

経済・通貨同盟の成立と フランスの金融規制策

尾 上 修 悟

1. はじめに

ヨーロッパにおける経済・通貨同盟（union économique et monétaire, UEM）の成立とマーストリヒト条約の締結は、資本の自由化を前提とする金融システム全体の規制緩和を促進することによって、システムそのものを根本的に変化させた。そのような変化はまた、アングロ・サクソン諸国で始められた金融の自由化に基づく金融業のグローバル競争の激化、という事態へのヨーロッパ大陸側の鋭敏な対応を示すものであった。しかし、それは同時に、金融システム自体のリスクを醸成させる元となった。少なくともフランスの金融当局は当時、すでにこのように認識していた。それがゆえに、フランス政府は、金融の自由化を一層進めながら金融業の競争力を高める一方で、金融システムのコントロールを忘れることがなかった。それは、システムのプルデンシャルな規制となって現れる。このプルデンシャルな規制は、とくに金融自由化を推進する手段としてアピールされたデリヴァティブ取引に対して向けられた。

本稿の目的は、UEMの成立に伴って生じるかもしれない金融リスク、とりわけリスクの伝染から引起されるシステムミック・リスクに対し、フランスの金融当局、並びに金融研究者は、いかなる防衛策を講じようとしていたか、という点について、かれらの議論を踏まえながら、その意義を考えることにある。

2. 金融規制の一般的枠組をめぐるフランスでの議論

フランスの代表的な金融経済研究誌である“Revue d'économie financière”は、UEM が成立してまもなくの1991－1993年の間に、ヨーロッパにおける金融システムの安全性の問題をいかに捉え、またそれをどのように解決していくか、という点に関し、連続して特集を組んだ⁽¹⁾。その中で、フランスの主要な研究者、金融当局者、並びに実務家は、1987年に生じた大金融危機を二度と起こさないためにはどうすればよいか、という問題を積極的に論じている。それは、金融自由化の名の下に、野放しにされてきた金融システムを、いかに制御するかという問題の検討を意味した。このことは、ヨーロッパの中で、さらに言えば全世界の中で、フランスにより先導されたのであった。

まず、1987年の先進諸国における金融危機を引起した米国の金融システムが、徹底した規制緩和により危機的状況に陥ったという点で、論者による意見の一致が見られる。つまり、そのような状況の背後に、規制緩和により参入障壁が低下することで、金融機関と金融市場の双方から成る金融システム内の競争の異常な高まり、という問題の生じた点が指弾される。その悪影響は、とりわけ銀行部門に色濃く現れた。そもそも、銀行経営には様々なリスクが潜む。銀行は、およそ4つのリスク、すなわち、取引相手のリスク、市場のリスク、満期転換と非流動性のリスク、並びに組織のリスク、を受けると考えられる⁽²⁾。第1の取引相手のリスクは言うまでもなく、国家を含めた顧客のリスクを意味する。第2の市場のリスクは、利子率、為替相場、並びに証券相場、等の変動と結びつく。とりわけ利子率のリスクには、信用取引と市場取引のリスクが含まれ、銀行は、利子率の変化を通して影響を被る。第3の満期転換と非流動性のリスクは、他のリスクから派生する。満期転換リスクは、銀行に固有な短期借り長期貸しの行動がとられる以上、必然的に生じる、と言ってよい。そして、このリスクが、将来の様々な満期に対する非流動性のリスクを受ける。この非流動性のリスクは、直接的には、顧客の預金の大きな引出しによって実現される。それは、個別の銀行ないし銀行システム全体に対する信認の喪失の結果生じる。最後の、組織のリスクは、他のすべての企業の場合と同じく、銀行にお

いても、人、モノ、環境という、3つの組織上のリスクとなって現れる。

これらの銀行経営におけるリスクは、もちろん、各々分断されて現れるのではない。4つのリスクは相互に密接に関連する。この関連の強さが、実は、金融自由化による銀行間、並びに銀行とノンバンクの間の苛烈な競争で高まった、と見てよいであろう。実際に、競争の激化により生じる銀行危機は、次のような諸問題を引起す⁽³⁾。第1に、銀行はそもそも、支払い手段のシステムを管理する際に集団としての責任を担う。それゆえ、1つの銀行が倒産することは多大なコストをもたらす。そのコストは、銀行以外の産業における同規模企業の倒産と結びつくコストをはるかに上回る。第2に、銀行危機は、伝染する可能性と共に、システムック・リスクを引起す可能性をもつ。事実、一銀行の競争における敗退は、驚くべき仕方で他の銀行に対し悪影響を及ぼす。そのような中で、銀行は、競争の増大というプレッシャーをはねのけようとして、よりリスクのある戦略をとろうとする。それはまた、当然の傾向を表すものであった。銀行システムの危機から発する金融のシステムック・リスクは、以上に見られる動きの悪循環の中で生じた、と考えられる。では、そのような悪循環を断ち切り、システムの健全性を取り戻すためにはどうすればよいか。この問題に対し、フランスの金融当局は、金融規制策を遂行することで応えようとした。

当時のフランスの国民信用審議会事務局長であったY. ウルモ (Ullmo) は、金融規制の正当性を次の5つの点に分けて説く⁽⁴⁾。第1に、貨幣は集団的性格を備えているがゆえに、信用機関、とりわけ銀行は、支払い手段の集団的サービスを保証する必要がある。第2に、銀行倒産に対する保護措置がとられねばならない。ここで、どうして企業一般ではなくて銀行が問題になるか、という点が問われる。これに対しては、2つの正当性を認めることができる。1つは、預金者を保護する必要があること。これは、預金保険に関するもので、言わばミクロ経済的側面を指す。もう1つは、より重要なマクロ経済的側面を表すもので、システムそのもののリスクであるシステムック・リスクの防止を示す。このリスクは、言うまでもなく、信用機関の一連の倒産につながる。第3に、マクロ経済的目的で銀行規制を行う必要がある。そして第4に、特別な経済政策の目的で規制を用いることがある。そして最後に、消費者を保護するために

規制が必要である、とされる。

ウルモの提示した金融当局による金融規制の正当性は、さらに、規制の目的によって根拠付けられねばならない。その目的は、第1に、競争上の歪みをいかに排除するかということ、第2に、リスクをいかに事前に回避するかということ、そして第3に、消費者をいかに保護するかということ、の3点に絞ることができる。以下では、ウルモの行論を整理しながら、これらの規制の目的の各々について検討を加えることにしたい⁶⁾。

第1に、競争の歪みを除去することは、結局、競争条件を同一にするという点に行き着く。例えばヨーロッパでは、銀行業と保険業の間で競争条件を均一にすることが、長年の大きなテーマであった。また、インターバンク機能は、今日の銀行システムの機能において中心的な要素となっている。そこで、インターバンク・システムに対して異なるタイプの信用機関が同じようにアクセスすることが、規制を正当化できる根拠となる。さらに、公的援助の問題を考える必要がある。それは果して正当化できるか、という問がつねに発せられる。ここで留意すべきことは、仮にシステムのリスクを回避するために公的介入が正当化されたとしても、それはあくまでも、異なる金融機関の間で歪みを生み出してはならない、という点であろう。

第2に、リスクを事前に回避することは、根本的にはプルデンシャルな規制を必要とさせる。しかし、そこには3つの問題が横たわる。第1に、プルデンシャルな規制は、銀行活動の現実に必ずしもつねに対応するものではない、という問題。この問題は、必然的に銀行の自己資本の大きさの問題と係る。クック（Cooke）の比率として表される自己資本比率の目的は、取引相手先のリスクと結びついた銀行の自己資本の最低水準を決定することにある。この比率をプルデンシャルな規制として設定することは、銀行活動にいかなる影響を及ぼすかが問題とされる。それゆえ、自己資本比率規制としてのプルデンシャルな規制は、どうしても不完全なものとなることを受入れざるをえない。

第3に、銀行がますます市場に埋没し、ノンバンク機関と一層密接な関係を保つことによって銀行システムのリスクが高まるという問題。ここでは、さらに次のような諸問題が浮上する。まず、市場の性格を規制によって変えられる

かという問題。確かに、銀行はプルデンシャルな規制に従うことにより、その規制は、かれらの市場活動をカバーできる。しかし、そのことは、ヘッジファンドや年金ファンドなどのノンバンク機関のカテゴリーに及ぶものではない。実際にかれらは、外国為替取引やその他の金融取引に発生する危機に対して大きな役割を演じる。この点を忘れては決してならない。すべての人が同じ機会を持つという状況（level playing field）は、異なる金融セクターの間で存在する必要がある。このことはとくに、一部の機関のみが、過度のテコの効果を発揮できる、というシステムの抱えるリスクに関連する。次いで、金融コングロマリットの問題がある。この点は、銀行業と保険業の合体をめぐって、かれらの行動基準を同一のものにすることと結びつく。しかし、かれらの自己資本と会計基準を均一にすることは、非常に難しい課題をつきつける。

