

# フランスの金融自由化と 金融システムの改変

尾 上 修 悟

## I. はじめに

フランスにおいて、金融革新に基づく金融の自由化は、1980年代に入るとま  
ずは民間の主導の下で進められた<sup>1)</sup>。それに伴って、金融のあり方も大きく様  
変わりする。銀行を中心とする仲介金融から、証券市場を中心とする市場金融へ  
と、金融構造が変容し始めたのである。このような、民間レベルで開始された  
金融自由化のプロセスが、フランスの金融構造に激しい地殻変動を引き起した  
ことは間違いない。しかも留意すべき点は、金融自由化を推進した動力が、フ  
ランスにおいては、民間においてのみ生じたのではない、という点であろう。  
後に詳しく論じるように、フランスでは国家自体が、金融の自由化を強力に後  
押しする。否むしろ、そうした自由化の段階を画期的に引き上げた主体はフラン  
ス国家であった、と言っても過言ではない。フランスは、国家主導による金  
融の諸改革を法改正に沿って断行する。それは、1984年の新銀行法の制定に  
よって口火を切られた。

本稿の課題は、1984年から始まったフランス政府による一連の金融改革が、  
当時の金融システムにいかなる影響を与え、またそれをいかに改変させたか、  
その過程を具体的に明らかにすることである。同時に、そうしたシステム変更  
の持つ意味を考えることが、本稿の間接的動機となっている。なお、ここで金  
融システムは、金融機関と金融・資本市場の有機的連関の総体を表すものとす  
る。ただし、以下では行論の都合上、金融機関と金融・資本市場の各々を一応  
区別しながら検討することにした。

## II. フランス企業をめぐる経営環境の変化

フランスの金融機関と金融市場は、1980年代に入ると、企業の要求に応じる形で金融革新を一挙に進めた。その背後に、いくつかのフランスに対する外圧が存在したことは否定できない。その1つは、言うまでもなく、英米に代表されるアングロ・サクソン諸国による自由化の圧力であった。さらに、ヨーロッパ共同体内の資本自由化の動きも1つの圧力として働いたことは間違いない。しかし他方で、それらの外圧とは別に、フランス国内においても、そうした金融革新を引き起さざるをえない要因が様々に潜んでいた。ここではまず、フランス国内の問題として見たときに、金融の自由化を迫るフランス企業を取り巻く経営環境がいかなるものであったかを概観しておきたい。それによってわれわれは、フランスにおいて金融自由化の推進された国内の背景をひとまず捉えることができる。

フランス企業は、第2次オイル・ショック以降、とりわけ1980年代に入って、世界市場における立ち遅れをはっきりと示す。この点は、かれらの収益力の脆弱性に如実に反映された。では、フランス企業は、他の競争相手に比べてどうして立ち遅れたのか。サン・エティエンヌ (Saint-Etienne, C.) は、当時のフランスの金融政策を跡付ける中で、そうした遅れの要因を、3つの不足という観点から解き明かす。それらは第1に、需要に対する供給不足、第2に、投資不足、そして第3に、企業の自己資本不足、である<sup>(2)</sup>。以下では、彼の行論を追いながら、それらの不足の状況を把握することにしよう。

まず、供給不足は、世界市場においては輸出の低迷として表される。この点は、すでに筆者も指摘したとおりである<sup>(3)</sup>。その結果は、フランスの貿易収支の悪化であった。それはさらに、経常収支の継続的赤字をもたらし、ついに、あの忌わしいフランの連続的切下げを経験させる。フランスは、1980年代半ばに至っても、依然としてその輸出市場を失い続けたのである。この点は、他のヨーロッパの競争相手が、かれらの市場の一部を取り戻したことと対照的であった。フランス企業による輸出市場喪失の要因は、その生産のあり方に見ることができる。かれらが最も関与した市場は、皮肉にも、第2次オイル・

ショック以来最も発展していない部門であった。事実、フランスの国際競争上強い生産部門は、そのライバルに比べればはるかに少なかった<sup>4)</sup>。であればこそ、フランスにとって、世界需要が強くて発展の見込みのある生産部門への生産要素のシフト、並びにそのための企業への金融の促進、が緊近の課題となった。

次に、投資の不十分さが指摘できる。フランスは、1980年代前半に生産部門への投資を強く低下させた。投資の対国民所得比を見ると、1970年代半ばに13%であったものが、1980年代半ばには10%台にまで落ち込んだことがわかる<sup>5)</sup>。他方で、そうした投資の低下は、同時に企業の生産的投資に対する資金配分の減少に反映された。当時の企業の財務状況から判断すると、かれらは1980年代に入って貯蓄を大いに減少させた。競争的部門への生産的投資に必要な資金は、それゆえ、対外的に埋め合わされねばならなかった。ところが、当時の金融の実質コストは非常に上昇していた。そうであれば、どうして借り入れてまでして投資を行う必要があるか、という問題が当然に生じるであろう。

企業は元来、借入れのテコの効果 (*l'effet de levier de l'endettement*) を生かしながら成長のリズムを速めてきた。つまり、投資の金融コストが経済的収益性より以下であれば、投資のために企業はますます借り入れ、その結果ますます豊かになる。それはまさしく、借入れのテコのプラスの効果を表す。しかし、もしも金融コストが収益性を上回れば、テコの効果は逆転、もしくはマイナスとなる。事実、1980年代に入ると、その効果は逆転し、80年代半ばにそれはマイナスを示した<sup>6)</sup>。実は、同時期に企業の投資額が崩落した背景を、ここに見ることができる。フランスの企業は当時、生産的投資よりも金融的運用の効果を発揮させるために借り入れたのである。その結果はどうなったか。

1980年代半ばにおけるフランスの生産的部門の生産容量は、内外の需要の加速的増大に応じるには極めて不十分であった。フランスは、第1次オイル・ショック以来、生産的投資を怠ったツケを払い続けたのである。以上に見た借入れによるテコの効果の逆転は、かなりの部分は実質利率の上昇に起因する。実際、とくに1982年以降に、国内資金が海外に流れるのを食い止め、かつまたフランの切下げを防ぐ目的で利率は大きく引き上げられた<sup>7)</sup>。それにより、

企業の金融の必要は、1980年代半ばにかなり減少する。

最後に、企業の自己資本不足の問題を取り上げてみよう。もともと、フランス企業の自己資本比率は低い。その分、かれらは金融機関からの借入りに依存してきた。原理的に言えば、投資を金融するためには、自己資本かまたは借入れによるしかない。自己資本比率が低いという状況は、必然的に企業を借入れに向かわせる。ところが、すでに見たように、借入れによるテコの効果は、1980年代半ばに逆転してしまった。となると、企業はもはや、生産的投資のための借入りを促進しようとしな。そうではなくて、むしろかれらは金融的運用を積極的に行った。事実、金融市場から調達された資金は、政府やその他の公的機関、並びに銀行の発行する債券の大部分に投資されたのである<sup>(8)</sup>。

繰り返すまでもないが、フランス企業、ひいてはフランス経済の国際競争上の後退は、1980年代に入り、かつてないほど鮮明に現れた。とくに深刻なのは、発展部門における生産的投資の不足であろう。フランス経済にとっての1つの重要な課題は、それゆえ、そうした生産的投資をいかに拡大するか、という点に設定される。同時に、そのための資金を企業にいかに提供するかが、焦眉の問題となる。1984年以降にフランス国家による金融改革が加速したのも、そうした問題を克服したいがためであった。それは、具体的には、大きな統合された資本市場の建設となって現れる。後に詳しく論じるように、その際の資本市場は、非常に短期のものから長期のものまでを含むものとして考えられた。同時にそれは、すべての経済機関に開放されることが目指されたのである。

他方で、そうした国家主導による金融改革が、フランス企業の自己資本不足という問題の解消をねらっていた点も否定できない。それはまた、長い間の懸案事項であった。企業の資金調達の観点から見ると、一国経済の傾向は、アングロ・サクソン諸国を中心に1980年代に入って大きく様変わりした。そこでは、自己資本経済 (l'économie de fonds propres) という新しい概念が登場する。それは、非金融機関、とりわけ企業が、自己資本の増大によって効率的に金融される経済を指す。これに対し、従来型の経済は、借入れ経済 (l'économie d'endettement) とも呼ばれる。そこでの企業は、信用機関からの借入れによって金融される。時代の流れは、もはや一国経済が、借入れ経済一辺倒で進むことを許

さなかった。テコの効果の逆転現象は、このことを象徴的に物語っていた。だとすれば、資本市場を充実させ、できるだけ多くの新しい金融手段を提供することが、企業により要求されたことも当然であろう。フランスの場合に、そうした過程は、後に見るように国家主導の形で推進された。それによって、フランスの金融システムはその内容をいかに変質させたか。以下でこの点を検討することにしよう。

### Ⅲ. フランスの金融仲介システムの改変

#### 1. 銀行システムの変更

先に指摘したように、フランスの金融は、1980年代に入ると伝統的な仲介金融から新しい市場金融に移行する傾向を顕した<sup>9)</sup>。このことは、金融の非仲介化の進展を意味する。同時にそれは、資金調達面での銀行の役割を大きく減退させる。一方、そうした市場金融の躍進は、金融革新の賜でもあった。そこでは、新しい金融商品や決済手段が続々と生み出された。このような状況の下で、金融機関どうしの競争は、否が応でも激しさを加えた。フランスの銀行経営をめぐる環境は一変した。かれらは、競争の激化に直面してその脆弱性を露呈する。しかも、銀行の弱体化に拍車をかけたのは、政府の維持する反インフレ政策であった。それは、借り手の銀行離れを加熱させ、銀行収益をますます圧迫したのである。

では、以上のような文脈の中で、金融における銀行の役割は、果して軽視してよいものであろうか。フランス政府は、このように問いかける。そもそもフランスでは、内外で経済危機に陥った際に、銀行がそのショックを和らげてきた。フランスの銀行の近代化について論じたパストレ (Pastré, O.) は、そうした銀行のバッファ効果<sup>10)</sup>が、少なくとも3つの分野で見出せる、と指摘する。すなわち、フランスの銀行は、第1に、国際収支赤字の金融に必要な外貨建て借入れを保証する、第2に、国民的産業のある部門の低下を抑制する、そして第3に、債務超過国に対して「最後の貸し手」になる、という役割をこれまで演じてきた。フランスの通貨当局は、これらの銀行の重要な役割を堅持するこ

とに努めた。かれらはそのために、銀行経営の立直しを図る手段を様々に講じる。それらの主たるものは、第1に、決済システムの近代化、第2に、対顧客関係の改善、そして第3に、銀行組織の改革、である。以下、各々の手段について具体的な内容を見ることにしよう。

