

■連載 (全12回) ■

アジア株式市場のいま



財団法人 国際通貨研究所
開発経済調査部主任研究員

糠谷 英輝

第1回 概観*

No. **286**
(2009年6月号)

第2回 シンガポール*

No. **289**
(2009年9月号)

第3回 インドネシア*

No. **290**
(2009年10月号)

第4回 マレーシア*

No. **291**
(2009年11月号)

第5回 タイ*

No. **292**
(2009年12月号)

第6回 フィリピン、
ベトナム*

No. **293**
(2010年1月号)

第7回 韓国

No. **295**
(2010年3月号)

第8回 台湾

No. **296**
(2010年4月号)

第9回 香港

No. **297**
(2010年5月号)

第10回 中国

No. **299**
(2010年7月号)

第11回 オセアニア

No. **307**
(2011年3月号)

第12回 インド

No. **309**
(2011年5月号)

*経済調査部上席研究員 亀井 純野氏との共著

(本連載は、「アジア/G20株式市場のいま」として、引き続き2011年6月号からサウジアラビア、トルコ、ロシア、南アフリカ、ブラジル、アルゼンチンの各国を取り上げる予定です。)

財団法人 **資本市場研究会**
Capital Markets Research Institute

<http://www.camri.or.jp>

アジア株式市場のいま

—第5回 タイの株式市場

財団法人国際通貨研究所

開発経済調査部主任研究員 **糠谷 英輝**

経済調査部上席研究員 **亀井 純野**



■ 1. タイ株式市場の歴史

タイの株式市場の歴史は、民間の証券取引所としてバンコク証券取引所が設立された1962年にさかのぼる。投資家・発行体双方の株式への理解不足や、政府の育成策の欠如から、バンコク証券取引所は設立当初より低調な売買が続き、70年代に市場は機能停止状態となった。

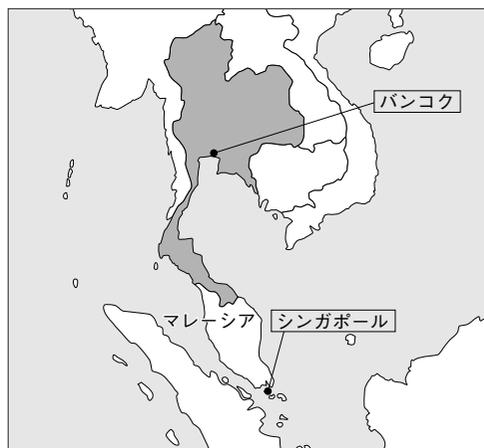
その後、資本市場育成に向けて法制の整備等が進められ、1974年5月にタイ証券取引所が設立された(注1)。さらに1984年の証券取

引法の改正などを経て、80年代後半に株式市場は拡大に向かった。

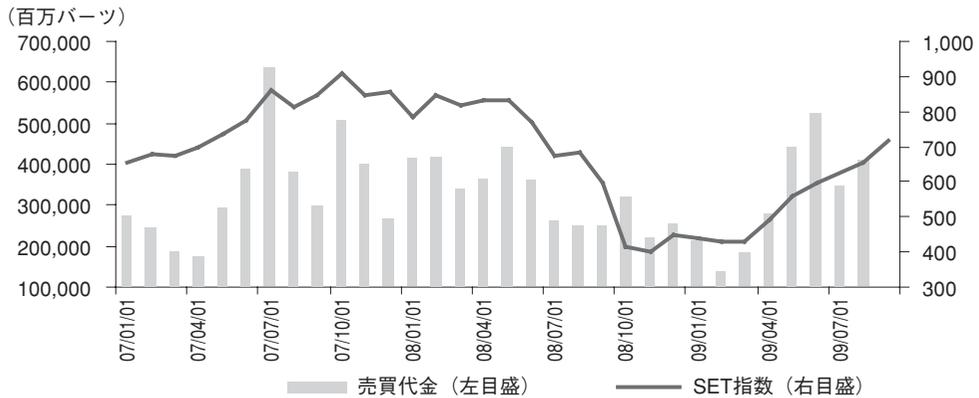
続く1992年のタイ証券取引法の改正を受けて、証券取引の監督を担う証券取引委員会(SEC: Securities and Exchange Commission)が設置され、以降はSECが中心となって資本市場の改革を進めている。

— <目次> —

1. タイ株式市場の歴史
2. タイ株式市場の概要
3. タイ株式市場の特徴
4. タイ株式市場の問題点と投資規制



(図表 1) 株価指数と株式取引の推移



(出所) Bloomberg, WFE

(図表 2) タイ証券取引所の主な関連会社



注 1 : Thai Trust Fund Management Co., Ltd. : 外国人投資家を対象とした信託基金 (TTF : Thai Trust Fund) を組成、販売している。

注 2 : Thai NVDR Co., Ltd. : メインボード取引銘柄の無議決権預託証券 (NVDR : Non-voting Depository Receipt) を発行、販売している。

注 3 : mai Matching Fund Co., Ltd. : 将来mai市場への上場を目指し、有望な未上場企業への投資を行う。

なお、これらの子会社の株式の残り0.01%は、法制に基づき、それぞれの会社の経営者層が保有している。

(出所) タイ証券取引所 annual report 2008

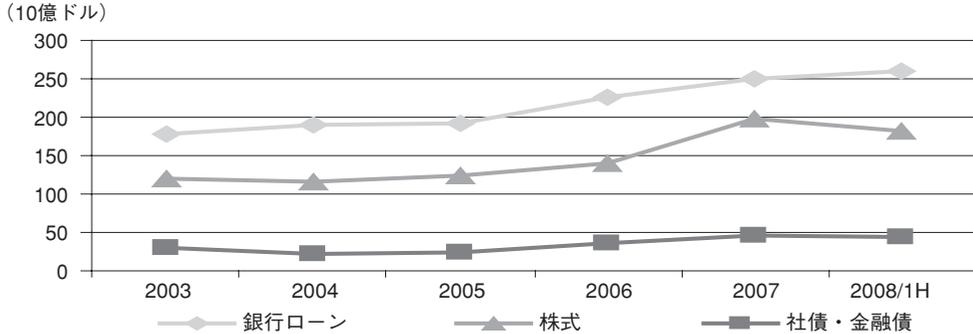
1999年には、高い成長力を有する中小企業向け市場として、主に大企業が上場するSETより上場要件を緩和したmai (The Market for Alternative Investment) が、2004年にはデリバティブ市場であるタイ先物取引所 (The Thailand Futures Exchange Plc) がそれぞれ設立された。

