

米国の株価指数連動型年金の動向

SECの証券規制導入と対応分かれる生保業界



保険・年金研究部門 小松原 章

komatsu@nli-research.co.jp

1— 株価指数連動型年金の販売状況

米国の生保市場規模を2007年の収入保険料ベースで見ると、ACLI（米国生保協会）ファクトブックでは、個人生命保険1,034億ドル、団体生命保険380億ドル、個人年金1,925億ドル、団体年金1,217億ドル、個人医療保険614億ドル、団体医療保険886億ドルとなっており、個人年金は最大の市場規模を有している。

個人年金の種類別状況については、一般的に定額年金、変額年金による区分で販売統計が作成されており、最も代表的な生保リサーチ機関のリムラ（LIMRA）調査では販売実績（収入保険料）が図表-1のとおり示されている（リムラ調査は団体年金の拠出建制度の一部が考慮されているため、ACLIより大となっている）。1990年代以降の一般的傾向として変額年金のウェートが高くなっている。

これら個人年金のうち、株価指数連動型年金は、払い込み保険料に対して付与すべき利息につき、契約上所定の株価指数等の外部のインデックスに関連させてその額を決めていく商品である。株価指数等のインデックスにリンクさせるという意味で、金融市場の実勢を一定程度反

映させることとなり、投資商品的な性格も有するが、一方において、法令に従い契約上最低利率、元本保証があることから、一般の定額年金に類似した性質をも有している。1990年代半ばに新規発売された新種商品である。

次の欄の市場価額調整型商品は、解約価額が金融情勢に応じて所定の範囲で調整される商品である。一般的に市場金利が最低保証金利に比して高い場合における解約に対しては、解約控除が高めに設定される傾向にある。

[図表-1] 個人年金販売額推移（単位10億ドル、カッコ内は占率%）

	2001年	2007年	2008年
定額年金	64.7(25.9)	60.1(24.6)	95.1(37.9)
伝統型(簿価保証)	47.3(18.9)	27.3(11.2)	50.3(20.0)
株価指数連動型	6.8(2.7)	25.0(10.2)	26.5(10.6)
市場価額調整型(MVA)	10.6(4.2)	7.8(3.2)	18.3(7.3)
変額年金	185.3(74.1)	184.0(75.4)	155.6(62.1)
定額・変額合計	250.0(100)	244.1(100)	250.7(100)

(資料) LIMRA個人年金関連調査より作成。

定額年金分野の販売実績推移を見ると、従来は一般の定額年金が主流であったところ、2000年代に入ると株価指数連動型年金の成長振りが顕著となっている。

こうした、株価指数連動型年金の急成長を反映して、生保業界は変額年金の成長とともに業績の進展を見せて行くこととなるが、後述のとおり販売に伴う種々の苦情も見られるようになり、SEC（米証券取引委員会）による規制強化の動きが出てくることになる。

次に、この成長顕著な株価指数連動型年金の取り扱い生保会社であるが、上位会社を見るとAVIVA、アリアンツ等欧州系生保会社ないしは中堅会社が主体であり、メトロポリタン、プルデンシャル、アクサ・エクイタブル、ノースウェスタン、ニューヨーク生命などの伝統的

大手生保会社は積極的な取り組みをしていないのが現状である。

すなわち、伝統的な大手生保会社は個人年金分野では、変額年金、一般の定額年金に注力しているのであり、これに対する株価指数連動型年金は欧州系生保会社等のいわばニッチ型商品として市場に浸透していることが理解できる。

2—株価指数連動年金の仕組み・内容

1 | 概要

NAIC（全米保険監督官協会）の一般契約者向けバイヤーズ・ガイドによると、株価指数連動型年金（Equity-Indexed Annuities）とは、定額年金の一種で、払い込み保険料に対して株価指数に連動した利息が付与されつつ保険料積立金が累積するとともに、将来の所定の時期に蓄積した保険料積立金を基礎に年金支給がなされる方式の商品である。利息算定の基礎となる指数（インデックス）はS & P500などの株価指数である。株価指数連動型年金はまた、定額指数連動型年金（Fixed Indexed Annuities）とも称されている。

株価指数連動型年金は、株価指数という会社から独立した外部指標の変動率に契約所定の調整を行った利息が付与されるため、指数等の変動を被ると言う意味での利息の不確定要因を有することになるが、次のような保証が契約上付与されているため、変額年金のように契約者が投資リスクを負うことはないものと考えられてきた。

