったフランクフルトの両取引所の性格を総合的にとらえることが、今後のドイツの動き及び現在のドイツ取引所株式会社の性格を理解するために必要である、と考えるからである。

II. フランクフルト取引所 vs.ベルリン取引所

この両取引所は、発生・展開・取引内容・所在都市の性格等から見て、相互に両極端の性格を有している。また、東西ドイツの統合後、ベルリンへの首都移転にもかかわらずマイン河畔のフランクフルトはドイツ金融センター

Finanzplatz Deutschlandとしての地位を不動のものとし、さらに国際展開を図っている。

まず都市フランクフルトからみていく。この都市は、中世の神聖ローマ帝国の自治的自由都市であった。市の参事会は、経済活動を担っていた都市貴族層により担われていた。彼らは都市商工会議所を基盤に結集し、狭い範囲ではあったが、国内外を股に掛けた血縁・閥閥関係を構成していた。また、ユダヤ人が中世末期以来この地に定住した。繰り返される迫害と都市住民との軋轢、他方での税金等での金融的貢献という状況の中で、15世紀中盤にはユダヤ人はゲットーに押し込められ、制約された生活を強いられた。しかし、経済・金融活動では抜き難い影響力を築いていった⁸⁾。

取引所は、崩壊したアムステルダム取引所の伝統を受け継ぎ、国際債券取引所Fondsbörseとして出発した。証券取引所として初期の時代には、オーストリア・ハプスブルク家との、そしてその後は北米大陸との関係が特に強かった。投資家は投機をあまり好まず、安定指向の債券を中心とした取引を指向する傾向があった。これは、汚れた空気や工業を嫌悪する都市住民の性格を反映している。また、19世紀に経済覇権をなし遂げたロートシルト家の意向でもあったと思われる。証券取引は各国国債や鉄道証券が中心で、投機的証券は、本取引所からは分離された夕刻取引所Abendbörseで扱われたほどであった。また投機も、鞘取り（アービトラージ）を中心に行われていた⁹⁾。

そしてこれらの金融・証券取引業務で中心的役割を果たしていたのが、クリスチャン系とユダヤ系の個人銀行（家）Privatbank/-bankerであった。すでにみたロートシルト家の他に、メツラー家Meztler、ベートマン兄弟商会Gebr.

Behtmann等であった。これらの商会は国際的同族（血縁）ネットワークを重視したフランクフルトの老舗銀行であった。資産管理と投資金融に従事し、利潤や拡張よりも流動性を第一義とし、預金業務をも扱っていた。ただし、証券業務では、発行業務というよりは流通、販売業務が中心であり、ベルリンを中心として出現した兼営銀行（今日のユニバーサル・バンク）とは性格の異なる銀行であった。

一方、ベルリンは、軍事大国プロイセンの政治首都であり、取引所も王立で出発した。譜仏戦争の勝利の後1871年にドイツ帝国が建国された。この時同時にフランスからの戦時賠償金が流入し、ドイツ全土で創業（成り金）ブームとバブルが巻き起こった。投機に次ぐ投機が一世を風靡し、その反動による大不況期を経たものの工業化に成功した。

ところでこのようなドイツにおける創業時代を牽引したのは、株式会社形態を取った信用大銀行であった。これらの創設には、多くの個人銀行業者もかかわっていたが、営業内容はまったく異なるものであった。発行引き受け業務と商業銀行業務（交互計算業務）を連結し、企業の経営内容に密接に関わっていた。企業の金融・財務・証券業務を一手に引き受け、「金融資本」として絶えず批判を受けることになった。また投機活動はフランクフルトでは個人銀行家主体で行われたが、ベルリンでの株式大銀行が絡む投機は、資金量と規模の点でフランクフルトのそれをはるかに凌ぐものであった（投機取引の内容については図表2を参照のこと）。

なお、この投機の行き過ぎと社会的反感・批判により、1896年に帝国取引所法が制定された。この結果、投機は玄人筋と金融機関にのみ制限され、全体として抑制されることとなった。

図表2. ドイツで行われていた先物取引の種類 (アムステルダム取引所からの継承)

A. 狭義の先物取引 (定期取引 Fest- oder ixgeschäft)	⑥通知取引 (売方倍加特権取引) Geschäft mit Ankündigung (価格低下の場合にも売方が、契約時の価格で供給し、また追加供給することを認めた取引)
①15日決済取引 Mediogeschäft	
②月末決済取引 Ultimogeschäft	
③繰延取引 Prolongationsgeschäft	⑦買方取引 量選択取引 Vertrag > Schlu ß auf feste und offen < zugunsten des Käufers (買方が、固定量以下で取引することを認めた取引)
B. プレミアム取引・条件付先物取引	
①買方特権・売方特権定期取引 Vor- und Rückprämiengeschäft	⑧売方取引 量選択取引 Vertrag > Schlu ß auf feste und offen < zugunsten des Verkäufers (売方が固定量以下で供給することを認めた取引)
②複特権売買 Zweiprämiengeschäft (double-option) (一方で買方特権取引をし、同時に他方で第三者と売方特権取引をする。)	
③二重選択取引 (両限取引 - ストラドル) Stellgeschäft oder Stellagegeschäft	⑨買方履行期選択取引 Wandel- oder Eskomtegeschäft zugunsten (買方が、履行期以前に買い取る権利を認めた取引 - 履行期短縮可)
④両刀差金取引 Zweischneidige Prämiengeschäft (①と③を結合した複合取引)	⑩売方履行期選択取引 Wandel- oder Eskomtegeschäft zugunsten eines Verkäufers (買方が、履行日以前に供給することを認めた取引 - 履行期短縮可)
⑤買方倍加特権付取引 Nochgeschäft (契約者が、履行日に契約時の価格で追加請求することを認めた取引)	

