

セクター・スプレッドを用いた債券理論時価の導出

渡辺 信一（東京国際大学）

従来、債券の評価に関しては、取得原価主義が採用され、取得時の簿価で評価する「原価法」や、取得簿価と時価の低い方で評価する「低価法」が採用されてきた。ところが、2001年4月の時価会計主義の導入に伴い、市場価格がない有価証券を時価評価する必要が出てきた。具体的には、従来から、市場性のある債券の時価評価に関しては、取引所価格である「市場価格」が優先され、それを補う形で、公社債の店頭気配（いわゆる「基準気配」）が算出されていた。ところが、証券業協会が「基準気配」を「売買参考統計値」に代え、最低指定報告協会員の数を3社から10社に引き上げる等の改革を実施するとともに、それが、単なる売買の参考値にすぎないことを明確化したことから、債券時価評価の問題が、再びクローズアップされつつある。この変更に伴い、「基準気配」銘柄の減少、比準価格から、理論時価へのシフトが予想される。これは、時価主義会計の導入をふまえて、これまでの「公社債店頭気配値」の性格を明確化したものであるとされている。

この改正に関しては、さまざまな議論があるが、本質的な問題は、ブローカー価格によらない適当な理論時価がないことにある。以下では、現状の「売買参考統計値」情報に基づいて、セクターごとに固有のスプレッドを設定することで、債券の理論時価を算出するモデルを検討する。

本稿では、LIBOR、および、スワップ市場のデータから得られたイールド・スプレッドに基づいた債券理論時価と売買参考統計値の差を、セクター・スプレッド、個別スプレッドを使って調整する手法を検討した。この方法を使うことによって、中立的な債券理論時価を作成するための手法を提示するための第一歩を記すことができたと考える。本稿で提示された方法によって、売買参考統計値に代わる理論価格の可能性が提示された。また、参考値でカバーしていない銘柄の理論時価を評価することが可能となる。

公社債の理論価格と市場価格を一致させるスプレッドを内在スプレッドと定義して、残存期間、利率、複利回り、単利等の説明変数で回帰した結果、金融債を除いて、これらの説明変数は、ほぼ有意に内在スプレッドを説明することが判明した。今回の分析では、国債についてはマイナス8ベシス程度、地方債、特殊法人債に関してはマイナス3ベシス程度、金融債に関しては、5ベシス程度のスプレッドを検証することができた。個別スプレッドに関しては、今後の検討課題である。

本稿の分析の結果は、公社債市場に、セクターごとに固有のリスク・プレミアムが存在していること、及び、個別銘柄に関する、固有のリスク・プレミアムが存在していることを予想させるが、それらが、何であるのかに関しては、本稿では、特定するに至っていない。その意味では、本稿の結果は、市場分断仮説を示唆するものである。

今後、時価主義会計の進展とともに、債券時価評価のニーズは増加することが予想される。その場合、適切な理論価格を提示する必要がある。本稿は、そのような手法の方向性を提示したものである。今後は、イールド・カーブの推計方法、デフォルト確率の精緻化、セクター・スプレッドの時系列的な動向、個別スプレッド推計の精緻化等を行う必要がある。