

解 説**クレジット・デリバティブの
公正価値会計** 1

神戸大学
教授 古賀 智 敏

目 次

まえがき
I クレジット・デリバティブの意義と特性
II クレジット・デリバティブの構造
1 クレジット・デフォルト商品
2 トータルリターン・スワップ
(以下次号)
III クレジット・デリバティブと公正価値評価
IV クレジット・デリバティブの会計
1 トレーディング目的のクレジット・デリバティブ
2 公正価値ヘッジ目的のクレジット・デリバティブ
V 要約と課題 むすびに代えて

まえがき

リスク・ヘッジと余資の効率的運用を背景として、各国は新型デリバティブの開発にしのぎを削っている。ここでは、リスクの再規定と分離・組み換えを通じて、種々の新型デリバティブが登場するようになった。クレジット・デリバティブ(credit derivative)も、このような新型商品の一つである。それはクレジット・リスク(信用リスク)を資産・負債から分離して移転できるように設計された金融商品であり、最近3～4年の間に急速に注目されるようになってきた商品である。わが国においても、今後、その発展が最も期待されるデリバティブの一つといえよう。

クレジット・デリバティブの登場がごく新しいことから、その会計並びに課税上の取扱いは必ずしも確立されてはいない。周知のように、1998年から1999年にかけて、アメリカ財務会計基準審議会(FASB)、国際会計基準委員会(IASC)、およびわが国企業会計審議会の3つの基準セッターから、金融商品に関する会計基準が立て続けに公表された。一つは、FASB基準書133号『デリバティブとヘッジ活動に関する会計』であり、一つは、国際会

計基準39号『金融商品：認識と測定』であり、そして、もう一つは、大蔵省企業会計審議会『金融商品に係る会計基準の設定に関する意見書』であった。⁽¹⁾対象となる資産がデリバティブか金融商品かという差異はあるものの、いずれもデリバティブについて公正価値評価とヘッジ会計の適用を正式に認めようとする点では、共通の理解が得られたように思われる。しかしながら、クレジット・デリバティブに対して、これらの会計基準をどのように適用するかについては未だよく知られていない。

本稿では、クレジット・デリバティブの特性と構造を浮き彫りにするとともに、公正価値評価という観点から、その会計上の取扱いを明らかにすることを主たる課題とするものである。

I クレジット・デリバティブの意義と特性

一般にクレジット・デリバティブとは、「信用リスクを信用プロテクションの買い手(credit protection buyer;つまり、信用リスクの売り手)から信用プロテクションの売り手(credit protection seller;つまり、信用リスクの買い手)へ移転するように設計された金融商品」をいう。⁽²⁾具体的には、クレジット・デフォルト商品(credit default products)、トータルリターン・スワップ(total return swaps)、クレジット・スプレッド商品(credit spread products)、およびクレジット・リスク関連証書(credit linked notes)等が含まれる。

このようなクレジット・デリバティブは、次のような特徴をもつ。⁽³⁾

- ・個別に交渉された店頭取引(OTC transaction)または証書の形態(note structure)をとること。
- ・二つの当事者間の取引であること。一方は、プロテクションの買い手(リスクの売り手)であり、他方は、プロテクションの売り手(リスクの買い手)である。
- ・債務の少なくとも一つの価値は第三者(参照事業体 Reference Entity)または特定の支払義務(参照債務 Reference Obligation)のもとでの当事者の履行に基づくか、あるいは、参照事業体の信用力の変化に基づくものであること。
- ・このような履行義務は、しばしば一つまたは複数の特定化された信用事象(specified credit event)の発生によって生じること。

クレジット・デリバティブは保証(guarantee)、リスク・パーティシペーション(risk participation)、スタンバイ信用状(standby letter of credit)等のある種の伝統的な金融手法と類似性をもつ。しかし、クレジット・

デリバティブは、その価値が第三者当事者の信用に基づき、そこから派生されたものであるという意味では、明らかにデリバティブとしての特性をもつ。

デリバティブを特徴づける要素の一つは、それが単一または複数の基礎値および想定価額を含んだ「名目的」契約(“notional” contract)であるということである。⁽⁴⁾ 典型的なクレジット・デリバティブは、その計算の基礎をなす債務(参照債務)を実際に保有することが要求されておらず、また、支払額も当該参照債務について支払われる金額とイコールである必要はないという意味では、純粹に「名目的」である。簡単な例を用いて説明することにしよう。

