

信用リスク評価の高度化に資する新市場

リカバリー・スワップについて考える



金融研究部門 高岡 和佳子

takaoka@nli-research.co.jp

1—CDS取引について

CDS（クレジット・デフォルト・スワップ）とは、デフォルト事由を取引対象とするデリバティブ取引であり、具体的には買い手が定期的にプレミアムを売り手に支払う代わりに、契約期間内に対象企業がデフォルトした場合、デフォルトによる損失相当額を売り手が買い手に支払う契約である。これにより買い手は、信用リスクを一定程度ヘッジすることが可能となる。

デフォルト時に売り手が損失相当額を支払う方法（以下、決済方法）には、想定元本に等しい債務と現金を授受する現物決済、デフォルト時における債務の市場価格に応じて損失相当額を決定する市場価格参照型の現金決済、契約段階で損失相当額を決定しておく定額決済型の現

【図表-1】 決済方法によるリスク負担の相違

	リスクの所在	
	デフォルトの不確実性	回収額の不確実性
現物決済、及び市場価格参照型現金決済	売り手に移る	
定額決済型現金決済	売り手に移る	買い手に残る

金決済がある。定額決済型現金決済では、実際の損失額が契約段階で決定した損失相当額を上回る場合、当該CDS契約のみではその差額は補填されない。これは、信用リスクに内包されるデフォルト時の回収額の不確実性に起因するリスクを、買い手が負い続けることを意味する。逆に、現在の主流である現物決済及び市場価格参照型の現金決済の場合、売り手は回収額の不確実性（プレミアム決定時に想定していた回収額を実際の回収額が下回ることにより損失を被るリスク）を抱えていることになる（図表-1）。

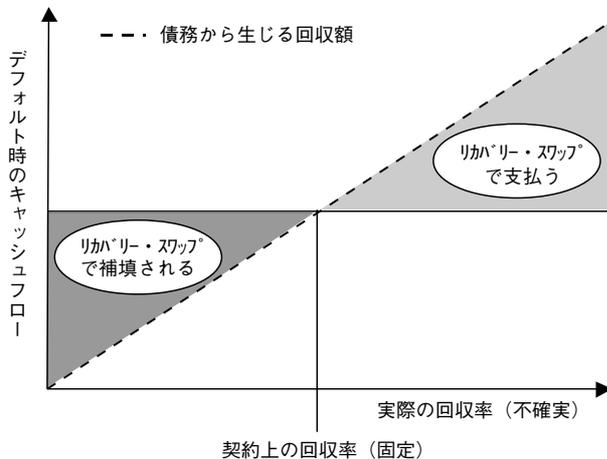
2—リカバリー・スワップについて

そこで近年、欧米では回収額の不確実性を取り扱うデリバティブ（以下、リカバリー・スワップ）の取引が開始され、サブプライム問題を機に関心・取引量が増大したと言われる。リカバリー・スワップは、回収額の不確実性に起因するリスクを移転・軽減したい主体（以下、移転元）と、リスクを引き受ける主体（以下、移転先）との間で契約が締結される^(注1)。契約期間内にデフォルトが発生した場合に、実際の回収率が、あらかじめ取り決めておいた回収率（契約上の回収率）を下回れば、その差額が移転先から支払われることによって、移転元の損失は補填される。逆に、実際の回収率が契約上の回収率を上回れば、移転元は移転先にその差額を支払う必要がある（図表-2）。

これにより、CDSの売り手は、リカバリー・スワップの移転元となることで、実際の回収率に関わらず、契約上の回収率に応じた損失（想定損失）に限定することが可能となる。なお、契約時及び契約期間を通じて、上記以外の金銭の授受は一切生じない。

リカバリー・スワップは、このような回収額の不確実性に起因するリスクを移転する手段に

〔図表－2〕 移転元における取引の効用



止まらず、信用リスク評価の高度化に資する情報を提供する手段としての有用性も併せ持つと考えられる。信用リスクを評価する上で、デフォルト確率と回収率を見積もることが重要であるものの、信用リスク内包商品の市場価格から、市場参加者が想定するデフォルト確率と回収率を分離して見積もることは困難である。しかし、リカバリー・スワップは回収額の不確実性のみを取引対象とするため、もはや分離の必要はない。契約上の回収率そのものが、市場参加者が想定する回収率と考えられるからである。

3—情報提供能力について

ここでリカバリー・スワップの取引ニーズが高まる状況について考えたい。回収率の定義が「デフォルトした場合に投資元本のうちどの程度を回収できるか」である以上、デフォルトしない限り回収率の高低が問題とならないことは明らかであろう。つまり、デフォルトする可能性が高いと考えられる企業や、そのような市場環境において取引ニーズが高まる。上述のサブプライム問題を機に関心・取引量が增大したことが、これを裏付ける。

取引情報は、複数の市場参加者の合意によっ

て成立した価格こそ価値を持つため、紹介したリカバリー・スワップは、信用リスク評価が必要な企業のうちの一部、もしくは一時の情報提供手段に止まる可能性もある。

4—まとめ

リーマンの破綻を機に、CDSの取引量は一時減少に転じたが、リスクヘッジ手段としてのニーズの高さから、その減少を打ち消すが如く増加している。これと同様に、ニーズが高まれば国内においてもリカバリー・スワップが広く取引され、市場参加者が想定する回収率に関する情報が提供される時が来るかもしれない。

しかし理論的には、現在のCDS取引情報（プレミアム）に加え、定額決済型の現金決済のCDS取引情報（プレミアムと、契約上の回収率）もあれば、市場参加者が想定するデフォルト確率及び回収率を見積もることは可能である。上述の通り、リカバリー・スワップの情報提供能力に対する懸念が残る以上、CDS取引に関するより幅広い情報が提供されることに期待したい。もちろん、定額決済型の現金決済が、十分な市場参加者を有するようになることが前提である。

（注1）一般的には、移転元を売り手、移転先を買い手と呼ぶ。CDS契約においてリスクの受け手が売り手であるのに対し、リカバリー・スワップにおいては買い手がリスクの受け手となる等の紛らわしさに配慮し、ここではこのような表現を用いた。