

# フランスのグローバル金融規制策の展開

——サブプライム危機への対応をめぐって——

尾 上 修 悟

## 1. はじめに

フランス金融当局は、サブプライム危機が発生する以前から、フランス銀行を中心に、ヘッジファンドの行動とその金融システムに及ぼす影響に関する調査を行い、それを基に、近い将来システムック・リスクが起りえる、と警鐘を鳴らしていた<sup>①</sup>。彼らの危惧は、直ちに現実のものとなった。皮肉にも、サブプライム危機はまさに、フランス最大の銀行である BNP パリバ (Paribas) 傘下のヘッジファンドによる証券化商品の募集・解約の凍結から出発する。これを契機に、フランスを含めたヨーロッパ、とりわけ EU 全体にとって、この金融危機にいかに対応すべきかが、最も切迫した課題となった。

このような中で、フランスの金融当局は、これまで野放しにされてきた金融システムを、ここで厳しく管理・規制し直す方針を明らかにする。フランス銀行は、第2回 G20の行われる直前(2009年2月)に、今回のサブプライム危機に関する包括的な研究報告をまとめ、その中で、金融監督・規制策を具体的に打ち出した。このことは、ヨーロッパ委員会が、J.ド・ラロジエール (de Larosière) を長としたグループによる金融規制改革に関する報告書を作成したことと期を同じくした<sup>②</sup>。それを受けて、フランス政府は、G20に対し、グローバル金融システムの管理と規制を強めるための姿勢を強く示す。確かにフランスは、危機のダメージを他国と比べてそれほど受けずに済んだ。BNP パリバも、ショックを挽回するほどに立ち直り、金融システムも健全になった、と言われる<sup>③</sup>。それゆえ、これらの現象は、フランスが推進した国家主導の管理・

規制策のおかげ、とささやかれるのもうなずける。こうしたフランスの考えは、ドイツの賛同を得ると同時に、次第に EU 全体に共通するものとして表される。それはさらに、金融規制に最も消極的であった米国やイギリスのアングロ・サクソン諸国にも波及する。この点は、G20後に、ユーロ圏や米国・イギリスが続々と管理・規制策を発表したことに象徴される。今やフランス主導の下で、グローバル金融規制が押し進められつつある、と言ってよいかもしれない。本稿の目的は、そのようなフランスの金融規制策が、サブプライム危機を境としていかに展開されたかを明らかにすると共に、そのことが持つ意味を考えることにある。

## 2. フランスのグローバル金融管理

まず、フランスの金融システムのグローバル管理について見ることにしよう。それは、2つの支払・決済システムの管理として、すなわち TARGET2への参入と3G プロジェクトによる管理として現れる。

### 2-1. TARGET2への参入

TARGET2は、2007年11月19日に成功をもって始動する。これは、ユーロシステムの支払いシステムの第2世代として位置付けられる。この新しいシステムの目的は、ユーロによる金融・資本市場に、より効率的かつまたより確実な金融手段を提供することにある<sup>4)</sup>。

ところで、前身の TARGET は、2つの基本的な目的を持っていた。それらは<sup>5)</sup>、第1に、ユーロ圏全体に関する取引決済をリアル・タイムで効果的に行うこと、第2に、増大する決済額に関して、決済の保証を強化することであった。これまで、TARGET は確かに、これらの目的を達成する。それは、ユーロ圏の金融システムに関して、中心のかつ本質的な役割を演じ、世界で最も重要なシステムの1つとみなされる。しかし、TARGET は、組織の面では欠陥を内包した。それは、16の国民的基盤に立つ。そしてそれらは、相互連結の手段によって結びつく。この組織はしたがって、コストや機能の安定性にとって最

適とは言えない。同時に、ヨーロッパの枠組の中で、システムの性格と用いられる条件を最大限に同調させる必要がある。このことは、特定の性格を表す複数の基盤を維持するのにうまく適用されない。このような中で、ヨーロッパ中央銀行（ECB）は、TARGET2を設けることでシステムの革新を図ろうとした。TARGET2は、参入する中央銀行の帳簿に関する共通の技術的基盤、すなわち、単一の共有プラットフォーム（Single shared platform, SSP）に基づく<sup>6)</sup>。このSSPの創設は、2002年10月のECBの会議で決定され、実際に2007年11月より、SSPに従う組織への参入が開始された。フランスは、2008年2月にその中に組み込まれる<sup>7)</sup>。

SSPは、ヨーロッパ中央銀行システムに所属する中央銀行全体の共通の勘定に関して、3つの中央銀行（フランス銀行、ドイツ連邦銀行、並びにイタリア銀行）により作られ管理される。SSPの技術上のアーキテクチャーは、これらの3つの地域に依って立つ。その中で、ドイツ連邦銀行とイタリア銀行は、共同で「支払い会計手続きのサービス・システム（Payment and accounting processing services system, PAPSS）」の役を担う。これは、リアル・タイムの決済機能に関連する。これに対し、フランス銀行は、「顧客関連サービス・システム（Customer related services system, CRSS）」に責任を負う。これは、参入する中央銀行の決定に対する情報と支援のシステムを指す<sup>8)</sup>。TARGET2のパーспекティヴの中で、中央銀行の決定に対する支援の共通システムが考案される。フランス銀行が担うCRSSも、そのような考えに支えられながら推進された。

CRSSは、中央銀行に対し、システム活動の長期ビジョンを認め、また、かれらの取引上の相互連携とシステムの監督を支援する。その資金供給は、PAPSSにより供給される<sup>9)</sup>。CRSSは他方で、中央銀行のシステム管理に関して果すことのできる役割を次のように指示する<sup>10)</sup>。第1に、中央銀行は、単一のシステムの下でインパクトを持つ参加者、並びに諸事変に関する情報を集中できる。このことは、かれらの決断を容易にさせる。第2に、中央銀行は、流動性管理や日中の信用利用、等に関する銀行行動を最もよく理解する。かれらはこれにより、参加者に影響を与える諸問題をより正確に評価できる。第3に、中央銀行は、決済義務から生じる銀行の流動性需要を、外部のシステムとして

より正確に分析できる。そして第4に、中央銀行は、参加者の経常的な取引を追尾できる。

フランスは、以上のような、金融システム管理における中央銀行の役割を十分に認めた上で、かれらの決定を支援するためのサービスを提供することに専心した。この点は、とりわけ2007年8月のサブプライム危機勃発後にはっきりと表される。

## 2-2. 3G システムの推進

2008年2月に、フランスでTARGET2が開始されたとき、フランス銀行は同時に、そのリファイナンスの保証の管理をめぐって、新たな対策を提示する。それは、「3G (Gestion Global des Garanties, 保証のグローバル管理)」システムと呼ばれる。このシステムは、フランスの銀行が、フランス銀行をめぐってリファイナンスを行う際の見返り (collateral) 担保全体を、統一的かつグローバルな方法で管理させる<sup>(11)</sup>。以下では、G. ゴフィネ (Goffinet) の議論を紹介しながら、フランスの3G システムを概観しておきたい<sup>(12)</sup>。

この3G プロジェクトは、フランスで2006年7月に開始された。それは、パリ金融市場のアクターとの密接な協議の下で導かれ、また、技術的・機能的次元のみならず、法制的次元をも帯びる。3G の使用は、レポ (買戻し約定付手形) 取引の技術を、担保契約のそれに適用することを意味する。このような行為は実際に、フランスかつヨーロッパの法制的枠組の変化の下でしか行われな

い。

3G は、金融取引のカウンターパーティに対し、代替的な保証の「バスケット」を作ることを可能にする。このバスケットは、フランス銀行から得られる流動性をグローバルにカバーする。「プール」とも呼ばれる保証のバスケットを構成する重要な要素として、流通可能な証券が考えられる。各カウンターパーティは、「担保により保証された金融手段の勘定」をフランス銀行に開く必要がある。その勘定に、保証付きで移転された内外の流通可能証券が置かれる。このような勘定を育てるため、各カウンターパーティは、次の2つのことを行わなければならない。第1に、当該証券の中心的な保管者 (例えば、ユー

ロクリア・フランス) に対し、フランス銀行に直接ないしコルレスを通して証券を引き渡す指示を与えること。第2に、フランス銀行に証券の引渡しを知らせること。これにより、カウンターパーティは、流通可能証券を、保証のプールの中で引き渡すことができる。しかし、引出しの場合には、フランス銀行の事前の合意が必要とされる。その際にフランス銀行は、引出し後のプールの価値が、カウンターパーティの得た流動性全体の額を保証するのに十分であることを確認する。一方、カウンターパーティが、その保証のバスケットの中で移転する資産全体は、フランス銀行から得た流動性全体を保証させる。このことはまた、場合によって起る不測の事態における信用の準備を保証させる。3Gの基本的機能は、おおよそ以上のように捉えることができる。

ところで、金融機関が、フランス銀行から1日の間に借りることができる流動性は、フランス銀行による日中の信用供与により供給される。それは、TARGET2の「信用ライン」と呼ばれる機能を通して行われる。同時にそれは、TARGET2における参入者の勘定に対する借りる側にとっての当座貸の認可に等しい。したがって、TARGET2における信用ラインの額は、その成立当初から、保証バスケットの全体の額に一致する。

他方で、カウンターパーティに対し、信用準備が設けられる。それは、特別な必要のために、フランス銀行に預託された見返り担保の一部を別に残しておくもの、を指す。この信用準備額は、カウンターパーティにより決定される。ただし、信用準備の設定によって、流動性供給が行われるのではないし、あるいはまた、フランス銀行から信用貸がなされるのでもない。それゆえこの準備は、例えば、保証の評価の変化に直面した場合に、もしくは、参加者の現金勘定を育成するために用いられる。

この3Gシステムの利用により、フランスの諸銀行は、第1に、フランス銀行をめぐって使用可能な保証額を著しく増大し、第2に、ユーロシステムのリファイナンス取引に関して、後方営業組織の仕事を非常に軽減することができた。もともとヨーロッパ中央銀行システムは、流動性の供給、並びに信用機関に与えられる日中間の信用が、適切な保証に対して行われることを課した。それは、国民的レベルで規定された法制上かつ取引上の方法にしたがって行われ

