

変額保険・変額年金と投資者保護

森 田 章

- 一、保険審議会答申の経緯
- 二、変額保険・変額年金の意義
 - 一、変額保険
 - 二、変額年金
- 三、米国連邦証券規制の適用
 - 一、連邦と州との関係
 - 二、変額年金
 - 三、変額保険
- 四、SECの一般的見解
- 五、連邦証券諸法上の保護内容
- 四、わが国での問題点

変額保険・変額年金と投資者保護 森田

一、保険審議会答申の経緯

保険審議会は、昭和四七年六月二〇日、「保険商品および生保資産運用に関する答申」を行い、変額生命保険および変額年金保険について次のように述べた。すなわち、「近年欧米主要国において実施をみているいわゆる変額保険は、かならずしもインフレ・ヘッジの本質をもつ保険商品ではないが、経済成長に伴う資産運用成果を契約者に還元するための一方策として検討に値するものと認められ、また、今後における老後生活保障のニードの増大、個人金融資産選好の多様化等に伴う保険需要にできるだけ即応していくことが当面の課題であると思われるので、わが国においてもその実施を可能とするよう、いわゆる分離勘定制度の設定その他につき所要の法制措置を講ずる等、実施の体制を整備しておくことが適当である⁽¹⁾」とした。要するに、①資産運用成果を契約者に還元すること、②老後生活保障、および③金融資産選好の多様化への対応から、変額保険および変額年金保険のわが国への導入を説くものである。

昭和四七年十一月七日、保険審議会は、「国際化の進展に伴う法制上の諸問題について」と題する答申を行い、新種商品の認可について次のように述べた。すなわち、「無配当保険および変額保険は、社会経済情勢の変化に伴って新たに生じてきた保険需要に応えようとするものであるが、変額保険および相互会社の扱う無配当保険は現行の保険業法が予定していなかったものである。したがって、これらの新しい保険商品の販売を円滑に行なうようにし、かつ、契約者の利益保護を図っていくためには、それぞれ後に述べるような法制の整備を行うことが適当

である。しかしながら、現行の保険業法は、昭和一四年に制定され、その後長期間を経過しているために、その他の面においても現在の情勢に必ずしも適応していない点が多いので、全面的な再検討が必要であるが、そのためには今後なお、かなりの時間を要するものと思われる。他方、無配当保険および変額保険に対する社会的ニードを考慮すれば、当面、現行業法にもつき行政上の必要な措置を講ずることにより、その範囲内においてこれらの保険を実施しても、特に問題はないものと認められる⁽²⁾とした。要するに、変額保険は、行政措置を講ずることによって発売を認めうるものとされた。

昭和五〇年六月二七日、保険審議会は、「今後の保険事業のあり方について」と題する答申を行い、生命保険商品について次のように述べた。すなわち、「生命保険商品については、近年、保障機能の増大を求める契約者の動向に依り、定期付養老保険（養老保険とかけ捨ての定期保険との組合せ保険）を中心とする定期化（かけ捨て保険の比重が大きくなっていく傾向）が進み、昨年一二月からはかけ捨ての個人定期保険が全社において発売されるに至り、また、無配当保険（契約者配当はないが、その代わり保険料の安い保険）、疾病特約等も発売されて、商品の多様化が推進されてきている⁽³⁾。」としながら、変額保険等については、昭和四七年六月に答申が行われている変額保険については、今後更にその実施につき積極的な検討がなされるべきことを指摘しただけに終⁽⁴⁾っている。右の経過を概観すれば、変額保険および変額年金保険は、その必要性が説かれはじめてから、なかなか実施されてこなかったといえよう。このことは、無配当保険の実施状況と比較すると明らかである。ところが、昭和六〇年代に入つて、変額保険・変額年金について、その実施が急速にはかられるようになった。

昭和六〇年五月三〇日、保険審議会は、「新しい時代に対応するための生命保険事業のあり方」と題する答申を行い、変額保険について次のように述べた。すなわち、「変額保険の実施については、既に昭和四七年及び昭和五〇年に当審議会が答申したところである。昭和四七年答申においては、『当面、現行業法にもとづき行政上の必要な措置を講ずることにより、その範囲内で実施しても、特に問題ない』としており、これを受けて各生命保険会社は定款の整備を行ったが、現在までのところ実際には行われていない。その理由としては、その後の株価の動向のほか、従来の定額保険の伸長が順調であったこと、前述の特別配当が実施されたこと（株式・不動産のキャピタルゲイン等を契約者に還元するために、一〇年以上経過した契約を対象に昭和四六年度決算から実施されているものを指す——森田）等があげられよう。しかしながら、最近の国民の金利嗜好の高まりや、高齢化の進展による生存保障ニーズの増大を背景として、変額保険へのニーズが高まっていると考えられる」とした。⁽⁵⁾つまり、ここで変額保険の必要が説かれる理由としては、老後生活保障、および金利嗜好の高まりであり、昭和四七年の保険審議会答申における理由のうち、資産運用成果の契約者への還元は、特別配当の実施によって消え去っている。ところが、昭和六〇年の保険審議会答申においては、金融の自由化に伴う国民のニーズの変化が強調されており、⁽⁶⁾変額保険や変額年金も、生命保険業界にも押し寄せる金融革新の一環として、商品の多様化および資産の効率運用が急務だとされているように解される。⁽⁷⁾

ともかく、変額保険および変額年金についての商品開発は、急ピッチで行われているようであり、大蔵省においては右の昭和六〇年の保険審議会答申の出される前から変額保険のために生命保険会社に「分離勘定」を認可する

