

米国証券化市場の信頼回復の取り組みと今後の展望 — 新たな規制の導入と会計基準の変更の影響 —

小立 敬、磯部 昌吾

■ 要 約 ■

1. 2009年の米国の証券化市場は、FRBと財務省による支援策に支えられ、エージェンシーMBSの発行を増やしたため全体の発行額が増加に転じた。FRBと財務省の支援策は2010年3月末までにほぼ終了しており、米国経済にとって重要な信用供与機能を担う証券化市場をどのように自律的に回復させるかが課題である。
2. 全米証券化フォーラム（ASF）は、証券化市場の回復に向けた取り組みとしてプロジェクト RESARTを進めている。ASFは、民間MBSの発行開示及び継続開示の報告様式、表明・保証制度の標準モデルを策定したほか、原資産プールの個々のローンに付与する業界共通のIDの導入を提案している。
3. 米国議会や証券取引委員会（SEC）は、証券化市場の健全化を図る観点から、①表明・保証制度を支援する規制上の措置、②原資産等の情報開示の強化、③定量保有義務の導入を検討している。一方、会計基準の見直しにより多くの証券化ビークルがオンバランス化される可能性がある。オンバランス化された証券化ビークルは担保付債権とみなされることになるため、倒産隔離が十分に確保できないおそれがあるほか、自己資本規制の影響を受ける。
4. 米国の証券化市場はGSEへの依存を強めており、依然として停滞している民間証券化市場の自律的な回復が求められている。他方、証券化に対する規制の導入と会計制度の変更の複合的な影響が、証券化市場の回復を阻害する懸念がある。特に証券化ビークルのオフバランス化は、証券化のオリジネーターやスポンサーにとって重要なメリットであり、オンバランス化された証券化商品が米国経済を支えるファイナンス手段として十分な役割を果たせるのかどうかという不透明感がある。

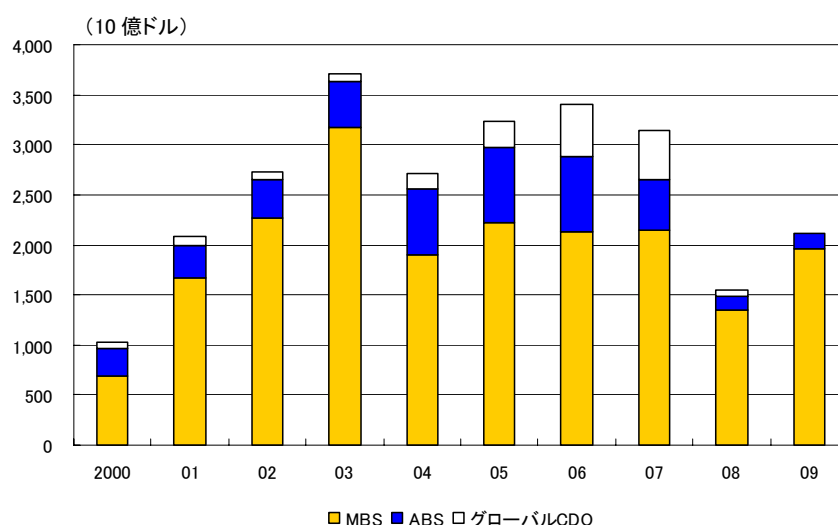
I 米国の証券化市場の現状

1. 2009年の米国証券化市場の概観

金融危機以前、米国の証券化市場では毎年3兆ドル前後の証券化商品が発行されていたが、金融危機の影響から2008年には発行額が1.5兆ドルまで急減した。しかし、2009年は、証券化商品の発行が増加に転じており、発行額は2兆ドルを超えた（図表1）。住宅ローン担保証券（MBS）の発行が増加したことが、発行額が持ち直した主因である。もともと、資産担保証券（ABS）の発行は横這いとなっており、証券化市場の復活までにはまだ時間がかかるように見える。なお、金融危機の中で問題となった債務担保証券（CDO）の発行は完全に止まっている。

政府後援企業（GSE）であるファニーメイ、フレディマック、ジニーメイが発行した保証するエージェンシーMBSの発行額は、2009年には過去5年間で最も多い1.9兆ドルとなり、証券化市場全体の発行額のおよそ9割を占めた。エージェンシーMBSの発行額の増加の背景には、金融危機対策としてのFRB及び財務省による買取支援がある。2009年の発行額1.9兆ドルに対してFRBと財務省による買取総額は1.4兆ドルに達している。その結果、住宅ローンの組成額に対するエージェンシーMBSの発行額の割合は過去10年で最も高い水準に達している（図表2）。また、FRB及び財務省による買い支えの影響から、エージェンシーMBSのスプレッドは1984年以降で最低水準となっている（図表3）。

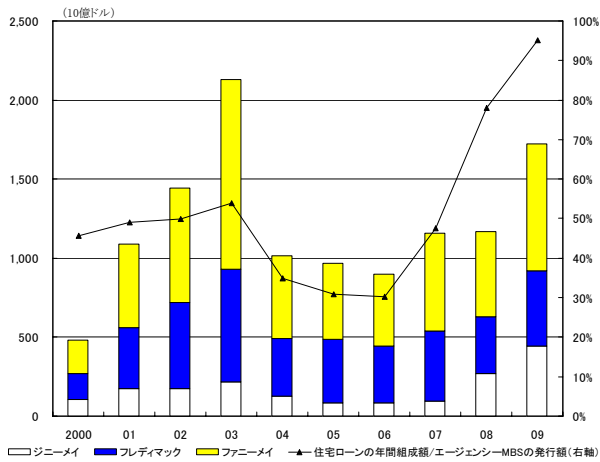
図表1 米国の証券化商品の発行額



（注） グローバルCDOは、米国以外の発行も含む。

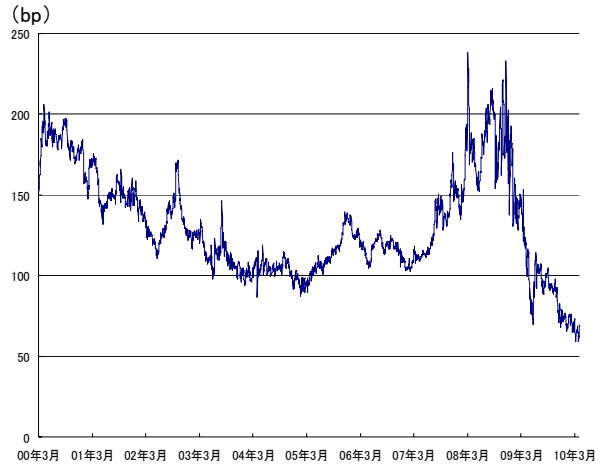
（出所） SIFMAより、野村資本市場研究所作成

図表2 GSEのMBS発行と、住宅ローンに占める割合



(出所) Mortgage Market Statistical Annual より、野村資本市場研究所作成

図表3 ファニーメイ 30年物MBSと10年物国債のスプレッド



(注) 数値は、4月1日までのデータ。
(出所) Bloomberg より、野村資本市場研究所作成

一方、民間が発行する非エージェンシーMBSは、サブプライム・ローンやオルトAローン、じゃんぼ・ローンといったGSEの引受基準を満たさないノンコンフォーミング・ローンを原資産として発行されていたため、現在ではほぼ発行が止まっている。また、商業不動産ローン担保証券(CMBS)は危機前の商業用不動産ブームの中で発行額が大幅に増えたが、危機後の発行の落ち込みも激しい(図表4)。他方、資産担保証券(ABS)は、危機以前と比べて発行額が回復したとはいえないが、原資産別にみるとオートローンに関するABSは前年に比べて増加しており、一部には回復の兆しもみえる(図表5)。

総じて非エージェンシーの証券化市場は低調であり、米国の証券化市場は市場主導の自律的な回復ではなく、公的支援によって下支えされている姿である。

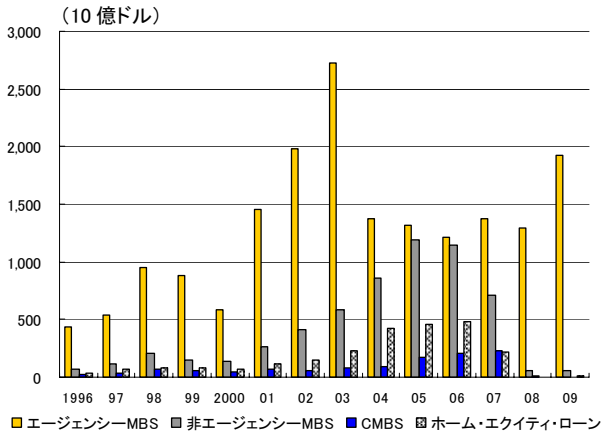
2. 証券化市場の支援策とその措置の終了

1) MBS市場

FRBは、2009年1月から金融危機によって打撃を受けた住宅市場及び証券化市場への支援策として「MBS買取プログラム」を導入し、1兆2,500億ドルを上限とするエージェンシーMBSの買い取りを開始した。FRBは、運用会社4社を投資マネージャーに選び、自らが策定した投資ガイドラインに沿ってMBSを買い取らせるスキームを採った¹。FRBは買取期限までに上限額とほぼ同額のエージェンシーMBSを買い取っている。他方、財務省は、住宅市場の安定化を図る観点からエージェンシーMBSの買い取りを実施し、買取期限までに1,980億ドルの買い取りを行った。FRB

