株式市場の競争力強化に取り組むシンガポール
－新規上場の促進と投資需要の喚起に向けた施策－

北野　陽平

▌要　約▐

1. アジアを代表する国際金融センターであるシンガポールでは、株式市場の活力が低下している。そうした中、シンガポール金融管理局（MAS）が立ち上げた株式市場レビューグループ（以下、レビューグループ）は2025年2月、株式市場の競争力強化に向けた第 1 弾となる包括的な施策を公表した。レビューグループの提言は、①質の高い企業の上場促進、②投資家の需要喚起、③規制枠組みの合理化、が柱となっている。
2. 質の高い企業の上場促進に関して、シンガポール取引所（SGX）に新たに上場する成長企業は 5 年間、法人税の税額控除を受けることができる。他にも、シンガポール政府は、高成長企業の資金調達支援を強化すべく、従来よりも投資期間が長い新たなファンドを設立し、2億シンガポールドルを出資する。
3. 投資家の需要喚起に向けて、MASは優れた投資実績・能力を持つ資産運用会社のファンドに50億シンガポールドルを出資する株式市場開発プログラムを開始する。他にも、シンガポール上場企業に投資する資産運用会社は、運用資産残高や投資専門家の雇用等の要件を満たす場合、資産運用及び投資助言からの手数料収入に対する法人税が5年間免除される。
4. 規制枠組みの合理化として、上場審査機能を担う機関を SGX 子会社のシンガポール・エクスチェンジ・レギュレーション（SGX RegCo）に一元化することや、SGX の上場審査基準、目論見書での情報開示要件、上場プロセスの合理化が提言された。
5. レビューグループは、シンガポール株式市場の競争力強化に向けた追加策を検討しており、2025 年末までに公表する予定である。具体的な成果が得られるまでには時間を要すると考えられるが、シンガポールが中長期的な観点で資金調達ハブとしてのプレゼンスを高め、ひいては国際金融センターとしての地位向上につなげられることに期待したい。

野村資本市場研究所　関連論文等

・北野陽平「シンガポールにおけるプライベート・エクイティ市場の発展に向けた近年の取り組み」『野村資本市場クォータリー』2019年秋号。
・北野陽平「ユニコーン企業の上場によりさらなる発展が期待される ASEAN 株式市場」『野村資本市場クォータリー』2022年冬号。

Ⅰ　シンガポールにおける株式市場強化策の公表

シンガポールは、資産運用業界を中心にアジアを代表する国際金融センターとしての地位を確立しているが[1]、株式市場の活力は低下している。そうした中、シンガポール金融管理局（MAS）が立ち上げた株式市場レビューグループ（以下、レビューグループ）は2025年2月、株式市場の競争力強化に向けた包括的な施策を公表した[2]。

MASは2017年、国際金融センターとしての地位向上に向けて、2020年までの金融サービス産業変革マップを公表し、その一環として、高成長企業による幅広い投資家からの資金調達を促進する、アジア域内の資金調達ハブになる目標を打ち出した[3]。シンガポールが高成長企業の資金調達ハブとしてのプレゼンスを高めていくためには、活気のある株式市場が必要である。シンガポール政府やシンガポール取引所（SGX）は、株式市場の活性化に向けて、高成長企業の上場促進のための枠組みやインセンティブ導入を含む様々な取り組みを行ってきたものの、十分な成果にはつながっていない。そこで、MASは2024年8月、株式市場の競争力強化に資する施策を検討・提言する役割を担うレビューグループを立ち上げた。その後、レビューグループは2025年2月、第1弾となる株式市場強化策を公表した。

本稿では、シンガポール株式市場の現状・問題点と市場活性化に向けた従前からの主な取り組みを概観した後、レビューグループが公表した株式市場強化策について整理する。

Ⅱ　シンガポール株式市場の現状と市場活性化に向けた取り組み

１．シンガポール株式市場の現状・問題点

１）上場企業数の減少

SGXの上場企業数の推移を見ると、2007年頃まで上場企業数が増加傾向にあったが、その後770～780社程度で概ね横ばいが続き、2015年頃から減少傾向にある。2025年6月末の上場企業数は608社となり、2014年末の775社から22%減少した（図表1）。2025年6月末の上場企業数の市場別内訳は、メインボード（本則市場）が403社、新興企業向け市場のカタリスト[4]が205社である。なお、時価総額は増減しながら推移しているが、2025年6月末の時価総額は2015年末時点と概ね同水準にある。

