

■連載（全20回＋総括編）——■

アジア／G20株式市場のいま



広島経済大学 教授
前国際通貨研究所 主任研究員

糠谷 英輝

hideki.nukaya@hue.ac.jp

第13回 サウジアラビア

No. **310**

(2011年6月号)

第18回 メキシコ

No. **321**

(2012年5月号)

第14回 トルコ

No. **312**

(2011年8月号)

第19回 ブラジル

No. **323**

(2012年7月号)

第15回 ロシア

No. **315**

(2011年11月号)

第20回 カンボジア、ラオス、ブルネイ

No. **325**

(2012年9月号)

第16回 南アフリカ

No. **317**

(2012年1月号)

総括編

No. **326**

(2012年10月号)

第17回 アルゼンチン

No. **319**

(2012年3月号)

*2012年4月1日付けで広島経済大学教授に就任
各論文の所属・肩書は執筆当時のもの

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

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

アジア／G20株式市場のいま

—第20回（最終回） カンボジア、ラオス、ブルネイの株式市場



広島経済大学 教授

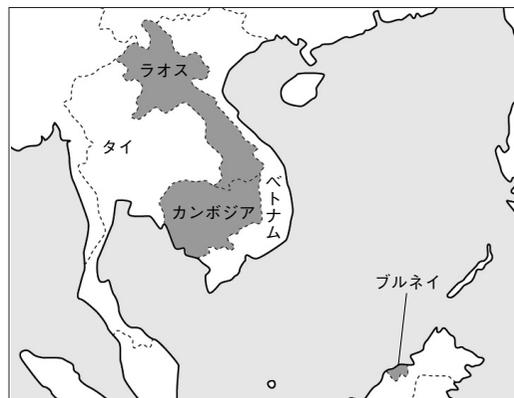
糠谷 英輝

これまでアジア諸国、G20新興国の株式市場を概観してきたが、連載終了に当たり、今後の資本市場の成長が期待されるASEAN後発国を取り上げておきたい。具体的にはカンボジア、ラオス、ブルネイの3か国であるが、いずれも株式市場の育成がこれから開始される段階である。このためこれら3か国に関しては、株式市場を中心としつつも、債券市場も含めた資本市場全体について概観する。カンボジア、ラオスに関しては、日本企業の進出も始まっており、今後の経済成長に対する期待も高い。経済成長のためには、資金調達、運用の両面に亘り、資本市場の発展が必須の課題となり、資本市場の育成に関しては、日本も含めた諸外国からの支援も行われている。

〈目次〉

1. カンボジア王国の資本市場
2. ラオス人民民主共和国の資本市場
3. ブルネイ・ダルサラーム国の資本市場

なお、本稿では取り上げないが、ミャンマーについては、東京証券取引所と大和証券グループが共同で株式市場の設立に向けた技術支援を実施することが発表されている。本稿で紹介するように、カンボジア、ラオスの証券取引所設立に関しては韓国が主導しており、経済成長への期待が高まるASEAN後発国の市場育成に関しては、その初期段階から国際競争が繰り広げられていくものと予想される（アジア新興諸国の証券取引所の比較に関しては（図表1）参照）。



(図表1) アジア新興諸国の証券取引所比較

| 国名 | 設立年 | 時価総額 (10億米ドル) | 時価総額の 対GDP比率 (%) | 上場銘柄数 | 平均時価総額 (百万米ドル) |
|---------|------|------------------|---------------------|-------|-------------------|
| ベトナム | 2000 | 26.7 | 29 | 302 | 88 |
| ラオス | 2010 | 0.6 | 10 | 2 | 289 |
| カンボジア | 2011 | 0.1 | 1 | 1 | 142 |
| パキスタン | 1947 | 35.0 | 21 | 652 | 54 |
| バングラデシュ | 1954 | 50.3 | 53 | 750 | 67 |
| スリランカ | 1985 | 19.2 | 47 | 275 | 70 |
| ネパール | 1993 | 3.7 | 29 | 266 | 14 |
| ブータン | 1993 | 0.3 | 19 | 20 | 13 |

