

山口 博教著

## 『ドイツ証券市場史』

(北海道大学出版会 2006年2月刊)

赤川元章

## I

一冊にまとめられた著書が、いくつかの論文から構成されている場合、各論文の作成プロセスを時系列的に追跡していくと、どのようにして思索と研究が進展していったのか、どこで新たな知見が必要となったのか、などの試行錯誤の研究への道程が浮かび上がってくる。

さて、本書の出発点は「論文初出一覧」による限り、1995年から97年にわたって書かれた一連の3本の論文「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」である。ここでは、プロイセン中心のドイツ帝国誕生以降、ナチスの第三帝国崩壊へ至るドイツ近代史の中で、経済動向の変化を金融システムと関連づけながら、ベルリン証券取引所を中心とした資本市場に焦点をあてて考察している。ドイツ近代史に関する著者の興味や該博な知識も散見され、それ自体一つの完結したストーリーとなっており、本書全体のほぼ40%弱を占める。

この研究に続いて、著者が取り組んだのは、1998年に発表した最近のドイツ資本市場の変化と改革についての紹介である。電子システムの

展開に呼応したフランクフルト証券取引所を中心としたドイツ資本市場の再編と業務集中を対象としている。ベルリン→フランクフルト、分断国家ドイツの特殊な状況において起こった金融センターの移転、領邦国家ドイツの場合、フランクフルト以外のいくつかの中核都市でも十分な可能性を秘めていたのに、なぜか？ 特に、ハンブルクを念頭におきながら、フランクフルトの中央資本市場としての現実性を戦後の占領政策の枠組みに限定せず、歴史的背景も含めて検討する。

おそらく、著者は、占領軍政府の強制力によって決定されたとしても、西ドイツの、統一ドイツの、さらにはEUの金融センターとして定着していくフランクフルトには「そのようになり得る必然性」のさまざまな要因が存在するはずである、と想定しているようにみえる。2000年以後数年間に作成された諸論文は、著者のいうように「フランクフルト金融市場の復活」よりも、同市が金融センターとしての地位を不動のものとして確立していく諸要因を実証していくプロセスであろう。そのための決定的要因は「アメリカ占領軍政府の金融改革方針」と「ブリテン占領軍政府の占領方針」の確執であり、当時の「占領軍文書」に着目する。著者

の研究方法は、「ドイツ証券取引所史」の研究  
成果を丹念に精査し、これらを自分の枠組みに  
応じて整理・紹介していくスタイルからいわゆ  
る「一次資料」の収集と検討へと深化していく  
のである。本書の構成は以下のとおりである。

## 序章 ドイツの証券市場

### 第1章 国際債券市場としてのフランクフル ト証券取引所

### 第2章 中央資本市場, ベルリン証券取引所 の生成

### 第3章 中央資本市場, ベルリン証券取引所 の展開

### 第4章 中央資本市場, ベルリン証券取引所 の崩壊

### 第5章 西ドイツの連邦制資本市場

### 第6章 結合資本市場としてのドイツ取引所 株式会社

### 第7章 ハンブルク証券市場の歴史特性

## II

序章では、「ドイツの証券市場」というテー  
マの下で、5つの項目に区分し、ほぼ時系列に  
従いながら、各時期の特徴を取り上げ、ドイツ  
の転変する経済動向と関連づけて取引所システ  
ムの特性とその変化、そこで起こった問題点な  
どを取り上げる。その限りでは、本書で展開す  
る「ドイツ証券市場史」全体の構成と内容を鳥  
瞰し得る役割を果たしている。

まず、ドイツ証券市場をドイツ諸地域の取引  
所統合と把握する立場からこれら諸地域の歴史  
的・文化的相違を踏まえて、各地域の取引所の  
特性について摘記する。17世紀に創設され、目  
下再び開設準備段階にあるライプチヒ取引所、  
ドイツ最古のケルン取引所、重工長大産業の盛

衰を映しだしたデュッセルドルフ取引所、北  
海・バルト海沿岸の海外貿易の拠点であり、商  
品取引所としても繁栄したハンブルク取引所、  
フッガー家の為替取引の終焉後アウグスブルク  
取引所の遺産を継承し、抵当証券市場としての  
特色をもつミュンヘン取引所等々。

