

CAPITAL MARKETS LEGAL UPDATE

CONTENTS

- 1 香港新規上場制度の現状
- 2 目論見書に関する責任
- 3 上場申請書類の開示
- 4 専門家への依拠と MD&A の充実
- 5 スポンサーの役割の強化
- 6 改正による影響

香港証券取引所における新規上場制度の改正

弁護士 黒田 康之 | 弁護士 西村 綱木

香港の証券先物委員会 (Securities and Futures Commission) は、昨年 12 月、パブリックコメントの手続きを経て、香港証券取引所 (以下「HKEx」という。) における新規上場 (IPO) 制度の改正について公表した。スポンサーの責任強化を中心とする今次の改正は、本年 10 月 1 日以降の上場申請に適用される。本ニュースレターでは、今次の改正の背景、ならびにパブリックコメントの結果を踏まえた改正の概要および当局の考え方について紹介する。

1 香港新規上場制度の現状

(1) 香港における IPO の現状

当事務所の Capital Markets Legal Update 2012 年 10 月号にて紹介したとおり、HKEx は、世界における主要な IPO 市場の一つとして注目を集めており、IPO による調達金額は、2009 年から 2011 年までの 3 年連続で世界第 1 位を記録した。香港における IPO は 2012 年にはやや鈍化の兆しを見せたものの、HKEx は、成長を目指す企業にとって今後も重要な資金調達の間となることが予想される。

近年、HKEx は、香港企業、中国本土企業のみならず、積極的に海外企業の上場申請を受け入れる方向性を打ち出しており、日本企業にとっても、香港上場は、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として、成長戦略上の選択肢の一つとなっている。

(2) スポンサー制度

HKExにおける新規上場は、いわゆるスポンサー制度を採用しており、上場申請を行う発行会社は、手続を進めるに際して、スポンサーを選任しなければならない。スポンサーは、目論見書を初めとする上場申請書類の準備や発行会社に対するデュー・ディリジェンスを行うほか、HKEx との折衝の窓口として機能するなど、上場手続の全体を通して大きな役割を担う。また、スポンサーは、新規上場と同時に行われる株式等の募集においても、グローバル・コーディネーター、ブックランナー等として、重要な地位につくことが多い。

スポンサーとなるためには、証券先物委員会の認可を受ける必要があり、一般的な上場案件においては、そのような認可を受けた証券会社がスポンサーを務める場合が多い

スポンサーの義務は、香港証券先物条例(Securities and Futures Ordinance)、香港会社条例(Companies Ordinance)等の法律や、これらの法律の委任を受けて制定される下位規則、HKExの上場規則(Rules Governing the Listing of Securities on the Stock Exchange of Hong Kong Limited)等により規律されている。

(3) 現行制度の問題点

香港における IPO 案件で注目を集めたものの中には、上場後に期待された業績を上げることができず、投資家の不満を招く案件も少なくなかった。スポンサーを認可・監督する立場にある証券先物委員会は、定期的にスポンサーの業務についての調査を行うが、上場目論見書の不備、不十分なデュー・ディリジェンスなど、IPO に関わるスポンサーの業務の不備が指摘されることも多く、なかには、特定の IPO に関してデュー・ディリジェンスが不適切であったとして、スポンサーの認可が取り消されるという例もあった。また、上場申請時に提出された目論見書の案文の完成度の低さゆえに、HKEx からの要請で大幅な修正が必要となり、手続が遅延する案件も散見された。

このような背景のもとで、スポンサーの役割を明確化かつ強化し、スポンサーを上場におけるゲートキーパーとして機能させることにより、市場の信頼を取り戻すことを意図して提案されたのが、今次の改正である。その内容は、香港証券先物条例の委任に基づいて証券先物委員会が制定する行動準則(Code of Conduct for Persons Licensed by or Registered with the Securities and Futures Commission)の改正を中心として、香港会社条例、HKEx の上場規則の改正等、多岐にわたっている。

2 目論見書に関する責任

日本、米国をはじめ、世界の主要な証券市場においては、証券の公募に関する目論見書に虚偽の記載等があった場合に、引受けを行う証券会社が、目論見書の使用者として民事上および刑事上の責任を負う制度が広く採用されている。

この点、香港においては、目論見書の虚偽記載に関してスポンサーが民事上および刑事上の責任を負うか否かが法令の文言上必ずしも明確でなく、この点に関する裁判所の判断も示されていなかった。今次の制度改正の一環として、香港会社条例が改正され、スポンサーが目論見書の虚偽記載に関する民事上および刑事上の責任を負うことが明文化される。

3 上場申請書類の開示

従来、上場申請時に申請書類とともにHKExに提出される上場目論見書の案文は、HKExの内部で審査され、一定の段階まで外部に公表されることはなかった。今次の改正により、目論見書の案文を含む上場申請書類が、申請時よりHKExのウェブサイトを通じて公開されることとなる

改正案に係るパブリックコメント手続の中で、この目論見書の案文の開示に関しては、生煮えの会社情報が開示されてしまう危険があるとして、スポンサー側より強い反対意見が出された。しかし、証券先物委員会は、当該改正は、質の高い目論見書の初稿の作成につながり、結果として、上場申請から実際の上場日までの期間を短縮することに資するとして、当初の提案通り開示を行うことを決定した。

