

FSA ディスカッション・ペーパー

**「上場制度の仕組みの見直し」**

平成20年4月4日  
大橋 善晃  
(日本証券経済研究所)

FSA ディスカッション・ペーパー  
「上場制度の仕組みの見直し」(要旨)

2008年1月14日、FSAは英国の上場制度の仕組みの見直しに関するディスカッション・ペーパーを公表した。

英国の資本市場は、世界の資本市場が大きく変化する中で、成功を収めてきたが、この成功は、国際化を強く意識した上場制度によるところが大きいといわれている。実際、ロンドン取引所は、世界のIPO市場におけるシェアを拡大しており、多くの海外発行企業にとって、魅力的な市場となっている。

ここへ来て、FSAが上場制度の見直しに動いたのは、グローバル市場での競争が激化する中で、適切な投資家保護を図りつつ、引き続き英国資本市場の競争力を最大限に発揮させるためには、ここで一度、上場制度の仕組みを全体的に見直すことが必要であると考えたためであるが、見直しの中心は、エクイティ証券の公式上場の三つのセグメント(プライマリー上場、セカンダリー上場およびGDR上場)の違いをより明瞭にすることによって、英国資本市場のブランド力を一層高めることに置かれている。

本レポートは、このFSAによる「上場制度の仕組みの見直し」について、付録を除く全文を紹介するものである。

FSA ディスカッション・ペーパー  
「上場制度の仕組みの見直し」<sup>1</sup>

日本証券経済研究所  
専門調査員 大橋 善晃

## 1. 概要

- 1.1 世界の資本市場は、新たな規制、統合、取引所間の競合、新興国の経済成長と資本需要に突き動かされて、変化の真只中にある。英国の上場制度は、国内外の企業にとって、英国の資本市場における資本調達<sup>かなめ</sup>の要（key element of the UK capital markets offering）であり、英国資本市場の成功を支える要因のひとつである。この数年、われわれは、上場制度について、細かいところまで一通り見直しを行ってきたが、グローバル市場の絶え間ない革新とさまざまな上場セグメント間の利益相反に関する市場参加者の懸念は、今が、制度の仕組みを全体的に考え直し、どうすればそれをEUの規制制度の変更に合致させることが出来るかということを考えるタイミングであることを示唆している。
- 1.2 このディスカッション・ペーパーでわれわれは次のことを狙っている。
- グローバル市場および英国資本市場の仕組みと最近の発展について説明する；
  - 上場制度、とりわけエクイティ証券およびエクイティ証券を表象する証書に関する上場制度の現状について説明する；
  - 上場の使命について考え、上場制度が、発行市場での活動に利用できるほかの規制セグメントに照らし合わせて、どこまでフィットしているのかを検討する；
  - 進化する世界情勢の中で、これまでとは違うどのような上場セグメントが生まれているのか、それらのセグメントにはどのような規制条項が付着しているのかということについての明確な理解を欠くことによって生じる懸念を解決するために、制度の再構築を含むいくつかの選択肢と一連のサブ・オプションを設定する。
- 1.3 これらの課題を検討するに際しての最も重要な目的は、投資家保護と、英国および外国の証券発行者のための英国資本市場の競争力確保との間の適切なバランスを維持するように、（証券発行者の発行市場についての選択肢をより幅広いものにすることを意識しながら）上場制度が最適に構築されていることを確認することにある。そのようなバランスを達成する仕組みの鍵となるのは、上場制度の各セグメントが何を表しているか、適用される基準、とりわけプライマリー上場セグメントの「スーパー・エクイバレント（super-equivalent）」の諸要素（elements）にかかわる基準、国内外の証券発

<sup>1</sup> Discussion Paper 08/1 “A review of the Structure of the Listing Regime”, FSA, January 2008.

行者にとっての不変的な魅力、などを明確にすることであろう。これによって、この制度は市場参加者の信頼を確実に勝ち取り、世界中の証券発行者の選択肢であり続けることになる。

1.4 市場の仕組みに関して、以下を指摘しておきたい。

- EU および世界の資本市場においては、統合が進み、競争は激化している。証券発行者と投資家にとっては、10～15年前に比べて、取引場所と規制制度の選択肢が広がっているように見える。
- 英国においては、さまざまな選択（上場、非上場ともに）が可能であり、その事実は、われわれの国際的な魅力を高らしめている。
- 英国は、近年、国際 IPO 市場においてそのシェアを拡大している。シェア上昇の大部分は、プライマリーあるいはセカンダリー上場セグメントではなく、国際預託証券（Global Depositary Receipt, GDR）あるいは非上場市場（たとえば AIM）を通じてもたらされたものである。当然、プライマリーあるいはセカンダリー上場セグメントの証券発行者数は、2000年以降減少している。これは、企業が、社債やプライベート・エクイティなど従来とは異なる資本調達形態の利用を志向しているためであり、この傾向は世界的な現象となっている。
- 英国における外国上場企業の総数もまた、2000年を境として急激に落ち込んでいる。しかし、新規の外国証券発行者についてみると、新興市場の証券発行者が多数を占めるようになって来た。

1.5 FSA は上場の所轄機関（competent authority for Listing）である。欧州のいくつかの国では、取引所がこの役割を果たしている。この事実から、二つの結果が導かれる。一つは、英国における「上場」（listing）の意味は何かということについてかなりの混乱があるということである。ほとんどの国においては、上場は、取引所での取引の許可と同義であるが、英国では、公式上場表への掲載許可を意味する公式上場許可（admission to Official List）と取引許可（admission to trading）は、リンクしているとはいえ、異なる概念である。二つ目は、歴史的には、ロンドン証券市場（LSE）と長い関わりを持ってきたとはいえ、公式上場は、もはや、単一の取引プラットフォームあるいは取引場所だけに関連するものではなくなったということである。関連基準を満たしうる全てのタイプの取引プラットフォームが、公式上場を許可されたプラットフォームで取引されている証券を保有することを認めるために、われわれのルールに弾力性を持たせるべきかどうか。われわれは、これに関する意見を歓迎する。

1.6 直近3年における金融サービス行動計画（Financial Service Action Plan, FSAP）にもとづく指令の実施 目論見書指令（Prospectus Directive, PD）、透明性指令（Transparency Directive, TD）、市場阻害行為指令（Market Abuse Directive, MAD）は<sup>2</sup>、かつて、上場規則の一部が由来していた EU 指令である統合許可・報告指令

<sup>2</sup> 目論見書指令(2003/71/EC)、透明性指令(2004/109/EC)、市場阻害行為指令(2003/6/EC)、金融商品市場指令

( Consolidated Admission and Reporting Directive, CARD )<sup>3</sup>のほとんどすべてを無効とし、それを目論見書規則( Prospectus Rule, PR ) 開示および透明性規則( Disclosure and Transparency Rules, DTR )に置き換えてしまった。これらの新たな指令は、今や、EU 全域においてきわめて調和のとれた形で、より広範囲の証券に適用され、「規制市場で許可され取引されている証券」をすべてその対象に取り込んでいる。上場規則に残された主要な条項は、「スーパー・エクイバレント ( super-equivalent )」条項であり、これは、適格基準、包括的な上場原則、スポンサーの要件、株主に対して重要な取引および CARD 最低基準についての決定権を付与する企業統治タイプの条項などに係わっている。これらの主要条項 ( CARD 最低基準に沿った ) は、プライマリー上場エクイティ証券に限って適用される。それに加えて、2007 年 11 月に発効した金融商品市場指令 ( MiFID ) は、EEA の規制市場向け許可基準という、CARD の下における「公式上場」とは異なる基準を導入している。

- 1.7 英国における上場は、伝統的に、他の市場セグメントに付帯するものとは異なる、独自の基準をその象徴としてきた。しかし、近年、取引許可のための EU 指令条項の整備が進み、その違いや、ある程度ではあるが、上場の歴史的な役割を曖昧にすることにつながった。それにもかかわらず、エクイティ証券のプライマリー上場のための独自の「スーパー・エクイバレント」要件は残されたままである。一方、セカンダリー上場と GDR 上場の基準は、規制市場での取引を許可された証券のための EU 基準に置き換わっている。これらの基準は、当該証券にふさわしい基準であるとして、加盟国および欧州議会によって認められている。
- 1.8 こうした背景はあるものの、われわれは、「スーパー・エクイバレント」条項を残すべきかどうか、また、FSA は引き続きその設定に責任を持つべきかどうかという問題を提起したい。われわれが見るところ、市場参加者は、スーパー・エクイバレント条項を残したいと思っており、そして、取引所よりは FSA に、その設定の責任をとってほしいと考えている。なぜなら、そうすることによって、クオリティの高い基準が作られ、利益相反を回避しやすくなるからである。
- 1.9 エクイティ証券の上場セグメントに関して、われわれは、プライマリー上場、セカンダリー上場、GDR 上場の間にいくらか曖昧さの入り込む余地があると考えている。より高次の基準を具現化しているのはプライマリー上場セグメントであり、他の二つは、欧州指令の最低要件をベースにしているだけに、欧州全土での普遍的な基準を反映しているということができる。しかし、これらは全て漫然と「ロンドン上場」と呼ばれているために、市場参加者は、セカンダリー上場や GDR 上場を、誤ってもっと高いステータスに位置づけているのではないか、という懸念がある。他の懸念は、市場参加者が、セカンダリー上場や上場 GDR に適用されている規制基準とこれらのセグメントにかか

---

(2004/39/EC)

<sup>3</sup> 2001/34/EC

わる FSA の役割について、それが非上場「ディレクティブ・ミニマム」規制市場セグメント（non-listed “directive minimum” Regulated Market segment）に適用されるものとはまったく違うと考えているのではないかと、ということであるが、これは事実とは異なる。しかし、市場参加者の中には、英国で「上場」されたというレッテルは魅力的で重要な要因だと考えるものも多い。

- 1.10 したがって、われわれは、市場参加者に対して、われわれがこの報告書において、上場の規制内容についてのグローバルな進展を踏まえて提示している、上場制度改革のための2つの仕組み上の選択肢に関して彼らの意見を提示するよう求めている。
- 信頼性の高い明確なラベリング（labelling）の方法として、われわれは、セカンダリー上場およびGDRの上場を公式上場から除外し、プライマリー上場のためのスーパー・エクイバレント上場だけを残すよう提案している。現在、セカンダリー上場あるいはGDR上場というラベルを受けている証券については、目論見書の許可および発行者と主要株主による継続的な開示の監視に関して、まったく同じ規制上の責任を果たせば、引き続き、「ディレクティブ・ミニマム」(directive-minimum)ベースで、規制市場での取引が許される。
  - もう一つの方法は、「スーパー・エクイバレント」セグメントおよび「ディレクティブ・ミニマム」セグメントを維持しながら、現在の市場慣行を反映するよう、現行の重層的な（two-tier）上場制度を改革するというものである。プライマリー上場セグメントは「Tier 1 上場（Tier 1 Listing）」という呼称で区分けされることになるだろう。その他の公式上場表上のセグメントは全て、「Tier 2 上場（Tier 2 Listing）」と呼ばれることになる。英国企業は、実際には、セカンダリー上場の資格は持っていない。選択肢拡大との絡みで、また、英国企業が英国以外のEU市場へのディレクティブ・ミニマム「上場」の許可を求めることがあり得るということを認めたいうえでの現状の選択肢についての変更は、その制約を取り除くことになるだろう。
- 1.11 プライマリー上場の外国企業は、企業統治に関するベスト・プラクティスを定めた英国のコンバインド・コード（Combined Code）を「遵守、さもなければ、説明（comply or explain）」しなければならないとされているわけではない。その代わりに、外国企業は、ホーム国・地域における企業統治制度を遵守しているのかどうか、また、実際の企業統治慣行とコンバインド・コードのそれとの重大な相違について開示する必要がある。新株引受権が海外企業に適用されることもない。われわれは、外国企業についていえば、「コンプライ・オア・エクスプレイン」方式で全企業に同一の規定を適用することのメリットあるいはデメリット、それに関する意見に関心がある。とくに、われわれは、このような規則の変更が外国の証券発行者、および/または、投資家の行動に重大な変化をもたらすかどうか、また、それがプライマリー上場セグメントの明瞭性を一段と高めることになるのかどうかについての意見を歓迎する。

1.12 この報告書は、GDR に適用する規制基準を修正するというケースがあり得るのかどうかということについても検討している。われわれは、GDR 市場はいまだにスペシャリストの市場であると考えている。新規入会は、しばしば、機関投資家のために提供され、また、流通市場取引は、新たなビジネス行為規則のもとでブローカーを拘束している KYC (顧客を知る、Know Your Customer) 義務があるために、専用の取引サービスに限定され、また、洗練された投資家が多数を占めている。これらの証券は、ロンドン株式指数 (FTSE UK Index series) には採用されていない。GDR 発行の目論見書は、当該証券のスペシャリスト向けの性格を明確に示すという傾向がある。われわれは、この市場セグメントが国際的に高い移動性を持つのではないかと注目している。もし、この市場において、リテール投資家の参加割合が急速に変化することがあれば、適用する規制条項の見直しということもありうる。われわれは、これを欧州レベルで行なうのがベストだと考えている。われわれは、市場の成長に沿って、承認と継続的な監督の両面から、この市場セグメントに、より多くの要員を投入してきた。われわれは、上述したように、より明瞭なラベリングの導入を提案するが、その他については、現時点では、これ以上の規制変更を提案するつもりはない。

## 2. 背景

2.1 われわれは、2007年4月、投資事業体上場レビュー（Investment Entities Listing Review, IELR）の改定という形で、ロンドンにおける上場証券のための市場の仕組みとクオリティについて、ステークホルダーとの議論を通じた幅広い検討に着手することを公表した。2007年6月、われわれは、この議論をスタートさせるために、ステークホルダーとの議論を経て、証券市場でこの問題に広く関心を持つ市場参加者の中から選ばれたグループとの討論会を開催し<sup>4</sup>、それ以来、われわれは、詳細な検討を積み重ねてきた。そして、われわれは、より広範に市場参加者の見解を募るために、DPを公刊すると明言してきた。

### 《市場の進化》

2.2 この議論のそもそものきっかけは、ミレニアム後におけるロンドン資本市場の急速な変化であり、これが、われわれに、上場制度の先行きについての評価と検討を促すこととなった。英国の資本市場にとどまらずグローバル市場の様相も変わりつつある。新たなEU規制（PD、TD、MAD、MiFID）によって、より統合化されたEUの金融サービス市場が生まれ、また、市場運営者の合併や新規参入が相次いだ結果、発行市場および流通市場のサービスや商品の競合と選別は激化している。こうした変化は、また、新興市場の企業（主として、ロシア、中国、インドからの）がロンドンなどの先進資本市場において資本を調達し、流動性を求めていることにもその原因がある。

