

香港取引所の資本市場改革の行方 ～アント上場延期の誤算と次の一手～

アジア調査部 上席主任 研究員

江崎和子

03-3591-7561

kazuko.esaki@mizuho-ri.co.jp

- 中国本土でアリペイを運営する大手プラットフォーマー、アントグループは、11月5日に予定されていた新規株式公開による香港取引所と上海証券取引所の科创板での上場を直前で延期
- 中国本土政府のインターネット+政策を背景に、成長性の高いテクノロジー企業を市場の起爆剤として取り込もうとする香港取引所の資本市場改革は、相応の成果を上げてきたとの評価
- 突然のアントの上場延期により香港市場の信頼性が揺らいだことは誤算だが、信頼回復に向けて打ち出された改革の行方に注目

1. アントの上場延期の衝撃

中国本土でアリババグループ（アリババ）の決済サービスを提供するアリペイを運営する大手プラットフォーマー、アントグループ（旧アントフィナンシャル、以下、アント¹）は、新規株式公開（IPO）による、香港取引所（HKEx）と上海証券取引所の科创板（STAR Market）への同時上場を11月5日に予定していたが、一転、延期された²。HKExは、成長性の高い中国テクノロジー企業を取り込み、自市場を活性化すべく、資本市場改革を実施し、相応の成果を上げてきた。アントのIPOは、2019年のサウジアラムコの290億米ドルを超えて、344億米ドル（3.6兆円）超と過去最高の資金調達額が見込まれ、HKExの存在感を高める機会だっただけに、上場延期の衝撃は大きい。延期の理由が、アントの業務内容の本質に関わるネット小口融資規制の変更であったため、アントの再度の上場申請や香港市場の信頼性を懸念する見方も少なくないが、HKExは信頼回復に向けて、次の一手を打ち出している。以下に、HKExの実施した改革を振り返り、その成果とアント上場延期で明らかになった戦略のリスクと今後を考える。

2. 香港取引所の資本市場改革

（1）きっかけはアリババグループの上場誘致の失敗

2014年に、上場を検討していたアリババ³は、香港での再上場を熱望しながらも、ニューヨーク証券取引所（NYSE）に上場した。アリババがNYSEを選択したのは、創業者の馬会長ら28人のパートナーが、低い持株比率にも関わらず、取締役の過半を任命できる独自の「パートナー」制の維持にこだわったことが要因とされる。パートナーには、普通株に比べて議決権の多い種類株が発行されており、当時、HKExでは種類株を発行する企業の上場が認められておらず、「1株1議決権」の原則に反するとして、アリババの香港上場は認められなかった。

HKExは、アリババグループの誘致失敗の反省から、2014年に議決権の異なる種類株を発行する企業の上

場を認めることについて公に意見を募集し、概ね好感触を得ていたが、香港証券市場の監督当局である証券先物委員会（SFC）の理解が得られずに断念した。また、2017年に入って、既存市場とは別の新市場で、種類株を発行する企業を受け入れることを提案したが、最終的には、流動性を確保するため既存のメインボードでの受入れに帰着した経緯がある。HKExの度重なる挑戦により、漸く、種類株を発行する企業の上場が可能となったのは、2018年4月のことだった⁴。

（2）テクノロジー企業上場に欠かせない種類株の容認

HKExは、アリババの上場を逃したことを契機に、自市場の欠点を洗い出し、情報技術（IT）、バイオテック、ヘルスケア等のテクノロジー企業の上場が少ないこと⁵に危機感を抱いていた。新興のテクノロジー企業は、創業者のビジョンを長期に経営に反映させ、望まない買収を避けるため、議決権の維持が可能な種類株を発行することを好む傾向があるとされる⁶。実際、新興の中国テクノロジー企業の多くが種類株を発行したまま上場が可能な米国を上場市場（NYSE、NASDAQ）として選択した⁷。中国テクノロジー企業を香港市場に上場誘致するには、種類株⁸を発行したまま上場を認めることが不可欠であったのである。

