

20世紀初頭ドイツにおける証券流通市場の動向

仲 村 靖

(受付 2020年 10月 30日)

目 次

- I. はじめに
- II. 時価総額と相場動向
- III. ドイツの証券税制
- IV. 取引税収の推移からみる証券流通市場の動向
- V. 結び

I. はじめに

第二帝政期ドイツにおける証券市場の動向を考察する際、証券発行については統計資料があるものの、証券流通市場全体の動きを示す整備された統計数値が無い。これは、一つにはドイツの取引所が商品取引と証券取引を兼ねた総合取引所であること、また取引所ごとに程度の差はあるが、取引人選任において開放主義¹⁾をとっているため、取引の詳細を把握するのが難しいためであると思われる。また、証券業務を兼営する信用銀行制度のもとで、ヒルファディングが指摘しているように「大銀行は取引所の機能の一部をうばって、みずから証券市場となる。取引所にのこされるのは、銀行で相殺されない残額だけである」²⁾という取引所を経由しない取引が行われていることも、取引所内外を含めた証券取引全体の把握を難しくしている。

筆者は前稿において Die Bank des Berliner Kassen-Vereins の有価証券振替取引について考察を行った³⁾。同行の取扱高は株式市況と強い相関を示していることから、証券流通市場の動向を反映しているものと考えられるが、あくまでも Kassen-Vereins に寄託された有価証券の振替取引に関するものであり、限られた会員（1908年に142社）間の取引であるため、証券流通市場の全体像を示すものと断定することはできない。そこで本稿では、証券流通市場に

1) 取引人選任における厳選主義と開放主義については、向井鹿松『総合取引所論』日本評論社、1932年9月、78頁を参照。

2) Rudolf Hilferding, *Das Finanzkapital*, 1910, Europäische Verlaganstalt Frankfurt am Main 1968, S.199. (林要訳『金融資本論』1, 国民文庫, 1964年, 290頁)。

3) 拙稿「Die Bank des Berliner Kassen-Vereins の有価証券振替取引」『修道商学』第57巻第2号, 2017年2月。

関する断片的な統計資料を手掛かりとして、20世紀初頭のドイツ証券流通市場の動向の推察を試みることにする。

II. 時価総額と相場動向

まず、時価総額と相場動向を確認する。使用する資料は『国民経済統計年報』(Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik)掲載の数値である。時価総額や相場動向については市場全体や大まかな産業分類に基づく統計がいくつか存在するが、同資料では相対的に区分が細かく、確定利付証券や配当証券ごとの内部構成の変化をみることができる。ただし、問題もある。同誌掲載の数値は年が変わると前年度末と一致しないことがあり、また、掲載されている資料は1904年11月～1905年11月と1910年10月～1913年10月だけであり、それ以外の市場動向は分からない。ここでは、数値の継続性があると思われる1904年12月～1905年11月と1910年12月～1913年10月の統計を利用する。なお、以下では煩雑さを避けるため、前者の期間を第Ⅰ期、後者の期間を第Ⅱ期と表記する。

まず時価総額で市場規模をみると、第Ⅰ期では4兆マルクであったものが、第Ⅱ期では5兆5,000万マルクから5兆8,000万マルクの規模まで40%ほど拡大している。

確定利付債と配当証券の割合は、第Ⅰ期では、前者が8割を超えている。この比率は1910年10月では79%と8割を切っており、第Ⅱ期では、1911年79%、1912年78%、1913年77%となっている。確定利付債の時価総額は第Ⅰ期初頭の1904年12月3兆2,738万マルクから第Ⅱ期では4兆5,000万マルク前後、配当証券の時価総額は1904年12月7,314万マルク、第Ⅱ期は1兆2,000～3,000万マルク台となっている。つまり、全体として市場規模が拡大し、圧倒的な比重を占める確定利付債市場も発展している(30%程度)ものの、配当証券についてはそれを上回る急激な市場拡大(70%強)が確認できる。

