

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

嘉 村 雄 司

島大法学第56巻第1・2号抜刷〔論説〕

2012年7月

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

嘉 村 雄 司

- 1 はじめに
- 2 Potts 意見書における「損害てん補基準」の生成
- 3 ニューヨーク州保険法における「損害てん補基準」の展開
 - (1) ニューヨーク州保険法における保険契約の定義
 - (2) クレジット・デフォルト・スワップに関するニューヨーク州保険局の意見書
 - (3) 2004年のニューヨーク州保険法第69節の改正
- 4 ニューヨーク州保険法における「損害てん補基準」の再構築
 - (1) ニューヨーク州の2008年カバード CDS 規制提案
 - (2) ニューヨーク州の2008年カバード CDS 規制提案以降の状況
- 5 むすび

1 はじめに

クレジット・デフォルト・スワップ（以下、「CDS」）とは、クレジット・デリバティブの一種であり、信用リスクの移転を目的とする金融派生商品である⁽¹⁾。たとえば、プロテクションの買い手（リスクをヘッジする側）が売り手（リスクを取る側）に手数料を支払う一方で、CDSの対象となる債券や融資等に元利金の不払い等の信用悪化事由（以下、「クレジット・イベント」）⁽²⁾が発生した場合には、売り手がそれによって生ずる買い手の損害を補償⁽³⁾する等の取引が考えられる。

CDSは、その生成当初から様々な法的問題が議論されてきたが、その1つとして、保険との法的区別に関する議論がある⁽⁴⁾。保険は、偶然の事故により損害を被るリスクの移転を中核的機能としており、他の取引にはない保険に

関する種々の法的制約に服する。これに対し、CDSは、信用リスクの移転を目的とするという点で保険と極めて近い機能を有するものの、保険の定義に該当し、保険法の適用を受けることになるのかどうかは明らかでない。そこで、「CDSは保険であるか」というCDSと保険の法的区別の問題が議論されるようになった⁽⁵⁾。

近時は、保険デリバティブや証券化商品等の代替的リスク移転取引（Alternative Risk Transfer）の登場により、保険と金融の境界が曖昧になりつつあり、このことを視野に入れた保険の定義の検討の必要性が重要な課題として指摘されている⁽⁶⁾。CDSと保険の法的区別の問題は、このような問題意識の下で検討されるべき課題の1つとして位置付けられよう。このため、同問題は、保険という取引をどのように捉えるか、また、保険法の制約をいかなる場合に適用すべきか、という保険法上の基礎問題と密接にかかわる重要な課題であると思われる。

以上のようなCDSと保険の法的区別の議論においては、まず、保険とは何かが問題となる。保険法は、保険契約および損害保険契約に関する定義規定を設けているが⁽⁷⁾、通説は、保険の定義を、①一方当事者の金銭の拠出（保険料）、②他方当事者の偶然な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上記①と②が対立関係に立つこと、④収支相等原則および⑤給付反対給付均等原則という要素のすべてで構成されると整理する⁽⁸⁾。そして、このような保険の要素①～⑤をすべて具備する取引には保険法が適用されると解している⁽⁹⁾。その上で、CDSと保険の法的区別の問題に関する支配的見解は、損害てん補の要素の有無を基準とする考え方を主張する（以下、「損害てん補基準」）⁽¹⁰⁾。この見解によれば、CDS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、CDSは、保険の要素②を具備しておらず、保険ではない、ということになる。これに対し、少数説として、保険技術の利用の有無を基準とする考え方が存在する（以下、「保険技術基準」）⁽¹¹⁾。この見解によれば、CDSは、個別相対の取引を本質としており、保

險技術が使用されていないため、保険の要素④もしくは⑤またはその両方を具備しておらず、保険にはならない、ということになる。しかし、保険技術基準に対しては、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は実際上困難であることが指摘されており、同基準はあまり支持を得ていない⁽¹²⁾。

このように、支配的見解である損害てん補基準の下では、CDSは損害てん補の要素が存在しないため保険ではなく、保険法の適用を受けない、と解されることになる。しかし、従来の学説においては、同基準を用いることにより全てのCDSが保険でないことを説得的に説明できるのか、ということが十分に検討されてこなかったと思われる。後記のように、CDSの中には損害てん補の要素を具備しているように見えるものも存在するが、このようなCDSについても同基準の下で保険とならないことを説明できるのかどうかについては明らかでない。すなわち、従来の学説においては、同基準の適用範囲を明確にする試みはほとんど行われてこなかったことが指摘できる。このため、同基準の下において保険と構成される可能性のあるCDSが存在するのか、また、そのようなCDSが存在するのであれば当該CDSには保険法が適用されることになるのか、という点が問題として残されており、検討の必要があると思われる。

ところで、わが国保険法の比較法的研究で参考とされることの多いニューヨーク州においても、わが国と同様に、CDSと保険との法的区別の問題が議論されている。同州保険局は、従前より、わが国の支配的見解である損害てん補基準と同様の基準に基づき、CDSと同州保険法上の保険契約との相違を説明してきた。しかし、同州保険局は、2008年に公表したCDS規制提案において、一部のCDSが保険契約の定義に該当することを理由として、当該CDSに同州保険法を適用することを明らかにしている。このような規制提案は、損害てん補基準を取りつつも、一部のCDSを保険として構成することが解釈上可能であることを示しているように思われる。もっとも、同州保険局は、その後、当該規制提案の無期限の延期を宣言しているが、このことは、形式

的には保険契約の定義に該当する CDS に同州保険法を適用しない余地があることを示すものであると思われる。

このようなニューヨーク州の議論の変遷は、損害てん補基準の適用範囲の限界、および、同基準の下で保険と構成される可能性のある一部の CDS に関する今後の議論の方向性を検討するにあたって参考になると考える。そこで、本稿では、このような検討を行うために、CDS と保険契約の法的区別に関する同州保険法上の議論の変遷を中心に紹介し、分析することとしたい。

本稿の構成は以下のとおりである。まず、2において、損害てん補基準を示した先行文献としてしばしば引用される Potts 意見書を紹介する。同意見書は、クレジット・デリバティブのイギリス法上の取扱いを検討したものであるが、アメリカ法においても大きな影響力を持つものとなっている。次に、3において、ニューヨーク州保険法上の保険契約の定義を示した上で、同州が損害てん補基準を取ることを明らかにした同州保険局の意見書の内容を確認する。その上で、4において、同州が2008年に公表した CDS 規制提案およびその無期限延期提案を紹介し、その内容を分析する。最後に、5において、損害てん補基準の適用範囲の限界、および、同基準の下で保険と構成される可能性のある一部の CDS に関する今後の議論の方向性に関して若干の検討を行い、むすびとする。

