

解 説

クレジット・デリバティブの 公正価値会計 2

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
(以上前号)
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

III クレジット・デリバティブと公正価値評価

周知のように、金融商品、特にデリバティブに最も適合した測定属性は公正価値である点では、主要な基準セッター相互間で基本的合意が得られつつある。すなわち、「公正価値は金融商品にとって最も適合性を持った測定値であり、デリバティブにとって唯一の適合性ある測定値である」(FASB基準書133号, par.220)。しかしながら、公正価値とは何か、また、なぜ公正価値なのかについては、必ずしも共通の理解が得られているわけではない。⁽¹²⁾

一般に「公正価値」は「市場価値」よりも広く、それを包摂する概念として規定される。たとえば、FASB基準書133号では、公正価値とは、「資産(負債)が、自発的な当事者間、つまり、強制または清算売却以外の現在取

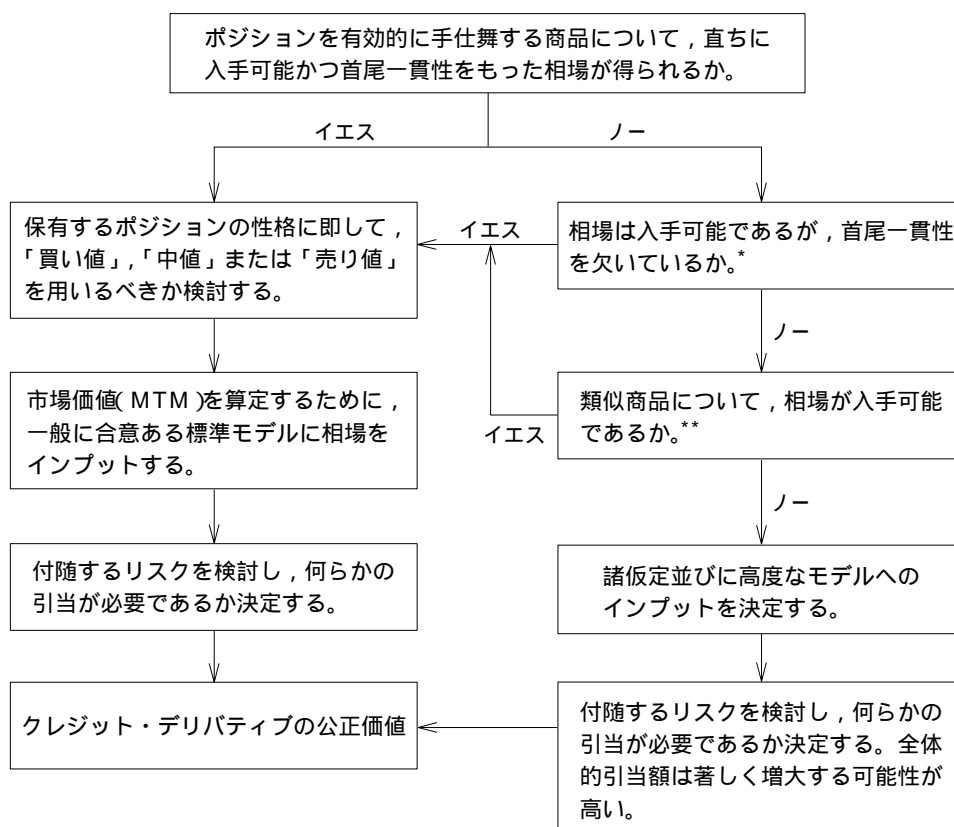
引において、購入(発生)もしくは売却(決済)されるであろう金額(同基準書133号, Appendix F, par.540)として規定される。同様に、国際会計基準39号(IAS39)においても、公正価値とは、「取引の知識がある自発的な当事者間で、正規の取引条件で資産が交換され、もしくは負債が決済される金額」(国際会計基準39号, par.8)をいう。このように、表現は異なるにしても公正価値が次のような条件を満足する点では共通である。⁽¹³⁾

