

ユーロ導入とフランス金融・資本市場の変貌

——新金融仲介戦略の展開——

長 部 重 康

要 旨

「ミッテランの実験」の失敗後、1980年代後半に大胆な金融市場改革、「ミニ・ビックバン」を成功させたフランスは、企業の資金調達構造を「借金経済」から市場ファイナンスへと大きくシフトさせた。1990年代後半にはユーロ参加を睨んで、金融市場のさらなる自由化と国営企業の大規模な民営化とに取り組み、外資の、とりわけアングロサクソン資本の大量参入を実現した。フランスの大企業・金融機関では、外資比率が急騰してのきなみ5割に達するにいたり、ディリジスムの伝統は次第に変質し、コーポレート・ガバナンスは大きく市場指向に切り替えられざるをえない。

こうして銀行は脱金融仲介の波にますます飲み込まれていくが、これに抗して一方で、商業銀行と投資銀行間の、また銀行と保険間の融合をはかるユニバーサル・バンキング化を急ぎ、他方では、投資信託（OPCVM）を中心とする投資ファンドの多様化をすすめて、反撃に転じた。これは「新金融仲介戦略」と呼んでいいか、「情報の非対称化」を埋め、同時に「金融リスクの相互化」を可能にするものであるフランスはアメリカに次ぐ第2の投信大国の地位を強固にするにいたった。

「ミッテランの実験」の失敗後、強いフラン政策といういわば「ドイツ化」政策をすすめることで経済の立て直しをはかって成功したフランスは、今やドイツを上回る経済パフォーマンスを挙げるにいたった。ユーロ誕生を迎え今度は、経済の「アングロサクソン化」によって、グローバリゼーションの挑戦に勝利しようとしているのであろう。

目 次

はじめに

I. フランスの「ミニ・ビックバン」

1. 「ミッテランの実験」の失敗

2. 「ミニ・ビックバン」の展開

II. 変貌するヨーロッパ金融市場

1. 短期金融市場

2. 資本市場

Ⅲ. 「新金融仲介」に努めるフランス市場

1. マクロ環境

2. ヨーロッパ化・グローバル化の進展

3. 経済主体の行動

4. 金融市場の動向

結 論

はじめに

ユーロ誕生にともないヨーロッパ各国の金融・資本市場は激しい変貌を遂げつつあるが、フランスではどのような変化が生じているのであろうか。1980～90年代に進められた金融改革の動きを跡づけつつ、分析してみたい。

I. フランスの「ミニ・ビックバン」

1980年に入ると西側主要国では、規制緩和、脱金融仲介 (désintermédiation)、金融イノベーションの「3重運動」が本格化した。フランスは、英米とくらべてこれに出遅れたが、やがて伝統的市場構造を一変させる全面的な改革、「ミニ・ビックバン」を実現する。

1. 「ミッテランの実験」の失敗

フランス金融改革の出発点は、「ミッテランの実験」の失敗にある。1981～82年に大企業と銀行との全面国有化が断行され、巨額な資本逃避、株価急落、長短金利の逆転が生じてフランス経済はガタガタになり、財政赤字は膨れ上がった。1986年には、左派大統領のもとで保守のシラクが首相になり (保革共存 *cohabitation*) 脱国有化を開始し、米、英、日などに大きく遅れをとった新自由主義改革を急いだ。

エタティスム (国家管理主義) の国フランスは、戦後、悪性インフレに苦しみ、「官僚統制」

(dirigisme) と「分断」 (cloisonnement) とを金融政策の基本原理と定めた。1984年までは、国は郵貯と国庫とのネットワークを駆使して大衆預金を集め (預金の9割近く)、制度金融を多用して企業融資に励んだ (貸出しの8割)。こうして「金融仲介」による「借金経済」 (économie d'endettement) に構造化されることになった企業だが、「実験」の失敗で資金調達市場へのシフトを迫られた。他方債券市場も、ドゴール以来の財政正統主義の支配で、短期債の流動性マネジメントにとどめられてきた。フランスの金融改革は、開始は遅れたが、「大陸諸国中、最大の創造性と敏速性とを発揮」¹⁾、せざるをえなくなったのである。

2. 「ミニ・ビックバン」の展開

(1) 開かれた統一的金融市場の形成

フランスの金融改革は社会党政府下の1984年に、新銀行法の施行で始まった。目的は「統制」と「分断」との2大原理を放棄し、「借金経済」から「市場経済」への「脱金融仲介」をすすめる、ユニバーサル・バンキング化を図ることであった。「コールから極長期ものをカバーし、経済主体すべてにアクセス可能な、直物から先物まで、オプション取引を含めた統一的な金融市場の形成」 (『改革白書』²⁾) が謳われた。

銀行法の改定を受け、開かれた統一市場の形成は以下のように進んでいく。すなわち CP 市場 (譲渡性債権証書, TCN-titres de créances négociables) の創設 (1985年)、先物

市場 (MATIF) とオプション市場 (MONE P) との創設 (86~87年), パリ証券取引所の単一会社化 (SBF) と多くの金融機関へのアクセス開放 (87年), EU 域内での資本取引自由化 (90年), EU 投資サービス指令にもとづく金融活動近代化法 (MAF-Loi de modernisation des activités financières) の施行, 証券発行の簡素化, 投資会社の銀行監督対象への繰入, 金融・資本・信用の各事業監督間の協調をすすめる通貨金融監督機関連絡委員会 (CREMFE) の設置 (96年), 銀行の内部リスクモデルの監督 (97年), 貯蓄銀行の改革 (97~99年), ユーロ建てへの転換, ECB 指標の導入, 銀行・保険・投資業への EU 規模での預金保険導入, 証券担保債券市場の創設 (99年) などと続いた。

(2) 金融機関の民営化

保守のシラク首相が1986年に開始した民営化は, 政権が社会党に移るとストップした。「ni, ni」政策 (民営化も再国営化もせず) が掲げられ, 「公的部門の刺激」としてしか期待されぬ民営化は, 子会社に限られたからである。だが保守が政権をとると再開され, 民営化は3波にわかれる (表1)。

1986~87年におけるシラク首相による第1次民営化では, 31の銀行・企業が対象となり, 12件が実現した。金融部門では Suez, Paribas の2大投資銀行と, Société Générale など6商業銀行が民営化された。ついで1993~94年におけるバラデュール首相による第2次民営化では, 21銀行・企業が対象となり9件が実現した。金融部門では商業銀行の BNP (パリ国民銀行) と保険の UAP, その子会社であるヴォルムス銀行, また保険の AGF などが含まれる

表1 主な民営化銀行

第1波 1986~87年
Compagnie Financière de Suez Compagnie Financière de Paribas Crédit Commercial de France Société Générale Banque Industrielle et Mobilière Privée Banque du Bâtiment et des Travaux Publics
第2波 1993~94年
Banque Nationale de Paris Banque Worms (groupe UAP) ^(a)
第3波 1997~99年
Crédit Industriel et Commercial Banque pour l'Industrie Française (groupe GAN) ^(a) Comptoir des Entrepreneurs (groupe AGF) ^(a) AGF Banque (groupe AGF) ^(a) UAP Banque (groupe UAP) ^(a) Crédit Lyonnais