（3）重複上場にも活路

種類株発行企業の上場と共に、もう1つの改革の柱となるのが、重複上場の容認である。事実、2018年4月の改革による重複上場の容認により、アリババの再上場が可能となった。当時、NYSEのような他市場で既に上場している中国本土企業が、香港で重複上場することは、原則として禁止されていた。改革により重複上場企業には、上場要件の時価総額基準、開示基準を満たし、法令遵守に問題がなければ、定款を変更することを免除⁹し、構造を変えることなく香港に上場できるように制度が整えられた。

同時に、将来性が期待できるが、黒字化までに時間のかかるバイオテック企業を対象に、上場要件を緩和し、黒字化前の企業でも、メインボードでの上場を可能とした¹⁰。

3. 中国本土のインターネット+政策がテクノロジー企業の隆盛を後押し

（1）社会の課題解決がアントの成長を促す

HKExが、度重なる改革にチャレンジしてまで、市場の起爆剤として上場誘致を目指す新興の中国テクノロジー企業とは、どのような企業なのか、アントの事例を紹介する。

アントは、アリババの運営する電子商取引市場での決済サービスを提供するために、2004年に設立された。当時、中国の電子商取引の購入者は、代金を支払ったが物が届かない、届いても不良品である等の問題を抱えていたが、アントは、購入者と販売者の間で資金を預かり（エスクロー口座）、購入者が商品を確認してから、販売者に代金を支払うことで、その問題を解決した。アリペイアプリが2009年に開始され、QRコード決済が普及すると、アリペイはウィーチャットペイと市場を2分するようになった。更に、余った売買資金がアリペイ口座に滞留するようになると、運用手段として余额宝が2013年に開発され、1元から1クリックで投資できる手軽さからヒットし、余额宝は中国最大の資産運用ファンド（MMF）となった¹¹。2014年には、消費者に少額の資金を融資する花呗が開始され、現在では、アリババの電子商取引での支払いの過半が花呗（消費者金融）によるものとされる。アントに蓄積されたビッグデータの解析や人工知能（AI）技術に基づき算出される芝麻信用のスコアが、花呗の限度額の設定に活かされている。アントは、

スーパーアプリのプラットフォーマーとして主要業務（決済、融資、投資、保険）に亘る1,000を超える日常サービスをテクノロジーで支え、これまでに決済や融資等に参加が難しかった多くの個人や中小企業等に、金融サービスを提供し、金融包摂を促進させた。

（2）中国テクノロジー企業の興隆

アントの事例に見られる通り、多くの中国テクノロジー企業は、社会に欠けていたサービスを提供することで急速に発展し、2015年以降、中国政府もこうしたテクノロジー企業を支援するようになった。具体的には、インターネットというプラットフォームを基盤として、伝統的産業の垣根を越えてインターネットとの融合により成長を目論むインターネット+（プラス）政策を推進した。当初は自立的に市場を拡大させたテクノロジー企業だが、政策にも押されて第1世代と呼ばれるBAT（百度、アリババ、テンセント）が、実質的に国家のインフラとして機能し、近年では、AIを核とした技術に優れる第2世代のバイトダンス、美团点评、ディディチューション等が躍進している。

中国政府は、更に、テクノロジー企業を中心に、イノベーションによる経済成長を目指すことを、国家戦略である第13次5ヵ年計画（2016年～2020年）に盛り込み、特に、ITを中心にシェアリングエコノミーやビッグデータ、AI等を活用する企業に重点を置いた。次の第14次5ヵ年計画（2021年～2025年）では、国内のサプライチェーン構築に向けて科学技術イノベーションが重要視される見通しである。

（3）科創板の創設とHKExのウィンウィンな関係

中国政府は、新興テクノロジー企業の資金調達を支援するために、上海・深圳の証券取引所¹²の資本市場改革を推進している。その一環として、上海証取に上場要件を緩和した科創板を2019年7月に創設した。科創板は、メインボードに比べ、①上場プロセスを認可制から登録制に簡素化し¹³、②メインボードでは認められていなかった黒字化前の企業の上場を可能とし、③議決権の多い種類株を発行する企業の上場を認めた点が特徴である。実際、メインボードでは直近3年間連続で黒字であることが必須であるが、科創板では5つの要件の内、1つを満たすこととされ、黒字化していない企業でも、想定時価総額や営業収入、研究開発費等の代替基準によって、上場が可能となった（図表1）¹⁴。HKExと同様に、上場要件の緩和によって、テクノロジー企業が米国を上場市場として選択する流れを変え、中国本土回帰が促されることを視野に、改革が実施されている¹⁵。