なお、最近のタイ株式市場の株式売買の動向並びに株価指数の推移については(図表 1) 参照。

2. タイ株式市場の概要

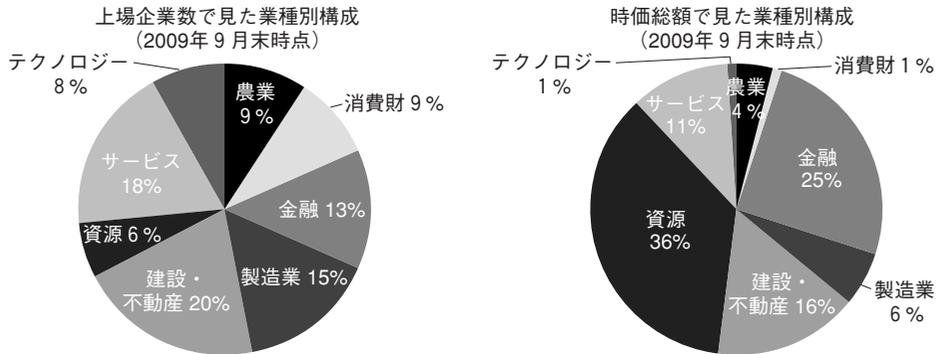
タイの証券取引所は、傘下に証券決済機関やデリバティブ市場、外国人投資家向けの信託基金や、無議決権預託証券 (詳細は後述) を組成・販売する企業等を子会社として擁している (図表 2)。

(図表3) タイの銀行ローン、社債発行残高、株式市場時価総額の推移



(出所) ADB、IMF、WFE

(図表4) セクター別上場企業数、時価総額の構成比



注：管理ポスト銘柄、mai上場銘柄を除く。

(出所) タイ証券取引所

(1) 発展途上にある株式市場

タイにおける民間資金調達手段を見ると、株式市場は2005年以降急速に拡大しているものの、銀行ローンが最大の資金調達手段となっている状況は未だ変わっていない(図表3)。

株式市場の時価総額がGDPに占める割合を見ると、2008年末時点では39%と、シンガポール(148%)や、マレーシア(89%)と比べて小さく、経済規模から見たタイの株式市場の発展の余地は大きく、発展途上にある

と言える(因みにフィリピン33%、インドネシア22%)。

業種別構成を上場企業数で見ると、建設・不動産が、全体の1/5を占める一方、時価総額ベースでは、資源と金融の合計が全体の6割超となっている。ASEAN諸国の中では外資自動車産業の集中するタイであるが、製造業の占める割合は低い(図表4)。

上場企業数(SET、mai合計)の推移を見ると、アジア通貨危機後の2000年には381社

であったが、景気の回復とともに増加し、2009年9月末時点ではSET、maiの合計で530社（管理ポスト銘柄を含む）まで増加している。2006年には18社（SET12社、mai6社）、2007年には13社（SET7社、mai6社）、2008年には12社（SET9社、mai3社）と、近年では毎年10社以上の企業が新たに上場しており、上場企業数は増加傾向にある。

しかし売買高で上位10銘柄への売買の集中度は49.6%（2008年末時点）とマレーシア（41.6%）、シンガポール（46.7%）、東京（19.9%）と比べて高く、実際に活発に取引される投資対象は限られていると言える。

（2） タイ証券取引所での株式取引

タイ証券取引所の上場市場には、主に大企業が上場するSETと、中小企業向けの市場であるmaiが存在する（図表5）（注2）。

一方、流通市場には、大きく分けてメインボード、フォーリンボード（詳細は後述）があり、その他に、大口取引や取引単位未満の取引を行う大口ボード、端株ボードがある。

タイにおける株式取引の大半は、メインボードで行われる。メインボードで取引される主な商品には、ローカル株と呼ばれる普通株式、NVDR、ETFなどがある。

メインボードでは、外国人投資家も国内投資家と同様に取引可能である。外国人保有制限のない銘柄については、国内投資家と同様の取引となるが、外国人保有制限がある銘柄に投資をした場合は、外国人投資家は議決権、

配当などの株主権利を受けることができない（図表6）。

外国人投資家によるタイ株式投資に関しては、段階的に市場の整備が進められてきたため、複雑で、独特の構成になっている。以下、外国人投資家が投資可能な商品について、少し詳しく紹介する。

〈フォーリンボード〉

フォーリンボードは、①国防、その他の理由から、法律（注3）上の外国人保有規制がある業種に該当する株式の外国人保有可能枠（払込資本金の49%）内の株式と、②企業が定款で定めている外国人保有比率以内の株式が取引される。フォーリンボードで取引される株式は、メインボードで取引されるローカル株に対してフォーリン株と呼ばれ、ローカル株の株式コードに「-F」がつく。

フォーリン株は外国人投資家のみが取引可能であり、議決権、配当などの株主の権利がすべて保証されている反面、一般の国内投資家の売買とは分離される。この結果、フォーリン株の流動性は限定的となり、同一銘柄でもローカル株とフォーリン株では取引価格が異なってくる。したがってフォーリンボードでの取引は、株主権利を保有したい投資家の取引であると言える。

