

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)

山 口 博 教

目 次

1. はじめに
2. 19世紀後半からの生成過程
 - (1) ライヒの建国へ (1871年まで)
 - (2) 創業活動と先物取引 (1896年まで)
 - (3) 取引所法施行とその影響 (1914年まで)
 - (4) 中央資本市場と地域取引所 (19世紀末) [以上、本稿]
3. 第1次大戦を通じた展開過程
 - (1) 第1次大戦 (1919年まで)
 - (2) インフレの克服 (1924年まで)
 - (3) 相対的安定期 (1929年まで)
 - (4) 中央資本市場と地域取引所 (1920年代)
4. 銀行危機以降の崩壊過程
 - (1) 世界経済恐慌と銀行危機 (1933年まで)
 - (2) 統制経済の開始 (1939年まで)
 - (3) 第2次大戦と証券市場とその崩壊 (1945年まで)
 - (4) 中央資本市場と地域取引所 (1935年—1945年)
5. 中央資本市場としての意義と限界
 - (1) 中央資本市場としての意義
 - (2) 中央資本市場としての限界

1. はじめに

1990年10月3日、統一ドイツ国家が成立した。約40年の分裂国家を

経ての統一であった。首都には、ベルリンが返り咲いたわけである。しかし、ベルリンへの首都移転と同時に、ドイツ連邦銀行のフランクフルト・アム・マイン（以下断りのない限りフランクフルトと略す）残留も決定された。

フランクフルトは引き続きドイツの中央銀行所在地として、金融センター（金融中心都市）への道を保証されたと言えよう。また '93 年 10 月 29 日には欧州共同体 EC が、フランクフルトを将来の欧州中央銀行所在地とする決定を下し、このための準備活動が開始されている。なおフランクフルト証券取引所（株式会社）は '91 年 1 月 1 日に、名称変更をし、ドイツ証券取引所（株式会社）となっている。そして '90 年代のコンピューター通信を土台とした「基本的構造改革」⁽¹⁾を通じて、同取引所がドイツにおける金融経済の中心的役割を担いつつある。さらに同時に同市は、EU の経済・金融の重要拠点（金融センター）をも目指している。加えて、東欧諸国の経済・金融の再建支援においても重大な役割と機能を期待されている。

ところで、かつてはドイツの近代史上、ベルリンが以上の如き金融センターとしての役割を担っていた。すなわち、国際的金融センターとは呼ぶことができないにせよ、ともかく国内金融センターとしての一応の役割を果たしていたと考えられる。

因みに、ドイツの中央銀行であったライヒス・バンクの中央銀行としての機能は、ドイツ帝国（ライヒ）Das Deutsche Reich からかなりの時間においてライヒ全体へ拡張されてきた。第一には、銀行券の通貨としての認定は、1909 年の銀行法の改正によっていた。又第二にライヒス・バンクの発券集中は、1936 年になってからである。それまでは、プロイセン以外のザクセン（ライプツィヒ）、バイエルン（ミュンヘン）、バーデン（カールスルーヘ）、ヴェルテンベルク（シュトゥットガルト）の各州の中央銀行は独自の中央銀行券の発券権を持っていたことが、ドイツ連邦銀行が監修した、ドイツ中央銀行史というべき著作『ドイツの通貨と経済』⁽²⁾の中で明らかにされている。

ただし、どこまでベルリンが国内金融センターとしてその機能を担っていたのか、という問題に評価を与えた研究は、これまでのところ充分ではないと考えられる。小稿では、この問題について全面的な答えを出

すわけではないが、これを特に取引所の活動の面から迫っていきたくて考えている。というのは、銀行、特に信用大銀行の集中・合併の面での研究はこれまで、日本でも多くの研究成果が出されていたのに対し、取引所の活動についての研究成果は殆どなかったからである。

幸いなことに、ドイツでは、取引所開設から数世紀を経た現在、各地の取引所において、記念行事としていくつかの取引所史の刊行が進められてきた。筆者は、1991年～1992年の海外研修の際に、いくつかの取引所を訪問しこれらを入手することができた。また、1992年には、銀行史研究所 Institut für bankhistorische Forschung が『ドイツ取引所史』 *Deutsche Börsengeschichte* という題名の、大部の書物を1992年に刊行した⁽⁴⁾。この著作は、ドイツの取引所の歴史的分析、特に先物取引の状況と規模の小さな各地域取引所を含む、ドイツの取引所全体について体系的整理を行った、ドイツでも初めての研究業績であると考えられる。これは、同研究所が既に刊行している『銀行史』 *Deutsche Bankengeschichte* 第1～3巻に引き続くドイツ金融史研究分野の輝かしい成果である⁽⁵⁾。また、既に述べた如く、現在では中央銀行のブンデス・バンク自らの手により編集された『ドイツの通貨と経済』はすでに、邦訳が終了している。これらの最新の研究成果、及びそれらに基づいた日本での紹介、論争と切り結んで整理を加えてみたいというのが、この小稿をまとめる一つの動機付けとなっている⁽⁶⁾。

ただ、ここで小稿のテーマの「中央資本市場」という用語については、ここであらかじめ説明しておかなければならないであろう。証券取引所の場合は、中央銀行の発券独占のように法律上の質的規定を与えることは、困難である。それを敢えて、この用語を用いるには、以下の理由がある。

第一には、ベルリン取引所が第2次大戦終了までに、数量的には証券売買額等でみて、ドイツ帝国内での中心的役割を果たしてきていたこと。

第二には、ベルリンの統一的相場建てが行われた時期があったこと。この点で、一定の中央的機能を果たしていた、と考えられること。その他にも、決済制度、上場規制、理事会等の取引所制度がプロイセンが模範となり、他のドイツ諸地域へ広がっていった、という経過があること。

第三には、第2次大戦後の旧西ドイツの時代、また現在も基本的には

継続していると考えられる連邦主義的地域分権制と比較すると、ドイツ帝国の時代、そしてナチス政権の統制経済下では決定的に中央集中的な性格を、ベルリンの取引所も持たされたのではないかと考えられるからである。

第四には、本文で詳しく触れるが、ベルリン取引所は、ロンドン・パリ等の資本輸出を中心とする国際的金融センターとしては十分な活躍はしてこなかった。むしろドイツ国内への資本創出のための事業が中心であった。したがって、中央資本市場は、この点で一定の限定付のものである。

以上の点を念頭に置いた上で、以下では「中央資本市場としてのベルリン取引所」を時代に沿って整理し、その上でその歴史的意義と合わせて限界について言及していくこととする。

2. 19 世後半の証券取引所の生成過程

ここでは、ベルリン取引所の台頭と全国的な中央市場としての機能の獲得の過程を三つ時期区分に沿って整理していきたい。先ず第一には、1871 年のライヒの建国以前の時期、次に 1896 年取引所法の成立以前迄の時期、第三にその成立以降の時代に分けていきたい。

(1) ライヒの建国へ (1871 年まで)

ドイツの取引所は、19 世紀に入り次第に近代的証券取引所としての形を整えてきた。

『ドイツ取引所史』で 19 世紀から 1914 年までについて担当しているライナー・ゲンメル Rainer Gömmel (レーゲンスブルク大学) 教授によると、フランクフルト取引所は、1816 年に証券取引所としての機能を開始し、最初の株式としてオーストリア国民銀行株が上場されている。また、取引所の建築物については、『取引所とその時代——フランクフルト証券取引所 1585—1985』*Börsen-Zeiten…… Frankfurter Wertpapierbörse 1585—1985* を執筆したベルント・ベーリング Bernd Baehring によると、1843 年には、新ホールが完成された。また、取引所規則も、マークラー制度を含めしだいに整備されてきた。⁽⁷⁾

一方、ベルリンの取引所は、『ベルリン取引所 1685 年—1985 年』、*Berliner Börse 1685-1985* によると、1805 年に王宮の遊歩庭園内に取引所建築が落成し、同時に引所規則が公布された。これは、1825 年に改定され、1830 年代の鉄道建設の開始とともに、華々しい取引が行われていた。1860 年には、ブルク通りに新建築物が構築されて、フランクフルトとともに、全国的に重要な取引所となりつつあった。

このように、ベルリンとフランクフルトの両取引所は、ナポレオン戦争以降のドイツの近代化への歩みとドイツの工業化の過程において、その取引量を増加させていく。しかし、両取引所には、その性格から見ると相互に異なる特性を当初から見て取ることができる。そして、量的には、19 世紀中盤からライヒの建国にいたる過程の中でベルリンがフランクフルトを凌駕していくことになるのである。そこで先ず、両市場の特性について触れておくことにしよう。

始めにフランクフルト取引所であるが、こちらは債権取引中心の手堅い市場であった。その地理的条件、政治的関係においてオーストリアとの取引が多く、いわばハプスブルク帝国の金融の後背地の役割を果たしていた。そして、また台頭しつつあった若きアメリカ合衆国への資本輸出地としても、欧州における一つの拠点を形成しつつあった。すなわち、国際的な国債市場としての性格を色濃く持っていたのである。