科創板の対象企業は、中国の国家戦略に合致した科学技術やイノベーションに優れた企業、具体的には、次世代のIT、先端技術、バイオテック等とされる。HKExが上場誘致を目指す企業とも合致し、科創板の創設は、HKExにとってウィンウィンとなっており、両市場の重複上場企業も増えている¹⁶。また、香港・上海の株式相互接続（ストックコネクト）により、香港の海外投資家が科創板の銘柄を、本土投資家が香港のバイオテック銘柄を取引可能となる予定である¹⁷。

図表 1 香港証取・上海証取の概要

	香港証取		上海証取		(参考) 深圳証取		
	メインボード	GEM	メインボード	科創板	メインボード	中小企業板	創業板
上場社数	2,150	374	1,569	191	505	982	871
時価総額	43.2 兆香港ドル (582 兆円)	0.1 兆香港ドル (1.5 兆円)	38.7 兆元 (612 兆円)	29.6 兆元 (46 兆円)	8.9 兆元 (137 兆円)	12.9 兆元 (200 兆円)	10.5 兆元 (158 兆円)
上場要件	・利益/時価総額基準 or ・時価総額/売上高基準 or ・時価総額/売上高・キャッシュフロー基準	・時価総額基準 and ・キャッシュフロー基準	・3年連続黒字/純利益 3,000 万元超 ・キャッシュフロー/累計営業収益 ・欠損がないこと	・科学技術・イノベーション指向 ・市場価値重視 (黒字化前も可) ・5つの財務基準から1つ選択	・3年連続黒字/純利益 3,000 万元超) ・キャッシュフロー/累計営業収益 ・欠損がないこと	・2年連続黒字/純利益累計 5,000 万元以上 or ・時価総額/1年間黒字/営業収益 or ・黒字化前も可	
審査	HKEx 上場委員会	HKEx 上場委員会	CSRC 認可制	CSRC 登録制	CSRC 認可制	CSRC 登録制	
その他	・種類株可 ・バイオテック企業可	—	—	・種類株可 ・レッドチップ企業可 ・金融資産 50 万元以上の投資家	—	・種類株可 ・レッドチップ企業可 ・投資経験 24 ヶ月超の投資家	

(注 1) 社数・時価総額は、2020 年 10 月 30 日時点

(注 2) CSRC：中国証券監督管理委員会、登録制は科創板に先行導入され、創業板が 2020 年 6 月から、2021 年にメインボード、中小企業板にも導入予定

(注 3) 深圳証取のメインボードと中小企業版は統合予定であり、2004 年以降メインボードでの新規上場申請の受付を停止

(資料) 各取引所よりみずほ総合研究所作成

4. HKEx の資本市場改革の成果と誤算

(1) 資本市場改革の果実を得る

HKExには資本市場改革の結果として、2019年11月に念願のアリババが、香港市場での過去最高の資金調達額で種類株を用いたまま重複上場した。2020年6月にはJD.comが続き、また、新規に種類株を用いて美团点評、小米が上場を果たした(図表2)。4社だけでも株式市場全体の時価総額に占める割合が2割を占め、存在感を発揮している。また、香港市場のベンチマークであるハンセン指数(HSI)の規定が重複上場銘柄の参入が可能となるように2020年5月に変更され、アリババと小米が、9月にHSI銘柄入りを果たした。

中国テクノロジー企業のIPOは、多くの投資家に選好されており、HKExは、取引所間の競争において優位に立ち、資金調達ランキングで近年トップを維持している(図表3)。中国テクノロジー企業の市場でのプレゼンスの高さから、これまでのところ資本市場改革の成果を得ていると言えるだろう¹⁸。