2 Potts 意見書における「損害てん補基準」の生成

わが国で主張される損害てん補基準と同様の考え方が示された先行文献としてしばしば引用されるものとして、いわゆる「Potts 意見書」と呼ばれるものがある⁽¹³⁾。Potts 意見書は、イギリス法との関係において、CDS を含むクレジット・デリバティブの法的取扱いが検討されたものである。

1997年当時のイギリスでは、クレジット・デリバティブは、経済的機能としては保険と同様であると認識されていたが、法的に保険契約として解釈されるとは一般に考えられていなかった。しかし、このような取扱いは、判例および制定法で明らかとされておらず、法的裏づけがない状況であった。そ

ここで、このような問題を検討するために、国際スワップ・デリバティブズ協会 (International Swaps and Derivatives Association : ISDA) がスポンサーとなり、Potts 意見書が作成された⁽¹⁴⁾。同意見書では、「クレジット・デリバティブは、1982年保険会社法 (Insurance Companies Act 1982) またはコモンローの下において保険契約となるか」という問題が検討されている⁽¹⁵⁾。

Potts 意見書は、まず、保険契約とクレジット・デリバティブを以下のように整理する。イギリスのコモンロー上の定義において、保険契約とは、「保険契約者 (insured) が不利な影響を被ると予期する危険 (perils) に関する利害関係 (interests) を有する場合において、同人の損害をてん補する契約」⁽¹⁶⁾のことをいう。このような保険契約の定義は、損害のリスク (risk of loss) と被保険利益 (insurable interest) の双方の必要性を示している。したがって、受取人 (payee) が被る損害に応じた支払いを行う契約であるならば、当該契約は保険契約である。これに対し、クレジット・デリバティブにおいては、プロテクションの買い手が損害を被ったか、または、現実に損害を被るリスクにさらされていたかにかかわりなく、支払いが行われる⁽¹⁷⁾。

次に、Potts 意見書は、保険契約とクレジット・デリバティブとを区別する基準について以下のように指摘する。保険契約とクレジット・デリバティブとの法的関係を検討する際には、契約の経済的機能の類似性を指摘するだけでは十分ではなく、契約で定められた権利や義務を検討する必要がある。もちろん、契約当事者が契約条件に従って誠実に履行することを意図しているならば、このような権利や義務が契約の特徴を決定づけるけれども、契約当事者がそれを意図していなければ、裁判所は契約当事者の真の目的を参照することにより取引の特徴を判断しうる。この点について、現在の実務におけるクレジット・デリバティブは、契約条件に従って契約を履行することが意図されていると推測される⁽¹⁸⁾。

その上で、Potts 意見書は、保険契約とクレジット・デリバティブとの相違点について以下のように指摘する。すなわち、クレジット・デリバティブは、
①プロテクションの売り手の支払義務が買い手の被る損害または有する損害

のリスクを条件としていないこと、したがって、②買い手の被保険利益を保護するためのものではなく、買い手の権利は被保険利益の存在に依存しないこと、という重要な点で保険契約とは明らかに異なる⁽¹⁹⁾。

以上が Potts 意見書における分析内容の概要である。同意見書によれば、クレジット・デリバティブに損害てん補および被保険利益の要件が存在しないことは、クレジット・デリバティブと保険との間の異なる法的取扱いを正当化する重要な相違ということになる⁽²⁰⁾。したがって、クレジット・デリバティブは、プロテクションの買い手が損害を被るかどうかにかかわらず、デフォルトその他のクレジット・イベントの発生を条件に支払いがなされるものとして構成されているため、保険契約として位置づけられるべきではない、と結論づけられることになる⁽²¹⁾。

このような Potts 意見書は、クレジット・デリバティブ市場の参加者から幅広い支持を得て、現在の市場のコンセンサスを示すものとなっており⁽²²⁾、また、後記のように、アメリカ法においても大きな影響力を持つものとなっている。

3 ニューヨーク州保険法における「損害てん補基準」の展開

(1) ニューヨーク州保険法における保険契約の定義

Potts 意見書で示された見解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あげることができる。

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、以下のように規定する。

『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、偶発的の事故の発生 (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その他の取引をいう⁽²³⁾。」

また、ニューヨーク州保険法1101条(a)項(1)号の偶発的事故という用語の意味について、同条(a)項(2)号は、「『偶発的事故 (fortuitous event)』とは、その発生または不発生が相当な程度に、いずれの当事者からもその統制 (control) の範囲外にあるか、またはそのように両当事者から想定されているものをいう」と規定する⁽²⁴⁾。さらに、同条(b)項(1)号は、保険契約を締結しまたは締結の申込を行うことをもって保険事業を営むことになると定めている⁽²⁵⁾。したがって、ある契約が同条(a)項(1)号の要件を充足し保険契約を構成すると解されれば、同州保険法の規定——保険契約に関する規定および保険監督に関する規定の双方を含む⁽²⁶⁾——が当該契約に適用されることとなる。

このようなニューヨーク州保険法の保険契約の定義規定の下では、CDSが保険契約と共通する特徴を持つことは否定できないだろう。たとえば、CDSにおけるクレジット・イベントは「偶発的事故の発生」に対応し、プロテクションの売り手が支払う補償金は「金銭的価値ある給付の付与」に対応していることが指摘されている⁽²⁷⁾。このため、CDSは、保険契約の定義を具備し、同州保険法の適用を受けることになるのかという問題が生ずることとなった⁽²⁸⁾。

この点について、ニューヨーク州保険局 (New York State Insurance Department)⁽²⁹⁾は、2000年6月16日に、CDSに関する意見書を発行することにより、その立場を明確にした。さらに、同州は、2004年に、CDSと保険契約との法的区別について同州保険法の重要な改正を行っている。そこで、以下では、同州保険局の意見書および2004年の同州保険法の改正の概要を示すことにより、同州の立場を明らかにする。

(2) クレジット・デフォルト・スワップに関するニューヨーク州保険局の意見書
ニューヨーク州保険局は、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、CDSと同州保険法上の保険契約の法的区別に関する見解を明らかにした（以下、「2000年6月16日の意見書」）⁽³⁰⁾。

2000年6月16日の意見書において具体的に想定されているCDSは、市場価格参照型の現金決済⁽³¹⁾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が検討した問題は、以下のような内容である。

「カウンターパーティーである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、保険法の下で保険契約となるか⁽³²⁾。」

このような問題に対して、2000年6月16日の意見書が示した結論は、以下のとおりである。

「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⁽³³⁾。」

その上で、2000年6月16日の意見書は、このように結論づけた理由について以下のように述べる。

「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・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⁽³⁴⁾。」