方針を明らかにし、⁽⁸⁾ また生保業界も右答申を待ちかねたように生命保険協会が変額保険について統一指針づくりに乗りに出したという。⁽⁹⁾

- (1) 保険研究会編、保険審議会答申集（昭和五九年）八一頁。
- (2) 前掲注1、七五―七六頁。
- (3) 前掲注1、五三頁。
- (4) 前掲注1、五四頁。
- (5) 昭和六〇年五月三〇日保険審議会答申四〇―四一頁。
- (6) 前注三三頁。
- (7) 日本経済新聞昭和六〇年一月二日「生保業界に変革の波」によると、生命保険業界がいま大きく変ろうとしている。金融革命の波が押し寄せ、他業態との連携、新規分野への進出など……商品の多様化や資産の効率運用にも一段と熱が入ってきた、という。
- (8) 日本経済新聞昭和六〇年三月四日「生保に分離勘定（変額保険など対応）」。
- (9) 日本経済新聞昭和六〇年一月二日「変額保険に統一指針」。

二、変額保険・変額年金の意義

一、変額保険

昭和四七年の保険審議会の前述の答申⁽¹⁰⁾では、変額保険についての定義はみあたらず、昭和五〇年の保険審議会の

変額保険・変額年金と投資者保護 森田

(五三五) 一一五

前述の答申でも、変額保険という文言の括弧書において、株式等への資産運用の成果を保険金額に反映させる仕組みの保険だとされてきたのとどまる。

ところが、昭和六〇年の保険審議会の前述の答申では、変額保険のタイプについて次のように述べた。すなわち、「諸外国で販売されている変額保険の仕組みは、大別すると三つに分類される。

第一は、運用により当初の予定より責任準備金が増加した割合と同一の割合で保険金を増額するタイプである。これは、当初の保険から比例的に増幅された新たな保険ヘシフトするものと理解することができ、純粋な形では保険金額のみならず、保険料も比例的に増額されることになる。オランダで実施されたのがこの形であり、保険料が上がることからあまり普及しなかったようである。アメリカにおいては、保険料は上昇せずに定額であるように修正された形のもが販売されている。

第二は、運用により当初の予定より増加した責任準備金の差額を一時払保険料に充てて購入しうる分だけ保険金を増額するタイプである。これは、配当による保険買増の考え方で理解することができ、アメリカ及びカナダで販売されている。

第三は、運用により当初の予定より増加した責任準備金の差額だけ保険金を増額するタイプである。これは、配当積立の考え方で理解でき、イギリスにおいて販売されている。西ドイツで販売されているタイプはこのバリエーションとして位置付けることができ、責任準備金が当初の保険金額を上回ってはじめて保険金を増額するものである。

運用成績が当初の予定を下回った場合にはいずれのタイプにおいても逆方向にメカニズムが働き、保険金を減額することとなる。

保険制度の観点からは、いずれの仕組みもそれぞれ合理性を有するものであり、わが国において変額保険を実施する場合にいずれのタイプを選択するかは、基本的には、国民のニーズや理解の容易さを勘案した経営判断に委ねられるべき問題であると考え⁽¹²⁾。とした。右の三つのタイプに共通するのは、「運用により当初の予定より責任準備金が増加しないし減少した場合に、保険金を変動させることである。その変動のさせ方において、変動のリスクがどのようになるかが次の問題となる。右答申は、最低保証の問題について次のように述べた。すなわち、「定額保険の場合には、生命保険会社の資産運用実績が予定利率を下回った場合にも、そのリスクは会社が負担し、契約者の受け取る保険金額は保証されている。そのため、生命保険会社の資産運用については、安全性の観点からの規制が課せられている。これに対し、変額保険では資産運用の結果が直接保険金額に反映されることから、資産運用の成果もリスクもともに契約者がその自己責任において負担することになり、そのため運用方針等のディスクロージャーの義務が生命保険会社に課される。資産運用の安全性と有利性との間にはトレード・オフの関係があり、変額保険については、理論的には保険金の最低保証は必ずしも必要ではない。しかしながら、死亡保険金については、死亡保障のニーズがなお高いことから、変額保険の場合にも、生命保険会社が保証することが望ましいと考えられ、諸外国においても、死亡保険金については最低保証が行われている。満期保険金について最低保証を付するかどうかについては、わが国の国民のニーズや意識を勘案した各社の経営判断に委ねてよい問題である⁽¹³⁾。とした。

つまり、死亡保険金については最低保証を行うべきであり、満期保険金については最低保証を要しないとの考え方だと理解できよう。

右の答申は、変額保険の実施について次のように述べた。すなわち、「変額保険が従来の保険商品とは多くの点で性格を異にする面を有することを考慮すると、消費者との間においてトラブルが生ずるおそれなくはない。また、変額保険に関する資産運用規制、ディスクロージャー、募集体制については、証券投資信託における諸規制との関係にも留意することが適当であると考えられる。国民の生命保険へのニーズや理解の状況を勘案し、従来の生命保険商品との連続性にも配慮すると、当面、変額保険商品の開発・提供に着手する際には、別紙のような参考例に沿って行うことが適当である」とした。⁽¹⁴⁾ その別紙こそは、右の答申の想定する変額保険そのものということになるので、これを概観しよう。まず、変額保険の種類として、個人変額養老保険、個人変額終身保険、個人変額年金保険とし、保険期間は一〇年以上とする、としている。

商品の仕組について、①保険金の増減（運用成果の反映）は、毎月の契約応当日に同型の保険を自動的に増減額する方式（一時払保険金買増方式）とする。②契約日は、毎月一日とする。③保険金額は、死亡保険金については最低保証を設けることとするが、満期保険金の保証については任意とする。④保険料は、毎回の払込額を変動させない定額方式によることとし、保険料計算基礎は、現行定額保険とのバランスを配慮して設定する、としている。

そして、分離勘定を設置し、これについては、資産評価に時価法を導入し、毎月一回の資産評価を行うものとし、保険法八六条の準備金の積立は行わないものとしている。資産運用についても、分離勘定資産の運用については、

現行の財産利用方法書に、大蔵大臣の認可により、分離勘定に関し、現行とは別個の財産利用方法、財産利用割合を定めるものとし、原則として分離勘定資産については利用制限割合は設けられず、分散投資のための規制が設けられる、としている。⁽¹⁵⁾

