

イギリスにおける金融サービス消費者の 保護システム

——金融サービス機構 (FSA) を中心に——

Britain's Consumer Protection System and Financial Services Authority

春井久志

New types of personal pension products have been selling increasingly well since October 2002 when banks were allowed to sell them for the first time in Japan. Financial deregulation started in 1997, allowing various financial products to be supplied to customers who do not understand the risks involved in the products without sufficient explanations by the financial institutions. As a result, many customers incurred huge losses when the asset prices plunged later on. We show that, because of the asymmetric information between financial institutions and the customers, financial regulatory-supervisory systems ought to be strengthened and protection of consumers, as well as promotion of consumer education for attaining higher financial literacy, is badly needed; therefore Japan's Financial Services and Markets Act should be enacted without delay.

Hisashi Harui

JEL : D18, G22, G23, G28

キーワード : 金融規制 ; モラルハザード、消費者保護、金融知識、オンブズマン、金融サービス・市場法、変額年金保険、共同保険

Key words : financial regulation, moral hazard, consumer protection, financial literacy, ombudsman, Financial Services and Markets Act, personal pension-insurance, co-insurance

I はじめに

2002年10月に始まった銀行による「変額年金保険」の窓口販売が好調だ、と報道されている。生命保険の税制優遇措置によって死亡時の相続税が一部

免除されるために、高齢者が中心となって購入しており、同年 12 月末までに 3800 億円を販売した。これは 1998 年 12 月に投資信託の窓口販売が始まったときとほぼ同じペースで増加しており、銀行の主力商品に育ちつつある。この年金保険は、運用実績によって受け取る年金額が変わる「変額年金」がその大半を占めている。昨年 12 月末までの販売額の 6~7 割は 60 才以上の高齢者であった。主たる購買理由は、年金として購買者が受け取るのではなく、年金の受け取り開始前に購入者が死亡したとして、その給付金を家族に残すことを想定している、といわれている。生命保険は税制優遇措置があり、法定相続人 1 人当たり 500 万円まで相続税が免除されるため、預金の形で置いておくよりも相続税を圧縮できるというメリットがある。その上、通常の生命保険は高齢者が加入しにくいのに対して、年金保険は 70~80 歳まで加入できる。

また、銀行は年金保険の保険料の 3~5% 程度を手数料として生命保険会社から受け取る。その上、保険料は生命保険会社が預かって運用するため、銀行はその資産を膨らませずに収入を上げることができる。銀行業界は景気低迷と超低金利のために運用難に陥っており、投資信託と並ぶ銀行預金の「受け皿」に位置付けている。投資信託の銀行窓口販売は販売開始後の 3ヶ月間で 3800 億円と、年金保険とほぼ同じペースで増加した。

金融商品の販売・勧誘ルールを定めた「金融商品販売法」が施行されて 2003 年 4 月で早くも 2 年が経過する。しかしながら、金融商品販売法の施行後も金融商品のリスクについての十分な説明を受けずに購入し、その後の市場変動で元本割れするなどのトラブルや消費者被害が後を断たない。それにもかかわらず、被害に遭った消費者が金融商品販売法によって救済された例はほとんどない、といわれている。金融消費者問題研究所のホームページによると、2つの理由がその背景にある。第 1 に、金融商品販売法は金融商品の相場変動などに伴う元本割れリスクの説明を販売業者に義務づけているが、消費者は業者から十分な説明を受けなかったことをみずから立証しなければならない。しかし、一般の金融サービス消費者にとって、このような立証は現実的にはほとんど不可能である。第 2 に、「日本版金融ビッグバン」後の金融の自由化により、金

春井：イギリスにおける金融サービス消費者の保護システム

表1 銀行窓販における年金保険の販売状況

	契約件数（件）	販売額（億円）
日 本 生 命	4,400	240
第 一 生 命	3,600	210
住 友 生 命	12,900	400
明 治 生 命	2,500	160
安 田 生 命	3,200	110
三 井 生 命	4,200	270
富 国 生 命	3,700	30
T&D フィナンシャル生命	3,400	230
東 京 海 上 安 心 生 命	22,000	700
三井住友海上シティ生命	1,800	130
三井住友海上きらめき生命	1,200	20
三 井 住 友 海 上	1,800	30
損 害 保 険 ジ ャ パ ン	300	10
日 本 興 亜 火 災	8,600	320
ハートフォード生命	7,000	620
ア リ コ ジ ャ パ ン	—	230
I N G 生 命	900	50
G E エ ジ ソ ン 生 命	1,600	50
ア ク サ 生 命	1,200	70

(注) 変額年金と定額年金の合計。販売額は保険料ベース。
三井住友海上きらめきと富国は保険料を分割して支払う方式が中心であるため金額が小さい。三井住友海上、損保ジャパン、日本興亜は年金払いの積立損害保険。

(出所)：『日本経済新聞』、2003年1月17日付け

融商品が多様化し複雑化したうえに、銀行にまで販売チャネルが拡大したために、一般消費者に高度な金融商品・サービスに接する機会が増えた。また、政府が預貯金から投資型金融商品への資金シフトを奨励したこともあって、預貯金だけでは将来の生活に支障がでるという危機感を消費者に抱かせたことも大きい。

その結果、2002年3月末や3000億円だった資産規模は2003年3月末には約1兆1600億円と3.7倍にまで膨らんだ。特に、最低保証のある商品が人気を集めている（『日本経済新聞』、2003年8月21日付け）。

表2 投資型金融商品に対する苦情件数の内訳 (2000年8月)

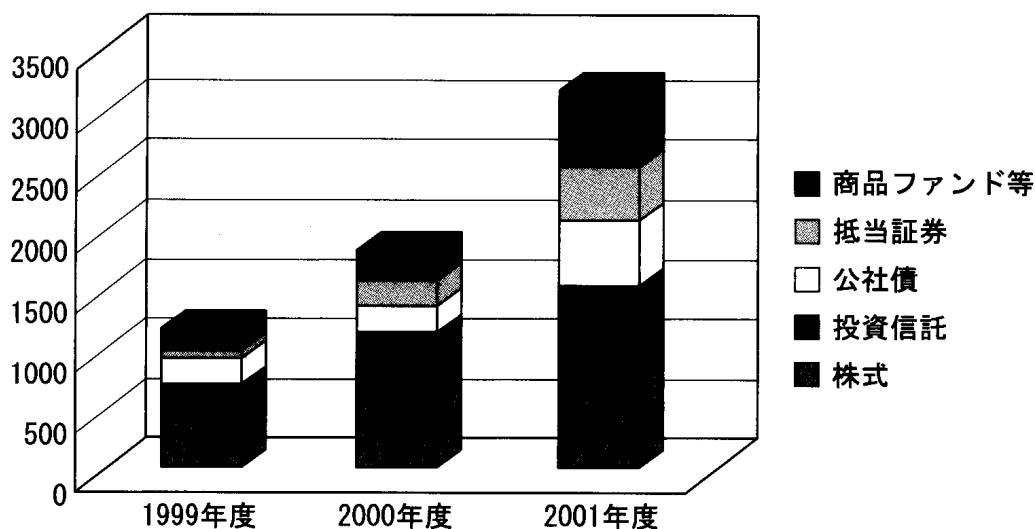
	総件数	株式	投資信託	公社債	抵当証券	商品ファンド等
1999年度	1,207	496 (228)	275 (5)	240 (8)	24	172
2000年度	1,660	701 (389)	482 (28)	219 (9)	220	238
2001年度	3,141	832 (529)	719 (83)	549 (19)	432	609

(注) 1. 株式には、投資顧問業に関する苦情を含む。()内は証券会社に対する苦情件数。

2. 投資信託及び公社債に関する苦情の()内は銀行に対する苦情件数

(出所)：国民生活センター (2002)、239 ページ

図1. 金融保険サービスの相談件数の推移



(出所)：国民生活センター (2002)、239 ページ

金融自由化では先進国のイギリスは「金融ビッグバン」を1986年に実施し、その後も制度改革を繰り返して、2000年金融サービス・市場法を制定した。さらに、それに基づいて、各種の金融機関を横断的に監督する単一的な金融規制・監督当局（金融サービス機構：FSA）や単一的な法廷外紛争解決機関（金融オンブズマン）、単一的な損害補償機構を整備したイギリスでは、金融サービスの消費者に対して無料の紛争の解決や補償制度を提供したのみならず、消費者教育や啓蒙活動まで政府機関のFSAが責任をもって実施している。日本でも同様に、すべての金融商品や金融機関（販売業者）を包括的に規制する

「日本版金融サービス・市場法」の整備が急務とされるところである。

II 金融規制・監督システム

1. 金融規制の理論的根拠

春井（1999）でも言及した国際通貨基金（IMF）の経済学者による調査が明らかにしたように、ここに10年間に世界の大部分の諸国で金融システムはきわめて脆弱な構造を有していることが判明した。これらの金融システムの動揺が各国経済に及ぼした悪影響は、1930年代の世界的大不況のそれに次ぐ深刻なものであった。この金融システム動揺の主たる原因は、杜撰な信用管理、縁故融資、流動性不足や資本不足など商業銀行の内部統治（governance）の杜撰さに起因するものであった。またこれらは、その歴史的な草創期以来、商業銀行業に随伴する典型的な原因であった。したがって、多くの国において、また新興市場国や市場経済移行国においては特に、銀行の内部統治を強化するために外部規制を向上させ、改善する必要がある。

近年、世界中で経験された銀行倒産は、月並みでその規模も大きく、それが引き起こした損失も莫大な金額にのぼる。しかしながら銀行倒産の発生それ自体が、現在注目を浴びている金融機関に対する規制・監督の強化を必ずしも正当化するものとはいえない。実際、多くの「自由主義的」経済学者はこの銀行危機問題の原因を規制それ自体がもたらす有害な間接効果に求めている [Dowd (1996) および Benston and Kaufman (1996) 参照]。

