慶應義塾大学学術情報リポジトリ
Keio Associated Repository of Academic resouces

Title	フランスの金融構造と金融改革 : 金融の証券化, 国際化, 総合化をめぐって
Sub Title	Financial change in France : its origins, diffusion and international context
Author	中川, 辰洋
Publisher	慶應義塾経済学会
Publication year	1992
Jtitle	三田学会雑誌 (Keio journal of economics). Vol.84, No.4 (1992. 1) ,p.818(76)- 837(95)
JaLC DOI	10.14991/001.19920101-0076
Abstract	
Notes	小特集 : 経済学会コンファレンス : 金融システムの国際比較
Genre	Journal Article
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00234610-19920101-0076

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the KeiO Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

「三田学会雑誌」84巻4号（1992年1月）

フランスの金融構造と金融改革

——金融の証券化，国際化，総合化をめぐって——

中　川　辰　洋

Ⅰ　はじめに
Ⅱ　戦後フランスの金融制度の展開
Ⅲ　国債大量発行と資本市場の発展
Ⅳ　企業金融の変貌——証券化の進展
Ⅴ　証券化の進展と金融機関経営の変容
Ⅵ　金融改革の国際的関連
Ⅶ　結びにかえて
＜参考文献＞

Ⅰ　はじめに

フランスの金融・資本市場をめぐる変化の動きは，この数年とみにテンポを速めている。1970年代後半に経済の低成長に対応するものとして，緩慢なスタートを切った金融改革政策は，81年5月に成立したミッテラン左翼政権による景気浮揚政策の実施と失敗の結果としての国債大量発行と残高累増という事態を迎えることによってしだいに加速度をまし，さらに80年代後半のＥＣ（欧州共同体）の金融市場統合という外的な要因もつけ加わることによって，いまや決定的な局面に立ちいたっている。要するに，フランス経済の基調変化，財政面での要請，ＥＣを中心とする国際金融事情の変化という構造的な要因が相互に一定の関連をもちつつ重なりあうことによって，80年代以降，金融改革は不可避のものとして推し進められているのである。

もともと，フランスの金融制度は民間金融機関の業務区分の明確化ないし「分業主義金融」と「政策金融」というふたつの原理を軸として，いわばクローズド・システムのなかで展開されてきた。だが，80年代に入り，国債をはじめとする証券発行・流通の拡大や，新しい金融商品の開発と品揃えの多様化などによる市場性資金調達の増加は，官民金融一体となった貸出中心の金融市場構造を変えただけでなく，金融機関の実務や経営にも多大の影響をおよぼし，それが市場運営や金融機関営業の制度上・実務上の見直し問題，さらにはＥＣ市場統合の進展にともなう制度調整の問題へと発展していったのである。この結果，戦後の金融制度の根幹であった金融機関同士の業態間の垣根は崩れ，金融機関の「同質化」が促されるとともに，業態間の垣根を前提に維持されてきた業務規制の見直し・改善が行われる一方，「銀行」と「証券」との資格分離を前提に独自の金融領域

を形成してきた証券市場制度の修正により銀行の業務の「兼営化」が進み，さらに92年のＥＣ市場統合に備えて，フランスは本格的な開放体制に移行しつつある。それはまさにフランス金融制度が戦後の金融の歴史的な発展を維持してきた基本的な枠組みの根底的な変革に直面していることを示すものである。

本稿の課題は以上の状況を明確に意識しつつ，80年代におけるフランス金融市場をめぐる急激な変化の動きを，その背景にある事情をさぐりつつ整理・分析することにある。以下，まず戦後の金融制度の基本的な特徴を概観する。ついで今次金融改革の直接かつ最大のきっかけとなった国債大量発行と国債市場の変化を分析する。さらにそうした国債市場の変化が金融市場にどのようにはね返り，どのような制度的変容を引き起こし，現在に立ちいたっているかという点を，企業金融のあり方の変化や金融機関の経営の変容と関連させつつ考察する。そして最後にフランス金融改革とその国際的な関連について分析する。

Ⅱ　戦後フランスの金融制度の展開

戦後フランスの金融制度は大部分，絶対的な資金不足期の1940年代，同国初の銀行法（いわゆる1945年法）の制定を含む第1次金融改革によって形成され，その後60年代の第2次金融改革により部分的に修正が施されたものの，その基本的な枠組みは80年代前半まで維持されてきたといってよい。第1次金融改革は，フランス銀行（Banque de France）および4大市中銀行の国有化，国家信用理事会（Conseil National du Crédit），銀行監督委員会（Commission de Contrôle des Banques）による監督および信用調整機構，民間金融機関の業務区分の制度化など，戦後の制度的な枠組みを整備したという点で画期的な意義を有していた。しかし，そこには英国やドイツ（旧西ドイツ）などの他の欧州諸国と比較して際立った特徴があった。その最大のポイントは，フランス型の「計画経済（économie planifiée）」ないし「混合経済（économie mixte）」の運営を支障なく進めるために，公権力の政策的な干渉を制度的，多面的に保証する仕組みが確立された点にある。(1)

具体的には，①金利・貸出規制等によって同業者の競争が管理・抑制されてきたこと，②異業者間についても，長短金融分離――預金銀行［banque de dépôts］に短期金融，事業銀行［banque d'affaires］と中長期信用銀行［banque à long et moyen terme］に中長期金融――に象徴される「分業主義」的な枠組みによって，相互に自己の事業領域を尊重しあう閉鎖的な金融領域が形成されていたこと，そして③厳格な為替管理の存在により自由な国際取引が制限され，国際競争からも遮断されてきたこと，などである。

加えて，フランス産業開発金融公庫（Crédit National），フランス住宅金融公庫（Crédit Foncier de France: CFF），クレディ・アグリコール（Crédit Agricole）などの特殊金融機関（institution financière

注（1）　ここでは，Burgard（1989），Choinnel et Rouyer（1988），O. E. C. D.（1974），林編（1967），Shonfield（1965）を参考にまとめた。

spécialisée)，貯蓄金庫（caisse d'épargne）とその上位機関である預金供託公庫（Caisse des Dépôts et Consignations: CDC）など，国家財政に組み込まれ，45年銀行法の適用を受けない政府の直接的管掌下にある政策金融機関が広範囲に配置されていた。これらは，民間銀行の預金に比較して税制面で優遇された「通帳預金（livret d'épargne)」や金融債の発行等により資金を収集するとともに，各種の政策目的にあわせた利子補給をえて重要産業部門に対し低利融資を行ってきたのである。(2) それは一口でいって計画金融の「組織化」であり，他の産業とともに金融部門についてもフランス型「計画経済化（planification de l'économie)」との関連で管理・統制を企図したものであり，いわば「分業主義的金融」システムの政策的な基礎をなしていた。

フランスは計画経済のもとで1950年代以降高度成長期を迎える。しかし，それはまた資金不足を前提とした復興金融の終焉，「金融正常化」への移行を意味し，60年代に入ると金融制度の修正作業が政策課題となった。そこに登場したのがいわゆる「ドブレの改革」(1966～67年）である。これにより，長短金融分離行政と業態間の「同質化（banalisation)」が進み，ドイツ型の「兼営銀行」化への一歩を踏みだすこととなる。(3) そしてこの時期にはパリバ銀行（Banque Paribas)，スエズ銀行（Banque Suez）等の有力な事業銀行があいつぎ預金銀行への転換（いわゆる普銀転換）をとげただけでなく，金融機関の同質化の結果，相互の合併が容易となり，全般的な金融機関の再編成が開始された。66年7月，4大預金銀行のうち国民商工銀行（BNCI）とパリ国民割引銀行（CNEP）の2行が合併してパリ国立銀行（Banque Nationale de Paris: BNP）が誕生した。国営銀行はこののちBNP，クレディ・リヨネ銀行（Crédit Lyonnais)，ソシエテ・ジェネラル銀行（Société Générale）の「3大銀行（Trois Vieilles)」体制となった。このほか，72年には上記のスエズ銀行とインドシナ銀行（Banque Indochine）が合併し，インドスエズ銀行（Banque Indosuez）が成立している。さらに，60年代末には「ウォルムセール報告」の提言をうけて，預金や貸出金利の自由化，フランス銀行によるオペレーションの活用や貸出準備制度の導入など，市場メカニズムを重視した金融政策手段の整備を進め，それまでの資金不足期に形成された直接的信用統制を軸とした政策運営からの脱却がめざされた。けれども，そうした金融自由化は70年代のふたつの石油危機により中断を余儀なくされ，預金金利規制や貸出規制の復活などにみられるような旧来型の各種の規制が再導入されるなど，一連の改革自体が不徹底とならざるをえなかったのである。

