

第9章 証券化商品市場

1. 証券化の背景と意義 「証券化」という用語は、幾つかの意味を持つ用語であるが、現在は専ら以下のような意味で用いられる。すなわち、「ある種の資産をプールして、その資産が生み出すキャッシュ・フローを裏付けとした証券を発行する。」という意味である。

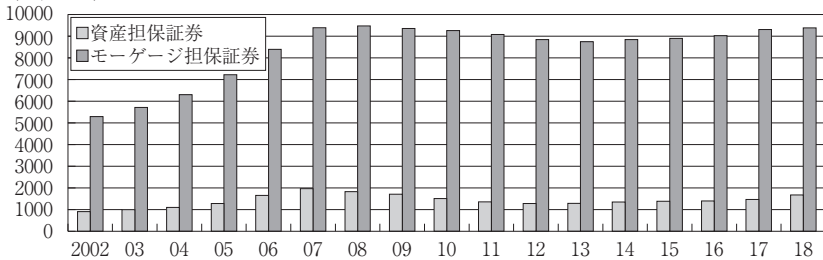
この証券化の嚆矢として挙げられるのが、1970年に政府系金融機関 GNMA (Government National Mortgage Association, 政府抵当金庫) によって発行された、公的 MBS (Mortgage Backed Securities, モーゲージ担保証券) である。その後、この仕組みは自動車ローンやクレジットカード・ローン等の金融資産の証券化にも応用され、証券化は広く用いられてきた。2007年ごろからのサブプライム危機の影響で、多少残高が落ちてはいるものの、近年は回復傾向がみられる。また、2018年の残高で見ると、ABS (Asset Backed Securities, 資産担保証券) は1兆6800億ドル、MBSは9兆3800億ドルであり、現在でも巨大な市場が形成されていることが分かる。

金融機関が債権を売却すること自体は、1880年以前まで遡ることができる長い歴史を持っている。しかし、債権をプールして証券化し、投資家に販売する手法は1980年代になって活発に行われるようになった。両者は貸手にとって債権を簿外に移すという点では共通である。ただし、後者は個別に販売が困難な小口のローンを移転する手段として利用される点で異なる。

コストがかかるにも関わらず、証券化が用いられるのは、十分見合う効果を金融機関が見出しているためであろう。第1に、流動性低い金融資産をパッケージして、証券を流通市場で取引可能とすることで、資産の流動性を高める効果である。第2に資産と負債のミスマッチの解消による金利リスクのヘッジである。これは、短期の預金を原資に長期の住宅向けモーゲージローンを貸し出していた貯蓄貸付組合 (S&L) にとって重要であった。第3に、資産が簿外へ移されることで新たな資金調達が可能になる。第4に、資産を SPV (Special Purpose Company, 特別目的事業体) に移し、その資産が元利支払いの裏付けとなり、証券化商品は高い格付けを取得することができる。このため、格付けの低い会社は証券化によって資金調達のコストを引き下げることができる。

主要な証券化商品の残高推移

(10億ドル)



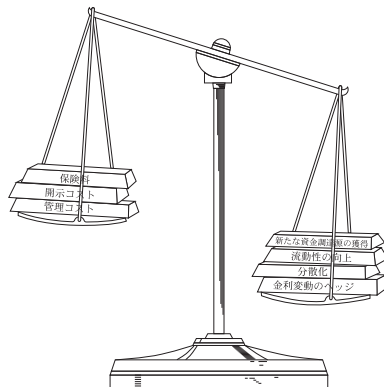
(注) モーゲージ担保証券は、2000年までエージェンシーMBSのみ
〔出所〕 SIFMA のデータより作成。

市場参加者にとっての証券化の利点

借手の利点 1. 資金コストの低下 2. 信用形態の多様化 3. 全国あるいは地方ベースでの、金利や諸条件の決定 4. 常時利用できる資金	投資家の利点 1. 高利回りの格付証券 2. 流動性 3. 分散投資の拡大 4. 売買益の可能性
債権保有者（オリジネーター）の利点 1. 資産を容易に売却可能 2. 売却にあたっての利益 3. 資本のより効果的な利用	投資銀行（コーディネーター）の利点 1. 新製品ライン 2. 継続的な起案と手数料 3. 取引量と利益 4. 革新と市場拡大の可能性

〔出所〕 Kendall, Leon T., "Securitization: A New Era in American Finance", in Kendall & Fishman (ed.), M.J. [1996], *A Primer on Securitization*, 1996, p. 13. を参考に作成

証券化のコストとメリット



〔出所〕 Pavel C. A. [1989], *Securitization*,; 邦訳 [1989], 『ゼミナール・セキュリティセッション』東洋経済新報社

