

第一次大戦勃発直後のロンドン 株式取引所崩壊の原因をめぐって

The Views in regard to the Cause of Breakdown of the London Stock Exchange soon after the Outbreak of World War I

河 合 正 修

Masanobu Kawai

1914年7月25日のオーストリア・ハンガリーのセルビアに対する最後通告の以前において、大量の国際証券が最初にウィーン、次いでベルリン、ペトロブルク、さらにパリで異常なほど売却された。

ベルリンの状態はパニック寸前であった。セルビアに対する強硬な覚書のうわさがすでに市場に流れていたからであり、有力な銀行の1行が、顧客に業務を停止すると勧告していたからである。他方、パリの取引所は7月8日発行の大口の $3\frac{1}{2}\%$ フランス政府債に対する過大な応募が行われたにもかかわらず、まもなく沈滞した。パリ取引所はウィーンとベルリン市場の弱気によって影響され、銀行株は急激に下落した。7月21日、オーストリアの最大の情報通と知られた金融業者ローゼンベルクが多量のロシア公債や東洋の公債を売却したという事実は、非常な不安をもたらした。3%公債は81fr以下に落ちこんだ。新たな $3\frac{1}{2}\%$ 公債はわずか14日間で90.25すなわち発行価格以下の1%まで下落した。これはフランス証券市場の歴史のうちで特異な相場であった。7月22日に、さらに決済が行われたが、2、3日に實際上、市場に全然買手がないほどの緊張が高まり、市場は興奮状態となった。1914年7月25日のオーストリア・ハンガリーのセルビアに対する最後通告は、ヨーロッパ主要国の為替市場と証券市場に決定的な直接的影響を及ぼした。

『バンカーズ・マガジン』(The Bankers' insurance Managers' and Agents Magazine)によれば、オーストリアのセルビアに対する最後通告にともなう金融上の諸結果について次のように叙述している。「7月25日(土)のオーストリアの最後通告はロンドン貨幣市場とロンドン証券市場を混

乱状況に落し入れた。コンソル公債の値段は $\pounds 72\frac{1}{4}$ に下落した。それ以外の証券も比例的に低落した。7月27日の月曜日、市場の恐慌状態は一層あきらかとなった。外国為替取引はほとんど不可能であった。コンソル公債は71に下落した。最大の懸念は7月29日(水)の株式取引所の決済に関していだかれた。…7月27日(月)に、営業を開始したロンドン株式取引所とウォール・ストリートは、ヨーロッパ諸国の取引先の証券売却によって殺到をうけた。両中心地の証券売却の影響は一層きわだっていた。それも数カ月前から証券売却が継続したからである。ロンドンでは隔週毎の決済の度に市場のガラが生じたことで悪条件が重なった。他方、ロンドン宛のパリ小切手が、数日間の恐慌で約24.74サントイム下落した。またアメリカ為替はポンドあたり $5\frac{1}{2}$ ドルに接近した。ウォール・ストリートで大量の証券が売却されたため、送金がニューヨークでは不可能であった。」⁽¹⁾

ヨーロッパ大陸の為替市場では、7月24日-27日の4日間に、2、3の為替市場で不安が一挙に表面化した。この当時ロンドン残高を保有していたパリの為替市場はロンドン残高の一部を回収しはじめ、パリの為替レートは $2\frac{1}{2}\%$ サントイムに下落した。これに対して、ドイツの8日間の為替レートは $2\frac{1}{2}\%$ フェニヒに上昇した。ウィーン、イタリアの為替レートは10ないし9ポンド上昇した。ニューヨークの電信振替為替レートは4.8885ドルから4.9450ドルに上昇した。以上の為替レートの上昇は海外に保有された短期流動債権の大幅なロンドンの回収に負っていた。

ヨーロッパの証券市場では、7月27日にウィーンで株式取引所が閉鎖され、同時に割引率が4%

から5%に引上げられた。アムステルダムとブリュッセルの取引所も閉鎖された。ハンブルクの株式取引所は7月30日に開かれなかった。ベルリンでは業務が現金ベースでのみ行われた。戦争がどうにか回避されるか、起きても少くとも局地的なものにとどまるという期待が実際上あったが、日が達つにつれてその見方はますます希望のないものとなった。平和に向って動きだす力が持続するのにはもはや手遅れだという見方の方が根拠をもってきた。かくして、証券売却の殺到が続き、ロンドンでは大陸の顧客のために大量の証券が売却されることとなった。7月28日のオーストリア・ハンガリーのセルビアに対する宣戦布告は、ロンドン金融市場ばかりかヨーロッパ大陸の為替市場に動揺をもたらし、2、3日後に崩壊を必至とした。

ヴィクター・モルガン (E.v. Morgan) は、“Studies in British Financial Policy”の第1章1914年の恐慌の冒頭で、「国際金融におけるロンドンによって行われた多くの機能のうちで、株式取引所の業務と引受業務という二つのものが、戦争恐慌と関連して特別の重要性をもつものであった。ロンドンは世界に於ける最大の株式市場であった。ロンドンは広範囲の証券を取扱っており、多くの企業が外国取引先のための業務に専念した。多量の外国為替がロンドン残高であったが、それらのうち少くとも3億5千万ポンドが巨大マーチャント・バンカーか、株式銀行の名義入りのものであった。株式ブローカーと引受商会のいずれもが完全に彼等の取引先からの支払いに即座に依存していた」とし、ロンドンの恐慌の原因となったのは国際決済機構の崩壊によるもので、最初に打撃を受けたのは、ロンドン株式取引所であったと述べている。(2)

7月29日(水)はロンドン株式取引所の決済日であった。暗黙のうちに、取引所のすべての仲買人は取引をへらした。そしてある場合には名目価格で相場をつけることさえ拒否した。この日、ロンドン株式取引所と取引をもつ7企業が破綻した。7月30日(木)に、ドイツ企業と非常なかかわりをもった重要企業であるメザス・デレンベルク (Messers Derenburg & Co) 社の破産が決定的となった。テレサ・サーボーネ (Terese Seabour-

ne) は「7月20日と30日の間に、387の代表的な証券の価値は記録的な1億8,799万2千ポンド、ざっと5.6%と下落した。10日間の5.6%の下落は正常な月毎の相場の動きと比較すれば、相当なものであった」(3)と言っている。

株式市場委員会は30日(木)の午後会議をもち、翌日の朝に破産を防ぐためにどんな手段がとられるべきか討議した。ついに、委員会は7月31日(金)に株式市場の閉鎖措置を決定した。この措置はロンドンで株式市場が1773年に創立して以来はじめてであり、かつてない株式市場の危機であった。

