

タイトル	レッセフェール金融市場システム : 1850 ~ 1914 年
著者	河西, 勝; KASAI, Masaru
引用	AN0040845X, 63(3): 1-26
発行日	2015-12-30

《論説》

レッセフェール金融市場システム

— 1850～1914 年 —

河 西 勝

(1) 専門化銀行とユニバーサル銀行

{預金バンキングと決済システム}

19 世紀ヨーロッパでは最初、個人預金の市場は、決済システムから分離していた。決済システムは、金兌換銀行券に加えて、為替手形（引受け済み手形と国内の為替手形）市場と当座銀行勘定に基づいて機能した。商品とサービスの交換にかかわる職業者は、自分の当座勘定を開設したが、そこでは為替手形の割引（短期ローンの売却）は貸方記入され、商品購入にともなう負債の決済（短期ローンの購入）は借方記入された。それと対照的に個人の預金市場は、非営利的な貯蓄銀行によって管理された。最初、貯蓄銀行は非営利組織であり、1800 年代初頭に博愛主義者や市町村自治体によって創設されたもので、町の貧者の間に預金の習慣をしこませることが狙いであった。貯蓄銀行は、かれらの顧客の預金を抵当証券と安全金庫、政府の有価証券に投資した。こうして個人の預金は、19 世紀半ばまで決済システムの外に置かれていた（Verdier 2003）。

当座勘定（決済システム）と預金市場との以上の分離は、決済システムにおける変化によって、徐々に克服された。その変化は急速であり、イギリスを始めとして、ヨーロッパのいたるところで起こったが、三つの互に関連した革新に基づいていた。つまり株式銀行の普及、支店ネットワークの拡大、個人預

金の増大、である。株式銀行は、支店の全国的ネットワークを発展させ、個人の預金を初期資本の少なくとも数倍獲得した。預金バンキングは、銀行が適切な流動性を維持するために為替手形の再割引に依存する必要性を低下させたので、為替手形市場に積極的に進出して行った。預金バンキングを非常に魅力あるものにした理由は、特にそれが、それまでは除外されていた経済の三つの領域——辺境地域、産業、中流階層——を決済システムのなかに編入したことにある（Verdier 2003）。

預金バンキングによって、それまで貨幣市場の外に置かれていた地方が、ようやく決済システムに編入された。また預金バンキングは商業だけでなく産業を決済システムの中に編入した。製造業では、生産期間に拘束されるため、資産の流動性が商業よりも小さいから、当座貸越（取引銀行に対して当座預金残高以上の金額の小切手を振り出すこと）つまり立替・前貸しといった金融方式が必要とされる。銀行は、産業に対して、為替手形の再割引に頼らずに、預金を立替で繰り返し融通した。さらに預金バンキングは、中流階層の貯金も決済システムのなかに編入した。産業化の恩恵が中流階層により深く浸透し始めると、長期と短期の両方で預金勘定に対する需要が成長した（Verdier 2003）。

こうしてヨーロッパ全域にわたり、株式商業バンキングによる貨幣市場が発展するとともに、それを基礎として、国債や株式をあつ

かう投資バンキングおよび証券市場により資本市場が発展した。さらに、投資バンキングと商業バンキングは、それぞれ互いに専門化するにしても（イギリスの場合）、同一機関がそれらを統合してユニバーサル化するにしても（ドイツの場合に）、証券取引所とともに、貨幣市場と資本市場とを世界的に統合するレッセフェール金融システムを発展させていった。

{イギリスの専門化商業銀行}

イギリスでは、18 世紀初頭、早期の中央集権化の過程で中央銀行（イングランド銀行）の創立をはじめとする金融革命に成功した。洗練された証券市場が金融システムの中核として機能する一方で、自由な預金・貸付市場が十分に成長した。イギリスでは、地方政府には地方の金融市場に介入する権限がなく、株式銀行と個人銀行との競争は市場ベースで行われた。地方の個人銀行の多くが、1815 年のナポレオン戦争に続く通貨の不安定ななかで破綻した。また、株式銀行に対するイングランド銀行の独占は、1825 年に終わった。この二つにより、銀行創立に対する新しい制限が 1844 年に導入される前に、夥しい数の株式銀行が設立された。一方、イングランド銀行は、政府およびロンドンの貨幣市場のための銀行として、その中央銀行機能にますます焦点を合わせるようになった。その結果、これらの新しい株式銀行と既設の個人銀行との間で激しい競争が発生した（Michie 2003）。

個人銀行に対して成功裏に競争するために、株式銀行は莫大な預金を獲得した。個人銀行は、伝統的に、少数のパートナーによって提供される多額の個人資本により運営されたが、預金を基礎とする株式銀行の貸付力に対して競争することがますます困難になった。株式銀行は、かれらの資産と負債の構成について、突然の預金引出しや債務不履行をもたらす金融危機を切り抜ける方策を学習したので、個

人銀行に対してより強力で競争することができた（Michie 2003）。

18 世紀末と 19 世紀初頭を通じてロンドンの外でバンキングを支配してきた中小の私的「地方銀行」は、運河、船渠、ターンパイクなど公共事業にかかわる大企業の社債や株式をしばしば保有したが、ますます増大する預金突然引き出されかねないことに対する懸念から、潜在的に非流動的な株式証券に資本を投入することを思いとどまるようになった。1847 年、1857 年、1866 年、1878 年において銀行破綻をもたらした流動性危機は、株式銀行家を覚醒させた。高度に流動的な資産ポートフォリオを保有することによって公衆の信頼を維持することがいかに重要であるか、という考え方が定着した（Cheffins p 234）。こうして、個人の預金を妨害されずにつかむことを許され、また投資に対する保守的な態度が醸成されるとともに、株式銀行は、投資バンキングの事業をその目的のために特に作られた機関——投資信託、投資銀行——と株式証券市場にまかせて、預金・商業バンキングに専門化した。株式銀行は、支店ネットワークと手形交換協会の会員資格により、顧客に、全国のあらゆる場所で効率的な決済サービスを提供した。株式銀行は、辺境をカバーする支店をもうけ、貯蓄銀行や相互信用協会から預金者を引き抜く一方で、地方の商業銀行を合併して支店にしたり淘汰したりした。ここに、全国的に運営を管理しロンドンで短期貨幣市場（コールマネー）を利用する本店のもとに、預金を集め、貸し付け（為替手形の割引）をする夥しい数の支店を有する伝統的なイギリスの株式商業銀行が出現することになる。（Michie 2003）

{ドイツのユニバーサル信用銀行}

伝統的に地方分権化していたドイツでは、非営利銀行（貯蓄銀行）と地方の商業銀行は、政治的保護（非営利バンキングへの補助金、支店

設置の地域的な制限など)などいろいろな手段を使って、中央の私的商業銀行の預金市場への侵入を妨害し、急速に成長する個人預金の市場を全国的に分断させた。地方政府は、自身の財政上の窮状を克服するためにも、貯蓄銀行をその危機から救出した。危機を脱した貯蓄銀行は、その利益を地方政府の事業に投資し、また個人の預金からなる財源を、抵当証券や自治体債券に投入した。また政府は、イギリスとは対照的に、郵便貯金をつうじて地方の資本と競争することにはほとんど成功しなかった。多くの場合において地方の条例は、中央の調停者の政策的欲求と衝突したが、地方分権化した体制の性格が、貯蓄銀行の長期利害のよりよい守護者たることを保証した。要するに貯蓄銀行は貧者を救済する地方の努力として出発したが、1850年までにプロシアでは、地方のロジックが階級のロジックを王座から退けてしまった(Viedier 2003)。

地方の私的商業銀行または貯蓄銀行は、より小口の預金者のために近隣の市場を独占する権利を与えられた。そのため、1850年代以降株式会社化した銀行は、若干の当座勘定預金を受け入れたが、一般的にほとんど全く株式資本を基礎にして営業をおこなった。ベルリンの大株式銀行は、大口の工業預金者などより広い範囲の顧客との取引によって、もっとも利益の上がる貸付機会と、そして貸付は預金を生み出すから、そのもっとも豊富な預金の財源との両方を見出すことにむかった。また株式銀行は、預金バンキングの分野を十分につかむことができないので、より大きな程度で自己資本に依存することを余儀なくされた。自己資本は、コストはより高い、つまり株式配当は、預金に対する利子支払いよりも大きい。それゆえ、ドイツの株式銀行はイギリスの場合のように、リスクがより高くリターンのより大きい投資バンキングの分野を完全に引き払って専門化することはできず、けっきょくユニバーサル化した(Viedier

2003)。

ドイツのユニバーサル銀行は、1871年にドイツ帝国が形成される時までには、株式会社規制の大きな緩和と工業化の強力な波動とともに、株式会社形態の下に組織化されはじめた。ドイツの株式会社に適用される一般法以外には、株式ユニバーサル銀行を規制するものは何もなかった。株式銀行は、企業が日々の経営のために必要とする短期信用を提供したのみならず、工場の増設といった項目にも金融するために長期貸付を拡大した。さらに、銀行はまた、企業の株式会社への転換を手配し、そして結果として生じる証券の一般投資家への発行・売却を、その顧客企業との契約を通じて取り扱った(Viedier 2003)。

しかしドイツの株式銀行は、強力な投資志向をもつ一方で、19世紀の第二半期を通じて、商業バンキングを著しく偏重するようになっていった。国家の統一により、通貨と金融の統合が進み、工業が大規模化し躍進的な発展を遂げる可能性が生まれた。ユニバーサルバンキングでも、特に不況期には、短期負債(預金)と資産の流動性(貸付の回収、投資証券の売却)との間において、バランスシート上のミスマッチがいつそう悪化する場合があった。1875年に創設されたライヒスバンク(中央銀行)が、イングランド銀行と同様に最後の資金貸し手としての役割を引き受け、ユニバーサルバンキングの破産リスクを緩和した。同時にユニバーサル銀行は、証券投資から手を引き初め、その資産(借り方)とライアビリティ(貸し方)とのバランスをますます保守的に組み立てるようになった(Verdier 2003, Fohlin 2007)。

ドイツのユニバーサル銀行は、イギリスの商業銀行と同様に、少なくとも1880年代の初頭までには、その資産ポートフォリオの中に、一般的な工業株券をほとんど持たないほどになった。ユニバーサル銀行は、預金ベースの増大に対応させて、ますますバランスシート

上、支店化による預金バンキングを拡大させた。預金の使用が増大したことによって、銀行のビジネスの重心は、高い準備率を保持するために、リスクの高い株式・社債の発行引受から短期的な商業貸付へと移動した。多くのユニバーサル銀行が、株式と社債の発行引き受け、あるいは証券の売買を行うブローカーとしても、投資バンキング上ほとんどビジネスを行わないほどにまで商業ビジネスに集中した。

一方で、1875年のライヒスバンクの創設以降、ベルリン証券取引所を中心としてドイツの証券市場の急速な発展が見られた。それとともに株式などの発行を従来にもまして積極的に引き受ける投資バンキング——これは証券投資とは全く異なることに注意——も発展していった。世紀交替期以降、ユニバーサル銀行は、一連の金融サービスを総合的に提供する「法人金融のスーパーマーケット」の呼称をえた。典型的にベルリンの大銀行（株式信用銀行）は、同一機関において、イギリスと同様の商業バンキング機能（預金獲得、当座預金・当座貸越、為替手形割引、商業手形引き受け、商品・サービスの掛買掛売信用）を、ベルリン証券取引所における証券の発行引き受けおよびブローカーによる売買取引（投資バンキング）に結びつけた。さらに大銀行は、通常は支店のカウンターを通じて、個人の預金を受け入れると共に直接、株式証券、保険証券、抵当証券、そして投資ファンドなどを個人投資家に売却した（Fohlin 2007, 81）。

