

【2024年第3号】

香港 GEM 市場上場規則改革

2024年1月31日

黒田 亜希 KURODA AKI

香港法人営業部
アドバイザー室

T +852-2821-3647

E AKI_KURODA@HK.MUFG.JP

株式会社 三菱 UFJ 銀行
MUFG Bank, Ltd.
(Incorporated in Japan with limited liability)
A member of MUFG, a global financial group

香港証券取引所(HKEX)は新興市場である創業板(Growth Enterprise Market、以下 GEM)の活性化を目的とした上場規則の改革を実施した。新たな規則は 2024 年 1 月 1 日より発効となっている。今回の改定は、2023 年 9 月 26 日に発表されたコンサルティングペーパーに基づくパブリックコメントの意見を踏まえて決定されたものである。新しい上場規則では、四半期ごとの報告義務が廃止され、IPO 後のロックアップ期間も短期化、より合理的で柔軟性が高い内容となっている。また、新しい適格性テストが導入され、研究開発費のコストが高いテクノロジー企業に上場機会をもたらす。本稿では、今回の改革に関わる背景および改定された上場規則について紹介する。

1. GEM 市場上場規則改革の背景

GEM 市場は、HKEX が 1999 年に設立した新興企業向けの市場である。GEM 市場は、メインボードと比較して上場に必要な財務要件が低いことから多数の企業の上場を誘致してきた。その結果、メインボードへの上場要件の回避目的としての上場や、上場直後の株価暴落など市場の混乱を招くこととなった。そこで 2018 年に HKEX は GEM の上場規則を改訂、最低時価総額等の上場要件を厳格化し、メインボードへ移行するための簡易移行プロセスも廃止した¹。結果としてこの改定が、上場コストの上昇、審査プロセスの長期化、承認に関する不確実性をもたらし上場件数の低迷を招くことになった。メインボードへの簡易化された移行プロセスが廃止されたことから、メインボード上場を目指す企業にとって、まずは GEM 上場を目指すのではなく、条件を満たすまでは非公開であることを促す結果となった。香港資本市場専門家協会(HKCMF)²は、2019 年と 2020 年に提出された上場申請 85 件と 38 件のうち、成功したのは 10 社と 5 社のみであったと指摘している³。2021 年の 1 月の IPO 以降 GEM 市場での新規上場件数は 0 件となっており、上場社数に関しても、2023 年 12 月時点の上場社数は 326 社で、ピーク時の 2018 年の 389 社から減少を続けている⁴。今回の改革は、GEM 市場が魅力ある市場として成長企業を惹きつけるための、上場要件の緩和や研究開発費用の

¹ 詳細は弊室発行の[ニュースフォーカス 2018 年第 1 号 香港証券取引所上場規則を改定](#)をご参照。

² 会計事務所・法律事務所・コンサルティング会社・証券会社等の香港の資本市場に関わる機関や個人で構成される専門家の団体

³ 出所：[香港資本市場専門家協会 創業板上市流程全面改革](#)

⁴ 出所：HKEX

高い企業への優遇、メインボードの移行プロセスの合理化を含む再改正となっている。以下、主な改正内容について紹介する。

2. 主な改正内容

	改正前	改正後
新規上場要件	財務要件	
	キャッシュフローテスト <ul style="list-style-type: none"> 取引実績 会計年度 2 年間以上 上場時の時価総額 ≥1 億 5,000 万香港ドル キャッシュフロー 直近 2 会計年度合計の営業キャッシュフロー ≥3,000 万香港ドル 上場書類発行直前の会計年度から上場日までの間、所有権及び支配権の変更がないこと 上場書類発行直前の 2 会計年度から上場日までの間、経営陣の変更がないこと 	既存の財務要件(キャッシュフローテスト)と新たに導入された時価総額・利益・R&D テストの選択制 時価総額・利益・R&D テスト <ul style="list-style-type: none"> 取引実績 会計年度 2 年間以上 上場時の時価総額 ≥2 億 5,000 万香港ドル 収益 直近 2 会計年度合計の収益 ≥1 億香港ドル かつ直近 2 会計年度で前年比収益が増加 R&D 要件 直近 2 会計年度合計の研究開発費用 ≥3000 万香港ドル 各会計年度での研究開発費用が事業費用の 15% 以上でなくてはならない
	支配株主に対する IPO 後のロックアップ期間	
	<ul style="list-style-type: none"> IPO 後 12 ヶ月 ロックアップ期間終了後 12 ヶ月間、支配株主を変更してはならない 	<ul style="list-style-type: none"> IPO 後 6 ヶ月 ロックアップ期間終了後 6 ヶ月間、支配株主を変更してはならない
上場維持要件	コンプライアンス関連要件	
	<ul style="list-style-type: none"> 取締役 1 名はコンプライアンス・オフィサーである必要がある コンプライアンス・アドバイザー⁵を任命、維持しなくてはならない 	GEM 企業のみ適用される要件を撤廃、メインボードの基準と整合化 <ul style="list-style-type: none"> 取締役 1 名がコンプライアンス・オフィサーであることを必須とする要件廃止 コンプライアンス・アドバイザーの契約任期为短縮し、上場後最初の会計年度の決算発表日までとする