2.3 過去数年にわたり、一部の市場参加者は、FSAとロンドン証券市場（LSE）によって提供されている、プライマリー上場、セカンダリー上場、GDR、AIM（これらは全て、漠然と「ロンドン上場 London Listing」と呼ばれている）などのさまざまなセグメントおよび市場が存在する結果、そのセグメントに明瞭性を欠き、そのため市場に何がしかの混乱をもたらしているのではないかという懸念をわれわれに表明してきた。この明瞭性の欠如は、資本を調達し、流動性を求めにロンドンにやって来る外国企業の急増によって一段と増幅されたといってもよい。このことは、GDRを上場する企業の数が急激に増えていることから伺える。プライマリー上場外国企業の一部は、英国企業と同じレベルの企業統治や新株引受権のような株主保護を提供していないのではないかという意見もある。歴史的には、これら一部の外国企業は、それにもかかわらず、上場によって、ロンドン株式指標へのアクセスを獲得し、そして、インデックスファンドのマネジャー（tracker fund managers）は、彼らのFTSE指標への関わりを理由に、これらの企業の株式に投資する義務を負ってきた。われわれは、その後FTSE（Financial Times Stock Exchange）が、FTSEへの参加（inclusion）の検討に先立って、プライマリー上場の外国証券発行者に追加的な義務を満たすことを求めるという

<sup>4</sup> この討論会については以下を参照。 <http://www.fsa.gov.uk/pubs/ukla/roundtable.pdf>



修正を導入したことに注目している。一部の市場参加者は、平穏な市場にあってはそうした状況が悪いとはいえないが、エクイティ市場が混乱した場合には、この曖昧さが懸念を増幅するということに気づいている。われわれは、必ずしもそのような心配はしていないが、英国がグローバル市場での位置づけを将来にわたって維持できるよう、上場制度が引き続き効果的なサポートを行なうためには、上場制度を堅固で理解し易いものとし、その運営に信頼をもたれるような状況を作り上げることが必要であると認識している。

#### 《範囲》

- 2.4 この DP は、われわれが、首尾一貫した上場制度を通じて、競争と投資家保護という目的の間の適切なバランスを探り当てるために考慮すべき課題を特定し提示している。本 DP は、投資事業体上場レビュー（IELR）の一部を構成するものではないが、上場制度全体を理論的に説明することを狙っている。われわれは、市場参加者が上場制度の明瞭性について懸念を表明しているエクイティ証券と GDR に主として焦点をあてている。この報告書の範囲は、制度全体とのかかわりを除いて、投資事業体（investment entities）に関する詳細な検討については除外している。しかし、第 6 章で検討される仕組み上のオプションは、債券（debt securities）および証券化デリバティブセグメントにも適用される。われわれは、報告書のこの段階においては、いかなるルール変更も提案していない。その代わりに、この DP は、主として、上場制度のハイレベルで概念的な議論で構成されている。

#### 《DP の目的》

- 2.5 われわれが見直しに着手し、DP を公開した目的は、投資家保護の諸目的をいかに適切にバランスさせるか、その実現に向けて上場制度の仕組みが最良の貢献を果たすためにはどうすればよいかを調査し、そして、絶え間ないグローバル市場の進化の中で、英国の上場制度が引き続き競争力を保持することを確実にする、ということにある。この目的を達成するために、われわれは以下のことを志向している：
- 全ての市場参加者が、上場制度が何を象徴し、他の資本市場の新株発行とどのようにかかわっているのかを明瞭に理解していることを確認する；
  - 明瞭性を高め、また、競争と選択を提供しつつ一段と進展する市場改革に直面しても長期にわたって耐えることが可能な、堅固なセグメンテーションを立案する；
  - 市場は、とりわけ、プライマリー上場の「プレミアム・ブランド」（premium brand）を好み、したがって、ラベリングの改善は、プレミアム・ブランドの価値の裏打ちにつながることを認識する；
  - われわれが、上場制度を、資本調達プロセスの中で、いわば、全ての市場参加者に信頼を与え続けるためのものと位置づけることが出来るようにする。

## 《DPの構成》

2.6 DPの構成は以下の通りである。

- 第1章は、DPの概要。
- 第2章は、DPの背景、範囲、目的および要約。
- 第3章は、グローバル市場における革新の主要因とFSAが上場機能を獲得した後のロンドン資本市場の変化について記述している。
- 第4章は、現在の上場制度とエクイティに適用される規制基準の概要である。
- 第5章は、上場の今日的役割と上場基準の設定におけるFSAの役割について検討している。
- 第6章は、上場制度がセグメントされるいくつかの方法について取り上げている。この章でわれわれは、外国のプライマリー上場会社の主要要件が、企業統治や新株引受権とのかかわりにおいて、UK会社のそれと違ったままでいいのかということについても検討している。われわれは、また、GDRの上場に絡む取引スポンサーの関与という要件が必要かどうかなど、GDRの要件についても検討している。そして最後に、上場制度のラベリング方法について検討している。
- 第7章は、上場制度とロンドン株式指標との関係について説明している。

### 3 . 上場制度および最近の市場革新について

#### 《はじめに》

- 3.1 この章では、現在の上場制度の仕組みについて概観し、それが英国においてエクイティ資本のさまざまな調達方法にいかにか適合してきたかということ明らかにする。さらに、2000年にFSAが上場所轄機関の機能を継承して以来の、英国および世界の発行市場における主要な進展のいくつかについて概観する。

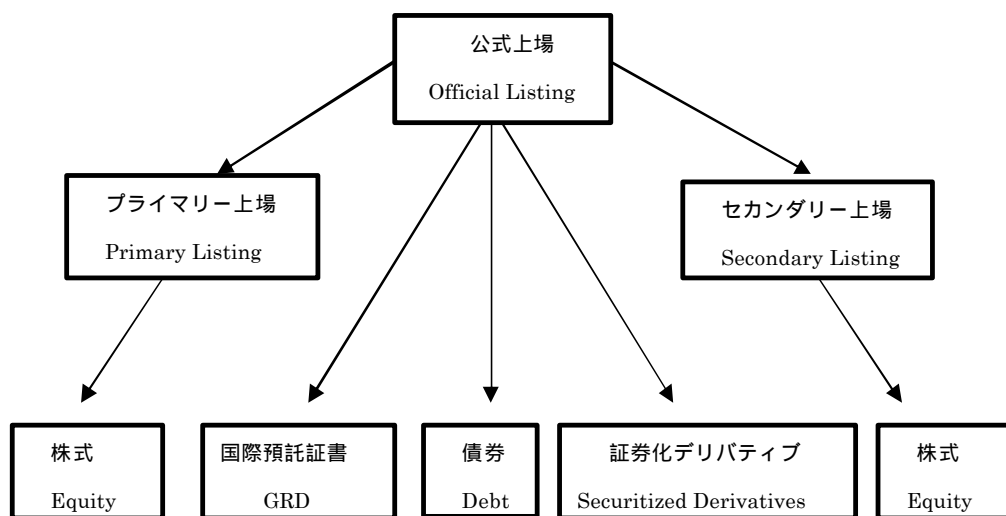
#### 《上場制度の現況》

- 3.2 UK Listing Authority (UKLA)として活動しているFSAは、証券の公式上場表への掲載許可等の上場規制を担う所轄機関 (competent authority) である<sup>5</sup>。所轄機関として、われわれは、公式上場表を維持する責任があり、金融サービス市場法 (FSMA) パート 2で対象とされる証券の上場を許可する責任がある。われわれは、FSMA パート 2によって上場許可、義務の履行、上場差し止め・取消しを統治し、UKLAとして規則を定める権限を付与されている。これらの規則は、総称して、上場規則 (Listing Rules) と呼ばれている。FSMA パート 2 および上場規則は、上場細目 (Listing Particulars)、許可および中間報告指令 (Admissions and Interim Reporting Directives) を統合した<sup>6</sup>CARDの英国版 (UK implementation) を包含している。
- 3.3 われわれは、LSEの公開会社化 (demutualization) のあと、上場機能がLSEからわれわれに移管された2000年に、上場のための所轄機関としての役割を引き受けることになった。それ以前は、LSEが、1986年金融サービス法パート 7のもとで、証券の上場許可 (admission to listing) およびその結果として生じる取引許可 (admission to trading) の所轄機関となっていた。この二つの行為は不可分のものであり、「株式取引所への公式上場 (official listing on a stock exchange)」と呼ばれていた。UKLA機能の移管のあと、証券の上場許可は、FSAの単独責任となり、取引許可については、引き続きLSEの責任とされた。二つの機能は分離されたとはいえ、取引許可は、いまだに、公式上場許可のための必要条件となっている。
- 3.4 現在の上場制度は、われわれが、上場規則の全面的な見直しのあと、上場規則の変更に併せて目論見書指令 (PD) を実施した2005年7月1日をその端緒としている。現在、公式上場には、5つの上場セグメントが存在する (次頁の表を参照)。

<sup>5</sup> 金融サービス市場法 (FSMA) 第 72 条。

<sup>6</sup> 以下を参照。80/390/EEC、79/27/EEC、82/121/EEC、88/627/EEC

< 上場制度の仕組み >



- プライマリー上場：英国および外国企業が利用可能 - 「スーパー・エクイバレント」基準
- セカンダリー上場：外国企業のみ利用可能 - 「ディレクティブ・ミニマム」基準
- GDR<sup>7</sup>：外国企業のみ利用可能 - 「ディレクティブ・ミニマム」基準
- 債券：英国および外国企業が利用可能 - 「ディレクティブ・ミニマム」基準
- 証券化デリバティブ：英国および外国企業が利用可能 - 「ディレクティブ・ミニマム」基準

3.5 エクイティ証券の FSA 公式上場表への掲載許可を望んでいる英国企業は、当該エクイティ証券のプライマリー上場を獲得する必要がある。EEA 企業を含む外国企業は、プライマリー上場、セカンダリー上場の双方が可能であり、GDR 上場も出来る。さまざまな上場セグメントが満たすべき義務については、第 4 章で詳述する。

3.6 エクイティ証券のプライマリー上場は、「スーパー・エクイバレント」<sup>8</sup>として知られる追加要件が適用される公式上場の「プレミアム・ブランド」である。その他の上場セグメントは、「ディレクティブ・ミニマム」基準<sup>9</sup>のみをベースにしている。この基準は、EU 法がわれわれに対して、規制市場で取引されている全ての証券に賦課し、および/または、公開するように求めている最低限の基準である。この仕組みは、新たな EU 法の導入のあと、「スーパー・エクイバレント」基準を残すべきか否かについての大規模な市場との協議を経て、2005 年 7 月 1 日に導入された。市場では、われわれがこれらの基準を残すべきだという声が圧倒的であった。

3.7 **セカンダリー上場**は、外国企業のエクイティ証券に限って適用される。2005 年 7

<sup>7</sup> 英国企業は、法的には GDR 上場は可能だが、その原資産であるエクイティ証券はプライマリー上場でなければならない。

<sup>8</sup> 上場規則の中に規定されている「ディレクティブ・ミニマム」要件を上回って付加される要件のことである。

<sup>9</sup> これらは、CARD, PD, TD, MAD からもたらされた要件である。

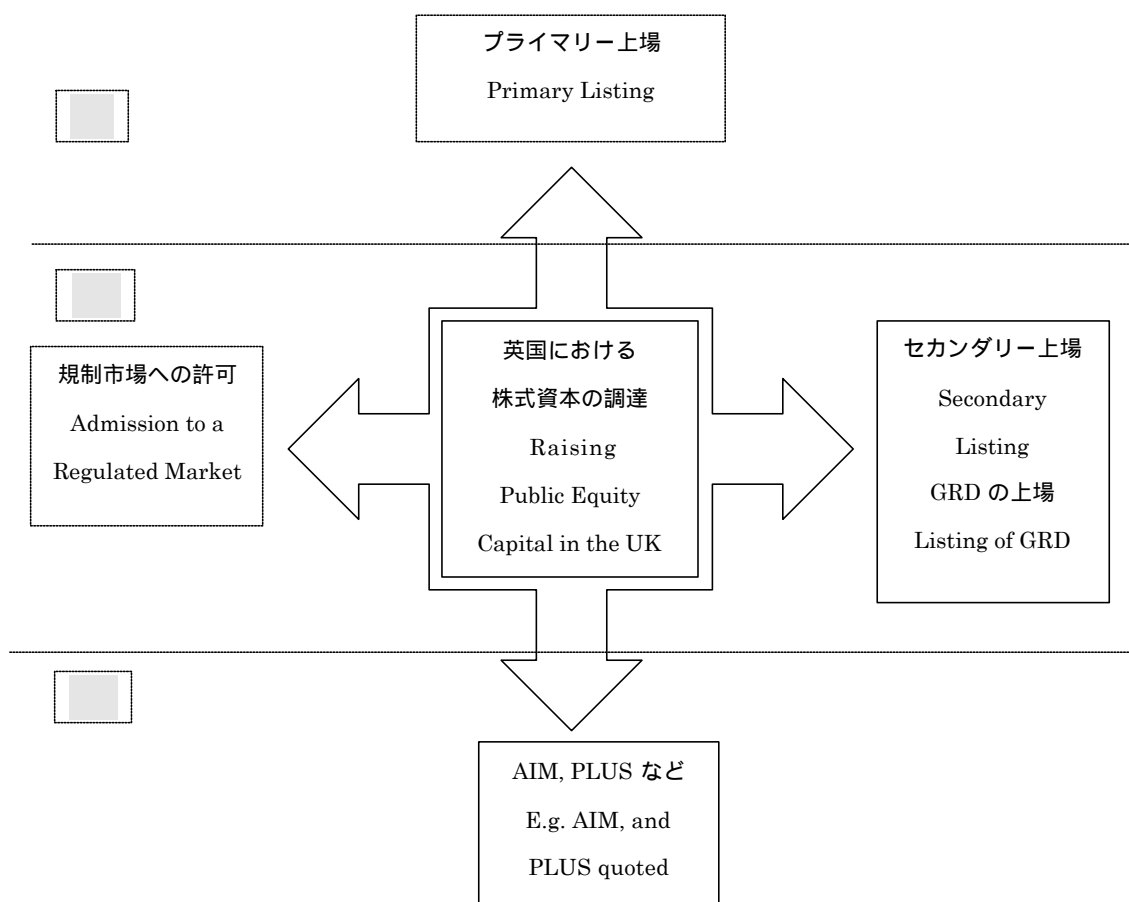
月以前においては、セカンダリー上場を狙う企業は、ホーム国・地域でのプライマリー上場が必要であるとされていた。この要件は、英国での上場を希望する全ての海外企業、なかんずく EU 企業に対して、EU 指令要件以外のいかなる制限や付加的要件に束縛されることなく上場を認めることになった 2005 年をもって廃止された。もし企業が、EU 内のいかなる規制市場に対しても、目論見書指令 (PD) のもとで認められた目論見書に基づいて上場許可を求めることが出来るようになれば、もはやホーム国市場におけるプライマリー上場を要求する誘引がなくなると思われたのである。英国以外の EU 加盟国市場で適用される基準は、通常、「スーパー・エクイバレント」基準ではなく、ディレクティブ・ミニマム基準である。

- 3.8 GDR - それがかつて外国企業によって発行されるものであっても、トレーディング・カンパニー (trading company) であれば、例外なく、GDR の上場を申請するだろう。回避できない (anti-avoidance) 基準として、GDR 上場を望む英国企業は、上場に必要要件 (prerequisite for Listing) として、原資産である上場エクイティ証券を保有していなければならない。われわれは、2000 年以降、外国の GDR 発行者に対して、彼らのホーム国・地域でのプライマリー上場を要求することはなくなった。

