

# 홍콩의 중소기업전용 자본시장(GEM)의 상장제도와 규제

김 영 주

(대구대학교 무역학과 조교수)

## [ 특집 ]

「**창조경제**」는 “국민의 상상력과 창의성을 과학기술과 ICT에 접목하여 새로운 산업과 시장을 창출하고, 기존 산업을 강화함으로써 좋은 일자리를 만드는 새로운 경제전략”으로 일컬어지고 있습니다. 이에 최신 외국법제정보는 창조경제가 구현될 수 있도록 지원하고자 주요 외국의 입법례를 소개하고자 합니다.

제5호 창업지원 및 중소기업 경쟁력 강화

제6호 기술·문화·산업간의 연계와 융합

제7호 지식재산의 창출·보호·활용

제8호 중소기업의 회생간소화

## I. 머리말

## II. 홍콩 자본시장의 기본구조

1. 자본시장 개관
2. 자본시장의 규제 체계

## III. 성장기업시장으로서의 GEM 현황

1. GEM의 의의 및 설립배경
2. GEM의 운영구조 및 현황
3. GEM의 특징

## IV. GEM의 상장구조와 규제

1. GEM 상장규칙
2. 상장제도

## V. 맺음말

## 1. 머리말

최근 우리나라는 중소기업의 직접자금조달 창구로서 '코넥스'(Korea New EXchange: KONEX) 시장을 출범시켰다. 중소기업의 역할과 중요성에도 불구하고, 지금까지 자금조달 과정에서 겪는 문제들이 지속적으로 제기되어 왔다. 이에 금융당국은 중소기업의 직접금융 시장에 대한 접근성 확대를 위해, 성장과정에 있는 중소 벤처기업만을 위한 중소기업주식 전문투자자시장으로서의 코넥스시장을 개설한 것이다. 기존의 코스닥 시장은 높은 상장요건으로 인해 중견 기업을 중심으로 운영되고 있었고, 프리보드의 경우 거래가 부진하여 시장으로서의 기능이 위축되는 상황이었다. 즉, 중소기업에 특화된 자금조달 창구로서의 시장이 없었다는 제도적인 이유가 코넥스 시장 설립의 가장 큰 이유인 것이다.

중소기업전용 자본시장의 핵심적 쟁점들은 기업의 상장요건과 상장의 절차적 구조에 따른 각종 관련 법규상의 규제와 관련된다. 즉, 코넥스 시장의 개설에 즈음하여 해당 시장의 상장구조에 대한 면밀한 제도적 이해가 필요한 시기인 것이다. 이와 관련하여 중소기업에 특화된 자본시장을 운용하고 있는 외국의 법제 동향에 대한 분석 및 검토와 그에 따른 제도적 보완 등이 필요하다고 본다. 본 고에서는 이러한 외국의 법제 중 홍콩의 중소기업전용 자본시장법제에 대해 간략하게 살펴보고자 한다.

홍콩의 자본시장은 아시아에서 가장 오래된 역사를 가진 금융시장으로서 그 규모나 지위 측면에서 세계적으로 상당한 수준을 가지고 있다. 홍콩 자본시장은 세계에서 가장 급속히 성장하고 있는 시장 중의 하나이며, 중국 본토의 기업뿐만이 아닌 해외 기업에 있어서도 중요한 자금조달의 장소가 되고 있다. 2012년 기준으로 홍콩거래소(HKEx) 상장기업의 시가총액은 2조 3,760억 달러로 세계 제7위, IPO에 의한 조달금액은 2009년부터 2011년까지 3년 연속 세계 1위를 유지하고 있다. 홍콩은 외국 기업들의 상장수, 증권 회사나 투자자의 다양성 등을 이유로 아시아를 대표하는 국제금융센터로서 기능하고 있으며, 다양한 발행채를 받아들이고 있다. 또한 근래에는 중국 본토를 중심으로 하는 아시아 지역의 주식시장 진출을 고려하는 기업들에 있어 중국 시장으로의 진출창구로서 더욱 주목을 받고 있는 상황이다.

이하에서는 이러한 홍콩 자본시장의 기본적인 구조를 간략히 살펴보고, 중소기업전용 자본시장으로서의 GEM 시장의 현황 및 상장제도에 관하여 검토해 보기로 한다.

### II. 홍콩 자본시장의 기본구조

#### 1. 자본시장 개관

홍콩의 자본시장은 크게 '메인보드 시장'(Main Board Market)과 'GEM 시장'(Growth Enterprise Market)으로 구분될 수 있다. 우선 메인보드 시장은 발행채 종류별로 중국 본토의 기업이 발행하는 H주, 중국 본토기업의 홍콩 법인이 발행하는 레드칩, 그 이외의 홍콩주가 있다. 한편 GEM 시장이란 Growth Enterprise Market의 약어로, 메인보드 이외의 홍콩 증권거래소에 개설된 제2부 시장을 가리키며, 중소형의 신흥기업을 상장 대상으로 하고 있는 신흥시장이다. GEM 시장은 성장기업을 위한 아시아 금융 중심과 중국본토시장에 대한 교두보의 역할을 담당하고자 설립된 것으로, 주로 잠재력 있는 기업을 선별하기 위해 특별히 상장 신청 시 수익성 요건을 두고 있지 않으며, 고수익 고위험을 특성으로 한 시장을 지향하고 있어 일반투자자보다는 전문적인 투자기관을 대상으로 한다.

상장회사의 업종별 구성을 보면, 금융업 31.2%, 통신 16.4%, 건설·부동산업 14.2%, 에너지 7.4%, 서비스업 7.2%, 소비재 6.8%, 정보기술 3.2%, 공익 기업 3.0% 정도이다. 시장동향을 보면, 2003년부터 2007년에 이르기까지 항생지수로 4배 가까이 성장을 기록했다. 특히 중국경제의 호황과 중국 본토 기업들의 신규 주식 공개가 폭증하여, 2009년부터는 뉴욕을 제치고 세계 제1위의 IPO 시장규모를 유지하고 있다. 물론 미국의 서브프라임 사태와 2008년의 세계 금융위기의 영향으로 전반적인 시장하락 기조가 강해졌으나, 타 금융중심지에 비해 빠른 회복세를 보이고 있는 특징도 있다.

주식발행과 관련하여 홍콩거래소의 '증권상장규칙'(listing rules)이 정해져 있고 그 인가 여부에 관하여는 거래소의 소관이다. 다만 증권선물위원회(Securities & Futures Commission: 이하 'SFC'라 한다)도 거래소의 감독권한을 통해서 인가 권한을 가지고 있어 이와 관련한 기능 중복의 문제가 지적되기도 한다.

