

## ポストコロナを見据えたタイ資本市場の強化に向けた取り組み

北野 陽平

### ■ 要 約 ■

1. ASEAN主要国の1つであるタイは、新型コロナウイルス禍（以下、コロナ禍）の影響により、厳しい経済状況に置かれている。そうした中、タイでは、コロナ禍の影響を受けた企業への資金供給という重要な役割を担う資本市場の強化が不可欠と考えられている。
2. タイ債券市場では、経済対策に必要な資金の調達を目的とした国債の発行増により、市場規模の拡大が続いており、足元では社債発行額も回復傾向にある。他方、株式市場では、株価の回復や低金利環境の持続を背景として、2020年以降、個人投資家のオンライン取引が拡大しており、市場の流動性が向上している。
3. タイ証券取引委員会（以下、タイSEC）は2021年2月、資本市場の強化に向けた2021～2023年の戦略計画を公表した。重要戦略の1つである持続可能な資本市場の構築に関して、直近ではグリーンボンド及びサステナビリティボンド等の発行が拡大していることに加え、タイ証券取引所（SET）及びタイSECにより、上場企業の環境・社会・ガバナンス（ESG）情報の提供及び開示が促進されている。
4. 同戦略計画では、タイ経済で重要な役割を担う中小企業及びスタートアップ企業の資金調達支援も挙げられている。タイSECは、SET内に中小企業及びスタートアップ企業向け市場を創設する準備を進めていること加えて、それらの企業による株式投資型クラウドファンディングを通じた資金調達も支援する方針である。
5. 中長期的な観点では、資本市場のデジタル化も重要である。タイではこれまで、デジタルトークンの発行に関する制度整備やブロックチェーン技術を活用した政府貯蓄債券の販売等が行われており、足元では、国内消費者向けのリテール型中央銀行デジタル通貨（CBDC）の試験的な導入に向けた準備が進められている。今後、タイが資本市場の強化を通じて、中長期的に持続可能な経済成長を遂げることができるか注目される。

### 野村資本市場研究所 関連論文等

- ・北野陽平「コロナ禍を契機に個人投資家のオンライン投資が拡大する ASEAN」『野村資本市場クォーターリー』2020年夏号。
- ・北野陽平「タイ資本市場における公的部門主導のブロックチェーン活用－政府貯蓄債券の販売や規制の整備を中心に－」『野村資本市場クォーターリー』2021年夏号。

## I 持続可能な経済成長に向けて資本市場の強化を図るタイ

ASEAN 主要国の 1 つであるタイは、新型コロナウイルス禍（以下、コロナ禍）の影響により、厳しい経済状況に置かれている。国内の新規感染者数は、2021 年 3 月頃までは総じて抑えられていた。しかし、タイの経済は観光業をはじめとするサービス産業に大きく依存しており、国を跨ぐ移動の制限による観光客の激減等を要因として、2020 年の実質 GDP 成長率はマイナス 6.1%となった。

タイの 2021 年の経済成長率は、その反動もあり、プラスに転じる見通しである。但し、国内では 2021 年 4 月頃から新規感染者数が増加し始め、2021 年 10 月 11 日時点の累計感染者数は 172 万人に達した。そうした状況下、外出制限やソーシャル・ディスタンスの措置が強化されたことに伴い、国内の経済活動が停滞し、企業の倒産や失業者の増加につながっている。タイ中央銀行（BOT）によると、2021 年の実質 GDP 成長率は 0.7%と予想されており、ASEAN 主要国の中で最も低い水準となる見通しである<sup>1</sup>。

今後、タイが持続可能な経済成長を遂げるためには、コロナ禍の影響を受けた企業への資金供給という重要な役割を担う資本市場の強化が不可欠と考えられている。そうした中、タイ証券取引委員会（以下、タイ SEC）は 2021 年 2 月、資本市場の強化に向けた 2021～2023 年の戦略計画（Strategic Plan 2021-2023）を公表した。同計画では、①回復と強化、②持続可能性、③アクセスのしやすさ、④競争力と連結性、⑤信頼と自信という 5 つの観点から、8 つの戦略に焦点が当てられている（図表 1）。持続可能な資本市場の構築は、社会や企業が持続可能性を確保するための資金調達を提供するという点で重要である。また、中小企業は、タイ経済で大きな役割を担っており、2019 年時点で全企業数の 99.5%、GDP の 35.3%、雇用全体の 69.5%を占めた。他方、多くの中小企業及びスタートアップ企業にとって資本市場からの資金調達は容易ではないため、それらの企業の資金調達を支援することも重要となっている。

図表 1 資本市場の強化に向けた 2021～2023 年の戦略計画の概要

戦略	概要
企業の手元流動性の向上	コロナ禍の影響を受けた企業の手元流動性の向上を支援
持続可能な資本市場の構築	持続可能な資本市場の発展に資する環境を整備
中小企業及びスタートアップ企業の資金調達支援	中小企業及びスタートアップ企業による資本市場からの資金調達を支援
資本市場のデジタル化	資本市場のキャパシティ及び効率性を向上させるためにデジタル技術を活用
経済的幸福の促進	国民が老後に良質な生活を送るための長期的な貯蓄及び投資を行うことを促進
規制枠組み及び連結性の推進	企業の競争力強化と事業機会の拡大に資する規制枠組み及び国際協力を推進
効果的な監督及び施行	投資家の権利を保護し、監督及び法の施行を効果的に実施
システミックリスクの管理	システミックリスクを適切に監視・防止・管理するための仕組みを整備