これは、国債業務を中心に置いた、フランクフルトの個人銀行業者と当地の富裕な投資家層の投機を嫌い、安全を志向する投資態度に負っていた。ペーリングは、このフランクフルトという都市の持つこの性格についていろいろな箇所で見及しているが、この時代については、以下の如く述べている。

「もちろんフランクフルトでも投機はなされたが、投機が許されたのは、いわば至る所押し寄せる将来を見越してというのではなく、血統書付きで手渡されてきた証券への投機が優先されていた。それは、この地に馴染み、十分に計算の効くリスクへの投機であった。それは、貨幣と投資というものは、一定の見通しの良い事情から生まれる、という思考に相応しいものであった。金融的破産の可能性を孕む不確実性とか、無名者同士の資本結合とか、市場変動や個人的軽薄さと許せざるべき詐欺行為に基づく社会不安とか、収益変動とかいうものは、この地には馴染

まないのである。⁽⁹⁾」

他方のベルリン取引所は、フランクフルトとは対症的に株式取引、特にドイツ鉄道株の投機によりその最初の成果を上げてきている。1835年のニュルンベルクとフュルス間での最初の鉄道建設以来、1840年代には鉄道株投機が生じている。そして「実際に、鉄道株で主導的地位にあったベルリン取引所に、予想されなかった飛躍を⁽¹⁰⁾もたらした」のである。そして、工業株と銀行株の登場を伴う19世紀の半ばにしてフランクフルトとベルリンの地位の交代があったことが、ベーリングの記述と『ドイツ取引所史』の双方の記述の中でみられる。しかし、この点は、数量的にも確認しておく必要がある。

- ・1848年1月29日のフランクフルト相場表
国債—18種43回発行(18種44回発行)
銀行株—12株12回発行(8株9回発行)
- ・1847年12月31日のベルリン相場表
国債—17種24回発行(12種25回発行)
銀行株—30株51回発行(33株53回)

()内の数値は、1919年刊行のオットー・ボルムサー Otto Wormser の著作による推計推計値で、その後の諸文献の基礎となっている。もっとも、この数値には、工業分野での株式発行数の数値がなく、別の見方を取る日本での研究もある。⁽¹¹⁾

ただ言えることは、以上の数値でも、債券市場としてはフランクフルトに及ばないものの、銀行株では、ベルリンが前者を凌駕していることが分かり、鉄道投機と並んでベルリンの台頭を窺うことができる。

さらに時代が下ると、この傾向はもっと明白となる。このことは、以下の1893年の取引所委員会調査報告のベルリンの数値を引用し、またこれに対応するフランクフルト取引所の様子について述べた『ドイツ取引所史』でのゲンメルの記述に見られる。

- ・1870年のベルリン取引所で相場の建てられた証券325の内訳
国内・国外の国債95、鉄道優先株・社債115
鉄道普通株・議決権付優先株60、銀行・工業株55

これに対して、1866年のフランクフルト相場表で値付けされた証券148の内訳は、「銀行株は減少傾向にあり、……(ドイツ及びオーストリ

アの一山口) 抵当銀行の抵当証券が、これに代わるようになっていた⁽¹²⁾」
ことが、以上の数値に続き説明されている。

以上の証券発行活動には、通常の銀行業務の他に、証券の発行・引受け、工業企業の創業業務を行う以下の銀行の設立があったことはいうまでもない。ケルンのシャーフハウゼン銀行 Abraham Schaffhausen'schen Bankvereins (1848 年)、ドイツ最初の株式銀行であるダルムシュタット市のダルムシュタット銀行 Bank für Handel und Industrie in Darmstadt („Darmstädter Bank“, 1853 年)、ベルリンのディスコント・ゲゼルシャフト Disconto-Gesellschaft (1851 年) とベルリン商業銀行 Berliner Handels-Gesellschaft (1856 年) の設立があった⁽¹³⁾。

なお、この 19 世紀前半のこの時代、以上の証券取引を仕切っていたのが、ロートシルト銀行 Rothschild-Bank を中心とする個人銀行家 (銀行業者) Privatbankier であった点に注意しておく必要がある。またフランクフルトがベルリンへその取引所取引の優位性を譲った時は、同時に、フランクフルトのロートシルト家の衰退でもあったことを付け加えておきたい。因みに、当時のロートシルト家の栄光は、フランクフルト市の繁栄の象徴であったのである。

まず、個人銀行家の活躍をみておくと、「最初の大鉄道網が個人銀行業者のイニシアチブと金融出資の下に建設された⁽¹⁴⁾」ことが重要である。ケルンの商会シュタイン J. H. Stein, シャーフハウゼン A. Schaafhausen, ヘルシュタット J. D. Herstaatt, オッペンハイム Sal. Oppenheim jr. & Cie., フランクフルトの商会ベートマン兄弟 Gebr. Bethmann, ロートシルト銀行, ベルリンの商会プライヒレーダー Häuser S. Bleichröder, メンデルスゾーン Mendelssohn & Co. 等であった。

中でも、ロートシルト銀行は、欧州の宮廷金融で多大の影響力を持っていたものの、クレディ・モビリエやダルムシュタット銀行等の株式銀行の設立には、抵抗の姿勢をとり続けた結果、ドイツでの地位を喪失することになった。その直接の原因は、プロイセン・オーストリア戦争とプロイセンによるフランクフルト占領という事件であった。「1866 年には、ロートシルトにとって危機に思われた。この商会は、1860 年くらい持っていた南ドイツ諸邦におけるプロイセン国債の発行と販売独占権を失った⁽¹⁵⁾。」

以上のような過程をたどって、フランクフルト取引所は、その中心的役割をベルリン取引所へ譲ることとなった。すなわち、「フランクフルトはベルリンが中心に座っている他の経済領域の中で、地方都市になり下がったのであった。⁽¹⁶⁾」というのは、ゲムメルが強調するように、当時の取引所投機は通信手段の発達と大衆の参加に基づいて行われ、その意味では都市の住民数が一定の力となっていた。ちなみに、19世紀半ばの都市住民数は、フランクフルトで26,000人、ケルンで97,000人に⁽¹⁷⁾対し、ベルリンでは419,000人、ウィーンでは444,000人であったという。

しかし、フランクフルト市の名誉を強調するベーリンク氏が強調するように、同市は、依然としてアメリカ証券（国債・鉄道債）取引の欧州の中心地の一つであり続けた。この点では、ニューヨークの商会セリグマン会社 J. W. Seligmann & Co. とその血縁関係を基盤とした欧州営業所が重大な役割を果たした。また、フランクフルト取引所は引き続き、西南ドイツ諸邦に対する影響力を維持し続けるのであるが、これは、同市で流通していた通貨に関連していた。従って、同市を巡る通貨制度に言及し、最後に証券制度の新たな展開にも触れておくとしたい。

まずフランクフルト市の通貨であるが、これは同市と南ドイツ諸邦との通貨制度との関連でグルデンが使用されていた。そして、19世紀半ばに、同市では最初の株式会社として、フェラインス・カッセ Vereinskasse の設立が構想された。この会社創業は、ロートシルト家等の名望家族の反対もあったが、最終的には、1854年4月11日に市参事会の許可が出て、株式会社形態を取るフランクフルト銀行として出発した。

この銀行の機能と性格について、ベーリングは次のように述べている。「新銀行は三つの機能を持っていた。銀行の銀行、発券銀行、国家の銀行であった。中央銀行でなかったのは、その銀行券が南ドイツの協定通貨 Vereinswährung のグルデンで流通したからであった。……フランクフルト銀行が、『銀行の銀行』であったのは、振替機関 Giroinstitut として取引所の発展にとって重要な機能を持っていたためであった。取引所にとって重大なことは、それまでは為替利子率の設定が多くの場合、実際には銀行業者の手で決められていたの⁽¹⁸⁾に対して、この銀行が一定の法則により決定するようになった点であった。」

このように、フランクフルトは近代的通貨制度の機能をもつ銀行を設

立し、バイエルン等の南ドイツ諸邦へも影響力を広げ為替市場の伝統を維持していった。また、この経済地理的なフランクフルトの重要性については、ベルリンも無視することができなかつた。先に述べた、1866年のプロイセンによる同市の占領時にも、ベルリンはプロイセン・ターラー通貨の導入の強制を思い止めたという。それは、同市が北ドイツ・ターラー諸邦と南ドイツ・グルデン諸邦の両通貨領域の丁度接点にあるためであった。しかし、プロイセンの影響力がしだいに増してくることも一方の事実であった。

