



—連載（第31回）—

欧州の取引所が展開する発行体向けサービスについて



■ 1. はじめに

欧州では、欧州域内の資本市場活性化を目指す政策「資本市場同盟」による規制改革が進行中である。同政策の中で、中小規模の発行体（Small and medium-sized enterprises。以下、SMEs。なお、本稿では、特に断りのない限り、上場及び非上場の発行体を指す。）における資金調達が多様化を推進する観点から、SMEsによる公開市場へのアクセス強化を目指している。一方、欧州では、本年1月より第二次金融商品市場指令／金融商品市場規則（以下、MiFID II／MiFIR。）が施行された。MiFID II／MiFIRで、アセットマネジメント会社の利益相反を防止するためのいわゆるアンバンドリング規制が導入されたことを受けて、発行体、特に、SMEsと投資家の対話に大きな影響が出ていると指摘されている。アンバンドリング規制がもたらす影響は、長期的に注視していくべきテーマであるが、

このアンバンドリング規制の導入に伴い、特に、SMEsのリサーチカバレッジ低下やSMEsに対する投資家のコーポレートアクセス低下など、投資を呼び込むために必要となる発行体情報へのアクセスが困難となる結果、「資本市場同盟」が目指すSMEsの公開市場へのアクセス強化が思わぬ形で、阻害される可能性が出てきている。

本コラムでは、欧州のEuronextやDeutsche Börse、London Stock Exchangeが展開する発行体向けサービスに関して、発行体と投資家の対話を促進させるサービスを中心に紹介したい。

■ 2. 欧州の取引所が展開するサービス事例

(1) 発行体向けの幅広いサービスを展開するEuronext

Euronextでは、2016年5月に、2019年までの中期経営計画である「Agility for



(図表1) Euronext Corporate Services B.V.のサービス事例

#	種別	名称	内容
1	アドバイザー	PRE-LISTING ADVISORY	Pre-Listing Advisory teamが、中小型の発行体向けに、IPOまでのテイラーメイドのサポート、ガイドを提供。
2		POST-LISTING ADVISORY	中小型の発行体のシニア・マネジメント向けに、IRに関するアドバイザーサービスを提供(例:エクイティストーリーの強化、IRに関する戦略や目標設定の支援、など)。実際の株主や安定株主の状況に基づいて、専門チームが、IRに戦略に関するアドバイザーを提供。発行体に対する投資家及びマーケットからの評価などに関する調査(360° listing diagnostic)を実施。
3	ソリューション	IR. MANAGER	CRM及び投資家ターゲティングのプラットフォームを提供。株主情報や機関投資家のプロフィールを参照可能。バイサイド、セルサイドのコンタクトが参照可能。ロードショーのロジサポートや、自社株の保有に関する売買アラート、株主の特定サービスも提供。約20,000のセルサイド/バイサイドのコンタクト、約40,000の機関投資家、約50,000のファンドが登録。
4		WEBCAST SOLUTIONS	Company Webcast社が提供する次世代のカンファレンスコール及びウェブキャストプラットフォームを提供。四半期業績報告、プレスリリース、アナリストイベント、年次総会、M & Aアナウンスなどに利用可能。発行体は、同サービスを利用することで、様々な投資家にアクセス可能で、双方向のコミュニケーションも可能。
5		MY SHARE PRICE LIVE	発行体の自社サイト向けの自社株価のリアルタイム配信を提供。
6		BOARD PORTAL SOLUTION	取締役会向けプラットフォームの提供。意思決定プロセスや情報共有などの効率化が可能。1ユーザー当たり10ユーロ/月で提供。
7		INSIDER LIST MANAGEMENT SOLUTION	InsiderLog社提供のインサイダー情報プラットフォーム。既に、200を超える発行体、銀行、法律事務所が利用。インサイダー情報の処理を自動化、当局報告にも利用可能。

