

# EU における金融規制策の新展開

尾 上 修 悟

## 1. はじめに

サブプライム危機から始まったグローバル金融危機は今日、先進諸国では実体面での経済危機に、さらに EU 諸国では財政危機から国家破綻危機（ソブリン・リスク）へと、その様相を変化させ、また深化させている。このような、言わば複合的危機の状態からいかに脱出し、かつまた、今後のさらなる危機を阻止するためにはどうすればよいか。一般的には、そのための対策として、資金面の金融支援策が直ちに思い浮かぶ。ただし、それがより長期的で構造的なものに転換しない限りは、そのような政策は、対症療法的な側面を免れられない。他方で、より根本的には、金融危機を生じさせないための防止策を考える必要がある。実は現在、この防止策は金融規制策として、EU 諸国を中心に、政府を軸とした公的機関により積極的に検討され、また実行されている。

これまで、金融システムの規制に関しては、市場を通して行う間接的なものが支配的であった。それは、アングロ・サクソン諸国により主張された。そこでは、国家の介入は、市場機能を損なうものとみなされ、極力回避されてきた。しかし今日、もはや、そのような間接的方法で危機から脱出できないことは明白となった。最も強力に市場主義を貫いてきた米国でさえ、B. オバマ（Obama）政権の下で、金融安定化のための公的な規制策が一挙に打ち出されたことは、その証左であろう<sup>(1)</sup>。ここにきて、金融システムの安定化と健全化に果す国家の役割が急速に高まりつつある。この国家をつうじた直接的方法による規制が、ようやく市民権を得た。そして、このような方法を主導してきたのは、実は、フランスとドイツを中心とする EU 諸国であった。米国と並ぶア

ングロ・サクソン諸国の代表国であるイギリスも、この傾向に逆らうことはできなかった。この点は、現在の南欧諸国に見られるソブリン・リスクに直面して、ますますはっきりと表されている。そこでは、金融システムの公的規制策に関するヨーロッパン・モデルが作り出されている、と言っても過言ではない。

ところで、このEU主導の金融規制策の面で、つねに最も強く提唱してきたのはフランスであった。それはすでに、1987年の米国発バブル崩壊から始まった。その後フランス銀行は、危機再発を防ぐための政策を続々と提示する。欧州通貨システムの危機に際しても、フランスの銀行委員会が中心となって、銀行経営健全化のための策を表明している。そして今回のサブプライム危機について見れば、フランス銀行は、危機の最中とその後、2冊の研究調査書を公刊している<sup>(2)</sup>。このように、フランス政府は、フランス銀行や銀行委員会を通して、システミック・リスクを阻止するための公的な政策を探求し表明してきた。その点で、金融システムの公的規制をめぐるヨーロッパン・モデルは、まさにフランスのアイデアに基づく。さらに留意すべき点は、フランスでは、そのような政策が、単に政府発動によるものだけでなく、数多くの研究者によっても提案されてきた、と言う点であろう。それらの案は、フランスで最も有力な金融研究誌や、著名な研究者から成るエコノミストのサークルによる書物などで表された<sup>(3)</sup>。

以上の点を踏まえながら、本稿では、今日の複合的危機から脱出するための、そして今後の危機を防止するための、金融規制策に関して、フランスでの議論を整理しながら検討することにした。

## 2. 金融規制の必要性

今回の危機は、金融システムの公的管理を推進したと同時に、その公的な規制の動きをグローバルな規模で一層強めた。そこには、金融規制を促す必然的な根拠がある。フランスを代表する国際金融研究者の1人であるパリ・ノール（Nord）大学教授のD. プリオン（Plihon）は、このグローバル金融危機が、一方で、少数の銀行と投資ファンド（とくにヘッジファンド）によるリスクの異

常な集中により、他方では、金融の主たるアクター（格付け会社、中央銀行、並びに監督当局）の大被害に対する盲目性により生じた、と簡潔に総括している<sup>(4)</sup>。そして、この大危機により、グローバル金融システムが崩壊すると共に、それに対する信認が喪失してしまった<sup>(5)</sup>。そうだとすれば、まずなすべき事は、そうしたシステムを再び健全なものとし、それへの信認を取り戻す事であろう。そのための1つの重要な作業として、金融規制が位置付けられねばならない。

振り返れば簡単にわかるように、これまでの金融システムは、先進諸国を中心として、あまりに野放しにされ過ぎてきた。その中には、公的当局の権限が全く及ばない非規制的部分も含まれていた。ヘッジファンドやオフショア・センターは、その代表的なケースである。かれらはまさしく、「規制のブラック・ホール」<sup>(6)</sup>とさえ呼ばれる所に安住し、やりたい放題に発展した。かれらは、何の制約も受けないという条件の下で、ルールとモラルを無視する行為を続けてきた。今回の危機が、かれらのそのような無謀な行動で煽られたことはもはや否定できない。であればこそ、かれらのコントロールが1つの重要課題となる。その意味で、危機は、よりよい規制と監督を考えるためのレッスンを与えた。

他方で、今日でもなお依然として、多くの論者や金融アクターが、危機は規制の欠如から生れたのではない、という考えを支持している<sup>(7)</sup>。この考えは、裏を返せば、規制があれば危機は防げるということはない、という点を意味する。そこでは、規制は、形式論理的には危機防止のための十分条件として捉えられる。果して、このような発想は正しいであろうか。それは、突き詰めて言えば、規制しても無駄である、という考えに行き着く。しかし、ここで銘記すべき点は、我々が金融システムに対する信認を回復するためには、むしろ逆に、そのように考えては絶対にならない、という点であろう。少なくとも、金融システムに参入するアクターが決して行ってはならないことがあり、それは、ルールとモラルに基づく。だからこそ、それらを遵守させるための法制的かつ因習的なコントロールが必要とされる。すなわち、そこでは、規制は、危機を防ぐための必要条件として位置付けられる。野放しの、それこそ「野蛮な自由主義 (libéralisme sauvage)」は、ここではっきりと断罪されねばならない。

実は、金融の自由化を最も強力に押し進めてきたアングロ・サクソン諸国で

さえも、ロンドンで開かれた第2回 G20を皮切りに、基本的に金融規制の方針を受け入れる姿勢を示した<sup>(8)</sup>。この点は、米国においてさえもはっきりと読みとることができる。オバマ大統領は、自由化の道のイデオロギーに終止符を打ち、質の高い金融規制を優先する必要がある、と宣言した<sup>(9)</sup>。オバマの願いとす改革は、諸機関の投機的操作の制限を狙いとした。彼は議会で、今回の規制が、「1930年代以来最も広範な金融規制改革」になることを訴えている<sup>(10)</sup>。それはまた、米国民の抱いている怒りの気持ちに答えようとするものであった。

一方、行き過ぎた規制で、金融システムの円滑な運営が妨げられてはならない、とする考えも根強くある。その際に、危機が、厳しい規制を設けるための口実になってはならない、と結論付けられる<sup>(11)</sup>。しかし実際には、規制の不足するリスクと、行き過ぎた規制のリスクとを分かち幅は極めて狭いのではないか。以上より冷静に考えただけでも、金融システムに対するコントロールの正当性をもはや疑うことはできない。このような視点に立ちながら、我々は、金融システムの公的機関による規制の具体的中味を、様々な観点から検討することにしたい。

### 3. ミクロ・プルーデンシャル規制の改革

銀行を中心とする金融機関の行動に対するミクロ・プルーデンシャルな規制は、今回の危機により間違いなく強化された。以下では、まず、報酬システムの改革と会計規則の改革について見ることにしたい。