出所: Friedrich-Wilhelm Henning, Börsentermingeschäfte in historischer Sicht, in: *Bankhistorisches Archiv*, Beiheft 19, 1991, Frankfurt am Main, S.18-21.

あまりに抑制処置が厳しかったために、その後緩和を求める動きもあり、幾度かの法律改正により緩和処置が取られた。

その後、第1次世界大戦の準備、戦争経済の中では、軍需産業を育成すべく戦時国債が増発された。また、この消化を促進するため、信用銀行以外の金融機関、貯蓄銀行と信用協同組合も証券業務を扱うようになり、ユニバーサル・バンクへの道を進み始めた。

そして敗戦後1920年代には大インフレを経験し、その後の両大戦間相対的安定期を通して、株式投機が一定程度復活した。企業の集中運動も活発化し、巨大企業も誕生している。しかし、1930年代の不況期に入ると、再び抑制され、次にみるナチスによる統制経済下では、先物取引は完全に禁止処置を受けることとなった。

Ⅲ. ナチス期の中央資本市場vs. 西ドイツの連邦制資本市場

ナチスの経済政策の基本は、反資本主義、反自由主義、反金融資本、反ユダヤ主義であった。証券市場は、特にユダヤ系銀行・証券業者の温床として、統制下に置かれた。そして、軍備を推進する工業会社への融資のため、ライヒス・バンクの信用を基にあらゆる金融・証券機構が動員された。具体的には、企業に自己金融を強制し、その企業利潤を戦時国債とメフォ手形の発行で吸収し、必要な軍事物資生産へ振り向けていった。価格統制のため、証券価格も管理されるにいった¹⁰⁾。

特に第2次世界大戦の突入する1939年以前までは、ライヒス・バンク総裁のヒャルマー・H. G. シャハトのもとで、国家の信用創造はかる

うじて中央銀行のその枠内で機能していた。しかし、シャハトが総裁の地位から締め出された後では、このような経済機構は維持されなくなっていく。すなわちゲーリングがイニシアチブを取った4カ年計画では、国家財政は中央銀行の枠をもはみだすまでになっていった¹¹⁾。しかも、このことは国内外の批判の目をさけるべくカムフラージュを施されて巧妙に遂行され、「音無しの金融」とも呼ばれた。

以上の経済活動全般に及ぶ統制のため、取引所自体も一切の市場性を喪失するに至った。それまでドイツに二十数カ所あった取引所は、1935年に九カ所に整理統合された。ベルリン取引所が中央資本市場となり、残りは郷土市場Heimatmarktと呼ばれた地方取引所の地位へ貶められた。さらに同年ライヒスバンク以外の州民間発券銀行の銀行券発券の特権が廃止され、中央銀行体制が強化された。まさに「指導者原理」に基づく、中央集権的統制経済の基礎が固められた¹²⁾。

また、これに合わせてそれまでドイツ各地の取引所で中心的役割を果たしていたユダヤ系証券業者、銀行業者が「アーリア化」のスローガンの下で排除されていった。証券取引技術に長けていたこれらの人材追放は、戦争後のドイツ経済回復にマイナス要因となったであろうと考えられる¹³⁾。

しかも戦争経済からの復興過程は、日本と異なる複数占領国の政策の相違により、その効果が減殺され、期間も長期に渡った。したがって第2次世界大戦が終結したからといって、ドイツで諸地域の証券取引所が直ちに一斉に再開されたわけではなかった。南部ドイツでは比較的早く、1945年には、ライン・マイン、バーデン・ヴュルテンベルク、バイエルン取引所が再

開された。翌年の46年には、ハノーファー、ブレーメン、ライン・ウェストファーレン取引所が続いた。遅れてハンザ取引所が49年再開であり、旧西ベルリン取引所に至ってはやっと1952年になってからであった(図表1)。特に西ベルリン取引所の再開が遅れたのは、連合軍の爆撃で取引所建築物が破壊された上に、旧ソ連軍がベルリンの王宮と合わせて建物自体を撤去してしまったからであった。このため取引所の移転を余儀なくされ、1955年には商工会議所内にホールが新築された¹⁴⁾。

一方政治体制の面では、1949年になってやっと、ドイツ基本法の制定等新国家体制の基礎が固められた。ドイツ連邦共和国(旧西ドイツ)では連邦分権制により各州の政治権限を強化し、ワイマール憲法の民主主義的精神を復活させた。経済面ではエアハルト等が主張した「社会的市場経済体制」が形成されていった。戦時経済体制時に国・公有された諸企業が、国・公営企業として存続した。