〔全国的な支店ネットワークの形成〕

イギリスのバンキング部門は、19世紀末と20世紀初頭を通じて、株式銀行間の合併および株式銀行による個人銀行の買収によって支配され、熱狂的な合併活動を経験した。銀行合併の波は地方の私的銀行を国民的広がりをもつバンキング・オペレーションに置き換えた。最大5銀行により保有される総預金

額の割合は、1890年の21%——イングランドとウェールズでは27%——から、1910年36%——同43%——へと増大した。

スコットランドでは、銀行は、主に合併によるよりも内部的な拡張——主に新支店の開設——により成長したが、イングランドでは合併の方がより有利な賭けとみなされていた。というのは、買収される銀行は、既存の建物、ビジネス、人事を新たに提供したからである。また1879年法が、銀行合併傾向のための最適なプラットフォームを提供した。有限責任に転換することを選択した銀行は、自らのバランスシートを公表しなければならなかったが、このことは、買収の手法によって成長することを追求する銀行にとっては、合併のための潜在的標的に関して相対的な強さや重要性を評価することがより容易になることを意味した。無限責任の留保を選択しバランスシートを秘密のままにする銀行は、合併されたり売却する際に影響力や人気を失った（Cheffins 2008, 233）。

19世紀末と20世紀初頭における合併による全国的支店ネットワークの急成長は、バンキング産業における大銀行への集中を劇的に促進した。ロンドンに本店を置く最大5銀行——バークレー、ロイド、ミッドランド、ナショナル・プロビント、ウエミンスター——により保有される総預金額の割合は、1890年の21%（イングランドとウェールズでは27%）から、1910年36%（同43%）に増大した（Cheffins 2007, 234-235）。

相当に遅くれたとはいえ、ドイツのユニバーサル銀行でも、ドイチュバンクやドレスナーバンクなどベルリンに本店をおく大株式銀行を中心にして、特に世紀交代期以降、株式資本の集中にもまして、預金（負債）受け入れ急増による資産保有の集中化が進んだ。イギリス（イングランド）と同様に、多くのユニバーサル銀行が、以前は独立していたより小さな銀行（しばしば個人銀行）を買収し、望

まれる場所で支店化した。こうして全国的支店ネットワークの形成と預金バンキングの増進とともに、ベルリンの大銀行への資産の集中が極めて急速に発展した。^(注1)

以上の事実は、ユニバーサル銀行のユニバーサリティー(広汎性)が、大銀行への集中を促進したのではないことを証明している。特に支店設置が制限規定により妨げられない場合には、銀行集中の十分条件は、商業バンキングシステムにおいてこそ生じえた。実際に1883年から1913年にわたり、ドイツのユニバーサル銀行は、相当に集中化されたとはいえ、イングランドの預金バンキングセクターの集中化には及ばなかった。つまり両国において、商業部門あるいはユニバーサルバンキング部門における最大の銀行が、商業バンキングのために重要な全国規模の支店ネットワークを築き上げた。そのことによって、結果的に両国において大銀行の資産集中が実現したのである。

{大銀行への資産集中}

ドイツの商業・預金バンキング部門は、世紀交代期に、遂にイギリスの株式商業銀行に追いついた。システム設計における明らかな相違にもかかわらず、商業バンキングにおいて、イギリスとドイツとは、1884年と1913年の間に同様に集中化された。1890年においては、推定上の5企業率と10企業率は、二つの国において非常に類似していた。それぞれ、ドイツでは17, 19%, イギリスでは21, 31%であった。イギリスでは、1910年までに、トップ5と10の商業銀行がそれぞれ、資産の36%, 56%を保有した——イングランドとウェールズのみでは、43%と65%——が、ドイツのトップ5と10のユニバーサル銀行は、それぞれ資産の31%, 44%を保有した。だが両国で、バンキング集中における最大級の急成長は、一次大戦中とその後に現れた。両国は、1920年までに、60%以上の5企業率を有したが、イギリスとウェールズは、65.5%対62%でドイツにわずかに優っていた。(Fohlin 2007, 253-4), ただし

(注1) ドイチェバンクが支店ネットワークを打ち立てる活動を始めた1870年代までは、ほとんどいかなる支店も存在しなかった。ドイチェバンクは、支店開設において例外的存在であり、ほとんどが20世紀の交代期まで単一銀行として存在していた。オフィスの数は、ベルリンの銀行の全部について、1885年に総計で10件を数えるに過ぎず、そして、1890年にはベルリンに登録する銀行のうち、支店を保持するものは、4分の1以下に過ぎなかった。支店を設置する銀行でさえ、それぞれ平均で単に2つの子会社オフィスをもっていたにすぎない。さらに大銀行の新オフィスは、国の一定地域に密集していた。たとえば、シャウフハウゼン(BV)の支店のほとんど(22中の20)、ドイチェバンクの国内支店の半分近く(54中の26)が、重工業が発展したライン州に位置していた。同時に、4つのベルリンの銀行うち4つが南部諸州にはオフィスをまったくもたなかったし、そしてベルリンの銀行の1つが、アルサス・ロレーンに単一支店をもっていたにすぎない。

1894年までに、大銀行は全部一緒にして73件の預金オフィスを開設していた。しかし1900年

でさえ、株式銀行は、平均でそれぞれ一つの支店を有していたにすぎず、支店を設置する株式銀行についてみても、平均で4つの支店を有していただけである。支店の総数は、次の十年にわたり、四倍になり、特に急成長が、WW I以前の8年間で生じた。1913年までに大銀行の支店は依然として252件だけ存在していたが、その22件は外国にあった。1870年代に支店設置を開始したドイチェバンクが支店設置(48支店)をリードしたが、ドレスナーバンクとコメルツ・ウント・デイスコントバンクが、それぞれ47件と44件の預金オフィスを設置した。1913年には、まったく預金オフィスをもたないベルリン・ハンデルズゲゼルシャフトを例外として、他の大銀行は、16件から31件の間で支店を保持していた。一次大戦以前の二三十年を通じて人口が増加した。しかし人口に対するバンキングオフィスの勢力伸長は劇的であった。ドイツにおける1支店当たり人口は、1900年の4万5千人から1910年の1万5千人へと3分の1にまでに減少したのである(Fohlin 2007, 75-76)。

一次大戦以後の大銀行の集中は、それ以前の集中傾向とは、その意義をまったく異にするであろう。

イギリスでもドイツでも同様に、特に、大銀行が強力なベースを有する地域の外で競争者を買収し支店化しようとする場合には、それを正当化するいくつかの経済的理由が存在していた。全国的支店ネットワークは、ある地域の資金余剰と他地域の資金不足との調整を促進するし、銀行がその短期リアビリティ（負債）・信用リスクをより広範囲に分散させることによって、システムの不安定性に対する防御を可能にさせる。またその地域間における大きな多様性は、預金引き上げに対するより低い準備資産率を可能にさせ、さらにより大きな資金を生産的利用に動員することを可能にする。主要銀行の本店は顧客に、地方銀行ではなしえないような高度に専門的なサービスを支店を通じて提供できる。大法人企業の借り手は、より効率的にサービスを受けることができる。というのは、大資本ベースを有する銀行は、中小企業にとっては、簡単には受け入れることができない大金額のリアビリティ（「負債および資本」）を融通できるからである。また銀行が広範囲にわたる支店ネットワークを作り上げるやいなや、より多大な送金ビジネス——つまり、現金、為替手形、そして公文書の移転——がひとつの組織内で運営されるから、顧客のために取引費用が引き下げられる。支店は、小貯蓄者からの預金の直接的収集を助け、銀行による証券の小売を容易にする。これはドイツのユニバーサル銀行に限ってのプラスアルファ的な支店ネットワークのメリットである。さらに、19 世紀のほとんどを通じて破産に悩まされた銀行業においては、規模の程度は、信頼性と威信の重要なシグナルとなったのであるが、合併は、その慎重さと安定性によって、合併志向の銀行の評価を強化したのである (Cheffins 2008, 234. Fohlin 2007, 75-76)。

一般的に工業の集中と銀行の集中の間に直接的な関連がある場合でも、銀行業は自然的な寡占ビジネスであり、またはそうなりつつあった。だが、だからといってバンキングおよび一般の産業部門に反競争的行動をもたらすような過度の集中化が進んだわけではない。全国的な支店ネットワークを有する大銀行は、広告やマーケティングにおける「規模の経済」、資金の供給と需要をマッチさせるより大きな機会、そして分散的投資および安定性の増大から、多くの恩恵をうることができた。それゆえ逆に、支店ネットワークの発展を伴う大銀行の資産集中は、ますます銀行間の商業バンキング上の競争を強めた。地方の独占的な中小銀行が買収され、より大きな銀行の支店に入るかもしれないし、多くの全国規模の銀行が同じ地域で中小の預金オフィスを開設することになるかもしれない。こうして激しい競争をつうじて生き残る大銀行は、その効率性や安定性の度合いを、ますます高めることになる。(Fohlin 2007, 75-76)。銀行による資産 (= 資本 + 負債) 所有の集中・独占化は、商業バンキングの機能上の自由競争と相容れないわけでは決していない。^(注2)

(注2) 資産 (= 資本 + 負債) 所有の独占と自由競争とが矛盾するというより調和的であるという点は、一般に非金融企業において、固定資本所有の独占化が企業の循環資本機能上の自由競争と決して矛盾しないことと同様である。それぞれの産業部門でより高い労働生産力を提供しうる固定資本所有は限られたものでしかなく、それを独占したとしても、それによる商品の生産・供給だけでは社会的需要を満たすことができないので、より劣る労働生産力を提供する固定資本所有に対しても、その商品生産上の利用が社会的需要を満たす限りで、少なくとも平均利潤 = 絶対地代は与えられるということになる。要するに異業種間の企業間競争では平均原理が作用するのに対して、同一部門における企業間競争では常に限界原理が作用し差額地代に転化する超過利潤が発生する。

図表 1 株式銀行業；イギリスとドイツの比較

1913 年

	A. 預金		B. 資産		
	総額 商業バンキング	貯蓄銀行	現金, コールマネー	ローン, 前払い, 割引	投資
イギリス	\$ 6728.9 百万 81.5%	18.5%	24.5%	60.7%	12.6%
ドイツ	\$ 7212.6 百万 35.0%	65.0%	4.4%	81.9%	11.9%

	C. ライアビリティー		D. ギアリング (てこ比)		E. 流動性	
	資本金, 準備金	預金	資本金/預金	現金/ローンと投資	預金/現金	ローンと投資/資本金
イギリス	8.5%	91.0%	10.7%	3.0%	3.7%	8.6%
ドイツ	23.6%	74.7%	31.5%	21.3%	17.0%	4.0%

(Michie 2003 年から引用)

(2) 銀行のバランスシート

第一次大戦勃発までに、ドイツの株式信用銀行は、通常の商業銀行サービス（預金獲得、当座勘定、為替割引、商業手形引き受け、取引信用）を証券の引受業務および仲買業務に結びつける成熟したユニバーサル銀行になっていた。銀行、特に発展の第一波において設立された銀行は、かなり狭い範囲に焦点を絞って活動を開始した。国民経済が発展するとともに、金融手段が進化し、金融の顧客ベースが成長し変化した。が、企業家は彼らの要求を金融サービスにむけて調整させていった。

したがって、銀行は数十年にわたって自行のサービス構成を変えていったのであり、本当の総合性は、初期産業化の後になって初めて銀行の規範となった。以下では、集合バランスシート（株式信用銀行の平均値）によって、銀行による商業及び投資サービス提供のいかんを分析しながら、後期産業化時代にわたる銀行ビジネス路線の進化の跡を突き止める。株式バンキング部門のバランスシートおよび所得データによって、ビジネスのいろいろ路線の相対的程度についての推論を引きだし、そのことによってドイツのユニバーサル銀行の金融上のポートレートを描き出すことが可

