

『証券経済学会年報』第51号別冊
証券経済学会創立50周年記念大会
学会報告論文

「アメリカ大手銀行グループによる OTD モデルの形成」

「アメリカ大手銀行グループによる OTD モデルの形成」*

掛 下 達 郎

松山大学

1. はじめに

本稿で扱うアメリカの OTD (originate to distribute ; 組成分配型) モデルは、オリジネートした貸付を満期前に売却する新しい銀行のビジネスモデルである。貸付をバランスシートから外し、金利の代わりに手数料収入を得るのである。

OTD モデルという用語は、サブプライム金融危機以降、文献に用いられるようになった。信用度の低い借り手向けの、サブプライムを含んだ住宅モーゲイジ・ローンとその証券化を OTD モデルとして扱った先行研究に、Rosen [2008, 2010], Keys, Mukherjee, Seru and Vig [2009], Purnanandam [2010] がある。これらの先行研究は、1990 年代後半以降のサブプライム危機に至る OTD モデルの考察と捉えることができる。Berndt and Gupta [2009] は、シンジケート・ローンを、Bord and Santos [2012] は、シンジケート・ローンにおけるクレジット・ラインとターム・ローン、クレジットカード、自動車、学生ローンも OTD モデルとしている。

Group of Thirty は、世界の民間銀行、中央銀行等の有識者からなる国際金融・経済問題に関する提言等をおこなう非営利団体である。Group of Thirty [2009] は、Volcker 理事会議長 (経済回復諮問委員会委員長) や Geithner 財務長官、Summers 国家経済会議委員長等をメンバーとし、OTD モデルについて以下のように述べている。OTD モデルは、本質的に、個々の顧客サービスに基づくリレーションシップ・バンキングから全く離れて、より一般的な資本市場におけるトランザクション志向の金融システムに向かっている。その欠点は以下のことを含む。(a) 信用リスクに対して、リレーションシップまたは保有ではなく、トランザクションに基づいたため、引受基準が損なわれたこと、(b) 継続して市場流動性がありデイトリビュートされるという過度に楽観的な仮定に基づいたため、市場流動性リスク、いわゆるパイプライン・

リスク¹⁾が集中したこと、(c) 新しい取引フローを作るために、欠陥のある構成で過大評価されたことが明らかになった証券化商品のトランシェを保有したことであるという。

アメリカの規制当局者も入った Group of Thirty [2009] は、上記の OTD モデルの欠点を指摘している。しかし、関・小立・神山 [2009] によると、アメリカでは OTD モデルそのものに問題があるとは考えられていないという。上記の欠点も OTD モデルや証券化における一過程の問題と考えることができ、必ずしも OTD モデルそのものに問題があったとは断言できない。

先の Rosen [2010] は、OTD モデルの先行研究を2つに分類している。第1に、商業銀行が証券化によってリスク管理をおこなうとする Benveniste and Berger [1987], Pennacchi [1988], Gorton and Souleles [2006] 等である。第2に、銀行は OTD モデルによって収益を上げるとする Greenbaum and Thakor [1987] や Gorton and Pennacchi [1995] 等である²⁾。本稿はこれらの先行研究を参考に、OTD モデルの形成についてその発展を考察する。

1977 年に、大手商業銀行 Bank of America がオリジネートし発行した最初の在来型モーゲイジ・パス・スルー証券を、大手投資銀行 Salomon Brothers が引き受けた。本稿では、これを OTD モデルの源流とする。

本稿の構成は、まず第2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 ABSs/MBSs の引受業務に進出したことを確認する。これを OTD モデルの形成と捉えることにする。つぎに第3節では、1996年の銀行の証券業務元年をへて、大手商業銀行グループが ABSs/MBSs 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ことを実証する。これを OTD モデルの完成とみなす。引き続き第4節では、大手銀行グループの OTD モデルがサブプライム期にそれまでと性格を変えたことを指摘する。OTD モデルの変質である。最

* 本研究は JSPS 科学研究費 JP16K03920 の助成を受けたものである。

後に本稿のまとめについて述べる。

- 1) 「パイプライン・リスクとは、住宅ローンの融資金利決定から資金調達までの期間に金利が変動することにより期間損益が変動するリスク」である。住宅金融支援機構。(www.jhf.go.jp/about/kikou/governance_security.html)
- 2) 以上 Group of Thirty [2009], pp. 27, 42, 48, 関・小立・神山 [2009], 332-333 頁, Rosen [2010], pp. 4-6, Bord and Santos [2012], p. 21.

