

## 【金融技術分析 1】

# CDS 参照負債の債務者の意図的債務不履行を利用した低利調達スキームについて

- 米国 Solus Alternative Asset Management v. GSO Capital Partners et al を素材として

大垣 尚司

## I はじめに

2018年1月29日、米国ニューヨーク連邦地方裁判所（南支部）において、投資ファンドが申し立てた、大手ファンド会社のローン専門子会社に対する、相場操縦を目的とした不実表示違反等を理由とする調達スキームの差止請求を却下する決定がなされた（以下、**本件決定**）<sup>2</sup>。本件決定の事案は、CDS<sup>3</sup>の参照負債となっている債務者に対してCDSの商品性を巧妙に利用して低利調達を実現するという多少問題を孕んだ新しい金融スキームをめぐるものであること、CDSという金融取引の本質を考える上で大変示唆的であること、実質的に同様の仕組みはわが国においても実施可能であることから、簡単に紹介をした上で、若干の考察を加えることとしたい。

---

<sup>1</sup> 本稿は、筆者が専門とする「金融と法」・「金融技術論」にかかる研究の一環として、内外の新しい金融スキームについて、有価証券届出書やプロスペクタスその他の開示資料、判例、格付け機関の格付基準等、客観性の高い情報・資料をもとに、その仕組みやそこで用いられている金融技術（法務・税務・会計・数理・情報技術等の諸要素）を分析したものであり、法律学における判例評釈や比較法の論考とは方法論を異にする。

<sup>2</sup> Solus Alternative Asset Management LP v. GSO Capital Partners L.P. et al, US District Court, Southern District of NY, 2018Civ.232 (2018.1.29), 執筆時点において判例集未掲載。

<sup>3</sup> Credit Default Swap. 当事者の一方 (Seller) が、参照債務 (Reference Obligation) にかかる債務不履行や債務者 (Reference Entity) の倒産、格下げといった信用事由 (Credit Event) に連動する支払を行い、これに対してもう一方 (Buyer) が一定の金額を支払うデリバティブ契約の一種。

## II Solus Alternative Asset Management v. GSO Capital Partners et al 決定

### 1. 事案と調達スキームの概要

本件は、米国ニュージャージー州に本社を置く大手住宅メーカーHovnanian 社（以下、**Hovnanian**）の社債の借換えに用いられた調達スキームをめぐる、これを取りまとめた、大手投資ファンドの貸付専業子会社である GSO Capital Partners L.P.（以下、**GSO**）に対して、この仕組みによって不利益を被る私募ファンドの Solus Alternative Asset Management L.P. を始めとする投資家（以下、**Solus**）が、連邦証券取引法第 10 条(b)<sup>4</sup>・第 14 条(e)<sup>5</sup>違反を理由に、連邦民事訴訟手続法第 65 条に基づく取引の事前差止めを求めたものである。

#### a 背景事情

本件決定とこれを補充する情報として客観性が高いと判断される証拠文書<sup>6</sup>から読み取れる事実関係は以下のとおりである。

##### (1) 本事案に先立つ資金調達

図表 1 本事案に先立つ資金調達の概要

名称	起債	期限	クーポン	事件当時残高	資金使途
<b>7%債</b>	2014	2019	7%	\$132.5 百万	2015 年に期限を迎える社債の借換え、その他一般資金。
<b>8%債</b>		2019	8%	\$236 百万	一般資金。
<b>2022 債</b>	2017	2022	10%	裁判記録からは不詳	2018 年、2020 年に期限を迎える社債の借換え。コヴナンツあり。
<b>2024 債</b>		2024	10.5%		

Hovnanian は、2007 年のサブプライム問題に端を発した米国市場の崩壊により巨額の損失を被ったことから、財務体質を改善するために、図表 1 のような一連の資金調達を実施した。一連の調達は、100%子会社である K.Hovnanian を発行体とし Hovnanian の保証により実施されている。ちなみに、本件取引前における Moody's 社の Hovnanian 社の格付けは Caa2 であり、その社債はいわゆるジャンクボンドあるいは投機的等級債として位置付けられている。

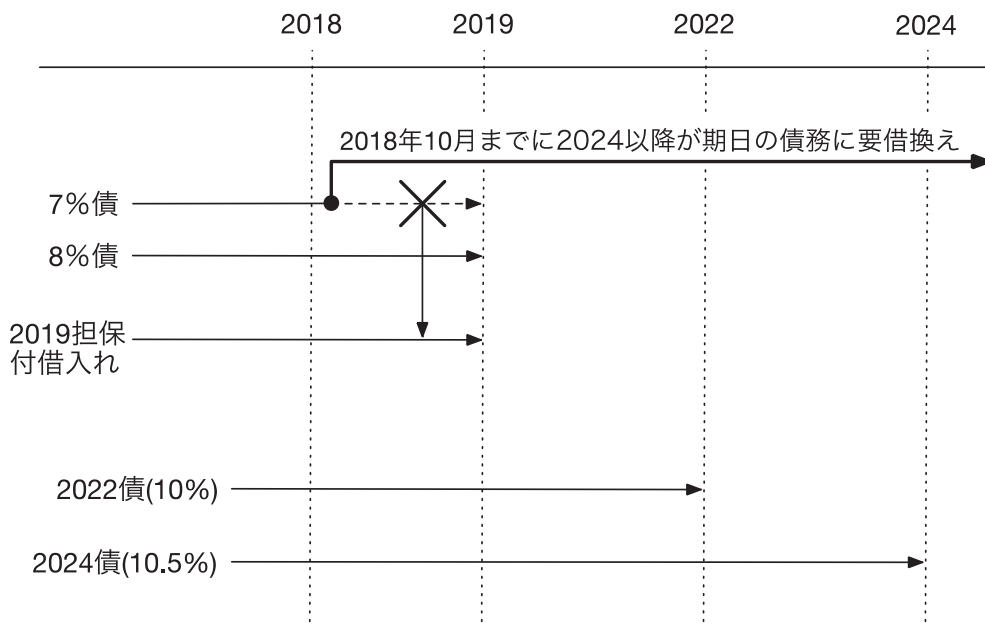
<sup>4</sup> 15 U.S.C. § 78j(b), 17 C.F.R § 240.10b-5。証券取引または証券を原資産とするデリバティブ取引にかかる偽計や不実表示等による相場操縦の禁止規定。

