

# 一九世紀後半のイギリスにおける株式会社形成過程の特質

神武庸四郎

## 第一章 序論

### 一 はじめに

歴史のなかに帝国主義の時代として記されている近代社会の新たな段階が始まり展開しつつあったとき、そこに生まれ育った二人の社会科学上の巨匠は自己の生きた時代のイギリス社会を——したがってまた死期のせまったバックス・ブリタニカを——特徴づけるにあたって奇妙な見解の一致を示している。レーニンは「資本主義の腐朽化」の必然性とその担い手たる金利生活者の形成をとりわけイギリス社会に焦点を合わせて力説した。<sup>(1)</sup> 他方ケインズは、「腐朽化」した資本主義を再建すべく、「社会的亀裂と実際の利害の分裂」を基準として「投資家階級」なる社会層を区

別する必要性を説き、そうした金利生活者たちの安楽往生を期待したのであった。<sup>(2)</sup> 彼らの現実認識における政策的含意の対立性をさしあたり度外視するならば、そこにはイギリス社会のランティエ化あるいは「ランティエ経済」<sup>(3)</sup>化として総括されうる共通した現状把握が横たわっていることに気付くであろう。本稿はかかる観点から一九世紀後半のイギリスにおける資本輸出の動向と株式会社の史的展開過程とを相互連関的に意味づけようとするものである。具体的には、「外債保有者協会」が設立され機能しはじめる時期をランティエ化の第一段階としてとらえ、それを前提とした一八八〇年代以降の株式会社形成過程を第二段階として位置づける、そうした方向で問題を立ててみようというのである。ここでは株式会社形成のプロセスに見られる若干の諸特徴の整理に力点が置かれることになるが、その前に「外債保有者協会」の歴史的な役割について簡単に触れておく必要がある。

## 二 「外債保有者協会」の歴史的地位

一八六〇年代まで、とりわけ低開発諸地域を中心に顕著な形で現われていたマーチャント・バンカーのロンドン市場を介した公債発行業務における「前期的」諸要素<sup>(4)</sup>は、それらの当然の帰着点として起債国における債務不履行をひき起し、特に一八七〇年代になると激増した(後掲表2)。そうした事態がイギリスの外債保有者たちの既得権益確保の要求を切実なものとしたことはあえて指摘するまでもなからう。かかる要請に応ずるために一八六八年に設立されたのが「外債保有者協会(The Council of Foreign Bondholders)」にはかならない。この組織は外債発行を請負った金融業者の『良心』を表明したのと言われていたようだが、その内実はこの『良心』という言葉にいくばくかの

逆説的な含みを与えている。「協会」の最初の会長には Lionel Rothschild が予定されていたが二重の理由から彼の就任は実現しなかった。第一に、イタリアとオーストリアの政府は債券保有者に対しクーポンに重税を課すると威嚇していたのであり、しかもそれら両国の公債発行を請負ったのがロスチャイルド商会であったこと、第二に、ロスチャイルドが深いかかわりをもっていたヨーロッパの債券保有者との連帯が事実上不可能であったこと、である。そこで最初に「協会」の会合を主催することになったのはロスチャイルドと同じくマーチャント・バンカーとして著名であった George J. Goschen であった。彼によれば、「協会」の任務は、さしあたり、「外債を契約した諸外国政府に対して道義的な力をふるう」こと<sup>(5)</sup>にあった。しかしこの「道義的な力」は「わが国の政府に対して介入するように働きかける」力でもあった。すなわち、「協会」の設立意図は債務不履行とイギリス政府の直接的武力介入との間のバッファ<sup>(6)</sup>たらんとする点にあったと考えなければならぬ。いくぶんか風呂敷を大きくして言いかえれば、あの「自由貿易帝国主義」論が示唆しているように、いわゆる帝国主義時代以前のイギリスにおいては国内的に「安価な政府」が対外的には「高価な政府」として現われたのであった。そうした対外的に高くつく政府の転換をはかる一環として——悪文家たる歴史家 J. A. S. が巧みに表現しているように——「砲艦」から「証券取引所」に権限を移譲すること、ここに「協会」設立の背景があったように思われる。もとよりこの点はさらに詳しく検討されねばならない。それに関しては一八七三年一月二七日に「協会」が商務省の認可をえて一八六七年改正会社法のもとに有限責任をとまわぬ法人 (Corporation) として組織変更されてからのちの時期について分析可能となる。というのは、その時以来「協会」は年次報告書を公表し各年の会合の具体的討議内容を明らかにし、また報告書付録の中で起債国の実情

表 1 Members of the Council

Isidor Gerstenberg (Chairman)
△ Thomas Matthias Weguelin, M.P. (Deputy Chairman)
△ Sir John Lubbock, Bart., M.P., F. R. S. (Deputy Chairman)
○ General Sir George Balfour, K. C. B., M. P.
○ General R. H. J. B. Beaumont
Francis Bennoch
George Augustus Frederick Cavendish Bentinck, M. P.
Lionel N. Bonar
John Henry Daniell
Roger Eykyn
R. N. Fowler
△ Frederick Alers Hankey
Grosvenor Hodgkinson
The Hon. Arthur Kinaird, M. P.
Alexander Viscount Kirkaldie
Sir Francis Lycett
Charles Magniac
Robert Martin
△ The Hon. Hugh McCulloch
△ Samuel Montagu
John Paterson, Alderman
Simon Reuter,
△ Sir John Rose, Bart., K. C. M. G.
Philip Rose
George Schlotel
Cornelius Surgey
William Trotter
Henry Tudor
○ Admiral Sir Provo Wallis, G. C. B.
George Wythes

出典：R. C. F. B. for 1873, 1874., p. 5.

——特に償務不履行に陥った諸国の状態  
 ——に関する情報をつぶさに提供しよう  
 になったからである。<sup>(8)</sup>「協会」の活動の全  
 貌を示すことが目的ではないので、とりあ  
 えず以下では「協会報告書」を手がかりと  
 して「協会」の性格を、必要なかぎりにお  
 いていまし詳しく見ておくだけに止めよ  
 う。

「協会」の最高幹部の構成は表1の通り  
 である。表の中で○印のつけられている者  
 はいずれも軍人、また△印の付されている  
 のは金融業者である。John Lubbockは  
 ロンドンの個人銀行 Roberts, Lubbock &  
 Co.のパートナーであり、Hankeyは Con-  
 solidated Bankの頭取で、English,  
 Scottish & Australian Chartered Bank

の取締役を兼ねている。残り三名はいずれもマーチャント・バンカーである。McCulloch は McCulloch & Co. のパートナー、Montagu は外国為替取引を専門とする Samuel Montagu & Co. のパートナーでエダマンである。Rose はスコットランドのアドバイザー生まれのマーチャント・バンカーであつて Morton, Rose & Co. のパートナーとなつていた。<sup>(9)</sup> こうしたメンバーの性格からさきに述べた「協会」の性格もおおよそ推察されるであらう。さらにこのよ  
うな形における幹部構成の必要は、次のように規定された「協会」の主要任務の帰結でもあつたと言わねばならない。  
報告書によれば「協会」の主たる目的は「外債保有者の權益の立証と保全および、特に外国の債権者に対する金融上の諸債務の厳格な弁済に關して健全な諸原則を流布させることによる諸外国政府の公的信用の維持」であつた。<sup>(10)</sup> この  
目的を實現するばあいの「協会」の役割は「協会」規約 (Rules and Regulations) 第六四条に定められている。「協  
会」の業務内容のうちに明確に語られている。その条文を以下に引用しておこう。そこにはこう書かれてい  
る。「債務不履行に陥つた外債の取り決めにおいて『協会』によつて支出された諸経費および公正かつ適切な手数料……(中  
略)……は取り決めをかわした当該諸政府により支払われなければならない。そうした条件がかかる政府から必ずし  
も十分な形で得られないばあい『協会』はその部分的承認を強くせまる意向である。またそれに失敗したばあいには  
諸経費および手数料は出資金に比例して、(pro rata) 債券保有者によつて支払われなければならない。<sup>(11)</sup> この条文の中  
には「協会」がいかなる活動をどのような方針のもとに遂行しようとしていたかという点がはっきりと表明されてい  
る。このことは債務不履行の状態を具体的に示した表<sup>2</sup>にも明らかにされている。同表は一八二二年から一八七七年  
までのロンドン市場における新規公債発行(借換えを含む)件数(第1欄)、一八七七年の時点で債務不履行となつて

表 2

年度	(1)	(2)	(3)
1822	5	0	
1823	2	0	
1824	7	0	
1825	6	0	
1826	0	0	
1827	0	0	
1828	1	1	ギリシャ
1829	1	0	
1830	0	0	
1831	3	0	
1832	2	0	
1833	3	0	
1834	5	0	
1835	1	0	
1836	3	0	
1837	4	0	
1838	0	0	
1839	1	0	
1840	1	0	
1841	4	0	
1842	1	0	
1843	2	0	
1844	0	0	
1845	3	0	
1846	0	0	
1847	0	1	メキシコ
1848	1	0	
1849	3	0	
1850	2	0	
1851	3	0	
1852	3	0	
1853	2	0	
1854	1	1	メキシコ
1855	3	0	
1856	1	0	
1857	1	0	
1858	4	0	
1859	6	0	
1860	4	0	
1861	2	0	
1862	11	1	ヴァージニア
1863	9	0	
1864	10	0	
1865	6	1	アメリカ合衆国南部同盟諸州
1866	6	0	
1867	14	1	メキシコ
1868	9	1	エクアドル
1869	12	0	
1870	16	0	
1871	18	0	
1872	14	0	
1873	12	4	ホンジュラス(3)、サント・ドミンゴ
1874	6	6	コスタ・リカ(3)、リベリア、パラグアイ(2)
1875	6	2	グアテマラ、ボリビア
1876	5	15	グアテマラ、トルコ(10)、ペルー(3)、ウルグアイ
1877	8	0	
1878	—	1	チュニス

出典：R. C. F. B. for 1877, 1878, pp. 49-75.

備考：(3)欄のカッコ内の数字は、債務不履行に陥った公債数を示す。

いる公債がその状態にはじめて陥った年度と件数(第②欄)およびその国ないし州(第③欄)を示している。この表からは、特に一八七〇年代において債務不履行が急増したという事実が見てとれるであろう。表中の債務不履行公債のうち七〇年代に不履行債務の処理について決着がついたものはギリシャの一八二四—二五年公債のみであったが八〇年代になるとトルコ、ウルグアイ、コスタ・リカおよびパラグアイの債務不履行につき次々に和議が成立するに至った。(12) これらの結末はいずれも、債務不履行↓借換公債発行、という経過をたどり諸利害関係者の争点は借換条件に集

申した。しかし軍事力の直接的な発動なしに債務不履行問題が当事者間で解決されるというプロセスを媒介するうえで「協会」の機能が発揮されるようになったことは注目に値する。すでに一八七五年においてイギリスの対外債権は一二億ポンドの巨額に達しており、その大部分は公債と鉄道株・債券であった。<sup>(13)</sup> しかも公債は諸外国政府権力の直接的債務をなすものであるからイギリスの対外支配の要素を直接的に含んでいる。起債を行なった——とりわけ、非ヨーロッパの——諸外国政府とイギリスの「債券保有者貴族層 Stock-and-Bond Aristocracy」とを、武力干渉にさしあたり依存することなく、もっぱら経済的に結びつけたということ、そうした意味において経済的対外支配の体制を構築するアブレイタスの役割を演じたこと、この点に「協会」の歴史的機能を看取することができるように思われる。こうしてイギリスの金利生活者層を海外投資に向けて組織化する体制ができあがり、London and Westminster Bankを中心の仲介機関とする植民地公債の投資市場の再編成と歩調を合わせて、<sup>(15)</sup> 対外的ランティエ化の出発点が与えられるわけであるが、その同じ社会層の国内における動向はいかなる形をとって現われたのであろうか。次章においてはかかる観点から一八八〇年代以降に重点を置いて株式会社の形成過程に検討を加えることにしたい。

(1) レーニン『帝国主義』(岩波文庫版)、第八章、参照。

(2) ケインズ『貨幣改革論』(中内恒夫訳、中央公論社版)、一八〇—一九五頁、およびケインズ『雇傭・利子および貨幣の一般理論』(塩野谷九十九訳)、四二七頁、参照。

(3) 「工業力は他国に凌駕されてはいるものの債権者たる地位に止まっているはず」をボラーードは rentier economy と名付けている (The Gold Standard and Employment Policies between the Wars edited by Sidney Pollard, 1970., p. 25)。

一九世紀後半のイギリスにおける株式会社形成過程の特質

- (4) これらの諸要素の具体的分析については、拙稿「一九世紀後半におけるマーチャント・バンカーの公債発行業務の特質」『金融経済』一四三号（一九七三年）を参照。
- (5) 以上の事実経過に関しては、L. H. Jenks, *The migration of British capital to 1875, 1927*, pp. 288—91, 参照。
- (6) なおあたり、拙稿「一九世紀後半のイギリス資本主義と『自由貿易帝國主義』論」『歴史評論』一九七五年一〇月号を参照。
- (7) Jenks, *op. cit.*, p. 290.
- (8) 具体的設立経過の詳細は「協会」の報告書と触れられている。Report of the Council of the Corporation of Foreign Bondholders for 1873 (五トウヱツ R. C. F. B. for 1873, 〇イイヴ登記) 1874, pp. 6—7.
- (9) マンリーの経歴については、D. N. B. による *Bankers' Almanac* (1885) にある。なお、協会長の Weguelin とマーチャント・バンカー Thomson, Bonar & Co. のローターである。Jenks の報告と記されている (Jenks, *op. cit.*, p. 143)。
- (10) R. C. F. B. for 1873, 1874, p. 10.
- (11) *Ibid.*, p. 8.
- (12) キンナップについては R. C. F. B. for 1878, 1879, pp. 29—30, マンリーのについては R. C. F. B. for 1881, 1882, pp. 67—72, マンナップについては R. C. F. B. for 1883, 1884, pp. 95—7, ノクターカについては R. C. F. B. for 1885, 1886, p. 33, マンナップについては R. C. F. B. for 1885, 1886, pp. 106—8, 参照。
- (13) Jenks, *op. cit.*, p. 335.

