

第11章 米国大手商業銀行グループの 引受業務への進出*

はじめに

本章では、現在の3大商業銀行グループの業務を理解するために、1980年代末から大手銀行グループが各種金融商品の引受業務を段階的に拡大していったことを考察する。引受業務は、大手銀行グループが証券化業務に進出する際に要となる重要な業務である。現在の銀行業務を考察する際には、その業務展開を追跡することが必要である。

1980年代後半以降、各種金融商品の引受業務は、おもに大手商業銀行グループによって牽引されてきた。大手銀行グループは、中小銀行とはまったく異なった業務を展開してきた。現在、大手行は3大銀行グループ¹⁾に集約されている。そこで、本章では、考察対象を基本的に3大銀行グループに限定する。

ここで、商業銀行の引受業務を含む業務展開に関する先行研究を紹介する。第1に、ブルッキングス研究所のLitan〔1987〕がある。彼は、ナローバンク論の提唱者であり、商業銀行と銀行持株会社の業務多角化とその社会的利益を多面的に分析している。そこで、Litan〔1987〕を参考に、商業銀行による業務多様化の利益を整理しよう。

Litan〔1987〕は、業務多様化の利益には、まず競争の促進があげられるという。商業銀行と銀行持株会社の業務多様化以前である1975-1984年には、「すべての金融サービス産業のなかで、投資銀行業務だけが著しい不完全競争状態」にあった。「すなわち、正常以上 (supranormal) の収益性および市場集

中」がみられたのである。収益性については、1975-1984年のROE (return on equity: 株主資本収益率、以下括弧内は標準偏差) は、商業銀行で12.3% (1.3%), 証券引受業者 (正確には1976-1983年のデータ) で16.4% (5.7%) となっていた。市場集中については、「1985年において投資銀行上位5社は、その年に引き受けられた米国企業の株式・社債の70%—1982年の54%より上昇している——の主幹事を務めた」という。投資銀行業務、証券引受業務が不完全競争状態で、正常以上の収益性と市場集中が存在したならば、これらの業務に参入することは社会的にも個々の大手商業銀行、3大銀行グループにも利益がある。

彼は、業務多様化の利益には、次に範囲の経済があるという。「すなわち専門化された供給主体によってではなく、同一の組織体から多様な財やサービスを結集的に提供することから生じるコスト節約である。」それは第1に、「法人預金と法人資金需要の営業基盤が大きければ、多くの銀行は多くの投資銀行よりも効率的かつ迅速に、法人資産 (あるいは法人全体) の買い手と売り手の出会いを見つけることができる」ことにある。

業務多様化の利益には、最後に収益変動の緩和があるという。「全体として、……考察された各期において典型的な銀行および銀行持株会社の収益が、もしいくつかのノンバンク業務を行うことが許可されていたとしたら、より安定的であり得たということを明確に語っている。銀行 (および銀行持株会社) の変動係数は、ある期間において……いくつかの業務……のそれよりも実際に高い。さらに、商業銀行の収益は……最近の期間では統計的に有意ではないが、いくつかのノンバンク業務と負の相関をもっていた」という。これは、銀行業務とノンバンク業務との特性の違いに由来する。たとえば、「ポートフォリオ分析 (によると—引用者) ……銀行業務が最もリスクが低く、収益も低いという。「広範な金融業務に参加する自由が与えられれば、銀行および銀行持株会社は、少なくとも収益形態の変動、そしてそれゆえに倒産のリスクを著しく減少させる機会を得るであろう」²⁾。業務多様化がリスクを減少させるならば、投資銀行業務に参入することは社会的にも個々の大手商業銀行、3大銀

行グループにも利益がある。

Litan〔1987〕によると、業務多様化の利益とは、①競争の促進、②範囲の経済、③収益変動の緩和であった。本章では、3大商業銀行グループが各種金融商品の引受業務を段階的に拡大していったことを考察するとともに、彼らの証券化業務を追跡することにする。

商業銀行の引受業務を含む業務展開に焦点を当てた研究として、第2に、Saunders and Walter〔1993〕がある。彼らは5つの問題提起を行っている。その中で、本章に直接関係のある問題提起をまとめると以下のようになる。競争が収益をもたらすならば、業務分野規制を越えて、なぜ銀行はすべての種類の証券引受・ディーリングを国内で制限されるべきなのか？そして、Saunders and Walter〔1993〕は、国際的なパースペクティブからアメリカのユニバーサルバンクへの規制を緩めるよう提言している。彼らは、米銀の業務範囲を拡げることが、①銀行の効率性、②グローバルな競争力、③安全性を改善すると考えている³⁾。

本章では、これらの先行研究を参考にして、大手商業銀行グループが、どのように上記のような引受業務に進出したかを考察する。引受業務は、大手商業銀行グループが証券化業務に進出する際に要となる重要な業務である。本章の構成は以下の通りである。まず第1節で、1988年から、大手銀行グループが20条証券子会社を設立して各種金融商品の引受業務に進出したことを確認する。次に第2節では、1996年の銀行の証券業務元年から、大手銀行グループが各種金融商品の引受業務を拡大したことを実証する。引き続き第3節では、大手商業銀行グループがいつどのように各種金融商品の引受業務において大手投資銀行のシェアを追い越すようになったかを考察する。第4節では、サブプライム危機に至る過程で、大手商業銀行グループがサブプライムMBSs (mortgage-backed securities；モーゲッジ担保証券) へどのように関与したかを先行研究によって確認する。最後に本章のまとめについて述べる。

1. 20条証券子会社の設立

掛下〔2011a〕,〔2011b〕で考察したように、現代的には、投資銀行業務が3大商業銀行グループの収益の柱となっている。それでは、大手商業銀行グループは、投資銀行業務の中心である引受業務へ、いつどのように進出したのだろうか？

周知のように、証券発行と引受業務については、おもに大手投資銀行が担っていた。Pavel〔1989〕によると、大手商業銀行グループは、公募ABSs（asset-backed securities；アセットバック証券とMBSsの3分の1近くを発行した。しかし、同じく大手銀行グループは、公募ABSs（MBSsを除く）をそれほど引き受けていない。1987年に、大手銀行グループ8社は、私募ABSs/MBSsの件数の32%、金額の34%を発行した。ABSs/MBSs私募発行取扱高の3位にバンカーズ・トラスト・ニューヨーク（シェア8.5%）、4位にシティコープ（同7.8%）、9位にチェース・マンハッタン（同5.9%）が食い込んでいた⁴⁾。

Pavel〔1989〕によると、大手商業銀行は、ABSs/MBSsを積極的に発行したので、ABSs/MBSsの引受業務、とくに自ら発行した証券を引き受けるのは、現在の業務の自然な延長だという⁵⁾。この大手銀行グループの引受業務に関する規制緩和を、Litan〔1987〕を参考に整理しよう⁶⁾。1985年8月までに、州法免許銀行に証券引受業務を認めていた代表的な州は、アラスカ、アラバマ、オハイオ、カリフォルニア、ニューヨーク、ノースカロライナである。1987年4月に、大手銀行グループの1つシティコープは、ニューヨーク州ロチェスター所在の銀行子会社を、国法免許から州法免許に転換した。銀行子会社シティバンクは、それまで10年以上の間に、国法銀行を管轄する通貨監督官の管轄権限を離脱した、最初の多国籍持株会社傘下の子会社となったのである。

この時期に、大手商業銀行グループの引受業務への進出に関して、20条証券

子会社が重要となっていく。周知のように、GS（Glass-Steagall；グラス＝ステイーガル）法第20条は、加盟銀行による証券会社の系列化を禁止した。しかし、第20条にある、証券子会社が引受業務に「主業として従事していない」という解釈を緩めることによって、加盟銀行は証券子会社をもつことが可能になった。1980年代後半から、連邦準備制度理事会（FRB）は、引受業務に「主業として従事していない」ことを、証券子会社の引受収益が総収益の5%を超えないと解釈したのである。この銀行非適格証券の引受収益の上限は、1989年9月には10%へ、1996年12月には25%へ引き上げられた（実施は1997年3月）。こうして設立された証券子会社を、20条証券子会社と呼ぶ。

GS法第20条の解釈を緩めて、1987年4月30日以降、FRBは大手銀行持株会社に銀行非適格証券引受業務を認可した。4月30日に認可された銀行持株会社はJ.P.モルガン、シティコープ、バンカーズ・トラスト・ニューヨークであり、5月にはチェース・マンハッタン、ケミカル、セキュリティ・パシフィックが認可された。認可された銀行非適格証券引受業務は、CP、MBSs、レベニュー債⁷⁾、ABSs⁸⁾の4種類であった。これらの大手銀行持株会社は、1987年に20条証券子会社を設立した。これに続いて、本章に関係する大手銀行持株会社では、1988年8月にファースト・シカゴ、10月にフリート・ファイナンシャル・グループ、1989年5月にネーションズ・バンク、12月にノーウェスト、1990年7月にバンク・ワン、遅れて1992年にバンカメリカ（株式・社債の引受は1994年に認可）、1996年にバンク・ボストンが20条証券子会社を設立した。

この規制緩和は、大手商業銀行がオリジネートした金融商品を、大手銀行持株会社傘下の20条証券子会社が引き受けることを可能にした。ABSs（MBSsを除く）の引受業務では、5大投資銀行が1989年1月～9月に約93%のシェアであった。MBSsでは、同じく5大投資銀行は同じ時期に60%を引き受けた。これは、大手投資銀行が投資銀行業務を寡占していた一例である。

一方、通貨監督官は、1987年6月に、国法銀行セキュリティ・パシフィックに対して、自行のモーゲッジ・ローンを保担保としたMBSsの引受業務を認可

した。こちらは20条証券子会社ではなく、国法銀行本体で引き受けるのである。

以下では、まず、3大商業銀行グループが近年どのように証券化業務を行ったかをみてみよう。金融持株会社JPモルガン・チェースは、グループ傘下のSPVs (Special Purpose Vehicles；特別目的事業体)を利用して証券化をしていた。JPMorgan Chase & Co., *Annual Report*, 2013によると、JPモルガン・チェースは、彼らがスポンサーとなるSPVsを以下のどれか1つに当てはまると考えている。(1) JPモルガン・チェースがSPVsからの利益の主たる受け手である。(2) SPVsはJPモルガン・チェースによって彼ら自身の資産を証券化する⁹⁾ために用いられる。(3) SPVsはJPモルガン・チェースの名前で証券化商品を発行する。(4) SPVsはJPモルガン・チェースのABCP (asset-backed commercial paper)の発行体である。同じく*Annual Report*, 2006-2007によると、証券化される資産における、商業その他¹⁰⁾の注(a)と(b)に、共同スポンサーとの証券化には、JPモルガン・チェース以外がオリジネートした資産を含むと記されている。先の*Annual Report*, 2013によると、JPモルガン・チェースの複数のSPVsは、自らオリジネートしたものも購入したのも両方とも証券化するという¹¹⁾。グループ傘下のSPVsは、JPモルガン・チェースがオリジネートした多様な資産を証券化するのである。

JPMorgan Chase & Co., *Annual Report*, 2008-2013によると、金融持株会社JPモルガン・チェースの投資銀行部門(2012-2013では法人・投資銀行部門)は、彼らがスポンサーとなるSPVsの発行したMBSs/CMBSs (commercial mortgage-backed securities；商業モーゲッジ担保証券)を引き受けてトレーディングするという。グループ傘下のSPVsの発行したMBSs/CMBSsを、JPモルガン・チェースの投資銀行部門が引き受けたのである。こうして、JPモルガン・チェースがオリジネートし、グループ傘下のSPVsの発行したMBSs/CMBSsを、同じくグループ傘下の投資銀行部門が引き受けるという形が造られたのである。

次に、金融持株会社Bank of America Corp., *Annual Report*, 2004-2009によ

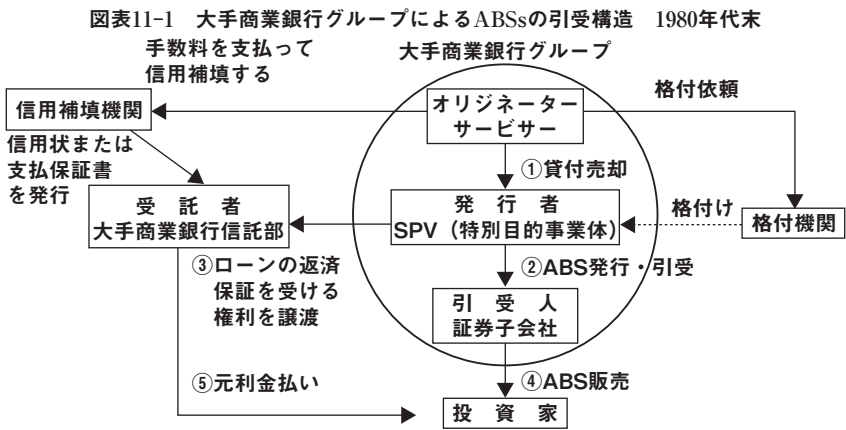
ると、バンク・オブ・アメリカは、自らオリジネートした住宅モーゲッジ・ローンの大部分（2006-2009では一部）を証券化したという。それに加えて、自らオリジネートした商業モーゲッジ・ローンと第三者から購入した商業・住宅モーゲッジ・ローンを証券化したという。同じく *Annual Report, 2010-2013* によると、バンク・オブ・アメリカは、自らオリジネートした住宅モーゲッジ・ローンとクレジットカード・ローンまたは第三者から購入したものを証券化したという。バンク・オブ・アメリカでも、自らがオリジネートし、グループで MBSs, CMBs, CARs (certificates of amortizing revolving debts ; クレジットカード・ローン担保証券) を発行するという形が作られたのである。

