

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—— (2)

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、前号〕
3. 第 1 次世界大戦を通じた展開過程
 - (1) 第 1 次世界大戦 (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)〔以上、本稿〕
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 次世界大戦と証券取引所とその崩壊 (1945 年まで)
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

3. 第 1 次世界大戦を通じた展開過程

前稿で述べてきたように、ここで取り扱う時代は、証券取引法等により規制が加えられたとはいえ、自由主義経済にもとづいた経済運営が行

われた時代である。この点は、それ以前の時代、自由主義的で政府介入があまり存在しなかった時代とも、また次ぎに取り上げるナチス期に入ってからの統制経済の時代とも異なる。さらに、このワイマール共和国時代の経済は、第2次大戦後の西ドイツ経済への繋がりという関連では、目次の4で取り扱う統制経済と同様に、一大変革を体験したといわざるを得ない。K. E. ボルン教授はこの時代を次のように特徴付けている。「第1次世界大戦は、第2次世界大戦以上に近代世界における深い断絶と注目すべき転機を意味した⁽⁶⁴⁾」と。

このような転機は、信用制度と証券市場で一大変革をもたらした。第一には、信用銀行における株式発行業務が縮小したこと。第二に、証券売買業務、とりわけ先物取引業務が、取引所外で行われるようになったこと。具体的には銀行間での内部市場において取引されるようになったこと。第三に、第1次世界大戦での国債販売を契機として、貯蓄銀行と信用協同組合がユニバーサル・バンク化したものの、戦後の資本不足から、ユニバーサル・バンク全体ではその機能力が低下したことである。

そしてこれらの変革過程は、第1次大戦による財政支出の増加、及びその結果としてのインフレ経済、戦後の戦時賠償金の支払い、ラインラントの連合国による占領という、特殊な社会・経済事情の中で進められた。先に取り上げた、ドイツの信用制度と証券市場をめぐる転機は、以上のドイツ経済・社会を取り巻く外枠に条件づけられて進行したのである。まさに「根本的構造変化⁽⁶⁵⁾」と言うべきものであった。

このような以上の状況下で、中央資本市場としてのベルリン証券取引所は、紆余曲折と動揺を伴いながらも、しだいにその地位を一步一步固めてくる。本稿では、このベルリン証券市場の中央資本市場としての機能と役割について、この時代を次の三つの時期に分けて取りあげていくことしたい。第一には、第1次世界大戦の勃発の中で軍事財政支出が増加した時期、第二に戦争により惹起されたインフレ、特に戦後のハイパー・インフレが発生し、これが克服されていく時期、第三にインフレが収められた後の相対的安定期と呼ばれる時期である。なお前稿に続き、この時期における、中央資本市場としてのベルリン証券取引所の地位及び地域取引所の関連について、『ドイツ証券取引所史』に基づいて一定の整理をしておきたい。

(1) 第1次世界大戦

第1次世界大戦を遂行するに当たって、ドイツはその戦争財政支出を、税収と公債発行により準備した。ポルン教授の整理では、リーサーが1913年に18億マルクと軍事費を見積もっていたこと、アドルフ・ワーグナー-Adolf Wagner及びヨハン・プレング Johann Plengeが、世紀交代期前後の年に戦争遂行のための直接税を想定していたこと、さらにユリウス・ボルフ Julius Wolfが、個々の領邦での所得税と資産税のライヒの管轄強化及び間接税の徴収を考えていたこと、また他に、ハインリッヒ・ディーツル Heinrich Dieztlが、1912年の著作で戦争債による資金調達⁽⁶⁶⁾が税金よりも重大であるとの見解等が紹介されている。

実際には、当初ドイツ帝国の戦時課税は、戦時の国家支出の13.7%と英・米の28ないし29%とよりも低いものであった。その分を各領邦への課税強化で補足していたが、戦争開始から3年目の1916年より所得税、資産税、消費税等本格的戦時課税を課すこととなった。このため、特別戦時課税は1916年から18年に73億マルクとなり、「第1次世界大戦の通常国家収入の1/3となった⁽⁶⁷⁾」という。

また、他の重要な戦時財政収入を増加させた手段は、政府手形 Reichsschatzwechsel と政府債 Schatzanweisung の発行であった。1914年9月から戦争の集結した1918年9月までに、9種類の戦争債が発行され、合計992億6,500万マルクの資金が調達された。また、このうち、512億マルクは負債を軽減するための借換え目的をもつ短期債⁽⁶⁸⁾であったという。また、これらの発行のために、各種法律が準備された。

ところで、第1次世界大戦が開始されたのは、1914年8月1日であった。証券取引所では、すでに同年6月28日のサラエボ事件勃発と7月20以降、一つの銀行の売り推奨により、相場は崩壊をみせ始めていた。このため7月30日にはベルリン取引所が閉鎖となり、公式の相場建てが、先物取引を含めて停止された。この停止が公式に解除されるのは、現物取引については1917年12月以降であり、この時から株式の相場が再開されるようになった。しかし、先物取引の禁止は1925年10月1日まで継続した。

この取引所閉鎖の目的をベーリング氏は、以下の三点にまとめている。第一に、公的資金需要を有利とするため、民間発行者の資金需要を抑制

すること、第二に、帝国債が相場を形成することを妨害すること、第三に、相場を操縦してドイツの金融市場をパニックに陥れるために投資を行う敵国の目論見をつぶすこと、という目的である⁽⁶⁹⁾。

しかし、取引所が閉鎖されたからといって、証券取引のすべてが否定され売買が停止されたわけではないことを、ヘニング教授が『ドイツ取引所史』の中で、以下のように詳細に紹介している。

「取引所の閉鎖の後でも証券先物取引は、禁止処置にもかかわらず、すべてが否定されたわけではなかった。形式上は取引所の外部で、すなわち銀行間で行われた。当初は、『銀行口座』から『銀行口座』へという形で、それどころかその後では、公式に意見交換が行われる取引所の空間でさえ行われた。勿論当局はこのことを好ましいとは考えていたわけではないが、少なくとも証券市場の一部を構成するという利点については、取引所機能を維持するのに有効な事態であると認めていた。大衆の一部は、所有している証券を戦時公債へ変換しようという希望を持っていた。その他に、このような疑似取引所 Quasibörse は、銀行が保有する外国証券を中立国で販売するために、水門を開いておく仲介者としても必要とされた。それは、ライヒス・バンク⁽⁷⁰⁾の外国為替ポジションを改善することにもなった。」

このように、戦争勃発に伴う取引所閉鎖により、証券及び外国為替の取引が損失を被ったにもかかわらず、国家の取引所への介入は、決定的なものではなかったこと、そして取引所の市場性が取引所外取引という形態をもって維持され続けたことを、ヘニング氏は強調する。この点で、次稿で取り上げる予定の1930年代の戦時統制経済とは、相違があることを、筆者としてもここであえて指摘しておきたい。例えば、戦争前にすでに約定されていた先物契約の清算が、開戦とともに引き延ばされていたとはいえ、1915年の11月には、決済されるようになったことにも見てとることができる。

ただし、市場経済が維持されたとはいっても、それは変則的で、かつ制約を受けたものであったことも事実である。というのは、証券取引の場が取引所を離れたというのみならず、取引方法も変更を余儀なくされたからである。すなわち、それまで書面で行われていた相場報告書の交

換が禁止され、口コミによる情報交換しか認められなくなったり、1916年まで外国為替取引が禁止され、敵国証券の売買が障害を被ったこと、また中立国の証券の売却が困難となったこと（「外国証券を追い出せ。」⁽⁷¹⁾）等に見られる。さらには、1917年末に取引所政策が変更され、取引所において再び証券取引が再開されたものの、12月以降認められた相場建ては株式流通のみであり、公社債、特に国家証券は、この時も依然として停止状態に置かれていた。こちらは、かなりの程度戦時経済に拘束され、「半非公式に相場がまとめられ、銀行に伝えられた」ということであつた。⁽⁷²⁾

以上みたように、第1次世界対戦の準備過程から、各種の経済政策手段を駆使した戦時経済が運営された。その結果としてインフレが発生することとなった。貨幣量の増加をみておくと、ライヒス・バンクの銀行券は戦争開始年次の1914年には、29億マルクから42億4千万と直ちに2倍に膨れ上がり、その後しだいに増加を続け、終戦時の1919年には186億マルクとなった。また、市中銀行のそれも1億3,400万マルクから1918年の2億8,300万へと膨張。ライヒス・バンクは金準備を紙幣 Reichskassenschein 流通の1/3までとすることが義務づけられていて、1914年の段階では12億5千万マルクを用意していた。その後1918年までに22億6千万マルクの金を、中立国からの緊急輸入等で手当された。さらに紙幣流通に対する不足分は、金と並ぶ第1級準備である貸付金庫銀行券 Darlehenskassenschein で補足された。このことは、金兌換停止を決めた1914年の諸通貨立法ですでに認められていたことであつた。このような通貨の膨張に伴い、マルクの対外相場は低下し、ベルリンの対ドル相場は、'14年7月の4.20ドルから、'18年11月の7.43ドルとなった。また国内購買力の低下も著しく、1913年を100とすると'18年には卸売物価で238、小売（家財・衣料品）で610という数値がボルン教授により紹介されている。⁽⁷³⁾

そこで次に、戦時経済への移行とインフレ経済の進行に伴い、ドイツの銀行システム及び銀行業務がいかなる変容をとげてきたのか、という点に焦点を当てて記述を進めることにしたい。

