

新英国上場規則（UKLR）導入によるイギリスの上場制度改革に関する概要

企業法務 & ヨーロッパニュースレター

2024年9月4日号

執筆者:

[山本 晃久](#)

a.yamamoto@nishimura.com

[井之上 旦](#)

h.inoue@nishimura.com

[益田 美佳](#)

m.masuda@nishimura.com

目次

- I イギリスの上場制度改革の概要
- II 新英国上場規則（UKLR）導入によるメインマーケットの主な変更点
- III メインマーケットと AIM の主な相違点
- IV 日本企業における留意事項

I イギリスの上場制度改革の概要

2024年7月29日より、従前の上場規則（Listing Rules、以下「LR」という。）に代わり、新英国上場規則（UK Listing Rules、以下「UKLR」という。）が施行されたことにより、イギリスの上場制度が大きく改正された。改正の主な目的は、英国の上場制度をシンプルにして会社による規制遵守の負担を少なくし、幅広い層の会社にとって魅力的で使いやすいものにする事で、英国市場の成長と競争力を高めることにあるとされている。UKLR による最大の変更点は、ロンドン証券取引所（以下「LSE」という。）のメインマーケットは従来、プレミアム市場とスタンダード市場で分けられていたところ、これらの区分が削除され、equity shares（commercial companies）（以下「ESCC」という。）と呼ばれる新しい単一の区分に置き換えられたことである。UKLR 導入後、LSE は、メインマーケットたる ESCC と、中小規模の成長企業向け市場である Alternative Investment Market（AIM）の2つから構成されることになった。

本ニュースレターでは、新英国上場規則（UKLR）導入によるメインマーケットの主な変更点（後記 II）、メインマーケットと AIM の主な相違点（後記 III）、及び日本企業における留意事項（後記 IV）を紹介する。

II 新英国上場規則（UKLR）導入によるメインマーケットの主な変更点

UKLR の導入により、LSE のメインマーケットにおける上場制度が大きく変更された。改正前（LR）と改正後（UKLR）で主要な項目に関する変更点を纏めると、以下の表の通りである。

UKLR は、イギリスのメインマーケットにおける上場規制をよりシンプルにして会社による規制遵守の負担を少なくし、イギリスでの上場やその後の会社運営がしやすくなる形で LR を変更している。UKLR の下では、過去3年分の財務情報の公表や上場後の12カ月間のワーキングキャピタルの確保が不要となり、重要な取引（従前はクラス1取引及びクラス2取引と分類されていた）に関する規制の簡素化がなされ、加重議決権付デュアル・クラス株式の構造に関する柔軟性が向上した。これらの規則改正により、特に成長中の会

社や創業者主導の会社が恩恵を受けるものと予想されている。

改正前 (LR)	改正後 (UKLR)
Official List の区分	
プレミアム市場及びスタンダード市場の 2 つの区分が存在した (LR1.5)。	equity shares in commercial companies (ESCC) と呼ばれる新しい単一の区分 に変更された (UKLR1.1.1R)。
上場原則	
プレミアム上場原則 (Premium Listing Principles) 及び上場原則 (Listing Principles) の 2 つが存在した (LR7.2)。	単一の上場原則 (UKLR The Listing Principles) のみ となった (UKLR2.2)。
過去の財務情報	
過去 3 年分の財務情報の公表が必要であった (LR6.2)。	過去の財務情報の公表は不要 となった。
Working Capital	
上場書類の公表後少なくとも 12 カ月間、十分なワーキングキャピタルの確保が必要であった (LR6.7)。	左記 12 カ月間のワーキングキャピタルの確保は不要 となった。
Free Float (一般市場に存在する株式の最低割合)	
LR 6.14.1 R 及び 6.14.2 R に基づき、上場会社の株式の最低 10% が Free Float (一般市場に存在する株式) として一般市場に存在する必要がある。	変更なし (UKLR 5.5.1 R 及び 5.5.2R)
Minimum Market Capitalization	
£30 million (LR 2.2.7R)	変更なし (UKLR3.2.7)
支配株主	
上場会社に支配株主 (上場会社の株主のうち、単独で又は他の株主と協調して、上場会社の株主総会において議決権の 30% 以上を行使する権利を有する者) が存在する場合、上場会社と支配株主は、上場前に法的拘束力のある契約を締結し、支配株主による上場規則に定める独立性基準の遵守を確保する必要があった (LR6.5.4)。	上場会社に支配株主が存在する場合であっても、 上場会社と支配株主との間で左記契約の締結は不要 となった (UKLR5.3)。
クラス 1 取引	

