アメリカ大手商業銀行グループの引受業務への進出：その歴史的過程

掛下達郎

はじめに

ただいま御紹介いただきました掛下でございます。本日はよろしくお願いいたします。

（ヒアリングの概要）

私は、ここ四年ほどアメリカに研究調査に行っており、先週もニューヨークにまいりました。その中で、今日もお話しするモルガン・スタンレーやシティグループ等を訪問して、経営戦略の一端を伺ってまいりました。今日は、イントロとしてヒアリングで得た成果のようなものを披露させていただきます。

まず、全般的なアメリカの景気についてお話しします。アメリカの日本化ビューと言うのでしょうか、アメリカも以前の日本のように不景気に陥るのではないかと言われることがあります。ただ、金融機関を見ますと、この四月―六月の利益の絶対水準は過去最高になっていると言われます。また、景気の状況につきましても、昔のような三％成長はないだろうが、日本に比べて確実に

成長している。良くも悪くもなく、良い状況と悪い状況が交互にあらわれる、まだら模様の状況であると伺いました。長く現地におられる方からは、「以前ほど良くないが、悪くもない。アメリカが世界経済を引っ張らなかったら、どこが引っ張るのか」といった質問が返ってきました。特に数値が良いわけではありませんが、総じて、アメリカの経済に対して強い自信を持っているということが言えるように思います。

金融業界では、ドッド・フランク法等の新たな規制に強い関心が持たれています。この点について、実際に金融業務に携わっている方々は、規制の実際の運用がどうなるのかを見きわめようとしていますが、かなり迷走しているのではないかと仰っていました。結果的に、今後のことが見きわめきれず、新しい行動を起こせないという状況にあるようです。このため、総じて金融機関は保守的な行動をとっており、何か新しい金融商品を出すとか、新しい業務に進出するとか、そういうことは今は起こってないと伺いました。

そういう中で、今後の金融機関像をどのように見ているかをお聞きました。これが今日のお話につながっていくのですが、トレーディングについては、レバレッジをかけて行うサブプライム危機以前のような取引は無理ですが、投資銀行業務、ＩＰＯ債券発行、Ｍ＆Ａなどは相当期待できると仰っておりました。また、商業銀行の固有業務の預金貸付も良いということです。

では、どうなるか。一般的ではありますが、四つのモデルがあるように思われます。

一つ目はブローカーモデルです。この点について、「昔はバルジ・ブラケットという言い方があったが、今はそういう言い方はしなくなった」と伺いました。ゴールドマン・サックスやモルガ

ン・スタンレーのようなトップの大手投資銀行が、商業銀行化して金融持株会社になりました。この二行は特別な存在であり、ブローカーモデルをしっかりやることになると思います。このうちモルガン・スタンレーは既に一〇位の商業銀行でもあると伺いました。

二つ目は、今日お話しするユニバーサルバンクモデルです。JPモルガン・チェース、バンク・オブ・アメリカ、シティグループはよく取り上げられますが、もう一つは、近年非常に巨大化しているウェルズ・ファーゴで、資産量で四番目、預金量では三番目になることもあります。こうしたユニバーサルバンクではトランザクション型の業務が拡大しており、プライベート・エクイティーを使いながらトランザクションをしていくのではないかと言われています。

今申し上げたブローカーモデルとユニバーサルバンクモデルを大手のモデルとしますと、それ以外は中堅から中小のモデルで、三つ目として伝統的な商業銀行モデルがあり、四つ目として伝統的なセキリティハウスモデル、つまり中小の投資銀行モデルがあります。

（講演の概要）

今日は、その中のユニバーサルバンクモデルの銀行、つまり、JPモルガン・チェース、バンク・オブ・アメリカ、シティグループが、どのようにユニバーサルバンク化したのかというお話をすることによって、ただ今の問題を考えていきたいと思います。

私は、八〇年代頃からの商業銀行グループ、現代ではユニバーサルバンクと言われている銀行の一連の業務展開を、ローン・セール、デリバティブ、証券化という流れで捉えております。この業

務展開は、これまでアメリカ型の証券化と言われ、それが、アセットバック証券とか、サブプライム危機で問題になったモーゲージ債という形で結実します。このような展開が八〇年代から九〇年代にかけて進み、それが「結果として」（というぐらいの言い方が一番良いと思うのですが、）サブプライム危機につながってしまったところがあります。サブプライム危機につながったがゆえに、これらの銀行は、また違う投資銀行業務、最終的に株式の引受業務に入ることができたと思います。

日本とアメリカで全く状況が違うのは、アメリカの場合は、御存じのように資本市場を中心とする金融システムであるという点です。そのような中で、どのようにして銀行が生き残るのかが問題になります。何らかの形で資本市場にアクセスしないとどうしても業務全体が小さくなってしまいます。結局、見出した方向が最終的には証券化につながりました。ただ、証券化は一気には進まず、ローンの売却、ローンのリスクを切り離すデリバティブ、そして最後は、リスクも含めてローンを全部切り離す証券化の順に進んできました。その中で、大手の商業銀行グループは、投資銀行業務もしくは証券業務において非常に重要な引受業務に入っていくことになります。

今日は、この点を中心に、三つの時期に分けてお話しします。一つ目は、一九八八年頃から、グラス＝スティーガル法（以下ＧＳ法という。）の二〇条に基づいて証券子会社を設立していった時期です。二つ目は、銀行の証券業務元年と言われる九六年からの、引受業務が拡大した時期です。三つ目は、九〇年代末から二〇〇〇年にかけて、アセットバック証券を中心に大手の商業銀行グループが大手の投資銀行の引受シェアを追い越し

た時期です。最後の「むすび」では、先ほど申し上げたアメリカの銀行と資本市場の関係についてお話ししたいと考えております。

一、二〇条証券子会社の設立

（大手商業銀行グループによる引受構造）

まず、一つ目の時期を取り上げます。大手商業銀行グループは、GS法の二〇条証券子会社を設立していきます。GS法二〇条には、「主業として従事していない」ということであれば、引受業務をしてもよいと書かれています。皆さんもよく御存じのとおり、この条文の解釈が変更されました。最初は、引受業務収益が総収益の五％を超えなければよいとされました。この水準がだんだん引き上げられ、九六年には二五％までよいとされるようになりました。

引受業務収益が五％又は一〇％の時期の証券子会社の形は、図表1、図表2のとおりです。

まず図表1は、アセットバック証券（ABSs）です。自らオリジネートした貸付を証券化するというのがアメリカ型の証券化で、楕円形で囲んだ部分を最終的に全て銀行グループが握るという形をつくっていきます。最初に大手商業銀行は貸付をオリジネートします。大手商業銀行は、①のとおり、オリジネートした貸付をSPV（特別目的事業体）に売却します。SPVとは、証券を発行するビークルとして設立されるものです。②のとおり、SPVが発行するアセットバック証券を引き受けるのは、先ほど出てきた二〇条証券子会社です。なお、ここでの引受人は、グラム＝リーチ＝ブライリー法（以下GLB法という。）が施行された後は、金融持株会社傘下の証券子会社に変わります。

図表2は、モーゲージ債（ＭＢＳｓ）です。オリジネーターは当初は民間金融機関ですが、後から大手の商業銀行も入ってきます。発行者はＳＰＶです。なお、モーゲージ債の場合は、大手の商業銀行が直接発行するというケースもあります。引受人については、モーゲージ債は国債に近い性格を持っておりますので、二〇条証券子会社やＧＬＢ法の下での金融持株会社傘下の証券子会社の他に、大手の商業銀行が引き受けてもよいとされ、実際に引受けを行ってきました。

（大手商業銀行グループの引受ランキングと市場シェア　九〇―九二年）

九〇年から九二年の三年間について、大手商業銀行グループが、二〇条証券子会社によってどのような金融商品の引受業務に進出したのかを見てみます。図表3をご覧ください。

九一年には、大手商業銀行グループはアセットバック証券の引受けで九・九％を占めています。先ほど申し上げましたように、自らオリジネートした貸付債権を傘下のＳＰＶに売却し、それを基に証券を発行させ、その証券を証券子会社が引き受けて、投資家に売るというもので、これが九・九％を占めるまでになっています。銀行ごとに見ますと、まだ初期の段階ですので、大きく順位が入れかわっております。最初に大きくなったのはチェース・マンハッタンですが、その翌年はシティコープが抜いているというように、順位が安定しない状況です。

