

小説のなかの証券市場と法

—エミール・ゾラ『金 (L'Argent)』(一八九一年)—

石川 真衣

一、はじめに—エミール・ゾラ

『金 (L'Argent)』—

小説はしばしばその作者が生きた時代の変動を反映する。ナポレオン帝政下で近代法典の編纂

(民法典、商法典、民事訴訟法典、刑法典、治罪法典—あわせて「ナポレオン五法典」とも呼ばれる—)が進められた後、一九世紀半ばから末にかけて、フランスは一八六七年七月二四日の法律によるすべての株式会社についての設立準則主義の

導入に伴い、本格的な大規模会社法制の構築を開始した時期にあった。しかし、新たな規制の導入ではなく、一八八二年のユニオン・ジェネラル銀行の倒産を発端とする証券市場の混乱の回避を可能とするものではなかった。

一八七六年に資本金四〇〇万フランの株式合資会社 (société en commandite par actions) として設立された銀行業を営むユニオン・ジェネラル社 (Société de l'Union Générale) は、一八七八年に資本金二五〇〇万フラン (発行株式数五万

株)の株式会社 (société anonyme) として再設立された。同行は、取締役会会長ウージェヌ・ボントゥ (Eugène Bontoux) の指揮の下、カトリック系貴族及び保守層の資金を集めて短期間に急成長したが、一八八二年一月に破綻した。この事件を主な題材にしたのが、「われ弾劾す [J'accuse...!]」でも有名な文豪エミール・ゾラの小説『金 (L'Argent) 』である (邦訳として、エミール・ゾラ (野村正人訳) 『金』(藤原書店、二〇〇三) などがある)。この小説は、『居酒屋』や『ナナ』でも知られる作品群『ルーゴン・マツカール叢書』の第十八巻目に当たり、証券取引を中心とした一九世紀の人間模様を描いたものである。

小説の舞台は一九世紀半ばのパリである。不動産事業で一度は手にした富を失った主人公アリス・ティド・サツカールは、銀行業に乗り出すことを

決める。このために資本金二五〇〇万フランの株式会社形態を採る銀行 (La Banque Universelle) を設立し、額面五〇〇万フランの株式五万株を発行することを計画する。銀行の設立には株式引受人が必要となり、物語の前半は発行予定の株式五万株のうち四万株分を引き受ける証券引受団 (シンジケート) の結成のためにパリの街を駆け巡る主人公の奔走を描く。有力政治家から実際には得ていない事業の後押しを受けたことにして株式引受人をかき集め、設立後の短い期間に相次いで大規模な資本増加や株主への配当の分配を行ったこと、さらには小規模新聞社を買収して銀行が投資する事業の宣伝を行ったことにより、株価は急騰するが、仮装払込みや自己株式の取得をはじめとする手段により作出された銀行の信用が失墜し、株価が暴落することは必至であった。物語の後半では、銀行の破綻とともに銀行の株式を取得

する目的でなければなしの金をつぎ込んだ小規模投資家や人為的な株価のつり上げに翻弄された公認仲買人の不幸が詳細に描写される。

この小説は、一九世紀半ばから末にかけて、まだ証券法制及び株式会社法制が共に形成過程にあつた時代の株式市場の暴走の記録としての側面を有する。『金』の時代設定は一八六四年であり、株式会社の基本法制となる一八六七年七月二四日の法律の制定前に物語が開始しているが（このため、小説のなかには会社法制との関係で辻褃が合わない場面がいくつかある）、ここではユニオン・ジェネラル銀行の破綻をモデルとしたストーリー展開の要となる株価の高騰の根底にある制度と関連法制に注目することにしたい。

二、株式の流通性と無記名性

株価の高騰を生じさせた株式取引の条件はいかにして満たされたのか。株式会社の設立のためには、①資本金の全額引受がなされ、かつ②各株主によりその引き受けた株式の額面の少なくとも四分の一の払込みがなされなければならない（一八六七年七月二四日の法律第一条・第二四条）。株式の全額引受・分割払込制が導入された理由は、一九世紀半ばの株式会社の株式の額面は高額であつたため、引受人がその全額の払込みに応じることができないことが予想されたからであつた。

この株式の額面の四分の一の払込みという株式会社の設立要件は株式の流通性（*negociabilité*）の取得要件でもあり、「株式または小割株（*coupons d'actions*）」は四分の一の払込みがなされたとき流