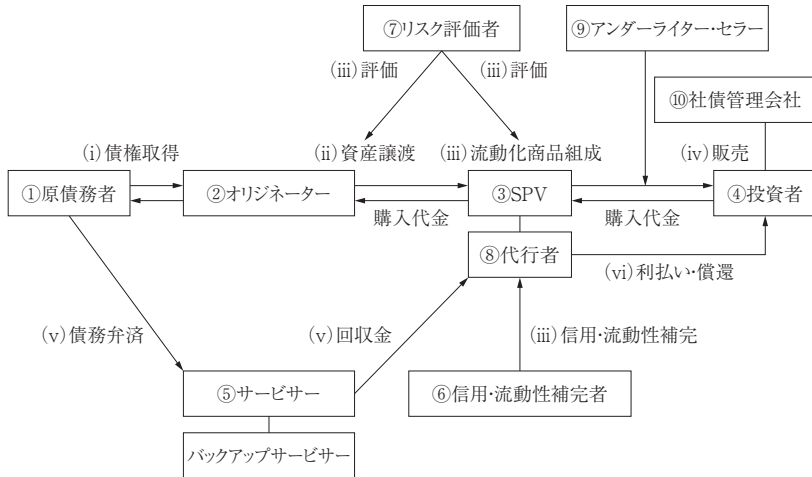
2. 証券化のスキーム 資産の証券化は、ストラクチャード・ファイナンスとも呼ばれ、次の3点を可能にする。1つは、裏付けとなる資産の組合せを調整することで、キャッシュ・フローを投資家のニーズに合わせられるという点である。2つは、プールされた資産の信用力を高めることで、資金調達のコストを低下させる点である。3つは、原債権者にデフォルトが生じても、対象資産からのキャッシュ・フローを遅滞無く投資家への元利金支払いに充当できる点である。

証券化のスキームは以下の様になっている。証券化の対象となる資産があり、この資産の保持者はオリジネーターと呼ばれる。オリジネーターはSPVへ証券化の対象となる資産を譲渡する。そして、SPVは保有している資産を担保に証券を発行する。SPVは、一般的に株式会社、信託、組合のいずれかの形態で設立されるが、いずれも出資する企業の債権として認識されないよう倒産隔離の工夫がなされる。例えば、証券化商品の一種であるパス・スルー証券の場合、非課税となることもあり、SPVとして委託者課税信託（グラントー・トラスト）を利用している。

他に証券化商品の組成に関与する機関として、サービサー、アレンジャー、信用補完機関、格付機関、受託者が挙げられる。サービサーは、SPVから委託を受け、証券化に利用される資産の管理、および資金回収を行う。サービサーはオリジネーターにより兼務されることが多い。アレンジャーは、オリジネーターと協力して、目的と合致するような発行構造を組み立て、発行される証券を引き受け、販売する役目を果たすが、主に投資銀行が担当する。信用補完期間は、証券化商品の信用リスクを軽減することによって、高格付け、低発行金利を実現し、市場性を高めている。これは、一般的にGNMA（政府抵当金庫、通称ジニー・メイ）等の政府機関、商業銀行、保険会社、および格付けの高い企業の信用状や支払い保証書によって行われている。格付け機関は、SPVの所有する資産がもたらすキャッシュ・フローを評価し、元利金の支払いに関する安全性について判断し格付けを与える。また、受託者は投資家への元利金支払い等の業務を行っている。

証券化のスキームの要点は、対象資産を特定化し、資産をオリジネーターから分離し、証券として売却する、という三点である。

証券化プロセスと全体の構造



①等は参加者、(i)等はプロセスを示す。

(i)	オリジネーターが譲渡する資産（債権）を抽出・取得する
(ii)	オリジネーターがSPVに(i)の資産を譲渡する
(iii)	SPVは譲り受けた資産を裏付けとする商品を組成する。その際、必要に応じて信用・流動性補完が行われる。リスク評価者は、資産と組成方法から商品の信用度を判定する。
(iv)	アンダーライターかセラーに商品の引受・委託をして、販売する。
(v)	サービサーはSPVの委託により、譲渡資産のうち、期日の到来した債権の弁済金を現債務者から受け取り、SPVに渡す。
(vi)	SPVはサービサーから受け取った回収金をもとに、投資家に商品の利払い・償還を行う

〔出所〕 木下正俊、『私の「資産流動化」教室』、西田書店より

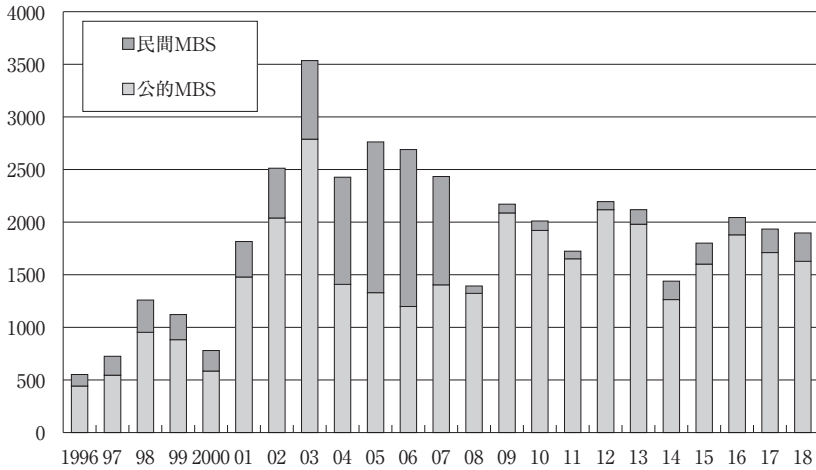
3. MBS (Mortgage Backed Securities, モーゲージ担保証券) アメリカで証券化の先鞭をつけたのは MBS であり、今日においても証券化商品の中で最大の発行額を占める。MBS が市場性を獲得し、証券化商品として成功を収めた最大の理由は、GNMA および GSE (政府援助法人) と総称される FNMA (連邦住宅抵当公庫、通称ファニー・メイ) と FHLMC (連邦住宅金融抵当公庫、通称フレディ・マック) の各制度を利用した住宅購入に対する公的支援の枠組みにある。これらの機関は元利金に対する支払い保証を付けた MBS を発行するが、これらの MBS は直接・間接に政府保証が付いているため、公的 (agency) MBS と呼ばれ、非常に信用度の高い証券と見られたのである。具体的に、公的 MBS を発行するプロセスは以下の通りである。まず、定められた基準を満たすコンフォーミング・ローンに GSE が民間金融機関から買い取る。そして、それらが信用保証を付して、住宅向けモーゲージを担保とする公的 MBS を発行するのである。FHA/VA ローンを担保として民間機関が発行する MBS については GNMA が元利金支払いを保証する業務を行っている。