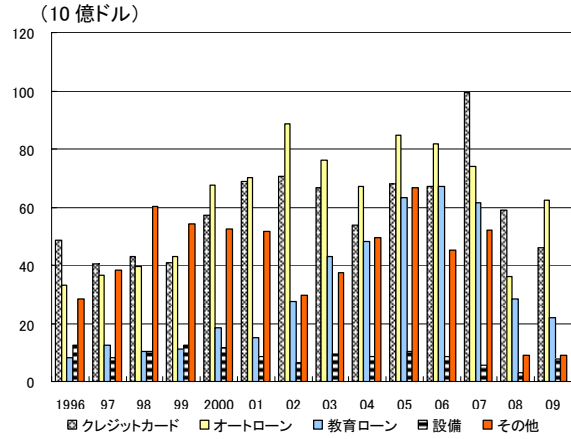
¹ ブラックロック、ピムコ、ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント、ウェリントン・マネジメントが投資マネージャーに任命された。

図表4 不動産関連の証券化商品の発行額



(出所) SIFMA、Mortgage Market Statistical Annual、Commercial Mortgage Alert より、野村資本市場研究所作成

図表5 ABSの種類別発行額



(出所) SIFMA より、野村資本市場研究所作成

及び財務省によるエージェンシーMBSの買い取りは、財務省では2009年12月、FRBでは2010年3月に終了している。

一方、財務省は、エージェンシーMBSの買取措置の終了にあわせて、公的管理下に置かれているファニーメイ及びフレディマックに対する資本供与の上限について、これまでの2,000億ドルから、今後3年間は無制限とすることを打ち出した²。これは、エージェンシーMBSの買取プログラム終了後の証券化市場に対する公的支援を継続するため、資本の面からGSEを後方支援することを狙いとしているように思われる。

2) ABS市場、CMBS市場

2008年9月のリーマン・ショック後に米国ではABSの発行が急減し、2009年初にはABSの発行はほぼなくなった。こうした事態を受けて、FRBは2009年3月にターム物ABS貸出ファシリティ(TALF)というABS市場の支援プログラムを開始させた。ABS市場を通じて、家計や中小企業への信用供与を支援することがFRBの狙いである。TALFの対象は当初はABSのみであったが、2009年6月にCMBSも対象に加えられた³。

TALFは適格ABS及び適格CMBSを保有する投資家に対して、それらを担保にFRBが期間3年又は5年のノンリコースローンを融資するプログラムである。ABSやCMBSの投資家に対してFRBが直接レバレッジを提供するカタチである。FRBからの借入金利に対してABSやCMBSへの投資から相応のスプレッドが得られることが期待される。ABS市場やCMBS市場の回復を図るために、FRBは投資を促すため

² U.S. Treasury, "Treasury issues update on status of support for housing programs," December 2009.

³ TALFについては、吉川浩史「米国証券化市場の正常化の道りを支えるTALFの概要」『資本市場クォーターリー』2009年春号、及び吉川浩史「CMBS市場の支援に乗り出すTALF」『資本市場クォーターリー』2009年夏号参照。

の強いインセンティブを与えていたといえよう。

TALF の上限額は当初 2,000 億ドルに設定された。2009 年 2 月のガイトナー財務長官による金融安定化プランでは、その上限を 1 兆ドルまで拡大するとの方針が打ち出されたが、2,000 億ドルの上限はそのまま維持されている。これには、TALF の利用状況が芳しくなかったことが影響しているのかもしれない。事実、FRB は 2010 年 3 月に TALF を終了させたが、TALF を利用した融資実績は 710 億ドルにとどまっている。なお、FRB は新規発行の CMBS に関しては 2010 年 6 月まで TALF を継続させている。

TALF が終了した現在、市場関係者の見方として、オートローンやカードローンを原資産とする ABS は TALF の支援がなくても発行可能と考えられている一方で、学生ローン等の一部の債権を原資産とする ABS は、TALF 依存になったとみられている⁴。

3. 証券化市場の回復に向けた取り組み

米国の証券化市場は、危機後の大幅な落ち込みが止まり発行額は増加に転じているが、それは危機対策として政府、FRB の政策支援が下支えしていたからである。公的支援が相次いで終了していく中、どのように自律回復の軌道に乗せていくのかが大きな課題である。証券化市場の復活は、米国経済にとっても極めて重要である。米国ではこれまで住宅ローンの 6 割、消費者信用の 4 分の 1 以上が証券化によってファイナンスされており、信用供与の手段として実体経済において重要な機能を果たしていたからである。仮に証券化市場を通じた信用供与が機能しなければ、それだけ銀行与信が必要になり、銀行のバランスシートは現在の約 2 倍の 25 兆ドルにまで拡大し、1.2 兆ドルの追加的な自己資本が求められるという試算もある⁵。米国内外で銀行規制が強化されようとしている中で銀行による信用供与を大幅に拡大することは困難が生じる。証券化市場の回復は米国経済にとって必要不可欠の要素といっても過言ではない。

そこで、米国では市場の健全化を確保し、証券化による信用供与の機能を回復させるために、証券化市場の信頼性の向上を図る取り組みが官民でそれぞれ行われている。民間セクターの取り組みとしては、非エージェンシーの証券化商品の市場整備を図るプログラムに注目が集まっている。一方、公的セクターでは、米国議会や規制当局が、①表明・保証制度、②情報開示の強化、③定量保有義務を含む証券化市場に対する新たな規制の導入を検討している。また、米国における会計基準の動きとして、証券化ビークルを含むオフバランス・ビークルのオンバランス化がすでに実施されている。

⁴ “Fed’s TALF Winds Down With Most Loan Request in Six Months,” Bloomberg , March 5, 2010.

⁵ ASF, “The American Securitization Journal,” Winter/Spring, 2010.

Ⅱ 証券化市場の信頼回復に向けた業界の取り組み

1. 全米証券化フォーラムによるプロジェクト RESTART

サブプライム・ローン等のノンコンフォーミング・ローンを原資産としていた民間 MBS やそれらを再証券化した CDO は、金融危機によって投資家の信頼を失った。そこで、証券化市場の参加者で構成する全米証券化フォーラム（ASF）は、証券化市場に対する投資家の信頼回復を図るため、業界主導による民間発行（非エージェンシー）の証券化市場のインフラ整備を図る取り組みとして、2008年2月に「プロジェクト RESTART」（以下、RESTART）を開始した。ASF は透明性を欠く MBS 市場のインフラ整備を優先することとしており、相対的に透明性が確保されている ABS 市場の整備は MBS 市場の整備が終わってからとしている。

ASF は RESTART において、民間 MBS の市場インフラの標準化を図るべく、2009年7月に発行開示及び継続開示の標準モデルとして「RMBS ディスクロージャー・パッケージ」、「RMBS レポートニング・パッケージ」を策定した⁶。また、2009年12月には表明・保証の標準的なモデルとして「RMBS 表明・保証」の最終版を公表した⁷。さらに ASF は、原資産レベルでの透明性の向上を図る取り組みとして、2009年9月に原資産のローンに付与する ID として「ASF ローン ID ナンバー・コード」を導入している。ASF は現在、①表明・保証に係る仕組みとしての買戻条項（repurchase provision）の標準化、②デューデリジェンスのプロセスの標準化、③プーリング契約及びサービシング契約の標準化に取り組んでいる。

2. 原資産の情報開示の強化

1) RMBS ディスクロージャー・パッケージ

発行開示の標準モデルとしての RMBS ディスクロージャー・パッケージは、証券発行者に作成が求められる報告様式である。RMBS ディスクロージャー・パッケージは、民間 MBS の販売前に格付会社に提供され、格付会社を通じて投資家が利用できることが意図されている。その目的は、①証券発行者が異なる場合でも原資産の住宅ローンの内容を容易に比較できるように報告データを標準化すること、②原資産プールのデータ及び各原資産のデータの内容を拡充することにある。RMBS ディスクロージャー・パッケージの情報を基にして、投資家が原資産プールについて独自にデューデリジェンスが行えるようにすることが、制度整備に取り組む ASF の目的である。

RMBS ディスクロージャー・パッケージは、①一般情報、②ローンの種類、③抵当権に関する情報、④ローンの条件とアモチゼーションの種類、⑤変動金利モーゲージ

⁶ ASF, "ASF RMBS Disclosure and Reporting Packages Final Release," July 2009.

⁷ ASF, "ASF Model RMBS Representations and Warranties," December 2009.

