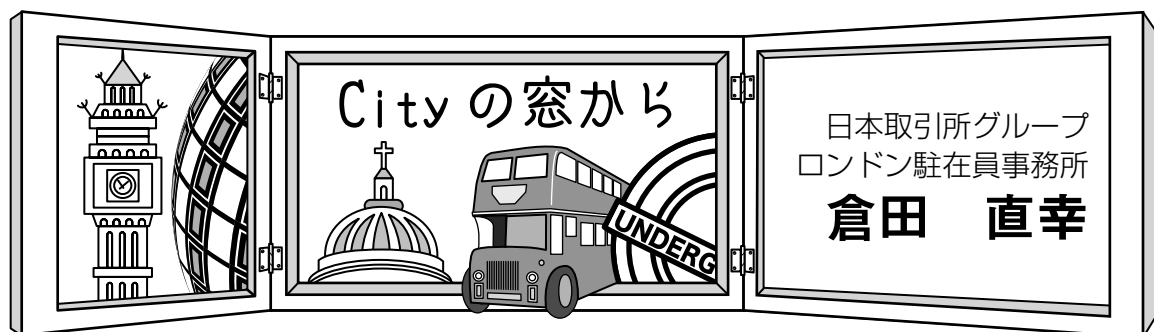




—連載（第66回）—

ロンドン証券取引所及びEuronextによる自市場と米国との流動性等に関する市場比較について



■ 1. はじめに

英国市場のIPOについては今年に入って復調の兆しが見えているものの、以前ほどの水準には程遠い。また、米国市場の魅力は依然として高く、特に英国企業が米国市場を上場先として選ぶ動きも続いている。一方で、ロンドン証券取引所グループのCEOであるDavid Schwimmer氏が、「英国市場よりも米国市場が圧倒的に優れているというのは「迷信」である」とコメントしており、適切に比較することでより正確に両市場の違いを理解することができるとしている。また、英国ほど深刻ではないものの、欧州大陸の企業も本拠地や自社ビジネスのある国の市場ではなく、米国市場に上場するケースも見られており、Euronextも同様に自市場と米国市場の違いについて取りまとめ、発行体向けに情報発信を行っている。

本レポートでは、ロンドン証券取引所及び

Euronextがどのような分析を行って、市場の魅力アピールし、企業を誘致しようとしているのか、また自市場に引き留めようとしているのかについて紹介することとしたい。

