



2018年12月12日

カンボジアで初の社債発行 ～アジア債券市場育成の大きな一歩～

公益財団法人 国際通貨研究所
 経済調査部長兼開発経済調査部長 矢口 満

カンボジアで初の社債が11月14日に発行され、さらに12月5日にカンボジア証券取引所に上場された。同国における債券発行は、2003～2006年の政府短期証券の発行以来、実に12年ぶりである。

東南アジア諸国連合（ASEAN）の後発国とされるカンボジアやミャンマー、ラオスでは、債券市場の育成が喫緊の課題となっている。もともとASEAN諸国では、20年前のアジア通貨危機の教訓から現地通貨建て債券市場の整備が目標とされてきた（アジア債券市場育成イニシアティブ：ABMI）。これに加えてASEAN後発国には、近年の経済成長に伴い、世界銀行やアジア開発銀行、外国政府より受け取ってきた無償援助や譲許的融資からの「卒業」が近付いているという事情もある。

こうしたなかで、ミャンマーは2016年9月から競争入札方式で国債を定期発行するまでに制度整備を進め、2017年末の国債発行残高はGDP比6.6%となった。ラオスの国債・社債の発行は主に隣国タイで行われているが、国内でも若干ながら国債発行が行われている（2017年末の残高はGDP比2.4%）¹。一方、カンボジアでは、政府短期証券を含む国債の発行残高ゼロの状態が10年以上続いており、社債については（ミャンマーとラオスの国内市場も同様であるが）過去、発行実績が全くなかった。今回、カンボジアで社債が発行されたことは、同国にとってエポックメイキングであるとともに、ASEAN後発国の社債市場の整備という観点からも大きな一歩といえる。

今般カンボジアで発行された社債は、大手マイクロファイナンス会社のハッタ・カクセカー²による期間3年、総額1,200億リエル（約3,000万ドル）、クーポン金利8.5%の中期債である。カンボジア国内にはまだ格付け会社が設立されていないことから、隣国タイの格付け会社TRISから格付け（BBB+）を取得した³。

アジア債券市場育成の観点から失敗のできない案件であったことから、当初より世界

¹ 矢口満「急がれるASEAN後発国の債券市場整備 ～カンボジア、ラオス、ミャンマーの取り組み～」『国際金融』2018年10月1日、pp.22-27

² タイの大手商業銀行であるアユタヤ銀行（三菱UFJフィナンシャル・グループの連結対象関連会社）の100%子会社。

³ 一時検討されていた信用保証・投資ファシリティ（CGIF）からの付保は見送られた。

銀行グループの国際金融公社（IFC）が 800 億リエル（約 2,000 万ドル）を購入することが決まっていた。残る 400 億リエル（約 1,000 万ドル）に民間投資家が集まるか否かが焦点であったが、結果的に募集は成功し、地場商業銀行や保険会社など数社の機関投資家が購入した。

そして冒頭で述べたように、この社債はカンボジア証券取引所に上場された。これは、一般個人も含めた投資家による売買を促し、流通市場を育成しようという狙いからである。現地報道によると⁴、カンボジア証券取引所は IFC に対し、同取引所での社債売却を要請していくという。

今回のカンボジアでの社債発行は前述のように大きな一歩といえるが、これから第 2 号、第 3 号の案件を実現するにあたっては、以下の 2 つの課題が指摘できる。

第 1 に、国債市場が存在せず、基準となるイールドカーブが存在しないことから、社債のクーポン金利の決定が必ずしも容易でない。ハッタ・カクセカー案件の「3 年、8.5%」は、預金金利などを参考にしたうえで、投資家の応募状況を踏まえて決定したもののだが、それには相応のコストを要したとみられる。現在準備中とされる国債発行の早期実現が待たれる。

第 2 に、社債の発行通貨に関して、カンボジアでは経済の「ドル化」が進んでいるため、リエル建て以上にドル建ての社債に対する投資家ニーズが強い。同国当局は脱「ドル化」を推進すべき立場にあり、ハッタ・カクセカー案件ではリエル建て発行がひとまず成功したが、今後の案件ではリエル建て社債に対する投資家ニーズが持続するか否かの見極めが肝要となる。

ここでミャンマーとラオスに目を転じると、これらの課題は前者では存在せず、後者でも比較的小さい。カンボジアが国内での社債発行をいち早く実現したことは、ミャンマーとラオスの当局にとって刺激になっているはずである。これら ASEAN 後発国における債券市場整備のさらなる進展が期待される。

以上

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しく願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されています。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

⁴ The Phnom Penh Post, “Hattha Kaksekar Ltd bonds all purchased by institutions,” Nov. 15, 2018