(14) *Ibid.*, p. 326.

(15) この点に關しては、拙稿「一九世紀後半のロンドンにおける公債発行とイギリス株式銀行」『一橋論叢』第七六卷第五号（一九七六年）、参照。

## 第二章 一九世紀後半の株式会社形成過程

### 一 会社組織の一形態としての株式会社の展開、一八五六一一九一四年

本論にはいる前に、あらかじめ、若干の会社組織形態を区別しておくことにしよう。第一は「パートナーの直接参加を含む個人組織」つまりパートナーシップであり、第二は「実際の経営管理が取締役に委託された、多くの資本家のジョイント・ストック的集中」形態、すなわち、ジョイント・ストック・カンパニーである。<sup>(1)</sup>この形態は、全社員のデ・ファクトの役割に関するかぎりですべて所有と経営の分離を実現しているような、そうした拡大された規模の「パートナーシップ」である。しかしこのばあいにおいても機能資本家団は依然として無限責任であり、このことが全社員の有限責任制に立脚する株式会社 (joint stock company with limited liability) との本質的な相異点をなしている。これらの区別をふまえて、以下、一八五六年に至るまでの会社形態の展開を概括しておこう。

イギリスの産業革命期を会社形態との関連から見たばあい、二つの特徴的傾向を指摘することができる。第一に、産業革命を遂行した工業企業の組織形態はパートナーシップが支配的であったことであり、第二には、ジョイント・

ストック・カンパニーや株式会社の設立要求は一九世紀になるまでたいした意義をもたず、しかもそのばあいさえ、運河・海運・公共事業・保険業などの、産業革命を推進した基軸的工業部門以外の、セクターにおいてそれらの形態が展開したこと、である。Bubble Actの廃止の動因もナポレオン戦争後の資本輸出ブームであって決して工業部面からの圧力によるものでなかったことが注意されねばならない。後期には死文化したとはいえ、制定以来一世紀あまりも存続した同法の存在そのものが、工業全体の成長が同時に個別企業の蓄積力と規模の拡充をともなっていないかったという産業革命過程の一端を物語っていると云ってよい。こうした性格は、一八四四年の登記法制定に至っても解消されることはなかった。同法の適用を受けて会社設立を目ざしたのは「資本主義の核であったというよりもむしろ資本主義的生産方法の発展・普及に必要な付属物」と称されている部門であった。一八四四年法のもとに設立され登録された会社数は九一〇社であり、それらのうち最大の部門は保険会社であってガス・水道等の公共事業がそれに続いた。これに対して製造業・鉱山業部門は五〇社にも満たず、また炭鉱業・鉄鉱山業は一六社、綿業はわずかに一三社というありさまだった。<sup>(4)</sup>しかしながら五〇年代になると一つの重大な変化が生じた。鉄道ブームの終焉である。一八五四―五五年において五、一五六マイルを代表する鉄道会社五五社のうちで額面に対して5%以上の配当を支払ったのは八社のみであり、二一社は当時のコンソル利率(一〇〇ポンドに対して三ポンド八シリング)以下しか支払っていない。さらに一八五五―五六年の連合王国の鉄道会社におけるほぼ三億ポンドの総資本金に対する平均配当は年間四ポンドほどにすぎなかった。<sup>(5)</sup>一八五五年の Limited Liability Act、一八五六年の Joint Stock Company Act による全社員の有限責任制の導入に決定的圧力を及ぼしたのはこの結果生じた投資のはげ口の狭隘化にはかならない。

さて、以上で一応の準備が整ったので、以下においては一八五六年法以降における株式会社の展開過程に論題を移すことにしよう。そのばあい、一八八〇年代——統計資料との関係から一八八五年——をおよその目安として前半と後半とに分けることにする。イギリス経済史上、一八八〇年代が画期として有する意義についてはここで改めて論ずるまでもなく明らかである。

(A) 一八五六—一八八五年

一八五六年から一八八五年に至る時期に株式会社の展開にとって主要な役割を演じた産業部門としては、海運業、鉄鋼業、綿業および金融業があげられうる。海運業についてはすでに別稿<sup>(2)</sup>において論じたから、その部門における有限責任制の導入が航海にともなうリスクの回避という要素と結びついていた点を指摘するに止めて他の三部門について検討を加えることにする。

① 鉄鋼業。六〇年代まではこの部門の組織形態は圧倒的にパートナーシップであった。鉄鋼業における株式会社形態の採用は大半が既存の生産設備の改変を基礎とした組織変更という形をとった。そのばあいの第一の契機はパートナーの死去ないし引退による資本金の引出しであった。その穴を埋めるために資本金の公募が必然化されたのである。こうした現象は特に六〇年代末から七〇年代初頭に頻発している。第二には一八五六年のベッセマーによる転炉法発明以後における一連の鋼生産技術の変化である。一八六〇年頃にはジーマンスの平炉法が工夫され、さらに一八七九年になると塩基性法が登場してくるようになる。S・ギルクリスト・トーマス<sup>(3)</sup>Blairavon Co., Ltd. とゆう株

式会社を通じて実験を試み、その成果は有名な *Bojkow, Vaughan & Co.* によって成功のうちに利用された。これらの技術的諸変化は大規模製鋼用プラントの導入をもたらし大口の長期資金需要を拡大した。これら二つの要因が作用して鉄鋼業における株式会社数は一八四四―五六年間のわずか三社から、続く一〇年間には一〇〇社へと飛躍的に増大し、一八八三年においては鉄鋼業部門の全会社の二分の二が株式会社となっている。しかしこれらの数字をもつて株式会社が支配的になったなどとは言えそうにない。株式会社導入に対する阻止要因が働いていたからである。第一には、とりわけクリーヴランドを中心とするイングランド北東部に妥当することだが、長期設備信用を地方銀行が供与していたという事情がある。その例としては *Northumberland and Durham District Bank, Yorkshire Banking Co.*, それから *Yorkshire City and County Bank* があげられる。これらのうち最初にあげた銀行は *Derwent Iron Co.* に貸付けていた約一〇〇万ポンドが焦げついて一八五七年に倒産している。地方銀行のこうした長期貸付傾向は *Wiesner* などの金融史家によっても一層一般的にあてはまる現象として強調されているのだが、一八七八年の *City of Glasgow Bank* の倒産とそれに続く恐慌以降このような貸付業務は衰退の一途をたどたとされている。第二には製錬工程の技術的性格が指摘される。塩基性法が導入されないかぎり、錬鉄生産においては攪錬炉の操作が機械化しえず、しかも熔銑鉄を高炉から直接に攪錬炉に装入することができないという事情からして統合化が不可能であり小規模工場の方がかえって経済的には有利であった。この点は、規模の経済性をいかなんか發揮した銑鉄生産部門や製鋼部門とは対照的な性格を示したものと言えよう。これもまた株式会社を支配的なものたらしめえなかつた要因をなしていたと考えられる。<sup>(6)</sup>

表 3

A	
年 度	一工場あたりの平均紡錘数
1850	10,868
1862	10,525
1871	15,399
1873	16,531
1880年代中葉	65,342 (株式会社のみ)

B		
年 度	紡錘総数	紡績職工数
1861	30,381,467	248,000 名
1880—2	41,298,110 (これは1885年 についての数字)	240,000

出典：Jeffreys, *op. cit.*, pp. 85—88.

② 綿業。五〇年代の綿業部門ではバートナーシップが支配的であり綿紡績工場の設立者は必要資本額の四分の三を独力で調達しえたと言われている。またこの時期には工場の規模にも変化がなかった。このことは一工場あたりの紡錘数の変化を見れば分かる(表3A)。しかし南北戦争を契機とする棉花飢饉は綿業における合理化の推進を強制した。一八六〇年にランカシャへの原棉供給の四分の三をしめていたアメリカ南部産の棉花の輸入が翌年の戦争勃発によって阻止されると、多数の資本力の弱い綿業企業は操短ないし操業停止に陥った。その結果、「生産規模の拡大ならびに労働の生産性の増加」すなわち「生産の集積」が進行した。一方では一工場あたりの紡錘数が増勢に転じ、他方では自動式ミュール紡績機を技術的基盤とする資本による労働代位が推し進められた。表3はこの過程をはっきりと示している。こうした「生産の集積」は一つの条件を不可欠のものとした。つまり、必要資本増加分の調達である。

このばあいの一工場あたりの平均必要資本額は表3Aの数字に一をかければ出てくる。なぜなら一単位の紡錘に対して必要な費用は一ポンドだったからである。このような固定資本調達の必要が綿業における株式会社の普及を促した規定的要因である。この普及度がつとも高かったのはオールダムであり一八八四年には一五六社中七一社、すなわち四五%が株式会社であった。ブラックバーン、ボルトン、マンチェスター、プレストン、ロッチデイル等を含む他のランカシャ紡績地帯のばあいにはオールダムよりこの数字が低く二八

%ほどだった。紡績・織布兼営部門あるいは綿製品製造部門ではさらに低く一八%にすぎなかった。<sup>(10)</sup>

③ 銀行業。銀行業における株式会社への導入を規定していたのは、もっぱら、倒産というリスクに対する株主の債務負担能力だけに限られる。大口資本需要という要因は全く問題にならない。銀行は利子という費用をかけさえすれば預金という「資本」を安価かつ容易に調達できるからである。また、既存銀行を合同という形で吸収すれば経営規模の拡張も他産業に比してはるかに簡単である。実際にイギリスの銀行集中はこうした合同という形態をとって進行的なものである。したがって銀行業における株式銀行への転換は株主の無限責任という制度の内実が表に現われるや否や即座に進展した。その決定的な画期が一八七八年における City of Glasgow Bank の倒産である。このとき同行の株主は一〇〇ポンド株一株につき約二七五〇ポンドを支払わなければならなかった。その結果、翌年の改正会社法を契機として大半の合本銀行は株式銀行へと転換するに至った。同法は、一八六二年の会社法が株式銀行創立ブームを惹き起し海外銀行創設を推進したばあいとは異なった意義をもっていた。つまり、一八六二年法は、投機的な株式銀行の設立が多数の株式銀行の消滅に帰着したことによって、かえって無限責任制の合本銀行の社会的信用を高める結果を導いたのであった。<sup>(11)</sup>したがって一八六二年法が商工業の基軸的部門に対してもったのと同様な画期的意義を一八七九年法は銀行業に対してもつことになったと言ふべきである。

さて、以上の議論の意味するところをまとめるところにしよう。当面の時期における株式会社形態導入の推進的動機は、部門ごとにヴァリエーションをとめないながらも、大別して二つ存在していた。一つは株主のリスクの回避という要因であり株式会社の本質的モメントをなす有限責任制の実現に帰着する。いま一つは大規模な資本の動員という

要素でありそれは株式会社形態のもつ資本集中力の表現にほかならない。個別資本の立場からすると、前者は「安全性」の観点を、後者は「収益性」の観点を表わしている<sup>(12)</sup>。この点からすると、この時期に株式会社形態が「イギリス資本主義の基軸的領域 key fields of British capitalism」<sup>(13)</sup>と称される諸部門——綿業、鉄鋼業、海運業それから銀行業——の中で展開したばあいの特質は——経営史家のしばしば用いる表現にしたがえば——「戦略」の形成過程と「適合的な」関連をともなっていたことにあるとも言えよう。

(B) 一八八五—一九一四年

一八八五年までに個別企業の約三分の一が株式会社形態を採用していた諸部門——綿紡績、鉄鋼および海運——においてはこの時期に一段と株式会社化が進展した。一八九三年にオールダムでは株式会社によって所有されている紡錘数の百分比は一八八四年の五〇％に比して八〇％にまでふえた。鉄鋼業においては一九〇〇年に六〇四の高炉のうち五〇六（八三％）を株式会社が所有し一九一〇年になるとこの比率は九〇％となる。これに対応する一八八二年の数字は四四％であった。海運業では一八九四年と一九一三年との間に二、〇〇〇トン以下の船舶総トン数が半減したのに対し、パートナーシップによる資金調達ではまかないきれない二、〇〇〇トン以上の船舶総トン数が四倍に増加した。さらに一九一九年にはイギリス最大の海運会社連合である Liverpool Steam Shipowners Association に所属する海運会社のうち約八〇％が株式会社であった<sup>(14)</sup>。

ところで当面の時期にはこのような「基軸的領域」ばかりでなく他の産業分野においても株式会社の普及が始まっ

表 4

年 度	Burdett (£)	全登録株式会社 (£)
1885	209,000	59,000
1895	263,000	55,000
1915	324,000	41,000

出典：Jeffreys, *op. cit.*, pp. 130—1.