2. 外部規制の理論的根拠

自由な市場環境で業務を行っている金融機関に外部から規制・監督の網を掛けることは、その所有者や経営者がみずからを監視し管理する誘因を弱める効果を及ぼすだけでなく、金融サービスの利用者（以下、消費者）が十分な注意を払う誘因をも損なう。監督者が管理対象の金融機関の安全性と資産の価値を確実なものにしてくれるに違いなく、またそうすべきであるという期待を消費者と所有者・経営者の間に醸成する。しかしそのような期待は、導入すること

経済学論究第 57 巻第 4 号

自体が間違いであるような、コストが高く硬直的なシステムなしでは、決して実現されることはない。どのような規則であれ、すべての状況に適合するものなどはないのであるから、規制は必然的に経済に悪影響を及ぼす結末となる。したがって、最終的な結果は、規制が導入される以前の状態より悪化したものとならざるを得ない。

外部規制が時には失敗するにも関わらず、私的な自主規制によって完全には代替されないことには理由がある。規制のない金融システムにおける倒産の悪影響に国民が強く反対し嫌悪するため、預金保険機構や外部規制システムの導入を不可避とするからである。外部規制が支持される理由はそれだけではない。規制のないシステムでは「市場の失敗」が発生し、その結果は最適状態には及ばない (suboptimal results) し、またその結果は外部規制がもたらす結果よりもはるかに悪いものとなるからである。

私的な経営形態をとる金融機関に対する外部規制の理論的根拠は 3 つある。すなわち、

- (1) 独占力、もしくは寡占力の濫用を防止すること。
- (2) 十分な情報を得ることが難しい消費者を搾取から守り、自助の能力が合理的には期待できない投資家を保護すること (情報の非対称性問題)。
- (3) 金融秩序維持または金融システムの安定性確保

このうち、金融システムに関する限り、規制の問題は (1) の独占力の抑制に関わることは少なく、むしろ (2) の金融サービスの消費者保護と (3) の金融システムの安定性とにより多く関わっている。(2) 金融サービスの消費者保護は、プルーデンス規制と業務行為規制との 2 つの側面に分かれる。さらに、業務行為規制は、機関投資家が参加するホールセール市場よりも小口の個人投資家が参加するリーテイル (小売) 市場に主として関係する。

また、(3) で信用秩序もしくは金融システムの安定性の次元が問題とされるのは、金融機関の経営破綻の「伝染効果 (contagion effect)」などの金融不安

春井：イギリスにおける金融サービス消費者の保護システム

の「社会的コスト」が破綻金融機関の株主や経営者などの「私的コスト」をはるかに超過しうることにある。特に重要なのは、銀行取付の危険が健全な銀行にまで波及する「システミック・リスク」が懸念される銀行部門である。金融機関のなかで銀行がなぜ「特殊」で、証券会社や保険会社にはシステミック・リスクの懸念がないのかも検討に値する論点である。外部規制や監督は伝統的に一定の要請された基準（たとえば現金準備や資本、流動性などの比率や大口融資比率など）を制定する形態を取ることが多い。

1997年のタイ、マレーシア、インドネシア、韓国などの東アジア諸国を襲った一連の通貨・金融危機、およびその後のロシア危機、さらには中南米諸国への危機の波及（すなわち、伝染効果）は、新興市場国や移行国においては、先進国では普及している伝統的な外部規制・監督技術の適用が円滑に行われていないことを例証した。一方、先進国では銀行業務の複雑化や金融業務範囲の不明瞭化が進み、金融のグローバル化の下でポートフォリオ調整のスピードが格段に速くなってきており、共通の比率規制のような伝統的な外部規制手段が急速に不適合を生じてきている。一方では外部規制の果たすべき役割はいつまでもその意義が失われることはないが、他方では内部リスク管理への増大する依存を代替する有効な規制手段が誕生していないという現実が存在する。この矛盾は、おそらく、外部規制と内部規制とは代替的なものではなく、相互に補完する関係にあると見るのが適切であろう。したがって、外部規制と内部規制とをいかにバランス良く組み合わせるか、より具体的には外部規制によって設定された一般的な規制・監督のフレームワークの中で、内部規制のリスク管理システムにより大きな比重を置いた管理システムへの移行が今後進行していくものと予想される。イギリス最古のマーチャントバンクを倒産に追い込んだ「ベリングズ事件」（1995年）は、銀行グループ内部のリスク管理の杜撰さが引き起こした金融破綻の格好の事例ではあるが、同時にこれは先進国における外部規制に改善の余地が大きいことも暴露した。この問題は重要ではあるが、紙幅の関係で本論の分析対象からは割愛せざるをえない。詳細は、Goodhart *et al.* (1998, Chapter 2) を参照されたい。

(1) 独占の弊害の防止

金融サービス産業はきわめて競争の激しい産業であるが、同時に金融サービスを支援するシステム（あるいは市場）をネットワーク市場や規模の経済として具体的に形成する。たとえば、複数の支払・決済システムが存在するよりも、単一の支払・決済システムが存在する方が効率性が高い。ネットワーク経済の事例として、ある電子カード（たとえば、IC カード）が広く使用されればされるほど、それは交換手段として広く受容されることは想像に難くない。このようなシステム（または市場）の利用やそれが生み出す情報へのアクセスを支配しうる者は、独占レントを生み出し、不公正で不当な影響を部外者に及ぼす。したがって、このシステムや情報の利用条件は、反競争的となることがある。もっともあるシステムや市場を創出した者は誰がそれを使用するかについては一定程度の支配権を有するし、そのシステムが生み出した情報はある意味では私的所有物であるとも考えられる。いずれにしても、私的なシステムや市場、情報に国民がアクセスの権利を持つような状況は、判断が難しい領域であり、金融サービス産業よりもはるかに広範で一般的な産業分野の状況である。しかしながら、実際のところ、金融市場のグローバル化や自由化は金融機関や市場、行政管轄体との相互競争をいっそう激しいものにしてきた。したがって、公正で開かれた競争を保証し、システムや情報への合理的なアクセスを確保することは、金融サービス産業における規制の適切な役割である。

(2) 金融サービス消費者の保護

情報不足の小口の金融サービス消費者（＝投資家）を保護する理由は 2 つある。その第 1 は、消費者が自分の資金を預ける金融機関が倒産する恐れがあることである。第 2 は、金融機関が消費者にとって不利益をもたらす行動（不適切な業務行為）をとる場合があるからである。個別の金融機関の倒産は金融システムの安定性に悪影響を及ぼすばかりでなく、同時に倒産後に自らの利益を確保する能力のない小口の預金者に損害をもたらすからである。これは、いわゆる「買い手責任 (caveat emptor)」原則が妥当しないケースである。言うまでもなく、金融機関はそれが金融機関であるという理由だけで救済を正当化する

るものではない。しかし金融機関の倒産の影響が消費者や金融システムの安定性に及ぶ場合には、規制・監督当局は個別の金融機関の流動性や支払い能力、リスクの程度、一般的な健全性に関して金融秩序維持の観点から関心を持たざるを得なくされる。この意味でプルーデンス規制（prudential regulation）とシステムミック規制（systemic regulation）はともに、金融機関それ自体の規制や監督を要請するのであって、金融機関が行う業務や機能の規制・監督とは異なる。これに対して、業務行為規制はどのような金融機関が関係しようと、金融機関の機能に焦点を当てる。ここでいうシステムミック規制とは、純粋に金融秩序を維持する上の理由からなされる金融機関の安全性や健全性に関する規制である。前述の通り、その理由は金融機関倒産の社会的コストがその私的なコストを凌駕することにある。一方のプルーデンス規制は、たとえば金融機関の倒産がシステムミック・リスク（金融秩序の不安定化）を伴わない場合においても、消費者が損失を蒙る場合に発動されるという意味で、消費者保護を考慮した金融機関の安全性と健全性とに関する規制である。

（3）金融秩序維持または金融システムの安定性確保

金融秩序規制もしくは金融システムの安定性を確保するための規制が必要とされるのは、金融機関（特に、銀行）の倒産の社会的コストが私的なコストを凌駕し、またそのような潜在的な社会的コストが金融機関の意思決定過程に組みこまれていない場合である。しかしながら、すべての金融機関の金融秩序維持が問題となるわけではない。重要なポイントは、各種金融機関の中でも銀行だけが「取り付け（すなわち、突発的な一斉預金引出）」の危険にさらされており、それが「伝染効果」を発揮する時には、支払い能力のある銀行（solvent banks）の支払い能力を低下させる危険が存在するからである。その理由は、主として貸付からなる銀行資産の市場性が低くて即座に現金化しえないという性格（流動性リスク）を持っていること、およびパニックが市場性のある資産の現在価値を低下させるためである。

支払い能力のある銀行が破綻する可能性は、銀行の主要な資産である貸付が銀行の保有している「内部情報」に基づいており、またその情報が第二次市場

(すなわち、銀行貸付の流通市場)へ確実に伝達されないという性格による。言いかえれば、銀行の資産は銀行の経営が存続するという仮定に基づけば、それが清算されるという仮定に基づく場合と比べて、はるかに高く評価されるからである。特に、ある銀行の倒産や損失の露見が、それが正しくも悪しくも、その他の銀行の資産価値に関する部外者の評価を下方へ改訂させる傾向を生じるからである。

3. 銀行とノンバンク金融仲介機関

規制・監督の理論的根拠、そして規制の最適形態は、銀行とそれ以外のノンバンク金融仲介機関(以下では、ノンバンク)とでは本質的な差異が存在する。この差異は、年金や保険などの長期契約型金融商品などのサービスを提供するノンバンクの場合には、いっそう重要となる。特に、銀行規制の場合には金融秩序問題(systemic issues)がもっとも重要視されるのに対して、ノンバンクの場合にはそれほど重要視されないからである。むしろ、後者の場合には消費者保護(consumer protection)の問題のほうがいっそう重要である。

