

2017年7月

香港上場の新展開

弁護士 西村 綱木

香港証券取引所は、世界の主要な株式市場の1つとして、新規上場(IPO)の誘致に積極的に取り組んでいるが、昨今そのペースに鈍化がみられる。そのような中、2017年6月19日に香港証券取引所は、新たな株式市場の創設および既存の株式市場に関するルール改正を提案し、パブリックコメントの募集を開始した。本ニュースレターでは、この提案の内容および目的について概説する。

1 香港株式市場の現状

香港証券取引所は、現在、メインボード(Main Board)および成長企業市場(Growth Enterprise Market、略称GEM)の2つの株式市場を運営している。GEMは、メインボードと比べて上場要件が一部緩和されており、将来メインボード上場を目指す新興企業が最初に上場を目指す市場として位置付けられている。

各市場における主要な上場要件は以下のとおりである。

	メインボード	GEM
財務要件	(1)利益基準、(2)時価総額／売上高基準、(3)時価総額／売上高／キャッシュフロー基準、のいずれかを満たす(※1)。	(1)キャッシュフロー基準、(2)時価総額基準、の双方を満たす(※2)。
事業継続要件	最低3事業年度	最低2事業年度
最低時価総額	2億香港ドル	1億香港ドル
流通株式要件	流通株式(一定の発行会社関係者以外の者が保有する株式。以下同じ。)が発行済株式の25%以上かつ流通株式の時価総額が5,000万香港ドル以上	流通株式が発行済株式の25%以上かつ流通株式の時価総額が3,000万香港ドル以上
株主分布	300名以上	100名以上

※1 (1)直近3事業年度の税引後株主帰属利益合計が原則5,000万香港ドル以上かつ上場時時価総額(上場した時点で予想される発行済株式総数に基づく時価総額。以下同じ。)が2億香港ドル以上、(2)上場時時価総額が40億香港ドル以上かつ直前期売上高が5億香港ドル以上、(3)上場時時価総額

が 20 億香港ドル以上かつ直前期売上高が 5 億香港ドル以上かつ直近 3 事業年度の営業キャッシュフローが 1 億香港ドル以上。

※2 (1)直近 2 事業年度の営業キャッシュフローが 2,000 万香港ドル以上、(2)上場時時価総額が 1 億香港ドル以上。

詳細な上場要件は、香港証券取引所の上場規則(Rules Governing the Listing of Securities on The Stock Exchange of Hong Kong Limited)に定められているが、香港証券取引所の特徴として、財務要件、事業継続要件との関係で利益が安定しないスタートアップ企業の上場が難しいという点および種類株式を発行している会社の上場が原則として認められないという点が挙げられる。前者については、今後の成長が見込まれる分野の企業を取り込めない結果、香港証券取引所における時価総額の半分弱を伝統的な金融や不動産セクターの企業が占めるという状態となっている。後者については、香港証券取引所は、株主平等の観点から、種類株式の発行について厳格な立場を取っており、特定の株主に特別の権利を与える種類株式を発行している会社の上場を原則として認めていない。この関係で、中国の大手IT企業アリババ・グループによる大型IPOが、香港証券取引所では認められず、米国市場で行われたことは大きなニュースとなった。

2 新市場の創設

香港証券取引所は、メインボードおよびGEMとは異なる、新たな市場を創設することにより、香港資本市場へのアクセスを拡大し、多様な発行会社を取り込む提案を公表し、パブリックコメントの募集を開始した。新市場は、対象とする企業や規律の違いから以下の 2 種類が想定されている。

(1)新プロ市場(New Board PRO)

新プロ市場は、GEM やメインボードの財務要件、事業継続要件を満たすことができないアーリーステージの企業をターゲットとしている。上場要件を緩和する一方で、投資家層としてプロ投資家(professional investors)のみを参入させることとし、投資家保護にも配慮している。

(2)新プレミアム市場(New Board PREMIUM)

新プレミアム市場は、メインボードの財務要件、事業継続要件を満たすものの、種類株式の発行等により通常とは異なるガバナンス構造を採用している会社をターゲットとしている。投資家層としてプロ投資家だけでなく、個人投資家も参入できるようにするため、投資家保護に関する他の規律を緩和することは想定されていない。

