

第2章 国際金融・保険グループの成長と金融・保険監督規制に関する考察

京都産業大学経営学部准教授
諏澤 吉彦

I はじめに

1990年代以降、情報技術およびそれを基礎としたネットワーク社会の急速な発展に伴い、商品・サービスの国際取引の活発化や海外投資の増大など、企業活動・投資活動のグローバル化が進展している。また、このような傾向と時期を同じくして、わが国の保険市場は徐々に飽和の兆しを見せ、いっぽうで新興市場が目覚ましい成長を遂げている。これに伴い、たとえば一部の保険会社による旺盛な海外進出や国際的な連携など、保険を含む金融サービスの取引もグローバル化が進行している。

金融市場のグローバル化と並行し、従来は多くの市場において分離されていた保険、銀行および証券といった伝統的な金融業態間の垣根を超えた融合も1990年代以降進みつつある。たとえば、保険事業と銀行業を統合したINGグループの出現、生命・損害保険だけではなく統合的な金融サービス事業を国際的に展開するAIGの成長、さらに金融・保険グループとして新興国も含めて事業展開を行うAXAグループの成長、さらに保険、銀行および証券の三分野を統合して事業を行うシティ・グループの誕生など、金融コングロマリットに代表される巨大な金融・保険グループが誕生している⁽¹⁾。

このような金融・保険市場の融合とグローバル化は、今世紀に入り、アジア金融危機の世界経済への波及や米国のサブプライム・ローン問題を契機に生じた国際金融・保険グループの経営危機とその後の経済低迷をもたらす一因ともなった。そして、国際金融・保険グループに対する規制・監督体制を整備する必要性が認識されるようになり、国際的な協力・協調とともに、金融業態間の調和も求められるようになっていく。以上のような現状認識に立って、本稿では、国際金融・保険グループに対する監督規制のあり方について、とくに金融・保険市場の融合の面から分析を試みる。

そのための前提として、伝統的な保険分野における監督規制の枠組みとその変遷を、情報の不完全性をはじめとする市場特性から分析する。それを踏まえて、金融市場の融合がどのような形態をもって進行しているのかを整理したうえで、国際金融・保険グループの誕生と成長にどのような経済合理性があるのかについて検討を行う。さらに、このような市場融合に伴い、金融・保険市場の不完全性がどのように変化していくのかを考え、それ

(1) 五味 (2006)、pp.325-326。

を補完するための監督規制のあり方を検討する。

Ⅱ 保険市場の特性と伝統的な監督規制の枠組み

完全市場においては、競争を通じて取引当事者が最も効率的な行動をとり、その結果として最も高い成果が得られるため、規制の介入する余地はない。市場が完全であるためには、取引される商品・サービスに関する完全な情報が無コストで入手可能でなければならないことはしばしば議論されてきたとおりである。このような完全市場の要件を、Skipper and Kwon (2007) の議論に基づいて再整理すれば、①取引に関する情報が完全であること、②特定の当事者が市場支配力を持たないこと、そして③負の外部性がないことが挙げられる⁽²⁾。しかしながら、現実の市場においては何らかの不完全性が存在し、金融市場もその例外ではない。そして、規制による公的介入は、市場の不完全性によってもたらされる取引当事者のコスト負担の増加をはじめとする非効率を縮小することを目的として行われるべきものである。第Ⅱ節では、広く金融市場全体の市場特性およびその中で事業を行う金融・保険グループに対する規制のあり方の検討の前提として、伝統的な保険分野に焦点を当て、保険市場においてどのような市場の不完全性が存在し、それによりどのような非効率がもたらされ得るのかを検討する。また、保険市場の不完全性を補完するために、伝統的な保険規制が何を目的とし、どのような形態をもって実施されてきたのかを、わが国の戦後の保険規制の変遷を見ながら分析を試みる。

1. 保険市場の不完全性

保険規制の意義を考えるにあたって重要となる市場不完全性について諏澤 (2011a) は、保険市場には保険商品の価格・質に関する情報、保険会社の支払い能力に関する情報、そして被保険エクスポージャーのリスク水準に関する情報に、不完全性および取引当事者間の不均衡が存在するとしている⁽³⁾。そして従来 of 保険市場への公的規制による介入は、これらの情報の不完全性および不均衡を緩和することに主眼をおいて設計され実施されてきたといえる。

(1) 保険料率・商品内容に関する情報の不完全性

保険商品が他の商品・サービスと異なる特徴の一つとして、生産コストが保険期間経過後に確定するという価格の転倒性が挙げられるが、このような特徴は、保険契約者および保険会社の双方に対して情報の不完全性をもたらすものである。とくに保険契約者にとっ

(2) Skipper and Kwon (2007), pp.178-179.

(3) 諏澤 (2011a)、pp.4-7。ここでは、保険市場のなかでもとくに医療保険に焦点をあてて分析している。

て、保険商品の価格や質に関して精度の高い情報を、低コストで入手し利用することは困難である。このため、保険契約者が保険商品の購入にあたって最善の選択を行おうとすれば、自らのリスク特性を熟知したうえで、複数の保険会社の提示する様々な保険商品の価格を比較しなければならず、かりに公的規制が存在しなければ、保険契約者は少なからぬサーチコストを負担することとなる⁽⁴⁾。

保険商品の価格・質に関する情報不均衡は、それに関して情報優位にある保険会社にもいわゆるシグナリングコストを課すことにつながる。すなわち、保険会社は、自らが設計し、価格付けを行った保険商品の優位性を、潜在的な保険契約者に提供する必要がある。複雑でかつ無形の保険商品を、広く消費者および企業・組織に説明し理解を得るには、少なからぬコストを要すると考えられる。また、大規模感染症や大規模自然災害などのカタストロフィ・リスクは、パラメータ不確実性を伴うため、保険会社自身も保険料率算出に際して情報の不完全性に直面しているといえる。

(2) 保険会社の支払能力に関する情報の不完全性

保険契約者は、保険会社の支払不能の要因となる不適切な保険料率算出、資本と比較して過度な契約引受けの伸び、投資リスク、資産価値の下落など⁽⁵⁾、保険会社の経営実態や市場動向に関して十分な情報を得たうえで、保険会社および保険商品の選択に関する意思決定を行えるわけではない。保険契約者は、財務格付け機関の提供する情報を利用することも可能であるが、これらの機関の運営コストも少なくとも一部は保険会社からの手数料によりまかなわれるため、最終的には保険契約者を含む取引当事者間で負担し合うことになる。また、格付け機関が提供する情報は、少なくとも企業分野の契約者にとっては有益であるいっぽうで、わが国において個人契約者が有効に利用可能なものであるかどうかは疑問であることは、諏澤（2010）でも述べているとおりである⁽⁶⁾。

いっぽう保険会社は、自らの支払能力に関して情報優位にあるとはいえ、健全な財務体質を持つ保険会社が、保険契約者に対して容易に理解されるような情報を無コストで提供することは困難であろう⁽⁷⁾。また、支払不能が前述のように不適切な経営のみならず、資産価値の下落といったマクロ経済の要因によっても起こり得ることを考えれば、保険会社自身も自らの支払能力に関して完全情報を持つわけではない。

(4) 保険契約者が各種の保険料比較サービスを利用することもできるが、これも無コストで運営可能なものではなく、そのコストは最終的に取引当事者双方が負担することとなる。

(5) 米山・箸方監訳（2005）、p.171。

(6) 諏澤（2010）、p.68。

(7) 諏澤（2011b）、pp.7-8では、業界団体が適切な基準を満たした保険会社をメンバーとすることで、支払能力に関する不適切な情報提供を一部防止しているものの、業界団体設立・運営のコスト、メンバー会社の継続的モニタリングのためのコストがかかることを指摘している。

(3) 被保険者のリスク水準に関する情報の不完全性

保険契約者は被保険エクスポージャのリスク水準に関して比較的容易に知り得るいっぽうで、保険会社がこれに関する完全情報を無コストで得ることはできない。このため、契約締結前には保険契約者の逆選択の問題が、契約締結後にはモラルハザードの問題が顕在化するおそれがある⁽⁸⁾。これらの問題を縮小するために、保険会社はリスク細分化⁽⁹⁾やモニタリング⁽¹⁰⁾を行っているが、これらの措置を行うにはコストがかかる場合が多い。このコストは、保険契約にかかる取引コストとして、最終的に取引当事者間で負担し合わなければならない⁽¹¹⁾。反対に、かりにこれらの措置を行うことが制限されていた場合、逆選択とモラルハザードを恐れる保険会社は、保険商品の供給を制限することにもつながりかねない。諏澤（2011a）においても述べているとおり、生活保障の一部を構成する民間の保険の入手可能性が損なわれれば、新たな社会的コストの発生にもつながりかねない⁽¹²⁾。

【図表 2-1 保険市場における情報の不完全性】

情報の不完全性	保険商品の価格・質	保険会社の支払能力	被保険エクスポージャのリスク水準
保険会社	情報優位	情報優位	情報劣位
保険契約者	情報劣位	情報劣位	情報優位
起こり得る主な問題	保険契約者のサーチコストの増加、保険会社のシグナリングコストの増加	保険契約者のサーチコストの増加、保険会社のモラルハザードの顕在化	保険契約者の逆選択・モラルハザードの顕在化、保険商品の入手可能性の低下

注 諏澤（2011a）、p.6に基づいて作成。

以上のような保険市場における情報の不完全性あるいは取引当事者間の情報不均衡をまとめると、図表 2-1 のとおりとなる。すなわち、保険商品の価格と質に関する情報およ

- (8) 諏澤（2011a）、pp.5-6では、保険商品がプール価格で提供されれば逆選択の問題が、また、保険会社がモニタリングなどの措置を行わなければモラルハザードの問題が顕在化することが、医療保険に焦点をあてて分析されている。
- (9) 下和田編（2010）、pp.90-91では、逆選択への対処方法の一つとして強制保険化を挙げ、わが国の自賠責保険がその一つの例であるとしている。強制付保を確実なものとするためには、無保険運転者の取り締まりをはじめとしてコストがかかるが、自賠責保険の場合は、自動車検査登録制度を利用することにより、効率的に強制保険を実効あるものとしていると見ることができる。
- (10) 近見・吉澤・高尾・甘利・久保（2006）、p.142において指摘されているとおり、多数の契約を引き受けている保険会社が、個々の保険契約者の行動を逐一監視することは、技術的にも倫理的にも不可能である。
- (11) さらに、諏澤（2010）、pp.74-76では、損害保険に注目して、競争圧力により、保険会社がコストを無視したリスク細分化やモニタリングの強化を行えば、市場の効率性が損なわれることを分析している。
- (12) 諏澤（2011a）、pp.19-20。

び支払能力については保険会社が情報優位にあるのに対して、保険契約者は情報劣位にあるといえる。このことにより、保険契約者のサーチコストの負担が重くなるおそれがあるだけでなく、保険会社も自らの保険商品の優位性や財務健全性に関する情報提供を、コストをかけて行わなければならない。これとは反対に、被保険エクスポージャーのリスク水準に関する情報については、保険契約者が情報優位にある。このことにより逆選択やモラルハザードの問題が顕在化することとなる。次項では、このような保険市場の不完全性を補完するために、伝統的な保険規制が、どのような形態をとり実施されてきたのかを検討する。

2. 伝統的な保険規制の形態と目的

保険市場には、保険会社および保険契約者といった保険契約の取引当事者間に様々な情報の不完全性が存在する。前項において検討したとおり、保険料率・商品内容および保険会社の支払能力に関しては保険契約者が保険会社より情報劣位に、被保険者のリスク水準に関しては保険会社が保険契約者より情報劣位にあった。そして、保険市場に対する規制は、このような情報の不完全性によって引き起こされるサーチコストの増加、取引当事者のモラルハザードや逆選択、保険商品の入手可能性の低下といった諸問題が顕在化することのないよう設計され、実施されてきたといえる。具体的には、第Ⅲ節において検討するように、保険会社の支払能力確保のための健全性規制（prudential regulation）と保険商品の生産・販売に関する市場行動規制（market conduct regulation）との組み合わせにより、さまざまな情報の不完全性・不均衡を緩和してきた。ただし、保険規制の枠組みは、それぞれの市場特性、発展の段階、歴史的背景によって変化することは、わが国においても1990年代後半のいわゆる保険市場の規制緩和の前と後ではその内容が大きく転換したことからも明らかである。すなわち、規制緩和以前には、保険会社にとって採算の取れる十分な水準での保険料率・商品内容の画一化であったものが、規制緩和後は、保険料率・商品の事前認可制を軸としながら財務規制を強化するものへと変化した。以下では、伝統的な保険規制の目的とその枠組みがどのように変化してきたのか、戦後わが国における保険規制の変遷を例にとって分析を試みる。