要するに、変額保険においては、資産運用の結果が直接保険金額に反映されることから、資産運用の成果もリスクとともに契約者がその自己責任において負担することとなる。変額保険の契約者は、投資者であるという側面を有することになるのである。

二、変額年金

変額年金について、前述の昭和六〇年保険審議会答申は、個人変額年金について次のように述べた。すなわち、「変額保険と同様の仕組みにより個人変額年金も考えられる。資産運用の成果を年金額に反映させることにより、長い期間にわたるインフレ等の経済変動のリスクをヘッジする特徴を有するものとして、高齢化時代における役割が期待される。しかし、個人年金は高齢者の終身の所得保障にかかるものであり、高齢者は一般的に安全性を重視する傾向があることには十分留意する必要がある。このため保険料払込期間中は資産運用実績により責任準備金^が変動するが、年金支給開始時に引き続き変額年金とするか、それ以降は定額年金とするかのオプションを提供することや、変額年金と定額年金とを組み合わせる販売することが考えられる。また、消費者のニーズの動向の把握等に基づき、各社の経営判断により、有利性を若干犠牲にしても年金額にある程度の最低保証を付することも考えられる」とした。しかしながら、同答申別紙「変額保険の実施参考例」において、個人変額年金保険の導入が言及され

ているのに、最低保証については、とく言及がなされていない。つまり、「保険金額は、死亡保険金については最低保証を設けることとするが、満期保険金の保証については任意とする」との記載があるのみである。⁽¹⁶⁾ 変額年金については、最低保証もないとすれば、その契約者は、変額保険の契約者よりもさらに強く投資者であることの性格があらわれている。

変額保険・変額年金は、要するに投資商品としての性質を有することになるが、投資者保護のための規制は、従来の保険契約者保護規制とは異質のものとならざるをえない。⁽¹⁷⁾ つまり、変額保険・変額年金が新種の保険であるがゆえにその契約者に対して新しい保護を付与すべきであるというレベルの議論では不十分であって、投資商品であることからくる規制を考えなければならない。

それは、一体どのような規制ないし保護を必要とし、いかなる方法によって規制を行うのか——証券取引法か保険業法か——、というようなことが問題となろう。そこで、これらについての米国の議論を次に概観することによろう。

(10) 昭和四七年六月二〇日保険審議会「保険商品および生保資産運用に関する答申」および昭和四七年一月七日答申「国際化の進展等に伴う法制上の諸問題について」。

(11) 前掲注1、五四頁。

(12) 前掲注5、四一—四三頁。

(13) 前掲注5、四三—四四頁。

(14) 前掲注5、四七頁。

(15) これらの内容については、前掲注5、九二頁以下によつた。

(16) 前掲注5、五五―五六頁。九二頁以下。

(17) 森田、後掲注32、三五頁以下において、投資商品ないし投資者とは何であるのかを考察したので参照されたい。米國では、投資契約は、①自己の資金を投資し、②その投資先が共同事業であり、③利益を期待すること、および④利益は第三者の努力のみによること、の要件を満たすものであるとするのが判例である(森田・三九頁)。そして、投資契約は、連邦証券諸法の適用を受けるのであるが、その場合に投資契約の譲渡等における証券性は問題とされないので、保険商品も連邦証券諸法の対象となれるのである。T. Frankel, Variable Annuities, Variable Insurance and Separate Accounts, 51. Boston U. L. Rev. 173, 228 (1971).

三、米國連邦証券規制の適用

米國においては、変額年金が、変額保険よりも前に出現した。変額年金については、一九五一年に公表されたT I A A (the Teachers Insurance and Annuity Association of America)の調査が長期間においては持分証券の平均業績が生活費用の上昇をかなり上回るとの結論を明らかにしたことから、一九五二年にC R E F (the College Retirement Equities Fund)が設立されてその会員に対して変額年金を提供することにその端緒をみる⁽¹⁸⁾ことができるといわれている。当初は、生保業界において、この新商品に対する立場が対立した。プルードンシャル保険会社は積極的であり、メトロポリタン生命保険会社は保守的であつた。⁽¹⁹⁾

変額保険は、一九六九年にニューヨーク・ライフが変額保険の基本システムを完成したけれども、それが投資信

託業界から猛反対を受け、また生保業界とSEC(米国連邦証券取引委員会)との間で法律論争が展開された。本格的に世の中に登場したのは、一九七六年になってからだといわれている。⁽²⁰⁾この法律論争についての概略はつとにわが国にも紹介されている。⁽²¹⁾

変額保険および変額年金保険について、なぜ証券規制が議論されることになるのか、米国におけるこれらの証券性をめぐる議論を概観してみようと思う。

一、連邦と州との関係

歴史的にみると、保険商品は、州法がこれを規制し、連邦証券諸法は、連邦政府に規制権限がないこと、および保険商品に対する州法規制は十分であって連邦による開示規制を要しないことの理由によって、保険商品および保険会社を当初から適用除外にした。さらにいえば、保険商品が証券だと考えられていなかったため、保険証券等を適用除外にする証券法三条(a)項(h)号の規定は余計なことを規定するものだと一般に考えられていた。⁽²²⁾

しかし、保険に関しても連邦規制が及びうる旨を最高裁判所判例が一九四四年に出現した。⁽²³⁾すなわち、保険営業は州際通商に係り、それゆえに連邦規制に服するとした。この判決は、従来の伝統的な判例、それは保険契約が商業取引でないことを理由に連邦規制を認めなかった⁽²⁴⁾のを、大きく変更するものであり、保険会社および州当局に相当な衝撃を与えたようである。議会においては、一九四五年にマッカラン・ファーガンソン法(the McCarran-Ferguson Act)を成立させて、連邦と州との間の規制の混乱に対処した。すなわち、同法は、保険営業についての州法による規制および課税の継続を認め、議会が沈黙する部分については、それが州法によるそのような規制お