まず、【設例1】を参照されたい。これは、A銀行(プロテクションの買い手)とB銀行(プロテクションの売り手)との間のクレジット・デフォルト・スワップの簡単な例を示すものである。この場合、A銀行は韓国の金融リスクをヘッジするためにB銀行と信用デフォルト契約を締結し、クレジット・デリバティブの期間中、定期的に30ベース・ポイントをB銀行に支払うことにした。この契約では、何らかの信用事象の発生とともに、B銀行はA銀行に支払わなければならない。

このような信用事象(支払不能など)による支払いは、参照債務に基づくものである。しかし、かかる参照債務は必ずしもA銀行が保有した債務である必要はなく、まさに名目的であるにすぎない。現金決済のための最終価格(Final Price)を決定するのに用いられる市場価値(Market Value)もまた参照債務の実際売却価格ではなく、一定期間にわたる相場の平均値に基づく名目価値である。

ひとたび信用が名目的商品として取り扱われるように

なると、それは一定の関係や特定の金融商品から分離されるようになる。すべてのクレジット・デリバティブは金融取引における権利と義務を分離し、それらを個別に最も負担能力の高い当事者(義務の場合)または最も有利に利用し得る当事者(権利の場合)に移転するという点でデリバティブをなす。⁽⁵⁾ これらのクレジット・デリバティブは、プロテクションの買い手にとっては、信用リスクのヘッジや信用リスクの分散等の目的に利用されるのに対し、プロテクションの売り手にとっては、資金コストを伴わないで信用エクスポージャーへの接近を図ったり、利回りの増大、裁定利益の獲得等の目的で利用される。⁽⁶⁾

Ⅱ クレジット・デリバティブの構造

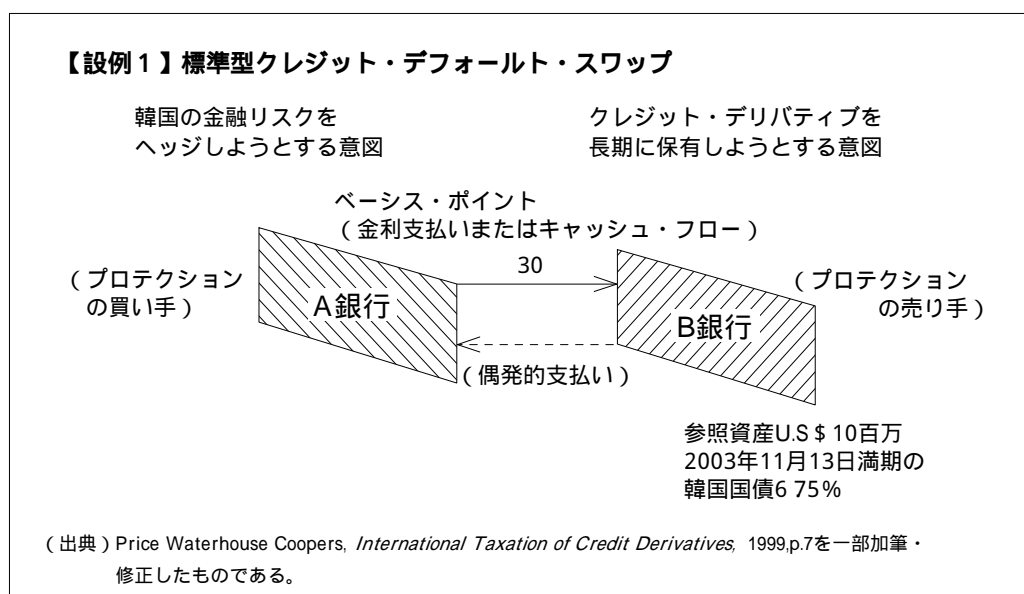
先に述べたように、クレジット・デリバティブには大きく次の三つのタイプがある。⁽⁷⁾

- (1) クレジット・デフォルト商品
(credit default products)
- (2) トータルリターン・スワップ
(total return swaps)
- (3) クレジット・スプレッド・オプション
(credit spread options)

以下では、特に上記(1)と(2)について、その基本的仕組みを明らかにすることにしたい。

1 クレジット・デフォルト商品

クレジット・デフォルト商品とは、契約の相手当事者のデフォルトといった特定の事象の結果として、参照資産にかかる信用損失に対するプロテクション(防衛)



をなすように設計された契約である。この商品のライターまたは売り手は、特定の事象が発生した場合に商品の買い手に支払いをなすのと引き替えに手数料 (premium) を受け取ることになる。このような事象が発生したときに支払う条件付支払額 (conditional payment) は固定金額であることもあれば、信用事象の発生時に決定される金額 (参照資産の市場価値と額面価値との差額など) となることもある。⁽⁸⁾