(ARM)、⑥ネガティブ・アモチゼーション、⑦オプション ARM、⑧プリペイメント・ペナルティ、⑨借り手、⑩借り手の要件、⑪対象不動産、⑫ローン・トゥ・バリュウ (LTV)、⑬モーゲージ保険、⑭ローンの条件緩和、⑮マニユファクチャー・ホーム⁸の項目に分けられ、詳細情報を記載するものとなっている(別表1)。ASFは、2010年2月から公募案件でRMBSディスクロージャー・パッケージを利用することを求めている。

2) RMBS レポートティング・パッケージ

一方、継続開示としてのRMBSレポートティング・パッケージは、民間MBSの原資産プールと個々の原資産に関する月次の情報提供を目的にサービサーが作成するものである。サービサーによる月次の報告は市場慣行としてすでに行われており、ASFのRMBSレポートティング・パッケージはその内容を改善するものとなっている。投資家が住宅ローンの借り手の信用状態の悪化やMBSの原資産のパフォーマンスをより詳細に把握できることがその狙いである。サービサーには、格付会社と投資家がRMBSレポートティング・パッケージを利用できるようにすることが求められている。

RMBSレポートティング・パッケージは、①ローン会計・送金データ、②手数料、③ローン・パフォーマンス、④損失軽減策、⑤損失軽減のためのローン条件の緩和、⑥住宅ローン条件変更プログラム(HAMP)によるローン条件の緩和、⑦差し押さえ、⑧破産、⑨貸し手保有物件(REO)、⑩モーゲージ保険申請、⑪対象物件、⑫借り手に関する情報、⑬ローンIDに関する情報、⑭損失申請、⑮損失回復、⑯非公開情報(格付会社または投資家には非開示)の項目に関する詳細な情報パッケージとなっている(別表2)。

ASFは、RMBSディスクロージャー・パッケージの実施よりもコストや時間が必要となることを考慮して、2010年8月よりRMBSレポートティング・パッケージの試験的な利用を開始し、11月から公募案件で本格的に利用することを求めている。ASFは新規発行のMBSだけでなく既発行のMBSにもその利用を求めている。

3. 表明・保証制度の改善

RMBS表明・保証は、MBSの原資産である住宅ローンの質を確保することを目的とする仕組みである。MBSのオリジネーターまたは証券発行者が、原資産等の情報に対して表明(representation)および保証(warranty)を行い、その内容に瑕疵があった場合には投資家からMBSの買い戻しが行われる。米国の証券化市場ではすでに表明・保証の仕組みは存在する。ASFは標準モデルとしてRMBS表明・保証を策定することによってMBSに関する表明・保証制度の標準化を図ることを目的としている。さらに、従来の表明・保

⁸ 住宅都市開発省(HUD)が定める基準に従って工場生産され、居住地まで移送される居住用ユニットを指す。

証制度の不備や欠陥を補うため、①オリジネーション関係者⁹の詐欺、②借り手の住宅使用目的の妥当性の評価、③不動産鑑定人の適格性と独立性、④オリジネーターによる審査書類が揃わない場合の文書認証と所得証明に関する合理的なプロセスの採用を新たな表明・保証のモデルの中に導入している。

RMBS 表明・保証には、その対象となる 40 項目が掲げられている¹⁰ (図表 6)。それらの内容に瑕疵があれば、投資家は MBS の販売者に MBS の買い戻しを請求することができる。また、RMBS 表明・保証には買い戻しの仕組みに加えて、原資産プールの住宅ローンが組成後間もない時期に 30 日以上延滞となった場合には、オリジネーターが当該住宅ローンを買戻すという特約条項 (コベナンツ) が付与されている。

さらに ASF は、買戻プロセスにおける取引当事者の役割と責任の明確化を図り、表明・保証への違反を明らかにする観点から、RMBS 表明・保証の執行を強固なものにするために買戻条項の標準化を行うとしており、その提案は 2010 年中に行われる予定である。また、ASF は現行の多くのプーリング契約やサービシング契約には買い戻しに係る強力な執行メカニズムが存在せず、それに必要な措置や手続きも明確ではないことから、現在、プーリング契約やサービシング契約の標準化にも取り組んでいる。

図表 6 RMBS 表明・保証の項目

I. 表明・保証	
1 適切な資産評価	24 権限保険 (Title Insurance)
2 借り手の所得・雇用・資産	25 災害保険
3 借り手の住宅の使用状況の十分な調査	26 住宅ローンにデフォルト等が発生してないこと
4 ローン支払いの資金源	27 住宅ローン契約の撤回等の権利の設定
5 データの正確性	28 差し押さえの執行権限
6 オリジネーター等に詐欺行為等がないこと	29 借り手が破産手続き中でないこと
7 引受基準の遵守	30 住宅が1~4世帯向けであること
8 モーゲージ保険	31 不動産モーゲージ投資導管体 (REMIC) に適格なローンであること
9 ローンの法令順守	32 ローン証書を紛失した場合の宣誓供述書 (Lost Note Affidavit)
10 破産経験などの借り手の性質	33 オリジネーター等の事業運営の法令順守
11 3%以上の頭金の支払い	34 アスベストの使用等の環境法の遵守
12 優先する担保設定が存在しないこと	35 保険契約に制約を課さないこと
13 担保の強制力と優先権	36 住宅の記録の当局への提出
14 カストディアンへの必要な書類の送付	37 デフォルト時の競売に関する信託証書
15 ローン契約の変更を行わないこと	38 売却時満期条項 (Due-On-Sale)
16 税金の支払い	39 住宅が賃貸である場合の、賃貸契約等の要件
17 住宅の損壊及び収容がなされていないこと	40 住宅がマニユファクチャード・ホームである場合の要件
18 建設工事先取特権 (Mechanics Lien) がいないこと	
19 立地に関する法令順守を含む適切な立地	
20 住宅の使用等に関する適切な許認可等	
21 住宅ローンの返済に延滞がないこと	
22 住宅ローンの法的な有効性 (Legal and Binding)	
23 登記料等の支払いが済んでいること	
	II. コベナンツ
	1 住宅ローンが組成後間もない時期に30日以上延滞をした場合の、オリジネーターによる当該住宅ローンの買戻

(出所) ASF より、野村資本市場研究所作成

⁹ オリジネーター、ローンの借り手、ブローカー、不動産鑑定人を想定している。

¹⁰ RMBS 表明・保証は、すべての MBS に適用するものとして作成されているわけではなく、オリジネーター等の証券化関係者や住宅ローンのタイプに応じて内容を柔軟に変化させる必要があるとしている。

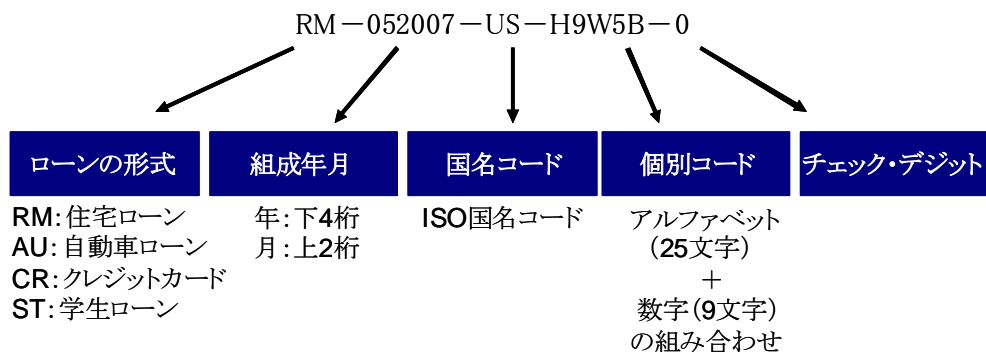
4. 原資産レベルでの透明性向上

ASF はスタンダード&プアーズ (S&P) のフィクスト・インカム・リスク・マネジメント・サービス・グループ¹¹ (FIRMS) と共同で MBS 市場及び ABS 市場における原資産レベルでの透明性の向上を図る取り組みを行っている。具体的には、個々のローンに付与する業界共通の ID の利用を図るため、2009 年 9 月に「ASF ローン ID ナンバー・コード (ASF LINC™)」を公表した¹²。現行の証券化プロセスでは、オリジネーター、サービサー、トラスティーがそれぞれのシステムを利用して異なるローン ID が付与されている。ローン ID が統一されずに別々に与えられていることが、投資家が原資産のローンの追跡調査を行う際の障害となっていた。ASF LINC™の導入によって、いわゆるトレーサビリティが確保されることになる。

ASF LINC™は、①ローンの形式、②組成年月、③国名コード、④個別コード、⑤チェックデジットの 5 つのコードによる計 16 桁の英数字で表示される (図表 7)。ASF LINC™は、国際的に共通の証券コードである ISIN¹³や米国の証券コードである CUSIP¹⁴とリンクし、FIRMS が管理するローン情報取扱機関 (central loan data repository) で記録される。ASF LINC™は、プライバシー保護法制に抵触せずに借り手の信用情報や第二抵当の設定に関する情報を入手できるようにしている。

RMBS ディスクロージャー・パッケージ、RMBS レポーティング・パッケージにも ASF LINC™の利用が想定されていると考えられる。すでに S&P のデータベースにある 1,100 万件以上の証券化されたローンには、ASF LINC™が付されている¹⁵。

図表 7 ASF ローン ID ナンバー・コード (ASF LINC™)



(出所) Standard & Poor's より、野村資本市場研究所作成

¹¹ S&P の格付事業部門から分離された独立部門。FIRMS は英国、ドイツ、フランス、スペイン、オーストラリア等の米国以外の主要な証券化市場にも拠点を有している。

¹² ASF, "ASF Loan Identification Number Code (ASF LINC™) for Securitized Loans Developed by ASF and Standard & Poor's FIRMS," September 2009.