■ 2. 欧州企業の流出状況とその理由

英国企業の米国市場上場については、昨年Nasdaqに上場したArmが記憶に新しい。Armは英国ケンブリッジが本拠地であり、Armの米国市場上場の意向を知った英国政府は、ボリス・ジョンソン、リズ・トラス、リシ・スナクと首相が3代に渡って英国市場への上場誘致を続けてきたものの、英国市場への重複上場もなく、米国Nasdaqに単独上場することとなった。Armは米国市場への上場を決めた理由として、英国市場制度上の障害（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が必要）を挙げているほか、米国市場の流動性の大き

~~~~~

さやバリュエーションの高さがその背景にあるとされている。Armに限らず、自国市場ではなく海外でIPOを実施する動きや上場市場を変更するような企業は欧州で多く報道されているところである。

また、このように実際にアクションを起こした企業に加え、英国の石油会社大手Shellや、フランスの石油会社大手Total等も欧州の市場にはバリュエーションの観点で懸念がある旨を公表しており、Shellは英国市場からの退出も検討しているとされている。TotalはCEOが投資家に向けて、「米国同業他社との差は上場している市場の違いであり、欧州に上場しているだけで、割引価格で取引されている」と語ったとされている。

このように、欧州企業は欧州市場のバリュエーションや流動性に対して不満を持っていることが多いことがわかる。冒頭で述べたとおり、ロンドン証券取引所グループやEuronextのCEOは、米国市場が英欧市場よりも絶対的に優れているという認識は「迷信もしくは神話」とであると発言しており、各取引所としてこういった企業の認識を正すために、自社ウェブサイトの記事を掲載している。以降、欧州の各取引所がどのように自市場の魅力をアピールしているのか、見ていきたい。

### ■ 3. ロンドン証券取引所グループによる英国株と米国株の流動性比較

ロンドン証券取引所グループは米国拠点の担当者が様々な観点で英国株と米国株を比較した記事を自社ウェブサイトに掲載しており、ロンドン事務所として行ったヒアリング内容と併せて、それらを紹介していきたい。

#### (1) 英国株と米国株の流動性の比較

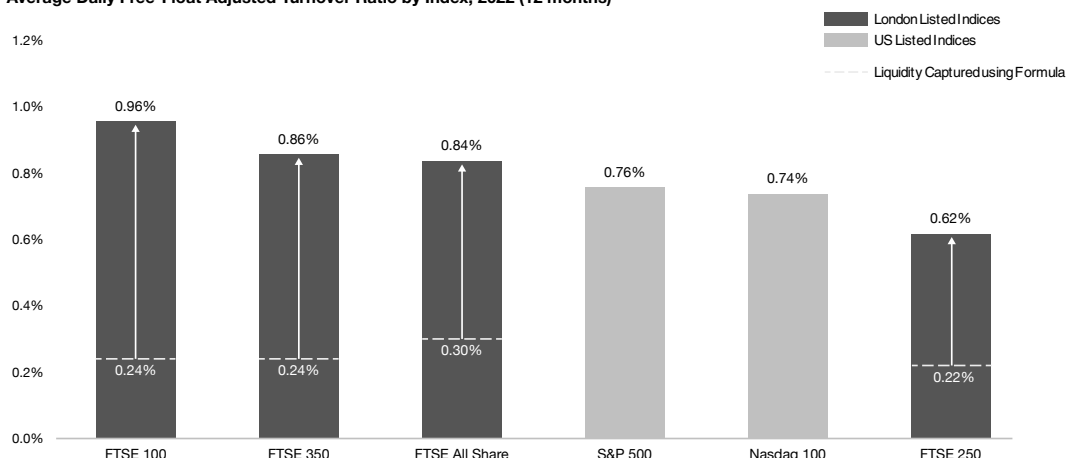
(注1)

この記事の中では、米国市場と比較して英国市場の流動性は不当に過小評価されているとしている。英国市場と米国市場の流動性を単純に比較するとその差が大きい。しかし、これは市場規模による差が大きく、個々の企業の発行済み株式総数に対する回転率を比較する方がより正確であるとしている。その観点で比較すると、英国株は米国株式よりも優れた結果を示している。ここで記事が強調している点として、英国・欧州の取引所で上場すると他の取引所や取引施設（トレーディングベニュー）でも売買が可能であり、それらを含めて比較することが重要であるとしている。こういった「調整」を行ったうえで英国株と米国株を比較すると、流動性はほぼ同等である（図表1）。

英国株の売買回転率をロンドン証券取引所のみに限定してしまうと点線となってしま

(図表 1) 英国・米国の主要インデックスの浮動株調整後の売買回転率の比較 (2022年)

Average Daily Free-Float Adjusted Turnover Ratio by Index, 2022 (12 months)



(出所) LSEGウェブサイトより抜粋

一方、そのほかのトレーディングベニューにおける売買高を含めることで全体像の把握が可能であるとしている。

結論として、英国株と米国株の流動性（売買回転率）は市場間の構造的な違いを考慮して適切に調整を行ったうえで流動性を比較した場合、その違いは一般で認識されているものよりもはるかに小さいとしている。

## (2) 小型株上場先としてのロンドン市場<sup>(注2)</sup>

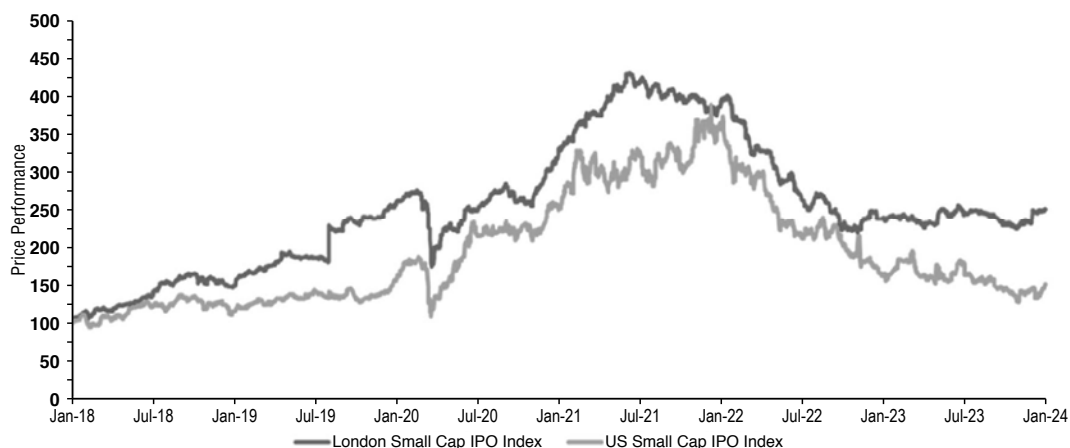
こちらの記事の中では、英国市場は時価総額5億ドル未満の企業にとって、米国市場よりもサポート的な環境であるとしている。これは、上場及び上場維持にかかるコストが低く、質の高い機関投資家が存在し、市場規制が比較的緩やかであることが主な要因であるとしている。

ロンドン市場では企業が早い段階で公開市場にアクセスできるとともに、ロンドンの小型株IPOは米国よりも優れたパフォーマンスを示しており、2018年以降、ロンドンに上場した小型株企業は米国の同業他社をアウトパフォームしている。図表2は、小型株（時価総額2.5億ドル未満）のIPO後2年の株価パフォーマンスを指数化し、英国と米国とでそのパフォーマンスを比較したものである。