한편, 홍콩은 파생상품거래량 세계 제1위의 시장구조를 가지고 있다. 수많은 파생상품거래가 행해지는데 예컨대 ETF, REIT, 주식선물, 주식옵션, 항생지수 H주지수 등의 지수선물 옵션, 워런트(신주인수권, 주식, 주가지수, 통화, 증권 바스켓 등이 대상), 타사주 전환사채 등의 ELI(Equity Linked Instrument) 등이 대표적이다.

홍콩 시장의 지수거래와 관련하여서는 시가총액으로 약 7 할을 차지하는 42 종목, H주로 구성되는 H주 지수, 레드칩으로 구성되는 레드칩 지수, 홍콩 증권거래소와 S&P가 공동 개발한 S&P/HKEx GEM 지수 등이 있다. 이밖에도 상공업주 지수, 금융주 지수, 공익사업 지

수, 및 부동산주 지수의 4개의 업종별 지수가 운용된다.

## 2. 자본시장의 규제 체계

### 1) 규제 기관

홍콩 자본시장의 기본적 규제기관은 다음과 같은 3가지이다.<sup>1)</sup>

첫째, 홍콩특별행정구(Hong Kong SAR) 정부에 의한 규제이다. 홍콩정부는 세부적이며 구체적인 감독에 관여하지는 않으나, 금융시스템 전반과 개별적 금융요소에 관한 전략이나 정책결정에 대해 일반적인 책임을 진다.<sup>2)</sup> 예컨대, 홍콩정부는 SFC의 위원장 등을 임명하거나, SFC에 대해 서면에 의한 규제목적을 추진시키거나, SFC의 직무수행에 관한 지시명령을 내릴 수 있으며, SFC에 대해 금융정책 등에 관한 보고를 요구할 수 있다.

둘째, 증권선물위원회(SFC)이다. 홍콩의 금융시장은 증권, 은행, 보험의 각 금융업부분야에 따라 서로 다른 감독 주체가 감독을 하고 있다. SFC는 증권 분야와 관련된 관리·감독을 실시하며, 증권규제에 대한 핵심적인 지위를 가지고 있다. 은행 부문에 대해서는 홍콩통화청(Hong Kong Monetary Authority, HKMA)이, 보험 부문에 대해서는 보험업감리처(Office of the Commissioner of Insurance, OCI)가 주된 감독 기관이다.

셋째, 자율규제기관(Self-Regulatory Organization)이다. 현재 홍콩거래소(HKEx)가 증권 및 선물 시장에 관한 자율규제기관으로서의 지위를 갖고 있다. 이전에는 홍콩증권거래소(SEHK)가 자율규제기관으로서, 금융소비자 보호에 대한 실질적인 규제를 실시하고 있었으나, 2000년 홍콩증권거래소와 청산소가 합병되어, 상당수의 규제권한이 SFC로 이관되었다. 현재는 상장증권에 대한 상장규칙을 통해 SFC와 협의하면서, 상장증권 발행인에 대한 발행·유통공시 규제를 담당하고 있다. 특히 중소기업전용시장으로서 GEM 시장에 대한 실질적인 감독 및 규제는 홍콩거래소(HKEx)에 의하여 이루어진다.

1) Berry Fong-Chung Hsu, et al., Financial Markets in Hong Kong: Law and Practice, Oxford University Press, 2006, at 67.

2) Douglas W. Arner, et al., International Securities Regulation: Hong Kong (edited by Robert C. Rosen et al.), Oceana Publications, 2006, at 13.

### 2) 규제 법규

홍콩 자본시장의 기본적 규제 법규로는 다음과 같은 것들이 있다.

첫째, 홍콩의 자본시장 관련 법제와 관련하여 증권 규제의 포괄적인 기본법률로는 증권선물법(Securities and Futures Ordinance: 이하 'SFO'라 한다)이 있다. 기존에 있었던 10개의 증권관련 법규들을 통합하고 현대화함으로써 2002년 3월 13일 제정된 SFO는 증권업의 진입규제, 업무행위규제, 시장질서 유지 등 증권규제 전반에 관하여 규정한다. 구체적으로는 ① 증권선물업계의 공정·효율·경쟁력·투명성·질서유지, ② 증권선물업계의 작용과 기능에 대한 일반 금융투자자의 이해 촉진, ③ 일반 금융투자자의 보호, ④ 증권선물업계에서의 불법행위 또는 불공정거래행위의 억제, ⑤ 금융시장의 시스템리스크 방지, ⑥ 증권선물업계에 관한 적절한 금융정책을 통해 금융안정화의 유지도모 등을 규정한다.

둘째, SFO상의 수권에 근거하여 SFC가 제정한 하위법률(subsidiary legislation)이다. SFO 제397조는 다양한 사항에 관하여 SFC에 규칙제정권을 부여하고 있다. 또한 SFO 제148조는 금융투자자의 증권을 업무취급에 관하여도 SFC의 규칙제정을 인정한다.

셋째, SFC가 제정하는 다양한 준칙(Code) 및 가이드라인(Guideline)이다. SFO는 SFC에게 홍콩 자본시장의 중추적 규제기관으로서의 지위를 인정하고 상당한 권한을 부여하고 있다. 예컨대, SFO 제399조에서는 SFC가 증권감독의 목적을 촉진하기 위하여, SFO의 각 조항의 시행에 관한 준칙 및 가이드라인을 공표할 수 있다고 규정한다. 준칙 및 가이드라인은 법령으로서의 효력이나 법적 강제력을 가진 것은 아니지만, 증권업자가 이에 위반하는 경우, 해당 증권업자는 그 업무경영의 적합성 및 적절성(fitness and properness)이 불충분한 것으로 인정되어, SFC에 의한 처분 대상이 될 수 있다.<sup>3)</sup>

넷째, 자율규제기관인 HKEx에서 제정하는 증권업관련 각종 규칙이다. 대표적으로는 HKEx가 제정한 상장규칙(Listing Rules)이 있고, 이는 증권의 발행 및 유통에 관한 일반적 시행·공시·관리·감독 사항을 규정한다. HKEx는 메인보드 시장에서의 상장규칙과 중소기업전용시장으로서의 GEM 시장에서의 상장규칙을 각각 제정하여 시행하고 있다. 이러한 상장규칙도 법률적 강제력이 있는 것은 아니지만, SFO의 수권조항에 의해 제정된 것이며 위반시에는 상장의 폐지 나아가 행정처분 또는 민·형사상의 책임이 부과된다.

