

第9章 証券化商品市場

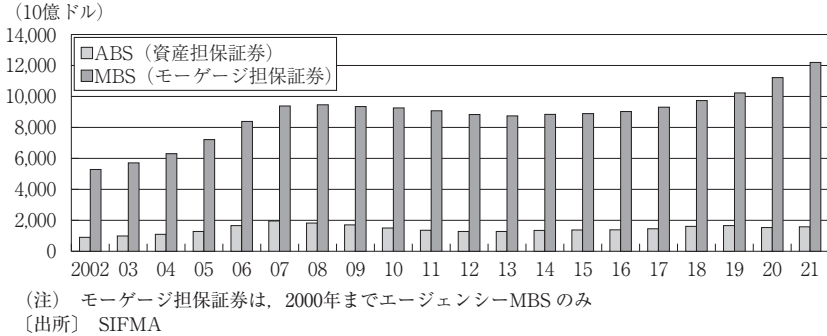
1. 証券化の背景と意義 「証券化商品」とは「原資産の譲渡を主な目的として当該原資産から発生するキャッシュ・フローを裏付けとして発行され、又は実質的に原資産のリスクの移転を主な目的として当該原資産のリスクを参照して発行される証券」（日本証券業協会）であり、「証券化」とは、このような証券を発行する行為を指す。アメリカでは住宅ローン債権を担保として発行される証券化商品をMBS（Mortgage Backed Security, モーゲージ担保証券）と呼び、ABS（Asset Backed Security, 資産担保証券）は、それ以外の自動車ローン債権などを担保として発行される証券化商品を指すことが多い。

アメリカで証券化商品の先駆けとなったのは、政府系金融機関であるGNMA（政府抵当金庫、通称ジニー・メイ）が1970年に発行したエイジェンシーMBS（あるいは公的MBS）である。この仕組みは住宅ローンの債権以外にも、自動車ローンやクレジットカード・ローンなどの債権の証券化にも応用されるようになり、今では証券化の手法は広く適用されている。2021年末時点の発行残高は、MBSが12兆2010億ドル、ABSでも1兆5850億ドルであり、アメリカの証券化商品市場は巨大である。

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が、債権をプールして証券化し、証券化商品として投資家に販売することは1980年代になって活発に行われるようになった。貸手（売手）が債権を簿外に移すという点は共通であるが、証券化は主に個別に販売が困難な小口のローンを売り出す手段として利用される点が特徴となる。

金融機関がコストをかけて証券化を行う利点は複数ある。第1に、流動性が低い資産でも証券化により流通市場で取引可能な証券となり資産の流動性が高まる。第2に、資産と負債のミスマッチの解消により金利リスクをヘッジすることができる。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、SPV（Special Purpose Vehicle, 特別目的事業体）に移した資産が元利支払いの裏付けとなるため証券化商品は高い格付けを取得することができ、証券化により低格付けの会社でも資金調達コストを引き下げることが可能となる。

主要な証券化商品の残高推移

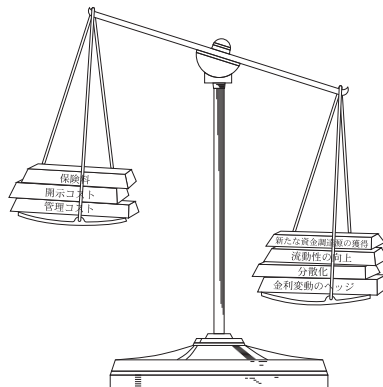


市場参加者にとっての証券化の利点

<p>借手の利点</p> <ol style="list-style-type: none"> 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 	<p>投資家の利点</p> <ol style="list-style-type: none"> 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
<p>債権保有者（オリジネーター）の利点</p> <ol style="list-style-type: none"> 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 	<p>投資銀行（コーディネーター）の利点</p> <ol style="list-style-type: none"> 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., 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・セキュリタイゼーション』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点が利点となる。第1が、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ることが可能になる。第2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。第3の利点は、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・フローを滞りなく投資家への元金支払いに充当することができる。