確定利付債の内訳をみると、最も時価総額が大きいのは外国公債・地方自治体債(Ausländische Staats- und Kommunalanleihen)であり、第Ⅰ期では40%前後、第Ⅱ期の1910年12月～1911年12月には44%を占めたが、1912年は43%で、1913年は42%と若干比重を低下させている。次に大きいのが、ドイツ公債(Deutsche Staatsanleihen)で第Ⅰ期では21%、第Ⅱ期の1910年12月～1911年12月には19%台と若干比重を落としたのち、1912年以降は20%台となっている。これに続くのが、外国鉄道優先債券(Ausländische Eisenbahnprioritäts-Obligationen)と抵当銀行抵当証券および債券(Hypothekenbank-Pfandbriefe und Obligationen)である。各々第Ⅰ期は13%と10%、第Ⅱ期は11%と10%前後となっている。比重は小さいものの伸びが大きいのは、ドイツ地方自治体債(Deutsche Kommunalanleihen)と鉱工業社債(Obligationen von industriellen und Bergwerksgesellschaften)であり、第Ⅰ期では各々3%台と2%弱であったものが、第Ⅱ期末の1913年10月には4%と2.7%となっている。

配当証券の時価総額において比重が大きいのは、ドイツ銀行株（Deutsche Bankaktien）＝国内銀行株と交通（Verkehrsgewerbe）である。国内銀行は第Ⅰ期は30%弱、交通は20%強を占めている。しかし、第Ⅱ期には国内銀行の比重が21%前後に低下している（時価総額そのものは2割ほど増えている）のに対して、交通は26%前後まで比重を高め、逆転が起きている。ちなみに外国銀行株（Ausländische Bankaktien）は第Ⅰ期で7%程度しか占めていないが、第Ⅱ期末では9%へと上昇しており、時価総額は2倍以上となっている。次に比重が大きいのは、鉱業・鉄鋼業・製塩業（Bergbau, Hütten- und Saline）と金属・機械業（Metalle und Maschinen）であるが、第Ⅰ期は前者が16%前後、後者が10%強であったものが、第Ⅱ期では1911年には前者14%前後、後者は14%台と若干上回り、1912年には13～14%でほぼ拮抗していたものの、1913年には前者が14%前後、後者は14%強となり、ここでも明らかな逆転が見られる。

次に相場動向を確認する。時価総額÷名目総額＝100とすると、確定利付債では、第Ⅰ期に、鉱工業社債が101～103、ドイツ鉄道優先債券（Deutsche Eisenbahnprioritäts-Obligationen）が100強、ドイツ地方自治体債が100前後、第Ⅱ期の1910年12月～1911年7月に鉱工業社債が100強となっているほかは、債券ごとに水準の違いはあるものの100を下回る数値で推移している⁴⁾。確定利付債全体として金利水準が相対的に低い第Ⅰ期には96～97程度であったものが、第Ⅱ期の1910年12月以降のデータでは95前後から更に低下傾向をみせ、金利水準がしばしば5%を超える1913年には90を割っていく（債券利回りは3%台半ばから4%へ上昇⁵⁾）ことから、市中割引率との関係について単回帰分析を試みると、相関係数は-0.3316、決定係数は0.5994となっており、確定利付債の相場が金利水準に大きな影響を受けていると推定される。

配当証券については、全体としては第Ⅰ期は160～170台、第Ⅱ期に入ると150～160台となり、確定利付債と同様の低下を示しているが、その水準は高く、また業種ごとに大きく異なる動きがみられることから、業種の収益性によって変動しているものと推測される。

相場水準が飛びぬけて高いのは保険業（Versicherungsgewerbe）である。第Ⅰ期は400台、第Ⅱ期の1910年12月以降では500台で推移している。周知のとおり、ドイツは世界最古の社会保険制度を持つ国であり、民間保険会社も多数設立された。しかし、1901年「民間保険会社に関する法律（Gesetz über die privaten Versicherungsunternehmen）」を機に解散・合併

4) 例外は宝くじ付債券（Lospapiere）であり、150～180と高い水準で、また大きな変動を示している。同証券は「抽選で賞金が当たる債券であって、利息は非常に低いかまたは無利息であるが、投機的要素がある（後藤紀一・Matthias Voth 著『ドイツ金融法辞典』信山社、1993年、204頁）」ものであり、他の債券とは異なる要因で相場が形成されていると考えて良いだろう。

5) 債券利回りの数値は、Otto Donner, Die Kursbildung am Aktienmarkt, in *Vierteljahrshefte zur Konjunkturforschung*, Sonderheft Nr. 36, 1934, S.99.