フォーリンボードでの取引に関して、以下に事例を紹介しておく。

外国人保有制限が49%の企業A社が100株のIPO（新株発行）を行う場合、メインボー

(図表5) タイ証券取引所の概要

	SET	mai
主な上場基準	<ul style="list-style-type: none"> ・事業開始から3年以上経過。 ・過去2～3年に5,000万バーツ以上、直近年度で3,000万バーツ以上の税引き後利益を計上。 ・払込資本金が3億バーツ以上。 ・少数株主が1,000人以上。 ・浮動株比率が25%以上、ただし、払込資本金が30億バーツ以上の場合は20%以上。 <p>(当該企業の上場がタイ証券取引所及びタイの株式市場にとって有益と判断される場合は、上場基準が緩和されるケースもある。)</p>	<ul style="list-style-type: none"> ・払込資本金が2,000万バーツ以上3億バーツ未満。 ・少数株主が300人以上。 <p>(多くの基準について、SETより緩和された基準が適用されている。)</p>
取引可能商品		
普通株式	○	○
優先株式	○	×
ワラント	○	○
ETF	○	×
TTF	○	○
NVDR	○	○
預託証券	○	×
取引時間	第1セッション：9：55～10：00の間に開始、12：30に終了。 第2セッション：14：25～14：30の間に開始、16：35～16：40の間に終了。	
ボードの種類	タイ証券取引所に上場されている証券は、以下の4つのボードで取引される。一般的に、ボードとは市場をさす。タイでは、上場市場としてはSETとmai市場があり、流通市場における売買は、SET、maiどちらに上場されている銘柄も以下のボードで取引される形となっている。	
メインボード	取引は1取引単位以上で行われ、AOM (Automatic Order Matching) システム取引でも、PT (Put Through) 取引でも、値幅制限が適用される。	
フォーリンボード	外国人投資家の名義で登録されている株式等が取引される。取引は1取引単位以上で行われ、AOMシステムでの取引には値幅制限が適用されるが、PT取引では値幅制限は適用されない。	
大口ボード	300万バーツ以上、または100万株以上の取引用のボード。取引される証券の種類はメインボードと同じ。値幅制限は適用されない。	
端株ボード	タイ証券取引所に上場されている全銘柄の単元未満株の取引に用いられる。値幅制限が適用される。	
決済サイクル	T+3	
取引単位	一般に、100株であるが、6か月間継続して株価が500バーツ以上であった銘柄については50株。	
値幅制限	メインボード、大口ボード、端株ボードの値幅制限は、メインボードの前営業日終値の±30%が適用される。ただし、取引価格が1バーツ未満の場合、1バーツまでの変動が認められている。フォーリンボードの値幅制限は、メインボードの前営業日終値の±60%が適用される。	
サーキット・ブレーカー	第1段階：SET指数が前営業日終値から10%下落した場合、全銘柄の取引が30分間停止される。 第2段階：SET指数が前営業日終値から20%下落した場合、全銘柄の取引が1時間停止される。 それぞれの段階のサーキット・ブレーカーが発動した時点で、当該セッションの残り時間が30分、あるいは1時間未満であった場合は、そのセッション終了時刻まで取引が停止され、次のセッションから再開される。 これまでサーキット・ブレーカーが発動されたのは、2006年12月19日の資本規制導入時、世界金融危機を受けて株価が急落した2008年10月10日の2回。	

(出所) タイ証券取引所等の資料から筆者作成

(図表6) タイ証券取引所の主な商品と投資家による取引可否

	ボード	メイン			フォーリン	
	商品	ローカル株 (外国人保有制限 なし)	ローカル株 (外国人保有制限 あり)	TTF	NVDR	フォーリン株
外国人投資家	流動性	高い	高い	低い	高い	低い
	取引可否	○	○	○	○	○
	議決権・配当	議決権：○ 配当：○	議決権：× 配当：×	議決権：× 配当：○	議決権：× 配当：○	議決権：○ 配当：○
	課税 (キャピタルゲイン)	個人：非課税 法人：15%の源泉徴収税	個人：非課税 法人：15%の源泉徴収税	個人：非課税 法人：非課税	個人：非課税 法人：15%の源泉徴収税	個人：非課税 法人：15%の源泉徴収税
	課税 (配当)	個人：10% 法人：15%の源泉徴収税	—	個人は10%の源泉徴収税を支払うかどうか選択可能。源泉徴収を行わない場合は、年末時点で、配当を収入として申告し、累進課税に基づき所得税を支払う必要がある。法人：非課税	10%の源泉徴収税	10%の源泉徴収税
国内投資家 (注)	取引可否	○		×	○ (実態的には×)	×
	議決権 配当	議決権：○ 配当：○	—	—	議決権：× 配当：○	—

注：国内投資家のキャピタルゲインについては、個人は非課税、法人の場合はすべてのキャピタルゲインをタイ証券取引所に申告し、30%の所得税が課税される。

また、配当については、個人の場合は、①10%の源泉徴収を受けた上で、年末時点の収入から配当収入を除外するか、②10%の源泉徴収税を支払わず、年末時点の収入に配当収入を算入するかのどちらか。法人の場合は、すべてのキャピタルゲインをタイ証券取引所に申告し、30%の所得税が課税される。

(出所) タイ証券取引所資料並びに同所へのヒアリングから筆者作成

ドに51株、フォーリンボードに49株が上場される。仮にフォーリンボードでの応募が30株にとどまった場合、残りの19株はメインボードにて取引されることとなり、外国人保有制限枠には19株の枠空きが生まれることとなる。

その後、株主権利の制限を受けずにA社の株式を保有したい外国人投資家Xが現れた場合、XはメインボードでA社のローカル株を購入し、ブローカーにフォーリン株への転換を依頼することができる。