#### 3.1. 報酬システムの改革

銀行の報酬システムの改革はこれまで、とくにフランスの提唱の下で進められてきた。そして、米国ピッツバーグでの第3回 G20において、銀行の報酬を金融の安定と両立させることを保証する規制が、諸政府の間で合意された<sup>(12)</sup>。そこでは、報酬に関するガバナンスが必要であるとする原則が設けられた。金融安定委員会は、この原則に基づき、重要な金融機関は、報酬システムの規定に責任を持った報酬委員会を作る必要がある、と定めた。かれらの用いた基

準は、長期で、かつまた過度のリスクを取ることなしに価値を生み出すことに対して報酬を払う、というものであった。とくに注意すべき点として、次の点が挙げられる。それらは第1に、複数年に渡って保証されたボーナスを避けること、第2に、統治者と個人の報酬を成果とリスクに一致させること、第3に、情報の公開をとおして、企業の報酬の成果と構造を透明にすること、そして第4に、報酬政策を監視する報酬委員会が、独立した方法で活動できるのを保証すること、として示された。

ところで、金融安定委員会は、以上のような基準を監視する必要がある。そのために3つの原則が設けられた。第1に、健全な管理の原則。これは、リスクをよく考慮するために必要とされる。第2に、透明性を増す原則。当委員会は、金融機関に対し、執酬に関する年次報告の発刊を義務づける。そして第3に、厳格な監視の原則。金融機関が、これらの基準を尊重しない場合には、金融監督の迅速な是正が求められる。国際的レベルで交渉されたこれらの規則の制定は、実は、ヨーロッパ諸国で最も進んでいる。事実、フランス、ドイツ、イギリス、並びにオランダの主要国は、すでに国内の法において、新しい規則の導入を試みた。その背後に、フランスを中心としたヨーロッパの中で、法外な報酬が金融リスクを煽り立てる、という認識がある。

### 3.2. 会計規則の改革

他方で、企業の会計原則の見直しも、危機を防ぐためのマイクロ・プルーデンスル規制の重要な改革であった。今日、企業の会計基準は、国際会計基準委員会（International accounting standards board, IASB）の作成した報告に基づいている。これはもちろん、EUの企業にも適用される。同時に、一般的に受け入れられた会計原則も設定された。しかし、それらの基準や原則は、金融市場が混乱する中で、その不十分さを露呈した。それらの不十分さは、以下のような点に現れた<sup>(13)</sup>。第1に、信用リスクを過小評価したこと、第2に、公正価値（fair value）での価値評価が、非流動化する市場で取引される金融手段の実質的価値と分断したこと、第3に、金融商品をあまりに複雑に分類したこと、第4に、容易に会計可能として扱われる証券化に大きく依存したこと、そして第

5に、諸基準が分断されたことにより、銀行間の競争が歪曲したこと。

これらの不十分な点は、確かに、金融危機を直接に引き起こすものではなかった。しかし、それらは間違いなく、危機のある側面を膨らませた、と言ってよい。このため、会計基準の改革は、とくに金融商品に適用されるものに関して、G20の優先的な作業となった。バーゼル委員会も、こうした中で、2009年夏に、金融商品に適用される基準を改訂するための指導原則を発表した。

以上のような、会計規則の領域に関する改革によって、次のような変化が期待された<sup>(4)</sup>。第1に、景気循環の中で、損失が明らかになってからではなく、その予想をより早く立てること、第2に、IASBの専門家グループによりまとめられた公正価値と結びついた不確実性の度合を会計化すること、第3に、金融手段の分類を、2つの大きなカテゴリー、すなわち、1つは、市場価値の変化の会計化により、公正価値で測られる手段、もう1つは、減価償却のコストの方法にしたがって測られる手段、に単純化すること、第4に、コントロールの考えを維持しながら、金融資産・負債の会計連結規則を改訂することにより、証券化取引に対して公表された金融情報をより豊かにすること、そして第5に、グローバル・レベルでの会計基準を同一にすることにより、銀行間の競争の歪みを回避し、金融状況の比較を容易にすること。これらの目指された改善内容は、ピッツバーグでのG20のコミュニケでも声明される。その後新しい会計基準は、2009年11月に、IASBにより採択された。

#### 4. 銀行システムの規制改革

フランス銀行の整理によると、報酬システムと会計規則の改革は、短期的なマイクロ・プルーデンシャル規制改革を表す。これに対し、より時間のかかる中期的な規制改革として、銀行システムの改革が取り上げられる。次に、この中期的なマイクロ・プルーデンシャル規制について、やや詳しく見ることにしたい。

##### 4.1. 銀行ビジネス・モデルの転換

銀行システムが、依然として金融システムの中核を成すことは疑いない。し

かし、そのシステムは、危機により崩され、脆弱なものとなした。その弱まった姿は、まだはっきりと現れている<sup>(15)</sup>。銀行システムは、国際的圧力を受けたままである。

まず、銀行資産の質は悪化し続けている。この点は、国際的大銀行において顕著に見られる。それは、ヨーロッパでも同様に示された。そこでは、米国の場合と同じく、利潤を減少させる要因となった部門は、テコの効果による貸付、消費向けの貸付、並びに商業用不動産向け貸付け、であった。それらの疑わしい債権は、ヨーロッパの大銀行のバランスシートにおいて、2009年6月に74%増大した。一方、米国ではほぼ同じ時期に、4大商業銀行に関して、その割合が166%に上っている。これらの中で、銀行信用の質も当然に悪化した。かれらの資産評価の押下げ額は、ヨーロッパで7300億ドル、また米国で4200億ドルにも達した。その結果、かれらの信用再開も、銀行の信用供与条件の引締めにより制約されてしまった。

では、銀行システムは、どうしてこれほど脆弱になってしまったのか。銀行システムは今日、金融システム全体と切り離すことができない。銀行どうしの絡み合い、及び銀行と市場の結託が完全に進行する中で、かれらは、金融活動の全体を統合した。このように、銀行活動は、伝統的なものから、その姿をすっかり変えてしまった。このことは、周知のように、間接金融と直接金融の境目を曖昧にした点に現れた。それは、言わば「市場の仲介化」を意味した。この明白な変化こそが、証券化の現象で加速されたのであった。銀行仲介のビジネス・モデルはここきて、従来の「オリジネート・ホールド・モデル」から「オリジネート・ディストリビュート・モデル」に転換してしまった<sup>(16)</sup>。後者のモデルでは、銀行は、もはや当初の信用手段（証券）を保有しないし、その金融も行わない。かれらは、それを再販し、したがってそれは、他者である運用ファンドや保険会社により支えられる。この証券化のテクニックは、銀行側からも投資家側からも大きな優位性を持つと考えられた。銀行は、かれらの資本、とくに自己資本を動員することなく信用を行う可能性を見出す一方で、投資家も、新たな運用機会を得るからであった。このことから今日、オリジネート・ディストリビュート・モデルは、根本的に健全であり、それは、金融

システムの効率性を遂行する、とみなされる。果してそうであろうか。

銀行はそもそも、長い間、証券化を必要とすることなく存立してきた。その結果は、決して今日ほどヴォラタイルにはならなかった<sup>(17)</sup>。ということは逆に、証券化が、リスク管理を行う上で最も良い手段ではなかったことを示している。それは、単にリスクの伝播手段となったにすぎないだけでなく、銀行に対しては、借り手の選択と監視をさせなくした。しかし他方で、証券化は一見、銀行に有益になるかの如く現れた。それは、かれらの自己資本規制を迂回させると共に、リスクの評価を非常に難しくさせることで、リスクを隠すことができたからであった。ここに、証券化のトリックが潜んでいた。実際に、証券化は、銀行経営の失敗の大きな部分を占めている。市場機能の低下は、銀行の当初の損失を大きく、かつ急速に増したからである。