次に、ドイツ資本市場において中心的役割を  
果たしてきたフランクフルト取引所とベルリン  
取引所を概観する。前者は中世神聖ローマ帝国  
の自由都市の下でユダヤ人の個人銀行業者が大  
きな影響力を培ったこと、またアムステルダム  
取引所の伝統を受け継いで国際債券取引所とし  
て出発し、オーストリアと北米との関係を強  
め、発行市場よりも流通・販売業務中心の市場  
として発展してきた事情を紹介する。これに対  
し後者は、ドイツ帝国の政治首都であり、取引  
所も王立制度として開設されたこと、ドイツに  
おける企業創業時代を牽引した株式会社形態の  
信用銀行が兼営銀行としての機能を活用し、商  
業銀行業務と証券発行・引受業務とによって、  
企業経営に深く関与する特色を指摘する。そし  
て、ドイツ証券市場にとって苦難の時代が到来  
する。1896年の定期取引所法の制定による投機  
の抑制、第1次大戦前後の混乱したドイツ経済  
全体と金融機関における証券業務との関連、そ  
のうえで、ナチス期の経済と第2次大戦後の西  
ドイツ経済時代とを対象とする。この歴史的断  
続性の中での証券市場の制約された状況と変化  
に関心を向け、まず、ナチス全体主義について  
は、その統制経済下で取引所が市場性を喪失  
し、ベルリンを「中央資本市場」、残りを「郷  
土市場」とに区分され、全国取引所は整理統合  
されたこと、「アーリア人化」のスローガン  
の下でユダヤ人証券業者は排除されたこと、など  
に言及する。そして、第2次大戦後の復興過程

については、複数占領国の手で推進された改革の基本ラインと関連させ、取引所システムの再構築を取り上げる。ここでは、「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」点に着目し、同時にフランクフルト証券取引所が「国際債券市場」として復活した背景について触れる。また、それ以降については、1970年代から現れ始めた傾向、取引の電子化、公営企業の民営化、EU統合とユーロ導入、ユダヤ人金融業者の里帰り、などの兆候、さらに、先物取引やオプション取引などの新たな取引仕法や株価指数の設定なども簡単に紹介し、最後に「ドイツ取引所株式会社」の成立と直接金融の復活の実情、にまで及んでいる。

第1章では、フランクフルト取引所に関して、創立400年を記念して刊行されたベーリング (Boehring, B.) 著『取引所の時代』(1985年刊)、アハターベルク (Achterberg, E.) 著『銀行中心地フランクフルト・アム・マイン』(1955年刊) およびヴォルムザー (Wormser, O.) 著『フランクフルト取引所』(1919年刊) に依拠しつつ、取引所の「性格」とこれを形成した同市の「歴史特性」、取引所システム、取引仕法、およびその役割変化を説明する。まず、著者が、「国際債券市場」として摘出した「性格」は、①債券業務の比重大、②安定志向性、③中央市場的機能も並存、④ユダヤ系金融業者の顕著な活動、の4点であり、その理由を各々の論点について次のように述べている。①同市自身が「確定有価証券という伝統的投資を優遇したこと」とアントワープやアムステルダム「の国際的公債市場の性格を継承していたこと」、②上層階級の工業に対する嫌悪感、西南部ドイツ貴族層の農民解放に伴う償却資本金の再投資地としての重要性、彼らの蓄積された富

の運用先には「投機利潤よりも安定した収益が目的」とされ、この傾向が第2次世界大戦後の西ドイツ、またその金融システムの中心に立つドイツ連銀の信用安定性へと繋がっていったこと、③西南部ドイツ、オーストリア、スイスとの業務関係を維持し、ナチスが台頭するまで、「国際的資本市場」としての役割を果たし、第2次大戦後は連邦取引所として復活したこと、④特に証券仲介業者としてのユダヤ系銀行業者の活動、さらに1990年代におけるロスチャイルド家の支店復活などを指摘する。次に、取引所システムの展開については、3つの時期に区分する。第1の中世末期から1825年までの生成期では、諸侯の対人信用から国家の近代的債務証券へ信用形態が変化し、無記名証券が一般化する過程でもあったとし、この時期に、早くも証券業者として著名な銀行家、メッツラー家、ベートマン兄弟商会、ロートシールト家なども登場し、フランクフルトは大規模な国際債券取引の行われる「固有の債券取引所」へと成長したとする。これ以降、1866-70年までの発展期では、商工会議所と関係する取引所の「社団」化、取引所ホールの竣工、マークラー協会編集の「取引所相場表」の公認、その後のドイツ一般商法典に基づくマークラー規則の改正、など順次に取引所システムの整備進展状況を追い、また国債を中心に各国外債と鉄道証券も上場され、1850年の時点ではドイツ第一級の「国家証券取引所」となり、さまざまな階層による投機も盛んに行われた当時の実情を描写する。ところが、1914年までの転回期に至ると、制度面でベルリン取引所と適合し、先物取引については両取引所間では裁定取引が行われたこと、および1913年段階の市場規模、すなわち確定有価証券475種(国内278種、外国197種)、配当証券

314種（国内269種、外国45種）を確認したうえで、フランクフルトの銀行業自体がその「発生源」に制約され、近代的な金融資本市場に対応する十分な信用供給ができなかった状態も示している。なお、取引仕法に関する展開では、先物取引の起源と種類、これに付随して投機活動の評価を与えているが、ここでは単に言及するにとどめている。また、ベルリンへの集中傾向の中でフランクフルトは「国民的権力覇権」制約下の地方取引所として存続しつつも、依然として西南ドイツの「中央資本市場」としての役割を果たしていた点を力説する。ただ、ナチス台頭により、同市で大きな影響力を駆使していたユダヤ系証券業者の消滅を補完し、その代替への期待を込めて、今日、EU 経済センターとしての機能を果たすためには、「歴史的伝統」を担った個人銀行業者の復活にこそ新たな飛躍への「興味深いテーマ」があるという問題提起を行うのである。