#### 《英国におけるさまざまな資本調達経路》

- 3.9 資本を調達するため、あるいは流動性を求めて、企業は自社の証券を市場に持ち込む。ロンドンで利用可能な、広くて深い資金源へのアクセスは、企業が長期的に資本コストを削減し、彼らのプロフィールを国際的に広めるという意味でも、実に魅力的である。英国のエクイティ市場は、伝統的に、その全てが上場セグメントというわけではないが、企業が資本を調達するための何層かの方法 (several tiers of ways) を用意してきた。概していえば、実際にロンドンでエクイティ・キャピタルを調達しようとしている企業が可能な選択肢は、以下の図表に示したとおりである。プライマリー上場のための「スーパー・エクイバレント」基準やセカンダリー上場、GDR のためのディレクティブ・ミニマム基準のみならず、「ディレクティブ・ミニマム」市場に適用される EU 指令の規定の範囲外で運営されている AIM や PLUS のような、成功した「若い (junior)」非上場市場も存在する。FSAP の実施以降、「ディレクティブ・ミニマム」基準で運営するが上場されていない規制市場セグメントが存在する可能性が出てきた。LSE が 2007 年 11 月に開設した Virt-x およびスペシャリスト・ファンド・マーケットはこのセグメントに該当する。

< 資本調達の方法 >



- : スーパー・エクイバレント基準 上場証券
- : ディレクティブ・ミニマム基準 上場証券および非上場証券
- : サブ・ディレクティブ 非上場証券

2000年以降の市場革新

3.10 上場機能が FSA に移管されたミレニアム後の時期は、英国、EU および国際資本市場において重要な変化が見られた時期であった。

- 証券規制に影響を及ぼした FSAP 指令<sup>10</sup>は、この時期に着手され施行されている。現行の英国金融サービス法の 70%は、EU 指令からもたらされたと見られている。これらの指令は、欧州全域にまたがる単一市場への進化をもたらし、EU における全ての発行市場および流通市場活動を統合するものであった。これらの指令は「公式上場」という代わりに「規制市場での取引を許可された証券」という呼称を使っている。その結果、企業は、「公式上場表」への掲載許可の必要なしに、最小限の

<sup>10</sup> 目論見書指令 (2003/71/EC)、市場阻害行為指令 (2003/6/EC)、透明性指令 (2004/109/EC)、金融商品市場指令 (2004/39/EC)

要件を満たすことによって、EU における資金調達が可能となった。また、FSAP 基準は、それによって、証券発行者および投資家が、欧州全域で以前より容易に市場にアクセスできるようになったという意味でも重要である。

- ミレニアム後の時期は、取引コストの削減とクロス・ボーダー取引の促進をもたらした斬新で革新的な電子取引システムの挑戦を受けて、国際的なレベルで取引所の統合が見られた時期である。このことが、取引プラットフォーム間の競争を反映して、あるいは、それを促進しながら、取引プラットフォームの供給にかかわる市場の変革を引き起こしたのである。MiFID は、EU 規制市場のための一段と詳細かつ統一的な規則を導入した。さらに、MiFID は、多角的取引施設 (Multilateral Trading Facility, MTF) のための新たな汎欧州制度を創設した。近年の世界的な革新の主なものとしては、次のようなものが挙げられる：
- Euronext の設立 - パリ、アムステルダム、ブリュッセルの 3 取引所の合併によって創設<sup>11</sup>(その後 2002 年に、リスボンとオポルト (Oporto) 取引所が傘下に入る)、その後、2007 年 4 月に、NYSE および Euronext が合併。
- OMX 北欧取引所 - コペンハーゲン、アイスランド、OM、オスロの 4 取引所の提携 (2004 年にバルチック取引所が参加)<sup>12</sup>。
- LSE はボルサ・イタリアーナ (Borsa Italiana) を完全に併合<sup>13</sup>。
- Plus-Market は、2007 年に、上場証券の許可のための英国で 2 番目の場所ということで公認投資取引所 (RIE) となる。
- 資本調達は、経済成長を反映しながらも循環的であるという傾向を持つ。2002 年および 2003 年の景気後退の後、ロンドンでは 5 年間に渡り IPO の顕著な拡大が見られ、IPO の公開金額および株数総計で見ても、他の主要な欧州市場のそれを上回ってきた。ロンドンは、297 億ユーロを生み出したが、これは、2004 年に EU の規制市場が調達した資金の 45% に相当する。この拡大基調は 2007 年第 1 四半期および第 2 四半期まで継続している。ロンドンは、2007 年第 2 四半期において、調達金額 (14,808 百万ユーロ) および件数 (102 IPO) とともに前年同期を上回り、欧州最大の市場となった。しかし、第 3 四半期は前年同期を下回ると予想されている。

<sup>11</sup> 2000 年 9 月 22 日。

<sup>12</sup> 2003 - 2004 年。

<sup>13</sup> 2007 年 10 月 1 日。

図 1 発行額の推移 - 過去五年間<sup>14</sup>

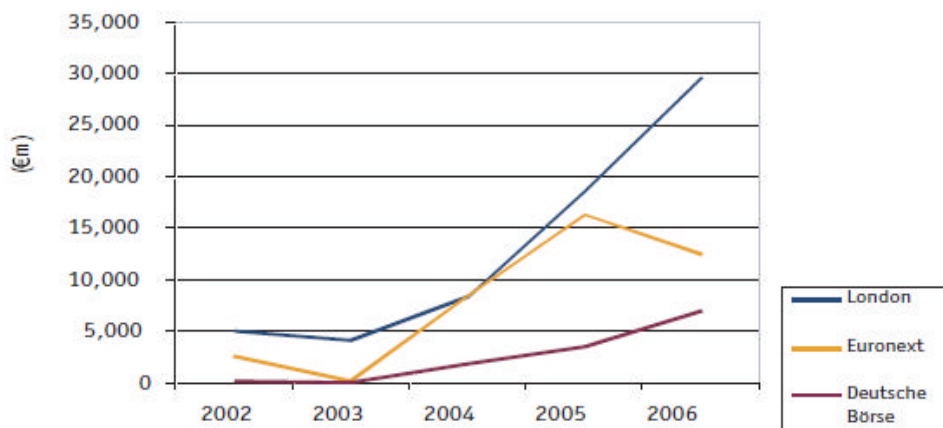
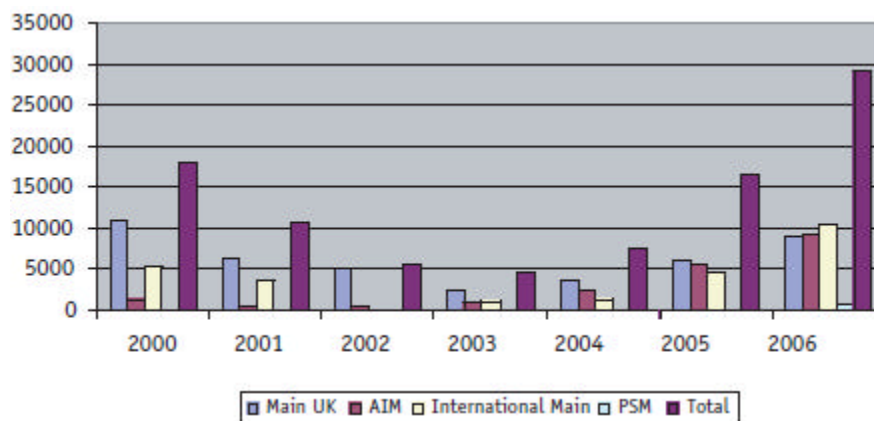


図 2 ロンドンにおける IPO による資金調達額 (単位; ポンド)<sup>15</sup>



- 高水準のコモディティ価格とカントリー・リスクの低下を背景に、中国、インド、ロシアなど新興市場国の経済は急速な成長を遂げてきた。IMF は、「史上初めて、中国とインドは世界の成長に対して、最大国並みの貢献を続けている」…中国とロシアは「この 1 年で、世界成長の半ばを占めた。この力強い拡大は、アフリカの低所得国を含めた新興国および開発途上国においても続いている」と指摘している<sup>16</sup>。この成長は、英国などのグローバル市場で資本を調達したいと考えている新興市場の企業につながり、そして、新興市場への高水準の資本流入につながっている。この成長は、ミレニアム後における MSCI 新興市場指数 (MSCI Emerging Markets Index) の急速な上昇に示されている (第 4 図参照)。これはまた、同じ期間におけるロンドンで上場された GDR 発行の急増にも現れている。

<sup>14</sup> 出所: PWC IPO Watch Europe – Review of the year 2006

<sup>15</sup> 出所: ロンドン株式取引所

<sup>16</sup> IMF, World Economic Outlook, October 2007.



図 3 LSE における GDR 発行企業数の推移 (2004 - 2007)

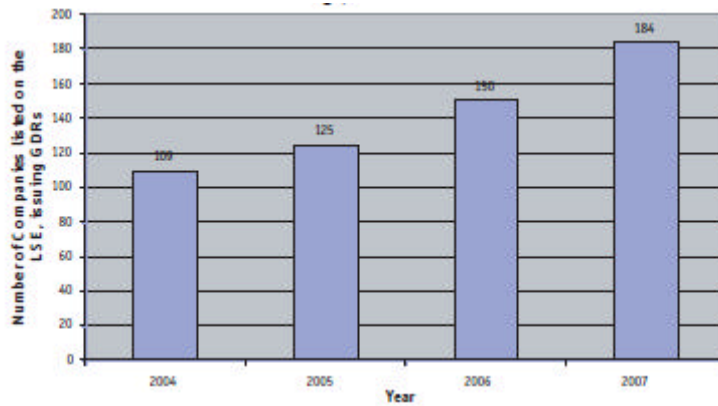
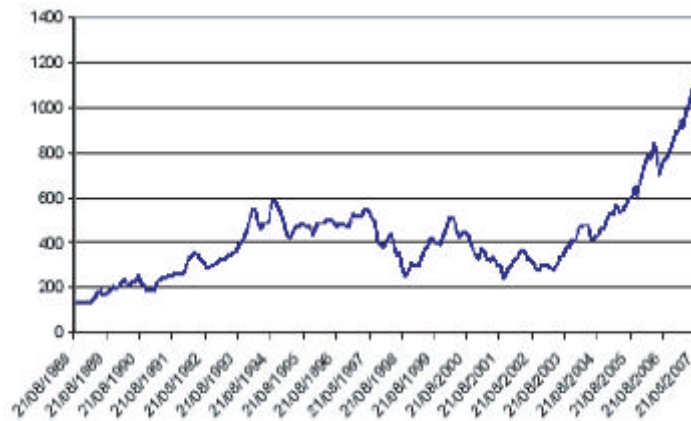
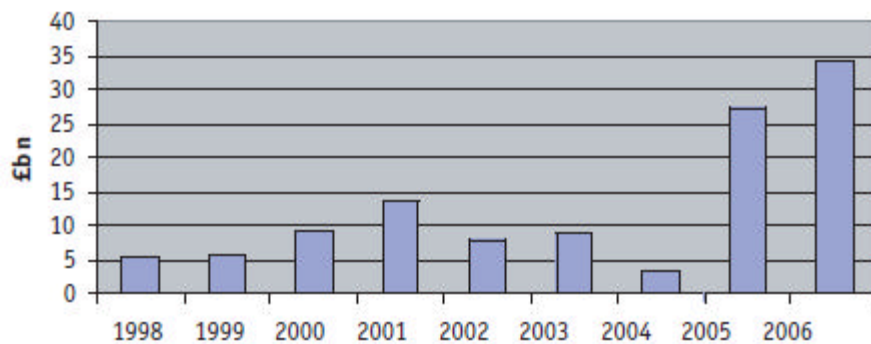


図 4 MSCI 新興市場の価格指数推移 (USD)



- グローバル市場に対する英国の貢献は、公募市場と同様に、私募市場との関係においても重要である。英国は、プライベートエクイティ投資およびファンドの欧州における最大のセンターとなった。EVCA の年次調査によれば、英国では、2006 年に過去最大の 750 億ユーロ (全欧州の 66.8%) のファンドが調達された。英国市場は、この年、ファンドの調達および投資に関して、急速な成長を遂げている。

図 5 英国におけるプライベートエクイティファンドの調達状況<sup>17</sup>



<sup>17</sup> 出所：IFSL Research Private Equity 2007.

- 2006年に、英国は、管理資産ベースで、欧州をベースとするヘッジファンド市場の79%を占めた（ファンド・オブ・ファンズと欧州で管理されている米国からの投資を除く欧州の管理資産は総額4,600億ドルである）。2000年から2007年の間に、ロンドンにはヘッジファンド・マネジャーのための場所として、その重要性を急速に高め、ニューヨークとのギャップを縮めてきた（第6図参照）。

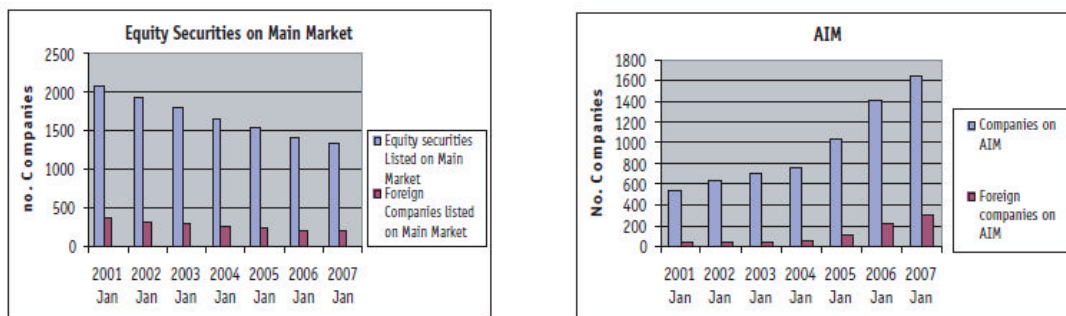
図6 ヘッジファンド業界におけるシェア<sup>18</sup>



3.11 ロンドンで募集された IPO ファンドの数は著しく増えた（第1図参照）ものの、ミレニアム後の時期は、主要市場に上場されるエクイティの発行者数は穏やかな減少をたどり、その数は、2001年の2,082から2007年には1,331へと36%の減少となった。同じ時期に、主要市場に上場した外国企業数は47%の減少（2001年の360から2007年の189へ）であった。GDRの上場企業も当初は同じような傾向であったが、その後この減少傾向は解消され、2004年以降、年率約18%の増加に転じている。一方、英国は、この期間を通じて、AIMへの上場を望む企業数が、外国企業も含めて急増するという現象に直面した。AIMというのは、上場証券のための市場ではあるが、MiFIDのもとにおける規制市場ではない。

<sup>18</sup> 出所:IFSL Hedge funds April 2007.