(出所) LEOPARD CAPITALのデータに加筆

1. カンボジア王国の資本市場

カンボジアは2004～2007年に年平均11.1%の高度経済成長を記録した後、世界金融危機の影響を受け、2009年にはマイナス成長に落ち込んだが、2010年には回復を見せ、国際機関の経済見通しでも今後、中期的に6.5～7%程度の安定した経済成長が予想されている。

こうしたカンボジアの経済成長を見越し、外国金融機関のカンボジアへの進出も急増している。資本市場が未発達のカンボジアでは、銀行が金融を担っている状況にある。

カンボジアの商業銀行は32行であるが、地場銀行は4行のみで、その他は全て外資が過半を占める外資系銀行である。これは外資100%での銀行設立も認める開放的な政策による。最近ではアジア勢の銀行進出が目立っており、2011年には中国から中国銀行、中国工商銀行、台湾から合作金庫銀行、ベトナムからサコム銀行等が進出している。

ここでカンボジアにおける最近の日系金融機関の進出の状況について付言しておく。

2008年9月、SBIホールディングス（出資比率40%）と韓国の現代スイス・フィナンシャルグループ・コリア（同60%）の合弁によるプノンペン商業銀行（PPCB：Phnom Penh Commercial Bank）が設立された。SBIはまた、2010年2月に資本金1,000万ドルでSBIプノンペン証券（SBI Phnom Penh Securities Co., Ltd.）を設立し、2010年10月には日系金融機関としては初の証券事業フルライセンスの認可をカンボジア証券取引委員会（SECC：Securities and Exchange Commission of Cambodia）から取得した。

同社は2011年9月に現地大手財閥ロイヤルグループのカンボジア・キャピタル証券と合併し、SBIロイヤル証券と名称を変更している（SBIの出資比率71%）。

またアミューズメント総合企業のマルハンは2011年5月にマルハンジャパン銀行（Maruhan Japan Bank Plc.）を設立した。邦銀による進出としては、2012年2月に三菱

東京UFJ銀行、三井住友銀行がプノンペン駐在員事務所を開設した。

債券市場に関しては、2002年から財務省証券（期間91日）が発行されたが、その後まもなく発行が停止されている。現在、発行されているのはRecap債（期間2年、3年）であるが、銀行が買い手となり、売買は不可能である。この他、銀行がCDを発行しているが、CDは売買可能である。

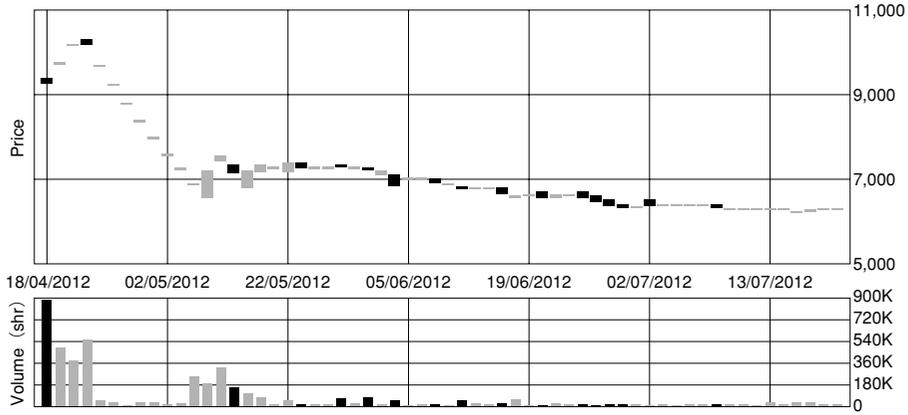
株式市場に関しては、2011年2月28日にカンボジア証券取引所（CSX：Cambodia Securities Exchange）の設立が認可された（注1）。CSXの設立も、隣国ラオスにおける証券取引所の設立と同様、韓国取引所の全面的な支援を受けており、CSXの出資比率はカンボジア政府が55%、韓国取引所が45%となっている。設立当初は上場企業がなかったが、プノンペン上水道公社（PPWSA：Phnom Penh Water Supply Authority）が上場され、2012年4月18日からCSXでの株式取引が開始された。同上場に関しては、SBIプノンペン証券（当時）が上場主幹事に選定された。2012年内にはテレコム・カンボジア（Telecom Cambodia）、シアヌークビル自治港（Sihanoukville Autonomous Port）の2国営企業の上場が予定され、2013年以降には民間企業の上場も計画されている。なお、上場に際しては、少なくとも3会計年度について、カンボジア政府が認可した国際的な会計会社による監査証明が必要であり、上場の大きなハードルとなっている。