すなわち株価指数連動型年金には契約上次の保証が与えられる。

- ・全払い込み保険料のうち所定の部分（通常諸経費控除を反映した額で、払い込み保険料の87.5%から100%の間の率）を元本として、こ

れを保証する。

- ・各州の保険法で規定される最低保証利率が付与され、これらが元本に繰り入れられる。
- ・最低保証利率を超過する利息（契約上保証された所定の方式に基づき計算される）が追加的に付与されると同時に、これらが元本に繰り入れられる。

このようにひとたび超過利息を含めて契約者に付与され元本として組み込まれると、それらは将来の運用実績にかかわらず、減じられることはなく確定した金額となる。こうした性質をラチェット（ratcheting）されるといわれている。

2 | 株価指数変化率の算定方法と付与すべき利息の計算方法

上記のとおり、株価指数連動型年金は、一定期間の株価指数の上昇率に対して契約上一定の調整をなした後に算定される利息が実際に契約者に対して付与される。

したがって、まず、利息を付与すべき期間をどの程度に設定するか、次にこの期間における株価指数の変化率をどのように算定するのか、最後に株価指数の変化率をどのように調整（具体的には変化率を緩和する）するのかが問題になる。

そこで、これらの取り扱い方法についてNAFA（米国定額年金協会）の株価指数連動型商品に関するホワイト・ペーパーによりその概要を整理すると以下のとおりとなる。

(1) 利息付与期間

利息付与期間とは、契約者に対して利息が付与されるべき対象となる期間のことをいい、最も多く使用される期間は1年である。

付与された利息は契約者にとって確定したも

のとなり、それを失うことはない。すなわち、将来において運用実績にかかわらずこの確定した契約価額が減じられることはない。

株価指数連動型年金の中には複数年にわたる利息付与期間を有するものがあり、その範囲は2年から解約控除期間全体にわたるものまでがある。

(2) 株価指数変化率

株価指数変化率は利息付与期間における株価指数の変化率をどのようにして計算するのかを決定する方式で、種々の考え方が存在し、このうち主要なものを示すと次のとおりである。

なお、通常使用される株価指数は、S & P 500を始めDow Jones 30 Industrialなどである。

また、一般的に、ひとつの利息付与期間が終了すると同じ長さの利息付与期間が新たに始まり、最終株価指数が次の開始時点の株価指数となる。

(i) 期間変化率方式 (Point to Point)

開始時点の株価指数と利息付与期間末の株価指数の変化率である。すなわち、開始時点の株価指数が100で、期間末のそれが120である場合には、指数変化率が20%である。

(ii) 平均方式 (Averaging)

これは開始時点の株価指数とその年の月次平均株価指数との間の変化率を基準とする方式である。

具体的には、利息付与期間が1年、その開始時点(1月1日)の株価指数が100であるとし、その後12ヶ月の各月1日の株価指数の平均値が110であるとした場合には、指数変化率は10%となる。

(iii) 最高値方式 (High Water)

これは一定期間における一連の株価指数の中で、最高の株価指数を開始時点の株価指数で除した率を基準とするものである。

この手法は、①複数年の利息付与期間のケースに使用される、②1年単位で各年の最高値が算定されるというもので、利息付与期間中の最高値が使用される。

具体的には、開始時点1月1日の株価指数が100で、5年後のそれが110であったものの、この5年間における株価指数の最高値が140であった場合には、指数変化率は40%となる。

(3) 株価指数変化率に対する調整 (減額)

一般的に株価指数連動型年金には、株価指数変化率を一定のルールで調整する仕組みが組み込まれている。この目的は、株価指数変化率をストレートに契約者に還元しないで、所定の調整(すなわち減額)をすることによって、保険会社の負担(ヘッジコスト等)を担保することにある。

こうした調整方式の主要なものを見ると次のとおりである。

(i) フロアーの設定 (Floor)

これは株価指数の変化率に対して0%のフロアー(最低レベル)を設定することである。これによりマイナスの利息付与が阻止されることから、前年度までの利息は確定的となり、その後の運用実績にかかわらずこの確定額が最低限維持されることになる。

(ii) 利益還元率 (Participation Rate)

これは株価指数変化率の一定割合を利息として付与する方式である。たとえば、利益還元率が80%で、株価指数変化率が10%の場合には、付与利率が8% (=10×0.8) となる。

(iii) スプレッド、マージンまたは手数料

これらは、株価指数変化率から控除する率を示す用語である。たとえば、スプレッドが2%で、株価指数変化率が10%の場合には、付与利率は8%となる。すなわち、株価指数変化率の最初の2ポイント部分については利息付与されない。