第2章では、ベルリンをドイツ近代史における国内金融センターと位置づけ、「中央資本市場」としてのベルリン取引所の生成史を3つに時期区分して整理する。ここでの著者の論点は、フランクフルト取引所との「拮抗」を意識し、記述しているが、この部分は捨象する。既に、ドイツ帝国建国の1871年以前、ベルリンでは鉄道株の投機がみられ、1870年には取引所で「相場の建てられた有価証券」は325種（そのうち、鉄道の株式・社債と銀行株が3分の2を占めた）に及んだ。また、『ベルリン取引所新聞』や『ベルリン取引所報』なども発刊され、早い段階で証券取引の情報開示の基盤も確立されていたとする。続いて、1871年、普仏戦争後の創業ブームは、ベルリンを起点として中・北・西ドイツに波及し、1874年までには857社の株式

会社が設立された（160社は、清算・破産のため消滅）が、このブームに多大な影響を与えたのが資本市場へ流入した戦時賠償金であったと論じる。この時期、著者が特に注目した問題は先物取引である。この取引は、19世紀の10年代に利用され、30・40年代には「新たな段階」に入り、60年代に「一般的な規模で普及」し、「飛躍的な展開」をみせたとしたうえで、「証券取引の中に位置づけ、制度化の方向」を採用したプロイセン政府の措置を提示していく。先物清算取引相場の導入と相場表示、清算取引決済機関とマーカー銀行の設立などの整備をすすめることによって、70年代までには取引所取引を中心として活発化し、1892年には銘柄数76種まで増加するに至ったこと、また、この時期の重要な変化としてマーカー制度の確立と統一相場表示も可能となったこと、および現物市場と先物取引の行われる月末決済市場との分離など、システムとして拡充されていく経緯を列挙するのである。さらに、世紀の転換期に至る当時のドイツ証券発行状況を証券種類別に統計で示し、資本市場の中心は公社債であったが、1894年-99年の5年間のみは株式が支配的であったことに注目する。そして、帝国取引法制定からその影響の続く1914年までは、まず、この法律制定の契機として1891年の相場崩壊と銀行倒産を論及し、原因を「ほぼ完全な規制のない自由市場」ゆえだったとし、これを規制する目的で「取引所調査委員会」が構成されたと解説する。制定された法律は、農業利害関係者と大銀行の利害を反映したものとなり、以後取引所を通じた先物取引は制約されることになる。それでも銀行間という「内部市場」を利用して銀行株を中心に継続されていく先物取引は、国家のコントロールもしだいに厳しくなり、取引

活動は現物取引の強化に重点が移行したとするのである。

「歴史的転換期」となった両大戦間のドイツの「根本的構造変化」は「信用制度と証券市場」においても「一大変革」をもたらすことになる。このような状況下におかれた「中央資本市場としてのベルリン取引所」の「機能と役割」について3期に区分して検討する。これが第3章の課題である。

さしあたり、戦時財政収入の手段として発行された「政府手形」と「国庫証券」の規模、大戦開始前日の1914年7月30日に閉鎖されたベルリン取引所とその閉鎖目的、それにもかかわらず、銀行間では証券先物取引が行われていた事実、株式取引のみに限定された1917年の取引所再開、などに触れ、このような戦時経済期の諸措置が取引所外取引の拡大と相場建ての不透明性を生み出したと指摘する。次に、戦後のインフレ問題についてドイツ連銀の統計資料で確認した後、この時期、「インフレにより価値下落しない商品」としての「株式」に注目、すなわち株式投機による株価の急騰、企業合併と株式会社新設などの諸現象を取り上げ、このことが「インフレによる貨幣減価を証券取引の利鞘で相殺する」銀行間の証券先物取引を促し、さらに銀行制度の集中による「大銀行の拡大」をもたらしたと把握する。また同時期には、各地域取引所の諸規則と市場の整備が平行して行われたことも付言している。そして、インフレの終息した相対的安定期には、戦時賠償の支払いが重くのしかかるものの、ライヒスバンクは金融政策の立案・実施機関として自立的立場を保証され、この中で取引所に関する改革も次々と行われたとする。1924年には、証券の上場条件の強化として目論見書の義務化、取引所機構に関

する規則の改正、上場審査局の設置、また審査基準について取引所間での統一化の実施、さらに翌年、取引所内部での証券先物取引の再開、これに伴うルポール市場とロンバード市場の再開、その結果、株価は1925年に最初のピーク、1927年には第2のピークの到来、等などとして展開してきた相対的安定局面の証券市場の復活と伸展について描写する。だが、同年5月13日、外国投機資金の引き上げを契機に株価は暴落した。根本的な原因は、銀行の自己資本量の悪化にあり、このことが信用創造力の低下をもたらした、外資と投機資金に依存する資金調達様式を生み出したと分析し、脆弱な基盤に立った戦間期のドイツ金融構造を明らかにするのである。

