

# ジュラシックパークと化したロンドンの 株式市場 成長企業の離脱相次ぐ



木村 正人  
在英国際ジャーナリスト

経済財政政策に長けたリシ・スナク首相、ジェレミー・ハント財務相の堅実コンビになった英国は、欧州連合（EU）離脱後の成長戦略を描き始めた。ウクライナ戦争で結束を迫られた英国とEUは、英・北アイルランドの国境問題、英仏海峡を渡るボート難民問題で歩み寄った。しかし、米中対立、技術革新の激動の中で英国の株式市場はもがき苦しんでいる。

## アーム・ショック

日本のソフトバンクグループ（SBG）傘下の英半導体設計大手アームやその他の先端企業が英国市場を避け、米国での上場を目指す傾向が顕著になっている。これでは企業の成長がもたらす恩恵は海外に流出する。英国の資本市場の健全性と魅力に対する懸念が高まっているを受け、4月、英下院財務特別委員会対策が協議された。

金融市場データとインフラを提供する米英グローバル企業リフィニティブによると、ロンドン証券取引所（LSE）が今年第1四半期に集めた新規公開株式（IPO）はわずか4件、四半期では1995年以来6番目の少なさだった。15～20年にかけて、LSEが世界のIPOに占め

る割合はわずか5%で、英国の株式市場の衰退が顕になっている。

株式市場は成長する企業が事業拡大のための資金を調達する場だ。投資家は透明性のある価格で株式をほかの投資家に売却できるため、市場に流動性をもたらす。米国のIPOはコロナ緊急経済対策の大型金融緩和で19年の232件から20年に480件、21年は1035件と爆発的に増えたものの、22年には181件にまで落ち込んだ。

英国も19年の35社、20年の38社から21年、米国と中国を除くと世界最大のIPO市場に飛躍した。海外送金サービス「ワイズ」など120社以上の企業がLSEへの上場を選択し、07年以来最高の168億ポンドを調達。14年以来IPOの数も最も多くなった。しかし昨年2月、「アーム・ショック」に見舞われる。

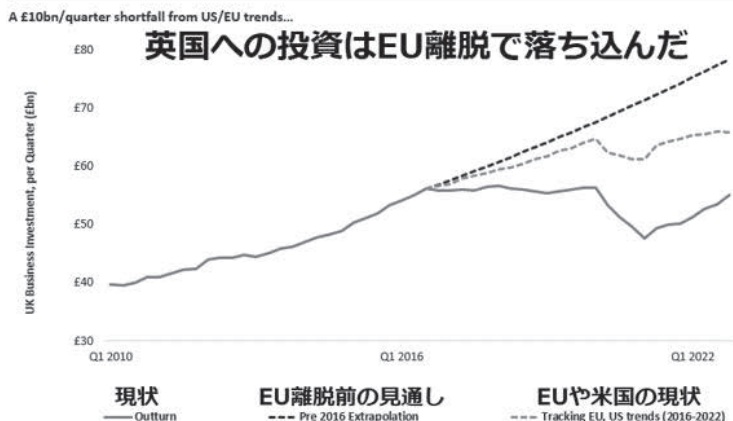
## 孫氏「アームの取引先はシリコンバレー」

EU離脱を選択した英国民投票の衝撃が冷めやらぬ16年9月、SBGは320億ドルでアームを買収した。20年、米半導体大手エヌビディアに約400億ドル相当で売却する契約を結んだものの、独禁当局との交渉が難航し、売却を断念。それに合わせてSBG創業者の孫正義氏は22年度中に米ナスダックでの再上場を目指す方針を表明した。

英ケンブリッジに拠点を置くアームは性能が上がっても回路を複雑にせず、消費電力を抑える独自の設計で、スマホの普及とともにシェアを拡大した。クラウド、電気自動車（EV）需要のほか、スパコンにも進出。計算能力を競うランキングで世界一になった理化学研究所の「富岳」にはアームの設計が採用された富士通のプロセッサが使われている。

アームはもともとLSEとナスダックに上場していたが、SBGによる買収で非上場の完

Business investment has flatlined since 2016...