スプレッドは通常、ヘッジコストを賄う手段ないしヘッジに内在するリスクを減じる手段であり、管理経費・投資サービスを賄う手数料ではないとされている。

(iv) キャップ

これは付与利率の上限を示すもので、キャップ10%であれば、株価指数の変化率が12%であっても、実際の付与利率は10%となる。

3— 株価指数連動年金に対する新たな証券規制へ動き出したSECと生保業界の反応

1 | SECによる株価指数連動年金への証券規制（規則151A）導入提案

(1) 新規則導入の経緯

1990年代半ば（1995年といわれている）に登場してきた株価指数連動型年金は、とりわけ2000年代に入り著しい成長を遂げ、定額年金分野の中心的な存在の一角を占めるに至った。

ところで、この株価指数連動型年金は生保業界では定額年金の一種と位置づけられているが、契約者に帰属する利益（付与利息）が部分的ではあるが証券価格の変動にリンクしていることから「証券」的な側面も見られる。

しかしながら、株価指数連動型年金の証券法上の位置づけは不明瞭なまま現在に至っている。したがって、この商品は一般的に証券規制に服さず、新規商品発売の際のSECへの登録、商

品販売（募集）の際の証券ライセンスの取得など証券諸法上要求される規制が適用されてこなかった。この点が一般証券同様に証券規制に服する変額年金等との大きな相違のひとつであった。

一方、この株価指数連動型年金の販売が急速に伸び影響力が増大する中で、証券規制当局の関心を喚起することとなった。そこでまず、自主規制機関であるFINRA（前身の全米証券業協会であるNASDが母体となって2007年に組織変更された証券監督機関）が2005年8月に会員宛通知を発出し、傘下の会員（ブローカー・ディーラー）に対して系列の販売人（保険募集人）による（証券法上未登録の）株価指数連動型年金の販売にかかわる監視体制の強化を要請した。

以降証券規制当局の目立った動きは見られなかったが、ここへきて本丸であるSECが新たな動きを見せ、2008年6月に株価指数連動型年金に証券規制をかける趣旨の新規制案（規則151A）を提示してきた。

SECが今回の規則を導入しようとする背景には、急成長し続けた株価指数連動型年金販売が一方において不適正販売にかかわる苦情とともに成し遂げられたとする認識があり、投資者保護上これまで証券法上未登録であった株価指数連動型年金に対して連邦証券法上の位置づけを明確にするガイダンスが必要であると判断した点が挙げられる。

生保業界側の異論も見られるが、SECによると、不適正販売にかかわる苦情原因として次のような事例が指摘されている。

- ・ 株価指数連動型年金にかかわる複雑な特徴について契約者に適切な開示がなされてこなかった。
- ・ 急成長が高い販売手数料（長期間適用される解約控除が財源）によって確保された。

米国では、これまでも年金商品が普及するのに伴い商品の多様化（利率保証契約などの出現）が進み、この過程で証券法適用の有無に関して疑義が生じる事例が発生したことから、証券法適用除外の判断をする際の規則（規則151）が1986年に制定された経緯がある。

この規則151の概要は次のとおりであり、その趣旨は本規則に合致した年金契約は証券法の適用をしないとする、いわゆるセーフ・ハーバー規則である。

(i) 保険会社が、保険期間にわたって、(a) 販売・管理経費その他の経費控除後の払い込み保険料および付与した利息を保証すること、かつ、(b) 州保険法に規定する最低利率以上の所定の利息を付与すること。

(ii) 保険会社が上記の最低保証利率を超える利息を付与する場合には、1年につき2回以上これを変更してはならないこと。

これらを満たした年金契約は証券法の適用を免除されることとなるが、SECは、いわゆる株価指数連動型年金については、後者の(1)を満たしていないものと判断している。したがって、株価指数連動型年金については、証券法上の取り扱いが不明確な状況となっている。

こうした事情に鑑み、SECは、証券法適用除外とする範囲を確定し、株価指数連動型年金の購入者に対して証券法上与えられる便益（適切な開示、不適正販売の排除など）を確保するため、本規則案を提示するに至ったのである。

(2) 規則151 Aの内容

そこで、今回の規則案（規則151 A）についてその概要を見ると次ページの図表-2のとおりであり、大意は「本規則に合致した年金契約は、

証券法適用除外とする年金契約ではない」とするもので、したがって、この意味において証券法の規制に服することとなる。要するに、株価指数連動型年金に対して証券法を適用しようとする内容である。

今回の提案での注目点は、株価指数連動型年金のように所定の最低保証があっても、それを超えるプラスの範囲での収益率変動という不確実性に契約者が晒されている場合には、投資リスクがあり、これに証券規制を適用しようとする点である。