流通性を取得する」ことが定められた（一八六七年七月二四日の法律第二条・第二四条）。

流通性とは、商法の規定する方法による譲渡 (*cession par voie commerciale*) がなされることを意味し、名義書換 (*transfert*)、交付 (*tradition*)、裏書 (*endossement*) のいずれかの方法により有償で譲渡されうることを意味する。小説のなかの銀行、そしてそのモデルとなったユニオン・ジェネラル銀行のいずれについても、設立時に発行された株式は記名株式であった。証券市場における迅速かつ円滑な取引を高めるためには株式を無記名化することが望ましいが、一八六七年七月二四日の法律は株式または小割株はその二分の一の払込みがなされたときに総会の決議により無記名株式とすることができることを設立時の定款に定めることができるとしていた（同法律第三条・第二四条）。この要件は一八九三年八月一日の

法律により見直され、株式の無記名化のためには全額払込みが必要となることが定められた（一八九三年八月一日の法律第二条による改正後の一八六七年七月二四日の法律第三条）。

現金取引 (*marché au comptant*) がなされる場合、遅くとも公認仲買人間で取引の成立直後までに売主は証券の提出、買主は現金の預託を行う必要がある。公認仲買人間の証券の引渡しについて、無記名証券の場合と記名証券の場合とで引渡し (*livraison*) の期日が異なる。これは記名証券の場合には無記名証券の場合と比べると、譲渡に時間がかかるためである。無記名証券の場合、取引日から一〇取引日以内に株券の引渡しが必要ならなければならない（買主には取引日から一五取引日以内に引渡しが必要ならなければならない）。これに対して、名義書換による記名証券の譲渡の場合、売主及び買主は名義書換書面 (*feuilles de*

transfert) と呼ばれる書面に署名することで名義書換の届出・承認をそれぞれ行い、この書面について公認仲買人が適合証明 (certifier conforme) を行つたうえで会社の登録簿 (株主名簿) の書換がなされるため、より時間がかかり、無記名証券のように一〇取引日ではなく、一五取引日以内にこれを行うことが必要となる (買主には取引日から二〇取引日以内に引渡しが必要ならなければならない)。

前述した分割払込制との関係では、取引対象となる株式についての払込を誰が行うかが問題となるが、全額払込がなされていない株式が譲渡された場合、買主は前述した名義書換の承認に関する書面 (acceptation de transfert) に署名することにより払込要請があつたときにこれに応じることとを約することになるため、この点については理論上特に問題は生じない (実際には、払込要請が

あつた場合にはこれに応じることができない者が出てくることも十分考えられる)。しかし、小説のなかでは銀行は破綻に至るまでの間、払込要請を行つたとする記述はなく、二度の資本増加を実施することで資金調達を行っている。一回目の資本増加のときには五万株の発行 (額面五〇〇フラン + 発行プレミアム (prime d'émission) 二〇フラン = 五二〇フラン)、二回目の資本増加のときには一〇万株の発行 (額面五〇〇フラン + 発行プレミアム 一七五フラン = 六七五フラン) がなされ、新株の引受人には額面の四分の一の払込みに加えて発行プレミアムの支払いが求められた。しかし、発行された株式はすべて引き受けられることはなく、全額引受の外観を作出するために、名義貸人を用いて銀行は自己が発行した株式を違法に引き受けている (二回目資本増加直後には三万株近い数の自己株式を銀行は実質的に保有して

いることになっている)。

株式の上場審査について問題はなかったのか。

当時の株式の上場は公認仲買人組合 (Compagnie des Agents de Change) の判断事項であり、上場を希望する会社は公認仲買人組合の規則に定められる所定の申請を行い、上場審査を経る必要があった (バリ公認仲買人組合における株式の上場審査基準の形成について、拙稿「フランスにおける株式上場制度の形成—バリ公認仲買人組合における上場判断要素の変遷を中心に」上村達男先生古稀記念『公開会社法と資本市場の法理』六四一頁 (商事法務、二〇一九) 参照)。上場審査の際には、会社側は定款や財産状況などを示す書類を含む必要書類を公認仲買人組合に提出し、公認仲買人組合の理事会が審査を行い、上場を許可するか否かを判断することになる。フランスにおける証券取引の大半がなされていたバリ証券取引所の