た。醸造業においてはほぼ二〇年間のうちに株式会社が急速に登場するようになり石炭産業においても深部採炭が進行し坑道が延長されるに従い固定資本比率が高まって同じ傾向が現われた。石炭産業におけるこうした動向はさらに、鉄鋼・造船会社による垂直的統合への動き（炭鉱買取り）によって加速された。<sup>(15)</sup>これは、より広汎な企業合同への傾向の一端にすぎなかったのであるが、ここでは、当該時期に特徴的であったいま一つの問題、つまり私会社 (private company) の展開に注目することしよう。

私会社は一八九〇—九五年に設立された株式会社総数の三三%をしめていたと推定されているが一九一四年までにこの値は七七%まで上昇した。この傾向は平均払込資本金額の推移によっても確認される。表4にはBurdettのStock Exchange Official Intelligenceに掲載されている株式会社（大半が公募会社）の平均払込資本金と登録済全株式会社の平均払込資本金額との比較数字が示されている。同表は株式会社の規模が公募会社と私会社とは明確な相違のあることを明らかにしている。すなわち、公募会社Ⅱ大企業および私会社Ⅱ中小企業という一般的傾向が明示されているのである。もとより例外も存在する。たとえば、海運業のHarland & Wolf, Alfred Booth & Co., John Bibby & Sonsなどのように。しかし、こうした一般的傾向は第一次大戦後になると一段と進み一九二四年には公募会社九、一〇九社に対して私会社は八一、九〇九社に増大した。だが、このばあいには明らかに一つの質的な発展が背後に存在していた。親会社Ⅱ小会社関係の形成である。この関係のもとに小会社を私会社とすることによって利益隠しが行なわれたのである。<sup>(16)</sup>ところで、公募会社

と私会社という株式会社の「両極分解」の背景となっていた要因は何であろうか。端的に言えば、一八五六―八五年の時期に顕在化しつつあった、あの株式会社形態に内在する二要因にはかならない。個別資本の動向を規定する「安定性」と「収益性」という資本の行動原則とそのばあいの両者間の重点移動とが公募会社と私会社という株式会社の二形態となって外在化したと言うべきである。

当面の時期に関して考察されるべき課題がいま一つ残っている。しばしば一八九〇年代から第一次大戦にかけての時期はイギリスの産業独占形成期としてとりあげられ、その頂点が一八九七年から一九〇〇年に至る「創業時代」であるとされている。<sup>(17)</sup>この時代以前でさえすでにイギリスにおける株式会社の普及度は国際的にも高く、<sup>(18)</sup>また既存の諸株式会社が結合して多数の独占体を産みおとすほどにもなっていた。ところが、その同じ時期における全体的な株式会社設立状況に見られる特徴は私会社の動向を色濃く反映したものであった。二つの図表を用いてこの特徴を一層はつきりと示しておこう。

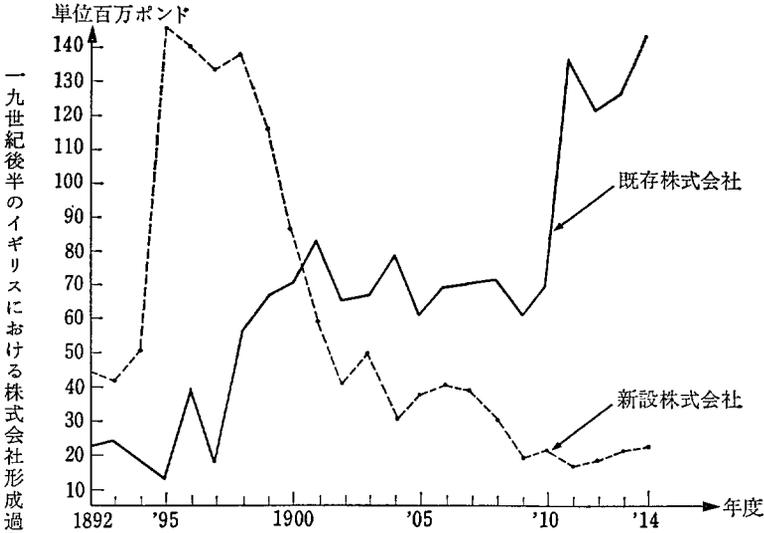
まず表5を分析する。ここで売主 (Vendors) とは既存のパートナーシップ形態の会社の所有者である。したがって新設株式会社の多くが既存パートナーシップの組織変更の結果発生したものであることを表5は示している。この傾向は、株式公募部分が減り売主の持分が六一七〇%となっていたために、一八九〇年以降いよいよはつきりとした形をとった。それは二通りの結果をもたらすことになった。第一に、既存パートナーシップの売主は改組後の株式会社においても経営的実権を行使することができた。第二に、売主はパートナーシップ形態の会社を株式会社に売りその見返りに新設株式会社の全額払込株式を取得するという形式をとるから実質的な資金が新設会社に導入されるこ

表 5 1885—1914 年の各年における新設株式会社の払込資本のうち売主の  
手もとに入る部分の百分比 <sup>ヴェンダー</sup>

年 度	払込済と考えられ る総資本 £ 000' s	公募による払込 済資本 £ 000' s	売主株に払込まれ たものと考えられ る額 £ 000' s	売主の手許に行 く総資本部分の 百分比
1885	24,116	15,840	8,276	34
1886	39,660	21,416	18,244	46
1887	49,635	27,092	22,543	46
1888	77,066	39,735	37,331	48
1889	80,607	52,101	38,506	42
1890	81,231	37,701	43,530	53
1891	51,262	17,435	33,530	67
1892	45,365	16,724	28,641	64
1893	41,410	13,355	27,855	68
1894	50,486	17,387	32,899	66
1895	103,012	37,915	65,097	64
1896	145,681	61,743	83,938	58
1897	133,726	50,283	83,443	62
1898	137,055	51,160	85,895	62
1899	117,712	42,240	75,468	64
1900	103,125	34,854	68,271	66
1901	59,999	21,247	38,752	65
1902	43,600	13,846	29,760	69
1903	49,534	13,259	36,275	74
1904	30,696	8,146	22,760	75
1905	38,877	21,237	17,640	46
1906	43,264	15,191	28,073	65
1907	42,322	15,866	26,456	63
1908	32,554	11,471	21,083	65
1909	20,372	7,251	13,121	65
1910	22,148	9,232	12,916	58
1911	17,603	7,076	10,527	60
1912	21,153	9,425	11,728	55
1913	22,821	9,455	13,366	60
1914	23,383	9,318	14,065	61

出典：Jeffreys, *op. cit.*, Appendix A.

図 1



とはありえない。したがって資本額の現実的増分は公募  
 資本金のうち払込部分に該当するだけである。この額は  
 固定設備の導入には全く不十分であったから大半は追加  
 的運転資本として機能せざるをえない。こうして新設株  
 式会社への改組は有限責任制の導入と追加的運転資本の  
 調達に帰着したのであって全く新しいプロジェクトを実  
 現するためのものではなかった。だから株式会社の創設  
 は工業的生産力の発展を意味するというよりもむしろ投  
 資家の資本投下部面を拡大して会社経営とはおよそ無関  
 係な金利生活者 (rentier) を創出するという結末をもた  
 らしたと言ってよい。この傾向は既存株式会社と新設株  
 式会社との新規発行資本額の推移を示した図1によって  
 一層明確になる。同表の作成過程はつぎの通りである。

①新設会社とは特定年度に設立・登録された株式会社で  
 ある。②既存株式会社とは、特定年度にすでに存在して  
 いた株式会社である。③新設株式会社の新規発行払込資

本額は応募額と売上の取得分との合計を示す。④既存株式会社の新規発行払込資本額はつぎのように計算する。特定年度の既存・新設を合わせた全株式会社の払込資本の新規発行分から新設会社の新規発行払込資本額を控除する。つぎには、その結果得られた額に、当該年度に清算の行なわれた株式会社の資本金額を加える。この手続きが必要なのは、後者の額に等しい額が全株式会社の新規発行払込資本額を算出するばあい(補註)に相殺されてしまうからである。

さて、以上の経過で作成された図1の物語る内容は注目値する。この図によれば、一九〇〇年ごろを境として既存株式会社の新規発行が新設株式会社のそれを上回り両者の懸隔は急激に著しくなった。この現象の意味するところは何であろうか。第一に、既存株式会社の新規発行分は売主に流れることはありえないのだから長期資本設備の拡張に利用可能である。しかしこの拡張は既存の産業構造を変えない拡張である。表5に示された結果もこの方向に作用していたものであることは明らかであろう。図1はかかる傾向がとりわけ一九〇〇年以後に一般化したことを示している。第二に、既存株式会社の新規発行は増資にはかならないのであるからそれに応募する投資家は会社経営への参加を企図したものではない。この点のちに触れる資本調達形態をも含めて考察されるべきであるが、傾向的な見方をすればこのように言いうるのであろう。表5と同じくここにも投資家層のランティエ化の一面を見ることが出来る。第三に、図1は「創業時代」の存在をはっきりさせてはいるものの、それが持続的傾向でなかったことを明らかにしている。それはロンドン資本市場自体の構造を反映した結果にはかならないのであり、のちに述べることだが、ここでは新しい国内事業分野を開拓するための新設株式会社の発行に対して十分な支持を期待することはできなかったのである。

総括しよう。当面の時期には株式会社形態固有の二面性が公募会社Ⅱ大企業と私会社Ⅱ中小企業との並存および後者の比重増大となって現われた。また、広汎な私会社の存在と新しい事業開発をめざす新設株式会社設立の困難性は、一方で投資家層のランティエ化を促進し、他方では、質的転換をとまなわない産業構造の量的拡張をもたらしたのである。<sup>(19)</sup> 次節では、ここに現われたランティエ化の要素が株式会社の資本調達形態の諸変化の中にいかにして投影されることになるかを分析しよう。

## 二 株式会社における資本調達形態の諸変化、一八五六—一九一四年

### (A) 株式額面の変化とその意義

主要産業諸部門における株式額面の変化について、まず、部門ごとに検討を加えることにしよう。そのばあい、海運業については、のちのまとめにおいて言及されるような一般的傾向が現われていた点を指摘するに止めておくこととする。

① 鉱山業。これは鉛、錫、銅、スレートおよび若干の炭鉱を含んでいる。炭鉱の中でも鉄鋼業と結びついていたものについてはのちに論じられることになる。これらの諸分野では全額払込低額面株式がもっとも早くから発展していた。一八五六年と一八六五年との間に国内および海外で鉱山業を営むために設立された株式会社四〇八社（一三五社は失敗）のうち過半数が五ポンド以下の株式を発行しており大多数の金鉱山会社株は一ポンド以下であった。しか

もそれらの株式のほとんどすべてが六カ月以内に全額払込みを要求するものであった。しかしこの傾向は、小口の遊休資金を動化するとともにリスクを分散させた結果というよりも、株式会社の永続性を度外視した投機活動および鉱山会社の必要資本額の過少性の帰結であった。一八六六年においてこの部門の最大の資本金は一五万ポンドであり、しかも平均資本金額は二—三万ポンドにすぎなかった。当面の時期には鉱山業の株式の性格は以上の傾向を帯びていたと言つてよい。<sup>(20)</sup>

