

保護セル保険会社の構造

吉 澤 卓 哉

第1節 はじめに

保険代替手段（ART: alternative risk transfer）¹⁾の一種であるキャプティブ保険会社（captive insurance company）とは、経済主体が主として自身のリスクを引き受けるために設立する保険会社のことであるが²⁾、その仕組みをレンタル形態にしたレンタ・キャプティブ（rent-a-captive）という保険会社形態がある。これは、経済主体が自分でキャプティブ保険会社を設立しなくとも、その一部をレンタルできるという意味では有用なものであるが、一方で、各参加者が拠出した資産（具体的には、資本金や保険料）が、他の参加者のレンタル部分に関する債務の引き当てとなってしまふ惧れがある³⁾。

そこで、こうした事態に対応するため、同一のレンタ・キャプティブ内部の各参加者の資産を法的に分離・保護する制定法制度が、最近、保険の先進地域であるオフ・ショアの国々で作られつつある。「参加者の資産を法的に分離・

保護する」とは、当該参加者のレンタル部分に関する債務以外には、当該法人（レンタ・キャプティブ）が負担する他の債務（他の参加者のレンタル部分に関する債務や、各参加者のレンタル部分には直接関係しない法人自体の活動に関する債務）の追及の対象はならないことを、法的に保障することである。

また、やはり保険代替手段の一種である保険リスクの証券化（securitization）が、ここ数年の間に急速に発展しつつある。証券化のスキームにおいて不可欠な特別目的会社（SPC: special purpose company）は、一般の証券化と同様に、オフ・ショアに設立されることがほとんどであるが、特別目的会社と同じ役割を担わせるため、上記のようなレンタ・キャプティブの新しい保険会社形態と同様の仕組みが米国で作られつつある。

以上のような最近の動向は、具体的には、オフ・ショア地域で次のように発展した⁴⁾。まず、英国領バミューダ（Bermuda）では、1990年以来、保険会社毎に立法された個別法律（private

1) 保険代替手段とは、伝統的な保険の仕組みにはよらずに、リスクを移転する方法のことである。

2) キャプティブ保険会社全般については、さしあたり、Bawcutt, P.A., *Captive Insurance Companies*, 4th ed. 1997, Witherby & Co. (邦訳: 日吉信弘=齋藤尚之共訳『キャプティブ保険会社』(増補・改訂版。1999) 保険毎日新聞社); Dowding, T., *Global Developments in Captive Insurance*, 1997, FT Financial Publishing; Rosenbaum, H., A good time to hold an insurer captive, *reinsurance*, June 1998; Business Insurance, Captive Report, *Business Insurance*, April 12, 1999; 森宮康

『キャプティブ研究』(1997) 損害保険事業総合研究所を参照。

3) こうした事態に陥って困ることになるのは、自分が拠出した資産（資本金や保険料）が他の参加者の債務の引き当てとなってしまふ参加者と、こうした参加者のリスクを引き受けてレンタ・キャプティブに再保険として流しているフロンティング保険会社（fronting insurance company）である。後者は、こうした参加者のレンタル部分の資産が減少することによって、保険事故発生時に再保険金の回収に支障をきたす可能性がある。

act of Parliament) に基づいて SAC (segregated accounts company) が設立されてきた⁵⁾。また、英国領チャンネル諸島 (Channel Islands) のガーンジー (Guernsey) では、1997年2月に制定された一般法律 (general act) に基づいて PCC (protected cell company) が設立されてきた⁶⁾。さらに、英国領ケイマン諸島 (Cayman Islands) では、1998年5月に制定された一般法律に基づいて SPC (segregated portfolio company) が設立されてきた⁷⁾。

他方、オン・ショアである米国でも、こうした制度がまさに発展を始めようとしている。ヴァーモント州 (Vermont) では、1999年5月に保険会社法が改正されてスポンサード・キャプティブ (sponsored captive insurance company) が設立可能となった。また、ロード・アイランド州 (Rhode Island) では、1999年6月に制定された法律に基づいて PCC (protected cell company) が設立可能となり、イリノイ州 (Illinois) では、1999年7月にイリノイ州保険法が改正されて PCC (protected cell company) が設立可能となった。さらに、全米保険庁長官会議 (NAIC: National Association of Insurance Commissioners) では、1999年12月にモデル法 (Protected Cell Company Model Act) が採択されたが、それは PCC (protected cell company) の設立を規定するものである。

4) 本文で検討するバミューダ、ガーンジー、ケイマン諸島の他にも、バルバドス (Barbados) や英国領ヴァージン諸島 (British Virgin Islands) には生命保険向けの保護セル保険会社制度が存在するようである。また、ベリーズ (Belize) でも保護セル保険会社法が制定されたようである。

5) 1999年春現在で、80社の SAC がバミューダに存在する。

6) 2000年4月末現在で、22社 (セルの数は105) の保険関係の PCC がガーンジーに存在する。

7) 1999年10月末現在で、14社 (セルの数は29) の SPC がケイマン諸島に存在する。

これらの法律やモデル法を、以下では「保護セル保険会社法」と呼び、保護セル保険会社法に基づいて設立される保険会社を、以下では「保護セル保険会社」⁸⁾と呼び、そして、その内部に設定する、法的に保護される参加者や投資者の区分資産部分を、以下では「保護セル」と呼ぶことにする。

本稿は、このような各国・各州の保護セル保険会社について、その構造を明らかにするものである。ただ、それぞれに構造がやや異なるので、類似する制度毎に検討を進める。まず、第2節では、オフ・ショアで一般法律に基づく保護セル保険会社制度を有するガーンジーとケイマン諸島を検討し、第3節では、同じくオフ・ショアではあるが、個別法律に基づく保護セル保険会社制度を有するバミューダを検討する。第4節では、オン・ショアではあるが、オフ・ショアの保護セル保険会社制度に比較的近いヴァーモント州を検討し、第5節では、証券化を念頭に置いた保護セル保険会社制度である NAIC, イリノイ州, ロード・アイランド州を検討する。最後に、第6節で保護セル保険会社制度の構造に関する検討をまとめて行う。

第2節 ガーンジーおよびケイマン諸島

本節では、ガーンジーとケイマン諸島の保護セル保険会社制度を対照しながら検討する。両制度は、共にオフ・ショアの保護セル保険会社制度である、一般法律に基づいている (この点でバミューダとは異なる)、わずか1年違いで立法されている (ガーンジーの方が1年強早

8) 保護セル保険会社については、拙稿「保護セル保険会社」伊東弘文=細江守紀編『現代経済の課題と分析』(2000)九州大学出版会を参照。

い)、ともに英国領であるため英国の法制度に極めて近い(この点はバミューダも同様)、保護セル保険会社制度の主目的はレンタ・キャプティブである(この点はバミューダも同様)、法律内容が近似している、といった点で共通性が多い。

以下では両者の一般法律の規定を見ていきながら、具体的な制度内容を検討する。なお、ガーンジーの「1997年(1998年改正)保護セル保険会社法」⁹⁾を以下では「ガーンジー法」ないしは「G法」と呼び、ケイマン諸島の「1998年改正会社法(保護セル保険会社)」¹⁰⁾に基づいて変更された「会社法第14章保護セル保険会社」¹¹⁾を以下では「ケイマン法」ないしは「C法」と呼ぶことにする。

1. 会社設立

まず、保護セル保険会社を設立できることについての一般的な規定が存在する(G法1条1項。C法231条1項)。ただ、設立方法は両者で異なり、ガーンジーでは、保護セル保険会社の設立にはガーンジー金融サービス委員会(Guernsey Financial Services Commission)の承認(consent)が必要であり(G法7条、8条)、この承認と会社定款等を添えて、裁判所に会社登記の申請をしなければならない(G法9条)。他方、ケイマン諸島では、いきなり登録官に会社登録を申請することになる(C法231条)。

会社の事業内容としては、ケイマン諸島では保険会社に限定されるが(C法231条1項)、ガ-

ーンジーでは保険会社の他、1987年投資者保護法¹²⁾8条に基づく集団投資計画(authorized collective investment scheme)である会社、その他の会社も保護セル保険会社形態を用いることができる(G法7条1項。したがって、ガーンジーでは保護セル保険会社形態は保険会社以外にも利用できる)。

2. 保護セルの設定と法人格

保護セル保険会社の内部に保護セルを設定できることが、当然ながら、規定されている(G法2条。C法233条1項)。

そして、ケイマン諸島では、保護セル保険会社には保護セルのために行動すべき義務があることが規定されている(C法235条1項。ガーンジーには同様の規定はない)。この規定に違反した場合には、取締役に人的責任(personal liability)が発生する(C法235条2項、5項)¹³⁾。これは、保護セル保険会社が参加者のために行動しない惧れがあるため、取締役に一次的な責任を負わせたものと考えられる¹⁴⁾。なお、取締役は、この人的責任について、原則として会社に補償請求ができる(have a right of indemnity)。補償請求先は、保護セルのために行動した場合には保護セル資産、そうでない場合には一般資産とされている(C法235条2項(b))。

なお、保護セル保険会社制度は、他の債権者の追及を受けない保護セルを内部に抱える制度ではあるが、保護セル保険会社は全体として一

9) The Protected Cell Companies Ordinance, 1997; The Protected Cell Companies (Amendment) Ordinance, 1998.

10) The Companies (Amendment) (Segregated Portfolio Company) Law, 1998.

11) The Companies Law, Part XIV: Segregated Portfolio Companies.

12) The Protection of Investors (Bailiwick of Guernsey) Law, 1987.

