

西ドイツの連邦制資本市場

— 4カ国占領とフランクフルト金融市場の復活 —

(下)

山口博教

目次

はじめに

・これまでの研究成果

1. ドイツにおける主要な研究
2. 日本における主要な研究

・戦時経済の遺産と敗戦前後の証券取引

1. 戦時経済の遺産と金融・証券市場

- (1) 株式市場の機能麻痺
- (2) 国家による債券市場の徹底的利用
- (3) 経済統制下の貨幣市場

2. 敗戦前後の証券取引所と旧所有権の清算

- (1) アメリカ地区以外の証券取引所
- (2) アメリカ地区の証券取引所
- (3) 封鎖証券と旧所有権の清算

・占領政策の相違とフランクフルト金融市場の復活

1. 基本方針と占領政策をめぐる連合国間の確執

- (1) アメリカの金融改革方針と調査報告
- (2) プリテンの占領方針と占領政策
- (3) 連合国全体による占領政策樹立の挫折

2. フランクフルトにおけるドイツ・レンダーバンクの創設

- (1) 英米地区の統合と西側占領政策の統合

(2) ドイツ・レンダーバンクの名称と性格 [以下本号]

(3) ドイツ・レンダーバンクの本店所在地

・フランクフルト金融市場と西ドイツの連邦制資本市場

1. 戦後の経済復興とフランクフルト金融市場

- (1) 通貨改革と貨幣市場
- (2) 金融機関と企業金融
- (3) 戦後復興と金融市場

2. 西ドイツの連邦制資本市場とその歴史特性

- (1) 連邦制資本市場と証取所連合会
- (2) 株式市場と債券市場
- (3) 西ドイツ証券市場の歴史特性

まとめ

III. 占領政策の相違とフランクフルト金融市場の復活

2. フランクフルトにおけるドイツ・レンダーバンクの創設

(2) ドイツ・レンダーバンクの名称と性格
以上みたようにレンダーバンクの設置は、英米軍政府の妥協に、フランス軍政府が加わるという形で進められた。以下でもまたヴェンデルの記述によりその設立経過とその性格について見ていきたい。

この銀行についてはドイツの当局と金融

専門家達も多くの変更提案と草案を出していたが、アメリカの目からはいずれも不十分と思われた。それは、政治から自立して、貨幣・金融手段によってのみ金融機関を管理する中央銀行システムをドイツ側が構想することは不可能とみていたからである。たとえば名称問題があった。ドイツ側は「ドイツ中央銀行 deutsche Zentralbank」を提案し、連合軍政府は「レンダー・ユニオンバンク Länder Union Bank」とした。妥協として「ドイツ・レンダーバンク Bank der deutschen Länder」が浮上した。最後の瞬間に連合軍政府はこの名から定冠詞 der を消去した。それは西側地区ドイツだけではなくソビエト地区ドイツの参加にも扉を開き、ロシア人の感情を害さないためであった。その結果正式名称は「ドイツ・レンダーバンク Bank deutscher Länder (BdL)」となった。

具体的に成立過程をみると次のようである。まず諸ランデス・ツェントラルバンケン Landeszentralbanken (諸州中央銀行 LZB - 英語名 Land Central Bank) の専門家との草案作成作業が行われ、その後米英占領軍政府の検討を経て、1948年3月1日米英占領軍政府の法律により設置された。フランス占領地区では、同年3月25日に発効したフランス軍政府の命令で同地区の各州中央銀行がドイツ・レンダーバンクへ加入。その後この設置法は同年11月1日付で改正され、3地区で同等の権限を持つ状態で発効された。さらに1949年12月15日付の高等弁務官会議法第15条により、いくつかの規定が改正された。それはドイツ連邦共和国の創設に伴い、国家法上の諸関係に適合させるための改正だった。⁽⁵⁸⁾

ドイツ・レンダーバンクはフランクフルトに本店を置く公法上の法人であり、法律的には諸ランデス・ツェントラルバンクの子会社である。ハンス・メラーはこれを「法律上は州中央銀行の姉妹 (娘 - 山口) 法人 juristisch eine gemeinsame Tochter der LZB」と

規定した。⁽⁵⁹⁾ ちなみにこの銀行は次のような性格を持たされた。諸州中央銀行の銀行、ドイツの国外業務に関する中央機関であり、また米英統合経済地区とフランス地区諸州、後になるとドイツ連邦共和国を管理する「金融庁 fiscal agency」。ただし支店、子会社、関係会社を持たない。

この銀行は役員会 Direktorium (Board of Managers) および営業政策、特に金融政策を決定し当初は連合軍銀行委員会のもとに置かれた中央銀行理事会 Zentralbankrat (Board of Directors) という二つの内部機関から構成された。前者は総裁と副総裁及び一定数の役員から成り、このうち総裁及び副総裁は理事会で選出される。そして理事会の理事長、副理事長が総裁を兼ねることはできないものとされた。一方中央銀行理事会は諸ランデス・ツェントラルバンクの総裁の中から選出された理事長 (議長) とドイツ・レンダーバンク総裁及び11行から成る諸ランデス・ツェントラルバンクの総裁で構成される。この点が旧ライヒスバンクとの決定的な相違であり、ドイツ・レンダーバンクを連邦的にし、中央集権的ではないものになっている。また対外的には、ドイツ・レンダーバンクと諸ランデスツェントラルバンクは統一的な中央銀行システムとして活動する。ヴァンデルはこれを「分権化された2段階の発券銀行システムの統合」とも表現している。⁽⁶⁰⁾

この銀行は、1948年6月19日付で発効した貨幣制度に関する新秩序第二法 (通貨発券法) にもとづく紙幣発行権と鑄貨鑄造権をもった。しかし後者は短命であった。それは1946年夏に米英経済統合地区が成立し、また1948年にはじめに三カ国統合地区が成立した後、1949年5月には西ドイツの10州と西ベルリンの統合によってドイツ連邦共和国が創設されたためであった。鑄貨鑄造権は、1950年7月8日付の法律でブントへ移管された。なおこの銀行は、ブリテンの中央集権的色彩の強い中央銀

行をめざす修正要求をアメリカが退けて設立し、最終的にアメリカ連邦準備制度に近い銀行となった。というのは、西ドイツの10州とベルリンはそれぞれランデス・ツェントラルバンクを持ち、これが各領域における「銀行の銀行」としての課題を遂行するからである。⁽⁶¹⁾

すでにみたように、1948年5月1日に米英軍事政府の同じ内容の法律でこの銀行は設立根拠を与えられていた。フランス占領地区では、同年3月25日に逆上って発効されたフランス軍政府の法律で諸ランデス・ツェントラルバンクが参加した。1948年11月1日にはごくわずかな用語上の相違を除き、三カ国全占領地区で同内容となる新たな大綱が発効した。さらに1949年12月15日の高等弁務官会議第15条により、BdL法のいくつかの規定は再度変更を加えられた。それはドイツ連邦共和国の創設に伴う新国家法上の諸関係に適應させるためであった。上記の二段階の中央銀行システムは1957年7月31日までに成立し、最終的に1957年8月1日にドイツ連邦銀行へ移行したのである。⁽⁶²⁾

(3) ドイツ・レンダーバンクの本店所在地

以上、第二次世界大戦後の戦後処理をめぐる連合国間での政治と経済についての複雑な状況の中で、西側地区統合の結節点の一つとしてドイツ・レンダーバンクは成立した。しかしその設立の前に持ち上がったのが、この銀行の本店所在地をめぐる米英間での論争であった。

この議論について本格的に問題を提起したのはホルトフレーリッヒである。彼は自己の研究成果にもとづいて以下の仮説を提示している。「フランクフルトの決定は純粹に政治的な決断であり、アメリカ軍政府はブリテン軍政府に対してこれで押し切った」⁽⁶³⁾。そして彼は『フランクフルト金融センター—中世の見本市都市から欧州金融センターへ』の

第6章「フランクフルトの復活」中で約30ページを割いて実証を試みている。この章は5節に分かれていて、これに関係するのは、第1節「国際展開」と第2節「国内の金融機関各本店所在地の決定」である。特に第1節第2項で「ドイツ・レンダーバンク本店所在地問題」として取り上げられている。

彼はロンドン、キューガーデンに置かれた公文書館とイングランド銀行附属文書館及びワシントンD.C.の国立公文書館の以下の記録、手紙、個人メモを含む各種文書の詳細な検討を行った。(ホルトフレーリッヒの著作での掲載順)⁽⁶⁴⁾

ドイツ管理委員会/ブリテン金融部会「ドイツ・レンダーバンク、1947年10月 - 1948年2月」。及び「西ドイツ発券銀行創設に向けた金融部会法案作成のための、経済特別委員会内小委員会との会議、1948年1月30日(金)9時半開始」。ロンドン・キューガーデン公文書館のフォルダ FO1064 / 680。(第6章脚注5)

ハンブルク・ライヒスバンク営業本部「西側地区における中央発券銀行の本店所在地について」1947年11月6日。イングランド銀行附属文書館のフォルダ OV34 / 90。(第6章脚注7)

英軍政府金融局内ベルリン金融部会首席管理部長 H.C.F. ホルゲイトの覚書「銀行の集中排除、1. 提案されたレンダー・ユニオンバンクの本店所在地」1947年11月24日。ロンドン・キューガーデン公文書館。なおこの覚書は他にもミュンヘンの現代史研究所とイングランド銀行附属文書館でも参照できること、及び最後のものには著者がホルゲイトであることを示すグンストンの手書きメモが着けられている、ということホルトフレーリッヒは脚注においてコメントしている。(第6章脚注9)

W. フォック「1948年1月9日及び10日のミュンヘン討議に関する記録」1948年1

月12日。ロンドン・キューガーデン公文書館フォルダ FO1046 / 680。(第6章脚注10) ケルン上級市長ヘルマン・ピュンダーからノルトライン・ヴェストファーレン担当ブリテン軍政府、デュッセルドルフ司令部内の地方行政官であった旅団長ジョン・アシュワース・バラクロー宛の手紙、1948年1月12日。ロンドン・キューガーデン公文書館フォルダ FO1046 / 680。(第6章脚注11) ブリテン軍政府金融局責任者エリック・コーテス卿のピュンダー上級市長陳情書への回答、1948年1月26日、同上フォルダ。これは1948年1月26日付のK. アンダーソンのノルトイン・ヴェストファーレン司令部首席金融担当官R. E. グリーンスミス宛の手紙に示されている。(第6章脚注12) アメリカ軍政府金融局財政部アドルフ・J. ワーナーの同局金融制度部門担当部長リチャード・P. アイキン宛メモに見られる見解、1948年1月2日。ワシントンD.C. 国立公文書館 RG260. (OMUGUS) 金融制度部門金融アドバイザー、保険及び中央銀行政策に関する記録 Box59, フォルダー名、「レンダー・ユニオンバンク - 米英統合地区、合同銀行委員会並びに統合地区予算」、1948年1月2日付のメモ「課題名、レンダー・ユニオンバンク設置に向け提案された法律に対するコメント」(第6章脚注13)

