

発展するシンガポールと香港の新興市場の比較

北野 陽平

■ 要 約 ■

1. アジアを代表する国際金融センターとしてこれまで発展を遂げてきたシンガポールや香港の取引所は、メイン市場が成熟しつつある中、更なる発展に向けて、新興・成長企業向け市場の育成を図っている。シンガポール取引所では「カタリスト」、香港取引所では「GEM（Growth Enterprise Market）」と呼ばれる新興市場が運営されている。現在、両新興市場は拡大局面にあり、2014 年末時点で発足以来最大の規模となっている。
2. カタリストと GEM は、上場審査が取引所ではなく「スポンサー」と呼ばれる財務アドバイザーにより行われるという共通点を持つ。この制度は、ロンドン証券取引所が運営する新興市場である AIM（Alternative Investment Market）で導入された指定アドバイザー（通称 Nomad）制度にならったものである。
3. カタリストの特色として上場企業の多様性が挙げられ、アジアのみならず世界中から企業が集まっており、業種も分散されている。他方、GEM の特色としては、中国本土・香港の企業が中心であり、IT 関連企業が占める割合が高いという点が挙げられる。発展する両新興市場の今後の動向が注目される。

I. はじめに

昨今、アジア地域では競争力の強化や規模の拡大を目的とした証券取引所間の活発な提携の動きが見られる。例えば、2014 年 11 月 17 日に、上海証券取引所（The Shanghai Stock Exchange）と香港取引所（Hong Kong Exchange and Clearing Limited）との間の株式相互取引・決済を可能にする「上海・香港ストックコネクト（Shanghai-Hong Kong Stock Connect）」が開始された¹。他にも、2014 年 12 月 4 日に、シンガポール取引所（Singapore Exchange Limited）と日本取引所グループが協力関係を深める趣意書を締結する旨発表された。

このような動きがある一方で、アジアを代表する国際金融センターとしてこれまで発展

¹ 上海・ストックコネクトの詳細は、関根栄一「双方向での人民元建て証券投資を促進する上海・香港相互株式投資制度」『野村資本市場クォーターリー』2014 年夏号参照。

を遂げてきたシンガポールや香港の取引所は、本則市場（メイン市場）が成熟しつつある中、更なる発展に向けて、新興・成長企業向け市場の育成を図っている。シンガポール取引所では「カタリスト（Catalist）」、香港取引所では「GEM（Growth Enterprise Market）」と呼ばれる新興市場が運営されている²。現在、両新興市場は拡大局面にあり、2014年末時点で発足以来最大の規模となっている。

本稿では、発展するシンガポール取引所のカタリストと香港取引所のGEMに焦点をあて、制度や特色を比較する。

II. 企業の多様性を特色とするカタリスト

1. カタリスト創設の経緯とこれまでの発展

シンガポール取引所により運営されるカタリストは、2007年12月に創設された。元々、同取引所にはセスダック（SESDAQ）と呼ばれる二部市場が存在し、カタリストはセスダックが改組される形で発足した。セスダックは1987年2月に開設され、開設10年後の1997年末から2007年9月末にかけて時価総額を約4倍に拡大させる等、一定の成功を収めた。しかしながら、他国の新興・成長企業向け市場に比べると成長が遅れていたことや、本則市場である「メインボード（Mainboard）」との区別が曖昧で市場としての個性を欠いていたことが、セスダックの発展的解消の理由として挙げられている³。

カタリストの発足にあたり、いくつかの制度変更が行われた。そのうち最も重要な変更は、市場運営全般について取引所主導型からスポンサー主導型に転換したことである。セスダックでは上場審査が取引所により行われていたが、カタリストでは「スポンサー（Sponsor）」と呼ばれる財務アドバイザーにより実施されるようになった（詳細は後述）。

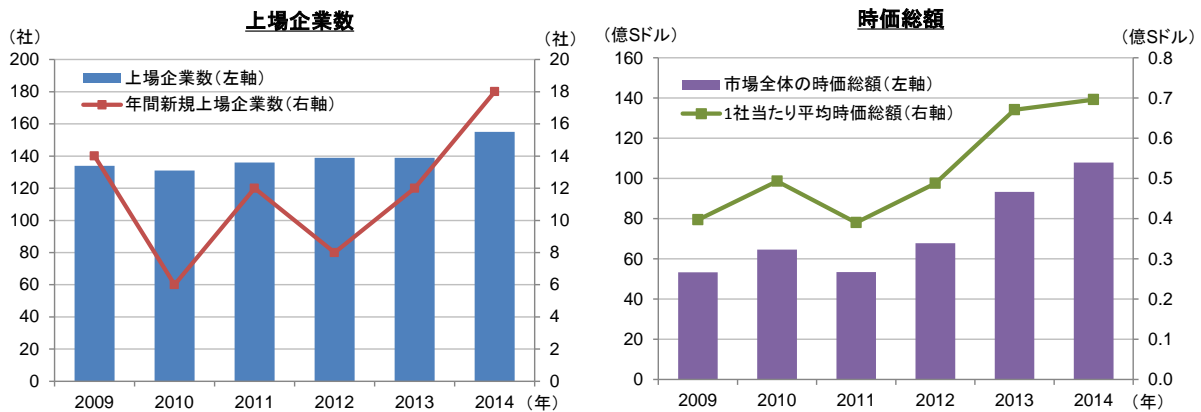
カタリストの2014年末時点の上場企業数は155社、時価総額は108億シンガポール・ドル（以下「Sドル」、約9,700億円）となっている⁴（図表1）。新規上場企業数は、2009年から2013年までは年間6～14社で推移していたが、2014年にはカタリスト発足以来最高となる18社が新規上場を果たした。また、上場企業の大型化も見られ、2013年末時点の全上場企業の1社当たり平均時価総額が0.7億Sドルに対し、2014年に新規上場した18社の同年末時点の1社当たり平均時価総額は1.1億Sドルであった。