セイヤーズは1914年の恐慌はヨーロッパ各地の証券取引所から始まったとし、その理由として、これらの取引所では戦争の不安がロンドンでの不安よりも先に広がったから、国際的に取引されていた証券が大量に売却され、次々に市場を危機に陥れ、あるいは実際に市場閉鎖に導いて長期資本市場を崩壊させ、次いで対外送金の困難は外国為替市場での為替ポジションを極度に悪化させ、やがてこれが短期国際信用の崩壊を引き起す主要因となったとした。国際的に広がった証券取引所の崩壊は、即座にロンドン証券取引所に影響したことは言うまでもないが、セイヤーズは同取引所への民間銀行の短期貸付残高は約8千万ポンドと見積り、これだけでもロンドンの一部の銀行を震えあがらせたに違いないと“Bank of England”で指摘している。(4)

サイクス (Ernest Sykes) はロンドンの民間銀行による株式取引所に対する貸付はビール・ブローカーに対する貸付よりも総額において相当に少ない。ロンドンの民間銀行は手形で2億ポンド保有しており、手形を担保に1億ポンドをビール・ブローカーに貸付けている。株式取引所に対する貸付に関しては、株式取引所委員会は委員会のメンバーから戦争勃発時の貸付残高について確証的な情報を得た。このような貸付の総額は8千万ポンドで、そのうち2千万ポンドが民間銀行以外の貸手によるものであった。この貸付は株式と社債の保有のため使われた(5)と言っている。

同様なことは、カーコルデイ (A.W. Kirkaldy) も指摘している。すなわち「証券市場への対外送金の破綻は、危機以前に行われていた取引に影響を及ぼしたが、セルビアとの敵対行動の勃発後、

大陸から根強い売却圧力がなされた。これらの影響は証券価格の下落であり、このことはすぐさま信用買いされたそれらの証券に反作用した。この時期のロンドン株式取引所への貸付は約8千万ポンドであり、そのうち半分が株式銀行によって、残りは他の団体によって貸付けられた。相場の継続的な下落は利得を喪失させたであろう。そしてそれゆえ貸手はさらに追加的証券を担保に請求するか、返済期日が満期になった切迫した要求に応じなければならぬことを予想してその貸付の返済を求めたであろう」と。(6)

このようにロンドン株式取引所への貸付の大部分が、株式銀行からの借入れに依存していたのであって、この期の株式銀行の行動がまた問題とされるところである。ロンドン株式取引所の崩壊の主たる原因が、大陸からの証券売却によるものであるとするセイヤーズ、カーコルディの主張は、ウィザースやホートレイによっても指摘されているところである。

ウィザース (Hartrey Withers) はロンドン証券市場が閉鎖を余儀なくされたのは、大陸からの証券売却の殺到であったと言っている。(7)

またホートレイ (R.G. Hawtrey) も「ポンドに対する差し迫った需要はロンドン証券取引所における証券売却の洪水を惹起した。この時ジョーバ達は戦争の急速さから価格をどこまで下げたらよいか、いかなるものをいかなる条件で買うべきかを知らなかった。31日の朝、株式市場が閉鎖されるべきことが急拠決定された」と。(8)

シュワープ (W.S. Schwabe) は“*Effect of War on Stock Exchange Transactions*”で「ヨーロッパ危機は大幅な資金需要によって、7月には巨額な売却注文が株式取引所で取引されたので、株式価格はひどく下落した。多額の口座勘定をもつロンドン・ブローカーの多くの対外取引先を含む多くの人々が債務不履行に落ち込んだ。7月28日に、オーストリアとセルビアとの間で宣戦が布告された。その月の最後の3日に、外国株式取引所のいくつかが閉鎖され、ロンドン株式取引所にもいくつかの破綻が生じた。もし破綻を防ぐ処置がとられないならば、株式取引所のメンバーの間にさらに多くの破綻が生じ、それにともなってそれ以外の多くの人々の破産が生じたであろう。株式取引

所は7月31日に閉鎖し、閉鎖しながら緊急決議と緊急規則を通過することで事態に対処した」(9)と述べている。

H.C. ソンネ (H.C. Sonne) はホートレイ達よりも具体的に状況を伝えている。スターリングを保持するために、ロンドンの銀行は最終的な手段によらなければならなかった。すなわち商品か、さも無くば金を船積することが不可能なのでロンドン株式取引所に於いての売却の手段によらねばならなかった。巨額な債券が出来るかぎり最高の値で外国口座勘定のために市場で売却された。その結果は完全な崩壊であった。同時に、巨額な対外負債の未払残高によってロンドンの7企業とグラスゴの2企業が7月29日に支払いを停止せねばならなかった。デレンベルク (Derenburg) という有名な商会を含む4企業が7月30日に違約者であることを宣告された。多くのさらに有名な会員が翌日に支払いを停止せねばならぬことが危惧された。このような諸条件のもとで、大きな圧力が指導的な銀行業者とブローカー達から株式取引所委員会に加えられた。最終的に長時間の討議の後、7月31日の金曜日の朝、定例の株式市場が開かれるほんの少し前に追って通知のあるまで株式市場を閉鎖することが決定された。(10)

ソンネと同じ見解はスパルディングでも展開されている。(11)

ホートレイ達が大陸からの証券売却もしくはポンド需要のためにロンドン株式取引所の閉鎖を決定付けたと考えているのに対して、ソンネはロンドン株式取引所の閉鎖は株式銀行、ビール・ブローカーの株式取引所に対する貸付債権の回収のための圧力であったと解している。

クラバムは7月30日にイングランド銀行が公定歩合を3%から4%へ引上げたことが、ロンドン証券市場に対して巨額な証券売却をもたらし、パリにゴールド、ラッシュをもたらしたとしているが、ロンドン株式取引所の巨額な証券売却が株式取引所の閉鎖に導いたかどうかについてはさだかに言及していない。(12)

以上の見解に対して、ヴィクタ・モルガン (Victor Morgan) は株式取引所の崩壊について二つの要因から説明する。ロンドン株式取引所は内外から激しい売却圧力にさらされたか、通常の

株式売却の支払いができない以上に大きな困難は以前の株式買入れの外国人からの債務の回収であった。事態のもう一つの要因は株式取引所と民間銀行との関係であった。民間銀行は株式取引所で取扱われている多額の証券を保有していた。そして民間銀行には貸付の担保として顧客によって多額の証券が預けられていた。こゝ、数日の株式価格の暴落は民間銀行に対する影響を十分且つきびしいものにしたことは疑いないと。(13)