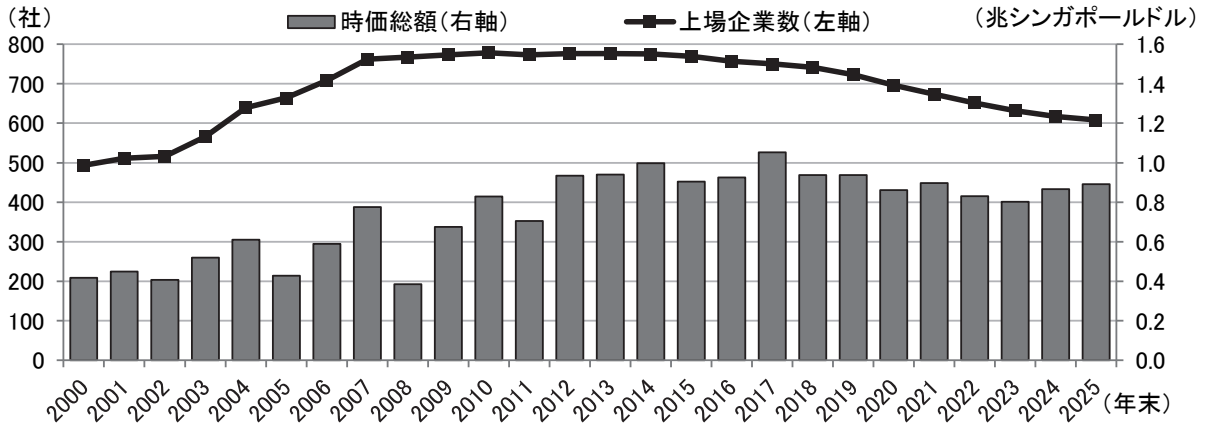
1　英調査会社Z/Yenグループが年2回発表している国際金融センター指数（The Global Financial Centres Index）ランキングで、近年シンガポールは世界で3～4位、アジアで1～2位に位置している。

2　MAS, “A comprehensive set of measures to strengthen Singapore’s equities market,” February 21, 2025.

3　MAS, “Roadmap for a Leading Global Financial Centre in Asia,” October 30, 2017.

4　カタリストは、セスダック（SESDAQ）という2部市場が改組される形で2007年に発足した。特徴として、スポンサーと呼ばれる財務アドバイザーにより上場審査が実施されることが挙げられる。詳細は、北野陽平「発展するシンガポールと香港の新興市場の比較」『野村資本市場クォータリー』2015年冬号参照（ウェブサイト版）。

図表 1　SGX の上場企業数及び時価総額の推移



（注）　1. 2025 年は 6 月末時点。
　　2. 2025 年 7 月 11 日時点の為替レートは 1 シンガポールドル＝115.1 円。
（出所）SGX 月次統計、MAS 月次統計より野村資本市場研究所作成

SGX の新規上場件数は、2015～2022 年に年間 10～20 件程度で推移していたが、2023 年に 7 件、2024 年には 4 件となり、過去 25 年間で最少となった。これは、米国、日本、中国、インド等の主要国の新規上場件数を大幅に下回る[5]。また、他の ASEAN 主要国と比較しても少なく、例えば、インドネシア証券取引所の新規上場件数は 2023 年に過去最多となる 79 件、マレーシア取引所では 2024 年に 2006 年以降で最多となる 55 件であった[6]。他方、SGX の上場廃止件数は多く、2015 年以降、年間 20 件以上となっている。

２）SGX の新規上場件数が少なく上場廃止件数が多い要因

（１）新規上場件数が少ない要因

SGX の新規上場件数が少ない主な要因の 1 つとして、投資家の投資需要が限定的で、流動性が低い点が指摘されている[7]。前述の通り、シンガポールでは資産運用業界が拡大している。MAS に登録・認可された資産運用会社は 2015 年末時点の 628 社から 2023 年末には 1,250 社に増加し、運用資産残高（AUM）は同期間に 2.4 兆シンガポールドルから 5.4 兆シンガポールドルとなった[8]。しかし、AUM の投資先内訳を見ると、シンガポール国内が 11%に留まり、大部分はシンガポール国外に投資されて

5　各国証券取引所ウェブサイト及びプレスリリースによると、2024 年の新規上場件数は、インドのナショナル証券取引所が 268 件、米国のナスダックが 171 社、東京証券取引所（TOKYO PRO Market を含む）が 130 件、中国の上海・深圳・北京証券取引所が計 100 社である。

6　インドネシア証券取引所、マレーシア取引所が公表する統計データに基づく。

7　MAS, “Reply to Parliamentary Question on listings and delistings on the Singapore Exchange,” January 6, 2020. MAS, “Oral reply to Parliamentary Question on encouraging locally incorporated tech companies to choose SGX over foreign stock markets for IPOs,” October 4, 2023.

8　MAS, “Singapore Asset Management Survey 2015,” October 2016. MAS, “Singapore Asset Management Survey 2023,” July 2024. シンガポール資産運用業界の詳細は、北野陽平「新たなファンド形態の導入でさらなる発展が期待されるシンガポールの資産運用業界」『野村資本市場クォータリー』2020 年秋号参照。