英国への投資はEU離脱を境に落ち込んだ（サイモン・フレンチ氏提供）

全小会社となった。テリーザ・メイ英首相は買収当時、孫氏に電話をかけ、「英国への信頼の証し」と歓迎した。しかし国宝級のテクノロジー企業が日本企業に買収された挙げ句、LSEではなく、ナスダックで再上場されてはたまったものではない。

孫氏は「アームの取引先は大半が米シリコンバレーの会社。投資家もアームに非常に高い関心をもっている。ハイテクの中心である米国のナスダックが一番適している。ほかに若干可能性があるのがニューヨーク市場だが、おそらくナスダックになるだろう」との見通しを示していた。LSEははなから選択肢に入っていなかった。

## オールドエコノミーのFTSE100

LSEはナスダック、ニューヨーク証券取引所に比べテクノロジー企業の評価が低い。LSEに上場する時価総額上位100銘柄で構成される株価指数FTSE100にはオールドエコノミーのレッテルが貼られる。主要銘柄の銀行、エネルギー大手、タバコ会社が20世紀の臭いを漂わせ、コロナ危機で脚光を浴びた米国のようなテクノロジー企業は含まれていない。

短期利益を求める英国の市場参加者はIPO銘柄が上昇するとすぐに売り抜ける。年金生活者が長期保有するのは成長株ではなく高配当株。そのため米国のアルファベット（グーグル）やアマゾン、アップル、メタ（フェイスブック）、マイクロソフトといったビッグテックやmRNAワクチンで注目を集めたモデルナのようなバイオテック企業は育ちにくい。

しかし英国の強みはコロナワクチンの開発で証明された科学力だ。英高等教育専門誌THEの世界大学ランキングでは1位オックスフォード大学、3位タイのケンブリッジ大学、10位インペリアル・カレッジ・ロンドン、22位のユニバーシティ・カレッジ・ロンドン（UCL）をはじめ計28校がトップ200校に名を連ねる。

世界トップクラスの大学の研究・開発力は、ユニコーン（評価額10億ドル以上の未上場スタートアップ）だけでなく、評価額100億ドル以上の「デカコーン（ユニコーンの10倍を意味する造語）」を産み落としている。

## 上場制度改革は政府のスタート地点

独統計会社スタティスタによると、昨年11月時点のユニコーンは米国704社、中国243社、インド85社に次いで英国は世界4位の56社。ドイツ36社、フランス27

社を引き離す。デカコーンは米国28社、中国9社、英国3社、欧州、インド各2社。英国のデカコーンの中には日本に上陸したデジタル銀行「レポリュート」も含まれている。

英下院財務特別委員会で、元欧州委員（金融安定・金融サービス・資本市場同盟総局）で、21年に上場制度改革を政府に提言したジョナサン・ヒル氏は「上場それ自体はエコシステムの一部にすぎず、最も重要な部分ではない。上場規則を担当する金融行動監視機構（FCA）が提言のほとんどを迅速に実施に移したという点で政府のスタート地点だった」と振り返る。



スタートアップ企業の育成に力を注ぐリシ・スナク英首相（首相のツイッターより）

提言の目的は英国の国際競争力を向上させ、英国企業への投資を促すことだ。一般公開されている株式の割合を25%から15%に引き下げ、特定の意思決定に関する創業者の議決権を強化するため、1株に複数の議決権を与えるデュアルクラス株式を可能にした。スタートアップ企業が資金調達しやすいように上場のハードルを下げ、高成長を促すのが狙いである。

「最も重要なのは年金基金の資本配分の問題に取り組むことだ。年金基金の資金を英国の成長企業に投資するにはどうすればいいのか。英国経済だけでなく、英国国民が富と成長に参加するうえでも重要なことだ。同時に規制、コーポレートガバナンス、報酬に対する考え方、文化的な問題、リスクに対する考え方すべてを見直す必要がある」