² 厳密には、GEMは香港取引所傘下の香港証券取引所（The Stock Exchange of Hong Kong Limited）により運営されている。

³ 大崎貞和「東証の新市場構想と実現へ向けた制度改革の動き」『資本市場クォーターリー』2008年冬号参照。

⁴ 2007年12月にカタリストが発足した際、セスダックに上場していた約160社がカタリストへ移行し、移行後2年以内にスポンサーを起用できなかった企業は上場廃止となった。

図表1 カタリストの上場企業数と時価総額の推移



(注) 各年の数値は年末時点。

(出所) シンガポール取引所の月次マーケットレポートより野村資本市場研究所作成

2. カタリストの上場基準

カタリストでは、創業間もない新興企業でも上場できるよう、上場基準がメインボードに比べると大幅に緩和されている。例えば、メインボードでは3年以上の事業実績及び直近会計年度に3,000万\$以上の連結税前利益を計上する等の財務要件が満たされる必要があるのに対し、カタリストでは上場申請時に上場後12か月間の十分な運転資本が確保されれば、事業実績は問われず、利益等の定量基準も一切ない⁵ (図表2)。

他方で、カタリストでは大株主による上場時の株式売却が制限されている。メインボードに比べると上場のハードルが低いため、オーナー経営者やベンチャーキャピタル等が保有株式を市場で売却することを目的として企業を上場させるという誘因が働きやすい。仮に、そのような大株主が意図的に質の悪い企業を上場させ、上場後に当該企業の不祥事等により投資家が不利益を被る可能性もあるため、そうした事態を回避することが意図されている。具体的には、直接的もしくは間接的に15%以上の議決権を有する支配株主及び5%以上の株式を保有する業務執行取締役は発起人 (Promoter) と位置付けられ、上場時に発起人全員の株式保有比率が50%超である場合、50%超部分の株式のみ売却が認められている。もし同比率が50%未満の場合には、発起人は上場時に一切株式を売却することができない。さらに、上場後の売却制限も適用される。発起人は上場後6か月間、保有株式を一切売却できず、その後6か月間も保有株式の50%までしか売却することができない。

なお、カタリストに上場する企業がメインボードへ移行することも制度上認められている。メインボードへの移行を希望する企業は、①カタリストに2年以上上場し、②メインボードの財務基準をクリアし、③株主総会の特別決議によりメインボードへの移行についての承認を得る等の要件を満たす必要がある。

⁵ セスダックでは、営業キャッシュフローの黒字という定量基準が設けられていた。参考までに、日本の新興・成長企業向け市場である東証マザーズでは、利益基準はないが1年以上の事業実績が必要。

図表2 カタリストとメインボードの制度比較

	カタリスト	メインボード
上場の形態	・プライマリー上場のみ。 ・原株の上場のみ可能。	・プライマリー上場もしくはセカンダリー上場。 ・原株、預託証券 (Depositary Receipt) の上場が可能。イントロダクション方式も可能。
上場申請	・募集書類 (Offer Document) を作成が必要。 ・スポンサーが上場審査を行う。	・目論見書 (Prospectus) の作成が必要。 ・取引所が上場審査を行う。
財務要件	利益基準なし。但し、上場申請時に上場後12か月間の十分な運転資本を有すること。	以下のいずれかの基準を満たす必要がある。 ①3年以上の事業実績を有し、且つ直近会計年度に3,000万ドル以上の連結税前利益を計上すること。 ②3年以上の事業実績を有し、直近会計年度に連結税前利益を計上し、且つ上場時の時価総額が1.5億ドル以上であること。 ③1年以上の事業実績を有し、直近会計年度に営業収益を計上し、且つ上場時の時価総額が3億ドル以上であること。
株主数及び浮動株比率	・200名以上の株主が必要。 ・15%以上の浮動株比率が必要。	・プライマリー上場の場合、500名以上の株主が必要。 ・セカンダリー上場の場合、全世界で500名以上の株主が必要。但し、上場市場間で株式移転の仕組みがない場合は、シンガポールに500名以上または全世界で1,000名以上の株主がいること。 ・時価総額に応じて、12~25%以上の浮動株比率が必要。
上場時の売却制限	上場時に発起人全員の株式保有比率が50%超の場合、50%を超える部分の株式のみ売却可能。同比率が50%未満の場合、一切売却できない。	なし。
上場後の売却制限	・発起人は上場後6か月間、保有株式を一切売却できない。また、その後6か月間も保有株式の50%までしか売却できない。 ・上場前12か月以内に株式を取得した株主は、値上がり益部分については上場後12か月売却できない。	・発起人は上場後6か月間、保有株式を一切売却できない。また、その後6か月間も保有株式の50%までしか売却できない。 ・上場前12か月以内に株式を取得した株主は、値上がり益部分については上場後6か月は売却できない。

