

東証の新市場構想と実現へ向けた制度改革の動き

大崎 貞和

■ 要 約 ■

1. 2007年10月、東京証券取引所とロンドン証券取引所（LSE）は、プロの投資家のみが取引に参加する新市場を共同で創設することに合意した。新市場は、両取引所が対等な立場で設立する合併会社によって運営され、日本とアジアの成長性の高い新興企業をターゲットとするという。
2. LSEが運営するAIMは、国際的な新興企業向け市場として成功を収めてきた。東証は、LSEとの提携を通じて、AIM運営で培われたノウハウを活用できるものと期待している。
3. 取引参加者をプロ投資家に限定する市場は、現行法令下では想定されていない。また、外国企業の株式を市場で取引した場合、原則として、日本語・日本基準による情報開示義務が課されることになる。
4. このため、新市場構想を円滑に実現するためには法令改正が必要だが、2007年末に公表された金融審議会第一部会報告およびそれを受けて策定された金融庁の「金融・資本市場競争力強化プラン」において、具体的な改正点が示された。2008年1月に招集された通常国会に法案が提出される見通しである。

I はじめに

2007年10月30日、東京証券取引所（東証）とロンドン証券取引所（LSE）は、プロの投資家のみが取引に参加する新たな市場を共同で創設することに合意したことを明らかにした。両取引所は、2007年2月、国際的なプレゼンス向上に向けた協力協定を締結していたが、そこでは「新興企業向け市場の運営や規制」が協力分野の一つとして掲げられていた。今回の合意は、協定の内容の具体化へ向けた重要な一歩である。

現行の金融商品取引法（旧証券取引法、以下「金商法」という）の下では、参加者をプロ投資家のみ限定した市場の開設や外国の証券取引所との共同出資による取引所の設立は困難である。しかしながら、東証とLSEの構想には、日本市場の国際的な競争力を強化するという観点から大きな意義がある。

そこで、2007年末にまとめられた金融審議会金融分科会第一部会の報告とそれを受けた金融庁の「金融・資本市場競争力強化プラン」には、構想の実現に必要な制度改革の提

案が盛り込まれることとなった。2008年1月に招集された通常国会に、所要の法案が提出され審議される見通しである。

Ⅱ 新市場構想とその意義

1. 新市場の位置づけ

東証によれば、新市場は、①両取引所が対等な立場で設立する合弁会社によって運営され、②日本とアジアの成長性の高い新興企業をターゲットとする、③リスクテイク能力の高いプロの投資家に取引参加を限定することで柔軟な制度的枠組みとし、④LSEが運営するAIM市場の制度を参考に設計し、⑤2008年中の開設をめざす、ものとされる¹。

「新興企業向け市場」を新たに開設するという合意内容には、「今さらなぜ」という感想を抱く向きもあるだろう。確かに、日本国内では、既に東証自身がマザーズ市場を開設しているほか、ジャスダック証券取引所という新興企業向けに特化した取引所も存在する。大阪証券取引所のヘラクレス、名古屋証券取引所のセントレックス、札幌証券取引所のアンビシヤス、福岡証券取引所のQボードと、各地の取引所もそれぞれ新興企業向けをうたう市場を開設している。さらに、2007年8月には、ジャスダック取引所が、新技術や新しいビジネスモデルを有する企業を支援する新市場NEO（ネオ）を創設している。こうした現状に対しては、新興企業向け市場が「乱立」気味ではないかといった批判的な見方すらなされているのが実情である²。

もともと既存の新興企業向け市場は、あくまで、もっぱら日本国内の企業を上場対象とするものである。これに対して、東証とLSEが開設しようとする市場は、主としてアジア各国の新興企業の上場を念頭に置いている点に目新しさがある。国内の新興企業向け市場における売買の大半が個人投資家によって占められているにもかかわらず、プロの投資家に取引参加を限定しようとするのもそのためである。

2. LSE との提携の意義

新市場の制度設計にあたって参考にされるというAIMは、LSEが1995年に開設した新興企業向け市場である。上場の審査にあたっては画一的な数値基準を設けないが、上場後のルール遵守や情報開示などの面で企業を指導する指名アドバイザー（Nomad：Nominated Adviser）を置くよう求めるという柔軟な制度が功を奏し、近年、順調に市場規