以上より判断すれば、今日の銀行システムの脆弱化は、まさに、そのビジネス・モデルの転換から引き起こされたと考えることができる。もしそうだとすれば、そのように転換されたモデルから、再び、より安定したモデルに変える必要がある。そのためにはまず、現行の銀行システムをコントロールすることから始めなければならない。

## 4.2. 銀行システムの規制強化

銀行システムのプルーデンシャル・コントロールを強化するためには、主として市場活動における銀行行動を規制する必要がある。今日の銀行システムの問題点を洗い出し、将来のシステムのあり方を探ったJ-P. ポラン (Pollin) は、その際に留意すべきものとして次の7点を指摘する<sup>(18)</sup>。第1に、銀行の勘定と実践の透明性を改善すること。一般に、銀行のバランスシートは、非金融企業のものよりも不透明である、と言われる。それは、当バランスシートが、部分的にしか伝わらないことによる。それゆえ、この部分での唯一の解決は、ある金融商品やそのリスクの測定を不可能にするような行き過ぎた証券化を禁ずることに求められる。第2に、新たに危機の要因となる格付け会社を規制の対象とすること。事実、証券化された資産に関する情報が、かれらの分析に基づいて生れるものの、本来的にその分析の信頼度は極めて弱い。第3に、リスク対



策のあまりに部分的な性格を乗り越えるものとして、ストレス・テストを使用すること。それは、システミック・リスクをよく考慮する、とみなされる。第4に、金融活動、とりわけ市場活動における報酬の形態を強く批判する。実際に追加的なボーナスが、大きなリスクを取ろうとさせることはよく知られている。第5に、銀行が、証券化する信用の選択と監督におけるブルーデンスを回避させないため、証券化された各ブロックのある一定割合を保有することを課すこと。第6に、危機は明らかに、会計基準のプロ景気循環的性格によって倍加されたことから、公正価値での会計は、有害な役割を持つこと。それは、そうした会計方法が、市場の変動をバランスシートに伝えてしまうことによる。そして第7に、最終的に銀行の流動性に対する規制を導入すること。危機は、決定的には、金融市場における流動性の枯渇から生れる。そしてそれは、不信感の一般化に基づく。

以上の整理を踏まえて、ポランは、証券化された資産市場の暴走こそが、銀行システムを脆弱にした点を説く。確かに、銀行は市場での金融を減らしながら、と言うことは、流動性問題を加速させながら、ショックを倍加したと言ってよい。その意味で、今日の危機の重大さは、銀行システムの基本的機能が打撃を与えられている点に見ることができる。非流動的な資産市場は、まさしく、銀行の信用供給に衝撃を与えた。それゆえ、その健全な姿を回復するために、様々な規制の強化が考えられた。

しかし他方で、銀行システムの規制の強化は、銀行の市場活動を収縮させ、そこでの収益を低下させる、とみなされる。この見方は、果して正しいであろうか。実際に、市場活動の予想以上のリスクが明らかにされた以上、その収縮はむしろ、銀行の運用面におけるブルーデンスの結果であった。一方、貯蓄者の側も、市場に対する信認を持つことが困難になる。そして企業側においても、市場の動きに依存する短期主義から離れねばならない。とにかく、一国経済は、企業に対して、より長期の投資を促す必要がある。このことは、市場の過熱化を意味しない。これらを総合して考えてみれば、銀行の将来のありえるべきビジネス・モデルは、ポランが主張するように<sup>(9)</sup>、結局、転換前の伝統的な金融仲介モデルに復帰するしかないのではないか。

そもそも、市場活動に根ざした活動を銀行に追加したところで、リスクが分散されることにはならない。それは、預金銀行の収益が比較的安定しているのに対し、投資銀行の収益ははるかに不安定なことに基づく。そうだとすれば、後者の変動分を預金銀行に吸収する必要がある。実際にかれらは、戦略を変更し、より均衡のとれたモデルにポジションを変換する制約を受けた。ヨーロッパにおいても、よりユニヴァーサルな姿を持った機関でさえ、リーテール・バンクに永続的に投資し、それによってかれらの資金源を確保することを保証しようとした。例えばドイツのドイツ銀行は、ポスバンク（Posbank）の30%を獲得し、フランスの最大手BNPパリバ（Paribas）は、フォルティス（Fortis）を買収した。このように、かれらの金融資金源を多様化することが、リスクの集中化を制限する、と考えられた<sup>(20)</sup>。

しかし、そのようなことは、銀行の基本的機能を不安定にするがゆえに、危険な手段ともなる。そこで最も良いと考えられる解決は、やはり、銀行に対して自己資本比率をより引き上げることであろう<sup>(21)</sup>。バーゼル委員会が、自己資本規制をつねに提唱するのは、こうした背景を考慮したことによる。次に、このバーゼル委員会の主張点について見ることにしたい。

#### 4.3. バーゼル委員会による改革

これまで、自己資本規制を中心として銀行システムの規制に関するガイドラインを発表してきたのは、周知のようにバーゼル委員会であった。かれらは、危機後においても、銀行コントロールの改革プログラムを進める。それは、銀行部門の、規制、監督、並びにリスク管理を改善するためのものであった。これらの改革の目的は同時に、将来の突然のショックに対する銀行部門の抵抗をより強いものとし、また、かれらの金融行動のプロ景気循環性を制限することにある。バーゼル委員会は、2009年末に具体的な提案を行い、その実際の運用は、金融と実体経済の部門における諸変化に応じて進めることを明らかにした。事実、それらのあまりに急速な採用は、経済の回復を妨げることになりかねない。それゆえバーゼル委員会の提案は、第3回G20において、2012年末までに達成されることがうたわれた。それらの提案は、銀行の資本と流動性の新たな

要求という形で現れた<sup>(22)</sup>。以下で、その具体的な中味を見ることにしよう。

第1に、新たな資本要求が提案された。バーゼル委員会による改革は、まず、銀行資本の規制を強化することに向けられる。今回の危機は確かに、銀行の自己資本の質、透明性、並びにその国際的な斉一性を強化することを必要とした。それは言うまでもなく、金融機関が、より大きな抵抗力を持ち、また市場の信認を確立するためのものであった。事実、危機の最中に、ある複雑でハイブリッドな金融商品は、自己資本規定の中に組み入れられたにも拘らず、その損失を吸収するには不十分であることが明らかになった。さらに、自己資本の多様性と複合性は、銀行の現実的な支払い可能性に対する監督者や市場による評価を困難にさせた。そこでバーゼル委員会は、次の3つの提案を行う。それらは第1に、普通株、準備金、並びに新規繰越金から成る自己資本のベース（TierI）の設定、第2に、減価償却とプルーデンシャルなフィルターの同一化、そして第3に、自己資本全体、またベースとなる自己資本についての調整、として表される。

一方、バーゼル委員会は、バーゼルⅡの3つの柱の下で、リスク管理に関する規制を強化した。そこでは、市場活動のみならず、証券化と再証券化の取引、さらには、オフ・バランスシート取引、等の開示が求められる。また、レヴァレッジ比率も、現実の資本基準を完全なものにするように仕向けられた。その場合の資本は、リスクで重み付けられた資産に基づく。それは、銀行の資産/資本として表されるレヴァレッジ効果のための対策を導入しながら行われた。同委員会はまた、銀行に対して新たな流動性を要求する。銀行の流動性リスクを把握することは、非常に複雑な作業となる。その中で、銀行における資産と負債の間の満期の不均衡、資産に対して保有される金融商品の流動性の性格、並びに金融資金源の性格、等について正確に捉えながら、流動性リスクに備えるための新たな流動性を供給することが要請された。