2. OTD モデルの形成

ここでは、1988 年から大手銀行グループが 20 条証券子会社を設立することによって、OTD モデルを形成していったことをデータから確認する。

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？

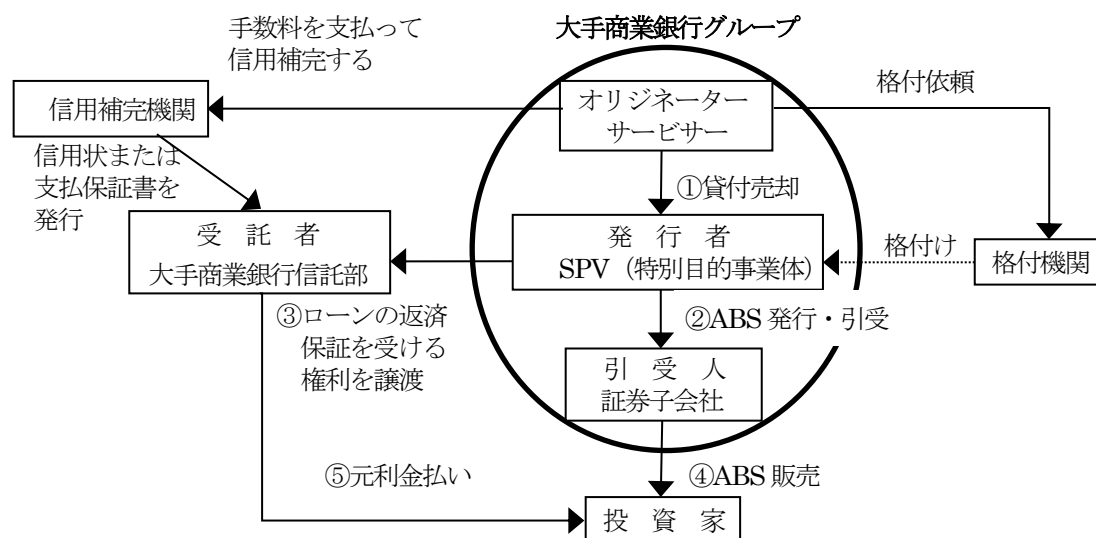
1988 年 6 月から、大手商業銀行グループの引受業務への進出に関して、20 条証券子会社が重要となっていく。1980 年代後半から、連邦準備は、GS (グラス＝スティーガル) 法第 20 条にある、引受業務に「主業として従事していない」ことを、証券子会社の引受収益が総収益の 5% を超えないと解釈し、この銀行非適格証券の引受収益の上限は、1989 年 9 月には 10% へ、1996 年 12 月には 25% へ引き上げ (実施は 1997 年 3 月)。こうして設立された

証券子会社を、20 条証券子会社と呼ぶ。

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おこなったかをみてみよう。金融持株会社 JPMorgan Chase & Co. は、グループ傘下の SPVs (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, 2006-2007* によると、証券化される資産における、商業その他³⁾ の注(a)と(b)に、共同スポンサーとの証券化には、JPMorgan Chase 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、JPMorgan Chase & Co. 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⁴⁾。グループ傘下の SPVs は、JPMorgan Chase がオリジネートした多様な資産を証券化するのである。

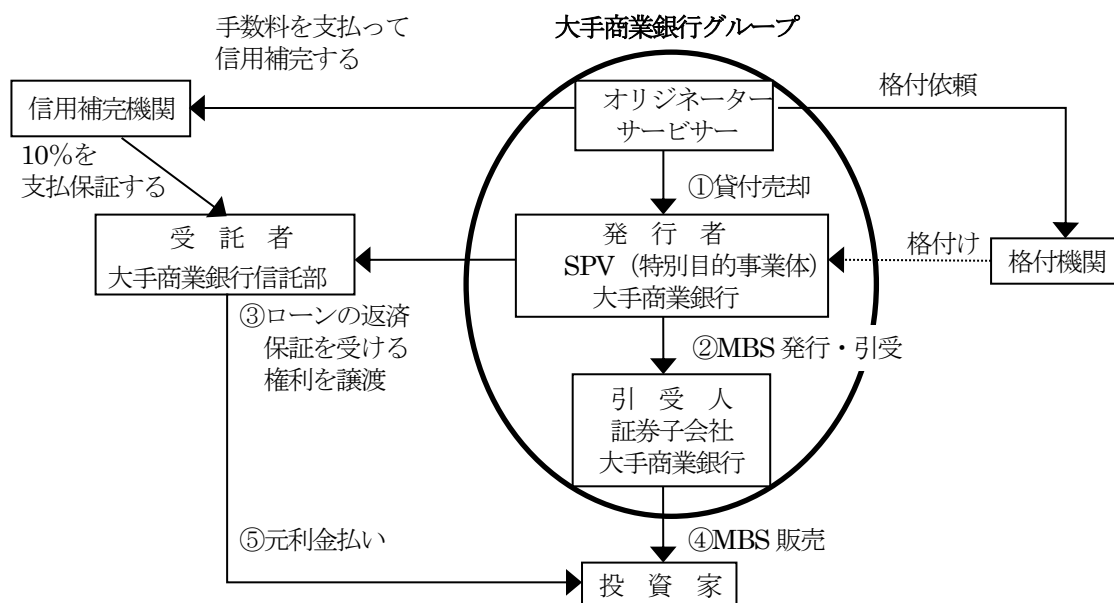
つぎに、金融持株会社 Bank of America Corp., *Annual Report, 2004-2009* によると、Bank of America Corp. は、自らオリジネートした住宅モーゲージ・ローンの大部分 (2006-2009 では一部) を証券化したという。それに加えて、自らオリジネートした商業モーゲージ・ローンと第 3 者から購入した商業・住宅モーゲージ・ローンを証券化した。同じく *Annual Report, 2010-2014* によると、Bank of America Corp. は、自らオリジネートした住宅モーゲージ・ローンとクレジットカード・ローンまたは第 3 者から購入したものを証券化した。Bank of America Corp. でも、自らがオリジネートし、グループで MBSs, CMBSs, CARDs (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造られたのである。