（1）戦後型保険規制の形態と目的

戦後復興期において、生命保険は需要の極端な不振が持続し、損害保険は経済復興による保険需要を満たす供給を行うだけの資本が不足しており、保険会社の経営は安定せず、産業的基盤の確立が必要な状態であったことは、米山（2009）が分析しているとおりである⁽¹³⁾。いっぽう、保険事業は、リスク移転手段としての保険商品を供給することをおして、個人・家計および企業・組織の諸活動を支え、経済の発展と安定に貢献することは明らかであるが、それと同時に、保険取引をとおして形成された保険資金（責任準備金など）

(13) 米山（2009）、pp.26-28。

を投資・運用に充てることにより、金融仲介機能という重要な機能を果たしていることは、Skipper and Kwon (2007) および Vaughan and Vaughan (2008) はじめこれまでもしばしば指摘されてきた⁽¹⁴⁾。わが国の保険市場は、第二次世界大戦後約半世紀にわたり競争制限的であったのは、この期間の保険規制が、以上のような保険事業の経済における役割を重視し、保険の産業的基盤を作り上げることを優先して設計されたからではないだろうか。すなわち、保険料率・商品規制を厳格に行うことにより、保険会社の財務健全性を保証することにより、保険産業の成長を促し、このことが、経済の成長と安定、そして保険契約者の利益にもつながると考えられたと見ることができる。

しかしながら、保険料率・商品規制の手段は、生命保険と損害保険では異なっていた。損害保険分野においては、諏澤 (2010) で述べているとおり、いわゆる「護送船団方式」という言葉に象徴される戦後の保険行政の中心は、算定会料率制度という明示的な手段によって行われ、この体制のもと損害保険商品の保険料率は全社一律に定められ、補償内容も統一されていた⁽¹⁵⁾。このような旧算定会料率制度は、料率算出団体が中立的立場から保険料率を算出し、それを使用する義務を同団体の会員保険会社に課すことにより、価格競争を回避し保険会社の財務健全性を確保することで市場を安定させ、保険の入手可能性を確実なものにしてきたといえる。そして、堀田 (2009) が指摘しているとおり、競争を排除した算定会料率制度は、戦後復興期から経済成長期にかけて損害保険市場だけでなく、わが国経済の発展に果たしてきた役割は大きかったといえる⁽¹⁶⁾。

いっぽう生命保険分野における保険料率・商品規制は、損害保険においてみられたような算定会料率制度のような、一種のカルテル価格によって行われたわけではない。生命保険の価格統一は、米山 (2002) が明らかにしているように、規制当局の保険料率・商品認可プロセスをとおして実現されたといえる⁽¹⁷⁾。生命保険会社が、第二次世界大戦直後に経営的苦境に陥っていたことは前述のとおりであるが、そうしたなか生命保険会社間での最低保険料率水準の実質的協定と、それを認め制度を整備した旧大蔵省の行政姿勢によって、保険料率の画一化が実現していったといえる⁽¹⁸⁾。すなわち、当時の損害保険分野のような事実上の統一料率市場制度 (tariff market)⁽¹⁹⁾を採用するのではなく、保険会社に独自の保険料率算出を行う余地を残しながらも、そうすることに厳しい制約とコスト

(14) Skipper and Kwon (2007), p.505, Vaughan and Vaughan (2008), pp.141-142.

(15) 諏澤 (2010)、pp.63-65。

(16) 堀田 (2009)、pp.6-7。

(17) 米山 (2002)、pp.19-26。

(18) 米山 (2002)、p.21では、1946年に基礎率を共通化した「標準保険料」が認められ、その後事態の一層の悪化を受けて全社統一して「暫定保険料」が実施され、さらに1949年には生命保険会社に自由保険料率の採用を許すと同時に、その場合には「暫定保険料」によって得られる利益を放棄すべきことが旧大蔵省通達によって示された経緯が詳しく分析されている。

(19) Skipper and Kwon (2007), p.633. ここでは、統一料率市場が、最も厳格な保険料率規制であり、開発途上地域において多く見られると述べられている。

を課すことによって、経済合理的な判断によって競争を回避し保険料率・商品の画一化に参与するようインセンティブをコントロールしてきたと見ることができる。

また、いわゆる第三分野の保険である傷害疾病保険については、第二次世界大戦直後においてその販売規模は決して大きくはなかったが、戦後しばらく経過した1950年代から各種団体傷害保険が、またその後の経済成長とそれに伴うモータリゼーションを経て1960年代には交通事故傷害保険や海外旅行傷害保険が販売されるようになり、またがん保険といった疾病保険は、1970年代から外資系生命保険会社が事実上独占的に取り扱ってきた⁽²⁰⁾。その間、生命保険と損害保険の分野調整の取り組みは継続されてきたが⁽²¹⁾、保険規制に関して見れば、取扱い主体が生命保険・損害保険のいずれなのかに応じて、それぞれの方式が適用されてきたとえる。その意味で、保険料率・商品の一定の画一化はなされてきたことに変わりない。

(2) 規制緩和後の保険規制の形態と目的

画一保険料率・商品を前提とした戦後型保険料率・商品体制は、規制緩和によって大きく転換することになる。1995年の保険業法の改正では、それまで認められていなかった生命保険と損害保険の相互参入が子会社方式によって認められるとともに、傷害疾病保険について保険会社本体による相互参入が認められ、また、保険会社による金融・証券業務への事業拡大が認められることとなったが、保険料率・商品に大きな影響を与えたのは基礎書類の一部についての届出制への移行であろう。このことにより、保険会社各社は自らの販売する保険商品の価格と保障内容を独自に決定することが容易となったが、その一方で、規制が強化された分野もあった。保険料率・商品の画一化が、保険商品の販売より先だっで保険会社の財務健全性を確保することにあつたことは前述のとおりであるが、ここに一定の競争が認められたことにより、保険のリスク移転・補償の機能を維持するために別の措置が必要となる。その一つが、保険会社の支払能力を確保するためのソルベンシーにかかる規制の強化である。具体的には、標準責任準備金や価格変動準備金の導入などが挙げられるが、保険会社に最も大きな影響を及ぼしたのは早期是正措置とソルベンシー・マージン基準の導入であろう。これにより、保険会社の財務健全性を監視し、支払不能を事前に防ぐことを目指した。

以上のような事前の対処に加え、支払不能が発生した場合の事後的な対処方法である支払保証基金制度も整備され、その機能が強化されることとなった。1997年の日産生命保険の破綻により財源が枯渇した従来の保険契約者保護基金に替わって、1998年には保険契約者保護機構が新たに設立された。保険会社は同機構への加入が義務づけられ、また財源を

(20) 諏澤 (2011b)、pp.3-4。

(21) 東京海上日動火災保険株式会社 (2010)、pp.86-91には、生命保険・損害保険経営の禁止および商法上の取扱いの歴史、事業分野調整の経緯が詳述されている。

強化するため事前に拠出金を積み立てることとなった。また、積立を上回る支払いが行われる場合は、同機構の借り入れで対応することにより、保険会社が支払不能となった場合でも保険契約者に支払われる保険金の削減額を最小化しようとした。

【図表 2-2 保険市場における情報の不完全性と保険規制】

情報の不完全性		保険商品の価格・質	保険会社の支払能力	被保険エクスポージャのリスク水準
規制の形態	規制緩和前	採算上十分な水準での保険料率・商品の画一化		
	規制緩和後	一定の範囲内でのリスク細分化と補償内容の多様化の許容	ソルベンシー規制の実施、支払保証基金制度の整備	一定の範囲内でのリスク細分化と補償内容の多様化の許容

注. 諏澤 (2011b)、p. 11 をもとに加筆・修正して作成。

以上のようなわが国における規制緩和前と後での保険規制が力点を置く情報の不完全性と、そのための規制の内容を整理すると、図表 2-2 のとおりとなる。すなわち、規制緩和以前においては、保険市場における保険料率・商品内容に関する情報の不完全性に注目し、保険料率・商品の画一化をとおして、保険会社が十分な財務健全性を維持し得る水準に保険料率を設定し保険会社の支払能力を確保してきたと見ることができる。同時に、低い水準での統一料率制度のもとで引き起こされるおそれのある保険契約の引受け制限や拒否を回避し、保険商品の安定供給を確実なものにすることを目指していたといえる。いっぽう、規制緩和後も事前認可制度は継続され保険料率算出・商品開発に一定の制限が設けられていること変わらないものの、従来のように保険料率・商品を画一なものとするのではなく、保険会社間の競争を一部認めるものとなった。このことは、保険規制の力点が、保険料率・商品内容および保険会社の支払能力に関する情報の不完全性を補完するものから、被保険者のリスク水準に関する情報の不完全性を補完することに変化したのではないだろうか。保険料率を画一化することによってではなく、一定の範囲でリスク細分化を伴った多様な保険商品の提供を許容することによって、保険会社がすすんで保険契約を引き受けるインセンティブを高めることができる。以上のことから、戦後の保険規制が、規制緩和前・後でその形態は変化したものの、一貫して保険商品の安定供給と保険会社の支払能力の確保に、その主眼が置かれてきたことには変わりがないといえる。このことで、保険事業がリスク移転と補償の手段を様々な経済主体に提供するとともに、金融仲介機関として市場への資金を供給することをおして、経済の成長と安定に貢献することを期待してきたといえる。

Ⅲ 金融市場の特性と監督規制

第Ⅱ節においては、保険市場に焦点をあてて、情報の不完全性をはじめとするその市場特性と、それを補完するための伝統的な監督規制の枠組みとその変遷をみてきた。しかしながら、冒頭に述べたように、1990年代以降保険会社の国際的な連携や海外進出など事業活動のグローバル化が進展していると同時に、保険、銀行および証券といった従来は分離されていた各金融分野も商品面や供給面などにおいて融合が進んでいる。このことを踏まえて本節では、広く保険を含む金融市場に目を向け、その特性を分析したうえで、保険、銀行および証券の各分野においてどのような市場の不完全性が存在し、それを緩和するために、これまでどのように規制の枠組みが形作られてきたのかについて考察する。

1. 金融市場の特性と公的介入の合理性

完全市場の要件については、第Ⅱ節で分析したとおり、①取引に関する情報が完全であること、②特定の当事者が市場支配力を持たないこと、そして③負の外部性がないことがあった。そのなかでも、保険市場にのみ注目すれば、①に挙げた取引に関する情報の完全性を確保することが重大であった。すなわち、保険市場には、保険商品の価格・質に関する情報、保険会社の支払い能力に関する情報、そして被保険エクスポージャのリスク水準に関する情報に、不完全性および取引当事者間の不均衡が存在し、これらの問題を緩和するために伝統的な保険規制は設計されてきた。しかしながら広く金融市場全体を見れば、情報に関する問題のみならず、市場支配力および負の外部性の問題も深刻な事態を招くおそれがある。以下では、保険、銀行および証券を含む金融市場の特性について、情報の不完全性、市場支配力、そして負の外部性に焦点をあてて分析を行う。

(1) 情報の不完全性

完全市場の要件の一つである情報の完全性を満たすためには、市場における取引当事者が意思決定に必要となるすべての情報が無コストで、または十分に低コストで得られなければならない。より具体的には、米山・箸方監訳（2005）も述べているとおり、商品・サービスの購入者にとってはその価格および質に関する情報が容易に入手できる状態が完全市場である⁽²²⁾。しかしながら現実の金融市場においては、取引に関する情報が常に完全であるとは限らない。たとえば金融商品・サービス取引に関して、それらの購入者は、販売者ほど多くの情報を持たない場合が多い。保険市場に関して第Ⅱ節において分析したように、保険商品の価格と質、そして保険会社の支払能力に関して、保険契約者は保険会社に対して情報劣位にある。また、銀行分野においては、とくに個人の預金者にとって、銀行

(22) 米山・箸方訳（2005）、pp.171-183。

の財務健全性や、それがさらされている信用リスクについて十分な情報を得ることが必ずしも容易ではない。証券分野においても、個人投資家が投資商品の安全性、収益性および流動性に関して適切な意思決定をし得る情報を低コストで得ることには困難を伴う場合が多い。その結果、金融商品・サービスの購入者は不十分な、または不正確な情報に基づいて取引に関する意思決定を行わなければならない。あるいはこのような情報の不完全性または不均衡を解消しようとするれば、購入者は情報の収集を、販売者は情報の提供をコストかけて行わなければならない。さらに保険市場に関してみれば、前述のとおり、被保険エクスポージャのリスク特性に関しては保険会社が情報劣位にある。そのため引き起こされる逆選択を防止するためには、下和田編（2010）が述べているとおり、保険会社はリスク細分化やアンダーライティングといったスクリーニングを、保険契約者は自らが低リスクであるというシグナリングを行わなければならない⁽²³⁾。このように金融市場においては、個々の業態間で違いはあるものの、少なからぬ情報の不完全性の問題が存在するといえる。Skipper and Kwon（2007）によれば、金融市場のなかでも保険および証券の分野における規制は、とくに不完全情報の問題を重視している場合が多い⁽²⁴⁾。

