

## CDS と債券価格・株価の関係 —消費者金融会社に関するイベント・スタディ評価—

武蔵大学 茶野 努

リーマンショック後の金融不安定化の要因として、シャドウバンキング・システムにおいて CDS が果たした役割が大きい。CDS の引受者である AIG は破綻し、システミックリスクの顕在化を懸念した米国政府はこれを救済した。また、ギリシャ危機、それに端を発したイタリア・スペインでの国債価格の下落において、CDS との深い関わりが取りざたされている。CDS は金融不安定化を促す悪玉であるとの議論もマスコミによって報じられている。CDS はリスクヘッジ手段なのか、それとも投機対象の商品なのかということが問題とされている。

本論では、CDS のプライシングについて債券価格や株価との関係を通して検証する。その際に、単に三者の関係を回帰分析するのではなく、経営破綻が相次いだ消費者金融会社のイベント発生時における価格形成に着目するのが本論の特徴といえる。CDS の評価に関しては、企業が平時にある状態と破綻の可能性が強まった時期とを区別して議論する必要がある。

まず、イベント・スタディの手法を使って、消費者金融業を取り巻く環境変化のなかで、どれが予期せぬイベントであったかを特定化する。つぎに、CDS と債券価格・株価との理論的關係について整理する。理論的には、社債スプレッドと CDS プレミアムとの間には、完全な正の相関関係が存在し、クレジット・スプレッドと株価の間には、正と負両方の相関が生じうることを説明する。つづいて、倒産リスクが高まるような（予期せぬ）イベント発生時に際して、このような理論的關係が成立しているのかを消費者金融大手四社を対象に実証的に検証を行った。

得られた結論をまとめると以下のとおりである。今回の限られた業界の数少ないデータによる分析であるので結論は慎重でなければならないが、CDS 取引は平時においてはヘッジ目的が強く株価との関係も安定的であるが、倒産確率が高いと予想される（デフォルトポイントに近づいたと判断される）ようになると投機目的になる傾向がある。とくに、わが国の CDS 市場の場合には参加者が限定的かつ海外勢が多く、プレミアムの動きは投機的な影響を受ける場面が少なくない。一方、わが国の社債市場は取引・保有主体の殆どを国内機関投資家が占めるとされ、CDS 市場と社債市場が裁定の働きにくい構造にあるのかも知れない。社債市場の活性化に向けて、社債流通価格の情報開示の速報性や信頼性を高める必要があることも指摘されている。すなわち、制度的にみて、社債市場の価格調整速度が株式市場・CDS 市場に劣ることが指摘されている。

古来より、投機はファンダメンタルズからの乖離を広げて価格変動を大きくし経済の不安定化要因とする悪玉説と、さまざまな予想をもつ市場参加者がいたほうが市場の安定化に帰するという肯定的見方がある。おそらく、いずれも正しいのであろうが、少なくとも、今後の課題として、このようなケーススタディを積み重ねていき、CDS 市場の機能やプライシングの適正性について検証していく必要があるだろう。