これらの文書のほとんどは、唯一を除くとブリテン側とヒュルスとフォックに代表されるドイツ側からのドイツ・レンダーバンク所在地問題についての見解と要望である。いずれも、本店はフランクフルトではなく、ハンブルクないしケルンを適当と見なす見解であり、それぞれの論拠を掲げている。特にこの資料がこの所在地に関する問題をもっとも体系的に把握している。その論拠を原資料から以下に示す⁽⁶⁵⁾。ただし、以下の見出し番号は内容整理のために筆者が便宜的に付けたものである。

1. 中央発券銀行 the central-issuing bank は、
… 最大多数の銀行が本店をおいている場所、証券取引所の取引高が最大である場所、外国との金融取引が最も活発な場所に置かれるべきである。
2. 西側地区の新たな中央発券銀行は、将来設置されるであろうドイツ政府の所在地とは関係なしに、その機能を遂行するのに最良の場所に設置するのが、最初もまた将来においてもふさわしく適当であろう。それはフランクフルトであろうか。
3. 金融センター banking centre としてフランクフルトは現在ほとんど地域的重要性しか持っていない。西南ドイツの金融センターとしてのその名声は歴史上の追憶にすぎない。その名声はロートシルト (ロスチャイルド) というるか昔の時代に遡る。この間何十年かにおいてフランクフルトは西南ドイツでかつて有していた準支配的地位を失っている。… フランクフルト証券取引所はドイツが降伏するまでは、西南ドイツの交易センターとして目覚ましい重要性を持っていたが、それ以降西南ドイツ証券の取引高は大規模にハンブルクへ移動した。
4. フランクフルトは、貨幣・外為市場として今もある程度の役割を果たしているが、これは主としてフランクフルトの大支店制銀行の取引高によるものであり、形式的にも実質的にもその支店網は西南ドイツ全体に及ぶ郊外をカバーするものではない。(ヘッセン内での制約がある - 山口) … 降伏後の諸州の地理的条件をみると、フランクフルトが将来西側地区の金融センターへ発展することを証明することはできない。
5. I.G. フェルペンの解体、巨大化学プラントとヘッセン自動車工業プラントのかなりの設備の撤去及び西南ドイツ経済の集中排除は、全体としてフランクフルトがかつて持っていた経済的基盤を破壊してしてし

- まった。… このため将来この地の経済発展の展望は非常に限られている。
6. フランクフルトを発券銀行本店に適するものにさせる唯一の点は、西側地区における優勢な交通要所としての立地である。
 7. 最後にフランクフルトに反対する純技術的観点は、実際に設備を装備するための空間が不足していることである。すべての中央行政機関とそのスタッフを収容するのに必要な規模としては不十分である。他と比較してもこのような小規模な都市において、莫大な被害を受けたオフィスビルと集合住宅を撤去し修復することは何年、いや何十年かけても絶対に不可能であろう。
 8. かつてのドイツでは、ライヒの首都は同時に銀行制度と経済のセンターでもあった。
… ドイツ西側地区の政府所在地と銀行・経済システムのセンターは同じであるべきではない。
 9. 銀行システム、工業、外国貿易の重要性からみて、ブリテン地区、ここハンブルクが今日既にすべての都市の中で準中心地的場所を占めている。既に戦前からハンブルクはベルリンに次いでドイツの銀行と証券取引所及び経済のセンターであった。大銀行の支店は、ここが最大だった。… ベルリンに次いでハンブルクは証券取引センターとして、また特に貨幣市場としてドイツ最大の取引高を示していた。… さらにハンブルクは外国貿易の指導的センターである。
 10. 以上の結果、フランクフルトではなく、ハンブルクが中央発券銀行の本店所在地として適当な場所である。
以上ここでの論述は、ハンブルクがフランクフルトに対してもつ優位性を強調している。後者がかつてドイツ西南部に対してもっていた金融センターの地位は、その立地条件とルートシルトが君臨していた歴史的事実のみであったと、主張している。なおこれと同じ主張がホルゲイトの覚書⁽⁶⁶⁾でも見られる。(以下の数

字はホルゲイトの覚書 にあるまま)

1. 銀行の集中排除は、レンダー・ユニオンバンクの形成を含む。(以下略 - 山口)
2. 利用上の便宜性とビジネス環境を配慮すると次のような場所での設置が重要である。
(a) 中心的商業都市、(b) 業務提供する地域の首都であること、(c) 例ニューヨーク、シドニー、アムステルダム、ロンドン、パリ。しかし首都であることは、選択上必要条件ではない。(以下略 - 同)
3. 米英統合占領地区では、2つの選択肢があり、フランクフルトかハンブルクである。
前者は(ワシントンと同様に)行政上のセンターであり、後者は(ニューヨークのように)商業センターである。(以下略 - 同)
4. このため、ハンブルクが強く選考される。商業及び金融センターである。また保険会社の80%がここに本店を置いている。(以下略 - 同)
5. 中央銀行は、事務所、スタッフ、設備を必要とする。フランクフルトでは最低1年かかる。ハンブルクには全てがあり、レンダー・ユニオンバンクは1日で設置できる。(以下略 - 同)

これらの意見の他にドイツの中央銀行制度全体の骨格をあきらかにするために、ベルリンに次いで開かれたミュンヘン会議の結果についてフォックが報告した の文書でも、ヘッセン州ランデス・ツェントラールバンク理事長のO. ヴォイトを除く全員がフランクフルトへの移転に反対であった。それは技術上の問題であり、「フランクフルトでの本店設置にはあらゆる想定をしてもかなり長い時間がかかるであろう⁽⁶⁷⁾」とみていた。

以上、両都市間での本店誘致論争に加え、の文書と同日に発送されたケルンに誘致を希望するケルン上級市長の提案 に対するブリテン側の回答書 の中で、本店所在地については1月中旬に決定済みであるということ

ホルトフレーリッヒが紹介している。さらに同時期に米英軍政府は、次のような同じ文面の管理法令を通知している。「レンダー・ユニオンバンクの確立についての法令、第1条。銀行の法律上の地位と本店所在地、1. レンダー・ユニオンバンク (これ以後銀行とする) はこの法令により、公法上の法人として、またフランクフルト本店をもって設立される。⁽⁶⁸⁾」

ただし同じ文面でありながら日付が異なり、ブリテン軍政府側は1948年1月24日付で、アメリカ軍政府側は1948年2月15日付である。

ところでホルトフレーリッヒは、すでにみたように本店所在地問題の解決について「政治決着」と述べていた。これは同氏の仮説であるがそれは以下の理由に基づいている。「アメリカ占領軍がいかなる根拠をもってハンブルクを支持するブリテンの強い根拠を打ち破り、フランクフルトの側の肩を持ったのか、ということについては未だに研究されていない」からであると同氏は、ワシントンD.C.の国立文書館の文書中の「本店所在地はフランクフルトに置くべし」という一文を引用しつつ、最終的に次の結論に至っている。「このことから次のことが導き出せる。アメリカ側にとって、フランクフルトにある統合地区管理局からこの銀行(ドイツ・レンダーバンク - 山口)を空間的に切り離すことは問題にもならず、またこの銀行が政府から離れた諸ランデス・ツェントラールバンク業務のみを行う銀行になることなどをもってのほかであった⁽⁶⁹⁾」と。

このホルトフレーリッヒの研究は、占領軍政府文書の調査分析によるこの分野での最新の研究成果である。もしこの仮説が正しいならば、米軍政府はブリテンの意向を無視して、最初からフランクフルト本店という既定路線を一途に押し通したことになる。

ただし、通貨改革を目指すコンクラーベに参加したメラーは次のような指摘をしている。フランクフルトでは1947年1月からアメ

リカ占領地区におけるランデス・ツェントラールバンクの決済機構 Verrechnungsstelle が活動していたこと、11月からはブリテン地区のライヒスバンク営業本部を、12月からはフランス地区のランデス・ツェントラールバンクの調整委員会を併合したこと、この意味ではBdLにとってすでに管理機構が小さいながら存在していたことである。⁽⁷⁰⁾したがって、本店をめぐる論争の背後では、実務的にフランクフルト本店の動きが進んでいたことになる。いずれにせよ1947年末から1948年初頭の段階で、この問題は最終的に解決が着けられた。

IV. フランクフルト金融市場と西ドイツの連邦制資本市場

以下では復活したフランクフルト金融市場の中で、証券市場がいかなる役割を負わされていたのか、またその性格は歴史的にみるといかなるものであったのか、戦後改革との関連で以上の二点について述べていくこととしたい。

1. 戦後の経済復興とフランクフルト金融市場

(1) 通貨改革と貨幣市場

通貨改革については、この作業に実際携わったメラーの叙述と戸原四郎の研究があるが、ヴァンデルの記述が一番包括的に整理しているため、これを中心として紹介していきたい。それは同氏の著作の第5章に以下の5節に分けて説明されている。1. アメリカのプラン、2. ロートヴェステンのコンクラーベ、3. 通貨改革の経過、4. 銀行券印刷の準備、5. 通貨改革の政治・経済的根拠。ただしこれらすべてに触れることは枚数の関係でできないため、ここでは改革をめぐる経過と改革内容に絞っていきたい。

通貨改革のアメリカの立役者は、エドワード・テネンバウム Edward Tenenbaum であっ

た。彼は1945年にアメリカのドイツ軍政府内金融部に抜擢され、25歳でクレイ将軍の幕僚内の金融助言官のアシスタントとなった。「ドイツマルクの父」と呼ばれていたことを、ヴァンデルは紹介している。またワシントンは46年にレイ・ゴールドスミス Ray Goldsmith とジェラード・コーム Gerhard Colm をドイツへ派遣しドッジ及びドイツの銀行家たちと通貨問題について協議を行った。この結果46年4月に「ドイツ戦時金融の解体と復興金融」、いわゆるコーム・ドッジ・ゴールドスミス計画（以下 CDG 計画）が提案された。この計画は先にみたように各国占領軍の制作の相違により実現は遅延した。アメリカは当初、ソビエト占領軍政府の動向をみながらソビエト占領地区を含む場合と除いた場合の「二重戦略」を取っていた⁽⁷¹⁾。