(注) (a): 保険の GNA, AGF, UAP の3大グループの民営化に伴う間接的民営化。

[出所] Peihon [1998], p. 33, 他。

が, これらは第2次大戦直後の国有化対象である。「実験」の失敗を糾すにとどまらず, ディリジズムの伝統見直し, というラジカルな変革に踏み込んだことがわかる。

1997~99年の第3次民営化は, 初めてジョスパン社会党首相の手によるものであり, 急ピッチに進んだ。「ni, ni 政策」は下ろされなかったために, 「裏口からの民営化」と揶揄された。ユーロ参加に必要な財政赤字の縮小をすすめるとともに, EU による国家援助規制や競争法を強化せよとの要求をクリアするために迫られたものであった。国有企業 (France Télécom, AIR FRANCE) の株式公開の他, Crédit Lyonnais や GAN (保険) など10件の大型金融機関の民営化が実現した。金額ではこれまでの2波の合計を上回った。

(3) 規制監督機関の改革

ユーロ誕生で金融セーフティーネットの構築が迫られるが、1996年の金融活動近代化法(MAF)をうけて、99年には貯蓄金融安全法(Loi relative à l'épargne et à la sécurité)が制定された。証券監督部門は、市場の監視、市場参加者の管理、そして内部規律のそれぞれの目的別に、証券取引所活動委員会(Commission des Opérations de Bourse)、金融市場審議会(Conseil des Marchés Financiers)、金融管理規律審議会(Conseil de Discipline de la Gestion Financière)に3分割されてきた。これを金融市場庁(AMF-Autorité des Marchés Financiers)に一体化する。銀行・保険部門では、双方のスキルや慣行の違いが大きいため、銀行委員会(Commission Bancaire)と保険管理委員会(Commission de Contrôle des Assurances)とを存続させて連携を強化する。保険ではソルベンシーマージンの管理を強化した。市場参加者と消費者間のコミュニケーションをはかるために、全国保険信用証券審議会(Conseil National des Assurances, du Crédit et de Titre)も新設された³⁾。

II. 変貌するヨーロッパ金融市場

通貨統合をうけて、欧州金融市場は統合、効率、流動性確保の各側面で、大きな成果をあげつつある。

1. 短期金融市場

ユーロシステムへの移行で、無担保コールやレポ(債券買戻付貸出)、外為スワップ取引などがキャッシュ・ポジションの主要手段とな

り、短期性への集中が加速した。統合の進展と取引の変化とをみると、金融商品の市場ごとに不均質な動きがみられる。まず無担保コールと外為スワップとの各市場では、単一市場への急速なシフトが実現した。取引額でみると、スワップ市場は欧州通貨間のクロス取引の消滅で大きく落ち込んだ後、ふたたび2000年に上昇に転じた。他方、無担保市場とレポ市場とは、全体的に拡大をしめし、スワップ取引の収縮を埋め合わせた。この急速な単一市場へのシフトがもたらされた最大の要因は、インフラストラクチャーの整備にあった。Euribor(Euro Interbank Offered Rate)とEONIA(European Overnight Index Average)などのユーロ圏指標が信頼を集め、TARGET(汎欧即時グロス決済システム)の効率的運用が実現した。またイタリアを除いて遅れていたエレクトロニック・プラットフォーム(スクリーン・ベース化)での取引もその後急拡大し、取引のスピードアップやコスト引き下げで威力を発揮する。

スワップや先物などのユーロ建ての短期金融市場デリバティブについては、急速な標準化・統合化がすすみ、その厚みも急増しつつある反面、店頭取引は収縮している。短期債市場では、国債(TB)の発行・流通が大幅に低下し、ユーロ建ての民間債の大幅増でこれを埋め合わせた。債券市場では統合はさほど進まず、各国別の細分化の度合いがなお高い。

銀行業界では、金融政策の単一化とM&Aの急拡大との相乗効果で集中が進み、キャッシュ・マネジメントや市場行動での再編が加速する。他方、市場の基幹プレーヤーが、国の枠を超えて、ユーロ圏全体を視野に入れた行動パターンを採用するにいたった。

2. 資本市場

ユーロ誕生を睨んで1997年から2000年に激しいM&Aが展開され、総額は9,105億ドル（米では2,729億ドル）から3兆590億ドル（同じく1兆3,978億ドル）へと急騰した⁴⁾。

（1）債券市場

債券のユーロ転換はスムーズにいった。ユーロ効果は短期金融市場ほど明確ではないが、規模の経済と市場の均質化との相乗効果で、サプライサイドの革新が顕著である。発行市場では、財政健全化で国公債が縮小し（1998年の54%から2000年末には50%）、社債発行の増大がこれを埋め合わせた。国公債は市場の均質化を追い風に平均発行規模は拡大し、発行テクニックをめぐって各国間の競争も激しい。フランスのOATi（インフレ・インデックス統合債）などの例外を除いては、インデックス債など非常債の発行は減少して標準化が進む一方、変動金利債への人気は低下する。流通市場でも競争が激化し、財政当局は国債買戻しや借り換えで流動性改善に努めざるをえない。

民間債については、ユーロ圏全体を視野に入れた債券ポートフォリオの多様化・統合化が進む。市場取引額が拡大し、一件あたりの平均規模も大型化する。市場選好は確定金利付金融債に大きくシフトし、1999～2000年には新発債の半分に達するほどであったが、流通市場では2000年末になお4割程度にとどまっている。とくにドイツの抵当債、ファンドブリーフ（Pfandbriefe）型が人気を集め、仏、西、愛、ルクセンブルグなどで法整備がすすめられている。ECBが適格債に指定し、投資家への優先弁済権が認められ、安全性がきわめて高い

からである。社債は発行ブームが続き、1999～2000年に全体の9%を占める。流通市場では5%から7%へ（金融機関による短期金融債以外の債券を加えると、9%から12%へ）と拡大した。

投資家サイドのクロスボーダー取引は拡大したが、スピードは予想を下回った。金融商品は著しく多様化するものの、その利点が明確ではないからである。たとえば国債は標準化が進むが、法制や技術環境面での国別較差は残り、情報収集コストが過重になる。とはいえ、従来市場に登場しなかった中小企業や高成長企業など、新規プレーヤーの大量市場参入が実現する、というメリットは大きい。