能になる (Fohlin 2007, 81)。

{借方；銀行資産の構成}

ドイツの銀行の金融資産は、六つの流動性クラスつまり満期クラスに分類される。現金、為替手形、政府証券、他の証券、当座勘定上のローンないし当座貸越、そして非常に短期のローンである。加えて、銀行は、相対的に少額かつ安定した額の固定資産を保有した（大体 2 %）。現金は資産のうち最も流動性が高いが、当然になんらの所得も銀行にもたらさない。ドイツのユニバーサル銀行は、最低準備金上の必須要件がほとんどなかったもので、即時の準備金不足をよく理解した上で、現金保有をできる限り低位に維持していた。実際問題としては、銀行は一つのグループとして、自行の資産のうち 4.5-5 % ほどを、現金およびコールマネーの形態で、完全に流動的に維持した (Fohlin 2007, 81)。

ユニバーサル銀行は、短期の資金貸付を為替手形と短期満期貸付を通じて提供した。為替手形は本質的に政府が裏打ちをする IOU（借用証書）であった。これらの為替手形は、ユニバーサル銀行の始まる以前から長期にわたり使用されていたが、この時代を通じて、短期流動性の欠乏に対して資金を融通した。

為替手形は、株式市場の景気のよい年には下端で、不景気の(1890, 1900, 1915)年には上端で、ユニバーサル銀行資産の約20-25%相当を占めていた。短期ローンすなわちコールマネーは、一般的に「ロンバート&レポート」に分類された。通常は、数日または数週間の内に満期になるが、ロンバード・ローンは主として、証券取引のために、あるいは商品売買上の商品納入と支払との間の時間差をカバーするために人的信用を提供した。銀行は一般的に、これらの短期ローンを若干は無担保で、しかしたいてい為替手形と証券を担保にして行なった。これらのローンは、商業ビジネスの一構成要素をなすとみなされるが、しかし、それらは明らかに、同様にビジネスの投資サイドにも関連していた(Fohlin 2007, 82)。ロンバード・ローンのレベルは、銀行の為替手形ストックの場合よりも、その比率がより大幅に年々変動した。たとえばユニバーサル銀行は1900年には全体として、資産の約8%をロンバード・ローンで保有したが、10年後にはその二倍近くを保有していた(Fohlin 2007, 83)。

この時代を通じて当座勘定サービスは、ドイツの信用銀行ビジネスにとってほぼ間違いなくもっとも重要な路線を形成していた。^(注3) 当座(勘定)貸越は、銀行資産の最大の単独

構成要素をなしていた。その全期間を通じて平均でほとんど総資産の半分50%を占め、数年についてはゆうに半分以上を占めた。借り手は、そのほとんどが為替手形またはロンバード・ローンによってカバーされる期間よりもより長期にわたる融通を必要とするその一連の金融需要のために当座貸越を利用した。この当座預金の立替は、利子と手数料により即刻のリターンを提供したが、しかし、(顧客企業と銀行との)長期的なレイションシップ——それは、株式発行引受業務およびその手数料と、そして銀行から株式を買った個人顧客が保有する委任状ならびに委任投票権を銀行にもたらす——がスタートする可能性を意味していた。ともあれユニバーサル銀行が、投資バンキングを分離独立させる一方で、当座貸越を他のタイプの貸付に加えながら、極めて著しく商業路線ビジネスに収れんしていったことは明らかである。この時代を通じて、この銀行部門の大量資産のうち80%以上が商業上の貸付けに向けられた(Fohlin 2007, 83)。

ユニバーサル銀行の投資サイドのほとんどは、バランスシートに記載されずに行われる。たとえば、株式の発行引き受けや仲買業務の活動はしばしば、あまりにも一過的に過ぎて年次バランスシートには記載できないポートフォリオとしての資産保有形態をもたらす。

(注3) 信用銀行の当座勘定は企業に多くのサービスを提供した。支払い授受の利便性、コマーシャル・ペイパー(無担保の短期的約束手形)の署名、為替手形の引き受け、振り替え勘定(一つの銀行の顧客間で授受される支払い)、外国為替手形、当座勘定信用または為替手形の割引および傑出したビジネス会計、そしてビジネス関連上(個人、企業、外国市場を含む)の情報といったサービスである。当座勘定ビジネスは、銀行に主要な手数料収入をもたらしただけではない。それはまたしばしば同一企業のために他のサービスを提供し、さらにいっそう多くの手数料をもたらすようになった。銀行は自らの当座勘定顧客をめぐる互いに活発に競争した。当座勘定を通じてビジネス

の安定した流れを確立することは、銀行にとって能力と収益への一本の道が切り開かれることを意味したからである。これらの追加的な手数料と「能力」は、主として銀行の仲買業務と投資ビジネスによるものであった。実に銀行は、そのような手数料によって、銀行総収益の4分の1を稼いだ。この活動の多くは、第三者のための製品や証券の少額購入を伴っていたが、そのために所得のかなりの部分が仲買業務サイドによるものであった。手数料はまた、(特に大銀行にとっては)投資サービスから流れ込んできた。信用銀行は、全てのタイプの有価証券の引受業務において重要な役割を演じた(Fohlin 2007, 26)。

これらのサービスがより長期の保有をもたらすその範囲で、それらの資産は銀行のバランスシート上、証券の形態をとる。証券は非政府証券と政府証券との二つのタイプに分類しうる。前者の部類は、公開企業つまり子会社など他銀行の株式と社債からなる。後者は、主として国債または政府所有の企業の証券からなる。国債のほとんどが第二準備金をなす一方で、非政府証券は、銀行が普段は収納しないがたまたま適切な価格で売却できなかったために保有を余儀なくされる株式、あるいは銀行が所得を得るために、もしくは直接的なコントロールを保持するために保有する投資に相当する。

非政府株券は、銀行の証券保有の最大部分を占めたが、しかしその時代を通じて証券総額は、銀行資産の11%に達したに過ぎない。全体として、19世紀末から20世紀初頭において、ユニバーサル銀行は資産ポートフォリオにおいて、純粋な投資銀行によりも、イングランドやウエイルズの正統派商業銀行により多く類似していた。イギリスの銀行は、より多くの現金と政府が裏付けをする証券を保有したが、為替手形の保有ははるかに少なかった。しかし三つの最も流動的なクラス(現金、コールマネー、為替手形)は、二つの国の銀行資産において同様な割合に達していた。他の4クラス(ローン、当座貸越、証券投資、固定資産保有)の資産も、ほとんど同じであり、個別的に見てさえもそうであった(Fohlin 2007, 84)。

{貸方；ライアビリティ(資本+負債)の構成}

株式銀行であれば当然に、一定量の株式発行によって調達する資金によって自行の固定資本の形成や他銀行の買収・支店化を行う。そのことを前提にして銀行は、自行のビジネスのために、株式発行または預金をつうじて資金を調達する。ただし銀行にとっては、いずれかの資産を公衆に売却する場合に、預金

資産よりも株式資産の方がより扱いにくい面がある。取引所で大量に発行される株式はリスク分散の可能性と(株価変動など分散されない)不確定性要素との両方をもたらすし、また普通の預金者が望む預金総額よりもより大きい額面金額で売りに出されるからである。さらに普通の貯金者または実業家は、預金契約が有するより大きな安全性および流動性を選び好むであろう。そして銀行は、コントロールの希釈化を制限するために、株式資本発行による拡張に対して抵抗する傾向がある。しかしながら同時に銀行は、集めた資金を長期的に使用する必要がある場合には、あるいは初期産業化時代のユニバーサル銀行のように預金者を十分に確保できず、かわりに株式発行を必要とする場合には、新株発行による自己資本の調達(転換社債をふくむ)を選び好みするであろう。このように、預金は、銀行と投資家の両方に好まれるが、しかしユニバーサル銀行が、リスクなベンチャに資金を提供するとか、または単純に預金者を引き付けることができない場合には、株式発行による資金調達が必要となる(Fohlin 2007, 84)。

ドイツのユニバーサル銀行は、投資バンキングを分離して商業バンキングを自立化させる政策変更のもとに、1883年から1914年にわたりライアビリティーに占める預金の割合を徐々にではあるが大幅に増大させていった。ユニバーサル銀行自身はその開始期においては、ほとんどまったく株式によって金融し、当座勘定で受け入れた預金も少額にとどまっていた。事態は確実に進化し、やがて預金が短期——3, 6, 12ヶ月——かつ低率——1906年まで平均で1-2%の間——で引られるようになった。預金獲得は、1894年までは貧弱のままであったが、その後急速に増加した。ユニバーサル銀行が、ドイツ経済における大幅な回復基調とともに、広範で同時的な預金獲得のための機関——支店ネットワークの拡張——を築いたからである。

1880 年代までと、そして 20 世紀の交代期までにおいて、預金勘定は、ライアビリティの 40 から 45% に達した。ユニバーサル銀行は、預金を 1894 年以後はるかにより積極的に追い求めたが、しかしレベルは、世紀交代期後まで、銀行ライアビリティの 50% 以下にとどまった。預金は少なくとも 1913 年にライアビリティの 60% に、一次大戦中は 75% に到達した。ライアビリティに対する預金の割合は、5% 以内で大銀行の方が地方銀行よりも高かったが、両者は資金の調達において、その時代を通じて、ほとんど同じコースを歩んだ。かくして第一次大戦までの十数年にわたり、株式銀行の資金調達における株式のより大量の利用も、もはやドイツのユニバーサル銀行をイギリスの純粋な商業銀行から区別するものではなくなっていた(図表 1 参照 Fohlin 2007, 85)。

商業バンキングと投資バンキングとがそれぞれ自立化した上で統合するという意味におけるユニバーサリティー(広汎性)を測定する場合には、預金の利用の度合い(ライアビリティにしめる預金の割合)と同様に、また当座預金に関する数字がユニバーサル銀行の預金動員の程度に関する評価をもたらす。預金は、個々の預金者によって提供される資金と並んで、銀行がその当座勘定上の貸付活動(為替手形の割引)を通じて創造する当座預金の両方を含んでいる。それゆえ、預金だけ(つまり当座勘定を含まない)の方が、銀行の預金動員寄与に関してより正確の映像を提供することになる。ドイツでは、1900 年以前においては、公表された当座勘定信用(当座預金)は、預金の 4 倍から 5 倍に及び、したがって純粋の預金は、銀行ライアビリティの 10% 未満を構成していた。支店ネットワークの拡張と合いまって、当座勘定信用は、1907 年に続く 5 年間に於いて、純粋預金額の 2 倍にまで低下し、1911 年以後ほぼ同レベルになった。当座勘定信用から預金への漸次的推

移に加えて、ライアビリティに占める両タイプの拡張と共に、預金だけで、ライアビリティに占める割合としては、1900 (10%) と 1919 (38%) との間で、ほとんど四倍も増大した。ドイツでも、イギリスやフランス、アメリカと同様に、預金ビジネスが一次大戦前の十数年間にわたり急激に発展したことが明らかになる(Fohlin 2007, 86)。

{株式銀行の所得報告書}

集合データでなく個々の銀行レベルのレポートによって、1884–1889 年において、投資に関連する所得源(収益)を商業活動から生まれる所得源(収益)から区別することが可能である。特に収支報告書は通常は、一方における株式または他の証券から生まれる収益を、他方における手数料とローンおよび当座勘定バランス上の利子とを区別している。前者は、投資バンキング所得からなり、その所得を銀行の総収益で割れば、投資所得の百分率が得られる。1913 年までには、収支報告書は大抵、ビジネスの異なる路線を問わず手数料と委託手数料を集計したので、所得源を区別したり、商業バンキング所得に対する投資バンキング所得の割合を正確に測定することは不可能になった。

