

# シンガポールの発行市場

—新規上場市場の現状—

竹 村 章

## 要 旨

シンガポール証券取引所にはメインボード、セスダック、外国株、CLOB インターナショナルの4市場があるが、銘柄の多くは第3次産業が占め、時価総額の上位10社で全体の40%を占めている。CLOB インターナショナルも「ASEANの株式センター」市場をめざして創出された市場であるが、マレーシア株式に集中しているのが現状である。

KLSE が93年に発表した「上場株券のスクリップレス化」はSES 関係者に大きな衝撃を与えた。この構想が実現するとSES 市場の4分の1は消滅するからである。ここに来て、マレーシア株依存からの脱却はSES の緊急課題となり、その具体的な対応策としてとらえたのが「国営企業の民営化」と「外国企業上場誘致」である。

93年11月のシンガポール・テレコム民営化は、大量の資金が海外から流入し市場を拡大したし、外貨建による外国企業への新規上場の促進は、従来のセカンダリー上場の促進ではなく、オフショア化された証券市場を創設し、発行市場と流通市場の拡大を目指したものであった。

シンガポールに進出している外資系企業の多くは、莫大な資金需要を持っており、持株会社を現地上場したいという希望も大変に強かったが、従来からの当局の金融政策と上場審査基準によって叶えられなかった。しかし今回の外貨建上場策で実現可能となった。外資系企業のみならず、中国国営企業、香港、台湾、タイ企業もこれに続き、上場後の株価も順調に推移したものが多い。

中長期的観点から見れば、今後も多くの日系製造業がアジア各国へ進出を計ることから、日系企業によるSES への外貨建上場は従来以上に現実性を帯びてきている。

目 次

- I. シンガポール証券市場の概要
- II. 新規公開市場の概要
- III. 証券市場が直面する問題
- IV. 民営化の推進

- V. 従来の外国株式誘致策
- VI. 外貨建上場策について
- VII. 日系企業の上場

I. シンガポール証券市場の概要

シンガポール証券取引所 (Stock Exchange of Singapore-SES) にはメインボード (Main Board), セスダック (Sesdaq), 外国株 (Foreign Board) の3つの上場市場と, CLOB インターナショナル (以下 CLOB) と呼ばれる外国株式の店頭取引市場がある<sup>1)</sup>。1997年7月現在の各市場の概要は表1のようなものである。

表1 各市場の概要 (単位 1億Sドル)

| 市場      | 上場銘柄数 | 時価総額  |
|---------|-------|-------|
| メインボード  | 285   | 3,484 |
| セスダック   | 57    | 52    |
| 外国株     | 2     | 3     |
| C L O B | 128   | 2,244 |
| 合計      | 472   | 5,779 |

注) 1Sドル=97年7月現在役80.2円

(1) メインボード

第1部市場に相当する。97年7月現在285銘柄 (うち外国企業39社) が上場されている。製造業の多くを外資系企業に依存している同国の産業構造を反映して, 上場銘柄の多くは商業, 金融, 不動産業等の第3次産業が占めており, 時価総額の上位は, シンガポールテレコム, シンガポール航空, シンガポールプレス等の民営化企業が占めている。時価総額上位10社でメインボード全体の40%にのぼる。

また88年からは, 他国証券市場との電子振替決済制度 (コンピューターリンクエージ) が開始され, 米国の Nasdaq や東京証券取引所の上場銘柄をこの市場で売買することも可能となっている。Nasdaq や東証の数銘柄が上場されているが, 実際の売買は活発ではない。SES が定めるメインボードへの上場基準は表2のとおりである。

(2) セスダック

SES Dealing Automated Quotation の略

表2 SESメインボード上場基準

|         |  |
|---------|--|
| 払込資本金   | 1,500万Sドル以上  |
| 株主数     | 400万Sドルまたは払込資本金の25%以上の多額な方が1,000人以上の株主によって保有されていること                  |
| 浮動株     | 公募株式の30%以上が10,000株以下の少数小口株主似によって保有されていること                            |
| 大株主保有比率 | 議決権の5%以上を保有する株主の割合が払込資本金の75%以下                                       |
| 事業継続年数  | 5年以上   |
| 利益      | 過去3年にわたり利益を計上し, 累損がないこと。過去3年間の税引前利益が每期100万Sドル以上で, かつ3年間の累計が750万Sドル以上 |

表3 SESの公開基準

|         |  |
|---------|--|
| 払込資本金   | 300万Sドル以上                                  |
| 株主数     | 50万Sドル又は払込資本金の15%の多額なほうが一般株主によって保有されていること。 |
| 大株主保有比率 | 議決権の5%以上を保有する株主の割合が払込済資本の75%以下             |
| 事業継続年数  | 3年以上                                       |
| 利益      | 直前期の税引後利益が80万Sドル以上                         |

