

英国政府が求める「投資ビッグバン」

ー確定拠出型年金と長期資産ファンドを通じた成長資本供給ー

磯部 昌吾、中村 美江奈

■ 要 約 ■

1. 英国のボリス・ジョンソン首相とリシ・スナク財務相は、2021年8月4日、成長資本投資を通じて経済成長に貢献する「投資ビッグバン」を創出するよう国内機関投資家に訴える異例の公開書簡を公表した。
2. 近年、英国では確定拠出型年金（DC）スキームが機関投資家としての存在感を高めてきており、英国政府は、DCスキームがベンチャー企業やインフラなどの非流動性資産への分散投資を行うことを通じて、産業資金の供給の担い手となることへの期待を高めている。
3. 英国金融規制当局が招集した成長資本供給の促進に向けた民間専門家グループは、2021年9月27日、DCスキームによる非流動性資産への投資障壁を解消するべく提言を公表した。また、英国金融行為規制機構（FCA）は、同年10月25日、DCスキームを含めた個人の資金を呼び込む手段として、長期資産ファンド（LTAF）を導入する規則改正を最終化した。
4. 老後の蓄えを作ることがDCスキームの趣旨であるが、その資金を上手く活用できれば、加入者が老後に暮らす経済社会の発展にも繋がる。積み上がる個人金融資産の一部が分散投資の一環で非流動性資産に回るよう、LTAFのような長期投資ツールを含めた制度整備を図る英国政府の試みは、成長資本供給の仕組みを考える上で参考になるといえるだろう。

野村資本市場研究所 関連論文等

- ・ 磯部昌吾・中村美江奈「英国における成長資本供給の拡大策ーIPO市場の活性化やDCスキームの活用をめぐる議論ー」『野村資本市場クォーターリー』2021年春号。
- ・ 神山哲也「上場ファンドを通じた非上場企業への資金供給ー米国BDCと英国VCTの事例ー」『野村資本市場クォーターリー』2021年春号。

I 国内投資家に成長資本投資を促す英国政府

英国のボリス・ジョンソン首相とリシ・スナク財務相は、2021年8月4日、成長資本投資を通じて経済成長に貢献する「投資ビッグバン（Investment Big Bang）」を創出するよう国内機関投資家に訴える異例の公開書簡を公表した¹。

海外から多くの資金が集まる英国では、カナダやオーストラリアの年金基金など海外機関投資家が、ベンチャー企業やインフラといった経済成長に資する非流動性資産への長期投資を通じて利益を享受している。他方で、国内機関投資家の存在感は十分とは言い難い。例えば、英国の確定拠出型年金（DC）スキームを通じた投資の8割は、英国全体の資産の2割程度に過ぎない上場証券が占める。欧州連合（EU）からの離脱（ブレグジット）を契機に低賃金労働力への依存からの脱却を目指す英国政府には、質の高い経済成長を実現するべく国内投資家の資金を上手く活用したいという思惑がある。

英国政府は、加入者が拡大するDCスキームが産業資金の供給の担い手となることへの期待を高めている。英国金融規制当局の下で組織された成長資本供給（プロダクティブ・ファイナンス）の促進に向けた民間専門家グループは、2021年9月27日、DCスキームが長期資産投資を行う際の投資障壁の解消を狙う提言²を公表した。また、英国金融行為規制機構（FCA）は、同年10月25日に、DCスキームを含めた個人投資家の資金を呼び込む手段として、長期資産ファンド（Long-term asset fund, LTAF）を導入する規則改正を最終化した³。LTAFは、主に非流動性資産への投資を想定した新たな認可ファンドとして導入される。英国の認可ファンドは投資信託に相当する個人向け集団投資スキーム（UCITS⁴）がその代表例であるが、UCITSの投資対象は一定の流動性を持つ上場株や債券が中心である。このため、流動性が低い資産に長期に亘って資金をコミットする成長資本投資には必ずしも適していない。そこで、FCAは、ベンチャー企業やインフラなどへの成長資本投資を想定したLTAFを導入するというわけである。

本稿では、英国政府が新たに打ち出した「投資ビッグバン」という政策フレーズの下で進む、DCスキームの運用資産の産業資金活用とLTAFの導入について概説する。

II 成長資本供給の担い手として高まるDCスキームへの期待

1. 機関投資家としての存在感を増す英国のDCスキーム

英国の企業年金では、長らく確定給付型年金（DB）スキームが圧倒的なシェアを占め、主要な国内機関投資家として存在してきた。2020年末時点では、DBスキームの運用資産

¹ GOV.UK, “Igniting an investment big bang: a challenge from the prime minister and chancellor to the UK’s institutional investors,” August 4, 2021.