13) ただし、裁判所がこの取締役の人的責任を免除することができる(G法11条3項、4項。C法235条3項、4項)。

14) 会社に一次的な責任を負わせないのは、当該参加者や他の参加者の資産である保護セル資産が、一次的な責任の引き当てとなってしまうのを防ぐためだと考えられる。

つの法人格 (single legal person or entity) であり、各保護セルに法人格があるわけではないことが明記されている (G法1条2項。C法233条2項)。

3. 保護セル保険会社の資産

(1) 会社資産の分離

保護セル保険会社の資産は、各保護セルに帰属する保護セル資産 (G法では 'cellular assets', C法では 'segregated portfolio assets' と呼ばれる) と、保護セル資産以外の一般資産 (G法では 'non-cellular assets', C法では 'general assets' と呼ばれる) に分かれる (G法3条1項。C法236条1項)。

そして、保護セル保険会社の取締役は、保護セル資産と一般資産を分離しなければならない (G法3条2項(a)。C法236条6項(a))、また、各保護セル資産どうしを区分管理しなければならない (G法3条2項(b)。C法236条6項(b))。これは保護セル保険会社の基本要件の一つである。

(2) 保護セル資産

保護セル資産は、保護セルに帰属する会社資産から成るが、具体的には、保護セル株式に関する保護セル資本や準備金等である (G法3条3項、4項。C法236条2項、4項)。

ここで、「保護セル株式」(G法では 'cell shares', C法では 'segregated portfolio shares' と呼ばれる) とは、保護セルに関する株式のことである (G法5条1項。C法234条1項)。そして、保護セル資産・負債に応じて、この保護セル株式に対する配当である「保護セル配当」(G法では 'cellular dividend', C法では 'segregated portfolio dividend' と呼ばれる) を支払うことができる (G法5条3項、4項。C法234

条3項、4項)。

また、準備金には留保収益 (retained earnings)、資本準備金 (capital reserves)、株式プレミアム (share premium) を含む (G法3条5項。C法236条5項)。

(3) 一般資産

一般資産は、保護セル資産以外の会社資産のことである (G法3条6項、12条2項。C法236条3項、239条2項)。したがって、保護セル保険会社が発行する株式で、保護セル株式以外の株式に関する払込金は、一般資産を形成する (G法5条2項。C法234条2項)。

4. 会社債権者と会社資産

保護セル保険会社制度の目的は、保護セルの資産を当該保護セルに関する会社債権者以外の会社債権者の追及から保護することにある。この制度目的を達するため、保護セル資産に追及できる者を特定する規定と、会社債権者の追及可能資産を特定する規定を置いている。

(1) 保護セル資産に追及できる者

保護セル保険会社に関しては、その会社資産の一部である保護セル資産に追及できる者は、当該保護セルに関する会社債権者に限定されている (G法4条、4A条。C法237条)。

(2) 会社債権者の追及可能資産

会社債権者の立場から見ると、追及が可能な保護セル保険会社の資産は次のとおりである。

まず、保護セルに関する会社債権者は、当該保護セルの保護セル資産に対して追及ができる。そして、当該保護セルの保護セル資産で債権が満足されない場合には、その不足分についてのみ、一般資産に対しても追及できる。ただし、ケイマン諸島の制度では、一般資産が法定最低資本を超過する限度においてのみ追及が認

められる¹⁵⁾ (G法10条1項(a)。C法238条1項(a))。なお、他の保護セルの保護セル資産に対しては、一切追及できない (G10条1項(b)。C法238条1項(b))。

次に、特定の保護セルとの取引によらない会社債権者は、一般資産に対してのみ追及できる (G法10条3項, 12条1項。C法238条2項, 239条1項)。

5. 会社債権者に対する明示

上記のように保護セル保険会社に関する会社債権者は、債権の追及先が会社資産全体ではなくて、その一部に限定されるため、保護セル保険会社との取引にあたっては注意が必要である。そのため、取引主体に関する明示を保護セル保険会社に義務づけている。

まず、会社名称に関しては、保護セル保険会社であることを表示しなければならない (G法6条1項~4項。C法232条)。また、保護セル名称に関しては、ガーンジーでは単に独自の名称を付与すべきことを規定するにとどまるが (G法6条5項)、ケイマン諸島では「保護セル」(Segregated Portfolio) という語句を含むべきことまで規定している (C法233条3項)。

次に、取引相手に対する明示であるが、ガーンジーでは、保護セル保険会社であることと、どの保護セルに関する取引かを明示しなければならない (G法11条1項)。他方、ケイマン諸

島では、後者の明示義務についてのみ規定がある (C法235条1項)¹⁶⁾。この明示義務に違反した場合には、保護セル保険会社の取締役には人的責任 (personal liability) が発生する (G法11条2項(i)。C法235条2項, 5項)¹⁷⁾。取締役は、この人的責任について、原則として会社に補償請求ができる (have a right of indemnity)。補償請求先は、ガーンジーでは会社の一般資産とされているが (G法11条2項(ii))、ケイマン諸島では、保護セルのために行動した場合には保護セル資産、そうでない場合には一般資産とされている (C法235条2項(b))。

6. 倒産制度

保護セル保険会社に関する倒産制度では、保護セルが存在することによって特別の考慮が必要となる。そのため、ガーンジーでもケイマン諸島でも、会社自体の清算に関する特別規定があり、また、保護セルのみの清算に関する規定が置かれている。さらに、ガーンジーには、保護セル資産の移転や、会社や保護セルの管理といった、保護セル保険会社独自の再建型の倒産制度も用意されている。

(1) 保護セル保険会社の清算

保護セル保険会社の清算 (liquidation or winding up) は、基本的には通常の会社の清算手続に従うが、保護セル保険会社であるがゆえの規定を置いている。

第一に、会社資産を保護セル資産と一般資産

15) ガーンジー法にはこの要件がないので、保護セルに関する会社債権者が一般資産に追及し、保護セル保険会社が法定最低資本割れを起こしてしまう恐れがある。このような事態に陥った場合には、保護セル保険会社のスポンサーが資本を追加拠出するか、あるいは、保護セル保険会社を清算することになる。

なお、前者の場合には、もし当該会社債権者 (あるいは、当該保護セルに関する他の会社債権者) に残債権が存在すると、再度、一般資産に追及してくる恐れがないとは言えないと思われる。

16) ケイマン諸島では、保護セル保険会社の会社名称および保護セル名称の両方について、その旨の表示を義務付けているため、取引主体が保護セル保険会社であることを取引相手に明示する義務を課さなかったものと思われる。

17) ただし、裁判所がこの取締役の人的責任を免除することができる (G法11条3項, 4項。C法235条3項, 4項)。

に分離し、かつ、それぞれの保護セル資産を他の保護セル資産から分離するという保護セル保険会社の基本原則に、会社清算にあたっては従わなければならない(G法13条1項(a)。C法240条1項(a))。

第二に、会社債権者からの請求に関しては、上記4で述べた会社資産への追及方法に従って、会社資産を弁済の充実に当てなければならない(G法13条1項(b)、2項。C法240条1項(b)、2項)。

(2) 保護セルの清算

保護セル保険会社全体ではなくて、特定の保護セルのみの清算に関する規定が用意されている。具体的には、申し立て、審理(hearing)、関係者の意見陳述を経て(G法16条1項～3項。C法242条1項～3項)、裁判所が特定の保護セルに対して、倒産管財命令(receivership orders)を発令する(G法15条1項、2項。C法241条1項、2項)。

この命令において当該保護セルの財産保全管理人(receiver)が指定され、財産保全管理人は当該保護セルの事業清算と資産分配を行う(G法15条3項。C法241条3項)。

保護セルの事業清算と資産分配が終了すると倒産管財命令は解除されるが(G法18条1項、2項。C法244条1項、2項)、たとえ当該保護セルに関する会社債権者の債権が完全には満たされなくとも、財産保全管理人から会社債権者に支払われた金銭をもって債権は消滅したと裁判所は指示する(direct)ことができる(G法18条3項。C法244条3項)。なお、この場合でも、ガーンジー法では、会社債権者は保護セル保険会社以外の者(たとえば、保証人)に対しては、残債権を請求することができる旨が明記されている(G法16条4項)。他方、ケイマン法にはこ

の旨の規定がないので、残債権消滅に関する裁判所の指示があると、会社債権者はもはや誰にも残債権を請求できないことになると思われる。

(3) 保護セル資産の移転

ガーンジー法には、保護セル資産の移転に関する規定が存在する(ケイマン法にはない)。

具体的には、申し立て、審理(hearing)を経て、特定の保護セルの保護セル資産を他の居住者や法人(保護セル保険会社である必要はない)に移転することを命ずる、保護セル移転命令(cell transfer order)を裁判所が発令する(G法14条5項)。

この命令では、裁判所は当該保護セルに関する会社債権の履行条件も指示することができる(同条6項)。その代わりに、命令の発令には、原則として当該保護セルに関する会社債権者の同意を要する(同条4項(a))。ただし、裁判所がこの同意要件を免除することもできるとされている(同条5項(b))。

(4) 会社管理および保護セル管理

ガーンジー法には、会社または保護セルの管理および再建を目的とした、会社管理および保護セル管理に関する規定が存在する(ケイマンには存在しない)。

具体的には、申し立て、審理(hearing)、関係者の意見陳述を経て(G法21条1項～3項)、裁判所が保護セル保険会社または特定の保護セルに対して、管理命令(administration orders)を発令する(G法20条1項、2項)。

この命令において当該保護セル保険会社または当該保護セルの管理者(administrator)が指定され、管理者は保護セル保険会社または保護セルの管理と再建を行う(G法20条3項、4項)。

保護セル保険会社または保護セルの再建が達せられると管理命令は解除されるが(G法23条

1 項, 2 項), たとえ会社債権者の債権が完全には満たされなくとも, 財産保全管理人から会社債権者に支払われた金銭をもって債権は消滅したと裁判所は指示する (direct) ことができる (G 法 23 条 3 項)。なお, この場合でも, 会社債権者は保護セル保険会社以外の者 (たとえば, 保証人) に対しては, 残債権を請求することができる旨が明記されている (G 法 23 条 4 項)。

第 3 節 バミューダ

バミューダでは, 保護セル保険会社法制は, 個別の保険会社毎に個別法律という特別の立法を行う形式をとっている¹⁸⁾。つまり, 保護セル保険会社毎に個別法律がバミューダ議会で立法され¹⁹⁾, 一般法律では必要とされるような包括的な規定等は, 当然のことながら含まれていない。

ただ, 個別に法律が制定されて保護セル保険会社が組織されるとは言っても, 法律の全体の構成や内容の概要に著しく大きな相違がある訳ではない (もちろん, 個別法律毎に相違はある)。そこで, ここでは, 比較的最近に, 日本企業が設立したブルーウェル再保険会社と, バミューダの企業が設立するキーポート社の例を取り上げながら, 他の法律例についても付言することにする。

前者の会社は, 1999 年 1 月 1 日に免除保険会社 (exempted insurance company) として設立されたもので, その後, 「1999 年ブルーウェル再保険会社 (バミューダ) (区分勘定) 法」(The

