

# 消費者金融会社の信用リスク — CDS プレミアムと社債スプレッドの比較 —

神楽岡 優昌

武蔵大学

## 要 旨

消費者金融会社を対象に信用リスクの還元モデルを適用して、CDS プレミアムと社債スプレッドの価格評価をおこなった。還元モデルにおけるデフォルト強度は次の2種類の方法から推定した。第1の方法は、満期を1～10年とするCDS プレミアムからデフォルト強度の期間構造を推定した。第2の方法は、満期を3年とするCDS プレミアムおよび社債スプレッドから、各々の3年満期のデフォルト強度を推定した。CDS から推定したデフォルト強度の期間構造を用いてCDS が暗示する債券スプレッドの理論値を算出した。実証分析の結果は、近々のデフォルトが避けられないような信用リスクが異常に高い状況を除いて、信用リスクはCDS のデフォルト強度と社債のデフォルト強度の両方に反映されることを明らかにした。2010年、2011年については、CDS のデフォルト強度の時間変化が社債のデフォルト強度の時間変化に先行し、CDS のデフォルト強度の時間変化が社債のデフォルト強度の時間変化の予測力があることを明らかにした。さらに、本研究はCDS と社債の信用リスク分析に加えて、無リスク金利の期間構造の新しい推定方法を開発した。

## 1 はじめに

財務諸表は四半期ごとにしか作成されず、その開示時期はタイムラグを伴うため、財務情報から刻々と変化する信用リスクを評価できない。株価は発行会社の収益性と安全性を反映して形成されるため、倒産寸前の時期を除いて、株価から信用リスク情報だけを抽出することは困難である。CDS 市場と社債市場は、会社の信用リスク評価に対して、最新で有用な情報を提供する。CDS のプレミアムと社債の無リスク金利に対するスプレッドは信用リスクを直接反映する。CDS の参照エンティティとなっている会社と社債の発行会社が同一の場合、CDS

と社債の信用リスクは共通である。しかし、その企業自体の信用リスクがCDS プレミアムと社債スプレッドに等しく反映しているかについては、多くの研究があるが、未だ意見の一致をみていない。

CDS プレミアムと社債スプレッドを比較する研究方法は大別して2種類ある。第1の方法は数理モデルに依ることなく、CDS プレミアムと社債スプレッドを直接比べる。第2の方法は信用リスクを数理ファイナンスの枠組みでモデル化し、デフォルト確率を決定するモデル・パラメーターを通じて、CDS プレミアムと社債スプレッドを間接的に比較する。

数理モデルを用いないアプローチによる欧米市場を対象にした研究は、CDS プレミアムと社債ス