一方、上記の政府関連機関によって信用保証を受けていない MBS は民間 (non-agency) MBS と呼ばれる。これらは主にコンフォーミング・ローンの基準を満たさない住宅向けモーゲージを証券化したものである。例えば、買取り上限額を超えるジャンボ・ローンや FICO スコア (信用情報スコア) が基準に満たないサブプライム・ローンなどを担保として発行された MBS がこれに該当する。2000年代に入ると民間 MBS が増加しているが、この現象は、利用者が飽和しつつあったコンフォーミング・ローンからサブプライム・ローンなどへ民間金融機関による住宅ローンの貸し出しがシフトしていったためである。そして、民間 MBS が2007年に表面化したサブプライム危機を引き起こした。以降、民間 MBS の発行額は小さくなったが、近年やや回復傾向が見られる。

MBS の元利金の支払い方法として最初に利用された形態は、パス・スルー型である。実際には、満期、金利、質が一定の範囲に収まるモーゲージをプールし、このプールに対する所有権を現すものとして、パス・スルー MBS が発行された。そしてモーゲージから発生したキャッシュ・フローは、SPV を通じて MBS の保有者へほぼそのまま分配される。キャッシュ・フローが発行体を素通りするため、パス・スルーと言われるのである。

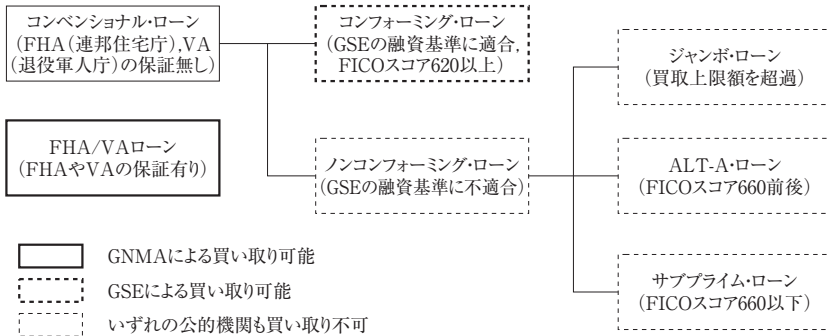
MBSの発行額

(10億ドル)