その後1947年秋にはソビエト占領軍政府がライブチヒで新銀行券の印刷をするという噂が立ち始めた。このためアメリカ政府は同年9月にドイツ新通貨の印刷を米国で行う決定を下し、10月以降にニューヨークとワシントンで作業を開始した。（総計100億マルク、11億枚の銀行券）そして、48年3月にソビエトが連合管理委員会 Kontrollrat を脱会した後で初めて、ワシントン政府はソビエト占領軍を除く通貨改革のゴーサインを出した。この間にアメリカは「獵犬作戦」 die Operation "Bird Dog" と呼ばれた、ノルマンジー上陸作戦に次ぐロジスティクス活動を高速で展開していった。これは48年2月から4月までにこの新銀行券を秘密裏にドイツに持ち込むことであった。具体的にはニューヨークで箱詰し、ブレーメンハーフェン経由でバルセロナ行きとの偽装を施し、実際には同港経由でフランクフルト、ターヌスアンラーゲ4番地の旧ライヒスバンクの地下に輸送する作戦であった。その際、アメリカ占領軍が「飛領土」としていたブレーメン州の役割がここで活かされることになった。さらにメラーによるとドイツ

国民及びドイツ側関係者にも知らされないまま実施された⁽⁷²⁾。

なおこの通貨改革については米英占領軍統合地区のドイツ当局が、各州議会傘下の経済評議会に通貨信用特別部会を設置し、ここで統一的な通貨改革 [ホンブルガー] 計画を作成していた。この特別部会のメンバーが48年4月初めにコンクラーベにおいて連合軍との通貨改革の内容を検討するよう要請され、作業が行われた。この結果双方の見解の相違を残しつつも6月18日の通貨法 Währungsgesetz (Militärgesetz Nr.61)、発券法 Emmissionsgesetz (Militärgesetz Nr.62) の交付と20日の施行及び数日遅れでの切換法 Umstellungsgesetz (Militärgesetz Nr.63) の交付と施行にこぎ着けた。そしてそれらの法律にもとづく軍事立法により実施されていった。

ところでこの発券法ではこの新銀行券発効の目的は旧ライヒスマルク RM を新ドイツマルク DM へ交換することであるとされた。買戻し及び償還規定はなく、通貨の安定性を確保するため、総発行量は100億 DM を超えないことが重要課題とされた。以下ではヴァンデル、メラー、戸原の記述に依拠して交換比率についての整理をしておきたい⁽⁷³⁾。

1. 形式上は、RM と DM の交換比率は 1 : 1 であり、特別債務（メラーの記述の翻訳では、日常反復行為にもとづく債務）である賃金、家賃、地代、年金、利子等はこの比率で交換された。当初、西側住人に対しては、1人につき頭割額の60DMが60RMと交換される予定であった。しかし、実際には20日に40マルクが当初交換され、残り20マルクの交換は二か月遅れで行われた。
2. ライヒ債務（公債等）はすべて破棄された。
3. 他のすべての RM 債務（日常反復行為にもとづく債務を除く狭義の債務）は、基本的に10 : 1 とされた。
4. 預貯金については100 : 6.5で切換えられ

た。これについては戸原が詳細な説明を与えている。「預貯金は10%に切り換えられたあと、差し当たり半額の5%だけが自由勘定として引き出しを認められ、残る5%の封鎖勘定は同年10月の法律によって、その2割(当初金額の1%分)が自由化され、別の1割(同0.5%分)が中長期債券投資勘定に振替えられ、残る7割りは切り捨てられることとなった⁽⁷⁴⁾」と。この狙いはインフレの防止であった。

5. 生命保険と建築貯蓄契約については特殊な規定があたえられた。

以上の処置によって、旧ライヒスマルクと連合国軍事マルクは1948年6月21日付けでその効力を失わされることとなった。

(2) 金融機関と企業金融

以上でみたように個人預金は、100対6.5というように「その零細貯金を収奪されたまま終わった」。それに対して、「銀行の場合には、負債としての預金が6.5%に切り下げられたものの、それに見合うべき資産の大宗をなす公債が全額破棄されたため、その不足分を調整勘定として中央銀行への預金に計上し、準備金としての扱いを受ける措置がただちにとられた⁽⁷⁵⁾」と戸原は解説している。

この目的は銀行に十分な自己資本を付与し、「社会的市場経済」に必要な通貨を創造することであったと、メラーが説明している。それは第一に、銀行はその所在する州に対し負担を回復するための「平衡請求権」(Ausgleichsforderung)を持つことが認められ、これをもとに諸州中央銀行預金が分与されたこと、第二に、諸州中央銀行は連邦に対する平衡請求権をもち、同様に一定額のレンダーバンク預金として分与されたこと⁽⁷⁶⁾であった。

またこのような金融機関に対する優遇政策は集中排除により、全国で3ブロック、30行に分割された大銀行の各地域機関が1952年に地域ごとの統合を果し、そして1956年に連邦

レベルでの統合を経て復活させられた点にも見て取ることができる。

次に産業企業の方も税制上の優遇処置により、自己資本蓄積を可能とする方策が取られて行ったことについても戸原のつぎのような説明がある。「たとえば、通貨改革の後始末をなす49年8月のドイツ・マルク建て貸借対照表の開始に関する法律では、企業の資産再評価がその益金に対する課税なしに認められることとなった⁽⁷⁷⁾」こと、他にも「目一杯の減価償却」及び「設備投資促進のため寛大な特別減価償却制度」などの手段も認められていたこと、そしてこれらは「いずれも企業収益の多くを企業内部に留保し、自己金融を可能にする措置であった⁽⁷⁸⁾」としている。ただし、重要基幹産業である石炭、鉄鋼、電力では統制経済が継続し、自己金融による設備投資は不可能であり、ここでは日本と同じ国家による政策投資、ドイツ版傾斜生産方式が取られた。その資金はアメリカによる見返資金が利用された。

このような金融政策は、戦時金融と敗戦後の復興金融によって条件づけられた戦後の金融市場の状況によものであった。一方では、銀行が優遇処置を受けて復活しつつあるとはいえ、インフレの不安もありその経営はすぐに軌道に乗ったとはいえなかったこと、他方では次の(3)でのべるように証券市場取り巻く制約条件が存在し、この市場を通した資金調達が不振を続けたことである。企業は自己金融しか財務上の手段が残されていなかったため、この方法に追い込まれざるをえなかったと見ることも出来よう。

他方、経済復興に伴い銀行経営と企業経営が安定の兆しを見せ始めると、銀行と企業との間ではドイツ金融史における歴史的結合関係が復活してくることとなった。それは戦後の西ドイツでハウスパンク制度と呼ばれたシステムである。ただしこのシステムは戦後に突然芽生えたものではなく、ドイツ金融史に

において19世紀中盤からあり、第一次世界大戦以来潜在化していたものである。ただし、ナチス経済体制下では、これが軍事金融を支える重要な役割を与えられ、新しい装いを施されていた。それはコンツェルンバンクと呼ばれた軍事金融システムに由来するものであった。戦前の日本において財閥企業を金融的に支えた機関銀行がこれに近い。これは、戦後メインバンク・システムへ変貌する過程においても共に類似性が見られる。

(3) 戦後復興と金融市場

ここでは次の節との関連で、戦後復興の中で証券市場が金融市場の中でどのような地位に置かれていたかをみていくこととする。その前にフランクフルトへの銀行本店の集中状況についてみておきたい。

まず1957年にドイツ銀行とドレスデン銀行が当地に拠点を定めた。またハンブルクがその出自であるコメルツ銀行は、一端デュッセルドルフに本店を置き、後1970年になってその活動をフランクフルトに集中させた。また戦後しばらくの間は、本店所在地を旧東ベルリンから西ベルリンへ移し活動を続けたベルリン商事会社 Berliner Handels-Gesellschaft も1948年にはこちらへ新店舗を設置し、本店業務の移動をはじめた。他にも共同経済銀行 Bank für Gemeinwirtschaft、信用協同組合の親機関であるドイツ信用協同組合銀行 DG Bank、貯蓄銀行部門の親機関であるドイツ・ジロツェントラーレ/ドイツコミュナルバンク DGB、ヘッセン・ランデスツェントラールバンク、そして1952年にはドイツ輸出銀行 AKA、特殊銀行、メッツラー銀行商会 B. Metzler seel. Sohn & Co. 等の有力個人銀行等フランクフルトに本店業務を集約させた銀行の数は多かった。いずれも発券銀行に隣接する地域を選択したと、ホルトフレーリッヒは指摘している⁽⁷⁸⁾。このようにして、フランクフルトは銀行中心地となっていた。

ところで既にみたように、アメリカ占領軍自体が戦後の資本市場の役割について評価を与えていた訳ではなかった。このことはメラーの叙述においても戸原の整理でも証券市場が戦後復興に果たした役割については否定的な見解を示していることと共通している。メラーは「中・長期借入れや起債等といった資本市場資金は、当初あまり大きな意味を持たず、旧債券から転換された新債券の取引市場の発達は緩慢であり、小規模にとどまったことを指摘している。それは、ライヒスマルク債券が無効とされたこと、州・自治体債のドイツマルク債への転換比率が10分の1と低かったためとみている。さらに株式と確定利付債の新規発行も実物資産形成の規模に比べれば微々たるものにとどまった。このため「通貨改革後、資本市場の利用が回避された」とか「その後も資本市場は経済政策にとって世話のやける存在であった」という結論をだしている⁽⁷⁹⁾。

その原因としては、第一に銀行の再建が順調で、企業の外部資金はもっぱら銀行借入れに依存したこと、第二に、先にもみたように税法改正により証券市場を経由した直接金融よりも企業の自己金融を優遇したこと、第三に、国による住宅建築金融促進の措置がとられたためであるとしている。この第三点目については、戸原がわかりやすい整理をしている。「地方公共団体その他による住宅建築などのため、地方債ないし抵当債の発行が優先的にみとめられなければならない、これと企業証券との競合をさけるためには企業の自己金融を促進する他なかつたのである⁽⁸⁰⁾」と。戦争で西ドイツに当たる領域では、家屋の1/4から1/5が爆撃で破壊されたドイツの状況からすると、住宅建築の促進が最重要課題として把握されていたと考えられる。この目的のために証券市場の一部が利用されたため、ここでの民間資金の形成が後回しとされたのであった。社会的市場経済の一面を示すと考