場合、上場審査の判断基準とされたのは、株主数、資本金額、会社設立後の経過年数、財産状況などである。小説のなかでは、主人公は銀行の株式の上場審査手続に触れるが、その後の展開ではその結果に言及がなされていないため、審査に合格したものと思われる。もともと、ここでいう上場は公設市場に当たるパルクエ (Parquet) への上場を意味し、クーリス (Coulisse) と呼ばれる自由市場で自由仲買人 (coulissiers) により取引がなされるためには審査は必要なかった。制度上は、公認仲買人が取り扱わない証券を取引対象とするのが自由市場であったが、実際には公設市場で取引されている証券が自由市場でも取引されていることはあり、小説のなかの銀行の株式もパルクエとクーリスの両方で取引されている。主人公は株価の変動を見ながら、次にみるように株価の操作に手を染めるが、まずは自由市場で銀行の株価

の下落が始まり、公設市場でも大暴落が始まる。

三、自社株買いによる株価操作の 違法性をめぐる問題

小説のなかで、主人公は、銀行が発行する株式の市場価格が三〇〇〇フランに達することを夢見、株主・市場関係者に期待を抱かせ、株価の上昇を支えるために巨額の資金を投じて自社株買いを行う。株価操作のための自社株買いは、小説のモデルとなったユニオン・ジェネラル銀行で実際になされていた。同銀行は、巨額の資金を投じて株価の買い支えを行い、この行為が最終的に破綻につながる。

会社の実態とかけ離れた株価の上昇を買い支えることは当時違法だったのか。この行為は確かに小説のなかの銀行、そして現実の世界ではユニオ

ン・ジェネラル銀行を破綻に至らしめるが、法律上は違法ではなかった。立法過程において関連する議論はなされたものの、一八六七年七月二四日の法律において明文で自己株式の取得を禁止する規定は置かれていなかったためである。自己株式の取得禁止のルールを資本維持の原則から導くことはできなくはないが、事後的に売却する目的で会社が自己株式を取得することは判例上認められていたのであり、二〇世紀に入ってから、会社が事後的に売却する前提で、株価を支えるために自己株式を取得することは実務上なされていた。したがって、事件の発生当時、自己株式の取得自体は違法ではなく、問題はその取得の規模にあつたと言えよう。小説のなかでは、銀行はその発行株式の四分の一近くを保有しており、これらの自己株式の取得のために二億フランという巨額の資金を投じている。現実の世界では、ユニオン・

ジェネラル銀行は、定期取引の決済期日の延長を意味する report と呼ばれる方法によるものを含めると自己株式取得のために九八〇〇万フラン以上の資金を投じていた。ユニオン・ジェネラル銀行の破綻をきっかけとして特に学説からその必要性が強く主張されていた自己株式の取得の禁止が法律上明文で定められるためには一九六六年七月二四日の法律の制定を待たなければならない（その後、一九九八年七月二日の法律により厳格な規制の下ではあるものの、自己株式の取得は解禁される）。

自己株式の取得を禁止する規定がないなかで、この行為について訴訟上問題とされたのは、食料品もしくは商品または公債の価格の操作に関する一八一〇年刑法典四一九条の適用である。一八一〇年刑法典四一九条は次のように定める。

「故意に公衆に流布された虚偽もしくは中傷の事実、売主が自ら要求した価格より高い価格の申出、同一の商品もしくは食料品の主たる所持者の間で、販売しないためのもしくは一定の価格でなければ販売しないための集合もしくは団体行動、または何らかの欺瞞的な方法もしくは手段によって、自然かつ自由な営業競争が決定したであろう価格よりも高く、またはこれよりも低く、食料品もしくは商品または公債の価格を引き上げまたは引き下げた者はすべて、最短期間、最長一年の拘禁刑および五〇〇フランから一〇〇〇フランまでの罰金刑によって処罰される。（以下省略）」（訳：大橋麻也「フランスの不正競争防止法制（二・完）」早法八五巻二号一六一頁脚注一六（二〇一〇））

条文の文言においても明らかであるように、一

八一〇年刑法典四一九条は、「食料品もしくは商品または公債 (denrées ou marchandises ou des papiers et effets publics)」についての価格の操作について定める条文である。ここには株式は含まれないのが従来の裁判例の立場であった (CA Paris, 1^{er} juin 1843, S. 1843. 2. 277)。しかし、ユニオン・ジェネラル銀行事件において、セーヌ軽罪裁判所 (tribunal correctionnel) 及びパリ控訴院は、株式を商品とみなして、刑法典四一九条が適用されるとする立場を示した。セーヌ軽罪裁判所は、ユニオン・ジェネラル銀行が高値で売却するために株式を取得したとして、買付けとその後の売付けの行為は商行為かつ投機的行為に当たり、投機の対象となる株式は刑法典四一九条の意味するところの商品であるとし、パリ控訴院もこの立場を支持した (Trib. corr. Seine, 13 déc. 1882, *Rev. sociétés* 1883, p. 105, spéc. p. 122 ;

