

# 株式市場の機能の再生－英国の考え方

信金中金月報掲載論文 編集委員

首藤 恵

(早稲田大学大学院 ファイナンス研究科教授)

2月半ばから3月にかけての6週間あまり、研究休暇でスコットランドのスターリング大学に滞在する機会を得た。短い期間ではあったが、出張以外で英国に滞在するのは、十数年前に1年間イングランドに滞在して以来初めてである。英国に行くたびにづくづく思い知らされるのだが、英国は、イングランド、スコットランド、ウェールズ、北アイルランドからなるユニテッド・キングダムであり、とりわけイングランドに対するスコットランドの独立意識と対抗意識は高い。「私はイングリッシュだから」とか「彼はスコットランド人ではないから」という前置きで、話が始まることがしばしばある。相手を皮肉っているようで、相互の気質の違いを認め合っている。

今のスコットランド人の関心の一つは、北海油田を経済的基盤とするスコットランドの独立構想とそのための国民投票であった。心情的には賛成だが現実的には独立国家としてやっていけるかどうかには残念ながら懐疑的である人が多い。一方、イングリッシュは「独立したければどうぞ」と冷淡だが、英国全体としても北海油田を失うわけには行かないことを認めざるをえないという風で、おそらく独立は難しいというのが一般の見方のようである。

スコットランド人は質実剛健で不屈であることを誇りとし、よく言えば儉約家、悪く言えば「けち」が特質と言われてきた。古くから経済や金融への関心が高く、「経済学の祖」であるアダム・スミスはグラスゴー大学で教鞭をとっていたし、投資信託の発祥の地としても知られている。また、3つの大手商業銀行は、いまだに発券銀行としてスコットランド・ポンドを発行しており、おなじみのものと図柄が異なる紙幣やコインが使われている。これも独立意識の表れであろうか。スコットランド・ポンドは、もちろん英国全土で通用するのだが、10年ほど前にイングランドで使おうとしたところ、店の主人にこれほどの紙幣かといぶかしがられた。他の客が加わって議論が始まったので、これは嫌がらせではなく本当にそれまで見たことがなかったようである。

発券銀行の一つであり国際的にも著名なロイヤル・バンク・オブ・スコットランド銀行(RBS)は、08年のリーマン・ショックの際に英国政府から455億ポンドの税金の注入を受けた。エジンバラにある巨大な本社ビルの前を通ったとき、この銀行はかつてRBSビル、今では「私たちの銀行」と呼ばれていますという、いかにも英国流のユーモアたっぷりの説明を受

けた。その銀行が、今年の年初に投資銀行部門の責任者と従業員に過去最大の報酬を支払ったことで、英国中で物議をかもした。しかも、同銀行はLIBORの操作に加担していたことから、巨額の罰金の支払いを命じられてもいる。

金融サービス業の究極の機能は、金融取引の不確実性と情報の非対称性がもたらすリスクとコストを軽減して経済活動を支え促進させることである。不確実性と情報格差を基盤とするビジネスゆえに、専門的能力や技能のみならず自己規律と信認の構築に競争の基盤がある。08年以降の一連の不祥事によって、RBSを始めとする英国の名だたる金融機関の信認に傷がつき、世界の銀行市場のコア・マーケットであるロンドン市場の信頼が大きく揺らいでいる。

前置きが長くなったが、2月半ばにエジンバラ大学で、「金融サービス業はなぜそれほど利潤が高いのか」というテーマのシンポジウムがあった。キー・ノート・スピーカーは、同大学出身でロンドン大学やオックスフォード大学の教授であるジョン・ケイ氏であった。同氏は、12年7月、英国政府の諮問を受けて、株式市場改革に関する報告書（Kay Review）をとりまとめ、世界中の金融関係者から注目を集めた。<sup>ひょうひょう</sup>飄々とした語り口で、専門業者としての基本原理を欠いたリーマン・ショック前後の大手金融機関の無節操な行動を、痛烈に批判した。

経済活性化は、企業のイノベーションに依存し、それを支える投資家に成果をリターンとして手渡す役割こそが、株式市場の基本的機能である。実際には、株式投資チェーンを形成する機関投資家、運用マネジャー、企業の取締役の間における信頼関係の喪失が、金融取引の視野を短期化し英国企業のイノベーションと競争力を削いでおり、最終的な資金の出し手である家計が手にする価値を損なっているとして、専門業者と企業経営者の双方におけるインセンティブの歪みを正す株式市場改革について具体的な提案を提示した。政府は最終報告を受けて、同年12月、13年夏には制度・規制改革として具体化して行くことを表明した。

Kay Reviewに関して、日本でも一部の運用関係者が関心を示しているものの、金融関係者一般の間で大きく取り上げられていない。同報告は、金融の最終的な目的とは何か、専門業者は何のために誰のためにあるのか、基本原理に回帰して株式市場の制度改革を議論している。これは、1990年代以降、英国の金融制度とコーポレート・ガバナンスの改革をめぐる議論に共通するアプローチである。

金融サービス業は、情報の非対称性ゆえにインセンティブの歪みに常にさらされている。絶えざるイノベーションと競争のスパイラルは、新たなインセンティブの歪みと制度の欠陥を明らかにするプロセスでもある。世界に冠たる金融センターを有する英国で相次ぐ金融不祥事に対して、「英国でも、英国ですら…」という見方もあろうが、常に金融の基本原理に立ちかえって議論し、真正面から制度改革の方向を明確にするという姿勢は敬服に値する。今回のスコットランド訪問は、英国の多面性と金融システムの根底にある強さをあらためて思い出させるものであった。