Bluewell Reinsurance Company (Bermuda) Ltd. (Separate Accounts) Act 1999. 以下では「ブルーウェル法」ないしは「B 法」と呼ぶ) という個別法律の立法によって, 保護セル (バミューダでは「区分勘定」(separate account) と呼ばれる) の設定が可能となったものである。

後者の会社は, リード・ファイナンス社 (Reid Finance Ltd. 1957 年にバミューダで設立) が設立するキーポート社という保護セル保険会社である。保護セル保険会社設立のため, 「1999 年キーポート社法」(Keyport Ltd. Act 1999. 以下では「キーポート法」ないしは「K 法」と呼ぶ) という個別法律を立法している。

1. 会社設立と個別法律

バミューダでは保護セル保険会社は個別法律に従って設立するので, 当然のことながら, 保護セル保険会社設立に関する一般的な規定や, 当局の承認に関する規定は存在しない (当該保護セル保険会社の設立を, 議会自体が個別に承認するため)。

ブルーウェル再保険会社の場合は, まず通常の保険会社を設立したうえで, 個別法律を議会で制定してもらい, 保護セル保険会社として運営できるようになったものである (したがって, 保護セル保険会社となる以前に引き受けた保険契約に関する規定が存在する)。他方, キーポート社の場合は, 保険会社を設立する前に, まず個別法律を議会で制定してもらい, そのうえでいきなり保護セル保険会社を設立するものである (この場合は, 個別法律制定後の会社設立に関する規定が存在する。K 法 3 条参照)。

個別法律の制定によって, 指定された保険会社のみならず, その子会社や関連会社も, 一定の要件を満たせば保護セル保険会社として活動

18) ただし, バミューダでも一般法律制定に向けた動きがあるようである

19) したがって, 議会の会期を勘案しながら準備を進めないと, 保護セル保険会社設立に時間を要することがある。

することができる（B法6条。K法17条。ただし、ブルーウェル法は子会社のみしか規定していない）。

会社の事業内容としては、個別法律の内容次第である。ブルーウェル再保険会社の場合もともと保険会社として設立されており、保険事業が事業内容である。また、キーポート社も保険事業を目的としている。ただ、前者は主に再保険の引受を、後者は主に元受保険の引受を予定しているものと思われ、そのために個別法律の内容に相違が生じている。もちろん、個別法律の規定次第では、保険事業以外の活動も可能である。

なお、生命保険においては被保険利益の存在を求める国が存在するが²⁰⁾、保護セル保険会社がそうした国に居住する者と契約した生命保険契約の有効性が後に問題となることがあり得る。そのため、バミューダ法を準拠法とする生命保険契約にこうした問題が発生しないように、特別の規定が置かれることがある（K法9条。ちなみに、ブルーウェル法にはそうした規定はない）。

法律間の優先関係としては、個別法律は、会社法をはじめとした他の法律に優先すると規定されることが多い（K法7条。ブルーウェル法には明文の規定は存在しないが、個別法律の優先原則からしても、当然にそのことを含意しているものと考えられる）。

2. 保護セルの設定

バミューダの個別法律では、「保護セルを設

20) たとえば、米国では生命保険契約において被保険利益の存在が求められている。Ref., eg., New York State Insurance Law; Article 32: Insurance Contracts - Life, Accident and Health, Annuities; § 3205: Insurable interest in the person, consent required, exceptions.

定することができる」という表現ではなくて、「保険契約」(Contract of Insurance or Policy)の規定に従って保護セルを設定・維持しなければならないと規定されることが多い（B法4条1項。K法10条1項）。

ここで「保険契約」とは、個別法律にこの言葉の定義規定が置かれているが、たとえば次のような契約を指すものであり、日本法における「保険」概念よりも広い。第一は、個人や企業が抱えるリスクから発生する損失や賠償責任を補償する契約である。第二は、特定の出来事の発生や特定の日の到来に応じて、一定の金銭支払や現物給付を行う契約である。第三は、年金その他の福利厚生プラン (benefits plan) を管理する契約である。第四は、利益確定や損失回避のために用いられる、価格変動・指数変動等に関するデリバティブ等の契約である²¹⁾（B法2条1項(c)。K法2条1項(k)。ちなみに、ブルーウェル法では前2者のみが、キーポート法では前3者のみが規定されている）。

このような定義規定が個別法律にあるものの、「保険契約」の具体的な内容は個別法律には規定されておらず、保護セル保険会社が任意に締結する契約内容に委ねられている。そして、保護セル資産に関する権利や利益 (rights and interests) は、「保険契約」の内容次第であり（もちろん、個別法律である保護セル保険会社法には従う）、かつ、他の制定法や法 (rule of law) にも優先する、と個別法律で規定されている（B法4条2項。K法10条2項）。つまり、保護セル資産の権利や利益に関しては、個別法律のみならず、単なる契約にすぎない「保険契

21) 最近ではリスク・ヘッジ手段として保険商品と金融商品が競合するようになってきているが、この規定はこうした事情を反映するものである。

約」が他の法に優越することとされており、「保険契約」の内容がきわめて重要であることが分かる。

なお、一つの保護セルに複数の保険契約が対応することも可能である(B法4条1項。K法10条1項)。この場合、保護セル全体で一つの区分勘定となるのが原則であるが(たとえば、ブルーウェル法)、保護セルの中にさらにサブ勘定(sub-account)を設定できるとする立法例もある(たとえば、キーポート法)。後者の場合では、サブ勘定自体が一つの保護セルと見なされる(K法10条1項)。つまり、保護セル保険会社という独立の法主体の中に、サブ勘定という独立の財産制度を設定することができるのである。これなどは、まさに個別の保護セル保険会社設立が法形式をとるからこそなせる組織形態と言えよう。

3. 保護セル保険会社の資産

(1) 会社資産の分離

バミューダの個別法律では、一般に、ガーンジー法やケイマン法のように会社資産全体をまず保護セル資産と一般資産に分類する、という規定方法は採られていない。保護セル資産を特定することによって、自動的にそれ以外の会社資産が一般資産になるという構成を採っている。

各保護セルについては、区分された帳簿をつけなければならない。その際に用いる会計原則は一般に公正妥当と認められる会計原則(generally accepted accounting principles)でなければならないとされているが、この会計原則は保護セル保険会社自体が選択・決定するものであるため(B法4条3項。K法16条)、保護セル保険会社間の会計基準の共通性や会計処理内容の公正さが、必ずしも担保されるものではない

と思われる。

また、上述のように、各保護セルの保護セル資産については帳簿上は区分経理がなされている。けれども、現物の管理方法については保護セル保険会社に委ねられており(B法4条5項。K法14条1項(b))、他の保護セル資産や会社の一般資産と混在することが予定されている(K法14条1項(b))。なお、ブルーウェル法には明文の規定はない²²⁾。

ただし、混在させる場合には、当該保護セルに帰属する資産部分が確認できるように記録保持しなければならない(K法14条1項(b))。また、保護セル保険会社内部での会社資産の移転や配分については、認定アクチュアリー(approved actuary)の監査を受けることや、一定の場合には認定アクチュアリーの承認を要する旨が規定されることがある(K法14条2項。なお、ブルーウェル法にはこうした規定はない)。

(2) 保護セル資産

ある保護セルに関連する保険料等(B法4条4項。K法10条3項、4項)や投資収益等(B法4条6項。K法14条1項(c))は当該保護セルに配分されるし、逆に、費用や損失は同様に賦課される(B法4条7項。K法14条1項(c))。また、保護セルに関して株式・社債等を発行することができるが、その払込金は当該保護セルに帰属する(B法7条1項。なお、キーポート社は元受保険の引受を予定しているためか、保護セルに関する株式・社債等の発行規定は存在しない)。

こうして形成される保護セル資産については、まず保険金等をそこから支払い、残額があ

22) ただし、後述6(1)のとおり、保護セル保険会社の清算手続において、保護セル資産が他の資産と混在した場合の規定が置かれている。

れば、当該保護セルの株式・社債等の権利者に分配する（B法4条8項、7条2項）。なお、当該保護セルについて株式・社債等が発行されていない場合には、会社の一般資産（general assets）となる（B法4条9項）。

なお、保険料や保険金の支払を、金銭ではなくて現物で（in kind）行うことができる旨を定める場合もある（K法11条、12条）

(3) 一般資産の保護セルへの移行

個別法律施行前に引き受けた保険契約や、施行後でも保護セルとしては引き受けなかった保険契約を、保護セルへと移行することができる。この場合には、会社の一般資産を保護セルへと移行する手続が必要となる（B法5条。K法14条1項（a））。

4. 会社債権者と会社資産

(1) ブルーウェル社の規定

保護セル資産から支払を受けられるのは、当該保護セルに関する費用や損失（B法4条7項）、当該保護セルに関連する保険契約に基づく保険金や株式・社債等の権利者への分配のみであり、それ以外については保護セル資産に追及できない（B法4条8項）。これは、保護セル保険会社制度の基本的な特徴である。

特定の保護セルに関連しない会社債権者は会社の一般資産にしか追及できないことや、特定の保護セルに関連する会社債権者が他の保護セル資産には追及できないことは、上記より明らかである。しかしながら、保護セルに関連する会社債権者（具体的には、ブルーウェル再保険会社に出再した元受保険会社）が、当該保護セル資産からの回収で不足する場合に、さらに会社の一般資産に追及できるか否かについては明らかではない²³⁾。

(2) キーポート社の規定

キーポート社の場合は、保護セル資産に対する請求に関する規定とともに、保護セル資産に対する差押えに関する規定も置いている。

まず、請求については、保護セル保険会社が締結する保険契約の文言規制において、保険契約者が他の保護セル資産に請求することができない契約内容とすべきこと、また、仮にその旨の規定がない保険契約については、そうした契約規定が存在するものとみなされる旨を定めている（K法15条3項）。さらに、会社清算規定（K法19条(a)）から推測すると、会社の一般債権者からの請求にも応じないことが予定されているものと思われる。

なお、保護セルに関連する会社債権者（具体的には、保険契約者）が、当該保護セル資産からの回収で不足する場合に、さらに会社の一般資産にも追及できるか否かについては、保護セル単位での保険金削減規定が設けられていることからすると（K法15条1項、2項。また、後述6(2)参照）、一般資産に対する追及は認めない趣旨だと思われる。