PPWSAのIPOでは、13億4,600万株（PPWSA株式の15%）が売り出され、17倍の応募があった。中国人の投資（株式購入）が目立っており、PPWSA株のIPOでは1,000万株以上の大口購入者が21人あったが、その過半を中国人並びに中国系の投資家が占めた。中国以外では、日本、韓国、米国、タイ、ベトナムからも購入があった。カンボジアでは資本規制はなく、外国人による株式購入に関しても特に制限はない。外国人が株式の100%を取得することも可能である。またパスポートの提示で口座開設ができるなど、投資の手続きが簡単に行えるため、外国人がカンボジアの銀行のラオス支店等を通じて購入を行うなどのケースが見られ、地下銀行経由での取引やカンボジア国民の名義を借りた取引なども指摘されている。

PPWSAのIPOでは、取引開始後3日間で株価はIPO価格を60%上回る水準まで急上昇を見せ、取引高も膨らんだが、その後、投資家による利益確定の売りが膨らみ、株価は急落し、以降、取引は低迷している（同社株価並びに取引高推移は（図表2）参照）。設立したばかりの新興市場のリスクが大きく表れる結果となった（注2）。

CSXでの取引時間は祝日を除く月曜日～金曜日の8時～11時30分で、9時と11時30分の1日に2回、取引が約定される。取引価格には基本価格（Base Price）が設定されており、基本価格は原則として前営業日の終値で、IPO価格の90～150%の範囲内とされる。

(図表 2) PPWSA株の取引推移



(出所) CSX

日々の価格変動幅は基本価格の上下5%に制限される。決済は取引2営業日後の8時30分に行われ、CSXがCCPとなるDVP3のモデルが適用されている。また資金決済銀行はAcleda Bank Plc.、BIDC (Bank for Investment & Development of Cambodia Plc.)、Canadia Bank Plc.の3行である。

今後、日系企業のカンボジアにおけるビジネスの活発化が期待されるとともに、金利水準が高く、銀行融資が限定されているカンボジアでは、資本市場の育成は今後の経済発展にも重要な意味を持つてくるものと見られる。カンボジアの株式市場は、2020年には時価総額が30~40億ドル、GDPの15~20%に増加することが予想され、銀行、通信、服飾、鉱業・セメントなどのインフラ関連企業が株式市場を牽引することが期待されている。

2. ラオス人民民主共和国の資本市場

ラオスの経済開発はASEAN他国に比べて後れをとっていたが、2000年代半ば以降、水力発電による輸出電源や鉱山開発などによって安定的な経済成長を遂げている。2000~2009年の実質GDP成長率は平均で7.8%とASEAN諸国の中ではカンボジア(9.2%)に次ぐ高成長を記録した。

ラオスの課題は今後の経済開発、インフラ整備のために投資が必要であるにもかかわらず、資金が不足しており、多くを外国からの援助に頼っていることである。ラオスでは経済開発5か年計画を達成するためには今後、GDPの32%に相当する127兆キープの投資資金が必要になるが、政府はGDPの8~10%程度しか投資資金を賄えないと推計されている。

一方で経済成長に伴って国民所得は増加している。このため投資資金を調達するためには国内の貯蓄を投資に繋げることが重要な課題となっている。

ラオスではこれまで資本市場（債券市場、株式市場）が整備されておらず、企業の資金調達等は銀行借入に依存している。ラオスでは優良企業でも金利年10%、期間3年までという銀行からの間接金融に頼るしか資金調達手段がない。

こうした状況下、資本市場の育成はラオス経済にとって極めて重要な、切迫した課題となっている。後述する証券取引所の設立により、企業の資金調達手段の増加、とりわけ長期的な投資資金の調達が可能となることが期待されている。

