

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基礎的考察(後編)

— 2007年頃までのアメリカの議論を中心として —

嘉 村 雄 司

●アブストラクト

アメリカでは、保険とクレジット・デリバティブの法的区別を、損害てん補の目的の有無という基準を用いて説明する考え方が支配的見解であった。本稿は、このような考え方がアメリカで支配的見解となった議論の経緯を明らかにすることにより、わが国においてアメリカの議論を参考にする際の基礎的資料を提供することを目的とするものである。

本稿の前半では、上記の支配的見解を示した先行文献とされる Potts 意見書の内容を検討した上で、同意見書の見解を積極的に展開するニューヨーク州保険法上の議論の検討を行った。それに引き続き、本稿の後半では、全米保険監督長官協会 (NAIC) と国際スワップ・デリバティブズ協会 (ISDA) の論争、および、アメリカの学説上の議論を検討する。その上で、アメリカにおける議論とわが国における議論との類似点・相違点に関する検討を行うこととしたい。

●キーワード

保険の意義, クレジット・デリバティブ取引

目 次

1 はじめに

- 2 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 Potts 意見書の見解
 - 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ニューヨーク州の議論
 - (1) ニューヨーク州保険法における議論の概要
 - (2) ニューヨーク州保険法の適用対象に関する規定
 - (3) 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意見書
 - (4) CDS取引に関する意見書（2000年6月16日の意見書）
 - (5) 2004年のニューヨーク州保険法第69節の改正（以上、前号）
 - 4 保険と天候金融商品の法的区別をめぐる全米保険監督長官協会と国際スワップ・デリバティブズ協会の論争（以下、本号）
 - (1) 全米保険監督長官協会の見解と国際スワップ・デリバティブズ協会の反論の概要
 - (2) 保険の定義に関する白書（2000年の白書）
 - (3) 天候金融商品に関する白書草案（2003年の白書草案）
 - (4) 国際スワップ・デリバティブズ協会の反論の書簡（2004年の書簡）
 - 5 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議論
 - (1) 学説における議論の概要
 - (2) Nirenberg & Hoffman 論文の見解
 - (3) Schwartz 論文の見解
 - 6 むすび
-
- 4 保険と天候金融商品の法的区別をめぐる全米保険監督長官協会と国際スワップ・デリバティブズ協会の論争
 - (1) 全米保険監督長官協会の見解と国際スワップ・デリバティブズ協会の反論の概要
ニューヨーク州は、Potts 意見書と同様の見解に基づき、CDS取引が保険契約に該当しないことを明らかにする一方で、全米保険監督長官協会は、

クレジット・デリバティブ取引に州保険法を適用することについて、好意的な立場であるとも受け止められる見解を公表している。全米保険監督長官協会は、各州の保険監督長官により設立された団体であり、各州法制定の際のモデルとなるモデル法やモデル・レギュレーションを多数作成しており、それらの中には多数の州でほとんどそれに依拠した制定法が設けられているものもある⁷¹⁾。このため、アメリカの州保険法を検討するに当たって、全米保険監督長官協会の見解は無視できないものといえよう。

全米保険監督長官協会の下で組織された「損害保険委員会」は、2003年に「天候金融商品に関する白書草案」(以下、「2003年の白書草案」)を作成している⁷²⁾。同白書草案は、保険と天候金融商品(天候デリバティブおよびその他の非保険商品)の法的区別に関して、天候金融商品は保険であり、州保険法が適用されるべきである、と結論づけている。同白書草案の見解は、天候金融商品に限定されており、クレジット・デリバティブ取引を直接の検討対象としてはいないが、同白書草案の中で展開された論理は、クレジット・デリバティブ取引およびその他のデリバティブ取引にも当てはまりうるものであった。このため、同白書草案の見解は、市場関係者に動揺を与えることとなり、国際スワップ・デリバティブズ協会は、2004年に同白書草案の見解に対する反論を展開した書簡を公表している(以下、「2004年の書簡」)⁷³⁾。

71) 山下=米山編・前掲注26)70頁[山下]。

72) National Association of Insurance Commissioners, Property and Casualty Insurance (C) Committee, *Weather Financial Instruments (Temperature): Insurance or Capital Markets Products?* (Sept. 16, 2003) (on file with author) [hereinafter 2003 Draft White Paper].

73) Letter from Robert G. Pickel, Executive Directive and Chief Executive Officer, ISDA, to Ernst N. Csiszar, President, NAIC and Robert Esson, Senior Manager, Global Insurance Markets, NAIC (Feb. 23, 2004) [hereinafter 2004 ISDA Letter]. なお、2004年の書簡公表後、損害保険委員会は、2003年の白書草案で取り扱った問題に関する議論を今後は行わないこと、および、同白書草案を非公開にすることを決定したようである。See ISDA, *Member Update* (Mar. 24, 2004).

このような全米保険監督長官協会と国際スワップ・デリバティブズ協会の見解の対立は、デリバティブ取引を保険として構成することを主張する立場とそれに反対する立場とが真正面から衝突した議論として、本稿の問題意識からは理論的に興味深いものといえる。そこで、以下では、2003年の白書草案および2004年の書簡の概要を示すことにより、全米保険監督長官協会および国際スワップ・デリバティブズ協会の立場を明らかにすることにした。なお、2003年の白書草案における見解の一部は、全米保険監督長官協会の下で組織された「保険の定義に関するワーキング・グループ」が2000年に公表した「保険の定義に関する白書」（以下、「2000年の白書」）⁷⁴⁾の見解に基づいて展開されている。このため、まずは2000年の白書の概要を示すこととした。

(2) 保険の定義に関する白書（2000年の白書）

2000年の白書は、グラム・リーチ・ブライリー法（Gramm-Leach-Bliley Act）が1999年に制定されたことを契機として作成されたものである。同法により、銀行、証券および保険の兼業が認められたことを受けて、州および連邦の規制担当者は、これらの分野の機能的な規制を行うことに強い関心を持っていた。このため、各々の規制担当者が規制する対象の境界を明確にする必要があった。このような中で、保険の要素として一般に認識された事項に関するガイダンスを州の保険規制担当者に向けて行うことを目的として作成されたのが2000年の白書である⁷⁵⁾。同白書では、保険の定義に関するいくつかの事項が検討されているが、その1つとして、州法上および判例上の保険の定義が検討されている⁷⁶⁾。

74) National Association of Insurance Commissioners, Definition of Insurance Working Group, *Definition of Insurance* (Sept. 12, 2000) [hereinafter 2000 White Paper].

75) *Id.* at 1.

76) 2000年の白書では、本文で指摘した点のほかに、グラム・リーチ・ブライリー法上の保険の定義、および、反トラスト法やERISAにかかる判例で関

2000年の白書は、まず、複数の州法における保険の定義規定を参照する。同白書が参照する州法は、カリフォルニア州法、コロラド州法、コネチカット州法、インディアナ州法、ケンタッキー州法、ネブラスカ州法、ノースカロライナ州法およびオレゴン州法である⁷⁷⁾。保険に関する各々の定義規定の文言は相当に異なることが多いようにみえるが、同白書は、以下のように指摘する。州法上の保険の定義には、いくつかの共通の要素が存在する。それは、第1に、保険は契約であること、第2に、保険契約者は保険者への保険料の支払いを約すること、第3に、保険者は保険契約者の損害のてん補を約すること、である。第2と第3の要素は、保険契約の基礎となる合意である。そして第4に、リスク——契約で定められた保険者の義務を生じさせる差し迫った損害 (threatened loss) ——が存在すること、である。リスクという概念は、たとえば、偶発的事故 (contingent event)、確定可能な偶発的リスク (determinable risk contingencies)、確認可能な偶発的リスク (ascertainable risk contingencies)、保険事故 (hazard or peril insured against) 等、多くの異なる表現が用いられているが、全体的には共通した概念となっている。このリスクという概念は、保険契約の中心テーマ (the central theme) であり、これこそが保険とその

題となった保険事業の定義等が検討されているが、本稿ではこれらの部分については取り上げない。

77) Cal. Ins. Code § 22; Colo. Rev. Stat. § 10-1-102(7); 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; Or. Rev. Stat. § 731.102; 2000 White Paper, *supra* note 74, at 2-4.

なお、2000年の白書は、コロラド州の保険の定義を定めた条文として、上記のように Colo. Rev. Stat. § 10-1-102(7)を引用しているが、現在では、Colo. Rev. Stat. § 10-1-102(12)に規定されている。

また、上記の各州法のほとんどは「保険」の定義を規定しているが、ノースカロライナ州法は「保険契約 (contract of insurance)」の定義を規定している。N. C. Gen. Stat. § 58-1-10. しかし、2000年の白書では、この点について特に触れられていない。このため、本稿は、同白書に従い、ノースカロライナ州法の定義規定も含めて「保険」という用語を使用している。

他契約とを区別する要素である⁷⁸⁾。

次に、2000年の白書は、いくつかの判例を参照した上で、一般的には裁判所も州法と同様の基本原則に従っていることを明らかにする。同白書が参照する判例は、*Griffin Sys. v. Washburn* 事件、*United States v. Newton Livestock Auction Market, Inc.* 事件および *United States v. Stearns-Roger Corp.* 事件である。*Griffin Sys. v. Washburn* 事件は、保険の特徴を、第1に、保険者と保険契約者との間の一定期間存在する契約または合意であること、第2に、保険契約者は被保険利益を有すること、第3に、保険契約者は保険料という形式で対価を保険者に支払うこと、第4に、ある特定の危険により保険契約者に生ずる財産上の金銭的損害のてん補を合意することにより、保険者がリスクを引き受けること、と宣言する⁷⁹⁾。また、*United States v. Newton Livestock Auction Market, Inc.* 事件は、保険を、保険者と保険契約者との契約関係が損害のリスクを保険者に転移させるものと説明する⁸⁰⁾。さらに、*United States v. Stearns-Roger Corp.* 事件は、保険となるためには損害リスクの移転が存在しなければならないと判示する⁸¹⁾。このような判例を受けて、同白書は、以下のように指摘する。裁判所は、偶発的リスクの移転という要素が保険契約の核心であることを認識している。リスクの移転は、保険の概念にとってきわめて重要であるため、保険とその他契約とを区別する要素となる⁸²⁾。

このように州法上および判例上の保険の定義を検討した上で、2000年の白書は、制定法および判例法のいずれを参照しても、保険という概念をリ

78) 2000 White Paper, *supra* note 74, at 4.