- (注) 1. プライマリー上場は、シンガポール取引所を主要取引所として上場する形態。セカンダリー上場は、シンガポール以外の国の取引所に上場している企業が、さらにシンガポール取引所にも上場する形態。
2. イントロダクション方式とは、上場に際して新株の発行等が行われないう形で、資金調達のない企業により活用される。

(出所) シンガポール取引所のカタリスト規則及びメインボード規則より野村資本市場研究所作成

3. カタリストのスポンサー制度

カタリストでは、前述の通り、上場審査が取引所ではなくスポンサーと呼ばれる財務アドバイザーにより行われる「スポンサー制度」が導入されている。本制度は、ロンドン証券取引所の新興市場である AIM (Alternative Investment Market) で導入された指定アドバイザー (Nominated Advisor、通称 Nomad) 制度にならったものである。AIM は 1995 年 6 月に創設され、約 20 年後の 2014 年末には上場企業数が 1,104 社、時価総額が 714 億ポンド (約 13 兆円) まで拡大しており、大きな成長を遂げた市場の一つである⁶。

カタリストにおけるスポンサーの主な役割は、企業の上場審査、上場支援、上場後の継続的な監督、IR 等の情報開示に係る助言、上場企業と取引所の監督部門との間の連絡・調

⁶ リーマンショック前の 2007 年末時点では、AIM の上場企業数は 1,694 社、時価総額は 976 億ポンドであった。

整である。また、スポンサーが上場時のアンダーライティング（株式引受）業務を行う引受幹事を兼務することもある。カタリストに上場する企業はスポンサーを常時起用する必要があり、スポンサーを起用しないと上場廃止事由となる。

カタリストのスポンサーには2種類あり、一つは上場時の審査と上場後の監督の両方を行う「フル・スポンサー（Full Sponsor）」、もう一つは上場後の監督のみを行う「継続スポンサー（Continuing Sponsor）」である。スポンサーになるためにはシンガポール取引所が定める要件を満たし、同取引所への登録が必要である。スポンサーには十分な経営基盤や専門性が求められており、フル・スポンサーは上場審査を行う分、新規上場の主幹事実績や実務経験者の人数等の要件が継続スポンサーよりも厳格になっている（図表3）。仮に担当企業の情報開示で虚偽の記載があった場合、スポンサーは監督責任を問われる。特にフル・スポンサーは、上場後3年間はスポンサーとしての役割を継続する必要があるため、企業の上場前に徹底的な審査を行うという強いインセンティブが働く。

2015年1月末時点で、カタリストのスポンサーは16社あり、内訳はフル・スポンサーが10社、継続スポンサーが6社である（図表4）。フル・スポンサーは投資銀行が多く、継続スポンサーには会計事務所や法律事務所の系列の財務アドバイザーも含まれている。大半のスポンサーがカタリスト発足当初から取引所に登録されており、近年スポンサーの数は増えていない。担当企業が40社を超えるスポンサーがいる一方、登録されていても担当企業を持っていないスポンサーもいる。

図表3 カタリストのスポンサーになるための要件

フル・スポンサー	継続スポンサー
・50万SD以上を有し、スポンサーとしての義務履行を 保証する専門職業人賠償責任保険に加入する法人であること。	・25万SD以上を有し、スポンサーとしての義務履行を 保証する専門職業人賠償責任保険に加入する法人であること。
・新規上場の主幹事としての豊富な経験を有すること。	・財務またはコンプライアンスに関するアドバイザー業務において 豊富な経験を有すること。
・3名以上の登録専門家（Registered Professionals）を含め、スポンサーとしての十分なスキルを有する人員を配置すること。但し、登録専門家について、 ①うち1名以上は、財務アドバイザーまたは関連業務で10年以上の経験を有し、且つ過去10年間で5社以上の新規上場に係るアドバイザー業務に管理職として携わった者であること。 ②うち2名以上は、財務アドバイザーまたは関連業務で5年以上の経験を有し、過去5年間で3社以上の新規公開に係るアドバイザー業務に管理職として携わった者であること。	・2名以上の登録専門家を含め、スポンサーとしての十分なスキルを有する人員を配置すること。但し、登録専門家について、 ①うち1名以上は、財務アドバイザーまたは関連業務で管理職として5年以上の経験を有する者であること。 ②うち1名以上は、財務アドバイザーまたは会計、監査、資金調達のいずれかの分野で5年以上の経験を有する者であること。
・シンガポールに拠点を設置し、当該拠点で事業を行うこと。	同左
・十分な数の株主を有し、資質のある経営者・取締役を置くこと。	同左
・評判が良好であり、十分な業務実績を有すること。	同左
・規則や法律に違反していないこと。	同左
・一旦スポンサーとして登録された後は、独立性を維持し、担当企業との利益相反を回避すること。	同左