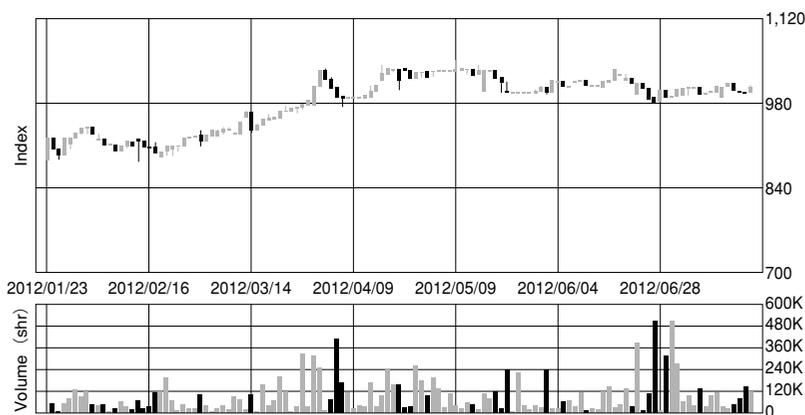
債券市場に関しては、財政赤字ファイナンスのための財務省証券と短期国債（期間1年）、中央銀行債券が発行されているだけである。以前には政府債務の返済遅延をカバーするトライアングル・ボンドもあったが、現在では発行されていない。債券の主要な買い手は銀行であり、年金基金、保険会社、非銀行部門の金融機関などは債券投資を開始して未だ間がない。すなわちラオス債券市場は発行市場、流通市場、投資家の育成の全ての面において、市場育成の準備段階にあると評価できる。ラオス政府は、国内債券市場が未発達のため、水力発電のプロジェクト資金調達のためパーツ建ての外債発行を検討したが実現には至っていない。

一方、株式市場に関しては、2010年10月10日、ラオス証券取引所（LSX：Lao Securities Exchange）が開設された。LSXは韓国取引所の支援により設立され、ラオス中央銀行（Bank of The Lao P.D.R）が51%、韓国取引所が49%の出資を行っている（注3）。LSXの開設とともに、韓国のみならずタイやベトナムも出資した合弁の証券会社の設立も認可されている。LSXでは、2011年1月11日から上場2銘柄（ラオス外商銀行：Banque pour le Commerce Exterieur Lao = BCEL、ラオス電力発電：EDL Generation Public Company = EDL-Gen）で取引が開始された（2銘柄で算出されるLao Composit Indexの推移は（図表3）参照）。BCEL、EDL-Genはともに政府が過半の株式を所有する国営企業である。今後、The Enterprise of Telecommunications of Lao、The Lao Indochina Group、Lao World Group等が上場準備中と伝えられている。

またLSXは外国投資を呼び込むために、早ければ本年8月にもオンライン取引を導入する見込みである（注4）。オンライン取引のシステムは韓国のKorea Telecomから購入しており、スタッフの訓練もKorea Telecomが担当する。

現在、外国投資は厳格に規制されており、外国人は全体で上場企業株式の10%まで、個々の外国人投資家は1%までしか保有することができない。ラオス政府は2020年までに最貧国から脱出することを目標としており、外国からの投資が今後の経済成長のカギを握

(図表3) Lao Composit Indexの推移



(出所) LSX

るものと認識している。このためラオス政府は本年末までに外国人取引制限の緩和を目的とした証券法の導入を計画している。なお、外国からの投資では、中国からの投資が最大で、これにタイからの投資が続いている。LSXによれば、将来的にはタイからの投資が最大になると予測されている(注5)。

LSXの取引口座は約8,000口座であるが、ラオス国民所有口座はその50%に過ぎず、2011年のLSXの1日当たり平均取引量は約15万株と目標を下回るものであった。活発に取引を行っているのは、前述のような制限があるにもかかわらず外国人投資家である。株式取引が増加しないのは、国民の株式に関する知識が欠如しているためであり、LSXはラオス証券取引委員会(Lao Securities Exchange Commission)とともに、投資家教育に力を入れている。上場に向けたラオス企業や投資家教育のためのセミナー等ではタ