이와 같은 홍콩 자본시장의 규제체계와 관련하여 증권업의 실무에 있어서 어떠한 규제법

3) Hong Kong Securities Institute (HKSI), Fundamentals of Securities and Future Regulation, HKSI, 2006, at 1-20.

규가 중요한 의미를 갖는가는 사항에 따라 다양하다. 예컨대, 공매도 금지에 대해서는 SFO 자체에서 매우 구체적인 조항들을 마련해 두고 있다. 금융투자자의 자산·권리보호에 관하여는 SFO의 수권입법에 의해 SFC가 제정한 규칙에서 자세한 규정들이 있다. 증권업자의 행위규제에 관하여도 SFC가 제정한 업무행위준칙 등에 의하여 규율된다. SFO 제168조는 SFC의 규칙제정권을 인정하고 있고, 제169조는 증권업자의 업무시행과 관련되는 실무적 사항 및 행위기준 지침에 관한 업무행위준칙(Code of Conduct)을 공표할 수 있다고 규정한다. 따라서 증권업자의 영업행위규제와 관련하여서는 SFC의 이러한 업무행위준칙이 중요한 의미를 가진다.

한편 증권의 상장 및 공시와 관련한 부분은 HKEx가 제정한 상장규칙 및 공시규칙 등이 실무적으로 중시될 것이다. GEM 시장에서의 증권상장 및 정보공시 등은 대부분 HKEx의 상장규칙에 의하여 규율된다. 이외에도 SFC의 특정 사항에 관한 유권해석·입장이나 견해표명 등과 관련하여 회람집(circulars)<sup>4)</sup> 또한 규제체계상의 해석기준으로 인정될 수 있다.

### III. 성장기업시장으로서의 GEM 현황

#### 1. GEM의 의의 및 설립배경

홍콩의 자본시장은 메인보드 시장과 GEM 시장으로 구분된다. GEM 시장은 Growing Enterprise Market의 약어로서, 영어의 문자 그대로 ‘성장기업(Growing Enterprise)을 위한 시장’을 의미한다. 즉, 경영실적이나 대규모 자산을 가지지 않는 신흥의 성장가능성이 높은 벤처기업을 대상으로 하는 자본시장이라고 할 수 있다. 1971년부터 첫 거래가 시작된 미국의 NASDAQ 시장을 대표로 한 신흥 증권시장은 1980년대와 1990년대를 거치면서 세계 각국에 확산·개설되어 급속한 성장을 이루었다. 홍콩에서도 이러한 신흥시장의 성장기조에 힘입어, 성장가능성이 높은 중소기업의 자금조달 창구로서 GEM 시장이라는 신흥시장이 1999년 11월 설립되었다.

신흥시장의 개념을 시장의 목적에 준하여 판단한다면, ‘성장기업을 위한 시장’이라는 의

4) 예를 들어, 2007년 5월 SFC가 발간한 Circular to All Licensed Corporations: Questions and Answers on Suitability Obligations에서는 증권업자의 적합성 원칙에 대한 SFC의 해석이 제시되고 있다.

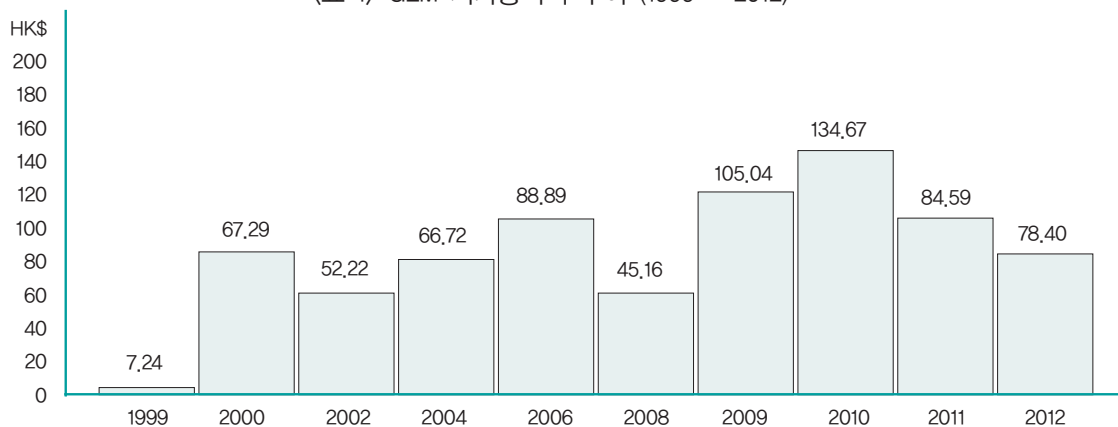
미는 시장의 형태를 불문하고 기존의 증권시장과는 구별하여, 성장 또는 벤처 기업을 대상으로 새롭게 설립된 시장을 가리키는 것으로 볼 수 있다. 모든 중소기업 자체가 단순히 성장 기업이라는 범주에 포함되는 것은 아니다. 다만 거시적인 틀의 개념범위 안에서 성장기업시장이란 이른바 ‘중소기업 전용시장’이라는 맥락으로 이해되어도 무리가 없다고 본다. GEM은 종래의 홍콩증권시장인 메인보드 시장과 동일한 매매 시스템을 사용하며, 독자적인 조직과 상장규칙을 갖고 있는 증권시장으로서 장외시장이 아니다. 즉, 보다 특별한 지위를 갖는 제2부 시장으로서 의미를 갖고 있다고 본다.

### 2. GEM의 운영구조 및 현황

GEM은 SEHK에 의해 운영되며 SFC의 감독을 받는다. SFC는 GEM 시장의 모든 상장규칙 제정권과 관련된 추가권한을 GEM 상장위원회(GEM Listing Committee)에 위임하고 있다. GEM 상장위원회의 구성원은 업계의 실무자, 상장회사 대표, 산업 전문가 등으로 구성되어 있다. 또한 GEM 시장 운영의 핵심은 시장의 공정성·안정성·효율성 등을 확보하는 것으로 초점이 맞추어져 있다.

1999년 창설된 GEM은 2000년 초반 IT 산업혁명에 따른 벤처회사의 증가와 함께 시장 규모가 급격히 확대되었다. 2002년에는 IT 산업의 거품붕괴로 그 규모는 다시 감소세로 돌아섰으나, 경기활황의 영향을 받아 2007년에는 다시 그 규모가 급증하였다. 그러나 2008년 금융위기로 인해 시가총액 자체가 4분의 1 규모로 위축되었고, 2010년에 다시 사상 최고치의 규모로 확대되었다가 2012년 현재는 소폭의 하락세 경향을 띠고 있다.