¹³ 2 桁の国名コード、9 桁の証券識別用国内コード、1 桁のチェックデジット、の計 12 桁の英数字で構成され、各国の付番機関 (NNA) が国内コードの付番を行っている。

¹⁴ 6 桁の発行体コード、2 桁の証券識別コード、1 桁の検査数字で構成され、S&P が付番を行っている。

¹⁵ "MBS Investors Could Have Loan Level Data by February," National Mortgage News, October 5, 2009.

III 証券化市場の信頼回復のための新規制の導入

1. 米国議会、SEC 等による新規制の導入

米国の証券化市場の信頼回復を図る取り組みとして、米国議会や規制当局による新たな規制の検討がある。米国上下院では 2009 年 12 月に下院で可決された「ウォールストリート改革・消費者保護法」¹⁶、上院で審議中の「米国金融安定回復法」において、証券化市場の新たな規制として、①表明・保証制度を支援する規制上の措置、②原資産等の情報に関する開示の強化、③証券化に係る定量保有義務が検討されている。

一方、証券化市場の規制当局である証券取引委員会（SEC）は、2010 年 4 月に証券化に係る開示規則であるレギュレーション AB 等の改訂案を公表した¹⁷。SEC は、原資産等の情報開示の強化とともに証券化の定量保有義務の導入を含む新たな提案を行っている。また、証券化ビークルのオンバランス化を求める会計基準の変更を受けて、連邦預金保険公社（FDIC）は従来適用していたセーフハーバー・ルール（後述）の見直しを行っている。FDIC はその見直しにおいて証券化を行う際に定量保有を促そうとしている。

現在、米国議会、SEC、FDIC でそれぞれに議論されている証券化市場の主な規制をまとめると、①表明・保証制度を支援する規制上の措置、②原資産等の情報開示の強化、③定量保有義務の導入という 3 つの種類に整理することができる（図表 8）。

図表 8 米国議会、SEC、FDIC の規制内容

	下院法案	上院法案	SEC規則	FDICセーフハーバー適用条件
表明・保証	①格付会社による報告、 ②買戻条項の行使についての開示	①格付会社による報告、 ②買戻条項の行使についての開示	①過去3年間の買戻し及び取替えの対象となった金額、②第三者による買戻義務の評価	業界のベストプラクティスに一致した表明・保証の導入
情報開示	①ブローカーあるいはオリジネーターへの報酬、 ②オリジネーターあるいは証券化事業者のリスク保有量	①ブローカーあるいはオリジネーターへの報酬、 ②オリジネーターあるいは証券化事業者のリスク保有量、③ブローカーあるいはオリジネーターに関する情報	①XML形式の標準化されたフォーマットでの開示、②個別及び総合的な原資産データ、③オリジネーターとスポンサーに関する情報、⑤資産プールの評価方法やアモチゼーション等の情報、⑥1%以上プール特性が変化した場合のフォーム8-Kでの開示	①証券化商品のパフォーマンスデータ、②オリジネーター等への報酬
定量保有義務	証券化事業者（発行者を含まない）、信用供与者による、信用リスクの5%保有	証券化事業者による、信用リスクの5%保有	スポンサーによる各トランシェの額面価格の5%保有	セーフハーバーの適用を受ける預金取扱機関による、各トランシェの信用リスクの5%、あるいは証券化資産全体の元本の5%の信用リスクに相当する代表的なサンプルの保有

（出所）各種資料より、野村資本市場研究所作成

¹⁶ “H.R. 4173, Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2009”

¹⁷ SEC, “Release Nos. 33-9117; 34-61858; File No. S7-08-10,” April 2010.

2. 表明・保証制度に関する規制上の措置

表明・保証制度に関しては、業界主導の取り組みとして ASF が制度の標準化を進めており、米国議会と SEC による検討はいずれも証券化市場において表明・保証の適切な利用を促すために規制上の措置を手当てするものとなっている。

具体的には、上下両院の法案では、SEC が表明・保証制度に関する規則を定めるよう規定されている。SEC が策定する当該規則では、格付会社に対して格付レポートの中で表明・保証の内容とその執行の仕組みを記述することが求められ、類似の商品との比較を行うことが必要となる。また、当該規則において証券化事業者 (securitizer) は、原資産の引受けにおいて欠陥のあるオリジネーターを投資家が特定できるよう買戻請求の履行状況に関する情報を開示することが求められる¹⁸。

他方、SEC によるレギュレーション AB 等の改訂案では、表明・保証制度における買戻条項に基づいて過去 3 年間に買い戻し・取り替えの請求の対象となった金額の開示に加えて、独立の第三者から買戻条項の評価を受けることを証券発行者に求めている。

3. 原資産等の情報開示の強化

情報開示に関しては、ASF が業界主導で RMBS ディスクロージャー・パッケージ、RMBS レポートニング・パッケージによる開示フォーマットの標準化を進める一方で、上下両院や SEC においても証券化に関する情報開示の拡充が検討されている。

上下院の法案では、投資家が独立してデューデリジェンスを行えるよう証券化商品の発行者に対して各トランシェの原資産の情報を開示させ、同じアセット・クラスの商品との比較ができるようデータ・フォーマットの標準化を求める規則を SEC が策定することが規定されている。上下院が開示を求める原資産の情報には、ブローカーあるいはオリジネーターの報酬、後述するオリジネーターあるいは証券化事業者によるリスク保有の額が含まれる。

一方、レギュレーション AB 等の改訂を図る SEC は、①特定の引受基準を満たさない場合等の個別及び全体的な原資産データ (金額、種類)、②オリジネーターとスポンサーに関する情報、③資産プールの評価やアモチゼーション等の情報、④目論見書に記載された資産プールの特性が 1%以上変化した場合のフォーム 8-K (臨時報告書) の提出等を新たに求めている¹⁹。

なお、情報開示の強化という点では、証券化商品の取引後の透明性を確保する措置も準備されている。米国の自主規制機関である金融取引業規制機構 (FINRA) は、2009 年 10

¹⁸ 上下両院で証券化事業者の定義に違いがある。上院案では、発行者、または発行者に対して資産を譲渡・売却することによって証券化を主導する者と定義されている。一方、下院案では、証券化ビークルに対して資産の移転・譲渡等を行う者と定義されており、上院案とは異なり発行者が含まれていない。

¹⁹ また、SEC は提出するファイルの形式を XML とすることを求めており、投資家が EDGAR から XML 形式の開示ファイルを開覧できるようにしている。

月に社債の取引価格情報を提供する TRACE というシステム において、ABS、MBS、CDO を新たに対象とする提案を公表している。

4. 定量保有義務の導入

現在、G20 の枠組みの下で証券化に係る定量保有義務の導入が議論されている。すでに EU では金融機関の自己資本規制を定める資本要求指令の第 1 次改正が成立しており、その中で証券化に係るオリジネーター、スポンサー等に対して 5% の定量保有を求める規制が導入されている。これに対して米国では、上下両院の法案において証券化における定量保有義務が検討されている。具体的には、証券化事業者（もしくは信用供与者）が、証券化商品の重要部分の経済的利益として信用リスクの 5% を保有することが定められている。証券化に係る定量保有義務は、証券化商品のオリジネーター又はスポンサーの利益と投資家の利益とを一致させ、原資産のローンの質を確保させるインセンティブを与えることを目的としている。

一方、SEC はレギュレーション AB 等の改訂案において、証券化商品のスポンサーに対する定量保有義務を SEC 規則として提案した。SEC の提案は、定量保有の水準は上下両院の法案と同じ 5% であるが、定量保有の仕方がより明確になっている点で異なる。すなわち、上下院の法案が信用リスクの 5% の保有と規定され、具体的な保有方法を定めていないのに対して、SEC の提案は各トランシェの額面に対して 5% の保有を求めており、すべてのトランシェを 5% ずつ保有することが必要になる。他方、FDIC のセーフハーバーでは、各トランシェの信用リスクの 5% 又は証券化資産全体の元本の 5% の信用リスクに相当する代表的なサンプルの保有としており、上下院の法案と SEC の提案とをあわせたかのようなかたちとなっている。