② 綿業。一八六〇—六五年の設立ブーム期には額面額に関して二つの型の株式会社が存在していた。第一の型は高額面株をもつ株式会社である。一八六四—五年に設立された J. H. Bates Co., Ltd., Albert Cotton Mills Co., Ltd. はおのおの一〇〇ポンド株を発行していた。一八六二年にロッチデイルに設立された Minorca Spinning Co. は全額払込三五〇ポンド株を発行していた。これに対して第二の型は低額面株の株式会社であり協同組合的紡績株式会社であった。これは、マルクスが、「資本と労働との対立」が「消極的に止揚され」ている「資本制的株式会社」と区別してその対立が「積極的に止揚されている」「協同組合工場」と名付けたものに該当する。<sup>(21)</sup> この型に含まれるのは、一八六〇年設立の Bury Co-operative Manufacturing Co. (全額払込五ポンド株) およびその翌年に設立された Belthorne Co-operative Manufacturing Co. (全額払込一ポンド株) である。第二類型が一般化して一ポンドないし三ポンド払込の五ポンド株が普及するようになるのは Oldham Limiteds の時代であった。しかし Oldham Limiteds が「止揚」したのは「資本制的生産様式」ではなく高額面株であった。こうした額面低下傾向はその後も続いた。一八八三年にオルダムで操業していた紡績株式会社七一社のうち八〇%は株式額面五ポンドであった。しかし全額払

込株を発行していたのは一三社にすぎなかった。オルダムに顕著な形で現われていた五ポンド株の普及は連合王国内で一八七三年から八三年にかけて登記された紡績および織布部門の三五五社の株式会社にも見られる。このばあいには五八%が五ポンド株を発行しており、織布部門や紡績・織布兼営部門には五ポンド株が例外的であったことを考え合わせると、紡績專業部門における五ポンド株の普及度は五八%をはるかに上回っていたと考えられる。<sup>(22)</sup>

以上のような、とりわけ綿紡績業における一部払込低額面株の普及要因は二点にわたって指摘されている。<sup>(23)</sup> 第一は投資家層の広汎な存在であり、それと低額面株との結合が株式保有の大衆化を推進したのである。たとえば、オルダムをとってみると、紡績職工を除く広汎な社会層——紡績用機械製造業者、紡績工場の技師・建築家、工場監督、旅館経営者、居酒屋の主人、小売店主、マンチェスターとリヴァプールの商人および証券ブローカーなど——が投資家に含まれていた。第二の要因としては綿業独自の資金調達形式たる Loan Capital の一般化があげられる。これは投資家から株式の未払込部分だけを担保として資金を直接借入れるという方式であり七〇年代後半に一時的に比重が低下したが八〇年代になると復活してくる。一八八六年のオルダムの紡績工場（九〇工場）においては払込済株式資本が三、四五五、六七六ポンド、未払込部分が二、八〇七、八五九ポンドそれから Loan Capital が三、四三五、四二七ポンドとなっており Loan Capital の発行に際して未払込分以外の特別の担保物件が設定されていた事例は全体の二〇%にすぎなかった。このばあい Loan Capital の金利が高騰すると未払込部分の払込請求がなされた点に注意しなければならぬ。こうすることによって株式資本の全額払込完了時点にはその額の一・五倍を上回る資金が運用されたことになる。

表 6

A

年 度	一株額面平均(£)
1860年代	50~100
1870—5	10~50

B 若干の会社の額面分割 (£ 50 ないし £ 100→£ 1)

社 名	分割実施時点
Vickers	1897年
John Brown's	1899
Armstrong Whitworth's	1900
Bolckow Vaughan	1900
Stavely Coal and Iron	1907

C 合同による新設会社の株式額面

社 名	一株額面 (£)	実施時点
Dorman Long	1	1899年
Bell Bros.	5	1899
Guest Keen & Nettlefolds	1	1900
William Beardmore	1	1902
Baldwin	1	1902
Cammell Laird	5	1903

出典: Jeffreys, *op. cit.*, pp. 166—7. および p. 203.

いたが株主数はわずかに二五名にすぎなかつた。<sup>(2)</sup>しかし、この部門においても額面低下の傾向が着実に現われたのであって表6にはこの動きを示す若干の指標があげられている。表6のBとCにあげられている会社はいずれも当該部門の最大規模に含まれるものである。

④ 銀行。一八四四年銀行法は株式が少なくとも額面一〇〇ポンドで五〇ポンド払込済という条件に基づいて合本

③ 鉄鋼および一部の石炭。この部門においては株式会社の設立が大資産家の手によって遂行されたため設立当初から少数大株主が存在し額面低下が阻止された。たとえば Ebbw Vale Coal and Iron Company は四〇〇万ポンドの名目資本金を有したが一八七五年の株主数は約五〇〇人であり、しかも同社は当該部門中株主がもつとも多い部類に属していた。単純に平均してみても一人当り持分は八、〇〇〇ポンドとなる。また Vickers Sons & Co. のばあいには同

銀行の設立を許可した。この規定は一八六二年会社法で廃止されたが低い未払込部分をもつ株式は株式銀行の展開過程に特徴的な現象であった。一八七五年には五八行の株式銀行のうち全額払込株をそなえていたのは七行のみであり五〇%以上払込済となっていたのは一行にすぎなかった。一八八五年においても一四四行の株式銀行について見ても払込済部分は平均二四・六%であった。<sup>(25)</sup>ところで、特に銀行のばあい、このように未払込株が持続した根拠を求めるとあたっては「追払債務」の演じた独自の役割に関してある程度詳しく論じておかなければなるまい。綿業にとって原棉供給の途絶が「棉花飢饉」をもたらしたように、銀行業にとって預金の枯渇が業務そのものの停止を意味することとはあらためて言うまでもなからう。だが、預金は一般の工業原料とはつぎの点で異なる。つまり、同一額の貨幣と交換に同一額の預金を同一時点で得ることはできないという点である。貨幣は貸し付けることによって利子を生ぜしめる。借受貨幣額にそうした預金利子を加えた額を後日返済するという支払約束に対して預金がなされる。この支払約束の履行される確実性こそが預金吸収力を規定する要因をなしている。預金利率がいかに高くとも返済の確実性が保証されないかぎり預金の獲得は不可能である。銀行における無限責任制の持続を避けがたいものとした一般的根拠はここにある。一八六二年会社法以後の投機的株式銀行の設立ブームや一八七八年の City of Glasgow Bank の破産と、合本銀行から株式銀行への移行との因果関連はそれなりの限られた妥当性をもってはいるものの、それといわば競合する形で無限責任制を継続させる契機が作用していたと言わねばならない。というのは、合本銀行の株式銀行への移行に拍車をかけたその同じ一八七九年会社法が同時に事実上高額面の銀行株を推進する条項をも含んでいたからである。一八六二年会社法はその発効前に設立された銀行には有限責任を賦与しなかったけれども一八七九年法

はすべての銀行の株式会社としての登録を可能にした。この点は同法第四条に規定されている。ところが第五条にはつぎのような規定がある。関係箇所を訳出するとつぎの通りである。「無限責任会社は、一八六二年から一八七九年に至る諸会社法のもとに株式会社として登録することに同意するばあい社員により通過せしめられた決議によって、またかかる登録その他の目的のために、同社の株式の一株あたりの額面額を増加させることにより同社の資本金の名額を増加させることができる。ただし常に、かくして増加せしめられた資本金のいかなる部分も当該会社が清算されるばあいおよび清算の目的のためを除いて払込請求をなしえないものとする。」<sup>(26)</sup>ここに規定されている「増加せしめられた資本金」部分こそ、しばしば「追払債務 reserved liability」と称されているものにはかならない。系譜的に見ると、この制度は一九世紀前半のイギリス植民地における特許状銀行 (Chartered Banks) の設立過程に登場してきたものであり、<sup>(27)</sup>そうした意味においてそれはイギリスの金融制度の外への発展から内なる発展に至る系譜的かつ因果的な関連を示唆しているように思われる。「追払債務」の現実的機能については金融史家ヤッフエのつぎのような評価が必要にして十分な説明を与えていると考えるとよからう。彼はこう言っている。<sup>(28)</sup>「大部分の銀行が実際には公募資本の五分の一または四分の一だけを払込済としているのを見るならば、株主は平均して払込資本の七倍ないし一〇倍の金額について責任をもっていることになる。換言すれば、銀行に関しては無限責任と等しいからである。」  
一八七九年会社法はここでヤッフエの指摘している事実上の無限責任制の存続と一八七八年恐慌を動因とする有限責任の法形式上の承認との二つの要素をはらんだ妥協の産物でしかなかった。それにも拘らず、この事実上の無限責任

表 7

London & County Banking Co., Ltd.		
年度	株主数	一人当り平均 持株高(£)
1867	2,000名	500
1877	4,014	375
1887	7,200	280
1897	9,600	210

National Provincial Bank of England, Ltd.		
年度	株主数	
1867	2,056名	
1897	13,187	

出典: *The Bankers' Magazine*, Vol. 65, 1898.

という要素は投資家に無視されたようである。ヤッフエはその根拠として銀行株の相場変動に大した影響が見られないという事実をあげているが、<sup>(29)</sup>それよりも重視されるべきことは銀行株においては払込部分が少ないために零細資金を吸収する力が強く鉄鋼・石炭等の諸部門に比して株式保有の大衆化が著しかった点である。表7には一八七九年法により株式銀行となった二行について若干の数字が示されている。これらがいずれも、のちにビッグ・ファイブの一角をなすことは周知の事実であろう。特に London and County 銀行のばあい、銀行株式保有の大衆化、それゆえに招来せしめられたランティエ化の様相がはっきりと示されていると言えよう。

さて、これまで素描された若干の諸産業部門を含めて株式額面の性格変化における一般的趨勢を補足もかねてとりまとめておこう。当面の時期の一般的傾向をひとことと言うと一部払込高額面株から(全額ないし一部払込の)低額面株への移行であった。まず、低額面株の普及の背景としていかなる要因が作用していたと考えられるであろうか。投資家の基盤拡張＝株式の大衆化、を推進することによって広汎な社会的遊休資金の動化・動因を必要ならしめる要請が「資本」の観点のもとに存在したことは一般論として主張されうることだが、投資家自身の側からしても、破産に際して巨額の払込請求のなされるリスクを孕んだ高額面株を回避する必要性が高まったことは否めない。しかも低額面であればポートフォリオの内容が充実されて株式保

有に分散性をもたせリスクの拡散をはかることができる。一八六七七年の Henry Pochin の証言に於てらしてみてもこうした点は強調されてしかるべきであろう。彼はマンチェスターの商人で多数の綿業・鉄鋼部門の株式会社への大口投資家であり関係会社の取締役にもなっていた。その彼はこう言っている。<sup>(30)</sup>『多くの株式会社の株式はいかなる形態においても流通不可能です。……(中略)……銀行業者はそれらの株式を前貸のための担保とみなしてくれません。

……(中略)……それで投資家は将来の払込請求にそなえて低利で銀行に貨幣を預けなければならなかったのです。』彼のこの証言は二つの重要な指摘を含んでいる。第一には国内産業株の流通市場の欠如でありイギリスの諸証券取引所の海外投資へのバイアスを示唆している。第二に払込請求にそなえて株主は銀行に一定額の預金をしておかなければならなかったため投資の全体としての利回りは低下せざるをえなかった点である。この要因は未払込部分を低下させて全額払込株を出現させる方向に作用する要因ともなりうるように思われるが、それがもつばら額面低下を導くという形で現われざるをえなかった事情が存在しているのである。これは一部払込株の広汎な残存の要因でもあった。一八九五年の『商務省委員会』の報告書は一八九一年一月に登記された一会社についてこの現象の極端な事例としてつぎのように説明している。<sup>(31)</sup>「同社の資本金一万ポンドは一株一ファージングから成る九六〇万株に分割されており払込資本金総額は一ペニー三ファージングであった」と。

そこで第二の論点に移ることになる。株式の未払込部分の重要性はすでに綿業の Loan Capital に言及した折に若干ふれたがそれは一層幅広い産業諸部門の株式会社に対しても妥当するものであった。すなわち、一般にイギリスの株式会社は二通りの仕方、追加的資本ないし信用を得る手段として株式の未払込部分を利用したのである。<sup>(32)</sup>第一の

方法は追加的運転資本を調達するための未払込部分の利用である。これは特に Wagon Companies においても特徴的に現われている。一例をあげよう。一八六三年設立の Yorkshire Wagon Company は一八六八年につきのような三種別の株式を発行した。第一に、全額払込一〇ポンド株 (A株)、第二に、各五ポンド払込の一〇ポンド株 (B株)、そして第三に、一ポンド払込の一〇ポンド株 (C株)。このばあい A株は投資家にとってきわめて安全な株式であり資産保有を目的とした長期資金の投下のために最適なタイプの株である。これに対して C株は高額の払込請求というリスクをともなうことになるが短期的に市場利率を上回る利子をかせげる。だから C株は一時的遊資を吸収するには最適の株式となる。しかしそれはもとより大量の資金投下を期待して案出されたものではない。投資家のリスク分散行動の結果 C株は相対的には最も資金吸収効率の弱い株式となる。したがってそれは運転資本の調達に關するかぎりにおいて適切な株式タイプとなるのである。こうした方式は鉄鋼業部門にも見られ、ここでは二種類の株式種別化が一般的であったと言われている。