最後に、この時代の証券取引の技術・制度上の発展として、法律問題、通信手段の発展がある。法律問題では、1870年の株式法改正に伴う株式会社設立に際しての準則主義の採用が大きな要因である。先ず1861年のドイツ一般商法典により、設立認可システムの解消の方向が定められ、これに従って諸邦が法律を整備することで実現された。⁽²⁰⁾

また、1848年には、フランクフルトとベルリン間に電信が開通したり、1850年より、無記名株式が発行されたりなどしたことも証券取引の飛躍的拡大に貢献した。通信手段としては、以下のような新聞、雑誌の刊行が開始された。ベルリン取引所新聞 Berliner Börsen-Zeitung (1855年)、ベルリン取引所報 Berliner Börsen-Courier (1868年)、ザーリング取引所手帳 Salings' Börsen-Papiere (同年)、ベルリン株主 Berliner Aktionäre (1872年)。一方フランクフルトでは、週刊誌「株主」Der Aktionäreが1854年に創刊された他、銀行家のゾンネマン Leopold Sonnemanが取引所紙フランクフルト商業新聞 Frankfurter Handelsblattを1856年に刊行し、これが後にフランクフルト新聞 Frankfurter Zeitungへと展開し名声を高めていった。⁽²¹⁾

(2) 創業活動と先物取引 (1896年まで)

この時期は、1871年のライヒの建国と、金本位制への移行、普仏戦争後の戦時賠償金に基づく株式会社創業時代を経て、1873年のバブル崩壊からの大不況の中で、銀行と工業企業の集中が進行した。その後1880年代末の株式市場の熱狂相場により、取引所調査委員会 Börsen-Enquete-Kommissionが設置され、1896年には、取引所法 Börsengesetzが施行されることになる。これによって、銀行集中が進むとともに、ベルリン取

引所の中央資本市場としての機能もまた展開していくこととなる。

すでに(1)で述べた如く、プロイセンによるフランクフルト市の占領後には、ターラーがこの地のグルデン決済圏へ入りこんでいた。ライヒの建国が、このプロイセンの影響力をますます大きくする方向へ作用したることについて、ゲムメルの説明では次のように述べられている。「ドイツ帝国の創設が取引所史上重要であったのは、帝国政府の所在地がベルリンに置かれ、この地の取引所が他の地域⁽²²⁾の取引所に対して決定的ともいえる地理的優越性を獲得したためであった」。

というのは、フランスの戦争賠償金がベルリンへ与えた影響が重要なものであったからである。賠償金の金額は、利子と占領分担金と合わせると55億7千万フラン(約44億5千万マルク)にのぼった。このために、フランス政府が発行した国債の約1/3はプライヒレダー、メンデルスゾーン⁽²³⁾のいるベルリンで引き受けられた。「プロイセンの富豪は、ドイツ、特にプロイセンの国債を満期前に流動化し、これらの資金の大部分を創業時代の活動に投下し、これがベルリンへ特別のインパクトを与えたのであった。」

ゲムメルによると、このようにベルリンを起点として、中・北・西部ドイツへと創業ブームが波及していったという。株式会社の設立数は、1871年から73年の間で928社、資本金額では27億8千万マルクというリーサーの数値が挙げられている。(1851年から70年代中盤までは、295社、24億マルク)産業分野で見ると70年代前半までは、鉄道株が中心であったのに対し、それ以降は鉱山、鉄道、機械製造に重点がひろがっていった。⁽²⁴⁾

また、戦争賠償金は73年の秋までには24億マルクが資本市場へ流入し、銀行の創業を伴い、取引所へ多大の影響を与えた。今日まで続いている大銀行を含め、信用銀行がこの時点で設立をみている。1870年のドイツ銀行Deutsche Bank、コメルツ・ディスコント銀行Kommerz- und Diskontobank、1872年のドレスデン銀行Dresdner Bank等である。なお、カール・ホイザーが強調しているように、プロイセンでは株式会社の設立許可が認められたのは、1870年6月11日の株式会社法の成立後であった点には、注意しておく必要があろう。⁽²⁵⁾

さらに、民間の信用銀行の設立と前後して、既に述べた如くライヒス・

バンクも設立された。1873年にドイツで金本位制が採用された後の1875年であった。フランクフルト銀行のバランス・シート（B/S）はようやくグルデンからマルクへ切替えられたが、発券機能は引き続き19世紀末までは維持された。⁽²⁶⁾

なお、この創業時代に積極的投資活動をした投資家の圧倒的部分はユダヤ人市民であったことが、経済誌キャピタル Capital の編集者で経済史家のグンター・エッガー Günter Ogger により、紹介されている。

「実際に株式会社の有価証券目論見書は、ユダヤ名でいっぱいになっていて、『アリア系の』業者はベルリン取引所ではむしろ例外的現象であった。」⁽²⁷⁾ ちなみに、創業の喧騒がたけなわであったこの時代のユダヤ人口は、ドイツ帝国では約70万人、このうちのほぼ50万人がプロイセンで生活し、ベルリンだけをとっても1876年には5万人であったという。しかも銀行業界では、特にユダヤ系業者の活躍が目ざましい点については、大澤武夫の叙述もある。⁽²⁸⁾

以上の創業熱は、1873年春からのハンガリー・オーストリアでの支払い不能を契機として中断されることとなった。この状況については、カール・ボルン Karl Born とリーサー J. Riesser の叙述にもとづいて、ゲンメルは『ドイツ取引所史』の中で以下の如く述べている。「1870年から72年にドイツで設立された107の株式銀行は、73年末には清算された。1870年から1874年までにプロイセンで創業された857の株式会社は、1874年までに123社が清算のため、また37社が破産手続きのため減少した⁽²⁹⁾」と。

そして、ドイツではこの対応として、1884年7月18日付けで、株式法の改正がおこなわれた。（創業手続き及び会社社員の明確化）また、オーストリアでは、取引所法の改正により、最低払込資本金等の規定が付されたが、ドイツではこれは、1896年の取引所法の大改正まで待たなければならなかった。⁽³⁰⁾

そこで次にこの取引所法改正にいたるドイツの経済状況、中でも重要な影響を与えた証券先物取引の問題を扱うこととしたい。この問題については、これまで紹介してきたゲンメルと『ドイツ取引所史』第4章、「取引所危機と取引所法の制定—1914年から45年」を執筆しているフリードリッヒ・ウィルヘルム・ヘニング Friedlich Wilhelm Henning（ケ

ルン大学教授)が取り上げている。ヘニングは他の別の論文でもこの証券先物取引について書いており、これらを紹介する形で論を進めていくこととした⁽³¹⁾。

ドイツにおける先物取引はゲンメルの記述では、「1816年以來利用されてい、1860年代末頃から初めて一般的な規模で普及した」という⁽³²⁾。また、ヘニングの記述でも次のように、説明されている。「工業化と国際資本市場の発展に伴って、取引所定期取引は19世紀の30・40年代に初めて新たな段階を迎えていた。というのは、証券へのポテンシャルがかなり増加したためである。」⁽³³⁾と。また、先物取引の対象は、外国債、鉄道株、工業株の特定銘柄に集中していた。このためプロイセンでは1836年にスペイン債に対し、40年には全外債に対し、そして44年になると、5月24日の鉄道証券投機を契機として全証券に対して、先物取引を禁止ないしは規制する法律を発行させた。しかし、以上の規制は先物取引規制としてはあまり有効ではなく、60年に、プロイセンは以上の3規制法を廃止し、むしろこれを証券取引の中に位置付け、制度化の方向を取るという方向転換を行っている。

この制度化は、いくつかの段階を経ることになるが、まず始めとして規制法廃止直前の1858年4月29日に、ベルリンで清算取引(先物決済)相場 Liquidationskurs が導入された。そして10年後の68年には、月末決済相場 Ultimokurs が開設された。表示は、68年の始めよりヘルテルの相場報告書 Hertel' schen Cours Berichte においてであった。同年5月8日からはベルリン公式相場表 amtlicher Berliner Kurszettel の非公式部分も含められた。先に触れた如く、60年代末からは先物取引が「飛躍の展開」をみせたのであるが、この非公式証券の相場報告書への組み込みが、月末決済相場開設の目的をもって行われたと、ゲンメルは推測している⁽³⁴⁾。

この先物相場開設と合わせて他方では、相互清算取引の決済のための機関及びマークラー銀行 Marklerbank が創設された。前者は定期取引清算機関 Liquidationverein für Zeitgeschäfte ('68年)である。後者は「もっぱら取引所取引、特に先物取引に没頭するする新種の銀行」であり、1870年代に8機関が創設された。しかし1896年の時点で存続していたのは、取引所取引協会 der Börsenhandelsverein (1872年設立)、マー

クラーバンク die Marklerbank (同 '77年)、ベルリン・マークラー協会 der Berliner Marklerverein (同 '77年)の3機関でしかなかった。いずれも、300万マルク以上の株式会社であったという⁽³⁵⁾。この間の経済変動とこれらの機関が自己勘定でも大規模な投機を手がけたということのためであるが、この点についてはまた後程触れる。