る。3G システムは、そのような方法のフランス版を如実に示す。

以上に見たように、フランスは、グローバル金融の管理に関する政策を積極的に展開する。では金融規制の面ではどうであったか。次にその点を検討してみたい。

### 3. フランスのグローバル金融規制の基本方針

#### 3-1. 金融危機と金融規制

冒頭で述べたように、フランス銀行は、今回のグローバル金融危機に関する包括的な研究・調査書を刊行し、その中で、金融危機の再発を防ぐためにいかなる政策をとるべきか、という点について詳細な検討を行っている。フランス銀行総裁 C. ノワイエ (Noyer) はまず、「新しい金融のための新しい規制」という基本方針を示す<sup>(13)</sup>。彼はそこで、この金融危機を契機として、新しい健全な金融システムをグローバルな規模で作る必要を訴える。そのためには、従来の金融規制を再検討し、それを新しいものに変えねばならない。ノワイエはこう主張する。

ところで、フランスが新たな金融規制を強調する背後には、この危機をもたらした今日の金融システムにおいては、情報の非対称性に基づいた市場の不完全性が強く作用している、という認識がある。ノワイエは、そのような不完全性を示すものとして次の3例を挙げる。第1に、リスクの過小評価と資産の価格付けの誤り、第2に、金融革新と銀行の経営モデルの転換、そして第3に、市場のある部分の機能不全。フランス銀行は、このように認識した上で、金融危機が他方で、金融規制の不十分さと結びついている点を指摘する<sup>(14)</sup>。実際に、今回の金融危機に先行して、過剰な流動性の下に、収益とレヴァレッジが高まるのを手助けしたのは、規制の届かない金融機関による貸付であった。それらの機関は、ヘッジファンドや SIV のように、強力な金融監督からもはずれる。かれらは、証券化の連鎖の中で、数多くの市場の不完全性を示す姿を露呈した。と同時に、そのような不完全性は、かれらに規制が適用されないことにより煽られた。

このようにして見ると、逆に金融規制がシステムの隈々にまで行き渡っていれば、金融危機は防げる、という論理が導かれる。ここに、金融規制の必要性を見ることができる。今回の危機は、システミックに悪影響を及ぼす市場と機関が規制されねばならないことをはっきりと示した。その際に、金融システムの正常な機能を取り戻すことが規制の判断基準となる。しかも、その場合の規制が部分的なものに止まるのであれば、それは、システム全体の安定を必ずしも保証しない。となると、全体としての規制を徹底するためには、どうしても国家主導の公的介入が必要とされる。ただし、そのような公的介入は、危機前に行われるプルーデントな規制を実現するものとならなければならない。その目的は、あくまでもシステミック・リスクを回避することにある。もしも、その介入が資金注入などの形で危機後に行われるのであれば、それは、モラル・ハザードを引き起してしまう<sup>(45)</sup>。それでは、公的介入が逆効果を生むのは間違いない。

では、一体、誰が金融規制を行うのか。この問題は古くから存在する。フランスは、ここで行政当局と政府の役割を強調する。この点はまた、2008年の第1回G20においても原則として表された。金融規制の実践は、まさにフランスの主導で展開される。事実、フランスで典型的に現れているように、規制・監督の面で果す中央銀行の役割は、公的介入を伴いながらグローバルな規模で大きくなっている<sup>(46)</sup>。一方、危機が始まって以来、中央銀行自身も、その活動の再編を促す。この点は、ECB、米国連銀、さらにはイングランド銀行にも見られる。

他方で、金融システムのアクターに課せられる規制の度合をいかに考えるか。ノワイエは、この点について、次の3つのレベルを想定する<sup>(47)</sup>。第1のレベルは、登録義務と指令の尊重、第2のレベルは、会計活動に対する透明性の義務、そして第3の最終レベルは、リスク・テイキング活動に対するより制約のある規制。この最後の規制は、より厳しい監督を伴う。これら3つの規制の漸次的推移はまた、プルーデントな規制に適合する。

以上に見たフランス銀行の新しい金融規制の要点は、結局、それが、金融リスクに対して無感覚でいることが非現実的であることを明示した点にある。実



際に、金融危機と金融機関の内部管理の問題は、密接に結びつく。であればこそ、金融規制は、金融システムのアクターに対して健全な管理を引き起すものとならなければならない。規制の意義も、ここに見出すことができる。

### 3-2. 中央銀行のプルーデンシャルな規制

中央銀行を中心とした公的機関による金融システムへの介入は、危機が起る前に、すなわち、危機が起らないように予防するために行われねばならない。そのような介入は、プルーデンシャルな規制と監督となって現れる<sup>(18)</sup>。ただし、それらが何であれ、最初の危機防衛ラインはやはり、各金融機関のリスク・ガバナンスの質に表される、と言ってよい。そこではまず、かれらのリスクの内的管理が問われる。この内的管理で、第1に、機関のリスクに関する透明性の強化が重視される。それはまた、かれらの脆弱性の管理の強化につながる。このような金融機関の内的管理問題は、バーゼル2の合意でも確認された。そこでは3つの柱が前提となる。それらは第1に、リスクに対する自己資本の割合（支払い可能比率）の尊重、第2に、第1の柱ではカバーされない特別なリスク（流動性リスク等）に応じた銀行に対する監督、そして第3に、市場原則の強化に伴う銀行の透明性の増大、であった。

フランス銀行は、以上の文脈を踏まえた上で、資金のグローバルな配分と金融システムの安定化に対し、一体、誰が責任をとるのか、と問う<sup>(19)</sup>。かれらは、中央銀行こそがこの2つの使命を果す、と応える。通貨と金融の安定を保証する中央銀行は、マクロ的な金融変化の中で、市場の機能不全や金融リスクを知る必要がある。その上で遂行される金融規制は、確かに1つの公共財になる。それは、市場のアクターの戦略に対しても、また経済全体に対しても大きなインパクトを与える。そのような金融規制をめぐって、今日、新しい問題が浮かび上がっている。それは、プルーデンシャルなマクロ政策をいかに発展させるか、という点を示す。そこでフランス銀行は、そうしたマクロ政策の遂行に関して、3つの基本的問題を設定して対処する<sup>(20)</sup>。それらは、第1に、誰がこれを遂行するのか、第2に、いかなる金融機関に対して行われるのか、そして第3に、いかなる方法によって行われるか、という問題で表される。



第1の問題に関しては、先にも述べたように、中央銀行が新しい規則の適用を決定する。中央銀行は事実、規制対策の中心に据え置かれる。かれらは、状況を評価するための必要な情報にアクセスできる。かれらはまた、流動性の注入というような、介入の究極的手段を持つ。第2の問題について、規制活動の範囲は、システム全体のリスクをもたらず機関をカバーする。それは、ブルーデンシャルなマクロ政策が、金融システムの安定を目的とすることによる。したがって、このことは、とくに自分自身の失敗が他の失敗を導くような大金融機関に関連する。また、市場全体をダメにするような悪い機能を果す機関、例えば格付け会社、が規制の対象となる。第3の問題に対しては、2つの経路が想定される。それらは第1に、よりマクロ経済的な不安を組み込むため、個々の機関を規制すること、第2に、ブルーデンシャルなミクロ政策的規制を完成するのに適切な対策をとること、として表される。

フランスは、以上のような金融規制の必要性とその一般的な枠組を踏まえながら、様々な具体的規制策を打ち出す。以下では、それらの中で主たるものを取り上げて検討することにした。

## 4. フランスのグローバル金融規制策

### 4-1. 会計活動に対する規制

今回の金融危機は、市場に対する信認と価値評価の信頼性との間に、強い連関が見られることを暴露した。市場のアクターはそもそも、金融情報の不確実性に見舞われる。この見通しの欠如が、市場の失敗を助長する。それは結果として、流動性に対してネガティブなインパクトを与える。この文脈の中で、金融安定フォーラムやバーゼル委員会は、複雑で非流動的な資産の価値評価に関する規制を訴えてきた。この規制は、言うまでもなく透明性の増大により支えられる。

フランス銀行総裁ノワイエも、このような金融危機と価値評価との関連を確認する。以下では、フランス銀行が、この関連をいかに把握していたかという点について、かれらの報告書に従いながら見ることにしたい<sup>(2)</sup>。ノワイエはま

ず、複雑な金融商品の真の価値に関する不確実性が、グローバル市場の信認を動揺させ、そこでリスクを高めた、と捉える。この事情は、実は、金融システムにおける根本的变化、すなわち、証券化の拡大や複雑な金融商品の増大、などの変化と結びつく。そこで、「公正価値 (fair value)」での金融商品の帳簿記入が問われる。この点は、金融機関のリスクに関する情報と当然につながる。であれば、金融システムに参入する投資家や監督・規制者に対し、そのようなリスクを開示する必要がある。金融当局はそれゆえ、金融商品の価格に敏感にならなければならない。

今日、帳簿記入の領域とリスク管理のそれとの間には、はっきりとした食い違いが見られる。その結果、金融ビジネスにおける不確実性は、金融商品の価値評価をめぐって不可避的に現れる。それらの商品が複雑で非流動的であればあるほど、その点は顕著となる。同時に、数学モデルにも限界がある、と言われる。これらが重なることで、リスクの内的管理と公正価値での帳簿記入との間に差が生じてしまう。より一般的には、現行の帳簿記入に関する規則は、金融商品の将来の価値評価、並びに健全なリスク管理を必ずしも容易にするものではない。金融当局が、会計活動に対するプルーデンシャルな規制を課す必要もこの点に見出せる。

2008年の第1回G20においても、確かに、会計基準の同質化や複雑な金融商品の公表義務等がうたわれた。そこでは、高い質を持つグローバルな単一の基準づくりが究極の目標とされた。今回の危機の新局面は、実は、価値評価の問題が流動性問題と結びついていた点に見られる。このことは、公正価値での帳簿記入の問題が、金融の安定化に与える影響の大きさを物語る。実際にフランス銀行は、2007年秋以来、流動性と価値評価の間のスパイラル現象を目撃する。金融情報の交流が失敗したがゆえに市場に対する信認が失われ、結果的に銀行間の流動性が凍結してしまった。

