

英国における成長資本供給の拡大策¹ —IPO 市場の活性化や DC スキームの活用をめぐる議論—

磯部 昌吾、中村 美江奈

【 要 約 】

1. ブレグジット（英国の欧州連合（EU）離脱）に伴う EU との貿易協力協定交渉の決着を得た現在、英国では今後の経済成長を担う成長資本供給の在り方を巡る検討が相次いでいる。
2. 背景には、ロンドン証券取引所における新規上場の低迷や有力なテクノロジー企業が育っていないという実状、更には新型コロナウイルス禍（コロナ禍）による成長資本供給の不足が懸念されていることがある。
3. こうした中で、英国財務省は、①新規上場の拡大を目指した上場制度のレビュー（UK listing レビュー）、②長期資産投資の促進を目的とした新たなファンド形態（長期資産ファンド（LTAF））の立ち上げ、③フィンテック企業の成長を支援する独立フィンテック戦略レビューを通じて成長資本供給における制度面での課題を洗い出そうとしている。
4. とりわけ、英国財務省を含む英国政策当局は、英国において拡大する確定拠出型年金（DC）スキームが、成長資本の供給源となることへの期待を高めている。既に官民の取り組みがあるところ、英国政策当局は、DC スキーム規制の見直しや、DC スキームを含む個人投資家による幅広いプライベート市場投資を可能にする LTAF の導入の検討等を行っている。
5. コロナ禍によって進む英国企業の構造変化を成長資本供給によって後押しできるかは、英国の経済成長にとって重要なポイントとなるだろう。EU に束縛されない制度設計の柔軟性と機動性を得た英国がどのように有効な施策を実行できるのか、今後も注目といえよう。

野村資本市場研究所 関連論文等

- ・ 神山哲也・岡田功太「変貌を遂げる米国の IPO-SPAC 及びダイレクト・リスティング」『野村資本市場クォーターリー』2021 年冬号。
- ・ 磯部昌吾「コロナ禍で過剰債務を抱える英国の中小企業—資本構成の再構築を提言するシティ UK—」『野村資本市場クォーターリー』2020 年秋号。
- ・ 神山哲也「英国確定拠出型企業年金における自動化の取り組み —加入率の向上と運用の効率化に向けて—」『野村資本市場クォーターリー』2014 年春号。

¹ 本稿の内容は、2021 年 2 月 9 日時点の情報に基づいている。

I 英国において課題となる成長資本供給

ブレグジット（英国の欧州連合（EU）離脱）に伴う EU との貿易協力協定交渉の決着を得た現在、英国では今後の経済成長を担うスケールアップ企業（成長企業）に対する成長資本の供給の在り方を巡る検討が相次いでいる。ここでいう成長企業とは、過去 3 年で売上高又は従業員数が年率 20% 超増加した企業のことを指す。英国にはこのような成長企業が 2018 年時点で 3.4 万社あり、350 万人の雇用と 1 兆ポンドの売上高を生み出している²。新型コロナウイルス禍（コロナ禍）で低迷する英国経済を回復させるためにも、成長企業の更なる発展を後押しすることの重要性は益々高まっている。

英国は欧州でも有数のベンチャー企業大国であるものの、それを下支えする株式市場の成長資本の供給機能については従来から課題が指摘されてきた。加えて、コロナ禍によって成長企業投資には以前よりも高いリスクが認識される局面にある。また、投資家側においても、英国の個人が保有する年金資産が 2020 年第 3 四半期には 1997 年対比で 3 倍の 3.4 兆ポンドまで増加しており、低金利環境が続く中で、リスクとのバランスを取りつつ、投資リターンを確保する方法を模索する動きが強まっている。そうした中で、年金の制度面においても、確定給付型年金から確定拠出型年金へシフトが進んでいることから、ベンチャー・キャピタルやプライベート・エクイティに対する資金の出し手の構造変化に対応する必要性も生じている。

本稿では、英国企業に対する成長資本供給の現状を踏まえた上で、英国政策当局がその在り方を巡って相次いで開始した検討について概説する。

II 英国における成長資本供給の現状

1. コロナ前から生じていた非上場株式への投資拡大と IPO の低迷

近年、英国では、非上場企業株への投資が大きく増加しており、2019 年には年間 1,751 件のディールによって 120 億ポンドの投資が行われてきた（図表 1）³。英国プライベート・エクイティ／ベンチャー・キャピタル協会（BVCA）の加盟業者からは、2010 年対比で 4 割増となる年間 28 億ポンドのベンチャー及びグロース・キャピタル投資が 1,037 社に対して行われたほか⁴、一部はこれらと重複すると考えられるものの、クラウド・ファンディングを通じて 422 社に対して 2.3 億ポンドの投資が行われる等してきた⁵。

他方で、それとは裏腹にロンドン証券取引所（LSE）の新規上場（IPO）は低迷してい

² 従業員数が 10 名以上の企業が対象。内訳は、従業員数が年率 20% 超増加した企業が 1.4 万社、売上が年率 20% 超増加した企業が 2.7 万社となっている、なお、両者の数値には重複があり、いずれにも該当する企業が約 7 千社存在する。詳細については、ONS, “High growth by district and industry”, 9 January 2020. を参照。

³ Beauhurst, “The Deal, Equity investment in the UK 2019”, 11 February 2020.