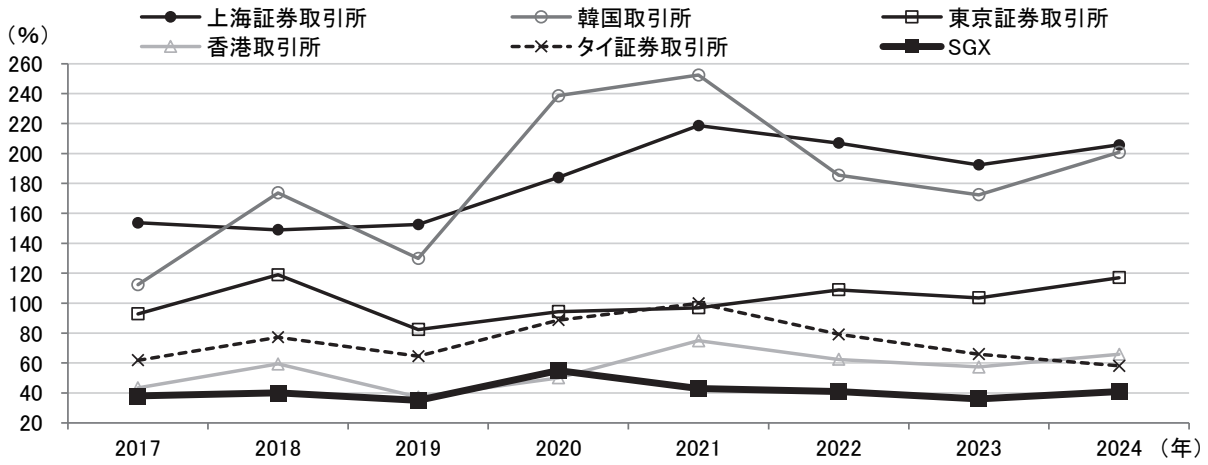
いる。他にも、オンライン投資プラットフォームの普及により個人投資家の米国株式市場等へのアクセスが向上してきたことも、SGX の流動性が低い理由の 1 つになっているという指摘がある[9]。

流動性の低さを数字で見ると、SGX の売買代金は年間 3,000 億シンガポールドル程度であり、東京証券取引所の売買代金の約 3%となっている[10]。また、売買代金を時価総額で除した売買回転率を見ると、SGX は 40%前後で推移しており、日本を含む他のアジア主要国株式市場を大きく下回っている（図表 2）。

SGX の新規上場件数が少ない要因としては、上場企業のバリュエーション（企業価値評価額）の相対的な低さも挙げられている[11]。例えば、SGX の代表的な株価指数である ST 指数を構成する企業の平均株価収益率（PER）は 13 倍程度であり、単純比較はできないものの、日経平均株価の 20 倍程度やナスダック総合指数の 34 倍程度を下回っている[12]。また、ST 指数を構成する企業の平均株価純資産倍率（PBR）は約 1.3 倍であり、SGX 全上場企業の 6 割が PBR1 倍割れとなっている[13]。

こうした背景の下、多くのシンガポール企業が、より流動性やバリュエーションが高い米国市場を上場先として選択している（図表 3）。また、シンガポールに本拠を置く複数のユニコーン企業が米国市場での新規上場を検討または準備していると報じられている[14]。

図表 2　アジア主要国株式市場の売買回転率の推移



（出所）SGX 月次統計、国際取引所連合統計ポータルより野村資本市場研究所作成

9 “It’s time to overhaul the Singapore stock market,” *The Business Times*, September 10, 2024.

10 国際取引所連合統計ポータルのデータに基づく。

11 “IN FOCUS: Singapore’s stock market at ‘rock bottom’. What will it take to shake things up?” *CNA*, July 13, 2024.

12 ST 指数は、SGX のメインボード上場銘柄のうち時価総額上位 30 銘柄で構成されている。各株価指数を構成する企業の平均 PER は、ブルームバーグが集計した 2025 年 7 月 11 日時点の数値。

13 “Commentary: Singapore’s S$5 billion bet on the stock market,” *CNA*, April 4, 2025. STI 指数構成銘柄の平均 PBR は、ブルームバーグが集計した 2025 年 7 月 11 日時点の数値。

14 “Singapore-based Carro in talks to raise over US$100m ahead of potential US IPO,” *The Straits Times*, November 12, 2024. “Singapore-based insurance tech unicorn Bolttech weights $410 million US IPO,” *The Straits Times*, November 13, 2024.

図表 3　米国市場に上場している主なシンガポール企業

社名	事業概要	上場年月	上場市場
シー	オンライン・デジタル・コンテンツ、eコマースサイト、決済プラットフォームの提供	2017年10月	ニューヨーク証券取引所
グラブ・ホールディングス	配車サービス、フードデリバリー、金融サービスの提供	2021年12月	ナスダック
シンプル	ロボット等の高度テクノロジーソリューションの提供	2023年9月	ナスダック
ライド・グループ	配車サービスの提供	2024年3月	ニューヨーク証券取引所
オーマイホーム	不動産マーケットプレイスの運営	2024年3月	ナスダック
スーパー・ハイ・インターナショナル・ホールディング	中華料理チェーンの展開	2024年5月	ナスダック
ユニ・フューエルズ・ホールディングス	船舶用燃料の販売	2025年1月	ナスダック
FBSグローバル	グリーンビルディング建設の請負	2025年2月	ナスダック
バーゼル・メディカル	統合医療サービスの提供	2025年2月	ナスダック

