法政大学学術機関リポジトリ
HOSEI UNIVERSITY REPOSITORY

PDF issue: 2025-07-12

フランス会計ディスクロージャー制度における証券取引委員会の役割 : 上場会社に固有の開示制度の改善(6・完)

大下, 勇二 / OSHITA, Yuji

(出版者 / Publisher)
法政大学経営学会
(雑誌名 / Journal or Publication Title)
経営志林 / The Hosei journal of business
(巻 / Volume)
33
(号 / Number)
2
(開始ページ / Start Page)
53
(終了ページ / End Page)
69
(発行年 / Year)
1996-07-30
(URL)
https://doi.org/10.15002/00003436

Hosei University Repository

〔研究ノート〕

フランス会計ディスクロージャー制度における証券取引委員会の役割
― 上場会社に固有の開示制度の改善（6・完）―

大下勇二

目　　次

Ⅰ　はじめに
Ⅱ　上場会社に固有の開示制度の発展
1．上場会社に固有の開示制度の変遷
2．上場会社に固有の開示制度の発展とその特徴
（以上第31巻第4号）
Ⅲ　上場会社に固有の開示制度と行政機関の役割
1．COBによる情報開示の監督
2．COBによる開示規定の改正案の作成
3．官報印刷局による開示書類の印刷・公表
Ⅳ　年次情報開示制度の発展とCOBの貢献
1．1959年開示制度の創設と1965年，1966・67年の改正
2．1966・67年改正の年次情報開示制度の改善におけるCOBの貢献　（以上第32巻第1号）
3．1983年，1985・86年改正の年次情報開示制度の改善におけるCOBの貢献
（以上第32巻第2号）
Ⅴ　半期情報開示制度の発展
1．1959年半期情報開示制度の創設と1965年，1966・67年の改正
2．1966・67年改正の半期情報開示制度とCOBの役割
3．1983年，1985・86年改正の半期情報開示制度
4．1983年，1985・86年改正の半期情報開示制度におけるCOBの役割　（以上第32巻第3号）
Ⅵ　四半期情報開示制度の発展
1．四半期情報開示制度の変遷とその特徴
2．四半期開示の公表期限遵守とCOBの役割
3．売上高の多様性とCOBの役割
4．その他の四半期情報の改善とCOBの役割
（以上第32巻第4号）
Ⅶ　証券市場の発展
1．証券市場の拡大
2．証券市場の国際化　（以上本号）

Ⅶ　証券市場の発展

以上，「法定公告公報（BALO）」を公表媒体とする「上場会社に固有の開示制度」の発展と当該発展における証券取引委員会（COB）の役割を考察した。

すでに明らかにしたとおり，上場会社に固有の開示制度は1960年代に一連の法令により制度化され，1980年代に重要な改革が実施された。1980年代の改革は，その多くは1970年代の初めからCOBが開示制度上の問題点として取り上げ，その改善に取り組んできたものであった。特に，「株主・投資者への有用な情報」の思考を基礎として，「年次・半期・四半期の連結情報」，「情報開示の迅速化」，「誠実な概観の理解」，「年次情報における注記・附属明細書の情報」，「半期情報の収益力表示」，「四半期情報の比較可能性」の改善に果たしたCOBの役割は極めて重要であると見られる。

最後に，フランスの証券市場の発展を分析し，1980年代にはいって証券市場の拡大と国際化が急速に進み，企業の長期資本の調達の場として証券市場の重要性が著しく増大したことを指摘したい。証券市場の重要性の高まりは上場会社の情報開示制度改革の流れに影響したと考える。すなわち，1980年代の開示制度の改革および1970年代初頭からのCOBによる上場会社開示情報の改善の取り組みは，証券市場の拡大・国際化と密接な関係を有するものと見られるのである。

1．証券市場の拡大

（1）　パリ証券市場の規模の推移

第1表は1962－1992年のパリ証券取引所の取引高と価格指数，第2表は1970－1994年の同取引所の証券時価総額の推移を示したものである。

Hosei University Repository

第1表　パリ取引所の取引高　（10億フラン）

年　度	1962	1964	1966	1968	1970	1972	1974	1976	1978	1980	1982	1984	1986	1988	1990	1992
総取引高（1）	25	18	20	30	35	57	54	55	85	122	217	504	2,095	3,880	3,719	5,025
内訳: 株　式	20	11	12	20	23	40	25	27	46	59	66	94	421	455	701	660
債　券	5	7	8	10	12	17	29	28	39	63	151	410	1,674	3,425	3,018	4,365
仏証券	−	16	18	25	30	51	46	49	79	108	199	482	2,067	3,857	3,691	4,997
外国証券	−	2	2	5	4	6	8	6	6	14	18	22	28	23	28	28
CAC株価指数（2）	99.9	79.8	65.5	69	81.2	87.7	59	64	87.8	112	90.1	90.4	164.5	358.7	374.8	372.4
外国証券価格指数（2）	94.5	117	100.6	170.3	179.5	202.1	147.1	209.2	203.9	350.2	469.5	652.4	864	958.4	1,063.4	1,132.2

（1）　フランス，外国およびフラン圏の証券。公式市場，第二市場および場外市場の合計。
（2）　1961年12月末を100とする。

（COB 各年報より作成）

第2表　パリ取引所の時価総額　（10億フラン）

年　度	1970	1972	1974	1976	1978	1980	1982	1984	1986	1988	1990	1992	1994
フランス株式	127	143	141	134	189	248	203	434	1,104	1,484	1,688	1,932	2,415
公式市場	127	143	141	134	189	248	203	394	990	1,351	1,570	1,809	2,260
第二市場	−	−	−	−	−	−	−	40	114	133	118	123	155
フランス債券	−	−	−	−	−	567	779	1,232	1,871	2,211	2,742	3,194	3,692

（12月末の数値，COB, *Bulletin mensuel* n° 221 Janvier 1989（Supplément "Études" n° 22），COB, *Bulletin mensuel* n° 239 Septembre 1990（Supplément "Études" n° 40），COB, *Bulletin mensuel* n° 267 Mars 1993（Supplément "Études" n° 69），および COB 各年報より作成）

有価証券の取引高，価格指数および時価総額から見れば，1962－1994年の期間を1980年以前と1980年以降に分けることができる。そして，前者を「証券市場の停滞期」，後者を「証券市場の拡大期」と特徴づけることができる。

① 証券市場の停滞－1980年以前－

1980年以前は証券市場の停滞期として特徴づけられる。1962年の取引高は250億フラン，1980年は1,220億フランとなり18年間で4.88倍となった。1961年末を100とする価格指数で見ても，1961年末の水準に回復するのは1980年を待たなければならなかった。時価総額も同様の傾向を示した。しかも，1980年以前は市場の規模，成長率ともに著しく小さい。

1962年以降，総取引高は減少し同一の水準に回復したのが1968年であった。その間，債券の取引高が微増したものの，株式取引高は減少した。この株式取引高の減少が総取引高の減少原因となっている。

1961年12月末を100とする株価指数で見ても，1962年以降低下し1966年には65.5にまで落ち込みその後若干回復するがそれでも1968年に69に達したにすぎない。