Fama(1980)は、銀行には2つの機能があるという。その第1は取引サービスの提供であり、第2はポートフォリオ管理である。これに対して、Goodhart(1987)は、取引サービスが、中央銀行による特別な規制や監督を必要としない金融機関(たとえば、郵便貯金[postal banking]や振替為替制度[giro]など)によっても提供されているという事実を指摘する。彼はさらに一步踏み込んで、長期契約型の貯蓄商品であるアメリカの「ミューチュアル・ファンド」やイギリスの「ユニット・トラスト」、「インベストメント・トラスト」など、主として市場性のある証券を提供する投資信託会社のほうが取引サービスを安全にかつ十分に提供することが可能である、という。

Goodhart(1987)によれば、多くの金融仲介機関の中で銀行が取引サービスを提供し、ポートフォリオ管理者としての役割を果たすべき必然性はどこにも見当たらない。銀行とノンバンクとはこれら2つの機能を果たす点では大いに共通しているといえる。しかしながら、銀行が所有するポートフォリオの性質はノンバンクのそれとは決定的な差異がある。もっとも重要な論点は、この

春井：イギリスにおける金融サービス消費者の保護システム

2つの機能を結合して遂行する点において銀行業に特別の性格が与えられる。このゆえに銀行は、中央銀行を設立した上で特別のサービスを受けることが不可欠の要件とするのである。この特別のサービスこそが、銀行が流動性不足など経営困難に陥ったときに提供される中央銀行の「最後の貸し手機能」やその他の銀行支援サービスであり、ノンバンクが困難に陥った時に提供される公的機関による支援サービスとは大きく異なる、という。

最後の貸し手機能に関する歴史的分析を試みた Bordo (1990) は、最後の貸し手機能に関する多様な見解を4つの類型に分類し、彼自身は「古典派の見解」を支持する [春井 (1997) 参照]。この古典派の見解では、最後の貸し手機能の発動が要請されるのは、「一部準備銀行制度 (a fractional reserve banking system)」の下では、ハイパワードマネーに対する突発的な需要の殺到が銀行パニックを発生させ、それによって貨幣ストックが急減し、さらには経済活動水準が低下するという事態を未然に防止、または事後的に收拾するためである。彼は、1870 - 1933 年におけるイギリスとアメリカの銀行危機の分析から、危機と関係のある変数については、両国間にきわめて高い類似性が見い出されているにも関わらず、パニックの発生率については顕著な差異のあることを指摘している [Bordo (1990) Table 1 参照]。また、イギリスのみならずフランス、ドイツ、カナダと比較すれば、アメリカのみが非常に高い銀行危機の発生率を示している。彼は、その理由として、一部準備銀行制度とアメリカの金融システムの特徴である「単一銀行制度 (unit banking system)」と最後の貸し手機能の未発達という2つの要因を挙げている。

つまり、このような銀行パニックの発生を未然に防止するためには、ハイパワードマネーに対する需要を充足するのに必要な流動性を割引窓口で罰則金利で、しかし無制限に供給するか、あるいは公開市場操作で必要な流動性を十分に供給する、中央銀行もしくは公的機関による機動的な金融支援が要請される、という。

このような見解に対して、Goodhart (1987) は、ノンバンクと異なり銀行は特殊な存在で、中央銀行の追加的な規制・監督が必要となる、という議論は

正しくないと主張する。銀行とノンバンクとを峻別するもっとも重要な差異は、両者が提供しうる負債の性質を主として決定する両者の資産ポートフォリオの性質にある、と結論付ける。すなわち、銀行が提供する負債（預金）はその貨幣価値が固定されているのに対して、ノンバンク（投資信託のような金融商品）のそれは市場価値によって変動する。

いいかえれば、銀行がその取引相手と結ぶ契約の性質が関係している。銀行は流動性の高い預金を供給するが、その償還価値は銀行の資産運用のパフォーマンスや市場で変動する銀行の資産価値とは独立している。これに対して、銀行は預金の受け入れで入手した資金を市場価値の不確実な非流動的な資産で運用する。このような資産ポートフォリオの性質に内在する潜在的なリスクもしくはハザードのために、支払能力のある銀行ですら損失覚悟で資産を売却することを余儀なくされることがある。第二次市場（流通市場）が存在していない銀行貸付を第三者に売却することは困難だからである [Benston and Kaufman (1988) 参照]。というのは、銀行貸付の潜在的な購入者にとって借り手に特有な情報（いわゆる「私的情報」）を正しく評価し査定することは不可能に近いからである。資産の投売り売却（大安売り）は、情報の非対称性問題、すなわち市場は売却される資産の真実の価値や「質」を正確に査定できないという問題のために、そうでなければ支払能力のある銀行ですら支払不能状態に陥る危険性が存在する。このように、銀行とノンバンクとを区別する要因は、特定の銀行預金（当座預金）の特殊な貨幣的性質ではなく、両者が保有する資産ポートフォリオの性質の差にあるといえるのである。

銀行が自己資本比率などの規制を受ける理論的な根拠は、まさにこのような支払能力不足の蓋然性をできる限り低く抑えることにある。また銀行業務にリスクが発生する第 1 の理由は、上で述べたような銀行が取り結ぶ契約の性質とその非対称性とにあり、第 2 の理由は、自動車購入資金のための消費者ローンや住宅ローン、商業用不動産ローンなど、特定の銀行貸付については貸付を流動化するための第二次市場（流通市場）が発達する兆しが認められるものの、いまだ十分には発達していないことにある、といえよう。

春井：イギリスにおける金融サービス消費者の保護システム

ノンバンクの金融サービスの規制に関する問題は、銀行の場合とは異なる。銀行規制の必要性を支持する銀行の特別な性質の大半が証券会社や保険会社の場合には、欠落している。すなわち、ノンバンクの場合には、預金保険制度や最後の貸し手が不必要なので、これらの存在が潜在的に生じさせる「モラルハザード」とそれが引き起こすシステミック・リスクを未然に防止するための機構やシステムを準備することが必要なくなるからである [春井・大塚 (2003) を参照]。

もともと、現実には証券会社や保険会社もなんらかの規制を受けており、自己資本比率規制や「寄託証券補償基金」、「保険契約者保護基金」などの消費者（投資家）保護制度が準備されている。主要国におけるこの制度の詳細については、相沢 (1998) を参照されたい。

4. モラルハザードと消費者啓蒙

上で考察したように、金融サービスの消費者の要請（需要）が存在する限り、規制・監督当局は金融機関に対する規制サービスを提供（供給）する。しかし重要なのは、規制にはコスト（費用）が不可避であり、またそのコストが直接・間接を問わず、最終的には消費者に転嫁される、ということ十分に認識しておくことであろう。

金融機関に対する規制は市場メカニズムをとおして供給されるものではない。また、消費者はどのような種類の規制が要請されるか、どの程度までの価格を規制サービスに支払う用意があるのか、あるいはどの程度まで厳しくかつ有効な規制を要求しているのかを明確に示すことは通常しない。したがって、規制は常に、規制の費用と便益とが比較考量され、両者の間のトレードオフ関係についての不断の判断を必要とする。このような理由のために、時として生じる金融機関に対する規制の中断や規制の失敗などは、有効な規制システムの構築と改良に不可避的に伴う必要なコストとして認識される必要がある。規制の失敗を 100 パーセント取り除くような非常に厳しいかつ完璧な規制システムを確立するのに要する費用は、それがもたらすと期待させる便益をはるかに超えてしまうであろう。

したがって、すべてのリスクを回避することは不可能であること、また「最適な規制」のレベルは消費者が金融サービスを契約する際に、間違っただけの選択をする可能性をすべて除去することはできないことなど、金融機関の規制や監督には限界があることを認識する必要がある。金融は本来、リスクを伴う経済取引であるから、金融サービスの消費者（投資家）からすべてのリスクを除去するような程度の厳しい、完璧な規制システムを構築しようとすることは金融の本質的な機能そのもの、金融サービスに関する契約それ自体を否定してしまうことを意味する。公共政策についての取り決めや制度は金融サービスの消費者が当然払うべき「注意」を払うような誘因を、決して取り除くようなものであってはならないのである。

既に述べたように、規制にはモラルハザードを必然的に生み出す潜在的な欠陥や短所がいくつかある。そのなかでも、特筆すべき欠陥は金融規制が不可避免的に生み出す「暗黙の契約 (implicit contract)」の危険である。規制・監督機関が創出され、規制のための諸要求基準などが確立されると、金融サービスの消費者と規制・監督機関との間に「暗黙の契約」が締結されたかのような認識や了解が生じる危険が発生するからである。すなわち、金融機関に対する「認可手続き」が存在する以上、何らかの規制が確立され、また金融サービスの供給者は規制当局によって認可・監督されているので、認可された金融機関は「安全」である、と消費者は暗黙のうちにかつ一方的に仮定するからである。この暗黙の契約は消費者が金融サービスを利用する金融機関の安全性について、自分自身では十分な注意を払う必要がなくなるとの印象を醸し出すという、明らかな危険を創出する。これが規制が必然的にもたらす「モラルハザード」である。規制それ自体が十分な注意を払う必要はない、また金融サービス取引において消費者には「買い手責任」という自己責任原則は妥当しない、との心象（イメージ）を創り出す [Wallis Committee of Inquiry in Australia (1997), p.300 参照]。

このようなモラルハザードは、外部から課されるあらゆる形態の規制に不可避免的に伴う根本的な弊害であり、消費者と規制を受ける金融機関との双方に有

春井：イギリスにおける金融サービス消費者の保護システム

害な誘因を生み出すことになる。一方で消費者は規制が安全性と善意の行為を保証すると仮定し、他方で金融機関は規制・監督者の要請項目の名目的な部分だけを遵守すれば事足りると仮定する。これは、いわば規制が生み出す「双子の危険」である。

