



—連載（第46回）—

英国の証券市場活性化に向けた上場制度の見直し提言について



■ 1. はじめに

2021年3月3日、英国の証券市場活性化に向けた上場制度の見直し提言に関する報告書（UK Listing Review）が公表された^{（注1）}。この報告書は、英財務大臣であるRishi Sunak氏からの委嘱を受けて、政府からは独立した立場での検討が行われ、とりまとめが行われたものである。

Sunak英財務大臣は、英国がEU離脱に伴う移行期間の終了を直前に控えた2020年11月9日に、英国における金融サービスの将来に向けた計画を発表した^{（注2）}。この中では、移行期間終了後も英国市場がニューヨークやEU域内の主要金融市場との競争に打ち勝つために必要とされる様々な施策が盛り込まれており、上場規制の見直しに関する事項については、Sunak英財務大臣からの委嘱により、元EU理事（EU Commissioner：金融担当）である英上院議員のJonathan Hill氏を中心と

した英有識者において詳細な検討が行われてきた。

本調査レポートにおいては、英国における証券市場活性化の観点からとりまとめられた、上場規制の見直し提言（UK Listing Review）の概要について紹介を行うこととしたい。

なお、本稿に記載した内容はすべて筆者個人の見解であり、筆者の所属する組織としての見解を示すものではないことをお断りする。

■ 2. 報告書（UK Listing Review）に掲げられた提言内容

今回の報告書（UK Listing Review）に盛り込まれた、英国証券市場の活性化に向けた上場規制の見直しに関する提言内容（一覧）は、図表のとおりである。



(図表) 報告書 (UK Listing Review) に掲げられた証券市場活性化に向けた提言内容 (概要)

<p>1. モニタリング関連</p> <p>1. 1 英国証券市場の活性化に向けた、財務大臣による英国議会へのコミットメントの実施 (提言1)</p> <p>1. 2 上場に向けた環境整備が十分なものとなっているのか、継続的な検討 (提言2)</p> <p>2. 上場環境の改善に向けた対応</p> <p>2. 1 プレミアム上場企業における議決権種類株式の発行 (提言3)</p> <p>2. 2 スタンダード市場の見直し (提言4)</p> <p>2. 3 流通株式比率規制の見直し (提言5)</p> <p>2. 4 SPACsの上場に向けた制度見直し (提言6)</p> <p>3. 目論見書規制の見直し</p> <p>3. 1 目論見書規制の見直し (提言7)</p> <p>3. 2 重複上場に関する規制緩和 (提言8)</p> <p>4. 投資家ニーズに沿った情報提供</p> <p>4. 1 目論見書への将来情報に関する開示の促進 (提言9)</p> <p>4. 2 上場申請時における直近3年間の売上高要件の緩和 (提言10)</p> <p>4. 3 財務情報開示に関する上場規制の緩和 (提言11)</p> <p>5. 個人投資家の参加促進、上場会社における資金調達促進</p> <p>5. 1 個人投資家におけるコーポレートアクションへの関与等を向上させるための検討 (提言12)</p> <p>5. 2 上場会社における資金調達の効率化に向けた検討 (提言13)</p> <p>6. 上場プロセスの効率化</p> <p>6. 1 FCA (英金融行為監督機構) 運用ルールの見直し (IPO実施時におけるリサーチ・アナリスト関連規定の見直し等) (提言14)</p> <p>7. その他 (提言15)</p> <ul style="list-style-type: none">・税制見直しに向けた検討 (長期投資を促進するための税制の見直し、AIM投資税制の他の市場区分への投資に対する適用等)・年金資金の活用・SME (Small and Medium-sized Enterprises) 企業向けのリサーチに関する見直しの検討等
--

(出所) 報告書 (UK Listing Review) をもとにJPXロンドン駐在員事務所作成

3. 証券市場活性化に向けた具体的な提言事項

本稿では、報告書 (UK Listing Review) に掲げられた証券市場活性化に向けた上場制度の見直しに関する提言内容のうち、主な事項に関する紹介を行うこととしたい。

(1) プレミアム上場企業における議決権種類株式の発行 (提言3)

ロンドン証券取引所 (LSEG) のプレミアム市場への上場要件については、現在は「1株・1議決権」の株式を上場対象とすることが、同上場原則に規定されている。この点に関して、スタンダード市場への上場企業については、プレミアム市場における上場要件とは異なり、「1株・1議決権」の株式発行に加えて、既に議決権種類株式 (複数議決権が



付与された株式／無議決権株式を含む。)の発行が認められている。

こうした議決権種類株式の発行は、企業の創業者サイドからみると、IPOを通じた資金調達を行う際に魅力的なものとなっており、IPOを通じた資金調達を実現しつつも、経営支配権を維持することができることから、他社による敵対的買収を回避すること等が可能となる。報告書等によると、英国以外の海外の主要証券取引所（米国・ドイツ・香港・シンガポール等）における上場銘柄においては、既にこうした議決権種類株式の発行が制度上認められており、こうした一方で、過度な発行を制限するために、例えば議決権種類株式の時価総額に上限規制を設けたり、発行可能な企業を特定の業種等に制限する事例、さらには議決権種類株式の発行期間に制限を設ける事例等についてもあわせて手当てがなされているという。また、関連して議決権種類株式の発行に際しては、コーポレート・ガバナンスに関する規制と相反する事項もあることから、少数株主保護の観点からの検討もあわせて行うことが必要だとしている。

こうした点を踏まえ、報告書においては、英国においてもプレミアム市場への上場企業における議決権種類株式の発行を容認するとともに、発行に際しては、あわせて少数株主保護の観点から、議決権種類株式の発行期間を最大5年間とすることや、1株に対する議決権の数の上限を20個とすること、さらには、議決権の行使内容に関する制限を設ける等と

