

<研究論文>

クレジット・デリバティブ取引に対する保険 契約法・保険監督法の適用可能性の検討

嘉 村 雄 司

●アブストラクト

保険法学説では、保険とクレジット・デリバティブ取引の法的区別が問題とされてきた。これまでに、損害てん補の目的の有無あるいは保険技術の利用の有無という基準が主張されている。これらの基準により、保険とクレジット・デリバティブ取引の法的区別の問題は、解決されてしまったもののようにもみえる。

しかし、クレジット・デリバティブ取引の実態に鑑みると、損害てん補の目的あるいは保険技術の利用といった要素を具備する取引が存在していることを否定できないと思われる。そうすると、「クレジット・デリバティブ取引の一部は保険の要素を具備している」と解することも可能ではないのかとの疑問が浮上する。

この点、現在のアメリカでは、従来提唱されていた基準を再構築する試みが始まっており、その妥当範囲の限界が指摘されるに至っている。そこで、本稿では、このようなアメリカの議論を参照しつつ、上記のような基準の妥当範囲の限界を明らかにすることとした。

●キーワード

保険の意義、クレジット・デリバティブ取引

1 はじめに

保険法学の分野においては、「保険に関する法規制を適用する対象とは何か」という関心から、「保険とは何か」という問題が議論されてきた¹⁾。たとえば、従前より、賭博や共済等の取引を対象として、保険と保険でない取引との法的区別（異同）が論じられてきたのが、その例であろう²⁾。保険に対しては、保険契約法や保険監督法により、他の取引にはない種々の特別の法規制が課されることから、ある取引が「保険」であるか否かの問題は、理論的にも実務的にも重要な検討課題となる³⁾。

-
- 1) 山下友信「保険・保険デリバティブ・賭博 リスク移転取引のボーダー」江頭憲治郎＝増井良啓編『融ける境 超える法3 市場と組織』227頁（東京大学出版会，2005年）参照。
 - 2) 保険と賭博の法的区別の議論については、大森忠夫「保険契約の射倂契約性」同『保険契約の法的構造』141頁以下（有斐閣，1952年）参照。また、保険と共済の法的区別の議論については、竹内昭夫「損害保険契約法改正の基本的問題——保険・共済と消費者保護——」同『手形法・保険法の理論』211頁以下（有斐閣，1990年）〔初出，損害保険事業研究所編『創立四十周年記念損害保険論集』（1974年）〕，鴻常夫「保険と共済」同『保険法の諸問題』253頁以下（有斐閣，2002年）〔初出，安田火災記念財団『安田火災記念財団叢書 No.7』（1978年）〕，竹内昭夫「保険と共済」同・前掲書253頁以下〔初出，江頭憲治郎編『鴻常夫先生還暦記念論文集 八十年代商事法の諸相』（1985年）〕参照。このほかにも、たとえば、保険と品質保証およびサービス提供システムとの法的区別の問題等がある。山下友信『保険法』13-15頁（有斐閣，2005年），後藤元「法律の適用・解釈における保険概念の役割」保険学609号56-57頁（2010年）参照。
 - 3) 保険契約法の下では、利得禁止原則や被保険利益（保険法3条）等の強行規定が存在しており、これらは、契約当事者において変更することが許されず、個々の保険契約の効力を判断する基準として機能する。また、保険契約法が定める任意規定は、契約当事者において変更することが許されるものの、個々の保険契約で別段の定めをおいていない場合にはそれを補充する基準となる。さらに、保険契約法は、約款認可についての行政的判断の基準にもなる。このように、保険契約法は、裁判規範および行政規範としての機能を有すると考えられている。竹内・前掲注2)「損害保険契約法改正の基本的問題」218-19頁参照。

また、保険監督法の下では、保険を業とすることについては主務大臣の免

もつとも、そもそも保険とは何かについては様々な見解があり、議論が収束してないのが現状であろう⁴⁾。しかし、保険とは何かが問題となった従前の議論においては、保険の中核的機能が「リスクの移転」であるということ自体は自明のこととされており、それを前提に保険と保険でない取引との法的区別が論じられてきた⁵⁾。

ところが、現在では、代替的リスク移転取引 (Alternative Risk Transfer) が保険に代わるリスク移転取引として急速に発展しつつあることを背景として、リスク移転という保険の中核的機能の独占性が疑われる状況が生じており、保険とは何かに関する根本的理解が揺さぶられている⁶⁾。このため、このような保険と金融の融合という現状を視野に入れた上で、保険とは何かという問題を再検討することが、不可欠の研究課題となっている⁷⁾。

以上のような問題意識から、保険法学説においては、保険契約法および

許を必要とし (保険業法 3 条 1 項)、無免許で保険業を営むと重大な刑事罰の対象となる (同法 315 条)。さらには、保険業法による保険業の監督は、財務の健全性と保険取引の公正という主目的を実現するために、保険業者の開業規制と継続的規制を行うものとし、たとえば、保険料率の規制、資本や諸準備金等に関する経理の規制、保険約款の規制、保険募集の規制、普通保険約款等の書類の免許に際しておよびその後の変更に際しての認可・届出による行政規制等を行うものとしている。山下・前掲注 2) 99-100 頁参照。このような種々の監督規制が存在するため、とりわけ保険監督法において、保険とは何かについてナーバスになることには合理的な理由があると指摘されている。山下・前掲注 1) 231 頁。

4) 大森忠夫『保険法〔補訂版〕』33-36 頁 (有斐閣, 1985 年), 坂口光男『保険法』3-6 頁 (文眞堂, 1991 年), 田辺康平『現代保険法〔新版〕』3-5 頁 (文眞堂, 1995 年) 参照。

5) 山下・前掲注 1) 227 頁参照。なお、「リスク」という用語は、多様な意味があるが、ここでは、「損失 (損害) 発生の可能性またはそのような可能性のある状態」という意味で用いられている。山下・前掲注 2) 8 頁注 6, 同・前掲注 1) 229-30 頁注 3 参照。

6) 山下・前掲注 1) 228 頁参照。

7) 山下・前掲注 2) 3 頁参照。

保険監督法における保険⁸⁾と代替的リスク移転取引，とりわけ保険デリバティブと呼ばれる取引との法的区別の問題が議論されてきた⁹⁾。保険デリバティブとは，クレジット・デリバティブ，天候デリバティブおよび地震デリバティブと呼ばれるリスク移転取引の総称である¹⁰⁾。実務上，保険デリバティブは，保険ではなく，保険に関する法規制は適用されないと解されているようである¹¹⁾。このような理解の下では，保険デリバティブは，「非典型契約」の一種として位置づけられることとなり，また，金融商品取引法が定める「デリバティブ取引」¹²⁾の一種として金融商品取引業者の規制や行為規制等¹³⁾に服することとなろう¹⁴⁾。しかし，機能的にみると，

-
- 8) ここでは，主に「損害保険」との法的区別が念頭に置かれてきたと思われる。山下・前掲注1)228頁注1参照。
- 9) 代替的リスク移転取引のうち，とりわけ保険デリバティブとの関係が主に取り扱われてきた理由としては，保険デリバティブは，他の代替的リスク移転取引よりも保険との類似性が強いいため，検討すべき必要性が高いことが挙げられている。古瀬政敏「保険業法上の保険業と保険デリバティブ」生保156号29頁（2006年），土岐孝宏「天候デリバティブ・地震デリバティブの商法上の地位」中京41巻3・4号318頁（2007年）参照。
- 10) 山下・前掲注2)19頁，同・前掲注1)233頁等参照。
- 11) 実務において，保険デリバティブが保険でないことの直接の根拠は，金融監督法上，保険デリバティブが保険以外の業務として位置づけられていることに求められているようである。小澤有紀子＝加藤和成＝佐々木弘造＝山中真人＝和仁亮裕「金融システム改革法下のデリバティブ取引(3)——保険会社編」金法1541号46頁（1999年），吉澤卓哉「店頭保険デリバティブに関する法規制」損保64巻1号117頁（2002年），山下・前掲注1)239頁参照。
- 12) 金融商品取引法2条21項2号・22項2号（天候デリバティブ取引），同条21項5号イ・22項6号イ（クレジット・デリバティブ取引），同条21項5号ロ・22項6号ロ（地震デリバティブ取引）。
- 13) 金融商品取引法28条・29条，同法36条以下参照。なお，平成22年の金融商品取引法の改正により，CDSの指標取引のうちiTraxx Japanであって，取引規模の大きい金融機関同士の取引は，国内清算機関である金融商品取引清算機関への清算集中が義務付けられることとなった。金融商品取引法156条の62第1号，店頭デリバティブ取引等の規制に関する内閣府令2条1項・3項，平成24年7月11日金融庁告示第60号（店頭デリバティブ取引等の規制に関する内閣府令第2条第1項及び第2項に規定する金融庁長官が指定するものを定める件）1条。