この点に関して、モルガンは株式取引所が最初に打撃を受けた機構であった。株式仲買人は彼の株式保有に金融をつけるために大きな借入金に依存していた。1914年7月のこのような借入金は約8千百万ポンドであった。そのうちざっと半分以下は株式銀行から、残りは大部分外国銀行によって提供されていた。外国銀行はつねに幾分低い金利で資金を提供していた。ある部分はマネー・ブローカーの機関を通じて貸付けられた。危機は株式取引所の何人かのメンバーの資金が証券の長期の価格下落によって弱体化されたとき、株式取引所に不都合な事態が訪れたときに生じた。オーストリアとセルビアとの戦争勃発の翌日、株式価格は新たに最低記録を更新し、1企業が破綻したが、これはおそらくイギリスの民間銀行が株式市場から貸付を回収したことによると報告された。30日(木)に、その週の最大の破綻が生じた。メザス・デレババルク社の破綻であった。(14)

以上のモルガンの叙述の中で、株式仲買人が借入れた資金約8千万ポンドのうち、そのうち約半分以下が株式銀行から提供された資金としているが、この数値は前記のカーコルデイの数値6千万ポンドと大きくくい違っている。モルガンは株式仲買人の借入れは株式銀行より外国銀行からの借入れが大きいとみている。この点はデ・チェコ(de Cecco)が株式取引所の崩壊は、株式ブローカーに債務返済を求めるロンドンの外国銀行によるとした見解と一致する。(15)

マクベイ(F.L. Mcvey)は7月30日にコンソル価格が£75から£70以下に下落したこと、株式取引所が大陸からの証券売却の殺到を受けていたこと、そして株式取引所の継続は、証券価値の下落ならびに民間銀行貸付のより多くのマージンのための民間銀行からの支払請求を意味した。(16)

マクベイはロンドン株式市場を開いているかぎり、証券価格の一層の下落を惹起し、民間銀行の株式取引所に対する貸付のマージンを低めることからその貸付の回収を促したと解している。マクベイは暗に証券価格の下落が株式取引所の閉鎖の原因であると推測する。また、ブラウン(William Adams Brown, Jr)はロンドン株式取引所の閉鎖の原因について次のような見解をとっている。ロンドン株式取引所が開かれているかぎり、ロンドンの証券売却を通じて多額のスターリングの供給を得る手段がなおも利用できた。しかしながら、恐慌の一つの要因は海外の株式取引所が閉鎖されたことであった。7月30日に、ニューヨーク株式取引所、ロンドン株式取引所、公設のパリ取引所のみが開かれたままであった。その結果、ロンドン株式取引所の外国勘定についてすべての種類の証券売却が膨大な量で集中的になされたこと、外国為替市場の困難、恐慌のショックによる投資需要の減退と株式銀行の株式取引所に対する貸付の回収によってロンドン株式取引所の閉鎖に導いたとしている。(17)

ケインズ(J.M. Keynes)はロンドン株式取引所の閉鎖の原因について次のような立場から明らかにしている。恐慌の最初の打撃は株式市場からふりかかった。7月28日の火曜日、オーストリアはセルビアに対して宣戦布告を行なった。大陸の諸市場は事態の悪化に備えることを直ちに決定した。7月30日(木)にロンドン、ニューヨーク、パリの株式市場を除いて、株式市場がすべて閉鎖された。金曜日に、8月31日までパリの証券市場が決済を延期したことが、ロンドン株式取引所の閉鎖を予告した。すべての株式市場の閉鎖は列強の戦争布告に先がけた。大戦勃発によるロンドン株式取引所の閉鎖という空前の出来事は、外国からの証券売却が殺到したため生じたと多くの人々の主張しているところであるが、それは全く別の事情から起因している。第1の原因は、外国人が以前の証券買付にもとづいてロンドン証券取引所に対して負っている債務を履行できなかったためであり、第2の原因は、市中銀行(株式銀行)の行動がこれに拍車を加えた。

第1の原因について、ケインズは次のように主

張している。危機は2、3日前の外国人による証券売却から生じないで、全く反対の原因から生じた。すなわち、決算日以前の外国人の買入れか、以前の決算日から繰越しされた買入れから生じた。決算期には外国の取引先からロンドン取引所に多額の金が当然支払われるべきである。外国の取引所の閉鎖、外国諸国に対して宣告された完全且つ部分的モラトリアム、最終的には、パリの決済の延期が外国取引先からの債務を当分の間回復させないことにした。突然、19日期日付の勘定の決算がロンドン市場に到来すると、海外でとられた緊急措置は外国とコネクションをもつ数多くの企業にとってただちに外国の顧客から満期の額を支払わせることは困難であり、あるいは不可能にさせた。ドイツと最も業務を提携し、重要な企業である Messers Derenburg & Co の水曜日の破産は、株式市場のメンバーに事態の性格を国内に伝えた。パリやベルリンから満期の額を確保できないというわさされた12の企業がみずから金曜日に除名の手続きをとった。これらの企業の破産は必然的におびただしい企業の破産をもたらすにちがいない。支払停止をうけたメンバーは海外から予想される貨幣を支払うべき責任を負っていた。したがって、どの企業も安全だと思わなかった。株式市場委員会は急迫した一般的な支払不能の影のもとで直ちに行動しなければならなかった。かくして、株式市場委員会はロンドン株式取引所の閉鎖を決定した。(18)

第2の原因である株式銀行の行動について、ケインズは株式銀行がロンドン株式取引所に対して恐慌的手段をとったことによるとしている。すなわち、証券価格の暴落のため、株式銀行は株式取引所に対する貸付を回収しはじめたことによることである。このことは株式仲買人を周章狼狽させるのに十分であったと考えられる。当時、株式銀行が株式取引所に対して貸付けた額は、多分8千万ポンドから1億ポンドにのぼるといわれている。(19)

これが株式銀行の流動資産のうちでどの程度の割合を占めていたかについては後に検討しよう。この株式銀行の株式取引所に対する恐慌的手段が、株式市場委員会をして株式取引所の閉鎖の決定に至らしめた主因であるとケインズはみている。ケ

インズは「もし株式取引所が翌日(31日)に閉鎖しなかったならば多くの他の企業が外国取引先から支払わねばならぬ支払を受取らないで破産したであろう。そしてこれらの破綻は続いて資金を所有する他の企業を巻きこんだであろう。これらの破綻にもとづく強制的な証券売却は証券価格を破滅せしめたであろう。損失をカバーして資金を回収しようとする民間銀行の側の行為によって証券のすべての借手がひどく困惑したであろう」(20)

と指摘している。このように、ケインズは株式市場を依然開いたままに放置しておけば、証券価格は破滅的になり、株式銀行保有の証券担保価値は一層減少しつづけたであろう。このことから、株式銀行は株式取引所に対して株式取引所閉鎖の圧力を加えたと推測する。