一方、市場の情報に関する問題が根本的なものとして存在する。ここで、格付け会社の役割が問われる。果して、格付け会社を規制する必要があるか。この点をぜひ考えなければならない。格付けはそもそも、規制を情報の提供に置き換えたものとみなすことができる。ところが、格付け会社の自己規制はないし、かつまたその責任もない。かれらの活動の基底には、この2つの問題が横たわる。しかも、格付け会社間の競争の激化は、かれらを付和雷同的な行動に走らせる。事実、かれらは、市場がすでによく情報を与えられているときに現れるため、超反応的な性格を事後に示す。それだからこそ、格付け会社をいかに規制するかが今後の大きな課題となる。

さらに、最終的なリスク回避者として登場すべき「最後の拠り所としての貸し手」の問題がある。その貸し手は、国内規模であれば通常一国の中央銀行であり、かれらは、困難に陥った金融機関の流動性を保証する。しかし、ここで問題とされるべき点は、流動性のプルデンシャルな規制は、唯一銀行にしか適用されない点にある。であれば、ノンバンク機関の流動性危機までも中央銀行は救済すべきなのか、という点が当然に検討されねばならない。例えばフランスでは、倒産しつつある金融機関の流動性を直接に保証するのは中央銀行ではない。それは、むしろ金融市場に求められる。では、倒産を回避できなかったときの最終的な責任は誰が負うのか。この問題が将来、ヨーロッパ・レベル

と共にグローバル・レベルで重要課題とされることは間違いない。

ところで、金融規制の正当性を根拠付ける際に、考えるべき問題として、消費者の保護という問題がある。この問題はまず、預金をいかに保証するか、という点に係る。また、銀行サービスで現れる手数料の料金設定が、公衆のサービスとして適正かどうか問われる。そこではもちろん、料金設定の透明性が要求される。総じて、これらの点はいずれも、銀行業に携わる人々の職業倫理を問題とする。

以上に見たような、フランスで展開された、金融危機を阻止するための金融システムのコントロールに関する一般的な議論は、果してヨーロッパに即したときにいかなる姿をもって現れたか、また、フランスはそれに対してどのような姿勢を表したか。次にこの点を検討することにしたい。

3. ヨーロッパ金融統合下の金融システムのリスクと安全性

3-1. ヨーロッパ金融統合とシステムミック・リスク

ヨーロッパでは、1980年代末に経済・通貨同盟が成立して以来、金融統合が一層深化した。そのような統合の過程は、果して、金融システムの安全性に何も影響を及ぼさないものかどうか。この点がまず問われねばならない。ヨーロッパ金融統合に対して、つねに鋭い問題提起を行っている M. アグリエッタ (Aglietta) は、マーストリヒト条約の成立を踏まえながら、この間に対し、ヨーロッパにおける金融システムの開放と自由化は、すでにシステムのリスクを増したし、さらにそれを増すであろう、と応じる⁶⁾。以下では、アグリエッタの見解を紹介しながら、この問題に接近することにしたい。

金融システムのリスクは、基本的に脆弱な金融構造をその要因とする。そうした構造をつくり上げる要素として、市場金融の発展と、その支払い決済システムに対する影響、銀行とノンバンクの業務上の分離の度合、並びに銀行の競争の強化、等が挙げられる。そして、そのような構造変化が、国民的かつ国際的なレベルでの規制緩和・自由化の効果の下で生じた点も忘れてはならない。アグリエッタは、それらの要素の統合が、ヨーロッパにおけるシステムのリス

クの増大を確実にさせるとみなし、その各々の要素について、UEMの成立による影響を考えながら論じる。

第1に、アグリエッタは、UEMへの移行がシステム内の自由化を促進した点に注目する⁷⁾。確かに、UEMは、資本移動の自由化、並びに金融サービスの手数料の自由化により、システム内の競争の強化という支配的な傾向を加速した。より統合された金融市場の形成は、国民的な金融需要を分断する。このようなヨーロッパの金融統合による変化の中で、企業、とりわけ大企業の側は、金融仲介業者に対して、資本コストを減少させる金融手段を要求した。その結果として、銀行システムの下で組織化された貯蓄者と借り手との間の関係は、グローバル競争の展開により著しく弱まってしまった。この変化こそが、リスクをグローバル化させる上で事欠かない要素となる。さらに、金融監督とブルデンシャルなコントロールが、グローバル化された金融構造に適用されない、という事実が、システムのリスクを深刻化させた。以上に見るアグリエッタの行論は、まさに1980年代の経験を如実に物語っている。

では、ヨーロッパの金融統合が、その金融システムをより脆弱なものにしたとすれば、それをもたらした動因は何に求められるべきか。アグリエッタはそれを、支払い決済システムそのものの変化に見出す⁸⁾。支払い決済システムが、市場経済のインフラストラクチャーを形成することは言うまでもない。だからこそフランスも、またヨーロッパの他の大国も、補償と支払い決済のシステムをより一層堅固なものにすることに従事してきた。果して、それは功を奏したのか。彼は、この点に疑いを抱く。UEMの展開により、競争上の刺激を受ける羽目に陥ったヨーロッパの銀行は、よりコストの低い、かつまたより制約のない支払い決済システムを優先した。これにより、よりよく保護されたシステムは、より制約の少ないシステムに取引が集中することによって、悪影響を被った。その際の競争的な規制緩和がとくに危険である、とアグリエッタは強調する。

以上のような、支払い決済システムの方向転換の現象は、ヨーロッパ内部でかなりはっきりと見られた。これにより、国民的規模での銀行間市場の堅固さは、取返しのつかないほどに弱まってしまった。UEMはそもそも、国民的な

補償システムに依存している。したがって、もしもヨーロッパの支払い決済システムの安全性が弱まるのを避けたいのであれば、安全性のレベルの同一化が国家間で図られねばならない。このことは実際に、ヨーロッパ中央銀行システムによって遂行される必要がある。

他方でアグリエッタは、ヨーロッパにおいて、銀行業と他の金融業との間の分離度が低下している事実⁹⁹に注目する。この現象は、とくにリスクの伝染に重大な結果を及ぼす。なぜなら、それは、銀行のバランスシートの市場化現象、すなわち、様々な証券の発行と買入れという現象を導くことによって、そのようなバランスシートを脆弱なものとさせるからであった。実際に、金融活動の間の分離度がより小さくなることによって、銀行は、流通可能債権の市場に関してマーケット・メーカーの役割を直接に担うように促してきた。このようにしてみると、アグリエッタが主張するように、金融業の市場化そのものが、まさにシステムのリスクの新たな源になった、と言っても過言ではない。

市場化に伴うリスクはさらに、銀行と他の金融機関との接合として現れる金融コングロマリットの形成によって加速された。このコングロマリットは、とくに不透明な金融組織として表される。この組織の下で銀行は、バランスシートの市場化から生じる直接的なリスクのみならず、副次的なリスクも同時に受ける。かれらは、自身がメンバーとなっているコングロマリットにおいて、経営困難に陥った金融機関を維持させることで引起される間接的なリスクを被る。それにも拘らず、ヨーロッパにおいて、より多くの機能を持ったコングロマリットが流行した。事実、金融部門における経営参加と合併は、ヨーロッパ共同体の中で加速する。このような、金融機関の組織上の変化が、金融システムの脆弱性を導いた。もしもヨーロッパの金融統合が、1980年代に見られた米国の金融現象をくり返すのであれば、そうした脆弱性に拍車がかかることは明らかであった。確かに、金融業の多角化の道は、システムのリスクを増すしかないであろう。結局、無謀な金融規制緩和と金融監督の不適切さとの結合が、金融システムを破綻させるのではないか。そう考えざるをえない。

他方で、ヨーロッパの内部市場では、銀行の競争力を強化するため、国民的な規制緩和が続けられてきた。このことは同時に、銀行業における集中を引き

した。実際にフランスでも、信用と預金の双方で集中が強まった。ヨーロッパ単一市場は確実に、銀行仲介業の収益に対して圧力を高めた。こうした傾向が、金融業全体における集中と多角化を加速した、と言ってもよい。その際の銀行再編の主たる手段は、吸収・合併に基づく集中であった。それはまさに、以前に銀行システムを保護していた金融業務の分業（セグメンテーション）が失われたことから生じる脆弱性の高まりに対する銀行側の反応を意味していた。