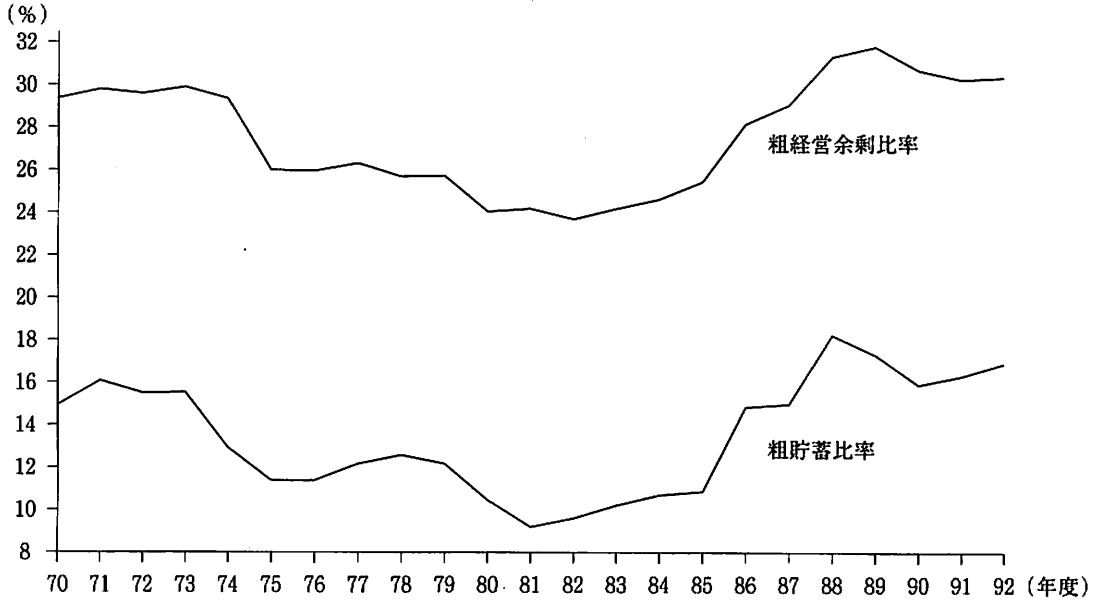
1950年代のフランスの貿易構造は旧植民地を中心としたフラン圏において特権的な地位を享受していた。しかし，1960年代にはいり，EEC の発足・発展と解放経済への移行によりフランス経済は厳しい国際競争の時代に突入した。

1960年代の産業の合理化・再編などをへて1970年以降フランス経済は高度成長の絶頂期に入るが，証券市場は停滞した状態であった。総取引高は1970－1972年に若干増加したものの，1974年以降オイル・ショックの影響による企業収益力の低下を反映して停滞する。しかも市場の取引の規模は非常に小さい。

株価指数で見ると，1972年に87.7まで回復するが，その後は再び低下傾向を示した。ただ，外国証券の指数は1968－1972年に大きく上昇し2倍に達した。1974年のオイル・ショックにより一時的に低下するが，その後は1972年の水準に回復しており，国内株式の価格指数と異なる動きを見せた。

Hosei University Repository

第１図　粗経営余剰比率と粗貯蓄比率の推移



(Faugère J.-P., Voisin C., *Le Système financier français*, 1994, p.32より作成)

第１図は企業の付加価値に対する「粗経営余剰(excédent brut d' exploitation)と「粗貯蓄(épargne brute)」の割合の推移を示したものである[1]。これによれば，粗経営余剰の比率は1974年まで29％－30％に維持されていたのに対して1974年以降減少し，1980－1982年に24％前後まで低下したのがわかる。1974－1980年の７年間で５％以上低下し，オイル・ショック以降の粗経営余剰比率の急速な落ち込みを明確にしている。

粗経営余剰から財務費用（利子と配当金）と法人税を控除したものが企業の粗貯蓄になるが，粗貯蓄の付加価値に対する割合も1973年までの15％以上から1974年以降低下し同年12.9％，1980年10.5％，1981年には最低の9.3％を記録する。

第３表　粗経営余剰に占める利子・配当金

	1970	1982	1988-1989	1991
財務費用／粗経営余剰	22%	35%	22%	31%

(出所：Faugère J.-P., Voisin C., *op. cit.*, p.45)

粗経営余剰に占める利子・配当金の割合は第３表に示されている。これによれば，当該財務費用の割合は1970年に22％であったのが1982年には35％に増大した。付加価値に対する支払利子の割合を見ると，1970年の5.8％から1981年には8.2％に増大した[2]。特に1970年代の銀行借入による自己資本比率の低下と利子費用の増大は，オイル・ショック以降の低成長経済にあって金利の上昇とともに企業の大きな負担となったことが指摘されている[3]。

粗経営余剰比率の低下，財務費用比率の増大，粗貯蓄比率の低下（自己金融力の低下）など企業の財務状況の悪化する中で，証券保有に税務上の優遇措置を付与した1978年モノリー法（loi Monory）による投資信託会社（SICAV Monory）や従業員から一般大衆に拡大された投資共通基金（FCP）などの成功により，証券市場の取引高は大きく増加傾向に転ずる[4]。特に債券取引高の伸びが著しい。政府は，企業が証券市場から低コストで直接資金を調達できる環境を整備するために，貯蓄を証券市場に向けさせる種々の政策を実施したのである。

②　証券市場の拡大－1980年以降－

1980年以降は市場取引が大きく拡大し，証券市場の発展期として特徴づけられる。1980年の取引高1,220億フランに対して，1992年の取引高は50,250億フランとなり12年で41倍になった。株価指数で見ても，1982－1984年に国有化政策の影響

Hosei University Repository

を受けて100を下回るが，その後急上昇し1988年以降は350を越えた。時価総額も，1982年に同政策の影響を受けて1980年の水準を下回って拡大の起点が若干遅れたが，その後は取引高と価格指数の傾向と同様に飛躍的に増大した。

第4表　フランス証券市場における上場会社数

年　度	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
国内企業	807	785	734	734	738	769	816	891	894	904	875	841	791	726	722
公式市場	794	773	712	692	666	642	635	633	608	606	578	553	515	472	459
パリ取引所	586	568	535	518	504	489	481	481	459	462	444	−	−	−	−
地方取引所(1)	208	205	177	174	162	153	154	152	149	144	134	−	−	−	−
第二市場(2)	13	12	21	42	72	127	181	258	286	298	297	288	276	254	263
パリ取引所	7	6	14	28	46	80	117	169	180	186	186	−	−	−	−
地方取引所	6	6	7	14	26	47	64	89	106	112	111	−	−	−	−
外国企業(3)	181	182	184	186	186	193	200	207	210	228	219	235	221	208	198
公式市場	180	180	181	183	183	189	195	202	205	223	214	231	217	205	195
第二市場	1	2	3	3	3	4	5	5	5	5	5	4	4	3	3
全上場会社	988	967	917	920	924	962	1,016	1,101	1,104	1,132	1,094	1,076	1,012	934	920
公式市場	974	953	893	875	849	831	830	838	813	829	792	784	732	677	654
第二市場	14	14	24	45	75	131	186	263	291	303	302	292	280	257	266

(1)　ボルドー，リール，リヨン，マルセイユ，ナンシー，ナントの6取引所。
(2)　第二市場は1983年からであり，1980年－1982年の数値は場外市場（hors cote）のデータである。
(3)　フラン圏を含む。

(COB, *Bulletin mensuel* n° 206 Août-Septembre 1987 (Supplément "Études" n° 9), COB, *Bulletin mensuel* n° 221 Janvier 1989 (Supplémemt "Études" n° 22), COB, *Bulletin mensuel* n° 232 Janvier 1990 (Supplément "Études" n° 33), COB, *Bulletin mensuel* n° 273 Octobre 1993 (Supplément "Études" n° 75), COB, *Statistiques boursières et financières*, ler trimestre 1995より作成)

第4表は1980－1994年の上場会社数の推移を示したものである。これによれば，国内企業の公式市場（cote officiel）上場が1980年の794社から1994年の459社に一貫して減少したこと，この減少を1983年開設の第二市場（second marché）が補ったこと（1983年の42社から1994年の263社），外国企業の上場は1980年代に微増を続け（1980年の180社から1989年の223社）国内企業の公式市場上場の減少と異なる傾向を示したことが明らかとなる。

パリ取引所の公式市場上場会社数も全体数と同様一貫して減少傾向にあり，1980年の586社が1990年には444社に減少した。前出第2表によれば，パリ公式市場の仏株式時価総額は1982年の2,030億フランが以後大きく上昇し1990年に15,700億フラン（673%増）に達したことを示していた。時価総額の上昇は相場の上昇，増資の増大，上場数の増加により分析されるが，第1表は株価指数の上昇傾向を，後掲の第6表は株式発行高の増加傾向を明確に示し，上場会社数だけが減少傾向（1982年の535社から1990年の444社へ17%減）を示した。すなわち，1980年代の株式時価総額の増大と上場会社数の減少により，上場会社一社あたりの時価総額は1982年の平均38億フラン（2,030億フラン／535社）から1990年には354億フラン（15,700億フラン／444社）に著しく増大したのである。

このように，1980年以降は社会党政権の企業国有化政策により一時的に影響を受けるが，1980年以前に比較して市場の規模は著しく拡大した。公式市場の上場数の減少は一社当たりの時価総額を大きく増大させた。また，上場数の減少は1983年開設の第二市場により補われたことが明らかとなる。