保険デリバティブは、リスクの移転を目的とするという点で保険と極めて類似する取引であることは否定できない。そこで、学説においては、なぜ保険デリバティブは保険ではなく、保険に関する法規制が適用されないのか、という点が問題とされてきた¹⁵⁾。

これまでに、学説では、損害てん補の目的の有無という基準を用いて判断する見解（以下、「損害てん補基準」）と保険技術の利用の有無という基準を用いて判断する見解（以下、「保険技術基準」）が主張されるに至っている。これらの基準の下では、保険デリバティブは、リスクの移転を目的とする取引であるが、損害てん補の目的あるいは保険技術の利用といった保険の要素を具備しているとはいえないため、保険ではなく、保険に関する法規制が適用されない、と解されることとなろう。このように、リスク移転取引が保険であるか否かを、損害てん補の目的の有無あるいは保険技術の利用の有無で判断するという基準が確立されたことにより、保険と保険デリバティブとの法的区別の問題は、既に解決されてしまったもののようにもみえる¹⁶⁾。

-
- 14) このほかにも、賭博と保険デリバティブとの境界の問題が依然として残ることについては、多くの文献で指摘されているところである。田中輝夫「クレジット・デフォルト・スワップの法的問題」金法1655号16-17頁（2002年）、弥永真生「クレジット・デリバティブと賭博」筑波39号1頁以下（2005年）、山下・前掲注2)24頁、同・前掲注1)245頁、吉田光碩「クレジット・デフォルト・スワップ（CDS）——その利便性と危険性」NBL1010号71頁（2013年）参照。
- 15) このような議論は、主として、平成20年改正前商法の保険契約に関する規定の下でなされてきたものである。保険契約法については、平成20年に保険法が新たに制定されているが、保険デリバティブが保険法においてどのような扱いを受けるのかに関しては、保険法立法過程において突っ込んだ議論がなされたわけではなく、解釈に委ねられたというのが実際のところであろうと指摘されている。山下友信＝米山高生編『保険法解説——生命保険・傷害疾病定額保険』132頁〔洲崎博史〕（有斐閣、2010年）参照。このため、保険法の下においても、保険と保険デリバティブとの法的区別に関する解釈問題は、依然として残るものと思われる。
- 16) なお、近時の学説においては、本文で示した見解のほかに、モラル・ハザ

しかし、保険デリバティブの中でも、とりわけクレジット・デリバティブと呼ばれる取引の実態に鑑みると、損害てん補基準あるいは保険技術基準を用いることにより、保険との法的区別を十分に根拠づけることができるのかについては、若干の疑問が残るところである。後述のように、クレジット・デリバティブ取引の中には、損害てん補の目的あるいは保険技術の利用といった保険の要素を具備すると思われるものが少なからず存在することを否定できないからである。そうすると、クレジット・デリバティブ取引の中には、保険と構成することが可能なものが含まれており、このような取引に対しては、保険に関する法規制を適用すべきである、と解することも理論的には可能でないのかとの疑問が出てくる。

この点、デリバティブ取引の分野で国際的にも実務的にも影響力の強いアメリカにおいても、損害てん補基準に基づき、保険とクレジット・デリバティブ取引が区別されてきた。しかし、近時は、損害てん補基準を再構築する試みが始まっており、その妥当範囲の限界が指摘されるに至っている。

一ドの有無を基準とする新たな見解が主張されている。山下・前掲注1)243-45頁参照。この見解によれば、クレジット・デリバティブ取引にモラル・ハザード発生のおそれがあるのであれば、クレジット・デリバティブ取引は利得禁止原則等のモラル・ハザードを防止するメカニズムが装備された保険としてでなければ有効に行えない、という解釈が成り立つ可能性があると思われる。同・前掲注1)246頁。

このような議論も、保険に関する法規制がクレジット・デリバティブ取引に適用されるか否かを問題とする点で、保険とクレジット・デリバティブ取引の法的区別の議論と関連性を有するものである。もっとも、後者の議論は、クレジット・デリバティブ取引が保険であるのか、また、クレジット・デリバティブ取引が保険であると解されたならば保険法の規定が包括的に適用されることになるのかを問題とするものであるのに対し、前者の議論は、利得禁止原則のようなモラル・ハザードを抑止するために設けられた個々の強行法的な制約がクレジット・デリバティブ取引に適用されることになるのかを問題とする点で異なると思われる。このため、本稿では、議論を複雑にしないために、後者の問題のみを取り扱い、前者の問題については今後の研究課題として別稿で論ずることとする。

そこで、本稿は、このようなアメリカの議論を参照しつつ、上記の疑問について検討を加えることを目的とする。以下では、保険とクレジット・デリバティブ取引の法的区別をめぐるわが国の学説を整理・分析し、アメリカの議論を参照した上で、損害てん補基準および保険技術基準を批判的に検討し、その妥当範囲の限界を明らかにする。最後に、今後の課題について検討を行う。このような本稿の考察を進めるにあたって、まずは、クレジット・デリバティブ取引の仕組みの概説から始めることとしたい。

2 クレジット・デリバティブ取引の仕組みの概要

クレジット・デリバティブとは、社債や融資といった金銭債権に対応する信用リスクの移転を目的とする金融派生商品の総称である¹⁷⁾。クレジット・デリバティブ取引には、細分化すると様々な種類のものがあるが、最も広く利用されているのは、クレジット・デフォルト・スワップ（以下、「CDS」）とよばれる取引である¹⁸⁾。CDS取引においては、プロテクションの買い手（リスクをヘッジする側。以下、単に「買い手」ということがある）とプロテクションの売り手（リスクをとる側。以下、単に「売り手」ということがある）の2当事者が契約関係に入り、プロテクションの対象主体となる企業等（以下、「参照組織」）が指定される。買い手は、売り手に対し参照組織の信用リスクを移転し、その対価として手数料を支払う。参照組織に破産や元利の不払い等の信用悪化事由（以下、「クレジット・イベント」）¹⁹⁾が発生した場合には決済が行われる。標準的な決済方法

17) 河合祐子＝糸田真吾『クレジット・デリバティブのすべて〔第2版〕』3頁（財経詳報社、2007年）、木野勇人＝糸田真吾『ビッグバン後のクレジット・デリバティブ』9頁（財経詳報社、2010年）参照。

18) 河合＝糸田・前掲注17) 7頁、木野＝糸田・前掲注17) 9頁参照。

19) CDS契約中に設定されるクレジット・イベントは複数選択可能であるが、バンクランプシー、支払不履行およびリストラクチャリングの3つが選択されることが一般的といわれている。なお、バンクランプシーには破産のみならず民事再生および会社更生等も該当し、また、リストラクチャリングには金利の減免、償還元本の減額、利息・元本返済の繰延べおよび債務支払順位の劣

には、現物決済と現金決済とがあり²⁰⁾、前者が用いられることが通例であったが、近年はオークション決済が市場のスタンダードとなっているようである²¹⁾。クレジット・イベントが発生しなければ、買い手から売り手への手数料の支払いのみで契約は終了する。