¹ 東証ホームページに掲載された斉藤惇社長の記者会見（2007年10月30日）要旨による。

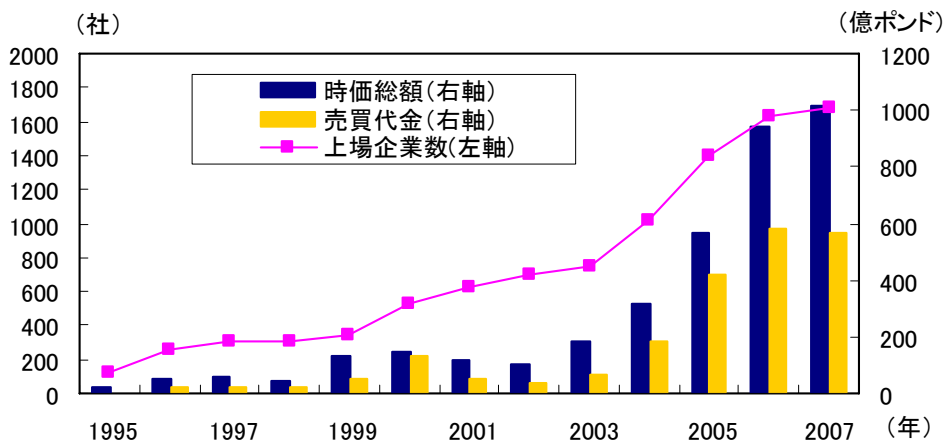
² 2007年末には日本証券業協会の「金融商品取引法のもとでの本協会の自主規制等のあり方に関する特別委員会」が協会の保有するジャスダック取引所株式を大阪証券取引所へ売却する方向で協議を進めるべきとの意見を取りまとめ、2008年に入って、具体的な協議行われている。この株式売却が実現すれば、大証ヘラクレス市場がジャスダック市場に統合されるといった変化が生じることも予想される。

模や上場企業数を伸ばしている（図表 1）³。とりわけ、ここ数年は、サーベンス・オックスリー法（SOX 法）に基づく内部統制報告義務の導入など、規制強化の進む米国市場を嫌った外国企業の上場も増えている。

東証が、新市場開設へ向けて LSE と提携するのは、この AIM を成功させた LSE のノウハウに学ぶとともに、LSE のブランドを活用しながらアジア各国の企業を新市場へ誘致することで、国際性の高い市場を実現するためであろう。具体的には、Nomad に類似した制度の設計、上場候補企業の発掘などで、LSE の知見が活かされるものと期待される。東証は、2007 年 2 月、NYSE グループ（現 NYSE ユーロネクスト）との間でも戦略的提携に向けて合意しているが、今回、LSE との提携が具体化に向けて動き出したことで、欧米の二大株式市場の運営者との提携が実質的なものとなり、国際的な地位が向上するという効果もあろう。

もちろん今回の提携は、東証が一方的に LSE を頼りにするというようなものでは決してない。LSE は、ドイツ取引所やナスダックによる買収提案を拒否し、イタリア証券取引所との経営統合を実施するなど、国際的な取引所再編の荒波を単独で乗り切る姿勢を示しているものの、最近では、9 月のナスダックとドバイ取引所の合意に基づいてドバイ取引所が大株主として浮上する見通しとなるなど、先行きの視界不良は拭えない⁴。LSE としても、東証との提携を通じてアジア地域への本格的な進出の足がかりをつかみ、グローバルにビジネスを展開する取引所運営会社としての地位を確実にしたいところであろう。

図表 1 AIM 上場企業数、売買代金、時価総額の推移



(注) 2007 年の計数は 9 月末時点の値。

(出所) LSE 資料より野村資本市場研究所作成

³ AIM への「上場」は、英国法上、listing ではないとされているが、ここでは上場という言葉を用いておく。

⁴ 世界的な取引所再編の動き、とりわけナスダックの最近の動向については、拙稿「経営統合に向かうナスダックと OMX ～加速する世界的な取引所再編～」『資本市場クォーターリー』2007 年秋号参照。

III 構想実現へ向けた制度改革

1. 「プロ向け市場」のための制度改革

1) 「プロ向け市場」への提言

今回の新市場構想の一つの特色は、プロの投資家に参加者を限定するという点にある。このような「プロ向け市場」をめぐることは、日本の金融・資本市場の国際的な競争力を強化するという観点から、制度整備の必要性が指摘されてきた。