であり、97年7月現在の市場銘柄数は57社である。潜在成長力を有する中小企業に株式公開の場を提供するために、87年に創設された。第2部に相当する。同国の地元製造業は比較的小型企業であるため、この市場へ上場するケースが多い。SESが定める公開基準は表3のようなものである。

### (3) CLOB インターナショナル

Central Limited Order Bookの略。シンガポールは1955年にマレーシア連邦から独立したが、シンガポールとマレーシア両国の株式は、独立後もマラヤ証券取引所として単一市場で取引が行われていた。このマラヤ証券取引所が2つの市場に完全に分離したのは18年後の1973年のことである。しかしその後も両国株式の重複上場は長く続き、その結果マレーシア企業の株式を所有するシンガポールの投資家は、依然として同国株式をシンガポールで売買していた。

本来マレーシアで行われるべきマレーシア企業の株式取引が、シンガポールに流出していることを懸念していたクアラルンプール証券取引所(KLSE)は、91年1月、同国企業約180社のSESへの上場を禁止する措置をとり、これに対抗してSESも同様にシンガポール企業のKLSE上場を禁止した。しかしSESは自国市場でのマレーシア株の温存を図るべく、マレーシア株式の上場廃止と同時に、この市場を創設

し、現在に至るまで店頭取引として売買している。マレーシア株式がSドルで売買されている。

この新しい市場を創設したSESのもうひとつの目論みは、この市場をアジア各国の株式を一同に介して売買する「ASEANの株式センター」とすることであった。そのためにマレーシア株以外にも、インドネシア・香港・フィリピン等の株式数銘柄が上場されたが、実際の出来高はマレーシア株式に集中しその他は低調である。上場されている128銘柄中の112銘柄がマレーシア株式である。特別な公開基準はなく「本国に上場されていること」が条件である。言わば「勝手に上場」されている市場ともいえる。

### (4) 外国株市場

95年12月、「他国で上場していない外国企業のための上場基準」と「インフラ・プロジェクトに関連する外国企業の上場基準」を制定し、アジア域内の外国企業やインフラ・プロジェクトに関連する外国企業への資金調達の場を提供することを目的としてこの市場が創設された。96年9月に香港の情報通信会社(CM・テレコム・インターナショナル)が初めて上場し、97年7月には中国の国営企業(天津中新薬業集団公司)が本国市場に先駆け上場し、初のS株上場<sup>2)</sup>として話題を集めた。VI節で述べる「外貨建上場策」によって創設された市場である。SESが定める上場基準は表4、表5のとおりである。

表4 インフラ・プロジェクトに関連する外国企業の上場基準

|         |  |
|---------|--|
| 払込資本金   | 3,000万Sドル以上  |
| 大株主保有比率 | 大株主の保有比率51%以上  |
| 事業継続年数  | なし   |
| 利益      | 基準なし。ただし1億5,000万Sドル以上の必要資金と、15年以上の利権を保有するインフラ関連プロジェクトを有していること。 |

表5 他国で上場していない外国企業のための上場基準

|         |   |
|---------|---|
| 払込資本金   | 3,000万Sドル以上   |
| 大株主保有比率 | 払込資本金の25%以上が1,000人以上の株主によって保有されていること                              |
| 事業継続年数  | なし  |
| 利益      | 直前期の税引前利益が600万Sドル以上かつ2年間の累計が1,500万Sドル以上か、または直前期の税引前利益が1,000万Sドル以上 |

## II. シンガポールの新規公開市場の概要

### (1) 発行方法

シンガポールの証券市場では、新株の発行形態として「公募増資」、「株主割当」、「私募販売」の3つの発行方式が行われているが、企業の新規公開時にのみ、時価発行による公募増資が行われる。新規公開株式の購入を希望する投資家は、国内の金融機関の店頭で配付される申込書に申込相当額の小切手を同封し、銀行や証券会社等の取扱金融機関に郵送で申し込む。最近では銀行ATMから直接申し込むことも可能である。引受業者による投資家への販売は行われない。株式が配分されなかった場合には、申込金は後日投資家に返金される。

### (2) 募集・配分方法

新規公開株式の公募増資は、「固定価格方式」と「入札方式」の併用によって行われる。「固定価格方式」とは、小口株主への株式の拡散を目的に行われる方法で、あらかじめ決定さ