<sup>5</sup> 15 U.S.C. § 78n(e)。公開買付（米国では一般債も対象）における不実開示の禁止規定。

<sup>6</sup> Offering Memorandum, K. Hovnanian Enterprises, Inc., Offer to Exchange up to \$185,000,000 Aggregate Principal Amount of 8.000% Senior Notes due 2019 for Cash, 13.5% Senior Notes due 2026 and 5.0% Senior Notes due 2040; Declaration of J. Larry Sorsby (CFO of Hovnanian) in Opposition to Plaintiff's Motion for Preliminary Injunction(2018.1.20).

(2) コブナンツ等

図表 2 借入れの状況



① 2022 債・2024 債には、以下のネガティブコブナンツが規定されている。

7%債または 8%債を借換える場合は、その資金調達は、2024 債の期限より期限が後である負債もしくは、資本調達によらねばならない<sup>7</sup>。ただし、\$50 百万を上限に、内部資金を原資とする場合に限り、7%債または 8%債の期限前弁済をすることができる<sup>8</sup>。

② 7%債による既発債の借換えにあたり、以下の条件が付された。

2018 年 10 月 15 日時点で、7%債の未償還残高があるか、7%債の借換えのための負債の期限が 2021 年 1 月 15 日以前である場合には、発行体が別途借り入れている、2019 年に期限の到来する \$75 百万の担保付借入金（以下、**2019 担保借入**）はその時点で償還せねばならない（図表 2）<sup>9</sup>。

<sup>7</sup> 借換えによって、2022 債・2024 債よりも返済が優先される負債を負担させないためと考えられる。

<sup>8</sup> 上限額の設定により現金の外部流出を制限し、2022 債・2024 債の返済原資を確保するためと考えられる。

<sup>9</sup> この借入金は、既発債の借換えを 7%債で行うのに 2016 年ごろまで時間を要したため、手元資金を銀行等から担保付借入金で調達したものであると思われる。このため、もともと 7%債により代替されるべきものなので、7%債の期限である 2019 年に先立つ 2018 年において 7%債の残高があるなら、全額返済させることにしたものと考えられる。

### (3) 7%債借換えの必要性

上記コブナツツや借換え条件の結果、Hovnanian は、借入金の期限前償還を回避するためには、2018年10月までに7%債を償還せねばならないが、そのために許される内部資金による期限前弁済は、\$50百万円に限られるため、その残額ないしそれ以上の金額を2024年以降に期限の到来する外部資金により調達して、借り換える必要があった。

## b 調達スキーム

以上の状況下で、Hovnanian は、GSO の提案を受けて同社と2018年12月28日次のような一連の取引からなる借換えスキームを実施するべく合意した（以下、一連の取引全体を**本件取引**とする。図表3）。

### (1) 社債のエクステンジオファー<sup>10</sup>

8%債を、額面金額\$185百万を上限に、2017年12月28日～2018年1月29日の交換期間において、以下と交換するエクステンジオファー（以下、**本件エクステンジオファー**）を実施する。交換を実施する主体は、発行体である K.Hovnanian のほか、\$26百万を Hovnanian の100%子会社である K.Hovnanian at Sunrise Trail III, LLC（以下、**Sunrise**）とする<sup>11</sup>。

- ① 現金
- ② 2026年満期、クーポン13.5%の普通債（**2026債**）<sup>12</sup>
- ③ 2040年満期、クーポン5%の普通債（**2040債**）

### (2) 借入金による、7%債ならびに2019担保借入の借換え

7%債ならびに2019担保借入の借換えのために、GSOが以下の融資を実施する。

- ① 7%債の借換え資金として、5%の無担保貸付けを供与。
- ② 本件エクステンジオファーに応じなかった8%債の借換え資金として、\$80百万を上

---

るべきものなので、7%債の期限である2019年に先立つ2018年において7%債の残高があるなら、全額返済させることにしたものと考えられる。

<sup>10</sup> わが国では、自己株式による公開買付と同義で使われることが多いが、米国ではより広く、既発株式・社債等を新規の有価証券を対価として買い入れる公開買付取引を指し、証券取引法上の開示規制の対象となる。