第4章は、1929年のニューヨークの株価暴落がドイツへ波及し、銀行危機に直面した時点からヒトラー政権下の非常事態体制に至る金融・証券市場問題を2つの時期に区分して整理・検討する。さしあたり、その前提として、ドイツの金融恐慌の現象を債券相場と比較して「株価相場の動向」を調べ、そのトレンドの帰結から、問題を有しつつも、「取引は清算され、証券の需給は公式に表示された市場として機能していた」危機以前の1924-29年の期間とダナート銀行の倒産、取引所取引の中断と再開を繰り返した1929年-37年とを比較する。ただ、後者の期間では、なお大銀行間で証券取引は継続されていたが、変則的な相場決定に支えられた現物取引であったと明示する。そのうえで、政府の銀行危機への対応策として、ダナート銀行とドレスデン銀行の合併、ディスコント・ドイツ銀行の成立などの大銀行相互の合併と増資、および公共当局による「銀行の公共化」が行われたこと、また、ライヒスバンクの信用創造に支

えられ雇用創出対策事業として振り出されたエファ手形や租税手形など、いずれもヒトラー政権に継承されることとなる金融手段について記述している。

次の時期については、序論として、ナチスの目指した経済・金融統制の歩みのステップを組上に載せ、まず、信用制度の安定化を目的としたライヒ信用制度法の制定について検討する。そして、エファ手形を模倣し、冶金研究所有限会社 (Metallforschung GmbH) の引受け、1935年～38年までに120億 RM も発行された再軍備手形、メフォ手形 (Mefo) を主体とするナチスの軍事財政収支、資本市場依存から自己金融中心に転換した企業金融の傾向、および経済の国家管理によって制約されていく取引所活動とユダヤ系銀行商会のアーリア化の経過、などに関してナチス統制経済へと編成されるプロセスを追跡していく。さらに、引き続きナチス政権の完全支配下では、国家機関化したライヒスバンクの支持によって、国債に全面依存した軍事融資体制が展開されたこと、この体制の下で企業金融が行われ、証券取引所の市場機構は骨抜きにされていった事態を、特に、1940年以降44年に至る「相場自体の統制」の経過を含めて詳述し、如何にして証券市場が機能麻痺していったのかを明らかにするのである。

第5章は「占領時代の検討を避けて取引所問題の解明はできない」という著者の問題意識の下で、敗戦後、米英仏ソの4カ国占領下で復活していく西ドイツの「連邦制資本市場」を金融政策の側面からアプローチしている。著者自身によれば、コブレンツ国立文書館などで資料収集にあたり、調査と分析に予想以上の時間を要して作成されたとする本章は、著書全体の4分の1強の頁が割かれている。

著者は、最初に、この章に限定して、従来の研究成果をドイツ語文献、日本語文献に分けて紹介する。ドイツ語文献は連合諸国の各地域占領政策の観点から捉えた金融政策と西ドイツの通貨改革との関連、日本語文献は戦後西ドイツの経済発展に位置づけた証券市場に比重を置いて整理しているように見える。そのうえで、戦時体制の遺産の構造として、国家機関化したライヒスバンクの無制限な信用創造に支持された膨大な戦時国債、市中金融機関に集められた国民預金と定期預金を「音なしの金融」・「物音しない静かな」金融と称して軍需融資に振り向けられたナチス国家の巧妙な金融操作を戦後出発の前提条件として提起する。このような「国家による債券市場の徹底的利用」と異なり、他方、株式市場は、価格形成機構の剥奪、配当の制約、ユダヤ系証券業者の排除、などで機能麻痺の状態であった、とする。また、膨大な国家負債が戦後の過剰なマネーサプライを生み出し、通貨改革を必要としたこと、さらに、戦時中に有価証券の80%を保管していたライヒスバンクがソ連占領下にあり、戦後封鎖されたために、喪失・毀損した有価証券を整理し、特に証券所有者を確定し、何よりも証券取引の可能な条件を創出することが重要な課題であった点を強調する。この目的のために「有価証券清算法 (整理法)」が制定され、最終的な有価証券整理には、10年以上の年月を要し、これと同時に、新規の「有価証券保管・振替機関」のネットワークが再構築され、その中心的役割をフランクフルトが担うことになる戦後西ドイツの証券取引復活へ至る特殊なプロセスを説明する。ただ、取引所復活に関しては、アメリカ占領地区とそれ以外の占領地区とに分け、いずれの取引所も、さまざまな制約の中で戦後の早い時期に

