

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の再検討

嘉 村 雄 司

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。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。

近時は、「代替的リスク移転取引」と呼ばれる取引の登場により、保険と金融の融合が進んでおり、この「保険と金融の融合」ということを視野に入れて「保険とは何か」を検討することが必要であると指摘されている。このような問題意識からなされている議論の1つが、「クレジット・デリバティブ取引と保険（とりわけ損害保険）との法的区別の問題」である。

クレジット・デリバティブ取引とは、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である。たとえば、クレジット・デフォルト・スワップ（CDS）では、買い手と売り手の2当事者が契約関係に入り、契約の対象となる会社等（参照組織）が指定される。買い手は、信用リスクを売り手に移転し、その対価として手数料を支払う。参照組織に倒産や元利金の不払い等の事実（クレジット・イベント）が発生した場合には、売り手から買い手に支払いが行われる。

このようなクレジット・デリバティブ取引は、「リスクの移転」を目的とする点で保険と極めて類似する取引であるといわれている。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いのか、という点が議論されてきた。この点について、従来の学説では、クレジット・デリバティブ取引は「保険の要素」を具備していないため、「保険」ではない、と解されてきた（後記2参照）。このような見解は、英米の議論の影響を受けたものである。しかし、近時のアメリカにおいては、従来までの見解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（後記3参照）。

本稿は、このようなアメリカの議論を参照しつつ、「保険とクレジット・デリバティブ取引の法的区別の問題」を再検討すること（後記4参照）を目的とするものである。

2 わが国における議論の整理・分析

従来の学説においては、クレジット・デリバティブ取引が「保険の要素」を具備するか否かという点が主として議論されてきた。「保険の要素」については、保険法および保険業法において明確に定める規定はなく、解釈によるほかないが、次のような複数の要素で構成されているという点については、学説上、概ね意見の合致があると指摘されている。すなわち、①一方当事者の金銭の抛出（保険料）、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）、③要素①と②が対立関係に立つこと、④収支相等原則、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5つの要素である。

このような理解を前提として、現在の支配的見解は、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」を用いて判断する考え方を主張している。この見解によれば、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、売り手から買い手への支払い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、保険業法や金融商品取引法、保険法の立法過程といった現行の法規整のあり方にも強い影響を与えていると思われる。

これに対し、学説の中には、保険技術を利用しているか否かという「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。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。

しかし、このような見解に対しては、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、それらの間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。また、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。

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。そこで、次に、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の議論を参照することとしたい。

3 アメリカ法における「損害てん補基準」の展開と再構築

(1) 「損害てん補基準」の展開

わが国の学説で主張される「損害てん補基準」の考え方は、英米の議論の中で生まれたものである。この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がある。

ニューヨーク州保険法1101条(a)項(1)号は、保険契約の定義について、偶発的事故の発生に基づいて保険給付をする契約と定めている。このため、同州においても、クレジット・デリバティブ取引が保険契約の要素を具備するか否かが問題となり、同州保険局は、2000年6月16日に「CDS取引に関する意見書(2000年の意見書)」を発行し、その立場を明らかにした。すなわち、2000年の意見書は、「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、CDS取引は、保険契約とならない」と述べている。その上で、「上記CDS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・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。この内容から、同州保険局は、「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。

(2) 「損害てん補基準」の再構築

ニューヨーク州保険局は、その後、2007年から2008年にかけてAIGの経営危機問題が発生したことを契機として、CDS取引と保険契約の法的区別の問題を再検討している。すなわち、買い手が原資産を有する場合をカバードCDSとし、また、それを有しない場合をネイキッドCDSとした上で、前者については、保険と同様の損害てん補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、後者については、こ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ことを明らかにしている。この指摘から、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同州保険局の態度が明らかになったといえよう。また、同州保険局は、CDS取引と保険契約とを区別する際に、損害てん補の要素の有無を基準として考慮していることから、2000年の意見書の見解を維持しつつも、カバードCDSが保険契約であることを明らかにしたものと理解できる。

このような同州保険局の規制提案は、最終的には無期限に延期されることとなった。もともと、同州保険局は、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

とを示唆しており、今後の動向を注視する必要がある。

4 「損害てん補基準」の妥当範囲の限界と残された課題の検討

アメリカにおける保険に関する制定法は、各州ごとに制定されており、また、保険契約に関する法だけでなく、保険監督に関する法も包含する包括的な法典となっており、わが国における保険に関する法規制の体系とは異なっている。しかし、前記のように、アメリカの議論においても、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ということが問題とされてきた点で、わが国における議論と共通点を見出すことができると思われる。

このような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、損害てん補基準を用いて保険とクレジット・デリバティブ取引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。クレジット・デリバティブ取引の中には、損害てん補を目的にしていると評価しうるものが存在することを否定できないからである。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、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。このため、このような取引については、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。

以上のように、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。

もっとも、保険との法的区別をめぐる伝統的な議論に鑑みると、クレジット・デリバティブ取引が保険の要素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。伝統的な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にされてきたからである。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。

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。本稿は、この点に

ついて十分に踏み込んだ検討を行うことができなかったが、今後の検討課題としてさらなる議論の精緻化を図りたい。

〔以上〕

【付記】本研究は、平成26～27年度学術研究助成基金助成金（若手研究（B）課題番号26780061）による研究成果の一部です。心より御礼申し上げます。

（かむら・ゆうじ＝島根大学法文学部准教授）