（2）市場支配力

特定の取引当事者が市場支配力を持たないためには、商品・サービスの販売者が数多く存在し、かつ互いに比較的小さい市場シェアを分け合っている必要がある。同時に、商品・サービスの購入者の数も十分多く、いずれも規模が大きくないことが求められる。このような市場においては競争を通じて商品・サービスの適正な価格付けが行われ、単一のあるいは少数の取引当事者がそれに影響を及ぼすことはない。しかしながら、現実の金融市場においては、数多くの小規模な商品・サービス販売者が存在するとはいえない。金融機関の免許規制は、財務健全性に関する不完全情報の問題を緩和するために一般に設けられているものであるが、それに含まれる最低資本要件などは新規参入者に対してコストを課すものである。同時に免許規制による諸要件を満たすためにも、また、効果的にリスク分散を実現するためにも、金融機関が一定の規模を持ったほうが有利であることはいうまでもない。たとえば保険会社は、保有する保険契約ポートフォリオの規模を大きくすればするほど、保険のプーリングアレンジメント効果を引き上げることが可能である⁽²⁵⁾。以上のことから、金融市場における金融機関の数は自ずと限定され、寡占に近い状態に陥りやすいといえ、その結果、特定の当事者が商品・サービスの価格を左右する事態にもなりかねない。さらに、Skipper and Kwon（2007）が指摘しているように、完全競争モデルは、すべての販売者が同質の商品・サービスを同一の価格で供給することを仮定しているが、現実の

(23) 下和田編（2010）、pp.95-98。

(24) Skipper and Kwon（2007）、p.178。

(25) 米山・箸方監訳（2005）、p.171。

市場においては特定の販売者が、競争者に模倣されにくい商品・サービスを供給することで、過度に利益を織り込んだ価格付け（predatory pricing）を行ったり、反対に競争者が特定の市場セグメントに参入できないようにダンピングを行ったりすることで、価格に影響を及ぼすおそれがある⁽²⁶⁾。とくに保険商品などの金融商品は、前述のとおりその価格と質に関する情報が著しく不完全であるため、市場支配力の問題が潜在的に深刻化しやすいのではないか。

（3） 負の外部性

外部性とは、ある経済主体の行動が、他者にスピルオーバー効果を及ぼすことにより生じ、この効果が他者の利益につながれば正の外部性に、他者にコストを課すものであれば負の外部性となる⁽²⁷⁾。金融市場における負の外部性の問題としては、金融機関が財務上の困難に陥ることにより、その影響が経済全体に及ぶというシステムリスクが重大である。システムリスクは、ある金融機関の破綻が、他の金融機関、さらには経済全体へと波及するといういわゆるカスケード効果（cascading effect）によって深刻化する。また、金融機関が破綻するのではないかという懸念を多くの債権者が持つことにより、同時に請求が行われることにより顕在化する。システムリスクは、金融市場のなかでもとくに銀行分野において重大である。すなわち、ある銀行の破綻が他の銀行の破綻を招き、金融市場の信用を低下させ、さらには預金者の銀行取付けを引き起こすおそれがあるからである。

2. 伝統的な金融市場規制の分野と目的

公的規制の合理性については、規制の公共利益説（public interest theory of regulation）に基づいてしばしば説明される。これに従えば、規制による公的介入が許容されるには、それが、市場の不完全性を緩和し、非効率を是正し得るものでなければならない⁽²⁸⁾。金融市場に様々な不完全性が存在し、それにより非効率をもたらされていることは前項の検討から明らかであるが、実際の金融市場規制はこれらの問題を緩和し得るように設計されているのであろうか。規制による公的介入が許容されるには、市場の不完全性が実際に存在すること、そのことにより重大な非効率をもたらされていること、そしてそうした非効率が介入によって緩和され得ることが求められる。かりに不適切な規制が実施されれば、後述するようにいわゆる政府の失敗につながりかねない。

多くの金融市場における公的規制は、これまで健全性規制（prudential regulation）、市場行動規制（market conduct regulation）、そして競争規制（competition regulation）の3つの

(26) Skipper and Kwon (2007), p.48.

(27) Skipper and Kwon (2007), p.49.

(28) 米山・箸方監訳（2005）、pp.171-173。

領域において行われてきた。保険、銀行および証券の伝統的な金融分野における規制では、その市場特性により重視される領域は異なるものの、その全体的な枠組みは、これら三領域の規制の組合せにより形作られてきた。

(1) 健全性規制

健全性規制は、金融機関の財務健全性に焦点を当てたものであり財務規制 (financial regulation) とも呼ばれる。保険分野における健全性規制は、保険会社の支払能力を継続的に監視するソルベンシー規制が主軸をなしている。また、銀行分野においては、自己資本比率規制や大口融資規制などを含むバランスシート規制や、検査・考査がこれに分類される⁽²⁹⁾。健全性規制は、前項において検討した金融市場の不完全性のなかで、とくに情報の不完全性と負の外部性の問題を縮小することを目指すものである。たとえば保険会社の支払能力を左右する財務状況に関しては、保険契約者が保険会社に対して圧倒的に情報劣位にあるため、保険契約者は不完全な情報に基づいて保険会社選択に関する意思決定を行わなければならない。このためソルベンシー規制により、保険会社の財務健全性を保証することにより、このような情報不均衡を緩和しようとしている。いっぽう銀行分野においては、銀行の破綻が金融市場、ひいては経済全体に深刻な影響を及ぼしかねない。このような負の外部性の顕在化を防止するために、健全性規制をとおして銀行の安定的経営を事前に確保しようとしている。

(2) 市場行動規制

市場行動規制は、金融市場での取引当事者間の情報不均衡を是正することを目的として、主に金融機関の金融商品・サービス販売行動を対象にして行われるものである。たとえば、保険分野における保険料率・商品規制、販売規制などは、保険商品の価格と質に関して情報劣位にある保険契約者が適切な意思決定を行い得るように保険商品の保険料率体系・水準と商品内容に一定の規制を設けたり、販売に際して保険会社または保険代理店が適切な情報提供を行ったりすることを目指した市場行動規制であるといえる。また、証券分野においても金融機関が適切な情報開示を求めていることも、金融商品の安全性や収益性、流動性に関する金融機関と証券購入者の間の情報不均衡を是正しようとするものである。

(3) 競争規制

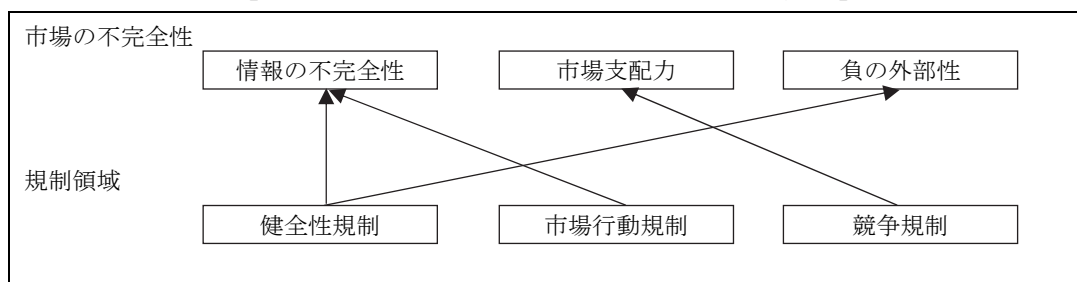
競争規制は、前述の金融市場の不完全性のなかでも市場支配力に焦点を充てたものである。すなわち、金融機関が競争制限的な行動をとることにより、市場に非効率をもたらされるという事態を回避するものであり、反トラスト規制または独占禁止規制とも呼ばれる。競争規制は、金融機関が個別に市場支配力を濫用し、競争制限的な行動をとることを防止

(29) 大野 他 (2007)、pp.204-205。

するだけではなく、複数の金融機関が、水平的または垂直的に競争制限的な取り決めを結ぶことも禁止するものである⁽³⁰⁾。前者には、圧倒的な市場シェアなど自らの優位性を濫用することにより金融商品の価格や質を操作したり、その供給をコントロールすることなどが含まれる。後者には、金融機関が市場分割協定を結ぶことにより市場シェアを相互に割り当てたり、価格協定により利潤を得るに十分な水準に金融商品の価格を設定したり、さらに、特定の市場における排他的取引を黙認することが含まれる。健全性規制と市場行動規制が規制主体の事前的、継続的な対処を軸とするのに対して、従来の競争規制は、問題が顕在化すれば対策を講じるという事後的、一時的な対処が中心となっている。

以上のような金融市場の不完全性と規制の領域との関係性を図示すれば、図表2-3のとおりとなる。すなわち、健全性規制は、金融機関の財務健全性に関する情報の不完全性と、システミックリスクに代表される負の外部性の顕在化を防ぐことに主眼を置くものである。また、市場行動規制は、金融商品・サービスの価格や質に関する取引当事者間の情報不均衡に着目し、情報劣位にある購入者が適切な意思決定を行い得るように販売者である金融機関の行動をコントロールするものである。そして、競争規制は、市場支配力の問題が深刻化するおそれのある市場において、取引当事者の競争制限的な行動を是正することを目的としたものである。

【図表2-3 金融市場の不完全性と規制領域】



*筆者作成。

3. 伝統的な金融分野の市場特性と規制の態様

(1) 保険市場の特性と規制

保険市場には保険会社の支払能力に関する情報、保険商品の価格・質に関する情報、そして被保険エクスポージャのリスク水準に関する情報に関して不完全性や取引当事者間での不均衡が存在することは、第II節で分析したとおりである。保険分野における多様な規制も、多くはこれらの情報問題を緩和し、取引コストを軽減することを目指しているが、なかでも、保険会社の財務健全性すなわち支払能力を確保することに重点を置くソルベンシー規制や支払保証基金を中心とした健全性規制に保険規制の重点が置かれている。これ

(30) Skipper and Kwon (2007), pp.639-640.

は、保険会社の財務健全性に関して情報劣位にある保険契約者を保護することに主眼を置いている点において、後述するシステミックリスクをより重視する銀行分野における健全性規制とはその目的が異なるといえる。いっぽう過度に厳格な健全性規制は、保険契約者が保険会社の財務健全性を監視するインセンティブを低下させ、その結果、保険会社の経営者がリスクテイキングな意思決定を行うモラルハザードの問題を引き起こすおそれがある。とくに過度に手厚い保証基金制度が、消費者の保険会社選択へのインセンティブを低め、ひいては保険会社の財務健全性維持のための努力水準を低下させ得ることは、米山・箸方監訳（2005）において議論されているとおりである⁽³¹⁾。

また、保険料率・商品規制、販売規制は、前述のとおり保険商品の価格と質に関する情報の不完全性を補完し、保険契約者の適切な意思決定を助けている。しかしながら、保険市場には、被保険エクスポージャのリスク水準に関する情報不均衡が存在することに留意しなければならない。いうまでもなく保険会社は、被保険者、被保険物件のリスク水準や特徴に関して無コストで精度の高い情報を得ることはできない。かりに規制当局が、保険商品の価格と質に関する情報の不完全性を過度に重視し、保険会社にリスク細分化を許さない厳格な保険料率・商品規制が実施され、同一の保険商品をリスク水準にかかわらずプール価格で提供すれば、高リスク者ばかりが保険商品を購入するという事態につながりかねない。また、このような逆選択の顕在化を恐れる保険会社は、保険商品の提供を制限するかもしれない。多くの成熟市場において保険規制が一定の範囲でのリスク細分化を含む保険会社間の競争を許容しているのは、これらの市場において一般に保険商品が公的保障とならんで生活保障システムの一部を担っているため、保険規制が情報の不完全性を緩和しながら保険商品の安定供給を維持することを重要な目的としているからであると思われる。

市場支配力に対応するための競争規制は、他の産業においては前述のとおり特定の当事者が市場支配力を濫用し商品・サービスの価格をコントロールする事態を回避するために、競争を促進することに主眼を置いている。いっぽう保険市場においては、適正な水準の競争は行われるべきであるものの、過度の競争は必ずしも望ましいものではないことがこれまでも議論されてきた。これについてVaughn and Vaughn（2008）は、伝統的な保険分野での競争規制は、他の産業とは反対に、破壊的競争（destructive competition）を避けるためにむしろ競争を制限する方向に設計されてきたと述べている⁽³²⁾。ここでは、競争制限のない保険市場においては、保険会社は契約獲得のために過度の価格競争を行う傾向にあり、その結果十分な支払能力を維持し得なくなることを指摘している。このことは1980年代後半の米国の損害保険市場における経験からも明らかであるが、その要因としては、保険商品の生産に関するコストに関しては、保険契約者のみが情報劣位にあるのではなく、保険