⁴ ベンチャー及びグロース投資の数値。BVCA, “BVCA Report on Investment Activity 2019”, July 2020 及び BVCA, “BVCA Private Equity and Venture Capital Report on Investment Activity 2012”, May 2013 を参照。

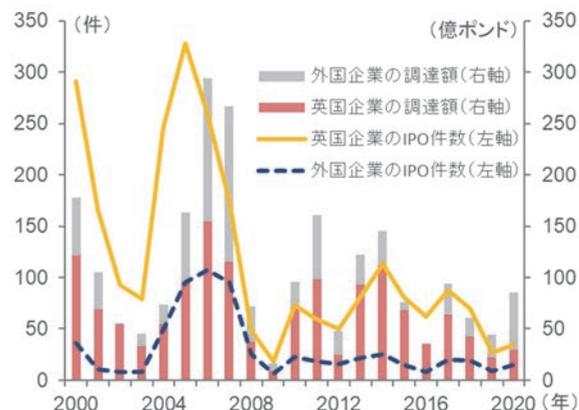
⁵ Beauhurst, “Following the Crowd, The State of UK Crowdfunding 2020”, 20 August 2020.

図表1 英国の非上場企業の資本調達



(注) 数値は外部公表されたものがベース。
(出所) Beuhurst より野村資本市場研究所作成

図表2 LSEのIPO件数・調達額



(注) 2020年までの数値。
(出所) LSE より野村資本市場研究所作成

る。英国企業の IPO は、年間件数と調達額のいずれも低水準の状態が続いている（図表2）。上場企業数で見ると、2020年末には2010年末対比で26%減の1,944社まで減少している。特に、成長企業向けの AIM（Alternative Investment Market）には、2007年末に約1,700社が上場していたが、現在ではほぼ半減している。海外企業の方が低下の度合いが大きい、AIMに上場している英国企業の数も、2020年末には2007年末対比で640社減の707社まで落ち込んでいる。

2. 有力なテクノロジー企業が育っていない英国の株式市場

英国の IPO 市場が精彩を欠く1つの要因として、有力なテクノロジー企業が英国の取引所には見られないことがある。米国では、GAFAM（グーグル、アップル、フェイスブック、アマゾン・ドット・コム、マイクロソフト）というテクノロジー企業が飛躍的な成長を遂げ、時価総額の上位銘柄を独占するに至っている。これに対して英国では、GAFAMに匹敵するようなテクノロジー企業は未だ育っていない（図表3、4）。

それどころか、一部の英国のテクノロジー企業が海外市場で上場する事例も出ている。米国では、テクノロジー企業の創業者が支配権を維持するために、行使できる議決権数が異なる複数の株式クラスを持つ「デュアルクラス・ストラクチャー」の形態で上場するケースが多々ある。これに対して LSE は、英国の主要企業が上場するプレミアム・セグメントにおいてこうした形態を持つ企業の上場を認めていない⁶。そうした中で、高級

⁶ FCA のプレミアム上場原則 4 では、1 種類超の株式クラスを持つ場合には、各クラスの株式の合計議決権が、そのクラスの相対的な持分に比例することを求めている。その背景として、FCA は、支配が少数の株主集団に帰するように、異なる議決権を持つ複数のクラスを含んだストラクチャーを意図的に作り出すことを防ぐためであると述べている。FCA, “Policy Statement PS14/8, Response to CP13/15 –Enhancing the effectiveness of the Listing Regime”, May 2014.を参照。

図表 3 米国の時価総額上位 15 社

| 企業名 | ICBセクター名 | 時価総額 (億ドル) |
|--------------|-------------------|---------------|
| アップル | テクノロジー・ハードウェア・機器 | 22,560 |
| マイクロソフト | ソフトウェア・コンピュータサービス | 16,816 |
| アマゾン・ドット・コム | 一般小売 | 16,342 |
| アルファベット | ソフトウェア・コンピュータサービス | 11,853 |
| フェイスブック | ソフトウェア・コンピュータサービス | 7,780 |
| テスラ | 自動車・部品 | 6,689 |
| パークシャー・ハサウェイ | 非生保 | 5,437 |
| ビザ | 金融サービス | 5,270 |
| J&J | 医薬品・バイオ技術 | 4,143 |
| ウォルマート | 一般小売 | 4,078 |
| JPモルガン・チェース | 金融サービス | 3,873 |
| マスターカード | 金融サービス | 3,558 |
| P&G | 家財・住宅建設 | 3,450 |
| ユニテッドヘルス | 医療機器・サービス | 3,327 |
| ウォルト・ディズニー | メディア | 3,280 |

(注) 上場取引所と所在国のいずれもが米国である企業がベース。2020 年末の数値。

(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

図表 4 英国の時価総額上位 15 社

| 企業名 | ICBセクター名 | 時価総額 (億ポンド) |
|-------------------|-----------|----------------|
| ユニリーバ | パーソナル・グッズ | 1,154 |
| アストラゼネカ | 医薬品・バイオ技術 | 961 |
| リオ・テイント | 鉱業 | 920 |
| HSBCホールディングス | 銀行 | 772 |
| グラクソ・スミスクライン | 医薬品・バイオ技術 | 673 |
| ディアジオ | 飲料 | 673 |
| プリティッシュ・アメリカン・タバコ | タバコ | 621 |
| BP | 石油・ガス生産 | 517 |
| レキットベンキナー・グループ | 家財・住宅建設 | 466 |
| プルデンシャル | 生保 | 351 |
| レックス | メディア | 346 |
| ボーダフォン・グループ | 移動通信 | 325 |
| ロンドン証券取引所グループ | 金融サービス | 317 |
| ナショナル・グリッド | ガス・水道等 | 305 |
| アングロ・アメリカン | 鉱業 | 303 |