図 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 and 2-3 (訳, 18-34 頁, 図 2-1, 図 2-3) 等を参考に作成

最後に、金融持株会社 Citigroup Inc., *Annual Report*, 2008 と Citigroup Inc., *Annual Report Form 10-K*, 2009-2014 によると、Citigroup はクレジットカード受取勘定をグループ傘下の SPVs に売却した。Citigroup でも、自らがオリジネートし、グループ傘下の SPVs が CARDS と MBSs を発行するという形が造られたのである。

それでは、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 条証券子会社の引受とディーリングは、ABSs/ MBSs 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。表 1 によって、銀行非適格証券の中の ABSs/MBSs 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。

表 1 ABSs/MBSs 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%
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%)

(出所) IDD, *Investment Dealers' Digest* 各号。

ABSs 市場では、規制緩和された 1988 年に Chemical Banking Corp. が 3 位、Citicorp 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、Chemical と Citicorp の引受ランキングと市場シェアは下がった。しかし、Chase Manhattan Corp. と J.P. Morgan & Co. Inc. 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、Citicorp 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. Morgan & Co. Inc. と Citicorp 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。この時点で、大手銀行グループにとって、貸付を担保としたABSsがディストリビュートされ、現代的なOTDモデルが完成したのである。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1と図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。

- 3) 商業その他は、事業貸付（おもに商業モーゲイジ）と第三者から購入した消費者受取勘定である。
- 4) その内訳は、クレジットカード受取勘定、学生ローン、住宅・商業モーゲイジ、自動車ローンであった。このように、JPMorgan Chase & Co. のSPVsは、多様なABSsとMBSsを発行していた。

3. OTDモデルの完成

ここでは、1996年の銀行の証券業務元年をへて、大手銀行グループがOTDモデルを完成したことをデータ的に実証する。

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（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、前節で考察した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。

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させた⁵⁾。

先の表1からも分かるように、当初、銀行持株会社BankAmerica Corp. は、やや証券引受に消極的であったが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、前節の20条証券子会社は、銀行非適格証券引受業務をおこなった。

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⁶⁾。

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BankAmerica Corp. が中堅投資銀行Robertson Stephensを、9月2日に同じくBankers Trust New York Corp. がIPO業務トップのAlex Brown Co. を買収した、同年10月1日には、後にBankAmerica Corp. を買収するNationsBank Corp. が、中規模投資銀行Montgomery Securitiesを吸収した。同年11月28日には、後に銀行持株会社Citicorpを買収するTravelersが、大手投資銀行Salomon Brothersを合併し、Salomon Smith Barneyと名称変更した。翌1998年1月15日に、銀行持株会社J.P. Morgan & Co. Inc. が、中堅投資会社American Centuryを買収した。同年10月8日、TravelersがCiticorpを買収してCitigroupの名称を引き継ぎ、大手投資銀行Salomon Smith BarneyがCitigroup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。表2によって、1997-1999年におけるABSs/MBSs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。

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Salomon Smith Barneyを銀行持株会社Citigroup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Citigroup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。

つぎに、大手商業銀行グループ傘下の証券子会社が、

ABSs/MBSs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

業務の規制緩和がおこなわれた。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。

表2 ABSs/MBSs 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%
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%)

(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。

表3 ABSsの引受ランキングと市場シェア 1996-2015年 (括弧内は市場シェア%)

	1996	2000	2004	2008	2012	2015
Citigroup	16(0.8)	1(15.6)	1(9.7)	2(15.8)	3(11.3)	1(13.8)
Salomon Smith Barney	9(5.8)					
JPMorgan Chase & Co.		2(12.0)	8(6.7)	1(19.5)	1(15.5)	2(12.5)
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)			
Credit Suisse Group	3(9.9)	3(11.3)	4(8.0)	8(4.4)	6(6.9)	3(8.6)
Barclays			15(2.4)	4(10.6)	4(10.7)	4(8.3)
Bank of America Corp.		8(6.0)	10(6.2)	3(14.1)	2(12.8)	5(7.9)
Merrill Lynch	1(15.4)	7(6.4)	11(6.2)	10(3.2)		
Countrywide Securities		16(1.0)	2(8.7)			
Wells Fargo & Co.					9(4.5)	6(7.1)
Wachovia Corp.		12(2.7)	13(3.0)	9(3.3)		
RBC(Royal Bank of Canada) Capital Markets					7(6.7)	7(6.2)
Deutsche Bank Group		5(8.1)	7(7.0)	5(6.5)	8(6.6)	8(6.0)
Morgan Stanley	4(8.6)	6(8.1)	5(7.6)	7(4.7)	10(2.8)	9(5.9)
Goldman Sachs	5(7.7)	10(4.2)	14(2.7)			10(3.6)
RBS(Royal Bank of Scotland) Group			6(7.4)	6(6.2)	5(7.6)	
Lehman Brothers	2(15.1)	4(10.2)	3(8.5)			
Prudential	8(6.3)					
上位10社の市場シェア	(88.2)	(87.1)	(76.3)	(88.3)	(85.4)	(79.9)
3大商業銀行グループの市場シェア%	*(15.2)	(33.6)	(22.6)	(56.8)	(39.6)	(34.2)
3大投資銀行の市場シェア%	(31.7)	(18.7)	(16.4)	*(4.1)	*(2.8)	*(9.5)
業界全体の発行額 (100万ドル)	151,307	308,398	856,713	159,823	238,606	263,143