公表された所得に関する数字は推定値であるが、銀行ビジネス分析の大雑把な指針として利用しうるものとなっている。それによれば、全体的に、ベルリンの株式市場に上場する 50 から 60 件の国内銀行について、投資バンキング機能から生まれる所得の割合は、1880 年代と 1890 年代を通じて 17–21% の範囲でほとんど変わらなかった。投資バンキングへの関与の程度は、時間とともに変化するというよりも、それぞれの銀行の間でより大きな多様性があった。投資バンキングからの収入の平均百分率は、標本年を超えて極めて安定していたが、それぞれの銀行の間では各年ごとに相当な開きがあった。投資バンキン

グ所得は平均で、例えば 1884 年で 17.5%，1897 年で 18.6%であったが、両年で約 12%の標準偏差があった。それらの全年にわたり、投資バンキング所得は、いくつかの銀行については総所得のおおむね 0 パーセント、他のいくつかの銀行については、総所得の 60%を超える、というように大きな開きがった。銀行は年々、投資バンキング所得率の分布の両端にわたり、高率の端よりも低率の端の方に偏って存在していた。銀行の半分が、総収益の 15%以下の投資バンキング所得を得たが、銀行の 60%が 5 から 25%の間で儲けた。このように大銀行は、投資バンキング事業に比較的により大きく関与するというその通念と一致して、つねにその分布範囲のトップ半分——通常約 25%——を占めていた。しかしながら投資バンキングサービスは、その規模によって決められたわけではない。いくつかの最小規模の銀行が、投資バンキングに基づいて所得の最大百分率を獲得した。それでもなお、一握りの最大銀行はつねに、投資バンキング所得の全銀行平均を上回るレベルで変動していた (Fohlin 2007, 87-8)。

{商業バンキングとしての同一性}

ドイツのユニバーサル・バンキングは、19 世紀の第二半期を通じて、強力な投資志向から比較的に力強い商業偏向へと移動しつつ、相当大幅に進化したのであった。ドイツにおける株式ユニバーサルバンキングの発端においては、銀行は他の何よりもまして大きく投資銀行のように見えた。1850 年代には、いくつかの銀行が原則的に全く預金をまったく受け入れなかったし、その資産の大部分を少量の株式形態で保有した。これらのケースでは、所得は主に商業バンキング活動からよりも投資から流入した。また投資と商業とのバンキングビジネスの混合形態は、それぞれの銀行の間で相当に異なっていた。そして 20 世紀への世紀交代期までに、いわゆるユニ

バーサル銀行の大部分が主として商業ビジネスに焦点を絞ったことが、個々の銀行の収支報告書から明らかになる。ドイツとイギリスの商業バンキングの比較——資産保有の類似性、一次大戦に向かうその時代の預金利用の同等性、証券から生じるドイツ銀行所得の低率性——は、ユニバーサル機関と専門化機関との間にあらわれると予期される強い対照性を裏付けるよりも、バンキングにおける二つのタイプの重要な類似性を浮かび上がらせる。

(3) 銀行の流動性リスク管理

{ライアビリティに対する各資産の割合}

銀行は、流動的資産の支払準備としての保有を通じて、ライアビリティをそして同時に自行の流動性および満期リスクをいつ、どれだけ拡大するかを決定する。それゆえライアビリティに対する各資産の比率は、銀行の秩序と実績に対して詳細な洞察を提供する。一方での銀行の支払準備率と、他方での銀行預金ベースの多重拡大との間における逆相関関係は、銀行マネージャーが、投資家（預金者と株主）に確かなリターンを提供することと銀行の安定性を守ることとの間で紙一重のところを進むことを強制する。銀行の支払準備政策の変更は、商業バンキングの組織化——支店化、合併、資本構成——における発展と密接に関係し合う。同時に個々の銀行レベルの政策と慣行は、バンキングシステムの全体的な安定性、競争力、採算性ならびに金融資産の国民経済的な動員に対して影響を与え続ける。銀行家は確かに、彼らの決定がもたらすこれらのより重大な結果について考慮はするが、しかし主として、かれら自身の銀行に対する一次的影響にもとづいて行動する。こうして、たとえ個別的な出来事または選択が大した結果を生まない場合でさえ、しばしばこれらの活動の集成的な影響が際立つことになる (Hohlin 2007, 89-90)。

ドイツの場合においては、ほとんどのバンキングシステムと同様に、支払準備は、現金、コールマネー、為替手形、またはしばしば政府が発行する低リスク証券の形をとった。これらの短期的つまり流動的資産の総ストックは、後期産業化時代を通じて、ユニバーサル銀行の総資産に対する比率において著しく安定していた (36-42%) が、そのいくつかの下位部類の比率は、時間とともに上下に変動した。また為替手形と政府証券とは、ドイツの銀行のポートフォリオのなかで重要性は全く異なっており、つねに前者が後者に大幅に勝っていた。1883 年から 1913 年の間において、ユニバーサル銀行は、総資産の約 20% を為替手形の部類に、2% を政府証券に計上していた。イギリスの場合と異なり政府証券の保有が限られていた理由は、少なくとも一部は、保守的な投資を必要とする貯蓄銀行やその他の金融機関がより多く政府証券を利用したことにある。ドイツ政府は相当な金額に達するそしてますます増大する負債総額を流通させたが、しかしその負債額の増大も、銀行の政府証券資産の急拡張には立ち遅れていた。ただし 1913 年に戦争の準備が始まった時に、帝国債務は急上昇し、銀行資産のなかで極端に大きな割合を占めるようになった (Hohlin 2007, 90-1)。

ローン、当座貸越、非政府証券といった比較的流動性の劣る資産が、銀行資産の一定部分を構成していた。全株式銀行にわたる集合 (平均) は、いうまでもなく、これら資産のなかのばらつきをほとんど消してしまう。表面上は同じ満期を有する債権であってもリスクの程度に差異が生じることを考えてみれば、資産の品質は、銀行間でもそして一つの銀行内においてさえも、組織的に異なったものになる可能性がある。例えばドイツの銀行が行ったと見なされる担保物件をほとんどあるいはまったく有しないので——つまり、顧客企業が発行する株式証券にもとづいて——信用

を提供することや短期ローンを繰り返し延期することは、延期されることのない、抵当で保証されるローンの提供よりもリスクの度合いはより高いといえる。ただドイツの銀行はふつう考えられているほどには、担保のない信用を提供しなかった。つまり、入手できるわずかな数値によれば、無担保のローンはふだんは、全体の 5 分の 1 か 3 分の 1 に達していた。しかし担保物件の品質を査定することの困難さを考えてみれば、担保付きの貸付の利用だけにもとづいて、ドイツの貸付ビジネスの相対的な品質やリスクに関して直接的な結論を引き出すことはかなり難しい (Hohlin 2007, 91)。

為替手形や証券の品質を比較する場合にも、基本的に同じ問題がある。為替手形の場合には銀行間の比較がさらに複雑になるが、銀行自身の顧客に対して直接的に割引されるか、もしくは公開市場で買われるか、リスク上、かなりの相違をもたらす可能性がある。にもかかわらず銀行の会計上はなんら区別されない。注目すべき相違が為替手形の場合にあらわれる。そこでは、ある銀行は為替手形の再割引や担保抜きでの為替手形の発行にあまり気乗りしないのに、一方で他の銀行は自由にそれらを行うように見えるということ。ドイツの銀行が保有する為替手形の品質は、特に高品質の為替手形ポートフォリを保有していると一般的に考えられるイギリスの銀行の為替保有と比べて見劣りするものとされている。しかしこのような評価はおそらくイギリスの銀行は厳格に「真正為替手形ドクトリン」——貨幣は適正な価値を有する真正の為替手形と交換に発行されなければならないという教義——に忠実であるという見方に基づいている。多くの会計上の潜在的問題にもかかわらず、資産分析結果によれば、ユニバーサル銀行による全般的な、長期的保有のパターンに関して正確な描写が提供される。また同時代的説明ならびに歴史的説明の両方によって、

銀行は全体的な金融実態を可能な限り保守的に発現させたことが明瞭に示される。にもかかわらず、銀行が自行のバランスを特に長期間にわたってどれほど操作できるかに関しては、最大限度が存在しており、そのような最大限度はいずれの銀行にとっても同様であった (Hohlin 2007. 91-2)。

銀行が、相当な金額の株式ならびに預金によって資金を調達する場合には、現金/ライアビリティ (資本+預金=資産) の比率は、現金/預金の比率と同様に、実的な重要性をもつ。ドイツの株式ユニバーサル銀行の中では、現金/ライアビリティ (現金/資産と同じ) の比率は、(全株式銀行の平均で) 1880 年代末と 1890 年代初頭では 5-6 % の範囲にとどまっていたが、しかし 1893 年以後、いささか低下した。この比率低下は、これらの同じ銀行 (全株式銀行) の拡張と同時に起こった。銀行の現金保有は完全に外生的であるとはいえないし、そしてドイツの銀行に共通した株式金融の多用は、特にそれらの現金/預金の比率に対比して、現金/ライアビリティの相当の低比率を説明する助けになる (Hohlin 2007. 92)。

現金/預金の比率は、短期ライアビリティをより長期の資産に変換させる (資金を借りる期間よりもより長い期間にわたり貸付けること、満期変換という) 上での銀行参加に関して大きな洞察力を提供する。ドイツのユニバーサル銀行では、現金/預金の比率はより極端ではあるが、現金/ライアビリティの比率と同様なパターンをたどった。つまり 1880 年代末を通じて上昇し、1893 年後は 1896 年 16%、1913 年 7% と相当急激な低下傾向にあった (つまりより長期の満期資産変換の割合が増加し流動性リスクがより高まる)。イングランドとウエルズは、比較的により少量の現金準備金を示したが、現金/預金の比率についてドイツとイギリスを比較すると、1891 年ごろでは、前者が後者を 6 % 以上引き離していた (これ

は、一般的にはライアビリティに占める預金の割合がドイツの場合にイギリスよりも相当に低いことによる — 図表 1 参照)。このギャップは、ドイツの銀行のライアビリティから引受済み手形を除外すればもっと大きいものとなる。ロンドンの株式銀行 (大銀行) は、一つのグループとしては、現金バランスを預金の 10~15% で維持していた。それと対照的に、ベルリンの株式銀行 (大銀行) は、高くて 22% (1891 年ごろ)、低くて 7 % (1907 年以後) の集合 (株式銀行の平均) 率を維持していた (Hohlin 2007. 92-4)。

{株式銀行の支払準備率}

ヨーロッパでは、プチブル層が個人として預金市場および資本市場に参入するのは、19 世紀半ば以降である。家計から生まれる資金の保有者は、それで預金資産を買うか、国債や株式証券に投資するか、両者のリスクとリターンの程度を勘案しながら、自由に選択できる状態にある。それゆえ預金は、当座預金と異なって、しばしば通知なしに、預金者によって引き出されうる。預金は、常に払い戻されるべき状態におかれなければならない。銀行によるいかなる預金引き出しの拒絶も、銀行の安定に対する一般の不信を呼び起こし、銀行は取り付けの危険に直面する。あまり事情を知らないでパニックに陥る傾向のある預金者は、すべてを失うリスクを犯してまで、預金資産をなるべく早く、それに対して罰金が科せられるというような場合でさえ引き出して現金化しようとする。

