

氏名	石田 周
学位の種類	博士(経済学)
報告番号	乙第361号
学位授与年月日	2022年3月31日
学位授与の要件	学位規則(昭和28年4月1日 文部省令第9号)第4条第2項該当
学位論文題目	世界金融危機以前のEUにおける金融制度改革 —金融機関等が行使した構造的パワーに着目して—
審査委員	(主査) 櫻井 公人 (立教大学大学院経済学研究科教授) 蓮見 雄 (立教大学大学院経済学研究科教授) 星野 郁 (立命館大学国際関係学部教授)

I. 論文の内容の要旨

(1) 論文の構成

序章

第1部 理論編

第1章 世界金融危機以前の EU 金融制度改革に関する先行研究

第2章 スーザン・ストレンジのアプローチ—非国家アクターが行使する構造的パワー

第3章 EUにおいて金融機関等が行使した構造的パワーを把握するための
「3段階のアプローチ」

第2部 実証編

第4章 EUにおける金融制度改革と金融機関等の構造的パワー

第5章 金融商品市場指令 (MiFID) と構造的パワー

第6章 金融担保指令 (FCD) と構造的パワー

第7章 クロスボーダー銀行 M&A に関する規制と構造的パワー

第8章 EU の国家補助規制政策のドイツ州立銀行に対する適用と構造的パワー

終章

(2) 論文の内容要旨

【論文の概要】

本研究では、世界金融危機以前に展開された欧州連合 (EU) における金融制度改革のメカニズムについて、欧州委員会や加盟国政府のような公的アクターに加え、EU で活動する金融機関等の非国家的あるいは民間のアクターが行使した構造的パワーに着目して説明される。その際、非国家アクターが行使する「構造的パワー」に関するスーザン・ストレンジの研究を国際政治経済学的に再整理しつつ、独自の「3段階のアプローチ」が採用される。その金融制度改革のメカニズムは、第2部における総論 (第4章) と4つのケーススタディ (第5, 6, 7, 8章) において検証される。

序章

本研究における問題意識、対象、および、独自性とアプローチが提示される。問題意識として、EU を含む現代資本主義における金融の肥大化と不安定化、および、EU における「民主主義の赤字」が示され、研究対象として、世界金融危機以前の EU 金融制度改革、とくに投資銀行業務と現地リテール銀行業務に関する制度改革の形成過程が、とりあげられる。

本研究の分析対象とする時期は、包括的なプロジェクトとしての単一市場計画 (SMP) の一環として行われた制度改革 (第1期の制度改革: 1985-96年)、金融サービス行動計画

(FSAP)による制度改革(第2期の制度改革:1997-2004年),および,金融サービス政策白書による制度改革(第3期の制度改革:2005-10年)である。

さらに,ケーススタディとして4つの個別の制度改革をとりあげる。すなわち,株式取引に関するEUの規制(特に取引所集中義務と透明性要件に関する規制)の変更,金融担保に関するEUにおける法令の制定,銀行M&Aの規制・監督に関する銀行指令の改正,およびドイツの州立銀行に向けた各種優遇措置の廃止である。いずれの制度改革においても,金融機関等の民間アクターが制度改革の過程で影響力を行使した。それが後に,EUで顕在化した金融の不安定化を生み出すことにつながる。

第1部 理論編

第1章 世界金融危機以前のEU金融制度改革に関する先行研究

EU金融制度改革に関する先行研究は,その制度改革の内容や形成の背景となる様々な要因を特定し,成果をあげてきた。他方で先行研究には,調和原則や重点業務の変化などにつき,民間アクターの関与について扱われないことが多く,扱われてもその選好やパワーを所与とされるきらいがあった。結果として欧州委員会や加盟国政府の意図がそのまま実現したかのような印象を与えることがあった。

第2章 スーザン・ストレンジのアプローチ

——非国家アクターが行使する構造的パワー

第2章では,非国家アクターが行使する構造的パワーに関するS.ストレンジの研究を検討し,制度改革の研究に応用するための修正が試みられる。特定の国家が行使する構造的パワーについてのストレンジによる研究は著名だが,非国家あるいは民間アクターの行使する構造的パワーについての研究は比較的顧みられることが少なかった。