このようなCDS取引は、保証の発展形態と位置づけられることがあり²²⁾、また、保証との構造上の類似性が指摘されることがある²³⁾。しかし、CDS取引と保証との間にはいくらかの相違も存在する²⁴⁾。とりわけ重要だと思われるのが、CDS取引では、保証と異なり、プロテクションの買

後化等が該当すると解されている。「バンクrapシー」「支払不履行」「リストラクチャリング」という用語の詳解については、河合＝糸田・前掲注17) 253-75頁、木野＝糸田・前掲注17) 156-76頁参照。

- 20) 現物決済においては、プロテクションの買い手が債券や融資等の現物を売り手に引き渡し、これと引き換えに売り手が元本相当の金銭を買い手に支払うことになる。河合＝糸田・前掲注17) 48頁、307-20頁、木野＝糸田・前掲注17) 186-88頁。これに対し、現金決済においては、売り手が買い手に、融資や社債の市場価格と額面100%の差額を支払う方法（市場価格参照型）と、あらかじめ定めた一定額を支払う方法（定額決算型）とがある。河合＝糸田・前掲注17) 48-49頁、298-307頁、木野＝糸田・前掲注17) 182-84頁参照。

プロテクションの買い手の立場から決済方法の経済効果をみると、現物決済では、損失が発生した債権を引き渡す代わりに元本相当の現金を受け取ることができるというヘッジの経済効果が達成可能であるのに対し、現金決済では、決済額が債権の一時点の市場価格によって確定してしまうため、損失に対する補償額が保有債権から生ずる損失額より小さくなる可能性がある。河合＝糸田・前掲注17) 294頁、木野＝糸田・前掲注17) 188頁参照。

- 21) オークション決済においては、主要ディーラーが参加する入札（Auction）によって評価価格が決定され、この価格に基づいてすべての取引が現金決済される。現物決済を希望する当事者は、プロテクションの売り買いを相殺して金額を最少化した上で、ディーラーに現物の売買を求めることも可能となっている。詳細については、木野＝糸田・前掲注17) 193-211頁参照。
- 22) 山下・前掲注2) 21頁参照。
- 23) 河合＝糸田・前掲注17) 7-8頁、木野＝糸田・前掲注17) 35頁。
- 24) CDSは、附従性・随伴性・補充性・求償権等の民法上の保証に認められる性質（内田貴『民法Ⅲ（第3版）』333頁以下（東京大学出版会、2005年））を備えていない。河合＝糸田・前掲注17) 8-10頁、木野＝糸田・前掲注17) 35-37頁参照。

い手と参照組織との間に具体的な取引関係が存在しているかどうかは問われない、という点である²⁵⁾。換言すると、買い手は、参照組織に対する債権者であろうとなかろうと、CDS取引のプロテクションを購入することができる、ということになる²⁶⁾。このため、CDS取引の中には、買い手がプロテクションに対応する参照組織の債券や融資等の現物（原資産）を保有する場合（以下、「カバードCDS」）もあれば、買い手がそれを保有しない場合（以下、「ネイキッドCDS」）もありうる。

3 保険とクレジット・デリバティブ取引の法的区別をめぐる学説の展開

(1) 保険契約法・保険監督法における「保険」の意義

学説においては、保険とクレジット・デリバティブ取引の法的区別、すなわち、クレジット・デリバティブ取引が保険の要素を具備しているか否かという点が主に議論されている。ただし、保険契約法および保険監督法のいずれにおいても、保険を実質的に定義する規定は存在しない。このため、まずは保険の定義の内容を解釈により確定させる必要がある。

この点について、平成20年改正前商法の保険契約に関する規定（以下、「平成20年改正前商法」）の下では、保険に関する定義規定は置かれていなかったが、その代わりに損害保険契約に関する定義規定が設けられていた²⁷⁾。すなわち、同法629条は、損害保険契約の定義について、「損害保険

25) 河合＝糸田・前掲注17) 9頁、木野＝糸田・前掲注17) 35頁。

26) 河合＝糸田・前掲注17) 9頁。

27) なお、平成20年改正前商法の下では、損害保険契約だけでなく、生命保険契約に関する定義規定（同法673条）も設けられていた。また、平成20年制定の保険法の下においては、損害保険契約（同法2条6号）および生命保険契約（同条8号）に加えて、傷害疾病損害保険契約（同条7号）および傷害疾病定額保険契約（同条9号）に関する定義規定も設けられている。しかし、前注8)のとおり、クレジット・デリバティブ取引との法的区別において問題にされてきたのは、主に損害保険契約であるので、本稿では、損害保険契約の定義規定のみを取り上げている。

契約ハ当事者ノ一方カ偶然ナル一定ノ事故ニ因リテ生スルコトアルヘキ損害ヲ填補スルコトヲ約シ相手方カ之ニ其報酬ヲ与フルコトヲ約スルニ因リテ其効力ヲ生ス」と定めていた。山下友信教授は、この規定から、「要素①：一方当事者の金銭の拠出（保険料）、要素②：他方当事者の偶然の事実の発生による経済的損失を補てんする給付（保険給付）、要素③：①と②が対立関係に立つ」という保険の要素を導き出すことができると指摘する²⁸⁾。もっとも、同教授は、「要素①～③を備えた契約であればすべて保険契約となるかどうかは問題である」と指摘した上で、ある取引が保険となるためには、これらの要素に加えて、「要素④：収支相等原則、および要素⑤：給付反対給付均等原則のもとに要素①と②の対価関係を形成すること」という要素が必要であると主張している²⁹⁾。このため、同教授の見解によれば、要素①～③はみたすが、要素④と⑤はみたさない仕組みは保険とならず、要素①～⑤のすべてがそろってはじめて保険になると解されることになろう。このような理解が平成20年改正前商法の下では一般的であったと思われる³⁰⁾。

また、平成20年改正前商法に替わるものとして新たに制定された保険法の下では、平成20年改正前商法629条が現代語化されるとともに、保険契約の定義規定が新たに設けられている。すなわち、保険法2条1号は、保険契約について、「当事者の一方が一定の事由が生じたことを条件として財産上の給付（……『保険給付』……）を行うことを約し、相手方がこれに対して当該一定の事由の発生の可能性に応じたものとして保険料……を支払うことを約する契約」と定めている。また、同条6号は、損害保険契

28) 山下・前掲注2) 6頁。

29) 山下・前掲注2) 6-7頁。

30) 表現に多様性がみられるが、倉沢康一郎『保険法通論』7頁以下（三嶺書房、1982年）、大森・前掲注4) 3頁、坂口・前掲注4) 2-3頁、田辺・前掲注4) 1頁、西島梅治『保険法〔第3版〕』4-5頁（悠々社、1998年）、山下友信＝竹瀆修＝洲崎博史＝山本哲生『保険法〔第2版〕』3頁〔洲崎博史〕（有斐閣、2004年）、江頭憲治郎『商取引法〔第4版〕』377頁（弘文堂、2005年）参照。

約について、「保険契約のうち、保険者が一定の偶然の事故によって生ずることのある損害をてん補することを約するものをいう」と定めている。このような規定から、保険法が定める保険契約では、保険の要素①②③が要件化され、また、要素⑤は「当該一定の事由の発生の可能性に応じたものとして」との文言から緩やかに要件化された一方で、要素④はまったく要件化されなかったという理解が成り立つとの指摘がみられる³¹⁾。しかし、「保険契約」の定義規定が設けられたことで「保険」の定義の解釈に実質的な変更がもたらされたわけではなく、保険法の下でも、要素①～⑤のすべてを具備する取引が「保険」であるという理解が一般的であろう³²⁾。このため、保険法2条1号は必ずしも自足的なものではなく³³⁾、ある取引が「保険契約」に該当する場合であっても、保険の要素①～⑤のすべてを具備していなければ、同法1条の定める「保険」ではないので、保険法の規定は適用されないことになる旨と指摘されている³⁴⁾。