A社の外国人保有制限枠に枠空きがある場

合、Xの購入したローカル株はただちにフォーリン株に転換され、以後はフォーリンボードで取引される。この場合、転換のための追加費用は発生しない。

A社の外国人保有制限枠に枠空きがない場合は、Xは転換待ちリストに掲載され、フォーリン株の枠空きを待つことになる。この場合、転換されるまでは、Xは外国人保有枠外でA社のローカル株を保有していることとなるため、議決権その他の株主権利を受けることはできない。

〈タイ信託基金、TTF：Thai Trust Fund〉

このようにフォーリンボードにおける取引は、流動性が低く、トレーディング目的での投資は行い難いという状況を打開し、メインボードにおける外国人投資家の取引活性化を図るべく、タイ信託基金（以下「TTF」）が作られた。

TTFは、タイ証券取引所の子会社であるThai Trust Fund Management社が組成、発行する信託基金である。TTFは外国人投資家が国内投資家に近い条件でメインボードでの取引を可能にする目的で作られており、1つのファンドが1銘柄からなる信託基金となっている。

TTFを購入する場合の手続きは、投資家から見ると通常の株式の購入と同様にブローカー経由となる。取引価格はメインボードにおける当該企業のローカル株の価格に0.1%上乘せられるが、法人の場合にはキャピタルゲインと配当が非課税となる税務上のメリットがある。その他、決済期間や売買手数料などの取引条件は、ローカル株の取引と同じである。

購入できる投資家は外国人投資家に限られており、議決権はないが配当は受け取ることができる。

〈無議決権預託証券、NVDR：Non-Voting Depository Receipt〉

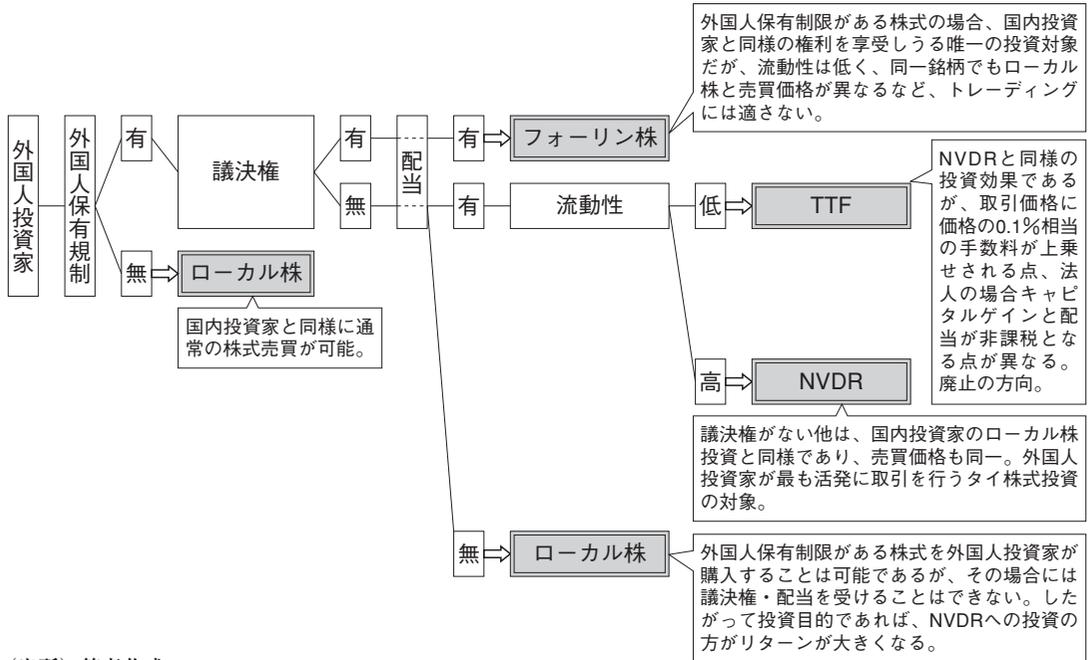
TTFが作られた後、取引価格が現物株と同じである無議決権預託証券（以下「NVDR」）が新たに作られ、外国人投資家の取引の中心はNVDRに移行した。現在もTTFは購入可能であるが、NVDRよりコストが高いため、TTFを選好する外国人投資家はいない。タイ証券取引所としてもTTFは廃止方向で検討しているが、既存のTTF投資家がNVDRに転換するためには、TTFを売却してNVDRを買い直す必要があり、その際に損失が発生するケースも想定されるため、結果的にNVDRへの転換は進んでいない。

NVDRは、タイ証券取引所の子会社であるThai NVDR社が組成、発行する預託証券であり、現在外国人投資家に最も活発に取引されている株式関連商品である。

通常、預託証券は、外国の証券取引所に上場されている株式を自国市場に上場するに当たり、規制やコストの問題から株式として上場せず、当該外国証券取引所に上場されている株式を裏付けとした預託証券の形で上場するケースが一般的である。これに対してNVDRはTTFと同様に、外国人投資家がローカル株の取引を行いやすくする目的で作られているため、裏付けとなる株式はタイ証券取引所に上場されている株式である。

NVDRは外国人投資家だけでなく、国内投資家も購入可能であるが、議決権がないことから、ローカル株の購入による株主権利の

(図表7) 外国人投資家から見たタイ株式投資手段の概要



(出所) 筆者作成

制約のない国内投資家にとってはあえてNVDRを購入するメリットはなく、実質的には外国人投資家のみが購入している。

NVDRを購入／売却する場合の手続きは、通常の株式取引と同様にブローカー経由となる。顧客の注文を受けたブローカーはThai NVDR社に注文を流し、Thai NVDR社がメインボードから当該企業のローカル株を購入／売却し、その都度、NVDRを発行／償還している。取引価格は、メインボードにおける当該企業のローカル株の取引価格と同一であり、決済期間や売買手数料などの取引条件もローカル株の取引と同じとなっている。