次に、差押えについては、会社債権者や、保険契約者の債権者については、保護セル資産に対する差押え（attachment）を原則として禁止する規定を置いている（K法18条本文²⁴⁾）。したがって、たとえ保護セル資産に対して正当な請求権を持つのに、保護セル保険会社が支払に応じない場合であっても、原則として差押えができない。正当な請求者に対しては保護セル保険会社が任意に支払に応じる筈だという趣旨であ

23) 会社の一般資産への追及を認めない明確な規定を設けている個別法律もある。

24) ただし、保険契約者が個人破産（bankruptcy）したり、保険契約の目的が詐害的な資産移転にあるような場合には、例外的に差押えが認められる（K法18条(a)～(d)）。

ろうが、債権者の立場からすると不安が残る。ただ、こうした規定が置かれているのは、キーポート社が元受保険を引き受けることを予定しているからだと考えられる（他方、ブルーウェル再保険会社は再保険引受を予定しているため、こうした規定を置く必要がないものと考えられる）。

5. 会社債権者に対する明示

ガーンジー法やケイマン法では、保護セル保険会社であることが分かる会社名称の使用義務が規定されているが（前述第2節5参照）、バミューダでは個別法律形式を採っているため、こうした規定は存在しない。現実には、会社名には、必ずしも保護セル保険会社であることは明示されていない（たとえば、ブルーウェル再保険会社の正式名称は、'Bluewell Reinsurance Company (Bermuda) Ltd.' であり、また、キーポート社の正式名称は、'Keyport Ltd.' であり、共に保護セル保険会社の文言は入っていない）。わざわざ個別保険会社毎に法律を制定しているのだから、あえて会社名称で明示する必要はないということかもしれないが、取引相手には不便であると思われる。

また、上述のことからすると当然のことであるが、個別取引において取引相手に保護セル保険会社たることを明示すべき義務も規定されていない。

6. 倒産制度

(1) 保護セル保険会社の清算

まず、保護セル保険会社の清算開始については、ブルーウェル法は著しく制限している（他の保護セル保険会社でも、同様の規定を設ける場合がある。なお、キーポート法には、次述の

保護セルの保険金削減規定が存在するためか、こうした制限はない）。裁判所に会社清算の申し立てができるのは、会社登録官（Registrar of Company）に限定されており（B法8条2項）、会社債権者その他の者は清算申し立てができない（B法8条1項(a)）。また、保護セル保険会社自体が任意清算を行う場合も、要件が課されている（B法8条1項(b)）。

次に、清算手続開始後は、清算人（liquidator）は保護セル保険会社制度の特性（separate nature）に従って処理を勧めるが（B法9条。K法19条）、これはガーンジー法やケイマン法と同様である。

なお、保護セル資産が他の資産と混在してしまった場合には、当該保護セルに帰属する部分は一般債権者に提供してはならず（B法9条(a)。K法19条(a)）、また、コモン・ローやエクイティにおける物権的追及（tracing）による救済方法が認められている（B法9条(e)。K法19条(e)）。

(2) 保護セルの保険金削減

キーポート法においては、保護セルの保険金削減規定が存在する（K法15条2項。ブルーウェル法にはこうした規定はない）。これは、ある保護セルが債務超過に陥った場合でも、当該保護セルの保険契約のみについて保険金削減を行うことで対応し、必ずしも常に保護セル保険会社全体を清算する必要があるように設けられたものである²⁵⁾。

25) ただし、この制度の使い方次第では、単なる投資契約を保険契約と見せかけることが可能になる。たとえば、保険料100万円、保険契約金額1億円、保険期間10年の定期生命保険を保護セル保険会社のある保護セル（または、ある保護セルの中のあるサブ勘定）の保険契約として締結したと想定する（この保護セルまたはサブ勘定は、この保険契約のみから構成されている）。期間中に死亡事故が発生しなければ、100万円と投資収益の合計額を満期保険金と

このような規定が設けられているのは、キーポート社が元受保険を引き受けるからだと思われる。ブルーウェル再保険会社のような再保険会社では、個々の保護セル毎に十分なりスク管理（再保険の手配等）を行うため、保護セルの債務超過は想定されていないのではないかとと思われる。

(3) その他の倒産制度

バミューダの個別法律では、保護セルのみの清算手続（ガーンジー法やケイマン法にあり）や、保護セル資産の移転手続（ガーンジー法にあり）や、会社管理・保護セル管理（ガーンジー法にあり）に関する規定は、一般には置かれていないようである（ブルーウェル法にもキーポート法にもない）。

したがって、もし、保護セルの保険金削減規定（たとえば、キーポート法）が置かれていない個別法律（たとえば、ブルーウェル法）に基づく保護セル保険会社では、ある特定の保護セルのみが債務超過となった場合でも、保護セル保険会社全体の清算手続をとらねばならず、かつ（あるいは、それだからこそ）、この清算手続の開始がブルーウェル法のように著しく制限されている場合には、倒産制度に関してはやや柔軟性に欠けるものと言えよう。

7. ガーンジーやケイマン諸島の制度との比較

前節と本節とでオフ・ショアにおける保護セル保険会社制度を概観したので、ガーンジーやケイマン諸島の保護セル保険会社制度とバ

ミューダ保護セル保険会社制度とを簡単に比較してみる。

ガーンジーやケイマン諸島では、保護セル保険会社制度は一般法律で制定されており、かつ、その規定がよく整備されている（特に、ガーンジー）。したがって、保護セル保険会社制度としてはある程度は画一的なものになるが、換言すると、保護セル保険会社制度に関する一定のルールが明確だと言える。

このことは、保護セル保険会社制度の利用者にとっては、制度の枠組みが決まっているため、規定内容さえしっかりしていれば、利用がしやすいと言えよう。他方、保護セルとの取引相手にとっても、各保護セル保険会社で制度の枠組みが共通しているため、逐一各保護セル保険会社の仕組みを調べる必要がなく、予測可能性があるため便利である。

これに対して、バミューダでは保護セル保険会社制度は個別法律で制定されており、各保護セル保険会社ごとに種々の規定がそれぞれの個別法律の中に織り込まれている（けれども、ガーンジーやケイマン諸島ほど十分な規定が織り込まれている訳ではない。特に、倒産制度や、保護セルに関連する会社債権者による一般資産への追及可能性については、規定が不十分なことがある）。また、保護セル資産に関しては、保険契約内容が他の法律に優先する旨が個別法律に規定されている。したがって、バミューダで保護セル保険会社を設立する場合には、かなり自由度が高い。

けれども、保護セル保険会社制度の利用者にとっては、各保護セル保険会社で仕組みが異なる点が多々あるので、制度を利用する前に十分な吟味が必要である。他方、保護セルとの取引相手にとっては、各保護セル保険会社で制度の

して支払う。他方、死亡事故が発生すると、1億円の保険金支払義務が発生するが、当該保護セルは債務超過となるので保険金削減を行い、保護セル資産である100万円と投資収益の合計額のみを死亡保険金として支払うのである。このような場合、こうした契約は生命保険に見せかけた単なる投資契約にすぎない。

枠組みが異なるため、逐一各保護セル保険会社の仕組みを調べなければならず、手間がかかることになる。

第4節 ヴァーモント州

本節では、オン・ショアである米国のヴァーモント州で設立が可能な保護セル保険会社の構造を検討する。第5節で述べるように、オン・ショアの保護セル保険会社制度は米国内に他にもあるが、それらは（主に）保険リスクの証券化の器として創設された制度であり、レンタ・キャプティブを目的とするヴァーモント州の制度とは異なる。

ヴァーモント州のこの制度は、同州法の「保険会社の検査、代理店の許可、キャプティブ保険会社に関する法律」²⁶⁾に基づいて改正された、ヴァーモント州キャプティブ保険会社法²⁷⁾に規定されており、これを以下では「ヴァーモント法」ないしは「V法」と呼ぶことにする。

なお、ヴァーモント州では同州の保護セル保険会社をスポンサード・キャプティブと呼んでいるが、本稿では、他の制度と同様に保護セル保険会社と呼ぶ。

1. 会社設立

ヴァーモント州の保護セル保険会社は、スポンサード・キャプティブという正式名称が示すとおり、キャプティブ保険会社的一种である（V法6001条4号、22号）。換言すると、キャプティブ保険会社としてしか設立できず、保護セル保

険会社を他の用途に用いることはできない。

そのため、保護セル保険会社の設立に関しては、基本的には同州のキャプティブ保険会社設立方法に従って設立すればよい（V法6001条22号(B)、6021条a項）。ただし、保護セル保険会社の免許申請にあたって、各保護セルの損失や費用の算出・報告方法、費用の各保護セルへの公平な配賦などの情報を保険庁長官に提出しなければならない（V法6002条c項3号）。

2. 保護セルの設定と当事者関係

保護セル保険会社内部に、保護セル(protected cells)を設定することができる（V法6021条b項本文、6001条22号(D)）。

ここで、保護セル保険会社の当事者関係を順を追って整理すると次のとおりである。

まず、スポンサー(sponsor)と呼ばれる者が、法定最低資本金・剰余金を拠出して（V法6001条22号(A)）、保護セル保険会社を設立する。このスポンサーになれるのは、保険者、再保険者、キャプティブ保険会社に限定され（V法6022条）、保護セル保険会社を設立するとともに、会社の運営主体となる（V法6001条21号）。

次に、保護セル保険会社に保護セル(protected cell)という分離勘定(separate account)を設定する（V法6001条20号）。そのうえで、保護セル保険会社は参加者(participant)の参加を募る。参加者になれるのは、社団(association)、会社(corporation)、信託、その他の事業体(business entity)と、スポンサー自身である。

参加者が見つかり、保護セル保険会社は参加者と参加者契約(participant contract)を締結する。この契約は、保護セル保険会社が参加者のリスクを引き受けること、そして、参加者の損失は保護セル資産に限定されることを規定

26) An Act Relating to Examination of Insurance, Licensing of Agents and Captive Insurance Company, H. 390, 1999.

27) Vermont Statutes, Title 08: Banking and Insurance, Part III: Insurance, Chapter 141: Captive Insurance Companies.