そして、2000年6月16日の意見書は、以下のように続ける。すなわち、「これまで、ニューヨーク州保険局は、インデックス・スワップ取引が保険契約とならないという公式な見解を公表してきた。その理由は、インデックス・スワップは、変動支払人(index payer)に固定支払人(fixed rate payment payer)の損害をてん補することを義務づけていないからである。それどころか、変動支払人は、固定支払人が損害を被ったかどうかにかかわらず、同人への支払いが義務づけられる」と述べつつ、インデックス・スワップに関する意見書の「インデックス・スワップ(その他のデリバティブ)が保険契約となるためには、当該契約が、変動支払人(たとえば保険者のように)に、固定支払人(たとえば保険契約者のように)が実際に被った損害を同人にてん補することを義務づけなければならない。損害てん補は保険契約の不可欠な特徴であり、裁判所はこれに依拠して、ある契約がニューヨーク州法の下で保険契約であるかどうかを分析している。そのような契約条件がないならば、当該契約は保険契約ではない」という部分を引用する⁽³⁵⁾。

以上のような2000年6月16日の意見書の発行により、ニューヨーク州保険局は、同州保険法の下で、ある契約が保険契約に該当するかどうかは損害てん補の要素の有無が基準となり、この基準に照らすとCDSは保険契約とはならないことを明らかにした。このような同意見書の見解は、前記Potts意見書と基本的に同様の立場にたつものといえよう。

(3) 2004年のニューヨーク州保険法第69節の改正

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CDSは保険契約とならないという理解が広まったが、同州は、2004年の同州保険法第69節の改正において設けられた同州保険法6901条(j-1)項により、このような理解をより一層明確にしている。

ニューヨーク州保険法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、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おいて、一方

の当事者が他方の当事者に補償することを合意するところにより、国際スワップ・デリバティブズ協会が随時公表するクレジット・デリバティブの定義または保険庁長官 (superintendent) が承認しうるその他のものを参照する合意をいう」と規定する⁽³⁶⁾。その上で、同条は、「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ならない」と定めている⁽³⁷⁾。

このようにニューヨーク州保険法6901条(j-1)項は、CDS が保険契約に該当しないことを明記している。しかし、後記の2008年カバード CDS 規制提案の理由説明において、2000年6月16日の意見書への言及はある一方で、同条への言及は全くなされていらない。このため、ニューヨーク州保険法における同条の位置づけには若干の不明な点が残る。しかし、アメリカの学説において、同条は、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一般に理解されているようである⁽³⁸⁾。

4 ニューヨーク州保険法における「損害てん補基準」の再構築

(1) ニューヨーク州の2008年カバード CDS 規制提案

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 が同州保険法上の保険契約（以下、本章において「保険契約」とは同州法上のそれを指すものとする）とならないことを明らかにして以降、CDS 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、2008年9月22日に、当時の同州知事であった David A. Paterson の指図の下で、「金融保証保険会社のベスト・プラクティス (“Best Practice” for financial guaranty insurers)」と題する Circular Letter No. 19 を公表した（以下、「Circular 19」）⁽³⁹⁾。Circular 19 の大部分は同州保険法の下で免許を受けた金融保証保険会社のベスト・プラクティスについて述べたものであるが、Circular 19 は、「CDS のクレジット・プロテクション (Credit Protection for CDS)」と題する節の中で、CDS と保険契約との法的区別の問題を再検討している。

Circular 19 は、CDS と保険契約との法的区別について以下のように指摘する。

「今日の Circular Letter の中で、ニューヨーク州保険局は以下のことを明らかにする。それは、CDS 取引を行うこと (the making of the CDS) 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 (the doing of an insurance business)』となる可能性があることから、プロテクションの売り手は、同法1102条の規定により保険者としての免許を受けなければならないかを検討するために、ニューヨーク州保険局の法律顧問室 (the Department's Office of General Counsel) の意見を求めることを考慮しなければならない、ということである。ニューヨーク州保険局の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、ということを示唆するものではあるが、同意見書は、ニューヨーク州保険法の下で CDS が締結された際に、参照債務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。このような脱落部分は、修正される必要があり、現在準備中のニューヨーク州保険局の意見書において対処されるものとする⁽⁴⁰⁾。」(傍点筆者)

以上が CDS と保険契約の法的区別の問題に関する Circular 19の言及部分である。Circular 19は、CDS を「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」と「参照債務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」とに区別した上で、前者に対しては2000年6月16日の意見書における見解の射程が及ぶ一方で、後者に対してはそれが及ばないことを明らかにする。もっとも、Circular 19が CDS と保険契約との法的区別の問題について言及しているのは、上記の引用部分だけである。このような Circular 19の内容は不明瞭なところが多いと思われる。この点について、当時の同州保険局長官であった Eric Dinallo は、Circular 19発行の約2カ月後の2008年11月20日に開催された連邦議会での公聴会(以下、「2008年11月20日の公聴会」)において、

アメリカ経済における CDS の役割について証言を行っており、その中で、Circular 19における CDS 規制の目的および内容等について証言している⁽⁴¹⁾。

Dinallo 長官は、まず、Circular 19が発行されることとなった要因について、以下のように証言する。

「クレジット・デフォルト・スワップは、その生成当初から、保険であるかが問題となっていた。クレジット・デフォルト・スワップは当初、債券発行会社にデフォルトが生じた場合のプロテクションや保険を求める債券保有者によって利用されていたことから、これはもっともな問題であった。ニューヨーク州保険局は、2000年に、前長官の下で、スワップが保険であるかという問題に取り組むことが求められ、保険でないと述べた。……さらに、私が2007年1月に就任して以降、クレジット・デフォルト・スワップの衝撃は、我々が直面した主要な問題のうちの1つとなった。最初に、我々は、金融保証保険会社 (financial guaranty companies) ——保証会社 (bond insurers) としても認識されている——の問題に取り組んだ。クレジット・デフォルト・スワップはそのような問題において主な原因となっていた。さらに最近では、我々は、AIG の救済に関与することとなった。ここでもクレジット・デフォルト・スワップは、当該会社の問題の最大の原因となっていた。

このような経験を通じて、我々は、クレジット・デフォルト・スワップに関する歴史および問題を注意深く検討することが必要となったのである⁽⁴²⁾。」

このように、Dinallo 長官は、CDS に対してニューヨーク州保険法が適用されていなかったこと、および、AIG の経営危機等の問題が発生したことが Circular 19発行の要因となったことを明らかにする。

また、Dinallo 長官は、AIG の経営危機のような問題が引き起こされた要因について、以下のように証言する。

「(2000年に制定された商品先物現代化法 (Commodity Futures Modernization Act) は、取引所外取引禁止法 (bucket shop laws), 賭博法 (gambling laws), 1933年証券法 (Securities Act of 1933), 1934年証券取引所法 (Securities Exchange Act of 1934) および商品取引所法 (Commodity Exchange Act) が、不公正取引に関する規制を除いて、店頭デリバティブに適用されないことを明確にしたこと、また、2000年6月16日の意見書は、ニューヨーク州保険法がCDSに適用されないことを明確にしたことを指摘⁽⁴³⁾した上で) 要するに、2000年に、我々は社会として、クレジット・デフォルト・スワップを規制することを選択しなかったのである。