以上、詳細なケインズの株式取引所の閉鎖に至る行論を見てきた。しかし、ケインズのロンドン証券市場危機に関する証券業務上からの説明(決算日以前の外国人の買入れか、以前の決算日から繰越しされた買入れから危機が生じたという説明)ははっきりした説得性を欠くものである。問題の所在は7月20日から7月30日に至るおびただしい証券の売却が、第一次大戦の勃発をはらんだ時期であって、このような国際緊張の激化がロンドン株式取引所の証券価格を急落させ、メザス・デレンベルク社を破綻させ、他に多くの企業の破産を予想させたことである。証券価格の下落がかなりの程度のものであれば、ケインズも指摘しているように、これは株式銀行の行動にも当然影響を与えたはずだからである。またこれ故に株式銀行等のロンドンのシテイが株式市場委員会に圧力を加え、株式取引所の閉鎖を実行させたと考えられるのである。

この問題に関して、『エコノミスト』誌と『バンカーズ・マガジン』がどのような見解を取っていたかを次に見てみよう。

まず、1914年8月1日土曜日付の『エコノミスト』誌は次のように記述している。「事態をみれば、戦争が月曜日から金曜日に発展するにつれて、国際信用の微妙なシステムはこれまでけっしてみられなかったような、あるいは想像もされなかった一連の打撃のもとに金融界はぐらついた。特に

中心地では、1907年のオーヴァレンド・ガーニー恐慌の際にロンドン、ニューヨーク、その他のアメリカのシテイ等は疑いもなくより暗い経験をもったが、かつて以前にない広範囲且つ世界的規模のものであった」⁽²¹⁾とし、最も最近のロンドン株式市場の閉鎖以前の利用可能な証券相場の平均価格の相場表を示し（第1表参照）次のような説明を与えている。

市場には緊張がただよい今週の市場の動きはロンドン株式市場の最近の歴史に於いて実際類例がない。週末が訪れると、オーストリアのセルビアに対する最後通告が、驚きと共に金融界を衝撃した。土曜日、月曜日には、証券価格の下落は異常なほどに激しいものであった。株式は投げ売りされ、外国銀行は貸付の回収にあたり、また担保証券の売却を余儀なくされた。他方、大陸の諸市場の閉鎖はロンドンに全面的に売却の流れを向けた。ロンドンでは、株式仲買人が証券価格を下げ、価格に値開きを付けた。証券の売却が続き、間もなく株式市場ではその他の証券の変動と共に、株式仲買人がコンソル価格の値幅を広げる異常な光景がみられた。上記の表は最後通告の証券価格に対する影響を示すのに使われている。この表の筆者の算定によれば、7月22日～30日の9日間の総平均価格の下落率は8%であった。最大の下落率を示したのは国際的に投機的な株式である。その中にはユニオン・パシフィック鉄道株-27.8%があった。ウィーン取引所とブタベストの取引所は閉鎖されたのも同然であった。他方、ウォール・ストリートはロンドンの例にしたがった。この間、すべての為替が下落し、送金を希望する人々は金を現送するよう余儀なくされた。パリ、ベルリン、ロンドンのいずれが最大の打撃を受けたかどうかを言うのはむづかしいが、むろん、信用の負担が最大であったのはロンドンにおいてである。⁽²²⁾

このように『エコノミスト』誌は、大陸の証券市場の閉鎖を契機にして、ロンドン株式取引所の相場の全面的崩落が生じたこと、そしてロンドン株式取引所に於いて最大の下げ幅を記録したのが国際的な国際証券の銘柄であったこと、とりわけ鉄道株、その他証券の価格下落が激しかったことこのような株式価格の暴落を引き起し、ロンドン株式取引所の崩壊を生みだしたのは列強間の戦争

の恐れによるものであったと伝えている。

『バンカーズ・マガジン』(Bankers' Magazine)は、大恐慌のタイトルでシリーズを組んでいる。それは1914年9月号から始まっている。この号でロンドン株式取引所の恐慌についてふれている。7月27日の日曜日に始まった週の大部分において、ロンドン株式取引所とウォール・ストリートは大陸の取引における証券売却で殺到を受けた。両中心地とも証券売却の影響は一層きわだっていた。それというのも数カ月の期間にわたって以前からの売却が継続していたからであった。恐慌のこれら数日間に、ロンドン宛のパリ小切手は約24.70サンティーム下落した。他方、アメリカ為替はポンドあたり5½ドルに接近した事実からこれら証券売却の額について一定の推定がなりたつであろう。さらに、ロンドンでは隔週の決済の波に市場の崩落が生じた事実で諸条件が悪化した。アメリカ為替の状態から、ウォール・ストリートで売却された大量のアメリカ証券を送金することがほとんどニューヨークで不可能であったので、全般的恐慌の悪化を大規模なものとした。7月29日(水)、7月30日(木)に、外国の証券取引所は実質上崩壊した。イングランド銀行から大量の金が出た。30日に、公式の割引レートは4%まで引上げられた。しかしながら、その時までに、株式市場の状態は全くパニック状態となった。パリの取引所が1カ月間、決済を延期すると知らされたとき、ロンドン株式取引所が翌日に閉鎖されるであろうという恐れがもちきりであった。このことは実際、7月31日(金)に生じた。多くの点で金融恐慌のクライマックスを画した一日であった。株式取引所委員会は早朝に会合をもち、株式取引所を開かないことに決定した。⁽²³⁾

以上、これまで多くの経済学者、『エコノミスト』誌、『バンカーズ・マガジン』のロンドン株式取引所の崩壊に関する見解を取り上げてきたが、これらの見解には、大きく分けて二分された。第1の見解は大戦勃発による大陸の証券市場の証券売却がロンドン株式取引所に与えた影響。とりわけパリ取引所の1カ月の支払延期の及ぼした影響、第2はケインズに代表される見解で、証券買入れの外国人の既存債務と株式銀行のロンドン株式取引