⁵ コンプライアンス・アドバイザーとは証券先物取引法に基づき登録され、スポンサーとしての業務を請け負うことを認可された法人または金融機関で、コンプライアンス・アドバイザーとして任命されたもの。

	定期報告要件	
	<ul style="list-style-type: none"> 年次報告 3 か月以内 半期報告 45 日以内 四半期報告 45 日以内 	<p>メインボードの定期報告要件と一致させ、四半期報告の義務を廃止</p> <ul style="list-style-type: none"> 年次報告 4 か月以内 半期報告 3 か月以内 上半期の決算速報 2 か月以内
GEM からメインボードへの上場移行	メインボードへの移行システム	
	<p>下記の要件を満たすことでメインボードに移行可能</p> <ul style="list-style-type: none"> メインボードの上場要件を全て満たしている 移行申請の 2 か月前までにスポンサーを任命、上場目論見書を提出 GEM 上場後最初の会計年度の会計報告を完了している メインボード移行申請の 12 か月前からメインボードで取引開始するまでに、重大な上場規則違反や懲戒行為に関する捜査を受けていない 	<p>既存の移行ルートを維持したまま新たに「合理化された移行ルート」を導入</p> <p>合理化された移行ルート</p> <ul style="list-style-type: none"> メインボードの上場要件を全て満たしている デューデリジェンスを実施するためのスポンサーの任命および上場目論見書の発行は不要 GEM の上場発行体として、移行申請前の 3 会計年度で所有者および支配権の変更がないこと、主要事業に根本的な変更がないこと メインボード移行申請の 12 か月前からメインボードで取引開始するまでに、重大な上場規則違反がないこと、加えて移行申請日からメインボードで取引開始するまでに取引所での調査、懲戒手続きが進行中ではないこと 移行申請の直前の 250 営業日および移行申請からメインボードでの取引開始までの営業日の少なくとも 50% の日で 1 日の最低取引高が最低 5 万香港ドル(日次取引高テスト) 上記の期間における加重平均時価総額がメインボードの最低時価総額の基準を満たしていること(加重平均時価総額テスト) メインボードでの取引開始予定日の前に、可能な限り速やかに公表する必要がある。公表内容は事前審査を受ける必要がある
	メインボード移行コスト	
<ul style="list-style-type: none"> メインボードへの新規上場料を支払う必要あり 	<ul style="list-style-type: none"> 移行の場合は新規上場料免除 	

今回の改革では、IPO 時の既存の資格要件の緩和と新たな資格要件を選択できるようになった。今回選択可能となった財務要件である「時価総額・利益・R&D テスト」では、営業キャッシュフローの要件を撤廃、研究開発を重視する高成長企業をターゲットとし、営業キャッシュフローの基準を満たさない潜在的な成長企業が上場し、資金調達を目指すことが可能となる。対象として想定されているのはテクノロジー企業であるが、特にバイオテクノロジー企業のような研究開発に巨額の初期投資が必要な企業の資金不足解消を可能にすると専門家から評価されている。しかしながら、高い成

長ポテンシャルを持つ企業でも、研究開発投資額が少額の企業の資金調達ニーズに対応することができず、GEM 市場の活性化につながるまでのインパクトがある内容であるか疑問が残る。