例えば、政府の経済財政諮問会議に設置されたグローバル化改革専門調査会は、2007年5月に提出した「第一次報告」の中で、AIMのように過剰な規制を受けることなく自己責任原則の下で自由に活動できるプロ向け市場を創設すべきと提言した⁵。また、6月に取りまとめられた金融審議会スタディグループの「中間論点整理（第一次）」でも、ホールセール市場でのプロに限定した取引の活発化が提言された。2007年末に取りまとめられた金融審議会金融分科会第一部会報告「我が国金融・資本市場の競争力強化に向けて」と金融庁の「金融・資本市場競争力強化プラン」では、これらの提言を受けて、プロ向け市場の具体化のために求められる法令改正の内容が示されることになった。

2) 適格機関投資家向け市場

一口にプロの投資家と言っても、金融商品取引法（以下金商法という）には「プロ」をめぐる二通りのカテゴリーが設けられている。一つは、主として情報開示制度に係わる適格機関投資家であり、もう一つは、投資勧誘規制に係わる特定投資家である。

適格機関投資家とは、有価証券に対する投資に係る専門的知識および経験を有する者として内閣府令で定められる者を指し、具体的には投資運用業者、銀行、保険会社等のほか、一定の要件を満たす事業法人や個人が含まれる（金融商品取引法第二条に規定する定義に関する内閣府令（以下定義府令という）10条1項各号）。2007年9月30日の金商法施行に伴い、有価証券投資残高10億円以上で金融庁長官に届出を行った法人や個人（口座開設後1年以上の者に限る）が新たに含められるなど、従来に比べてその範囲が拡大されることとなった⁶。

金商法は、適格機関投資家のみを相手方とし、その取得者から適格機関投資家以外の者に譲渡されるおそれが少ない場合については、多数の者を相手方とする有価証券の取得の申込みの勧誘であっても、情報開示（ディスクロージャー）規制は適用され

⁵ 東証の斉藤惇社長は、この提言を取りまとめた専門調査会のワーキンググループ・メンバーでもあった。また、筆者も現在、同ワーキング・グループのメンバーであるが、本稿の内容のうち意見にわたる部分は、すべて筆者の私見である。

⁶ 改正前は、有価証券投資残高100億円以上で届出を行った有価証券報告書提出会社が、適格機関投資家とされていた。

ないものとしている（2条3項2号ロ）。いわゆる「プロ私募」制度である。

この制度は、米国の私募証券の流通に関するルールである SEC 規則 144A を範にとって導入されたものだが、米国では、最近、規則 144A に基づくプロ投資家間の取引を円滑化するための電子取引システムの発達もみられるようである⁷。

国内企業の場合、プロ私募を通じて株式を発行する企業のほとんどは、創業間もないいわゆるベンチャー企業であり、その株式には譲渡制限が付されているのが通例である。そうしたケースでは、流通市場を設ける必要性は低いものと考えられるが、米国では、米国外の発行者が、米国の開示規制を全面的に適用される公募による発行を避けてプロ私募で資金調達を行い、規則 144A に基づいて株式を流通させているケースが少なくない。

このことからすれば、東証が考える主としてアジア企業をターゲットとしたプロ向け市場をプロ私募株式の流通の場として位置づけることも考えられるだろう。外国企業が日本の既存市場での株式公開に消極的な理由として、日本語・日本基準に基づく情報開示の必要性がしばしば指摘されるが、プロ私募による発行であれば、情報開示の問題は生じないことになる。

このような仕組みは、現行法の下でも、いわゆる私設取引システム（PTS）として構築することが可能である（金商法2条8項10号）。もっとも PTS の開設は、いわゆる証券会社など金融商品取引業者が認可を受けて行うことのできる業務とされているため、東証と LSE の合弁会社が PTS 業務を営む場合、東証の出資比率が議決権の過半数となるのであれば、取引所金融商品市場の開設とそれに附帯する業務を行う会社以外の会社を子会社としてはならず、認可を受けても取引所金融商品市場の開設に関連する業務を行う会社しか子会社にできないとする金商法の規定（87条の3第1項）との関係が問題となる。

