

保険・年金 フォーカス

米国のスワップと保険の規制を巡る論議動向

CFTC と SEC 共同のスワップ定義規則を中心として

保険研究部門 主任研究員 小松原 章

(03)3512-1823 komatsu@nli-research.co.jp

1—米国の金融危機とスワップ規制

2008 年秋に発生したリーマン・ショックにより、大規模金融機関の経営危機による金融システムの機能不全という新たなリスクが問題視されるようになった。

この結果、システムック・リスクを回避すると同時に、消費者保護を図るという観点から、米国では大規模な金融規制改革が行われ、その集大成として 2010 年 7 月にドッド・フランク法(Dodd Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act)が成立することとなった。

今回の金融危機では、一種の債務保証的な機能を有するいわゆるクレジット・デフォルト・スワップ(CDS)を中心とする店頭デリバティブの規制が行われておらず、市場の混乱を増幅させたとの認識から、CDS を含むデリバティブ商品をスワップとして法令上厳格に定義するとともに、商品先物取引を所管する商品先物取引委員会(CFTC)と証券取引を所管する証券取引委員会(SEC)とが共管(以下「委員会」とする)で、これらスワップ取引を規制することとなった。

具体的には、スワップ(金利スワップや商品スワップ等)を CFTC が、証券派生スワップを SEC が、双方の性質を持つ混合スワップを双方がそれぞれ担当することにより、スワップ商品およびその取引業者を規制することとなった。

これらを通じて、スワップ市場の透明性の確保と適正な取引の実現が期待されることになった。

一方、これまで州が専管的に規制を行ってきた保険については、今回の金融危機においても監督上大きな問題がなかったこともあり、引き続き州による保険に対する一般的な監督権限が留保されることとなった。

したがって、ドッド・フランク法においても基本的には、スワップは連邦監督当局(委員会)が、保険は州(保険局)がそれぞれ縦割り方式で監督するというすみわけがなされることとなった。

ドッド・フランク法では基本的に保険商品はスワップとして規制しない旨の考え方が示されているが、一方でその定義の仕方のひとつとして、「スワップとは、不確定な金融・経済事象が発生するか否か、または不確実な事象の発生程度に依存して、売る、買うまたは支払義務が生じる契約である」旨の幅広い書き方がされているために、保険を明確に除外するための規則の制定が求められることとなった。

このような中で、ドッド・フランク法上スワップの詳細な定義を規則で定めるよう求められていた委員会では、規制逃れを避けるとともに、保険商品等のスワップ規制上の取り扱い(適用除外)を明確にするための規則制定に着手し、検討を重ねた結果、2012年8月に保険商品の適用除外を含めたスワップの定義に関する規則を公表し、保険商品の取り扱いを明らかにした。そこで、以下ではその概要を紹介することとする。

2—委員会(CFTC、SEC)のスワップ定義規則と保険商品との関係

この定義規則は、スワップ等の詳細定義(Further Definition of Swap, Security-Based Swap, and Security-Based Swap Agreement; Mixed Swaps; Security-Based Swap Agreement Recordkeeping)と称する規則で、スワップの内容について相互関連を含めた具体的内容を明らかにするとともに、保険商品等についてスワップの定義から除外する取り扱いを定めたものである。

この規則を通じ、連邦が所管するスワップと州が所管する保険商品の区分けが明確になり、規制の透明性・連続性が確保されることになる。

この規則は、①保険商品が規則所定の条件を充足した場合には、スワップとはみなさない(いわゆる「セーフ・ハーバー規則」、さらに、②規則施行前に締結された保険商品にはスワップ規制を適用しない(既得権条項)とする趣旨の内容である。

要するに、この規則に合致した保険商品はスワップから除外されることになり、連邦規制が適用されず、従来どおり、州による保険規制のみが課せられるというものである。

具体的に見ると、保険商品としてスワップ規制の適用除外とされるには次の二つのテストを同時に満たさなくてはならない。

- (i) 保険商品テスト(Product Test)
- (ii) 保険会社テスト(Provider Test)

さらに別途、(ii) 保険会社テスト充足を条件にスワップ規制の適用除外となる(iii) 例示保険商品(Enumerated Products)、すなわち生命保険等伝統的な保険商品が具体的に定められた。

すなわち、(i) 保険商品テストまたは(iii) 例示保険商品テストを満たし、かつ、(ii) 保険会社テストを満たした保険商品は、連邦法上のスワップ規制の対象外となる。

表:スワップ規制の適用対象外となるための条件[(i)または(iii)、かつ(ii)を充足]