モーゲージ債については、後ほどシェアが高くなりますが、この時期のシェアはまだ低い水準にとどまっております。そうした中で、後にドイツ銀行に買収されるバンカーズ・トラストが、この業務に入り込んでおりました。

ＩＰＯやハイ・イールド債は、九〇年には、データが出ないぐらいの状況でした。その後、九二年には、ハイ・イールド債は七・八％まで大きくなっております。

二、銀行の証券業務元年

（大手商業銀行グループの引受ランキングと市場シェア　九七―九九年）

九六年一二月から、ＧＳ法の二〇条証券子会社は、収益の二五％まで引受業務を行ってもよいとされるようになりました。これは、大手の商業銀行グループが実質的にフリーハンドで証券業務を展開できる枠だと言われております。そうしたことから、銀行界はこの年を「銀行の証券業務元年」と呼んでいるようです。

この後、訴訟が提起されるようなことがありましたので、実際には九八年から、収益の二五％まで引受業務を行えるようになりました。九七年から九九年までの三年間を見ますと、引受業務に従事する銀行の数もかなりふえております。

図表４でアセットバック証券を見ますと、九八年は二三％台となっており、九九年はさらに二六％台まで伸びているのがわかります。先ほどの時期にシェアの低かった投資適格債は、この時期にはアセットバック証券より大きなシェアを占めるようになっております。ハイ・イールド債は、九九年は特に大きな値になっていますが、いずれにせよ非常に高いシェアを占めています。ＩＰＯのシェアも、先ほどの時期よりかなり高くなっております。既公開会社株式についても、九九年に二〇％を超えるなど、シェアが高くなっております。

銀行グループごとの内訳を見ますと、例えばア

セットバック証券については、シティグループが非常に伸びております。なぜシティグループが伸びているかと申しますと、シティグループがトラベラーズに買収され、ソロモン・スミス・バーニーという大手の投資銀行がシティグループに加わることになったという事情が背景にあります。この結果、シティグループはここで非常に伸びており、それまでの一五位から急激にシェアを伸ばしていきます。また、バンク・オブ・アメリカもこの頃に中堅の投資銀行を買収し、シェアを伸ばしていきます。銀行の証券業務元年が九六年ですが、その直後に、大手商業銀行が投資銀行を買収するという事例が多く見られ、それを反映した数字がこのあたりに強く出ているように思います。

大手商業銀行グループは、この時期に、アセットバック証券、モーゲージ債、一部の投資銀行しか扱っていなかったハイ・イールド債（以前はジャンク・ボンドと言われていました）の分野に入っていきました。その後、サブプライム危機の後には、ＩＰＯや既公開株式の分野に入っていきます。

三、大手金融機関の引受業務の推移

（アセットバック証券の引受ランキングと市場シェア　九六―一三年）

ここからは、一つ一つの金融商品についてもう少し細かく見ていこうと思います。

まず、図表５の説明をさせていただきます。ここではアセットバック証券の引受シェアを九六年から直近の二〇一三年までとっています。図表の左の欄をご覧いただきますと、一番上がシティグループで、その下にＪＰモルガン・チェース、バ

ンク・オブ・アメリカが出てきます。それぞれのグループには、後に買収されて子会社になったところも下に掲げております。

図表にある九六年は銀行の証券業務元年です。図表の数字は順位を表しており、括弧内は市場シェアを示しています。九六年には、シティグループが一六位、ＪＰモルガンとバンク・オブ・アメリカは圏外という状況でした。その後、二〇〇〇年になりますと、シティグループが一位、ＪＰモルガン・チェースが二位に入っています。その背景には、シティグループが大手投資銀行ソロモン・スミス・バーニーを買収し、ＪＰモルガンとチェース・マンハッタンが合併してＪＰモルガン・チェースができたという事情があります。また、バンク・オブ・アメリカは、モンゴメリー・セキュリティーズという中堅の証券会社を買収しています。同行は、二〇一〇年に一位になりますが、これは大手投資銀行メリルリンチを買収したためです。

皆さんは、サブプライム・アセットバック証券を伸ばしたのはどこかということに関心があると思います。一つは、バンク・オブ・アメリカの二つ下に書いてあるカントリーワイド・セキュリティーズです。二〇〇〇年の一六位から二〇〇四年には二位まで上がっており、シェアも八・七％になっています。同社は、御存じのように預金金融機関ではなく、モノライン・レンダーです。引受シェアの一位はシティグループが占めています。彼らは、サブプライム危機のときに非常に大きな打撃を受けました。

（モーゲージ債の引受ランキングと市場シェア
九六―一三年）

図表6をご覧いただきたいと思います。図表5

と同様に、二〇一三年の順位が一位から一〇位まで順に並ぶように整理しております。また、それぞれのグループには、後で買収されて子会社になったところも下に掲げております。

ＪＰモルガン・チェースは大手の商業銀行であり、オリジネーターの業務を行っていますが、モーゲージ債の引受けに関しては、二〇一三年までトップ3に入ってこない状況です。サブプライムに深くかかわった最大の貯蓄貸付組合ワシントン・ミューチュアルも、それほど上位を占めているわけではありません。サブプライム危機後の二〇一〇年にトップになったバンク・オブ・アメリカも、それまでは二〇〇四年の四位ぐらいです。二〇〇〇年にはメリルリンチが五位、シティグループが四位に入っていますが、モーゲージ債の引受けシェアはこうした順位です。

では、どこが引き受けているのでしょうか。

リーマン・ブラザーズは、九六年に一位、二〇〇〇年に二位のシェアを占めました。後にＪＰモルガン・チェースに買収されるベアスターンズが、同じ時期に二位、三位のシェアを占めております。二〇〇四年、二〇〇七年の上位は、ベアスターンズとリーマン・ブラザーズです。このように、モーゲージ債の引受けは大手の投資銀行が行っており、サブプライム危機の際にいずれも破綻もしくは買収されました。この他、サブプライム危機直前の時期にモーゲージ債の引受けシェアを伸ばしたのは、海外銀行のＵＢＳ（Union Bank of Switzerland）、ドイツバンク、ＲＢＳ（Royal Bank of Scotland）とサブプライム・レンダーのカントリーワイド・フィナンシャル、ワシントン・ミューチュアルなどです。

カントリーワイド・フィナンシャルは、預金金融機関ではないモノライン・レンダーで、巨額の

サブプライム・モーゲージをオリジネートしたところです。同社は、サブプライム危機直前の二〇〇六年に、サブプライム・モーゲージ・オリジネーターとして三位、サブプライム・モーゲージ債の発行者として一位のシェアを占めました。そこがモーゲージ債を引き受けていたわけです。ワシントン・ミューチュアルは預金金融機関ですが、サブプライム・レンダーとしての業務を行っていました。同社は、二〇〇六年にサブプライム・モーゲージ債の発行者として五位のシェアを占めました。そこが多額のモーゲージ債の引受けを行っていたことになります。

こういったモノライン・レンダーや貯蓄貸付組合が大手の商業銀行と同様の証券化の業務を行っていたということです。大手の商業銀行もある程度はモーゲージ債の引受けを行っていましたが、最も多くやっていたのはこのような業者でした。

よく実務家の本に書かれていることを数字で押えることができたと思います。

アセットバック証券とモーゲージ債の発行額を見ますと、サブプライム危機までは、アセットバック証券のほうが大きく、危機以降は、モーゲージ債以上にアセットバック証券が減少しました。このような中、三大商業銀行グループの引受シェアは、サブプライム危機以前においては、アセットバック証券のほうがモーゲージ債よりも高く、危機後は、両方の引受シェアが上昇しております。必ずしも実証できるわけではありませんが、大手の商業銀行グループは、サブプライム危機前にモーゲージ債の引受シェアを増加させなかったために、危機の発生に伴う損失も、破綻した金融機関ほど大きくはなかったと言えるのではないでしょうか。そのように考えると、整合的に理解できるのではないかと思います。

（ＩＰＯの引受手数料ランキングと市場シェア　九六―一三年）

次に、ＩＰＯの引受業務について見てみましょう。図表7をご覧いただきたいと思います。先ほどと同様に、二〇一三年の順位が一位から一〇位まで順に並ぶように整理しております。また、それぞれのグループには、後で買収されて子会社になったところも下に掲げております。