この点について、第一部会報告は、「PTS 業務は取引所の関連業務と整理することが可能であり、また、一般に、取引所の財務の健全性や業務運営の公正性等に支障が生じるおそれは低いと考えられる」とし、取引所の子会社としての PTS 設立を認めるべきとの提言を行っている⁸。

なお、プロ私募市場を開設するためのもう一つの方法として、東証と LSE との合弁会社を取引所とすることも考えられるだろう。この場合、子会社が取引所金融商品市場の開設業務を行うので、前述の問題は生じない。他方、金商法は、金融商品取引所に上場されている有価証券の発行者に対しては、有価証券報告書等を通じた継続情報開示を義務づけている（24条1項1号）。このため、現行法上は、取引所市場という形態をとった場合、プロ私募とすることで発行開示は免除されても、日本語・日

⁷ 岩谷賢伸「米国規則 144A 証券市場において相次ぐ取引プラットフォームの開設」『資本市場クォーターリー』2007年秋号参照。

⁸ 同報告書8頁。

本基準による継続開示が必要ということになってしまう⁹。第一部会報告は、この点については、後述する特定投資家を対象とするプロ向け市場を取引所市場として制度設計することで、解決を図ろうとしている。

3) 特定投資家向け市場

特定投資家とは、適格機関投資家、国、日本銀行および地方公共団体や上場会社、外国法人など内閣府令で定める法人を指す（金商法 2 条 31 項、定義府令 23 条）。また、特定投資家以外の法人や投資性のある金融資産の合計額が 3 億円以上と見込まれる等の要件を満たす個人は、申し出によって、特定投資家としての取扱いを受けることができる（金商法 34 条の 3、34 条の 4、金融商品取引業等に関する内閣府令 61 条）。

現行法上、特定投資家の意義は、金融商品取引業者が特定投資家に対して金融商品取引契約の締結の勧誘を行う場合、各種書面の交付義務や適合性原則の遵守といった行為規制の適用を免除されるという点にある（金商法 45 条）。しかし、特定投資家は、適格機関投資家よりも範囲が広く、とりわけ外国法人など東証がめざす新市場の投資家となることが期待できる投資家が含まれていることから、取引参加者を特定投資家にまで拡大したプロ向け市場の開設を可能にするような制度設計が望まれるところである。

この点について、前述の第一部会報告は、「開示規制等について自己責任に立脚した新たな規律に基づく取引所市場を整備することが適当である」とし、現行の法定開示を免除しつつ、年 1 回以上、企業・発行体の内容やリスクに関する的確な情報を提供するよう義務づけることや特定投資家以外の者への転売制限を設けることなどを提案している¹⁰。

具体的には、金融商品取引所上場会社に関する継続開示義務を定めた金商法 24 条以下の例外規定を設けるということになる。そうした改正が行われた場合、特定投資家よりも狭いカテゴリーである適格機関投資家のみを対象とするプロ向け市場を取引所市場として開設することも、同じ制度の下で可能になる¹¹。

4) 「外形基準」をめぐって

適格機関投資家向けであれ、特定投資家向けであれ、プロ向け市場の流動性が高まり、多数の投資家がプロ向け市場で取引される株式を売買するようになると、国内に

⁹ 日本国外で既に株式を公開しており、公開地の法令に基づく情報開示を行っている発行者の場合には、日本語の有価証券報告書に代えて、公開地で開示した英文の書類を「外国会社報告書」として提出することが認められる可能性があるが（金商法 24 条 8 項）、その場合でも、内部統制報告書を併せて提出する必要があり、公開地の法令が内部統制報告書の作成を求めている場合には、日本語で日本法に基づく報告書を作成しなければならないものと考えられる（同法 24 条の 4 の 4 第 1 項、6 項）。また、英文開示については、法律の規定は整備されているものの、関連の内閣府令が未整備であり、直ちに実施できるわけではない。

¹⁰ 報告書 8～10 頁。

¹¹ 適格機関投資家のみを対象とするプロ向け市場の場合、PTS として開設すれば一切開示規制の適用がなく、取引所市場として開設すれば、本文で述べたような一定の開示規制の適用を受けるという整理になる。

