

令和元年6月6日現在

機関番号：36301

研究種目：基盤研究(C) (一般)

研究期間：2016～2018

課題番号：16K03920

研究課題名(和文) 資本市場中心の金融システムにおける米国大手銀行グループの引受業務への進出

研究課題名(英文) The Underwriting Business of Major U.S. Financial Holding Companies in the Capital Market Oriented System

研究代表者

掛下 達郎 (Kakeshita, Tatsuro)

松山大学・経済学部・教授

研究者番号：00264010

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 2,800,000円

研究成果の概要(和文)：研究の全体構想は、アメリカ大手銀行グループの引受業務への進出過程を明らかにすることであった。

1996年から、3大商業銀行グループが社債の引受業務に参入し、組成分配型モデルに関するABSs(アセットバック証券)やMBSs(モーゲージ担保証券)等の各種金融商品の引受業務を拡大した。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の引受業務をおこなうようになった。

大手商業銀行グループの社債とABSs/MBSsの引受業務は、伝統的な株式の引受業務と比較すると、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。

研究成果の学術的意義や社会的意義

Litan(1987)等の先行研究は銀行本体の業務展開を分析したが、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特別目的事業体を利用して、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。それゆえ、銀行本体だけでなく、大手銀行グループの業務展開を理論的に分析する必要がある。とくに、大手行本体、その証券子会社、グループ傘下の特別目的事業体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、複数の金融機関の考察は、世界金融危機時のシャドーバンキング等に限られている。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ある。

研究成果の概要(英文)：The whole plan of the study was to make the underwriting business of U.S. financial holding companies clear. The processes are listed below.

(1) Major U.S. financial holding companies joined the underwriting business of bonds from 1996 at first. (2) The underwriting business of several kinds of ABSs(asset-backed securities), MBSs(mortgage-backed securities), etc. related to a OTD(originate to distribute) model was expanded. In particular, major U.S. financial holding companies started to underwrite bonds and ABSs/MBSs more than major investment banks in 2000's. (3) Compared with the underwriting business of traditional stocks, major U.S. financial holding companies has entered the business of bonds and ABSs/MBSs at an early time, and they occupied top one in the 2000's underwriting rankings. Those are the differences between the underwriting of stocks and the others.

研究分野：金融論、英米金融システム

キーワード：資本市場 金融システム 大手銀行グループ 引受業務 投資銀行

## 様式 C - 19、F - 19 - 1、Z - 19、CK - 19 (共通)

### 1. 研究開始当初の背景

(1) 1980年代以降、米銀の業務展開のほとんどはオフバランスシート取引である。バランスシートに記載されない取引はBS(貸借対照表)分析だけでは明らかにならない。銀行グループの業務展開を把握するためには、収益構造の分析、すなわち PL(損益計算書)分析が必要となる。

(2) 1980年代の銀行産業衰退論を否定する Kaufman and Mote (1994)等は、オフバランスシート業務による収益、すなわち金利以外の手数料収入を考慮することの重要性に気付いていた。しかし、当時は詳細な PL(損益計算書)は公表されておらず、現在に至るまで本格的な収益構造の分析はおこなわれてこなかった。研究代表者はこの研究に従事しているのである。

### 2. 研究の目的

#### (1) 研究の全体構想

アメリカ大手銀行グループの引受業務への進出過程を、ニューヨーク大手金融機関等へのヒアリング調査とデータ分析を嚆矢とし明らかにする。

1980年代以降の大手銀行グループのオフバランスシート取引による業務展開を把握する。

#### (2) 本研究の具体的な目的

銀行の証券業務元年(1996年)から、大手銀行グループが、証券子会社の設立によって、ABSs(アセットバック証券)やMBSs(モーゲージ担保証券)等の各種金融商品の引受業務をどのように拡大したか。

大手商業銀行グループが、上記の証券化商品に加えて、伝統的な株式や社債を含めた、各種引受業務において、いつどのように大手投資銀行のシェアを追い越すようになったか。

### 3. 研究の方法

(1) アメリカ大手銀行グループの引受業務への進出過程について、平成28年度にワシントン連邦準備、IMF、世界銀行、Financial Times ニューヨーク支局、在ニューヨーク総領事館、三菱UFJ銀行ニューヨーク支店、日本経済新聞社ニューヨーク支局等にヒアリング調査をおこなった。

(2) 平成29年度からアメリカ証券業協会の業界紙 *Investment Dealers' Digest* 等によって、各種金融商品の引受業務上位10社の引受額と手数料を用いて、大手銀行グループの行動パターンをパネル・データ分析やTVP(時変パラメーター)-VAR(ベクトル自己回帰)モデル等によって実証した。