79) *Griffin Sys. v. Washburn*, 505 N.E. 2d 1121, 1123-1124 (Ill. App. 1987); 2000 White Paper, *supra* note 74, at 4.

80) *United States v. Newton Livestock Auction Market, Inc.*, 336 F.2d 673, 676 (10th Cir. 1964); 2000 White Paper, *supra* note 74, at 4.

81) *United States v. Stearns-Roger Corp.*, 774 F.2d 414, 415 (10th Cir. 1985) (citing *Helvering v. LeGierse*, 312 U.S. 531 (1941)); 2000 White Paper, *supra* note 74, at 4.

82) 2000 White Paper, *supra* note 74, at 4.

スクの移転を伴う契約として捉えている点は共通していると結論づける⁸³⁾。そして、同白書は、州の規制担当者へのガイダンスとして、以下のとおり保険の定義に関する共通の要素を示す。すなわち、第1に、2以上の当事者が合意を締結すること、第2に、保険契約者は特定のリスクから生ずる損害の一部または全部を保険者に移転すること、第3に、対価として保険料が保険者に支払われること、第4に、対価の見返りとして、保険者は、リスクを引き受け、損害のてん補、防御 (defend) または何らかの形式の利益の提供を行う義務を負うこと、である⁸⁴⁾。

以上が2000年の白書の概要である。同白書は、保険の定義について検討しているに過ぎず、保険とクレジット・デリバティブ取引との法的区別についての見解を示しているわけではない。しかし、同白書は、リスクの移転という要素を保険とその他契約とを区別する基準として重視しているようにもみえる。そうであるならば、クレジット・デリバティブ取引の機能の1つとして保険と類似するリスク移転機能が存在することは否定できないため、同白書の下では、クレジット・デリバティブ取引も保険として構成される可能性があるのではないかとの懸念が生じる。このような懸念を顕在化させたのが、2003年の白書草案における全米保険監督長官協会の見解である。

(3) 天候金融商品に関する白書草案 (2003年の白書草案)

2003年の白書草案は、天候リスク (weather risks) を検討し、天候保険商品 (weather insurance products) と天候関連の損失に対するヘッジ手段を提供する資本市場商品 (capital market products) の双方を評価する

83) *Id.*

84) *Id.* at 5. なお、2000年の白書では、保険会社による保険技術の利用が保険実務の成立のための重要な要素であることも認識されている。それゆえ、本文の第1～第4は、保険とその他契約とを区別する最終的な基準というよりは、むしろ一般的な保険の要素を提示したにとどまり、より詳細な分析のための出発点として機能すると指摘されている。*Id.*

ことを目的として作成されたものである。その上で、同白書草案は、「天候金融商品（デリバティブ、天候ヘッジおよびスワップ等）は、保険商品として再分類・規制されるべきか、または、依然として資本市場商品のままであるべきか」という問題を検討している⁸⁵⁾。

2003年の白書草案は、まず、天候リスクについて、以下のように述べる。天候リスクとは、暑さ、寒さ、雪、雨および風のような天候事象（weather events）に対するビジネス上の財務的エクスポージャーである。天候リスクは、通常、非カタストロフィックなものであり、物的損害による財産的価値の低下を生じさせるものというよりも、むしろビジネス上の収益性に影響を与えるものである⁸⁶⁾。このため、典型的な財産保険の補償範囲における天候関連の危険（weather related perils）には含まれない。天候リスクを取扱う商品としては、天候保険または天候デリバティブがある。事実上、あらゆるビジネスは、天候による財務上の影響を直接・間接に受けており、賢明なビジネス活動を行うためには、天候リスクを考慮し、財務的損失を回避するための適切なリスク管理を行う必要がある⁸⁷⁾。

次に、2003年の白書草案は、天候保険について、以下のように整理する。天候保険商品は、当初、娯楽産業への降雨保険（rain insurance）の販売から始まったが、天候保険契約書式の進歩により、数十年前から飛躍的に進化している。天候保険契約の基本的要素には、保険契約者の氏名（Named Insured）、契約期間（Policy Period）、補償限度額（Coverage Limits⁸⁸⁾、保険事故（気温、降雨または降雪）（Weather Peril Insured Against [Temperature, Rain or Snow]）、保険料（Premium）、測候所

85) 2003 Draft White Paper, *supra* note 72, at 1.

86) 天候状態によっては、製品やサービスの売上げに不利な影響を及ぼすことがある。たとえば、日焼け止めローションの売上げは、冷夏の場合に減少するだろう。同様に、傘の売上げは、晴れの日よりも雨の日のほうがよいだろう。 *Id.* at 2.

87) *Id.* at 2-3.

88) 保険金の算定には、期待損失率（expected loss ratio）により修正された過去の天候統計が利用されている。 *Id.* at 4.

(Agreed upon U.S. Weather Reporting Station)⁸⁹⁾, 補償請求要件 (Trigger of Coverage or Claim) という7つの要素がある⁹⁰⁾。天候保険では、保険契約者が保険者に保険料を支払う一方で、降水量、平均気温およびその他の天候危険が最低水準に到達しない場合または最高水準を超過する場合に、保険者から保険契約者に保険金の支払いがなされる。天候保険の保険事故には、降水量の過剰・不足および気温の高低という4つの事項が含まれることが一般的である⁹¹⁾。このような天候保険商品は、通常、保険業者と契約を結ぶMGAs (management general agents) によって販売されている⁹²⁾。

また、2003年の白書草案は、天候金融商品について、以下のように整理する。1990年代中頃から、新しい商品が市場に現れるようになる。それは、エネルギー産業が導入し大量に販売し始めるようになった天候金融商品(デリバティブ、ヘッジ、先物、オプションおよびその他の商品)である。エネルギー産業は、元来、気温の状況(温和な気温、極端に低い気温)が財務に影響を与えやすいため、気温が原因で生ずる損害をヘッジする保険に関心を持っていた⁹³⁾。そこで、気温リスクに対処するために、エネルギ

89) 天候保険における保険料率の算定には、中立の情報源として、国立気候データセンター (National Climatological Data Center) の測候所が提供する過去の天候情報が利用される。このため、最寄りの測候所または合意により定められた測候所が契約の中で指定される。*Id.*

90) *Id.* at 4,7.

91) *Id.* at 4.

92) 本文の天候保険商品とは別に、農業リスクに関する保険は、連邦穀物保険会社 (Federal Crop Insurance Corporation) によって販売されており、また、洪水、暴風およびその他の天候危険に関する保険は、洪水保険プログラム (Flood Insurance Program) を通じて連邦政府により販売されている。*Id.* at 1,5.

93) 温和な気温は、天然ガスや灯油への需要を押し下げる一方で、極端に低い気温は、供給能力を超えるほどの需要を生み出す。このどちらの状況も財務上の損失を生じさせる原因となりうる。すなわち、前者の状況では、エネルギー会社は、あまり商品を販売できないため、収入が減少するだろう。これに対し、後者の状況では、エネルギー会社は、通常のエネルギー供給契約において固定価格で需要を満たす義務を負う一方で、その需要を満たすために

一業界は、デリバティブまたはヘッジという名称を付した契約を締結し始めた。その後、天候金融商品取引は、エネルギー会社以外の参入者も加わり、大きなビジネスとなり、大手保険会社はこの取引に参加するようになる。この結果、エネルギー会社は、他の事業体からリスク移転を引き受けるプロの引受人となった⁹⁴⁾。

2003年の白書草案によれば、このような天候金融商品は、主に気温リスクを対象とするものであり、保険商品として分類・規制されることを回避するために、非保険商品として意図的に偽装されているという⁹⁵⁾。具体的には、同白書草案は、天候保険契約における上記の7つの基本的要素と共通する要素が天候金融商品にも存在することを指摘する。それは、取引の買い手 (Transaction Purchaser)、プロテクション期間 (Protection Period)、支払限度額 (Limited of Payout)、降雨、降雪または気温に関する天候危険 (Weather Peril of Rain, Snow or Temperature)、手数料 (Premium or Fees)、測候所 (Agreed upon U.S. Weather Reporting Station)、権利行使基準 (Strike Amount or Attachment) という7つの要素である⁹⁶⁾。また、同白書草案は、買い手に渡される書類や決済条項 (settlement provisions) についても天候保険商品と天候金融商品には共通点があると指摘する⁹⁷⁾。その上で、天候金融商品では天候保険契約において使用されてい

通常よりも高い市場価格——このような状況では商品不足により市場価格が高騰している——で商品を仕入れることを強いられることから、財務上の損失が生じうる。Id. at 6.

94) Id.

95) Id. at 2. 2003年の白書草案によれば、エネルギー会社が天候金融商品取引の参加者に天候保険商品と天候金融商品とを区別する用語を利用するよう指導しており、天候金融商品が天候保険商品と認定されることを避けるために、エネルギー会社が多大な努力を払ってきたことは明白であるという。Id. at 6.

96) 2003年の白書草案は、天候保険商品と天候金融商品の共通点を一覧にした表を掲載している。Id. at 7.

97) 買い手に渡される書類は、天候保険商品では保険証書 (Insurance Policy)、天候金融商品ではトランザクション (Transaction) が使用されている。また、決済条項は、天候保険商品ではバリュード・アット (Valued at)、天候

る用語とは異なる用語が巧妙に利用されている一方で、上記のような共通する要素が存在することから、「天候デリバティブは、本当に資本市場商品なのか、または、そのように誤って分類された保険商品に過ぎないのか」という問題が浮上する、と述べる⁹⁸⁾。

この問題について、2003年の白書草案は、「このような天候金融商品は、その買い手の利益のために、保険商品として分類・規制されるべきである。……各州は、この提言の実現のための措置を講ずることが奨励される」と主張する⁹⁹⁾。同白書草案は、その理由について、以下のような2点を挙げる。

第1の理由は、天候金融商品と天候保険商品との間にリスクの移転という共通の要素が存在することである。2003年の白書草案は、(イ)2000年の白書における州法上および判例上の保険の定義に関する分析部分を引用しつつ、ここで示された概念——リスクの移転という要素が保険とその他契約とを区別する基準となる——は、天候保険商品と天候デリバティブ取引に関する分析・結論にとって重要であること¹⁰⁰⁾、(ロ)一般的に、対価を得てリスクの移転を引き受けるビジネスを行う者は保険者として認識されており、リスクの移転を求める者が支払う手数料は保険料として認識されていること¹⁰¹⁾、(ハ)保険の主要な目的は、リスクの移転であり、天候デリバ

金融商品ではバリュー・アット・リスク (Value at risk) が使用されている。

Id.