第1表 ロンドン株式取引所上場証券の当日の平均価格

種 類	July 8 1914	July 22 1914	July 27 1914	July 30 1914	July 22~30 1914平均価格 の下落率%
イギリス公債					
2½% コンソル公債	75¾	75½	72½	70	-7.2
2¾% アイルランド土地保証債	75½	75½	72	71	-5.9
3% 地方自治体債	85	85	83	83	-2.4
3½% インド債	89¾	89¼	86½	86	-3.6
3% 首都水道債	82	82	82	80	-2.4
4% ロンドン港債	98½	97	96	94½	-2.6
3% グラスゴ債 (1921)					
外国政府債					
4% オーストリア金債	84½	84½	82	76½	-9.5
4½% ブルガリア債 (1909)	82	82	80	80	-2.4
3% フランス土地債	82½	81	77½	76½	-5.6
3% ドイツ公債	76	75	73½	72	-4.0
4% ギリシア	51¾	50	49	48	-4.0
4% ハンガリ金債	79½	79½	76	73½	-7.5
3½% イタリア公債	94	94	93	91½	-2.7
4½% 日本政府債 (スターリング)	94⅞	94¾	93½	89	-6.1
4% ノルウェ公債	99	99	99	98½	-0.5
4% スウェーデン公債	84	84	84	84	-
4½% ルーマニア公債	92	92½	92	92	-0.5
ペルー企業 (優先株)	38¾	37½	31½	28	-25.3
5% ロシア公債 (1906)	102½	102½	98	93	-9.2
4% セルビア公債	78½	76½	67	67	-12.4
4% トルコ公債	81	81	80	78	-3.7
鉄道債券					
グレート・ウェスタン	115¼	114¾	112¾	108½	-5.4
ロンドン・ノースウェスト	127	127½	124¾	121	-5.1
ミッドランド	72¼	71¼	67¾	63	-11.6
カナダパシフィック	198½	191	176	166	-13.1
グラムド・トランク	36¾	33¼	30	26	-21.8
南パシフィック	99¾	98¾	94	86	-12.9
ユニオンパシフィック	160¼	162	155	117	-27.8
その他証券					
セメント連合会社	5 9/16	5 ½	5 ¼	5	-4.5
ブラジル取引会社	78 ½	74 ½	65	58	-22.1
ハドソン湾会社	8 12/16	8 3/16	7 ¾	7 ½	-0.1
マルコル会社	2 ¼	2 1/16	1 7/8	1 9/16	-0.2
シェル輸送会社	4 31/32	4 9/16	4 1/16	3 7/8	-0.1
リオ・テイント会社	68 7/8	67 ½	62 ½	54	-20.0
U.S. スティール	63 ½	63 ¼	59 ½	55	-13.0

(出 所) The Economist vol. Lxxix, p219. 下落率は筆者算定

所に対する貸付の回収である。ケインズは第1の見解をとりつつも、第2の見解を強調している。

第1の見解、第2の見解も、ロンドン証券取引所の証券売却についてふれているけれども、一体その規模がどの程度のものであるかについてははっきりさせていない。ロンドン株式取引所の証券価格の下落が、どの程度のものであるかについては『バンカーズ・マガジン』が算定しているが、『バンカーズ・マガジン』は証券価格の下落率を根拠に積極的な見解を展開していない。最近、『バンカーズ・マガジン』の資料を根拠に、積極的な見解を示しているのが、テレサ・サーボーネ (Terese Seaboune) である。彼女は “The Summer of 1914.” in *Financial crises and the World Banking System* で次のように述べている。「戦争のもつ金融的意味は、世界の株式市場で最初に感じられた。そこでは、国際的に取引された証券の巨額な売却が証券価格を下落に導いた。政治的緊張が高まるにつれて、売却が増加した。次いでこれは正常な金現送金の範囲を越えて外国為替市場の散漫な変動を起しはじめた。数日の事態のうちに、外国の証券取引所が引続いて取引を停止した。外国為替レートは純粋に名目的となり、国際送金の全制度と、したがって国際信用は麻痺状態に落ち込んだ」⁽²⁴⁾

とし、オーストリアとセルビアとの間の関係が悪化するにつれて、戦争の可能性が増大して、この結果は一層確かなものになるにつれて、人々は金融リスクを計算しはじめ、金融リスクにみずから備えたであろう。人々は国際的に取引された大量の証券を売却することによってこのことを行なった。7月25日、土曜日のオーストリアのセルビアに対する最後通告は、決済繰り延べが回収されるであろうとのうわさとも一致していた。7月30日(木)、ロンドン、ニューヨーク、パリを除く主要な証券取引所は閉鎖するのを余儀なくされた。これらの閉鎖はロンドン株式取引所に対する証券売却の殺到をもたらした。勿論、証券売却を通じてスターリングを得ることは、依然可能であった。このことは外国為替相場がイギリスに順に動いた事実からあきらかである。7月の先週、ロンドン株式取引所の証券売却量は株式価格に重圧をもたらした。7月20日と30日の間に、387の代表的な証

券の価値は記録的な1億8,799万2千ポンド、ざっと5.6%と下落した。10日間の5.6%の下落は正常な月毎の相場の動きと比較すれば相当なものであった。すでに市場が沈滞した時に5.6%の下落が訪れた。(第2表参照)

サーボーネはまたイギリスの株式ブローカーが大量の資金を外国取引先から借入れ、その半ばを証券の買入れに使ったが、これらの額は7月末に満期となる決算日の末に返済されると予想した。しかしながら、外国証券取引所の閉鎖、その他の諸国の完全且つ部分的モラトリアムの負担、最終的にはパリの決済が8月31日に延期されるという知らせが外国取引先からのこのような債務を返済できないことにした。株式市場の送金の破綻は多くのブローカーを困難な状態においた。なぜなら、彼等は証券を担保として用いながら彼等の取引先のために証券の購入に金融をつけるために資金を借り入れていたからである。資金借入れの総額は8,100万ポンドと報告されたが、そのうち4,000万ポンドが株式銀行によって貸し付けられ、さらに、2000万ポンドがその他のイギリスの銀行とイギリスの海外銀行とから貸しつけられ、さらにその残りは非銀行部門から貸し付けられた。この資金の大部分は証拠金を払って貸付けられた。そのために担保が差し出さねばならなかった。そして借入れの市場価値を10%ないし20%上回って維持された。7月のこの10日間の証券価値の急速な下落はこの証拠金を浸食した。したがって、民間銀行はコールを回収するか、より高い証拠金を積みはじめた。銀行の要請に応じて、ブローカー達は彼らの保有する金銀証券の幾分かを売却するよう余儀なくされた。それは不可避免的に証券価格を一層引き下げた。かくして、ロンドン株式取引所は緊張に耐えられなくなり、7月31日に、株式市場の閉鎖を決定した⁽²⁵⁾と述べている。

以上、テレサ・サーボーネはロンドン株式取引所の証券価格が7月20日から7月30日までの下落で証券の市場価値を1億8,790万ポンド喪失させ、その下落率5.6%が自己の算定による過去の変化率からみてもあきらかなように大戦前にみられないものであったとしている。(第3表参照)

ところで、『バンカーズ・マガジン』(1914年号)

第2表 ロンドン株式取引所の証券価値の変動(1914.7.20~1914.7.30)

(単位：千ポンド)