こうして金融危機が発生し、銀行は破綻する。金融危機を避けるためには、預金により得られる銀行の資金は、その相当の部分が、預金引き出しの突然のいかなる増大に対しても — 支払準備として — 応じることでできるように、現金またはそれに近い形態 (コール市場資金、あるいは損失なくいつでも売却できる国債などの優良証券など) を保証する方法で用

いられなければならない (Verdier 2003)。

支払準備率は、銀行の機構と活動に左右される。たとえば、要求払い預金は定期預金よりもより高い現金率を必要とするし、リスクの度合いが高い無担保ローンは、保守的で十分な担保を有するローンよりも、より大きな支払準備を必要とさせる。ドイツのユニバーサル銀行は、たいてい3ヶ月、6ヶ月もしくは12ヶ月期限の預金を受け入れたので、これらの資金を投資することにおいて、当座勘定信用つまり一覧で払い戻しを認める預金勘定によってそうする場合よりも、より大きな余裕を享受した。現金/預金の比率の変化は大部分、世紀交替期におけるユニバーサル銀行の預金使用の際立った増大から結果した。銀行は、確かに株式の新発行を通じてそのライアビリティを拡張したが、1890年代からはほとんどの場合に、はるかにより大きな規模で預金を利用した。銀行は、この時代を通じて、特に自行の個人預金を拡大し、したがって要求払い預金に対する定期預金の比率を高め、そしてより低い現金/預金比率を余儀なくさせた。預金を増大させる一方で、同時に現金を一定レベルで保持することによって、当然に現金/預金比率は、急激に低下したのである (Hohlin 2007, 94)。

銀行が、その短期ライアビリティを短期的ないし流動的資産でカバーするその程度を測定する短期カバリッジ率は、満期変換の発生についてより明確な目安を提供し、そして現金比率(対預金もしくは対ライアビリティ)に対して興味深いコントラストを提供する。ドイツの株式銀行では、ライアビリティに対する短期資産の割合は、1892年には71%に達したが、その後の15年間で、約50%にまで低下した。このカバリッジ政策は、ライヒスバンクによって提供される最後の貸し手機関を容易に利用できることに照らしてみれば、万事がより保守的なものであったように見える (Hohlin 2007, 94)。

歴史家は、中央銀行によって提供されるその保障によって、ユニバーサル銀行はときどき大規模な繰り越し信用を産業に提供し、ほとんどの場合により大きなリスク・テイキングを容認することが可能になったと主張してきた。しかし金融上の記録によれば、銀行は、資産のうち適度な部分をローンと当座貸越に結びつけたのであって、それはイギリスの専門化銀行がなしたことを著しく上回るようなものではなかった。確かに、以上のような数字を使う場合には、多くの定性的な差異が綿密には明らかにされない、という問題がある。たとえば、ドイツの為替手形は、イングランドで使われるものよりも大きなリスクを伴っていたかもしれない。その上、もしドイツの銀行の当座貸越が、イングランドやウエルズの同等のローンよりもより容易に繰り越され、こうしてローンを比較的により長期化させるというようなことがあったとすれば、その場合には、銀行はおそらく簡単に融解するライアビリティ(預金)に対する真の短期資産(現金とコールマネー)の割合をより高率に保持する必要があったであろう (Hohlin 2007, 95)。

ドイツのユニバーサルバンキング部門の内部でさえも、それぞれの銀行が政策を実施する場合には格差が現れる。最も注目になるのは、ユニバーサル銀行の地方ネットワーク——主として首都の外に所在する中小規模の銀行によって構成される——とベルリンに本社を置く大銀行との間のギャップである。前者は第一次大戦前夜まで、後者よりも、著しく低い現金率(対預金あるいは対ライアビリティ)を維持した。両者が、1890年後絶えず現金率を引き下げたのであるが、大銀行は、それをより急速に成したのであり、1910年ごろには、その現金率は地方銀行のそれに収斂していった。現金率における大銀行のより急な低下は、地方銀行や私的銀行の支店化や吸収・合併による大銀行の国内他地域への拡張

と相まっており、それゆえ、バンキングにおける大銀行集中と一致していた。合併は順順と単に絶えずより大きくなる規模と範囲の経済からのみ結果したのではなく、ますます領域を重複して争われる銀行間の競争増大からも結果した。合併した時、大銀行は、活動分野を広げ、おそらく自行の資本（預金負債）のうちより大きな部分を貸しつけることができるようになった。さらに、競争の環境が利潤率を維持するためにより保守的でない政策を必要にさせたのである（Hohlin 2007. 95）。

これらの、現金率及びより幅のあるカバリッジ率（同様に支店化と預金獲得）のパターンは、1894 年ごろに始まり一次大戦の直前に急成長した経済発展に伴って形成された。それゆえ、このデータは 19 世紀末葉まで、産業企業の利用のために預金を発展させることにおいて、ドイツの信用銀行の側に不可解な努力不足があったことを示しているように見える。仮に銀行の預金政策が、外部金融に向けた産業上の必須要件に対する対応であったとすれば、銀行貸付けに対する需要は、1890 年代中までは低いレベルにとどまり、そしてその後第一次大戦までの 20 年間を通じて絶え間なく増大したはずである。しかしながら会社のバランスシートによれば、ドイツの産業企業は世紀交替期以後より多く流動的になった。

ドイツの企業は、固定資産の比率からみて、1900-13 年の時代においては、1882 年-1900 年の間においてよりも、より高率の流動資産ストックを有していた。ドイツの長期に生存した 50 法人のサンプルによれば、固定資本の比率からみた平均的な流動性ストック比率は、1880 年のほぼ 20% から 1912 年の 60% まで上昇し、2% の年平均成長率を示していた。ドイツの新規株式公開（IPO）企業の内部資金は、より大きく根付いていた企業のそれよりも、相当に急速に成長した（年平均で 8%）。IPO 企業は、1900 年には依然と

して、長期生存企業に立ち遅れていた（36% 対 50%）が、その後短期で後れを取り戻した。預金獲得と支店化がすでに進んでいた 1895 年以降についてみると、企業の流動資産ストックは、その他の資産に比較して成長しつつあり、キャッシュフローは、投資よりもより急速に増大しつつあった（Hohlin 2007. 96）。

ドイツの銀行について浮かび上がる映像が示すものは、（イギリスとイタリアの銀行に比較して）ほどほどのそして時々高い支払準備率であり、そして満期変換（短期ライアビリティの長期的資産への変換）における保守的関与である。現金/預金の比率と全体のバンキング・システム資産との間の関係が、ドイツの場合にははっきりとしている。銀行政策に外的な他の要因がまた役割を演じるに違いないが、現金/預金の比率は、ユニバーサル・バンキングシステムによって動員される総資産に対する強い否定的な影響をはっきり示している。これらの結果は、ドイツ国民経済の成長と変動に対するユニバーサルバンキング部門の潜在的影響を証明している。しかし、バランスシート事業上の構成は、単に、バンキングの側でのリスクテイキングの一樣相を示すに過ぎないので、以上の計測からだけで全体的な銀行リスクについて多くを言うことは困難である。次に銀行のリターン率の検証によって、この点についてさらに明らかにする（Hohlin 2007. 97）。

{株式銀行のリターン}

銀行の利益率は、これらベンチャア（銀行）のリスク・テイキングについて若干の目安を提供する。投資家はより大きなリスクでの投資にはより大きなリターンを要求するからである。もちろん独占地代といったような他の要因がより高いリターンをもたらすということはあるが、ドイツのユニバーサル銀行は、少なくとも自行の商業バンキングサービスについて極めて競争的に価格付けしたようであ

る。その競争にもかかわらず、ドイツのユニバーサル銀行は、概して、自行のビジネス範囲からかなりの利益をえた。

株主資本利益率 (ROE, 当期純利益/株主資本) は、1882 年から 1888 の間に 8 % 未満から 12 % 超に増大し、その後、1890 年代後半には中断したが、1901-1 年の株式市場危機にいたるまで、著しく低下した。それから ROE は、1907 年株式市場危機に至るまで回復し、その後一次大戦まで横ばい状態であった。

ドイツのリターン (ROE) をイングランドの専門化商業銀行のリターンと比較することは、ドイツのユニバーサル銀行がよりリスクキーかもしれない投資ポートフォリオにたいして、特別に大きなリターンを得ていたかどうかを明らかにするために有益である。イギリスのリターンは、1880 年代末から 1890 年代初頭まで、相当に上下に変動したが、はっきりした傾向は全く示さなかった。1888 年と 1913 年の間で、平均的年間リターンについては、イギリス (5.8%) は、ドイツ (7.7%) よりもかなり低かった。それゆえユニバーサル銀行のリターンは全体に堅調といえるが、しかしドイツの ROE がより高かったのは、ユニバーサルシステムによるものであったとは必ずしもいえない (Hohlin 2007. 98)。

資産に対するリターン (総資産利益率 ROA) については、ROE の場合よりも、より安定しよりはっきりした傾向が結果として生じていた。この相違は主として、ドイツの銀行が、イギリスの預金指向銀行に比較して自己資本に大きく依存していた一方で、より多額の預金獲得へと移行したことによるものであった。この点は、支店化も預金獲得もそれほど大きくはすすまなかった合衆国と比較してみるとわかる。つまり、ROA は、この時代にわたり、合衆国とドイツの両方で下がったが、ドイツの銀行の平均 ROA は、ほとんどの年に

ついて、合衆国の銀行よりも高かった。全体の平均でドイツ 2.4%, 合衆国 1.7% で、平均的な年間の相違は、0.7% 余りだった。この差異は統計上は非常に意義深いとしても、その開きの重要性は小さい。このような小さなギャップは、ドイツの銀行の側でのリスクテイキングに対する効率性もしくはリターンに関する仮説上の優位性によって、ほとんど全て説明できる。さらにこのような差異は、アメリカの銀行帳簿に貸付における多額の貸倒損失が計上されない場合には消滅してしまう。

それぞれの国民経済のうち銀行以外の部門における発展レベル、経済成長率、ならびに支配的なリターン比率は、諸国間で相当に異なるであろうし、それゆえそれぞれの銀行部門間におけるリターンに相違をもたらしうる。ドイツはイギリスには立ち遅れていたが、合衆国のそれと同様の方向に進んだ。これらの構造的相違は支配的なリターンおよび利子の比率においてあらわれると予測して良いが、明らかに合衆国とドイツのリターン数値は、イギリスのそれに対してよりも、互いに類似していた (Hohlin 2007. 99)。

連邦政府債務証券は、限界はあるが最良の無リスク比率基準とされる。この無リスク比率の超過分によって調整される ROE を見ると、合衆国の銀行はドイツの銀行を先導したが、一方イングランドとウエールズは、ドイツにかなりおくれていた。1890 年代の比較的に穏やかな 10 年を通じて、調整 ROE は、三国すべてで事実上非常に近接していたが、その十年間の前後において、大きな相違がはっきり見られる。両方の時代において大きなスイングが、合衆国とドイツに特にはっきりと見られるが、証券市場の上昇と下降との相関関係は特にドイツで顕著である。このことによって、またしてもユニバーサル銀行と国内証券市場との結びつきが際立たされる。最後に、ROE から推定ローン率をひけば、

1888-1913 の平均で、それぞれ合衆国 1.51% とドイツ 1.58% と、ほぼ同率の調整 ROE 数値が得られる。イングランドとウェールズについて、ローン率調整 ROE の数値は平均でドイツと合衆国よりも高いが、その開きは統計的重要性を除けば、すべてのデータが重複する時期について減少する (Hohlin 2007, 100)。