98) *Id.*

99) *Id.* at 8.

100) 2000 White Paper, *supra* note 74, at 4; 2003 Draft White Paper, *supra* note 72, at 3-4. なお、実際には、2003年の白書草案は、2000年の白書における州法および判例の分析部分の多くを引用しており、具体的にどの部分が重要だと述べているのかが明らかでない。しかし、本文で示したように、リスクの移転という要素が保険とその他契約を区別する基準となるという部分を指しているものと思われる。後記のように、国際スワップ・デリバティブズ協会は、このように理解した上で、2003年の白書草案に対する反論を展開している。2004 ISDA Letter, *supra* note 73, at 4-5.

101) 2003 Draft White Paper, *supra* note 72, at 6.

タイプの購入の主要な目的も、気温の高低という危険から生ずる財務的損失リスクの移転であること¹⁰²⁾、を指摘する。

第2の理由は、天候金融商品取引において顧客保護の必要性が存在することである。2003年の白書草案は、2002年にエネルギー会社が天然ガスの価格を決定する際に使用される指標を人為的につり上げた可能性があることを指摘する。その上で、仮に天候金融商品が保険商品として監督されるならば、このような価格操作が行われる危険性が最小限に抑えられると述べる¹⁰³⁾。

以上が2003年の白書草案の概要である。同白書草案は、「リスクの移転という要素の存在」および「顧客保護の必要性」という2つの理由から、天候金融商品を保険として分類・規制すべきであることを明確に主張する。ただし、同白書草案が検討対象とするのは天候金融商品のみである。このため、保険とクレジット・デリバティブ取引との法的区別にかかる解釈に直接の影響を与えるものではないとの見方も可能かもしれない。しかし、学説の中には、上記の2つの理由がクレジット・デリバティブ取引にも同様に当てはまりうることを指摘するものがある。すなわち、第1の理由に関しては、対価を得てリスクの移転を引き受けるプロテクションの売り手は保険者となり、買い手が支払う手数料は保険料となりうること、および、第2の理由に関しては、これを抽象化すると、デリバティブ取引が大惨事を引き起こす可能性があるというだけで州保険法を適用するための十分な理由となりうること、が指摘されている¹⁰⁴⁾。また、国際スワップ・デリバティブズ協会は、後記2004年の書簡の中で、以下のように指摘している。

102) *Id.* at 8.

103) *Id.* もっとも、この点については、仮にエネルギー会社が天然ガスの価格を決定する際に使用される指標を人為的につり上げていたとしても、そのことがなぜ天候金融商品を保険商品に分類・規制することの理由になるのか明らかではないとの批判がなされている。See Schwartz, *supra* note 38, at 185-86.

104) Schwartz, *supra* note 38, at 187.

2003年の白書草案は、保険に関する通例の定義を排除するけれども、保険とその他多くのリスクに関する契約 (risk management contracts) とを区別する新たな基準を提示しておらず、同白書草案の論理は、広範囲のデリバティブ取引にまで及ぶ可能性があり、規制上のかなりの不明確性を生むおそれがある¹⁰⁵⁾。

このように、2003年の白書草案の見解の射程は、天候金融商品だけに留まらず、クレジット・デリバティブ取引を含む広範囲のデリバティブ取引にも広がる可能性のあることが認識されていた。

(4) 国際スワップ・デリバティブズ協会の反論の書簡 (2004年の書簡)

2003年の白書草案の見解が市場関係者に動揺を与えたことに対応して、国際スワップ・デリバティブズ協会は、同白書草案で示された見解への反論を展開する書簡を2004年に公表することとなった。2004年の書簡において、国際スワップ・デリバティブズ協会は、「天候デリバティブは保険として規制されるべきであるという2003年の白書草案の提言には異議がある」と主張しており¹⁰⁶⁾、その理由については以下のような3点を挙げる。

第1の理由は、天候デリバティブ取引は保険ではないことである。2004年の書簡は、「天候デリバティブは、当事者が被保険利益を有することを義務づけておらず、また、損害てん補を定めていない。被保険利益および損害てん補は、制定法、判例および体系書において共通してみられる、保険の定義の重要な要素である」と述べる¹⁰⁷⁾。

このような主張を展開するに当たって、2004年の書簡は、学説、州法および判例の見解について以下のように指摘する。現在の有力な学説は、保険において被保険利益および損害てん補が重要な要素であると解している。これに対し、天候デリバティブ取引は、偶発的な支払義務を負う契約に過

105) 2004 ISDA Letter, *supra* note 73, at 2.

106) *Id.* at 9.

107) *Id.* at 2.

ぎず、当事者が実際に損害を被ること、および、取引の対象に被保険利益を有することを要求していない。天候デリバティブ取引に被保険利益および損害てん補という基本要素が存在しないことは、天候デリバティブ取引と保険契約とが異なるものであることを決定づける¹⁰⁸⁾。このような見解は、天候デリバティブ取引に関するニューヨーク州保険監督局の意見書、ニューヨーク州以外の州法および判例においても同様である。すなわち、ニューヨーク州保険監督局は、天候デリバティブ取引に関する意見書を発行しており、ニューヨーク州保険法の下では、天候デリバティブ取引は損害てん補という要素が存在しないことを理由に保険ではないとしている¹⁰⁹⁾。また、カリフォルニア州法、コネチカット州法、インディアナ州法、ケンタッキー州法、ネブラスカ州法およびノースカロライナ州法は、保険の要素として、保険者は保険契約者が被る損害をてん補しなければならないことを定めている¹¹⁰⁾。さらに、制定法上の保険の定義が存在しない法域において、裁判所は、被保険利益および損害てん補を、コモンロー上の保険概念にとって必須の要素であると判示している¹¹¹⁾。

その上で、2004年の書簡は、2003年の白書草案の見解について以下のように批判する。上記のような学説、州法および判例の見解にもかかわらず、2003年の白書草案は、被保険利益または損害てん補が義務づけられていなくてもリスクを取り扱う契約は保険であるということを示唆しているよう

108) *Id.* at 3.

109) Weather Financial Instruments Opinion, *supra* note 52; 2004 ISDA Letter, *supra* note 73, at 3.

110) Cal. Ins. Code § 22; Conn. Gen. Stat. § 38 a-1(10); Ind. Code § 27-1-2-3(a); Ky. Rev. Stat. Ann. § 304.1-030; Neb. Rev. Stat. § 304.1-030; N. C. Gen. Stat. § 58-1-10; 2004 ISDA Letter, *supra* note 73, at 3-4. なお、2004年の書簡は、上記のとおり、Neb. Rev. Stat. § 304.1-030を引用している(2004 ISDA Letter, *supra* note 73, at 4 n.12)が、Neb. Rev. Stat. § 44-102の誤りであると思われる。

111) *Griffin Sys. v. Washburn*, 505 N.E.2d 1121, 1123-24 (Ill. App. 1987); 2004 ISDA Letter, *supra* note 73, at 4.

にみえる。しかし、このような見解は、従前より保険と分類されることがなかった「リスクと関連づけられた契約 (risk-oriented contracts)」が数多く存在することをまったく考慮していない¹¹²⁾。また、2003年の白書草案は、2000年の白書の見解——リスクの移転だけで十分である——に基づいて主張されているが、2000年の白書は、このような見解を支持していない。つまり、2000年の白書は、保険契約者による保険料の支払いの約束と保険者による損害てん補の約束という2つの要素が保険契約の基礎となる合意であると指摘しており、被保険利益および損害てん補を州法上および判例上の保険の定義における要素として認識している¹¹³⁾。また、保険の定義に関する共通の要素として、保険契約者は特定のリスクから生ずる損害を保険者に移転すること、および、保険者はリスクを引き受け、損害のてん補、防御または何らかの形式の利益の提供を行う義務を負うこと、という点を挙げており、これらが被保険利益および損害てん補であることは明らかである¹¹⁴⁾。

次に、第2の理由としては、天候デリバティブ市場は追加的規制を必要としていないことが挙げられる。2004年の書簡は、「天候デリバティブ市場は、顧客保護規制が必要となるような違法行為およびその他の事情を示していない」と主張する¹¹⁵⁾。

このような主張を展開するに当たって、2004年の書簡は、以下のような点を指摘する。天候デリバティブは、取引所で取引されているものと店頭で取引されているものとに分けられており、前者に対しては、商品取引所法 (Commodity Exchange Act : CEA) の規制が適用される一方で、後者に対しては、2000年に制定された商品先物現代化法 (Commodity Futures Modernization Act : CFMA) により、商品取引所法の規定が免除されて

112) 2004 ISDA Letter, *supra* note 73, at 4.

113) 2000 White Paper, *supra* note 74, at 4; 2004 ISDA Letter, *supra* note 73, at 4.

114) 2000 White Paper, *supra* note 74, at 5; 2004 ISDA Letter, *supra* note 73, at 4-5.

115) 2004 ISDA Letter, *supra* note 73, at 2.

いる。この点について、2003年の白書草案の提言は、規制のない店頭取引市場では濫用のおそれが存在するとの誤った懸念に基づいている¹¹⁶⁾。

また、2004年の書簡は、2003年の白書草案が以下のような事実を見落としていることについても言及する。すなわち、商品先物現代化法の主目的は、商品取引所法の管轄が店頭デリバティブ市場にも及ぶのではないかという懸念を排除し、同市場に法的安定性 (legal certainty) を提供することである¹¹⁷⁾。商品先物現代化法は、一定の店頭デリバティブ取引に商品取引所法の規制を適用しないことを定めることにより、適切な店頭取引 (天候デリバティブを含む) に対しては商品取引所法の規制を適用すべきでないという連邦議会の見解を明らかにしたものである。また、これと同様の理由から、連邦議会は一定のタイプの店頭デリバティブ取引を証券規制から除外する規定を設けている。それにもかかわらず、州保険法が天候デリバティブ取引に適用されるならば、連邦議会の見解との整合性がとれないことになるだろう¹¹⁸⁾。

最後に、第3の理由としては、天候デリバティブ取引は天候保険を補完および援助することが挙げられる。2004年の書簡は、「デリバティブ市場 (天候デリバティブ市場を含む) は、莫大な経済的効用 (economic utility) を有している。当該市場は、非常に柔軟なリスク移転、リスク取引およびヘッジ方法を供給しており、われわれの経済システムにおいて独自の地位を有している。さらに、当該市場の一部 (天候デリバティブ市場を含む) には、保険産業にとって非常に有益なものがあり、また、保険産業を援助

116) *Id.* at 6-7. 2003年の白書草案は、取引所取引と店頭取引の分類について言及していないが、同白書草案の提言は、店頭天候デリバティブ取引を念頭においていると指摘されている。Schwartz, *supra* note 38, at 184 n. 61. なお、アメリカにおける天候デリバティブ取引規制に関しては、吉澤卓哉「米国における天候デリバティブ規制」際商32巻11号1461頁以下 (2004年) が詳しい。

117) 商品先物現代化法が制定された背景については、田中輝夫「2000年商品先物取引近代化法とエンロン破綻の影響」際商30巻7号895-96頁 (2002年) 参照。

118) 2004 ISDA Letter, *supra* note 73, at 7.

