

—連載（第57回）—

英国における上場市場区分の廃止に向けた議論について

■ 1. はじめに

英金融当局である金融行為監督機構（以下、FCA）は2022年5月26日、「Primary Markets Effectiveness Review : Feedback to the discussion of the purpose of the listing regime and further discussion」と題するレポートを公表し、上場制度の見直しを提言した（注1）。

当該提案の中では、“FCA Official List”と呼ばれる市場区分制度（プレミアム市場・スタンダード市場）を廃止し、実質的に市場区分を一本化する提言などが行われている（注2）。本件は現在、パブリック・コメントの結果等を踏まえ、関係者による検討が継続されている。

今回のコラムでは、FCAが公表した上場市場区分の廃止提案等について紹介することとしたい。

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. 背景

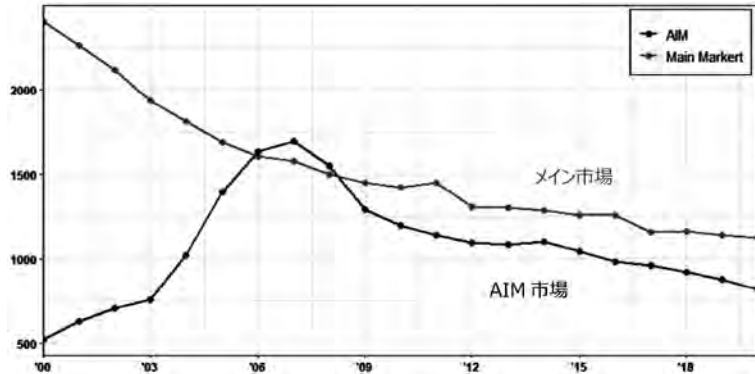
今回の提言は、FCAが2021年3月に公表した、英国の証券市場活性化に向けた上場制度の見直し提言に関する報告書（以下、UK Listing Review（注3））に掲げられた内容を具体的に実現させていくための施策等の一部と位置付けられている。

こうした英政府による検討は、英国のEU離脱が1つの契機にはなっているものの、長期的な視点に立つと、英国証券市場の魅力が低下する中で、成長の著しいテック企業等といった企業群が、米国市場への上場を希望する事例が相次いでいること等が検討の発端となっている。

以下においては、本件に関してFCAが実施した関連調査の結果について紹介することとしたい。



(図表1) LSEGのメイン市場・AIM市場における上場企業数の推移 (2000年以降)



(FCA資料から抜粋)

(1) 英国上場企業数等の推移

まず英国における上場企業数の推移をみると、英国の主要取引所であるロンドン証券取引所グループ（以下、LSEG）が運営するメイン市場（プレミアム市場・スタンダード市場）及びAIM市場の上場企業数は、2000年以降、全体的に低調に推移していることが把握できる（注4）。

FCAによると、上場企業数が減少する最大の要因は、企業買収による上場廃止や、外国企業による重複上場の廃止決定等によるものとしており、英国自市場を上場廃止したうえで、他国市場へと上場先を移管する事例は少ないとしている。

(2) 英国IPOの推移等

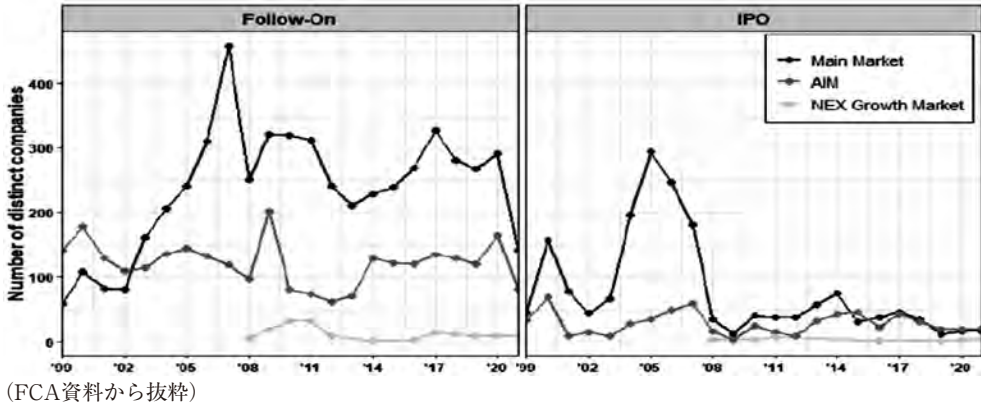
また、英国においてはIPO件数も伸び悩んでいる。こうした背景には、上場規則やコストの負担が大きいとの課題があげられており、実際にPwCが2018年に実施した企業経

営者向け調査結果によると、調査対象となったグローバル企業400社のうち、42%に相当する企業の経営トップが、「上場を目指さない主な理由としては、諸規則の運用負荷、さらにはコスト負担が大きいこと等があげられる。」としている。加えて、長期的には金利が低下環境にあったほか、未上場企業による資金調達市場が活性化している点なども、上場を目指さない主な要因としてあげられるとしている。