図 7a&7b

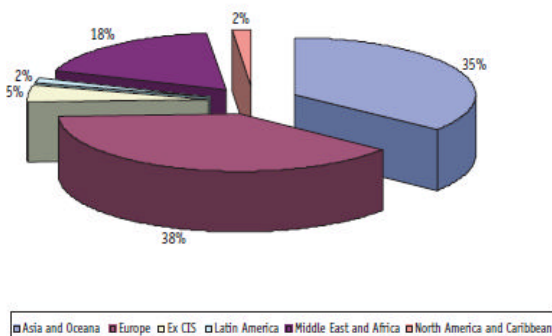


Source: The London Stock Exchange

- 3.12 われわれはまた、われわれの上場制度における企業構成の変化にも直面している。外国で設立された上場企業の大部分は、1930年にアフリカからやってきた炭鉱会社（mining company）であった。1960年代から1990年代にかけて、ロンドンをベースとする幅広い株主を求めて、米国や欧州などの先進経済圏から企業が大量して押し寄せてきた。ホーム監督者が主たる監督者であることを踏まえて義務を軽減されたセカンダリー上場セグメントが創設されたのはこの時期の後半のことであった。2000年以降、セカンダリー上場セグメントへの新規参入は少数にとどまり、企業も特定国からの企業ではなくなっている。
- 3.13 GDRに関しては、1990年以前においては、その発行はきわめて少なかった。その後1990年から1999年にかけての時期には、GDR発行者は主としてアジア企業（そのほとんどが、インド、韓国、台湾企業）であった。2000年から2004年にかけて、GDR発行は減少するが、2004年以降は急増し、英国においては、この間63%の増加（年率18%の増加）を示した（第3図参照）。ロシアおよび旧独立国家共同体（ex-CIS）からの発行者が、この期間における最大の発行者グループであった（新規発行の約32%を占めた）。発行者数が堅調な増加を示す中で、GDRの発行によって調達された金額も2005年以降投機的ともいえる増加を示している（第9図参照）。

図 8 LSE に上場された GDR の地域別分布

GDRs listed on the LSE in 2004. Ordered by geographical origin.



GDRs listed on the LSE in 2007. Ordered by geographical origin.

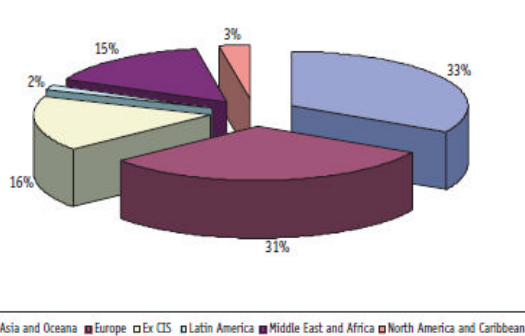
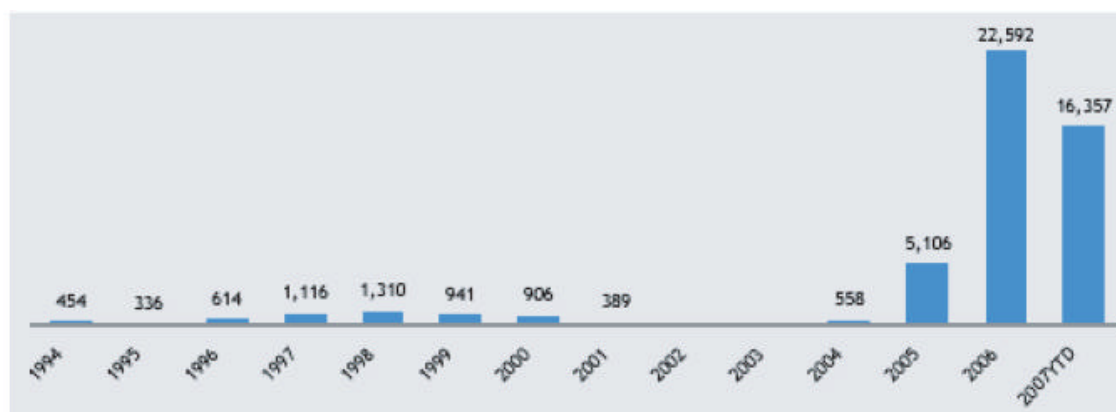


図 9 GDRの発行推移（百万ドル）



Source: Datastream, October 2007

#### 《結論》

- 3.14 こうした傾向は、グローバルな金融センターとしてのロンドンの一層の発展と、ミレニアム後における公式上場企業の構成の転換を示現している。上場エクイティ発行者の太宗は、彼らのエクイティ証券のプライマリー上場を維持し続けるだろう。しかし、プライマリー上場、セカンダリー上場の一方あるいは双方を維持している企業数は、2000年以降、穏やかに減少している。代わって、GDR発行者の数は、2005年以降急増した。このパターンを説明するような基本的な規制基準の変更はなかった。この成長は、世界経済の発展と同じように、PDの実施およびプロフェッショナル証券市場の創設、世界の生産活動（global output）の先進国から発展途上国へのシフト、エクイティ資本の調達方法における公募エクイティからプライベートエクイティへのシフトの時期と一致している。
- 3.15 われわれは、絶え間なく変化する国際経済および国内経済の枠組みの中で活動していること、そして、定期的な上場制度をどのように調整すべきかについて考える必要があることを認識している。

## 4 . 上場要件について

### 《はじめに》

- 4.1 この章では、エクイティや GDR に付着する特定の規制要件について詳細に説明する。また、比較検討のために、それらがセカンダリー上場や GDR 上場の要件に似通っていることを明らかにしつつ、非上場「ディレクティブ・ミニマム」規制市場セグメントに適用される条件についても触れている。さらに、この章では、企業がカテゴリー間で上場を移し変える方法に関する若干の問題と、上場と取引の相互関連についての若干の技術的側面について取り上げている。

### 《全企業に対する重要な上場要件》

- 4.2 上場企業は例外なく、上場規則第 2 章 ( Chapter 2 of the Listing Rules ) で取り上げられている、ある種の重要な要件を満たす必要がある。これらの要件は、法人設立、企業の適法性、関連証券の譲渡性、上場企業の時価総額にかかわるものである。これらの要件は、上場細目、許可および中間報告指令 ( Listing Particulars, Admissions and Interim reporting Directive ) の後継者たる CARD から導かれたものである<sup>19</sup>。( MiFID にも、上記の要件ほど詳細ではないが良く似た、規制市場での取引許可のための要件がある。CARD の要件を満たす企業は、MiFID 実施規則第 35 条の条文を満足するものと看做される )。全てのの上場企業は、また、公式上場表への掲載許可に際しての目論見書規則と継続的なベースでの開示および透明性規則 ( DTR ) を満たすことが求められる。

表 1 「スーパー・エクイバレント」対「ディレクティブ・ミニマム」

基準および主要義務	プライマリー上場	セカンダリー上場 (Ch 14)	GDR s (Ch18)	規制市場への許可
第 2 章： ・ 設立、適法性、譲渡性、取引 許可に関する要件				× <sup>20</sup>
第 6 章 ・ 3 年間の損益計算書 ・ 事業の統制 ・ 未監査運転資本報告書		×	×	×
第 7 章				

<sup>19</sup> CARD の条文の大半は、MAD, PD, TD によって無効とされ、CARD は、上場の基本要件にかかわる骨格指令として残された。

<sup>20</sup> 同じような要件が、規制市場への許可のための MiFID の中にも見られる。

・ 上場原則		×	×	×
第 8 章				
・ スポンサー		×	×	×
第 9 章				
・ 新株引受権		×	×	×
・ コンバインドコードの公開		×	×	×
・ モデル・コード		×	×	×
第 10 章				
・ 重要な取引規則		×	×	×
第 11 章				
・ 関係者規則		×	×	×
第 12 章				
・ 証券の購入		×	×	×
目論見書規則				
ディスクロージャーおよび透明性規則				

#### 《エクイティ証券のプライマリー上場を行なう企業のための重要要件》

4.3 プライマリー上場は、公式上場表への掲載を求める企業に適用される要件あるいは基準という視点から見て、もっとも厳格な上場形式である。これは、ロンドンで公式上場表に彼らの証券を掲載しようと考えている英国企業が利用可能な唯一の上場形式である。上場制度の目的に照らしていえば、「エクイティ証券」とは、株式およびワラントなどの転換社債を含むエクイティ商品のことを意味する。証券のプライマリー上場を意図している企業が、トレーディング・カンパニー（trading company）あるいはインベストメント・カンパニー（investment company）ということもあり得る<sup>21</sup>。プライマリー上場を求めている企業は、以下のような要件に備える、および/または、それを満たすことが必要である。

- 直近 3 年間の損益計算書を提出すること。目論見書の作成日から 6 ヶ月以内のもので、限定なしで、独立した監査人の監査を受けたものであること。損益は、個々の事業の運営を通じて生み出されたものでなければならない。鉱業会社（mineral company）と科学研究をベースにした会社（scientific research based company）については、除外規定がある。（第 6 章<sup>22</sup>）；
- 上場申請者は、未監査運転資本報告書（unqualified working capital statement）の提出も求められる。（第 6 章）；

<sup>21</sup> 以下の記述は、もっぱらトレーディング・カンパニーにかかわるもので、インベストメント・カンパニーにかかわるものではない。第 2 章の「範囲」で述べたように、この DP は、投資事業体（investment entities）に焦点を合わせたものではない。

<sup>22</sup> これらの章は、上場規則上の関連する章に対応している。

- 投資家は、特定の保護に基づいて株式を購入しており、また、これらの権利は、投資家の同意なく取り去ることは出来ないため、上場取消しに当たっては、それに先立って株主の事前承認を受けること。(第5章);
- 2005年に導入された、取締役の責任、適切なシステム、投資家への誠実な対応、タイムリーな情報伝達、証券保有者に対する平等な取り扱い、FSAへの協力的な対応という6つの上場原則を遵守すること。(第7章);
- 重要取引、具体的には、企業のIPO、株主の同意を取り付けるための取引などについての助言を行うスポンサー(幹事証券)を任命すること。スポンサー企業は、通常、上場規則の適用に関する事項について助言し、これらの規則のもとで、われわれに重要な確認書(key confirmation)を提供するため任命される、投資銀行などのアドバイザリー企業である。たとえば、上場の許可に先立って、スポンサーは、われわれに対して、申請企業が上場規則、開示および透明性規則の双方を満たすことが可能な確立した手続きを有し、当該企業グループの財務状況と見通しについて、継続的に適切な判断を行なうための合理的な基礎を提供する所定の手続きを有していることを裏づけ(confirm)しなければならない。スポンサーとして活動するためには、当該企業は、FSAによってスポンサーであることを公認してもらわなければならない。そして、われわれは、許可制度の中にある規制システムに加えて、特別なそのための規制システムを(FSMAパート 権限のもとに)維持している。(第8章);

4.4 いったん企業がエクイティ証券のプライマリー上場を獲得すれば、当該企業は、いくつもの継続的な義務の対象となるが、その最たる義務は、上場企業のガバナンスに関するものである。たとえば、企業は以下のような義務を要請される。

- 企業における変化に関するさまざまな通知を、われわれと市場に対して提供すること;上場の許可申請に必要な要件を維持すること;年次報告書と損益計算書の中に、ホーム国の企業統治コード(英国企業についてはコンパインド・コード)の遵守や取締役の報酬についての情報などいくつかの情報を含めること;新株引受権条項を適用すること(英国企業に対して)。(第9章);
- ある金額以上の事業あるいは資産の処分ないしは取得に際しては、それに先立って株主の承認を求めること。(第10章);
- 関係者(related party)として知られる取締役や主要株主のような、利益相反が存在するかもしれない人物との取引を開始する際には、それに先立って、株主の承認を求めること。(第11章);
- 株式の買戻しに関する規則を遵守すること。(第12章);

#### 《エクイティ証券のセカンダリー上場を行なう企業のための重要要件》

4.4 エクイティ証券のセカンダリー上場を目指す企業は、関係する欧州指令の下で負わ

なければならない最低限度を超える基準である「スーパー・エクイバレント」規則の遵守は求められていない。したがって、セカンダリー上場のための要件の大部分は、欧州指令の実施を反映した目論見書・開示・透明性規則からもたらされたものである。上場規則のもとでの追加条項のうち主要なものは以下の通り：

- 企業は CARD 要件を満たす必要がある；
- セカンダリー上場の申請者は外国企業でなければならない。非 EEA 国で設立された企業であってホーム国・地域に上場していない企業の場合には、われわれは、ホーム国において上場していないことが投資家保護の必要性に起因するものでなければ、それで満足しなければならない。しかし、2005 年以降、自国を含むいかなる地域においても、上場取得申請のための要件は存在しない。
- 企業は、英国において、全ての回状、通知、報告書および決議を公表し、それを実施したことを、FSA の承認を受けた情報提供機関である規制情報サービス（Regulated Information Service, RIS）に通知しなければならない；

#### 《GDR の上場を行なう企業のための重要な要件》

4.6 同様に、GDR のための要件は、そのほとんどが目論見書・開示・透明性規則からもたらされたものである。しかし、GDR はまた、以下のような要件の対象となっている：

- GDR に対して適用される CARD 要件；
- 取引を許可されている株式が原資産となっている証書については適用される要件はない。ただし、その証書が英国で設立された企業の株式を表象するものではない場合に限る。そうでない場合には、上場の申請が必要である。
- 預託に関連する要件。預託は、われわれによって、あるいは、われわれが認めた金融機関によって、適切に許可され、規制されなければならない。そして証書保有者の利益のために、証書は信託（あるいはそれと同等の法的手続き）で保有されなければならない。
- いったん上場されたのち、GDR の証券発行者は、もし彼らが規制市場での取引を許可された場合には、開示および透明性規則（DTR）の継続的なすべての義務を満たすことが期待される。プロフェッショナル証券市場（MiFID MTF）への上場が許された GDR 発行者は、内部情報の開示と統制（DTR2）および情報の流布（DTR6.3）に関する条項を満たすことが求められる。

4.7 われわれは、投資事業体（investment entities）が GDR を上場することを認めるが、その代わりに、彼らが、上場規則第 15 章のもとで上場された原証券を保有することを期待している。これは、われわれが、2008 年 3 月に、投資事業体のための「スーパー・エクイバレント」基準を備えた単一の制度を実施しようとしているためである。GDR 制度は「ディレクティブ・ミニマム」制度なので、われわれは、投資事業体に限って、第 15 章上場に基づく GDR 上場を認めている。われわれは、2008 年 1 月に公表した四



半期コンサルテーション・ペーパーの中で、この立場を明確にするために、規則の変更を提案したところである<sup>23</sup>。

《規制市場での取引許可を望んでいる企業のための重要な要件》

- 4.8 公式上場ではなく、規制市場での取引を許された証券は、CARD 要件の対象とはならない。許可の条件は MiFID の中、具体的には、レベル 2 実施規則の第 35 条にある。PD および DTR もまた適用される。

《セグメント間のスイッチングのメカニズム》

- 4.9 CP06/21 において、われわれは、現行上場制度に基づく、やや詳細な上場カテゴリーについて助言を行なった。CP7/12 で言及したように、この作業は、本 DP の主題である現在の作業に引き継がれている。その詳細については、後ほど触れる。
- 4.10 CP06/21 第 3 章で指摘したように、上場制度の枠内で、あるカテゴリーから他のカテゴリーに異動する証券発行者のための現行規則においては、その管理の仕組み (administrative mechanism) について何の説明もなされていない。これは、トレーディング・カンパニーとして出発した会社が、成長を遂げる過程で、インベストメント・カンパニーに酷似した属性を持つことになった場合には、エクイティ証券のプライマリー上場にとっては、とりわけ重要となる。したがって、われわれは、CP6/21 において、スイッチングのための管理上の要件を幾分か明確にしようと試みた。われわれの提言は、市場参加者にほぼ受け入れられており、そして、われわれが、この見直しを完了し、上場制度の仕組みを決定した時に、これらの提言の実施が適切であるかどうかを検討することになる。