するものがある」と主張する¹¹⁹⁾。

このような主張を展開するに当たって、2004年の書簡は、以下のような点を指摘する。上記の第1および第2の理由から、天候デリバティブ取引が2003年の白書草案の主張にあるような「偽装された保険 (disguised insurance)」でないことは明らかであるが、保険とデリバティブ取引との間には次の点についても相違が存在することを明らかにしておく必要がある。それは、保険とデリバティブ取引とではリスク軽減のためのモデルが異なることである。すなわち、保険においては、多数の保険契約者の間でリスクを分散することによってリスクが軽減されるのに対して、デリバティブ取引においては、個別相対の取引を通じてリスクが軽減される。具体的には、天候保険は、カタストロフィックな天候事象 (catastrophic weather events) に対するプロテクションを提供しており、保険者は、地理的・時間的に分散した保険契約者から保険料を集めることによってこのような事象に対するプロテクションを与えることができる。しかし、実際には、極度の天候事象は広い地域に影響を及ぼすため、天候保険は、低頻度の事象かまたは高額な保険料に依存せざるを得ない。その一方で、天候デリバティブ取引は、当事者間でリスクを分散する必要はなく、リスクを相殺し合う者同士を結びつければよい上に、対象とするリスクは必ずしもカタストロフィックなものである必要がない。このため、天候保険がプロテクションを提供できないような場合であっても、天候デリバティブ取引は市場ベースの手法によりプロテクションを提供できることから、天候保険を有効に補助するものである。また、同様に重要なこととして、天候デリバティブ取引は保険会社が引き受けた天候リスクを分散させるための手段としても利用されている¹²⁰⁾。

以上が2004年の書簡の概要である。同書簡は、上記のとおり3つの理由に基づき2003年の白書草案に対する反論を展開している。まず、第1の理

119) *Id.* at 2.

120) *Id.* at 7-8.

由では、天候デリバティブ取引が保険であるか否かを「被保険利益および損害てん補という要素の有無」という基準を用いて判断することが明らかにされている。これは、2003年の白書草案において示された「リスク移転の有無」という基準（2003年の白書草案における第1の理由）に対応する反論であると思われる。これらいずれの見解も、州法、判例および2000年の白書を参照する点では共通している¹²¹⁾。しかし、保険の定義に関する理解に相違が生じており、その結果として、保険と天候デリバティブ取引とを区別する基準について異なる見解が示されることになったのであろう。この点について、州法、判例および2000年の白書を素直にみる限りでは、2003年の白書の見解には疑問が残るものとなっている¹²²⁾。これに対し、

121) 2004年の書簡が引用する州法および判例の多くは、2003年の白書草案が依拠する2000年の白書においても同様に引用されているものでもある。すなわち、2000年の白書は、カリフォルニア州法、コロラド州法、コネチカット州法、インディアナ州法、ケンタッキー州法、ネブラスカ州法、ノースカロライナ州法およびオレゴン州法という8つの州法を参照している。2000 White Paper, *supra* note 74, at 2-4. これに対し、2004年の書簡は、このうちのコロラド州およびオレゴン州を除く6つの州法を参照しており、参照する州法の大部分が2000年の白書のものと同様である。2004 ISDA Letter, *supra* note 73, at 4 & n.8-13. また、2000年の白書は、*Griffin Sys. v. Washburn* 事件、*United States v. Newton Livestock Auction Market, Inc.* 事件および *United States v. Stearns-Roger Corp.* 事件という3つの判例を参照している。2000 White Paper, *supra* note 74, at 4. これに対し、2004年の書簡は、このうちの *Griffin Sys. v. Washburn* 事件を参照している。2004 ISDA Letter, *supra* note 73, at 4 n.14.

122) ニューヨーク州は、天候デリバティブ取引に関する意見書において、損害てん補の要素が存在しないことを理由として天候デリバティブ取引は保険でないことと明示していることは、すでに概説したところである。前記3(3)参照。また、ニューヨーク州以外の州法および判例の保険の定義についても、被保険利益および損害てん補が要素の1つとして明示されていることは、2004年の書簡が指摘するとおりである。See Cal. Ins. Code § 22; Conn. Gen. Stat. § 38 a-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). さらに、2000年の白書は、リスクの移転という要素があれば当該契約は保険になると述べる一方で、被保険利益お

2004年の書簡の見解は、ニューヨーク州保険監督局の天候デリバティブ取引に関する意見書で示された見解と同様の基準を用いることにより、保険と天候デリバティブ取引とを区別しているものと思われる。

また、第2の理由では、天候デリバティブ市場が追加的規制を必要としていないことが主張されている¹²³⁾。この主張は、2003年の白書草案において展開された「顧客保護の必要性」という論拠（2003年の白書草案における第2の理由）に対応する反論であると思われる。このような見解の対立は、天候デリバティブ市場の実態に対する認識の相違を反映したものであり、最終的には実態調査により明らかにされるべきものであろう。しかし、2003年の白書草案および2004年の書簡のいずれの見解も印象論に留まっており、決定的な根拠を提示できていないといえる。もっとも、これら双方の見解は、「天候デリバティブ取引に州保険法を適用する必要性が存在するか」を考慮に入れようとしているものと評価できる。このため、この点に関しては、共通点を見出すことが可能であると思われる。すなわち、前記のように、ニューヨーク州保険監督局の天候デリバティブ取引に関する

および損害てん補が保険の要素の1つであるとも述べている。2000 White Paper, *supra* note 74, at 4-5. このような2000年の白書の記述からすると、同白書は、必ずしもリスクの移転という要素のみで十分であると考えているわけではなさそうである。

以上のように、州法、判例および2000年の白書のいずれを参照しても、リスクの移転という要素が保険とその他契約とを区別する基準になるという2003年の白書草案の見解を支持するものとなっていないと思われる。

123) なお、2004年の書簡における第2の理由においては、天候デリバティブ取引に州保険法が適用されるならば、商品先物現代化法により同取引を商品取引所法から適用免除したこととの整合性がとれなくなる点についても言及されていた。これと同旨の指摘は、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学説の議論においてもなされている。See Nirenberg & Hoffman, *supra* note 38, at 16; Schwartz, *supra* note 38, at 198.

しかし、商品先物現代化法が天候デリバティブ取引やクレジット・デリバティブ取引を商品取引所法から適用免除したことが、州保険法の適用も免除したことを意味するのかが必ずしも明らかではないと思われる。この点については、さらなる検討を要するものであろう。

意見書においては、「保険の要素の具備の有無」のみが検討の対象とされていた。これに対し、2003年の白書草案および2004年の書簡においては、「保険の要素の具備の有無」に加えて、「州保険法を適用する必要性の存否」も検討の対象にするという枠組みが明示的に採用されているものといえよう¹²⁴⁾。

最後に、第3の理由では、天候デリバティブ取引の補完・援助機能の存在が主張されている。このような主張も、第2の理由と同様に、天候デリバティブ取引に州保険法を適用する必要性が存在しないことの理由づけとしてなされているものと思われる。もっとも、同書簡は、第1および第2の理由のみで、2003年の白書草案に対する反論として十分であると考えているようである。このため、第3の理由については、それほど重きが置かれていないのかもしれない。しかし、上記のように、第2の理由は十分に論証されていないと思われる。そうすると、天候デリバティブ取引に州保険法を適用する必要性が存在しないことの理由づけとしては、第3の理由のほうが説得力を有しているとの評価も可能であろう¹²⁵⁾。

このように、2004年の書簡は、「被保険利益および損害てん補という要素の有無」という基準によって判断することを明らかにしている。これは、天候デリバティブ取引に関して示された見解であるが、Potts 意見書の見

124) このような2003年の白書草案および2004年の書簡における検討の枠組みには、天候デリバティブ取引に関するわが国の学説との共通点を見出すことができるだろう。すなわち、前記1で紹介したわが国の学説の検討枠組みは、基本的には天候デリバティブ取引についても当てはまるものである。このことは、たとえば、山下・前掲注1)19頁以下、同・前掲注2)227頁以下において、クレジット・デリバティブ取引、地震デリバティブ取引および天候デリバティブ取引が同様の検討枠組みで検討されていることから明らかであろう。このため、わが国の学説においては、保険と天候デリバティブ取引の法的区別に関しても、「保険の要素の具備の有無」と「保険に関する法規制を適用する必要性の存否」の双方が検討対象にされてきたと理解できるだろう。

125) 第3の理由と同旨の理由づけは、天候デリバティブ取引に関するわが国の学説においても主張されている。山下・前掲注1)24頁、同・前掲注2)240頁参照。

解と同旨のものと理解できよう。また、2003年の白書草案と2004年の書簡の間には見解の対立があるものの、「保険の要素の具備の有無」に加えて、「州保険法を適用する必要性の存否」も検討の対象にするという点では共通点がみられる。このような検討の枠組みは、後記のように、クレジット・デリバティブ取引に関するアメリカの学説においても見出すことができると思われる。

5 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議論

(1) 学説における議論の概要

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、ニューヨーク州保険監督局およびその他の各種機関においては、前記のとおり、ある程度の議論がなされてきたのに対して、2007年頃までのアメリカの学説においては、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¹²⁶⁾。そこで、以下では、この時期の学説の状況を把握するために、Nirenberg & Hoffman 論文と Schwartz 論文の見解をみていくこととした。

(2) Nirenberg & Hoffman 論文の見解

Nirenberg & Hoffman 論文は、2000年6月16日の意見書の発行の翌年である2001年という比較的初期に公表されたものである¹²⁷⁾。同論文は、ニューヨーク州保険法が規定する保険の定義の下では、CDS取引が保険に該

126) Nirenberg & Hoffman, *supra* note 38; Schwartz, *supra* note 38.