おける株主数が 500 名以上になった場合に継続開示義務が課せられる、いわゆる「外形基準」（金商法 24 条 1 項 4 号、同法施行令 3 条の 6 第 3 項）の適用が生じ得る。この点について、第一部会報告は「有価証券報告書提出会社の実態等にかんがみ、人数基準を一定程度引き上げることが考えられる」とし、「現行基準の緩和（例えば、人数基準を（プロに限定した市場での取扱銘柄か否かを問わず）500 人から 1000 人へ引き上げること）が適当であると考えられる」と述べている¹²。

外形基準に基づく情報開示の強制は、上場有価証券と同等の開示を求めるだけの公益上の必要性があるか否かで判断されるべきであり、部会報告の考え方が不当であるとは言えないだろう。もっとも、この制度の導入にあたって参考にされた米国の制度では現在でも 500 人基準がとられていることやいわゆる集団投資スキームに対して継続開示義務が課される基準となる保有者数が 500 人とされていることなどとの関係をどう整理するかといった問題点が残るように思われる。また、部会報告は、外形基準による開示義務が免除される水準（現行法令上は株主数 300 人未満の場合免除）には触れていないが、この点についても検討が必要であろう¹³。

2. 合弁取引所実現へ向けた制度改革

東証の考える新市場をめぐるもう一つの制度面の問題は、新市場を取引所市場として位置づけた場合、その開設者である株式会社組織の金融商品取引所への LSE による出資が大きな制約を受けるという点である。

すなわち、金商法は、取引所株式の議決権の 20% 超の保有を原則として禁じている（103 条の 2）。取引所の財務および営業の方針の決定に対して重要な影響を与えることが推測される事実がある場合には、この基準は 15% 超とされる。この禁止規制の例外とされるのは、認可金融商品取引業協会、金融商品取引所、金融商品取引所持株会社による株式保有である。また、地方公共団体その他の政令で定める者は、内閣総理大臣の認可を受けた上で 20% 超 50% 以下の株式を保有することができるものとされるが、政令により指定されているのは地方公共団体だけである（金商法 106 条の 3、施行令 19 条の 3 の 3）。したがって、日本法上の取引所や協会ではなく、地方公共団体でもない LSE は、現行法上、取引所会社の株式を 20% までしか保有することができない。

¹² 報告書 10 頁。

¹³ 2006 年改正では、過去に募集・売出しを行った結果として継続開示義務を負うこととなった発行者について、従来の所有者が 25 名未満となった場合に加えて、過去 5 年間の所有者数が 300 名未満である場合に継続開示義務を免除することとした（金商法 24 条 1 項但書、施行令 3 条の 5 第 2 項）。これはどれだけの証券保有者がいれば継続的なディスクロージャーが強制されるかという基準の不整合を解決するための改正であったと考えられる（黒沼悦郎「ディスクロージャーに関する一省察」『江頭憲治郎先生還暦記念 企業法の理論』（下）613 頁参照）。第一部会報告の提言に沿って外形基準が適用される基準が引き上げられれば、それに伴い、免除される基準の所有者数も引き上げられるものと考えられる。黒沼悦郎教授も指摘している通り、募集・売出しという販売圧力の生じる行為が行われた場合と、販売圧力の生じない流通市場における開示強制が必要とされる所有者数が一致していることは必ずしも求められないが、それぞれの制度の存在理由に立ち返った上での慎重な検討が必要であろう。

この点について第一部会報告は、日本の取引所が海外取引所のノウハウを活用することは競争力強化の観点から有効な方策であり、取引所業務の健全かつ適切な運営の確保の観点からも問題は少ないとして、一定の場合に「海外取引所による残余（50%未満）の議決権の取得・保有を認めることが適当である」と提言している¹⁴。

私見によれば、外国取引所による国内取引所への出資を容認することは、プロ向け市場の開設という場合だけでなく、より一般的に取引所の競争力強化を図る上で望ましい方策である。これに対して、第一部会報告は、出資を認めるべき場合を「我が国取引所が、子会社等としてそのグループ内に、プロに限定した市場を開設する取引所を設立する場合であって、公益又は投資者保護上問題がないと認められるとき」に限定し、しかも前述のように、50%以上の保有は前提としない考え方をとっている¹⁵。東証の新市場構想の実現をサポートするというのであれば、報告書の提言のような内容でも足りるだろうが、より長期的な観点に立てば、もう一段踏み込んだ制度の見直しが求められるのではなかろうか。