(出所) EuronextよりJPXロンドン駐在員事務所作成

Growth」を公表し、その中で、成長イニシアティブ分野のひとつとして、“Add value to issuers”を掲げ、発行体向けサービスを拡充してきた^(注1)。その一環で、2017年2月、Euronextのグループ傘下に、発行体向けサービスの専門エンティティEuronext Corporate Services B.V.を設立し、各種サービスを提供している。

Euronext Corporate Services B.V.は、上場企業及び非上場企業に対して、資本市場の効率的な活用を支援するために、IR/コミュニケーションやガバナンス、コンプライアンスに関するサービスを展開しており、これまで、大企業から小規模な未上場企業あわせ

て300社以上がサービスを利用している。同社が提供する主なサービスは、図表1のとおりである。サービスは大きく、「アドバイザー」及び「ソリューション」に分かれており、「アドバイザー」においては、Euronextの専門チームが、発行体のIPOに向けたアドバイザーに加えて、IPO後のIRに関する様々なアドバイザーや調査サービスを提供している。

もう一方の「ソリューション」においては、IR関連プラットフォームやサービスを提供しており、IRに関する発行体の業務効率化や、投資家とのコミュニケーションの円滑化を支援している。その他、ガバナンス、コン



プライアンス関連のサービスとして、取締役会向けプラットフォームやインサイダー情報プラットフォームを提供している。

Euronextは、上記のEuronext Corporate Services B.V.提供サービス以外にも、発行体に対して、以下のサービスを提供している。

① ExpertLine

Euronextのマーケット担当者が、発行体からの上場及び売買に関する質問に回答するサービス。具体的には、同担当者が、発行体に対して、オペレーションや売買などに関するアドバイスやコメント（情報開示に関するアドバイスや株価変動要因のリアルタイムイベントに関するフィードバック、ブローカー別売買シェアの情報など）を提供する。

② Company Research

Euronextに上場する時価総額10億ユーロ以下のSMEsのうち、テクノロジー、メディア、通信及びクリーンテクノロジー／ライフサイエンス分野の発行体に対して、投資家向けのレポート（発行体に関するリサーチレポートや四半期ごとのセクターレビュー）を提供（注2）。現在、約330の発行体がこのサービスの利用対象となっており、レポート作成にあたっては、独立系リサーチ会社Morningstarと提携をしている。一般的に発行体情報が限定的なSMEsに関するレポートを投資家に対して提供することにより、当該セクターの透明性を向上させ、潜在的な投資家の拡大を目指している。リサーチレポートに関しては、Morningstar社に加えてブロー

カーも作成が可能であり、ブローカーに対しては、リサーチレポート作成のインセンティブが提供されている。具体的には、ブローカーがリサーチレポートでカバーした銘柄に対する注文手数料や取引手数料の免除または割引プログラムが享受できる仕組みとなっている（注3）（注4）。

③ Events & Roadshows

発行体や投資家、金融系情報サービス、国際的な金融コミュニティをつなぐイベントやセレモニー、アワードを提供している。

最後に、Euronextは、前述の中期経営計画において、SMEsのテクノロジー企業に関する支援拡大も掲げており、その一環で、同企業群に対するIR支援サービスも展開している。同サービスは、「Trade & Leverage」の名称で展開されており、Euronextにとっては“外株”という位置付けとなる、ドイツ、イタリア、スペイン及びスイスのテクノロジー、メディア、通信及びクリーンテクノロジー／ライフサイエンス分野のEuronext上場の発行体を対象に、IRに関する支援サービス（エクイティレポート作成や投資家イベント開催、IRソリューション提供など）を2年間、割安で提供している。Euronextは、複数の外部業者と提携しており、サービスの種類や価格に応じて、発行体は利用するサービスを選択することが可能だ。



(図表 2) MiFID II/MiFIRで予想される悪影響 (発行体の規模別)