一方で、保険監督法である保険業法は、保険業の定義を設けている。すなわち、同法2条1項柱書は、「この法律において『保険業』とは、人の生存又は死亡に関し一定額の保険金を支払うことを約し保険料を収受する保険、一定の偶然の事故によって生ずることのある損害をてん補することを約し保険料を収受する保険その他の保険で、第3条第4項各号又は第5項各号に掲げるものの引受けを行う事業……をいう」と定めている。このうち、「人の生存又は死亡に関し一定額の保険金を支払うことを約し保険料を収受する保険」とは、生命保険をさし、「一定の偶然の事故によって

31) 村田敏一「保険の意義と保険契約の類型、他法との関係」落合誠一＝山下典孝編『新しい保険法の理論と実務』29-30頁（経済法令研究会、2008年）。

32) 山下友信「保険の意義と保険契約の類型——定額現物給付概念について」竹瀆修＝木下孝治＝新井修司編『中西正明先生喜寿記念論文集 保険法改正の論点』3頁（法律文化社、2009年）、山下友信＝竹瀆修＝洲崎博史＝山本哲生『保険法〔第3版〕』3頁、6-7頁〔洲崎博史〕（有斐閣、2010年）、江頭憲治郎『商取引法〔第7版〕』407頁（弘文堂、2013年）参照。

33) 山下ほか・前掲注32) 3頁〔洲崎〕参照。

34) 後藤・前掲注2) 54頁参照。

生ずることのある損害をてん補することを約し保険料を受受する保険」とは、損害保険をさす。そして、この生命保険および損害保険を例示とする保険であって、同法3条4項各号または5項各号に列挙される保険の引受けを行う事業に限って保険業として取り扱われる旨が明らかにされている³⁵⁾。しかし、同法2条1項および3条4項・5項においては、保険という言葉の実質的な定義は何もされておらず、形式的な定義規定となっている³⁶⁾。このため、保険業法における保険の実質的な定義が問題となるが、上記のような保険契約法上の保険の定義と同様に解するのが一般的な立場であると思われる³⁷⁾。

(2) 「損害てん補基準」および「保険技術基準」の展開

保険契約法および保険監督法における保険の定義を要素①～⑤で構成されるものとして理解したならば、クレジット・デリバティブ取引は保険の要素を具備する可能性があるだろう。たとえば、CDS取引との対比でみると、プロテクションの買い手が支払う手数料は保険料に対応し、売り手が支払う金銭は保険金に対応し、クレジット・イベントは保険事故に対応する。また、このような取引に対応する保険としては、保証保険や信用保険があると指摘されている³⁸⁾。このため、学説においては、なぜクレジット・デリバティブ取引は保険ではなく、保険に関する法規制が適用されないのか、という点が解釈上問題とされてきたのである。

この点について、学説では、損害てん補の目的が存在するか否かという「損害てん補基準」を用いて判断する見解が有力に主張されている³⁹⁾。こ

35) 保険業の意義については、石田満『保険業法 2013』6頁以下（文眞堂，2013年）参照。

36) 山下友信「保険業の意義」商事1434号2-3頁（1996年）参照。

37) 大森・前掲注4)319頁，山下・前掲注36)3頁，同・前掲注1)231頁参照。

38) 山下・前掲注1)234頁。

39) 山下・前掲注1)234頁，241頁，244頁。同旨の見解として，田中・前掲注14)16頁，吉澤卓哉『保険の仕組み——保険を機能的に捉える——』12頁注20，215頁（千倉書房，2006年），ISDA Japan Credit Derivatives Commit

の見解によれば、クレジット・デリバティブ取引におけるクレジット・イベントは損害の発生を確定的にもたらす事実ではなく、プロテクションの売り手から買い手への給付は損害てん補ではないため、クレジット・デリバティブ取引は保険ではない、ということになる。

このような損害てん補基準の考え方は、現行の法規整のあり方にも影響を与えているものと思われる。たとえば、保険業法98条1項6号・7号では、保険会社の付随業務として「デリバティブ取引」が明記されており、これを具体的に定める保険業法施行規則52条の2の2では、金融商品取引法2条20項⁴⁰⁾が準用されることにより、「デリバティブ取引」にクレジット・デリバティブ取引が含まれることが明らかにされている。このように、保険監督法上は、クレジット・デリバティブ取引が保険とは区別された取引類型・業務として規定されているが、この区別においては、損害てん補基準の考え方が基礎にあるものと指摘されている⁴¹⁾。

また、証券取引法から金融商品取引法への改正に際して、店頭クレジット・デリバティブ取引の定義が新たな取引類型として同法2条22項6号に追加されたが、この定義規定はかなり広い内容となっており、保険もこれに含まれるという解釈もありえたところであった。しかし、保険においては、実際に生じた損害をてん補するものであり、実需を超えた投機的な取引として行われることは通常考え難いこと等から、店頭デリバティブ取引

tee: Research Working Group 「2011年度版 クレジットデリバティブに関するQ&A」J-CDS (Japan Credit Default Swap Market) 2011年1月改訂版 (on file with author)の「Q5-1」、松尾直彦『金融商品取引法(第3版)』78頁(商事法務, 2014年)参照。

40) 金融商品取引法2条20項は、デリバティブ取引を「市場デリバティブ取引」「店頭デリバティブ取引」および「外国市場デリバティブ取引」の3種に分けており、同条21項・22項・23項は、それぞれの定義を規定している。そして、クレジット・デリバティブ取引の定義を定める同条21項5号イ・22項6号イにより、クレジット・デリバティブ取引が同法上の「デリバティブ取引」に含まれることが明らかにされている。

41) 山下・前掲注1)240頁, 松尾・前掲注39)78頁参照。

としての規制を及ぼす必要はないと考えられた⁴²⁾。そこで、金融商品取引法施行令1条の15第2号により、保険は店頭デリバティブ取引の定義から除外されることとなった。このような金融商品取引法上の区別においても、損害てん補基準の考え方が基礎にあるといえよう。

なお、平成20年に制定された保険法の立法過程においては、保険とクレジット・デリバティブ取引の法的区別について、突っ込んだ議論はなされなかったようであるが⁴³⁾、保険法部会においては、いわゆる保険デリバティブは損失の補てんとしての性質を有していないという点で保険（損害保険）と区別されるとの指摘がなされていた⁴⁴⁾。この指摘も損害てん補基準のような考え方に基づくものであるといえよう。

このような損害てん補基準に対し、学説の中には、保険技術を利用してはいるか否かという「保険技術基準」を用いて判断することを主張する見解も存在する⁴⁵⁾。この見解によれば、クレジット・デリバティブ取引は、基本的に個別相対の取引を本質としており、保険技術が利用されていないため、保険ではない、ということになる。

もっとも、保険技術基準は、必ずしも損害てん補基準と二項対立的な関

42) 松下美帆＝酒井敦史＝館大輔「金融商品取引法の対象商品・取引」商事1809号30頁（2007年）。この点については、松尾・前掲注39)68頁も参照。

43) 山下＝米山編・前掲注15)132頁〔洲崎〕参照。

44) 法制審議会保険法部会「法制審議会保険法部会 第12回会議議事録」48頁（2007年6月27日）、法務省民事局参事官室「保険法の見直しに関する中間試案の補足説明」萩本修編著『保険法立案関係資料』（別冊商事321号）87頁（商事法務、2008年）参照。

45) 保険業法上の保険と保険デリバティブとの法的区別の問題について保険技術基準を主張する見解として、古瀬・前掲注9)36頁がある。また、保険技術基準に触れるものとして、山下・前掲注2)20頁、同・前掲注1)234頁がある。もっとも、山下教授は、保険技術基準を積極的に主張しているわけではなく、理論的にありうる選択肢の1つとして指摘するに留まっている。

なお、保険法上の保険と天候デリバティブおよび地震デリバティブとの法的区別の問題について保険技術基準を主張する見解として、土岐・前掲注9)322-23頁、327頁があるが、クレジット・デリバティブ取引については触れられていない。