企業の［粗経営余剰／付加価値］比率は，前出の第1図に示されるとおり1974－1980年に低下したが，1983年以降は上昇に転じた。第3表の［財務費用／粗経営余剰］比率も1982年の35%から1988－1989年には22%まで改善した。1984年以降の「粗経営余剰／支払利子」（支払能力比率）の比率を見ても，第5表に示すとおり，1984年の2.5倍から1988年の3.9倍に改善した。その結果，企業の［粗貯蓄／付加価値］比率は1981年の9.3%から上昇し1988年には18.2%に達した。

Hosei University Repository

第5表　支払能力比率

	1984	1988	1991
粗経営余剰／支払利子	2.5	3.9	3.1

（出所：Faugère J.-P., Voisin C., *op. cit.*, p.45）

1981年のミッテラン社会党政権の誕生とその企業国有化政策は一時的に外国資本の国外流出など証券市場の取引に重大な影響を及ぼした。業績悪化の国有企業への国家財政による資金的援助は政府予算上の制約から限界があった[5]。政府は国有企業が証券市場から低コストで直接資金を調達できる環境を整備するためにも証券市場の刺激策を実施する必要があったのである。前出の1978年モノリー法に続く1982年成立のドロール法（loi Delors）は証券市場を刺激をしてその後の市場取引高を大きく増大させた。

さらに，1986－1987年の保革共存政権によるシラク＝バラデュールの政策は国有企業の民営化を実施し，国有企業の株式の受皿として一般大衆による証券保有を積極的に推し進めた。1984－1988年の5年間で取引量は7.7倍に拡大した。株価指数の面でも，同期間で4倍に上昇した。外国証券の価格指数は国内証券に比べて高い水準にあり，特に1980年以降の水準は非常に高い。

以上検討したとおり，フランスの証券市場は1980年代にはいって飛躍的に拡大した。その背景として1974年以降の企業の自己金融力の低下とそれに伴う銀行借入の増大，金利の上昇と財務費用の増大，1970年代に低下したフランス企業の自己資本比率改善の必要性増大，あるいは国有企業の民営化にあたり放出株式の受皿としての一般公衆による証券保有の推進などが上げられる。例えば，モノリー法とドロール法によるSICAV投資の税の優遇は一般公衆の証券投資を促進したものと見られる。

さらに1980年代における証券市場の拡大を資金の調達側と供給側の両方から検討してみたい。

（2）長期資本の調達と証券市場の役割

①　証券市場からの資金調達の状況

第6表は1970－1994年の証券総発行高を発行形態別に示したものである。いわば，証券市場から種々の経済主体に供給された資金量を表している。

第6表　フランスにおける有価証券の総発行高

（10億フラン）

年　度	1970	1972	1974	1976	1978	1980	1982	1984	1986	1988	1990	1992	1994
株式	9	9.6	11.4	11.5	15.8	24.2	38.6	48.5	137.4	151.8	218	247.5	267.7
公募		3.4	2.3	1.6	4.7	3.5	3.5	9.8	62.8	31.7	62.3	49.7	75.8
私募		6.2	9.1	9.9	11.3	20.7	35.1	38.7	74.6	120.1	155.7	247.5	267.7
債券	17.6	29.6	24.3	42.2	57.8	111.7	154.7	242.1	347.2	346.1	338.9	366.3	408.5
転換社債	1	1.2	1.2	1.1	0.7	1.4	0.6	1.6	1.1	20.9	20.6	2.8	25.2
ワラント債								5.7	18	14.6	1.1	2.3	0.1
普通債券	16.6	28.4	23.1	41.1	57.1	110.3	154.1	234.8	328.1	309	317.2	361.2	383.2
うち国債				2.5	13.5	31	40	84.9	141.3	98.9	117.7	181.4	272.5
参加証券								7.8	4.3	0.4	0.1	－	－
合　計	26.6	39.6	35.7	53.7	73.6	135.9	193.3	298.3	488.9	498.3	557	613.8	676.2

（COB各年報より作成）

これによれば，資金調達の状況においても，1980年を境にそれ以前と以後で大きく変化したことがわかる。1970年の株式総発行高は90億フラン，1980年が242億フランとなり10年間で2.7倍となった。これに対して，1990年の株式総発行高は2,180億フラン，1980－1990年の10年間で9倍と大きく伸びている。特に，1984年－1986年の増加率が非常に高く，前述の取引高と同様の傾向を示した。株式の発行形態は公募によらないものが多く，公募発行は1986年以降活発になった。

債券の発行高は，1978年を境に1980年から著しく増加した。1970年の債券発行高は176億フラン，1978年が578億フランとなり8年間で3.3倍になった。これに対して，1986年の債券発行高は3,472億フラン，同じ8年間で6倍に増大した。

全体の総発行高は1978年を境に大きく変化した。1970年の総発行高は266億フラン，1978年が736億フランとなり8年間で2.8倍になった。これに対

Hosei University Repository

して，1986年は4,889億フランに増加し1978年－1986年の８年間で6.6倍に上昇した。経済主体の証券市場での資金調達の面からは，1978－1980年以降に活発になったことが明らかとなる。

発行形態別では，1970年のデータで見ると証券市場からの資金調達額266億フランのうち，株式によるものが90億フラン（34％），債券によるものが176億フラン（66％）となり，ほぼ１対２の割合であった。この割合は，その後，1978年に株式21％債券79％，1980年株式18％債券82％，1984年株式16％債券84％，1986年株式28％債券72％，1994年には株式40％債券60％と推移した。株式による資金調達の割合は1970年以降年々低下し，1984年には両者の割合はほぼ１対５となり最低を記録するが，以後上昇に転じ1994年には２対３の割合となった。

このように，証券市場からの資金調達は従来から株式に比べて債券の発行が多く，この傾向は1970－1984年に一層強まった。しかし，その後株式発行による資金調達の重要性が高まったといえる。

これを発行主体別に見てみると，第７表に示すとおり，株式の場合には一般事業法人の割合が高くこの傾向は年々強まっている。これに対して債券の場合は，一般事業法人の割合が低下し，これに代わって国・地方自治体の行政機関の割合が大きくなった。これから，一般事業法人は年々株式発行による資金調達の割合を高めていること，債券の発行高の著しい増加は主として行政機関の公債発行が主要原因であったことがわかる。

第７表　株式・債券の発行高の分布

（％）

	株式					債券				
	1972	1977	1982	1987	1992	1972	1977	1982	1987	1992
私的・公的な商工企業	69	77	92	88	91	44	34	21	13	11
公共サービス	－	－	－					14	16	9
金融機関	31	23	8	12	9	43	37	34	33	24
国家と地方自治体	－	－	－	－	－	13	28	30	37	55
外国人	－	－	－	－	－	0.01	0.01	1	1	1
合　計	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

（COB 各年報より作成）

② 企業の資金調達

フランスでは，一般に，1930年までの証券市場は経済主体の長期資金調達の場として重要な役割を担ったことが指摘されている[6]。有価証券は一般大衆の貯蓄の主要形態であった。例えば，第一次大戦の直前に，有価証券の年間発行高は40億フランを超えていた。当時の国家予算が40億－50億フランであったことを勘案すれば，証券市場の重要性が窺える。この傾向は1920年代においてさらに強まった。証券市場はフランス経済とりわけ企業の資金調達において重要な役割を果たしていたのである。

フランス企業の資金源泉としてまず挙げられたのが「自己金融」である。これを「銀行借入」と「証券発行」が補完してきた。当時の預金銀行の貸付資金は短期のものが中心であり，また，事業銀行の貸し付けには限度があった。これに対して，証券市場へのアクセスには大きな困難がなく，当時の企業は自己金融の不足分を主として証券発行により補った。

1930年の証券発行高は300億フランを超え，内訳は企業が約250億フラン，国・地方自治体が18億フラン，外国人が38億フランであった。

1930年代の経済恐慌と第二次世界大戦をへて証券市場の役割は著しく低下した。戦後の企業の資金調達方法は大きく変り多様化した。戦争被害の国家援助・助成における「預金・供託金庫（Caisse des dépôts et consignations）」の役割の重要性，製造業の外部資金調達における中・長期の銀行貸付と「経済社会開発基金（Fonds de dvéloppement économique et social）」の役割増大などにより，企業は中・長期資金の調達においてしだいに金融機関からの借入れを増やしたのである。ま