が進み、企業数は減少した。これも影響して、保険会社は（すべての会社がそうであるわけではないが）株式会社の中で最も配当が高い⁶⁾。また、保険会社がドイツの株式種別 (Aktienart) としては例外的に記名株式 (Namensaktie) を採用していることが、保険会社株の流動性に作用していると考えられる⁷⁾。記名株式ではその所持者の氏名・住所などが会社の株主名簿に正確に記載されなければならない、譲渡制限を定款に定めていない限りは会社の同意なしに譲渡することができるものの⁸⁾、議決権行使に際しては株主名簿の書き換えが行われなければならない。無記名株式 (Inhaberaktie) に比して煩雑な手続きを必要とすることから売買が活発に行われず、相場が高止まりしていたと推測される。とはいえ、時価総額に占める比重は 2% 弱しかなく、市場全体の動向に影響を及ぼすものではない。

次に高水準なのは化学工業 (Chemische Industrie) である。第 I 期は 300~320 程度であったが、第 II 期には 300 台後半となっており 1913 年には 400 を超える月もある。第 I 期初頭と第 II 期末を比較すると 33% 上昇となり、保険の 26% を上回る各業種の中で最も高い伸び率を示している。時価総額に占める比重も、第 I 期の 3% 台前半から第 II 期末の 1913 年には 5% 台後半に増加しており、ドイツにおける化学工業の発展を反映している。

第 I 期で 200 台に達している業種を挙げると、木材・彫刻材 (Holz und Schnitzstoffe) が 240~270、鉱業・精錬・製塩 (Bergbau, Hütten- und Saline) が 200~230、土石 (Steine und Erden)、金属・機械業 (Metalle und Maschinen)、食品・嗜好品 (Nahrungs- und Genussmittel) が 200 前後となっている。だが、第 II 期になると様相は変わっている。上述のように配当証券全体として相場は下落しており、第 I 期初頭と第 II 期末を比較すると 4% ほどマイナスとなっているが、木材・彫刻材は -8.5%、鉱業・精錬・製塩は -13%、土石は -16% と市場全体より大きく下落している。金属・機械業、食品・嗜好品は市場の相場低下の中でもほぼ変わらない水準である。鉱業・精錬・製塩と金属・機械業の動きは、時価総額に占める比重の既述の変化と対応している。

相場の変動に注目すると、同指標で最も大きな下落を示しているのは建設業 (Baugewerbe) の -33.6%、次いで製紙 (Papier) の -21.4% である。第 I 期の相場は前者が 140~150、後者が 140 前後であるが、第 II 期では 1911 年には両業種とも 130 前後となり、その後急激に低下して、1913 年には後者は 100 台、前者は 1912 年末から 100 を下回っている。額面割れを起こしている業種は他に見当たらない。

-
- 6) Alfred Schütze, *Salings's Börsen-Papire*, Erster (allgemeiner) Teil vierzehnte neu bearbeitete Auflage Berlin; Leipzig & Hamburg: Verlag für Börsen- und Finanzliteratur A.-G., 1913. S.238.
 7) 株式種別の違いと流動性への影響については拙稿「無記名株式と 1884 年改正株式法」『修道商学』第 55 巻第 1 号、2014 年 9 月、を参照されたい。
 8) 保険会社では株式発行の際に額面価格の一部しか払い込まれておらず（多くの場合は 20% 程度）、新規取得者には残額の支払い義務が伴うため、株式の譲渡に際しては取締役会の認可が必要とされていた。Schütze, *a.a.O.*, S.236.

最後に銀行株の動きを確認しておく。国内銀行株と外国銀行株ともに第Ⅰ期は160～180台を比較的大きな変動で推移していたが、第Ⅱ期には前者は150～160台と若干の低下が見られるのに対して、後者は170～180台と水準が上昇している。前述のように時価総額に占める比重は大きく異なるものの、国内銀行株に比して外国銀行株の市場での評価が高くなっていたことが分かる。

Ⅲ. ドイツの証券税制

1881年「帝国印紙税徴収に関する法律（Gesetz, betreffend die Erhebung von Reichsstempelabgaben）」により、取引所取引に対する課税が導入された（同年10月施行）。同法に基づいて課される税は、証券印紙税（Effektenstempel）と取引税（Umsatzsteuer）とに分かれる。前者は、証券発行の際に発行者に課されるものであり、課税は一度きり、それゆえその後の取引を直接阻害するものではない。これに対して後者は証券流通市場に関わるものであり、取引のたびに課税されることになる。

同法はその後、1885年、1894年、1900年、1906年、1909年、1913年と6次にわたって改正されたが、その目的は過熱した相場の抑制といった市場対策ではなく、税収不足を補うことにあった⁹⁾。従って後述のように、市場の状況を考慮せずに増税が行われたこともあった。