そもそも、公正価値での帳簿記入は、目に見える情報が利用できることに依存する。他方で、金融商品は時価評価 (mark-to-market) される。その中で、2008年8月以来、金融商品が非流動的になることによって、その価値評価が困難になる。それは、目に見える市場価格が使えなくなったためであった。これ

と平行して、数学モデルに基づく価値評価は、目に見えない数値に頼らざるをえない。このように、明示的な規定がないままに、価値評価と銀行のリスク管理に対して強い不確実性が生じた。それゆえ金融当局にとって、目に見える市場、より一般的には資産市場、における価格の規定をはっきりと行うことが必要不可欠な作業となった。

ところで、公正価値での帳簿記入の導入は、結果として、金融機関の自己資本に直ちにはね返る。フランス銀行は実際に、2008年以来、かれらの再資本化の大きな波を見る。この現象は、公正価値での価値評価、という問題と直接に結びついていた。結局、この会計規則は、自己資本に対して強い圧力を与えた。そこで生じるリスクは、支払い可能リスクにすぐに転化される。このことが、金融仲介者に対して、今まで以上に自己資本の大きなベースを必要とさせた。

公正価値での帳簿記入は、実際に様々な影響を及ぼす。金融システムが危険にさらされていることを早急に知らせることが問題となるとき、したがって、透明性を改善することが問題となるとき、それはまず決定的となる。評券の価値評価を正しく設定させることは、投資家に対して透明性を増すと共に、金融市場に対してもより一層の情報を生み出す。この点を踏まえてフランス銀行は、中央銀行こそが、会計活動に対する規制と監督を通して、金融安定化のガーディアンになることを主張する。

以上に見られるように、フランスは、金融資産の価値評価が金融危機の根因の1つであるからには、その公正さをもたらすために、会計活動の規制が必要になることを強調する。では、この点の合意が先進諸国間で得られるか、と言えば決してそうではない。第2回のG20においても、会計基準の見直しは、米国の強い反対によって全体の賛同を得ることができなかった<sup>(22)</sup>。否、それどころか、逆に会計基準は、G20でむしろ緩和の方向が示された<sup>(23)</sup>。銀行が金融危機後に時価評価で資産を計上すると、その減損分が、かれらの財務状況を脆弱にし、一層の破綻を招く、とみなされたからであった。しかし、そのような会計基準の緩和は、結局、金融機関の財務上の不透明さを増し、そのことが、市場に対する信認を低下させることは間違いない。

## 4-2. 金融市場の規制

フランスにおいて、金融危機管理は、2008年6月に、実は金融市場のレベルで初めて実現された<sup>(24)</sup>。この点について、P. ドラヴィ (Delavis) の行論を整理しながら見ることにしたい<sup>(25)</sup>。フランス銀行はそもそも、その根本的な使命という枠組の中で、金融システムの良好な機能を監視する必要がある。それはとくに、金融の安定性に対するリスクの認定と結びつく。それらのリスクの中で、「極度」と格付けられるリスクは脅威のカテゴリーに入る。それは、金融セクターの機能に強い影響を及ぼす。経済・金融の状態もそれによって大きく乱される。フランス銀行はこうして、それに従うアクターに対し、この「極度」のリスクに直面した際のかれらの保護をこれまで約束してきた。このことは他方で、フランス銀行による規制の要求が強まることを意味する。ここで、それらの規制に信用機関が従うことが問われる。

一方、EUもECBが中心となって金融規制を打ち出す。かれらは、2つの委員会に基づく規制を提示する。第1に、「銀行・金融規制委員会 (Comité de la réglementation bancaire et financière, CRBF)」による規制。これは、信用機関と投資企業の内的コントロールに関するものを指す。第2に、「支払い決済システムに関する委員会 (Comité sur les systèmes de paiement et de règlement, CRPR)」による規制。これは、G10の中央銀行を再グループ化したもので全般的規制を打ち出す。ところがECBは、これらの金融システムの規制と監督に期待を持たせながら、実は、その作業を引き延ばしてきた。このように、EUとりわけユーロシステムの中で規制の方向が出されないことを尻目に、フランスでは、着々と規制方針が公にされる。それはまず、金融市場のレベルで考えられた。

フランス銀行は、金融の安定性に対する責任という枠組の中で、金融セクターの主たる介入者との調整の必要をいち早く表明する。2005年4月に、フランス銀行の勤めで、「金融市場を強固にするためのグループ (Groupe de place robuste, GPR)」と呼ばれるものが作られる。このグループは、「フランスの銀行連盟 (Fédération bancaire française, FBF)」と行動を共にする。その主たる目的は、金融市場を強固にすること、すなわち、大規模な外部性ショックに

直面して、より強く抵抗できるようにすること、にある。このグループのメンバーは共に、金融セクターが経済の基本的構成要素であり、大危機のときに機能が麻痺することを避けねばならない、と考える。そこでかれらは、次のような目標を掲げる。それらは、第1に、金融市場の組織を強化すること、第2に、金融市場の準備の度合を改善すること、第3に、主たるパートナーの側で金融セクターの重要性を認識すること、そして第4に、国家の規制との関連を深めること、として表される。

他方で、フランス銀行は当初より、金融セクターの主たるアクターとの協議に基づくアプローチを採用する。同時に、金融市場レベルでの危機管理の組織を作ることが目的とされる。このことは、フランス金融システムの強固な再編の主軸となる。これらのことを遂行する上で、フランス銀行は、2つの役割を果たした。第1に、フランス銀行は他の団体と同じ資格で、先のグループ(GPR)と共同しながら危機脱出のために介入する。第2に、フランス銀行は、このような構造の舵取りを保証する。以上のシェーマを通して、フランス銀行は、金融市場レベルで存在する危機管理手段を強めた。と同時に、金融セクターと外部者との間の関係が強化された。

このようにして、フランス銀行を軸とした規制の構造は、次のことを目指した。第1に、金融市場に対してインパクトを持つ大きな事象に関する情報を迅速かつ効率的に共有する。第2に、損害の拡大に関する診断を容易にする。そして第3に、状況の変化を追跡し、諸困難の解決に貢献する。これらのことは、次の3つの原則に支えられながら効果を発揮する、と考えられた。第1に迅速性。時間の考えが、危機時に最重要となる。そこでは、反応や決定の遅れが問題とされる。第2に単純性。危機は、極端な混乱状態を生み出すことから、強固で基本的な規則を設ける心要がある。第3に効率性。これらの目標は、金融システム全体の最良の条件の中で達成される。

以上のような考えの下に、「金融市場を強固にするためのグループ (GPR)」は、危機管理にアクターを動員する手段を与えられる。それはまた、国家のような、他の基本的アクターの危機管理の図式と一致する。フランス銀行の行動は、個々の機関のオブリゲーションの最近の変化に完全に一貫した形で組み込

まれた。こうしてフランスでは、国家、フランス銀行、並びにこの GPR が、言わば三位一体となって金融市場をコントロールする。

### 4-3. ヘッジファンドの規制

では、金融機関に対してはいかなる規制が見られるか。この点についてヘッジファンドを例としながら検討することにした。

先に示したように、フランス銀行は、サブプライム・ローン問題が顕在化する以前からすでに、ヘッジファンドの行動がシステムミック・リスクを引き起す、と警告を発すると共に、それに関する包括的な調査・研究を行ってきた。ヘッジファンドがこれまで非難されてきた点は、その不透明で反市場原則的な戦略にある。かれらのグローバル金融システムにおける重要度が増すにしたがって、金融当局は、その規制を次第に考えざるをえなくなっている。そのリーダーがフランスである、と言ってよい。

サブプライム危機に関する報告書の中で、フランス銀行は、ヘッジファンドの行動について最重要な点を確認する。それは、かれらが規制の対象外にあり、したがってその行動は不透明なままにある、という点に尽きる<sup>(25)</sup>。投資銀行を中心とするプライム・ブローカー、金融市場、並びに公的当局までもが、ヘッジファンドにより負わされるこの不透明さこそが、システムミック・リスクの評価を難しくさせる。そもそもヘッジファンドの経営は、市場の変則性を利用することにより支えられている。その際のかれらの行動に見られる透明性の欠如は、同時にその不正行為をも包み隠してしまう。このことは結果的に、かれらの金融資産の価値評価を誤らせる。

以上のように、フランス銀行は、ヘッジファンドの行動とシステムミック・リスクとを結びつける最大の要因を、かれらの不透明性に求める。それゆえかれらは、ヘッジファンドの規制に関して、情報開示に基づく透明性の要求を最優先する。この点は、すでに明らかにしたように、自由化を推進してきたイギリスの金融当局の姿勢と決定的に異なる<sup>(26)</sup>。ヘッジファンドの規制は、市場メカニズムやプライム・ブローカーを通して行う間接的規制と、かれらに対する直接的規制に分れる。アングロ・サクソン諸国がこれまで主張してきたのは、言

うまでもなく前者の規制であった。しかし、今回の大金融危機は、そのような間接的規制が果して有効か、という疑問を投げかけた。

ヘッジファンドは確かに、2008年3月までは、この危機による影響を免れてきた。ただし、それは、かれらの正当な行為によるものではなく、実は、かれらの嘘偽の行為の結果であった。事実、ヘッジファンドは、かれらの損失を覆い隠すための手段を2つ持ち合せている<sup>(27)</sup>。それらは、第1に、ヘッジファンドが、投資家の資本をロック・アップ（封鎖）した期間保持できること、第2に、かれらの損失のポジションが時価評価ではないこと、で表される。ところが、金融危機の深まりは、かれらの嘘偽の行為を次第に暴いていく。このことは、かれらが、2008年3月頃からどうして流動性不足になったかを説き明かす。実際にその頃から、ヘッジファンドの多くは、投資銀行によるレヴァレッジの引下げと、機関投資家による出資金の引出しという2つの圧力の下で、経営困難に直面する。それはまた、連鎖反応として、プライム・ブローカーに対するブーメラン効果を引き起した。これこそが、まさしくシステミック・リスクそのものを表している。