れた均一価格で株式が販売される。1投資家への配分株式数は、10,000株以内で決定される。応募超過となった場合には公開抽選が行われる。一方大口投資家や機関投資家への販売を目的として行われるのが「入札方式」である。投資家が自己の判断で、固定価格以上の自由な価格で、自由な株数を入札する。1人の投資家が申し込むことのできる株式数は入札総数の5%以内である。入札価格は、最高価格から並び変え価格の高い順に割り当てられる。落札した価格のうちの最も低い価格が全落札者の払込金額となる方式（シングル・ストライク・プライス方式）が採用されている。

なお、セスダック上場や外貨建上場の場合は、「入札方式」の代わりに、「私募販売」が併用されることもある。銘柄が特殊であるために、十分な流動性が保たれない恐れがあるとSESが判断した場合、引受業者を通じて例外的に投資家に販売する。この方法はメインボード上場では認められない。

### (3) 引受業者

シンガポールはユニバーサル・バンク制度を

とっており、新規公開株の引受は銀行・証券会社・マーチャントバンク<sup>①</sup>のいずれもが行うことが出来るが、地元の4大商業銀行（DBS, OCBC, OUB, UOB）の投資銀行部門が圧倒的に優勢である。96年度に行われた新規公開案件のうち、半数以上は地元4大商業銀行のひとつであり政府系銀行であるDBSが主幹事を努めた。日系マーチャントバンクが主幹事を努めた事例も数例があるが、いずれも日系現地法人が公開した際のものである。主幹事はSESへの申請手続きの一切を請け負い、申請書類の提出、質疑応答、発行価格の決定等で、申請会社がSESと直接やりとりすることはない。この代償として主幹事が発行会社に要求するのが、幹事手数料（マネージメントフィー）である。

シンガポールの新規公開株式は投資家に対して直接募集が行われるため、引受業者は介入しない。募集残が発生した場合にのみ株式を引き受ける「残額引受方式」を採っている。主幹事会社はこの引受リスクの分散のために、シンジケーションを組織し再引受業者（サブ・アンダーライター）を招聘する。このシンジケーションへの参加料として、引受会社が発行会社に要求するのが、引受手数料（アンダーライティングフィー）である。

#### （4） 上場前の流通市場

従来、新規公開株式の公募期間が終了し、株式が上場されるまでの期間（約2週間）は、証券業者同士が相対で市場外取引を行う「グレーマーケット」となっていた。しかし市場近代化の手段として、SESはこの取引を市場取引とすることとし、この取引をウェン・イシュー・ベース（When Issue Base）取引と呼んでいる。上場後の一定日に決済することを前提に、

個人投資家も売買を行う事が出来る。投資家の利便性を高め、市場の透明性を計るための措置であると言われている。上場後の通常の取引はレディー・イシュー・ベース（Ready Issue Base）取引と呼ばれている<sup>②</sup>。

### Ⅲ. 証券市場が直面する問題ー スクリップレス化構想の衝撃

SESが発展していくための中期的課題として、従来からも市場関係者があげている問題は、市場に占めるマレーシア株式の比重が極めて高いことである。SES全上場銘柄数472のうちの112がマレーシア株（97年7月現在）であり、市場全体の時価総額約5,800億Sドルのうち1,430億Sドルがマレーシア株によって占められ、現在に至るまで非常に高いウェイトを占めているのが現状である。

91年のマレーシアとシンガポールの重複上場廃止に対応して、マレーシア株の取引継続を計りたいSESはCLOB市場を創設した。しかしこの重複上場廃止以上に、強い衝撃を与える政策がKLSEから93年に発表された。それが「上場株券のスクリップレス化」構想である。これはマレーシア企業の全ての上場株券を、KLSEが新たに設立する保管機構に集中して保管するというものである。このシステムに移行すれば、売買が発生すると同時に株式の名義は変更され、名義書換を行う必要もなく、株券の紛失などのトラブルも防ぐことが出来る。技術的な問題から、移行時期は「出来るだけ速やかに」とされたが、既に一部の新規上場銘柄ではこのシステムが実施されている。

市場関係者によれば、この構想はKLSEの近代化策のひとつである同時に、シンガポール

でのマレーシア株売買を完全に停止させることを狙った措置であると言われている。CLOBでマレーシア株式が売買されている理由は、シンガポール国内にマレーシア企業の株券を保有する投資家が存在するためであるから、マレーシア企業の株券をスクリップレス化してKLS Eに保管すれば、CLOBでの売買は不可能となり、シンガポールの投資家がマレーシア株の売買を行う時には、マレーシアの証券業者に委託しKLSEで決済せざるを得なくなるという発想である。

この構想が実現すると、CLOBでのマレーシア株売買は完全に消滅し、SES市場の4分の1は消滅する。「ASEANの金融センター」を目指すシンガポールにとって、マレーシア株への依存体質からの脱却は、従来からも「中期的課題」であったが、このKLSEの発表によって「緊急課題」となったのである。次節以降で述べる「国営企業の民営化」や「数々の外国企業への上場誘致策」は、この課題を解決するためのシンガポールの諸政策である。