まず、決済システムの近代化は、フランスにとって緊近の課題であった。様々な技術革新は、支払い手段の管理サービスの改善、並びに顧客に対するサービスの拡大、を同時にもたらす。1980年代に入って一挙に進んだ情報化は、銀行と顧客の関係を真底変える可能性を示した。そうした挑戦に対し、フランスの銀行の早急な対応が求められたのである。従来、フランスでは銀行をめぐる支払い手段の主流は小切手（check）であった。新しい技術は、その小切手に代わる支払い手段の創造に成功する。フランスにおける決済システムの近代化は、3つの段階を経たと言われる<sup>(11)</sup>。第1段階は、銀行間システムにおける電信相殺の開始、第2段階は、銀行カードの形成による投資の合理化、そして第3段階は、記憶カードの一般化、である。フランスの銀行は、これらの段階を画すことで、カード保有者を倍増させる。

一方、そうした新しい支払い手段の発達にも拘らず、フランスの決済システムにおいて小切手の利用が依然として支配的であったことも否定できない。1980年代半ばに、小切手は、フランスの支払い手段の77%をも占めた<sup>(12)</sup>。これに対し、フランスの銀行は、小切手の額を抑制することに努めた。その結果、1983年以降、小切手の成長は毎年減速する<sup>(13)</sup>。1世紀経って初めて、小切手の発行数は減少したのである。カードによる国民的な支払いシステムの設立は、新しい電子支払い手段の重要な発展を確実にした。事実、当時のアンケートによれば、電子マネーの発展に関する世界ランキングで、フランスは第1位に位置付けられるほどであった<sup>(14)</sup>。

次に、銀行の対顧客関係の改善についてはどうか。まず、個人との関係について見ると、銀行と個人との人的な接点は当然窓口に見れる。フランスでは、もともと銀行の窓口網がきめ細かに張りめぐらされてきた。銀行窓口数は、1967年以來の開設の自由化に伴い増加する。1969年に1674であった窓口は、1981年に2390にまで達した<sup>(15)</sup>。さらにフランスの通貨当局は、窓口網の再編を

加速するため、1986年5月15日に、銀行に対して窓口開設の自由化を認める。その翌年からは、事前の認可でさえ撤廃される。フランスはこのようにして、他の先進諸国で見られた窓口業務網の再建に着手した。

他方で、フランスの銀行の企業に対する関係の改善が必要とされた。というのも、フランスの銀行は、いつの時代でも産業に十分に身を投じてない、と非難されてきたからである<sup>(16)</sup>。そこでは、企業の銀行に対する借入れ関係の改善が求められる。ともかく、すべての銀行が産業金融に参加する権利を持たねばならない。このことは、従来型のフランス銀行組織を変えることを意味する。この点に関する詳細な検討は次の項目の所に譲るとして、ここでは、銀行の非特化が進展することにより、産業金融が促されたことを指摘するとどめたい。借入れは、確かに銀行対産業の関係の1つの局面を表すにすぎない。しかし、そうした関係の近代化は、銀行に対し、企業に資金を集められるように援助することを促す。その際に発揮される新しい技術は、財務の自動管理サービスのようなサービスを銀行に提供した。銀行はこうして、企業の金融的自立を増すことに貢献するように努めた。

最後に、銀行組織の近代化について見てみよう。実は、この点にフランス国家の銀行システムの近代化に向けた姿勢が最もはっきりと現れた。まず、政府による銀行グループの再編が進められる。それは、貯蓄共済金庫 (Caisses d'épargne et de prévoyance, CEP) の再編からスタートする<sup>(17)</sup>。480もある CEP を再グループ化するため、1983年7月1日の法は、真の中央組織ネットワーク (Centre national des caisses d'épargne et de prévoyance, CENCEP)、並びに地域的規模での新しい機関 (Sociétés régionales de financement, SOREFI) を創る。これにより、CEP ネットワークで集められた資金の集中化方法が変更された。さらに1985年半ばに、21の SOREFI が設立され、CEP の改革が具体化する。このことは、金融の非集中化 (分散化) への重要な第1歩を踏み出させた。

一方、1984年の新銀行法の制定は、それまでのフランスの銀行組織を大きく転換させた。この銀行法はまさしく、フランス国家が、銀行システムの改変を内外に宣言するものであった。ゼラー (Zerah, P.) は、フランスの金融システムの変化を論じる中で、新銀行法の内容を詳しく分析している<sup>(18)</sup>。以下では、

彼の議論に基づきながら、新銀行法のもつ意味を考えることにしたい。

まず、1984年の新銀行法は、1941年と1945年に表されたそれまでの銀行法とは決定的に異なる。旧銀行法は、信用機関のすべてに適用されるものでは決していなかった。それは、登録済み銀行と他の金融機関の約4割しかカバーしていない。その他の信用機関は、特別の規定の対象となっていた。その際の実定は、銀行・通貨当局のコントロールをしばしば免れさせた。こうした法制が、もはや銀行組織の進展に適応されなくなったことは言うまでもない。とくに、相互銀行ネットワークの発達は、その点を浮き彫りにさせた。それに対して、新銀行法は、あくまでも共通の法的枠組を提供する。それは、銀行・金融活動の施行と管理の諸条件を統一させることを目指した。では、そのことによって銀行活動の組織的な枠組はどのように変わったか。

まず、新銀行法はユニヴァーサル銀行の原則を示す。当時、大部分の先進工業諸国の信用機関は、その活動領域を広げていた。それは、いわゆるユニヴァーサル銀行の姿を表した。そうした中で、フランスにおいても、早急にユニヴァーサル銀行の概念を具体的に定める必要があった。それは、2つの観点から遂行される。1つは、信用機関を法制的に規定すること、もう1つは、銀行職を性格付ける経営のリストを可能な限り与えること、であった。新銀行法の第1条で、信用機関は、銀行経営の習慣的職業の資格に影響を及ぼす法人、と見做される。その際の銀行経営は、公衆の資金の受託と信用取引を含む。要するに、銀行経営の1つないし複数ものを習慣的な資格として委ねられているすべての企業に対し、信用機関の資格が与えられた。この信用機関は、異なる6つのカテゴリーから成る。それらは、ある種の金融機関を除き、すべて同じ当局に従い、かつまた可能な限り同じ規制に従うもの、と規定された。以下で、その6つのカテゴリーを具体的に列挙しておこう。

新銀行法の第18条は、信用機関として次のものを正式に認可する。まず、2つのカテゴリーとして、銀行と相互・協同組合の銀行が挙げられる。後者の銀行には、全国農業共済信用金庫 (Crédit agricole mutuel), 協同組合信用金庫 (Crédit coopératif), 相互信用金庫 (Crédit mutuel), 庶民銀行 (Banques populaires), 貯蓄共済金庫, 並びに市町村信用金庫 (Caisses de crédit municipal) が含まれ

る。次の2つのカテゴリーとして、金融会社と特化された金融機関がある。ただし、かれらは公衆の資金を受託することができない。さらにもう2つのタイプに、銀行経営の資格が与えられた。その1つのタイプは、国庫、フランス銀行、郵政金融サービス、海外県局の発行機関、並びに貯蓄供託金庫 (Caisse des dépôts et consignations, CDC) である。かれらは、国家とはっきり結びついてゐるがゆえに、あるいはまた、かれらの地位の特殊性のゆえに、銀行法の適用外に置かれた。したがって、かれらは他の信用機関と異なる。しかし、活動に関する規制は、国庫、郵政金融サービス、並びに貯蓄供託金庫 (CDC) にまで広げられた。もう1つのタイプは、保険法の支配下にある企業、保険会社、並びに証券会社などから成る。それは、新銀行法の第11条で定められた。

以上のように、フランスでは国家が銀行法を新しく制定することで信用機関の再グループ化を図った。1984年以前に、30以上の異なる信用機関が共存していたものが、新銀行法で整理統合された。これにより、信用機関の概念がはっきりと定まる。預金銀行と事業銀行の区別が無くなり、信用機関のユニヴァーサル化が進んだのである<sup>(19)</sup>。同時に、新しい信用機関も数多く作られた。それを促した主たるアクターは、専門的个人、大企業、並びに外国人、である<sup>(20)</sup>。また、諸機関間の吸収・統合による再編が進展したことも留意すべきであろう。

ところで、1980年代半ば以降の銀行システムを変えたもう1つの大きな要因は、公的部門の銀行の再組織化であった。そもそも、公的部門に属する信用機関は、その目的と法的形態により様々なものを含む。それらは、特化された金融機関や相互信用金庫のような、公的サービスに従事するものから、クレディ・リヨネ (Crédit Lyonnais) やパリ国立銀行 (Banque nationale de Paris, BNP) のような、民間と同じ競争条件をもつものにまで及ぶ。こうした多様性にも拘らず、これらの機関は、1984年の新銀行法に従った。さらに、その際に、それらは4つに分類される<sup>(21)</sup>。第1に、公的権利の機関。これは、国立エネルギー信用金庫 (Caisse national de l'énergie) やフランス開発信用金庫 (Caisse française de développement) のような国民的な公的機関、さらには、市町村信用金庫 (Caisse de crédit municipal) のような共同の公的機関を指す。第2に、準公的機関。これは、公的権利を持っていない金融機関で、フランス不動産銀行 (Crédit foncier

de France) や不動産開発銀行 (Comptoir des entrepreneurs) などから成る。第3に、国立銀行。これは国有化された銀行で、国家がその資本を所有する。1945年12月2日の法で、まず4つの銀行が国有化され、次いで1982年2月11日に、36もの銀行が国有化された。因みに、非国有化銀行は当時350を数えた。このことから、国有化率は10%弱に及んだことがわかる。ところが1986年に、社会党政権は、今度は一転して国有化銀行の民営化方針を打ち出す。その翌年、パリバ (Paribas)、CCF、ソシエテ・ジェネラル (Société générale)、並びにスエズ (Suez) の4つの代表的な銀行グループが民営化された。そして第4に、国有化銀行以外の公的部門の信用機関。1987年の民営化までに、90の銀行と110の金融会社がこの部類に属した。

以上からもわかるように、フランスでは、公的部門の銀行がシステム全体で重要な位置を占めた。事実、1986年の段階で、公的部門の銀行全体は、銀行のカテゴリーに入る預金と信用の8割から9割を表した。この点はまさに、フランス銀行システムにおける1つの大きな特徴を示す。しかし、その後の民営化の高まりにより、その割合は約5割に急激に低下する。民営化プログラムは、公的銀行部門の重要度を確実に減衰させた。そうした民営化の背後には、公的銀行部門の直面した困難さがある。例えば、クーク (Cooke) の比率として示された国際的基準を満たすため、フランスの公的部門の銀行は、その自己資本の増大を強いられた<sup>(22)</sup>。フランスの銀行組織の民営化は、確かに、金融の自由化とグローバル化の波に押し寄せられながら進めざるをえなかった。他方で、そうした動きにより、フランス銀行システムの独自性が失われ始めたことも忘れてはならないであろう。