図表2 主な中国テクノロジー企業の概要

会社名	主な業務内容	上場市場	上場年	種類株構造の有無	時価総額/評価額 (10億米ドル)
アリババグループ	Eコマース	NYSE・HKEx	2014/2019	有	818
テンセント	コミュニケーション	HKEx	2004	無	729
アントグループ*	決済サービス	HKEx・STAR	2020 延期	無	319
美团点评	食品宅配サービス	HKEx	2018	有	219
バイトダンス**	人工知能	未上場	NA	NA	140
JD.com	ネット販売	NASDAQ・HKEx	2014/2020	有	126
小米	スマートフォン製造	HKEx	2018	有	85
ディディチューシン**	運輸	未上場	NA	NA	62
百度	検索エンジン	NASDAQ	2005	有	45
快手**	ライブストリーミング	未上場	NA	NA	18

(注) 時価総額は2020年10月30日時点、*2020年10月26日付目論見書 IPO 価格 80 香港ドルベース

**2020年10月22日時点 CB インサイツ調査

(資料) 各種資料よりみずほ総合研究所作成

図表3 取引所別・新規上場企業による資金調達ランキング

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018*3	2019
1	HKEx	HKEx	NYSE	NYSE	NYSE	HKEx	HKEx	NYSE	HKEx	HKEx
2	深圳	NYSE	NASDAQ	HKEx	HKEx	NYSE	上海	上海	NYSE	上海
3	NYSE	深圳	東証	LSE	LSE	NASDAQ	NYSE	HKEx	NASDAQ	NASDAQ
4	上海	LSE	HKEx	NASDAQ	NASDAQ	LSE	NASDAQ	深圳	ドイツ	サウジ
5	LSE 英	ASX 豪	深圳	日本	ASX	上海	日本	LSE	上海	NYSE
6	スペイン	上海	マレーシア	ASX	日本	日本	LSE	NASDAQ	LSE	深圳
7	NSE インド	NASDAQ	メキシコ	ブラジル	Euronext ア*1	マドリッド	深圳	インド	深圳	LSE
8	TMX カナダ	スペイン	LSE	メキシコ	深圳	深圳	NASDAQ コ*2	韓国	インド	タイ
9	韓国	SGX	上海	上海	サウジ	ドイツ	ドイツ	ブラジル	日本*4	ドイツ
10	NASDAQ	TMX カナダ	SGX	タイ	マドリッド	Euronext ア*1	韓国	日本	スイス	Euronext パリ

(注) *1Euronext アムステルダム、*2NASDAQ コペンハーゲン、*32018年1月 - 12月14日まで

**12月15日以降のソフトバンク等を含めれば、年間では第3位と推定

(資料) HKEx よりみずほ総合研究所作成

(2) HKEx の戦略のリスクと信頼回復に向けて

HKExは、中国国内資本市場と国内外の投資家をつなぐ中国のアンカーとしての戦略により、香港市場の優位性を維持することを目論んでいる。上場予備群とされる評価額が10億米ドル以上の未上場企業をユニコーンと称するが、調査会社CBインサイツによれば、2020年10月時点のユニコーン企業の評価額上位2社は、中国のバイトダンス (1,400億米ドル)、ディディチューシン (620億米ドル) であり、全ユニコーン493社の内、中国企業は118社 (社数ベース約24%、評価額ベース約33%) と米国企業¹⁹に次ぐ規模を占

め、今後も中国テクノロジー企業等のIPOが期待されている。

市場の関心が非常に高かった²⁰アントの上場が実現していれば、2020年前半期では資金調達額ランキングで第3位のHKExは、第2位に浮上すると見られた。アントの上場は、改革の最大の果実を得られる機会だっただけに、直前での延期は、HKExにとって誤算と見られる。

中国ではインターネットが全土に普及し、アリペイユーザー²¹は、現在、約10億人と成人人口の100%超と飽和状態にある。当初はプラットフォームの成長を見守っていた中国政府だが、経済・社会への影響が大きくなるにつれ、規制や管理を厳しくする方向に舵を切りつつある。アントのようなプラットフォームによるネット決済や小口融資業務は、金融機関等と異なり金融システムの枠外に位置し、従来の規制の網からは漏れていた。ネット決済の取引規模²²が拡大するにつれ、金融システムや社会への影響が危惧され、顧客保護の観点から、2017年以降、ネット決済機関に対する規制が徐々に課されるようになり²³、プラットフォームでも同じ業務を行うならば、金融機関等と同等の規制が適用される方向にある。今般のネット小口融資規制も、同様の背景から、中国当局が規制の厳格化に向けて動いたものであるが、アントの上場目前であったため、市場への衝撃は大きかった。