名目額	種 類	市 場 価 額		比 較		増 減 率
		1914.7.20	1914.7.30	増	減	
£		£	£	£	£	
862,786	イギリス・インド公債	690,355	646,101	…	44,254	- 6.4
52,250	市 自 治 体 債	45,812	45,137	…	675	- 1.5
82,850	植 民 地 政 府 債	79,288	78,697	…	591	- 0.7
18,250	市自治体債(植民地と外国)	16,479	16,214	…	265	- 1.6
881,950	外 国 政 府 債	746,677	699,155	…	47,522	- 6.4
310,750	イギリス鉄道普通株	269,513	255,866	…	13,647	- 5.1
133,500	社 債 券	116,066	112,866	…	3,200	- 2.8
149,500	優 先 株	128,168	124,483	…	3,685	- 2.9
26,000	イ ン ド 鉄 道 債	25,366	25,229	…	137	- 0.5
88,400	イギリス保護領鉄道債	83,686	76,377	…	7,309	- 8.7
346,000	ア メ リ カ 鉄 道 株	346,085	318,335	…	27,750	- 8.0
178,000	金 債 券	167,425	166,050	…	1,375	- 0.8
63,940	外 国 鉄 道	58,645	55,174	…	3,471	- 5.9
29,338	イギリス銀行株	182,650	177,514	…	5,136	- 2.8
10,175	植 民 地 銀 行 株	20,657	20,007	…	650	- 3.1
15,420	半 外 国 銀 行 株	34,958	32,438	…	2,520	- 7.2
15,900	醸 造 株	20,040	19,847	…	193	- 1.0
9,000	運 河 ・ 港 湾	5,040	4,960	…	80	- 1.6
36,701	産 業 株	81,662	77,063	…	4,599	- 5.6
3,180	電 燈 ・ 電 力	4,021	3,986	…	35	- 0.9
7,120	土 地 投 資 株	21,537	20,877	…	660	- 3.1
28,635	ガ ス 債 券	33,290	32,190	…	1,100	- 3.3
5,390	保 險 株	40,606	39,057	…	1,549	- 3.8
11,910	鉄 ・ 石 炭 ・ 鉄 鋼 株	20,796	20,856	60	…	+ 0.3
7,200	船 舶 株	14,546	13,604	…	942	- 6.5
8,885	電 信 ・ 電 話	10,542	10,462	…	80	- 0.8
4,970	軌 道 ・ 乗 合 自 動 車	5,516	5,501	…	15	- 0.3
2,715	水 道	2,854	2,789	…	65	- 2.2
20,704	南 ア フ リ カ 鉱 山 株	55,458	45,699	…	9,759	-17.6
9,703	銅 鉱 山 株	41,208	34,766	…	6,442	-15.6
3,424	種 々 の 鉱 山 株	1,763	1,417	…	346	-19.7
		…	…	60	188,052	純減少率
		…	…	…	…	…
3,424,586	合 計	£3,370,709	£3,182,717	純減少	£187,992	- 5.6

(出所) Bankers' Magazine VOL.XCVIII,P.369

第3表 サーボナーの算定による株式価額

月	日	価 額 ￡	増 減 ￡	変 化 率 %
1912	12 19	3,526,850,000		
1913	1 21	3,539,166,000	+ 12,316,000	+0.35
1913	2 19	3,491,232,000	- 47,934,000	-1.35
1913	3 19	3,463,139,000	- 28,093,000	-0.80
1913	4 21	3,496,540,000	+ 33,401,000	+0.96
1913	5 20	3,485,174,000	- 11,366,000	-0.32
1913	6 20	3,396,940,000	- 88,234,000	-2.53
1913	7 21	3,385,737,000	- 11,203,000	-0.33
1913	8 20	3,416,924,000	+ 31,187,000	+0.92
1913	9 21	3,434,506,000	+ 18,582,000	+0.54
1913	10 20	3,379,311,000	- 56,195,000	-1.62
1913	11 21	3,364,047,000	- 15,264,000	-0.45
1913	12 18	3,341,085,000	- 22,962,000	-0.68
1914	1 20	3,389,478,000	+ 48,393,000	+1.43
1914	2 20	3,455,452,000	+ 65,974,000	+1.97
1914	3 20	3,407,840,000	- 47,612,000	-1.38
1914	4 20	3,406,191,000	- 1,649,000	-0.05
1914	5 20	3,385,562,000	- 20,629,000	-0.61
1914	6 20	3,383,128,000	- 2,434,000	-0.07
1914	7 20	3,370,709,000	- 12,419,000	-0.67
1914	7 30	3,182,717,000	-187,992,000	-5.58
1915	1 20	3,114,027,000	+ 68,609,000	-0.35
1915	2 19	3,092,243,000	- 21,784,000	-0.70
1915	3 20	3,017,660,000	- 74,583,000	-2.41
1915	4 20	3,053,496,000	+ 35,836,000	+1.19

(出所) Bankers' Magazine, vol. XCVII, XCVIII. Nos. 838-54, January 1914-May 1915.

は1907年1月に最初に掲載した証券リストの価値額と1914年7月30日の証券リストの市場価値額とを比較しているが、それによれば1907年1月21日の証券リストの価値額は38億4,317万7千ポンド、1914年7月30日の証券リストの価値額は31億8,271万7千ポンドであったから、この間の総収縮額(価値喪失額)は、6億6,046万ポンドであった。(第4表参照) この7年間の下落率は17.2%であった。このように、証券価値の下落は依然から続いていたが、1914年2月20日の証券価値額34億5,545万2千ポンドに比して1914年7月30日の証券価値額は31億8,271万7千ポンドで2億7,273万5千ポンドの価値喪失を示し、その下落率は7.89%でほぼ1割近くがわずか5カ月間に喪失した。この5カ月間のうち、2月20日から7月30日の価値喪

失額がわずか3,483万3千ポンドであったのに対して1914年7月20日から7月30日の11日間の市場価値喪失額は1億8,799万2千ポンドと約5.4倍にのぼる。この間の証券価格の暴落がいかにもすさまじかったかがわかる。またこの間の市場価値喪失額が民間銀行のロンドン株式取引所に対する短期貸付8千万ポンドを上回っていることからいかに大きな影響をロンドン株式取引所と民間銀行ならびに外国銀行に及ぼしたかがわかるであろう。また民間銀行のロンドン株式取引所に対して貸付けた額8千ポンドが民間銀行(ロンドン手形交換所加盟銀行)の総貸付額のうちどれほどの割合を示していたか、且つ民間銀行(ロンドン手形交換所加盟銀行)の流動資産のどの程度の割合であり、7月20日から7月30日の証券価値喪失額とどのよ

第4表 ロンドン株式取引所の証券価値の変動(1907.1.21~1914.7.30)

(単位：千ポンド)

