

## 産業革命期の英国株式会社金融 (I)

—G. H. エバンス『英国株式会社金融  
(1775—1850年)』の紹介を中心に—

正 木 久 司

## I

George H. Evans, Jr., *British Corporation Finance 1775—1850: A Study of Preference Shares*, 1936は、近代株式会社成立にかんする数少ない文献のひとつである。株式会社の発生史についての資料は、たとえば、W. R. スコットの貴重な研究 (W. R. Scott, *The Constitution and Finance of English, Scottish and Irish Joint-Stock Companies to 1720*, 1912) がある。馬場克三教授がいわれるように、スコットのこれは1720年までの資料で、これ以後近代株式会社成立にいたる過渡的時期における株式会社の研究が実に乏しい。だが、こうした乏しいものなかで、本書は英国の株式会社における優先株の研究に焦点をしばり、当時の株式会社の実態、性格を浮き彫りにしてくれる。したがって、現代の株式会社金融の研究を志向するものにとって、たんに歴史的な考証に終わることなく精読する必要のある書物であろう。本書の一部 (1章から3章まで) について、すでに馬場教授による入念な紹介 (『産業革命期のイギリス株式会社』『会計』第71巻第3号) があるが、ここでは本書のよりいっそうの周知を期して抄訳を試みてみた。

参考までに、エバンスの「まえがき」と本書の章別構成をみておくと、以下のごとくとなる。すなわち、

英国の産業革命と初期の鉄道建設の時代には、充用可能資本にたいする需要が未曾有の高まりをみせていた。そうした結果、株式会社が必要資金獲得のために用いた財務政策が、いまだ未熟なものであることが多くの実例から明らかとなった。とりわ

け、運河会社や鉄道会社は資金繰りに困っており、資金調達力の弱さを露呈していた。そこに優先株が、これらの会社の苦境を救うべく、また、株式会社金融の初期の歴史において重要な位置を占めるものとして、登場してきたのである。本書の前半は、18世紀後期から19世紀初期にかけて株式会社が簇生してきた事態を、種々の局面で概観したものである。そうすることは、たんにこれらの理解を深めるだけでなく、若干の部分を強調することで、本書の後半がいっそう鋭く浮き彫りされるからである。なお、ここで優先株を生み出した理念や条件を検討してみると、いまだ今日の優先株の諸要素を具備していないが、それと酷似した段階でとどまる一種の証券の生成過程が同時に明らかとなる。つまり、それは株式会社成立時から1850年にいたる過程において生成したもので、この新しい証券の歴史をひもとくことを意味している、と。

ところで、本書の章別構成は、

#### 第1章 序 論

#### 第2章 18世紀後期から19世紀初期にかけての株式会社の設立

#### 第3章 株 主

#### 第4章 運河・鉄道会社の追加資金調達の方法（以上本号）

#### 第5章 優先株の選択

#### 第6章 優先株の具備する理念

#### 第7章 優先株の発行

#### 第8章 初期の優先株の性格

#### 第9章 初期の優先株にたいする評価

#### 第10章 結 論

である。

## II

第1章 「序論」の叙述はつぎのとおりである。

株式会社は、その発展が「泡沫会社法 (The Bubble Act)」の規制や1720年の金融恐慌でひじょうに妨げられていたが、18世紀の第4四半期にいたって、ふたたび勃興してきた。当時盛行をきわめた投機を抑制するための努力は、たとえば議会で1719年にひとつの法律の制定となって結実したことから、十分にうかがわれる。同法は、

株式会社として企業を経営し、あるいは株式会社を新たに設立しようとするものはいずれでも、立法機関の認可が必要であるとする趣旨のものであった。認可書交付にさいして、議会は法文の趣旨をまっとうするために、厳密な調査をいつも行なった。したがって、株式会社形態の採用がつねに渋滞しがちであった。この株式会社化への制約は、ほかならぬ公衆の株式投機をきびしく規制したところに求められる。しかしながら、こうした会社設立を規制する事情は、1760年以後の運河や他の莫大な資金を要する事業が続出するにおよんで、金融面の必要性からしだいに緩和されざるを得なかった。大規模な事業にたいする関心の高まりが、一方で法律の改正と会社組織の再編へのそれを強めたのである。それは具体的に、会社の自由裁量の余地を大幅に認める一方、株主のそれを制限するように法律を改正し、また、株式会社金融を新たな形態の証券を導入することで多様化していった。この新たな形態の証券というのが優先株なのである。こうしたことから、英国における会社金融において優先株が利用された理由が、実は当時、とくに重要となったある新しい事業分野で株式会社化が絶対的な要請となったところに求められるようにおもわれる。

とはいえ、商事部門は1720年以前から株式組織の会社が支配的で、銀行業、保険業、鋳業、そして水道業において広く普及していた。これら業界での株式会社化は、18世紀後期から19世紀初期にかけての会社設立の波にのって増加したもので、他方、その傾向は資本の集中化を必要とする新たな事業分野でも進展しつつあった。この分野で特筆すべきものが、運河業と鉄道業であった。株式組織による種々の形態のものが、会社設立の事情や主たる営業内容に応じて採用されることとなった。ところが、国内運輸会社の設立にあたって、優先株導入がまじめに検討されねばならなかった。というのは、この分野では新たな金融手段を必要とする条件が出てきたからである。

運河や鉄道の工事は、もっぱら実験段階の域を出なかった。したがって、建設費はほとんどの場合つねに過小評価されていて、部分的にでき上がった計画においても、投資者からさらに資金を引き出そうとする意図が秘められていた。こうした条件がつねに存在するほかに、運輸会社の金融面ではそれを制約する三つの重要な要素が交錯していた。つまり、かれらの営業活動が現実化するまでに、相当の期間を必要とする。固定資本は高度に専門化している。そのうえ、事業はその性質からいって元来地方的なものである、の三つの要素である。これらの特徴は運河会社や鉄道会社が泡沫

会社以前の時代の会社とまったく異なることを意味し、優先株を最高度に利用することで従来の株式会社金融方式に新機軸をもたらしたのである。

ところで、資本家はその事業から多くの利益を期待するにはあまりにも長年月を必要としたし、それに事業自体の成功が容易でない。17世紀においては、植民地会社がこうした状況下であり、ほとんどの会社がこの難局を切りぬけられなかった。たとえば、バージニア・カンパニーの記録につきのようなものがある。

これまでの株式会社は、東部世界ですでに整備され、また利益を再投資できる市場や資源をもっていたが、こうした型とちがって、バージニア・カンパニーはアメリカで十分な利益が獲得できたにもかかわらず、そこではまず同社の植民地をつくらうとした。そのための努力は払われたが、同社に資本を提供した株主に十分な配当を支払えるほどの収益をあげる農・工業社会を建設するまえに、同社の特許期間は過ぎ去ってしまった。

同様のことは、運河会社や鉄道会社にも妥当するのであって、設立から実際に営業を開始するまでの懐妊期間はかなり年月を必要とした。この事実、この種の事業に少しでも関係している人ならだれしもよく理解しているに相違ない。英国の運河事業の開拓者であるブリッジウォーター公は、最初の運河をウォースレイ・ミルからマンチェスターまでの約10マイルにわたるものを建設したが、それには2年間も要している。また後になって、マンチェスターとリバプールを結ぶ計画のもとに、まずロングフォード・ブリッジからランコーン間の運河を建設したが、これは28マイルにわたるもので5年の歳月を要している。この種の建設事業が困難をともなっていることは常識だから、運河会社の株式応募者はその投資からただちに報酬が期待できないことをちゃんと心得ておくべきであった。同じことは鉄道会社における場合にもいえた。ストックトンとダーリングトンの最初の27マイルの道路が一般に開放されたのは1825年9月27日で、これは工事着工後4年半も経過している。初期の鉄道建設時代の第2番目の工事として、リバプールとマンチェスター間の開発が進められたが、それは1826年6月にはじまり1830年9月に終わり、距離にして31マイルの路線が開通したのである。

もちろん、運河会社にしろ鉄道会社にしろ全工程が完全に運行するまでに多少とも収益をあげている。しかし、これらはすぐにつきの段階の建設に吸収されている。近い将来に配当収入が期待できない事業に投資家を動員するために、全既発行株にたい

する利払いがしばしば利益からでなくて資本部分から行なわれていた。こうした資金繰りが逼迫した事情のもとで、やがて、この慣行が改められることになり、そこで優先株が登場した。

ところで、運河会社も鉄道会社も初期のころは、そのひとつひとつをみれば、1720年以前に存在した意義ある株式会社 (joint-stock companies) よりも規模では小さい。したがって、資金調達面での困難さは、これら会社よりも小さかった。けれども、こうした要因はなにも初期の運河・鉄道会社の優位性を意味しない。かれらに投下された資本は、とくに專業部門に集中した。この運河・鉄道会社の專業部門への投下資本の集中は、かつて植民地化が遅れてそれぞれが相克した時代の貿易会社でさえもみられなかった。当時の貿易会社は、自分たちの資本を專業部門に重点投下できなかったのである。初期の貿易会社は船舶の所有で固定資産が大きくなったが、船舶は多方面には利用されなかった。しかし、航路がわずかでその間を定期的に往復すればよく、船舶をあまり必要としないわけでもなかった。むしろ、商取引のほとんどが一航海の完了、あるいは船舶の沈没等の事故で終結し、そのたびごとに資産の大部分を清算する機会をもった事情によっていた。それにしても、運河業や鉄道業の生活(life)と対照される業態のものはみあたらない。これらは、周知のごとき条件、つまり全行程が完成ししかもそれが引き続き運営されるという条件をみたくことによって、はじめて成功したといえる。この貿易会社時代と運河・鉄道会社時代の相違は、とりわけ会社金融面で重要なそれとなって具現している。投資家がひとたび運河会社や鉄道会社に自分の資金を投下しようと決めると、建設工事が難航して当初予定した資金よりも多くものが必要となり、そして創業資本をくい込むようになって、かれらはさらに追加資金を投下したい衝動に駆り立てられる。このような事情は、1720年以前の株式会社金融においてはあまり類例がみられなかった。