〔出所〕 SIFMA のデータより作成。

住宅ローンの種類と買い取り可能な機関との関係



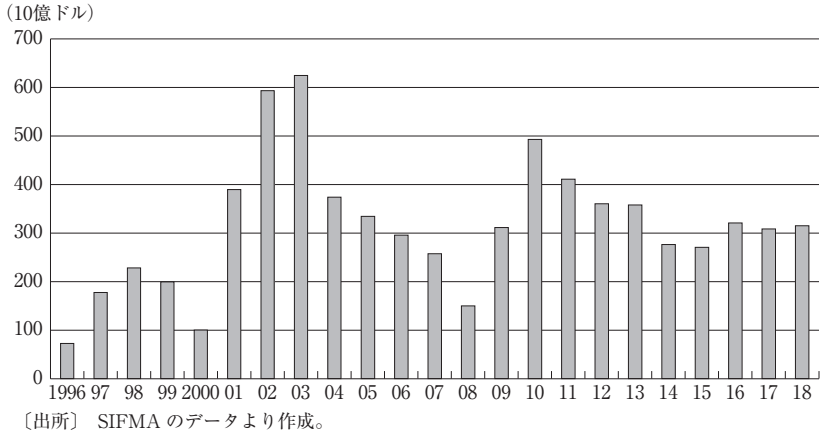
〔出所〕 各種資料に基づき、筆者作成。

4. CMO (Collateralized Mortgage Obligations, モーゲージ担保債務証券)

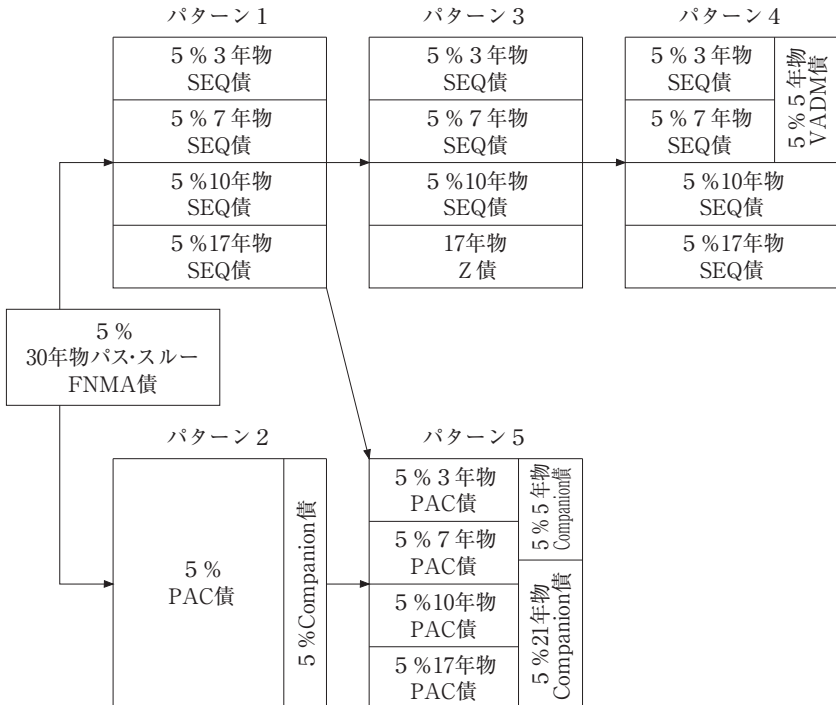
パス・スルーMBSは、住宅向けモーゲージの借り手が繰上げ返済可能であるため、期限前償還という問題を抱えている。つまり、パス・スルーMBSの投資家は、期限前に支払われる借り手の返済金を、そのまま償還金として受け取らざるを得ず、予期せぬ再投資リスクに直面してしまう。CMOはこの問題を緩和するべく組成された商品群であり、1983年にFHLMCにより最初に発行された。また、1987年にREMIC（不動産モーゲージ投資体）法が施行され、CMOなどを組成するためのSPVに対する法人税が回避され、より柔軟な商品設計が可能となった。なお、CMOはペイ・スルー証券と呼ばれる。

CMOの組成の基本的な考え方は、キャッシュ・フローを投資家のニーズに合わせた商品群に切り分けるというものである。そして、切り分け方にも幾つかの種類が存在する。以下では具体例を示そう。右頁図では、クーポン5%の30年物パス・スルーMBSであるFNMA債を利用し、CMOを組成するパターンを示している。現実の組成方法は非常に複雑であるが、二つの基本的な組成方法がある。パターン1は予想平均償還期間で切り分ける方法である。これはプレーン・バニラ債と呼ばれ、最も基本的なCMOであるSEQ (sequential pay) 債を組成したものである。SEQ債は優先度の高い部分（トランシェ）から順に元本が支払われる。平均償還期間が3年物、7年物、10年物、17年物のSEQ債を発行し、平均償還期間が短い物が優先される。この場合、3年物SEQ債への支払いが完了した後に、7年物、10年物、17年物の順で支払われる。パターン2は、PAC (planned amortization class) 債とcompanion債に切り分ける方法である。companion債は、予期せぬ期限前償還が起きた際にその影響を吸収する役割を持ち、残りの部分であるPAC債には予定通りの償還がなされるという組成方法である。他にパターン1に最も下位のトランシェとしてZ債を組込む方法（パターン3）や、Z債を利用して安定した償還を実現するVADM債を組込む方法（パターン4）もある。また二つの基本的な組成方法を組み合わせた、PACquentialという組成方法もある（パターン5）。他にも、PAC債の更なるクッションとして機能するPAC2債や、PAC債の持つ保護機能を限定した、TAC債が存在する。また、固定利払いでなくLIBORに連動させたり、利払いと元本を切り分けたCMOの組成も存在する。

公的 CMO 発行額



CMO 組成パターン



5. CMBS (Commercial Mortgage Backed Securities, 商業用モーゲージ担保証券) CMBS は、オフィスビル、ホテル、賃貸住宅収入を生み出す不動産購入のためのローンを担保にした証券であり、1980年代半ば頃から本格的に発行市場が動き出した。1990年前後のアメリカ不動産危機において、RTC (整理信託公社) が金融機関から不良債権を買い取り、CMBS を発行したことにより、市場拡大に弾みがついた。その後も、多くの金融機関がバランスシートの圧縮を目的として利用したため、増加の一途をたどった。2008年の金融危機で市場は10分の1以下へ縮小したが、その後、回復し、安定している。

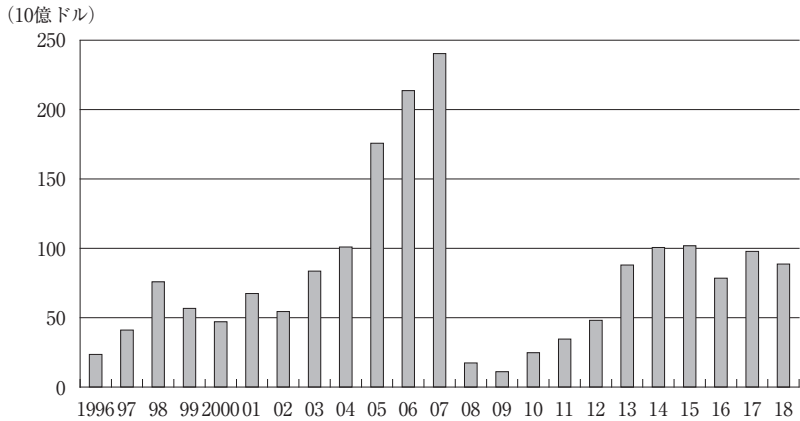
CMBS のオリジネーターとして、MBS と同様に GNMA, FNMA, FHLMC が挙げられるが、これら公的機関の性格上、賃貸住宅向けモーゲージの証券化に関する割合は低い。よって、オリジネーターの大半を占めるのは、民間金融機関である。