したがって、公共政策の観点からは、規制にはおのずから限度があり、またその限度の範囲内においても「規制の失敗」の可能性があること、リスクを完全には回避できないこと、さらには規制の最適レベルは金融サービスの契約の際に消費者が誤った選択をする可能性を排除するものではないことなど、金融規制・監督の限界についての消費者の意識を認識し、かつ消費者意識を促進・向上させる啓蒙・教育を整備し充実させることが重要な課題となる。消費者は、規制や監督があらゆる損失の可能性から彼らを保護するものではないことを改めて認識する必要がある。

III イギリスにおける金融自由化と個人年金不正販売事件

1. イギリスにおける年金改革

現在日本でもその導入が始まっている「確定拠出型 (defined contribution)」年金の成功例としてしばしば引き合いに出されるのはアメリカの年金モデルの「401 (k)」である。しかしイギリスにおいてもサッチャー政権時代に、政府が運営する公的年金から民間企業が運営する確定拠出型の私的年金へのコントラクティング・アウト (適応除外) が認められ、イギリス政府はこの確定拠出型の個人年金の普及を奨励した。こうしたサッチャー政権の年金改革は、その後個人年金の不正販売が社会問題化したことから、見過ごすことのできない重大な問題であった。日本とは事情が異なるとはいえ、このイギリスの経験は日本においても確定拠出型年金が既に導入されつつある以上、「金融サービス消費者保護」の観点から、同様の問題が生じないように十分な法整備が必要とされていることを示唆している。以下では、イギリスの年金改革の内容を概観しておこう。

イギリスの年金は2階建て構造をその特徴としている。1階部分はすべて

の国民を対象とする基礎年金、2 階部分は被雇用者対象の報酬比例給付の公的付加年金 (State Earning Related Pension Scheme: SERP) である。基礎年金、付加年金ともに確定給付型 (defined benefit) である。また、これは消費者物価指数の上昇による物価スライド制がとられている。2 階部分の付加年金には、私的年金との調整のために上述の「コントラクティング・アウト (適応除外)」制度が設けられている。このコントラクティング・アウト制度とは、一定の要件を備えた私的年金に加入した者について、公的年金の 2 階部分である付加年金への加入が免除される制度である。これは、「サッチャリズム」に基づいて個人の自助努力を促すものであった。人口の高齢化が進行するなかで、「揺りかごから墓場まで」と謳われたイギリスの社会保障制度も、これまでの手厚い福祉による過大な負担から脱却し、政府の財政負担を軽減することを認めざるを得ない状況に追いやられたのである。特に、年金については、付加年金を 10 年間で段階的に廃止し、企業年金 (職域年金、Occupational Pension) に切り替える案が打ち出された。

1986 年には年金改革が実施され、付加年金の給付水準が引き下げられた。また、個人年金 (Personal Pension Scheme) と確定拠出型企業年金が適用除外の対象として追加された。さらに、適用除外を受けた年金加入者については、従来の公的年金保険料の 1 部免除に加えて、補助金を給付する制度が新たに設けられた。このようにして、個人年金はすべて確定拠出型で、また公的年金は確定給付型なので、公的年金から私的年金への乗り換えが政府によって奨励されたといつてよいであろう。

金融ビッグバン後のイギリスの生命保険市場は、1987 年の「ブラック・マンデー」(アメリカの株式市場の暴落) や金融サービス法による投資家保護の強化による保険商品の販売コストの増加などによって伸び悩んでいた。1989 年以降、イギリス経済は GDP の成長率の低下が著しくなり、1991-92 年にはイギリスはマイナス成長となった。このような経済不振にもかかわらず、イギリスの生命保険市場は拡大を続けて行った。サッチャー政権の年金改革や国営企業の民営化による失業者の急増などがその背景にある要因として指摘できる。

すなわち、1980年代後半の年金改革によって個人年金に対する需要が増大した。さらに、景気低迷による解雇や早期退職の増加などから一時金の取得者が増えるとともに、そうした一時金が将来への不安とあいまって、一時払い年金や一時払い養老保険などの生命保険商品（長期契約型金融商品）の購入を増大させた。金融ビッグバンによる転職が増加したことに加えて、ポータビリティのある個人年金が好まれたこともその要因の1つに数えられる。

ところが、1993-94年にはイギリス経済が回復基調にあったものの、生命保険市場は保険料収入の伸び率が大幅に低下し、生命保険業界の業績不振が顕在化した。その原因として、失業率の改善や個人年金ブームの終了だけでなく、個人年金の不正販売問題の発生が大きく作用している。

2. 個人年金の不正販売事件

1993年、イギリスにおいて個人年金の不正販売が大きな社会問題化した。監督当局の不正摘発により、数社の生命保険会社が罰金などの処分を受けた。同時に、当局は今後の不正販売を防止するために各社の販売員である会社代理人（Company Representatives）の再教育を徹底するように要請し、これによって生命保険会社の教育コストが増大し、会社代理人の販売活動も大きな影響を受けた。当時のイギリスでは、生命保険会社の販売に対する社会不信や当局による生命保険会社の処分、また生命保険会社の営業自粛などによって、生命保険商品、特に年金の販売活動は停滞し、その結果保険料収入も減少した。さらに、生命保険会社に対する罰金や会社代理人の再教育コストも生命保険会社の経営を圧迫した。

上述のとおり、サッチャー政権の個人年金優遇策により個人年金に対する需要が高まったが、一方で個人年金のような金融サービスの専門知識を必要とする商品が、専門知識の乏しい消費者（個人投資家）に対して十分な説明と適切な「ベスト・アドバイス」のないまま企業年金から個人年金へ乗り換えさせるなど、新しい保険商品が不適切に販売された。その結果、個人年金の不正販売によって多くの年金契約者、つまり金融サービス消費者が不当な損害を被るという被害が大量に発生した。確かに、個人年金は政府の優遇策が受けら

れ、ポータビリティもあるなどの点で転職する者にとっては有利な点もある。しかし勤続年数が長く、物価スライド制を取っているなど条件のよいイギリス企業年金に加入している個人にとっては、個人年金への移行はかえって不利となる場合がある。そのことを個人年金の販売員が消費者に十分に説明しなかったり、あるいは消費者が既に契約している企業年金や個人年金の内容を調べなかったなど、ベスト・アドバイスを怠ったり、または契約者が不利になる個人年金と知りつつコミッションや報酬を目当てに強引に個人年金を売り込んだ。このようにして、ベスト・アドバイス義務に違反したため、個人年金契約者が受け取る年金額が乗り換え前よりも減少してしまう事例が続発した。特に、好条件の国家公務員の職域年金などに加入していた教職員や看護婦、炭鉱労働者等の被害が大きかった。

さらに、確定拠出型の個人年金は年金ファンドの運用成績次第で受け取る年金額が大きく変動することを十分に消費者に説明せずに販売した事例も多くあり、契約後年金受け取り額が少ないとか、あるいは少なくなる可能性を説明されなかったなどの苦情が相次ぎ、訴訟にまで発展するケースもあった。もちろん個人年金のような金融商品の不正販売は、この新しい金融商品を販売した会社代理人たちがコミッションや報酬を目当てに消費者に十分な説明とベスト・アドバイスなしに売り込んだことなどにその主要な原因があった。しかしながら、他方で、生命保険会社のディスクロージャーなどの制度を整備しないまま、政府が個人年金を奨励したことも、被害を大きくした原因の1つであったことは注目すべき重要な点である。イギリスの企業のなかには、確定給付型の企業年金から確定拠出型の個人年金への切り替えによって従業員の年金掛け金への負担を軽減できるために、積極的に個人年金へ乗換えを推奨した企業もあった。

1996 年末時点で、年金受け取り額の減少などの被害を受けた個人年金契約者は約 52 万人に上り、損害賠償とその処理コストは合わせて約 40 億ポンドに達するといわれ、イギリス史上最大の年金を巡る不祥事に発展した。2001 年 12 月に施行された「2000 年金融サービス・市場法」は、金融機関の業態ご

春井：イギリスにおける金融サービス消費者の保護システム

との自主規制機関を単一の金融サービス機構（Financial Services Authority: FSA）に統合した。この FSA は、規則制定の権限や認可権限、規制・監督・エンフォースメント（法執行）の権限など広範で強力な権限が同法により付与されている。その他、FSA の規制対象の金融商品・サービスを預金やモーゲイジにまで広げていること、広告と不招請勧誘を一括して規制し、それに違反した場合の罰則と損害賠償義務を定めていること、市場の濫用に対する民事上の罰金を定めている個人年金と、8 つに分かれていた金融オンブズマンや仲裁等訴訟外紛争処理機関を単一の金融サービス・オンブズマンに統合したこと、6 つに分かれていた補償スキームを単一の金融サービス補償スキームに統合したことなどの特徴がある。

同法施行後の FSA の金融サービス消費者保護への取り組みには目覚ましい進展がある。たとえば 2002 年 1 月 28 日付けの FSA の「リリース」によれば、個人年金の不正販売被害者の救済（損害賠償）がほぼ完了したことを明らかにしている。FSA は 1988 年 4 月 29 日から 1994 年 6 月 30 日の間に、企業年金から個人年金に乗り換えるように勧められて契約をした個人年金加入者に対する損害賠償の処理を関係事業者（主として、生命保険会社）に行なわせたことは、FSA にとって最重要の事業であった。救済を緊急に必要とする「第 1 グループ」に分類された約 42 万人の加入者に対しては約 4 兆ポンド（約 800 兆円）の損害賠償が既に完了した。比較的年齢の低い「第 2 グループ」に分類された約 83 万人のうちの 84% に当たる 69 万人については、4.4 兆ポンド（約 880 億円）の損害賠償が既に完了している。合計で 100 万人を超える加入者に対して 8 兆ポンドを超える損害賠償が円滑にかつ迅速に実施されたことになる。FSA は、この救済事業に取り組み始めて以来、個人年金販売会社 345 社に対して、合計で 9,507,250 ポンド（約 19 億円）の罰金を科したといわれている。このようにして、FSA による個人年金加入者の救済事業はその最終期日とされている 2002 年 12 月までには大多数の被害者に対する損害賠償の処理を成功裡のうちに完了するものと考えられている。