では、そのようなリスクを生じさせないために、ヘッジファンドをいかに規制すべきか。M. アグリエッタ (Aglietta) と S. リゴ (Rigot) は、この点について、次の3つのリスクを念頭に置きながら規制の方法を考える<sup>(28)</sup>。第1に、リスクの隠蔽に対する改善。これは当然に透明性を高め、一般投資家、プライム・ブローカー、並びに監督者に対する情報開示を課すことを目指す。第2に、カウンターパーティ（取引相手）のリスクの減少。ヘッジファンドのリスクは、デリヴァティブ市場を通してプライム・ブローカーにより確保される金融のレヴァレッジと結びつく。これは他方で、カウンターパーティのリスクを意味する。そこで、各ヘッジファンドが設けるレヴァレッジを固定する必要がある。一方、相対市場でのデリヴァティブ商品に対する保証と規制のためのインフラを設けることが求められる。これは、後方営業組織を管轄し、集中的な規制メカニズムを作り上げることにつながる。ヘッジファンドや特別目的子会社としてのSIVは、シャドー・バンキング・システムにすっかり組み込まれている。かれらが規制されることは全くない。それゆえ、中央銀行が軸となって、通常



の銀行に対する規制と同じような、1つの新しい規制の環を作る必要がある。そして第3に、流動性リスクの阻止。ヘッジファンドは、最もリスクのある証券化商品に投資する一方で、リスクのアブソーバーとしての役割を演じることはない。かれらはまさに、銀行と同じくシステムック・リスクの伝播者となる。その際に、ヘッジファンドと銀行との関係は隠され、また、曖昧なものとする。証券化された信用システムの改革が重要課題となる所以もここにある。

これらの点を踏まえて、ヘッジファンドに対する規制は次のように総括される。ヘッジファンドはまず、規制当局に対し、かれらの非流動的市場に関するポジションを開示する必要がある。かれらにストレス・テストを実施し、その結果に関する情報を中央銀行に伝達しなければならない。それは、流動性リスクをよりよく管理するために必要となる。このように、アグリエッタとリゴは、かなりラディカルな規制をヘッジファンドに課す。実際に、そのような抜本的規制策を金融当局と政府が一丸となって推進しない限りは、ヘッジファンドの市場原則に反する身勝手な行為を取り締まり、もってグローバル金融システムの健全化を図ることは不可能であろう。

ところで、ヘッジファンドは、タクス・ヘイヴンに立地することによって、逆に言えば、そのような租税回避地が存在することによって、かれらの活動の場を広げると同時に、純収益をも上昇させることができる。その意味で、オフショア・センターとしてのタクス・ヘイヴンは、ヘッジファンドの温床となる。フランス銀行が、ヘッジファンドに対する規制と平行して、タクス・ヘイヴンに対しても強硬に規制を設けようとするのもそのためであった。この点は、後に詳しく見るように、第2回G20においてははっきりと示される。

#### 4-4. 高額報酬に対する規制

最後に、金融業における高額報酬に対する規制の問題を取り上げておきたい。この問題に対しても、フランスはいち早く真剣に検討している。それは、高額報酬、とりわけボーナスの追求が、金融リスクの拡大と深く結びつく、と認識していることによる。この点に関して、O.ゴドシャ（Godechat）は以下のように把握する<sup>(29)</sup>。

ボーナスは確かに、仕事に対して非常に奨励的な効果を持つ、とみなされる<sup>(43)</sup>。人の資源の枠組は、ボーナスに対して2つの目的を表す。それらは、第1に、競争が激しくなる中で有能な労働者を引き止めること、第2に、労働者に対して利潤を一層生み出すように促すこと、を示す。しかし、これらの原則は、高額報酬そのものが仕事に対する最適な奨励になる、ということを必ずしも意味しない。今日の金融業におけるボーナスは、従来の思考から生み出された習慣的・戦略的な奨励策とは極めて異なる。それは、労働者に対して、無料で支給されるオプションと同じ働きを持つ。

以上の文脈から、ボーナスと金融リスクの関連について、いくつかの結論が導かれる。

第1に、すべてのオプションと同じく、ボーナスの価値は、金融リスクと共に増大する。証券化商品がヴォラタイルであればあるほど、オプションの価値は上昇する。取引業者は、かれらのオプション価値を最大にするため、むしろ、よりリスクのあるポジションを可能な限りとろうとする。ところが、リスクを追跡する指標は完全でない。他方で、より一層のリスクをとるために、欠陥のある不完全な商品までをも使うことができる。この現象は、とくに最も複雑で最も標準的でない商品について見られる。それらに対し、突然のリスクに対する対策は最も難しくなる。

第2に、オプションとして機能する報酬によって、利潤をとろうとすることと、損失を避けようとすることは一致しなくなる。リスクをとろうと促されることは、その1年後に現れるかもしれない損失を考えることよりも、はるかにより強く働く。リスクをとることを増すことは、より日和見主義的な形の下で進められる。それは、不法行為さえも辞さない。ボーナスの方式が単純に表されないことは、損失のときにさえも、規則違反を行いながら、かつまた、成果を粉飾しながらリスクをとることを高める。

ボーナスの増大と金融リスクの上昇との相乗効果は、一応以上のように捉えることができる。このような一般論を踏まえた上で、フランスはいよいよ、ボーナスを制限する対策を打ち出す。フランスはまさに、金融業におけるボーナス制限の最初の国になるのでは、と考えられる。実際に、2007年にフランスにお

けるそのようなボーナスは記録的水準に達する。この事態に対し、サルコジ大統領は2009年の2月に、「報酬は、リスク・プレミアムに対してスライドされた」と激しく批判した<sup>(90)</sup>。これにより、フランスの銀行は、報酬方法の改革に従事し始める。財務相のC.ラガルド（Lagarde）も、そこには倫理綱領が設けられるべきであることを強調した。

以上の中で、フランスの金融業界において、報酬方法の改革に関する4つの道が合意される。第1の道は、報酬の構成に関するもの。これは、達成度に合わせた報酬の体系を表す。そこでは、成果と結びつかずに保証されたボーナスは禁じられるべき、とされる。第2の道は、ボーナスの支払い期日の基準に関するもの。ここで、与えられた実行期間における取引の完全な諸結果が考慮される。もしも市場のポジションが損失を示すならば、ボーナスは廃止される。第3の道は、一部の報酬を、証券の形、もしくは証券に関するオプションの形で支給することに関するもの。これは、特別手当が、企業の証券相場に応じて支払われることに基づく。そして第4の道は、取引業者は、もはや利益のみならず、損失とも結びつくことに関するもの。そこでは、かれらの短期的利益の目的は、企業の長期の利害に対し、それを害するものであってはならない、とされる。

これらの合意の下に、フランスの銀行連盟総裁であるクレディ・アグリコル（Crédit agricole）のG.ポージェ（Pauget）は、それらの実現に向けて強い協力の意志を表した。もちろん、その実現可能性について不安がない訳ではない。ボーナスが、金融業における競争力の増進要因となっている以上、果して、銀行はこれらの規則を現実に適用できるか、という疑問が当然に生まれる。とは言え、フランスが他の先進諸国に先がけて、高額報酬制度の見直しに向けて一歩踏み出したことは、今後の金融規制を進める上で高く評価されるべきであろう。

## 5. 第2回 G20をめぐるフランスの規制方針

### 5-1. G20の中心テーマとフランスの姿勢

今回の G20の中心的問題は、現在の混沌とした金融システムをいかにコントロールするか、という点にあった<sup>(31)</sup>。この点は他方で、グローバル資本主義の新規則を設けることと結びつく<sup>(32)</sup>。1980年代以来、金融の自由化を賞讃してきた北側の経済圏が、今回の G20において南側のそれと合同で世界資本主義の新ルールづくりを目指した。これまで長い間忘れられてきた金融規制の問題が、今や、政治的声明として取り上げられざるをえなくなっている。それはまた、銀行業を中心とする金融ビジネスの高くついた失敗に対する人々の広範な怒りによって促された、という点も銘記すべきであろう。

このような中で、金融規制改革について、その必要な領域に関する合意が生れつつある<sup>(33)</sup>。イギリスの金融サービス機構（Financial services authority, FSA）の議長、L.ターナー（Turner）のレポートによると、それは5点にわたる。第1に、銀行に対する一層の資本準備の要求、第2に、格付け会社の詳細な調査、第3に、潜在的リスクを抱える金融機関を把握するための規制拡大、第4に、OTC（相対取引）デリヴァティブの清算機関の設立、そして第5に、銀行のボーナス政策の修正。今度の金融危機が、従来の金融規制の仕方、すなわち、市場の自浄作用に基づくやり方に対する挑戦を表したことは間違いない。このような間接的規制という方法のみでは到底許されない事態が生じた。新しい規制のアプローチはそれゆえ、市場が、度を越えた行為を制限することはもはやできない、という認識から出発する。いよいよ直接的規制が前面に現れる。これまでと同じく、納税者が金融システムの究極的な保証者であることを今回も露呈した以上、金融当局が直接的規制を念頭に入れざるをえなくなるのは当然の成行きであった。まず、ヨーロッパがフランスの主導の下に立ち上がる。元フランス銀行総裁 J.ド・ラロジエールは、「金融監督のヨーロッパ・システム」の創設を提案した。それは、規制当局者間で共通の基準を強いるものとして現れる。その背後には、現在のヨーロッパの金融システム、とりわけユーロシステムにおいて、金融の安定が最優先されるべき、という主張が見える。

このような中でフランス大統領 N.サルコジ (Sarkozy) は、グローバル金融規制に関し、強硬な姿勢で G20に臨む<sup>(34)</sup>。彼は、絶対に譲れない合意として、タクス・ヘイヴンの取締り、ヘッジファンドの登録と監督、格付け会社の厳しいコントロール、そして銀行家の給与の抑制、の4点を挙げる。フランスはドイツと共に、G20のリーダーに対し、金融規制に関するグローバル活動の支援を呼びかけた。サルコジが今回、とくに規制対象としてはっきりと指摘したのはタクス・ヘイヴンであった。彼は、その存在こそが「無分別な資本主義」の証、と言い切る。金融安定フォーラムの委員長 M.ドラギ (Draghi) も、透明性の意識を金融システムの参入者に求めた。