アグリエッタは、ヨーロッパにおける銀行業の競争環境を以上のように把握した上で、ヨーロッパ金融統合と銀行システムの脆弱性との関連を追求する⁽¹⁰⁾。まず、ヨーロッパの大きな銀行が、すでに非常に国際的で、また競争的であったとしても、かれらの収益は、実のところ極度に減少している、という事実が注目される。さらに、非分業化された世界において、信用の質は低下する。この点は、フランスの過去を振り返るとよくわかる。フランスは実際に、大きく成長したときには、以上に述べたものとは逆の金融システムを備えていた。それは、金融市場の役割が小さいこと、商業銀行と特化された金融仲介者の業務が分かれていたこと、等で示される。そして、そうしたシステムは堅固なものとして成立していた。ところが、ヨーロッパの金融統合は、その金融構造を、より大きな脆弱性を伴うものに変えてしまった。彼は、このようにみなしながら、では今、何が必要とされているかを問う。それは、金融システムのリスク・コントロール以外の何ものでもない、とされた。

以上のアグリエッタの行論に見られたように、資本の自由化を前提として進められたヨーロッパの金融統合は結局、金融機関どうしの激しい競争をもたらしたと共に、金融システムそのものを脆弱にさせた、と考えることができる。この点は、とりわけ銀行業においてははっきりと現れた。ヨーロッパの金融業を取り巻くこうした厳しい環境の中で、各国の銀行はどう対応したらよいのか、またすべきなのか、という点が真剣に問題とされたのは当然であった。フランスにおいても、銀行協会を中心に、この問題が検討されたのは言うまでもない。以下では、当時のフランス銀行協会総裁であった D. シャティヨン（Chatillon）の見解を追いながら、この点を見ることにしたい⁽¹¹⁾。

シャティヨンはまず、フランスの銀行は、UEM を恐れてない、と断言する。

実際にかれらは、2つの競争、すなわち、国民的市場での競争とヨーロッパ単一市場での競争に対し、変革をとおして立ち向かってきた。しかし他方で彼は、1980年代半ば以降に、フランスの銀行業が苦しい事態を迎えたことも正直に告白している。その点は、第1に、資本の自由移動が貯蓄を海外に流出させるリスクを導いていること、第2に、フランスの銀行が国際競争に立向えないこと、として表される。まず第1の点である貯蓄の海外流出（*délocalization*）は、金融統合により国境が開放されたときに、フランスの銀行にとって大きな脅威となった。しかし、これに対してフランスは、魅力的な貯蓄商品を開発することで対処しようとした。事実、フランスの集団的投資機関である OPCVM（*organisme de placements collectives en valeurs mobilières*）は、1991年9月の段階で、ヨーロッパ共同体内の集団的管理資産の51%を占めるほどに成長する。さらにフランスの大銀行は、そのネットワークを自らヨーロッパ化することにより、顧客を拡大した。同時にかれらは、共同体のガイドラインが要求する最小の支払い準備率以上のものを保つように努めた。

一方、第2の点の競争激化に対するフランスの銀行の対応はどうであったか。確かに、フランスにおける数多くの競争上の歪みは、銀行専門職に対し、その固有の領域で不利益をもたらした。それは例えば、貯蓄に対する課税として現れた。フランスの銀行はまた、消費者保護に伴う特別な制約に従った。そして、短期の証券化された金融商品を扱う SICAV（*société d'investissement à capital variable*）を有利とすることによって、銀行の貯蓄商品は不利益を被った。これらの、フランスの銀行に課せられたすべての特殊性は、ヨーロッパの開放経済においてとくに重い制約と化した。そこで問題とされるべきは、ヨーロッパ共同体の中で、競争は果して、より健全でより公正なものとなっているか、という点であろう。共同体内では言うまでもなく、競争条件の同一化が保証されねばならない。そうでなければ、フランスの銀行は、消費者の保護による不利益を直に被ってしまう。将来のヨーロッパ銀行システムにおいては、フランスの銀行と類似したものが、その役割を演じる必要がある。

ヨーロッパ金融統合の進展の中で、フランスの銀行がそれに対応するかという点について、当時の銀行協会総裁は以上のような考えを表明した。そ

こには、かれらの自信と同時に不安が明確に現れている。UEM は、単一市場の効果を強化するため、資本の自由移動を原則とする。事実、資本移動に対するすべての制限を禁止することが、UEM の協定に記されている⁽¹²⁾。このコンテキストの中で、フランスの銀行システムは、その保険会社と同じく、大きな脆弱性に苦しんでいるのでもないにも拘らず、ヨーロッパのパートナー側からの競争増大という圧力を受けざるをえない。というのは、そもそも単一のシステムは、銀行活動のコストを減少させるからであった。では、そうした競争を公正なものとするためにはどうすればよいか。問われるのはこの点であろう。

3-2. システミック・リスクの阻止と金融規制

ヨーロッパ金融統合に向けて締結されたマーストリヒト条約は、プルデンシャルなコントロールと金融システムの安定性に対するヨーロッパ中央銀行システム (système européen de banques centrales, SEBC) の役割を説いている。この点は、条約内の条文に散見される。まず、条項3.3で「SEBC は、信用機関のプルデンシャルな監督、並びに金融システムの安定性に関し、管轄当局によって遂行される政策の手助けなしで指導することに貢献しなければならない」⁽¹³⁾と謳われる。また条項25.1で「ヨーロッパ中央銀行は、共同体の法制の内容と使用に関する場合と同じく、信用機関のプルデンシャルな監督と金融システムの安定性に関しても、その考えを述べることができると共に、審議会、委員会、並びに加盟諸国の管轄当局と協議することができる」⁽¹⁴⁾という点が付け加えられた。さらに条項25.2において、「ヨーロッパ中央銀行は、信用機関並びに保険会社を除いた他の金融機関のプルデンシャルな監督に関する政策に関しても、特別な仕事を果すことができる」⁽¹⁵⁾と規定される。

このようにしてみると、確かにマーストリヒト条約において、金融の規制と監督をめぐる SEBC の役割がよく述べられている。しかし、その役割は非常に制限されていると同時に、それは正確に示されている訳でもない。とくに、ヨーロッパ中央銀行の責任領域は明快さを欠く。金融の安定維持におけるヨーロッパ中央銀行の使命は、以上の条項を見る限り、はっきりとは規定されていない。そこでは、最後の貸し手としての介入コストが、各国民的中央銀行に課

せられていない。このような状況の中で、システムック・リスクの阻止における SEBC の役割が現実求められる。それは、いかなる内容のものか。アグリエッタは、その点を3つに分けて指摘している⁽¹⁶⁾。それらは、第1に、決済システムの安全性の保証、第2に、監督の組織化、そして第3に、最後の貸し手、から成る。以下では、その各々について内容を詳しく見ることにしたい。

第1に、決済システムの安全性の保証について。まず、SEBC は、ヨーロッパにおける有効な決済システムと、既存の国民的決済システムとの両立を図ると共に、それらの機能を監督することに対して重要な役割をもつ。ヨーロッパ内の資金移転の保証は、SEBC の協力なしにできない。そのためには、異なるシステムが相互に結びついている世界において、単一の規制を確立する必要がある。しかし、それで十分かと言えばそうではない。さらに、信用機関の流動性リスクにさらされることがコントロールされなければならない。こうして、銀行指導当局と決済システム機関との間で、緊密な国際的調整が不可避となる。その際に、SEBC の管理する決済システムが確立されねばならない。このことは、銀行間の巨額の資金移転を保証する上で役に立つ。それは、ヨーロッパ共同体の銀行間の資金移転を、安全性と迅速さに関して同じ条件で行うものとなる。このシステムが、単一通貨のインフラストラクチャーと決済システムの共同体をつくる。現実には、こうした資金移転の安全性こそが、システムック・リスクを減少させる上で非常に重要となる。SEBC はまさに、その際の中心的機関として位置付けられる。

第2に、金融監督の組織化について。ヨーロッパにおいて、多様な国民的監督者が共存することにより、金融リスクがむしろ隠されてしまうことがある。それは、情報が不完全であると共に、その伝達と集团的決定を行うための調整が欠如していることによる。ヨーロッパ全体に広がるシステムック・リスクを阻止するためには、どうしても金融監督の共同体をつくる必要がある。この点は例えば、多国籍銀行に関する監督のケースにあてはまる。本国親会社の監督者は、グループ全体のプルデンシャルなコントロールに従わなければならない。そこでは、プルデンシャルなコントロールの同一化が、競争的規制緩和の危険を取り除く、と考えられる。このように、団結した監督が、コングロマリット