ボルン教授の記述によると、戦争の影響は次ぎの諸点に表れたという。第一には、国際業務と不動産業務で銀行が制約を課せられたこと、特に

表② ベルリン大銀行の借方と貸方

年次	金融機関の数	貸借対照表総額	借 方					貸 方				
			現 金		手形	政府手形と政府債	有 価 証 券			債 務 者 並 び		
			総額	ライヒス・バンクと郵便局の小切手			総額	ライヒと州の債券	株式	証券引当への参加	総額	対金融
1913	9	8 391	380	127	1 880	812	215	373	4 854	1 163		
1923	7	1 750	107	45	307	1 109	246	1 109	496	773		
1924	8	4 439	233	1 062	141	5	2 677	2 677	496	773		
1925	8	6 141	290	1 492	147	1	3 880	3 880	897	897		
1926	8	8 016	294	1 762	189	14	5 434	5 434	1 776	1 776		
1927	8	9 825	361	2 044	256	16	6 824	6 824	1 798	1 798		
1928	8	12 673	432	274	2 667	152	297	147	8 760	2 476		
1929	6	13 765	426	257	2 595	442	379	168	9 595	2 325		
1930	6	12 976	431	256	2 028	545	340	19	9 307	1 806		
1931	5	9 618	365	233	1 186	348	641	356	6 590	838		
1932	5	8 803	254	143	1 222	497	791	475	5 626	618		
1933	5	7 917	254	135	1 200	548	692	386	4 860	503		
1934	5	7 687	245	125	1 509	494	775	301	4 324	410		
1935	5	7 590	322	149	1 524	613	881	401	98	114		
1936	5	7 653	336	152	1 991	442	995	443	123	121		
1937	5	8 071	335	2 541	407	988	437	179	3 442	391		
1938	5	9 012	439	235	2 146	1 229	1 151	603	164	103		
1939	5	10 144	502	278	2 040	2 628	867	347	83	3 774		
1940	5	12 995	625	2 167	5 139	1 698	1 171	212	3 010	270		
1941	6	18 581	786	2 286	8 787	2 534	2 050	208	3 803	321		
1942	6	21 940	855	2 589	11 348	2 014	1 525	212	4 713	343		
1943	6	25 959	1 122	2 560	13 774	2 144	1 716	207	5 853	419		
1944	6	31 063	542	1 519	21 109	1 980	1 566	184	8 033	489		
1944*	6	32 125	1 409	3 105	19 873	1 894	1 515	184	5 507	424		

年次	貸借対照表総額	債 務 者										引当金	
		総額	非金融機関並びに外国銀行					借入金					
			総額	要求払預金と定期預金	貯蓄預金	ドイツの金融機関	銀行間信用債務(レトロ債務)	第三者利用可能債務	引当金				
1913	8 391	5 149	2 681	2 254	2 254	427	2 439	29	1 391	19			
1923	1 750	1 102	3 455	2 974	2 974	481	199	19	19	19			
1924	4 439	3 654	4 455	2 974	2 974	481	199	19	19	19			
1925	6 141	5 122	4 740	4 196	4 196	544	382	234	234	234			
1926	8 016	6 767	6 474	5 748	5 748	726	293	332	332	332			
1927	9 825	8 323	7 691	6 928	6 928	763	412	412	412	412			
1928	12 673	10 984	9 604	8 433	8 433	1 171	1 350	472	472	472			
1929	13 765	12 038	10 161	9 219	9 219	942	1 877	513	513	513			
1930	12 976	11 130	9 017	7 984	7 984	1 033	2 113	701	701	701			
1931	9 618	7 823	6 331	5 555	5 555	976	1 292	947	947	947			
1932	8 803	7 326	6 231	4 946	4 946	1 285	1 095	759	759	759			
1933	7 917	6 506	5 869	4 380	4 380	1 289	637	786	786	786			
1934	7 687	6 274	5 804	4 765	4 560	1 039	470	772	772	772			
1935	7 590	6 160	5 499	4 677	4 202	475	55	822	244	417			
1936	7 653	6 341	5 738	5 022	4 491	531	70	716	241	362			
1937	8 071	6 781	6 290	5 531	4 870	661	759	176	315	603			
1938	9 012	7 627	7 211	6 379	5 513	866	832	131	285	668			
1939	10 144	8 804	8 501	7 596	6 513	1 083	220	905	102	201			
1940	12 995	11 699	11 411	10 417	8 901	1 516	994	105	183	495			
1941	18 581	17 220	16 950	15 705	13 346	2 359	1 245	97	173	451			
1942	21 940	20 488	20 201	18 930	15 369	3 361	1 271	110	177	465			
1943	25 959	24 450	24 184	22 679	18 236	4 443	1 505	118	178	384			
1944	31 063	29 393	29 088	27 622	22 272	5 350	1 466	127	178	346			
1944*	32 125	30 605	30 301	28 767	23 087	5 680	1 534	124	180	316			

- 1913年以降は、ベルリン商事銀行を、又1924年以降は帝国信用銀行を含む。1931年にはドレスデン銀行がダルムシュタット国民銀行を合併。1941年以降は、ドイツ労働銀行を含む。
- 主として6%利付きドル手形(ドル・ノート)で、1927年にドイツ銀行が2,500万ドルの信用をベースに振り出し、1932年以降支払いをしていったものである。

中央資本市場としてのベルリン証券取引所

1923年—1944年

(百万マルク/R マルク)

短期貸出 機関		借 方											年次			
		対非金融機関		長期貸出					資本参加							
		総額	流通中 在庫中 商品への 借入	総額	抵当 債権	自 体へ の貸出	その 他 長期 貸出	総額	金融機 関に する もの	不動産 (土地、 建築物)	未払込 資本金	その 他 借方				
金融機 関への 預金	銀行から の借入															
377	826	3 691	510	.	.	.	.	.	.	297	297	152	.	.	16	1913
478	18	607	74	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	188	1923
727	46	1 904	261	.	.	.	.	.	.	144	.	174	.	.	8	1924
748	149	2 983	479	.	.	.	.	.	.	138	.	177	.	.	17	1925
932	844	3 658	503	.	.	.	.	.	.	144	.	177	.	.	16	1926
1 178	620	5 026	868	.	.	.	.	.	.	120	.	174	.	.	46	1927
1 361	789	6 284	1 642	21	.	.	.	.	21	135	135	200	.	.	9	1928
1 299	562	7 270	1 972	.	.	.	.	.	.	111	111	213	.	.	4	1929
1 011	353	7 501	2 116	.	.	.	.	.	.	114	114	207	.	.	4	1930
396	132	5 752	1 228	.	.	.	.	.	.	133	133	215	128	.	12	1931
249	32	5 008	963	.	.	.	.	.	.	145	145	234	.	.	34	1932
189	24	4 357	583	.	.	.	.	.	.	121	121	215	.	.	27	1933
149	22	3 914	391	.	.	.	.	.	.	97	97	212	.	.	31	1934
123	13	3 538	282	77	37	.	.	40	40	91	79	215	.	.	11	1935
125	18	3 241	256	58	41	.	.	17	39	74	204	.	.	.	6	1936
135	14	3 131	281	61	44	.	.	17	80	77	200	.	.	.	7	1937
147	11	3 354	296	53	44	.	.	9	110	96	197	.	.	.	10	1938
101	17	3 479	199	58	40	.	.	18	111	100	192	.	.	.	12	1939
98	8	2 740	190	39	34	.	.	5	.	.	.	.	.	.	317	1940
162	8	3 482	171	41	37	.	.	4	.	.	.	.	.	.	344	1941
166	12	4 370	227	39	31	.	.	8	.	.	.	.	.	.	352	1942
289	17	5 464	183	49	25	.	.	24	.	.	.	.	.	.	357	1943
281	4	5 091	134	44	21	.	.	23	.	.	.	.	.	.	359	1944*
278	4	5 083	98	28	20	.	.	8	.	.	.	.	.	.	306	1944*

長期借入 機関		貸 方											年次			
		内 訳		資本参加					その他の貸方							
		金融機 関からの 長期 借入	相互計 算借入	流通中 の債券	資本金	準備金	その 他 の 積立金、 繰入金 修正 金	その 他 の 貸方	保証等 目的 の 拘束金	独自の 償還金	手形 裏 書 人 の 責任 金					
総額																
.	1 250	385	.	.	.	216	461	.	.	.	.	1913
.	474	174	.	.	82	.	.	.	.	.	1923
.	684	.	.	.	.	.	.	.	.	.	1924
.	695	.	.	.	90	.	.	.	.	.	1925
.	789	.	.	.	128	.	.	.	.	.	1926
.	854	.	.	.	47	.	.	.	.	.	1927
189	595	302	.	.	128	516	.	.	1 025	.	1928
192	588	329	.	.	108	676	.	.	1 070	.	1929
189	553	330	.	.	73	642	.	.	1 251	.	1930
189	512	115	.	.	32	545	.	.	1 637	.	1931
129	442	100	.	.	37	448	.	.	843	.	1932
86	428	80	.	.	51	395	.	.	914	.	1933
58	428	80	.	.	75	373	.	.	672	.	1934
58	428	80	.	.	34	76	394	.	.	512	1935
20	.	41	34	428	80	34	76	77	76	56	494	.	.	803	1936	
30	.	17	30	428	77	.	138	.	.	65	.	.	.	606	1937	
10	.	17	.	428	96	519	.	.	.	118	672	3	.	389	1938	
20	.	18	.	428	119	.	65	.	.	107	690	1	.	359	1939	
6	.	5	.	.	617	.	.	.	.	178	.	.	.	242	1940	
5	.	4	.	.	708	.	.	.	.	197	.	.	.	143	1941	
9	.	8	.	.	748	.	.	.	.	230	.	.	.	55	1942	
25	.	24	.	.	768	.	.	.	.	302	.	.	.	94	1943	
24	.	23	.	.	768	.	.	.	.	532	.	.	.	82	1944*	
9	.	8	.	.	773	.	.	.	.	422	.	.	.	79	1944*	

3, 1944年9月30日付けの中間報告。

4, 1944年12月31日付けの中間報告。

出所：Deutsche Bundesbank: Deutsches Geld-und Bankwesen in Zahlen 1876-1975, 1976, Frankfurt am Main, S.78-79.