## 2. 銀行行動の変化

従来のフランスの銀行システムは、同質なものでは決してなかった。競争条件は、信用機関により異なっている。ある信用機関は、利子率や課税の面で特権を与えられた。このことが、競争の観点からすると、特権を持たない信用機関に不利な状況を生み出したことは言うまでもない。それは、金融自由化が進む中でいっそうはっきりと現れた。フランスは、この点を克服するため、1980

年代に入ると国家の圧力の下で、異なる金融仲介機関の間の非特権化 (débonification) を一挙に進める。それは、銀行の負債と資産の多様化によって次第に現実的になる。

まず、銀行負債の側から見ると、フランス通貨当局は、次のような新しい手段の投入を認める。それらは、2つの当座性運用手段、すなわち、少額貯蓄非課税預金通帳 (livret d'épargne populaire, LEP) と産業開発勘定 (compte pour le développement industriel, CODEVI)、並びに、新しい契約貯蓄勘定の企業貯蓄通帳 (livret d'épargne entreprise, LEE) と新しい金融市場手段の譲渡可能預金証書 (certificat de dépôt négociable, CDN) である。以下、各手段の特徴を概観しておこう<sup>(23)</sup>。

第1に、LEP。これは、フランスの公衆に提供された最初の当座性運用手段で、その収益は、価格の変動に応じて変化する。この顕著な革新性は、それが非課税の商品として登場した点にある。それまでは、相互系ないし協同系の信用機関のネットワークのみが、非課税の流動性貯蓄商品 (通帳 A や相互信用青色通帳) を販売する特権を持っていたにすぎなかった。LEP は、1982年4月27日の法で制定され、その後比較的よく発展した。ただし、1980年代半ばに、居住者の保有する流動性ないし短期性の運用手段のうち、それは2.7%しか占めていない。

第2に、CODEVI。これは、1983年7月8日の法で制定されたもので、LEP と全く同じように、非課税の当座性運用手段を表す。その機能と報酬の方式は、貯蓄共済金庫の通帳 A と同じである。ただ、CODEVI の場合、預金の上限は1万フランに設定された。これにより、フランス国家は初めて、流動性の管理機関全体に対し、預金通帳と同じ性格を持った当座性の貯蓄商品を個人の顧客に提供することを認める。

一方、そうした非特権化の道を大きく開いたという点以外にも、この CODEVI は、次のようなねらいを備えていた。フランス国家は、これによって、金融の流れを産業部門や証券市場に再び向かわせようとしたのである。銀行は、生産的投資に影響を及ぼすように、獲得した預金の47.5%を工業発展向け証券 (titres pour le développement industriel, TDI) に割り当てねばならなかった。この TDI

は、貯蓄供託金庫により発行される。つまり、これらのTDIの発行は、CDCに対して工業に対する貸付けを認めることを意味する。それは、直接に工業向け融資を行う政府金融機関であるクレディ・ナショナル(Crédit national)や中小企業向け設備用融資機関(Crédit d'équipement des PME)あるいは地域開発公社などにより、また、工業近代化向け信用金庫(Caisse de modernization industrielle, CAMI)の仲介によって行われる。1984年に作られたCAMIは、工業近代化基金(Fonds industriel de modernisation, FIM)の枠組の中で信用を供与する。実際に、CODEVIの枠の中で集められた資金は、信用需要を上回るほどであった。

第3に、LEE。これは、フランス国家が銀行システムの変革を本格的に始動させた1984年の新銀行法で制定された。そのねらいは、企業の創設に融資することであった。以上に見た3つの新しい銀行商品は、たしかに、金融仲介の非特権化のプロセスを押し進めた。ただし、それらは、銀行負債の構造を基本的に転換したものではない。それに対し、銀行負債の構造とその平均コストを根本的に変えたのは次のような要因であった。それらは第1に、市場金融の一大動力となった投資信託会社の発展に基づく預金獲得競争の激化、第2に、社債発行の進展、そして第3に、譲渡可能預金証書(CDN)の導入、である。とくに、新しい金融商品であるCDNは、後に短期資本市場(marché monétaire)の主要手段となり、また証券市場を立て直す商品となった。この点は、次章で詳しく論じることにした。ただ、このような状況の中で、伝統的な銀行部門の演じる本質的な役割をいかに守るかという点が、フランスにとって重要課題であったことも留意すべきであろう。

他方で、銀行の資産側について見ると、ここでも従来から特権的な制度がフランスで存在したことに気づく。それは、特定の融資に政府が金利補助金を与える、という制度(bonification)であった。1970年代末よりフランス政府は、そうした利子に関する特権を持った新しい様々な信用手段を導入する<sup>(24)</sup>。それは、とくに生産的投資を促すことを目的とした。それらの中で最初のものは、1978年の法で設定された、対企業長期低利融資(prêts participatifs)であった。政府は、これにより、貯蓄を企業の融資に向かわせようとした。実際にそれは、

企業の自己資金の強化と企業の借入れ容量の復興をもたらした。この融資はまた、リスクの相互共済を可能にした。というのも、国家が、対企業長期低利融資のための国民的保証基金を設けたからである。その結果、この融資残高は、1983-85年に急増する。1983年に165億フランであったものが、1985年には倍以上の391億フランに膨らんだ。

社会党政権の成立以降、政府はさらに、その他の特別金融手段を導入する。生産的投資を維持・拡大するため、フランス国家は、信用供与対策をますます多様化したのである。1982年に、クレディ・ナショナル、中小企業向け設備用信用金庫、地域開発公社などの特化された様々な金融機関が、対企業援助融資（*prêts aidés aux entreprises*, PAE）という新しいカテゴリーの中に組み込まれた。その翌年には、貸付けの新たな3つのカテゴリーが設けられる。第1に、再金融向け補足的貸付け。デフレのときの金利負担を軽減するため、中・長期の固定利子での借入れが、これにより認可される。第2に、銀行の工業向け長期融資。これは、経済的優先に関する投資に対して特権を与えた利子を持つ。そして第3に、先に見た対企業長期低利融資。これらはいずれも、デフレのときの生産システムの金融構造を改善するために考案された。フランスでは、このようにして、1984年の段階で信用機関の与える信用の45%までもが特別優遇利子を持つものとなる。その割合は、10年前に比べて4%以上も増大したことがわかる。

ところが、以上のような信用供与面での特権的システムは、実は、1984年を境に一変する。ナウリ（Naouri, J-C）は、フランスの金融改革を論じる中で、特権的貸付けを改革する目的を4つ挙げる<sup>(25)</sup>。それらは第1に、財政緊縮への尽力、第2に、既存の諸手続きの単純化、第3に、競争の激化、そして第4に、資本市場の統一、である。第3の点について言えば、すべての金融手段に関して非特権化が行われるならば、金融仲介コストすなわち信用コストは低減する。さらに第4の点が実現されれば、それは、経済機関に対して利子率の変化により反応させ、ひいてはシステムの近代化を促す。

従来、特権的貸付けは、主として投資、住宅、貿易の3つの部門で行われた。その各々について改革がなされたのである<sup>(26)</sup>。ここで最も重要となるのは、農

業を含む産業、及び職人に対して行われた、投資に対する特権的貸付けであろう。この点について、1984年に次のような問題点が指摘される。それは、その手段の数が多く、かつ複雑であり、しかもその特権がはっきりと規定されていない、という点であった。国家により合意された諸特権は、実は、生産的投資を促す性格をほんとうは持っていなかったのではないか、また、そうした貸付けが競争を促さなかったのではないか、という反省が声明されたのである。これを受けて、非特権化に向けた改革は、政府の予算枠の縮小を伴いながら遂行される。

信用と結びついた特別優遇利子の及ぼす財政負担は、たしかに重くなる傾向を示した。1985年に、こうした信用への国家援助は5621億フランにのぼり、それは、一般的財政支出の5%以上をも占めた<sup>(27)</sup>。こうした状況を踏まえて、フランス国家はついに、利子援助策を改革する。それは、財政負担を軽くし、手続きを単純化し、かつまた利子援助を受けた商品を非特権化するためであった。政府は次第に、利子援助に反する行動を取るようになる。しかし他方では、生産的投資を刺激するための手段を忘れることがなかった。借入れ利率の低減が図られたのである。

以上に見たように、フランス独特のシステムであった特権的利子補給制度は、1984年を期に瓦解する。それにより、国家による利子補給の意義も消え失せた。社会政策の観点からすれば、本来、中小企業や農民、職人などの、借入れに際して不利な立場にある人々への利子援助は続けられるべきであった<sup>(28)</sup>。ましてや、社会党政権の下であれば、なおさらそうした政策は維持されねばならなかった。それにも拘らず、競争条件の均一化を盾にして、すべての特権的措置を撤廃したことは、政府にとって苦汁の選択であったに違いない。フランス国家は、そうまでして金融自由化の道を採用することを英断せざるをえなかった。そういう事態にフランスの金融・経済は追い込まれていたのである。

フランスの銀行のユニヴァーサル化が、金融自由化に伴って進展したことは先に指摘したとおりである。そうした多角化 (diversification) は、競争を有利にし、かつまた近代化の論理的帰結を成す、という点でのみ望まれたのではない。当時のフランスにとって銀行の多角化は、まさしく経済的に不可避な手段

であった。純粋な金融仲介機能は、もはや、銀行部門の収益性を保証するものでは決してなかったからである<sup>(29)</sup>。多角化を推進するフランスの銀行は、もちろん、そうした動きを欲する市場の成長を過大評価した。他方で、銀行の多角化が、銀行市場に関して新しい競争を促したことは確実であった。

金融仲介システム内における活動領域の境界が消滅したことは、具体的に次のような形で現れた。まず、全国農業信用金庫のクレディ・アグリコル(Crédit agricole)の能力のいっそうの拡大、商業銀行の消費者信用への参入、などはその典型であろう。さらに、より一般的な動きとして、銀行と保険会社の関係強化が挙げられる。かれらは、金融サービスの需要構造や仲介業の変化に直面して、歴史的妥協を検討し始めた。1986年初めに、銀行は25の保険会社への参入を、また保険会社は24の銀行への参入を、各々遂行する<sup>(30)</sup>。各々の参入によって顕著な成功を取めたことも認められる。ただし、このような銀行と保険会社の関係の変化は、かれらの活動の型までも転換させるものではなかった。その結果、フランスの金融仲介システムの均質化は、依然として制限されたままであった。

一方、フランスの銀行システムは、ますます国際化の様相を示す。それは、2つの点で促進された。1つは、フランスの銀行網の国際的拡充であり、もう1つは、フランス国内における外国の銀行活動の展開、である。その結果として、フランスの銀行間競争がいっそう激しさを増したことは言うまでもない。他方で、フランスの銀行は、ヨーロッパの単一市場というパースペクティブの中で競争上の優位性を発揮することが求められた。