運河会社や鉄道会社においてさらに追加投資が必要とされてきたが、そのときは他の多くの企業が設立され資本を集めていた。したがって、いわゆる運河・鉄道会社時代は、大々的な資本需要から国内の遊休資本をほとんど吸収しつくしていた。運河業にかんするフィリップスの論文の第二付録として1794年に出版された広告のなかで、つきのごとき一文がある。これは、運河業の必要資金についての当時の識者の意見を示唆するものとして注目されよう。

この2年間に、この種の事業が充用した資金の総額は相当なものである。これら

事業用に調達された資本は実に 530 万ポンドをこえる途方もない額である。ノ

また、初期の鉄道時代とその後の数年間に存命していたサミュエル・スマイルズ (Samuel Smiles) は、当時の状況を概観し、鉄道会社金融にもふれて、つぎのような指摘をしている。

その後の時期の鉄道会社の場合のように、自然資源からの圧迫もないから、工事はたとえ一期間延長されるほど拡大されても容易に実現の運びとなり、しかもただちに着手される。そして、それから恐慌などにより生じる通常の結果としての資産の減価や損失が派生することになる。

かくして、優先株はその存立基盤を主として、運河・鉄道会社の特殊性に求めることができる。それが発行された当初、配当を与えて優先株として十全のものにしようとする執拗な努力が払われた。しかしながら、企業所有者や公衆の一部からの追加投資の誘導は、資本にたいする需要の繁盛から、きわめて困難となった。そうした結果、株式における優先条項は、必要資金を獲得するための好餌としてたんに提示されたにすぎなくなってしまった。

運河会社と鉄道会社の収益基盤を不安定にしている第三番目の要因は、これら事業が本来的に地方性をもっていることである。都市の資本集産地から遠隔であることが、発起人をして、群小の株式応募者が最初騰出する出資額を高めさせた。株式応募者のほとんどは商人で、かれらは交通の便がよくなるならば数ポンドの犠牲は大したことではないといっている。また、他の応募者はその株式を取得することが、当該地域社会に住むものの義務であるという意識をもっている。このような投資者はおおむね株式投資には不慣れであるから、かれらに優先株配当が結局のところ建設費が創業資本を超過するためにどうしても追加資金が入用で、その甘味剤であることを説明する必要があった。

初期の運河会社のほとんどは、比較的小規模な事業計画から出発した。すなわち、炭鉱、鉄鉱、塩鉱、花崗岩の採石場からの産物、それに中小工業の製品にたいする販路を拡張しようとする計画であった。たとえば、Kidwelly 運河会社は石炭と石灰を運ぶために 3 マイルの運河 (ケイマー地方からカマーゼン湾まで) から発足し、また、Droitwich 運河会社は石炭と塩の輸送のために 6 マイルの運河を建設し、Aberdeenshire 運河会社はアバーディンの花崗岩をロンドンなどに運ぶために 19 マイルの運河建設をもって出発している。フィリップの 1793 年の内国運航にかんする論文で

は、27の運河会社のうち、14社は20マイル以上の運河を、また数社が約100マイルにおよぶ運河を建設していた、といっている。ところが、当時の最大の運河会社2社(Grand Trunk と Leeds and Liverpool)にしても、まったく地方的な事業でしかなかった。Leeds and Liverpool 運河会社は、当初の計画では、109マイルの運河を建設することになっていた。運河航行が画期的とされた当時、この計画は英国において最も大胆にしてかつ壮大な事業とされた。その免許がハリファックス出身のロングボザム(Longbotham)に与えられ、同時に、この建設の円滑化を期するために周辺の有力者の組織づくりが要請された。こうした地方的事業を成功させるために種々の方法が精力的に動員されたわけだが、この点は Grand Trunk 運河会社にも妥当し、周辺の住民の支援に大きく依存したことはない。いま、運河会社の創業者のひとりであるゴワー伯爵(Earl Gower)についてみてみると、かれはブリッジウォーター公(the Duke of Bridgewater)と義兄弟で、「英国の内国運航の父」として知られている。二人は、当初、技師のジェムス・ブリンドレイ(J. Brindley)と会って、トレント川とマーセイ川を運河でつなぐ可能性について検討した。「しかし、この計画はあまりにも大規模で莫大な費用を要するため、たとえ二人の貴族が全私財を投入しても、とうてい実現できるものではなかった。それゆえ、かれらはその地方の土地所有者のうちにひそむ事業欲を駆り立てる必要があった。それと、自分たちの偉大な計画の実現に協力を得るために、その地方の十分な支援態勢が整うまで若干の時期を待たねばならなかった。」こうした運河建設者の努力にもかかわらず、地方の人びとの協力は十全でなかった。たとえば、Grand Trunk の場合、チェンシーの製塩業者とスタフォードシャーの陶器製造業者の支援を得たが、それはブリッジウォーター公の運河が完成してから後のことであった。現実には運河の効用が歴然となるにおよんで周辺の企業家の協力も順調となり、Grand Trunk 運河会社は、距離にして93マイルの運河をもち、「偉大な国家的事業」と呼ばれたが、これぞまさしく地方的事業なのであった。とはいえ、フィリップによれば(1793年の論文)、運河建設にあたって地方的な利害関係にとらわれない人びとが、その着工に深く関与している事例が明らかにされている。かれは、それがテムズ川とセバーン川を結ぶ計画であり、技師のロバート・ホイットワース(R. Whitworth)が、1782年に、ロンドンの商人で富裕な私的グループの要請を受けて、この計画に参加した例を挙げる。ホイットワースは、運河の貫通するウィルツやグロセスター地方のどちらにも、利害関係の

ない人物であった。

一方、鉄道会社にしても、当初はやはりきわめて地方的性格の強いものであった。1830年代のはじめまでは、鉄道路線が30マイルをこえる会社はわずか数社であったし、これらにしてもおおむね一地方で営業していたにすぎなかった。37マイルの路線をもつ Stockton and Darlington 鉄道会社は、ダーリングトンに住んでいたエドワード・ピーズ (E. Pease) が発起し、これに必要な資金を知人や親戚から集めた。また、Liverpool and Manchester 鉄道会社も初期のそれとしては重要な会社であるが、やはり地方的な創業と事業金融という特徴をもっている。つまり、リバプール商人のジョセフ・サンダース (J. Sandars) と不動産業者のウィリアム・ジェイムズ (W. James) が、まずこの鉄道建設に積極的になった。サンダースは、自分の事業が既存の交通機関の未熟ゆえに伸び悩んでいることを知っており、一方、ジェイムズもリバプール周辺の土地の開拓を期して自らが建設のための測量員をかって出た。ジェイムズは以前からバーミンガム地方の富裕階層のひとりであり、鉱山用軌道を開設している。そこで、こんどのリバプールとマンチェスターの鉄道建設を、自分の財産をいっそう増大させる手段として考えたのである。

鉄道会社の地方的性格は、1844年ごろまでは濃厚であったようである。有能な鉄道技師のひとりジョージ・ステファenson (G. Stephenson) は、当時ヨークシャーの人たちに資金を海外に投下しないで、自己の周辺の交通機関の整備のために固着し、さらに追加的に投下するよう力説して回った。もちろん、この時期までには地方色の稀薄な会社発起、会社金融、それに会社管理の形態が多くみられた。とりわけ、リバプールとイングランド北部の工場地帯の絶大な支援を受けて設立された巨大鉄道会社が、その好個の実例といえる。また、これほどでなくても、この地方以外のところで目論まれた多くの小規模な鉄道建設計画についても妥当する。しかし地方色の濃厚な会社発起や金融は、交通業がまだ未発達の段階では必要かつやむを得ざる措置であった。とくに、運輸会社の株式がロンドン株式取引所に上場されるまで、また発起人がロンドンの関係筋の資本家と接触を保つまでは、顕著な事実であった。<sup>1</sup>