《上場および取引の相互関係の技術的側面》

- 4.11 本 DP のいたるところですでに述べたように、今では、公式上場許可のプロセスと取引所あるいはプラットフォームでの取引許可のプロセスは分離されている。しかし、上場規則の要素と、明らかに上場よりも取引に近いプロセスに絡む FSA の公式上場管理への取り組みはいまだに残存している。上場と取引が徐々に別々のプロセスとして認識されていく状況の中で、特定の地域において上場規則がどのように機能するか、ということに再度注目する動きが出てくる可能性もある。たとえば、現在は、追加発行も許可を受けなければならないようにするために、個別の証券が上場許可されている。別のアプローチは、その代わりに、証券をまとめて (lines of securities) 許可するというものであるかもしれない。
- 4.12 われわれが、もっと考慮しなければならない実際的な問題の一つは、上場の差し止め (および回復) の方法、とりわけ、MiFID との関連で、差し止めと回復についてど

<sup>23</sup> Quarterly Consultation Paper 08/1(No 15)-Chapter8

のようなアプローチを採用すればよいかということである。MiFID の英国上場制度への係わり合いの一つとして挙げられるのは、MiFID 第 41 条の規定によって、規制市場の運営者同士の、また、各運営者のホーム国の所轄機関同士の、さらに運営者と所轄機関の間の、金融商品の取引の差し止めあるいは排除の決定にかかわる情報の共有について、EU 全域にわたる共通の仕組みが求められている、ということである。さらに、ある EU の所轄機関が（規制市場とは違い）証券発行者の証券の取引からの除外あるいは差し止めを決めた場合には、投資家の利益、あるいは、金融市場の通常の機能を大きく損わない限り、個々の規制市場での取引を許可されている証券に対して同様の行動を取らなければならない他の EU の所轄機関に対して、それを通知する必要がある。

4.13 われわれは、MiFID が、上場の差し止めについてのわれわれの現在のアプローチの修正を迫るようなことはないと考えている（これらの権限は、いずれにせよ MiFID 要件とは関係なく、LR5 によって裏打ちされているものである）。しかし、他の EU 所轄機関によって主導された取引の差し止めを受けて、われわれが上場証券の取引差し止めに動くという状況においては、その取引の差し止めが続く限り、われわれは、それと平行して、当該証券の上場を差し止めるということになる。

4.14 われわれは、今後数ヶ月の間、引き続き上場許可と取引許可の実際的な相互関係について見直しを実施するつもりである。そして、われわれの考えがはっきりしたならば、若干の行政上の変更（administrative change）を提案することになる。

## 5 . 上場の役割と FSA のアプローチ

### 《はじめに》

- 5.1 この章では、上場の役割および公式上場表に掲載された証券発行者の構成変化について検討する。また、発行市場の基準をテーマにした理論的・実証的な研究について紹介するとともに、英国における上場および非上場市場間のスイッチングが証券発行者に与える影響に関するいくつかの調査についてもその概要を紹介する。さらに、ここでは、基準設定の際の FSA の役割とアプローチ、とりわけ、「スーパー・エクイバレント」プライマリー上場セグメントの基準設定にかかわる FSA の役割とアプローチについて検討する。最後に、上場市場を運営することが許されたプラットフォームのタイプについて検討する。

### 《UKLA の目的とアプローチ》

- 5.2 上場の役割と上場制度の望ましい仕組みについての議論は、いかなるものであっても、UKLA としての法定責任、そして、財務省によって定められる特別の目的に照らしたものでなければならない。FSMA パート<sup>24</sup>は、規則を作り、ガイダンスを提供し、パート<sup>2</sup>のもとで特別の機能を発揮するということを踏まえて全般的な方針や原則を決めるという全般的な機能( general functions )をわれわれの仕事として課している。FSAP 指令実施の一環として、FSMA のパート<sup>2</sup> 義務は、公式上場証券に加えて、規制市場での取引を認められた証券を包含するように拡張されている。したがって、われわれは、われわれの責任を果たす際に、上場証券のみについて考えるのではなく、規制市場での取引を許可された証券についても考えることになる。これらの機能を発揮するに当たり、われわれは、何よりも、以下のことを考慮しなければならない。
- 規制市場での取引が許可されている上場証券および金融商品、あるいは、そうした市場での取引許可を申請中の上場証券および金融証券に関する改革促進が望ましいこと；
  - 英国資本市場の国際的な特質と競争力の維持；
  - 規制市場での取引が許可されている上場証券および金融商品、あるいは、そうした市場での取引許可を申請中の上場証券および金融証券に関する競争促進が望ましいこと。
- 5.3 財務省によって定められた目的とは：
- ( ) 上場証券について適切なレベルの投資家保護を提供すること；
  - ( ) さまざまな企業による上場市場へのアクセスを容易にすること；
  - ( ) 上場証券のための英国市場の完全性と競争力の維持に努めること。
- 5.4 われわれが機能を発揮するに際しての原則的な考え方( principal philosophy )は、

<sup>24</sup> 第 73 章。

広い範囲の証券発行者の市場参加を促進しながら、適切な投資家保護を提供することである。われわれのアプローチの鍵となるのは、市場へのアクセスを望んでいる証券発行者の範囲に幅があることを認識することである。われわれは、主として、市場参加者が、彼らのビジネス・モデル、投資戦略およびリスク許容度に応じて、情報に基づく投資（informed investment）あるいは発行の意思決定を行なうことが可能な、開示をベースとする制度を運営している。また、われわれは、規制のために、リスクベースのアプローチを採用し、特定の上場セグメントに課す規制のレベルを決める際には、投資家の特質と洗練度合いを考慮に入れている。もちろん、われわれの選択肢は、その一部が、EUのFSAPおよび指令の実施によってもたらされたものである。そのため、われわれは、どうすれば英国および世界の資本市場が発展するのかという視点から、われわれの上場規則が今後とも適合性を維持し続けることができるのかどうかを見直すことにした。

- 5.5 明らかに、われわれは、しばしば衝突するこれらの目的の相互のバランスをとる必要がある。たとえば、あまりに「英国中心の（UK-centric）」上場制度を作るという試みは、それがどのようなものであっても、国際企業の英国での上場を思い止まらせることになり、われわれの目的に反して、英国市場は、証券上場のための純然たる国内市場にとどまることになるだろう。英国資本市場を特徴付ける素性は、他の主要なEU市場とは異なるその国際性にあり、また、それが魅力の一つとなっている（われわれのバランスのとれた規制アプローチに加えて）。したがって、この特質を排除することは、とくにわれわれが運営している高度に流動的な市場においては、自殺行為であるといえよう。もちろん、これについては、高度ではあるがバランスの取れた規制基準を通じて、適切なレベルの投資家保護を提供する必要性とのバランスが保たれなければならない。ロンドン市場は、投資家および企業がそれを享受し、誇りにしている、高度な投資家保護基準と良好なガバナンスの提供者としての名声によって、成功を収めてきた。

#### 《上場の役割》

- 5.9 歴史的に、市場参加者は、英国における上場というのは、上場発行者と非上場発行者との間の実質的な差異、また、ある程度は、英国の上場発行者と英国以外の上場発行者との間の実質的な差異を知らしめるというやり方で、証券発行者のための許可基準および継続的な遵守基準を確立することであると理解してきた。ロンドンでの上場は、したがって、規制基準の遵守を意味する「品質のバッジ（badge of quality）」あるいは認定（accreditation）と見なされてきた。この位置づけは、近年、世界市場および英国市場の大きな変化という文脈の中で、はっきりしなくなっている。
- 5.10 2000年に、上場機能がわれわれに移管されたとき、このことが、上場許可と取引許可との間の明確な区分設定をもたらすことになった。その時点で、全ての重要な規

制条項を置くのは上場許可であり、他方、取引許可は、穏やかな規制を伴う管理上のプロセスということになった。しかし、このバランスは、FSAP 指令の導入によって、公式上場表に係わらせることなく、規制市場での取引を許可するという考え方を採用する方向に大きくシフトした。その結果、上場細則（Listing Particular）あるいは目論見書およびその公開にかかわる要件、継続的な財務情報の保存と公開のための要件など、かつて CARD からもたらされた上場規則要件の大部分は、今では新たな指令の中に見出すことが出来、それらは単に取引許可と呼ばれている。CARD はすでに形骸化した指令であり、上場企業のためのある種の構成上の要件（certain constitutional requirements）と彼らの証券の譲渡性について取り扱っているに過ぎない。

- 5.11 その結果、今や、かなり多くの規制条項が、上場許可に付着する条項と取引許可に付着する条項に振り分けられている（後者にやや重点を置いて）。これが、第4章で触れたように、上場許可のための「ディレクティブ・ミニマム」要件と取引許可のための「ディレクティブ・ミニマム」要件とを区別できない理由である。
- 5.12 英国の立場から言えば、CARDに残された機能のうち最も重要なものは、上場にかかわるより厳格な「スーパー・エクイバレント」要件をわれわれが賦課しうるかどうかということである。実際、われわれが、所轄機関として提供している主要な実体的役割は、CARDのミニマム基準についての規則を作ることであり、さらに重要なのは、エクイティ証券のプライマリー上場に適用する「スーパー・エクイバレント」基準を設定することである。上場の所轄機関としてわれわれがもともと保有しているその他の機能は、そのほとんどが上場証券に言及されていないPD、TD、MADのための所轄機関としての役割のもとで果たされている。
- 5.13 他の発行市場セグメントに適用される基準とは異なる、特別な基準を意味するものとしての上場の役割は、現在では、われわれの「プレミアム・ブランド」、すなわち、エクイティ証券のプライマリー上場に限って当てはまるもので、欧州指令による最低基準に加えて、以下に掲げるような、いくつかの追加要件を規定している。
- ある種の確認書をわれわれに提供し、それによって、外部からの安心源（external source of comfort）をもたらすスポンサー（sponsors）の関与を通じて、デュー・ディリジェンスのプロセスを増やすこと。スポンサーの関与は、通常、エクイティ証券のプライマリー上場にかかわる追加的なデュー・ディリジェンスをもたらすことになる；
  - ある種の取引について株主の事前同意を求める要件、株式の買い戻しや取締役による自社証券の売買の制限を求める要件など、重要な株主権の保護を提供することによって、企業統治への株主の関与を容易にすること。これによって、潜在的に存在する情報の非対称性が最小限に抑えられ、市場における信頼が高まることになる。
- 5.14 そのほかの上場セグメントは、こうした属性を示していない。これらのセグメントのために、上場が特定の基準を示すという役割を果たすことは可能ではあるが、しか

し、それらの基準は、ほかの発行市場セグメントに適用される基準、とりわけ、規制市場での取引の許可に適用される基準と異なるものではない。これらのセグメントにとっては、上場は、多くの追加的な規制内容、つまり、FSA の関与や監視をもたらすものではない。

- 5.15 公式上場は、彼らの証券をもっと大きな市場に持ち込みたいと考えている発行企業に、一つの選択肢を提供する。しかし、それは唯一のオプションではない。もちろん、企業は、公募エクイティを通じての資本調達以外に、もっと幅広い選択肢を持っている。われわれは、そのような選択が有益であると考えており、規制制度が不適切な形でこれらの選択を歪めることになるとは考えていない。上述のように、FSA は、FSMA パート のもとで、上場市場だけではなくもっと広範な権限を有している。上場市場は、とりわけ英国市場の国際競争という文脈の中では、他の可能な選択肢と競合するというよりは、むしろ、それを補完している。

#### 《欧州基準》

- 5.16 一部の市場参加者は、欧州のいくつかの市場において、いまだに、株式取引所が上場の所轄機関となっている市場があると指摘している。しかし、取引所が上場基準の設定に責任を持っていても、かれらは、実際問題として、英国と同じようなスーパー・エクイバレント基準は設定していない。
- 5.17 われわれが、欧州に広く行き渡っている仕組みに足並みを揃えようとする場合、英国の制度はどのように構築されるべきであろうか（FSA が現状のまま上場の所轄機関として留まるものと仮定して）。議論のベースとして、以下を掲げる。
- FSA は、ディレクティブ・ミニマム要件のみを具現化した上場制度を定めそれを実施する。その場合、「スーパー・エクイバレント」セグメントは存在しないことになる；
  - 英国の企業が「ディレクティブ・ミニマム」上場制度にアクセス出来るようになる。（他の EU 企業がディレクティブ・ミニマム制度にアクセスできる方法と同様の方法で）
  - 取引所が、彼らの市場での取引を許可するために、「ディレクティブ・ミニマム」基準より高い基準を定めるのは自由である。

#### 《「スーパー・エクイバレント」基準およびその設定における FSA の役割》

- 5.18 2005 年の初めに結論を出したことはあるが、以前、われわれは、上場の見直し（Listing Review）とのからみで、英国のプライマリー上場セグメントが、「スーパー・エクイバレント」基準を具現化しているかどうかという疑問を提示したことがある。その時点では、「スーパー・エクイバレント」基準を支持する強力な意見が市場に存在していたので、われわれは、この基準を残すことにしたのである。そうしたアプロー

チの妥当性について引き続き検討するために、われわれは、再度、市場がいまだに「スーパー・エクイバレント」基準に価値を認めているのかどうかを問うことにした。

5.19 仮に上場のための「スーパー・エクイバレント」基準が残されることになった場合でも、当該基準を設定する責任を誰に残すのかという問題が残る。他の規制分野では、FSAは最低限の基準を設定するだけで、それを超える基準の設定は市場に任せている。「スーパー・エクイバレント」基準は、欧州のどこにおいても、取引所のような市場によって設定され、モニターされ、実施され得るはずである。これに代わる方法は、「スーパー・エクイバレント」基準を財務報告協議会 (Financial Reporting Council, FRC) のコンバインド・コードのようなより広い企業統治の枠組みに組み入れて、われわれが、その基準に対して「コンプライ・オア・エクスプレイン」要件を実行するようにすることである。当該基準は、現在、FSA規則としての効力を持っているのであるが、「コンプライ・オア・エクスプレイン」アプローチは、基準の(厳格な)適用を幾分か弱める効果を持っている。

5.20 われわれは、いろいろな意見に関心を持っている。しかし、その一方で、われわれは、市場がわれわれに対して、引き続き「スーパー・エクイバレント」基準を設定するよう強く望んでいるものと考えている。このベースで継続することに対する大きな論点は、それが、財務省が上場管轄機関としてのわれわれの役割の中に設定した目的に合致するかどうか、また、英国市場に長期にわたって利益をもたらすであろう英国上場「ブランド」(UK Listing 'brand')を維持することが出来るかどうか、という点にある。さらに、取引所が自らの基準設定を許された場合、それが、他の取引所によって設定された基準とは異なるという結果をもたらすかもしれない。こうした基準の分裂が市場に混乱をもたらし、英国上場「ブランド」の強化を阻害するのは明らかであり、結果として英国証券市場に不利益をもたらすことになる。それはまた、長期的に見れば、基準の崩壊を導くことになる。厳しいペナルティーを賦課する法定権限を有する独立機関が、上場基準の設定、モニタリングおよび実施を監督することが、利益相反の余地を完全に排除することにつながる(取引所がこの機能を持っている場合には、利益相反が顕在化する可能性がある)。