えられる。

なおメラーは保険市場についても記述している。かつての保険貯蓄に対する優遇処置が管理理事会により廃止されたため「債券の伝統的な購入者としての保険会社の地位が大きく低下した。」そしてその代わりに銀行に巨額の長期貯蓄資金が流入したことを指摘している。その後保険市場は西ドイツの経済成長とともに回復し、1980年代中盤以降にはアルフィナンツ（総合金融サービス）業務として銀行もこの分野に参入を開始した。しかし、この分野の中心地はフランクフルトではなく、ハンブルクとケルンとミュンヘンというように西ドイツ各拠点都市に分散していた。この理由として、投資会社とともに保険をめぐる経済活動は、必ずしも発券銀行に隣接した地で行わなければならない必要がないためであることを、ホルトフレーリッヒが強調している⁽⁸²⁾。この面では、ドイツの金融市場が各種銀行のネットワーク以外では連邦的に組織されていたことを示す点で興味深い。

2. 西ドイツの連邦制資本市場とその歴史特性

(1) 連邦制資本市場と証券所連合会

以上で詳しくみてきたように、戦後西ドイツの経済機構は、個別銀行を除き諸地域ごとに連邦的な組織体制が取られていた。これはナチス統制経済とはまったく異なる制度であり、その体制復帰を阻止するために連合国、特にアメリカ政府とその占領軍が意識的に追求して作り上げたものであった。西ドイツの中央銀行の役割を担ったブンデスバンクの前身であるドイツ・レンダーバンクはその典型であった。また保険市場も保険会社各本社にみられるように地域分散的な市場となった。政治機関も、政府諸機関をボンだけではなく、ベルリン等の各都市へ地域分散させるなどに対応していた。

そこで本稿のテーマである戦後西ドイツの

証券市場、証券取引所に立ち返る。この市場も本稿のテーマに見られるごとく連邦制の組織をとった。そして少なくとも、東西ドイツの統合と踵を接して行われた取引所改革、具体的には1991年のドイツ証券取引所株式会社の成立の前後までは、そのような制度にとどまっていた。したがって、ドイツ統合以降、フランクフルト証券取引所を傘下に押さえ、EUの金融統合に備えたこの株式会社組織の取引所とは一線を画していたとすることができる。この意味では連邦制は西ドイツ時代の証券市場の特色であった。

ただしすでにみたように戦後復興以来、西ドイツにおける証券市場は規模の点でも、経済機能からみても金融市場全体の中では大きな（中心的な）役割を果たせていなかった。この点では、戦後高度成長期に「限界市場」といわれ、銀行等の貸し出し機関が目一杯貸し付けを行っても不足する資金供給を補っていた日本の証券市場と似たものであった。八証券取引所があった点でも似ていた。しかし、東京証券取引所が単独で大きな市場シェアを持ち、中央集中的な状況とは異なっていた。

この西ドイツ証券取引所の連邦制組織の意義について明確にしたのは、ハロルド・デグナーとライオネル・フレーゲである。二人は、日本語訳で「ドイツ証券取引所連合会とその構成員」というタイトルの論文を1972年に西ドイツ官庁『組織制度叢書』第41巻に発表した。この翻訳は日本証券経済研究所の『証券研究』第52巻（1977年刊）に掲載されている。なお翻訳は同研究所西ドイツ資本市場研究会メンバーで、興銀データサービスの土屋貞雄が行っている。なおこの中で、デグナーがハンブルク証券取引所の専務理事であることを、日本証券経済研究所の当時の理事長吉田晴二が紹介している。

まずこの論文の冒頭の第1章「連合会の機能 1. 担当使命」の箇所では、次の解説がある。「憲法第74条11項により、取引所の

件は… 連邦各州が管轄するものとされている。… 同条によれば取引所の設立は夫々の州政府の認可が必要であり、更に取引所についての監督は州政府が行うこととされている。また取引所法第4条により、取引所規則は管轄の州政府により承認を受けることになっている。」また「2. 設立」の箇所では「戦後の第一段階（1950年代の始め）を乗り切ることにより、西ドイツ国民経済のための主要な資本市場問題が解決されてから、州取引所の連邦主義を憲法上一致させるばかりでなく、同一水準に高める必要を痛感されるに至った」と述べられている。さらに、このことが1952年11月にハンブルクでドイツ取引所連合会の設立にいたらしめた理由であると説明している⁽⁸³⁾。以上のデグナー／フレーゲ論文に見られるように、西ドイツ時代の証券市場も基本的に連邦制を目指していたことがわかる。

しかし欧州で取引所システムの電算化とEC（その後EU）統合が進むに従い、空間的な場所を必要としない証券市場の組織を要請する動きが生じ始めた。そしてそれは地域取引所ではなく、統合された証券市場を目指す動きでもあった。このような流れの中で、デグナーは79年に金融誌『ディ・バンク』において再度ドイツの地域取引所を擁護する論陣を張った⁽⁸⁴⁾。しかし1980年代後半からいよいよ取引所集中の是非をめぐる議論が高まり87年と88年には別の金融誌 ZfKW で両者の議論が順次掲載されていった。デグナー／フレーゲと同様に地域取引所の意義を認めたのはハノーファー取引所のハンス・ハインリッヒ・ペーターズであり、彼はドイツの取引所を次のように定義づけていた。「西ドイツの連邦的な組織構成に見合って、… ドイツの取引所システムは連邦制にもとづき構成されている」⁽⁸⁵⁾と。彼もまた地域取引所の擁護者であり、連邦制証券市場と自立した地域取引所を目指す動きは軌を一にしたものと見ることができ

これに反して欧州レベルでの金融センターの創出を目指す側からの反論が出された。その代表がミハエル・カレンベルクである。ただし彼もそれまでのドイツの証券市場が「非常に固く非中央集権的に組織された取引所システム」であるとみる点では共通性を持っていた。しかしこの「ドイツ取引所制度の連邦的構成」は金融の国際化の進展の中でますます障害物となっていることを強調し、次のように述べている。「特に関係者の自惚れとその『視野の狭さ』が批判者から警告を受けている」⁽⁸⁶⁾と。

このような批判の応酬の中で、EU 統合を睨んで実務的にはドイツの諸地域取引所の統合を目指す構想が実施に移されるに至った。これについての説明はドイツ証券取引所連合会の会長リュディガー・フォン・ローゼンが1987年の論文で行っている。まず第一には、ドイツの八証取引所は証券取引所連合会を改組することを1986年7月11日付けで決定した。第二にその目的は、連邦的構成から脱却し、業務能力が高くコストのかからない近代的なドイツ資本市場の機関とすることであった。第三に、この機関の活動は地域を超えたすべての問題、特に国内外の諸機関に対して取引所の利益を代表し、地域にまたがる広報活動、そして各取引所間を結ぶ組織的、技術的連携を構築することだった⁽⁸⁷⁾。

その後のドイツにおける取引所統合の展開と研究者間で行われた論争については別稿ですでにまとめているためここでは省略する⁽⁸⁸⁾。ともかく統合は連邦制のシステムを残しながらも1990年前後に実現された。この結果、それまでは各取引所がそれぞれ公表していた統計データ等もこの新組織が全国的なものとして公刊することとなった。また、株価指数表示も、それまではコメルツ銀行が公表していた指数 Commerzbank-Aktienindex に代わり、ドイツ株価指数 DAX(Deutsche-Aktienindex) が新たに導入された。また、ドイツ証券取引

所連合会はその後ドイツ株式研究所 Deutsches Aktieninstitut e.V. へと組織転換された。

以上の経過からして強固な意味での連邦制資本市場は西ドイツの終焉(東西ドイツの統合)とほぼ同時にその役割と機能を縮小することになった。ただしドイツ取引所株式会社の設置以降、フランクフルトに市場シェアの大半を奪われた諸地域取引所は、生存をかけた生き残りのための諸政策を展開している。その意味では、連邦制の組織がすべてなくなったわけではないことを付け加えておく必要がある。この点に関しては、個別地域取引所の問題として別稿で示していきたい。

ところでカレンベルクから連邦制取引所の「猛烈な擁護者」と批判を受けたデグナーではあったが、西ドイツの証券市場の特性については次の二つの重要な特徴点を指摘していた。それは第一に、「債券取引所 Rentenbörsen」であったこと、そして第二に「銀行取引所 Bankbörsen」⁽⁸⁹⁾であったことである。このうちの第一点目については、次の項で検討する。そして第二点目については、西ドイツの証券取引業者の問題と合わせて(3)で触れていくこととしたい。

(2) 株式市場と債券市場

デグナーが、ドイツの取引所がますます債券取引所化している、と先の箇所ですべてのは、以下の理由によっていた。まず、相場表の中で確定有価証券がいたる所に見られ、その数が圧倒的であったということ。(ドイツ証券取引所連合会のデータでも債券発行額は株式のそのほほぼ10倍の規模である。)また国内株式発行会社が企業合併やその他の事情により減少傾向を見せていたことであった。西ドイツ時代の株式会社は2000社を超えた程度であり、しかも上場企業はそのうちの20%ほど、400社を上回る数でしかなかったことも挙げている。このように西ドイツ時代には、

経済規模に比較して矮小な株式市場でしかなかった。

この原因は、既に触れたような歴史的な要因と西ドイツ政府の経済・金融政策の基本が関わっている。具体的には1970年代後半までの公社債市場の差別的優遇税制と投機の抑制政策である。これらは戦後の経済復興期から1960年代の経済成長期、社会民主党 SPD と自由民主党 FDP が政権を担当した1969年から1982年の間の小連立の時代にも変わっていない。この基本性格にやや変化が見られるようになるのは、1982年にキリスト教民主・社会同盟のヘルムート・コール首相が登場する前後からである。アメリカのレーガン政権と同様の規制緩和と競争促進政策及び公営事業会社の民営化が進められた。その後1990年代には東西ドイツの統合に伴い、旧東ドイツ企業の株式会社化も進み、株式会社の数は20世紀末には1万社近くまで増加した。以上の社会・経済動向を反映して、ドイツの株価はコメルツバンク指数でみても、DAX でみても同じ傾向がみとれる。すなわち敗戦から1950年代末に上昇をみた第一期とそこから1980年代半ばまで長期停滞をみせた第二期、そしてそれ以降に再上昇をみせ、東西ドイツ統合以降の株式ブームにつながる第三期である⁽⁹⁰⁾。(ドイツ株価指数 DAX で1954年から計算し直したものについては付録図を参照されたい。)このように基本的に西ドイツ時代の株式市場は、戦後復興期と東西ドイツ統合の時期を除くと、主役を果たせず脇役に追いやられていた。この点を日本における研究成果を紹介しながら以下でみていきたい。