いずれにしても，金融市場では民間金融と制度金融とのふたつの金融組織を軸とする間接金融優位のパターンが基本的に維持され，その裏面として資本市場は狭隘かつ未発達の状態に留め置かれることとなった。たしかにフランスでは銀行業務と証券業務とを区別する慣習はなく，ドイツ（旧

注（2） A・ションフィールド（Shonfield, 1965）は，低利の優遇貸出の実態についてこう述べている。1960年代初頭まで，「借手企業の80%が，その債務に対し市場金利よりも低い利率で利子を支払」っていた。

（3） それとともに留意すべきことは，1950年代末の欧州経済共同体（EEC）の成立と発展にともなうフランス経済の開放体制への移行であり，金融界に対しても大型化する産業金融に対応し，またとくに西ドイツ系の「兼営銀行（universalbank)」などとの競争力を強化するため，銀行制度の改革が要請されたことである。

西ドイツ）の銀行制度と同様に，銀行自体が証券引受，資産管理などの業務を兼営してきた。ところが，証券発行は特定の公的部門（国や公益企業など）が優先され，それ以外は事実上割当制となっていた。しかも，政府は公的部門の証券発行を確保するために，60年代末に主要銀行を網羅した「起債会（Comité des Emissions）」を設置し，いわば自主規制のかたちで発行額，発行条件，発行時期などからシンジケート団の組成，引受幹事の選定，発行手数料にいたるまで，主力銀行に管理させてきたのである。この結果，民間部門の証券発行は著しく制約されただけでなく，銀行間の競争原理も機能しない仕組みになっていたのである。それゆえ，銀行による証券業務進出へのインセンチブは乏しく，「看板だけの証券兼営」といってよかったのである。

ただ，証券売買業務に関しては，ナポレオン・ボナパルトの第1帝政下で確立された銀行と証券ブローカーである「公認仲買人（agent de change）」との資格分離を前提とする証券取引所会員制度による垣根，証券流通業務分離制度が存続していた。この点は英国と同様である。公認仲買人は商法上の商人でありながら，経済財政大臣の認可をうけた証券業者として証券売買独占特権を有し，取引所の運営は同業組織である「公認仲買人組合（Compagnie des Agents de Change）」の代表者および政府監督官から構成される「取引所理事会（Chambre Syndicale）」によって行われていた。また，取引所の監督機関には1942年法により設置された，証券取引所委員会（Commission des Bourses de Valeurs: CBV）——67年に証券取引委員会（Commission des Opérations de Bourse: COB）に改組——が担当することとなった。もっとも，実際の売買をみると，顧客の注文は主に銀行その他金融機関をとおして委託され，銀行はこれを仲買人に取次ぐケースがほとんどであった。とくに機関投資家等の大口注文に関しては，仲買人の取引執行は名目的にすぎなかったといわれる。このため，政府は流通市場の活性化を目的に，70年代初頭から取引所の立会時間後につき認められた場外取引（application hors-cote）の一種である「ブロック取引（négociation de blocs）」[(4)]をつうじて，銀行の事実上の店頭市場（marché de gré à gré）の形成を目指すこととした。これにより，銀行が顧客の注文の大部分を制するようになるが，しかし，当時はなお証券市場そのものが小規模のため，金融機関は一部を除き，総じて証券売買業務に対して積極的ではなかったという。

このように，1970年代にいたるまでフランスの金融市場では政府の厳格な管理・規制により業者間の行動が抑制され，自由な市場メカニズムは事実上機能停止の状態にあった。フランスの資本市場は，1980年代前半こそミッテラン政権初期の企業国有化政策により多大の混乱に陥る場面もみら

注（4） 債券売買を促進するために，残存期間7年未満の債券につき取引所取引税が非課税となる取引で，1972年2月に導入。売手と買手が銀行その他金融機関のトレーダー部門を介して証券取引を約定したのち，公認仲買人に対して金融機関が取引内容を報告（取引所側に“付け出し”）することによって約定価格等の公認をうける。取引高は証券売買の「市場集中」の形式を保つために取引所出来高に算入される。売買約定価格には取引所価格を用いること，公認仲買人手数料が課せられること（ただし，割引手数料率が適用される）などを除くと，その実態はわが国の店頭取引の形態と基本的には同じである。取引単位は通常，1件あたり200万フラン超といわれ，大口投資家を対象とした取引とされる。また，銀行のブロック取引による債券取扱高は70年代末全売買高の5～7割にたっしていたという。詳しくは中川（1989a）を参照されたい。

れたが，結果的にみて，国債大量発行と残高管理を軸とする「証券化」によって発展の契機をあたえられ，とくに80年代後半以降その本格的な市場拡大の時代を迎えることになる。しかもこの間，1986年10月の英国の証券市場改革，いわゆる“ビッグバン（Big Bang)”をモデルに証券市場改革が実施されて「銀行」と「証券」の垣根が解消された結果，銀行その他金融機関は証券ブローカー会社への資本参加ないし買収というかたちで証券流通市場への本格的進出が可能となった。銀行には84年新銀行法による銀行の「同質化」だけでなく，証券売買業務をはじめ他業務の「兼営化」の道が開かれたのである。金融機関業務の「総合化」の進展である。そして，それらはいずれも戦後の金融システムの全面的な組み替えのプロセスを象徴する画期的な事態といってよいのである。

Ⅲ　国債大量発行と資本市場の発展

1980年代以降，フランス金融・資本市場の変貌は急速かつ多岐にわたるが，その直接的なきっかけは81年に成立した左翼政権による景気浮揚政策——いわゆる「ミッテランの実験」の実施と失敗の結果としての国債大量発行と残高管理問題であった。これは，70年代後半以降のうちつづくフランス経済の不振に歯止めをかけることを最優先の課題とした財政主導型の経済政策への移行を反映したものであった。けれども，同政権の景気政策は目立った成果をあげることなくわずか2年足らずのうちに180度の転換，すなわち引締政策に転じざるをえなくなった。しかも膨大な財政支出の結果，未曾有の財政赤字をきたし，これをファンディングするため国債の増発を余儀なくされたのである。ところが，フランスの国債市場は1960年代初頭の均衡財政への復帰を契機に確立された公債非発行政策により久しく発行・流通が抑制されてきた結果，きわめて未発達の状態にあった。それゆえ，大量の国債を円滑に発行しかつ巨額の残高を管理するためには，市場の政策的育成が不可欠であり，そしてそれには金融市場全般の見直しが避けられなかったのである。それはまた規制色の濃い金融制度の根幹を変革することなしに不可能であったといってよい。(5)

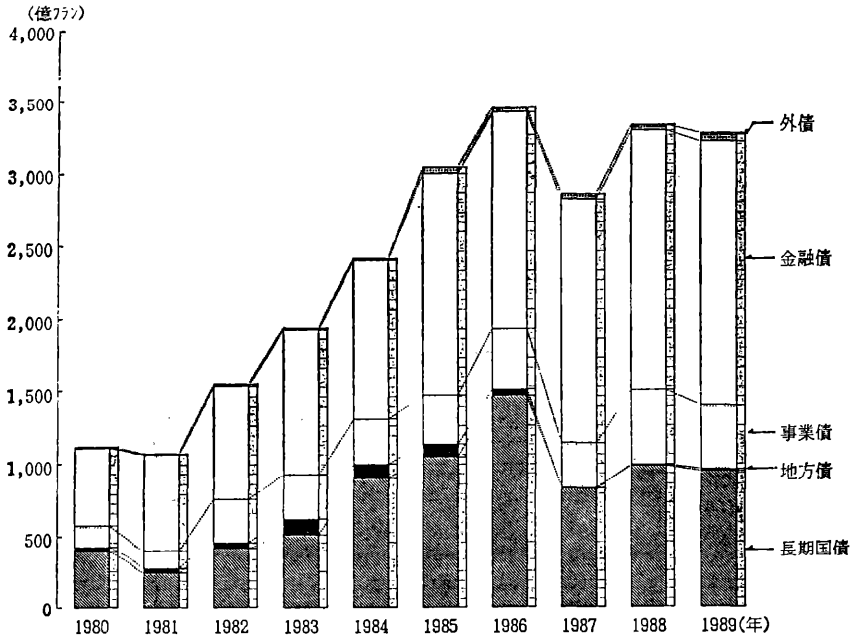
社会党政権は81年以降，ジスカールデスタン前政権下でも増加傾向にあった短期国庫証券（bon du Trésor, いわゆる TB）にもまして長期国債（emprunt d'Etat）を増発するが，その円滑消化の一環として，変動利付国債，ゼロクーポン債（obligation renouvable du Trésor: ORT）の導入など国債