よび課税の障害とはならないとし、さらに保険は州法による規制および課税に服すべきものであること、およびそのような州法は議会が保険に関して具体的な立法を行うのでなければ議会の立法によって無効とされない旨を定めた。⁽²⁶⁾ 結局のところ、連邦規定が保険営業に適用されるのは、州法が保険の具体的側面の規制を欠く範囲、または議会が保険の具体的側面の規制を選択する場合となる。そして、保険の具体的側面の規制をする連邦立法は制定されていなかったため、同法は既存の連邦法が保険会社や保険商品に適用されないこととするものであった。もっとも、皮肉なことに、同法によって、保険営業に関して、国家労働関係法 (the National Labor Relations Act)、公正労働基準法 (the Fair Labor Standards Act)、および商業海事法 (the Merchant Marine Act) の適用がなされることとなった。また、同法は、独占禁止法が保険営業に適用されることを中止させるという目的をも有していた。つまり、同法は、独占禁止法の適用が一九四八年六月までではないことを定め、それ以後は独占禁止法が州法により規制されない保険営業の範囲で適用されることとした。つまり、一九四八年以降は、独占禁止法の適用のあるなしは、州法による競争制限的活動に対する規制のあるなしに依存することとなった。そして、一九四八年までに、ほとんどの州が、保険料規制権限を有することによって保険料金決定に対して独占禁止法の適用を排除する全国保険監督官会議 (NAIC) のモデル案を採用したとい⁽²⁶⁾う。

保険商品に対する連邦証券諸法の適用は、一九五〇年代まで全く問題にならなかった。その理由としては、保険商品および保険会社が連邦証券諸法上適用除外の規定が存在したからである。伝統的な年金について、それが州法たるブルー・スカイ法上の証券であるとする個人原告による訴訟もみられたが、裁判所は、そのような主張を排斥

してきた。ところが、一九五〇年代後半に、多数の保険会社が、一般大衆向けに変額年金商品を開発したことから、⁽²⁷⁾ 保険商品に対する連邦証券諸法の適用問題が生じた。

二、変額年金

変額年金の証券性についての重要判例といえば、SECv. Variable Annuity Life Insurance Co. of America, 359 U.S. 65 (1959) および SECv. United Benefit Life Insurance Co., 387 U.S. 202 (1967) の二つである。これらについては、つとにわが国に紹介がなされている。⁽²⁸⁾ それゆえ、ここでは、事案の紹介よりも判例が証券概念をどのように考えたかを中心にして、これら二つの判例を概観してみよう。

VALIC判決の要旨は次のようであった。すなわち、すべての州において、年金は保険法によって規制されているが、伝統的かつ慣習的に、それらは定額年金であったし、年金の基礎となる資産運用は保守的であった。変額年金は、二つの特徴を有している。一つは、受領された保険料はより大きな程度に普通株およびその他の持分に投資されること、二つは、年金給付額が投資政策の成功度に左右されて変化することである。この変額年金も、定額年金の特徴を有してはいる。つまり、年金給付が定期的になされること、その財源が元本と利益の両者によること、金額が年金受領者の年令・性別によって変わることである。さらに、保険統計的に、契約の発売時から、発行者は死亡予想に基づく年金受領者の生存数に関するリスクを負担する。つまり、予想より多数の年金受領者が生存した場合に保険会社は契約時の予想に基づく年金給付をしなければならぬ。しかし、ある程度の定額給付保証もない場合は、変額年金は、すべての投資危険を年金受領者に置くこととなる。年金受領者は、持分利益のポートフォリ

オたるものについての割合的持分を有するにすぎない。……蔽然たる現実では、定額給付の要素を持たない変額年金の発行者は、保険の意義における本当の危険を引受けていない、と判示した。

この判決は、右のような変額年金は、適用除外にされている保険商品ではなく、証券法上の投資契約に該当し、同法上の適用があるだけでなく、保険会社が一九四〇年投資会社法による登録をも要するものとした。また州法との関係でも、保険会社が「保険契約」を発行するものでないとの立場がとられた。

ユナイテッド・ビネフィット判決をみてみよう。ユナイテッド・ビネフィット生命保険会社は、VALIC判決に示された投資危険の要件を満たすべくフレキシブル・ファンド年金を開発した。つまり、同ファンド年金の契約者は、特定される満期日前の数年間について毎月定額保険料を支払い、保険料から費用控除した純保険料部分が同ファンドの勘定に組入れられる。同ファンドは、資本利得および利息収入のために普通株を中心に投資される。契約者は、満期前においては同ファンド全体の割合的持分の権利を有し、その全部または一部の引出しをなしうる。その場合、契約者は、自己の純保険料の割合（初年度は五〇%で一〇年後は一〇〇%と段階的に増大する）によって算定されたキャッシュ・バリュウの権利を代替的に有する。満期日に、契約者は、ファンドの自己持分または純保険料相当額のいずれか大きいものを受領する権利があり、またそれを定額年金に転換することができる。転換されれば、それは保険会社の一般の準備金 (reserve) に組入れられる。

最高裁判所は、右の変額年金について次のように判示した。すなわち、フレキシブル・ファンド契約は、全体として一つの契約ではなく、二つの別個の契約を含む。集積期間については保険者の役割がなく、保険者は、投資代

理人として役務を提供し、契約者はその投資成果に参加させるのであって、満期時における最低額の保証も、伝統的な繰延年金の場合よりもかなり低い。そして、同社の同商品の広告は、成長性の目論見に重点をおいている。純保険料に基づくキャッシュ・バリューの保証は、契約者の投資危険を實質的に引下げるものではあるが、それは連邦法に定義される保険ではない。集債期間の契約内容は、証券法二条の投資契約を構成する、と判示した。