- ・自発的な当事者間で成立する価格であり、かつ、
- ・正規の取引条件(つまり、独立当事者間の取引条件)に基づくこと。

かかる公正価値は、次に示すように、市場価値(価格)を含めた広い概念をなす。⁽¹⁴⁾

- (1) 金融商品の取引所がある場合、引合市場価格(quoted market price)による。
 - (2) 引合市場価格が得られない場合、差異を反映すべく適当な調整を行った類似商品の引合価格が用いられる。
 - (3) 市場価格が存在しない場合、ブローカー市場での気配値または相手方当事者から得られる相場による。代替的に、企業が類似商品を定期的に取得または発行する場合には、これらの類似商品の現在価格を用いてもよい。
 - (4) 割引キャッシュ・フロー分析、オプション・プライシングモデル(ブラック=ショールズ・モデルなど)を含む評価技法を用いる。かかるモデルは、ある種の仮定がなされることを要する(たとえば、ブラック=ショールズ・モデルの適用では、合理的見積もりが必要とされる安定したボラティリティの仮定を含む)。
- なお、参考までに、【図3】はクレジット・デリバティブの公正価値決定のための意思決定図を示すものである。
- ところで、公正価値は理論的には主観価値と客観価値との二つの側面をもつ。公正価値の主観価値(使用価値)とは、「将来キャッシュ・フローの現在価値」をいうのに対し、その客観的価値とは、市場で成立する市場価値をいう。公正価値のもつ主観価値と客観価値とは、完全競争的な市場のもとでは、理論的に等しくなる。すなわち、資本市場理論では、合理的な投資者は期待キャッシュ・フローの割引計算によって金融商品の価格づけを行うことを前提とする。競争的な市場のもとでは、類似

【図3】クレジット・デリバティブの公正価値決定



* この状況のもとでは、より高いレベルの引当が期待される。

** 上記*から、ここでもより高いレベルの引当が期待される。

(出典) Cossey, P. and Davies, F.; "Fair Value Accounting for Credit Derivatives"; *Credit Derivatives*, op.cit., p.115
を参考に一部加筆・修正したものである。

の条件とリスクの商品に対する現在市場収益率を用いて現在価値が算定され、金融商品の市場価値はこの現在価値へと導かれ、差額つまり異常な収益期待があれば直ちに裁定されることによって、「市場価値(客観価値) = 現在価値(主観価値)」になる。このような資本市場の理論に立つ限り、金融商品の公正価値は、「類似の条件とリスクの商品に対する現在の市場収益率で割り引かれた将来キャッシュ・フローの現在価値」(IASCディスカッションペーパー, par.5・2・12)を意味し、そこに公正価値の本質がある。(15)

しかしながら、不完全市場という、より現実的なシナリオのもとでは、使用価値と2つの市場価値、つまり、売却価値と購入価値とは必ずしもイコールにはならない。ここで特に重要な差異は、使用価値と他の二つの売却価値との差異であり、バース = ランズマン(Barth, M. and Lansman, W.)[1995]によれば、その差異は資産間のシナジー効果をも含めた経営能力の差異という無形価値を

反映するものである。(16)このような無形資産を反映する使用価値のみが資産に付随したトータルの企業価値を把握するものであり、したがって、この使用価値(主観価値)が公正価値会計の中核をなすものでなければならない。それにもかかわらず、従来、FASBが「公正価値 = 売却時価」として取り扱ってきたのは、将来キャッシュ・フローの算定という実践上の困難性によるものと考えられる。

そこで、次に、クレジット・デリバティブの会計上の取扱いについて検討することにした。

IV クレジット・デリバティブの会計

FASB基準書133号では、すべてのデリバティブは、次の4つの区分のいずれかに分類される。(17)

(1) ヘッジ目的以外のデリバティブ(トレーディング目的)

- (2) 公正価値ヘッジ (fair value hedge) のデリバティブ
- (3) キャッシュ・フローヘッジ (cash flow hedge) のデリバティブ
- (4) 外貨建ヘッジ (foreign currency hedge) のデリバティブ