導入当初は、証券印紙税は課税対象ごとに0.1～0.5%と異なる税率が適用される¹⁰⁾一方、取引税は取引ごとに20ペニヒ（定期取引・繰延取引は1マルク）の固定額であったが、1885年の改正により取引税も取引金額に応じた課税方式に変更され、税率が設定された（国内外株式は0.01%、取引所商品取引は0.02%、定期取引は0.04%など）。また、取引対象物の価値が300マルク以下、商品取引の場合は1,000マルク以下、であった非課税枠が600マルク以下に変更された。帝国の財政需要の高まりを受けた1894年の改正では、課税対象が拡大され、証券印紙税率も国内株式は1%と2倍に、外国株式は1.5%と3倍に引き上げられた。取引税も、有価証券が0.02%、取引所商品取引は0.04%と税率が2倍になった。

1900年の法改正では、証券印紙税率は国内株式2%、外国株式は2.5%に引き上げられ、取

9) Gömmelによれば、1881年の帝国印紙税法は1879年の新関税率の導入と目的の一つを共有した帝国創設期の財政問題への対処を考慮したものであり、1885年の帝国印紙税法改正もその一環である。そして、1893年軍人年金法（Militärpensionsgesetz）、1898年、1900年、1908年、1912年の艦隊法（Flottengesetz）による海軍拡張に伴う軍事費支出増加、第一次世界大戦前の軍備増強と、その後の帝国印紙税法改正がなされる背景には財政上の必要が生じていることを指摘している。税収を補うことが目的であることから、帝国およびその連邦諸国が発行する債券についての証券印紙税の除外措置は第1次世界大戦まで維持された。Rainer Gömmel, Entstehung und Entwicklung des Effektenbörsen im 19. Jahrhundert bis 1914, in: Hans Pohl (Hrsg.), *Deutsche Börsengeschichte*, Fritz Knapp Verlag Frankfurt am Main 1992, S.166–168.

10) 例えば、1881年法では、地方自治体債券などは0.1%、国内外債券は0.2%、国内外株式は0.5%などと規定されていた。

引税についても、600マルク以下の非課税枠が撤廃されるとともに、株式については0.03%とされ、また、取引所を経由しない銀行の内部取引にも取引税が課せられることになった¹¹⁾。さらに鉦山株 (Kuxe) が課税対象に加えられた (1.5マルクの固定額)。この改正法は第2次艦隊法と同日に成立・公布・施行され、増大する海軍予算をまかなうために制定されたものである¹²⁾ が、タイミングとしては最悪であった。1890年代後半の好況は次第に過熱状態となり、対外金流出の懸念から1899年末にはライヒスバンクの公定歩合が7%まで引き上げられ、景気は下降局面に入っており、1900/1901年恐慌¹³⁾ の時期に重なることになったのである。この増税は恐慌を激化する一因となり、取引所取引と商取引を苦境に陥れながら、財政目的を達することは出来なかった¹⁴⁾。こうした事態を受けた1906年改正法は、1904年から議会で検討が行われたが、株券未交付の株式に対する課税や課税段階が細分化されるなどの部分的な変更にとどまった。財政改革に伴って行われた1909年の法改正では、多種多様な対象に増税が行われた。国内株式・外国株式に対する証券印紙税率はともに3%に引き上げられ、それまで非課税であった植民地会社の持分証券 (Anteilschein) にも同率の税が課されることになり、鉦山株 (Kuxe) に対する固定税が5マルクに引き上げられた、等である。また、更改証書 (Talon)¹⁵⁾ に対する課税も導入された。サラエボ事件から第一世界大戦開戦までの1913年7月に行われた帝国印紙税法改正は、株式等に対する証券印紙税率を一気に50%引き上げて4.5%にするといった、戦費調達のための遮二無二の増税策であった。

IV. 取引税収の推移からみる証券流通市場の動向

取引所取引について証券印紙税と取引税が課され、第一次世界大戦までに6次に及ぶ改正がなされたことを確認した。ここでは証券流通市場に関わるものとして取引税収の推移をみる。『ドイッチェ・エコノミスト』(Der Deutsche Oekonomist) に1885年11月から1914年6月までの税収額が掲載されている。ただし、総合取引所としてのドイツの取引所の性格から、取引税には有価証券以外の取引から生じた金額も含まれる。取引税収がどの程度、証券売買取引を反映しているかも含めて、その推移と変動の原因を考察する。

11) 取引税率の変更と銀行の取引所外取引に対する措置が、ベルリン大銀行にもたらした地方銀行に対する優位性については、Caroline Fohlin, *Finance Capitalism and Germany's Rise to Industrial Power*, 2007, Cambridge UP. pp. 233-234. に簡潔にまとめられている。