（出所）タイ証券取引委員会より野村資本市場研究所作成

<sup>1</sup> アジア開発銀行によると、他の ASEAN 主要国の 2021 年の実質 GDP 成長率は、シンガポールが 6.5%、マレーシアが 4.7%、フィリピンが 4.5%、ベトナムが 3.8%、インドネシアが 3.5%と予想されている（2021 年 9 月時点）。なお、タイの 2019 年以前の過去 10 年間の平均成長率は 3.6%であった。

そこで本稿では、コロナ禍におけるタイ資本市場の現状を説明した上で、2021～2023年の戦略計画の中で特に重要性が高いと考えられる持続可能な資本市場の構築と中小企業及びスタートアップ企業の資金調達支援に焦点を当てて、動向を整理する。

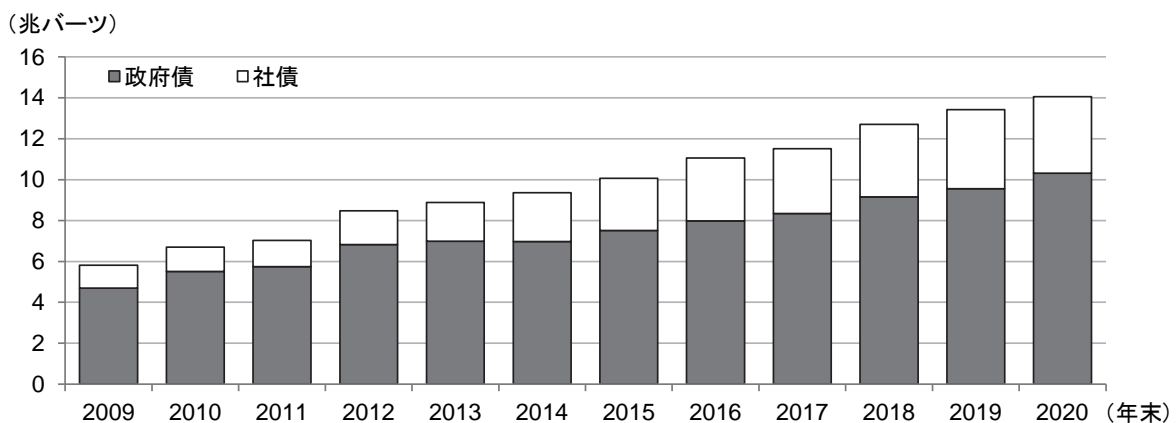
## II コロナ禍におけるタイの債券市場及び株式市場の現状

### 1. 政府債の発行増により規模が拡大する債券市場

タイ債券市場の規模は右肩上がりに拡大している。債券発行残高は、2009年末の5.87兆バーツ<sup>2</sup>から2020年末には14.13兆バーツへと2.4倍に増加した（図表2）。コロナ禍の影響を受けた2020年末を見ても、2019年末比で4.5%増加した。主な要因として、国債・中央銀行債<sup>3</sup>・国営企業債から構成される政府債の発行増が挙げられ、2020年の政府債発行額は8.79兆バーツで2019年比2.7%増加した（図表3）。他方、2020年の社債発行額は1.38兆バーツで同33.2%減少し、債券発行総額は同4.4%減となった。

政府債に関して、タイ政府は、コロナ禍の影響を受けた失業者への現金給付や中小企業・起業家向けの特別融資等の経済対策に必要な資金を調達するため、国債の発行を拡大した。償還期間1年未満の短期国債の発行額の増加が顕著であるが、これは、投資家がリスク回避姿勢を強める中、政府が投資家ニーズに対応する形で短期国債の発行を優先したことが理由となっている<sup>4</sup>。また、政府は、コロナ禍対策等を資金用途とする政府貯蓄債券（government savings bond）の発行にも積極的であり、2020年に1,002億バーツ、2021年1～8月に1,100億バーツを発行した。政府貯蓄債券は、個人投資家向けに販売される国債

図表2 タイにおける債券発行残高の推移



<sup>2</sup> 2021年10月11日時点の為替レートは1バーツ=3.36円。

<sup>3</sup> 中央銀行債は、金融政策、流動性管理、ベンチマーク金利の設定等を目的として発行される。

<sup>4</sup> “PDMO set to issue shorter-dated bonds,” *Bangkok Post*, March 30, 2021.

図表 3 タイにおける債券発行額の内訳

(単位:兆バツ)

	2019年	2020年	増減率
政府債	8.56	8.79	2.7%
長期国債	0.73	0.85	17.0%
短期国債	0.04	0.56	1297.4%
中央銀行債	7.63	7.20	-5.6%
国営企業債	0.17	0.18	8.6%
社債	2.07	1.38	-33.2%
長期社債	1.08	0.68	-36.5%
コマーシャルペーパー	0.99	0.70	-29.5%
外国債券	0.01	0.00	-86.7%
<b>合計</b>	<b>10.64</b>	<b>10.17</b>	<b>-4.4%</b>

(注) 長期国債は償還期間1年以上の国債、長期社債は同1年以上の社債を指す。

(出所) タイ債券市場協会より野村資本市場研究所作成

の一種であり、その発行拡大は個人投資家層の裾野を広げるという点でも重要な役割を担っている<sup>5</sup>。

タイ財務省によると、タイの公的債務残高の対GDP比率は2021年7月末時点で55.6%であり、政府が定める上限の60%を下回っている。但し、財務省は、コロナ禍の状況が悪化してさらなる経済対策が必要となる場合、同比率の上限が60%から70%へと引き上げられる可能性があるとしている<sup>6</sup>。なお、コロナ禍発生以降、タイのソブリン格付けは、国際的な格付け会社により据え置かれている。