最後に、金融持株会社 Citigroup Inc., *Annual Report, 2008* と Citigroup Inc., *Annual Report Form 10-K, 2009-2013* によると、シティグループはクレジットカード受取勘定をノン・リコース（償還請求権なし）形式でグループ傘下の SPVs に売却した。同じく *Annual Report Form 10-K, 2012-2013* によると、シティグループの CARs の証券化は、そのほぼすべてを2つの SPVs, シティバンク・クレジットカード・マスター・トラストとシティバンク・オムニ・マスター・トラストを通して行われた。これらの SPVs は、2010年1月1日まで非連結子会社であり、2010年1月1日の FASB (Financial Accounting Standards Board ; 財務会計基準審議会) の基準書167号によって連結子会社とされた。*Annual Report Form 10-K, 2011-2012* によると、シティグループによって非連結 SPVs を通じて売却または証券化されたリテール・ローンのほぼすべてが、優良な住宅モーゲッジ・プライム・ローンであったという。シティグループでも、自らがオリジネートし、グループ傘下の SPVs が CARs と MBSs を発行するという形が造られたのである¹²⁾。

次に、時代を遡って、図表11-1と図表11-2を参照しながら、図中の①大手商業銀行がオリジネートした貸付を、同一銀行グループ傘下の② SPVs や20条証券子会社等がどのように証券化し引き受けたかを説明しよう。まず、オリジネーターは大手商業銀行であり、通常オリジネーターがサービサーを務めた。

サービサーは元利金払いと返済遅延金の回収を行い、証券発行の受託者と証券の投資家に報告する。図表11-1のABSs（MBSsを除く）の場合には、証券の発行者は、オリジネーターまたは引受人の子会社か関連機関として設立したSPVsであった。図表11-2のMBSsの場合には、GNMA（Government National Mortgage Association；政府抵当金庫）パス・スルー証券が中心であった1970-1980年代半ばには、おもにオリジネーターである民間金融機関が発行した。しかし、その後1980年代末から1990年代には、FNMA（Federal National Mortgage Association；連邦抵当金庫）やFHLMC（Federal Home Loan Mortgage Corporation；連邦住宅金融公庫）等の政府系金融機関が発行することが多くなった。同時に、②民間のSPVsによる発行も増加し、大手商業銀行本体が発行することもあった¹³⁾。

こうして発行された証券の引受人は、伝統的に大手投資銀行であった。しかし、1988年6月から大手銀行持株会社傘下の20条証券子会社が加わり¹⁴⁾、GLB（Gramm-Leach-Bliley；グラム・リーチ・ブライリー）法下ではその順守期限2001年7月1日までに金融持株会社傘下の証券子会社となった。図表11-2のMBSsの場合には、上記のように、大手商業銀行本体が引き受けることもあった。20条証券子会社を含む大手商業銀行グループがABSsとMBSsを引き受



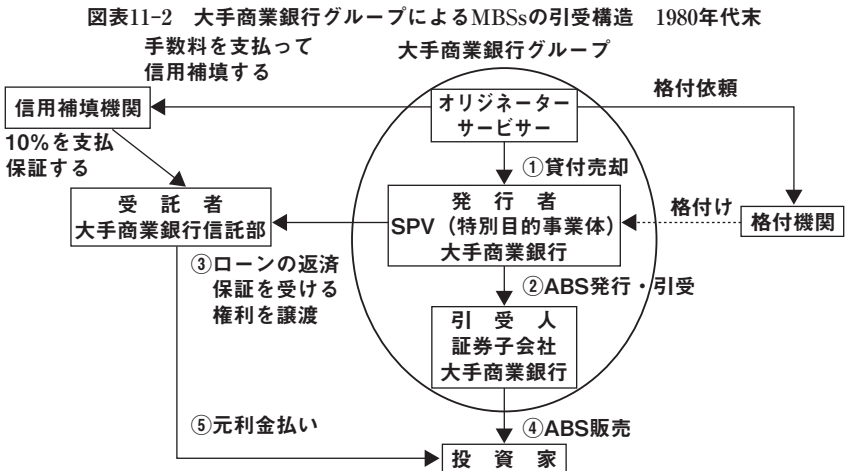
〔出所〕 Pavel [1989], pp.21-41, figure 2-3 (訳, 18-34頁, 図2-3) 等を参考に作成

けるようになると、大手銀行グループはオリジネーターであり、かつ引受人となる。

オリジネーターと引受人の間に挟まれた発行者は、オリジネーターまたは引受人の子会社か関連機関として設立したSPVsが中心であった。先にみたように、このSPVsも、オリジネーターであり、かつ引受人である大手商業銀行グループの子会社か関連機関となった。大手商業銀行グループがオリジネーターの場合、発行者と引受人はいずれも同一大手銀行グループとなったのである。

証券発行の図中の③受託者は、発行者から資産を買い取り、⑤投資家に元利金を支払う。1939年信託証書法によると、100万ドル超の債券発行の受託者は、資本金5万ドル以上のFDIC（Federal Deposit Insurance Corporation：連邦預金保険公社）加入預金金融機関でなければならない。しかし、格付機関スタンダード&プアーズは受託者が資本金5億ドル以上であることを要求し、1987年末にはABSsの受託者はすべて資本金5億ドル以上の商業銀行、とくに銀行信託部であった。同年のABSs（MBSsを除く）公募発行の受託業務は、大手行9行¹⁵⁾の寡占状態にあった¹⁶⁾。

FRBの規制緩和はさらに続き、1989年1月にJ.P.モルガン、チェース・マ



〔出所〕 Pavel [1989], pp.21-41, figure 2-1 and 2-3 (訳, 18-34頁, 図2-1, 図2-3) 等を参考に作成

ンハットン、バンカーズ・トラスト・ニューヨークの20条証券子会社にすべての証券と株式の引受とディーリングを認可した。ただし、株式には1年の猶予期間が設けられた。シティコープの20条証券子会社は、すべての証券（株式を除く）の引受とディーリングを認められた。これにより、上記の3大商業銀行グループではすべての証券と株式の引受とディーリングが、シティコープでは株式を除くすべての証券の引受とディーリングが可能になった。

1987年4月以降の規制緩和により、大手商業銀行グループの20条証券子会社が、1988年6月以降に銀行非適格証券の引受を行った。その引受とディーリングは、すべての証券と株式に及んだのだろうか？ 一般に公開されているデータは、銀行非適格証券に対する銀行持株会社の引受業務である。すなわち、20条証券子会社も含めた大手銀行グループのデータである。図表11-3によって、銀行非適格証券に対する大手銀行グループの引受シェアが変化した1991年前後をみてみよう。まず、1990-1992年の新規公開株式発行であるIPO（initial

図表11-3 銀行非適格証券に対する大手商業銀行グループの引受ランキングと市場シェア
1990-1992年
(括弧内は市場シェア%)

	1990年	1991年	1992年
ABSs	6.8%	9.9%	7.2%
シティコープ	—	—	6位(4.9%)
チェース・マンハットン	11位(1.2%)	5位(7.1%)	11位(1.9%)
J.P. モルガン	9位(1.6%)	8位(2.7%)	13位(0.4%)
ケミカル	7位(3.8%)	—	—
バンカーズ・トラスト・ニューヨーク	15位(0.2%)	—	—
MBSs	4.1%	3.1%	3.1%
J.P. モルガン	12位(2.2%)	16位(1.5%)	13位(1.9%)
シティコープ	15位(1.9%)	15位(1.6%)	14位(1.2%)
投資適格債	0.8%	3.1%	3.5%
J.P. モルガン	13位(0.4%)	8位(2.3%)	7位(3.0%)
シティコープ	15位(0.4%)	17位(0.3%)	15位(0.5%)
ハイ・イールド債	—%	5.8%	7.8%
バンカーズ・トラスト・ニューヨーク	—	8位(3.0%)	8位(3.8%)
シティコープ	—	10位(1.8%)	10位(2.6%)
J.P. モルガン	—	12位(1.0%)	12位(1.4%)
IPO・既公開会社株式	—%	—%	—%

〔出所〕 IDD, *Investment Dealers' Digest*, each issue

public offering；新規公開株式発行）と既公開会社による公募増資では、大手商業銀行グループは上位15位圏外であり、大手投資銀行の寡占状態にあった。ただし、J.P.モルガンの20条証券子会社は、1992年にGS法施行後初のIPO主幹事を獲得した¹⁷⁾。

社債は発行企業にとって負債であり、この点で中長期化した銀行貸付と代替性がある。社債市場において、投資適格債は最も早く発展した。1991-1992年の投資適格債では、同じくJ.P.モルガンの20条証券子会社が第7位～第8位、シティコープが第15位～第17位に入り、合わせて3%台のシェアであった。社債市場において、当初、ジャンク・ボンドと呼ばれていたハイ・イールド債は、投資銀行ドレクセル・バーナムのマイケル・ミルケンが注目したことで1980年代に発展していた。ハイ・イールド債では、バンカーズ・トラスト・ニューヨーク、シティコープ、J.P.モルガンの20条証券子会社3社が、1991年に市場に参入し上位10位前後となり、翌1992年には20条証券子会社によるシェアは7.8%に達したのである。

ABSs市場では、規制緩和された1988年にケミカルが3位、シティコープが6位となり、シェアは合わせて20.3%となった。翌1989年には、ケミカルとシティコープの引受ランキングと市場シェアは下がった。しかし、チェース・マンハッタンとJ.P.モルガンが、1990年に上位10位前後になり、翌1991年にシェアを増加させ合わせて9.9%となった。さらに、翌1992年に、シティコープがABS市場に参入し第6位となり、シェアも3社で7.2%であった。1990-1992年のMBSs市場では、J.P.モルガンとシティコープの2社が、第12位～第16位に入り、合わせて3.1～4.1%のシェアであった。

1988年から、新規金融商品であるABSsの引受において、大手商業銀行グループ傘下の20条証券子会社が健闘した。大手行は、まず貸付をオリジネートする。先の図表11-1の①その貸付は、グループ傘下のSPVsに売却され、②証券化される。証券化されたABSsは、同じくグループ傘下の20条証券子会社が引き受ける。大手銀行グループは、自らオリジネートし証券化したABSsを、自ら引き受けたのである。そして、グループ傘下の④20条証券子会社は、

ABSsを投資家に販売した。新規金融商品のABSsほどではなかったが、大手銀行グループはMBSsも引き受けた。図表11-1と図表11-2の違いは、MBSsの発行者と引受人に大手行本体が含まれていることである。大手銀行グループは、さらに銀行貸付と代替性のある社債、とくに歴史の浅いハイ・イールド債の引受にも進出したのである。

2. 銀行の証券業務元年

周知のように、1988年7月に発表されたバーゼル I（導入は1992年末）は、国際的に活動している銀行に対し、自己資本比率を8%に高めることを求めた。大手商業銀行は、分子となる自己資本を積み増し、分母となるリスク資産を圧縮しはじめた。その一環として、前節で考察した貸付債権を証券化したABSsとMBSsに積極的に取り組んだ。証券化によって、貸付はバランスシートから外れ、自己資本規制の対象外になるのである。さらに、1991年12月19日に成立したFDICIA（FDIC Improvement Act；連邦預金保険公社業務改善法）は、バーゼル I よりも厳しい国内基準を導入した。この影響もあり、大手銀行グループは、貸付そのものよりも、外国為替や債券のトレーディング業務、前項で考察した20条証券子会社での手数料ビジネスやディリバティブにシフトしていったのである。

1993年4月には、G10中央銀行総裁会議で、新たにオフバランスを含むトレーディング勘定の外国為替、株式、債券の取引を対象に自己資本を求めることになった（改訂バーゼル I、最終期限は1997年末）。これ以前の1989-1993年に、資産規模10位までの大手商業銀行は、急速にトレーディング勘定の証券取引を拡大した。しかし、最終期限後の1998-2000年に、大手10行は、逆にトレーディング勘定の証券取引を急速に減少した¹⁸⁾。

先の図表11-2からも分かるように、当初、銀行持株会社バンカメ리카は、やや証券引受に消極的であった。このスタンスを変えたのは規制緩和である。1988年6月から、前項の20条証券子会社は、銀行非適格証券引受業務を行っ

た。その銀行非適格証券の引受収益の上限が、1996年12月から25%へ引き上げられたのである（実施は1997年3月）。これは、実質的に、大手商業銀行グループがフリーハンドの証券業務を展開できる枠だという。銀行の証券業務元年である¹⁹⁾。