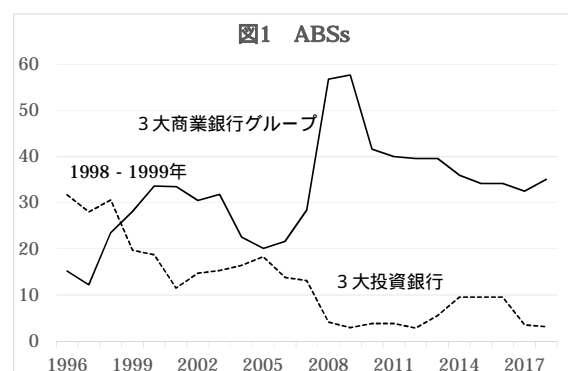
(3) 平成30年度にロンドンの金融行為規制機構、イングランド銀行、在英国日本国大使館、三菱UFJ銀行ロンドン支店、日本経済新聞社欧州編集総局等を訪問して予備調査をおこなった。これは、米銀大手グループの業務展開の特徴を浮き彫りにするために、ロンドンの英銀大手グループ等へのヒアリング調査を開始するためのものである。

### 4. 研究成果

(1) 大手銀行グループはABSs、MBSs、株式の引受業務に段階的に参入した。これが本研究の個別銀行のパネル・データ分析やTVP-VARモデル等によって導き出された結果である。その際に、鍵となるのは証券化商品のABSs/MBSsと考えられる。証券化において、当初オリジネートされるのは貸付であり、貸付は銀行のコア業務の1つである。大手銀行グループは、1980年代後半から、まずオリジネートされた資産担保ローンを、ABSs/MBSsとして大手銀行グループ傘下の特別目的事業体が証券化し、証券子会社がABSsを引き受けた。大手銀行グループの引受業務は、最終的には証券化を中心とする投資銀行業務への進出となった。その具体的な進出過程は以下のようなものであった。

(2) OTD(組成分配型)モデルの始まりは、1987年に連邦準備が商業銀行の銀行法20条で定められた証券子会社に投資銀行業務を認め始めたことにある。翌1988年に20条証券子会社が実際に引受業務を始め、OTDモデルが形成された。

1996年には20条証券子会社が収益の25%まで引受業務を認められ、1996年は銀行の証券業務元年と呼ばれている。こうして大手銀行グループがフリーハンドの証券業務を展開できるようになった。銀行の証券業務元年から、大手銀行グループの証券子会社が、いつどのように大手銀行が自らオリジネートし開発した新規の証券化商品であるABSs/MBSsの引受業務を拡大したかが課題である。



1999年には、証券子会社に制限なく投資銀行業務を認めるグラム・リーチ・ブライリー法が制定された。こうした規制緩和により、1999年から2000年にかけて、3大商業銀行グループによる証券化商品ABSs/MBSsの引受シェアが、3大投資銀行のものを上回った。さらに細かくみると、まずABSs、次にMBSsで上回ったのである(図1、図2)。研究代表者は、これをOTDモデルの完成としている。

ところが、翌2001年頃から2006年にかけて、大手商業銀行の住宅モーゲージ・ローンが急増しブームとなっていく。さらに、2004-06年にサブプライム・ローンが急増する。サブプライム・ローンが証券化されることによって、OTDモデルの変質が起こった。

次なる課題は、大手商業銀行グループが、自らの証券化商品に加えて、従来、大手投資銀行が優位と考えられてきた、伝統的な株式の引受業務において、いつどのように大手投資銀行のシェアを追い越すようになったかである。その時期は、サブプライム危機の最中の2008年である。3大商業銀行グループによるIPO(新規公開株式発行)と既公開会社株式の引受シェアが、サブプライム危機で弱体化した3大投資銀行のものを上回った(図3、既公開会社株式の図は省略)。

新たな課題としてスーパーリージョナルバンクであるウェルズ・ファルゴの躍進がある。2016年以降、とくにMBSsの引受シェアでウェルズ・ファルゴはトップに立った。そもそも証券化には大手銀行しか進出していなかったため、スーパーリージョナルバンクが引受シェアでトップに立つことは異例なことである。スーパーリージョナルバンクが2008年頃からどのようにMBSs等の引受業務に進出していったかは新たな研究課題となると思われる。