他方、社債に関しては、タイ債券市場協会(The Thai Bond Market Association)によると、コロナ禍を背景とした企業の経営環境の悪化や投資家のリスク回避姿勢の強まりが、社債発行額の減少の要因とされる。また、BOTが2020年2~5月に政策金利を計3回引き下げたこともあり、企業は以前よりも有利な条件で銀行借入を行うことが可能となり、社債発行ニーズが減退した。さらに、景気が悪化する中で国民の預金に対する選好が高まり、銀行の手元流動性が向上した結果、銀行の社債発行ニーズの減退にもつながった。なお、BOTは2020年4月、社債市場の安定化を目的として、2020~2021年に社債が償還を迎える投資適格企業向けにブリッジローン(つなぎ融資)を提供する社債安定化基金(Corporate Bond Stabilization Fund)を設立した。同基金は、2020年に1件もブリッジローンを提供しなかったものの、変動性の高い市場環境下で投資家の信頼を回復させる役割を担ったとされる。

タイ債券市場協会によると、国内経済見通しの不透明感が続く中、足元では、企業は十分な資金の確保を目的として、長期社債の発行に目を向けている。2020年上期の長期社債発行額は2019年上期の5,630億バツから43%減少して3,190億バツに留まったが、2021年上期の長期社債発行額は前年同期比63%増の5,220億バツへと回復した<sup>7</sup>。同協

<sup>5</sup> 政府貯蓄債券の詳細は、北野陽平「タイ資本市場における公的部門主導のブロックチェーン活用—政府貯蓄債券の販売や規制の整備を中心に—」『野村資本市場クォーターリー』2021年夏号参照。

<sup>6</sup> “Thailand Lifts Debt-to-GDP Cap to 70% to Aid Economy Rebuild,” *Bloomberg*, September 20, 2021.

<sup>7</sup> “TBMA upgrades bond issuance outlook to B900bn,” *Bangkok Post*, July 9, 2021.

会は、企業が将来的な利上げに伴う資金調達コストの増加を回避したい姿勢を強めていることを踏まえて、2021年通年の長期社債発行額を1兆バーツと予想している<sup>8</sup>。

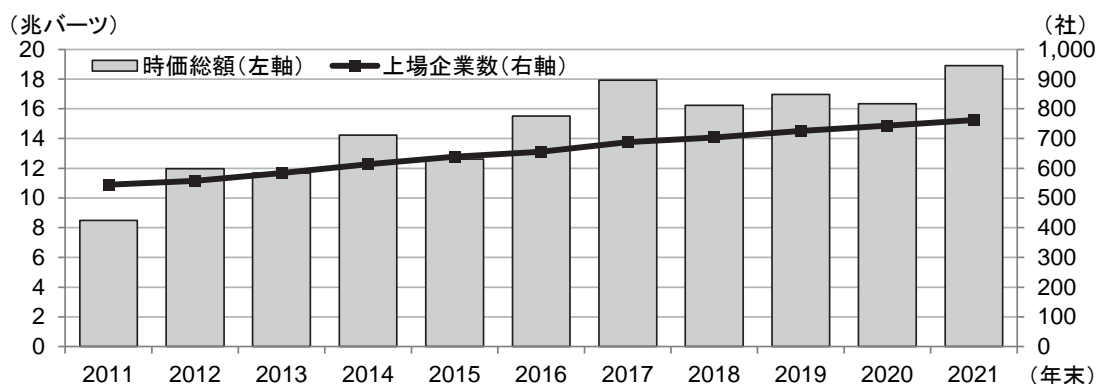
## 2. 個人投資家のオンライン取引により流動性が高まる株式市場

タイの株式市場では、コロナ禍においても、企業の新規株式公開（IPO）を通じた旺盛な資金調達ニーズが続いている。IPO件数は、2019年の32件から2020年には28件へと若干減少したものの、2021年は9月末までの実績で26件となっている<sup>9</sup>。タイ証券取引所（SET）によると、2020年のIPOを通じた資金調達額は50億米ドルであり、世界で10位以内、アジアで5位以内、ASEAN域内では首位であった。

タイ株式市場における上場企業数は右肩上がりに増加しており、2021年9月末時点で762社に達した。同時価総額は、2019年末から2020年末にかけて4%減少したものの、2021年9月末時点で2020年末比16%増の18.9兆バーツとなり、中長期的には概ね増加傾向にある（図表4）。なお、タイの上場企業数は、ASEAN諸国の中ではマレーシアに次いで2番目に多く、時価総額はシンガポールに次いで2番目に大きい。

流通市場を見ると、売買代金も増加傾向にあり、2019年の13.0兆バーツから2020年には16.7兆バーツへと増加し、2021年1～9月は17.4兆バーツであった。株式市場の流動性を示す代表的な指標として、売買代金を時価総額で除した売買回転率が用いられることが多いが、タイ株式市場の売買回転率は2019年の64%から2020年には87%、2021年1～9月には112%へと上昇し、ASEAN主要6か国の中で最も高い水準を維持している（図表5）。タイ株式市場の売買回転率が高い要因として、個人投資家はSET上場株の売買から生じるキャピタルゲインが非課税ということもあり、短期売買を行う投資家が多いことが考えられる。売買代金の投資家別構成比を見ると、個人投資家の割合は2019年に34%であったが、2020年に44%、2021年上期には48%へと上昇した。