外国為替業務は1916年の取引解禁後もライヒス・バンクと大銀行18行に限られたことである。第二に証券発行(コンソーシウム)業務で後退がみられたこと(表②)、第三にインフレに伴いバランス・シート中の「当座勘定売掛」項目に多大の損失を被ったこと、政府手形購入により銀行の他人資産が増加したことであった。このうち、発行コンソーシウム業務の後退と自己資本比率の低下に繋がる銀行の資本構成の変化は、次ぎに取り上げるナチス期にさらに強められ、これによって第1次世界大戦前のドイツにおける銀行制度が大きな変貌を遂げていくという点で、非常に重要な問題を内包している。これについては、後で詳しく取り上げたい。

次にヘニング氏の記述を読むと、別の視点が強調されている。それは、証券と取引所の閉鎖に伴う銀行の対応、具体的には、取引所外部での取引に関連する問題である。まずこの取引方法についてみると、二つの方法があるという。第一には、取引所仲立人 *Börsenmakler* 同士が非公式な集まりを持つという方法、第二には、仲立人事務所間で契約を締結するというものである。いずれにしる取引所市場を補足する自由市場であった。特に後者は1914年以前から拡大する傾向にあって、その中でも重要な取引は、ベルリン大銀行が取り仕切った証券売買であった。「大銀行は、数多くの支店を持ち、広範な地域にわたる顧客と資産力のある国民各階層⁽⁷⁴⁾に対し、広範囲に及ぶ業務分野をカバーしていた」という。このため、第1次世界大戦開始の10年前から展開した商習慣と結合して、取引所取引はますます証券市場の一部でしかなくなっていたのである。この問題は、前稿で取り扱ったヒルファードィングの『金融資本論』中の記述で見られたことであるが、この傾向が20世紀初頭から拍車をかけられていったと、考えざるを得ない。

当時のドイツでは、証券取引の市場集中義務が明確はとなっていない、取引における商人のイニシアチブと権利が当然のものとして認められていた。また、ケルン取引所のように、開戦に伴い1915年の始めから軍需産業会社の配当証券に焦点があてられ、特定人物や特定企業による投機が行われていたとの報告もあるという。そして、取引所仲立人や委員会に代わり、この取引所外取引の仲裁者として振る舞っていたのが銀行業者であった。彼らが相場建てを行い、結果として公正さが損なわれた

可能性は高いと考えられる。特に大銀行は、委託取次業者としてではなく、契約当事者として立ち現れ、益出し Kursschnitten 目的でこのような相場の不透明性を利用したといわれている。ケルンの取引所等では、この様な事態に対し取引所規則へ補足を加え、規制をしようとした。すなわち、取引所理事会が戦時中の取引参加者の業務と価格及び相場に対し、一定の原則を提示し、これを守らない者を取引所業務から締め出すというものであった。⁽⁷⁶⁾ただし、このような戦時下でも国家の干渉によらず、取引所の責任において監督が行われ、証券業務については、取引所外取引であっても一定の自由を保証されていたことは、注目に値することを付け加えておきたい。

なお、1917 年末ないし 1918 年初頭からケルンを始め諸取引所が再開されたものの、ハノーファー取引所の如く、第 1 次世界大戦終結まで再開されなかった取引所もあった。1918 年以降は、「ベルリンの主要相場がドイツ帝国の包括的取引所として認知され、ケルンその他の地域取引所は、ベルリンの相場価格を指向するようになり」、⁽⁷⁷⁾地域間での裁定が働いていたということであった。

(2) インフレの克服 (1924 年まで)

第 1 次世界大戦後から世界恐慌突入までの時代は、独特の特徴と雰囲気を持つ時代である。高度の時賠償支払い義務を負い、経済過程は高進するインフレの中にあり、外国為替についてはドイツがその主権を完全には回復していなかった。また、政治的にはラインラントが占領下に置かれ、不安定な状況が続いていた。さらに社会的にも、失業者の増加という問題があった。⁽⁷⁸⁾すべてが混沌の中に置かれたと云ってよいであろう。ベーリンク氏によると、「インフレは 1918 年に武器の音が鳴り止んだ時に、出現した」⁽⁷⁹⁾という。この戦後インフレについては、ボルン教授が、次ぎの五つの経済局面に分けて分析しているのがわかりやすいので紹介しておきたい。⁽⁸⁰⁾

- ① 1918 年 11 月～20 年 3 月、インフレが出現し、通貨価値が下落する。
- ② 1920 年 3 月～21 年 6 月、相対的安定期 (カップ一揆鎮圧, エルツベルガーの財政改革)

- ③ 1921年7月～22年6月，インフレが加速する。
- ④ 1922年7月～23年1月，インフレが急進する。
- ⑤ 1923年1月～23年11月，ハイパー・インフレが出現する。(1月に行われたフランス・ベルギーによるルール地帯の占領に伴うもの)

以上のインフレ局面を数量的にみておこう。まず流通紙幣(ライヒスバンクと貸付金庫の銀行券)とマルクの対ドル相場で、以下のようになる。

	流通紙幣量 (マルクM)	マルクの対ドル相場 (ベルリン)
・1918年(11月)—————	285億M—(11月)	7.43M
・1919年	—(5月)	13.50M
	—(12月)	48.43M
・1920年(3月)—————	595億M—(2月)	103.75M
	—(5月)	34.75M
	—(11月)	87.75M
・1921年(6月)—————	846億M—(1月)	55.50M
	—(11月)	270.00M
・1922年(6月)—————	2,953億M—(1月)	192.00M
	—(11月)	9,150.00M
・1923年(1月)—————	668兆7,020M—(1月)	4万9千万M
	—(7月)	110万M
	—(11月9日)	6,300億M
	(11月)—————	4 垓33京8,326兆M—(11月15日) 4 兆 2 千億M
	(11月20日)—————	沈静化

数字を整理すると、今日の累積債務問題を上回るような驚くべき数値である。このインフレについて、ポルン教授は今日のドイツにおける理論的、歴史・社会的研究成果を整理しているが、ここでは、このインフレがドイツの戦勝国に対する巨額の戦時賠償支払いを巡る、極めて政治的な問題の結果であったことを指摘するにとどめたい。この結果、17

億金マルクの貨幣賠償と198億7,600万マルクにのぼる物的賠償支払いが帝国政府の財政を圧迫した。当初ライヒス・バンクは財政節約でインフレを除去することは可能とみていたものの、1921年夏の時点でこの見通しが甘いことを認識する。すなわち、賠償期間及び債権償還期限の延長という、外国の支援がなければ不可能と悟ったわけである。しかし、1922年から'23年にかけて、木材供給をドイツが履行しなかったことを理由にフランス・ベルギーがルール地帯の占領に乗り出す。ドイツ側は、これに対しジェネラル・ストライキという「消極的抵抗」を試み、鋳工業生産が停落ち込んでいった。(工業生産指数1913年=100, '20年=61, '21年=73, '22年=80, '23年=52。)

結局、インフレの克服は、国内外の政治的、経済的な四つの手段によって解決をみた。まず始めに1923年11月に、ドイツ国内において、レンテン・バンク Deutsche Rentenbank が創設され、土地抵当権を担保とした(土地所有者の出資に基づいた)レンテン・マルクが発行された。(1レンテン・マルク=1兆マルク, 4.2レンテン・マルク=1ドル)。そして第二に、'24年4月7日に、ライヒス・バンクはすべての信用を停止した。第三に、欧州諸国間のみでは解決のつかなかった賠償支払い問題についてはアメリカが仲介した。すなわち'24年8月のドーズ・プランが締結される。そして最終的には、10月のライヒス・マルクの導入により、経済過程は安定を取り戻した。

ここでこの時代の証券市場に目を転じてみよう。当時は空前の貨幣価値の下落の中であって、インフレによる価値下落をしない商品が求められていた。「このため、実質価値 Sachwert が注目を浴びた。投資家は、はっきりと目に見える資産である株式や鋳業会社の鋳山株 Kux に殺到した。これらは価値を確認できる土地、石炭からカリ、銅、鋳石に到る鋳物資源、実在する『物』である。」⁽⁸¹⁾

債権、特に公社債は敗戦とインフレで実質価値が失われ、この結果1919年以降証券市場では株式へと資金が流入するようになっていた。空前の株式投機が行われ、株価が上昇した。この株価上昇の数値については、ベーリング氏の記述中にフランクフルト証券取引所についての興味深いものがあり、この時代の取引所の様子がうかがうことができるため、以下に紹介しておきたい。