(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。

(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。

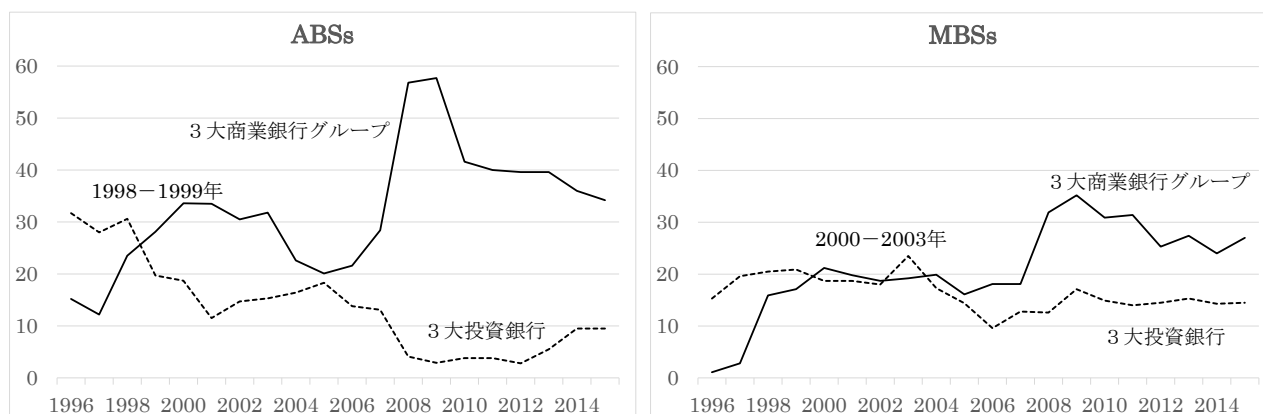
(注3) *印の付いたシェアは、トップ行から外れた大手3社があるため、現実よりも小さな値になっている。

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

まず、表3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、アメリカ国内のABS引受において、大手銀行グループでは、銀行持株会社 Citicorp, Chase Manhattan Corp., J.P. Morgan & Co. Inc. 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(表1)。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、Citigroupが大手投資銀行Salomon Smith Barneyを傘下にした直後の1998-1999年に23.5~28.1%まで急増した(表2)。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(図3)。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。

図3 3大商業銀行グループと3大投資銀行のABSs/MBSs引受の市場シェア 1996-2015年末 (単位: %)



(注) 表3と表4の(注)も参照されたい。

(出所) IDD, *Investment Dealers' Digest* 各号; Thomson Reuters, *Debt Capital Markets Review: Managing Underwriters, Full Year* 各号; Thomson Reuters, *Global Equity Capital Markets Review: Managing Underwriters, Full Year* 各号。

つぎに、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おこなわれる。図3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 Citigroup が大手投資銀行 Salomon Smith Barney を傘下にした直後の1998-1999年に、Citigroup 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(表2)。ABSsよりやや遅れた翌2000年に、金融持株会社 Bank of America Corp. と JPMorgan Chase & Co. も、MBSsの引受業務で全米トップ9位以内に入った(表4)。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(図3)。本稿で、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。

大手商業銀行グループは、引受業務において、彼らの新規金融商品であるABSs/MBSsにまず参入したのである。

それを可能にしたメカニズムは、以下のようなものであると思われる。新規金融商品であるABSs/MBSsの場合、まず、大手行は、おもに家計に貸付をオリジネートする。つぎに、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、投資家にディストリビュートするようになったからである。大手銀行グループの現代的なOTDモデルである。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。

5) 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.

表4 MBSsの引受ランキングと市場シェア 1996-2015年 (括弧内は市場シェア%)