デリバティブ市場では、EUREX（独とスイス）のBund（独長期国債）がベンチマークの地位を獲得した。

（2）株式市場

ユーロ圏の株式市場は大きく伸びた。ヨーロッパの投資家は、機関、個人を問わず、従来安全性を重視して債券投資一本槍で進んできたが、低利子時代の到来でハイリスク・ハイリターンの株式投資へのシフトがすすみ、高齢化が年金ファンドの拡大を促す。また急速な金融イノベーションが投資家への早くて安い情報開示を可能にし、株式へのシフトを助ける。とりわけユーロ参加をめざして財政赤字の縮小、インフレの収束、民営化が進むと、利子率は低位に収斂し、資本コストは低下し、民間投資率は上昇したのである。1990～2000年に、GDPの伸びに対する株式時価総額の上昇率では、ユーロ圏が4倍以上に達し、アメリカ（2.8倍）や、英中心のその他ヨーロッパ（2.5倍）を大きく超えた。ユーロ導入後もこの傾向は続き、

1998～2000年には1.4倍とその他地域（1.0～1.2倍）を上回った。

通貨統合の直接的効果は検証しにくい、為替変動リスクの除去で、投資家は欧州市場全体を視野に入れられるようになった。国内向け投資ファンドはシェアを下げ、汎欧ないしユーロ圏向けファンドの拡大が著しい。年金ファンドも同様で、ベンチマークはヨーロッパ規模で選別される。こうして多様化が進む反面、コスト増の吸収のために、投資行動は2極分解する。すなわち一方では、ファンド・マネージャーによる値安株指向や受身投資戦略（インデックス・ファンドへの依存）が高まる反面、他方では、情報開示が進み調査が行き届いた大型値がさ株への集中投資も拡大する。いずれも、投資家には容易で効率的な選択肢といえる。

ともあれ欧州企業と投資家とは、ヨーロッパ化、グローバル化へと確実に向かっている。金融のホールセール部門では仲介業務と顧問業務での集中化がすすみ、リーテール部門では、手数料を引き下げた業者がシェア拡大し、オンライン取引も拡大しつつある。

Ⅲ. 「新金融仲介」に努める フランス市場

この欧州市場の激変を迎え、フランスの金融市場は「新金融仲介」という新たな戦略で、積極的展開を図っている。

1. マクロ環境

(1) フランス市場の特質

フランス市場を独、ユーロ圏、米の各市場と比べると（表2）、銀行仲介機能の縮小による銀行預金の少なさが目立つ。逆に金融市場の比

表2 金融・資本市場の国際比較（1998年）

（対GDP比：%）

	フランス	ドイツ	ユーロ圏	アメリカ
銀行仲介				
民間部門への信用	79	107	97	71
銀行預金	56	95	130	81
M3/GDP	64	56	77	71
金融市場				
マネーマーケット証券 ¹⁾	20	2	7	10
インターバンク取引 （全資産の比率）	25	20	30	33
金融市場ファンド	13	1	n.a.	16
資本市場				
株式市場時価総額 ²⁾	67	40	63	151
国内債券 ³⁾				
民間部門	30	60	41	73
公的部門	45	50	62	93
保険				
保険料 ⁴⁾	6	2	3	4

（注）1）銀行保有のみ

2）アメリカは、Nasdaq, NYSE, Amex の合計

3）99年3月の総額

4）95年の生保純保険料

〔出所〕IMF [1999], p. 15.

重は高く、アメリカ並みである。アメリカでは銀行預金も多い。脱金融仲介を目指した、フランス金融改革の成功とみていい。

注目すべきは、銀行保有のマネーマーケット証券の比率が群を抜いて高く、米の2倍に上る点である。またマネーマーケット・ファンド（仏では投信）の比率でも、アメリカについて高く（世界第2位）、独の13倍にのぼる。ファンド数は仏720、独41だが、460を数えるルクセンブルク・ファンドでは独銀のシェアが大きい。リスク・テークの姿勢の違いは大きいものの、ブンデスバンクが投信抑制策をとってきたためといえよう。独連銀は最近、姿勢を転換した。

フランスでは戦後も早くから、集合投資スキームが設立され、優遇措置も78年モノリ法、82年ドロール法、92年株式投資プラン（PEA-Plans d'Epargne en Action）と続けられ

た。だが近年は、積極的なファンド展開に努めてきた銀行の果す役割が大きい。家計では生保契約の急増がみられるが、その運用先もこれら銀行のファンドが大半である。フランス市場のユーロシフトは、銀行の展開する「新金融仲介」戦略によって進められるといっている。

(2) フランス経済の動向

近年、スペインに次ぐ好成績を収めている。1997年から2000年半ばまで4年近く好況が持続して1999年末に成長率は4%に達し、2000年には60万人近い史上初の大規模雇用創出が実現した。「ミッテランの実験」失敗以降、左右を問わず歴代政府が堅持してきた「強いフラン」政策のおかげといえる。1995～2000年平均では、成長率（独1.8%、仏2.5%）、インフレ率（同じく1.4%、1.1%）、経常収支の対GDP比（-3.3%、2.1%）、労働生産性の伸び（90年代に、0.2%、1.3%）といずれでもドイツを上回る成果をあげた。株価も毎年大幅増を記録し、パリ株価指数CAC40は1996年から1999年末にほぼ6倍に達した。年間の株価上昇率は、97年29.5%、98年43.6%、99年51%となった。

硬直的な週35時間労働法導入や電力の民営化の遅れなど懸念材料はあるが、国際競争が激しいFrance TélécomやAIR FRANCEなどの戦略企業は快進撃を続ける。前者は2000年に英のOrangeを敵対的TOBで手に入れたが、資金調達のために152億ユーロにのぼる前例のない巨額な社債発行に踏み切り、またインターネット子会社（Wanadoo）を上場した⁵⁾。フランスでもM&Aが積極的に展開されるにいたり、のちにみる金融部門以外にも、1999年にはTotal-FinaとElf（民営化された）の仏石油企業間の、またRhône-PoulencとHoechst

との仏独化学企業間の合併が実現した。2000年には先のOrange買収とVivendi（公益事業から情報産業へ変身）によるSeagram（加、飲料）の買収が行われた。

資金需要は1998年以降急騰を続けて、金融市場の拡大を促した。2001年9月の同時多発テロ事件以降、下降局面に入ったものの、家計ではなお消費が衰えず、政府需要も上昇している。資金調達先の構成比では、2001年に（9月に12カ月合計）、企業63%、家計14%、政府23%であり、他方、資金調達手段の構成比では、国内金融機関の信用30%、非居住者からの信用11.6%、金融市場での調達57.0%、国庫借入れ1.0%などとなっている。

2. ヨーロッパ化・グローバル化の進展

(1) 金融機関の合併・買収

ヨーロッパは1993年に厳しい不況でマイナス成長に陥り、フランスでは銀行が巨額な不良債権と銀行貸出しの縮小とに苦しむにいたった。折から第2波が開始された民営化と、市場統合、通貨統合の進展とに促されて、その後、大規模な銀行再編が展開される。国内外で競争が激化し、集中・合併が加速した。外資系年金ファンドや機関投資家が市場参入し、フランス資本の海外進出も活発化した。