(31) 米山・箸方監訳（2005）、pp.198-212。

(32) Vaughn and Vaughn（2008）、pp101-102。

会社自身も期待損失に関して正確な情報を常に得られるとは言えず、また、競争圧力にさらされているために、十分な先見性をもって経済合理的に価格決定を行うとも限らない。

保険分野の規制に関する国際的な取組みとしては、各市場における保険規制・監督者をメンバーとして1994年に発足したInternational Association of Insurance Supervisors（以下、IAISという）の役割が重要である。IAISの活動については、五味（2006）に詳述されているとおり、保険監督者間の国際的な協調と情報交換の促進、開発途上国への保険に関する技術支援活動、他の金融分野の規制監督者とのコーディネーションなど多岐にわたる⁽³³⁾。その成果は、原則（principles）、基準（standards）および指針（guidance papers）として公開されている。保険基本原則（Insurance Core Principles）は、金田（2012）が述べているとおり保険に関する原則、基準および指針を体系化し26の基本原則に整理したものであり、監督者の目的、権限および責任ならびに要件、保険事業者の免許、マネジメント層の適格性、ガバナンス、リスク管理、資本要件、保険仲介者の要件、ディスクロージャーなど各市場において適切な保険規制が行われるための基本事項が定められている⁽³⁴⁾。保険基本原則を規制領域に注目して見れば、規制対象事業者の免許交付・マネジメント層の人的適格性、ガバナンス、内部統制など保険会社のマネジメントに関する事項、負債、投資、デリバティブ契約やソルベンシーなど財務健全性に関する事項、そして、保険仲介者、消費者保護や情報開示など市場行動に関する事項などを含んでいる。保険基本原則が、規制監督の国際的な調和を目指すものであるいっぽうで、各市場の発展段階や、歴史的・文化的背景の違いにも配慮した内容になっており、各市場の規制体系を国際基準に調和させていくとしても、市場ごとに独自の国内規制も否定されるものではないことは、五味（2006）も指摘しているとおりである⁽³⁵⁾。

このようなIAISの取組みと姿勢を踏まえたうえで、保険分野における規制領域を見れば、デリバティブ契約や再保険取引などのリスク移転取引がグローバル化し、保険会社の海外での事業展開が盛んに行われている現状からは、健全性規制については一定の国際的な調和と共通化が求められる。いっぽうで、保険料率・商品規制、販売規制などの市場行動規制は、保険会社が事業を行う市場特性の影響を大きく受けるものであり、それぞれの市場ごとに形態が異ならざるを得ない。たとえば、保険料率規制を挙げれば、使用が許容されるリスク指標は、各市場の文化的・歴史的背景によって決定される面が大きいといえ、個別に決定されるべきものであろう⁽³⁶⁾。また、競争規制に関しても、保険会社の損失予測のための保険数理技術の水準や、消費者の保険商品に対する周知の程度や保険商品購入行動の成熟度は、個々の市場によって大きく異なることから、市場における競争促進に主眼を

(33) 五味（2006）、pp.332-345。

(34) 金田（2012）、p.3。

(35) 五味（2006）、pp.337、343。

(36) 米山・箆方訳（2005）、pp.251-255には、米国において州によって保険会社が使用可能なリスク指標が異なる実態と、それに関する議論が詳述されている。

置くか、あるいはそれに制限を設けるかは、各市場の状況に合わせて設計される必要があるといえる。

(2) 銀行分野の市場特性と規制

銀行分野においては、財務・人事をはじめとする様々な要件を設けた厳しい免許規制により銀行の財務および経営の健全性を確保していることはもちろんであるが、それに加え、前述の自己資本比率規制や大口融資規制といったバランスシート規制や、検査・考査といった継続的な監視も重視されている。これらはすべて、銀行が財務困難に陥ることを回避する事前の健全性規制であるといえる。

多くの市場においては、事後的な健全性規制のスキームとして、預金保険制度が整備されている。預金者が銀行の財務状況に関して十分に正確な情報無コストまたは低コストで得られれば、そのモニタリング機能をとおして、銀行の経営者が安全性を重視し財務健全性を確保するインセンティブを持つことが期待される。しかしながら、現実の市場においては、銀行の財務状況に関して預金者が情報劣位にあるのはいうまでもない。預金保険制度は、このような情報不均衡によってもたらされる破綻のリスクに事後的に対処するセーフティネットとしての健全性規制の一つの形態であるといえる。しかし、保険分野における支払保証基金が、保険会社の支払能力に関する情報不均衡自体に焦点をあてて、不利な立場にある保険契約者を保護することを主要な目的としているのに対して、銀行分野における預金保険制度は、預金者の保護にとどまらず、むしろシステムリスクの顕在化を回避し、銀行制度ひいては経済活動の維持を第一の目的としている。もちろん、過度に手厚い預金保険制度は、預金者が銀行の財務健全性を監視するインセンティブを弱め、銀行のモラルハザードを顕在化させるおそれがあり⁽³⁷⁾、このことは保険分野における支払保証基金制度の場合と同様である。しかしながら保険分野とは異なり、システムリスクが顕在化し経済全体に深刻な影響を及ぼす可能性がある銀行分野においては、事後的な健全性規制としての預金保険制度の役割がより重要であるといえる。

さらに、銀行は各市場の中央銀行によっても監督を受けている。中央銀行は、準備預金制度（支払準備制度）・金利のコントロール、決済システムの保証をはじめとする通貨政策を実施している。中央銀行は、これらの方策をとおして通貨価値の安定ひいては経済全体の安定を維持することを目指している点においては、システムリスクを回避する事前の健全性規制を行う重要な監督主体であるといえる。

銀行分野の規制に関する国際的な取組みとしては、主要国の中央銀行と金融監督者によって構成されるBasel Committee on Banking Supervision（以下、BCBSという）の役割が重要である。国際決済銀行に事務局を置くBCBSは、継続的に各市場の金融監督者に対して監督

(37) 大野 他 (2007)、p.213。

基準、ガイドラインおよび勧告 (recommends statements) を提示している⁽³⁸⁾。BCBSは、各市場において適正な金融規制が行われることを目指すと同時に、国外での銀行設立が規制回避となることを防止することを重要な課題としてきた。そのため1988年に国際業務を行う銀行を対象にして示されたBasel Capital Accord、そして1998年のBasel I、2004年のBasel II、そして2010年のBasel IIIとして知られる一連のCapital Adequacy Frameworkをとおして、最低資本要件、自己資本比率規制、市場規律が機能し得るディスクロージャー規制などを示してきた⁽³⁹⁾。BCBSは、国際的な金融監督について直接の権限を持つものではないが、いずれも銀行の健全性規制に主眼を置いた監督主体である。国際的な金融取引が盛んに行われる現状において、システミックリスクは各市場内にとどまる問題ではないことは、アジア金融危機や米国のサブプライム・ローン問題が、世界経済へ波及し、その後の経済低迷をもたらした経験からも明らかである。このため、負の外部性を重視した銀行分野の健全性規制の国際的な調和の必要性は今後一層増すものと考えられる。

(3) 証券分野の市場特性と規制

証券規制は、一般に、免許、証券取引の標準化、不実表示などの不適切な行為に対する罰則などをとおして、潜在的な証券購入者への適切な情報提供を促すように、市場行動規制を軸として設計されている。これは、証券市場における取引当事者間の情報不均衡を是正し、金融商品の安全性、収益性、流動性などに関して情報劣位にある証券購入者が適切な意思決定を行い得るようを目指すことを目指している。なかでも証券取引の標準化は、通常は取引当事者が組織化された取引所に登録することを求め、そこでの取引を統一された手続きに基づいて行うことをとおして、情報の不均衡の問題に対処するものである。

さらに、証券分野における情報不均衡の問題を縮小するためには、会計システムに関する規制も重要である。会計システムを統一・整備することをとおして、投資に関わる情報が標準化された形式で提示されれば、取引当事者間の情報不均衡は緩和され得る。2001年から2002年に起こったEnron Corp.やWorldComをはじめとする米国企業による相次ぐ粉飾決算事件は、企業経営者と投資家との間の経営実態に関する情報不均衡によってモラルハザードが顕在化した事例である。これらの事件により、投資家は企業経営者に対して情報劣位にあることを認識させられることとなり、証券市場に対する信頼を失うこととなった。そして、その後施行されたSarbanes-Oxley Actは、公開株式会社に対して詳細な財務報告義務を課すと同時に、監査委員会の独立性を確保するとともに監査法人に対する規制を厳格化し、さらに企業による不正行為に厳しいペナルティを課すこととなった⁽⁴⁰⁾。これらはいずれも重いコストを企業に負担させることとなったが、証券市場における情報不均衡を是

(38) Skipper and Kwon (2007), p.182.

(39) BCBSにより示された自己資本比率については、大野 他 (2007)、pp.208-213において詳細に示されている。

(40) Skipper and Kwon (2007), p.183.

正し、投資家の信頼を回復することを優先した市場行動規制の強化であったといえる。そして、このような米国における市場行動規制強化の動きは、他の市場へも少なからぬ影響を及ぼしたといえる。

実際にも、証券取引のグローバル化に伴い、公開株式会社に対するガバナンス、財務報告および監査委員会の役割と独立性などに関する諸規制について、国際的な調整が求められるようになってきている。International Organization of Securities Commissions（以下、IOSCOという）は、各市場の証券規制監督当局の活動を調整する役割を担っており、これまでも1998年にはいわゆるIOSCO Principlesとして知られるObjectives and Principles of Securities Regulationを提示し、また、2003年にはIOSCO Principlesの実施後の客観的な評価を行うためIOSCO Assessment Methodologyを採択した。これらの規制原則を提示することをとおして、IOSCOは、多国間の情報公開、国際会計、販売・流通などに関する調整を行っているが、これらの取り組みは市場行動規制の共通化に対する市場の要請に応えたものであるといえる。

以上のように保険、銀行、証券の各分野の市場特性と規制領域の関係性について、とくに重大な問題を引き起こすおそれのある市場の不完全性と、それを是正するための規制領域に焦点を当てて見てきたが、これらをまとめると図表2-4のとおりとなる。すなわち、保険分野に関しては、保険会社の支払能力および保険商品の価格と質に関する情報に関して不利な立場にある保険契約者を保護することを目的としたソルベンシー規制や支払保証基金制度、保険料率規制などの健全性規制、保険料率・商品規制や販売規制などの市場行動規制が主軸となっている。同時に保険料率・商品規制は、被保険エクスポージャーのリスク水準に関して情報劣位にある保険会社がすすんで保険商品を販売し、安定的に供給することも目指している。いっぽう銀行分野においては、銀行が財務困難に陥った結果システミックリスクが顕在化することを重大視し、バランスシート規制や預金保険制度などの健全性規制を中心に形作られてきた。そして、証券分野においては、金融商品の安全性などに関する情報不均衡を是正し、証券購入者が適切な意思決定を行い得るよう情報開示をはじめとする市場行動規制に力点を置いているといえる。

【図表 2-4 金融分野別の市場特性と規制分野】

	保険	銀行	証券
重視される市場の不完全性	情報の不完全性	負の外部性	情報の不完全性
主眼がおかれる規制領域	健全性規制 市場行動規制	健全性規制	市場行動規制

4. 政府の失敗

市場に対する規制による公的介入は、情報の不完全性、市場支配力、負の外部性などの市場の不完全性を是正することを目指すものであることはこれまで見てきたとおりである。しかしながら、市場の不完全性による非効率が緩和されるためには、規制の内容と実施方法が常に適切でなければならない。しかしながら、市場が不完全であると同時に、規制による介入が常に適正であるとは限らない。

不適切な規制が実施されれば、政府の失敗につながりかねないことについては、White (1996) が詳細に分析している⁽⁴¹⁾。これによると政府の失敗は、政策決定者の重大な問題を特定し、その解決のための計画を策定・実行することが困難であること、プリンシパルである市民とそのエージェントであり政策実行者である政府職員との間にプリンシパル・エージェント問題が存在すること、被規制当事者がレント追求行動 (rent-seeking behavior) をとり得ること、そしていわゆる「規制の虜」問題が顕在化し得ることを挙げている。これらのなかで、金融市場においてとくに重大となるのは、レント追求行動と規制の虜の問題であろう。

健全性規制および市場行動規制はもちろん、競争規制であっても、金融市場においてはしばしば競争制限的であることは、これまでの分析で見てきたとおりである。規制が、金融商品の供給者である金融機関または需要者である消費者のいずれか いっぽうに不当に余剰を与えるように設計され実施された場合、取引当事者の生産性を損ない市場に非効率をもたらすことになる。たとえば保険料率の水準を規制によって統制するようなケースにおいては、保険会社の財務健全性を過度に重視すれば保険会社のレント享受を許容することにつながり、反対に購入可能性を重視すれば保険契約者にレントを与えることとなる。

取引当事者のレント追求行動は、「規制の虜」問題にも密接に関連するものである。規制の対象となる金融機関は、消費者と比較して、規制の内容に関して多くの情報を得ることができるとともに、産業全体としての利害も一律である場合が多い。その結果、政策決定・実行者に対して、自らに有利な規制を設計し実施するよう働きかけるおそれがある。とくに金融業界と何らかの関係性を有する規制監督者は、業界の利害を代理した行動をとるかもしれないことに関しては、Vaughn and Vaughn (2008) が指摘しているとおりにある⁽⁴²⁾。

金融市場の不完全性により重大な非効率がもたらされ得るため、規制による公的介入が不可欠であることは明らかであるが、不適切な規制が実施されれば、以上のような政府の失敗につながり得る。このため、新たな規制体系の設計にあたっては、それによりさらなる問題が引き起こされなかどうかを十分に留意する必要がある。

(41) White (1996), pp.207-242.