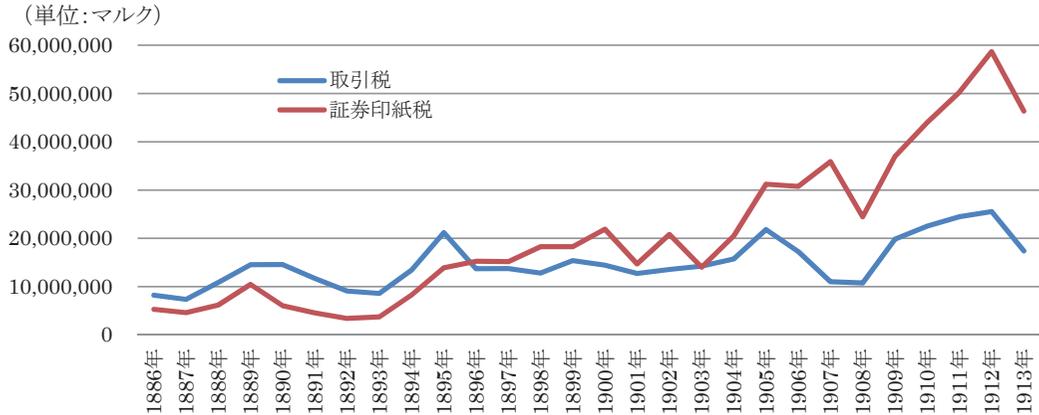
12) 第2次艦隊法にはこの旨が明記されている。

13) 1900/1901年恐慌については、石見徹『ドイツ恐慌史論』有斐閣、1985年、第4章で詳細な分析が行われている。

14) Schütze, *a.a.O.*, S.528.

15) 更改証書 (Talon) とは、利札・利益配当証全紙 (Bogen) の最後に付いているもので、債券利子・配当金を受け取るための利札 (Zinsschein) や利益配当証が証券本体から全て切り離された後に、利札・利益配当証全紙を更新するために必要な書類である。これについては、拙稿「無記名株式と寄託業務」『修道商学』第56巻第1号、2015年2月、158頁を参照されたい。

図表 1：取引税と証券印紙税の推移（1886年～1913年）



(資料) Der Deutsche Oekonomist 各号

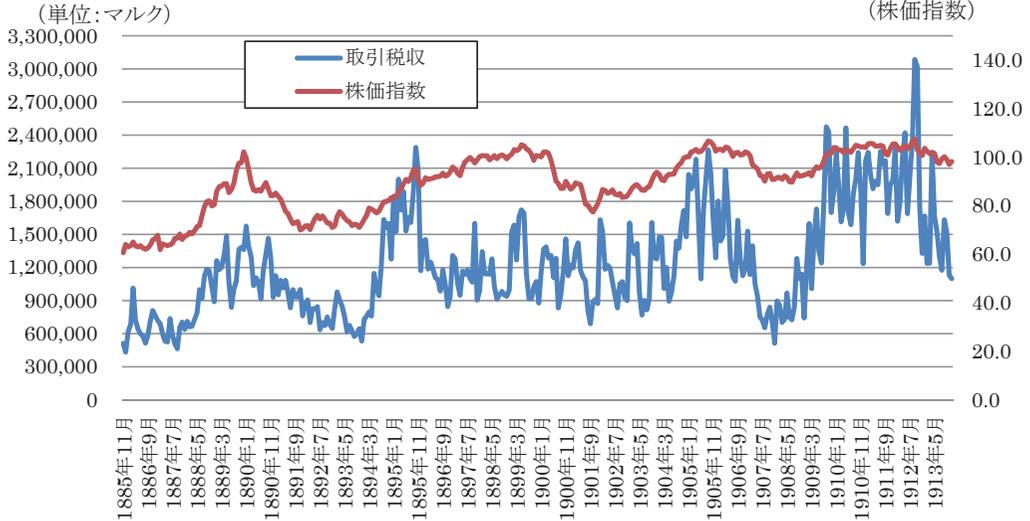
まずは証券税制改革の成果を概観するために、1886～1913年までの取引税と証券印紙税の年額の推移を図表1に示す。