## フィンテックにロケット燃料を提供できていない

LSEのジュリア・ホゲット最高経営責任者（CEO）は「投資家を下振れから守ろうとするあまり、上振れさせることができなかった。リスク資本を受け入れる

のが株式市場で、リスク資本は製品、ソリューション、技術革新、雇用、経済の原動力となる成長を生み出すために投じられる」と解説する。

すべての企業が成功するわけではなく、失敗する企業もある。すべての株式投資が最初に予想したようなリターンを得られるわけではないことを理解しなければならない。この20年、年金基金など、英国株式市場への投資は激減している。英国の資金を国内企業に投資するより、3倍以上も海外企業に投資している。

「国内企業に対して不必要に厳しいガバナンスの基準を設けることで、貯蓄者の資金をそうした規制のない海外企業に振り向けている。これは検討に値する」。

(1) 上場のしやすさ (2) 国内のリスク資本と展開可能な資本のプール (3) 企業が生み出す将来の価値を評価できる研究コミュニティの確保 (4) 国際的に公平な競争条件の設定——が必要だという。

ホゲット氏は「昨年、英国で生まれたフィンテックのうち70%が海外から資金を調達していた。FCAはフィンテックが成長するための素晴らしい環境を整えた。しかし資金やロケット燃料を提供できていないのが現状だ」と言う。英国ではAI（人工知能）で囲碁のトップ棋士を負かしたディープマインドもグーグルに買収されている。

## 英国と同じレベルの生産性をもつのは米国の東海岸と西海岸だけ

「アームがナスダック上場を決めたのはバリュエーション（企業価値の評価）が問題ではない。アームが最初にLSEに上場したとき、同業他社よりもプレミアムのついた価格で取引された。しかし異なる2つに市場で資本を調達したい場合、ガバナンスの基準と上場規則の違いが、企業が将来にわたって活動するための柔軟性に影響を及ぼす」（ホゲット氏）

英国では経済はゼロサム、一定のパイを分けるゲームだと言われるようになった。しかし過去20～30年の間に人々を中流階級に押し上げた最大の変化はインドや中国のように非常に大きな成長を遂げた国で起きている。成長に焦点を当てるのが重要で、株式市場はリスク資本を調達する場だったのに、いつしか英国はリスクを取る意欲を失ってしまった。

「英国のすべての人に活気ある資本市場があることに気づいてほしい。資本市場は雇用や技術革新、子どもたちの未来を創造する資金の源だ。英カンブリア州の母親は地域の新興企業に資金を提供できる。そうすれば彼女の子どもたちは大都市に引っ越すことなく、

地元で家を買える。資本市場というのは究極的にはそういうものだ」とホゲット氏は言う。

製薬会社GSK（グラクソ・スミスクライン）取締役会議長ジョナサン・シモンズ氏は「科学技術分野では英国は世界で最も生産的で革新的な経済国のひとつだ。英国と同じレベルの生産性をもつのは米国の東海岸と西海岸だけ。しかし企業が上場という重大な決断を迫られたとき、ライフサイエンス企業の資金調達の大半が海外資本に依存している」と語る。

## 年金スーパーファンドの創設を

海外資本は米国のベンチャーコミュニティや中東が中心で、取締役会のほとんどは英国以外の国に占められる。「アームが本当に作りたい市場、開発したい市場は米国内にある。大きな問題は、英国の機関投資家に、英国で生まれた技術革新のライフサイクル全体に参加してもらうにはどうしたらいいかということだ」と問いかける。

シモンズ氏によると、英国には現在、100社以上のライフサイエンス・テクノロジー企業があり、今後3～5年の間にそれぞれ1億～1億5000万ポンドの需要がある。合計すると100億～150億ポンドの需要が存在する。「資本がすべて輸入されるのであれば、つくられた富とその企業の価値が最終的に輸出されたとしても文句は言えない」

「英国企業の資本の60%は外国人投資家から提供されている。一方、米国は80～85%が国内投資家によるものだ」。ガバナンスについては「国際的に公平な競争の場を作る努力が必要だ。もし英国市場の基準がほかの国の市場、特に米国の資本市場に比べて厳しいのであれば、その理由を正当化する必要がある」とシモンズ氏もホゲット氏と同じ考えを示した。