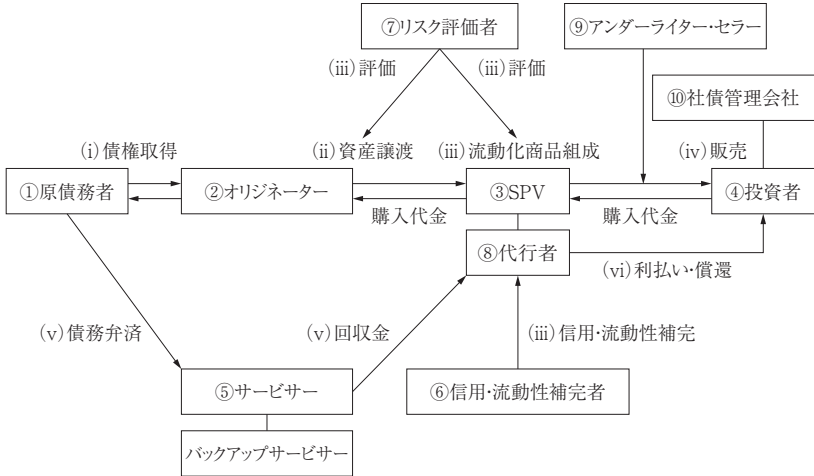
証券化のスキームは以下となる。まず証券化の対象となる資産を定める。この資産の保持者はオリジネーター（あるいはスポンサー）と呼ばれる。オリジネーターはSPVへ証券化の対象となる資産を譲渡する。資産の譲渡を受けたSPVはその保有資産を担保に証券を発行する。ここでSPVは一般的に株式会社、信託、組合のいずれかの形態で設立されるが、いずれも出資する事業体の債権として認識されないよう倒産隔離の工夫がなされる。例えば、証券化商品の一種であるパス・スルー証券の場合は非課税となることもあり、SPVとして委託者課税信託（グラントー・トラスト）を利用している。

証券化商品の組成に関与する機関としては、サービサー、アレンジャー（アンダーライター）、信用補完機関、格付会社、受託者（トラステイ）が挙げられる。サービサーはSPVから委託を受けて証券化に利用される資産の管理および資金回収を行う。わが国では債権回収会社とも呼ばれる。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。アレンジャーは投資銀行が担うことが一般的であり、投資家の需要動向の調査・分析を行い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る。また、発行される証券を引き受けて募集や販売業務を行うことからアンダーライターとも呼ばれる。

信用補完機関は、証券化商品の信用リスクを軽減することにより高い格付と低い発行金利を実現し、市場性を高めている。この業務は、一般的にGNMA（ジニー・メイ）などの政府機関や商業銀行、保険会社、あるいは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。格付け会社は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、投資家への元金支払い等の業務を行っている。

証券化は、①対象資産を特定化し、②資産をオリジネーターから分離し、③証券として売却する、という段階のスキームを経て実行される。

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

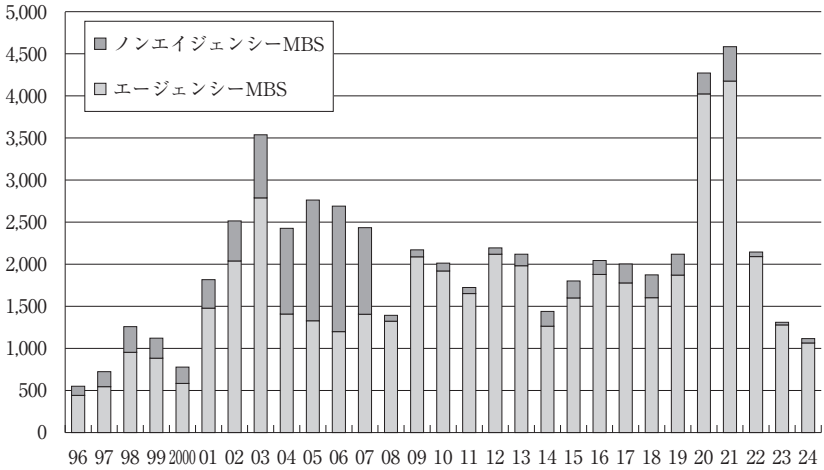
3. MBS (Mortgage Backed Security, モーゲージ担保証券) アメリカで資産の証券化の先鞭をつけたのはMBSであり、今日においても証券化商品の中で最大の発行額を占める。MBSが市場性を獲得し証券化商品として成功を取った最大の理由は、GNMA（ジニー・メイ）の他にもGSE（政府支援企業）と総称されるFNMA（連邦住宅抵当公庫、通称ファニー・メイ）とFHLMC（連邦住宅金融抵当公庫、通称フレディ・マック）の各制度を利用した住宅購入に対する公的支援の枠組みにある。これらの機関は元利金に対する支払い保証を付けたMBSを発行するが、これらのMBSは直接・間接に政府保証が付いているためエイジェンシー（agency）MBSと呼ばれ、非常に信用度の高い証券として扱われる。具体的にエイジェンシー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GSEの基準を満たすコンフォーミング・ローンをGSEが民間金融機関から買い取る。GSEはそれらに信用保証を付して、住宅向けローン（モーゲージ）を担保とするエイジェンシーMBSを発行する。FHA・VAローン（右図）を担保として民間金融機関が発行するMBSについては、GNMAが元利金支払いを保証する業務もやっている。