オリジナルなそしてその調整的形態において、採算性をはかるいろいろな尺度があることを考えると、ドイツのリターンが、後期産業化の時代を通じて、アメリカとイギリスの両方のリターンに対して著しくかつ一貫してより高かったわけではないことは明らかである。アメリカの銀行に比較してドイツユニバーサル銀行はほんのわずかな絶対的 ROA 優位性を持っていたが、特にイギリスに対してみても、ドイツのシステムには、なんらはっきりした性能優位性は存在していなかった。そしてプレミアムが存在するその程度に関しても、それを優勢な効率性やより大きなリスクテイキングに帰すことは必ずしもできない。

要するに、リターンのパターン変化、特に 1890 年代初頭のリターンの際立った下落によって、ドイツのユニバーサル銀行はより大きな競争に直面し、そのために国民的な支店化の取り組みが拡大した。この時にユニバーサル銀行は、投資バンキングによるハイリスクに対するハイリターンを得るものとしてではなく、大きくイギリス並みの低リスク商業バンキング構造へと移行したのである (Hohlin 2007, 100)。

〔商業バンキングの流動性と証券市場〕

以上では、ドイツのユニバーサル銀行が商業バンキングとして自立化する側面が明らかにされた。ここでは一次大戦以前におけるドイツの高度産業化は、通説の言うように、明確に意図された制度設計とユニバーサル銀行

の投資バンキングを含む全体的成長との両方を直接的な条件にしていたとはいえない。ドイツのユニバーサルバンキング産業の進路は、いくつかの点で印象的な面はあったが、多くの重要な測定値が示すように、イギリスの専門化商業バンキング部門の発展とほとんど全く異ならなかった。両国の銀行が、互いに類似する産業上の集中度や金融機関上の構造において、銀行間の厳しい市場競争を通じて、商業バンキング上の困難な道を切り開いていった (国家のいわゆる非直接的影響の事例)。銀行株式証券がもたらすリターンさえも、後期産業化の時代の多くの年々にわたり両国できっちりと一致していたほどである。各種資産保有の類似性、相互に匹敵する預金の利用、ドイツの銀行の証券取引・投資バンキングから生じる銀行所得の低い割合 (すなわち商業バンキングから生じる銀行所得の高い割合) など重大な類似性が浮かび上がってくる (Hohlin 2007, 100)。商業バンキングに伴う流動性リスクの対応において、「ドイツの銀行は、相対的に非流動的であり、イギリスの銀行は、高い流動性の状態を維持していた。バンキングシステムにおける諸国間の相違は、典型的にはイギリスとドイツの間にみられた」 (Miche 2003) とは必ずしも言えない事態が世紀末以降、第一次大戦勃発まで発展した。

もし預金負債によって得られる資金のうち長期貸付けに使われる割合が高すぎる場合には、銀行は、預金者による突然の引き出しに対して非常に傷つきやすくなる。流動性の問題はまた、当座貸越の人気とも混ぜ合わされる。当座貸越は為替手形の割引よりもよりリターンをもたらすが、容易に繰り越されるし、また中央銀行での再割引を通じて簡単にリサイクルできない。流動性のより小さい当座貸越資産が流動性のより高い預金負債に依存することになり、銀行はバランスシート上、流動性の強いミスマッチ (不適合度合い) にとらわれることになる (Verdier 2003)。

表面上ほとんど長期貸付をしないイギリスの銀行家も、要請される場合には、商品取引上で発生する顧客への短期貸付（ローンと当座貸越）をひんばんに行い、みずからの原則を曲げて、さらにそれを繰り越しすることが常であった。そうでもないかぎり、銀行は、競争銀行に顧客を奪われてしまう。総資産にしろその長期貸付の割合はドイツと同様、ほぼ 50% に達していたと推定される。一般に相当な長期貸付けが行なわれていた 1875-1914 の時期に、工業会社への貸付けの 59% は一年以下、79% が 2 年以下であったが、3 年以上も 13% に達していた。ドイツの銀行は、ローンや当座貸越の繰越で長期化する貸付けの担保として、その顧客に証券（それは危機の際には売却された）の提供を熱心に求めた。証券市場は、その長期貸付からの脱出の機会を銀行に提供したからである。1913 年にドイツの商業銀行では、その貸付のうち推定 11% が、証券を担保とする貸付の形態をとっていた（Miche 2003）。

イギリスの専門化商業銀行は、現金とコールマネーを高い割合（24.5%，1913 年）で保有し、「投資」における低リスク証券の保有とともに、高い流動性を保持したが、そのことによって、為替手形保有の割合を著しく低下させた。その一方で、より流動性の低い当座貸越の割合をドイツと同様にほぼ総資産の 50% に維持することが可能になった。ドイツのユニバーサル銀行は、イギリスの銀行と比較して現金の保有割合を著しく低くする分、現金よりも流動性の劣る為替手形（20%）と必ずしも低リスクとはいえない非政府証券とをより高い割合で保有した（その意味でイギリスの銀行よりも貸付資産の「より長期の保有パターン」を示した）が、ユニバーサルバンキングに特有な債権の証券化システムあるいは株式証券を担保とする貸付によって、当座貸越の増大による「流動性の圧搾（ミス・マッチ）」を大きく緩和していた。その上でドイツの大銀

行は商業バンキングの流動性リスク管理において、ベルリン証券取引所と密接な相互補完の関係にあった。その一方でイギリスの大銀行は他国の大銀行とともに、直接的間接的にロンドン証券取引所の証券売買に介入し、商業バンキングによる貨幣市場と証券売買による資本市場と間に世界的な相互補完関係を作り出した。^(注4)

（４）イギリスとドイツの証券取引所

{ロンドン証券取引所}

1789～1815 年間のフランス革命とナポレオン戦争を通じて、証券市場は交戦状態やインフレーションによって深刻に妨害され、証券の国際的取引は、ほとんど存在しないほどであった。この時期に、パリとアムステルダムの首位がほとんど失われる一方、特に 1800 年のその創立以来、ロンドン証券取引所が浮かび上がってきた。以来ロンドン証券取引所は、この種のものとしては世界のなか

^(注4) 流動性のリスク管理の方法を提供することが金融システムの核心的機能となる（Viedier 2003）。この問題は、原理論上では扱われない。プチブル層や実業家など個人の預金や投資が、貨幣市場と資本市場の発展および両者の相互補完的関係の成立を可能にさせるので、原理論を基準にして段階論上で解明されるべき課題となる。資本家的企業は原理的に循環資本（その循環は商業信用によって促進される）と固定資本所有（その固定資本形成、労働生産力の増進は一般的に想定されてよいが、原理論ではそのための資金調達の状態は論じられない）とからなる資本二元的存在（利潤＝地代＝固定資本利子、貨幣利子率＝資本利子率）である。段階論上のレッセフェール金融システムは、この資本家的ミクロ企業存在を世界的な貨幣市場と資本市場との相互補完的な流動性リスク最小化のメカニズム（ミクロ市場競争）のうちに実現する（貨幣利子率＝資本利子率、右辺は産業部門間および企業間にそのリスク・プレミアムよってばらつきが生じる）。ここに、プチブル層の預金と投資といった「非資本主義的要因によって、その原理の展開は…多かれ少なかれ阻害され」ながらも、

で最大かつ最も重要なものとして存在したが、同時に地方の株式企業の活力を反映して多数の地方証券取引所が存在していた。地方の取引所の活動は、単に販売と購買をめぐる地方市場の産物とはもはや言えなかった。それぞれ地方の取引所は、ますます全国的な投資——これは、電報網そして1880年代からは電話を利用するブローカーとデラーのネットワークを通じて伝達される——によって駆動されるようになった。投資家は次第に全国いたるところでそれぞれの取引所の得意分野を活かすことができるようになり、市場間にわたる活動により証券売買高の増大がもたらされた。このネットワークの中で、ロンドン証券取引所は、国内向けであれ外国向けであれ、イギリスでもっとも活発に取引される証券のための支配的市場として浮上した(Michie 2006, 98-9)。

しかしながら1850年と1900年の間におけるロンドン証券取引所の主要な特徴は、外国の証券、主に外国国債や外国鉄道の株式および社債の重要性が増大したことである。ロン

ドン証券取引所で値付けされる証券の内、外国資産の割合は、1853年の10%未満に対して、1903年の少なくとも50%へと増大した。この国際的な総投資額の40%ほどがイギリスの投資家によるものであったが、そのことが、ロンドン証券取引所を世界で最も国際的なものにさせた。会員に対して、人数に関してあれ経費に関してであれ、ほとんどなんの制限も課さないこと、事実上いかなるタイプの証券に対しても市場を提供しようとする取引所の意欲、会員が採用するビジネス手法に対するほとんど完全な無制限、そして手数料が固定されたものではないことなど、ロンドン証券取引所は低コストかつ最小限度規制によって秩序正しい市場を提供した。結果は、事実上間断なき拡張であり、会員が1850年における864から1905年における5567に6倍以上に増大した(Michie 2006, 99.)。

1914年まで、ロンドン証券取引所は、世界で最大かつ最も国際的なものとして重要であったが、すべての領域で最上位にあったわけではない。国内的には、それはたくさんの地方市場（その中でグラスゴーとリバプールにおける証券取引所が最も重要であったが）からの競争に直面していた。地方の証券取引所は、地方の投資家を引き付ける地方の会社の株式や社債の両方および証券の要求を、たとえそれらがロンドン証券取引所で相場付けされる場合でさえ、満たし続けていた。グラスゴー証券取引所は、スコットランド公債証券のための市場と地方で広範囲に保有されていた海外鉱山株を扱う活発な市場との両方を提供した(Michie 2006, p 145)。

ロンドン証券取引所は、国債のための市場としては、オーストラリアやカナダの国債といった帝国内で発行されるものは依然として重要であったが、しかし国際的には、その重要性を減らしていた。多くのヨーロッパ国債の本国帰還、そしてロシア、日本、ラテンアメリカ共和国といった諸国が発行する国債を

しかしその一般均衡の自立性を世界市場をつじて貫徹させるものとして、原理論と段階論の関連が明らかにされる(宇野1962, 41)。

なおミクロないしマクロの経済学分立は、原理論・段階論(つまり一次大戦以前を対象)においては存在の余地がない。マクロ経済学の市場は、レッセフェール金融システムと共にミクロの市場世界が崩壊し経営と所有が分離し、通貨・貨幣や資本の管理、貿易政策や労働政策など国家が経済過程に積極的に介入する(経済原則の制度設計的実現)過程で初めて生まれる経済学である。この意味で、一次大戦以後の現代経済を論じるマクロ・ミクロ経済学体系(ミクロとマクロは、教科書上は一応区別されるものの、実際の現状分析では分離の仕様がなない)は、宇野三段階論体系の矮小化された形態(経済法則と経済原則との混同)を意味するものに他ならないといえる。その点を踏まえれば、たとへば産業連関表は現状分析レベルでは、国民経済における経済原則的均衡の国家財政に媒介された一般的実現を示すものとして、普遍的な意義をもつことになる。

めぐるパリとの競争が、ロンドンの重要性を大きく低下させた。パリ証券取引所の地位は、1870-1 年のフランス — ドイツ戦争によって損傷を受けたが、対独賠償資金の調達に成功したことが、その国際的地位を回復させた。パリは、主要な世界的金融センターとしてのロンドンに対して決して再び挑戦することはできなかったが、にもかかわらず、ヨーロッパ大陸における、とくに地中海に接しているすべての国にとって最も重要な金融センターであり続けた。このことは、重要な国際的規模をもってドイツの最も重要な金融センターとして浮上したベルリン証券取引所からの競争が増大したにもかかわらずそうであった (Michie 2006, 115)。