- ・「株式相場の指標は、平和であった戦前の最後の年の数値（1913年＝100）と比較すると、1919年には105となり、1920年には205とほぼ2倍となった。1921年には432へ飛躍した。そして1922年には熱狂して、2059へと上昇した。⁽⁸²⁾」
- ・「相場は1922/23年には際限がなくなり、1万から1兆の間を動揺した。商工会議所の立会場の入場者には、立会時間の間、閣雲に大きな喧騒と叫び声が鳴り響いていた。びっしり満杯のホールでは、騒乱とひしめきが支配していた。銀行員とマークラーは、ホールと通路に設置された電話ボックスに辿り着こうともがいている。他にシェーペラー Schepeler とか黒楯の獅子 Schwarzschild-Ochs 等の多くのフランクフルトの老舗商品取引商会在、その場で銀行に注文を繋ごうとしている。」⁽⁸³⁾（フランクフルト証券取引所での無名者の証言）

以上の状況で、株式市場を中心とした資本市場は、空前の活気を取り戻すことになった。かつて外国証券をも含む国際的な債権市場であったフランクフルト証券取引所の統計では、株式の占める比重は1913年には上場証券の13%でしかなかったのに、1921年には68%となっていたという。このような状況についてフランクフルト市の商工会議所の報告

表③-1 株式会社数と資本金 1870年—1922年

年次	株式会社数	資本金(10億M)
1886	2 143	4,876
1891	3 124	5,771
1896	2 712	6,846
1902	5 186	11,968
1906	5 060	13,849
1909	5 222	14,737
1913	5 486	17,357
1919	5 345	20,284
1920	5 657	29,027
1921	6 636	49,352
1922	9 558	103,739

表③—2 株式会社数と資本金 1925年—1943年

年次	株式会社数	資本金(10億RM)
1925	13 010	19,121
1926	12 343	20,655
1927	11 966	21,542
1928	11 690	22,885
1929	11 344	23,728
1930	10 970	24,189
1931	10 437	24,653
1932	9 634	22,264
1933	9 148	20,635
1934	8 618	19,791
1935	7 840	19,556
1936	7 204	19,225
1937	6 094	18,705
1938	5 518	18,745
1939	5 353	20,335
1940	5 397	21,494
1941	5 419	24,908
1942	5 401	29,061
1943	5 359	29,736

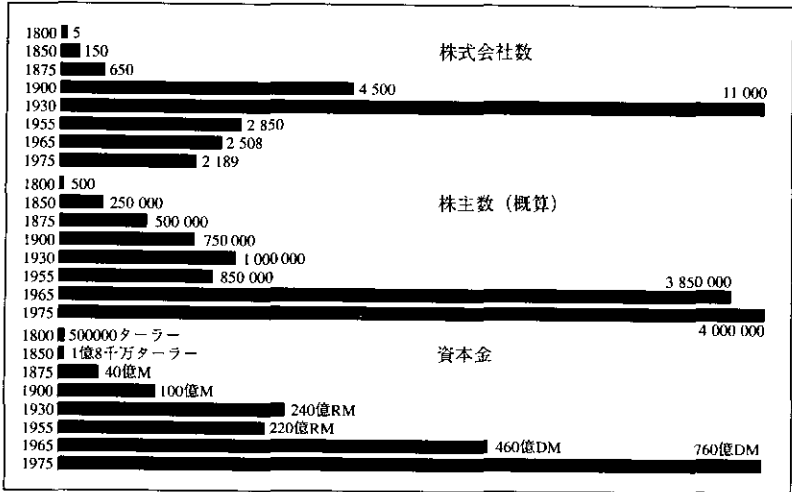
資料：Deutsche Bundesbank, Deutsches Geld-und Bankwesen in Zahlen 1876-1975.

出所：Ulrich Fritsch, Mehr Unternehmen an die Börse, Bedeutung und Möglichkeiten der Publikums-Aktiengesellschaft, 1978, köln S.12-13.

を引用しているペーリング氏の記述を拾うと以下のような表現が散見できる。「破局を伴う株価騰貴」(1919年)、「特定企業株の大量買い」(1920年)、「市場からの逃避」,「夕刻取引所の閉鎖」(1921年)等。

また、この騰貴と投機を引き起こした手段について、プリオン W. Prion の記述を同氏が紹介している。「プレミアムなしの新株引受権の提供」,「ボーナス株 Gratis-aktie の発行」,「プレミアムの利用」,「水増しされた株式資本」⁽⁸⁴⁾等。これらの手段を、戦後インフレと株価投機のどさくさに紛れて企業合併を押し進めた諸企業が利用していた。すなわち、ヒューゴー・シュティンネス Hugo Stinnes やオットー・ボルフ

図② 株式会社数、株主数、資本金 1800—1975年



資料、出所：表③1・2と同じ

Otto Wolf, フリードリッヒ・フリック Friedlich Flick などの個人企業である。また、それまでは株式会社ではなかった多くの個人企業が株式会社形態へ移行したり、戦後に株式会社が新設されたことも証券市場の活性化につながった。(表③—1・2, 図②)

次に銀行集中について簡単に触れておこう。この時代の銀行集中運動の経済的背景、産業資本の独自の金融との関係については、すでに生川栄治氏が当時の文献と最近のドイツ銀行集中史の文献を利用して、明快な整理を加えている。⁽⁸⁵⁾ 小稿では、さまざまな社会的変革をもたらしたこの時代のインフレが、やはり銀行合併に対しても促進的作用をもたらしたことについてのみ言及しておきたい。

その要因としては、ボルン教授の記述を整理すると以下のようなものが挙げられる。①貨幣減価に伴う銀行の保証自己資本の低下を補う必要性、②インフレによる預金口座数の増加とそれに要する事務作業量の激増、③銀行員の増員とその結果としての労務・人件費の膨張である。「銀行制度におけるインフレの最大の作用は集中プロセスの拡大であり、言い換えると大銀行の拡張であった。これは、特に地方及び地域諸銀行

の買収によって進行していった。⁽⁸⁶⁾この結果それまでは英・仏と比べるとわずかの支店しかもっていなかったドイツの銀行が、一挙に支店性銀行へと変身したという。(1917年に182の支店をもっていた7行がインフレ末には1,200の支店をもつようになった例。)

ところで、銀行による株式発行業務は、先に触れたように、第1次世界大戦中にはそれまでと比べ低下をみせていた。この傾向は、第1次世界大戦後も引き継がれていて、ポルン教授は、この点に関して次のような断定を下している。「産業界はインフレ期間中には、資本市場に対する銀行の仲介機能を求めることが少なくなった。このため、多くの銀行において証券発行業務が、他の銀行業務と比べ後退した。」⁽⁸⁷⁾ただし、この判断は、あくまで銀行の預金・貸出業務との関係のみのものである。(表②) また、マンフレート・ポール Manfred Pohl 氏の研究成果等を検討した結果、生川氏もこれが妥当するのは、1918年からインフレの収束する'24年までのこととして限定していることには注意しなければならない。⁽⁸⁸⁾

しかし証券発行業務の低下にもかかわらず、この時代においても、株式大銀行が、証券取引所での地位を一段と高めていた事実があったこともまた、見逃すことはできない。それは以下のような様々な経済、経営的要因に基づき、証券流通業務の分野では相変わらず大銀行が活躍の場を見出したためであった。しかも、銀行と証券業務を兼営するという、ドイツの銀行の特性がこの時代にも遺憾無く発揮されたことについては、以下の如きヘニング氏による指摘がある。

それは、第一には、ドイツの銀行が証券業務を兼営することに基づく。まず、証券の自己売買業務により、投機利潤の取得が可能である。そしてこれは、証券発行体の発行支援を目指すためにも利用されうる。さらにインフレ時代には、所有株式の質と構成を改善するポートフォリオ政策が銀行の証券業務に加わった。

第二に、銀行はブローカー業者としても取引所で売買するが、この時代「その主要任務は、裁定取引の遂行であり、この場合にはアービトラージャーとなり、相場の調整に参加する」⁽⁸⁹⁾というものであった。これらを組み合わせることで相場操縦が行われる可能性は十分考えられことはいうまでもない。

第三に、第1次世界大戦末からは、銀行の証券取引所内の業務が、外国為替業務を含め場外取引業務へと拡張された。これらは、外国為替と証券先物取引が規制されたために、独自の銀行間市場が形成されたことに基づいていた。特に、ケルン取引所では、第1次大戦後に、ラインラント地域がライヒの為替管理外に置かれたために、外国為替業務で独自の展開が行われた。

この場外証券取引は、戦後も店頭市場として取引が継続され、コントロールがなされないという問題を伴っていた。具体的には、本店間調整 *Ausgleich der Spitzen* が行われたため、取引所の取引量が狭められていた。さらには、戦後も取引所では禁止された、証券先物取引が、特にベルリン大銀行を中心として、相変わらず同じように銀行間において継続されたという。原因は、インフレによる貨幣減価を証券取引の利鞘で相殺することであったが、公正な価格形成という点では、極めて問題が多かったのではないかと、考えざるを得ない。

ただし、先にみた証券業務の問題について、監督当局が手をこまねいていたのではなく、様々な規制が考案され、規制を強化しようという努力が払われていた。この点に関しては、ヘニング教授が詳細な分析を加えている。それによると、諸規制と市場の整備は以下の諸点について行われた。①取引所への入場者の規制、②取引所理事会の仕事の明確化、③証券業務内容、特に店頭取引と外国為替取引の規制、④有価証券の保管・振替機関の創設である。