（出所）シンガポール取引所のカタリスト規則より野村資本市場研究所作成

図表 4 カタリストのスポンサーリスト

社名	スポンサーの種類	業態	登録時期	社名	スポンサーの種類	業態	登録時期
Canaccord Genuity Singapore Pte. Ltd.	フル・スポンサー	投資銀行	2008年2月	SAC Capital Private Limited	フル・スポンサー	その他 財務アドバイザー	2014年1月
CIMB Bank Berhad, Singapore Branch	フル・スポンサー	投資銀行	2008年2月	UOB Kay Hian Private Limited	フル・スポンサー	投資銀行	2014年4月
DBS Bank Ltd	フル・スポンサー	投資銀行	2008年2月	Asian Corporate Advisors Pte. Ltd.	継続スポンサー	その他 財務アドバイザー	2008年2月
Morgan Stanley Asia (Singapore) Pte.	フル・スポンサー	投資銀行	2008年2月	R & T Corporate Services Pte. Ltd.	継続スポンサー	会計事務所系 財務アドバイザー	2008年2月
Oversea-Chinese Banking Corporation Pte Ltd	フル・スポンサー	投資銀行	2008年2月	Stamford Corporate Services Pte Ltd	継続スポンサー	法律事務所系 財務アドバイザー	2008年2月
PrimePartners Corporate Finance Pte Ltd	フル・スポンサー	その他 財務アドバイザー	2008年2月	Xandar Capital Pte Ltd	継続スポンサー	その他 財務アドバイザー	2010年7月
United Overseas Bank Limited	フル・スポンサー	投資銀行	2008年2月	RHT Capital Pte. Ltd.	継続スポンサー	法律事務所系 財務アドバイザー	2011年8月
Hong Leong Finance Limited	フル・スポンサー	その他 財務アドバイザー	2012年2月	Provenance Capital Pte. Ltd.	継続スポンサー	その他 財務アドバイザー	2014年6月

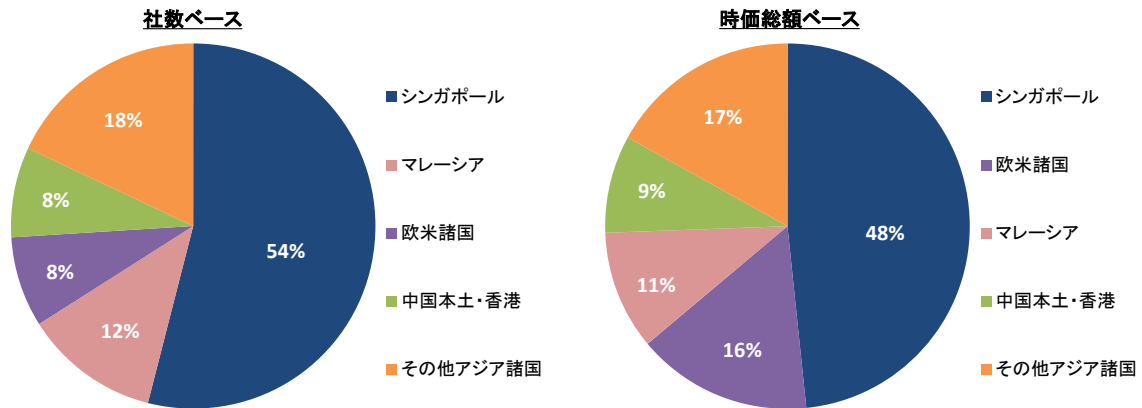
(出所) シンガポール取引所のウェブサイトより野村資本市場研究所作成

4. カタリストの特色

カタリストの特色として、上場企業の多様性が挙げられる。第一に外国企業の多さである。カタリストに上場する企業の国別構成比を見ると、社数ベース、時価総額ベースのいずれも、シンガポールが約5割に留まっており、マレーシアや中国本土・香港が各々約10%を占めている(図表5)。また、欧米諸国が社数ベースで8%、時価総額ベースで16%を占めており、アジアのみならず世界中から企業が集まっていると言える。

第二に業種の分散である。カタリスト上場企業とシンガポール取引所全上場企業の業種別構成比を比較すると、取引所全体ではシンガポールの基幹産業である金融(不動産を含む)の割合が44%で最も高く、それに続く資本財の20%、消費者サービスの12%を合わせると全体の約4分の3を占め、比較的業種が偏っていると言える(図表6)。一方、カタリストを見ると、資本財29%、ヘルスケア18%、消費者サービス12%、テクノロジー11%、石油・ガス10%、素材9%となっており、業種が分散されている。2014年にカタリストに新規上場した18社のうち、ヘルスケア関連が4社、資源・エネルギー関連が3社であった。シンガポールは、ヘルスケア及びコモディティ取引の分野においてアジアのハブを目指しており、今後、両分野の企業が占める割合が高まる可能性もあると考えられよう。