「過去20年間に英国の科学界から生まれた企業の数を考えると、LSEに上場している規模の大きな企業はGSKとアストラゼネカの2社しかない。ほかの企業はすべてナスダックに移るか、売買されている。最も重要なのは年金基金の資本プールを作ることだ」とシモンズ氏は語る。科学界からも年金スーパーファンドの創設を求める声が強まっている。

## 大半の企業はどこにも上場せず、未公開企業に

世界屈指の金融街シティ・オブ・ロンドンのロードメイヤー、ニコラス・ライオンズ氏も「英国企業が割

安だと判断されれば、買収されやすくなる。そうした企業が最終的に米国市場に再上場するとは限らないが、プライベートエクイティに買われる運命にある。英国市場と英国の投資家が大きな不利益を被るのを目の当たりにしてきた」と言う。

「問題はライフサイエンスだけでなく、テクノロジー、フィンテック、グリーンテック、再生可能技術など、ナスダック上場か売買という全く同じパターンをたどる英国企業が数多く存在することだ」

英国には大学の研究・開発の段階で入ってくるアーリーステージのベンチャーキャピタルはある。しかし、その後のシリーズA、シリーズB、シリーズCが海外から入ってきて、英国のスタートアップ企業は英国市場のレーダーから次第に消えていく。ほとんどの企業はどこにも上場せず、ただの未公開企業になっていくという。

「価値、雇用、知的財産を生み出す富が海外に流出し、その結果が英国経済の未来に影響を及ぼす。世界で最も洗練された投資家たちが経済の将来の価値となる英国の成長企業に投資している。企業の質の高さへの大きな賛辞だ。しかし英国市場に上場されないため、英国の機関投資家も個人投資家もその恩恵を受けていない」とライオンズ氏はため息をついた。

## 英国の株式市場の魅力回復にはバリュエーションの改善が必要

02～14年にかけて英国政府の福祉・年金改革や歳出改革に関わったエコノミスト、サイモン・フレンチ氏は筆者に「アームのように米国上場を目指す企業が跡を絶たない。LSEに上場するブックメーカー、フラッターは米国での2次上場について株主の承認を得た。建設資材大手CRHはLSE上場を廃止し、ニューヨークで上場する計画を明らかにした」と語る。



エコノミストのサイモン・フレンチ氏（筆者撮影）

LSEの中小規模成長企業向け市場AIMに上場するビッグデータ会社ワンディスコもニューヨーク市場を目指し、英国のゲノム配列解析会社オックスフォード・ナノポアも海外での上場を検討している。「英国の株式市場の魅力回復するためにはバリュエーションを改善する必要がある」とフレンチ氏はLSEのホゲット氏とは異なる見方を示す。

「そのためには投資家が英国をより肯定的にとらえられるように環境を整える必要がある。政権は経済政策やEU離脱後の戦略に一貫性をもたせることが重要だ。高齢者は一般的に毎年4～5%の配当が得られる退屈な企業を好む。LSEには成長期が過ぎた企業が多く、革新的なハイテク企業が少ないため、ジュラシックパークと呼ぶ人もいるほどだ」

ハント財務相は、現在の確定拠出年金制度はあまりにもリスク回避的で、年金生活者へのリターンが限られていると批判している。オーストラリアやカナダの年金制度改革を見習って、英国も潜在的にリスクの高い資産により多くの資金を投入できるようにすべきだと唱えているが、すでに保守的な高齢者から反発の声が上がっている。

ロンドンの株式市場はアムステルダムにも脅かされている。いくつかの重要な改革が行われているものの、老朽化したスーパータンカーを再生させるには時間がかかるとフレンチ氏は言う。AIやライフサイエンス、量子テクノロジーで産業構造が劇的に変化するなかで、企業の拡大と成長を資金面で支える株式市場の改革は英国に限らない焦眉の課題と言えるだろう。

（5月1日執筆）

