

わが国金融市場の変貌と証券化市場の方向性

赤井 厚雄

(モルガン・スタンレー証券会社)

わが国の金融市場では、1990年代のバブル崩壊とそれに続く不良債権処理に明け暮れた「失われた10年」を経て、不動産などの資産の価値に注目した資産金融手法が急速に普及した。

証券化商品という形をとった直接金融は、それまで企業や家計のバランスシートの中に埋没していた資産の価値に光をあて、キャッシュフローに基づく資産価値の再評価プロセスを通じて、資産価値の極大化・資産の有効活用を誘導し、資産市場の行き過ぎた投機市場化を抑制し、従来のコーポレートファイナンスの手法のみによっては行い得ない信用創造機能を果たすという重要な側面を持っている。

また、わが国不動産市場のストックは米国に次いで世界第2位、東京のオフィス市場の規模はロンドンやニューヨークをはるかに上回る。わが国の金融市場の国際競争における戦略優位性を考えるにあたって、そうした「資源」の優位性などの所与の好条件に比して証券化市場はまだまだ過小であり、社会資本の整備・都市インフラの更新と表裏一体のものとしての不動産証券化市場の役割には大きなものがあるといえる。

そうした中、わが国では従来金融機関が証券化商品投資家の中心であることが制度的に前提とされてきた。資産流動化法の特定目的会社が非課税の導管体として認められるためには、特定社債の購入者が適格機関投資家でなければならず、旧証取法の適格機関投資家概念は金融機関を中心とするものであった。そのために資産市場と間接金融市場はリスク遮断されるどころか証券化を通じて再び強く結び付けられるというパラドキシカルな状況を生んでいる。

一方で、米国におけるサブプライム住宅ローンは、証券化市場を通じた資金調達の中でもABS-CDO、ABCPコンデュイットなどの二次証券化商品の増加に支えられてきた面があり、こうした二次証券化商品を通じた短期資金の流入が問題の遠因であることが理解できる。わが国の不動産証券化市場には二次証券化のニーズは多くないが、短期資金が中心という意味で米国のサブプライム証券化市場と似たシステミックリスクを内包するという構図がある。

本報告では、わが国証券化商品市場に内外の長期資金を呼び込み、証券化商品市場の成長を通じて金融市場の競争力を強化していくために行うべき市場環境整備の方向性につき検討を行う。