新市場がターゲットとするタイプの発行会社は、上場規則の改正により、既存のメインボードや GEM の枠組みに取り込むことも可能であるが、香港証券取引所は、そのような方法を採用せずに新市場を創設する提案を行った意図を以下のとおり説明している。1 点目として、新たにターゲットとする会社は一定のリスクを有するため、最上位市場としてのメインボードから切り離すことにより、メインボードの評判を維持できる点を挙げている。また、2 点目として、アジアにおける重要な株価指数の 1 つであるハンセン株価指数は、メインボードに上場されている銘柄の中から構成されることになっており、新たなタイプの会社が指数構成企業に含まれることによって投資家のインデックス投資戦略に影響を与えることを避ける点を挙げている。

また、新市場においては、迅速に上場廃止できる仕組みを整え、市場の質を維持することも提案されている。

3 メインボードおよび GEM に関する改正

GEM については、従来より、上場後の業績や株価のボラティリティに関して問題を生じる企業が少なからずあり、GEM のあり方について懸念が示されていた。これは、GEM をメインボード上場の前段階と位置付けることにより、十分なデューデリジェンスが行われないままに緩和された上場要件のもとで上場が認められていたことに起因すると考えられている。

今回、新市場の創設の提案と合わせて、以下の項目を含む GEM の見直しを主眼とするメインボードおよび GEM の上場規則の改正も提案されている。

- (1) GEMからメインボードへの簡易な移行手続の廃止。
- (2) GEMにおける最低時価総額の 1 億香港ドルから 1 億 5,000 万香港ドルへの引き上げおよび流通株式の最低時価総額の 3,000 万香港ドルから 4,500 万香港ドルへの引き上げ。
- (3) メインボードにおける最低時価総額の 2 億香港ドルから 5 億香港ドルへの引き上げおよび流通株式の最低時価総額の 5,000 万香港ドルから 1 億 2,500 万香港ドルへの引き上げ。
- (4) GEMにおけるキャッシュフロー基準の 2,000 万香港ドルから 3,000 万香港ドルへの引き上げ。
- (5) GEM上場の際の募集・売出しの対象となる株式のうち最低 10%を公衆への販売とすることの義務付け（現行ルールでは全てを特定の者に割り当てることが可能。）。
- (6) 支配株主に対するロックアップ期間の 1 年から 2 年への延長。

これらの改正により、GEM は、メインボードへのステップアップのための市場という位置付けから、中小規模の企業のための市場へと性格を変えることになると考えられる。さらに、新市場と GEM の間および新市場とメインボードの間でも簡易な移行手続は認めないことが予定されており、それぞれの市場が独自の特徴をもった独立した市場として運営されることが想定される。

4 今後の展望

今回の提案に関するパブリックコメントは 8 月 18 日まで受け付けられ、その結果を踏まえて 2018 年初頭には詳細なルールが定められることとされている。最終的にどのような枠組みとなるのかは引き続き注視する必要があるが、今回の改正が、より多くの企業に対して、香港上場の選択肢を提供することになるのは間違いないと思われる。日本企業にとっても、香港上場は、多様な投資家層へのアプローチ、アジアにおける知名度向上、中国本土を中心とするアジアマーケットへの進出の足掛かりその他様々な理由により関心のある分野であり、今後の動きが注目される。

-
-
- 本ニュースレターの内容は、一般的な情報提供であり、具体的な法的アドバイスではありません。お問い合わせ等ございましたら、下記弁護士までご遠慮なくご連絡下さいますよう、お願いいたします。
弁護士 西村 綱木 (tsunaki.nishimura@amt-law.com)
 - 本ニュースレターの配信又はその停止をご希望の場合には、お手数ですが、cm-newsletter@amt-law.comまでご連絡下さいますようお願いいたします。
 - 本ニュースレターのバックナンバーは、<http://www.amt-law.com/bulletins10.html>にてご覧いただけます。
 - Capital Markets Legal Update 発行責任者
弁護士 多賀大輔、広瀬卓生、吉井一浩、福田直邦