係にあるものではないと思われる。すなわち、前記のように、要素①～⑤が備わってはじめて保険になるとする見解に基づくならば、保険技術基準の下においても、損害てん補の目的の具備が必須の要素になるはずである。そうすると、保険技術基準は、損害てん補の目的が具備されていることを前提とした上で、それに加えて保険技術の利用の有無を重視することを明らかにしている見解であると理解できる⁴⁶⁾。したがって、保険技術基準と損害てん補基準の違いは、保険技術の利用の有無を重視するか否かという点にあるといえよう。

このような保険技術基準をとる論者は、保険技術とデリバティブに関するリスク測定および価格算出技術との間に差異を見いだすことが可能であると認識しているのであろう。しかし、損害てん補基準をとる論者からは、金融工学の発展により伝統的な保険技術とデリバティブに関するリスク測定および価格算出技術との境界は曖昧なものになりつつあり、それらに差異を見いだすことは実際上困難であると批判されている⁴⁷⁾。また、ク

46) 山下・前掲注1)239頁は、「このような概念(要素①～⑤が備わってはじめて保険になるとする伝統的な保険の概念)によれば保険デリバティブは要素④および⑤を内在しないという理由により保険ではないという整理ができることになる」(括弧内筆者)と指摘しており、保険技術基準の下でも、損害てん補の要素の具備が必須の要素であることが前提とされている。

もっとも、古瀬・前掲注9)36頁は、「指数型の保険デリバティブであれ、損害填補の給付を行う保険デリバティブであれ、前述した保険の特性(リスクの団体的処理の仕組み)を備えていない点に保険との相違があると考えられる」と指摘する。この見解は、指数型の保険デリバティブも含めて考えることから、本文の理解とは異なり、損害てん補の要素を具備していない保険デリバティブが保険となる可能性があることを示唆しているのかもしれない。

47) 山下・前掲注1)239頁は、森本祐司「金融と保険の融合について」金融研究19巻別冊1号289頁以下(2000年)および土家薫『総解説 保険デリバティブ』165頁以下(日本経済新聞社、2001年)を引用しつつ、本文のように批判する。また、法制審議会保険法部会・前掲注44)48頁においても同旨の指摘がなされている。さらに、小澤ほか・前掲注11)46頁は、「大数の原則を用いるから保険であるという語学上の議論はもはや実務的には妥当していない」と指摘する。

レジット・デリバティブ取引の中には、その手数料の決定に際して保険数理が用いられ、多数の相手方とクレジット・デリバティブ取引が締結されることがあるかもしれず、このような場合においては、クレジット・デリバティブ取引が保険にはあたらないということを説得的に根拠づけることは困難であるとの批判もなされている⁴⁸⁾。

このように、保険技術基準については、すでにその妥当範囲の限界が明らかにされているといえよう。さらに、後記のアメリカの議論においては、保険と保険でない取引を区別する重要な基準の1つとして「リスクの分散」という要素の有無が考慮されることがあるが、保険とクレジット・デリバティブ取引の区別に関しては、それが決定的な基準として主張されることは少ない⁴⁹⁾。そこで、以下では、これまであまり議論されてこなかった損害てん補基準の妥当範囲の限界を明らかにするために、同基準をめぐるアメリカ法の議論を中心として参照することとしたい。

48) たとえば、洲崎博史教授は、「保険デリバティブは保険法の適用対象ではないとみてよいであろう」と述べる一方で、「対価（デリバティブの手数料）の決定に際して保険数理が用いられ、多数の相手方とデリバティブ契約が締結される場合に、保険デリバティブが保険契約にはあたらないということを説得的に説明することは難しい」と指摘する。山下＝米山編・前掲注15)132頁〔洲崎〕の本文および注2。この点については、岩原紳作「デリバティブ取引に関する監督法上の諸問題」金融法14号42頁（1998年）も参照。

49) アメリカの学説においてしばしば引用される先行文献として、David Z. Nirenberg & Richard J. Hoffman, *Are Credit Default Swaps Insurance?*, 3 DERIVATIVE REP. 7 (Dec. 2001) (on file with author) および Robert F. Schwartz, *Risk Distribution in the Capital Markets: Credit Default Swaps, Insurance and a Theory of Demarcation*, 13 FORDHAM J. CORP. & FIN. L. 167 (2007) がある。そのいずれにおいても、「リスクの分散」という要素の有無が重要な区別の基準として認識されつつも、保険とクレジット・デリバティブ取引を区別する際の決定的な基準としては主張されていない。

4 アメリカ法における「損害てん補基準」の展開と再構築

(1) アメリカ法における「損害てん補基準」の展開

保険とクレジット・デリバティブ取引の法的区別の問題について、「損害てん補基準」を用いて判断する見解は、英米の議論の中で生まれたものである⁵⁰⁾。このような基準を積極的に展開する法域として、アメリカのニューヨーク州を挙げることができる。

ニューヨーク州保険法は、保険契約の定義規定を設けており、同法1101条(a)項(1)号は、「『保険契約 (insurance contract)』とは、『保険者 (insurer)』である一方の当事者が『保険契約者 (insured)』または『保険金受取人 (beneficiary)』である他方の当事者に対して、後者が、偶発的事故的の発生 (the happening of a fortuitous event) によって不利な影響を受ける実質的な利害関係 (a material interest) を、その事故発生の際に有し、または有すると期待される場合において、その事故の発生を条件として金銭的価値の給付 (benefit of pecuniary value) を付与する義務を負ういっさいの合意またはその他の取引をいう」と規定する⁵¹⁾。基本的には、ある取引が同号の要素を具備し、保険契約を構成すると解されたならば、同法の規定が適用されることになる⁵²⁾。

このように、ニューヨーク州保険法は、保険契約の定義を、偶発的事故的

50) 損害てん補基準の考え方が示された先行文献として、英米の学説においてしばしば引用されるのは、「Potts Opinion」と呼ばれる意見書である。See Opinion prepared for the ISDA by Robin Potts QC, Erskine Chambers (June 24, 1997) (on file with author). 同意見書については、拙稿「ニューヨーク州保険法における保険契約とクレジット・デフォルト・スワップ」鳥法56巻1・2号4-6頁(2012年)参照。

51) N. Y. Ins. Law §1101 (a) (1). 翻訳は、今井薫=梅津昭彦監訳『ニューヨーク州保険法(2010年末版)』52-53頁(生命保険協会, 2012年)を参考にした。

52) See N. Y. Ins. Law §1101 (a)(2), §1101 (b)(1)(A), §1102 (a). もっとも、ニューヨーク州保険法は、その適用範囲が広範になりすぎないように、適用除外規定を設けている。See also N. Y. Ins. Law §1101 (b)(2)(3)(3-a).

の発生に基づいて保険給付をする契約と定めており、保険料の支払いの点を除けば、平成20年改正前商法629条（損害保険契約の定義規定）と構造的には極めて類似する定義規定となっている⁵³⁾。このため、わが国と同様に、同法の下においても、保険契約とクレジット・デリバティブ取引の法的区別，すなわち、クレジット・デリバティブ取引が保険契約の要素を具備しているかが問題となった。

この点について、ニューヨーク州保険局（New York State Insurance Department）⁵⁴⁾は、2000年6月16日にCDS取引に関する意見書を発行することにより、その立場を明らかにした（以下、「2000年6月16日の意見書」⁵⁵⁾）。同意見書が検討対象としたCDS取引の内容は、前記2で示した内容と基本的に同様であるが、具体的に想定されているのは、市場価格参照型の現金決済⁵⁶⁾であり、プロテクションの買い手が実際に損害を被ったかどうかにかかわらず売り手が支払いを行うことになる取引である。このようなCDS取引に関して、同意見書は、「売り手がクレジット・イベントの発生を条件として買い手に支払いを行うが、その支払いが買い手の被る損害に依存しない場合において、クレジット・デフォルト・スワップ取引は、保険契約とならない」と述べている⁵⁷⁾。その上で、「上記クレジット・デフォルト・スワップは、ニューヨーク州保険法1101条(a)項(1)号の定義を満たさない。なぜなら、当該取引条件の下では、売り手はクレジット

53) 山下・前掲注36) 5頁参照。

54) ニューヨーク州保険局は、2011年にニューヨーク州銀行局（New York State Banking Department）と統合し、現在は金融サービス局（Department of Financial Service）となっている。本稿は、2011年以前になされた議論を中心に取り扱っていることから、統合前の名称である「ニューヨーク州保険局」を用いている。

55) New York Department of Insurance General Counsel Opinions, *Re: Credit Default Option Facility*, 2000 NY Insurance GC Opinions LEXIS 144 (June 16, 2000) [hereinafter Credit Default Option Opinion].