規制変更がアントの主要な収益の柱である融資業務²⁴に直結するだけに、再度の上場申請には、小口融資残高1.7兆元（約26兆円）に対する相応の準備金を積む必要²⁵があることから、評価額の低下²⁶が指摘されている。また、将来的なデジタル人民元²⁷の導入による影響²⁸等を懸念する見方もある。

ただ、その影響の如何にかかわらず、突然のアントの上場延期によって、中国テクノロジー企業の上場に頼る、HKExの戦略が規制変更リスクに脆弱であることが浮彫になり、香港市場の信頼性や優位性が揺らいでいることは疑いようのない事実である。今後、中国テクノロジー企業の上場IPOに投資家が慎重になると想定されるが、一方で、HKExには豊富な上場予備軍が控えていることから、中国テクノロジー企業の資金調達を支援する戦略は基本的に維持されるだろう²⁹。HKExは、最近、投資家や市場参加者等の信頼回復に向けて、次の一手を打ち出している。これまでIPO価格の決定から上場（取引）までに平均5日かかっていたのを、最短1日で取引できることを目指す、決済期間の短縮化の議論をスタートさせた³⁰。上場までの期間が短縮されれば、IPOプロセスの効率性が増し、リスクが軽減される。HKExは、アントで揺らいだ上場市場としての信頼を地道な改善策により回復させ、欧米取引所との競合において、伍してゆくことを目論んでおり、改革の行方が注目される。

以上

¹ 2020年7月に、アントフィナンシャルからアントグループ（Ant Group Co., Ltd 蚂蚁科技集团股份有限公司）に名称変更した。

² アントは、2020年11月3日に、上海・香港の両取引所でのIPOプロセスを停止し、投資家の申込金の払戻しを公表。規制環境の変化から、監督当局の指導により、アントの収益性に重大な懸念が生じ、上場要件と開示基準を満たしていないと判断された。

³ アリババは、2007年に中国初のインターネット・テクノロジー企業として、香港証券取引所に上場していたが、経営戦略の見直しにより2012年6月に撤退後、再上場を目指していた。

⁴ 種類株を発行する企業の構造を、米国ではDual Class Share（DCS）構造と称するが、HKExではWeighted Voting Right（WVR）構造と称し、中国本土では多議決権種類株構造という。

⁵ 2017年6月時点、IT、バイオ、ヘルスケア等のテクノロジー企業（中国ではニューエコノミー企業と呼ぶ）の時価総額が市場の時価総額に占める割合は、NASDAQ 60%、NYSE 47%、ロンドン証取（LSE）14%、HKEx 3%

⁶ 未上場の段階で、複数回行われる資金調達において、創業者等の持株比率は低下するが、議決権を確保するために種類株を用いる。

⁷ 2017年6月時点、米国市場にプライマリー上場した中国本土企業116社の内、33社（28%）が種類株構造を選択

8 種類株とは、議決権や残余財産の分配等、普通株とは権利の異なる株式のこと。1つの会社において、1株1議決権を有する普通株を発行することが、株主の公平性やガバナンスの観点から一般的な原則とされているのに対し、種類株を発行する会社では、1株1議決権の普通株の他に、2種類もしくは複数のクラスによって1株に権利の異なる種類株を発行することが可能となる。例えば、クラスA普通株（1株1議決権）の他に、クラスB種類株（1株10議決権）を創業者や経営陣に発行することで、創業経営者らには、低い持株比率でも議決権を維持したまま経営が可能とされる。利点の一方で、経営権の長期化による腐敗や乱用、経営者との情報量の圧倒的違いから少数株主に不利な点が指摘され、種類株の保持に期限や制限をつけるべきとの議論もある。

9 通常では、香港と同等の株主保護要件を備えるために定款変更が必要とされる

10 Listing Rule Chapter 18Aの要件：上場時の時価総額が15億香港ドル以上、上場前2年間に経営者が同じであること、コンセプトステージ以上の核となる製品があること、知的財産権を保有していること、戦略的投資家（sophisticated investor）が1人以上いること等