まず第一に、取引所入場者規制についてみよう。ハンブルクでは1921年から、それまでは自由であった入場者に対して登録が義務付けられ、認可証が必要とされることになった。ベルリンでは、1896年の取引所法により、新規入場者については3人の保証人が必要、との認可条件が付されていた。女性は戦争末期まで閉め出されていたが、1922年以降の法律変更で条件付きで許可されるようになった。また、1932年2月にはプロイセン商工大臣の行政指令が出され、各取引所は、取引業者リストを二種類に分けて作製するように義務付けられることになった。第一種は、取引所へ入場し、取引所で業務を締結する、無限責任を負う全銀行業者。第二種は、取次業務のみを営む有限責任の業者であった。⁽⁹¹⁾ さらに業務上の対立を避け、調整するためにベルリン等で以前

から設置されていた特命仲裁管理人または仲裁委員会の制度が、この時期に各取引所に普及した。1921年にはケルンで、3人から成る専門委員会が仲裁機関となり、これが公式市場における相場確定及び店頭市場の規制の仕事を引き受けるようになった。

第二の取引所理事会の任務は、主として取引所規則が遵守されているかどうかを監視すること、また取引所全体を監督することであった。またこれと並んで、取引所入場者と取引証券に対する認可も大事な仕事であった。しかし、これは専門的に確立された業務になっていなかったが、後者に関しては大きな取引所では独自の機関を設置し、理事会の仕事が軽減された。というのは、取引所はドイツでは取引業者の自己管理的組織、共同体というものであり、理事会は取引所参加者によって選ばれ、地域商工会議所と共同で運営されたためであると、ヘニング氏は説明している。なお以上のことは、証券のみならず、商品取引、外国為替についても同様であり、それらの諸市場は、相互の関連性をもっていたとい⁽⁹²⁾う。

これと関連して第三に問題とされたのが、1919年以降にも継続していた、取引所を通さない場外取引（銀行間取引）である。この取引は小切手や短期一覧払い手形の相場を上下させるといふ、弊害が指摘されていた。'19年の夏以降にこの欠陥が明確となり、特にケルン取引所では、外国為替業務とも連動したために、取引所理事会により対応策が取られることとなった。それは、貨幣と外国為替に対しては、貨幣・証券相場からあらかじめはじき出された中間相場で、その価格を固定するというものであった。また取引所に上場されていない証券も、取引所での為替業務との関連で、公定値付けされている上場証券へ微妙な影響をもたらしていた。しかも店頭取引 *freier Effektenverkehr* ではコントロールがなされていなかったために騒動が大きくなり、'21年以降はこれらの証券に対しても規制が導入されるようになった。このために、公式には値付けられない証券に対する特別委員会がえられることになった。なお、'23年7月3日には、高進するインフレのために取引所の為替先物取引が、ライヒの指令に基づき禁止処置を受けている。

第四点目として、ドイツにおけるハイパー・インフレが、証券業務量を増加させ、取引決裁の方法にも変更をもたらすことになった。それま

での現金またはライヒス・バンク小切手による決裁から、振替決裁への移行である。このため、ケルン取引所で'23年6月に有価証券保管振替機関 Kassenverein がつくられたのを革切りに、この制度が全国へ普及することになる。⁽⁹³⁾

最後に、目次の4を先取りすることになるが、この時期にはベルリン証券取引所の中央資本市場的性格が、一時的ではあるが、他の取引所との関係において弱められという点に触れておきたい。この事実は、「第1次世界大戦後、特に1920年以降の時代の特殊条件⁽⁹⁴⁾」に基づいていた。その特殊条件とは、軍事占領下のラインラントでは、フランクフルトとケルン取引所の外国為替市場が、ライヒ政府の管轄外に置かれたことである。いわゆる「西部の穴」と呼ばれる事実上のタックス・ヘイブン地域の取引所へ、大量の外資が流入したのであった。他の取引所では、外国為替市場との直接の連動性を保つことができなかつたために、ケルン取引所を中心に外国為替業務に関するアービトラージが遂行されたのである。この結果、ケルン取引所で活動する銀行数が、1918年の30行から'22年には、114行へと約4倍に増加したことが報告されている。⁽⁹⁵⁾

(3) 相対的安定期 (1929年まで)

ヘニング教授は、『ドイツ証券取引所史』のこの時代の担当箇所に、「見せ掛けの日常性への復帰」というタイトルをつけている。インフレを、レンテン・マルクとライヒス・マルクの導入で乗り切ったドイツは、戦争賠償の問題をドーズ・プラン、ヤング・プランで戦勝国と妥協を見出し、その後一時的ではあるが、安定した経済に復帰する。この中で金融制度と取引所については、いくつかの制度改革が遂行された。ライヒス・バンクは、金融政策の立案・実施機関として、自立的な立場を保障され、以前よりも大きな影響を及ぼすようになった。金本位性への復帰に伴い、為替市場も統一され、取引所も先物取引を復活するなど、民間経済が再生の息吹を吹き込まれる。しかし、賠償支払いのつけは重く押しかかり、ライヒス・バンク総裁シュハートの発言により引き起こされた、株価暴落(1927年5月13日の暗黒の金曜日)で取引所は大きな打撃を被ることになった。ドイツ経済は信用創造を外資の流入に頼らざるを得ない、脆弱な土台の上に乗っていたことがさらけ出される。以上はこの

時期の特徴の概略のスケッチであり、以下で詳しく述べていきたい。

戦争賠償に関する国際条約であるドーズ・プランは、1924年8月16日に調印され、9月1日に発効した。ポルン教授の整理では、最初の'24年からの支払いは年10億金マルク、'27/'28年には各年ごとに加算され、'28年9月からは25億マルクとなったという。ドイツの工業界は、支払いのためドイツ工業負債会社 Deutsche Industrie Obligations AG を設立し返済に当った。またライヒス・バーンも株式会社へ転換され、110億金マルクの賠償債をもって負担の一部を担った。これで、'29年までにドイツは80億ライヒス・マルク RM を支払ったのである。

少し先走ることになるのであるが、このドーズ・プランの変更を迫ったのは、フラン安定化をめざすフランスのポアンカレ大統領であった。ドイツのラインラント・プファルツからの占領軍の早期撤退という目論見とアメリカの賠償エージェントの仲介もあり、1930年6月20日にハーグにおいて国際条約として調印された（ヤング・プラン）。ドイツの支払いは345億 RM で59年間、1988年までとされた。最初の年賦は22億 RM であり、利払いを加えると最終額は1,107億⁽⁹⁶⁾ RM となった。占領地からの撤退は、1930年6月30日までに行われた。

ともかくドーズの建てたプランが軌道に乗ることで、経済は安定に向かい、ライヒは1924年に様々な金融立法を打ち立て、ドイツは金本位性へ復帰することができた。⁽⁹⁷⁾ また証券取引所においても、インフレ後の活動基盤を整備すべく、いくつかの制度改革が行われた。

まず証券の上場条件が強化する規則が'24年11月5日に定められ、名目資本額、株式数、償還規則、優先規則等についての目論見書の提出が義務づけられた。次には'25年3月15日付け法令で、長らく禁止処置の取られていた証券先物取引が許可された。一定の取引量の実績のある有価証券に限定されていたとはいえ、外国資本の流入に対する条件が整えられ、⁽⁹⁸⁾ 「多くの取引所では、1925年10月に証券先物取引が再開された。」これにより、第1次大戦の開始以来、取引所外で行われていた先物取引は取引所内部で遂行できるようになり、場外取引の影響力は減少された。

さらに、取引所の機構に関する規則が、ケルン・ベルリン等の取引所で改正されている。その内容は、取引所取締役員数の増加（ケルンでは

11人から20人へ)、上場の際の保証人制度の設定(ケルンでは2人、ベルリンでは3人)、信頼性回復委員会 Vertrauens Ausschuß の設置、業務報告書の提出、入場者の認可、取引所の管理、相場の確定方法等に関するものであった。また、各取引所では上場審査局が設置された他、複数の取引所へ証券を上場する際には資産評価換えが必要であり、その審査基準が、1924年にベルリン、ハンブルク、ケルン、ミュンヘン取引所の審査局間で統一されたという経緯もある。⁽⁹⁹⁾

次に、証券先物取引についてみておこう。諸外国では、すでにこの取引が再開されており、ドイツでの再開は、外資の導入という点でも重要な意味をもっていた。このためベルリンとフランクフルトの取引所では、国際金融市場との調整を計るため、月末決済と合わせて、ロンドン・パリと同様に15日決済を導入した。しかしケルン取引所では、主としてライン・ウェストファーレンの炭鉄企業を対象とした先物取引が行われ、依然として月末決済のままにとどまった。

ところで1925年の先物取引の再開に伴い、ルポール市場とロンバード市場が息を吹き返した。(表②参照)国際比較で金利が高いため外資が流入し、取引所での貨幣の流動性は急速に高められた。「特にロンバート割引率が7%と、他国に比べ明らかに高かったからである」とヘニング氏は述べている。⁽¹⁰⁰⁾この背景には、1925年7月16日に発効した、レンテン・マルクからライヒス・マルクへの転換に伴う資産の再評価法が、外国投資家に好感をもたれたことも作用した。