再開されたとする。

次は、各国占領政策の相違と戦後西ドイツ金融システムの構築について問題にする。この論点は、ヴァンデルの『ドイツ・レンダーバンクの成立』（1980年刊）を導きの糸としつつ、まず、アメリカの占領政策をドッジ・プランに沿って解説する。アメリカの認識は、ドイツの戦時金融の重要な前提が銀行と産業の著しい集中化とその相互関係であるとしたため、これを「徹底的に改革」することこそが、目的であったとする。そのうえで、「連合管理部金融局」の1945年10月に作成された「二つの文書」を検証し、ドッジ・プラン内に制約された証券市場改革の「要請点」を抽出する。大銀行の証券業務の集中化、銀行の取引所支配、銀行と産業の関係、などのドイツ金融システムの構造的特質を支える「銀行の支配力排除」の方向性を示すとともに、基本的には「連邦分権制」を目指す意義について説明する。このアメリカ政策に対して、ブリテン政策は、自国の経済復興を最優先させたため、当初「明確なコンセプトを有していなかった」のではないかと推定する。ブリテン政策が「安定化と中央集権化と管理強化」を必要としたのは、占領地区のライン・ルール地帯の鉱山業・鉄鋼業の復旧に補助金を投入し、財政赤字を処理するためであったこと、およびロンドン・シティがドイツ大銀行の債権者であったこと、などの理由からである。それ以外、フランス政策はドイツを徹底的に地域分割して弱体化させ、ライン左岸を自国の影響下におくこと、また、ソ連政策は、社会主義的変革を追求し、殆どの銀行口座の閉鎖措置を実行した。このように連合国間でも占領政策に「齟齬」があり、「全体としての政策統合」は困難に陥ったが、「集中排除と連邦制の金融システ

ムへの改変」というアメリカの「ドッジ・プラン」が、中央銀行設置にこだわるブリテンの意向表明とドイツ側の集中排除への抵抗、などにより、大幅な変更を余儀なくされた。とはいえ、フランスとソ連の支持で、「アメリカ・モデル」がソ連占領地区を除いて基本的には、導入された複雑な成り行きを明らかにしたのである。第2の問題は、米英占領地区の統合と西側占領政策の統合であり、戦後西ドイツ金融システム確立への具体的枠組の設定であった。まず、ブリテン占領地区の重化学工業復旧の助成金負担を英米統合地区の財政で引き受け、またルール地域の長期的な投資金融の需要を充足する目的で、後日「復興金融公庫」となる専門的金融機関の設置要求が行われた。次の課題はアメリカ・モデルに基づく占領区内各州の「ランデスツェントラールバンク」設立問題であり、この妥協には、フランスも加わった。ただ、ユニバーサルバンク・システムについては、ブリテン側の過去の経験を評価する見解にアメリカも同調した。さらに、ドイツ当局と連合政府との話し合いから、各州の「ランデスツェントラールバンク」の法律的「子会社」としての連邦的な性格を付与された中央機関、「ドイツ・レンダー・バンク」が創立された。この本店をどこへ設置するのか、をめぐってホルツフレリッヒの調査と仮説に基づき、ブリテンおよびドイツ側は、ハンブルクまたはケルンを主張したが、占領軍政府文書によると、最初からフランクフルト設置という「政治的決着」のつけられていた課題であったと結論づけている。第3の問題は、戦後西ドイツの金融センターとして発展したフランクフルト金融・資本市場のプロセスと通貨改革を端緒とする金融政策との関連である。まず、通貨改革の基本ラインはアメリカ

カ政府の領導の下で、米英占領統合地区のドイツ当局が「通貨信用特別部会」を設置し、連合国と調整のうえ、1948年6月、通貨法、発券法、切換法が交付され、旧ライヒスマルク(RM)と新ドイツマルク(DM)の交換が制定された経過などを説明する。各金融商品に対する両通貨交換比率の相違の中で、金融機関における資産・負債の調整のあり方と優遇政策、自己金融を可能にする産業企業の税制上の優遇措置、さらには銀行と企業の経営安定が進んでくると、伝統的な両者の「結合関係」が「ハウスバンク制度」として復活してきた、とする。また、ドイツ銀行など三大信用銀行、有力個人銀行などもフランクフルトに本店業務を集約させ、戦後経済復興とフランクフルト金融市場の発展が軌を一にしたこと、その「原因」として、企業の外部資金は銀行借入に依存したこと、および税制上の自己金融優遇措置などを挙げている。他方、戦後の証券市場は、金融市場の補完的役割の「限界市場」にすぎず、非中央集権的に組織された「連邦制の取引所システム」に特徴があったとはいえ、EU統合と金融国際化の中では、逆に「障害物」になったとする論議も紹介する。ただ、西ドイツの終焉とほぼ同時に取引所は統合され、フランクフルトに市場シェアの大半が集中した事実、さらに、保険市場は発券銀行と隣接する必要がないため、拠点都市に分散していること、そして、西ドイツの証券市場の特性に関して、債券は8割が対公共機関貸付に利用され、株式発行量の10倍に及んだこと、上場企業も400社と少なく、「債券取引所」としてのウエイトが著しく大きい点などについて実証する。したがって、企業の資金調達において、コストの有利な「債務証書」借入れと自己金融で行われたから、民間の工業