借り手の異なる多数の小口モーゲージをプールしたものを担保として発行される MBS と異なり、CMBS は借り手が単独の場合があるため、新たな制約が課されている。その1つは、単独の借り手が持つ複数の不動産をプールして証券化した場合、それらに相互担保、相互債務不履行の条項が付されることである。これは、借り手がプールの中の質の悪い不動産から手を引くことを阻止し、良質な不動産からのキャッシュ・フローで全体を支えさせるようにする意味がある。もう1つは、解除条項であり、借り手がある不動産に対する借入のみを期限前に償還しようとする場合、その借入だけでなく、プール全体の一定の割合も返済を義務付けるものである。これは借り手が良質な不動産のみをプールから引き上げることを防止する役目を果たす。

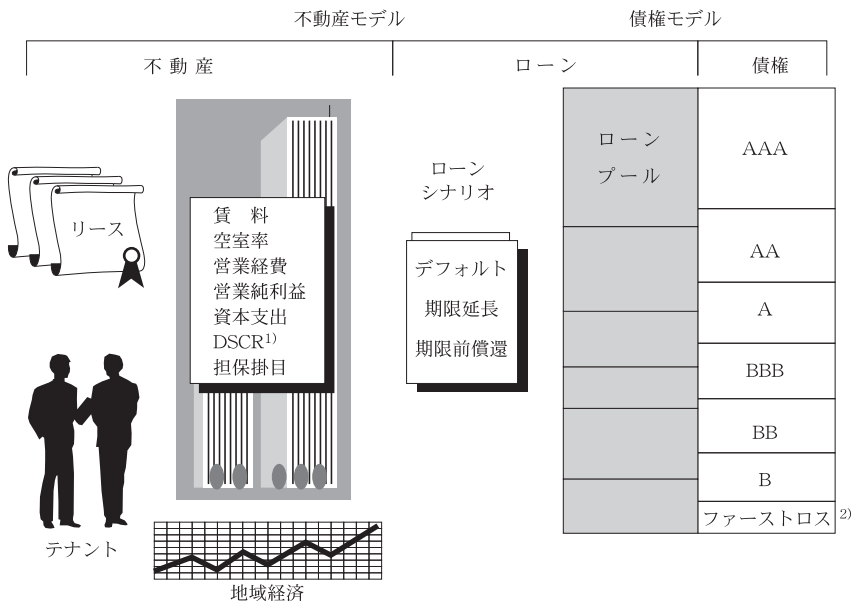
また、プールに占める物件1件当たりの割合が大きいことから生じる問題もある。まず、多額の期限前償還が生じる可能性の存在である。これを避けるため、CMBS のほとんどが期限前償還に対してロックアウト条項 (発行後の決められた期間、期限前償還を禁止する条項) を付与したり、逸失利益分がペナルティとして課されたりするようになっている。また、不動産固有の内容に左右される傾向が強まるため、それらを分析する必要性が強まることである。

なお、CMBS は SPV を利用し、元本の償還に関して優先劣後構造を持つトラランシェに分けて発行されるのが一般的である。

CMBS 発行額



CMBS の構造



(注) 1) デット・サービス・カバレッジ・レシオ

2) デフォルトが発行した場合に、最初に損失を受けるトランシェ

〔出所〕 Fabozzi, Frank J., and Jacob, David P. [1999], *The Handbook of Commercial Mortgage-Backed Securities*; 邦訳 [2000], 『CMBS』 きんざい

6. ABS (Asset Backed Securities, 資産担保証券) モーゲージ以外の資産を担保とした証券化はABSと呼ばれる(広義の意味では、MBSもABSに含まれる)。ABSの最初の例は、1985年にスペリー・リース・ファイナンス社のコンピュータ・リース債権の証券化である。その後、対象資産は、自動車ローン、クレジットカード・ローン等まで広がっている。また特殊なケースを挙げると、アーティストが楽曲からのロイヤリティ収入を担保として証券化したボウイ債もABSに含まれる。証券化の対象となる資産に必要な要件は右頁表の通りであるが、基本的に資産から生じるキャッシュ・フローが、かなりの程度予想でき、かつ実際に回収可能であるための条件といって良いであろう。

なお、対象別の発行シェアでは2000年代前半まで、クレジットカードと自動車ローンの二本柱で市場は支えられていた。しかし、1990年代後半から、CDO/CLOを対象としたABSが発行され、2000年代中頃のサブプライム危機前に急速に増え、危機後は発行が激減した。その後の景気回復に供ない、発行量も増え、自動車ローンのABSを抜き、2018年では市場の4割程度を占めている。ABS全体の発行額は金融危機後に大幅に減ったが、現在は、最盛期の半分程度まで回復している。

これらの証券の組成も、モーゲージと同様に担保する資産をプールし、それを裏付けとして証券を発行するスキームとなっている。また、これらの資産の多くは期限前償還によるリスクを抱えており、パス・スルー証券だけでなく、ペイ・スルー証券も組成される。