11 余額宝や提携先を含む2020年6月30日時点のアントプラットフォーム上の資産運用残高4.1兆元（約64兆円）

12 なお、中国の証券取引所は、1990年以降に上海と深圳に大企業向けの主板（メインボード）が設立され、2000年以降に、深圳に中小企業板、創業板が、非上場株式を扱う店頭市場として新三板、新四板が次々と開設された。

13 これまでの中国証券監督管理委員会（CSRC）の発行審査委員会が行う審査認可制では、書類審査に3-10か月程度要していたものを、科创板では、上海証取の科创板上場委員会が審査を行い、同意見等をCSRCに提出し、登録手続きを行う。CSRCは20営業日以内に登録可否を判断することでIPOプロセスが迅速化

14 海外で設立され、主要な事業が中国にあるレッドチップ企業も預託証券方式により上場が可能となった。

15 なお、深圳証取の創業板では2年連続で黒字であったが、2020年6月の創業板上場規則改正により、赤字状態にある企業、議決権種類株構造、レッドチップ企業の上場を容認し、上場審査プロセスを登録制とした。

16 2020年10月末までにSMICを含む香港上場企業6社が科创板に上場し、11億米ドルを調達。

17 香港の林鄭月娥（キャリー・ラム）行政長官は11月25日に、年次施政報告で、中国本土の証券取引所との株式取引接続の範囲を拡大すると表明した。

18 バイオテック企業に関しては、2018年4月以降、上場規則18A章に基づく上場会社は、2020年9月末時点で21社、IPO調達額は536億香港ドル。上場審査中のパイプラインは21社。NASDAQに次ぐバイオテックIPOセンターとなっており、今後5-10年で世界最大となるとのHKExの見通し

19 米企業238社（社数ベース48%、評価額ベース45%）

20 上海での機関投資家向け割当には、グローバルに中国建銀投資有限責任公司、GIC Private Limited、Canada Pension Plan Investment Board等17社がコミット。上海・香港の投資家の間でも公募は過熱した。（「中国アントに投資家殺到」日本経済新聞、2020年10月31日）。

21 最後にアリペイを使用した日から12ヵ月以内のアクティブユーザー

22 2020年6月30日時点のアントの年間決済金額118兆元（約1,850兆円）

23 金融機関以外のネットの決済サービスを提供する第三者決済機関に対し、2017年4月から顧客の預かり資産に応じて中国人民銀行（中銀）への準備金の預託を規定し、その預託比率を2017年20%、2018年50%、2019年100%と徐々に引上げ。2018年6月以降、第三者決済機関も、中国人民銀行が新たに設立した清算機関「網聯」の接続を義務付け。

24 2020年6月30日時点の未監査収益（6ヵ月間）725億元（約1.1兆円）の内訳（決済35.9%、融資39.4%、投資15.6%、保険8.4%、等）

25 「ネット小口貸付業務管理暫定弁法（草案）」（11月2日に公表し、12月2日まで意見募集）では、共同融資の場合、ネット小口融資会社は融資残高の30%以上をバランスシート上に計上することを規定〔第3章15条(3)〕アントの融資の大半は、提携銀行が融資を実行するためアントのバランスシート上には僅か2%の計上

26 “Ant Group faces tortuous path back to IPO”（Financial Times, 10 November 20）

27 法定デジタル通貨。中国人民銀行（中銀）が広東省深圳市で大規模実証実験を2020年10月に実施

28 中国人民銀行元行長の発言では、「デジタル人民元は今後長期にわたって、既存のスマホ決済アプリと併用する傾向があり、近いうちに代替されることはない」との見方を示した（中国日報、2020年8月27日）

29 JD.comグループのヘルスケアユニットであるJD Healthが資金調達額270億香港ドル（35億米ドル）で、12月8日に上場予定

30 2020年11月16日にコンセプトペーパーを公表し、IPO時の決済期間の短縮化（T+5→T+1）を2022年後半期に目指すことを提案し、2021年1月15日まで意見募集

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償のみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。