		Large	Mid	Small
1 発行体当たりのアナリスト数	MiFID II以前	>20	>10	<10
	MiFID II以降	<15	<5	非常に低いセルサイドカバレッジ
コーポレート・アクセス	MiFID II以前	非常に多くのロードショー及びone on one面談 (ブローカー経由、取引手数料の一部から支払い)	多くのロードショー及びone on one面談 (ブローカー経由、取引手数料の一部から支払い)	僅かなロードショー及びone on one面談 (ブローカー経由、取引手数料の一部から支払い)
	MiFID II以降	多くのロードショー及びone on one面談、バイサイドによる支払い (バイサイドの自己資金による支払い、または、エンドユーザへの転嫁)	僅かなロードショー及びone on one面談、バイサイドによる支払い (バイサイドの自己資金による支払い、または、エンドユーザへの転嫁)	ブローカー経由のロードショー及びone on one面談は無し

(出所) Deutsche BörseよりJPXロンドン駐在員事務所作成

(2) SMEs向けのサービスを充実させるDeutsche Börse

Deutsche Börse (以下、DB1。)は、2017年3月に、SMEs向けの新興市場であるScale市場を開設し、SMEsの資金調達を支援している。現在、Scale市場には、50銘柄(2018年9月時点)が上場しているが、セカンダリー市場は好調で、Scale市場上場銘柄の流動性は2017年3月と同年12月末を比較すると、平均130%拡大している(注5)。

DB1は、2017年12月に、複数のドイツの投資関連協会との共同で、MiFID II/MiFIRのリリースに与える影響に関してレポートを公表した。そのレポートにおいて、MiFID II/MiFIRは、特に、SMEsのアナリストカバレッジや投資家によるSMEsへのコーポレートアクセスに悪影響を及ぼすと警鐘を鳴らしている(注6)(図表2)。同レポートによれば、売買代金や時価総額が小さい発行体(図表2中のSmall)については、MiFID II/MiFIR以降、アナリストやロードショー、

one on one面談の数は大幅に減少、または無くなるとして、投資家に対する情報提供が危機的な状況になる可能性を指摘している。また、投資家からの情報に対する需要が無い状況においては、発行体自らが、積極的に投資家とコンタクトを取る必要があると指摘している。

DB1では、SMEsに対する上記懸念を念頭に、2017年3月のScale市場開設後、同市場に上場する発行体向けサービスを展開している。例えば、DB1は、Scale市場の発行体を対象に、独立系リサーチ会社Edison Investment Research及びMorningstarによる対象企業のリサーチレポートを発行しており、当該レポート発行に関する費用は、DB1が負担している(注7)。

Edison Investment Research社が提供するレポートは、発行体の定性分析をカバーし、同社による、発行体との面談や企業データに基づき、発行体のビジネスモデルなどを分析している。また、Morningstar社が提供する



レポートは、発行体の定量分析をカバーする。同社の約120名のアナリストが、発行体のバランスシート及びキャッシュ・フロー計算書などを基に分析を行い、レポートは日次でアップデートされる。

また、DB1は、2017年3月のScale市場開設後、同市場に上場する発行体向けに、投資家ターゲティングプログラムも提供している。具体的には、投資家とScale市場の発行体が接点を持てるイベントを企画しており、発行体は、このイベントにおいて、予め指定した投資家とのone on one面談が可能であるほか、投資家に対するプレゼンテーションやアセットマネジメント会社及びベンチャーキャピタルなどとのネットワーキングが可能だ。昨年以降、ロンドン、モナコ、パリ及びジュネーブでイベントが開催されている。

(3) マッチングに特化したIR支援プラットフォームを展開するLondon Stock Exchange

London Stock Exchange (以下、LSE。)は、2015年に、発行体、IR業者、投資家及びブローカーをつなげるプラットフォーム、ELITE Connectをローンチした。ELITE Connectでは、発行体と投資家のコミュニケーション機会や、発行体の投資家ターゲティングを支援しており、2,000社以上の発行体、1,500以上のバイサイド、約30のブローカーが利用している(2018年10月現在)。ELITE Connectの発行体の主なユーザは、英国、イ

タリアのSMEsであるほか、同サービスは「マッチングに特化したプラットフォーム」とのことであり、具体的には、一般的なソーシャルメディアと同様に、プラットフォーム上で、関係者とのネットワーキングが可能であるほか、デジタル会議室やウェブキャストツール、発行体及び投資家の高度な検索機能(関心分野、サイズ、地域及び産業分野での絞込み可)などを提供している。