金融機関の集中・合併⁶⁾により、信用機関は1989年末の2,087社から2000年末の1,085社へと10年ではほぼ半減した。このうち商業銀行は1993年の409行が、2000年末には339行にわずかに減った。96年の金融活動近代化法によって、証券会社は投資会社（Entreprise d'investissement）に名称変更のうえ金融機関の分類に統合され、その後290社から567社へ急成長をとげた⁷⁾。小規模金融機関から始まった銀行再編

表 3 最近の銀行再編 (1992~2001年)

再編のタイプ	年	関 係 銀 行
国内での合併・提携	1995	Crédit National と BFCE の合併後、Natexis 設立
	1996	Crédit Agricole による Indosuez の買収 CGPME と Sofaris の合併後、中小企業開発銀行 (BDPM E) 設立
	1997	庶民銀行の Natexis への資本参加 (23.35%) Société Générale の Crédit du Nord 支配 (60%) Parisbas による Compagnie Bancaire 吸収
	1998	庶民銀行の Natexis への TOB Crédit Mutuel による民営化後の CIC 買収 Crédit Agricole による Suez-Lyonnaise des Eaux グループからの Sofinco 買戻し
	1999	貯蓄金庫グループによる不動産銀行の取得 BNP による Paris の支配 (65.1%) Crédit Lyonnais の Société Générale への資本参加 (3.8%) Crédit Agricole の Crédit Lyonnais への資本参加 (10%)
	2001	CCF による Banque Hervet 取得 預金供託金庫と貯蓄金庫全国金庫による持株会社設立
クロスボーダーでの再編	1996	仏の Crédit Local と白の Crédit Communal が Dexia グループを形成 BNP と Dresner 銀行間の提携
	1997	Allianz による AGF への TOB
外資支配	1992	Barclays による Européen de Banque
	1993	Commerzbank による Caisse Central de Réescompte
	1995	General Electric による Sovac
	1996	San Paolo による Banque Veuve Morin-Pons
保険会社の再編	1997	Axa による UAP 合併
	1998	Groupama による GAN 取得

〔出所〕Plihon [1998], p. 36, 他。

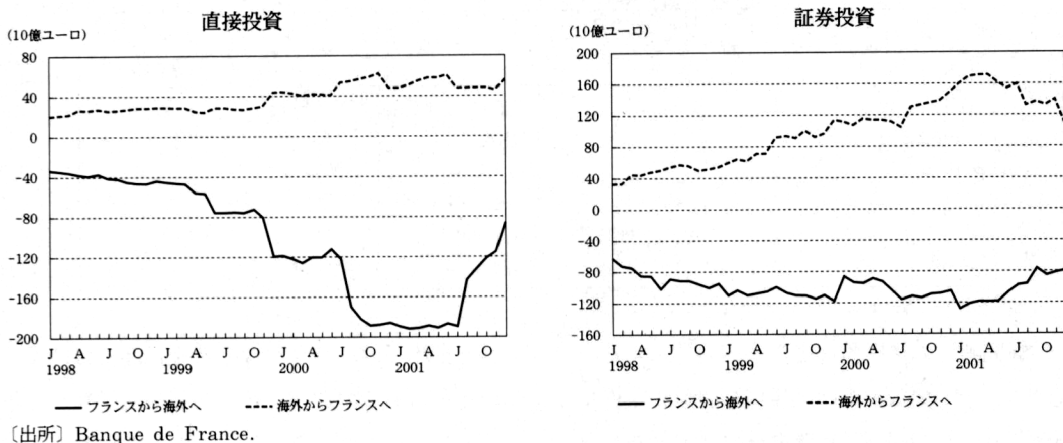
は大規模銀行に波及し、やがて欧州化・グローバル化を指向する巨大銀行間での激しい M & A 合戦として展開されている (表 3)。

第 1 は、リテールバンキングによる国内基盤強化であり、1997年に Société Générale が Crédit du Nord を傘下に収め (60%), 98年に民営化された CIC を Crédit Mutuel が取得し、99年には民営化された Crédit Lyonnais が Société Générale へ資本参加 (3.8%) した。

第 2 は、補完的な業務拡大を目的に、商業銀行と投資銀行の間で、また銀行と保険の間で展開された。前者では1996年に、仏最大銀行であり、日本の農林中金に相当する Crédit Agricole が、民営化された投資銀行 Indosuez を買収し、逆に投資銀行 Parisbas が97年には、商業銀行 Compagnie Bancaire を吸収したが、99年にはそれが BNP (商業銀行) に支配 (65.1%) されるにいった。

後者の動きは Bancassurance と呼ばれる

図1 クロスボーダーの直接投資と証券投資



が、1996年に保険の Axa が同じく UAP を大型合併し、これを契機に保険・銀行間の相互連携が強まった。

第3に、政府系特殊銀行も再編の波を避けられなくなった。すでに「ミッテランの実験」の失敗で制度金融の基盤を掘り崩されていたうえ、1988年以降の市場金利の低下で追い打ちをかけられた。1995年、Crédit National（産業金融機関）が BFCE（フランス貿易銀行）を買収して Natexis が誕生したが、翌年には系統金融機関である相互銀行の Banque Populaire（庶民銀行）グループがこれに資本参加（23%）し、さらに98年には TOB で完全に所有権を握った。96年には、Crédit Local de France が国境を超えてベルギーの Crédit Communal de Belgique と合併し、Dexia が誕生した。また96年には CGPME（中小企業設備銀行）が Sofaris と合併して、BDPME（中小企業開発銀行）になった。

とくに協同組合・相互銀行系の機関は再編・集中を積極的に展開し、急速に影響力を強めてきた。その理由は、①系統金融として全国展開して構造化されており、②これを利用して豊富な預金を集め、③厳しい規制のおかげで、不動

産投機による不良債権の累積をまぬがれた、にある⁸⁾。とくに Crédit Agricole は、1988年まではその全国金庫（CNCA）が国家機関とされて規制が厳しかったが、組合員以外の顧客が急拡大して事業の多角化が避けられなくなった。このため国家規制を離れて株式会社に転換し、下部機関（地域金庫、地方金庫）を擁する系統相互銀行に生まれ変わった。保険事業をはじめ、国内外で積極的な経営展開をおこない、96年には先にみたように投資銀行 Indosuez を買収し、98年には Sofinco を買い戻し、99年には Crédit Lyonnais の民営化時に10%の資本参加をおこなった。

（2）クロスボーダー化する投資活動

金融機関の集中と欧州化とは、投資家のクロスボーダー化の動きに対応するものといえる。直接投資・証券投資ともに1998年以降、拡大を続けている（図1）。フランスの対外直接投資については、99年半ばの約500億ユーロ（12ヵ月間の累計残高）から急増して、2001年前半には2,000億ユーロ弱にまで達した。1999年の累計額をとると1,014億ユーロ、2000年は1,752億ユーロ⁹⁾となる。このうち8割以上が、テレコ

表 4 大企業の外資比率 (1999年 9 月)

(単位 %)

銀行・保険	外 資	アングロ サクソン系	企 業	外 資	アングロ サクソン系
BNP	45	20. 4	Elf Aquitaine	56	39
Société générale	50. 1	29	Rhône- Poulenc	59. 5	14. 4
CCF	68. 8	10	Vivendi	51. 5	27
Axa	44	28	Alcalel	49	30
AGF	25	16. 5	Accor	48	30

〔出所〕 Plihon et Ponssard [2002], p. 37.