〈표 1〉 GEM 시가총액의 추이 (1999 - 2012)<sup>5)</sup>



5) HKEx Fact Book 2012, at 512.

GEM에 상장된 증권들을 산업별로 분류하면, 정보기술산업주가 가장 큰 비율을 차지한다. 2012년을 기준으로 보면 정보기술산업주가 30.68%, 서비스 관련주가 22.64%, 소비자재 관련주가 13.72%의 순으로 나타나고 있다.

〈표 2〉 GEM 상장주식의 산업별 비율 (2008 - 2012)

	2008	2009	2010	2011	2012
에너지	1,760 (3.90%)	4,066 (3.87%)	1,468 (1.09%)	3,645 (4.31%)	2,701 (3.45%)
원자재	2,913 (6.45%)	15,423 (14.66%)	24,258 (18.01%)	9,617 (11.37%)	7,347 (9.37%)
산업재	1,720 (3.81%)	2,007 (1.91%)	7,173 (5.33%)	5,673 (6.71%)	3,069 (3.94%)
소비재	11,232 (24.87%)	23,776 (22.64%)	23,351 (17.34%)	10,599 (12.53%)	10,752 (13.72%)
서비스	9,989 (22.12%)	20,378 (19.40%)	22,223 (16.50%)	11,044 (13.06%)	17,749 (22.64%)
통신	49 (0.11%)	2,261 (2.15%)	1,312 (0.97%)	170 (0.20%)	608 (0.78%)
시설·설비	999 (2.21%)	7,283 (6.93%)	5,603 (4.16%)	4,039 (4.78%)	3,376 (4.31%)
금융	1,149 (2.54%)	1,676 (1.60%)	5,074 (3.77%)	3,958 (4.68%)	7,053 (9.00%)
부동산·건설	433 (0.96%)	4,951 (4.71%)	2,632 (1.95%)	3,454 (4.08%)	1,664 (2.12%)
정보기술	14,915 (33.03%)	23,152 (22.04%)	40,338 (29.95%)	31,909 (37.72%)	24,056 (30.68%)
복합산업	- (0.00%)	57 (0.05%)	1,237 (0.92%)	474 (0.56%)	- (0.00%)
합계	45,164 (100%)	105,036 (100%)	134,674 (100%)	84,589 (100%)	78,393 (100%)

단위: 백만 HK\$

한편 GEM에 상장된 주식을 그 유형별로 구분하면, 전체적으로 보통주가 압도적인 비율을 차지하고 있다. 2008년부터 2012년 현재까지 매년 10여개 정도의 성장기업들이 상장을 지속하고 있고 일반적으로 보통주로서 상장되고 있는 형편이다.

〈표 3〉 GEM 상장주식의 유형 (2008 - 2012)

	2008	2009	2010	2011	2012
보통주	174	169	169	170	179
우선주	0	0	0	0	0
워런트	3	1	1	2	1
- 주식워런트	3	1	1	2	1
- 파생워런트	0	0	0	0	0
합계	177	175	170	172	180

### 3. GEM의 특징

GEM은 엄격한 정보공시 체계에 기반하여 ‘매수자 위험부담’(buyers beware) 및 ‘시장불개입’(let the market decide) 원칙하에 운영되고 있다. GEM 상장규칙과 상장요건 등은 이



러한 원칙하에 발행사, 스폰서 등의 개별적 자기책임이라는 자율규제 시스템에 근거하고 있다. 다음은 구체적인 GEM 시장의 특징들이다.<sup>6)</sup>

첫째, GEM은 엄격한 정보공시요건을 요구한다. GEM에 상장을 희망하는 기업은 상장 후 2년간에 어떠한 사업 분야로 진출할 것인지 또는 어떠한 제품을 개발해 수익을 취할 것인지와 같은 사업전개의 원안과 그 목표의 수행과정에 대해 상장 신청에 상세히 기재하여야 한다. 즉, 일종의 상장기준과 관련된 상장희망기업의 의무사항으로서 정보공시가 이루어진다. 반면에 메인보드 시장에서는 이와 같은 규정은 특별히 없고, 향후 계획의 개요를 제출하면 충분할 뿐이다. 또한 기업의 상장 후 최초 2개의 회계연도간 6개월마다 정보의 계속개시 시점에서 상장 신청 전의 기업의 영업목표와 실질적인 현재의 영업실적상황을 비교하여 공시할 것을 요구하고 있다. 메인보드 시장에서도 6개월마다 정보의 계속개시가 요구되고 있으나, GEM과 같은 영업실적의 비교 공시 부분은 강제되고 있지 않다. GEM에서는 4분기 별로 정보개시 의무가 요구되고 있다. 이는 투자자로 하여금 GEM 상장기업의 최신 정보를 입수할 수 있게끔 한 제도적 취지이다.

둘째, GEM의 가장 독특한 특징 중의 하나로 보증추천인(sponsor) 제도를 마련하고 있다. GEM 상장과 관련하여 보증추천인(또는 보증추천기구), 상장신청서를 거래소에 제출하기 전에 해당 기업이 GEM의 상장에 적합하고 적절한 것인지 신청서류의 실질심사를 행한다. 또한 상장신청서 및 그 외 관련 상장서류, 거래소와의 교섭, 신청 시 생기는 모든 문제에 대하여도 스폰서는 해당 기업을 보조하여야 한다. 상장 이후, 상장한 해의 나머지의 회계연도 및 그 후 2개 회계연도간 보증추천인은 상장기업의 자문역할을 담당한다. 2년의 기간경과로 보증추천인의 역할은 종료하게 되는데, 증권거래소는 그 기간 종료 후에도 보증추천인이 지속적으로 보조해 줄 것을 요구하고 있다. 보증추천인은 업무 및 책무 수행 때문에 관련된 부분의 지식과 경험이 많은 경험을 가지는 기업에서 요구되고 있다.

셋째, GEM에 상장을 희망하는 기업은 GEM 상장규칙(Listing Rules)상의 기업지배구조 요건과 이에 부수적인 합리적인 기업관행을 충족시켜야 한다. 기업지배구조의 적합성 여부는 해당 기업이 재무·회계와 관련한 적절한 감사 체계를 갖추고 있는지, 준법감시인 제도의 역할 체계의 효율성 여부, 2인 이상의 사외이사와 감사위원회의 설치 여부 등 GEM 상장규칙상의 구체적인 지배구조 요건으로 심사된다. 또한 상장 후, 상장기업은 최초 2년 동안에

6) <[http://www.hkgem.com/gem.asp?f0=http%3A//www.hkgem.com/root/e\\_top.asp&f1=http%3A//www.hkgem.com/aboutgem/e\\_menu.htm&f2=http%3A//www.hkgem.com/aboutgem/e\\_main.htm](http://www.hkgem.com/gem.asp?f0=http%3A//www.hkgem.com/root/e_top.asp&f1=http%3A//www.hkgem.com/aboutgem/e_menu.htm&f2=http%3A//www.hkgem.com/aboutgem/e_main.htm)> (2013. 5. 27. 최종방문).