LSEは、ELITE Connect内での高いセキュリティのビデオ通信サービスを提供するため、2016年に、米OpenExchange社と提携し、プラットフォーム上で、最大7拠点、300ユーザを同時につなげられるビデオ会議システムが利用可能となっている。また、同プラットフォームは、LSEに上場している発行体だけではなく、他市場に上場している発行体に対しても、サービス利用を認めている。例えば、2016年に、カナダのIR業界団体Canadian Investor Relations Institute(以下、CIRI。)に対してもサービス提供をしており、CIRIのイベント時や、CIRIの会員である発行体の利用を認めている(注8)。

■ 3. 結びに代えて

本コラムでは、欧州の主要な取引所が提供する発行体向けIRサービスを見てきた。前述のとおり、欧州では、SMEsの公開市場へのアクセス強化を目指す「資本市場同盟」の一環で、資本市場活性化を目指す規制改革が

進行中である。一方、MiFID II/MiFIRのアンバンドリング規制により、特に、SMEsの投資家へのアクセスが困難になることが懸念されていたことから、各取引所とも、発行体向けIRサービスを競って展開してきたことが考えられる。加えて、従来の取引手数料によるビジネスに代わる新たなビジネス機会を模索している面もあろう。

全般的に、取引所が提供するIRサポートツールは、従来のブローカーアレンジのコーポレートアクセス/IRの形態に取って代わるものではなく、あくまで補完をするものという位置付けである。ただ、本コラムでも紹介したように、特に、SMEsに関して、今後、コーポレートアクセス/IRを巡る環境が厳しくなることが予想されていることもあり、ブローカーアレンジの形態から、取引所を始めとする第三者が提供するIRサポートツールを利用する形態が主流になっていくのか、今後の動きが興味深いところである。

(注1) Euronext (<https://www.enternext.biz/investors/news-detail/658019/title>)

(注2) Euronextは、Euronextに上場するテクノロジー、メディア、通信及びクリーンテクノロジー/ライフサイエンス分野の約330の発行体に関して、約4割程度が、アナリストのカバー対象外であるとしている。

(注3) 具体的なインセンティブスキームは以下の2つ。①カバー銘柄の売買に関する注文手数料(アイスパーク注文などの条件付き注文に関して課される手数料)を免除。②カバー銘柄の売買に関する取引手数料に関して、75銘柄までの手数料を30

%割引、76銘柄以上の手数料を50%割引。

(注4) 手数料に関する免除や割引が適用されるためには、複数の条件が定められている。まずは、ブローカーがEuronextの参加者資格を有すること。次に、カバーする銘柄が、Euronextに上場されていること。最後に、一定条件を満たすリサーチカバレッジを行うこと。この一定条件は以下の3つを満たすもの。①発行体の企業戦略などに関する数量的分析に加え、財務予測、ターゲット価格及び投資判断に係る評価モデルの提供。②株価に影響を及ぼす企業イベントに関する年次リサーチ及び情報を提供。③当該リサーチをブローカーのチャンネルを通じて、クライアントに提供。

(注5) Deutsche Börse (<http://deutsche-boerse.com/dbg-en/media-relations/press-releases/SME-segment-Scale-celebrates-first-anniversary/3337308>)

(注6) Deutsche Börse (<http://deutsche-boerse.com/blob/3272724/4ab4120e0572ae2a1030be8efdf23dde/data/Market-Trends-MiFID-II-Research.pdf>)

(注7) なお、上記リサーチ会社が作成した個別の発行体に関するリサーチレポートは、DB1傘下の株式市場Börse FrankfurtのHPより、無料で閲覧やダウンロードが可能であり、Scale市場の開設以来、既に、8万回以上のダウンロードが行われている。

(注8) Canadian Investor Relations Instituteは、カナダのIR業界団体であり、上場企業、投資家を始めとして、550超の機関がメンバーとして加盟しており、IR業界団体としては、世界第二位の規模となる。