これら二つの判例にみる変額年金は、いづれも「保険商品」ではないとされ、証券法上の投資契約に該当することとなり、証券法の適用をみるだけでなく、連邦証券諸法上の規制を受けることとなるのである。これらの変額年金、保険契約であるかどうかというのは言葉の問題であり、そのようなものを基準に連邦証券諸法の適用のあるなしが定まるものではないのかもしれない。VALIC判決において、ブレナン (Brennan) 判事が、次のように述べている点に興味をそらされる。すなわち、保険会社が金銭上の義務を負うのではなく投資のポートフォリオを示すことになれば、伝統的な州法規制は無意味となる。投資についての制限および支払能力や準備金についての規制をこえて、州当局が投資政策を規制していないことである。⁽²⁹⁾つまり、変額年金については証券諸法による保護が必要だという実質判断である。それでは、もし州法が連邦証券諸法と同種の内容の規制を行っていたとすれば、連邦法の適用は不必要とされたのであろうか。同判事は、このことについて次のように言う。つまり、同種の内容の州法規定については連邦法が補足することになる、と。⁽³⁰⁾

このような判例の立場をわれわれが理解するためには、連邦証券諸法の規制対象たる「証券」概念が、わが証券取引法上の「有価証券」概念よりもはるかに広汎であるということを知る必要がある。つまり、連邦証券諸法は、

投資者保護の基本法となっていることである。このことについては、別稿で論じたところを参照されたい。⁽³²⁾

それにしても、伝統的な定期年金と変額年金との間の決定的な差異は、一体どこに求められるのか、その具体的基準がどうなるのかが問題となろう。右の判例では、このことについて、保険会社の引受ける投資危険の程度および広告内容等がメルクマールとされているだけである。

三、変額保険

変額年金については、右にみたように判例法の展開があったが、変額保険については、判例において明確な判断はなされていない。前述したように、一九七〇年代に入って、生命保険業界、投資信託業界、およびSECの間で、変額保険の証券性が争われた。一九七一年、ALC (the American Life Convention) およびLIAA (the Life Insurance Association of America) は、SECに対して変額保険および分離勘定が連邦証券諸法の適用免除となるための規則制定手続を要求した。生命保険業界は、死亡および費用の危険の負担、当初に明らかにされた死亡利益を最低額とする死亡利益最低保証、保険上支払われうる保険料総額に一定の最低限を乗じた死亡利益、の三点を強調し、変額保険の基本および支配的目的が死亡に対する保護にあると主張した。SECは、公聴会を開催した後に、生保業界の石のような主張を認めないとの結論に達した。⁽³³⁾つまり、変額保険の生命保険としての性質よりも、SECは、保証されるキャッシュ・バリュウの欠如、およびキャッシュ・バリュウが分離勘定の投資成果に依存することを問題とし、変額保険が、証券法三条(a)項(8)号の適用除外を受けないものとした。⁽³⁴⁾

このように、変額保険が生命保険の性質を有していても、それが投資証券としての性質を有する場合は連邦証券

法が適用される。州法規制では不十分であるのかも問題にならうが、このことについては後述する。

四、SECの一般的見解

右にみた判例法およびSECの考え方によれば、分離勘定によって投資成果を反映させる変額保険および変額年金は、連邦証券諸法にいう投資契約であり、証券規制に服することとなる。そうであるなら、分離勘定ではなくて、一般勘定を利用した場合はどうなるのか、また新種の多様な保険商品についてはどうなるのかということが問題となりうる。そこで、SECは、一般的見解を示した。以下その内容を概観する。

生命保険または年金契約の中心の特徴は、保険会社が多様な危険を引受けることである。これらの危険には二種類がある。一つは、死亡保険であり、もう一つは投資危険である。これらの両方の危険の有意な引受けこそが、証券法三条(a)項(8)号の適用除外を受けるために必要である。多くの場合、このような危険の引受けがあるかどうかの判断は、契約の募集および販売についての事実全体に依拠する。証券法上適用除外される保険または年金であるかどうかの判断の責任は発行者にある。

死亡危険

連邦証券諸法上適用除外される生命保険または年金であるためには、保険会社が有意な死亡危険を負担しなければならぬ。有意な死亡危険の引受けは、年金の場合、具体的な購入料率での年金支払料率を保険会社が保証する条項が必要である。ただし、このことは、一括年金支払を含む代替的な清算方法の選択権を契約者に付与し、または保証料率よりも有利な直近の販売価格での年金化を選択する権利を契約者に付与することを妨げるものではな

い。

個人対象の年金、つまり契約が直接的に個人に対して販売され、または個人が自分自身で購入決定をなす場合は、保険会社は、年金購入料率による終身保証の条項を含まないときは、有意意味な死亡危険を引受けることにならない。集団対象の年金、つまり契約が集団に対して販売され、集団の全構成員のために一括して保険料が保険会社に支払われ、かつ集団の個人構成員のために分離した地位が維持されない場合、年金購入料率が終身保証をしなくても、保険会社は有意意味な死亡危険を引受けることになりうる。保険会社が有意意味な死亡危険を引受けるのに必要な購入料率保証期間は、被保険者の集団の規模および構成によって多様となるが、合理的期間でなければならぬ。合理的期間は、集団年金契約で保証される年金購入料率が五年に一回を超えて修正されてはならない。

有意意味な死亡危険を引受けることについて、終身年金購入料率保証の問題は、次のことの合理的可能性に依拠するものである。つまり、退職することとなった契約者が、その料率で年金化することを合理的に選択するであろうことである。それゆえ、他の保険会社による商品よりもかなり低い利益水準を提供する年金契約は、有意意味な死亡危険を保険会社が引受けたかどうかに重大な疑問を生じさせる。……個人対象の契約で終身年金購入料率保証があるものでも、経済的実質においては保険会社が有意意味な死亡危険を引受けたことにならないこともある。たとえば、一括保険料繰延年金契約で終身年金購入料率保証があるものが、三〇才男性に販売されたでしょう。保険契約は、一括購入支払を認め、購入後五年間について投下された額につき年利八・五％の利息を支払う旨を保証している。五年後において、購入者は、年金化すること、自己の集積された資金を一括して引出すこと、または保険会社に自