さらに 2002 年 8 月 12 日付けの FSA の「リリース」は、R&SA 社に対し

て個人年金不正販売の見直し命令違反で 135 万ポンド（約 2.7 億円）の罰金を科した。FSA は R&SA 社グループのいくつかの生命保険会社が、損害賠償の対象となる消費者を特定する作業で、重大な誤りを犯し、また期限までに救済を完了せず、同社の経営陣が効果的に被害の救済を遂行しなかったことをその理由としている。

3. イギリスの金融サービス機構と消費者保護

イギリスでは 2000 年 6 月、「金融サービス・市場法案」が可決・成立した。同法は証券市場を中心とした「ビッグバン」に伴う「1986 年金融サービス法」を抜本的に改正するにとどまらず、旧法の規制対象の拡大をはじめとする規制体制の大幅な変更を伴う、実質的な新法制定に匹敵する。さらに、従来の「法的な枠組みの中での自主規制機関による規制」から「制定法に基づいた規制」を目指して規制機関の法律上の位置付けおよびその目的が明示されたこと、また規制対象の拡大に伴い規制の目的が「投資営業（投資家保護）」から「消費者保護」へと拡充されたのが新法の特徴である。

同法は金融サービスの様々な業務分野を不必要に区別しない、単一で整合性のある規制・監督システムを構築することを狙いとしている。金融サービス機構（FSA）は旧金融サービス法下の規制機関であった証券投資委員会（SIB）を政府が改組した民間組織である。しかし SIB と異なり、FSA の規制権限は新法（第 1 条）によって直接与えられている。同法の指令する FSA の目標は 4 つある：①市場の信頼性維持、②公衆の啓蒙、③消費者保護、④金融犯罪の削減。すなわち、FSA は、①市場の信頼性が金融システムの円滑運営において不可欠の条件であるとする。また FSA は②公衆の啓蒙を促進するために、次の 2 つの目的を追求する：一般的な金融知識（*financial literacy*）を改善すること、および消費者が利用できる情報と助言を改善すること。FSA は③健全性リスクや不実リスク、複雑で持続不可能なリスクを識別し減少させる上で一定の役割を果たす。しかし期待成果リスクから消費者を保護する責任は負わない。④金融システムや個々の金融機関が犯罪目的のために濫用される場合（マネーロンダリングや詐欺など）には、金融市場への信頼性や消費者保護は大

大きく損なわれる。FSA はこれらの目標を達成するために必要な規程を設ける権限や、その規程を金融業者が遵守することを確実にするために介入や制裁権限などが与えられている。新法の消費者保護システムは大きく、金融サービス業者の営業活動規制、業者の取締役・従業員および経営上の支配者規制、オンブズマン制度、および補償制度から構成されている。旧法では個別に規制されていた「投資広告」と顧客の依頼によらない戸別訪問や電話などによる一方的な勧誘などの「不招請勧告」は、新法では統一的に規制される。これはインターネット等による取引技術の進歩により両者の区別がしにくくなり、消費者保護が難しくなったためであろう。いかなる規制も、規制を受ける業者に常に規制や一般的な営業行為規範を遵守させることはできない。このため、業者と消費者との間で利害が対立した場合には、費用が安く、迅速で手軽な、効率的な紛争処理機構が必要とされる。そのような裁判所外紛争処理機関として設置されたのが、**単一オンブズマン制度**である。旧法の下でも、8つのオンブズマンや仲裁制度などの紛争処理機関があるが、新法ではそれらを単一のオンブズマン制度に統合し、個別の業者で解決できない場合はすべてオンブズマンが対応するようになっている。オンブズマンが下す裁定が業者を拘束し、業者が裁判に訴える道を閉ざしている。これに対して、消費者には裁定に不服な場合、裁判に訴える権利が留保されている。新法は認可業者のすべてをこの制度に強制加入させ、オンブズマンの費用はすべて業者の拠出により、消費者は無料で紛争の解決に臨むことができる。もっとも、このような潜在的な紛争処理費用は、業者の販売する金融商品の価格にあらかじめ織り込まれ、最終的には消費者に転嫁されるであろう。それでも、単一のオンブズマン制度により消費者は紛争処理の煩わしさや費用負担から解放され、消費者は安心して金融商品への投資が出来るようになる。

また、どのような規制も金融サービス業者が常に消費者に対する債務を弁済する能力を保証するものではない。業者の経営破綻など特殊な事態が生じた場合など、効果的な補償制度を整備することが消費者保護のために重要である。旧法の下でも、業態別に5つの補償制度が存在していた。新法ではこれらを統

合して**単一の補償制度**を創設することになった。オンブズマン制度と同様、この制度も業者や消費者、規制機関から独立した法人によって運営されるが、その詳細は今後 FSA が規則によって定めることになっている。補償額および補償制度については、今後決定されるが、少なくとも現行の補償水準を維持することを基本方針としている。新しい補償制度の運営、補償支払にかかる費用はすべて認可業者が負担し、その費用は賦課方式によって徴収されることになっている（詳細は須藤（1999）、斉藤（2000）を参照。）

他方、市場の信頼性維持を保証する方策としては、FSA から罰則を受ける市場参加者が規制・監督権限の行使に誤りがあったと判断した場合には不服審査を要求できる「**金融サービス・市場不服審判所 (tribunal)**」を設置して金融業者に救済の道を開いている。

認可業者または認可業者の委託を受けた代理人を除いて、投資行動への勧誘、もしくは直接・間接に投資行動を促す意図を持つ（あるいはそのように合理的に推測できる場合も含めて）情報を提供、伝達する行為は禁止され、これに違反した場合は刑事罰が課せられる。また、これに違反して締結された契約は顧客に対して拘束力を持たず、さらに消費者は当該契約に基づき譲渡した金銭等の返還請求件及び損失補償・損害賠償請求権を有する、として保護規定が整備されている。

このようにして成立した新法は、国際金融街シティに進出している約 1 万の金融機関、25 万人の関係者を規制・監督の対象とする。金融機関のうち 3 分の 2 は日系を含む非イギリス系で、邦銀なども新制度への対応を迫られる。今後、FSA は市場参加者が守るべきルールを細かく示す「**市場行為細則**」を作成する。アメリカの金融監督権限が米連邦準備理事会（FRB）や証券取引委員会（SEC）、通貨監督庁（CCC）などに分かれているのに対して、イギリスの新体制は制度を一元化しており、より効率的に規制・監督できる。監督範囲は日本の金融監督庁と似ているが、FSAの方が金融犯罪に対して強い調査・執行権を持つ。また、民間の金融機関の幹部登用についても許認可権を握るなど、はるかに強大な監督当局となる。

議会審議の過程では、FSA の監督権限が強すぎて欧州人権条約に違反するのではないかとの懸念や不正取引に対する厳しい罰則が世界でも自由度の大きいシティの活力をそぐ恐れが指摘された。審議の結果、法案は二千余りの修正を経てようやく成立した。

以上で明らかになったように、イギリスの「金融サービス・市場法」は次の3つの理念に立っている。すなわち、第1に、消費者と金融サービス業者の情報力などの力の格差、高度な専門性、公共性などに鑑みて、業者の側に高度な注意義務を課す「**売り手注意 (lender liability)** の理念」、第2に、システムを創り、管理し、そこから利益を得ている業者がシステムの安全性を保持するために**必要な規制費用**を負担するという理念、第3に、受託者である業者は最高度の注意義務を持って受益者である消費者の利益のために最善を尽くすという**信認義務 (fiduciary duty)** をおっているという理念である。

ほぼ時を同じくして成立した日本の金融商品販売法とイギリスの金融サービス・市場法とを比較するまでもなく、遺憾ながら日本では個人投資家への金融アドバイスの提供や投資家・消費者保護の面では欧米に大きく立ち遅れている。したがって、今後金融サービス法の制定を控えている日本としては、個人投資家のための投資環境整備という面で先進している欧米諸国から学ぶことは決して少なくない。その比較研究の分析を通して得られた情報や知識を日本の現状に応用し、日本の個人投資家や金融サービス消費者へ提供される多様な金融情報チャンネルを整備・監督し、かつ同時に金融消費者保護システムを早急に構築するべきであろう。

IV 金融商品販売法と消費者保護の実態

1. 「日本版金融ビッグバン」

1996 年 11 月、当時の橋本竜太郎内閣は金融システム改革「わが国金融システムの改革—2001 年東京市場の再生に向けて—」を発表し、日本の金融システムの抜本的改革をスタートさせた。これがいわゆる「日本版金融ビッグバン」である。この改革案では、2001 年までに①不良債権問題の処理を進める、②日本の金融市場がロンドンやニューヨーク並みの国際金融市場となって再生することを目指す、という 2 つの目的が掲げられた。そしてその目的を達成するために、①フリー（市場原理が働く自由な金融市場に）、②フェア（透明で信頼できる金融市場に）、③グローバル（国際的で時代を先取りする金融市場に）という 3 つの原則が提示された。

この「日本版金融ビッグバン」という表現は、1986 年のイギリスにおけるロンドン証券市場の自由化を「ビッグバン」と称したことにその起源を発しているといわれている。イギリスの金融ビッグバンは、狭義には金融サービス市場のうち証券市場に限った改革であった。しかし当時のイギリス首相であるサッチャー政権が「小さな政府」を理念として実施した年金改革や個人株主奨励策をも含めて金融ビッグバンと広義に捉えるべきであろう。

証券市場の自由化の一方で、金融サービスの各業態間の相互参入などに伴う競争激化の中で、ますます高度化し専門化する金融商品や金融サービスの販売に対して専門知識のない「投資家」を保護するために 1986 年金融サービス法（Financial Services Act 1986、以下「金融サービス法」）が制定された。イギリスの金融ビッグバンというと、金融サービス市場の規制緩和や自由化のみが強調されがちであるが、もっとも広い意味では、このような投資家保護のための「規制強化」も含めて金融ビッグバンを解釈するべきであろう。すなわち、イギリスの金融ビッグバンは証券市場の自由化とその投資家保護を両輪とした金融システムの改革であった、といえる。