つぎに第二の方法であるが、これは、株主にとっての払込請求リスクを回避する目的で社債発行や一時借入金調達を試みられたという事情に由来する。その結果、未払込部分を担保として社債を発行するという方法が登場してきたのである。一八六五年に制定された Mortgage Debenture Act はその制度的根拠となった。<sup>(33)</sup> それは株式会社に抵当社債発行の権限を与えたが、そのばあい、つぎのような条件を課した。第一に、株式に対して一〇分の一以上二分の一以下の払込がなされていなければならない。第二に、その株式は額面五〇ポンドを下回らないものでなければならぬ。したがって同法は五〇%ないし九〇%の未払込部分が社債権者に対する担保となりうることを認めたのであ

る。同法発効後七〇年代になると Bristol Wagon Company をはじめとしてこの種の社債発行方法を採用する株式会社がふえ九〇年代に確立する。

(B) 優先株と後配株

まず、優先株について論ずることからはじめよう。一八五六一八五年におけるその普及状況は以下のごとく概括されうるのであろう。

株式会社における優先株の採用は鉄道会社に端を発している。鉄道会社のばあい一八五七—八年には総株式資本の二四・八%が優先株によって調達され一八八四年にはこの百分比は六一%にまで上昇した。<sup>(34)</sup> 特許状による株式会社——ガス・ドック・運河・電信等の公共事業部門——も同じ傾向を示した。諸会社法とともに発展した新しい株式会社においては八〇年代まではきわめて限られた範囲で優先株発行が試みられたにすぎない。六〇—七〇年代には車輛・馬車部門においてまず普及し、続いて鉄・鋼・石炭部門の株式会社で優先株の展開が見られた。前者では North Central Wagon Co., Birmingham Wagon Co., North of England Railway Car & Iron Co. がそれぞれ一八六七—八〇年に優先株を発行している。後者では一八六四年にはじめて Powell Duffryn Co. が優先株を発行した。しかしこの部門では六〇年代に関してはそうした優先株発行はまれであった。この状態は七〇年代になると変化をとり Bolckow Vaughan, Shott's Iron Co., John Brown & Co., Wempsted Iron Co., Nantyglo Iron Co. 等<sup>(35)</sup> Patent Shaft Co. がいずれも一八七五年までに優先株を発行している。<sup>(35)</sup> しかしながら一八八〇年代前半まではこれらの諸部門における

優先株の普及度は低く一般的水準以下であった。このことを示す数字例をあげておこう。<sup>(36)</sup>一八八五年におけるイングランドとウェールズの株式会社一、五八五社——これらは鉄道をのぞく八、九二四社のうち相対的に規模の大きい部類に属している——について総資本金にしめる優先株の比率は九・七%であったが、同じ時点において商工業・海運・鉄・石炭・鋼部門の六六一社について同じ比率を見ると八・八%にすぎなかった。このように全体的に見ても当面の時期には優先株の普及は局部的であったと言いうるが、それとともにいま一つ指摘しておくべきことがある。一八七〇—一八〇年代における普通株と対比したばあいの優先株の特徴は、第一に額面額が小さかったことであり五ポンドないし一〇ポンドが普通であった。第二に全額払込が通例であった。このことはまさしく投資の性格を規定しているのであり優先株の発展は直接的に、配当収入のみをあてにしたランティエ的投資家の成長を表現していると言ってよい。この特徴は一八八五—一九一四年の時期になるとますますきわ立ってくることとなる。そこでつぎにこの時期の優先株の発展傾向を見ることにしよう。

さしあたり総括的な表(表8)の分析からはじめる。まず第一に、一八八五年以前には優先株の発展の緩慢であった商工業・海運・鉄・石炭・鋼部門において平均を上回る顕著な発展が見られ、全体的にも優先株の普及度が急速に高まったことがわかる。さらに注意さるべき点は、この時期には優先株保有者の会社経営に対する参加権限はますます制限されつつあったにも拘らず優先株が急増したことである。この傾向はまさにランティエ的投資家群の成長を如実に物語っていると行ってよからう。とりわけ九〇年代における累積優先株の発展と二〇世紀にはいってからの参加優先株の登場は、保有的動機に一層順応した優先株類型を打ち出したという意味においてこうした傾向の延長線上に

表 8

年度	部門	総資本金 (千£)	総資本金にしめる百分比			会社数
			普通株	優先株	アイベンチャーズ	
1885	A	419,240	69.6	9.7	20.7	1,585
"	B	114,558	74.4	8.8	16.8	661
"	C		不		明	
"	D	65,299	73.5	9.7	16.8	507
"	E	72,149	46.2	10.3	43.5	226
"	F		不		明	
"	G	36,962	75.0	8.0	17.0	102
"	H	12,297	80.8	3.8	15.4	52
1895	A	953,662	55.1	15.9	29.0	2,581
"	B	247,712	60.6	17.5	21.9	1,060
"	C	94,686	36.4	29.0	34.6	189
"	D	191,232	58.1	18.4	23.5	893
"	E	199,633	41.0	18.9	40.1	409
"	F	7,201	59.1	21.2	19.7	31
"	G	42,466	66.2	16.3	17.5	113
"	H	14,014	78.1	6.6	15.3	54
1915	A	2,433,398	50.1	21.2	28.7	5,337
"	B	898,456	47.6	29.7	22.7	2,367
"	C	193,940	30.8	26.3	42.9	348
"	D	652,632	45.8	31.9	22.4	1,922
"	E	202,561	54.7	15.9	29.4	518
"	F	40,594	38.7	21.8	39.5	96
"	G	179,419	54.0	24.4	21.6	342
"	H	66,405	46.2	25.4	28.4	103

出典：Jeffreys, *op. cit.*, Appendix E.

備考：部門についての記号法はつぎの通り：

- A... Burdett に掲載されている全株式会社（鉄道除く）
- B... / 商工業、海運および鉄・鋼・石炭部門の会社全体
- C... / 醸造業部門の会社
- D... / 商工業部門の会社
- E... / 金融・不動産・投資部門の会社
- F... / 電力供給部門の会社
- G... / 鉄・鋼・石炭部門の会社
- H... / 海運会社

位置している。第二に表から判明することは、全体として社債の比重は増大しているものの、優先株の増加ほどではないという点である。この現象は当面の時期の優先株と社債の発行の序列に由来すると考えられる。つまり、優先株が特定の担保に基づいてまず発行され、しかるのちに浮動担保 (floating charge) に基づいて社債が発行される。しかし社債発行がこのようにしてなされるとしても会社の全資産が特定の担保物件として優先株発行に利用されてしまうとこの社債は事実上無担保同然となる。したがって優先株に比べて社債の市場性はどうしても低下せざるをえなくなるのである。<sup>(38)</sup>

さて、イギリスの株式会社における資金調達手段としてこの時期に用いられたいま一つの株式類型にもここで簡単に言及しておこう。後配株がそれである。しかしそれはごく限られた時期——一八八六—九六年——に利用されたにすぎない。その前身となったのは七〇年代の鉄・石炭・鋼生産部門における「売主後配株 vendor's deferred share」である。Brynmawr Coal & Iron Co. の事例をあげておこう。同社の総資本金は二〇万ポンドであり額面一〇ポンド株二万株から成っていた。売主はそれらのうち半数を取得した。これが「売主後配株」であり株式会社への組織変更の際して一時的に発生したものである。しかし後配株ブーム期にあたる一八八六—九六年にそれがもっとも華々しい展開をとげたのは鉱山・投資・投資信託部門においてであり時として投機的な性格を帯びていた。投機の後配株発行の遣り口はこうである。最初に、払込資本部分の割合の低い(一〇ポンドに対して二ないし三ポンド)普通株の発行によって投機的資金の吸収をはかる。つぎにそのばあいの未払込部分を担保として社債を発行する。その結果普通株配当と利益金との差額が大きくなる。かくして後配株の配当が増大することになるのである。こうした後配株の利

用は職業的な会社発起人の手数料としての後配株の使用と結びついて一九世紀末まで続いた。しかしながら優先株の急速な発展によって後配株の機能は前述の参加優先株に吸収されその意義はなくなつていった。<sup>(39)</sup>

まとめて言うと、当面の時期における投機的後配株の一時的ブームをともなつた優先株の急速な発展は投資家の大衆化・ランティエ化のもつとも端的な表現であつたと言ふことができる。<sup>(40)</sup>それは個別資本の經營的実権への一般投資家の参加を名実ともに否定する方向への展開を志向するものであつた。しかもこの事實経過は株式会社の支配権の少数者への集中を裏面から立証してもいるのである。だが、本稿では故意に楯の反面だけを見ていることに注意をうながしておこう。

### (C) デイベンチュアズの発展

あらかじめ用語法を明確にしておくこととする。これまでの行論において社債と称したものはデイベンチュアズとデイベンチュアとを区別していなかった。しかしここではデイベンチュアを社債と訳し、デュベンチュアズは社債およびデイベンチュア・ストックの両者の総称と考へて論を進めることにしよう。

① 一八五六年から一八八五年に至る時期においてデイベンチュアズの普及を先導したのは鉄道会社であつた。とりわけデイベンチュア・ストックの利用度が拡大するという傾向がそのばあいの特徴であつた。この点は他の産業諸部門における発展を早熟的に実現したものであると言つてよい。デイベンチュアズの発展の法的根柢はすでに述べた一八六五年の Mortgage Debenture Act と一八六三年の Companies Clauses Consolidation Act とに求められるが

六〇年代には不動産会社を除いてディベンチュアズ発行はまれであった。<sup>(41)</sup>一八七〇年―七五年の時期になると鉄・石炭部門における株式会社への組織変更ブームによってディベンチュアズの新たな利用が試みられた。つまり、既存パートナリーシップの売主に対する支払金の一部としてのディベンチュアズの利用である。つぎの五社はいずれもそうした形で組織変更のなされたものである。<sup>(42)</sup>(カッコ内はディベンチュアズの発行年度)。Darlington Iron Co. (一八七二年)、『Llynvi Tondou and Ognore Coal Co. (一八七二年)』、『Bonville's Court Coal and Iron Co. (一八七三年)』、『John Bagnall & Sons (一八七三年)』、それから『Andrew Knowles & Sons (一八七三年)』。また、鉄・鋼部門では追加運転資本調達を目的とする社債発行も行なわれた。一八七四年までは『Stavely Coal and Iron Co.』、『Sheepbridge Coal and Iron Co.』、『Charles Cammel Co.』、『Vickers Sons & Co.』および『Llynvi Tondou & Ognore Coal Co.』の五社がその種の発行をあいっいで実施している。<sup>(43)</sup>八〇年代になるとディベンチュアズの発行はあらゆるタイプの株式会社に普及したがそれを示す数字は前掲表 8 から判明するであろう。その普及度を七〇年代のばあいと対比するのにふさわしい数字は望めないがある程度の断片的比較は可能である。一八七二年においては三二〇社の株式会社を調べた結果としてディベンチュアズの発行を実施した会社数はわずかに三社であることが知られており一八七五年についても二二七社中一八社にすぎなかったと言われている。<sup>(44)</sup>これらの数字と表 8 とを比較すればディベンチュアズの普及した度合が一八八〇年代以降いかに高かったかということが明らかとなろう。

ところで一般産業部門におけるディベンチュアズの利用は上記の会社組織変更<sup>(45)</sup>(鉄道業には見られない特徴)や追加運転資本調達以外の目的のためにも行なわれていた。若干の例をあげておく。第一に固定資本の一部を調達する

ためのものがあつた。前にあげた Charles Cammel & Co. は一八七四年に鋼生産工場用の燃料源確保を目的として Barnsley 近郊の Oaks Colliery を買い入れその支払いのために二〇万ポンドのディベンチュアズを発行している。つぎに、Ebbw Vale Co. は一八七八―九一年に譲渡抵当に基づく借入金を返済するためにディベンチュア・ストックを発行している。第三には浮動担保を利用したディベンチュアズの発行をあげておくべきであらう。しかしこれはディベンチュアズの利用目的にかかわりをもっているというよりもむしろ八〇年代以降の時期に開花するディベンチュアズ発行の方法との関連で言及さるべきものである。とはいえ、いまだ普及はしていなかったものの、その方式は一八八〇年代初頭までには事実上存在しており、実際に一八八一年には連合商業会議所がかかる発行を不法とすべき立法化の必要を訴えている。

さて、およそ一般化したとはいえないにしても一八五六―八五年の時期においてディベンチュアズがいちおう普及するきざしを呈しはじめたのはいかなる根拠によるものであらうか。<sup>(46)</sup> 第一に企業の、運転資本を中心とする追加資本需要増大という一般的環境のもとでのディベンチュアズ発行のメリット―営業実績のいかに拘らず担保さえ設定すれば利用可能であつたこと、普通株配当に好影響を及ぼしうる点（これはさきにも触れた）、それから銀行借入金よりも長期性があると同時に金利負担が少ない点――があげられる。第二に一八六〇年代後半から七〇年代にかけての投資信託会社の設立ブームである。これらの会社は本来的にはロンドン証券取引所の中心部分をしめる証券類（外国・イギリス植民地政府証券や鉄道その他の特許状株式会社の証券）を取引する目的で設立されたが、自らもディベンチュアズを発行するとともにディベンチュアズへの投資も活発に行なつた。<sup>(47)</sup> 表8のなかで金融部門のディベンチュ

