

# 日本の国債発行市場における非効率性について ～10年固定利付国債の入札行動の分析

東京大学大学院  
経済学研究科博士課程一年  
鶴岡 昌徳

本論文は、本論文は、先進国の中では日本特有の国債発行政策となっていたシンジケート団引受方式手数料が国債発行市場における入札者の行動にどのような歪みをもたらしたのかという問題について考察した。その結果、シンジケート団引受手数料が、引受企業への単なる補助金となっていて、その分のレントとなる収入が存在していたということが理論・実証的に明らかになった。したがって、シンジケート団引受手数料の存在は政府収入最大化という観点からは有効ではなかったということが分かった。

上の結論を導くために、以下の3種類の理論及び実証分析を行った。第一に入札姿勢に関する理論的分析、第二に記述統計の分析、第三に入札姿勢に関する実証的分析である。第二、第三の分析を行うために1999年4月から2008年3月までの発行市場および流通市場を対象とした。第一の理論的分析を行うために、Horatscu(2002)とWilson(1979)に倣ってシンジケート団引受方式と競争入札が併用になっている場合のSymmetric Independent Private Value modelにおける均衡戦略の式を導出した。これによって、シンジケート団引受方式ある場合の入札額と、シンジケート団引受方式がない通常の競争入札(Discriminatory Auction)の入札額の間を理論的に明確にすることが可能になった。また、この理論的結果から、入札参加者にはシンジケート団引受手数料を全額上乗せして入札するインセンティブは存在しないということを証明することができた。この結果は、発行市場における入札者はシンジケート団引受手数料を完全に上乗せして入札すると仮定して議論を進めていたJegadeesh and Hamao(1998)とは異なる結果となっている。また、このことからシンジケート団引受手数料の一部が企業にとってのレントとなっている可能性があるということが分かった。第二の記述統計による分析は、国債発行市場における参加者が、落札した国債からどの程度の利ぎやを得ているのかを概観するために行った。この分析のために、既存の実証分析の研究において用いられていた3種類の手法を使用してデータを加工した。第一にCammack(1991)において用いられていた手法、第二にJegadeesh(1993)で用いられていた手法、第三に入札当日ないしは翌日における生のデータを使ったものである。これらの手法を用いて得られた数値から平均値をとった。その結果から、国債発行市場に参加している入札者は、発行市場において落札された10年債からシンジケート団引受手数料がなくても、流通市場において落札した国債を転売することによってある程度の利益が出ている可能性が高いということがわかった。それゆえ、記述統計からはシンジケート団引受手数料を証券会社に渡す必要性ないしはシンジケート団引受方

式の存在に疑問がもたれるような結果となった。しかしながら、この分析は単純に平均をとっただけなので各年における経済状況のコントロールができていないという欠点がある。したがって、その問題を解決するために、**regression** を用いた実証分析を行った。これが第三の実証分析である。すなわち、シンジケート団廃止前後における経済状況や流通市場における流動性の問題をコントロールすることによって、シンジケート団廃止前後における利ざやの差について分析するということである。したがって、景気変動の指標である GDP、流通市場における流動性の指標として当該国債の当日と翌日の流通市場における価格差の絶対値などとシンジケート団 **dummy** を入れて **regression** をした。平均落札価格もシンジケート団がある時とない時で変化がないということが **regression** の結果から分かった。したがって、シンジケート団引受手数料を上乗せして入札していた可能性は低いということがいえる。