テスト名	テスト内容
(i) 保険商品テスト	保険商品には被保険利益があること(保険期間全体)等。
(ii) 保険会社テスト	保険会社は州などの監督に服すること等。
(iii) 例示保険商品	伝統的保険商品(生命保険、年金、医療保険、損保等)。

(i) 保険商品テスト

内容はおおむね以下のとおりであり、次の条件を同時に満たす保険商品は、スワップとは見なされない。

- ・保険金受取人には被保険利益(insurable interest)があり、なおかつ、保険期間を通じ被保険利益が保持されること。
- ・損害が発生し、かつ、その填補のための支払い金額が被保険利益相当額に限定されること。
- ・当該保険商品が、被保険利益から切り離されて、市場で売買されないこと。

(ii) 保険会社テスト

さらに、上記の保険商品テストを満たす保険商品は、次の保険会社テストを満たさなくてはならない。

すなわち、これらの保険商品は、次のテストのいずれかを満たした保険会社によって発行されなければならない。

- ・州の保険監督または連邦機関の監督に服する者で、なおかつ、当該保険商品が州法または連邦法上、保険としての規制を受けていること。
- ・再保険の場合に限っては、保険商品テストを満たした者に対して取引を行う再保険者であって、次のすべてに該当する者。

- 1) 対象となる州法または連邦法によってそのような再保険取引が禁止されていない者
- 2) 再保険に付される元受保険商品が、保険商品テストを満たすか、または、スワップ規制の適用除外となる例示保険商品(以下で説明)に該当すること。
- 3) 再保険者が支払う全再保険金額が、元受保険会社が支払った保険金額を超えないこと。

(iii) 例示保険商品

これは、今回の規則制定時点ですでに取引されている保険商品であり、保険会社テストを満たし、かつ保険商品として規制されている場合には、そもそもスワップの定義対象外の商品として委員会で考えられていたものである。それらが今回の規則で以下のとおり明らかにされることとなった。

1) 生保会社関係商品

生命保険、年金、医療保険、長期介護保険、就業不能保険。

2) 損保会社関係商品

一般の損害保険(Property and Casualty Insurance)、保証証書(Surety Bonds、Fidelity Bonds)等。

3) 再保険

例示保険商品に関する再保険全般。

3——生保業界から見た本規則の特徴および課題

以上のとおり、概観した限りでは現在の保険商品は概ね保険商品テストまたは例示保険商品に該当することになり、州の免許を受けた保険会社として活動している場合には、スワップの規制から免れることができるように見られる。

しかしながら、生保業界から見るといくつか課題も指摘されているところであり、このうち主要なものを以下に見ていくこととする。

(i) 被保険利益要件について

保険商品テストでは、スワップ規制の適用除外となるためには、保険金受取人が被保険利益を持ち続けなければならないとされている点について、生保業界は不適切であるとしている。

具体的に見ると、生保業界(ACLI 等)は、①州保険法上、生命保険は契約締結時点のみ被保険利益の存在が要求されているに過ぎない、②年金や医療保険は被保険利益の存在を規定していない、③年金には被保険利益という用語は使用せず、スワップではない旨を明らかにすべきである、などの批判を行っている。

これに対して、委員会は、生命保険や年金については、別途、適用除外とする例示保険商品に落とし込み、被保険利益の対象商品にしていなかったらうで、州の規制を受ける保険会社がこれらの商品を扱う限り、スワップ規制の対象にはならないと主張し、生保業界の批判をかわしている。

(ii) 例示保険商品の範囲

規則では、スワップ規制を適用しない保険商品(例示保険商品)として、生命保険、年金等の伝統的保険商品が具体的に列挙されている。

しかしながら、委員会は、例示保険商品には、団体年金の受け皿商品である GIC(Guaranteed Investment Contracts、利率保証契約)等の運用型商品は含まれないとしている。

生保業界は、GIC は年金等の一形態として生保会社が発行している商品であるから、スワップ規制の対象外とすべきであると主張している。

GIC の取り扱いについては、類似商品が他業界(銀行)からも発売されているため、より広い概念としての元本保証契約(Stable Value Contracts、SVC)として捕らえ、その取り扱いが今後検討される予定となっている。

したがって、この検討を待って、GIC を含む SVC がスワップであるかどうか、スワップである場合、その取り扱い(適用除外するかどうか)についての判断が下される見込みである。

以上のとおり、今回の委員会規則で、ドッド・フランク法上のスワップと保険商品のすみわけの方向性が明確にされたが、一方で既述のとおり課題も残存し、生保経営に与える影響も無視し得ないことから、最終決着に向けた関係者の動向には引き続き注目していく必要があるものと考えられる。

以上