(注) 上場取引所と所在国のいずれもが英国である企業がベース。2020 年末の数値。

(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

ファッションのショッピング・サイトを運営するファーフエッチやソフトウェア会社エンダバは、いずれもロンドンに本社を構えるが、2018 年にニューヨーク証券取引所 (NYSE) への上場を選択した (両社の 2020 年末の時価総額は、それぞれ 217 億ドルと 42 億ドル)。両社とも、NYSE に上場した株式とは別のクラスの株式が議決権の大半を持つ形態で上場を果たしている。

なお、LSE においても、プレミアム・セグメント以外では、デュアルクラス・ストラクチャーを持つ企業の上場は認められている。ただし、その場合には、英国の主要株価指数である FTSE100 や FTSE350 を含む FTSE 英国指数シリーズの構成銘柄の対象外となるため、パッシブ運用の投資家からの投資資金を得られないことになる。そういったデメリットがありながらも、2020 年 9 月には、オンライン小売業者ザ・ハット・グループが、創業者のマシュー・モールドィング CEO に対して 3 年間は敵対的買収に実質的な拒否権を持つ特別株 (Special share) を与えた状態で、普通株をプレミアム・セグメントではなくスタンダード・セグメントに上場した⁷ (同社の 2020 年末の時価総額は 76 億ポンド)。モールドィング CEO は、敢えてスタンダード・セグメントへの上場を選択した理由として、英国での上場と敵対的買収からの自社の保護の両方を得たかったことを挙げており⁸、テクノロジー企業の経営者がデュアルクラス・ストラクチャーの持つ利点を重視している姿が窺える。

⁷ LSE には、ベンチャー企業向けの AIM と、プレミアム・セグメントへの昇格途上の企業向けのハイ・グロース・セグメント、最上位のプレミアム・セグメントがあるほか、主に海外企業向けのスタンダード・セグメントがある。スタンダード・セグメントでは EU が定める最低基準の順守を求めているのに対して、プレミアム・セグメントでは EU の最低基準よりも厳しいコーポレート・ガバナンス要件を満たすことが求められる。

⁸ LSE, “THG £1.88bn tech IPO comes to London, THG: the founder’s story”, 16 September 2020.

このほか、直近に米国において IPO が急増している特別目的買収会社 (SPAC)⁹も、英国企業の資金調達に影響を与えている。2020年10月と11月には、英国のスポーツ・データ管理会社ジーニアス・スポーツ・グループと電動バス・メーカーArrivalが、米国のSPACとの統合を通じてそれぞれNYSEとナスダックに上場すると相次いで発表し、英国の有力なテクノロジー企業がSPACを通じた米国上場という選択肢を持っていることを示した(両社の統合後の企業価値は、それぞれ15億ドルと54億ドルと評価)。

また、同じく10月と11月には、英国の複合企業ヴァージン・グループと英国を含む欧州で主に投資を行うPEファームであるインベストインダストリアルが設立したSPACが、それぞれNYSEに上場している。いずれのSPACも、買収対象を米国企業に限定していないことから、米国外への投資も想定した資金の調達先として、英国や欧州でなく米国の株式市場を選択した事例といえる。

株式のデュアルクラス・ストラクチャーやSPACの利用については、米国においても議論があるところであるが、いずれにせよ、その有用性に着目した英国の成長企業の一部が海外株式市場の活用を目を向ける状況が生まれている。

3. コロナ禍で懸念される成長資本供給の不足

英国経済は引き続きコロナ禍に直面しているが、2020年第3四半期の非上場企業株への投資は、金額ベースでは前年同期比1%減の27億ポンドを維持している¹⁰。もっとも、投資件数は前年同期比7%減の402件となり、3四半期連続の減少となった。特に第1ラウンドの調達件数は87件となり、2011年以降で最低水準となったことから、外部からの資本調達に初めて取り組む企業にとっての市場環境は悪化していると見られる。

また、IPOによる資本調達も芳しくない。前述のとおりLSEにおけるIPOは低迷しており、2020年の英国企業のIPOの年間件数・調達額は、それぞれ35件と30億ポンドに留まった。これらの数値の中には、企業投資を行う投資会社(インベストメント・トラスト)¹¹のIPOも含まれているが、英国企業への投資を謳ったインベストメント・トラストのIPOも苦戦を強いられている。2020年秋には、コロナ後の長期的な英国企業の成長に期待して投資を行う3銘柄のインベストメント・トラストがLSEへの新規上場を図ったが、投資家からの需要が十分に集まらずに2銘柄が上場を断念した。また、残りの1銘柄であったシュローダー英国オポチュニティ・トラストも、上場企業と非上場企業に半々で投資を行うことを謳っていたが、調達額は目標の3分の1程度に留まった。

こうした状況の中、英国政府は、企業の成長とイノベーションを支援するための応急策として、官民の共同投資スキームであるフューチャー・ファンドを2020年5月から導入

⁹ 米国のSPACの概要については、神山哲也・岡田功太「変貌を遂げる米国のIPO-SPAC及びダイレクト・リスティング」『野村資本市場クォーターリー』2021年冬号を参照。

¹⁰ Beauhurst, "Equity Investment Market Update Q3 2020", 15 October 2020.