こうした一方で、FCAとしては、英国における上場市場の役割についても分析しており、IPOもしくは公募増資を通じて資金調達を実施した企業数（図表2）や、英国上場市場における年間資金調達額（図表3）をみると、2000年以降にはIPO件数が伸び悩む一方、これらの数値が極端に減少することはなく、「上場市場は、企業の資金調達ニーズを十分に満たすことができる機能を備えている。」といった結論が示されている。

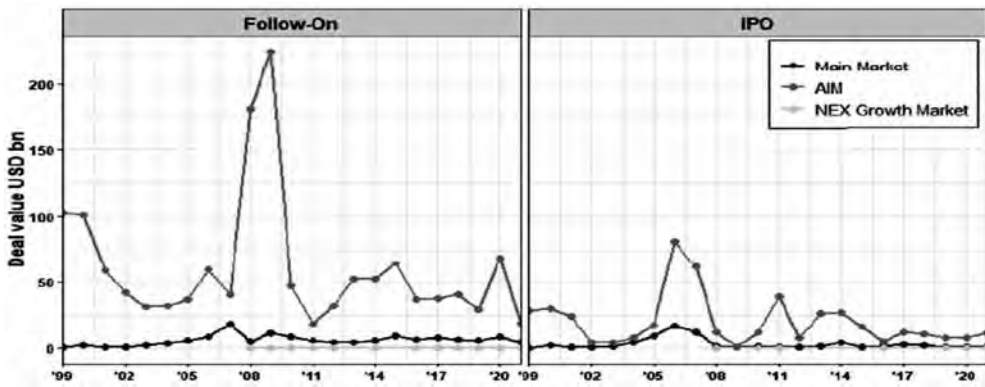


(図表 2) IPO・公募増資を通じて資金調達を実施した企業数



(FCA資料から抜粋)

(図表 3) 英国上場市場における年間の資金調達額



(FCA資料から抜粋)

なお、グローバルベースにおけるIPO動向をみると、1994年～2000年における年間IPO件数はグローバルベースで計1,152件であったところ、2001年～2007年には853件まで減少し、2008年～2015年にはさらに453件まで減少していることから、IPO件数の減少は英国のみならず、グローバルベースで見られる共通のトレンドだとしている。

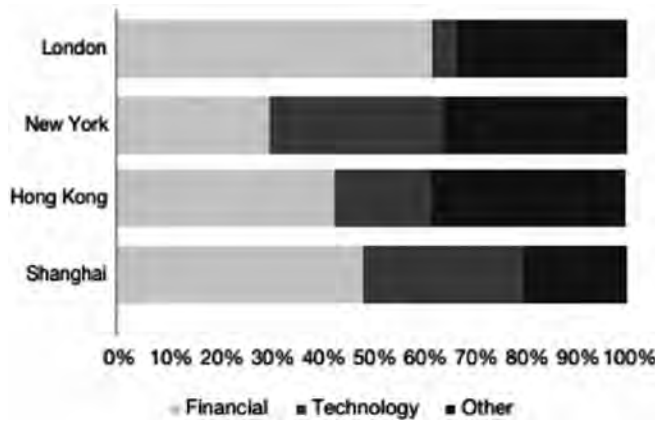
こうした一方、2020年のIPO資金調達額を

みると、コロナ禍においても前年同期比で42%増加するとともに、IPO件数についても1,591件と大幅に増加し、こうした動向は特に米国や中国におけるテクノロジー企業により大きく牽引するところも大きかったとしている。

しかしながら、英国の状況をみると、2006年にはグローバルベースで実施されたIPO件数のうち約10%が英国市場を通じて実施され



(図表 4) 各主要市場のIPOにおける金融・テクノロジーセクターの割合 (2016年～2018年)



(FCA公表資料から抜粋)

たところ、当該割合は2018年には5%まで低下しており、他の主要市場（ニューヨーク・香港・上海）との比較においても、ロンドンにおけるIPOセクターをみると、図表4のとおり、テクノロジー企業の割合が低いとの課題も浮き彫りになりつつある。

(3) 英国政府の動向等

英国政府は、こうした問題意識のもと、これまでも英国財務省が主導する形で、英EU離脱後の金融サービス分野における将来計画の一環として、例えば2021年2月26日には、英国フィンテック業界の活性化を図るための施策に関する報告書（以下、Ron Kalifa Review^(注4)）を公表するとともに、また同3月3日には、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)等を公表し、プレミアム上場企業における議決権種類株式の発行を認め

るほか、流通株式比率規則の見直しを実施する等といった施策とともに、スタンダード市場の見直しについても検討を進めていくべきとの提言がなされている。

同提言によると、こうした検討の背景については、年金基金等のロング・ファンドにおいては、プレミアム市場への上場銘柄を保有する傾向が強いことから、スタンダード市場の見直しを図ることにより、こうしたファンドによる株式投資を促進させること等が念頭に置かれているという。