名目額	種 類	市 場 価 額		比 較		増 減 率
		1907.1.21	1914.7.30	増	減	
£		£	£	£	£	
862,786	イギリス・インド公債	804,364	646,101	...	158,263	-19.7
52,250	市 自 治 体 債	48,830	45,137	...	3,693	- 7.6
82,850	植 民 地 政 府 債	84,586	78,697	...	5,889	- 7.0
18,250	市自治体債(植民地と外国)	17,277	16,214	...	1,063	- 6.2
881,950	外 国 政 府 債	810,785	699,155	...	111,630	-13.8
310,750	イギリス鉄道普通株	309,153	255,866	...	53,287	-17.2
133,500	社 債 券	136,360	112,866	...	23,494	-17.3
149,500	優 先 株	151,850	124,483	...	27,367	-18.0
26,000	イ ン ド 鉄 道 株	28,840	25,229	...	3,611	-12.5
88,440	イギリス保護領鉄道債	95,945	76,377	...	19,568	-20.4
346,000	アメリカ鉄道株	438,520	318,335	...	120,185	-27.4
178,000	金 債 券	179,050	166,050	...	13,000	- 7.3
63,940	外 国 鉄 道	69,952	55,174	...	14,778	-21.1
29,338	イギリス銀行株	185,977	177,514	...	8,463	- 4.5
10,175	植 民 地 銀 行 株	21,191	20,007	...	1,184	- 5.6
15,420	半 外 国 銀 行 株	41,214	32,438	...	8,776	-21.3
15,900	醸 造 債 券	20,886	19,847	...	1,039	- 5.0
9,000	運 河 ・ 港 湾	5,469	4,960	...	509	- 9.3
36,701	産 業 株	85,509	77,063	...	8,446	- 9.9
3,180	電 燈 ・ 電 力	4,360	3,986	...	374	- 8.5
7,120	土 地 投 資 株	24,264	20,877	...	3,387	-14.0
28,635	ガ ス 債 券	34,782	32,190	...	2,592	- 7.5
5,390	保 険 株	33,639	39,057	5,418	...	+16.1
11,910	鉄 ・ 石 炭 ・ 鉄 鋼 株	27,094	20,856	...	6,238	-23.0
7,200	船 舶 株	8,502	13,604	5,102	...	+60.0
8,885	電 信 ・ 電 話	11,346	10,462	...	884	- 7.8
4,970	軌 道 ・ 乗 合 自 動 車	5,444	5,501	...	...	+ 1.1
2,715	水 道	2,986	2,789	...	197	- 6.6
20,704	南アフリカ鉱山株	87,737	45,699	...	42,038	-48.0
9,703	銅 鉱 山 株	56,600	34,766	...	21,834	-38.6
3,424	種 々 の 鉱 山 株	10,665	1,417	...	9,248	-86.5
		...	...	10,577	671,037	純減少率
		...	...	...	10,577	
3,424,586	合 計	£3,843,177	£3,182,717	純減少	£660,460	-17.2

(出所) Bankers' Magazine insurance Manazers' and Agents' Magazine VOL. XCVIII

うな関係にあったか、この11日間の証券価格の下落の衝撃度を確認してみよう。次いでロンドン手形交換所加盟銀行の保有証券にどれほどの影響を与えたか、これによってロンドン手形交換所加盟銀行利益金はいかなる影響を受けたかを検討しよう。

まずロンドン株式取引所に対する民間銀行の貸付が民間銀行の総貸付のどの程度の割合を示しているかであるが、民間銀行の総貸付は1914年7月末の統計数値が得られないのでこれに近いものとして6月30日の数値でみると、3億9,168万ポンド

であり、(第5表参照)このうち約8千万ポンドないし1億ポンドがロンドン株式取引所に対して貸付けられていると推定されているから、低く見積って8千万ポンドがロンドン株式取引所に貸付けられたとみて、ロンドン手形交換所加盟銀行の総貸付額の約20%がロンドン株式取引所に対して貸付けられていることになる。これはかなりの比率である。何故なら、ロンドン手形交換所加盟銀行の総資産の56.85%が貸付けによって占められていたことからあきらかであるからである。また加盟銀行の流動資産(1914. 6. 30現在)は、コ

第5表 手形交換所加盟銀行貸借対照表(1914. 6. 30)

(単位: ポンド)

加 盟 銀 行	負			債			その他	総 負 債
	払込資本金	銀行券流通 と準備金	預金・当座 勘定	引受手形 と裏書	利益金	その他		
パークレ銀行	3,600,000	1,600,000	61,740,267	322,131	140,670			67,403,068
キャピタル・カントリーズ銀行	1,750,000	800,000	40,858,543	1,680,206	103,450			45,219,199
グリーン・ミルズ・カリイ銀行	1,000,000	500,000	17,617,544	1,280,408	106,968			20,504,920
ロイズ銀行	5,008,672	3,600,000	106,895,364	3,890,279	426,487			119,820,000
ロンドン・カントリー・ウェストミン スタ銀行	3,500,000	4,000,000	90,865,122	6,384,965	270,549	332,487		105,353,123
ロンドン・サウスウェスタン銀行	1,200,000	1,350,000	21,552,133	1,031,269	977,133			26,110,535
ロンドン・シティ・ミッドランド銀 行	3,700,000	4,348,650	94,636,061	7,353,110	391,378			110,429,199
ロンドン株式銀行	2,970,000	1,125,000	37,107,348	2,380,076	252,156			43,834,580
マーティン銀行	500,000	185,000	3,151,278	327,863	42,137			4,206,278
ナショナル銀行	1,500,000	1,288,242	14,470,362	91,496	522,154	9,957		17,882,211
ナショナルプロヴィンシャル銀行	3,000,000	2,000,000	71,133,338	694,369	93,027			76,920,734
ユニオン・スミス銀行	3,554,785	1,150,000	41,355,157	4,756,443	433,046		49,450	51,298,881
合 計	31,283,457	21,946,892	601,409,517	30,192,615	3,759,155	391,894		688,983,530
総負債・総資産に対する比率	4.54	3.18	87.29	4.38	0.55	0.06		

(単位: ポンド)