その何が問題か。上記のように、金融システムは、危機に陥っている。なぜなら、カウンターパーティー・リスクに関する包括的管理制度 (comprehensive management) が存在しないからである。取引は、2当事者間で行われていた。このような2者間の取決めは、カウンターパーティーの支払能力に関する基準が存在しないことを意味する。買い手は、売り手が負っているリスクの程度を認識していない。また、売り手には、スワップを売却することにより負うリスクに対して保有しなければならない準備金または資本についての要件が存在しない⁽⁴⁴⁾。」

その上で、Dinallo 長官は、CDS取引においてカウンターパーティーの支払能力を確保するための規制が存在しなかった結果として、AIGの経営危機のような問題が引き起こされたと証言している⁽⁴⁵⁾。このような証言から、Circular 19は、支払能力を確保するための保険監督規制に着目して、CDSと保険契約との法的区別の再検討を行うに至ったことがわかるだろう。

そして、Dinallo 長官は、このようなCDS取引の問題に取り組むことを目的としてCDSにニューヨーク州保険法を適用することを明らかにしたCircular 19の主旨について、以下のように証言する。

「クレジット・デフォルト・スワップは本来、債券保有者のリスクを移転

し削減するために利用されるものであった。もしある者がX会社の債券を保有しており、当該会社のデフォルトを懸念するのであれば、同人は自己を守るために当該スワップを購入することができるだろう。同様に、当該スワップは、会社に融資を行う銀行によっても利用されていた。このタイプのスワップは、現在でもヘッジ目的で利用されている。

しかしながら、時が経つにつれて、スワップは、リスク削減のためではなく、リスク引受けのために利用されるようになった。……投機家 (speculators) が購入したスワップは、当該スワップの買い手が原資産を有していないため、ネイキッド・クレジット・デフォルト・スワップとして認識されている。当該プロテクションは、会社の信用度が低下するにつれて、価値が大きくなるものである。これは、ネイキッド・ショート・セリングと類似している。……我々は、第1のタイプのスワップ——これをカバード・スワップと呼ぶことにする——は保険であると考え。保険契約の要素は、保険購入者が契約で定められた財産または債務に実質的な利害関係を有しなければならない、というものである。それは、保険購入者は、財産または証券を所有し、当該財産の価値に損害が生ずると損害を被りうる、ということの意味する。保険では、保険購入者は現実に損害を被った場合においてのみ請求権を持つのである。

カバード・スワップでは、債券発行者がデフォルトを起こしたならば、債券保有者は損害を被り、当該スワップがその損害を補償する。第2のタイプのスワップは、このような特徴を有していない⁽⁴⁶⁾。]

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・スワップと表現——なお、下記のように、Dinallo 長官は、カバード・クレジット・デフォルト・スワップという表現も使用している——し、また、買い手が原資産を有しない場合をネイキッド CDS と表現することにより、CDS をカバード・スワップ (カバード CDS) とネイキッド CDS とに区別する (以下では、「カバード CDS」と「ネイキッド CDS」に表記を統一する)。明言されて

はないが、おそらく前者は、Circular 19の区別における「参照債務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」に相当し、後者は、「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」に相当するものと思われる。このような Dinallo 長官の証言から、CDS 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法の態度が明確となったといえよう。

その上で、Dinallo 長官は、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、と証言している。これは、カバード CDS がニューヨーク州保険法に服することまでを明示していなかった Circular 19 の内容を敷衍するものであると思われる。また、この証言から、Dinallo 長官は、CDS と保険契約とを区別する際に、損害てん補および被保険利益の要素が存在するかという点を基準として考慮していることがわかるだろう。このような判断基準は、同州保険局が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である⁽⁴⁷⁾。

しかし、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 は保険でない⁽⁴⁸⁾と判断していた。これに対し、Dinallo 長官は、上記のように、カバード CDS とネイキッド CDS とを区別した上で、ネイキッド CDS は保険契約でない一方で、カバード CDS は保険契約であると証言している。このため、Dinallo 長官の証言は、同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、Dinallo 長官は、以下のように証言する。

「……ニューヨーク州保険局は、2000年に、非常に注意深く精妙に作られた問題を検討することが求められた。(それは)『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、保険法の下で保険契約となるか』(という問題である)。

この問題は、明らかに、ネイキッド・クレジット・デフォルト・スワップのみを対象として作られたものである。このような事実の下では、当該スワップは、保険とならなかった。なぜなら、買い手は実質的な利害関係を有しておらず、支払請求は損害を要件としていなかったからである。関係者は、注意深くカバード・クレジット・デフォルト・スワップについては問題としないようにしていた。それにもかかわらず、市場は、クレジット・デフォルト・スワップの一部に関する同州保険局の意見書を、全てのスワップに関する決定として理解したのである⁽⁴⁸⁾。」(括弧内筆者)

この証言から、Dinallo 長官は、カバード CDS は保険であるとの見解が2000年6月16日の意見書の見解と衝突するものとは捉えていないことがわかるだろう。Dinallo 長官の理解によれば、そもそも同意見書の見解は、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勝手に当該 CDS も含めたものとして理解しただけである、ということになろう。したがって、損害てん補基準に基づいていると思われる同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することができよう。

(2) ニューヨーク州の2008年カバード CDS 規制提案以降の状況

Circular 19は、2009年1月1日に効力を発することとなっていた⁽⁴⁹⁾。しかし、Circular 19発行後の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⁽⁵⁰⁾。このような連邦政府による規制提案を受けて、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た⁽⁵¹⁾。

Circular 19のサプリメントは、以下のことを公表する。

「2008年11月14日に、金融市場に関する大統領のワーキング・グループは、クレジット・デフォルト・スワップを含む店頭デリバティブ市場の監督と透明性を強化し、中央市場インフラ（centralized market infrastructure）を創設する旨の一連の構想を公表した。当該構想は、CDSの中央清算機関（CDS central counterparties）の構築を含んでおり、その一部は、2008年末までの実施が予定されている。このようなCDSの包括的連邦規制の進展を考慮して、ニューヨーク州は、Circular Letter NO.19（2008）の6頁から7頁に掲げる、CDSに対するニューヨーク州保険法の適用を無期限に延期するものとする⁽⁵²⁾。」