#### 4.4. グローバル規模での改革

今日の銀行システムの十全なコントロールは、銀行の国境を越えた活動を踏まえると、到底一国規模で完遂されるものではない。それには、どうしてもグ

グローバルな対応が必要となる。そうした背景の下に、各国の中央銀行総裁と金融監督者のグループは、2009年9月初めに会合を開き、銀行コントロールに関するバーゼル委員会の監視組織を設けることを決定した。その目的は、銀行部門における規制、コントロール、並びにリスク管理を強化するための諸手段を調査することにある。そして、この組織結成を強く勧めたのが、そのときの欧州中央銀行総裁、J-C. トリシェ（Trichet）であった。彼は、EU 27カ国の間の合意が、銀行コントロールに関して基本となることを強く訴えた。ここにも、今日のグローバル金融規制が、ヨーロッパ、とりわけEUの主導の下で進められている姿を如実に見ることができる。実際にかれらは、銀行規制とグローバル・レベルでのプルーデンシャルな監視に関する新しい基準を定めた。以下で、その内容を見ることにしよう<sup>(23)</sup>。

バーゼル委員会の委員長でオランダ銀行総裁のN. ウェリンク（Wellink）は、中央銀行と金融監督者は、ミクロ・プルーデンシャルな規制、とくにバーゼルⅡ対策を強化しながら危機に対応すると共に、マクロ・プルーデンシャルな対策を現実を設定することを表明した。実際に、中央銀行総裁と金融監督者は、銀行部門の規制強化を目的とした対策に合意する。それらは次のようであった。第1に、レベル1の自己資本の質、一貫性、並びに透明性を改善すること、第2に、バーゼルⅡの対策を補填しながらテコの効果を測る比率を導入すること。しかも、この比率の方法は、比較可能を保証するために国際的レベルで同調すること。第3に、銀行の流動性と金融に関して、最小限の国際的基準を導入すること。それは、より長期の構造的な流動性比率と共に、緊張時の最小限の流動性比率を含む。第4に、最小限の要求を上回る反景気循環的な資本の緩衝を作るための枠組を導入すること。そして第5に、銀行の国境を越えた活動と結びついたシステムック・リスクを減少させるための勧告を行うこと。以上に見られるように、これらの合意点は、銀行システムの脆弱化とそこから生じるシステムック・リスクを阻止するために考えられる基本的要件を網羅している。

ウェリンクは、これらの対策が最終的に、次のような効果を導く、と強調する。それは、資本と流動性の要求をより引き上げ、銀行システムにおけるテコの効果をより小さくし、景気循環性を減少させ、危機時の銀行部門の抵抗をよ

り大きくし、報酬が長期成果とつながるようにし、そして、ブルーデンシヤルなリスク管理を反映させる、等の効果を指す。事実、中央銀行総裁と金融監督者のグループは、銀行システムにおいて、資本のレベルをより引き上げると共に、その質を最良のものとするための原則を次のように定めた。第1に、反景気循環的な資本の緩衝の新たな要求と平行して、金融監督者は、銀行に対して資本基盤の強化を要求すること、第2に、報酬は、リスクを取る中で、ある種のブルーデンスを反映させること、そして第3に、銀行は、新しい基準と合致した資本の額と質を設定するためのブルーデンスを示すことで、国民的銀行システムの安定性を促すこと。このように、銀行システムを核とした金融システムに対する公的規制は、グローバルな規模で施行される体制を整えつつある。

## 5. マクロ・ブルーデンシヤル規制の推進

### 5.1. マクロ・ブルーデンシヤル規制の目標

金融危機を防ぐための、金融システムに対する規制改革は、単に金融機関を対象としたマイクロ・ブルーデンシヤル規制だけでは済まされない。そうした危機が、システムック・リスクの様相を強く示しているからである。つまり、金融システム全体の問題を視野に入れて初めて、規制改革は完成する。フランス銀行は、この点を踏まえながら、ブルーデンシヤル規制にマクロ的次元を追加することを目指す<sup>(24)</sup>。実際に、システムック・リスクは、大きな不安を経済全体に及ぼす。このリスクが、実体経済をリセッションに追い込むことは明らかとなった。であればこそ、マクロ・ブルーデンシヤル規制手段を用いることにより、一方でプロ景気循環的な力に対抗すると共に、金融の不安定性を取り除かなければならない<sup>(25)</sup>。景気循環の中で、銀行システムの集団的なテコの効果が拡大し、それがシステム不安を醸成したとすれば、マクロ・ブルーデンシヤル規制改革の1つの目標は、そのコントロールに置かれる。

他方で、金融監督に関しても、マクロ的な監督によってミクロ的な監督を補足する必要がある<sup>(26)</sup>。このことは、金融システムのシステムックな側面の重要性、諸機関・諸市場・諸商品の相互の結びつき、並びに積み重なる金融リスク、

等を考慮したことに基づく。そして、この点に関する先導的な役割を果たしたところ、それがEUであった。そこでは、ド・ラロジエール (de Larosière) ・レポートの推奨に沿う形で、システミック・リスクを監視するための欧州委員会 (European systemic risk board, ESRB) が設けられた。とりわけフランスで、この点が整備された。そこでは、銀行と保険の部門の監督を再グループ化することが決定される。マクロ・レベルで金融監督を行うことはまた、中央銀行であるフランス銀行が、新たな責任を引き受けることを意味する。

ところで、マクロ・プルーデンシャルな金融監督は、実体経済に対する金融システムのプロ景気循環性リスクの監督と、システミック・リスクの監督、の2つの側面から成る。したがって、その目的は、預金者の保護のために金融機関の倒産を阻止することを目的としたマイクロ・プルーデンシャルな監督と異なる。マクロ・プルーデンシャルな監督の役割は、あくまでも金融システム全体を守ることにある。それはまた、実体経済部門と金融経済部門との相互作用と結びつく。しかし他方で、この金融監督の両アプローチは、補完的であって分離されるものではない。事実、マクロ・プルーデンシャルな金融監督の枠組は、一面では、マイクロ・プルーデンシャルな手段を取ることを前提とする。この点とはとくに、システミック・リスクを阻止する際に考慮されねばならない。

では、マクロ・プルーデンシャルな規制・監督は、具体的にいかなる手段を取るか。以下で、先に掲げた2つの目標に沿いながら、その内容を見ることにしたい。

## 5.2. プロ景気循環性とシステミック・リスクの抑制

まず、マクロ・プルーデンシャルな規制・監督の反景気循環的な側面を見ることにしよう。そもそも景気循環は、銀行行動と密接に関連する<sup>(27)</sup>。銀行は、景気循環の上昇局面でかれらのリスクを増大させる一方、リセッションの局面では、かれらの信用を減少させる。これにより、銀行システムは、景気循環の中で集合的にテコの効果を発揮しようとするのである<sup>(28)</sup>。そしてこのことが、システミック・リスクを拡大するのであれば、反景気循環メカニズムを導入することで、そうした傾向を制限しなければならない。実際にバーゼル委員会は、

そのような作業に取り組んでいる。

他方で規制当局は、今日、直接的にシステミック・リスクを明示できることを探る。システミック・リスクは、流動性リスクや金融革新で増大したテコの効果、さらには満期転換リスク、等の結果を示す。それらの要素は、機関のレベルにおいても、またシステムのレベルにおいても、簡単に理解されるものではない。それゆえ、システミック・リスクを判別し阻止することは、システム全体に不安定な効果を及ぼす機関の監督、及び、ある特別なリスクへの対策を作り出すことで進められるのではないか。そのように考えることができる<sup>(29)</sup>。事実、金融危機は、金融の安定にインパクトを与えるすべての機関をカバーするような規制と監督の必要性を示しているのである。

