



カンボジア社債市場 始動加速に必要な制度整備

水野兼悟

カンボジアでは2018年11月に国内で初の社債が発行され、ほかにもいくつかの金融機関が発行を検討している。本稿では、同社債や発行制度を概観し、社債市場の発展に向けて必要な制度改正について考察する。

社債発行体

初の国内社債発行体となったハッタカクセカーは、三菱UFJファイナンシャル・グループ(MUFG)傘下であるタイのアユタヤ銀行が全株式を保有する、マイクロファイナンス預金取扱機関である。カンボジアのマイクロファイナンス

(小口融資)事業は、商業銀行と同様にカンボジア国立銀行(中央銀行)による規制対象である。同社のように預金免許を追加取得すると、預金や為替、国内送金も取り扱えるため、国内業務の機能範囲としては商業銀行に近い。

カンボジア国外での社債発行では、ナガコープが先行している。同社は、首都プノンペンで唯一の統合型リゾート施設(カジノ併設)であるナガワールドを所有・運営している。ケイマン諸島で法人設立・登記され、株式を香港証券取引所に上場している。同社の事業内容はナガワールドしかないことから、カンボジア事業体といえる(表)。

国内社債第一号

ハッタカクセカーの社債は、非政府証券法(2007年)に基づく初めての債券発行で、SBIロイヤル証券により引受された。発行額1200億リエル(約30百万米ドル)のうち、国際金融公社(IFC)がコーナーストーン投資家として800億リエルを、残り400億リエルを国内の4金融機関が購入した。

発行は公募されたが、最低投資額は20億リエル(約0.5百万米ドル)に設定され、発行時に購入できるのは証券取引委員会が規定する適格投資家のみとされた。同法では公募証券には債券でも上場義

表 カンボジア事業体による社債発行

事業体	時期	発行額	償還期間	年利	発行市場	上場市場	格付(発行時)
ナガコープ	2018年5月	300百万米ドル	3年	9.375%	香港	シンガポール	B1/Moody's B/S&P
ハッタカクセカー	2018年11月	1200億リエル	3年	8.50%	カンボジア	カンボジア	BBB+/TRIS

注) ナガコープは2016年にUSD 369百万の転換社債を私募で発行
出所) ナガコープ発表資料、ハッタカクセカー社債発行目録見書より作成

務を課しているため、同社債は18年12月にカンボジア証券取引所(CSX)に上場された。上場後には適格投資家以外の投資家も取引できる。なお、同法は上場証券に取引所集中義務を果たしているが、CSXは通常の取引所取引に加えて、場外で交渉成立した取引をCSXで執行する交渉取引方式(NTM)¹⁾を認めている。

ドル化したカンボジアにおいて、米ドル建てであればもっと多額を国内で販売できたと考えられる。しかし、商業銀行やマイクロファイナンスによる証券の公募・上場には監督機関であるカンボジア国立銀行からの承認が必要であり、脱ドル化を標榜する同行は現地通貨リエル建てを条件とした。一方で同行は、商業銀行やマイクロファイナンスの債権を19年末までに最低10%はリエル建てにするよう通達を出している。この債権の定義に、融資だけでなく債券が含まれると同行が明文化すれば、同社債への二次市場での需要が出てくると考えられる。

カンボジア政府は上場促進のため、15年1月から18年1月まで、新規上場証券の発行体に対して法人税を3年間にわたり半減させる優遇策を講じていた。近々に同様な政令が発布されると見込まれており、そうなれば同社も税制恩典を受けられるだろう。

社債制度

非政府証券法に基づいて、証券取引委員会は2017年に社債公募にかかわる通達を出している。同通達では、私募を12カ月以内に30名以内に対してのみ販売し、かつ広告しないこと、そして公募を私募以外のすべての販売と定義している。公募は同委員会による承認が必要であるが、私募は届出で済む。

今後、社債市場の発展には以下のような制度整備が必要である。

第一に、現通達では公募社債の引受を証券会社に限定し、かつ買取または残額引受を求めている²⁾。しかし、証券会社の資本金が概して小さいため、引き受けられる金額、ひいては発行額も小さくならざるを得ない。タイのように、商業銀行による引受を認める必要があるだろう³⁾。

第二に、引受資格のある金融機関による、引受人なしでの自己発行が規定されていない。これをタイのように認めれば、商業銀行による社債発行を促進できる。

第三に、マレーシアのように私募は適格投資家向けに限定した上で、投資家数は制限する必要はない。タイでも社債発行額の7~8割は適格投資家向け私募であり、カンボジアもこの市場セグメントを優先的に育成すべきである。

第四に、二次市場の育成に向け

て、社債の無券化と集中保管を義務づける必要がある。上場証券についてはCSXに電子保管されているので、同機能を私募社債にも適用できるだろう。

第五に、市場の可視化のため、私募社債にも取引報告を義務づける必要がある。自主規制機関が未設立なカンボジアで最も現実的な方策は、私募を適格投資家向けに限定した上で、CSXにプロ債券市場を設置し、取引をNTMで執行することだろう。プロ債券市場で取引を執行(そして報告)できる参加者としては、特に将来に国債も含めるのであれば、証券会社のほかに商業銀行を加えるべきであり、CSXは株式市場とは異なる会員規定が必要となる。

カンボジアの社債市場は後発であるが故に、周辺国の成功や失敗から学び、始動を加速させるような制度設計の余地があり、とても興味深い。

注

- 1 Negotiated Trading Method
- 2 私募には引受の規定はない
- 3 商業銀行による銀行・証券業務のファイアーウォール規制も必要

水野兼悟(みずのけんご)

野村総合研究所(NRI)グローバル事業企画室上席コンサルタント