1985年のミラノにおけるヨーロッパ会議で、サービスと資本移動の領域で統一された市場の実現を目指すことが決定される<sup>(31)</sup>。そこでは、銀行と金融に関して、とくに大きな統一市場を作り出すことが課題となった。金融領域においては、次の3つの補足的な要素を前提として統合への方向付けがなされた。それらの要素は、第1に、ヨーロッパにおける資本移動の自由、第2に、国境を越えた金融・銀行サービスの自由な提供、そして第3に、当該専門職に適用される規制の最小限の同一化、である。とくに、資本移動の自由化の進展は急速で顕著であった。それは、事前の条件なしに実現される可能性があった。例え

ば、各国における貯蓄に対する課税の不一致と、その均一化を達成する困難さ、などが考慮されることはなかった。もちろん、そうした自由の実現は、各国に為替規制の撤廃をも迫る。このような状況の中で、金融商品や銀行商品の流れは、いっそう自由度を増していく。ヨーロッパにおける金融の自由化と国際化の動きは、まさに、単一市場の形成をも目的として加速したのである。

ところで、金融自由化に伴って、銀行間競争は確かに強まった。金融システムの健全性を維持する上で、そうした競争が、金融機関の規定の多様性によってあまりに歪められてはならない。また、信用機関全体は、同一の慎重な規律を尊重して行動しなければならない。そこで、銀行規制の適用範囲が拡張された。この法的枠組は、1984年7月から4017の関連する信用機関に適用される。その際の機関には、旧登録銀行、相互・協同銀行網、地方信用金庫、地域開発公社、不動産信用公社、などの信用機関として規定されたすべてのものが含まれた<sup>(32)</sup>。

信用機関の機能と監視に関する諸条件を同一にすることは、金融仲介システムを均質なものとする上の前提であった。そのために、規制と監視を負う機関は刷新された。銀行システムをコントロールするための決定機関が、新しく設定されたのである。それらは4つから成る。第1に、国民信用審議会 (Conseil national du crédit, CNC)。これは、旧来から変わっていない。ただし、1984年1月24日の新銀行法は、規制の機能を CNC から取り上げた。その後、それは相談の機関となる。第2に、銀行規制委員会 (Comité de réglementation bancaire)。これには、信用政策、並びに信用機関の資本額などの慎重さに関する規制機能が委託される。第3に、信用機関委員会 (Comite des établissements de crédit)。これは、信用機関の承認、制裁、営業停止などの個々の諸決定に対して責任を負う。そして第4に、銀行委員会 (Commission bancaire, CB)。これは、かつての銀行管理委員会 (Commission de contrôle des banques, CCB) に取って代わる。フランス銀行システム全体の管理機能が CB に委託された。CCB が、登録済み銀行と金融機関のみを規制したのに対し、CB は、全体としての銀行を規制し監視する。同時にそれは、すべての金融機関から成る金融構造の質を保証する。このように、銀行活動の規制の法的枠組は同一のものとなる。また、

信用機関の全体は、新しくなった監視当局に従った。1984年の新銀行法は、それゆえ、金融仲介機関間の組織的境界が薄れていく中で、適切な法的枠組を作ることができた。このことは、フランスの銀行システムの健全性を保つ上で極めて重要であった。

#### IV. フランスの短期資本市場の開放

##### 1. 国家による改革のプロジェクト

以上に見たように、フランス政府は、金融自由化の流れに即して、銀行を中心とする金融機関の諸改革を行った。それは、組織から活動様式までの広範囲に及んだ。そこで次に課題となるのは、そうした新しい形の金融機関の活動を可能とする場をいかに与えるか、という点である。このことは要するに、金融・資本市場の刷新を意味する。フランスでは、国家が自ら率先してそうした市場を新しく立て直すことに着手したのである。

もともと、フランスの金融・資本市場は様々な障壁を持っていた。マサレ (Masalet, J.D.) は、フランスにおける資本市場の障壁の除去について論じる中で、それらの障壁を3つに整理する<sup>(33)</sup>。第1に、非常に発展した銀行仲介による信用市場と、それほど発展していない市場との間の障壁。この点は、とくに家計の貯蓄構造に現れた。家計の余剰資金は、金融的投資にというよりは、むしろ銀行勘定の預金に向かったのである。第2に、銀行仲介自体の信用循環における障壁。普遍的な信用循環の一方で、農業金融のような特化された信用循環、あるいはまた、住宅、地方自治体、輸出などに対する貸付けのような特化された信用循環が存在する。そして第3に、資本市場内の障壁。フランスの資本市場は従来、保護された3つの市場に区分されてきた。それらは、短期資本市場、抵当権取引市場、並びに債券市場、である。短期資本市場の利用は、原則として銀行に限られた。抵当権取引市場は、短期の銀行間の再金融市場にすぎない。債券市場が唯一、すべてに開かれた市場であったものの、そこでは、銀行が少なくとも1983年まではほとんど介入しなかった。ナウリが指摘したように、フランスの金融・資本市場は確かに、市場と言うよりはむしろ諸市場、

と呼ばれる方が的確であった<sup>(34)</sup>。その本質的な特徴は、市場の分断であり細分であったからである。

他方で、1980年代に入って進展した金融革新は、経済機関に対して金融と投資の多様化を促した。フランスにおける障壁の存在する市場システムは、そうした需要の変化に対応できなかった。実際に、フランスの市場システムは、借り手と貸し手の双方に対して、短・長期の満期を持つ市場取引手段の利用を十分に認めるものではなかった。借り手側について見れば、例えば国家は、その赤字を金融する上で、債券発行か、もしくは銀行による国債の形態を取った短期資本信用か、のいずれかを選ぶしかない。また企業も、長期の債券市場に依存するか、あるいは銀行もしくは特化された金融機関の信用に応募する他はない。一方、貸し手側について見ると、短・中期の証券市場が存在しない限りは、かれらも同様のジレンマの中に閉ざされてしまう。そのジレンマとは、リスクを伴う債券投資と、銀行勘定への流動性預金との間のジレンマを指す。

フランスの金融・資本市場における、これらのシステム上の欠陥は、市場の発展に対して様々な問題を引き起した。確かに1980年代に入ると、新しい短期の投資手段がフランスでも登場する。それは、1981年に制定された、定期預金勘定の厳しい利子率制限から生じた。銀行預金に取って代わる方法として、投資信託会社の発展に基づく、債券への大規模な投資が開始されたのである。それはまた、債券市場依存から離陸をする必要のあったフランス国家自身により推奨された。そうした投資手段は顕著な成功を収めた。それに応じて、今までにない新しい債券市場の発展が導かれた。しかし、それは同時に、債券市場を弱体化させた。長期証券市場が短期資本から成る、というリスクが新たに生じたからである。

こうした状況を踏まえて、フランス政府は1984年から、市場障壁の除去に向けた諸政策を遂行する。それらは、2つの特徴を備える<sup>(35)</sup>。第1に、その目的は極めて野心的であった。それらは、1日ものから非常に長期のものまでをも含む統一的な金融・資本市場を生み出すことを目指した。第2に、そうした政策は、市場の近代化を実行し、それを押し進めるものであった。実際に、作り上げるべき市場は、すべてに対して開放された市場から成る。それによって、

市場の異なった部門間の相互的な結びつきが可能となる。そして、そうした市場改革の第1段階として、まずは短期資本市場の再建が試みられた。それは、1985年に始まったのである。

1985年以前において、フランスでは、米国の短期資本市場と比肩できる市場は存在しなかった。米国の市場は、経済機関全体に開かれていた。それは、資本市場の中の短期部門として規定される。これと反対に、フランスの短期資本市場は、まさしく閉ざされた市場であった。それは、金融機関が、中央銀行の貨幣、並びに公債 (effets publics) に対する銀行間貨幣、あるいは民間手形 (effets privés), などを交換する場にすぎない。1967年以来、市場への取引参加者は制限された。国民信用審議会 (CNC) は、1967年の規定により、短期資本市場での取引を許可する金融機関の全体を決定する<sup>(36)</sup>。それらは、銀行、金融の性格を持つ公的機関、あるいは準公的機関、投資会社、並びに、短期資本市場で認められたノンバンク機関 (établissements non bancaires admis au marché monétaire, ENBAMM) である。この最後の ENBAMM には、例えば証券の公開仲買人 (agents de change) の同業組合、保険会社、社会保障機関、年金金庫、などが含まれる。このように、フランスの旧来の短期資本市場は、その他の資本市場と分断されたままであった。

フランスにおける、資本市場の細分化に基づく閉鎖性は、様々な欠陥を露呈する。まず、企業や個人は、短期資本市場から直接に金融することができない。一方、中央銀行にとっては、公開市場操作を現実に行うことができない。さらに、債券市場の抵当権取引と結びついた不安定性のリスクもある。このリスクは、流通不可能という点から発する。それらの欠陥は、確かに、フランスの短期資本市場がその他の短期の貨幣市場を持っていない、という事情に由来する。その他、金融が銀行仲介を必要とするメカニズムを前提とする点も問題であった<sup>(37)</sup>。例えば、市場参加者として挙げられた保険会社や年金金庫などは、直接に市場と関係を持つことができない。かれらは、銀行仲介を通して初めて市場を利用できる。一見、銀行以外の機関 (ENBAMM) も利用できる点で、フランスの市場は、銀行のみが売買する米国の市場よりも開放的であるように見える。しかし、それは実際にはやはり閉鎖的であった、と言わざるをえない。そ

うした問題はまた、他の障壁や厳格さをも導いた。そこでの信用は、量的規制の対象となる。現実には、債券市場の利用は限られており、短期の証券市場を自由に利用することもできなかった。そうした中で、とりわけフランスの中小企業は、必要な資金を求めて銀行に向かわざるをえなかった。信用機会の稀小性や量的規制という厳しい金融環境の中で、かれらは、金融と投資の決定権の一部を奪われたのである。

フランス政府は、以上のような諸問題を克服するため、短期資本市場の改革に乗り出す。国家は、すべての投資家に開かれ、また、同等の競争条件の下で貸し手が利用できる市場の創出を目指したのである。1985年の9-10月に、国庫は、短期資本市場の開放の原則を設ける<sup>(38)</sup>。そして同年末の法改正により、短期資本市場はかなり拡大された。それは、他の資本市場と統合される。このことは、非常に短期のものから長期のものまでに及ぶ統一市場と、経済機関全体に開放された市場、の実現を可能にした。それは同時に、フランス金融システムの近代化の目的に沿うものであった。こうして、1967年の規定に由来する古い短期資本市場は、新しい銀行間市場の利益を優先して消え去ったのである。

## 2. 短期信用手段の創造

フランス金融システムの変化を論じたゼラーは、短期資本市場の改革が、3つの目的を持つものであったことを指摘する<sup>(39)</sup>。第1に、借り手と貸し手の自由となる信用手段の数の増大と質の向上。それは、資金需要に対してより広く対応し、また企業の金融コストを減少させるものでなければならない。第2に、国家の金融を減少させる代替手段の創出。それは、債券、もしくは市場で流通可能な短・中期の金融手段により行われる。そして第3に、利子率による金融政策を用いる際の障壁の除去。開放された市場を創り出すことにより、貨幣市場が統一され、拡大されればされるほど、中央銀行の割引率が、市場のすべての部分に、迅速かつ容易に影響を及ぼせる。要するに、その際の改革は、すべての投資家に開かれた、流通（譲渡）可能な真の短期証券市場を創り出すことに向かった。そこで強調された点は、譲渡可能証券を発行する借入れ者をすべて容認することであった。この点は、証券の満期に関係しない。そうした証券