ローカル株を裏付けとするNVDRは2009年

11月4日時点で236銘柄（SET：214、mai：22）と、上場企業数（2009年9月末時点で531社）の半数近くに上る。NVDRを裏付けとするローカル株取引の売買代金に占める割合はSET上場銘柄で8.3%、mai上場銘柄で1.5%と低い。しかし外国人取引に占めるNVDR取引のシェアを売買代金で見るとSETでは33.5%、maiでは92.6%となっている。

このように外国人投資家の株式購入に関しては、段階的に進められてきた背景から市場構造が複雑になっており、その整理も進んでいない。外国人投資家から見れば分かりにくい市場であり、今一度、概要をまとめれば（図表7）の通りとなる。

〈ETF〉

タイ証券取引所におけるETF取引は2007年に開始された。株式関連ETFとしては現在、SET市場に3銘柄が上場されている。2007年9月に、SET50インデックスを裏付けとするETF (ThaiDEX SET50 ETF) が最初に上場され、続いて2008年8月にSETエネルギー関連インデックスを裏付けとするMTRACK ENERGY ETF FUNDが、その1年後の2009年8月にはSET50インデックスのうち大企業を中心とするTHAIDEX FTSE SET LARGE CAP ETFがそれぞれ上場された。

ETF取引が開始された2007年末時点で77,900件であった取引件数は2009年9月末時点では99,400件に増加しており、同期間の売買代金はそれぞれ、66億バーツ(約2億ドル)、43億バーツ(約1.3億ドル)となっている。

ETFの売買手数料は0.1%と株式の0.25%に比べて低く設定しており、タイ証券取引所は、個別銘柄の分析をする時間がない投資家にとっての投資手段として、また機関投資家にとっての効率的な資産管理ツールとしてETFが活用されることに期待を寄せている。

タイ証券取引所では、1991年4月に完全に自動化された取引システム (ASSET) を導入したが、急激なビジネス環境の変化に対応すべく、2008年8月に新システムARMS (Advance Resilience Matching System) に移行している。

ARMSにおける取引方法には2種類ある。1つは、注文価格に応じて自動注文照合を行うAutomatic Order Matching (以下「AOM」) システム経由であり、もう1つがブローカー間の直接取引であるPut Through (以下「PT」) システム経由での取引である。

AOMシステムで照合された取引は、即時にARMS上で処理される一方、PTシステムから送信された取引は、ブローカー間の直接交渉により取引条件の詳細が決定したのちにARMS上で処理される。AOM、PTシステムを経由し、ARMSで処理された取引の清算・決済は、タイで唯一の清算機関であり、証券保管振替機関であるタイ証券保管振替機構 (Thailand Securities Depository) にてT+3で行われる。

最低売買手数料は、証券会社経由の場合は約定代金の0.25%、インターネット取引の場合は0.15%となっており、当事者間の交渉により決めることができる。

■ 3. タイ株式市場の特徴

(1) 政府主導で積極的に育成が進められる株式市場

資本市場を中長期的に育成するための方策として、2002年にタイ資本市場マスタープラン (Thai Capital Market Master Plan) が策定された。

2002年から2005年にかけてのフェーズ1では、インフラ整備や、コーポレートガバナンス、

市場流動性の向上などの基盤整備が進められた。

2006年から2010年までのフェーズ2においては、投資家層の拡大や最低手数料の自由化、ベンチャーキャピタルの創設、決済期間の短縮（T+3からT+2へ）、海外のデリバティブ市場との連携など、競争力のある市場作りが進められている。

2006年2月にはmaiへの上場を希望する企業のためのベンチャーキャピタルを供与するmai Matching Fund社がタイ証券取引所の子会社として設立されたほか、投資家層の拡大や海外デリバティブ市場との連携などについて成果が見られる。

なお、2009年11月4日には、今後5年間の目標を定めた新たな資本市場マスタープラン（注4）が政府（The Economic Cabinet）により承認された。

同マスタープランでは、タイの資本市場は、経済資源を集め、チャネリングし、監視するための手段であり、資本市場の目的は、この3つの目的を効率的に達成し、タイ経済全体の競争力を強化することにあると定めている。そのうえで、今後のタイ資本市場の育成のための主要な目標として、資本市場へのアクセスのしやすさなどの6項目と、その実現のための重点改革手段として8項目（注5）が挙げられているほか、34の市場育成策が掲げられている。

株式市場に関しては、金融商品の開発や、2009年6月末時点でGDP比51%（注6）である株式市場の時価総額をGDP比130%に拡大

することや、タイ証券取引所の株式会社化などが定められている。

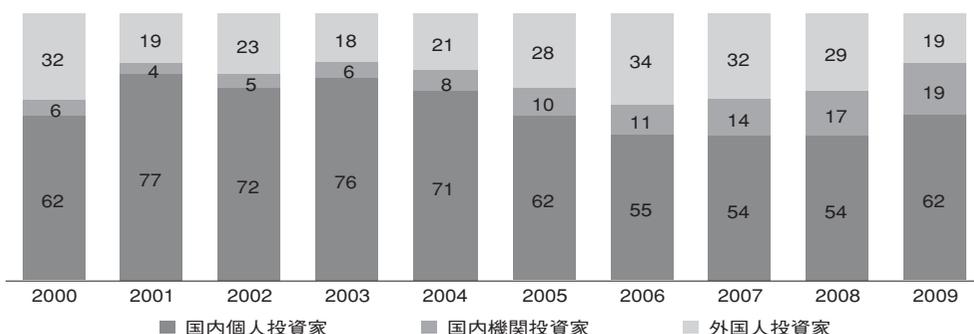
タイの会計基準は、国際会計基準や国際監査基準に基づいて改訂を重ねてきており、現状、国際基準とほぼ同じ内容となっている。また2009年6月には、シンガポール、マレーシア、タイの3か国において、株式及び債券の発行時の統一情報開示ルールが導入され、タイに上場する企業が他の2か国で証券を追加発行する場合の情報開示に関わるコストの軽減が図られるようになった（注7）。