一方、米国は、フランスとは基本的に異なる姿勢を示す。確かに、財務長官 T. ガイトナー (Geithner) は G20直前に、米国もヨーロッパ諸国と同じく、グローバル金融システムを強化するための規制改革に努めることを一応表明した<sup>(35)</sup>。彼は、米国が財政刺激のみに関心がある、という考えを斥け、G20のすべての国が、この危機に対して、強い規制で対応する必要があることに同意する、とさえ述べる。では、米国とヨーロッパ (EU) の立場が一致すると言えば決してそうではない。両者の食い違いは、金融規制のグローバル化における体制づくりの面に顕現する。米国財務省もガイトナーも、規制の国際協力体制づくりに同意した。しかし、それはあくまでも表向きの社交辞令であって、本音は逆に、ホーム・カントリーの当局こそが規制に責任を持つべき、という考えにある。ガイトナーは、システミック・リスクのグローバルな規制者は存在しえない、と主張する。他方で、規制と市場の関係においても、彼は、中央銀行や規制当局が、危機に対して早期の警告を発する可能性を否定する。ということは、公的当局が、市場の動きに対して距離を置くことを意味する。このような姿勢で、市場原則に反する行為を取り締まることは到底できない。このようにして見ると、米国の規制方針は、グローバル金融規制の国際的体制を意図するフランスのそれと決定的に異なることがわかる。

## 5-2. G20の諸結果とフランスの対応

最初に述べたように、G20の議論の中核は、グローバル金融システムの規制

問題に据えられた。それは、今回の大金融危機からの脱出に対する前提とみなされた。ル・モンド紙は、そのような規制に関する合意を次のように整理する<sup>(36)</sup>。第1に、タクス・ハイヴン\*への対決。この宣言は、租税回避地(天国)をめぐる大きな力にこれまで我慢してきたことがここで中断したことを示す。最終的なコミュニケは、銀行の秘密主義時代が変革されたことを確信する。第2に、規制領域の拡大。グローバル金融システムにとって、リスクを表すあらゆる金融機関、商品、並びに市場は、コントロールされるべきことが示される。そして第3に、銀行の安全性の強化。銀行が危機時に、信用供給を閉ざしてしまうことを避けるため、かれらは自己資本を増大する必要がある。一方、規制当局は、銀行のオフ・バランス・シート取引をつねに見張らなければならない。その部分は不透明であり、そこに数多くのリスクのある資産が宿る。

\*フランスでは、タクス・ハイヴンのことを、租税回避地ではなく、租税天国(paradis fiscal)と称している。

以上のような合意は、果して満足のいくものであったか。少なくともフランスの立場からは、ノンと答えざるをえない。そもそもサルコジは、このG20において、より厳しい金融規制に向けた飛躍の進展を目指した。彼は、その結果としての規制改革が、これまでのアングロ・サクソン型資本主義モデルの支配に新たなページを開く、とさえ予想する<sup>(37)</sup>。ところが実際には、様々に訴えた規制の中で、フランスが勝ち取ったのは、オフショア・センター(タクス・ハイヴン)の点のみであった。それも、共同声明発表直前にかろうじて、フランスの主張を配慮する形で整えられたにすぎない。言ってみれば、今回のG20においても、金融規制改革の原則が再確認されただけであった<sup>(38)</sup>。それゆえサルコジは、「G20は、規制に関しては何も得るものがない、というリスクを冒した」と不満を露わにする<sup>(39)</sup>。

これに対し、主催国イギリスの首相G.ブラウン(Brown)は、G20は「新世界秩序」を出現させた、と自負する<sup>(40)</sup>。しかし、それは現実世界とはほど遠いものであった。ファイナンシャル・タイムズ紙は、ブラウンは数多くの事実を隠して会を終えた、と厳しく批判する。事実、金融規制のみならず、財政刺激や金融政策に関して、新たな地平が開かれることはなかった。

今度の G20は、ル・モンド紙が指摘するように、2つの陣営、すなわち、金融規制を強調するフランス・ドイツと、経済復興を強調するアングロ・サクソン諸国との間の、言い換えれば、規制と成長との間の妥協を示すものに他ならない<sup>(41)</sup>。一方、ファイナンシャル・タイムズ紙の論説委員 M. ウォルフ (Wolf) が指摘したように、大危機の根本的な要因とそこから脱出するための最善の方法に関して何らコンセンサスは見られない<sup>(42)</sup>。それどころか、今回、金融規制をめぐる2つの対立関係が露呈した。1つは先に見たフランスと米国の対立、もう1つはフランスと中国の対立、が現れる。前者は、ヘッジファンドと公正価値に基づく会計ルールの規制をめぐる、後者は、タクス・ヘイヴンの規制をめぐる展開された。ここでいずれもフランスが関与する。では、どうしてそのような対立が表面化したのか。次にその点を検討することにした。

### 5-3. タクス・ヘイヴンとヘッジファンドをめぐるフランスの規制案

#### 5-3-1. タクス・ヘイヴンの規制

サルコジは今回、非協力的なタクス・ヘイヴンのブラック・リストづくりに反対する中国を厳しく糾弾した<sup>(43)</sup>。彼は、タクス・ヘイヴンの取締りに対して中国が大きな障害であることを表明する。そこには、中国の背後に香港とマカオの利害が潜む、という強い疑いがある。事実、G20は、非協力的と認められる管轄区を選出することの困難に直面した。そこでは、客観的な判断基準を見出すことができなかった。中国のスポークスマンは、「我々は、香港とマカオをタクス・ヘイヴンのカテゴリーに入れることについて異なる見解を持つ」と述べる<sup>(44)</sup>。

このような中で、G20は確かに、タクス・ヘイヴンに関する制裁について議論することに圧力を強めた。パリの OECD 事務局長 A. グリア (Gurria) は、その重要な突破口として、銀行の秘密主義の規則を緩めることを誓約する<sup>(45)</sup>。ここで銀行行動が問題となるのはなぜか。この点についてファイナンシャル・タイムズ紙は次のように論じる<sup>(46)</sup>。銀行は、高額報酬者のチームまで作って税金を逃れようとする。その活動の方が、通常の銀行業よりもはるかに多くの利益を得る、と言われる。その背景には、租税回避と投機との間の密接な結びつ



きがある。この結びつきこそが、この間の金融不安定に拍車をかけた。国際的租税システムの失敗は、明らかに現在の危機の起因となる。

ところで、租税の国際的調整は、80年も前に考えられたモデルに基づく。それは、二重課税防止の条約として現れる。そこでは、投資家の居住国における投資から生じる収入に課税する権利が政府に与えられた。今日、国際投資は多国籍企業により支配される。かれらは、居住者概念の曖昧さを利用して租税回避を考案する。結果的にかれらは、タクス・ヘイヴンの居住者となることを認められることで税を逃れる。大きな多国籍企業は、一方で金融事業体としても現れる。かれらは自由に、複雑な金融組織を作り上げる。それは、銀行のケースに典型的に見られる。米国税務局のサーベイは、タクス・ヘイヴンの最大の和用者はむしろ銀行であることを明らかにしている。

このようにして、多国籍企業や富裕な投資家にとっての金融取引の収益は、究極的に低率ないしゼロの租税対象となる。課税システムの歪みこそが、投機的金融取引に火を付けた、と言ってよい。一方、オフショア金融センターとしてのタクス・ヘイヴンは、近隣の先進諸国との象徴的關係を長い間享受してきた。かれらは、集めた巨大マネーをシティないしウォール街に流した。かれらはまた、安全弁をも提供した。そのことが、国際的な大企業に税の削減を促した。G20において、ルクセンブルグの首相 J-C. ユンケル (Junker) は、「もしもブラック・リストを作らなければならないのであれば、米国がそれに入れられるべき」と主張した<sup>(47)</sup>。米国では確かに、毎年著しい数の会社が、その背後の人々のアイデンティティを開示する必要なく設立される。この種の不透明さこそが、マネー・ローンダラーや租税回避者にとって巨大な価値を生む。

オフショア・センターの機密システムは、まさしく不透明性の主因となる。それは、企業と金融に関する規制を根底から覆した。だからこそ、国際的課税システムと金融規制に関する根本的改革を行う必要がある。フランスが、とりわけタクス・ヘイヴンに対する規制を強く訴えてきたのも、以上のような理由からであった。

### 5-3-2. ヘッジファンドの規制

ヘッジファンドは、タクス・ヘイヴンを最大限に利用する代表的機関の1つである、と言ってよい。かれらは、そこでの居住者と認められ、その利潤はオフショア・センターで得られたとみなされる。その立地先のほとんどはケイマン諸島と言われる。実際に、米国とイギリスの税当局者は、居住概念を緩やかに解釈してきた<sup>(48)</sup>。秘密の法制下でのヘッジファンドの立地が、かれらの租税回避を容易にさせた。さらに注意すべき点は、ヘッジファンドがタクス・ヘイヴンで実現した利益の配分に対しても課税が免除される点にある。このことは、かれらの投資家に巨額の利益をもたらす。このような、ヘッジファンドとタクス・ヘイヴンとの密接な関係から生じる不透明性に対し、フランスは最も激しく抗議してきた。サルコジはこれまで、投機ファンドを繰り返し非難する。彼は、「資本主義をモラル化する」ためのキャンペーンの一部として、かれらのディーリングの透明性を強く求めた<sup>(49)</sup>。

こうした中で、EUもヘッジファンドの規制を試みる<sup>(50)</sup>。そこでの指令は、EUで営業するすべてのオールタナティブ投資ファンドのマネージャーに及ぶ。かれらは、営業認可を必要とし、また、規制、ガバナンス、並びに情報開示の基準を満たす必要がある。それは、最小限の資本要求を含む。他方で、「汎EUパスポート」の適用が呈示された。それは、EU内で認可されたマネージャーに効力を与える。新制度がスタートして3年後に、第三国内でファンドを起す際の第三国自体は、租税の情報を交換する必要がある。これにより、オフショア・センターでファンドを経営することが高くなる。EUはこう判断した。ただし、その際にブリュッセルは、ヘッジファンドとプライベート・エクイティ・ファンドに焦点を合わせ、他のオールタナティブ投資ファンドに注意を払っていない。