このため、株式投機も加わり、1924年から'27年にかけて株式相場は2倍に膨れ上がったが、ここでインフレ後のライヒス・バンクの近代的金融政策が、試練を迎えることになった。すなわち、ベーリング氏が「ライヒス・バンクの袋小路」と呼ぶ、政策上のジレンマが露呈したのである。

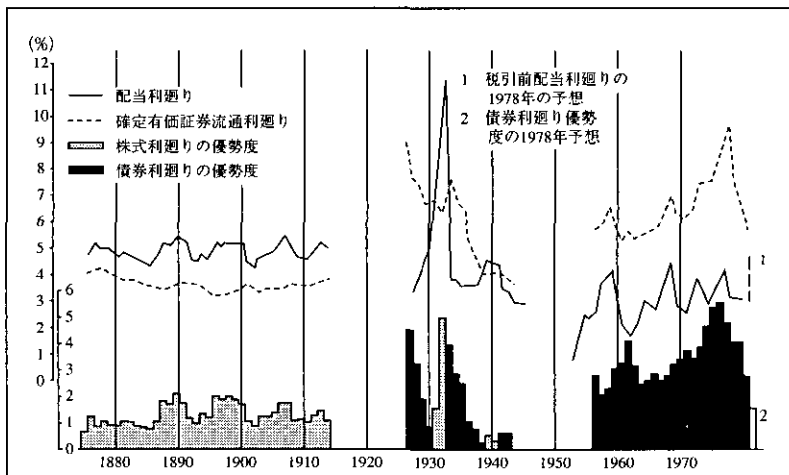
「外国からの資本流入を避けようとするために、外資によって加熱される景気・相場状況がどうであれ、資本欠乏の際にも金利は低く押さえておかなければならない。他方相場の上昇を抑制するはずの金利の引き上げは、外資の流入を刺激するので、反対の作用を引き起こしてしまう。⁽¹⁰¹⁾」

以上の状況下で、取引所の相場は1925年1月には戦後の最初のピークを迎える。そして、インフレの中で拡大したシュティンネス・コンツェルン等、いくつかの泡沫的な創業・拡張企業は、このピークの後で破綻を迎えた。銀行業界は、工業界のリストラクチュアリングを遂行すべく、支援シンジケート団を組織し、IGファルベン、合同製鋼株式会社といった巨大なコンツェルン企業を創出した。その後、1926年半ばまで、景気は上昇し、'27年の第2のピークを迎える。

1927年5月13日の暗黒の金曜日は、ライヒス・バンク総裁シャハトによる、株式市場相場の異常な高さについての発言を契機ともたらされた。実はこの背景には、債権利率が株式利率を上回るという、事態があった。(図③) 株式相場の高騰は、債券発行を有利に進め、戦争賠償をスムーズに履行しようとするライヒス・バンクの思惑にとって障害となると、考えられたためである。この間の事情について、ベーリング氏は以下の興味深い説明を与えている。

「話を1927年の1月に戻そう。資本市場は、第2次世界大戦後の最

図③ 投資家から見た利回り比較



資料：Deutsche Bank, Anlagespiegel 2/77.

出所：Ulrich Fritsch, Mehr Unternehmen an die Börse, Bedeutung und Möglichkeiten der Publikums-Aktiengesellschaft, 1978, Köln S.55.

初の10年間によく似ている。多少の差はあれ名前だけのものになってしまい、貨幣市場で生じる影響、特に外国人投資家が気に掛けている市場利子率の影響を受けた。資本市場利子は貨幣市場での不安定な利子に左右されたために、外国投資家の多分に移り気な関心は、二重の意味で困難な問題であった。ライヒス・バンクはこの問題に取り組んではいた。しかし、取引所を『パートナー』とはしていたものの、相手の反応や対応に精通していず、相手に関心を示さないだけではなく、不信感を持っていた。また、同様のことが取引所のライヒス・バンクに対する関係についても言えた。結局どちらかが他方に合わせなければならなかったのであるが、この状況は必然的に摩擦をもたらすことになった。⁽¹⁰²⁾

ともかく、この日を前後して、外国投機資金が引き上げられ、相場の1/4近くが崩壊することとなった。この結果、それまでは外国の長期投資資金を利用して工業界は、短期借入に頼らざるを得ない状況に追い込まれたのである。資本市場は狭隘化し、リスクーな経済展開を余儀無くされるようになった。したがってこの日を境として、ドイツの株式市場は、歴史の表舞台から後景へ退く道を再び歩みだしたといえる。(第1歩は、第1次世界大戦時の戦時金融。)それは、19世紀末から形成された、自由市場的な取引所の活動から、より規制され、統制された取引所活動へ移行する前触れであった。すなわち19世紀後半の金融方式から、紆余曲折はあれ二回の世界大戦を経て、20世紀後半の金融方式へと転換する、という一大変化の呼び水ともなっていたと考えられる。

そこで、以上の変化を呼び起こさざるを得なくさせた原因を究明しておきたい。まず、銀行の自己資本と業務内容について触れよう。これらについては、ボルン教授の手際の良いまとめがあり、主としてそれを紹介する。

まず、特徴的なことは、「ドイツ銀行システム内では地方銀行に対するベルリン大銀行の優位性が、戦中・戦後インフレ期間中に強められた」⁽¹⁰³⁾ことである。これは、自己資本(株式資本と公定準備金)準備と他人資本の絶対額の関係で述べられている。ただし、大銀行といえども、

インフレの犠牲を免れることはできず、絶対量では、大銀行も1914年の水準に回復していないとして、以下の説明を与えている。(大銀行の資本金については表②を参照のこと。)

「大銀行の自己資本全体は、1924年末には1913年の2/5でしかなく、株式資本と準備金を蓄積した後の'29年にやっと'13年の時の自己資本の56%に達したにすぎない。これとは逆に大銀行は、1929年には1913年と比べ2.5倍の他人資本を擁していた。このため他人資本に対する自己資本の比率は、極端に悪化した。1913年には、3:1であったそれが'29年には29:1⁽¹⁰⁴⁾となった。」

このようなドイツの銀行本体の自己資本量の低下は、株式発行を媒介とする銀行の信用創造力の低下をもたらす。また、証券業務を通じた、企業金融の支援自体をも困難とする。先にみたように、ドイツ経済は、ライヒ、自治体、民間工業界を問わずインフレの前後には、外国からの投機資金と融資に依存していた。ドイツの銀行自体も、国内での資本欠乏の中、信用創造の原資をやはり外資に頼り、当初は資本市場をも利用していた。しかし、暗黒の金曜日以来、取引所での資金調達が困難となってからは、外国金融機関による融資のみに依存せざるを得なくなる。(表②の外国銀行の預金増加を参照。)しかも「1929年10月には、他人資本の95%が、解約告知期間3ヶ月であった。」⁽¹⁰⁵⁾そしてこの短期の借入が、受信者である企業により、長期投資目的で利用されたがために、銀行の流動性は、危機的に低下していった。(1913年には、ドイツ大銀行の現金流動性は、7.4%、'24年には7%、'29年末には3.6%。)

なお、増大した他人資本の主な内容は、この相対的安定期に銀行が好んで利用したという商業手形と、交互計算信用中の債務及び他行に置かれた自行口座の預金であったことを、ボルン教授が指摘している。⁽¹⁰⁶⁾長期の信用を利用出来なくなった企業と銀行の業界双方が、ともに短期の信用連鎖を緊密にせざるをえなかったことが伺える。(表②、第三者利用可能債務の増加を参照。)

一方、信用創造力を限定された銀行に対し、ドイツの工業界がどのように対応したのか、という点を考えてみたい。これについては、すでに生川栄治教授が最新の研究成果を挙げられている。すなわち、ハーゲマ

ン Wilhelm Hageman の説とドウシュニツキー S. Duschitzky の説を独自に検討し、インフレ後のドイツの金融方式の変化を指摘している。すなわち、前者は、中小企業を除く大企業が銀行依存からの脱却したとする「二極分解」説であるのに対し、後者がインフレ後の銀行の産業支配が復活するとみる「銀行再現」説であると。その上で、生川氏は大企業が外国資本（アメリカ）に依存した上で、さらに銀行の力が条件付きではあるが回復したことを強調している⁽¹⁰⁷⁾。この点についての評価は微妙な難しい問題を孕んでいて、整理を加えることが困難であるが、少なくとも確実にいえることを、再度確認しておきたい。

まず第一には、インフレが収束した後のドイツでは、資本が欠乏し、国内資金による信用創造が極端に限定されていたこと。借入、証券発行等、いずれにせよ外国市場に依存せざるを得なかったのである。

第二には、証券市場の利用という点では、1924年から'27年までは株式市場が、ライヒス・バンクの金利規制を受けたものの機能していた。ペーリンク氏の評価では、'24年から'29年までの外国投資家によるドイツ株買注文は25億マルクであったという⁽¹⁰⁸⁾。しかし1927年以降は、株式市場が沈滞し、その重要性を失ってしまったことはすでに述べた通りである。国内では、賠償金支払い手段の調達場として、債券市場のみがある程度の機能を果たしていた。

したがって、第三にいえることは長期資金の利用という点では、国外での証券（債券）発行と'27年以降は、外国の短期借入金を工業界の設備投資に回転させて利用するという手段しか残されなくなるということである。