注（5） Métais et Szymczak (1986)，中川（1989c）を参照されたい。これに関連して一言述べておきたい。貝塚（1985）は，戦後の英国の国債問題について，「イギリスの金融システムにおいては，国債流通市場・発行市場がいち早く発達していたのであるから，たとえば，国債流通市場・発行市場それ自体が未発達な日本の例と比較するならば，大量の国債発行とこれに伴う国債管理の問題は，金融システムの基本をかえることなく処理しうる問題であった」と述べている。また，今日の英国の「金融自由化は，その構造においてオープンで競争的な市場の存在が元来基本であるとするなら，革命的な変化とはいいがたい。この点，日本において金融自由化が金融構造の基本をかえるという意味ではいわば革命的な意味をもつのとはことなる」と主張している。こうした視点は，日本だけでなくフランスにも適用できるとおもわれる。中川（1989c）は，そうした視点から1980年代のフランス国債市場の変容の意義を分析したものである。

種類の多様化をはかるとともに，発行方式については，85年に従来の銀行シンジケート団引受方式の枠組みを維持しつつも公募入札方式の部分的な導入，さらに金融機関を対象に入札発行されてきた国庫証券の保有者層の拡大など市中消化体制の確立に注力してきた。また流通面では，事実上の銀行店頭取引である「ブロック取引」の範囲を拡充し，債券流通市場を育成する試みも行われた。(6)

しかしながら，国債市場改革のうえで画期的な措置は，86年の国庫証券・長期国債の公募入札発行への全面的な移行とそのスケジュール化，さらに新シリーズの国債である「統合性国債」(obligation assimilable du Trésor: OAT) の創設，(7) 米国財務省証券プライマリーディーラー制度に範をとった政府証券公認ディーラー制度 (spécialiste en valeurs du Trésor: SVT) の導入，金融先物市場の

図表 1　フランス公社債発行市場の推移



注：1.　発行額はいずれもグロスベース。
　　2.　「事業債」には民間企業のほか，公営企業の発行した債券を含む。
　　3.　「長期国債」には短期国庫証券を含まない。
　　4.　「外債」は国際機関の発行する債券のみ。
出所：O. E. C. D., *Financial Statistics Monthly* より作成。

注（6）1983年から，ブロック取引対象債券の年限規制が撤廃された。これは，償還期限7年以上，とくに10年もの国債が大量に発行され，その流動化をはかる必要があったためである。

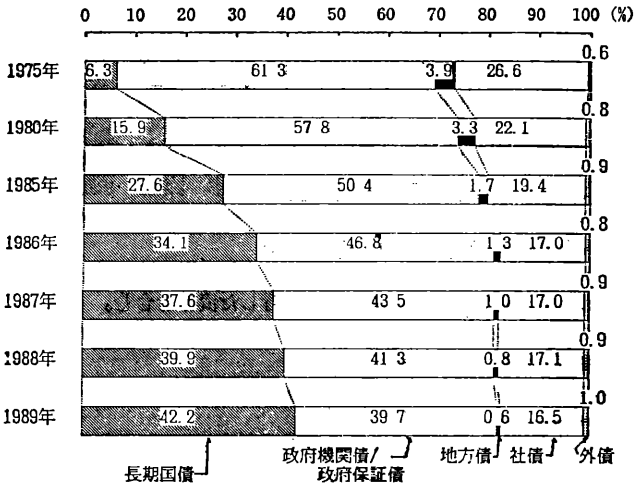
（7）1986年1月，経済財政省が発表した「国債発行・管理政策の近代化について」により，長期国債の発行は毎月第1木曜日，短期国庫証券については原則，毎月曜日の定例入札とすることとされた。また対象となる長期国債については，「統合性国債（OAT)」――同一条件（クーポン・レート，利払い日，償還期限など）の銘柄を毎月継続して発行（tap issue）する――とされた。これは，1銘柄あたりの発行現存額を大型化して流動性を高める，つまり「指標銘柄（emprunt-phare)」化することによって売買を活発にすることを意図したものである。ちなみに，統合性国債のスキームはベルギーやオランダなどでも採用されている。

創設などであった。これら一連の措置により，フランスの債券市場はその本来の市場機能を回復し，国債市場を中心に飛躍的な規模拡大をとげ，その結果いわゆる「三流市場（mickey-mouse outlet)」の名を返上することとなった。

そこで債券市場の動向を振り返ると，債券の発行額は80年代全体として拡大基調にあるが，なかでも長期国債が発行・流通両面で目覚ましい拡大をとげていることがはっきりみてとれる（図表 1)。発行額では長期国債は80年代に事業債を上回り，86年にはこれまで最大のシェアを占めてきた政府機関債・政府保証債（大部分は特殊金融機関債）の発行額に一時迫る勢いであった。その後は減少に転じるが，80年代後半には前半に発行された国債のリファンデングもあって大きな減少をとげてはいない。このため，図表 2 に示されるように，70年代までごく小さな比重を占めるにすぎなかった長期国債の現存額は80年代に急増し，86年には80年の 2 倍の30%へ，さらにわずか 3 年後の89年には42.2%と，これまでつねに最大であった政府機関債・政府保証債を上回り，初めて最大のシェアを占めるにいたった。

長期国債はまた流通市場においても中核的な商品である（図表 3)。この数年その売買額は急膨張して，売買高は80年代後半にはつねに全債券売買の70%にたっしている。それとともに注意すべきことは，フランス国債市場の国際的な位置であり，とくに84年10月に非居住者保有フランス債券利子源泉課税が撤廃された結果，非居住者のフランス国債投資が促進され，現在ではフランス国債は

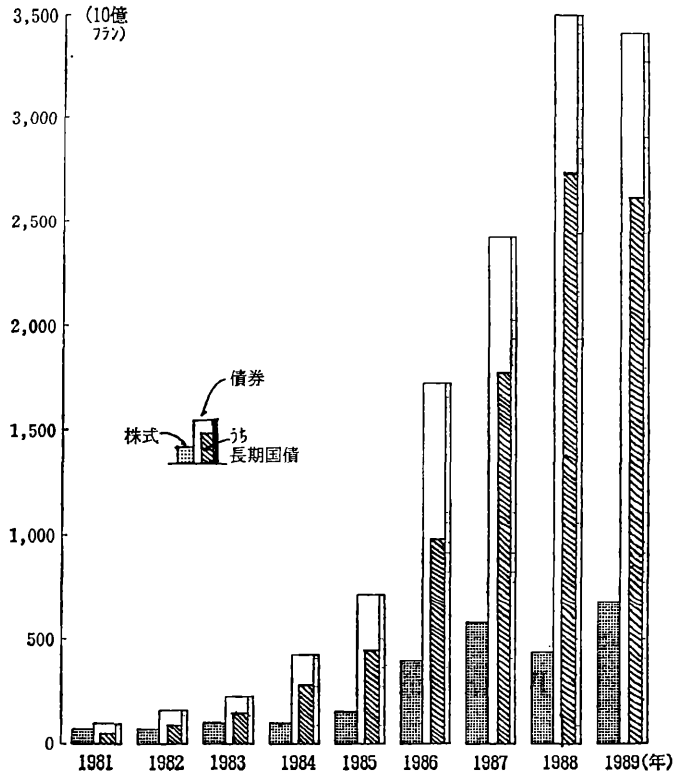
図表 2　フランスにおける債券発行残高の推移



注：1.　「政府機関債／政府保証債」には特殊金融機関債（金融債）を含む。
　　2.　「社債」は民間企業債券および国公営企業債券の合計。普通社債のほか，転換社債および新株引受権付社債などを含む。
　　3.　「外債」は国際機関の発行する債券のみ。

出所：Compagnie des Agents de Change, *L'Année Boursière*; Société des Bourses Françaises 資料より作成。