---

1 本章について、さきに『証券経済』第92号、1967年4月号に掲載した。ここでは、それに若干の訂正と加筆したものをまとめた。



## Ⅲ

つぎの第2章「18世紀後期から19世紀初期にかけての株式会社の設立」では、会社設立、必要資金の調達の方法とその困難さが以下のごとく仔細に語られている。すなわち、

初期の運河・鉄道会社の設立者は、すべてが路線の敷設で多少とも自己の財産や事業面で恩恵を受けるのであった。それには、ゴワー伯爵、ジョージア・ウエッジウッド、エドワード・ピーズ、それにジョセフ・サンダースなどが挙げられる。いま、そうした事例について若干ふれてみよう。1777年に発足した比較的短い運河をもつ Erewash 運河会社について、ジョン・フィリップスはつぎのようにいっている。「……ヘナー (Heanor) の近くのラングレイ (Langley) に住む実力者や大炭坑の所有者が、トレント川まで石炭を運ぶことを提案した。その趣旨は、いわゆる水上の輸送径路がないから、炭坑が所有者や公衆にたいしてまったく無用の長物と化しているというものであった。」これと同様の構想で、Goole 運河会社が1817年にその地方の少数の地主によって設立されている。ところで、同一地域に二、三のグループが競合して資本投下があった場合、競争で各社とも苦勞したであろうが、Aire and Calder 船舶会社、Leeds and Selby 鉄道会社、それに Brandling Junction 鉄道会社などはむしろ多くの協力者を得て円滑に運営された。

ところで、技師たちは新しい運河や鉄道の建設についてプランをしばしば提示したが、注目すべきはかれらが技術的能力以外のものを多く提供していることである。たとえば、かれらが運河建設計画が公衆にPRされる方法や開催されるべき会合、これら会議で決めておくべき決議事項とこれの報道の仕方などの騰立てまで、運営面にこと細かにタッチしていることである。なおみのがせない点として、技師たちは運河・鉄道会社の発起人が交通が便利になることの恩恵よりも、その建設ないしはその営業による直接的利益を期待した場合、それは期待はずれになると指摘していることである。そのことは、事務弁護士 (solicitor) のひとりジエムス・ロッケ (J. Locke) が、1829年12月25日に国会議員ウィリアム・フスキソン (W. Huskisson M. R.) にあてた手紙の一部から明らかとなろう。それは、

リバプールにおける最近の試みとして、種々の大規模な計画が提起されている。

その多くは、……想像されるに、ほとんどがひじょうに性急に企画されたものであり、少なからず合理性を欠いている。そのうえ、弁護士と策謀して発起し、しかも若くして軽率な技師に準備させ、公衆を引っ張り込んでかれらの投資資金にわずかな報酬しか与えず、1825年と同じ轍をふもうとしているようである。

さて、運河・鉄道会社の設立の仕方とその手続きであるが、エバンスは、それを仔細に書きつづっている。

当時の会社設立にあたって、必要資金はおおむね外部から調達され、発起人の出資で十分とする例は少なかった。この公募にさいして最初の措置は、公衆を誘引するPR文書を散布することである。それはまず、路線が敷かれる地域のあらゆる階層の市民に送付され、ついで同じく市民向けの公聴会がもたれた。これと並行して、別途資金導入パイプを太くするため事業内容をさらに綿密に検討する調査委員会が設けられることがあった。それには必要経費が調達されねばならなかったので、その資金醸出者に会社設立後の株主となる資格を付与することが考慮されたりした。もちろん、株主となることを拒否した人には、醸出金は返還された。そこで、調査委員会がこの事業計画の実施を決定すると、利害関係者の総会が招集される。委員会の調査結果が承認されると、総会はずきのごとき事項を決議しなければならない。すなわち、まず会社は一定の資本を特定数の株式に分割すること、つぎに一定時期に株式引受状況を公表し、そして預金、つまり最初の払込金がいくらあるかを示し、議会に法人組織の認可を得、さらに特定の個人・商會が会社専属の技師、銀行家、事務弁護士として指名されることである。そのほか、特定の人びとで経営委員会を構成させ、会社設立手続きが終わりかれらの後を引継ぐ取締役会ができるまで、問題処理の最高意思決定機関たらしめる必要があった。

ところで、つぎの段階として、実際に資金をどうして調達するかという問題が出てくる。ほとんどの場合、株式引受リストは引受者によってすぐさまうめられた。たとえば、テムズ川とセバーン川を結ぶ運河建設にあたり、ロンドン市民はそれを歓迎し13万ポンドの資金はすぐに調達された。そのさい、たとえ100万ポンド入用であっても、おそらくただちに調達されたであろうといわれている。ある貿易商會は、一社で運河会社の株式2万3,000ポンドの引き受けを行ない、他の数社もそれぞれ1万ポンドの株式を引き受けている。このように、株式による資金調達は比較的容易であったが、もし株式が満額引き受けられなかった場合、残った株式を公開市場で売りさば

く手法はまだ未熟であった。したがって、株式分売過程における広告はあまり行なわれなかった。このことは金融面の事情からではなく、発行市場の担い手が育成されず、したがって存在しなかった点に帰因する。通常その担い手と考えられる銀行家が、運河・鉄道会社の資金の調達にはむしろ消極的な姿勢をとっていた。たしかに、銀行や商会の銀行部は運河・鉄道会社の株式引き受けの中心的位置を占めていたが、その内容は自分たちの顧客に株式を売却せずむしろ逆のことをやっていた。株式の分売機関は、株式ブローカー、技師、それに製造業者といった種々雑多なグループで構成されていた。このうち、株式ブローカーは必ずしも株式による資本調達にそれほど大きな役割を演じたわけではない。1835年の「銀行家への回状」(the Circular to Bankers)では、その点をつぎのように解説している。

鉄道組織が発展して、鉄道会社にたいする一般の人びとの信頼が株式取引所の支援がなくても確保できるようになったことは注目に値する。この支援は、もっぱら英国北部の炭鉱業者や製造業者、それに一部の富裕な人びとから与えられている。ところで、ノーザンバーランド、カムバーランド、ダーハム、ヨークシャ、そしてランカッシャーの地方で営業している鉄道会社が調達した資本のうち、株式取引所の会員あるいは株式ブローカー (stock-brokers) が調達したものは全体の12分の1にも満たないのである。Birmingham and London 鉄道会社 (1833年に株式会社となる) の設立が公示されたとき、Grand Junction (1833年に株式会社となり、Liverpool and Manchester 鉄道会社と合併した) 社の設立時にあまり関心を示さなかったかれらは、こんどは資本調達に積極的に参画してきた。これら二大鉄道路線の着手が、いわゆる証券界 (the Stock Exchange people) に、この種の財産保全について強い関心をもたせた最初の機会ということができる。

というのも、「証券界」は、南海泡沫会社時代に資本調達機能を乱用してきたために、初期の運河・鉄道会社にたいしてかれらが資本獲得機能の一端を担う資格を欠いていたことになるのであろう。もっとも金融業者にしても、運河・鉄道会社証券の発行にさいして、だれも個々にその専門的能力を駆使して参画せず、もっぱら業界全体という形で無難な姿勢で発行計画に協力した。J. ベックハウス (Jonathan Backhouse, ダーリングトン銀行の頭取) や、T. リチャードソン (Thomas Richardson, ロンドンのビル・ブローカーの社長) は、Stockton and Darlington 鉄道会社の創業資本獲得に重要な役割を演じている。だがその場合、かれらはあくまでも金融業者としての協力ではなく別な理由によるものであった。T. リチャードソンの場合、か

れが鉄道会社の代表発起人のエドワード・ピーズと従兄弟の関係にあったからだときられている。

それにしても、当時、事務弁護士 (solicitor) の会社設立への努力はみのがせない。1844年3月に出た「第1回株式会社設立委員会報告書」に添付された文書において、当時の事務弁護士が多くの新しい事業計画のために資本調達を行なうさいの苦勞話が散見できる。公衆からの資本調達を意図しながら、株式引受者名簿を全部うずめきれないとき、いつも資本にたいする最初の提供方の依頼が——銀行家、弁護士 (attorneys, これは弁護士、代理人の意がある。ただし、弁護士の場合、attorney at law は英国では現在用いていない。英国の弁護士は barrister と solicitor に分れていてむかしの attorney at law は大体现在の solicitor (事務弁護士) にあたるとされている。一筆者注)、商人であるか、その他の人びとであるかはともかく——特定の委員グループに向けて行なわれた。1828年ごろに株式の売値が壁にぶちあたったことを暗示する以下の手紙は、会社設立のこの段階の一模様を書き出している。

謹啓 発議者の依頼にたいし、ゼネラル・ガス・電燈会社に申し込みをいただきありがとうございます。早速、趣意書を送らせていただきます。

この趣意書発送の決定は、これを各方面に配布、または広告せず、ジョンズ・ロイド商会の預金口座をみることによって、一般に告知する方法をとったにすぎません。しかも、貴殿が依頼のあることをわれわれを通じてか、あるいは趣意書の末尾にある発起人を通じてかを伺ってから、はじめて趣意書を送ることしております。つまり、貴殿やわれわれが参加を望む少数の有力者が、ジョンズ・ロイド商会の口座にただちに登録していただけるかどうか、で決定しております。それも、ほんの一株か数株の所有で記帳され、そしてその口座が公表されてよいかどうかです。

貴殿の投資判断の一助として、われわれは他の地方のガス会社にかんする資料を付け加えておきましょう。

	売 値	100ポンド当たり年間配当金
I. シティ・ガス・電燈会社の		
100ポンド株式の売値……128ポンド		6.16ポンド

[その他 11社におよぶ事例があげられている]

われわれは、ここに貴殿の好意ある回答を21日までにもたらされることをお願い申し上げます。なお、当社が設立されたときに、多くの町の人びとが進んで燈火に親しんでいただくことを念じております。 敬具