127) もっとも、Nirenberg & Hoffman 論文においては、Potts 意見書および2000年6月16日の意見書について直接的に言及されていない。

当するおそれがあると指摘する¹²⁸⁾。その上で、州保険法を適用する基準としてEric Mills Holmes & Mark S. Rhodesの体系書が示す3段階の審査基準¹²⁹⁾に依拠しつつ、CDS取引を保険として規制すべきか否かを検討している。

具体的には、第1段階として、CDS取引は保険の要素を具備しているかが検討されている。Nirenberg & Hoffman論文は、まず、保険の意義について、以下のような認識を示す。すなわち、保険とは、「一方の契約当事者（保険者）が、他方の当事者（保険契約者）から価値ある対価（保険料）を得て、後者の損害の偶発的リスク（fortuitous risk）または責任を引き受けた上で、当該リスクまたは責任を類似の状況にある当事者グループ間で同一の分散計画（distribution plan）に準じて分散する契約」である¹³⁰⁾。これは、ニューヨーク州保険法1101条(a)項(1)項が定める保険契約の意義と基本的に同様であるものの、「リスクの分散（risk distribution）」という要素が追加されている点で相違がある¹³¹⁾。このような保険の意義に照らすと、CDS取引との対照においては、リスクの「偶発性」および「分散」という要素が存在するかが問題となる¹³²⁾。

この点について、Nirenberg & Hoffman論文は、まず、「偶発性」の意義について、以下のように指摘する。ここでの「偶発性」の意義は、ニューヨーク州保険法1101条(a)項(1)号（保険契約の定義を定める規定）および同項(2)号（偶発的事故の定義を定める規定）の内容と同様である。このため、CDS取引におけるクレジット・イベントが、「偶発的事故の発生（the happening of a fortuitous event）」（同項(1)号）に該当するか、および、

128) Nirenberg & Hoffman, *supra* note 38, at 9-10.

129) 1 ERIC MILLS HOLMES & MARKS. RHODES, HOLMES'S APPLEMAN ON INSURANCE § 1.4 (2d ed. 1996).

130) HOLMES & RHODES, *supra* note 129, § 1.4, at 23; Nirenberg & Hoffman, *supra* note 38, at 11.

131) Nirenberg & Hoffman, *supra* note 38, at 11.

132) *Id.* at 12.

「相当な程度に、いずれの当事者からもその統制の範囲外にある」(同項(2)号)といえるかが問題となる¹³³⁾。もともと、「偶発的 (fortuitous)」という用語の意義を具体的に確定させることは困難である。この点について、ニューヨーク州のある下級審裁判例は、責任発生事由が「偶然的 (accidental)、予期しない (unexpected)、または、予見できない (unforeseen)」ものである場合には「偶発的」に該当すると解している¹³⁴⁾。

その上で、Nirenberg & Hoffman 論文は、以下のような3つの具体例を挙げながら、CDS取引におけるクレジット・イベントが「偶然的、予期しない、または、予見できない」事由といえるか、および、「相当な程度に、いずれの当事者からもその統制の範囲外にある」といえるかを検討する。すなわち、(イ)X会社の主要プロジェクトの遅延が原因で、近いうちに格付けの引き下げが行われる可能性があると考えていたA銀行(X会社の債権者)が、当該引き下げに付随するリスクをヘッジするためにB銀行とCDS取引を締結した場合においては、クレジット・イベントの発生が少なくとも予見可能であることは明らかである。また、A銀行がX会社の経営の不安定さを理由に債権を回収しようとするならば、クレジット・イベントは、A銀行の統制の範囲内にあるということも可能である。これに対し、CDS取引が、(ロ)ある特定のポジションに過度に集中した投資ポートフォリオを調整するために利用される場合、または、(ハ)債権の現物への投資の代わりに利用される場合には、クレジット・イベントが「偶然的、予期しない、または、予見できない」事由となり、さらに、いずれの当事者からも統制の範囲外にあることになる。このため、(イ)のような取引においては偶発性の要素が存在しないのに対して、(ロ)(ハ)のような取引においてはそれが存在するといえる¹³⁵⁾。このように、CDS取引に偶発性の要素が存在するか

133) *Id.* at 9.

134) *Electronic Realty Associates, Inc. v. Lennon*, 404 N.Y.S.2d 283, 287 (Sup. Ct., 1978), modified on other grounds 413 N.Y.S.2d 728 (App. Div., 1979); Nirenberg & Hoffman, *supra* note 38, at 10.

135) Nirenberg & Hoffman, *supra* note 38, at 10.

は、当該取引——とりわけ当事者関係——に関する事実関係または状況に依存することとなる¹³⁶⁾。

次に、Nirenberg & Hoffman 論文は、リスクの「分散」という要素が CDS 取引に存在するか否かについて、以下のような検討を行っている。リスクの「分散」とは、プロテクションの売り手が多数の CDS 取引を締結し、当該取引により引き受けたリスクを多数の買い手の間で分散することである。このような分散の要素が CDS 取引に存在しているかは、プロテクションの売り手に依存する。すなわち、売り手による CDS 取引への参加が稀有である場合においては、リスクの分散は生じえないだろうが、それが頻繁である場合においては、リスクの分散はより容易になる¹³⁷⁾。

このように、第 1 段階の審査においては、リスクの「偶発性」と「分散」という 2 つの要素が存在するかが問題となるが、Nirenberg & Hoffman 論文では、そのいずれにおいても個々の CDS 取引の事実関係または状況に依存すると指摘されている¹³⁸⁾。このため、CDS 取引に「偶発性」と「分散」の要素が存在すると評価できる場合もありうることになり、このような場合においては、さらに第 2 段階の審査に進むことになる。

第 2 段階の審査においては、CDS 取引における「偶発的リスクの移転および分散」という要素の位置づけが検討されている。これは、当該要素が中核的なものであり、他の要素と比べて重要な特徴となっている取引は保険として定義・規制されるべきであるのに対して、当該要素が単に付随的・補助的なものに過ぎない取引はそのような取扱いを受けるべきではない、という理解に基づくものである¹³⁹⁾。

この点について、Nirenberg & Hoffman 論文は、上記の 3 つの具体例を再び用いつつ、以下のように述べる。すなわち、(ロ)(イ)のような取引の目的

136) *Id.* at 10, 12.

137) *Id.* at 12.

138) *Id.*

139) HOLMES & RHODES, *supra* note 129, § 1.4, at 31; Nirenberg & Hoffman, *supra* note 38, at 11.

は、保険 (insurance) ではなく、投資 (investment) である。また、プロテクションの売り手がこの手の取引を頻繁に行っている——したがって、リスクの分散が見受けられる——ような場合であっても、このような目的は変わらず、当該取引における保険としての側面は、投資戦略にとって付随的・補助的なものに過ぎない。これに対し、(イ)のような取引においては、A銀行が格付けの引き下げに対するプロテクションを得ていることから、より保険のような側面を有しているようにもみえる。しかし、当該取引の主たる目的が、保険なのか、それとも、X会社に対するA銀行のエクスポージャーを減少させると同時に、X会社への投資の機会をB銀行に提供することなのか、という点が明らかではないだろう。また、当該取引にとってリスクの偶発性および分散という要素が付随的・補助的なものに過ぎないという点では異論はないだろう¹⁴⁰⁾。

このような第2段階の審査からは、CDS取引は保険ではなく、州保険法を適用すべきでないという結論が導き出されようである。しかしながら、Nirenberg & Hoffman 論文では、個々のCDS取引の状況によっては第2段階の審査基準を通過しうるものもありうると指摘されている¹⁴¹⁾。このため、第2段階の審査においても明確に結論を示すことができない場合があることになり、このような場合においては、最終的に第3段階の審査に進むことになる。

第3段階の審査においては、CDS取引が公益の観点から保険として規制されるべきかが検討されている¹⁴²⁾。具体的には、「被保険利益」、「損害てん補」、「州の利益 (state interest)」および「州の規制目的」という4つの観点から検討が行われている。

Nirenberg & Hoffman 論文は、まず、「被保険利益」および「損害てん

140) Nirenberg & Hoffman, *supra* note 38, at 13.

141) *Id.* もっとも、具体的にどのような場合がこれに当たるのかについては言及されていない。

142) HOLMES & RHODES, *supra* note 129, § 1.4, at 37-40; Nirenberg & Hoffman, *supra* note 38, at 13.

補」について、以下のように指摘する。「被保険利益」は、保険が賭博であり公序に反するとの非難を避けるために設けられたものであり、保険契約者が保険から経済的利益を得ることを防止するための要件である¹⁴³⁾。また、「損害てん補」は、保険契約者が実際に被った損害を補償するという原則であり、少なくとも生命保険以外の分野の保険については被保険利益と密接に関連し合うものである。これらの点について、ニューヨーク州保険法は、損害てん補の定義については明確に定めていないものの、被保険利益については保険契約者または保険金受取人は保険事故の発生によって不利な影響を被る実質的な利害関係を有していなければならないと明確に定めている¹⁴⁴⁾。また、同州裁判所も、損害てん補が同州保険法の基礎であることを認識しており¹⁴⁵⁾、さらには、同州保険監督局も、2000年2月15日に発行された天候デリバティブ取引に関する意見書において、このことを確認している¹⁴⁶⁾。

その上で、Nirenberg & Hoffman 論文は、CDS取引においてもこのような「被保険利益」および「損害てん補」が存在しているか否かについて、以下のような検討を行っている。CDS取引においては、クレジット・イベントの発生がプロテクションの売り手の支払義務を生じさせることになるが、クレジット・イベントの発生によって買い手は損害を被らない場合がありうる。たとえば、買い手は、参照組織の債券や融資等の現物を保有せずにCDS取引を行うことが可能であり、また、クレジット・イベント発生後に参照組織が支払可能な状態に戻った場合であっても売り手から支払いを受ける——したがって、参照組織と売り手の双方から支払いを受

143) Nirenberg & Hoffman, *supra* note 38, at 13.

144) *Id.* at 14.

145) *See e.g., McAnarney v. Newark Fire Ins. Co.*, 247 N.Y.176, 159 N.E.902, 904-905 (1928); *Hertz Corp. v. Corcoran*, 520 N.Y.S.2d 700, 701 (Sup. Ct., 1987); Nirenberg & Hoffman, *supra* note 38, at 14.