#### IV. 民営化の推進

シンガポールの民営化は、86年に発足した「シンガポール公営企業民営化委員会」が翌年

2月に報告書を発表したことで本格的に開始された。この報告書の中で、「民営化の意義は、政府が関与する必要のなくなった企業から撤退すると共に、投資対象として魅力ある企業を証券市場に提供すること」であると明確に述べられている。他のASEAN諸国の民営化の理由と根本的に異なる点である。

一般に、開発途上国の民営化は、国家の財政悪化を補填するためや、公営企業の経営効率の悪さを改善することを主な目的として行われるが、シンガポールの公営企業は従来から民間企業以上に高収益であり、国家の財政も良好であった。民営化を推進することによって、投下資本を回収したり公営企業の効率化を計ることはシンガポールにとって緊急の問題ではない。

この報告書の発表のあと、計画は実行に移され、実際に数社が民営化されたが、折悪しく、89年10月に米国でブラックマンデーが発生し、SESも株価暴落に見舞われたため、計画は中断を余儀なくされていた。しかしKLSEの「上場株式のスクリップレス化」構想の発表によって、公営企業の民営化が再び大きくクローズアップされることになったのである。

その後株式市場が沈静化し株価が回復基調を取り戻したのに伴い、民営化政策は再開された。90年以降実際に数社が上場され、93年11月

表6 民営化実施企業 (89年以降)

株価は97年6月末現在

| 銘柄名                              | 上場日      | 業種   | 公募価格      | 株価        | 時価総額<br>(百万ドル) |
|----------------------------------|----------|------|-----------|-----------|----------------|
| シンガポールテクノロジーエアロスペース              | 90. 8. 8 | 航空機器 | S \$ 1.50 | S \$ 2.25 | S \$ 567       |
| シンガポールテクノロジー SHIPPING & エンジニアリング | 90. 8.28 | 船舶   | S \$ 1.20 | S \$ 1.80 | S \$ 299       |
| シンガポールペトロリアム                     | 90.10.25 | 石油精製 | S \$ 1.25 | S \$ 1.71 | S \$ 354       |
| シンガポールテクノロジーインダストリアルコープ          | 93. 6.15 | 精密機器 | S \$ 0.85 | S \$ 3.68 | S \$ 2,517     |
| シンガポールテレコム                       | 93.11. 1 | 通信   | S \$ 2.00 | S \$ 2.64 | S \$ 40,254    |

には、ASEAN 最大の企業であるシンガポール・テレコム社が民営化され SES に上場されたのである。この案件では、折からのアジア株ブームの中で、約22億 S ドルの政府保有株が市場に放出され、世界中の投資家の熱い注目を集めた。現在同社株式は SES の全時価総額の20%(402億 S ドル)を占める重要な銘柄となっている。また上場時の公募増資では、国内の強制積立年金<sup>5)</sup>の加入者に、奨励策として補助金を交付したため、300万人の国民のうちの150万人が同社株式を購入し、大量の個人投資家を誕生させた。同時に海外投資家には競争入札を実施し、約16億 S ドルの資金が海外から流入した。

現在も政府によって指定された10社以上の公営企業が民営化の準備を進めており、SES 拡大策としての民営化は、今後も順調に推進されるものと思われる。現在までに民営化された主な企業は表6のとおりである。

## V. 従来外国株式誘致策

従来からも外国企業の上場誘致を図るべく、SES はいくつかの政策をとってきたが、いずれも十分な結果は生まなかったと言われている。現在までに採用された外国株式の上場誘致

策は表7のようなものであるが、実際にはマレーシア株以外にはほとんど進展しなかった。その理由は、上記の方法がいずれもセカンダリー上場であったことであると言えよう。

本国市場に上場している株式を、ファイナンスを伴わないで SES にセカンダリー上場させても流通市場は発生しない。しかし新規上場は、発行企業には資金調達機会を与え、同時に、大量の株式を市場に放出することで流通市場を発生させる。発行企業にも投資家もメリットのないまま、売買市場を作り出そうとしたところに、これら誘致策の大きな問題があったと言えるだろう。

当時 SES が外国株の上場誘致にあたり念頭に置いたのは、ロンドンの SEAQ インターナショナル市場(以下 SEAQ)であると言われている。確かに SEAQ では日本株を初め多くの外国株式が売買されている。しかしこの市場で外国株式の取引が活発に行われている理由は、ロンドンに外国株式を保有する機関投資家が多数存在していることである。それらの機関投資家が保有株式を売買する場合、本国市場とロンドンとの時差などで売買が円滑に執行できないために、現地でも相対取引を活発に行っているというのが、SEAQ の存在理由である。換言す