ところで、システミックな実体とは何か。この問いにきちんと答えられるような正確な規定は、確かに存在しない。しかし、その輪郭を描き出すような基準は、やや抽象的になるものの、一応次のように考えられる。第1に、その、他のシステムとの相互的な結びつき、第2に、その出自国とグローバル・レベルにおける相対的な規模と重要性、第3に、金融インフラにおける重要性、そして第4に、借入れのテコ。これらの基準に見合うシステミックな実体を表す金融機関を、どのように特別に扱うかがそれゆえ問題となる。実は、金融規制・監督の拡大は、この問題の解決に向けて進む必要がある。それはまた、モラル・ハザードのリスクを制限することをも目的とする。というのも、それらの機関は、より密な監督の結果、保証の対象とされ、危機時においては結局、国家により救済されてしまうからである。

このような事情の下で、フランス銀行は、システミックに重要な機関の活動と結びついたリスクを抑止するための対策として、次の諸点を挙げている<sup>(30)</sup>。第1に、システミックな性格に応じて増大する資本あるいは流動性の基準を定めること、第2に、それらの機関に、流動性ないし資本へのアクセスを保証するシステムをつくること、第3に、バーゼルⅡの第2の柱に基づいた監督を設けること、そして第4に、投資銀行とリーテール・バンクの活動を分離すること。これらはいずれも、金融システム全体に強い影響を及ぼすと考えられる機関に対し、事前的な規制を設けることで、その健全な経営を促すものである。

## 6. 非規制的金融セクターのコントロール

今日のグローバル金融システムを特徴づけている1つの重要な点は、その中に、何の規制も受けない、ということは何の制裁もない金融セクターが存在している点に見出せる。そのようなセクターが、以上で検討してきたような、金融規制を受けるセクターと共存し、かつまた、それらの両者が密接に絡み合っている姿こそが、グローバル金融システムを表しているのである。そして、こうした構造から成るシステムが、まさに重大な金融危機を引き起こす最大の要因になってきたのではないか。そうだとすれば、システムック・リスクを阻止するには、この金融システムにおける非規制的セクターに対し、規制のメスが入れられねばならない。実は、この点は第2回G20以来、先進諸国を中心に盛んに議論されてきた問題であった。しかし今日に至るまで、それは解決されずのままである。

そのような中で、フランスでは、*Revue d'économie financière* が、金融危機問題の特集を組み、この非規制的金融セクターのコントロール問題を積極的に取り上げて論じている。その1人の論者であるJ-P. ジョイエ (Jauyet) は、今日の金融システムの規制と監督に従事することは、必然的に次の問いに対する答を追究することである、と考える<sup>(31)</sup>。その問いとは、第1に、金融規制の伝統的アプローチは、非規制的セクターの特殊性を考慮するために変更されねばならないのか、そして第2に、非規制的機関と市場に対して規制の領域をいかに拡げるか、という問いを指す。これらの問いが発せられること自体、現代において、何の規制も受けない金融機関や金融商品の販売の活動が、グローバル金融システムにいかに大きなインパクトを与えているか、という点を如実に物語っているのではないか。以下では、非規制的金融機関、金融市場、並びに金融商品の各々を取り上げながら、それらのコントロール問題について検討することにした。

### 6.1. ヘッジファンドの規制

非規制的金融セクターの最も代表的な金融機関として、まずヘッジファンド



を取り上げることができる。このファンドの行動が、今までの様々なグローバル金融危機といかに結びついてきたか。このことを示す例は、枚挙にいとまがないほど多い。だからこそフランス銀行は、以前から、ヘッジファンドがシステムミック・リスクを引き起こす可能性を指摘し、警鐘を鳴らしていた。実際にかれらは、サブプライム危機が勃発する直前に、ヘッジファンドに関するまとまった研究・調査報告書を公に著し、その中で、ヘッジファンドに対する規制の問題を論じていたのである<sup>(32)</sup>。

ところが実際には、金融システムの規制者達は、ヘッジファンドの抱える全体的な不透明性に関心を寄せることがなかった<sup>(33)</sup>。事実、ヘッジファンドに対して、自ら情報を公開する義務は全く課せられてこなかった<sup>(34)</sup>。かれらはまさに、自発的な不透明性こそを、その心髄としたのであった。今回の大金融危機が起きて初めて、ヘッジファンドのコントロール問題が規制者の間で論じられるようになったのである。研究者の間でも、かれらの規制を議論する論者が増えてきた。例えば、M. アグリエッタ (Aglietta) はその代表的論者であり、最近、彼を中心に、ヘッジファンドの行動と規制に関するまとまった研究を著している<sup>(35)</sup>。このヘッジファンドの規制問題が、現代のグローバル金融システムの安定を考える上で最重要問題の1つであることは間違いない。

まず、ここで、ヘッジファンドのビジネス・モデルが、とりわけリーマン・ショック以降に再方向付けされた点に留意しなければならない。かれらの危機に対応した新しい戦略を念頭に置きながら、規制策を練る必要があるからである。かれらの再方向付けは、次の3つの軸に沿って行われた<sup>(36)</sup>。第1に、ヘッジファンドへの融資先として現れる銀行を中心としたプライム・ブローカーとの関係が変化した。銀行は、借入れのテコを減少させる制約を受けることにより、ヘッジファンドへの融資を制限した。このプライム・ブローカーの戦略変化は、かれらとヘッジファンド管理者との間の信認を変えることになる。また、リーマン・ショックは、プライム・ブローカーの下に置かれた資産の安全性に関する不確実性を増した。それゆえ、ヘッジファンドは、かれらの取引相手先を分散し、複数のプライム・ブローカーに依存するようになる。この変化は、結果的にプライム・ブローカー業の集中の低下を導いた。かつては、米国の大

投資銀行であるゴールドマン・サックス、モルガン・スタンレー、並びにJ-Pモルガンの3行が、プライム・ブローカー業の65%を占めていた。しかし今日では、クレディ・スイス、ドイツ銀行、並びにBNPパリバなどのヨーロッパの銀行への依存が高まっている。

第2に、ヘッジファンドのある機能の外部化が見られる。ヘッジファンドが、かれらの資産を取り戻すために遭遇した問題は今日、かれらに、その保管、価値評価、並びに管理の諸機能を外部化させた。それは、資産の価値を正しく把握するためであった。現実のヘッジファンドに関する規制プロジェクトも、実は、この考えの中で進められている。そして第3に、より大きな透明性が示される。ヘッジファンドは危機後に、その成果の悪さや非流動性、マドフ事件、などの点から、投資家の信託を一旦失った。かれらは、それを再度獲得するために、皮肉にも、透明性を至上命令として受け入れざるをえなくなった。規制プロジェクトはそうした中で、ヘッジファンドに対して、投資家と金融当局に対する透明性を義務づけたのである。

ところで、ヘッジファンドという名称は今日、ヨーロッパでは使われなくなりつつある。それは、かれらが、リスクを回避する意味としてのヘッジを行っていないことによる。ヨーロッパは、フランスの提唱に基づき、この用語に代わって「代替ファンド」(alternative fund)という言葉を用いている。そして、この代替ファンドの管理と規制が、ヨーロッパ・レベルで重要な問題とみなされたのである<sup>(37)</sup>。ヨーロッパでは、システミック・リスクを減少させることと、代替ファンドの透明性を保証することとが無縁でない、と捉えられた。とりわけフランスの金融当局はこれまで、サブプライム危機が勃発する以前から、一貫して代替ファンドの管理と規制に注意を払ってきた。それはまた、オフショア・センターに位置する代替ファンドの不誠実な競争を阻止するためであった。