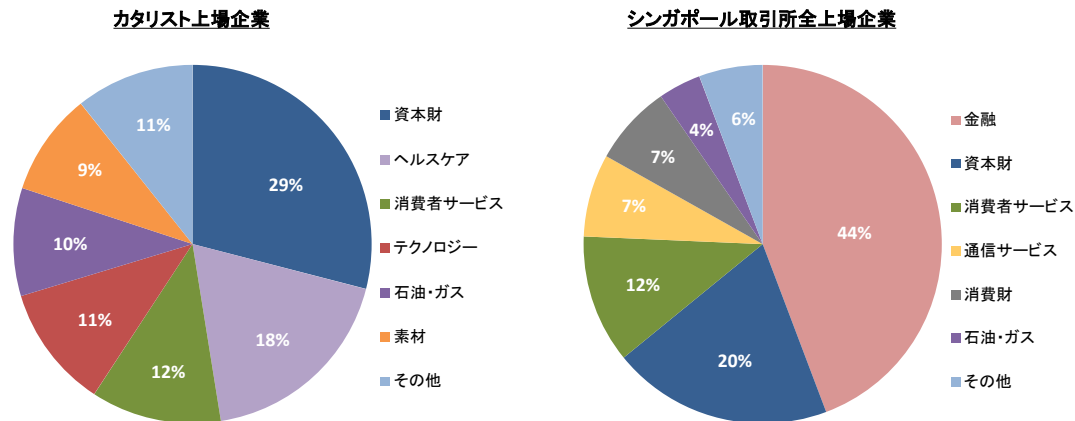
図表5 カタリスト上場企業の国別構成比



- (注) 1. カタリストに上場する企業は、登記地がシンガポールであっても実際の活動地が異なるケースが多いことから、実態を把握するために、登記国ではなく収入等が最も大きい国に基づいて構成比を算出している。対象は2014年末時点の時価総額上位50社。
2. その他アジア諸国には、大洋州諸国、中東諸国、日本も含まれる。

(出所) カタリスト上場企業のアニュアルレポート、Bloomberg等より野村資本市場研究所作成

図表6 カタリスト上場企業とシンガポール取引所全上場企業の業種別構成比の比較



- (注) 1. 構成比は2014年末時点の時価総額ベース。
2. 業種分類はFTSEグループのIndustry Classification Benchmarkに基づく。金融は不動産を含む。
3. カタリストの対象企業はFTSE ST Catalyst Indexに含まれる142社。

(出所) シンガポール取引所の月次マーケットレポート、FTSEファクトシートより野村資本市場研究所作成

Ⅲ. 中国本土・香港のIT関連企業が多いGEM

1. GEM創設の経緯とこれまでの発展

香港取引所により運営されるGEMは1999年11月に創設された。当時、香港ではテクノロジー分野の中小・新興企業の発展支援が重点分野として位置付けられていたことに加え、前述のロンドン証券取引所のAIMをはじめ、世界的に新興市場の設立が活発化してい

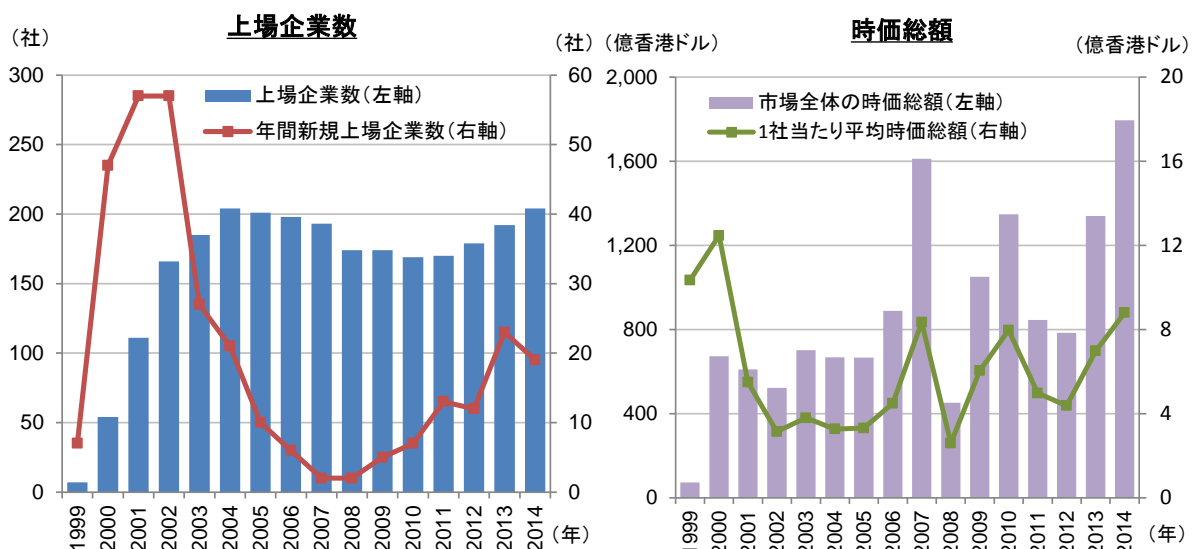
たことが GEM 創設の背景となっている⁷。

GEM 発足当初は世界的な IT ブームと重なり、上場を希望する多くの IT 関連企業が GEM に殺到した。その後、IT ブームが終焉すると世界的に IT 関連企業の株価が下落し、その影響を受けて GEM に上場する企業の株価も大幅に下落した。GEM の株価指数 (S&P/HKEx GEM Index) は、2001 年 1 月 23 日の 3,287 ポイントから 2005 年 7 月 8 日に 864 ポイントまで低下した。その結果、年間の新規上場企業数はピーク時の 2002 年の 57 社から 2005 年には 10 社まで減少した。