政治制度と同様に、証券取引所もまた連邦制の連合組織として再編された。8カ所の取引所の共通窓口、調整機関としてドイツ証券取引所連合会Arbeitsgemeinschaft der deutschen Wertpapierbörsenが1952年に組織された。この中でブンデスバンク所在地のフランクフルトの証券取引所は、「国際債券市場」としての伝統と中心的地位を約百年振りに取り戻した。しかし、戦後はインフレ予防を最重要政策とした中央銀行及び連邦政府の姿勢は非常に強固なものであった。このため、投機活動は第2次世界大戦集結後も引き続き徹底して抑制された。したがって株式金融は低調のまま推移せざるを得なかったが、これには他の要因も作用している。そもそも他の企業形態と比較し株式会社数が少

なくなったこと、また企業金融面では自己金融とハウス・バンクからの借入が重視されたことである(図表3)。

以上の金融体制のもと、ユニバーサル・バンクとはいえ、株式金融よりも債券取引が中心に据わらざるを得なかった。かつてのフランクフルト証券取引所の伝統が蘇った背景には以上のような事情があった。そしてこの体制は1985年ころまで維持されてきた。しかし、1970年代の後半から、金融自由化と先物取引の再開で、直接金融復活の兆しが見え始めた。この背後には、第一には、コンピュータの経営活動への導入、取引の電子化等の技術革新、第二に国・公有企業民営化政策の推進がある。第三には、EU統合の進展、ユーロの導入という欧州レベルでの経済、産業、企業統合の進展がある。また東西ドイツの統合にも必死の努力が払われている。第四には、1990年のドイツ統合と前後して、ナチス期にドイツを離れ、諸外国に避難していたユダヤ系金融業者のドイツ本家への里帰りが行

われたこともその大きな要因であると考えられる。すなわちロートシルト家が約100年振りに同家発祥の地のフランクフルト・アム・マイン市で支店を復活させた。また、ウォーバーク家がやはり業務開始時の名称であるM. M. ウォーバーク商会の名を再使用してきている¹⁵⁾。

以上のように、東西統合後のドイツ経済、金融市場を取り巻く状況は、冷戦体制下のそれとは大幅に異なり、かつ急速に変貌をとげつつある。この経過については項目を改めて取り上げていきたい。

IV. 統一ドイツとドイツ取引所 株式会社の成立と展開

戦後の西ドイツにおける先物取引は、まず1956年の外国証券を対象とした先物取引の認可からスタートした。国内証券については、先物調査委員会の答申を受けて、70年に株式オプション取引(38種)がやっと開始された。76年には外国株も加わり、84年末時点で56種60株の取

図表3. ドイツの株式会社数、名目資本金、上場株式会社数の推移
(1886-1922: Mrd. Mark, 1925-1943: Mrd. RM, 1956-1999: Mrd. DM)

年次	株式会社数	名目資本	上場会社
1886	2.143	4.876	—
1891	3.124	5.771	—
1896	3.712	6.846	—
1902	5.186	11.968	—
1906	5.060	13.849	—
1913	5.486	14.737	—
1919	5.345	17.353	—
1922	9.558	103.739	—
1925	13.010	19.121	—
1930	10.970	24.189	—
1935	7.840	19.556	—
1940	5.397	21.494	—
1943	5.359	29.736	—

年次	株式会社数	名目資本	上場会社
1956	2.824	24.135	686
1960	2.558	30.477	628
1965	2.508	45.948	627
1970	2.304	56.495	550
1975	2.189	76.348	471
1980	2.141	91.1	459
1983	2.118	101.1	442
1990	2.685	144.7	649
1995	3.780	211.2	770
1996	4.043	216.5	993
997	4.548	211.6	1.461
1998	5.468	238.6	1.985
1999	7.375	262.1	*3.415

出所: Ulrich Fritsch, *Mehr Unternehmen an die Börse*, 1978, Köln, S.12-16. Arbeitsgemeinschaft der Deutschen Wertpapierbörsen (hrsg.), *Jahresbericht 1987, 1988*, Frankfurt am Main, S.127. Herbert Hansen, *Kräftige Anstieg der Zahl der Aktiengesellschaften bis Ende 1998 auf 5468 Unternehmen*, in: *Die Aktiengesellschaft*, 3. 1999, Köln, R 67, *Die Renaissance der Aktie*, in: *Die Aktiengesellschaft*, 4. 2000, R.123. Deutsche Börse (hrsg.), *Facts and Figures*, 1999, 2000, Frankfurt am Main, より作製。ただし※は全上場株式数。

引となった。そして、86年4月には公社債オプション取引が、7月には株式指数取引が行われるようになった。これほど先物取引が遅れたのは、投機に対する強い規制の意識があったことと、先物取引が断絶し、その経験が途切れたためであると考えられる。

しかし、1985年前後にドイツ取引所改革がEC統合を背景として関係者の間で強く意識され、遂行されていった（ドイツ取引所連合会の改組等）。また、ロンドン金融市場に対抗し、欧州の金融センターにフランクフルトを押し上げたいという政策当局の狙いもあった（Finanz-platz Deutschlandの構想）。1988年にはドイツオプション・先物取引所 German Options and Financial Futures Exchangeがスイスの技術を導入することでスタートした。

