



Title	フランス証券市場の生成・発展過程について：その株式会社との関りを中心にして
Author(s)	高山, 朋子
Citation	北海道大學 經濟學研究, 24(4), 119-168
Issue Date	1974-12
Doc URL	<a href="http://hdl.handle.net/2115/31303">http://hdl.handle.net/2115/31303</a>
Type	bulletin (article)
File Information	24(4)_P119-168.pdf



[Instructions for use](#)

# フランス証券市場の生成・発展過程について

—— その株式会社との関りを中心にして ——

高山 朋子

## 目 次

- I 序にかえて
- II フランス証券市場の生成
- III フランス証券市場の確立
- IV フランス証券市場の発展
- V 結びにかえて

## I 序にかえて

「証券市場」は、狭義では証券の取引される場所＝証券取引所を意味するが、広義では証券の取引される市場（発行市場・流通市場を含めた市場）＝長期的貨幣資本市場を意味する。この小論ではフランス経済の発展過程における証券市場の意義と役割を、とくに株式会社との関係に重点を置いて検討するために、広義の証券市場を取り扱うことにする。

ところで一般的には、長期的貨幣資本市場である証券市場は短期的貨幣資本市場と絶えず交流・平準化し、後者と密接な関係を持って発展してきた<sup>1)</sup>。資本主義の発展に伴う社会的生産力の増大、技術水準の高度化は固定設備の巨大化をもたらし、長期的に固定化しうる巨額な貨幣資本の需要増大を必然化する。このような巨額な長期的貨幣資本の需要は資本主義制度に基く私的資本蓄積の限界を越えるに至る。そこでこの限界を資本主義制度の枠内で打破するために信用制度が展開してくる。はじめに「資本の流通時間の止揚」を目的とする商業信用、銀行信用が発展し、次にこのような信用を基礎として「資本所有の量的限界の止揚」を目的とする擬制資本の形態による信用が

発展してくる<sup>2)</sup>。まず利子生み資本の運動によって展開された債権・債務の関係が社会的に制度化・体系化される。この債権・債務関係は貸付—返済に基づくため短期的な性格を持ち、より一層の生産力の社会化に伴う巨額な資本の長期固定化の要請に応じ得ず、この要請は資本所有の量的限界にぶつからざるを得ない。ここに信用制度の高次な発展に基いた株式・社債のような擬制資本の形態による信用が発展する。すなわち株式会社形態の利用である。株式会社は自らの資本をその所有名義としての証券に細分化し、その出資額に責任を有限化することにより少額な貨幣資本の集中を可能にする。さらに所有名義としての株式は、単なる配当請求権にすぎないが、この株式の規則的に反復される収入が利子生み資本の現象形態と類似性を持つ為、平均利率によって資本還元されて擬制資本としての価格を持ち流通する。したがって、これら現実資本の所有名義が擬制資本として流通することにより、現実資本が生産過程に長期的に固定化されようとも、資本の流動化が可能になるのである。株式の流通による資本の流動化は短期的貨幣資本の継続的肩代りによる長期的貨幣資本の形成を可能にしたのである。そしてこれら擬制資本の移転・流通のための場所と機構が証券市場と呼ばれるのである。この証券市場で取引される擬制資本が短期的貨幣資本市場における平均利率を基礎として資本還元されており、しかもその取引が貸付資本利子と擬制資本の利回りととの裁定取引を基本にして行なわれることをみても、証券市場と短期的貨幣資本市場とがいかに深い関り合いを持っているかがわかるのである。

このように、信用制度を基礎としそのより高次な発展として証券による資本の集中と流動化を最高度に利用した株式会社制度<sup>3)</sup>が発展する。株式会社制度は、債権・債務関係の社会的体系を担う銀行信用の資本供給の限界をさらに打破し、社会的生産力の発展に伴う巨額な長期固定的資本を集中し流動化する機構<sup>4)</sup>としてあらわれる。その上、株式会社制度は証券市場を通じて資本の集積・集中と、所有と機能の分離による支配の集中を展開し、私的資本の社会化を押し進め、資本主義のより高次の段階への発展の一槓杆となった。株式会社形態によって実現した一方における生産の集積・集中は産業におけ

る独占資本を形成し、他方における貨幣資本の集積・集中は銀行における独占資本を形成し、金融市場を通じた両者の密接な関係は金融資本を形成してゆくのである。<sup>5)</sup>この両者の結合は産業資本の長期固定的資本需要の増大に対応する銀行信用の役割及び銀行の産業証券が発行される証券市場においての大貨幣資本家としての行動によって必然的なものとなってゆくのである。

以上のように信用制度に基く株式会社制度の発展、生産と資本の集積・集中、金融資本の形成過程において証券市場の果たす意義と役割は非常に大きいと考えられる。しかしながら、証券市場＝擬制資本市場は初めから株式会社証券のための市場として生まれたわけではない。そしてまた、国によって証券市場の生成・発展過程とその株式会社との関り方は異なるであろう。したがって、一国の証券市場の歴史的生成・発展過程を研究し、その国の資本主義発展に伴う証券市場の意義・役割の変化をとくに株式会社との関り方に重点を置いて明らかにすることは重要な課題となる。小論ではかかる課題をこの分野では研究が遅れているフランスの証券市場について研究してゆくことにする。

- 1) 川合一郎「証券市場と金融市場」、川合一郎・一泉知永編『証券市場論』、1966、97頁
- 2) 深町郁弥『所有と信用』、1971、278頁
- 3) 鈴木芳徳氏はこの点について、「信用制度は株式会社制度の社会体制的成立を積極的に先導する役割をもつ」と云われる。(『信用制度と株式会社』1974、72頁)
- 4) 野口祐「資本集中論」、上杉貞治郎、稲葉襄編『企業形態論』、130～131頁及び浜田博男「擬制資本と信用制度」、『経済学雑誌』第67巻5・6号、155頁)
- 5) 生川栄治「金融資本と信用制度」、『経営研究』第113号、16頁において、生川氏は金融資本の構造として、信用制度→擬制資本→株式会社→金融資本というシエマをあげておられる。

## II フランス証券市場の生成

### (1) 大革命までの証券市場

1. 長期的貨幣資本市場としての証券市場は証券取引所を中心に機能し発

展してきた。そのゆえに証券市場の成立過程を研究する第一歩としてまず証券取引所の歴史を概観してみよう。

フランスにおいて取引所に関する記録は1141年のルイ VIIの勅令が両替業務のための場所としてパリの Grand Pont を指定したときから存在するといわれる。また1304年のフィリップ王の勅令もほぼ同様の目的を持っており、それ以降この場所は Pont au Change と呼ばれた。<sup>1)</sup> 1572年6月のシャルル IXの勅令はさらに両替、銀行、商品の取引仲立人のために官職を設定している。1598年5月にはこの官職の対価が定められ、これ以降これら官職の対価を得ての販売が王室の重要な財源となり、この官職の数は増大されていく。<sup>2)</sup> 1639年4月2日の法令では証券仲買人と商品仲買人の機能が分離せられ、前者はアジャン・ド・シャンジュ・エ・ド・バンク (agent de change et de banque) と呼ばれ30名に限定されている。1705年の法令では、それまでは証券仲買人は貴金属、諸外国の金貨、商業手形等を扱っていたのであるが、諸会社によって契約された貸付証書の取引の特権も付与された。E. ヴィダルによると、これらの取引について1705年から証券仲買人の媒介が強制的になったようである。<sup>3)</sup> 1716年から1720年のジョン・ローによってもたらされた証券投機熱はすさまじく、全廷臣、全聖職者、町中がインド会社証券についてのばかげた投機に身をやつしていたといわれる。ローの破綻後証券取引所が極端な無秩序に落ち入り、その対策として相次ぐ命令が出され、遂に1724年9月24日に証券取引所が法的に設けられパリのヴィヴィエヌ街のネルヴェル・ホテルが指定され、ここ以外における取引は禁止された。<sup>5)</sup> さらにこの法令では王室手形及び流通証券の取引については60名に限定された証券仲買人の媒介が厳重に義務づけられている。1733年には証券仲買人の数は40に減少されている。1770年代後半から80年代にかけて、パリ証券取引所は投機的活況を呈し、1785年8月7日の法令は証券仲買人に自己勘定の取引を禁じ、取引所で相場をつける証券を王室証券と為替証券に限定している。そして1786年には証券仲買人の数は再び60に増加された。<sup>6)</sup> そして大革命前夜の1789年においては証券取引所で取引しうる証券が17存在したといわれている。<sup>7)</sup>

大革命の最中1791年3月17日の法律により職業の自由化が行なわれ、官職・特許状・監督官制とともに証券仲買人の独占権は一時廃止された。解任された証券仲買人達はすぐに80人よりなる自由な商會を組織して自由競争を避けた。しかし、アッシニア紙幣の価値下落に伴い（1793年6月にはその64%の価値を失った）、投機を助長するという理由で証券仲買人は拘引され、彼等の財産は没収された。1793年6月27日には証券取引所が閉鎖され、8月24日の法律によって、割引金庫、生命保険会社や一般にその資本が株式や流通しうる証券で形成されている全会社が廃止された。しかしこの措置にも拘らずアッシニア紙幣は下落し続け、公定市場がないと公的な信用が損われることが認められ、1795年4月25日証券取引所が再開され8月30日にはここ以外での金・銀の販売を禁止した。同年の10月にはアッシニア紙幣は元の価値の1.36%になった。そこで10月20日の国民公會は証券仲買人を25名定め、うち20名を銀行業、残り5名を貨幣取引に従事させた<sup>8)</sup>。そしてⅨ年風月28日（1801年3月21日）の法律によって証券仲買人の証券取引に関する独占権が規定され、これがその後のフランスの証券仲買業の規定の基本となった。証券仲買人の最高限度数は同年6月22日に80とされた。そして1807年の商法第76条においても官職である証券仲買業の証券取引に関する独占権が規定されている。すなわち「証券仲買人のみが公債券及びその他上場され得る証券の取引周旋をなし、他人の計算において為替手形又は約束手形、及び総ての商業証券の取引周旋をなし、かつその相場を確認する権利を有す」るのである。この規定は商法の他の関連条文（主に第76条～第90条）と共にフランスの証券取引についてのその後の制度的基盤となっているのである。

2. 以上のように、フランス証券取引所は歴史的には商業・貿易の発展に伴って生ずる諸種貨幣及び手形の取引所として発生し、国家信用の発展と共に擬制資本としての国債の流通市場を形成するに至ったのである。長期的貨幣資本市場としての証券市場は、このような証券取引所を中心とした顧客と証券仲買人及び証券仲買人相互間の取引の他、他の官職をもたない仲買人（クリツエ）や金融業者の取引にかかわる市場をも含めたより広範囲なものと考

えられる。このような証券市場では擬制的資本として国債の他に、継続的取引とはならなかったであろうが、すでに若干の初期株式会社証券も取引されていた。

しかしながらこの当時の株式会社は信用制度の発展した後の株式会社とは質的に相異していた。18世紀前半までの株式会社は主に特許による植民・貿易会社であり、投機的、冒険的・高利貸資本的性格を持っていた。また株主の有限責任と株式の自由譲渡性は必ずしも保証されていなかった。その利潤は生産過程から生み出されるよりはむしろ流過程における不等価交換から生み出されていたといえる。その証券の配当も非常に変動的で偶然性を持っていたであろう。さらに信用制度が未発達であり、商業資本と高利貸資本の結合したような前期的資本家層をなす金融業者が手形割引に従事していたといえる。したがってこれら株式会社証券の価格は、いわゆる定期的所得の一般利子率による資本還元によって計算された近代的利子生み証券としての擬制資本価格とはかなり異質な要素をも含めて成立していた。当時の株式会社証券は一種の賭博的性格をもって取引されていたのである。たとえば、ロー・システムによる証券投機熱の絶頂期である1720年初頭には、インド会社の粗収益80~90万リーヴルを全額配当に回しても、その最高株価1株18000リーヴル(額面500リーヴル)で計算するとその利回りは0.8%にしかならない。<sup>10)</sup>さらに、1780年代に国債投機に便乗して投機の対象となった株式会社は割引金庫、パリ水道会社、新インド会社、いくつかの保険会社であったが、ブーム時には取引所周辺のキャフェなどで非市場群小株式が大量に取引されていた。<sup>11)</sup>しかしこれら株式会社も独占的特許を持った初期株式会社であり、信用制度の未発達なゆえにその株価は著しく投機的で不安定なものであったといえる。<sup>12)</sup>この当時パリの割引業者の実質利率は20%に上昇したにも拘らず、証券価格は下落せず、地方からパリに投機資金が集中したといわれている。<sup>13)</sup>このように当時の初期株式会社は、特許主義に基く前期的独占を基盤としており、利潤の大きな変動性と証券収益の不安定性、資本還元の基礎となる利子率の著しい変動等によって、資本主義確立後の信用制度のより一層の発展としての株式会社とは、その性格もその擬制的資本としての価格形成に

においても質的な差異を持っていたのである。このゆえにこれらの証券が取り扱われる証券市場の意義と役割も、資本主義成立後のそれと異質のものであったといえるのである。<sup>14)</sup>

したがって、資本主義成立以前の証券市場はいまだ諸種の貨幣及び手形のための市場としての性格を持つと同時に国債市場として機能するに至ってはいたが、企業金融のための資本市場としては機能していなかったといえる。「国債は当時の投機の出発点であり、同時に終着点であった」<sup>15)</sup>といわれるように、株式投機はむしろ当時の終身年金国債の投機に便乗して登場したものであった。したがって大革命までの証券市場で重要な役割を演じたのは主として国債であって、株式会社証券はほとんど大きな意味を持っていなかったといえるのである。