によって伝染したリスクの高まりを回避する唯一の方法となる。実際に、監督者の緊密な協力なしに団結したコントロールを行うことはできない。その際の協力は言うまでもなく、異なる職業と異なる国の間のものを指す。そして、このような協力関係がヨーロッパで広がる必要がある。

国民的監督者の組織化された協力は、銀行とノンバンクに対して適用されるプルデンシャルな基準の同一化を要求する。さらに、異なる監督者の間で集められた情報は、システマチックに共有されねばならない。もしも、各監督者が国民的利害を守るように促されるとすれば、グローバルな観点からの監督の質は低下するであろう。この点を防ぐためには、国民的な監督者の活動を調整する力をもった、ヨーロッパの監督決定機関を創出する必要がある。しかし、これを行うことはそれほど簡単ではない。もしも補完性（*subsidiarité*）の原則に特権が与えられるとすれば、プルデンシャルなコントロールの構造は分散化されたものと化す。それは、国民的監督者に対し、より積極的な役割を演じさせる。

第3に、最後の貸し手について。この点に関して、実は、ヨーロッパにおいて目立った考察はなかった。それは、とくにヨーロッパ大陸で金融市場がそれほど発達しなかったことにより、銀行のリスク、並びに金融資産の変動に対する脆弱性が確実に制限されてきたからであった。しかし、近年の金融市場の発展は、そうした優位性を消滅させる。金融市場の発展に伴うその国際化は、より一層の競争を金融機関に演じさせ、その結果、市場の堅固さは弱まった。そこでは、国民的な最後の貸し手の素早い介入もまた、より難しくなる。それは、システミック・リスクを生み出すような困難さの見られる信用機関が、同一国内で必ずしも監督されないことによる。

もしもマーストリヒト条約と合致させながら、ヨーロッパ規模で監督の組織が何もつくられないのであれば、金融情報の迅速さは簡単には実現されないであろう。そもそも金融市場の統合は、論理的には、銀行監督の手段と最後の貸し手としての介入を同一規模で用いることを意味する。したがって、ヨーロッパ中央銀行システムの中で、最後の貸し手の単一性を確立させるような、明快な原則をつくる必要がある。金融システムのリスクの中立化は、単にプルデン

シャルな基準を同一にするだけでもできないし、また、単に監督組織を協同のものにするだけでもできない。そこではさらに、最後の貸し手が単一のものとならなければならない。その役割を果たすのは、SEBC 以外にない。ヨーロッパにおける「最後の拠り所としての貸し手」は、その活動を金融システムの安全性の中に組込ますことができないからではない。そのような安全性の防衛は、もはや国民的レベルでは見込まれない。また、ヨーロッパの異なるカテゴリーの監督者と最後の貸し手との間で交換される情報の質も決定的に重要となる。それは、リスクの伝染プロセスを探知することが、金融情報の質に依存することによる。

以上のアグリエッタの行論を振り返ればわかるように、彼がつねに念頭に置いた点は、ヨーロッパの金融統合の進展によって、あたかもその金融システムの一様性が実現されるかのように見える中で、そうしたシステムが、果して安全性を備えられるのか、また、そうなるためにはいかなる対策が必要になるか、ということであった。その際に彼は、SEBC として表されるヨーロッパの金融システムが、システム全体の調整とコントロールを果たす役割を持たねばならない点を強調する。そのことは、言ってみれば、ヨーロッパ共同体が、金融システムの安全性を、1つのまとまった集権的組織をつくり上げることで保証すること、を意味した。

ところで、当時のフランス銀行副総裁であった P. ラガイエット (Lagayette) も、ヨーロッパ金融システムの安全性に関して、やはりアグリエッタと同様の見解を示していた⁽¹⁷⁾。彼はそもそも、経済・通貨同盟は、ヨーロッパの金融システムの一様性 (uniformité) を意味しない、と把握する⁽¹⁸⁾。そこには、金融市場の複層性が存在する。従って、金融市場ごとの異なった規制が現れるし、補完性の原則に基づいた金融政策も各領域で適用される。ただ、そうした中で、ヨーロッパの通貨・金融統合が、ヨーロッパ全体の金融システムの再編を引き起こすことは疑いない。この点は、とりわけ銀行業界にはっきりと現れる。銀行間競争は、仲介金融の世界で進展する。それにより、銀行のバランスシートは、ますます市場条件と結びつく。だからこそ、一国の金融当局にとって、金融システムの安全性の確保が、以前にも増して一層重要な課題となる。

ヨーロッパの銀行が、過酷な競争の展開される中で金融の市場化を進めれば、かれらが確実に、証券相場の変動によってより脆弱になることは間違いない。この市場での価格変化から生れるショックは広がり、それは、金融仲介者によっては簡単に吸収されないであろう。ラガイエットはそれゆえ、アグリエッタと同じく、ヨーロッパにおけるプルデンシャルな金融コントロールの同一化を強める必要があることを説く⁽¹⁹⁾。このことは当然に、市場間の競争上の歪みを排除することにつながる。さらに、このような同一化は、預金保証システムと銀行・金融サービスの消費者保護のシステムにまで広げられることが望ましい。要するに、金融システムの安全性の追求は、最終的に消費者をいかに守るかという点に帰着する。

一方、ラガイエットは、金融システムの安全性のレベルが、諸国間で非常に変化しているし、またそれはしばしば一国内でも各部門間でも異なる点に注目する。というのも、このような状況の中では、銀行は、よりブルーデントではなく、むしろ、よりコストのかからないシステムを選択し、その結果システムは、全体としてより安全でないレベルに達してしまう、とみなされるからであった。そうだとすれば、単一市場に伴う単一通貨の使用は、金融取引の最終的保証を十分に引上げたレベルに向けて、システムの間の同一化を図るものでなければならない。そこで優位性は、言うまでもなく、金融安定の追求にある。

以上に見られるように、フランス金融当局は、ヨーロッパ金融システムの安全性に関して、安全レベルの同一化という実現可能なヴィジョンを示していたことがわかる。ただ、かれらは同時に、ヨーロッパにおける金融システムの多様性・個別性への道をいかに打ち立てるか、という方向を示唆することも忘れていない⁽²⁰⁾。そこで問われるのは、UEMの実現された後の、国民経済の管理基準は何か、という点であろう。この点について、*Revue d'économie financière*の当時の編集主幹であったJ-C. トリシェ (Trichet) は、5つの問を自ら発しながら、その問題に対してフランスの観点から答えようとしている⁽²¹⁾。以下では、各々の問に彼がどのように答えているかを見ることにしたい。

第1に、フランスは、すでに全体として金融上の独立性を失ったのか、とい

う問題。トリシェはそれを否定する。彼は、そもそもヨーロッパ諸国が、同一の金融政策を遂行することは難しいとみなす。第2に、なぜ中央銀行は独立していないのかという問題。フランスは、政府と中央銀行との間の密接な関係という伝統を認めながら、この点で大きく譲歩する。彼によれば、フランスの伝統とマーストリヒト条約の間には、何の矛盾もない。第3に、なぜヨーロッパは、強い経済当局を備え付けなければならないのか、という問題。これに対して彼は、補完性の原則こそが、国民的経済政策の「ヨーロッパ内整合性」(eurocompatibilité)を保証する、とみなす。第4に、UEMの実現による諸結果は何かという問題。彼は、マーストリヒト条約の通貨・金融面は、ヨーロッパ内の非常に重要な構造的改革を示すもの、と捉える。そして最後に、UEM実現後の国民経済の管理基準は何か、という問題。彼によれば、すべての国民経済の責任者は各々、最良の経済効果を探る決定を行う必要があり、それこそが、むしろマーストリヒト条約のポジティブな成果の1つ、とみなされる。

このようにしてみると、フランスの経済・金融当局は、UEMの実現により経済・金融統合が深まる中で、各国民経済政策の独自性を保つことを主張していることがわかる。ヨーロッパの統合過程における各国の独自性と相互依存性をいかに両立させていくか。このことが最重要課題になることは言うまでもないであろう。この点は、金融システムのコントロールという問題を考えるときにとりわけはっきりと現れる。フランスはその問題にいかに対処しようとしたか。最後にこの点を検討することにした。

4. フランスの金融システムのコントロール

4-1. フランスの銀行規制

フランスにおける金融規制は、プルデンシャルな規制として、1990年に転機を迎える。それは、銀行規制の形で現れた⁽²²⁾。まず、フランスの銀行委員会は、銀行の自己資本の規定を正確に行うことから始める。その際の自己資本は、中核的自己資本と補完的自己資本から成る。中核的自己資本は、資本金、連結された準備金、並びに一般的な銀行リスクに対する資本、等の最良の質を持った