一方、時価総額要件については既存の資格要件より厳しい基準を設定しているが、これは営業キャッシュフローを生み出していない企業におけるリスク対応として、パブリックコメントでは概ね理解を得られている。しかし、時価総額については経済状況などの外部要因に起因するものであり、企業の本質的な価値を反映するものではない。また、2年連続1億香港ドルの収益を生み出す企業でも営業キャッシュフローがプラスでなければ2億5千万香港ドルの時価総額を生み出すことは難しい、さらにこの時価総額基準はメインボードの基準とわずか50%しか差異がなく、それならば企業は初めからメインボードへの上場を目指すだろうとして、時価総額基準の要件を緩和することを求める声もみられた。これに対してHKEXは、中国の中小・スタートアップ企業向けの市場である北京証券取引所の時価総額基準と比較しても競争力のある基準にあるとして、時価総額基準の緩和は必要ないと判断した。

収益要件においては、成長企業においては収益を上げる前に研究開発費として多額の資本を必要とするため、2年合計で1億香港ドルという基準は高すぎるという声もあったが、合理的な基準として専門家の合意を概ね得られている。

R&D要件については一部の専門家は基準が厳しすぎると危惧している。企業が最低要件である2年間で3000万香港ドルの研究開発費用を拠出、それが最低要件である事業経費の15%とすると1年間で1億香港ドルの事業経費を計上していることとなる。最低収益要件の2年間で1億香港ドルの企業にとって、2年間で1億香港ドルの損失を計上することとなるが、これは企業の事業継続性に懸念が生じるレベルの損失計上であるとの指摘があった。

これに対して、HKEXは現時点で損失を計上している企業でも、将来的な成長性を考慮すると今回のR&D要件を満たしていれば上場するのにふさわしいとしている。また、投資家が企業の研究投資に関する活動について理解が深まるように上場書類に研究開発に関する開示の充実を求める意見があったが、上場コスト削減の観点から一般的な開示義務の範囲にとどめ、上場書類における追加的な開示を求めないとした。

今回、上場後のロックアップ期間が24か月から12か月に短縮されている。2018年の改正では、裏口上場など市場に混乱をもたらす懸念に対処するため12か月から24か月に延長されたが、以前の基準に戻すことになった。パブリックコメントでは8割以上の専門家が今回の改正についてGEM市場の魅力向上につながるとの見方を示した。ロックアップ期間の短縮は、GEMの流動性向上につながり、IPO後の潜在的な資金調達の遅延リスクを解消することになる。一方、ロックアップ期間の短縮は支配株主のコミットメントに疑念を抱かせることとなり、経営上の不安定性を抱かせることになる。GEMがターゲットとする高成長企業にとって、支配株主の長期的なコミットが極めて重要であることにも留意したい。今回の12か月という期間は、資金調達による企業の成長機会や市場の活性化および投資家保護の観点の間をとった措置といえる。

上場継続要件では、コンプライアンス・オフィサーやコンプライアンス・アドバイザーの要件と定期報告要件を緩和、メインボードの条件と一致させた。これはGEM市場の課題の1つであったコンプライアンスコストの負担軽減のため配慮された措置といえる。定期報告要件に関しては四半期報告書を必須要件から外す代わりに推奨要件として位置付け、必須とされる財務報告書の提出期限も延長した。企業にとっては財務報告書の作成のため十分な時間を得られるようになることで、より正確性を高めることが可能になるといえる。

今回の改正では、メインボードへの移行に対しても合理化された移行ルートが設定された。2018年の改正以前には簡易的な移行ルートが存在したが、メインボードの上場要件の回避のための制度活用が散見されたため、簡易的な移行

ルートは廃止となった経緯がある。結果として、GEM がターゲットする成長企業にとって、メインボード上場の要件を満たすまで非公開のままであることを促すこととなった。そこで今回の改正では新しい合理化された移行ルールが設定された。新しい移行プロセスでは、デューデリジェンスのためのスポンサーの任命や上場目論見書の提出要件、メインボードの新規上場料も免除され、低コストでメインボードへ移行することが可能になった。加重平均時価総額テストは日次取引高テストとの併用で、限定的な取引数によって時価総額基準を達成してしまうリスクを軽減することが可能だ。また、1日ごとの日次取引高テストではなく、所定期間⁶の半分以上の日で日次取引高テストをクリアしていれば良いとした理由は、取引変動の大きさによる不確実性を軽減するためである。