## (2) 資本主義成立期の証券市場

これまでに見てきたように、フランスの証券取引所の歴史及び官職としての証券仲買人 agent de change の歴史は古く、18世紀後半にはすでに証券取引所を中心とした証券市場が国債の流通市場として大きな意義と役割を果たしていた。しかしこのような証券市場がフランス資本主義の発展に組み込まれ、長期的貨幣資本市場としてその発展と共に歩み出すのは19世紀前半とくに1830年代以降の鉄道建設の開始以後といえることができる。すなわち、この時期よりフランスの証券市場は形態的・制度的には旧来の歴史的産物を踏襲しながらも、機能的には質的な相異を現わしてくるのである。

王制復古後1816年に証券取引所は国債のための市場として再編成された。証券取引の独占権を持った官吏としての証券仲買人は60名に制限され、しかも彼等の官職は王の承諾なしに譲渡しうる財産になった。すなわち公証人、法定弁護人等の他の行政的官職全体で合計4千万フランの保証金を供託することにより彼等の後継者を推薦するという形でこの官職を売却することができるようになったのである。<sup>16)</sup> また同年に預金供託金庫 Caisse des Dépôts et Consignations が設立され、法律上の供託金や上述の保証金を供託し、その資金で事実上国債価格維持に当ることになった。このような証券取引所の再

編成は竹村孝雄氏によって次のように述べられている。「革命後の枯渇していた資本市場の上からの育成と統制は、何よりもまず、公信用の恢復＝国債市場の再建を課題としていたのであり、証券ブローカーの職務の『官職化』は、他の職務の『官職化』に伴う『保証金』の供託を併せて預金・供託金庫の資金の一部を形成すると同時に、国家の証券流通市場統制の一つの道具となったのである」と。この証券取引所で取引される証券は国債を主とした僅か7種にすぎなかったものであり、この再編成が国債市場整備の一環として行なわれたことは明らかであった。

この後、王制復古政府は引続いて純増額でも約3,355百万フランに達する度重なる国債発行を行った。<sup>18)</sup>この当時金融機関としては1800年に設立されたフランス銀行と若干の個人銀行業者しか存在せず、国内においてこの国債引受を行えるものはなかった。したがって、この国債引受は当初はイギリスのベアリング商会、オランダのホープ商会の手で行われ、フランスの個人銀行であるオート・バンクはその下請けとして従事していた。しかし1821年の国債発行の入札に勝って以来、オート・バンクが専ら引受けるようになり、<sup>19)</sup>とくにロートシルド家は第二帝政まで国債発行について独占権をもっていたといわれている。<sup>20)</sup>これらオート・バンクは1823年から公定市場に外国証券の上場が認められたこともあって、7月王制までには国内及び国外の公債発行市場を独占し、その経済的支配力を顕在化していったのである。すでに1830年12月にはベルギー、ギリシャ、トルコ、サルジニア、オランダ、プロシヤ等の公債を中心とした11の外国証券が公定市場に上場されていた。<sup>21)</sup>これらの当時の公債は額面が5千フラン以上で公衆の手の届くものではなく、非常に狭い範囲の貴族、大土地所有者、富裕商人、大金融業者の間で消化されていたとみられる。したがって当時の公債の流通市場としての証券市場は極めて狭い範囲内に限定されていたのである。

しかしながら、フランスの資本主義の発展とともに証券市場において会社証券が徐々に取引されてくる。すでに1807年の商法 Code de Commerce は合名会社 société en nom collectif, 合資会社 société en commandite, 株式

会社 *société anonyme* の三種の会社を認めていた。しかし、株式会社の設立には許可主義がとられており、設立の容易な合資会社に対しては株式による資本の分割が許されていたために、株式会社設立が準則主義に移行するまでは、株式組織の会社としては株式合資会社の形態が多く利用された。19世紀前半の証券市場に流入してくるのは多くはこの株式合資会社証券であった。19世紀初頭のフランスにおいては産業企業は小手工業者が一般的であってその長期資本調達には利潤留保によって行われていた。製鉄業においては例外的に株式会社形態をとるものもあったが、支配的企業は小手工業的な個人企業であった。そして王制復古下においては、保険会社、輸送会社、ガス会社などごく少数の株式会社しか存在しなかった。しかし徐々にこれらの証券が公定市場において取引されるようになってきた。1830年には公定市場のリストに7種の保険会社が参加している。<sup>22)</sup> 7月王制下になると鉄道建設が開始され、国家の保護育成により鉄道及びこれに関連する鉱山、製鉄業を中心に重工業が発展してくる。これら重工業部門における発展は生産設備の巨大化とそれに伴う巨額な長期的資本需要をもたらし、信用機関を発展させるとともに会社形態の企業を増大し、証券による資本の集中と動化を最高度に利用した株式組織の会社の設立も徐々に増大させた。1830年代前半には年間の株式合資会社設立数は100件前後、株式会社のそれは10件前後であるが、1840年代中葉にはそれぞれ2倍近くに増大している。そして1840年代中葉には大製鉄企業38社のうち10社が全工程の生産段階をもつ株式会社となっていた。<sup>23)</sup> このような鉄道建設の拡大に伴う重工業の発展と長期的貨幣資本の需要増大に対し、若干のオート・バンクが鉄道会社への投資金融に若干参加してくると共に会社形態の銀行も創設されてくる。そして、また株式会社企業の増大に伴い銀行、鉄道、鉄鋼、運河、橋梁部門の会社証券の発行も増大し、証券市場におけるこれらの証券取引も増大していった。

このような証券市場の拡大は、証券取引所で取引される証券が1816年の7種類から1826年に42種、1841年に260種に増大していることから<sup>24)</sup>も知れる。また証券取引の増大は証券仲買人とクリンエの対立を表面化するまでにクリ

シエの活動の場を拡大したようである。フランスにおいては先に述べたように証券取引は官吏としての証券仲買人によって独占的に行われることになっている。この証券仲買人が集まる立会所はパルク（Parquet ——立会所の中に一段高くなっている床をもっているためこのように呼ばれている）と呼ばれる公定市場（marché officiel）である。しかしながら、証券仲買人制度が生まれて以来存在するといわれる、官職を持たずに証券取引に従事するクリシエ（coulissier）と呼ばれる場外仲買人が存在する。彼等はパルクの中に入れず立会所の廊下に集まることが多いためクリシエと呼ばれるのであり、彼等の取引する市場はクリス（coulisse）又は自由市場（marché libre）、銀行家市場（marché en banque）と呼ばれている。証券仲買人の数は60に制限されており、この時期の急速な取引証券の数量の拡大によって必然的にクリシエ達の活動の場が増大したのである。また証券仲買人は、純粋なブローカーとして規定されており、自己勘定による取引を禁じられているうえ、さらに定期取引に従事することも禁じられており、証券取引の増大、投機と定期取引の発展はクリシエなしには実現されえなかったともいえる。そして1843年2月17日には証券仲買人によってクリスを攻撃するための山の様な資料が裁判所に提出され、証券取引独占権の侵害が訴えられるが、この時には証券仲買人の要求は正当なものとして認められ<sup>25)</sup>なかった。このようにして19世紀前半における証券の数量の増大は、証券仲買人達による公定市場と、クリシエ達による自由市場の証券取引を質量ともに拡大していったのである。

以上のように19世紀前半においてフランスの証券市場は資本主義の発展とともにその意義と役割を増大していった。19世紀初頭には国債の流通市場として証券市場は機能するだけであった。しかしフランス資本主義の発展過程の中で、とくに鉄道建設以降の重工業の発展によって、社会的生産力の増大に伴う巨額な長期固定的貨幣資本需要に応じた信用機関の漸次的発展と会社企業の増大に伴って、証券市場は国債の発行・流通市場になると共に、民間会社への長期的貨幣資本を供給するための株式組織の会社証券の発行・流通

市場へと成長してきたのである。このような証券市場の意義と役割の拡大は、1834年の法令でフランス銀行が個人の直接証券担保貸付を始め、当初は国債・市債を対象にしているが、後に鉄道会社の社債・株式もその対象にしてくることからも<sup>26)</sup>知れる。したがって、19世紀中葉までにはフランス証券市場は国債のみならず株式・社債のような株式組織の会社証券の発行・流通市場としても一応成立していたといえることができるのである。

しかしながら19世紀前半においてはフランス国内の資本主義の未成熟さにより信用制度は未完成であり、国内的な貨幣資本市場は未だ成立していなかった。鉄道建設の開始に伴う株式による会社設立の増大があっても多くは設立の容易な無限責任社員を有する株式合資会社であり、免許を必要とする株式会社は鉄道・橋梁・運河などの公共事業的部門に多く一般産業部門においては稀少であった。証券市場で取引される証券は未だ公債が主であり、また公債・会社証券のいずれも5千フランから1万フランの高額面であってその<sup>27)</sup>流通範囲は非常に限られたものであった。フランス国債についてみて1848年の国債台帳の記載数は291,808であり、重複分を除くと当時の国債所有者はこの数よりかなり少ないと推測できる。したがって証券市場は、その本質的機能、貨幣資本と擬制資本の不断の再転化による長期的貨幣資本供給及び貨幣資本投下のための市場を作り出すと同時に所有それ自体の流通のための市場となる、を充分に果たしてはいなかったといえる。しかもフランス資本主義の転換点になったといわれる1847年恐慌時には既存の殆どの金融機関が破綻し、証券市場も1848年の2カ月で47億フランの証券の減価を受けたのである。<sup>28)</sup>このゆえに、フランス証券市場が本格的に確立してゆく為には、1848年のパリ割引銀行以下の諸地方の割引銀行の設立(67行)、フランス銀行の支店網の整備(19支店になる)等の信用制度の礎石が置かれた後の、第二帝政期における鉄道事業の拡大、信用制度の発展を待たねばならないのである。<sup>29)</sup>

1) E. Vidal, *The History and Methods of the Paris Bourse*, 1910, p. 116.

この後パリの証券取引所は次のように移転したといわれる。グラン・ボンからド  
ーフィヌ・ガレリー下方のパレ・ド・ジュスティスの広庭へ、ローのもたらし

た投機ブームにはカンカンポワ街, ローの破産後ルイ・ド・グラン街(現在のヴァンドーム広場), 1720年7月20日の勅令から10月25日の勅令で閉鎖されるまでスワソン・ホテル, 1724年9月24日の勅令でネル・ヴェルホテルに設置され, 1793年6月27日の閉鎖まで, 1795年5月10日市場再開によりルーヴルに置かれ9月9日の閉鎖まで。なお1793~1795年の市場取引の禁止期間には金貨とアッニエ紙幣の著しい投機のためにペロンやパレ・ロワイヤルに人々が集った。1796年1月12日の市場再開時にはプチ・ペール寺院, 1807年にパレ・ロワイヤルに, 1818年3月23日にはフィユ・サン・トマス尼僧院の庭園に, 1826年11月6日にパリ市所有のパレ・ド・ラ・ブルスとして知られる建物が落成し, これをパリの証券仲買人組合が賃借し移転した。(E. Vidal, *ibid.*, pp. 118~119, 及び G. Défossé, *La Bourse des Valeurs*, 1959, p. 8)

- 2) この官職は1595年4月15日に定数8となり, また1620年2月に世襲制になる。1634年にこの官職の定数は20, 1638年に30, 1645年に36なる。1705年12月には既存のこの官職をとりあげ, 新たな20人の証券仲買人に置き換えた。1708年にこの官職の定数は40に, 1714年11月に60になり, 1720年には世襲制が廃止された。(F. J. Combat, *Manuel des Operations de Bourse*, 1912, pp. 311~312)
- 3) E. Vidal, *op. cit.*, p. 124
- 4) E. Vidal, *ibid.*, p. 139. なおロー・システムについては, 赤羽裕「ジョン・ローにおける財政政策の変転」, 『金融経済』72, の研究がある。
- 5) E. Vidal, *ibid.*, pp. 140~142. 一般に1724年がパリ証券取引所の創設の年とされている。(竹村孝雄「フランスにおける預金銀行と資本市場(上)」, 『証券研究』17, 251頁)
- 6) E. Vidal, *ibid.*, pp. 143~144. この間に証券仲買人の定数は1775年に50人に, 1781年に40人に変動した。(F. J. Combat, *op. cit.*, p. 312)
- 7) 革命前夜において流通証券としては王室証券(王によって発行された貸付証書, 国債, 富くじ証券, 為替手形)と若干の株式会社証券(インド会社, 割引金庫, 水道会社, サン・ゴバン・ガラス会社, セネガル・ゴム会社と幾つかの火災保険会社)があげられている。(E. Vidal, *op. cit.*, pp. 143~145)
- 8) E. Vidal, *ibid.*, pp. 6~14 & pp. 154~155 及び F. J. Combat, *op. cit.*, p. 312
- 9) 馬場克三『株式会社金融論』, 38頁。大隅健一郎『株式会社法変遷論』1953年, 16~61頁
- 10) 赤羽裕, 前掲論文, 18頁
- 11) 遠藤輝明「フランス産業革命の開始点」『エコノミア』No. 21, 48頁。なお遠藤氏によると1780年代に紡績, 石炭, 製鉄部門に株式合資会社や株式会社が幾つか存在したが, いずれもその出資者は少数(主に5~10人)に限定されており, その