要素で構成される。これに対し、補完的自己資本は、より劣った質の要素をもって示される。それらは例えば、再評価価値の準備金、保証のための資本、償還されない公的ないし民間の補助金、リスク取引に対する準備金、並びに定期債務商品、等から成る。ただし、これらの補完的自己資本の合計は、中核的自己資本の100%に制限され、また定期債務商品も中核的自己資本の50%に抑えられた。

銀行委員会は、以上のように自己資本を規定した上で、さらに、自己資本に関する次のような諸条件を設けた。第1に、銀行の資本参加分の控除。かれらの出資が資本金の10%を超える場合に、その部分は差し引かれる。その際の出資分は、自己資本の10%の免除を適用した後に控除される。第2に、いくつかの量的比率の設定。それらは、支払い可能性、リスク、産業的出資、為替ポジション、満期転換、並びに流動性、等に関する比率を表す。第3に、リスクと支払い可能性のカヴァーの区分。ヨーロッパの支払い可能比率は当時、バーゼル委員会で決められた国際的比率に近いものであった。フランスの信用機関は、1992年12月31日より、自己資本と重み付けのあるリスクとの間の比率を、少なくとも8%に等しくすることを尊重しなければならない。第4に、産業的出資。フランスの産業グループへの信用機関の出資は、かれらの自己資本の15%を超えることができない。さらに、信用機関による産業的出資の合計も、かれらの自己資本の60%を超えることができない。第5に、外国為替ポジション。今回の自己資本規制の改正は、外国為替ポジションの制限を含む。信用機関の短期ないし長期の外国為替ポジションは、各外貨について、自己資本の15%を起えてはならない。また、短期ポジションの合計は、長期ポジションの合計に等しくなるようにされ、しかもそれは、自己資本の40%を起えてはならない。最後に、満期転換と流動性のリスク。ここで、すべてのフラン建てかつ外貨建ての取引に関し、流動性の相関が保たれることが要求された。それは、1ヵ月以内に使用できる資金とその運用との間の関係を示す比率が、100%を上回っている必要があることを意味した。

このようにしてみると、フランスの銀行委員会は、プルデンシャルな規制として、まず自己資本の量的規制を最重要なものとし、この自己資本

を基準に、産業的出資、外貨保有、並びに流動性、等に関する制限を厳しく設定したことがわかる。そして当委員会はさらに、1990年の夏に、信用機関の活動に対する監督の考えを提示した⁽²³⁾。それは、3つの案から成る。第1に、インターバンク・リスクの監督。かれらはここで、インターバンク・リスクの監督システムを設けた。それは同時に、リスクと資金の区分を考えることにつながる。第2に、内部コントロール。信用機関は、内部で規制を行う必要がある。そして第3に、市場取引に関する利子率リスクの監督。最終的に委員会は、市場取引に関する利子率リスクの測定と監督のシステムを設けることを検討する。要するに、これらの考えはいずれも、信用機関が流動性不足に陥ることをいかに事前に防ぐか、という点に収斂される、と言ってよい。

他方でフランスの銀行委員会は、銀行のリスク管理に関してもいくつかの指針を示した⁽²⁴⁾。その際のリスク管理は、2つの形態をとる。それらは、第1に、リスクの制御、第2に、バランスシートの管理、として表される。後者の管理は、金融リスクに対する免疫を設けること、並びに取引の収益条件を固定すること、を目的とする。以下で、各々の管理の具体的中味を見ることにしよう。

第1に、リスクの制御。これは、銀行の自己資本に関する障害を取り除くため、取引上の制御とプルデンシャルな制御とを結びつける。まず、取引上の制御は、次の諸対策をすべて保証する。それらは、部門別の予算枠とカントリ・リスクに対する地域別の予算枠の設定、企業により固定された、あるいはまた、取引者に与えられた権限委譲レベルに応じて分散された手形割引限度額の制定、並びに、市場商品に関するポジションと損失額の制限、等を示す。次にプルデンシャルなリスク制御は、同一の大きさでの投資の再グループ化、あるいはまた、リスクの重み付けと倒産の比率の推定、という方法を用いる。そこでは、取引期間の性格、顧客の質、取引相手のリスク、さらには市場リスクに関する感受性と浮動性、等についての様々なパラメータが使われる。最後に、自己資本の配分について、その目的は、銀行活動の全体の子会社化を再現することにある。そこで設定される各センターは、固有のリスクに対するカバーに必要な自己資本を与えられる。より入念な自己資本の配分システムは、各取引に結びついた最終的損失を考慮したものとして表される。

第2に、バランスシートの管理。これは、アングロ・サクソン諸国で呼ばれる「資産・負債管理 (assets and liabilities management, ALM) を意味し、次の2つの機能を持つ。1つは、銀行の利子率、為替相場、流動性、並びに支払い可能性のグローバル管理、もう1つは、自己資本の収益と取引の収益条件の固定。より一般的に、これらの機能は、銀行においては、自己資本、リスク、並びに諸成果の間の一貫性を保証することに向けられたすべての調整として現れる。中でも、銀行の流動性と満期転換とを結びつけた制約が重視される。フランスの信用機関は実際に、内外で流通可能な証券の発行を実現させるように強いられる。そこででの支払い可能比率の制約は、銀行に対し、自己資本を絶えず考慮させると共に、その資産の洗練された管理を探らせる。

以上からわかるように、フランスの信用機関は、規制という制約の圧力の下で、そのリスク管理を根本的に転換する必要があった。かれらは、この点を受入れざるをえなかった。そこには、次のような背景を見ることができる⁽²⁵⁾。一方で、銀行が被ることになる様々な基本的リスクは、複合的な絡み合いを増す。これにより、銀行は、リスクの統合的な管理をする必要が生じた。例えば、債権償還の未払いリスクや市場で生じる損失リスク等によって、銀行の流動性リスクは増大する。そうした中で、かれらのバランスシートの管理も、規制の制約の下に、リスク全体の管理にまで広げて行われなければならない。他方で銀行は、リスクの高さに応じて自己資本を考えざるをえない。すなわち、銀行は、自己資本のレベルにそのリスクを合わすというアプローチをもってバランスシートを管理しなければならない。

このように、フランスの金融当局は、銀行委員会をつうじて、信用機関の行動に対して一定の規制を課した。それは、自己資本の正確な規定に基づいた自己資本規制、並びにバランスシート管理を含めたプルデンシャルなリスク管理、の2つを柱とするものであった。それは、金融システムの一翼を担う金融機関の中核として位置付けられるべき銀行に規制を課すことで、システム全体の安全性を強化することをねらいとした。これによりフランスの信用機関は、確かに、従来の自己資本とリスクの管理方法を根本的に変更せざるをえなかった。

4-2. フランスのデリヴァティブ取引規制

フランスの銀行委員会は他方で、新しい金融商品として飛躍的に発展した金融デリヴァティブを規制の検討対象とする。それは、金融市場の安定を図ることを目的とするものであった。実際に、デリヴァティブ取引は、フランスの信用機関の活動の非常に大きな部分を表している。その取引契約は3つのカテゴリー、すなわち、先物契約、為替契約、並びにオプション契約、として現れる。これらの取引は、1980年代の半ばから継続的に、かつまた急速に発展した。事実、1990-1992年に、例えばフランスの金融取引におけるスワップ残高は2倍に膨れ上がる⁽²⁶⁾。その結果、この種の取引の増大は、銀行に対して2つの不安をもたらした。第1に、かれらの自己勘定に関し、そのリスクのより洗練された管理を保証しえるのか、また、市場機会から利益を引出せるのか、という不安。そして第2に、これらのデリヴァティブ取引が、信用機関の勘定の中で相対的に増大するのではないか、という不安。したがって、信用機関にとっても、また監督当局にとっても、デリヴァティブによって導かれるリスクに対する対策とその追跡が重要であることがはっきりとした。銀行委員会が、デリヴァティブを規制しようとしたのも、このような背景を考慮したからであった。かれらは、1993年に、「デリヴァティブに関する活動のプルデンシャルな監督」と題した報告書を作成する⁽²⁷⁾。以下では、当報告書の内容を紹介しながら、デリヴァティブの普及によりもたらされる諸問題について考えることにしたい。