まず日本興行銀行特別調査室の土屋貞雄は、1950年代を国家統制の時代から、証券市場育成段階を経て自由主義への復帰の時代への転換と位置づけている。敗戦直後は銀行の解体と配当制限令の存続等⁽⁹¹⁾で、企業は自己の資本蓄積手段以外に資金調達を絶たれていた。これに対して政府は1952年に三つの法律によ

り、資本市場の育成を図った。それは、資本市場育成法、資本取引法、配当制限令廃止法であった。

このうちの資本市場育成法は、後々まで影響を及ぼす法律であった。その内容は、確定有価証券の利子に対する税制上の優遇処置であり、無税の証券、30%課税、60%課税の区分けがなされた。免税扱いの証券は、住宅建築資金調達を目的とした抵当債ならびに自治体債、満期3年以上の国公債等であった。事業債（社債）には30%課税され、60%課税はコンツェルン間での相互持ち合いにある利付債券を禁止する目的で設定された。一方株式に対しては、1953年の税制改革で一律60%の法人課税を改め、留保利益に対し60%、配当利益に対しては30%課税と若干の軽減処置が取られた。

以上の政策的対応により、免税の公債と抵当債券の発行が活況を呈することとなったがこれは戦後の住宅建築を促進する政策的ねらいにもとづくものであった。このため「抵当債比重は増大し、全体のほぼ半ばを占めており、又株式に対し社債の比重が増大した」と土屋は結論づけている⁽⁹²⁾。同様の分析を飯野由美子が、西ドイツの貯蓄構造を分析した労作の付言の中でさらに詰めて行っている。ここでは「債券の株式に対するメリット」として次のような要因が挙げられている。預金、債券等に対してはなくて、利益配当証券（株式、転換社債）に対してのみ適用される25%の資本収益税の源泉徴収、株式配当に対する二重課税。また同氏は社債発行が抵当債と自治体債券に対して持つ困難性について次のような指摘をしている。それは1957年2月に設置された中央資本市場委員会が、後者の確定有価証券に対する発行上の優遇処置を与えたことであった。この結果「その他、公債以外については民法 §795 による認可が義務づけられており…社債発行は敬遠されることとなった。企業の外部資金調達は、銀行借入

や、社債の代替物たる債務証券借り入れ（Schuldscheindarlehen）などに依存することとなり、証券市場の機能はますます産業金融の性格を薄めることとなる」との結論に至っている⁽⁹³⁾。

一方、西ドイツの財政との関連で資本市場分析を行った塚本健も別の角度から同様の結論に至っている。「西ドイツの債券発行のほとんどが金融債と公債発行である…金融債の7割は抵当債券、自治体債券であり、その資金は対公共機関貸付にあてられるのだから、結局債券市場を経由する資金の8割は公共機関に流れ、中央・地方財政資金として利用される。債券市場は、財政資金調達機構となっている」と⁽⁹⁴⁾。

以上のように民間に産業資金を供給する機能を果たすにはあまりに矮小な市場でしかなかったが、西ドイツ政府としてもこの状況に手をこまねいていただけではなかった。ベーリングのフランクフルト証券取引所史に関する著作及び銀行史研究所が刊行した『ドイツ証券市場史』中の第二次世界大戦以降の箇所を担当したベルント・ルドルフの記述を読んでいくと株式市場に対しては様々な積極策が取られていたことが読み取れる。1959年の株式法小改正（損益計算書の開示等）、1965年の大改正（企業集中に伴う、銀行監査役の株式会社役員兼任規制—ドイツ銀行頭取の名前に因んだアプス法—の制定等による株主権の強化）、従業員持ち株制度の導入、公営事業会社である株式会社の部分民有化（1959年の炭鉄部門 Preussag、61年の自動車部門 VW、64年のエネルギー部門 Veba 等）、外国証券の導入、投資信託の設置等。

また1966年には連邦経済省がさまざまな規制を強化した証券取引制度の改革案を提案し、これに関する議論が沸騰した。これは結局立法化するまでにはいたらなかったものの、1972年の時点で証券業界側の独自イニシアチブでその内容が以下のように取り込まれるこ

とになった。⁽⁹⁵⁾

1. 公定市場上場株式の取引所（仲立人）への集中義務。これは金融機関間での相殺と金融機関の介入自体を制限することで対応する。
2. 同市場上場全株式会社の年次報告の公開義務。これについては、投資家の投資判断を可能な限り高める目的で、任意の期中報告書を刊行するとした。
3. 同市場株式仲立人の売買高公開義務。1968年になり、フランクフルト取引所で先行していたDM株式全売買高を毎月連銀調査資料へ公表することに、他の7カ所の取引所が合意した。
4. 諸外国市場と比較可能となる株式の値付け方法の改善。それまでの株式比率にもとづく値付けから株式単位ごとの値付けへ1967年4月18日から移行した。同時に取引単位を引き下げ、100DMから50DMとした。

その後も法律改正は順次必要に応じて行われた。しかしこれらの対応を含めて政府の証券市場政策は、企業集中によって上場株式会社が減少していく中で、80年代半までは事態に決定的な変化を引き起こすことはできなかった。これには二度のインフレ体験と戦争による資産崩壊という西ドイツ国民の株式に対する歴史的な評価もかかわっている。

次にもう一つの民間資金調達方法である工業債の発行についても株式同様に低調さを免れなかった。1950年代末と70年代末に一時的なブームがみられたものの「その後は（少なくとも国内債については）80年代の後半に至るまでは、その重要性が失われていた」とルードルフが指摘している。⁽⁹⁶⁾この理由は、企業が株式、社債よりも有利な利鞘で発行できた債務証券借入れという金融手段が利用されたからである。これは債務承認書が付された金融機関からの「短期、中期ないし長期の大口貸付」である。契約者間での合意にもとづき

譲渡可能な貸付契約であり、日本の大口CPとの類似生がある。⁽⁹⁷⁾

この債務証券貸付は、ペーリングの説明ではミュンヘンの金融マークラー、ルドルフ・ミュネマン Rudolf Münemann により開発され、1950年代から活発に取引されたという。ミュネマンは保険会社に蓄積された資金を工業界へ貸し付ける手段としてこれを使った。その際に他の債務者と共同した転売システムとして、短期債務を長期化しかつ流動性のリスクを回避する工夫が凝らされていた。ただしこの金融手段が有価証券であるかどうか、有価証券税と取引税を課すかどうか、「ミュネマン法」を制定するかどうかをめぐる議論が引き起こされた。彼は1970年に経営上の失敗もあり一時窮地に追い込まれるものの、政党の支援を受けて救済された。最終的には企業の債務証券借入れは信用制度法の自己資本規定から切り離されることで決着が付けられたからである。⁽⁹⁸⁾ともかく、これを利用した資金調達は担保コストはあるものの、工業債よりも有利なコストで発行できることと、次の節で述べる貨幣市場への資本市場の従属から逃れる目的もあり、抵当銀行をはじめとする金融機関が大いに多用したわけである。

次に、1980年代を前後とした現物並びにデリバティブ取引を含めた株式市場の再生へ向けた動きについて触れておきたい。これは東西ドイツが統合した1990年から本格的展開をみせる。しかし、これに繋がる過程は西ドイツ時代にすでに準備されていた。それはEC/EU統合の進展下での金融自由化及び金融派生商品の導入と金融取引の電子化等の改革であった。この経緯と問題点についてはルードルフが詳細な記述をしているためこれに依拠して見ていくことにする。

まずドイツの投資家に対する先物取引の認可が、1956年5月に外国有価証券について行われた。これに対して国内証券についての先物取引の導入は1970年7月まで待たなければ

ならなかった。それは1930年代初めに先物取引は禁止処置を受け、それ以降取引は中断されたという歴史による。当初「銀行は先物取引に必要な知識と経験⁽⁹⁹⁾を有する人材を持っていなかった」のであった。しかしこの時点でアメリカの例に習ったオプション形態での取引が開始された。それは1920代までドイツで行われていたプレミアム取引に比べると、リスクが軽減しやすいと考えられたからであった。このオプション取引は開始直後の一時的熱狂の後に幻滅感が広がり、1970年代には株式売買高の1.35%でしかなく極めて不活発なものに終わった。当時オプション権の行使があまり行われなかった原因として、そのための店頭市場を欠いていたことが指摘されている。

これに対して1983年4月に新たな取引所オプション業務の手引書が公表されて、オプション業務の標準化が行われ、その後はめざましい売買が展開された。ベース価格が標準化され、満期は年4日短縮された。フランクフルト取引所でのオプション取引対象は外国株を含めると、1970年の40株から1984年の60株へと増加した。さらに1986年4月からは確定有価証券でのオプション取引が開設された。その後1986年7月にドイツ銀行の株式指数債券がドイツ市場に新たな投資手段を提供した。そして1988年春にチューリッヒで設立されたスイス・オプション・金融先物取引所 Swiss Options and Financial Futures Exchange (SOFFEX) をモデルとしたドイツ版の同種の市場 GOFFEX が立ち上げられた。これは後にドイツ先物取引所となった。

その後フランクフルト証券取引所は、1987年にオプション取引の特別調査委員会を立ち上げ、報告書を出した。資本参加をする金融機関と八カ所の取引所間には一部の利害対立があったものの、EUにおける「金融センターとしてのドイツ Finanzplatz Deutschland⁽¹⁰⁰⁾」という目的達成ため、戦略的合意に達した。この

結果1990年1月26日に、ドイツ先物（定期）取引所 Deutsche Terminbörse (DTB) は、ドイツ株式で標準化された電子オプション取引を開始させた。

最後にこのような金融自由化の流れと並行して、ドイツ政府の証券市場政策が1980年半ばころに大きく転換したことを見ておきたい。まず、1984年にハンブルクで開かれたドイツ法学会で企業の自己資本を改善するため会社法、資本市場法野のあり方がテーマとなった。資本市場向けの金融市場をいかに創出するかが検討された。その翌年に連邦政府機関は、新取引所上場法草案を提示したが、これは次の三つのEU委員会指令にもとづくものであった。

1. 証券取引所公定値付け証券の上場に関する条件整備（1979年3月5日）
2. 取引所上場目論見書についての指令（1980年3月17日）
3. 取引所上場株式の期中報告書整備に関する指令（1982年2月15日）

草案はこれらにもとづき取引所公開最低基準の引き上げを狙うと同時に、上場手続きに当たって銀行の協力業務を外していた。しかし、金融機関側の抵抗により最終的には公定市場に限っては引き続き銀行の上場申請の独占 Antragsmonopol を法律規定へ残した。ただし規制市場の方ではこの点に関する規制緩和が行われ、発行会社と協力する金融機関以外の企業の申請権を盛り込んだものとしていた。そしてこれらに関する法律は1986年10月から87年にかけて連邦議会で徐々に可決されていった⁽¹⁰¹⁾。