市場の低迷が続く中、2005 年に GEM の制度見直しについての議論が開始された。具体的には、①GEM をメインボードへの足掛かり (stepping stone) としての市場と位置づける、②GEM とメインボードを一つの市場に統合する、③GEM とは別の新たな市場を創設する、という 3 つのオプションが検討された。パブリックコンサルテーションを経て、最終的に GEM をメインボードへの足掛かりとしての市場と位置付けることが 2008 年 5 月に決定された。同年 7 月、GEM からメインボードへの移行をより容易にするための規則変更が実施された。GEM 上場企業がメインボードへ移行するためには、①メインボードの全ての上場基準をクリアし、②GEM に上場してから 1 会計年度が経過している等の要件を満たす必要があるが、従前は必要であったスポンサーの起用、株主の承認、上場申請書類の作成等が不要になった。

市場の制度変更を受け、近年、新規上場企業数は回復傾向にあり、2014 年には 19 社が上場した。同年末時点の上場企業数は 204 社、時価総額は 1,794 億香港ドル (約 2.8 兆円)

図表 7 GEM の上場企業数と時価総額の推移



(注) 各年の数値は年末時点。

(出所) GEM の市場統計データより野村資本市場研究所作成

⁷ 小橋亜由美「香港のベンチャー証券取引所、GEM の現状」『資本市場クォーターリー』2002 年冬号参照。

であり、市場規模は GEM 発足以来最大の水準となっている（図表 7）。毎年の新規上場企業数に比べて上場企業数の伸びが緩やかな理由は、GEM からメインボードへ移行する企業が増加したためである。2007 年以前は年間数社に留まっていたのに対し、2008 年以降は平均 10 社程度となっている。

2. GEM の上場基準

GEM においても、新興・成長企業が上場しやすいよう、事業実績や財務要件をはじめとする上場基準がメインボードに比べて大幅に緩和されている（図表 8）。例えば、メインボードでは 3 会計年度以上の事業実績があり、直近 3 会計年度の利益合計額が 5,000 万香港ドル以上、且つ上場時の時価総額が 2 億香港ドル以上である等の財務要件が満たされる必要がある。一方、GEM の要件は、2 会計年度以上の事業実績があり、直近 2 会計年度の営業キャッシュフローが 2,000 万香港ドル以上、且つ上場時の時価総額が 1 億香港ドル以上となっている。

GEM では相対的に上場のハードルが低い代わりに、投資家保護の観点から、上場後の財務情報の開示についてはメインボードよりも厳しい要件が設定されている。メインボードでは半期毎の開示が求められており、四半期毎の開示は任意であるのに対し、GEM では四半期毎の開示が義務付けられている。

図表 8 GEM とメインボードの制度比較

	GEM	メインボード
上場の方法	・プライマリー上場のみ。 ・原株の上場のみ可能。	・プライマリー上場もしくはセカンダリー上場。 ・原株、預託証券の上場が可能。イントロダクション方式も可能。
上場申請	・目論見書の作成が必要。 ・スポンサーが上場審査を行う。	・目論見書の作成が必要。 ・取引所が上場審査を行う。
事業実績	2会計年度以上の事業実績があり、以下の要件を満たす必要がある。 ①直近2会計年度は実質的に同じ経営陣であること。 ②直近会計年度は所有と経営の継続性が確保されていること。	3会計年度以上の事業実績があり、以下の要件を満たす必要がある。 ①直近3会計年度は実質的に同じ経営陣であること。 ②直近会計年度は所有と経営の継続性が確保されていること。
財務要件	以下の両方の基準を満たす必要がある。 ①キャッシュフロー基準 ・直近2会計年度における営業キャッシュフロー合計額が2,000万香港ドル以上。 ②時価総額基準 ・上場時の時価総額が1億香港ドル以上。	以下のいずれかの基準を満たす必要がある。 ①過去3会計年度の利益合計額が5,000万香港ドル以上（直近会計年度に2,000万香港ドル以上、その前の2会計年度に計3,000万香港ドル以上）、且つ上場時の時価総額が2億香港ドル以上。 ②直近会計年度の売上高が5億香港ドル以上、且つ上場時の時価総額が40億香港ドル以上。 ③直近会計年度の売上高が5億香港ドル以上、上場時の時価総額が20億香港ドル以上、且つ営業キャッシュフローがプラスで、直近3会計年度の営業キャッシュフロー合計額が1億香港ドル以上。
株主数及び浮動株比率	・100名以上の株主が必要。 ・25%以上の浮動株比率が必要。 ・上位3名の株主の浮動株保有比率が50%以下であること。 ・浮動株の時価総額が3,000万香港ドル以上であること。	・300名以上の株主が必要。 ・25%以上の浮動株比率が必要。 ・上位3名の株主の浮動株保有比率が50%以下であること。 ・浮動株の時価総額が5,000万香港ドル以上であること。
上場後の売却制限	・支配株主（直接的もしくは間接的に30%以上の議決権を有する株主、または実質的に取締役会の過半数を選任できる株主）は上場後6か月間は保有株式を一切売却できない。 ・その後6か月間も、保有株式の議決権が30%未満となるような売却は不可。	同左