アズ銀行が異常に大きい比重を占めているのはこうした発展の帰結と云うべきであろう。第三に、一八七三—八七七年の長期的不況の結果、一方では投資家が普通株から確定利付証券へと保有資産内容を変え、他方では、この時期の金利水準低下傾向のために会社の借入条件が有利になったことが指摘されうる。この点はずぎの時期の出発点をなすものである。

② 一八八五—一九一四年の時期におけるディベンチュアズ普及の量的な度合は表8から明らかであるが、そうした普及の背景について一層質的な説明をはかるためには同表をいま少し詳しく分析する必要がある。ここで特に注目されるのは株式会社への組織変更が一般的であった産業部門（醸造業）および新興産業（電力）の事例である。両者とも株式（優先株を含む）の比重が低下しディベンチュアズの割合が平均以上に急増している点に注目されるべきである。前者のばあい、こうした数字は既存パートナーシップの売主に対する支払い手段としてもっぱらディベンチュアズが用いられたことを示している。これは前の時期に鉄・石炭部門で見られた特徴である。後者のばあいにはまさしくディベンチュアズが創業資本金の一部として利用されたことを意味しているのであり前の時期には見られなかった特徴と言えよう。このことはディベンチュアズが長期資金調達形態として一般的に用いられるようになったことをもつとも明確に立証したものと考えられる。この点は当該時期に銀行合同が急速に進展し短期の運転資本を調達する必要性が前の時期に比べて低下したことからわかる。総じて当面の時期にはイングランドの大株式銀行は植民地公債の発行を請負っても国内産業の社債の発行引受をすることはなかった。<sup>(48)</sup> そうした大銀行の形成期であるこの時期に国内産業企業のディベンチュアズ（そして優先株）への依存度の増大という事態はいわゆる「金融資本」の成立とは正反対

の過程が進行しつづつあったことを物語っている。ヒルファディングはこう言っている。「銀行はその資本を資本主義的企業に投じており、そのことによってこの企業の運命に参加している。この参加は、銀行資本がこの企業において固定資本として機能すればするほど、ますます固定的である」と。まさに逆である。<sup>(50)</sup>

つぎにこの時期に顕著となったディベンチュアズの市場性拡大についてその諸条件を概括しておこう。第一にはさきにもふれた浮動担保の普及である。これがディベンチュアズ発行を普及させると同時に優先株発行との関連でその発行の制限条件をも創り出すということはすでに述べた。この浮動担保の利用は九〇年代までは通例のことではなく本格的な展開は二〇世紀にはいってからのことであると言われている。<sup>(51)</sup>ここでは浮動担保が利用されたばかりの一般的な利用方式についてふれておこう。ディベンチュアズは一種類の発行だけにとどまったのではなく一連のディベンチュアズのシリーズが継続的に発行されるというのが通例であった。まず第一のシリーズはある特定の財産に対する確定された第一次譲渡抵当およびその他の会社財産の残存部分に対する第一次浮動担保によって保証される。また第二のシリーズは他の特定財産に対する確定された第一次譲渡抵当とその他の会社財産に対する第一シリーズの担保に制約された浮動担保とによって保証される。以下同様。こうした方法はディベンチュアズがデ・ファクトの無担保状態のもとに発行されるのを防ぎ市場性を確保する目的をもつものであったと言えるが、その反面、シリーズの累進によって担保の特定化が進むと優先株発行との間に競合関係の生じることが明らかであるから、この点が直接的にこうしたディベンチュアズ発行の展開に対する上限を画することとなろう。第二に株式と比較してディベンチュアズ

発行の享受しえた一層有利な法制的条件の存在である。すなわち、一九〇〇年会社法まで株式の発行保証引受 (underwriting) が禁止されていたことはディベンチュアズの市場性に決定的メリットを与えることになったのである。<sup>(53)</sup>

発行保証引受についてはのちに再論されることになるからここではこれ以上立ち入って論ずることは避けて第三の条件に移ることにしよう。これは、ひとことで言うと、一方における普通株主の利害状況と他方における需要サイドでのランティエ化の進行である。それは三つの内容を含んでいる。第一に普通株主は、ディベンチュアズが経営参加権の全くない純然たる利子生み証券であることから、その比重を一定程度拡大することは会社支配力の維持に役立った。つぎに企業がディベンチュアズ (ないし累積優先株) に基づく確定利子負担にもちこたえられたばあい普通株に対する収益が高められる可能性が存在した。そして第三には、投資家層の基盤が拡張したためにもっぱら安定的な収益を求めるランティエ的投資形態が普及した。これは機関投資形態の成長によって促進された。とりわけ一八八〇年代末における投資信託の増加は著しく、一八八八年から八九年にかけて投資信託会社数は二三社から六〇社へとふえた。<sup>(54)</sup>

さて、これまでの行論に示されたディベンチュアズの発展過程は大まかに言うると二側面からまとめられる。一時借入金の性格を脱却して長期資本調達に不可欠の形態に至る進化が一方にあり、それはまた銀行集中の特性にネガティブに規定された結果たる様相を呈していた。しかし他方ではディベンチュアズ投資家層の動向に現われた発展傾向が指摘される。それは変動的な不確定利回りを追求せんとする投機的志向から安定的投資収益の確保という方向への投資家のビヘイビアの変化にもっともふさわしい投資対象たるディベンチュアズの成長にほかならない。この点はまさ

しく一八八〇年代以後の海外証券投資に見られた方向と軌を一にしていたのである。こうした二つの基軸的局面の展開は本節全体の議論にも妥当する。資本調達形態の序列的進化は長期資本調達をめざす傾向性を示すばかりでなく少数普通株主への会社支配力の集中をともしながら広汎な無機能資本家大衆ランティエをも創出したのである。彼らを媒介する金融仲介機関の機能に関する分析は次節に委ねられる。

### 三 株式会社の金融技術的基礎の諸変化、一八五六—一九一四年

#### (A) 発起技術の変化

株式会社の発起技術の変化はその担い手たる職業的会社発起人 (promoter) の動向によって六〇—七〇年代と八〇年代以降との二段階に区別されうる。

##### ① 六〇—七〇年代

六〇年代に設立された株式会社の大半は一八六二年会社法の制定趣旨にそって設立されたものが多く私会社と称することのできるものは少なかった。一八六四年六月一日と一八六六年五月三日との間に設立された一、七五九社のうち一、五〇〇社以上は七株より多くが基本定款署名者 (会社設立者) によって取得され二〇八社 (約一一%) だけは署名者が各一株ずつ計七株——株式会社設立の最低要件——を取得したにすぎない。しかし署名者により引受けられた平均株数は二〇〇—五〇〇株であった。ほとんどの株式会社にとってプロモーターの必要性はあまり高くなく彼

らのもっぱら対象とした株式会社はひとまず一%をしめる部分であり、地方よりもロンドンの、しかも資本金の比較的大きいものであった。かかる一般の傾向のなかで特にプロモーターの活動した分野は、(a)鉄鋼部門の株式会社および (b)投資家の資金投下部面たりうように金融機関が率先して設立にあたった株式会社<sup>(56)</sup>である。

(a)のばあい、会社設立は全面的にプロモーターに依存していた。そうしたプロモーターのなかでも最大規模を誇っていたチャドウィック社 (Chadwick, Adamson & Collier) の業態をみると、その業務の中心は、組織変更、資産評価、基本定款の作成および資本金調達にであった。一八七七年までにチャドウィック社は総株式資本四、〇〇〇万ポンドの五〇ないし六〇の株式会社設立を請負い、そのばあい、一社あたり資本金の最低が一〇万ポンドであった。また、ひとたび会社設立が成功すると監査役として会社に残り、さらに投資家に対して負っている責任を Monthly Circular とよばれるものを配布して明らかにした。したがって発起を援助した会社との結びつきは八〇年代以降の時期よりもはるかに強かった。チャドウィック社に類似のプロモーターとしては Richardson, Chardbourn & Co. (インチェスター所在で取引対象は綿業株式会社)、Joshua Hutchinson & Co. (ロンドンにあって石炭会社を対象)それから Holderness, Nott & Co. などがあげられる<sup>(57)</sup>。

(b)においては一株額面二五ポンド以上で一〇一五〇万ポンドの資本金をもつ株式会社の創立が中心であったから出資者の大半は富裕な資本家であった。そのばあいのプロモーターの例として Mercantile Credit Association があげられる。同社はあの有名な Credit Mobilier とともにしばしば活動し本来的には海外投資と深いかわりをもっていた。同社が設立にあたった会社としては Millwall Iron Shipbuilding Co., Merchant Shipping Co. 及び Humber

Ironworks and Shipbuilding Co. がある。また同社に類似の機関(たとえば、Financial Corporation Ltd.)の設立のため(とせば) London Engineering and Iron Shipbuilding Co., Plymouth Shipbuilding Dock and Iron-works Co. および Tyne Iron Shipbuilding Co. などがあげられる。ここで特に海運・造船会社が目につくのは木製から鉄製への、帆船から汽船への造船技術の変化を基礎とする海運造船部門のブームにこれらのプロモーターが便乗する目的があったからにはかならない。したがって発起活動は投機的になり、たとえば Humber Iron Works & Shipbuilding Co. のばあいには資本金の大半が発起費用によってくい尽され、さらに上述の株式会社はすべて一八八二年までに消滅した。これは(a)のチャドウィック社のばあいとは全く正反対の帰結であった。しかしチャドウィックのよう<sup>(58)</sup>に堅実なタイプのプロモーターはこの時期には例外的であった。彼らの一層広汎な活動基盤は、個人的結びつきによって調達される以上の資金需要の増大と投資家層の大衆化とが急速に進んだつぎの時期になって産み出されたのである。

## ② 一八八〇年代以降

この時期の問題は次項で取り扱われる資本調達経路の展開を明らかにせずしては十分な説明ができないから、一応、基本的な変化のみを指摘するにとどめよう。第一に、会社法の定める基本定款署名者の最低要件をみたすにすぎない株式会社<sup>(59)</sup>が急増し(一八六四―五年の一―%に対し一八八六年には六九%<sup>(60)</sup>、三〇五社のうち九〇〇社)、しかも基本定款署名者にプロモーターが名をつらねるといふ事態が一般化した。こうしてプロモーターは会社設立だけに專業化し設立が成功したのちには大株主たる取締役が前面に現われて会社経営にのり出すようになった。したがってチャ

ドウィックのばあいのごとくプロモーターが監査役として残ることは一般的でなくなつた。<sup>(59)</sup> 第二にはプロモーターの組織化が進展し、シンジケート、投資信託などがプロモーターとしての機能を果すようになった。その結果、公募発行の失敗も一〇%を越えない程度に改善されたが、この一〇%の除去のために発行保証引受制度が登場してくることになる。<sup>(60)</sup>

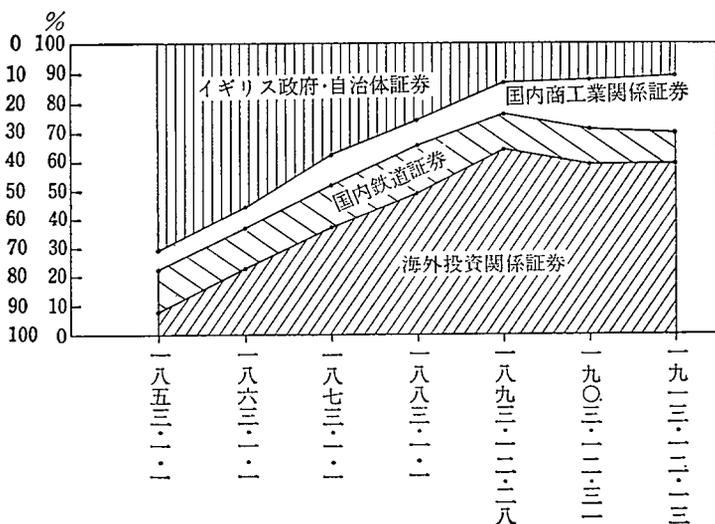
## (B) 資本調達経路の変化

この問題についても二つの時期に分けて考えることにしよう。

### ① 一八五六—一八五年の時期

この時期の資本調達の経路は三通りあった。第一はチャドウィック社のようなプロモーターによるものでありすでに述べた。ついでに言っておくと、チャドウィック社の顧客たる投資家は一八六七年には数百にすぎなかったが一八七四年には四、〇〇〇人、一八七八年には五、〇〇〇人をかぞえ、また一八七七年までに国内工業株式会社に対して約一、〇〇〇万—一、五〇〇万ポンドを調達する手助けをした。<sup>(61)</sup> 第二は、資本発行に際して目論見書を出し、これを新聞紙上に広告し売出しに際しては事務弁護士 (solicitors)、証券ブローカー (stock brokers) あるいは銀行支配人 (bank managers) の助けを借りるといふ方法である。これは純然たる地方的な発行方法にとどまった。八〇年代までは証券ブローカーの活動地盤はロンドン中心であったから (数字で比較すると、一八七三—一八七四年にはロンドンに約一、四〇〇人、地方に五〇〇人おり、また諸証券取引所メンバーたる証券ブローカーを一八八六年時点で比べるとロンドン

図 2 ロンドン証券取引所上場証券の性格変化 (1853—1913)



出典：E. V. Morgan & W. A. Thomas, *The Stock Exchange*, 1962, pp. 282—3.