このため産業の銀行からの自立性という問題について、この外国証券市場での債券発行が問題とされた。ボルン教授は、ハーゲマンの記述を参考に次のように述べている。

「1913年比でみた（銀行の一山口）証券口座数の減少原因は、次の点にある。ドイツ工業界は1924年以降、長期の担保付き社債をドイツ諸銀行を排除して、外国で起債することを好んだ。彼らは、このようにしてドイツの銀行が介入した場合よりも、より安い値段で資金を獲得し得た。1924年から'28年までに、ドイツ工業界には総額25億ライヒス・マルクの外債（資金）が流入した。これに対し、同期間に

ベルリン大銀行の仲介による長期資金の導入はわずか8億5千万ライヒス・マルクでしかなかった。⁽¹⁰⁹⁾」

この点だけをみると、大コンツェルン企業の銀行からの自立性に根拠が与えられるかに思われる。しかし、ドイツ大銀行は貸付では、1924年から'28年にかけて、産業界へ198億5,500万ライヒス・マルクの信用を供与している。(表②)したがって、国外での債券発行が可能であったのは、ごく一部の企業であり、すべての企業がドイツの銀行を排除しようとしたのではなかった。さらに、合同製鋼がアメリカで3千万ドルの債券を発行しようとした際に、ドイツの大銀行が同社に2年間の運転資金の供給条件として、この債券発行の半分を欧州で、しかもその3/4をドイツの資本市場で調達するようにさせた例もある。したがって、大企業の銀行資本からの自立性については、筆者は限定的に捉えたい。

また、この点に関連して旧東独の経済史家のゴスヴァイラー Kurt Gossweiler の描く、当時のドイツ大銀行内の「アメリカ派 (ダナート銀行+ドレスデン銀行)」対「全ドイツ主義派 (ドイツ銀行+ディスコント・ゲゼルシャフト)」⁽¹¹⁰⁾の対立というシェーマに触れておきたい。ポルン教授は、先の引用のすぐ後で、このシェーマが極端すぎるとして退けている。しかし、このドイツ国内における両銀行グループとこれに連なる産業企業グループ間の対立と闘争についてのゴスヴァイラーの記述は、筆者には非常に興味深い。それは、インフレ期と相対的安定期の中で果たされた、銀行の産業調整的機能は、依然として衰えてはいなかったと読み取れるからである。両グループ間の対立についての評価はどうであるにせよ、ベルリン大銀行の産業との関係は、完全に消失したというわけにはいかない。

ただし、ゴスヴァイラーの著作の中で二類型に分類されている銀行グループについては、むしろプロイセン派 (ドイツ銀行+ディスコント・ゲゼルシャフト) 対非プロイセン派 (ドレスデン銀行+ダナート銀行) と分類できるのではないかと、というのが筆者の意見である。

なお、ドイツ工業界の一部の銀行資本への依存からの脱却という議論が、この時代に出てくることの根拠についても述べておく必要がある。

それは、1927年以降のドイツでは、ユニバーサル・バンク・システムというドイツの金融制度の利点を利用できる経済・金融条件が、非常に制約されたものになってしまったからである。「大銀行と工業界の金融関係は、少なくとも形式的には90%以上が古典的な短期銀行信用であった⁽¹¹¹⁾」というボルン氏の記述をみてもわかる。この時代以降、設備投資等の目的で企業へ貸し付けた融資資金を資本市場で、その企業株を発行することにより回収し、発行利得をも稼ぎ出すというドイツの銀行の産業金融方式が、重大な障害にぶつかったのである。このため、以前からの信用制度は残存したものの、その機能がうまく回転しなくなってしまったと考えざるを得ない。世紀転換期に典型的に表出したドイツの銀行・産業間の緊密な関係は、この時代以降潜在化していかざるを得ない、というのが筆者の結論である。

しかし、この障害はまだ次ぎにくる時代に比べるとまだ、それほど重大なものではなかった。この点については、次稿に回すこととしたい。

(4) 中央資本市場と地域取引所

すでに(2)でも述べたように、この時代のこの問題を考える上では、外国為替取引が、証券取引所業務へ多大の影響を与えている。そこで、資本市場地域性を検討する前に、外国為替取引の地域性をみっておくこととしたい。

ヘニング氏によると、1924年末にはドイツ帝国全域で外国為替取引が通常の業務にもどってきたという。それは、「ベルリンで決められる外国為替の統一相場が、ラインラントにおける実際の関係に合致するようになった⁽¹¹²⁾」からである。それでも、外国為替取引をめぐるアービトラージ業務は続けられるが、それは各地域の外国為替取引所が、相変わらずそれぞれの性格をもっていたためである。同氏の説明では以下のようになる。

「ベルリンは最も重要な取引所としてとどまり、これに対しハンブルクは英国向けの輸出入向けであり、ケルンは為替をめぐる取引所業務でライン・ウェストファーレン工業界の中心的地位を固持していた。南ドイツ及び西南部ドイツでは、フランクフルトが為替取引所として支配的であった⁽¹¹³⁾。」

なお、このアービトラージ業務は、証券取引所の業務でも遂行されていた。しかも、電話・電信という通信手段の進歩と先物取引の清算機関 Liquidationsverein または Liquidationskasse の設立がこの業務に拍車をかけたという。

そこで次にいよいよ証券取引所の中央性と地域性の問題に入るが、まずこの時代の取引所入場者数についての記述を紹介しておきたい。この点については、論者によって若干の違いがある。まず、フランクフルト取引所について、ベーリング氏は以下のように述べている。

「マークラーは、良質な業者と悪質な業者に分かれている。1923 年末には、フランクフルトには、1,690 人の取引所入場者がいた。1913 年の 2 倍以上であった。1924 年末には、1,735 人へと増加した。そして 12 ヶ月後には 1,321 人へと減少した。自由仲立人数は 1923 年には 1913 年と比べると約 1/3 多く、また '24 年には、13 年より約 70% 多かったが、'25 年には、'23 年の水準に戻っている。この浮沈はフランクフルトのほうが、ベルリンよりも大きかった。そこでは、'24 年には、5,231 人の入場者がいて、ここより 3,500 人多かった。」⁽¹¹⁴⁾

ベルリン取引所入場者数については、ヘニング氏がケルンでの取引参加銀行の増加との関連等で次の二点を指摘をしている。

- ・「ケルンの事情が一つの特例でしかないことがわかる。ベルリンにおいても取引所入場者は、1914 年から '23 年に少なくとも 2 倍となったことが示されている。」⁽¹¹⁵⁾
- ・「ベルリン取引所入場者数は、1924 年から '29 年までに 6,051 人から 4,611 人へと減少した。就中、自営業者はほとんど減ってはいなかったが、被雇用業者がほぼ 1/3 減った。——それにもかかわらず、1929 年には、'14 年と比べほぼ 40% は増加している。」⁽¹¹⁶⁾

以上の記述とベルリン証券取引所の 400 周年記念論文集の中での整理を加えると、ドイツ取引所入場者数に関する数字は、次の統制経済時代を含め以下の如く整理される。(表④)

先にみたように、ドイツの取引所は、為替・証券とも地域間の裁定取引が重要性をもっていたが、その頂点に立つのが、ベルリン取引所で

表④ ドイツの各取引所の入場者数

ベルリン取引所						
A.	第1次大戦前	インフレ時代	1924年	1929年	1933年	1939年
	2,330人	5,200人	6,051人	4,611人	3,000人	1,350人 (5,231人-C.)
B.	1913年	1922年				1938年
	3,400人	6,082人				455人
フランクフルト取引所						
C.	1912年	1923年	1924年	1930年	1934年	1939年
	460人	1,690人	1,735人	613人	404人	251人
ケルン取引所						
A.	1918年	1922年				
	30人	114人				

出所：A. Hans Pohl (hrsg.), Deutsche Börsengeschichte, 1992 Frankfurt am Main.

B. Berliner Wertpapierbörse (hrsg.), Berliner Börse 1685-1985, 1985 Berlin.

C. Bernd Baehring, Börsen-Zeiten—Frankfurter Wertpapierbörse 1585-1985, 1985 Frankfurt am Main.

あった、という評価をヘニング氏は下している。「ベルリン取引所は、他の取引所との密接な関係、特に裁定取引による調整 Arbitrageausgleich⁽¹¹⁷⁾によってその重要性を保持し、強化することができた」と。また、ベーリング氏の理解では、ベルリン取引所が他の取引所と比べ優位性を持っているのは、外国証券の上場がまず、ベルリンで行われ、かなり遅れて他の取引所に上場されるという点である。1920年代にドイツ経済が一定の復活を遂げる中で、ベルリンが一応国際都市としての面目を保っていたことがその背景にある。

次にフランクフルト取引所は、ヘニング氏によると、中央取引所としての機能と地域取引所の機能の両方の性格を持っていたという。IGファルベン等の工業企業の本社もあり、伝統的を保っていた債券が没落した後、新株上場に力が入れられていた。また、1926年には、この地では、夕刻取引所が再開されていて、その意義についてはベーリング氏が次の如く述べている。「以前同様、ドイツでは唯一のこの制度は、毎