（注）　スーパー・ハイ・インターナショナル・ホールディングスは、香港取引所にプライマリー上場しており、ナスダックに米国預託株式（ADS）を上場させている。
（出所）各社プレスリリース、ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

（２）上場廃止件数が多い要因

SGX の上場廃止件数が多い主な要因としても、流動性やバリュエーションの低さが認識されている[15]。上場企業のバリュエーションが過小となることで、買収のターゲットとなり得る可能性も指摘されている[16]。

他にも、非上場企業が株式発行による資金調達を行いやすくなってきたことが挙げられている[17]。背景には、シンガポールにおいて、プライベート・エクイティ（PE）及びベンチャーキャピタル（VC）市場の規模が拡大していることがある[18]。PE 及び VC の AUM は、2015 年末の約 1,360 億シンガポールドルから 2023 年末には約 6,570 億シンガポールドルへと 4 倍以上に増加し、そのうち約 600 億シンガポールドルがシンガポール国内で投資されている。

15 前掲脚注 7 参照。
16 “Pace of SGX delistings may not slow down in 2025: analysts,” *The Business Times*, January 6, 2025.
17 “SGX delistings: The inevitable shit in an evolving market,” *The Straits Times*, March 24, 2025.
18 シンガポールの PE 及び VC 市場の詳細は、北野陽平「シンガポールにおけるプライベート・エクイティ市場の発展に向けた近年の取り組み」『野村資本市場クォータリー』2019 年秋号参照。

２．株式市場の活性化に向けた従前からの取り組み

シンガポール政府と SGX は、流動性やバリュエーションの低さを要因として上場企業数が減少している国内株式市場を活性化させるべく、これまでに様々な取り組みを行ってきた。主な取り組みとして、①議決権種類株式を発行する企業の上場枠組みの導入、②上場及びリサーチ補助金制度の導入、③特別目的買収会社（SPAC）の上場に係る枠組みの導入[19]、④高成長企業向けファンドの設立、⑤外国証券取引所との協力、が挙げられる（図表 4）。

これらの取り組みは、一定の実績が見られるものの、総じて十分な成果につながっているとは言い難い。例えば、SGX では 2018 年に、議決権種類株式を発行する企業の上場を可能とする枠組みが導入されたが、コーポレート・ガバナンスに対する懸念等を理由として、利用されていない。また、SGX では 2021 年に、SPAC の上場に係る枠組みが導入され、2022 年に 3 社の SPAC が上場したが、高成長企業を買収・合併した SPAC は 1 社のみで、残りの 2 社は買収・合併を行わないまま 2024 年に上場廃止となった[20]。

図表 4　シンガポール政府と SGX による国内株式市場の活性化に向けた主な取り組み

取り組み	概要
議決権種類株式を発行する企業の上場枠組みの導入	・SGXは2018年、高成長で革新的な企業の誘致を目的として、議決権種類株式を発行する企業の上場を可能とする枠組みを導入 -種類株式の議決権は普通株式の10倍が上限
上場及びリサーチ補助金制度の導入	・MASは2019年、企業の上場促進及びリサーチ・カバレッジ拡大を目的とした補助金制度を導入 -SGXに上場する企業は、上場費用の最大70%の補助金（上限額あり）を受けることが可能 -金融機関と独立系リサーチ機関は、一定の要件を満たす株式リサーチレポートの発行に対して、レポート毎に3,000～4,000シンガポールドルの補助金を受けることが可能 -現行の補助金制度は2026年末まで有効
SPACの上場に係る枠組みの導入	・SGXは2021年、高成長企業がより迅速に株式市場から資金調達できるようにするため、代替的な資金調達手段であるSPACの枠組みを導入 -SPACは、最低限の時価総額を有し、上場から一定期間内に買収対象企業と合併することが必要
高成長企業向けファンドの設立	・シンガポール政府と政府系ファンドのテマセクは2022年、高成長企業のSGXへの上場支援を目的として、アンカーファンド@65と呼ばれるファンドを共同で設立 -当初のファンド規模は15億シンガポールドル ・シンガポール経済開発庁（EDB）の投資部門であるEDBIは2022年、将来SGXに上場する可能性があるレイターステージ企業を対象とした、グロースIPOファンドと呼ばれるファンドを設立 -当初のファンド規模は5億シンガポールドル
外国証券取引所との協力	・SGXは、米国、英国、中国、イスラエル、インドネシア、タイ、マレーシアを含む諸外国の証券取引所との間で、株式市場の発展に向けた協力関係を構築

（出所）MAS, “A comprehensive set of measures to strengthen Singapore’s equities market - Annex A”、SGX プレスリリース等より野村資本市場研究所作成

[19] SPAC の上場に係る枠組みの詳細は、北野陽平「ユニコーン企業の上場によりさらなる発展が期待される ASEAN 株式市場」『野村資本市場クォータリー』 2022 年冬号参照。