¹¹ 英国のファンド形態のうちの1つ。一般の株式会社と同様に上場審査を経て取引所に上場して投資資金を調達している。英国の投資会社全体では、2020年末時点で2,291億ポンドの総資産を有している。

してきた。フューチャー・ファンドでは、民間投資家からの少なくとも同額の資金調達等を条件として、英国政府が中小企業金融を専門とする国有の経済開発銀行である英国ビジネス・バンク（BBB）を通じて、最大 500 万ポンドの 3 年満期の株式転換条項付ローンを提供する。株式への転換は、満期時やイグジット、新たな資金調達ラウンドを行う場合等に実施される。提供実績は、2021 年 1 月 24 日までに、1,055 件に対して合計 10.1 億ポンドに上る。

コロナ禍の影響により、成長企業の資金ギャップは更に悪化することが懸念されている。ここでいう資金ギャップとは、①成長企業の発展に必要な資金需要と、②市場からの資金供給の間の乖離のことである。英国の非営利組織スケールアップ研究所等の推計¹²によると、従来から資本を含む構造的な資金ギャップが年間 50～100 億ポンドに上っていた。高い成長力を持つ中小企業は、年間 400 億ポンドに近い投資を行っていると言われていることから、従来から相応の資金ギャップを抱えていた状態であった。これに加えて、コロナ禍による資金供給の低下によって、2020 年第 2 四半期から 2021 年第 1 四半期において 75 億ポンドの資金ギャップが更に生じると見込まれている。

逆に言えば、これらの資金ギャップを解消すれば、英国経済全体の成長に大きく貢献するとも考えられる。前述のスケールアップ研究所等の推計では、資金ギャップの解消によって、英国企業全体の投資が 10～20%増加し、300 万人程度の雇用創出をもたらす可能性があるという。また、長期的には生産性の改善による経済効果も期待できる。

コロナ禍によって大きな打撃を受けた英国経済の回復が急務となる中では、高い成長力を持ち、雇用を拡大できる見込みがある成長企業への支援は益々重要になっている。加えて、英国では、ブレグジットへの対応という観点からも、今まで以上に国内外の資金を効率的かつ効果的に成長企業への投資に振り向けることが必要となっている。

III 英国における成長資本供給の在り方についての検討

1. 相次いで検討を始めた英国財務省

英国における成長資本供給の在り方を巡る議論は、2016 年 6 月のブレグジットの国民投票の結果を踏まえて以前から行われてきた。英国政府は、2016 年 11 月には、イノベーション企業に成長に必要な長期資本（Patient Capital）を得られる場としての英国を強化するべく、金融制度の企画立案を担う英国財務省が主導する検討（ペイシエント・キャピタル・レビュー）を行う方針を示した。

そして、その成果の 1 つとして、2018 年 6 月には、成長企業に対する民間投資家の投資を後押しするべく、英国の経済開発銀行である BBB の傘下にブリティッシュ・ペイシエント・キャピタルを設立した。ブリティッシュ・ペイシエント・キャピタルは、民間のベンチャー・ファンドに対して投資を行い、それを民間投資家から資金を誘引するための呼

¹² ScaleUp Institute, Innovate Finance and Deloitte, “The Future of Growth Capital”, 6 August 2020.

び水とすることを狙っている。10年間で25億ポンド（1案件あたり500万～1億ポンド）を投資することを目標に掲げており、実際に2020年3月までに累積で42件、10億ポンドのベンチャー・ファンド投資を行った実績がある。そして、それらは最終的に他の民間投資家からの48億ポンドの資金と合わさって、成長企業503社への投資に繋がっている。

もともと、英国企業に対する成長資本供給には引き続き課題があると認識されている。コロナ禍とブレグジットの両方を踏まえれば、英国経済を活性化するための施策が増々問われるようになっており、英国財務省は、あらためて成長資本供給の在り方を検討している¹³。

第一に、LSEにおけるIPOの低迷を踏まえて、2021年初めまでに新規上場の拡大を目指した上場制度のレビュー（UK listing レビュー）を実施する方針である。UK listing レビューでは、タスクフォースを設立し、LSEのプレミアム・セグメントにおけるデュアルクラス・ストラクチャーを持つ企業の上場容認や、25%に設定されている浮動株比率規制やセカンダリー上場規制の見直し等を検討する予定である。

第二に、長期資産投資を促すべく、英国規制における新たなファンド形態として後述する長期資産ファンド（LTAF）の立ち上げを1年以内に行う方針である。2020年11月には、イングランド銀行（BOE）と英国金融行為監督機構（FCA）とともに、プロダクティブ・ファイナンス促進に向けた民間ワーキング・グループの設立を発表し、2021年1月26日に初回会合を開催した。同ワーキング・グループは、生産能力や持続的な成長に貢献する投資の促進を狙いとしている。そして、その具体的なテーマの1つとして、主に確定拠出型年金（DC）スキーム等の資金による長期資産投資を促進する手段という位置づけでLTAFの導入を検討する予定である。