当報告書は、3つの内容から成る。第1に、デリヴァティブの取引活動、第2に、デリヴァティブのリスク管理、そして第3に、デリヴァティブをめぐるプルデンシャルな対策。まず、デリヴァティブの取引活動について見てみよう。フランスにおいて、1992年に先立つ10年間に、信用機関の取引におけるデリヴァティブの占める地位は一変した⁽²⁸⁾。信用機関のオフ・バランスシートに登録されたデリヴァティブの総残高は、当期間に、3兆9890億フランから30兆9800億フランへと、7.8倍に増加する。その年々の成長率も、最小のときでも40%を示した。とりわけ1990年に、それは著しく上昇し（61%）、1992年には70%に達する。さらに特徴的な事は、これらの商品を用いた信用機関が集中していた点にある。フランスで非常に大きな信用機関として表されるグループ

100だけで、デリヴァティブ取引の極めて大きな部分が占められた。平均して、デリヴァティブ取引の4分の3は、実に10の主たる取引者により実現された。このような傾向はその後も続き、1993年6月末に、その割合は実に約8割にも達する。これは、フランスにおけるトップ10の大信用機関によるデリヴァティブ取引の集中化を端的に物語っている。

一方、フランスで取引されているデリヴァティブの内容を見ると、それは、大きく3つに分かれる⁽²⁹⁾。第1に、利子率に関するデリヴァティブ。これは最も流布しており、全ポートフォリオの90%弱を占める。それらの取引の大半（平均で77%）は相対市場で行われる。第2に、為替デリヴァティブ。これは、全取引の10%ほどを示す。組織的な市場で行われる取引と相対市場で行われる取引との割合は、利子率に関する商品の場合よりもバランスされている。そして第3に、その他のデリヴァティブとして、MATIF (marché à terme international de France) あるいはMONEP (marché des options négociables de Paris) を挙げることができる。それらは、いずれも先物取引に関する商品を表している。

では、これらのデリヴァティブに関して課せられた信用リスクは、どのように現れるか。そもそも、ヨーロッパの信用機関における返済可能比率は、1990年以来、自己資本の形でチャージされてきた⁽³⁰⁾。それは、相対市場におけるデリヴァティブについての信用リスクを考慮するものとして表された。ところが、一般的には、デリヴァティブ取引と結びついた信用リスクの重みは、非常に制限されていた。実際に、デリヴァティブに関する信用リスクの決定方法は、厳格に定まっている訳ではない。そこでは、返済可能基準の枠組の中で、比較的わずかな罰しか課せられない。そして、このこと自体が、これらの商品の固有の性格を反映している。そこでの架空 (notionnel) 取引額は、信用リスクの正確な指標とはならない。ここに、デリヴァティブに関するシステム上の大きな問題が潜む。と同時に、それを厳しく監督する意義がある。

次いで、デリヴァティブに関するリスク管理を見てみよう。フランスの銀行部門におけるデリヴァティブに関する活動の発展に対し、銀行監督当局は、次の2つのリアクションを起す⁽³¹⁾。第1に、これらの商品で導かれるリスクを可能な限り正確に測る手段をえること、第2に、取引者は、人的・技術的手段、

また、とくに内部コントロールの手段を備えること。後者の点は、リスクにさらされることの確実な把握につながる。これらの2つの側面は実際に、評価基準と内部組織の観点から密接に結びつく。この点は、とりわけ介入の技術と迅速さで特徴づけられる領域で現れる。市場に関してとられるポジションの確かな評価は、デリヴァティブの管理にとって本質的な手段となる。他方で、これらの商品を求める金融取引上かつ会計上の扱いの複雑さは、効率的な内部組織に組込まれる。そこで以下では、第1に、会計に関する規制の枠組について、第2に、内部管理に関する規制の枠組について、フランスの銀行委員会の呈示した内容を見ることにしたい⁽³²⁾。

第1に、会計に関する規制の枠組。ここで、デリヴァティブの特殊性に対して採用される評価基準の規定が前提となる。この観点から、信用機関に対し、オフ・バランスシートでの取引の登録が課せられる。これは、第三者に対する最小限の情報を保証するために必要とされる。このような一般原則の下に、さらに具体的な会計基準が設けられた。まず、先物金融商品に関して、評価の特別基準が規定される。1988年の規則では、唯一、組織化された市場で販売される商品のみが市場価格で評価された。それゆえ、そこでのプルーデンスの原則は、相対市場での取引には適用されない。一方、外貨建て取引に関する1989年6月の規制は、本質的には市場価格での評価の規則を確認する。これにより、為替ポジションに関するはっきりとした損失と利益が考慮された。全体として、これらの規制の特徴は、市場概念の大きな拡張に見られる。同時に、カヴァー取引の規定も拡大された。それは、そうした取引と同様の条件を満たす為替、貸付、ないし借入れの取引の同時的連結と関連している。

ところで、利子率ないし外貨の契約に関して、特別な諸問題が存在する⁽³³⁾。以上に見た特定の評価基準の規定は、利子率ないし外貨の交換契約（スワップ等の商品）のケースで特別な困難を来す。まず、それらの交換契約で現れる商品は、実際に相対市場で販売される。したがって、この契約は、逆の意味での新たな取引によってのみ決着される。それは、新たな反対取引を伴う。この点は、継続的なポジションの積み重ねから生じる。これにより、各々の取引が、補足的な反対取引のリスクを形成する。そして、それは新たな管理コストを導

く。さらに、これらのリスクとコストという2つの要素は、契約期間の間ずっと存在する。このような背景の下に、1992年7月の規制は、利子率ないし外貨による交換契約の会計上の一般的枠組を固定した。そこでは、古典的な評価方法に対する複数の新たな特例が導入された。

第2に、内部管理に関する規制の枠組。デリヴァティブのリスクに関する分析は、古典的な金融商品の場合に比べ、より複雑でデリケートなものとなる。確かに、デリヴァティブも、古典的商品と同じく、信用リスクと反対取引のリスクを導く。しかし、デリヴァティブ取引で現れるリスクは、それらの商品の特殊性によりながら、著しく複雑な性格を帯びる。それらのリスクは、次のようなものを表す⁽³⁴⁾。第1に、テコの効果と結びついたリスクの特別な大きさ。第2に、取引の複雑さから生じるリスク。それは、市場ポジションの評価をよりデリケートにする。そして第3に、これらの商品が販売される市場の性格と結びついたリスク、とくに、それらの浮動性や流動性の度合と結びついたリスク。このような、特別な価格変動と結びついたリスクは、監督当局者に対し、市場リスクの分析枠組の中で、一般的なリスクから区別させる。

以上のような、デリヴァティブに固有なリスクを考慮して、フランスでは、その内部管理に関する規制の枠組が入念につくられた⁽³⁵⁾。デリヴァティブの慎重な使用が、信用機関の資金管理にとって優位性を成すことは否定できない。しかし他方で、それらの商品の極めて特別なリスクは、監督当局がプルデンシャルな基準の規定において新たな手続きを示すことを正当化させた。とりわけ、これらの取引で現れるリスクの非常に急速な変化は、そこでの市場でとられるポジションの永続的で詳細な監督を必要とさせる。

フランスでは、1988年以降に、プルデンシャルな基準が設けられた。その特徴は、リスクの測定、並びに経営者の定期的な情報提供のような、コントロールの内部システムに向けられた注意、という点に見られる。この対策の入念な作業は、内部組織と会計上の評価基準との2つの側面をカバーする規制上のテキストを考えることに向けられた。それはまた、とくに責任のある経営者による制限の決定を意味した。最終的に、永続的なコントロール・システムは、これらの手続き全体の機能を保証する必要がある。このような、プルデンシャ

ルな規制の諸対策は、実は、新しいアプローチをも示していた。というのも、そのアプローチは、信用機関に対して義務を課すと共に、かれらの活動に対して適切な内部監督システムを決定したからであった。その際に、銀行コントロール当局は、設定されたシステムが真に有効であることを保証しなければならなかった。

一方、フランスの銀行規制委員会は、信用機関に対して3つの機能、すなわち、開放後の諸成果とポジションの測定、リスクの監視と管理、並びに永続的なコントロール、を保証させる内部システムをつくることを課した。この対策は同時に、厳格な会計上の組織に支えられる必要があった。この規制はまた、利子率のリスクにさらされることを、それによって被る損失リスクとして規定した点に、その革新的な点を見ることができる。銀行の内部システムの限界は、利子率のリスクを制御させる仕方では定められねばならない。この点は、とくに信用機関の自己資本を考慮するものであった。そしてこのような、信用機関の内部組織に関する対策全体は、デリヴァティブに重点を置くものとして表された。