証券は殆ど流通しなかったといえよう。

- 12) 近代的利子生み証券としての株式も利潤証券としての性格の他に、支配証券、財産証券、投機的証券としての性格をも併せ持っているので、これらの諸性格からくる株価の変動要因はあるが、しかし株価形成において質的にも量的にも支配的なのは利潤証券としての性格である。(川合一郎『株式価格形成の理論』12～43頁)
- 13) 中原嘉子『割引銀行』(Caisse d'Escompte) 1776～1793年 — アンシャン・レジーム末期におけるフランスの財政金融問題』『史学雑誌』第78巻の第3号, 66～67頁
- 14) この点について鈴木芳徳氏は次のようにいわれる。「注目すべきは、17世紀の株式会社と19世紀の株式会社との連絡である。前者は後者に直接的に展開していったのではない。特許独占的前期的株式会社の範囲内では、株式会社はほんらい発展をとげることができなかった。……その交代の過程は、継承であってたんなる継承ではなく、抗争をともなる否定的継承の過程であった」と。(鈴木芳徳『信用制度と株式会社』, 236頁)。さらに馬場克三氏は1720年代の南海泡沫の証券投機を、「南海泡沫は植民地掠奪利潤の上に試みられた賭博の類であってこれに退蔵貨幣が吸引されたもの」とみられ、他の証券投機時代との間に質的な変化を跡づけることが必要であるといわれている。(馬場克三, 前掲書, 42頁)。このような質的な区別は証券市場の意義と役割における時代的相異を指摘することにもなる。
- 15) 中原嘉子, 前掲論文, 64頁。革命前夜において国債利子と償還費用を合わせた国債関係支出は国家予算の半分以上に達した。この支出のためにも新規の国債発行を迫られ、国債相場維持に非常な関心を払うことになり、1786～1787年の証券取引所への介入もそのゆえであった。
- 16) E. Vidal, *op. cit.*, pp. 16～17 & pp. 196～197
- 17) 竹村孝雄, 『証券研究』17の前掲論文, 254頁
- 18) フランスの長期国債の累積額は次の如く増加している。(Annuaire Statistique 50 Vol. 1934, S. G. F. reprinted 1968, pp. 201\*～202\*)
- | (単位 100万フラン, 1月1日現在) |       |       |        |       |        |
|----------------------|-------|-------|--------|-------|--------|
| 1815年                | 1,272 | 1860年 | 9,334  | 1890年 | 25,153 |
| 1820年                | 3,456 | 1870年 | 11,516 | 1895年 | 25,967 |
| 1830年                | 4,627 | 1875年 | 19,918 | 1900年 | 25,839 |
| 1840年                | 4,458 | 1880年 | 20,391 | 1910年 | 24,461 |
| 1850年                | 4,886 | 1885年 | 23,754 | 1914年 | 25,261 |
- 19) 竹村孝雄「フランスにおける預金銀行と資本市場 (中)」『証券研究』20, 90頁
- 20) E. Vidal, *op. cit.*, p. 173
- 21) E. Vidal, *ibid.*, p. 175
- 22) E. Vidal, *ibid.*, p. 176

- 23) 本池立「フランス産業革命期における製鉄業の発展『史学雑誌』第81巻第4号、19頁。しかし19世紀半ばでも製鉄企業の多くは個人企業で会社経営による製鉄所は1845年の総数の1割にすぎず、その多くは合名会社であった。したがって、また19世紀前半の企業形態としては、家族的資本+個人(知人)+銀行の外部資本により補完された合名会社または株式合資会社が多く採用された、といわれる。また製鉄業において1840年代以降合資会社の設立により資本の集中が促進されたが、これらの集中・合併は貨幣市場・資本市場との金融的連関はなく、大企業と特別な出資関係にあった個人銀行との個別的・特殊的関係であった、ともいわれている。(同論文、35~46頁)。なお、島田悦子「19世紀前半におけるフランスの鉄道と大資本の形成」東洋大学『経済経営論集』第72号、参照。

1898年の統計において1848年から50年継続している株式会社は1685社で、銀行・保険 400, 商業 222, 輸送・倉庫 253, 鉱山・採石 172, 化学工業 111, 食糧工業 111, 電気・水道55, 製造工業100, 金属70が主なものである。(Annuaire Statistique 21 Vol. 1901, S. G. F. pp. 222~223)

- 24) H. Sée, *Histoire économique de la France*, II, p. 229  
 25) E. Vidal, *op. cit.*, pp. 16~17, & pp. 196~197  
 26) G. W. Edwards, *The Evolution of Finance Capitalism*, 1967, p. 50  
 27) ジョルジュ・デュブー, 井上幸治監訳『フランス社会史』, 1964, 38頁  
 28) G. W. Edwards, *op. cit.*, p. 49  
 29) 遠藤氏は1848年の国民割引金庫の設立, フランス銀行の改組(支店設置と地方債券銀行の支店網への吸収), 委託倉庫の開設により, それまでのオート・バンクの独占的地位が解体されたと述べておられる。(遠藤輝明「フランスにおける資本主義の発達」『世界歴史19』, 323~324頁)。なお19世紀前半におけるフランス銀行及び地方銀行の活動及びその統一の過程については, 春日井薫『仏蘭西の金融組織』昭和2年, 24~29頁, 57~58頁, 223~227頁及び豊崎善之助『仏蘭西の銀行及金融』大正5年, 90~107頁でふれられている。

### Ⅲ フランス証券市場の確立

#### (1) 第二帝政期における証券市場

ナポレオンⅢは政治的考慮により信用の民主化に努めたといわれ、公衆引受によって国債の発行量、引受数が増大し、国債の普遍性は第二帝政期以降急速に増大していった。このようなナポレオンⅢの信用民主化政策は、<sup>1)</sup>「実際には取引所投機のいたるところへの普及にしかすぎなかった。……それはほかでもない王室債への応募である。……ブルジョワジーや上流階級は取引所

を農家の庭さきにまでもちこんで、そこから彼らの個人的貯蓄をひきだし、以前には農業の改善に投下されていた小資本を自分たちのところにもちぎったのである<sup>2)</sup>』といわれている程である。この政策により第二帝政期の国債純増額はⅡの注(18)にみられるように約60億フランにのぼり、国債台帳の記載数は1860年に1,037,801、1870年には実に3,580,805に増大している<sup>3)</sup>。この記載数の重複分を除いたルロワ・ポーリュウの推定でも1869年に70~80万人の国債保有者が存在したとされている<sup>4)</sup>。第二帝政期において非常な国債の普及が行なわれたことが知られ、証券市場におけるその流通範囲がいかに拡大したかが分かる。

また、フランスの会社証券も、第二帝政期の鉄道建設の拡大(鉄道敷設キロ数は1852年に3,943 km、1870年に17,929 km)とこれに関連する重工業の発展に伴い著しく増大した。すなわち、第二帝政期において国家の鉄道建設の保護育成政策は<sup>5)</sup>鉄道事業の拡大とこれに関連した石炭、鉄鋼、金属・機械のような重工業の発展を促進し、生産技術の急上昇、固定設備の巨大化をもたらし、このための巨額な長期的貨幣資本需要に応じる諸銀行の創設とその支店網の拡大及び株式会社制度の発展を促進したのである。

まず、1852年には長期的金融のために不動産担保金融を目的としたクレディ・フォンシェと産業企業及び銀行の創設とその長期的金融を目的としたクレディ・モビリエが創設された。クレディ・モビリエは鉄道、ガス、海運、保険会社、銀行、鉱山等における多数の株式会社創設とその援助を行ない、証券業務を主とした事業銀行として当初は非常な活躍をした。1855年12月31日現在、この銀行は資本金6000万フランと当座預金1億300万フランに対し、証券資産1億3200万フラン(うち国債4000万フラン、債券5284万フラン、鉄道株その他5943万フラン)を保有していた。この数字により当銀行の業務における証券業務の比重の大きさがわかると同時に、その証券投資のための資金の大部分が短期的性格の当座預金から形成されていることが分かる。この銀行の財務状態は短期資金で直接に長期的性格の証券資産に投資することにより非常な危険を含んでいるのである。その企業利益は「きわめて多数の

投機企業の株券に大規模に応募し、プレミアムを実現し、これらの株券を急速に手ばなす<sup>6)</sup>ことにより得られていたのである。したがって予定していた債権発行が政府によって許可されず、新たな資金の導入による証券保持が不可能になりこの銀行は1867年に破産する。この銀行が絶頂期にあった1850年代中頃はまた国内的短期貨幣資本市場は未成熟であり、この市場との貨幣資本の交流・平準化によって実現可能となる証券市場における継続的な証券流通＝短期的貨幣資本の一種の借継ぎによる長期的貨幣資本の形成は未だ大規模にはなされ得なかったのである。したがって、このような証券市場の機能をいわば直接的に行おうとしたこの銀行は50年代後半から資金繰の悪化を著しくしてゆき、この銀行に反対する勢力の活動に会い破綻してしまうのである。しかしながら、この銀行が当時の産業金融及び証券市場の発展のために非常に大きな貢献をしたことは否定しえない。とくに、1850年代の好況期には設立の容易な株式会社資会社が急増し、1856年7月の法律でその設立及び活動を厳格に規定するに至った程の会社ブームをもたらしたのである。

さらに、1859年クレディ・アンデュストリエル・エ・コメルシャル、1863年にクレディ・リヨネ、1864年にソシエテ・ジェネラルが設立され、これらは預金銀行ではあるが設立当初は投資銀行業務も行い、兼業銀行的性格が強く、証券市場に大規模に参加し、国債の引受発行、鉄道証券への発行・投資業務に従事したのである。クレディ・リヨネにおいては1867年から1870年までの純利益のうち投資業務から生じた部分が4割から8割を占めていたといわれている。また、エドワーズによると、中央銀行であるフランス銀行までが1858年から1861年に自ら投資ディーラーとして歴大な鉄道社債の売買を行っている<sup>7)</sup>。

このような諸銀行の創設とその支店網の拡大・発展による巨額な貨幣資本の集中力によって、フランスの貨幣資本市場はパリを中心とする単一市場に統一されてゆくのである。しかもこれらの銀行はその支店網を通じた証券業務によってフランス国内における証券の普及に貢献し、かつその歴大な貨幣資本によってフランス証券市場に大きな支配力を持つてくるのである。そし

てまた、このような銀行制度の発展をもたらした鉄道事業拡大と重工業の発展における固定設備の巨大化に伴う長期的貨幣資本需要の増大は、さらに証券による資本の集中・流動化を必然的にし、1863年の有限責任会社法をもたらし、次いで1867年7月24日の会社法による株式会社設立の準則主義への移行とその後の株式会社企業の増大をもたらした。準則主義移行直後には株式会社の年創設件数は200件程度になり、この結果一般産業企業における産業証券の発行増大をもたらした。しかしこのような株式会社証券の増大は、国内的な信用制度の完成により証券市場が十全な長期的貨幣資本市場としての意義と役割を果たすようになったことの原因でもあり、結果でもあった。<sup>8)</sup>

また、このような第二帝政期のフランス証券市場における国内証券の増大に伴う発展の中で、主にイタリア、スペイン等の外国公債及び鉄道証券も多数フランス国内で発行された。この結果フランスで保有される外国証券は1852年の25億フランから1870年には少な目にみても120億フランに増加したといわれている。<sup>9)</sup>

以上のような国債、国内会社証券、外国証券の増大によって第二帝政下のフランス証券市場は飛躍的な量的・質的發展をとげた。1851年にパリ公定市場では、118種、110億フランの証券が取引されていたが、1869年には307種、330億フランが取引されている。<sup>10)</sup>自由市場で取引される証券も含めると、1854年に203種であり、1869年には425種に達しており、その量的拡大がみてとれるのである。<sup>11)</sup>このような証券市場の量的拡大はこの時期における信用制度の発展により実現可能になったのであるが、この量的拡大はまた質的拡大をも包含するものであった。諸預金銀行の設立とその支店の設置は国内的規模による遊休貨幣資本と産業資本の競争から脱落した貨幣資本の集中を可能にし、パリを枢軸とする国内的単一貨幣資本市場を形成した。この銀行組織の発展により証券市場に流入する貨幣資本は、その量的な拡大と共にその担い手数の拡大をもみて、恒常的にかつ大規模な短期的貨幣資本の継続的肩代りによる長期的貨幣資本の形成を可能にするに至る。ここにフランスの証券市場は、フランスにおける資本主義の確立・発展に伴う短期的貨幣資本市場として

の国内的銀行組織の完成と並行して、長期的貨幣資本市場として資本主義機構の中に組み込まれ、金融市場の一環として確立したといえることができる。

したがって、フランスの証券市場は第二帝政期に飛躍的發展をとげ、国債市場としてのみならず株式会社証券の市場としても重要な意義を持つようになったのである。まず、証券市場の規模拡大により国債市場としても以前の狭い範囲に限定されていた市場から全国の広範囲なプチ・ブルジョワ層を包含する国内的規模の国債市場に発展した。つぎに、鉄道事業の拡大に伴う鉄道会社証券の発行増大と重工業部門を中心とする一般産業の株式会社証券の発行増大を実現し、生産力の社会化に対応した資本の社会化を証券による資本の集中・動化によって可能にした。このことは現実資本としては生産設備に固定化されている巨額な産業資本を、その所有名義の不断の短期的貨幣資本による肩代りによって証券市場が流動化し、それにより一層の長期的で巨額な貨幣資本の集中を産業資本に可能にしていったのである。さらに、信用制度の発展にもとづく豊富な貨幣資本の供給は、未だ繊維産業を中核とした産業構造によって国内産業の貨幣資本需要が相対的に小さいため、フランス証券市場を諸外国にとっての証券による資本調達市場としても機能させた。しかしまだこの最後の機能はこの時期には小さなものでしかなかったといえる。

## (2) 第三共和国初期の証券市場

フランス資本主義は第三共和国のスタート時から、普仏戦争それに続く政治的・経済的危機を経験し、さらに1874年、1882年、1891年の恐慌とそれに続く長い不況期で19世紀中の第三共和国初期を占めている。この不況からフランス経済が抜け出すのは1896年以降であり、それまでは産業における株式会社の新設の減少、既存会社間の集中・合併・整理が進行した。したがってこの期間には国内経済の不振を反映して、証券市場における国債や外国証券の比重がきわめて大きく、しかも証券市場の中心である証券取引所の再編成が行われてくる。