証券化に係る定量保有義務に対しては否定的な見方もある。ASF は、定量保有義務を課さなくても、証券化商品のリスクや性質に応じて表明・保証を適切に行い、瑕疵の場合の買い戻しを義務付けることで、定量保有義務よりもローンの質を確保させるインセンティブを与えることができると考えている。また、異なるリスクを有する証券化商品に一律に定量保有義務を課すことは合理的ではなく、規制アービトラージをもたらす可能性も指摘している。上下両院の法案では、定量保有義務と表明・保証制度が併用されており、それに伴うコスト負担によって証券化の魅力が失われることに ASF は警戒感を示している。

IV 証券化ビークルのオンバランス化とその影響

1. 会計基準変更による証券化ビークルのオンバランス化

従来、米国の証券化で利用されていた多くの証券化ビークルは、米国財務会計基準審議会（FASB）が定める FAS140 に規定する適格特別目的事業体（QSPE）としてオフ balan

ス化されていた。QPSE を用いた証券化の規模はピーク時には、4 兆ドルを超えていたとされている²⁰。QSPE はその活動目的が受益持分の保有者のために受動的に資産を保有することに限定され、QSPE には制御する能力を有する当事者がいないことが必要である²¹。QSPE に該当すれば FAS140 の規定によって直ちに非連結の取り扱いとなる。このため、QSPE を用いた証券化は、オフバランス化が可能であった。

しかし、金融危機の結果、ストラクチャード・インベストメント・ビークルや ABCP コンデュイットといったオフバランスの投資ビークルの問題が明らかになったため、FASB は QSPE としてオフバランス化されていた SPE の会計基準の見直しを行うこととなった。FASB は、QSPE として受動的に資産を保有しているはずの証券化ビークルにおいても、原資産であるローンのデフォルト前にサービサーが条件緩和を行うなど SPE の資産に能動的な意思決定が行われていることを問題視した。そこで、FASB は QSPE の定義が当初の想定よりも幅広く解釈されていることを踏まえて、2009 年 6 月に FAS166 (FAS140 の改訂)²²及び FAS167 (FAS 解釈指針第 46 号 (FIN46) の改訂)²³を策定し、これらの中で会計基準の変更を行って QSPE の制度を廃止した。

その結果、SPE をオフバランス化させるためには、本則に沿って変動持分²⁴に基づいて連結の要否の判断をすることが必要となる (図表 9)。具体的には、変動持分事業体 (VIE) の第一受益者 (primary beneficiary) に該当する場合には連結対象となり、VIE の第一受益者でないと判断されれば非連結となる。つまり、証券化ビークルのオフバランスの要否は VIE と第一受益者の判断が鍵となる。

VIE に関する基準としては、①エクイティ投資家が、(追加的な劣後支援を考慮しない場合に) リスクを負担する十分なエクイティを保有していない場合、もしくは、②エクイティ投資家が、(a)議決権等を通じて SPE のパフォーマンスに最も重大な影響を与える活動を指図する権限、(b)SPE の期待損失を負担する義務、(c)SPE の期待残余利益を受け取る権利のいずれかを欠いている場合に VIE に該当する。一方、第一受益者の基準としては、①VIE の経済的利益に最も重要な影響がある活動に対して指図をする権限を有し、かつ、②VIE にとって重大となる可能性のある損失を吸収する義務あるいは便益を受け取る権利を有しているという 2 つの要件を満たす場合に、第一受益者に該当することになる²⁵。

²⁰ Federal Reserve Bank of St. Louis, Bill Emmons, "FAS 166 and 167: Forcing Banks to Bring Assets Back on the Balance Sheet," March 25, 2010.

²¹ QSPE とは、①受益権の 10%以上を第 3 者が保有しているなど金融資産の譲渡人から明確に切り離されている、②SPE の活動内容が一定の活動に限定されており、その内容が法的文書で規定されている、③保有資産が一定の資産に制限されている、④予め指定された場合に自動的にのみ保有する非現金金融資産を売却・処分できる、という要件を全て満たしている SPE を指す。

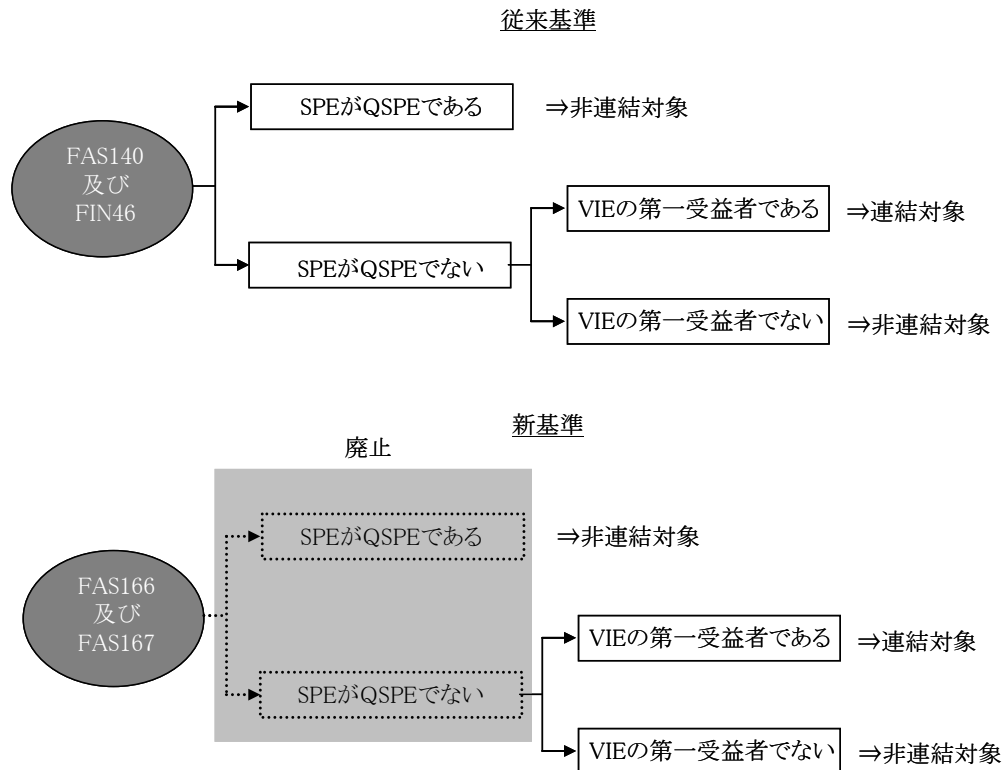
²² FASB, "Statement of Financial Accounting Standards No. 166 Accounting for Transfers of Financial Assets an amendment of FASB Statement No. 140," June 2009.

²³ FASB, "Statement of Financial Accounting Standards No. 167 Amendments to FASB Interpretation No. 46(R)," June 2009.

²⁴ 変動持分には、株式 (出資持分)、上位受益持分、保証、SPE 保有資産に係るプットオプション契約などのデリバティブ契約、SPE に対する負債、SPE に対するサービス契約などがある。

²⁵ 従来、第一受益者は SPE の期待損失の過半を負担し期待残余利益の過半を享受する変動持分を有する者と定義され、その判断基準は定量的であった。しかし、従来の方法は、高度な数学を専門とする人材が必要な上に、様々な計算方法があり同種の VIE に対して異なる結果が出るという問題が生じていた。

図表 9 SPE の連結要否の判断



(出所) 各種資料より、野村資本市場研究所作成

VIEに該当しかつ第一受益者として判断されなければ、証券化ビークルは非連結となる。

このように新たな会計基準の下では、従来の QSPE と比べると判断基準が複雑なものとなっている。連結の要否の判断に用いる VIE や第一受益者の基準をみると、SPE に対する議決権や支配権、エクイティ投資が限定的でないとオフバランス化できないようにみえる。つまり、QSPE を使ってオフバランス化されていた SPE の多くが、FAS166 及び FAS167 の適用によってオンバランス化される可能性がある。FAS166、FAS167 は 2009 年 11 月 15 日以降に開始される会計年度より適用されると定められており、2010 年第 1 四半期から適用は始まっている。第 1 四半期決算が明らかになる段階で、これまで QSPE としてオフバランス化されていた SPE のオンバランス化の影響がみえてくるだろう。

2. 会計基準変更に伴う FDIC のセーフハーバーの見直し

FDIC は、米国会計原則 (US GAAP) に基づく会計上の売却 (accounting sale) が行われている場合には、銀行の破綻処理において、証券化によって移転された資産に対して移転を否認する権限を行使せず、資産移転契約以外の証券化に関わる契約も無効にしないというセーフハーバーを適用していた。以前は QSPE に資産が移転されれば会計上の売却が行われたことになるので、セーフハーバーによって QSPE の資産は破綻銀行の資産とは切り

離される。このため、証券化商品にはそのスポンサーである銀行よりも高い格付を付与することができた。しかし、FAS166、FAS167の適用によってオフバランス化できない証券化ビークルは、破綻銀行の担保付債権とみなされることになるため、倒産隔離が十分に確保できないおそれが生じる。