(42) Vaughn and Vaughn (2008), p.100.

IV 国際金融・保険グループの成長とその経済性

保険、銀行および証券の各分野を含む金融市場には、情報の不完全性、負の外部性、そして市場支配力といった不完全性が存在し、規制による公的介入は、それらの問題を縮小し市場効率性を高めることを目的として行われてきたことは、前節で検討したとおりである。そこで明らかになったように、金融分野ごとに重視される市場の不完全性が異なるため、保険・銀行・証券の規制の体系も大きく異なっていた。すなわち保険分野においては、保険会社の支払能力、保険商品の価格・質、そして被保険エクスポージャーのリスク水準などに関する情報不均衡により、保険会社、保険契約者をはじめとする取引当事者の行動が重大な市場非効率をもたらす事態を回避するために、健全性規制と市場行動規制を軸として規制の枠組みが形作られてきた。いっぽう銀行分野においては、銀行の破綻が金融市場ひいては経済全体に及ぶという負の外部性を重要視し、健全性規制に重点が置かれてきた。また、証券分野における規制は、金融商品に関して情報劣位にある購入者が適切な意思決定を行い得るよう市場行動規制を軸としたものであった。このように金融各分野の市場特性は大きく異なっているにも関わらず、銀行による保険・証券商品の販売や国際金融・保険グループの誕生などから明らかなように、従来は多くの市場において分離されていた伝統的な金融各分野は、さまざまなかたちで融合しつつある。このことを踏まえて、本節では、金融市場の融合が、どのような形態をもって進んでいるのか、そしてそのことにどのような経済合理性があるのかについて、検討を行う。

1. 金融・保険分野の融合の形態

金融市場の融合は、などさまざまな側面で進行している。たとえば、冒頭でも触れたINGグループやAXAグループなどいわゆる金融コングロマリットも組織的な金融市場の融合であるといえる。さらに、カタストロフィ・ボンドなどの代替リスク移転手段 (Alternative Risk Transfer) やユニット・リンク保険などは、保険分野と証券分野の融合によって生まれた金融商品であるとしばしばみなされている。このような多様な側面で進行する金融市場の融合についてSkipper (2000) は、理論的な分類・整理を試みている⁽⁴³⁾。これによると、金融市場の融合は、以下のように、アドバイザー機能、商品および供給の3つの側面において進行しているといえる。

(1) 金融アドバイザー機能の融合

金融市場の融合なかでも、アドバイザー機能面での融合は、組織的な統合を必ずしも要しないことから、もっとも早くから進行してきたといえる。たとえば、保険ブローカー

(43) Skipper (2000), pp.71-108.

やリスクマネジメント・コンサルティング会社、ファイナンシャル・プランナーなどは、顧客に対してリスクマネジメント、投資、貯蓄など金融に関する総合的なアドバイザリー・サービスを提供している組織または個人である⁽⁴⁴⁾。保険ブローカーやファイナンシャル・プランナーなどは、保険・金融商品の販売に付随してアドバイザリー・サービスを顧客に提供している。また、リスクマネジメント・コンサルティング会社は、多くは企業・組織である顧客に対して総合的なリスクマネジメント・プログラムを提供している。また、わが国における各種の共済組合もその構成員に対して保険・年金、貯蓄、投資を目的とした各種金融商品を提供しているものが多く見られ、この際にも金融・リスクマネジメントに関する総合的なアドバイザリー・サービスを提供している。

(2) 金融商品の融合

金融商品の融合は、リスクマネジメント・貯蓄・投資のうちの複数の要素を一つの商品のなかに組み入れるかたちで、早くから見られた。たとえばわが国の火災保険などに見られる積立型の保険は、保険としてのリスクマネジメント機能に貯蓄機能を付加した金融商品といえる。また、ユニット・リンク保険や変額年金保険は、保険・年金としてのリスクマネジメント機能と、有価証券としての投資機能を組み合わせたものである⁽⁴⁵⁾。

このように複数の機能を組み合わせた金融商品とならんで、技術面での融合も、1970年代以降のオプション・プライシング理論をはじめとする金融技術の発展を経て進行している。金融商品の技術面での融合の一つとしては、いわゆる代替リスク移転 (Alternative Risk Transfer) と呼ばれる一連の新たなリスクマネジメント手段の登場が挙げられる。これは、従来保険によって対処してきた財物エクスポージャーの純粋リスクを、資本市場に移転するものである。たとえば、カタストロフィ・ボンドは、証券化の手法を応用して大規模自然災害による財物損失のリスクを処理するものである⁽⁴⁶⁾。また、気温や降水量などの指標によってペイオフが支払われる天候デリバティブは、オプションの仕組みを利用して、損失や利益の減少分を償うものである。

クレジット・デリバティブは、貸出債権保有に伴い銀行が直面する信用リスクを保険会社が引受けるものであるが、これは、従来は為替レートや株価の変動といった価格リスクを処理してきたデリバティブの仕組みを利用して、企業が債務不履行に陥るリスクを処理するものである⁽⁴⁷⁾。

(3) 金融商品供給における融合

金融市場のアドバイザリー機能面と商品面での融合が進むに従って、金融機関は、総合

(44) Skipper and Kwon (2007), p.178.

(45) Skipper and Kwon (2007), p.177.

(46) 諏澤 (2007)、pp.86-87。

(47) Booth (2004), pp.697-698. 五味 (2006), p.325.

的な金融商品を生産し販売するため、しばしば複数の金融分野の業務を統合して行う必要に迫られることにもなる。このような金融商品の供給面での融合は、異なる分野の金融機関の提携といった組織的な統合にもつながり得る。

金融市場の供給面での融合としては、従来から存在するユニバーサルバンク (universal bank) が挙げられる。この名称は、一般に商業銀行と投資銀行の機能を同時に有する金融機関に対して用いられるものであるが、一つの金融機関が保険、銀行および証券のすべての金融商品を生産し販売することも意味している⁽⁴⁸⁾。実際にユニバーサルバンクのなかには、子会社を通じて保険商品を販売するものもみられる⁽⁴⁹⁾。また、1990年代に急速に成長したフランスにおけるバンカシュランス (bancassurance) やドイツのアルフィナンツ (Allfinanz) といった組織体は、銀行と保険会社が販売協定や保険代理店契約を結ぶことなどにより、銀行が保険商品を、または保険会社が貯蓄商品を販売するというものである⁽⁵⁰⁾。このような金融商品の生産・販売面での融合は、1990年代以降、複数の分野の金融機関が互いに親会社・子会社となるものや、金融サービス持ち株会社が、保険、銀行および証券の諸活動を行う子会社を所有する形態をとるものなどが登場し、次第に大規模な組織構造をもつものが現れるようになった。金融コングロマリットとして知られるこれらの組織には、たとえば、イギリスにおけるLloyds Banking Groupのように、銀行が各分野の子会社を所有することをとおして証券および保険などの事業を行うものや、冒頭に挙げたフランスを本拠とするAXAグループのように持株会社が保険、銀行および証券の各業務を行う子会社を所有するものなどが挙げられる。国際金融・保険グループに対する規制・監督の検討にあたっては、金融市場におけるアドバイザリー機能面、商品面での融合に加え、このような供給面での融合がとくに重要となる。

3. 国際金融・保険グループの経済性

現実の市場において金融・保険分野の融合が、アドバイザリー機能、商品面、そして供給面において進行し、その結果国際的な金融・保険グループも成長していることに、合理性があるのだろうか。このことに関しては、コングロマリット化が価値向上につながるという主張や、反対に競争優位な分野に特化すべきだとするものなど、これまで肯定、否定の両面から多くの議論がなされてきた。これらの議論を踏まえ、以下では、国際金融・保険グループの生成に、企業価値向上を含む経済合理性があるのかどうかについて検討を試みる。

(48) 大前訳 (2006)、pp.67-68。

(49) Skipper and Kwon (2007)、p.656。

(50) Skipper and Kwon (2007)、p.656。ここで触れられているとおり、保険会社が従来の保険販売チャネルをとおして銀行商品を販売するケースに特定して、“assurfinance”という用語が使われることもある。

(1) 金融市場の融合と企業価値に関するこれまでの議論

企業活動のコングロマリット化が、価値向上につながり得るのか否かに関しては、早くから議論がなされてきた。Lewellen (1971) は、金融機関に限定せず広く組織経営に関する議論のなかで、企業がグループ内でリスクを分散すると同時にレバレッジの利用可能性を高め、その結果財務困難に陥る可能性を低下させることにより、それに伴う期待コストを縮小し得ると述べている⁽⁵¹⁾。Teece (1980) は、企業が広範囲の事業を行うことをとおして、生産の共同化が実現されコスト効率性が上がることを指摘している⁽⁵²⁾。また、Herring and Santomero (1990)、Gallo, Apilado and Kolari (1996)、Calomiris (2000) は、一つの金融機関において顧客があらゆる金融商品を購入するといういわゆるOne-Stop Shoppingが可能となることに価値を認め、そのことに対してすすんで対価を支払い得ることを指摘している⁽⁵³⁾。Gertner, Scharfstein, and Stein (1994) は、コングロマリット化により資本を内部化することが可能となり、情報不均衡の影響を受けやすい外部資本の必要性が低下することにより、財務効率性が向上すると指摘している⁽⁵⁴⁾。

いっぽうで、企業が競争力のあるコアビジネスに特化することの利点も多くの研究において指摘されてきた。Amihud and Lev (1981) は、経営者が企業価値向上よりむしろ人的資本を保護するために事業を拡大し得ることを指摘しており、また、Jensen (1986) も、経営者が自らの利益を優先するというエージェンシー問題が顕在化し得ると述べている⁽⁵⁵⁾。さらにJensen (1986) は、グループを構成する優良な事業体から別の脆弱な事業体に内部補助が行われたり、フリーキャッシュフローが投入されることにより、市場規律が機能しにくくなり、企業価値向上に結び付かない負の現在価値を伴う投資を回避できないかもしれないことも指摘している⁽⁵⁶⁾。また、事業の多角化が、コアビジネスにおけるリスクマネジメント努力水準を低下させ、かえってリスクを拡大し得ることは、Winton (1999) が述べているとおりである⁽⁵⁷⁾。

金融・保険分野におけるコングロマリット化が企業価値に与える影響を計量的に分析した研究としては、Cybo-Ottone and Murgia (2000) が挙げられる。ここでは、欧州における54の金融機関の合併事例のデータに基づいて計量分析を行い、銀行間および保険会社・銀行間の合併に関しては株主価値の上昇との正の関係を見出している⁽⁵⁸⁾。また、Carow (2001) は、一定の規模を持つ銀行と生命保険会社の統合が株価上昇に寄与していること

(51) Lewellen (1971), pp.521-537.

(52) Teece (1980), pp.233-247.

(53) Herring and Santomero (1990), pp.471-497, Gallo, Apilado, and Kolari (1996), pp.1775-1791, Calomiris (2000), pp.334-349.

(54) Gertner, Scharfstein, and Stein (1994), pp.1211-1230.

(55) Amihud and Lev (1981), pp.605-617, Jensen (1986), pp.323-329.

(56) Jensen (1986), pp.323-329.

(57) Winton (1999), pp.1-43.

(58) Cybo-Ottone and Murgia (2000), pp.1553-1571.