このEUの規制案に対し、フランスはいち早く厳しい批判を加えた<sup>(51)</sup>。とくにフランスは、ヨーロッパ委員会の提案が、相互協定を持った領土からのオフショア・ファンドに対し、ヨーロッパでの営業にパスポートを渡せることに反対する。フランスの財務相ラガルドは、「これは、ケイマン諸島からのファンドに対してドアを開くような類いのシステムとなる。そこは、ヨーロッパによっ

て規制されたことは決してない。危険なのは、これがオフショア・ファンドのトロイの馬になりえること」と強く非難した。EU案は、フランスにとっては最低限のものと映った。それはむしろ、規制システムを一層弱めるのでは、と懸念された。実際にEUの法制において、ヘッジファンドを綿密に審査できるかどうかは疑わしい。フランスは、相互認可システムは、オフショア・ファンドによりかえって妨げられる、と認識する。さらに、この新制度においては、規制の焦点がファンドそのものではなく、マネージャーに向けられる。したがってそこでは、あまりに多くの抜け穴がある。また、規制の基準も極めて緩い。

フランスはこのようにして、EUに対し、ヘッジファンドに厳しいルールを課す圧力をかけた。ラガルドは、「ヨーロッパ委員会の提案は、ヨーロッパ人のすべき要求を下回るもの」としてそれを批判する<sup>(52)</sup>。フランスは結局、ある条件を満たすのであればEUを通して市場活動を行える、という案に反対する。それは、フランスにとってはあまりに弱腰のものであった。その結果、ヨーロッパ委員会も、かれらの提案の実施を、フランスの立場に譲歩する形で3年間遅らせることを決めた。ここに、フランス主導による規制が進んでいる姿を見ることができるといえる。

一方、ヨーロッパ委員会の以上に見た広範で新しい規制プランに対し、ヘッジファンドのマネージャーやプライベート・エクイティ・ファンドのトップも案の定、怒りを露わにして反対した<sup>(53)</sup>。かれらは、ブリュッセルの提案が、2兆ユーロを管理するビジネスをだめにする、と警告した。イギリスのファンド・マネージャーは、もしもこの法制が課せられるならば、それは、シティからこのビジネスを追い出すことになる、という恐れを表した。他方で、シティの規制政策委員会議長のS. フレーザー (Fraser) も、ヘッジファンドのディスクロージャーの要求は、確実にかれらの経営を頓坐させる、と述べる。オールドナティヴ投資マネジメント協会も、かれらの指令は、十分に考えられていない対策を含み、それらは非現実的で機能しない、とみなす。果して、かれらの言い分は正しいであろうか。

ヨーロッパ委員会の提案は、現在の危機を導いた金融機関に対する公衆の、

また政治的な怒りを配慮する形で、注意深く計画された。それはしたがって、フランスが弱腰と批判したように、それほど厳しいものとはならなかった。例えばそれは、ファンドそのものではなく、ファンド・マネージャーに登録と政府の認可を求めているにすぎない。ファンド・マネージャーは、報告、ガヴァナンス、リスク・マネジメントの標準を満たす必要がある。これらの要求は確かに、フランスが主張するように最低限のもの、と言ってよい。しかし、この程度の管理・規制に対してさえ、ヘッジファンド産業内の人々は強く反発した。そこで表されたコンプライアンスのコストは、小さなファンドには高くつく。また、投資家の保護にとっても、システムック・リスクの考えからしても、それらのコストは不必要なものとなる。かれらはこのように批判した。一方、EUの規制草案は、すべてのファンド・マネージャーに適用される。それは、少なくとも1億ユーロの資産をコントロールする。その規模は、ファンド・マネージャーの30%、並びにその資産の90%をカバーする。要するに当該産業の役員は、この草案が、ファンドをオフショアからオンショアの方向に動かそうとするもの、とみなす。このようにして見ると、危機の元凶となった無規制の金融機関であるヘッジファンドを、一体、いつになったらきちんと管理・規制できるのか、という疑いの念が強く出てくる。最後に、この問題も含めて、グローバル金融規制の意義とその課題について考えることにしたい。

## 6. 総括：フランスの金融規制策の意義と課題

### 6-1. 2つの「フランス化」現象の意味

#### 6-1-1. 金融規制の強化

第2回G20の直前に、ロンドンで荒々しいデモが繰り広げられた。デモ隊は、「金持を完全にやっつけてしまえ (eat the wealthy)」という垂れ幕を掲げながら行進を続けた。この人々の反資本主義的な怒りは、あのフランス革命前夜の動きをも連想させるものであった<sup>(54)</sup>。かれらは、大金持の強欲と非常識、そして不公正さとを結びつけた行為に対し、憤りを露わにした。このような一般大衆の憤慨は全く納得できる。信用ブームによって数多くの銀行やノンバンク、

並びにファンドが巨万の富を得た一方で、大衆は、その結果生じたクラッシュから多大な負の影響を受けている。そこから沸き出た人々の怒りは、世界的な広がりをもって高まっている。まさにそれは、グローバルな「時代精神 (zeitgeist)」を表すと言ってよい。だとすれば、その精神を真正面から見つめ、怒りを静める方向に経済・社会のベクトルを転換する必要がある。

このような中で、フランスはいち早く、グローバル金融システムを最も厳しく規制する姿勢を前面に打ち出した。あたかもそれは、フランス当局が、フランス革命から学んだ歴史的教訓に沿って動いたかのようにも思える。要するに、フランスの規制政策の柱となる考えは、「世界のマネーに関するモラル・レポート」の編者である A. メリュー (Merieux) が指摘したように、「実体経済が、金融システムから派生するコストの負担をいかに回避するか」という点にある<sup>(55)</sup>。そのために絶対的に必要とされるのは、金融システムにおける透明性の改善であった。金融市場当局総裁の M. プラダ (Prada) は、まず、証券化の対象となる資産の透明性の不十分さを主張する。同時に彼は、信用リスクを評価しない格付け会社の責任に狙いを定める。格付け会社と企業に提供される金融情報こそが、市場に対する投資家の決定を成すからであった。財務省長官の M. ムスカ (Musca) も、金融領域のアクターは、透明性と市場原則をますます進めることに責任を持つ必要がある、と宣言する。もちろん、透明性が高まれば、全てがうまくいく、というほど話は単純でない。この点について、メリューは次のように結論づける。「システムの規制は大きな問題の1つであり、それは当局にとって、つねにそのことに遅れをとるという特別な困難さを伴う。……透明性が唯一の解決ではない。金融はまた倫理の問題である」(傍点は筆者による) と。この最後の言葉ほど、金融当局と金融アクターが共に肝に銘じるべきものはないであろう。

以上のようなフランスの強硬な態度に刺激を受けて、最初に述べたように、ドイツを軸としたユーロ圏諸国、さらには規制に最も後向きの構えを見せてきた米国やイギリスでさえも今日、規制の問題を真剣に受け止め積極的に対策を提示している。このグローバルな現象こそが、金融規制のフランス化と呼べるものであろう。

### 6-1-2. フランス的資本主義モデルの浸透

一方、今回の金融危機は、金融機関に対する規制と支援の双方において、公的機関による介入を強く表した。この国家介入主義は、よく知られているように、コルベールティスムとしてフランスでは伝統的に用いられ発展してきた。この考え方は、フランスにとって、右派と左派を問わず、つねに経済プランニングの中心に据えられてきた。これに基づき、例えばサルコジは、2008年11月に、「戦略投資ファンド」を創設する<sup>(56)</sup>。このファンドは、国家主権の下にある「預金供託金庫」からの資金供与により成り立つ。それは、あくまでも公的利害の中で活動する。ファンドのヘッドである G. ミシェル (Michel) は、「国家がヴィジョンを持つ権利を握る」とさえ述べる。もちろん、こればかりではない。今回の危機を通して、フランスは以上に示したように、金融システムの管理と規制を国家の主導の下で積極的に行うと同時に、銀行を中心とする金融機関、さらには非金融機関の企業に対する資金面での公的支援を強めてきた。このような、フランスの国家による強力なサポート体制が、危機によるダメージを他国よりも深刻でないものにした、という見方がここでクローズ・アップされている。

ヨーロッパ大陸ではこれまで、「社会市場経済」モデルが遂行されてきた。しかし、ここにきて、その生みの親であるドイツ自体において、その破綻が見られる<sup>(57)</sup>。そもそもこのモデルでは、国家の裁定が、競争のゲームと社会関係のルールとが両立する範囲に制限されている。ところが現在のドイツにおいて、国家の介入は、もはやイデオロギーとしてではなく、純粹に1つの実践的行為とみなされている。その背後には、ドイツ経済の悪化という深刻な事情がある。ドイツは、ヨーロッパ経済の中で第1位の席を譲っている。貿易黒字の減少と失業率の上昇は、それを象徴的に物語る。ドイツの銀行システムはこれまで、その強固さで名声を博した。しかし今や、それは完全に失敗している。ドイツ経済をめぐる悲観主義は、専門家の間で、もはや覆い隠すことができない。

このような中で、ドイツは、財政支出を倍増し、課税を低下するという財政計画を発表した<sup>(58)</sup>。それによる公的赤字は、2010年に、対国民所得比で5%を上回ると予想される。ドイツの復興計画は、国民所得の2%に当る500億ユー

口の支出を2年間にかけて行うというものであった。それはまさに、歴史的規模での復興を示すと共に、第2次大戦以来の苦しいリセッションを反映していた。ドイツはこれまで、大がかりな復興計画には完全に反対してきた。それは、公的赤字を悪化させないためであった。しかし、今のドイツに、それを主張する余裕はない。A.メルケル（Merkel）首相は、2009年1月初めのパリにおける資本主義の規制に関する話合いの中で、危機に対決するには、我々が現実に積み重ねている負債の山以外に可能性はない、とさえ述べる。このようなドイツの政策転換は、結果として財政支出の拡大となって現れる。と同時にそれは、フランスの主導する国家介入型の資本主義モデルへの変化を物語る。この点はまた、資本主義モデルのフランス化を表すものではないだろうか。