己の資金を集積利率三・五％で預けることを選択しうることとされている。これらの選択肢の中で、この三五才の投資者にとって唯一の合理的な選択は、自己の資金を引出し、これを再投資することである。この場合、保険会社は、実際にはほとんど危険を引受けたことにならない。しかし、同じ契約が五五才男性に販売されると、意味的な危険の引受けがあるといえる。五年後に六〇才となったこの投資者は、年金化する方向での選択をなすことが合理的だといえるからである。

投資危険

保険会社が有意味な死亡危険を引受けることが、証券法三条(a)項(8)号による適用除外を受けるための「保険」または「年金」に該当するために必要となるが、重大な投資危険が契約者に残る場合は同号による適用除外を受けない。VALIC事件において、最高裁判所が分析した変額年金契約は、伝統的年金保険規定（すなわち、保険会社が有意味な死亡危険を引受けること）を有したが、全部の投資危険が契約者に残っていた。このような契約は、証券法三条(a)項(8)号の適用除外の対象外となる。保険会社の引受ける投資危険が、保証された投資契約を三条(a)項(8)号の対象外にするかどうかの判断は、契約の勧誘および販売にともなう事実および状況の総体に依存する。付随的販売文書およびその他の促進努力などである。販売者および購入者の期待を評定する際には、契約の明文の内容の検討だけによって経済的実質が推論されえない。発行者の作成した販売文書および権限のあるセールスマンのなした口頭または書類による表示を含むすべての状況が検討されなければならない。セールスマンの口頭の説明が会社の契約の性質を変更するわけではないが、販売の表示が、いかにして、かつ誰によってなされたかが

重要である。広汎または共謀による慣行があれば、発行者は法的責任に異議を唱えることはできない。発行者は、支配者として販売活動を監督すべき責任がある。保険または年金契約が、投資契約として勧誘および販売されるか否かを判断する明確な基準はない。：保証された投資契約が、相対的に低利を集積資金に付して裁量的な超過利息を付し、その契約が高い裁量的利息の可能性を強調して販売されると、その経済的実質は、保険者が保証された投資契約を発売しても潜在的購入者に対して投資危険の引受けを求めていることになる⁽³⁵⁾。

米国における考え方は、保険会社が、有意な死亡危険、および有意な投資危険の両者を引受けなければならない、その保険商品は連邦証券諸法の適用を受ける「証券」だということになる。その場合に、「証券」の譲渡可能性なども不問にされている⁽³⁶⁾。しかも、同じ保険商品でも、販売対象者の性質、販売広告の強調点などによって、「証券」に該当したり、しなかったりすることになる。つまり、保険商品の客観的性質よりも、保険商品の販売状況の経済的実質が重視されるとさえいえる。

もっとも、連邦証券諸法は、大衆投資者を保護するためのものだし、そうでない自衛能力ある投資者については同法の保護を必ずしも要しないといえる⁽³⁷⁾。集団年金契約のある種のもの、たとえばそれが「証券」に該当するとしても、証券法上の登録は不要となるはずである。SECが、規則一五六を採用したし、議会も一九七一年の証券法改正によって三条(a)項二号において規則一五六を法文化させたことは、このような考え方を反映するものだといえよう。

五、連邦証券諸法上の保護内容

米国においては、右にみたように、変額保険および変額年金について、それが連邦証券諸法上の証券としての規制を受けることとなる。それでは、どのような内容の規制を受けることとなるのかその概略をみてみよう。

証券法

まず、これらの保険商品は証券法上の証券ということになり、証券発行者には、証券の公募についてSECに対し登録届出書を届出なければならないという義務が生じる。届出書の効力発生後でなければ投資者に証券を取得させることができず、また取得させるには目論見書を交付しなければならない。広告方法についても、届出をなすまでは勧誘が禁止され、届出後の効力発生までは届出書と同一の内容の広告ないし墓石広告しか許されない。また詐欺禁止規定の適用もある。これらのことについては、わが証券取引法上の届出制度と似ているので、わが国の制度の解説等を参照されたい。⁽³⁸⁾

投資会社法

変額年金の発行者は、証券投資信託の受益証券の発行者として、投資信託法の適用もある。前述したVALIC判決は、⁽³⁹⁾証券投資信託の受益証券たる性質を有する変額年金のみを営業にしていた事例で、その発行者が投資信託法の適用を受ける旨を判示した。伝統的な保険商品を扱ってきた保険会社についても、同様の規制を要することにかわりはないがその分離勘定だけに投資会社法の適用があるのかが問題となった。⁽⁴⁰⁾分離勘定だけが投資会社法の適用を受けるといふ考え方に最高裁判所も反対はしなかった。⁽⁴¹⁾これは、投資会社法二条(a)項一七号が保険会社を定義

し、主たる営業が保険の引受けであるものは適用除外となる（同法三条(c)項(3)号）ことと関係している。それゆえにこそ分離勘定だけを投資会社だと把握しようとするものだと解されるからである。SECは、一九六三年に一定の団体変額年金について投資会社法の適用除外を認め（規則三C—三）、また一九六九年にはいわゆるHR—〇計画の一定のものについて適用除外を認め（規則六一—一）るなどの措置を講じてきたし、一九七一年の改正で、これらは投資会社法三条(c)項十一号に法文化されるなどの展開があったが、変額年金の商品性のゆえに一定の要件のもとで統一価格要件（投資会社法二二条(d)項）の適用を除外するなどの措置も講じられてきた。⁽⁴²⁾

変額保険の発行者について、SECは、一九七三年の通牒においては投資会社法の適用を免除する規則を定めた⁽⁴³⁾が、一九七七年にはこれを廃止した。⁽⁴⁴⁾ SECは、変額保険の発行者の分離勘定について、それが投資会社法の多くの要件の適用免除を認める規則六一—二を一九七六年に採用している。⁽⁴⁵⁾ SECは、同時に規則六C—三を採用し、この規則により変額保険の発行者が分離勘定についての多くの適用除外を自らも利用できることにした。すべての変額保険の発行者は規則六C—三によって分離勘定を登録しているという。⁽⁴⁶⁾