一方で、上記の政府関連機関による信用保証が付かない民間金融機関が発行したMBSはノンエイジェンシー（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。なお2000年代に入りノンエイジェンシーMBSの発行額が増加したが、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・ローンなどへと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ことが背景にある。その後、増加したノンエイジェンシーMBSは2008年に深刻化した金融危機（サブプライム危機）を引き起こした一因となったこともあり発行は低迷したが、その後は新型コロナが蔓延する前までは回復傾向にあった。

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が発行される。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。パス・スルーと呼ばれるのは、キャッシュ・フローが発行体を素通りするためである。

MBSの発行額

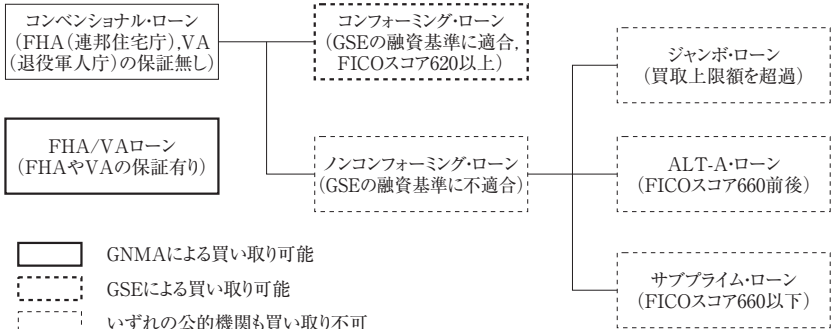
(10億ドル)



(注) Mortgage-Related Securities の数値を表示。2024年は9月末時点。

〔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〕 各種資料に基づき作成。

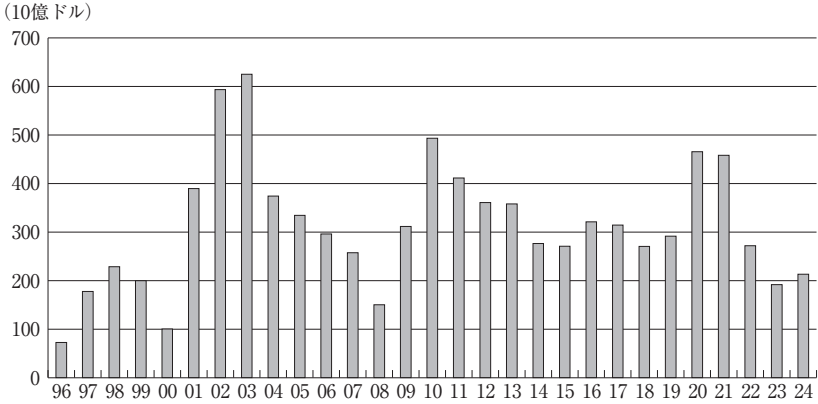
4. CMO (Collateralized Mortgage Obligation, モーゲージ担保債務証券)

パス・スルーMBSは住宅向けローンの借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。パス・スルーMBSへの投資家は、ローンの期限前に支払われた借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、この場合に投資家は予期せぬ再投資リスクに直面する。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によって初めて発行された。また1987年に施行されたREMIC（不動産モーゲージ投資体）法によりCMOなどを組成するSPVに対する法人税が回避されたことが、より柔軟な商品設計を促進した。なおCMOは、ペイ・スルー証券とも呼ばれる。

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。この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債を利用して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、2つの基本的な組成方法がある。パターン1は予想される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債は支払い優先度の高い部分（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債券への支払いが優先される。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年物の順で、最後に17年物へ支払われる。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。