### 1. 証券市場の主導的証券

普仏戦争の結果その賠償金支払のために、1871年6月と1872年7月だけで合計57億フランの引受総額の国債が発行された。これらの国債は5%の高利率であり、しかもフランス産業証券が国内の政治的・経済的危機により利潤率の低落、配当減少の結果価格下落していたので、非常な人気を呼び証券市場発展の最大の起動力となった。さらに1875年3月軍備拡張法が成立し軍需支出が増大し、1870年の財政支出の16.9%（536百万フラン）から1880年には23.2%（781百万フラン）になった。この巨額な財政支出に関連した重工業は他の軽工業の停滞にもかかわらず発展を続けた。しかしこのような軍需支出の増大は保護関税の下で独占化を進めていた大製鉄企業等の独占的利潤を増大するものであり、その自己金融的傾向の強化によりこれら大企業の証券発行を低水準に抑える方向に向けた。したがって1870年代の証券市場で主導的地位を占めたのは国債発行であった。ヴィダル氏も次のように述べている。「1870年以降、戦争賠償金の支払と国を回復させるに心要な巨額な支出が大信用取引に幸いした。私企業と同様政府も公衆の貯蓄に呼びかけた」、そして「ティエール氏はその成功がフランス領土の解放を左右する国債発行時に、公開市場からうける援助に賛辞を絶やさなかった<sup>13)</sup>」と。そしてこの国債市場として活況を呈している時には、証券仲買人とクリシエとの間の争いは一時中断され、両者の協力的関係がみられた。

さらに外国証券のフランス証券市場における発行も増大してきて、1870年代後半から1882年1月のユニオン・ジェネラルの破産まで著しい証券投機ブームが続いた。1880年のパリ証券市場では、公定市場においてフランス証券455億フランと外国証券150億フランが上場されており、自由市場で100億フランの証券が取引されていたので、合計700億フランの証券が取扱われるに至っている。しかも証券価格の上昇幅も大きく、1876年から1881年には証券価格指数は株式が72から98へ、公債・社債が77から95へ上昇している<sup>14)</sup>。したがって証券数の拡大とともにその価格上昇が続き、証券市場は1882年のはじめまで著しい活況を呈していった。このような証券市場の活況は、先にあげた諸預金銀行の支店網拡大とその証券業務や、1872年創設のパリ・オランダ

銀行、1874年のパリ銀行、1875年のインドシナ銀行のような事業銀行の長期金融への参加により盛りあげられ、実現されえたのであった。

しかしながら、1882年1月末のユニオン・ジェネラルの破産により証券市場は大打撃を受けた。当時の上場証券の価値喪失額は40億フランにのぼり、その後しばらくは投機に類するいかなる取引も行なわれなかったといわれている。<sup>15)</sup>これ以降1890年代中頃までは、鉄道建設の不振、物価の長期的下落と重なり、フランス経済においては会社の破産、清算、再編があい次ぎ、資本の集中・合併、整理・再編による合理化が促進されていった。いうまでもなく国内の新会社の設立数は減少し、産業証券の発行・流通活動は沈滞していた。<sup>16)</sup>また、フランス国債の発行も1885年以降減少した。証券市場における国債業務は専ら一般利子率の低下傾向を利用して低率のものへの借換を行うことになった。<sup>17)</sup>

したがって、証券市場に流入してくる豊富な貨幣資本は国内に投資の場を見出せず、より利率の高い外国証券に向けられてゆくことになる。フランスの資本輸出がとくに顕著になってくるのは1885年以降であり、その輸出先は、それまでの地中海沿岸諸国からロシア方面に移り、1891～1894年にかけて成立した露仏同盟後はその勢いが強まってゆくのである。1884年から1900年までにフランスの証券市場に上場するために発行印紙税を課せられた外国公債は167億フランにのぼり、そのうち66億フランは主としてロシア公債であった。<sup>18)</sup>そしてフランス証券市場で発行される外国証券においては公債の比重が極めて大きい。19世紀末にフランス証券市場で取引されている外国証券は公債が約500億フラン、会社証券が約35億フランとみられる。<sup>19)</sup>

このようにみえてくると、フランス証券市場においてその豊富な貨幣資本の吸収に重要な役割を果たした主導的証券は、1870年代はフランス国債であり、1880年代中頃からは公債を主とした外国証券であったということができるのである。したがって証券市場の意義と役割は1870年代には普仏戦争の賠償金支払と国力回復のための重工業発展のために長期的貨幣資本を供給することであり、1880年代から19世紀末までは国内で過剰になった貨幣資本の輸出を

行いかつ、国内産業における資本の集中・合併の促進をすることであったといふことができよう。

## 2. 証券市場における制度的再編成

さきに述べたように1882年のユニオン・ジェネラルの破産はそれに引続く金融機関の一連の破産、清算、再編を引き起し、フランスの証券市場に19世紀を通じて最大の影響をもたらした。この事件でリヨンの証券仲買人30人のうち14人がその同僚に6500万フランの負債を負い支払不能になった。またパリにおける状態も非常に深刻で、証券仲買人達は彼等の顧客に対して1億7500万フランの負債を負っていた。フランス銀行もこの証券仲買人理事会に8000万フランを貸付け救済にあたった。しかもこの事件で証券仲買人の多くが公定市場では禁止されている定期取引に従事していたことが分かった。その上この取引によって負債を負った者は差額決済による定期取引が一種の賭博として無効であるという口実（民法第1965条適用）のもとに債務支払を拒否したので、証券取引制度が論議の対象となりこれ以降証券市場の整備・再編成がなされてゆくのである。<sup>20)</sup>

まず、1885年3月28日の法第1条によって定期取引が法的に認められた。この結果定期取引に関しては民法の第1965条の条項を口実にすることはできなくなった。また1890年10月7日の命令で、証券仲買人とその理事会について詳細な規定を設けてその権利と義務を定めた。1893年には株式額面の引下げがなされ資本金20万フラン以下の会社では1株25フラン以上（1867年会社法では100フラン以上であった）、資本金20万フラン以上の会社では1株100フラン以上（同じく500フラン以上であった）になった。この額面引下げは、当時イギリスの1ポンド会社証券がフランス証券市場に流入してきていたことにもよるが、フランスにおける証券の一層の普及化に役立つことになった。さらに1893年には証券取引税が設定され、取引契約額100フランにつき5サンチーム（但し1896年からフランス国債についての取引税は4分の3を減額されることになった）<sup>21)</sup>を徴収することになった。この証券取引税の設定に関する議論の中で、証券仲買人とクリシェとの対立を反映して両者の分業を規

定する案が出されたが結局この時は立ち消えになった。その理由は当時ユニオン・ジェネラルの破産後の証券市場の取引活動縮小により、証券仲買人とその特権を侵害する存在としてのクリシエの争いが激化しており、世論の方向としては証券取引の独占権を不当とするものが多かったのであるが、証券仲買人達の政治的圧力が強かったためであった。

しかしながら、1890年代半ばの自由市場における金鉱ブームは証券仲買人にとって垂涎の的であっただけに、このブームが1896年初頭の金鉱パニックに終わったことは、証券仲買人達にとってクリシエの勢力縮小のための絶好の機会となった。そして世論の方向とは逆に証券仲買人はその政治的圧力を駆使することにより、その独占権を強化することに成功する。これが1898年の証券市場の再編成といわれている改革であった。

1898年4月13日の法律第14条は証券仲買人に対しては公定市場の上場証券の取引の独占権を再確認し、クリシエに対しては公定市場に上場されていない証券に限って取引することを認め両者の分業を明確にした。但しフランス国債については公定市場の上場証券であるにもかかわらず例外的にクリシエの取引が大目にみられた。さらに同年の6月29日の三つの法令によって、1890年の命令によって設けられた証券仲買人の連帯責任制を強化し、パリ証券取引所の仲買人を10名増加して70名にし、証券仲買手数料の引下げを規定した。<sup>22)</sup>この改革は一方では、証券取引の質的・量的拡大に伴って増大してきた諸障害の排除という側面を持っており、この意味では必然的な措置であった。すなわち、証券取引の拡大に伴って取引契約履行をめぐる証券仲買人と顧客の争いが増大し、証券仲買人の連帯責任制はこの点に大きな役割を果たす。また証券取引に果たすクリシエの役割が、公定市場に上場されていない証券に限定されたとはいえ、法的に認められるに至った。さらに証券仲買人側で決められていた仲買手数料に対する法的な規制が行われている。これらの措置が証券取引の秩序整備、公正・安定化をはかり、証券市場統制として客観的に必要なものであったことは容易に理解できるのである。しかしながら、他方において、証券取引の自由化の声が生じているにも拘わらず証券仲買人の

公定市場に上場されている証券取引の独占権が残存させられたのは、複雑な政治的要因がからんでいたからだといわれている。したがって後にみるように1901年には証券仲買人側の譲歩がなされるのである。

### 3. 19世紀末における株式会社

これまでにみたように、19世紀の最後の四半世期はフランス経済の長い不況期であり株式会社の創設数も減少し産業証券の発行は停滞気味であった。しかしながらこの期間においても重工業は軽工業におけるような激しい生産減退をこうむらず低水準ながら絶えず発展し続けた。このような不況期の後、フランスの株式会社がいかなる産業部門にどの程度存在するに至ったかを検討し、また代表的株式会社の長期的資本調達の方法を検討して、その証券市場との関り方をみてみよう。

フランス一般統計の第21巻に1898年におけるフランスの株式会社の産業部門別の分析が載っている。この表によると、1898年に株式会社数は6,325である。これらの株式会社の株式数及び資本金額は25.8百万株 135億フラン、社債数及び額面金額は42.3百万、209億フランであり、合計344億フランの株式会社証券が発行されていることになる。そしてこれらの株式会社証券の

株式会社の業種別会社数及び資本金 (1898年)

業 種	継 統				合 計 数	株式資本額 (百万フラン)
	10年未満	10~20年	20~50年	50年以上		
銀行・保険	40	117	612	400	1,169	3,238
商 業	150	280	477	222	1,129	674
食糧工業	68	239	270	111	689	327
製造工業	44	131	359	100	634	644
輸送・倉庫	13	52	136	253	454	6,050
金属加工	27	98	242	70	437	753
化学工業	12	54	319	111	496	514
自由業	11	49	288	124	472	96
鉱山・採石	10	14	170	172	366	752
電気・水道	4	17	100	55	176	243
そ の 他	47	56	133	67	303	227
合 計	426	1,107	3,106	1,685	6,325	13,518

(Annuaire Statistique 21 Vol. 1901, S. G. F. pp. 222~223 より)

うち証券市場において相場がつけられているのは、株式91億フラン（11.5百万株）、社債181億フラン（40.5百万）である。したがって1898年における証券市場で流通するフランス株式会社証券は市場価格で約272億フランということになる。

上の表によってもわかるように、1898年に存在する株式会社のうち、継続10年未満のものが非常に少ない。1880年代後半から90年代はじめにかけて設立件数が減少していたからである。また、株式会社数では銀行・保険業と商業が1000社を越えており多い。しかし株式資本額では銀行・保険業及び鉄道を含む輸送・倉庫業の資本額が大きく、全体の6割以上を占めている。さらにこれら株式の証券市場で取引されるものは4割強であって、その株式の市場価格総額のうち輸送・倉庫が45.4%、鉱山・採石が16%、銀行・保険が13.6%、金属加工が6.5%、化学が5%を占めている。また証券市場で取引される社債のうち輸送・倉庫が91%、銀行・保険が5%である。このようにフランスの証券市場で流通する国内株式会社証券のうち、社債は輸送・倉庫と銀行・保険会社のものほとんどが占められているが、株式についてはこの二部門のほか鉱山、金属加工、化学部門も大きな割合を占めている。したがって19世紀末にはフランスの株式会社は公共事業的部門から一般産業部門とくに重工業部門にまで普及しつつあり、長期的貨幣資本市場としての証券市場が重工業部門の発展に大きな貢献をしていたことがわかるのである。そしてまた、これらの株式会社は全企業数のうちでは小さな割合しか占めないにも拘わらず、いくつかの部門においてはその資本集中力に支えられた優位な競争条件により少数の大株式会社が独占的地位を占めるに至っていた。

つぎに、このような株式会社のうち鉄鋼、石炭、銀行部門における若干の大会社の長期金融の方法をその資本金、資産額の関係からみてみることにしよう。

鉄鋼業のドナン・アンザン株式会社 Société Anonyme des hauts Fourneaux Forges et Acieries de Dnain et Anzin は払込資本金が1870～1871年の約4.5百万フランから1900年の10百万フランに増大している。他方資産額は

同期間に13.6百万フランから37.4百万フランに増大し、原利益Profit originel (公表利益+減価償却費+利益からの新投資)は1900年に9.6百万フランになっている。このように資本金額の増大に比して資産額の増大が大きいこと、及び原利益と配当の差異が大きいことなどから、社債、銀行借入も増大はしたであろうが、利潤の再投資=自己金融がきわめて大であったと推測されるのである。この傾向は20世紀初頭になっても強まりはすれ、変っていないようにみえる。またシャチャヨン・コマントリー会社 Forges de chatillon Commenyry では払込資本金が1863年の12.5百万フランから1897年にジャンピヌイユ・ヌーヴ・メゾン鉱山を購入し18.5百万フランになっているがその後1913年

## ドナン・アンザン株式会社 (100万フラン)

年	払込資本金	原 利 益	配 当	資 産
1870~1871	4.49	—	—	13.6
1880~1881	4.49	2.44	—	23.9
1888	10.00	0.21	—	22.1
1900	10.00	9.62	0.75	37.4
1906	11.25	9.83	1.35	42.5
1909	12.00	7.18	1.56	42.6
1913	12.00	12.4	1.92	64.1

(J. Bouvier, F. Furet, M. Gillet, *Mouvement du Profit en France au XIXe siècle* 1965, p. 416 より)

まで増資していない。この間に1900年に15百万フランの社債発行を行っているが、資産額は22.4百万フランから59.05百万フランに増加し、原利益は1.39百万フランから9.10百万フランに増大している。この会社についてみてもやはり自己金融による企業規模拡大が行なわれたと推測できる。この会社の場合には1860年代から、一経営年度内に実現された投資を利潤から控除することを「減価償却」と名づけて、過大な減価償却費の計上を行い利潤の隠蔽とその再投資による秘密自己金融を行っていたことが指摘されているのである。<sup>26)</sup>