<p>クラス 1 取引とは、プレミアム上場会社による、いずれかのクラステスト¹の比率が 25%以上の取引をいう (LR10.2.2R 及び 10 Annex 1)。</p> <p>クラス 1 取引については、LR10.5 及び 13.2 に基づき、① Regulatory Information Service (RIS) への通知 (当該取引の条件の合意後遅滞なく、取引条件の詳細を RIS に通知すること) に加えて、② FCA が承認した説明用資料 (circular) の株主への送付及び株主総会における当該取引に係る事前承認の取得が必要であった。</p>	<p>従前 LR においてクラス 1 取引に該当した取引²は、UKLR においては重要な取引 (significant transactions) に分類され、当該取引が後述する逆さ合併に該当しない限り、左記の②FCA が承認した説明用資料の株主への送付及び株主総会における当該取引に係る事前承認の取得は不要とされた (UKLR7.3)。</p> <p>もっとも、UKLR 7.3.1 に基づき、左記①RIS への通知は引き続き必要とされている。</p> <p>また、UKLR7.3.4 等より、財務情報を含む主要な情報を提供するため、市場に向けた通知義務の強化がなされた³。</p>
クラス 2 取引	
<p>クラス 2 取引とは、プレミアム上場会社による、いずれかのクラステストの比率が 5%以上 25%未満の取引をいう (LR 10.2.2R 及び 10 Annex 1)。</p> <p>LR10.4.1 に基づき、クラス 2 取引については、RIS への通知 (当該取引の条件の合意後遅滞なく、取引条件の詳細を RIS に通知すること) が必要であった。</p>	<p>クラス 2 取引の概念が撤廃され、クラス 1 取引の比率を下回る取引は、RIS に対する通知は不要となった⁴。</p>
関連当事者間取引 (Related Party Transactions)	
<p>関連当事者間取引とは、上場会社と関連当事者 (当該上場会社の実質株主であり、議決権の 10%以上を行使する権利を有する者) との間の取引をいう (LR11.1 及び 11.1.4A)。</p> <p>LR11 及び 13 に従い、プレミアム上場会社が関連当事者と取引を行う場合、①当該取引条件の詳細を RIS に通知し、②FCA が承認した説明用資料 (circular) を株主に対して送付し、③株主総会における当該取引に係る事前承認を取得し、④関連当事者が株主総会において、当該取引に関連する</p>	<p>関連当事者の基準を、議決権の (10%ではなく) 20%以上を行使する権利を有する者と定義した (UKLR8.1.12R)。</p> <p>UKLR の下では、関連当事者取引について、FCA が承認した説明用資料の株主への送付 (左記②) や、株主総会における当該取引に係る事前承認の取得 (左記③④) が不要となった。</p> <p>UKLR 8.2.1R 及び 8.2.2R に基づき、クラステスト比率が 5%以上の関連当事者間取引に関する要件は以下の通りとなった。</p>

¹ LR 10 Annex 1 において、プレミアム上場会社による通常の業務過程外の取引を分類するためのテストとして、4 つのクラステスト (class test) が定められていた。それぞれのクラステストは、会社の規模に対する取引の規模の比率を計算するものであり、①総資産テスト (The gross assets test)、②利益テスト (The profits test)、③時価総額に対する対価テスト (The consideration test)、及び④総資本テスト (The gross capital test) の 4 つが存在した。クラステストの結果は、LR 10、11、又は 5.6 に従って、取引をクラス 1 取引、クラス 2 取引、関連当事者間取引又は逆さ合併に分類するために使用される。