第三に、フィンテック企業の成長を支援する独立フィンテック戦略レビューを通じて2021年に提言を行う予定である。独立フィンテック戦略レビューでは、①英国のフィンテックの成長に必要なリソースの確保、②フィンテックが提供するソリューションが幅広く採用される環境の形成、③金融における技術革新・変革に向けた英国のフィンテックの名声の向上を目標とした検討を目下行っている。

こうした検討を通じて、英国財務省は、成長資本供給の仲介機能を担う株式市場を活性化するとともに、成長資本の供給側と需要側のそれぞれが抱える制度面での課題を洗い出そうとしている。とりわけ、財務省を含む英国の政策当局は、成長資本の供給源の1つとしてDCスキームへの期待を近年高めている。

¹³ HM Treasury, “Chancellor sets out ambition for future of UK financial services”, 9 November 2020.及び HM Treasury, “Chancellor statement to the House – Financial Services”, 9 November 2020.

2. 確定拠出型年金（DC）の資金活用への期待を高める英国政策当局

1) 資産規模を拡大する DC スキームの活用可能性

英国の職域年金は、2018 年時点で確定給付型年金（DB）の運用資産残高が 2.1 兆ポンド¹⁴であるのに対して、DC スキームは 4,600 億ポンドとなっており、金額では DB の方が大きい。もともと、近年は DB の新規加入を停止する企業が増えており、加入者数は DB が 1,830 万人であるのに対して、DC スキームは 2,240 万人に上る。DB の現役加入者の割合が 8%に留まることから、将来的に DB から DC スキームへの移行は更に進むと予測されている¹⁵。

特に、英国では、就業者の職域年金への加入を拡大するために 2012 年から自動加入制度を施行し、雇用主に従業員に対する年金プランの提供を義務付けている。その上で、自前の提供が難しい中小・零細企業が存在することを踏まえて、DC スキームを提供する国家雇用貯蓄信託（NEST）を受け皿として創設してきた¹⁶。NEST には、2020 年 12 月時点で 950 万人が加入している。こうした経緯がある中で、職域年金としての DC スキームは急拡大しており、2025 年までに運用資産残高が 1 兆ポンドに増加するとの試算もある¹⁷。このほか、DC スキームには、職域年金以外に自己投資型個人年金（SIPP）等があり、その運用資産は 6,000 億ポンドに上る。

DC スキームの存在感が増す中で、英国の政策当局は、その資金力と長期運用という性質への期待を高めている。そして、それが DC スキームを成長資本の供給源とすべく制度面から後押しするという動きに繋がっている（図表 5）。

具体的には、英国財務省は、前述の英国政府の方針を踏まえて企業の成長に必要な長期資本（patient capital）の供給を促進すべく 2017 年からペイシエント・キャピタル・レビューに具体的に着手したが、そこでは、DC スキームによる長期資本の提供を含む非流動性資産への投資が意見募集の 1 つのテーマとなった。他方、本来、DC スキームには加入者の利益のみのための運用・運営が求められる。その論点も踏まえ、2018 年 10 月には、年金規制局（TPR）が、DC 実務規範（DC Code of Practice）に係る運用ガバナンスのガイダンスを改定し、DC スキームがそうした投資を行うことが可能である旨を明確化した¹⁸。このガイダンスでは、年金という性質を踏まえれば多くの加入者は短期的には流動性を必要としておらず、過度に流動性資産を組み入れることでむしろ投資リターンや分散投資の機会を逃しかねないと指摘している。その上で、DC スキームの理事会及び管理者は非流動性資産への投資を行うにあたっては、

¹⁴ IA, “Investment management in the UK 2019-2020”, September 2020.

¹⁵ ONS, “UK pension surveys: redevelopment and 2019 results”, 29 June 2019.

¹⁶ NEST については神山哲也「英国確定拠出型企業年金における自動化の取り組み—加入率の向上と運用の効率化に向けて—」『野村資本市場クォーターリー』2014 年春号を参照。

¹⁷ HM Treasury, “Policy paper Budget 2018”, 29 October 2018（試算の原典は、Spence Jonson Market Intelligence, “UK Defined Contribution: Looking Beyond the Passive Approach”, 2016.）

¹⁸ TPR, “Managing DC benefits (4. Investment governance)”, October 2020.

