



—連載（第62回）—

## ロンドン証券取引所が組織したタスクフォースCMITのこれまでの議論内容について



### ■ 1. はじめに

ロンドン証券取引所（LSE）は2022年8月、英政府との協議の下、LSEのCEOであるJulia Hoggett氏を議長とするタスクフォース「UK Capital Markets Industry Taskforce」（CMIT）の立上げを公表した<sup>（注1）</sup>。CMITは英国資本市場の活性化を目的として組織され、これまで英財務相であるJeremy Hunt氏に対して政策提言等を行っている。英政府から公表される市場振興施策等は本タスクフォースにおける議論の内容と共通点が多いと感じられることから、英国における市場振興の方向性を理解するうえで本タスクフォースにおける議論内容を把握しておくことは有用性が高い。このような背景から、本コラムにおいては、CMITの立上げ経緯や最新の議論内容について紹介することとしたい。

### ■ 2. CMIT立上げにおける問題意識等

LSEはプレスリリースにおいて、ロンドン市場は、①英国には世界有数の大学があり、多くの新しい企業が生まれている一方で、それらの企業が必ずしも必要な資金を調達できていないこと及び②年金受給者等が期待するリターンを得られていない可能性があること、という2つの課題があるとしている。このような問題意識を受けて、CMITは資本を求める企業や投資する資本を持つ投資家に対して必要なサービスが提供されるよう改善し、金融センターとしてのロンドンの地位を向上させることを目的としている<sup>（注2）</sup>。

CMITは議論を大きく4つのワークストリーム（WS）に分けており、具体的には①英国の年金等が英国の企業により多くの投資を行うよう奨励する、②英国企業の競争力と説明責任のバランスをとる、③企業が英国内で

成長できるようにする、及び④非公開企業へのアクセス性を向上させる、の4点である。

### ■ 3. 各WSにおける最新の議論内容

上述のWSに関して、CMITがそれらに着目した背景や各WSにおけるこれまでの議論の流れについては、以下のとおりである。

#### (1) WS1：英国の年金基金・資産運用会社による英国成長企業への投資促進

##### a. WS1のテーマが着目された背景

起業数という観点において、英国は米国・中国に次いで世界で3番目に多いことに加え、世界最大級の資金プールがあるにもかかわらず、それらの資金は自国の企業には投資されず、海外企業に投資されている。2022年の英国企業による資金調達額のうち、64%は海外の年金基金由来である一方、英国の年金基金のポートフォリオにおける英国株の比率は大きく減少しており、1997年はポートフォリオのうち53%が英国株式だったところ、直近では4%にまで低下している<sup>(注3)</sup>。英国企業への投資資金を確保する必要があるとともに、企業が英国で起業し、英国で成長し、英国に留まることを促すエコシステムの必要性が叫ばれている状況である。

##### b. WS1の目的

WS1では以下の点を目的として掲げている。

- ・年金等資産運用セクターにおける英国株投資に対する障壁を特定し、解決策を提案する。
- ・リスクを回避しがちな機関投資家の態度を軟化させる。

#### c. WS1におけるこれまでの議論の内容と今後のステップ

本WSでは英国の年金基金や保険会社のポートフォリオに着目し、ポートフォリオにおける英国株式の減少を指摘した。WSの議論では、これは①年金等がリスク資産を忌避していたこと及び②銘柄選定に投下するリソースがないことが背景にあるとし、①については、年金等のマインドがリターンを得るよりも、リスクを避けることに重きを置いていたためであり、②については年金基金が地方政府などに分散しているためであるとしている。これらの対応策として、リスクを避けるマインドについては、年金のリターンを受給者に公表させるガイダンスの整備を提言し、受給者にリターンを意識させるという方向になっている。また、年金基金が分散していることについては、年金基金の統合を促すようなガイダンス・規制の整備を提言するとしている。2023年7月には英政府から「マンションハウス改革」<sup>(注4)</sup>が公表され、この中でも年金基金の統合が言及されたことに加え、年金基金による英国非公開企業への投資義務化にも言及されており、CMITとしてはこれを歓迎している。