Hosei University Repository

た，金融機関は商品の多様化をはかり，預金者のニーズにより良く応えたことが指摘された[7]。

このように，第二次大戦後，企業の資金調達は証券市場の比重の低下，金融機関の役割の増大により特徴づけられた。J.-P. Faugère, C. Voisin によれば，1960－1970年代の企業の調達資金の源泉は，自己金融が60%，銀行借入が30%，証券発行が10%であったと指摘されている[8]。従来からの自己金融中心の資金調達は変化していないが，自己金融を補完するものとしての銀行借入の比重の増大と証券市場の役割の低下の傾向は，1960－1970年代の企業の資金調達に見られた一般的特徴である。特に，高度経済成長期に銀行借入は「挺子の効果」と「節税効果」を生み出すことになる[9]。

1974年のオイル・ショック以降の企業収益の低下は企業の資金調達方法を変化させた。第1図で指摘したとおり，粗経営余剰の低下と金融費用の増大これによる自己金融の低下は，資金調達源泉における自己金融の比重の低下と銀行借入から証券発行へのシフトを促した。付加価値に占める粗貯蓄の割合は，1970－1973年に15%以上，1974－1979年に12%前後，1980－1983年に10%前後，1984－1985年11%前後となり，1970年代の後半から1980年代の前半にかけて企業の自己金融の源泉となる粗貯蓄の割合が急速に低下した。

さらに，1970年代に進んだ銀行借入は金利の上昇とともに金融費用の増大となって企業の大きな負担となった。1980年代の後半には資金調達源泉としての証券市場の役割は企業収益の改善とともにさらに高まったのである。

③ 粗固定資本形成おける証券市場の役割

次に，私企業・公企業，政府・地方自治体，家計，個人事業の粗固定資本形成（FBCF）において証券市場からの調達資金がどの程度貢献しているかを検討してみたい。

J.-P. Faugère, C. Voisin によれば，[純証券発行高／FBCF] の割合は1913年が40%，1938年24%，1961年12.5%，1970年8%，1978年が12.5%であった[10]。また，J. Pilverdier-Latreyte によれば，同割合は1961－1965年の平均が9.8%，1966－1970年の平均が6.8%，1971－1975年の平均が8.9%であったことが指摘されている[11]。第8表は1976年以降のデータを示している。ここで証券の純発行高とは主として総発行高から償券の償還額を控除した額である。

第8表　フランスにおける有価証券の発行と投資の資金調達

（10億フラン）

年　　度	1976	1980	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
有価証券純発行高（1）	42	109	242	332	404	313	385	445	417	427	450
内訳：株式	9	19	43	71	128	138	150	232	211	238	245
債券	33	90	199	261	276	175	235	213	206	189	205
有価証券純発行高／FBCF（2）	11%	19%	30%	38%	44%	31%	34%	35%	31%	31%	34%
有価証券純発行高／企業投資高（3）	21%	27%	36%	51%	56%	41%	39%	45%	50%	48%	51%

（1） 有価証券純発行高：株式の場合，親会社と子会社同時に行った増資のように，一方ですでに会計処理された資金による引受けを除外し，債券の場合の償還額を除外している。また，発行高は外国人発行者による取引額を除外している。

（2） FBCF：私企業・公企業，政府・地方自治体，家計，個人事業者の粗固定資本形成

（3） この有価証券純発行高からは国・地方自治体の発行高を除外している。企業投資高からは政府・地方自治体，家計，個人事業者の FBCF を除外している。

（COB 各年報より作成）

第8表によれば，[純証券発行高／FBCF] の割合は1976年が11%，1980年19%，1984年が30%と年々上昇し，これ以降は30%を超え1986年には44%まで達した。

このように，粗固定資本の形成における証券市場の役割は第一次大戦の直前には40%に達したが，1930年代の恐慌と第二次大戦後一貫して低下を続け，1961－1975年に10%未満となった。これに対

Hosei University Repository

して，1984－1992年には30％以上に上昇し1980年以降証券市場の役割が急速に増大したことが明らかとなる。

さらに，企業の投資資金の調達における証券市場の役割を検討してみよう。第8表の［有価証券純発行高／企業投資高］の割合を見れば，1976年の21％がその後上昇し，1986年に56％に達した後一時的に低下するものの1990年以降は50％前後で推移した。すなわち，企業投資の資金調達先として証券市場の重要性が急速に高まっており，最近では投資資金の50％は証券市場から調達されていることがわかる。

第9表　資金の使途

年　　度	1982	1989
実物資産（A）	71％	48％
金融資産（B）	10％	35％
A／B	6.8	1.3

（出所：Faugère J.-P., Voisin C., *op. cit.*, p.45）

第9表によれば，企業資金は1982年に実物資産に71％，金融資産に10％が投資されたが，1989年には実物資産に48％，金融資産に35％に投資され，金融資産への投資割合が，著しく上昇したのが明らかである。すなわち，1980年代の半ばから企業は証券市場から大量の資金を調達するが，調達資金は徐々に金融資産投資に向かったのである。

（3）証券市場への資金供給

パリ市場の拡大を一般公衆による資金供給の面から検討してみよう。第10表は1975年と1988年におけるフランス人の財産の分布を示したものである。これによれば，1975年には「主たる住居」「賃貸不動産」「土地」の合計が60％に達し，不動産が財産として選好されていた。フランスにおいて1930年以前には有価証券の人気が高かったが，金融恐慌と激しいインフレを経験して，不動産を選好する傾向が強まった[12]。1975年は高度成長期から低成長期への移行時にあり，成長期に値上がりした不動産にフランス人が魅力を感じたのである。これに対して，株式・債券は8％にしかすぎず，特に物価上昇により不利となる債券の購入はこの時期敬遠された。

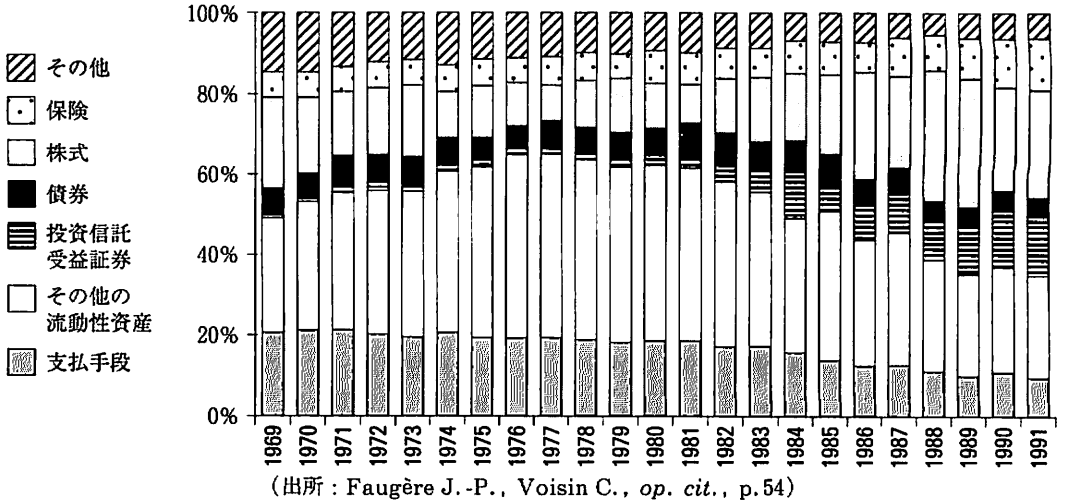
不動産選好の傾向は1988年においても大きくかわっておらず，依然として50％以上を占めていた。これに対して，株式・債券への投資は18％と2割に満たない。しかし，1975年と比較すると10％増加しており，13年間で証券の形で財産を保有する傾向が強まったといえる。

第10表　フランス人の財産の分布（％）

年　　度	1975	1988
主たる住居	30	38
賃貸不動産	17	12
土　地	13	4
職業上の財産	11	11
流動性投資	21	17
債　券	2	8
株　式	6	10
合　　計	100	100