国債をめぐるパリとの競争に代わってロンドン証券取引所は、世界中で活動する鉄道によって発行される株式と債券のために、特に合衆国、カナダ、アルゼンチン、インドからのもののために、巨大な市場を提供した。ロンドン証券取引所におけるアメリカ人市場は、すべての売り場のうち常にもっとも活発な市場であったが、ロンドンと合衆国の両方で発行される合衆国鉄道証券の要求のみならず、カナディアン・パシフィックといった重要なカナダ鉄道証券の要求をも満たした。1914 年までにカナダの鉄道によって調達された 374 百万ドルのうち、277 百万ドルがイギリス、51 百万ドルが合衆国、41 百万ポンドがカナダ国内からのものであった。ロンドンはまだ、鉱石と石油の探査・生産・配分を世界中で行う会社によって発行される証券のために国際的市場として機能した。1914 年までにロndonは、ロシアならびに東欧・中欧、中東、極東にわたって油田を経営する 24 件の会社のために市場を提供した (Michie 2006, 145)。

イギリスの証券取引所は、株式会社を会員資格のあるものとしたが、株式銀行を会員として受け入れることを拒否した。地方の証券

取引所は、その設立以来最小限の委託ルールを維持したが、一方ロンドン証券取引所は、一次大戦ちょっと前までそれらを導入しなかった。最低手数料の導入後でさえも、頻繁な手数料の値引き、免除、忌避の存在が、この地位を比較的に変化のないままであることを保証した。その結果、銀行は、証券を売り買いするビジネスをロンドンに集中することになった。銀行は特定のブローカーと特別な条件で交渉することによって、かれらの取引をわずかなコストで処理することができたので、ロンドン証券取引所は非常に魅力ある市場になった。こうして、商業バンキング、投資バンキング、そして証券仲買業の間の区分 — イギリス金融システム内の専門化の過程 — が促進された。一つにはロンドン証券取引所によって課されたルールの産物であった (Michie 2006, 139)。

ロンドン証券取引所の役割は、巨額な長期金融の資金を調達する手段を提供するといった資本市場におけるものに限られない。証券は、必要な場合にはいつでも、売り買いできるというまさにその事実が、それらを貨幣市場証券にするのである。銀行は、特に国債や社債など固定利子証券への投資やそれらの売買を証券取引所のブローカーに委託して頻繁に行う一方で、短期予告で払い戻される短期貸付を、預金に払うよりも決して高くないあるいはそれより低い利率で、ブローカーに提供した (コールマネー)。直接的な証券売買にせよあるいはそのための貸付によるせよ、証券流通のための銀行からの資金の流入は、証券の流通を促すことになり、証券市場を活性化させて、証券自身の流動性リスクを相当に低下させる (Miche 2003)。

商業バンキングを徹底的に追求したドイツの銀行も、ロンドン証券取引所を必要としたのであり、事実、ロンドンのコールマネー市場を広範囲にわたり利用した。この市場がドイツでは、発展を制限されていたからである

(制限が撤廃されるとベルリンのコールマネー市場にも向かった)。ロンドンのコールマネー市場は、ドイツのみならず、ドイツ、フランス、日本、合衆国などから短期資金を受け入れ、世界中の銀行の流動性を維持するとともに、多くの政府と企業がロンドン証券市場で証券を発行することを魅力あるものにした。発行証券が、コールマネーによって、より容易に吸収されたからである (Miche 2003)。

{ベルリン証券取引所}

1850 年以後、ドイツの証券市場は、国債と特に鉄道の株や債券とによって駆り立てられて、1850 年以後、拡大するとともに、またイギリスに比べはるかにより組織化された形態をとった。証券取引所は、1857 年のドレスデン、1860 年のシュトゥットガルト、1874 年のデュッセルドルフなど、主要な都市センターに出現して、既存のものに加わった。ドイツの証券市場には、パリがフランスで、ロンドンがイギリスでそうであったような仕方においては、明確なセンターが存在しなかった。この点は、1871 年のドイツ統一後も変わらなかったが、しかしそれから特に、1873 年の通貨統一そして 1875 年におけるベルリンをベースとする帝国銀行の創立後、ドイツにおける金融統合が進展するとともに、ベルリン証券取引所が、特に鉄道の株式と債券をふくむ法人証券のための市場として発展し、ドイツの証券市場において支配的な影響力をもつものとして浮上した (Michie 2006, 96-7)。フランクフルトは、オーストラリア・ハンガリーのビジネスを引きうけるウイーそしてドイツ諸州の公債を引き受けるベルリンによって、次第にその国債市場たる地位を失った。1880-93 年の期間に、ベルリンが、国内と国際的取引の両方で最大のドイツ市場に成長したので、フランクフルト証券取引所の取引高は、ドイツ総額の 10% にまで下がり、そして下がり続けた。 (Michie 2006, p 97)

それにもかかわらず、証券取引所は、地方の投資家の数の増大に対応し、地方の会社の必要性に応ずるものとして、ドイツの主要な都市に急増し続けた。フランクフルトは、地方の株式と債券のための市場を提供しただけでなく、その伝統的な経済的結びつきのゆえに、オーストリア・ハンガリー帝国の株式や債券のための市場をも提供した。一方、ハンブルグは、主要港たることとその所在地のおかげで、ドイツの船舶輸送と商業会社が発行する証券のための重要な市場になった。商業為替手形への初期の関与を反映して、銀行はすべてこれらの証券取引所の会員であったので、このような統合市場の創立は、大きく銀行が互いに維持していた相互関係に起因していた。加えて、ドイツの証券市場の発展は、政府による課税と立法の様々な側面によって著しく影響された。ドイツの証券市場は、地方自治体レベルか州レベルかのいずれかで、長くにわたり規制と制限に直面してきた。ドイツ統一と共に、このコントロールは、ますます全国的なものになった。はやくも 1881 年に取引高課税が導入されたが、それは、1894 年に倍に引き上げられた。それから 1896 年法は、すべての証券取引所に対して帝国政府の監督を生じさせたが、一方で、先物の売り買いは投機と同然なものとして 1897 年に禁止された。 (Michie 2006, p 97) 投機を禁じるその法律は、1908 年まで改訂されなかったが、その時までには、多くのドイツの証券取引が、外国、特にロンドンに移動して行われた。ロンドンには、1870-1 年のフランス・ドイツ戦争時に、多くのドイツの国際的ビジネスをパリから全く切り離して引き付けていたのである。外国に向かわせることのできない証券ビジネスのうち、一部が大銀行内または大銀行間に内在化された。こうして国際的証券というよりもドイツ国内の証券を主に取り扱うものとして、商業バンキングと投資バンキングとの統合 (ユニバーサル化) が

発展していった。というのはその統合は、課税と外部的監視の両方から、銀行による証券取引活動を保護したからである。

ドイツの証券市場の国際的地位は、イギリスやフランスとばかりではなく、またベルギーやスイス、オランダのような近隣諸国ともまた異なっていた。1913 年までにドイツのいたる所に普及した 24 件の証券取引所があったが、しかし多くはそれら自身の地域性を超える重要性をほとんどもたなかった。最大の地域的証券市場の一つであるフランクフルトの国民的な取引高に占める割合は、1901 年と 1913 年間で 5 % に過ぎなかった。このことがベルリンをドイツ内の支配的な証券市場にさせた。1900 年と 1913 年の間に 355.1 億マルクの価値をもつ証券がベルリン証券取引所で発行されたが、これはドイツの証券市場におけるベルリンの重要性を示すものである。しかしながら、これらの内 83 % は、国内的なものであり、18 % が外国のものであった。このことは、国際的市場としてはドイツをして、ロンドンあるいはパリ、あるいはアムステルダムに対してさえ、重要性を非常に引き下げることになる。実際にベルリンは、取引所法が施行される 1897 年以降、国際市場としては、下り坂にあった。発行総額にせよ外国証券・株券の割合は、1883 年と 1897 年の間では、35 % であったが、それは、1897 年と 1913 年の間では、絶対額では幾分増大したが、10 % にまで下がった。ベルリンは、オーストラリア政府の負債を取引する主要な外国用センターとしては、フランクフルトを追い抜いたが、ロシア証券のために持っていた地位を 1890 年代にロシアに譲った。それに代わって、ベルリンはますますドイツ企業の株式証券のための市場になっていった (Michie 2006, p 145?)。

証券市場の発展にいかなる類の政府介入もなかったイギリスと対照的に、工業化の初期では課税と立法の結合、証券取引所への銀行

の直接的参加（ドイツでは銀行は証券取引所の会員であった）、そして鉄道網の国有化が、ドイツの証券市場の発展を遅らせさせた。その代わりに、ドイツの銀行は、ビジネス顧客に対して長期ローンを拡張することをつうじて国民経済の金融要求を満たすことにおいてより大きな役割を演じることを余儀なくされた (Michie 2006, 98)。しかし特に 1880 年代以降、銀行は、預金者が金融危機の最中に彼らの貯金を引き上げるために殺到する場合に伴うリスクを回避するために、長期ローンに代えて、証券の発行と取引を投資バンキングに任せた。けっきょくはドイツでもイギリスと同様に——国家の非直接的無意識的影響のもとに——預金・商業バンキングおよび投資バンキングの両方が同時的に発展していった (Michie 2006, 98)。ドイツでも、工業化のより後の段階においてであるが、ユニバーサルバンキングと証券取引所との共存共栄の関係が発展した。結果としてベルリンの大銀行と証券取引所がドイツ国内にもたらす貨幣市場と資本市場との相乗効果は、ロンドン、パリ、ニューヨークなどの大銀行（貨幣市場）と証券取引所（資本市場）とによる世界的なレッセフェール金融システムを補完するものとして、国際的に機能することになる。

（５）貨幣市場と資本市場の統合

{世界証券市場の発展}

真に国際的重要性を有する証券取引所は、ロンドン、ニューヨーク、パリ、ベルリン、ウィーン、フランクフルト・オン・マイン、ブリュッセル、アムステルダムのものであった。ロンドン証券取引所がこれらすべてを超えていた。これらの取引所の間で取引される証券、国債、合衆国の鉄道株そして南アフリカ鉱山株は特に国際的性格が強かった。これらの証券取引所は国際的に重要であったというのは、西ヨーロッパの場合のように、資本

の輸出のために利用されるのであれ、あるいは合衆国の場合のように資本の輸入のために利用されるのであれ、世界中の投資家が興味を引く、特に政府や鉄道によって発行される証券のための市場を提供したからである。それぞれの証券取引所において取引値段がつけられる証券が外国の投資家の関心事となり、対外的な売り買いのまととなった。ますます増大するさまざまな証券取引所間の買いと売り、または鞘取り売買(同じ証券を異なる市場において同時に売買し、市場間の価格差を利用して利益をうること)が、同じ証券はそれが取引されるどんな市場であれ、同等の価格が強制されることを保証した。

証券取引所が最大のまた最も広範囲に保有される証券に与える市場性と流動性は、これらの証券を資本市場についてと同じほど大きく貨幣市場の媒介手段とさせる。政府や会社は、買い戻せないかまたは将来の明確な日付において満期になるか、いずれかの証券を発行するが、証券取引所を通じてのその移転の容易さは、発行され流通するそれら証券がまた、魅力的な短期投資(物)であることを意味する。結果的に、銀行や保険会社のような金融仲介者は、一時的に遊休資金を、このような証券の購入のために——現金が必要な時には即座に売却するという確信において——用いる。このように証券取引所の国際的重要性は、中心的な取引所および手形交換所を提供すると同時に、貨幣市場と資本市場とを相互作用させる点において活動するという事実に基づいている(Michie 2006, 149)。

1914年まで証券市場は最先進国経済の金融システムで重要な役割を演じ、そして発展途上国内に鉱山業など得意分野を確立させた。万能手段というには程遠いが、証券市場を通じて、政府とビジネスは資金を調達し、人々は貯蓄を運用し、証券は最も洗練された借り手と投資家の間への高レベルの市場浸透を成し遂げた。国際的には証券市場は重要なイン