加 盟 銀 行	資		割 引 と 貸 付		投 資		引受手形 と裏書	店 舗	総 資 産
	手元現金 とインギ ランド銀 行預け金	コール・ マネと短 期通知貸	手形割引	貸付	政府証券	債券・株式 とその他投資			
パークレ銀行	9,029,178	6,779,500	8,636,251	27,762,844	4,268,784	8,829,845	322,131	1,774,535	67,403,068
キャピタル・カントリー ズ銀行	6,347,859	6,517,391	b	24,258,656	2,743,599	2,626,015	1,680,206	1,045,473	45,219,199
グリーン・ミルズ・カリイ銀行	2,854,103	4,607,230	b	8,523,737	912,298	1,957,144	1,280,400	370,000	20,504,920
ロイズ銀行	18,191,315	10,579,709	14,506,335	56,839,921	5,083,285	7,801,651	3,890,279	2,928,307	119,820,802
ロンドン・カントリー・ウェ ストミンスタ銀行	12,499,529	13,668,407	19,228,085	42,026,669	5,364,786	4,309,957	6,384,965	1,871,325	105,353,123
ロンドン・サウスウェス タン銀行	3,403,016	3,226,566	2,955,032	10,514,975	1,854,884	1,994,984	1,031,269	1,129,809	26,110,535
ロンドン・シティ・ミッド ランド銀行	15,128,192	12,510,356	10,230,300	54,081,382	3,246,713	5,589,984	7,353,110	2,290,162	110,429,199
ロンドン株式銀行	5,844,875	5,481,499	5,931,247	16,745,531	2,418,062	3,987,546	2,380,076	1,045,744	43,834,580
マーティン銀行	836,966	538,900	831,221	1,015,430	260,300	203,598	327,863	132,000	4,206,278
ナショナル銀行	2,101,023	2,677,046	3,163,073	7,228,334	1,768,030	556,634	91,496	296,575	17,882,211
ナショナルプロヴィンシ アル銀行	10,741,441	5,466,412	b	45,431,402	6,257,310	1,014,169	694,369	1,315,631	76,920,734
ユニオン・スミス銀行	6,485,371	6,911,549	6,155,620	18,228,543	1,733,425	5,097,217	4,756,443	1,930,843	51,298,881
合 計	93,462,868	78,964,565	71,637,164	312,717,424	35,911,296	49,967,194	30,129,615	16,130,404	688,983,530
総負債・総資産に対する比率	13.57	11.46	10.40	45.39	5.21	7.25	4.38	2.34	

(出所) The Economist's Banking Settlement and the Bankers' Magazine

ール及び短期通知貸の7,896万4,565ポンド、手形割引7,163万7,164万ポンド、手元現金とイングラード銀行預け金9,346万2,868ポンドの合計2億4,406万4,597ポンドであるから、この流動資産に対する民間銀行のロンドン株式取引所に対する貸付比率は約33%でかなりのウェイトを占めているわけである。ロンドン株式取引所に対する民間銀行貸付8千万ポンドが、7月31日の株式取引所の閉鎖によって回収不能に落ち込んだことは、ロンドン手形交換所加盟銀行をして驚愕状態にさせるに十分であった。この11日間の証券価値喪失額1億8,799万ポンドはロンドン手形交換所加盟銀行の流動資産比率の77%を占めたことからもうかがわれるように、1914年7月末のロンドン株式取引所の証券価格の暴落がいかにすさまじいものであったかを明らかにしている。

また7月20日から7月30日の11日間の証券価格下落率5.6%の影響を受けて、手形交換所加盟銀行の総投資（イギリス政府証券+債券+株式+その他投資）は8,587万8,490ポンドから実質上8,106万9,295ポンドに減少し、過去の480万9,195ポンドの投資をふいにしたわけである。これはまたこれまでに嘗々と築いてきた利益金375万9,155ポンドを優に帳消しにするものであったのである。またこの11日間のロンドン株式取引所の証券価値の喪失額1億8,799万2千ポンドはロンドン手形交換所加盟銀行の証券投資額8,587万8,490ポンドをも凌駕するものであった。

以上の分析から判明したように、第一次大戦の勃発によるロンドン株式取引所の証券価格の暴落は、ロンドン株式取引所を恐慌状態に陥し入れ、民間銀行をして震感たらしめるほどの民間銀行の保有証券に甚大な打撃を与えた。かくして、この11日間のロンドン株式取引所の証券価値の下落は株式銀行にロンドン株式取引所に対する貸付回収や閉鎖圧力を加えるに十分であったと想像させるにかたくないのである。このことはソッネならばにケインズの第2の見解が妥当なものであったことを立証している。

(かわい まさのぶ 教授)
(1990. 10. 7 受理)

[注]

- (1) *The Bankers' insurance Managers' and Agents Magazine*, pp.321-322.
- (2) E.V. Morgan, *Studies in British Financial Policy 1914-25*, Macmillan. London 1952, p.4.
- (3) Teresa Seaboune, "The Summer of 1914", in *Financial Crises and the World Banking System*. p.88.
- (4) R.S. Sayers, *The Bank of England 1891-1944*, Cambridge University Press. London 1976, p.94.
- (5) Ernest Sykes, "Some effects of the War on the London Money Market," in *Journal of the Institute of Bankers*. pp.73-74.
- (6) A.W. Kirkaldy, *British Finance 1914-21*, Sir Isaac Pitman. London 1921, p.2.
- (7) Hartrey Withers, *War and Lombard Street*, J. Marray. London 1918, p.18.
- (8) R.G. Hawtrey, *A Century of Bank Rate*, Frank Cass. London 1962, p.124.
- (9) W.S. Schwabe, *Effect of War on stock Exchange Transactions*, Effingham Wilson, London 1915, p.1.
- (10) H.C. Sonne, *The city*. pp.11-12.
- (11) W.F. Spalding, *The London Money Market*, Effingham Wilson. London 1915, p.182.
- (12) Clapham Sir J, "Account of the financial Crises in August 1914," in Sayers R.S. *The Bank of England 1891-1944*. Appendix 3. Cambridge University Press. 1976, p.31.
- (13) E.V. Morgan, *Studies in the British Financial Policy*. Macmillan. London. 1952, pp.5-6.
- (14) *Ibid*, pp.4-5.
- (15) Marcello de Cecco, *Money and Empire*, Basil Blackwell, Oxford. 1974, p.142.
- (16) Frank L. Mcvey, *The Financial History of Great Britain, 1914-18*, Oxford University Press. New York. 1918, p.8.
- (17) William Adam Brown. Jr, *The international Gold Standard Reinterpreted 1914-34*. Vol. I. Ams Press. New York. 1940, p.13.
- (18) J.M. Keynes, "War and Financial System August 1914," in *Economic Journal XLV* pp.460-463.

- (19) J.M. Keynes, "Economic Article and Correspondence Academic," in *the Collected Writings of John Maynard Keynes XI*. Macmillan. Cambridge University Press, p.289.
- (20) Ibid. pp.287.
- (21) *The Economist* VOL.Lxxix. p.219.
- (22) *The Economist*. VOL.Lxxix. p.220.
- (23) *The Bankers' insurance Managers' and Agents Magazine* September, 1914. No.846, p.322.
- (24) Teresa Seaboune, "The Summer of 1914," in *Financial Crises and the World Banking System*. p.77.
- (25) Ibid., pp.88-90.