ンに約二、〇〇〇人おり地方には約六〇〇人いたにすぎなかった)、このばあいには主要な役割を演じたのは事務弁護士と銀行支配人であった。とりわけ銀行は株式売買の窓口を提供したのみならず顧客に対して投資情報をも与えたのである。前者の機能は一八六二年に London and County Bank が『顧客のために証券類 (stocks and shares) を売買する』ことを広告して以来普及し目論見書にもその窓口となる銀行が取引銀行 (目論見書には banker なしし bankers と記載されている) として記されるようになった。後者の機能は、一九〇〇年になってからも *Bankers Magazine* 誌上でその是非が論ぜられていたほどに銀行は慎重であった。(27) 第三にはロンドンないし地方の諸証券取引所を経由するものがある。ロンドン証券取引所は八〇年代までにいくばくかは国内工

業証券の上場および市場性拡大のための便宜を提供しつつあったが本来の業務は海外投資の仲介機能にあった。図2によると、国内証券は第一次大戦前まで増加傾向を続けているものの、ロンドン証券取引所活動の中心に位置するとはなかったと言ってよい。同じ期間について（植民地を除く）イギリス政府・公共団体証券類の比重および国内鉄道証券の比重は表に示されている通りであってそれ以外は大部分海外証券が取引対象となっていたことがわかる。全体として図2はロンドン証券取引所取引が国内政府・自治体証券から国内工業証券へと対象をかえたのでなく海外証券に重心を移動させていったことをはっきりと示している。この根拠の説明には第一次市場の構成・担い手の分析を必要とするから別の関連で語られるべき事柄であろう。<sup>(6)</sup>とはいえ、以上のように国内工業証券の上場・流通の基礎がロンドンになかったことははっきりしている。それでは地方証券取引所にそうした拠点を求めることができるだろうか。一八六〇年に存在した一一の地方証券取引所のうち一〇は第一期の鉄道ブーム（一八三六年）または第二期の鉄道ブーム（一八四五―一八五六年）のいずれかの時期に設立されたものである。それ以後の時期に設立されたのはダンディ取引所のみである（一八七九年）。地方取引所上場証券は相場に安定性があり小口投資家の保有を目的とした資産たる性格が濃厚であった。その意味において生まれながらにしてランティエ的投資の仲介的役割をそなえていたと言いうる。一八八五年までに一二の地方取引所が日刊リストを発行している。それによればクリーヴランド鉄鋼業はマシチェスター取引所のリストのみに、シェフィールドの鉄鋼会社はシェフィールド取引所のリストのみに見出された。また綿業の会社の上場されていたのはほとんどランカシャー内部の取引所リストだけであった。因みに海運業のばあいにはもっぱらロンドン証券取引所であった。<sup>(6)</sup>総じてこの時期には地方証券取引所の機能はなお局地的・分散的であつ

た。にも拘らず国内工業証券取引市場としての統一性・効率性を高める方向に発展しなかつたことがつぎの時期に問題となってくる。

② 一八八五—一九一四年の時期

前の時期に比べるとこの時期には若干の新しい特徴的傾向が見られる。第一にあげられるのが発行保証引受制度の普及である。すでに一八八〇年代末には信託会社が内外証券発行の発行保証引受によって成功をおさめ、またそれ以前の時期にマーチャント・バンカーが海外証券の発行においてそれを実施して(65)いた。しかし二〇世紀にはいる以前の国内工業証券の発行におけるアンダーライティングは「不健全な」資本調達経路の一環をなしていたと言(66)うことができる。換言すれば、「発起人が株式資本全体に応募して払込をなし、しかるのちにプレミアムつきで株式を売却して利益を期待する」(67)ことから生ずるドイツ流の「創業者利得」とは異なるイギリス特有の「創業者利得」——としばしば称されるもの——の構成要素としてもっぱら機能していたのである。一八九五年の「商務省委員会」の報告書は会社新設あるいは組織変更における「割増し (loading)」の事例をあげアンダーライティング手数料が「過大資本化」に一役買っていることを明らかにしている。「割増し」操作についての報告書の説明はつぎの通りである。(68)「発起人は或る事業の所有者たちから一つの契約、つまり、往々にして、通常設立さるべき会社の株式ないし社債で一部が支払われる価格に対して彼ら所有者の事業を売(69)るための(申込み)にすぎないところの) オブションを獲得する。発起人はしばしば corporate Company として登録されているシンジケートを結成する。そしてそのシンジケートに高められた価格で契約ないしオブションを売却しようとする。当該シンジケートは名目的売主として機能すべき一人を見つ

け再び高くされた価格で彼と契約しようとする。そして最後に名目的売主は、当該会社による採用に委ねられる会社受託者 (the trustee for the Company) と称される。一人の替え玉と仮契約 (provisional contract) と呼ばれるものをしようとする。目論見書には名目的売主が実質的売主として示されており、そして通常目論見書は、彼が購入貨幣をいくらいくらと定めて会社設立のすべての経費を負担することになろうと語っている。(想定された事例においては) 実質的でない最終的売主の購入貨幣はこうして財産が会社の手にはいる以前につきの額だけ高められることになる。すなわち、(1) 最初の発起人の利益金、(2) シンジケートすなわち中間的発起人たちの利益金、(3) いわゆる設立諸経費 (これは、通例、発起諸費用および通常の設立諸経費に加えて、発起にあたったブローカーその他の人々に対する手あておよびアンダーライティング手数料を含んでいる)。<sup>(69)</sup>ここに示された(1)―(3)の部分が「創業者利得」の具体的項目をなしており、またこの事例に登場する名目的売主も買い手たる会社受託者も共に発起人によって任命されるのを常としていたからかかる内部操作による利得抽出は一層容易であったと考えられる。発行保証引受手数料はこうした形で獲得された「創業者利得」の一成分にはかならない。このばあいの手数料水準がどの程度であったかを詳しく知るすべはないが、過大資本化とアンダーライティング手数料との関連を論じた一八九三年の *Investors' Guardian* のつぎの記事はこの点について貴重な情報を与えている。<sup>(69)</sup> 同誌編集者によると、「或る著名な証券ブローカーの会社が五〇%もの巨額のプレミアムがアンダーライターに支払われたのを知っていると断言していることを見い出すとき、明らかに割当てが成功したのでさえ新設会社がたちまち運転資本の欠乏のために不振に陥るのを見て驚くにはあたるまい。アンダーライティングに対する一〇%ないし二〇%の支払いは直接的にいま一つの害悪を導く。と

いうのは、発起人は、自己の不正利得の分け前からいかなる額も控除されることを望まないで、アンダーライティングをせよという費用を支弁するためにもっぱら資本金をふくらませるからである。こうして会社はおそろしく過大に資本化された状態で創業することになるから私企業としての業務が着実に成功していても配当を支払えない状態になる。」この記事にはさきに述べた(1)から(3)までの「創業者利得」の諸構成部分が過大資本化といかなるかかわりをもっていたかということがはっきりと指摘されている。一八六〇年代末から七〇年代初めにかけてのラテン・アメリカ諸公債のマーチャント・バンカーによる発行において発行価格と請負価格との差額として取得された高率発行利得が起債国政府の財政的破綻を導いたように、このばあいにはそれと類似の性格をもった「高利」<sup>(70)</sup>、「創業者利得」<sup>(71)</sup>が会社の経営的失敗を促したと言うべきであろう。しかし、ランティエ化の進行し普及しつつあった時期においてはこの種の「高利」収奪を存続させうる国内的諸条件は存在していなかったと考えられる。実際に、二〇世紀にはいるとすぐに投資家大衆の選好する投資対象は海外証券に切りかえられ、また発行保証引受を制度として定着させようとする法規制が一九〇〇年および一九〇七年の会社法の中で現実的根拠を与えられることになったのである。

当面の時期における第二の特徴的傾向は、すでに述べた過大資本化にも深いかわりをもっていた証券ブローカーの台頭である。一八五六―八五年の時期には証券ブローカーの名は発行された国内工業株式会社の目論見書各一〇通ごとに四―五回現われていたのに対し、この時期には一〇通のうち九回であった。<sup>(72)</sup>しかしこれらの数字は証券ブローカー台頭の外面的指標にすぎないのであってもっと別の意味を含んでいる点に注意するべきである。というのは目論見書を発行せずに資本を調達した私会社の急増という事態が並存していたからである。私会社についてはすでに詳し

くふれたが、この点との関連で若干の数字をあげると、一八九八年から一九〇〇年までにそうした私会社は七〇%の増加率を示し、また、一九〇一—七年の時期には登記に際して『当社は株式募集のために公衆にいかなる案内も発行しない』という声明をそえていたものが全体の八五%をしめるほどであった。<sup>(73)</sup>したがって国内産業の資本調達経路としての証券ブローカーの役割はかえって低下しつつあったとも推定されうるのである。こうした事情を考えると彼らが海外証券取引を業務の中心にすえたとしても決して不合理なことだとはいえない。実際に、二〇世紀初頭には『世界最大の個人投資家の連合体』と呼ばれていた Investment Registry, Ltd. (一八八〇年設立) およびそれにつぐ地位をしめていた George Gregory & Sons (一八八三年設立) はいずれもこうした業態を特徴とする証券ブローカー集団であった。<sup>(74)</sup>このような証券発行の直接担当者Ⅱ第一次市場の性格は証券の上場・流通を目的とするロンドンおよび地方の諸証券取引所Ⅱ第二次市場の構造に规定的影響を及ぼさずにはおかなかったのでありロンドンのみならず地方の証券取引所さえも海外投資にひきずりこんでいたのである。<sup>(75)</sup>

さて、以上に概括された株式会社金融における技術的諸要素の展開過程の意義についてはこれを次章において他の諸節の論旨とともにひとまとめにしてとりあげることにするが、本節の論旨はマクミラン・ギャップの理解において資本のコストよりもむしろアヴェイラビリティを強調する立場からのものであることを付言しておく。

(一) 1962年 J. B. Jeffreys, *Trends in Business Organization in Great Britain since 1856* (University of London unpublished Ph. D. Thesis, 1938), p. 5, 参照。パートナーシップとジョイント・ストック・カンパニーとを区別する本質的メルクマールを筆者は法人格の有無に求めるべきであると考え。法人格を賦与されないかわりに法規制の対

象とならず、そのことによってかえって自由で冒險的な企業活動を遂行する余地がパートナーシップのばあいには与えられることになるように思われる。一九世紀のマーチャント・バンカーがパートナーシップに固執したことの意味はこの点にあるのではなからうか。cf. 大塚久雄『株式会社発生史論』（『著作集』第一巻所収）。

- (2) 星川長七『英国会社法序説』一九六〇年、二三八—四八頁。
- (3) Jeffreys, *op. cit.*, p. 12.
- (4) *Ibid.*, p. 14.
- (5) *Ibid.*, pp. 48—9.
- (6) 第一章(6)の拙稿および S. G. Checkland, *The rise of industrial society in England 1815—1885*, 1964., pp. 66—70, 参照。
- (7) 拙稿「第一次大戦前におけるイギリス海運企業金融の特質」『一橋論叢』一九七七年六月号。
- (8) 以上については、Jeffreys, *op. cit.*, pp. 72—4. また、長期貸付業務の衰退については、西村閑也「イギリス銀行合同運動についで」『金融経済』五五号（一九五九年）、七二—三頁および七七頁、参照。
- (9) レーニン、前掲書「第一章、および大野英二『ドイツ資本主義論』（一九六五年）、一五三頁。
- (10) Jeffreys, *op. cit.*, pp. 84—96
- (11) *Ibid.*, p. 102.
- (12) もとよりこれらの表現は「経営分析」論的用語法の類推適用にすぎない。むしろ、大塚久雄氏のヴェーバー解釈からヒントを与えられた用語法である。同氏の論文「『Bureaucracy』と経済的合理主義」（『大塚久雄著作集』第九巻所収）、参照。