このように、Circular 19のサブプリメントは、カバードCDSに対するニューヨーク州保険法の適用を無期限に延期することを明らかにする。もっとも、同サブプリメントがCircular 19の無期限延期について言及しているのは、上記の引用部分のみに留まっている。このような同サブプリメントの内容は、Circular 19の場合と同様に、不明瞭なところが多いと思われるが、Circular 19のサブプリメント発行日に同州保険局により公表されたプレスリリースがその内容を若干補足している（以下、「2008年11月20日のプレスリリース」）⁽⁵³⁾。

2008年11月20日のプレスリリースは、Circular 19のサブプリメントがカバードCDSに対するニューヨーク州保険法の適用を無期限に延期することを公表した理由について、Dinallo 長官の以下のようなコメントを引用する。

「規制されていないクレジット・デフォルト・スワップが、サブプライム問題を悪化させ、現在我々が直面する金融危機を生じさせたことは明らかである。クレジット・デフォルト・スワップ規制の完全な欠如から生ずる深刻な問題および改革の必要性を理由として、ニューヨーク州は、介入する準備——市場の一部の規制に法的に限定されるものではあるが——を行っていた。しかしながら、健全な市場のための最善の解決策は、クレジット・デフォルト・スワップが1つの市場であることである。もしニューヨーク

州が保険法の下で取引の一部を規制する一方で、残りの市場が規制されな
いかまたは他法の下で規制されるならば、そうはならないだろう。私は、
我々の強力な立場が産業界や連邦政府を促し、包括的な解決策を検討し始
めたことをうれしく思う。したがって、我々は、市場の一部を規制するこ
とを無期限に延期するものとする⁽⁵⁴⁾。」

また、Dinallo 長官は、Circular 19のサブプリメントの発行日に開催された2008
年11月20日の公聴会において、同サブプリメントの公表理由を補足する、以下
のような証言を行っている。

「……我々は、クレジット・デフォルト・スワップの健全な市場のための
最善の方法は規制担当者間で当該市場を分割しないことであると認識して
いる。ニューヨーク州が保険法の下で取引の一部を規制する一方で、残り
の取引が規制されないかまたは他法の下で規制されることは、効果的かつ
効率的ではないだろう。最善の結果は、クレジット・デフォルト・スワッ
プ市場全体の全体的解決（holistic solution）である。

先週の金曜日に、大統領のワーキング・グループ——ニューヨーク州保
険局が保険関連事項に関する助言を行った——は、連邦準備制度理事会、
証券取引委員会および商品先物取引委員会がCDS取引の集中清算計画を協
力して実行する旨の共同の覚書（memorandum of understanding）を公表し
た。このような計画は未だ最終的に承認されていないが、我々は、これが
包括的連邦監督体制に向けた最初のステップとなることを期待している。
……大統領のワーキング・グループが報告した構想に基づく、当該構想
がクレジット・デフォルト・スワップの包括的かつ効率的な監督体制の構
築を確約していることは明らかである。……このようなプロセスが次の連
邦議会で表明される際に、私のオフィスは、連邦政府の試みを積極的に支
持し、援助するだろう。したがって、ニューヨーク州は、当該市場の一部
を規制する計画を無期限に延期するものとする⁽⁵⁵⁾。」

このように、Dinallo 長官は、連邦政府が CDS に対する包括的規制提案の公表を行ったことを理由として、カバード CDS に対するニューヨーク州保険法の適用の無期限延期を決定したことを明らかにする。もっとも、CDS 規制の目的がプロテクションの売り手の支払能力を確保することにあるのであれば、論理的には、カバード CDS に対しては同州保険法を適用し、残りのネイキッド CDS に対しては連邦規制を課すという政策判断もありえたとされる⁽⁵⁶⁾。したがって、同州保険局は、連邦政府が CDS に対する規制を公表したからといって、必ずしもカバード CDS に対する同州保険法の適用にかかる Circular 19 の効力発生を延期する必要はなかったと思われる。それにもかかわらず、同州保険局は、CDS に対する包括的規制枠組みが連邦政府から提示されたことを理由に、同州保険法の適用を無期限に延期している。この点については、Dinallo 長官の証言から、同州保険局には、カバード CDS に対してのみ同州保険法を適用するならば CDS 市場が分割されるおそれがあるが、このように CDS 市場を分割することに繋がるような規制を行うべきではない、という認識があったことがわかるだろう (CDS 市場の分割回避)。すなわち、ここでは、CDS 市場の分割回避という実質的理由が、カバード CDS に対する同州保険法の適用を延期する要素となっているものと思われる。

しかし、ニューヨーク州保険局が 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公表する一方で、Dinallo 長官は、以下のような証言も行っていることは注目に値する。

「我々は、クレジット・デフォルト・スワップ市場が巨大かつ複雑であり、全体的解決には時間がかかることを理解している。我々は、このような始まったばかりの試みを支援するが、完全に透明性のある十分に規制された市場が未だ構築されたわけではないことも認識している。我々は、産業界、政府機関および連邦議会に、重要な目標が達成されるまで取り組み続けることを要請する。その頃には、スワップの一部が保険であるという事実から生ずるおそれのある問題を防止するために、州法上の必要な変更点を検

討する準備ができていよう(57)。」(傍点筆者)

このような Dinallo 長官の証言から、ニューヨーク州保険局は、Circular 19で提示したカバード CDS に対する同州保険法適用の規制提案はすぐには実行しないものの、依然として当該 CDS に対する同州保険法適用の権限を有し続けていると理解していることがわかるだろう。すなわち、Dinallo 長官は、CDS 市場の分割回避という実質的理由が同州保険法の適用を完全に排除しうるほどの根拠にはならないと考えているのではないかと思われる。

5 むすび

代替的リスク移転取引の登場により保険と金融の融合が進みつつある現在において、保険と金融の法的区別の問題が重要な検討課題となっている。このような問題意識の下で、本稿では、CDS と保険の法的区別の問題を取り上げた。具体的には、わが国の支配的見解である損害てん補基準の適用範囲の限界を明らかにし、同基準の下で保険と構成される可能性のある一部の CDS に関する今後の議論の方向性を検討することを目的として、同様の問題に関するニューヨーク州保険法上の議論の変遷を紹介し、分析を行った。

ニューヨーク州は、同州保険局が2000年6月16日に発行した CDS に関する意見書において、CDS には損害てん補の要素が存在しないことを理由として、CDS が同州保険法上の保険契約（以下、本章において「保険契約」とは同州法上のそれを指すものとする）とならないことを明らかにしていた。同意見書の見解は、1997年公表の Potts 意見書において展開された考え方、および、わが国で主張されている損害てん補基準の考え方と基本的に同様のものであり、当時のクレジット・デリバティブ業界で一般に受け入れられていたものであると思われる。

しかし、ニューヨーク州は、2008年9月22日に発行した Circular 19において、一部の CDS については2000年6月16日の意見書において示された見解の射程が及ばないことを明らかにした。その後の Dinallo 長官の公聴会証言により、