（出所）香港取引所の GEM 上場規則及びメインボード上場規則より野村資本市場研究所作成

3. GEM のスポンサー制度

香港取引所では、企業の新規上場を支援する資格を有する証券会社が総称してスポンサーと呼ばれており、メインボードと GEM の両方の市場でスポンサー制度が導入されている。但し、上場審査はメインボードでは取引所により行われるのに対し、GEM ではカタリストと同様にスポンサーにより実施される。

スポンサーは、香港証券先物委員会（The Securities and Futures Commission of Hong Kong、SFC）から認可を受けた金融機関に限定される。2015 年 1 月末時点で、91 社が SFC よりスポンサーとしての認可を受けている⁸。大半が地場の証券会社であるが、欧米系投資銀行やコンサルティング・ファームのほか、日系証券会社⁹も含まれている。

スポンサーになるためには、SFC が定める能力ガイドライン（Guidelines on Competence）¹⁰及び適格性ガイドライン（Fit and Proper Guidelines）¹¹の要件を満たす必要がある。能力については、①コーポレートガバナンス、リスク管理、内部監査、内部統制、IT 整備等の組織構造、②有能な人材の配置、人材育成等の人事政策が審査対象となる。他方、適格性については、財務状況、経験、専門性、信頼性等が審査対象となっている。スポンサー登録を申請する金融機関は、「プリンシパル」と呼ばれる責任者を 2 名以上配置する必要がある。但し、うち 1 名は図表 9 のオプション 1 の要件を満たすプリンシパルであることが求められる。

なお、GEM に上場する企業は、上場後 2 会計年度（上場した年を除く）を過ぎればスポンサーを起用する義務が免除され、この点は常時スポンサーを起用する必要があるカタリストとは異なっている。

図表 9 プリンシパルになるための要件

オプション1	オプション2	オプション3
<ul style="list-style-type: none"> - メインボードまたはGEMの上場企業に対する財務アドバイザー業務において5年以上の経験を有すること。 - 直近5年間に、メインボードまたはGEMに新規上場した2社以上の企業に対する財務アドバイザー業務において実質的な役割を果たした経験を有すること。 	<ul style="list-style-type: none"> - 豪州、英国または米国において新規上場の取引を主導し、デューデリジェンスの分野で豊富な経験を有すること。 - 豪州、英国または米国の上場企業に対する財務アドバイザー業務において豊富な経験を有すること。 - 直近6か月間に、香港での新規上場に係る職業倫理や法規制等についての教育講習を受講または特別試験に合格したこと。 	<ul style="list-style-type: none"> - 直近5年間に、香港で新規上場した4社以上の企業のデューデリジェンスに積極的且つ実質的に参加したことがあること。 - メインボードまたはGEMの上場企業に対する財務アドバイザー業務において5年以上の経験を有すること。 - 直近6か月間に、香港での新規上場に係る職業倫理や法規制等についての特別試験に合格したこと。

（出所）香港証券先物委員会の適格性ガイドラインより野村資本市場研究所作成

⁸ <http://www.sfc.hk/publicregWeb/listOfSponsor>

⁹ 大和証券グループ本社、野村ホールディングス、みずほ証券の現地法人。

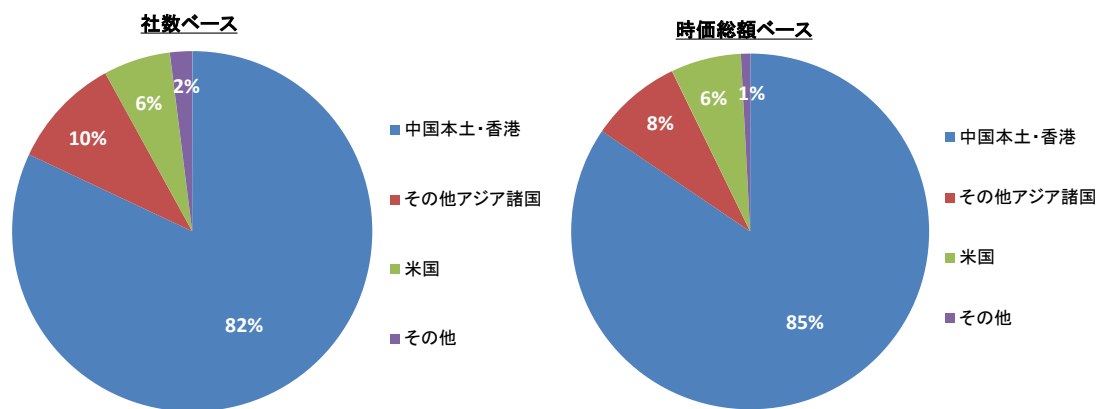
¹⁰ http://en-rules.sfc.hk/net_file_store/new_rulebooks/h/k/HKSFC3527_403_VER10.pdf

¹¹ http://en-rules.sfc.hk/net_file_store/new_rulebooks/h/k/HKSFC3527_548_VER30.pdf