イ証券取引所(Stock Exchange of Thailand)の支援を受けている。

LSXの取引時間は祝日ならびに年末の3営業日を除く月曜日～金曜日の8時30分～11時30分で、9時、9時30分、10時、10時30分、11時、11時30分と30分毎に取引が約定される。取引単位は1株で、値幅制限は基本価格(Base Price)の上下5%、基本価格は原則として前営業日の終値である。LSXがラオスで唯一の中央証券保管機関であり、CCPの機能も担っている。決済は2営業日後の14時であり、資金決済はラオス中央銀行で行われるDVP決済である。

3. ブルネイ・ダルサラーム国の資本市場

ブルネイでは経済を支える天然資源が無限ではないため、以前から天然資源に依存しな

い産業の育成を図り、多角化を推進することを経済発展計画で目標としている。しかしながら小国で労働人口が少なく労働集約的な産業の育成は困難なため、金融業の育成が経済多角化へ向けた手段の1つとされた。

2000年7月15日、ブルネイ政府はブルネイ国際金融センター（BIFC：Brunei International Financial Center）設立構想を発表した。BIFCは経済多角化政策の1つとして、自国を国際オフショア金融センターとして位置付け、オフショア銀行業務、保険・証券サービスといった一般金融及びイスラム金融、双方の金融サービスを提供するために設立したものである。BIFCにはおよそ3,000社の企業が登録したが、大部分は台湾系の中小企業等であり、国際決済業務の1つの拠点としてBIFCが利用されたのが実態となった。

また2002年5月7日には、ブルネイ証券取引所（IBX：International Brunei Exchange）がブルネイ財務省（Department of Finance）から同国初の証券取引所ライセンスを取得した。IBXは台湾資本のシンガポール企業の子会社という位置付けであり、まずは汎アジア証券取引所となり、将来的には欧州・米国までサービス範囲を広げるという構想であった。しかしIBXは規制の枠組みが整っていなかったこと、取引が増加しなかったことから閉鎖に追い込まれ、現在、ブルネイには証券取引所が存在しない。

ブルネイ債券市場に関しては、ブルネイ政府は国内資本市場育成に向けた第一歩として、

2006年4月6日に同国初の短期イジャラ・スクーク（イスラム債券）を発行した（1億5,000万BND）。それ以降、スクークの発行は定期的に行われている。発行はブックビルディング方式で、プライマリーディーラーに対して売却される。またスクークはブルネイ政府が発行するが、運営管理はThe Brunei Monetary Authorityが行っている。2006年の最初の発行以降、ブルネイ政府によるスクークの発行額は2011年末までに累計で36億5,100万ドル超に達した。なお、ブルネイには財政赤字ファイナンスのための国債発行需要はない。2010年の中央政府財政収支は14億2,300万BNDの財政黒字であり、政府債務残高も無い。

ブルネイは現在では特にイスラム金融の育成に力を入れているが、イスラム金融の展開でも銀行業務と株式に焦点が当てられており、実際に売買取引が行われる債券市場はブルネイには存在しない。なお、ブルネイで営業している銀行は9行（うち外資6行）、証券会社は2社に過ぎない。

また株式市場に関して付言すれば、ブルネイは自国企業が上場する国内の証券取引所を持っていない。政府は証券取引所設立の適合性と必要性を評価し続けている。しかしながら現在までのところ、多くの国内企業は証券取引所に上場して資金調達を行う利益を感じていない。上場による資金調達コストが全体で高がつき、未公開株、銀行ローン、政府による中小企業向けローンやマイクロ企業向け

ローンスキームを利用して企業は資金調達を容易にできるためである。

今回、第20回をもって本連載は終了致します。長い間、ありがとうございました。

なお、これまで取り上げてきた各国の株式市場について、市場発展に向けた共通の課題、各国市場の特徴などをまとめ、さらに横並びでの比較を行った「総括編」を10月号に掲載する予定です。

(注1) CSXの概要、取引データに関しては、CSXのHP (<http://www.csx.com.kh/main.do>) から入手できる。

(注2) 同様の現象は、ラオスやベトナムでも発生した。

(注3) LSXの概要、取引データに関しては、LSXのHP (<http://www.lsx.com.la/>) から入手できる。

(注4) 現在は取引所での取引と電話での取引が可能である。

(注5) ラオスでは現地通貨のキープに加えて米ドル、タイ・バーツが流通しており、銀行預金でもこの3通貨の預金金利が店頭で提示されている。