また、FDICが破綻銀行のコンサーバター又はレシーバーに任命されると債務者に対する全ての債権回収行為を一定期間停止するオートマティック・ステイ（自動的停止条項）が働く。その間、担保付債権であっても担保権の実行はオートマティック・ステイの対象となり、担保権を実行するにはFDICの同意が必要になる。従来、オフバランスの証券化ビークルにはオートマティック・ステイが適用されないとされてきたが、FAS166及びFAS167の適用により証券化ビークルがオンバランス化されることになると、担保付債権としてFDICのオートマティック・ステイが適用されるのではないかとの懸念が生じる。この問題も証券化の倒産隔離性に影響を与え、証券化商品が高い格付を取得することが難しくなる要因になる。

FDICはこうした問題への対応を図るべく、証券化ビークルがかつてのQSPEの条件を満たした場合は、セーフハーバーの適用を認めるとする暫定措置を導入した。しかしこれは時限措置であり、当初は2010年3月に期限が設定されていた。現在は2010年9月末まで期限が延長されている。

そこで、FDICは2009年12月に新たなセーフハーバーの適用条件を定める提案を行った²⁶。新たな適用条件は、①証券化の資本構造、②情報開示、③文書作成と記録管理、④報酬構造、⑤定量保有義務とオリジネーション規制という項目に関して条件を定めている（図表10）。FDICは、上記の①～⑤の条件を満たす場合には、従来とほぼ同様のセーフハーバーを適用する。つまり、FDICは、証券化による資産移転を否認する権限を行使せず、オートマティック・ステイの適用期間でも証券化に関する契約に従って支払いとサービシングを行うこととなる。しかし、新たなセーフハーバーは、住宅ローンを含む証券化に対してトランシェ数を6以下に制限すること、レンダーやスポンサー、格付会社、引受人への手数料や報酬の支払いを5年以上かけて行うこと、組成後12ヶ月以内の住宅ローンの証券化を認めないことを含む新たな条件を求めており、上下両院の法案やSEC規則よりも厳しい内容を含んでいる。

もっとも、FDICの新たなセーフハーバーはその条件が具体的ではなく、その条件に対する遵守の証明が困難であるため、格付会社はスポンサーの銀行の格付と切り離して、証券化商品にだけ高い格付を付与することはできないとの見方をしている²⁷。

²⁶ FDIC, "Advance Notice of Proposed Rulemaking Regarding Treatment by the Federal Deposit Insurance Corporation as Conservator or Receiver of Financial Assets Transferred by an Insured Depository Institution in Connection With a Securitization or Participation After March 31, 2010," December 2009.

²⁷ Fitch Ratings, "Re FDIC's Advance Notice of Proposed Rulemaking Regarding Safe Harbor Protection for Treatment by the FDIC as Conservator or Receiver of Financial Assets Transferred by an Insured Depository Institution in Connection With a Securitization or Participation after March 31, 2010," February 2010.

図表 10 FDIC のセーフハーバーの適用条件

1.証券化の資本構造
<ul style="list-style-type: none"> 再証券化商品は、原資産が、下記の「2.情報開示」の要求を満たす証券化商品で構成されている。 元利払いが、原資産とは独立な市場要因や信用事象に依存しない。 証券化の資本構造が、6以下のトランシェに制限されている。 外部からの信用支援あるいは保証によって、証券化商品の信用の質を発行体あるいは原資産プールのレベルで、高めていない。ただし、流動性補完は認められる。
2.情報開示
<ul style="list-style-type: none"> 証券化商品の発行前及び発行後に月次で、潜在的な投資家に対して、情報開示を行わなければならない。開示される情報は、公募・私募の如何に問わず、最低限レギュレーションAB等の要求を満たす。 証券化商品の発行前に、①資本・トランシェ構造、②支払いの優先順位、③表明・保証とその違反時の対応、を含む証券化の構造と信用、支払いのパフォーマンスが開示される。 証券化商品の発行後に、①定期及び累積的なパフォーマンスのデータ、②延滞及び条件緩和のデータ、③サービサーの立替、④トランシェに割り振られた損失、などを含むパフォーマンスが開示される。 証券化商品の発行時等に、オリジネーター、スポンサー、格付会社、サードパーティ・アドバイザー、モーゲージ・ブローカーへの報酬、サービサーへの報酬と費用などが開示される。 証券化商品の発行時に、スポンサーが住宅ローンレベルの情報の開示と、法令等の遵守の確約を行う。
3.文書作成と記録管理
<ul style="list-style-type: none"> ①業界のベストプラクティスに一致した表明・保証、②継続的な情報開示要求、③利益相反を防ぐ適切な方法、を含み、必要な当事者の権利と責任を定義している。 オリジネーター、スポンサー、発行体、サービサー、投資家を含む当事者の契約上の権利と責任が、その当事者が義務を実行し、権利を行使するために十分な権限を与えている。 スポンサーが、証券化の記録を管理し、FDICの調査の際に利用できるようにしている。 サービサーが、資産管理とサービシングに関するベストプラクティスを適用し、損失を軽減させるために十分な権限を有している。 サービサーが、原資産に延滞が発生後90日以内に、行動を開始する。 マスターサービサーに、3回より多くの元利払いの立替を要求していない。
4.報酬構造
<ul style="list-style-type: none"> レンダー、スポンサー、格付会社、引受人への手数料・報酬等が、5年以上かけて支払われる。 サービサーへの報酬が、サービシングと損失軽減のための行動へのインセンティブを与えている。
5.定量保有義務とオリジネーション規制
<ul style="list-style-type: none"> スポンサーが証券化商品の信用リスクの5%以上を保有しており、その保有分のリスクヘッジをしていない。 証券化される12ヶ月以上前に、原資産となる住宅ローンが組成されている。 住宅ローンの組成が、法令等を遵守している。

(出所) FDIC より、野村資本市場研究所作成

3. 会計基準の変更に伴う様々な影響

FAS166 及び FAS167 の適用によって、多くの証券化資産のオンバランス化が行われる結果、オリジネーターやスポンサーにおいてはバランスシートが拡大し、それに伴って引当金や所要自己資本が増えるという負担が生じる。その影響は大きく、MBS 市場を支えているファニーメイやフレディマックでは、バランスシートの規模が数倍になると推計されている(図表 11)。さらに、両社のバランスシート拡大の影響は自己資本に及ぶ。GSE は連邦住宅金融局(FHFA)の監督の下で、総資産の 2.5%、第三者が保有する保証 MBS の未払い元本とその他のオフバランス債務に対し 0.45%の自己資本が求められている。FAS166 及び FAS167 の適用によって MBS に係る証券化ビークルのオンバランス化が行われると、要求自己資本は 0.45%から 2.5%に上昇し、GSE にとってその負担は大きな額となる。そこで、FHFA は民間金融機関が発行した MBS に保証を与える保証 MBS に対する資本要求については 0.45%のまま維持する方針を打ち出しており、会計基準の変更に伴う所要自己資本の大幅な増加にある程度の歯止めをかけようとしている。

また、証券化を行っている金融機関でもオンバランス化の影響が予想される。実際にシティ、JP モルガン、バンク・オブ・アメリカは、会計基準の変更に伴うオンバランス化の影響から、主として証券化されたクレジットカード債権を中心に資産がそれぞれ数百億ドル以上増加し、バランスシートの総資産が数%増える見込みを明らかにしている。また、

図表 11 FAS166、FAS167 の適用後の総資産と Tier1 比率の推計（2009 年末ベース）

	総資産	Tier1比率
ファニーメイ	3兆2,691億ドル(+276%)	—
フレディマック	2兆3,580億ドル(+180%)	—
シティ	2兆229億ドル(+7%)	10.26%(-1.41%)
JPモルガン	2兆1,199億ドル(+4%)	10.8%(-0.3%)
バンク・オブ・アメリカ	2兆3,232億ドル(+4%)	9.65～9.7%(-0.7～0.75%)

(注) ()は2009 年末比。

(出所)各社公表資料より、野村資本市場研究所作成

オンバランス化された債権への引当が必要となることから、クレジットカード債権のような無担保債権をオンバランス化するにはより多くの引当が要求される。GSE に比べれば総資産に与える影響としては小さいが、自己資本比率に与える影響として捉えれば、例えばシティでは自己資本比率を 1.41%押し下げる効果をもたらす。証券化ビークルのオンバランス化は全体的に、金融機関の自己資本比率に影響をもたらすことが予想される。

さらに、会計基準の変更により FDIC のセーフハーバーが適用されないことになると、FDIC によって資産移転が否認されるリスクやオートマティック・ステイが適用されるリスクが生じ、倒産隔離が十分に確保されなくなるおそれが生じる。この結果、スポンサーの銀行の格付からは切り離されず、証券化商品は高格付が得られないという弊害が生じる。シティは 2009 年末の 10-K で、FDIC が今後策定する最終規則で定める条件を満たせない場合には、クレジットカード債権等の証券化で高格付が得られないため、取引の水準を縮小させる可能性を示唆している。