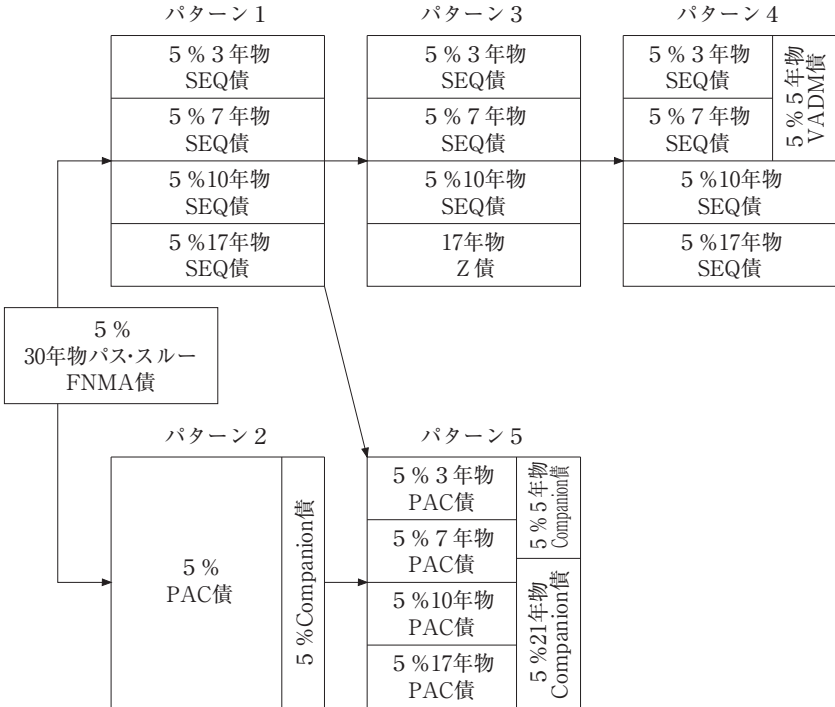
他にも、パターン1において最も下位のトランシェとしてZ債を組込む方法（パターン3）や、Z債を利用して安定した償還を実現するVADM債を組込む方法（パターン4）もある。また2つの基本的な組成方法を組み合わせたPACquentialという組成方法もある（パターン5）。この他、PAC債の更なるクッションとして機能するPAC2債や、PAC債の持つ保護機能を限定したTAC債も存在する。また、固定利払いでなくLIBORに連動させるスキームや、利払いと元本を切り分けたCMOの組成も存在する。

エージェンシーCMOの発行額



(注) 2024年は9月末時点。
 [出所] SIFMA のデータより作成。

CMO 組成パターン



[出所] Frank J. Fabozzi. [2000], *The Handbook of Fixed Income Securities*, より作成。

5. CMBS (Commercial Mortgage Backed Securities, 商業用モーゲージ担保証券) CMBSは、オフィスビルやホテル、賃貸住宅収入を生み出す不動産を購入するための商業用不動産ローン(商業用モーゲージ)債権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年前後にアメリカで発生した不動産危機において、RTC(整理信託公社)が不良債権を金融機関から買い取りCMBSを発行したことで市場の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CMBS市場の拡大が続いた。2008年の金融危機で市場は10分の1以下へ縮小した後、一時期市場は回復傾向にあったが、新型コロナの蔓延とともにCMBSの発行額も減少した。

MBSと同様にCMBSのオリジネーターとしてGNMA, FNMA, FHLMCが挙げられるが、これらは公的機関としての性格上、賃貸住宅向けローンの証券化に関与する割合は低い。そのため、CMBSのオリジネーターは民間金融機関が大半を占めている。

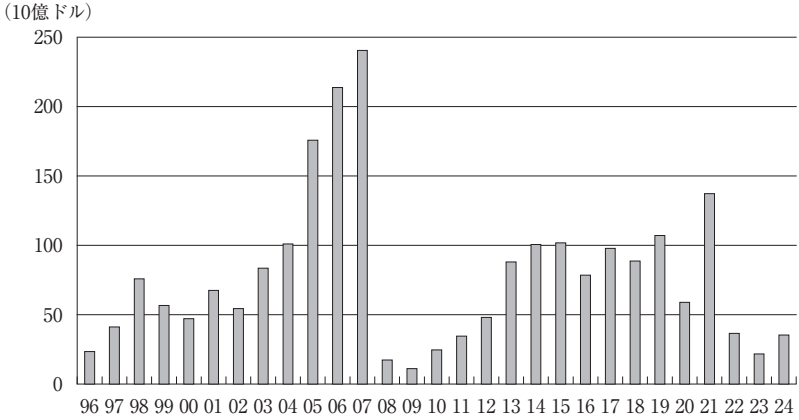
借り手の異なる多数の小口モーゲージをプールしたものを担保として発行されるMBSと異なり、CMBSは借り手が単独の場合があるため新たな制約が課されている。