² Productive Finance Working Group, “A Roadmap for Increasing Productive Finance Investment,” September 27, 2021.

³ FCA, “A new authorised fund regime for investing in long term assets,” October 25, 2021.

⁴ ブレグジットを契機として、英国のUCITSは、EUのUCITSとは別の枠組みとなっている。

残高は 2.2 兆ポンドに上る。これに対して、近年伸びつつある DC スキームは 4,700 億ポンドに過ぎない⁵。もっとも、加入者数を見ると、DB スキームが 1,810 万人である一方、DC スキームは英国において職域年金に従業員を自動的に加入させる自動加入制度が始まった 2012 年から順調に増えており、加入者数は 2020 年末に 2,410 万人に達している⁶。自動加入制度では、雇用主は職域年金として DB を提供することもできるが、DB はその企業負荷によって新規加入を凍結するスキームが増加の一途を辿っている。このため、自動加入制度は実質的に DC スキームの導入を後押しする形となっている。また、給与に対する法定拠出率も、当初は 2%であったが、2019 年には 8%（雇用者：最低 3%+被用者：5%）に上げられたことで、今後も DC 資産の拡大が見込まれ、2030 年までには 1 兆ポンドに達すると予測されている⁷。

英国の DC スキームは、日本の確定拠出年金と同様に、加入者個人が自ら運用指図を行い、その運用結果によって年金給付額が決まる。そう考えると、DC スキーム全体を 1 つの機関投資家のようにみなすことには違和感もあろう。もっとも、現実的には、英国の DC スキームは、運用指図しない加入者の資金が投じられるデフォルト・ファンドでの運用が主流である。例えば、企業年金を提供できない中小企業の従業員の受け皿として設立され、2020 年 12 月時点で 950 万人が加入する英国国家雇用貯蓄信託（NEST）では、加入者の 90% 超がデフォルト・ファンドで運用している。加入者に投資商品の選択権はあるものの、実際にはほとんどの加入者がデフォルト・ファンドという共通の器を使っているという状態である。このため、DC スキームの投資家としての性質は、個々の加入者ないし個人投資家の集団というよりは、実質的には DC スキームのデフォルト・ファンドという単一の機関投資家として見る事ができる。

2. 低水準に留まる DC スキームによる非流動性資産への投資

英国の DC スキームのデフォルト・ファンドには、加入者の年齢に応じたリスク・リターンを追求し、多様な資産クラスへの分散投資を行うターゲット・デート型が主流であるという特徴がある。例えば、前述の NEST のデフォルト・ファンドは、ターゲット・デート型のリタイアメント・デート・ファンドである。従って、英国の DC スキームの加入者は、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を行っている。

もっとも、分散投資といっても上場株や債券が中心であり、デフォルト・ファンドにおける分散投資の一環として非流動性資産への直接投資を行う DC スキームの年金プロバイダーは、全体の 3 分の 1 に過ぎない⁸。またその投資配分は最大で 7%に留まり、投資対象も不動産が中心である。投資資産の換金性を巡っては、英国年金規制局（TPR）が、デ

⁵ The Investment Association, “Investment Management in the UK 2020-2021,” September 2021.

⁶ ONS, “Funded occupational pension schemes in the UK: January to March 2021,” September 23, 2021.

⁷ もっとも、過去には 2025 年までに 1 兆ポンドに達すると予測されていたことと比較すると、運用資産残高の伸びは鈍化している。HM Treasury, “Policy paper Budget 2018,” October 29, 2018 を参照。

⁸ DWP, “Pension Charges Survey 2020: charges in defined contribution pension schemes,” January 2021.

フォルト・ファンドを含む DC スキームの投資商品の設計においては、年金という性質を踏まえれば多くの加入者は短期的な流動性を必要とせず、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きた⁹。しかしながら、DC スキームによる非流動性資産への投資は進まず、英国政府が期待するような成長資本投資の担い手とはなっていない。FCA は、こうしたデフォルト・ファンドが長期の投資期間があるにも関わらず非流動性資産に投資しない状況を「市場の失敗」とまで表現している。前述した成長資本供給の促進に向けた民間専門家グループが、DC スキームにとっての非流動性資産への投資障壁の解消に着目した背景には、こうした DC スキームの運用資産の構造がある。

3. 成長資本供給の促進に向けた民間専門家グループの提言

英国における成長資本供給の在り方を巡る議論は、ブレグジットの方向性を決した 2016 年 6 月の国民投票を踏まえて、以前から行われてきた。もともとは、イノベティブな企業による成長に必要な「長期資本 (Patient Capital)」へのアクセスを促進するべく、英国財務省がペイシエント・キャピタル・レビューを実施してきた経緯がある。