本章では,構造内部における制度改革や政策形成を把握するため,民間アクターが政策に対してもつ選好が特定され,「構造」概念を具体化するための手法が導入された。構造的パワーについて,ストレンジに依拠しつつも,その「源泉」(どのようなアクターが構造内で不可欠な要素をもっているのか),「関係」(どのようなアクターが利害関係にあるのか),「結果」(どこまで選好が実現したのか,だれが得をしたのか)という3つの観点を置いて分析しようというのが本書独自の構想である。

第3章 EUにおいて金融機関等が行使した構造的パワーを把握するための「3段階のアプローチ」

第3章では,第2章で提示された一般的な枠組みが,「金融」や「EU」の特殊性に合わせて応用され,独自の「3段階のアプローチ」が構築される。

その第1段階では,EUの金融市場で活動する金融機関等がもつ構造的パワーの「源泉」として,金融機関等が市場で果たす役割,その暫定的な指標としての市場シェア,選好を

特定する際の前提としての行動実績（新たな業務への参入，国際化など）が検討される。第 2 段階では，金融機関等が発行するポジション・ペーパーから，金融機関等がもつ選好が特定される。第 3 段階では，EU 金融制度改革の決定過程において，金融機関等が，制度改革の決定を直接担う EU 諸機関やその構成員との間で「共生関係」を構築した。実際に行われた EU 金融制度改革の内容と金融機関等がもっていた選好との一致の程度を検討することで，行使された構造的パワーが確認される。

第 2 部 実証編

第 4 章 EU における金融制度改革と金融機関等の構造的パワー

第 4 章は，EU 金融制度改革の総論に相当する。

第 1 期には，ロンドン以外の各国金融市場で国内銀行が業務を行い，独自の特徴が色濃かった。そのため，各国銀行協会の選好は，各国ごとに規制や監督の裁量を残す最小限の調和と相互承認であり，銀行は本国政府との間で（国内で）「共生関係」を築いていた。「結果」をみれば，第 2 次銀行指令と投資サービス指令をはじめとする各種指令には，単一免許と本国監督主義を原則としながら，受入国権限が幅広く残されていた。

第 2 期には，欧米の大手金融機関がロンドンを拠点に EU 域内で投資銀行業務を行い，EU 資本市場の業務を独占した。各国で異なる複数の規制・監督制度に対応する必要に迫られた大手金融機関は，「最小限の調和」から「最大限の調和」へと，その選好を転換した。そして，第 2 期の交渉では，欧州委員会と大手金融機関との間で「共生関係」が築かれた。「結果」を見れば，金融サービス行動計画（FSAP）において投資銀行業務に関する指令が優先となり，「最大限の調和」という調和原則が追求され，大手金融機関の選好が実現した。

第 3 期には，EU 域内で大手銀行が国際化を進め，リテール業務への規制のさらなる調和を求めたため，投資銀行に加え，リテール業務にかかわる大手銀行も欧州委員会と「共生関係」を構築した。「結果」をみれば，第 3 期を代表する「白書」で FSAP の路線が引き継がれ，リテール銀行業務に関する法令においても，一部「完全な調和」原則が導入された点で，基本的に大手銀行の選好が実現した。

第 5 章 金融商品市場指令（MiFID）と構造的パワー

第 5 章では，EU における株式取引制度，とくに「内部化」とそれに対する取引前の透明性に関する規制の変遷について検討される。

投資サービス指令（ISD）めぐる交渉時期（1980 年代末～1993 年）に，EU 主要国は異なる株式取引制度をもち，各国の金融機関の選好は，各国の株式取引制度の維持だった。各国内で金融機関と政府との間で「共生関係」が構築され，ISD をめぐる交渉は，フランスを中心とする「地中海クラブ」と，イギリス・ドイツを中心とする「北海同盟」との対立となった。「結果」をみれば，株式取引の取引所への集中義務が加盟国の選択制になるという形で，双方の選好が実現した。

これに対し、ISDの改正（金融商品市場指令 MiFID の制定）をめぐる交渉時期に大陸欧州の銀行は、英米の銀行とともに、ロンドンを拠点として各証券取引所にリモートアクセスし、とくに英独の銀行は取引の「内部化」を進めた。他方、株式取引の大部分を独占する証券取引所じたいも、営利を追求する組織へと転換していた。