当初は取引税の方が多く、また同じような変動を示していたが、1896年以降、取引税収が低迷するのに反し、証券印紙税は変動しながらも傾向的に増加し、1900年に2,000万マルクを超え、1901年と1903年には落ち込んだが、1904年から急増して1905年に3,000万マルク、1908年に減少した後に再び急増して1912年には5,867万マルクに達している。税収増加という法改正の目的は、証券印紙税についてはある程度達成されたと言って良いであろう（ただし、1913年は1,000万マルク以上減少している）。これに対して取引税は、証券印紙税ほどの課税対象の拡大や税率の大幅な引き上げが無いとはいえ、1890年代後半～1900年代前半は低迷しており、1905年に2,180万マルクとなったものの、1907～1908年には1,000万マルクまで減少し、1909年以降2,000万マルクを超えるなど、異なる変動を示している。

取引税収の動向をみると、長期的には増加傾向にあるといえるものの、かなり大きな変動を示す期間がある。1887年に10%ほど減少した後、1888年から急伸して1890年と1890年には1,500万マルク弱まで増加した。1891年から1893年までは減少、1894年と1895年は対前年比50%の伸びをみせ、1895年の税収額は2,000万マルクに達している。しかし1896年には対前年比-35%と急減し、その後は1904年まで1,200～1,500万マルク程度で大きな変動なく推移する。1905年に対前年比38.6%伸びて2,000万マルクに達したが、1906年から1908年にかけて急減し1,000万マルクにまでなった。1909年には対前年比85%増の1,984万マルクとなり、1910年から2,000万マルクを超え、1912年には2,500万マルクに達したものの、翌1913年に急落している。

このような変動を生じさせるのは、課税対象ごとの取引高、そして税率の変化である。税

図表 2：取引税と株価指数



(資料) Der Deutsche Ökonomist 各号, Donner, a.a.O., S.99.

(注) 株価指数は1913=100とした数値。

率については既に概観した。一方、取引高については、課税対象ごと（商品取引と証券取引、有価証券内の確定利付債と配当証券、国内証券と外国証券、業種など）の税収は分からない。しかし、取引税収と株価の間に関連がみられるとすれば、課税対象のなかで有価証券取引の占める比率が高く、また確定利付債よりも価格変動の大きな配当証券¹⁶⁾に影響を受けていると言えるのではないだろう。株式売買取引を反映する株価指数と取引税収（月額）を示したものが図表 2 である。以下では、取引税率改正による税収額の動向と株価指数の関連を確認したい。

1885改正法（10月施行）後の1885年11月の取引税収は51万1,199マルクであった。1886年3月に100万マルク、1886年11月に80万マルクと一時的に増加したことはあったが、1888年5月までの期間は40～70万マルク台を推移している。1888年6月から税収は増加し始め、1888年8月以降は基本的に100万マルクを超えるようになり、1890年1月には150万マルクに達した。しかしその後は傾向的に減少し、10月に140万マルクになったのを別とすれば100万マルク前後を推移し、1891年6月以降は100万マルクを割る低迷が続き、1893年12月には53万マルクに

16) 本稿 I で確認したように、確定利付債と配当証券の時価総額の比率を第 I 期（1904年12月～1905年11月）と第 II 期（1910年12月～1913年10月）を比較すると、第 I 期では確定利付債が全体の 8 割強、第 II 期ではこの比率が低下して、配当証券の時価総額が急増している。だが、この比較から、第 2 帝政期ドイツ証券市場において、帝国創設期には規模の小さかった配当証券市場が徐々に拡大していったと判断するのは早計であると思われる。後述のように、第 I 期は株式取引が1890年代前半よりも減少した時期と推測されるためである。

まで落ち込んだ。この減少は1890年恐慌による不況、投機取引の崩壊による多数の銀行破綻、それに伴う証券取引の低迷によるものと思われる。商品取引も減少したであろうが、図表2に見られるように株価指数と取引税収の変動は関連している。1894年改正法（5月施行）直前までの期間について株価指数と取引税収の相関係数は0.8575であり、極めて高い相関を示している。この時期の取引税収は株式取引の動向に強い影響を受けていると推測される。