[20] 2022 年に SGX に新規上場した SPAC は、バーテックス・テクノロジー・アクイジション・コーポレーション（VTAC）、ペガサス・アジア SPAC、ノボ・テラス・アルファ・アクイジション（NTAA）の 3 社である。このうち、VTAC は 2023 年、台湾のライブストリーミング・プラットフォーム運営企業の 17 ライブ・グループを買収・合併した。

Ⅲ レビューグループによる株式市場強化策の公表

１．MASによるレビューグループの立ち上げ

シンガポールでは、上述の通り、株式市場の活性化に向けて様々な取り組みが行われてきたものの、十分な成果が得られていない。そこで、MASは2024年8月、株式市場の現状評価、市場関係者とのコミュニケーションを通じた課題の特定、市場の競争力強化に資する施策の検討・提言という役割を担うレビューグループを立ち上げた。レビューグループの議長を務めるのは、シンガポール運輸大臣、第二財務大臣、MAS 理事会副議長を兼任するチー・ホン・タット氏であり、他のメンバーには、MAS のチア・ダー・ジウン長官やシンガポール財務省のライ・チュン・ハン事務次官（開発担当）等が含まれている（図表5）。

レビューグループの下には、企業及び市場作業部会（Enterprise and Markets Workstream）と規制作業部会（Regulatory Workstream）が置かれている。企業及び市場作業部会は、新規上場の促進、投資家の市場への参加拡大、市場の流動性向上、上場株式の公正な価値評価を実現するための施策の検討・提言を行う。それに対して、規制作業部会は、規制枠組みの合理化、上場プロセスの改善、情報開示重視の上場制度の有効性向上、コーポレート・ガバナンス基準の強化、投資家のアクセス向上及び償還請求権の強化を実現するための施策の検討・提言を行う。

レビューグループは2025年2月、シンガポール株式市場の競争力を強化するための第1弾となる包括的な施策を公表した。レビューグループの提言は、①質の高い企業の上場促進、②投資家の需要喚起、③規制枠組みの合理化、が柱となっている。次節以降では、当該3つの柱に関するレビューグループの主な提言を概説する。

図表5　レビューグループの構成メンバー

氏名	所属機関・役職
チー・ホン・タット（議長）	シンガポール運輸大臣、第二財務大臣、MAS理事会副議長
コー・ブーン・フィー	SGX会長
チア・ダー・ジウン	MAS長官
ディルハン・ピレイ	テマセク最高経営責任者（CEO）
ニール・パレク	ティケハウ・キャピタル非業務執行会長
プン・チョン・ブーン	シンガポール経済開発庁チェアマン
ユーリーン・ゴー	シンガポール経営学校理事長
ライ・チュン・ハン	シンガポール財務省事務次官（開発担当）
リー・チュアン・テック	シンガポール企業庁チェアマン
リム・ミン・ヤン	シンガポールビジネス連盟会長

（出所）MAS, “MAS Sets Up Review Group to Strengthen Equities Market Development - Annex A”より野村資本市場研究所作成

２．質の高い企業の上場促進

１）成長企業と資産運用会社の上場を誘致するための税制優遇措置

レビューグループは、成長企業と資産運用会社のシンガポールでの上場を誘致するための税制優遇措置を提言した。資産運用会社も対象とされる背景として、資産運用会社の間で、事業規模の拡大を目的とした株式市場からの資金調達への関心が広がりつつあることが挙げられている。シンガポール政府は、レビューグループの提言を受けて、2025 年度予算案において税制優遇措置の導入を公表した。

成長企業向けの税制優遇は、SGX に新たに上場する企業とビジネストラスト[21]を対象とした法人税の税額控除である。適用される税額控除率は上場形態により異なり、プライマリー上場（通常の新規上場）の場合は 20%、株式発行を伴うセカンダリー上場[22]（第 2 市場としての上場）の場合は 10%である。但し、控除額には時価総額に応じた上限が設定されており、時価総額 10 億シンガポールドル以上の事業体は最大 600 万シンガポールドル、時価総額 10 億シンガポールドル未満の事業体は最大 300 万シンガポールドルとなっている。SGX での上場を 5 年間維持するとともに、シンガポール国内での支出・投資やスキルを持つ人材の採用に取り組むという要件を満たす事業体は、SGX への上場から 5 年間、上記の法人税の税額控除を受けることができる。

資産運用会社向けの税制優遇措置は、SGX に新たに上場する資産運用会社の適格収入（資産運用及び投資助言からの手数料収入）に対する法人税率を引き下げるものである。現行では、AUM が 2.5 億シンガポールドル以上で、シンガポール国内において投資専門家を 3 人以上雇用する資産運用会社は、適格収入に対して 10%の優遇税率（通常の法人税率は 17%）が適用される。新たな税制優遇措置では、SGX にプライマリー上場して、上場を 5 年間維持し、利益の一部を配当として分配するという要件を満たす資産運用会社は、SGX への上場から 5 年間、適格収入について 5%の優遇税率の適用を受けることができる。