これらの証券が開発され、普及した背景には、住宅向けモーゲージの証券化を支えてきた公的機関による保証に代わる民間ベースの信用補完の仕組みが開発されたためである。信用補完は、発行者による超過担保および利鞘積立勘定(原債権からのキャッシュ・フローの一部を積み立てる)の設定など、または商業銀行や保険会社などの金融機関による信用状の発行や保証契約の締結によって行われる。両者が併用されることもある。信用補完により、発行される証券は高い格付けを取得することで、投資家に受け入れられやすくなる。また、発行体であるSPVが対象資産を譲り受けて証券を発行することのみを目的として設立された会社であり、倒産隔離性も確保されるため、信用補完により得られた高い格付けは、オリジネーターの信用力と無関係になることもプラスに働くであろう。

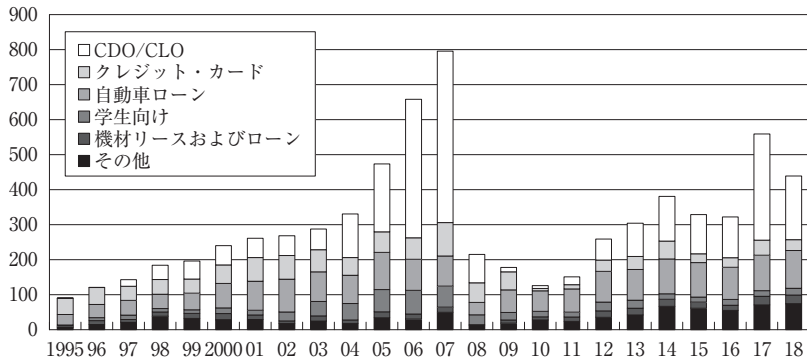
証券化される債権の要件

- ・適用される関連法令（倒産法、債権譲渡法、SPV 関連の税法や組織法 等）について、先例・解釈が確立されていること。
- ・証券化の原債権の母集団について、貸倒れ等の統計を過去5年程度取得できること。
- ・スキームに対する信用・流動性サポートの提供者が存在すること。
（特に小口債権の場合）
- ・契約が標準化されていること。
- ・貸出し・発生に関しオリジネーターがしっかりしたリスク審査の標準を有していること。
- ・同様の債権を取り扱っている平均的なサービサーがある程度存在していること。
- ・複雑な信用分析等を可能ならしめるシステムサポートが存在すること。

〔出所〕 大垣尚司〔1997〕、『ストラクチャード・ファイナンス入門』日本経済新聞社

対象資産別 ABS 発行額

（10億ドル）



〔出所〕 SIFMA のデータより作成。

主な信用補完措置

外部	原債権者のリコース Recourse	原債権者がSPCにたいして売却した資産の一定範囲の償還義務（リコース）を負う。リコースの程度によってはオフバランスが認められない場合もある。
	クレジット・デフォルト・スワップ Credit Default Swap	スワップ購入者が一定のプレミアムを支払う代わりに、売却者が特定の債権の信用リスクを負担する。
	金融保証保険 Financial Guaranty Insurance	金融機関による保証契約、信用状の発行、損害保険会社による保険契約を用いて、原債権や発行証券のデフォルト・リスクを低下させる。
内部	利積積立勘定 Spread Account	原債権のキャッシュ・フローから、投資家に支払う金額と手数料を差し引いた残余資金を積み立てて、貸し倒れが発生したときにその補填金として使用する。
	超過担保 Over Collateral	証券発行額以上の裏付け資産をSPVに売却することで、発行する証券の信用力を高める。
	優先・劣後構造 Senior Subordinate Structure	発行証券の一部を劣後証券とし、それらの証券にリスクを吸収させることで、その他の部分の信用力を高める。

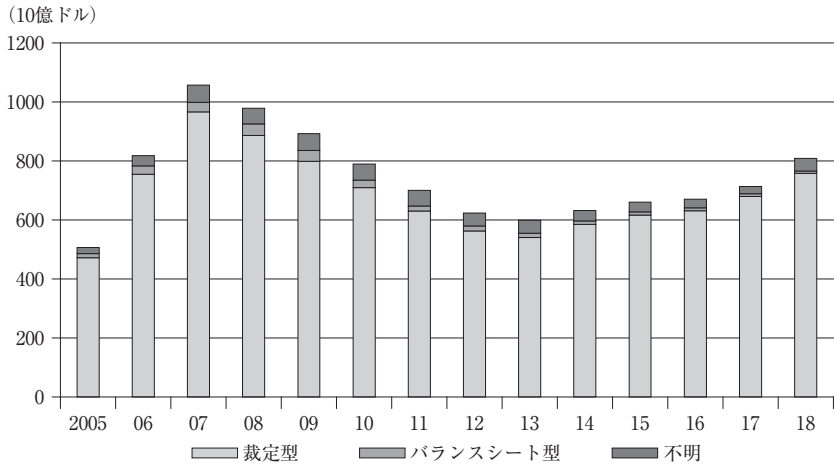
7. CDO (Collateralized Debt Obligations, 債務担保証券) CDO は債権や銀行が保有する一般債権を担保として発行された証券である。CDO が最初に発行されたのは、1980年代後半であり、高利回り債をパッケージ化したものであった。その後、1990年代半ば以降、急速な成長を遂げ、証券化商品の中で主要な地位を占めるに至った。しかし、サブプライム危機によって多くのCDOが大幅な格下げを受けた結果、投資対象としての信頼性を著しく低下させたために残高が急減した。その後、2013年頃から回復傾向にある。