成長資本の供給が引き続き課題となる中で、イングランド銀行 (BOE) ・FCA ・英国財務省は成長資本供給の促進に向けた民間専門家グループを発足させ、同グループが 2021 年 9 月に提言を公表した。この提言は、ペイシエント・キャピタル・レビューでの議論を踏まえて、DC スキームの資金の活用という個別テーマにより踏み込んでいる。具体的には、DC スキームが非流動性資産に投資するにあたっての投資障壁を解消することを主眼として、4 つのテーマについて提言を行っている (図表 1)。

第一に、DC スキームの提供に関して、専ら加入者への低コストでの提供に注力してきた現状から、加入者にとっての長期的な価値の提供に重点をシフトさせるべきだとしている。例えば、英国では、2015 年職域年金スキーム規則¹⁰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。これに対して、長期投資を行うベンチャー・キャピタル・ファンドやプライベート・エクイティ・ファンドでは、年間継続手数料に加えて成果報酬 (パフォーマンス手数料) を求めるのが一般的である。このため、これらのファンドの運用成果次第では、手数料の上限規制に抵触する可能性がある。

第二に、非流動性資産への投資を行うキャパシティを DC スキームが持てるよう、英国労働・年金省 (DWP) の後押しの下で、小規模な DC スキームの統合を更に進めることを求めている。英国の DC スキームの多くは小規模であることから、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る点を、統合によるスケール・メリットで克服したいという狙いがある。

⁹ TPR, “Managing DC benefits (4. Investment governance),” October 2021.

¹⁰ Occupational Pension Schemes (Charges and Governance) Regulations 2015.

図表1 成長資本供給の促進に向けた民間専門家グループの提言の概要

テーマ	主な内容
DC加入者の長期的な価値への重点のシフト	<ul style="list-style-type: none"> DC スキームの着眼点を、加入者にとってのコストから長期的な価値や成果の向上にシフトさせる必要性を踏まえ、年金トラスティや年金コンサルタントが、非流動性資産への投資に向けて積極的に検討 DC 市場の業界関係者が共同で、DC スキームの手数料の上限規制内に成果報酬を合わせるための方法やその他の適切な契約条件を検討 労働・年金省（DWP）が、DC スキームの手数料の上限規制の影響をモニタリングするとともに、成果報酬との調和方法についての検討を継続 DWP と年金規制局（TPR）が、年金トラスティへの追加ガイダンスの発出といった非流動性資産への投資を後押しする発信を行う方法を検討
DC スキームの規模拡大	<ul style="list-style-type: none"> DWP が、現状の規模が加入者にとって有益ではない場合における DC スキーム同士の統合に向けた取り組みを継続 年金トラスティが、DC スキーム同士の統合を検討するにあたって、現状の規模が有益で幅広い資産クラスにアクセス可能であるかを評価
流動性管理への新たなアプローチ	<ul style="list-style-type: none"> DC 市場の関係者が、オープンエンド・ファンドの売買頻度や解約までの通知期間に着目した流動性管理に関するガイダンスを策定 上記ガイダンスを踏まえて、資産運用会社が、LTAF を含む DC スキームのニーズに合った商品を開発
多様な投資家による非流動性資産へのアクセス	<ul style="list-style-type: none"> 他のファンド等を経由した投資に限り、FCA がユニット・リンク・ファンドによる非流動性資産への35%の投資上限規制の撤廃を検討 LTAF の枠組みの整備後に、FCA が個人投資家への勧誘制限をレビュー

(出所) Productive Finance Working Group, “A Roadmap for Increasing Productive Finance Investment,” September 27, 2021 より野村資本市場研究所作成

第三に、非流動性資産への投資に必要な新たな流動性管理のプラクティスを業界主導で確立すべきだとしている。非流動性資産への投資は、分散投資の一環として行うことが想定されてはいるものの、DC スキームが投資対象としてきた日次売買が可能な資産とは異なる流動性管理が必要となる。このため、後述の LTAF の活用も含めて、非流動性資産への投資を想定した流動性管理の在り方を検討する必要性を指摘している。

第四に、DC スキームに加え、適切な場合には個人を含む多様な投資家が非流動性資産にアクセスできるよう、FCA が現行の金融商品の販売規制をレビューすべきだとしている。

