

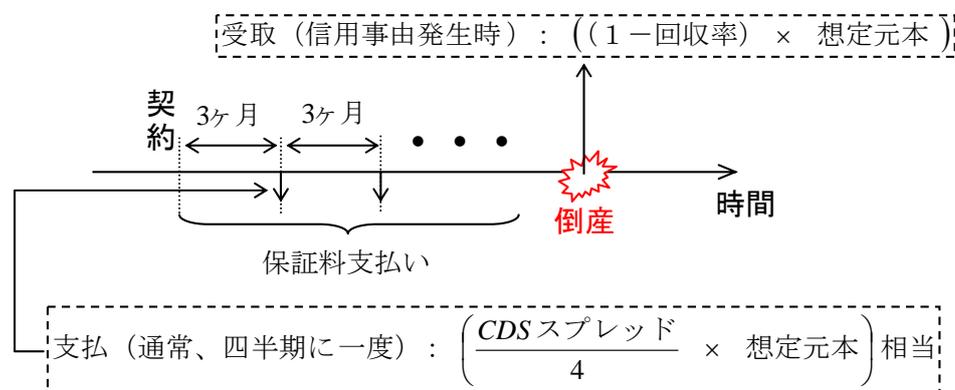
(リスク管理)： CDS 市場は正常に機能していたのか？

企業の信用力尺度として CDS (Credit Default Swap の略) スプレッド (価格) がある。本稿では、CDS の価格決定要因を明らかにした上で、国内 CDS 市場発足以来の最高値である 6,362.75bp (2009 年 4 月 3 日、アイフル) の意味合いについて考察してみたい。

CDS 契約は、プロテクションの買い手と売り手 (リスクの売り手と買い手) の間で、企業の信用事由を取引対象として結ばれものである。これは、買い手は想定元本の一定割合 (これが CDS スプレッドで、年率換算) を保証料として支払い、その見返りとして、契約期間内に対象企業に債務不履行や倒産などの信用事由が発生した場合、想定元本から回収率に応じた額を差し引いた分を売り手より受取る取引である (決済方法には、現物決済と現金決済があるが、本稿では、現金決済を想定している) (図表 1)。

取引対象より明らかなように、CDS スプレッドは、企業の信用リスク量に影響を与える倒産確率 (倒産タイミング) と回収率に依存して決定される。もっとも、CDS スプレッドは、Bloomberg はじめ、回収率を確定値 (40% を一つの目安) として計算するのが通例である。

図表 1：CDS スプレッドのキャッシュフロー (買い手)

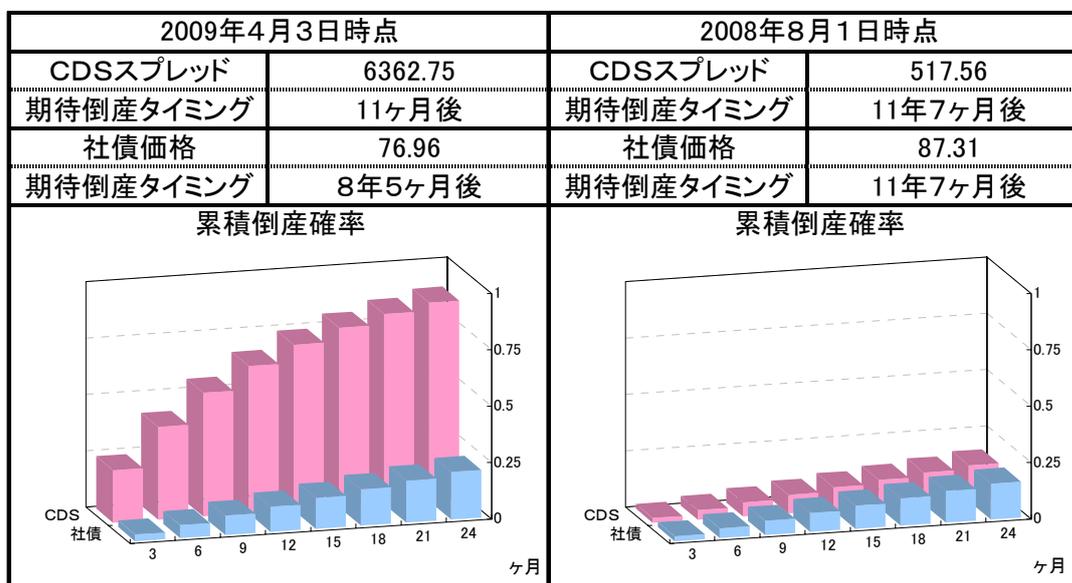


ところで、アイフルの CDS スプレッドは、2009 年 4 月 3 日に 6,362.75bp の史上最高値をつけた。信用リスクの急激な高まりから、同時期の同業他社平均も高かったものの、この 6000bp を超える水準は突出していた。仮に、元本 100 円で、回収率 40% とすると、対象企業が倒産しても 60 円しか受取れない契約に対し、それを上回る保証料 (63.62 円) を 1 年間に支払うことになる。これは通常、四半期ごとに保証料が支払われる CDS 契約において、1 年後の 4 回目の支払いを待たず約 11 ヶ月後に倒産することを期待した価格と解釈できる。果たして市場参加者は、こうした見込みに基づいて価格付けしていたのであろうか？

企業の信用力は、社債価格によっても一定程度窺い知ることができる。実際、2009 年 4 月 3 日のアイフルの社債価格を用い、回収率には 10% (社債市場における目安) を想定して期待倒産タイミングを計算すると、約 8 年 5 ヶ月後であり、CDS スプレッドから求めた 11 ヶ月後の 9 倍強であった。

また、CDS スプレッドが想定する累積倒産確率（24ヶ月目）は90%程度と、社債（21%程度）に比べて著しく高かった（図表2の左図）。

図表2：アイフルのCDS スプレッドと社債価格から導き出された
期待倒産タイミングと累積倒産確率



このように、社債市場とCDS市場の示唆する信用リスク度が大きく相違する理由としては、双方が想定する信用事由（倒産の定義）が異なる点が挙げられる。倒産の定義が、社債市場ではバンクランプシー（破産）と支払不履行の2つである一方、CDS市場では、この2つに加え、リストラクチャリングも含まれるため、倒産確率は相対的に高いはずである。

しかし、CDS市場が正常に機能していたと思われるリーマンショック前の2008年8月1日時点において、累積倒産確率や期待倒産タイミングはほぼ同水準であり、倒産の定義の違いによる影響は軽微だった（図表2の右図）。

それゆえ、2009年4月3日時点のCDS市場と社債市場のアイフルの信用力（累積倒産確率や期待倒産タイミング）に対する見解の大きな開きは、当時のアイフルのCDSスプレッドの価格付けが適切性を欠いていた可能性があるものと考えられる。そしてまた、こうした異常な価格を含むCDS市場全般についても、正常に機能していたか疑わしいと言えよう。

なお、CDS市場全般は、足元（2009年7月15日現在）において、インデックス iTraxx Japan（218.75bp）とその構成50銘柄の単純平均（310.18bp）との乖離率が29%と高く、一時11%（2009年7月8日時点）まで縮んだとはいえ、依然として高水準で不安定な状態が続いている状況にある。CDS市場の価格付けの正常化が待たれるところである。

（大山 篤之）