2. 「金融商品販売法」

個人投資家や金融サービス消費者の保護を目指す「金融商品販売法」が、2000年5月23日、国会で成立し2001年4月から施行された。この法律の柱は、金融商品販売業者に商品に元本割れのリスクのあることを説明する義務を課し、十分な説明がなかった場合には業者に損害賠償責任を負わせることを明確にしていることである。しかし同法の実効性については疑問視する向きもある。他方、銀行や保険会社、証券会社が一斉に販売方法を見直すなど、同法施行による訴訟の多発に備えた準備に取り組み始める動きが見られた。

この金融商品販売法が成立した背景には、1980年代のいわゆるバブル期に金融機関が個人投資家に販売した「変額保険」や「ワラント債（新株引受権証券）」の大半が元本割れし、大きな社会問題化した経緯がある。これまでは、金融商品に関する説明義務の有無からそれと損害との因果関係までのすべてを、個人投資家（すなわち顧客）が立証しなければならず、裁判の長期化を嫌って泣き寝入りするケースも少なくなかった〔小林他（2000）を参照〕。新法が施行されると、個人投資家は販売業者から金融商品について十分な説明がなされなかったことさえ立証すれば、元本割れ額が損害額と推定され、販売業者が賠償責任を負うことになる。

確かに、個人投資家の側の立証責任が軽くなり、訴えやすくなることは事実である。しかしながら同法の下においても、金融商品の説明の有無をめぐって個人投資家と販売業者との間で水掛け論になる可能性は依然として大きく、裁判がどの程度迅速化し、短縮できるかはいまだ不透明である。とはいえ、業者の側も、従来どおりの不当な販売手法を放置しておけば、金融機関が訴訟で敗れる可能性が大きくなることも、もう一つ事実である。

3. 金融商品販売法施行後の消費者保護の実態

表2からも明らかなように、投資型金融商品に関する苦情件数は近年とみに増大している。苦情件数は1999年度の約1000件から2001年度の約3000件へと激増している。その中でも、投資信託に関する苦情件数は、1999年度の275件から2001年の719件へと約2.6倍にも急増している。今日、国民生

活センターなどへの相談件数が急増している「苦情」の中には、一人暮らしの老人にリスクの高い金融商品を売りつけるような販売行為に対する直接規制は今回の新法では見送られた。そのため、金融商品に対する情報をほとんど持たない、いわゆる「情報弱者」である小口の貯蓄を抱える素人の個人投資家や金融サービス消費者をどの程度保護できるのか、同法の実効性は良くいっても「未知数」である。残念ながら、金融商品を契約する際には十分に点検するなど、消費者の自己防衛力が問われる日本の現状に大きな改善は期待できないであろう。

平成の初めに「相続税対策にいい保険がある」とある大手銀行の営業マンに薦められた老夫婦は東京都港区の自宅（約 60 坪）を担保に変額保険に加入した。銀行と保険代理店の担当者が「土地があるなら融資を受けて保険にはいれば、相続税も軽減できる」と繰り返し勧誘した。勧められるままに自宅の評価額から計算された 1 億円の保険に入り、抵当権設定の手続きや火災保険料などの諸経費、合計 1 億 6000 万円の融資を銀行から受けた。これが、保険料を株式や債券で運用するハイリスク・ハイリターン型の「融資型変額保険」であることは後で知った。その後のバブル崩壊で株価・地価が暴落し、膨大な損害が生じた。1995（平成 7）年夏、この夫婦は銀行や保険会社の対応に業を煮やして裁判所に提訴した。そして 2002 年 4 月の控訴審判決は「有利性を一方的に強調し適切な判断を誤らせた」として銀行と生命保険会社などに約 7000 万円の損害賠償を命令した。その後、和解が成立したが、この夫婦の被った経済的、精神的被害の大きさは 2004 年 1 月 4 日付け『日本経済新聞』の記事「いつしか禍の中に」が詳しい。この事例は、氷山のごく一部であるといわれている。

しかしながら、専門的な知識を有する金融機関に対して、金融商品や金融取引に関する情報の非対称性が大きく劣る個人投資家にとって、その情報の非対称性を補足し、安全かつ有利な資産運用を可能とする専門的な投資アドバイスを適切な価格で提供してくれる個人投資家のための専門家が欧米ではすでに広範に活躍している。また、そのような諸国では、金融サービス消費者の保護システムも十分に整備されている。たとえばイギリスでは、専門的な投資アドバ

春井：イギリスにおける金融サービス消費者の保護システム

イスを有料で提供する金融アドバイザーとして独立系フィナンシャル・アドバイザー（Independent Financial Advisers: IFA）が個人投資家の資産運営などを中心に重要な情報を提供している。また、金融オンブズマンなどの消費者保護システムもすでに確立されつつある [牛越（1999）を参照]。

4. 新しい金融商品の登場と変額年金保険商品

「バブル経済」崩壊後、10年以上にわたって景気後退から脱出できていない日本経済において金利水準の長期低迷が続いている。代表的な長期金利である「10年物国債」は過去最低の年率0.5%程度にまで低落している。1年物定期預金の金利が年0.03%、流動性預金にいたっては限りなくゼロに近い年0.01%の低水準である。このような超低金利環境を反映して、個人資金は新しい金融商品である①変額年金保険や②毎月分配型投資信託、③外国為替証拠金取引などの「ハイリスク・ハイリターン」の商品へ、特に外貨預金や外貨建て投資信託など、海外市場へ流出しつつある。これら外貨建債券や預金は為替レート変動によるキャピタルロスの危険が大きい商品であること、さらに外貨建債券については債券価格の変動という市場リスクも伴うきわめて危険な金融商品である。

最近、生命保険会社の変額年金保険の販売額が急増している。日本の主要な生命保険会社21社の2003年3月末の資産残高は1兆1589億円となり、前年同月末に比べて3.7倍に増加した。2002年10月に始まった銀行窓口における変額年金保険の販売によって顧客層が広がったのが主因であるといわれている。

表3が示すように、ハートフォード生命保険など外資系の生命保険会社の躍進も目立つ。この変額年金保険は契約者の運用成績次第で年金受け取り額が増減する金融商品である。証券会社での販売が本格化した2001年度から増加をはじめた比較的新しい商品である。2002年10月には銀行での販売も解禁され、一気にその市場が拡大し約1兆円を超えるまでに成長した。2002年度の販売増加額の約半分が6ヵ月間の銀行窓口における販売によるとされている。この商品の資産残高の上位を占めたのはハートフォード生命保険、ING生命

保険、アリコジャパンなどの外資系生命保険会社である。このうち最大手のハートフォード生命保険は約 30 社の証券会社や銀行と販売提携を結んだのが奏功して、1 年間で約 2000 億円ほど残高を増やした。

従来の「定期保険」などの死亡保障分野の市場が縮小するなかで、外資系生命保険会社などはさらに市場拡大が期待できる有望分野とみて販売をいっそう積極化させている。日本の 4 大銀行グループの 1 つに数えられるある銀行は銀行窓口での販売開始にともない、変額年金保険を購入した消費者に対して、現金自動預け払い機 (ATM) の利用手数料を優遇 (ATM の手数料が休日・夜間も無料化) し、同行の口座への振込手数料を半額にするなどのサービスを提供し始めた。保険業法は保険商品の募集に際して契約者に「特別の利益」を提供することを禁じており、生命保険会社などの販売促進活動の足かせとなっていた。しかしもしもその他の銀行も同様のサービスを提供するようになれば、保険業法が定める規制の事実上の緩和効果をもたらす可能性がある。この銀行はこれまでも定期預金や外貨預金、投資信託、住宅ローンなどの利用状況をポイントに換算して様々なサービスを提供してきた。2002 年 10 月に生命保険の直接販売が解禁されたことにともない、変額年金保険もこのポイント換算の対象に加えた。

それでは、この新しい変額年金保険は一般の消費者にとって安全かつ有利な金融商品といえるのであろうか。

V 変額年金保険の商品特性

1. 格付機関による変額年金保険ではじめての格付け評価

2002 年 10 月から、銀行窓口での保険商品の取り扱いがさらに一部解禁された。10 月から初めて取り扱われるようになった商品は、生命保険会社の「個人年金保険」や損害保険会社の「年金払積立傷害保険」と「財形傷害保険」などである。なかでも都市銀行や長期信用銀行、信託銀行などでは、資産運用実績によって将来の年金受取額が変動する「変額年金保険」を中心に、各銀行とも 2~5 種の変額年金保険商品を取り揃えて、販売を開始した。その後は、本稿の

春井：イギリスにおける金融サービス消費者の保護システム

冒頭でも紹介したように、銀行による「年金保険」の窓口販売が好調である。

5月28日付け『日経金融新聞』によると、日本の格付投資情報センター(R&I)は業界で初めて変額年金保険の格付け評価を実施した。対象となった新しい金融商品は第一生命保険が開発し、日興コーディアル証券が販売を担当する変額年金保険で、4段階で一番上の「トリプルAva」を獲得した。変額年金保険の特別勘定で採用されたファンドを評価する例は他社にもあるが、変額年金保険自体を評価する仕組みはなかった。今回の格付けの対象は変額年金保険「堂堂年金NK」2種類である。変額年金保険の特性を保険商品と運用商品の両面から評価したほか、消費者(顧客)へのサービスにも焦点を当てた。年金としての受け取り方法やアフターサービスの内容などが高評価につながったと考えられている。

2. 変額年金保険商品の特徴

従来からある個人年金保険は「定額型」と呼ばれ、将来受け取る年金額が契約時にあらかじめ明確になっているタイプである。この定額型の商品は、保険料の運用が生命保険会社の「一般勘定」で行われ、その運用リスクは生命保険会社自身が負っている。これに対して、変額年金保険は保険料が「特別勘定(ファンド)」で積極的に運用されるために、運用結果次第で契約者が将来受け取る年金額が変動するタイプの商品である。株価の低下や為替レートの変動などの投資リスクは、生命保険会社ではなく契約者自身が負うことになる。