Cour d'appel de Paris, 19 mars 1883, *Rev. sociétés* 1883, p. 289, spéc. p. 313)。

しかし、その数年後の一八八五年に、ユニオン・ジェネラル銀行とは別の事案において、破毀院はこの立場を覆し、株式は刑法典の意味する商品とみなすことはできず、また公債とみなすこともできないとして、刑法典四一九条の適用を否定した (Cass. crim. 30 juill. 1885, D. 1886. 1. 389)。この立場は、株価の操作に対する規制の必要性を指摘してきた学説からの強い批判を浴びることとなる。

四、刑事制裁の問題

小説は、銀行の株価の高騰を支えるための主人公の様々な行為により証券市場の歯車が狂い始めた印象を与える描写を行うが、実際にはユニオ

ン・ジェネラル銀行のみに一八八二年の破綻後に生じた混乱の責任を負わせるのは必ずしも正しくない。ユニオン・ジェネラル銀行の破綻はすでに迫っていた証券バブルの崩壊の単なるきっかけにすぎないと見ることができるとのである。一八七〇年代からすでにフランスの株式市場における投機取引は活発化し、当初公債を主たる対象としていた投資は、一八八〇年初頭にかけて鉄道会社の株式、銀行、保険会社へと株式会社へと広がっていた。産業の急速な発展に伴う大量の株式発行は、証券市場において過剰な供給状態を生じさせていたのであり、高値が持続しないことは明らかであった。市場が吸収しえない数の証券の流通によりそれまで高騰を続けていた株価の崩落がいずれ起きることは当時一部から指摘されはじめていたのであり、ユニオン・ジェネラル銀行の倒産はそのトリガーとなったと捉えることができる。

小説の終盤で、主人公は銀行の破綻に伴い逮捕される。訴訟については判決の結果のみ、すなわち銀行の業務執行役員 (directeur) の地位にあった主人公及び取締役会会長の二名について五年の拘禁刑 (emprisonnement) 及び三〇〇〇フランの罰金刑が言い渡されたことしか述べられていない。このため、どのような責任を追及されたことになっているかは不明であるが、判決の確定直後、両者は主人公の兄に当たる政治家の取り計らいでフランスを出国する。主人公のモデルとされるポントゥも逮捕後二年の拘禁刑と三〇〇〇フランの罰金刑を言い渡されているが (Cass. crim. 23 juin 1883, D. 1883. I. 425)、その後保釈され、刑を確定させた破毀院判決の直後に出国してしまい、刑の執行が五年間行われなければもはやまったく刑罰を科すことはできなくなるとする刑の時効 (prescription) を外国で待ってから一八八八

年にフランスに帰国している。この事実を踏まえ
てか、小説の主人公サッカーも『ルーゴン・
マッカール叢書』の最終巻である『パスカル博
士』のなかで再び現れるときにはフランスに帰国
している設定となっている。これは同じ登場人物
を一連の作品のなかに度々登場させる形で一九世
紀フランスのある一族の歴史を描くうえでは図ら
ずとも好都合だったといえるとともに、証券市場
の危うさは人々の記憶に刻まれたものの、証券犯
罪の重大性はまだ十分に認識されていなかったこ
とを示すとみることができよう。

(参考文献)

- Renaud MORTIER, *Le rachat par la société de ses droits
sociaux*. Nouvelle bibliothèque de thèses, vol. 27, Dalloz,
2003
- Nelly HISSUNG-CONVERT, *La spéculation boursière face au
droit 1799-1914*. Bibliothèque de droit privé, tome 511,

LGDJ, 2009

Édouard RICHARD, *L'Argent de Zola et le krach de l'Union
générale. Une lecture juridique*, Droz, 2018

Bernard AUGER, «Du rachat et de la revente de ses
obligations par une société», *Rev. sociétés* 1933, p. 1

Carine ROMÉY, «Les opérations de Bourse», Pierre-Cyrille
HAUTCEUR (dir.), *Le marché financier français au XIXe
siècle*, vol. 1, Publications de la Sorbonne, 2007, p. 109

(いしかわ まい・当研究所研究員)