図表 3　フランスにおける証券売買高の推移（パリ債券取引所出来高）



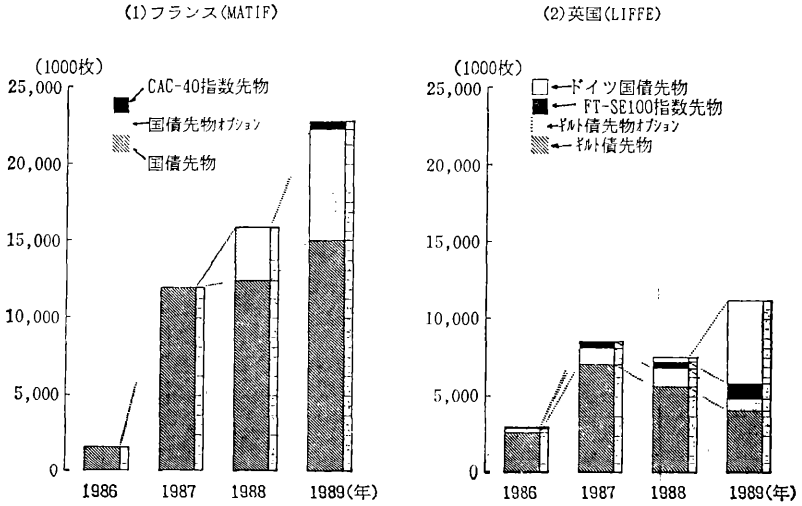
注：1.　売買高はいずれも片道ベース。
　　2.　長期国債の売買には短期国庫証券は含まない。
　　3.　株式売買は公式市場上場株式のみ。第2部市場上場株式，「非公式市場」での株式売買および外国株式の売買を含まず。

出所：Compagnie des Agents de Change; Société des Bourses Françaises. 資料より作成。

国内はもとより欧州市場でもっとも活発に売買されている銘柄のひとつに数えられている。

こうした国債の現物取引の急増にともない，保有債券のリスクヘッジ手段も整備され，国債先物・オプション取引も飛躍的な膨張をとげた。86年2月，長期国債先物取引をスタートさせたパリ金融先物取引所（Marché à Terme d'Instruments Financiers: MATIF）は，その後，3カ月もの国庫証券先物，長期国債先物オプションなどと上場商品の品揃えの多様化につとめた（なお，同所は88年，旧商品先物取引所と合併して「フランス国際先物取引所（MATIF: Marché à Terme International de France)」に改組)。現在，MATIF の市場規模は出来高ベースでロンドン国際金融先物取引所（London International Financial Futures Exchange: LIFFE）とほぼ肩を並べる欧州最大の先物・オプション市場のひとつに成長し，フランス金融市場の国際的地位を飛躍的に高める原動力とされている（図表 4)。

図表 4　英仏の主要派生商品出来高推移



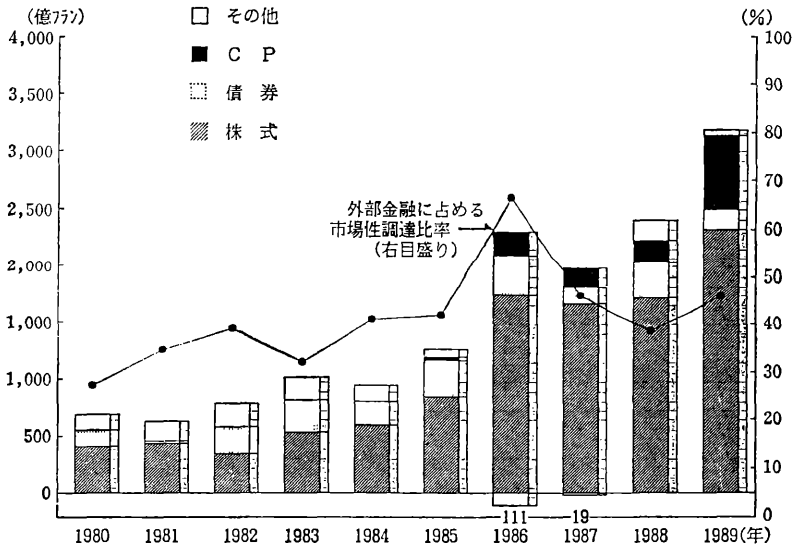
注：1.　出来高はいずれも片道ベース。
　　2.　フランスの CAC-40 指数，国債先物オプションは1988年から上場。
出所：フランスは MATIF，英国は LIFFE。

Ⅳ　企業金融の変貌——証券化の進展

ミッテランの実験の挫折が金融市場にもたらした変化は，政府・公共部門の資金調達の増加，とくに国債市場の変化に限定されるわけではない。それは同時に，国債以外の証券，なかでも企業証券の発行・流通に係る諸規制・諸慣行の見直し・改善を促し，企業部門の市場性資金調達を増大させ，企業金融の「金融非仲介 (désintermédiation)」ないし「証券化 (titrisation)」のプロセスを加速する契機となった。だが，その過程で注意すべき点は，国内産業の活性化，競争力の回復の一環として産業金融の改革を提言した有名な「ドートレム報告」の提言の影響もさることながら，ミッテラン政権の財政政策の転換が二重の意味で大きく影響していたことにある (Métais et Szymczak, 1986)。

既述のように，ミッテラン政権は景気政策の挫折後，一方で財政支出の削減を余儀なくされるが，この問題はこれまで国家財政によって直接・間接に支えられていた制度金融の見直し問題に結びついていた。中小企業や国公営企業向け低利優遇貸出の縮小や各種の補助金のカット等がそれであり，これを支障なく達成するには，その見返りとして国内の資本市場の整備・拡充をつうじて新たな資金経路を確立する必要があった。しかも，80年代前半の継続的な国債発行は，業績悪化と設備投資に占める自己金融比率の低下に悩む企業部門の資金調達と競合し，いわゆるクラウディング・アウトの発生が懸念されるにいたり，これを回避するためにも，資本市場全般の政策的育成措置が要請されたのである。[8] 83年1月のいわゆる「ドロール法」(Loi Delors) はそうした脈絡から登場したものといってよい。その骨子は，①準株式としての「参加証券 (titre participatif)」や，無議決権優先

図表 5　企業部門の市場性資金調達の推移



注：1.　図中の計数はいずれもフローベース。
　　2.　「株式」には「投資証券 (certificat d'investissement)」などの準株式の発行を含む。ただし，1986～1987年は政府保有株式の市中売却分は含まず。
　　3.　「債券」には転換社債，新株引受権付社債を含む。
　　4.　C Pは1985年12月より発行開始。
　　5.　「その他」はユーロ債や外債発行。

出所：Conseil National du Crédit, *Rapport Annuel 1989* (Paris: La Documentation Française), novembre 1990, より作成。

株の一種である「投資証券 (certificat d'investissement)」の創設，②中小企業の資金増強を目的とした一種の店頭登録株式市場である「第2部市場 (Second Marché)」の開設，③ベンチャーキャピタル専門の投資信託 (fonds commun de placement à risque: FCPR) の売出などであり，総じて企業のキャピタル・ベースの増強を意図したものであった。このほか，税制上の優遇措置を付した「産業振興基金口座預金 (CODEVI)」が新たに創設されている。

いまひとつは国債市場の改革政策の影響である。それはもちろん，一義的には財政・金融政策，とくに国債管理政策の問題であり，金融改革の過程では国債市場を優先するスタンスもみられた。しかし結果的に，そうした改革が金融・資本市場において民間部門に対し伝統的に維持されてきた直接的な信用統制の重要性を低下させ，大筋として市場メカニズムを前提とする政策運営への転換のきっかけになったことも事実である。実際，国債市場政策の転換と相前後する85年5月，いわゆる「トリコ報告」の提言にもとづき，①社債発行に係る銀行手数料の自由化，②発行体による引受主幹事選択の自由化，③増資手続きの簡素化などの措置が，また同年12月には，中央銀行による貸

注 (8)　企業部門の自己金融比率は70年代末80%台を維持していたが，80年代前半には60%台に低下した (最低は81年の60.3%)。その後漸次回復基調に転じ，86年には93%と約10年ぶりに90%台に乗せた。

出枠規制（encadrement du crédit）の廃止と，金利機能を重視した新金融調節方式の採用，短期金融市場の再編と譲渡性預金証書（certificat de dépôts: CD），コマーシャル・ペーパー（billet de trésorerie, いわゆる CP），譲渡性短期国庫証券（TB）市場の開設などの措置が矢継ぎ早に実施されている。さらに同年4月に，ミッテラン政権誕生の直後の81年来閉鎖されていたユーロフラン市場が再開され，資金調達の選択肢はより一層拡大した。