【図1】は、クレジット・デリバティブの最も典型的形態としてのクレジット・デフォルト・スワップの仕組みを示すものである。そこでは、プロテクションの買い手は、プロテクションの売り手に対して定期的に手数料として固定金額を支払う。他方、プロテクションの売り手は、手数料を受け取る見返りに信用事象の発生時に当該証券を予め契約された価格 (pre-agreed price) で買い取るか、その価格と市場価値との差額を支払うことになる。具体的には、信用事象の発生とともに、プロテクションの売り手は買い手に対して次のような金額を支払って決済を行う。⁽⁹⁾

(イ) 現物決済の場合、参照価格 (確認書において特定化され合意された比率) を引渡可能債務 (Deliverable Obligations; 参照債務など) の受領に対する変動金利支払者の計算価額 (Floating Rate Payer Calculation Amount) に適用することによって算定された購入価格を支払う。

(ロ) 現金決済の場合、(i)参照価格マイナス最終価格 (決済時での参照債務の市場価値に基づいた一定の比率) の残余额に変動金利支払者の計算価額を乗じた正の金額、または(ii)確認書に記載の合意された金額を支払う。

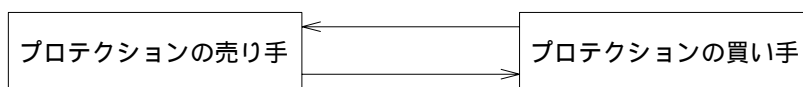
2 トータルリターン・スワップ

一般にトータルリターン・スワップとは、プロテクションの買い手が参照資産の経済的業績を、より安定したリターンと交換することによって、参照資産の保有に伴う信用リスクおよびマーケット・リスクを売り手に有効に移転する金融商品である。典型的契約では、買い手は、売り手に参照資産が保有されていたならば受け取ったであろうすべての契約金額プラス当該資産の現在の価格に基づく価値上昇分 (評価益) を負担することになる。それに対して、売り手は、参照資産の名目価値にかかる固定または変動利率に等しい金額プラス当該資産の価値下落分に相当する金額を買い手に支払うことになり、最終的には、売り手と買い手の支払額の純額のみが授受される。この場合、買い手も売り手もトータルリターン・スワップの計算上の基礎をなす参照資産を実際に保有することは必要ではない。⁽¹⁰⁾

【図2】に示されるように、トータルリターン・スワップとは、プロテクションの買い手は、参照債務に支払われる金利相当額を定期的に支払うとともに、スワップ契約の最終決済時または特定の信用事象が発生した時

【図1】現金決済によるデフォルト・スワップ

固定金額：変動金利支払者の計算価額 (\$ 10MM) に対する年利0.5%

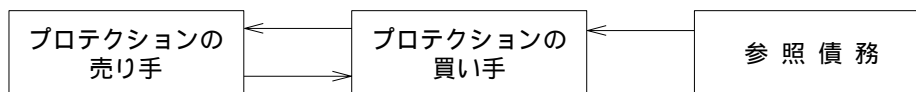


事象発生時に、(参照価格 - 最終価格) × 変動金利支払者の計算価格 (\$ 10MM)

出典：S.Henderson, "Credit Derivatives", edited by Dr.Alastair Hudson, *Credit Derivatives*, 2000, p.4.

【図2】現物決済によるトータルリターン・スワップ

参照債務において支払われる範囲でのLIBORプラス0.5%の定期支払額、プラス支払われる範囲での満期日の元本額 (\$ 10MM), または信用事象の発生に伴う参照債務の引渡し



LIBORの定期支払額プラス満期日
または信用事象発生時での
(参照価格 × 変動金利支払者の計算価額)