なお、最近の商品である自在保険料変額保険の分離勘定（Separate Accounts Funding Flexible Premium Variable Life Insurance）については、規則六一—二と同様のものともいえる規則六一—三(D)が暫定的に採用⁽⁴⁷⁾され、その暫定規則が暫定のまま若干修正された。⁽⁴⁸⁾

以上要するに、保険会社の変額年金、および変額保険の分離勘定は、原則として投資会社法の適用があり、必要な適用免除措置が講じられていると把握できよう。

それでは、保険会社またはその分離勘定を投資会社として規制することによって、具体的には一体どのような保護を付与しようとするのであるかが問題となる。前述したVALIC判決では、変額年金に関して、投資会社法のうちことに次のものが特有の連邦要件だとしている。つまり会社規模(一四條)、取締役・役員・従業員の関与(一〇條)、投資会社と投資顧問・引受人の関係(一五條)、投資会社とその関係者等との取引(一七條)、投資会社の資本構成(一八條)、配当政策(一九條)、貸付(二一條)等である(359 U.S. 65, 67)。SECが、変額保険について投資会社法の適用が必要だと考えた理由として、①過度の経営手数料、運用手数料、販売手数料、②契約者の解約についての不公正な証書規定、③投資者に対する経営者責任、④分離勘定の活動に対する独立の監視、⑤信認義務違反の禁止、および⑥私的訴権があげられている。⁴⁹⁾変額年金と変額保険とは、必ずしも同一に投資会社法の保護を与えることになっていないと思われる。

投資顧問法

一九七〇年改正までは、投資顧問法の適用除を定める同法二〇三条(b)項は、「投資会社および保険会社だけを顧客とする投資顧問」が投資顧問法の適用除外となると規定していた。それゆえ、保険会社の分離勘定に關しても投資顧問法の適用問題は生じなかった。ところが、一九七〇年改正により、投資顧問法二〇三条(b)項の文言のうち「投資会社」が削除され、保険会社だけを顧客とする投資顧問のみが適用除外されることとなった。保険会社の分離勘定は、保険会社ではなく投資会社に該当し、保険会社が分離勘定たる投資会社の投資顧問ということになる。保険会社が投資顧問として登録する場合にはSECは保険会社に無理のある規定については問題にしないとの立場

をとるようであるが、多くの保険会社は、保険会社自体が投資顧問の登録をするのではなく、子会社を投資顧問として登録するという方法をとっているという。⁽⁵⁰⁾

証券取引所法

多くの保険会社は、伝統的な保険商品を販売する外務員を有しているが、新商品が証券だということになると、証券取引所法の適用が問題となる。つまり、保険会社がブローカー・ディーラーに該当するからである。一九六八年に、SECは、子会社をブローカー・ディーラーとして登録し、変額年金の申込および販売に従事するものを直接的または間接的に指揮、監督することを含むすべての規制を遵守すれば、保険会社自体が登録することを要しないとの立場をとり、⁽⁵¹⁾さらに、保険会社自体が登録する場合は、純資産原則や営業報告書についての規制等を免除していることが注目される。⁽⁵²⁾

証券の外務員については、州法による登録が必要であることのほかに証券業協会の自主規制に基づく登録代理人の資格試験制度が存在している。⁽⁵³⁾このように、保険会社等が、ブローカー・ディーラーとして証券業協会の自主規制に服することによって、たとえば適合性原則なども機能することが期待されよう。⁽⁵⁴⁾

(8) T. Frankel, Variable Annuities, Variable Insurance and Separate Accounts, 51 B.U.L. Rev. 173, 177 (1971).

(9) Id. at 177

(20) 古瀬政敏, アメリカの生命保険会社 (昭和六〇年) 五七―五八頁。

(21) 神崎克郎「変額保険の証券的規制」商事法務六一〇号二九頁、三六一―三七頁。

- (22) P. Mason & S. Roth, SEC Regulation of Life Insurance Products — on the Brink of the Universal, 15 *com. L. Rev.* 505, 507—508 (1983).
- (23) *United States v. South-Eastern Underwriters Association* 322 U.S. 533 (1944).
- (24) *Paul v. Virginia*, 75 U.S. 168 (1868).
- (25) 15 U.S.C. § 1011, § 1012.
- (26) *Supra* note 22, at 511—512.
- (27) *Id.* at 513—514.
- (28) 神崎、前掲注21、三三—三五頁。
- (29) *SEC v. Variable Annuity Life Insurance Co. of America*, 359 U.S. 65, 78 (1959).
- (30) *Id.* at 75.
- (31) 竹内昭夫「証券取引法上の有価証券」証券取引法大系(河本一郎先生還暦記念)(昭和六一年)二三頁以下。
- (32) 森田章「投資者保護の基本法」民商法雑誌九四卷一号三〇頁以下。
- (33) 神崎、前掲注21が詳しく。
- (34) *Supra* note 22, at 530—531. なお、公聴会の詳細をその日の口書の考え方にしたが、Report of the SEC Division of Investment Management Regulation on Variable Life Insurance にまとめられている(ただし筆者は未見である)。
- (35) SEC, Release 33—6051 (April 5, 1979).
- (36) 竹内、前掲注31、三八頁参照。
- (37) 森田章「証券の発行と開示」証券取引法大系(河本一郎先生還暦記念)(昭和六一年)一六〇頁参照。

- (38) 鈴木竹雄、河本一郎、証券取引法（新版）（昭和五九年）九九頁以下。
- (39) 前述一三四頁、supra note 29
- (40) Prudential Insurance Co. of America v. SEC, 326 F. 2d 383 (1964).
- (41) SEC v. United Benefit Life Insurance Co., 387 U.S. 202, 212 (1967).
- (42) SEC, Release No. IC—8878 (Aug. 7, 1975) 以下、規則二二(d)一三が採用された。詳細は Supra note 22 を参照されたい。
- (43) SEC, Release No. IC—7644。以下、規則三〇一四を採用した。
- (44) SEC, Release No. IC—8826.
- (45) SEC, Release No. IC—9482.
- (46) Supra note. 22, at 535.
- (47) SEC, Release No. IC—14234 (Nov. 14, 1984).
- (48) SEC, Release No. IC—14625 (July 10, 1985),
- (49) SEC, Release No. IC—8876 (June 18, 1975)。なお後掲注8参照。
- (50) Supra note 22, at 528—529.
- (51) SEC, Release No. 8389 (Aug. 29, 1968).
- (52) Supra note 22, at 527.
- (53) 竹内昭夫「証券会社と顧客の関係」アメリカと日本の証券取引法下巻（昭和五〇年）四四六頁以下参照。
- (54) 竹内、前注四一九頁参照。