また、証券先物委員会によるパブリックコメントへの回答の中では、質の高い目論見書の作成を促すため、一定のレベルに達しない目論見書の案文が提出された場合には、その受領を拒否し、修正版の提出を一定期間禁止する「クーリングオフ期間」を設ける旨の運用を HKEx が行うべきことも示唆されている。

4 専門家への依拠と MD&A の充実

(1) 専門家のレポート

上場目論見書の中には、発行会社の業種に応じて、会計士、不動産の評価会社、資源に関する埋蔵量レポート等を作成する調査会社等の専門家により作成されたレポートが含まれている。このような専門家のレポートの内容について、スポンサーが、どの程度検証する必要があり、どの程度依拠してよいか、従来は必ずしも明確な基準が存在しなかった。今次の改正では、この点に関する基準が示されている。

証券先物委員会は、スポンサーは、専門家がレポート作成のために実施した作業をスポンサー自らやり直す必要はないが、実施された作業の範囲が、レポートの内容の信頼性をカバーするのに十分であることを確認する必要があるとした。十分ではないと判断した場合、スポンサーは、専門家の作業範囲を拡大する、他の専門家の支援を求める、またはスポンサー自身のデュー・ディリジェンスの範囲を広げるといった対応をとる必要があるとされる

また、スポンサーは、専門家の意見を、発行会社およびその業界に関する総合的な知識に照らして批判的に検証し、全体としての開示が首尾一貫するように配慮しなければならないとされた。結果として、スポンサーは、専門家のレポートに記載された情報が、不正確もしくはミスリーディングである、または重要な不記載を含んでいるとの合理的な疑いを排除できる程度の検証を行わなければならないこととなる。

(2) 10b-5 レター

米国市場が関わる証券の募集において、米国証券法に基づき、目論見書の開示内容の正確性について、いわゆる「10b-5 レター」と呼ばれる意見書を弁護士から取得する実務が広く行われている。証券先物委員会は、このような専門家の意見書に対する過度の依拠がもたらす弊害を考慮して、香港における IPO に関して同種の意見書を弁護士から取得したとしても、それをもってスポンサーのデュー・ディリジェンスの義務が尽くされたことにはならないという見解を明らかにした。

(3) MD&A の充実

今次の改正の中では、スポンサーが、発行会社の経営陣およびそのアドバイザーと緊密に連携し、十分かつ分かりやすい MD&A (目論見書中に記載される「経営者による財政状態および経営成績の検討と分析」の記述)を作成する義務についても言及されている。特に、スポンサーは、発行会社の過去および将来の財政状態、特別に開示を要する一般でない事項、特殊な会計上の取扱いに関する重要な事項について配慮しなければならないこととされている。

5 スポンサーの役割の強化

スポンサーの役割の強化を目的として、今次の改正には、以下の内容も含まれている。

(1) スポンサーの選任時期

上場までに十分な準備期間を確保する趣旨から、発行会社は、少なくとも上場申請の2か月前には、スポンサーを選任しなければならない旨が明記された(もともと、実際はより早い段階で選任されているのが通常である。)

(2) スポンサーの報酬

スポンサーの報酬は、エンゲージメントレターにおいて明示される必要があり、純粋にスポンサーとしての役割のみに基づくものでなければならない(引受会社としての役割に基づく報酬とは区別しなければならない。)。また、IPOの成功を条件とする成功報酬制は認められない。

(3) ファイナンシャル・アドバイザーとの協働

発行会社のファイナンシャル・アドバイザーは、スポンサーに対して十分に協力しなければならず、スポンサーの義務の履行に対して悪影響を及ぼしてはならない。

(4) HKEx への通知

スポンサーは、発行会社から正式にスポンサーとして選任された場合、および辞任、解任等によりスポンサーとしての地位を失った場合には、HKEx に対して通知しなければならない。

6 改正による影響

本改正は、2013年10月1日以降に行われる上場申請に対して適用される(なお、香港会社条例の改正は、立法機関での手続が必要となるため、その日程に従うこととなる。)

改正案に対するパブリックコメントにおいては、スポンサー側から、デュー・ディリジェンスの負担が増えることにより、全体としての上場コストが増加し、香港の新規上場市場としての魅力と競争力が低下することになるとの懸念が示されていた。また、結果として、スポンサーが大型案件のみに注力するようになり、小規模のIPOが減少するとの指摘もなされている。

これに対して、証券先物委員会は、新たな規制は他の世界の主要なIPO市場と同等のものであり、香港市場にとって不利に働くことはなく、マーケットの健全性と質を高めることでIPO市場としての香港の魅力さをさらに推進することになると説明している。

昨年鈍化の兆しを見せた香港におけるIPOの勢いが、新規制によってどのように変化してゆくか、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、当事務所の黒田康之 (yasuyuki.kuroda@amt-law.com)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。

- Capital Markets Legal Update
担当パートナー： 多賀大輔、広瀬卓生、吉井一浩
本ニュースレターの配信また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申し上げます。

- 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。



CONTACT INFORMATION

アンダーソン・毛利・友常法律事務所

〒106-6036
東京都港区六本木一丁目6番1号
泉ガーデンタワー38階(総合受付)

Tel: 03-6888-1000 (代表)

Email: inquiry@amt-law.com

URL: <http://www.amt-law.com/>