## 6.2. 格付け会社の規制

一方、仕組み金融商品の市場に関して中心的な役割を演じてきたのは、格付け会社であった。そしてかれらは、ヘッジファンドと並ぶもう1つの代表的な非規制金融機関として考えることができる。格付け会社は、そのような状況

の下で、サブプライム危機の源を作り出した、と言っても過言ではない。この点は、フランス銀行も認めるところである<sup>(38)</sup>。格付け会社は、投資家に対し、証券発行者の倒産リスクに関する情報を集的に利用させ、銀行に対してモデルを提供する。他方で銀行は、倒産リスクを評価しながら仕組み商品を作り出す。その意味で、格付け会社は、証券化と仕組み商品の準統括者となる。

ここで問題とされるべき点は、かれらの行う格付けが、投資家と格付け会社との間で必ずしも一致しない、という点である。その根拠について、フランス銀行は、次の2点を指摘する<sup>(39)</sup>。第1に、かれらの格付けは、倒産リスクに関するものでしかなく、したがってそれは、市場リスクや非流動性リスクなどの他のリスクを考慮しながらまとめたものではない。ところが現実には、これらの他のリスクこそが、仕組み商品価格の変化の中で決定的に明らかになった。そして第2に、仕組み商品と古典的債務商品に関して、同じ格付け表示を用いるという事実がある。しかし、これらの商品とリスクの性格は、実際にはかなり異なっている。仕組み商品のヴォラティリティは、古典的な債券のそれよりはるかに大きい。

これらの諸事実を根拠として、格付け会社に対しては最善の規制が必要とされる。そこには、格付け会社の登録、格付け方法と証券化プロセスにおける格付け会社のより大きな透明性、債券商品と仕組み商品の格付けの区別、などが盛り込まれる。さらに、このような格付け会社に対する新しい規制を考えるために、各国の公的当局を連合させた国際機関も2009年に設立された。この点でも、ヘッジファンドの場合と全く同じように、ヨーロッパが先頭に立ってきた。事実、ヨーロッパでは、格付け会社のシステマチックな登録制が2010年に設けられたのである。

### 6.3. 証券化商品の規制

今回の金融危機が、オリジネート・ディストリビュート・モデルの不完全性と、それに果した証券化の問題点を暴露したことは言うまでもない。事実、情報流布の失敗は、証券化のすべての段階で発生した。とは言え、証券化の有する潜在約優位性を主張する声は依然として強い。しかし、ここで絶対に忘れる

べきでないことは、証券化活動を正常にするには、そのための市場が改革されるしかない、という点ではないか。とくに、それは、より透明にならなければならない。フランス銀行は、その際に要求される本質的条件として、次の3点を指摘する<sup>(40)</sup>。第1に、すべての団体が質の高い情報を利用できること、第2に、当該団体の責任をはっきりさせること、そして第3に、その際の原則が強化されるべきであること。このようなパースペクティブの中で、金融規制当局とIMFは、証券化の法制的枠組の改善をこれまで考えてきた。そこでは、まず証券の売り手側に対して、オリジネーター（発行者）が、かれら自身のバランスシートの中で、商品価値の少なくとも5%を保持する必要があること、他方で、買い手側に対しては、第2番目の証券化のための特別な資本チャージを課すこと、などが提案された。

以上のように、証券化市場の透明性、並びに仕組み商品の発行者により与えられる情報の適切性を改善することが、当該市場における信認を確立する上で必要不可欠になることは疑いない。確かに、証券市場の第一部市場で上場される見返り資産付き証券（asset-backed securities, ABS）は、ヨーロッパや米国で、すでに特別な規制対象となっている。そうだとすると、さらに一層多くの証券化商品に対して、その明瞭化や標準化が課せられねばならないことは喫緊の課題である。フランスの金融当局は、とりわけこの点についての明快な枠組づくりを目指している<sup>(41)</sup>。

証券の第一部市場において、情報の開示がオブリゲーションとして求められることは当然である。そこで次に問題とされるべき点は、第二部市場での透明性であろう。実際に第二部市場での取引は、規制された市場外で実現されるという意味で、第一部市場と決定的に異なる。第二部市場はまた、とくにヨーロッパにおいては、より透明度の低い商品を取り扱っている<sup>(42)</sup>。他方で、そもそも非上場の仕組み商品に関する取引は、相対で実現される。それはもはや、特別な透明性の対象にはならない。したがってそこでは、投資家のデュー・ディリジェンス（用心深さ）が求められる。とくにそのような市場については、情報の強い非対称性が存在する。それは、商品をアレンジする銀行、及び格付け会社と、投資家との間で生じる。それゆえ、このタイプの商品に投資を行う

かどうかの決定は、現実には、唯一、格付け会社の意見に大いに基づいてきた。この点は、とくにデリヴァティブ市場に関して確かであった。このことが結局、資産価値に関しても、あるいはまたカウンターパーティの質に関しても、リスクの過小評価を導いたのではないか。しかも、市場がひどく低迷している時期に、価格のヴォラティリティは高まった。このようにして見ると、とりわけデリヴァティブ市場に対して、今日、信頼と安心感を与えることが早急に求められている。

フランス銀行は、そのようなデリヴァティブ市場の中で、とくにCDS市場に注目し、その管理と規制のための枠組を提示している<sup>(43)</sup>。CDSの契約は、ここに来て、「国際証券・デリヴァティブ協会（International securities and derivatives association, ISDA）の下で、また主たるディーラーの推進の下で、2009年の春より、ヨーロッパと米国において新たな形を取るものとされた。この新契約は、より代替性のある契約を表す。したがってそれは、市場の流動性に対して、ポジティブなインパクトを持つものとみなされた。他方でこの契約は、CDSのための中心的なカウンターパーティ（CCP）による補償協会の設置を容易にするものであった。

ところで、CCPは、相対取引のデリヴァティブ商品を扱う。この点でかれらは、決して新しい存在ではない。しかし、今回の危機で顕現したCDS市場の困難さは、とくにG20の公的当局に、CCPによる補償協会に関する議論を活発にさせた。そうした補償協会はすでに、ICE Trust, ICE Europe, EUREX Credit Clear, という3つの機関を通して活動を展開している。それらは、カウンターパーティと市場のリスク管理に関する本質的な対策を練るものとして現れた。確かに、補償協会に関する限りは、CCPは、市場ポジションの全体と結びついたリスクをグローバル・レベルで減少させる。かれらはまた、代替的な契約に関する純ポジションの計算に影響を与える。このような事情を背景に、CCPは、CDSの売り手と買い手の保護を維持するように導かれたのである。

CDSのような相対取引の商品に関する標準化は、市場の証券化にとって重要な要素となる。さらに、信用デリヴァティブの標準化も、CCPをCDSのカテゴリー全体に広げさせる。一方、CDS市場の発展による証券化は、CCPの

リスク統御対策がCDSに関するリスクによく適用されることで、初めて保証される。とくに、CCPの流動性に対するアクセスは、リスク管理の本質的要素となる。CCPは、扱われる外貨に関して、中央銀行の流動性に対する恒久的なアクセスを持つ必要がある。例えば、ユーロ建てのCDSを扱う補償協会は、ユーロで中央銀行の流動性にアクセスすると共に、ユーロシステムの下で直接に監督されねばならない。このように、デリヴァティブ商品に対しても、とりわけCDSを中心として、それらの管理と規制のための政策が公的に打ち出された。そこでは、デリヴァティブ商品に関して、自己制御を促進する必要があると同時に、信用デリヴァティブ全体の80%を表すCDSに対して、直接的な管理と規制が行われねばならない、とみなされた<sup>(44)</sup>。そして、このような対策は、やはりユーロ圏を軸としたヨーロッパにより主導されたのである。