フラ・プロジェクトや地中の鉱物と石油の開発のために融資する世界中に広がった資金の運動の手段となった。貨幣および資本の両市場の働き、そしてバンキングシステムのスムーズな機能が証券市場が提供する流動性に著しく依存するようになった。一般的なバランスが、ますます複雑になる世界市場経済で発生する無数の取引において達成されたが、それは唯一、世界中の証券市場で行われる不断の売り買いを通じてであった。最終的に、証券市場は、証券取引所の形態を通じて、世界のすべての主要な金融センターのすべてとマイナーな金融センターのほとんどにおいて自らの存在を確立した。これらの証券取引所を通じて、世界証券市場は、世界中で株券と債券の取引を早く、安く、容易にし、信用しうるものにする安定性、組織性を有し、そして日常的な経験を通じて知識を集積するものとなった。証券の売り買いに付随して、ほかの資産が持ちえないような即時性と確実性が存在したが、このことが証券に貨幣自身に類似する能力を与えた(Michie 2006, 119)。

{レッセフェール金融市場の三条件}

最終的に世界証券市場それゆえまたレッセフェール世界金融システムを可能にした条件は次の三つであった。第一に、貨幣と資本のための市場は、世界的な電信ネットワークの能力と範囲が、特に多数の海底ケーブルをつうじて拡大し続け、サービスの提供がより安くかつよりスピードを増したので、ますます世界的に統合されるようになった。ロンドン・ニューヨーク間のコミュニケーションは、1911年までに、片道で30秒にまで引き下げられ、費用も、1866年レベルの0.5%に低下した。加えて、1906年の熱電子管の発明によって、電話が遠距離コミュニケーションにとってますます便利になった。その結果、世界は地方から全国的へさらに国際的へと広がる、途切れのない急速で即時のコミュニケー

ション手段を有することになった。ロンドン・パリ間あるいはニューヨーク・モンテリオール間では、公開電話線によって、途切れなく送受信できるコミュニケーションが可能になり、電信の利用の際に生じる僅かな遅延時間も除去されるようになった。1909年には、マドリッド・バルセロナ間、そしてマドリッド・パリ間に電話連結が確立した。1909年までにロンドン証券取引所の会員は、就業日には刻々と、大陸ヨーロッパの主要な伝達者であるアムステルダム、ベルリン、ブルッセル、フランクフルト、そしてパリの証券取引所の会員に対して電報を送信しあるいは受信した。ロンドン・ニューヨーク間では、電報のやりとりは、たいていは特に両センターで同時に取引が行われる時間帯に集中したが、就業日を通じて6秒毎に一回の割合で行われた。

このようなコミュニケーションは、世界的な証券市場の働きにとっては、基本的な要因であり、情報と注文が取引市場間を絶え間なく流通して、絶えず続く調整過程を可能にした。絶え間なく続く売りと買いは、それぞれの市場が常に他の市場で何が起きているかを知り、それに対応するよう余儀なくされることを保証した。しかしコミュニケーションおよび売りと買いの調整のスピードは、たしかに一つの要因であったが、もし他の二つの条件が存在しなければ、ほとんど無価値なものになったであろう (Miche 2006. 131)。

第二に、1900年から1914年まで、世界的な規模で通貨の安定が存在していた。銀によるアジア通貨の価値下落は、ラテンアメリカの為替レート不安定度と同じく問題であったが、この時までには世界のほとんどは、金本位制を採用していた。結果として、ドル、ポンド、フラン、そしてマルクといった主要な通貨間においては、為替レートはほとんど変動しなかったし、これらの通貨、特にポンドはどんな国であれ世界中で交易と投資の目的

で広範囲にわたって用いられた。このことが国際的な金融（資本と貨幣）の流れに高度な安定性をもたらした。世界的ベースで行われる証券の買いと売りに伴う多くのリスクを除去した。投資家は、株式や債券を、その価格は不利な為替動向によって破壊されることはないという確実な知識のもとに売買することができた。このことは、合衆国ドル建ての株式や債券のように、投資家の自国通貨以外の通貨建ての証券の場合にも、あるいは、イギリス・ポンドのような国際通貨を用いるが、利子や配当の支払い、ローンの返済に当てられる外国からの資金の受領に依存する証券の場合にも当てはまった。投資家は、基本的な投資に伴うリスクだけをじっくり考えるだけでよかった。同様に、借り手も、為替レートの不利な動向によって、外部に保有される証券に対して債務返済を行ったり、あるいは払い戻しをする上で、困難に陥ることは決してないことを当然にも確信していた。このような環境の下では、外国での証券発行は、より低い利子率で、より大きな資金プールを利用することを可能にする一方で、国内でそうするよりも大きなリスクをもたらすことはなかった (Miche 2006. 132-3)。

第三に、以上の状況に大きく貢献するものとして、政府の——なしたこととなさなかったことの両方で（国家のいわゆる非直接的無意識的影響）——大きな役割があった。1900年から1914年の一次大戦勃発までの時代は、国内的と国際的の両方にわたる無類の経済的リベラリズムの時代であった。このことは、為替管理が存在せず、そして貨幣の自由移動に対するその他の障害がほとんどなかったことによって証明される。投資家や貯蓄者は資金をどこであろうと望むところに提供する比較的自由的な手綱を与えられた。さらに積極的には、金本位制の適用と固定為替レートの維持は、特に外国の投資家の権利が配慮されたので、一般的に国際的な金融の流れを後押

しした。また広大なヨーロッパ人帝国の存在——そこではしばしば本国と同じ通貨と法律が普及していた——によって、貨幣が、国内でと同じように容易に海外で流通する状況が作り出された。しかしながら帝国は、この状況における本質的な構成要因ではなかった。政治上、経済上、そして金融上の安定性が重要な要因であったからである。国際的な金融の流れについて単一で最大の行き先は合衆国でありロシアであったが、いずれも帝国の一部ではなく、またそれぞれが自国の通貨を有していた。大英帝国の中であってさえ資金の最大の流れは、カナダ向けであったし、そこではポンドでなくドルで取引が行われた。一方、オーストラリアは、アルジェンチンのようななんらかの非メンバー国以上の有利性があつたわけではない。明らかに政治的調整は世界証券市場の創設に寄与したが、それは、金融上、通貨上の安定性からくる信頼以上に証券市場にとって重要なものであるとは決していえなかった。たとへば、合衆国は1890年代までは、銀の採掘可能性による通貨の価値に関する疑いや、また鉄道の金融スキャンダルによるコーポレートガバナンスに関する懸念の故に、外国からの投資を惹きつけることができなかった。1900年以後これらの問題が解決されて初めて外国からの投資が回復した(Miche 2006, 132-3)。

{資本主義世界の中心機構とその後}

1914年までにひとつの世界が存在していた。その世界内で、個々の証券取引所は、政府、金融機関または国際的機関から発する中央集権的な方向づけやコントロールの必要性もないまま十分に機能する世界証券市場を生み出すものとして、互いに競争し、協同し、補い合いあつた。政府の介入は存在しひずみをもたらしたとはいえ、その干渉のレベルは低かったので、ほとんど障害をもたらすこともなく、市場が国民的国際的の両レベルで、

適度に自由に機能することを可能にした。同時に、証券取引所の形で公式的な組織が存在することは、取引が秩序だった環境の中で行われるので、投資家が投資し、借り手が証券を発行するために必要な信頼を生み出すことを意味した。結果として、1900年と1914年の間において、世界的証券市場は、国民的国際的の両レベルで貨幣と資本の市場間にきわめて重要な共通領域をもたらし、最終的に資本主義的世界の中央機関のひとつになった。その過程で、この世界的市場は、世界の鉄道システムの金融のために必要とされる巨額な貨幣の動員を促進し、そして世界通貨システムの安定のために著しく寄与した。

この世界証券市場の存在は、国民的金融システム間の多様性にもかかわらず、それぞれが適度に安定することを保証した。合衆国ではじまった1907年金融危機でさえ、その極端な結果を消散させるその世界的市場の存在を通じて比較的容易に克服された。このことは、合衆国当局に、それ自身連邦と州への過去の介入の産物であるそれらの独自の金融構造における改善を計画する時間を残した。その結果は、1913年における連邦準備制度の創設であつた。一般的にはそれぞれの国において、銀行家やブローカーが、安全性と有益性の両方で何がなされうるかを学び、それにしたがって彼らの戦略を考案した。個々の失敗は、特定な銀行家やブローカーがリスクをとり、予期しない出来事によって引き起こされたが、いずれかの金融市場システムが突然の崩壊の傾向にあるような兆候はほとんど存在しなかった。それぞれのシステムは、実務家の蓄積された経験と、彼らがその一定の周知のパラメーター内での活動するその結果を予想する上での確信にもとづいていた(Michie 2006, 154)。しかしながら、第一次大戦をもって以上の資本主義世界の中心機関は、それを支えた金本位制や経済的リベラリズムとともに、永久に崩壊した。

21世紀の始まりまでに、世界的証券市場は、その重要な国民のおよび国際的地位を再生させた。しかしその内部において世界的証券市場が活動するその諸条件は、現在では、一次大戦前とは根本的に異なっている。情報および算術技術の継続的な発展は、世界中で参加者をリンクする電子的商品売買の創設を可能にした。もやは物理的なトレーディングフロアは必要ないが、このことが世界の証券取引所の多くによって占有されている重要な地位を危険にさらし、そして多数の地方の証券取引所の閉鎖をもたらしている。電子革命はまた、これらの設立されて久しい取引所のルールや規制を含むいかなる取引上の束縛をも除去して、世界中における政府の積極的介入と結びついた。1914年以来、そして特に1945年以降、証券取引所は、金融システムの規制において擬似的に公的地位を占有する官僚的組織にますますなってきた。このことは20世紀末葉のよりオープンな経済とは両立できないので、公式的に組織化された証券取引所は、非公式市場や電子取引に敗北し、その重要な地位を回復させるためばかりでなく、それらがまだ持っているものを保持するためにも戦わなければならなかった。結果的に、20世紀の最後の二十年に、世界的証券市場は劇的に復活したが、それらは、既存の証券取引所に対して重大な挑戦を生み出した。結果として生じた事態は、世界的証券市場における構成と構造における根本的な変化である。もはや証券取引所は、一世紀前にそうで

あったように、基幹的な構成要素ではない。現在では、証券市場のみならずまた貨幣、資本、外国為替のための市場の機能の多くを内部化できる活動の世界的ネットワークをもつ銀行やブローカーが存在している。このことが、国民的証券取引所と国民的政府の両方の権力に対して重大な脅威を引き起こす。それに対する証券市場の対応は、その活動を国際化し、証券取引所の制度的構造を国際化することであった。それと対照的に、諸政府は、国際的規制を促進したのであって、国民的コントロールの放棄はますます考えられなくなった (Michie 2006. 15)。

〈参考文献〉

- Brian R. CHEFFINS (2008) *Corporate Ownership and Control British Business Transformed*.
 Caroline Fohlin (2007) *Finance Capitalism and Germany's Rise to Industrial CAMBRIDGE*
 Ranald C. Michie 2006. *The Global Securities Market; A History*
 C., Michie, Ranald (2003) 2. *Banks and Securities 1870-1914*, Douglas J. Forsyth and Daniel Verdier (editors), *The Origins of National Financial Systems*.
 D. Verdier (2003) *Explaining cross-national variation in universal banking in nineteenth-century Europe, North America And Australasia*. Douglas J. Forsyth and Daniel Verdier (editors), *The Origins of National Financial Systems*.