他方で、EU自体は、安定・成長協定に反するような財政支出拡大に対し、いかなる反応を示しているか。実は、EUもここにきてやはり、フランスやドイツと同様の支出政策を打ち出す。ヨーロッパ委員会総裁のJ.M.バローゾ（Barroso）は、大きなレベルでの2000億ユーロ（国民所得の1.5%）を支出する計画を明らかにする<sup>(59)</sup>。この支出の最大部分（1700億ユーロ）は加盟諸国に課せられ、残りはEUの予算で賄われる。ただし、今回の財政的資金注入は、あくまでも一時的なものであり、それは、需要を刺激する、すなわち雇用を確保し信認を復活するための調整的手段とみなされる。バローゾは、「例外的時期は例外的手段を呼び起す」と述べる。EUの安定・成長協定の規則は、一旦、2005年に緩和されたものの、それは依然として生きている。しかし、ヨーロッパ委員会は、この度、公的赤字が規則に違反するほどに超過していても、その超過分が一時的であれば、それに対する制裁を行わないことを表明する。この点は、先のドイツの政策変化と同じく、大きな転換を意味するものであろう。このようにしてみると、先の規制のフランス化と合せて、現在、「2つのフランス化」がグローバルな規模で進みつつある、と言っていいかもしれない。この点でサルコジが議会演説において、「危機がフランス・モデルを流行させた」と誇らしげに言うのもうなずける<sup>(60)</sup>。



## 6-2. 財政赤字と社会変革の課題

### 6-2-1. サルコジ政策の問題点

では、サルコジが誇示するほどに、彼の政策を手放しで評価できるかと言えば、決してそうではない。サルコジがサブプライム危機後に推進してきた経済政策の支柱は、以上からわかるように財政支出の拡大に求められる。この支出拡大政策をいかに評価するか。それは、経済復興と課税、の2つの観点から行う必要がある。

まず、経済復興の点についてはどうか。サルコジの復興プランに対し、フランスのケインジアンは真先にそれを賞賛した<sup>(6)</sup>。かれらは、そのプランが、経済レベルを支える最も純粋なケインジアン的伝統を意味するもの、と高く評価した。ネオ・ケインジアンであり、ミッテラン(Mitterrand)・インスティテュートのメンバーであるJ-P フィトゥッシ(Fittoussi)は、それは理想的な復興計画、と位置付ける。彼は、サルコジのプランは、実はミッテラン元大統領が夢見ていたものであった、とさえ述べる。要するにフィトゥッシは、「公的投資政策は最終的に、反景気循環的役割を果たす」としてサルコジ政策を歓迎した。一方、このような評価は、ケインジアンによるものだけではない。フランスのエコノミストの大部分も、2つの点、すなわち、企業財務の支えと公的投資の復興、という点でこのプランに好意的であった。

しかし、他のエコノミストの中には、消費と購買力の復興に関して、フランスのプランに疑問を投げかける論者も多い。ハーヴァード大学のP. アギオン(Aghion)教授もその1人に入る。彼は、より純粋なケインズ主義の立場によりながら、サルコジ・プランの限界を指摘する。アギオンはまず、今回の危機は需要の危機として現れた、と見る。それは、典型的なケインズ主義的状況を指す。したがってそこでは、需要を直接に支えなければならない。供給の増大を狙ったフランスのプランは、効果を表すにはより時間がかかるし、また、より間接的な効果をもたらすにすぎない。需要と消費の復興こそが、危機脱出の鍵となる。彼は以上のように捉える。この観点からすれば、サルコジが財政支出の拡大を謳う一方で、公務員の削減による支出抑制を図る、というプログラムは、まさしく「狂気の沙汰」とアギオンの眼には映る。彼はサルコジとは

逆に、今こそ公的な雇用を拡大し、フランスが社会システムの改革に従事すべきことを訴える。

一方、トゥール (Tours) 大学教授の C. サン・エティエンス (Saint-Etienne) は、今回の、19世紀以来見られたことのないほどの激しい信認の危機に対し、2つのシナリオを描く。1つは、状況は安定し、サルコジ・プランはそれに貢献する、というもの、もう1つは、国家・社会の動乱は続く、というもの。そこで彼は、もしも私がサルコジであれば、復興プランを続けて準備するであろう、と宣言する。第2のシナリオの可能性が高まっている。彼の主張したい点は、この点にある。サブプライム危機問題に対して盛んに論陣を張る J. アタリ (Attali) も、彼と同じ立場を表す。アタリは、サルコジ・プランは十分でない、しかも、財政の赤字調整を伴うような復興政策は誤っている、と批判する。今日のフランスも含めたヨーロッパにおいて、危機から脱出するためには、公的支出の拡大をためらってはならない。この視点が、アギオン、サン・エティエンス、並びにアタリの強調する眼目であろう。この点は、サルコジの限界と同時に、EU の限界も実は表している、と言ってよい。

他方で、支出拡大政策に基づく財政赤字は、それをどう埋め合わせるかという、もう1つの大きな問題を露わにした。この問題は当然に、課税の引上げを認めるかどうかということと結びつく。この点については、右派と左派の双方から賛否両論が展開された。2009年のフランスの財政赤字は、1040億ユーロほどとなり、前年に比べて倍増する見込みを示す。この赤字分は、国民所得の5.6%に達する。それは、EU の協定で決められた基準 (3%) のほぼ倍を表す。この値は、ブリュッセルの言うところの、適度な基準超過を意味するのかが問われるであろう。フランスの公的金融の状態は確かに悪化している。こうした中で政府は、当面は課税の引上げのときでない、と判断する。しかし現実には、2009-2012年のプロジェクトにおいて支払うべき社会的支出は、0.4ポイント上昇する、と予想されている。

このような事態に対し、まず、政府与党の側から批判が出された<sup>(62)</sup>。保守派の重鎮である P. セガン (Seguin) は、赤字の悪化が取り除けないのであれば、課税の引上げは止むを得ず、フランスもこの動きを逃れられない、と指摘する。

サルコジの支持基盤である国民連合運動（UMP）の保守派は、財政引締め政策を採らざるをえないこと、そしてそれは、たとえ選挙に有利に働かないとしても行われるべきこと、を強調した。不公平な財政支出を減少させながら、財政上の圧力を増すしか他に選択の余地がない。ここに及んで、新たな課税低下を認めることはできない。我々のできることは、財政の再編以外にない。かれらはこのように、課税の引上げと社会支出の低下を含めた財政赤字の削減を訴えた。これに対して、左翼は当然に反対する。社会党は、課税の引上げは想定できないとし、もしもそれをテーブルに乗せるのであれば、財政協定問題を論じるべき、と表明する。かれらは、多くのフランス人が、財政赤字の軽減のために支払うリスクを被る、と主張した。

以上のような、課税の引上げをめぐる与野党の対立の中で、サルコジはいかなる対策を打ち出すか。それが、今後のフランス社会のあり方を大きく左右することは間違いない。それでなくても、フランスにはすでに、さらにもう1つの大きな問題、すなわち失業問題が顕在する。この点を次に検討しながら、サルコジの姿勢を論じることにしよう。

フランスの労働市場は今日、著しく悪化している<sup>(63)</sup>。そこには、3つの悪い動きが見られる。第1に、雇用登録の増大、第2に、失業脱出の低下、そして第3に、雇用供給の後退。フランスの若者はここに来て、サブプライム危機への重いつけを支払わされている。もともとフランスでは、若者の間で失業率が高い。現在、それに拍車がかかっている。期間不確定の契約労働者でさえ、失業によってますます痛手を受けている。この事態に、フランス社会党第一書記で元労働相のM. オーブリ（Aubry）は、「状況は極度に悪い。フランスは、かつてない危機の中に落ち込んでいる」と警鐘を鳴らす。労働組合の側も、危機の重大さと政府の対応との間にはっきりとした落差があることを強調する。危機への対応は、社会的次元でこそ行われるべき、とかれらは訴える。

これに対し、政府当局は、「労働市場の悪化は予想通りであった」と、むしろ開き直りの姿勢を示す。その一方で、かれらは、それに対するあらゆる手段を持つ、と宣言する。具体的には、2009年2月の社会サミットでサルコジが提案した復興計画を加速することが示される。先に見たこの計画の中に、確かに、

雇用と失業者のための対策が盛り込まれている<sup>(64)</sup>。しかし、その額は、支出総額260億ユーロのうちのたった12億ユーロにすぎない。それは、全体の5%にも満たない。これと正反対に、企業に対する援助として、115億ユーロが提示された。それは、全体の44%強にも達する。

このようにして見ただけでも、サルコジが財政支出の拡大による復興計画を、いかに企業側に、すなわち資本の側に立って遂行しようとしているかがよくわかる。一見すると、これまでのサルコジの政策は、外向きには金融規制を、内向きには財政支出拡大を、各々強調することによって、どちらかと言えば、むしろケインズ主義的な左派寄りの姿勢を打ち出しているかに見える。だから、サルコジは、保守主義者から社会主義者へ転じたのではないか、とさえ評価される<sup>(65)</sup>。しかし、この見方は皮相的で事態を見誤っている、と言わざるをえない。現実にはサルコジが危機から脱出するためにとろうとする姿勢は、労働組合と左派のそれとはかけ離れている。実際に、昨年夏以来の失業は、非常に強く増大し、失業者を雇用する事態には依然として至っていない。この大失業問題に対し、サルコジは果して真正面から立ち向かう気があるのか。このように疑問視されるのは当然であろう。

他方で筆者は、先に、フランスの積極的な国家介入による金融規制と経済復興の政策にポジティブな評価を与えたものの、そのような介入方式を手放しで賛美するつもりはない。すでに論じたように、それが危機後に救済手段として使われるのであれば、モラル・ハザードが表面化するのは目に見えている。しかも、そのつけは納税者に回ってくる。まさに、納税を担保にした壮大な詐欺が展開されるにすぎない。左翼政党が、国家介入による救済を訴えれば訴えるほど、人々の気持はかれらから離れていく。今回の危機が、通常の思惑とは正反対に、左翼に味方しなかったのもその点でよくわかる<sup>(66)</sup>。それゆえ国家の介入は、あくまでもプルーデンシャルな政策に組み込まれた事前的なものとして行われる必要がある。

同時にそのことが、ロビー活動による金融権力と政治権力の結託を断ち切る作業を伴うことを、為政者は忘れるべきでない<sup>(67)</sup>。実際にこれまで、管理・規制として現れる事前的な国家介入に対し、金融機関はノンバンクを含めて強く