する（V法6001条19号）。なお、契約締結の前に、保険庁長官の承認が必要である（V法6021条b項8号）。

そしていよいよ、保護セル保険会社は参加者のリスクを引き受ける（V法6001条22号(C)）とともに、保護セルという分離勘定によって参加者の負債を分離する（同号(D)）。ただし、保護セル保険会社は参加者以外のリスクを引き受けることができず（V法6002条a項9号, 6023条d項）、このことがヴァーモント州の保護セル保険会社制度の特徴となっている。

保護セルから参加者またはスポンサーに対する利益還元に関しては、保険庁長官の承認が必要である（V法6021条b項5号）。なお、保護セル保険会社の株主は、スポンサーまたは参加者に限定されるが（V法6021条b項1号）、スポンサー自身は株主になる必要はない（V法6023条c項）。

3. 保護セル保険会社の資産と会社債権者

各保護セルは、保護セル保険会社の帳簿上において、会計上分離されている（V法6021条b項2号）。けれども、資産の分別管理については特に規定がないので、分別管理は求められていないと考えられよう。なお、関係する保護セルの同意がないかぎり、保護セル間での資産の移転はできない（同項4号）。

そして、こうした保護セルの資産（the assets of a protected cell）に対しては、当該保護セル以外の保険事業に関する会社債権者は追及できない（同項3号）。

したがって、当該保護セルに関する会社債権者の立場からすると、当該保護セルの保護セル資産には追及できるが、他の保護セルの保護セル資産には追及できないことになる。なお、保

護セル保険会社の資本金・剰余金などの一般資産（ヴァーモント州法には特別の呼称はないようだが、保護セル資産以外の会社資産を一般資産と呼ぶことにする）に対する追及が可能かどうかに関しては直接的な規定はないが、保護セル保険会社が債務不履行を起こした場合の規定（V法6018条b項2号）からすると、一般資産に対しては追及できるものと思われる。

他方、特定の保護セルに関係しない会社債権者は、保護セル資産には追及できないことになる。

なお、このように会社債権者の追及先が限定されるため、会社債権者に対する明示が必要となるが、会社名称や保護セル名称における明示に関しては、直接的な法規定は存在しない（保険庁長官の免許などを通じた監督の中で実現されるのかもしれない）。また、取引に際しての明示についても、直接的な法規定は存在しない（ただし、実体的な監督が行われるのかもしれない）。

4. 倒産制度

保護セル保険会社の場合には、会社全体として債務超過にはならずとも、特定の保護セルが債務超過にいたった場合にも、なんらかの対応が必要となる。そこで、保護セルが債務超過に陥った場合には、保護セル保険会社は保険庁長官に通知をしなければならないと規定されている（V法6021条b項7号）。しかしながら、その次にどうなるのかということに関しては、特別の規定は見あたらない。保険庁長官の指導の下、事態が解決されるのかもしれないが、法的予測ができない。

保護セル保険会社全体の不履行（delinquency）に関しては、ヴァーモント州保険法「第145

章：保険者の監督，更生，破産²⁸⁾である7031条以下が適用される（V法6018条a項）。ただし，この場合も，保護セル保険会社の保護セル資産に関しては，当該保護セルに帰する会社債権のみの追及対象となることが明記されている（同条b項1号）。なお，保護セル保険会社の資本，剰余金に関しては，会社債権者の追及対象となることが規定されている（同条b項2号）。

第5節 NAICおよび米国の他州

本節では，米国国内における，保険リスクの証券化（securitization）の器としての保護セル保険会社制度を取り上げる。前節までに取り上げた保護セル保険会社は，保険リスクの証券化の器として用いることも可能であるが，むしろ，レンタ・キャプティブや年金の器とすることを主目的としている。他方，本節で取り上げる保護セル保険会社は，保険リスクの証券化の器とすることを主目的としており，また，保護セル自体が直接に外部から保険リスクを引き受ける訳ではなく（次述の本節1参照），会社の性格が大きく異なる。

そもそも，保険リスクの証券化とは，保険リスクを証券化して資本市場で販売することによって，保険リスクを資本市場へ移転するものである²⁹⁾。1990年代に入ってから始まり，1998

年に至っては17本（25億ドル相当）の発行となっている。

証券化においては，まず，元受保険会社（あるいは，キャプティブ保険会社）が，特別目的再保険会社（SPRC: special purpose reinsurance company）を設立する。そして，元受保険会社（あるいは，キャプティブ保険会社）が証券化の対象となる保険リスクを特別目的再保険会社に出再し，特別目的再保険会社はこの保険リスクを証券化して投資者に販売するのである。

ところで，この特別目的再保険会社は，保険リスク以外の証券化と同様，ケイマン諸島などのオフ・ショアの国に設立されることがほとんどである。こうした海外での保険リスクの証券化を米国に取り戻すため，オン・ショアでの保険リスクの証券化が考えられ始めたのである。

まず最初に，1998年12月にイリノイ州で，保険取引所（INEX: Insurance Exchange）³⁰⁾という組織を用いた，オン・ショアでの保険リスクの証券化の途が拓かれた³¹⁾。具体的には，保険取引所のシンジケートが保険リスクを再保険として引き受け，さらに保険取引所内に設けられた特別目的シンジケート（SPLS: special purpose limited syndicate）に再々保険として出再する。そして，この特別目的シンジケートが保険リスクの証券化商品を発行するのである。なお，特別目的シンジケートでは，資産を信託勘

28) Chapter 145: Supervision, Rehabilitation and Liquidation of Insurers.

29) 保険リスクの証券化については，後藤和廣「保険金支払い資金の資本市場からの調達」損害保険研究59巻3号（1997），武田祐一「最近の欧米金融・保険業をめぐる動向について」保険研究48集（1998），日吉信弘「ART入門」保険毎日新聞（損保版）1998年7月24日，8月21日，9月11日，拙稿「企業のリスク・ファイナンスと保険【序】」九州大学経済学会経済学研究66巻2号（1999）を参照。Ref., Swiss Re, *Insurance derivatives and securitization: New hedging perspectives for the US catastrophe insurance market?*,

sigma No. 5/1996, Swiss Re; Swiss Re, *Insurance-Linked Securities, 1999, Swiss Re; Swiss Re, Alternative risk transfer (ART) for corporations: a passing fashion or risk management for the 21st century?*, sigma No. 2/1999, Swiss Re.

30) Ref., 215 ILCS 5 (Illinois Compiled Statutes, Chapter 215: Insurance, 5: Illinois Insurance Code), Article VI/2 Insurance Exchange.

31) 保険取引所規則27 (INEX Regulation 27)。この規則は1998年12月にイリノイ州保険庁の承認を受けたものである。

定 (trust account) に移して、資産の保全を図っている。ただ、このイリノイ州の保険取引所の仕組みは、本稿で取り上げている保護セルの仕組みではない。

次に、保険リスクの証券化を米国内に引き戻すという同様の目的から、1999年6月に、ロード・アイランド州が保護セル保険会社法 (Protected Cell Companies Act. 以下では、「ロード・アイランド法」ないしは「R法」と呼ぶ) を制定した³²⁾。また、翌月の1999年7月には、イリノイ州が保護セル保険会社法 (Protected Cell Company Law. 以下では、「イリノイ法」ないしは「I法」と呼ぶ) の制定に踏み切った³³⁾。

こうした両州の流れを受けて、NAICでもこの問題が検討され、遂に1999年12月6日に保護セル保険会社モデル法 (Protected Cell Company Model Act) が採択された (以下では、「モデル法」ないしは「N法」と呼ぶ)³⁴⁾。今後は、米国内の各州でこのモデル法の州法化が検討されることになるだろう。

ロード・アイランド法、イリノイ法、モデル法はきわめて近似しているため、以下ではモデル法を中心に、ロード・アイランド法やイリノイ法がモデル法と相違する場合にはそれらにも触れながら、保険リスクの証券化を焦点に当てた保護セル保険会社制度を見ていくことにする。

1. 保護セル保険会社設立と保護セルの設定 モデル法における保護セル保険会社の基本的

な特徴の第一は、保険リスクの証券化のみを目的とするということである (N法2条。R法27-64-2条やI法179条A-5条も同様)。したがって、保護セルを他の目的に使用することはできない。

第二に、保護セル形態の保護セル保険会社を新たに設立したり、既存の保険会社を保護セル保険会社という組織形態に転換したりするものではない。モデル法においては、既存の内国保険者 (domestic insurer. N法3条A項) がその組織形態を変えることなく、随時、保険庁長官の承認を取り付けて、単にその会社内部に保護セル (protected cell. N法3条G項) を設定するにすぎないのである (N法2条)。なお、設定にあたっては、保険リスク証券化の事業計画等を保険庁長官に届け出て、その承認を事前に得ることが必要である (N法4条A項)。

そして、保護セル自体が直接に保険契約や再保険契約を引き受けたりすることはできない (N法5条F項)。保険リスクを保護セル保険会社の外部から引き受けるのはあくまでも保護セル保険会社の一般勘定であって、保険リスクに関しては、保護セルは一般勘定から一定の保険債務とそれに相応する資金の移転を受けるにすぎないのである。いわば、保護セル保険会社内部での再保険取引のようなものである。

モデル法の下においても、こうした会社は保護セル保険会社 (protected cell company) と呼ばれるが (N法3条J項)、前節までの保護セル保険会社とはかなり性格を異にすることに注意すべきである。

なお、保護セルの設定は、保護セル保険会社とは別の法人格を創り出すものではない (N法4条C項)。

32) State of Rhode Island General Laws, Title 27 Insurance, Chapter 27-64 The Protected Cell Companies Act.

33) 215 ILCS 5 (Illinois Compiled Statutes, Chapter 215: Insurance, 5: Insurance Code), Article XI1/2: Protected Cell Companies, Public Act 91-0278.