債もまた低調であった事情、その他先物取引、オプション取引などにも触れている。

第6章では、統一ドイツの資本市場は3つの要素から構成されると整理する。第1は、フランクフルト証券取引所以外に全国8ヶ所に散在する地域証券取引所に設けられた「立会場市場」であり、その電子化された取引システムが「立会所注文電子指図支援システム」(BOSS-CUBE)である。第2は、ドイツ取引所株式会社の中に編成された各種の「電子市場」であり、ここに「統合取引所取引システム」(IBIS)が属する。第3は、電子化されたドイツ先物取引所と1997年に発足した新興市場ノイアマルクトである。これらの各市場について、「ドイツ証券取引所連合会」や取引所発行の「年次報告書」などの資料・文献から証券取引所改革の歩みと関連づけながら、電子取引システムの導入プロセスと意義を検討していく。その結果、市場競争力の強化と取引技術の向上などの点からECレベルの金融センターとして組織体制が確立された「転回点」は1985年前後であったと規定し、この時期にオプション・先物などの取引所も開設・充実し、これらの取引仕法が現物取引よりも電子化では先行した事情を明らかにしている。そして、以上のような取引所への電子化システム導入を巡って行われた論議、すなわち、取引コストを論拠に統合された電子取引の長所を主張したW. ゲルケの「中央取引所」論、これに対し、迅速なサービスと市場の流動性という市場の質を取引所の競争力に求めたH. シュミットの「非中央取引所」論などを紹介する。そのうえで、電子化に基づく2つの市場システム、BOSS-CUBEとIBISを取り上げ、各取引所におけるスプレッド乖離率や売買高比率と関係づけて個別相場や全体相

場の傾向を検討し、資本市場の評価を示したH. シュミットらの研究成果についても丹念に追跡したのである。その他、ドイツ資本市場とロンドン国際市場についても開示度・公正さ・内部者規制・手数料などの点から比較する。最後に、フランクフルト証券取引所と各地の地域証券取引所における証券取扱高を1987年—1995年の間にわたって確認し、改めてフランクフルトへの業務集中が明白であり、そのため、各地の地域証券取引所の「生き残り」への模索が試みられていることを報告する。

第7章では、まず、現在のハンブルク・ハンザ取引所は、全国8ヶ所に立地する最古（1558年設立）であり、ナチス時代から第2次大戦を経て今日に至る分離と合併の歴史の変遷を摘記する。そのうえで、同取引所はアントウェルペン取引所を模範とし、海上貿易商人によって創業され、今日もなお証券取引業務だけではなく、商品卸売業務、貨幣・為替業務、保険・運送業務などを包括する一般的取引所としての性格を有すること、また17世紀初頭の「国外取引業者間取引」の規制緩和を契機にドイツ各地以外にも各国からさまざまな移住者が集まり、ハンブルクが国際商業都市としての地歩を築く背景ともなったと説明する。次に、ハンブルク取引所組織の発展について、仲介業務に携わった取引所マークラーの数的推移に触れ、既に19世紀20年代には700余人に達していたこと、また17世紀中期には私的ではあるが貨幣・為替相場表、18世紀30年代には公的な商品相場一覧表も作成されていたとする。現在の取引所の建物は19世紀中期の建設であり、組織運営は商業会議所の直接的管轄下におかれたこと、そして、商品取引所としては穀物・砂糖・木綿などの他、世界第1級のコーヒー取引所であること、通

貨・為替取引所としては1866年のドイツ一般商法典の導入とともに公的相場建てを打ち出し、その後外国為替・外貨・貴金属の取引に特化されたこと、証券取引所としては、19世紀初頭に典型的な国際債券市場として開始され、1869年には商業会議所と証券業者の代表によって証券取引ユーザンスが作成されたこと、さらに登録制・立会時間・上場・定期取引などの変化する事情などを略述している。

そして、最後にハンブルク証券市場が、戦後イギリス占領軍の要望どおりにドイツ金融センターになることはできなかったが、独立の地域取引所として連邦組織の重要な一角を占めたとしながらも、EU統合と電子化の中で最近の資本市場間競争の厳しい現実直面している点に言及する。このことは、日本の地方取引所のあり方と類似した現象であることを念頭に入れ、前出のシュミット教授の理論的整理、すなわち①ユニバーサル取引所対専門取引所、②公開取引所対特権的取引所、③地域取引所対中央取引所、④社団取引所対企業取引所、などの4つの側面を取り上げ、地域取引所としてハンブルク・ハノーバー取引所の模索する方向性について注目するのである。

### III

本書は『ドイツ証券市場史』の枠組みを越えて、財政金融史、個人銀行と株式会社形成史の関係、ドイツ金融界におけるユダヤ人問題、ナチス統制経済、都市史、戦後占領軍政府の政策と戦後復興、戦後通貨改革など、極めて多岐にわたるテーマについて取引所史を機軸にしながらかん連づけ、追究している。いわば、時代動向の全体性の中に『ドイツ証券市場史』の位置づ