ＩＰＯは引受業務の中心となる業務ですから、ゴールドマン・サックスが、サブプライム危機前後に三位になった他は、ほぼ一位を続けております。また、モルガン・スタンレーは、直近の二〇一三年は四位となっていますが、その他の時期はほぼ一位、二位となっております。

大手の商業銀行グループを見ますと、バンク・オブ・アメリカが、直近の二〇一三年で二位になっています。サブプライム危機が起きた時点では一〇位にとどまっていましたが、大手投資銀行のメリルリンチを買収した後、四位、二位と上がってきました。後にバンク・オブ・アメリカに買収された中堅投資銀行モンゴメリー・セキュリティーズも、九六年に一〇位で出てきています。ＪＰモルガン・チェースは、サブプライム危機の直前は五位ですが、その後、二位、三位まで上がってきています。シティグループの場合はやや特別な事情があります。大手投資銀行ソロモン・スミス・バーニーを買収したことを背景に、二〇〇〇年代に四位まで上がり、その後は、そこまで順位が上がらない状況になっています。

気をつけていただきたいのは、三大商業銀行グループと三大投資銀行の市場シェアを比べていると申しましても、かつて三大投資銀行に入っていたメリルリンチが、三大商業銀行グループのバンク・オブ・アメリカに買収され、今や大手投資銀

行は二つしかないということです。このようなことで比較可能かという問題はありますが、見たところでは、ブローカーモデルの二行のシェアが二〇％強に対して、ユニバーサルバンクモデルの三行のシェアは二〇％台半ばから後半に達しているという状況が生まれています。

アセットバック証券とモーゲージ債の場合、サブプライム危機後、大手商業銀行グループの引受シェアが大きく上昇しました。他方、ＩＰＯの引受けの動向はこれとは全く異なっております。いずれにせよ、サブプライム危機後にユニバーサルバンク型が大きく伸長したのは、サブプライム問題の副産物のようなものであり、ユニバーサルバンクがそもそもそういうことを狙っていたとは言えないのではないかと考えております。

（既公開会社株式の引受手数料ランキングと市場シェア　九六―一三年）

次に、図表８で既公開会社株式の引受け手数料ランキングを見てみます。ＩＰＯの引受けランキングと非常によく似ておりまして、サブプライム危機の後に三大商業銀行グループと大手投資銀行の市場シェアの逆転現象が起きております。

（ＩＰＯ引受シェアの歴史的評価）

さて、歴史的に見て、サブプライム危機以降の大手商業銀行グループのＩＰＯの引受シェアをどのように評価すればよいのでしょうか。ＧＳ法以前の一九二〇年代を調べてみますと、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、株式ブームの二七年は二二％、三〇年は四四・六％でした。ＩＰＯ全体に対する商業銀行グループの参加比率は、二七年が三七％、三〇年が

六一％となっております。先ほどお見せしたＩＰＯの数字は引受シェアですので、ダイレクトに比較できるわけではありませんが、端的に申し上げれば、最近のシェアは、株式ブーム崩壊直後の三〇年の数字には及びませんが、二七年の数字にはかなり近づいてきている状況にあります。まさに驚くべき数字と受け止めております。

（ハイ・イールド債の引受ランキングと市場シェア　九六―一三年）

図表9はハイ・イールド債の引受ランキングです。当初ジャンク・ボンドと言われていたハイ・イールド債の、九六年から二〇一三年の数字を整理しています。

サブプライム危機前の二〇〇四年あたりまでと、その後で、銀行グループごとのシェアが入れ替わっている状況が見てとれるように思います。以前は、シティグループ、ゴールドマン・サックスなどが高いシェアを占めておりました。その後、サブプライム危機を経て、最近ではＪＰモルガン・チェースやバンク・オブ・アメリカのシェアが上がってきています。

（投資適格債の引受ランキングと市場シェア　九六―一三年）

図表10の投資適格債につきましても、ジャンク・ボンドとあまり違いはありません。二〇〇四年あたりに順位が入れ替わり、サブプライム危機後は投資銀行のシェアが下がりぎみです。一位はＪＰモルガン・チェース、二位がバンク・オブ・アメリカです。大手投資銀行のゴールドマン・サックスやモルガン・スタンレーは、大手商業銀行グループにかなわない状況です。ＩＰＯの場合、単体としてはブローカーモデルの大手投資銀

行の方がシェアが大きくなっておりますが、ＩＰＯと社債では状況が異なっております。大手の商業銀行はグループですから、証券子会社を使っているわけですが、ここでは、これらの銀行グループが大手の投資銀行より引受業務に入り込んでいる部分もあるということを数字で確認したことになります。

（背景事情）

ここで、このような事が可能になった背景事情を考えます。

第一に社債を取り上げます。具体的には、ハイ・イールド債と投資適格債です。銀行は企業に貸付を行います。貸付を受ける企業は、銀行貸付と代替性のある社債を発行することができます。二年ほど前の証券セミナーで、銀行の抱き合わせ販売の話をさせていただいたことがあります。銀行は企業に融資をする際、投資銀行業務も一緒にうちの銀行でやってほしいと言うことがあるようです。企業に社債を発行させ、大手商業銀行グループ傘下の証券子会社が引き受けるというわけです。これに対し、そのようなことを言われるなら、銀行融資を受けなくてもよいという企業もあるかもしれませんが、二〇〇四年の調査で、銀行の言うようにしなかったら、もう融資しないとか融資条件を変えると言われたという企業が過半数を超えている状況にありました。そうした銀行の強みを背景に社債の引受業務を拡大したという面があったのではないかと考えています。

第二に、私が一番強調している証券化業務について考えます。証券化で生み出される証券はアセットバック証券とモーゲージ債です。大手商業銀行グループでは、貸付をオリジネートし、それをグループのＳＰＶが証券化します。さらに、こ

れをグループの証券子会社が引き受けます。これが、よく言われている現代的なＯＴＤ（Originate - to - Distribute）モデルになります。引受けをするに当たっては、ＳＰＶもつくるし、証券子会社もつくるし、さらにサブプライム危機前にはＳＩＶという資産運用会社もつくりました。大手商業銀行グループは、これらを使って、資本市場に入り込み、手数料収入を得ようとしたのではないかと考えています。そうした中で、抱き合わせ販売という手段も使ったのではないでしょうか。

第三に、ＩＰＯと公募増資の引受業務について考えます。大手商業銀行グループは、九〇年代末から二〇〇〇年あたりに、アセットバック証券やモーゲージ債で引受業務の経験を積みます。社債はもう少し後の二〇〇〇―〇一年頃に投資銀行のシェアを追い抜きます。そうしたことを通じて、引受業務の経験を積んでいったわけです。その後、ご存じのように、サブプライム危機が起きました。大手の商業銀行が起こしたとも考えられますが、直接の原因をつくったのは、サブプライムローンのオリジネーターで申しますとモノライン・レンダーで、サブプライム証券を引き受けたのはモノライン・レンダーの関連会社であり、大手の投資銀行でした。もっとも、そうしたところに追い込んだのは、もしかしたら大手の商業銀行だったのかもしれません。ともかくそういう事態が生じて、サブプライム証券を直接引き受けていた大手の投資銀行が、トップ二行は例外として弱体化してしまいました。そのすきに大手の商業銀行グループがＩＰＯと公募増資の引受業務に進出したのではないかと考えております。

四、むすびにかえて

（大手商業銀行グループによるモーゲージ債の再証券化構造）

サブプライム危機のときの証券化は、伝統的なモーゲージ債のように、一回の証券化ですませるような単純なものではありません。サブプライムのモーゲージ債を担保にして再証券化する、さらにそれを再々証券化するといったことが行われました。

その再証券化されたＣＤＯ（債務担保証券）について申し上げます。ＣＤＯの担保にはいろいろなものがあります。ただし、今回お話ししたいのは、サブプライムのモーゲージ債を担保にしたＣＤＯのことです。サブプライム危機に至る二〇〇三年から二〇〇六年に再証券化されたＣＤＯに関しては、このようなＣＤＯが全体の過半を占めるようになったと言われています。特に二〇〇四年から二〇〇六年には、サブプライム・モーゲージ債を再証券化したＣＤＯが全体の八〇％ぐらいになりました。

