



—連載（第59回）—

## 英当局、ロンドン市場を活性化するための諸施策を提言

### ■ 1. はじめに

英FCA（英金融行為監督機構）は2023年5月3日、更なる英証券市場活性化の観点から上場規則全般の見直しを行う旨、パブリック・コメントを公表するとともに<sup>（注1）</sup>、株式流通市場の機能向上に向けたポリシー・ステートメントを公表した<sup>（注2）</sup>。

FCAの公表内容を見ると、掲げられた諸施策の大半は英政府がEU離脱に伴う移行期間終了後に公表した一連の証券市場改革提言（Jonathan Hillレポート等）に記載された項目の具体策として提示されたものであり<sup>（注3）</sup>、このうち株式流通市場の機能向上に関するポリシー・ステートメントについては、2022年7月に実施された同パブリック・コメントに対して、市場関係者から寄せられたコメント等を踏まえ、FCAとしての最終提言内容が取りまとめられた位置付けとなっている。

本調査レポートでは、FCAが公表した当

該パブリック・コメントやポリシー・ステートメントをもとに、提言内容の概要を紹介していくことにしたい。

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. 改正概要（上場関連）

はじめに上場関連についてみると、主な改正ポイントとしては、①プレミアム市場とスタンダード市場の市場区分の統一、②上場審査時に必要としている過去3年間の監査証明付財務諸表の提出要件の緩和、③上場会社と関連当事者間の取引行為に対して、株主総会における事前決議要件の廃止等、といった点があげられる。このうち③については、英Arm社の売出し・上場検討に関して、同社の上場候補先としてのロンドン市場の選択に大きな障害となった点とされている。



### (資料1) FCAにおける上場規則全般に係る見直し事項 (主なものを抜粋)

- ・議決権種類株式の上場要件の緩和
  - 議決権行使制限期間の延長 (5→10年)
  - 議決権種類株式1個あたりの議決権個数上限規制の撤廃等
- ・重要取引に係る株主総会決議による事前承認制度の廃止
- ・上場規律や関連条項の簡素化等

(出所) FCA資料から抜粋

### (資料2) FCAにおける証券流通市場規則全般に係る見直し事項 (主なものを抜粋)

- ・取引執行クオリティの改善に向けた対応 (取引コスト・市場インパクトの削減等)
- ・株式ポスト・トレード取引に係る透明性向上に向けた取組み (注4)
- ・金融商品の店頭取引に係る取引報告義務内容の簡素化 (注5)
- ・海外証券取引施設における参照価格を利用した英国証券取引施設における取引緩和 (注6)
- ・海外証券取引施設における呼値を利用した英国内証券取引施設における取引緩和
- ・取引システム障害発生時における強靭性 (レジリエンス) の向上に向けた取組み (注7)

※施行日は原則として2024年4月

(出所) FCA資料から抜粋

このほかにも、英国テック企業に対する更なる上場誘致活動を念頭に、資料1に掲げる事項についての改正提言がなされている。

FCAによると、市場関係者から寄せられたコメントを取りまとめた後、改正規則の施行日は2024年初旬を予定しているとしている。なお、施行日にはその時点におけるすべての上場会社への適用が開始される予定。

## ■ 3. 改正概要 (証券流通市場関連)

証券流通市場関連では、市場の更なる効率化促進の観点から制度改正提言がなされてい

る。

主なものを抜粋すると資料2のとおりとなる。

## ■ 4. 検討の背景・市場関係者の反応等

今回のFCA提言に対する市場関係者の反応をみると (注8)、「This is moving us high speed」とのコメントがなされるなど、市場関係者の中にも迅速な対応が当局サイドにおいて行われているとの認識もあるように見える。

特に直近においては、英Arm社の上場候



補先検討にあたり、これまでボリス・ジョンソン英首相以降、現職の歴代3英首相が相次いでLSEG（ロンドン証券取引所）をはじめとする英国市場への上場要請を行ってきたにもかかわらず、同社は英規制上の障害等を理由に、最終的には米Nasdaq市場を上場先として選択したことを受け、英金融当局においても、英EU離脱以降に相次ぐロンドン市場の混乱等を念頭に置きながら、市場関係者からの強い要請等を受け、迅速な制度改正対応を図らざるを得なかったという点もあるように思われる。

ロンドン市場は、前述したArm社による米Nasdaq上場問題のほか、2023年以降においても建材大手であるCRH社が、LSEGからNYSE市場への市場変更を実施するなど、ロンドン市場からの市場流出が相次いでおり、英国における新規上場会社数の推移をみると、2023年1月以降の上場会社数比較では、米国市場が56社、他の欧州市場が34社であったところ、LSEGはわずか6社しか上場していないとの記事もみられるところである。ロンドン市場の上場会社数は長期的な趨勢として減少傾向にあることから、こうした点は市場関係者間において大きな懸念点になっているという。