36 ニュー・ブロード・ストリート

1823年11月14日

ウィルクス・V. グリイフィス

この手紙の差出人は、おそらく事務弁護士かあるいはその事務所であろう。それにしても、この手紙から当時の事業がまだ投機的性格の強いものと理解され、公衆の吸引にかなりの苦勞があった点が明らかとなる。

というのも、運河・鉄道会社の設立について、これを格好の投機対象として利用しようとするスペキュレーターが存在したからである。その点、J. スツクリーフ (J. Sutcliffe) は1816年につきのようにいっている。

運河会社専門の投機者は、自己の持株を売って値上り益を得る目的だけで株式を引き受ける。わたくしは、投機者を詐欺師よりは少しはよいとおもっている。というのは、かれの計算ではすべての会社設立計画が結構なものであり、そこで、あちこち歩き回って、自分の持株をいかに高く売るかに狂奔し、他の一切のことに関知せずにもっぱら不適格な設立計画の引受人となっているからである。

とはいえ、公衆は、この社会でかれらが振舞う害毒について、なにも知っていない。つまり、運河会社の株式引受人は、財産を現にもっている人びとであり、投機差益などで稼ぐ動機ではなく、正直に会社設立計画を支持することから引き受けているのである。運河会社専門の投機者によって、これら善良な人びとがどれほど痛めつけられているかを知ると、まったくやりきれない。

株式の引受申込者にたいする厳密な調査は、初期の株式会社設立時にはよく行なわれていたが、1840年代になるとその調査はまったく形式的なものになっていた。株式引受人の信頼すべき書類が整えば、それだけで株式の割り当てが認められる十分な材料とされたようである。かれらは、会社の経営委員会、管理者ないしは適当な機関の承認を得て、すぐさま株式割り当ての許可書の送付を受ける。この書状は、引受人が会社の指定する日までに必要な供託金——1株当たり1ポンド——を会社の銀行部に払い込むことを条件に、所定の株式が与えられることを通告するものである。ときには、この書状が取引所で売買の対象となることもあったが、ほとんどの場合、この株式引受権は株式会社が現実に運営されるまでは、譲渡ができなかった。

株式割り当ての書状の保有者が供託金を払い込んだとき、会社はかれに会社設立契約書 (deed of covenant)、または会社設立認可書 (parliamentary deed) に署名を求める。これら証書には、つぎのごとき点が網羅されている。すなわち、まず会社が一定額の資本をいくらかの株式に分割していること、特定の個人が株式会社設立以前に株式引受人にたいして、委員会を設けてなんらかの仕事をすること、署名者 (signer) は自己の引受株数に比例して損益に参加すること、そして最後に、出資者

(proprietor) は会社の払込請求に応じ、さらに会社の法規を遵守しなければならないことである。投資者がこの証書に署名すると、スクリップ (scrip) という証券を受け取る。この証券は、いつもプレミアム付きで売ることができた。というのは、証書の署名者は会社設立の以前から無限責任を負い、ともかく自分の引受株式の額面価額は確保していたからである。最初のスクリップ保有者から譲渡された人が、その書き換え登録をせずに先行者の責任を継承した場合、会社側ととくに問題がなければ引き続き株式の割り当てを受けられたし、また、会社設立の結果あまりもうけにならないとおもったならば、資金面での責任を回避することができた。

さて、株式引き受けがほぼ完了し、供託金が払い込まれてスクリップが振り出されてから、会社はその設立の万全を期して必要な種々の措置をとる。それには、まず経営委員会は議会から会社設立の認可を得なければならない。会社設立にともなう議会工作、法律手続きなどに支出される費用は、かなり高額であった。1850年のある記録によると、「議会申請費」(parliamentary expense) という名目で、以下のごとき支出が多くみられる。すなわち、事務弁護士とその同伴者がロンドンに行き、議会において設立手続きを行なうための旅費や滞在費、会社役員による同種の費用、弁護士(counsel) に手渡す無数の書類およびその写しに要する費用、弁護士の報酬、連署人(witness) に支払う費用、政党顧問弁護士(parliamentary agent —提出議案の起草や庶務の代弁などを行なう—筆者注) の勘定書、速記者への費用、上下両院にたいする謝礼、そして議院の事務当局者への謝礼である。

こうした当時の会社設立にともなう支出について、多くの人びとはこれをまったく法外なものと考えていた。その点は、以下の一文の例証で明らかとなろう。

Liverpool, Manchester, and Newcastle 鉄道会社の出資者総会の報告書によれば(この総会は、1848年11月15日にロンドン・ターバンで、協会の解散をめぐる問題で開かれた)、「会社がすでに10万ポンドも法律関係の手続きのために費消している」ことが明らかになっている。もちろん、他の鉄道会社も例外でなく膨大な出費がみられる。たとえば、1841年までの Great Western 鉄道会社の議会・法律関係費は、少なくとも10万ポンドはある。このほか、ある会社ではわずかな土地を購入する以前に、すでに5万ポンドから10万ポンドの資金が費消されている、と。

発起人が会社設立認可書を得ると、つぎに会社組織を整備する重要な仕事が行っている。それは出資者総会を開き、従来の暫定的な経営委員会にかわる新しい会社の取

締役会を構成し、代表者を決めることである。

#### IV

第3章「株主」では、運河・鉄道会社の所有構造がどのようなものであるかが問われ、その特徴が以下の四つの点に集約されている。

エバンスは、まず会社所有者の構成が会社の財務政策の決定にさいして重要な要素となることの指摘からはじめる。というのは、安定配当の要請、それに株式引受権の付与による恩恵などは、株主構成のあり方によって大きく左右されるからである。優先株の発展をあと付けようとする作業が、初期の運河会社の株主名簿の分析にまず向けられたが、それは優先株の有用性が内国運航業において明確に証明してくれるからであった。

さて、当時の運河・鉄道会社の所有構造における第一の特徴として、エバンスは会社の株式に応募したり、それを所有した人がときには驚くほど多かった、という。たとえば、Sir J. チャイルドによる1681年の東インド会社の株主数は556名、1839年のイングランド銀行の株主数が約3,000名であるのにたいし、地方的な会社である Ellesmere 運河会社（資本金40万ポンド、主要運河の距離は57マイル）の株主数は1,244名の多くを数えることができた。もっとも、この会社は当時の運河会社のなかでは大きい方であったが、同規模の国営会社や地方の企業体とくらべて、株主数はたしかに多いようである。ついで第二の特徴は、小株主の数がきわめて多かったことである。このことは、Leeds and Lirerpool 運河会社の株主名簿をみても明らかとなる。つまり、1789年当初の同社の発行株について、5株以下所有の株主は全株主の83.8%を占め、また株数では総株数の42%を占めていた。18世紀後期のこの会社と近代のアメリカ株式会社との比較は、なまじ株式分散が高度に進展しているという事実が類似しているだけに、注意を要する点である。とはいえ、ここであえてアメリカ大会社の二社の同様の資料を提示して対照させてみよう。そのうちの一家（少数の機関株主がそれぞれ100株以上を所有している）は、1933年に100株以下の株主が全株主の82%を占めているが、ただ議決権付株式に占めるかれらの持株比率はわずか21%にすぎない。他の一家の場合、100株以下の普通株主（ここでは少数の議決権付優先株主については考慮せず）は、1933年に全普通株主の84%を構成したが、かれらの持株

は全体のわずか10%を占めたにすぎない。このように株式所有は、近代のアメリカ大会社よりも初期の Leeds and Liverpool 運河会社の方がはるかに広範に分散していた(近代のアメリカ大会社は、小株主が一集団としてより多額の配当を受取る権利をもち、そのために結束して支配に参与することができるという意味においては、イギリスの運河会社よりも実質的に所有は分散しているといえる)。

また、Leeds and Liverpool 運河会社は、小株主が多い点で近代のアメリカ大会社と似ているだけでなく、総株数の多くの部分を占める大株主が存在しない点でも似ている。同社の1789年における筆頭株主は、全体のわずか5%を占めるにすぎなかった。それには、同社設立のさいの特別法 (parliamentary acts) が、個々の株主の最高持株数を制限していた(この場合100株まで)ことが注意されねばならない。

第1表 Stroudwater Navigation 社の株式所有状況 (1776年)

株式の数	株 主		株 式	
	数	比率 (%)	数	比率 (%)
1.....	45	48.9	45	22.5
2.....	25	27.2	50	25.0
3.....	7	7.6	21	10.5
4.....	3	3.3	12	6.0
5.....	7	7.6	35	17.5
6.....	2	2.2	12	6.0
7.....	1	1.1	7	3.5
8.....	1	1.1	8	4.5
9.....	0	0	0	0
10.....	1	1.1	10	5.0
計.....	92	100.1	200	100.0

こんどは Stroudwater Navigation Company の場合であるが、1776年に資本金2万ポンド、8マイルの運河で出発した。同社の株主で1~2株しかもたない株主が全体の76.1%もあり、かれらの持株の総株数に占める割合は47.5%であった(第1表参照)。前例との比較のために5株以下所有株主をまとめて比率をみれば、株主において実に94.5%、株数において81%を占めることになる。なお、この会社の場合には特別法が最高持株数を15株に制限していたこと、ならびに定款が逡減的議決権制度 (regressive voting system, 1株=1票, 3株=2票, 5株=3票, 10株以上=5