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、それらに相互担保や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効果がある。もう1つは解除条項である。この条項により、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に、その借入だけではなくプール全体の一定の割合も返済が義務付けられる。この条項は、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きことから生じる問題もある。第1の問題は、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)を付与する他、逸失利益分がペナルティとして課される。第2の問題は、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。

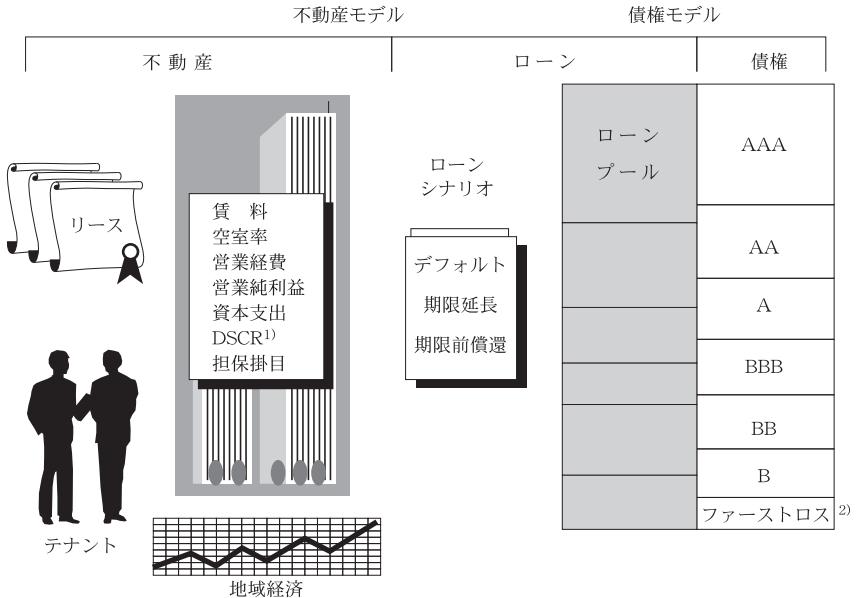
なおCMBSは、SPVを利用し元本の償還に関して優先劣後構造を持つトランシェ(クラス)に分けて発行されるのが一般的である。

CMBS 発行額



(注) 2024年は9月末時点。
 [出所] SIFMA のデータより作成。

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』 きんぎょ

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 (ただし、広義の意味では MBS も ABS に含まれる)。ABS の最初の例は、1985年にスパーリー・リース・ファイナンス社が保有するコンピュータ・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・ローン等にまで広がっている。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図表の通りであるが、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ことが条件といっても良いであろう。

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。しかしながら1990年代後半から、CDO/CLO を対象とした ABS が発行され、金融危機 (サブプライム危機) が発生する前の2000年代中頃に急速に増加した後、危機により発行は激減した。ABS 全体の発行額も金融危機後に大幅に減った後、前述の CDO/CLO の発行額の増加が寄与して増加傾向にあったが、新型コロナの蔓延によって CDO/CLO が急減したことにより ABS の総発行額は低迷している。

これらの証券の組成も、MBS 等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基づく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。

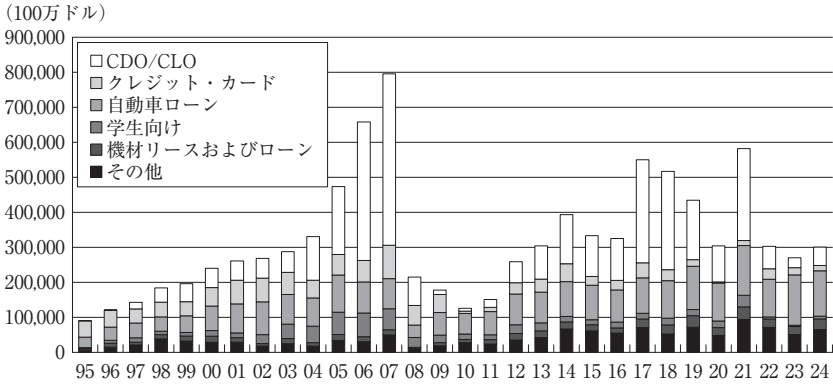
これらの証券が開発されて普及した背景には、前述したように、住宅向けローン (モーゲージ) の証券化を支えてきた公的機関による保証に代わる民間ベースの信用補完の仕組みが開発されたことがある。この信用補完は、発行者による超過担保および利積積立勘定 (原債権からのキャッシュ・フローの一部を積み立てる) の設定などにより実行され、あるいは商業銀行や保険会社などの金融機関による信用状の発行や保証契約の締結によって行われる。両者が併用されることもある。信用補完により発行される証券は高い格付けを取得することで、投資家に受け入れられやすくなる。また、発行体である SPV は対象資産を譲り受けて証券を発行するこ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、このような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は無関係であることも ABS が普及した背景にある。