上記4つの中で、クレジット・デリバティブに特に受当するものは上記(1)と(2)である。

1 トレーディング目的のクレジット・デリバティブ

基準書133号では、ヘッジ指定を受けていないデリバティブにかかる利得・損失は、当期利益に計上されなければならない。例えば、トータルリターン・クレジット・スワップに投資するケースを想定されたい。この場合、投資者は自己の貸借対照表に計上されていないリスクな資産に対する経済的エクスポージャーを受け取る。このような取引の目的はクレジット・リスクを獲得することであって、それをヘッジすることではない。

このようなクレジット・デリバティブの会計処理の要点は、次のとおりである。(18)

- (1) スワップ契約の締結時では、その公正価値はゼロである。すなわち、契約の締結時点では、一方の当事者が支払うことを約束したスワップ支払額の現在価値と

相手方当事者が支払うことを約束したスワップ支払額の現在価値は完全にイコールになるので、いずれの当事者にとってもスワップの正味現在価値はゼロになる。

- (2) また、スワップ契約の締結時では、双方の当事者は将来時点に支払いをなすことを義務づけられたにすぎず、何らキャッシュ・フローの交換が行われていない。その結果、契約締結時には、会計処理は不要となる。
- (3) しかしながら、期末時点では、双方のスワップ支払額が相殺され、一方の当事者は他方の当事者からその正味支払額のみを受け取る。この場合、正味キャッシュ・インフローは利益として、そして、正味キャッシュ・アウトフローは費用として計上されることになる。
- (4) 期末時点では、期中での金利など市場変数の変動の結果、スワップは一方の当事者にとっては正の価値を示し、他方の当事者には負の価値をなすであろう。基準書133号によれば、このようなスワップの価値変動は、利得または損失として当期の損益計算に計上されなければならない。

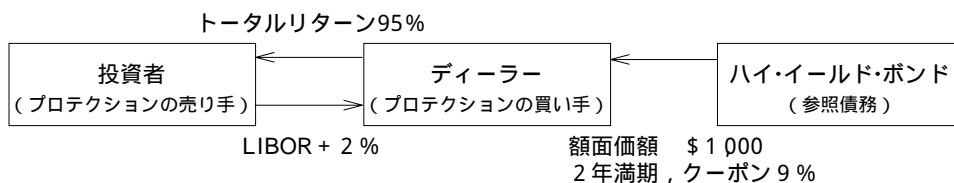
【設例3】は、トータルリターン・クレジット・デリバティブについて簡単な会計仕訳を示したものである。この例において、スワップ契約の締結時点では、双方の

【設例3】トータルリターン・クレジット・スワップの会計処理

投資者はディーラーと想定元本 \$ 1,000、2年満期のスワップ契約を締結した。この契約により、投資者はハイ・イールド・ボンドのトータルリターンを受け取るのに対し、ディーラーは LIBOR + 200 ベーシス・ポイントを受け取ることになる。同ボンドの額面価額は \$ 1,000、2年満期、クーポンレート 9%、現在市場価値 \$ 990 である。

投資者は各年度 \$ 95 (クーポン \$ 90 + ボンド価格上昇分 \$ 5) のトータル・リターンを受け取るものとする。なお、割引率として利用されるゼロ・クーポン国債のイールド・カーブは、次のとおりである。

1年レート 6%、2年レート 7%、1年先物レート 8%
 1年LIBOR 6.5%、2年LIBOR 8.5%



【計算例】

t = 0	投資者へのトータルリターン支払額の現在価値	$\$ 95 / 1.06 + \$ 95 / (1.07)^2 = \$ 172$
	ディーラーへの変動金利支払額の現在価値	$\$ 85 / 1.06 + \$ 105 / (1.07)^2 = \$ 172$
	スワップの正味現在価値	$\$ 172 - \$ 172 = \$ 0$
t = 1	投資者へのトータルリターン支払額の現在価値	$\$ 95 / 1.08 = \$ 87.96$
	ディーラーへの変動金利支払額の現在価値	$\$ 105 / 1.08 = \$ 97.22$
	スワップの正味現在価値 (ディーラー)	$\$ 97.22 - \$ 87.96 = \$ 9.26$
	(投資者)	$\$ 87.96 - \$ 97.22 = (\$ 9.26)$

