

博士論文要旨

日本市場における CDS プレミアムの影響要素分析

—流動性と情報非対称性を中心に—

山口大学大学院東アジア研究科 経済経営法律コース

孫 乃立

過去数十年間で、CDS 市場が急速に成長している。日本銀行の統計によると、日本では 1999 年に個別銘柄 CDS の取引を開始し、2009 年後半から市場規模が 1 兆ドルを突破している。

日本においては、投資家の買い持ち行動等により、社債市場の流動性がかなり低い。一方で、社債市場と比べると、CDS 市場は比較的高い流動性を持ち、さらに社債より高い利回りが得られるため、近年機関投資家に非常に重要視されている。

CDS に関する研究は通常 CDS 価格(CDS プレミアム)が原資産のクレジット・リスクのみに影響されると仮定している。しかし、過去の実証分析の結果を見ると、クレジット・リスクに関する変数は CDS プレミアムを部分的にしか説明していない。すなわち、クレジット・リスクは CDS プレミアムに影響を与える唯一の要素ではない。

近年、欧米市場において、流動性や情報非対称性も CDS プレミアムを左右するのではないかという研究が行われている。

流動性は、投資家がいつでも金融商品を公平な価格で速やかに売買できる能力を測る指標であり、金融市場において非常に重要視されている。株式市場では、

流動性の低い株式を取引すると、投資家は比較的高いコストを支払わなければならない。そのため、流動性の低い株式は一般的に低い価格と高い期待収益率を持つと考えられている。債券市場においても、同じ傾向が見られる。しかし、流動性が CDS プレミアムに与える影響については、異なる意見が見られる。CDS 市場はゼロ正味供給市場(Zero net supply)であり、株式や債券などのような原資産が存在せず、また株式や債券など取引後、リスクが売り手から買い手に移転することとは異なり、CDS 市場では、取引後リスクは買い手から売り手に移転することとなる。このような株式や債券市場と異なる特徴を持っているため、流動性が CDS プレミアムに与える影響は株価や債券価格に与えるそれと同じように扱うのは議論の余地があるとされている。

また、情報非対称性は、証券の買い手と売り手の間に存在する証券価格に関わる情報の差である。情報優位性を持つ投資家側は私的情報を利用して証券を取引して、損失回避あるいは利益増加する行動を取る可能性がある。特に、株式市場において、企業の経営状況などに詳しい投資家や情報分析に得意な専門家など、いわゆる、インフォームド投資家 (Informed Traders) と企業に関連がない投資家や素人の小口投資家など、いわゆるアンインフォームド投資家 (Uninformed Traders) が存在するため、私的情報による取引が発生する可能性が高い。情報優位性を持つ投資家たちが握っている私的情報は多くの場合に真の企業価値に関わる。これらの私的情報を利用して取引をすると、情報が株式市場に流入し、株価に影響を及ぼし、さらに債券市場や CDS 市場に流れる可能性もある。これまでの研究は株式市場の情報非対称性と社債の関係を議論しているが、CDS 市場との関係を検証していなかった。しかしながら、CDS 市場の参加者構成や取引方法は債券市場とかなりの差異が存在するため、株式の情報非対称性が CDS プレミアムに与える影響は社債クレジット・スプレッドと一致し

ない可能性が否定できない。

しかし、CDSに関する研究は主に欧米市場を中心に行われていて、日本市場に関する検証はほとんど行われていない。一方、日本市場は大きな規模を持ち、CDSの取引も頻繁に行われており、日本市場における流動性のCDSプレミアムに与える影響と情報非対称性がCDSに与える影響を確認する価値がある。

本研究は欧米市場の先行研究に基づいて、日本企業のCDS契約を対象とし、CDSプレミアムのパネルデータを用い、CDSの流動性及び株式の流動性がCDSプレミアムに与える影響をそれぞれ検証した。主たる結果は以下のようになる。

第一に、日本CDS市場において、CDSの流動性の減少とともに、CDSプレミアムも低減する傾向がある。AA、A、BBB及びBB格付けに分けて検証した結果でも、サンプル全体の検証結果と同じである。また、期間別での検証も同じような結果を導いている。第二に、株式流動性が減ると、CDSプレミアムは増加する傾向にある。しかし、AA、A、BBB及びBB格付け企業に分けた検証では、AA、A及びBB格付け企業の検証結果がサンプル全体の検証と同じような傾向が見られるが、BBB格付け企業の検証結果では、CDSプレミアムの増減は株式流動性の変動と無関係と考えられる。また、期間別での検証では、全体に対する検証と同じである。第三に、株式の情報非対称性の程度が増加すると、CDSプレミアムも上昇する傾向がある。AA、A、BBB及びBB格付け企業ごとの検証でも、サンプル全体に対する検証の結果と一致している。期間別での検証も全体に対する検証結果と一致している。これらの日本市場での検証結果は、今後CDS取引をするときの参考としても活用できると考えられる。