図表4 タイ株式市場の上場企業数及び時価総額の推移



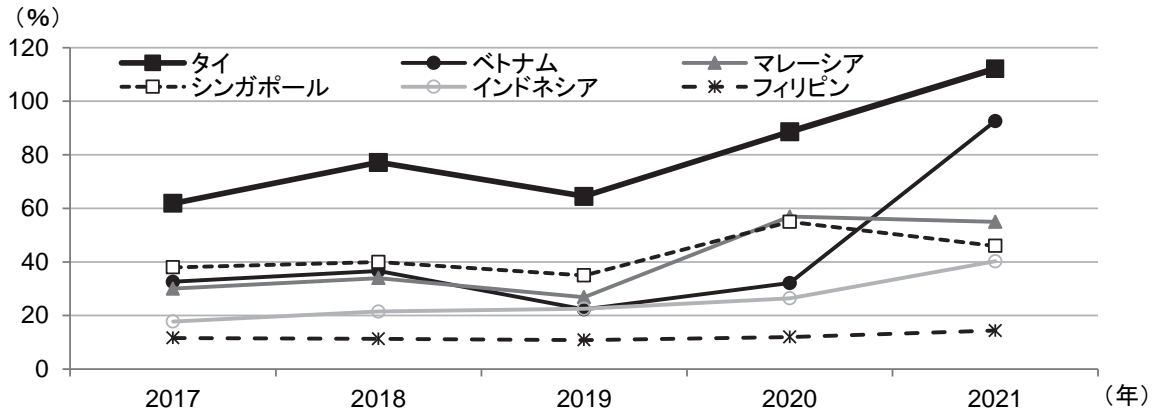
(注) 2021年は9月末時点。

(出所) タイ証券取引所より野村資本市場研究所作成

<sup>8</sup> “Corporate bond sales to hit B1tn this year,” *Bangkok Post*, October 8, 2021.

<sup>9</sup> この中には、不動産投資信託及びインフラファンドのIPOも含まれる。

図表5 ASEAN主要6か国の株式市場の売買回転率

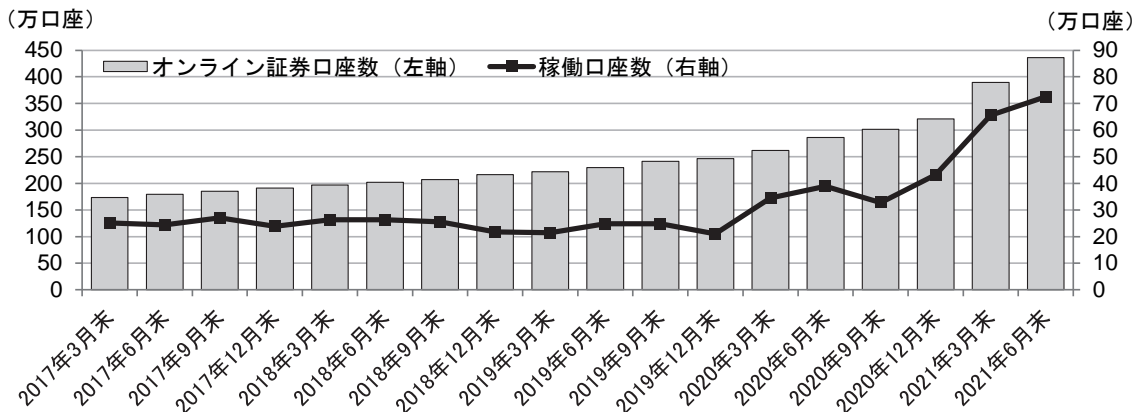


(注) 2021年の数値は、タイ、マレーシア、フィリピンが9月まで、ベトナム、シンガポール、インドネシアが8月までの月間売買回転率を単純平均して算出。

(出所) 国際取引所連合、シンガポール取引所より野村資本市場研究所作成

個人投資家の取引が拡大している背景には、一時的に大幅下落した株価の回復や低金利環境の持続がある。タイ株式市場の代表的な株価指数であるSET指数<sup>10</sup>は、2020年1月高値の1,600ポイントから同年3月には1,024ポイントへと36%下落したが、その後回復に転じ、2021年9月末時点で1,606ポイントとなった。また、株式市場に初めて参加する個人投資家も増加している。証券口座数は、2019年末の276.7万口座から2021年6月末には467.0万口座へと増加した。タイでは、インターネットの普及率が76%<sup>11</sup>と高く、大半の投資家はオンライン証券口座を開設している。オンライン証券口座数は、2019年末の246.4万口座から2021年6月末には435.9万口座へと増加した(図表6)。