その後、市場の電子化が急ピッチで進められ1988年にドイツ株価指数DAXの導入、1990年に連邦再利子先物契約Bund-Futuresと先物取引の電子化が、現物取引に先行し、同年1月にドイツ先物取引所DTBの設立に結実した（現在のユーレックスEurex）。後者について、立ち会い時間に縛られない電子取引システムIBISが開発

されていった（現在のクセトラXetra）¹⁶⁾。

東西ドイツの統合と並行してこの作業が進み、首都移転決定の中でドイツ政府はフランクフルトをEUの金融中心地にしようとの決意を固めた。取引所統合については、「中央資本市場」論対「地域取引所」論の激論が交わされた。論点は、市場の流動性、取引コスト、市場の深度、市場参入の容易さ、取引の公正さ、情報の有効性等多岐に渡るものであった。電子市場を目指すため、取引のシステム化と国内資本市場の集中を掲げる議論が出される一方、他方ではそれまでの連邦制資本市場を堅持をすることを重視する見解もあった¹⁷⁾。

結局最終的には、両者の中間形態の統合資本市場的な性格をドイツ取引所株式会社は持たされることになった。一種の妥協ではあるが、電子取引システムを導入する一方で立会市場をも併存させるという複合的取引所となった。その後の展開をみると、現物取引ではデュッセルドルフ取引所の市場シェアの低下、フランクフルト取引所の相対的優位性の確立が顕著となった（図表5）。また、ベルリン取引所が一定の力を復活させつつあることも見て取れる（図表4）。

図表4. ドイツ諸取引所で売買された株式・社債の数。1998年。ただし、（ ）内は、1997年末の数値。

取引所	フランクフルト	デュッセルドルフ	ミュンヘン	ハンブルク	シュツットガルト	ベルリン	ハノーファー	ブレーメン	全取引所
株式	2.244 (720)	839 (451)	2.026 (425)	846 (498)	1.448 (154)	2.774 (364)	160 (174)	168 (126)	4.132 (1.111)
国内株式	637 (410)	485 (309)	439 (262)	398 (305)	413 (150)	535 (331)	149 (163)	162 (117)	883 (679)
外国株式	1.607 (310)	354 (142)	1.587 (163)	447 (193)	1.035 (4)	2.239 (33)	11 (11)	6 (9)	3.249 (432)
債券	8.139 (6.643)	4.230 (3.557)	3.520 (4.020)	3.654 (3.298)	2.824 (1.856)	2.091 (1.972)	1.536 (1.390)	756 (944)	23.449 (15.018)
国内債券	7.180 (5.860)	4.045 (3.171)	3.471 (3.839)	3.637 (2.984)	2.734 (1.803)	1.934 (1.848)	1.525 (1.325)	754 (895)	22.310 (14.099)
外国債券	959 (783)	185 (386)	49 (181)	17 (314)	90 (53)	157 (124)	11 (65)	2 (49)	1.139 (919)

出所：Deutsche Börse (hrsg.), Fact Book 1998, 1999, Frankfurt am Main, S.12.

図表5. ドイツの証券現物売買高 (全体, フランクフルト及びデュッセルドルフ取引所) (Mrd. DM)

年次	ドイツ諸取引所の合計			フランクフルト取引所			デュッセルドルフ取引所		
	合計	株式	債券	合計	株式	債券	合計	株式	債券
1985	436.0	236.	199.1	—	—	—	126.2	76.2	50.0
%	(100)	(100)	(100)				(28.9)	(32.0)	(25.1)
1987	2,034.5	848.8	1,185.8	1,361.1	452.8	906.2	—	—	—
%	(100)	(100)	(100)	(66.9)	(53.3)	(76.4)			
1990	3,624.3	1,819.6	1,804.7	2,384.9	1,127.5	1,257.4	604.9	338.6	266.3
%	(100)	(100)	(100)	(65.8)	(62.0)	(69.8)	(16.7)	(18.6)	(14.8)
1995	8,086.9	1,733.2	6,353.8	6,075.2	1,305.7	4,769.5	703.4	168.5	534.9
%	(100)	(100)	(100)	(75.1)	(75.3)	(75.1)	(8.7)	(9.7)	(8.4)
1996	8,998.7	2,441.9	6,556.9	6,935.8	1,938.0	4,997.8	680.7	182.7	498.1
%	(100)	(100)	(100)	(77.8)	(79.3)	(76.2)	(7.6)	(7.5)	(7.6)

出所: Rheinisch-Westfälische Börse zu Düsseldorf 及び Deutsche Börse AG の資料より

再び、投機的取引が活発となっていくのか、または、フランクフルト的な安定指向の投資活動が継続されるのか、直接金融が次第に拡大しつつある中で今後の展開は非常に興味深いテーマを提供している。