この影響によって、翌1997年から、大手商業銀行グループが投資銀行を合併する事例が続いた。まず、同年6月にやや消極的であった銀行持株会社バンカメリカが中堅投資銀行ロバートソン・スティーブンスを、9月2日に同じくバンカーズ・トラスト・ニューヨークがIPO業務トップのアレックス・ブラウンを買収した、同年10月1日には、後にバンカメリカを買収するネーションズ・バンクが、中規模投資銀行モンゴメリ・セキュリティーズを吸収した。同年11月28日には、後に銀行持株会社シティコープを買収するトラベラーズが、大手投資銀行ソロモン・ブラザーズを合併し、ソロモン・スミス・バーニーと名称変更した。翌1998年1月15日に、銀行持株会社J.P.モルガンが、中堅投資会社アメリカン・センチュリーを買収した。同年10月8日、トラベラーズがシティコープを買収してシティグループの名称を引き継ぎ、大手投資銀行ソロモン・スミス・バーニーがシティグループ傘下に入ったのである。

ここで、銀行の証券業務元年から、大手商業銀行グループ傘下の20条証券子会社が実際にどのように引受業務に参入したかを確認しよう。図表11-4によって、1997-1999年における銀行非適格証券に対する大手商業銀行グループの引受シェアとランキングをみると、大手銀行グループが複数トップ15位に入っていることがわかる。銀行持株会社シティコープは1997年まで図表11-3のABS引受を除くすべての項目でランク外であり、大手銀行グループといえども証券引受に対して同じようなスタンスで臨んだわけではなかったのである。しかし、1998年にトラベラーズがシティコープを買収してシティグループの名称を引き継ぎ、トラベラーズ傘下の大手投資銀行ソロモン・スミス・バーニーがグループに加わった。その1998年から、シティグループはすべての項目で5位以内にランクインした。バンク・オブ・アメリカは、ネーションズ・バンクに買収された1998年から積極的となり、その1998年にすべての項目で14位以内に

図表11-4 銀行非適格証券に対する大手商業銀行グループの引受ランキングと市場シェア
1997-1999年 (括弧内は市場シェア%)

	1997年	1998年	1999年
ABSs	12.1%	23.5%	26.5%
シティグループ	15位 (1.1%)	4位 (10.5%)	2位 (13.6%)
バンク・オブ・アメリカ	—	12位 (3.7%)	8位 (4.7%)
J.P. モルガン	7位 (6.6%)	10位 (4.0%)	10位 (4.2%)
チェース・マンハッタン	11位 (4.4%)	8位 (5.3%)	11位 (4.0%)
MBSs	2.9%	15.9%	17.0%
シティグループ	—	2位 (13.0%)	2位 (11.6%)
バンク・オブ・アメリカ	—	12位 (2.2%)	10位 (4.2%)
ネーションズ・バンク	14位 (1.4%)	—	—
チェース・マンハッタン	13位 (1.5%)	15位 (0.7%)	14位 (1.2%)
投資適格債	15.8%	26.1%	28.9%
シティグループ	—	3位 (12.6%)	2位 (12.6%)
チェース・マンハッタン	8位 (2.9%)	7位 (5.2%)	5位 (7.7%)
J.P. モルガン	4位 (11.7%)	6位 (6.8%)	8位 (4.7%)
バンク・オブ・アメリカ	—	11位 (1.5%)	9位 (3.9%)
ネーションズ・バンク	12位 (1.2%)	—	—
ハイ・イールド債	19.8%	17.6%	31.7%
シティグループ	—	2位 (13.1%)	2位 (14.1%)
チェース・マンハッタン	5位 (7.2%)	6位 (6.1%)	4位 (10.9%)
J.P. モルガン	9位 (5.3%)	11位 (3.8%)	10位 (3.6%)
バンク・オブ・アメリカ	—	12位 (2.0%)	11位 (3.1%)
ネーションズ・バンク	14位 (1.9%)	—	—
バンカーズ・トラスト・ニューヨーク	8位 (5.4%)	7位 (5.7%)	—
IPO	9.0%	16.0%	10.9%
シティグループ	—	3位 (7.9%)	6位 (5.2%)
J.P. モルガン	5位 (5.3%)	9位 (3.5%)	8位 (3.9%)
チェース・マンハッタン	—	17位 (1.0%)	12位 (1.8%)
バンク・オブ・アメリカ	—	14位 (1.5%)	13位 (0.7%)
ネーションズ・バンク	10位 (3.0%)	—	—
バンカーズ・トラスト・ニューヨーク	12位 (2.7%)	12位 (2.1%)	—
既公開会社株式	8.8%	16.7%	21.8%
シティグループ	—	5位 (7.1%)	3位 (10.2%)
J.P. モルガン	14位 (1.5%)	6位 (6.3%)	6位 (6.4%)
チェース・マンハッタン	—	—	12位 (1.9%)
バンク・オブ・アメリカ	13位 (1.7%)	11位 (1.7%)	13位 (1.7%)
ネーションズ・バンク	9位 (2.9%)	—	—
フリート・ボストン・ファイナンシャル	—	—	14位 (1.6%)
バンク・ボストン	8位 (2.7%)	12位 (1.6%)	—

(注) 合併等で社名を変更した場合には、新しい名称を用いている。

〔出所〕 IDD, *Investment Dealers' Digest*, each issue

ランクインした。J.P.モルガン、チェース・マンハッタン、バンカーズ・トラスト・ニューヨークがこれに続いた。

銀行非適格証券の内訳では、大手商業銀行グループ傘下の20条証券子会社は、銀行貸付と代替性のある社債を引き受けるようになった。まず、比較的歴史の浅いハイ・イールド債の引受に最も積極的に進出した。ハイ・イールド債では、1997年に大手銀行グループの引受シェアが19.8%に達し、翌1998年に減少したが、1999年には31.7%に達した。次に、投資適格債の引受に積極的に進出し、大手銀行グループの引受シェアは1999年には28.9%まで増加した。一方、大手銀行グループの新規金融商品であるABS引受シェアは、大手投資銀行ソロモン・スミス・バーニーを銀行持株会社シティグループが傘下にした直後の1998-1999年には23.5~26.5%に達した。MBSsの引受シェアは、新生シティグループが誕生した1998-1999年に15.9~17.0%に達したが、その後ABSsほどシェアは増加していない。

引受業務の中心であるIPO引受も引受額の市場シェアでは同じく1998年に16.0%、既公開会社による公募増資引受も1999年に同じく21.8%に達した。しかし、IPO引受の増加は一時的なものであった。既公開会社株式引受は、引受額の市場シェアのピーク時1999年でも、手数料の市場シェアでは15.7%に過ぎなかった。株式引受では、債券引受より引受手数料の差異が大きく、引受額の市場シェアだけでなく手数料の市場シェアにも注視しなければならない。大手商業銀行グループのIPO・既公開会社株式引受への本格的な進出は21世紀まで待たなければならなかったのである（以上、後の図表11-5~図表11-10も参照されたい）。

しかし、大手商業銀行グループ傘下の20条証券子会社が社債とABSsを中心とした銀行非適格証券を積極的に引き受けていくという新たな動きが、最終的に1999年のGLB法へつながり、銀行と証券を分離していたファイアー・ウォールに風穴を開けたのである。

3. 大手金融機関の引受業務の推移

ここでは、大手商業銀行グループ傘下の証券子会社が、各種金融商品の引受業務にいつどのように参入したかを、大手金融機関の引受ランキングと市場シェアの推移で確認しよう。大手銀行グループ傘下の証券子会社による引受業務に関して、すでにみたように、大手商業銀行グループによる投資銀行の合併や、20条証券子会社による引受業務の規制緩和が行われた。大手金融機関の引受ランキングと市場シェアをみることで、合併や規制緩和等が、大手銀行グループ傘下の証券子会社による引受業務に、いつどのように影響をあたえたかを考察するのである。

まず、図表11-5によって、大手商業銀行グループ傘下の証券子会社によるABSs（MBSsを除く）の引受業務をみてみよう。銀行の証券業務元年より前の1992年には、米国内のABS引受において、大手銀行グループでは、銀行持株会社シティコープ、チェース・マンハッタン、J.P.モルガンが13位以内に入った。しかし、1990-1992年には、その引受シェアも3社で2.8~9.9%に過ぎなかった（図表11-3）。3大商業銀行グループのABSsの引受シェアは、1995-1997年には12.2~17.5%に増加したが、シティグループが大手投資銀行ソロモン・スミス・バーニーを傘下にした直後の1998-1999年に23.5~28.1%まで急増した（図表11-4）。その1999年に、3大投資銀行のABS引受シェア19.7%を初めて上回ったのである。ここに、大手商業銀行の本体だけでなく、大手商業銀行グループを考察する意味がある。

その後、2000-2003年に、3大商業銀行グループのABSs（MBSsを除く）の引受シェアは、30.5~33.6%に達した。しかし、サブプライム危機直前の2005年に、3大銀行グループはABS引受シェアを20.1%まで低下させた。この時期に、ABS引受シェアを伸ばしたのは、カントリーワイド・セキュリティーズである。カントリーワイド・セキュリティーズは、預金金融機関ではなくモノライン・レンダーとされるカントリーワイド・ファイナンシャル・グ

図表11-5 ABSsの引受ランキングと市場シェア 1996-2013年
(括弧内は市場シェア%)

	1996	2000	2004	2007	2010	2013
シティグループ	16(0.8)	1(15.6)	1(9.7)	1(12.4)	3(12.3)	1(15.0)
ソロモン・スミス・バーニー	9(5.8)					
JP モルガン・チェース		2(12.0)	8(6.7)	2(8.8)	2(13.7)	2(14.0)
J.P. モルガン	7(7.0)					
チェース・マンハッタン	6(7.4)					
ベアー・スターンズ	10(5.0)	9(5.2)	9(6.5)			
バンク・オブ・アメリカ		8(6.0)	10(6.2)	5(7.2)	1(15.6)	3(10.6)
メリルリンチ	1(15.4)	7(6.4)	11(6.2)	3(7.7)		
カンントリーワイド・セキュリティーズ		16(1.0)	2(8.7)			
クレディ・スイス・グループ	3(9.9)	3(11.3)	4(8.0)		7(6.5)	4(8.5)
パークレイズ			15(2.4)	10(4.5)	5(11.3)	5(7.9)
ドイツ銀行グループ		5(8.1)	7(7.0)	7(6.5)	4(11.6)	6(7.1)
RBC (Royal Bank of Canada)						7(6.6)
モルガン・スタンレー	4(8.6)	6(8.1)	5(7.6)	8(5.4)	10(2.0)	8(5.5)
ウェルズ・ファーゴ					8(2.4)	9(5.3)
ワコビア		12(2.7)	13(3.0)	9(4.9)		
RBS (Royal Bank of Scotland)			6(7.4)	6(6.7)	6(9.0)	10(4.6)
リーマン・ブラザーズ	2(15.1)	4(10.2)	3(8.5)	4(7.2)		
BNP パリバ					9(2.3)	
ゴールドマン・サックス	5(7.7)	10(4.2)	14(2.7)			
ブルーデンシャル	8(6.3)					
上位10社の市場シェア	(88.2)	(87.1)	(76.3)	(71.3)	(86.7)	(85.1)
3大商業銀行グループの市場シェア%	(15.2)	(33.6)	(22.6)	(28.4)	(41.6)	(39.6)
3大投資銀行の市場シェア%	(31.7)	(18.7)	(16.4)	* (13.1)	* (3.8)	* (5.5)
業界全体の発行額(100万ドル)	151,307	308,398	856,713	863,616	116,854	265,189

(注1) 1996年の3大商業銀行グループの市場シェアは、J.P.モルガン、チェース・マンハッタン、シティグループのものである。

(注2) 合併等で社名を変更した場合には、新しい名称を用いている。

(注3) *印の付いたシェアは、トップ行から外れた大手3社があるため、現実よりも小さな値になっている。

[出所] IDD, *Investment Dealers' Digest*, each issue; Thomson Reuters, *Debt Capital Markets Review: Managing Underwriters*, Full Year, each issue

ループの証券子会社である。彼らは1999年の0.3%から2004年の8.7%まで急速にそのシェアを増加させた。しかしながら、3大銀行グループは、危機が起こった2007年から再びシェアを急増させ、2008-2013年にABS引受シェアは39.6~57.7%を推移した。

個々の大手商業銀行グループの動向をみると、金融持株会社シティグループは、ソロモン・スミス・バーニーを傘下にしたこともあり、2000-2001年にはABSs（MBSsを除く）の引受業務で第1位となった。その後もトップ3を維持し、最も長くトップに立った。同じくJPモルガン・チェースも、同じくABSsの引受業務で2002-2003年には第1位となった。2004-2006年に順位を下げたが、サブプライム危機以降の2008年と2012年に再びトップとなった。バンク・オブ・アメリカも、1998年から同じくABSsの引受業務でトップ10を維持した。サブプライム危機以降の2010-2011年には第1位となり、2012-2013年もトップ3に入った²⁰⁾。ABSs（MBSsを除く）において、大手商業銀行グループ傘下の証券子会社は、大手投資銀行以上に活発に引受業務を行うようになったのである。