V 証券化市場の自律回復への期待とその将来

米国では住宅ローンの 6 割、消費者信用の 4 分の 1 以上が証券化によってファイナンスされており、米国経済の回復には証券化市場の機能が大きく影響する。また、CMBS 市場の特有の問題として、危機以前の商業用不動産ブームの中で発行された CMBS について、2012～17 年の間に 4,000 億ドルを超える CMBS が償還を迎えるとされており、今後 6 年間で多額のリファイナンスの必要性が生じる²⁸。CMBS が市場でリファイナンスできなければ、そのファイナンスが金融セクター全体のリスクとなる可能性がある。この点からも米国の証券化市場の回復の必要性は極めて高いといえるだろう。

そうした中で米国の証券化市場は、現在、公的支援によって支えられている。証券化市場はエージェンシーMBS、そして GSE への依存をより強めており、証券化市場の自律的な回復が米国にとっての大きな課題である。IMF は、米国の証券化市場の自律的な回復に関して、金融危機の後遺症を抑え、政府や FRB による支援を打ち切るためにも、民間の

²⁸ CMBS、商業用不動産ローンのリファイナンス・リスクについては、関・井上「欧米で注目されるリファイナンス問題」『資本市場クォーターリー』2010 年春号を参照。

証券化市場の回復が重要であるという指摘をしている²⁹。このように証券化市場の自律的な回復が求められる中で、証券化ビークルを含む SPE の会計処理の厳格化を図る会計基準の変更が行われ、証券化市場の健全性の向上を狙いとする新たな規制の導入が議論されている。こうした会計基準設定者の取り組みと規制当局の取り組みの複合的な影響が懸念される。その結果、証券化市場を健全化させるのではなく、市場の自律的な回復の阻害要因となってしまう可能性もある。

FAS166 及び FAS167 の下では、VIE であり第一受益者ではないと判断されれば、証券化ビークルを非連結にすることができるが、現在の FASB の厳格な姿勢からすると、その条件はより狭く解釈することが求められるおそれがある。しかも、規制当局から証券化に係る定量保有を求められるようになると、オフバランス化の要件として VIE の第一受益者ではないとの判断がさらに難しくなるとも考えられる。そうなれば証券化ビークルのオフバランスの余地はますます狭められることになる。

そもそも証券化に係る定量保有義務は、オリジネート・トゥ・ディストリビュート (OTD) の証券化モデルが問題とされたことを踏まえて、証券化商品のオリジネーター又はスポンサーの利益と投資家の利益とを一致させるインセンティブ付けを図ることを目的としている。一方で、そのインセンティブ効果は、会計基準の変更により証券化ビークルのオンバランス化が図られることで得られる。定量保有義務に関しては、規制当局者の中にも、スキン・イン・ザ・ゲーム (= 定量保有) を求めて原資産であるローンの引受基準の強化を間接的に促すよりも引受基準を直接強化すべきという議論もある³⁰。

このような規制の複合的な影響を考慮して、下院の法案では、関係当局に FAS166 及び FAS167 と定量保有義務とを同時に適用することによる複合的な影響調査を行うよう求めている。IMF は、会計基準の変更と定量保有義務に加えて、自己資本規制も考慮しながら証券化市場における複合的な影響を検討する必要性を指摘している³¹。また、銀行規制当局である FRB、FDIC、通貨監督局 (OCC)、貯蓄金融機関監督局 (OTS) は、会計基準の変更に伴うオフバランス資産の自己資本規制への反映について 1 年間の適用猶予を行っている³²。その理由として、証券化市場における規制・会計制度の変更に伴う複合的な影響を完全に評価できないこと、証券化は引き続き重要な資本調達的手段であることを挙げており、銀行の自己資本に対する影響の緩和だけでなく、証券化市場への影響にも配慮している。米国の証券化市場の自律的な回復のためには、全体として最適な規制を行うことが求められている。

証券化市場を取り巻く制度環境が大きく変わろうとしている中で、自律回復の萌芽もある。例えば、MBS 市場では、新規の住宅ローンを原資産とする民間 MBS が 2 年ぶりに発

²⁹ IMF, "Global Financial Stability Report," October 2009.

³⁰ OCC, "Remarks by John C. Dugan Comptroller of the Currency before the American Securitization Forum," February 2, 2010.

³¹ 前掲注 29 参照。

³² 2010 年第 1 四半期及び第 2 四半期にはオンバランス化されるオフバランス資産を自己資本規制に反映させず、2010 年第 3 四半期及び第 4 四半期には 50%分を反映しなくてもよい (OCC, FRB, FDIC, and OTS, "Risk-Based Capital Guidelines; Capital Adequacy Guidelines; Capital Maintenance: Regulatory Capital; Impact of Modifications to Generally Accepted Accounting Principles; Consolidation of Asset-Backed Commercial Paper Programs; and Other Related Issues," January 2010)。

行されようとしている³³。もっとも、今後の証券化市場を展望すると、オンバランス化というファンダメンタルな変化が生じる。証券化のオリジネーターやスポンサーにとってオフバランス化は、証券化の最も重要な経済的な意義をもたらすものであろう。証券化ビークルのオフバランス化ができないということになれば、果たしてオンバランス化された証券化商品が経済を支えるファイナンスの手段として十分な役割を果たせるのかどうかという不透明感がある。また、マクロ的な観点からは、証券化はオフバランス化されることにより、銀行のバランスシートとは独立にファイナンスを提供することができた。銀行セクターにストレスがかかったとしても、証券化市場は銀行セクターのストレスの影響を受けずに、信用供与の役割を代替することが可能であった。しかし、オンバランス化によって自己資本や引当金等の銀行のバランスシートの制約を受けることになることから、マクロ経済環境が悪化した場合に、銀行の与信を代替する手段としての証券化市場の役割が低下する可能性が考えられる。

³³ “First Private-Label Security Offering Nears,” Wall Street Journal ,March 31,2010.

別表 1 RMBS ディスクロージャー・パッケージの概要

大項目	小項目	大項目	小項目
一般情報	プライマリー・サービサーのID 月次のサービシング手数料率と金額 サービサーによる元利払いの立替方法 オリジネーターのID トランシェ数 ローンID	借手の要件	貸手が利用した直近の中心的な借手と二次的な借手のFICOスコア 直近のFICOスコア更新時のクレジット・リポジトリの使用数 中心的な借手と二次的な借手のVantage Credit スコア 直近のVantage Credit スコア更新時のクレジット・リポジトリの使用数 最大融資限度額 借手の借入ラインの数 融資限度枠の使用率 直近12ヶ月の支払い状況 破産してからの経過月数 競売実施日からの経過月数 中心的な借手と二次的な借手の賃金収入 中心的な借手と二次的な借手のその他収入 すべての借手の賃金収入と総収入 税金還付書の写しが入手できているか 中心的な借手と二次的な借手の所得証明 中心的な借手と二次的な借手の雇用証明 中心的な借手と二次的な借手の資産証明 現金等の積立て額 他の債務への月次の返済額 オリジネーターが使用している債務所得比率 証券化の時点でインデックス金利(ARMの場合) ローン条件の緩和方法 頭金の比率
ローンの種類	金利のタイプ(固定or変動金利) 抵当の順位 ホーム・エクイティ・ローンであるか 借入の目的 キャッシュ・アウトの金額 オリジネーション時の手数料と割引額 略奪貸付禁止法の対象であるか コーポレート・リクレーション・プログラムの一部であるか プロカーが借手を仲介しているか 発行体が住宅ローンを入手した先 税金等の預託の有無	抵当権に関する情報	上位抵当の住宅ローン金額(上位抵当がある場合) 上位抵当の住宅ローンの利払いの形式(同上) 上位抵当のハイブリッド・ローンの固定金利支払い期間(同上) 上位抵当のネガティブ・アモチゼーションの借入元本の上限(同上) 上位抵当の住宅ローンの組成日(同上) 上位抵当の住宅ローンの残高(下位抵当がある場合)
ローンの条件とアモチゼーションの種類	組成日 当初の元本額と金利 通常の支払いによって返済までにかかる月数 融資開始から支払い満期までの月数 最初の支払い日 金利の計算方法(単利法or年金利回り法) 金利支払いのみの期間(インタレスト・オンリー・ローンの場合) 一時金の支払いによる事後の利子負担の軽減(buy down)が有効な月数 ホーム・エクイティ・ローンを引き出せる月数 現在の元本額と金利 今回の返済額 金利支払日 返済状況	対象物件	都市 州 郵便番号 住宅の種類と使用用途 住宅の売却価格 当初の住宅の鑑定価格、方法、実施日 当初の住宅の査定で使用した自動査定モデル(AVM)の種類 当初の住宅のAVMの信頼スコア 直近の住宅の評価額、方法、評価日 直近の住宅の査定で使用した自動査定モデル(AVM)の種類 直近の住宅のAVMの信頼スコア
変動金利 モーゲージ (ARM)	参照するインデックス金利(ARMの場合) 金利更改にかかる日数(同上) 住宅ローンの金利とインデックス金利のスプレッド(同上) 金利の変動方向と変動割合(同上) 初回の金利更改の増減の限度(同上) 初回の金利更改までの月数(同上) 今回の金利更改の増減の限度(同上) 全期間における上下限金利(同上) 当初の固定金利の期間(ハイブリッドARMの場合)	ローン・トゥ・バリュー	当初の第一抵当と第二抵当を合計した融資担保比率(CLTV) 当初の融資担保比率(LTV) 当初の担保資産価値
モーゲージ 保険	参照するインデックス金利(ARMの場合) 金利更改にかかる日数(同上) 住宅ローンの金利とインデックス金利のスプレッド(同上) 金利の変動方向と変動割合(同上) 初回の金利更改の増減の限度(同上) 初回の金利更改までの月数(同上) 今回の金利更改の増減の限度(同上) 全期間における上下限金利(同上) 当初の固定金利の期間(ハイブリッドARMの場合)	モーゲージ 保険	モーゲージ保険の会社名 モーゲージ保険のカバレッジ比率 モーゲージ保険の支払い人(借手or貸手) プール保険(原資産に対する支払い保証)の会社名 プール保険のストップロス率 モーゲージ保険の証明番号
ネガティブ・アモチゼーション	元本の上限(ネガティブ・アモチゼーションARMの上限) リキャスト(全額返済が求められるかの判断)までの月数(同上) 今回の金利更改までの月数(同上) 初回の金利更改で増減させられる支払いの限度(同上) 今回の金利更改で増減させられる支払いの限度(同上) 初回の金利更改までの、最低支払い額での支払いが可能な月数(同上) 今回の金利更改までの、最低支払い額での支払いが可能な月数(同上) 支払いが固定されている月数(同上) オプションARMかどうか(オプションARMの場合) 現在の最低支払い金額(同上)	ローンの条件緩和	当初の債務所得比率 条件緩和後の債務所得比率 条件緩和後の最初の返済日 条件緩和による元本調整額 返済が据え置かれた金額 条件緩和前の金利と元利払い額 条件緩和前の当初の金利更改の下限 条件緩和前の今回の金利更改の上限 条件緩和前の今回の金利更改日 条件緩和前のインタレスト・オンリー条項 減免された元本額と金利 条件緩和が行われた回数
オプション ARM	リキャスト後の支払い方法(オプションARMの場合) 当初の最低支払い金額(同上)		住宅の所有形式(自己所有or短期または長期のリース) 自治体が所有している場合の所有形式
プリペイメント・ペナルティ	プリペイメントのペナルティの種類(簡易類型と詳細類型) ペナルティの有効月数 厳しいペナルティの適用月数(ハイブリッド・ペイメント・ペナルティ)		住宅が製造された年数 HUDコードを遵守しているか 明細上の価格
借手	中心的な借手(primary borrower)のID 担保としている不動産の数 返済義務を負う借手の数 借手が自営業であるか	マニユファク チャード・ ホーム	明細上の価格と所得の比率 税金等を差し引いた明細上の価格 税金等を差し引いた明細上の価格と所得の比率 製造者の名前 製造モデルの名称 頭金の資金原資 貸手が自治体の関係者であるか 引受基準が明確か 担保の分類(動産or不動産)
借手の要件	元利払い以外の毎月の支払い金額 中心的な借手と二次的な借手(co-Borrower)の就業年数 借手が現住所に居住した年数 使用されているFICOスコアのモデル 直近のFICOスコアの取得日 主たる賃金労働者のFICOスコア 主たる賃金労働者に次ぐ賃金労働者のFICOスコア		