本規則案では契約上保険会社によって支払われる金額が、契約上保証された金額を上回る可能性が高いかどうかを決定するための方法が提示されている。

規則案によると、契約発行前に保険会社がなした決定は規則所定の条件〔(b)(2)の要件〕に従ったうえで確定的なものになっているが、SECでは、この決定手法は会社自身が合理的に定めるいわゆるプリンシプル・ベースの手法であるとしている。

要するに、SECでは、通常、生保会社が年金契約のプライシングやヘッジングの際に、このような分析を行っているはずであるから、会社が年金契約発行時においてこうした決定に関する予測結果を評価できると考えているのである。

したがって、生保会社は従来どおり株価指数連動型年金を証券法適用除外とするためには、本規則に提示された契約に合致しないことをプリンシプル・ベースの手法に基づき証明しなければならない。

大方の株価指数連動型年金は本規則の契約に合致する可能性が高く、したがって、証券諸法の適用を受けざるを得ないものと想定されることから、本規則導入は株価指数連動型年金で成長してきた会社にとっては大きな負担増となることが予想される。

[図表-2] 規則151Aの内容

項目	内容(採択時ベース)
(a)一般規定	<p>本規則(c)項で規定される場合を除き、保険監督官、銀行監督官その他同様の機関の監督に服する会社が発行した年金契約であって、かつ、年金契約として保険法の規制に服するものである場合、以下の双方に該当するものは、証券法適用除外(3条(a)(8))となる年金契約ではない。</p> <p>(1)1以上の所定の利率付与期間末(あるいは後)に保険会社が契約上支払う金額が、全部もしくは一部にかかわらず、証券のグループもしくはインデックスを含め、その利率付与期間中の証券の運用実績に関連させて計算される契約。</p> <p>(2)保険会社が契約上支払う金額が、契約上保証された金額を上回る可能性が高い(more likely than not to exceed)契約。</p>
(b)契約上支払う金額および契約上保証された金額の決定	<p>本規則(a)(2)における決定をなすにあたっては以下のすべてを考慮する。</p> <p>(1)保険会社が契約上支払う金額および契約上の保証金額は、支払い時に課せられる経費(上限なし)を含めたすべての経費を考慮して決定するものとする。</p> <p>(2)年金契約発行前に保険会社がなす決定は、以下の条件を満たせば確定的となる。</p> <p>(i)その決定に使用された手法および経済上・数理上・その他の諸仮定が合理的であること。</p> <p>(ii)保険会社が行った決定の裏づけとなる計算が充分正確であること。</p> <p>(iii)その決定は、年金契約の当初発行前6ヶ月以内に行われたものであること。</p>
(c)分離勘定	<p>本規則は分離勘定の投資実績にしたがってその価額が変動する年金契約には適用されないものとする。</p>

2 | 生保業界の反応

(1) 対応姿勢分かれる生保各社

SECでは規則案を公表した際(2008年6月25日)、同時に9月10日を期日とするパブリック・コメントを募集した。しかしながら、この期限では短すぎて十分な検討ができないとする

意見が強かったこともあり、同年10月10日にその期限を11月17日とする延長提案を明らかにしてきた。

今回の提案に対する生保各社の反応については意見が分かれているのが特徴である。すなわち、先述のとおり、株価指数連動型年金は欧州系生保会社等のニッチ型商品でもあることから、これらの会社を中心にその導入に対して強く反対姿勢を示す会社と賛成ないしは条件付賛成というかたちで受け入れ姿勢を示すメトロポリタン、ニューヨーク・ライフ等伝統的な生保会社群に分かれている。

要するに、これらの伝統的大手生保は変額年金または一般の定額年金に力点を置いていることから、証券法上不明確な株価指数連動型年金に対して証券規制が導入されるということは、変額年金の観点からは規制の公平性が確保される一方、定額年金の観点からは投資リスクがある商品を隔離して従前の定額年金の規制方式が保護されるというメリットがあり、SECの動きを支持または黙認しているのである。

これに対して、反対グループの代表格は上位トップおよび二位会社であるアリアンツ、AVIVAで次のような反論を行っている。

まず、アリアンツ社の反論のスタンスは次のとおりである。

- ・株価指数連動型年金は州保険法上の要件を満たし、元本、付与された利息が保証されているから保険である。
- ・本規則は消費者の選択肢を縮小するものであり、消費者利益を損なうばかりか、株価指数連動型年金を取り扱う生保会社に対して競争制限的効果を有し、これを取り扱う募集人に対して不公正な効果を及ぼすことになる。