けを志向した意欲的な労作といえよう。

また、『ドイツ証券市場史』それ自体は、ベルリンおよびフランクフルトの取引所を中心とした『取引所史』について、近年刊行された当該分野の定評のある専門書、論文、関係機関の公刊した資料、統計などを渉猟し、咀嚼し、評価を加えながらアプローチしており、その限りでは、近年の『ドイツ取引所史』に関する最良の研究成果を反映したものともいえよう。

ただ、本書において提起された問題は極めて多岐にわたるため、本書の研究テーマを論評しようとするれば、いくつかのテーマに限定せざるを得ない。

まず、研究テーマの中で特筆に値する貢献度は「連合国占領とフランクフルト金融市場の復活」に関する詳細な検討である。問題意識は、戦後西ドイツの金融システム再構築が1945年～46年中期、アメリカ占領軍政府によって提案されたドッジ・プラン、すなわち「戦時ドイツ金融の徹底的改革」の基本路線に沿い、特にイギリス占領軍政策との対応関係を通して、どのように変更されていったのか、であろう。ヴァンデル (Wandel, E.) の『ドイツ・レンダーバンクの成立』を検討のフレームワークとして設定し、連合国管理部金融局の当時の「関係文書」(一次資料)に立ち返り、精査・解析するという手堅い手法が採用されている。

このテーマに関する第1の論点は、1933年のアメリカ銀行法をモデルとしたドッジ・プランとそれに対抗したイギリス占領軍政府案との「政策統合」の内容である。著者は、アメリカとイギリスの「政治的決着」の妥協にフランスも追認したと分析するが、実際には、アメリカの基本路線が相当に組み入れられた「政策統合」と評価できるのではないかと。ライヒスバン

クを廃止し、レンダーバンクの成立と本店のフランクフルト設置、銀行と産業企業間の相互関係の弱体化、などが理由である。だが、この「政策統合」による強制的な金融システム改革が、何故、レンダーバンクから再構築されたブンデスバンクの強力な地位と権限の確立、ユニバーサル・バンクとしての大信用銀行の復活、を可能にしたのか、という新たな問題を提起することになる。第2の論点は、フランクフルトが西ドイツ金融センターとなるプロセスである。ドイツ三大信用銀行は、戦後ベルリンからイギリス占領下のハンブルクに本店機能を集中した。その後の銀行解体時にも、各行3つの中心店舗設置にあたってドレスデン銀行とコンメルツ銀行はその1つにフランクフルトを含めたが、ドイツ銀行は外している。このことから、金融センターとしてのフランクフルトの役割は、当時、限定的なものではなかったか、逆にハンブルクは貿易中心地でもあったから評価は高かったのではないかと、と思われる。ただ、戦後復興の要請が破壊された住宅建設と市町村自治体の再建にあったことから、抵当証券と自治体債が政策的に重視され、伝統的に債券市場として充実していたフランクフルトがこの条件に適合し、さらにブンデスバンクの存在感が増すとともに、結果的に発展したのではないかと、とも考えられよう。この時期、ポール (Pohl, M.) の『ハンブルク銀行史』によると、ドイツ三大信用銀行は共同行動をとっている。このようなドイツ側の連合国政府に対する対応策をどのように評価するのか、という問題も残ろう。

次に戦後の通貨改革と資本市場に関するテーマの問題である。1948年6月に制定された一連の「通貨改革法」によって旧ライヒスマルク

(RM)と新ドイツマルク(DM)の交換が決定され、これによって金融機関における資産・負債の調整、有価証券整理法に基づく証券所有者の確定、などの措置で初めて新通貨DMに切り替えられた「貸借対照表」の公示が可能となった。その意味では、DM発行によって「奇蹟」の起きた「財・サービス市場」とは異なり、資本市場の復興条件は、特に企業の資金調達の方法は、整備に時間を必要とし、著しく遅れたというのが、戦後西ドイツ資本市場の実情であった。しかも、ドイツ資本市場は、国民所得の低迷と戦後復興への重点政策のため、限られた資金は抵当証券と自治体債などの債券市場へ流入し、産業企業の資金調達方法は減価償却費と内部留保による自己金融で行うことを余儀なくされた(戦時中と同一)。また、株式市場も不振であり、自己資本比率も悪化した(1952年:48.8%→1970年:33.6%)。ただ、1959年には、「会社資金による資本増仕法」の成立により無償交付株式を発行して積立金の資本金組み入れを行うことが可能となった。以上のような状況にあった戦後西ドイツの資本市場を企業金融の観点からアプローチする場合、取引所史と関連づけながら如何に展開されたのか、さらには、そのプロセスの中で、伝統的な「銀行と企業の結合関係」としての所謂ハウスバンク・システムがどのように復活してきたのか、について、戦後『証券市場史』の脈絡の中に編成し、ある程度系統的な踏み込んだ説明が必要ではなかったか、と思われる。