また石炭のグラン・コンブ社 Grand Combe の場合にも資本金の増加はほとんどないにも拘わらず、公表利益は1850年の0.84百万フランから1900年

## グラン・コンブ社の営業成績

年	採炭量 千屯	資本金 100万フラン	公表利益 100万フラン
1850	269	6	0.84
1860	418	6	1.59
1870	482	6	1.75
1880	796	6	3.40
1890	908	(1887年より) 6.375	3.50
1900	797	6.375	3.51
1910	880	6.375	2.67
1913	995	6.375	4.92

(J. Bouvier, F. Furet, M. Gillet, *ibid.*, pp 407~408 より)

の3.51百万フランに増大している。この会社についても自己金融による設備の合理化を行い、このような営業成績の拡大を実現したと推測しても大きな誤りとはならないであろう。

さらに銀行部門についてみると、諸銀行は鉄鋼、石炭会社に比べて資本金増大を急速に行っている。クレディ・リヨネは1863年の資本金8百万フランを1900年までに9回の増資によって250百万フランに増大している。ソシエテ・ジェネラルは1864年の30百万フランの資本金を1900年までに3回の増資によって80百万フランに増大している。したがってこれら大銀行が証券市場において巨額な証券発行を行うことにより急速な拡大をとげたことが分かる。しかもこれら大銀行は利潤留保も大規模に行っており、クレディ・リヨネの1900年の準備金は100百万フラン、ソシエテ・ジェネラルの同年の準備金は18.52百万フランに達しており、証券発行のほか自己金融をも合わせて行っていたのである。<sup>27)</sup>

これらの少数例からも、鉄鋼・石炭部門の株式会社は19世紀後半においてひと度株式会社として設立された後には、緩慢にしか増資による株式発行を行わず、主に自己金融による企業規模の拡大を行っていたことが推測される。鉄鋼部門は比較的早くから大企業による独占的傾向があり（製鉄部門では1860年に4企業の市場占有率は50%以上といわれる<sup>28)</sup>）、これら大企業は1870~1880年代の不況期において集中・合併による再編を経てその独占的傾向を強

化し、その後はいわば集中に基づく集積ともいべき独占的利潤の企業内留保による自己金融を長期資本調達の方法にしていた。また大銀行は証券による資本集中を十分に利用して急速な発展をとげると同時にその巨額な利潤の内部留保に努めていた。したがって、このような鉄鋼・石炭部門の証券発行の停滞、自己金融傾向と他方の銀行部門の急速な発展からも、19世紀末以降の証券市場における貨幣資本の相対的過剰とその資本輸出の必然性を理解する糸口が見出されてくるのである。

これまでにみてきたように、19世紀後半のフランス証券市場は1881年までの証券市場の確立・繁栄期とそれ以降の停滞・再編期に二分することができるであろう。

1852年から1881年までは、小さな波動はあったが、フランス証券市場がフランス資本主義に組み込まれその長期的貨幣資本市場として確立していった時期といえる。第二帝政期においては国債発行による産業保護育成政策、鉄道建設の発展とそれに伴う重工業の発展、諸預金銀行の設立、株式会社制度の発展によって証券市場の拡大・発展がみられた。さらに1870年代においては普仏戦争賠償金支払のための巨額な国債発行とその普及、大幅な軍事支出による重工業の発展、諸預金銀行の支店網の拡大と諸事業銀行の設立、国内的単一貨幣資本市場の成立、株式会社証券の発行増大によって証券市場の拡大・発展がみられた。したがってこの時期に、フランスの証券市場は広範なプチ・ブルジョワ層をその機構内に組み込んだ擬制資本の発行・流通市場に成長したのである。すなわち、国債市場としてのみならず産業証券のための市場として確立したのである。まさにヒルファーディングが、「産業資本の擬制資本への転化、したがって、ますます激しくなる株式会社の産業への侵入が、初めて変革的に作用する。それとともに、一面では取引所の処分<sup>29)</sup>に委される材料が急速かつ無制限に拡張され、他面では常に受入れ準備ある市場としての取引所の存在が、産業資本の擬制資本への転化と、配当の利子への帰着との前提となる<sup>30)</sup>」と述べている如くである。しかもこの産業証券発行の担

い手たる株式会社は、公共事業的部門のみならず一般産業部門にまで浸透してきている。<sup>31)</sup>そしてこれら産業証券の擬制資本価格は、一般利子率により配当・利子の如き定期的収入を資本還元した価格に重心があり、近代的信用制度を基盤にして生じたものである。証券市場はいまやその固定設備の巨大化を押し進めざるを得ない産業資本に対し、短期的貨幣資本の継続的肩代りによる長期的貨幣資本供給を実現する機構になったのである。

1880年代後半からは、フランス国債の発行減少、国内の長期的不況による産業証券発行の減少及び植民地政策の開幕により、フランス証券市場は主に国内貨幣資本の相対的余剰分の輸出機構として、また既存企業の集中・合併、整理・再編成を促進する機構として機能し、しかもその自らの機構をも再編成していったのである。

- 1) E. Vidal, *op. cit.*, pp. 173~174
- 2) マルクス「フランスの経済恐慌1」『マルエン選集第9巻上』, 大月書店, 30頁
- 3) E. Vidal, *op. cit.*, p. 172
- 4) G. W. Edwards, *op. cit.*, p. 345
- 5) 鉄道建設の保護育成政策は1842年の「鉄道法」と1859年の「新鉄道法」に盛り込まれている。(遠藤輝明「近代的製鉄業の確立とフランス資本主義」『エコノミア』 No. 37, 2頁及び9~10頁)
- 6) マルクス「フランスのクレディ・モビリエ」『マルエン選集第9巻上』104頁
- 7) G. W. Edwards, *op. cit.*, p. 50, なお, 1870年のフランス銀行の支店は61, 三大預金銀行の支店は64であった。
- 8) 鈴木芳徳氏は, 資本集中と信用の関係は「銀行制度の展開が株式会社制度を生み出すとともに, 株式会社がまた資本集中に社会体制的な広がりを与えることになった」といわれている。(鈴木芳徳, 前掲書, 69頁)
- 9) G. W. Edwards, *op. cit.*, p. 56
- 10) H. Sée *Esquisse d'une Histoire économique et sociale de la France*, p. 464
- 11) M. Marion, *Histoire financière de la France*, 1819—1875, 1928, p. 376  
このような証券市場の拡大は自由市場におけるクリシエの活動を増大させ, 1857年恐慌後証券仲買人とクリシエの対立は表面化し, クリシエは公債価格を低落させるという理由で一時的に取引所の建物からしめ出された。しかしこの後も公債相場には変化なくまたクリシエの業務が証券仲買人の手に入ることにもならなかった。このクリシエ攻撃はあまり効果はなく, また自然に元の状態に戻った。(E. Vidal, *op. cit.*, pp. 218~219)

- 12) フランスの石炭、鉄鋼生産高の年平均成長率は次の通りである。(J. Bouvier F. Furet, M. Gillet, *Le Mouvement du Profit en France au XIXe siècle*, 1965, p, 270)

	1820~1850年	1851~1873年	1874~1896年	1896~1913年
石炭	4.9%	6.1%	2.4%	1.7%
鉄鉄	2.4%	6.7%	2.0%	4.5%
鋼	—	—	—	7.6%

- 13) E. Vidal, *op. cit.*, pp. 220~222  
 14) E. Vidal, *ibid.*, p. 193. 証券価格指数の推移は次の通りである。(P. Vigreux, *Étude sur le Marché Financier*, 1951, pp. 169~172)

年	1856	1857	1860	1863	1868	1870	1871	1880
変動収入証券1913=100	88	84	69	85	65	70	60.5	89
固定収入証券1913=100	73	69	73	75	76	76	67	95
卸売物価指数1913=100	134	130	124	123	114	115	119	103

  

年	1881	1886	1890	1895	1900	1910	1913
変動収入証券1913=100	98	67.5	82	72	85.5	91	100
固定収入証券1913=100	95	93	104	114	111	109	100
卸売物価指数1913=100	100	82	86	73	85	93	100

- 15) E. Vidal., *op. cit.*, p. 191  
 16) 1880年から1899年の会社設立件数は次のように推移している。(Annuaire Statistique, 50 Vol. 1934, S. G. F. p. 53 \*より)

年	株式会社	その他の株式組織による会社	合資会社	合名会社
1880	797	168	292	3,919
1881	976	193	312	3,993
1883	482	166	385	3,658
1885	325	141	668	3,339
1887	295	235	641	3,114
1889	324	125	750	2,947
1891	446	174	745	3,348
1893	401	131	822	3,232
1895	423	212	831	3,334
1897	561	244	952	3,449
1899	1,042	249	1,005	3,616

- 17) この時期の利子率の低下をフランス銀行の平均割引率でみると、1884～1887年に3%、1892年2.7%、1896～1897年に2%であった。国債の低利率のものへの借換は、1883年に5%国債を4.5%国債に、1887年に4.5%国債と4%国債を3%国債に、1894年に4.5%国債を3.5%国債へ、1902年には3.5%国債を3%国債にして行われ、この年以降第一次大戦までフランスの長期国債は3%の永久国債と3%の償還国債だけになった。(Annuaire Statistique, 21 Vol. 1901 S. G. F. pp. 69\*～70\* 及び F.-J. Combat, *op. cit.*, pp. 35～36)
- 18) 1884年から1900年までにフランスで印紙税を課された外国公債は、1884～1888年に3,200百万フラン、1889～1903年に6,688百万フラン、1894～1898年に5,527百万フラン、1899～1900年に1,314百万フランの合計16,729百万フランである。(Annuaire Statistique, 21 Vol. 1901, S. G. F. p. 303)
- 19) 1900年12月31日現在でみるとフランスで流通している外国の会社証券は名目資本で株式が1,229百万フラン、社債が2,423百万フランである。その内訳では銀行と鉄道会社だけで株式の56.3%と、社債の83.7%を占める。(Annuaire, Statistique, 21 Vol., S. G. F. p. 304)
- 20) E. Vidal, *op. cit.*, pp. 189～191, pp. 198～214, & pp. 222～223及び大森忠夫「商一般」『仏蘭西商法1』,復刊版, 1957, 272～297頁
- 21) E. Vidal, *ibid.*, p. 40
- 22) この金鉱ブームは1894年中頃から自由市場にトランスヴァールの鉱山証券が顔を出すことによって始まった。1895年末のブーム絶頂期には自由市場において66種に及ぶ金鉱、石炭、植民地採掘会社証券が取引されていた。しかし1896年初のトランスヴァール襲撃事件の失敗後自由市場は急激なパニックに見舞われた。しかしこのブーム時には、自由市場におけるクリシエの取引が非常に大きく、1893年から1895年までの証券取引税合計35,596千フランのうち証券仲買人の媒介によらずクリシエ、貨幣両替商、銀行によって収められたものが22,130千フランに及ぶほどで、証券仲買人の羨望的になっていた。(E. Vidal, *ibid.*, pp. 230～234)
- 23) E. Vidal, *ibid.*, pp. 235～238. なお、カウフマンは1898年からクリシエが法定に認められた為に「もはや<自由>市場は存在しない」と述べている。(Kaufmann, traduit par A. S. Sacker, *La Banque en France*, 1914, p. 99)
- 24) この理由として、ヴィダル氏は次の要因をあげている。①この当時国際的復本位主義と保護貿易主義が勢力を持っており、証券仲買人理事会がこれを支持していたので、1898年にメリーヌが政権を取った機会に支持者に対する報酬として行なわれた。②1898年には1894年のドレフェス事件の軍事裁判をやり直すか否かで国中が二勢力に分裂して対立していた。クリシエの若干名がユダヤ人でありまた外国人もいたことからナショナリストの強い反発を買っていた。(E. Vidal, *op. cit.*, pp. 240～241)

- 25) J. Bouvier, F. Furet, M. Gillet, *op. cit.*, pp. 421~422
- 26) J. Bouvier, F. Furet, M. Gillet, *ibid.*, p. 15
- 27) J. Bouvier, F. Furet, M. Gillet, *ibid.*, pp. 439~440 et pp. 453~454
- 28) 本池立「フランス産業革命期における製鉄業の発展」『史学雑誌』第81号第4巻、25頁
- 29) なお、フランスの企業金融については拙稿(佐藤朋子)「フランスにおける企業金融」『北大経済学研究』第22巻第1号の参照を乞う。
- 30) ヒルファーディング『金融資本論』上、岩波文庫、242頁
- 31) 鈴木芳徳氏の前掲書、第7章「株式会社論の史的展開」においてこの点についての検討がなされている。この問題についての検討は別の機会にゆずることとする。

#### Ⅳ フランス証券市場の発展

##### (1) 大戦前夜の証券市場の意義と役割

1896~1897年から始まった経済回復は20世紀初頭からのフランス資本主義の繁栄期に続いた。産業生産高の一般指数は1900年の66から1913年の100に上昇し、とくに鉄工、自動車、造船などの機械工業及び金属工業の発展はめざましく、その指数は40から100に急速に増大している。このような重工業の急速な発展は、フランス産業構造における重工業の相対的比重を増大する一方、株式会社企業の発行する産業証券の増大をもたらす。株式会社の年間創設件数は大戦前夜に1000件~1500件に増加して著しい会社創設ブームとなる<sup>1)</sup>。さらにこのようなフランス経済の繁栄による証券市場の活況によって、国内証券より利回りの良い外国証券の大量の導入とそれへの投資が急増していく。したがって20世紀初頭から第一次大戦前夜までのフランスの証券市場は、その取扱証券数とその取引額において未曾有の拡大・発展をとげ、そのフランス資本主義に果たす意義は極めて重要なものになってくるのである。