<sup>11</sup> 8%債の取得主体に、発行体・保証人以外の主体を加える最大の理由は、後述するように、人工的な債務不履行を発生させるためと考えられる（発行体・保証人が取得した分については、当然に元利払いがなされないこととなるため、グループ内だが別法人に取得させる必要がある）。

<sup>12</sup> 借換債の期限に関する2022債・2024債のネガティブコブナツツを満足しつつ、交換に応じるだけの十分なインセンティブとなるクーポンを付したものの。

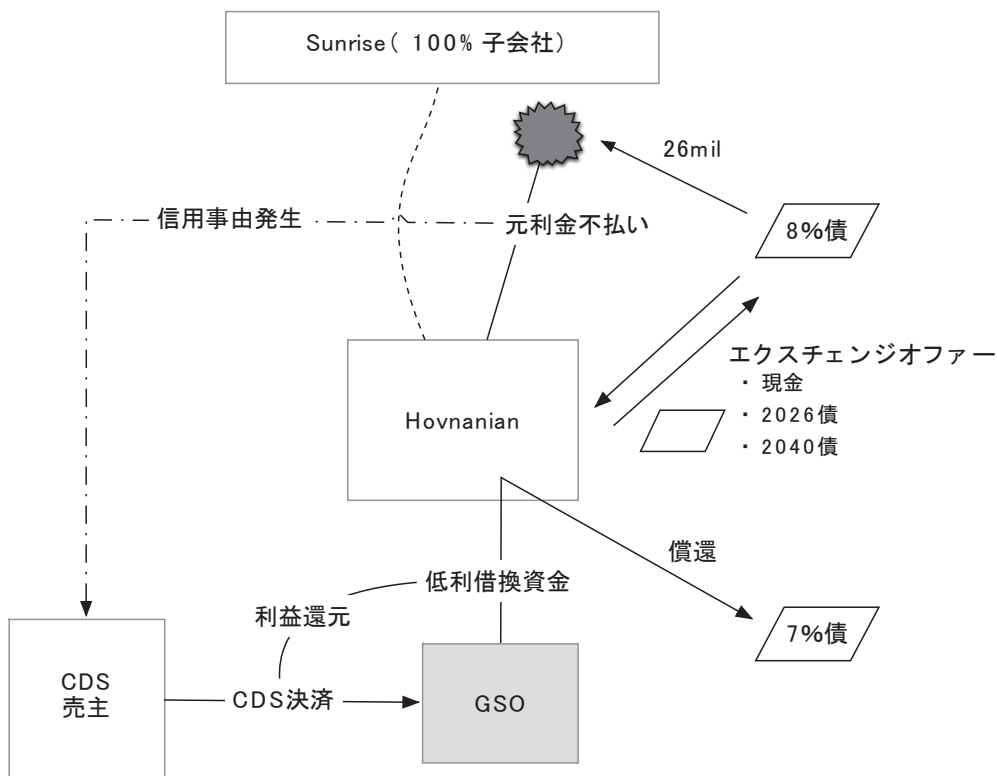
限に①と同条件の 5%の無担保貸付けを供与。

- ③ 2019 担保借入の借換え資金ならびに、その他の一般資金として、\$125 百万の極度融資枠を供与。

### (3) 追加調達

2019 年において、追加的な一般資金調達として、\$25 百万の無担保債を GSO が引き受ける。

図表 3 エクスチェンジオファー概要



## 2. 本件エクスチェンジオファーの条件と CDO への影響

### a 交換により取得した 8%債にかかる利払等の停止

本件エクスチェンジオファーにより Sunrise が取得する\$26 百万の 8%債（以下、**Sunrise 購入債**）については、交換対象となる新発債のコブナンツにおいて、発行体である K.Hovnanian ならびに保証人である Hovnanian は以下の制限が課せられる。

- ① 2018年6月6日までは一切の元本償還、自己買付けを行ってはならない。
- ② 期限までは、利払をなしてはならない（ただし、Sunriseは権利を放棄はしない）。
- ③ いかなる条件変更も行ってはならない。
- ④ 発行体・保証人および、それらの子会社は、Sunrise購入債を、発行体・保証人の子会社であって、発行体・保証人でないもの以外に売却してはならない。

なお、SunriseはHovnanianが実質的に支配する連結対象の100%子会社だから、実質的には自社債購入と同視することができるので、こうしたコヴナンツには相応に合理性が認められる。

## b 意図的な期限の利益喪失事由の発生

以上の結果、Sunrise購入債については、2018年5月1日に利払期日を迎えたのち、猶予期間（Grace Period）である30日を経過した後、期限の利益喪失事由（Event of Default）が発生した状態となる。ただし、これだけでは、HovnanianやK.Hovnanianが負担する他の債務についてクロスデフォルト条項を発動させるには至らない。

以上の仕組みは、Hovnanian社の四半期開示資料と本件エクステンジオファ어의オファリングメモランダムにおいて開示されている<sup>13</sup>。

## c Hovnanianの債務を参照債務とするCDSへの影響

Sunrise購入債にかかる期限の利益喪失事由の発生は、Hovnanianの債務を参照債務とするCDS取引の信用事由（Credit Event）に少なくとも文理上は該当する。そして、HovnanianはCDX High Yield Index（CDSの指数）に構成銘柄に含まれているので、この指数に連動するCDS取引にも影響を及ぼす。