V. 直接金融復活への歩み

すでにⅢ節で見た通り株式会社とその上場企業数は1990年代にめざましい増加傾向をみせている(国内、国外企業数の合計)。1999年には7千社を突破し、2002年には1万社を超えるのではないかと、観測されている¹⁸⁾。そうすると、1920年代の後半の株式会社数に近づくこととなり、歴史的にみても画期的事態となるであろう。

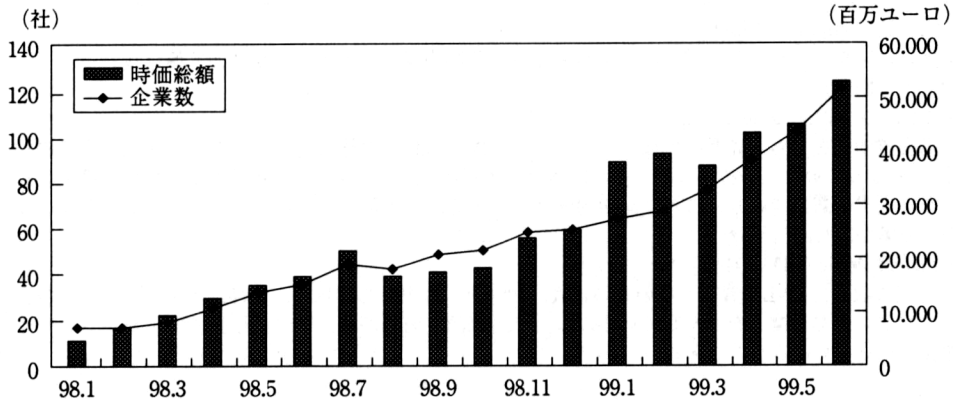
これには、ドイツ金融センターを維持しようとする連邦政府の肩入れが大きな効果を挙げている。資本市場振興法に合わせて100年振りに取引所法が改正されたり、株式所得に伴う二重課税を緩和したり、保有株式譲渡で得たキャピタルゲインを無課税とする政策が出されている(2001年度実施)。また、それに伴い少数株主の法律上の地位の強化を図ったり、合併に際しても、株価を高める以上に、株式利回りを高める

ことを重視するような方策を打ち出している。また企業の透明性に関しては、1998年成立の「企業統治と透明性に関する法律KonTraG」によって、監査役メンバー、大口株主が公表されるようになっている¹⁹⁾。

さらに、自社株買い入れ償却やストックオプションの導入、銀行の寄託株議決権の権利行使の制限など、株主の権限が強化され、「エクイティ・カルチャー」重視路線が進行中である。これらの処置により、すでにいくつかの企業ではストック・オプションが導入された(ヘキストから分離独立したSGLカーボン社、ドイツで筆頭のソフトウェア会社のSAP社等である)。以上の諸資本市場振興策の結実により、ドイツ大企業の経営風土は変わりつつあり、すでに「トップ30社は変貌済」との記事もでている。すなわち、自己金融とドイツ流メインバンクであるハウスバンクに依存した企業金融は、大企業に限っては過去のものとなりつつあり、アングロサクソン・スタンダードである、株式金融による資金調達、金融派生商品、M&Aが流行になってきている²⁰⁾。

さらに、株式会社及び上場企業数を押し上げる力強い動きは、ベンチャー企業の活躍である

図表 6. 独ノイアマルクトの時価総額及び上場企業数の推移



出所: Deutsche Börse, Monthly Statistics Cash Market

出典: 吉田仁美, 「欧州におけるベンチャー証券市場の運営状況について」『証券業報』583号, 1999年9月, 63ページ。

1997年にオープンしたノイア・マルクトがこの動きを支えていることはいうまでもない。ノイア・マルクトは、立会市場, Xetra, Eurexに次ぐ、フランクフルト証券取引所株式会社の第4番目の市場である。他の市場と比べても極めて厳しい開示条件が付されているにもかかわらず、97年の開設以来目ざましい数に昇る企業が上場してきている。99年5月には、登録会社は100社を超え、年末には200社を超えることが確実されていた。この予想の通り、同年12月7日付けのドイツ取引所株式会社のホーム・ページには次のような見出しが付けられていた。「200社目はフランスから、記録的となった1999年のノイア・マルクト——欧州一の急成長」²¹⁾。このように欧州では突出した新規株式公開の場を提供できたことに一段と自信を深めてたといえよう。

なお、日本のベンチャー企業向け株式公開市場の設立に当たっては、諸規定を既存の取引所のそれに比べ緩和する傾向があるが、ノイア・マルクトの場合にはむしろ厳しくする方向で対応している（①上場後半年は持ち株譲渡を禁止する。②他の市場へ上場換えする場合にも、元

の市場で二年間の取引期間を経た後とすること。

③縁故者、共同事業者は分散株主には含めず、かつ分散株主を株主全体の20%から25%へと引きあげたこと²²⁾。

以上の処置にも関わらず、公開企業が拡大している背景には、ドイツにおけるめざましいベンチャー企業の登場がある。同市場では99年6月1日からノイア・マルクト・ブルーエ・チップスという株価指数Neuer Markt Blue Chips (NEMAX50)を導入した。50社の中身は、情報・通信・メディア・ソフトウェア等のIT産業に関わる企業やバイオ産業に従事するドイツ国内外の企業である²³⁾。