#### 《学術文献からの結論 - 要約》

5.21 学術文献による国際比較および企業比較が示唆しているのは、より高水準の企業統治が、より高い価値をもたらす傾向があるということである。緩やかな規制制度に乗り換えた企業についての研究は、その公表日、および/または、移行日の近辺におけるマイナスの収益と流動性効果を示唆している。しかし、これらの研究は、どのような時にスーパー・エクイバレント規制の利益がそのコストを上回ることが出来なくなるかを決定する手がかりになることはない。米国におけるサーベンス・オクスリー法 (Sarbanes-Oxley Act) の影響に関する調査は、いくつかの企業にとってこれらのコ

ストがきわめて大きなものであり得ることを示している。

- 5.22 証券発行者のパフォーマンスに関する英国のコンバインド・コードの遵守の効果にかかわる調査は、ある一つの企業統治規制で全てをカバーすることは出来ないということを示している。
- 5.23 全体としてみれば、文献は間違いなく、さまざまな制度が並存することによる投資家の混乱を最小限に抑えるための適切な基準を実施する一方、国内外の発行者に対して、スーパー・エクイバレントとディレクティブ・ミニマムとの間での選択肢を提供するというアプローチを支持している。

Q1： 英国の「スーパー・エクイバレント」基準は残すべきか？

Q2： 「スーパー・エクイバレント」基準は、FSA と市場のどちらが設定すべきか？

《上場市場の運営ができる者により高い柔軟性を》

- 5.24 多様な取引プラットフォーム相互間の競争激化と MiFID の導入は、公式上場証券の市場を誰が運営できるのか、また、彼らが運営しなければならない取引プラットフォームとはどのようなタイプかということに関して、上場規則の中に何らかの不必要な制限があるかどうかという問題を提起することになった。
- 5.25 2005 年 7 月 1 日以前においては、証券の公式上場表への掲載許可を求める企業にとって、当該証券が取引所での取引許可を同時に受けるはずであるということがその前提条件となっていた。上場規則に明記されているわけではないが、それは、取引許可が公認投資取引所 (Recognized Investment Exchange, RIE) の規制市場で行なわれなければならないということが前提となっていた。その当時は、これは、事実上、ロンドン証券取引所 (LSE) のメイン・マーケットのことであった。というのは、LSE はこの説明に該当する英国の市場として、唯一の市場運営者であったからである。上場規則は、2005 年に、債券およびプロフェッショナル投資家に限定された上場証券の市場であるプロフェッショナル証券市場 (Professional Securities Market, PSM) への GDR の上場に対応するために、修正されている。これは、MiFID のもとでの規制市場ではなく、規制市場に似通った流通市場制度のもとで RIE によって運営されている MTF のことである。
- 5.26 RIE によって運営されている MTF で取引されているエクイティ証券の上場許可を抑制する FSA ルールは現実には存在しないとはいえ、エクイティ証券は、広く、RIE によって運営されている規制市場での取引を認められつつある。市場参加者の中には、MTF が RIE あるいは投資会社によって運営されている場合、公式上場証券が MTF への参加を認められるのかどうか、疑問を呈する向きもある (上場証券は、もちろん、そうしたプラットフォームの流通市場において取引することが出来る。ここでの問題は、MTF が上場エクイティ証券の発行市場を運営できるのかどうかということである)。



- 5.27 歴史的に見て、上場企業が取引所での取引も認められる必要性があることの論拠は、証券発行者についての事前情報の提供を含むさまざまな保護、流動性の高い証券のセカンダリー取引、しっかりとした決済施設を提供する RIE のための特別な制度の存在であった。MiFID のもとでの MTF は、これらの一般的な要件を満たすことが可能である。
- 5.28 それでもなお、規制市場の規制と MTF の規制との間には、若干の違いが存在する。発行市場においては、証券規制にかかわる EU の金融サービス行動計画 (FSAP) 指令は、全て、「規制市場」の概念にかかわっている。したがって、開示要件および目論見書の公表を規制する PD、財務情報の開示および株式所有状況の開示を規制する TD は、規制市場での取引を認められている全ての証券に適用されるが、MTF に (単独で) 認められた証券には適用されない。市場阻害行為指令 (MAD) は、英国において、規制市場だけではなく、金融サービス市場法 (FSMA) のもとで規定された特別な市場にも適用される。この特別な市場には、ある種の MTF が含まれている。取引報告要件についても同様である。流通市場においては、MiFID は、規制市場での取引を認められている株式に関して、詳細な取引透明性要件を課している。しかし、MTF に限って取引を認められているエクイティに関しては、詳細な要件というものは存在しない。
- 5.29 この分野においてわれわれが当初考えていたことは、上場証券のための市場を運営することの出来るプラットフォームの範囲については、より弾力的なアプローチを採用すべきだということであった。しかし、われわれは、市場運営者あるいは投資会社が、上場市場に適用されるべき規則を回避する目的で、MTF を利用することを望んでいるわけではない。そこで、たとえば、上述した FSAP 指令の基準は、上場許可に関して、また継続的なベースで適用する必要がある。流通市場に関しては、われわれは、規制市場に適用される基準と MTF に適用されるそれとの間の「ギャップ」を埋める必要があるかどうかを検討する必要がある。

Q3: われわれは、エクイティ証券について、それが RIE あるいは投資会社によって運営されている MTF での取引を認められているだけで、RIE の規制市場での取引は認められていない場合においても、公式上場表への掲載を認めるべきかどうか？もし、認めるべきであるとすれば、その根拠は何か？

## 6. セグメンテーション、コア基準およびラベリング

6.1 この章では、世界市場における変化を考慮しつつ、さまざまな上場制度の明確化とラベリングを通じて、ロンドンにおける上場制度の仕組みを改善する方法について検討する。この章では、もっぱら、エクイティ証券とGDRに焦点を当てている。まず、最初に、エクイティ証券のために保有すべきセグメントの数について分析する。次に、プライマリー上場セグメントに関して、企業を監督するために必要なコア基準は何か、GDRの上場に対する規制上の監視のレベルを上げることが適切かどうか、ということについて分析する。最後に、われわれは、制度の明瞭性を高めるために、個別のセグメントに添付するラベルについて検討する。

### 《セグメンテーション》

- 6.2 市場における明瞭性の欠如は、エクイティ証券や当該証券を表象する証書（プライマリー上場、セカンダリー上場、GDRそれぞれ）にかかわるセグメントに関して引き合いに出されることが多い。これは驚くにはあたらない。なぜなら、それらの全てが、同一の、あるいは、同じような商品に関係しており、当然のことながら、それらの中の混乱の度合いは、他のセグメント間のそれに比べて大きいと見られるからである。
- 6.3 われわれの権限と目的を前提にすれば、われわれにとっての最も重要な優先事項は、ロンドンが引き続きエクイティ証券のためのグローバルな上場場所であり続けることであり、そして、投資家が英国上場証券に投資する際に、情報に基づく意思決定が出来るようにすることである。将来の上場制度の仕組みがいかなるものであっても、それは、このような目的に沿ったものであるべきだろう。それはまた、競争の激化の現実や現在入手可能な選択に沿ったものであるべきであり、証券発行者が希望し、また、探し求めている資本調達方法に配慮したものでなければならない。
- 6.4 大多数の上場証券発行者は、エクイティ証券のプライマリー上場を行なっている。そして、われわれが世界的な資本調達のための場所としての名声を築き上げたのは、まさにこのセグメントゆえなのである。ロンドンにおけるエクイティ証券の上場は相対的に低いコストで可能であり、その結果としての流動性が、その他の商品のロンドンにおける上場を魅力的なものにしている。すでに述べたように、2005年における上場制度の見直しの後にもたらされた、エクイティ証券のプライマリー上場である「プレミアム・ブランド」を守れという市場参加者からの圧倒的な反応は、市場（われわれのステークホルダーである上場企業および投資家の双方）がこのセグメントの維持に付加価値を見出していることをわれわれに知らしめることになった。
- 6.5 一つの問題は、あるセグメントがプライマリー上場セグメントと同じ属性を持つかのような印象を与えかねないあやふやなセグメントの区分を回避しつつ、あるセグメントを他のセグメントに対してどのように位置づけるかということである。われわれ

は、一部の市場参加者が示唆しているように、エクイティ証券のプライマリー上場セグメントが、追加的な「スーパー・エクイバレント」基準を持たない上場制度におけるほかのセグメントを通じて希薄化するはずはないことを承知している。このペーパーの背景で述べたように、市場参加者たちは、明瞭性の欠如が存在し、それが、規制上の監視および適切な基準の観点からみて、さまざまな上場セグメントの違いは何かということに関して、市場に混乱をもたらしているのではないかという懸念を表明してきた。それらはすべて、漫然と「ロンドン上場 (London Listing)」と呼ばれてきたからである。したがって、われわれは、投資家および証券発行者が市場のこの部分の品質に抱いている信頼を維持しようとするならば、このセグメントを明確に分類しなければならない。

- 6.6 そこで、われわれは、以下の二つのオプションと一連のサブ・オプションを設定した。これらのオプションは、上場制度がいかにセグメントされ分類されるべきかについてのわれわれの考え方を反映したものである。これらのオプションに反映された変更は、ロンドンでの資本調達方法やわれわれの規制下にある証券に対する規制監督方法に影響を及ぼすことを意図したものではない。われわれの意図は、むしろ、EU 法によってもたらされた変化に配慮しながら、昨今の環境におけるロンドン上場の役割を反映することにある。われわれの狙いは、証券発行者や投資家がそれによって情報に基づく意思決定を行なうことができるロンドンでの資金調達のさまざまなルートに関してわれわれが持っている規制監督を明確化することによって、上場制度を強化することである。

**オプション1: エクイティ証券のための単一上場セグメント - 「スーパー・エクイバレント基準」を備えた公式上場の「プレミアム・ブランド」(現在エクイティ証券のプライマリー上場として知られているもの) セカンダリー上場およびGDRは、公式上場から除外されるが、それらが引き続き規制市場での取引を認められる限り、FSAは、目論見書およびこれらの証券の許可について規制監督を行なうことになる。**

- 6.7 エクイティ証券のための単一上場セグメントは、上場制度の明瞭性を高めるという利益をもたらすはずである。そして、それは、明瞭に区別された属性を持つ見分け易い上場ブランドを提供することになる。「上場ブランド (Listed brand)」は、いかなるRIEとも異なるものであり、われわれの役割に関する混乱の度合いやRIEの役割は最小限のものになるはずなので、長期的には、このオプションは、英国において、取引プラットフォームの提供者の間に、より多くの競争をもたらすことになる。現在セカンダリー上場あるいは上場GDRとなっている証券は、もはや、英国における公式上場表への「上場証券」と看做されることはない。それらは、規制市場での取引を認められている「ディレクティブ・ミニマム」証券ということになるだろう。しかし、

このことは、これらの証券に対してわれわれが持っている規制監督に影響を及ぼすことを意味しない。われわれは、引き続き、目論見書の提出を要請し、EU 法によって求められている継続的な義務を履行するからである。もっとも、RIE は、CARD からもたらされ、現在は上場規則第 2 章に記載され、MiFID の中にも広く取り入れられている会社の設立、解散、譲渡性、自由変動性 (free-float) にかかわる規則の監督および実施について、一義的な責任を負うことになる。概していえば、これは、規制上の変更あるいは基準の変更というものではなく、むしろ、専門用語の変更 (change in terminology) であるといつてよい。

6.8 現在、公式上場表にエクイティ証券あるいは GDR を掲載している企業は、プライマリー上場企業の要件を満たしていると考えてよいだろう。さもなければ、かれらは、公式上場表からエクイティ証券の「ディレクティブ・ミニマム」セグメントへの移行を選択することになる。英国で設立された企業は、かれらがそうしたいと望むのであれば、自らを、非上場「ディレクティブ・ミニマム」制度の対象とすることが可能となる。PD、TD、MAD の所轄機関としてのわれわれの役割は、英国企業に対しても、それらがプライマリー上場であろうが「ディレクティブ・ミニマム」セグメントでの取引許可であろうが、同じである。

6.9 市場参加者の中には、ロンドンに「上場された」というお墨付きが、ロンドンでの資本調達を望んでいる外国企業の決定要因の一つであると考えているものもある。かれらは、上述のオプション 1 が、外国企業が英国にやって来ることを阻害するものであると主張している。というのは、セカンダリー上場および GDR は、もはや公式上場表に掲載されないため、「上場」というラベルを持たなくなるからである。したがってそれは、英国の競争力に影響を及ぼす可能性がある。なぜなら、国際的には、「上場」は取引の許可と同義であり、そのため、「上場」というラベルは、英国以外の国・地域においては、引き続き使用されると思われるからである。

6.10 われわれは、ロンドンにやって来る企業を煽るもの (driver) が他にもあると考えている。それは、われわれの、バランスのとれた、弾力的な、そしてプリンシプル・ベースの規制アプローチである。そのほかにも、世界の金融センターとしてのロンドンの地位、ロンドンにおいて入手可能な広くて深い資金プール、広範な機関投資家、幅広いアナリストの対象範囲、相対的に安価な引き受け手数料、国際資本市場への比類ないアクセス、タイム・ゾーン、言語など、資本調達のための場所としてのロンドンの魅力につながる利点が数多く存在する。「上場」市場ではないが、AIM は発行市場セグメント以上に多くの外国企業を惹きつけている。AIM の外国企業は、2000 年以降、十倍に増えている。英国の規制市場での取引を認められている証券の発行企業は、引き続き、セカンダリー上場証券と同様の、FSA による規制監督を受けることになる。われわれは、専門用語の変更がロンドン市場の競争上の位置づけに影響を与えるかどうかについての意見に関心を持っている。