次に、大手商業銀行グループのMBSsの引受業務に移ろう。この業務は、おもに大手銀行グループ傘下の証券子会社によって行われる。図表11-6をみると、3大商業銀行グループのMBS引受シェアは、1995-1997年に2.8%以下でABSsよりはるかに小さかった。しかし、銀行持株会社シティグループが大手投資銀行ソロモン・スミス・バーニーを傘下にした直後の1998-1999年に、シティグループはMBSsの引受業務で全米第2位に躍進した。3大商業銀行グループのMBS引受シェアも、同じく1998-1999年に15.9~17.1%に急増した（図表11-4）。ABSsよりやや遅れた翌2000年に、金融持株会社バンク・オブ・アメリカとJPモルガン・チェースも、MBSsの引受業務で全米トップ9位以内に入った。3大商業銀行グループのMBS引受シェアはこの2000年に21.2%まで急増し、2000年に3大投資銀行の引受シェア18.7%を初めて上回ったのである。本章で、大手商業銀行の本体のみならず、大手商業銀行グループを考察する所以である。

その後サブプライム危機直前の2005年まで、3大商業銀行グループのMBS引受シェアは低下傾向にあり、16.1%まで減少した。この時期に、MBS引受シェアを伸ばしたのは、外国銀行のドイツ銀行とRBS（Royal Bank of Scotland）、大手のサブプライム・レンダーとされたカントリーワイド・ファイナ

ンシャルとワシントン・ミューチュアル・グループである。ドイツ銀行のMBS引受シェアは、2001年の1.1%から2006年の7.1%まで急上昇した。RBSの引受シェアは、2001年の3.7%から2005年の9.6%まで急増した。破綻したカントリーワイド・セキュリティーズは、引受シェアを1999年の0.1%から2005年の4.6%まで上昇させた。最大の貯蓄貸付組合であったワシントン・ミューチュアルは、同じく引受シェアを2003年の0.0%から2005年の3.9%まで増加させた。

図表11-6 MBSsの引受ランキングと市場シェア 1996-2013年

(括弧内は市場シェア%)

	1996	2000	2004	2007	2010	2013
ドイツ銀行グループ		12(2.7)	10(4.5)	9(4.8)	6(7.5)	1(11.7)
JP モルガン・チェース		8(5.6)	13(3.3)	4(7.3)	5(8.3)	2(11.2)
チェース・マンハッタン	13(1.1)					
ベアー・スターンズ	2(14.8)	3(12.3)	1(12.4)	2(9.0)		
ワシントン・ミューチュアル			14(1.0)			
バークレイズ					2(13.2)	3(10.8)
バンク・オブ・アメリカ		9(5.1)	4(9.6)	6(6.1)	1(17.0)	4(9.1)
メリルリンチ	7(4.5)	5(7.5)	12(3.8)	8(4.8)		
カントリーワイド・セキュリティーズ		15(0.6)	11(4.4)			
クレディ・スイス・グループ	10(3.0)	1(15.7)	5(7.2)	5(7.3)	7(7.0)	5(9.0)
ゴールドマン・サックス	9(4.0)	6(6.8)	8(6.4)		3(9.6)	6(8.5)
ウェルズ・ファーゴ						7(7.8)
シティグループ		4(10.5)	7(7.0)	10(4.7)	8(5.6)	8(7.1)
ソロモン・スミス・バーニー	3(14.0)					
モルガン・スタンレー	6(6.8)	11(4.4)	6(7.1)	3(5.6)	9(5.3)	9(6.8)
RBS (Royal Bank of Scotland)		10(4.9)	9(6.3)	7(5.7)	4(9.1)	10(3.6)
リーマン・ブラザーズ	1(17.3)	2(14.7)	3(10.0)	1(10.4)		
野村證券					10(4.4)	
UBS (Union Bank of Switzerland)		7(6.0)	2(10.9)			
ドナルドソン・ラフキン・ジャンレット	4(12.4)					
ペインウエーバー	5(11.2)					
上位10社の市場シェア	(88.0)	(74.4)	(81.4)	(68.1)	(87.0)	(85.6)
3大商業銀行グループの市場シェア%	* (1.1)	(21.2)	(19.9)	(18.1)	(30.9)	(27.4)
3大投資銀行の市場シェア%	(15.3)	(18.7)	(17.3)	* (12.8)	(14.9)	(15.3)
業界全体の発行額(100万ドル)	100,967	180,094	729,306	922,109	493,785	419,335

(注1) 1996年の3大商業銀行グループの市場シェアは、JP.モルガンのものである。

(注2) 図表11-5の(注2)と(注3)を参照されたい。

[出所] IDD, *Investment Dealers' Digest*, each issue; Thomson Reuters, *Debt Capital Markets Review: Managing Underwriters*, Full Year, each issue

カントリーワイド・ファイナンシャルは預金金融機関ではないモノライン・レンダーであり、ワシントン・ミューチュアルは預金金融機関ではあるがサブプライム・レンダーとされる。サブプライム危機に至る過程で、サブプライム・レンダーとされたカントリーワイド・ファイナンシャルとワシントン・ミューチュアル・グループが、サブプライムを含むMBS引受シェアを急増させていたことは興味深い。カントリーワイド・ファイナンシャル・グループは、サブプライム危機直前の2006年に、サブプライム・モーゲッジ・オリジネーターの第3位であっただけでなく、サブプライムMBS発行者の第1位であった。ワシントン・ミューチュアル・グループは、同じく2006年に、サブプライムMBS発行者の第5位であった²¹⁾。カントリーワイド・ファイナンシャルとワシントン・ミューチュアルは、サブプライム・ローンをオリジネートして、それを同一グループ傘下のSPVsが証券化していたのである。さらに、グループ傘下の証券子会社が、サブプライムを含むMBSsを引き受けたのである。このように、サブプライム危機に至る直前に、MBS引受シェアを増加させたのは、3大商業銀行グループではなく、外国銀行やサブプライム・レンダーであった。

しかし、3大商業銀行グループはサブプライム危機後に再びMBS引受シェアを急増させ、2008-2013年には彼らの引受シェアは25.3~35.2%を推移した。個々の大手金融持株会社の動向をみると、バンク・オブ・アメリカはとくに積極的で、危機以降の2009-2011年には、MBSsの引受業務で第1位となった。同じくJPモルガン・チェースとシティグループは、サブプライム危機に至る過程でトップ10から外れることもあったが、その後トップ10を維持していた²²⁾。MBSsの引受業務において、大手投資銀行や外国銀行のプレゼンスは大きかったが、大手商業銀行グループもトップの一角を占めるようになったのである。

図表11-5と図表11-6によって、業界全体におけるABSsとMBSsの発行額を比べると、意外にもサブプライム危機まではABSs（MBSsを除く）の方が多く、危機以降にABSsがMBSs以上に減少した。3大商業銀行グループの

引受シェアは、ABSsの方がMBSsより高く、ABSs/MBSsともに危機後に上昇した。大手銀行グループは、サブプライムMBSsをそれほど引き受けず、その引受シェアを増加させなかったために、サブプライムによる損失も破綻した金融機関ほど大きくなかったと考えられる。

大手商業銀行グループは、ABSs/MBSsの引受業務に、1990年代末から積極的に参入していた。大手銀行グループのABSs/MBSsの引受業務への参入の度合いを理解するために、投資銀行業務の最もコアにある新規公開株式発行であるIPOと既公開会社による公募増資の引受業務に、彼らがいっどのように参入したかを、その引受手数料ランキングと市場シェアで確認しよう。

まず図表11-7をみると、IPO引受業務において、銀行の証券業務元年の直前となる1995-1996年には、銀行持株会社J.P.モルガンがIPOの引受手数料ランキングで全米第13位～第15位に入っただけであった。その後、大手商業銀行グループは投資銀行を合併して、2000年に金融持株会社シティグループは4位、JPモルガン・チェースは6位、バンク・オブ・アメリカは13位となった。

3大商業銀行グループによるIPOの引受市場シェアは、銀行の証券業務元年の翌1997年から上昇し、2002年には25.7%まで急増した。その後、サブプライム危機までそのシェアをやや下げたが、危機後に再びシェアを増加させ、2008年からは23.5～31.7%を推移した。その2008年に、3大商業銀行グループによるIPOの引受シェアは、3大投資銀行の引受シェア30.8%を初めて上回ったのである。

2004年以降、大手商業銀行グループ3社は、IPOの引受手数料においてトップ10を維持していた。大手投資銀行メリルリンチの買収もあり、金融持株会社バンク・オブ・アメリカは2009年に第1位、翌2010年から第2位～第4位となった。同じくJPモルガン・チェースは2010年から第2位～第3位、シティグループは2009年から第5位～第6位となった²³⁾。IPOの引受業務において、予想通り大手投資銀行が上位を占めたが、大手商業銀行グループもトップ5に喰い込むようになったのである。

次に図表11-8をみると、既公開会社による公募増資の引受業務において、銀

図表11-7 IPOの引受手数料ランキングと市場シェア 1996-2013年

(括弧内は引受手数料の市場シェア%)

	1996	2000	2004	2007	2010	2013
ゴールドマン・サックス	1(16.3)	1(22.0)	1(14.9)	3(9.8)	3(9.4)	1(12.4)
バンク・オブ・アメリカ		13(1.1)	10(3.4)	10(3.0)	4(7.8)	2(11.3)
メリルリンチ	3(7.0)	5(7.7)	3(10.1)	1(14.1)		
モンゴメリ・セキュリティーズ	10(3.0)					
JP モルガン・チェース		6(4.4)	5(8.0)	5(9.3)	2(11.3)	3(10.9)
J.P. モルガン	13(1.8)					
モルガン・スタンレー	2(12.0)	3(14.8)	2(14.0)	2(13.0)	1(12.6)	4(8.9)
シティグループ		4(10.3)	4(8.4)	8(6.8)	5(5.7)	5(7.5)
ソロモン・スミス・バーニー	8(3.5)					
スミス・バーニー	4(6.2)					
パークレイズ					7(5.1)	6(7.5)
クレディ・スイス・グループ	9(3.5)	2(17.6)	6(7.9)	6(9.2)	6(5.5)	7(6.5)
ドイツ銀行グループ		8(3.8)		9(4.9)	8(5.1)	8(4.9)
ウェルズ・ファージ					10(3.3)	9(3.6)
UBS (Union Bank of Switzerland)		10(.7)	9(5.3)	7(8.8)	9(4.3)	10(2.4)
リーマン・ブラザーズ	7(4.6)	7(4.1)	8(5.4)	4(9.5)		
アレックス・ブラウン & サンズ	5(5.7)					
ドナルドソン・ラフキン・ジャンレット	6(5.4)					
上位10社の市場シェア	(67.2)	(90.1)	(84.9)	(88.4)	(85.7)	(87.4)
3大商業銀行グループの市場シェア%	* (1.8)	(15.8)	(19.8)	(19.1)	(23.5)	(29.7)
3大投資銀行の市場シェア%	(35.3)	(44.5)	(39.0)	(36.9)	(22.0)	(21.3)
業界全体の引受手数料 (100万ドル)	3,005	3,988	2,544	2,843	1,339	3,071

(注1) 1996年の3大商業銀行グループの市場シェアは、チェース・マンハッタンのものである。

(注2) 図表11-5の(注2)と(注3)を参照されたい。

[出所] IDD, *Investment Dealers' Digest*, each issue; Thomson Reuters, *Global Equity Capital Markets Review: Managing Underwriters*, Full Year, each issue

行の証券業務元年である1996年には、大手商業銀行グループはトップ15位に入っていなかった。その後、大手商業銀行グループは投資銀行を合併して、2000年に金融持株会社シティグループは5位、JP モルガン・チェースは6位、バンク・オブ・アメリカは10位となった。

3大商業銀行グループによる公募増資の引受シェアは、銀行の証券業務元年から上昇し、2005年には22.3%まで急増した。翌2006年にはシェアをやや下げたが、危機後に再びシェアを増加させ、2008年からは28.0~37.5%を推移した。その2008年に、3大商業銀行グループによる公募増資の引受シェアは、3大投

図表11-8 既公開会社株式の引受手数料ランキングと市場シェア 1996-2013年
(括弧内は引受手数料の市場シェア%)