56) 市場価格参照型の現金決済に関する説明については、前注20)参照。

57) Credit Default Option Opinion, *supra* note 55.

ト・イベントの発生を条件として買い手に支払いを行うが、その支払いが買い手の被る損害に依存しないからである」とその理由を示している⁵⁸⁾。この内容から、ニューヨーク州保険局は、損害てん補の目的の有無という基準を用いており、この基準に照らすと、CDS取引は保険契約とならないことを明らかにしていることがわかるだろう。このような同意見書の理解は、ニューヨーク州保険局がそれ以前から他のデリバティブ取引に関する意見書において明らかにしていた立場とも整合的であると思われる⁵⁹⁾。

ニューヨーク州保険局が2000年6月16日の意見書を発行したことにより、同州保険法の下でクレジット・デリバティブ取引は保険契約とならないという理解が広まったが、2004年になされた同州保険法第69節の改正において、このような理解をより一層明確にする規定が設けられている。すなわち、同州保険法6901条(j-1)項は、CDSの定義について、「クレジット・デフォルト・スワップとは、国際スワップ・デリバティブズ協会または保険庁長官(superintendent)が承認しうるその他が、随時公表するクレジット・デリバティブの定義を参照する合意をいう。当該合意に準拠して、一方当事者は、特定証券その他の債務の発行者に、支払不履行、支払不能その他のクレジット・イベントが生じた場合には、他方当事者に補償する

58) *Id.*

59) ニューヨーク州保険局は、従前より、クレジット・デリバティブ取引と関連のある取引に関するいくつかの意見書の発行を通じてその立場を明らかにしてきた。それには、たとえば、カタストロフィ・オプション取引、インデックス・スワップ取引および天候デリバティブ取引が挙げられる。このような取引と保険契約の法的区別について、同州保険局は、損害てん補の目的が存在するか否かという基準を用いた上で、これらいずれの取引も保険契約とはならないと結論づけていた。See New York State Insurance Department, *Re : Catastrophe Options ("Cat Options")*, Office of General Counsel Opinion (June 25, 1998) (on file with author); New York State Insurance Department, *Re : Index Swap Transaction*, Office of General Counsel Opinion (June 26, 1998) (on file with author); New York State Insurance Department, *Weather Financial Instruments (derivatives, hedges, etc.)*, Office of General Counsel Opinion (Feb. 15, 2000).

ことを合意するものとする」と規定する⁶⁰⁾。その上で、同項は、「ただし、そのような合意は保険契約とならず、そのようなクレジット・デフォルト・スワップ取引を行うことは保険事業を営むこととはならない」と定めており、CDS取引にニューヨーク州保険法が適用されないことを明定している⁶¹⁾。アメリカの学説において、同項は、2000年6月16日の意見書の見解がニューヨーク州保険法の中に制定法化されたものとして理解されているようである⁶²⁾。

これに対し、ニューヨーク州以外の州法の下では、そもそも議論があまりなされていないようであり、保険とクレジット・デリバティブ取引の法的区別がどのように考えられているかは明らかでない。しかし、保険の定義規定を設けている州においては、ニューヨーク州保険法の保険契約の定義規定と同様の内容を定めていることが多く、また、そのような規定を設けていない州においても、判例において同様の理解がなされているようである⁶³⁾。このため、ニューヨーク州以外の州法の下でも、上記と同様の基準で判断されるのではないかと推測される⁶⁴⁾。

60) N. Y. Ins. Law §6901 (j-1).

61) *Id.*

62) See Andrea S. Kramer, Alton B. Harris & Robert A. Ansehl, *The New York State Insurance Department and Credit Default Swaps: Good Intentions, Bad Idea*, 22 J. TAX'N. & REG. FIN. INST. 22, 29 (2009).

63) See Cal. Ins. Code §22; Conn. Gen. Stat. §38a-1 (10); Ind. Code §27-1-2-3(a); Ky. Rev. Stat. Ann. §304.1-030; Neb. Rev. Stat. §44-102; N. C. Gen. Stat. §58-1-10; *Griffin Sys. v. Washburn*, 505 N.E.2d 1121, 1123-24 (Ill. App. 1987). See also National Association of Insurance Commissioners, Definition of Insurance Working Group, *Definition of Insurance*, 2-6 (Sept. 12, 2000) (州法上・判例法上の保険の定義を広範に検討する)。なお、CDS取引を保険法の適用対象から明確に排除するニューヨーク州保険法6901条(j-1)項のような規定は、それ以外の州法においては設けられていないようである。Schwartz, *supra* note 49, at 173.

64) なお、*AON Financial Products, Inc. v. Societe Generale*, 476 F.3d 90 (2nd Cir. 2007) は、保険とCDS取引の法的区別の問題が直接の争点と

また、この時期までの学説においても、保険とクレジット・デリバティブ取引の法的区別の問題に関してあまり活発に議論がなされておらず、公表されている文献のほとんどは弁護士等による実務的なものが中心であった。その中でも先行文献としてしばしば引用される代表的なものとしては、David Z. Nirenberg & Richard J. Hoffmanの論文と Robert F. Schwartzの論文がある⁶⁵⁾。これらの文献においても、損害てん補の要素の有無が最も重要な基準として捉えられている点については、上記2000年6月16日の意見書と同様である。

(2) アメリカ法における「損害てん補基準」の再構築

ニューヨーク州保険局は、前記2000年6月16日の意見書において、CDS取引が同州保険法上の保険契約とならないことを明らかにして以降、CDS取引に関して特に何の声明も公表していなかった。しかし、同州保険局は、2007年から2008年にかけて表面化したAIGの経営危機問題に対応するために、2008年9月22日に Circular Letter No. 19（以下、「Circular 19」）を公表し、CDSと保険契約の法的区別の問題を再検討している⁶⁶⁾。すなわち、Circular 19によれば、2000年6月16日の意見書は「プロテクションの買い手への支払いが実際の金銭的損害を条件としていない場合において、CDSは保険契約ではない」ということを述べている

なったものではないが、CDS取引はプロテクションの買い手の損害をてん補することを目的としたものではないことから、保険契約とは著しく異なると指摘している。Id. at 96. これは、ISDAが提出した意見書(amicus curiae brief)に基づいてなされた指摘であるが、ニューヨーク州保険局と同様の考え方を示したものであるといえよう。本件については、森下哲朗「クレジット・デフォルト・スワップ」金融法務研究会『金融取引における信用補完に係る現代的展開（金融法務研究会報告書(20)）』50頁および52-53頁（2012年）が詳しい。

65) Nirenberg & Hoffman, *supra* note 49, at 13-16; Schwartz, *supra* note 49, at 200-201.

66) New York State Insurance Department, Circular Letter No. 19 (Sept. 22, 2008).