CDS取引で採用されている、2014年ISDA<sup>14</sup>マスターアグリーメントにかかるCDS関連の補充規定によれば、信用事由（Credit Event）は、倒産、債務不履行、期限の利益喪失（当然喪失と請求喪失）、支払拒否もしくは支払延期、条件変更、政府による支払停止からなる<sup>15</sup>。このうち、「履行遅滞（Failure to Pay）」とは、一つ以上の対象債務に関し、それぞれの契約

---

<sup>13</sup> Hovnanian Enterprises, Inc., Form 8-K(2017.12.28)p.8, Exhibit99.1, Confidential Offering Memorandum, K. Hovnanian Enterprises, Inc. Offer to Exchange up to \$185,000,000 Aggregate Principal Amount of 8.000% Senior Notes due 2019 for Cash, 13.5% Senior Notes due 2026 and 5.0% Senior Notes due 2040(2017.12.28)p.14

<sup>14</sup> International Swaps and Derivatives Association, Inc.

<sup>15</sup> 2014 ISDA Credit Derivatives Definitions（以下、CDD），§ 4.1

条件に従って、(猶予期間の開始にかかる停止条件を満足した後に) 猶予期間を経過してもなお、その合計が、最低支払金額<sup>16</sup>を超える金額について、期限の到来した支払が参照債務者によりなされないこと、また、「支払拒否もしくは支払延期 (Repudiation/Moratorium)」は、発行体が支払を拒否したり支払延期を宣言したりすることをいう<sup>17</sup>。

ただし、信用事由に該当するかどうかは、CDS の売主側のディーラー10 社、買主側のディーラー5 社からなる決定委員会 (Determination Committee) が決定することになる。信用事由が発生すると、支払金額を決定するための入札が実施され、CDS の売主は、最低価格 (cheapest-to-deliver) と額面価格の差額から計算される金額額を一括で支払うか、買主が保有する参照債務を額面で購入せねばならない。

#### d GSO による CDS の購入

GSO は、本件取引の以前から、Hovnanian の債務を参照債務とする CDS の買主となっていることから、信用事由の発生によって、売主から CDS の支払を受けることができる。GSO はこうして得た利得を、Hovnanian に対する金利 5%という市場水準を下回る金利の社債引受や低利融資のために活用することが想定されている。

### 3. 差止請求とその根拠

Solus は、GSO のプロポーザルを知って、Hovnanian に対して弁護士を通じて接触し、信用事由の発生につながる行為を行わないことを条件に低利資金を提供する旨の提案をしてきたが、その裏で Solus が守秘義務契約を締結したにもかかわらず GSO の取引を業界紙に開示する等したため、不信感を強めた Hovnanian は取り合わなかった。このため、Solus は、①本件取引を前提に CDS を購入したことが相場操縦にあたる、②本件エクスチェンジオファーに関して重要な事実の開示義務違反がある、という 2 点を根拠に、ニューヨーク連邦地方裁判所に、GSO に対する本件エクスチェンジオファーの差止め命令 (preliminary injunction) を求めた。

### 4. 連邦地裁の決定内容

連邦地裁は、以下の理由で事前差止めの申立てを却下した。

事前差止めが認められるためには、①これを認めないと回復不能な損害 (irreparable harm) が生じうること、②本訴においても勝訴の見込みがあること、③差止めを正当化する公共の

---

<sup>16</sup> \$1 百万, CDD § 4.9(d)

<sup>17</sup> CDD § § 4.5, 4.6

利益があることを示さねばならない。

しかし、本件申立てについては以下の2点で上記要件を満たさない。

まず、Solus は、8%債を利回りの低い2026債、2040債と交換させられることによる損害と、意図的な信用事由の発生により、CDSの売主として被る損害を回復不能なものと主張する。しかし、これらの損害はいずれも金銭的なものであって、爾後に訴訟等を通じて損害賠償によって回復を図る途があるので、事前差止めをしないと回復不能とはいえない。

次に、Solus は、本件取引を認めると、意図的な信用事由発生を悪用した仕組みが横行し、CDS市場に悪影響を及ぼすことから、差止めにより守られる公共の利益が存在すると主張する。しかし、①CDS市場の参加者は高い専門性を有する業者であり、参加者の団体であるISDAによる運営体制もしっかりしていること、②信用事由発生の有無はISDAの決定委員会の決定によることになること、③本件取引がGSO側の意図どおりになったとしても、ISDAによって信用事由の定義が見直される等の対応がなされることが、過去の同様の事例をみても十分に期待できることから、差止めを認めないと公共の利益が害されるとまではいえない。

## 5. 今後の展開

本決定は、差止請求を却下しただけであり、今後、CDSの信用事由発生が認められるかをめぐり、ISDAの決定委員会の判断が求められる可能性が高く、さらに、Solus等がGSOに対して改めて損害賠償訴訟を提起する可能性もある。しかし、現行ISDA CDDの信用事由の定義には文理上該当するので、信用事由でないというには実質的に踏み込んだ判断が必要となる。この場合、格付けがトリプルC格という財務状況が良好でない会社が、エクステンジオファーを通じて連結子会社が取得した自社発行社債に関し、支払の繰延べをすることは財務戦略として相応に合理性があるから、Hovnanianの対応が予見不可能な異常なものとは言い難い。そして、Hovnanian社自身は単にCDS取引の参照債務者にすぎず、CDSの取引当事者でないことを考えると、GSOがCDSを購入して利益を得る可能性を認知していたとしても、そのことだけでCDSの信用事由該当性を否定することには無理がある。むしろ、そうした主観的な決定をすることは、決定委員会の中立性に対する信頼を害するという配慮が働く可能性が高いのではないか。