これらの動きと連動してすでに見てきた、ドイツ証券取引所連合会の組織改革が行われた。また税制の面でも1992年の税法改正で、戦後長きに渡って実施されてきた住宅建設と公共当局向けの資金供給のための優遇処置が廃止されて、経済全体の民営化が進展した⁽¹⁰²⁾。株価も1980年央から急騰を見せる中で東西ド

イツの統合が実現の道をたどっていった。

(3)西ドイツ証券市場の歴史特性

以上みてきたように西ドイツの資本市場の特色は、連邦債、州債の他に抵当債、自治体債という金融債を中心とした国内向けの債券市場であったことである。振り返って、19世紀半ばまでのフランクフルト証券取引所の歴史をたどると、かつてこの市場がユダヤ系個人銀行家を中心とした諸国王や諸侯の軍事公債等を発行するための国際的な債券市場であったことが判明する⁽¹⁰³⁾。そこでその時代の特色と比較してみると、同じ債券市場とはいっても第二次世界大戦後の西ドイツの証券市場とは、取引対象と取引主体という点では相違があると言わざるを得ない。このうちの前者についてはすでに取り上げたためここでは取引主体からみた西ドイツ資本市場の特色とこのことがもたらした資本市場への影響について考えていきたい。これはすでに触れたようにデグナーが「銀行取引所」と名付けていた、取引所に対する銀行支配の問題でもある。この問題は第一には、連邦経済省と中央資本市場委員会による起債調整の重要性と、第二には貨幣市場への資本市場の従属という問題をもたらした。

ただしこの証券市場に対する銀行支配の内容に入る前に銀行、ユニバーサルバンクの中身について触れておきたい。というのは銀行支配の問題という点、かつては信用大銀行による株式会社支配の問題であった。特に19世紀末から20世紀初頭にかけてのいわゆる「金融資本」の問題となる。しかし、第一次及び第二次世界大戦を経て銀行は多業種化した。戦時国債を発行し消化していく業務の中で、貯蓄銀行 Sparkasse と信用協同組合 Kreditgenossenschaft の果たす役割が次第に大きくなっていった。これらの金融機関はかつてはドイツ国民と手工業者及び商業者の比較的零細な資金を土台として、預金・貯金・貸付業務をしていた。しかしこれらに加えて戦争

を契機として、国・公債の販売業務に携わる中で証券業が重要となり、しだいにユニバーサルバンクへの仲間入りを果たしてきたのである。それと同時に西ドイツ時代には、特に貯蓄業務では貯蓄銀行がドイツ最大の金融機関となった。この点についてルドルフは次のように述べている。「ドイツ最大の業務銀行はドイツ最高額の貯蓄預金をもつ金融機関、すなわち最大の貯蓄銀行である」と⁽¹⁰⁴⁾。

これとは逆に信用銀行は伝統的な株式発行、その流通業務を押さえてはいるものの、預金業務及び債券業務ではかつての貯蓄銀行等の台頭で、その市場シェアを大きく低下させていった。ただし信用銀行はこのような流れと動きに対して、ただ手をこまねいていただけではなかった。傘下に抵当銀行と投資信託銀行の子会社を擁し、また1970年以降になると銀行本体でも抵当銀行業務に乗り出した。さらに1990年代にはアルフィナンツ化（総合金融サービス業務への進出）のもと保険業務へも乗り出している。このため、これらの金融機関は貯蓄銀行が自治体貸付の原資となる資金調達のために発行する抵当債や自治体債及び債務証券の売買の相手ともなっている。また銀行の貸し付け資金の調達とその流動性の調整のために債券市場を利用している。ドイツの証券市場、特に債券市場は「銀行間市場」と呼ばれる所以である。なお株式についても取引所集中が一応言われてはいるものの、伝統的に銀行内での取引の決済も継続されている。これら全体がデグナーが「銀行取引所」と呼ぶ原因となっている。

また合わせて個人銀行(家)Privatbankierについてみると、19世紀末までは活発な投資(投機)業務を展開していたものの1896年発効の帝国取引所法発布以来、しだいにその力を低下させてきた。そしてその数自体が東西ドイツの統合までは、一貫して低下傾向にあった。ユニバーサルバンクからマークラー銀行という証券取引専門銀行へ特化する傾向があっ

たことを、最近のドイツの若手証券市場史研究者が指摘している⁽¹⁰⁵⁾。この個人銀行(家)の低下傾向は東西ドイツの統合前まで続き、その後回復の兆しを見せ始めているが、このテーマについては本稿では省略し、別稿で扱うこととする。

次にこのような銀行取引所に関連する二つの問題について触れていきたい。まず第一の問題である起債調整について。この問題についての全体的な解説は小湊繁と飯野由美子による1992年の論文「通貨と金融」の中に詳細な記述があるため、ここでは中央資本市場委員会の設置とその性格についてのみ触れてみたい⁽¹⁰⁶⁾。ルドルフのまとめによるとフランクフルト証券取引所が第二次世界大戦後始めて外国証券の取り扱いを開始したのは1956年であり、9月に1930年以来初めて外国株の店頭売買が行われた。また、外貨建債券の最初の発効は57年の9月、最初のDM建外債発効は58年10月であった。このような証券取引の国際化と前後して1957年2月6日に連邦経済省と金融業界代表者との話し合いの中で、中央資本市場委員会 Zentraler Kapitalmarktausschuss の設置が決められた。

これは利子率と手数料の取り決めと金融機関の競争を調整するために、1936年12月22日に設置された中央資本委員会 Zentraler Kreditausschuss をモデルとしたものであった。委員会は当初11人の委員、民間の信用銀行、抵当銀行、公法上の金融機関からなっている。ドイツレンダーバンク、後のドイツ連邦銀行(ブンデスバンク)はゲストとして参加することとなっていた。この委員会は「自主管理機関であるものの、委員会を代表する銀行グループの権威に支えられていて、委員会が推薦する発効カレンダーは決定的な役割を持たされていた。市況に応じて債券市場での国内発行体の格付け、序列、利回り額が決められ、時として生じうる過剰負担を避けることを目的としていた。」したがって、全発行目論見

総額、個別起債希望額、発行条件、発行時期に関してこの委員会が見解を出すことが合意されていた⁽¹⁰⁷⁾。

したがって自主規制の機関であるとはいっても、政府の経済担当機関とブンデスバンクの意向が強力に反映しうる組織となっていると考えられる⁽¹⁰⁸⁾。というのは抵当債と自治体債についてはこの委員会が調整機能を果たす対象とした。それ以外の金融債と社債は政府と民間機関が協力して行う管理下に置かれた結果、発行上の不利を被ることとなった。逆に見ると、このような起債調整を逃れるために、民間金融機関は、社債よりも抵当債・自治体債の発行やさらに債務証券貸付の比重を増大させて行ったと見ることができる。

なおその後1968年2月に、ブンデスバンクは国際的な発行業務に携わる銀行とともに外国でのドイツマルク債発行に関わる紳士協定を作成し、1985年までこれを有効に機能させた⁽¹⁰⁹⁾。その目的は「外国DM債発行ドイツ資本市場に加える圧力を軽減し、市場の消化能力との調和を図ること、ドイツの金利水準引き上げの芽を未然に摘み取ること、債券の目一杯かつ確実なはめ込みを保証すること⁽¹¹⁰⁾」にあり、このため外債小委員会が設置され外国DM債発行をも起債調整したのであった。しかし1985年には金融自由化の流れの中で、この債券発行も自由化されこの委員会は廃止された。

以上みてきたように債券市場は国内外の証券ともに起債調整が極めて効率的に行われてきた。中央資本市場委員会と連邦債発行コンゾルシウムにより整然とした秩序付けが行われたためであった。

次に貨幣市場への資本市場(債券市場)の従属という問題に移る。この問題についてはベーリングが詳細な記述しており、ルドルフもほぼその見解を受け入れているため、ベーリングの記述を紹介していきたい⁽¹¹¹⁾。まずこの前提となるのが、銀行に集積された資金の投

資先としての債券市場である。低金利で相場上昇を伴う時期までは、銀行の流動性は確定有価証券へ投資された。そして金融政策が規制局面に入り金利上昇が見え始めると逆に、流動性確保のためにこれが売却されるという見方である。

連邦銀行（ブンデスバンク）の場合には1952年の最初の連邦債発行以来、いつでもそれを発行できる状態に置くように債券市場を育成してきた。相場調整機能を果たしてきたといえる。しかし1966年のリセッションをきっかけとして、連銀はこの相場調整の枠を超えた市場介入を行った。それは通常の金利政策のみでは、景気後退局面を打開できないと判断して、連銀の自己計算とブンデスバンク法第21条にもとづいて初めて枠を上回る買出動に向かった。すなわち市場金利調整目的での貨幣市場規制のために、公開市場で外為、連邦債、政府手形、公共機関債券等の売買を行うようになった。何よりも景気政策のためであった。この手段は一回限りのものではなく、1975/77年のリセッション期にも取られた。なお以上の流動性の調整作用は、ブンデスバンクのみならず、民間銀行を含め他の銀行が行うことも可能である。

この結果このような資本市場に対する当局の金融政策は民間信用機関、特に抵当銀行の業務に極めて重大な否定的作用をもたらした。抵当債や自治体債という長期金融市場での金利動向が安定しないためである。このため抵当銀行は一方では、自治体向けの宣伝を行い、抵当債と自治体債の継続発行を安定させるため、広範で安定した購入顧客を確保する努力をし、それに成功した。またもう一方では、すでに述べたように証券市場での利回りに影響を受けない債務証券貸付への道を切り開いていった。このことによって貨幣市場への資本市場の従属から逃れたのである。既に述べたことであるが、債務証券が貨幣なのか、証券なのか争われた背景にはこの従属論争が関

係していたのであった。ベーリングはこれについて次のように述べている。「貯蓄資産が貨幣なのか資本なのか、または結合された債務証券が貨幣としてあるいは有価証券として取り扱われるか争われていたが、これは具体的な競争条件と収益条件を持っていたからである。」⁽¹¹²⁾と。

以上西ドイツ時代の資本市場の特色の第二のテーマを整理した。連邦制の資本市場としての性格の他に次第に国際色を強めてはいるものの、基本的には国内向けの債券市場が取引高規模で前面に出た市場であった。しかもその取引主体は、個人ではなく各種金融機関が中心であった。このことから銀行（連邦銀行、市中銀行、公法上の金融機関）によって強い影響力を被った国内向けの債券市場であった、とまとめることができよう。ただし、債券市場に比べ取引高では非常に小規模な株式取引ではあったが、こちらは外国株の上場が盛んであり、逆に国際市場としての性格を持っていた事を付け加えておきたい。