ム、顧問業、輸送機器などの国内企業による、英、加、米、蘭などへの大規模なM&A案件にかかわる。8割がユーロ圏向けで、2000年には前年比10%増となった。Carrefour や Hermès, LVMH (ルイヴィトン) などの対日進出も活発化し、アメリカを抜き対日直接投資のトップに踊り出たが、世界全体では米、英に次ぐ3位であった。対外証券投資についても、1998年初めの300億ユーロ (同じく12ヵ月累計残高) から2001年夏の1,800億ユーロへと5倍増を記録した。

他方、フランスへの直接投資は98年初めの200億ユーロから2000年の600億ユーロ弱へと拡大し、年間累計額では99年の367億ユーロが2000年の477億ユーロへ3割増となった。対仏証券投資は98年初めの300億ユーロから2000年初めの1,700億ユーロとピークを記録し、6倍増であった。1998～99年には仏株取引の80%が非居住者によるものであり、大口は米などの年金基金やヘッジファンドだが、大半はユーロ圏諸国からの資金である。域外企業の欧州統括会社も多いオランダからの投資が際立つ。第1次民営化に際しては、総資本の10%以内という外資参入枠が設定されたが、97年に撤廃されて外人投資ブームが生じた。他方 France Télécom や Air France などは、規制の緩和のおかげで市場からの資金調達が可能になった。

外資比率は、パリ市場の時価総額では85年の10%から93年の23.5%へ、99年の36.9%へと急拡大し、日11%、英9%、米6%を大きくしのぎ、主要企業・銀行での比率はきわめて高い (表4)¹⁰⁾。CAC40の大企業40社平均は、50%に達する。こうしてフランス企業はコーポレート・ガバナンスの原理をディリジズムからアングロサクソン型へ切り替え、投資家をさらに引き付ける努力を払っている。

集中が目覚しい銀行部門だが、外資系銀行 (マジョリティー支配) の数は1995年の181行から2000年の195行へと増加した。欧州系銀行が圧倒的に多い (110行から125行へ)。クロスボーダーの合併では、先の Dexia の他、BNP と独 Dresner との提携 (96年)、保険の独 Allianz による仏 AGF の買収 (97年) がある。金融市場の統合で規制や収益性の収斂がすすみ、欧州系銀行がクロスボーダー活動を活発化したためである。

3. 経済主体の行動

(1) 金融資産の保有構造

フランスの金融資産 (株式、債券、投信) の保有状況 (99年 9 月) を、経済主体別にみておこう (表5)。資産合計は2兆340億ユーロであり、資産別構成比では、株式が4割強と最も多く、ついで債券が3分の1、非短期型投信

表 5 金融資産残高の保有構成 (1999年 9月30日) (単位 10億ユーロ)

	フランス 株	%	フランス 債 券	%	短期型 投資信託	%	その他 投資信託	%	合計	%
家計	89.10	10.32	50.70	7.42	21.80	15.01	112.10	32.67	273	13.4
%	32.6		18.7		8.0		41.0		100	
法人	172.90	20.03	24.10	3.53	51.30	35.33	32.00	9.33	279	13.7
%	61.6		8.6		18.3		11.5		100	
他の非金融主体	73.70	8.54	10.30	1.51	18.90	13.02	22.60	6.59	126	6.2
%	58.7		7.9		15.1		18.3		100	
機関投資家	222.60	25.78	495.60	72.54	51.40	35.40	169.00	49.26	939	46.2
%	28.3		52.7		5.4		18.0		100	
非居住者	305.10	35.34	102.50	15.00	1.80	1.24	7.40	2.16	417	20.5
%	73.1		24.7		0.5		1.7		100	
合計	863.40	100	683.20	100	145.20	100	343.10	100	2034	100
%	42.4		33.6		7.1		16.9		100	

〔出所〕Banque de France.

(OPCVM autre) が17%, 短期型投信 7% となっている。資産合計の経済主体別構成では、最大で46%を占めるのが機関投資家（預金金庫、保険会社、投資信託機関）であり、ついで非居住者の外資が2割強、家計と企業がそれぞれ13%強であり、最後にその他の非金融主体が6%であった。

主体別特質をみると、機関投資家が債券に半分以上を、株式に4分の1を集中する。外人投資家は株式に4分の3近くを、債券に4分の1を、と集中度はさらに高い。企業では株式保有が6割強になり株式持ち合いの強さを示す。運用が目的の投信は3割にとどまり、他の非金融主体も同様である。最後に家計では、最大が非短期型投信で4割を超える。ついで株式3割強、債券2割弱となる。長期投資が9割以上にのぼることがわかる。

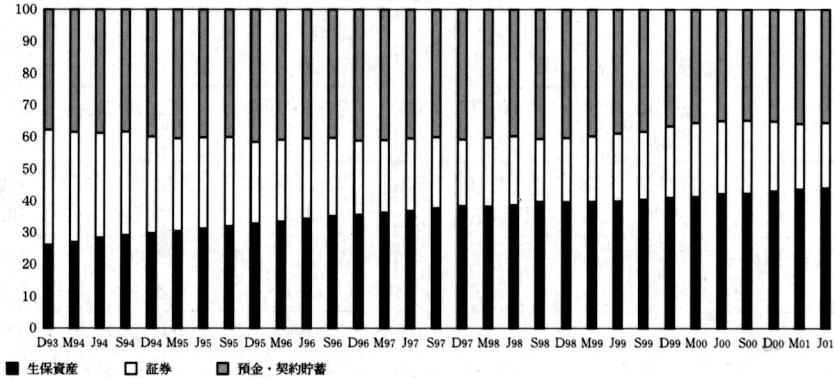
資産別にみると株式では、外人投資家が35%を占めて最大の所有者となったが、機関投資家（26%）、企業（20%）、家計（10%）と分散保有される。逆に債券では、7割以上が機関投資

家の所有である。外人投資家の15%を加えると、9割近くが金融機関のプロによる運用となる。他方、投信では家計と企業、その他非金融主体の所有比率が大きく（短期性で63%、非短期性で49%）、非プロ向けが太宗という性格と一致する。

（2）政 府

発行・保有の両面から、経済主体別の特質を概観すると、政府では、1998年に対GDP比で-2.7%であった財政赤字が、99年に-1.6%、2000年に-1.4%と着実に低下しつつあった。財政健全化の努力と好況による税収の伸びとで、これが可能になった。このため国債の繰り上げ償還や借り換えがすすみ、債券市場は大きく変化する。だがこれまで国庫が独占してきた郵貯小切手口座 (comptes-chèques) が、2000年末には部分的開放され、さらに政府独占の段階的廃止がきまった。このため政府は、固定利付き国庫債 (TBF) を中心に、債券発行の拡大を進めざるをえなくなった¹¹⁾。

図2 家計金融資産の構成 (1993~2001年)



〔出所〕Banque de France.