ところで、信用機関によるデリヴァティブ取引の内部コントロールを強化する必要がある点は、すべての大国の銀行監督者にとって、その実行を不安視させるものの1つであった⁽³⁶⁾。フランスにおいては、銀行委員会が、信用機関に対してまず次の諸点について問うことから始める。それらは、第1に、信用機関の内部モデルの目的、第2に、モデルのパラメータとその再検討、第3に、技術的な質、第4に、モデルのコントロールにおける銀行委員会の役割、第5に、「危機のシナリオ」に対する定期的で有効な手段（ストレス・テスト）、第6に、リスクのすべての潜在的なタイプを探ることに対するモデルのキャパシティ、そして第7に、信用機関の内部管理におけるモデルの使用の諸結果、として表された。要するにそこでは、信用機関の管理・コントロールとシステム全体のモデルとの統合を考える必要があった。その際に、会計上の規則、とりわけ評価基準は、銀行をコントロールするすべての主体により、デリヴァティブ取引の監督に関する根本的要素、とみなされた。それゆえフランスの銀行委員会は、この点に関する国際レベルでのある程度の同調が望ましいことを認め

る。

以上の議論から推察できるように、リスクの観点からすれば、デリヴァティブは、その運営を有効にコントロールするために、プルデンシャルな監督を想定するものとして現れねばならない。その際のリスクは言うまでもなく、返済可能性の基準で測られる。したがって、それをカヴァーするために自己資本の責務を課すという方法がとられる。では、このリスク・カヴァーは、いかに行われるべきか。以下で、この点に関するフランス銀行委員会の見解を見ることにしよう⁽³⁷⁾。

まず、信用リスクに関する入念な対策を図る必要がある。1989年12月のヨーロッパ・ガイドラインで設けられた返済可能比率は、リスク・カヴァーに関するかつてのフランスの規制と異なり、デリヴァティブを自己資本負担に従わせる、というものであった。それは、反対取引のリスクという点を考慮したことによる。その際に、より入念な方法が提案された。それは、市場価格での評価、あるいは現行の経常的リスクに応じた評価を、市場に対してより積極的な信用機関に適用する、という方法を表した。このアプローチは、より洗練された分析であると同時に、信用リスクに対してより適切に対処するもの、と評価できる。デリヴァティブに関する信用リスクに対し、バーゼル委員会で規定された取扱いも、実際に同様のものであった。

さらに、デリヴァティブの信用リスクを考える上で、次の点を補足する必要がある。それは、反対取引のリスクに関した対案を示す。ヨーロッパ共同体本部（ブリュッセル）の場合と同様に、バーゼル委員会においても、同じ反対取引（双方ネットティング）に関する債権・債務の補償の可能性が、実際に著しく拡大した。最終的に、信用機関の大きなリスクの監督とコントロールに関する1992年12月のヨーロッパ・ガイドラインは、デリヴァティブを考慮する点にその特徴を見ることができる。ラムファルシー（Lamfalussy）報告では、補償対策の法制的有効性に力点が置かれる。先物契約の大部分に対し、法は、この取引の利益を制限するものとして規定された。この一連の動きの中で、バーゼル委員会は、1993年4月に専門家の意見に従う形で提案する。そのねらいは、とくに信用リスクの双方補償の可能性を拡大する点にあった。それはまた、ラム

ファルシー報告で規定された最小限の基準に応じる形で示された。これに伴って、各国民の当局は、様々な補償方法の法制的正しさを評価した。

他方で、バーゼル委員会の提案は、2 国間の補償に限定されていた点に注意する必要がある。事実、かれらは、多国間の補償メカニズムに関して判断するのは時期尚早、とみなした。しかし、2 国間補償の可能性の著しい拡大は、実際には、返済可能性の国際基準において、デリヴァティブの扱いを変更するように導くことができる。フランス銀行委員会は、このように解釈した。

これまでは確かに、異なる市場リスクは、国民的規制の中で、自己資本のシステムチックな要求の対象にされてこなかった。ただし、為替リスクに対しては特別な制限が与えられてきた。とくに、フランスの場合にその点があてはまる⁽³⁸⁾。そこでは、為替ポジションは、デリヴァティブに関する取引全体を含むものとみなされる。それは、個々の外貨ごとの上限（自己資本の15%）に従う一方で、すべての混在した外貨の全体の上限（自己資本の40%）にも制約される、と規制された。

ところで、バーゼルとブリュッセルで設定された返済可能性の国際基準は、実は、異なる市場リスクの統合を当初よりねらうものであった⁽³⁹⁾。そのようなリスクには、信用リスクも含まれる。1993年3月に、自己資本の適正に関するヨーロッパのガイドラインが示される一方で、バーゼル委員会も、同時期に市場に関する意見書を公刊する。これらのヨーロッパのプルデンシャルな対策の基本的目標は、規制制約の中味を一致させることに置かれた。したがってそれは、2つの点で競争条件を合致させるものとして現れる。すなわち、異なる加盟国間と異なる金融セクター間で生じる同じリスクは、同じプルデンシャルな制約に従うべき、という考えがそこで承認された。

一般的に、市場リスクの点では、自己資本要求の原則が優先されてきた。そうであれば、デリヴァティブも、自己資本要求の全体的な計算に関して考慮されねばならない。しかし、デリヴァティブに関する取引は、他の市場取引と完全に同じ状況にはない。この点は、信用リスクの測定に関する現実的な対策と、市場リスクの測定に関する将来の対策との間の関係において見られる。そうした中で、デリヴァティブの扱いは例外をなす。流通証券に含まれるデリヴァ

ティヴは、大部分の場合、特別なリスクという点で、自己資本でのいかなるコストにも従わない。それゆえ、これらの要素が、反対取引のリスクという点で、カヴァーの対象になり続けると考えられた。その結果、デリヴァティヴも、信用リスクに関する現実の対策に従うものとされた。

デリヴァティヴ取引は、1980年代から1990年にかけて、非常に大きく発展した。それは、とくに非金融的資産に関するオプションとデリヴァティヴの取引に現れた。これらの活動は確かに、銀行監督当局側の特別な注意を正当化させた。もちろん、デリヴァティヴ取引の金融上の潜在的なインパクトは、信用取引の点で、古典的なリスクと結びついたインパクトほどの脅威ではない、とする見方もある。以上のような文脈の中で、投資企業と信用機関の自己資本の適正に関するヨーロッパのガイドラインは大きく転換した。このことは、デリヴァティヴの潜在的なコントロールの改善において重要な道を開いた、と言ってよいであろう。

他方で、諸機関の内部コントロール・システムの強化が、これらのデリヴァティヴ取引の監督にとって特別に重視された軸になることは否定できない。また、これらの活動に関する情報収集の改善も、銀行監督当局の活動におけるもう1つの重要な軸となった。ところが、これらのプルデンシャルな対策の存在と方法は、それほどよく知られている訳ではない。この点は、デリヴァティヴの性格が、金融環境と市場機能の諸条件を深く変更したにも拘らず見ることができる。このような中で、フランス銀行委員会は、マクロ・プルデンシャルな監督の強化の必要性、並びに結果として生じるシステムック・リスクの存在について次のように考える⁽⁴⁰⁾。システムック・リスクに内在的に現れる伝染現象において、銀行の役割は非常に大きい。同時に、デリヴァティヴ市場の非常に急速な成長、並びに銀行行動におけるそれらの占める割合の増大、等は銀行監督当局にとって心配の種となった。この点で、デリヴァティヴ取引者の強い集中と、その市場の透明性の不足は、潜在的なシステムの不安定性の本質的要因として現れる。フランスの銀行委員会は、このように結論づけた。

4-3. フランスの金融規制策の最適性をめぐる問題

ここまで、フランスの金融当局による金融システムのコントロールについて、自己資本規制、デリヴァティブの取引規制とそのプルデンシャルな対策、等の側面から、かれらの見解を追いつつ検討を重ねてきた。そこで最後に、そのようなフランスの金融規制策が、果して最適なものと言えるかどうか、という点について考えてみることにしたい。当時の世界の金融界において、アングロ・サクソン諸国を中心に、金融の規制緩和ないし自由化が著しく進んでおり、フランスも当然に、その動きから逃れることはできなかった。であれば、なぜフランスは、そうした自由化の流れの中で、規制を設ける必要があるのか、またそれに正当性があるのか、という点が問われるであろう。実は、この問に対し、フランスの金融当局自身が自問自答する形で答えを用意していた。以下で、かれらの見解を見ることにしたい。