同様に、Hovnanianに対する新たな大口債権者となるGSOが同社の財務状況の改善につながる提案をすることにも相応に合理性があるから、金利負担の軽減のために、完全子会社に既発債を取得させてその元利払を延期することを提案したからといって、直ちにCDS取引との関係で違法な相場操縦があったとは言えないだろう。

また、将来の同種スキームに対してCDDを改正して対応するとしても、どこからが濫用となるのかについて明確な線引きをすることは意外と難しいかもしれない。

### III わが国へのインプリケーション

#### 1. わが国でも可能な仕組み

本件取引については、投機的等級債の市場がないことや、普通債の公開買付の制度がないといった点を除けば、わが国でも類似の仕組みを考えることができる。そこで、次のような仮想事例について、わが国でどのような問題が生じるかを検討する。

**仮想事例** A 株式会社（以下、A 社）は不祥事をめぐる混乱から業況が思わしくない名門の上場企業で、格付けも一時はシングル A であったものがシングル B にまで下落している。不祥事のあと資金繰りが厳しくなったときに借り入れた F 社からの高利調達が重荷となっているため、A 社の代表取締役甲は、これを低利借換することで金利費用を圧縮し財務基盤を強化したいと考えている。なお、A 社は歴史のある上場企業として、同社を参照債務者とする CDS は、株式会社日本証券クリアリング機構<sup>18</sup>のシングルネーム CDS の清算対象となっており、取引量にも相応の厚みがある。

こうした状況下、メインバンクを含む複数の銀行から借換え融資を断られた A 社に新興の投資ファンド G 社から私募債引受けによる低利借換の申出があった。G 社は融資の条件として、「G 社が斡旋する投資家から A 社の既発私募債の一部を資金繰りに余裕のある 100%子会社 Z 社に取得させた上で、CDS の信用事由には該当するが、クロスデフォルトを発動させるには至らない程度の金額について、一方的に不払いもしくは支払延期を行うことで、A 社単体の財務費用を圧縮してほしい。元利払いをしようがしまいが連結財務諸表に影響はないはずだ」という。甲は、何か裏があるのだろうなどは思ったが、かねて、自社の信用リスクが CDS 取引を通じて自社の調達とは無関係なところで投機的な取引の材料とされ、また、そのプライシングを見せられて「貴社のリスクスプレッドは現在この程度に高騰している」などと言われることに強い不快感を有していたので、G 社の意図を深く追求することなく快諾し、その旨が私募債引受けの停止条件に盛り込まれた。

A 社や G 社とは取引関係のない証券会社である S 社は、A 社の不祥事後 CDS のリスクプレミアムが急拡大していることに着目し、名門企業なのでさすがに破綻はないだろうと考える投資家の需要を狙った営業を展開した結果、①地方銀行の R との間で R を売主、S 社を買主とする A 社のシングルネーム CDS 契約を締結するとともに、②SPV (special purpose vehicle) を設立して、SPV を売主とする A 社のシングルネーム CDS 契約を締結し、これと国債を原資産とする、売主 A 社の信用事由に元本返済が連動したクレジットリンク債 (CLN)<sup>19</sup>