4. GEM の特色

GEM の特色としては、第一に中国本土・香港の企業が中心であるという点が挙げられる。GEM 上場企業の国別構成比を見ると、社数ベース、時価総額ベースのいずれも、中国本土・香港の企業が 8 割超を占めている（図表 10）。中国本土・香港の企業が占める構成比が高い主な要因として、従前は香港、中国本土、ケイマン諸島、バミューダ諸島に登記された企業しか上場が認められていなかった点が挙げられる。これは、各国毎に会社法や関連法規が異なるため、投資家保護の観点から定められた制度である。2010 年以降は登記地の対象国が徐々に広げられ、現在は日本を含む 20 か国以上が認められている。今後、対象国が

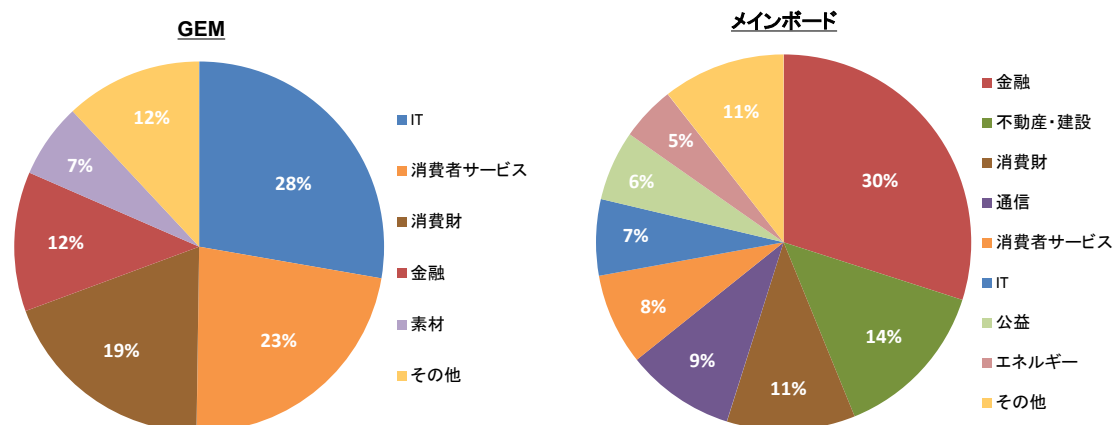
図表 10 GEM 上場企業の国別構成比



- (注) 1. GEM に上場する企業は、登記地と実際の活動地が異なるケースが多いことから、実態を反映するために、登記国ではなく収入等が最も大きい国に基づいて構成比を算出している。対象は 2014 年末時点の時価総額上位 50 社。
2. その他アジア諸国には大洋州諸国も含まれる。

(出所) GEM 上場企業のアニュアルレポート、Bloomberg 等より野村資本市場研究所作成

図表 11 GEM 上場企業とメインボード上場企業の業種別構成比の比較



- (注) 1. 構成比は 2014 年末時点の時価総額ベース。
2. 業種分類は Hang Seng Industry Classification System に基づく。

(出所) 香港取引所の四半期レポートより野村資本市場研究所作成

更に広がれば、GEM に上場する外国企業の割合が高まっていく可能性もあると考えられる。

第二に、IT 関連企業の構成比が高い。GEM 上場企業とメインボード上場企業の業種別構成比を比較すると、メインボードでは香港の基幹産業の一つである金融が 30%を占めているのに対し、GEM では IT の構成比が 28%で最も高くなっている（図表 11）。前述の通り、元々GEM はテクノロジー関連の新興・成長企業の発展支援を目的として創設された経緯があり、現在もその特色が残っている。

IV. 結びにかえて

シンガポールや香港で上場する主なメリットとして、次の点が挙げられる。第一に、アジアにおける知名度やブランド力の向上である。市場規模が大きい中国や富裕層人口が増加している ASEAN において、知名度やブランドイメージを向上させるための上場は、宣伝効果が大きいマーケティング手法と位置付けられている。第二に、アジアにおける投資家層の拡大である。シンガポールや香港には世界中から機関投資家が集まっており、幅広い投資家へのアクセスが可能である。このため、企業は上場時の資金調達のみならず、上場後の追加的な資金調達を行うこともできる¹²。また、同地域でビジネスを展開することによる企業の成長性が、より適切に評価される可能性もある。第三に、現地における優秀な人材の確保である。アジアに進出する企業にとって人材確保は重要な課題であり、現地での上場により優秀な人材の確保が容易になる可能性がある。

シンガポール取引所や香港取引所への上場に関心があるものの、最初から本則市場に上場することが困難な新興・成長企業にとっては、上場基準が緩和されているカタリストや GEM が上場先の候補となり得る。発展する両新興市場の今後の動向が注目されよう。

¹² GEM における上場後の追加的な資金調達額は 2013 年と 2014 年の合計で約 170 億香港ドル。カタリストについてはシンガポール取引所より統計データが提供されていないが、Bloomberg の情報に基づくと、2014 年 12 月末時点の時価総額上位 50 社による上場後の資金調達額は 2013 年と 2014 年の合計で約 5 億 S ドル。