는 기업업무의 자문 및 보조를 위한 보증추천인을 두어야 한다.

## IV. GEM의 상장구조와 규제

### 1. GEM 상장규칙

홍콩의 중소기업전용 주식시장은 GEM으로 명명되는 성장기업시장이며, 기업의 증권 발행과 상장 및 정보공시 등의 세부적인 운영과 절차는 GEM 상장규칙(Listing Rules)에 의해 규율된다. GEM 상장규칙은 1999년 GEM 시장의 성립과 함께 제정되어, 매년 2-3차례의 소폭 개정을 포함하여 현재까지 40여 차례이상 개정되어 운용되고 있다. GEM 상장규칙은 메인보드 시장의 상장규칙과는 구분되므로, 증권거래소라는 동일한 유관기관에 의하여 관리 및 운영되고는 있으나, 오직 GEM 시장에만 적용된다. 또한 이는 거래소의 옵션거래규칙 또는 옵션결제규칙상에서 정의되는 옵션거래에는 적용되지 않는다.

### 2. 상장제도

#### 1) 일반원칙

GEM 상장규칙은 투자자들로 하여금 GEM 시장에서의 '신뢰'를 보장하기 위하여 제정된 것으로, 다음과 같은 일반원칙들을 제시한다.<sup>7)</sup> ① 성장기업을 위한 적절한 상장 절차를 마련한다. ② 증권의 발행과 매매는 공정하게 이루어지도록 하며, 증권의 발행과 관련한 발행 회사의 자산·채무 등의 투자관련 정보는 잠재적 투자자들에게 충분히 공시되어야 한다. ③ 상장된 기업의 투자정보 또한 지속적으로 투자자에게 공시되어야 한다. ④ GEM 시장의 모든 투자자는 공정하고 공평하게 취급된다. ⑤ GEM에 상장된 상장법인의 이사는 주주의 전반적인 이익을 위해 행위하여야 한다. ⑥ 상장회사가 신주상장을 하는 경우에는 우선 기존 주주에게 이에 대한 인수기회를 제공하여야 한다.

GEM 상장규칙은 상장과 관련하여, 절대적 규칙은 아니므로 증권거래소는 추가조건을 부

7) GEM 상장규칙 제2.06조.

과할 수 있고, 특정한 상황 하에서는 상장규칙의 적절한 예외를 인정할 수 있다. 즉, 증권거래소는 재량에 의해 특정 사안에 대하여는 상장규칙을 수정적용하거나 그 적용을 배제할 수 있다. 다만 이 경우에는 SFC의 사전승인을 얻어야 한다. GEM 상장기준에 관한 적합성 여부는 다양한 요소에 의하여 판단된다. 신규상장신청법인은 상장규칙에 부합한다는 사실이 GEM 시장의 상장 적합성을 보장하는 것은 아니라는 점을 인식하여야 한다. 어디까지나 신규상장의 인가절차는 증권거래소가 담당하고 있다. 즉, 증권거래소는 GEM 상장규칙 제 2.06조의 일반원칙에 부합하는 범위 내에서 상장심사와 기준 및 인가의 재량권을 갖는다.

기본적으로 GEM은 메인보드 시장보다 고수익·고위험을 창출하는 성장기업을 위해 고안된 자본시장이므로, GEM 상장규칙도 이러한 목적에 부응하는 규율체계를 가지고 있다.<sup>8)</sup> 또한 GEM 상장규칙은 고위험을 담보할 수 있도록 엄격한 정보공시 체계를 갖추고 있다. 정보공시는 GEM 상장회사의 지속적 의무로서 요구되고 있고, 이를 위반하면 상장폐지의 사유가 되거나 또는 행정처분의 대상이 된다.

### 2) 상장의 방식

SFO상 유가증권을 홍콩증권거래소에서 매매할 수 있도록 등록하는 것을 상장(listing)이라 하고 매매대상으로 인정된 증권을 상장증권이라 한다. 또한 상장증권을 발행한 회사를 상장회사 또는 상장법인이라고 한다. SFO는 GEM 시장에 상장할 증권의 유형, 심사기준 및 상장절차에 관한 사항을 홍콩증권거래소에게 정하도록 위임하고 있다(SFO 제23조). 거래소는 이에 따라 상장규정에 상장심사의 기준과 상장심사에 관한 세부적 사항을 규정하고 있다. GEM 시장의 상장을 위해서는 그것이 신규상장이든 신주상장이든 홍콩증권거래소의 승인을 필요로 한다.

GEM 시장에는 주식, 채권, 옵션, 워런트, 전환사채 등을 상장할 수 있다. 메인보드 시장이 주식, 예탁증권, 채권, 제3자 파생상품 (third party derivatives), 뮤추얼펀드, 홍콩주식예탁증권(Hong Kong Depositary Receipts, HDRs) 등을 상장할 수 있는 것과는 다르다.

GEM 상장규칙은 지분증권과 채무증권을 나누어 상장방식을 규정한다. 우선, GEM 시장에 지분증권을 신규상장하고자 하는 회사는 ① 모집, ② 매출, ③ 사모, ④ 직상장, ⑤ 기타 거래소에서 지정한 방식 등의 방법으로 상장할 수 있다. 지분증권의 모든 상장방식은 GEM

8) GEM 상장규칙 제2.12조.

상장규칙 제14장에 따른 상장요건에 부합한 상장서류(listing documents)를 제출해야 하며, 상장규칙 제16장에 따라 상장공고(publication)를 하여야 한다.

한편 채무증권은 ① 발행사의 지분증권이 GEM 시장에 이미 상장되어 있거나 동시 상장되는 경우, 또는 ② 발행사의 모기업의 지분증권이 GEM 시장에 이미 상장되어 있거나 동시 상장되는 경우에 한하여 GEM 상장이 가능하다. 채무증권의 경우에도 ① 모집, ② 매출, ③ 사모, ④ 주식의 교환, 대체, 전환, ⑤ 기타 거래소에서 지정한 방식 등의 방법으로 상장할 수 있다. 채무증권의 상장방식은 GEM 상장규칙 제27장의 기본상장요건에 부합하여야 하며, 관련 상장서류가 제출되어야 한다. 또한 상장규칙 제29장에 따른 상장공고를 하여야 한다.