図表11に基づいて、モーゲージ債の再証券化構造を見ていきます。

楕円の部分は図表1、図表2と同様で、大手の商業銀行グループに含まれるものを書いております。モーゲージ債の発行者が楕円のほぼ真ん中に来ています。先ほどと異なるのは、左側に「資金提供手段」と書いてあるところです。銀行が集める預金等の他、サブプライム危機の際によく言われたアセットバックＣＰなどが出てきています。ＣＤＯ発行者がＣＤＯを発行し、これを投資家が買います。さらに、ＣＤＯを担保に再発行される、ＣＤＯスクエアードというＣＤＯがありま

す。いわゆる三階建て部分で、これも図表の中に書いております。

図表の中の①、②、③、④、⑤について順にご説明します。

大手商業銀行グループは、ＳＰＶを使ってモーゲージ債を発行します。これらのうち、販売されなかったモーゲージ債（売れ残ったものもあるし、最初から再証券化に回した部分もあると思います）は、①にあるように、モーゲージ債の保管業務に回されます。これが大手商業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ます。このような動きが見られたことが、その後の規制の議論において、トレーディング勘定に対する規制を強化すべきと言われる一つの原因になっております。

このモーゲージ債は、②にあるように、再証券化するため大手商業銀行グループ傘下のＳＰＶにもう一回移されます。ＣＤＯの発行者も、モーゲージ債と同様にＳＰＶになります。

③にあるように、サブプライム危機前には、モノライン・レンダーや大手投資銀行が発行したモーゲージ債を、大手商業銀行グループのＣＤＯ発行者が購入し、これを基にＣＤＯを発行するというスタイルをとりました。

これらのモーゲージ債を基にＣＤＯが発行されますと、④にあるように、大手商業銀行グループ傘下の証券子会社がこれを引き受けます。サブプライム危機のときに、大きく膨らんでいたのは図表の右側にある③の部分です。モノライン・レンダーや大手の投資銀行が発行したモーゲージ債を大手商業銀行グループが購入し、これを基にＣＤＯを発行する形になっておりました。

次に、⑤にあるように、大手商業銀行グループ傘下の証券子会社、この時期ですから金融持株会

社傘下の証券子会社ですが、これがＣＤＯを投資家に販売します。投資家のひとつはＳＩＶという資産運用会社ですが、驚いたのは、そのＳＩＶが大手商業銀行グループや大手投資銀行グループに属する会社だったということです。

三大大手商業銀行グループが発行し、引き受けたＣＤＯスクエアードというのは、ＣＤＯを担保にもう一回ＣＤＯを発行するもので、いわゆる三階建て部分に当たります。それを購入したのは、サブプライム危機で痛手をこうむった、ある大手商業銀行グループとある大手投資銀行グループでした。図表11の〔出所〕は、バーネット・ハートというハーバード大学の学部生が書いた優秀賞を受賞した論文です。

その学生が行ったヒアリングの結果、ある大手商業銀行グループが発行したＣＤＯスクエアードを一番多く買ったのは、驚くことに、当該大手銀行グループ自身であったことが明らかになりました。とてもあり得ないと思うようなことをやっていたように思います。本当は他に売ろうとして売れなくて自分で買ったのか、ＣＤＯは利回りが良いのでまだ潰れないと思って買っていたのか定かではありません。いずれにせよ、ここでＣＤＯスクエアードを抱え込んだ大手商業銀行グループは、皆さんも御存じのように、サブプライム危機で大きな痛手をこうむって、今でもかなり苦しんでいる状況にありますので、どの程度かは別にしてそのようなこともあったのではないかと考えております。

（大手商業銀行グループのＯＴＤモデルと資本市場の関係）

図表12は、アメリカの大手商業銀行グループがどのように資本市場に参入したかを整理したもの

です。慶應義塾大学の池尾先生が非常に示唆に富んだ図表を作成しておられますので、それを参考にしました。

二重線が資本市場を表しています。資本市場の中に点線で示した証券化商品市場があります。今回はあまり取り上げていないのですが、大手の銀行が行っているＯＴＤモデルを、資本市場、証券化市場と一部重なる形で長方形で表しています。池尾先生の作られた図表を参考にして、銀行がいかに証券化市場、資本市場に入り、そこでいかに収益を上げたかを一枚の図表で整理したものです。

①、②は、銀行が家計や企業に融資する一方、家計から預金を受け入れていることを表しています。これが伝統的な金融仲介です。現代的にはそれだけでは済まないというのが③から⑨の話です。サブプライム危機までにこういう形ができたのではないかと思います。

③は、銀行がオリジネートした①の貸付をＳＰＶに売り、ＳＰＶはそれを基に証券化商品を発行することを表しています。証券子会社がこれを引き受け、販売します。誰が買うかと申しますと、一つはＭＭＭＦという投資信託です。サブプライム危機前には、ＳＩＶという資産運用会社が出てきました。この資産運用会社は、ＡＢＣＰ市場やレポ市場から資金の提供を受けています。ここで、誰がＡＢＣＰ市場やレポ市場に資金を提供しているかと申しますと、こちらにもやはりＭＭＭＦが出てきます。

図表の⑥、⑦、⑧は、おそらくサブプライム危機前にできたものです。⑤は、もっと前の八〇年代あたりからあるように思います。サブプライム危機前に新しく⑥、⑦、⑧が加わり、金融仲介の新たな方法をつくり出しました。こうした新たな

仕組みは、シャドーバンクと言われることもありますし、ニューヨーク連銀のエコノミストが銀行のインターナル・シャドーバンキングという言い方をするのを見たこともあります。これは、言い方を変えると、ＯＴＤモデルであり、大手商業銀行グループとしては、ＡＢＣＰ市場やレポ市場は別にして、ＳＰＶも証券子会社もＳＩＶも全て傘下におさめ、それらの全体を通じて収益を上げようとして、このようなマーケットをつくり出したと考えています。

（大手商業銀行グループの資本市場への進出の特徴）

資本市場中心の金融システムを持つアメリカでは、大手商業銀行グループは、資本市場に進出することを通じて業務展開を図るしかありませんでした。そこでまず、大手商業銀行がオリジネートしたローンを基に、ＳＰＶがアセットバック証券やモーゲージ債を発行し、証券子会社がこれを引き受ける形を作りました。アセットバック証券、モーゲージ債、ハイ・イールド債、投資適格債などを通じて、大手投資銀行の寡占状態を打ち破っていきました。そして、サブプライム危機前にはそれをどんどん複雑な形にしていきました。いろいろな会社をつくり、そこから全ての収益を吸い上げるわけですから、手数料収入も非常にふえました。これが、アメリカの大手商業銀行グループの業務展開を特徴づけたのではないかと思います。副産物としてサブプライム危機が起こり、結果的に、ＩＰＯや既発行株式についても大きくシェアを伸ばしたという形になっているのではないでしょうか。

日本の場合、アメリカとは全く逆の状況にあります。日本では、銀行中心のシステムの下でいか

にして資本市場を育成していくかが課題になります。それについては、私自身に特別な知恵があるわけではありませんが、今日御出席いただいている皆さんは、今日のテーマからいろいろなことにお気づきになることがあるのではないかと思い、このような話をさせていただきました。

今日はどうもありがとうございました。

大前常務理事　「アメリカ大手商業銀行グループの引受業務への進出」という大変興味深いテーマについて、丁寧にわかりやすく御説明いただきました。四時半まで若干お時間を残していただいておりますので、御質問等をお受けしたいと思います。お手を挙げていただきましたらマイクをお回しいたしますので、よろしくお願いいたします。

どなたか御質問はありませんでしょうか。

それでは、私のほうから若干質問させていただきます。サブプライム危機の影響は、銀行により、大きな影響を受けたところと、比較的影響の小さかったところがあり、差異があると思いますが、大きく分けてみますと、大手投資銀行が大きな痛手をこうむる一方、大手商業銀行が受けたダメージは相対的に小さかった、そのような御説明を伺ったように思います。それに関連して、先ほどの御説明の中で、大手商業銀行が大手投資銀行をサブプライム危機に追い込んだところがあるのではないかというお話もございました。こうした結果をもたらした背景として、サブプライム危機の前あるいはサブプライム危機への対応について、大手商業銀行と大手投資銀行の間で何か戦略の差異があったのでしょうか。