同州は、CDS をカバード CDS（プロテクションの買い手が原資産を有する場合）とネイキッド CDS（買い手が原資産を有しない場合）とに区別した上で、後者の CDS は損害てん補および被保険利益の要素が存在しないため保険契約とならない一方で、前者の CDS はそれらが存在するため保険契約となることを理由として、前者の CDS に対して同州保険法を適用する予定であることが示された。

このようなニューヨーク州のカバード CDS 規制提案に対しては、AIG の経営危機等の問題に対処するために関係諸機関によって公表された様々な CDS 規制提案の過渡期の中において、実現化されなかったもののうちの 1 つに過ぎない、との評価も可能かもしれない。その一方で、理論的には興味深い点を含んでいることも否定できないと思われる。Circular 19 の見解およびそれを補足する Dinallo 長官の証言は、損害てん補基準に適用範囲の限界が存在することを示唆しているのではないかと思われるからである。すなわち、Circular 19 および Dinallo 長官の証言により、カバード CDS とネイキッド CDS との間には損害てん補の有無という点で相違があること、具体的には、後者の CDS には損害てん補の要素が存在しない一方で、前者の CDS にはそれが存在することが明らかとされた。このため、損害てん補基準は、後者の CDS が保険契約とならないことを説明できるが、前者の CDS が保険契約とならないことを十分に説明できず、前者の CDS は、同基準の下で保険契約と判断されることが示されたのである。このような Circular 19 および Dinallo 長官の証言から、同基準には、カバード CDS が保険契約とならないことを説得的に説明できない、という限界が存在することがわかるだろう。

もっとも、ニューヨーク州は、2008年11月14日に発行された金融市場に関する大統領のワーキング・グループによる CDS の包括的規制提案を受けて、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公表した。同日に行われた Dinallo 長官の公聴会証言により、当該無期限延期の決定は、CDS 市場の分割回避のためになされたことが明らかとされた。このような Dinallo 長官の証言から、

CDS 市場の分割回避という実質的理由が、カバード CDS に対する同州保険法の適用を延期する要素となっていることがわかるだろう。ただし、Dinallo 長官は、当該実質的理由が、同州保険法の適用を延期する根拠にはなるものの、それを完全に排除しうる根拠にはならないことを示唆しており、同州は、依然としてカバード CDS に対する同州保険法適用の権限を持ち続けているものと思われる。

以上がニューヨーク州保険法上の議論のまとめである。冒頭で示したように、わが国の支配的見解は、損害てん補基準に基づき CDS と保険との違いを説明してきた。たしかに同基準によってネイキッド CDS と保険との違いを説明することはできるだろう。しかし、ニューヨーク州の議論が示すとおり、同基準では、カバード CDS と保険との違いを十分に説明することができない、という限界が存在することも否定できないだろう。そうすると、同基準の下では、カバード CDS は、損害てん補の要素が存在するため保険であり、保険法の適用を受ける、という解釈が成り立つ可能性がある。このため、カバード CDS に保険法が適用されないことを説得的に説明するためには、従来の議論のように損害てん補の要素が存在するかどうかという理論的観点から検討するだけでは不十分であり、ニューヨーク州の議論が示すように、保険法を適用すべきかどうかという実質論的観点からの検討が必要になるとと思われる⁽⁵⁸⁾。

また、このようにカバード CDS に保険法を適用すべきでない実質的理由を検討することの意義は、損害てん補基準についてのみ存在するわけではない。たとえば、わが国の少数説である保険技術基準の立場を取ったとしても、CDS が保険ではないことを説明することが難しい場合が存在することが指摘されている⁽⁵⁹⁾。このため、上記のような損害てん補基準の適用範囲の限界と同様の限界が保険技術基準にも存在すると解することが可能であろう。このような場合においても、CDS に保険法が適用されないことを説得的に説明するためには、実質論的観点からの検討が必要になるのではなかろうか。

もっとも、ニューヨーク州の議論によれば、CDS 市場の分割回避という実

質的理由だけでは、CDS への保険法の適用を完全に排除する根拠とはなりえず、これとは別の実質的理由を模索する必要があるだろう。本稿では紹介することができなかったが、アメリカの学説の議論においても、このような傾向が見て取れる。すなわち、近時のアメリカの学説は、ニューヨーク州の議論を受けて、従来のような理解では、CDS に州法上の保険法が適用されない理由をうまく説明できないことを認識し始めているのではないと思われる。このため、これまでの損害てん補基準に基づく理論的観点からの批判ではなく、実質論的観点から CDS に州法上の保険法を適用することに批判的な見解が主張されるようになってきている⁽⁶⁰⁾。その中には、CDS 市場の分割回避という実質的理由とは異なるものを複数提示する見解も現れ始めている⁽⁶¹⁾。

そこで、次に問題となるのは、カバード CDS に保険法を適用すべきでない実質的理由とは具体的に何か、という点であろう。この点について、本稿では具体的な提示を行うことができる状態に至っておらず、今後の研究課題とせざるをえない。今後の研究の中でカバード CDS に保険法を適用すべきでない実質的理由とは何かを明らかにしていくこととしたい⁽⁶²⁾。

なお、以上のような CDS と保険の法的区別の議論と関連性を有する問題として、本稿のもう 1 つの残された研究課題について最後に付言しておきたい。本稿において検討を加えた CDS と保険との法的区別の議論は、CDS が保険であるかどうかを問題とするものであり、また、CDS が保険であると解されたならば保険法の規定がワンセットで適用されることになるのかどうかを問題とするものであった。これに対し、近時の学説においては、モラル・ハザードの有無を基準とする新たな見解が主張されている（以下、「モラル・ハザード基準」）⁽⁶³⁾。この見解によれば、CDS にモラル・ハザードのおそれがあるのであれば、CDS 取引は利得禁止原則等のモラル・ハザードを抑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⁽⁶⁴⁾。このように、同基準は、CDS と保険法上の個々の法的制約との関係を問題とする点で、損害てん補基準および保険技術基準とは異なるものといえよう⁽⁶⁵⁾。もっとも、モラル・ハザード基準を主張

する論者は、最終的な結論を留保しており、CDSに保険法上の利得禁止原則を適用すべきと考えているのかどうかは明らかでない⁽⁶⁶⁾。このため、同基準を適用したならばCDSに利得禁止原則が適用されることになるのか、という問題が依然として不明確なまま残されていることになる。この点について、アメリカでは、主に倒産処理法の分野でCDSのモラル・ハザードが問題視され始めており⁽⁶⁷⁾、これに対処するためにモラル・ハザードの抑止を目的とした保険規制（損害てん補の原則および被保険利益の規定等）を適用できないか、および、そのことの是非を巡って、学説上議論がなされているようである⁽⁶⁸⁾。このようなモラル・ハザード基準およびアメリカの議論に関する検討についても今後の研究課題とし、上記の研究課題とともに検討を行っていきたい。

