

社債スプレッドと流動性リスクについて

中村 俊行

(日本証券アナリスト協会検定会員<CMA>)

目 次

- | | |
|------------------------------|---------------------|
| 1. はじめに | 4. 取引コストの推定結果に対する考察 |
| 2. 流動性リスクの代理変数としての取引コストの推定方法 | 5. 回帰分析 |
| 3. 使用するデータについて | 6. 終わりに |

社債の対国債スプレッドの分析は信用リスク要因を考察するものが従前多かったが、実証研究の多くは、信用リスク要因のみでは社債の対国債スプレッドの動きを十分に説明できないことを明らかにしている。そこで本稿では、信用リスク要因に流動性リスク要因を加えることで分析結果がどのように変化するのかを検証した。Lesmond *et al.* [1999] および Chen *et al.* [2007] の手法を利用して推定した流動性リスク要因を信用リスク要因に追加して本邦社債の対国債スプレッドの動きを分析した結果、信用リスク要因のみで分析した場合に比べ説明力や適合性が改善することが確認された。これより、推定した流動性リスク要因は信用リスク要因を補完する可能性があることが示唆された。

1. はじめに

社債の対国債スプレッドの変動をとらえる信用リスクモデルとして、構造型モデルは社債市場参加者に広く知られている。構造型モデルは、企業の資産構成に注目して債務不履行(=デフォルト)の可能性を定式化するものであり、Merton [1974] や Longstaff and Schwartz [1995] が代表的なモデルである。

しかし、市場データを利用した実証研究の多くは、信用リスクのみでは社債の対国債スプレッドを十分に説明できないことを明らかにしている。Collin-Dufresne *et al.* [2001] は、構造型モデルに基づく信用リスクのみでは対国債スプレッドの変動は25%しか説明(自由度調整済み決定係数)できないとしている。さらに、Eom *et al.* [2004] は、Merton [1974]、Geske [1977]、Leland and Toft [1996]、Longstaff and Schwartz [1995]、Collin-



中村 俊行 (なかむら としゆき)

MU投資顧問(株) 債券運用部シニアファンドマネジャー。1993年早稲田大学政経学部経済学科卒業。同年三和銀行入行。三和投信、UFJアセットマネジメント等を経て、2005年10月より現職。08年一橋大学大学院国際企業戦略研究科金融戦略コース修士課程を修了。CFA。