掛下　大手商業銀行グループは、アセットバック証券、モーゲージ債等の分野に入って、そこで引受業務等の経験を積んでいきます。これらの分野

は、基本的に商業銀行が新しくつくったマーケットで、既存の投資銀行には余り影響を及ぼさなかったと思います。その後、二〇〇〇年代に入って、ハイ・イールド債を中心とする債券市場の引受業務に入っていきました。これは投資銀行のメインのビジネスではないとは言え、投資銀行の引受業務のシェアの一部を奪うことになりました。そうしますと、投資銀行のほうは新しいビジネスに入っていかざるをえないことになります。それがサブプライム関連のビジネスです。

そうした新しいビジネスに進出したのは、最大手のゴールドマン・サックスやモルガン・スタンレーではありません。もう少し下位の、今日もお話ししましたベアスターンズやリーマン・ブラザーズなどが中心です。これらの投資銀行は、大手商業銀行グループとの競争が激しくなったことに対応するために、結果として、サブプライム・ビジネスに入り込んでいったのではないかと思います。

海外の実務家の本によく書かれておりますように、サブプライム・レンダーが、大手投資銀行から幾らでもよいからサブプライムローンを寄こせと言われるようなことがあったようです。そのようなことを言うのは、ゴールドマン・サックスやモルガン・スタンレーではなく、もう少し下位の投資銀行だったようです。今も残っている上位二行の投資銀行と、合併されたり潰れたりしたそれ以外のところでは、取組みにかなりの違いがあったと考えております。

質問者　ニューヨークにヒアリングに行かれたということなので、もし参考になる話があったらお聞かせいただきたい。

近年、ハイ・イールド債の取り扱いが非常にふえているようです。ニュース報道を見ますと、ハ

イ・イールド債の取り扱いが余りにもふえ過ぎて、当局が随分気にしているようですが、現地の大手金融機関はハイ・イールド債の取り扱いをどのようにしているのでしょうか。

いわゆるボルカールールではありませんが、自己勘定での取引が行えない中で、顧客のニーズに対応してハイ・イールド債の引き受けがふえているのか、長期的に保有する目的でこういうものをふやしているのか。ハイ・イールド債が近年非常に伸びている背景に、どのようなことがあるのか、もしおわかりになりましたらお願いいたします。

掛下　ハイ・イールド債そのものについては、今回のヒアリングでは取り上げられませんでした。それに関連するものとしまして、先ほどユニバーサルバンクモデルのところで申し上げましたが、近年、トランザアクション型の業務が大きくなっていると聞いております。彼らがそのときに強調していたのは、ハイ・イールド債ではなく、プライベート・エクイティーということだったのですが、もしトランザクション型の業務が非常に大きくなっているとすれば、おそらく長く持つという形での業務は行っていないのではないかと思います。ハイ・イールド債そのものに関して聞いているわけではありませんので、それ以上のお話はできないのですが、そのような感覚でおります。十分なお答えになっていなくて申しわけありません。

大前常務理事　ちょうど時間が参りましたので、このあたりで本日の「証券セミナー」をお開きとさせていただきます。

改めまして、掛下先生、どうもありがとうございました。（拍手）

（かけした　たつろう・松山大学経済学部教授・当研究所客員研究員）

本講演録は二〇一二―一四年度ＪＳＰＳ科研費２４５３０５１３、二〇一四年度松山大学特別研究の助成を受けたものである。

（この講演は、平成二六年九月一二日に開催されました。）

掛　下　達　郎　氏

略　　歴

略　　歴

1989年３月　九州大学経済学部経済学科卒業
1994年４月　九州大学経済学部助手
1995年４月　松山大学経済学部講師，1997年４月　同助教授を経て
1999年８月　ノートルダム大学経済学部訪問研究員（2000年５月まで）
2000年６月　マサチューセッツ大学経済学部訪問研究員（2000年９月まで）
2004年４月　松山大学経済学部教授
2011年７月　公益財団法人 日本証券経済研究所 客員研究員
2013年４月　証券経済学会理事
2014年６月　日本金融学会理事
　　現在に至る

著　書

『管理通貨制度の機構分析：アメリカ編』松山大学総合研究所所報第39号，2002年。

分担執筆

「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』公益財団法人 日本証券経済研究所，2011年。
「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，2011年など。

査読付論文

「サブプライム危機前後におけるアメリカ大手金融機関の収益構造」，公益財団法人 日本証券経済研究所『証券経済研究』第70号，2010年６月。
「アメリカのマネー・センター・バンクの業務展開：ローン・セールとディリバティブ」，『証券経済学会年報』第43号，2008年７月。

学術誌

「金融機関の収益構造は変化したのか？　日米の大手金融機関について」，公益財団法人 日本証券経済研究所『証券レビュー』第52巻第２号，2012年２月など。

研究会報告

「米国のリテール金融：クレジットカードとアセットバック証券」，金融庁金融研究研修センター，第３回外国金融制度研究ワークショップ，≪米国リテール金融ワークショップ≫，2004年３月など。