	1996	2000	2004	2007	2010	2013
JP モルガン・チェース		6 (5.7)	7 (7.3)	4 (8.9)	1(11.3)	1(11.5)
ベアー・スターンズ	14(1.6)	11(2.1)	10(2.9)			
ゴールドマン・サックス	2(8.8)	1(19.2)	1(12.1)	2(10.2)	5(6.2)	2(10.3)
バンク・オブ・アメリカ		10(2.3)		10(3.4)	2(10.3)	3(9.3)
メリルリンチ	1(14.8)	4(11.1)	3(10.5)	1(15.9)		
モンゴメリ・セクレティーズ	6(5.2)					
モルガン・スタンレー	5(7.7)	2(17.0)	2(10.7)	5(8.5)	3(10.0)	4(8.7)
シティグループ		5(6.9)	4(10.4)	6(7.7)	7(5.7)	5(7.2)
ソロモン・スミス・バーニー	9(4.7)					
スミス・バーニー	4(8.2)					
パークレイズ					6(5.8)	6(6.0)
クレディ・スイス・グループ	8(4.7)	3(14.6)	6(7.7)	8(6.5)	4(6.3)	7(5.9)
ウェルズ・ファargo					8(5.6)	8(5.2)
ドイツ銀行グループ		9(2.3)		9(3.6)	10(4.2)	9(4.9)
UBS (Union Bank of Switzerland)		13(1.2)	8(6.7)	3(9.0)	9(5.4)	10(3.1)
リーマン・ブラザーズ	11(2.6)	8(4.2)	5(8.9)	7(6.6)		
フリードマン・ビルिंगス・グループ			10(2.4)			
ファースト・ボストン		7(4.4)				
ドナルドソン・ラフキン・ジャンレット	3(8.8)					
アレックス・ブラウン & サンズ	7(5.0)					
ペインウェーバー	10(2.9)					
上位10社の市場シェア	(70.8)	(87.7)	(79.6)	(80.3)	(70.8)	(72.1)
3大商業銀行グループの市場シェア%	* (0.0)	(14.9)	(17.7)	(20.0)	(27.3)	(28.0)
3大投資銀行の市場シェア%	(31.3)	(47.3)	(33.3)	(34.6)	(16.2)	(19.0)
業界全体の引受手数料 (100万ドル)	2,844	4,883	2,781	2,908	4,293	4,785

(注) 図表11-5の (注) を参照されたい。

[出所] IDD, *Investment Dealers' Digest*, each issue; Thomson Reuters, *Global Equity Capital Markets Review: Managing Underwriters*, Full Year, each issue

資銀行の引受シェアと並んだ。翌2009年に、バンク・オブ・アメリカが大手投資銀行メリルリンチを子会社にしたこともあり、3大商業銀行グループによる公募増資の引受シェアは、3大投資銀行のものを初めて上回ったのである。

2007年サブプライム危機以降、大手商業銀行グループ3社は、公募増資の引受手数料においてトップ10を維持していた。金融持株会社JPモルガン・チェースは2008年から第1位～第2位となった。同じくバンク・オブ・アメリカは2009年と2012年に第1位、2010-2011年と2013年に第2位～第3位、シティグ

グループは1998年から第2位～第7位となった²⁴⁾。公募増資の引受業務において、予想通り大手投資銀行が上位を占めたが、大手商業銀行グループもトップ5に喰い込むようになったのである。これはIPO引受と同様である。

新規公開株式発行であるIPO引受は、投資銀行業務の最もコアにある。それでは、サブプライム危機以降の大手商業銀行グループによるIPO引受シェアは、歴史的にみてどのくらいの大きさと考えればよいのだろうか？ 周知のように、1933年GS法以前には、商業銀行業務と投資銀行業務の兼業は許されていた。1920年代末の株式ブーム期前後に、商業銀行の債券部や証券子会社によってオリジネートされたIPOは、1927年には22%、1930年には44.6%に達した。IPO全体に対する商業銀行グループの参加比率は、1927年には約36.8%、1930年には61.2%に上昇した²⁵⁾。これらのデータと直接比較できるものではないが、サブプライム危機後の大手商業銀行グループのIPO引受シェアは、1930年には及ばないが、1927年の数字に近づいているようである。

最後に、図表11-9と図表11-10によって、大手商業銀行グループの社債市場におけるハイ・イールド債と投資適格債の引受ランキングと市場シェアを確認しよう。比較的歴史の浅いハイ・イールド債の引受シェアは、1996年の銀行の証券業務元年から増加した。3大商業銀行グループの市場シェアが、3大投資銀行のものを初めて上回ったのは1999年であった。翌2000年に3大投資銀行に抜き返されたが、2001年から再び3大商業銀行グループが3大投資銀行を上回った²⁶⁾。伝統のある投資適格債の引受シェアも、同じく銀行の証券業務元年から増加した。3大商業銀行グループの市場シェアが、3大投資銀行のものを初めて上回ったのは2000年であった²⁷⁾。銀行の証券業務元年から、3大商業銀行グループによるハイ・イールド債と投資適格債の引受シェアが上昇し、1999-2001年にかけて3大投資銀行のシェアを追い越したのはABSsやMBSsと同様であった。しかし、サブプライム危機後に3大投資銀行の市場シェアを初めて上回ったIPO引受よりも、3大商業銀行グループは早くから社債の引受業務に進出したのである。

以上みたように、1990年代後半から、大手商業銀行グループは社債と

図表11-9 ハイ・イールド債の引受ランキングと市場シェア 1996-2013年

(括弧内は市場シェア%)

	1996	2000	2004	2007	2010	2013
JP モルガン・チェース		5(10.0)	3(11.3)	1(13.5)	1(14.6)	1(11.5)
J.P. モルガン	8(5.1)					
チェース・マンハッタン	10(4.5)					
ベアー・スターンズ	4(7.6)	11(0.8)	11(3.5)			
バンク・オブ・アメリカ		8(5.5)	4(10.9)	6(8.2)	2(14.2)	2(10.2)
メリルリンチ	2(12.6)	6(6.1)	10(3.9)	5(8.6)		
ドイツ銀行		7(5.8)	5(9.5)	8(6.4)	6(7.9)	3(8.3)
クレディ・スイス	9(4.6)	1(23.8)	2(12.8)	2(11.0)	3(10.2)	4(8.2)
シティグループ		3(12.4)	1(14.7)	3(10.6)	5(8.0)	5(7.8)
ソロモン・スミス・バーニー	5(7.0)					
スミス・バーニー	11(4.4)					
ゴールドマン・サックス	3(10.6)	2(13.1)	8(5.4)	4(9.1)	4(8.1)	6(7.5)
バークレイズ			15(0.5)		7(7.1)	7(7.1)
モルガン・スタンレー	6(6.9)	4(11.0)	6(8.5)	9(5.2)	8(6.6)	8(7.0)
ウェルズ・ファーゴ					10(4.6)	9(6.8)
RBC キャピタルマーケットツ						10(4.0)
UBS (Union Bank of Switzerland)	13(1.6)	10(2.9)	9(5.4)		9(4.7)	
リーマン・ブラザーズ	12(3.8)	9(4.4)	7(6.2)	7(7.6)		
ドナルドソン・ラフキン・ジャンレット	1(14.8)					
バンカーズ・トラスト・ニューヨーク	7(5.2)					
上位10社の市場シェア	(78.9)	(95.0)	(84.7)	(84.1)	(86.0)	(78.4)
3大商業銀行グループの市場シェア%	* (9.6)	(27.9)	(36.9)	(32.3)	(36.8)	(29.5)
3大投資銀行の市場シェア%	(30.1)	(30.2)	(17.8)	(22.9)	(14.7)	(14.5)
業界全体の発行額(100万ドル)	73,845	42,946	140,830	137,395	258,980	335,233

(注1) 1996年の3大商業銀行グループの市場シェアは、J.P.モルガンとチェース・マンハッタンのものである。2007年はグローバル市場のドル建てのデータである。

(注2) 図表11-5の(注2)と(注3)を参照されたい。

(出所) IDD, *Investment Dealers' Digest*, each issue; Thomson Reuters, *Debt Capital Markets Review: Managing Underwriters*, Full Year, each issue

ABSs/MBSsの引受業務に参入した。とくに、2000年代に入ると、大手商業銀行グループは、大手投資銀行以上に社債とABSs/MBSsの引受業務を行うようになった。彼らの社債とABSs/MBSsの引受業務は、IPOと公募増資の引受業務への参入と比較すると、その参入時期が早く、2000年代には引受ランキングのトップの一角を占めたという違いがある。大手商業銀行グループは、引受業務において、銀行貸付と代替性のある社債と、彼らの新規金融商品である

図表11-10 投資適格債の引受ランキングと市場シェア 1996-2013年

(括弧内は市場シェア%)

	1996	2000	2004	2007	2010	2013
JP モルガン・チェース		2(14.3)	2(13.2)	2(11.8)	1(15.2)	1(13.5)
J.P. モルガン	4(10.3)					
チェース・マンハッタン	9(0.7)					
ベアー・スターンズ	8(3.8)	10(2.5)				
バンク・オブ・アメリカ		9(6.4)	8(5.1)	3(9.4)	2(11.9)	2(11.1)
メリルリンチ	1(17.9)	3(12.4)	7(6.4)	7(7.0)		
シティグループ		1(15.9)	1(20.2)	1(14.9)	3(9.3)	3(10.7)
ソロモン・スミス・バーニー	2(15.3)					
モルガン・スタンレー	6(9.7)	4(12.1)	4(9.0)	5(8.2)	4(8.5)	4(9.1)
ゴールドマン・サックス	3(10.7)	5(9.5)	3(9.1)	4(9.1)	6(7.9)	5(8.3)
パークレイズ		15(0.6)		10(4.2)	5(7.9)	6(6.5)
ドイツ銀行		11(2.4)		9(6.4)	7(7.3)	7(6.3)
ウェルズ・ファーゴ					12(2.8)	8(5.3)
RBS (Royal Bank of Scotland)					9(4.5)	9(3.3)
クレディ・スイス	7(6.7)	7(7.1)	6(6.8)		8(5.5)	10(3.3)
HSBC			9(4.4)		11(3.8)	11(3.2)
UBS (Union Bank of Switzerland)		9(2.7)			10(4.1)	
リーマン・ブラザーズ	5(10.2)	6(8.4)	5(7.9)	6(7.7)		
ワコビア			10(3.9)	8(6.7)		
上位10社の市場シェア	(89.4)	(91.3)	(86.0)	(85.4)	(82.1)	(77.4)
3大商業銀行グループの市場シェア%	* (11.0)	(36.6)	(38.5)	(36.1)	(36.4)	(35.3)
3大投資銀行の市場シェア%	(38.3)	(34.0)	(24.5)	(24.3)	(16.4)	(17.4)
業界全体の発行額(100万ドル)	518,873	429,498	688,639	978,098	728,281	1,016,740

(注1) 1996年の3大商業銀行グループの市場シェアは、J.P. モルガンとチェース・マンハッタンのものである。

(注2) 図表11-5の(注2)と(注3)を参照されたい。

(出所) IDD, *Investment Dealers' Digest*, each issue; Thomson Reuters, *Debt Capital Markets Review: Managing Underwriters*, Full Year, each issue

ABSs/MBSsにまず参入し、それから投資銀行業務の最もコアにあるIPOと公募増資の引受業務に進出したのである。

それを可能にしたのは以下の理由による。第1に、社債の場合を考えよう。まず、大手商業銀行が企業に貸付を行う。次に、貸付を受けた企業は、銀行貸付と代替性のある社債を発行することもある。最後に、発行された社債を、大手銀行グループ傘下の証券子会社が引き受けるのである。第2に、新規金融商品であるABSs/MBSsの場合を考えよう。まず、大手行は、おもに家計に貸

付をオリジネートする。次に、その貸付を、おもに大手銀行グループ傘下のSPVsが証券化する。最後に、証券化されたABSs/MBSsを、おもに同じくグループ傘下の証券子会社が引き受けるのである。第3に、大手銀行グループは、社債とABSs/MBSsの引受業務で経験を積み、サブプライム危機により大手投資銀行が弱体化する間にIPOと公募増資の引受業務に進出したのである。ここに、大手銀行本体だけでなく、大手銀行グループを考察する意味がある。

4. サブプライム MBSs への関与

ここでは、3大商業銀行グループが、サブプライム危機でも問題にされた、住宅モーゲッジの証券化業務へどのように関与したかを考察する。

サブプライム・ローンの借り手は、U.S. Office of the Comptroller of the Currency, Board of Governors of the Federal Reserve System, Federal Deposit Insurance Corporation and Office of Thrift Supervision〔2001〕によると、以下の5点のうち1つ以上に該当する者である。①過去12か月以内に30日の延滞が2回以上、または過去24か月以内に60日の延滞があった者、②過去24か月以内に強制執行、抵当流れ、担保権の実行、貸倒償却が行われた者、③過去5年以内に破産した者、④（信用履歴等によって）FICOスコア²⁸⁾が660以下、または同等の債務不履行率を示すスコアによって、比較的高い債務不履行率とみなされる者、⑤債務返済／所得比率が50%以上、または月収から債務返済額を差し引いた生計費が十分でない者、である²⁹⁾。

住宅モーゲッジ・ローンは1970年から証券化されており、本節で注目するサブプライム・ローンも証券化された。ここで、Ashcraft and Schuermann〔2008〕によって、危機直前の2006年における、サブプライムMBS発行者の上位10社をみてみよう。上位10社で総額の63.3%、上位25社で同じく95.3%の発行を行っており、サブプライムMBS発行者は、上位に集中していたことがわかる。上位10社のうち9社が、最大の貯蓄貸付組合であったワシントン・