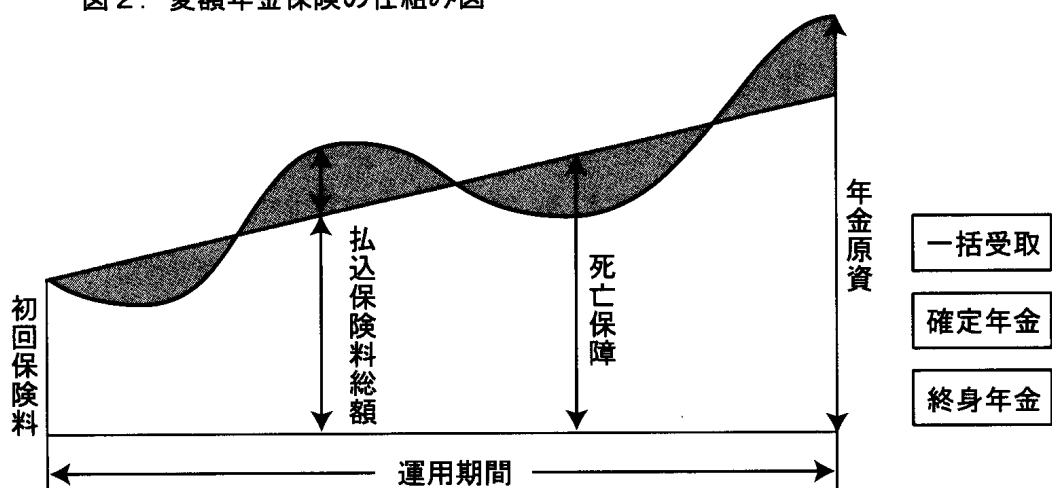
従来の定額型個人年金保険と比較した、変額年金保険の特徴をあげれば次の通りである。①変額年金保険では、一般に複数の特別勘定(ファンド)があり、いずれのファンドで運用するかは、契約者自身が自己責任で選択することになっている。②保険料は年齢や性別によって異なることはない。また、一時払いタイプが多い。③年金原資は、特別勘定(ファンド)の運用結果次第で増減する。④この商品の実質価値はインフレーションに対応して変化する「インフレ・ヘッジ型」である。⑤取引コストは、保険関係費用のほかに運用関係費用もかかるため、割高である。また、維持費や解約控除費用がかかるタイプもある。⑥契約状況は、年1~4回郵送で通知される。生命保険会社のなかには

ホームページで毎日運用状況を確認できる会社もある。

したがって、変額年金保険は特別勘定で運用されるため、その運用実績によって積立金や解約払戻金、年金原資、死亡保険が保険料総額を下回ることもある危険な金融商品である。運用期間中に契約者に万が一のことがあった場合には、死亡時の積立金額がその遺族に支払われる。この場合、死亡保険金額はかりに運用がマイナスになっていた場合でも払い込み保険料相当額だけは最低限保証されるタイプが一般的である。また逆に、運用が好調な場合は死亡保険金の最低保証額がアップする商品もある。

日本ではバブル期に生命保険会社が銀行融資と組み合わせた「変額保険」を大量に販売し、その後のバブル崩壊で契約者の多くが甚大な損害を被り大きな社会問題となったという経緯があった。その詳細については、紙幅の関係上割愛せざるをえない[小林他(2000)第2章を参照]。ただ、現在のように超低金利の状況下では、より利回りの高い有利な資産運用を求める消費者の傾向が強まっているほか、生命保険会社もそれぞれ魅力ある商品を保険市場に投入しており、金利上昇局面などで運用利回りの向上が見込める変額年金保険が再びクローズアップされているのが昨今の状況である。

図 2. 変額年金保険の仕組み図



(出所) : <http://www.nikkei.co.jp/money3/abc2.html>

3. 変額年金保険のメリットとデメリット

変額年金保険の最大のメリットは、税制面の有利さである。まず契約時に、投資信託の場合、通常 3%程度の購入手数料がかかる。しかし変額年金保険の場合には、ファンドの購入手数料は無料とされている。資産運用期間中におけるファンドの分配収益やファンド間の移転時（乗り換え時）に発生する収益に対しては課税が繰り延べられるという優遇措置がある。さらに保険料は生命保険料控除の対象とされている。これらの収益は途中で課税されずにその全額が再投資されるため、長期運用になればそれだけ複利運用の効果が発揮される。この点は、投資信託とは異なる大きな魅力である。投資信託の場合は、分配金やファンドの乗り換え時に利益が生じていれば、そのつど一律 20%の源泉分離課税の対象となる。このように変額年金保険は投資信託の姿をした「節税商品」であるともいえる。また、死亡保険金に対する相続税非課税枠（法定相続人 1 人当たり 500 万円）が設けられている。このような有利な特徴のゆえに、老後の生活資金をはじめ、長期に資産形成を目指す金融手段として近年注目をあびつつある。

他方、デメリットとしては、保険料が特別勘定で運用されるという特徴のために、株価の低下や為替レートの変動などにより受取金額が払込保険料総額を下回るケースがあるというリスクな商品である点が指摘できる。また、運用関係の費用のほかに、保険関係の費用もかかり、コスト負担が重くなる。このほか、ファンドの種類が少ないために、短期間で契約を解約すると高いペナルティーがかかる。たとえば、7～10 年程度で解約する場合には解約控除費用がかかる。控除率は経過年数に応じて決められており、積立金額から控除される。また、年金受取時には「年金管理費」が毎年の年金支給額から徴収されるケースがある。さらに、生命保険会社の経営破綻により、消費者が保険原資に損害を被ることがあるので変額年金保険商品を開発している生命保険会社の経営の健全性を十分に見極める必要がある点などが、留意点である。

2003 年 8 月、金融庁は特に人気を集めている最低保証のある変額年金保険商品が生命保険会社の経営に及ぼす影響に対する懸念を表明した。この最低保

経済学論究第 57 巻第 4 号

証条項は、契約者にとって死亡時や年金給付の開始時に保険金の受け取りが確実な半面、生命保険会社は株式相場などが低迷した場合、最低補償額と運用実績の乖離を負担することになっている。しかし現在は、養老保険など定額保険とは異なり、責任準備金の積み方を規制していない。金融庁は、将来の保険金支払いのために十分な責任準備金を積み立てるルールを作り、2004 年度から実施する意向のようである（『日本経済新聞』、2003 年 8 月 21 日付け）。

VI 結びにかえて

2002 年 10 月に変額年金保険の銀行窓口販売の開始から約 6 ヶ月経過した 2003 年 3 月末現在、生命保険会社の販売額が急増している。2002 年 3 月末の残高が約 3000 億円程度であったが、2003 年 3 月末には 1 兆 1589 億円と 3.7 倍に急増した。既に上で考察したように、このような変額年金保険は、契約者の資産運用実績次第で年金受け取り額が増減するリスク金融商品である。証券会社での販売が本格化した 2001 年度から増加した。しかし 2002 年 10 月の銀行窓口販売の解禁以来、一気に市場が拡大し、1 兆円を超えるまでに急成長した。「2002 年度の増加額の約半分が、銀行の 6 ヶ月間の販売による」とさえいわれている。変額年金保険の資産残高の上位を占めたのは、ハートフォード生命保険、アリコジャパンなどの外資系生命保険会社であった。ハートフォード生命保険会社は証券会社と銀行の約 30 社と販売提携したのが功を奏し、1 年間で約 2000 億円も残高を増やした。ING 生命保険会社も提携する野村証券での販売が増加の大半を占めた。アメリカのシティグループと三井住友海上保険会社の合併である、三井住友海上シティ保険も、開業半年で残高が 400 億円に達した、と報道されている（『日本経済新聞』、2003 年 6 月 13 日付け）。

表 3 から明らかなように、国内の生命保険会社のなかでは、三井生命保険会社や住友生命保険会社が日本経済の運用環境が悪いにも関わらず年金原資を保証する金融商品を投入したために変額年金保険の販売残高で上位に入った。しかし安田生命保険会社や明治生命保険会社は残高が 100 億円未満にとどまるなど、販売が伸び悩んでいる。従来の死亡保険分野が縮小するなかで、ハー

春井：イギリスにおける金融サービス消費者の保護システム

表3 主な損保の変額年金の資産残高

(単位億円。ソニー生命の残高は保有契約数)

	2003年3月末	2002年3月末
ハートフォード生命	2,740	720
ING生命	1,509	22
三井生命	1,353	922
アリコジャパン	838	321
住友生命	832	62
スカンディア生命	825	361
日本生命	711	82
T&D フィナンシャル生命	647	14
第一生命	646	100
三井住友海上シティインシュアランス生命	403	0
ソニー生命	348	269
マニユライフ生命	237	13
アクサ生命	134	108
大同生命	133	142
その他7生保	233	12
合計	11,589	3,148

(出所)：『日本経済新聞』、2003年6月13日付け

トフォード生命保険など外資系生命保険会社は市場拡大が期待できる有望分野であるとして、販売を積極化している。しかし販売を委託する銀行や証券会社に高い手数料を支払う必要があり、「残高が数千億円規模にならないと利益が出ない」仕組みになっている。また、死亡保険金の最低保証がある変額年金保険商品の場合では、運用成績が低迷した場合に生命保険会社の負担が増加する懸念もあるなど、取扱いが少ない生命保険会社のなかには利益が出ずに販売を抑制する動きもでてくる可能性が高い。

高橋(2002)は、変額年金保険の銀行窓口販売を巡る課題について次のように指摘している。

変額年金の窓販は銀行より先に証券会社等に解禁されているが、証券

会社が取扱いになれている証券投資信託と類似性が高く、投資取引になれている顧客が販売の対象となっており、証券会社によっては有価証券取引と同様の取扱いをする社内ルールをもうけているケースもあり、現時点では大きなトラブルは発生していない。