注

- (1) 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）、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）。
- (2) 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り、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。河合＝糸田・前掲注（1）252頁、木野＝糸田・前掲注（1）155頁。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後化等が該当すると解されている。「バンクランプシー」「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（1）253-75頁、木野＝糸田・前掲注（1）156-76頁参照。
- (3) CDSの標準的な決済方法には、現物決済と現金決済とがあり、前者が採用されることが通例であったが、近年は現金決済と現物決済の双方の性質を備えた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。

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、これと引き替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（1）47-48頁、307-20頁、木野＝糸田・前掲注（1）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、債券や

融資等の市場価格と額面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(1)48頁、298-307頁、木野=糸田・前掲注(1)182-84頁。また、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小化した上で、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。木野=糸田・前掲注(1)188-211頁。

(4) CDSに関する法的問題全般については、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14頁以下(2002)参照。また、CDSを含むデリバティブ一般に関する法的問題全般については、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〕』(きんざい, 2008)参照。

(5) ここでは、損害保険が念頭に置かれている。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』228頁注1(東京大学出版会, 2005)参照。

なお、すでに保険監督法上は、CDSと保険が区別された取引類型・業務として明確にされている。すなわち、保険業法は、CDS取引を保険以外の業務として位置づけることを明らかにしており、保険会社は、付随業務としてCDS取引を行うことが可能である。保険業法98条1項6号・保険業法施行規則52条の2の2。

(6) 山下友信『保険法』3頁(有斐閣, 2005)参照。

(7) 保険法2条1号・6号参照。

(8) 山下・前掲注(6)6-8頁。

(9) このような整理は、平成20年改正前商法(第2編第10章の保険契約に関する規定)の下でなされたものである。もっとも、平成20年に制定された保険法は、平成20年改正前商法629条(損害保険契約の定義)を現代語化するとともに、保険契約の定義規定を新たに設けている。すなわち、保険法2条1号は、保険契約を、「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」と定めており、また、同条6号は、損害保険契約を、「保険契約のうち、保険者が一定の偶然的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。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)。

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、保険の要素①～⑤のいずれの点をも具備する取引が保険であり、このような取引に対して保険法が適用されるという理解が一般的であろう。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），山下友信＝竹瀆修＝洲崎博史＝山本哲生『保険法』3頁〔洲崎博史〕（有斐閣，2010）。本稿は、このような理解の下で検討を行っている。

もっとも、ある取引が保険の定義をすべて具備していなくとも、保険法2条1号の保険契約の要素を具備するならば、保険法の適用があると解することも不可能ではないと思われる。もしこのように解した場合には、保険法第5章の雑則規定（95条・96条）が当該取引に適用されるかどうかの問題となろう。しかし、本稿ではこの点に関する検討は行わない。

- (10) 山下・前掲注（5）234頁，241頁，244頁。同旨の見解として、田中・前掲注（4）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）参照。

なお、前掲注（5）の通り、保険業法は、CDSを保険とは区別された取引類型・業務として規定する。このような保険業法上の区別においては、損害てん補基準の考え方が基礎にあるものと推定されるとの指摘がある。山下・前掲注（5）240頁。

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追加されている。金融商品取引法2条22項6号。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うるが、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としての規制を及ぼす必要はないと考えられた。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）参照。そこで、政令により、保険は店頭デリバティブ取引の定義から除外されている。金融商品取引法施行令1条の15第2号。このような金融商品取引法上の区別においても、損害てん補基準のような考え方が基礎にあるといえよう。

- (11) 山下・前掲注（5）234頁参照。ただし、山下友信教授は、この見解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る。

なお、保険デリバティブと保険業法上の保険との法的区別について保険技術基準を主張するものとして、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36頁，46頁（2006），また、天候デリバティブおよび地震デリバティブと保険法上の保険との法的区別について保険技術基準を主張するものとして、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322-23頁, 327-31頁(2007)がある。
- (12) 山下・前掲注(5)234頁参照。また、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)」金法1541号46頁(1999)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。
- (13) Opinion prepared for the ISDA by Robin Potts QC, Erskine Chambers (June 24, 1997) (on file with author) [hereinafter Potts Opinion].
- (14) See Oskari Juurikkala, *Credit Default Swaps and Insurance: Against the Potts Opinion*, 26 J. INT'L BANKING L. & REG. 128, 129 (2011).
- (15) Potts Opinion, *supra* note 13, at 1.
- (16) *Id.* at 5 citing *Wilson v. Jones*, (1867) 2 Exch. Div. 150.
- (17) See *id.* なお、Potts 意見書は、保険契約の意義について、1982年保険会社法とコモンローとの間に相違はなく、1982年保険会社法上も「保険契約は、損害のリスクから保護することを目的とした契約」であり、「損害が発生したかどうかにかかわらず、および、損害のリスクにかかわらず支払義務が生ずる場合には、当該契約は保険契約ではない」という点でコモンローと共通すると指摘している。このため、1982年保険会社法上の保険契約の意義について別段の検討を加えていない。*Id.* at 8.
- (18) See *id.* at 7.
- (19) See *id.*
- (20) Arthur Kimball-Stanley, Note, *Insurance and Credit Default Swaps: Should Like Things Be Treated Alike?*, 15 CONN. INS. L. J. 241, 246-47 (2008).
- (21) See Potts Opinion, *supra* note 13, at 2-3, 8.
- (22) See Juurikkala, *supra* note 14, at 130. See also Letter from Richard Metcalfe, Senior Policy Director, ISDA, to the Law Commission (Apr. 18, 2006) <[http://www.isda.org/whatsnew/pdf/Law-Commission 04-18-06.pdf](http://www.isda.org/whatsnew/pdf/Law-Commission%2004-18-06.pdf)> (last visited Aug. 20, 2012) (Potts 意見書の幅広い普及により、市場参加者は、クレジット・デリバティブと保険契約の法的区別の問題が与えるインパクトについてほとんど関心を持ってこなかったと指摘する)。
- (23) 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)を参考にした。
- (24) N. Y. Ins. Law § 1101 (a) (2). 翻訳は、今井=梅津・前掲注(23)53頁を参考にした。
- (25) N. Y. Ins. Law § 1101 (b) (1).
- (26) アメリカの保険に関する制定法は、保険契約に関する法だけでなく、保険の監督に関する法も包含する包括的な法典となっていることについては、山下友信=米山高生編『保険法解説——生命保険・障害疾病定額保険』69頁〔山下友信〕