1894年に入って徐々に増加し始めた税収は、5月以降再び100万マルクを超えるようになる。税収の増加は、第3次改正による税率引き上げが、取引規模をさほど減少させなかったことを意味する。有価証券取引の税率は2倍になったものの、それ以前が0.01%と低率であったためであろう¹⁷⁾。月ごとに大きく変動しながらも株価指数の回復とともに増加する税収は、1895年10月に228万マルクに達した。しかし、その後1896年初めに140万マルクまで減少し、1896年3月からは更に落ち落ち込み、100万マルクを割り込むこともしばしばとなる。税収が150万マルクに回復するのは1890年代後半からの好況（および株価指数上昇）を示す1897年10月と1899年初頭のみである。1900/1901年恐慌のさなかに行われた1900年法改正（7月施行）の翌月の税収は35%と急減し、1904年10月までの期間は70～150万マルク程度を大幅な変動を繰り返しながら推移している。1904年11月に170万マルクに達した後、1906年4月までの期間は1905年6月に100万マルクに減少したのを除いて120～220万マルクと平均水準が上昇したように見える。しかし1906年改正法（7月施行）直前の1906年6月から1907年4月は100～150万マルクへと低下し、1907年5月～1908年8月の期間は100万マルクにも届いてない。この低迷は1907年恐慌の影響であると思われる。その後1908年9月から、株価指数の上昇とともに税収も増加傾向を示して100万マルクを回復し、翌1909年9月と10月には200万マルクに達した。以降は1910年12月の12万マルクを除いて150～200万マルクを推移し、1912年9月と10月に300万マルクを記録した後、1913年にかけて急減している。

ここで注目すべきは、図表2に示されているように、1896年から一定の期間、取引税収と株価指数の関連性が弱くなっていることである。特に1896年は、両者の相関係数は-0.697と逆相関を示しており、1897年もマイナスである。その後、両者の相関性は次第に回復していくが、こうした変動はこの間に課税対象となる売買取引に重大な変化が生じたことを示唆している。取引所取引に大きな影響を及ぼしたのものとして想起されるのは、1896年取引所法（*Börsengesetz von 1896*）の施行である。

1890年恐慌における投機取引の崩壊による多数の銀行破綻の反省を踏まえて行われた金融

17) Gömmel は1894年改正法による税率引き上げの後に1904年まで取引税収が低迷したと述べているが、少なくとも1895年末までの税収は増加している。税収が伸びなかった（つまりは課税対象である売買取引が低迷した）より重要な要因は、同氏も指摘している通り、定期取引の禁止であったと考えられる。Gömmel, *a.a.O.*, S.169.

制度改革の一環として制定された同法は、第 4 章で取引所定期取引 (Börsenterminhandel) に厳しい制限を課した。定期取引参加者が取引所への登録を義務付けられたほか、穀物価格の低下を引き起こしたとみなされたために穀物の定期取引を、そして証券の投機取引を抑制するために鉱工業株 (Antheilen von Bergwerks- und Fabrikunternehmungen) の定期取引を禁止したのである。穀物・鉱工業株以外の有価証券について定期取引は制限の中で可能であったものの、定期取引の規模は確実に縮小した。定期取引の取引税率は 0.04% と現物取引に比べて高かったため、取引税収の急減の大きな要因となったと考えられる。

取引所改革が影響を及ぼしたのは、定期取引だけに留まらない。信用取引や先物取引は投機的手段であるとともにリスク・ヘッジや裁定取引のためにも用いられる。この手法に制限が掛けられたことは現物取引にも作用する。株価指数が回復していく中でも取引税収が低水準で推移しているのは、取引所における現物取引が低迷したことの反映であると思われる。また投機やリスク・ヘッジなどに対する需要は銀行、特に大銀行への取引集中¹⁸⁾をもたらした。1894 年帝国印紙税改正法によって引き上げられた税負担を回避したい顧客との間で取引所外での証券取引を仲介するとともに¹⁹⁾、信用銀行はルポール業務 (Reportgeschäft)²⁰⁾を通じた信用供与によって顧客の投機やリスク・ヘッジなどのニーズに応じたのである²¹⁾。取引所法改正の動きは 1904 年から始まり、種々の議論を経て 1908 年に結実し、これにより定期取引の禁止規定は撤廃された。だが、こうした銀行・顧客による定期取引規制の制約を回避する工夫もあって、これに先立って 1899 年頃から取引税収と株価指数の関連性は再び高まっていた。恐慌が比較的軽微であった 1907 年から 1912 年までの取引税収と株価指数の相関係数は 0.86 とかなり強い相関を示している。取引税収は、再び有価証券売買取引の動向を反映するようになったのである。

V. 結 び

証券流通市場の取引規模は市場価格×取引量、時価総額は市場価格×発行済み証券数、そして市場価格 (相場) は売買取引の需給によって決まる。取引規模は後二者と密接に関連しているものの同じではない。市場価格 (相場価格) は取引量が減少しても上昇し得るからで

18) 取引所法とともに制定された寄託法 (Depotgesetz von 1896) による取引所所在地銀行の寄託業務拡大を分析したものとして、拙稿「寄託業務と 1896 年寄託法」『修道商学』第 56 巻第 2 号、2016 年 2 月を参照されたい。

19) 1900 年帝国印紙税改正法において、銀行・顧客間の取引所を経由しない内部取引にも取引税が課せられることになったのは、こうした事態への対応であったと思われる。

20) ルポール業務およびこれと同様に定期取引の清算を繰り延べるために行われるロンバート業務 (Lombardgeschäft) の機能と株式市場への影響については、大矢繁夫『ドイツ・ユニバーサルバンクの展開』北海道大学図書刊行会、2001 年、12～21 頁で詳細な解説・分析が行われている。

21) Gömmel, a.a.O., S.177.