ところで、この間にいかに先物取引が盛行していたかについてはゲムメルが、以下の数値を挙げて説明している。まず取引証券でみたプリオン Willi Prion の次の数値である。「ベルリンでは、1868年に7証券で、これらはすべて相場表の非公式部分であった。'80年には、34証券、85年には56証券で、一つの証券を除きすでに相場表の公式部分として値付けされていた。取引所調査委員会が設置された1892年には、76証券であった。」⁽³⁶⁾また、1870年以降は取引所取引が先物取引を中心として推移をしたことをゲムメルは、取引所売上税とエッシェンバッハ A. Eschenbach の文献から読み取っている。さらに重要なことは、このような先物取引の拡張に伴って、取引所制度が変化する中でベルリン取引所が指導的役割を果たしてくると、同氏が見ている点である。すなわち、マークラー制度の確立と現物市場 Kassamarkt と先物市場である月末決済市場との分離である。1867年までに、現物市場での相場確定が宣誓マークラー Vereidigte Makler (または商事仲立人 Handelsmakler) により行われていた。また同年末には公式相場表に、現物市場証券に対する統一相場表示がなされるようになった。これによって、現物市場では、投機的要因が廃されるようになり、それはもっぱら先物市場で行わるようになったというのである。というのは、月末決済市場では、1861年のドイツ一般商法典のプロイセンへの導入後、仲立ち業務には宣誓・商事マークラーの独占はなく、個人・いかさまのマークラーも混在していたからであった。先物取引の実戦部隊は実はこれらの部隊であったということが、ゲムメルの叙述から窺える。かれらが、先物取引で自己引受けを行い、月末決済契約を指示し、市場動向をキャッチしていたという。先にみたマークラー銀行の創業活動は、このように一定の資本力と信用度の必要性にうながされたものであった。一方、このような投機業務に携わることに制約を受けていた宣誓マークラーは、月末決済市場では、「最初の」相場建てのみを行っていた。すなわち、自由市場において個人マー

クラーと銀行間の業務での相場の提示を、商事マーカーは主として事後的に登録したのであった。この「最初の相場」は統一相場、すなわち現物相場におけるのと同じ指標にしたがって仲介された。

ところで以上の先物取引は、ヘニングによると以下のような種類のものであったという⁽³⁸⁾。

A. 狭義の先物取引 (定期取引 Festgeschäft oder Fixgeschäft)

- ① 15日決済取引
- ② 月末決済取引
- ③ (決算) 繰延取引

B. プレミアム取引ないし条件付先物取引

- ① 前払い特権料付取引と後差金取引 (Vor- und Rückprämien-geschäft)
- ② 二重プレミアム取引 (Zweiprämiengeschäft)
- ③ ストラドル取引 (Stellgeschäft oder Stellageschäft)
- ④ 両面プレミアム取引 (Zweischneidige Prämiengeschäft)
- ⑤ 倍加特権付取引 (Nochgeschäft)
- ⑥ 告知取引 (Geschäft mit Ankündigung)
- ⑦ 買手に有利な「固定オープン契約」 (SchluB auf fest und offen)
- ⑧ 売手に有利な「固定オープン契約」
- ⑨ 買手に有利な転換, エスコムテ取引 (Wandel- oder Eskomte-geschäft)
- ⑩ 売手に有利な転換, エスコムテ取引

ヘニング教授の説明では、この月末取引こそが「同時代人にとっては投機のポテンシャルであった⁽³⁹⁾」とみなされている。というのは、月末取引は、順日歩 (Report) ないし逆日歩 (Deport) の支払い契約によって、決済を延期することが可能であるからである。前者は強気筋の投機家 Haussier によって利用され、後者は弱気筋の側により利用された。

以上のように、この 19 世紀の最後の三分の一の時代には、先物取引が多様性を持つと同時に、法律的規制の無いほぼ完全な自由市場として取引されていたとヘニング氏はみている。なお、この時代の証券取引の内容と取引の態様については、それぞれゲムメルの記述とペーリングの記述が詳細であり、これらについて紹介しておくのが良いと思われる。

まず、世紀転換期のドイツの証券発行状況についてゲムメルは、連邦銀行のまとめた統計を以下の図表で視角化し、以下のような分析をくわえている。(図①)⁽⁴⁾

第一に、1880年代以降のドイツの工業化の進展は、銀行による投資資金を準備として、主として国内投資に向けられたが、それにもかかわらず1914年には第3位の資本輸出国へと成長したこと。

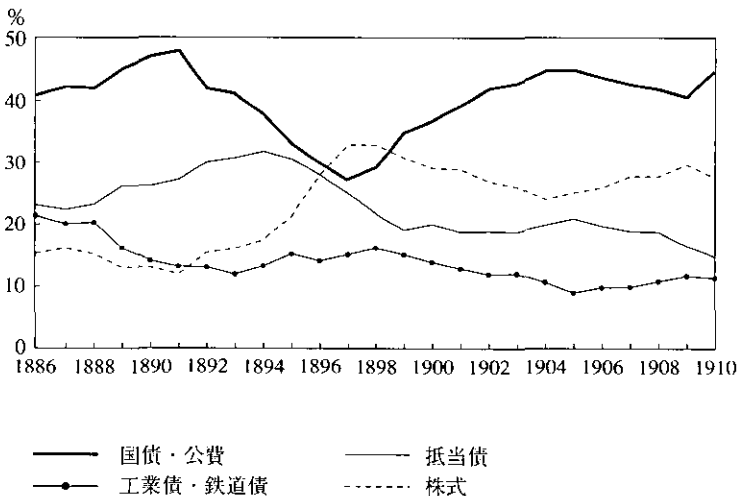
第二に、1890年代半ばまでは、資本過剰であり、その後資本不足をきたしていること。

第三に、外国証券投資は、比率的には低下傾向にあり、その原因が、1890年—'92年の取引所恐慌であったこと。

第四に、この間1881年に発行した取引所売上税と証券印紙税によっても、長期的に見ると取引高にはそれ程の影響を受けずにきたこと。

第五に、証券の発行料は、国民所得の伸び以上の進展があった。また、株式発行も急成長はしているものの、資本市場の中心は公社債であったことである。株式発行が支配的となるのは、1894年から'99年にかけて

図① 証券種類別の年間発行量の比重



資料 出所 Deutsche Bundesbank (Hrsg.), *Geld- und Bankwesen*, S.293.
 Hans Pohl (Hrsg.), *Deutsche Börsengeschichte*, S.161.

のわずか5年でしかなかったこと。

第六に、建設時に無債務であったドイツ帝国は、1910年には48億マルクの債務を負った他、連邦諸邦、自治体は合わせて200億近い負債をおっている。この中には、プロイセンにおける鉄道の国有化に伴う鉄道債発行も含まれる。1908/09年の増加は、艦隊建設の目的にともなうものであること。

第七に、抵当証券も絶えず一定の比重を保ち、国内公社債の50%弱であること。

以上のゲムメルの記述を読むと、ドイツの証券取引所は、ベルリンの公社債市場を中心に19世紀の最後の四分の一世紀以降順調な展開を見せたかの如く思われる。しかし、ここには、先物取引をめぐる波瀾と曲折があったのであり、このことが証券取引所法の制定という事態を引き起こした。この法律の成立にいたるまでには、部分的な経済的混乱と諸政治勢力、特に農業関係者の利害と工業推進者グループの確執が絡んでいたのである。ここでは、まず法律制定へいたる経済の攪乱状況についてペーリングの叙述で説明しておこう。

まずこの点についての以下の同氏の指摘は、以上の時代を生き生きと説明している。「騰貴と騰落が日常茶飯事であった1880年代には、取引所は広範な国民に憎まれ、長期に渡り帝国議会とプロイセンの議員にとっての苛立つテーマであった。」⁽⁴²⁾ また、ドイツ帝国議会の中での取引所に対する攻撃としては、「異常な程の無知と悪意」、「有毒物」、脱落者を伴う「猛禽類」などの表現が使用され、「取引所が経済生活を毒殺している」という告発が絶えず行われた。⁽⁴³⁾ これらの脈絡から判断しうるのは、当時の先物取引が何らの規制のない、野放しの荒っぽい取引であり、問題があっても解決手段をもっていなかったことである。特に農業関係者からは、先物取引が農産物価格を下落させるという攻撃が執拗に続けられていた。この点について、取引所法制定の直接の契機として、ペーリングは、以下のように延べている。「既存の諸関係に対する衝突は、ベルリン商品取引所内の先物取引における権力乱用に対する怒りから発生している。」⁽⁴⁴⁾

以上のように取引所法制定の原因は、先物取引の引き起こした社会問題と、農工間利害衝突が中心にあった。これらの問題を含め、取引所法

施行にいたる過程とそのはらむ諸問題については、節をあらためて取りあげたい。

(3) 取引所法施行とその影響 (1914 年まで)