表7 SES の外国株式上場誘致策

|          |   |
|----------|---|
| セカンダリー上場 | 既に他市場で上場されている銘柄を SES に2次上場すること。中国への返還を前にリスク分散を目論んで上場した香港企業の例や、シンガポールをアジアの統括基地とする欧米企業が上場した例などがある。資金調達は行われない。 |
| S D R    | セカンダリー上場を行う場合に、SDR(本国市場で発行した新株を裏付けとして発行される預託証券)を発行して上場するもの。日本企業にも幾つかの実施例があるが、上場後の売買はほとんどない。                 |
| 他市場リンク   | 88年に米国の Nasdaq、90年に東京証券取引所との間で締結された電子振替決済制度。米国と東証の既上場銘柄のセカンダリー上場。本国市場で流通している株式を SES で売買出来る。出来高はほとんどない。      |
| C L O B  | 「アジアの株式センター」をめざして90年に創設された外国株式の店頭市場。マレーシア株以外にも香港・フィリピン・インドネシアの株式が上場されているが低迷している。                            |

れば、外国株式を保有する投資家が多数存在する市場で「自然発生」した市場であると言える。

しかし当時のシンガポールには、マレーシア株以外のアジア株を保有する機関投資家はロンドンほどにはいなかった。また彼らがアジア各国の株式を売買する場合も、本国市場との間に大きな時差はなく、本国市場で行うことが可能である。SEAQのような流通市場が現地で発生する必然性がない。人為的にSEAQ類似市場を作り出そうとしたことに大きな問題があったと言えるだろう。

## VI. 外貨建上場策

### (1) 基本構想

前項で述べた既存の上場誘致策の反省に立って、SESが現在展開しようとしている外貨建上場策は、全く異なった観点から捉えることが出来る画期的なものである。従来の上場誘致策は「本国市場で上場されている銘柄のセカンダリー上場」の促進策であったのに対し、この政策は「外国企業へのプライマリー（新規）上場」の促進である点が大きく異なる。また、自国証券市場で、外貨でのエクイティーファイナンスを認めるという点で、「オフショア化された証券市場」の創設であるとも言えよう。ユーロ市場以外で、自国の証券市場をオフショア化しようという試みはいかなる国にも前例がない。

外貨建上場構想は、資金調達意欲のある現地法人の上場促進を計るために、SESが92年にメインボードの上場審査基準を緩和したことによって始まる。そしてこの規制緩和の見返りとして、発行企業に要求したのが外貨建上場であった。これは企業が新規上場する際の時価発

行増資を、国内通貨であるSドルではなく、外国通貨建で投資家に販売するというものである。シンガポールの現地企業の資本金はSドルであり株式の額面もSドルだが、募集される株式の公募価格だけが外貨に換算されて投資家に販売される<sup>6)</sup>。

この方法で上場すれば、発行会社から見れば、調達された外貨は速やかにSドルに交換されて資本金に組み込まれるから、資金調達意欲は満足させられる。またシンガポールに設立されていない外国企業にとっては、アジアドル市場<sup>7)</sup>で資金を調達するのと同じ効果が得られる。投資家から見れば、大量の株式が現地で販売されるから、上場後の流通市場も確保される。従来の上場誘致策でなされなかった「発行市場と流通市場拡大の両立」が可能となることがこの政策の大きな特徴である。

### (2) 導入の理由

シンガポールには、現地での上場を希望する現地法人や外国企業は従来からも多く存在していた。にも関わらずそれが実現出来なかったのは、「シンガポールの金融政策」と「現地法人の上場審査の問題」という2つの問題があったためであると言われている。今回SESがこの政策を導入した理由は、まさにこの2つの問題を同時に解消することができるからである。

「シンガポールの金融政策」とは、シンガポール当局の「Sドルの鎖国政策」である。ほとんどの生活物資を海外からの輸入に頼るシンガポールは、輸入価格の高騰によるインフレへの警戒感から、Sドルが海外に流失して国内の通貨供給量がタイトになることに極度に神経質である。そのためにSドルが海外に流出することになるファイナンスは許さない。Sドルは当

局によって完全にコントロールされている。

一方、近年のシンガポールは人件費などの生産コストが急速に上昇し、進出していた多くの製造業は、ベトナムや中国などの近隣諸国に生産拠点を移転している。インフラが整備されたシンガポールには、これらの製造拠点を統括する持株会社だけが残されている。彼らは新しい生産拠点に莫大な資金需要を持っていた。そのために、この持株会社をシンガポールで上場し、資金調達を行いたいという希望はかねてから大変に強かったが、この金融政策によって叶えられなかったのである。ましてシンガポールに登記されていない企業が、Sドルを調達することは不可能であった。しかし外貨建上場策はこの問題を解消することができるのである。彼らがシンガポールで外貨を調達して海外に投資しても、Sドルの流出にはならないからである。

