



ラオス社債市場 外債から国内発行への移行に 必要な制度改革

水野兼悟

ラオスでは1990年代半ばに国営の農業振興銀行（APB）が社債を発行して以来、20年以上にわたって社債が発行されていない。2014年にラオス発電公団（EDL-Gen）が国内での社債発行を検討したが、結局のところタイでの発行に切り替えた。

本稿では、外債の発行体が複数あるにもかかわらず、なぜラオス

国内では社債市場が立ち上がらないのか、制度面に焦点を当てて考察する。

外債発行体

ラオス事業者による国外での社債発行は2017年に2件、18年も9月までで2件ある（表1）。16年以降、すべての発行市場はタ

イであり、タイの格付会社TRIS社から格付を取得している。

EDL-Genは、ラオス証券取引所（LSX）に上場する半官半民の会社であり、国内外に売電する独立発電事業者（IPPs）に多数出資している。その施設はほとんど水力発電である。14年と16年の発行は売り切れたものの、18年は予定額1万7500百万パーツに対し

表1 ラオス事業者による外債発行

事業者	時期	市場	発行額		償還期間	年利	格付
			通貨	百万			
ラオス発電公団	2014年12月	タイ	THB	6,500	5～10年	4.95～5.45%	BBB+/TRIS
	2016年9月	タイ	USD	312	7～12年	5.00～5.98%	BBB+/TRIS
	2018年7月	タイ	THB	13,660	3～15年	3.90～6.25%	BBB+/TRIS
LVMCホールディングス	2014年8月	シンガポール	SGD	60	3年	2.00%	AA/S&P (CGIF保証)
	2017年8月	タイ	USD	25.7	3年	5.50%	BBB-/TRIS
ナムダム2電力	2017年10月	タイ	THB	6,000	3～10年	2.59～3.69%	A-/TRIS
	2018年3月	タイ	THB	3,000	12年	3.98%	A-/TRIS

出所) タイ債券市場協会、信用保証・投資ファシリティ (CGIF)

て1万3660百万パーツの発行にとどまった。

LVMC（旧名コラオ）ホールディングスは、ラオスを中心にインドシナ諸国で自動車組立・販売や金融業を営むコングロマリットである。同ホールディングスはケイマン諸島で法人登記され、韓国取引所（KRX）に上場している。14年にシンガポールで発行した社債は、ASEAN諸国、日中韓およびアジア開発銀行（ADB）が出資する信用保証・投資ファシリティ（CGIF）の保証を受けた。

ナムダム2電力は、水力発電IPPである。ナムダム2ダムはラオス国内に立地し、同社もラオス法人ではあるものの、電力は長期売電契約に基づいてタイ発電公団（EGAT）がオフテイカーとして買い取る。そのため、TRISによる同社の格付はA⁻と、ラオス政府のBBB⁺よりも1ノッチ格上となっている。

国内市場

ラオスには社債市場は存在しない。主因として、次の3つが挙げられる。

第一に、機関投資家が未発達である。銀行の非政府部門向け融資総額は約67.4兆キップ^{注1}（約7800百万ドル）と金融セクターの中では圧倒的に大きい。主に預金を原資とする銀行では長期資金を提

表2 ラオス外資銀行（BCEL）^{注3}の金利

(%/年)

	預金			最優遇貸出金利		
	LAK	USD	THB	LAK	USD	THB
12カ月	5.59	3.40	3.15	9.25	7.75	7.75
60カ月	6.90	6.65	6.40	10.00	8.25	8.25

出所) ラオス外資銀行（BCEL）

供しにくい。生命保険会社は数年前から営業を始めたばかりで、資産規模は数百万ドル相当である。社会保障基金の資産も約160百万ドル相当^{注2}、郵便貯金はその約10分の1に過ぎず、ラオス発電公団やナムダム2電力による特定回の発行額を下回る。しかも、生命保険会社や社会保障基金、郵便貯金の資産は現地通貨キップ（LAK）建てであるのに対して、これら電力事業体は輸出収入が大きい。そのため、外貨建てでの資金調達ニーズが大きい。

第二に、ラオス国内では預貸ともに高金利であり（表2）、低金利なタイで発行した方が総コストは低い。

第三に、社債制度が不合理である。

社債制度

ラオス証券委員会事務局（LSCO）は、証券法（2013年改正）に基づいて、社債発行通達（2014年）を制定している。社債制度にかかる不合理としては、次の6つ

が挙げられる。

第一に、公募社債に上場義務が果たされている。証券法では株式と債券を区別せず、100以上の投資家に対して証券を発行することを公募と定義し、上場を義務づけている。これでは、国営企業など非上場会社が社債を公募すると、株式は公開していないのに債券は上場させなければならない。そして、債券上場企業として株式上場企業と同様な情報公開や届出義務を負うことになる。株式と異なり、債券を上場して取引させることによる資金調達上の便益はなきに等しいため、非上場会社による社債公募への意欲を減退させる。

第二に、私募の定義が不明確である。証券法では、株式と債券を区別せず30以上100未満の投資家に対して証券を発行することを私募と定義している。しかし社債発行通達では、投資家の数が一年間に100を超えないことと定義している。不整合な上に、通達が法律の制定内容を越えている。

第三に、公募でも私募でもLSCOの承認を要するが、届出書

類など手続き要件がほぼ同じである。つまり、私募でも上場に準じた事務コストがかかる。

第四に、投資適格な格付²⁴もしくは保証²⁵を義務づけている。同通達では、格付が投資不適格（BBB未満）または格付を取得していない場合、銀行もしくは金融機関による保証が必要としている。LSCOが認めた格付機関はTRISしかない。ラオス政府のリップリン格付BBB⁺をそのままラオス国内に準用すると、多くの企業は銀行保証が必須となる。銀行以外の機関投資家が未発達な状況で、銀行が直接融資でなく債券保証を提供する動機は少ない。企業にとって、担保を差し入れて銀行から保証を取得するくらいなら、融資を受けた方が債券発行手続きも不要で手取り早い。かつ保証書を銀行か金融機関に限定しているため、政府保証債の可能性を閉ざしている。