金融機関と証券取引所の選好は、規制のさらなる調和へと転換した。しかし、金融機関の選好が内部化に対する柔軟な規制だったのに対し、証券取引所の選好は金融機関と証券取引所との「平等な規制上の競争条件」の実現だった。

MiFID の交渉において、証券取引所が欧州委員会および閣僚理事会を構成する各国の代表と「共生関係」を構築したのに対し、大手金融機関は欧州議会と「共生関係」を構築した。「結果」をみれば、「内部化」には厳格な取引前の透明性要件が課されたものの、その対象は「体系的内部化業者」に限定され、大手金融機関の選好がかろうじて実現された。

第6章 金融担保指令（FCD）と構造的パワー

第6章では、「金融担保指令（FCD）」によって、レポ取引等の基盤となる金融担保法の調和が実現した事例が扱われる。

第1期（1980年代末～1993年）には、ロンドンを除いてEU諸国ではレポ取引が活発でなく、金融担保に関する規制の調和は金融機関の選好となっていなかった。ところがその後、EU主要国において民間レポ市場が整備され、国債を担保とするクロスボーダー・レポ市場が大幅に拡大すると、限られた金融機関がこの市場を独占するようになった。金融機関の選好は、金融担保規制の調和、とくに法的確実性の実現へと転換した。

各種「専門家グループ」への参加は大手金融機関によって独占され、欧州委員会と金融機関との間には明確な「共生関係」があった。また、閣僚理事会、欧州議会、欧州中央銀行（ECB）もそれぞれ金融担保規制の調和に合意し、「共生関係」の輪に加わった。「結果」をみれば、FCDの指令案は金融機関の選好と一致していた。

第7章 クロスボーダー銀行M&Aに関する規制と構造的パワー

第7章では、銀行M&Aの規制・監督に関する銀行指令の改正が扱われる。

主として国内で活動していた時期の銀行に対し政府は自国銀行の保護政策をとった。したがって第2次銀行指令（1989年採択）では、銀行M&Aに対する監督権限と大口株式保有規定について受入国主義が導入された。

これに対し、1990年代末以降、EUの大手銀行は、クロスボーダーM&Aによって海外展開を進め、欧州委員会はこれを擁護した。ポルトガル、イタリア、ポーランドでは、各国政府がローカル金融機関を保護したが、2007年改正の銀行指令では、銀行M&Aに対する審査基準がより明確化され、受入国政府の裁量が制限された。

また、大口株式保有規定の修正に関する交渉では、国内における銀行と政府の「共生関係」を利用し、大手銀行は経済・財務相（ECOFIN）理事会への参加を通して、アジェン

が設定に影響を及ぼした。欧州委員会は大手銀行と「共生関係」を築き、受入国当局の大
口株式保有に関する監督権限が削減され、大手銀行の選好が実現された。

第 8 章 EU の国家補助規制政策のドイツ州立銀行に対する適用と構造的パワー

第 8 章では、ドイツの州立銀行に対する政府保証が、EU の国家補助規制政策によって段
階的に廃止された事例について扱われる。

ドイツにおいて、貯蓄銀行と州立銀行から成る貯蓄銀行グループは、融資や資金調達
の際に地方自治体・州政府の「保証」を受けており、両者の間には「共生関係」が存在した。
しかし、1990 年代に一部の州立銀行による海外進出や業務拡大などがあり、他方でドイツ
以外の EU 諸国で公的銀行の民営化が行われて国際化が進んだことなどから、両者の競争
条件の相違が問題化した。

ドイツの公的銀行に対する保証制度の廃止をめぐる交渉では、ドイツ・EU の民間銀行と
欧州委員会が「共生関係」を築き、「結果」をみれば、ドイツの州立銀行に対する保証制度
は段階的に廃止されることが決まり、民間銀行の選好が実現された。

終章

本研究の結論と学術的な意義と、2つの問題意識に関するインプリケーションを確認する。

第 1 に、EU 金融制度改革を代表する 3つのプロジェクトがもつ特徴、特に各時期におけ
る調和原則は、金融機関等が行使する構造的パワーに規定されつつ、変遷を遂げてきた。
第 2 に、規制の「調和」や制度改革の内容の選択は、構造的パワーをもつ金融機関の選好
に規定された。第 3 に、EU 金融制度改革における規制の調和やその内容は、金融機関等
の構造的パワーが行使される際の「共生関係」や「対立関係」によって規定された。