票)を規定していたことが、銘記されねばならない。このように会社支配の観点から、株式を小株主により分割所有せしめるための促進策が講ぜられた。ところが、株主名簿に同一家族に属するものが多くみい出され、また大株主が自分の持株を家族でない受託者に少しずつ手渡し持株制限や議決権行使の制約を無効にする挙に出て、特別法の趣旨に背反し所有(=支配)の集中化を図った。

ところで、運河・鉄道会社の所有構造の第三の特徴は、株主が地理的に広範に分散

第2表 Leeds and Liverpool 運河会社の株主の地理的分散状況(1789年)

地方名	株 主		株 式	
	数	比率 (%)	数	比率 (%)
Berkshire .....	1	.2	11	.5
Cambridgeshire .....	1	.2	4	.2
Cheshire .....	1	.2	1	.05
Cornwall .....	1	.2	2	.1
Cumberland .....	1	.2	5	.2
Derbyshire .....	6	1.3	11	.5
Devonshire .....	1	.2	1	.05
Dorsetshire .....	2	.4	12	.6
Essex .....	2	.4	20	1.0
Gloucestershire .....	1	.2	8	.4
Kent .....	3	.6	16	.8
Lancashire .....	101	21.5	350	17.0
London and Middlesex .....	64	13.6	508	24.7
Norfolk .....	18	3.8	209	10.2
Nottinghamshire .....	9	1.9	18	.9
Rutlandshire .....	5	1.1	10	.5
Shropshire .....	1	.2	1	.05
Somersetshire .....	3	.6	4	.2
Staffordshire .....	1	.2	3	.1
Surrey .....	5	1.1	13	.6
Warwickshire .....	3	.6	6	.3
Westmoreland .....	1	.2	5	.2
Wiltshire .....	1	.2	30	1.5
Worcestershire .....	2	.4	13	.6
Yorkshire .....	232	49.5	793	38.5
Unclassified .....	3	.6	5	.2
合計 .....	469	99.6	2,059	99.95

していたことである。運河事業の大部分の出資者は計画地の周辺に住んでいたが、前章でみた株式分売方法や人口移動にともなう要素が、一方における高度な所有の集中と他方における広範な地理的分散をもたらした。Leeds and Liverpool 運河会社の株主名簿は、このような分散の傾向を例示しており、国内のさまざまな地方に住んでいる株主が発見できると同時に、運河が通過する二つの町、つまりヨークシャーとランカシャーの株主が株主数で全体の71%、株式数では55.5%を占めるほど集中している点をも明らかにする(第2表参照)。だが、その後二つの町に住む株主による所有の集中化は低下し、1800年に株主数で63.5%、株式数で45.8%となっている。運河会社の株主名簿で周辺の住民の比重が低下することは、なにも別のある単一地域のそれ

第3表 Leeds and Liverpool 運河会社の特定地域に住む株主と  
その持株の移動状況(1789年, 1795年および1800年) (%)

年	Yorkshire		Lancashire		Lodon and Middlesex		Norfolk		Kent		Essex		Wiltshire	
	株主の比率	持株比率	株主の比率	持株比率	株主の比率	持株比率	株主の比率	持株比率	株主の比率	持株比率	株主の比率	持株比率	株主の比率	持株比率
1789	49.5	38.5	21.5	17.0	13.6	24.7	3.8	10.2	.6	.8	.4	1.0	.2	1.5
1795	45.1	31.7	19.1	14.4	17.4	23.9	4.6	15.7	.9	.9	1.3	2.7	.4	4.2
1800	45.4	31.7	18.1	14.1	15.5	19.8	5.3	14.2	1.0	3.1	1.2	3.0	.6	3.7

の上昇につながるものではない。たとえば、ロンドン・ミドルセックス(ヨークシャー, ランカシャーについて株主が多かったところ)に住む株主は、1789年から1800年にかけて全株主数に占める比重は増大したが、かれらの持株比率は逆に低下しているのである。この11年間の株主名簿における変化にみるごとく、株主は多くの町に分散し、持株状況においても地理的な分散がみられるのである(第3表参照)。

ところが、こうした株主の広範な地理的な分散がみられる半面、所有構造の第四の特徴とされる株主の移動が比較的少ない点が指摘される。たとえば、Leeds and Liverpool 運河会社の株主名簿によると、1789年初の株主の59.9%が6年半後の1795年8月初にいぜん株主であり、かれらの持株比率は64.8%となっている。この59.9%という数字は、株式の移動が生じていると信じさせる理由があまり認められないのに、これを移動とみなす実例がよくあるから、実は内輪の推計ということになる。また、1795年8月初の株主の82%が、4年5カ月後の1800年初までそのまま株主であり、その持株比率は80.8%となる。通算したこの11年間(1789~1800年)に、株主の46.3

%, 株式の49.8%が設立当時のままであったことがわかる。この数字のもつ意義をどのように評価するかは、それが投影する背景が十分でないのできわめて困難である。ただ、東インド会社の1692年の文書から、当時同社の株式が2年に1回所有者を変えていた実例と対照させてみると、Leeds and Liverpool 運河会社の株式所有はかなり高い安定度を示していたことになる。所有の安定性が高い理由のひとつに、エバンスは株主中に占める婦人の比重が高い点にあるのではないかとする。かれはその点の証明のために調査を行なった。それによると、1789年の婦人株主76人のうち、62%にあたる47人が1795年にもいぜん株主であった。当初の76人の持株は平均2.8株であり、47人の平均持株は2.72株であった。1800年になって設立当初の婦人株主の43%、つまり33人がなお株主であり、その平均持株は3.96株であった。1795年には102人の婦人株主がいて平均2.96株を所有しており、1800年にはこのうちの76%にあたる78人が株主で平均3.6株を所有していた(第4表参照)。しかしながら、エバンスは、これ

第4表 Leeds and Liverpool 運河会社の婦人株主

	婦人株主 (人)	全株主にたいする比率 (%)	当初の持株数 (株)	総株数にたいする比率 (%)
1789年1月	76	16.2	213	10.3
1795年8月	102	22.4	302	13.3
1800年1月	111	22.6	438.04	15.4

らの指標から株式の回転が少ないのは婦人株主のせいであるとは必ずしもいえないとする。事実、1789~1795年の期間以外は逆の現象さえみられるという。ついでエバンスは、大株主よりも小株主において一般に株式所有の安定度が高いという経験にもとづき、Leeds and Liverpool 社について婦人を除く5株以下の所有株主の動向を調べた。1789年に5株以下の小株主は、そこから婦人株主を除いて324人であり、その持株は737株であった。そのうちの184人(57%)が1795年まで株主であり、その持株は567.5株であった。また1800年には、45%にあたる145人がいぜん株主であり、かれらの持株は568.38株であった。なお、1795年における小株主は274人を数え、このうちの79%、つまり215人が1800年にも株主であり、665.51株を所有していた。株式の保有度を示すこれらの比重は、どうやら前述の全株主の保有度の比率よりも低い。結局のところ、ここで取り上げた株主の安定性は婦人株主、それに小株主の安定性が

寄与したことはないで、「どうやら中堅株主の安定性によるということに帰着し<sup>2</sup>そうである」。だが、この事実の解釈は明らかにされていない。

つぎに、株式の回転が緩慢であることに関連して、株主の職業が考慮される。初期の公益事業の所有者の財務的地位は、事業の法人化のさいの法令により、かなり明らかにされている。たとえば、株式の回転が緩慢であるという仮定のもとに、創業資本以上の資金があらためて株式により調達される場合があるのである。そのさい、会社側にとって株主の職業別構成に若干の考慮が払われることになる。1783年に設立されたBorrowstowness 運河会社は、全株主のうち27%が商人で構成されていた。この商人グループに、他のビジネス・マン、つまり船主、埠頭主、薬種商、葡萄酒商、職人、漁師、大工、醸造家を加えると、商人グループは全体の44%となる。弁護士、海軍士官、医師などの自由職業者はわずか6%、貴族が14%、その他が36%、となっている。また1812年に設立された Witham Navigation 社では、僧侶が15%を占め、自由職業は僧侶を加えて18%に達しており、貴族は5%以下である。結局郷紳(Esquire)とみなされる階層のものは25%を占め、商人グループは定かではないが50%には達しないようである。

さて、以上のことを要約するとつぎのようにいえる、すなわち、運河会社の株主は、会社の追加資金調達の必要上、株式引受権付与の恩典によって会社に繫縛されてきた。そうしたことから、各社は少数所有による多くの株主集団でもって所有構造が形成されていた。そのうえ、株式の回転が緩慢なことは、株主が会社との連帯感を強く意識していたことを示し、これら三つの要素が増資の好材料となった。しかし、株主の地理的分散は、株式の地方への分散をとめない、追加資金の調達方法を複雑にし、また新株式をとくに魅力的なものにする要請を強めたようである。新規の巨額の資金は、特別な吸引材料なくしては限られた範囲からは調達することはむづかしい。また、株主の職業別構成をみてきたことから、新株式は適当な甘味剤を要するようである。というのも、聖職者や他の職業人には資金醸出者としてあまり多くを期待できないし、一方、現役の商人にしても、たとえかれらが豊富な資金をもっているも自分の仕事に重点的に利用しておれば、同様に有力な資金供給者とはなり得ないからである。