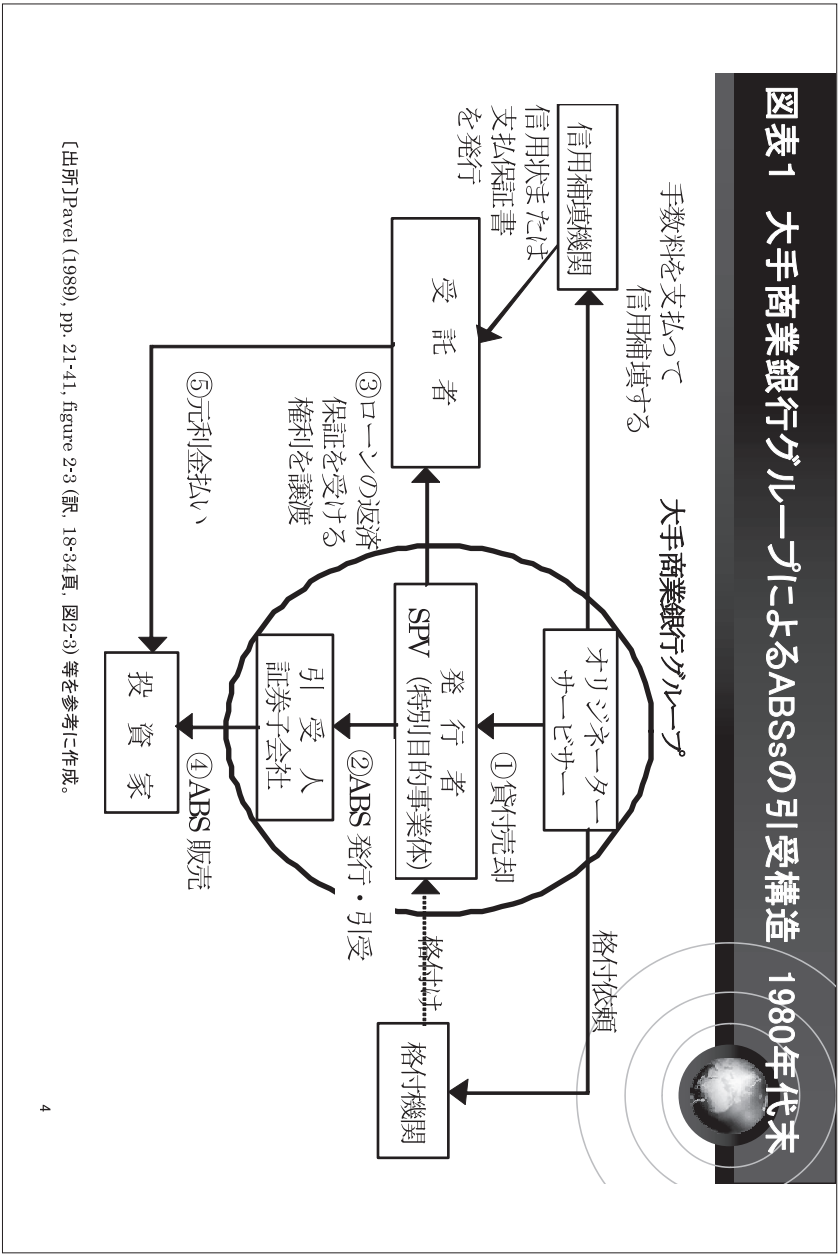
アメリカ大手商業銀行グループの引受業務への進出:その歴史的過程

公益財団法人　日本証券経済研究所　証券セミナー
2014年9月12日（金）　於東京証券会館9階会議室
Since1923 松山大学　掛下達郎

本研究は2012-14年度JSPS科研費 24530513の助成を受けたものである。

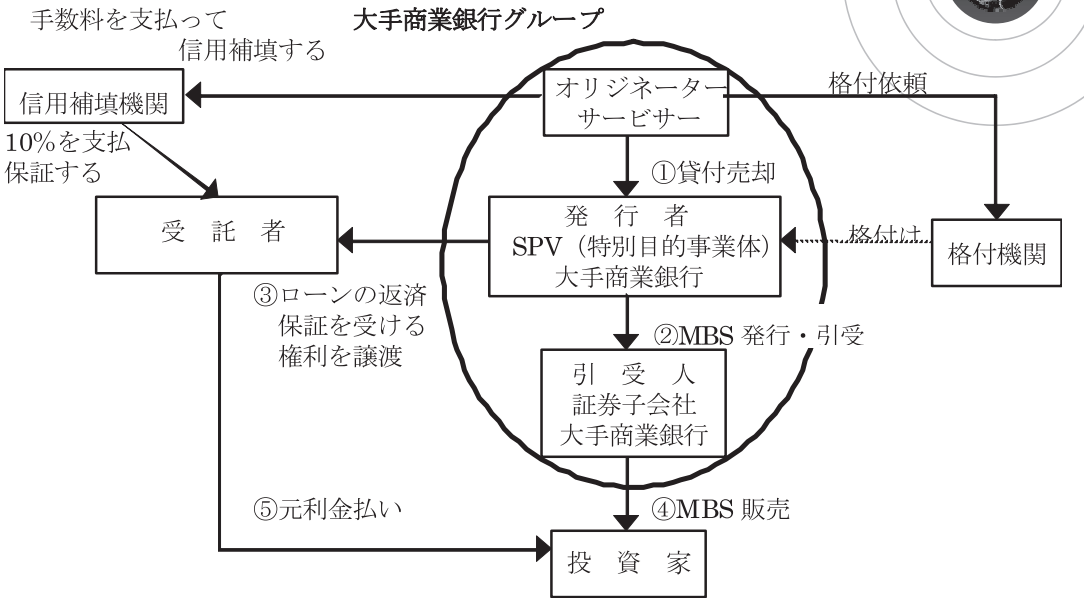
1

図表1　大手商業銀行グループによるABSsの引受構造　1980年代末



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

図表2　大手商業銀行グループによるMBSsの引受構造　1980年代末



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

5

図表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	1991	1992
ABSs	**6.8%**	**9.9%**	**7.2%**
Citicorp	—	—	6位（4.9%）
Chase Manhattan Corp.	11位（1.2%）	5位（7.1%）	11位（1.9%）
J.P. Morgan & Co. Inc.	9位（1.6%）	8位（2.7%）	13位（0.4%）
Chemical Banking Corp.	7位（3.8%）	—	—
Bankers Trust New York Corp	15位（0.2%）	—	—
MBSs	**4.1%**	**3.1%**	**3.1%**
J.P. Morgan & Co. Inc.	12位（2.2%）	16位（1.5%）	13位（1.9%）
Citicorp	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. Morgan & Co. Inc.	13位（0.4%）	8位（2.3%）	7位（3.0%）
Citicorp	15位（0.4%）	17位（0.3%）	15位（0.5%）
ハイ・イールド債	**—%**	**5.8%**	**7.8%**
Bankers Trust New York Corp.	—	8位（3.0%）	8位（3.8%）
Citicorp	—	10位（1.8%）	10位（2.6%）
J.P. Morgan & Co. Inc.	—	12位（1.0%）	12位（1.4%）
IPO・既公開会社株式	**—%**	**—%**	**—%**

〔出所〕IDD, *Investment Dealers' Digest* 各号.

8

図表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	1998	1999
ABSs	**12.1%**	**23.5%**	**26.5%**
Citigroup	15位（1.1%）	4位（10.5%）	2位（13.6%）
Bank of America Corp.	—	12位（3.7%）	8位（4.7%）
J.P.Morgan & Co. Inc.	7位（6.6%）	10位（4.0%）	10位（4.2%）
Chase Manhattan Corp.	11位（4.4%）	8位（5.3%）	11位（4.0%）
MBSs	**2.9%**	**15.9%**	**17.0%**
Citigroup	—	2位（13.0%）	2位（11.6%）
Bank of America Corp.	—	12位（2.2%）	10位（4.2%）
Nations Bank Corp.	14位（1.4%）	—	—
Chase Manhattan Corp.	13位（1.5%）	15位（0.7%）	14位（1.2%）
投資適格債	**15.8%**	**26.1%**	**28.9%**
Citigroup	—	3位（12.6%）	2位（12.6%）
Chase Manhattan Corp.	8位（2.9%）	7位（5.2%）	5位（7.7%）
J.P.Morgan & Co. Inc.	4位（11.7%）	6位（6.8%）	8位（4.7%）
Bank of America Corp.	—	11位（1.5%）	9位（3.9%）
Nations Bank Corp.	12位（1.2%）	—	—
ハイ・イールド債	**19.8%**	**17.6%**	**31.7%**
Citigroup	—	2位（13.1%）	2位（14.1%）
Chase Manhattan Corp.	5位（7.2%）	6位（6.1%）	4位（10.9%）
J.P.Morgan & Co. Inc.	9位（5.3%）	11位（3.8%）	10位（3.6%）
Bank of America Corp.	—	12位（2.0%）	11位（3.1%）
Nations Bank Corp.	14位（1.9%）	—	—
Bankers Trust New York Corp.	8位（5.4%）	7位（5.7%）	—
IPO	**9.0%**	**16.0%**	**10.9%**
Citigroup	—	3位（7.9%）	6位（5.2%）
J.P.Morgan & Co. Inc.	5位（5.3%）	9位（3.5%）	8位（3.9%）
Chase Manhattan Corp.	—	17位（1.0%）	12位（1.8%）
Bank of America Corp.	—	14位（1.5%）	13位（0.7%）
Nations Bank Corp.	10位（3.0%）	—	—
Bankers Trust New York Corp.	12位（2.7%）	12位（2.1%）	—
既公開会社株式	**8.8%**	**16.7%**	**21.8%**
Citigroup	—	5位（7.1%）	3位（10.2%）
J.P.Morgan & Co. Inc.	14位（1.5%）	6位（6.3%）	6位（6.4%）
Chase Manhattan Corp.	—	—	12位（1.9%）
Bank of America Corp.	13位（1.7%）	11位（1.7%）	13位（1.7%）
Nations Bank Corp.	9位（2.9%）	—	—
FleetBoston Financial	—	—	14位（1.6%）
BankBoston	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* 各号.

11

図表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
Citigroup	16 (0.8)	1 (15.6)	1 (9.7)	1 (12.4)	3 (12.3)	1 (15.0)
Salomon Smith Barney	9(5.8)					
JPMorgan Chase & Co.		2 (12.0)	8 (6.7)	2 (8.8)	2 (13.7)	2 (14.0)
J.P.Morgan & Co. Inc.	7 (7.0)					
Chase Manhattan Corp.	6 (7.4)					
Bear Sterns	10 (5.0)	9 (5.2)	9 (6.5)			
Bank of America Corp.		8 (6.0)	10 (6.2)	5 (7.2)	1 (15.6)	3 (10.6)
Merrill Lynch	1 (15.4)	7 (6.4)	11 (6.2)	3 (7.7)		
Countrywide Securities		16 (1.0)	2 (8.7)			
Credit Suisse Group	3 (9.9)	3 (11.3)	4 (8.0)		7 (6.5)	4 (8.5)
Barclays			15 (2.4)	10 (4.5)	5 (11.3)	5 (7.9)
Deutsche Bank Group		5 (8.1)	7 (7.0)	7 (6.5)	4 (11.6)	6 (7.1)
RBC(Royal Bank of Canada) Capital Markets						7 (6.6)
Morgan Stanley	4 (8.6)	6 (8.1)	5 (7.6)	8 (5.4)	10 (2.0)	8 (5.5)
Wells Fargo & Co.					8 (2.4)	9 (5.3)
Wachovia Corp.		12 (2.7)	13 (3.0)	9 (4.9)		
RBS(Royal Bank of Scotland) Group			6 (7.4)	6 (6.7)	6 (9.0)	10 (4.6)
Lehman Brothers	2 (15.1)	4 (10.2)	3 (8.5)	4 (7.2)		
BNP Paribas					9 (2.3)	
Goldman Sachs	5 (7.7)	10 (4.2)	14 (2.7)			
Prudential	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.Morgan & Co. Inc.，Chase Manhattan Corp.，Citigroupのものである。
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。
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*各号; Thomson Reuters, *Debt Capital Markets Review: Managing Underwriters*, Full Year各号.