### 3) 상장요건

#### (1) 재무요건

GEM 시장에 상장하기 위해서는 우선 다음과 같은 두 가지의 재무요건(financial requirements)이 필요하다.<sup>9)</sup>

첫째, 신규상장 신청회사는 일반적이며 통상적인 영업활동으로 인한 회사의 현금흐름이 상장시점의 직전 2 회계연도 합계 2천만 홍콩달러 이상이어야 한다.

둘째, 시가총액은 상장시점 최소 1억 홍콩달러이어야 한다.

이러한 GEM상의 재무요건은 엄격한 재무요건을 충족시켜야 하는 메인보드 시장과는 다르다. 메인보드 상장의 재무요건으로, 상장신청인은 다음의 세 가지 요건 중 하나를 충족시켜야 한다. 첫째, ① 순이익요건으로 최근 3 회계연도 합계 5천만 홍콩달러 이상이며(단, 이익액이 최근 연도 2천만 홍콩 달러이면서, 이전 2개년도 합계 3천만 홍콩 달러 이상), ② 시가총액은 상장시점에 2억 홍콩 달러 이상이어야 한다. 둘째, ① 회사의 시가총액이 상장시점에 40억 홍콩 달러 이상이어야 하며, ② 매출액이 최근 회계연도 5억 홍콩 달러 이상이어야 한다. 셋째, ① 회사의 시가총액이 상장시점에 20억 홍콩 달러 이상이어야 하고, ② 매출액이 직전 회계연도 5천만 홍콩 달러 이상이어야 하며, ③ 현금흐름이 3 회계연도 영업활동 기준으로 최소 1억 홍콩 달러 이상이어야 한다.

9) GEM 상장규칙 제11.12A조 (1).

### (2) 회계기준

일반적으로 홍콩증권시장의 상장을 위해서는 신규상장신청인은 국제회계기준(International Financial Reporting Standards, IFRS)이나 홍콩회계기준(Hong Kong Financial Reporting Standards)을 준수하여야 한다. 이는 메인보드 상장과 GEM 상장에 모두 요구된다. 특히 GEM 시장의 상장과 관련하여 신규상장신청인의 증권이 뉴욕증권거래소 또는 나스닥 시장(NASDAQ National Market System)에 상장되어 있거나 혹은 동시 상장하는 경우, 미국회계기준(US GAAP)상의 규정을 준수하는 것도 무방하다.

메인보드 시장의 신규상장신청인 또한 미국회계기준상의 규정에 따르는 것이 인정된다. 나아가 개별적 상황에 따라 증권거래소에 의해 승인된 적절한 기타의 회계기준 역시 인정된다.

### (3) 상장의 적합성

증권거래소는 증권발행회사와 회사 영업 자체가 상장기준과 관련한 적합성 여부를 충족하는지 심사하여야 한다. GEM의 신규상장신청회사는 영업자산이 전반적으로 또는 실질적인 현금으로 구성되어 있어야 하며, 단기증권(short-dated securities)에 해당하는 영업자산은 상장기준에 부적합한 것으로 평가된다.

### (4) 설립경과연수 및 지배구조

GEM 시장의 신규상장신청회사는 다음과 같은 설립경과연수와 기업지배구조 요건을 충족해야 한다. 첫째, 최소한 2개 회계연도간 실질적으로 동일한 경영진에 의하여 회사가 운영되어야 하며, 이와 관련한 주요한 영업실적이 있어야 한다. 둘째, 상장신청서 제출일의 전일로부터 최소 2개 회계연도간 회사의 소유구조와 지배권의 연속성이 인정되어야 한다. 그러나 증권거래소는, ① 신규상장신청회사가 새롭게 형성된 프로젝트 회사인 경우이거나 또는 ② 천연자원개발회사인 경우, GEM 상장의 설립경과연수 및 기업지배구조 요건을 1개 회계연도 혹은 기타 단기의 기간으로 조정하거나 아예 이 요건을 배제할 수 있다.

한편 메인보드 시장의 경우에는 설립경과연수와 기업지배구조 요건이 보다 까다롭다. 신규신청회사는 설립경과 후 ① 직전 3개 회계연도간 지배구조의 변동이 없어야 하며, ② 최소 3개 회계연도간 회사의 소유구조와 지배권의 연속성이 인정되어야 한다. 다만, 메인보드 상장의 재무요건 중 시가총액/매출액 요건을 충족시키는 경우에는 설립경과연수가 3년이 초과되지 아니하여도 상장신청이 가능하다. 이 경우에 신규상장신청회사는 ① 경영진이 동종 업종에서 최소한 3년 이상의 경험을 가지고 있거나, ② 최근 연도의 지배구조의 연속성

을 입증하여야 한다.

(5) 최소시가총액

GEM 시장의 신규상장신청회사는 상장시점 1억 홍콩달러 이상의 최소시가총액(minimum market capitalisation)이 요구된다. 반면에 메인보드 상장의 경우에는 상장 시 2억 홍콩달러 이상의 최소시가총액이 요구된다.

한편 최소시가총액상 공모비율에 관하여는 GEM 시장의 경우에는 최소 3천만 홍콩달러 이상, 메인보드 시장의 경우에는 최소 5천만 홍콩달러 이상의 비율 분포가 필요하다.

(6) 공모비율

GEM 시장의 신규상장신청회사는 발행주식총수의 최소 25% 이상을 일반주주 지분율(또는 최소시가총액상 3천만 홍콩달러 이상의 공모비율)로 유지하여야 한다. 상장 시 시가총액이 100억 홍콩달러 이상이 예상되는 발행사의 경우, 거래소는 더 낮은 공모비율인 15 ~ 25% 사이의 비율도 인정할 수 있다. 이와 같은 최소 일반주주 지분율은 동 회사가 상장되어 있는 한 항상 유지되어야 한다.

(7) 주주분산요건

GEM 시장의 신규상장신청회사는 최소 100인 이상의 주주에게株式이 분산되어야 한다. 다만, ① 옵션, 워런트, 또는 이와 유사한株式에 의한 증권인 경우, ② 이러한 증권이 무상교부 방식으로 발행회사의 주주에게 제공되는 경우, ③ 무상교부전의 5년간 특정 주주에게 발행株式이 집중된 상황이 아닌 경우에는 예외이다. 한편 메인보드 상장의 경우에는 최소 300인 이상의 주주에게 해당株式이 분산되어야 한다. 상장 시 3대 대주주가 수익소유(beneficially owned)한 일반주주 보유株式은 50% 이하여야 한다.