に過ぎず、「参照組織に実質的な利害関係を有しまたは有することが合理的に期待される当事者がプロテクションを購入した場合において、CDSは保険契約となるか」ということに取り組んだものではないため、CDS取引を行うことがニューヨーク州保険法1101条における「保険事業を営むこと」に該当する可能性があるという⁶⁷⁾。ただし、Circular 19は、CDSと保険契約の法的区別の問題について、これ以上の言及を行っていないため、不明瞭な部分が多いと思われる。

この点について、当時のニューヨーク州保険局長官であったEric Dinalloは、2008年11月20日に開催された連邦議会での公聴会において、Circular 19におけるCDS規制について敷衍する証言を行っている⁶⁸⁾。この中で、Dinallo長官は、プロテクションの買い手が原資産を有する場合をカバードCDSとし、また、原資産を有しない場合をネイキッドCDSとすることにより、CDS取引をカバードCDSとネイキッドCDSとに区別する⁶⁹⁾。その上で、カバードCDSについては、保険と同様の損害てん補および被保険利益の要素を備えていることを理由として保険契約に該当する一方で、ネイキッドCDSについては、これらの要素を備えていないことを理由として保険契約に該当しない旨の証言をしている⁷⁰⁾。この証言から、CDS取引をカバードCDSとネイキッドCDSとに区別して検討を加えるというニューヨーク州保険局の態度が明確となったといえよう。また、同長官は、CDS取引と保険契約とを区別する際に、損害てん補およ

67) *Id.* at 7.

68) Testimony to the United State House of Representatives Committee on Agriculture, *Hearing to Review the Role of Credit Derivatives in the U. S. Economy* (by Eric Dinallo, Superintendent, New York Insurance Department (Nov. 20, 2008)) [hereinafter Testimony of Dinallo]. See also Press Release, State of New York, *Governor Patterson Announces Plan to Limit Harm to Markets from Damaging Speculation* (Sept. 22, 2008).

69) Testimony of Dinallo, *supra* note 68, at 2-3.

70) *Id.* at 3.

び被保険利益の要素の有無を基準として考慮している。このような判断基準は、ニューヨーク州保険局が2000年6月16日の意見書において示した見解と基本的には同様のものと思われる。

もっとも、2000年6月16日の意見書は、カバードCDSとネイキッドCDSの区別に特に言及することなく、CDS取引は保険でない判断していた。このため、上記のようなDinallo長官の証言は、2000年6月16日の意見書の見解と衝突しているところがあるようにもみえる。この点について、同長官は、そもそも2000年6月16日の意見書はネイキッドCDSのみを対象にしており、カバードCDSを射程に含めていなかったのであり、それにもかかわらず市場がカバードCDSも含めたものとして理解しただけである旨の証言を行っている⁷¹⁾。この証言から、同長官は、損害てん補基準に基づいている2000年6月16日の意見書の見解と上記のCircular 19の見解との間には衝突関係は存在せず、Circular 19は、同意見書の見解ではなく、市場の誤った理解を覆したに過ぎないと理解していることがわかるだろう。

このようなCircular 19は、2009年1月1日に効力を発することとなっていたが、Circular 19公表後の2008年11月14日に、金融市場に関する大統領のワーキング・グループがCDSに対する規制を整備する計画を公表した⁷²⁾。これを受けて、ニューヨーク州保険局は、2008年11月20日に、Circular 19のサプリメントを発行し、カバードCDSに対する同州保険法の適用を無期限に延期することを明らかにした⁷³⁾。もっとも、同州保険局

71) *Id.* at 4-5.

72) Press Release, U.S. Department of the Treasury, *PWG Announces Initiatives to Strengthen OTC Derivatives Oversight and Infrastructure* (Nov. 14, 2008).

73) New York State Insurance Department, First Supplement to Circular Letter No.19 (Nov 20, 2008). *See also* Press Release, New York State Insurance Department, *Recognizing Progress by Federal Government in Developing Oversight Framework for Credit Default Swaps, New York Will Stay Plan to Regulate Some Credit Default Swaps*

は、カバード CDS に対して同州保険法をすぐには適用しないものの、依然としてカバード CDS に対する規制権限を保持することを示唆している点には留意が必要であろう⁷⁴⁾。

以上のようなニューヨーク州の議論を経た後も、学説においては、カバード CDS に対する保険法の適用を支持する見解はほとんどみられない。ただし、従前のように損害てん補基準のような考え方のみで、保険とクレジット・デリバティブ取引を区別できると考える論者は少なくなりつつある。むしろ、学説では、カバード CDS のように、クレジット・デリバティブ取引の一部については保険の要素を具備するものが存在することを前提とした上で、このような取引に対して保険法を適用する必要性があるのかという点が議論の中心になりつつあるように思われる。その上で、そのような必要性はないと考えるのが、学説における有力な見解であろう⁷⁵⁾。

なお、2010年7月21日に成立したドッド＝フランク法では、デリバティブ取引一般に関する規制が定められており、この中では、CDS 取引と保険規制の関係を整理する規定も設けられている⁷⁶⁾。すなわち、同法722条(b)項は、スワップ取引 (swap) を保険契約として規制してはならないと規定している⁷⁷⁾。また、同法767条は、有価証券関連スワップ取引 (security-based swap) についても、同様の規定を定めている⁷⁸⁾。これらの規定により、CDS 取引は州保険法の規定の適用を受けないことが明らかとなったようにもみえる。その一方で、ドッド＝フランク法制定後も、各州は保

(Nov. 20, 2008).

74) Testimony of Dinallo, *supra* note 68, at 7.

75) 代表的な見解として、M. Todd Henderson, *Credit Derivatives Are Not "Insurance"*, 16 CONN. INS. L. J. 1 (2009) 参照。

76) ドッド＝フランク法におけるデリバティブ規制については、松尾直彦『Q&A アメリカ金融改革法——ドッド＝フランク法のすべて』210頁以下(金融財政事情研究会、2010年)が詳しい。

77) Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act §722 (b).

78) *Id.* §767.

險規制からカバード CDS を除外するか否かを検討する権限を有していると述べる見解も存在しており、上記のような見方に対する疑問も提示されているところである⁷⁹⁾。

5 「損害てん補基準」および「保険技術基準」の限界の検討

損害てん補基準あるいは保険技術基準のような考え方に基づいて、保険とクレジット・デリバティブ取引の法的区別を検討するならば、クレジット・デリバティブ取引は、リスクの移転を目的とする取引であるが、損害てん補の目的あるいは保険技術の利用といった保険の要素を具備しているとはいえないため、保険ではなく、保険に関する法規制は適用されない、ということになりそうである。しかしながら、アメリカの議論が示唆するように、クレジット・デリバティブ取引の実態に鑑みると、これらの基準で保険とクレジット・デリバティブ取引との法的区別を十分に根拠づけることができるのかについては、疑問の残るところである。

前記のように、損害てん補基準は、保険とクレジット・デリバティブ取引との法的区別の根拠を、損害てん補の目的の有無に求めている。たしかに、クレジット・デリバティブ取引は損害てん補の要素を具備していないことが多いかもしれないが、同時に、損害てん補を目的にしていると評価しうるクレジット・デリバティブ取引も存在することは否定できないと思われる。たとえば、わが国の実務においても、カバード CDS のような取引では、プロテクションの買い手は、自己が保有する原資産にかかる信用リスクをヘッジすることを目的として、売り手からプロテクションを購入することがあると指摘されている⁸⁰⁾。このため、このような取引につい

79) See Leah Campbell, *Insurance Industry Implications of the Dodd-Frank Act*, Client Memorandum, 16 (Willkie Farr & Gallagher LLP, Aug. 26, 2010); Oskari Juurikkala, *Credit Default Swaps and Insurance: Against the Potts Opinion*, 26 J. INT'L BANKING L. & REG. 128, 134 (2011).