表1 新しい短期金融資産

	預金証書	財務手形	流通可能な 国債	特化された 金融機関の債券	金融会社の 債券
発行者	信用機関	企業	国庫	時化された 金融機関	金融会社
応募者	すべての個人または法人				
満期	10日～7年	10日～2年	10日～7年	2年～7年	2年～7年
最小単位額	500万フラン				
最初の発行日	1985年3月4日	1985年12月18日	1986年1月2日	1986年1月17日	1986年5月

(出所) Métais, J., et Szmca K. P., *Les mutations du système financier français*, La documentation française, 1986, P-30より作成。

の発行は、貸し手全体が同じ競争条件にある市場で行われる必要があった。では、それらの証券はいかなるものであったか。

表1は、新しい短期資産の概要を示している。それらの証券は、すべて譲渡可能であり、また異なる金融機関もしくは非金融機関により発行される。満期も10日から7年までの広範囲に及ぶ。結局、この新しい短期資本市場は、4つのカテゴリーから構成されたことがわかる。それらは、預金証書市場、財務手形市場、国債市場、並びに債券市場、である。この最後の債券市場はさらに、特化された金融機関の扱う債券市場と、金融会社の扱うそれとに分れる<sup>(40)</sup>。以下で、各証券について、その内容を詳しく見ておこう。

第1に、譲渡可能預金証書 (CDN)。これは、1985年3月に、銀行規制委員会 (comité de la réglementation bancaire, CRB) により、その創出が認められる<sup>(41)</sup>。1985年12月14日の法によれば、それは、譲渡可能な債権付き証券 (titre de créance négociable, TCN) に属す。その発行は信用機関により行われる。銀行はその代表となる。その際の銀行は、商業銀行だけでなく、相互銀行や協同銀行も含む。また、貯蓄供託金庫 (CDC) も、1984年の新銀行法の規定に従わないものの、同じく信用機関とみなされ、CDN を発行することができる。

このように、信用機関に対して新しく短期証券発行を認めた目的は次のようであった<sup>(42)</sup>。それは、第1に、企業と個人に対して短期の譲渡可能な証券市場を開設すること、第2に、金融的投資の諸条件の透明性を増すこと、そして第

3に、企業の財務管理を容易にすること、である。これらの目的は、譲渡可能な短期金融手段を拡大することで達成される、と考えられた。国家は、こうして、フラン建てないし外貨建てのCDNの発行を公に認可する。これにより、新しい短期資本市場の設立に向けて口火が切られた。

CDNの内容をもう少し具体的に見ると以下のようなものである<sup>(43)</sup>。CDNは、指図証券(billets à ordre)もしくは無記名証券(billets au porteur)の形態を取る。それに対する応募は、企業、信用機関、機関投資家、及び家計、のすべての経済機関に開かれた。ただし、家計部門の応募は、有価証券の集団的投資機関であるOPCVM(organismes de placement collectif en valeurs mobilières)により行われる。CDNは、新しい手形引受人(intervenants)に対して短期資本市場を開放した。税制の観点から見ると、CDNには何の特権も行使されなかった。1986年から、それは共通の税制に従う。一方、フラン建てのCDNは、外貨建てのそれよりも発展する。ただ、そのようにして発展したCDNは、やはり本質的には銀行間取引手段を示すに他ならなかった。1986年2月の段階で、CDN残高の30%のみが非金融機関に保有されたにすぎないからである。この新しいCDN市場は、したがって、基本的に銀行間市場として位置付けることができる。

第2に、財務手形(billets de trésorerie)。これは、商業手形(papier commercial)とも呼ばれ、米国のコマーシャル・ペーパーに基づいて考案された<sup>(44)</sup>。それはもちろん、譲渡可能な証券を表す<sup>(45)</sup>。その債権は、発行者に対する貸付け(10日から2年の期間)により生れる。発行者は、銀行法に従った法人(居住者)、及び国家を除いた諸機関を含む。この財務手形に対しては、居住者であるか非居住者であるかを問わず、すべての経済機関が応募できる。それは、短期資本市場をいっそう開放する補助的な手段となった。

第3に、短期国債。国庫は、1985年に新しい国債を生み出す<sup>(46)</sup>。その市場は、従来のものとは違い、投資家全体に対して開かれた。同時に、その満期には真の連続性が設けられる。この新しい譲渡可能な短期国債(bons du Trésor négociables, BTN)は、その当初の満期が10日から7年の間を含む形を取る。それは、短期資本市場手段と他の金融手段との間に存在する満期の不連続性を改善する

ためであった。BTN は、他の短期資本市場手段と同様の性格を持つようになる。この新しい短期国債は、まさに短期資本市場の中心的な手段になりえる姿を整えたのである。

こうした短期国債市場の改革を行うことの目的は、まず、フランスの短期資本市場の性格とダイナミズムを変えることであった。同時にそのことは、従来から見られた国庫の赤字ファイナンスの方法を一変することを意味した。フランス国家はもともと、その財政赤字を、通貨の創造で金融することを制限してきた。国家はそれゆえ、ますます資本市場に依存する。その際の1つの金融手段は、伝統的に非金融機関に準備された短期国債であった。しかし、1980年代に入って金融革新と資本市場が発達すると、その魅力は次第に小さくなった。1980年初めに500億フランであった短期国債残高は、1986年3月には359億フランに大きく減少したことがわかる<sup>(47)</sup>。

ところで、短期の公的負債に関してもう1つの手段が存在した。それは、經常勘定における短期国債で、先に示したものと全く異なる性格を表す。1945年に創出されたこの短期国債は、唯一、金融機関に対してのみ開かれた。それは、非金融機関には閉ざされたままであった。フランス国家は、そこで、公的負債の管理を容易にし、短期資本市場の性格を変えるため、そうした短期国債を一新する。その試みの1つが、新しい金融商品の提供であった。国庫は、1ヵ月ものや3ヵ月ものの金利を持つ短期国債を生み出したのである。それは、固定ないし変動の報酬を伴う。その計算は、短期資本市場での1日もの金利を参照して行われる。伝統的な、天引きされた固定利子を持つ債券は、これらの新商品に急速に取って代わられた。その結果、1ヵ月もの金利の短期国債は、1984年末に、經常勘定における短期国債残高の87%をも占めるほどに増大した<sup>(48)</sup>。

他方で、国庫は、短期国債の販売を行うことができる機関について改革する。1985年4月以降、短期の債券を扱う投資信託会社のFCP (fonds communs de placement) に対し、以上のような短期国債を保有し、自由に販売することが公に認可された。従来、FCPは、オープン投資信託会社のSICAV (société d'investissement à capital variable) とは違い、金融機関としては分類されなかった。それゆえ、かれらは、短期資本市場で活動することができなかった。当然、FCP

は、経常勘定における政府債を保有することも販売することもできなかったのである。

フランス国家は、このように、新金融商品を提供すると同時に、それを扱う金融機関の範囲を広げることによって、短期資本市場の性質を変えようとした。公的債務の諸手段は、まさに短期資本市場の中心的な要素となった。この市場は、より同質で、より開かれた資本市場の短期部門を示すにすぎないものと化したのである。

最後に、専門金融機関と金融会社により発行される債券について見ることにしよう。フランス国家は、短期国債に関する改革から一歩進んで、短期資本市場の完全な開放を目指した。そのため、専門金融機関(*institutions financières spécialisées*, IFS)と金融会社に対し、短期債券の発行が公認される。IFSは、38の機関から成る。それには、工業向け融資を行う政府金融機関のクレディ・ナショナル、中小企業向け設備信用金庫(*Crédit d'équipement des PME*)、地域開発公社(*Sociétés de développement régional*)、不動産開発銀行(*Comptoir des entrepreneurs*)、フランス不動産銀行(*Crédit foncier de France*)、並びに経済協力中央信用金庫(*Caisse centrale de coopération économique*)などが含まれる。これらの専門金融機関は、1984年1月24日の新銀行法で規定された信用機関の1つのカテゴリーを成す。それらは、国家が、公的利害の永続的な目的を記す信用機関を表す<sup>(49)</sup>。

一方、1986年1月には、863の信用機関が、金融会社として分類される<sup>(50)</sup>。さらに、同年5月14日の銀行規制委員会の規定により、金融会社に対しても、債券を発行する可能性が広げられた。その際の債券は、金融機関と金融会社の債券(*bons des institutions et sociétés financières*, BISF)と名付けられた<sup>(51)</sup>。金融会社は、専門金融機関と同じく、1つの信用機関のカテゴリーを表す。それは、信用賃貸借(*crédit-bail*)機関、及び消費信用(*crédit à la consommation*)機関から成る。このようにして、金融会社の債券発行は、かれらの信用の可能性を広げるために認可された。その債券の性格は、IFSの発行するものと同じであった。以上に見たように、専門金融機関や金融会社による短期資本市場への参入が、そうした市場のいっそうの開放につながったことは間違いない。

ここまで、フランスの国家主導による短期資本市場の改革の過程を、新しい金融手段の導入という観点から具体的に跡付けてきた。そうした過程はまた、金融革新に基づく市場の開放が、金融機関の新しい需要に対応するものであった点を明らかにした。短期資本市場の改革は、さらに進んで、いくつかの市場を新しく立て直すことに向かう。その1つは、銀行間市場の刷新であった<sup>(52)</sup>。1967年以来、普通預金の報酬は、フランスで禁じられてきた。それにも拘らず、ある種の機関、例えば短期資本市場で認可された非銀行企業（ENBAMM）は、無記名の普通預金（*dépôts à vue en blanc*）に短期資本市場利率に近いものを報酬として与えた。国家は、そこで、これらの機関の行動を標準化することを決定した。それは、純粋な銀行間市場を創るためであり、同時に、ENBAMMの流動資本（現金資産）を短期資本市場の新しい手段に向かわせるためであった。そうした標準化は、銀行法の支配下にある信用機関が、無記名普通預金の報酬を自由に扱えるようにすることによって行われたのである。

フランスの通貨当局は、金融の非仲介化の進展によって始まる危機を回避するため、以上のような改革をますます遂行する。かれらは、改革の適用範囲を、SICAV、保険会社、並びに年金金庫などにも広げた。結局、1985年以來のフランスの短期資本市場の改革は、資本市場そのものの性格を変える。そうした改革は、米国のフェデラル・ファンド市場と同様の純粋な銀行間市場と、広い意味での短期証券市場との並存を廃した。言ってみれば、諸市場が、1つの大きな短期資本市場として統合された。しかし、留意すべき点は、こうした短期資本市場の性格の変化が、後に金融仲介と金融政策の双方に重大な結果をもたらすことになった、という点であろう。この点は、稿を改めて論じることにしたい。