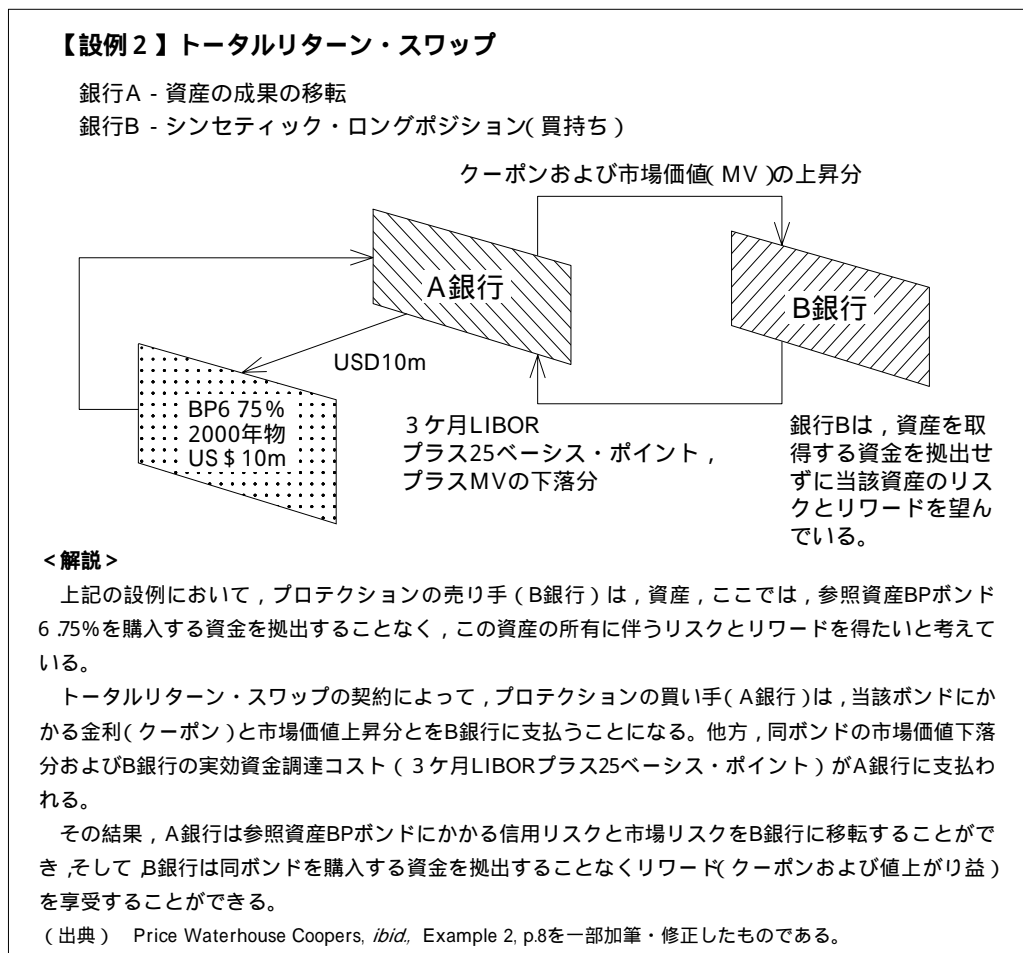
LIBORプラス0.5%および
満期日での \$ 10MM

(出典) *Ibid.*, p.5.

に、次のような義務を負う。⁽¹¹⁾

- (イ) 現物決済の場合、プロテクションの買い手は引渡可能債務の引渡しを行わなければならない。
- (ロ) 現金決済の場合、参照債務について支払われる元本相当額を支払うか(決済日が参照債務の満期日である場合)、または最終価格に基づく参照債務の価値を支払わなければならない(決済日が参照債務の満期日前である場合)。

それに対して、プロテクションの売り手は、買い手の名目的資金コスト(たとえば、LIBOR)を定期的に支払うとともに、満期日に引渡可能債務の引渡しまたは最終価格に基づく支払いに対して購入価格(通常は、名目価額に適用される参照価格)を支払うことになる。これらの期間毎の支払額は、同一通貨で同一満期日であるならば、相殺して純額で授受される。なお、【設例2】は、トータルリターン・スワップの取引例を示したものである。



【注】

- (1) Financial Accounting Standards Board (FASB), SFAS No.133, *Accounting for Derivative Instruments and Hedging Activities*, June 1998; International Accounting Standards Committee (IASC), IAS39, *Financial Instruments: Recognition and Measurement*, December 1998; 大蔵省企業会計審議会『金融商品に係る会計基準の設定に関する意見書』, 平成11年1月22日。(2) Price Waterhouse Coopers, *International Taxation of Credit Derivatives*, 1999, p.5.
- (3) Schuyler K.Henderson, "Credit Derivatives", *Credit Derivatives*, edited by Dr. Alastair Hudson, Sweet & Maxwell, 2000, p.3.

- (4) 詳細は、次を参照されたい。S.Henderson, *ibid.*, pp.10 - 11.
- (5) *Ibid.*, p.11.
- (6) Price Waterhouse Coopers, *op. cit.*, p.6; S.Henderson, *op. cit.*, pp.9 - 10.
- (7) たとえば、次を参照されたい。Jack C.Francis, Joyce A. Frost, and J.Gregg Whittaker (editor), *Handbook of Credit Derivatives*, McGraw-Hill, 1999, pp.208 - 215; S.Henderson, *op. cit.*, pp.4 - 9.
- (8) J.Francis, J.Frost, and J.Whittaker, *op. cit.*, pp.208 - 209.
- (9) S.Henderson, *op. cit.*, p.4.
- (10) J.Francis, J.Frost, and J.Whittaker, *op. cit.*, pp.208 - 209.
- (11) S.Henderson, *op. cit.*, pp.4 - 5.