	1996	2000	2004	2008	2012	2015
Credit Suisse Group	10(3.0)	1(15.7)	5(7.2)	3(13.1)	5(8.5)	1(14.5)
JPMorgan Chase & Co. Chase Manhattan Corp.		8(5.6)	13(3.3)	4(13.0)	6(8.2)	2(10.7)
Bear Sterns	13(1.1)	3(12.3)	1(12.4)			
Washington Mutual	2(14.8)		14(1.0)			
Wells Fargo & Co.					8(6.9)	3(9.9)
Bank of America Corp. Merrill Lynch	7(4.5)	9(5.1)	4(9.6)	2(13.7)	4(9.4)	4(9.6)
Countrywide Securities		5(7.5)	12(3.8)	6(6.6)		
Morgan Stanley	9(4.0)	15(0.6)	11(4.4)			
Barclays	6(6.8)	11(4.4)	6(7.1)		9(5.1)	5(8.0)
Citigroup		4(10.5)	7(7.0)	1(18.2)	2(10.9)	6(7.6)
Salomon Smith Barney	3(14.0)			8(5.2)	7(7.7)	7(6.7)
Deutsche Bank Group		6(6.8)	8(6.4)	10(3.3)	3(9.4)	8(6.5)
Goldman Sachs		12(2.7)	10(4.5)	5(7.7)	1(12.7)	9(5.7)
RBS(Royal Bank of Scotland) Group		10(4.9)	9(6.3)	7(6.0)		
Lehman Brothers	1(17.3)	2(14.7)	3(10.0)			
野村證券					10(4.8)	
Mischler Financial Group Inc.						10(4.4)
UBS (United Bank of Switzerland)		7(6.0)	2(10.9)	9(4.6)		
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)	(91.4)	(83.6)	(80.2)
3 大商業銀行グループの市場シェア%	*(1.1)	(21.2)	(19.9)	(31.9)	(25.3)	(27.0)
3 大投資銀行の市場シェア%	(15.3)	(18.7)	(17.3)	*(12.6)	*(14.5)	*(14.5)
業界全体の発行額 (100 万ドル)	100,967	180,094	729,306	187,380	380,757	369,301

(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。

(注2) 表3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。

6) 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)。

4. OTDモデルの変質

ここでは、遅くとも2005年からのサブプライム期に大手銀行グループのOTDモデルがそれまでと変質していたことを指摘する。

引き続き図3をみると、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、Countrywide Securitiesである。Countrywide Securitiesは、預金金融機関ではなくモノライン・レンダーとされるCountrywide Financialグ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(表3)。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、2008-2014年にABS引受シェアは39.6~57.7%を推移した。

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Deutsche BankとRBS (Royal Bank of Scotland)、大手のサブプライム・レンダーとされたCountrywide FinancialとWashington Mutualグループである。Deutsche Bank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Countrywide Securities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Washington Mutual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(表4)。

以下では、引受以外のサブプライム関連のオリジネーター、発行、サービシング⁷⁾をみることによって、大手銀行グループのOTDモデルの変質について考えてみよう。

表5をみると、とくにCitigroupは2006年のサブプライム・オリジネーターの4位にランクされた。Citigroupは、2005年から2006年に、サブプライム融資を85.5%

も増加させた。住宅モーゲージ・ローンの獲得競争で2005年まで後塵を拝してきたCitigroupは、危機直前にサブプライム・ローンを急増させたのである。3大商業銀行がサブプライム融資をおこなったことが第1の問題である。しかしながら、モノライン・レンダーのように市場全体のトレンドを超えて、3大商業銀行がサブプライム・ローンを貸し込んでいったとはいえない。

表5 サブプライム・モーゲージ・オリジネーター上位10社 2006年

順位	貸し手	2005年		2006年		
		金額(10億ドル)	シェア(%)	金額(10億ドル)	シェア(%)	%変化
1	HSBC	58.6	8.8	52.8	8.8	-9.9
2	New Century Financial	52.7	7.9	51.6	8.6	-2.1
3	Countrywide Financial	44.6	6.7	40.6	6.8	-9.1
4	Citigroup	20.5	3.1	38.0	6.3	85.5
5	WMC Mortgage	31.8	4.8	33.2	5.5	4.3
6	Fremont	36.2	5.5	32.3	5.4	-10.9
7	Amerquest Mortgage	75.6	11.4	29.5	4.9	-61.0
8	Option One	40.3	6.1	28.8	4.8	-28.6
9	Wells Fargo	30.3	4.6	27.9	4.6	-8.1
10	First Franklin	29.3	4.4	27.7	4.6	-5.7
	上位10社	419.9	63.2	362.4	60.3	-13.7
	上位25社	604.9	91.1	543.2	90.5	-10.2
	総計	664.0	100.0	600.0	100.0	-9.8

(注) 2005年の上位10社の合計は、2006年の上位10社の数値を合計したものである。上位10社の%変化もこの合計と2006年の合計を比較している。

(出所) Ashcraft and Schuermann [2008], p. 4, table 2. 原資料は Inside Mortgage Finance, *The 2007 Mortgage Market Statistical Annual*.

表6 サブプライムMBS発行者上位10社 2006年

順位	貸し手	2005年		2006年		
		金額(10億ドル)	シェア(%)	金額(10億ドル)	シェア(%)	%変化
1	Countrywide Financial	38.1	7.5	38.5	8.6	1.1
2	New Century Financial	32.4	6.4	33.9	7.6	4.8
3	Option One	27.2	5.4	31.3	7.0	15.1
4	Fremont	19.4	3.8	29.8	6.6	53.9
5	Washington Mutual	18.5	3.6	28.8	6.4	65.1
6	First Franklin	19.4	3.8	28.3	6.3	45.7
7	Residential Funding Corp.	28.7	5.6	25.9	5.8	-9.5
8	Lehman Brothers	35.3	6.9	24.4	5.4	-30.7
9	WMC Mortgage	19.6	3.9	21.6	4.8	10.5
10	Amerquest Mortgage	54.2	10.7	21.4	4.8	-60.5
	上位10社	292.8	57.6	283.9	63.3	-3.0
	上位25社	417.6	82.2	427.6	95.3	2.4
	総計	508.0	100.0	448.6	100.0	-11.7

(注) 表5の(注)を参照されたい。

(出所) Ashcraft and Schuermann [2008], p. 4, table 3. 原資料は Inside Mortgage Finance, *The 2007 Mortgage Market Statistical Annual*.