34) その後、サウス・カロライナ州 (South Carolina) でモデル法を範とした立法がなされたようである。

2. 保護セル保険会社の資産

(1) 会社資産の分離

会社資産は、保護セルに帰する保護セル資産(protected cell assets. N法3条I項)と、それ以外の会社資産である一般勘定(general account)の資産から成る。当然のことながら、保護セル資産についても所有者は当該保護セル保険会社である(N法4条C項)。

保護セル資産は、各保護セル毎に設定する保護セル勘定(protected cell account. N法3条H項)に移転しなければならない(一つの保護セルに複数の保護セル勘定が存在してもよい)、かつ、この保護セル勘定は個々に独立していて、個々に特定可能(separately established and identified)でなければならない(N法4条A項)。したがって、単なる帳簿上の分離以上に、個々の保護セル資産自体の独立性や特定可能性が求められている(N法4条E項(1))。証券化では証券化商品発行による払込金の独立性が強く求められるからであろう。

なお、この規定に反して、ある保護セルの保護セル資産が、一般資産や他の保護セルの保護セル資産と混合(commingle)してしまった場合には、物権的追及(tracing)が認められている(N法4条E項(2))。バミューダでも保護セル保険会社の清算時にはこの物権的追及が認められることがあるが(前述第3節6(1)参照)、モデル法では、保護セル保険会社が清算手続きに入らなくてもこうした物権的追及が認められている。

(2) 保護セル資産と保護セル負債

保護セル設定に関する事業計画が保険庁長官によって承認されると、この事業計画に従って、保護セル保険会社は、当該保護セルに保険リスク証券化に関する保険債務と、この保険債務の

資金となる資産を帰属させることになる(N法4条A項, F項, 5条F項)。前述のとおり、保護セル自体は会社外部から保険リスクを引き受けることはできないため(N法5条F項)、保護セル保険会社自体が引き受けた保険リスクを、そのリスクに見合う資金と共に保護セルに会社内部で移転するのである。

次に、保護セル保険会社は、保護セルの負債に関して証券化商品(詳細は次述3参照)を発行しなければならない(N法5条D項)。発行代金は当該保護セルに帰属すると共に(N法4条A項)、その利払い義務や元本償還義務を保護セルは負担することになる(N法5条D項)。

保護セルの資産については、保護セル保険会社に課せられる投資規制の制約を受けることなく投資に回すことができ(証券化の器として保護セルを利用する以上、保険会社に対する一般的な運用規制を及ぼす訳にはいかないためである)、その収益は当該保護セルに帰属する(N法5条B項)。

以上のように、保護セルには一定の資産と負債が帰属するが、前者は保護セル資産(protected cell assets. N法3条I)と呼ばれ、後者は保護セル負債(protected cell liabilities. N法3条L)と呼ばれる。

具体的には、上述のように、保護セル資産は、保護セルが負担するリスクに相当するリスク・プレミアム(再保険料に相当する金額)、投資者の払込金、資産運用利益等である。なお、当該保護セル以外から生じる利益等を保護セルに配分してはならない(N法5条B)。

また、保護セル負債は、保険債務、資産運用費用(N法5条D項参照)、投資者への元本・利息支払義務等である。なお、当該保護セル以外から生ずる債務を保護セルに課してはならな

い（N法5条A項）。

3. 証券化

モデル法の保護セル保険会社制度の目的が保険リスクの証券化にあることは前述の通りだが、証券化の方法に関する制約がある。

すなわち、保険リスクの証券化については、対象リスクのエクスポージャーと証券化商品発行代金との関係や、対象リスクの顕在化と証券化商品の償還条件との関係によって、4つの類型に分類可能であるが、その内の一定のものしか認められないのである。

まず、前者の関係とは、証券化商品発行代金、すなわち保護セル資産が、対象リスクのエクスポージャーの最大値以上に存在するか（この場合は、「全額拠出型」(fully funded)と呼ばれる）、それ未満しか存在しないかの分類である。当然、全額拠出型でないと、保険事故発生時にリスクをカバーする資金に欠けてしまうことになる。

次に、後者の関係とは、証券化商品の償還条件が保険者の負担する保険債務額に連動するものであるのか（この場合は「補償事故型」(indemnity triggered)と呼ばれる）、あるいは、一定の事実発生や指数変動に連動するものであるのか（この場合は「非補償事故型」(non-indem-

nity triggered)と呼ばれる)の分類である。非補償事故型の方が投資者に分かりやすいという特長があるが、保険者の負担する保険債務額と必ずしも一致しないというベシス・リスク(basis risk)が保険者に存在する。

モデル法では、全額拠出型かつ補償事故型の証券化を原則として認めている（N法5条D項）。全額拠出型かつ非補償事故型の証券化については、必要な規則を定めた上で初めて認める立場をとっている（N法5条D項）。なお、全額拠出型でない証券化は一切認められない（N法5条D項）。こうした考え方はイリノイ州でも同様である（I法179条A-20条(d)項）。ただし、ロード・アイランド法では、全額拠出型であれば、補償事故型でも非補償事故型でもよいとしている（R法27-64-5条(d)項）。

以上まとめると表のとおりである³⁵⁾。

4. 会社債権者と会社資産

ガンジー法やケイマン法と同様に、保護セル資産を追及できる者を特定する規定と、会社債権者の追及可能資産を特定する規定を置いている。

(1) 保護セル資産に追及できる者

保護セル資産に追及できるのは、当該保護セ

表 証券化の類型と保護セル保険会社制度
(モデル法, ロード・アイランド法, イリノイ法)

	全額拠出型 (fully funded)	部分拠出型
補償事故型 (indemnity triggered)	○	×
非補償事故型 (non-indemnity triggered)	△ (ロード・アイランド法は○)	×

35) なお、部分拠出型で補償事故型のもは「保険」とはみなされなることになろう。Ref., Laurenzano, V. L. and Minkowitz, M., Understanding Securitization

of Insurance Risk, distributed article at 13th International Reinsurance Congress in Bermuda, 1999, pp24-25.

ルに関する会社債権者に限定されている（N法6条A項(1)）。また、当該保護セルに関する債権者のために、約定担保として（for security interest）、保護セル保険会社は保護セル資産を仮差押えする（attach）ことができる。

なお、当該保護セルに関するすべての負債が消滅した後は、保護セル資産は他の会社債権者に提供される（N法6条A項(2)）。これは保護セル保険会社を証券化に用いるため、投資者に償還を行った後に残存する残余財産の処理が規定されているものである。

(2) 会社債権者の追及可能資産

会社債権者の立場からみると、追及が可能な保護セル保険会社の資産は次の通りである。

まず、保護セルに関する会社債権者は、当該保護セルの保護セル資産に対して追及ができる。けれども、他の保護セルの保護セル資産や一般勘定の資産には追及ができない（N法6条A項(1)、B項）。

他方、特定の保護セルとの取引によらない会社債権者は、一般資産に対してのみ追及できる（N法6条C項）。

(3) 保険契約者との関係

モデル法では、保護セル自体が保険契約を引き受けることができず、保護セル保険会社の一般勘定が保険または再保険を引き受ける。したがって、保険契約者が保護セル保険会社の一般勘定と取引を行うことになる。その後、保護セル保険会社は保護セルを設定して、この保険債務を一般勘定から保護セル勘定へと会社内部で移転するのである。

問題は、保険契約者がモデル法において、保護セルに関する会社債権者となるのか、あるいは、一般勘定に関する会社債権者となるのかである。モデル法の趣旨からすると、後者だと考

えられる。

なぜなら、前者だとすると、保険契約者が保護セル資産にしか追及できず、仮に十分な資産がないとすると、保険契約者としては保険会社の一般勘定と保険契約を締結したにもかかわらず、保険金の支払いが完全には受けられなくなってしまうからである。全額拋出型の証券化であっても、資産価値の減少や資産運用の失敗等により、保険金支払時において十分な資産が保護セルにあるとは限らないのである。また、保護セル自体は保険を引き受けることができず、かつ、保険契約者に対して保険債務を負うことができないとされているからである（N法5条F項）。

とすると、モデル法においては、保護セルに関する保険リスクについては、その債権者である保険契約者は一般債権者として取り扱われることになる。この点でも、前節までの保護セル保険会社制度とは大きく異なるのである。

5. 会社債権者に対する明示

保護セルには「保護セル」(protected cell)という言葉を含む名称を付けなければならない、また、保護する勘定には当該保護セルの名称を付けなければならない（N法4条A項）。

また、証券化の取引にあたっては、その関係文書において、当該取引が帰属する保護セルを特定しなければならないし、当該保護セルの保護セル資産のみが債務の引き当てとなることを明確に開示しなければならない（N法5条E項）。

6. 倒産制度

保護する保険会社の管理（conservation）・更生（rehabilitation）・清算（liquidation）においては、財産保全管理人（receiver）は、保護セル

保険会社制度の趣旨を踏まえて処理を進めなければならない（N法7条A項）。

こうした規定は存在するものの、モデル法には保護セルのみの管理・更生・清算に関する規定は存在しない（イリノイ法も同様である）。それは、仮に保護セルが債務超過に陥った場合には、通常の証券化において、特別目的会社（SPC: special purpose company）が債務超過に陥った場合と同様に、残存する保護セル資産を投資者に分配して終結することが初めから予定されているからであろう。また、その旨が当初の事業計画に織り込まれている場合には、残余財産の分配の上、保護セル保険会社は当該保護セルを閉鎖することになろう（N法5条G項）。

ただし、ロード・アイランド法では、保護セル保険会社全体ではなく、ある保護セルのみについて、保険庁長官が行政管理（administrative supervision）下に置いたり、更生や清算の申し立てを行うことができる（R法27-64-8条、27-64-9条(b)項、(c)項）。その意味では、証券化に関する保護セル保険会社制度の中では、ロード・アイランド法が保護セルの債務超過に最も柔軟に対応できると思われる。

なお、証券化の対象となった保険リスクに関する保険契約者は、あくまでも保護セル保険会社の一般勘定の資産に請求するものであるため（前述4(3)参照）、保護セルの破綻の影響を受けないものと思われる。

第6節 保護セル保険会社の構造と将来の課題

以上のとおり各国の保護セル保険会社制度を概観してきたが、最後に本節では、各国の保護セル保険会社制度の共通の特徴と相違点を検討

したうえで、将来の課題についても触れることにしたい。

1. 共通の特徴

保護セル保険会社制度は、保険（保険リスクの証券化を含む）に関連して、制定法で設けられた制度である。つまり、判例法で形成された制度ではなく、また、当事者間の契約で設定されることは稀である（当事者間の契約では、以下に述べるような保護セル保険会社制度の特徴を第三者に対して主張することができないからである）³⁶⁾。

また、こうした保護セル保険会社制度が設けられているのは、今のところ、いずれも英米法系の諸国である（バミューダ、ガーンジー・ケイマン諸島、米国）。もしかすると、やはり他人のための財産管理制度である信託（trust）やビジネス・トラスト（business trust）という法制度を育んできた英米法系の諸国では、保護セル保険会社制度の考え方が馴染みやすいのかもしれない。

保護セル保険会社制度の構造は、法人内部に保護セル（protected cell）という有限責任財産の仕組みを設定するものである。保護セルに帰属する会社資産を保護セル資産（protected cell assets）といい、それ以外の会社資産を一般資産（general assets）という。各保護セル資産は、少なくとも帳簿上は区分経理される（なお、現物の分別管理までを行うか否かについては、各

36) 南アフリカ（South Africa）やジブラルタル（Gibraltar）では、参加者がレンタ・キャプティブ参加時に取り交わす株主合意書（shareholder agreement）を用いて、契約方式で似たような制度を創り出すことができるようである。Ref., *CICR (Captive Insurance Company Reports)*, July 1997, p2; *Guardrisk Insurance Co., PCC Legislation - Safety Net or False Sense of Security?*, RIRG (Risk & Insurance Group), *PCCs & Rent-a-Captives*, 1999.