(2) **WS 2：英国企業の競争力を維持することと企業のガバナンスや説明責任を求めることのバランス**

**a. WS 2のテーマが着目された背景**

英国資本市場の多様なステークホルダーは、英国上場企業と投資家のエンゲージメントにおける課題として、パッシブ型ファンドの保有の増加によるエンゲージメントの質の低下、プロキシ・アドバイザーの台頭による要求事項の複雑化、コンプライすることを強く求められるようになってしまったガバナンス・コードの原則により取締役会の本来の責務である「効果的かつ起業家的な経営の監督」が妨げられていることを挙げている。このような状況が英国企業のグローバルな競争市場での足かせとなるとともに、英国で上場を望む企業を減少させているほか、企業のガバナンスの質を低下させているとされている。

**b. WS 2の目的**

WS 2では、このような状況を改善する目的で、企業が英国においてより質の高いガバナンスと説明責任を提供するとともに、英国企業がグローバルに競争できるバランスを模索するとしている。具体的には、以下の課題を解決するための支援を行うとしている。

- ・英国における取締役会の説明責任とスチュワードシップの不明瞭な基準
- ・ガバナンス・コードの「コンプライ・オア・エクスプレイン」における「コンプライ」への高すぎる期待
- ・株主の有意義なエンゲージメントの減少

- ・プロキシ・アドバイザーやESGアドバイザーファーム等の台頭による株主要求の複雑化

**c. WS 2におけるこれまでの議論の内容と今後のステップ**

先述した英国資本市場におけるガバナンス・スチュワードシップにおける課題は英国のロビー団体Tulchanが2022年11月に公表したレポートである「The State of Stewardship Report」<sup>(注5)</sup>の中でも指摘されており、上場企業の義務を合理化していくべきであるとし、WS 2は英国のコーポレートガバナンス・コード及びスチュワードシップ・コードを公表している規制当局であるFRCに対して、WS 2の行った上場企業等へのヒアリング調査をもとにコードの見直しを提言している。本調査では、株主の杓子定期的なエンゲージメントが増えていると感じているとしている。上場企業はこう言った傾向がパッシブ投資家の増加とそれに伴うプロキシ・アドバイザーの増加によるものも大きいと回答したことに加え、WS 2ではこれらのプロキシ・アドバイザーの議決権行使方針が英国とEU・米国とで比較した場合、英国ではその規制、スチュワードシップ・コードによってより厳しくなっているとする調査結果を公表した<sup>(注6)</sup>。WS 2は、優れたスチュワードシップというのは長期的な株式の保有を約束し、企業の戦略やガバナンスについて対話が行われるべきであるとしている。また、コーポレートガバナンス・コードの「コンプ



「コンプライ・オア・エクスプレイン」の概念についても、本来は企業の取締役会が会社の長期的な利益に資すると判断した場合には、原則を遵守しないことを選択できるはずなのであるが、実態としては遵守することが最優先事項となっており、その解決策の一つとして、「コンプライ・オア・エクスプレイン」を「アプライ・オア・エクスプレイン」と改め、原則を適用するだけではなく、原則を適用せずとも、その理由を説明すれば同様に遵守（comply）していることをより明確に示すことも提案している。

### (3) WS 3：企業が英国内で大きく成長できるようにするための環境づくり

#### a. WS 3のテーマが着目された背景

WS 3は起業数の増加をテーマとしている。起業を促す土壌として、リスクテイクが奨励され、失敗してもサポートされることが必要であるが、英国ではそのような環境が整っていないとされている。また英国では新興企業に対する税制優遇措置がある一方で、企業がある程度成長してしまうとその恩恵を受けられなくなるという課題も指摘されているところである。

#### b. WS 3の目的

WS 3は以下のような点に着目し、改善点がないか検証を行うとともに、必要に応じて政策提言を行うとしている。

- ・ 起業の奨励、支援及び起業家への啓蒙活動

- ・ 重要なビジネスの創出とそのリスクに関する国内投資家の姿勢やマインドを変える
- ・ リスクテイク、ビジネス創出、起業家としての成功に対する世間やメディアのマインドを変える

#### c. WS 3におけるこれまでの議論の内容と今後のステップ

本WSにおける議論は大きく、①ある程度成長した企業に対する支援及び②起業やその成功に対する英国内のマインドの変化という2つに分けて進められ、①については、企業のセクターに合わせた支援をすることについて提案しており、その内容は、i フィンテック企業については、当局の認可プロセスにおいて専用の窓口を設ける「ファスト・トラック制度」の導入、ii ライフサイエンス企業についてはその成長段階に合わせた資金調達を支援するフォローオンキャピタルのための環境整備、iii 学術研究の商業化を促進するためのインセンティブプログラムの導入、である。