6.11 エクイティ証券のための単一上場セグメントは、上記に留まらず、他にもいくつかの面で影響を及ぼす：

- **運用委託 (investment mandates) :** 最初の問題は、これまでのところ上場と見なされている証券への影響である。ファンド・マネジャーへの運用委託の中には、「上場」証券を基準にして委託されているものもある。われわれが今後、エクイティ証券市場、あるいは上場制度を区分しないとすれば、そのことが、上記のような運用委託に影響を及ぼすことになるかもしれない。われわれの理解では、大多数の運用委託は、特定の指標をベンチマークとしており、必ずしも直接的に上場証券を基準とするものではない。われわれは、指標の採用基準のひとつが、「リストに記載されること (being listed)」であることを十分に理解しているが、それは、プライマリー上場企業に限って適用されるものである。ファンド・マネジャーの中には、いずれにせよ、明瞭性は、運用委託の分野では、長い間の懸案であり、それは、アセット・マネジメント業界に対して、ファンド・マネジャーの再雇用を促すことになるだろうと示唆するものもある。そのほかにも、たとえば、保険会社への適用など、いくつかの規制上の影響がありそうだ。
- **専門用語 (terminology) :** われわれが念頭に置く必要のある影響の一つは、われわれは「上場」という言葉の使い方についてコントロールが出来ないということである。「上場」という言葉は、ある国・地域においては、取引許可と同じ意味で使用されている。とくに、所轄機関が取引所である場合には、その傾向が強い。英国の上場制度においては、公式上場を基準にすることによって、「取引許可」という用語が、一般的な意味での「取引許可」とは区別して使われている。しかし、そうだからと言って、市場がその違いについて理解しているとすれば、それをもって、英国の上場制度が他とは違った特質を持つことを排除することにはならない。
- **税 (tax) :** このドキュメントにおいて上場制度の仕組みとラベリングを改善するために提言されたオプションは、変更の可能性について検討するための出発点である。われわれは、英国財務省 (HMT) および英国歳入関税局 (HMRC) とともに、多くの減税措置が企業の「上場」あるいは「非上場」ステータスに依存しており、したがって、制度の仕組みの変更は、どのようなものであれ、こうした減税措置を受ける権利 (access) に影響を与えることに気づいている。課税の影響が、ここで概説したオプションに関するステークホルダーの見解を決める際の重要なファクターである場合には、彼らに対して、それを彼らの回答に反映させ、また、回答の写しを HMT および HMRC に送付するよう強く勧めたい。

オプション1	
エクイティ証券の単一上場セグメント	
長所	短所
<ul style="list-style-type: none"> <li>● 混乱の度合いを抑えながら、ブランドの認知度をさらに高めることが出来る。</li> <li>● 混乱によって引き起こされるロンドン市場の風評リスクが大きく減少する。</li> <li>● 特定のRIEとはかかわりのない際立った上場ブランドが、上場証券をめぐる英国の取引所間の競争を一段と促進する。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 証券発行者が「上場」というラベルの保有を愛好する場合には、英国の上場をめぐる競争力を弱めることになる。証券発行者は、EUの最小規制基準を満たす証券を「上場」証券と称する国・地域において上場しようとするだろう。</li> <li>● パラグラフ 6.11 に、更なる影響として掲げられた事項。</li> </ul>

**オプション2：現代的なラベルをつけて現在の二階層構造（two-tier structure）を維持 - エクイティ証券のための階層制度（tiered regime） - (a)「スーパー・エクイバレント」基準を持つプレミアム・ブランドおよび(b)現在はセカンダリー上場として知られ、基準はディレクティブ・ミニマムだが、GDRの上場と同様に外国企業に限り開放されているもの、から成る二つの上場セグメント**

6.12 もう一つのオプションは、現在の階層的なエクイティ証券のための上場制度を維持することである。現在の「二階層」上場制度は、選択肢を提供するものであり、また、すでに成功を収め世界中で評価の高いロンドン市場のきわめて重要な構成要素となっている。制度の変更は、それがどのようなものであれ、やむにやまれぬ場合に限るべきである。「上場」という用語の使用もまた、ロンドンの魅力と英国の競争力に大きな影響を及ぼすといわれている。たとえば、市場参加者の一部は、GDRの発行者をロンドンに惹きつける重要な要素の一つが、品質基準であると看做されている「上場」バッジ（‘Listing’ badge）であると考えている。もし、この「上場」バッジが取り除かれれば、市場に通じる道としてロンドンを選択したGDR発行者の数は、激減する可能性がある。そして、それは、GDR市場が実現した近年の成長に悪影響を及ぼすことになる。

6.13 セカンダリー上場およびGDRの「ディレクティブ・ミニマム」階層に関していえば、これらのセグメントは、欧州全域で通用する「上場」として、同じ規制ベースの上に提供されている。これが本当にベースであることがはっきりしている限り、ほぼ間違いなく、これらの証券を公式上場表に掲載する許可を継続しないというケースはあり得ないのではないかと懸念されている。すでに指摘した通り、市場は現在そうした明瞭性を欠いている。これは、われわれの方針に反して、投資家が、ロンドン市場において、長期にわたって持ち続けている、名声や信頼性に対する確信に影響を及ぼす可能性がある。われわれは後ほど、ラベリングについてのわれわれの提案について検討する。

オプション2	
現在の二階層構造を維持	
長所	短所
<ul style="list-style-type: none"> <li>証券発行者は、現在所有している選択肢を、引き続き所有することになる。これによって、証券発行者がエクイティ証券の発行場所を選択するに当たって、「上場」ラベルを得ることが重要だと考えている場合には、上場の場としてのロンドンの魅力と競争力は引き続き維持されることになる。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>存在するとされている明瞭性の欠如の可能性が存続するかもしれない。これは、明確なラベリングによって、軽減される可能性がある。</li> <li>英国企業を単一のセグメントに限定することによって、英国企業をその他の企業と差別的に取り扱うこと。しかし、この単一セグメントは、 ) もっとも流動的な LSE 取引プラットフォームへのアクセス、 )セカンダリー上場の証券発行者が通常は利用できないロンドン株価指数 (FTSE UK Indexes series) へのアクセス、というような恩恵も与えている。</li> </ul>

#### 《サブ・オプション》

上記の基本的な仕組み上の選択肢に加えて、制度の仕組みに関連する二つの重要な問題がある。

- 6.14 **全てのプライマリー上場企業のための共通基準**：両方のオプションに関して、さらに考慮すべき問題は、プライマリー上場を行なっている外国の証券発行者に対して、コーポレート・ガバナンスおよび新株引受権に関して、まったく同一の要件を踏襲するよう要求すべきかどうかということである。この問題については、後ほど、パラグラフ 6.18 において検討する。
- 6.15 **英国で設立された企業のためのセカンダリー上場**：オプション 2 に関連する問題は、英国企業を含めて、全ての企業に対してセカンダリー上場を提供すること、換言すれば、英国企業に対して選択肢と外国企業と同じ活動の場を提供することが適切かどうかということである。これによって、英国企業は、外国企業と同一の活動の場を提供されることになり、これまで英国企業が外国企業に対して負ってきた競争上の不利益を払拭できるというメリットを享受することになる。これはまた、全ての証券発行者に統一的な制度を提供するという投資事業体に対するわれわれの方針にも合致する。このオプションの難点は、英国企業の二つのセグメントへの分裂が、明瞭性を高めることには繋がらないだろうということにある。

**含意**：オプション 1 の「ディレクティブ・ミニマム」セグメントでの取引を許されたエクイティ証券、あるいは、オプション 2 におけるセカンダリー上場の英国企業への開放の、企業にとっての意味合いは、以下の通りである：

- 会社法を通じて委任されない限り、プライマリー上場企業の基準が適用されること

はない；

- これらの企業は、ロンドン株価指数（FTSE UK Index series）に採用される資格がない。

6.16 上述したオプションは、全てのオプションを網羅したものではない。これらのオプションの変形として、あるいは、まったく異なるオプションとして、上記以外のオプションを設定することも可能なので、それは当然のことである。われわれは議論を意味のあるものにするために、基本的なオプションを提示している。したがって、われわれは、市場参加者に対して、彼らが適切であると考えられるオプションを提案するよう要請する。

Q4： 上記の二つのオプションのうち、どちらが望ましいと考えるか？ 選択したオプションについては選択理由も提示すること

Q5： 英国企業に対するセカンダリー上場の開放についてどう考えるか？

#### 《基本要件》

#### エクイティ証券のプライマリー上場を行っている外国企業のための基本要件

6.17 エクイティ証券のプライマリー上場を行なっている全ての企業は、以下に掲げる条項を除き、共通の基準を遵守しなければならない：

- **企業統治** - 企業がコンバインド・コードを遵守しているかどうかについての年次報告書および計算書上の記述、および、不遵守の理由についての説明（「コンプライ・オア・エクスプレイン」ステートメント）。英国企業は、コンバインド・コードに対して「コンプライ・オア・エクスプレイン」が求められ、一方、外国企業は、設立国における企業統治制度を遵守しているかどうかを開示しなければならない。外国企業は、かれらの実際の企業統治慣行を、コンバインド・コードに示されたそれとは異なるものとしている重要な慣習を開示することを求められている。
- **新株引受権** - 株式の発行者が、当該株式の既存株主、あるいは、株式の提供を受ける資格のある株主に対して、現金で株式発行を行なうための要件は、保有株数に比例して分配することである。この要件は、外国企業には適用されない。上場規則にそのまま採用されている（replicated）とはいえ、新株引受権は、外国で設立された企業には適用されない英国の会社法からもたらされたものである。

6.18 この仕組みは、外国の会社法制度および仕組みが英国のそれと異なる場合には、外国企業が英国の規制に従うことは、彼らに不利益をもたらす可能性があるという観点から、2005年に上場制度の見直しが行われた後に採用されたものである。さらに、われわれがCP05/7で指摘したように、市場参加者の中には、新株引受権は会社法によって付与された株主保護のうちの一つに過ぎないのであって、他の国・地域においても、それが会社法に採用されているとは限らないと指摘する声もある。このことは、それ



らの国・地域における会社法制度が、英国のそれに匹敵するようなレベルの投資家保護を提供していないということを、必ずしも意味するものではない。

6.19 第 3 章で述べたような市場の発展および投資事業体に関する議論をめぐる論争、とりわけ、地理的な位置や国内的要請が異なることを理由に、企業を差別的に取り扱うことが英国市場にとって賢明なことかどうかという問題に照らして、われわれは、コンバインド・コードの遵守と新株引受権という課題を再び取り上げることに決定した。

さらに、われわれは、FTSE のプラクティス・ノート ( practice note ) の公開に注目した。それは、外国企業をロンドン株価指数の採用銘柄に採用するに当たって、当該外国企業による英国のコンバインド・コード、テークオーバー・コード、新株引受権の遵守を考慮するという意向を明言したものであった。もし、全てのプライマリー・エクイティの発行者が ( 英国企業であっても外国企業であっても ) まったく同じ要件の対象になるのであれば、それは、プライマリー上場セグメントをより明確なものとし、不明瞭さや混乱の原因を取り除くことにつながるはずである。

6.20 コンバインド・コードに関連して、市場参加者 ( 投資家 ) の中には、われわれに対して、外国企業についての現行規定は効果的なものではないと伝えてくるものがある。これは、英国の立場から見て、母国での統治コードに則って外国の証券発行者の管理に関与することは現実的ではないという見方に基づいている。それに加えて、われわれは、いくつかの外国企業が、正直なところやや苦心しながらも、英国のコンバインド・コードに対して、自発的に、うまく「遵守あるいは説明」していることに注目している。外国証券発行者の母国・地域におけるコードと相容れない場合、証券発行者は非遵守の説明と理由の提示を行なうこともあり得る。したがって、これは履行不可能な要件ではない。また一方、これは現状とそれほどかけ離れたものでもない。実際われわれは、外国企業に対して、母国・地域においてコードにしたがっているかどうか、また、かれらの実際の統治慣行が英国のコンバインド・コードとどのように異なっているかについて明らかにするよう求めている。プライマリー上場の利益を評価している外国企業は、これらの利益に伴うコストを負担することを望んでいる。他方、外国企業に対する英国コンバインド・コードの「遵守あるいは説明」の要請は、もし、当該企業が、本源的な統治に取り組むことなく、当該コードで推奨されている手続き / 仕組みを受け入れる場合には、投資家に対して誤った安心感を与えることになるかもしれない。

6.21 この議論の一部として、われわれは、第 4 次および第 7 次の会社法指令の改正について考える必要がある<sup>25</sup>。これは、2008 年 4 月 / 5 月に、英国および EU 全域にわたって施行されることになっている。これらの指令の要件は、EU において規制市場で

---

<sup>25</sup> 会社報告指令 ( The Company Reporting Directive, 2006/46EC ) は、第 4 次および第 7 次会社法指令 ( 78 / 660/EEC, 83/349/EEC ) を改正したものである。

の取引を許されている全ての企業は、その母国における企業統治コード、あるいは、企業が自発的に適用すると決めた企業統治コードに対する、「コンプライ・オア・エクスプレイン」声明を公表するということである。(これは、会社法指令であり、FSAP指令ではないので、われわれは、英国においては、その範囲を EU の規制市場で取引している英国企業に限定して、指令を実施するよう提言している<sup>26</sup>。) このことは、われわれが、プライマリー上場を希望している企業に対して、スーパー・エクイバレント上場規則としての「コンプライ・オア・エクスプレイン」を要請することを排除することを意味しない。しかし、それは、そのほかの全ての上場セグメントにおいて、証券発行者がその母国・地域の企業統治コードあるいは彼らが自発的に適用すると決めた企業統治コードを「遵守あるいは説明」することを認めている。そのような証券発行者は、引き続き「ディレクティブ・ミニマム」基準の対象にとどまる。プライマリー上場を獲得することは、ある程度のコスト、義務および利益をもたらす自発的ないは選択的な意思決定である。

#### 《テークオーバー・コード》

- 6.22 次の課題は、テークオーバー・コード(以下コード)の遵守である。これは、テークオーバー・パネル(以下パネル)によって発行され管理されている。実際、上場規則には、コードの遵守を上場企業に求める規定はない。コードは、英国において規制市場での取引を許されている場合、英国、チャンネル諸島、マン島に登録事務所を持つ企業の全ての売り出しに適用される。その上、英国におけるテークオーバー指令の実施の結果として、パネルは、英国規制市場での証券取引が許されている英国以外の EEA 加盟国に登録事務所を所有する企業の売出しに関して、他の EEA 加盟国の監督当局との「共有権限 (shared jurisdiction)」を持つことになった。しかし、たとえ英国において規制市場での取引を許されているとしても、EEA 域外に登録事務所を所有する企業の売出しに、コードが適用されることはない。
- 6.23 一部の市場参加者は、もしわれわれの「スーパー・エクイバレント」上場規則が株主保護を対象にしているのであれば、この上場規則を通じて、外国(たとえば、非 EEA)で設立されたプライマリー上場企業に対して、コードが適用されている企業において株主が享受している保護を投資家にも提供するよう要求すべきだ、というわれわれの見解を支持している。この支持は、指標基準 (index criteria) について FTSE が実施した変更を踏まえてなされたものである。FTSE のプラクティス・ノートは、「ロンドン株式指標銘柄に採用するためには、英国以外で設立された企業は、出来る限り現実的に英国のテークオーバー・コードの原則を堅持することを公式に明らかにするよう求められる」と述べている。しかし、コードはパネルによって発行され管理されるので、われわれが新たな企業カテゴリーにコードの適用を拡大することは出来ない。い

<sup>26</sup> 実施に関するわれわれの提言の全文は、コンサルテーション・ペーパー CP07/24 に提示している。

ずれにせよ、コードの条項の太宗は、企業の実効的な支配を目論んでいる者、あるいは提案している者、彼らおよび他の市場参加者と協力して活動する者に対して、義務や制限を課すものである。プライマリー上場企業に対する要件の賦課は、したがって、コードに提示されているものと同等の保護を投資家に提供する効果を持つものではない。というのは、プライマリー上場企業がそのような要件に従うことはとても出来ないからである。