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



〔注〕 2024年は9月末時点。

〔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	利鞘積立勘定 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。

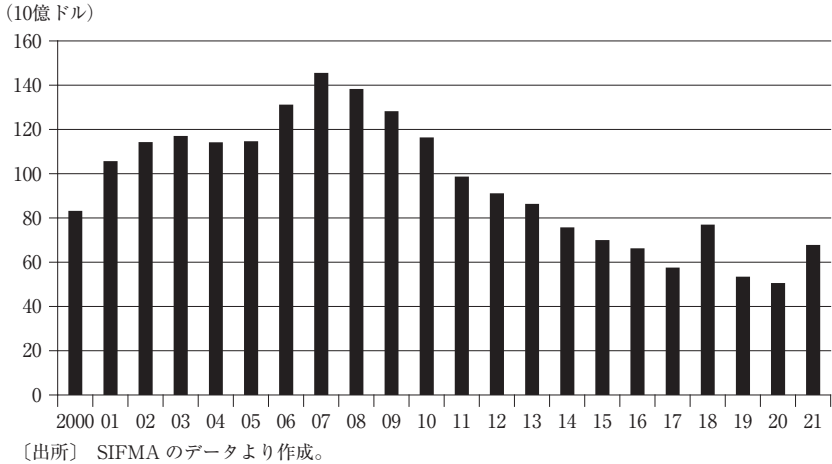
7. CDO (Collateralized Debt Obligations, 債務担保証券) CDOはABSの一種で、社債などの債券を担保とするCBOと銀行保有の一般債権などを担保とするCLOで構成される。CDOが最初に発行されたのは1980年代後半であり、高利回り債をパッケージ化した商品として組成された。その後、1990年代半ば以降は急速な成長を遂げ、証券化商品の中で主要な地位を占めるに至った。しかし、金融危機（サブプライム危機）により多くのCDOが大幅な格下げを受け、投資対象としての信頼性を著しく低下させた結果、発行額は急減した。その後もCDOの発行額は低迷している。

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とに分類される。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。一方で裁定型は、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て、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3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と類似している。市場価格型は、運用当事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り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・フロー型が残高の大半を占めている。

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。次に発行形態であるが、規則144Aなどを活用した私募形式で行われることが多い。購入主体は、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、オリジネーターや引受業務を行う投資銀行の購入が多く、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シニア・トランシェにある程度の流動性が存在するのみである。

米ドル建て CDO の残高



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	<ul style="list-style-type: none"> 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 	<ul style="list-style-type: none"> 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て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。しかしながら、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、その優位性は容易に崩れる可能性もある。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と同様である。このため、スター・プレイヤーに対してきわめて高額な報酬が支払われる。また有力投資銀行以外にも、証券化商品の引受業務に強い主体としては、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。機関投資家を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は不向きな商品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、エイジェンシー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、証券化商品市場は金融危機（サブプライム危機）が顕在化する前の2007年ごろまで順調な成長を続けてきた。しかしながら危機の発生によって、発行市場における引受機関や格付け機関のあり方、流通市場におけるマーケット・メイカーの能力などにおいて、多くの欠陥を露呈した。かつてはMBSの引受ランキングでトップの座にはリーマン・ブラザーズやベア・スターンズが君臨していたが、危機により経営破綻をした。現在ではランキングの顔ぶれには大きな変化は見られないが、順位の入替わりは激しい。