図表 5 英国における DC スキームの資金活用を巡る施策の検討

| 時期 | 政策当局等 | 概要 |
|-------|-------------|---|
| 2017年 | 財務省 | <ul style="list-style-type: none"> ▶ 政府の方針を踏まえてペイシエント・キャピタル・レビューに具体的に着手 DC スキームによる長期資本の提供を含む非流動性資産への投資を後押しするべく意見募集を実施 ▶ 資産運用業界の幅広い課題を検討するべく官民のメンバーで構成されるアセット・マネジメント・タスクフォースを設立 |
| 2018年 | TPR | <ul style="list-style-type: none"> ▶ DC 実務規範に係る運用ガバナンスのガイダンスを改定 ・ DC スキームによる長期資本の提供を含む非流動性資産への投資が可能である旨を明確化 ・ 投資前の十分なデューデリジェンスの実施や、DC スキームの目的や加入者プロフィールに鑑みた適切な投資の規模・期間・流動性の考慮等の要件を提示 |
| 2019年 | 英国投資協会 | ▶ 財務省のアセット・マネジメント・タスクフォースからの検討要請を踏まえて、新たなファンド形態として長期資産ファンド (LTAF) の導入を提案 |
| | BBB | ▶ 財務省指示の下、DC スキームによる成長資本への投資を考察したペーパーを公表。DC スキーム、特にデフォルト戦略におけるベンチャー・キャピタル投資の障壁を分析。ベンチャー・キャピタルの手数料体系を見直す必要性も提言 |
| 2020年 | FCA | ▶ ユニット・リンク・ファンド (注) 規制を改定。インフラや未上場証券等への投資制限を緩和 |
| | DWP | ▶ DC スキーム加入者のパフォーマンス向上を目的とした規則案を発表 |
| | 財務省・BOE・FCA | ▶ プロダクティブ・ファイナンス促進に向けた民間ワーキング・グループの設立を発表。英国規制における新たなファンド形態として LTAF の導入を検討中 |

(注) 保険証券 (insurance policy) に連動するファンド・タイプの合同運用商品 (pooled investments) を組み入れ、リターンは運用収益に応じて変動する保険商品。DC スキーム加入者の多くが利用。

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

投資前に十分なデューデリジェンスを実施し、DC スキームの目的や加入者プロフィールに鑑みて、適切な投資の規模・期間・流動性を考慮すること等を求めている。

英国の DC スキームにおいても日本と同様に加入者が運用商品を選択できる制度設計が一般的であるものの、現実にはほとんどの資産がデフォルト・ファンドにより運用されており、デフォルト・ファンドは、加入者の年齢に応じたリスク・リターンを追求し分散投資を行うターゲット・デート型が主流と言える。例えば、FTSE350 企業の DC スキームのデフォルト・ファンド¹⁹では、退職 10 年前までは、株式や債券、マルチファンドへの投資割合が 9 割程度を占めており、キャッシュへの配分は退職後でも 3 割程度である。また、NEST では加入者の 9 割以上が最初に選択したファンドに留まるとされるが、NEST のデフォルト・ファンドは、ターゲット・デート型運用のリタイアメント・デート・ファンドである。

つまり、現行の英国の DC スキームでは、資金の多くがデフォルト・ファンドを通じて多様な資産クラスに分散投資されている。そして、それが、DC スキームを通じた成長資本供給の潜在的な拡大に英国政策当局が期待を高める背景となっていると理解できる。

¹⁹ コンサルティング会社のウイリス・タワーズワトソンによる FTSE 企業 224 社への調査。“FTSE 350 DC Pension Survey 2020”, June 2020, Willis Towers Watson.を参照。

成長企業への投資は相応のリスクを伴うために高い専門性を求められることから、個人が運用商品の選択を行う DC スキームにおいてどのような仕組みで馴染むものとするのかは大きな課題である。他方で、従来の運用商品とは異なるリターンが得られる可能性があり、かつそこに経済成長に繋がるような資金需要があるのであれば、解決策を模索する価値は大いにあるだろう。英国はこうした検討が求められる状況に直面していると言える。

2) DC スキームにおけるプライベート投資の取り扱い事例

政策当局による制度整備と相まって、民間金融機関においても、DC スキーム向けにプライベート投資商品を提供する資産運用会社が見れる等の動きが出ている。プライベート市場投資を専門として 1,090 億ドルを運用するスイスのパートナーズ・グループは、2015 年 8 月に米国 DC 向けファンドを立ち上げており、英国においても 2016 年 6 月に年金プロバイダーの投資プラットフォームを通じた DC 向けファンドの提供を開始している。

同社の英国における DC 向けファンドであるパートナーズ・グループ・ジェネレーションズ・ファンド (UK) は、2020 年 6 月末時点で 4.8 億ポンドの運用資産残高を有している。投資先の資産クラスでは、プライベート・エクイティが 31%、シニア・ローンが 24%、プライベート不動産・インフラが 18%、プライベート・デッドが 8% を占める。個別の投資銘柄を見ると、パートナーズ・グループが運用する別ファンドへの投資がその大半を占めていることから、他のファンド経由で間接的にプライベート投資を行う形となっている。解約は日次で可能であるが、一定以上の解約が生じた場合には解約を停止する仕組みとし、流動性を確保するために上場商品（インフラ、不動産、プライベート・エクイティ）を組み入れている。ファンドの形態には、UCITS よりも投資が認められる非流動性資産の範囲が広い非 UCITS リテール・スキーム (NURS) を採用している。

年間継続手数料は、運用資産額に対して最大 2.25% 又は 1.95%²⁰ である。英国では、2015 年職域年金スキーム規則²¹によって、デフォルト・ファンドに資金を振り向けている加入者から徴収できる管理・運用手数料を運用資産残高に対して年率 0.75% までに制限している。このため、DC スキームのデフォルト・ファンドにおいて他の低コスト・ファンドと合わせて組み入れることで手数料の上限規制をクリアすることを想定している。