当時のフランス銀行委員会の信用機関監督局長であった、P-Y.トラヴァール（Thoraval）は、まず、今後世界の金融システムが、規制に向かって進むのか、あるいは緩和の動きが進展するのか、を問う必要があり、したがって、より中立的には、フランスの規制策が最適かどうかを問うことになる、と説く⁽⁴¹⁾。では、そのような最適判断が簡単かと言えばそうではない。やはり当時の国際決済銀行副総裁であったJ.ビシニャーノ（Bicignano）は、銀行セクターの規制緩和の最適水準が、フランスの銀行システムをめぐっていかにあるべきか、という議論は容易でないことを指摘する⁽⁴²⁾。それは、最適な規制に関する一般的な理論が確立されていないことを反映している。ビシニャーノは、完全に透明な情報は存在せず、また、取引コストもゼロでない以上、政府が金融・銀行システムの機能を改善するために一定の役割を演じることを認める。逆に言えば、取引コストが低下し最良の情報が得られるならば、政府の介入の必要はなくなる。そこで、民間の情報がいかによく管理され、また、非金融企業の金融の安定を保証するために、銀行がいかなる役割を演じるかを認識することが重要な問題となる。

金融部門の規制緩和の主たる目的は、金融の量とコストの規定に関して、政府の影響を減少させることにあった。しかし皮肉にも、逆の結果が生じた。政

府の介入を少なくさせるための金融緩和が、むしろより一層の介入を導いてしまった。もともと、規制緩和のコストは過小評価されてきたのではないか。だとすれば、そのような規制緩和の動きに一定の歯止めをかける必要がある。先に見たように、フランスはヨーロッパで、さらには世界全体の中で率先してこのことを試みた。実際にフランス政府は、MATIF や MONEP のような新しい金融市場と証券化商品が創出される中で、金融当局が監督とコントロールの力を増す、と把握していた。もちろん、その際の当局が行うコントロールは洗練される必要があった。この点は、フランスでは例えば、新たな情報収集対策、プルデンシャルな規制の再検討、並びに会計規則の近代化、等に見られた⁽⁴³⁾。事実、フランスの銀行規制委員会 (comité de la réglementation bancaire, CRB) は、利子率リスク、インターバンク取引リスク、あるいはスワップ取引リスク、等を防ぐための規制を進める。また、プルデンシャルな規制システムも、管理基準や内部コントロールの側面で刷新された。

では、そのようにしてフランスで新たに設けられた諸規則は、いかなる結果を生むと考えられるか。それらの規則の効果は確かに、プラス面とマイナス面の両面から見なければならない。したがって現実には、規制の最適性を考えることは、一般論で見るとほどには楽ではないであろう。重要な点は、規制が反生産的になることはなく、しかし、十分に厳しいものにならないといけない、という点にある。規制の最適性という問題も、そうした基本的姿勢をもって捉える必要がある。

5. おわりに

以上、UEM の成立と共に、フランスによって提起された金融規制策をめぐる諸問題について、理論的かつ制度的な側面から検討を重ねてきた。ここで、これまでの議論の要点をごく簡単にまとめておくことにしたい。

第1に、フランスの金融当局、金融研究者、及び金融実務家らは、金融規制を設けることの正当性について、その目的に根拠付けられながら、一般的視点に立って論じる。その際に、とりわけ注視された問題は、最終的なリスク回避

者としての「最後の拠り所としての貸し手」をどの機関が担うかという点、並びに、消費者をいかに保護するか、という点であった。第2に、UEMの下での金融自由化の進展により、ヨーロッパにおける金融機関の間の激しい競争が展開されたことによって、フランスの金融システムがいかなる影響を受けたか、また、それにどう応じるべきかが議論される。確かに、フランスの銀行は、そのような競争の影響を強く受けると共に、それはまた、その金融システム自体の安定性を根底から脅かすものとなった。それゆえ、その際に生じるかもしれないシステミック・リスクを阻止することが重要課題になる、とみなされる。フランスの金融当局は、その政策の独自性を維持させながら、決済システムの保証や金融監督の組織化をとおして金融システムをコントロールすることを提唱した。そして第3に、そのようなコントロールが、フランスではブルデンシャルな金融規制策として具体的に表された。その1つは、銀行規制策であり、もう1つは、デリヴァティブ取引規制策であった。前者について注目すべきは、銀行の自己資本規定を明確にしたことにより、そのバランスシートの内的管理を徹底させた点にある。後者について、フランスの金融当局は、デリヴァティブ取引が将来、金融システム上の不安を増すという観点から、そうした取引のブルデンシャルな基準を設定すると共に、ヨーロッパのガイドラインと照らし合わせながら、ミクロかつマクロの視点から具体的なリスク予防策を打ち出した。

このようにしてみると、フランスの金融当局は、ヨーロッパ全体で、さらには世界全体で金融の自由化が進行していることを十分に認識し、かつまたその動きに素早く反応する一方で、そのことによって引起されるかもしれないシステミック・リスクをいかに防ぐか、という問題をつねに念頭に置きながら政策を検討していたことがよくわかる。そうだとすれば、このことは、実は、金融自由化の過程における政府の役割に対する一般的理解に反する。実際に、金融部門の規制緩和の主たる目的は、政府の当該部門に対する影響を減少させる点にあった。ここで、ぜひとも再考しなければならない点は、全面的に市場メカニズムに委ねられた金融システムが、果して、ほんとうに効率約で安定的なのか、という点ではないか。そのような疑問を抱くとき、システム・コントロー

ラーとしての国家の役割がクローズ、アップされることは言うまでもない。フランスはまさに、ヨーロッパの中で、ひいては世界の中で、先駆的にその点を実践した国であった。

注

- (1) *Revue d'économie financière*, hiver 1991, septembre 1992, hiver 1993.
- (2) Keiger, B., "La gestion des risques dans les banques", *Revue d'économie financière*, hiver 1993, pp.346-348.
- (3) Rochet, J-C., "Déréglementation et risqué du section bancaire", *Revue d'économie financière*, hiver 1991, pp.58-59.
- (4) Ullmo, Y., "Déréglementation et réglementation", *Revue d'économie financière*, hiver 1993, p.205.
- (5) *ibid.*, pp.206-211.
- (6) Aglietta, M., "Le risqué de système et les moyens de le prévenir dans l'union économique et monétaire", *Revue d'économie financière*, septembre, 1992, p.177.
- (7) *ibid.*, pp.178-180.
- (8) *ibid.*, pp.180-182.
- (9) *ibid.*, pp.182-184.
- (10) *ibid.*, pp.184-186.
- (11) Chatillon, D., "Les banques françaises face à l'union monétaire", *Revue d'économie financière*, septembre 1992, pp.299-303.
- (12) de Boissieu, C., et Matray, L., "L'intégration européenne et les marchés financiers", *Revue d'économie financière*, septembre 1992, pp.359-360.
- (13) Les traits de Rome, Maastricht et Amsterdam, Textes comparés, *La documentation Française*, 1999, p.218.
- (14) *ibid.*, p.222.
- (15) *ibid.*, P.222.
- (16) Aglietta, M., *op.cit.*, pp.188-194.
- (17) Lagayette, P., "Une Europe financière sans risqué d'uniformité", *Revue d'économie financière*, septembre 1992.
- (18) *ibid.*, pp.281-284.
- (19) *ibid.*, pp.285-286.
- (20) *ibid.*, p.286.
- (21) Trichet, J-C., "Conclusion" *Revue d'économie financière*, septembre 1992, pp.369-373.
- (22) Keiger, B., *op.cit.*, pp.348-350.
- (23) *ibid.*, p.351.
- (24) *ibid.*, pp.353-355.
- (25) *ibid.*, p.357.
- (26) Commission bancaire rapport, *La surveillance prudentielle de l'activité sur produits dérivés*, 1993, p.166.
- (27) Commission bancaire rapport, *op.cit.*
- (28) *ibid.*, pp.167-169.

- (29) *ibid.*, pp.169-171.
- (30) *ibid.*, p.172.
- (31) *ibid.*, p.173.
- (32) *ibid.*, pp.174-177.
- (33) *ibid.*, pp.176-178.
- (34) *ibid.*, p.179.
- (35) *ibid.*, pp.179-181.
- (36) *ibid.*, p.182.
- (37) *ibid.*, pp.183-186.
- (38) *ibid.*, p.187.
- (39) *ibid.*, pp.187-190.
- (40) *ibid.*, p.193.
- (41) Thoraval, P-Y., “La déréglementation du système bancaire français est-elle optimale?”, *Revue d'économie financière*, hiver 1993, p.221.
- (42) Bisignamo, J., “La réglementation prudentielle” *Revue d'économie financière*, hiver 1993, pp.213-215.
- (43) Thoraval, P-Y., *op.cit.*, pp.224-225.
- (44) *ibid.*, p.226.