学位論文審査の概要と結果

報告番号	東アジア博 甲 第 90号	氏 名	孫乃立
論文題目	日本市場におけるCDSプレミアムの影響要素分析 —流動性と情報非対称性を中心に—		
(論文審査概要)			
<p>孫氏の研究目的は日本企業の CDS データを用い、CDS プレミアムが CDS の流動性、株式の流動性及び株式の情報非対称性からどのような影響を受けるかについて検証することにある。</p> <p>論文は5章からなる。第1章では、CDS プレミアムが理論的にデフォルトリスクのみで説明できると考えられているものの、欧米の実証結果分析によれば、流動性や情報非対称性も CDS プレミアムに影響を与えているということを説明している。また、本研究の特徴として、先行研究に基づき①日本市場での検証を初めて行ったこと、②CDS 市場全体のみでなく企業格付けごとに流動性及び情報非対称性と CDS プレミアムの関係を検証していること、及び③検証期間を東日本大震災前の安定期、それ以降の経済変動期、その後の回復期に分けて検証を行っていることを述べている。</p> <p>第2章では、CDS 市場の仕組みなどの基礎知識を紹介している。</p> <p>第3章では、欧米の先行研究に基づき CDS プレミアムをデフォルトリスク以外に流動性でも説明できるかいくつかの仮説を提示し、2010年から2014年までの日本の日別データを用いて検証を行っている。主たる検証結果は以下のとおりである。</p> <p>(1) 日本市場において、CDS の流動性の低下とともに、CDS プレミアムも低下した。AA,A、BBB、BB 格付け企業に対する検証でも同じ結果になった。期間別の検証でも同じ結果になった。欧米市場では CDS の流動性の低下にともない CDS プレミアムが増加すると考えられていて、日本市場とは異なる結果となっている。</p> <p>(2) 日本市場において、株式流動性の低下にともない CDS プレミアムは増加した。しかし、AA,A、BB 格付け企業に対しては、株式の流動性の低下にともない CDS プレミアムは増加したものの、最も信用格付けが低い BBB 企業について、株式の流動性の低下は CDS プレミアムに影響を及ぼさなかった。期間別の検証でも株式流動性の低下が CDS プレミアムの増加に寄与するという同じ結果が導きだされた。この結果はアメリカ市場でも見いだされたもののヨーロッパ市場では観察されなかった。</p> <p>第4章では、欧米の先行研究に基づき CDS プレミアムが情報の非対称性で説明できるかどうかを検証している。検証結果によると、情報の非対称性の程度が高くなると、CDS プレミアムは増加する。企業格付け、期間別でも同じ結果が見出された。これは、情報非対称性と社債クレジット・スプレッドと同じ傾向が観察された。</p> <p>第5章では、論文全体のまとめと意義を述べている。</p> <p>孫氏は、従来の説である CDS プレミアムがデフォルトリスクのみで説明できるという理論を理解したのち、その後の欧米の研究が CDS プレミアム説明要因として流動性並びに情報の非対称性を追加したことに注目し、それに基づき3つの仮説を立てそれぞれを検証した。この種の研究はこれまで日本でおこなわれてなく孫氏が初めてであり、CDS 研究での貢献は明らかである。以上の理由により創造性の点においては達成できている。</p> <p>先行研究の方法を用い仮説検定を行い、一貫性のある検証結果が導かれたことにより、論理性は達成できている。</p>			

CDS研究に関連する先行研究を渉猟し Financial Quest や FITCH 社提供のデータを用い、実証分析を、CDS 市場全体のみならず、企業格付けごと、期間別に頑健性チェックを行っても検証結果が異なることはない。以上の理由により、厳格性については優れていると評価できる。

欧米市場と異なる結果に対して十分な論証を展開できなかった。また、この異なる結果を今後どのように発展させるべきかについてはさらに検討の余地がある。その意味で、今後の検討課題として新たなデータの入手や文献渉猟等により研究を発展させる可能性が高いものと思われる。

審査委員会における審査委員の合議によって全体の評価は「達成できている。」とする。
以上の理由により、論文審査結果を「合」とする。

論文審査結果

合・否

審査委員 主査 (氏名) 城下賢吾

(氏名) 中田範夫

(氏名) 成島敬

(氏名) 野村淳一

(氏名) _____ ㊟