を明らかにしているいっぽうで、小規模銀行、医療保険会社および損害保険会社に関しては同様の傾向は見出していない⁽⁵⁹⁾。

(2) 金融・保険グループの規模の経済性

以上のようなこれまでの諸研究における議論と知見を踏まえて再整理を試みれば、規模の経済性と範囲の経済性の二つの側面から、金融・保険グループ化に経済合理性があるのか否かを考えることができる。

金融・保険グループ化は、しばしば金融機関の合併・統合をとおして行われるが、その動機の一つとして挙げられるのが、規模の経済性の向上である。グループ化によって、商品開発、販売および資産投資などにおいて規模の利益を生み出すことが期待されるだけでなく、より多くの資源が利用可能となることで市場の変化への柔軟性も高まると考えられる。また、利益の見込めないビジネスからの撤退やその売却も容易になるであろう⁽⁶⁰⁾。

グループ化は、規模の経済性によるコスト効率性の向上に貢献し得ると同時に、非効率ももたらし得る。その一つは、コーディネーションと意思決定にかかるコストが過大となることにより引き起こされる。組織が巨大化し、ビジネスラインが増えれば、グループ全体にわたって単一の権限により意思決定を行うことは難しくなり、その結果、意思決定をより下位に移譲することとなる。しかし、分権化された意思決定下においては、組織の構成者に適切なインセンティブを与えることが極めて困難であることは、奥野 他訳 (1997) が指摘しているとおりである⁽⁶¹⁾。適切なコーディネーションのために追加的な管理者を置くと、さらにエージェンシー問題を深刻化させるおそれがある。さらに、金融・保険グループが巨大化すると、前節で述べた市場支配力を濫用し、価格統制や競争制限を行い、金融市場の効率性を著しく損なうことも考えられる。

金融機関の規模の経済性を計量的に分析したものとしては、生命保険会社に焦点を当てて規模の経済性による利益の有無を検証したCummins et al. (1999) が挙げられる⁽⁶²⁾。ここでは、小規模の保険会社の大半は規模の拡大に応じて収益性が上がるいっぽうで、複数の事業を行う大規模保険会社の場合は、反対にコスト負担が増していることが明らかにされている。同様に保険会社がコングロマリット化と特化のいずれの戦略をとったほうが有利なのかについて分析を行ったBerger et al. (2000) も、保険会社の特性によって異なる傾向を見出している⁽⁶³⁾。ここでは、規模が大きく、個人分野に重点を置いたアンダーライティングを行い、垂直的な販売システムを有している保険会社にとっては、コングロマリット化が効率性と収益性を上げるのに対して、そうでない保険会社は特化戦略のほうが有利であ

(59) Carow (2001), pp.834-859.

(60) Swiss Re (2006), pp.22.

(61) 奥野 他訳 (1997)、pp.637-638。

(62) Cummins et al. (1999), pp.325-357.

(63) Berger et al. (2000), pp.323-362.

ることが見出されている。また、2006年にSwiss Reinsurance Co. Ltd.がSigma誌において行った生命保険会社の統合に関する調査によると、米国およびイギリスをはじめとする多くの先進市場において、企業規模の拡大が、事業費率の低下、利益率と株価の上昇につながるというふうで、すでに複数の保険会社が十分な規模を有しているわが国においては、そのような傾向は見られていない⁽⁶⁴⁾。

(3) 金融・保険グループの範囲の経済性

金融・保険グループは、一つの金融機関が複数の金融商品を生産・販売することが可能となり、いわゆる範囲の経済性による効率性向上につながり得る。生産活動を複数のラインで共同して行うことは、個々の事業体が個別に行うより効率的である。また、マネジメント能力、商品開発技術、販売チャネルおよび顧客基盤を共有して利用することにより、利益を上げることができる。顧客に対して包括的な金融・保険商品を提供するといういわゆるクロス・マーケティング (cross-marketing) のメリットは、前項で述べたアドバイザリー機能面、金融商品面での金融分野の融合の進行により、一層高まっているといえる。範囲の経済性は、供給者としての金融機関だけでなく、需要者としての顧客に対しても利益をもたらすものである。すなわち、顧客が、保険・貯蓄・投資商品など必要とする金融商品を別々の金融機関において入手するよりも、単一の金融・保険グループから包括的に購入するいわゆるワン・ストップ・ショッピング (one-stop shopping) が可能となれば、Skipper and Kwon (2007) が指摘しているとおおり、サーチコストや情報コストといった取引コストの負担を軽減することができる⁽⁶⁵⁾。

いっぽうで、個人の需要者すなわち消費者が、すべての金融商品を一つの機関から購入することを望んでいるとは限らないことは、川又他訳 (2010) においても分析されているとおおりである⁽⁶⁶⁾。むしろ個人消費者は、シンプルで標準化された金融商品を、保険会社、銀行および証券会社から別々に購入することを望む場合が多いかもしれない。また、Skipper and Kwon (2007) が指摘しているように、多くは小口である個人消費者は、巨大な金融コングロマリットを敬遠するかもしれない⁽⁶⁷⁾。とくにアカウント型の生命保険商品などに見られるようにカスタマイズされた金融商品を望む消費者は、国際的な金融・保険グループよりも、国内市場を重視すると期待される従来の金融機関との取引を好むとも考えられる。

さらに、異なる事業を行う組織は異なる企業文化を持つ場合が多いと考えられ、これら

(64) Swiss Re (2006), pp.22-25.

(65) Skipper and Kwon (2007), p.661.

(66) 川又 他訳 (2010)、pp.23-43。ここでは、INGダイレクト社が、顧客に対して総合的なソリューションを提供することより、単に貯蓄のみのシンプルなサービスに特化することにより成功した事例が取り上げられている。

(67) Skipper and Kwon (2007), pp.660-661.

が同一のグループに属することにより文化相反が生じ、それを緩和するためのコーディネーションに追加的なコストがかかるおそれがある。たとえば保険業と銀行業を統合して行うバンカシュランスが、必ずしも範囲の経済性からの利益をもたらさないことは、米国におけるCiticorpとTravelers Groupの合併の事例からも明らかである⁽⁶⁸⁾。

V 国際金融・保険グループの成長と監督規制

金融市場の融合が、アドバイザー機能、金融商品および供給機能の各側面において進行し、それが国際金融・保険グループの成長につながったこと、そして、このような金融機関のコングロマリット化にもさまざまな制約があるものの経済合理性があることは、前節において検討したとおりである。しかしながら、第Ⅱ節および第Ⅲ節においてみてきたとおり、保険、銀行および証券市場の監督規制は、各分野において重大な問題を引き起こすおそれのある市場の不完全性の性質の違いから、その目的、手法とも大きく異なっていた。国際金融・保険グループに対する監督規制のあり方を考えるにあたっては、金融市場の融合とその国際化がその市場特性にどのような変化をもたらし、それによりどのような非効率が生じ得るのかを明らかにする必要がある。本節においては、従来の金融市場において監督規制が重視してきた情報の不完全性、市場支配力および負の外部性が、金融市場の融合と国際金融・保険グループの登場によりどのように変化するかを検討し、今後の国際金融・保険グループに対する監督規制の枠組みを考える。

1. 金融市場の融合・国際化と市場特性の変化

金融市場の供給面での融合に伴い、国際金融・保険グループが成長するとともに、現在では多くの市場において、保険会社が直接に、または子会社・関連会社をとおして証券事業を行ったり、反対に銀行が保険・投資商品を販売したりすることが許されている。このような金融市場の融合・国際化により、金融市場に不完全性をもたらしてきた諸要因にも変化が生じているのではないだろうか。以下では、金融市場の融合と国際化が情報の不完全性、市場支配力、そして負の外部性の問題をどのように変化させているのかについて検討を試みる。

(1) 金融・保険グループの経営実態に関する情報の不完全性

従来の金融市場においては、主に金融機関の財務健全性に関する情報および金融商品・

(68) Swiss Re (2006), pp.25-26. ここでは、CiticorpとTravelers Groupが、1998年に合併したものの、銀行の顧客に保険商品を販売することが容易ではなかったことなどから、2001年には損害保険ユニットが分離され、2005年には生命保険・年金部門の大部分が売却された経緯が詳細に述べられている。

サービスの価格と質に関する情報に関して不完全性・不均衡が存在し⁽⁶⁹⁾、それによる取引コストの増加などを防ぐために、各分野において健全性規制や市場行動規制が実施されてきた。しかし、金融市場の融合・国際化に伴い国際金融・保険グループが登場している実態を見れば、従来から存在するこれらの情報問題に加え、金融機関の経営実態に関する情報の不完全性が拡大するおそれがあるのではないか。国際的に組織された金融・保険グループの場合、それが稼働する複数の市場の間で文化的背景、歴史的経緯、税制、そして法律・規制などが異なることから、規制監督者にとって、その経営・組織実態が不透明になりやすい⁽⁷⁰⁾。また、グループ自身が公的介入を避けるために、あえて特定の情報を開示しない事態も起こり得る。このような不透明性の問題は、規制監督者のみならず、顧客、株主、債権者をはじめとするあらゆるステークホルダーにとっても深刻化するおそれがあり、その結果市場規律が機能しなくなることも考えられる。

金融・保険グループの経営実態に関する不透明性は、たとえば保険事業を行うユニットと銀行業を営むユニットなどグループを構成する個々のユニットが、それぞれ別々の主体によって規制・監督される場合に、一層深刻化するおそれがある。さらに、法域外に本拠を置くユニットや持株会社、再保険ユニットなどは、いずれの規制監督の対象にもならない場合もある。その結果、より有利な規制条件の対象となるユニットに特定の事業やリスクを移転するなどの、いわゆる規制裁定 (regulatory arbitrage) が引き起こされることにもなる。

(2) 金融・保険グループのリスク実態に関する情報の不完全性

金融・保険グループの経営実態の不透明性の拡大は、同時にグループ内のリスク実態に関する情報の不完全性の問題も引き起こすおそれがある。たとえばグループを構成する個々のユニットが互いに直接または間接の請求権を持ち合っている場合には、規制監督者とその他のステークホルダーが、グループ全体がさらされているリスクエクスポージャを把握することが極めて困難となる。実際に、グループ内のユニット間で信用供与、株式の持ち合い、証券取引、保険およびリスクマネジメント・サービスの提供、そして保証委託などが行われれば、グループのリスク実態について、外部のステークホルダーはもちろん、グループの経営者自身も把握することが容易でなくなるであろう。

グループ内のリスク実態が不透明であった場合に、過大なリスクエクスポージャが集積されることにもなり、それらのエクスポージャの一つが顕在化すれば、それがグループ全体に伝播するおそれがある。このようないわゆる悪影響の伝播 (contagion) の問題は、前述のグループ内の規制対象外のユニットにリスクが移転されていたような場合には、一層

(69) これらに加え、保険市場においては被保険エクスポージャのリスク実態に関しても情報の不完全性があることは、第II節において述べたとおりである。

(70) Skipper and Kwon (2007), p.670.

重大となるおそれがあり、その結果、グループ全体を弱体化するのみならず、市場全体に不利益が及ぶ事態を招きかねない⁽⁷¹⁾。

(3) 金融・保険グループを取り巻くエージェンシー問題

金融・保険グループが複数の事業を行い組織が大規模化すれば、さまざまな利害相反がグループ内部で、またそれを取り巻くステークホルダーとの間で拡大するおそれがある。このことに関してWalter (1997) は、ユニバーサルバンクに焦点をあてて分析しているが、これに基づけば、グループ内の各ユニットが別のユニットの商品を販売できる場合に、顧客や株主の利益よりも契約高を引き上げることを優先し、複数の金融商品を組み合わせて販売するインセンティブを持つおそれがある⁽⁷²⁾。ここではまた、企業に対して資金の貸付と保険商品の提供を同時に行うことで、企業の証券発行を促し、その証券をグループ内の証券ユニットが保有するなど、顧客の信用リスクの不適切な移転が行われるおそれがあることも述べている。このことは、保険商品を提供することでローンの利用を促すといった、個人顧客に関しても起こり得ることであろう。さらに、保険契約引受けのための保険契約者の個人情報を、銀行など他のユニットが不当に利用し、ローンなどの提供に関する意思決定に利用するおそれがあることも指摘している。

しかしながら、金融・保険グループは、市場における信頼を高めようとする強いインセンティブを持つため、エージェンシー問題に自発的に対処することが期待される。実際に、保険と銀行の各商品の抱合せ販売 (tie-in sales) は、頻繁に行われることはなく、そのことを認識する規制監督者は、多くの市場においてエージェンシー問題を重要視していないことは、Skipper and Kwon (2007) が指摘しているとおりで⁽⁷³⁾。

(4) 市場支配力

保険、銀行および証券の各金融分野においては、多くの市場で厳格な免許制度が設けられるとともに、財務健全性を確保するための健全性規制が実施されていることは、第Ⅲ節において述べたとおりである。その結果、現実の金融市場は、比較的小規模の商品・サービス提供者が数多く存在するという完全競争モデルに基づく市場とは大きく異なるものとなっている。このため特定の金融機関が市場支配力を濫用し、価格や供給の操作など競争制限的な行動をとることのないように、各市場において競争規制が実施されている。国際金融・保険グループは、規模の経済性により商品開発および販売において他の競争者より有利である場合が多く、そのために小規模の競争者を特定の市場セグメントから駆逐したり、新規参入を抑制したりすることが考えられる。

(71) Skipper and Kwon (2007), pp.670-671.

(72) Walter (1997), pp.334-360.

(73) Skipper and Kwon (2007), p.673.