ミューチュアルを含むサブプライム・レンダーとされた金融グループのSPVsである。残る1社は、サブプライム危機の最中に破綻した大手投資銀行リーマン・ブラザーズのSPVsである。サブプライムMBS発行者全体では、モノライン・レンダーとされたノンバンクのSPVsが中心であった。彼らの多くは、サブプライム危機で破綻や合併・吸収に追い込まれていく。3大商業銀行グループは、優良なプライムMBSsの発行・引受に積極的に進出したが、サブプライムMBSsの発行にはあまり乗り出さなかった³⁰⁾。金融規制は、銀行だけでなく、ノンバンクに対して必要なのである。

サブプライムMBSsは、CDSs (credit default swaps) によって信用リスクをプロテクトされた³¹⁾。CDSsは、新規の信用リスク移転商品である。サブプライム期に至る過程では、モノライン保険会社がCDSsを利用してプロテクションの売り手(信用リスクの投資家)として行動した。このモノライン保険会社のうち大手であるアムバックの主要株主は、大手商業銀行グループJPモルガン・チェースやシティグループであった³²⁾。

サブプライム危機前後の証券化は、伝統的なMBSsに止まらない。サブプライムMBSsを担保に再証券化を行ったCDOs (collateralized debt obligations; 債務担保証券)がある。CDOsの担保は、多様な債券、貸付、クレジット・デリバティブ(以下クレデリ)にも及んだ。クレデリの代表的なものにCDSsがある。しかし、サブプライムMBSsを担保にしたCDOsが、危機に至る2003-2006年に、CDOs全体の過半を占めるようになった。特に、2004-2006年には、サブプライムMBSsを再証券化したCDOsが、全体の80%前後に達した。

サブプライムMBSsを再証券化したCDOsは、大手商業銀行グループの引受業務を軸にみると、CDSsを担保にしたシンセティックCDOs等より、本章では重要である。オリジネートされた貸付が、証券化・再証券化されて、引き受けられる状態が分るからである。しかし、CDOsの場合には、大手銀行のオリジネートしたサブプライム・ローンが、そのまま再証券化・再々証券化される訳ではない。サブプライム危機に至る過程で、大手商業銀行グループの発行

する CDOs に MBSs を最も提供したのは、最大手のサブプライム・レンダーとされるカントリーワイドや大手投資銀行ゴールドマン・サックスであった。

カントリーワイドは預金金融機関ではないモノライン・レンダーである。一方、大手投資銀行ゴールドマン・サックスから MBSs を購入したのは、大手商業銀行 JP モルガン・チェース・グループであった。他社から提供された MBSs を担保にしたことが、大手商業銀行グループによる CDO 発行の問題点である。担保となる MBSs 資産がサブプライム化しその劣化が止まらなくなったのである。本節で後述するドッド＝フランク（DF）法により、金融機関が証券化商品を組成分配する際に、その5%を保有し続けるように義務付けたことの意義がここにある。ただし、金融規制は、大手金融機関だけでなく、ノンバンクに対して必要なのである。

さらに、CDOs を担保に再々発行された、CDO スクエアードがある。大手商業銀行グループの再発行する CDO スクエアードに CDOs を最も提供したのは、同一の大手銀行グループであった。発行されたものの販売されなかった CDOs は、CDO スクエアードとして再々発行されたのである。さらに、CDOs は、CDSs によって信用リスクをプロテクトされた³³⁾。

再証券化された CDOs は、次に引き受けられる。2000-2013年における世界の CDOs の引受ランキングと市場シェアをみると、CDOs を引き受けたのは、大手商業銀行グループ、外国銀行グループ、大手投資銀行であった。3大商業銀行グループによる世界の CDO 引受シェアは、2001-2002年とサブプライム危機直前の2005年から3大投資銀行のものを上回るようになった。2004-2006年に、世界の CDOs の引受金額・件数と取引件数が急速に増加した³⁴⁾。これは、サブプライム MBSs を担保にした CDOs が、全体の80%前後に達した時期と重なっている。

それでは、サブプライム危機に至る過程で、3大商業銀行グループが発行し引き受けた CDO を、誰が購入したのだろうか。International Monetary Fund [2007] によると、CDOs 全体の投資家は、ヘッジファンド（47%）、銀行（24%）、アセット・マネージャー（19%）、保険会社（10%）であった³⁵⁾。

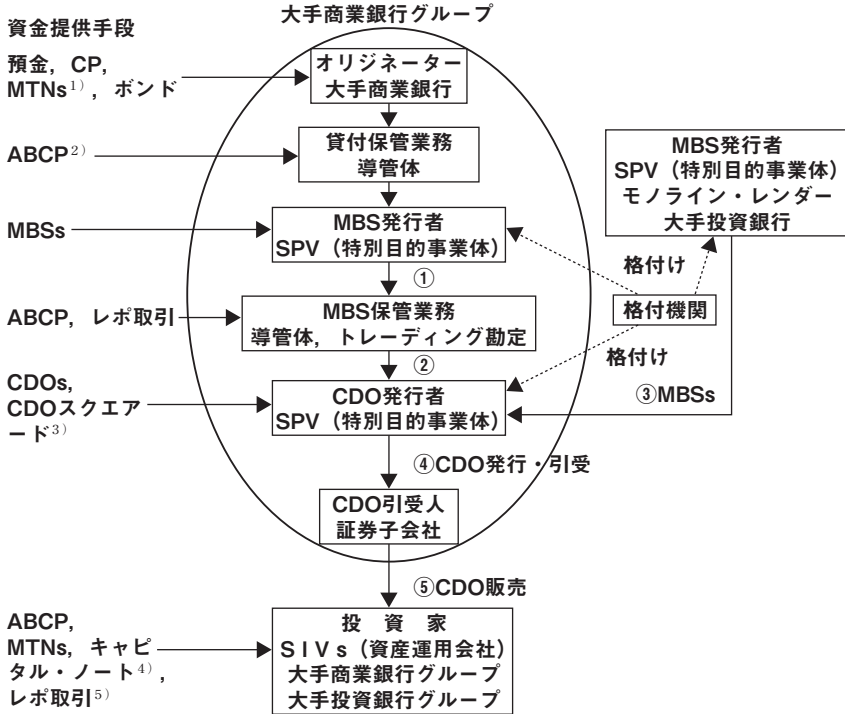
CDO スクエアードの場合には、大手商業銀行バンク・オブ・アメリカ・グループの発行する CDO スクエアードを最も購入したのは、大手商業銀行シティグループであった。同じくシティグループの発行する CDO スクエアードを最も購入したのはシティグループ自身であった。大手商業銀行 JP モルガン・チェース・グループの発行する CDO スクエアードを最も購入したのは、大手投資銀行メリルリンチであった³⁶⁾。3 大商業銀行グループが発行し引き受けた CDO スクエアードを購入したのは、サブプライム危機で痛手を被った大手商業銀行シティグループと大手投資銀行メリルリンチであった。ここに、大手商業銀行グループによる CDO スクエアード発行・引受の問題点がある。大手金融機関に対する金融規制が必要な所以である。

ここで、図表11-11を参照しながら、大手商業銀行グループによる MBSs の再証券化構造をまとめてみよう。MBSs の発行までは、導管体による貸付保管業務が加えられているが、先の図表11-2と基本的に同じである。大手銀行グループによって発行されたものの販売されなかった MBSs は、図表11-11の①大手銀行グループ傘下の導管体または大手行のトレーディング勘定に移される。本節でみるように、このとき自己資本比率を高めることができ、ここにバーゼル2.5等でトレーディング勘定が問題とされた理由の1つがある。

CDOs として再証券化するために、②大手商業銀行グループの MBSs は、大手銀行グループ傘下の SPVs に移される。同じく、③預金金融機関ではないモノライン・レンダーや大手投資銀行グループ傘下の SPVs の発行した MBSs が、大手商業銀行グループ傘下の SPVs に移される。他社から提供された MBSs を担保にしたことが、大手銀行グループによる CDO 発行の問題点である。危機直前の2004-2006年には、CDOs の80%前後がサブプライム MBSs を担保とした。担保となる MBSs 資産の劣化を止めることができず、それが最終的に CDO 市場の崩壊につながった。DF 法による、組成分配した証券化商品の5%保有義務は、これに対処したのである。ただし、金融規制は、大手金融機関だけでなく、ノンバンクに対しても必要である。

上述のように、④これらの MBSs は CDOs として再証券化され、大手商業

図表11-11 大手商業銀行グループによる MBSs の再証券化構造



(注1) MTNsとは、medium-term notes (中期社債)の略である。

(注2) ABCPとは、asset-backed commercial paperの略である。

(注3) CDO スクエアードとは、CDOsを担保に再発行されたCDOsのことである。

(注4) キャピタル・ノートとは、劣後債の一種である。

(注5) レポ取引とは、買戻し条件付き証券売買である。

[出所] Barnett-Hart [2009], pp.28-29, table 5; Pozsar, Adrian, Ashcraft and Boesky [2013], pp.2, 7-13, table 4, appendix 2等を参考に作成

銀行グループ傘下の証券子会社が引き受ける。大手銀行グループは、自らまたは他社がオリジネートし、自ら証券化したCDOsを、自ら引き受けたのである。

それから、大手銀行グループ傘下の⑤証券子会社は、CDOsを投資家に販売した。CDOsの投資家はSIVs (structured investment vehicles; 資産運用会社)³⁷⁾の形をとり、CDOsを担保に再々発行されたCDOスクエアードの場合

には、大手商業銀行や大手投資銀行グループ傘下にあった。ここに、大手商業銀行グループによる CDO スクエアード発行・引受の問題点がある。大手金融機関に対する金融規制も必要なのである。この時点で、大手商業銀行グループにとって、モーゲッジ・ローンさらに MBSs を担保とした CDOs が登場したのである。

おわりに

最後に、アメリカにおける大手商業銀行グループの引受業務を含む業務展開の現代的特質を述べてむすびとしたい。これを整理した上で、大手銀行グループの業務展開について、若干の理論的な展望を述べる。

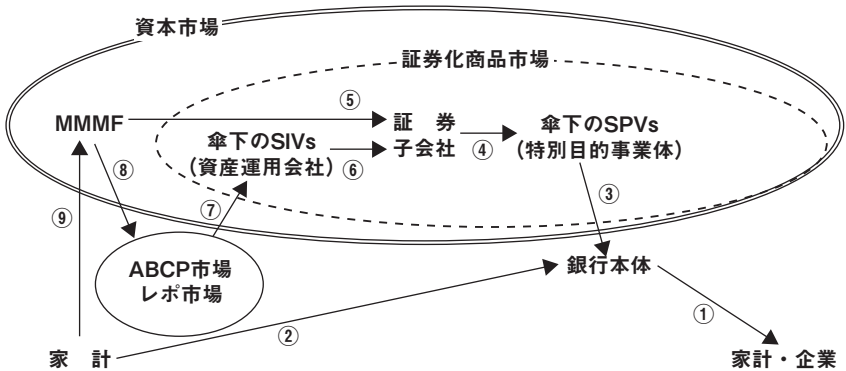
米国大手商業銀行グループは、1980年代から一連の業務展開を行ってきた。この現象の一端は、これまでユーロ市場の証券化に対する米国型の証券化として説明されてきた。米国型の証券化の1つの特徴は、貸付債権を証券化した ABSs と MBSs である。アメリカの金融システムは、伝統的に資本市場中心であった。この場合、大手商業銀行グループにとって、投資銀行の主戦場である資本市場に進出する形で自らの業務展開を推し進めることが最も有望な策であった³⁸⁾。

大手商業銀行グループは、1970年代後半からオリジネートした貸付を彼らの新規金融商品である MBSs、1980年代後半から ABSs の形で証券化した。1980年代後半には、大手商業銀行グループは、公募 ABSs (MBSs を除く) と私募 ABSs/MBSs の3分の1を証券化していた。このとき、ABSs (MBSs を除く) が初めて証券化された。1980年代末からの引受業務に関する規制緩和によって、1999-2000年に3大商業銀行グループによる ABSs/MBSs の引受シェアがついに3大投資銀行のものを上回った。2000年代には、大手商業銀行グループは ABSs/MBSs の引受業務において大手投資銀行を抑えてトップに立つほどに成長した。3大商業銀行グループは、大手投資銀行による投資銀行業務の寡占状態の一角を打ち破ったのである。

ここで、米国大手商業銀行グループの引受業務を含む業務展開が实体经济・金融に対して何をもたらしたかを理解するために、その特徴を図表11-12にまとめてみよう。①銀行は、おもにリテール³⁹⁾分野の消費者ローンや住宅モーゲッジ・ローンをオリジネートする、②その資金源泉は、おもに家計の預金である、③銀行はオリジネートした貸付を同一グループ傘下のSPVsに売却し、貸付は銀行のバランスシートから外される⁴⁰⁾、④SPVsはその貸付を証券化し、同一グループ傘下の証券子会社⁶⁾がその証券化商品を引き受ける、⑤銀行グループの証券化商品は、投資信託の一種である MMMFs (money market mutual funds)、または⑥同一グループ傘下の SIVs によって購入される、⑦ SIVs は、ABCP を発行するか、またはレポ取引 (買戻し条件付き証券売買) によって、運用資金を調達した、⑧この ABCP の購入者またはレポ取引の相手は MMMFs であった。結果的に、SIVs も証券子会社と同様に、MMMFs から運用資金を調達したことになる、⑨ MMMFs の主たる買い手は家計なので、証券化商品の購入資金は最終的には家計ということになる。