（出所：Durand M., *La. Bourse*, 1993, p.47）

第2図　家計における財務資産の分布



（出所：Faugère J.-P., Voisin C., *op. cit.*, p.54）

Hosei University Repository

第2図は1969－1991年の家計おける財務資産の分布状況を示したものである。これによれば，定期預金などの流動性資産が家計の財務資産の中心をなし，この傾向は1970年代に強まり1980年代初頭まで続いたことがわかる。株式はこれと反対の動きを示し，1970年代にその割合を低下させた。しかし，1980年代初頭以降，流動性資産の比重低下を補う形で株式の割合が高まった。株式の比重の増大に比例するようにSICAVやFCPなどの投資信託の受益証券が著しく伸びたことが明らかである。流動性資産は1982年のドロール法による貯蓄の証券投資への誘導政策によりその魅力を大きく低下させた。これに対して，同法による証券投資の優遇税制は株式と証券投資信託の受益証券の比重を著しく高めたのである。

第11表　フランスにおける有価証券保有の分布（1992年）

	フランス株式	フランス債券	外国証券
個人	33%	9%	36%
（大量保有者）	(18)		
（小保有者）	(15)		
SICAVとFCP	6	27	24
保険会社	10	30	31
Caisse des dépôts	3	10	
その他の機関，会社およびその他	11	11	
フランス国家	5		
外国人	32	13	9
合　計	100	100	100

（COB年報より作成）

第12表　SICAV全体のポートフォリオの分布

	1969年 12月31日現在		1992年 12月31日現在	
	金額（10億フラン）	%	金額（10億フラン）	%
フランス株式	2.1	22	110	6
フランス債券	4.9	51	557	31
外国株式	1.4	15	30	2
外国債券	0.3	3	23	1
国庫証券，流動性資産とOPCVM	0.9	9	1,084	60
合　計	9.6	100	1,804	100

（COB各年報より作成）

第11表は1992年における証券保有の分布を表したものである。これによれば，株式については個人と外国人の割合が高く，それぞれ全体の3分の1を保有していることがわかる。個人の小規模保有者としては，退職者（53%），上級幹部（15.6%），事業者（6.6%），中級幹部・その他の従業員（25%）の割合となり，退職者が過半数を占めた。

個人の直接保有分とSICAVないしFCPを通じた間接的保有分を合わせると，個人の株式保有が全体の40%近くに達した。

債券については，SICAVないしFCPと保険会社の割合が高い。外国証券については，個人とSICAVないしFCPで60%に達した。

第12表は1969年末と1992年末現在のSICAVの保有資産を比較したものである。保有資産が96億フランから18,040億フラン（188倍）に著しく増加したことがわかる。内容は国債，流動性資産，投資信託受益証券（OPCVM）と債券が大きく増大した。

J. -P. Faugère, C. Voisinによれば，直接保有株主とSICAVやFCPの持分を通じた間接保有株主の合計は1978年に70万人，1987年に600万人，1992年は1,100万人に増大したことが指摘されている[13]。1994年には直接株主数が580万人，直接債券保有者は400万人，証券保有者は1,400万人に達した。

このように，1980年代にフランス人の財産選好に変化が見られ，一般大衆による証券保有の増大を通じて証券市場への資金供給が大きく拡大したのである。

2．証券市場の国際化

（1）　外国企業のパリ上場と仏企業の国外上場

①　外国企業のパリ市場上場

第13表によれば，1972－1984年の間，外国企業のパリ公式市場への上場数は160社前後と変わらないが，1986年以降増加したのがわかる。しかし，ここで重要なことは少なくとも1970年代の初めからすでに160社以上の外国企業がパリ市場に上場していた事実である。この数は決して少なくない。

上場会社の国籍は第14表に示されている。これによれば，1992年末の公式市場と第二市場の合計211社のうち，米国が53社（25%），日本38社（18%），南アフリカが22社（10%）でこれら欧州以外の3か国で113社（54%）を占め，これに英国

Hosei University Repository

第13表　外国企業のパリ取引所上場とフランス企業の国外上場（12月末現在）

年　　度	1972	1974	1976	1978	1980	1982	1984	1986	1988	1990	1992
外国企業の上場（公式市場）	166	159	160	162	165	164	167	183	205	217	206
仏企業の国外上場	40	63		70	74			65	108		
ロンドン	4	9	9	8	7	3		4	6		
SEAQ Inter.								21	29		
デュッセルドルフ	5	7	8	8	9	4		4	—		
フランクフルト	5	7	9	9	11	5		5	16		
ミュンヘン	—	—		—	—			1	10		
チューリヒ	5	6	6	6	7	4		5	8		
バーゼル	—	6	6	6	7	4		4	8		
ジュネーブ	8	9	—	9	10	6		5	9		
ブリュッセル	11	13	15	17	16	9		8	11		
アムステルダム	2	4	6	5	4	0		—	2		
ルクセンブルグ	0	0	0	0	0	2		2	2		
NASDAQ	—	—		—	—			4	3		
東　京	0	2	2	2	2	1		2	2		
モントリオール	0	0	0	0	0	0		1	2		

（COB, *Bulletin mensuel* n° 232 Janvier 1990（Supplément "Études" n° 33），および COB 各年報より作成）

第14表　パリ取引所上場の外国企業の国籍

	米国	日本	南ア	英	独	オランダ	ベルギー	加	伊	スペイン	スウェーデン	ルクセン	デンマーク	スイス	その他	合計
1992年末：																
公式市場	52	38	22	18	15	11	10	8	6	5	5	3	3	2	7	206
第二市場	1	0	0	1	0	1	1	0	0	0	0	0	0	0	1	5
1979年末：																
公式市場	42	5	25	17	11	12	13	13	4	2	3	—	3	2	9	161

（COB, *Rapport annuel 1992* p.44および中村利平著『フランス証券市場論』1988年 p.59より作成）

19社（9％），ドイツ15社（7％），オランダ12社（6％），ベルギー11社（5％）とヨーロッパ諸国が続いている。

1979年末では，公式市場上場161社の国籍は米42社（26％），南ア25社（16％），英17社（11％），ベルギー13社，カナダ13社，オランダ12社，独11社などとなっていた。日本企業の上場が5社から38社に著しく増加した点を除けば，米国企業中心の上場の実態は13年間で変わっていない。

このように，パリ市場には米国企業を中心に少なくとも1970年代からすでに多くの外国企業が上場していたことが明らかとなる。また，パリ市場の株式取引高に占める外国企業株式の取引高の割合は1972年が10.6％，1973年14％，1974年13％，1975年には10％であり，デュッセルドルフ（1972年5.6％）やフランクフルト（1972年5.3％）などに比べて外国株式の取引の割合が高かった。

② 仏企業の国外市場上場

仏企業の外国市場への上場については第13表に示されている。これによれば，1972年の40証券から1974－1986年が70前後に増加し，1988年には108に達した。すでに1970年代から70前後のフランス証券が外国市場に上場しており，この数も決して少なくない。上場先はベルギー，ドイツ，スイス，英国が中心であった。ロンドン取引所には1974年に9社の仏企業が上場していた。1988年のデータで見ると，上場数の多い取引所は英国のSEAQ International，大陸諸国のフランクフルト，ブリュッセル，ミュンヘン，ジュネーブ，バーゼル，チューリヒなどである。

企業の内訳は第15表に示されている。一つの企業が複数の取引所に上場しているため，この点を考慮した仏企業の数は41社であった。これらのう

Hosei University Repository

第15表　1988年における国外市場上場会社

会社名	オランダ	スイス		ルクセンブルグ	ブリュッセル	ドイツ		英国		米国・NASDAQ	カナダ	日本	合計
		ジュネーブ	チューリヒ			ミュンヘン	フランクフルト	ロンドン	SEAQ・INT・				
◦ACCOR									×				1
◦AGENCE HAVAS									×				1
◦AIR LIQUIDE							×		×				2
◦BEGHIN SAY		×	×										2
◦BIS					×								1
◦BOUYGUES						×			×				2
◦B. S. N.		×	×		×			×	×				5
◦MACHINES BULL		×	×				×						3
◦CARREFOUR						×			×				2
◦CIE BANCAIRE								×	×				2
◦TOTAL C. F. P.								×	×				2
◦CCF							×		×				2
◦CIE FINANCIERE DE SUEZ						×			×				2
◦CGE	×	×	×		×		×		×			×	7
◦CIE DU MIDI									×				1
◦CLUB MEDITERRANEE				×	×	×			×				4
◦CMB PACKAGING								×	×				2
◦DMC DOLLFUS MIEG							×						1
◦ELF AQUITAINE		×	×	×	×		×		×	×			7
◦ESSILOR						×							1
◦EUROTUNNEL									×				1
◦GENERALE DES EAUX									×				1
◦GIRODET						×							1
◦LAFARGE COPPEE							×	×	×		×		4
◦LA HENIN					×								1
◦L'OREAL						×							1
◦LVMH					×	×			×				3
◦LYONNAISE DES EAUX ET DE L'ECLAIRAGE		×									×		2
◦MICHELIN						×							1
◦PARIBAS		×	×		×		×		×			×	6
◦PECHINEY									×				1
◦PERNOD RICARD							×		×				2
◦PEUGEOT SA					×		×		×				3
◦REMY ASS.							×						1
◦RHONE POULENC							×		×	×			3
◦SAINT GOBAIN	×	×	×		×		×	×	×				7
◦SANOFI		×	×		×		×						4
◦SCHNEIDER									×				1
◦SOCIETE GENERALE							×		×				2
◦SOURCE PERRIER						×			×				2
◦THOMSON CSF							×		×	×			3
合計 仏企業41社	2	9	8	2	11	10	16	6	29	3	2	2	