「現地法人の上場審査の問題」とは、上場申請する企業に対してSESが行う審査項目の中の「特定企業への利益の偏重」と「関係会社間取引」の2つの項目である。外資系企業の多くは、この項目のために上場出来ない。シンガポールに設立されている外資系製造業は、親会社や現地の特定顧客からの発注によって生産を行っている。売上高の過半数がこれらによって占められる場合も少なくない。またこれらの企業との契約関係も必ずしも明瞭でない。特定顧客への依存率を引き下げ、契約関係を明瞭化しなければSESの上場審査は満足させられない。それ故この2つの審査項目は、彼らの上場にとって大きな障害となっていたのである。外貨建上場策はこの問題も解消できた。外貨建上場の審査では、この2つの項目は審査対象にされないからである。

### (3) 外貨建上場の効果

外貨建上場はシンガポールの現地法人のみならず、ASEAN各国の企業の上場機運を大いに刺激した。この政策の発表の後、初めてのS株上場銘柄として、中国本国で上場していない国営企業が上場したり、香港の上場企業が自国の上場を廃止してシンガポールの子会社を上場した。本国で未上場の台湾企業やタイ企業も上場した。インドネシアの華僑系企業の中には、政治的な理由で、国内の資産を分散しようとする動きも見られる。そのためにインドネシア企業を統括する持株会社をシンガポールに設立し、これを上場しようという動きもある。これらの企業にとっては、国際通貨である米ドルの方が有利であったことも大きな動機である。

導入当初、外貨建上場に懐疑的であった投資家も、実際の上場例を見て態度を変化させた。上場後の株価が順調に推移したものが多いためである。シンガポールでは、多くの投資顧問会社が資金運用を行っているが、彼らの運用資産のほとんどはドル建である。最近のアジア通貨不安<sup>8)</sup>も、一層米ドル建指向を高めていると予想される。外貨建上場の導入当初は、SESも「特殊銘柄である」として個人投資家への販売を制限<sup>9)</sup>していたが、後には解禁した。

そして91年2月に「シンガポール外に資産の大部分を有している企業の上場規則」をメインボードに設け、95年12月には「他国で上場していない企業のための上場規則」と「インフラ・プロジェクトに関連する外国企業の上場規則」を設けて外国株市場を創設したのである。97年7月には、外貨建上場案件から得る証券業者の手数料も非課税にするなど、税制面からもこの政策の発展に拍車をかけることとなったのである。なお、現在までに外貨建上場を行った主な

表8 主要外貨建上場企業

株価は97年6月末現在

| 銘柄名               | 上場日       | 国籍<br>本拠       | 業種  | 資本金<br>(百万) | 公募<br>価格 | 時価       | 時価総額<br>(百万) |
|-------------------|-----------|----------------|-----|-------------|----------|----------|--------------|
| ダイムラーベンツAG        | 94. 5. 1  | ドイツ<br>(ドイツ)   | 運送  | DM2,568     | US\$53.5 | US\$53.5 | US\$26,828   |
| 香港ランドホールディング      | 95. 4. 3  | バミューダ<br>(香港)  | 不動産 | US\$270     | US\$2.20 | US\$2.26 | US\$8,402    |
| ジャーデンマセソン         | 95. 6. 3  | バミューダ<br>(香港)  | 不動産 | US\$185     | US\$7.00 | US\$7.10 | US\$5,057    |
| ジャーデンストラテジック      | 95. 6. 3  | バミューダ<br>(香港)  | 不動産 | US\$53      | US\$3.34 | US\$3.78 | US\$4,257    |
| トータルアクセスコミュニケーション | 95.10.13  | タイ<br>(同上)     | 通信  | BT2,772     | US\$6.00 | US\$4.64 | US\$1,439    |
| 旺旺ホールディング         | 96. 5. 16 | シンガポール<br>(台湾) | 食品  | US\$81      | US\$1.68 | US\$3.32 | US\$1,628    |
| CMテレコムインターナショナル   | 96.10.7   | バミューダ<br>(香港)  | 通信  | H\$227      | US\$0.32 | US\$0.34 | US\$147      |
| 天津中新薬業集団          | 97. 7     | バミューダ<br>(中国)  | 薬品  | RMB329      | US\$0.68 | US\$1.15 | US\$454.9    |