図表6 タイ株式市場におけるオンライン証券口座数の推移

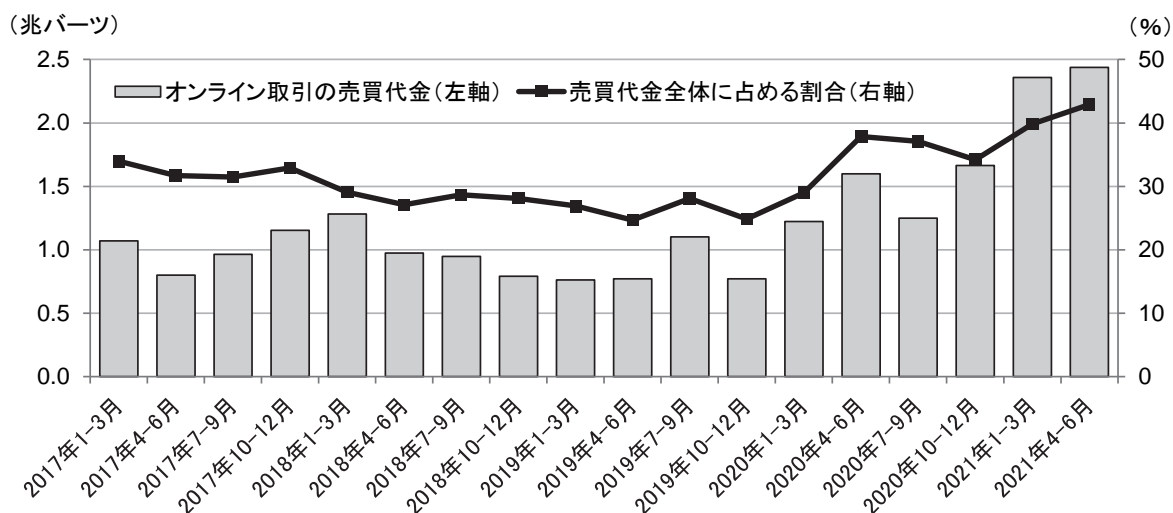


(出所) タイ証券取引所より野村資本市場研究所作成

<sup>10</sup> SET指数は、SETの本則市場に上場する全銘柄を対象とした時価総額加重平均指数。

<sup>11</sup> 国家放送通信委員会 (Office of National Broadcasting and Telecommunication Commission) が公表する2020年時点のインターネット利用者数 (5,508万人) を総人口 (6,619万人) で除して算出。

図表 7 タイ株式市場におけるオンライン取引の売買代金の推移



(出所) タイ証券取引所より野村資本市場研究所作成

コロナ禍における外出制限やソーシャル・ディスタンスの措置を背景として、個人投資家の在宅時間が以前よりも長期化したこともあり、多くの金融取引がオンラインで行われるようになった。タイにおけるオンライン取引の売買代金は、2019年10～12月の0.8兆バーツから2021年4～6月には2.4兆バーツへと3倍以上に増加した(図表7)。その結果、売買代金全体に占めるオンライン取引の割合は、同期間に25%から43%へと上昇した。また、過去1か月間に取引があった稼働口座数は、2019年末の21.0万口座から2021年6月末には72.5万口座へと増加した。

以上の通り、コロナ禍を契機に個人投資家がオンライン取引を拡大したことが、株式市場の流動性の向上につながっている。流通市場の厚みは、企業が発行市場において資金調達を行うことを検討する上でも重要な要素の1つである。今後、個人投資家が流通市場における取引拡大を通じて、間接的に発行市場の活性化にも貢献することが期待される。

### III 持続可能な資本市場の構築に向けた取り組み

タイSECが2021年2月に公表した2021～2023年の戦略計画(前述)においては、重要戦略の1つとして、持続可能な資本市場の構築が挙げられている。以下では、債券市場と株式市場における環境・社会・ガバナンス(ESG)関連の取り組みを紹介する。

#### 1. 債券市場におけるESG関連の取り組み

2016年に発効したパリ協定や2030年までの持続可能な開発目標(SDGs)を背景として、世界的にグリーンボンド、ソーシャルボンド、サステナビリティボンド、サステナビリ

ティ・リンク・ボンドの発行が拡大している<sup>12</sup>。そうした中、温室効果ガス排出量を 2030 年までに現状趨勢（BAU）ケース<sup>13</sup>と比較して 20～25%削減する目標を掲げるタイでも、近年これらの債券への関心が高まっている。タイでは、これらの債券は、ESG 債と総称されている。

タイ債券市場協会によると、国内の ESG 債発行額は、2018 年が 101 億バーツであったが、2019 年に 300 億バーツ、2020 年には 864 億バーツへと増加した。2020 年の発行額の内訳は、サステナビリティボンドが 500 億バーツ、グリーンボンドが 296 億バーツ、ソーシャルボンドが 68 億バーツであった。サステナビリティ・リンク・ボンドは、2021 年 7 月に国内で初めて発行された。

ESG 債の発行体には、エネルギー企業、鉄道企業、銀行等が含まれるが、最大の発行体はタイ政府である（図表 8）。財務省公的債務管理局（Public Debt Management Office、