146) Weather Financial Instruments Opinion, *supra* note 52; Nirenberg & Hoffman, *supra* note 38, at 14-15.

ける——ことができる。このように、CDS取引では、売り手が買い手に支払わなければならない金額は買い手が被る実際の損害と関連性を有しておらず、買い手が実際の損害額以上の支払いを受けることも可能となっている¹⁴⁷⁾。

次に、Nirenberg & Hoffman 論文は、「州の利益」とCDS取引の関係について、以下のような検討を行っている。「州の利益」とは、保護される利益が州や州民にとって固有のものであるかを問題にするものである。すなわち、州や州民は、安全衛生 (safety and health) について共同の利益を有しており、クレジット・イベントについてこのような共同の利益を有しているか否かを考察する必要がある。この点について、CDS取引においては、特段の事情のない限り、州も州民も影響を受けることはないと思われる。それは、CDS取引が高度に洗練された2当事者間で行われるリスク移転取引であるからである。このため、そのような当事者が公衆の安全衛生、または、その他の州や州民の固有の利益に影響を及ぼすことはない¹⁴⁸⁾。

最後に、Nirenberg & Hoffman 論文は、「州の規制目的」との関係で、CDS取引を検討している。すなわち、一般的に、州保険法の主目的は、「保険者の財務の健全性」と「保険取引の公正性」の確保であるといわれている。このため、同論文は、このような規制目的が、CDS取引にも適合するか否かを問題としている¹⁴⁹⁾。

Nirenberg & Hoffman 論文は、まず、「保険者の財務の健全性」に関す

147) Nirenberg & Hoffman, *supra* note 38, at 14.

148) *Id.* at 15. Nirenberg & Hoffman 論文では、クレジット・デリバティブ取引の当事者の属性に関する1999年当時のデータが参照されている。このデータによれば、プロテクションの買い手の88%および売り手の86%が、銀行、証券会社および保険会社であったという。また、実際には、公衆は、クレジット・デリバティブ取引に対して、ほとんどあるいはまったくエクスポージャーを有しておらず、買い手および売り手のほぼ100%が機関投資家であったという。*Id.*

149) *Id.*

る規制とCDS取引の関係について、以下のように指摘する。州保険法における財務規制は、保険金を支払うために十分な資金を確保することを保険会社に求めるものである。このような規制の政策目的は、CDS取引の当事者が保険会社でない場合には関係を持たない¹⁵⁰⁾。

その上で、Nirenberg & Hoffman 論文は、以下のような検討を行っている。保険会社がプロテクションの買い手の立場としてCDS取引を行う場合には、当該取引は、保険会社の財務の健全性に対するマイナスのリスクを生み出すというよりは、むしろそのようなリスクを緩和する方向に作用するだろう。すなわち、当該取引の利用は、保険引受けポートフォリオ (underwriting portfolio) を援助し、支払能力を拡張させることにより、保険会社 (または産業一般) の財務の健全性を向上させるだろう。また、保険会社が売り手の立場としてCDS取引を行う場合においては、財務の健全性に関する問題は、保険会社に対する通常の監督規制によって対処することが可能である¹⁵¹⁾。

次に、Nirenberg & Hoffman 論文は、「保険取引の公正性」に関する規制とCDS取引の関係について、以下のように検討している。保険取引の公正性に関する州保険法の関心は、保険料率 (rates) および料率区分 (rating classifications) が保険契約者にとって公正であるか、という点に向けられているのが通常である。つまり、保険契約の内容が限度を超えたものとなっていないか、および、保険金請求が公平かつ適時に処理されているか、を問題にするものである。この点について、プロテクションの買い手は、クレジット・イベントの際に公平かつ適時に支払いを受けることを望むかもしれないが、高度な専門的能力を有しているため、州保険監督局による取引規制を必要としていない。当該買い手は、CDS取引の違反について、裁判所に適切な救済を求めることが可能であり、また、市場関係者は、契約違反を行った売り手に対するペナルティとして、当該売り手

150) *Id.*

151) *Id.*

とは新たなCDS取引を行わないという自主的な行動を取るようになるだろう¹⁵²⁾。

このような第3段階の審査から、Nirenberg & Hoffman 論文は、CDS取引は州保険監督局による監督規制が要求される商品であると評価できないことは明らかである、と主張する¹⁵³⁾。そして、同論文は、以下のように続ける。Holmes & Rhodes の体系書が示す3段階の審査基準に基づくと、CDS取引は制定法における保険の定義の文字通りの解釈に適合する一方で、当該取引の要素は州保険法が対象としている取引の特徴を有していないことが明らかになる。CDS取引が有する保険の要素は、当該取引の目的にとって付随的・補助的なものに過ぎないのである¹⁵⁴⁾。

以上がNirenberg & Hoffman 論文の見解の概要である。同論文は、上記のとおり3段階の審査基準に基づき、保険とCDS取引の法的区別の問題を検討している。このうちの第3段階の審査において展開された「被保険利益」および「損害てん補」に関する議論は、Potts 意見書と基本的に同様の見解を表しているものといえよう¹⁵⁵⁾。また、同論文の全体の記述から、この部分が保険とCDS取引の法的区別の基準として最も重要視されているものと推測される。すなわち、同論文は、その結語において、CDS取引に関する実務的な指針を掲げており、その中で、(イ)プロテクションの買い手への支払いが同人の被る損害を条件として行われないように構成されなければならないこと、また、(ロ)売り手の支払義務は買い手が損害を被ったか否かにかかわらず発生する旨の条項を含めることが賢明であること、という点を挙げている¹⁵⁶⁾。その上で、このように売り手の支払いが買い手の被る損害と関連性を有しないCDS取引においては、被保険利益および損害てん補という保険にとって最も重要な要素が存在しないため、当該取

152) *Id.*

153) *Id.* at 16.

154) *Id.*

155) Kimball-Stanley, *supra* note 18, at 247-48, 265-66.

156) Nirenberg & Hoffman, *supra* note 38, at 16.

引が保険であるとの主張が成功することはない、と指摘している¹⁵⁷⁾。このような指摘から、同論文が被保険利益および損害てん補という要素の有無を最も重要な法的区別の基準として捉えていることがわかるだろう。

また、Nirenberg & Hoffman 論文における第3段階の審査では、「州の利益」および「州の規制目的」との関係が議論されている。これらの要素は、これまでに取り扱ったアメリカの議論の中では検討されてこなかったものである。この点、同論文は、たとえば、「州の利益」との関係について、CDS取引が州や州民の利益に影響を与えないと安易に結論づけていることや、「財務規制」との関係について、CDS取引の当事者が保険会社である場合に限定して検討を行っていること等、その検討内容は必ずしも十分であるとはいえないだろう。もっとも、このような同論文の審査基準は、「CDS取引に州保険法を適用する必要性が存在するか」を検討の対象に含めようとしているものとして位置づけることが可能である。すなわち、前記のように、Potts 意見書およびニューヨーク州保険監督局の2000年6月16日の意見書においては、「保険の要素の具備の有無」のみが検討の対象とされていた。これに対し、2003年の白書草案および2004年の書簡においては、保険と天候デリバティブ取引の法的区別の問題についてはあるものの、「保険の要素の具備の有無」に加えて、「州保険法を適用する必要性の存否」も検討の対象とすることが明らかにされていた。このような中で、Nirenberg & Hoffman 論文は、保険とCDS取引の法的区別の問題について、「保険の要素の具備の有無」に関する検討を中心としつつも、「州保険法を適用する必要性の存否」も考慮することを明らかにしているものと評価できるだろう。このため、同論文の検討枠組みは、2003年の白書および2004年の書簡の検討枠組みとの共通点を有しているといえるだろう。

なお、Nirenberg & Hoffman 論文における第1段階および第2段階の審査では、「リスクの分散の有無」という要素が考慮されている。この点も、これまでに取り扱ったアメリカの議論の中ではみられなかった法的区別の

157) *Id.*

基準であると思われる。アメリカの州法においては、保険の定義の中にリスクの分散という要素を織り込むことはあまりなされていないようである¹⁵⁸⁾、学説においては、重要な要素の1つとして考慮される傾向が強いようである¹⁵⁹⁾。同論文の見解は、このような学説の傾向を反映したものであろう。ただし、同論文は、リスクの分散の有無という要素を考慮してはいるものの、保険とCDS取引の法的区別の基準としての決定的な要素とまでは評価していないことには留意が必要である。この点、わが国において同様の見解として主張される保険技術基準とは、位置づけが異なるものといえよう¹⁶⁰⁾。

(3) Schwartz 論文の見解

Nirenberg & Hoffman 論文以降も、学説において保険とクレジット・デリバティブ取引の法的区別に関する議論はあまり盛り上がりを見せておらず、むしろ Potts 意見書のような考え方に収斂しているように思われた。

158) これまでに本稿が参照した州法において、リスクの分散という要素を保険の定義の中に含めているのは、コネチカット州法のみであった。Conn. Gen. Stat. § 38 a-1(40)。それ以外の州法(カリフォルニア州法、コロラド州法、インディアナ州法、ケンタッキー州法、ネブラスカ州法、ノースカロライナ州法、ニューヨーク州法およびオレゴン州法)においては、特に言及されていないようである。Cal. Ins. Code § 22; Colo. Rev. Stat. § 10-1-102(12); 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; N. Y. Ins. Law § 1101(a)(1); Or. Rev. Stat. § 731. 102.