ドイツの証券市場では既に他にもCDAX, DAX, SDAX, STOXX-Indizes等の株価指数も機能している。先にみたソフトウェア会社SAPは1972年にIBMから独立して開業し、1988年に上場、ベンチャーを脱却し94年からDAXに入ってきた優良企業もある²⁴⁾。

またミュンヘンのConsors社のように、携帯電話を使った株式取引に乗り出したディスカウント・ブローカーや、モバイル・バンキングを目指すCebit社等も続出している。これに対し、

図表7. ドイツの証券市場で使用されている株価指数

・ CDAX (Composite DAX):

フランクフルト証券取引所 (FWB) の公定市場, 規制市場, ノイア・マルクトで値付られるすべてのドイツ株式。

・ DAX (Deutsche Aktienindex):

市場安定効果をもち, 売買高で最大のドイツ30株式。これらの株式売買は, ドイツ株式売買高の約3/4となっている。1987年に導入され, 98年に10周年を迎えた。この指数部門は, 世界で最も流動的な株式市場部門であり, これは派生的商品に対する最大の需要をもつためである。98年度には取引の93%がXetraで行われた。

・ MDAX (Midcap-DAX):

30DAXに次ぎ, FWB売買高が多い70の株式。1996年に導入されて以来, 受容が増加した。外国投資家にもこの証券が関心をもたれているのは, MDAX派生商品が有効かつ価格面で有利なポジション確保に役立っているからである。

・ STOXX-Indizes:

ドイツ証券取引所株式会社が, SBF-Bourse de Paris Schweizer Börse, Dow Jonesとともに1998年2月に導入した欧州株式指数群。同年6月からは, Xetraでも取引可能となった。DAX指数とともに, 欧州フル・チップス部門の核を形成している。ドイツ証券取引所株式会社とロンドン証券取引所LSEは統合戦略の枠組み内での共通市場となることを目指している。

・ SDAX:

SMAX部門 (公定市場, 規制市場でMDAX価格に次いで取引される, ドイツSmallcaps部門) の100大株式指数で1999年第二四半期から導入された。SMAXは, 伝統的産業部門で定着した中堅業に対する指標である。開示性と株式の流動性が強く要請される。株式分散所有は, 資本金全体の20%以上が必要とされる。この点はノイア・マルクトと同様にしている。

出所: Gruppe Deutsche Börse (Hrsg.), *Geschäftsbericht 1998*, März 1998, Frankfurt am Main, S.19-21, S.68ff.

既存企業も通信販売会社のオットー社Versandhaus Ottoがインターネットを利用したり, Viag Interkomが携帯に参入したりもしている。このようにドイツでも, 無線通信プログラム規約WAP (Wireless Application Protocol) をめぐる, IT産業での競争が一段と激しさをましている²⁵⁾。

以上, ドイツの政財界を挙げてのベンチャー企業と株式市場に対する振興策がこの統合後めざましい勢いで進展し, 成果を上げてきたといえよう。

VI. まとめにかえて

以上ドイツの諸地域取引所の歴史特性について, 個別市場の説明とフランクフルトとベルリ

ンの取引所の対比を通して概括した。両取引所は, その成立過程及び取引対象証券, 取引業者の特質等さまざまな点で対象性と固有の伝統を有していることがわかった。そこで, これらの点を踏まえてドイツの経済体制および金融制度との関連において再度整理を試みておきたい。

まずフランクフルト取引所は, 為替取引所としての取引の伝統の上に, ナポレオン戦争とそれに対抗する民族戦争遂行のための軍事融資の必要から国債取引市場として成立していった。これを扱ったのは, 中世以来のユダヤ系宮廷金融業者が中心であった。すなわちドイツ及びハプスブルク王朝の諸侯に対する個人銀行家の個人信用が, 市場を通した国債取引へと展開していったのである。その中心に座ったのが, ロートシルト家であり, 当初はオーストリア債等

での投機業務をも扱ったものの、一旦取引所の中心的地位を占めると投機取引をむしろ抑えていたと思われる。

一方のベルリン証券取引所は、プロイセンを中心にした王立の取引所としての出発ではあったが、ドイツにおける工業化と株式会社の組織という点で傑出した市場となった。取引の中心は、個人銀行の多くが参画して誕生していった株式銀行であった。ドイツ帝国の誕生と前後して、銀行による銀行の創業と、鉄道業を始とした株式会社の創業を武器に、株式先物取引を中心に極めて投機的な展開を遂げていった。

しかし、この先物取引は市場の高騰と暴落の落差が大きく、農産物輸出を目指すユンカー等の大農場経営者からの農産物価格の不安定さが指摘、批判された。このため、1896年には帝国証券取引所法が制定され、先物取引は規制を受けることとなった。素人はこの市場から遠ざけられ、投機業者と大銀行等が主体の銀行間市場として存続していった。こうして、第一次世界大戦では、戦時公債の発行もあったが取引所の市場性は失われず、戦後のインフレーションを乗り切った後再び先物取引は息を吹き返すことができた。