(3) 家 計

1980年代以降の長期変化としては、①資産の大幅増、②契約貯蓄、生保、投資信託など、貯蓄形態の多様化、③ポートフォリオに占める高収益金融資産の比重拡大、などが指摘できる。この背景には1993~2000年の貯蓄率の上昇があるが、早期退職、雇用不安、不動産価格の低下などがその主な理由である¹²⁾。

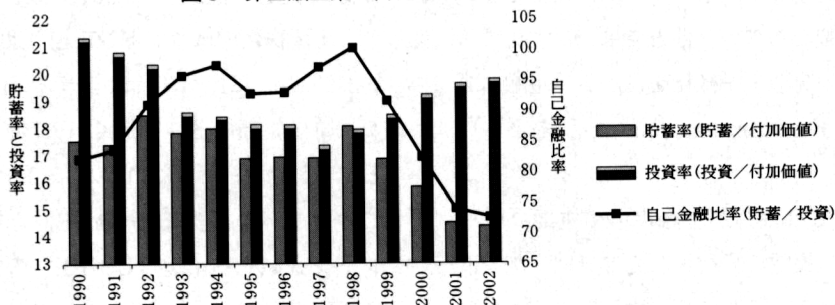
資産は可処分所得の伸びと並行して増加し、金融資産比率は1980年代初めのほぼ3分の1から80年代末に5割にまで上昇した。その後90年代前半に、可処分所得の伸びの停滞で一服したのち、再び上昇に転じて金融資産比率は5割を超えた。

ポートフォリオの変化をみると、一覽払い預金などの流動性の保有が1980年代に入って急速に低下し、1978年の60%から2000年には25%になった。とくに1988年以降、高収益の金融商品の開発が進み、家計は積極的にこれへシフトした¹³⁾。その後、1990年代後半には、ユーロへの参加対応で利子率の低下が激しくなり、収益率の高い投資信託、株式以外の証券(債券、譲渡性証券)、生保などが大きく伸びた。1990年代には投資信託以外の直接株式購入も顕著に増大

したが、これは株式相場の好調を反映したものとみられる。実質所得(購買力)は1993~2000年に1.8%の伸びとなり、イタリアやドイツを上回ったが¹⁴⁾、この理由は1991年以降の金融資産収入の急上昇にある。銀行借り入れの縮小(désendettement)と利子率低下とが大きく働いた事実もある。

1990年代の生保急増が注目されるが(図2)、1993年に家計金融資産の26.4%を占めていた生保資産は、2001年には45%にまで拡大した。その背景には不動産投資の縮小や相続税・キャピタル・ゲイン課税などでの有利な条件の他、マルチサポート契約商品の登場にある。多様なリスク提供と元本保証の上に、市場からの利益も享受できる。他方で、短期型投信(OPCVM-monnaire)も数年間の停滞後、規制金利の低下と短期金利の急騰とで、また2000年からの優遇税制の導入(5万フラン越えでも、譲渡時のキャピタル・ゲイン課税免除)で、再び人気が出てきた。なおフランスは欧州では英に次ぐ生保大国だが¹⁵⁾、年金基金は社会党政権が施行を拒否してまだ誕生していない。

図3 非金融企業の自己金融比率（1990～2002年）



〔出所〕 Ministère des Finances.

（４） 企 業

企業は1997年以降、投資率（投資／付加価値）を上昇させ、1997～2002年（予測）に17.5％から20％へ3.5ポイントの拡大となった。1993年不況の後、企業の負債比率（負債／付加価値）はほぼ140％前後に抑えられてきたが、1999年以降上昇に転じた。自己金融比率（貯蓄／投資）も1999年から2001年まで低下をつづけ、100％から74％へと大幅に低下した（図3）^{16）}。企業の発展戦略には、設備投資による内包的発展と他企業の買収・合併による外延的発展とがあるが、1990年代後半には後者が優位にたち、99年以降は一層明確になった。同時に金融市場の活性化を背景に、金融収益を求める証券投資も増大している^{17）}。

企業負債の内訳をみると、銀行仲介は1980年代はじめの3分の2から、2000年の5割弱にまで減少した。1985年に登場したCP（billets de trésorerie）は、2000年に資金調達率の7％を占めるにいたった。社債は80年代はじめの6.5％から、90年代初め11％強、今日では14％に達し、1998～2000年には債券発行市場の4分の1を占めている。最後に企業負債の3割が金融機関以外からの信用（未払い・前払い金、従業員債権、グループ内資金操作）だが、10年前と比べて倍増した。直接金融比率は、80年代初

めの約4分の1から、95年に60％にまで上昇し、その後4分の3程度で安定している。なお社債発行では、金融機関引き受けの場合には金融仲介（新金融仲介）とみなすため、内訳の数字とは一致しない。

（５） 金融機関

1997年以降、成長の持続や利子率の低下、さらには財政赤字の縮小による資本市場の環境改善で、企業は投資行動を活発化させ、家計は住宅投資を増大させた。好況を背景にした企業と家計とによる資金需要の増大は、再び金融仲介への要請を促すに至った。銀行信用については、期間の長期化と流動性の増大とで、預け替え・借り替えが活発化し、1999年における長期信用付与は前年比168％で1,716億フランに達した。だが趨勢として、企業の資金調達にしめる狭義の金融仲介（預金の貸付業務）の比率は低下を続け、1990年の61％が98年には45.6％にまで低下した。

この脱金融仲介の流れに対抗して、金融機関は投資信託（OPCVM）や生命保険などによる、「新金融仲介業務」を新たな戦略に位置付けた。新金融仲介とは、一方では、1990年代に目覚ましい発展を遂げた金融のグローバリゼーションやイノベーションによって急拡大した、

借り手と貸し手間の「情報の非対称化」を埋め合わせる役割をにない、他方では、巨大化する金融リスクの分散・多様化をはかる「金融リスクの相互化」(mutualisation)の動きともいえる。

フランスでは銀行が金融市場の主要プレーヤーであり、投信の発行・販売のほぼ8割を取り仕切っている。それゆえ金融仲介の新たな形態としては、①債権の流動化、②貸付条件の市場化、③簿外取引活動の拡大、④市場による金融仲介などがあげられる¹⁸⁾。1999年には銀行信用による狭義の銀行仲介が、企業ファイナスの43.8%を占めていたが、投信と生保によるファイナスがそれぞれ7.0%、15.3%にのぼっている。年金ファンドについては、かつて1995年にジュベ内閣のときに導入が試みられたが、97年の左翼連合内閣の誕生で実施や拒否された。だが2002年の総選挙で保守政権が誕生したため、フランス型年金の発足も可能となった。