つぎに表6で、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%の発行をおこなっており、サブプライムMBS発行者は、上位に集中

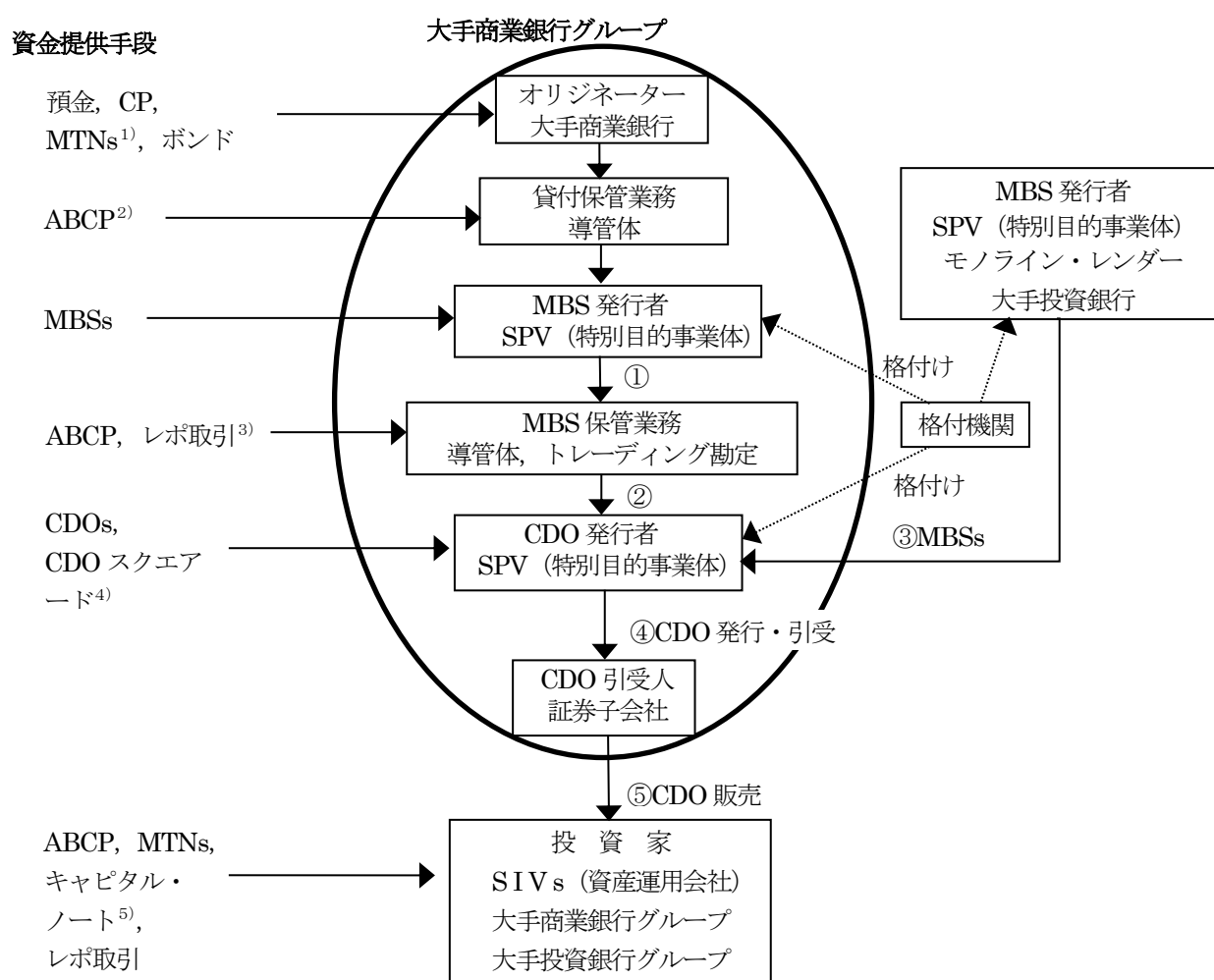
していたことがわかる。上位10社のうち9社が、最大の貯蓄貸付組合であったWashington Mutualを含むサブプライム・レンダーとされた金融グループのSPVsである。残る1社は、サブプライム危機の最中に破綻した大手

投資銀行 Lehman Brothers 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。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。

ここで図4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、図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4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。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。

図4 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) レポ取引とは、買戻し条件付き証券売買である。

(注4) 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5) キャピタル・ノートとは、劣後債の一種である。

(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

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。当然であるが、他社から提供された MBSs では、大手銀行グループの OTD モデルではない。モノライン・レンダーの OTD モデルである。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。ドッド=フランク法による、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) 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、モーゲイジ・ローンさらに MBSs を担保とした CDOs がディストリビュートされ、サブプライム期の OTD モデルが登場したのである。