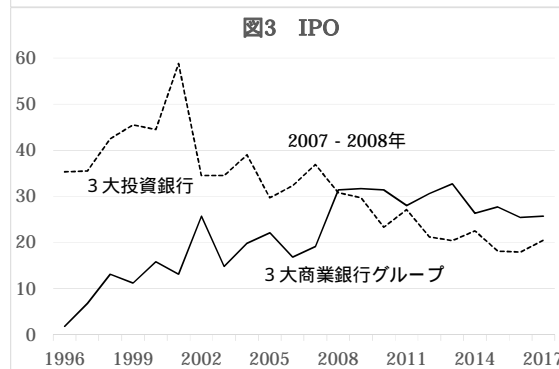
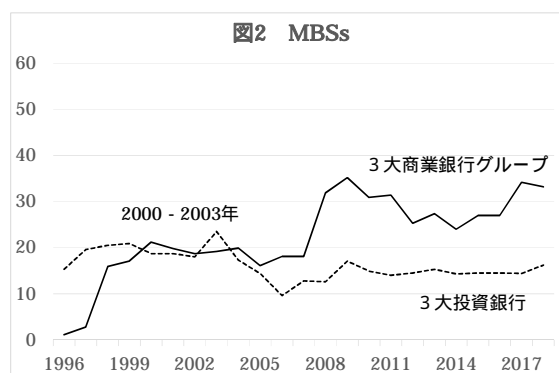
(3) ところで、なぜ日本では証券化が普及していないのだろうか。証券化の普及には、保険・保証制度、担保制度、ノン・リコース・ファイナンスの発達・展開が不可欠である。アメリカではこの3つが発達・展開したが、日本ではとくにの保険・保証制度において個人保証人が中心である。アメリカのように民間の金融保証が発達すれば、証券化が普及する可能性がある。

(4) アメリカ銀行グループは本来の銀行業務ではない投資銀行業務に進出したが、それは貸付という本来の銀行業務から派生したものであった。周知のように、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、本来の銀行業務から派生した証券化商品を活用して、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経営戦略であった。これが、アメリカ大手商業銀行グループの業務展開の特徴を決定づけた要因と考えられる。大手銀行グループにとって、投資銀行業務の中心である引受業務を中核にもつOTDモデルは、彼らが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。

(5) Litan (1987)やSaunders and Walter (1993)等の先行研究は、銀行本体の業務展開を扱った理論的な分析をおこなった。しかし、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特別目的事業体を利用して、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、銀行本体だけでなく、大手銀行グループ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、大手行本体、その証券子会社、グループ傘下の特別目的事業体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定されている(Adrian and Shin 2010, Pozsar, Adrian, Ashcraft and Boesky 2013等)。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、研究代表者はそのとば口に足を踏み入れたのである。

## 5. 主な発表論文等

[雑誌論文](計19件)



掛下 達郎、英米大手銀行グループの収益構造は異なるのか？ 金融化の内実を探る、信用理論研究、36号、2018、査読無、pp.69-83  
掛下 達郎、アメリカ大手銀行グループによる OTD モデルの形成、証券経済学会年報、51号別冊、2016、査読無、pp.1-13  
[http://www.sess.jp/publish/annual\\_sv/pdf/sv51/m85\\_04.pdf](http://www.sess.jp/publish/annual_sv/pdf/sv51/m85_04.pdf)  
宿輪 純一、特集 決済インフラの高度化で変わる銀行業務、銀行実務、48(4)、2018、査読無、pp.11-23

〔学会発表〕(計9件)

掛下 達郎、資本市場中心の金融システムの形成とその特徴、証券経済学会第90回全国大会、2019  
掛下 達郎、英米大手銀行グループの収益構造は異なるのか？ 金融化の内実を探る、信用理論研究会秋季大会、2017  
掛下 達郎、アメリカ大手銀行グループによる OTD モデルの形成、証券経済学会第85回全国大会、2016

〔図書〕(計3件)

掛下 達郎他、変貌する金融と証券業、日本証券経済研究所、2018、266-290  
宿輪 純一、決済インフラ入門〔2020年版〕 仮想通貨、ブロックチェーンから新日銀ネット、次なる改革まで、東洋経済新報社、2018、288

〔産業財産権〕

出願状況(計0件)

名称：  
発明者：  
権利者：  
種類：  
番号：  
出願年：  
国内外の別：

取得状況(計0件)

名称：  
発明者：  
権利者：  
種類：  
番号：  
取得年：  
国内外の別：

〔その他〕

ホームページ等

<https://www.cis.fukuoka-u.ac.jp/~t.kakeshita.dh/index.html#shokai>

## 6. 研究組織

### (1) 研究分担者

研究分担者氏名：宿輪 純一

ローマ字氏名：(SHUKUWA, junichi)

所属研究機関名：帝京大学

部局名：経済学部

職名：教授

研究者番号(8桁)：50767217

研究分担者氏名：蓮井 康平

ローマ字氏名：(KOHEI, hasui)

所属研究機関名：松山大学

部局名：経済学部

職名：准教授

研究者番号(8桁): 90780619

(2)研究協力者

研究協力者氏名：西村 友作

ローマ字氏名：(NISHIMURA, yusaku)

科研費による研究は、研究者の自覚と責任において実施するものです。そのため、研究の実施や研究成果の公表等については、国の要請等に基づくものではなく、その研究成果に関する見解や責任は、研究者個人に帰属されます。