図表11-12のような引受業務を含む業務展開は、最終的には証券化を中心とする投資銀行業務であった。資本市場中心の金融システムをもつアメリカでは、大手商業銀行グループの業務展開といえども、資本市場に進出することが

図表11-12 大手商業銀行グループの引受業務と資本市場



(注) →はキャッシュフローを示している。

〔出所〕池尾〔2010〕, 8頁, 図表2を参考に、本章で扱った範囲をまとめたものである。

最も有望な策であった。これが、米国大手銀行グループの業務展開の特徴を決定づけた要因である。大手銀行グループは、金融システムの中心である資本市場における業務展開を行った。大手銀行グループにとって、引受業務は資本市場に進出するために必要不可欠な業務展開であった。

大手商業銀行グループの証券化を中心とする投資銀行業務は、オフバランスシート取引もしくは同一グループ傘下の証券子会社や関連機関（SPVsやSIVs）で行われる。

大手商業銀行を中心とする金融持株会社と、大手投資銀行を中心とする金融持株会社の戦略は、同じ金融持株会社とはいえ、違いがあると考えられる。本章で扱ったように、米国大手商業銀行を中心とする金融持株会社は、引受業務を含む業務展開を行った。一方、大手投資銀行を中心とする金融持株会社は、歴史が浅く比較が困難だが、まだ独自のビジネスモデルを創り上げたとは言い難い。もしくは、大手投資銀行を中心とする金融持株会社傘下の商業銀行は、彼ら独自の業務展開を行っていないのかもしれない。

Litan〔1987〕やSaunders and Walter〔1993〕等の先行研究は、商業銀行本体の引受業務を含む業務展開を扱い理論的な分析を行っている。しかし、大手商業銀行を中心とする金融持株会社は、彼ら独自の引受業務を含む業務展開を行い、それが無視できなくなっている。たとえば、3大商業銀行グループは、同一グループ傘下の証券子会社や関連機関を利用して、大手投資銀行による投資銀行業務の寡占状態の一角を打ち破った。こうした状況を鑑みれば、大手商業銀行を中心とする金融持株会社の業務展開を理論的に分析する必要性があると思われる⁴¹⁾。特に、大手商業銀行本体、その証券子会社、関連機関が一体となってどのように業務展開を行ったかである。異なっているが一連の業務を行う、複数の金融機関を考察しようとする試みは、サブプライム危機後に行われたシャドーバンキングに関するもの等に限られている⁴²⁾。これは業態別金融機関の分析を重視する既存理論に見直しを迫る考え方であり、筆者はそのとば口に足を踏み入れたのである。

*本章は、2012-2014年度 JSPS 科研費 24530513を受けたものである。

<注>

- 1) 現在、3大商業銀行を中核とする金融持株会社は、JP モルガン・チェース、バンク・オブ・アメリカ、シティグループの3社である。JP モルガン・チェースの証券子会社はJP モルガンである。同じくバンク・オブ・アメリカの証券子会社はメリルリンチである。シティグループの投資銀行業務はおもにシティグループ・グローバル・マーケット社で行っている。
- 2) 以上 Litan [1987], pp.65, 67, 74-76, 87, 91, 98, table 3-1. (訳, 91, 94, 103, 106, 120, 125, 132頁, 表3-1) ただし、訳を一部変更している。
- 3) Saunders and Walter [1993], pp.iv-v. 彼らは1996年に800ページ近い編著も出版し、論点の補強を行っている。しかし、このSaunders and Walter, ed., [1996] は論文集であり、必ずしも論旨が明確でないため、先行研究から割愛した。
- 4) 以下、11位にケミカル (同4.4%), 12位にモルガン・ギャランティ・トラスト (同3.4%), 15位にセキュリティ・バシフィック (同2.0%), 16位にバンク・オブ・アメリカ (同1.0%), 19位にファースト・ナショナル・バンク・オブ・シカゴ (同0.7%) と続いた。以上 Pavel [1989], pp.26-28, table 2-3. (訳, 23-24頁, 表2-3)
- 5) 以上 Pavel (1989), pp.26-28, 195, table 2-3. (訳, 23-24, 160頁, 表2-3)
- 6) 以下 Litan [1987], pp.54, 57-58, table 2-4, note 113 (訳, 75-76, 81-82頁, 表2-4, 注113) を参考にした。
- 7) レベニュー債とは、アメリカの地方公共団体が発行する地方債の一種である。吉原・貝塚・嶺山・神田編 [2000], 1761頁。
- 8) ABSsの内訳はCARs (certificates of automobile receivables; 自動車ローン担保証券) とCARDs (certificates of amortizing revolving debts; クレジットカード・ローン担保証券) で、7月14日にFRBは許可を与えた。
- 9) こうした証券化関連のSPVsが所有する資産の内訳は、2001-2003年には、金額の多い順に、①クレジットカード受取勘定、②住宅モーゲッジ債権、③商業モーゲッジ債権、④自動車ローン等であった。同じく2003-2004年には項目が変更されているが、金額の多い順に、①クレジットカード受取勘定、②住宅モーゲッジ、③自動車ローン、④ホールセール業務であった。同じく2005-2007年には、金額の多い順に、①商業その他、②クレジットカード受取勘定、③住宅モーゲッジ、④自動車ローンであった。なお、商業その他は、事業貸付 (おもに商業モーゲッジ) と第3者から購入した消費者受取勘定である。
- 10) 商業その他は、事業貸付 (おもに商業モーゲッジ) と第3者から購入した消費者受取勘定である。
- 11) その内訳は、クレジットカード受取勘定、学生ローン、住宅・商業モーゲッジ、自動車ローンであった。このように、JP モルガン・チェースのSPVsは、多様なABSsとMBSsを発行していた。
- 12) スーパーリージョナル最大手のWells Fargo & Co., *Annual Report*, 2008-2013によると、金融持株会社ウェルズ・ファーゴは、グループ傘下のSPVsが発行した証券を引き受け、それらの証券のマーケット・メイキングをしたという。ウェルズ・ファーゴでも、グループ傘下のSPVsの発行した証券を、グループで引き受けるという形が造られたのである。

以上 Bank of America Corp., *Annual Report*, 2004, p.114; 2005, p.116; 2006, p.119; 2007, p.135; 2008, p.140; 2009, pp.155-156; 2010, pp.178, 181; 2011, pp.191, 194; 2012, pp.200, 203; 2013, pp.197, 200; Citigroup Inc., *Annual Report*, 2008, p.179; 2009, p.200; Citigroup Inc., *Annual Report Form 10-K*, 2010, pp.160, 237; 2011, pp.144, 220; 2012, pp.154, 228; 2013, p.245; JPMorgan Chase & Co., *Annual Report*, 2001, p.69; 2002, p.83; 2003, p.101; 2004, p.103; 2005, p.109; 2006, p.114; 2007, p.139;

- 2008, p.182; 2009, p.209; 2010, p.248; 2011, p.259; 2012, pp.36, 283; 2013, pp.195, 288, 291; Wells Fargo & Co., *Annual Report*, 2008, p.55; 2009, p.124; 2010, p.146; 2011, p.160; 2012, p.169; 2013, p.183.
- 13) Rosenthal and Ocampo [1988], pp.250-257, table B.2.
- 14) 1年以上、空白期間があるのは、証券業協会の起こした訴訟が、1988年6月に連邦最高裁に上告を棄却されたからである。ただし、訴訟がなくても、Competitive Equality Banking Act of 1987によって、銀行持株会社が銀行非適格証券の引受業務等を行える時期は、1988年3月1日以降とされていた。U.S. General Accounting Office [1990], p.59, note 4; 林 [2000] 39頁, 表1。原資料は Federal Reserve, U.S. Office of the Comptroller of the Currency.
- 15) 大手商業銀行9行とは、富士銀行、ステート・ストリート、バンク・オブ・ニューヨーク、マニュファクチャーズ・ハノーバー、モルガン・ギャランティ、ファースト・ナショナル・バンク・オブ・シカゴ、バンカーズ・トラスト、ケミカル、ファースト・バンクである。Pavel [1989] p.36, table 2-8. (訳, 30頁, 表2-8) 原資料は IDD Information Services, U.S. Securities and Exchange Commission.
- 16) 時代は下るが、JPMorgan Chase & Co., *Annual Report*, 2009によると、CARDsに関して、JPモルガン・チェースが売り手かつサービサーで、バンク・オブ・ニューヨーク・メロンが受託者となった事例があるという (p.208)。
- 17) 以上、打込 [1986], 2頁, 第1表; Pavel [1989], pp.21-41, 56-68, 199-200, 209, table 2-8 and 3-5, figure 3-9 (訳, 18-34, 46-54, 163-164, 169頁, 表2-8, 表3-5, 図3-9); U.S. General Accounting Office [1990], pp.32, 58-59, 61, table IV. 2, note 1 and 4; U.S. General Accounting Office [1991], pp.11-12, 17, table I. 2 and I. 10; Saunders and Walter [1993], p.166; Kaufman and Mote [1994] p.10 (訳, 29頁); U.S. General Accounting Office [1995], pp.46, 48, table 3.1; 沼田 [1997], 8-9頁; 林 [2000], 39頁, 表1。原資料は Conference of State Bank Supervisors; IDD, *Investment Dealers' Digest* [1991], April 1; IDD Information Services, Federal Reserve, U.S. General Accounting Office analysis of data provided by Section 20 firms, U.S. Securities and Exchange Commission. ただし、訳を一部変更している。
- 18) その後サブプライム危機の2007年まで、2003年を除いて、大手10行はトレーディング勘定の証券取引を再び増加させてきた。
以上 Board of Governors of the Federal Reserve System [2010], p.A29; 小立 [2010], 128, 130頁, 図表; 大山 [2011], 159, 162-163頁; 太田 [2011], 46-48, 74-75, 247頁; 藤田・野崎 [2011], 153-154, 174, 180-181, 185頁, 図表6-1; Basel Committee on Banking Supervision [2013], p.5.
- 19) 箭内 [2002] によると、銀行界はこの1996年を銀行の証券業務元年と呼んでいる (108-110頁)。
- 20) スーパーリージョナルのウェルズ・ファーゴは、2008年に同じくスーパーリージョナルのワコビアを救済合併し、その後2010年以降にABSsの引受業務でトップ10に喰い込んだ。
- 21) Ashcraft and Schuermann [2008], p.4, table 2 and 3. 原資料は Inside Mortgage Finance [2007], *The 2007 Mortgage Market Statistical Annual*.
- 22) スーパーリージョナルのウェルズ・ファーゴは、サブプライム危機以降の2012年からMBSsの引受業務でトップ10に入った。
- 23) ウェルズ・ファーゴは2008年からトップ10に入った。
- 24) ウェルズ・ファーゴは2008年からトップ10に入った。
- 25) Edwards [1938], p.226.
- 26) ウェルズ・ファーゴは、ハイ・イールド債の引受では2009年からトップ10に入った。
- 27) ウェルズ・ファーゴは、投資適格債の引受では2011年からトップ10に入った。図表11-5~図表11-10に記載されていないデータは以下の文献による。IDD, *Investment Dealers' Digest*, each issue; Thomson Reuters, *Debt Capital Markets Review: Managing Underwriters*, Full Year, each issue; Thomson Reuters, *Global Equity Capital Markets Review: Managing Underwriters*, Full

Year, each issue.