第五に、すべての社債発行に際しての機関決定として、株主総会決議が要件となっている。これでは企業にとって発行金額や時期面で機動的な発行ができない。一方で、銀行融資であれば株主総会はもちろん取締役会での決議がなくとも契約成立するのだから、債務調達としてはずっと簡便である。

第六に、社債の引受業務は、LSCOから引受業務免許²⁶を取得した証券会社にしかできないと規

定している。しかし、最大の証券会社でさえ登録資本金は1000億キップ（約11.6百万ドル）と証券会社の規模が小さく、数も4社しかない。これでは、相応額の発行体に対して、買取引受はもちろん残額引受もできない。証券会社に募集・売出し能力がなければ、安定した資金調達を望む企業は社債発行を躊躇する。

制度改正の方向性

ラオスのように金融セクター発展の初期段階にある新興国にとって、機関投資家の育成や金利の低下は十年超がかりだが、法規制の改正は数年でもできる。

アジア債券市場育成イニシアティブ（ABMI）での技術支援の一環として、LSCOに筆者が提案している制度改革の方向性としては、次の6点にまとめられる（表3）。

第一に、証券法では株式と債券とで公募や私募、上場の要件を区別すべきである²⁷。株式と異なり、社債の公募からは上場義務をなくして構わない。また、たとえ社債を自発的に上場したとしても、LSXでの取引集中義務²⁸も課されるべきではない。債券の流通市場は店頭取引（OTC）が主流となるためである。

第二に、私募制度は少人数私募および機関投資家向けのプロ私募に二分して、いずれも発行申請や

情報公開要件を簡素化する必要がある。プロ私募の適格投資家は、商業銀行や証券会社、保険会社、上場企業、社会保障基金、郵便貯金、預金保険基金、財政省（MOF）、中央銀行（BOL）などとし、このプロ向けのセグメントを社債市場育成の優先目標とすべきであろう。プロ私募制度が相応に活用されるならば、発行残高を事前に設定して、一定期間内に随時に機動的に起債できるプログラム発行制度²⁹をすぐに追加してもよいだろう。なお、本来的には富裕層や国外投資家も適格投資家になり得るが、ラオスの税制や資本規制を考えると、後の検討課題として済むと考える。

第三に、プロ私募と公募については、LSXへの登録³⁰と取引報告を義務とし、発行・流通市場の透明性を高めるようにすべきであろう。社債の登録・取引報告先としては、理屈上はほかの自主規制機関（SRO）でも構わないが、ラオスでは証券法に基づく証券業協会もまだ設立されていない。社会主義国であり結社の自由も認められていないため、債券業協会に類するものも設立されていない。よって、証券取引所が登録・取引報告先の役割を担うことが現実的であると考えられる。これは、ベトナム政府が2020年までの債券市場発展ロードマップで目指している方向性と合致する。

表3 社債制度改革の方向性（提案）

		私募		公募
		少人数私募	プロ私募	
投資家	人数	少人数（例10未満）／一定期間	無制限	左記少人数以上
	適格要件	なし	機関投資家	なし
発行申請		不要または届出	届出または認可	認可
発行報告		必要	必要	必要
LSX	上場	不可	不可	任意
	登録	任意	必要	必要
取引報告		不要	必要	必要
情報公開	発行開示	不要	必要（任意項目）	必要（所定項目）
	継続開示	不要	必要（任意項目）	必要（所定項目）
格付		任意	任意	必要
信用補完		任意	任意	任意
社債管理者		不要	不要	必要
転売制限		あり	あり	なし

注）転換社債や交換社債、仕組み債などには多少異なる条件を適用

第四に、社債発行に際しての機関決定としては、基本的に取り締役会決議で充足されるべきである。新株予約権付社債のように株式の希薄化にかかるものについてのみ、株主総会決議を求めれば済む。

第五に、格付もLSCOが認めた格付機関があれば、公募なら必要、私募なら不要で済む。保証を含む信用補完もその提供者も任意とすべきだろう。

第六に、社債については商業銀行に引受業務を開放する必要がある。タイやベトナムで見られるように、ASEAN新興国においては、銀行こそが圧倒的な引受能力を有している。商業銀行法は銀行の業

務内容として証券引受を含めている。よって、証券法の改正とともに、業務隔離規制など銀行向けの規制整備が必要となる。

こうした一連の制度改革が、社債市場の早期発展に奏功すると考える。

注

- 1 ラオス中央銀行統計、2018年3月末
- 2 社会保障基金、2017年末
- 3 ラオス最大の商業銀行
- 4 発行体格付か債券格付か明記なし
- 5 保証の範囲や条件の明記なし
- 6 引受もしくは募集・売出
- 7 ベトナムやカンボジアの証券法に

も当てはまる

- 8 つまり店頭取引（OTC）の禁止
- 9 ユーロ債市場でいうミディアムタームノート（MTN）プログラム、日本でいうプログラム上場
- 10 日本取引所（JPX）グループの東京プロボンドマーケットやユーロ市場の取引所では、これも上場と呼ばれている。ただし、取引所への取引集中義務はなく、取引実態はOTC中心である。本稿では論点上の区別のため、あえて上場ではなく登録と称している

水野兼悟（みずのけんご）

グローバル事業企画室 上席コンサルタント