また、2018年以降のロンドンにおけるAIM上場企業のIPO時の平均時価総額は1億3,000万ドル、メインマーケットは7億1,100万ドルであるのに対し、Nasdaqは9億4,200万ドル、NYSEは22億400万ドルである。同時期のロンドンにおけるIPO（SPACとバイオテクノロジーを除く）の79%はIPO時の時価総額が5億ドル以下であったのに対し、米国における同規模企業のIPOは41%であっ



(図表2) 英国・米国の小型IPO指数のパフォーマンス



(出所) LSEGウェブサイトより抜粋

\*SPACを除く、ロンドン証券取引所の過去2年間の全小型株IPO銘柄と、NYSE・Nasdaqの過去2年間の全小型株IPO銘柄の浮動株時価総額を基に、四半期ごとに直近のIPO銘柄を追加し、2年が経過した銘柄を除外した指数。2018年1月1日時点をもととしている。

た。このデータを受けて、ロンドン証券取引所は、小型企業がより早い段階で公開市場の成長資本にアクセスできることが英国市場のメリットであるとしている。

この記事では英国と米国の投資家層にも着目しており、英国の投資家はより長期目線であることを挙げている。米国の小型企業に投資される機関投資家資金はその28%を短期的な目線のヘッジファンドが占め、長期目線を持ったグロース投資家はわずか10%である一方、英国ではこの比率が逆転し、長期目線のグロース投資家が36%であり、ヘッジファンドが7%であるとしている。このようなデータから、小型企業はロンドン証券取引所上場を通じて、優良投資家へのアクセス、株式報酬を通じた従業員のインセンティブ付与、買

収のための株式の利用、成長資金の調達など、公開企業としてのメリットを享受することができるため、ロンドン上場を検討すべきだろう、と結論付けている。

#### 4. Euronextによる欧州株と米国株の流動性比較<sup>(注3)</sup>

Euronextもロンドン証券取引所同様、欧州株と米国株の流動性の差に関する一般の認識は「迷信」とアピールしており、実際に条件をそろえて比較した際の差について分析した記事を掲載している。2023年のデータでは、欧州と米国の売買代金を比較すると概算で米国が4.4倍も大きかったが、上場企業の規模も数も違う地域同士の売買代金をそのまま比



(図表3) 米国・欧州の各時価総額クラス別の1社あたりADVの比較

*ADVT per Company: What is the average daily turnover of the average company included in a specific market capitalisation segment?*

|                          | Mega-Cap<br>(> €100bn) | Large-Cap<br>(€5bn - €100bn) | Mid-Cap<br>(€1bn - €5bn) | Small-Cap<br>(€250m - €1bn) |
|--------------------------|------------------------|------------------------------|--------------------------|-----------------------------|
| United States            | €1,824m                | €146m                        | €23m                     | €4m                         |
| Europe                   | €647m                  | €116m                        | €12m                     | €2m                         |
| Ratio (or Liquidity Gap) | x2.8                   | x1.3                         | x2.0                     | x2.7                        |

The ratio (or liquidity gap) reflects the US value traded divided by the European value traded

(出所) Euronext資料より抜粋