取引所法制定への直接の契機は、1891 年秋の相場崩壊とそれに伴う銀行倒産であった。しかし、当時の相場は、この時に限らず変動の激しいものであった。その原因は、先に見た如く、取引所がほぼ完全に無規制の自由市場であったためである。このため、諸問題が発生し、規制処置を考慮すべく、その準備作業のための取引所委員会が構成され、審議を経て、立法化されることになる。しかし、この立法には、農業利害関係者・及び大銀行の利害が、中小金融業者のそれを抑えて反映されていたため、証券先物取引には重大な不利をもたらすものであった。したがって、規制が強すぎるとの逆の批判・非難が生じた。そしてこの運動は粘り強く続けられ、最終的には 1908 年に規制の一定の緩和に向かうこととなった。また、この取引所法は、ドイツの信用・金融制度に大きな影響を与えることにもなった。けだし、銀行集中とベルリン取引所への取引所取引の一定の集中を進めることになったからである。

ところで、この取引所調査委員会の設置過程、構成メンバー、諮問内容とそれへの答申の内容については、詳細な紹介が松野尾裕により行われている。また、帝国取引所法についてもしかりである⁽⁴⁵⁾。さらには、この取引所法の制定についても、大野英二の以下の的確な把握も行われている。「その本来の生みの母は、穀物定期取引の禁止により穀物価格の吊上げを狙う農業者同盟の強固な運動にあったとしても、他面で……中小資本にたいする大資本の優位を、また地方取引所にたいするベルリン取引所の優位を促進し、独占資本の利益に呼応していた⁽⁴⁶⁾」と。

したがって、本稿では最近ドイツで刊行された比較的新しい資料では、どのような整理と新しい見解が加えられているのか、という点に焦点を絞り論をすすめていくにとどめたい。

まず、ゲンメルの取りまとめをみると、取引所自体に関連する直接的原因と 1871 年帝国建設以来の問題の山積という、長期的原因の二面から考察が行われている。前者については、1891 年の個人銀行二行の倒産でピークに達した商品・証券取引に起因する一連の銀行倒産挙げられて

いる。具体的には、①銀行による顧客口座のルポール業務への転用、②これに対する相場崩壊後の信用保証の失敗、③特に小銀行業者による寄託分の横領を取り上げている。またこの結果、穀物先物取引が穀物価格低下の原因となった、という農業関係者の非難及び制度によって加速された大群衆の取引所ゲームへの参加があった、という取引所新聞の主張などを紹介している。⁽⁴⁷⁾同様のことが、ヘニングの整理でも行われている。こちらでは、①先物取引が大銀行によって利用されたこと、②他の銀行は当時制約を受けていなかったインサイダー情報を大いに利用にしたこと、③多くの銀行が顧客の負担により利益を引き出したこと、④あるいは顧客と共同で収益を挙げたことが、強調されている。⁽⁴⁸⁾

以上の両者の叙述をみると、当時ベルリン取引所を中心として、商品と証券の先物取引が銀行業者に率先された、大衆の参加によって発生していたことが推測される。ただし、いろいろな問題を引き起こした銀行はベルリン取引所で活動していた、たかだか 500 人の銀行業者に過ぎなかったことが、ヘニングの説明で付け加えられている。そして、これらを制限する規制は無かったのであった。先にみたペーリングの紹介している「権力乱用に対する怒り」とは、このような状況に対するものであったと言えよう。

以上の如き取引所の混乱は、取引所活動が帝国建設以降しだいに活発になってきたことの結果であった。このような歴史的視点をゲンメルは以下のようにまとめている。⁽⁴⁹⁾

- ① 証券要綱の改正とその組織の緊張が、業務の拡大した大取引所で生じていること。(例—商品取引所と証券取引所の 1885 年規制によるベルリン取引所における分離)。
- ② 取引所指導機関(証券取引所委員会、仲裁委員会等)が確立されてきてはいたが、その権限はいまだ十分に市場規制を行いてはいなかったこと。(証券に関する情報は銀行の手にあり、オープンにされていなかった。取引所理事会、諸機関は価格形成、相場建てに対する影響力を持っていなかった。)
- ③ 権力乱用は特定業務についての禁止規定が無く、大目にみられ、業務量のみがどんどん拡張していったこと。(上場審査が形式的で、発行者が証券発行に責任を負う体制がない。宣誓マークラーも、市

場価格の安定を重視するあまり、相場建ての際に関連銀行の要望に追従する等、弱者の立場にあった)。

- ④ 小規模取引所では取引価格は相場に委ねられていたり、フランクフルト市場では中間平均価格で値付けが行われたのに対し、ベルリン取引所の現物取引には、統一価格という特別なシステムが取られていたこと。このシステムでは、個々の契約の自由を侵害されていた他、極端な相場変動の場合に対応できなかつたり、月末決済取引に対し、現物市場で買い戻していた投機家機が過少・過大な注文が生じた場合には、それを決済できなくなっていた等の問題が生じていたこと。
- ⑤ 宣誓マーカーといえども、自らの判断で月末決済市場では「最初の値付け」を仲介し、自由マーカーと異なる性格をもっていなかった。このため、公式市場と自由市場は、密接に結合し先物取引が自由気儘に行われ、誤用と乱用の温床となっていたと思われること。

以上のように、帝国建国以来、月末決済取引での証券投機取引が、何らの規制のないままに、その量的規模のみがベルリンを始めとする大取所で増加していったことが、最大の原因であった。このため、バブル経済の崩壊によって引き起こされた取引所に対する大衆の不平と不満が、商品・証券の取引所先物取引へ向けられたのであった。

ただし、農産物、特に小麦価格の崩壊は、先物取引のみならず輸入穀物によるものでもあった。しかし、農業関連業者が、当時の穀物価格低下の原因を専ら先物取引に向け、その規制を要求したことについては、すでに説明されている。ここでは、これに関連したもう一つの取引所に対する批判の活動、反セミティズム運動に触れておきたい。この点については、ヘニングが1880年の「ベルリン運動」のメッセージとして紹介している。すなわち不満と批判の矛先が「投機に参加したユダヤ人銀行業者に向けられたいた」というのである。また、同氏は同じ箇所で当時ゲオルグ・ジーマンスが、農業関連業者と工業資本の対立、前者が後者への非難の口実として、この反セミティズムと先物取引への公憤を利用していた、と述べていることに触れている。これは、1930年代に入って活発となる反セミティズムの運動が相当早くから、ドイツ、ヨーロッパ

にあったことを示している点で興味深い。

ところで、1896年に発行した取引所法が、このような定期・先物取引を強力に規制をすることを、一つの重要な目的としていたことは、説明を要しないであろう。ゲムメルは次の如く述べている。「取引所法の最大の問題点は疑いもなく第4章にあった。定期取引の規定であり、その理由はこれにより、これまでの取引所取引が規則化され、成文化されたからである」と。ちなみに、取引所法の一応の章の構成を挙げておくと以下の如くなる。

第1章 取引所及びその機関についての一般的規定(第1条～第28条)

第2章 取引所価格の形成とマーカー制(第29条～第35条)

第3章 有価証券の取引所取引の認可(第36条～第47条)

第4章 取引所定期取引(第48条～第69条)

第5章 取次業務(第70条～74条)

第6章 罰則及び付則(第75条～第82条)

この第4章により、鉱山・工業企業の持ち分証券の先物取引が禁止処置を受けることとなった。また、市場参加者が取引所名簿に登録することが必要とされたこと、有価証券の仲買人への加入権を制限すること、さらには、取引所取引へ素人の参加を制限することなどの規定も盛り込まれることとなった。⁽⁵¹⁾

しかし、この先物取引の禁止によって、最大の打撃を被ったのは、実は鉱山業・工業界ではなかったことが見逃せない。被害をうけた業界は商品定期取引業界と銀行業界であった。このため、取引所法制定以来、取引所と銀行業界から先物取引の余りに厳しい禁止規定に反対する、執拗な抵抗運動が長年に渡って続けられていくことになる。ちなみに、ゲムメルは取引所法が発行した直後に、オットー・ワルシャウア Otto Warschauer やグюнター・S・フロイデ Günter Siegfried Freude 等の国民経済的視点に立った著作を検討した結果、以下のような結論を導きだしている。すなわち、当時定期取引の対象として人気のあった証券は、工業株というよりも、銀行株や鉄道証券及び外国債であったこと、また、ベルリン大証券銀行こそが取引所で、この種の投機的取引の仲介と発行業務、またルポール業務を通じた信用付与により、相当の利潤をあげて