この問題は、戦後西ドイツ30年間の『資本市場史』をどのように総括するのか、という点から提起されたさまざまな研究成果について検討・評価する課題でもある。

そして、本書を貫く主要なテーマ『ドイツ証

券市場史』の方法についてである。研究対象を近年の視点から、新たな問題意識の下で、新たな資料の発掘と再評価を加えて、なお既存の先行研究に立脚するとしても、その範囲に限界があるわけではない。もし、限界を設定するとすれば、その方法を選択した理由を説明することが研究史の常道だろう。

さて、このような論拠に基づけば、ドイツ証券市場および取引所組織とその運営、さらには取引システムなどに関する研究は、著作刊行当時の時代動向を主たる研究対象としたにもかかわらず、既に歴史的文献の分野に入ったわが国の研究成果もないわけではない。これらの文献のうち、ドイツについての研究を含むものとして、古くは佐野善作の『取引所投機論』(初版:1904年刊)、向井鹿松の『証券市場組織(各論)』(1927年刊)と『総合取引所論』(初版:1932年刊)、またドイツ証券取引所それ自体を研究対象として取り扱った著書には、串本友三郎の『独逸の証券取引所』(1932年刊)、さらには時局に応じて特定のテーマを論及した福田敬太郎の『取引所論』(1938年刊)におけるナチス統制経済下の証券取引所の実情、プリオン(Prion, W.)の“Börsen-wozu?”を『ナチスの株式取引所』(1941年刊)として翻訳・解説した野中淳の著作、原典は1924年刊のウェバー(Weber, M.)の『取引所』(翻訳:1968年刊)など。

他方、ドイツ文献の中でも、「取引所」を「国民経済的意義」と関連づけて「法の発展と、ドイツの、特にベルリン取引所と外国主要取引所の諸規則」を検討したヴィナー(Wiener, F.)の『取引所論』(1905年刊)、ベルリン総合取引所の発達史を記述したブス(Buss, G.)の『ベルリン取引所(1685-1913年)』(1913年

刊),あるいはゲプハルト (Gebhart, H.) の『ベルリン取引所』(1928年刊),さらには、ベルリンとフランクフルトの両取引所と実証的に比較検討したワグナー (Wagner, G.) の『ハンブルク証券取引所』(1927年刊) などさまざまな観点からの詳細な先行研究がないわけではない。

確かに、近年の研究成果の検討は重要かつ不可欠ではあるが、その成果を生かすためにも、過去の先行研究の批判的検討もまた必要な作業であろう。この点に関する著者の配慮は必ずしも充分なものではなかったことが惜まれる。

さらに、本書を構成する方法論の問題、取引所の歴史的特性について上場有価証券の種別の割合から作成したのが、下の表である。1913年の時点では、ハンブルクとフランクフルトの傾向は、ほぼ同一であり、ワグナーによれば「両取引所は債券市場へ格段と傾斜していることが認識され」(Wagner, G.a.a.O.S.,56.),その限りでは、ベルリンとの対比では著しく相違するのである。

ドイツ3大証券取引所上場有価証券数とその割合 (1913年)

(単位:%)

|         | 国内証券 |      | 外国証券 |     | 合計          |
|---------|------|------|------|-----|-------------|
|         | 債券   | 株式   | 債券   | 株式  | 種類(%)       |
| ハンブルク   | 38.5 | 31.3 | 27.1 | 3.1 | 450(100%)   |
| ベルリン    | 31.5 | 55.5 | 9.6  | 3.4 | 1,648(100%) |
| フランクフルト | 35.2 | 34.1 | 25.0 | 5.7 | 789(100%)   |

(出所) Wagner, G., Die Hamburger Fondsbörse, 1927. Tabelle 12より作成

また、クリスチャン (Christians, W.) の『ドイツ証券発行商会と証券発行』(1893年刊)によれば、1890年代初頭では、確かにフランクフルトにおける証券引受に関しては、ベートマン商会、ロートシールト商会などを中心とする多くの個人銀行が、ドイチェ・フェライン銀行やミッテルドイチェ・クレディット銀行などの株式銀行より取引高は多いのは事実であるとしても、この傾向はハンブルクも同様であり、ベルリンにおいてさえ、ユダヤ系個人銀行の役割は、なお大きい。ところが、『ドイツ帝国統計四季報』1913年度版における「ドイツ取引所上場有価証券」では、フランクフルトでもベルリン大銀行の支店および地域株式銀行のウエイトが著しく高くなり、この趨勢はハンブルクにも該当する。このことから、伝統的個人銀行の近代的資本への脱皮とベルリン大銀行の拠点商業都市への進出および銀行グループ化というドイツ金融史のテーマをどのように解明するか、という問題も残ろう。

ただ、以上のようないくつかの論点があるにせよ、本書は変転極まりないドイツ経済制度の史的展開の中に『証券市場史』を位置づけ、あらためて証券取引の果たす役割の重要性を提起した、優れた学問的業績であることは言うまでもない。是非、ご一読をお薦めしたい。

(慶應義塾大学名誉教授・千葉商科大学大学院客員教授)