なお、CDO は組成する動機の違いによってバランスシート型と裁定型に分類される。バランスシート型は、主に金融機関が自己資本比率の改善を目的として債権を売却するために利用される。一方、裁定型は、高利回り債等から得られる収益と、それらを担保としてCDOを発行する際に支払うべき金利や手数料等コストを比較し、前者が後者を上回る場合に発行される。金融危機後の一時期を除いて、裁定型が発行額のほとんどを占めている。

また、CDO は元利金の支払いの源泉によって三つに分類される。キャッシュ・フロー型は、実際の債券や債権から発生するキャッシュ・フローが投資家に支払われ、一般的なABSと類似する。市場価格型は、運用担当者が存在して担保資産の入れ替えを行い、そこから得られるキャピタルゲインを含めた収益も投資家への支払いに当てられる。投資ファンドに近い性質を持つと言える。最後にシンセティック（合成）型は、クレジット・デリバティブを売却することで得られるプレミアムによって、擬似的に資産を保有したのと同様のキャッシュ・フローを生み出し、投資家への支払いに当てられる。現在ではキャッシュ・フロー型が残高の約9割を占めている。

CDOの組成に関しては、他のABSと同様にSPVを設立して担保資産を譲渡した上で、優先劣後構造などによる信用補完を付与して行われることが多い。またトランシェごとに格付けを取得しているのが通常である。購入主体として、高格付けを受けているシニア・トランシェ（優先部分）については、生保、銀行、年金基金が中心である。なお、エクイティ・トランシェ（最劣後部分）については、オリジネーター、引受業務を行う投資銀行の購入が多い。これは、CDO全体に対する信頼性を高める行動と見られている。CDOの流通市場は非常に薄く、優先部分にある程度の流動性が存在するのみである。

CDO 発行額と内訳（グローバル）



〔出所〕 SIFMA のデータより作成。

各 CDO の特徴

	バランスシート型	裁定型
担保	銀行の高格付け商業債権，企業向け債権	高利回り社債，企業向け債権
発行の動機	・銀行の自己資本比率改善 ・オフバランス化の追求 ・低コストでの資金調達が可能	・裁定取引 ・運用資産の増加 ・流通市場から資産を購入
一般的な発行者	国内外の銀行	保険会社，投資信託，私募株式向けファンド

〔出所〕 Moorad Choudhry, *The Bond and Money Markets: Strategy, Trading, Analysis* を参考に作成。

8. 市場構造 証券化商品は、会計、法務、税制、金融規制などに関わるさまざまな制約を考慮して組成されるため、複雑な構造を持っている。また、引受業者には高度なプライシング能力が求められるため、有力投資銀行は競って証券化商品のプライシング・モデルの開発を行っている。このような商品特性から、先行者メリットはきわめて大きく、ある証券化商品を最初に企画開発した投資銀行は圧倒的なシェアを押さえ、流通市場も作り上げてしまうため、しばらくの間は他の業者が参入することが難しい。しかし、このことは有力投資銀行の商品開発チームまたはスター・プレイヤーが引き抜かれれば、力関係が一挙に逆転することを意味している。こうした事情は、特殊な能力が要求される M&A 関連業務やトレーディング業務の分野にも当てはまる。このため、スター・プレイヤーに対してきわめて高額の報酬が支払われるのである。また、有力投資銀行以外で、証券化商品の引受業務に強い主体として、一部の住宅に関する貸出に特化したファイナンス会社も挙げられる。

証券化商品の投資家としては、商業銀行、生命保険、年金基金、ミューチュアル・ファンドの割合が高い。機関投資家が中心となっているのは、証券化商品の内容が複雑であり、個人投資家に不向きであるためと考えられる。

流通市場の仲介業者については、引受業者が中心となってマーケット・メイカーとして値付け業務を行っている。相場情報については、当該証券の残存期間、利回り、担保の状況、資金のフローなどについて仲介業者および投資家は情報ベンダーの端末からリアルタイムで入手できる。流動性の面では、公的 MBS の取引が財務省証券並みである一方、ABS の劣後部分がほとんど持ち切りであるなど、リスクの大小によって異なる。決済については、他の証券と同様に DTCC（米証券保管振替機関）が利用されている。

以上のような市場構造のもと、証券化商品市場はサブプライム問題が顕在化する2007年ごろまで順調な成長を続けてきた。しかし、問題の顕在化によって、発行市場における引受機関や格付機関のあり方、流通市場におけるマーケット・メイカーの能力など多くの欠陥を露呈してしまったと言える。かつて MBS の引受ランキングでトップの座に君臨してきたリーマン・ブラザーズ、ベア・スターンズは破綻したため、存在しない。また金融危機以降、ランキングの顔ぶれに大きな変化は見られないが、順位の入れ替わりは激しい。

2017年 ABS の引受ランキング

投資銀行	発行額 (100万ドル)	順位	2016年 順位	シェア (%)	件数	帰属手数料 (100万ドル)
シティ	56,420.7	1	1	17.5	168	219.3
バークレイズ	27,288.4	2	4	8.5	103	102.1
JP モルガン	26,224.1	3	2	8.2	102	95.7
ウェルス・ファースト	23,439.2	4	3	7.3	85	101.0
バンクオブアメリカメリリンチ	21,565.6	5	5	6.7	89	82.4
RBC キャピタル・マーケット	19,404.5	6	8	6.0	69	63.4
ドイチュ・バンク	17,498.3	7	6	5.4	71	60.6
クレディ・スイス	13,596.1	8	7	4.2	63	60.4
三菱 UFJ フィナンシャル	11,973.1	9	14	3.7	44	32.7
ゴールドマンサックス	10,842.5	10	9	3.4	51	50.4
業界全体	321,802.4	—	—	100.0	583	—