いたことである。⁽⁵³⁾すなわち、大銀行が取引所を通さずに銀行間で証券取引を銀行株を中心として行っていたというのである。

このような事態の出現については、R. ヒルファーディングの『金融資本論』の分析・叙述の中で指摘されている。取引所委員会や当時の経学者、新聞の記事などを利用し以下の点が解明された。①株式投機は差益の取得と株式会社支配の「二重の機能」をもつこと、②また銀行が企業株を発行する際の価格調整にも役にたっていること、③「大銀行が取引所機能の一部を奪って、みずから証券市場となる」こと、④取引所の意義が後退すること。⁽⁵⁴⁾ヒルファーディングのこの見解の背後には「組織された資本主義」に代表される独自の資本主義観（金融資本理論）があり、以上の指摘にもその片鱗が覗かれる。それは、高度に発達した資本主義を制御可能と期待し、その根拠を、信用大銀行による市場調整力に求めていると考えられる。しかし、同時に銀行の証券取引は、もう一方では、投機活動による社会的混乱をも引き起こさせ、この面が軽視されたのではないかと、筆者は考える。

以下では、取引所法施行以降、それが取引所にたいして与えた影響を証券取引が一部の銀行と証券取引所へ集中した、という点で整理していきたい。まず、前者についてと、ヘニングの手際の良いまとめがある。これによると、特に、以下の点の指摘がある。

第一に、定期取引参加者は、取引所への登録を義務づけられた結果、この登録をためらい、登録業者への社会的無理解と拒否反応により、登録者数は伸び悩んだことである。この結果取引所取引は後退した。しかし、これに代えて、補足的業務が生じた。すなわち「銀行と顧客間で、取引所外部で銀行を通して締結され、清算される代替業務」⁽⁵⁵⁾であり、かなりの繁盛をみせたというのである。

第二に、国家任命委員と取引所委員会が定期取引へのコントロールを強化し、維持したことである。特に、穀物と製粉製品については投機取引から締め出された。全体として投機活動が否定的に捉えられ、活動が制約を受けることとなった。

第三に、証券発行自体が困難となった。また、定期取引に代わる取引として現物取引が強化され、多くの信用、特にロンバード信用が大銀行を中心として利用された。

以上のように、経済全体の投機取引が抑えられていく中で、大銀行のみが、その銀行間の内部市場を利用して先物取引を継続し、同時に銀行集中を遂行した、ということに読者は気がつかれるであろう。この点は、最近のドイツの取引所史研究で初めて明らかにされてきた点である。すなわち、これまでの大信用銀行の資本集中は、これまで以下の様な説明が与えられていた。すなわち、銀行がその証券発行を先導してきた産業企業の側での資本集中に対応した銀行集中であったこと。第二に、証券の引受け発行を、企業への設備投資資金の供給の前提とした、いわゆる事前金融を銀行が行うために、銀行自身の自己資本力が必要とされていたこと、また、特に、地方信用銀行が証券発行の遂行する際に、ベルリンの大銀行との業務提携が不可欠であったこと等であった。また、取引所法の発行と同時に、証券寄託法 Depotgesetz が発効している。これらの要因に加え、第三の要因としていまや銀行間における取引所外証券先物取引の決済継続が問題とされたのである。

とはいえ一応取引所法の施行により、表立っては先物取引を利用することは困難となった。これは、大銀行及び関係業者にとっては大変な打撃であり、これ以降法律規制の緩和へ向けた運動が執拗に続けられた。この結果 1904 年に立法手続きが行われ、実際には 1908 年に法律改正が実現した。この新取引所法によって、先物取引を認められたのは、以下の業者であった。

- ① 商業登記簿登録済商人
- ② ライヒ、領邦、自治体の非登録企業
- ③ 登録済共同組合

これらが先物取引契約を認められたが、商業登記簿に登録済みであっても小規模経営はこの取引から締め出している。これは、1896 年の取引所法の基本、取引所取引に素人を加えず、玄人だけの市場とするという方針が貫かれたためである。ヘニング教授はこれにより、自由放任と禁止という「両極端⁽³⁶⁾が取り除かれ、危険な方向を避けるべき規制は残した」と評価している。

(4) 中央資本市場と地域取引所の役割 (19 世紀末)

ここでは、第一次大戦前のドイツの証券取引所の全体像についての外

表① ドイツの取引所に所在の変遷

取引所	設立(法制化)年次	1935年	第2次大戦後		
A. プロイセン (東部)					
①ベルリン	1685 (1805)	①ベルリン取引所	①		
②マクデブルグ					
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エルビング	×				
⑩ポーゼン	×				
⑪プレスラウ	18世紀			②プレスラウ取引所	×
⑫ハノーファー	1785 (1801)			③ハノーファー取引所	②
B. 北部ドイツ					
⑬ハンブルグ	1558 (1815)	④ハンザ取引所	③		
⑭リュベック	1605 (1801)				
⑮ブレーメン C. ザクセン	1682 (1701)				
⑯ライプツィヒ	1666 (1818)				
⑰ドレスデン	(1857)				
⑱ハレ	1635				
⑲ツヴィカウ					
⑳ムケニッツ					
				④ブレーメン取引所	
				⑤ザクセン取引所	×
		(中部ドイツ取引所)			
C. 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		
㉒エッセン	1855 (1880)				
㉓ケルン	1553 (1820)				
D. 中西・西南部ドイツ					
㉔フランクフルト a. M.	1585 (1707)	⑦ライン・マイン取引所	⑥		
㉕マンハイム					
㉖シュツットガルト	(1861)	⑧シュツットガルト取引所	⑦		
E. バイエルン					
㉗アウグスブルグ	16世紀 (1816)	⑨バイエルン取引所	⑧		
㉘ミュンヘン	(1829)				
その他の取引所					
㉙キール——×, ㉚コルベルク——×, ㉛ニュルンベルク——× (エルザス, ロートリンゲン)					

出所 H. Pohl (hrsg.). Deutsche Börsengeschichte, B. Baehring, Frankfurter Wertpapierbörse, 1585-1985, 松野尾裕, 「ドイツ取引所アンケート委員会 (1892-93年)」。

外観を見ておきたい。

まず取引所数であるが、これについては諸文献に出てくる取引所の数は一致がみられない。ペーリングの叙述では取引所法施行時には29カ所である。(プロイセン16, バイエレン2, ザクセン4, バーデン・プウルテンベルク各1, ハンブルク・ブレーメン・リュューベック・エルザス・ロートリンゲン各1)しかし、『ドイツ取引所史』では、第1次大戦以前には、ゲンメル氏が24カ所としている。(後で触れるが、1935年の取引所改革時には21カ所である。表①参照)しかも取引所の所在地に若干の違いも見られる。また、松野尾の紹介するドイツ取引所アンケート委員会のドイツ帝国取引所所在地(1896年6月22日)では23カ所が提示されている。⁽⁵⁷⁾それぞれの文献で数値が相違するが、これらの違いが生ずるには以下の如き問題が或る、と筆者は考えざるを得ない。

第一には、取引所としては、商品・為替・証券の各種があり、ドイツの場合には、それらが歴史的経過の中で同一市場に混在したり、そこから、証券取引所が分離独立したりしてきた。従って、証券取引所としては数えられない取引所もこれらの中に勘定されていること。第二には、エルザス・ロートリンゲン等や、ドイツの西部地域の如く、第1次大戦等による国境変化があり、ドイツに入らない取引所も生じていることである。ともかく、筆者としては一応各文献で紹介された取引所について今の所目にした全てを表にして、表①にかかげておくこととした。

もっとも本稿で課題としている証券取引所となると、その主だったものは、ベルリン、フランクフルト、ケルン、ハンブルク、プレスラウ、ハンブルク、ミュンヘン等の5～6の取引所に絞られる。それは、ゲンメルの1882～93年にかけての取引所税収入からみた分析から判断できよう。それによると当時の取引所は、以下のような勢力配置となっている。ベルリン取引所66%、フランクフルト取引所12%、ハンブルク9%である。他プレスラウ、ドレスデン、ライプツィヒ、ブレーメン、シュツットガルトは各々1%台の持ち分にとどまる他、ミュンヘンに到っては統計外⁽⁵⁸⁾ということである。

ここでは、フランクフルトからベルリンへの証券取引の重心移転とドイツ各地域の地域特性について簡単にふれておこう。

最初にフランクフルトとベルリンの角逐である。歴史的には、1850年

には両者は 等の地位を占め、1866年にロートシルト家が南ドイツでのプロイセン国債の発行独占権を失い、1871年のドイツ帝国の建設、1896年の取引所法の施行の経緯の中でベルリンが台頭してきた。結局プロイセン国債の発行はベルリンのディスコント・ゲゼルシャフトが組織するシンジケートが、プロイセンからの全権を委任する。また、ベーリングの記述でも、1901年のディスコント・ゲゼルシャフトによるフランクフルト・ロートシルト銀行の吸収、支店化こそがフランクフルトの当時の衰退を象徴していたとみなしている。そもそもベーリング氏は都市としてのフランクフルトとその市民について、第2次大戦後のことも合わせ歴史的に、工業と投機への無関心があった点について以下の如く述べている。⁽⁶⁰⁾