（出所：COB, *Bulletin mensuel* n° 232 Janvier 1990。なお，バーゼルが省略されているが，これはチューリヒに上場した会社はバーゼルにも上場されるためである。）

Hosei University Repository

ち，32社の証券は同年のパリ取引所の取引高上位50社の中に入っており，また，フランス株式の取引の53.7％に相当した。上位5社を上げれば，CGE社（7取引所），ELF AQITAINE社（7取引所），SAINT GOBAIN社（7取引所），PARIBAS社（6取引所），B. S. N. 社（5取引所）であり，いずれもフランスを代表する大企業である。これらの内で，ロンドン取引所に上場していたのはSAIN GOBAIN社とB. S. N. 社の2社にすぎず，あとはオランダ，スイス，ベルギー，ドイツの大陸諸国と英国のSEAQ Internationalが中心であった。

外国企業のパリ市場への上場は米国・日本・南アの企業が中心であるが，仏企業のこれらの国への上場はNASDAQ 3社と東京市場の2社にすぎない。仏企業の主要上場先は英国SEAQ International と大陸諸国の取引所である。しかし，ここで重要な点は，1970年代のデータに見られるように少なくともこの頃にはすでに160社以上の外国企業がパリ市場に上場し，70前後の仏企業証券が欧州の主要取引所に上場としていた事実である。この点では，1980年以降の市場規模の拡大より早かったことが明らかとなる。

（2） 証券取引の国際化

① 非居住者による仏株式・債券の引受・売買高

次に，取引高からパリ市場の国際化を検討してみたい。第16表と第17表は1978－1988年の仏株式・債券の非居住者による引受高と売買高を表したものである。まず，国外居住者がフランス株式・債券をどの程度引き受けてきたかを見てみる。第16表によれば，非居住者による引受高は1980年代に急増し，1985年に10億フラン1986年には100億フランを超えた。株式の国内総発行高に対する非居

第16表　フランス株式・債券の発行に対する非居住者の引受高（仏市場＋外国市場）　（10億フラン）

	1978	1980	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988
株式									
1－非居住者引受高	0.04	0.14	0.16	0.39	0.35	1.03	10.78	9.86	3.58
2－国内総株式発行高			31.6	43	48.5	73.2	137.4	148.2	150.6
3－国内総公募高			3.5	10.8	9.8	17.4	62.5	56.6	31.7
1／2			0.5%	0.9%	0.7%	1.4%	7.8%	6.6%	2.3%
1／3			4.4%	3.6%	3.5%	5.9%	17.2%	17.4%	11.2%
債券									
4－総引受高	5.2	7.9	52.4	59.7	71.3	104.7	82.8	51.4	81.1
内訳：41－国内市場			1.5	0.7	1.5	1.2	3.6	2.8	3.2
42－国際市場			50.9	59	69.9	103.6	79.2	48.6	77.9
5－国内総債券発行高			154.7	193.7	242.1	307	347.2	295.7	344.5
6－41／5			1%	0.4%	0.6%	0.4%	1%	0.9%	0.9%
7－4／5			34%	39%	29.4%	34%	24%	17.3%	23.5%

1978年と1980年の数値は1月－9月の9ヶ月分の数値

（COB, *Bulletin mensuel* n° 232 Janvier 1990（Supplément "Études" n° 33）およびCOB各年報より作成）

第17表　フランス株式・債券に対する非居住者の売買高（仏市場＋外国市場）　（10億フラン）

年　度	1978	1980	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988
株式									
株式購入高	3.2	3.1	3.9	10	12.3	37.5	121.7	170.4	167.6
株式売却高	2.9	2.9	6.5	7.6	10.8	21.9	103.2	159.3	160.6
正味残高	+0.3	+0.2	−2.6	+2.4	+1.5	+15.6	+18.5	+11.1	+7.0
債券									
債券購入高	4.6	8.5	33.1	44.7	63	117.7	147.9	228.6	293.5
債券売却高	4.1	8.1	33.4	45.3	57.2	108.1	140.3	212.9	296
正味残高	+0.5	+0.4	−0.3	−0.6	+5.8	+9.6	+7.6	+15.7	−2.5

1978年と1980年の数値は1月－9月の9ヶ月分の数値

（COB, *Bulletin mensuel* n° 232 Janvier 1990（Supplément "Études" n° 33）およびCOB各年報より作成）

Hosei University Repository

住者の引受高の割合も，1984年までが1％未満，1986－1987年が6％－7％と急上昇した。

債券の引受についても同様の傾向を示している。但し，規模は債券の引受が圧倒的に多い。例えば，1985年に株式の引受が10億フランを突破したのに対して，同年の債券引受は1,000億フランを突破した。

このように，1980年以降の株式・債券の非居住者による引受が急増するが，規模の点からいえば債券の引受けが中心であったことが明らかである。

次に，第17表から非居住者による仏株式・債券の売買高の推移を分析してみる。これによれば，株式，債券ともに1980年以降売買が増加し，特に，1985年以降の伸びが著しい。売買の面では，株式と債券の売買の規模は後者の方が大きいが，引受高に見られたような大きな違いは見られない。

このように，1980年以降，非居住者による株式・債券の売買が急増するが，外国人投資家はフランスの株式と債券を大きく区別することなく投資したことがわかる。

② 仏居住者による外国株式・債券の引受・売買高

第18表は1978－1988年のフランス居住者による外国株式・債券の引受高と売買高を表したものである。まず，フランス居住者が外国の株式・債券をどの程度引き受けているのか見てみよう。

株式，債券の引受高はともに1980年代に入って多くなった。しかし，その増加割合は「外国居住者による仏株式・債券の引受高」に比べると小さい。言い換えると，「フランス居住者による外国株式・社債の引受」は「外国居住者による仏株式・債券の引受」に比べて，早くからある程度の引受が行われてきたといえる。例えば，1978年の数値を見ると前者の規模が一桁大きい。

売買高は1980年以降大きく増大した。株式の「外国居住者による仏株式の売買高」と「フランス居住者による外国株式の売買高」の差異は小さい。これに対して，債券の場合の両者の差異は若干拡大し，後者の規模が大きい。

第18表　外国株式・債券に対するフランス居住者の引受・売買高

（10億フラン）

年　　度	1978	1980	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988
外国株式									
1－外国株式発行に対する居住者の引受高	0.5	0.3	1.1	2.3	2.0	2.7	5.8	7.4	2.5
2－外国株式に対する居住者の売買高									
購入高	8.1	17.1	31.8	66.4	67.6	79.0	130.8	228.2	188.8
売却高	7.8	15.8	34.8	67.0	70.9	87.0	128.5	222.5	186.7
正味残高	+0.3	+1.3	3.0	−0.6	3.3	−8.0	+2.3	+5.7	+2.1
外国債券									
3－外国債券発行に対する居住者の引受高	5.9	11.1	13	16.7	24.6	45.7	48.4	29.3	23.1
4－外国債券に対する居住者の売買高									
購入高	15.9	24.2	74.4	150.9	157.2	269.5	317.7	377.2	346.7
売却高	18.5	30.3	85.1	153.5	171.3	283.7	327.8	394.1	344.8
正味残高	−2.6	−6.1	−10.7	−2.6	−14.2	−14.2	−10.1	−16.9	+1.9
1978年と1980年の数値は1月－9月の9ヶ月分の数値									