最後に表 7 で、危機直前の 2006 年における、サブプライム・モーゲイジ・サービサー上位 10 社をみてみよう。サービサーは、モーゲイジ・ローンの元利金払いと返済遅延金の回収をおこない、証券化後も引き続き業務をおこなった。サブプライム・モーゲイジ・サービサー上位 10 社で総額の 53.6%、上位 30 社で同じく 89.2%のサービシングをおこなっており、サブプライム・サービサーも、上位に集中していたことがわかる。上位 10 社中、過半の 6 社が、預金金融機関ではないモノライン・レンダーとされた。残る 4 社は商業銀行で、9 位の HSBC は外国銀行である。米銀大手では、JPMorgan Chase が 2006 年のサブプライム・サービサーの 2 位、Citigroup が 3 位、スーパーリージョナルの Wells Fargo が 7 位にランクされた。Bank of America はランク外にあった。JPMorgan Chase と Citigroup は、2005 年からそれぞれ 23.6%と 39.8%もサービシングを増加させている。サブプライム・オリジネーターにおいて、3 大銀行では Citigroup だけがトップ 10 に入った。サブプライム・サービサーにおいては、JPMorgan Chase と Citigroup が合わせて市場シェア 13.3%のサービシングをおこなった。しかし、サブプライム・モーゲイジ・サービサー全体では、モノライン・レンダーとされたノンバンクが中心となっていたのである。

表 7 サブプライム・モーゲイジ・サービサー上位 10 社 2006 年

順位	貸し手	2005 年		2006 年		
		金額(10 億ドル)	シェア(%)	金額(10 億ドル)	シェア(%)	%変化
1	Countrywide	120.6	10.1	119.1	9.6	-1.3
2	JPMorgan Chase	67.8	5.7	83.8	6.8	23.6
3	Citigroup	47.3	3.9	80.1	6.5	39.8
4	Option One	79.5	6.6	69.0	5.6	-13.2
5	Ameriquest Mortgage	75.4	6.3	60.0	4.8	-20.4
6	Ocwen Financial Corp	42.0	3.5	52.2	4.2	24.2
7	Wells Fargo	44.7	3.7	51.3	4.1	14.8
8	Homecomings Financial	55.2	4.6	49.5	4.0	-10.4
9	HSBC	43.8	3.7	49.5	4.0	13.0
10	Litton Loan Servicing	42.0	3.5	47.0	4.0	16.7
	上位 10 社	618.3	51.5	661.5	53.6	7.0
	上位 30 社	1,057.8	88.2	1,105.7	89.2	4.5
	総 計	1,200.0	100.0	1,240.0	100.0	3.3

(注) 表 5 の (注) を参照されたい。

(出所) Ashcraft and Schuermann [2008] , p. 4, table 4. 原資料は Inside Mortgage Finance, *The 2007 Mortgage Market Statistical Annual*.

ここまでみたように、2006 年の 3 大商業銀行グループによるサブプライム・モーゲージ・ローンとサブプライム・サービシングには、それぞれ特徴もしくは違いがあった。この特徴もしくは違いを、どのように理解すればよいだろうか？ 貸付のオリジネーターは、通常、サービサーを務めたという。しかし、2006 年のサブプライム・オリジネーターとサービサーの順位は大きく異なっていた。たとえば、JPMorgan Chase は、2006 年のサブプライム・サービサーでは上位に入っているが、同じくオリジネーターでは上位に入っていない。JPMorgan Chase が、2005 年までに大量のサブプライム・ローンをオリジネートし、証券化の有無にかかわらず、危機直前の 2006 年にサービシングを継続していれば、これらの情報を総合的に理解できる。その一方で、危機直前の 2006 年に、預金金融機関ではないモノライン・レンダー等が、JPMorgan Chase 以上にサブプライム・ローンをオリジネートしたのである。

7) サービシング手数料とは、返済計画や書類代、調査費、通信費などの手数料収入である。Sovereign Bank, “What are the Mortgage

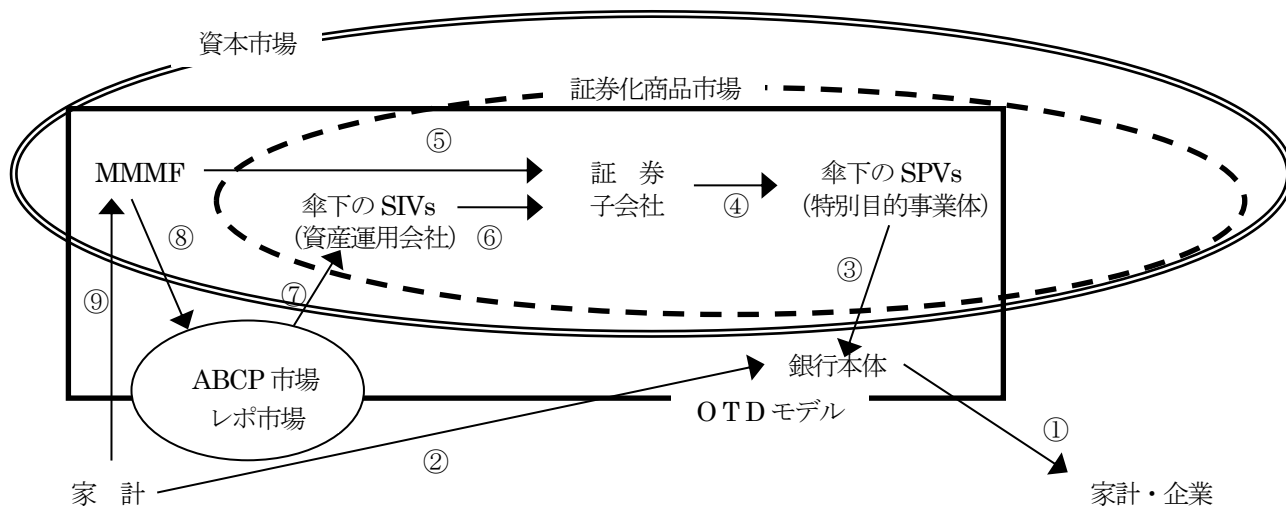
Loan Servicing fees?” (https://customerservice.sovereignbank.com/app/answers/detail/a_id/22/~what-are-the-mortgage-loan-servicing-fees%3F)