さて、もう1つの短期資本市場の刷新は、抵当権取引市場（*marché hypothécaire*）に関して行われる。フランスの抵当権取引市場は、1966年に創られた。それは、短期資本市場の特化された部門を扱った。すなわち、それは、抵当権の保証を伴う不動産の債権を販売する機関が、かれらの債権を移動する、言い換えれば抵当権取引による貸付けを行う、ことによって再金融される、という市場を指す<sup>(53)</sup>。債権手形の発行と譲渡は、基本的に金融機関が短期資本市場を

通じて行う。そして、この市場は、非金融機関には閉ざされていた。抵当権取引市場は、極度に閉鎖的であることがますます明らかになった。

フランス国家は、こうした状況の中で、法的枠組を変更することにより、抵当権取引市場の改革を断行する<sup>(54)</sup>。まず、1985年9月に、抵当権取引再金融金庫（Caisse de refinancement hypothécaire, CRH）が設置された。これは、米国の国民的連邦抵当権取引協会（Federal national mortgage association）のシステムにヒントを得たものである。CRHは、これにより金融会社の地位を獲得する。この組織的革新は、抵当権付き債権の再金融の新しい手段となった。これによって、再金融コスト、すなわち、抵当権取引信用コストは減少する。CRHが、国家によって保証されたからである。CRHは、1985年11月より翌年3月まで、12年もの債券を603億フラン発行した。少なくとも最初の間は、この再金融の新方式は、伝統的な抵当権取引市場と共存した。しかし、そうした市場が、純粋な銀行間市場に向かうことによって、SICAVやFCPなどの投資信託会社は、1986年の間に、伝統的市場からますます離れていく。こうした新しい抵当権取引市場は、住宅のための長期で多額の金融を保証した<sup>(55)</sup>。しかも、その際の資金コストは、従来の金融方式に比べて著しく低下した。それによって、この市場の利用が盛んになったことは言うまでもない。

### 3. 短期金融システムの規制

フランス国家は、以上に見たように、一大プロジェクトをもって短期金融システムの改革に踏み切った。金融自由化の流れの中で、そうした改革を推進することが余儀なくされたのである。しかし他方で、国家は、そうしたシステムを規制することも忘れなかった。それは、フランスの銀行システムと金融市場の、安全性と安定性を確保するために必要不可欠、と見做されたのである。

まず、信用機関に対する規制が行われる。先に見たように、フランス国家は、一連の改革の中で、専門金融機関や金融会社に対してまで、短期債券発行を認可した。それによって、もちろん、短期資本市場はいっそう開放され、また拡充された。しかし同時に、これらのノンバンク的性格を持つ信用機関による債券発行に、市場の不安定性をもたらす要因も潜んでいた。このことが、フラン

スの通貨当局に対して、信用残高の制限に関する特別な政策を導入させる<sup>(56)</sup>。その制限は、顧客に対する信用、及び信用貸借取引による利用、の15%というものであった。また、金融会社に対してだけは、2年以内のものの債券発行に関して50%という補足的条件が付けられた。さらに証券会社についても、譲渡可能債権付き証券や、上場された有価証券の形で保有されたものの15%という規制が設けられた。

一方、市場に関してはどうか。フランスの通貨当局は、短期国債の発行を規制することを試みる。そうすることで、かれらは、より安定した健全な短期債券市場を発展させたかったのである。そのため、通貨当局は、短期国債の最小限の発行単位額を、他の新しい短期資本市場の資産の場合と同一のものとした。それは500万フランと決められ、しかも利子率は固定された。固定された利子を支払う義務を課すという点は、譲渡可能預金証書（CDN）に対する条件と同じであった。また、税制の観点から見ても、短期国債の扱いは、CDNのそれと同一であった。つまり、そうした債券の保有あるいは譲渡から生じる収益は、何の特権の対象にもならなかった。それらの行為は、短期資本市場における信用手段の収益に関する共通の税制に従った。このような、短期国債発行に設けられた諸規制にも拘らず、否、むしろそれらの規制が存在したが故に、この市場は急速な発展を遂げた、と見るべきであろう。

ところで、資本市場の発達は、言うまでもなく、金融方法における直接金融の割合が増すことを意味する。それによって、直接金融自体に内在する固有の不確実性が高まることは間違いない。市場が短期性であれば、それだけ不確実性もより高くなることは確かであろう。そこで課題となるのは、そうした不確実性をいかにして取り除くか、という点である。この点は、とくに譲渡可能債権付き証券の市場について重要であった<sup>(57)</sup>。この市場は、言ってみれば専門家の市場を表す。そうした証券は、次の3点で他の有価証券と区別される<sup>(58)</sup>。それらは、第1に、100万フランという統一的な最小限度額が、発行者と投資家の双方に課せられる点、第2に、発行者が、発行日と発行額を自由に選択できる点、そして第3に、この証券は、証券市場で上場されない点、である。

これらの条件の他に、さらに発行機関の評価付けが問題とされた。この点は、

もともとフランスでは不十分であった。その中で、1986年に、金融評価機関（*agence d'évaluation financière*, ADEF）が生れる。一方、発行者に対して情報提供の義務が厳しく課せられた。そこには、フランス銀行による監視の手が届いた。かれらは、発行条件を監視できたと同時に、規則に反する発行を禁じたのである。このようにして、フランス国家は、市場の動きに任せながら短期金融システムを一新した一方で、そうしたシステムの安全性をいかに遵守するか、という点にも力を注いだ。この後者の行為は、フランス独特の経済統制主義（*dirigisme*）の現れ、と見ることができる。

## V. フランスの金融・資本市場の統合

### 1. 新しい金融資産の発展

フランスの金融・資本市場は、1980年代に入って急成長する。しかし、その構造は、旧態依然であった。それは、基本的に債券市場に大きく依存する構造を維持していた。この点は、国家と公的部門の止むことのない巨大な借入れ需要に由来する。債券市場は、1980年代半ばに、確かに飛躍的な発達を見る。1980年に1000億フランであった発行総額は、1985年には3倍にも膨張した<sup>(59)</sup>。そのかなりの部分が国家のためのものであった。こうした状況の中で、フランスの金融・資本市場の革新が始まったのである。それはまず、様々な新しい形の金融資産が生み出された点に現れた。この点については、メテ（*Métais, J.*）などの詳しい分析がある<sup>(60)</sup>。以下では、かれらの行論を追いながら、それらの新しい資産を把握することにしたい。

まず、債券の部門で数多くの革新が行われる。1980年代に入って、金融革新の波が押し寄せる中で、債券の性格は、次の3つのカテゴリーで捉えられた。それらは、第1に報酬、第2に負債償還の期間と方式、そして第3に収益、流動性、あるいはリスクに関する特別な条件、である。債券のこうした性格付けは、応募者の要求に適應する目的で行われた。それは他方で、多様化された金融商品の管理が求められたことを意味する。

そこで最初に、報酬の点から見た債券の多様化について見てみよう。それは

表2 主たる基準金利

金利の種類	金利の内容
T4M	短期資本市場の平均金利
TAM	短期資本金利，変動金利で譲渡可能預金証書により設定
TMO	国家により保証された非変動的借入れに対する年平均収益率
TME	国家の借入れによる第2部市場の収益率
TRA	TMO に応じて年々改訂される利子率
TRO	TMO の平均に応じて3年毎に改訂される利子率

(出所) Métais, J., et Szmeczak, P., *Les mutations du système financier français*, La documentation française, 1986, P.43より作成。

表3 債券発行の利子率別構成

(10億フラン)

	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
固定利子付き債券	63.3	105.2	86.6	120.5	166.7	135.6	194
変動利子付き債券	2.2	6.5	20.3	34.2	27.2	106.5	117.1

(出所) Métais, J. et Szmeczak, P., *op.cit.*, P.44より作成。

当然，利子の変動と関連する。最初の変動利子付き債券は，1974年にすでに現れていた。その後1977年に，民間の債券発行に対する利子率の変動方式が開始される。ところが，1980年までは，変動利子付き債券の発行は，本格的には始動しなかった。1980年には，依然として，短期資本市場の平均利子率，あるいは国家により保証された借入れの平均利子率に応じて収益が得られる債券のみが提供されていた。その際の基準金利は，国民信用審議会により規定された。表2は，それらの6つの基準金利を示している。その後，これらの基準金利をベースとして，様々な変動金利を持つ債券が出現したのである。1981年に，TMO に応じて3年毎に改訂できる利子率の付いた債券が生れる。それは，2年後に，さらに各年毎に利子率が改められるように変化する。この種の債券は，TMO ないしはTRO ベースで報酬を受けられる。その際の利子率は，結局，長期利子率を意味する。表3は，このような利子率のタイプに応じた総債券発行の区分を表したものである。見られるように，1980年代半ばにかけて，変動利子付き債券の種類が大きく増えたことがわかる。

次に，債務償還の期間と手段に関する革新について見てみよう。債券の発行

により借入れを行った債務者には、言うまでもなく債務償還の負担がかかる。そこで1982年に、借入れ延期の債券が登場する。比較的長い借入れの期間は、18年に達した。その翌年の1983年に、フランス国家は、国債への投資を強化するため、初めて更新可能な国債（obligations renouvelables Trésor, ORT）を提供する。国庫はまた、1985年5月に、国債と同等な債券（obligations assimilables du Trésor, OAT）の発行も開始した。このOATの目的は単純であった。それは、国庫に対し、古典的タイプの大きな借入れと結びついた拘束を免れさせようとしたのである。ORTやOATの提供により、国庫は、債券発行におけるいっそうの柔軟性を得た。同時にかかれらは、金融・資本市場に関する条件の最も良い部分を取ることができた。

最後に、特別な方法による債券発行を見ておこう。一般に、これまでは借入れ者に対し、借入れ時の市場の条件と比較してコストの削減をもたらすような債券が提供された。そこでは、転換社債とワラント債の2つの債券が選択される。転換社債の発行は、1983年に飛躍的に増大する。ワラント債も1981年から開始される。それは、1983年のドロール（Delors）法により本格化した。一方、自己資本を集める方法も多様化する。とくにそれは、国有化グループにより推進された。1983年より様々な革新が導入される。その基本的なものは、特権を与えられた投資証券（certificat d'investissement privilégié, CIP）であった。公的企業は、これによって自己資本を強化する。しかし、それは自己資本の25%までに制限された。また、出資証券（titre participatif）と呼ばれるものも発行された。これは、会社が清算した場合にのみ元本が償還される証券を指す。それは、どちらかと言えば債券に近いものであった。これに対してCIPは、真の自己資本を意味した。