法制で異なる)。

有限責任財産の意義は、当該保護セルに関連しない会社債権者が、当該保護セルの保護セル資産には追及できない、ということの意味する。

このことを会社債権者の立場から整理すると、次のようになる。まず、保護セルに関連する会社債権者は、当該保護セルの保護セル資産に追及できるが、他の保護セルの保護セル資産には追及できない(なお、当該保護セルの保護セル資産のみでは債権が満足されないときに、さらに一般資産にも追及できるか否かについては、各法制で異なる)。他方、保護セルに関連しない会社債権者は、一般資産にのみ追及することができ、どの保護セルの保護セル資産にも追及できない。

こうした保護セルの有限責任財産制度は、保護セル保険会社全体の清算過程においても尊重される(ガーンジーおよびケイマン諸島については前述第2節6(1)、バミューダについては前述第3節6(1)、ヴァーモント州については前述第4節4、NAIC等については前述第5節6を参照)。

保護セル保険会社制度は、ある意味では、保護セル資産の実質的拋出者(例えば、レンタ・キャプティブでは参加者、保険リスクの証券化では投資者)のための制度であるとも言える。例えば、ケイマン法では、保護セル保険会社には保護セルのために行動する義務があることが規定されている(前述第2節2参照)が、こうした考え方の表れであるとも言えよう。なお、こうした保護セル資産の実質的拋出者のために、保護セル保険会社は株式、社債、証券化商品等を発行することができる。

2. 相違点

(1) 当事者関係

ここでは、保護セル保険会社をめぐる当事者関係の観点から、レンタ・キャプティブ等のための保護セル保険会社制度(ガーンジー、ケイマン諸島、バミューダ、ヴァーモント州)と、保険リスク証券化のための保護セル保険会社制度(NAIC、ロード・アイランド州、イリノイ州)との相違点を述べる。

① 保険取引の主体

レンタ・キャプティブ等のための保護セル保険会社制度と保険リスク証券化のための保護セル保険会社制度では、まず、保険契約者と保険取引を行う保護セル保険会社の側の勘定が異なる(以下、図1を参照)。

レンタ・キャプティブ等のための保護セル保険会社制度では、保険取引(保険契約や再保険契約)を行うのは、会社外部者(保険契約者³⁷⁾)と保護セル勘定(法的には、保護セル保険会社)である。

つまり、保険契約者は、保護セルに関する会社債権者となるのである。したがって、保険契約者の保険金請求権は当該保護セルの保護セル資産に限定されることになる。

他方、保険リスク証券化のための保護セル保険会社制度では、保険取引を行うのは、会社外部者(保険契約者)と一般勘定(法的には、保護セル保険会社)である。そのうえで、この取引内容を保護セル保険会社内部で、一般勘定から保護セル勘定へと移転するのである。

37) ここで「保険契約者」とは、保護セル勘定と保険取引を行う相手方を指している。保護セル保険会社との保険契約が元受保険である場合には、元受保険の保険契約者のことである。他方、保護セル保険会社との保険契約がフロンティング保険会社との再保険契約である場合には、再保険の出再者たるフロンティング保険会社のことである。

つまり、保険契約者は、一般勘定に関する会社債権者となるのである。したがって、保険契約者の保険金請求権は一般勘定の一般資産に限定されることになる。ただ、保険リスク証券化のための保護セル保険会社は、もともと通常の保険会社であるから、一般勘定の資産規模は十分に大きく、かつ、米国の各州のソルベンシーに関する保険監督を受けている。

以上のように、保険契約者と保険取引を行うのは、レンタ・キャプティブ等のための保護セル保険会社制度では、保護セル保険会社の保護セル勘定であるのに対し、保険リスク証券化のための保護セル保険会社制度では、保護セル保険会社の一般勘定である。

② 保護セル保険会社制度の実質的利用者

次に、レンタ・キャプティブ等のための保護セル保険会社制度と保険リスク証券化のための保護セル保険会社制度では、制度の実質的な利用者が異なる（以下、図2を参照）。

レンタ・キャプティブ等のための保護セル保険会社制度では、この制度の実質的利用者は、元受保険の保険契約者である。

この保険契約者は、保険契約の締結によってリスクを直接に保護セル保険会社（正確には、保護セル保険会社の保護セル勘定）に移転することもあるし、保険契約の締結によって一旦、リスクをフロンティング保険会社に移転したうえで、フロンティング保険会社が再保険契約で保護セル保険会社（正確には、保護セル保険会社の保護セル勘定）にさらにリスクを移転する

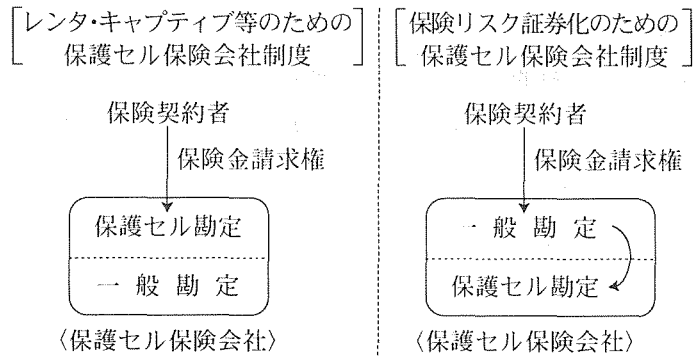


図1 保護セル保険会社における保険取引の主体

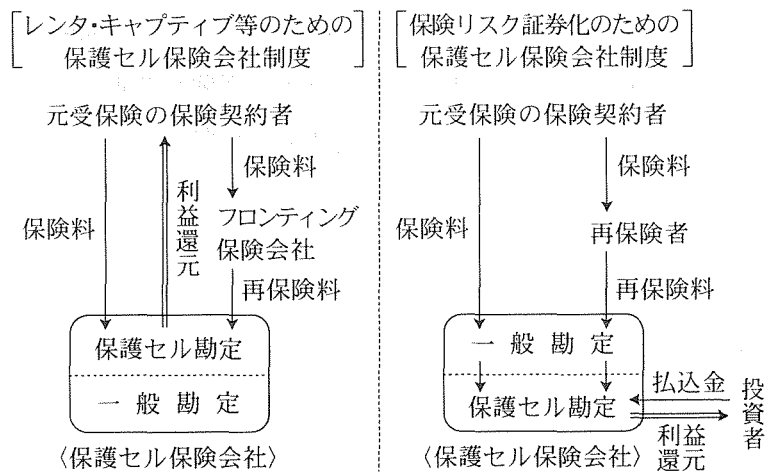


図2 保護セル保険会社制度の実質的利用者

こともある。こうして、保護セル保険会社の保護セルにリスクを移転するとともに、保険料をプールする。そして、保険成績が良ければ、議決権なき優先株に対する優先配当等の形態で、元受保険の保険契約者に利益を還元するのである。

他方、保険リスク証券化のための保護セル保険会社制度では、この制度の実質的利用者は、保険リスク証券化商品の投資者であって、元受保険の保険契約者ではない。

元受保険の保険契約者のリスクは保険料（や再保険料）とともに保護セル保険会社に移転される（正確には、保護セル保険会社の一般勘定が引き受けたうえで、保護セル勘定に移転される）。そして、保険成績が良ければ、証券化商品の利払いや償還の形態で、投資者に利益を還元するのである。

以上のように、保護セル保険会社制度の実質的利用者は、レンタ・キャプティブ等のための保護セル保険会社制度では元受保険の保険契約者であるのに対し、保険リスク証券化のための保護セル保険会社制度では証券化商品の投資者である。

(2) 保護セル資産の分別管理

それぞれの保護セルの保護セル資産については、会計上、区分経理を行うことは共通している。しかしながら、保護セル資産自体を分別管理するか否かについては、各保護セル保険会社制度で異なる。

レンタ・キャプティブ等のための保護セル保険会社制度の中でも、ガーンジーやケイマン諸島においては、分別管理が求められているようである。たとえば、ガーンジー法では、‘keep assets separate and separately identifiable’ という表現になっているし（G法3条2項）、ケ

イマン法では、‘segregate and keep segregated assets’ という表現になっている（C法236条6項b号）。

他方、バミューダやヴァーモント州においては、分別管理は求められていないようである。たとえば、キーポート法では他の資産との混在（commingle）が予定されているし（K法14条1項b）、ブルーウェル法では保護セル資産の管理は会社に委ねられており、他の資産との混在もあり得ると思われる（前述第3節3(1)参照）。ただし、両法律とも会社清算時には物権的追及（tracing）による救済を認めている（前述第3節6(1)参照）。また、ヴァーモント法では帳簿上の分離のみが規定されている（V法6021条b項2号。前述第4節3参照）。

したがって、バミューダの一部の保護セル保険会社やヴァーモント州のように、保護セル資産の分別管理が求められていない保護セル保険会社制度においては、保護セル資産が帳簿上だけでなく、本当に現実に存在するのか否かについてやや不安が残る。ブルーウェル法やキーポート法では会社清算時に物権的追及が認められているが、保護セル保険会社全体の清算にならないとこの物権的追及ができないし、さらに、ブルーウェル法では会社清算の開始に制約が課されている（前述第3節6(1)参照）。

