

2024年1月15日 全4頁

英国証券市場改革の「ガバナンス軽視」

新規上場の促進、成長重視へと政策転換する英国証券市場

政策調査部 主席研究員 鈴木裕

[要約]

- 英国の証券市場改革が最終段階に来ている。
- ロンドン証券取引所メイン市場のプレミアムとスタンダードのセグメントの統合や、複数議決権株式をいっそう使いやすくするための改革が実施される見通しだ。
- 関連当事者取引や重要取引の承認に関わる規制の大幅な緩和も改革案に含まれた。
- この証券市場改革案に対しては、投資家団体等からの強い反発が予想される。

大詰めを迎える英国証券市場改革

英国の証券市場改革については、既に大和総研レポート¹で伝えた通り、市場構造の簡素化と複数議決権株式の活用を柱に検討が進められてきた。2023年3月に金融行為規制機構(Financial Conduct Authority、以下 FCA) のニキル・ラティ長官は、英国証券市場改革の方針を明らかにし²、これを受けて FCA は5月には改革案の提示と意見募集を実施した³。その結果を踏まえ、12月20日に今一度改革案の提示と意見募集を開始している⁴。5月の段階よりもさらに踏み込んだ規制緩和を提案している。

これまでの証券市場改革では、上場企業に対してコーポレートガバナンスに関する様々な取り組みや情報開示を求めてきたが、今回はこれとは逆にガバナンスへの取り組みを緩和するのが主体となっている。既に上場している企業にとっても、今後上場を予定している企業にとってもコーポレートガバナンス対応に関しては負担軽減となるだろう。しかし、投資先企業に対して高度なガバナンスを求める投資家がいるとすれば、今回の英国の証券市場改革は不安と不

¹ 鈴木裕「[英国の株式市場改革-市場構造の簡素化へ](#)」(大和総研レポート、2023年4月27日)

² FCA「[Reforming our capital markets ecosystem](#)」(Last updated: 2024年1月8日)

³ FCA「[CP23/10: Primary Markets Effectiveness Review - Feedback to DP22/2 and proposed equity listing rule reforms](#)」(2023年5月3日)

⁴ FCA「[CP23/31: Primary Markets Effectiveness Review: Feedback to CP23/10 and detailed proposals for listing rules reforms](#)」(2023年12月20日)

満を感じさせることになるかもしれない。

証券市場改革の主な内容

証券市場改革の内容は多岐にわたるが、特に市場構造の簡素化と複数議決権株式の活用は大きな変化だといえるだろう。関連当事者取引等について株主による承認を不要とする改革も含めて今回の改革に対しては、「ガバナンス軽視」との批判が浮かび上がってくるかもしれない。

① 市場構造の簡素化

現在、ロンドン証券取引所のメイン市場は、プレミアム、スタンダード、ハイグロースの3セグメントに分かれており、これに加えて世界中の中小型成長企業に上場の門戸を開いている AIM (Alternative Investment Market) がある。市場改革の提案では、このうちプレミアムとスタンダードのセグメントを統合する方針だ。日本は2022年4月の東証改革でプライム、スタンダード、グロースの3市場に再編したが英国は2市場構成へと動いているということだ。

「スタンダード」という名称は、「プレミアム」と比べると「格落ち『ブランド』」(“inferior ‘brand’”, ラティ長官の発言)という印象を与える。また、英国の主要な株価指数では、スタンダードのセグメントに属する企業の組み入れがないため、初上場の場として企業側の上場意欲が湧きにくいという問題がある。そこで、上場基準を低い方に合わせる形で、プレミアムとスタンダードを統合する方向となった。

プレミアム市場では事業の75%以上をカバーする過去3年以上の財務情報を求めていた上場基準を撤廃する。スタンダード市場ではこのような過去情報を求めていなかったため、プレミアムとスタンダード統合後の新市場の基準は現行のスタンダード寄りになるということだ。こうすることで設立後日の浅い企業も格落ちではない市場に上場する機会を得られるようになる。

最低時価総額は70万ポンドから3,000万ポンドに引き上げられるが、流通株式比率は現在の25%から10%に引き下げられる。これも設立から日が浅く株式の流動性が低い企業の上場を可能にするための見直しだ。