（2）投資家の構成

タイの株式市場における投資家の構成を見ると、2003年には76%であった個人投資家比率は、国内機関投資家や外国人投資家による投資の拡大に伴い、2007年には54%まで低下した（図表8）。しかしながら、世界金融危機の影響を受けて外国人投資家の資金が流出する中で、他のアジア諸国と同様に、国内個人投資家と国内機関投資家が株式を買い支える形となり、2009年9月末時点では、国内投資家の投資比率が増加に転じている。

前述の通り、投資家層の拡大は現在進められている資本市場マスタープランの重点項目の1つとなっており、具体的な数値目標としては、機関投資家の育成により、2010年までに個人投資家と機関投資家（外国機関投資家を含む）との投資比率を60対40に、国内機関投資家比率を2006年の10%から20%に引き上げる目標が設定されている。2009年9月末

(図表8) 売買代金で見ると投資主体別取引割合の推移 (シェア%)



注：2000年～2008年は年末時点、2009年については9月末時点のデータを使用。データはSETとmaiの合計。
(出所) タイ証券取引所

時点では、個人投資家と機関投資家との投資比率は62対38とおおむね数値目標を達成できている。

タイでは、最大の機関投資家である政府年金基金をはじめとする年金基金による資産運用が拡大傾向にあることに加え、保険会社によるタイ株式への投資額も2000年末時点の約238億バーツから2009年6月末には約726億バーツと3倍に拡大するなど、株式市場における国内機関投資家の存在感も増してきている。

また外国人投資家の誘致については、日本をはじめ、シンガポール、米国、中東でロードショーを行うなど、タイ証券取引所が積極的に取り組んでいる。

IMFの統計(注8)によれば、2007年にタイに流入した外国からの株式投資のうち、日本からの投資資金は3%であり、アメリカの34%、イギリスの17%に比べて少ない。このため、タイ証券取引所では日本からの株式投資を一層呼び込むべく、2008年3月からは従

来の英語に加えて、日本の投資家向けに日本語のホームページを新たに開設するなどの取り組みを進めている。

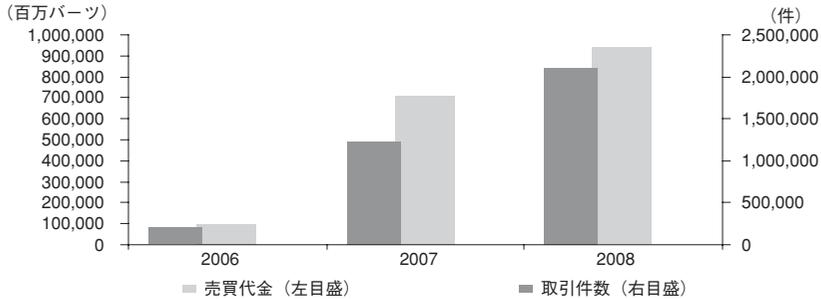
日本で開催されたロードショーに参加した機関投資家からは、タイへの投資の障害として、情報不足を指摘する声も聞かれたとのことだが、タイ証券取引所では年次報告等の情報開示に際して、タイ語のほか英語での情報開示を上場企業に義務付けるなど、外国人投資家向けの情報開示体制の整備が進められている。

(3) デリバティブ市場の育成に注力する タイ株式市場

タイのデリバティブ市場は2004年に設立された新しい市場であり、2006年に最初の商品としてSET50インデックス先物取引を開始したのを皮切りに、2007年にはSET50インデックスオプション取引、2008年11月には個別株先物取引を開始している。

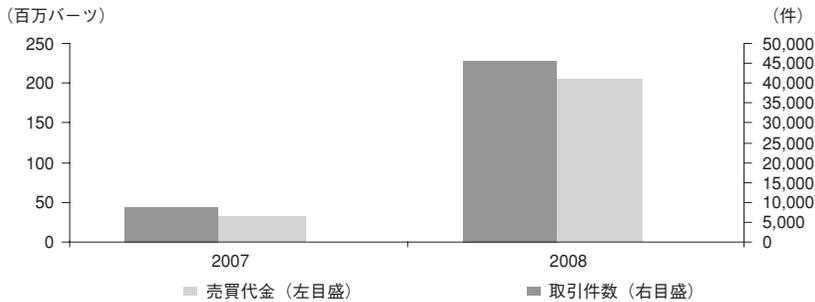
実際の取引状況を見ると、2006年に開始さ

(図表9) SET50インデックス先物取引の推移



(出所) タイ証券取引所

(図表10) SET50インデックスオプション取引の推移



(出所) タイ証券取引所

れたSET50インデックス先物取引は、2006年から2008年末までに売買代金、取引件数ともに8.5倍超に大幅な増加を記録した(図表9)。

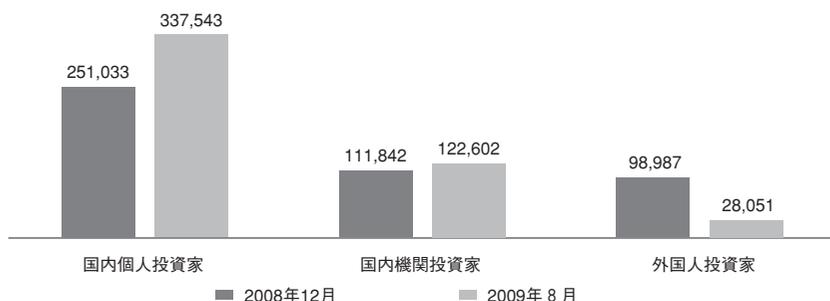
SET50インデックスオプション取引についても、取引が開始された2007年から2008年末までに売買代金、取引件数とも4倍以上の大幅な伸びを示しており(図表10)、タイのデリバティブ市場の滑り出しは順調と言える。