（COB, *Bulletin mensuel* n° 232 Janvier 1990（Supplément "Études" n° 33）および COB 各年報より作成）

第19表にはフランス居住者が介在した証券の国籍が示されている。これによれば，株式の場合，米国企業と日本企業が50％前後を占めた。債券の場合も米国と日本が多いが，これ以外にドイツ，国際機関，英国なども重要な部分を占めていた。

第20表は1982－1988年の証券売買の平均成長率を示したものである。これによれば，株式，債券ともに仏証券に対する非居住者の売買の平均増加率（それぞれ77.7％と43.8％）が外国証券に対する居住者の売買の平均増加率（それぞれ33.4％と27.6％）を大きく上回った。これを1982年＝100とすれば第3図のように表される。1985年以降，外国人投資家による仏証券の売買が急速に拡大したことが明らかである。M. Durand によれば，1992年の外国人投資家は54％がヨーロッパ，31％が北米，15％がアジアからのものであった[14]。

Hosei University Repository

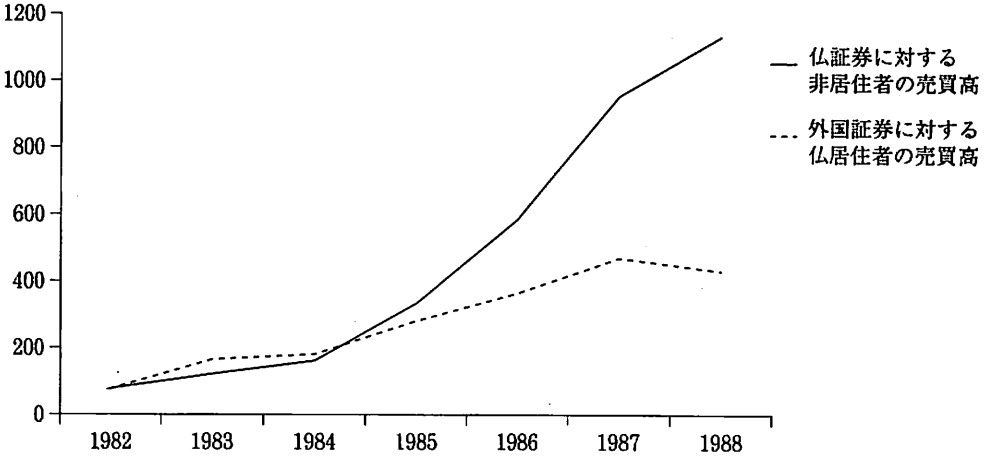
第19表　フランス居住者が介在した外国株式・債券の国別内訳

	外国株式（%）				外国債券（%）			
	1985	1986	1987	1988	1985	1986	1987	1988
米国	39.4	30.6	31.2	23.3	27.9	28.5	25.9	27.5
日本	22.1	28.5	21	21.1	11.3	12.7	17.2	13.6
英国	5	4.7	10.6	6.6	3	4.9	6.5	8.1
ドイツ	7.9	8.9	5.9	3.8	3.8	7	11	11.2
カナダ	4.9	2.3	3.5	2.4	10.6	7.7	6.5	7.8
国際機関（1）	—	—	—	—	11.5	11.7	11.6	8.8
その他（2）	20.7	25	27.8	42(3)	31.9	27.5	21.3	23
合　計	100	100	100	100	100	100	100	100

（1）BEI, CEE, BIRD, CECA
（2）主として，スイス，オランダ，イタリア，アンティル諸島
（3）主として，スイス（3%），ケイマン諸島（2.7%），スペイン（2.6%），イタリア（1.9%），オランダ（1.7%）

（COB, *Bulletin mensuel* n° 232 Janvier 1990（Supplément "Études" n° 33）より作成）

第3図　外国証券に対する居住者の売買高と仏証券に対する非居住者の売買高（1982年：100）



（出所：COB, *Bulletin mensuel* n° 232 Janvier 1990（Supplément "Études" n° 33））

第20表　証券売買の平均成長率（1982—1988）

	外国証券に対する居住者の売買の平均増加率	仏証券に対する非居住者の売買の平均増加率
株式	33.4%	77.7%
債券	27.6%	43.8%
全有価証券	29.6%	51%

（出所：COB, *Bulletin mensuel* n° 232 Janvier 1990（Supplément "Études" n° 33），p. 13）

以上，フランスにおける証券市場の発展を考察した。証券市場の規模の拡大については，1980年頃を境にそれ以前と以後で大きく変化したことを明らかにした。1980年代にはいって証券市場の規模が急速に拡大したのである。これには企業および行政機関の証券市場での資金調達の増大，証券投資信託等を通じた一般公衆の証券投資の著しい増大などの背景があった。

企業は，1970年代の後半から1980年代の初頭にかけて財務費用の増大，粗貯蓄の減少，自己金融力の低下などの要因により，自己金融を補完する資金調達先として金融機関から証券市場へ比重を移してきた。また，政府は私企業，公企業，行政機関による市場での資金調達を可能にするために，証券保有に関する優遇税制を設けて一般公衆による証券投資を刺激した。

証券市場の国際化については，1980年代にはいって国際的な証券取引が活発になったことを明らかにした。しかし上場に関しては，1970年代前半に，

Hosei University Repository

米国企業を中心に外国企業の仏市場への上場が少なくとも160社以上あったこと，仏企業の国外上場は40証券に上り，上場の点ではすでに1970年代の前半にある程度の水準にあったことを明らかにした。

1980年代の急速な証券市場の拡大と取引の国際化は，1980年代に実施された一連の上場企業情報開示制度の改革と時期的にかさなった。一般公衆の証券保有を推進するために政府は証券市場の刺激策を実施したが，上場企業開示制度の改善はこれと密接な関係を有したと考える。すなわち，一般公衆にとって証券投資を魅力あるものとするためには税務上の優遇だけでは不十分で，投資リスクを低める意味から企業に関する情報を十分に知らされた上で証券投資ができる環境が必要とされた。さらに，著しく増大したSICAV等の機関投資家は多種多様な保有有価証券を毎日売買しており，当該活動にとって有用な企業情報の公表が不可欠のものとなった。また，仏企業にとっては米国など開示水準の高い国々の投資家に対してこれら企業と同一水準の情報を公表する必要性が生じたのである。

1980年代の上場会社の情報開示制度の一連の改革の背景には，ECレベルでの調和化といった外部要因の他に，フランスにおける証券市場の重要性の増大という国内要因が存在したと考える。

また，仏市場において，外国証券の価格指数が国内証券と異なり高水準で推移したこと，外国人の証券保有比率が高いこと（1992年に仏株式の32％を保有），少なくとも1970年代の前半にはすでに米国企業を中心に160社以上の外国企業が仏市場に上場し40社～70社の仏企業が国外市場に上場していたこと，当時パリ市場の株式取引高に占める外国株式の割合が10％を超えていたことなどが明らかとなった。これら事実は，1970年代にCOBが上場会社の開示情報を改善するために行った努力と無関係ではない。

国内外の資本市場において外国企業との競争が激化するなかで，仏企業が外国企業との競争に打ち勝つためには，外国企業の公表する情報を質・量いずれの点においても上回る情報を開示していかないと資本調達における競争に勝てないことが危惧されたのである。

米国企業を始めとする外国企業との比較で，仏企業の開示情報で最も劣っていると認識された点は「連結情報」，「半期情報」，「情報開示の迅速性」などの点である。これら問題点の背後には「株主・投資者のニーズを考慮した迅速な情報の開示」の思考に対する企業幹部の意識の低さがあったと見られる。COBの情報開示に関する活動はまさにこの改善に主眼が置かれてきたのである。

［完］

［注記］

（1） 粗経営余剰は付加価値に営業助成金を加算し租税公課と人件費を控除したものである。

（2） Durand M., *La Bourse*, La Découverte, 1993 p.52.