以上、世界金融危機以前における EU 金融制度改革では、金融機関等が行使した構造的
パワーを、「源泉」、「関係」および「結果」という 3つの観点から検討することで、その調
和原則や制度改革の内容の変遷を理解することができた。

II. 論文審査の結果の要旨

(1) 論文の特徴

本研究は、資本主義における金融の肥大化と不安定化という現代の問題を検討するた
めに必要となるてがかりを提供する。

本研究の独自性は、EU 金融制度改革の決定過程において、金融機関や証券取引所
のような民間アクターが行使した構造的パワーを検討することにより、EU 金融制度改革
における重点業務や調和原則の特徴と変化、その政治経済的な背景について、より多
角的に説明している点にある。本研究では、「最小限の調和」から「最大限の調和」へ
という変遷にも着

目することで、説得力を増したと言える。

また、当局だけでなく、非国家アクターに焦点を当て、民間アクターの側に着目して説明した点が大きな特徴である。従来の研究では「制度的な調和」に力点を置き、その進展をもって制度的な進化とみなされてきた。欧州委員会の決定が自動的に浸透するかのようによ扱われる予定調和的な傾向さえあった。だが、調和の進展から利益を得るアクターと失うアクターがあるなら、調和の内容やアクターごとの利害、「制度改革」の決着に至る交渉などについて、さらに踏み込んだ分析が求められる。

EUにおける金融制度の変化についての従来の研究として、たとえば多元主義的アプローチには、アクター間のパワー関係が捨象され対等なアクター間の交渉が想定されることで平板になりがちだという難点があった。新機能主義やリベラル政府間主義もまた、金融危機の中で現状追認的だった限界を露わにした。

本研究の依拠したスーザン・ストレンジの国際政治経済学的アプローチは、日本ではとくに「カジノ資本主義」や「マッドマネー」など金融不安定性に関する研究として、あるいはアメリカまたはイギリスという国民国家が行使する覇権的パワーの分析と結び付いた構造的パワー論として理解されてきた。また、構造的パワー概念を専ら、資本主義というより広範な枠組みでの分析として意識する傾向も強かった。本研究の指摘するように、国家でなく非国家アクターの行使する構造的パワーについてのS. ストレンジによる研究には、海運業カルテルについての1976年の研究を嚆矢とし、国家以外のアクターによる外交を描いた『ライバル国家、ライバル企業』(1991)から『国家の退場』(1998)に至る系譜がある。非国家アクターの行使する構造的パワーに関するストレンジのアプローチを援用する研究が、今も世界で次々と登場している。ここに構造的パワーを次のような3段階のアプローチという視点を追加する本研究は、国際政治経済学の発展にも寄与する。すなわち、パワーの源泉が、他のアクターが依存せざるをえない不可欠の要素(軍事力、富、思想)にあり、それがアクター間の「取引(bargains)」の「関係」や「共生」、「対立」を生み、構造内の諸アクターの選択を制約することで、「誰が利益を得るのか」という「結果」に結びつくというものである。

本研究で検討された金融制度改革は、その後に生じた金融不安定化との関わりでも重要になろう。第5章で扱われたように、MiFIDによって集中義務が廃止され、大手金融機関による内部化に透明性要件を課されなかったことが規制面からの背景となって、証券取引所外での取引であるダークプールが登場した。MiFIDは金融危機後に改正されるが、例外も広く認められたことからダークプールは継続する。

また、第6章で扱われたレポ市場との関わりが注目され、とくに独仏のレポ市場について邦語文献がほとんどないので本研究は貴重なものである。

金融担保指令(FCD)による規制の調和は、域内のクロスボーダー・レポ取引を発展させた。レポ取引の担保となりうることで南欧諸国の国債にまで担保需要が及び、値洗いによって追証を求められる局面でソブリン危機をプロシクリカルに増幅した。また、レポに