² UKLR の下では、**クラステストの概念は存続しているものの、クラステストの中から利益テスト (The profits test) が除外**された。

³ もっとも、working capital statement や過去の財務情報の再提出は要求されない。

⁴ もっとも、UK Market Abuse Regulation に基づく上場会社の開示義務に従い、取引の公表をしなければならない場合はある。

<p>議案に議決権を行使しないように合理的な措置を取る必要があった。</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 上場会社は取締役会の事前承認を得なければならない • 上場会社は合意前にスポンサーから取引条件が公正かつ合理的であることの書面による確認を受領しなければならない • 取引条件が合意され次第、上場会社は取引条件の詳細を RIS に通知し公表しなければならない。当該公表には、当該取引条件が公正かつ合理的であり、スポンサーからも同様の助言を受けている旨の取締役会の声明を含まなければならない
--	---

逆さ合併 (Reverse Takeover)

<p>LR5.6.4 により、逆さ合併 (Reverse Takeover) とは、(i)クラステスト比率が 100%以上、又は(ii)事業、取締役会、議決権支配の根本的な変更をもたらすような、事業、会社、資産の上場会社、その子会社又は持株会社による買収をいう。</p> <p>LR5.6 に従い、逆さ合併の場合には、上場会社は以下の事項等に対応する必要がある。</p> <ul style="list-style-type: none"> • スポンサーの選任 (LR5.6.6R 及び 5.6.17R) • RIS への通知 (取引条件の合意後遅滞なく、取引条件の詳細を RIS に通知) (LR5.6.3R、10.5.1R (1) 及び 10.4.1R) • FCA が承認した説明資料 (circular) を株主に送付し、株主総会における当該取引に係る事前承認を取得 (LR5.6.3R 及び 10.5.1R (2)) • 上場会社の上場取消し (対象会社が同じカテゴリーに上場している場合等を除く) (LR5.6.19G 及び 5.6.20G) • (該当する場合には) 上場取消し後の会社の株式の再上場 (LR5.6.21R) 	<p>変更なし (UKLR 7.5)</p>
--	-------------------------------

スポンサー

<p>スポンサーとは、上場会社がプレミアム市場において上場申請する際やその後の特定のイベントにおいて、FCA によって上場会社のアドバイザーとして活動することを承認された投資銀行等の機関である (LR8.2 及び 8.3) 。</p> <p>LR において、IPO 時にはスポンサーが必要とされ</p>	<p>UKLR においても、IPO 時にはスポンサーが必要とされており、役割は殆ど変更されていない (UKLR24.2) 。</p> <p>UKLR において、IPO後のスポンサーの役割は限定され、スポンサーが必要とされるのは以下のような場合のみとされた (UKLR24.2 及び 24.3) 。</p>
---	---