いずれの提言もこれまでに指摘されてきた論点の延長線上にあり、規制当局や業界関係者が幅広く関与して徐々に取り組む必要がある。このため、今般の提言によって一朝一夕に成長資本供給が実現するというものではない。そうした中で、早くも具体的な制度整備の実現事例となったのが、FCA による LTAF の導入である。

III 成長資本供給の手段としての LTAF の導入

1. 既存の認可ファンドと LTAF の違い

LTAF は、主に非流動性資産への長期投資を行うことを想定し、DC スキームを含む個人投資家による利用を視野に入れた新たな認可ファンドである。既存の英国の主なファンド形態との違いを整理すると次のようになる。

まず、ここでいう「認可ファンド」とは、FCA の認可の下で個人投資家への販売（一

部は制限有り)が認められる集団投資スキームのことである。認可ファンドは、投資家から集めた少額投資を集約(プール)した上で、専門家による運用の下で幅広い資産に分散投資を行い、そのリターンを投資家に還元するという点に特徴がある。

英国の既存の認可ファンドの類型には、①UCITS、②非 UCITS リテール・スキーム(NURS)、③適格投資家スキーム(QIS)がある(図表2)。これらと個人投資家への勧誘が可能な外国籍の承認ファンドの合計で、2020年末時点で1.4兆ポンドの残高がある¹¹⁾。

このうち、UCITSとNURSは、主に個人投資家に投資信託として販売されている。もっとも、いずれも個人投資家の保護の観点から非流動性資産への投資には多くの制約が課されており、成長資本への投資機会は限定的である。例えば、UCITSの投資対象は主に上場証券や他のUCITS/NURSに限定されている。また、NURSは、不動産などUCITSよりも広範な非流動性資産への投資が可能であるが、それでも非上場株への投資には運用資産の20%までという上限規制がある。この点、QISは細かな投資比率や分散投資要件の制約を受けることなく非流動性資産に投資できる。ただし、QISは個人投資家に対する勧誘が原則禁止されており、後述するプロ顧客と知識・経験を有する個人投資家向けの認可ファンドとして位置づけられている。

図表2 英国における既存の認可類型とLTAFの違い

	主な投資先 (注1)	勧誘可能な 投資家	オープン/ クローズド エンド	上場の 有無	解約/ 売却頻度	認可/非認 可ファンド
UCITS	上場株 債券	個人を含む 全ての投資家	オープン エンド	非上場 (注2)	一般的に 日次	認可 ファンド
非 UCITS リテール・スキーム (NURS)	上場株 債券 不動産			非上場		
適格投資家 スキーム(QIS)	上場/非上場株 債券 インフラ 不動産	プロ顧客 知識・経験を 持つ個人	個別に 任意設定			
インベストメント・ トラスト	上場/非上場株 インフラ 不動産	個人を含む 全ての投資家	クローズド エンド	上場	常時 (市場売却)	非認可 ファンド
ベンチャー・キャ ピタル・トラスト (VCT)	ベンチャー企業					
不動産投資信託 (REIT)	不動産					
長期資産ファンド (LTAF)	非上場株 債券/ローン インフラ 不動産	プロ顧客 知識・経験を 持つ個人 富裕層投資家 (更なる範囲 拡大も検討)	オープン エンド	非上場	月次より も長期間	認可 ファンド

(注) 1. このほかにファンド形態によって制約が異なるが、他のファンドに投資するケースもある。
2. ETFを除く。

(出所) 野村資本市場研究所作成

¹¹⁾ 前掲脚注5。

UCITS・NURS・QIS はいずれも、投資家の請求に応じてファンドが資産を取り崩して基準価額で償還（解約）するオープンエンド・ファンドである。オープンエンド・ファンドには、その仕組み上、非流動性資産への投資によって流動性ミスマッチを抱える場合には、投資家からの解約請求が集中すると、資産を迅速に売却できずに解約に応じられなくなるリスクがある。また、極端に低い価格での資産売却を余儀なくされるとファンドの財務状況が悪化し、解約せずに残った投資家のほうが不利になる事態が生じることもある。

他方で、流動性ミスマッチを抱えないファンド形態としては、クローズドエンド・ファンドがある。具体例としては、インベストメント・トラストやベンチャー・キャピタル・トラスト（VCT）、上場不動産投資信託（REIT）のようなロンドン証券取引所（LSE）における上場ファンドがある。クローズドエンド・ファンドは、オープンエンド・ファンドと異なり、投資家は市場売却を通じて換金を行う。投資家の解約請求に備えてキャッシュのような流動性資産の保有や資産売却の必要性が生じることがないため、その分、長期投資が可能となる。それ故に、幅広い非流動性資産への投資を行うことに適したファンド形態であるとされている。もっとも、クローズドエンド・ファンドの売買価格は市場の需給に基づいて決まる。このため、基準価額がファンドの保有資産の評価額に基づいて一般的には週次などで算出されてはいるものの、投資家は基準価額で換金できるとは限らない¹²。