このような、債券市場で急増した革新は、投資家にとって、投資手段の可能な限りの多様化を導いた。しかし、そのことは市場に大きな影響を及ぼした。まず、有価証券の集団的投資機関であるOPCVMの応募が、1984年にかけて著しく増大する。表4に見られるように、債券を購入した顧客の中で、OPCVMの占める割合は、1982年から84年にかけて3倍強に上昇した。こうした変化は、確かに、保険会社や年金金庫などの伝統的な機関投資家の増大により引き起さ

表4 債券応募の顧客別構成  
(%)

	1982年	1984年
民間個人	47.6	23.7
法人	52.4	76.3
OPCVM	10.2	32.3

(出所) Métais, J. et Szmeczak, P., *op.cit.*, P.50  
より作成。

れた。しかし、かれらの応募容量は限られていた。フランスでは、保険や年金のシステムは、マージナルな役割を担うにすぎない。加えて、銀行は、信用規制の手段により債券を資本構成に含ませることがほぼ不可能であった。

そうした中で、新しい形で登場した OPCVM が、債券応募の決定的な推進者となったのである。OPCVM は、先に指摘したように、SICAV や FCP と呼ばれる投資信託会社から成る。1985年に、これらは全体で、4320億フランもの債券を管理した。これは、そうした証券の資本化の27.4%に相当する。また、かれらは、630億フランの株式を管理した。それは、証券の資本化の10.3%に等しい。それらの額が、1980年には、各々、322億フランと149億フランを示すにすぎなかった点を踏まえると、その著増ぶりがよくわかる。

## 2. 新しい市場参入者の登場

以上に見られるように、フランスの金融・資本市場は、新しい金融商品の導入に伴い、その質を変化させた。一方、そうした変化は、金融資産のメニューの拡大のみに還元されるのでは決してない。むしろ、そうした現象は、多様で複雑な様相を示す。その1つの現れが、新しいアクターの登場であった。かれらは、金融・資本市場における証券引受けの手段や方法の近代化を要求する。このことが、法改正に基づく規制緩和によるものであったことは言うまでもない。以下で、それらのアクターについて、具体的に見ることにしよう<sup>(6)</sup>。

フランスの金融・資本市場の発展は、すでに見たように、債券部門でとくにはっきりと現れた。それは同時に、投資の機関化の進展をも意味した。このことが、フランス国家によって後押しされた点も留意すべきであろう。国家は、

機関投資家の増大を促す措置を施したのである。それは、公的部門の借入れ需要の増大分を市場が供給することを求めた結果であった。やや歴史を逆上ってみると、すでに1970年代末に、機関投資家を発展させる契機が現れた。1978年7月のモノリー（Monory）法により、SICAVは、新しい発展の要因を与えられる。それは、税制上の優遇措置であった。SICAVは、それにより急速な成功を保証される。そして翌年7月の同じくモノリー法で、もう1つの新しい機関が導入された。それが、投資信託会社のFCPである。これは、民衆に開かれたものとして設置された。FCPは、有価証券を共同に所有するものとして登場したのである。

新しい機関投資家のFCPは、多くの点でそれ以前のSICAVと異なる。かれらは、法人としての利益を享受しない。その規模は、はるかに控え目である。また、それは早くかつ簡単に作られる。しかも、FCPの投資先となる証券のタイプは完全に限られた。一方、SICAVは、その資産の少なくとも30%を、債券、国債、あるいは流動性で保有しなければならない。FCPはこうして、SICAVよりもはるかに入念に作られた投資手段を持つものとして認められる。それは、有価証券の保有者を急速に拡大することで、フランスの金融・資本市場の発達に大きく貢献した。1985年12月末に、FCPにおける証券所持者は1798374人で、そのうち1724762人が個人であった。その数は、前年の1291249人から飛躍的に増えたことがわかる。SICAVにならい、FCPのメンバーは、モノリー法により税制上の優遇を受けた。また、FCPが、株式投資を推進する機関として位置付けられたことも注意すべきであろう。それは、規約に基づき、投資家に対して、かれらの資産の最低75%をフランスの株式に投資することを強いたのである。

ところで、フランスにおける新しい機関投資家や集団的投資機関であるOPCVMの登場は、金融・資本市場の統一とそこでの流動化という方向に完全に合致した。そうした方向はまた、フランス国家の望むところであった。他方で、金融・資本市場の統一過程を促進した、もう1つのアクターを忘れてはならない。特定の取引を、最も良い条件で実現させるための不可欠なパートナーが、そのような統一に大きく貢献する。証券商会（maisons de titres）や仲買人

組合 (sociétés de contrepartie), 並びに鞘取り銀行 (banques d'arbitrage) が, その中心であった。

証券商会は, 50ぐらいの数で, 長い間パリに存在してきた。かれらは, 証券の仲買人であり, 同時に, 短期資本市場や債券市場の直接的な応募者であった。1984年の新銀行法により, 証券商会は, 金融会社のカテゴリーに属した。債券市場における発行技術の発展により, かれらは, 発行済み債券の再分割市場において特権的なアクターとして位置付けられる。仲買人組合は, 文字通り, 証券の流通市場における伝統的な仲買人から成る組合を指す。一方, 鞘取り銀行は, 以上の2つの機関と違い, 全く新しい機関として登場する。これは, フランスにおける新しい3つの現象を結合した結果, 生み出された。それらの新現象は, 第1に, 短期資本と債券の性格を併せ持つ新しい金融資産の増大, 第2に, 異なる金融・資本市場の境界の除去と開放, そして第3に, 情報・コミュニケーション技術の発展, を示す。この機関は, 1984年の新銀行法で銀行の地位が与えられた。ただし, かれらの活動の本質は, 異なった市場の様々な部門間の鞘取りを満足させる点にある。また, かれらの取引は非常に複雑で, スペシャリストの介入を必要とする。この種の銀行は, 金融・資本市場で最も革新的な機関に属す, と言ってよい。

以上に見たように, フランスでは金融・資本市場に参入する新しいアクターが急増した。それによって, 証券取引は非常に活発となった。もちろん, それに伴って証券市場も飛躍的に発展する。ただ, そうした中で, フランスの株式市場だけは, 依然として未発達であった。OPCVMの管理する株式は, 株式市場における資本化の10%ほどを占めるにすぎなかった。その間に, 新しいアクターが市場の発展を促す目的で現れたとしても, 現実には株式取引の進展はそれほどではなかったのである。

このような, フランスにおける株式市場の立ち遅れを解消するため, 新たな2つの公社が国家により作られる。それは, 企業の自己資本の強化と成長を補助するためであった。すでに, そのための機関としては, 1960年代初めから, 地域開発公社 (sociétés de développement régional, SDR) が存在する。その政策は, 1970年代末に完成した。そして, それ以外に, さらに次の2つの公社が加

わる。1つは、イノベーション金融公社 (sociétés financières d'innovation) である。これは、1970年代初めに現れ、1980年代初めから再度活動を開始する。この公社は、米国のベンチャー・キャピタルに刺激されて作られた。その主役は、大銀行と工業に携わる会社であった。それは、電子、石油、食品などの部門に強く特化したと言われる。もう1つは、リスク対応型投資信託公社 (fonds communs de placement à risqué) と呼ばれる。これは、1983年1月のドローール法で制定された。その特徴は、それが非上場の株式の少なくとも40%を保有しなければならない点にある。また、かれらは、例外的な税制上の優遇を受けた。このように、フランス国家は、株式市場の発展を促す措置として、新しい公社を設立した。しかし、これらの公社の発展は遅かった。その数は、1983年末で15、また1985年末でも55にすぎない。この政策は、政府の思惑どおりには進まなかった。このことは、フランスの金融界が、米国のベンチャー・キャピタルのようなタイプの機関には順応しないことを意味する。

### 3. 新しい市場の発展

以上に見たように、フランス国家は、新しい金融商品とそれを取り扱う新しいアクターの出現を推進する対策を講じた。さらに、国家は市場利用の諸条件を改善する。同時に、新しい形の市場が生み出される。これらを通じて、パリを中心とする金融・資本市場をいっそう発展させることが図られたのである。

まず、債券ないし株式の市場に関して、その利用条件の改善が推進された<sup>(62)</sup>。それは、量的制限と参入規制を軽減することにより遂行された。それまでは厳しい規制によって保護されてきた金融仲介者は、競争原理の導入により、よりダイナミックで効率的な立場に置かれた。この点は、金融仲介コストに関してはっきりと現れる。1983年1月から、証券取引所の取引に対して課税が廃止される。これは、パリ証券取引所でのフランスの債券について実現された取引に適用された。また、同年5月から、債券に関する仲介手数料の値段表が改革される。これは、証券の満期と額に応じて行われた。そして1984年11月に、債券発行の限度額が、2億フランから5億フランへ引き上げられる。同時に、その発行は、国庫の事前の認可に従わないもの、とされた。

これらの市場利用条件の改善と並んで、フランス国家は、第2部市場(second marché)の創造に向かう。この市場の設置は、1985年4月のトリコ報告(Rapport Tricot)の中で認められた。それは、まず債券と株式に関して適用された。ここでは、資本増加に関する1%の現物出資(apport en numéraire)の法が撤廃される。それは、資本の増加を容易にするためであった。こうした改革は、証券の課税、並びにその受託方式と運用に関する諸条件に影響を及ぼした。それは、次の3つの自由化の動きとなって現れる。第1に、借り手のための保証と運用の手数料の自由化。第2に、譲渡の自由化。これは、公的部門に関しては1.3%~1.7%の範囲内、また、国家の借入れに関しては0.7%~0.9%の範囲内で適用された。この点については、1985年12月に、公的部門の借入れ者全てに対し譲渡の自由化が認められる。そして第3に、借入れ者にとってのリーダーの選択の自由化。フランス国家は、これらの一連の自由化措置を取ることで、新しい市場である第2部市場の発展を推進した。

ところで、第2部市場のような市場は、実はパリでは長い間存在していた。フランスの通貨当局は、より柔軟な姿勢を示すため、そうした市場の設置を1983年に正式に認める<sup>(63)</sup>。その目的は、以下の3つに示される。第1に、中規模企業の自己資本の強化。第2に、組織の演じる役割の効率性の増大。このことは、企業に有利となる資本の最も良い利用を意味する。そして第3に、投資家に対する新しい証券の提供。これらの目的を達成するため、第2部市場は、当初より柔軟であった。それはまた、公的な相場表に基づく伝統的市場と比べ、コストのかからない利用条件を望んだ。しかもそのことは、投資家の保護を犠牲にすることなく行われるのを目指したのである。

こうした目的に沿う形で、さらに一般的な原則が設けられた。まず、資本の最小分割が決められる。資本の公募額は、10%と低く定められた。これは、資本の外国支配のリスクを避けるためであった。また、応募の諸手続きが軽減される。そして、企業の大株主と金融仲介者との間で、流動化のための契約が事前になされた。これは、証券発行市場を真に保証するためであった。この点は、特に興味深い革新を示す。これらの一連の新しい手段を通じて、第2部市場は非常に成功を収める。1983年末に、42社が市場参入した。そのうちパリ市場に