図表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
Deutsche Bank Group		12 (2.7)	10 (4.5)	9 (4.8)	6 (7.5)	1 (11.7)
JPMorgan Chase & Co.		8 (5.6)	13 (3.3)	4 (7.3)	5 (8.3)	2 (11.2)
Chase Manhattan Corp.	13 (1.1)					
Bear Sterns	2 (14.8)	3 (12.3)	1 (12.4)	2 (9.0)		
Washington Mutual			14 (1.0)			
Barclays					2 (13.2)	3 (10.8)
Bank of America Corp.		9 (5.1)	4 (9.6)	6 (6.1)	1 (17.0)	4 (9.1)
Merrill Lynch	7 (4.5)	5 (7.5)	12 (3.8)	8 (4.8)		
Countrywide		15 (0.6)	11 (4.4)			
Credit Suisse Group	10 (3.0)	1 (15.7)	5 (7.2)	5 (7.3)	7 (7.0)	5 (9.0)
Goldman Sachs	9 (4.0)	6 (6.8)	8 (6.4)		3 (9.6)	6 (8.5)
Wells Fargo & Co.						7 (7.8)
Citigroup		4 (10.5)	7 (7.0)	10 (4.7)	8 (5.6)	8 (7.1)
Salomon Smith Barney	3 (14.0)					
Morgan Stanley	6 (6.8)	11 (4.4)	6 (7.1)	3 (5.6)	9 (5.3)	9 (6.8)
RBS(Royal Bank of Scotland) Group		10 (4.9)	9 (6.3)	7 (5.7)	4 (9.1)	10 (3.6)
Lehman Brothers	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)			
Donaldson, Lufkin & Jenrette	4 (12.4)					
PaineWebber	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，J.P.Morgan & Co. Inc. のものである。
2)図表５（注）2）と（注）3）を参照されたい。

〔出所〕IDD, *Investment Dealers' Digest*各号; Thomson Reuters, *Debt Capital Markets Review: Managing Underwriters*, Full Year各号.

16

図表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
Goldman Sachs	1 (16.3)	1 (22.0)	1 (14.9)	3 (9.8)	3 (9.4)	1 (12.4)
Bank of America Corp.		13 (1.1)	10 (3.4)	10 (3.0)	4 (7.8)	2 (11.3)
Merrill Lynch	3 (7.0)	5 (7.7)	3 (10.1)	1 (14.1)		
Montgomery Securities	10 (3.0)					
JPMorgan Chase & Co.		6 (4.4)	5 (8.0)	5 (9.3)	2 (11.3)	3 (10.9)
J.P.Morgan & Co. Inc.	13 (1.8)					
Morgan Stanley	2 (12.0)	3 (14.8)	2 (14.0)	2 (13.0)	1 (12.6)	4 (8.9)
Citigroup		4 (10.3)	4 (8.4)	8 (6.8)	5 (5.7)	5 (7.5)
Salomon Smith Barney	8 (3.5)					
Smith Barney						
Barclays	4 (6.2)				7 (5.1)	6 (7.5)
Credit Suisse Group	9 (3.5)	2 (17.6)	6 (7.9)	6 (9.2)	6 (5.5)	7 (6.5)
Deutsche Bank Group		8 (3.8)		9 (4.9)	8 (5.1)	8 (4.9)
Wells Fargo & Co.					10 (3.3)	9 (3.6)
UBS (Union Bank of Switzerland)		10 (1.7)	9 (5.3)	7 (8.8)	9 (4.3)	10 (2.4)
Lehman Brothers	7 (4.6)	7 (4.1)	8 (5.4)	4 (9.5)		
Alex. Brown & Sons	5 (5.7)					
Donaldson, Lufkin & Jenrette	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，Chase Manhattan Corp. のものである。
2)図表５の（注）を参照されたい。

〔出所〕IDD, *Investment Dealers' Digest*各号; Thomson Reuters, *Global Equity Capital Markets Review: Managing Underwriters*, Full Year各号.

[19]

図表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
JPMorgan Chase & Co.		6 (5.7)	7 (7.3)	4 (8.9)	1 (11.3)	1 (11.5)
Bear Sterns	14 (1.6)	11 (2.1)	10 (2.9)			
Goldman Sachs	2 (8.8)	1 (19.2)	1 (12.1)	2 (10.2)	5 (6.2)	2 (10.3)
Bank of America Corp.		10 (2.3)		10 (3.4)	2 (10.3)	3 (9.3)
Merrill Lynch	1 (14.8)	4 (11.1)	3 (10.5)	1 (15.9)		
Montgomery Securities	6 (5.2)					
Morgan Stanley	5 (7.7)	2 (17.0)	2 (10.7)	5 (8.5)	3 (10.0)	4 (8.7)
Citigroup		5 (6.9)	4 (10.4)	6 (7.7)	7 (5.7)	5 (7.2)
Salomon Smith Barney	9 (4.7)					
Smith Barney	4 (8.2)					
Barclays					6 (5.8)	6 (6.0)
Credit Suisse Group	8 (4.7)	3 (14.6)	6 (7.7)	8 (6.5)	4 (6.3)	7 (5.9)
Wells Fargo & Co.					8 (5.6)	8 (5.2)
Deutsche Bank Group		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)
Lehman Brothers	11 (2.6)	8 (4.2)	5 (8.9)	7 (6.6)		
Friedman Billings Group			10 (2.4)			
First Boston		7 (4.4)				
Donaldson, Lufkin & Jenrette	3 (8.8)					
Alex. Brown & Sons	7 (5.0)					
PaineWebber	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５の（注）を参照されたい。

〔出所〕IDD, *Investment Dealers' Digest*各号; Thomson Reuters, *Global Equity Capital Markets Review: Managing Underwriters*, Full Year各号.

図表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
JPMorgan Chase & Co.		5 (10.0)	3 (11.3)	1 (13.5)	1 (14.6)	1 (11.5)
J.P.Morgan & Co. Inc.	8 (5.1)					
Chase Manhattan Corp.	10 (4.5)					
Bear Sterns	4 (7.6)	11 (0.8)	11 (3.5)			
Bank of America		8 (5.5)	4 (10.9)	6 (8.2)	2 (14.2)	2 (10.2)
Merrill Lynch	2 (12.6)	6 (6.1)	10 (3.9)	5 (8.6)		
Deutsche Bank		7 (5.8)	5 (9.5)	8 (6.4)	6 (7.9)	3 (8.3)
Credit Suisse	9 (4.6)	1 (23.8)	2 (12.8)	2 (11.0)	3 (10.2)	4 (8.2)
Citigroup		3 (12.4)	1 (14.7)	3 (10.6)	5 (8.0)	5 (7.8)
Salomon Smith Barney	5 (7.0)					
Smith Barney	11 (4.4)					
Goldman Sachs	3 (10.6)	2 (13.1)	8 (5.4)	4 (9.1)	4 (8.1)	6 (7.5)
Barclays			15 (0.5)		7 (7.1)	7 (7.1)
Morgan Stanley	6 (6.9)	4 (11.0)	6 (8.5)	9 (5.2)	8 (6.6)	8 (7.0)
Wells Fargo & Co.						9 (6.8)
RBC Capital Markets					10 (4.6)	10 (4.0)
UBS (Union Bank of Switzerland)	13 (1.6)	10 (2.9)	9 (5.4)		9 (4.7)	
Lehman Brothers	12 (3.8)	9 (4.4)	7 (6.2)	7 (7.6)		
Donaldson, Lufkin & Jenrette	1 (14.8)					
Bankers Trust New York Corp.	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.Morgan & Co. Inc. とChase Manhattan Corp.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。
2)図表5（注）2)と（注）3)を参照されたい。