<sup>18</sup> 金融商品取引法に基づく、金融商品取引清算機関（金商 2 条 29 項）。

<sup>19</sup> credit linked notes SPV がカウンターパーティーに対して CDS の売主となる一方で、投資家か

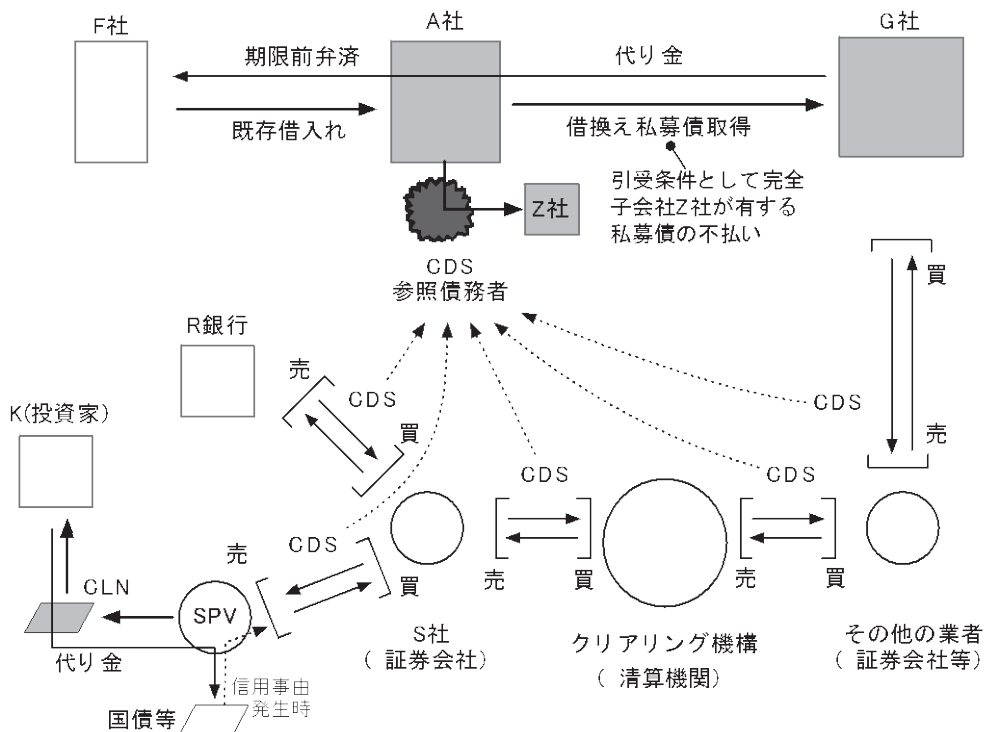
を組成して、私募の形態で K を含む複数の投資家に販売した。

その後、A 社が G 社との上記約定に従い、既発私募債の一部について不払いを宣言し、信用事由の発生が認められたため、R と K は共に損失を被った。

一方、G 社は一連の取引の以前から、A 社のシングルネーム CDS の買い手（信用事由発生の場合の受益者）となっていたことから、信用事由の発生により巨額の利益を得、A 社から引き受けた低利私募債の負担を差し引いても十分な収益を確保することができた。

## 2. 取引の構造

図表 4 仮想事例概念図



まず、仮想事例で、それぞれの主体はどのような位置関係にあるかを整理したのが、図表 4 である。これをみると分かるように、信用デリバティブ取引には他の取引にない特徴がある。一つは、これまでも指摘しているように A 社が CDS 取引と何の関係もないという点である。

ら参照債務の額面に相当する資金を社債 (CLN) で調達し、調達した資金は、国債のような安全性の高い資産で運用することで、CDS について支払事由が発生したときの準備資産とし、当該資産から得られるなげなしの金利に、CDS からの受取を上乗せして CLN のクーポンとして支払うもの。これによって、CLN は実質的に参照債務者の信用事由が発生しないかぎりそれに見合ったクーポンが得られる一方、信用事由が発生したときは返済の引当てとなっている資産が CDS の支払に充てられるために元本の全部または一部が償還がなされなくなるから、実質的にみると、参照債務者が発行した社債と同様の金融商品 (合成社債) となる。

もう一つは、取引の相手方が多くの場合証券会社や銀行等の仲介事業者であり、さらに仲介事業者の破綻リスクを最小限に留めるため清算機関が介在している点である。この結果、最終的にリスクを負担する売主や保護される買主との間にも直接的な契約関係はない。また、決定委員会の主要メンバーとなる業者は、通常は売主もしくは買主を仲介するだけで、あえて自己ポジションを保有しないかぎり、信用事由の発生から生ずる損益に対して中立的である。

以下、こうした特徴も踏まえながら、信用事由該当性の判断と当事者の法律関係について検討する。

### 3. 信用事由該当性の判断

#### a 原則

わが国における CDS 取引は、基本的には米国と同様 ISDA の標準契約に準拠して行われているから信用事由の定義は原則として CDD（前掲注 15）に従うことになる。

完全子会社である Z 社が親会社債を取得することについては、株式と異なり何らの制限もない。この場合、完全子会社といえども別法人であるから、Z 社がたまたま A 社債を保有する場合に、A 社が、Z 社への元利払いを停止したときは、支払拒否・延期（Repudiation/Moratorium）<sup>20</sup>または、約定の猶予期間経過後に履行遅滞（Failure to Pay）<sup>21</sup>もしくは期限の利益喪失事由の発生（Obligation Default）<sup>22</sup>として CDS の信用事由に該当することになる。

#### b 暗黙の債務免除の認定

もし、Z 社がもともと事情を知って A 社債を取得し、債務不履行を発生させることに積極的に協力をしているなら、債務免除もしくは支払繰延の合意があったと認める余地はある。この場合、CDS の信用事由であるリストラクチャリング（条件変更）は、特定の債務にかかる全ての債権者（all holders of such Obligation）を対象としたものでなければならないから<sup>23</sup>、Z 社が取得した私募債に他の社債権者がいれば信用事由は発生していないことになる。ただし、Z 社が単独債権者となるようにすることはそれほど難しくないであろう。また、信用事由の発生を認定するのが業者から組成された決定委員会であることを考えると、裁判所のように実体的な事実関係の調査までして、「暗黙の債務免除・支払繰延」の認定を行うことは困難であ

---

<sup>20</sup> CDD § 4.6

<sup>21</sup> CDD § 4.5

<sup>22</sup> CDD § 4.4

<sup>23</sup> CDD § 4.7(a)

る。

## 4. 金融商品取引法上の責任

### a インサイダー取引

金商法 166 条は上場会社と契約締結の交渉をしている者を含む会社関係者について、インサイダー取引を禁ずるが、この手段にはデリバティブ取引が含まれる。そして、デリバティブ取引には CDS も含まれる（金商 2 条 21 項 5 号イ，22 項 6 号イ。ただし，参照債務がローンのみの場合は除く。金商 166 条 1 項柱書）。