5. おわりに

アメリカ大手商業銀行グループは、1980 年代から一連の業務展開をおこなってきた。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、アメリカ型の証券化として説明されてきた。アメリカ型の証券化の 1 つの特徴は、貸付債権を証券化した ABSs と MBSs である。

1980 年代末からの引受業務の規制緩和によって、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の一角を打ち破ったのである。

図 5 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, 本稿で扱った範囲をまとめたものである。

ここで、アメリカ大手商業銀行グループの OTD モデルが実体経済・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 5 にまとめてみよう。①銀行は、おもにリテール分野の消費者ローンや住宅モーゲージ・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。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。⑦SIVs

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。⑨MMMFs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5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最も有望な策であった。これが、アメリカ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。

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おこなっている。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おこない、無視できなくなっている。たとえば、3大手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があると思われる。とくに、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おこなったかである。異なっているが一連の業務をおこなう、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おこな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。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、筆者はそのとば口に足を踏み入れたのである。

<参考文献>

- 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, 4-10頁。
- 太田康夫 [2011], 『バーゼル敗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。
- 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 [2016], 『アメリカ大手銀行グループの業務展開: OTD モデルの形成過程を中心に』日本経済評論社。
- 関雄太・小立敬・神山哲也 [2009], 「米国証券化市場の回復の鍵とその可能性」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』春号, 326-336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。
- 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.
- Benveniste, Lawrence M. and Berger, Allen N. [1987], "Securitization with Recourse: An Instrument that Offers Uninsured Bank Depositors Sequential Claims," *Journal of Banking and Finance*, Vol.11, No. 3, September, pp. 403-424.
- Berndt, Antje and Gupta, Anurag [2009], "Moral Hazard and Adverse Selection in the Originate-to-Distribute Model of Bank Credit," *Journal of Monetary Economics*, Vol.56, No.5, July, pp. 725-743.
- 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.
- Bord, Vitaly M. and Santos, João A. C. [2012], "The Rise of the Originate-to-Distribute Model and the Role of Banks in Financial Intermediation," Federal Reserve Bank of New York, *Economic Policy Review*, July, pp. 21-34.
- Gorton, Gary B. and Pennacchi, George G. [1995], "Banks and Loan Sales: Marketing Nonmarketable Assets," *Journal of Monetary Economics*, Vol.4, No.2, September, pp. 389-411.
- Gorton, Gary B. and Souleles, Nicholas S. [2006], "Special Purpose Vehicles and Securitization," in Mark Carey and René Stulz, eds., *The Risks of Financial Institutions*, National Bureau of Economic Research Conference Report, Chicago: University of Chicago Press.
- Greenbaum, Stuart and Thakor, Anjan [1987], "Bank Funding Modes: Securitization Versus Deposits," *Journal of Banking and Finance*, Vol.11, No. 3, September, pp. 379-401.
- Group of Thirty [2009], *Financial Reform: A Framework for Financial Stability*, Washington, D.C., January.
- Keys, Benjamin; Mukherjee, Tanmoy; Seru, Amit and Vig, Vikrant

- [2009] , “Financial Regulation and Securitization: Evidence from Subprime Loans,” *Journal of Monetary Economics*, Vol.56, Issue 5, July, pp. 700–720.
- Litan, Robert E. [1987] , *What Should Banks Do?* Brookings Institution Press. (馬淵紀壽・塩沢修平訳『銀行が変わる—グラスステイヤーガ体制後の新構図』日本経済新聞社, 1998年)
- Pennacchi, George [1988] , “Loan Sales and the Cost of Bank Capital”, *Journal of Finance*, Vol.43, No.2, June, 375-396.
- 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.
- Purnanandam, Amiyatosh [2010] , “Originate-to-distribute Model and the Subprime Mortgage Crisis,” *Review of Financial Studies*, Vol.24, Issue 6, pp. 1881-1915, October.
- Rosen, Richard J. [2008] , “The Role of Lenders in the Home Price Boom,” Federal Reserve Bank of Chicago, WP 2008-16, November.
- Rosen, Richard J. [2010] , “The Impact of the Originate-to Distribute Model on Banks before and during the Financial Crisis,” Federal Reserve Bank of Chicago, WP 2010-20, November.
- 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.

(2016.9.19 第85回全国大会)