まとめ

本稿では、第二次世界対戦後のドイツの証券取引所の復活過程を整理しそのことを通して西ドイツ資本市場の性格付けを与えることを目指してきた。この目的に沿って、いくつかの項目に分けて論述した。

まずナチス政権下での戦時経済が残した遺産について整理をした。敗戦後のドイツ金融経済と再開された各地域の証券取引所の事情、ドイツを占領した連合国4カ国の経済、金融政策について、特に米英のそれを中心として取り上げた。その結果占領政策の各国ごとの相違が通貨改革を始めとする戦後復興を日本に比べ2年間程遅らせたこと、また政策統合過程では紆余曲折を経て、最後にソビエト軍政府を除いた連合国の占領政策が統合されていったことをみた。

具体的には金融市場を決定的に左右する発券銀行を設置することにまず米英間で、そして最終的にフランスを加えた西側連合国間で合意を見いだしたことが、ただしそれはアメリカ連邦銀行に習い連邦制のシステムを取るドイツ・レンダーバンク、後のブンデスバンクとなったこと、またその本店所在地をめぐる、米英間で駆け引きが行われ、最終的にはマイン河沿いのフランクフルトに落ち着いたことを確認した。1947年にアメリカの決済機構がここに置かれ、さらに47年に米英統合地区管理局もここを拠点とした。ペーリングがその著作の最終章でも書いているが、このことこそが、この都市の戦後の運命に決定的な作用を与えた。

この結果フランクフルトに各種金融機関の本店が次第に集中し、この地が19世紀の半ば以来失ってきたかつての金融中心都市としての姿が、アメリカの強い影響を受けながらではあったが、復活させられた。ただしそれはかつて都市ベルリンがフランクフルトに代わって、19世紀の最後の四半世紀からドイツ帝国での金融中心地となった状況とは様子を異にするものであった。ナチス経済が中央集権的に組織されたことに対し、こちらでは政治経済全体にわたる連邦制組織を形成する努力が、取られたためである。それは統制経済下のナチス戦時経済から決別するためのものであった。連合国がそれをドイツに要請していたし、ドイツ自体についてみても、ドイツ帝国建設以前の分権的な状態への回帰でもあった。三大信用銀行は、銀行の集中排除政策により諸地域に分散させられ、その後再統合を果たした。しかしペーリングによると、この経過でこれらの銀行は、ハンブルクとデュッセルドルフとフランクフルトにそれぞれの拠点を残した上での統合であったという。

以上の連邦制の組織構造は戦後西ドイツの証券取引所でも生かされ、1952年にドイツ証券取引所連合会が形成され、対外政策を含め

た諸地域を超えた活動を行ってきた。業務量から見るとフランクフルトとデュッセルドルフが他の取引所よりも多かったが、ゆるやかな連合組織として再生したわけである。

この復活した西ドイツの連邦制資本市場の特色は銀行を取引主体とした国内向けの債券市場という性格をもった。それには様々な戦後西ドイツが置かれた条件と直面した経済問題から制約されたものであった。膨大な量の貨幣（ライヒスマルク）の残存、ライヒスバンクのこれまた膨大な債務、これらを償却し対外的な戦争賠償責任を果たさなければならなかった。国内では特に爆撃で焼け出された住宅の整備が緊急課題としてあり、また破壊された基幹産業を優先的に回復させる経済政策が取られた。（ただどのくらいの生産力が残存したかについての統計は、戦後の数年間に限っては信頼性のあるものが非常に少なかったため数量的に確定することは困難であった。）

これら戦後ドイツに突きつけられた課題を解決すべく取られた基本政策がエアハルトの「社会的市場経済」といわれているものであった。敗戦直後から何年かはこの「社会性」（「公共性」）が全面に出ざるを得なかったが、それは以上述べたような社会状況に由来するものだった。このため住宅建設のための抵当債の発行を、税制面で何よりも優先する政策が取られて行った。また1960年代末に社会民主党 SPD と自由民主党 FDP と連合を組んだ後では、高度社会福祉社会の実現に向けた政策が取られた。このための資金的手当てとしては、連邦債と州債、自治体債の発行が優先された。ともかく民間向けの産業資金の供給は、企業自己金融と銀行貸し付け、債務証券貸し付けに任されていた。そしてそのような民間資金をファイナンスする市場として債券市場が大々的に利用されたわけであった。

以上の経済体制の中で、株式市場は証券清算を経て密やかに復活した。そして従業員持ち株制度や公共事業株式会社の株式民営化と

いう社会政策により活を入れられながら成長したが、その速度は微々たるものであった。このような西ドイツ金融市場のあり方はかつての19世紀のフランクフルト債権市場の復活を思わせる。ただしそこでの取引主体はユダヤ系個人銀行業者であり、西ドイツ時代とはまったく異なるものであった。西ドイツの場合には、株式制の信用銀行の他に貯蓄銀行、信用協同組合が歴史的経過を踏まえユニバーサルバンクとして台頭し、活動してきた。また公法上の金融機関もある。

以上が西ドイツ時代の証券市場の特色であったが、これは1980年代半ばに大きな変貌を遂げて行った。EU統合に備えてフランクフルトを中心としたドイツ金融センターを構築し、EU金融統合に備えるための改革が断行された。証券市場は電子化の波と合わせて一大変貌を遂げた。

このような21世紀を展望したヨーロッパ経済の動きの中で、この西ドイツ資本市場の性格はどうなっていくかについて、最後に二点に渡って考察してみたい。第一点は、これらの流れの中で連邦制の資本市場が維持できるのかどうかということである。これは言葉を変えると、諸地域取引所が生存していくことができるかどうか、という問題でもある。第二点目は、債券市場が中心という性格が変わるのかどうかである。

この解答は難しいが、いくつかの取引所統合はすでに行われていて、すべての取引所が独自の道を保っていくことは困難となると予測される。ドイツ取引所株式会社傘下にあるフランクフルト取引所を除き残存可能性をもつのは、ベルリン、ハンブルク、デュッセルドルフ、シュツットガルト、ミュンヘン所在の五取引所である。あるいはこれらのうちのいくつかの統合が将来生ずる可能性もある。電子取引による効率性のみを考慮すると一國一取引所で充分という考え方もある。この考えでは残りの取引所の生存策は、地方(域)

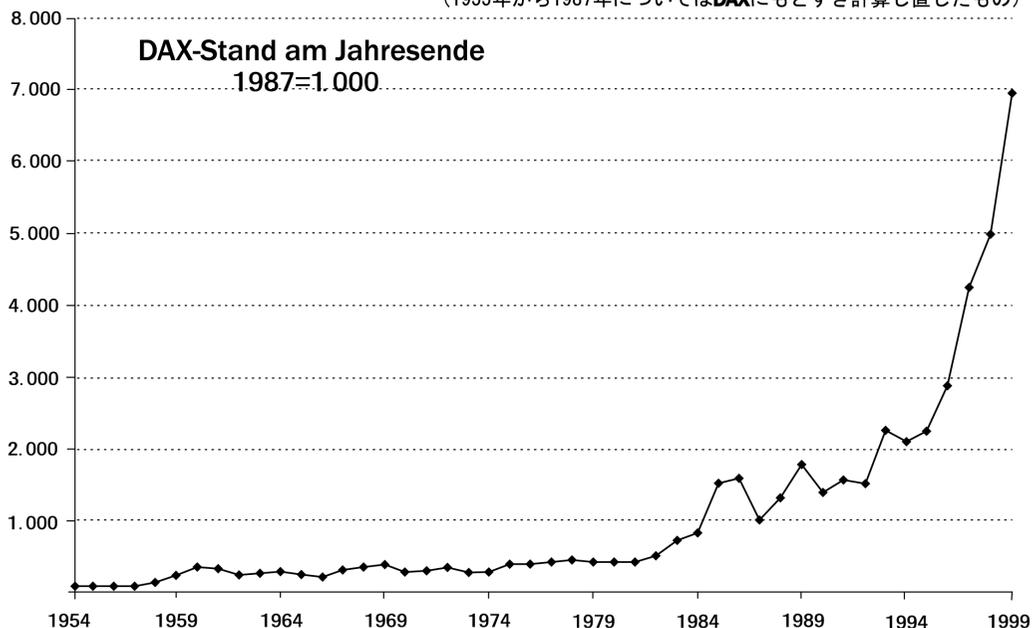
自治の問題であるということになる。またこの問題はドイツの地域経済と地域取引所の果たす役割がEU統合の中で、引き続きいかなる役割を果たすかという問題につながり、今後EUレベルの経済問題として考察していきたい。

第二点目は派生的金融商品の開発を含め、将来株式関連市場が急拡大するや否やという問題である。この点については飯野由美子の最新の論文「金融」(戸原・加藤・工藤編『ドイツ経済 - 統一後の10年』第3章)を読むと、そうはなっていない。筆者も19世紀以来のフランクフルト証券市場史からみて、そう簡単に投機的市場へドイツ証券市場全体が動いていくとは考えてはいない。それは、ベルリン取引所が中心でユダヤ系証券業者が全盛期にあった時代とは全く環境がことなるからである。確かに東西ドイツ統合と前後して、ハンブルクのブアルブルク(ウォーバーグ)家が、かつてのM.M.ブアルブルクとして復活し、またフランクフルトではロートシルト有限会社が復活した。また20世紀末のドイツでのノイアマルクトにみられる株式ブームの中で、個人銀行のルネッサンスと云う声も聞こえてきた。しかしかつて19世紀末に見られたような株式市場におけるユニバーサルバンクと個人銀行業者の組織的な金融力が、東西ドイツ統合の中で戻ることは簡単に予測しえない。それがEU資本市場統合で一定の役割を果たすであろうと考えた上でもである。

蛇足として最後にEU資本市場統合をEU委員会は考えているが、これがどのようなものになるのかという問題が残されている。果たして西ドイツ型の欧州連邦制資本市場となるのか、パリ、ロンドン、フランクフルトのいずれかの欧州金融センター所在地に統括された単一資本市場となるのか、という問題である。この点についての予測は、前の二つの問題以上に解答することが現在は困難であり、今後の成り行きを見極めていきたい。

付録図、ドイツの株価指数

(1955年から1987年についてはDAXにもとずき計算し直したもの)



資料：Stehle, Huber, Maier, Rückberechnung des DAX für die Jahre 1955 bis 1987; Deutsche Borse AG.

出所：DAI Deutsches Aktieninstitut e.V., DAI-Factbook 2000, 09.1-2-b

[注]

(58) Eckhard Wandel, a a.O., S.67-68.