こうした既存のファンド類型に対して、LTAF は、①UCITS・NURS よりも幅広い非流動性資産への投資を可能とし、②オープンエンド・ファンドでありながら解約頻度を月次よりも長期とし、かつ少なくとも 90 日の事前通知期間を設けるなどの非流動性資産への投資に合わせた流動性管理を行い、③QIS よりも幅広い個人投資家に勧誘できる、という点が特徴である。

2. 新たなファンド形態としての LTAF の特徴

1) 投資可能範囲

LTAF は、QIS と同様に法令上は、上場／非上場株や、社債、政府証券、不動産、インフラ、コモディティ、所定の要件を満たす集団投資スキームなど様々な資産クラスへの投資が可能である。加えて、LTAF は、QIS では認められていないローンへの投資も可能である。その上で、必要であれば、個々の LTAF の裁量で投資可能な資産クラスを目論見書に定めて実際の投資可能範囲を制限できる仕組みとなっている。

LTAF のポートフォリオ構成については、資産運用会社にリスク分散の確保を求めると同時に、投資比率に数値制限は課していない。FCA は、LTAF の投資戦略は主に非流動性資産への投資でなければならないというハイレベルな要件を定めた上で、LTAF の資産の少なくとも 50% を非上場証券やその他の長期資産に投資することを期

¹² 上場ファンドといっても上場先の取引所における売買が低調なケースもある。VCT の資産運用会社は、投資家の換金機会を確保するために、一般的に基準価額よりも低い水準で投資家から買戻すことを任意で行っている。VCT については、神山哲也「上場ファンドを通じた非上場企業への資金供給—米国 BDC と英国 VCT の事例—」『野村資本市場クォーターリー』2021 年春号を参照。

待しているとのガイダンスを示している。なお、FCA は、この 50%という比率について、LTAF の投資戦略を作成する際に考慮すべき数値であって、保有資産を常にモニタリングするための制約とする意図はないことを明らかにしている。

このほか、借入によるレバレッジについては、LTAF は純資産の最大 30%まで行うことが認められる。これは、純資産の最大 100%まで認められる QIS より低い、最大 10%までに制限される NURS より高い水準である。

2) バリュエーション・流動性管理・レポーティング

LTAF では非流動性資産への投資がメインとなるため、それに合わせたバリュエーションや流動性管理が重要となる。オープンエンド・ファンドの流動性管理を巡っては、英国では、2008 年のグローバル金融危機や 2016 年のブレグジットの国民投票、直近では新型コロナウイルス禍（コロナ禍）初期である 2020 年春の金融市場の急変時において、日次での購入・償還ができる仕組みの不動産ファンドが相次いで解約を一時停止する事態が発生した。このため、2020 年 8 月には、FCA が一定の不動産投資を行う NURS に対して、解約までに 90～180 日の事前通知期間の設定などを義務付ける規則改正案を公表するに至っている¹³。

こうした過去の事例がある中で、LTAF のバリュエーションでは、非流動性資産の市場価格を常時得られるわけではないことを踏まえた公正かつ正確な評価が特に重要となる。このため、LTAF では、資産運用会社が投資資産を評価するための知識・能力・経験を有すると預託機関が評価しない限りは、資産運用会社に専門の外部鑑定人を任命するよう義務付けている。また、LTAF のバリュエーションの頻度については、分散投資を行う DC スキームのデフォルト・ファンドやマルチ・アセット・ファンドなどの LTAF の投資家が自らのスキームの基準価額を算出する際に必要となることを踏まえて、少なくとも月次で実施して基準価額を公表することを求めている。

他方で、LTAF の流動性管理については、LTAF が主に非流動性資産に投資することを踏まえれば、日次の頻度で解約に応じることは望ましくないことから、解約に応じる頻度を月次以上の長い間隔で設定することを義務付けている。また、解約にあたっては少なくとも 90 日の事前通知期間を設けることも義務付けている。なお、解約に応じる頻度と事前通知期間のいずれも最低要件であると位置付けており、LTAF が投資する資産の流動性に照らして不十分な場合には、更に長い期間を設定することを求めている。加えて、個々の LTAF の裁量によって目論見書で定める場合には、LTAF の資産運用会社が投資家からの解約請求の先延ばしや解約金額・数量の制限を行うことを認めている。

このほか、投資家に対しては、現行の認可ファンドに必要な半期及び年次報告に加えて、①投資ポートフォリオ、②投資資産の取引、③投資家が認識すべきその他の重要な変化、に関する情報を各四半期末から 20 営業日以内に報告しなければならない。

¹³ FCA, “Liquidity mismatch in authorised open-ended property funds,” August 2020.