日 5 時から 6 時までの業務時間を持ち、'20 年代に再び重要となった
ニューヨーク取引所との結合に役立っていた。⁽¹¹⁹⁾

第三グループとしてヘニング氏がとりあげたのは、各地域の独自の産業立地に応じた特色のある地域取引所であった。ハンブルクは、エルベ周辺を後背地とし、船舶輸送会社、植民地会社の銘柄を上場していた。ケルンは、いわゆる「西側の穴」を通じた為替取引により取引量、取引銀行数でみても、一定の飛躍を遂げた。保険会社がこの地の特色であった。ライプツィヒは見本市、繊維産業。ミュンヘンは醸造業会社を持ち、ベルリンからの遠隔地として、バイエルン地域に特別の課題を追っていた。

第四グループとしては、鉱山会社を背景とする取引所があった。デュッセルドルフ、エッセン、ハノーファーであり、他にドレスデンを加えて、これらの取引所は形式上からも、取引内容からも組織された取引所ではなかったという。

その他の取引所は、あまり重要ではなく小領域の範囲内での業務にとどまった。ヘニング氏が敢えて取り上げているのは、ハレの取引所であり、ザクセン、アンハルト、チューリングゲン地域及びザクセン自由都市の 60 の証券が取引されていた典型的な地域取引所といえる。

これらの取引所間の諸関係についてもヘニング氏は整理を加えている。⁽¹²⁰⁾これを要約すると次のようになる。第一には、各取引所には、地域ごとに取り引きされる証券に産業上の重点があり、それに対応した証券を取引していた。第二に、地域を越えた情報交換は、じゅうぶんではなかったが、有価証券保管振替機関の設立と 6 取引所間での協力関係であるドイツ証券振替銀行連合 Arbeitsgemeinschaft für deutsche Effekten-Girobanken の締結により、一定の前進がみられた。これは統一市場へ向かう一つの努力の結果である。

全体としては、この時代は特殊な政治・社会状況下で地域毎の分散化傾向も生じた。例外は、プロイセン地域であり、ここでは、ベルリン大銀行がしだいに支店網を広げ、結果としてベルリン取引所への協力的な集結が生じた。

[未完]

〔脚注〕

- (64) Karl Erich Born, *Vom Beginn des ersten Weltkrieges bis zum Ende der Weimarer Republik (1914-1933)*, in: *Deutsche Bankengeschichte, Band 3*, 1983 Frankfurt am Main, S.17.
- (65) 生川栄治, 『ドイツ金融史論』1995年, 137 ページ。
- (66) K. E. Born, a.a.O., in: *Deutsche Bankengeschichte*, S.19-22.
- (67) Ebenda, S.23.
- (68) Ebenda, S.23ff..
- (69) B. Baehring, a.a.O., S.166.
- (70) F.-W. Henning, a.a.O., in: *Deutsche Börsengeschichte*, S.219.
- (71) Ebenda, S.221, B.Baehring, a.a.O., S.167.
- (72) F.-W. Henning, a.a.O., in: *Deutsche Börsengeschichte*, S.223ff..
- (73) K. E. Born, a.a.O., in: *Deutsche Bankengeschichte*, S.25-28.
- (74) Ebenda, S.31.
- (75) F.-W. Henning, a.a.O., in: *Derutsche Borsengeschichte*, S.221.
- (76) Ebenda, S.223-225.
- (77) Ebenda, S.225.
- (78) K. E. Born, a.a.O., in: *Deutsche Bankengeschichte*, S.36.
- (79) B. Baehring, a.a.O., S.170.
- (80) K. E. Born, a.a.O., in: *Deutsche Bankengeschichte*, S.39ff., B. Baehring, a.a.O., S.175.
- (81) B. Baehring, a.a.O., S.172.
- (82) Ebenda, S.174.
- (83) Ebenda, S.176, ヘニング氏も同様のことを以下のように述べている。「1923年半ばからインフレ率が高進し、取引所の清算には新しい習慣が持ち込まれた。9月24日以降、ケルン取引所では1株につき1,000マルクごとの値付けがなされるだけとなり、10月26日からはこれが100万%, 11月5日からは10億%, 12月17日からは1兆%へと膨れ上がった。……相場は暴力的に吊り上げられた。」F.-W. Henning, a.a.O., in: *Deutsche Börsengeschichte*, S.237.
- (84) B. Baehring, a.a.O., S.172-174.
- (85) 生川英治, 前掲書, 第5・6章。
- (86) K. E. Born, a.a.O., in: *Deutsche Bankengeschichte*, S.54.
- (87) Ebenda, S.51.
- (88) 生川英治, 前掲書, 142 ページ。

- (89) F.-W. Henning, a.a.O., in: *Deutsche Borsengeschichte*, S.231ff..
- (90) Ebenda, S.233.
- (91) Ebenda, S.230ff..
- (92) Ebenda, S.233.
- (93) Ebenda, S.237, ベーリング氏も同様のことを以下のように述べている。「ベルリンの有価証券保管振替機関をモデルとして、多くのドイツの取引所でもこの機関が設立されるか、既存の銀行機関内に証券振替部門が新設されたりした。フランクフルトでは、この仕事についてはそれまでの習慣と設備を考慮して、フランクフルト銀行が1925年12月1日に、フランクフルト証券取引所の有価証券保管振替機関の仕事を引受けた。」 B. Baehring, a.a.O., S.184.
- (94) F.-W. Henning, a.a.O., in: *Deutsche Börsengeschichte*, S.236.
- (95) Ebenda, S.234.
- (96) 以上, K. E. Born, a.a.O., in: *Deutsche Bankengeschichte*, S.64ff..
- (97) 銀行法 Bankgesetz, 民間発券銀行法 Privatnoten-bankgesetz, 鑄貨法 Münzgesetz, レンテン・バンク紙幣流動性付与法 das Gesetz über die Liquidierung des Umlaufs an Rentenbankschein 等。以上, K. E. Born, a.a.O., in: *Deutsche Bankengeschichte*, S.69.
- (98) F.-W. Henning, a.a.O., in: *Deutsche Börsengeschichte*, S.243.
- (99) Ebenda, S.243-245.
- (100) Ebenda, S.246.
- (101) B. Baehring, a.a.O., S.179.
- (102) Ebenda, S.183.
- (103) K. E. Born, a.a.O., in: *Deutsche Bankengeschichte*, S.75.
- (104) Ebenda, S.76.
- (105) Ebenda, S.76.
- (106) Ebenda, S.84.
- (107) 生川栄治, 前掲, 第5章。
- (108) B. Baehring, a.a.O., S.183.
- (109) K. E. Born, a.a.O., in: *Deutsche Bankengeschichte*, S.85.
- (110) Kurt Gossweiler, *Großbanken, Industriemonopol, Staat-Ökonomie und Politik des Staatsmonopolistischen Kapitalismus in Deutschland 1914-1932*, 1971 Berlin. クルト・ゴスヴァイラー, 川鍋・熊谷・松本訳, 『大銀行 工業独占 国家』, 1979年, 第6章～第8章。

- (111) K. E. Born, a.a.O., in: *Deutsche Bankengeschichte*, S.86.
- (112) F.-W. Henning, a.a.O., in: *Deutsche Börsengeschichte*, S.251.
- (113) Ebenda, S.251.
- (114) B. Baehring, a.a.O., S.180.
- (115) F.-W. Henning, a.a.O., in: *Deutsche Börsengeschichte*, S.234.
- (116) Ebenda, S.244.
- (117) Ebenda, S.253.
- (118) B. Baehring, a.a.O., S.185.
- (119) Ebenda, S.184.
- (120) F.-W. Henning, a.a.O., in: *Deutsche Börsengeschichte*, S.256ff..

(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 (2)

Hironori YAMAGUCHI

Im Vorliegendem Aufsatz geht es sich um die Position der Berliner Börse in der Zwischenkriegszeit. Diese Ära kann durch die Ruhrbesetzung der alliierten Mächte, die Inflation, die Reparationszahlungen und die Kriegsfinanzierung als Ära entscheidender Wandlungen verzeichnet werden.

Mit Bezug auf das Finanz- und Bankensystem sind als wichtige Marktsteine der Zeit die Ausgabe von öffentlichen Anleihen, der Wiederaufbau des Goldstandards nach seinem Verfall die stärker gewordene Position der Reichsbank zu nennen.

Besonders die Kriegsfinanzierung hatte auch auf deutsche Börsenwesen einen großen Einfluß. Effektenemissionen der Aktiengesellschaften durch Banken waren reduziert, die Effektermingeschäft zwischen den Kriegen verboten und sie konnten nur in den Binnenmarkt telefonisch gehandelt werden. Im allgemeinen waren damals deutsche Unternehmungsfinanzierung von ausländische Finanzquoten abhängig geworden.

Die funktionäre Beziehung zwischen den industriellen Konzernen und den großen Banken hatte sich damit im Vergleich zu früheren Jahren verändert. Und die besondere Wirtschaftssituation im Ruhrgebiet hatte, vornehmlich in Bezug auf Devisengeschäft der Banken, die Position der Kölner und Frankfurter Börse relativ verstärkt. Trotzdem konnte die Berliner Börse ihre Position als Zentralkapitalmarkt durch die Konzentration der Banken und Börsengeschäfte des ostpreußischen Kapitalmarktes beibehalten.

北星学園大学経済学部 北星論集第33号 正誤表

頁・行目	誤	正
58頁下から5行目	RGBI. 519	RGBI., 519
61頁下から21行目	RGBI. 85	RGBI., 85
99頁下から7行目に追加	4. (3)の次に追加	(4)中央資本市場と地域取引所 (1935-1945年)
127頁6行目	西側の穴	西部の穴