図表5は1980年代の企業部門の外部資金調達の推移をみたものであるが，資金調達の中心が銀行借入から債券・株式へと急速に移動していることがわかる。しかも，これにＣＰ発行や国外市場（主にユーロ市場）での調達を加えると，外部金融に占める市場性の資金調達比率はこの数年間平均50％と，80年代前半のほぼ倍に上昇している。ここから「金融非仲介」ないし「証券化」というかたちでの企業行動の変化がはっきりと認められる。これは，財務状況の改善の一環として資金調達コストを圧縮するために銀行からのローンを返済する一方，競争力の改善を迫られた企業が自己資本の拡充を試みた結果であり，上記の資本市場における規制緩和政策が，そうした企業行動を支えたといってよい。

ミッテラン政権により推進されてきた資本市場政策は，1986～88年の2年間にわたり継続した「左翼」の大統領と「保守」の内閣（シラク首相）が共存する「保革共存政権」のもとでさらに大きな前進をとげた。86年11月以降，80年代初頭の社会党内閣により国有化された企業の「再民営化」が実施されたこともあって，株式発行が一気に増勢に転じたことが，それである。前掲図表1および5に示されるように，80年代に入り企業部門の株式発行はしだいに増加しているが，国公営企業の政府保有株式の売出が実施された86～87年はとくに著しい額が発行されている。しかも，ここでは詳述しないが，企業債券（社債）の少なからぬ部分が転換社債や新株引受権付社債であるという事実を考慮すれば，フランスの企業部門のエクイティファイナンスは見掛けよりもはるかに大きいのである。

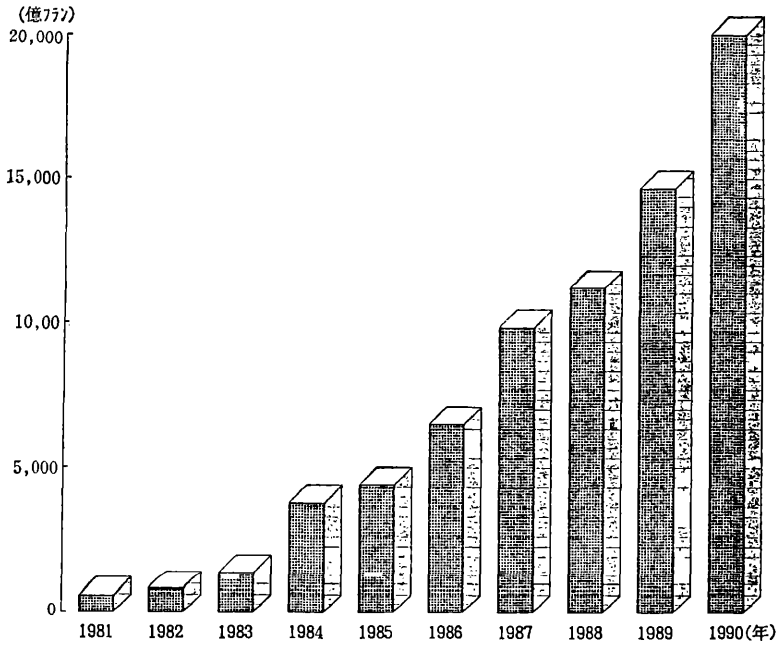
たしかに，取引所上場企業数や株式時価総額の対 GDP（国民総生産）比では英国がフランスの3倍にのぼり欧州諸国をリードしているものの，フランスは株式発行による資金調達では英国やドイツを上回っている。しかも，パリ証券取引所の公式市場上場企業にとどまらず，83年に創設された「第2部市場」の飛躍的な発展に示されるように，中堅企業にまでエクイティファイナンスの範囲が拡大している。それは企業部門が金融機関からの借入に過度に依存する資金調達――J・ヒックス（Hicks, 1974）のいわゆる「貸越経済（overdraft economy）」から脱却し，「自主経済（auto-economy）」への転換が急速に進展していることを示している。

以上とともに注目すべき点は，投資信託（organisme de placement collectif en valeurs mobilières: OPCVM）の急成長である。投資信託市場については，1960年代の「ロラン委員会報告」の提言にもとづいて，従来のクローズ型投資信託（Société d'Investissement à Capital Fixe: SICAF）のほか，オープンエンド会社型投資信託（Société d'Investissement à Capital Variable: SICAV）を創設し，家計貯蓄の資本市場への誘導をはかることとしたが，戦後インフレの高進とフラン価値の減価があい

ついだことから，家計や企業のなかには高リスクの証券貯蓄を敬遠し，流動性の高い銀行や貯蓄金庫等への預貯金を選好する傾向が強く，目立った成果をあげるにはいたらなかった。しかし，ミッテラン政権下の国債増発や企業の資本増強政策を実現するには，大規模な貯蓄の国債や企業証券への誘導が不可欠であり，そのための受け皿として投資信託を積極的に活用する政策がうちだされたのである。ミッテラン政権は，前政権末期の1978年に成立した株式投資信託投資に係る税制優遇措置を内容とする，いわゆる「モノリー法（Loi Monory)」を延長しただけでなく，81年9月には，米国の短期金融資産投資信託（MMMF）をモデルとした会社型短期投信（SICAV Court-Terme：短期SICAV)，契約型短期投信（Fonds Commun de Placement Court-Terme：短期 FCP）の売出を認可した。短期投信は，ド・ボワシュー（de Boissieu, 1988）のいうように，フランスにおける「金融革新のプロットタイプ」とみることができる。(9)

投資信託は1980年代以降，金利選好を強める家計部門はもとより，景気見通しの不透明さから設備投資を手控え，有価証券投資を増強しようとする企業部門を中心に購入され，多大の成功をおさ

図表 6　フランスにおける投資信託資産残高の推移



注：1.　残高はいずれも会社型ファンド（SICAV）および契約型ファンドの合計。
　　2.　ファンドには株式型，債券型のほかに，短期金融資産型（短期 SICAV，短期 FCP）を含む。
出所：*Europerformance* より作成。

注（9）　ド・ボワシューは，「金融革新」論のパイオニア・ワーカーであるW・シルバー（Silber, 1975, 1983）の「制約誘導金融革新仮説」に拠りつつも，公権力のマクロ決定を重視した独自の「公共的金融革新（innovation financière publique)」モデルをもってフランスの金融改革を分析している。本稿では，かれの理論モデルに負うところが多い。なお，この点については，中川（1989 b）を参照されたい。

めた。81年にはたかだか1,000億フランにすぎなかった投信資産残高は90年には2兆フランと，この10年間に約20倍に急拡大している（図表6)。ちなみに，フランスはＥＣ投信市場の実に5割近くを占め，英国（約20%)，ドイツ（約15%）を大きく上回っている（89年実績)。

V　証券化の進展と金融機関経営の変容

1980年代，フランスの金融市場はまず国債，ついで企業証券へと発展の機軸を広げ，文字どおり市場構造の転換を経験し，また主要な担い手である銀行・証券界全体はその様相を著しく変え，ともにドラスティックな変容のプロセスにある。その最大のポイントは，銀行その他金融機関の資本市場業務への関与が増加したことである。国債売買については，銀行を主体とした国債プライマリー・ディーラー制度の導入により，3大銀行を中心に国債取扱高が急増し，国債流通市場の主役は，証券ブローカーから銀行ディーラーへと完全に交代した。また，株式についても，ドゴール政権下で国有化されたソシエテ・ジェネラル銀行を含む国公営企業の政府保有株式の売却（民営化）により市場が急拡大をとげるなか，機関投資家を対象とする大口売買を中心に銀行の取扱額が増加しているといわれる。このような資本市場の発展は，既述の市場規制の緩和や市場メカニズムにもとづく適合性の高いルールの確立とならんで，金融非仲介の進展に対応した銀行の証券業務進出が少なからず貢献しているといってよく，このことが銀行制度だけでなく，新たな資本市場制度の導入を提唱する土壌ともなっていた。

もちろん，ミッテラン政権が当初よりそうした方向での改革を意図していたわけではない。銀行国有化政策や伝統的な管理・規制手段の温存（金利・貸出規制や為替管理の強化など）に示されるように，初期においてはむしろドゴール時代を彷彿とさせるような金融市場における政府の発言力の維持・強化を試みたのである。それというのも，フランスの金融界はドゴール時代から「もっとも過保護な業界」であり，3大銀行を頂点とする寡占協調的な行動の支配する，きわめて非競争的な業務分野であり，したがって，ミッテラン政権に対しても“非協力的”と映ったからである。それは欧州左翼に特有の「反金融資本イデオロギー」にもとづく金融界への抜きがたい不信感のあらわれといい換えてもよい。(10)

