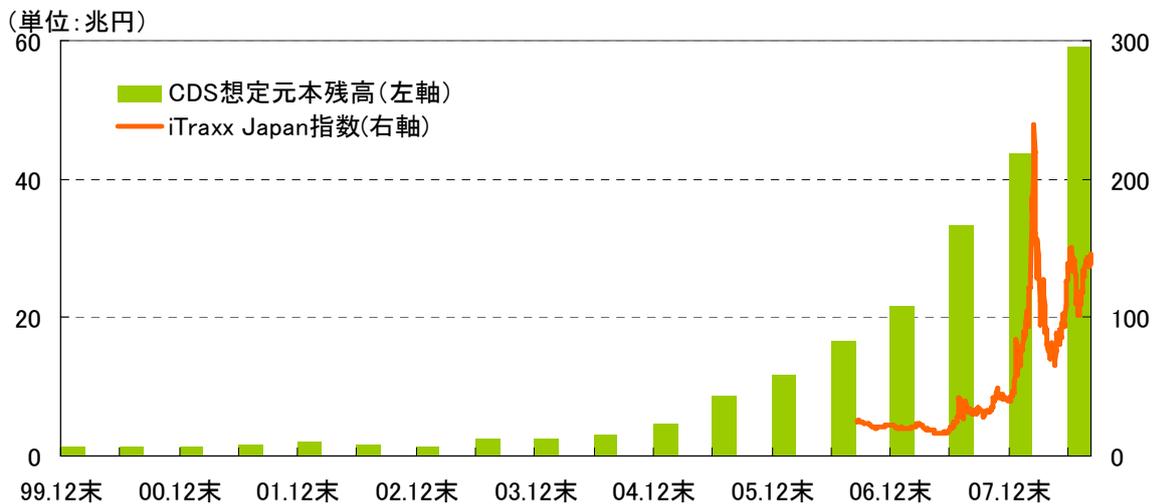


## (信用リスク管理)：CDS取引価格に基づく信用情報

サブプライム問題などの信用悪化局面において、CDSの代表的な指数(iTraxx Japan)の高騰がニュースになるくらい、最近ではマーケット全体の信用情報も注目されている。しかし、ここでは企業の信用情報として、従来の格付けに加え、日々QUICKが公表している個別のCDS取引価格を活用する際のメリットと留意点につき考察する。

CDS(クレジット・デフォルト・スワップ)とは、信用事由を取引対象とするデリバティブ取引の一種で、日本では1999年より個別銘柄の取引が始まった。図表1は、2006年9月より公表が開始されたCDSの代表的な指数であるiTraxx Japan指数と、CDS想定元本残高の推移を表したものであるが、直近のデータ(2008年6月末)では残高が59兆円と、1年間で26兆円増加しており、CDS市場の急拡大がわかる。

図表1：CDS指数とCDS想定元本残高の推移



(出所) 日本銀行「デリバティブ取引に関する定例市場報告」、QUICK等から作成

企業の信用力を表す情報としては、格付機関により付与される信用格付けが一般的である。しかし、これらは年に数回発表される決算資料などに基づく定量的分析に加えて、対象企業へのヒアリング結果など定性的分析を基に、アナリストにより総合的に判断・決定される。そのため、更新頻度には限界があり、自ずと即時性にも欠ける。