2023年のMBS引受ランキング

ブックランナー	2023年 順位	2022年 順位	手数料 (100万ドル)	市場シェア (%)	件数
JP Morgan	1	1	42,246	14.8	119
BofA Securities Inc	2	3	33,841	11.8	103
BMO Capital Markets	3	11	31,169	10.9	66
Goldman Sachs & Co	4	2	30,091	10.5	115
Citi	5	4	28,180	9.9	98
Morgan Stanley	6	5	26,537	9.3	100
Wells Fargo & Co	7	6	24,096	8.4	101
Barclays	8	8	17,226	6.0	111
Santander Corp & Invest Bkg	9	26	8,366	2.9	25
Mizuho Financial Group	10	12	7,706	2.7	28
Industry Total			286,049		

〔出所〕 LESG Data & Analytics 「Global Debt Capital Markets」 (Full Year 2023)。

2024年のABS引受ランキング

ブックランナー	2023年 順位	2022年 順位	手数料 (100万ドル)	市場シェア (%)	件数
BofA Securities Inc	1	2	28,549	10.4	118
JP Morgan	2	1	28,535	10.4	132
Wells Fargo & Co	3	5	25,337	9.2	114
Citi	4	4	20,193	7.3	98
Barclays	5	3	17,455	6.4	88
RBC Capital Markets	6	6	13,943	5.1	67
Deutsche Bank	7	9	13,213	4.8	81
Mizuho Financial Group	8	11	13,148	4.8	58
Mitsubishi UFJ Financial Group	9	12	10,399	3.8	50
TD Securities Inc	10	18	10,233	3.7	48
Industry Total			98,251		

〔出所〕 LESG Data & Analytics 「Global Debt Capital Markets」 (Full Year 2023)。

9. 証券化商品に関わる規制 証券化商品市場の拡大を受けて、アメリカの証券市場を監督する SEC（米証券取引委員会）は ABS の情報開示を拡充するレギュレーション AB を 2005 年に施行した。この規制は ABS に関する情報の開示を通じて投資家の予測可能性を高めることが目的であり、特に様式 10-D によって追加的に要求される金銭の分配やプールのパフォーマンスの情報は、ABS の投資家にとり重要である（右頁参照）。

金融危機を経て、アメリカの金融規制を包括的に改革するドッド・フランク法が 2010 年に成立し、証券化商品に対する規制は規制改革の柱の 1 つとされた。SEC は、ドッド・フランク法の命を受けて規則の整備をすすめてきた。ドッド・フランク法が要求する規則として、これまでに情報開示規則、表明・保証条項規則、デュー・デリジェンス開示規則、信用リスク保持（risk retention）規則が SEC により施行されており、2023 年 11 月に最終規則が公開された証券化における利益相反の禁止規則は、ドッド・フランク法が要求する最後の規則である。

これらの内、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。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の実施と、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、無責任なリスクの移転等の防止を目的として証券化実施者に ABS の信用リスクの 5% 以上の保持を求めている。またこの規則は、保有が求められている信用リスクのヘッジも禁止している。ただし、適用が除外される条件も定めている。

ドッド・フランク法の 621 条は、1934 年証券取引所法の 3 条が定義する ABS（合成 ABS を含む）のアンダーライターやスポンサー等が、特定の重大な利益相反をとまなう、またはそのような結果となるような取引に関与することを禁止する規定を 1933 年証券法の 27 条 A に加え、SEC に規則の作成を命じた。しかしながら、SEC が 2011 年に最初に提案した規則はマーケット・メイキングやリスクヘッジ取引なども禁止対象としたため（今回の規則では除外）、金融機関の強い反対もあり規則の成立が見送られていた。今回の最終規則により、ABS 等の発行に関与する者による当該証券の空売りや、ABS の購入者の利益に反する可能性がある投資商品の購入などが利益相反の対象とされている。

様式10-D が追加的に開示を要求する情報

Part 1 分配に関する情報
Item 1 分配とプールのパフォーマンスに関する情報
✓ 資産レベルの情報等
Part 2 その他の情報
Item 2 法的手続き
Item 3 証券の売却と売買利益の用途
Item 4 シニア（トランシェ）証券の債務不履行
Item 5 保留（Reserved）
Item 6 プール資産の重要な債務者
Item 7 証券のスポンサーの持分の変更
Item 8 重要な信用補完提供者の情報
Item 9 その他の情報

（注） 2019年5月に更新。

ドッド・フランク法に従い SEC が整備した主な規則

資産レベルの情報開示規則	（最証券化を含めた）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，資産レベルの情報開示を標準化。
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・デリジェンス開示規則	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。