② 複数議決権株式の活用

議決権種類株式発行企業の上場は、米国では数多いし、香港はじめアジアの市場でも上場を認めるようになってきている。米国ではGoogle(現Alphabet)やFacebook(現Meta Platforms)などの議決権種類株式発行企業の上場が、株式市場の拡大に大きく寄与している。英国はこのような米国の状況を参考にしようとしているようだ。

複数議決権株式は、議決権種類株式の一種で、1株で複数の議決権を持つというものだ。例えば10

倍の議決権を持つ複数議決権株式を1株と1議決権の普通株式を9株発行している企業では、議決権の総数は19個であるが、過半数となる10個の議決権は複数議決権株式1株を有する株主が持つことになる。役員選任などの議案では、普通株主にどのような不満があろうとも、複数議決権株主が単独で可決させることができる。このような複数議決権株式は多くの場合、創業者等の企業を成長させてきた者に付与される。米国では特にIT系やバイオ系の新興企業の創業者等が複数議決権株式を有したままで上場し、その後企業価値を大いに高めた事例が少なくない。しかし、複数議決権株式は、それを保有する創業者等が独裁的になることもあれば加齢によって能力が減退することもある。あるいは相続によって就任した後継者に問題がある場合もある。そのような事態を恐れて複数議決権株式は、英国市場では、歓迎されなかった。これを変えていこうというのが英国の市場改革だ。

2021年12月、当時のスナク財務相の下、プレミアム市場における複数議決権株式発行企業の上場が容認された。この時には、5年で複数議決権株式を消却するサンセット条項が求められた。その後、前回5月の改定案では、消却期間が10年に延ばされた。今回のFCAの提案では、さらに踏み込んで複数議決権株式に対してサンセット条項を必須としないとした。従来サンセット条項を求めるとしていたものを、現在の案は不要としたのだから大きな転換だ。

③ 関連当事者取引や重要取引の手続き緩和

現在は、上場企業が株主等関連当事者と取引する場合や、一定の基準を満たす重要取引を行う場合は、株主総会における承認決議や、FCAの承認を縦覧に供する等を求めてきたが、これを撤廃する。取引の規模にもよるが、企業側からの説明文書の公表を義務付ける程度の規制にまで緩和することとしている。

これは、従来の煩雑な手続きがM&Aや企業再編などの障害となっており、経営の自由を制約してきたことから、大幅に緩和することで産業の活性化を図る目的である。

ガバナンス軽視との批判は不可避

以上のような英国証券市場改革であるが、ガバナンスを重視する投資家の国際的団体といわれることのあるICGN（国際コーポレート・ガバナンス・ネットワーク）やACGA（アジア・コーポレート・ガバナンス・アソシエーション）の考え方とは大きな齟齬があるように見える。

複数議決権株式について、ICGNは「特定の株主に経済的持分に比例しない権限や支配権が付与される『1株1議決権』原則からの逸脱は回避するか、そのような種類株式が存在する場合は、それらを開示・説明し、サンセット条項の仕組みが導入されるべきである。」（ICGNグローバル・ガバナンス原則（2021年9月改訂、以下該当同じ））との考えであるし、ACGAもアジア市場における複数議決権株式の導入は、大きな誤り“major missteps”（ACGA Blog “Corporate Governance In Asia: One Step Forward, Two Steps Back?”（Vivian Yau）2022年6月28

日)だと主張している。

関連当事者取引や重要取引についても「株主は、重要性基準を超える関連当事者取引について承認する権利を有するべき…(省略)…」、「取締役会は、会社の性格を変えるような重要な決定については株主が議決権を有するようにすべきである。」(ICGN グローバル・ガバナンス原則)との見解を ICGN は持っている。

英国の証券市場改革案と ICGN や ACGA といった投資家団体の見解との間には大きな隔たりがある。投資先企業のコーポレートガバナンスの状況を投資判断の要素とする投資家から賛同を得るのは難しいだろう。現在、コンサルテーション(意見募集)が進められているが、「ガバナンス軽視」という批判が出てくるものと予想できる。

しかし証券市場改革の目的は、企業にとって使いやすい株式市場を作り、起業家の意欲を刺激しようとするところにある。これによって、企業価値が高まることがあれば、英国経済の活性化につながるだろう。