②については、WS 3のメンバーの中で英国の報道機関やメディアは他国と違い、新興企業が既存企業やエコシステムに与える悪影響ばかりを取り上げる傾向があり、ポジティブなストーリーを報じることが圧倒的に少ないと指摘している。これにより世間も否定的な態度となることを促してしまうとともに、英国企業全体としてグローバルな競争力が低いという認識を強めてしまうという点を指摘している。この点については、英国発のビジ



ネスの成功例や起業家の声を集めて発信することが重要であることについても併せて指摘している。

#### (4) WS 4：非公開企業へのアクセス性を向上させる断続的取引市場（ITV）の創設

##### a. WS 4のテーマが着目された背景

2022年3月に英財務省から公表された「Wholesale Markets Review」の意見募集結果<sup>(注7)</sup>において、中小企業にとって上場することはコストの面でリーズナブルではない一方で、現在そういった企業が多く採用するクラウドファンディング等は投資判断に利用できる情報の少なさが課題として指摘されていたところ、このような中小企業向けに、断続的に取引が行われるような市場（ITV）の創設を支持する意見が多く寄せられていた。

##### b. WS 4の目的について

ITVは、非公開企業が新たな投資家からのアクセスを可能にする市場である。また、初期から資本参画しているVCやPEファンドのほか、株式を保有している社員が、企業が上場することなく、透明性の高い価格によって株式の売却を可能にする市場である。

本WSは、ITVを設立するうえでの規制等について議論し、英政府や規制当局による検討の支援を行うとしている。具体的には以下のような事項について議論を行うとしている。

・ITVにて取引される企業や取引参加者の

資格要件

・ITV運営や参加において考えられる懸念やコンフリクト

##### c. WS 4におけるこれまでの議論の内容と今後のステップ

企業及び取引参加者の要件はまだ公表されていないものの、企業はIPOほどではないにせよ情報の公開を求められたうえで、年間12回の約定機会が与えられるとされる。ITV市場の運営はLSEGが担うとされており、2024年中の稼働を目指しているとされている。

## ■ 4. おわりに

今回のコラムでは、英国の資本市場振興を目的として組織されたタスクフォースであるCMITの設立経緯やこれまでの議論内容について紹介した。本タスクフォースの議論の方針として全体的に企業に対してサポータティブであり、企業の手間を減らしながら支援を増やすことで海外への流出を防ぐことを主眼に置いている。この方針は英政府についても同一であると感じるところである。

CMITで議論されている内容のうち、すでに年金基金改革や企業の説明責任の最適化については政府の方針等にも反映されている。ただし、「マンションハウス改革」の中で英政府が打ち出している英国年金基金による非上場企業への投資義務化については、演説の中では「主要な年金基金とは当該方針について合意している」としながらも、その後反対



している大手年金基金があることを紹介する  
ニュース記事<sup>(注8)</sup>等も見られることから、  
今後も調整が必要になっていくと想定され  
る。そのほかの議論についても今後具体的な  
提言や施策についてまとめられたレポートが  
公表されると想定されることから、今後も状  
況を注視していきたい。

- (注1) <https://www.lseg.com/en/media-centre/press-releases/2022/uk-capital-market-reform-set-receive-boost-chancellor-welcomes-new-taskforce>
- (注2) <https://capitalmarketsindustrytaskforce.com/>
- (注3) <https://corporate-adviser.com/pension-fund-investment-into-uk-shares-falls-to-new-low/#:~:text=Just%204.2%20per%20cent%20>

of,declined%20significantly%20in%20recent%20decades.

- (注4) <https://www.gov.uk/government/collections/mansion-house-2023>
- (注5) <https://www.teneo.com/app/uploads/2023/12/Tulchan-Stewardship-Report-Nov-2022.pdf>
- (注6) [https://capitalmarketsindustrytaskforce.com/wp-content/uploads/2023/07/WTW\\_CMIT\\_research\\_for\\_circulation\\_040723.pdf](https://capitalmarketsindustrytaskforce.com/wp-content/uploads/2023/07/WTW_CMIT_research_for_circulation_040723.pdf)
- (注7) [https://assets.publishing.service.gov.uk/media/621debfdf3bf7f4f0743dc58/Wholesale\\_Markets\\_Review\\_Consultation\\_Response.pdf](https://assets.publishing.service.gov.uk/media/621debfdf3bf7f4f0743dc58/Wholesale_Markets_Review_Consultation_Response.pdf)
- (注8) <https://www.ft.com/content/c853d587-ac35-4766-a377-bef2831b5f97>