ともあれ米をはじめとした外資系ファンドは、金融市場で活発な動きをみせている¹⁹⁾。広義の金融仲介は、1990年の79%から99年の73.6%へとわずかな低下を記したものの、なおきわめて大きな比重を占めており、フランス金融機関は生き残りに成功したといえる。

4. 金融市場の動向

取引の時価総額でみると、2000年に2兆3,260億ユーロであり、95年の2.3倍となった(表6)。パリ市場は長らくニューヨーク、Nasdaq、東京、ロンドンにつき第5位を占めてきたが、規模はロンドンの半分強にすぎず、フランクフルトに肉薄される状況にあった。だが1999年のユーロ誕生を受けて2000年9月には、パリ、ブリュッセル、アムステルダム、の各

証券取引所が合併してEuronextが創設された。上場株数ではロンドン市場(2002年3月に約2,900株)に比べて、ほぼ半分(1,600株)だが、時価総額では9割近く(2.5兆ユーロに対して2.2兆ユーロ)にのぼる。2001年9月にはこのロンドン証券市場(LSE)と争って、ロンドン金融先物市場(LIFFE)の買収に成功を収めた。

(1) 短期金融市場

短期金融市場における主要手段別の構成(1999年5月に総額1兆3,740億ユーロ)²⁰⁾は、デリバティブと金利スワップ市場を除いて、①フランス銀行の当座預金(1.6%)、②レボ(23.9%)、③インターバンク取引(54.9%)、④譲渡性マネー・マーケット証書(中期証書、CD, CP, 19.2%)、⑤国庫証券(BTF, BTAN, 3.6%)となっている。なおこのうちマネーマーケット・ファンド分は2,000億ユーロ(市場の14.6%)である。フランスは1990年代半ば以降、明示的な政策ターゲットを掲げて金融市場商品の法的枠組みを簡素化し、オープンなものにする努力を続けてきた。ドイツを先頭に、大陸諸国が長期債券市場の発展に力を入れてきた事実とは対照的である。先にみたように(表2)、銀行のマネーマーケット証書保有は米の2倍ときわめて多いが、「新金融仲介」の成功を示すものといえる。

1999年のユーロ導入で、市場はユーロ圏すべての投資家、金融仲介業者、金融手段に開放され、金融政策はユーロ圏全体の市場動向に従うことになった。ECBの単一指標金利が市場を規定し、インターバンク・レートはEuriborとEONIAとに代わった。

フランス銀行当座口座は99年に導入されたも

表6 フランス資本市場の発展 (1995~2000年)

(単位 10億ユーロ)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
グロス発行額						
株式						
公募株	5.7	6.0	7.1	9.0	6.4	12.87
非公募株	34.0	37.6	37.6	40.2	29.9	53.21
債券	55.8	73.2	72.8	74.4	108.6	112.7
合計	95.5	116.8	117.5	123.6	144.9	178.8
証券市場 (1部)						
時価総額 (年末)						
株式	372.6	469.2	620.0	838.9	1493.2	1541.00
債券・参加証券	637.7	702.2	713.2	760.3	763.0	784.74
合計	1010.3	1171.4	1333.2	1599.2	2256.2	2325.7
取引額 (年額)						
株式	157.5	215.8	360.8	514.2	720.5	1143.64
債券	842.5	968.8	747.2	389.3	49.4	30.84
合計	1000.0	1184.6	1108.1	903.5	769.9	1174.5
上場株式銘柄数 (仏企業)	904	891	900	962	967	967
1部上場	635	590	554	513	484	455
2部上場	269	283	308	368	372	354
ヌーボ・マルシェ		18	38	81	111	158
投資信託 (オープンエンド型)						
SICAV (会社型)						
資産額 (年末)	244.4	250.2	246.7	270.6	319.0	335
資産額(株)	1083	1118	1169	1200	1220	1281
FCP (契約型共同ファンド)						
純応募額	145.0	172.6	207.8	263.5	332.5	431
資産額	3813	4175	4628	5074	5291	5863
ファンド数						

〔出所〕 COB [2000], p. 9.

のであり、ユーロ圏の預金受入機関を対象とする。レポは ECB のオープンマーケット操作の公的手段となり、銀行の証券担保ポートフォリオの多様化に寄与する。ECB は最低担保条件を定めるのみで各国中銀による規制の余地が大きい、フランス銀行の信用リスク・データベースの果たす役割はきわめて大きい。インターバンク取引が最大だが、決済の7割は TARGET (汎欧即時グロス決済システム) を通しておこなわれ、効率と安全性との面で著しく改善された。

(2) 債券市場

発行市場では、1982年以降、国債の増発が著しかったが、87~92年には横ばいで推移した。93年不況で再び急騰し、その後もかなり高い水準を維持してきた。1985年以降、民営化の開始に呼応して株式発行が増大していくが、なお債券発行が上回り、前者の后者に占める比率は1995~2000年平均で36.8%にとどまった²¹⁾。流通市場でも長らく債券が8割を超える状況にあったが、1998年にはこの傾向が逆転して、初めて株式が債券を上回り57%になった。さらに

99年には急騰して94%になり、2000年には97%にまでたった。

つぎに債券市場の特色を概観しよう。まずグロスでみた債券（及び参加証券）発行の総額は、2000年末に1,127億ユーロにのぼったが、発行主体別には、政府部門43%、産業・商業部門と金融部門とがそれぞれ28%となっている。1990年と比較すると、政府部門と金融部門がそれぞれ5%、2%減となり、これを産業・商業部門の8%増が埋め合わせている。企業の直接金融へのシフトと財政健全化の現れといえる。2000年の社債の半分は、France Télécom を中心とするテレコム企業によるものであり、企業活動のヨーロッパ化、グローバル化が起債ブームを引き起こしたといえる。債券発行における金融機関の比重は、90年の30%から年々低下して97年にわずかに6%にまで下がった。だが98年以降、利子率の低下によって、再び金融債の発行増がつづいている。

国債発行では、2001年に5～30年のOTA（長期統合債）が51.8%、中期債（BTN）が46.7%、短期債が9.2%である²²⁾。98年に比べると、長期債の10%近い減少と非譲渡性証書の8%減で消滅、とが顕著な変化といえるが、これは中期債の23%増で埋め合わされ、国債への流動性選好が高まった。なお1998年には大陸で唯一の例となる、インフレ・インデックス債（OATi）が導入された。また99年にはドイツの抵当債券であるファンドブリーフ型債券の発行が始まったが、独より発行条件は緩められた。こうして2000年には外人投資家の債券購入が急増し、220億ユーロから513億ユーロへと2.3倍増となった。フランスの国債管理戦略は、透明性（発行計画を公表）、予測性（新たな課題に対して）、流動性（頻繁にオークショ

ン）、革新性（欧州初のインフレ・インデックス債導入など）をキーワードにしてきた。外人投資家の増大がこの戦略の成功を証明しているが、外人保有比率は97年の15%から99年の23%へと伸び、その後も急騰が続く²³⁾。