そこで，もし G 社が，G 社の提案を受けて A 社が確実に信用事由を発生させることを知った後，その事実が A 社により公表される前にその事実を秘匿して CDS を購入していたなら，違法なインサイダー取引にあたる可能性が高い。ただし，仮想事例のように，G 社が CDS を借換え交渉前から保有していた場合は，そもそも規制対象とならない可能性が高い。また，Hovnanian の事案のように，開示後に CDS を購入すれば問題は生じない（金商 166 条 4 項参照）。

また，金商法上は，インサイダー取引違反の行為そのものが無効となるわけではなく，刑事罰・課徴金納付命令の対象となるにすぎないから，R や K が自己の損害を請求するには，取引の違法性を根拠に，G 社が直接の相手方でない CDS 取引に関して被った損害について因果関係を立証して G 社に対して損害賠償（会社 350 条）や会社役員の第三者責任（会社 429 条）を追及する必要がある。

### b 相場操縦

G 社が A 社に対して，同社の低利私募債を引き受ける見返りに，CDS の信用事由となる債務不履行を教唆すると同時に，これにより利益を得るために CDS を購入したのだとすれば，市場デリバティブまたは店頭デリバティブ取引に関する相場操縦行為として違法となる可能性がある（金商 159 条 2 項 3 号）。しかし，G 社があらかじめ A 社の CDS を購入し，その後 A 社に低利借換スキームを持ち込んだのであれば，A 社が支払を停止することが，その相手方が完全子会社であることから相応に合理性があることも勘案すると，相場操縦として責任を問うことは難しいであろう。

ただし，こうした取引が横行すると，CDS 取引の市場全体に悪影響が出たり，濫用的な取引の発生を見込んだプライシングがなされたりする結果，CDS 価格が債務者の信用力を正しく反映しなくなる可能性も高いから，取引所やクリアリングハウス，取扱事業者の自主規制として何らかの制限を設けることは考えられる。

## 5. 不法行為責任

次に、R や K が被った損失について、G 社または A 社に不法行為に基づく損害賠償請求をすることができるであろうか。

### a A 社の責任

まず、参照債務者である A 社による R または K に対する債権侵害が認められるかを考えてみる。

第三者による債権侵害については、債権に公示性がないことや自由な競争を守るという視点から、一般に加害行為が強行規定や公序良俗に反するといった違法性が強い場合であって、債務者が故意の場合に限って認められるとするのが通説である<sup>24</sup>。

本件において、もし A 社が、本件スキームを行えば、CDS の信用事由に該当する債務不履行が生じ、CDS の売主が損害を被ることを認識した上で仕組みを採用したのであれば、故意が認められる可能性がないとはいえない。

しかし、A 社は CDS 取引の当事者でもなければ、参照債務者に自ら望んだわけでも承諾したわけでもない上、財務状況の悪化を背景に、連結子会社に対する元利払いを停止することには相応の合理性も認められるから、仮にその効果として G 社が利得し、その成果を反映した有利な資金調達が可能になることを認識・認容していたとしても、そのことをもって A 社の行為が違法あるいは公序良俗に反するとまでいえるかは疑問である。有り体にいえば、スポーツ選手がたまたま自身の勝敗が他人の賭け事の対象となっていることを知り、自分にも間接的に利益がもたらされることを期待して、特定の者を勝たせる目的であえて試合に負けたという場合に、(それがスポーツマンシップにもとるかという問題はさておき)、賭けで負けた側がそのスポーツ選手に賭け金相当の損害賠償を求めることができるかということと似た問題といえるだろう。

また、A 社が他人の CDS の参照債務者になっているかどうかは通常当然には分からないので、自分が経営支配をしている子会社が債権者である自身の債務について元利払いを止めたら縁もゆかりもない者から損害賠償を請求されるというのでは、自由な経済活動が不当に害される。

このように、A 社は CDS 売主に対してその権利を侵害するかどうかを客観的に知りうる立場にはないし、仮にたまたま知っていたとしても、そもそもその権利を侵害してはならないという立場にはおかれていないというべきである。また、CDS の取引当事者が高度な専門性を有する事業者であることからすれば、「約款上起こりうること」は十分に想定できるはずで

---

<sup>24</sup> 吉村良一『不法行為法[第5版]』(有斐閣, 2017) 56-59 頁。

ある<sup>25</sup>。そして、親子間で技術的には債務不履行となるような返済の猶予等が行われることもプロの目からすれば特に異常なことではないはずなので、約款上起こりうることが起きただけともいえる。以上から、A社に対する債権侵害を理由とした損害賠償請求が認められる可能性は低いであろう。

## b G社の責任

G社とRやKと直接の取引関係にあるわけではないから、不法行為責任を追及することになるが<sup>26</sup>、G社の行為が、上述のように金融商品取引法違反となる場合や、G社があえてRやKといった特定の買主に損失をさせるためだけの目的で債務者に意図的な債務不履行状態を作らせたというような特段の事情がある場合を除いて、A社が低利調達を得るために、連結対象となる子会社が取得した自社債務を支払わないという相応に合理性のある対応を教唆して、その結果としてCDS取引から利得を得たとしても、RやKに対する不法行為責任を問うことは困難だと思われる。