参入したのは28社であった。これらの参入企業は年々増大する。1984年末に、75社が参入（そのうち49社がパリに参入）、さらに1年後には131社が参入（そのうち84社がパリに参入）した。市場での資本化も、1985年末に515億6600万フランに達する。第2部市場は、まさしく、金融分散化の格好の手段と化したのである。

一方、為替相場や利子率の変動から生じるリスクに対抗するため、新しいカヴァー市場も作られた。借り手と投資家の金融需要に応じた市場の増大が、それらのリスクに対する保護手段を必要とさせたからである。これにより、1985年から86年にかけて、2つの新しい市場が生れる<sup>(64)</sup>。その1つは、金融手段の先物取引市場（marché à terme d'instruments financiers, MATIF）である。フランス国家は、1985年7月の法で、パリ市場に関する MATIF の創造の原則を設けた。これを受けて、翌年3月より MATIF が設置される。その一般的な基礎と原則は、商品先物取引に順じる。つまり、MATIF は、為替相場、利子率、証券相場等の金融変数の予期せぬ変化から生じるリスクの移転を目指した。そこでは、フューチャーズ取引が用いられる。それは、オプション取引に見られる契約の売買取引を意味する。要するに、実際の取引として、手形引受人は、契約の売買を行うにすぎない。MATIF には、証券会社を筆頭に、銀行やその他の金融機関（保険会社あるいは貯蓄供託金庫）が参加した。当初は、証券会社がこの市場の独占的地位を保持したと言われる。

もう1つの新しい市場は、譲渡可能なオプション市場である。オプション取引は、証券市場や為替相場などの変動から生じるリスクに対抗して行われるカヴァー取引を指す。こうした取引の発達は、フランスでは制約されてきた。それは、譲渡可能な真のオプション市場が存在しなかったことによる。この市場の開放は、1986年に現れた。MATIF も、実は、フランスの証券市場に関するそうしたオプション市場の登場によって、大いに発展した。フランス国家は、このようにして、可能な限りの手段を講じながら、金融市場と資本市場を統合させた有機的な総体を作り上げることに専心したのである。

## Ⅵ. おわりに

以上の検討で明らかにされたように、フランスの金融自由化とそれに基づく金融システムの改変に果たした国家の役割は絶大であった。そうした国家主導型の金融改革は、くり返すまでもないが、金融機関と金融・資本市場の双方に及んだ。しかも、そのことが、フランス社会党政権の下で断行されたのは皮肉な話である。なぜなら、1981年に誕生した社会党政権は、そのスタートから、むしろ金融規制の方向をはっきりと打ち出し、銀行の国有化をも高らかに宣言したからである。この社会党の目論見は、わずか3年で脆くも崩れてしまった。かれらは、1984年から180度の方向転換を開始する。その限りで、社会党政権の政策目標は、金融面ですでに頓坐したと見ることができる。とくに、そのような政策転換によって、弱者の切り捨てという、社会党の本道からはずれた行為がさえ現れた。利子補給システムという特権的措置の撤廃は、この点を象徴的に表している。それはまた、フランスの独自性の喪失をも意味したのである。

では、社会党政権は、金融自由化一辺倒に突き進んだのか、と言えば必ずしもそうではない。そこでは、社会党本来のあり方も一定程度は温存された。例えば、預金者と投資家を保護する観点から、銀行システムと短期金融システムの健全性を保持するための規制が新しく導入される。あるいはまた、社会的貢献を考慮した上で自由化を進めた面もある。短期資本市場の開放は、この点を端的に物語る。中小企業は、それによって新たな資金調達の間を見出すことができた。さらに、自由化に基づく生産的投資の推進も、やはり同様の観点から図られた。このようにしてみると、政権が社会党によるものであったことはともかくとして、自由化にせよ、その歯止めにもせよ、この段階では依然として、フランスの伝統的な経済統制主義（dirigisme）という考えが捨て去られていないことに気づく。その点で、フランスのアイデンティティは、完全には失われていないのである。

そこで問われるべき点は、むしろ、どうして社会党政権が、当初の政策目標を放棄し、一般の人々の期待を裏切ってまでして金融自由化に踏み切らざるをえなかったのか、という点であろう。それには、もちろん、様々な要因が考え

られる。金融界をめぐる国際競争の激化により、フランス金融システムの競争力が喪失する、という脅威がその一因であったことは言うまでもない。ただ、ここで再度強調しておきたい点は、ヨーロッパにおける単一市場の成立に向けた自由化の推進、という要素が、フランスに対してことさら強い圧力を働かせた、という点である。資本移動の域内自由化の動きは、この点を如実に示している。フランスが、社会党政権の下で、ヨーロッパ通貨システム内に留まることを決断した以上は、そうした域内自由化の運動を甘んじて受けざるをえなかったのである。このことは、その後のフランスが、ヨーロッパ統合の枠組にますます縛られていく前兆を表していた。

金融自由化は、それにしても、フランスの金融システムに大きな波紋を投げた。例えば、それが、市場の安定性を脅したことは間違いない。先物市場である MATIF の成立は、その典型的なケースであろう。それは、国家により設立された、という点で、確かに保護された市場であった。しかし、MATIF は同時に、投機市場とも化した。ある者にとっては保護的であっても、他の者にとっては投機的であるような市場として、それは位置付けられる。こうした市場の二重性を忘れるべきではない。さらに、通貨総量や利子率を決めるべき金融政策も、この自由化によって大きな影響を受けた。一体、フランスの金融政策は、どのような変更を迫られたのか。次に、この問題について稿を改めて論じることにしたい。

#### 注

- (1) 拙稿「フランスの金融構造と金融政策の変容」西南学院大学経済学論集,第38巻第3号, 2004年を参照。
- (2) Saint-Etienne, C., *Politique financière&entreprise française*, Economica, 1987, p.14.
- (3) 拙稿, 「SME 成立後のフランスの国際収支, 1979-1983年」西南学院大学経済学論集, 第36巻第1号, 2001年を参照。
- (4) Saint-Etienne, *op.cit.*, pp.17-18.
- (5) *ibid.*, p.21.
- (6) *ibid.*, p.29.
- (7) 拙稿, 「フランの連続的切下げをめぐる諸問題」西南学院大学経済学論集, 第36巻第4号, 2002年を参照。
- (8) Saint-Etienne, *op.cit.*, p.41.
- (9) 前記拙稿「フランスの金融構造と金融政策の変容」を参照。

- (10) Pastré, O., “La modernization des banques françaises” *Banque* No456 Decembre, 1985, p.1091.
- (11) *ibid.*, p.1093.
- (12) Métais, J., et Szymczak, P. *Les mutations du système financier français*, La documentation française, 1986, P.13.
- (13) Pastré, O., *op.cit.*, p.1093.
- (14) *ibid.*
- (15) Métais, J., et Szymczak, P., *op.cit.*, P.16.
- (16) Pastré, O., *op.cit.*, p.1094.
- (17) Métais, J., et Szymczak, P., *op.cit.*, pp.16-17.
- (18) Zerah, P., *Le système financier français – Dix ans de mutations –*, La documentation Française, 1993, pp.25-30.
- (19) Romey, C., “Les grand traits de la mutation financier”, *Les systèmes financiers – Mutations, crises et régulation –*, sous la direction de C.de Boissieu, *Economica*, 2004, p.8.
- (20) Zerah, P., *op.cit.*, p.63.
- (21) *ibid.*, p.64.
- (22) *ibid.*, p.65.
- (23) Métais, J. et Szymczak, P., *op.cit.*, pp.20-23.
- (24) *ibid.*, pp.24-26.
- (25) Naouri, J-C., “La réforme du financement de l’économie” *Banque*, No459 Mars 1986, p.216.
- (26) Naouri, J-C., *op.cit.*, pp.218-220.
- (27) Métais, J. et Szymczak, P., *op.cit.*, p.26.
- (28) Gavalda, C. et Stoufflet, J., *Droit Bancaire – Institutions – comptes, opérations – services –* Litec, 1999, pp.183-184.
- (29) Pastré, O., *op.cit.*, p.1096.
- (30) Métais, J. et Szymczak, P., *op.cit.*, p.28.
- (31) Zerah, P., *op.cit.*, pp.66-67.
- (32) Métais, J. et Szymczak, P., *op.cit.*, p.19.
- (33) Masalet, J.D., “Le décloisonnement des marchés de capitaux en France” *Analyse Financière*, 4e 1986, pp.44-45.
- (34) Naouri, J-C., *op.cit.*, p.211.
- (35) Masalet, J-D., *op.cit.*, p.46.
- (36) Métais, J. et Szymczak, P., *op.cit.*, p.29.
- (37) Zerah, P., *op.cit.*, pp.71-72.
- (38) Biacabe, P., “La politique monétaire en 1985 : une transaction avant la rupture”, *Revue d’économie politique*, No5, 1986, p.581.
- (39) Zerah, P., *op.cit.*, p.73.
- (40) Biacabe, P., *op.cit.*, p.582.
- (41) Zerah, P., *op.cit.*, p.73.
- (42) Naouri, J-C., *op.cit.*, p.212.
- (43) Métais, J. et Szymczak, P., *op.cit.*, pp.33-34.
- (44) Masalet, J-D., *op.cit.*, p.46. Métais, J. et Szymczak, P., *op.cit.*, p.35.
- (45) Bernard, Y. et Colli, J-C., *Dictionnaire économique et financière*, Editions du seuil, 1996.
- (46) Masalet, J-D., *op.cit.*, p.46. Métais, J. et Szymczak, P., *op.cit.*, p.32.

- (47) Métais, J.et Szymczak, P., *op.cit.*, p.31.
- (48) *ibid.*, pp.31-32.
- (49) Zerah, P., *op.cit.*, p.74.
- (50) Métais, J.et Szymczak, P., *op.cit.*, p.37.
- (51) Zerah, P., *op.cit.*, p.74.
- (52) Métais, J.et Szymczak, P., *op.cit.*, p.38.
- (53) *ibid.*, pp.38-39.
- (54) *Conseil national du crédit, rapport annuel*, 1985, pp.142-143.
- (55) Naouri, J-C., *op.cit.*, p.213.
- (56) Zerah, P., *op.cit.*, pp.74-75.
- (57) *ibid.*, pp.79-83.
- (58) *ibid.*, p.79.
- (59) Métais, J.et Szymczak, P., *op.cit.*, p.41.
- (60) *ibid.*, pp.41-50. Faugère, J-Pet Voisin, C., *Le système financier français — crises et mutations* — Nathan, 1989, pp.149-157.
- (61) Métais, J.et Szymczak, P., *op.cit.*, pp.52-58.
- (62) *ibid.*, pp.58-59.
- (63) *ibid.*, pp.66-67.
- (64) Masalet, J-D., *op.cit.*, p.47.