まず、国債についてみると、1901年12月にカイヨー内閣の中国遠征費として265百万フランの国債発行が行われた。そして1902年7月に3.5%国債の3%国債への転換がなされすべての国債が3%利率のものに統一された後、Ⅱの注(18)にみられる如く国債の絶対額は減少してゆく。国債はもはや新規貨幣資本を吸収する対象ではなくなり単なる貨幣資本家同志の肩代りの対

象にすぎなくなった。国債の普及ぶりは著しく、国債台帳の記載数は1903年に4,631,857で、重複分を除いても当時約150万人の国債保有者がいたと推定されている。<sup>2)</sup>そして1908年の国債260億フランは、その38億フランが大投資家に、10億フランが大保険会社、多種の会社に、残り210億フランが150万人の大衆投資家に所有されていたのである。<sup>3)</sup>20世紀初頭においてフランス

パリ公定市場上場証券 (1907年1月1日現在) (単位100万フラン)

	名目資本額 (パーセント)	市場価額 (パーセント)
フランス証券		
フランス国債	25,850	24,659
国庫証券	253	256
植民地等公債	750	657
パリ・その他地方自治体債	2,355	2,256
銀行・保険	6,495 (4.8)	8,250 (6.2)
運河・鉄道・電車	20,690 (15.5)	22,476 (16.9)
その他産業	3,454 (2.7)	6,124 (4.7)
小計	59,847 (44.8)	64,678 (48.8)
外国証券		
公債	13,004	9,985
{ロシア	50,343	47,295
{その他		
会社証券	1,642	2,503
{銀行・保険	7,541	5,900
{鉄道	1,062	2,088
{その他		
小計	73,594 (55.1)	67,772 (51.2)
合計	133,441 (100.0)	132,451 (100.0)

(Annuaire Statistique 27 Vol. 1907, S. G. F. p. 258 より作成)

国債が非常に広範囲に所有されており、フランス国民にとって有価証券、したがって証券市場が非常に身近なものであったことが分かる。上の表にみられる如く、1907年初めのパリ公定市場に上場されている証券の中でフランス国債を主とした公債は全体の21%を占め、国内証券の48.8%を占めている。大戦前夜においても証券市場に占める国債の比重がきわめて大きいことが分かるのである。

次にフランスの株式会社証券についてみると、1907年初めに運河、鉄道、電車証券が名目資本額で20,690百万フラン、銀行・保険証券が6,495百万フラン、その他株式会社証券が3,454百万フラン、パリ公定市場に上場されている。これらの株式会社証券でパリ公定市場に上場されている全証券の22.9%を占める。しかも株式会社証券のうち鉄道、銀行証券がきわめて大きな部分を占めているとはいえ、一般産業としての鉱山、金属加工、化学部門の株式会社証券の発行がフランス産業の発展にとって大きな役割を占めたことは見のがせない。ただしフランス証券市場の全証券額の中では一般産業の株式会社証券は未だ小さな割合しか占めていなかったのである。

しかしながら、1900年から1913年までのフランス証券市場の新規発行証券についてみるとこれら国内株式会社証券の割合はかなり増加してきている。1900年から1909年の平均で年間3,326百万フランの発行のうち、フランスの株式会社証券は895百万フラン(24.9%)、1910年から1913年平均では年間5,069百万フランの発行のうち1,457百万フラン(25.9%)<sup>4)</sup>を占めている。したがって20世紀初頭においてはフランスの株式会社証券の発行が急増していることが分かる。しかも当時鉄道証券の発行は鈍化していたのであるから、大戦前夜にとくに鉄鋼、自動車、電気、アルミニウム、化学部門の株式会社証券が増大していたと考えられるのである。<sup>5)</sup>

さらに外国証券についてみると、19世紀末からの増大傾向はさらに強ま<sup>6)</sup>ってきている。そして1907年初めのパリ公定市場の上場証券のうち外国証券は名目資本額で73,594百万フランで全体の55%を占めている。当時のフランスの証券市場において外国証券の比重が極めて大きいことが分かる。しかもこの外国証券のうち85%以上が公債である。その上、この外国証券の割合は20世紀初頭のフランス証券市場における新規発行についてみると一層大きくなる。外国証券の年発行額は1900年から1909年平均で2,431百万フランであり全発行額の73%を占め、1910年から1913年平均では3,611百万フランで全発行額の71%<sup>7)</sup>を占めている。そしてその内容では公債が減少し外国会社証券が増加してきている。1913年末のパリ公定市場に上場されている外国証券は公

債が230種649億フランの名目資本額に達し、会社証券が250種168億フランに達している。この事実により、20世紀初頭のフランス証券市場が国内で相対的に余剰になった豊富な貨幣資本の輸出機構として非常に大きな役割を果たしていたといえることができる。

以上のように、第一次大戦前におけるフランスの証券市場は、国内の津々浦々から預金銀行の支店網を通じて集められた龐大な貨幣資本を国内の重工業部門の諸会社証券に投資する一方、未だ軽工業の割合の大きい産業構造のために相対的に余剰となる豊富な貨幣資本を金利の高い外国証券に投資する機構となっていたのである。大戦前夜フランスの証券市場に集中されてきた新規貨幣資本は、その約4分の1が国内の株式会社証券に、約4分の3が外国証券に吸収されていたことになる。フランス国債はその絶対額では依然として大きい割合を占めているが、もはや新規貨幣資本を吸収するものではなく、国債所有者間の小幅な所有の肩代りのために流通するのみであったと考えられ証券市場での意義は減少していた。その代りに証券市場における国内の株式会社証券の意義は著しく大きくなった。フランス証券市場が国内の産業株式会社の発展に大きな力を貸し、また大戦前夜の重工業の著しい発展を支えていたのである。しかしまた第一次大戦前夜におけるフランス証券市場の資本輸出機構としての大きな役割、その主な形態が公債投資であったことは、フランス資本主義の特殊性として「高利貸的帝国主義」と呼ばれる要因であったのである。

さらにフランス資本主義経済の中において証券市場がどのくらいの重要性を持つかを国富、国民所得、貯蓄基金との関係でみてみよう。1913年にフランスの国富は3,040億フランといわれており、このうち証券資産は1,100～1,200億フランといわれ、証券資産は実に国富の3分の1を占めている<sup>9)</sup>。また1913年のフランスの国民所得は360億フランといわれ、このうち貯蓄基金は58億フランと推定されているが、この年の証券市場における証券発行額49億フランはこの貯蓄基金の8割に匹敵する額である。フランス証券市場における外国人投資を考慮するとこの割合はより小さくなるであろうが、ともか

く大戦前夜のフランス証券市場がフランス経済の中できわめて大きな地位を占めていたことに<sup>10)</sup>変りはないのである。

## (2) 証券市場の機構と銀行の役割

このようにフランス経済に大きな地位を占める証券市場はどのような機構によりその機能を果たしえたのであろうかが次の問題となる。証券市場の機構の主要部分は証券流通市場の核としての証券取引所と証券業務を行うことにより短期的貨幣資本市場との資本の交流・平準化を媒介する諸銀行である。しかし20世紀初頭においてはフランス証券市場における諸銀行の役割が非常に大きくなっているのである。

1. 先に述べたようにフランスにおける証券取引所は公定市場（パルケ）と銀行家市場（クリス）に分けられる。

公定市場はパリの他にリヨン、リール、マルセイユ、ポルドー、ナント、ツールーズの合計7市場あるが、20世紀初頭までには証券取引のほとんどがパリに集中していた<sup>11)</sup>。したがってパリ公定市場についての説明をすることにしよう。公定市場は官吏としての証券仲買人により構成されている。証券仲買人は1898年の金融再編成以来、公定市場に上場されている全証券の取引の独占権を確認され、連帯責任制を強化され、パリ証券仲買人の定数を<sup>12)</sup>70に増員された。彼等は<sup>13)</sup>大蔵省の監督下にあり、新たに証券仲買人になるものはこの公職の譲渡を受け（大戦前夜のこの価格は200万フランといわれる<sup>14)</sup>）、証券仲買人理事会を経て大蔵大臣に営業願書を提出し、同大臣から大統領に上申のうえ、特別の命令によって任ぜられる。証券仲買人は年1回総会を開いて、ここにおいて互選する理事によって証券仲買人理事会 chambre syndicale を組織している<sup>15)</sup>。この証券仲買人理事会は、証券仲買人の指揮、監督についての権能を持ち、いつでも彼等を召喚して取調を行ないこの譴責・懲戒または取引所入場禁止を行い、また営業停止や除名を政府に申請する。さらにこの理事会はここに供託されている基金で証券仲買人間の連帯責任制を履行し、また公定市場への証券の上場及びその取消をも決定する。この公定市場に上場されている証券は名目資本額で1912年には1600億フランを越えるといわれ、

これら証券の取引は原則として証券仲買人の媒介を必要とするので彼等の役割は大きくその収入も大きかった。大戦前夜証券仲買人協会の仲買手数料からの年粗収入は5000万フランで一般費用と証券仲次人（ルミッシェ）への手数料3500万フランを控除すると、各証券仲買人の手に入る純利益は10万から50万フランであったといわれる。しかしこの手数料は公定相場表に上場されてくる証券数の恒常的増加にもかかわらずむしろこの20年間に、銀行の集中のおかげで、減少しているといわれている。<sup>16)</sup>

銀行家市場では1898年以降公定市場に上場されている証券の取引を禁じられたが、フランス国債の取扱だけが目玉にみられたために、クリシエ達は公定市場への非上場証券とフランス国債の取引に従事していた。彼等は現金取引銀行家組合、定期取引銀行家組合、フランス国債銀行家団体を結成し、それぞれ理事会を設け彼等の間の規律を設けている。<sup>17)</sup>そして、1901年には証券仲買人側の妥協により、クリシエはトルコまたはセルビアの証券に関する取引及び売注文と買注文の一致する取引については、一定の手数料歩合によって証券仲買人の代理人として取引できるようになった。<sup>18)</sup>彼等の取引は比較的小額のもが多く、その取扱証券は種々雑多でしかも自己勘定による取引を行っており投機性も比較的大きかったようである。<sup>19)</sup>1912年のはじめに公定市場に上場されている証券価額1500億フランに対し、公定市場以外で取引される証券価額は250億フランにすぎないが、その取引高は証券取引税から推定すると公定市場取引の3分の2以上の取引に匹敵している。<sup>20)</sup>銀行家市場は大戦前夜には公定市場を補完するいわば第二市場として、公定市場の非上場証券の流通市場として国内会社証券の流通市場としても大きな役割を果たしていたといえるであろう。

2. このような証券取引所の証券仲買人及びクリシエの活動と関連して20世紀初頭には大銀行の役割の重要性が顕著になっていた。20世紀初頭にはフランスの大銀行はその全国に散在する多数の支店（1912年に三大預金銀行の支店だけで合計1519）<sup>21)</sup>を通じて龐大な貨幣資本を集中し短期的貨幣資本市場において独占的地位を占めると同時に、証券業務に浅からぬ関り方をして証

券市場においても絶大なる影響力を持つに至っていた。その証券市場における直接的活動として証券の発行・投資業務、取引所注文の媒介業務及びポール貸付についてみよう。

(1) 証券の発行・投資・業務

20世紀初頭には、預金銀行のクレディ・リヨネ、ソシエテ・ジェネラル、コントワール・ナショナルと事業銀行のパリ・オランダ銀行は発行証券によってある時は独立してある時は協力して発行引受団を組織して大証券発行に従事していた。その発行業務は非常に慎重で、自己勘定で引受ける量をなるべく少くし、あるいは自らは引受けず手数料をとって売出すだけに限って、その危険を回避していたといわれている。そしてその発行方法は主に公衆への直接販売である《Placement direct》であった。この方法は取引所に上場する前に支店の窓口を通して直接に公衆に証券を販売するので、証券仲買人等の媒介を必要とせず、このためにフランスにおける流通証券の増加にも拘わらず証券仲買人等の取引額をむしろ減少させていった理由の一つであった。これらの新規証券への投資額は大战前に年平均で、クレディ・リヨネが7～8億フラン、ソシエテ・ジェネラルが4～5億フラン、コントワール・ナショナルが3億フランといわれる。フランス証券市場の年平均発行金額が1900～1909年で33億フランであるのに対し、この三行の投資額のみで15億フランに及ぶのであるからその影響力はきわめて大きい。その発行活動はフランス全土にわたる広告、勧誘、支店間競争による目標募集や旧証券の買い換えによって行われたのである。

クレディ・リヨネの証券販売による年平均利益

1888～1892年	2,385千フラン
1896～1900年	7,630 "
1910～1914年	14,432 "

(J. Bouvier, F. Furet, M. Gillet, *op. cit.*, p. 240)

このような証券業務による利益はそのうえ決して小さなものではなかった。例えばクレディ・リヨネの証券の販売による利益（証券発行の販売手数料及び自己勘定による証券投資利益）は1896～1900年の年平均額

に比して1910～1914年には約2倍になっている。しかも1896年から1914年ま

でのこの利益の内容を検討すると次のことが分かる。①外国証券に関する利益はこの利益のうち77.4%を占めており、その半分はロシアにかかわるものである。②フランスの植民地に関わるものは4.7%にすぎない。③フランス証券に関するものはこの利益のうち17.9%を占めており、そのうち株式会社証券に関するものが9割以上を占めている。この銀行の証券発行業務の対象物がこの内訳から推測されるのである。そしてこれらの証券販売利益を主とする特別利益は1910年から1914年までに86.1百万フランに達し、原利益 Profit originel の29%という大きな割合を占めているのである。<sup>23)</sup>

さらに、このような証券業務を行うために生じる一時的な証券保有と長期的証券投資としての参与をみると次表のようになる。クレディ・リヨネの証券保有及び参与は他の銀行に比べて小額であるが、この銀行が株主総会の報告書をかなり粉飾していたといわれているから、実際にはより大きかったと考えられる。<sup>24)</sup>しかし、営業利益に占める証券業務からの利益の割合と比較す