2 馬場克三「産業革命期のイギリス株式会社」『会計』第71巻第3号、1957年3月、392ページ。

## V

さて、第4章「運河・鉄道会社の追加資金調達の方法」に入ろう。会社がいったん設立され活動しはじめると、新たに追加資金が必要となってくる。この新規資金の調達に会社の取締役は苦勞するわけだが、優先株金融の発展は資金調達ルートの狭隘な当時の会社金融にあって必然的所産とされている。エバンスは、当時の追加資金調達の方法について、つぎの七つをあげて詳細に説明する。すなわち、1) 未払い株式の払込請求による、2) 株式発行による、3) 抵当証書による、4) 積立年金証書による、5) 社債発行による、6) 約束手形による、そして7) 政府の援助による、の七つである。

以下、本章の内容に入ることにしよう。発起人の楽観的な展望により運河・鉄道会社の株式を引き受けた株主は、会社発足後間もなくその多くが深刻な金融危機にあることを知った。ときには、株式を取得すると予想されていた人が引き受けを拒否したり(たとえば、事業拡張のため資金繰りが困難となった地主など)、また、いったん所有者となった人が払込請求に応じることができなかった。そのうえ、取締役は土地価格、労賃、資材の価格が当初の見積りよりはるかに高く、逆に建設の困難さを低く評価した点で、ひじょうな苦勞をした。この種の予知できない困難さと経費の増大化は、実際に建設工事に着手してみてはじめて明らかとなった。そこで経営者は、この事業が部分的にしかできあがらないうちに資金面で行き詰まり、たとえ仕事を完成させるにしても、そのさいは不当な負債の累積で呻吟することになろう、という見通しを立てずにはいられなかった。こうした会社金融の状況下において、新しい資金調達の方法が模索され、優先株の最初の使用とその発展がみられるにいたった。しかし、優先株は1825年ごろまでは、会社の追加資金調達の方法としては支配的なものでなかった。この時期までの追加資金調達の方法は以下に述べる七つのものであるが、優先株の導入にいたるまでの経緯を理解するうえで妥当とされよう。

## 1. 払込請求による追加資金の調達

東インド会社設立後、株式の額面価額を明示して発行する方法が通常のもとなり、会社は必要資金の調達にさいし株式の追加発行におおむね依存していた。しか

し、金融的苦境にあった初期の運河・鉄道会社の多くは、無限に払込請求が可能になつての株数固定方式を復活させていた。Chester 運河会社の場合、1772年に株式引受者がそれぞれ100ポンドの株式の割り当てを受け4万2,000ポンドの資金を調達した。そのさい、もし会社が必要とするならば、さらに2万ポンドの追加資金が、株式発行、積立年金、あるいは抵当権設定の方法で獲得できるように規定で認容されていた。1777年までに、かねてから認可されていた全額が実際に調達され、そして費消されたが、会社は運河を完成させるためになおも資金を必要とした。その結果、特別法(parliamentary sanction)で当初の発行株式4万2,000ポンドの60%の追加発行を既存株主に要求する権限が認可された。そのさい、会社は当初株式への配当を優先させる姿勢で追加払込分にもそれ相応の配当をするなどの誘引策を講じたが、結局のところ、この払込請求で2万ポンドの資金が吸収できなかった。そこで、当初株式の80%の追加払い込みを要求する第三の法令を準備し、この払込請求に応じないものへの罰として、株式の没収を宣言した。こうした法令の威力により、チェスターからナントウィッチまでの運河は1780年ごろ完成したのである。

払込請求による追加資金調達の方法は、株主が多数にいる場合にあまり一般的なものとはなっていない。これが特別法の援護なしに実施された場合、やはり支障をきたしたようである。それは株主が追加的払込請求を忌避するに十分な理由があったためである。というのは、会社がひじょうな金融危機に直面して、しばしば株主に財産保全面で迷惑をかけてきたからである。そのうえ、払込請求に応じなかった株主の持分は譲渡できなかったので、資金がなくて払い込めず、また払い込まなかった人は、つぎの二つの道をとることになった。そのひとつは、かれが払込請求に応じねばならない株式を買ってくれるだれかを探し求め、そして払込請求にたいする支払いを終え、打ち合わせどおりに売却することである。もうひとつは、会社がかれの株式を没収するという宣言の機会を待つことである。後者の場合、会社はその株式を競売にかけて最高値の入札者に売り、経費と不払分を控除して、没収した元の株主との清算を終えることになる。

没収、そして清算にからまる不祥事はしばしば生じ、手続中に1806件の多くを数えている。個々の会社に関連する各特別法は、払い込みを望まない株主が会社の払込請求があつたすぐ後で、払い込みの意思がないことを宣言できるように決めている。この場合、会社はその株主の持株を最高値で入札した人に売らねばならず、そして売却

経費と以前の払込分を控除した後、その売上げ金額を元の株主に支払うことになる。こうして前者の方法とは対照的に、没収された株主は自分の株式を放棄することになるが、おそらく、株主にとってこの方法は金融的には損害が少なくすむのではなからうか。

なお、株式の額面価額をこえる額にたいする株主への払込請求は、ときによって特別法で定められている場合もあるが、これは追加資金調達の方法としてはあまり一般的とはなり得なかった。この方法は、いわゆる株主の有限責任にたいする議会の承認を撤回させる結果となった。このように払込請求を許可した特別法は株主の責任に新たな限度を設けることになったが、議会の同意のもとに行動する会社の現実の支配面で、法律により同じような規制が行なわれるという保証はなかったのである。要するに、この方法はたしかに一般的とはなり得ないが、会社にとって効果的なものとなろう。というのは、資金の借り入れ工作はあまり成功しないであろうし、結局、払込請求にたよるざるを得ないからである。

## 2. 株式発行による追加資金の調達

当時の会社法のほとんどは、会社が事業計画の完成のために資金が必要ならば、追加株式の発行ができることを認めていた。もちろん、旧株と新株において払い込まれる金額に差がある点が十分考慮されるにしても、両者のもろもろの権利は同等であった。この新株の売り出しは、旧株に多額のプレミアムが付いている場合はもちろん、若干の割引きがある場合でも円滑に行なわれた。新株は通常、まず最初に既存株主に割り当てられ、かれはそれを引き受けるか、あるいはその権利を売却することもできた。つぎの一文は、1802年における資金調達の方法にかんする興味あるものである。

「あなたの委員会は、所有者に所要資金の調達にかんする原則を説明し、株式、半額面株式 (half share)、それに他の証券を所有する人に応募できる恩典があることを明示しなければならない。この原則 (会社の株式ないし他の証券を所有する、いわば会社の利害関係者のなかからのみ資金を調達することを目的とする) は、この機会を利用するすべての人にボーナスを提供する。このボーナスは、株式が生み出すプレミアムに比例した額となろう。

100ポンドの引き受けがあるごとに、それが払い込まれるとすぐに株式会社 (joint stock company) の一株に組み込まれ、50ポンドの引き受けがあるごとに、それは半額面株に、25ポンドの分も……。

これらの株式は、払込後、つぎの四季支払日 (quarter day) に登録され、その日から旧株と同額の配当を受け取る資格をもつ。また、旧株と同じ特権をもち、売却その他いつでも譲渡可能であり、その引受も各個人が所有する株式ないし証券に比例して公平に分割された。したがって、各個人にたいする配当の恩恵が同じなので、株式がどれほどふえたかということは問題ではなく、分割して充当された株数が多いか少いかを主要関心事となる。

しかし、こうして割当てられた新株をもつ新参加者は、新株引受権者がかれに融通したか、あるいは新株引受権者にプレミアム相当分を支払って取得したもの以外は、みあたらなかった。というのは、旧株や Loan Securities は当時、公開市場で流通していたからである。

ときには、既発行株の一定部分以上を所有してはならないという原則により、旧株主はその持分をこえる部分の引き受けは許されていなかった。公募のとき、この追加株式は競売買の形で市場へ出された。こうしたなかで、1801年に成立した運河業法のさきぶれ (preamble) がみられ、会社金融に一条の光を投げかけた。Kennet and Avon 運河会社は、新株の一部を既存株主に割り当て、他の一部を競売買で公募することを議会に認めてもらった。競売買は、コーヒー・ハウス取引所か、ブリストルの適当な場所、またはガラウェイのコーヒー・ハウスか、ロンドンの適当な場所で、経営委員会が執行することになった。そこでは1日に20~50株が売買され、その価格はとくに所有者の同意はなかったが1株60ポンドをこえる額であった。

Kennet and Avon 運河会社の例から、かれらの新株が割引発行の形をとったのではないか、という疑問が生じてくる。新株を額面で発行せよという議会の主張は会社にとって明らかに無意味なものになっており、現にその株式は市場で実質的に額面以下で買われていた。1800年ごろ、運河業法にみられた条文は、会社は株式を“株主が正当かつ適宜と考えるような価格”で売却するよう要請している。このような契約条項は、たんに会社が多くの人がと気に入る種々の額面価額で新株を発行できるといように解釈されるが、これに続いて議会在が株式の割引発行を認めていることを示唆していた。困窮している会社にとって、この方法による追加資金の調達優先株の利用以上のものになるほど重視されたが、これの検討は後章にゆずることにしよう。ただここでは、割引発行された株式が、議決権行使の点で既発行株と必ずしも同じ地位におかれなかった、ことを指摘するにとどめよう。