較したとしても正確な理解はできないとしている。そこでEuronextは各地域に上場している企業を時価総額で4つのクラス(Mega-Cap、Large-Cap、Mid-Cap、Small-Cap)に分けて流動性(先述のロンドン証券取引所同様、non-addressable liquidityを含む売買代金)を比較したところ、4.4倍の開きはその大部分がMega-Capの売買代金によりもたらされるものであり、Large-CapやMid-Capを取り上げ、1社あたりで比較するとその差はLarge-Capでは米国が1.3倍大きく、Mid-Capでは米国が2倍大きいという結果であり、4.4倍から大きく縮小するという結論を出している。

ここからさらに、各企業規模クラスにおける売買回転率を比較すると、その差はさらに縮小するとしており、特にLarge-Capにおいては米国株の1.73に対して欧州株1.49であり、米国は欧州の1.2倍となる。またMega-Capについても米国1.42に対して欧州0.92と、流動性の開きは限定的であると言える。

以上のようなデータから、Euronextは欧

州の株式市場は流動性の観点で米国から大きく後れを取っているように見えるかもしれないが、実際には同等であるとしている。

## 5. おわりに

本稿では、英国・欧州企業による自市場の見方を紹介するとともに、ロンドン証券取引所及びEuronextが米国市場絶対優位の「迷信」を正すためにどのような分析や情報発信を行っているかについて紹介した。自国市場と米国市場とを比較するというレポートの掲載はかなり直接的なアプローチではあるものの、直近でもロンドン市場のIPOが「墓場くらい静か」と書かれている状況では発行体の認識を正すことが急務だったと言えよう(注4)。今回紹介したような記事はウェブサイトに掲載しているだけに留まらず、各社のCEOが発行体、投資家向けに発信するとともに、外部ニュースサイトでも何度も取り上げられているところである。特に英国は市場区分の統一をはじめとした様々な企業誘致策



や英国市場への投資促進施策を進めており、今後これらがどのように結実していくのか注視していきたい。

(注1) London vs New York: What liquidity differential?  
<https://www.lsegissuerservices.com/spark/eZan5qXWbrUy5es3hxGEqE/london-vs-new-york-what-liquidity-differential>

(注2) Small Cap Companies Find a More Supportive Home in London vs New York  
<https://www.lsegissuerservices.com/spark/5qZitheCzkisuDQA1K1bm/small-cap-companies-find-a-more-supportive-home-in-london-vs-new-york>

(注3) Demystifying the liquidity gap between European and US equities  
[https://www.euronext.com/en/news/demystifying-liquidity-gap-between-european-and-us-equities#:~:text=However%2C%20the%20liquidity%20gap%20is,only%2020%20Mega%2DCaps%20listed.&text=Turnover%20Velocity%20metrics%20\(value%20traded,Europe%20compared%20to%20the%20US.](https://www.euronext.com/en/news/demystifying-liquidity-gap-between-european-and-us-equities#:~:text=However%2C%20the%20liquidity%20gap%20is,only%2020%20Mega%2DCaps%20listed.&text=Turnover%20Velocity%20metrics%20(value%20traded,Europe%20compared%20to%20the%20US.)

(注4) Gloomy outlook for London IPOs clouds brighter picture for the City  
[https://www.fnlonon.com/articles/gloomy-outlook-for-london-ipos-clouds-brighter-picture-for-the-city-90407b72?mod=topic\\_news](https://www.fnlonon.com/articles/gloomy-outlook-for-london-ipos-clouds-brighter-picture-for-the-city-90407b72?mod=topic_news)