## 7. おわりに

ここまで我々は、今回の、とりわけリーマン・ショック以降のグローバル金融危機から脱出し、さらにその後の危機を阻止するための、金融規制策について、フランスでの議論を整理しながら検討を重ねてきた。それにより、ヨーロッパ、とくにユーロ圏を中心とするEUが中心となって、金融規制策を積極的に展開していることが明らかとなった。一体、このような規制策は誰によって推進されるべきか。最後に、この問題について、理論的な側面も交えながら考察することにした。

ブリオンは、現代の金融危機の思想的淵源となった新自由主義パラダイムと断絶する1つの大きな要素は、公的規制にある、と論じる<sup>(45)</sup>。そうした規制は、市場の失敗に直面してますますその重要度を増してきた。そして、この公的規制の役割が強まったことは、同時に国家の役割の復帰を呼び込むものとなる。それはまた、社会的な力と民主主義のあり方を問い直すことにつながるものであった。では、国家の役割をどのように捉えたらよいか。フランスの第一線の金融研究者から成るエコノミスト・サークルは、金融危機からの脱出をテーマとする研究書を著している。その中で、トゥール（Tours）大学教授のC.サ

ン・エティエンヌ（Saint-Etienne）は、市場経済に対する国家の役割に関して、歴史的かつまた理論的な対立が見られることを指摘している<sup>(46)</sup>。以下では、彼の行論を追いながら、国家の果す役割について考えることにしたい。

我々はまず、歴史的にも理論的にも、根本的に市場主義の立場を取ってきたのはアングロ・サクソン諸国であったことを銘記する必要がある。かれらは、社会には自発的な秩序が存在し、市場はその実現手段になる、とみなした。それゆえ、個人の自由を阻止するすべての国家の介入は、個人の隷属の始まりであると考えられた。さらにそこでは、たとえある経済活動が国家により規制されたとしても、それ自体は、集合的な活動の一手段となるにすぎない。それは結局、市場評価に継続的に従うことになる。このアングロ・サクソン諸国の姿勢に対し、ヨーロッパ大陸のポジションは全く異なる。そこでは、市場の社会経済的側面こそが重要である、と捉えられる。同時にかれらは、根本的には自由を尊重する。このような認識の下に、自然の状態は、あくまでもカオスの状態である、と考えられる。もちろん、ヨーロッパ大陸全体で、この考え方が完全にまともな訳ではない。しかしかれらは、市場経済の中で、国家の安定装置者としての役割を基本的に重要視する点で意見の一致を見る。

サン・エティエンヌは、以上のように、市場経済に対する国家の役割に関する理論的対立の姿を描いた。では、そこで示された、アングロ・サクソン諸国の市場主義システムと、ヨーロッパ大陸の国家によりコントロールされた自由システムとの違いは何か。アングロ・サクソンの世界では、市場は、自発的な自然の秩序を保つものとして最適手段となる。したがって、そこでの規制の枠組みも、あくまで最適者としての市場の再建という観点から設定される。例えばそれは、デリヴァティブ商品の規制された市場を促進するものとして表される。これに対してヨーロッパ大陸、とりわけフランスでは、国家の無償奉仕こそが、カオスの状態から脱出するために必要とされる。この点は、フランスで、近代の共和制国家により組織化された。それゆえ、デリヴァティブ商品を例にしても、その取引を、補償協会を持った組織化された市場に移行させることが主張された。この考え方においては、規制されない金融取引は、経済的均衡を決してもたたらさない。そもそも、自然に均衡された自然秩序などというものは、存

在しないとみなされるからである。

本稿で取り上げたテーマに即して見れば、ここでぜひとも考えるべき点は、ヨーロッパ大陸で現れる、コントロールされた自由システムの有する意義であろう。このシステムにおいては、自然の状態すなわちカオスの状態の中で、共和制的国家が規則を定める。そしてそれは、あくまでも自由な個人の根本的権利の尊重に対して責任を負う。そこでの規制者としての国家は、決して統制主義的なものではない。しかしそれは同時に、個人の契約交渉の集合的枠組を提供することで、経済の最適性を達成するのに強く貢献する。このようにして、コントロールされた自由システムは、市場主義システムよりもより効率的になるに違いない。前者のシステムにおいては、規制された市場で不足分が補われると共に、そこでの国家は、その役割の必要性に対して信認を有する。

国際金融システムはこれまで、周知のように、市場主義に基づくアングロ・サクソンの考えによって支配されてきた。しかし、今回の金融危機後に、フランスとドイツが中心となって、ヨーロッパ大陸のポジションの復活を強く訴えた。事実、リーマン・ショック直後に、N.サルコジ (Sarkozy) 仏大統領とA.メルケル (Merkel) 独首相は、基本的にアングロ・サクソン・モデルを非難する姿勢を露わにした。ヨーロッパ大陸は今日、グローバル・プランに対して提言を行えるだけの力を確実に示している。G20という限られた枠組の中でさえ、かれらは、1つのまとまった動力を発揮した。もちろん、このことは、ヨーロッパ大陸自身も、その固有のガヴァナンス・システムを強化しなければならないことを意味する。実際に、フランスが主導者となって、少なくともユーロ圏の経済的ガヴァナンスを著しく進展させてきたのである。ただし、ここで注意すべき点は、ソルボンヌ大学教授のC.ド・ボワシユー (de Boissieu) が主張するように、アングロ・サクソンの中にあってもイギリスを排除する形でヨーロッパの問題を考えてはならない、という点であろう<sup>(47)</sup>。やはり、EUは、ヨーロッパ大陸とイギリスとが連合しながら具体的な諸問題の解決に向けて進むべきではないか。この点で、ヨーロッパにおいては、従来の二分されたモデルではない新しいモデルを構築する必要がある。

実は、アングロ・サクソンの側においても、ここにきてその考え方を変えつ



つあることがわかる。例えばハーバード大学教授のP. アギオン (Aghion) は、国家による市場介入の新たな道を提案している<sup>(48)</sup>。彼の説は、フランス銀行の会報に掲載された。アギオンは、政府の刷新された、また非常に活発な役割に関し、次の3つの策を示す。第1に、長期的成長の維持をねらいとした反景気循環的政策、第2に、目標を定めた構造的投資、そして第3に、構造的政策を成功させる要因としての金融機関に対する信認。要するに、そこではマクロ経済のレギュレーター (統御者) としての国家の役割が再認識されたのである。

このようにして見ると、今日は、ヨーロッパ大陸のみならず、米国とイギリスを含めたアングロ・サクソン諸国においても、金融ガヴァナンスの問題を真剣に考えるべきときを迎えているのではないか。しかも、そのようなガヴァナンスは、グローバルな規模で展開される必要がある。ド・ボワシューを代表とするフランスの研究者が提言する「新ブレトン・ウッズ体制」なるものも、グローバル・ガヴァナンスを集結させたものとして考えることができる<sup>(49)</sup>。そして実は、このグローバル・ガヴァナンスを推進するための新しいアクターの必要性を、最も積極的に訴えているのがEUであった。実際に今日、金融システムを安定させるためのアクターが、とくにヨーロッパを中心に出現している、と言っても過言ではない。最後に、その点も含めてグローバル・ガヴァナンスのためのアクターについて、見ることにしたい。