もちろん、決して褒められる行為ではないし、こういう「禁じ手」を使ったA社は、将来の資金調達において金融機関から警戒されたり、ビジネスの問題として報復的な対応をされたりといった不利益を受ける可能性は十分ある。G社についても評判に傷がついたり、場合によったら監督官庁から一定の指導を受けたりすることはあるかもしれない。しかし、それは上述の比喩でいう「スポーツマンシップにもとる」という問題でこそあれ、違法・契約違反といった法的問題ではないということである。

## IV CDS再考

本スキームは、CDSというものの本質を考える上で格好の材料を提供してくれる。

そこで最後に、CDSとは何だったのかという観点から、多少濫用気味にもみえる仕組みに対する、上述の法的評価が是認されるものかどうかについて考えてみることにしたい。

CDSは、元来、保証契約と同様、その買主が債務者に対する債権にかかる信用リスクをヘッジするための取引であった。保証契約との違いは、保証契約が保証の実行事由を、主たる債務者の債務不履行があった場合に限っているのに対し、CDSについては信用事由を債務不

<sup>25</sup> この反面として、KやRがS社の説明責任違反を問うた場合、特に個人投資家であるKのリテラシーの程度によっては、S社に一定の責任が認められる可能性はあるだろう。

<sup>26</sup> もしG社とRやKとがCDS契約の当事者どうしなら、故意による条件成就が問題となりうる（最判平成6・5・31民集48-4-1029、改正後民法130条2項参照）。ただし、その場合でもA社が財務状況の悪化を背景に、連結子会社に対する元利払いを停止することには相応の合理性が認められることを考えると、G社が故意に条件を成就させたまでといえるかは微妙と考えられる。

履行に至る前の段階から自由に合意することができる（たとえば、信用格付の格下げ等）点と、信用事由が発生した場合に、参照債務の現物を額面で買い取らせたり、競売手続によって公正な時価を決定して額面との差額を精算したりすることによって、市場において実現した信用リスクをヘッジすることができる点にある。保証人が保証するものは債務者から回収することができない損失であるが、CDS の売主が保証するものは、保証契約のトリガーとなるような信用事由の発生によって実現する社債等の参照債務の価格下落による損失だといってもよいだろう。

保証はその本来のあり方からして、債務者の債務額を超えて保証がなされることはありえない（保証契約の付従性）。そして、CDS も、買主の自己保有債権に関する信用リスクヘッジに用いられているかぎり、市場全体における CDS の参照債務の価額と、参照債務者の債務の金額は一致する。

しかし、保証契約と異なり、デリバティブ契約である CDS は参照債務者に対する債権を有していない者であっても自由に取引をすることができる。たとえば、CLN は合成社債と言われるように、参照債務者の調達とは何の関係もないものであるから、原資産である CDS の買主となるカウンターパーティー、すなわち、参照債務者の信用力の悪化に投資する者がありさえすれば、参照債務者の資金需要とは無関係に理論的にはいくらでも組成することができる。参照債務を指数の構成銘柄に組み入れた場合には、そもそも指数と実際に参照債務の額との関係はきわめて希薄となる。この結果、ある債務者に信用事由が生じると、その債務者に対する債権者が損失を被るだけでなく、当該債務者の債務を参照する CDS の売主が、その何倍もの損失を被りうる。

このように、CDS 市場では、特定の債務者に対する信用の供与が為されているわけではなく、当該債務者の信用事由を材料とした「投機的取引」が行われているにすぎない。そして、CDS 取引の信用事由は、そうした投機的取引の「引き金」の役割を果たすものにすぎず、参照債務者に対して現に債権を有する者にとっての本来の信用事由とは全く異質なものといわねばならない。こうした取引を投機目的で行っている者は、それなりの自己責任をもって市場に参加しているのだから、約款に規定された事実が発生したときには、それに従った帰結もまた甘受すべきである。もともと、CDS において「何が信用事由か」は実体的に正しい答えがあるというよりは、「ゲームのルールをどのように決めるか」という問題なのだから、決めたことで不都合があるなら、将来に向けて約款を整備すればすむ話だし、そうするしかないともいえる。そうだとすれば、投機の「勝ち負け」を定める上で疑義が生じないように、できるだけ客観的な信用事由を定義することこそが重要なのであって、実質的にみて債務者が財政的に破綻したかどうかは本質的な問題ではない。言い換えれば、ISDA CDD に定義された信用事由について「元利払いが猶予期限を超えてなされないこと」と書かれているなら、

そういう事象が発生した以上、支払の引き金 (trigger) が引かれると考えることが、デリバティブ取引の透明性・客観性を高めることになるし、それが参加者の合理的意思だと考えるべきだということである。

前半に紹介したニューヨーク連邦地裁の決定は、そうした業者間の投機的性の高い取引に対する司法消極主義的スタンスを採用しているとみることができる。

上述のように、信用デリバティブには企業の信用リスクを、市場を通じて増幅する機能がある。このことがいわゆるリーマンショックの影響を甚大にした大きな要因であるが、現在のところ、CDS 取引そのものの市場規模や、参照債務者の債務とこれを参照する CDS 取引の金額との比率 (gearing ratio) を一定以下に留めるといった規制はなされていない。逆説的かもしれないが、本件スキームのような濫用リスクがあることが、過度に投機的な CDS 取引が行われることへの歯止めとなり、CDS 市場を、ヘッジ目的を主体とした実需取引中心の市場へと導く安全弁としての役割を果たすという見方もできるかもしれない。