タイ証券取引所は、国内投資家の投資対象を拡大するとともに、外国人投資家からの資金流入増加を図るべく海外デリバティブ市場との提携を進めることにより、デリバティブ市場のより一層の活性化を目指している。

これまでに、台湾先物取引所(TAIFEX: Taiwan Futures Exchange)やシカゴオプション取引所(CBOE: Chicago Board Options Exchange)と情報交換や商品の相互上場を目指した包括的な相互協力協定(以下「MOU」)を締結している。2007年第3四半期に開始されたSET50インデックスオプションについては、TAIFEXの協力のもと商品開発が行われたほか、投資家のデリバティブ取引への認知度向上を図るために、バンコクでセミナーを共同開催するなど、MOUに基づいた協力が進められている。

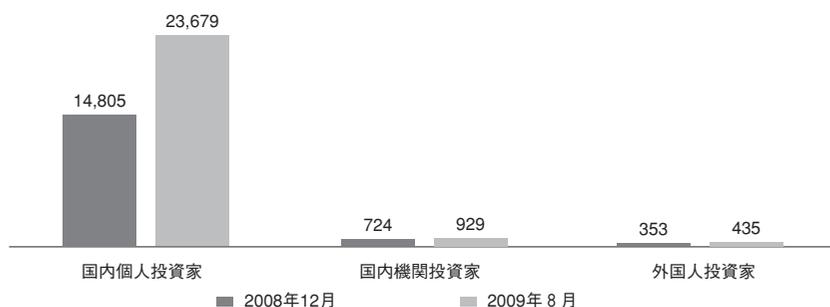
デリバティブ取引においても、株式同様、

(図表11) 月間取引件数



(出所) タイ先物取引所

(図表12) 月間新規口座開設件数



(出所) タイ先物取引所

実際の取引の7割近くを国内個人投資家が占めており(図表11)、新規口座開設件数でも9割以上が国内個人投資家となっている(図表12)。一方、外国人投資家の投資は2008年12月末の98,987件(シェア21.4%)から2009年8月末には28,051件(同5.7%)に急減している。

4. タイ株式市場の問題点と投資規制

(1) 投資規制等(注9)

タイでは2008年3月に資本規制が撤廃されており、外国人投資家による資産運用投資は自由に行うことができる。

投資目的で海外からタイに資金を持ち込む(送金する)場合は、パーツ建の場合は原則自由である。外貨建資金の持込みについても、一部例外を除き原則として自由だが、送金額が1件2万米ドルを超える場合は外為フォームを外為銀行経由中銀宛に提出し、報告する

必要がある。

また、タイから海外に資金を持ち出す（送金する）場合は、パーツの持出し／送金は1件5万パーツまで（注10）は自由であり、それを超える場合は、所定の様式にて中銀の許可が必要となる。

なお、投資資金や配当などの本国送金は、証明書類の提出を条件に自由に行うことができる。

（2）タイ株式市場の課題

2009年9月末時点の売買回転率は94%と、シンガポール73%、インドネシア79%、マレーシア39%、フィリピン23%と比べて高く、タイの株式市場は比較的活発に取引が行われている市場であると言える。

また前述の通り、上場企業の育成にも積極的に取り組んでおり、タイ証券取引所では、新規上場部（国内・国際）を設置して、上場を希望する企業の上場支援を無償で行う体制を整備しており、上場企業誘致に注力している。

さらに投資家の育成については、タイ証券取引所が投資セミナーやゲーム感覚で個人投資家が参加できるような投資イベントを開催するなど、個人投資家の獲得に努めるとともに、投資家教育活動を通じ、機関投資家の株式取引に関する知識や理解を深める取り組みを進めており、投資家層は緩やかに拡大してきている。

こうした市場育成策を進めるのは、タイの株式市場の基本的な問題は、経済規模に対し

て市場規模自体が未だ小さいことであり、市場規模の拡大に向けて、上場企業、投資家、さらにはデリバティブをはじめとした投資対象の多様化が進められている。こうした取り組みを地道に進め、市場規模の拡大を目指すことが根本的な課題であると言えよう。

一方で、タイに関しては、外国人投資家から見た場合、市場構造自体が特殊であるという問題が挙げられる。前述の「2（2）タイ証券取引所での株式取引」の項目で詳しく紹介した通りである。これらの特殊かつ複雑な投資環境が、特に外国人投資家の投資の呼込みにあたっては、障害となり得よう。

ASEAN 6 か国（タイ、シンガポール、マレーシア、インドネシア、フィリピン、ベトナム）では、域内の株式投資を活性化し、各国の株式市場を育成する目的で、「ASEAN ボード」という共通の電子取引ボードを設立することが目指されている。ASEAN ボードでは、6 か国がそれぞれ自国市場の時価総額上位30銘柄を取引できるようにする予定であるが、タイ証券取引所の場合は、実際に取引を行うボードがメインボードになるのか、フォーリンボードになるのか、またASEAN ボードにおける取引は外国人投資に当たることから、議決権や配当の取扱いをどのようにすべきか、などの点が問題となつてこよう。ASEAN ボードは2011年1月に取引開始予定であり、現在、具体的なリンケージの方法等の技術面を詰めている段階であるが、タイ証券取引所ではNVDRでの取引を想定している