GEM에서는 주식인수(underwriting)가 강제조건이 아니다. 다만 발행사가 조달하려는 새로운 자본이 완전인수(fully underwritten)되지 않은 경우, 투자설명서(prospectus)에 기재된 최소 청약물량 이상이 조달되어야만 상장될 수 있다. 반면에 메인보드에서는 일반 주주의 보유株式분이 완전히 인수 되어야 한다.

(8) 경쟁사업분야

GEM 상장신청회사의 이사 또는 최대주주가 해당 회사와 이해관계가 있는 경쟁사업을 영위하는 것은 원칙적으로 허용된다. 다만 이 경우 신규상장을 위해 회사는 이러한 사실을

사업설명서에 전면 공개하여야 하며, 이사회 지배주주와 관련한 모든 영업 관련 정보도 공시하여야 하고, 상장 후, 매 사업연도에 사업보고서(annual report), 반기보고서(half-year report) 및 분기보고서(quarterly reports) 등의 계속공시를 통하여 투자자에게 고지되도록 하여야 한다.

### (9) 보증추천인·준법자문인의 선임

GEM 상장신청회사는 최초 상장을 위하여 보증추천인(sponsor)을 반드시 선임하여야 한다. 이는 메인보드 상장의 경우에도 마찬가지이다.

보증추천인은 발행회사의 상장과 관련한 추천업무를 수행하고, 발행 이후의 회사가 정보공시·운영규범·업무준칙 등을 준수할 수 있도록 지속적으로 감독하여야 한다. 또한 발행인의 증권발행상장 추천업무를 진행할 경우에는 신의칙과 충실의무에 기반하여야 하고, SFC가 보증추천인에게 조사업무를 요구할 때에는 충실이 협조하여야 한다. 정보공시와 발행약정에 대한 발행회사의 규율준수와 증권시장 진입 시의 법규준수 사항 및 계획을 확인하고 수립하여야 한다. 보증추천인이 발행인의 증권상장 추천업무를 수행함에 있어서는 ① 해당 증권상장이 SFO 및 증권거래소 상장규칙에 적합성을 갖는지 여부, ② 증권상장 이후의 계속공시 사항 및 관련 법규의 준수에 관한 구체적 계획, ③ 보증추천인과 발행회사와의 이해관계, ④ 관련 발행약정 사항, ⑤ SFC 또는 증권거래소가 요구하는 기타 사항 등을 기재한 상장보증추천서 및 증권거래소에서 요구하는 보증추천 관련 서류를 제출하여야 하고, SFC에 이를 보고하여야 한다.

한편 GEM의 주권상장회사는 신주상장의 개시기간 및 종료기간에 회사의 업무규칙·영업규범·정보공시 등의 준수여부와 관련하여, 준법자문인(compliance adviser)을 반드시 선임하여야 한다. 준법자문인은 SFO상 기업재무자문과 관련하여 등록된 특정 회사 또는 공인 금융기관을 의미하는 바, 독립적인 의무이행이 보장된다.

### (10) 2차 상장의 금지

GEM에서는 동시상장(dual listing)은 허용되지만 2차 상장(secondary listing)은 허용되지 않는다.<sup>10)</sup> 반면에 메인보드에서는 동시상장과 2차 상장이 모두 인정된다.

10) 외국법인이 본국 거래소에 상장 없이 홍콩증권시장에 최초로 상장되는 것을 1차 상장이라 하며, 본국에 이미 상장되어 있는 외국법인이 홍콩증권시장에 상장되는 것을 2차 상장이라고 한다.

#### 4) 상장절차

GEM 상장규칙에 따른 상장요건을 충족한 이후, 증권거래소에 상장을 신청하면 거래소의 상장위원회는 상장심사절차를 진행한다. 상장이 승인되면 상장신청인과 증권거래소는 상장협의를 작성하고 상장을 공고함으로써 상장절차는 완료된다. 만약 상장이 거부되면, 상장신청회사는 상장위원회에 이의제기를 할 수 있다.

GEM 상장과 관련하여 중요한 점은 신규상장신청회사가 선임한 보증추천인의 역할이다. 보증추천인은 상장의 예비심사적 기능을 행사하는데, 해당 신청회사가 상장적격이라는 판단을 내리면 증권거래소의 이의가 없는 한 비교적 단기간에 상장절차가 완료된다. 보증추천인 역시 증권거래소에 의해 인가받은 기관이므로, 실무적으로는 보증추천인의 상장적격 판단이 일차적으로 존중되고 있다.

보증추천인은 상장신청회사의 GEM 상장준비업무를 인수하기 이전에 해당 신청회사에 대한 기업실사(due diligence) 절차를 진행할 수 있다. 이는 보증추천인의 상장준비업무 인수의 적격성 판단을 위한 것이다. 기업실사의 결과 해당 신청회사의 사업내용이나 지배구조 체제에 치유할 수 없는 심각한 결함이 있는 경우, 보증추천인은 해당 상장준비업무의 인수를 거절하거나 사임할 수 있다. GEM 상장은 보증추천인에 의한 상장절차가 중심이 되기 때문에 상장신청회사의 입장에서는 이러한 보증추천인의 기업실사가 매우 중요한 위치를 차지한다. 실무적으로도 기업실사는 신청회사에게 대량의 서류제출을 요구되고 상당한 수준의 조사절차가 진행된다. 기업실사의 구체적인 범위에 관하여는 증권거래소가 지정한 특별한 규정은 없으나 GEM 상장규칙 실무편람(Practice Note) 2에 기본적인 사항이 마련되어 있다.

GEM의 상장절차와 메인보드의 상장은 최종적인 상장승인기관이 다르다는 점에서 주요한 차이가 있다. GEM 상장의 경우는 거래소의 상장부서(listing division)가 최종 승인권을 갖고 있으나, 메인보드의 경우에는 상장부서의 승인 이후, 상장위원회(listing committee)의 승인도 얻어야 한다.

GEM 상장의 경우 거래소의 상장부서의 상장심사에는 평균 약 11~13주를 필요로 하며, 총 상장절차는 짧게는 6개월에서 길게는 12개월 정도가 걸리는 것으로 보고되고 있다. 만약



상장이 거절되면, 상장신청회사는 상장위원회에 재심사를 요청할 수 있다.<sup>11)</sup> 상장거부 이후, 재심에 의하여 상장승인이 된 경우에는 그 이유에 관한 부분을 위험요소(Risk Factor)로서 사업설명서에 명시하여야 한다.