大銀行の証券保有(a)と参与(b) (単位 100万フラン)

	1900年		1907年末		1912年	
	a	b	a	b	a	b
クレディリヨネ	6	—	8	—	11	—
ソシエテ・ジエネラル	52.2	57.9	50.8	65.9	47.2	65.5
コントワール・ナショナル	22.8	10.5	14.1	10.8	7.9	4.9
パリ・オランダ銀行	56.5	14.2	73.6	26.1	89.6	54.6

(Kaufmann, *op. cit.*, p. 128, pp. 466~471)

ると、これら大銀行の資産に占める証券保有と参与の割合は非常に小さい。したがってその発行業務はその自己勘定による引受を最小限度にして危険負担を避け、発行プレミアムを取得することによって行われていたことがわかるのである。しかしながら、発行証券の中に優良な国内株式会社証券が増加していること、及び事業銀行の参与が増大してきていること等から、大戦前夜においてこれら大銀行と鉄鋼、機械工業、化学部門等の大会社との間に緊密なる結合がもたらされ、金融資本の萌芽が形成せしめられていたことが理解されるのである。<sup>25)</sup>

## (四) 取引注文の媒介及びルポール貸付業務

フランス人は多くの場合、直接に証券仲買人にその証券取引注文を出さず、その取引銀行の指導に従って銀行を通して注文を出すといわれる。このため大銀行の勢力と信用力が非常に大きく、しかも証券の保管、配当受払業務を行っていることにより現物の証券の売買注文は絶えずこれらの大銀行の手に<sup>26)</sup> 蝟集した。ただし銀行は公定市場の上場証券については原則として総て証券仲買人を通じて売買を行い、仲買手数料から歩合をうるのみで顧客からは手数料はとらなかった。しかし、公定市場の上場証券でもクリシエや金融機関が同一証券について売と買の反対注文を同一相場で受けた時には証券仲買人の手を通さずにその証券の取引ができるアプリケーション application という<sup>27)</sup> 手続があり、この場合には証券取引税だけ納めれば(手数料を取ると仲買業違反となる)正規の取引となるので、かなり広く用いられたようである。

証券取引注文については、ソシエテ・ジェネラルは1897年に1881年の1,035百万フランを越えた後急増し1912年には3,965百万フランを記録している。クレディ・リヨネも1888年に取引注文3,636百万フランを取扱っており、20世紀初頭には定期取引をも受けつけているのでこれより著増しているとみられる。フランス銀行も1908年に98,721件の5億フランに及ぶ取引注文の媒介を行っていた。<sup>28)</sup> したがって「パリ証券市場の総ての証券取引注文の仲買人達は大銀行の競争的活動と闘っている<sup>29)</sup>」といわれる程、大銀行の活動は証券の流通市場の大きな部分を占めるに至っていたのである。

さらに大銀行は証券流通市場に対して、定期取引の繰延のためのルポール report ——形式は売買形態をとる証券担保貸付——を通じて影響を与えている。1907年末のパリ・オランダ銀行は42.6百万フラン、1912年のコントワール・ナショナルは50.78百万フラン、ソシエテ・ジェネラルは119.58百万フランのルポール残高を持っている。クレディ・リヨネはルポールと証券担保貸付合計で1912年に362百万フランの残高を持っている。<sup>30)</sup> このような大銀行のルポール資金の引締・緩和は証券市場の相場に大きく影響を与えるものであったといわれる。

以上のように第一次大戦前夜においてフランスの大銀行は証券の発行市場をほぼ独占しているのみならず流通市場にも深く関っており、フランス証券市場をほとんど完全に支配していたのである。ブービエは次のように述べている。「パリ市場での大きな取引の支配者であったフランスの金融グループは、とくに外国公債に投資して、1914年までオート・バンク、預金銀行、事業銀行がひとつに連帯して行動した。彼等は互いに協力したくさんの証券を“平均的”フランスの貯蓄者に販売し、彼等の信用“ルポール”によって証券市場取引に非常に大きく介入し、慎重に選択した若干の大産業会社の運転資金を保持していた。預金銀行と事業銀行は考えられている以上に緊密に連帯していた<sup>31)</sup>」と。さらにエドワーズは次のように述べる。「20世紀初め、フランスの金融組織は明らかに独占的性格を持ち、その証券市場は“マネー・トラスト”と呼ばれるものによって支配されていた。マネー・トラストはその信用コントロールにより証券価格を操作する力を持っていた<sup>32)</sup>」と。しかもこれらの支配的金融グループは政府の政策に大きな影響をもたらしており、政府による証券投資の方向へのコントロールのかけの操縦者であったと推測されるのである<sup>33)</sup>。

### (3) 国内の株式会社企業の長期金融

最後に、フランス産業の発展を担う株式会社企業にとっての20世紀初頭から大戦前夜における証券市場の果たす役割をみてみよう。これまでにみてきたように、フランス証券市場における国内株式会社証券の割合は20世紀初頭においても大きくはない。しかしながら、証券市場がフランスの産業企業の発展に果たした役割は非常に大きなものであり、しかも第一次大戦前夜にはその意義を一層大にしてきていた。

大戦前夜におけるフランス資本主義の一層の発展は固定設備の一層の巨大化をもたらし、信用制度の発展を基礎にして証券による資本の集中と流動化を可能にする株式会社の一般産業部門における利用を拡大していった。このような株式会社企業の発展により、資本主義制度内における資本の集中と支配の集中が展開され、私的資本の社会化が押し進められ、大戦前夜において

資本主義のより高度な発展が実現されつつあったのである。

クレディ・リヨネの発行業務を例にとってその国内株式会社証券の発行をみると、1896年から1910年までに14件であったこれら発行引受は、1911年から1914年には32件に急増している。そしてこれらの発行はフィルミニ製鉄・製鋼所 Acieries et Forges de Firminy, フランス製鋼所 Acieries de France, ジュネーデル Schneider, ユジューヌ・ド・レスペランス Usine de l'Esperance, ベチューン鉱山 Mines de Béthune, 等の鉄鋼, 鉱山のほかパリ配電会社 Cie Parisienne de Distribution d'Electricité, 水力発電会社 Société hydro-électrique de Lyon や Produits chimiques d'Alais et de la Camargue, la Soie artificielle de Tubize のような化学工業の会社も含んでいる。<sup>34)</sup> この例からも大戦前夜において一般産業の株式会社企業における証券発行による長期金融の増大傾向が認められる。

そして、1913年において、フランスの会社企業の長期資本調達額は30億フラン、うち約53%が証券発行によるものと推定されている。<sup>35)</sup> フランスの会社企業の長期金融の半分以上が証券発行により行われるに至っているのである。しかるに大戦前夜において大鉄鋼会社、大鉱山会社の多くは、先に例としてあげたドナン・アンザン会社、シャチヨン・コマントリー会社、グラン・コンブ社のように一層自己金融傾向を強めていた。証券発行による資本金の増大をはかると共にその準備金積立を増大していった大銀行においても利潤の留保による自己金融額は著しく大きい。<sup>36)</sup> このように株式会社制度の発展によって証券発行による長期金融の増大と共にみられる若干の部門の大会社の自己金融は、証券による資本集中に基いてなされる集積であって、間接的にはあるが証券市場を通じた資本集中の結果であるといえる。

したがって、19世紀末から大戦前夜までのフランス資本主義の急速な発展、とくに重工業の著しい発展とその相対的重要性の増大は、証券市場における短期的貨幣資本の継続的肩代りによる長期的貨幣資本の供給がなければ実現しえなかったものである。証券市場における国内株式会社証券の割合は相対的に小さいとはいえ、フランス証券市場が重工業を中心とする産業部門の株式会社の長期金融に果たした意義と役割は非常に大きなものであったといえ

る。

しかしながら、第一次大戦前のフランスにおいてはまだ伝統的工業である繊維製品中心の軽工業が産業構造上大きなウェイトを持ち（付加価値生産では30%を占める）、その生産は小規模な経営を温存するもので資本需要も小さかった。このような産業構造によって国内市場が狭隘であった為にフランスの重工業は他国のような飛躍的發展を実現しえず、自己金融的傾向がより強く表われ、産業企業による証券市場の利用には不自由から限界があった。したがって、大銀行の支店網を通じて全国から集められた豊富な貨幣資本の供給は、国内貨幣資本需要の相対的小ささ故に国内の利子率、証券利回りを低下させ、より高利回りの証券を求めて外国証券投資を増大し、フランス証券市場の資本輸出機構としての意義と役割を増大させたのである。しかしながら、大戦前夜における重工業の著しい發展に基づくフランス産業証券の増大傾向は、大戦間の重工業の飛躍的發展とこれに基づくフランスの証券市場の意義の変化を予測せしめるものであったといえるのである。

- 1) 株式による会社の創設数、総資本額は次のように推移している。(Annuaire Statistique 50 Vol. 1934, S. G. F. p. 53\*)

	株式組織による会社創設数 (うち株式会社)	名目資本額合計
1900年	1,138 (895)	993百万フラン
1901	964 (723)	1,267
1902	919 (663)	560
1903	855 (601)	352
1904	892 (638)	459
1905	1,112 (836)	650
1906	1,111 (823)	630
1907	1,391 (1,133)	1,084
1908	1,364 (1,002)	637
1909	1,319 (1,092)	650
1910	1,678 (1,174)	975
1911	1,724 (1,226)	1,247
1912	1,758 (1,328)	1,085
1913	1,566 (1,255)	1,402

(株式組織による会社には、株式会社、株式合資会社、可変株式会社が入る)

- 2) E. Vidal, *op. cit.*, p. 172
- 3) A. Neymarck, French savings and their influence upon the Bank of France and upon french banks, M. Patron ed., *The Banking of France in its Relation to National and International Credit*, 1910, pp. 168~169
- 4) 豊崎善之助「仏国の経済」、『仏国研究』,大正6年, 107頁
- 5) H. Claude, *Histoire réalité et destin d'un monopole*. 1969, pp. 29~31
- 6) 1901年から1914年に印紙税を課された外国公債は合計 190.5 億フランで, 1901~1905年が63.5億フラン, 1906~1910年が85.2億フラン, 1911~1914年で41.7億フランである。( *Annuaire Statistique*, 33 Vol. 1913, S. G. F. p. 102\*)
- 7) 豊崎善之助, 前掲論文, 107 頁。他国における外国証券の割合は, ロンドンで1911~13年に発行されたもののうち86%は海外証券といわれ, またドイツ証券市場の第一次大戦直前では時価1000億マルクのうち外国証券200億マルク, 国債200億マルク, 産業株 300 億マルクといわれる。(王野井昌夫「イギリスにおける証券市場と金融機関」『証券経済講座 3』, 32~38頁及び戸原四郎「ドイツにおける証券市場と金融機関」同書, 66頁)
- 8) G. J. Daygrand, *Les Groupements financiers d'Etude*, 1924, pp. 19~20. この外国証券の内訳は次の通りである。

	名目資本額 (百万フラン)	市場相場額 (百万フラン)
公債 { ロシア	13,600	12,400
{ イギリス整理公債	14,600	10,600
{ その他	36,700	32,600
保険及び銀行	3,900	4,800
鉄 道	10,400	7,200
スエズ運河	356	1,824
その他会社証券	2,200	3,100
計	81,756	72,524

- 9) G. W. Edwards, *op. cit.*, pp. 396~398 及び M. Michel, *Les Evaluations de la Fortune privée en France depuis 1850*, 1925, pp. 4~5 et p. 11.
- 10) エドワーズによると他の国の証券価額の相対的地位は次の如くである。(G. W. Edwards, *op. cit.*, p. 88, p. 390, p. 392, p. 402, p. 404, p. 414より作成)

		国 富	国民所得	貯蓄基金	新証券	証券総額 1910年,(10億フラン)
イギリス	1913年(100万ポンド)	14,310	951	256	197	140
ド イ ツ	1913年(10億マルク)	331	44	19.7	2.7	90
アメリカ	1910年(10億ドル)	186.3	31.4	—	—	130

- 11) 1906年2月にパリ以外の地方6証券取引所に上場されている証券は1,475百万フラン(うちリオンが753百万フラン)であった。(E. Kaufmann, *op. cit.*, p. 86)。また1908年の証券取引税はパリ市場から9割で、その他市場合計からは1割以下しか納められてない(A. Aupetit, *Le Marché Financier de Paris*, A. Aupetit, L. Brocard, J. Armagnac, G. Delamotte, G. Aubert, *Les Grands Marchés financiers*, 1912年, p. 39)
- 12) パリ以外の証券仲買人は、リオン26名、マルセイユ17名、ボルドー17名、ナント10名、リール6名、ツールーズ6名である。(豊崎善之助, 前掲書, 520頁)
- 13) 山名義高『有価証券と取引市場』, 大正2年, 274頁
- 14) 証券仲買人の地位の譲渡価格は初めは3万フランであり、1830年に85万フラン、7月革命後25万フランに下落した後1848年初に95万フランに再上昇、1848年に40万フランに下落した後に1857年に240万フランに急上昇、普仏戦争後140万フランに下落し、ユニオン・ジェネラルの破産後しばらく停滞し1898年には160万フランであったといわれる(E. Vidal, *op. cit.*, p. 270)
- 15) この理事は、証券仲買人9名以内の証券取引所では2名、10~14名では4名、15~60名では6名、60名をこえる証券取引所では8名選出される。(F. J. Combat, *op. cit.*, p. 163)。なおこの理事会については、豊崎善之助, 前掲書, 523~525頁、福田敬太郎『市場論』, 1950, 184頁、松本信次『株式取引所論』, 1929年改増第4版, 308~309頁, G. Défossé, *op. cit.*, pp. 7~11に述べられている。
- 16) E. Kaufmann, *op. cit.*, p. 95
- 17) なお、現物取引銀行家組合は150名、定期取引銀行家組合は107名、国債取引の組合はこれより少い組合員から構成され、その加入条件は徐々に厳格になった(E. Kaufmann, *ibid.*, p. 100 及び E. Vidal, *op. cit.*, pp. 247~249)
- 18) E. Vidal, *ibid.*, pp. 271~272
- 19) クリスの現物取引市場では1900年3月に386種の証券が取扱われており大戦前にその種類・量の一層の拡大があった。この市場は公定市場に上場するに値すると判断する前に証券を《馴化》させる役割を果たしており、1942年以降一種の公的な第二部市場になった。(E. Vidal, *ibid.*, p. 168, 及び Kaufmann, *op. cit.*, p. 99, Défossé, *op. cit.*, p. 9)
- 20) A. Aupetit, *op. cit.*, p. 87
- 21) E. Kaufmann, *op. cit.*, p. 483
- 22) E. Kaufmann, *ibid.*, p. 310 et, pp. 114~117
- 23) J. Bouvier, F. Furet, M. Gillet, *op. cit.*, pp. 234~244, またパリ・オランダ銀行の粗利益のうち1912年には31.6%の6.38百万フランが発行シンジケート参加と証券取引の利益であった。この数字は1904年と1909年により大きい。(E. Kaufmann, *op. cit.*, p. 130)