注) BTはタイバーツ, RMBは中国元。

企業は表8のとおりである。

## VII. 日系企業のSES上場

### (1) 日系企業上場の現状

現在SESに上場している主な日系企業は表9のとおりである。これらの企業は上場の主体によって「日本の親会社」と「現地法人」のケースに大別することが出来る。以下では、この2つを概観してみたい。

日本の親会社による上場は、1960年代から行われている。これら企業の上場目的は、ASEAN地域でのビジネスの拡大と、現地での企業イメージの浸透である。国民の大部分が入居している高層公共住宅へのエレベーター納入実績では、フジテック社は当時圧倒的な市場シェアを獲得していたし、東急不動産は転換社債

の発行によって、当時建設ブームとなっていた高級ホテルを現地に建設した。

これらの企業は上場時にSDR(預託証券)を発行したが、上場直後に株券に変換され、日本の証券市場で売却されたために、数年内にはSESでの売買は消滅し、現在に至っている。日本企業のSES上場を再活性化させるべく、90年には東京証券取引所との間で、自動振替決済制度(コンピューター・リンケージ・システム)を開始したが、現在まで軌道に乗っていない。

現地法人の上場は上記のケースとは根本的に異なる。彼らの株式上場の原動力は、現地法人の高業績であり資金需要である。特に親会社が日本で未公開である企業の現地法人が上場したケースはその意味合いが大きい。彼らの中には現地への進出当時からベンチャーキャピタルの

表9 SES上場の主要日系企業

| 会社名              | 上場年月       | 業種     | 上場市場   | 上場主体           | 備考     |
|------------------|------------|--------|--------|----------------|--------|
| 村田製作所            | 68. 5. 27  | コンデンサー | メインボード | 親会社            | SDR 発行 |
| フジテック            | 77. 4. 4   | エレベーター | メインボード | 親会社            | SER 発行 |
| 伊勢丹 (シンガポール)     | 81. 12. 12 | 百貨店    | メインボード | 現地法人<br>親会社上場  |        |
| 東急不動産            | 82. 7. 19  | 不動産    | メインボード | 親会社            | CB 発行  |
| ミネベア             | 82. 10. 25 | ベアリンク  | メインボード | 親会社            | SDR 発行 |
| ANA ホテル (シンガポール) | 82. 12. 8  | ホテル    | メインボード | 現地法人<br>親会社上場  |        |
| ジュロンエンジニアリング     | 84. 6. 2   | 造船     | メインボード | 現地法人<br>親会社上場  |        |
| ヤオハンジャパン         | 85. 7. 19  | スーパー   | メインボード | 親会社            | SDR 発行 |
| ジュロンシップヤード       | 87. 9. 18  | 造船     | メインボード | 現地法人<br>親会社上場  |        |
| 堀口エンジニアリング       | 90. 5. 3   | 船舶修理   | セスダック  | 現地法人<br>親会社未上場 |        |
| 日興証券             | 90. 10. 9  | 証券     | メインボード | 親会社            | 他市場リンク |
| 日立造船 (シンガポール)    | 92. 11. 13 | 造船     | メインボード | 現地法人<br>親会社上場  |        |
| 技研サカタ (シンガポール)   | 93. 2. 10  | 精密部品   | セスダック  | 現地法人<br>親会社未上場 |        |
| トライエムテクノロジー      | 93. 7. 5   | 電子部品   | メインボード | 現地法人<br>親会社未上場 | 外貨建上場  |
| ポッカ (シンガポール)     | 94. 8. 28  | 食品     | メインボード | 現地法人<br>親会社上場  |        |
| 野村証券             | 94. 9. 29  | 証券     | メインボード | 親会社            | 他市場リンク |
| IMM マルチ・エンタープライズ | 95. 7. 6   | 流通     | セスダック  | 現地法人<br>親会社上場  |        |
| 昭和プラスチック         | 95. 10. 6  | 精密部品   | メインボード | 現地法人<br>親会社未上場 | 外貨建上場  |

出資を受けている企業も多く、創業当初から現地上場を経営戦略のひとつにしている。現地法人上場の動きは、90年5月の堀口エンジニアリング社のセスダック上場を契機としてクローズアップされ、技研サカタ社、トライエム・テクノロジー社、昭和プラスチック社などが後に続き、現在も多くの現地法人が検討をしているといわれている。

## (2) 外貨建上場が与える影響

日本の親会社に先駆け、あるいは日本での公開を断念して、現地法人を現地市場で上場するという経営戦略は、日本の中堅企業の新しい方向として、今後大いに注目する必要があるだろう。彼らにとって、現地法人の上場は親会社の上場以上に必然性の高いものであるとも言える。シンガポールの日系現地法人は、審査上の