3. まとめ

近年、香港の株式市場は中国の株式市場の発展を背景に、中国市場との競争が激化している。中国本土では中国版ナスダックと呼ばれる深圳証券取引所の「創業板」、ハイテク企業向けの上海証券取引所の「科創板」、中小企業向けの北京証券取引所など競合市場が整備されており、深圳「創業板」と上海「科創板」は香港と中国本土の間の相互取引(ストックコネクト)の対象となっている。これらの市場は GEM 市場よりも上場基準が緩やかで、上場審査のスピードが速く、企業の注目を集めてきた。

今回の改革により、中国本土のスタートアップ向けの競合市場と比較しても競争力がある水準に制度改正を行った。中国の競合市場と比較して、GEM は国際的な基準に準拠した香港の資本市場であることに強みを持つ。また、米国と中国の対立が激化する中で、中国の上場企業に対しては米国の制裁や規制が強化される可能性もあり、リスク回避の観点からも香港上場を目指すことに優位性があると言えよう。また、中国の株式市場は外国人の投資が制限されており、規制や政策の影響を受けやすいことから、香港市場のほうが機関投資家からの投資が集まりやすく、資金調達の効率が高いといえる。

以上のとおり、今回の改革を通して上場基準の緩和が実現され、GEM 市場は一部の企業にとってはアクセスしやすい市場になったと言える。投資家に対しても新たな選択肢を提供するものとなるだろう。HKEX は今回の改革を通して GEM 市場の株式の質と流動性を向上させ、より多くの企業が GEM 市場上場へ向かう流れを形成する意向である。しかしながら、対象となる企業は限定的であり、香港の株式市場全体としての競争力と多様性の向上に資するかは未知数だ。今後の GEM 市場の動向に注目したい。

以上

⁶ 移行申請の 250 営業日前から、メインボードでの取引開始までの期間。

	発行日	タイトル
2024 年第 2 号	2024/1/16	香港「現代物流発展アクションプラン」の策定
2024 年第 1 号	2024/1/2	北部都会区アクション・アジェンダ 2023
2023 年第 17 号	2023/11/23	オンショア持分処分利益における課税確実性向上スキーム

当室が発行した過去のニュースフォーカスについて、以下のリンクよりご参照：

(日本語) https://www.bk.mufg.jp/report/chi200402/Archive_JPN.pdf

(英語) https://www.bk.mufg.jp/report/chi200402/Archive_ENG.pdf

- These materials have been prepared by MUFG Bank, Ltd. ("the Bank") for information only. The Bank does not make any representation or warranty as to the accuracy, completeness or correctness of the information contained in this material.
- Neither the information nor the opinion expressed herein constitute or are to be construed as an offer, solicitation, advice, or recommendation to buy or sell deposits, securities, futures, options or any other financial or investment products. The Bank [MUFG Bank] is a licensed bank regulated by the Hong Kong Monetary Authority and registered with the Securities and Futures Commission to carry out Type 1 and Type 4 regulated activities in Hong Kong.
- All views herein (including any statements and forecasts) are subject to change without notice, its accuracy is not guaranteed; it may be incomplete or condensed and it may not contain all material information concerning the parties referred to in this material. None of the Bank, its head office, branches, subsidiaries, and affiliates are under any obligation to update these materials.
- The information contained herein has been obtained from sources the Bank believed to be reliable, but the Bank does not make any representation or warranty nor accept any responsibility or liability as to its accuracy, timeliness, suitability, completeness, or correctness. Therefore, the inclusion of the valuations, opinions, estimates, forecasts, ratings, or risk assessments described in this material is not to be relied upon as a representation and / or warranty by the Bank. The Bank, its head office, branches, subsidiaries and affiliates and the information providers accept no liability whatsoever for any direct or indirect loss or damage of any kind arising out of the use of all or any part of these materials.
- Historical performance does not guarantee future performance. Any forecast of performance is not necessarily indicative of future or likely performance of any product mentioned in this material.
- The Bank retains copyright to this material and no part of this material may be reproduced or re-distributed without the written permission of the Bank and the Bank, its head office, branches, subsidiaries, or affiliates accepts no liability whatsoever to any third parties resulting from such distribution or re-distribution.
- The recipient should obtain separate independent professional, legal, financial, tax, investment, or other advice, as appropriate.

Copyright 2024 MUFG Bank, Ltd. All rights reserved.