- 24) G. W. Edwards, *op. cit.*, pp. 302~303
- 25) マルタンはユニオン・ジェネラルの破産後フランスの大預金銀行は預金業務に専念するようになったと述べているが、しかし大戦直前にはまた証券業務にかなり関わっていることが知れる。(G. Martin, *Histoire économique et financière*, 1927, p. 462)。この故にエドワーズは次のように述べている。「フランスの銀行はむしろ商業銀行と投資銀行の機能を結合しがちであった」と。(G.W. Edwards, *op. cit.*, p. 59) フランスの預金銀行は後発資本主義国としての産業金融に関らざるを得ず、英国の預金銀行とドイツの兼業銀行との中間的性格を持つに至ったと考えられる。すなわち、証券の発行業務を行うが証券の所有を最低限度に抑えている。この点では20世紀初頭までの事業銀行も預金業務を行っており同様の傾向を持っていた。
- 26) 1898年以降、証券仲買人の手数料の引下げによって、これまで証券取引の顧客と証券仲買人間の取次をし、情報提供を行っていたルミッシュエ (remissier) が減少し、一層公衆は大預金銀行に証券取引のアドバイスを求め、その注文の媒介を依頼するようになったといわれる。(E. Kaufmann, *op. cit.*, pp. 92~93)
- 27) F. J. Combat, *op. cit.*, p. 189
- 28) E. Kaufmann, *op. cit.*, p. 318 及び E. Vidal, *op. cit.*, p. 188
- 29) S. Roferts-Milles, *La Grammaire de la Bourse*, 7eEd., 1912, pp. 77~78
- 30) E. Kaufmann, *op. cit.*, pp. 289~290 et, pp. 464~471
- 31) J. Bouviér, F. Furet, M. Gillet, *op. cit.*, pp. 220~221
- 32) G. W. Edwards, *op. cit.*, p. 54
- 33) エドワーズは「フランスの資本輸出は明確に政治的性格を持っていた」と述べている (G. W. Edwards, *ibid.*, p. 58)
- 34) J. Bouvier, F. Furet, M. Gillet, *op. cit.*, pp. 243~244
- 35) G. F. Teneul, *Histoire du financement des entreprises en France depuis la fin du XIXe siècle*, 1960, pp. 152~153
- 36) 大銀行の利益と配当を公表された財務諸表でみても留保利益の大きさは逆粉飾されておりそれ程ではない。そこで払込資本金、資産、公表利益と対比して数例の

(単位 100万フラン)		払込 資本金	準備金	資 産 合 計	原利益	公 利 益	表 配 当
クレディ・リヨネ	1900年	250	100	1,702	42.9	25.3	25
	1913年	250	170.3	2,834	79.3	41.6	32.5
ソシエテ・ジェネラル	1900年	80	18.7	768.8	5.2	—	4.6
	1913年	250	123.5	2,361	25.2	—	20.8
パリ・オランダ銀行	1900年	62.5	18.9	278	16.3	6.9	6.8
	1913年	100	131.6	782	35.4	14.4	11.5

(J. Bouvier, F. Furet, M. Gillet, *op. cit.*, pp. 439~454)

原利益 (諸積立金・減価償却費控除前利益) の見積り額をあげると次の如くであ

る。この準備金の増加分には株式プレミアムも含むが、株式プレミアムそのものが企業内の隠蔽利益をある程度反映し顕現するものといえるであろう。

## V 結びにかえて

これまで、フランス証券市場の歴史的生成・発展過程を明らかにしてきたが、その主たる内容はフランス経済の歴史的発展に伴う証券市場の株式会社企業との関りにおける意義・役割の変化及び発展についてであった。最後にこの研究に基いて明らかになったことを要約して結びにかえることにしよう。まず、資本主義の確立と信用制度の発展以前のフランスの証券市場とそれ以後の証券市場とは制度的な継承がなされているにも拘わらず質的に大きく異っているということがいえる。次に、資本主義の確立後においてもフランスの証券市場の意義・役割は資本主義の発展に応じて変化してきたということがいえる。

フランスの証券市場は歴史的には商業・貿易の中心地の為替・両替所として発生し、その取引に従事する仲立人については古くから証券取引の独占権を持つ官職としての証券仲買人制度がとられていた。そして大革命直前までには国家信用の発展に従い国債の流通市場として機能するようになり、さらにこの国債流通の経験に馴化され前期的株式会社証券の流通市場としてもいくらか機能するに至っていた。しかしこの当時の証券市場に流入する貨幣資本は、フランス国内の信用制度が未発展なために主に地方的・局部的に集められた高利貸的性格を持つ前期的資本であった。その上この証券市場で取扱われる証券はその収益の点で安定性を欠くものであった。国債でも終身年金国債のような投機性を持つものが流通し、株式会社証券でも特権的商業・貿易会社証券が多く、その証券の収益はその前期的性格を反映し著しく変動性に富むものであった。これらの証券の市場価格は証券収益の支配的利子率による資本還元によるよりはむしろ投機的利得目当の賭博的性格により形成されていたといえる。

したがってこの時期までのフランスの証券市場は、資本主義の発展に伴う

信用制度の発展とこれに基く国内的貨幣資本市場の成立後の証券市場と比べてその意義・役割において大きく異っていた。この相異点は株式会社との関連で顕著である。当時の株式会社はその株主の有限責任性と株式の自由譲渡性を完全に保証されてはおらず特許主義による前期的独占に基いていた。しかも生産の社会化は進んでいず、生産設備も小規模であったから、証券による資本集中は主に前期的商業資本により利用されていた。信用制度が未発展なために証券市場に流入する貨幣資本は投機的利得を主目的としており、これら株式証券の擬制資本価格の形成の仕方も近代的株式会社証券のそれとは異なる。これらの点から前期的株式会社は資本主義確立後の生産の社会化に対応した私的資本の社会化とは非常に異っており、その証券の取引される市場の役割も資本主義確立後のそれと異っていたのである。

フランスにおいて、信用制度の発展に基き資本主義的経済発展の中に組み込まれた証券市場が確立してゆくのは、19世紀中葉以降である。このような証券市場で取扱われる証券は、株式会社の株式を例にとると、産業資本として利潤を得る資本の所有名義であり、その証券収益が一般的利子率によって資本還元された擬制資本価格をもつ。この価格は信用制度の発展によって成立した短期的貨幣資本市場との交流・平準化によって形成され、実現される。このようにして擬制資本としての証券が貨幣資本家間で移転されることにより、証券市場は生産の社会化に伴って需要される長期的貨幣資本を短期的貨幣資本の継続的肩代りによって提供することができるのである。このような近代的な証券市場は、その機構・制度に関しては資本主義以前のものすなわち1724年あるいはそれ以前のものをも部分的に継承しているが、しかしその果たす機能においては質的に相異しているのである。

さらにまた、フランス資本主義の発展に従う証券市場の意義と役割の変化・発展については次のようにいえるのである。

1816年に再編成された当時のフランスの証券市場は狭い範囲内に限定された国債市場であった。その発行市場ははじめは銀行信用が未発展なために英国、オランダの金融業者によって、後には国内のオート・バンクによって支

配されており、その流通市場は官吏である証券仲買人により支配されていた。1830年代後半から1840年代には鉄道建設の開始に伴い若干の信用機関があらわれ、かなりの株式合資会社、株式会社の証券が証券市場において取引されるようになる。したがって19世紀中葉にはフランスの証券市場は国債のみならず株式・社債のための発行・流通市場として機能するに至った。しかし19世紀前半において資本主義は未成熟であり信用制度も未完成であり、証券市場の範囲は狭く、しかも取扱われる株式会社証券は公共事業的性格をもつ部門の証券が多くかつ未だ稀少であった。この意味で19世紀前半の証券市場は、前期的性格をもった旧制度下の証券市場から資本主義的金融市場の一部としての機構に転換してゆく過渡期にあったといえる。

19世紀の第3四半期には、第二帝政期の国債発行による産業保護育成政策、鉄道建設の拡大とそれに伴う重工業の発展、株式組織による会社の増大、諸銀行の創設・発展、普仏戦争賠償金支払のための巨額な国債発行により、フランスの証券市場は資本主義の確立・発展に伴い量的・質的に飛躍的な発展をとげた。この時期から証券市場は広範なプチ・ブルジョワ層をその機構内に組み込み、信用制度の発展に基いた擬制資本市場として成長し、フランス産業のための長期的貨幣資本市場として確立したのである。すなわち、このような証券市場の成立によって証券の市場価格＝擬制資本価格は証券からの定期的収入を一般利子率により資本還元したものを重心に変動するものとなる。このような証券市場の成立によって、現実の生産過程に長期的に固定化される資本の流動化が実現され、この資本の流動化機構を前提にして産業証券の発行による資本の集中・流動化が行われる。

フランス資本主義の確立・発展によって、産業資本における有機的構成の高度化が急速になりこのための長期的貨幣資本需要の増大が著しくなった19世紀の第3四半期に、フランスの証券市場は信用制度の発展に基く擬制資本市場として確立したといえる。そしてまた、このような証券市場を前提として証券による資本の集中・流動化を利用した株式会社が重工業部門を中心に増大することにより資本主義のより一層の発展が可能になった。すなわち、

証券市場は短期的性格の貨幣資本の継続的連繋による長期的貨幣資本の形成を行うことにより、資本主義的枠内における『所有としての資本』と『機能としての資本』の間の対立を回避し、私的資本の『社会化』を実現するために機能するに至ったのである。

さらに、証券市場は産業循環の過程を通じて生産過程における資本の集中・集積過程とは独立した資本の集中・集積過程を進行させる。この過程は1857年、1867年、1881年、1891年の度重なる恐慌を契機に行われたがとくに1881～1896年の長期的不況期に著しく進行した。恐慌時の一時的利子率の高騰は擬制資本価格を暴落させ、この時期にも豊富な貨幣資本を所有する大資本家の手に多くの擬制資本が集中される。すなわち再生産過程における収奪とは区別される貨幣資本家相互間の収奪が行われ、資本所有の移転・収奪・集中が行われ、再生産過程における資本の集中・集積と相俟って国内における独占化を促進した。しかしこのようにして成立してゆく基幹産業の独占体制は逆に国内経済の停滞をもたらし、銀行組織により集中された豊富な貨幣資本は国内に有利な投資先を見出せず、19世紀第4四半期において外国へ流出してゆくことになる。証券市場は資本輸出機構として機能してくるのである。そしてまた、この長い不況期においては証券市場自体の整備・改善もなされ、次の発展の時期に備えられたのである。

20世紀初頭から第一次大戦までは、フランス経済において重工業の著しい発展をみ、証券市場は豊富な貨幣資本の増加分を約4分の1はフランス産業株式会社へ、約4分の3は公債を主とする外国証券に投下していた。しかもこの証券市場は証券の発行と流通の両側面から、いまや独占的地位を築きあげている少数の大銀行によって事実上支配されていた。これらマネー・トラストを形成しているといわれる大銀行は、その証券市場支配によって、国内重工業と密接な関係を持ち金融資本の萌芽を形成すると同時に、また余剰貨幣資本の海外への輸出を指揮・コントロールしていたのである。証券市場はこのようなフランスのマネー・トラストの行動のための舞台ともなったのである。

以上によって、フランスの資本主義発展過程の中において、証券市場がいかに信用制度の発展と深い関連を持ちながら、国内の産業資本の歴大な長期的貨幣資本需要に応じ、株式会社制度を発展させたかが明らかになった。さらにまた、証券市場は産業循環の過程を通じて再生産過程における資本の収奪・集中とは異なる次元から資本所有の収奪・集中を押し進め、自由競争過程の中からその反対物としての独占形成を促進せしめていったことも理解できた。すなわちフランスの証券市場が信用制度の発展に基いた資本主義的金融市場の一部として株式会社制度の発展を実現し、また生産と資本の集積に基いた金融資本形成に非常に重要な役割を果たしたことが明らかになったのである。

しかしながら、この小論においては株式会社との関連に重点を置いてフランス証券市場の歴史的生成とその発展過程を研究した。したがって、フランスの証券市場をフランス資本主義の歩み全体との関りの中で把握するためにはさらに次の点の研究を必要とする。すなわち19世紀の第2、第3四半期におけるフランス国債がフランス資本主義に果たした意義及び、19世紀第4四半期以降大戦前夜までの外国証券投資による資本輸出がフランス資本主義に果たした意義・役割の研究である。これらの点については次の機会に合わせて考察したいと考えている。

[小論の骨子は、第47回北海道経済学会春季大会(1974年6月22日、小樽商大)における研究報告「フランスの証券市場と企業金融」で報告したものである。]