【会計処理】

t = 0(スワップ契約締結時)	仕訳不要
t = 1(第1年度末)(現金) 10	t = 1(第2年度末)(損益) 10
(損益) 10	(現金) 10
スワップ損益の計上	スワップ損益の計上
(損益) 9.26	(スワップ債務) 9.26
(スワップ債務) 9.26	(損益) 9.26
スワップ価値の変動額の計上	スワップ価値の変動額の計上

(出典) M. Anson, *Credit Derivatives*, Frank J. Fabozzi Associate, pp.188 - 190を参考に筆者が作成したものである。

支払額の現在価値はイコール(\$ 172)であるので、正味現在価値はゼロである。しかし、第1年度の期末時点では、投資者はスワップ支払額の正味インフロー \$ 10 (\$ 95 - \$ 85), およびスワップ価値の負の変動額 \$ 9.26 を計上しなければならない。ここで、\$ 9.26 は投資者の次期の正味アウトフローの現在価値([\$ 95 - \$ 105] / 1.08)を表す。なお、第2年度末(スワップ契約の満期日)では、将来でのキャッシュ・フローは生じないので、スワップの現在価値はゼロになる。したがって、投資者はスワップ価値の正の変動額(マイナス \$ 9.26 からゼロへの変動)とともに、ディーラーへの正味キャッシュ・アウトフロー \$ 10 (\$ 95 - \$ 105) を計上しなければならない。

2 公正価値ヘッジ目的のクレジット・デリバティブ

クレジット・デリバティブは、ある種の資産・負債の公正価値変動エクスポージャーに対するヘッジ手段として利用することもできる。⁽¹⁹⁾ FASB基準書133号によれば、ヘッジ対象項目が金融資産または負債等である場合、債務者の信用度の変動に起因する公正価値の変動リスクに対して公正価値ヘッジを適用することができる(基準書133号, par.21.f)。このように、FASB基準書はクレ

ジット・リスクを公正価値ヘッジ会計の適格リスクとして特定化している。公正価値ヘッジでは、ヘッジ手段としてのデリバティブにかかる利得・損失もヘッジ対象項目の価値変動とともに発生時に当期の損益に計上され、相殺されることになる。

まず、【設例4】を参照されたい。これはジャンク・ボンドの価値下落を防衛するためにクレジット・プットオプションを公正価値ヘッジ目的で購入したケースを示す。ボンドの市場価格は額面価値 \$ 100 と等しく、アット・ザ・マネーで権利行使が行われ、行使期間は1年とする。投資者は1年後にジャンク・ボンドを売却するものとする。

1年度末に、ボンドの価値は \$ 20 下落し、クレジット・プットオプションの本源的価値は \$ 20 となった。この場合、クレジット・プットオプションの価値変動がジャンク・ボンドの価値変動と完全に相殺される点に留意されたい。1年後に、投資者はオプションを行使または売却し、ボンドを \$ 80 で売却する。その結果、投資者の損益計算書への影響はゼロになる。なお、(ケース2)はクレジット・プットオプションの購入コスト、すなわち、クレジット・プロテクションのコストとして \$ 5 を要したケースを示すものである。

【設例4】クレジット・プットオプションの会計処理

(ケース1)	(ケース2)
クレジット・プロテクション・コストが 不要な場合	クレジット・プロテクション・コストを 要する場合
t = 0 仕訳不要	(プットオプション) 5 (現金) 5
t = 1 (プットオプション) 20 (損益) 20	(プットオプション) 15 (損益) 15
オプションの価値変動の計上	
(損益) 20 (ジャンク・ボンド) 20	(損益) 20 (ジャンク・ボンド) 20
ジャンク・ボンドの価値変動額の計上	
(現金) 80 (損益) 80	(現金) 80 (損益) 80
ジャンク・ボンドの売却	
(損益) 80 (ジャンク・ボンド) 80	(損益) 80 (ジャンク・ボンド) 80
ジャンク・ボンドの市場価値	
(現金) 20 (プットオプション) 20	(現金) 20 (プットオプション) 20