まず、グローバル・レベルでは、金融安定フォーラム (Financial stability forum) が、2009年3月に、G20メンバー国のすべての代表を集結することを決定した。さらに今回の危機は、同フォーラムの構成とガイドラインを刷新する機会を与えた。その結果として、新たに金融安定委員会 (Financial stability board) が生れた。そのガイドラインは、次の3つの異なる側面を含む<sup>(50)</sup>。第1に、金融システムの脆弱性を評価し、それをなくすための活動を認めて監督すること、第2に、金融安定に責任のある当局間の調整と情報交換を促進すること、そして第3に、市場の変化を監督すると共に、規制政策の奨励を形づくること。このようにして金融安定フォーラムは、金融市場と金融機関の規制・監督、及びブルーデンシャルなそれ、の役割を果すものとして位置付けられた。

他方でヨーロッパは、金融システムのコントロールに対して独自の動きを表

した。この動きは、とくにフランスの主導の下で現れた。フランス銀行総裁のC. ノワイエ (Noyer) は、2009年9月に、ロンドンで次のような内容の声明を発表する<sup>(51)</sup>。彼はまず、今回のシステムック・リスクにおいて、非規制的金融機関が強く関係していた点を強調する。そこには、いわゆるシャドー・バンキングが含まれる。その結果、金融監督の観点からすれば、そうした非規制的機関の代表であるヘッジファンドをも対象として、規制と監督を見直す必要がある。この点についてヨーロッパは、ド・ラロジエール報告に従う形で、「欧州システムック・リスク委員会」(European systemic risk board)を形成した。

このようなノワイエの声明と同時に、欧州委員会は、2009年9月に、1つの法制的提案を採択する<sup>(52)</sup>。それは、金融セクターの監督を強化することをねらうものであり、2つの機構から成る。欧州システムック・リスク委員会は、その1つの機構であり、マクロ・プルーデンシャルな監督を保証する。当委員会は、ヨーロッパにおける金融安定に基づいた潜在的脅威を計りながら、また、必要であれば、警告の役割を演じ、さらには、そのような脅威を排除するための活動を推奨する。もつ1つの機構は、「欧州金融監督システム」(European system of financial supervisors)と呼ばれるものである。このシステムは、ド・ラロジエール報告により推奨されたもので、新しい欧州監督局のネットワークを形成する。それは、銀行、保険会社、並びに市場、の各々のマイクロ・プルーデンシャルな監督を責務とする。EUはこのようにして、マクロとマイクロの双方のプルーデンシャルな規制・監督の新しい機構を作り出した。このことはまた、EUが金融システムのコントロールの領域において、世界をリードする点を表したのである。

## 注

- (1) Aglietta, M., Khanniche, S., et Rigot, S., *Les hedge funds-Entrepreneurs ou requins de la finance?*, Perrin, 2010, pp.317-320.
- (2) Banque de France, *La crise financière – Documents et débat*, No.2, février, 2009. do., *De la crise financière à la crise économique – Documents et débat*, No.3, janvier, 2010.
- (3) *Revue d'économie financière – Rapport moral sur l'argent dans le monde 2009 –*, 2010.
- (4) Plihon, D., "Une crise globale et systémique vers un nouveau paradigme", *Revue d'économie financière*, 2010, p.153.

- (5) Jauyet, J-P., "L'avenir de la régulation financière", *Revue d'économie financière*", 2010, p.69.
- (6) Lacroix, M-A., "La nouvelle administration americaine et la réforme de la régulation financière", *Revue d'économie financière*, 2010, p.62.
- (7) du Marais, B., "Crise de la régulation ou <Capture du régulateur>", *Revue d'économie financière*, 2010, p.89.
- (8) Fernandez, R., "Le sommet de Londres, consertation du G20 comme nouvelle structure de gouvernance économique et financière internationale?", *Revue d'économie financière*, 2010, pp.113-114.
- (9) Lacroix, M-A., *op.cit.*, p.61.
- (10) Gationis, C., "Face aux nouvelles règles, les banques de Wall Street commencement Leur mue", *Le Monde*, 21, août, 2010.
- (11) Dockes, P., et Lorenzi, J-H., dir., *Fin de Monde ou Sortie de crise?*, Perrin, 2009, p.135.
- (12) Banque de France, *De la crise financière à la crise économique*, janvier, 2010, No.3., pp.81-83.
- (13) *ibid.*, P.83.
- (14) *ibid.*, p.85.
- (15) *ibid.*, pp.107-109.
- (16) Pollin, J-P., "Système bancaire : rupture ou continuité?", Dockes, P., et Lorenzi, J-H., dir., *op.cit.*, p.139.
- (17) *ibid.*, pp.140-141.
- (18) *ibid.*, pp.143-145.
- (19) *ibid.*, p.150.
- (20) Banque de France, *De la crise financière à la crise économique*, janvier, 2010, No.3., pp.113-114.
- (21) Pollin, J-P., *op.cit.*, p.152.
- (22) Banque de France, *De la crise financière à la crise économique*, janvier, 2010, No.3., pp.87-89.
- (23) *ibid.*, pp.90-91.
- (24) *ibid.*, p.81.
- (25) Aglietta, M., et Rigot, S., *Crise et rénovation de la finance*, Odile Jacob, mars, 2009, p.137.
- (26) Banque de France, *De la crise financière à la crise économique*, janvier, 2010, No.3., pp.92-93.
- (27) *ibid.*, p.95.
- (28) Aglietta, M., et Rigot, S., *op.cit.*, p.135.
- (29) Banque de France, *De la crise financière à la crise économique*, 2010, No.3, p.96.
- (30) *ibid.*, p.97.
- (31) Janyet, J-P., *op.cit.*, pp.70-71.
- (32) Banque de France, *Hedge fund*, *Revue de stabilité financière*, numéro spécial, avril, 2007.  
なお、この研究調査書の詳しい内容については、拙稿「ヘッジファンドとグローバル金融リスク」世界経済評論、2008年7月号を参照されたい。
- (33) Aglietta, M., et Rigot, S., *op.cit.*, p.140.
- (34) Aglietta, M., Khanniche, S., et Rigot, S., *op.cit.*, p.284.
- (35) *ibid.*

- (36) Banque de France, *De la crise financière à la crise économique*, 2010, No.3, pp.117-119.
- (37) Jauyet, J-P., *op.cit.*, p.73.
- (38) Banque de France, *De la crise financière à la crise économique*, 2010, No.3, p.119.
- (39) *ibid.*, p.120.
- (40) *ibid.*, p.117.
- (41) Jauyet, J-P., *op.cit.*, p.71.
- (42) *ibid.*, p.72.
- (43) Banque de France, *De la crise financière à la crise économique*, 2010, No.3, pp.99-101.
- (44) de Boissieu, C., "Leçons de la crise pour la régulation bancaire et financière", *Revue d'économie financière – Rapport moral sur l'argent dans le monde 2009 –*, 2010, p.82.
- (45) Plihon, D., *op.cit.*, p.158.
- (46) Saint-Etienne, C., "L'état au coeur des deux lectures de la crise", Dockes, P., et Lorenzi, J-H., *op.cit.*, pp.215-220.
- (47) de Boissieu, C., *op.cit.*, p.82.
- (48) Fremann, P-M., Lecat, R., et Lopez, J., "Stratégies de sortie de crise et de croissance", *Bulletin de la Banque de France*, 1er Trimestre, 2011, No.183, pp.56-57.
- (49) de Boissieu, C., "Nouveau BrettonWoods ou G7 adapté?", Dockes, P., et Lorenzi, J-H., dir., *op.cit.*, pp.315-317.
- (50) Banque de France, *De la crise financière à la crise économique*, 2010, janvier, No.3, *op.cit.*, p.121.
- (51) *ibid.*, pp.123-124.
- (52) *ibid.*, p.125.