（3）株式市場

株式市場では、従来の1部、2部市場に加えて1996年に、ベンチャー向けのヌーボ・マルシェ（新市場）が誕生し、上場株数は18社から2000年の158社へ急増した。だが独のノイア・マルクトと比べて、①上場条件が厳しく大企業に限定され、②規制が厳格で違反すると直ちに上場を取消され、③厳格なディスクロージャー実施が求められる、などの点で制約が大きい。

株式（action）と投資証書（certificat d'investissement、国営企業発行の優先株）とを発行主体別の構成でみると、1999年に企業80.4%、金融機関16.8%、投資会社2.8%となった。保有の面では、個人投資家の比重は96年の21%から98年の11%へと大幅に低下している。ちなみにアメリカではこの比率が45%ときわめて高い。投資信託（OPCVM）も利回り上昇のおかげで再び上昇が続いているが、購入者の数では2000年5月に、510万人ときわめて過ぎない。

Euronext の会長は、「利下げが進み、国営企業の株式公開や大型株の発行（Vivendi, Equant）などの魅力ある商品が提供されて、株主、とくに個人株主の増大をうながす条件はととのった。だがそれが実現しないところに、フランス的特質ないしパラドックがある」と指摘する。この「フランス的文化特性」の変化を促すべく、Euronext では大企業と協力してインターネットなどによる広報キャンペーンに乗

り出し、「株式市場に対するフランス人の集合的無意識と偏見との修正」に努めている²⁴⁾。こうした努力が奏効して、若者の間で株式投資の人气が高まり、25歳以下では26.9%増、25~34歳では15.2%増となり、平均の7.7%増を大きく上回った。だが問題は心理的要因ばかりではなく、手数料の高さにもあるといわれている。

結 論

「ミッテランの実験」の失敗で、フランス金融市場は「ミニ・ビックバン」の断行に迫られた。それに成功をおさめ、大規模な民営化と相まって、外資の積極的参入を実現することができた。仏企業はコーポレート・ガバナンスを市場指向にシフトさせ、銀行は「情報の非対称化」を埋め、同時に「金融リスクの相互化」を可能にする「新金融仲介」を新たな戦略に採用して、世界展開を狙うにいたった。「ミッテランの実験」失敗後、「ドイツ化」で経済を立て直したフランスは、ユーロ誕生を迎えて、今度は「アングロサクソン化」でグローバル化を乗りきろうとしているのであろう。

注

- 1) Banque Bruxelles Lambert [1986].
- 2) Ministère des Finances [1986].
- 3) IMF [2001], p. 19; Banque de France [2001].
- 4) Commission des Opérations de Bourse [2001], p. 15.
- 5) Le Découvert [2001], pp. 422-23.
- 6) 概観はトリシェ [2000] をみよ.
- 7) Commission Bancaire [2001], p. 31.
- 8) Lacoue-Labarthe [2001], ch. 7.
- 9) Conseil National du Crédit et du Titre [2000], p. 6.
- 10) Plihon et Ponssard [2002], p. 37; Lacoue-Labarthe [2001], p. 68.
- 11) Banque de France [2001], p. 40.
- 12) Pilverdier et Hamet [2001], pp. 22-23.
- 13) Le Découvert [2001], pp. 454-455.
- 14) Banque de France [2002 a].

- 15) 金融資産に占める生保の比率 (1999年の数値推計値) は英 32.3%, 仏 29.0%, 独 14.5%. Boubel et Séjourné [2001], p. 147.
- 16) Banque de France [2000]; Ministère des Finances [2001], p. 83.
- 17) Banque de France [2002 b].
- 18) Plihon [1998], pp. 66-77.
- 19) Plihon et Ponssard [2002].
- 20) IMF [1999], p. 42.
- 21) Pilverdier et Hamet [2001], p. 17.
- 22) Conseil National du Crédit et du Titre [2001], p. 22.
- 23) IMF [1999], p. 10.
- 24) Pilverdier et Hamet [2001], p. 25.

参 考 文 献

- 長部重康 [1988], 「フランスー借金経済からの脱却」, 法政大学比較経済研究所『金融のグローバル化 I』法政大学出版局。
- トリシェ, ジャン＝クロード [2000], 「金融市場のグローバル化の下での銀行業の再編」『金融』4月号。
- 日本証券経済研究所 [2000], 『図説 ヨーロッパの証券市場 2000年版』日本証券経済研究所。
- Banque Bruxelles Lambert [1986], “Le point sur l’innovation financière en France”, in *Bulletin Financier*, 7 oct.
- Banque de France [1998-2002], *Bulletin de la Banque de France*, 各号。
- [2000], “Principales caractéristiques de l’intermédiation financière en France sur la période récente”, in *Bulletin de la Banque de France*, No. 81, sept.
- [2001], *Rapport-Exercice 2000*.
- [2002 a], “Vingt-cinq ans de richesse des ménages”, in *Bulletin de la Banque de France*, No. 97, jan.
- [2002 b], L’évolution des finances et des placements des sociétés non financières de 1978 à 2000, in *Bulletin de la Banque de France*, No. 98, fév.

- Boubel, Aurélie et Séjourné, Burno [2001],
Les Marchés européens de l'assurance-
vie, *Revue d'Economie Financière*, 2001-
4, No. 64.
- Commission Bancaire [2001], *Rapport 2000*.
- Commission des Opérations de Bourse [2001],
Rapport Annuel 2000.
- Conseil National du Crédit et du Titre [2001],
Rapport-Exercice 2000.
- European Central Bank [2000-2002], *Monthly Bulletin*.
- IMF [1999], *IMF Staff Country Report*,
France Selected Issues, No. 99/139.
- [2001], *France, IMF Staff Report*
for the 2001, Article IV Consultation.
- INSEE [2000-2002], *L'Economie française*,
INEDIT.
- [2001], *Economie Générale*, No. 190,
ETC2001-2002.
- La Documentation Française [2001], *Bourse*
et marchés financiers, in *Cahiers fran-*
çais, No. 301.
- Lacoue-Labarthe, Dominique [2001], *Les*
Banques en France: Privatisation, rest-
ructuration, consolidation, Economica.
- Le Découvert [2001], *L'Etat de France*, Le
Découvert.
- Ministère des Finances [1986], *Livre Blanc*
sur les Réformes du Financement de
l'Economie, La Documentation Fran-
çaise.
- [2001], *Politique économique 2002*,
Economica.
- Pilverdier, Juliette et Hamet, Joanne [2001],
Le Marché Financier Français, 4^e éd.
Economica.
- Plihon, Dominique [1998], *Les Banques*,
nouveaux enjeux, nouvelles stratégies,
La Documentation Française.
- Plihon, Dominique et Ponssard, Jean-Pierre,
sous la direction de [2002], *La Montée*
en puissance des fonds d'investissement,
La Documentation Française.

(法政大学経済学部教授)