実際，フランスの銀行市場は大手銀行を中心に構成され，とくに3大銀行は国内に広く張りめぐらされた支店網，預金や貸出の面で他を圧倒する市場シェアを有してきた。この傾向は，ミッテラン政権初期の“社会主義”的政策にもかかわらず不変である。たとえば，図表7は1987年末のフランス銀行市場の構造を示したものであるが，商業銀行の数は金融機関全体（ノンバンクを含む）のわずか2割弱にすぎないが，支店数で37%，資産額では過半の55%を占め，1行あたりの資産額では

注（10）仏紙『ルモンド』が銀行法改正案の提出にさいして「金融政策の決定権を〔大手銀行の親玉である〕“反動的なフランス銀行”から経済財政省に取り戻すミッテラン政権の試み」（*Le Monde* du 2 février 1984）と評したのは適切である。大手銀行は実際，金融改革に対しても既得権益を喪失しかねないことから好意的ではなかった。なお，当時の銀行制度の問題点については Pastré（1985）が詳しい。

図表 7　フランスとドイツの銀行市場構造比較（1987年末）

	フランス				ドイツ（旧西ドイツ）			
	機関数(a)	支店数(b)	資産額(c)	(c)/(a)*	機関数(a)	支店数(b)	資産額(c)	(c)/(a)*
銀行全体（ノンバンクをふくむ）								
				(億ドル)				(億ドル)
商業銀行	19%	37%	55%	22	8%	16%	25%	4
貯蓄銀行	18	16	8	4	12	39	19	7
信用組合	9	41	17	14	78	43	17	1
ジーロ・システム	1	1	1	1	1	1	17	127
抵当銀行	52	4	11	2	1	1	14	74
特殊銀行	1	1	8	43	1	0	8	1
銀行（ノンバンクをのぞく）								
国内銀行				(億ドル)				(億ドル)
・大手銀行	1%	56%	38%	817	2%	44%	34%	566
・地方銀行他	55	38	39	12	43	41	44	14
・特殊銀行	5	1	5	18	25	6	5	3
外国銀行	39	5	18	8	30	9	17	8

*は1行あたりの資産額。

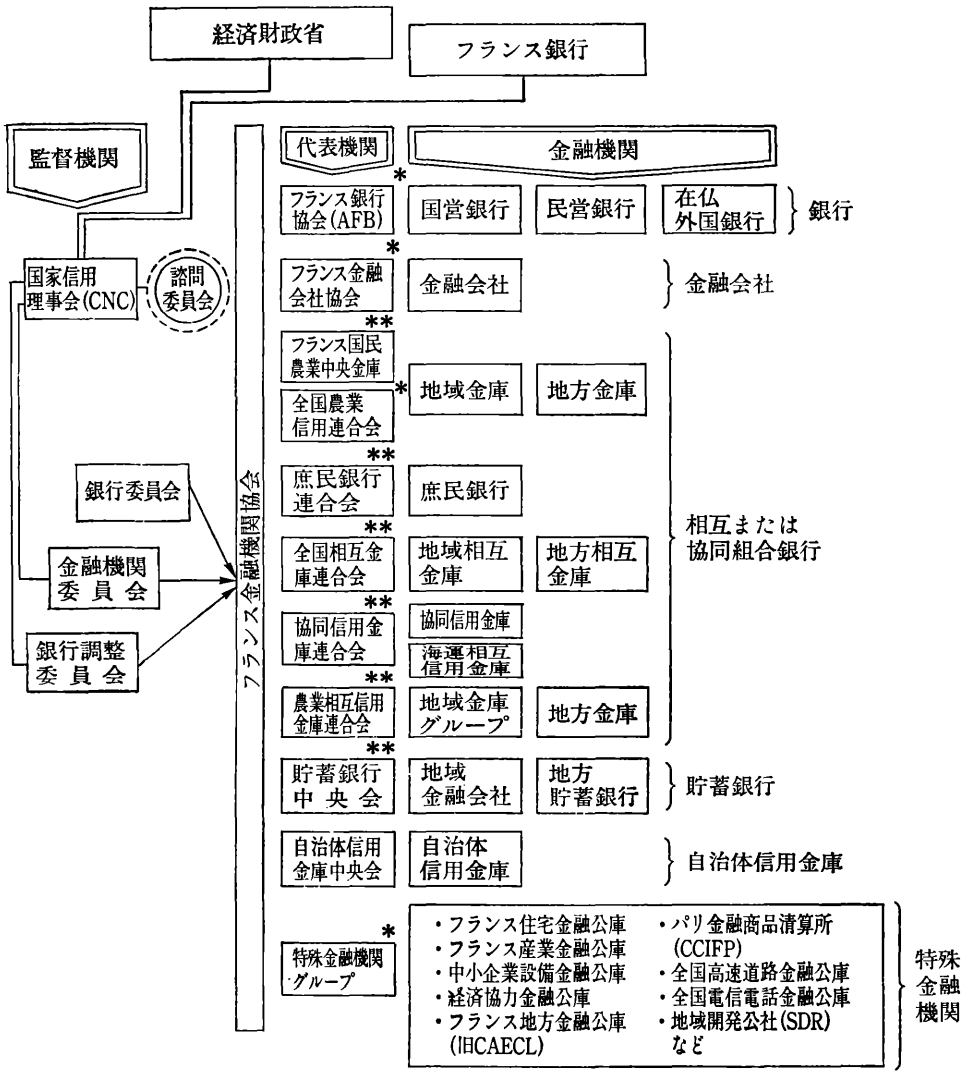
注：「特殊銀行」は特別法により設立された金融機関，政府系特殊金融機関など。
出所：European Banking Federation 資料より作成。

22億ドルと，政府系の特殊金融機関をのぞけば，貯蓄銀行や信用組合を大きく引き離している。これを3大銀行にパリバ銀行，インドスエズ銀行，フランス商業銀行（Crédit Commercial de France: CCF）等を加えた大手銀行に限ってみると，支店数で56%，資産額では38%を占め，しかも1行あたりの資産額では実に817億ドルにもなる。この点，寡占色の濃いといわれるドイツ（旧西ドイツ）と比較しても，フランスの銀行市場は大手市中銀行への集中度がより高いことがわかる。

ミッテラン政権の政策スタンスを転換させたのは，証券発行・流通の急増にともなう金融市場構造の変容であり，そうした変容をさらに推し進める必要に迫られた結果でもある。その条件整備として実施されたものとして，第1に，1984年の銀行法の改正をあげなくてはならない。既述のように，戦後の銀行法は預金銀行など一部に適用されたにすぎず，預金量や貸出量で優位に立つ貯蓄金庫や，政府系の特殊金融機関などはそれぞれ別の法律にもとづき経営しており，規制・監督権もおよばなかった。新銀行法の骨子は，①全銀行を対象とし，これに属するすべての機関，組織を「金融機関」と定義し，規制・監督体制を統一する，②新たな規制・監督機関として「銀行調整委員会（Commission de la Régulation Bancaire)」，「銀行委員会（Commission Bancaire)」等を設置して，銀行経営の健全化および預金者保護の強化をはかる，③国家信用理事会の諮問機関への転換などである。この結果，特殊金融機関を除き，従来の業務区分は撤廃されることとなった（図表 8)。

また，新銀行の施行とあわせて導入された新貸出準備制度，最低資本金制度により，銀行の経営基盤の強化をはかるとともに，預金金利規制の漸進的な緩和をふくむ金利自由化[11]や，インターバンク市場の銀行市場への純化とオープン・マーケットの創設，中央銀行のオペレーションの活用など，上記の「ウォルムセール報告」の提言した金利メカニズムや市場メカニズムを重視した金融調節が，

図表 8　新銀行法下のフランスの金融制度



注：1.　*は業界団体，**は系統上位団体を示す。ただし，「地域開発公社（SDR)」は特殊銀行グループに属さず，SDR の中央機構が代表団体である。

2.　「貯蓄銀行」は，新銀行法により銀行ステータスを有する金融機関となった。

出所：Nivollet, A.（sous la dir. de）(1986) *Les Systèmes Financiers* (Paris: La Documentation Française）より引用。ただし，一部修正。