- ・「ベルリンは貨幣準備よりも多くの事業所を、フランクフルトは業務量よりも多くの貨幣準備をもっていた。」
- ・「フランクフルトはかつてそうであり、今日もそうであるが『高貴な出自と友好性の刻印を誇り』とした都市である。」
- ・「フランクフルト——古い富の象徴——の人々は投資の意欲はあるが、投機的ではないといえないものの、投資の入替を好まない」。

しかし、ベルリンに遅れを取ったものの、この地の取引所は以下の二点において、ドイツでも重要性を喪失したわけではない。それは、第一には、依然としてドイツの西南部に対しては、中心的な為替・証券取引所としての機能を持ちつづけたこと。国際的には、ウィーン・スイスとの関係を引き続きもっていたことと並び、アメリカの鉄道証券の発行市場としても重要な役割を担い続けたことも忘れるべきではない。

第二には、投機が好まれなかったとはいうものの、特に投機的証券の取引を、昼の取引所から引き離し、独自の夕刻取引所(17時15分～18時30分)において、行い続けていたことである。これは19世紀のはじめには「私的クラブ」であったものが、1836年には証券取引協会 Effekten Societät となり、取引所法導入後には国家機関へと組み込まれた公式の取引所となったものであった。⁽⁶¹⁾ また、フランクフルトでも機械・化学等の工業企業が台頭し、必ずしも市民全員が工業嫌いであったわけではなかった。⁽⁶²⁾

これに対して、ハンブルクは次第にフランクフルトの業務量に匹敵す

る力を持つにいたるが、質的にはフランクフルト程の重要性は持ち得なかったようである。ゲムメルの記述では、フランクフルトを補足する大地方証券取引所として紹介されている。それは、北ドイツ関連とスカンジナビアの証券、そして産業としては船舶、運輸並びに植民地証券が活発な取引の対象となっているからであった。他では、後にライン・ウエストファーレン取引所としてまとめられるデュッセルドルフ、ケルン、エッセンでは、特に鉱山株と鉱山持ち分証券 Kux の取引が、またミュンヘン取引所では、⁽⁶³⁾ 抵当証券の取引がその特徴として挙げられている。

(以上、未完)

中央資本市場としてのベルリン証券取引所

【注】

- (1) Deutsche Börse AG, 『ドイツ証券取引所, 1992 年報告概要』, 1993 Frankfurt am Main, 5 ページ。
- (2) Knurt Borchardt, Währung und Wirtschaft, in: Deutsche Bundesbank (Hrsg.). *Währung und Wirtschaft in Deutschland 1876-1975* 1976 Frankfurt am Main. S.21, S.50. クヌート・ボルヒャルト, 「通貨と経済」ドイツ連邦銀行編 (呉文二・由良玄太郎監訳, 日本銀行金融史研究会訳) 『ドイツの通貨と経済』, 1984 年 43・65 ページ。Heinrich Irmiler, Bankenkrise und Vollbeschäftigungspolitik (1931-1936), in: Deutsche Bundesbank (Hrsg.), *a.a.O.*, S.327. 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)」、ドイツ連邦銀行編, 前掲, 400 ページ。David Marsh, *The Bundesbank*, 1992 U.K., p.p.93-94. 行天豊雄監訳, 相沢幸悦訳, 『ドイツ連邦銀行の謎』1993 年, 110~111 ページ。ライヒス・バンクの成立時の金本位制への移行については最近のものとしては、以下の論文で叙述されている。居城弘「第 1 次大戦前ドイツの通貨と金融」、酒井/西村編著『比較金融史』1992 年所収。
- (3) Berliner Börse (Hrsg.), *Berliner Börse 1685-1985*, 1985 Berlin. このベルリン証券取引所が編纂した小冊子について、筆者は、以下の雑誌で紹介と抄訳をしている。山口, 「紹介 Berliner Börse, “Berliner Börse 1685-1985”」, 『北星論集』1993 年, 第 30 号 1993 年。Bernd Baehrling, *Frankfurter Wertpapierbörse 1585-1985, Börsen-Zeiten, Frankfurt in vier Jahrhunderten zwischen Antwerpen*. Wien, New

- York und Berlin 1985* Frankfurt am Main. なおこの書籍については既にドイツでフランツ・レーナー Franz Lehner により書評が以下の雑誌に出されている。*Bankhistorisches Archiv*, Heft 1, 1988 Frankfurt am Main, S.54 ff.
- (4) Hrsg. im Auftrag des Wissenschaftlichen Beirats des Instituts für bankhistorische Forschung von Hns Pohl, *Deutsche Börsengeschichte*, 1992 Frankfurt am Main (以下, この脚注では *Deutsche Börsengeschichte* とのみ略記する。)
 - (5) Institut für bankhistorisches Forschung e.V. (Hrsg.), *Deutsche Bankengeschichte*, Band 1~3, 1982, Frankfurt am Main.
 - (6) 生川栄治, 「ベルリン大銀行と利益共同体」, 同上第 39 巻第 1 号, 1992 年, 「ベルリン大銀行と支店制の展開」, 同上第 40 巻第 3 号, 1994 年。
 - (7) Rainer Gömmel, Entstehung und Entwicklung der Effektenbörsen im 19. Jahrhundert bis 1914, in *Deutsche Börsengeschichte, a.a.O.*, S.135. 一方, ベルント・ペーリングは, リュートケ・ワルターヌ・ハウゼン Lütke Waltershausen の著作を根拠に, 1818 年をフランクフルト証券取引所の生誕年としている。Berndt Baehring, *a.a.O.*, S.79. フランクフルト取引所の新建築及びマーカー制度の整備状況については, ペーリングの著作で以下の記述がある。Berndt, Baehring, *a.a.O.*, S.84., S.87 f.
 - (8) 山口, 「紹介 Berliner Börse, “Berliner Börse 1685-1985”」, 『北星論集』, 第 30 号, 189~190 ページ。
 - (9) Berndt Baehring, *a.a.O.*, S.89 f.
 - (10) Riner Gömmel, *a.a.O.*, in: *Deutsche Börsengeschichte*, S.140.
 - (11) *Ebenda*, S.142. しかし齊藤晴造氏の以下の叙述もある。「ドイツ経済の重点は全く西部にあり, フランクフルト取引所はベルリン取引所をまだはるかに凌駕し, 株式発行の中心地は依然ケルンであった。」齊藤晴造「ドイツ銀行史の研究」1977 年, 9 ページ。
 - (12) Rainer Gömmel, *a.a.O.*, in: *Deutsche Börsengeschichte*, S.147.
 - (13) *Ebenda*, S.145 及び, 齊藤晴造, 前掲, 7~9 ページ。
 - (14) Rainer Gömmel, *a.a.O.*, in: *Deutsche Börsengeschichte*, S.143.
 - (15) Berndt Baehring, *a.a.O.*, S.110.
 - (16) *Ebenda*, S.109.
 - (17) Rainer Gömmel, *a.a.O.*, in: *Deutsche Börsengeschichte*, S.144.
 - (18) *Ebenda*, *a.a.O.*, S.98 f. なお, ここでのペーリングの記述によると,

銀行券の流通上限は、1,000 万グルデンの資本金の 2 倍とされた。発券両は、1/3 までが現金により、2/3 までが金、為替、有価証券で準備されなければならなかったという。

- (19) *Ebenda*, S.110. なお、北ドイツ・ターラーと南ドイツ・グルデンの為替相場は、2ターラー=31/2 というように、1838 年のドレスデン通貨協定で定められていた。この点については、以下を参照した。Karl Häuser, *Kreditinstitute und Wertpapiermärkte in Deutschland…… Perioden ihrer Entwicklung……*, in: *Bankhistorisches Archiv*, Beiheft 14, 1988 Frankfurt am Main.
- (20) Rainer Gömmel, *a.a.O.*, in: *Deutsche Börsengeschichte*, S.151.
- (21) *Ebenda*, S.149. フランクフルト新聞の発行人ゾンネマンについては、以下の文献を参照されたい。小倉欣一・大澤武夫、『都市フランクフルトの歴史ーカール大帝から 1200 年』(中公新書 1994 年)174~177 ページ。
- (22) *Ebenda*, S.151.
- (23) *Ebenda*, S.154.
- (24) *Ebenda*, S.153.
- (25) Kahl Hauser, *a.a.O.*, S.21, Anmerkung 24, 24.
- (26) また、交換比率については 1 グルデンにつき 15/7 マルクであり、フランクフルト銀行の発券特権は 1901 年によく拒否されたと、ペーリングの記述にある。Bernd Baehring, *a.a.O.*, S.116.
- (27) Günter Ogger, *Die Gründerjahre…… Als der Kapitalismus junge und verwegen war*, 1982 München/Zürich., S.204 f.
- (28) 「産業革命におけるこうしたユダヤ人の活躍は、当時の投資家、出資者としてのユダヤ人銀行業を抜きにしては考えられない。現在国際金融都市として著しい発展を見せているフランクフルトには、1880 年には、すでに二百十の銀行業を営む会社があったが、その七分の六(85%)はユダヤ人の経営下にあった。」(大澤武夫、『ユダヤ人とドイツ人』(講談社現代新書, 1991 年) 91 ページ。小倉欣一・大澤武夫, 前掲, 197 ページ。
- (29) Rainer Gömmel, *a.a.O.*, in: *Deutsche Börsengeschichte*, S.156 ff.
- (30) *Ebenda*, S.157.
- (31) Friedlich-Wilhelm Henning, *Börsenkrise und Börsengesetzgebung von 1914 bis 1945 in Deutschland*. in: *Deutsche Börsengeschichte*. S.211 ff. Börsentermingeschäfte in historischer Sicht,