２）企業の成長促進のための資金調達支援

レビューグループは、高成長企業がシンガポール株式市場からの資金調達を行うことを支援するシンガポール政府のこれまでの取り組みを認識しているものの、追加的な取り組みの余地があると指摘した。政府は、こうした指摘を踏まえて、高成長企業の資金調達支援を強化すべく、2025 年度予算案において新たなファンドを設立すると公表した。

具体的には、新たなファンドは、長期投資ファンド（Long Term Investment Fund）と呼ばれ、政府が出資する既存ファンドの典型的な投資期間（3～7 年）より長期の資金調達ニーズを有する高成長企業を投資対象とする。政府は、長期投資ファンドを

[21] ビジネストラストとは、企業と信託の両方の要素から成る複合型の事業形態を指す。
[22] 2025 年 6 月末時点で 28 社が SGX にセカンダリー上場している。

設立するために 2 億シンガポールドル以上を出資する。同ファンドに関する詳細は、2025 年末までに公表される予定である。

３．投資家の需要喚起

１）資産運用エコシステム強化のための株式市場開発プログラム

レビューグループは、シンガポール株式市場に投資する資産運用エコシステムを強化するためのプログラムの導入を提言した。MAS は、当該提言を受けて、シンガポールにおいて優れた投資実績と能力を持つ資産運用会社のファンドに出資する株式市場開発プログラム（EQDP）を開始すると公表した。EQDP は、50 億シンガポールドル規模で、その原資は MAS の投資ポートフォリオと金融セクター開発基金（Financial Sector Development Fund）[23]からの出資により賄われる。

EQDP の対象となるのは、アクティブ運用でシンガポール株式に投資する、または地域・テーマ別の投資としてシンガポール株式に焦点を当てるファンドである。また、資産運用会社は、シンガポールでの事業拡大のために人材を採用し、専門的な人材を育成することで、国内資産運用業界の競争力強化に貢献することが期待されている。MAS は、EQDP の対象となる資産運用会社及びファンドの評価プロセスを進めており、2025 年 9 月末までにその候補を選定する予定である[24]。

２）シンガポール上場株式に投資する資産運用会社向け税制優遇措置

レビューグループは、資産運用会社によるシンガポール上場株式への投資を促進するための税制優遇措置を提言した。シンガポール政府は、当該提言を受けて、2025 年度予算案において、税制優遇措置の導入を公表した。

シンガポールに拠点を置く資産運用会社は、①AUM が 2.5 億シンガポールドル以上で、シンガポール国内において投資専門家を 3 人以上雇用、②対象ファンドの AUM の 30%以上をシンガポール上場株式に投資、③既存ファンドの場合は前年の純資金流入額が AUM の 5%以上、という要件を全て満たす場合、適格収入（資産運用及び投資助言からの手数料収入）に対する法人税がファンド毎に 5 年間免除される。当該税制優遇は、上述の EQDP を補完するものと位置付けられている。

３）グローバル投資プログラムの要件見直し

レビューグループは、シンガポール経済開発庁（EDB）が 2004 年に開始したグローバル投資プログラム（GIP）の要件見直しを提言した。GIP は、一定の要件を満

[23] 金融セクター開発基金は、シンガポールを金融センターとして発展させることを目的として 1999 年に設立された基金であり、MAS により管理・運営される。同基金の原資は、シンガポール政府が保有していた SGX 株式の売却資金や同政府からの出資等である。

[24] "MAS to shortlist fund managers for S$5 billion Equity Market Development Programme by Q3," *The Business Times*, May 25, 2025.

たす外国人起業家及び投資家が、シンガポール永住権を優先的に取得できる制度である。GIP の対象には、ファミリーオフィスのプリンシパル（一族を代表するファミリーオフィス管理者）が含まれている[25]。

現行の要件では、ファミリーオフィスのプリンシパルが GIP に申請するためには、AUM が 2 億シンガポールドル以上のファミリーオフィスを設立し、AUM のうち 5,000 万シンガポールドル以上を、①SGX に上場されている株式、不動産投資信託（REIT）、ビジネストラスト、②適格債務証券[26]、③MAS に認可された資産運用会社または金融機関により提供されるファンド、④シンガポールに拠点を置く非上場企業、のいずれかに投資することが求められる。EDB は、レビューグループの提言を受けて、シンガポール株式市場への投資が促進されるように、ファミリーオフィスによる 5,000 万シンガポールドル以上の投資を、上記①の SGX 上場株式に限定する形に要件を見直すことにした。

4）リサーチ・エコシステムの強化

レビューグループは、シンガポールにおけるリサーチ・エコシステムの強化に向けて、以下の 2 点を提言した。

1 点目は、前述のリサーチ補助金制度の対象範囲の拡大である。現行制度では、リサーチ対象が上場企業のみとなっているが、上場直前の非上場企業も対象にすることで、テクノロジー、サステナビリティ（持続可能性）、フィンテック、イノベーション等の分野における高成長企業のリサーチが促進され、質の高い上場候補企業の増加につながることが期待されている。加えて、現在は大型株のリサーチに重点が置かれており、中小型株のリサーチが十分に行われていないことから、中小型株のリサーチが強化されるように制度を見直すことも検討すべきとされている。