いった制限事項を設置すること等に関する提言がなされている。

(2) 流通株式比率規制の見直し(提言5)

英国における現行の上場規制においては、新規上場会社（欧州経済領域内の企業に限る。）の流通株式比率は原則として25%以上とすることが上場要件において規定されている。こうした規制は、もともとはEU規制とも調和されたものであり、新規上場会社における市場の流動性を一定程度確保することなどが、その目的とされている。しかしながら、報告書によると、こうした流通株式比率に関する規制が阻害要因となり、上場候補先市場としての英国市場の魅力が低下しているとしており、一部の上場希望会社においては、IPOによる資金調達を実現させるために、必要以上の株式売却を余儀なくされる事例がみられるとともに、創業者の株主保有割合が希薄化することを回避する観点から、上場自体を取りやめる事例などもみられるという。

報告書においては、流通株式比率規制に関して、原則として15%への緩和を図るほか、流通株式の定義に関する規制の見直し等に関する提言内容が盛り込まれている。

(3) SPACsの上場に向けた制度見直し(提言6)

SPACs（特別目的会社：Special Purpose Acquisition Companies）の上場に向けた制度見直しについては、SPACsの取扱いが米



国や香港市場等において急拡大しており、これらのSPACs銘柄の中には、買収対象企業として欧州企業が含まれている事例も多くなる一方で、SPACsの上場先については、欧州における証券市場規制等がネックとなり、米国市場を選択する事例なども相次いでいることが、検討の背景として掲げられている。

SPACsの上場候補先に関しては、欧州においては現在のところ、国際市場としての評価が高いEuronext（アムステルダム）市場が最有力な市場となっている。この要因をみると、例えばロンドン市場においては、SPACsによる企業買収の際には、一般的には上場規制に規定される「Reverse Takeover（逆さ合併）」に該当することから、証券取引所による買収審査が終了するまでの間、SPACs株式の売買が停止され、このためSPACsによる買収に賛同しない投資家は、当該審査が終了するまでの間、市場を通じた売却ができない状況となること等が、SPACs取扱いに関する問題点の1つになっているようである。

こうした状況を踏まえ、報告書に掲げられた提言策をみると、SPACs上場に向けた最大の障害ともされる、SPACs株式の売買停止規制に関する見直しを実施するほか、SPACsによる買収公表時の適時開示に関する事項の検討、さらにはSPACsによる買収実行時における株主権行使の取扱いに関する検討などに関して、投資家保護等の観点から、問題解決に向けた検討を行っていくことなど

が示されている。

(4) 上場申請時における直近3年間の売上高要件の緩和等（提言10・11）

英国における現行の上場規制においては、プレミアム市場への上場を希望する企業に対しては、上場申請時に過去3年間の売上高要件を満たすこと等が上場要件として規定されている。また、プレミアム市場への上場後においても、過去3年間にわたり、現在の企業収益における75%以上がカバーされた財務情報の開示が必要となる点についても、あわせて上場要件への規定がなされている（=企業が他社との合併を行う場合、被合併会社の財務情報に関しても、合併後における企業収益の75%以上がカバーされるよう開示することが求められる。）。これらの規制は、企業における事業の安定性や継続性といった観点から、投資者保護を図ることが目的とされているところだが、一方でこうした規制の存在が、一部の業種においては、上場の阻害要因にもなっているという。

報告書においては、こうした状況を踏まえ、過去3年間における売上高要件が求められる適用除外要件に関して、これを新興企業（高成長企業）全般へと対象を拡大するほか、上述の「75%ルール」についても、プレミアム市場に上場するすべての企業を対象に、開示対象期間を直近1年間へと短縮するといった提言などが行われている。



■ 4. おわりに

本調査レポートにおいては、Sunak英財務大臣からの委嘱により、元EU理事（EU Commissioner：金融担当）である英上院議員のJonathan Hill氏を中心とした英有識者において検討が行われてきた英国における証券市場の活性化に向けた報告書（UK Listing Review）に関する概要紹介を行った。

今回の報告書公表を受け、この先は財務省において詳細な検討が行われた後、関連事項についてはFCAによるコンサルテーション等が行われ（2021年夏頃の実施を予定）、2021年後半には制度改正を実施していくことが予定されているという。

報告書に記載された提言内容については、英国におけるコーポレート・ガバナンス水準が低下する等といった懸念から、一部からは反対の声なども出されており、報告書公表直後には、LSEGのCEOであるDavid Schwimmer氏などから、報告書の公表を歓迎する意向が示されているものの、こうした一方で、主にバイサイドから構成される業界団体であるIA（Investment Association）等からは、流通株式比率規制の引下げや、議決権種類株式の上場規制の緩和等といった提言内容に関しては、少数株主保護の観点から懸念を持っているとのコメント等も出されている。

Sunak英財務大臣からは、今回の証券市場における一連の制度改革を「City Big Bang

2.0」と名付け、積極的な対応を進めていくとの方針が繰り返し示されている。こうした対応が、本文の中でも触れたコーポレート・ガバナンスとの関係からどのようなバランスを保ちつつ進められていくこととなるのか、JPXロンドン駐在員事務所においても引き続き動向を注視していくこととしたい。

（注1） 英財務省 “UK Listings Review（2021年3月3日）”

<https://www.gov.uk/government/publications/uk-listings-review#full-history>

（注2） 英財務省 “Chancellor sets out ambition for future of UK financial services（2020年11月9日）”

<https://www.gov.uk/government/news/chancellor-sets-out-ambition-for-future-of-uk-financial-services>