〔出所〕 トムソン・ロイター

2017年 MBS の引受ランキング

投資銀行	発行額 (100万ドル)	順位	2016年 順位	シェア (%)	件数	帰属手数料 (100万ドル)
ウェルス・ファースト	57,906.7	1	1	13.8	137	89.7
クレディ・スイス	56,405.0	2	2	13.4	135	78.3
JP モルガン	50,331.9	3	3	12.0	124	72.5
シティ	46,318.1	4	5	11.0	125	69.2
バンクオブアメリカメリリンチ	42,813.9	5	4	10.2	112	68.0
モルガン・スタンレー	36,417.8	6	6	8.6	96	55.5
ゴールドマンサックス	32,197.8	7	7	7.6	74	49.1
野村	20,456.5	8	8	4.9	79	27.0
バークレイズ	13,715.4	9	9	3.3	41	23.2
BNP パリバ	13,103.2	10	11	3.1	34	18.3
業界全体	421,276.3	—	—	100.0	837	—

〔出所〕 トムソン・ロイター

9. 証券化商品に関わる規制 SECは証券化商品に対する規制を設けている。2005年にレギュレーション AB を証券化商品の情報公開制度を拡充させる目的として施行した。これにより、登録届出、開示内容、募集期間中における情報の取り扱い、継続開示制度に関する新たな規則を定めた（情報開示の概要については右頁参照）。

その後、サブプライム金融危機を経て、米国の金融規制を包括的に改革するドット・フランク法が成立し、証券化商品に対する規制も、ドット・フランク法に対応すべく、SEC が規則を設けている。これらの新たな規制の内、最終規則として現在採択されているルールは大きく4つに分けられる。情報開示規則、表明・保証条項規則、デュー・ディリジェンス開示規則、信用リスク保持規則である。

情報開示規則はレギュレーション AB を修正するもので、特定の資産について、資産レベルでの情報開示を要求している。資産レベルの情報は、XML (eXtensible Markup Language) を用いて提供することが求められている。表明・保証条項規則は、証券化実施者 (securitizer、証券の発行者等) が買戻し要求に対する履行・不履行の履歴情報を開示することである。デュー・ディリジェンス開示規則は、証券化商品の発行者に、証券化した資産のレビューを実施し、そのレビューの結果等の公開を求めている。信用リスク保持規則は、「証券化実施者が資産担保証券の信用リスクの5%以上を保持しなければならない。」というものである。この規則の意図は、ローン資産の証券化実施者に資産担保証券 (ABS) の一部を保持させることで、無責任なリスクの移転等を防止することにある。この規則は保有することを求められている信用リスクをヘッジすることを禁止し、また様々な例外条項も同時に定めている。例えば、別途定められた QRM (Qualified Residential Mortgage) によって構成される資産担保証券については、適応を除外される。

また、バーゼル銀行監督委員会は、証券化エクスポージャーに対する資本賦課の新方式の最終規則を、2014年12月に公表した。この規則では、STC (Simple Transparent Comparable) 要件を満たす証券化商品のリスクウェイトを下げることで、現状の証券化商品に対するバーゼル規制が抱える問題に対処し、実体経済を支える証券化市場の活性化をしようという当局の姿勢が見られる。

フォーム10-Dに記載されるべき開示項目の概要

1 項	ABS 保有者への定期的な金銭分配、並びにプール構成の変化等およびプールのパフォーマンスに関する情報（レギュレーション AB1121項）
2 項	係属する訴訟手続等（レギュレーション AB1117項） －スポンサー、デポジター、トラスティー、発行体および一部のサービサーやオリジネーターに関して係属しているまたはそのおそれがある訴訟その他の法的手続に関する情報
3 項	証券の販売および発行代り金の使途（フォーム10Q 第二部 2 項）
4 項	上位証券のデフォルト（フォーム10Q 第二部 3 項）
5 項	証券保有者集会への議事の提出（フォーム10Q 第二部 4 項）
6 項	重要債務者に関する情報（レギュレーション AB1112項(b)） －財務情報のアップデート等
7 項	重要補完措置提供者に関する情報（レギュレーション AB1114項(b)(2)および1115項(b)） －財務情報のアップデート等
8 項	その他の情報
9 項	添付書類（レギュレーション S - K 601項）

〔出所〕 上野元 [2006], 「米国の ABS の開示等に関する新規則について（最終回）」『月刊 資本市場』

ドット・フランク法と消費者保護法に適應するための新規則

資産レベルの情報開示規則	（再証券化を含めた）住宅不動産、商業不動産、自動車ローン、自動車リースの ABS は、標準化された資産レベルの情報開示。
表明・保証条項規則	発行者が、発行済み ABS について受けた買戻し要求と実行した買戻しの履歴を開示。
デュー・ディリジェンス規則	ABS 発行者が、担保資産に関してレビューを実施し、一定の開示を行う。
信用リスク保持規則	証券化実施者が、5% の信用リスクを保持。この信用リスクを直接・間接的にヘッジすることを禁止。

〔出所〕 SEC, *Implementing the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, より作成。