こうした状況を受け、FCA長官のNikhil Rathi氏からは、「もはや上場誘致努力を実施するだけでは不十分で、上場希望会社に対して何かしらの上場メリット（規制緩和等）を提供することが必要」とのコメントもなされ

ており、英政府としては、発行者をはじめとする市場関係者において複雑すぎる諸規制や業務上の負担等を緩和・軽減するとともに、投資家保護や透明性向上といった点に意識を置いた抜本的な制度改革を行うことが求められている状況にある。

今般のFCA諸提言に対する市場関係者の反応をみると、FCAが発表した具体的な内容自体には賛否両論が出されているようである（注9～11）。反論コメントとしては、かなり踏み込んだ規制緩和策が提案されたことを受け、議決権種類株式の発行規制緩和等を中心に、個人投資家保護の観点から懸念すべき点があるのではないかと声が出されているほか、こうした点には何らかのセーフガードを設けるべきではないかとの要望等も寄せられている。また、投資家保護の点に立つと犠牲を払う踏み込んだ対応をする割には、それに見合うだけのロンドン市場の活性化に貢献できるようなものといえるのか、などといったコメントなどもみられる（注12）。FCAとしては今回のような一連の対応実現がなされると、一定程度の市場リスクが増大していく可能性について認める一方で、ロンドン市場の活性化に向けては、こうしたリスクを上回るだけの導入メリットがある点を強調しているようにみえるところである。

FCAによる今般の諸提言案は、この先もパブリック・コメントの結果を踏まえた最終提言に至るまで、実現には引き続き多くの紆余曲折があるように思われる。引き続き英当

局やLSEGの動向等について追っていきたい。

(注1) FCA “FCA proposes to simplify rules to help encourage companies to list in the UK (2023年5月3日)”

<https://www.fca.org.uk/news/press-releases/fca-proposes-simplify-rules-help-encourage-companies-list-uk>

(注2) FCA “Improvements to equity secondary markets (2023年5月3日)”

<https://www.fca.org.uk/news/news-stories/improvements-equity-secondary-markets>

(注3) UK Listing Review (2021年3月3日)

<https://www.gov.uk/government/publications/uk-listings-review>等

(注4) 取引報告に際して、ギブアップ関連取引や関連当事者間取引を含む所定の取引等に関して、店頭取引報告義務の対象から除外するとの提案等

(注5) Designated Reporter (DR) 制度が導入され、店頭取引の報告義務者(例えばセルサイド・バイサイドのどちらかが報告をすべきか等)を明確化する仕組みの提案等

(注6) ただし、海外証券取引施設が頑強でレジリエンスがあり、透明性要件の高い市場であること等が利用条件として求められている。

(注7) これまでもオペレーションの観点からみたレジリエンス向上に向けた整備が図られてきたところだが、今回のステートメントでは新たに3点(①障害対処のためのプレイ・ブックの策定、②クロージング・オークションの代替方法に関する検討、③参照価格ウェイバーとなる場合の対象範囲の変更)の提案がなされているほか、本件に関する将来的な検討を行うために、FCA内にタスクフォースを設置のうえ業界ガイダンスの策定に向けた検討を行うこと、といった提案等がなされている。

(注8) Financial Times “Regulator proposes

sweeping changes to UK listing regime (2023年5月2日)”

<https://www.ft.com/content/4b652fc6-676c-4422-89b1-ae537e32cc70>

(注9) Financial Times “UK investors sound alarm over London exchange rule changes (2023年5月3日)”

<https://www.ft.com/content/21d26570-5a0a-408f-9689-980ced746d81?desktop=true&segmentId=d8d3e364-5197-20eb-17cf-2437841d178a#myftnotification:instant-email:content>

(注10) The Times “Market reforms aim to spark City’s revival (2023年5月4日)”

<https://www.thetimes.co.uk/article/market-reforms-aim-to-spark-citys-revival-dhwrrz6th>

(注11) The Guardian “Stock market reforms would ‘pass greater risk to investors’, FCA says (2023年5月4日)”

<https://www.theguardian.com/business/2023/may/02/stock-market-reforms-would-pass-greater-risk-to-investors-fca-says>

(注12) Financial Times “UK listing rules: watering down investor safeguards won’t turn London’s tide (2023年5月3日)”

<https://www.ft.com/content/e1b233b6-df66-4635-9d02-acebf20d8d97?segmentId=3f81fe28-ba5d-8a93-616e-4859191fabd8>