80) 河合=糸田・前掲注17)22-23頁, 木野=糸田・前掲注17)30頁参照。

ては、損害てん補の要素が存在していると評価することも可能であり、損害てん補基準の下では保険との違いを説得的に根拠づけることができないと思われる⁸¹⁾。

また、このような疑問が保険技術基準についても同様にあてはまることは前述のとおりである。すなわち、保険技術基準は、保険技術の利用の有無に基づき、保険とクレジット・デリバティブ取引の法的区別を根拠づけている。しかし、クレジット・デリバティブ取引の中には、その手数料の決定に際して保険数理が用いられ、多数の相手方とクレジット・デリバティブ取引が締結されることがあるかもしれない。また、そもそも保険技術とデリバティブに関するリスク測定および価格算出技術との間に差異を見いだすことが困難であることが多いかもしれない。このような場合においては、クレジット・デリバティブ取引が保険にはあたらないということを実説的に根拠づけることは困難であると思われる。

このように、クレジット・デリバティブ取引の中には保険と構成することが可能なものが含まれていると思われる。そうすると、このような取引に対しては保険に関する法規制を適用すべきである、と解することも理論的には可能ではないのかとの疑問が出てくる⁸²⁾。

もっとも、保険との法的区別が問題となった従前の議論（共済や品質保

81) この点については、拙稿・前掲注50)21頁、森下・前掲注64)50頁も参照。

82) このような疑問は、実務においても認識され始めているものと思われる。

すなわち、近時（2011年1月改訂）の実務解説であるISDA Japan Credit Derivatives Committee: Research Working Group・前掲注39)の「Q5-1」は、「英国法、ニューヨーク法又は日本法においてはCDS取引はプロテクションの買い手の実損を填補する目的の取引ではないこと、又はプロテクションの買い手は被保険利益を有していなくともCDS取引を行えることなどを理由に『保険』には該当しない取引であると認識される場合が多いと思われる」としながらも、「ただし、いかなる契約が規制の対象となる保険契約に該当するか否かは、締結されるCDS契約の内容及びそれに付随する諸般の事情により決定されますので、専門家への確認が必要な場合があります」と指摘しており、保険に関する法規制がCDS取引に適用される可能性があることを示唆している。

証等)に鑑みると、クレジット・デリバティブ取引が保険の要素①～⑤を具備する保険であるというだけで、保険に関する法規制が適用されるべきとの結論が必然的に導き出されるわけではないだろう。すなわち、従前の議論において保険に関する法規制の適用の可否が検討されるにあたっては、保険の要素の具備の有無だけでなく、保険に関する法規制を適用する必要性の存否も問題とされてきたところである⁸³⁾。このため、クレジット・デリバティブ取引について保険に関する法規制の適用可能性の可否を議論するにあっても、その必要性の存否の検討が不可欠であると思われる。そこで、最後に、この点に関するわが国の学説を検討することとしたい。

6 保険契約法・保険監督法を適用する必要性の存否をめぐる学説の検討と残された課題

これまでの学説においては、損害てん補基準あるいは保険技術基準により保険に関する法規制の適用を否定できると考えられてきたためか、クレジット・デリバティブ取引について保険に関する法規制を適用する必要性の存否という観点からの検討は、あまり熱心には行われてこなかったと思われる。

すなわち、保険契約法との関係については、クレジット・デリバティブ取引の当事者の意思を率直に見る限り保険ではないと考えていることは疑いなく、客観的にも保険契約とは契約の構成の仕方が相当に異なっており、これに保険契約に関する法規制を適用することにあまり意味は感じられず、非典型契約として位置づけることでよいと指摘されている⁸⁴⁾。また、非典

83) 共済、品質保証およびサービス提供システムと保険との法的区別に関する前注2)の諸文献参照。

84) 山下・前掲注2)25頁参照。なお、山下教授は、「保険デリバティブ」に対して本文のような指摘を行っており、本文の記述はこれを「クレジット・デリバティブ取引」に置き換えている。前記のように、「保険デリバティブ」とは、クレジット・デリバティブ、天候デリバティブおよび地震デリバティブと呼ばれるリスク移転取引の総称であるため、このような置き替えは可能であると思われる。後注85)および86)についても、同様である。

型契約としてのクレジット・デリバティブ取引が典型契約としての保険の脱法手段ということであれば、クレジット・デリバティブ取引も保険であるとして契約自由を制限することは考えられるものの、現在のクレジット・デリバティブ取引によるリスク移転のごときを考えれば、その必要はないとも指摘されている⁸⁵⁾。

しかし、保険の要素を具備していると解しうる一部のクレジット・デリバティブ取引においては、保険の代替として利用しているとの意思が取引の当事者に存在している可能性も否定できず、このような場合においては、保険の脱法手段として利用されていると評価することも可能であろう。このため、そのような取引に対してなぜ保険契約法を適用する必要がないのかが、さらに検討されなければならないと思われる。

また、保険監督法との関係については、クレジット・デリバティブ取引が保険として位置づけられると、保険会社の独占業務となるが、保険によるリスクの移転に限界が生じた状況下において保険以外のリスク移転手段としてクレジット・デリバティブ取引を活用しようとするのであれば、保険としては位置づけず、広くリスクの移転を受ける主体の存在を認めるという政策判断によることには合理性があると指摘されている⁸⁶⁾。また、クレジット・デリバティブ取引は、その沿革と現状からみて、金融取引としての地位を確立しており、保険規制を行う必要はなく、金融商品取引法による規制でよいとの指摘もみられる⁸⁷⁾。

しかし、クレジット・デリバティブ取引の全てではなく、保険の要素を具備していると解しうるクレジット・デリバティブ取引のみを保険として位置づけたとしても、上記のような政策判断に与える影響は限定的であると評価することも可能であろう。また、クレジット・デリバティブ取引の

85) 山下・前掲注1)244-45頁参照。

86) 山下・前掲注2)24頁, 同・前掲注1)240頁参照。これと同旨の見解と思われるものとして、吉澤卓哉「保険商品と金融商品の交錯」保険学572号45-46頁(2001年)参照。

87) 古瀬・前掲注9)40頁注28参照。

沿革と現状という抽象的な指摘をするだけでは、説得的な根拠が示されているとはいえないだろう。ここでも、保険の要素を具備していると解しうる一部のクレジット・デリバティブ取引に対して、なぜ保険監督法を適用する必要がないのかが、さらに検討されなければならないと思われる。

以上のように、学説においては、クレジット・デリバティブ取引を一括りのものとして捉えた上で、保険に関する法規制を適用する必要性が存在しないことが論じられてきた。しかし、「保険の要素を具備していると解しうる一部のクレジット・デリバティブ取引」という形で対象を限定した上で、保険に関する法規制を適用する必要性の存否を論じた場合には、それが肯定される余地も残されているのではないかとの疑問が浮上する。このような意味において、学説の議論の中には、十分に検討されてこなかった点が存在するといえよう。そうすると、最終的にクレジット・デリバティブ取引に対する保険契約法・保険監督法の適用可能性の可否を判断するためには、クレジット・デリバティブ取引の中には保険の要素を具備する可能性のあるものが存在していることを念頭に置いた上で、このような取引に対して保険契約法・保険監督法を適用する必要性があるのかを明らかにしなければならないと思われる。

7 むすび

保険とクレジット・デリバティブ取引の法的区別をめぐる議論においては、損害てん補の目的が存在するか否かという「損害てん補基準」、および、保険技術が利用されているか否かという「保険技術基準」が展開されてきた。しかし、このような学説は、クレジット・デリバティブ取引を一括りのものとして捉えてきたために、クレジット・デリバティブの中に保険の要素を具備する可能性のある取引が存在することを見過ごしてきた。このため、双方の基準には妥当範囲の限界が存在しており、一部のクレジット・デリバティブ取引が保険であることを肯定する余地も残されているものと思われる。

もっとも、最終的に保険に関する法規制をクレジット・デリバティブ取引に適用すべきか否かを判断するためには、上記の指摘だけでは不十分であり、これに加えて、保険に関する法規制をクレジット・デリバティブ取引に適用する必要性の存否が検討されなければならない。これまでに、学説においては、その必要性を否定する議論が若干ながら行われてきたが、上記と同様の理由から、その理由づけにも限界が存在しており、さらなる議論の精緻化が必要であると思われる。

しかし、本稿では、紙幅の関係もあり、この点についての具体的な検討を行うことができない。今後の研究の中で、アメリカの議論を参照しつつ、検討を行うこととしたい。

(筆者は島根大学法文学部准教授)

【付記】本研究は、財団法人民事紛争処理研究基金の平成25年度研究助成を受けました。心より御礼申し上げます。