- (有斐閣, 2010) 参照。
- (27) See e.g., Sherri Venokur, Matthew Magidson & Adam M. Singer, *Comparing Credit Default Swaps to Insurance Contracts: Did the New York State Insurance Department Get It Right ?*, 28 FUTURE & DERIVATIVES L. REP, 1, 6 (Dec. 2008) <available at <http://www.lowenstein.com/files/Publication/a44beb40-15c6-4d98-9667-16fef0953a80/Presentation/PublicationAttachment/affcf9ee-a4f2-43d2-82cd-241b0da640d5/ComparingCreditDefaultSwaps.pdf>> (last visited Aug. 20, 2012).
- (28) なお、ニューヨーク州保険法の上記各規定の内容は、CDSと保険契約の法的区別が議論され始めた当初から、基本的に変更されていない。1997年当時のニューヨーク州保険法の翻訳として、藤田勝利監訳『ニューヨーク州保険法（1997年未版）』45-46頁（生命保険文化研究所, 2000）参照。
- (29) 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）と統合され、現在はニューヨーク州金融サービス局（New York State Department of Financial Service）となっている。
- (30) 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].
- (31) 市場価格参照型の現金決済に関する説明については、前掲注（3）参照。
- (32) Credit Default Option Opinion, *supra* note 30.
- (33) *Id.*
- (34) *Id.*
- (35) *Id.* citing New York State Insurance Department, *Re: Index Swap Transaction*, Office of General Counsel Opinion (June 26, 1998) (on file with author).
- (36) N. Y. Ins. Law § 6901 (j-1).
- (37) *Id.*
- (38) See e.g., 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) <available at <http://www.mwe.com/info/pubs/akramer0109.pdf>> (last visited Aug. 20, 2012).
- (39) New York State Insurance Department, Circular Letter No. 19 (Sept. 22, 2008) <available at http://www.dfs.ny.gov/insurance/circltr/2008/cl08_19.htm> (last visited Sept. 30, 2012) [hereinafter Circular Letter 19]. なお、2012年9月30日時点では、PDF版へのリンクが無効となっており、アクセスできない状態となっている。しかし、本稿の以下の引用では、便宜上、PDF版に付してあるページ数を記載する。
- (40) *Id.* at 7.
- (41) 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) <available at <http://www.davispolk.com/1485409/pdfs/Dinallo.pdf>> (last visited Sept. 30, 2012) [hereinafter Testimony of Dinallo]. このほかにも, Circular 19の内容については, Press Release, New York State Insurance Department, *Governor Patterson Announces Plan to Limit Harm to Markets from Damaging Speculation* (Sept. 22, 2008) <available at <http://www.dfs.ny.gov/insurance/press/2008/p0809224.pdf>> (last visited Sept. 30, 2012) において補足されている。
- (42) Testimony of Dinallo, *supra* note 41, at 2.
- (43) *See id.* at 3-5.
- (44) *Id.* at 5.
- (45) *See id.* at 5-6.
- (46) *Id.* at 2-3.
- (47) *See Credit Default Option Opinion, supra* note 30.
- (48) Testimony of Dinallo, *supra* note 41, at 4-5.
- (49) Circular Letter 19, *supra* note 39, at 2.
- (50) Press Release, U.S. Department of the Treasury, *PWG Announces Initiatives to Strengthen OTC Derivatives Oversight and Infrastructure* (Nov. 14, 2008) <available at <http://www.treasury.gov/press-center/press-releases/Pages/hp1272.aspx>> (last visited Sept. 30, 2012).
- (51) New York State Insurance Department, First Supplement to Circular Letter No. 19 (Nov. 20, 2008) <available at http://www.dfs.ny.gov/insurance/circltr/2008/cl08_19_s1.pdf> (last visited Sept. 30, 2012).
- (52) *Id.*
- (53) 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* (Nov. 20, 2008) <available at <http://www.dfs.ny.gov/insurance/press/2008/p0811201.htm>> (last visited Sept. 30, 2012).
- (54) *Id.*
- (55) Testimony of Dinallo, *supra* note 41, at 6-7.
- (56) たとえば, 前記 Paterson 知事のコメントにおいては, このようなことが示唆されている。
- (57) Testimony of Dinallo, *supra* note 41, at 7.
- (58) 一定の政策的考慮から形式的には保険になりうる取引に保険法を適用しないという考え方は, わが国の学説において従前より存在するものである。すなわち, わが国の学説では, ある取引が保険の要素をすべて備えていれば保険法が当然に適用されることになるとは考えられてこなかったと思われる。たとえば, 有償の

ビジネスとして行われる保証（いわゆる法人保証）においては、保険的なテクニックが使われることがあり、保険との区別がつかない場合もあろう。しかし、私法上は、保証という確立した法制度としての形態をとる限り、保険ではないと考えられてきた。山下・前掲注（6）13-16頁参照。このように、わが国の学説では、保険の要素を具備しているかという観点のみから、保険法の適用の有無が判断されてきたわけではなく、保険法を適用すべきでない実質的理由があれば、保険の定義を具備する取引に保険法を適用する必要はないと解されてきたのではないかと思われる。

- (59) 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（26）132頁本文および注2〔洲崎博史〕参照。
- (60) See e.g., M. Todd Henderson, *Credit Derivative Are Not "Insurance"*, 16 CONN. INS. L. J.1 (2009).
- (61) See *id.* at 23-34.
- (62) なお、本稿は、カバード CDS に保険法を適用すべきでないことを積極的に主張しているわけではないことを付言しておく。カバード CDS に保険法を適用すべきでない実質的理由が存在しないならば、また、もしそのような実質的理由が提示されたとしても当該理由が妥当なものでないならば、カバード CDS に保険法を適用すべきと解さざるを得ないと思われる。これに対し、妥当な実質的理由が提示されたならば、カバード CDS に保険法を適用すべきでないと解することができよう。いずれにしても、カバード CDS に保険法を適用すべきでない実質的理由とは何かを検討しなければ、その答えは出てこないということを述べているに過ぎない。
- (63) 山下・前掲注（5）243頁参照。
- (64) 山下・前掲注（5）246頁参照。
- (65) この点については、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54-55頁および55頁注16（2010）の記述から示唆を得た。
- (66) 山下・前掲注（5）246頁。
- (67) 倒産処理法の分野における CDS のモラル・ハザード問題に関するアメリカの議論については、拙稿「クレジット・デリバティブと会社債権者のインセンティブ」福岡大学大学院論集41巻2号255頁以下（2009）参照。
- (68) See e.g. Kimball-Stanley, *supra* note 20, at 241; Henderson, *supra* note 60, at 34-39.

〔完〕

【付記】本研究は、財団法人全国銀行学術研究振興財団の平成22年度研究助成を受けました。心より御礼申し上げます。