- 28) FICO スコアとは、Fair Isaac Corp. Score の略で、アメリカの個人信用情報機関である Fair Isaac Corp. が開発した credit bureau risk score である。
- 29) U.S. Office of the Comptroller of the Currency, Board of Governors of the Federal Reserve System, Federal Deposit Insurance Corporation and Office of Thrift Supervision [2001], p.3. 訳は荒巻 [2011], 149頁, 表4-4を参考にした。
- 30) Ashcraft and Schuermann [2008], p.4, table 3. 原資料は Inside Mortgage Finance [2007], *The 2007 Mortgage Market Statistical Annual*.
- 31) Financial Crisis Inquiry Commission [2009], pp.XXIV, 140, 200-201.
- 32) 尾崎 [2004], 2-4, 15-16頁。
- 33) サブプライム危機で破綻した大手保険会社 AIG (American International Group) ファイナンシャル・プロダクツは、ヨーロッパの銀行、たとえばフランスのソシエテ・ジェネラルに、ボンド、MBSs, CDOs 等に対する CDSs のプロテクションを大量に販売した。AIG ファイナンシャル・プロダクツは、大手投資銀行ゴールドマン・サックスにも CDSs を販売したという。ドイツ銀行のモーゲッジ・トレーダー、グレッグ・リップマンは、FDIC に対して、彼らの CDSs のプロテクションの買い手は、ほぼ UBS (Union Bank of Switzerland), 大手投資銀行メリルリンチ、大手商業銀行シティバンクであったと話している。周知のように、メリルリンチとシティバンクは、サブプライム危機で苦境に陥っている。Financial Crisis Inquiry Commission [2009], pp.140-141, 143, 191, 202, 243, 376. 原資料は Greg Lippmann, interview by FCIC, May 20, 2010; Moody's, "CDOs with Short-Term Tranches"; AIG, "Information Pertaining to the Multi-sector CDS Portfolio," provided to the FCIC.
- 34) International Monetary Fund [2007] によると、世界の地域別購入者では、アメリカ (77%), ヨーロッパ (15%), アジア・オーストラリア (8%) の順であった (p.15, figure 1.11). 原資料はシティグループ。
- 以上 IDD, *Investment Dealers' Digest*, each issue; Thomson Reuters, *Debt Capital Markets Review: Managing Underwriters*, Full Year, each issue.
- 35) International Monetary Fund [2007], p.15, figure 1.11. 原資料はシティグループ。
- 36) サブプライム危機をへてバンク・オブ・アメリカ に買収された大手投資銀行メリルリンチも、シティグループと同様に、自社の CDO スクエアードや外国銀行グループ、大手商業銀行グループ、他の大手投資銀行のものを購入した。
- 以上 Barnett-Hart [2009], pp.10-11, 26, 28-29, table 4 and 5, figure 2, panel A and B. 原資料は Lehman Live, Open Source, Standard and Poor's.
- 37) Harrington [2007] によると、SIVs は1988年にシティグループによって創設されたという。SIVs については、Pozsar, Adrian, Ashcraft and Boesky [2013] を参照されたい (pp.7, 9, 13, table 2). なお、以上の訳は高田 [2014] を参考にした。
- 38) Hoshi and Kashyap [2001] によると、日本の金融システムが、銀行中心から資本市場中心に、緩やかではあるが確実に移行しているという。大手行の手数料収入である役務取引等収益の増加も、少しずつ生じている (2006年の「日本語版へのあとがき」, 456-460頁, 表A・6)。
- しかし、アメリカのように高度に発達した資本市場をもたない日本では、大手商業銀行グループが積極的に投資銀行業務に進出するインセンティブは、それほど大きくないと考えられる。池尾 [2002] によると、「日本の銀行のうちで投資銀行への転身を図れるものは、ごく一握りにとどまらざるを得ない」という。
- アメリカでも、投資銀行業務を行っているのは、3大商業銀行グループに限定されていた。しかし、米国3大商業銀行グループの投資銀行業務は、3大投資銀行と比べても遜色ないか凌駕している部分もあった。掛下 [2011a], [2011b] を参照されたい。
- 39) リテールとは、小口で家計や中小企業向けという意味である。
- 40) こうして、銀行は再び貸付をオリジネートすることが可能となる。その貸付が再び証券化され

る。これが繰り返される。貸付はオフバランス化されるため、貸付残高はそれほど増加しないが、証券化商品は飛躍的に増加する。さらに、貸付をうけた債務者の数も飛躍的に増加する。銀行のバランスシート上の貸付債権には、大きな変化はない。しかし、家計への貸付によって、消費拡大をもたらす。家計への貸付による消費拡大は、次に投資拡大をもたらす。家計と企業への貸付は、実体経済にインパクトをあたえるのである。

- 41) Litan [1987] は、銀行持株会社も一部で扱っているが、銀行本体との理論的な区別を行っていない (Chapter 3)。Pozsar, Adrian, Ashcraft and Boesky [2013] は、金融持株会社とその子会社が行う証券化業務を "内部" シャドープバンキング・サブシステムと名付けている。しかし、金融持株会社とその子会社が、金融システムにおいて、どのような地位を占めているかについては考察していない。また、彼らの引受業務を分析していないことが難点である (pp.9-10, table 4)。
- 42) シャドープバンキングについては、たとえば、以下の文献がある。Adrian and Shin [2010], p.4, figure 1; 池尾 [2010], pp.8-9, 図表2; 奥山・地主 [2011], 3頁, 図1; 川波・地主 [2013], 186-190頁, 図7.7; Pozsar, Adrian, Ashcraft and Boesky [2013], pp.2, 7-13, table 4 appendix 2; International Monetary Fund [2014], pp.69-70。

証券化を一連の業務と捉えると、証券化業務への参加者とその構造を考察したものに、以下の文献がある。Pavel [1986], "Chapter 2 Players and Pieces." (訳, 「第2章 参加者と構造」)。ただし、同書は銀行持株会社や商業銀行を分析していない。

<引用・参考文献>

- 荒巻健二 [2011], 「第4章 グローバル・インバランスと世界金融危機」, 渋谷博史編『アメリカ・モデルの企業と金融: グローバル化とITとウォール街』昭和堂, 渋谷博史監修・シリーズ「アメリカ・モデル経済社会」第10巻
- 池尾和人 [2002], 「銀行改革の進め方 (中)『産業銀行』への未練捨てよ」(経済教室), 『日本経済新聞』8月28日, 朝刊, 27頁
- _____ [2010], 「ポスト金融危機時代の日本の金融」, 日本総研金融シンポジウム 金融システムの将来像, 第1部 基調講演, 日本総研, *Business & Economic Review*, 9月号, 4-10頁
- 打込茂子 [1986], 「アメリカにおけるセキュリタイゼーション」, 『東京銀行月報』第38巻第10号, 10月, 4-26頁
- 太田康夫 [2011], 『バーゼル改戦銀行規制をめぐる闘い』日本経済新聞出版社
- 大山 剛 [2011], 『バーゼルⅢの衝撃: 日本金融生き残りの道』東洋経済新報社
- 奥山英司・地主敏樹 [2011], 「世界金融危機: その生成メカニズムと進行プロセス」(<特集>世界金融危機), 神戸大学『国民経済雑誌』第203巻第1号, 1月, 1-16頁
- 尾崎充孝 [2004], 「金融保証 (モノライン) 保険業界の概要」N-86, 日本政策投資銀行ニューヨーク駐在員事務所報告, 国際・協力部, 10月
- 小立 敬 [2010], 「米国における金融制度改革法の成立: ドッド=フランク法の概要」, 野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』夏号, 127-152頁
- 掛下達郎 [2011a], 「サブプライム危機前後における大手金融機関: その業務展開と収益構造」, 渋谷博史監修・シリーズ「アメリカ・モデル経済社会」第10巻, 渋谷博史編『アメリカ・モデルの企業と金融: グローバル化とITとウォール街』昭和堂, 181-230頁
- _____ [2011b], 「アメリカ大手金融機関の引受業務とトレーディング業務」, 証券経営研究会編『金融規制の動向と証券業』日本証券経済研究所, 174-203頁
- 川波洋一・地主敏樹 [2013], 「第7章 アメリカ経済と金融危機」, 日本金融学会編『なぜ金融危機は起こるのか: 金融経済研究のフロンティア』東洋経済新報社 (日本金融学会編『金融経済研究』特別号, 1月)
- 高田太久吉 [2014], 「金融恐慌とシャドープバンキング」, 中央大学『商学論纂』第55巻第5・6号,

3月, 357-397頁

- 林 宏美 [2000], 「米国の金融制度改革法の論議」, 野村総合研究所『知的資産創造』NAVIGATION & SOLUTION 2, 3月, 36-47頁
- 沼田優子 [1997], 「米国における銀行の証券会社買収」, 野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』夏号, 2-10頁
- 藤田 勉・野崎浩成 [2011], 『バーゼル III は日本の金融機関をどう変えるか: グローバル金融制度改革の本質』日本経済新聞出版社
- 箭内 昇 [2002], 『メガバンクの誤算: 銀行復活は可能か』中公新書
- 吉原省三・貝塚啓明・嶺山昌一・神田秀樹編 [2000], 『金融実務辞典』金融財政事情研究会
- Adrian, Tobias and Shin, Hyun Song [2010], "The Changing Nature of Financial Intermediation and the Financial Crisis of 2007-09," Federal Reserve Bank of New York, *Staff Reports*, No. 439, March, Revised April
- Ashcraft, Adam B. and Schuermann, Til [2008], "Understanding the Securitization of Subprime Mortgage Credit," Federal Reserve Bank of New York, *Staff Report* No. 318, March
- Barnett-Hart, Anna K [2009], "The Story of the CDO Market Meltdown: An Empirical Analysis," Department of Economics, Bachelor of Arts degree, Harvard College, March
- Basel Committee on Banking Supervision [2013], *Progress Report on Implementation of the Basel Regulatory Framework*, Bank for International Settlements, April
- Board of Governors of the Federal Reserve System [2010], "Profits and Balance Sheet Developments at U.S. Commercial Banks in 2009," *Federal Reserve Bulletin*, May, pp.A1-A37
- Bryan, Lowell L. [1988], *Breaking up the Bank: Rethinking an Industry under Siege*, Homewood: Dow Jones-Irwin. (マッキンゼー&カンパニー金融グループ訳 [1998], 『銀行システムのリストラクチャリング: "金融の証券化" を勝ち抜く経営戦略』(新金融シリーズ "21世紀への挑戦") 金融財政事情研究会)
- Business Week [1984], "The New Appeal of Mortgage Securities," *Personal Business Supplement*, March 12, pp.136-138
- Edwards, George W. [1938], *The Evolution of Finance Capitalism*, New York: August M. Kelley, Reprinted 1967
- Financial Crisis Inquiry Commission [2009], *The Financial Crisis Inquiry Report, Authorized Edition: Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States*, Washington, D.C.: Government Printing Office, January
- Group of Thirty [2009], *Financial Reform: A Framework for Financial Stability*, Washington, D.C., January
- Harrington, Shannon D. [2007], "Moody's Says Citigroup SIV Debt Ratings Under Threat," *Bloomberg News*, November 30
- Hoshi, Takeo and Kashyap, Anil K. [2001], *Corporate Financing and Governance in Japan: The Road to the Future*, Cambridge: MIT Press. (鯉淵 賢訳 [2006], 『日本金融システム進化論』日本経済新聞社)
- International Monetary Fund [2007], *Global Financial Stability Report: Financial Market Turbulence Causes, Consequences, and Policies*, Washington, D.C., October
- _____ [2014], *Global Financial Stability Report-Risk Taking, Liquidity, and Shadow Banking: Curbing Excess while Promoting Growth*, Financial Market Turbulence Causes, Consequences, and Policies Washington, D.C., October
- Joint Economic Committee of the U.S. Congress [2007], *The Subprime Lending Crisis: The Economic Impact on Wealth, Property Values and Tax Revenues, and How We Got Here*, Washington, D.C., October
- Kaufman, George G. and Mote, Larry R. [1994], "Is Banking a Declining Industry? A. Historical

- Perspective,” Federal Reserve Bank of Chicago, *Economic Perspectives*, May/June, pp.2-21. (高木 仁訳 [1995], 「銀行業は衰退産業か? 一つの歴史的見通し, ジョージ G. カウフマン=ラリー R. モート」『明大商學論叢』第77巻第3・4号, 3月, 17-44頁)
- Litan, Robert E. [1987], *What Should Banks Do?* Brookings Institution Press. (馬淵紀壽・塩沢修平訳 [1998], 『銀行が変わる—グラス=スティーガル体制後の新構図』日本経済新聞社)
- Pavel, Christine A. [1989], *Securitization: The Analysis and Development of the Loan-Based/Asset-Backed Securities Markets*, Chicago: Probus Professional Pub. (アイ・ビー・ティ訳 [1989], 『ゼミナール セキュリティタイゼーション: 金銭債権の証券化とアセットバック証券』東洋経済新報社)
- Pozsar, Zoltan; Adrian, Tobias; Ashcraft, Adam and Boesky, Hayley [2013], “Shadow Banking,” Federal Reserve Bank of New York, *Economic Policy Review*, December, pp.1-16
- Rosenthal, James A. and Ocampo, Juan M. [1988], *Securitization of Credit: Inside the New Technology of Finance*, New York: Wiley
- Saunders, Anthony and Walter, Ingo [1993], *Universal Banking in the United States: What Could We Gain? What Could We Lose?* New York: Oxford University Press
- Saunders, Anthony and Walter, Ingo, ed., [1996], *Universal Banking: Financial System Design, Reconsidered*, Chicago: Irwin Professional Pub.
- U.S. General Accounting Office [1990], *Bank Powers: Activities of Securities Subsidiaries of Bank Holding Companies*, GGD-90-48, Washington, D.C.: Government Printing Office, March
- U.S. General Accounting Office [1991], *Bank Powers: Bank Holding Company Securities Subsidiaries' Market Activities Update*, GGD-91-131, Washington, D.C.: Government Printing Office, September
- _____ [1995], *Banks' Securities Activities: Oversight Differs Depending on Activity and Regulator*, GGD-95-214, Washington, D.C.: Government Printing Office, September
- U.S. Office of the Comptroller of the Currency, Board of Governors of the Federal Reserve System, Federal Deposit Insurance Corporation and Office of Thrift Supervision [2001], *Expanded Guidance for Subprime Lending Programs*. (www.federalreserve.gov/boarddocs/srletters/2001/sr0104a1.pdf)
- Vinter, Graham [1998], *Project Finance: A Legal Guide*, 2nd ed., London: Sweet & Maxwell