注（11）　社会党内閣は国債消化政策の一環として，1981年９月に定期預金の金利規制の範囲を拡大するなど総じて金利規制を強化してきた。しかし，国債をはじめ公社債流通市場の拡大はそれ自体が自由金利市場の成長を意味し，またＣＤ，ＣＰといった自由金利商品の創設とそれらを組み入れた投資信託の拡大は，結果として金利規制を無力化し，89～90年にかけて金利規制は全廃された。ただし，要求払い預金（dépôt à vue）の付利禁止は見直しが持ち越された。もともと，これは1967年に個人の振出す小切手に係る銀行手数料の無料化と引換えに導入された措置であり，おりからのインフレ基調のもとでその主因となるマネーサプライ管理の強化策と密接に関連していたが，現在，廃止が検討されている。

この時期にいたってようやく完成したのである（中川，1990 b）。

第2は，1988年1月の証券市場改革に関する法律の施行により，銀行による証券業務に関する規制が大幅に改善されたことである。この結果，銀行と証券（証券ブローカー）の資格分離を前提とする証券売買制度，証券取引所会員制度が崩れ，会員制度の枠組みを当面のこしながらも，銀行など非会員業者による会員証券ブローカー会社への資本参加ないし買収が認められた。同法では，旧公認仲買人に対しては銀行の資本参加をうけずに独立系業者として存続する道をのこし，その場合には，短期金融市場業務，投資銀行業務などを営むことを可能としたが，しかし大部分は内外の銀行などに買収されており，現在，名実ともに新しいタイプの金融業者――フランス型総合金融機関が数多く誕生している（中川，1989 a，1990 b）。そして92年からは証券業者の証券取引独占が廃止され，銀行などは直接，証券会社を設立して証券流通市場に参入することが可能となる。

これらの制度改正はいずれも，金融の「証券化」というフランスの金融構造の変化に対応した規制体系やその枠組みの見直し政策といってよい。それにより，証券市場はより一段の発展をとげただけでなく，銀行その他金融機関の経営内容をも大きく変えた。その目安のひとつが，銀行の収益に占める手数料収入の増加である。1980年代前半まで，フランスの銀行の資産はインターバンク・ローンを含む貸出債権が大部分を占め，それが収益の柱をなし，手数料収入の比率は1980～84年平均わずか15%にすぎなかった。しかし，手数料収入の比率は87年には25%へと上昇し，その後も漸増傾向にある。もとより，そのすべてが証券業務からの手数料収入というわけではないが，同じ時期に金融非仲介や銀行の証券売買業務が急増していることからみて，証券化の進展が銀行の収益構造の変化に少なからず貢献しているとみられる。しかも為替管理の緩和や金融新商品の登場などにより，いわゆる“オフ・バランス”取引（バックアップ・ライン，信用保証，スワップ，先物・オプションなど）も急増し，銀行収益に占める非利子収入の比率も80年後半には30%（80年，20%）近くまで上昇している（Szymczack, 1990）。これらは証券化に直接・間接に促されたとみることが可能であり，実際の銀行収益に占める「証券化効果」は大きいといってよい。

さらに，証券化の波は，銀行のバランス・シート管理や財務戦略にまで押し寄せつつある。1988年12月の「証券化法」により，米国の資産担保証券をモデルとした「債権合同ファンド（Fonds Communs de Créance: FCC）」の創設が決定されたことが，それである。これは直接的には，金融機関経営の健全化のために国際決済銀行（BIS）やＥＣによって提起された自己資本比率ルールに対応した措置であり，銀行は増資を行う一方で，資産規模を圧縮することを要請されたのである。保有債権の売却はその有効な方策のひとつとなるが，他の欧米諸国の銀行に比較して，自己資本比率の低いフランスの銀行にとっては，その向上は喫緊かつ不可避の課題となっていた。それと同時に，銀行は保有債権の流動化により得た資金を再度融資業務に充てることになるため，調達コストの低下などをつうじて銀行経営の効率性を高め，ひいては経済全体の調達コストの低下に寄与する。それゆえ貸出債権の証券化は銀行よりもむしろ政策当局の要請によってスタートしたのである。

FCC は1990年3月，クレディ・リヨネ銀行の発行した“CL-FCC 90-1”（総額10億フラン）を皮

切りにこれまで10銘柄近くが売出されている。現行の FCC には売出対象債権が2年以上とされるなどの制約から，市場規模は米国や英国に比べなお小さいといってよい。証券化の波は銀行経営のあり方をゆっくりではあるが，しかし確実に変えつつある。

VI 金融改革の国際的関連

以上みてきたように，フランスの金融改革は，基本的には1980年代の国債大量発行・大量流通をきっかけとし，国債市場をめぐる政策展開が金融・資本市場制度の根底的な見直しに発展していった。この点で，金融改革の問題はさしあたり国内の経済金融情勢に起因するといってよい。しかしながらその展開にあたっては国際金融情勢，とくに80年代後半のＥＣ金融市場の統合作業の影響をうけ，それが従来の金融制度の内部的な諸問題を一挙に顕在化させ，場合によっては改革を制約し，政策当局に苦しい対応を余儀なくすると同時に，統一市場のプロセスにおいてＥＣ域内諸国の動きを積極的に受入れ，これを国内の政策運営と関連させることによって改革に弾みをつけるといった側面もあった。

フランスはもとよりＥＣの主要構成要素であり，国内の政策が域内関係に制約されることは多分にある。その好例がミッテラン政権の景気政策からの転換であり，そうした政策の失敗の結果として引き起こされた記録的な貿易収支の悪化，あいつぐフラン切下げなどが，ドイツをはじめ域内諸国のフランスの政策運営にたいする不信感を増大させ，それが政策転換の契機となったことは，周知の事実である (Petit, 1989)。

しかし，ここでより重要なことは，フランスが1980年代に入って顕著となった国際的な取引の拡大にともなう内外資金移動や金利変動の増大，さらには諸外国との競争の激化など，外部からの予想しがたい圧力にさらされるようになり，そうした状況のもとで金融改革を推し進めざるをえなくなったことである。それはたんにフランスが「弱い通貨国」であり，国際的な対応については，ドイツなど「強い通貨国」と異なりつねにキャピタル・フライトの危険性がつきまとったというだけではない。より直接的には英国の証券市場改革，いわゆる“ビッグバン (Big Bang)”の影響であり，それが資本市場の育成を柱とする金融市場の改革作業にとって大きな衝撃となったのである。たしかに，フランスでは当初から英国を多分に意識して金融改革が行われてきた。英国市場の進んだ制度や慣習を多かれ少なかれ輸入する必要性を感じていたこともさることながら，取引規制の緩い英国市場に国内の金融・資本取引が流出する懸念があったからである。

実際，フランスの債券は従来から国内の厳しい規制を回避するためにロンドンで取引されてきたし，MATIF 創設以前からフランス国債を対象とした先物取引が英国系業者間でかなりの程度行われていたという。株式売買に関しても同様であり，とくにビッグバン後はロンドン証券取引所の外国株式取引システム (SEAQ International) をつうじた英国市場への流出に拍車がかかり，その売買高はパリ証券取引所の出来高の2～3割，しかもこれを活発銘柄上位10銘柄に限ると実に4割とも

5割ともいわれる。こうした状況を放置するなら，ミッテラン政権のもとでまがりなりにも進められてきた金融改革への努力が無意味となるだけでなく，市場としての生き残りさえ危ういことは目にみえていた。この意味で，競争制限的な国内金融システムの改革は不可避であり，英国市場にキャッチ・アップすることが必要となったのである。

もっとも，フランスの改革がたんに英国などの動きに対する状況追認的な消極的対応に終始したというわけではない。むしろ，上記の「ドートレム報告」や，「ベレゴボワ白書」にみられるように，より積極的な対応を意図してたと考えられる。すなわち，フランスの金融改革なり近代化は「産業近代化」のための政策の一環をなしており，金融業がそのサービスの向上によって国内産業，ひいては経済全体の効率化に寄与すれば，その消長は広い意味で「産業政策（politique industrielle）」の視野に入ってしかるべきであり，国内市場の空洞化を回避し，逆にパリ市場の国際金融センターとしての地位を向上するという明確な政策的意図が，それである。それはまた英国のビッグバン計画の発表と相前後する85年の「ＥＣ域内市場完成に関する白書」（いわゆる“コーフィールド白書”）の公表をきっかけとするＥＣ市場統合への動きによってますます強まっていた。事実，これまでみてきたように，矢継ぎ早の改革により，英国などに比較して立ち遅れたフランス金融・資本市場はその様相を一変させるのにある程度まで成功したといってよい。それは文字どおりフランス版“ビッグバン（France's Big Bang）”と呼ぶにふさわしい変革であった。