AVIVAもアリアンツ社同様に、株価指数連動型年金は、保険であり証券ではないとして規則導入に対して強く反発している。

AVIVAによれば、本規則が要求するテストは証券法上の適用除外を決定するための要件を大きく変更するものであり、現行の判例（元本割れなど契約者が大きな投資リスクを負担する商品を証券とみなす）やSECの従前の解釈によって支持されるものではないとしている。したがって、このような規則が採択されることになれば、証券の概念を変質させるだけでなく、その他の年金商品にかかわる訴訟リスクを高めることにもなりうる。

これに対して、メトロポリタン社等伝統的大手生保は次のとおりSECの提案に対して好意的な対応を見せている。

まず、メトロポリタン社は、SECの提案を強く支持するとしうえで、株価指数連動型年金に証券規制を課すことは、この商品にかかわる適合性等の販売問題を明らかにするとともに、株価指数連動型年金と変額年金との間の公正取引条件の確保にも資することになろうとしている。

一方、ニューヨーク・ライフも株価指数連動型年金に対して証券規制を課すことは投資者保護に資するとしてSECの提案を評価している。ニューヨーク・ライフは、株価指数連動型年金は証券であり、証券規制に服するべきであるとするSECの姿勢に同意するとともに、これにより、投資者に対して完全な開示や販売上の保護が証券法上与えられることになり、州保険法上の規制と併せて投資者保護の強化が達成できると前向きな評価を下している。

(2) ACL I 等関連団体の対応

生保各社の反応等とは裏腹にACL I（米国生保協会）は、今回のSEC提案に対する適切な統一的対応策に苦慮している模様である。

今回提案に対してACL Iは、本規則が保険商品およびその募集人に対して大きな影響を与

える点とその内容の複雑性、重大性に鑑み、パブリック・コメント提出期限を少なくとも90日から120日間延長することが必要であるとして、8月18日にSEC宛に延長申請を行った。

しかしながら、この申請をSECは当初却下したため、ACL Iは体系的なコメントを作成できないまま締め切りの9月10日を念頭に置き暫定版コメントを提出（9月19日付け）することとなった。

この暫定版コメントの概要は概ね「当規則は適用困難である、リーガルリスク懸念がある」等、基本的には本規則導入には慎重な姿勢を示しつつ、近々代替案（補足版コメント）を提出したいとしている。しかしながら、追加コメントを提出できないままコメント期限が到来してしまった。

これに対して、今回のSEC提案に対しては株価指数連動型年金を含めた定額年金を支持する団体等が積極的な反対運動を展開することとなり、その代表格のひとつがNAFA（米国立額年金協会）である。NAFAは今回の新規則が、証券法の立法趣旨（年金は証券ではないため同法の適用除外であるとする旨）や既存の最高裁判例等による見解に反した内容であるとして、その撤回を強く訴えている。

反論の骨格は、過去の最高裁判例等を基礎として、株価指数連動型年金には、払い込み保険料・最低利率保証等が組み込まれ、契約者には投資リスク負担（いわゆる元本割れ可能性）がないことから、変額年金のように証券には該当しないと主張するものである。過去の判例では契約者が大きな投資リスクを負担していることが証券認定の重要な根拠となっていることを受け、株価指数連動型年金はこれに該当しないと主張しているのである。

4—SECによる規則採択と生保業界

今回のSECの動きは、新たな投資リスク観導入と従前の発想に基づく関連業界等の反対意見との間で軋轢が生じている。このような中で、SECは、これまで不明確であった株価指数連動型年金の位置づけを本規則で明瞭にすることによって投資者保護を図るという強い方針のもとで、概ね提案どおりの内容で2008年12月に規則の採択を行った。同時にSECは準備期間等を考慮して本規則を2011年1月以降の新契約分から適用する旨明らかにした。

しかしながら、採択に当たってSECは委員長・コミッショナー5名のなかで1名が反対論者とほぼ同様の趣旨でこの規則(151A)が最高裁判例と矛盾する、SECの規則制定権を超えている等の観点で反対意見を表明した。

SECの採択を受けて、コンプライアンスコスト等の負担を懸念した関係会社・販売業者団体6社(アメリカン・エクイティ生命等)は2009年1月に規則の撤回を求めて連邦控訴裁判所への提訴に踏み切った。この動きにNAICも同調し訴訟の併合が行われた。

こうした動きに対してSECも2009年4月に反論する意見書を裁判所へ提出し、徹底抗戦の構えを示している。一連の論争は裁判所へ持ち込まれその決定が待たれる状況となっている。司法当局が近年の新しい情勢の中でどのような決定を下すか注目されるところである。