(出典) *Ibid.*, pp.192 - 193を参考に筆者が作成したものである。

V 要約と課題 むすびに代えて

本稿は、近年、急速に発展してきたクレジット・デリバティブについて、そ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、会計上の取扱いを検討しようとするものであった。最後に、これまでの議論の要点を摘記することによって、本稿のむすびに代えることにしたい。

(1) クレジット・リスクの移転を商品化したクレジット・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)に移転しようとするものである。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、利回りの増大等を図るために利用される。

(2) クレジット・デリバティブの典型例として、クレジット・デフォルト商品とトータルリターン・スワップがある。前者は、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をなすように設計された契約であるのに対し、後者は、プロテクションの買い手が参照資産の経済的成果をより安定したり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・リスクを売り手に移転する金融商品である。

(3) デリバティブ等の金融商品に最も適合した測定属性として公正価値が考えられる。公正価値は市場価値よりも広く、それを包摂する概念として規定される。公正価値は理論的には主観価値と客観価値との二つの側面をもつが、資本市場の理論に立つ限り、金融商品の

公正価値は、「類似の条件とリスクの商品に対する現在の市場収益率で割り引かれた将来キャッシュ・フローの現在価値」を意味し、そこに公正価値の本質がある。

- (4) 最後に、FASB基準書133号をクレジット・デリバティブに適用するにあたって、それが「トレーディング目的で利用される場合」と「公正価値ヘッジ目的で利用される場合」とが特に重要となる。前者の例として、トータルリターン・クレジット・スワップをトレーディング目的で投資する場合がある。この場合、期末時点では、双方のスワップ支払額が相殺されて正味支払額のみ授受されるとともに、スワップの価値変動は利得または損失として当期の損益計算に計上される。また、公正価値ヘッジでは、ヘッジ手段としてのデリバティブにかかる利得・損失もヘッジ対象項目の価値変動とともに発生時に当期の損益に計上され、相殺されることになる。

クレジット・デリバティブの登場がごく新しいことから、その会計上の取扱いは必ずしも十分に整備されているとは考えられない。殊に、わが国では、繰延ヘッジ会計や金利スワップの特例処理など、ヘッジ会計の取扱いにおいてFASBやIASCのヘッジ会計基準との著しい差

異がある。このような状況のもとで、本稿で示したFASB133号のデリバティブ会計基準がわが国のクレジット・デリバティブの処理に対して十分に適用できるかどうかはさらに検討を要するものと思われる。わが国においても、クレジット・デリバティブの発展に対応した会計基準の充実化が、近い将来、強く求められることになるであろう。

【注】

- (12) たとえば、次を参照されたい。拙著『デリバティブ会計<第2版>』森山書店、1999年、308 - 311頁。
- (13) Peter Cossey and Fonathan Davies, "Fair Value Accounting for Credit Derivatives" *Credit Derivatives*, op. cit., p.110.
- (14) U.K. Accounting Standards Board, Discussion Paper, *Derivatives and Other Financial Instruments : Appendices*, 1996, A・2, p.3.
- (15) 拙著、上掲書、309頁。
- (16) Mary E.Barth and Wayne R.Landsman, "Commentary : Fundamental Issues Related to Using Fair Value Accounting for Financial Reporting", *Accounting Horizons*, December 1995, p.101.
- (17) Mark J.P.Anson, *Credit Derivatives*, Frank J.Fabozze Associates, 1999, p.186.
- (18) 以下の議論は、次を参考にした。 *Ibid.*, pp.187 - 190.
- (19) 以下の議論は、次を参考にした。 *Ibid.*, pp.190 - 193.