このことに関してSkipper and Kwon (2007) は、各市場において参入障壁が過度に高くないこと、そして競争規制が適切に設計され実施されていることを前提とすれば、大規模な金融・保険グループが競争制限的な行動をとる可能性は低いと述べている⁽⁷⁴⁾。しかしながら、前述の金融・保険グループの経営・組織実態の透明性が意図的に損なわれ、グループ内での内部補助や情報・技術移転が外部に明らかにされないまま行われれば、商品開発と価格付けにおいてその市場において圧倒的な支配力を持つことにもなりかねない。このように金融市場の融合と国際化に伴って情報の不完全性の問題が拡大すれば、各市場において適切な競争規制を実施することが困難となり、その結果、市場支配力の問題が拡大するおそれがあるのではないだろうか。

(5) 負の外部性とリスクテイキングな経営行動

個々の金融機関単位で見れば、異なる金融業態の融合が株主価値の上昇につながり得ることは前述のとおりである。同時に、銀行が保険業、証券業を営むことにより、リスク分散をとおして安定性を向上させ、その結果システムリスクが縮小する可能性があることも、しばしば主張されてきた。しかしながら、Barth et al. (2001) が分析しているとおり、金融市場の融合が分散効果によって経済の安定性を向上させ、その結果システムリスクを縮小し、ひいては各市場の経済発展につながるか否かについては、いまだ有意な関係性が見出されていない⁽⁷⁵⁾。

いっぽう、金融市場の統合が進行すると、極めて大規模な国際金融・保険グループが形成されることも予想される。かりに、分散効果により破綻のリスクは縮小するとしても、このような巨大な金融・保険グループがいったん財務困難に陥れば、国際経済に及ぼす影響も甚大となる。その結果、規制監督者は、いわゆるTBTF (too-big-to-fail) の視点に立った意思決定を行いやすくなる⁽⁷⁶⁾。規制監督者がTBTFポジションをとれば、モラルハザードの問題が深刻化するおそれがある。すなわち、保険契約者、預金者および証券保有者は、金融・保険グループの財務健全性をモニタリングするインセンティブを低下させ、その結果、グループの経営者は、よりリスクテイキングな行動をとりやすくなると考えられる。このように、金融・保険グループが巨大化すれば、分散効果によるリスク縮小を、取引当事者のモラルハザードが相殺することとなるかもしれない。このような議論は、すでに十分な規模を持つ金融機関が統合することによりさらに巨大化しても、必ずしも収益性・効率性が向上しないことを計量的に分析したCummins et al. (1999) らの研究やSwiss Re (2006) の調査の結果とも整合的である⁽⁷⁷⁾。

(74) Skipper and Kwon (2007), p.674.

(75) Barth et al. (2001), pp.31-95.

(76) Skipper and Kwon (2007), pp.674-675.

(77) Cummins et al. (1999), pp.325-357, Swiss Re (2006), pp.22-25.

2. 国際金融・保険グループに対する監督規制のあり方

金融機関の事業のグローバル化のなか、アジア金融危機をはじめとする過去における重大な金融危機は、金融分野における不適切な規制がその国・地域経済だけでなく、世界経済に重大な影響を及ぼすことが認識されることとなったことは前述のとおりである。このことは、市場の失敗を是正するための公的規制が不適切であったために、かえって市場の失敗につながったと見ることができる。このような状況をうけて、各国政府の協調による国際的な規制体制の構築への要請が高まってきた。

それと同時に、従来は金融三分野別に整備されてきた規制監督体制も、協調の試みがなされている。このことは、IAISの定める保険に関するコアプリンシプルに、国際的に活動する保険会社や、金融・保険グループに対する監督協力および調整の必要性が謳われていることからわかる⁽⁷⁸⁾。また、Skipper and Kwon (2007) が指摘しているとおり、保険、銀行および証券をすべて統括する規制監督主体が、わが国を含む多くの市場において置かれるようになってきている⁽⁷⁹⁾。しかしながら、金融各分野の規制の主要目的の相違（保険：保険会社の財務健全性の確保と情報不均衡の是正、銀行：金融システムの安定化、証券：消費者保護）から、統括規制監督主体が、各分野の規制監督主体を必ずしも上回る権限を有しているわけではなく、あくまでも分野間の調整機能を果たしているに過ぎない。また、金融・保険グループに対する統一的な規制体制の枠組みに関しても、国際的なコンセンサスが形成されているとは言えない。

このような現状認識に立って、以下では、前項で検討した国際金融・保険グループの登場による金融市場の変化を踏まえて、どのような規制体制が整備される必要があるのかについて検討を試みる。

(1) 情報の不完全性と健全性規制

情報の不完全性の拡大に関しては、規制監督主体が、国際金融・保険グループの経営、所有形態、各市場の法制の実態に関して十分に正確な情報を得なければ、グループが全体として直面しているリスクを正確に計測することができない。また、規制対象外のユニットからグループにもたらされるリスクを把握することも困難である。規制主体は、グループに対して、また、他業態および他の国・地域の規制主体に必要な情報を要求する権限を持つ必要がある。実際にも、情報開示を重要視したリスクベースの健全性規制モデルが、国際的に採用されつつある。金融機関の財務、リスクおよび経営に関するより広い情報を、保険契約者や預金者を含む消費者、そして投資家といった取引相手方に対して公開することを通じて、情報の不完全性を是正しようとするものである。そのためには、会計基準、

(78) IAIS が2011年に発表したInsurance Core Principles, Standards, Guidance and Assessment Methodologyにおいて、原則25としてSupervisory Cooperation and Coordinationが盛り込まれている。

(79) Skipper and Kwon (2007), pp.184-187.

証券規制、金融機関の破綻処理規制の国際的共通化が不可欠である。このモデルにおいては、証券規制監督主体、会計監査主体、そして格付け機関が重要な役割を担うこととなる。とくに保険分野においては保険負債の評価の前提となる仮定の不確実性の問題については繰り返し議論されてきたとおりである。

また、規制監督者は、金融・保険グループがさらされるリスク実態を把握するために、グループ内の個々のリスクエクスポージャを特定する必要がある。そのためには、金融分野全体で統合された金融監督システムが整備されているか、各分野間での協調体制が構築されていることが求められる。各分野の規制監督者は、規制対象となるユニット間での行動パターンと集積されたエクスポージャが重大なリスクを伝播させるものでないことを把握し、系列内のユニットが許容範囲を超えたリスクを別のユニットに負わせているような場合には、そのユニットの資本を増加させるか、事業活動を制限する必要がある。金融・保険グループのリスク実態の不透明性により、悪影響が伝播しないよう、グループ内のユニット同士の関係をモニタリングし、前述のリスクエクスポージャに関する情報の透明性を確保することも必要となる。

(2) エージェンシー問題と市場行動規制

金融・保険グループが市場の信頼を維持するために、エージェンシー問題にすすんで対処すると期待できることは前項において述べたとおりである。また、販売規制や情報開示をはじめとする市場行動規制は、取り扱う金融商品・サービスの違いから金融各分野で、また、各市場の歴史的・文化的背景の違いから、その体系は異ならざるを得ない。このため、市場行動規制に関しては各分野、各市場において適切に設計され、実施されている限りは、統合的な枠組みの構築は必ずしも求められないかもしれない。しかしながら、前項で述べたように、金融・保険グループが、複数の金融商品・サービスを提供することで、顧客の信用リスクを高めることのないように⁽⁸⁰⁾、グループを構成する各ユニットの販売行動をモニタリングすることに関しては、各金融分野間での調整が必要であろう。

(3) 市場支配力と競争規制

各市場において参入障壁が不適切に高くなく、かつ競争規制が適切に実施されていれば、金融・保険グループが過大な市場支配力を持ち、競争制限的な行動をとる事態にはなりにくいことは前述のとおりである。しかしながら、規制対象外の分野の、あるいは国外のユニットから、内部補助が行われたり、フリーキャッシュフローが投入されたりすると、市場の競争をゆがめることにもつながる。金融・保険グループの経営実態の不透明性が増せば、意図的にこれらのことが行われる可能性があるため、各分野・市場の競争規制の整備

(80) たとえば、顧客に保険商品を提供すると同時に証券発行やローン利用を促すことで、信用リスクを高めることなどが挙げられる。

だけではなく、監督者間の協力と情報交換が重要である⁽⁸¹⁾。

(4) 負の外部性とセーフティネット

国際金融・保険グループが異なる金融事業を行うことによりリスク分散を達成することが期待されるいっぽうで、前項で述べたとおり、グループの巨大化は、規制監督者がTBTF (too-big-to-fail) のポジションをとることにもつながる。このため、国際金融・保険グループに対するセーフティネットをどのように設計すべきかが重要となる。伝統的な金融分野のセーフティネットとしては、保険分野においては支払保証基金制度が、銀行分野においては預金保険制度が多くの市場で整備されてきた。しかし、支払保証基金が保険会社の財務健全性に関して情報劣位にある保険契約者を保護することを重視してきたのに対して、預金保険制度は負の外部性によりシステミックリスクが顕在化することを防ぐことを主眼としてきた。このようにセーフティネットは各金融分野において、異なる目的を持っていることは、第Ⅲ節で検討したとおりであり、金融機関の破綻が市場全体へ及ぼす影響の大きさを鑑みる限りにおいては、銀行分野のセーフティネットの設計は保険分野のそれよりも重大であるかもしれない。

いっぽうで過度なセーフティネットは、保険契約者、預金者をはじめとする消費者がグループの財務健全性をモニタリングするインセンティブを低下させ、その結果、グループの経営者がリスクテイキングな行動をとることにもつながることは、前項で分析したとおりである。このため、保険分野においては、モラルハザードの問題が深刻とまらない範囲で支払保証基金が整備されることが求められるいっぽうで、システミックリスクの回避を目的とする銀行分野のセーフティネットはより手厚いカバーを提供する必要があるかもしれない。実際に大規模な銀行が財務困難に陥り、預金保険による支払いや中央銀行貸出しでは対処できない事態となった場合には、公的資金が投入されてきたことは、わが国においても経験してきたとおりである⁽⁸²⁾。このため、金融・保険グループ化により銀行事業が拡大すれば、グループ全体に対して規制監督者がTBTFに基づく意思決定を行うことになり、経営者のモラルハザードを招き、その結果、金融市場の基礎構造を損ないかねない⁽⁸³⁾。

以上のことから、預金保険制度の保険料を、より厳密なリスクベースにより算定するなどの措置も必要である。このことによって金融機関に対して、安全努力を行い破綻のリスクを自ら引き下げるインセンティブを与えることが期待できる。同時に、金融・保険グループの破綻に、預金保険制度により事後的に対処するだけでなく、前述の健全性規制を整備することにより事前に対処することも必要である。たとえば資本要件の強化やディスクロージャーの強化などにより、規制監督者や消費者が継続的に金融・保険グループの財務

(81) 五味 (2006)、p.335。

(82) 大野 他 (2006)、pp.205-206。ここでは、1995年以降、わが国において住宅金融専門会社の破綻処理や、大手銀行への二度の公的資金による資本投入について分析している。

(83) Skipper and Kwon (2007)、p.675。

健全性をモニタリングすることができるような健全性規制の枠組みの構築が求められる。

セーフティネットの設計に際しては、規制裁定を防止するために、国際的な協調も必要である。たとえば、国際的に活動する金融・保険グループは、より手厚いセーフティネットを享受できる市場に本拠を置くユニットに、他のユニットが引き受けたリスクを移転することも考えられる。そのため、システミックリスクとモラルハザードの両者のバランスを勘案したセーフティネットの枠組み構築とともに、その国際的な調整も求められる。

VI むすびにかえて

1990年代以降保険会社の国際的な連携や海外進出など事業活動のグローバル化が進展すると同時に、保険、銀行および証券の各金融分野も様々な側面において融合しつつある。このような金融・保険市場の融合とグローバル化に伴い、国際金融・保険グループに対する規制・監督体制を整備する必要性が認識されるようになってきている。このため本稿では、国際金融・保険グループに対する監督規制のあり方について検討を試みた。

金融市場には、取引に関する情報の不完全性、特定の当事者の市場支配力、そして負の外部性をはじめとする様々な不完全性が存在し、金融市場における伝統的な監督規制は、これらの市場の不完全性を是正するために、健全性規制、市場行動規制、そして競争規制の3つの領域において実施されてきた。健全性規制は、金融機関の財務健全性に関する情報の不完全性を緩和し、深刻な事態をもたらす外部性であるシステミックリスクの顕在化を防ぐことを目的としたものである。また、市場行動規制は、金融商品・サービスの価格や質に関して情報劣位にある保険契約者、預金者および投資家などの購入者が適切な意思決定を行い得るように、販売者である金融機関の行動をコントロールするものである。そして、競争規制は、特定の取引当事者が市場支配力を持つことにより競争制限的な行動をとることを回避しようとするものである。金融市場の監督規制は、これら3つの領域の組合せに基づいて、個々の市場において形作られてきたが、保険、銀行および証券の各分野の市場特性の違いから、重大な問題を引き起こす恐れのある市場の不完全性も、またそれに対処するための監督規制の形態も大きく異なっている。すなわち、保険分野に関しては、保険会社の支払能力および保険商品の価格と質に関する情報の不完全性を緩和するために、ソルベンシー規制や支払保証基金制度、保険料率規制などの健全性規制、保険料率・商品規制や販売規制などの市場行動規制が整備され、保険契約者の劣位な立場を補完してきた。また同時に、保険料率・商品規制は、被保険エクスポージャーのリスク水準に関して情報劣位にある保険会社がすすんで保険商品を販売し、安定的に供給することにも貢献してきた。銀行分野においては、銀行が財務困難に陥った結果、システミックリスクが市場全体に重大な影響を及ぼす事態を回避するために、バランスシート規制や預金保険制度などの健全性規制を主軸として実施されてきた。また、証券分野においては、金融商品の安全性など