だれしも「退職後の生活＝セカンドライフ」を快適でゆとりのあるものにしたと願うことは言うまでもない。近年の医療技術の急速な進歩などを背景にして、日本人の平均寿命も継続して伸びている。その分、退職後の生活時間も増えている。一方で、その長くなった生活を支えるための原資を昨今の日本経済に定着した感のある「超低金利」の下で、十分に確保することは、きわめて困難な状況に陥っている。

上述のとおり、イギリスの「金融サービス・市場法」は次の 3 つの理念に立っている。すなわち、第 1 に、消費者と金融サービス業者の情報力などの力の格差、高度な専門性、公共性などに鑑みて、業者の側に高度な注意義務を課す「**売り手注意の理念**」、第 2 に、システムを創り、管理し、そこから利益を得ている業者がシステムの安全性を保持するために**必要な規制費用**を負担するという理念、第 3 に、受託者である業者は最高度の注意義務を持って受益者である消費者の利益のために最善を尽くすという**信認義務**をおっているという理念である。

ほぼ時を同じくして成立した日本の金融商品販売法とイギリスの金融サービス・市場法とを比較するまでもなく、遺憾ながら日本では個人投資家への金融アドバイスの提供や投資家・消費者保護の面では欧米に大きく立ち遅れている。「情報の非対称性」のゆえに「情報弱者」とみなされる多くの小口貯蓄者の間で、変額年金保険のようなリスクな金融商品が消費者（個人投資家）の人気を集めつつある日本の現状を考えれば、消費者に金融機関の経営の健全性に注意をはらうことを促し、自己責任を徒に強調するだけでは、今後とも消費者の金融被害の発生を防止したり、苦情件数を削減したりすることは、きわめて困難であるといわざるを得ない。したがって、これから本格的な「日本版

金融サービス法」の制定を控えている日本としては、消費者保護を中心とした個人投資家のための投資環境整備という面で先進している欧米諸国から学ぶことは決して少なくない。その国際的な比較研究の分析を通して得られた情報や知識を日本の現状に応用し、日本の個人投資家や金融サービス消費者へ提供される多様な金融情報チャネルを整備・監督し、かつ同時に「金融サービス消費者保護システム」を早急に構築するべきであろう。

最後に、イギリスの消費者保護システムの特徴をもっとも顕著に現している「消費者補償制度 (Financial Services Compensation Scheme: FSCS)」を紹介しておこう。この FSCS のもっとも顕著な特徴は、消費者の自己責任を強調して金融セーフティネットの弊害を極力小さくしようと工夫されている点である。その例を預金保険について説明してみよう。第 1 に、イギリスの預金保険制度は「ペイオフ」を目的に、小口預金者の保護を主眼としており、金融システムの安定をも同時に目的とした日本や米国の制度とは異なる。第 2 に、預金限度額が 20000 ポンドで補償額はその 90% (18,000 ポンド、約 360 万円) であったが、2001 年から増額された。その結果、補償額は①最初の 2,000 ポンドは 100%補償、2,000 ポンド超、35,000 ポンドまでは 90%とし、補償限度は 31,700 ポンドまで引き上げられた。いずれにしても、この方式はセーフティネットが必然的に伴うモラルハザードの発生を抑え、かつ銀行取り付けの発生による金融システムの不安定性を未然に防止しようとすることを目指している。これは一般に「共同保険 (co-insurance)」と呼ばれている [Solow (1992) および春井・大塚 (2003) を参照]。

イギリスでは、表 4 に見られるように、預金のみではなく住宅金融組合の出資金や保険商品、その他の投資商品にも広く適用されている。この共同保険のシステムを多様な金融商品を対象に日本にも導入することが望ましいと思われる。

表4 イギリスにおける消費者補償制度 (FSCS)

機構名称	対象金融商品	対象者	補償額 ³⁾	補償限度
預金保険機構	スターリング・ポンド及び EEA ¹⁾ 通貨の預金	すべての預金者 ²⁾	2,000 ポンドまでは 100%。2,000 ポンド 超、35,000 までは 90%	31,700 ポンド
住宅金融組合投資 家保護機構				
投資家補償機構	(金融サービス法で) 定 義されているすべての投 資物件と規制義務に関 する投資	プロを除くすべ での投資家	30,000 ポンドまでは 100%、30,000 ポン ドを超える 20,000 ポンドまでは 90%	48,000 ポンド
	・ 強制保険	すべての加入者	保険額の 100%	なし
保険加入者保護機構	・ 一般保険 (海・空・ 陸運、再保険を除く)	法人以外の個人 加入者	保険額の 90%	なし
	・ 長期保険	すべての加入者	保険額の 90%	なし
友愛組合保護機構	すべての加入保険	すべての加入者	保険額の 90%	なし

1) EEA とはヨーロッパ経済圏のことである。

2) 銀行、住宅金融組合、保険会社などの金融機関からの預金は対象外である。

3) 共同保険 (co-insurance)、1 部除く

FSA (1999) *Consumer Compensation: A Further Consultation*, June, pp.60-61. と齊藤 (2000) から作成。

(出所) : FSA (1999) と齊藤 (2000) とから作成

参考文献

- 相沢幸悦 (1998) 『金融機関の顧客保護』東洋経済新報社。
- 牛越博文 (1999) 『金融サービス法』金融財政事情研究会。
- 河村賢治 (2002) 「英国の金融サービス法」、国民生活センター編『金融商品の多様性と消費者保護—横断的金融市場ルールの向けての提言—』、第 II 部。
- 国民生活センター編 (2002) 『金融商品の多様性と消費者保護—横断的金融市場ルールの向けての提言—』財務省印刷局。
- 小林襄治「金融サービス市場法の成立」『証券経済研究』、第 42 号、11 月。
- 小林秀之他 (2000) 『金融サービス法と貸手責任』一粒社。
- 楠本くに代 (1999) 「金融審議会第一部会『中間整理 (第一次)』に対する意見書」、8 月 15 日。
- 楠本くに代 (2001) 「イギリスの投資者保護制度」近藤満男他著『金融サービスと投資者保護法』中央経済社。
- 楠本くに代 (2002) 『金融消費者のためのフィナンシャル・リテラシー』近代セー
ルス社。
- 齊藤美彦 (1999) 『イギリスの貯蓄金融機関と機関投資家』日本評論社。

春井：イギリスにおける金融サービス消費者の保護システム

- 斉藤美彦 (2000) 「英国金融サービス・市場法について」『金融』、第 644 号。
- 斉藤美彦 (2003) 「イギリスにおける金融サービス補償制度の統合」『証券経済研究』、第 42 号、6 月。
- 須藤時仁 (1999) 「英国の新金融規制における消費者保護」『証券レビュー』、第 39 巻第 12 号、12 月。
- 高橋伸子 (2002) 「変額個人年金保険の販売」、国民生活センター編『金融商品の多様性と消費者保護—横断的金融市場ルールの向けての提言—』、第 II 部、第 2 章。
- 春井久志 (1999) 「イギリスにおける金融監督システム改革— Financial Services Authority を巡って—」『関西学院大学経済学論究』、第 52 巻第 3 号、3 月。
- 春井久志 (2000a) 「金融商品販売法と消費者保護—イギリスの金融サービス法から何を学ぶか—」『Financial Adviser』、8 月。
- 春井久志 (2000b) 「イギリスの金融サービス機構と消費者保護制度」『証券経済研究』、第 28 号、11 月。
- 春井久志・大塚茂晃 (2003) 「預金保険制度の目的と付保預金限度額」『関西学院大学経済学論究』、第 57 巻第 3 号、12 月。
- Bagehot, W. (1873) *Lombard Street: A Description of the Money Market*, H. S. King.
- Benston, G. J. and G. G. Kaufman (1996) 'The Appropriate Role of Bank Regulation', *Economic Journal* 106:436, May.
- Bordo, M D. (1990) 'The Lender of Last Resort: Alternative Views and Historical Experience', *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Review*, January/February.
- Dowd, K. (1996) 'The Case for Financial *Laissez-Faire*', *Economic Journal* 106:436, May.
- Fama, E. (1980) 'Banking in the Theory of Finance', *Journal of Monetary Economics*, June.
- Financial Services Authority (1999) *Consumer Compensation: A Further Consultation*, June.
- Financial Services Authority (2000) *Personal pensions mis-selling: the facts*, April.
- Financial Services Authority (2001) *FSA Handbook*.
- Goodhart, C. A. E. (1987) 'Why do Banks Need a Central Bank?', *Oxford Economic Papers* 39.
- Goodhart, C. A. E. (1988) *The Evolution of Central Banks*, MIT Press.
- Goodhart, C. A. E. and P. Hartman, D. Llewellyn, L. Rojas-Suarez and S. Weisbrod (1998) *Financial Regulation: Why, how and where now?* ,

Routledge.

Lindgren, C. -J., G. Garcia and M. I. Saal (1996) *Bank Soundness and Macroeconomic Policy*, International Monetary Fund.

Llewellyn, D. T. (1995a) 'Costs and Benefits of Regulation in Retail Investment Services', Paper presented at the AUTIF Annual Conference (London), November.

Llewellyn, D. T. (1995b) 'Regulation of Retail Investment Services', *Economic Affairs*, Spring.

Llewellyn, D. T. (1996) 'Re-engineering the Regulator', *The Financial Regulator*, 1 (3), December.

Schoenmaker, D. (1993) 'Contagion Risk in Banking', *LSE Financial Markets Group Discussion Paper 239*, London School of Economics, March.

Solow, R. M. (1992) 'On the Lender of Last Resort', C. P. Kindleberger and J. P. Laffarge (eds.) *Financial Crisis: Theory, History and Policy*, Cambridge University Press.

Wallis Committee (1997) *Financial System Inquiry: Final Report*, Australian Government Publishing Company.