2 点目は、リサーチ補助金制度を利用可能な事業体の対象範囲の拡大である。現行制度では、証券会社、資産運用会社、プライベートバンク等の金融機関と独立系リサーチ機関が補助金を受けることができる。しかし、リサーチ情報を提供・公開するチャネルや手段が拡充される余地があり、例えば、ソーシャルメディア・プラットフォームも対象となり得る。これにより、シンガポール上場企業のリサーチ・カバレッジが拡大するとともに、若年層のデジタルネイティブの投資家がビデオサマリーやインフォグラフィック[27]等の新しいコンテンツ媒体を通じて、公開されたリサーチ情報にアクセスしやすくなる。MAS と SGX は、リサーチ補助金制度の見直しに関する詳細を 2025 年半ば以降に公表する予定である。

---

[25] ファミリーオフィスは、超富裕層一族に対して専門的な資産管理・運用、資産承継、法務・会計、慈善事業等に関するサービスを提供する役割を担う。ファミリーオフィスの詳細は、北野陽平・植田剛将「国際的なウェルス・マネジメントのハブとしてファミリーオフィスの誘致を強化するシンガポール」『野村資本市場クォータリー』2021 年春号参照。

[26] 適格債務証券とは、非居住投資家が受け取る金利への課税を免除する税制優遇措置の下で発行される債務証券である。シンガポール政府債や MAS に認可された金融機関をアレンジャーとして発行される社債等が含まれる。

[27] ビデオサマリーとは、動画の内容を簡潔にまとめたもので、テキストや箇条書き等で表示されることが多い。インフォグラフィックとは、情報を図、イラスト、グラフ等で視覚的に分かりやすく表現する方法を指す。

４．規制枠組みの合理化

１）上場審査機能を担う機関の一元化

レビューグループは、SGX への上場に係る審査プロセスが非効率であるという市場関係者からの意見を踏まえて、上場適性と目論見書の審査を行う機関の一元化を提言した。現行プロセスでは、SGX 子会社のシンガポール・エクスチェンジ・レギュレーション（SGX RegCo）[28]と MAS が上場審査に携わっている。具体的には、SGX RegCo は SGX の上場規則に基づいて企業の上場適格性を審査し、MAS は企業が作成した目論見書がシンガポール証券先物法の開示要件を満たしているかを審査する。

レビューグループの提言は、上場審査プロセスを効率化するため、SGX RegCo が全ての上場審査機能を担う体制に変更するというものである。SGX RegCo が、単独で上場審査の役割を十分に果たしていくためには、説明責任やガバナンス等の適切性が確保される必要がある。MAS と SGX RegCo は今後、本件に関する詳細を検討した上で、パブリックコメントを募集する予定である。

２）SGX の上場審査基準における定性的要件の合理化

レビューグループは、SGX の現行の上場審査基準における定性的要件の範囲が広すぎるという市場関係者からの意見を踏まえて、SGX による定性的要件の合理化を支持する。SGX RegCo は、より焦点を絞った審査プロセスを採用する方針であり、具体的には、上場を申請している発行体の利益相反等のリスク低減方法について規範的なアプローチをとるのではなく、発行体の重要課題に関する情報開示が投資家にとって十分であるかに焦点を当てることとする。定性的要件の合理化は、発行体にとって上場プロセスの確実性向上と時間短縮につながることが期待されている。

３）目論見書での情報開示要件の合理化

レビューグループは、SGX に新たに上場する発行体の負担軽減という観点から、目論見書での情報開示要件を合理化することを支持する。MAS は、SGX にプライマリー上場する発行体に関して、目論見書での情報開示要件において過度に規範的で負担が大きい分野を見直すとともに、投資家にとって重要な情報開示の確保に焦点を当てる方針である。

また、MAS は、SGX にセカンダリー上場する発行体の目論見書についても、情報開示要件を合理化する意向である。背景には、そうした発行体は、SGX の開示要件とプライマリー上場する市場の開示要件の両方を満たす必要があり、時間とコストの負担が大きいことがある。MAS は、世界の主要株式市場で証券監督者国際機構（IOSCO）の開示基準が採用されていることを踏まえて、SGX の開示要件を同基準と整合させ、SGX にセカンダリー上場する発行体の負担軽減につなげる方針である。

[28] SGX RegCo は、SGX の全ての規制・監督機能を担う独立した事業体として 2017 年に設立された。

４）上場プロセスの合理化

レビューグループは、効率的な上場プロセスの促進に向けて、SGX RegCo や MAS が以下3つの取り組みを実施することを支持する。1つ目は、SGX RegCo と MAS が、上場審査プロセスを原則6～8週間以内に完了すると確約することである。2つ目は、SGX RegCo が、上場承認プロセスを現行の 2 段階から 1 段階に短縮することである[29]。3 つ目は、上場を予定している発行体が上場プロセスのより早い段階で潜在投資家に対する自社の事業説明を行えるようにするため、MAS が現行規制を見直すことである。これにより、投資家が意思決定を行う前により多くの時間を確保できるようになり、結果的に上場が成功する可能性が高まると期待されている。