- in: *Bankhistorisches Archiv*, Beif. 19, 1991 Frankfurt am Main. S. 12 ff.
- (32) Rainer Gömmel, *a.a.O.*, in: *Deutsche Börsengeschichte*, S.163.
- (33) Friedrich-Wilhelm Henning, Börsentermingeschäfte in historischer Sicht, in: *Bankhistorisches Archiv*, S.16.
- (34) Rainer Gömmel, *a.a.O.*, in: *Deutsche Börsengeschichte*, S.136.
- (35) *Ebenda*. S.164.
- (36) *Ebenda*. S.164.
- (37) *Ebenda*. S.164 ff.
- (38) Friedrich Wilhelm Henning, *a.a.O.*, in: *Deutsche Börsengeschichte*. S.18 ff.
- (39) *Ebenda*, S.19. なお、このルポール信用の利用法については、すでに以下の論文でロンバード信用との違いを含め詳細な説明が行われているので参照されたい。大矢繁夫「ドイツの銀行の証券信用業務」酒井和夫／西村閑也編著、『比較金融史研究』、ミネルプア書房1992年所収。
- (40) この時代の先物取引が完全自由化の中で遂行されたとみるのは、ヘニング氏の見解である。氏は次のように見ている。「この年から、(1896年—山口) 1931年以降の世界経済恐慌時の強固な干渉の時代まで、常に繰り返し諸規制について討議され、決定が行われた。基本的には取引所先物業務の完全自由化と完全、ほぼ完全な禁止との間での動揺を繰り返した。」Friedrich W. Henning, *a.a.O.*, in: *Deutschen Börsengeschichte*, S.25.
- (41) Rainer Gömmel, *a.a.O.*, in: *Deutsche Börsengeschichte*, S.158 ff.
- (42) Bernd Baehring, *a.a.O.*, S.146.
- (43) *Ebenda*, S.146 ff.
- (44) *Ebenda*, S.147.
- (45) 松野尾裕, 「ドイツ取引所アンケート委員会 (1892—93年)」, 『立教経済学研究』第43巻第1号, 1989年。「ドイツ帝国取引所法1896年6月22日」, 『立教経済学研究』第44巻第1号, 1990年。
- (46) 大野英二, 『ドイツ金融資本成立史論』1956年, 191ページ。
- (47) Rainer Gömmel, *a.a.O.*, in: *Deutsche Börsengeschichte*, S.170 ff.
- (48) Friedrich-Wilhelm Henning, *a.a.O.*, in: *Bankhistorischer Archiv*, S.22.
- (49) Rainer Gömmel, *a.a.O.*, in: *Deutsche Börsengeschichte*, S.173-176.

- (50) Friedrich-Wilhelm Henning, Börsentermingeschäfte in historischer Sicht, *a.a.O.*, in: *Bankhistorischer Archiv*, S.22 ff.
- (51) Rainer Gömmel, *a.a.O.*, in: *Deutsche Börsengeschichte*, S.176.
- (52) 取引所法の内容の要約については以下に掲示されている他, 全文については松野尾の紹介を参照のこと。Rainer Gömmel, *a.a.O.*, in: *Deutsche Börsengeschichte*, S.175, Bernd Baehring, *a.a.O.*, S.147, 松野尾裕, 資料「ドイツ帝国取引所法 1896 年 6 月 22 日」, 『立教経済学研究』第 44 巻第 1 号 1990 年。
- (53) Rainer Gömmel, *a.a.O.*, in: *Deutsche Börsengeschichte*, S.176 ff. なお, 取引所法改正へ向けた動きの流れについては, 以下を参照されたい。Berliner Börse (Hrsg.), *a.a.O.*, S.12-S. 14., 山口「紹介 Berliner Börse, *Berliner Börse 1685-1985*」前傾 193—195 ページ。
- (54) Rudolf Holferding, *Das Finanzkapital*, ——*Eine Studie über die jüngste Entwicklung des Kapitalismus*, 1968, Europäische Verlagsanstalt Frankfurt am Main, S.199 ff. 林要訳, 『改訳金融資本論』(大月書店), 230~232 ページ。
- (55) Friedrich-Wilhelm Henning, Börsentermingeschäfte in historischer Sicht. *a.a.O.*, in: *Bankhistorischer Archiv*, S.25.
- (56) Ebenda, S.27.
- (57) Bernd Baehring, *a.a.O.*, S.149, Rainer Gömmel, *a.a.O.*, in: *Deutsche Börsengeschichte*, S.178, 松野尾裕「ドイツ取引所アンケート委員会」前掲, 191 ページ。
- (58) Rainer Gömmel, *a.a.O.*, in: *Deutsche Börsengeschichte*, S.179. なお, ハンブルク証券取引所の成立過程については, 以下の文献が参考となる。赤川元章, 「貿易・金融中心地, ハンブルクの成立過程と世界市場」, 『三田商学研究』第 35 巻第 4 号, 1992 年 10 月。
- (59) Bernd Baehring, *a.a.O.*, S.152. ベーリング氏は, ディスコントゲゼルシャフトがフランクフルトのロートシルト家の墓守をすることとなったとも書いている。これは, ディスコント・ゲゼルシャフトがロートシルト家と血縁的にもつながりのあるためでもある。この点については, 以下を参照した。広瀬隆, 『地球のゆくえ』(集英社) 1994 年, 177 ページ。
- (60) Bernd Baehring, *a.a.O.*, S.132, 133, 139.
- (61) フランクフルトの夕刻取引所 Abendbörse については以下で言及されている。Bernd Baehring, *a.a.O.*, S.148, Rainer Gömmel, *a.a.O.*,

in: *Deutsche Börsengeschichte*, S.185.

- (62) ベーリングのこの著作を批評したフランツ・レナーは、特にこのことを強調している。Franz Lehner, *a.a.O.*, S.56.
- (63) Rainer Gömmel, *a.a.O.*, in: *Deutsche Börsengeschichte*, S.195 ff..

(1994 年度北星学園大学特別研究費による研究)

Die Bedeutung und Begrenzung der zentralen Börse in Deutschland

—Die Entstehung und Verfall der Berliner Börse (1)

Hironori YAMAGUCHI

Früher war die Berliner Börse eine zentrale Börse in Deutschland. Damals waren Berlin waren wichtige Finanzinstitute, wie z.B. die Reichsbank, der Kassenverein, Hauptfilialen der großen Banken und die Große Börse. So Berlin war der wichtigste Finanzplatz Deutschland und die Berliner Börse war das Model der andern Wertpapiermärkte in dort; Berlin war jedoch mit über 60% des Geschäftsvolumens ganz Deutschlands die wichtigste Börse.

Jetzt haben wir einige Material über die Börsengeschichte in Deutschland bekommen können. Die Berliner- und Frankfurter Wertpapierbörsen haben im Jahr 1985 jeweils Festschriften über ihre Geschichte herausgegeben und im vorletzten Jahr hat das Insitut für bankhistorische Forschung ein Buch mit dem Titel „Deutsche Börsengeschichte“ veröffentlicht.

Ich möchte die Geschichte der Zentralebörse Berlin in folgenden Teilen verfassen: ①Entstehungszeit (1871-1914) ②Entwicklungszeit (1914-1929) ③ Verfallszeit (1929-1945). In dieser Zeitschrift behandle ich nur die ①Entstehungszeit, die Teile ② und ③ erscheinen in den folgenden Heften.

Dieses Thema ist auch als Vergleichsgrundlage mit der Entstehung der Frankfurter Börse, die in den 1990'ger Jahren wieder als Zentrale Börse entwickelt wurde, interessant.

北星学園大学経済学部 北星論集第32号 正誤表

頁・行目	誤	正
23頁表①	ドイツの取引所に	ドイツの取引所の
93頁表中	ラファティ=ケルンズ	ラファティ=ケアンズ