とのことである。しかしながら、NVDRは通常の株式とは異なるものである。外国人投資家が他国におけるのと同様の取引を行えるよう、ボードや商品の整理を行うことが、タイの株式市場では喫緊の課題として指摘できよう。さらに言えば、株式取引のみにとどまらないが、企業が自社株式の外国人による保有比率の上限を自由に制定可能である(注11)など、経済の国際化の観点から、改善が望まれるポイントも存在すると言える。

なお、タイでは、2006年以降、軍事クーデターや空港の不法占拠、ASEAN会合の延期などの政治的混乱や、資本規制の導入により株価が1日で15%下落し、翌日には導入された資本規制の一部が撤回されるなど、政治的なリスクによる株式取引への影響が未だ高い点には留意が必要である。

(注1) 政府による第2次国家経済社会開発計画(1967-1971)の提案を受けて、タイにおける資本市場育成の取組みが開始された。1969年には、世界銀行の提案により、アメリカの証券取引委員会のチーフエコノミストであったコロンビア大学のロビンス教授によって、タイ資本市場育成のための調査が開始されたほか、タイ中央銀行が、資本市場の創設を目的に、資本市場育成のための作業部会を設立した。ロビンス教授による調査報告書は、翌1970年に提出され、後にタイ資本市場育成のマスタープランとなった。1972年にタイ政府は「公共の安全と福祉に影響を及ぼす商業活動に関する規則についての評議会通達第58号」を修正し、それまでは自由度の高かった金融、証券会社の業務に関して規制を強化した。1974年5月にはタイ証券取引所の設立に関する法制(タイ証券取引法)

が施行され、同年末には貯蓄を資本市場に投資できるよう、歳入に関する規則が改正されるなど、証券取引所設立に必要な基本的な法制が整備され、タイ証券取引所(The Securities Exchange of Thailand、1991年にThe Stock Exchange of Thailandに名称変更)が設立された。

(注2) 上場基準の詳細は以下を参照。

http://www.set.or.th/en/regulations/circulated_memo/listed_company/listed_company01_files/kte_3.pdf

http://www.set.or.th/dat/content/rule/en/TorMorRor0100_6_EN.pdf

なお、本稿の図表等で使用した計数は上記、タイ証券取引所HPにて入手可能。

(注3) “Foreign Business Act” <http://asialaw.tripod.com/database/foreign.html>

(注4) 財務大臣を議長とする資本市場育成委員会(The Capital Market Development Committee)によって策定された。http://www2.mof.go.th/press_releases_detail.php?id=21

(注5) 主要目標6項目は、①投資家、発行体双方の資本市場へのアクセスしやすさ、②投資商品の質の向上や多様化、③投資家、発行体双方にとってのコスト削減、④法制、会計、税制、情報等の面で効率的なインフラの開発、⑤投資家教育と投資家保護の枠組みの整備、⑥競争促進とグローバルな市場との連携。また重点改革手段8項目は、①タイ証券取引所による証券取引の独占を廃止し、競争力を強化すること、②市場を効率化すべく、証券事業の自由化を進めること、③法制の改革、④税制の簡素化、⑤金融商品の開発、⑥年金基金(国民貯蓄基金)の設立、⑦貯蓄と投資の文化を育てること、⑧国内債券市場の育成。

(注6) タイの株式市場の時価総額の対GDP比は、2007年末時点では78%となっていたが、世界金融危機の影響を受けた2008年末時点には39%にまで減少した。

(注7) この制度は、共通基準であるASEAN standardと発行国ごとの独自基準 plus standardの2つからなり、最初に株式もしくは債券を発行する国で、ASEAN standard (とその国のplus standard) を充足していることから、他の2国で追加発行する際には、発行を希望する国のplus standard部分を充足するだけで済むというもの。

<http://www.aseansec.org/22674.pdf>

(注8) Coordinated Portfolio Investment Survey
<http://www.imf.org/external/np/sta/pi/datarsl.htm>

(注9) <http://www.bot.or.th/English/ForeignExchangeRegulations/FXRegulation/Pages/ExchangeControlLaw.aspx>

(注10) 隣接諸国 (カンボジア、ラオス、ミャンマー、マレーシア、ベトナム) の場合は50万バツまで可能。

(注11) 但し、法制で保有比率が定められている業種に該当する企業の場合は、定款で定める比率は、法定外国人保有比率の49%を超えることはできない。



〈コラム〉

「タイ証券取引所とタイ王国投資委員会が企業の上場奨励策を発表」

2009年10月、タイ証券取引所はタイ王国投資委員会 (以下BOI) と連携の上、2009年第4四半期に開始する企業の上場奨励策を発表した。

BOIでは、株式市場の活性化のための方策として、一定の要件を満たす企業がタイ証券取引所に上場した場合、当該企業の所得税控除の上限を引き上げる措置を2009年6月に発表し、対象企業の一覧を公表した。なお、この措置を利用可能な企業数に制限はなく、可能な限り多くの企業の上場を推進しようというBOIの姿勢が見て取れる。

本件措置の適用第1号企業となるStars Microelectronics (Thailand) PCL社の場合、所得税控除額の上限引上げは、2009年から本措置が満了する2012年12月まで適用される。

今回発表された取組みは、上記のBOIによる上場推奨対象企業一覧に掲載されている企業に対し、タイ証券取引所と協調してより積極的に上場の働きかけを行う内容となっている。

具体的には、2009年10月より、タイ証券取引所とBOIは、チョンブリ、アユタヤを含む5つの工業団地に拠点を置く企業に重点的に情報提供を行い、今回の措置に伴う税制優遇について対象企業の理解を深め、SETあるいはmai市場への上場誘致を図る内容である。

今回のタイ証券取引所とBOIの取組みにより、製造業企業の上場が促進されれば、新規上場企業にとっては資金調達手段の多様化が図れる一方で、タイ株式市場にとっては投資対象の増加により、投資家にとっての魅力が増し、市場規模の拡大と取引の活性化による市場の発展が期待される。