(出所) ASF より、野村資本市場研究所作成

別表2 RMBS レポーティング・パッケージの概要

大項目	小項目	大項目	小項目
ローン会計・送金データ	報告日付	損失軽減のためのローン条件の緩和	上記のステップアップが上限に達すると想定される日付
	期末残高		条件緩和をした時点でのサービサーの元利払い以外の立替金額
	スケジュール通り支払いがなされている場合の残高		条件緩和をした時点での立替の回収にかかるサービシング料
	次回の返済日		住宅ローン条件変更プログラム(HAMP)の下での条件緩和
	現在の元利払いと金利		HAMPの下での最後の元利払い日
	金利更改により次回から適用される金利(ARMの場合)		HAMPのインセンティブが借手のデフォルトにより終了した日付
	金利更改による金利が適用される日付(同上)		HAMPの下で財務省、ファニーメイがサービサーに支払った金額
	次回の金利更改における元利払い金額(同上)		HAMPの下でのボーナスインセンティブに適合性と支払いの有無
	次回の支払い金額の変更が行われる日付(同上)		HAMPの下での財務省、ファニーメイからの補助金
	オプションARMであるか		HAMPを適用することで発生する管理費用
借手がオプションを行使しているか(オプションARMの場合)	据え置き金額を含めた期末残高		
月次の総返済額	住宅価格の下落によって生じるアモチゼーションへの支払い		
約定元本額	差し押さえ	弁護士による照会日	
繰上げ返済金額と、金利の調整		最初の法的行動が行われた日付	
サービサーへの手数料を引いた金利		競売予定日、実施日	
回収された元本と金利の合計		差し押さえの遅れの理由	
サービサーの元利払いの立替の方法		競売が有効になる日付	
元利払い、保険、税金以外への立替の総額		競売でのサービサーの入札額	
税金と保険の支払いの立替の総額		競売の取りやめ日と理由	
サービサーが災害保険を掛けているか		競売を取りやめて第三者へ売却した価格	
サービサーによる元利払い立替の停止日		裁判所が債権者を支持する判決を下した日付	
ローンの残高がゼロになった日付と理由		競売の情報が公表された日付	
ローンが買い戻された理由	サービサーが借手に通知を送った日付		
表明・保証違反等で返済されたローン(ローンが清算された場合)	推定される競売実施日		
回収されたプリペイメントのペナルティの金額	破産	申請日、申請番号、申請理由	
回収されていないプリペイメントのペナルティの金額と理由		申請後の支払い期限	
サービサーのID		契約上のローンの満期	
詐欺行為による損失の金額		借手がローンを破産から除外しているか	
破産、災害による損失の金額		破産管財人への支払いが行われているか	
完済までに支払われた金額(ローンが清算された場合)			
金利更改による変動			
手数料		上記が適用される場合の調整額	直近のリステイングを行った日
		サービサーへの手数料	現行のリステイング金額
		軍人市民保護法(SCRA)が適用されるか	受用された売却金額
	サービサーの手数を引いた金利	売却金額が受用された日付	
	延滞についての報告の形式	当初のリステイングの日付と金額	
	延滞理由(延滞がある場合)	清算手続き	
	直近1年間の延滞履歴	最終的な売却価格	
	回収されていない延滞手数料の総額	月次と累積の損失金額	
	延滞の状態(延滞がある場合)	次回までの回復金額	
	延滞に対する措置(同上)	サービサーが借手に立ち退きを求めた日付	
上位抵当、下位抵当の残高(上位抵当がある場合)	借手の立ち退きが完了した日付		
ローンパフォーマンス	サービサーが行っている損失軽減の方法	売却が完了した日付け	
	ローンの条件緩和の開始日、終了日	差し押さえが終了した日付と理由	
	新たな返済計画の開始日、終了日	モーゲージ	
	新たな返済計画を履行できなくなった日付	サービサーが申請した日付と金額	
	代物弁済(Deed in Lieu of Foreclosure)の実施日	支払われた日付と金額	
	損失軽減策の終了日と理由	無効となった日付	
	不動産の任意売却が認められる金額	モーゲージ保険申請	
	条件緩和の期限		
	条件緩和が行われている時点の残高		
	元本の調整額		
条件緩和前後の金利			
条件緩和前の元利払い			
条件緩和後の変動金利の上下限			
条件緩和前後の初回の金利更改の下限			
条件緩和前後の金利更改の上限			
条件緩和前後の支払いの上限			
条件緩和後の元利払い			
条件緩和前後の満期日			
条件緩和前後の金利更改の期間			
条件緩和前の金利更改の日付			
条件緩和後の次の金利更改の日付			
総収入に対する住宅維持費の比率			
所得証明のための税金還付の書類が取得できているか			
総収入に対する債務の支払いの比率			
条件緩和前後のインタレストオンリーの期間			
条件緩和後のバレン支払い金額			
支払いが免除される元本と金利			
当期に支払いが免除される元本と金利			
当期に支払いが繰り延べられる元本			
支払いが繰り延べられる元本			
支払いが繰り延べられた元本で当期に回収した金額			
当期に支払いが繰り延べられる金利と手数料			
支払いが繰り延べられた金利と手数料			
支払いが繰り延べられた金利と手数料で当期に回収した金額			
条件がすでに緩和されているか			
支払いが免除された立替の総額			
条件緩和後の支払い調整日			
条件緩和でARMのパラメーターが変更されているか			
ローンの条件緩和で金利のステップアップが要求されているか			
上記のステップアップの上限			
損失軽減のためのローン条件の緩和	損失軽減策	対象物件	
	モーゲージ	借手に関する情報	
	保険申請	ローンIDに関する情報	
		損失申請	
		損失回復	
		非公開情報(格付会社あるいは投資家に非開示)	

(出所) ASF より、野村資本市場研究所作成