四、わが国での問題点

米国では、右にみたように、変額保険、変額年金等につき、連邦証券四法が原則として適用され、大衆投資者保護および保険会社に関しては不必要と思われる規制要件を適用除外にして行くという方法がとられている。しかも、連邦証券四法の規制対象たる証券概念、投資会社概念、およびブローカー・ディーラー概念も広汎である。

これらのことにつき、わが法を比較すると、まず証券取引法上の有価証券概念がきわめて制限的に解釈されていることが著しい差異となっている。⁽⁵⁵⁾ わが証券取引法の規制対象を根本的に拡大して行くべきことが急務になっていることは、別稿にて詳論したところである。⁽⁵⁶⁾ 証券取引法は投資者保護の基本法であるべきである。しかし、現在までのところ、残念ながら、わが証券取引法は、変額保険、変額年金等を当然に規制対象としていたまでは断言できない状態にあるという現実を認めざるをえない。

しかも、わが国での証券会社概念、および証券投資信託概念も制限的にすぎるといふ問題もある。つまり、これらの概念が、証券取引法上の有価証券概念に基礎をおくこと（証取法二条八項、証投信法二条二項）からくる制限だけではなく、專業義務を課されていること（証取法四三条、委託会社につき証投信法一八条）および免許制であること（証取法二八条、委託会社につき証投信法六条）から新規参入が困難になっていることである。このような問題が是正されるべきことについても、別稿にて述べたとおりである。⁽⁵⁷⁾ しかし、現実には、右にみたとおり日米間で著しい証券規制対象に差異が存在していることとなっている。

このような状況下においても、「変額保険に証券規制が及ぼされるまでは、投資ないし証券的性質のより強力な養老保険には変額保険を導入しないことが好ましい」とする立場もありうるが、保険業法の規制によって、米国では連邦証券諸法が付与してきた投資者保護のための諸方策を独自に展開させるといふ方法も十分考えられるのではないかと思う。

米国の右にみた展開においてさえ、もし保険業法のレベルで、投資者保護のために必要な規制をなしていたならば、必ずしも連邦証券規制が登場する必然性もなかったのではないかということが読みとられうるからである。すなわち、SECは、変額保険に関してではあるが、保険会社が投資会社法および投資顧問法の適用除外を認める規則を制定し、州法によって投資者に関する実質的保護がなされることを期待したことがあるからである。⁽⁵⁹⁾

保険審議会の昭和六〇年答申によると、変額保険・変額年金に関して、資産評価、資産運用、ディスクロージャ、募集体制等による投資者保護の必要性を説いている。⁽⁶⁰⁾この指摘は、右のような考え方からすると適切なものともいえるが、その実施が保険業法の改正等によってなされるのかどうかという規制方法を示していないことに疑問を抱かざるをえない。証券取引法の適用を考えているのではなさそうであるが、それゆえに保険業法の改正が唱えられているわけでもないからである。

さらにいえば、右の保険審議会の昭和六〇年答申は、「証券投資信託における諸規制との関係にも留意することが適当」である(同答申四七頁)としているが、たとえば委託会社に課せられている行為準則(証券信法一七条)などは、明文の禁止規定を設けないうままではその違反者を罰すること(証投信法三〇条)ができないのではないか

と思われる。つまり、答申が指摘するような投資者保護のための諸方策は、行政指導だけによって達成することのできない性質を帯びるものであるといえよう。ディスクロージャーにしても虚偽記載等の民事上、刑事上の責任は、明文を必要とすると解される。それゆえ、変額保険・変額年金に関しての投資者保護のための諸方策は、保険業法の改正を必要とさせる性質のものだといえるのである。

保険業法が、変額保険、変額年金に関する投資者保護についての諸方策を規制しなければ、保険審議会の指摘によるような投資者保護の諸方策も十分に機能することにはならず、投資者保護のための規制が不十分だということになりえよう。そうだとすれば、変額保険、変額年金が証券取引法上の有価証券に該当するという解釈学者の努力等が尽くされるべきことにならざるをえない。

証券取引法が、投資者保護の基本法であるべきことは別稿で強調したけれども、そのことは、解釈学者の尽力ないし同法の改正によって実現されうると確信している。⁽⁶¹⁾証券取引法が投資者保護の基本法であるとしても、保険業法が変額保険、変額年金に関する投資者保護を明確かつ有効に規制しているのであれば、その範囲および程度において変額保険、変額年金に関する証券取引法等の適用免除があつていいことは勿論ではある。

(55) 竹内、前掲注31、二二三頁以下参照。

(56) 森田、前掲注32、三〇頁以下。

(57) 森田、前注、三八頁。

(58) 神崎、前掲注21、三八頁。

(65) SEC, Release No. IC-7644 (Jan. 31, 1973), SECは、①ポートフォリオの統一的評価方法、②投資会社法による

ような契約者への年次報告要件、③過度の手数料や投資政策の不適當な変更に対して保護すること、および④関係者取引の制限（一七条）などについて州法規制がなされるべきだとした。

(60) 保険審議会答申・前掲注5、四五―四七頁。

(61) 森田・前掲注32。なお、竹内・前掲注31、六三頁は、「流通市場の主役だけが証券取引法の対象であるというように、証券取引法の守備範囲を限定してしまうのは、証券取引法の目的、機能の矮小化に外ならない」としている。