IV おわりに

プロ向け市場の創設というアイデアをめぐっては、既存の新興企業向け市場ですら個人投資家中心の市場となっているという現状を考えれば、大きな発展性は望めないのではないかといった懐疑的な見方も少なくないようである。筆者自身も、国内企業の株式を取引するプロ向け市場の可能性については大いに疑問を持っている¹⁶。しかし、東証とLSEが進めようとしているアジア企業をターゲットとする市場となれば、話は別というものではないだろうか。もちろん、そうした市場が直ちに大きな成功を収めるという保証はどこにもないが、取引所が積極的に戦略を打ち出した以上、その実現を妨げるような規制を一般投資家の保護にも配慮しながら見直していくことは、建設的な試みとして評価することができるだろう。

¹⁴ 報告書 11 頁

¹⁵ やや揚げ足取り的ではあるが、「残余（50%未満）」の取得を認めるという提案は、「50%以下」の取得を認可に係らしめている金商法 106 条の 3 の規定と整合的ではない。

¹⁶ 機関投資家が既存の新興企業向け市場での取引に消極的なのは、決して規制の存在によるわけではない。現実味があるとすれば、せいぜいベンチャー・キャピタル同士が保有株式の売買を行う市場といったイメージであろうか。

補論：シンガポール取引所の新市場「カタリスト」

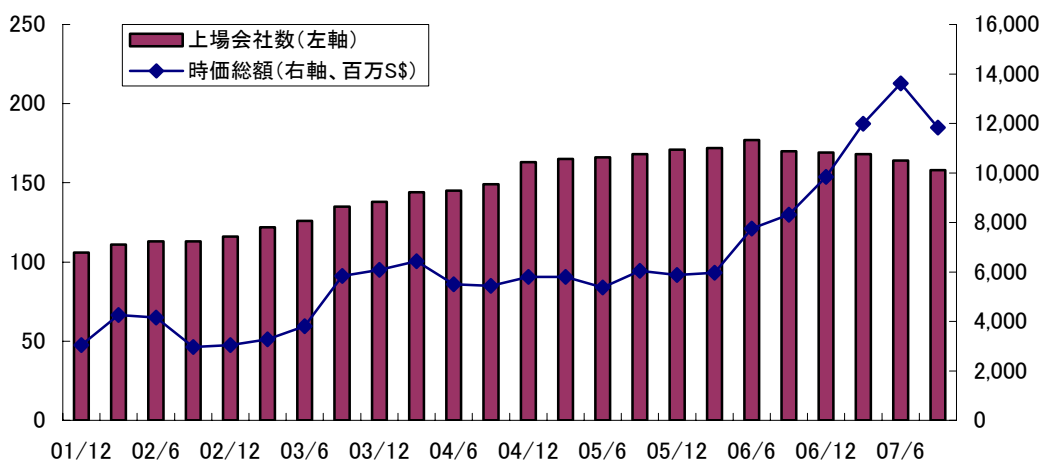
1. SESDAQ からカタリストへ

2007年12月17日、シンガポール取引所（SGX）の運営する新しい株式市場「カタリスト（Catalist）」が正式に発足した。東証の新市場構想が明らかにされてから間もなく、カタリストの開設が報じられたことから、東証の構想への対抗策のようにも受け止められたが、SGXは東証の動きとは関係なく以前から準備を進めていたのが実情である。もともと市場のコンセプトは、AIMのNomadに類似する仕組みを採用したり、外国企業による上場をこれまでよりも容易にするような工夫もなされているなど東証の構想と類似しており、今後、二つの市場が競合関係となる可能性も大きい。

カタリストという市場名は“catalyst”（触媒）と“listing”（上場）を組み合わせた造語であり、この市場への上場が企業の成長を加速する触媒となるという意味が込められている。1987年2月に開設されたSGXの二部市場SESDAQを改組するもので、全くの白紙から開設される新市場というわけではない。