ただし、当時のドイツは重い戦時賠償金の支払いに喘いでいて、ついに1927年の「暗黒の金曜日」からは、証券市場の取引は極端に困難な道へ向かって進み出した。1933年から開始された経済の統制に直面し、市場は次第に軍事融資目的の国家の装置（アバラート）へ改造されていった。すなわち最後には証券価格も自由には値付けすることが許されなかった。

第二次大戦後、通貨改革を経てこの統制は西ドイツでは解除された。しかし、膨大な国家信用の残滓は西ドイツの企業と銀行と連邦政府の

上に重しとなって残された。このため、戦後の復興は、復興金融公庫等の政府融資と企業自己金融及び公社債を中心としたものにならざるを得なくなった。

またかつての繁栄を誇ったベルリン証券取引所は、旧ソ連により解体され西ベルリンの商工会議所へ場所を移さざるを得なくなった。金融中心地はフランクフルトとなり、1860年代に失われた国際債券市場としての伝統がこの地で90年振りに復活された。しかし証券取引所では、かつて取引の中心に座っていたユダヤ系証券業者の数は極端に少なくなっていた。戦時中のアーリア化政策のため、残存できなかったからである。株式取引は極めて低調で推移せざるをえなかった。

その後、1985年以降先物取引の復活、EU統合の進展、東西ドイツの統合の中でかつてのベルリン証券取引所で行われていた先物取引が復興されてきている。上場企業の増大と合わせ、再び株式市場と投機が60年振りに脚光を浴び始めた。ロートシルト家がフランクフルトに百年振りに返り咲いたことと合わせてみると、ドイツの証券市場はフランクフルトとベルリンの両取引所の伝統が複合されたものとなる可能性がでてきている。国際債券取引の伝統に、国際株式取引、国際金融派生商品取引が付け加わり、ドイツの証券市場史で初めての総合的取引の装いを見せ始めている。

さらに今後は、ドイツの大信用銀行がかつての先物取引の伝統にいかんが習熟していくかが、EUの証券市場統合の行方を作用するものと考えられる²⁰。というのは、ドイツのユニバーサル・バンクの伝統は戦時統制下のいかなる時期にも温存され、その経済・経営・金融能力は潜在的にはあられ、機能上は維持され続け

ているからである。この伝統は、ナチス期の統制経済下と第2次世界対戦後の信用安定を第一義的課題としていた西ドイツ時代には、禁止ないし制限されていた。1985年以降の先物取引とユダヤ系証券業者の復活、取引所の国際統合、及びIT革命の進展に伴い、この伝統は再び開花してきている。米国の金融勢力に平成のバブル経済崩壊後押され続けている日本の金融・証券界にとっても、欧州における証券市場の展開は今後の日本の行方を考える上で視野に入れておかなければならないであろう。

注

- 1) 拙稿,「統合資本市場としてのドイツ取引所株式会社—取引の電子化に伴う複合システムの導入—」,『証券経済研究』第11号,1998年1月,日本証券経済研究所。また,ドイツの証券市場の概略と欧州証券市場統合については,以下を参照のこと。日本証券経済研究所『図説ヨーロッパの証券市場2000年版』2000年3月。
- 2) Hans Pohl (Hrsg.), *Deutsche Börsengeschichte*, Frankfurt am Main, 1992. ドイツの証券取引所通史について,日本語に訳出されているものとしては,以下の文献がある。ハロルド・デグナー/ライネル・フレীগ(土屋貞雄訳)「ドイツの証券取引所連合会とその会員」,日本証券経済研究所編『証券研究』第52巻,1997年4月。
- 3) Dieter Rudolf, Die Bedeutung des Bankplatzes Leipzig nimmt wieder zu, in: *Handelsblatt*, 27.10.1994.
- 4) Hans Pohl (Hrsg.), a.a.O., S.43-45, S.114-115.
- 5) Ebenda, S.194-196.
- 6) Ebenda, S.67, S.110-111, S.197-198.
- 7) Ebenda, S.96-98, S.186-188.
- 8) 大沢武夫「ユダヤ人とドイツ人」,講談社現代新書,1991年,『ユダヤ人ゲッター』,同上,1996年。小倉欣一・大沢武夫『都市フランクフルトの歴史』,中公新書,1994年。
- 9) 中木康夫『ロスチャイルド家—世界を動かした金融帝国』,誠文堂新光社,1980年。Erich Achterberg, *Der Bankplatz Frankfurt am Main*, 1955 Frankfurt am Main. なお,フランクフルト証券取引所の歴史を全般に渡って見渡したものとして次のものがある。Bernd Baehring, *Börsen-Zeiten—Frankfurt in vier Jahrhunderten "zwischen Antwerpen, Wien, New York und Berlin"*, 1985 Frankfurt am Main.
- 10) ナチスの戦時金融については,以下の文献を参照のこと。Heinrich Irmiler, *Bankenkrise und Vollbeschäftigungspolitik (1931-1936)*, Will Albers, *Finanzpolitik in der Depression und in der Vollbeschäftigung*, Karl