Q6： 基本要件について上述した条項を、外国企業に対してどのように適用すべきと考えるか？

#### 《GDRの基本要件》

- 6.24 背景：GDRとは、企業に代わって、貯蓄銀行（depository bank）によって発行される、企業のエクイティを表象する流通証券（negotiable securities）のことである。先進国・地域の企業株式の預託証券（depository receipts）がしばしば発行される米国とは異なり、ロンドンでは、通常、新興市場の外国企業株式のGDRが発行されている。外国企業は、株主を拡大し、資金を調達し、世界的にかれらの企業イメージと商品・サービスの知名度（visibility）を強化するために、あるいは、買収のための通貨を獲得することによってM&A活動を容易にするためにロンドンにやって来る。GDRを発行する企業は、単発ベースで（on a one-off basis）資金を調達する傾向があり、通常、追加発行を行なうことはない。
- 6.25 GDRは、発行市場において、どちらかといえば、洗練されたあるいはプロフェッショナルな投資家によって購入されている。GDRの目論見書には、常に、当該証券が「投資に関して特別な知識を持つ投資家によってのみ購入され、取引されるべきもの」と記述された人目を惹くメッセージ（bold statement）が掲載されている。その上、これらの証券はGDR専用の取引サービスであるLSEの国際注文控帳（International Order Book, IOB）で取引されている。ポンド建てであり、Crestにおいて決済されているプライマリー上場企業の普通株とは対照的に、それらは、通常、USドル建てであり、Euroclear Bank、Depository Trust Company（DTC）、Clearstream Bankingなどで決済されている。一般的に、リテール投資家は、流通市場においてはそれが可能であるにもかかわらず、発行市場においてこれらの証券にアクセスすることはない。第4章で詳述したように、GDR上場のために要求される基準は、事実上、「ディレクティブ・ミニマム」基準である。15ページの図は、GDRの発行が成長分野であり、予見しうる限り今後も成長が続くことを示している。
- 6.26 この成長に照らして、一部の市場参加者は、われわれに対し、投資家が、単に「ロンドン上場」の外国企業のエクイティ証券と見られがちなGDRを購入する際に、情報に基づく意思決定が確実に出来るようにして欲しいと要望している。われわれは、投

資家が情報に基づく意思決定を行なうことが出来るための鍵は明瞭性であり、さまざまなセグメントの明瞭なラベリングが存在するならば、その仕組みと発行市場において対象となる投資家の観点から、GDR と英国企業の普通株の間には、明らかな相違があると考えている。GDR は外国企業の普通株を表象しているとはいえ、われわれは、もし GDR が、プライマリー上場と比較する際に、適切に区分されているとすれば、少なくとも発行市場においては、混乱の度合いは限られていると確信している。FSA の監督下にあるブローカー会社を通じて GDR が販売されている流通市場においては、MiFID に掲げられているリテール投資家に対するブローカーの適合性にかかわるビジネス行為規則の要件が、GDR が投資家に提供されるときに、適用されることになる。われわれのリスクベースのアプローチの適用に当たっては、投資家保護への配慮と競争力強化という目的への配慮とのバランスを図ることが必要となる。

6.27 一部の市場参加者は、GDR の基準をプライマリー上場セグメントのそれにもっと近づけるために、GDR にスポンサー制度を適用するようわれわれに要請している。われわれは、GDR 市場の特質を前提にすれば、もう一段の規制強化が、必然的に GDR に付帯するリスクの排除を促すことになるとは考えていない。その上、スポンサーの要件は取引に特化したもの（transaction-specific）であるとはいえ、多くのスポンサー企業は、われわれに対して、マネジメントの基盤が海外にある場合には、当該企業との関係は、その維持が困難になるようなものであると報告してきた。スポンサー企業は、企業が海外をベースにしている場合には、彼らが必要とする確認書を作成することは難しいと言っている。

6.28 GDR は、「ディレクティブ・ミニマム」基準をベースに、欧州各地域の外国投資家に販売され、彼らによって購入されている。したがって、英国の投資家が、英国以外の国・地域から、あるいは、英国市場にパスポートされ英国の投資家に販売されているものから、GDR にアクセスすることについては何の障壁もない。スポンサー制度の採用は、規制上の裁定（regulatory arbitrage）を促し、欧州のいたるところに市場をもたらす。われわれは、「ディレクティブ・ミニマム」を超える追加的な規制基準は、いかなるものであっても、汎欧州ベースで承認される必要があり、また、欧州委員会あるいは欧州証券監督者委員会（Committee of European Securities Regulators, CESR）によって導入されなければならないと考えている。GDR 市場の発行市場としての現在の特質が変化し、多くのリテールの参加者が参加するようになれば、そうした汎欧州基準を再検討することもあり得る。しかしわれわれは、今のところそうした状況を予想していない。

6.29 15 ページの第 3 図に描かれているように、われわれは、GDR が過去 2 年間における成長分野であることを銘記する必要がある。われわれのアプローチは、したがって、GDR の規制については引き続き調査対象として残すということになる。われわれは、投資家が、この分野において情報に基づく意思決定ができるように、GDR が明らかに

プライマリー上場のエクイティ証券とは異なっていることを確認するつもりである。この分野で経験した高度成長は、われわれに、GDR 発行者の監督のための追加的な規制資源の投入を促している。

Q7: われわれは、GDR の発行を含む取引のスポンサーの指名を要求すべきか？要求すべきでないとするれば、それ以外に GDR の急拡大に対して必要な対応があるか？

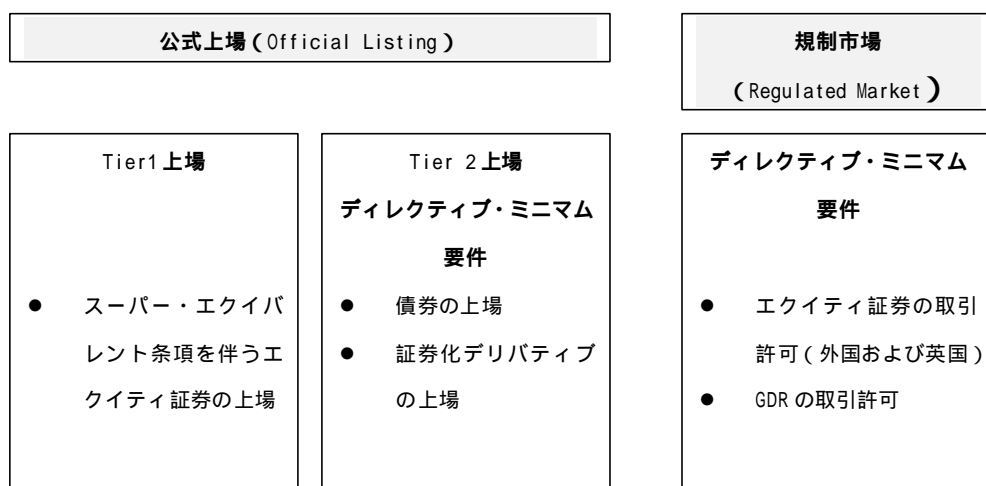
#### 《ラベリング》

- 6.30 エクイティ証券の単一上場セグメントを持つかどうかにかかわらず、われわれは、さまざまな上場セグメントのラベルの張替えを必要としている。エクイティ証券の現在のラベル（プライマリー上場およびセカンダリー上場）は、2005年7月以前の慣行に基づく歴史的なラベルである。プライマリー上場企業は、主として英国で上場される企業のことであり、全ての上場規則に適合している。これに対して、セカンダリー上場企業は、主として英国以外の国・地域で上場されているが、その名が示すように、追加的に英国においても上場されている企業のことである。セカンダリー上場を獲得するためには、マザー国・地域での上場がその前提条件となっていた。したがって、ホーム国・地域の監督者が主たる監督者であるということに基づいて、そうした企業には比較的負担の軽い規則が適用されていた。この条件は、EU企業が英国において上場できるようにするために、2005年に改正された。その当時われわれがEU企業のセカンダリー上場に賦課していた前提条件を賦課できなくなるのではないかという議論があったためである<sup>27</sup>。加えて、われわれは、その当時、EU企業のための上場セグメントを別途準備し、それによって上場制度が過度に複雑になることを望んでいなかった。その結果、われわれは、ホーム国・地域において上場するというこの前提条件を放棄することにした。そこでわれわれは、もっと有意義なやり方で、現在の実態を反映させるようにラベルを変えようとしているのである。
- 6.31 われわれは、上場証券を二つの tier に区分することを提案する。「Tier 1」はプライマリー・エクイティ証券のラベル、「Tier 2」はその他の全上場セグメントのラベルである。もしわれわれが、オプション1、すなわちエクイティ証券の単一上場セグメントを選択する場合には、エクイティ証券のセカンダリー上場およびGDR上場という概念は、公式上場から除去されることになり、そして、他のセグメント、たとえば負債や証券化されたデリバティブについて、Tier2というラベルが付けられることになるだろう。しかし、もしわれわれが、オプション2、つまり、エクイティ証券の上場を引き続きセグメントすることを選択する場合には、現在エクイティ証券のプライマリー上場と呼ばれているものは「Tier 1」上場に、その他の「ディレクティブ・ミニマム」上場は「Tier 2」上場にラベリングし直すことになるだろう。

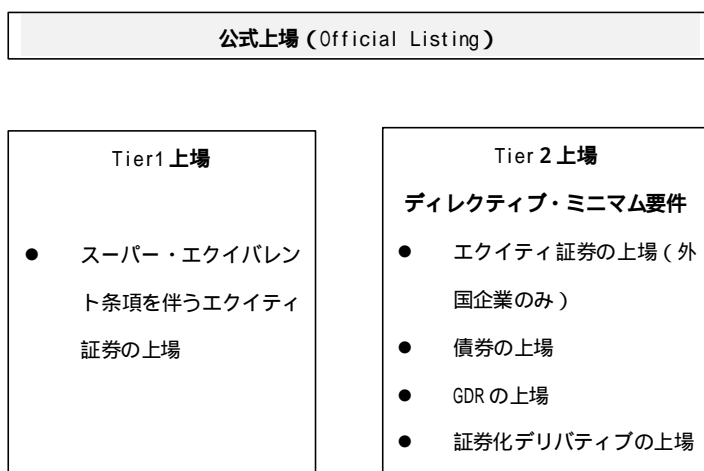
<sup>27</sup> CARD 第7章を参照。

上場制度は、以下のような形で位置づけられることになる。

### オプション 1



### オプション 2



6.32 このラベリングを成功させる鍵は、投資家、証券発行者、取引所、メディア（投資情報のプロバイダーを含む）などを含む市場の教育と参画であろう。すでにわれわれは、市場参加者とともに、プロセスを前に進めるための道に踏み込んでおり、このDPへのフィードバック・ステートメントにおいて、より完全な戦略を提示できると考えている。またわれわれは、公式上場表の改良を行なうよう提言しており、全企業に対して、かれらが情報サービスプロバイダーの所有するポータルサイトに現れるときには、企業名の近くにティッカー・シンボルを挿入するよう求めることになる。われわれはまた、先に CP06/21 で提言した詳細な上場カテゴリーを、この作業とのかかわりで残すかどうか、そして、この枠組みにおける第二層として、このレビューの成果

に組み込まれ得るかどうかについて検討するつもりである。

- 6.33 われわれは、投資家が英国における上場制度、専門用語、仕組みに馴染むことによって、このプロセスにおいて、かれらが決定的な役割を果たすと考えている。われわれは、明瞭性を提供するという目的に沿って、この制度を出来るだけシンプルな形で維持したいと望んでいるが、投資家を含む市場全体がこの制度を有効なものとするために協力する必要がある。

Q8 : このラベリングのオプションについての意見はあるか？

## 7. 上場と指標との関係

7.1 ロンドン株価指数( FTSE UK Index series )銘柄への採用に関する基準の一つは、当該企業がプライマリー上場でなければならないということである。指標は、何よりも、市場において最も流動性の高い株式を象徴するものである。第3章で述べた世界経済の変化は、FTSE が指標銘柄の採用基準について再検討しなければならないということの意味した。FTSE はフィナンシャル・タイムズとロンドン証券取引所によって所有されている独立会社である。ロンドン株価指数は、コンサルタント、資産家、アセット・マネジャー、投資銀行、株式取引所やブローカーなど世界中の投資家に幅広く利用されている。この指標は以下のような目的で利用されている。

- 投資分析
- 投資成果の計測
- ポートフォリオのヘッジ
- インデックスファンドの組成

7.2 FSA がロンドン株価指数の編成にかかわることはない。その代わりに、ロンドンにおいては、さまざまな機関がしばしば持ちつ持たれつに関係にあり、独立した営利機関( profit-taking organization )としての FTSE は、顧客の要請に配慮するというやり方で自身を組織化しているということ、われわれは高く評価している。

7.3 他方、われわれは、法律によって付与された権限にしたがい、法律の枠内で仕事を行なっている。そうした状況の中では、法律や規則によって定められた基準に適合する企業に上場許可を与えないというのは困難である。基準に適合している場合であっても、公式上場表への記載許可申請を拒否できる唯一の状況は、許可が投資家の利益を阻害する場合に限られる。これはケース・バイ・ケースの評価を要求するものであり、主観的なものにならざるを得ない。われわれは、無リスクの上場環境を保障することは出来ないが、われわれが設定した基準に基づいた開示を通じて投資家が彼らのリスクについて理解する手助けをすることは可能であり、これが、所轄機関としてのわれわれの主たる役割である。

7.4 FTSE は、最近、ロンドン株式指標への採用のために企業の国籍が決定されなければならないとする基準を定めたプラクティス・ノートを発表した。ノートは、英国で設立されていない企業は、「英国のコンパインド・コード、新株引受権、テ・クオーバー・コードの遵守を公に受け入れる」ことを求められることになると指摘している。われわれは指標の編集に参加しないので、これは FTSE にかかわる事項である。しかし、われわれは、市場に明瞭性を確保するために、必要に応じて、今後とも引き続き、FTSE に協力していくつもりである。



《次のステップ》

- 7.5 われわれは、このDPに関するフィードバックを2008年第3四半期までに公表し、ルールの変更についてのコンサルテーションが必要かどうかを判断するつもりである。コンサルテーションの一環として、われわれは、公式上場表の改定と投資家教育計画の策定を見込んでいる。

以上

(編集注)

- このレポートは情報提供のみを目的としており、販売もしくは利益を目的としての配布および再配布は禁じられています。
- このレポートで翻訳されている英国の金融サービス機構(FSA)の文書については、読者への情報提供を目的とするものであり、FSAの規制上の判断を形成するものではありません。
- このレポートにおけるFSA文書の日本語への翻訳については、その正確さをFSAが保証しているものではありません。
- FSAの文書は、必要に応じて変更が加えられますので、このレポートに掲載されているFSAの文書についても、現時点では変更されている可能性があるかもしれないことに注意する必要があります。
- このレポートで翻訳されているFSAの文書については、その一部分を抜粋することによって、反対の解釈が導き出される恐れがあることに留意するとともに、参照する場合には、当該文書を特定して明示する必要があります。
- このレポートでFSAの文書が翻訳され、当研究所のウェブサイトに掲載されていますが、それをもって、FSAがこのウェブサイトもしくは当該組織を保証していると解することは出来ません。