図表 8 タイの企業・機関による主な ESG 債発行実績

発行体	発行年月	発行額	償還期間	利率	資金使途	備考
Bグリム・パワー	2018年12月	50億バーツ	5年、7年	非開示	太陽光発電事業	グリーンボンド、2トランシェ、アジア開発銀行が投資
	2021年7月	30億バーツ	5年	1.95%		グリーンボンド
BTSグループ・ホールディングス	2019年5月	130億バーツ	2～10年	2.51～3.86%	環境に配慮した鉄道事業	グリーンボンド、5トランシェ
	2020年11月	86億バーツ	2～10年	2.1～3.41%		グリーンボンド、5トランシェ
エナジー・アブソリュート	2019年7月	30億バーツ	3年、10年	2.61%、3.61%	風力発電事業	グリーンボンド、2トランシェ
	2019年8月	40億バーツ	3～10年	2.41～3.58%		グリーンボンド、3トランシェ
	2019年10月	30億バーツ	7年	2.744%		グリーンボンド、アジア開発銀行が投資
アユタヤ銀行	2019年10月	2.2億米ドル	7年	非開示	女性起業家の支援	ソーシャルボンド、国際金融公社等が投資
農業・農業協同組合銀行	2020年8月	60億バーツ	5年、10年	1.76%、2.76%	環境保全、森林保護、持続可能な農業向けの事業	グリーンボンド、2トランシェ
タイ政府	2020年8月	300億バーツ	15.3年	1.585%	環境に配慮した鉄道の建設、コロナ禍の影響を受けた個人及び企業の支援	サステナビリティボンド
	2020年11月	200億バーツ	15年	1.652%		
国家住宅公社	2020年9月	68億バーツ	5～15年	1.02～1.9%	手頃な価格の住宅開発	ソーシャルボンド、3トランシェ
	2021年3月	30億バーツ	7年	1.4%	手頃な価格の環境に配慮した住宅開発	ソーシャルボンド
	2021年9月	21億バーツ	6年	1.12%	手頃な価格の環境に配慮した住宅開発	サステナビリティボンド
ラチャプリ・グループ	2020年11月	80億バーツ	3～15年	1.32～2.94%	風力発電事業、環境に配慮した鉄道事業	グリーンボンド、4トランシェ
バンコク・エクスプレスウェイ・アンド・メトロ	2021年4月	60億バーツ	3～10年	1.56～3.33%	環境に配慮した鉄道事業	サステナビリティボンド、4トランシェ
タイ・ユニオン・グループ	2021年7月	50億バーツ	7年	2.47%	一般事業目的	国内初のサステナビリティ・リンク・ボンド
BCPG	2021年9月	120億バーツ	3～12年	1.64～3.61%	地熱発電事業、太陽光発電事業	グリーンボンド、5トランシェ

（出所）タイ債券市場協会、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

<sup>12</sup> グリーンボンドとは、環境改善効果のある事業を資金使途とする債券のこと。ソーシャルボンドとは、社会的課題の解決に資する事業を資金使途とする債券のこと。サステナビリティボンドとは、環境改善効果のある事業及び社会的課題に解決に資する事業の双方を資金使途とする債券のこと。サステナビリティ・リンク・ボンドとは、資金使途が環境改善効果のある事業に限定されておらず、借入人が持続可能性に関する目標を満たす限り、調達資金を一般事業目的で利用することが認められる債券のこと。

<sup>13</sup> BAU（business as usual）ケースとは、追加的な対策を講じない場合の将来の温室効果ガス排出量を指す。



PDMO) は2020年7月、SDGsに対するコミットメント及びESG債の発行方針を明確化することを目的として、サステナブルファイナンス・フレームワーク (Kingdom of Thailand Sustainable Financing Framework) を策定し、同年8月に、政府として世界で初めてサステナビリティボンドを発行した。発行額は300億バーツであったが、国内外の投資家から強い投資需要があったことを受けて、同年11月に追加で200億バーツが発行され、計500億バーツへと増額された。資金使途の内訳は、300億バーツが大量高速輸送システム (MRT) オレンジライン<sup>14</sup>の建設、200億バーツがコロナ禍の影響を受けた個人及び企業の支援である。

タイ SEC も、国内企業による ESG 債の発行を促進するための施策を打ち出してきた。第1に、タイ SEC は2019年5月、ESG債の登録費用を免除する措置を発表した。本来、発行体が債券をタイ SEC に登録する際に最大3万バーツの登録費が必要であるが、ESG債の登録費は免除されることになった。当初、当該措置の期限は2020年5月であったが、2022年5月まで延長された。

第2に、タイ SEC は2020年10月、タイ債券市場協会と共同で、投資家及び発行体向けに ESG 債の情報プラットフォームを導入した。同プラットフォームは、ルクセンブルク証券取引所のプラットフォームを参考にして開発され<sup>15</sup>、これまでに発行された ESG 債の詳細や ESG 債の発行に係る国際的なガイドライン等を提供している。

PDMO は現在、SDGs に向けた取り組みの一環として、ブルーボンドの発行可能性について検討中であるとされる<sup>16</sup>。ブルーボンドとは、海洋保護や持続可能な漁業等を資金使途とする債券である。ブルーボンドの発行は、観光業が GDP の約 12% を占めるタイにとって意義が大きいと考えられているが、本稿執筆時点で具体的な発行計画は明らかにされていない。今後、公的部門における ESG 債の発行拡大に後押しされる形で、民間企業による ESG 債の発行が促されることが期待される。

## 2. 株式市場における ESG 関連の取り組み

SET は、2014年に国際連合主導の持続可能な取引所イニシアティブ (Sustainable Stock Exchanges Initiative) に参加して以降、上場企業の質の向上に資する取り組みを強化してきた。

SET は2015年、経済・環境・社会の観点で一定の持続可能性基準<sup>17</sup>を満たす上場企業から構成される Thailand Sustainability Investment (THSI) リストを作成した。THSI リストの目的として、長期的にリターンを創出する企業の特定が挙げられている。THSI リストの

<sup>14</sup> MRT オレンジラインは、バンコク都内を東西に横断する約 36km の路線。

<sup>15</sup> ルクセンブルク証券取引所のプラットフォームの詳細は、林宏美「サステナブル・ファイナンスに特化したルクセンブルク・グリーン取引所」『野村サステナビリティクォーターリー』2020年夏号参照。

<sup>16</sup> “Blue bonds studied to help oceans,” *Bangkok Post*, April 5, 2021.