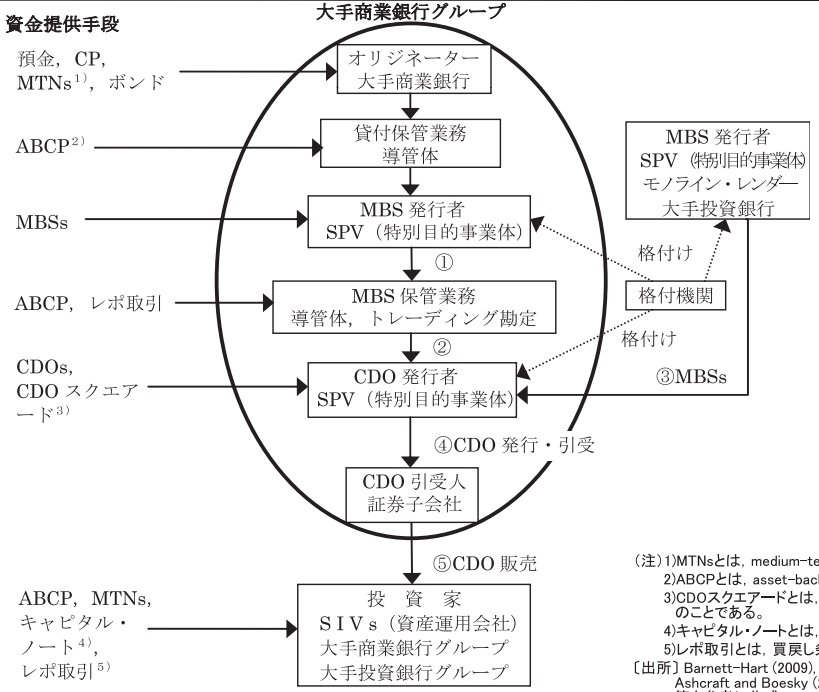
〔出所〕IDD, *Investment Dealers' Digest*各号; Thomson Reuters, *Debt Capital Markets Review: Managing Underwriters*, Full Year各号.

図表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
JPMorgan Chase & Co.		2(14.3)	2(13.2)	2(11.8)	1(15.2)	1(13.5)
J.P.Morgan & Co. Inc.	4(10.3)					
Chase Manhattan Corp.	9(0.7)					
Bear Sterns	8(3.8)	10(2.5)				
Bank of America		9(6.4)	8(5.1)	3(9.4)	2(11.9)	2(11.1)
Merrill Lynch	1(17.9)	3(12.4)	7(6.4)	7(7.0)	3(9.3)	3(10.7)
Citigroup		1(15.9)	1(20.2)	1(14.9)	4(8.5)	4(9.1)
Salomon Smith Barney	2(15.3)					
Morgan Stanley	6(9.7)	4(12.1)	4(9.0)	5(8.2)	6(7.9)	5(8.3)
Goldman Sachs	3(10.7)	5(9.5)	3(9.1)	4(9.1)	5(7.9)	6(6.5)
Barclays		15(0.6)		10(4.2)	7(7.3)	7(6.3)
Deutsche Bank		11(2.4)		9(6.4)	12(2.8)	8(5.3)
Wells Fargo & Co.					9(4.5)	9(3.3)
RBS(Royal Bank of Scotland)					8(5.5)	10(3.3)
Credit Suisse	7(6.7)	7(7.1)	6(6.8)		11(3.8)	11(3.2)
HSBC			9(4.4)		10(4.1)	
UBS (Union Bank of Switzerland)		9(2.7)				
Lehman Brothers	5(10.2)	6(8.4)	5(7.9)	6(7.7)		
Wachovia Corp.			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.Morgan & Co. Inc. とChase Manhattan Corp. のものである。
2）図表5の（注）2)と（注）3を参照されたい。
〔出所〕IDD, *Investment Dealers' Digest*各号; Thomson Reuters, *Debt Capital Markets Review: Managing Underwriters*, Full Year各号.

図表11　大手商業銀行グループによるMBSsの再証券化構造

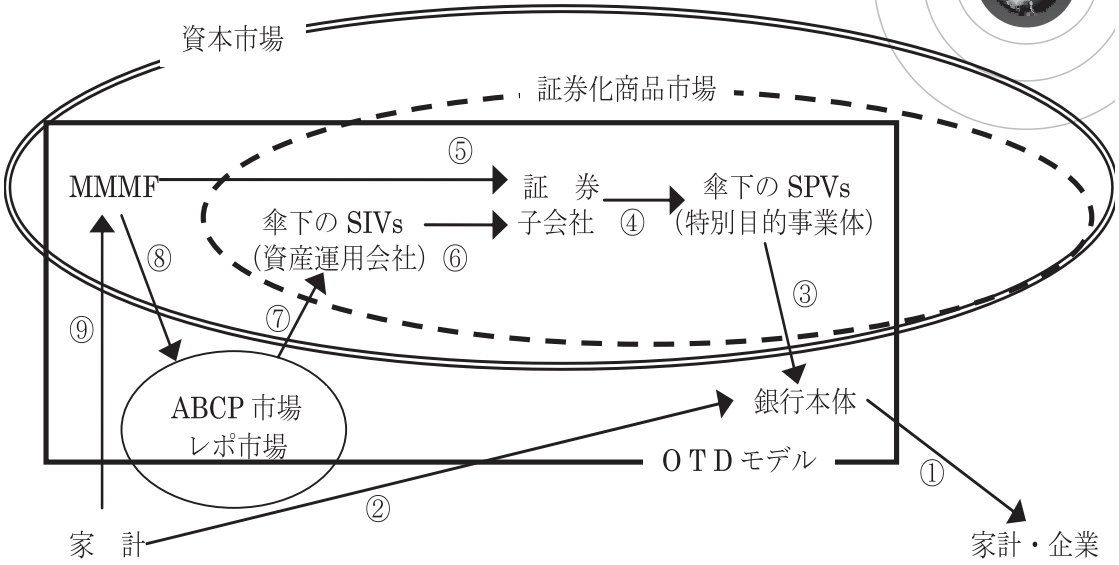


（注）1)MTNsとは，medium-term notes（中期社債）の略である。
2)ABCPとは，asset-backed commercial paperの略である。
3)CDOスクエアードとは，CDOsを担保に再発行されたCDOsのことである。
4)キャピタル・ノートとは，劣後債の一種である。
5)レポ取引とは，買戻し条件付き証券売買である。

〔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。

27

図表12　大手商業銀行グループのOTDモデルと資本市場の関係図



(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，本論文で扱った範囲をまとめたものである。

29

主要参考文献

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.

Edwards, George W. [1938], *The Evolution of Finance Capitalism*, New York: August M. Kelley, Reprinted 1967.

International Monetary Fund [2007], *Global Financial Stability Report: A Report by the Monetary and Capital Markets Department on Market Developments and Issues*, 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.（高木仁訳「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, 1995年3月）

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『ゼミナール セキュリタイゼーション：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, 1989年）

Pozsar, Zoltan; Adrian, Tobias; Ashcraft, Adam and Boesky, Hayley [2013],, "Shadow Banking," Federal Reserve Bank of New York, *Economic Policy Review*, December.

Rosenthal, James A. and Ocampo, Juan M. [1988], S*ecuritization of Credit: Inside the New Technology of Finance*, New York: Wiley.

池尾和人 [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。

掛下達郎 [2008],「アメリカのマネー・センター・バンクの業務展開：ローン・セールとディリバティブ」,『証券経済学会年報』第43号, 7月。

掛下達郎 [2010],「サブプライム危機前後におけるアメリカ大手金融機関の収益構造」, 公益財団法人 日本証券経済研究所『証券経済研究』第70号, 6月。

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。

掛下達郎 [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』公益財団法人 日本証券経済研究所。

掛下達郎 [2012],「金融機関の収益構造は変化したのか？ 日米の大手金融機関について」, 日本証券経済研究所『証券レビュー』第52巻第2号, 2月。

箭内昇 [2002],『メガバンクの誤算：銀行復活は可能か』中公新書。