（3） Faugère J.-P., Voisin C., *Le Système financier français*, Nathan, 1994 p.144. および Durand M., *op. cit.* pp.51-52. を参照。Durand M. は1980年代の後半に著しく改善したとはいえ，1990年時点でフランス企業の利子費用がドイツや英米企業の2倍に上り，このことが企業間競争において重大なハンディキャップとなったことを指摘している。

（4） モノリー法では，年間投資金額のうち，夫婦につき5,000フラン，子供一人につき500フランが課税所得から控除できた。例えば，1982年に100,000フランの課税所得を有する夫婦（子供二人）の場合，その課税所得から6,000フランが控除され，約1,500フランの税が軽減された。モノリー法は1982年のドロール法により引き継がれ，SICAV－CEAと呼ばれる投資信託では，年間投資額のうち，独身につき7,000フラン，夫婦で14,000フランを限度に課税所得から控除できた。例えば，1985年に140,000フランの課税所得を有する夫婦の場合，その課税所得から14,000が控除され，約3,500フランの税が軽減された。1992年末時点で983のSICAVが活動中で，そのうち624は債券と金融商品への投資，359は株式投資専門である。

投資共通基金（FCP）は1968年に従業員の企業成果参加制度の枠内で設立された。1992年にこのタイプのFCPは約4,000を数え，約920億フランの資金をSICAV株式（24％），企業株式（23％），

Hosei University Repository

その他の有価証券（51%），流動性資産（25%）に投資している。従業員は5年間の固定後，自由に引き出すことができた。モノリー法はFCPの制度を一般に開放した。1992年末までに，約3,500の新FCPが設立され，7,000億フランの資金を運用している（Durand M., *op. cit.* pp.57-60. 参照）。

（5） この点については，Faugère J.-P., Voisin C., *op. cit.*, p.145を参照。

（6） COB, *Rapport annuel 1969*, pp.15-16.

（7） COB, *op. cit.*, p.18.

（8） Faugère J.-P., Voisin C., *op. cit.*, p.137.

（9） Durand M., *op. cit.* pp.51-52.

（10） Faugère J.-P., Voisin C., *op. cit.*, p.135.

（11） Pilverdier-Latreyte J., *Le Marché financier français*, Economica, 1988 p. 7.

（12） Durand M., *op. cit.* pp.14-15.

（13） Faugère J.-P., Voisin C., *op. cit.*, p. 143.

（14） Durand M., *op. cit.*, p.63.

［主要参考文献］

1. Commission des Opérations de Bourse (COB), *Rapport annuel*, 1968～1994.
2. COB, Circulaire relative au chiffre d' affaires publié par les sociétés en application des dispositions réglementaires, Annexe présentation type recommandée pour le quatriéme trimestre 1969, le 30 décembre 1969.
3. ——, Résultats intérimaires consolidés, *Bulletin mensuel*, n° 123 février 1980.
4. ——, Publication des situations provisoires du bilan et de résultats intérimaires consolidés, *Bulletin mensuel*, n° 144 janvier 1982.
5. ——, Publication de résultats intérimaires consolidés, *Bulletin mensuel*, n° 154 décembre 1982.
6. ——, Nouvelles régles comptables applicables aux entreprises, *Bulletin mensuel*, n° 166 janvier 1984.
7. ——, Condition d' établissement de l' annexe des comptes annuels, *Bulletin mensuel*, n° 181 mai 1985.
8. ——, Rapport semestriel à publier par les sociétés cotées, *Bulletin mensuel*, n° 183 juillet 1985.
9. ——, Condition d' établissement de l' annexe des comptes annuels, *Bulletin mensuel*, n° 188 janvier 1986.
10. ——, Modalités d' établissement des comptes sociaux, *Bulletin mensuel*, n° 189 février 1986.
11. ——, Recommandation en vue de l' accélération de la publication des comptes consolidés annuels et de la publication sous forme consolidée du tableau d' activité et de résultats et du rapport semestriels, *Bulletin mensuel*, n° 195 août-septembre 1986.
12. ——, Recommandation n° 87-02 en vue de l' accélération de la publication des comptes annuels consolidés, *Bulletin mensuel*, n° 208 novembre 1987.
13. ——, Conditions d'établissement des comptes consolidés, *Bulletin mensuel*, n° 210 janvier 1988.
14. ——, Application de la recommandation de la COB n° 87-02 concernant la publication des comptes annuels consolidés, *Bulletin mensuel*, n° 216 août 1988.
15. ——, Présentation du tableau d'activité consolidé semestriel par les sociétés cotées, *Bulletin mensuel*, n° 218 octobre 1988.
16. ——, Réglement N° 87-04 relatif à la publication du rapport et du tableau d'activité et de résultats semestriels sous forme consolidée.
17. ——, Supplément "Études" n° 9, *Bulletin mensuel*, n° 206 août-septembre 1987.
18. ——, Supplément "Études" n° 22, *Bulletin mensuel*, n° 221 janvier 1989.
19. ——, Supplément "Études" n° 33, *Bulletin mensuel*, n° 232 janvier 1990.
20. ——, Supplément "Études" n° 40, *Bulletin mensuel*, n° 239 septembre 1990.
21. ——, Supplément "Études" n° 69, *Bulletin mensuel*, n° 267 mars 1993.

Hosei University Repository

22. ——, Supplément "Études" n° 75, *Bulletin mensuel*, n° 273 octobre 1993.
23. ——, *Statistiques boursières*, ler trimestre 1995.
24. *Bulletin des Annonces Légales Obligatoires* (*BALO*), le 3 juillet 1961, le 4, le 21, le 28 février 1991.
25. Conseil National de la Comptabilité (CNC), *Plan Comptable Général*, 1957.（木内佳市，中村宣一朗訳『標準会計制度』ミネルヴァ書房 1962年）。
26. CNC, Définition du《Chiffre d' Affaires》, A. Note d' information n° 15, *Études et Documents* 1958-1974.
27. ——, *Plan Comptable Général*, 1982.（中村宣一朗，森川八洲男，野村健太郎，高尾裕二，大下勇二訳『フランス会計原則』同文舘 1984年）。
28. ——, Avis N° 27 relatif à la Notion du Chiffre d' Affaires, le 27 mars 1985, *Études et Documents* Tome Ⅲ 1982-1988.
29. Durand M., *La Bourse*, La Découverte, 1993.
30. Faugère J. -P., Voisin C., *Le Système financier français*, Nathan, 1994.
31. Hoarau C., International accounting harmonization, American hegemony or mutual recognition with benchmarks. *The European Accounting Review*, 1995.
32. Mémento Pratique Francis Lefebvre, *Comptable*, 1991.
33. Mikol, A., The history of financial reporting in France, Walton, P., *European Financial Reporting A History*, Academic press, 1995.
34. Nobes C., Roder J., Slomp S., Les comptes consolidés favorisent-ils l'harmonisation comptable internationale, Les options de la 7e directive et leur mise en œuvre, *Revue Française de Comptabilité*, n° 253 février 1994.
35. Pilverdier-Latreyte J., *Le Marché financier français*, Economica, 1988.
36. Raffegeau J., Dufils P., Corre J., de Ménonville D., *Comptes consolidés*, Francis Lefebvre, 1994.
37. Vidalenche, G., *La Bourse*, J. Delmas et Cie, 1985.
38. Vigreux, P., *Les Droit des actionnaires dans les sociétés anonymes*, R. Pichon et R. Durand-Auzias, 1953.
39. 長部重康編『現代フランス経済論』有斐閣1983年。
40. 中村利平著『フランス証券市場論』文眞堂1989年。
41. 野村健太郎著『フランス企業会計』中央経済社 1990年。
42. ————稿「会計基準の調和化－その必要性と方法」『税経セミナー』1995年7月。
43. ————「我が国会計システムと国際調和－アングロ・サクソン型モデルと仏独型モデルとの間で」『JICPA ジャーナル』1995年9月。
44. 葉山　晃著『現代フランス経済論』日本評論社 1991年。
45. 拙稿「フランス証券取引委員会設立の意義」法政大学経営学会『経営志林』第28巻4号(1992年1月)。
46. ——「フランス証券取引委員会の開示政策－1968年－1972年の上場会社の開示制度の整備」法政大学経営学会『経営志林』第29巻3号（1992年10月)。
47. ——「フランスのディスクロージャー制度における証券取引委員会の役割－株主総会時の情報の整備（1）～（7・完)」法政大学経営学会『経営志林』第29巻4号(1993年1月)，第30巻1号(1993年4月)，第30巻2号（1993年7月)，第30巻3号（1993年10月)，第31巻1号（1994年4月)，第31巻2号（1994年7月)，第31巻3号（1994年10月)。