<sup>17</sup> コーポレート・ガバナンス、リスク管理、顧客関係管理、環境報告、環境管理、公平な労働環境、人材育成、ステークホルダーとの関係等の指標に関して一定のスコアを獲得するとともに、過去の会計年度において過度に純損失を計上していないこと等が求められる。

構成企業数は 2015 年時点で 51 社であったが、2020 年には 124 社へと増加した。また、SET は 2018 年、THSI リストに含まれる企業の中で、時価総額、浮動株比率、売買代金に関する要件を満たす企業から構成される SETTHSI 指数を導入した。SETTHSI 指数の構成企業数は、2021 年 9 月時点で 77 社となった。SETTHSI 指数のパフォーマンスを見ると、2020 年末頃までは大型銘柄で構成される SET100 指数及び SET50 指数<sup>18</sup>と概ね同じように推移していたが、それ以降はそれらの指数を上回っている（図表 9）。

SET は、上場企業の ESG 情報開示にも積極的に取り組んできた。カナダの調査会社であるコーポレート・ナイツによると、上場企業の ESG 情報の開示状況に関して、2019 年時点で SET は世界の証券取引所の中で 9 位、アジアでは首位であった<sup>19</sup>。SET は 2020 年 7 月、投資ポータルサイトの settrade.com において、上場企業の ESG 情報の提供を開始した。settrade.com では、①SETTHSI 指数やダウ・ジョーンズ・サステナビリティ・インデックス（DJSI）に含まれる上場企業のサステナビリティ格付けデータ、②タイ取締役協会（Thai Institute of Directors）により作成されるコーポレート・ガバナンス・レポート、③国際的な ESG 評価機関である独アラベスク S-レイ（Arabesque S-Ray）及び仏ヴィジオ・アイリス（Vigeo Airis）により作成される ESG 評価スコア等が提供されている。これにより、投資家による上場企業の ESG 情報へのアクセスが向上した。

さらに、SET は 2020 年 9 月、ESG Development Services と呼ばれるサービスの提供を開始した。同サービスは、上場企業に対して、ESG の基準や評価等に関する情報や国内の ESG 関連プロジェクトへの参加機会を提供するものである。このサービスを通じて、上場企業の ESG 慣行の遵守が促進されることが期待されている。

図表 9 SETTHSI 指数、SET100 指数、SET50 指数のパフォーマンス比較



(注) 日次データを用いて作成。

(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

<sup>18</sup> SET100 指数と SET50 指数は、SET に上場する企業のうち、時価総額や流動性等の指標に基づく上位 100 銘柄と 50 銘柄から構成される指数。

<sup>19</sup> Corporate Knights, Measuring Sustainability Disclosure: Ranking the World's Stock Exchanges 2019, January 22, 2020.

タイ SEC も、上場企業の ESG 情報開示を促進しており、2021 年度以降の年次報告書における ESG 情報の開示を義務付けている。また、タイ SEC は 2021 年 3 月、投資コンサルタント、投資プランナー、投資アナリスト、運用担当者等を対象として、2022 年から 2 年毎に ESG に関する研修の受講を義務付けることを発表した。

以上の通り、SET とタイ SEC は、上場企業や資本市場関係者に対して、ESG 情報開示の強化や ESG に対する意識向上を促進している。今後、こうした取り組みが、中長期的に株式市場の持続可能な発展につながるか、注目される。

## IV 中小企業及びスタートアップ企業の資金調達支援策

資本市場の強化に向けた 2021~2023 年の戦略計画では、重要戦略の 1 つとして、タイ経済において重要な役割を担う中小企業及びスタートアップ企業の資金調達支援も挙げられている。タイ SEC と SET は現在、中小企業及びスタートアップ企業による株式市場からの資金調達を促進するための取り組みを進めている。SET には、本則市場と新興・成長企業向け市場の Market for Alternative Investment (mai) があるが、mai への上場には、5,000 万バーツ以上の払込資本金（株式公募後）や 1,000 万バーツ以上の純利益等が必要である<sup>20</sup>。mai の上場要件を満たすことが困難な中小企業及びスタートアップ企業が多い状況に鑑みて、タイ SEC は 2019 年 12 月、SET 内に中小企業及びスタートアップ企業向け市場（以下、SME ボード）の概要について、中小企業振興庁（Office of Small and Medium Enterprises Promotion）やタイ資本市場組織連盟（Federation of Thai Capital Market Organizations）を含む官民ワーキンググループとの間で合意したことを明らかにした。その後の検討を経て、タイ SEC は 2021 年 7 月、SME ボードの上場規則に関するコンサルテーション・ペーパーを公表し、意見募集を開始した。

SME ボードの主な上場要件として、①公開有限責任会社（public limited company）であること、②製造業の場合は年商が 1 億バーツ以上、サービス業・卸売業・小売業の場合は同 5,000 万バーツ以上であること<sup>21</sup>、③ギャンブルや麻薬等の違法な事業に携わっていないこと、④タイ SEC に認められた監査人の監査を受けた財務報告書を提出すること、が提案された。