- (13) Jeffreys, *op. cit.*, p. 105.
- (14) *Ibid.*, pp. 123—4.
- (15) *Ibid.*, pp. 125—6.
- (16) *Ibid.*, pp. 138—9.
- (17) 生川榮治『イギリス金融資本の成立』(一九五六年)、三九頁。
- (18) 一八九四年四月に連合王国内には一八、三六一社(払込資本金は約一〇億ポンド)存在したが、これに対してフランスのすべての会社——株式会社と合資会社——の資本金は約四億二、〇〇〇万ポンド、ドイツの株式会社は約二—三億ポンドであった。Report of the Departmental Committee appointed by the Board of Trade to inquire what Amendments are necessary in the Act relating to Joint Stock Companies incorporated with limited liability under the Companies Acts, 1862 to 1890, with Appendix, Cd. 7779, 1895., para 4. (以下では R. D. C. A. と略記°)
- (19) この「拡張」が実質的意味をもつものであったかどうかは疑問である。実際に *The Investors' Guardian* (June 5, 1897) 誌は、「最近」の株式会社設立に登記ブームに言及して、「会社所有者たちが彼らの責任を自己の業務の価値に限定することだけのために登記にたよっている」状態が若干の詐欺まがいの会社設立を導く原因となっていると指摘している。
- (20) Jeffreys, *op. cit.*, pp. 162—3.
- (21) 『資本論』(長谷部訳)、角川文庫版、第七分冊、一六四—五頁。
- (22) Jeffreys, *op. cit.*, pp. 163—4. Oldham Limiteds の詳細については、米川伸一「オルダム綿紡績会社設立ブーム」『橋論叢』七七卷六号、参照。

一九世紀後半のイギリスにおける株式会社形成過程の特質

- (23) *Ibid.*, pp. 187—94.
- (24) *Ibid.*, p. 198.
- (25) *Ibid.*, pp. 167—8.
- (26) *The Law Reports*, Vol. 14, 1879, p. 355.
- (27) A. S. J. Baster, *The Imperial Banks, 1929*, pp. 20—48.
- (28) F・ヤンキ著(三輪悌三訳)『イギリスの銀行制度』(一九六五年)「三一四頁。
- (29) ヤンキ「前掲書」三一四—五頁。
- (30) Jeffreys, *op. cit.*, p. 178.
- (31) R. D. C. A., *para.* 9.
- (32) Jeffreys, *op. cit.*, pp. 182—4.
- (33) *Ibid.*, p. 184, note 2.
- (34) *Ibid.*, p. 216.
- (35) *Ibid.*, pp. 216—7.
- (36) *Ibid.*, p. 218.
- (37) *The Investors' Guardian* (Oct. 21, 1893.) には「優先株配当は累積配当か?」という記事が掲載されている。ここで

同誌編集者は「一八六三年の Companies Clauses Consolidation Act の規制を受ける会社のばあい特定年度の優先株配当の不足分については以後の諸年度において支払い義務を生じない旨を法は定めているとして、優先株主の累積配当取得の権

利を否定している。すなわち、この時点においてはなお累積優先株は一般化していなかったと考えられる。したがって、その一般化は九〇年代後半とする方が正確であろう。

(38) Jeffreys, *op. cit.*, p. 229.

(39) *Ibid.*, pp. 234—8.

(40) *The Investors' Guardian* 誌はこの点を非常にたくみにこの点のやうな表現している。「優先株を購入する人々は、概して、堅実で冒險を望まぬ投資家 (steady-going unimaginative investors) であり高率配当を犠牲にしても定期的配当を好み、保有して置くことに對して障礙が生ずるのを恐るなり」云々。*The Investors' Guardian*, April 12, 1898.

(41) Jeffreys, *op. cit.*, pp. 241—5.

(42) *Ibid.*, p. 252.

(43) *Ibid.*, p. 252.

(44) *Ibid.*, p. 253.

(45) *Ibid.*, pp. 254—6.

(46) 以下の語句については、*Ibid.*, pp. 258—65. また、第三頁の語句については、W. W. Rostow, *British Economy of the 19th Century*, 1948, p. 68, 参照。

(47) 代表的なものを以下にあげておこう(カッコ内は設立年度)。*Foreign & Colonial Government Trust* (一八六八年)、『*Submarine Cables Trust* (一八七一年)』、『*Mortgage Debenture & Government Security Trust* (一八七三年)』、『*Railway Debenture Trust* (一八七三年)』および、『*Gas & Water Debenture Trust* (一八七三年)』。Jeffreys, *op. cit.*, p. 262.

(48) 第一章註(15)の拙稿参照。また、銀行合同の性格規定については西村閑也「イギリスの銀行合同運動について——再論——」『金融経済』七四—六号、参照。

(49) ヒルファディング著(岡崎次郎訳)『金融資本論』(上)、岩波文庫版、一四二頁。

(50) こうした見方は本稿全体を一貫している。「金融資本」範疇は、当、面、の、時、期、の、「独占資本主義」の歴史的展開にとって十分条件ではあるが必要条件ではないように思われる。

(51) Jeffreys, *op. cit.*, p. 273.

(52) *Ibid.*, pp. 274—5.

(53) *Ibid.*, p. 279.

(54) *Ibid.*, p. 282.

(55) 第一章註(4)の拙稿参照。

(56) Jeffreys, *op. cit.*, p. 295

(57) *Ibid.*, pp. 297—9.

(58) *Ibid.*, pp. 299—302.

(59) *Ibid.*, pp. 307—8.

(60) *Ibid.*, p. 311.

(61) *Ibid.*, p. 318.

(62) *Ibid.*, pp. 329—31.

- (68) ちよとたのむ P. L. Cottrell, *British Overseas Investment in the 19th Century*, 1975, pp. 17—34, 参照。
- (69) Jeffreys, *op. cit.*, p. 337—40.
- (70) *Ibid.*, pp. 347—50.
- (71) R. D. C. A., *para* 10.
- (72) たとえば、生川、前掲書参照。なお、両者の差違については、馬場克三『株式会社金融論』(一九六五年)第三章、が参考になる。
- (73) R. D. C. A., *para* 27.
- (74) *The Investors, Guardian*, Jan. 14, 1893
- (75) 第一章註(4)の拙稿参照。
- (76) もとより、これは資本市場に対するシティの高度な操作可能性Ⅱ「独占」を根拠としているのであり、この点においてラテン・アメリカのばあいと異なる。
- (77) Jeffreys, *op. cit.*, p. 360.
- (78) *Ibid.*, p. 352.
- (79) *Ibid.*, pp. 365—6.
- (80) Cottrell, *op. cit.*, pp. 30—4, Jeffreys, *op. cit.*, p. 372.
- (81) *Essays on a Mature Economy: Britain after 1840*, ed. by Donald N. McCloskey, 1971, p. 106.
- (補註) 特定年度の全株式会社の払込資本金総額を $\Sigma$ 、同じ年度の全株式会社(Ⅱ既存株式会社)の既発行払込資本金額を $\Sigma'$

全株式会社の新規発行払込資本金額を $S_0$ 、既存株式会社のそれを $K_0$ 、新設株式会社のそれを $K_n$ 、清算の行なわれた株式会社  
の払込資本金額を $K_1$ とすれば、 $S_1 - K_1 = S_2 + S_0$ 、 $K_1 + K_n = S_1 - S_2 = K_0 + K_n$ であるから $K_0 = S_0 - K_n + K_1$ となる。

### 第三章 まとめ

前章においては主として「Jefferys」の博士論文に指摘されている諸史実に依拠してそれらに若干の史料を補足してイギリスにおける株式会社の形成過程に見られるいくばくかの特徴的傾向を検出したのであった。その結果得られた諸論点を整理して以下にとりまとめその中で本稿全体の帰着する問題提起的意義を示唆せしめることとしよう。

すでにふれた「収益性」と「安全性」という観点のもとでは二通りの因果系列がたどられるように思われる。第一に、「収益性」の観点から資本の動員の必要が生ずる。これは大企業 $\parallel$ 公募会社としての株式会社の発展をうながし、株式額面低下や株式分化を媒介として国内投資部面におけるランティエ化が推進されることとなる。この点とのかかわりで言及しておくべきことは、いわゆる「金融資本」の成立との関連においてイギリスの株式会社の位置づけがなされるばあいの論理である。それはつぎのごときものである。<sup>(1)</sup>貨幣市場の展開によって市場利子率の一般水準が形成されそれを根拠として「資本擬制」がなされることにより「擬制資本」市場 $\parallel$ 資本市場が成立しかかる市場の形成を媒介するのが株式会社である、と。しかるのちに海外投資の市場が論じられることになるから株式会社形成から資本輸出に至る論理的過程がそのまま歴史過程の序列にあてはめられる結果を導こうとする志向が現われることになる。しかしこれまでの本稿の分析は全く逆の歴史的関連を示している。つまり、「擬制資本」と称される歴史的実体の普

遍化は「外債保有者協会」の設立を契機とする外債利回りの低位安定化およびそれに対応するランティエ化という形でひとまず外債発行の部面に検出されそののちに株式会社の本格的展開過程のうちに登場することになる。このような歴史的序列の解釈は投資家の動向に力点を置くことよつてはじめて果されうる。本稿は、さしあたり間接的に、株式会社形成過程に現われた諸史実をもつぱらイギリス国内投資家の行為の所産ならびに彼らの行動と相互規定関係にある外的諸条件——証券類の変質および証券流通機構の性格——の帰結として総括することによりそうした序列の意味を捉えようとしたものにほかならない。

ところで第二の、「安全性」の観点から導かれる論点は株式会社形成のイギリス的特徴を示すうえではるかに重要である。このばあいには、株主が無限責任を負うかもしれないというリスクを回避するために有限責任の導入がはかられたのであつた。<sup>(2)</sup>これはパートナーシップの私会社への組織変更の一般化および私会社形態の広汎な普及となつて現われた。しかも、すでに述べたように私会社の比重が拡大するという傾向がイギリスにおいては顕著であつたから上述のような意味におけるリスクの回避という要素は株式会社形成に欠くことのできない動因であつたと考えられる。こうした方向で株式会社が発達すると第一次市場の展開する根柢はかえつて薄れていくことになる。その結果、第一次市場の発展はどうしても海外投資証券類の取引に偏倚せざるをえなくなる。また逆に第一次市場のかかる偏倚は私会社を広汎に残存させ拡張させる効果をも發揮しうるであらう。というのは、創出されても流通させうる手段が稀少なことからそうした条件に合致した株式発行によつて株式会社の設立が実現されなければならず、そのばあいの会社形態こそがまさしく私会社だからである。このような私会社の比重増大と第一次市場の海外投資へのかたよりの

表 9

年 度	総清算件数	任意清算の割合(%)	債務による任意清算の割合(%)
1869-70 11月 10月	306	67.0	19.5
-71	234	73.1	26.3
-72	258	77.9	20.4
-73	349	78.5	20.8
-74	394	79.4	26.5
-75	489	71.8	33.6
-76	503	70.8	36.2
-77	453	73.7	32.9
-78	466	79.6	37.7
-79	562	78.5	46.0
-80	436	70.9	41.4
-81	515	75.5	36.2
-82	526	74.5	33.7
-83	589	75.0	34.4
-84	591	73.3	44.6
-85	557	79.0	39.3
-86	550	80.0	39.5
-87	639	79.8	39.0
-88	663	81.3	32.8
-89	722	81.7	29.8
-90	785	82.4	29.7
1891	889	86.6	32.9
94	997	88.6	33.4
96	1260	93.2	32.5
98	1745	92.8	25.6
1900	1874	93.8	33.1
06	1684	93.1	40.6
07	1803	94.0	44.9
13	1946	93.0	43.2

出典：D. H. Macgregor, "Joint Stock Companies and the Risk Factor", *The Economic Journal*, Vol. 39, 1929, p. 505.

備考：第 3~4 欄の数字は小数点第二位以下四捨五入。

相互作用は第二次市場をも海外投資推進の機構に転化させることにならう。一層正確に言えば、本来的に資本輸出のための市場としてのかたよりをもっていた第二次市場の性格が一段と強化される方向をとるに至ったということにならう。

以上のようにして内外両面にわたるランティエ化の様相が浮き彫りにされる。かかる総合的ランティエ化と株式会社形成との、相互規定関係を内包した歴史的関連を追求することによってはじめてイギリスにおける株式会社形成過程の個性的把握が可能となるであろう。本稿はそうした関心から試みられた一つの素描にすぎない。

(1) 生川、前掲書参照。

(2) この種のリスクの低下は従来以上に企業が負債をかかえこむ可能性を拡大するであろう。言いかえると、倒産のリスク費用の低下を想定した企業活動が一層拡大する傾向が生ずるであろう。実際に表9は、恐慌の影響——特に The City of Glasgow Bank の倒産の波及効果——による不規則変動をともなっているとはいえず、総清算件数の絶対的增加およびそれにしめる任意清算の割合の増加、さらに任意清算全体にしめるところの、債務に手あてをすることができなかつたための任意清算の絶対数と割合の増加趨勢を示している。

(昭和五二年九月一六日 受理)