なお、保険リスク証券化のための保護セル保険会社制度では、保護セル資産の分別管理が求められており、かつ、他の資産と混合した場合には、会社清算時でなくとも物権的追及が認められる。例えば、モデル法では、‘separately established and identified’ と規定されている（前述第5節2(1)参照）。証券化においては、投資者が払い込んだ資金の確保が強く求められているため、当然の規定だといえよう。

(3) 保護セル債権者の一般資産への追及

保護セルに関する会社債権者は、当該保護セルの保護セル資産にしか追及できないのが原則である。けれども、当該保護セルの保護セル資産だけでは債権が満足されなかった場合に、さらに一般資産にも追及できるか否かについては、各保護セル保険会社制度で異なる。

レンタ・キャプティブ等のための保護セル保険会社制度の中でも、ガーンジーやケイマン諸島では一般資産に対する追及が認められている(前述第2節4(2)参照。ただし、ケイマン諸島では一定の範囲に限定されている)。また、ヴァーモント州でも、一般資産に対する追及は可能だと思われる(前述第4節3参照)。

他方、バミューダの個別法律においては、たとえばキーポート法では一般資産に対する追及はできないものと思われるし(前述第3節4(2)参照)、ブルーウェル法では判然としない(前述第3節4(1)参照)。

一般資産に対する追及を無制限に認めると、保護セル保険会社の過小資本の問題が発生するが(ケイマン諸島の場合にはその手当てがなされている)、少なくとも、一般資産に対する追及可能性の有無についてはっきりとさせるべきである。

なお、保険リスク証券化のための保護セル保険会社制度では、当然のことながら、保護セルに関する会社債権者(=証券化商品の投資者)は一般資産に対しては追及できない(前述第5節4(3)参照)。

(4) 保護セルの取引相手に対する明示義務

保護セル保険会社の保護セルに関する会社債権者は、原則として当該保護セルの保護セル資産にしか追及できない。したがって、保護セルと取引関係に入ろうとする会社債権者は、それ

なりの注意が必要である。そのためには、まず、取引相手が保護セル保険会社であり、その内部に設定された保護セルとの取引であるということが分からなければならない。

そこで、保護セルに関して保護セル保険会社が取引をしようとする際には、その旨を明示させることが必要になる。

ガーンジーやケイマン諸島ではこうした義務が保護セル保険会社に課されており、違反した場合には保護セル保険会社の取締役に人的責任(personal liability)が発生することになっている(前述第2節5参照)。また、保険リスク証券化のための保護セル保険会社制度でも、同様に明示義務が課されている(前述第6節5参照。ただし、違反した場合の規定は存在しない)。

他方、バミューダの個別法律にはこうした規定が見当たらないものがあり(例えば、ブルーウェル法やキーポート法には見当たらない。前述第3節5参照)、また、ヴァーモント法にも存在しない(前述第4節3参照)。やはり、保護セル保険会社は取引の相手方に、保護セルに関して取引を行う旨を明示すべきであろう。

(5) 倒産制度

保護セル保険会社自体の倒産制度としては、会社清算の規定がどの保護セル保険会社制度にも用意されている(ただし、ブルーウェル法は清算開始に制約がある。前述第3節6(1)参照)。

他方、保護セルのみについての倒産制度の整備状況は、各保護セル保険会社制度によって異なる。

保護セル自体の清算については、ガーンジー法やケイマン法(前述第2節6(2)参照)や、ロード・アイランド法に規定がある(前述第5節6参照)。また、保護セルの管理については、ガーンジー法(前述第2節6(4)参照)やロード・ア

イランド法に規定がある（前述第5節6参照）。さらに、保護セルの更生についてはロード・アイランド法に（前述第5節6参照）、資産移転についてはガーンジー法に規定がある（前述第2節6(3)参照）。なお、キーポート法には保険金削減の規定があるが、元受保険を直接引き受けるためだと思われる（前述第3節6(2)参照）。

このように、保護セルのみの倒産制度に関しては、ガーンジー法やロード・アイランド法が最も整備されているといえよう（なお、ガーンジー法には保護セル資本の減資に関する規定も存在する。G法5A条参照）。

3. 将来の課題

最後に、保護セル保険会社制度の将来の課題について述べる。

(1) 保護セル資産の分別管理

それぞれの保護セル資産は帳簿上は区分経理されているが、資産自体の分別管理の有無が各保護セル保険会社制度で異なることは前述のとおりである（前述の本節2(2)参照）。

今後、保護セル保険会社制度を発展させていくためには、単なる帳簿上の区分経理だけでなく、現実の資産の分別管理がどうしても求められよう。また、他の保護セルの保護セル資産と混合したり、一般資産と混合したりしてしまった場合には、会社清算時ではなくとも、物権的追及（tracing）の救済方法を認めるべきである（保険リスク証券化のための保護セル保険会社制度である、モデル法やロード・アイランド法やイリノイ法では既に認められている）。さらに、こうした分別管理が実際に行われているかどうかについて、アクチュアリー監査を必要とすべきであろう（なお、前述第3節3(1)のキーポート法を参照）。

(2) 保護セルの資産・負債内容等の開示

保護セル保険会社の保護セルと取引をしようとする者は、その取引に基づく債権の行使において、当該保護セルの保護セル資産にしか追及できないことに留意すべきである。

こうした保護セルに関する会社債権者を保護するためには、まず、保護セルに関する取引であることを保護セル保険会社が明示する義務を負わなければならない。この義務については各保護セル保険会社制度で異なるが（前述の本節2(4)参照）、義務化すべきであろう。

さらに進んで、取引相手が保護セルとの取引であることをたとえ知ったとしても、当該保護セルの資産内容、負債内容、活動状況が分からないと取引相手としては不安が残る。けれども、どの保護セル保険会社制度においても、少なくとも法律レベルでは、各保護セルの資産内容、負債内容、活動状況を公示したり、取引相手に明示したりすることを義務づけるものは見られない。このあたりが、今後の課題といえよう。

(3) 倒産制度

保護セル保険会社制度自体の会社清算に関しては、どの保護セル保険会社制度にも規定が存在するが、保護セル自体の管理・更生・清算といった倒産制度については、保護セル保険会社制度によっては十分には整備されていない（前述の本節2(5)参照）。

保護セル自体の倒産制度が整備されていない場合には、ある保護セルが債務超過に陥ったときに、いちいち保護セル保険会社全体を清算等の倒産制度の下に置くことは大変である。また、ある保護セルが債務超過に陥った場合に、ただちに保護セル保険会社全体を清算等の倒産制度に置くことは困難であるとする、こうした場合の処理がどうなるのかについて予測が立たな

い。したがって、やはり、保護セル自体の倒産制度の整備が必要である。

(4) 保険会社制度不当回避の防止

保護セル保険会社制度を利用すると、保険会社を設立しなくとも、保護セルの設定（さらには、キーポート法のような立法例では、保護セル内部のサブ勘定の設定。前述第3節2参照）によって、ある意味では保険会社設立と同様の効果を得られることになる。つまり、保護セル保険会社制度は、ある意味では保険会社設立の便法である。

もしそうだとすると、保護セル毎に資本金、責任準備金、ソルベンシー・マージン、資産運用等について、保険規制や保険監督を行うべきかが問題となろう。

(5) 法人内部の有限責任財産制度

以上に見てきたように、保護セル保険会社制度は、主に保険に関連して法人内部にさらに有限責任財産を設定する制度である。

問題の第一は、法人という有限責任財産制度（株主有限責任ルール）を経済主体が作り出して育ててきたにもかかわらず³⁸⁾、その法人内部にさらに有限責任財産制度を設けること（いわば、保護セルの責任についての法人有限責任ルール）にどのような意義があるのかである。これまで、法人内部の複数の財産について相互

に独立性を確保したい場合には、基本的には別法人化という手段をとってきた³⁹⁾。他方で、見せかけだけの別法人化に対しては、その効果を否定するために法人格否認の法理（lifting the veil or piercing corporate veil）という考え方⁴⁰⁾を発展させてきた。保護セル保険会社制度は、こうした従来の考え方に正面から対峙するものであるように思われる⁴¹⁾。

問題の第二は、なぜ保険に関連するものについてのみ、こうした法人内部の有限責任財産制度が認められるのかである。保険には全く関係しないような法人の内部にも、こうした保護セル制度を認める余地はないのかどうかである。

例えば、保険リスク以外の証券化においては、証券化商品の発行の都度、特別目的会社をわざわざ設立している。そして、この特別目的会社は通常はケイマン諸島といったオフ・ショアの国々で設立されている。こうした事情は保険リスクの証券化と全く同様である。にもかかわらず、保険リスクの証券化のみについて、モデル法やロード・アイランド法やイリノイ法では保護セル保険会社制度を設けたのである。

こうした点があはつきりしないと、そもそも保護セル保険会社制度がなぜ必要なのか、あるいは、どういう意味を持っているのかが判然とせず、他の国々や法域に円滑に広がっていくこと

38) 鈴木竹雄『会社法』（全訂5版。1994）弘文堂、21頁、金本良嗣＝藤田友敬「株主の有限責任と債権者保護」三輪良朗＝神田秀樹＝柳川範之編『会社法の経済学』（1998）東京大学出版会参照。

39) 他には、信託、ビジネス・トラスト、物的担保のような制度もある。

40) 江頭憲治郎『会社法人格否認の法理』（1980）東京大学出版会を参照。なお、日本でも判例で認められている（最高裁昭和44年2月27日判決民集23巻2号511頁）。

41) ただし、法人内部の特定の事業部門の業績のみに連動するトラッキング・ストック（tracking stock）という株式の発行は既に米国で認められている。1984年にゼネラル・モーターズ（General Motors）

がエレクトロニック・データ・システムズ（EDS）社買収に際して発行したのを初めとして、米国では種々の会社がトラッキング・ストックが発行している。

この制度では、もちろん、特定の事業部門の財産が他の部門から独立して有限責任の利益を享受する訳ではない。しかしながら、保護セル保険会社制度において、特定の保護セルの成績のみに連動して保護セル資産を参加者や投資者に分配することに一脈相通じることがあると言えよう。

なお、トラッキング・ストックについては、中島達哉「トラッキング・ストックの効用」商事法務1550号、1551号（2000）、加藤和成「わが国におけるトラッキング・ストックの導入の可能性と問題点」商事法務1557号、1558号（2000）を参照。

にはならないと思われる。

[九州大学経済学部客員助教授]