問題で上場が難しい場合も多かったが、外貨建上場策で問題は解消されたのである。実際に93年のトライエム・テクノロジー社や、95年の昭和プラスチック社の上場はこの外貨建上場であった。

現在のアジア各国は経済情勢が大変不安定な状態にあるが、中長期的な観点から見れば、多くの日本の製造業がアジア各国へ進出を計ることは議論の余地がない。加えて、それら企業の顧客である大手製造会社も、アジアへの生産移転を継続するだろう。外貨建による日系企業のSES上場が可能になったことで、SES上場は従来以上に現実性を帯びたと言えるだろう。

注

- 1) SESは「1973年証券業法」に基づき設立された株式会社形態の組織であり、その主な目的は、証券市場の管理監督・取引所会員及び市場参加者の利益保護等とされている。また証券市場全般の行政は「1984年シンガポール通貨庁法」に基づき、シンガポール通貨庁(Monetary Authority of Singapore-MAS)が行っている。MASは71年に創設された行政機関で、発券機能を除く中央銀行としてのあらゆる機能の他に、金融市場全般の監督を行う強大な権限を持つ中央官庁である。
- 2) 中国国営企業の民営化で、中国本土の証券取引所(上海・シンセン)に上場され、中国国民に販売される株式はA株、外国人に販売される株式はB株、香港に上場され外国人に販売される株式はH株と呼ばれている。シンガポールが中国国営企業のSESへの上場を提唱したが、このS株である。
- 3) マーチャントバンクとは、シンガポール会社法に基づいて設立された株式会社であり、MASの認可を得て業務を営む金融機関である。主な業務としては、シンジケートローン・中長期ファイナンス・投資顧問・証券業・アジアドル(ACU)市場での外貨取引等があげられる。シンガポールは国内の銀行業務や証券業務への外国企業の算入を厳しく規制しており、開かれたオフショア市場とともに、厳しく制限された国内市場という2面性を持っているため、邦銀や日系証券会社のほとんどはこのマーチャントバンク形態で、特化した営業を行っている。なお邦銀では東京三菱とさくらのみが、Sドルの預金

受入を含む銀行業務を行うことができる「フルバンク・ライセンス」を取得しており、証券業務では、野村・大和・日興の現地法人が、欧米系会社3社とともに、海外からの株式売買委託注文を直接SESで執行出来る「国際会員権」を取得している。

- 4) 上場後の発行市場では、「株主割当」による中間発行増資が行われる。シンガポールは英連邦の一員として英国会社法の影響を強く受け、既存株主の新株引受権(プリエンティブ・ライト)が保証されている。時価を基準に株式の発行が行われるのは、少量の株式を発行する場合に行われる「私募販売」のみである。なおSESでの発行形態別推移と、各市場別新規上場銘柄数と調達金額の推移は下記のとおりである。

発行形態別推移 (単位 100万Sドル)

|      | 1992年 | 1993年 | 1994年 | 1995年 | 1996年 |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 公募増資 | 515   | 5,832 | 1,400 | 654   | 906   |
| 株主割当 | 1,151 | 1,352 | 2,050 | 572   | 1,155 |
| 私募販売 | 769   | 984   | 1,283 | 464   | 1,090 |
| 計    | 2,434 | 8,169 | 4,733 | 1,680 | 3,151 |

- 5) シンガポールの年金制度は、1955年に設立されたCentral Provident Fund (CPF)と呼ばれる労働者のための強制積立年金制度である。毎月の給与から労使双方が一定額を積み立てる。この年金資金の一定額は、SESが指定する投資適格株式に投資することができる。近年はこの上限額を大幅に引き上げるなど国民への株式投資奨励が活発に行なわれている。
- 6) 外貨建上場された銘柄は、原則的には、上場後もそのまま同じ外貨建で売買される。
- 7) 金融立国を目指すシンガポール政府の主導で1968年に創設された同国のオフショア市場。Asian Currency Unit (ACU)と呼ばれている。国内市場とは分離して、完全な自由市場として発展している。近年は日本の上場企業もこの市場を対象に外貨建債券(ドラゴンボンド)等を積極的に発行している。
- 8) アジアの各国は、米国への輸出依存度が強いために、原則的に自国通貨を米ドルにリンクさせる金融政策をとっているが、96年頃から現在まで、タイ・パーツやフィリピン・ペソ、インドネシア・ルピアなどのアジア各国通貨が暴落している。
- 9) 一般に、新規公開時の公募は、個人投資家の購入を促進するため「額面分割」(1Sドルを0.5Sドル等に変更)を行うのが通常だが、外貨建銘柄は「額面統合」(1Sドルを2Sドル以上に変更)を行い、個人投資家の購入を制限した。

(日興証券第2企業法人部次長)