3. LTAF を勧誘できる投資家の範囲

LTAF が投資する非流動性資産は文字通り流動性に乏しくバリュエーションも難しいため、投資家の解約請求に応じるためには相応の期間が必要となる可能性がある。このため、LTAF のリスクの高さを踏まえて、個人投資家への勧誘には制限が課せられている。

LTAF は「主流ではない合同投資 (Non-mainstream pooled investments, NMPI) 」に分類され、勧誘先が、①図表 3 のようなプロ顧客及び経験・知識を持つ個人投資家と、②年間所得 10 万ポンド以上又は純資産 25 万ポンド以上の富裕層投資家 (Certified high net worth investor) に原則制限される。なお、自己申告に基づく経験・知識を持つ個人投資家と富裕層投資家への勧誘においては、勧誘前の暫定的な適合性評価の実施が条件となっている。

FCA は、同様に NMPI に分類される QIS に対しては、プロ顧客と経験・知識を持つ個人投資家以外への勧誘は、適切ではない又は顧客の最善の利益にはならないであろうとの見解を示していることを踏まえると、LTAF は QIS よりも広範な勧誘が認められている。

図表 3 プロ顧客と経験・知識を持つ個人投資家の主な定義

<プロ顧客>

当初からプロ顧客として扱われる者 (Per se Professional Client)	プロ顧客として扱われることを選択する者 (Elective Professional Client)
次のいずれかに該当する ① 認可/規制事業体 (銀行、投資サービス会社、保険会社、集団投資スキーム又はその運用会社、年金基金、その他機関投資家、地方自治体 (Local authority) 等) ② Mifid 又は同等な第三国業務に関して、所定の規模基準を満たす大企業 ③ Mifid 又は同等な第三国業務以外の業務に関して、所定の規模基準を満たす大企業 (法人、パートナーシップ、信託の受託者、職域/個人年金スキームのトラスティ等) ④ 政府、地方政府、中央銀行、国際機関等 ⑤ 主な業務が金融商品等への投資である機関投資家 (資産又はその他金融取引の証券化のための事業体を含む)	次の①③を満たす (該当する場合には②も満たす) ① 定性テスト: 顧客の専門性・経験・知識について評価を行い、当該顧客が自身で意思決定しリスクを理解できるとの合理的な確信を得られる ② 定量テスト: Mifid 業務又は同等な第三国業務に関して、顧客が少なくとも次の 2 つを満たす (i) 過去 4 四半期の平均取引が 1 四半期 10 件 (ii) 50 万ユーロ超の金融資産の保有 (iii) 金融専門職として 1 年以上の業務経験 ③ 次の手続きに従っていること (i) 顧客が全般又は部分的にプロ顧客として扱われることを書面で要請 (ii) 顧客に失われる可能性がある投資家保護・補償の権利を書面で警告 (iii) 顧客が (ii) を承知した旨を書面で回答

<経験・知識を持つ個人投資家>

経験・知識を持つと認定される個人投資家 (Certified sophisticated investors)	自己申告で経験・知識を持つと認定される個人投資家 (Self-certified sophisticated investors)
次のいずれも満たす個人 ① 主流ではない合同投資 (non-mainstream pooled investments) のリスクを理解する十分な知識を有する旨の確認を受けて認証会社から過去 36 か月以内に署名を受けた証書を保有 ② 過去 12 か月以内に、投資資産のすべてを失う重大なリスクに直面する可能性を承知している旨のステートメントに署名	過去 12 か月以内に下記を含む自己申告を行った個人 ① 投資資産のすべてを失う重大なリスクに直面する可能性を理解している ② 次のいずれかを満たす (i) 直近 6 か月でエンジェル投資家の経歴 (ii) 直近 2 年間で非上場企業への投資経験 (iii) 直近 2 年間でプライベート・エクイティもしくは中小企業金融に従事 (iv) 直近 2 年間で年間売上 100 万ポンド以上の企業の取締役として従事