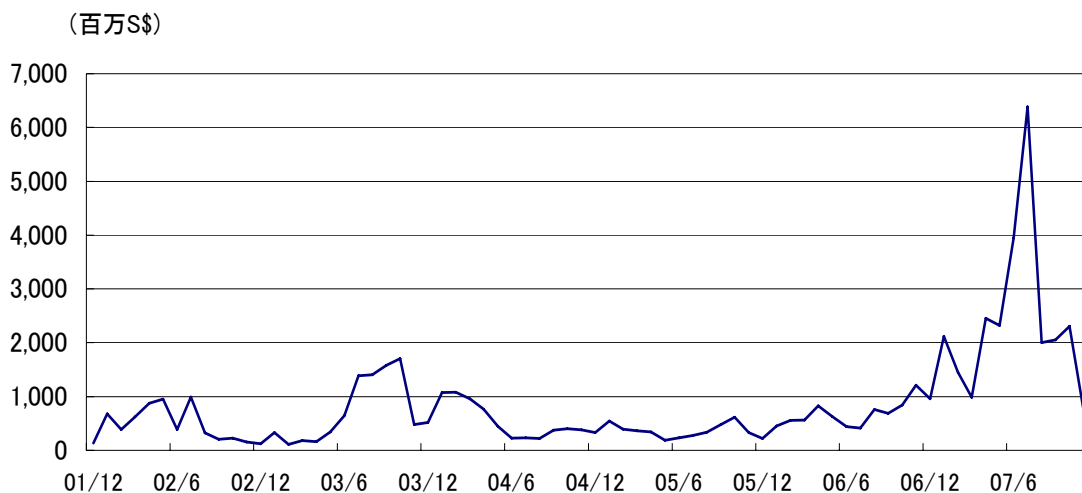
SESDAQは、シンガポール国内の中堅・中小企業に新たな資金調達場の場を提供するための市場として開設された。開設10年後の1997年末の時価総額は32億シンガポール・ドル（S\$）に過ぎなかったが、2007年9月末には118億S\$（約9千億円）にまで拡大した。ある程度の規模以上に成長した企業はメイン・ボードに移行する傾向があるため、上場会社数こそ伸び悩んでいるものの、市場としては一定の成功を収めてきたとすることができよう（図表2、図表3）。

図表2 SESDAQの上場会社数・時価総額推移



(出所) SGX 資料より野村資本市場研究所作成

図表3 SESDAQの売買金額推移



(出所) SGX 資料より野村資本市場研究所作成

2. カタリストの特色

SGX は、2007 年 5 月 23 日付けで SESDAQ の市場制度見直しに関する諮問文書を発表し、市場関係者のコメントを求めていた。この諮問文書によれば、SESDAQ の制度見直しが必要とされたのは、①SESDAQ 市場は地元の中堅企業の資金調達の間という所期の役割は果たしてきたものの、他のベンチャー企業向け市場に比べると市場規模の成長が遅れている、②メイン・ボードとの区別が曖昧で市場としての個性を欠いており、メイン・ボードに比べて弱い市場だと思われる、といった理由による。中長期的に市場の拡大を図るためには、制度の見直しが求められるというわけである。

そこで、市場の名称もナスダックのシンガポール版というだけの SESDAQ から「カタリスト」という独自のものに改め、全面的なイメージ・チェンジを図ることになったものである。制度見直しの内容の詳細は、次頁の図表 4 に示した通りだが、SESDAQ との最大の違いは、ロンドン証券取引所の AIM で採用されている Nomad 制度にならったスポンサー制度を導入し、上場審査を従来のように取引所ではなく、スポンサーが行うとしている点であろう。

なお、スポンサーには、担当企業の公開時からスポンサー業務を担当できるフル・スポンサーと上場後にスポンサーとなることのできる継続スポンサー (continuing sponsor) がある。フル・スポンサーになることのできるのは、シンガポール国内で営業している引受主幹事業務の経験のある資本金 50 万 S\$以上の証券業者に限られる。継続スポンサーになる場合には、最低資本金が 25 万 S\$で足りるとされるなど、フル・スポンサーよりも緩やかな要件が定められているが、いずれのスポンサーについても、役員の適格性、行政処分歴などに関する詳しい要件が設けられるとともに、スポンサーとなる資格は取引所の認可