159) たとえば、アメリカの代表的な学説として、ROBERT H. JERRY, II & DOUGLAS R. RICHMOND, UNDERSTANDING INSURANCE LAW § 10(d) (4d ed. 2007); KENNETH S. ABRAHAM, INSURANCE LAW AND REGULATION: CASES AND MATERIALS, 3-4 (5d ed. 2010) 参照。また、岩崎・前掲注36)146頁においても、アメリカの州保険法における保険の一般的基準の1つとして、リスク分散が挙げられている。

160) 前記1のとおり、わが国において主張される保険技術基準は、保険とクレジット・デリバティブ取引の法的区別の基準として、保険技術の利用の有無を決定的な要素として捉えていたと思われる。

その一方で、多くの州法は、ニューヨーク州保険法6901条(j-1)項(CDS取引の定義を定める規定)のような規定を設けておらず、また、州法に強い影響力を有する全米保険監督長官協会は、2003年の白書草案においてクレジット・デリバティブ取引を保険とみなすことに好意的な立場であるとも受け止められる見解を示しており、保険とクレジット・デリバティブ取引の法的区別に関する議論の趨勢を不明確にする事情も存在していた¹⁶¹⁾。このような中、2007年に公表されたのがSchwartz論文である。

Schwartz論文によれば、被保険利益および損害てん補という要素の有無を基準とする見解は、保険とCDS取引が異なる取引であることを大体において(substantially)説明しているが、完全に(fully)説明し切れているとはいえないため、規制担当者がCDS取引に州保険法を適用することを可能にする立法を行うおそれが存在するという。このような事態を防止するために、同論文は、CDS取引が資本市場商品であることを示す包括的な理論を検討する必要があると指摘する¹⁶²⁾。その上で、契約レベル(contract level)と市場レベル(market level)という2つの観点から保険とCDS取引の相違点を多岐にわたって分析しつつ、これらの取引を区別する最も重要な相違点として、以下のような6つの基準を提示する。

第1の基準は、損害から財産を保護することに経済的な利害関係を有しない当事者が、偶発的損害に対する補償を目的とした契約を締結する場合には、当該契約は保険ではないこと¹⁶³⁾、である。保険契約を締結できるのは、損害から財産を保護することに正当な経済的利害関係を持つ当事者のみである。そのような利害関係を有するということは、要するに、被保険利益を有するということである。被保険利益が存在しなければ、保険契約は無効であり、また、保険給付は否定されることになる¹⁶⁴⁾。これに対し、

161) Schwartz, *supra* note 38, at 173-74. See also *id.* at 183-87.

162) *Id.* at 174, 188.

163) *Id.* at 200.

164) ROBERT E. KEETON & ALAN I. WIDISS, INSURANCE LAW: A GUIDE TO FUNDAMENTAL PRINCIPLES, LEGAL DOCTRINES, AND COMMERCIAL

CDS取引を行う際に問題となる唯一の要件は、同取引を行う者が連邦法の下で適格契約参加者 (eligible contract participant)¹⁶⁵⁾として認められるかという点である。同取引の参加者が主要な金融機関であるとするれば、上記のような経済的利害関係を持ち続けることを求める必要はないだろう¹⁶⁶⁾。

第2の基準は、補償を目的とした契約が、損害から財産を保護することに経済的なインセンティブを有しない当事者によって締結される場合には、当該契約は保険ではないこと¹⁶⁷⁾、である。上記のように、保険契約が補償する損害は、保険契約者が被保険利益を有する財産に限定される。換言すると、保険会社は、保険契約者が損害から財産を保護することにインセンティブを有している場合にだけ補償を行う¹⁶⁸⁾。これに対し、CDS取引では、被保険利益を有することが求められていない。すなわち、国際スワップ・デリバティブズ協会の2003年版クレジット・デリバティブ定義集および個別取引契約書 (2003 ISDA Credit Derivatives Definitions and Confirmation) は、プロテクションの買い手が被保険利益を有する財産を具体的に指定することを契約当事者に要求していない。その代わりに、参照組織を指定することを求めている。参照組織は、会社、インデックスあるいはファンド等の契約当事者が指定するベンチマークである。このため、CDS取引においては、買い手が実際に有する信用リスクと参照組織との関係を切り離すことが可能となっている¹⁶⁹⁾。

PRACTICES § 3.4(a) (West Publishing 1988); Schwartz, *supra* note 38, at 189. See also KENNETH S. ABRAHAM, *DISTRIBUTING RISK: INSURANCE, LEGAL THEORY, AND PUBLIC POLICY* 35 (Yale University Press 1986).

165) Commodities Exchange Act, 7 U.S.C. §§ 1(a)(12).

166) Schwartz, *supra* note 38, at 189.

167) *Id.* at 200.

168) KEETON & WIDISS, *supra* note 164, § 3.4(a); Schwartz, *supra* note 38, at 190. See also ABRAHAM, *supra* note 164, at 35; KEETON & WIDISS, *supra* note 164, § 6.6(e)(3).

169) Schwartz, *supra* note 38, at 190.

第3の基準は、損害の証明がなくても契約に基づく補償が行われる場合には、当該契約は保険ではないこと¹⁷⁰⁾、である。保険契約においては、保険事故が発生した場合に、損害に関する情報を保険会社に通知する義務が保険契約者に発生する。すなわち、保険契約者は、損害発生の通知 (notice of loss) および損害証明書 (proof of loss) を迅速に提出しなければならない。これらの書類が提出されなければ、保険適用の謝絶を招く可能性がある¹⁷¹⁾。これに対し、CDS取引においては、損害を証明する書類の提出が買い手に求められていない。その代わりに求められているのは、クレジット・イベント通知 (Credit Event Notice) である。クレジット・イベント通知は、個別取引契約書において指定された公開情報 (publicly available information) に基づき、参照組織におけるクレジット・イベントの発生、および、当該クレジット・イベントの概要を通知するものである。このようなクレジット・イベント通知を受けて、買い手および売り手は、個別取引契約書の条件に従って決済を行うことになる¹⁷²⁾。

第4の基準は、当事者が契約の下で損害により被った費用を超える補償額を得る場合には、当該契約は保険ではないこと¹⁷³⁾、である。保険契約において、保険金の限度額は、保険事故発生当時の保険の目的の時価 (actual cash value) に限定して算出されるのが一般的である。このような方法で算出することが困難な場合には、再調達価額 (replacement value) あるいは保険契約者の購入価額により算出されることになる。いずれの算出方法においても、支払われる保険金は、保険契約者に利益が出ない程度の金額に限定される点で共通している。すなわち、証明可能な損害がなければ保険契約に基づく補償は行われず、補償金額は決して損害額を超える

170) *Id.* at 200.

171) KEETON & WIDISS, *supra* note 164, § 7.2(a)(c); Schwartz, *supra* note 38, at 193.

172) Schwartz, *supra* note 38, at 193. クレジット・イベント通知については、河合=糸田・前掲注3)248-52頁、木野=糸田・前掲注3)142-45頁が詳しい。

173) Schwartz, *supra* note 38, at 201.

ことがないのである¹⁷⁴⁾。これに対し、CDS取引においては、実際の損害を基準として補償額が算出されない。その代わりに、参照組織、決済条項、決済方法および引渡可能債務等、買い手と売り手による交渉により個別取引契約書において明示された条項に基づき補償額が算出される。このような算出方法の下では、クレジット・イベントの発生により売り手が支払う金額は、買い手の損害とほとんどあるいはまったく無関係となる。このため、CDS取引における補償額の算出方法は、保険における損害てん補の原則を遵守していないことになる¹⁷⁵⁾。

第5の基準は、補償を目的とした契約が現物決済 (physical settlement) を認める場合には、当該契約は保険ではないこと¹⁷⁶⁾、である。保険金の支払いにおいて、保険会社は、保険契約書で定められた損害の評価方法により、全て現金で保険契約者に支払いを行うのが一般的である¹⁷⁷⁾。これに対し、CDS取引における当事者は、現金決済 (cash settlement) か、あるいは現物決済かを指定することができる。とりわけ現物決済において、買い手は、もともと同人が保有していた債権とは異なる債権を売り手に引き渡すことが可能となっている。このような現物決済のプロセスは、CDS取引における決済方法が保険におけるそれと根本的に異なるものであることを示している¹⁷⁸⁾。

最後に、第6の基準は、補償を目的とした契約がマスター・アグリーメ

174) KEETON & WIDISS, *supra* note 164, § 3.1(a), § 3.6(a), § 3.9(a); Schwartz, *supra* note 38, at 193-94.

175) Schwartz, *supra* note 38, at 194.

176) *Id.* at 201.

177) *Id.* at 194.

178) Nirenberg & Hoffman, *supra* note 38, at 14; Schwartz, *supra* note 38, at 194-95. 現物決済において、引渡しの対象となる債権は必ずしも契約当初に具体的に決められている必要はない。債務の種類および性質について、引渡すことのできる債務の条件を定めておき、これに当てはまる債権であれば、何でも引渡してよいという決め方を行うのが一般的である。河合=糸田・前掲注3)10頁本文および注12。なお、債務の種類および性質に関する条件の詳細については、同・前掲注3)310頁以下参照。

ント (master agreement) に基づくネットティング (netting) を定める場合には、当該契約は保険ではないこと¹⁷⁹⁾、である。保険においては、本質的に個人契約 (personal contract) であることから、それぞれの契約は切り離されており、別々の決済が要求されている。これに対し、CDS取引には、そのようなことが要求されていない。すなわち、国際スワップ・デリバティブズ協会のマスター・アグリーメントの下で、一方の当事者が他方の当事者と複数のCDS取引を締結している場合においては、それらの取引をまとめて1つの合意 (one agreement) とすることが認められている。この結果として、当該当事者は、CDS取引においてネットティングの適用を選択することが可能となっているのである。このような「1つの合意」および「ネットティング」の仕組みは、デリバティブ取引が保険とはかけ離れたものであることを示している¹⁸⁰⁾。

このような6つの基準を示しつつ、Schwartz論文は、ある取引がこれらのうちの1つにでも該当すれば、当該取引は保険ではないと述べる。その上で、CDS取引は、少なくともこのような基準のうちのいずれか1つには該当するだろうと指摘している¹⁸¹⁾。このため、同論文の基準によると、CDS取引は保険ではない、という結論が導き出されることとなる。

以上がSchwartz論文の見解の概要である。同論文は、一見すると、「保険の要素の具備の有無」を中心として検討するという従前までのアプローチとは異なり、「保険とCDS取引の間に存在する様々な差異」を検討するという新たなアプローチを採用しているようにもみえる。前者のアプローチを採用しなかった理由としては、同論文が、被保険利益および損害てん補という要素の有無を基準とする見解——これは、Potts意見書と同様の見解のことを指しているものと思われる——では保険とCDS取引が

179) Schwartz, *supra* note 38, at 201.

180) *Id.* at 195-96. ネットティングについては、福島良治『デリバティブ取引の法務と会計・リスク管理〔第2版〕』46頁以下（金融財政事情研究会，2008年）が詳しい。

181) Schwartz, *supra* note 38, at 200.