Ⅳ おわりに

ここまで見てきた通り、シンガポールでは株式市場の活力が低下する中、2025年2月にレビューグループにより株式市場の競争力強化に向けた包括的な施策が公表され、質の高い企業の上場促進、投資家の需要喚起、規制枠組みの合理化に関する様々な提言が行われた。市場関係者、特に資産運用会社は、レビューグループが公表した株式市場強化策に対して総じて肯定的な反応を示している、と報じられている[30]。

レビューグループは、シンガポール株式市場の競争力を強化させるための追加策を検討している。その中には、①カタリストの制度見直し、②投資家の償還請求権の強化を通じた投資家保護の向上、③上場企業の株主エンゲージメント強化のためのプログラム導入、④幹事会社のデューデリジェンス要件の見直し、⑤外国証券取引所との協力強化、⑥株式売買取引と保管の効率化、⑦複雑な金融商品に係る枠組みの合理化による投資家のアクセス向上、が含まれている（図表 6）。レビューグループは、これらの施策を含む第 2 弾となる株式市場強化策を、2025 年末までに公表する予定である。

シンガポール株式市場を活性化させるための別の論点として、AUM が大きいアセットオーナー、特にシンガポール政府系ファンドの GIC による国内株式市場への投資が挙げられる[31]。市場関係者は、現在シンガポール国内への投資を行っていない GIC が国内株式市場に投資することを期待しているが、レビューグループはこの点を提言に含めていない[32]。その理由として、レビューグループの議長であるチー・ホン・タット氏は、GIC にシンガポール株式市場への投資を義務付けることで結果的にリターン低下につながることは国益

[29] 現行プロセスでは、幹事会社は、第 1 段階で発行体に関する基本情報を SGX RegCo に提出し、第 2 段階で発行体に関する追加情報と目論見書草案を提出することが求められている。

[30] “Fund managers welcome MAS’ $5b boost for stock market; SGX shares up nearly 4%,” *The Straits Times*, February 24, 2025.

[31] GIC は、シンガポールの外貨準備を運用する役割を担う政府 100%出資の投資会社であり、外貨準備の国際購買力を維持・向上させることを使命としている。詳細は、北野陽平「資産運用業の発展に貢献するアジアのアセットオーナーーシンガポール GIC とマレーシア従業員積立基金の事例ー」『野村資本市場クォータリー』2023 年秋号参照。

[32] “Tax incentives to attract firms, fund managers to list in S’pore proposed: MAS,” *The Straits Times*, February 14, 2025.

図表 6　レビューグループが追加的に検討している主な施策の概要

施策	概要
カタリストの制度見直し	・SGXは、メインボードの上場要件を満たさない高成長企業向けにより柔軟な上場機会を提供するカタリストの制度見直しを検討 ・背景には、市場関係者からカタリストの競争力強化に向けた見直しの提案があり、レビューグループはSGXの検討を認識
投資家の償還請求権の強化を通じた投資家保護の向上	・MASは、投資家が市場の不正行為により損害を受けた場合に償還請求や損失補償請求を行うための手段を強化することを検討 ・レビューグループは、投資家の集団訴訟を支援する施策の導入に向けてMASと連携
上場企業の株主エンゲージメント強化のためのプログラム導入	・レビューグループは、上場企業の取締役会と経営陣が、事業計画や価値提案について株主とのエンゲージメントを強化できるようにするため、インセンティブ導入を含む施策を検討
幹事会社のデューデリジェンス要件の見直し	・レビューグループは、発行体に対する幹事会社のデューデリジェンス要件とガイドラインが過度に規範的という市場関係者からの意見を踏まえて、幹事会社がより柔軟に判断するための代替的なアプローチを採用できるように、デューデリジェンス要件の見直しを検討
外国証券取引所との協力強化	・レビューグループは、シンガポール株式市場を深化させるために、外国証券取引所との協力強化の可能性を模索 ・その一環として、企業の預託証券発行費用を負担する補助金制度について検討
株式売買取引と保管の効率化	・レビューグループは、株式売買取引と取引後の株式保管を効率化し、投資家の市場アクセス向上に資する施策を検討
複雑な金融商品に係る枠組みの合理化による投資家のアクセス向上	・MASは、商品性が複雑な金融商品に係る枠組みを合理化し、個人投資家のアクセスを向上させることを検討しており、レビューグループはそれを認識

（出所）MAS, “A comprehensive set of measures to strengthen Singapore’s equities market - Annex A”より野村資本市場研究所作成

にかなっていないことに加えて、そうしたアプローチは持続可能ではない、と説明している。

最後に、シンガポール株式市場の現状・問題点を踏まえると、レビューグループの提言が円滑に実施されたとしても、具体的な成果が得られるまでには時間を要すると考えられる。シンガポールが中長期的な観点で資金調達ハブとしてのプレゼンスを高め、ひいては国際金融センターとしての地位向上につなげられることに期待したい。