よって証券担保で資金を調達し、その資金で証券を買ってそれを担保にさらなる資金調達を繰り返すレバレッジを効かせた資金調達の仕組みは、バーゼル規制の回避策となり、その後の金融危機にも影響した。ポジション調整のために関わるアクターが複雑に絡み合い、担保を通じて各金融市場が空間的にも連鎖する状況は、今日的な課題を醸成する。

第 8 章で論じられた州立銀行への保証制度の廃止も、州立銀行がサブプライムローン証券への投資に向かう要因となった。

以上は、本研究が限定した対象期間以降に及んだ重要な影響の一部である。問題意識として掲げられた金融不安定化は、このようにして現実のものとなった。すなわち、世界金融危機以前の EU 金融制度改革が、金融不安定化への規制面からの起源となった側面もある。欧州委員会の主導した世論や先行研究において、EU の掲げた金融規制の調和と緩和がユーロ導入の成果と見なされ、それがむしろ規制や監督の不備と連動していた可能性がある。他方で、本研究には、金融制度改革が危機の下地をつくっていた可能性の解明も含まれており、それはその後の世界金融危機への展開過程とその要因とを適切にとらえるために重要な作業となるだろう。

(2) 論文の評価

本研究は、先行研究の欠落を補い、新しいアプローチの提唱を行い、独創性をもって欧州金融制度研究に貢献し、その研究水準を高めた。また、国際政治経済学の発展にも寄与しうる内容を含む。だが、以下に記すように、残された課題がないわけではない。

第 1 に、国家アクターや欧州委員会などのもつ決定的なパワーを軽視したとの印象を与えるかもしれない。これは、従来型のアプローチとの対比を意識した結果とも言えようが、本研究を国家アクターや欧州委員会のパワーをも包摂した枠組みとして構想することも十分可能と考えられる。

第 2 に、政策決定過程に作用する構造的パワーを 3 つの観点から説明しようという独自のアプローチは、原型が示された段階であり、その組み立て方、実証方法などの観点から、一層の洗練が求められる。民間金融機関からのロビイング活動や、規制当局との間の「回転ドア」などに見られる人的な結びつきなどによって補強できる可能性もあるだろう。

第 3 に、欧州の金融機関がもつ選好と米国の金融機関がもつ選好について、相違点と一致点を改めて整理する必要がある。欧州系と米国系の金融機関が BIS などに共同して働きかけを行うなど共生関係にもあった可能性はないだろうか。また、その政策をめぐる選好について、欧州側が米国側の標準に引き寄せられる形で収斂した可能性もあろう。

第 4 に、銀行行動の国際化によって市場が変化する中、銀行に対する受け入れ国あるいは本国の通貨当局の関与における原則と程度とが繰り返し問題になってきた。本研究は金融機関等の選好の変化を取り上げるための枠組み構築に踏み出したが、その選好の変化を生んだ「市場の変化そのもの」についても、より踏み込んで検討する必要がある。ユーロ圏の大手金融機関が、ユーロ誕生以後に投資銀行的なビジネスに著しく傾斜し、サブプラ

イム危機で痛手を負うことになる背景にも、金融市場の変化があったはずである。EUアクター間の相互作用に焦点が当てられたことで、グローバル金融の動向が与件あるいは捨象されたように見えるきらいがある。本研究で示唆された、グローバル金融危機への規制面からの起源とその帰結に対して、本研究が課していた時期的な限定を取り払った分析によって、グローバル金融に対する知見も増すことになるだろう。

以上、(1)論文の特徴で最後に述べたこととも関わるが、本研究が世界金融危機以前に焦点を絞ったことは手堅さにつながっている。他方で、金融制度改革が金融機関の行動に及ぼした影響についての説明は、世界金融危機後にまで視野を広げて論じられることにより、意義と完成度を増すだろう。その後のクロスボーダー再編の停滞、BREXIT後の証券取引所間の競争、ドイツの州立銀行や民間銀行の経営上の変化など、それ以後の時期への応用可能性を示すことも期待される。

以上を課題として指摘しておくが、これらは本研究において示された新しいアプローチの独創性や意義を損なうものでないことは言うまでもない。本研究はEU金融制度改革という枠組みの中で、時期や領域を限定しつつ、いくつかの重要論点・個別制度改革を政治経済的な背景も含めて取り上げたものである。これを準備作業として、「グローバル金融危機の包括的な解明」という大きな課題につながることを期待する。