3. 提言内容

(1) 達成されるべき目標等

本稿においては、FCAが公表した上場区分制度の見直しに関する提言内容の概略をみていくことにしたい。

まず、今回の市場区分制度の見直しにより



達成されるべき目標についてみると、FCAとしては、上場価値の簡素化(複雑性の排除)、上場会社へのアクセス拡大(上場基準の簡素化)、発行体によるわかりやすく、かつクオリティの高い適時開示が実施されることで、投資家による投資判断が行われるような環境が構築されるほか、株主によるエンゲージメントの実施に際して、発行体・投資家の双方に柔軟性を付与していくための環境整備等が掲げられている。

また、上述した目標等を踏まえ、既存の市場区分制度をみると、主に以下に掲げる点が問題点として顕在化されるとしている。

【市場区分制度における問題点】

- ・ 現行の上場制度はEU制度 (EU指令) をもとに構築されており、例えば、スタンダード市場に関しては、EU指令に規定された「Consolidated Admissions and Reporting Directive (CARD)」や「Transparency Directive (TD)」の要件を満たす必要があり、プレミアム市場に関しては、これらのEU指令におけるスタンダード市場の上場基準を超えた水準を満たす必要がある、といった仕組みであること。
- ・ EU指令においては、市場区分制度は「2区分制」を前提とした制度設計となっていること。
- ・ スタンダード市場はプレミアム市場へのステップ・アップ市場とのイメージが強いものの、2017年以降において実際に市場区分変更を実施した企業はわずか6社しかない

いこと。

- ・ こうした一方、AIMからFCA Official List への変更事例は多数みられること。

こうした状況等を踏まえ、FCAでは、既存の「プレミアム市場」・「スタンダード市場」などといった市場区分制度に関して、これをいったん廃止したうえで「市場1部制」に変更し、一部の発行体においては、発行体の任意判断に基づき、コーポレート・ガバナンス等の一部事項について、現状よりも一段高い要件を満たしていることを示す仕組みへの変更提言が行われている。

(2) 提言内容

FCAにおける具体的な提言内容をみると、主に以下に掲げる内容から構成されている。

- ・ 「市場1部制」へと変更のうえ、上場要件については、「適合性要件」と「継続要件」の2要件から構成
- ・ 「適合性要件」：明確でわかりやすい基準設定 (数値要件・浮動株比率・時価総額等)
 - ・ 「Prospectus Disclosure (目論見書)」の開示
 - 数値要件以外の事項については、投資家が「Prospectus Disclosure」の記載内容をもとに判断
- ・ 要件適合を判断するための第三者による保証(Sponsor/幹事証券)制度の構築等
- ・ 「継続要件」：
 - ・ 義務的要件：透明性、株主保護 (経営者



に関する事項・重要なコーポレート・アクション等) 等

・補足要件：株主価値向上のための要件等

※補足要件の適用有無(opt-in)については、発行体自身が株主総会決議等により個社ごとに任意判断のうえ決定

(3) その他

今回の市場区分見直し提言においては、上述した事項のほか、既存の指数構成銘柄の変更、さらには経過措置の検討等についてもあわせて検討を進めていくことが予定されている。

FCAによると、本件パブリック・コメント等は既に募集期限を迎えており、現時点では市場関係者との調整を含む諸検討が行われているところ、この先はパブリック・コメント等を踏まえた最終制度改正案が提示されること等が予定されている。

FCAにおける今回の上場制度見直し提言に対しては、ロンドン証券取引所のCEOであるJulia Hoggett氏からも、市場区分の再編は「ゲーム・チェンジャー」であり、様々なリスクが発生していく点が懸念される、とのコメントがなされている。同氏によると、現在のスタンダード市場は、「投資家を保護しつつも、特定業種から構成される企業への柔軟性も付与しており、適切なバランスのとられた状態にある」とともに、「スタンダード市場は、成長する唯一の上場市場であり、多数の企業ニーズに対応できるのは明らか」だとしており、今回のFCA提言内容には必ず

しも賛同していない状況にある点も窺うことができる。本件をめぐる動向については、引き続き継続して確認をしていくことにしたい。

(注1) FCA “Primary Markets Effectiveness Review : Feedback to the discussion of the purpose of the listing regime and further discussion (2022年5月26日)”

<https://www.fca.org.uk/publications/discussion-papers/dp22-2-primary-markets-effectiveness-review>

(注2) 英国においては、FCA Official Listと呼ばれるプレミアム市場・スタンダード市場に関する上場制度設計については、FCA等が直接管轄する仕組みになっている。

(注3) <https://www.gov.uk/government/publications/uk-listings-review#full-history>

(注4) UK Listing Reviewによると、英国の主要株価指数であるFTSE100の構成業種等をみると、依然として金融業や伝統的企業の割合が高く、「将来に向けた成長業種」の割合が少ない傾向にあるとの指摘がなされている。

<https://www.gov.uk/government/publications/the-kalifa-review-of-uk-fintech>