ある。とはいえ、需要に対して供給が限られた、あるいは流動性が極めて低い一部の証券にしかこうした事態は継続しないだろう。その意味では、相場価格は取引規模を反映する一つの指標とみなし得る。

本稿では、Ⅱにおいて時価総額と相場価格の変動を1904年12月～1905年11月と1910年12月～1913年10月の時期について検証した。ドイツの証券市場は確定利付債市場の占める比重が高く、全体として拡大しているが、配当証券市場は確定利付債市場を上回る規模で急拡大していること、配当証券の中での業種ごとの変化・特徴を分析することができた。Ⅲでは証券取引に影響を与えたとされる証券税制とその改正の経緯を確認した。証券印紙税は発行市場、取引税は流通市場での取引に課税される。それゆえⅣにおいては証券流通市場での取引から発生する取引税の推移を考察対象とした。取引税収は一定期間の売買取引総体に依りて変動するため、特定時点での市場の状態を表す時価総額や相場価格よりも、市場取引の実態を反映する指標であると考えられる。とはいえ、取引税の課税対象は証券取引だけではなく、また、商品取引と証券取引、債券と株式、業種ごとの内訳などは分からない。そこで、景気動向や税制改革以外に、取引税収の変化と株価指数との関連性を検証することで、取引税収がどの程度、証券売買取引を反映しているかを考察した。その結果、取引所法制定による定期取引制限の影響が残る一定期間を除いて、取引税収の変動は株価指数と高い相関を示していることが分かった。

取引税収の推移は、ドイツ証券流通市場における取引規模の変動のかかなりの部分を説明できる有効な指標であると思われる。とはいえ、これは取引税の課税対象となる証券取引に占める株式取引の割合が大きいいためか、債券や商品の売買取引が比較的安定的に推移しているためかもしれない。証券流通市場の詳細については依然として未解明の部分が残されている。また、定期取引が相場形成に与える影響、取引所によって異なる価格決定メカニズムなどの考察についても、今後の課題としたい。

〈参 考 文 献〉

Der Deutsche Oekonomist, Berlin. 各号。

Donner, Otto, Die Kursbildung am Aktienmarkt, in *Vierteljahrshefte zur Konjunkturforschung*, Sonderheft Nr. 36, 1934.

Fohlin, Caroline, *Finance Capitalism and Germany's Rise to Industrial Power*, 2007, Cambridge UP.

Gömmel, Rainer, Entstehung und Entwicklung des Effektenbörsen im 19. Jahrhundert bis 1914, in: Hans Pohl (Hrsg.), *Deutsche Börsengeschichte*, Fritz Knapp Verlag Frankfurt am Main 1992.

Hilferding, Rudolf, *Das Finanzkapital*, 1910, Europäische Verlaganstalt Frankfurt am Main 1968, S.170. (林要訳『金融資本論』1, 国民文庫, 1964年)。

Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik, Jena. 各号。

Schütze, Alfred, *Salings Börsen-Papire*, Erster (allgemeiner) Teil vierzehnte neu bearbeitete Auflage Berlin: Leipzig & Hamburg: Verlag für Börsen- und Finanzliteratur A.-G., 1913.

石見 徹『ドイツ恐慌史論』有斐閣, 1985年。

大矢繁夫『ドイツ・ユニバーサルバンクの展開』北海道大学図書刊行会, 2001年。

後藤紀一・Matthias Voth 著『ドイツ金融法辞典』信山社, 1993年。

仲村 靖「無記名株式と1884年改正株式法」『修道商学』第55巻第1号, 2014年9月。

仲村 靖「無記名株式と寄託業務」『修道商学』第56巻第1号, 2015年2月。

仲村 靖「寄託業務と1896年寄託法」『修道商学』第56巻第2号, 2016年2月。

仲村 靖「Die Bank des Berliner Kassen-Vereins の有価証券振替取引」『修道商学』第57巻第2号, 2017年2月。

向井鹿松『総合取引所論』日本評論社, 1932年。