フランスの国際的な対応は，パリ市場の地位を高める戦略的な役割をあたえられた国債市場を軸に進められた。その端緒は1984年の非居住者保有のフランス債券に係る利子課税の廃止であり，これをきっかけに資本市場をつうずる内外資本交流が活発化するにしたがい，もっとも規制的な分野とされてきた国際的取引に関しても規制緩和が注意深く漸進的に実施されてきた。そして政府は90年3月，欧州経済・通貨同盟（EMU）創設の第1段階のスタート（90年7月）をまたずに，いわゆる「1968年5月革命」以来，厳格に維持されてきた為替管理政策の全廃を決定し，域内資本移動の完全自由化が達成されるにいたった。さらに，EMU をめぐる域内政策の動きに関連して，フランスはこれまでの ECU（欧州通貨単位）債市場における実績を背景に，ECU 建てフランス国債（ECU denominated French OAT）の発行，ECU 長期債先物の MATIF 上場をつうじて，この分野で競合する英国に対する優位性を一挙に確立しようとしていることも見逃してはならないであろう。というのも，それが自国の政策展開を対ＥＣ政策，とくに域内統一金融市場のあり方と関わらしめた，すぐれて特殊フランス的な対応の一面をあらわしているからであり，この点にフランスの金融改革のあり方の特徴のひとつをみることができる（中川，1989ｃ，1990ａ）。

Ⅶ　結びにかえて

これまで，フランスの金融市場の改革の動きとその背景にある事情について分析してきた。そして，この改革がフランスをめぐる国際金融・経済環境の変化，とくにＥＣ単一金融市場の創設への

動きと関連させながら，それがどのようなかたちで影響し，金融・資本市場の変革を促したかということをみてきた。

1980年代の内外の金融経済環境の変化に対応するものとして緩慢なスタートをきったフランスの金融改革政策は，ミッテラン政権の景気刺激政策の実施と失敗の結果としての国債大量発行・残高累増を契機とする金融構造の変化を反映して一挙に加速度をました。それによって，国債市場において市場原理にもとづく適合性の高いルールの確立が要請されるとともに，その影響が金融市場制度全般に波及するというプロセスを経たのである。しかもその過程で，ＥＣ市場統合，単一金融市場の創設という外的な要因がつけ加わり，フランス自身，資金力のある銀行を軸に金融・資本市場の再編成を達成し，またそうすることによってパリ市場の競争力を高め，国際金融センターとしての地位を向上させようとしてきた。それがまたフランスにとっては「総合銀行」化を志向せざるをえない土壌ともなっていたのである。この結果，フランスの金融・資本市場において維持されていた直接的な信用統制は急速にその政策的重要性を喪失し，大筋として競争原理や市場メカニズムを前提とする市場運営が行われるようになり，資金調達・運用面での効率性は向上したと評価できよう。そして現在，ＥＣ単一金融市場の創設に必要な「第２次銀行指令」や「投資業務指令」などの諸法規が整備されるにしたがい，国内市場制度や金融機関の業容の見直し作業はより一層ペースアップすると考えられる。

もちろん，フランスの金融制度改革は完成されたわけではないし，そのなかにはなお過渡的要素も少なくない。なかでも，フランスの資本市場制度の大きな特徴のひとつである証券売買の証券取引所への「市場集中主義」は，現在，すでにこれを放棄している英国から厳しい挑戦をうけている。フランスでは，銀行などの場外での取次や業者間取引を容認しつつも，これを取引所に報告させ，取引所取引として統合することによって，取引を監視し，投資家保護を確保するとしている。それは従来，資本市場の「典型」とされたアングロ・サクソン型とは異なる「フランス型」の資本市場の模索といってよい。しかし英国はこれに真っ向から反対し，業者の店頭でのマーケット・メークを主体とする市場システムの採用を主張し，両者は激しく対立している。その成り行きいかんでは，フランスが自国のシステムを再度見直さざるをえなくなる可能性さえある（Humphreys, 1990, 中川, 1990 a）。

金融機関のあり方に関しても同様である。とりわけ，フランス特有の事情として指摘しなくてはならないのは国営銀行の問題である。現在，株式発行によって自己資本を増強できない国営銀行について，その増強を目的として資金力のある企業や生命保険との提携が模索されている。とくに後者は「バンカシュランス（bancassurance）」と称され，新しい銀行業務のあり方をめざすものとして注目を集めているが，それが新しい金融機関のあり方として定着し，経営が軌道に乗るかどうかはなお時間を要するといわざるをえない（Boucher, 1990）。そしてそもそも，名実ともに銀行・証券業務を兼営する銀行経営のあり方とはどのようなものであり，それが既存の金融制度にどのようにはね返り，どのような制度的な変質を引き起こすかということが，遠からず問われることになろう。

さらに，これに関連して留意すべきことは，フランスの金融改革が，イタリア，スペインといっ

た歴史的にみてフランスに近い金融制度を採用してきた大陸諸国の改革モデルとなっているという点である。この意味で，今日，ＥＣ市場統合の動きによって一挙に加速されたフランスの金融改革は，ひとりフランスの問題にとどまらず，広く城内諸国の金融・資本市場，金融機関の経営の行方を占ううえでも欠くことのできない，いわば「壮大な実験」となろうとしているといって過言ではないのである。

＜参考文献＞

Boissieu, C. de (1988) "Lessons from the French Experience as Compared with Some Other OECD Countries", in M. De Cecco (ed.), *Changing Money: Financial Innovations in Developed Countries* (Oxford: Basil Blackwell).

Boucher, E. Le (1990) "La Restauration du Capitalisme Français", *Le Monde* des 19 et 20 avril.

Burgard, J.-J. (1989) *La Banque en France* (Paris: Dalloz). 2e édition.

Choinel, A. et Rouyer, G. (1988) *Système Bancaire Français* (Paris: P. U. F.). 4e édition.

林　雄二郎編 (1967)『フランス経済の現実と展望』(東洋経済新報社刊)。

Hicks, J. (1974) *The Crisis in Keynesian Economics* (Oxford: Basil Blackwell).

Humphreys, G. (1990) "Rethinking the Revolution", *Euromoney*, May.

貝塚啓明 (1985)「イギリスの金融構造と金融自由化—その歴史的背景と今後の展望—」,『金融』, 5月。

公社債引受協会編 (1991)『欧米証券化商品市場調査団報告書』(公社債引受協会刊)。

Métais, J. et Szymczak, Ph. (1986) *Les Mutations du Système Financier Français: Innovations et Déréglementations* (Paris: La Documentation Française).

中川辰洋 (1989 a)「フランス証券市場改革の現状」(第29回証券経済学会全国大会報告要旨。1988年6月18日，於日本大学),『証券経済学会年報』第27号, 7月。

中川辰洋 (1989 b)「フランス金融革新の理論と実証—ボワシューの所説を中心にして」,『証券経済』第169号, 9月 (後に，中川辰洋 (1989 c) に転載)。

中川辰洋 (1989 c)『フランス国債市場の変貌と金融革新』(資本市場研究会刊)。

中川辰洋 (1990 a)「欧州資本市場の変貌と新展開」No. 1～9,『金融ジャーナル』, 4月～12月。

中川辰洋 (1990 b)「欧州における金融改革の現状と展望—フランスの＜総合化＞を中心に—」, 吉野昌甫監修『金融のリストラクチャリング』(経済法令研究会刊)。

O. E. C. D. (1974) *Monetary Policy in France* (Paris: O. E. C. D.).

Pastré, O. (1985) *La Modernisation des Banques Françaises*-Rapport Pastré (Paris: La Documentation Française).

Petit, P. (1989) "Expansionary Policies in a Restrictive World: the Case of France", in P. Guerrieri and P. Padoan (eds) *The Political Economy of European Integration: States, Markets and Institutions* (London: Harvester).

Shonfield, A. (1965) *Modern Capitalism* (Oxford: Oxford University Press). 海老沢他訳『現代資本主義』(オックスフォード大学出版局刊)。

Silber, W. (ed.) (1975) *The Financial Innovation* (Lexington, Mass.: DC Heath).

Silber, W. (1983) "The Process of Financial Innovation", *American Economic Review*, May.

Szymczak, Ph. (1990) "Bank Profitability in France", in Ch. de Boussieu (ed.) (1990) *Banking in France* (London: Routledge).

(㈳公社債引受協会調査部調査役)