(出所) FCA より野村資本市場研究所作成

4. LTAF を勧誘できる個人投資家の拡大

FCA は、LTAF を勧誘できる個人投資家の範囲を更に広げることも視野に入れている。もっとも、LTAF は高リスク資産に投資することがあり得るほか、柔軟に投資対象を設定できることから、ファンド間でリスク／リターンが大きく異なる可能性がある。また、上場商品よりも商品性が複雑になり得るところ、個人投資家はそのリスクを理解できなかつたり、予期しないリスクが顕在化したりする可能性がある。更には、解約にあたって長期の事前通知期間を設ける場合には、早急な現金化を必要とするかもしれない個人投資家に対しては、LTAF は適切ではない可能性がある。

こうした点を踏まえて、FCA は、LTAF を導入する規則改正案を 2021 年 5 月に公表した際には、LTAF の勧誘可能範囲の拡張に関して、既存の枠組みを利用して、①既存の適合性規制を用いる、②LTAF を「迅速な換金が困難な証券 (Non-readily realisable securities, NRRS)」と同様に扱う、という 2 つの選択肢を主に示して意見を募っていた。後者の選択肢である NRRS に LTAF を区分する場合、前述の NMPI と比較して勧誘可能範囲が広がる。具体的には、個人投資家による過去 12 か月間の NRRS への投資が純資産の 10% 以下であり、かつ今後 12 か月間はそれを維持する予定であることを当該投資家が申告していれば、適合性評価の下で LTAF への投資が認められるとしていた。

FCA は、LTAF の導入に関する今般の規則改正の最終化においては、勧誘可能な個人投資家の範囲を拡大できるかについては結論を出しておらず、2022 年上半期に別途市中協議を行う予定である。

このほかに、個人投資家による LTAF への直接的な投資に代わって FCA が期待を寄せるのが、DC スキームのデフォルト・ファンドを通じた間接的な投資である。年金トラスティはプロ顧客となることから、年金トラスティが管理する DC スキームのデフォルト・ファンドは LTAF への投資が可能となる。年金トラスティが LTAF を精査した上でデフォルト・ファンドに投資商品として組み入れれば、デフォルト・ファンドを選択する DC スキームの加入者は、間接的に LTAF への投資のリターンを享受できる。

5. DC スキームによる LTAF への投資障壁の解消

FCA は、成長資本投資を促進するために、LTAF の枠組みの導入だけでなく、LTAF に対する投資資金の呼び込みに向けた制度改正も合わせて行っている。内容自体は、英国の制度固有のテクニカルな問題の解消を図るというものである。しかしながら、LTAF という新しい投資の器を単純に導入するだけでなく、導入後の円滑な投資のために周辺規制を同時に見直すことは重要なポイントといえるだろう。

具体的には、DC スキームのデフォルト・ファンドが LTAF に投資する際の投資障壁の解消を図るために、デフォルト・ファンドの一部を構成することが想定される生命保険会社のユニット・リンク・ファンドの投資上限規制を緩和した。

ここでいうユニット・リンク・ファンドとは、保険契約に紐づいた合同投資商品である。生命保険会社によって販売され、運用資産残高は 1 兆ポンドに上るとされる¹⁴。英国では、DC 向けサービスを生命保険会社の投資プラットフォームが提供しており、DC スキームの加入者の多くは、ユニット・リンク・ファンドを介して資金の運用を行っている。

現状、個人投資家が保険契約者として投資リスクを負うことになるユニット・リンク・ファンドに対しては、非流動性資産への投資比率に上限規制が課されている。しかしながら、DC スキームのデフォルト・ファンドの一部にユニット・リンク・ファンドを組み入れる場合には、デフォルト・ファンドの他の投資対象で分散投資効果が得られるため、ユニット・リンク・ファンド内の投資資産の構成において上限規制を課すことの意味はない。そこで、FCA は、DC スキームのデフォルト・ファンドにユニット・リンク・ファンドを組み入れる場合には、当該ユニット・リンク・ファンドのレベルにおいては、LTAF への投資を投資比率の上限規制の対象から外す規則改正を LTAF の導入に合わせて行った。

IV 拡大する DC スキームに新たな役割を期待する英国政府

英国政府が検討する DC スキームによる成長資本投資の促進や LTAF の導入は、目先ではコロナ禍からの回復やブレグジット後の経済成長を念頭に置いた施策の一環である。もともと、長い目で見れば、労働生産性の伸び悩みという英国経済が抱える構造的な課題が背景にある。2008 年からのグローバル金融危機以降、英国の労働生産性の伸びは鈍化する傾向にある（図表 4）。英国は欧州でも有数のベンチャー大国であり、突出して高い労働生産性を持つ企業が一部に存在するものの、多くの企業の労働生産性は低水準に留まっている¹⁵。