法的に異なる取引であることを完全に説明し切れていない、という問題意識を有していたためと推測される。

しかし、Schwartz 論文は Potts 意見書で示された見解にどのような理論的欠陥があるのかを具体的に指摘しているわけではないため、その問題意識に不明確さが残ることも否定できない¹⁸²⁾。このような問題意識の不明確さは、同論文が提示する基準の内容にも表れていると思われる。すなわち、同論文は、上記のとおり6つの基準を提示しているが、そのうちの第1の基準の内容は、被保険利益および損害てん補という要素の有無を基準とする見解を反映させたものと理解することが可能である。また、第2～第6の基準の内容は、保険とCDS取引の間に存在する「契約構成の仕方の相違」を反映させたものであり、ここで提示されている相違の内容についても、基本的には、被保険利益および損害てん補という要素の有無に起因するものと理解することができると思われる。そうすると、同論文の見解と Potts 意見書の見解は必ずしも二項対立的な関係にあるわけではなく、むしろ前者は後者を敷衍したものに過ぎないと評価することが可能だろう¹⁸³⁾。

なお、Schwartz 論文においては、契約構成の仕方の相違が、「CDS取引が保険であるか」を検討する際の基準の一部として主張されている。しかし、このような相違は、「CDS取引が保険であるか」を検討する際の基準というよりは、むしろ「CDS取引に州保険法を適用する必要性が存在するか」を検討する際の基準として機能するものと理解するほうが適切で

182) もっとも、クレジット・デリバティブ取引が保険として規制される危険性があるという Schwartz 論文の問題意識については、同論文公表直後の2008年に、ニューヨーク州が新たな規制提案を行ったことによって現実化したものといえよう。この点については、前掲注62)参照。しかし、下記のとおり、Schwartz 論文の見解も、基本的には、被保険利益および損害てん補という要素の有無に基づいて主張されていたため、このようなニューヨーク州の規制提案に対する反論としては十分なものではなかったと思われる。

183) See Kimball-Stanley, *supra* note 18, at 262.

あると思われる¹⁸⁴⁾。そうすると、同論文の見解は、CDS取引が保険の要素を具備していないことを主張している（第1の基準）と同時に、CDS取引に州保険法を適用する必要性がないことも主張している（第2～第6の基準）と理解することができるだろう。このような同論文の検討枠組みは、Nirenberg & Hoffman 論文の検討枠組みと共通点を有しているといえるだろう。

ところで、上記の6つの基準の中には表れていなかったが、Schwartz 論文では、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差異に着目した分析も行われている¹⁸⁵⁾。このような分析視点には、わが国において主張される保険技術基準との類似性を見出すことができるだろう。もっとも、同論文は、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差異を、保険とCDS取引を法的に区別する決定的な要素とまでは評価しておらず、同論文の分析とわが国の保険技術基準とは位置づけが異なるものとなっている。このような位置づけの違いについても、Nirenberg & Hoffman 論文の見解と同様であることを指摘できるだろう。

6 むすび

従来わが国の学説では、保険とクレジット・デリバティブ取引の法的区別をどう考えるかについて、英米の議論が参考にされることはあまりなかった。しかし、とりわけアメリカにおいては、クレジット・デリバティ

184) わが国の学説では、「保険の要素の具備の有無」という点が中心的に議論されてきたが、それと同時に、「保険に関する法規制を適用する必要性の存否」という点の議論も行われてきたことについては、先に指摘したとおりである。前掲注5)参照。このような検討枠組みの中で、保険とCDS取引における契約構成の仕方の相違に基づく主張は、後記6のとおりに、後者の議論に関してなされることがあったものである。山下・前掲注1)25頁参照。以上のようなわが国の学説に照らして考えると、Schwartz 論文の見解を本文のように理解することは可能であると思われる。

185) See Schwartz, *supra* note 38, at 196-97.

ブが取引され始めた当初から、各種機関や実務家を中心として、保険とクレジット・デリバティブ取引の法的区別に関する検討がなされており、議論の蓄積がある程度進みつつある。このようなアメリカの議論は、わが国にとって参考になる部分が少なくないと思われる。

もっとも、当然のことながら、これらの議論を参考にするには、アメリカとわが国の間に多くの相違が存在することに留意する必要がある。たとえば、2007年頃までのアメリカにおいては、「顧客保護の必要性」に関する議論¹⁸⁶⁾や、「偶発性」、「州の利益」および「州の規制目的」に関する議論¹⁸⁷⁾がなされていたが、わが国の学説においては、これらに関する議論はみられなかったものである。また、そもそも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、さらに、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¹⁸⁸⁾。このような相違の存在を無視してアメリカの議論を参考にすることはできないだろう。

しかし、その一方で、保険とクレジット・デリバティブ取引の法的区別を議論する際の検討枠組みおよび法的区別の基準に関する考え方という重要な部分に関しては、2007年頃までのアメリカの議論とわが国の議論との間に類似点を見出すことができると思われる。そこで、以下では、このような類似点に関する若干の検討を行い、本稿のむすびとしたい。

まず、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際の検討枠組みについて、アメリカでは、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（保険の要素の具備の有無）という点に関する議論が中心に行われてきた¹⁸⁹⁾。もっとも、本稿の検討によれば、「保険の

186) 2003年の白書草案、2004年の書簡参照。

187) Nirenberg & Hoffman 論文参照。

188) 山下 = 米山編・前掲注26)69頁〔山下〕参照。

189) この点は、本稿が参照したアメリカの議論の全てに共通してみられるものであった。

要素の具備の有無」に関してだけでなく、クレジット・デリバティブ取引に州保険法を適用する必要性が存在するか（州保険法を適用する必要性の存否）という点に関しても議論の対象にされることが多かったと思われる¹⁹⁰⁾。

わが国においても、損害てん補基準や保険技術基準が展開されてきたことから明らかなように、「保険の要素の具備の有無」に関する議論が中心に行われてきた一方で、後記のとおり、クレジット・デリバティブ取引に保険に関する法規制を適用する必要性が存在するか（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を行う見解も若干ながら存在していた。このことから、わが国の学説においても、アメリカの議論と同様に、「保険の要素の具備の有無」に関する議論を中心としつつも、「保険に関する法規制を適用する必要性の存否」も考慮するという検討枠組みをとってきたということができらるだろう。

次に、保険とクレジット・デリバティブ取引の法的区別の基準に関する考え方について、アメリカでは、Potts 意見書で示された見解が広く受容されていた¹⁹¹⁾。このような見解は、わが国で主張される損害てん補基準とまさに同様の考え方を表したものである。

なお、わが国の学説においては保険技術基準も主張されているが、このような見解はアメリカの議論においてはあまりみられなかった。アメリカでは、保険の定義の中に保険技術の要素を含めることが一般的ではないからであろう¹⁹²⁾。もっとも、アメリカの学説においては、保険の定義の中に保険技術の要素を含めて考える見解も有力であり、このような見解に基

190) このような傾向は、2003年の白書草案、2004年の書簡、Nirenberg & Hoffman 論文および Schwartz 論文からみてとれるだろう。

191) この点についても、本稿が参照したアメリカの議論の全てに共通してみられるものであった。

192) アメリカの州法の状況について、前掲注158)参照。この点については、山下・前掲注1)20頁、同・前掲注2)234頁においても指摘されている。

づき、保険技術基準と同様の考え方が検討されることがあった¹⁹³⁾。しかし、このような学説においても、保険技術基準のような見解が保険とクレジット・デリバティブ取引を区別する際の決定的な基準になるとまでは理解されていないようであり、この見解が積極的に主張されることはなかった。これは、クレジット・デリバティブ取引においても、保険技術と類似の技術が利用されることがあると考えられたことが理由であると思われる¹⁹⁴⁾。このような理由づけは、保険技術基準に対するわが国の批判においてもみられるものであり、保険技術基準によって保険とクレジット・デリバティブ取引の法的区別を根拠づけることの困難さは、わが国とアメリカの学説における共通の認識であるといえるだろう¹⁹⁵⁾。

さらに、アメリカの議論においては、「デリバティブ取引の補完・援助機能」¹⁹⁶⁾や「契約構成の仕方の相違」¹⁹⁷⁾の存在から、クレジット・デリバティブ取引に州保険法を適用する必要性は存在しないと主張されることがあった。これらと同様の見解は、わが国においても主張されている。すなわち、わが国の学説では、保険監督法との関係について、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

193) Nirenberg & Hoffman 論文, Schwartz 論文参照。

194) Nirenberg & Hoffman 論文参照。この点については、山下・前掲注1)20頁、同・前掲注2)234頁においても指摘されている。

195) 保険技術基準に対する批判については、山下・前掲注2)239頁、山下=米山編・前掲注26)132頁〔洲崎博史〕、拙稿・前掲注5)15-16頁参照。

196) 2004年の書簡参照。なお、この主張自体は、天候デリバティブ取引についてなされたものであるが、その他のデリバティブ取引についても同様に当てはまるものと思われる。

197) Schwartz 論文参照。

る¹⁹⁸⁾。このような指摘は、アメリカの議論における「デリバティブ取引の補完・援助機能」と同旨のものであると思われる。

また、保険契約法との関係について、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ないと指摘されている¹⁹⁹⁾。これは、アメリカの議論における「契約構成の仕方の相違」と同旨の指摘であると思われる。アメリカの学説では、保険とクレジット・デリバティブ取引における契約構成の仕方の相違が具体的に明らかにされている一方で、わが国の学説では、抽象的にしか指摘されていないことから、このようなアメリカの学説は、わが国の学説を補完するものとして示唆的であるといえよう。

以上のように、アメリカとわが国との間には相違点が存在しつつも、法的区別の議論における検討枠組みや基準の考え方といった重要な部分に関しては、類似点を見出すことができる。それゆえに、近時のアメリカにおける議論の進展は、比較法の対象としてわが国の解釈論に有益な示唆を与えてくれると考えられるのである。とりわけ、アメリカにおいて損害てん補基準の妥当範囲の限界が認識されて以降、クレジット・デリバティブに保険法を適用することに肯定的な考え方が出現した一方で、未だそれに否定的な考え方が支配的見解である点は注目に値すると思われる²⁰⁰⁾。保険の要素を全て具備するクレジット・デリバティブが存在するにもかかわらず、いかなる理由で保険法が適用されるべきでないと考えられているのか。今後の研究の中で明らかにしていきたい。

(筆者は島根大学法文学部准教授)

198) 山下・前掲注1)24頁, 同・前掲注2)240頁。これと同旨の見解と思われるものとして、吉澤・前掲注2)45-46頁参照。

199) 山下・前掲注1)25頁。

200) 拙稿・前掲注5)25頁以下, 同・前掲注11)22頁以下も参照。

【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。