

## 論文の内容の要旨

論文題目 「クレジット・デリバティブ及び擬似証券化の法的側面」

氏 名 ベツィナ サイモン

クレジット・デリバティブ (Credit Derivatives) 及び擬似証券化 (Synthetic Securitisations) は、現代の金融の主要部分を支える基礎の一つとなっている。一方には、これらのテクニックが金融システムを不安定化させている、との主張がある。クレジット・デリバティブは『金融の大量破壊兵器』だというウォーレン・ビュフェット氏のコメントは、批判者によるそれの中で最も厳しい部類に属するものとして際立っている。しかし他方には、これらのテクニックは現代の金融システムに不可欠でありかつ安全である、との主張もある。他のすべての金融上のテクニックと同様に、システムを危機に曝すのはその濫用と不正使用のみである、と。本稿は、以上の議論につきバランスの取れた見通しを示そうと試みるものである。

本稿では、クレジット・デリバティブ及び擬似証券化に関する6つの論点を、深い分析の対象として選択している。すなわち、

情報の非対称性及び投資家保護に関する問題

伝統的な概念 (concepts) 及びテクニックとの関連での新金融テクニックの使用

ISDA 雛型文書 (documentation) に関連する決済に関する問題

モラル・ハザード問題

インサイダー取引及び市場濫用行為 (market abuse) 問題

クレジット・イベントとしてのローンのリストラクチャリング

これら6つのテーマを取り上げた主たる理由の第一は、これらテーマを検討することによって、クレジット・デリバティブや擬似証券化がどの程度安全なものであるかということにつき、多くの視点からのバランスの取れた見通しが与えられるからである。例えば、モラル・ハザードが生じる場合、損失に直面するのは、多くの場合プロテクション販売者側であることから、モラル・ハザード問題はプロテクション販売者の観点から検討される。他方、現物で決済される (physically settled) スワップの場合には、プロテクション購入者は、もし参照債務を引き渡すことができなければプロテクションの便益を失うのであるが、これはプロテクション購入者の決済に関する側面の一つである。情報の非対称性は、

プロテクション購入者であるか販売者であるかを問わず、投資家に関係することであり、また現代的なテクニックとともに伝統的なテクニックを用いる擬似証券化の仕組みの完全性は、最終的な投資家のみならず、アレンジャー及び格付機関（rating agencies）とも関係する。

これらのテーマを取り上げた別の理由として、それらが、法的な論稿が乏しい論点を含んでいるということがある。これらテーマは、現在その専門技術（technology）のいわば最先端にあるので、新たな領域を探求する機会を提供するものであると同時に、この法領域のさらなる安定化に寄与する新たな解決策を提供するものでもある。なお、多くの書物でこの主題につき入門的になされる説明とか、繰り返し議論されてきた側面や論点は、この論文では省略している。このことは、本稿の実質部分が「オリジナル」なものでなければならないという要求を満たすためになされていることである。

これらのテーマを選択したことに大きく関係するもう一つの重要な要素は、日本法が、そのテーマの重要な部分を占めているということにある。外国法や外国判例を取り扱う場合にも、日本の会社を含むケースに焦点を当てている。この新しい金融テクニックのクロス・ボーダー的かつ多法域横断的な性格は、いかに強調しても強調し足りないものである。第一章では、この金融テクニックとの関係で現れる情報の非対称の問題について論ずる。主として、この情報の非対称性を減少させることを目的としている日本の諸法の適用に焦点が当てられ、銀行法や証券取引法、金融商品販売法の諸規定に関する議論が行われる。この章では、これら各法の諸規定は金融システムに組み込まれており、他の規定および諸法に影響を持つであろうという事実を強調する。

第二章は、擬似証券化のスキームにおいて、伝統的テクニックとして、約定担保権（security interest）が利用されることを取り扱う。テクニックを現代的ではなく伝統的なものたらしめているものは、そのテクニックの背後にある概念だけではなく、そのテクニックに適用されるルールでもある。この章では、証券化スキームにおける約定担保権の基礎として、容易に確定される事実（readily-determinable facts）に基づくルールを支持し、擬似証券化のスキームにどのような影響を与えるかという観点から、現在の日本及びイングランドのルールを検討する。

第三章では、モラル・ハザードの問題が検討される。保険のような伝統的な金融上のテクニックは、「損失」概念によってモラル・ハザードを減少させるというセーフティ・ネットを有していた。この章では、ISDAに依拠したクレジット・デフォルト・スワップで採用されているセーフティ・ネットを考察し、そのセーフティ・ネットが破綻する事例を検討する。また、これらセーフティ・ネットをより効果的ならしめるために何がなされるべきかという点についての提案も行う。その際、大和銀行を当事者とした事案をモデルとして用いる。

第四章は、日本法人である野村証券が関係した、イングランドの裁判所におけるある判決に基づいている。主要な論点は、ここでも「伝統的」な証券（instrument）—当該事件では交

換社債(exchangeable bond)であったがクレジット・デフォルト・スワップに対して有する効果，であった。争点は，そのスワップの決済として交換社債を引き渡すことの当否であった。というのも，スワップ社債契約も，これら2つのテクニックを同時に用いることを想定して作成されていなかったからである。主たる議論は，「偶発性がないもの」(Non-Contingent)との要件がプロテクション販売者の保護のために含まれていたことにあるが，裁判所の判決は，そのプロテクションを損なわしめるものだった。

第五章では，クレジット・デリバティブの利用が，インサイダー取引及び市場濫用行為の観点から検討される。この点に関して生じる主要な問題の一つは社債発行の際，引受人のエクスポージャーが予めヘッジされるということにある。モラル・ハザード問題と市場濫用行為及びインサイダー取引規制の枠組みとの関係の検討が，この章の主要な目的である。第六章では，クレジット・イベントとしてのリストラクチャリングに関する問題，及び，ISDAによって採用されている解決策が検討される。これは，ISDAの雛型文書において非常に長きに亘って盛んに議論されてきた事項であり，そして多くの解決策が提案され採用されてきたが，それら議論は錯綜している。そこで，この章においてはさらなる進展を必要とするいくつかの領域を特定する。この章ではまた，この事項がクロス・ボーダーな性格を有することが強調される。各法域の個々の市場や法の特徴に応じて，異なる法域では異なる解決策が採用されてきた。さらに，そういった法の相違から，各法域で異なる問題が生じている。この章では，これらの側面が検討される。

クレジット・デリバティブは，擬似証券化のスキームと不可分に結びついている。クレジット・デリバティブは，擬似証券化スキームにおいてリスク移転のために用いられるのみならず，あるスキームにおいては，ISDA雛型文書に依拠したクレジット・デフォルト・スワップにより，「擬似証券化」機能が果たされている。すなわち，そのような場合には，擬似証券化がクレジット・デリバティブである。一例として「擬似シングル・トランシュCDO」を挙げることができる。このスキームは，「シングル・トランシュCDO」として言及されるにも拘らず，基本的には，クレジット・エクスポージャーあるいは他の資産を組み合わせたポートフォリオを参照するクレジット・デフォルト・スワップである。ISDA雛型文書に関連して生起する問題は，明らかに，このタイプのCDOの場合，およびクレジット・デリバティブがローンのエクスポージャーのヘッジのような他の目的に用いられる場合の，双方について妥当する。クレジット・デリバティブと擬似証券化がこのように非常に密接に関連しているとの見地から，本稿ではクレジット・デリバティブと擬似証券化の双方につき焦点をあてる。