このため、英国政府は、国内経済の底上げを図るべく直近の経済政策「より良い復興（Build Back Better）」においては、①インフラ、②スキル、③イノベーションという 3 つの分野への投資を重視する方針を示している¹⁶。ボリス・ジョンソン首相は「低賃金・低スキル経済から高賃金・高スキル経済への移行」を訴えている¹⁷。

他方で、英国の個人金融資産残高は、過去 20 年で倍増してきた（図表 5）。特に年金資産が大きく積み上がっており、自動加入制度の導入とともに加入者が大幅に増加する DC スキームはその一翼を担っている。また、現役世代が老後世代を支える賦課方式の年金制度とは異なり、積み立て方式の年金制度である DC スキームには、今後も拠出金が積み上がるのが予想される。このため、将来的に DC スキームの資金が向かう先次第では、実体経済の成長を左右することもあり得るだろう。

そう考えると、DC スキームの普及が進むにつれて、英国政府が DC スキームに産業資金供給の担い手としての役割を期待するようになるのは、自然な成り行きといえる。また、

¹⁴ FCA, "Unit-linked funds' governance review (follow up to PS18/8): findings and next steps," September 24, 2019.

¹⁵ "Britain's productivity crisis in eight charts," *Financial Times*, August 13, 2018.

¹⁶ HM Treasury, "Build Back Better: our plan for growth," March 3, 2021.

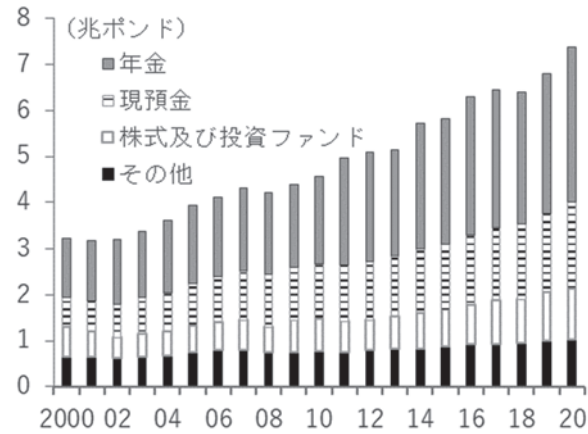
¹⁷ Prime Minister's Office, "PM speech at the Global Investment Summit: 19 October 2021," October 19, 2021.

図表 4 英国の労働生産性（労働時間単位の生産額）



(注) 数値は暦年ベース。
(出所) 英 ONS より野村資本市場研究所作成

図表 5 英国の個人金融資産残高



(注) 数値は暦年ベース。
(出所) 英 ONS より野村資本市場研究所作成

そうした背景があるからこそ、DC スキームを含む個人投資家による成長資本投資を促進するためのツールとして、LTAF が導入されるとも考えられる。

英国政府の動きに呼応する形で、NEST は、加入者にとっての追加的なリターンの可能性と分散投資の機会を追求するべく、2024 年までにポートフォリオの 5% に相当する 15 億ポンドをプライベート・エクイティに投じると発表した¹⁸。一方で、DC スキームによる非流動性資産への投資には、コストや複雑性から慎重な意見もある¹⁹。ベンチャー企業やインフラなどへの長期の成長資本投資は、上場株や債券とは異なる流動性管理やタイムスパンでの投資を求められることから、加入者の利益を踏まえて賛否両論があるのは当然のことであろう。制度整備だけで一朝一夕に可能になるわけではなく、年金トラスティや LTAF を運営する資産運用会社の目利き力の強化といった時間を要する課題もある。

DC スキームの趣旨は加入者の老後資産を作ることにあるが、投資ビッグバンという政策フレーズの下で、その資金を成長資本として上手く活用できれば、老後に暮らす経済社会を豊かなものにするにも繋がる。日本の確定拠出年金の運用資産残高は、2020 年 3 月末時点で 13.6 兆円と英国と比較してまだ小さく、投資資産の選択も元本保証型が半数を占めることから²⁰、英国とは様相が異なる。しかしながら、積み上がる個人金融資産の一部が分散投資の一環で非流動性資産に回るよう、LTAF のような長期投資ツールを含めた制度整備を図る英国政府の試みは、成長資本供給の仕組みを考える上で参考になるといえるだろう。

¹⁸ NEST, “Nest launches private equity procurement,” August 27, 2021.

¹⁹ “Pension funds balk at No 10 appeal to fuel UK investment boom,” *Financial Times*, September 26, 2021.

²⁰ 運営管理機関連絡協議会「確定拠出年金統計資料（2020 年 3 月末）」2020 年 12 月 1 日。