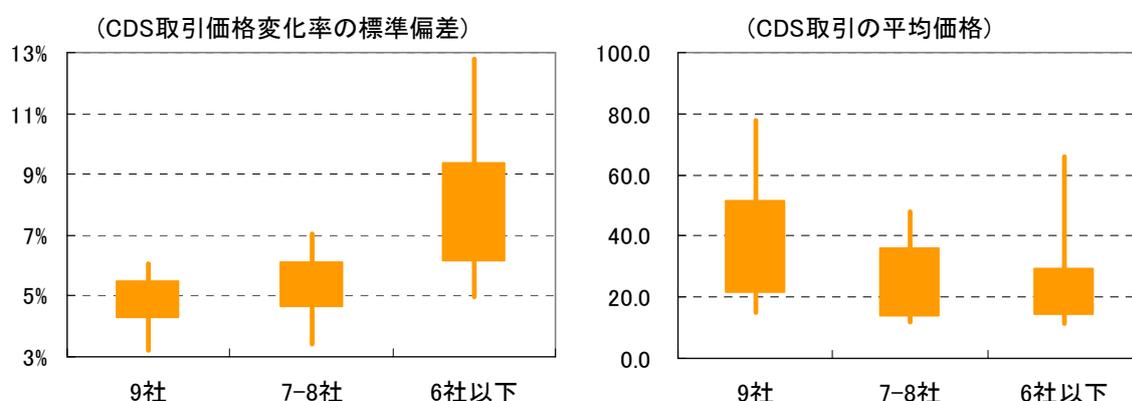
これに対し、取引対象が信用事由であるCDS取引価格には、企業の信用力に関する情報が含まれるのは自明であることに加え、CDS取引価格は5年物を中心に日々公表されていることから、格付機関による信用格付けよりも更新頻度が高く、即時性のある情報と考えられる。

ただ、ある時点のCDSの取引価格の高低のみを理由に、どちらの企業の信用力がより高いかを判断する際には注意が必要である。なぜなら、CDS取引価格が企業の信用力以外の要因の影響を受けて形成されている可能性があるからである。ここでは、企業の信用力以外の数ある要因のうち、需給や流動性の問題に絞ってその効果を確認する。

まず、相対取引である CDS 取引価格は、複数社の金融機関による提示値に基づき日々、QUICK により算出されているが、ここでは、需給や流動性の程度を CDS 取引価格の提示社数で代用することとする。2007 年 4 月～2008 年 3 月の CDS 取引価格データに基づき、銘柄毎に平均価格および価格変化率の標準偏差を求め、それを提示社数別に集計した結果が図表 2 である。細い線は中位 80%の銘柄が分布する範囲を、太い棒は同じく中位 50%の範囲を表している。

また、提示社数の相違で平均値に差があるかどうか検定した結果を図表の下に付した。価格変化率の標準偏差は、提示社数間に有意な差があり、分布範囲も提示社数が増えるほど小さくなる傾向が見られることから、需給や流動性の CDS 取引価格変化率への影響が伺える。もっとも信用力によって提示社数に偏りがあり、そのためこのような結果が得られた可能性も考えられるが、平均価格は提示社数間に有意な差があるとはいえず、その可能性は否定されよう。

図表 2: 提示者数別 CDS 取引価格変化率及び CDS 取引の平均価格の差異



	CDS取引価格変化率の標準偏差			CDS取引の平均価格		
	平均値	標準偏差	t値	平均値	標準偏差	t値
9社 (n=75)	4.89%	1.04%	1.77	41.5	30.6	-0.01
7-8社 (n=47)	6.16%	4.83%	2.49	41.4	62.2	0.44
6社以下 (n=42)	8.49%	3.99%		49.5	103.1	

(注) QUICK CDS 平均(3CE 5YEAR MID)は、最大 12 社から最小 2 社の提示値を基に算出されている。また、CDS 取引価格の提供会社 12 社のうち 9 社の提示値も情報発信されており、ここではその 9 社中何社から提示されているかによって分類した。

(注) t 値とは、平均に差があるかを判断する際に用いられる指標で、データ数などにもよりますが、上記の例では t 値の絶対値が概ね 1.7 以上なら 90%、概ね 2.0 以上なら 95%の信頼水準で平均に差があると判断できる。

(出所) QUICK データを元に作成

CDS 取引価格が需給や流動性といった企業の信用力とは関係のない要因の影響を受ける以上、ある時点で A 社の CDS 取引価格が B 社のそれを上回っていても、A 社の方が B 社よりも信用力が低いとは判断できないことがわかった。とはいえ、これをもって個別の CDS 取引価格が担う、企業の信用力に関する高頻度かつ即時性のある情報としての価値が否定されるわけではない。ただ、CDS 取引価格データを用いて企業の信用力を評価する際には、その需給や流動性の程度も把握し、一定期間のデータを基に判断するなど何らかの工夫が必要となる。

(高岡 和佳子)