に関して情報劣位にある証券購入者が、適切な意思決定を行い得るよう情報開示をはじめとする市場行動規制を中心に設計されてきた。

このように金融三分野は、互いにその市場特性も、監督規制の目的と形態も異なるいっぽうで、アドバイザリー機能、商品および供給の各側面で融合が進んでいる。保険ブローカーやリスクマネジメント・コンサルティング会社、ファイナンシャル・プランナーが顧客に提供するリスクマネジメント、投資、貯蓄など金融に関する総合的なアドバイザリー・サービスは、金融市場のアドバイザリー機能における融合であるといえる。また、リスクマネジメント機能と投資機能を組み合わせたユニット・リンク保険や変額年金保険、金融各分野の技術を組み込んで設計されたカタストロフィ・ボンドやクレジット・デリバティブは、金融商品の技術面での融合の例として挙げることができる。金融市場のアドバイザリー機能面と商品面での融合と同時に、ユニバーサルバンクやバンカシュランス、さらには大規模な金融・保険グループなどの登場に見られるように、金融市場の供給面での融合も進行している。金融・保険グループ化には、規模の経済性と範囲の経済性による効率性向上が期待できる点において、経済合理性があるといえる。いっぽうで、グループ内でのコーディネーションと意思決定にかかるコストが過大となったり、巨大な金融・保険グループが市場支配力を濫用し価格統制や競争制限を行ったりした結果、金融市場の効率性を著しく損なうおそれもある。

さらに、国際金融・保険グループの成長は、金融市場における情報の不完全性、市場支配力および負の外部性の問題を変化させるものである。多様な文化的・歴史的背景、税制、そして法律・規制を有する複数の市場において事業を展開する国際金融・保険グループの経営・組織実態をつぶさにモニタリングすることは、規制監督者のみならず、顧客、株主、債権者をはじめとするあらゆるステークホルダーにとっても容易なことではない。また、金融・保険グループの経営実態の不透明性の拡大は、同時にグループ内のリスク実態に関する情報の不完全性の問題も引き起こすおそれがある。たとえば、グループ内のユニット間で信用供与、株式の持ち合い、保険サービスの提供などが行われれば、グループ全体がさらされているリスクエクスポージャーを把握することは、外部のステークホルダーはもちろん、グループの経営者自身にとっても容易なことではない。その結果、リスクエクスポージャーの一つが顕在化すれば、それがグループ全体に伝播するのみならず、市場全体に不利益が及ぶ事態を招きかねない。金融・保険グループの経営・組織実態の不透明性の拡大はまた、グループ内での不適切な内部補助や情報・技術移転を可能とし、特定のグループに対して商品開発と価格付けにおいて圧倒的な市場支配力を与えることにもなる。さらに、巨大な国際金融・保険グループが形成されれば、規制監督者が、いわゆるTBTF (too-big-to-fail) ポジションを取りやすくなり、その結果、他のステークホルダーは、グループの行動をモニタリングするインセンティブを低下させ、グループの経営者は、よりリスクテイキングな意思決定を行いやすくなる。いっぽうで、金融・保険グループは、市場における信頼を高めようとする強いインセンティブを持つため、エージェンシー問題に

自発的に対処し、顧客や株主の利益に相反する販売行動を取ることは多くないと考えられる。

このような金融市場の融合と国際化による市場特性の変化を踏まれば、どのような規制体制が整備される必要があるだろうか。国際金融・保険グループの経営実態に関する情報の不完全性に関しては、規制監督者がグループの経営、所有形態、各市場の法制の実態に関して十分で正確な情報を得る必要がある。そのためには、規制主体は、グループに対して必要な情報を要求する権限を持つだけでなく、各金融分野あるいは各国・地域の規制主体間で迅速な情報交換が可能となっていなければならない。また、金融機関の経営・財務に関する情報を、保険契約者、預金者および投資家といったステークホルダーに公開することにより、市場規律を機能させるためにも、会計基準、証券規制、金融機関の破綻処理規制の国際的共通化が不可欠である。さらに、規制監督者が、金融・保険グループのリスク実態を把握し、グループ内の各ユニットが負うリスクエクスポージャーの総体が許容範囲を超えているような場合には、資本の増強、事業活動の制限などの措置を取るために、金融市場全体で統合された監督システムが整備されているか、各分野間での協調体制が構築されていることが求められる。金融・保険グループの市場支配力の問題に対しては、規制対象外の分野の、あるいは国外のユニットから内部補助が行われたり、フリーキャッシュフローが投入されたりすることにより、市場の競争を歪めることのないよう、各分野・市場の競争規制の整備だけでなく、監督者間の協力と情報交換も重要である。負の外部性の問題に対しては、支払保証基金制度や預金保険制度などのセーフティネットがすでに多くの市場において整備されている。保険における支払保証基金制度が取引当事者間の情報不均衡を緩和するものであるのに対して、預金保険制度はシステミックリスクを回避するためのものである。異なる金融分野において異なる目的を持つこれらのセーフティネットに関しては、必ずしも協調して再整備することが求められるものではない。しかしながら、規制裁定を回避するためには、各市場間で保護水準を共通化するなどの国際的な調整が必要であろう。いっぽう販売規制や情報開示をはじめとする市場行動規制は、取り扱う金融商品・サービスの違いから、また、各市場の歴史的・文化的背景の違いから、金融各分野・市場ごとにその体系は異ならざるを得ない。また、エージェンシー問題に起因する不適切な販売行動が行われにくいことを考慮すれば、金融三分野をまたいだ国際的で大規模な共通化は必ずしも求められないであろう。

【参考文献】

- ・大野早苗・小川英治・地主敏樹・永田邦和・藤原秀夫・三角隆司・安田行宏『金融論』、有斐閣ブックス、2007年。
- ・大前恵一郎『ボディ、マートン 現代ファイナンス論』（改訂版）、ピアソン・エデュケーション、2007年。
- ・奥野正寛・伊藤秀史・今井晴雄・西村理・八木甫訳『組織の経済学』、NTT出版、1997年 (Milgrom, Paul and John Roberts, *Economics, Organization & Management*, Prentice Hall, Inc, 1992)。
- ・金田幸二「IAISの保険規制・監督基準の動向について－保険グループ規制・監督を中心にして」『損保総研レポート』第98号、2012年、pp.1-40。
- ・川又啓子・諏澤吉彦・福富言・黒岩健一郎訳『ヘスケット＝サッサー＝ホイラー オーナーシップ指数OQ－サービスプロフィットチェーンによる競争優位の構築』、同文館出版、2010年。
- ・五味正夫「保険事業のグローバル化と規制・監督の国際基準」、堀田一吉・岡村国和・石田成則編『保険進化と保険事業』、慶應義塾大学出版会株式会社、2006年、pp.319-347。
- ・下和田功編『はじめて学ぶリスクと保険』（第3版）、有斐閣ブックス、2010年。
- ・諏澤吉彦「ファイナンス理論の発展とその保険事業への影響に関する考察」『損害保険研究』第69巻第1号、2007年、pp.65-92。
- ・諏澤吉彦「損害保険料率規制の転換－保険市場の情報問題からの一考察－」『保険学雑誌』第611号、2010年、pp.61-79。
- ・諏澤吉彦「医療保険市場における民間保険のあり方に関する考察－公的保険と民間保険の役割分担に関する分析モデルの検討を中心に－」『生命保険論集』第174号、2011年（2011a）、pp.1-26。
- ・諏澤吉彦「生命保険および傷害疾病保険における保険料率および保障内容をめぐる競争と規制のあり方に関する研究」公益財団法人かんぽ財団調査研究助成報告書、2011年（2011b）。
- ・近見正彦、吉澤卓哉、高尾厚、甘利公人、久保英也『新・保険学』、有斐閣アルマ、2006年。
- ・堀田一吉「保険自由化の評価と消費者利益－損害保険を中心に－」『保険学雑誌』第604号、2009年、pp.5-24。
- ・米山高生「戦後の生命保険システム」、田村祐一郎編『保険の産業分水嶺』第2章、千倉書房、2002年。
- ・米山高生「戦後型保険システムの転換－生命保険の自由化とは何だったのか？－」『保険学雑誌』第604号、2009年、pp.25-44。
- ・米山高生・箸方幹逸監訳『ハリントン & ニーハウス 保険とリスクマネジメント』、東洋経済新報社、2005年 (Harrington, Scott E. and Gregory R. Niehaus, *Risk Management and Insurance*, 2nd Edition, McGraw-Hill, 2004)。
- ・東京海上日動火災保険株式会社編著『損害保険の法務と実務』、財団法人金融財政事情研究会、2010年。

- Amihud, Y., and B. Lev “Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers,” *Bell Journal of Economist*, Vol.12, No.2, 1981, pp.605-617.
- Barth, J. R., G. Caprio Jr. and R. Levine “Banking Systems around the Globe: Do Regulation and Ownership Affect Performance and Stability?” in *Prudential Supervision: What Works and What Doesn't*, ed. by F. S. Mishkin, University of Chicago Press, 2001, pp.31-95.
- Berger, A. N., J. D. Cummins, M. A. Weiss and H. Zi “Conglomeration versus Strategic Focus: Evidence from the Insurance Industry,” *Journal of Financial Intermediation*, Vol.9, Issue 4, 2000, pp.323-362.
- Booth, P. “Financial Intermediaries: the Relationship between their Economic Functions and Actuarial Risks” in *Encyclopedia of Actuarial Science*, ed. by Jozef L. T and B. Sundt, 2004, pp.691-700.
- Calomiris, C. W. “Universal Banking: American Style,” *U.S. Bank Deregulation in Historical Perspective*, ed. by W. Charles, Cambridge University Press, 2000, pp. 334-349.
- Carow, K. A. “Citicorp-Travelers Group Merger: Challenging Barriers between Banking and Insurance,” *Journal of Banking and Finance*, Vol.25, No.8, 2001, pp.1553-1571.
- Cummins, J. D., S. Tennyson and M. A. Weiss “Consolidation and Efficiency in the U.S. Life Insurance Industry,” *Journal of Banking and Finance*, Vol.23, Issue 2-4, 1999, pp.325-357.
- Cybo-Ottone, A. and M. Murgia “Mergers and Shareholder Wealth in European Banking,” *Journal of Banking and Finance*, Vol. 24, Issue 6, 2000, pp.831-859.
- Gallo, J. G., V. P. Apilado and J. W. Kolari “Commercial Bank Mutual Fund Activities: Implications for Bank Risk and Profitability,” *Journal of Banking and Finance*, Vol.20, Issue 10, 1996, pp.1775-1791.
- Gertner, R. H., D. S. Scharfstein and J. C. Stein “Internal versus External Capital Markets,” *Quarterly Journal of Economics*, Vol.109, Issue 4, 1994, pp.1211-1230.
- Herring, R. J. and A. M. Santomero “The Corporate Structure of Financial Conglomerates,” *Journal of Financial Services Research*, Vol.4, No.4, 1990, pp.471-497.
- Jensen, M. C. “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers,” *The American Economic Review*, Vol. 76, No. 2, 1986, pp.323-329.
- Lewellen, W. G. “A Pure Financial Rationale for Conglomerate Merger,” *Journal of Finance*, No.26, 1971, pp.521-537.
- Skipper, H. D. “Financial Services Integration Worldwide: Promises and Pitfalls,” *North American Actuarial Journal*, No.4, 2000, pp.71-108.
- Skipper, H. D. and W. J. Kwon, *Risk Management and Insurance: Perspectives in a Global Economy*, Blackwell Publishing, 2007.
- Teece, D. J. “Economies of Scope and the Scope of Enterprise,” *Journal of Economic Behavior and Organization*, Vol.1, Issue 3, 1980, pp.233-247.

- Vaughan, E. J. and T. Vaughan, *Fundamentals of Risk and Insurance*, 10th Edition, John Wiley & Sons, Inc., 2008.
- Walter, I. “Universal Banking: A Shareholder Value Perspective,” *European Management Journal*, Vol. 15, Issue 4, 1997, pp.344–360.
- Winton, A. “Don’t Put All Your Eggs in One Basket? Diversification and Specialization in Lending,” Working Paper Series, Carlson School of Management, University of Minnesota, 1999.
- White, L. J. “Competition versus Harmonization: An Overview of International Regulation of Financial Services,” in *International Financial Markets: Harmonization versus Competition* ed. by C. E. Barfield, AEI Press, 1996.
- Swiss Reinsurance Co. Ltd. “Getting Together: Globals Take the Lead in Life Insurance M&A,” *Sigma*, No.1/2006, 2006.