<p>た。また、IPO 後のスポンサー・サービスは、重要な取引への影響に関する助言を含む包括的なものであった (LR8.3 及び 8.4)。</p>	<ul style="list-style-type: none"> • FCA に対して重要な取引 (significant transactions) に関する制度のルールの変更、免除、代替を要請する場合、又は FCA による個別のガイダンスを要請する場合 • 逆さ合併の場合 • クラステスト比率が 5%を超える関連当事者間取引に関して、取引条件が公正かつ合理的である旨の意見を求める場合 • 目論見書の発行が必要な株式の追加発行の場合
加重議決権付デュアル・クラス株式	
<p>LR 9.2.22 に基づき、加重議決権付デュアル・クラス株式は、以下の場合に限り認められた。</p> <ul style="list-style-type: none"> • 加重議決権付デュアル・クラス株式と普通株式の加重議決権比率が最大 20:1 未満の場合 • 加重議決権付デュアル・クラス株式は取締役のみが保有できる • 加重議決権付デュアル・クラス株式は、(i) 当該株式の保有者を取締役から解任する決議、及び(ii)支配権の変更 (買収等) に関する決議においてのみ議決権を行使できる • 加重議決権付デュアル・クラス株式は、上場日から 5 年間に限り行使できる 	<p>UKLR 5.4.5 に基づき、以下の通り、加重議決権付デュアル・クラス株式に関してより寛容なアプローチが採用された。</p> <ul style="list-style-type: none"> • 加重議決権比率の上限の撤廃 • 加重議決権付デュアル・クラス株式は、(a) 当該会社の取締役、(b) 投資家若しくは株主、(c) 従業員、又は(d)(a)、(b)又は(c)の利益のためのみに設立された、若しくはこれらが完全に保有し支配するエンティティ等の場合にのみ保有できる • 自然人ではない投資家又は株主が保有する加重議決権株式は、上場日から 10 年間に限り行使できる • 加重議決権付デュアル・クラス株式が行使できる場面の増加; (i) 従業員持株制度、長期インセンティブプラン、割引オプション契約の承認、(ii) 10%を超える割引率での新株発行、(iii) 特定の自社株買いの承認、(iv) 上場の取消し又は別の上場セグメントへの移行に関する決議を除き、殆ど全ての事項について行使可能

III メインマーケットと AIM の主な相違点

上記の通り、新英国上場規則 (UKLR) 導入後は、LSE は、メインマーケットたる ESCC と、AIM の 2 つから構成されることになった。AIM は、中小規模の成長企業向けの LSE の国際市場である。UKLR 導入後は、メインマーケットには UKLR が適用されること、AIM に対しては引き続き AIM Rules が適用されることになる。

歴史的に、メインマーケットへの上場は、AIM への上場に比べて格式及び評判が高く、一般投資家を含む潜在的な投資家層に対して広くアプローチできるというメリットがあるものの、上場や株式公開後の要件が厳格であるというデメリットがあった。他方で、AIM への上場は、メインマーケットへの上場に比べて投資家層へのアクセスが減少するというデメリットがあるものの、上場に要するタイムラインが比較的短く、上場や株式公開後の要件が柔軟であるというメリットがあった。

UKLR の導入により、メインマーケットにおける上場規制がよりシンプルとなり会社による規制遵守の負担が少なくなるため、今後は更に幅広い層の会社によってメインマーケットの利用がなされる可能性がある。

IV 日本企業における留意事項

今回の UKLR の導入により、LSE のメインマーケットにおける上場制度が利用しやすくなったことに伴い、イギリスでの上場 (IPO) や Direct Listing を検討する国際企業が増加する可能性が高く、日本企業においてもその国際的な動向は注目するに値すると思われる。また、日本企業においても、イギリスの上場会社が関与するクロスボーダーM&A 等につき検討する際には、UKLR によって導入された新規則を確認する必要がある点には留意が必要である。

最後に、イギリスのメインマーケットや AIM における上場 (IPO) や Direct Listing を検討する場合の詳細については、個別事案に応じた適切な検討及び調査が必要になるため、現地の最新の法令及びプラクティスに精通した弁護士に相談することが望ましいと考えられる。

当事務所では、クライアントの皆様のビジネスニーズに即応すべく、弁護士等が各分野で時宜にかなったトピックを解説したニュースレターを執筆し、随時発行しております。N&A ニュースレター購読をご希望の方は [N&A ニュースレター 配信申込・変更フォーム](#) よりお手続きをお願いいたします。

また、バックナンバーは [こちら](#) に掲載しておりますので、あわせてご覧ください。

本ニュースレターはリーガルアドバイスを目的とするものではなく、個別の案件については当該案件の個別の状況に応じ、日本法または現地地弁護士の適切なアドバイスを求めていただく必要があります。また、本稿に記載の見解は執筆担当者の個人的見解であり、当事務所または当事務所のクライアントの見解ではありません。

西村あさひ 広報課 newsletter@nishimura.com