(59) Hans Möller, a.a.O., S.453. ハンス・メラー, 前掲, 560ページ。

(60) Ebenda, S.69-70.

(61) ちなみにランデス・ツェントラルバンクの業務は、各州の財務相の提案にもとづきその州の首相によって任命された理事会により遂行される。最上級機関は、本部理事会 Verwaltungsrat となっている。資本金は金融機関によって分担されるが、個々の州政府が前払いをする。発券の権限は持たず、ドイツ・レンダーバンクの発券機能を補足する。この点は、旧ライヒスバンクと異なり、アメリカの連邦準備制度を受け継いものである。市中の金融機関は当該のランデス・ツェントラレンバンク窓口において最小準備を保有することが定められている。さらに、各ランデス・ツェントラルバンクの側でも、ドイツ・レンダーバンクに最小準備を置くことが義務づ

けられた。Ebenda, S.70-72.

(62) Ebenda, S.68.

(63) Carl-Ludwig Holtfrerich, [1999], S.230.

(64) Ebenda, S.346f, Anmerkung 5-13.

(65) Reichsbankleitstele, Chief Administration of the Reichsbank for the British Zone of Control, Hamburg, November 6th, 1947; Domicile of the central note-issuing bank for the Western Zones, Bank of England Archive, London, OV 34/90, S.2-9.

(66) Memorandum by Holgate, Decentralisation of Banking, 1. The dominance of the proposed Länder Union Bank, 24th November 1947, Bank of England Archive, London, OV 34/90.

(67) Geh.V./Wi., Record concerning the Munich Discussion on January 9th and 10th, 1948, Hamburg, 12/ 1 /1948, Public Record Office, Kewgarden, England, FO1046/680. S.6.

(68) British Zone of Military Government-Germany, Ordinance for the establishment of a Länder

- Union Bank, 24/ 1 /1948, OMUGUS Office of Miritary Government for Germany (U.S.), Ordinance for the establichment of a Länder Union Bank, 15.February 1948, Public Record Office, Kewgarden, England, FO1046/680.
- (69) Carl-Ludwig Holtfrerich, [1999], S.241f.
- (70) Hans Möller, a.a.O., S.453f., ハンス・メラー, 前掲, 562-563ページ。この箇所では、メラー自身がレンダーバンクの通貨局および経済調査局の局次長となっていると記述されている。この点からこの記述の信憑性は高いと考えられる。
- (71) Eckhard Wandel, aa.O., S.95-101.
- (72) Ebenda, S.129-130., Hans Möller, a.a.O., S.443. ハンス・メラ-前掲, 548ページ。なお、メラーの翻訳書ではこの作戦が「1947年末成功裏に処理された」とあるが、前後関係からみてこの翻訳は間違いではないかと思われる。この箇所はむしろ「成功裏に展開された erfolgreich abgewickelt」とすべきであろう。というのはその翻訳が正しいのは、「獵犬作戦」のうちドイツマルクのアメ리카での印刷をふくめた場合であり、しかもその印刷に関してのみ妥当すると考えられるからである。
- (73) Eckhard Wandel, aa.O., S.122, Hans Möller, a.a.O.,S.459 - 467, ハンス・メラー前掲書, 567 - 576ページ, 戸原四郎, 前掲, 128ページ。なお、1990年の東西ドイツの統合の際には、旧東ドイツマルクと旧西ドイツのドイツマルクとの交換比率は基本的には1対1であった。その経緯と結果については、戸原四郎・加藤栄一・工藤章編『ドイツ経済 統一後の10年』(有斐閣2003年)の序章「概観」(工藤章執筆)を参照されたい。
- (74) 戸原四郎, 前掲, 128ページ。
- (75) 戸原四郎, 前掲, 129ページ。
- (76) Hans Möller, a.a.O.,S.446 - 447., ハンス・メラー前掲, 575 - 576ページ。
- (77) 戸原四郎, 前掲, 131 - 132ページ。
- (78) Carl-Ludwig Holtfrerich, [1999], S.251 - 256.
- (79) Hans Möller, a.a.O.,S.475-477., ハンス・メラー前掲, 588-590ページ。
- (80) 戸原四郎, 前掲, 132ページ。なお住宅金融については、特に抵当銀行による抵当債の発行については、は飯野由美子「西ドイツ貯蓄奨励・財形政策の転換と個人貯蓄構造の変化」. 3.(2) 住宅建築全体の市場資金調達構造の付言(日本証券経済研究所, 『証券研究』第88巻, 1989年所収)を参照されたい。
- (81) Hans Möller, a.a.O.,S.477., ハンス・メラー前掲, 590ページ。
- (82) Carl-Ludwig Holtfrerich, [1999], S.256.
- (83) 日本証券経済研究所『証券研究』第52巻, 1977年4月, 109-110ページ。
- (84) Harald Degner, Die Zusammenarbeit der deutschen Wertpapierbörsen, in : Die Bank, 9. 1979, S.421-423.
- (85) Hans Heinrich Peters, Bedeutung und Zukunft der Regionalbörsen, in:Zeitschrift für das gesammte Kreditwesen, 21/1987, S.974.
- (86) Michael Kalenberg, Stärkung des Börsenplatzes Deutschland durch Börsenzentralisierung, in : Zeitschrift für das gesammte Kreditwesen, 5/1988, S.14.
- (87) Rudiger von Rosen, Die Arbeitsgemeinschaft der Deutschen Wertpapierbörsen, in:Zeitschrift für das gesammte Kreditwesen, 18/1987, S.18.
- (88) 拙稿「統合資本市場としてのドイツ取引所株式会社一取引の電子化に伴う複合システムの導入一」, 日本証券経済研究所『証券経済研究』第11号, 1998年1月。
- (89) Harald Degner, a.a.O., S.422-423.
- (90) コメルツバンク株価指数については、拙著『西ドイツの巨大企業と銀行一ユニバーサル・バンク・システム一』1988年文眞堂88ページを参照されたい。
- (91) 土屋貞雄「西ドイツ証券市場の概観」, 日本興行銀行特別調査室『特別資料』34~9, 1960年2月, 1ページ。
- (92) 同上, 33ページ。

西ドイツの連邦制資本市場 4 カ国占領とフランクフルト金融市場の復活 (下)

- (93) 飯野由美子, 前掲「西ドイツ貯蓄奨励・財形政策の転換と個人貯蓄構造の変化—西ドイツ金融自由化の一側面—」, 前掲書 151-152ページ。
- (94) 塚本健「1980年代西ドイツ財政と資本市場」, 日本証券経済研究所『証券研究』第88巻1989年, 82ページ。
- (95) Bernd Rudolph, Effekten- und Wertpapierbörsen, Finanztermin- und Devisenbörsen seit 1945, in: (Hrsg.)Hans Pohl, Deutsche Börsengeschichte, 1992 Frankfurt am Main, S.309-312.
- (96) Ebenda, S.229.
- (97) ウータ・ケンブ(日本証券経済研究所訳)『西ドイツの公社債市場』, 1988年日本証券経済研刊, 64ページ。
- (98) Bernd Baehring, a.a.O., S.221.
- (99) Bernd Rudolph, a.a.O., S.315.
- (100) Ebenda, S.325-326. なお, Finanzplatz Deutschland を「金融センターとしてのドイツ」と最初に訳出したのは工藤章である。工藤章「概観」, 戸原・加藤・工藤編前掲書, 序章30ページ。
- (101) Ebenda, S.323, S.330-331.
- (102) Ebenda, S.299.
- (103) 拙稿「国際債券市場としてのフランクフルト証券取引所—生成・展開過程と歴史特性—」, 『北星論集』第39号2001年。
- (104) Bernd Rudolph, a.a.O., S.299. 及び小湊繁・飯野由美子「通貨と金融」, 戸原四郎・加藤栄一編『現代のドイツ経済』有斐閣1992年, 第3章, 128-130ページ。
- (105) Joachim Beer, Der Funktionwandel der deutschen Wertpapierbörsen in der Zwischenkriegszeit (1924-1939), Frankfurt am Main 1999.
- (106) 小湊繁・飯野由美子, 前掲, 151-153ページ。
- (107) Bernd Rudolph, a.a.O., S.303.
- (108) 著者は, かつてドイツの銀行員からドイツのバンカーはブンデスバンクの主催する昼食会に出られるかどうかで, 情報収集上決定的であるとの見解を聞いたことがあった。
- (109) Bernd Rudolph, a.a.O., S.304.
- (110) 小湊繁・飯野由美子, 前掲, 136ページ。
- (111) Bernd Baehring, a.a.O., S.220-221., Bernd Rudolph, a.a.O., S.308-309.
- (112) Bernd Baehring, a.a.O., S.221.

[Abstract]

Das föderalistische Börsensystem im Gebiet der Bundesrepublik Deutschland in Zusammenhang mit der Wiederherstellung des Frankfurter Finanzmarktes (2)

Hironroi YAMAGUCHI

Nach der Auseinandersetzung über die Besatzungspolitik zwischen USA und England und der Integration der Alliierten Mächte, wurde entschieden, in Frankfurt am Main die Hauptstelle der Deutschen Landerbank (seit 1952 Die Deutsche Bundesbank) zu gründen.

So sind in Frankfurt viele Finanzinstitute konzentriert, aber ist der Kapitalmarkt (acht Regionalbörsen) in der Bundesrepublik mit der deutschen Arbeitsgemeinschaft des Wertpapiermarktes föderativ organisiert worden. Er hat seit dem Zweiten Weltkriegs zwei Eigenschaften.

Erstens ist er der nationale Rentenmarkt, der vom Zentralen Kapitalmarktausschuss und Bundesanleihekonsortium koordiniert worden ist, um den Aufbau der Wohnungen und des Sozialwohlstandes in den 1960er und 1970er Jahren zu finanzieren.

Zweitens resultiert daraus die Abhängigkeit des Kapitalmarktes vom Geldmarkt. Die Bundesbank hat in der Phase der wirtschaftlichen Veränderungen den Kapitalmarkt für den Zweck der Regelung ihrer finanziellen Liquiditäten benutzt. So sind Hypothekenbank und andere Finanzinstitute geschickt in den anderen Finanzmittelweg—Schuldscheindarlehen— geflohen.

Diese Finanzsituation hat sich seit der Wiedervereinigung auch nicht gründlich verändert. Der Finanzplatz Deutschland—Frankfurt am Main—hat seine geschichtliche Finanztradition behalten.

Key words: Föderalistisches Börsensystem, Besatzungspolitik, Frankfurter Finanzmarkt