抵抗してきた。これに対して、金融当局はいかなる姿勢を今まで示してきたか、が問われねばならない。A. グリーンスパン (Greenspan) は、2008年10月の米国議会で、貸付機関の私利私欲を注意深く見ていた、と証言した。ところが現実には、連銀は、2005-2007年に行われた1兆ドルにもものぼるサブプライム・ローン（そのほとんどは略奪的ローン）のオリジネーターであるノンバンク機関に対して、規制を強化することを拒絶した。その背後に何があったか。実は、ローン・オリジネーターは、すでに1990年代後半から何百万ドルものロビー活動をワシントンで行ったことが明らかになっている。その多くは、サブプライム・ローンに対する規制を強める新しい法制を妨げるためのものであった。そして、米国とヨーロッパの最大の銀行はこぞって、サブプライム・ローンに金融シバブルを煽った。かれらはその見返りに、担保付証券の販売から巨大な利益を得た。大銀行は、その結果、究極的に何が起こるか、ということにほんとうに気づいていなかったのか。このことこそが問われるべきであろう。政府と金融当局は今まで、そのようなローンが、システムック・リスクを起す、とくり返し忠告されてきた。しかし結局は、ロビー活動の下で、そうした忠告は無視され、規制強化の試みは完全に打ち崩されてしまった。

一方、国家の介入が単独で終るものであれば大きな効果は望めない。それは、それぞれグローバルな広がりを持たねばならない。アタリは、サブプライム危機を分析する中で、現代資本主義を支える2つのメカニズム、すなわち、市場と民主主義、の間に、大きな矛盾があることを指摘する<sup>(68)</sup>。民主主義は、ある与えられた国境の内部にのみ通用する。しかし市場の方は、当然に国境を越える。今日、地球全体としての（グローバルな）民主主義は存在しないのに対し、グローバル市場は、資本市場を典型として顕在する。このような中で、市場を規制する組織の能力も消えてしまう。金融機関は、何も規制もないという、純粹で完全な市場の理論的状况を、グローバルな規模で見出す。それによって、法に反するような、非法制的かつ犯罪的な経済運営が促進される。こうした無秩序な経済状態を制御するにはどうすればよいか。アタリは、その解決として、国家によって法制的状態を取り戻す以外にないことを強調する<sup>(69)</sup>。その状態は例えば、監督機構の確立となって現れる。しかもそれは、真にグローバルなも

のとして機能する必要がある。まさに、そのような金融規制・監督のグローバル体制が求められるべきであり、第2回のG20はそれを示せないままで終わった。その中で、フランスが、孤軍奮闘する形でグローバル金融規制を強く訴えたことを、我々は忘れてはならない。

## 注

- (1) Banque de France, *Hedge funds*, Revue de la stabilité financière, numéro spécial, avril, 2007. この報告書については、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, を参照。
- (2) Banque de France, *La crise financière*, février, 2009. The high-level group on financial supervision in the EU, chaired by J. de Larosière, *Report*, february, 2009, [http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/docs/de\\_Larosiere\\_report\\_en.paf](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_Larosiere_report_en.paf)
- (3) Michel, A., “BNP Paribas ignore la crise et affiche les profits spectaculaires”, *Le Monde*, 7, mai, 2009.
- (4) Lucas, Y., “TARGET2 et l’intégration financière européenne—Direction des systèmes de paiement et des infrastructures de Marché—”, *Bulletin de la Banque de France*, janvier, 2008, p.23.
- (5) *ibid.*, p.24.
- (6) Bonnier, V., “TARGET2 : le rôle d’un système d’aide à la décision pour compléter les fonction de règlement” *Bulletin de la Banque de France*, janvier, 2008, p.32.
- (7) Lucas, Y., *op.cit.*, p.24.
- (8) Bonnier, V., *op.cit.*, p.32.
- (9) *ibid.*, p.33.
- (10) *ibid.*, p.34.
- (11) Goffinet, G., “La gestion globale des garanties (3G)”, *Bulletin de la Banque de France*, avril, 2008, p.29.
- (12) *ibid.*, pp.29-36.
- (13) Banque de France, *La crise financière*, février, 2009, p.77.
- (14) *ibid.*, pp.80-81.
- (15) Boyer, R., Dehove, M. et Plihon, D., *Les crise financières*, La documentation française, 2004, p.147
- (16) Banque de France, *La crise financière*, février, 2009, p.83.
- (17) *ibid.*, p.78.
- (18) *ibid.*, p.86.
- (19) *ibid.*, p.97.
- (20) *ibid.*, p.101.
- (21) *ibid.*, pp.89-97.
- (22) Hall, B., “Sarkozy more likely to win than walk out”, *Financial Times*, 1, april, 2009.
- (23) *Le Monde*, 4, avril, 2009.
- (24) Delavis, O., “La préparation d’une place financière à une crise opérationnelle : l’approche française”, *Bulletin de la Banque de France*, juillet-aout, 2008, pp.1-6.
- (25) Banque de France, *La crise financière*, février, 2009, p.103.

- (26) 前掲拙稿を参照。
- (27) Aglietta, M., et Rigot, S., “Le rôle spécifique des hedge funds dans la transmission du risque systémique: une contribution au débat réglementaire” in Conseil d’analyse économique, *La crise des subprimes*, La documentation française, 2008, p.238.
- (28) *ibid.*, pp.239-244.
- (29) Godechat, O., “Les bonus accroissent-ils les risques? in Conseil d’analyse économique, *La crise des subprimes*, La documentation française, 2008, pp.204-208.
- (30) Michel, A., “L’Etat oblige les banques a réformer les bonus des traders”, *Le Monde*, 9, février, 2009.
- (31) Larsen, P. T., “A lot to be straightened out”, *Financial Times*, 31, march, 2009.
- (32) *Le Monde*, 11, avril, 2009.
- (33) Larsen, P.T., *op.cit.*
- (34) Giles, C., Parker, G., & Tett, G., “Paris and Berlin take G20 stand”, *Financial Times*, 2, april, 2009.
- (35) Guha, K., “Robust and stable system is the goal—Interview T.Geithner”, *Financial Times*, 31, marcr, 2009.
- (36) *Le Monde*, “Des mesures concrètes pour réguler le système financier mondial”, 4, avril, 2009.
- (37) Hall, B., Barker, A., & Bryant, C., “Sarkozy claims credit on winnig tighter regulation”, *Financial Times*, 3, april, 2009.
- (38) *Financial Times*, 2, april, 2009.
- (39) Faujas, A., “Le FMI placé au centre de régulation mondiale”, *Le Monde*, 4, avril, 2009.
- (40) Parker, G., Giles, C., Luce, E., & Oakley, D., “Markets surge amid G20 accord”, *Financial Times*, 3, april, 2009.
- (41) *Le Monde*, “Le G20 pose les nouvelles règles du capitalisme mondiale”, 11, avril, 2009.
- (42) Wolf, M., “Why G20 leaders will fail to deal with the big challenge”, *Financial Times*, 1, april, 2009.
- (43) Hall, B., & Parker, G., “Paris and Berlin unite on goals”, *Financial Times*, 2, april, 2009.
- (44) Houlder, V., Barker, A., & Anderlini, J., “Secrecy era over, say leaders”, *Financial Times*, 3, april, 2009.
- (45) Houlder, V., “Tax havens feel heat of political and public ire”, *Financial Times*, 31, march, 2009.
- (46) Piccioto, S., “How tax havens helped to create a crisis”, *Financial Times*, 6, may, 2009.
- (47) Houlden, V., “A lid to be lifted”, *Financial Times*, 18/19, april, 2009.
- (48) Piccioto, S., *op.cit.*
- (49) Hollinger, P., Tait, N., & Arnold, M., “Paris attacks EU draft of hedge fund rules”, *Financial Times*, 28, april, 2009.
- (50) Tait, N., & Masters, B., “EU under fire on hedge fund rules”, *Financial Times*, 4, may, 2009.
- (51) Hollinger, P., Tait, N., & Arnold, M., *op.cit.*
- (52) Barker, T., Tait, N., & Arnold, M., “Paris pushes for tight hedge fund regulations”, *Financial Times*, 6, may, 2009.
- (53) Masters, B., Arnold, M., & Tait, N., “Hedge fund managers warn EU rules will cripple their industry”, *Financial Times*, 30, april, 2009.
- (54) Moisi, D., “What the French revolution can teach America?”, *Financial Times*, 3, april,



- 2009.
- (55) *Le Monde*, “La transparence considérée comme le meilleur remède aux excès”, 6, avril, 2009.
- (56) Hollinger, P., “Dirigisme de rigueur”, *Financial Times*, 4, june, 2009.
- (57) Verges, M., “Allemagne : l’économie sociale de marché en panne”, *Le Monde*, 15, Juin, 2009.
- (58) Delhommais, P-A., “L’économie de la zone euro se détériore très rapidement”, *Le Monde*, 10, janvier, 2009.
- (59) Ferenczi, T., “Deux cents milliards d’euros pour la relance en Europe”, *Le Monde*, 28, novembre, 2008.
- (60) *Le Monde*, “Le modèle français a de nouveau sa chance”, 24, juin, 2009.
- (61) Jakubyszyn, C., “Les économistes pronostiquent au 2<sup>e</sup> plan de relance”, *Le Monde*, 6, décembre, 2008.
- (62) Guelaud, C., “Face aux déficits, la hausse des impôts paraît inéluctable”, *Le Monde*, 7, mars, 2009.
- (63) Guelaud, C., “La situation de l’emploi se dégrade à vive allure”, *Le Monde*, 7, mars, 2009.
- (64) Leparmentier, A., “Des mesures pour dynamiser la commande publique et aider les entreprises”, *Le Monde*, 8, décembre, 2008.
- (65) この点に関する論評については、長部重康「サルコジの金融危機戦略」世界経済評論, 2009年3月, を参照
- (66) Lloyd, J., “Europe’s left is failing to gain from the crisis”, *Financial Times*, 20, april, 2009.
- (67) Luce, E., “Subprime explosion : who isn’t guilty? *Financial Times*, 6, may, 2009.
- (68) Attali, J., *La crise, et après?* fayard, 2009, p.171.
- (69) *ibid.*, p.178.