また、DC スキームの側においても、デフォルト・ファンドの一部に非流動性資産への投資を組み入れる事例が出ている。前述した NEST は、多くの加入者が選択して

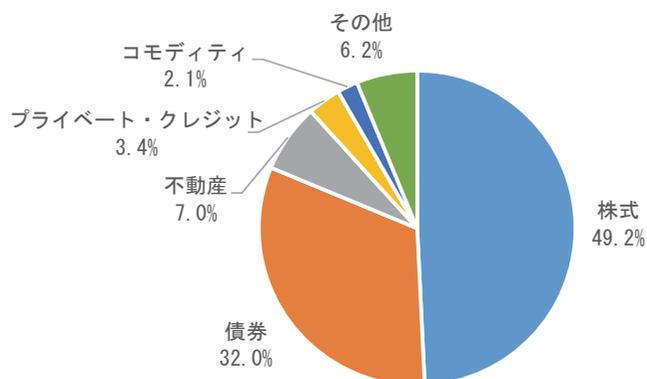
²⁰ 次の 2 種類の手数料体系がある。

①管理手数料（年率 1.85%）。その他の手数料と合わせて合計で年率 1.95% が上限。

②管理手数料（年率 1.25%）＋リターンに対して 10% のパフォーマンス手数料。その他の手数料と合わせて合計で年率 2.25% が上限。

²¹ Occupational Pension Schemes (Charges and Governance) Regulations 2015.

図表6 NESTの運用資産の投資先内訳（2020年9月末時点）



(出所) NESTより野村資本市場研究所作成

いる既定のデフォルト・ファンド（ターゲット・デット・ファンド）の資金の一部を、プライベート・デッド等プライベート・クレジット投資を行うファンドに振り向けている。その結果、NEST全体では、運用資産の3.4%をプライベート・クレジット投資が占めている（図表6）。

もともと、NESTは、DCスキームによる成長資本投資の有用性を認めつつ、コスト面で課題も挙げている²²。プライベート・クレジット投資や不動産投資と比較して、プライベート・エクイティ投資やベンチャー・キャピタル投資は一般的に管理コストが高い分、高い手数料をファンド・マネージャーに支払う必要があるからである。これらへの投資では、年間継続手数料に加えて成功報酬（パフォーマンス手数料）を求められるのが一般的である。

NESTは、その豊富な資金力と今後の運用資産拡大への期待を背景にして手数料を抑制する交渉力を持っているとしているが、それでもなおパフォーマンスが良いときには手数料がNESTの予算を超え得ると指摘している。

なお、NESTは、インフラ関連のエクイティ投資の拡大によって、プライベート投資の割合を2022年第1四半期までに15%まで引上げることが計画していると報じられている²³。NESTのプライベート投資責任者オニール氏は、投資コストの下落とNESTの資産規模拡大に鑑み、非流動性資産への投資を20%超まで引き上げる余力があるともコメントしており、将来的にはプライベート・エクイティへの投資も示唆している。

3) 制度面からの更なる後押しを進める英国政策当局

官民による取り組みはあるものの、DCスキームからの成長資本供給は未だ限定的と言わざるを得ない。その背景には、DCスキームの多くは小規模で、成長企業投資を含む多様な投資プロダクトや投資戦略の利用に必要なキャパシティや資金力に欠け

²² NEST, “DWP Investment Innovation and Future Consolidation – Consultation response from NEST Corporation”, 2019.

²³ “Nest plans bold expansion into private markets”, *Financial Times*, 10 January 2021.

るという点がある。また、DC スキームの投資対象においては、日次での取引や価格付けを共通慣行にしていることも、非流動性資産への投資においてはハードルになり得ると指摘されている。さらに、自動加入制度の DC スキームのデフォルト・ファンドについては、前述した年率 0.75% という規制上の手数料上限が、結果的に管理コストの高い資産クラスへの投資を阻む要因となっているともされる。

こうした状況がある中で、英国の政策当局は、DC スキームによる成長資本供給が進まない現状を打開すべく、更なる制度変更に取り組んでいる。

第一に、英国労働・年金省（DWP）は、2020年9月にDCスキーム加入者にとっての運用パフォーマンス向上を目的とした規則改正案を発表した²⁴。この中では、加入者利益の向上を図り、DC スキームの統合を後押しするべく、小規模な DC スキームの運営者であるトラスティに対して評価を求めた上で、適切な場合には統合を選択するよう促すことを提案している。英国には約 3,000 の DC スキームがあるが、加入者が 100 名を超えるのは全体の 3 分の 1 に満たない一方、1,300 の DC スキームは加入者が 12 名未満となっている。小規模な DC スキームが統合され規模の利益を確保できれば、非流動性資産を含む幅広い資産クラスへの投資を検討し得るキャパシティを獲得することも可能となる。また、2015 年職域年金スキーム規則を改正し、パフォーマンス手数料については変動が大きいことを踏まえて、デフォルト・ファンドに対する手数料の上限規制の柔軟な適用を提案した。

なお、DWP は 0.75% という手数料の上限水準についても別途レビューを行っていた。しかしながら、この点については 2021 年 1 月 13 日に、実際の手数料水準を調査したところ平均手数料が上限を下回る 0.48% であったことから、上限の変更は行わない方針を示した²⁵。

第二に、英国財務省・BOE・FCA は、前述したプロダクティブ・ファイナンス促進に向けた民間ワーキング・グループにおいて、英国規制における新たなファンド形態として LTAF の導入を検討する予定である。

LTAF は、低金利環境の下でプライベート投資への投資家の関心が高まる中で、もともと 2019 年に英国投資協会（IA）が提案していたオープン・エンド型ファンドである²⁶。英国には、個人投資家が投資可能なオープン・エンド・ファンドの枠組みとして、UCITS と NURS の 2 つがある。もともと、UCITS は投資対象を主に上場商品や他の UCITS/NURS に限定しており、非流動性資産への投資には不向きである。他方で、NURS は、EU 共通の枠組みとして EU 域外でも利用されている UCITS とは異なり²⁷、英国内での利用に主眼を置いた枠組みであるが、UCITS では投資できない不動産のような資産クラスにも投資できる。

²⁴ DWP, “Improving outcomes for members of defined contribution pension schemes”, 11 September 2020.