SME ボードに参加可能な投資家としては、機関投資家等のプロ投資家（Professional Investor）、適格投資家（Qualified Investor）、富裕層投資家（Affluent Investor）が挙げられている。その上で、タイ SEC は、適格投資家と富裕層投資家の要件を検討している。適格投資家は、①個人の場合、純資産が 6,000 万バーツ以上、年収が 600 万バーツ以上、または投資額が 3,000 万バーツ以上、②法人の場合、株主資本が 1.5 億バーツ以上、または投資額が 6,000 万バーツ以上、という要件が提案されている。富裕層投資家は、①個人

<sup>20</sup> 純利益が 1,000 万バーツ未満の企業でも、時価総額が 10 億バーツ以上であれば上場要件を満たすことが可能である。

<sup>21</sup> 年商が当該基準を下回る企業でも、ベンチャーキャピタルから出資を受けた実績があれば、上場要件を満たすことが可能である。

の場合、純資産が3,000万バーツ以上、年収が300万バーツ以上、または投資額が1,500万バーツ以上、②法人の場合、株主資本が7,500万バーツ以上、または投資額が3,000万バーツ以上、という要件が提案されている。SME ボードの規則は、提出された意見を踏まえて、2021年末までに導入される予定である<sup>22</sup>。

上述に加えて、タイ SEC は、中小企業及びスタートアップ企業による株式投資型クラウドファンディング（ECF）を通じた資金調達支援にも目を向けている。タイでは、ECFに関する規制が2015年に導入され、これまでに少なくとも3社以上がECF事業を認可されたが、ECFはまだ十分に認知されているとは言い難い状況である。そうした中、タイ SEC は、2021～2023年の戦略計画において、中小企業及びスタートアップ企業向けのセミナー開催やそれらの企業を支援する監査人の拡充等を通じて、ECFのエコシステムを発展させる方針を示している。

以上の通り、タイ SEC と SET は、中小企業及びスタートアップ企業による資本市場からの資金調達を支援するための仕組み作りを進めている。中小企業及びスタートアップ企業への投資は総じて高いリスクを伴うことから、投資家保護を確保しつつ、いかにしてそれらの企業への投資を促進していくのか、今後、より具体的な議論が進められることが期待される。

## V 中長期的な観点で注目される資本市場のデジタル化

本稿では、2021～2023年の戦略計画の中で特に重要性が高いと考えられる持続可能な資本市場の構築と中小企業及びスタートアップ企業の資金調達支援に焦点を当てたが、中長期的な観点では、同計画に含まれる資本市場のデジタル化も注目される。タイの資本市場では、前述の通り、コロナ禍を契機として個人投資家のオンライン取引が拡大しているが、他にも、ブロックチェーン技術を活用した様々な取り組みが進められている。例えば、タイ SEC は2018年以降、スタートアップ企業等の代替的な資金調達手法であるデジタルトークンの発行に関する制度を整備してきた<sup>23</sup>。また、BOTは2020年9月、PDMO、タイ証券保管振替機構（Thailand Securities Depository）、タイ債券市場協会、大手地場銀行4行、IBMと連携し、ブロックチェーン技術を活用して政府貯蓄債券を効率的に販売する仕組みを構築した<sup>24</sup>。

BOTは2021年4月、金融イノベーション及び金融包摂の推進<sup>25</sup>を目的として、国内消費者の決済向けのリテール型中央銀行デジタル通貨（CBDC）の試験的な導入に関するコンサルテーション・ペーパーを公表した。その後、BOTは同年8月、提出された意見を踏ま

<sup>22</sup> “SEC backs fundraising criteria for SMEs,” *Bangkok Post*, May 24, 2021.

<sup>23</sup> デジタルトークンとは、暗号化により安全性が確保されており、保有者が便益を受けるまたは特定の機能を実行できる電子データユニットを指し、ブロックチェーン技術を用いて発行される。

<sup>24</sup> デジタルトークンの発行に関する制度整備及びブロックチェーン技術を活用した政府貯蓄債券の販売に関する詳細は、脚注5参照。

<sup>25</sup> 但し、BOTが2018年に実施した家計調査によると、全家計の98.7%が金融サービスへのアクセスを有していたことから、BOTはリテール型CBDCの導入による金融包摂の効果は小さいと評価している。

えて、2022 年第 2 四半期にリテール型 CBDC を試験的に導入する計画を明らかにした。タイにおいて、リテール型 CBDC が本格的に導入されれば、金融取引におけるデジタル化の加速により、資本市場へのアクセスのさらなる向上を通じて、資本市場参加者の増加につながる可能性がある。アジアでは、リテール型 CBDC の導入に向けた取り組みに関して中国が先行しているが、ASEAN 域内でリテール型 CBDC の導入計画を公表済みの国は、本稿執筆時点でタイのみであると言える<sup>26</sup>。この分野におけるタイの取り組みは、日本を含む他のアジア諸国にとって参考になる可能性がある。

タイが今後、上述の先駆的な取り組みを含む資本市場の強化を通じて、中長期的に持続可能な経済成長を遂げることができるか、注目される。

---

<sup>26</sup> シンガポールでも、CBDC の導入に向けた議論や実験が進められているが、国際決済・送金に重点が置かれている。また、カンボジア国立銀行は 2019 年、ブロックチェーン技術を活用した個人向け銀行間決済システムであるバコン (Bakong) の試験導入を開始したが、バコンは中央銀行が直接発行するデジタル通貨とは言えないため、ここでは昨今世界的に議論されている CBDC とは異なるものとして扱う。