Hansmeyer und Rolf Caesar, *Kriegswirtschaft und Inflation (1936-1948)*, in: Deutsche Bundesbank (Hrsg.), *Währung und Wirtschaft in Deutschland 1876-1975*, 1976, Frankfurt am Main. ゴットフリート・ハーバラー「両大戦期の次期における世界経済と国際通貨制度」, ルドルフ・シュトゥッケン「ライヒスマルクの創設, 賠償規則と外債, 景気情勢 (1924-1930年)」, ハインリッヒ・イルムラー「金融恐慌と完全雇用政策 (1931-1936年)」, 以上いずれも, ドイツ・ブンデスバンク編(呉文二/由良玄太郎監訳)『ドイツの通貨と経済(上)』, 東洋経済新報社, 1984年に所収。大島通義「総力戦時代のドイツの再軍備—軍事財政の制度論的考察」同文館, 1996年。

- 11) シャハトについては, 次の著作が詳しい。John Weitz, *Hitler's Banker*, 1997, Boston. ジョン・ワイツ(糸瀬繁監訳)『ヒトラーを支えた銀行家』青山出版, 1997年。
- 12) 拙稿,「中央資本市場としてのベルリン証券取引所—生成から崩壊への過程—」(1)-(3), 第32-34号, 1995-1997年。ただし, ドイツで行われていた先物取引の訳語については, その後の調査に基づき本稿では変更を加えている。
- 13) Johannes C. D. Zahn, *Der Privatbankier*, Frankfurt am Main, 1963, 金原実/小湊繁訳「個人銀行家」, 日本証券経済研究所『証券研究』第46巻, 1975年。
- 14) Berliner Börse (Hrsg.), *Berliner Börse 1685-1985*, 1985 Berlin. 拙稿「紹介「Berliner Börse (Hrsg.), Berliner Börse 1685-1985, 1985 Berlin.」」, 『北星論集』第30号, 1993年。
- 15) ロートシルト家が1990年にフランクフルトで100年振りに支店を復活させた他, M. M. ウォーバークもドイツへ戻ってきている。ロン・チャーナウ(青木栄一訳)『ウォーバーク—ユダヤ財閥の興亡』(下) 訳者あとがき, 日本経済新聞社, 1998年。
- 16) 日本証券経済研究所編,『図説ヨーロッパの証券市場1997年版』(同研究所刊行)1997年3月, 第2編。『図説EUの証券市場1999年版』(同研究所刊行), 1999年3月, 第5・8・9章。岩田健治,「欧州経済・通貨同盟と株式市場—取引所統合の新段階—」,『証券経済学会年報』第34号, 1999年5月。
- 17) この論争については, 拙稿「統合資本市場としてのドイツ取引所株式会社—取引の電子化に伴う複合システムの導入—」(前掲)でまとめている。
- 18) Herbert Hansen, *Die Renaissance der Aktie*, in: *Aktiengesellschaft*, 4. 2000, R. 124.
- 19) Ebenda, 及び日経新聞社『日経ビジネス』2000年2月14日号, 132ページ。
- 20) 『日経ビジネス』同上及び『日経新聞』の以下の記事。「「ドイツ株式会社」に転機—金融の産業支配・労資協調に緩み」2000年2月7日付け。
- 21) ドイツ証券取引所ホームページ www.neuermarkt.de/INT, 1999年12月7日。及び近藤一仁,「上陸する巨大ネット市場「ナスダック」」経済法令研究会, 1999年11月, 谷口智彦「ドイツは一度向けている——市場主義へ企業の変身急」,『日経ビジネス』2月14日

号。

- 22) 同上ホーム・ページ, 1999年8月6日。
- 23) 同上ホーム・ページ, 1999年12月13日。
- 24) SAPについては以下を参照した。山田徹雄「ドイツにおける情報関連産業—SAPの辞令研究」, 『跡見学園大学女子大学紀要』第33号, 2000年3月15日。
- 25) *Wirtschaftswoche*, 10. 14. 1999. のインターネット特集 Internetür Alleから。S.100-112.
- 26) 1999年春に発表されたダイムラー・クライスラー社の誕生過程で, 最近の巨大株式会社と金融機関との関係をかいま見ることができる。両者の合併の背後に, ドイツ銀行が控えていたことは事実であるが, 実際の戦略部隊は法律・会計・監査会社と並んで, 投資銀行が先兵の機能を果たしている。この場合は, アメリカのゴールドマン・サックスであった。Holger Appel/Christoph Hein,

Der Daimler-Chrysler Deal, 1998, Stuttgart. ボルガー・アベル／クリストフ・ハイン著(村上清訳)『合併—ダイムラー・クライスラーの21世紀戦略』, 1999年, トラベルジャーナル刊。

訳者の村上氏は、背後に参謀役としてとして控えていたドイツ銀行の役割を重視しているが筆者は逆に実働部隊のゴールドマン・サックスの役割が重要とみた。それはドイツ銀行傘下の子会社ドイツ・モルガン・グレンフェルが、この合併において十分な機能を果たしていなかったからである。2000年春に出ていたドレスデン銀行とドイツ銀行との合併話が御破算になったこと等と考え合わせると、ドイツ銀行自身の、M&A業務の習熟度にはやや疑問を感じざるを得ないのは筆者だけであろうか。

(北星学園大学 教授)