²⁵ DWP, “Government response: Review of the Default Fund Charge Cap and Standardised Cost Disclosure”, 13 January 2021.

²⁶ The Investment Association, “IA UK funds regime working group, Final report to HM Treasury Asset Management Taskforce”, 6 June 2019.

²⁷ 正確には、IA が提案を公表した時点では UCITS は、英国を含む EU 共通の枠組みであったが、2020 年末のブレグジットの移行措置期間の終了を以って、英国版 UCITS は従来の EU の UCITS とは別の枠組みとなった。

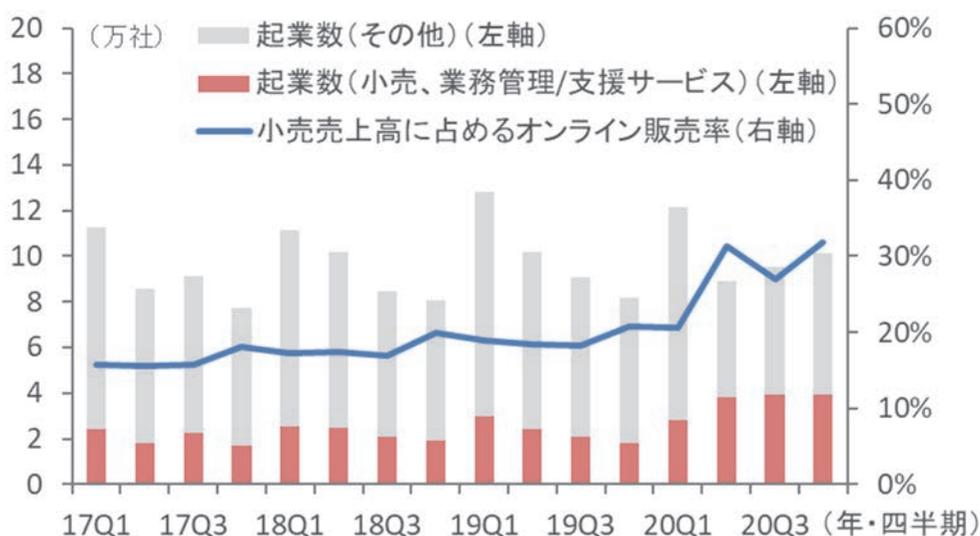
そこで、IA は、既存の枠組みである NURS をベースに LTAF の枠組みを新たに整備することを提案している。デフォルト・ファンドを通じた DC スキーム加入者を含む英国の個人投資家が、幅広くプライベート市場投資にアクセスできるようにすることが狙いである。LTAF では、現行の NURS では 20% までに制限されている非上場証券への投資を最大 100% まで許容する等により投資可能範囲を拡大する一方、非流動性資産への投資の比重が高まることを踏まえて、流動性に応じて価額評価や解約頻度の間隔を日次よりも長くするというアイデアを示している。

IV 今後の注目点

近年、英国では LSE の IPO が低迷し、株式市場が成長資本の供給機能を十分に果たしているとは言い難い状況が生じている。一部の英国のテクノロジー企業からは、米国上場を選択するという動きも見られる。また、コロナ禍においても、既上場の企業の資本調達と比較すると、未上場企業の資本調達は芳しくない。このため、英国財務省は、成長資本供給の在り方について相次いで検討を始めている。特に長期投資家の代表である年金基金については、DB から DC スキームへの構造的な変化が生じる中で、DC スキームの資金が加入者等の利益に資する形で、結果的に成長資金供給の増大に繋がるようにするべく、英国の政策当局は制度面からの後押しを更に強めようとしている。

コロナ禍によって英国企業の多くは停滞を余儀なくされているが、起業数はコロナ前までと比較して衰えを見せていない（図表 7）。ロックダウン（都市封鎖）の影響を強く受けた宿泊・飲食サービスや医療・ソーシャルケア、芸術・娯楽関連の起業は大きく減って

図表 7 英国の起業数とオンライン販売比率



(注) 2020年第4四半期までの数値。

(出所) 英 ONS より野村資本市場研究所作成

いるが、一方で、オンライン取引が急速に拡大する中で、それを活用できる可能性がある小売業の起業は増えている。

コロナ禍が長引く中で、デジタル化の進展という構造変化は着実に進んでいる。それを成長資本の供給という観点から後押しできるかは、コロナ後も見据えた英国の経済成長を左右する重要なポイントとなるだろう。英国政府は EU に束縛されない制度設計の柔軟性と機動性をブレグジットの利点としてきたが、それを活かして英国の政策当局がどのような有効な施策を実行していけるのか今後も注目といえよう。