한편 GEM 상장과 관련한 상장서류로는 상장회사의 주요영업활동 실적보고서, 사업목표 계획서, 2개 회계연도의 회계보고서(면제대상 회사의 경우에는 제외), 재무보고서, 감사보고서, 인수계약서, 준법자문인 계약서, 인수인간 계약서, 손실보상 계약서(deed of indemnity), 수신은행 계약서, 실사검증보고서(verification notes) 등이 해당된다.

주요영업활동 실적보고에는 영업성과에 대한 재무적(quantitative) 및 비재무적(qualitative) 정보가 기재되어야 하며 정보를 공개하여야 한다. 이와 관련하여 상장 전 2 회계연도(경우에 따라서는 1 회계연도)의 감사보고서가 필요하다. 감사보고서는 홍콩회계기준 또는 국제회계기준에 의거하여 작성하여야 하며, 뉴욕증권거래소나 나스닥에 동시상장된 경우에는 미국회계기준에 의거하여 작성할 수 있다.

사업목표와 관련하여 상장신청회사는 각 주요 영업활동과 각 제품 및 서비스에 대한 사업목표를 자세한 정보와 모든 근거 및 가정을 들어서 상세히 설명하여야 한다. 나아가 각 사업목표 별로 상세한 자금사용목적도 제시되어야 한다.

### 5) 메인보드 시장으로의 이전

GEM은 Growth Enterprise Market라는 문자 그대로 신흥기업 내지는 성장기업을 대상으로 한 증권시장이지만, 메인보드에 상장하는 전 단계로서의 제2부 시장의 기능도 가지고 있다. 즉, 상장기업은 GEM 상장에 의하여 일정한 자금조달을 실시하고, 사업의 새로운 성장발전을 견인할 수 있다. 동시에 공개기업이 됨으로써 기업지배구조나 준법절차의 준수, 정보공시 등의 사항들을 유지·관리함에 있어 비공개기업에 비해 우월한 위치를 차지하게 된다.

GEM에 상장된 회사는 보다 큰 수익성과 보다 나은 자금조달의 규모나 회사의 평판·지위를 목적으로 메인보드 시장에 이행할 수 있다. 이렇게 GEM에서 메인보드로 이전하기 위해서는 기본적으로 ① 메인보드의 상장기준을 모두 충족해야 하며, 동시에 ② GEM 상장 이후 1년이 경과해야 한다. 종래에는 GEM에서 메인보드로의 전환절차가 까다롭게 진행되었

11) 메인보드 상장의 경우에는 상장심사가 두 단계에 걸쳐 진행되므로, 만약 거래소의 상장부서에서 상장승인을 얻었으나, 상장위원회의 히어링(Hearing)에서는 거부관정을 받은 경우, 상장신청회사는 상장심사위원회(Listing Review Committee)에 재심사를 요청할 수 있다.

으나, 2008년 증권거래소는 관련 규칙을 개정하여 비교적 용이한 이전절차를 마련해 두었다. 구체적으로 다음과 같은 점들이 개정되었다.

첫째, 보증추천인·준법자문인 제도의 선임절차가 생략되었다. 종래에는 GEM에서 메인보드로 이전하기 위해 보증추천인 또는 준법자문인의 선임이 필수적이었으나 이러한 선임요건이 폐지되었다. 둘째, 상장신청서류의 제출이 폐지되었다. 종래에는 GEM에서 메인보드로 이전하기 위해 새로운 상장신청서류가 필요하였으나 이 요건이 폐지되었다. 다만 이전을 위해서는 증권거래소에 대해 관련 사항을 고지(announcement)할 필요가 있다. 셋째, 상장승인절차들이 간소화되었다. 종래에는 GEM에서 메인보드로 이전하기 위해 GEM의 상장폐지승인절차가 필요하였으나 이러한 승인절차가 폐지되었다. 메인보드 상장 시에는 증권거래소 상장위원회의 심사를 받아야 한다. 넷째, 메인보드 상장수수료가 절감되었다. GEM에서 메인보드로 이전하는 경우에는 메인보드의 상장수수료가 기본 수수료의 반액으로 감액된다.

## V. 맺음말

이상에서는 홍콩의 중소기업전용 자본시장으로서의 지위를 갖는 GEM 시장과 관련하여, 그 시장구조와 상장요건 및 상장절차에 관한 부분들을 개괄해 보았다. GEM 시장의 상장구조를 살펴본 결과, 새롭게 출범한 우리나라의 코넥스 시장과 그 규모나 자금조달적 역할에 비추어 정확하게 매칭된다고는 볼 수 없을 것이다. 다만, 중소기업 금융의 현황과 특성에 기반한 GEM 시장의 운용 및 상장절차에 관하여는 주목할 필요가 있다.

제도적 인프라로서 홍콩의 GEM 상장제도는 중소 벤처기업의 직접금융 조달경로로서의 기본적 플랫폼 역할을 하고 있다. 메인보드 진입 이전단계에서 일종의 모험적 자본이 원활히 공급될 수 있도록 하는 상장구조의 탄력성을 갖추고 있으면서도 동시에 엄격한 규제요건들도 유지하고 있다. 또한 GEM은 투자범위나 상장기업의 규모 등을 명확하게 제시하고 있다는 점에서 메인보드 시장과는 본질적으로 다른 차별화를 꾀하고 있다.

우리나라 코넥스 시장도 이러한 방향에서 상장제도상 기존 코스닥 시장이나 프리보드 시장과는 중소기업에 특화된 전용시장이라는 명확한 차별성을 갖추어야 할 것이다. GEM 시장만의 특징인 보증추천인 제도라든가 기업지배구조 실무준칙들과 같은 점들도 정보관련 인프라 구축 및 투자자 유인책이라는 장기적 관점에서 향후 도입되거나 제도 보완이 이루어질 필요성이 있다고 본다.

### 참고문헌

Berry Fong-Chung Hsu, et al., Financial Markets in Hong Kong: Law and Practice, Oxford University Press, 2006.

Douglas W. Arner, et al., International Securities Regulation: Hong Kong (edited by Robert C. Rosen et al.), Oceana Publications, 2006.

Hong Kong Securities Institute (HKSI), Fundamentals of Securities and Future Regulation, HKSI, 2006.

<[http://www.hkgem.com/gem.asp?f0=http%3A//www.hkgem.com/root/e\\_top.asp&f1=http%3A//www.hkgem.com/aboutgem/e\\_menu.htm&f2=http%3A//www.hkgem.com/aboutgem/e\\_main.htm](http://www.hkgem.com/gem.asp?f0=http%3A//www.hkgem.com/root/e_top.asp&f1=http%3A//www.hkgem.com/aboutgem/e_menu.htm&f2=http%3A//www.hkgem.com/aboutgem/e_main.htm)> (2013. 5. 27. 최종방문).