## 3. 抵当証書による追加資金の調達

通過料ないしは通過料と船舶を抵当にすることで借金をするのが、初期の運河会社にとって通常の方法であった。1770年ごろ、このような権利が運河会社にたいする特別法で認められており、それゆえ運輸会社全般にかかわる規約ではしばしばみうけられた。Chesterfield 運河会社は、抵当権を設定して資金を調達しようとして議会の認可を請願した。そのさい議会が指定したものには、財産所持人が訴訟を起こしたり、あるいは抵当財産を所有する権利にたいして、あまり制約を課さなかったことが注目される。とはいえ、若干の法律では、財産所持人の権利の限度を明確に表示した。

久しく以前から指摘されているごとく、利子（あるいは年金）は引き続き規則的に支払われねばならない……〔明記されているごとく〕……、または約束の3カ月以内に、同様の支払いを指示どおり行ない、……それもいわゆる A、B の能力においてでなく、……通過料、運賃、租税、そして屋敷の所有権を取得し、あるいはまた、同様の目的を達成するためのなんらかの行為や訴訟を開始せねばならない……。

会社の捺印をもって提示された抵当証書は、「通常、総額が議会の認可額をこえなければ、会社と取得者の双方が一致した額で決められる。議会のある抵当認可額のもとで発行された証書の双方の所有者は、それぞれが同等の権利をもっている。最初の証書は、その後のものにたいして優先権をもつわけではない。この抵当証書は譲渡可能であり、会社は所有者の名前を登録した帳簿に留意せねばならない。抵当権設定を許容する法律の条文には、抵当証書所持人は議決権がなく、またその報酬としての利子は株主への配当よりも優先して支払われねばならない、ことが明記されている。

これら初期の抵当権設定の特徴は、満期日が決まっていないことである。この点にかんする議会の規定は、1794年まではなにもなかった。同年の運河業法で、すべての抵当は会社が6カ月間公示すればその後償還できることになり、また抵当権者からの指示があれば会社は支払いができるようにしなければならなくなった。この条文は、その後抵当権者の法的権利にかんする興味ある問題を提起した。会社の立場からすれば、明らかなことは6カ月の公示期間のいつかに償還要求に応ぜねばならず、したがって事業計画に与える影響が大きかったということである。

ところで、運河・鉄道会社の抵当利用を認可した特別法において、利子支払いが困

難な場合の手続きは、その事情を公表することになっている。抵当権設定者の会社が利子支払いを怠った場合、抵当権者は業界のコミッションナー（会社法により選任され、その主な仕事は運河・鉄道建設に必要な土地価格の評価にかんする紛争を調整する人）に提訴できる権利が認められていた。と同時に、抵当権者の利益擁護のために会社を管理し得る管財人 (receiver) を指定することもできた。ところが、コミッションナーが義務を怠ると、抵当権者は告訴して損害額を取りもどすことができた。議会の特別法が当時のできごとの表象であるとすれば、英国の投資者は利子受け取りにおける強い関心を、実は出資元本の回収においてそれほど示さなかったことになる。抵当元本の支払不能が生じて運河業法が最初に行使されたのは、1794年である。元本総額は未払い利子とともに回収されるべきであるが、それを定めた条項は特別法には必ずしも多くない。そのため、利子支払不能にかんする条項と実際にそれが生じる頻度との間に、きわだった乖離をみるにいたった。元本支払いにかんするもので法律の姿勢を窺う唯一の重要な項目は、1829年に制定された第10法律第4部第138条である。同条文は、抵当権者が Duffryn, Llynvi, and Porth Cawl 鉄道会社に元本支払い請求をしたのにたいし、同社はそれに応ぜられず、そのため年間純収入の少なくとも10分の1を充当するように命じたものである。だが、元本支払不履行事件について、訴訟ないし管財人指定を認めた条文はなかった。

したがって、初期の抵当証書には決して契約内容が明文化されていない。ある抵当はひとつの法律で認可され、その後の条文が新しい抵当証書の取得者に同じ保証を受けるように規定する。このようにときには、抵当は事実上無限の開放担保となる。しかし、既存の抵当に優先性が与えられるときは、特別法は既存の抵当権者の同意を得るよう要求している。ほとんどの第二抵当は、必ずしも一定の型をもっていなかったので、先取留置権を生み出すようなことはなかった。財産と所得にたいする先取特権の思想はかなり早い時期から定着していた。たとえば、1777年に Chester 運河会社は運河完成のための抵当権設定を議会で認可されたが、この抵当にかんする利子が、以前の法律のもとで認可された抵当権者の意向にそう必要上、引き続き支払われたことがあった。ときに、抵当権の設定によって緊急的に資金調達する方法が妥当かという点、必ずしもそれは一概にはいえないようである。というのも、ある場合には、額面価額以上の払込請求が株主にたいして要求される結果、抵当権設定によって資金獲得ができず、また他の場合には、抵当権設定をやめて、そのかわりに普通株の発行が行

なわれるからである。とはいえ、株式の追加発行が明らかに失敗した場合には、抵当権設定による資金調達に特別法で認可されているようである。こうした特例を仔細に検討してみると、抵当証書が、この書物でみる他の方法にもまして、かなりの重要性をもって利用されていることがわかる。つまり、多くの資料から採択された抵当権設定認可の件数が、同証書の株式会社金融における重要性を示唆しているのである。そのうえ、特別法が、抵当権設定による方法が緊急的な調達手段としては、他の会社が随意に行なえるそれよりも優れていること、を主張している。いいかえれば、このことは、会社法が基本的に株式発行を奨励し、なおかつ資金が必要ならば、株式の追加発行かあるいは抵当権設定によるかが望ましいことを示唆している、と解釈させる。もちろん、他の関連法令で抵当利用が認められており、そうした多くの認可は、投資者の積極的な取得と会社の積極的利用によって、現出したことになる。しかし、抵当利用が、会社と投資者の双方につねに十分満足なものとなっていなかった。というのも、他の証券、つまり約束手形や年金証書は、あまり人気がなかったので、抵当権者はそれらをほしがらなかったし、抵当権の株式への転換権も求めなかったからである。ともかく、会社の大量の既発行証券のうち、実際に支払請求に満足に応じられるものは少なかった。以下の文章は社債に関連して、その点の例証となろう。すなわち、J. ピーズ (Joseph Pease) は、Stockton and Darlington 鉄道会社の代表発起人であるかれの父にたいし、その会社の社債について1826年に手紙を出している。それは“若干の社債権者が、総額3万ポンドにおよぶ社債の払い戻しを要求しているが、会社の社債金融の成功のために、債権の変更を認める余裕は目下のところはあり得ない”というものである。

#### 4. 積立年金証書による追加資金の調達

運河会社の歴史において年金証書が現われたのは、Chester 運河会社が追加資金調達的手段として使用を認可された1772年である。その後1797年まではそう多く発行されなかったが、1800年代に入って運河会社の年金証書が議会の認可を多く得るようになった。1800年代におけるこの政策上の変化は、同証書の利用の強い要請が政府に向けられた結果の所産であるが、それでも同証書の利用について会社はどれも馴染まなかったようである。1815年ごろ同証書発行の許可を得た会社は、同時にその償還権も得た。そのうえ、若干の会社が年金利用に踏み切った1825年ごろ、政府年金にかん

する法令が、会社年金の“無定期な認可”を排除する目的を公言して制定された。

ところで、抵当証書などは譲渡可能でありその記録は会社帳簿において明確にされ、そこには総額が最高認可額をこえない範囲内で、譲渡額が金額に関係なく記入されていた。抵当権者に相当する年金受領者は、出資者会議の投票権はないが、年賦はいかなる株主にも優先して支払いを受けた。一方における年金受領者と他方における抵当権者や他の債務証書保有者との権利関係は、必ずしも明確ではない。利子や年金の支払いが明らかに困難となった場合、管財人は、自己の報酬を含む特別費用を控除した後、残余財産を抵当や他の証券への支払い利子や年金の未払金を、同等に分割するよう指示することができた。また、抵当や他の債務の元本支払いが不能のときは、管財人は同様に、特別費用を控除した後の残余財産を同等に抵当権者、債権者、そして年金受領者に、元利合計と年金未払総額を支払うよう努力せねばならない。すなわち、管財人は、受取人が同じ資格において、ただ財産分配時の債権金額に比例してのみ支払いを受けるという原則をもって、財産分配に処することであった。

#### 5. 社債発行による追加資金の調達

1794年に Warwick and Braunston 運河会社は、3万ドルをこえない範囲で、社債発行の権限を議会から認められた。2年後、Dudley 運河会社は、議会の承認を得るまえに、経営者会議で自社の社債ないし一般の出資者で同社のこうした資金調達に協力的な人の保有する債券を担保にして、資金を獲得することを決議した。議会は、まずこの措置にたいして制裁でのぞみ、ついで委員会と個人出資者に会社のある抵当にたいする見返り品 (collateral security) という目的で保証することを容認した。社債で調達された資金は、現行法による他の方法で集められた資金、ないしは株主へのいかなる配当支払いよりも優先して通過料から返済されたのである。これら社債の取得者は、元利の支払いにたいして会社から損害を被らないように保護されねばならない。ところが、会社債務にたいする個人的保証がやがて有効でなくなり、社債は会社のたんなる一債務となった。たとえば、Regents 運河会社が1816年に通過料の使用を背景に、社債の総括担当者を決めて社債を発行したが、特別法はそれを支援する形で認めている。総括担当者は、できるだけ高値で社債を私募ないし公募の形で売却した。