図表 4 SESDAQ とカタリストの制度比較

項目	SESDAQ	カタリスト
公開に必要な開示	<ul style="list-style-type: none"> 目論見書の作成が必要。 証券先物法、同規則に基づく情報開示義務が課される。 SGX が上場審査を行う。 開示書類は MAS（シンガポール金融庁）のウェブサイトで開催される。 	<ul style="list-style-type: none"> 募集書類の作成が必要。財務諸表はシンガポール基準、米国基準、国際会計基準のいずれも可。 同左 スポンサーが適格性審査を行う。 開示書類は SGX のカタリスト・サイトで公開される。開示書類には、上場企業の取締役とスポンサーによる資本が上場後 1 年の業務継続に十分であることの表明が含まれる。
スポンサー	<ul style="list-style-type: none"> 発行幹事（issue manager）が付く。 発行幹事は公開後 2 年間固定される。 	<ul style="list-style-type: none"> スポンサーが上場事務を行う。 スポンサーが不在となった場合は上場が廃止される。公開後 3 年間はスポンサーは固定される。
株主分布基準	<ul style="list-style-type: none"> 50 万株もしくは株主資本の 15% のいずれか大きい方が、浮動株主によって保有されていること。 公開時浮動株主数 500 人以上。 公開後は常に 10% 以上の株式が浮動株主によって保有されていること。 	<ul style="list-style-type: none"> 同左 公開時浮動株主数 200 人以上。 同左
数値基準	<ul style="list-style-type: none"> 営業から生じるキャッシュフローがプラスであること。 	<ul style="list-style-type: none"> 利益や営業実績に関する基準はない。
取締役会の構成	<ul style="list-style-type: none"> 独立取締役 2 名以上。 外国企業の場合、独立取締役のうち 2 名以上はシンガポール居住者であること。 	<ul style="list-style-type: none"> 同左 外国企業の場合、独立取締役のうち 1 名以上はシンガポール居住者であること。
売出し人（promoter）による勧誘の制限	<ul style="list-style-type: none"> 制限なし。 	<ul style="list-style-type: none"> 売出し人（複数の場合はその合計）が上場時に発行済み株式数の 50% 以上を保有していることが必要。
ロックアップ期間	<ul style="list-style-type: none"> 売出し人は公開後 6 ヶ月間は売却できず、その後 6 ヶ月間は保有株式の半分までしか売却できない。 公開前に 5% 以上保有した株主は、公開時から 6 ヶ月以内は投資額の範囲内では売却できない。 	<ul style="list-style-type: none"> 同左 すべての公開前からの株主は、公開時から 12 ヶ月以内は投資額の範囲内では売却できない。

（出所）SGX 資料等より野村資本市場研究所作成

によって与えられるものとされている。

スポンサー制度の採用と並んで注目されるのは、公開時の売出しについての制限を導入したことである。すなわち、売出し人は、上場時の保有株式数が、発行済み株式数の 50% 未満となるような場合には売出しを行ってはならないとされる（カタリスト規則

406(5))。これは、1年間のロックアップ期間の設定とともに、無責任な大株主が、株式公開によって、いわば濡れ手に粟の利益を手にし、その後、会社が不祥事を起こしたり業績が悪化したりして株価低迷に陥るといった事態を防ごうとする趣旨から設けられた規定であろう。

ベンチャー企業といえども、株式を公開した以上は創業者を始めとする一部大株主のものではなく開かれた企業であるべきだというのはまったくの正論だが、他方、そうした考え方に乗じて、真っ当な企業としての体をなしていないような会社を公開させようとする詐欺的行為も起こり得る。流動性を確保するために最低限の浮動株主数を求めつつ、公開前からの株主に一定の責任を負わせようとするこのような仕組みは、問題企業の上場を未然に防ぐ上で、一つの選択肢として有益であろう。

また、シンガポール法人以外の外国企業については、独立取締役に占めるシンガポール居住者の人数に関する基準を SESDAQ の基準よりも緩めていることも注目される。シンガポールは、新興国市場の中では相対的にコーポレート・ガバナンスに関する基準が厳しい市場とすることができるが、そうした厳しい制約が外国企業、とりわけ周辺の東南アジア諸国や中国の企業の上場意欲を削ぐことも考えられる。外国企業について、これまでよりも緩やかな基準をあえて採用したことは、カタリストが、国内企業のみならず広くアジア域内企業に門戸を開くという意思表示とみることができよう。

なお、2008年1月15日現在、カタリスト市場のルールは発効しているものの、スポンサーの認可申請を受け付けている段階で、新たなルールに基づく上場は行われていない。また、従来の SESDAQ 上場企業は、2年間の経過期間中にスポンサーを確保しなければならない。スポンサーを確保できない SESDAQ 登録企業は、2010年1月に上場廃止となる見通しである。