社債は、特別法で抵当よりもその発行を歓迎され、その場合特定の額、たとえば

100 ポンド単位の発行を要請された。抵当と社債のもうひとつの相違は、転換上の条件においてであった。抵当権者は、ときたまその証書を株式に転換できる権利が与えられたが、社債権者はその特権がしばしば与えられた。

ところで、上述のごとく社債にたいする個人的保証が後退したが、そのため社債を抵当や他の債務と事実上識別することが困難となり、ただ呼称でのみ区別されたようであった。種々の債務証書のなかで、実際上の類似にもかかわらず呼称上の相違のため、つぎに挙げるごとき法令が1818年に制定される運びとなった。それは、

抵当、社債、約束手形、あるいは債券 (debenture)<sup>3</sup> を発行し、あるいは取得した者すべての当事者は、それら証券にかんするいわゆる利率、上場税 (toll)、義務、証書の頭書 (premise) において、その持分に応じてまったく同等の権利を有しており、証券の種別を理由になんらかの優先性をもち得ないと……………。

#### 6. 約束手形による追加資金の調達

約束手形は、Ashton-under-Lyne 運河会社が1798年に5年後転換権付手形の発行を議会で認可され、会社金融面ではじめて出現することとなった。約束手形の性格を形づくっているものとして、近い将来における満期日の確定と株式への転換権の付与があり、債務証書としては異常な特徴を有していた。手形の形式は、抵当証書の場合と同様に、特別法で規定していない。したがって、これら手形の性質を明示することは困難であった。

約束手形の保有者、抵当権者、そして年金受領者は、支払不能の場合、通常同一順位となり、期限切れ元利の徴集手続きが抵当にかんする条文にそって行なわれる。しかし、手形の背後にある保証の性質において両極端がみられ、債務形成の範囲が大きく押し広げられた。たとえば、1824年に Thames and Medway 運河会社は、無担保手形の発行の議会認可を受けた。その後、これと対照的に Gloucester and Berkeley 運河会社が、政府からの借入金以外のすべての債務にたいする優先権をもった約束手

---

3 debenture について、それは債券、ただしその慣用から債券一般を指すのではなく特定のものにきざられる。すなわち、英国、カナダおよび英国の植民地では主として市町債のことを Debenture といい、社債を Bond といつて区別されたようである。ただ、英国でも社債の意味に用いることもあり、鉄道会社債に信託会社の保証証書のともなわないのを Bond と区別して Debenture といっている例がある。ここでは、おそらく後者の意味であろう。

形の発行を認められている。これらの手形はまた、3年前に発行された優先株にたいしても優先権を与えられていた。この優先株は、実は当時運河会社のいかなる債権者にも先き立って配当を受け取る権利を付与されていたのである（もっとも、年金の利子支払いや年金元本の賦払い、または政府借入金にたいする支払いは優先された）。

ところで、この約束手形による債務の発生が、おそらくその手段において、初期の優先株にいちばん類似していたようである。手形はいつも金額表示が、たとえば100ポンド、少なくとも25ポンドというように、明確であった。そのうえ、手形はほとんどの場合、普通株に転換できた。その一例として、約束手形保有者は、その手形のわずか5%分を受け取っただけで、株式に関与できる資格を得たようである。

## 7. 政府の援助

1784年に王室の賛同を得た法令 (the act 24 Geo. III C. 57) が、必ずしも最初ではないが、運河会社にたいする政府資金の貸付認可の先駆的意義を有した。この法令により、クラウン家に併合されていたあるスコットランド人の財産が、ある約定金額の支払いが行なわれた後、その相続人ないし家族へ復帰した。この約定金額は、スコットランドの財務裁判所 (Court of Exchequer) が受け取り、その一部の約5万ポンドが工事費として Forth and Clyde Navigation 会社に貸し付けられた。その資金は、会社へ直接に提供され、別途資金の調達のための見返担保品として利用された。利子は借入総額にたいして支払われていたが、それは会社の他の負債が皆済されるまでの見返担保品的の性格をもっていた。なお一方で配当も支払われていたが、政府貸付は利益処分において株式の場合と同等の資格で参画していた。Forth and Clyde Navigation 社から返済された資金は、こんどは1799年に Crinan 運河会社に貸し付けられた。同社は、当初の株式引受者への払込請求が十分の成果をみずに、資金面で困窮していた。政府貸付額2万5,000ポンドの利子は5%で、その保証は全運河の通過料であった。

その後1817年にこの種の特別法が新たに制定され、政府の援助で多くの運河や公共事業が発展した。議会は当時、公共事業の推進、United Kingdom の漁業の保証、それに Great Britain の困窮者の雇用などのために、大蔵省証券の発行を認可し、また150万ポンドにおよぶ整理公債基金 (Consolidated Fund) からの捻出を容認していた。政府委員会は、この政府貸付を受けるものに会社および会社設立者、ないし公

共的性格の強い事業、漁業、炭坑・鉱山業の運営を希望するものを指定した。また、困窮者の雇用、とりわけ未熟練者のそれに協力した企業から申し入れがあった場合、大蔵省証券委員会は、会社の総収益を担保に申込額に応じて貸し付けた。同基金の執行により、まず不況の救済が期待され、また、政府資金の借入者が5%の利子を支払うので、大蔵省証券の利率率2.5%との差が利益として見込まれていた。

1817年の「困窮者雇用法」の制定にあたって、そこに若干の先例があったことが結果的に幸いとなった。1793年と1811年に、政府は企業の窮状を救うために鋭意努力した。大蔵省証券は、当初の二つの時点の場合と後の場合(1817年)とも、おおむね同じ方法で採用された。しかし、両者の間に重要な相違点があった。というのは、1793年と1811年においては、商業不振の打開ということで、企業や銀行が救済の対象となった。ところが、1817年の同証券利用の主要目的は、明らかに困窮者の雇用増進というところにあった。大蔵省証券委員会は、現存した予想される大量の未熟練労働者の雇用のために、政府資金が充用されることを期して援助の努力を払った。もっとも、そのさい投入された証券額に大きな開差があったことはいうまでもなく、1793年には最高額は500万ポンドに限定されており(実際の使用額は200万ポンド)、1811年は600万ポンドであったのにたいし、1817年は150万ポンドにすぎない。ところが、貸付期間は、1793年のものが1年以内、1811年のものが19ヶ月と短期間であるのにたいし、1817年法によるものは実に10年にわたる長期であった。

政府が国内の整備のために資金援助しようとする構想は、1817年当時では新鮮なものではなかった。運河建設に資金援助は以前から行なわれており、さらに進んでドック建設会社にまで向けられた。多くの資料によれば、政府援助を受けた企業は、かれらが援助を申請したときはおおむね絶望的状态であり、政府資金の投下がなければ事業遂行がもはや困難なものが多かった。Gloucester and Berkeley 運河会社や Thames Tunnel 会社は、そのよき例であった。後者の場合、1827年5月と翌年の1月にトンネルの屋根が破損し、大損害を受けた。これらの修理のために、会社は膨大な資金を投入せざるを得ず、債券(debenture)を公募したが所定額の応募がなかった。政府資金援助の請願を繰り返した後、1835年初にやっと認可があり、仕事の継続が可能となっている。

大蔵省貸付委員会が、しだいに公共事業をやる会社への援助を拡大し、その請願者に寛大な対策を講じるようになってきたが、そのことは Birmingham and Liver-

pool Junction 運河会社の歴史をひもとくことによって明らかとなる。つまり、同社は1831年11月初に16万ポンド、翌年7月に2万4,600ポンドを借入した。この負債は、最初のもは9,400ポンドの年賦、第二のもは1,500ポンドの年賦で返済されたが、その額は貸付金のそれぞれ5.8%、6.1%に相当するものであった。利子率は5%で、年間に充用された元本にたいして毎年利子支払いが行なわれた。1834年2月に、会社は最初の借入金にたいする2年分の、また第二のものの1年分の利子支払いをした。寛大な委員会は、そのときまで負債徴集にはなんらの積極的な動きをみせなかった。

さて、最後にエバンスはいう。公共事業を遂行する会社へ政府資金を貸し付ける政策の評価は、そのこと自体は現在の状況下においては、きわめて興味深いことであるが、ここでは行なわなかった。だが、概していえば、貸付委員会の活動にたいして驚くほど批判が少なかったことは注目されよう。もちろん、通行税取立門 (turnpikes) や馬車業をめぐる利害関係者といった旧套墨守の連中から、若干の抵抗がみられている。かれらは、主要な競争者である鉄道会社が政府から低い利子率の資金を借りている事態を問題にした。実は、その利率は、かれらが個人的関係で借りて支払っている利率よりも、実質的にはるかに低かったのである。同じ公共事業に従事しながら、この調達資金面における不公平な取り扱いから、かれらは憤慨することになる。けれども、こうした反対はいつの場合でも不可避なものであり、むしろ異なった立場からの攻撃がなかったならばおかしいことになる。

(未完)