

## 証券取引所の設立から7年目を迎えたラオス資本市場の現状と課題

北野 陽平

## ■ 要 約 ■

1. ラオス証券取引所（LSX）は、2010年10月の設立から7年目を迎えたが、未だ発展初期段階にある。2017年2月3日現在、LSXの上場企業数は5社、時価総額は13.3億米ドルに留まる。これまで、投資家の株式市場への参加促進及び取引拡大に向けて、海外投資家による株式保有割合の上限引き上げや売買手数料の引き下げ等、様々な策が講じられてきた。この結果、証券口座数は緩やかながらも右肩上がり推移してきたが、売買代金の増加にはつながっておらず、流動性が低い状況が続いている。
2. 企業の新規上場が停滞している主な要因として、①資本市場に関する法規制が十分に整備されていないこと、②透明性が求められる情報開示を避けたい企業が多いこと、③国営企業をはじめとしてコーポレート・ガバナンス体制が脆弱であること、が指摘されている。他方で、流通市場における取引が停滞している主な要因として、現在ラオスにおける証券会社の数が4社に留まる中、十分な投資家教育が行われておらず、投資家基盤が確立されていないことが挙げられている。
3. 資本市場の発展に向けた2016～2025年の戦略計画では、2020年に上場企業数を25～35社に増加させ、時価総額の対GDP比率を55～83%に高める目標が掲げられている。しかし、足元の上場実績や上場候補企業の積み上がり状況等に鑑みると、やや野心的な目標であると見られる。政府は国営企業改革を一層推進するとともに、LSXは証券会社との連携強化により民間の上場候補企業を発掘していくことが求められる。
4. 2015年末にASEAN経済共同体（AEC）が発足したが、AECが持続的な成長を遂げていくためには、ラオスを含むメコン地域諸国の資本市場の発展が一つの課題である。また、投資環境の改善や「タイ・プラス・ワン」の動きを背景として、ラオスに進出する日系企業の数が増加する中、資本市場の中長期的な発展は、進出日系企業の資金調達手段の拡充という観点からも重要である。今後、ラオスが単独での取組みにより資本市場を発展させることには限界があると考えられ、技術支援や国際的な金融協力を通じて、諸外国の資本市場に関する知見を取り入れることが不可欠と言えよう。

## I. 発展初期段階にあるラオスの株式市場

ラオス証券取引所（Lao Securities Exchange、LSX）が ASEAN 域内で 8 番目となる証券取引所として 2010 年に設立されてから 7 年目を迎えた。2017 年 2 月 3 日現在、上場企業数は 5 社、時価総額は 13.3 億米ドルに留まり、LSX はヤンゴン証券取引所、カンボジア証券取引所と並んで、発展初期段階にある証券取引所の一つである<sup>1</sup>（図表 1）。LSX 設立の約 5 年前に開設されたハノイ証券取引所の上場企業数が 2016 年 12 月末時点で 376 社に達していることに鑑みると、ラオスの株式市場は相対的に発展が遅れていると言える。

2015 年末に ASEAN 経済共同体（AEC）が発足し、域内各国は資本市場の発展に向けて協力関係を強化している。こうした中、今後 AEC として一体となって持続的な成長を遂げていく上で、ラオスを含むメコン地域諸国<sup>2</sup>の資本市場の発展が一つの課題となっている。

本稿では、LSX の設立から現在に至るまでのラオスにおける資本市場の発展に向けた取り組み、資本市場の現状、今後の課題について整理する。

図表 1 ASEAN 域内における証券取引所の上場企業数及び時価総額

国	取引所名	上場企業数 (社)	時価総額 (億米ドル)	時価総額の 対GDP比率(%)
シンガポール	シンガポール取引所	757	6,494.6	218.9
タイ	タイ証券取引所	656	4,373.1	112.0
インドネシア	インドネシア証券取引所	537	4,338.2	46.1
マレーシア	マレーシア取引所	903	3,631.5	120.0
フィリピン	フィリピン証券取引所	265	2,398.8	77.0
ベトナム	ホーチミン証券取引所	320	670.8	36.9
	ハノイ証券取引所	376	68.3	
ラオス	ラオス証券取引所	5	13.3	9.6
ミャンマー	ヤンゴン証券取引所	4	4.9	0.7
カンボジア	カンボジア証券取引所	4	1.7	0.9

(注) 1. LSX、ヤンゴン証券取引所、カンボジア証券取引所は 2017 年 2 月 3 日、それ以外の証券取引所は、2016 年 12 月末の数値。  
2. 時価総額の対 GDP 比率は、国際通貨基金（IMF）の 2016 年推定値を用いて算出。  
(出所) 各国証券取引所、国際取引所連合、IMF より野村資本市場研究所作成

## II. 株式市場の発展と現状

### 1. LSX の概要

LSX は 2010 年 10 月、ラオス中央銀行が 51%、韓国取引所（KRX）が 49%を出資する形で設立された<sup>3</sup>。LSX は、ラオス証券委員会傘下の組織として 2009 年 7 月に設置された

<sup>1</sup> ASEAN 域内では、唯一ブルネイでは証券取引所が設立されていない。

<sup>2</sup> メコン川流域に面している国々で、具体的にはタイ、ベトナム、ラオス、ミャンマー、カンボジアの 5 か国を指す。

<sup>3</sup> KRX が LSX の設立に関与することになった経緯については、林宏美「アジア各国との連携を強化する韓国取引所—ラオス証券取引所設立にも関与—」『野村資本市場クォーターリー』2011 年冬号参照。

ラオス証券委員会事務局(Lao Securities Commission Office, LSCO)により監督されている<sup>4</sup>。

2011年1月、国営商業銀行のラオス外商銀行と発電事業を手掛けるラオス電力発電が新規上場し、取引が開始された。その後、2013年12月にコンベンション施設等を運営するラオワールド、2014年12月に石油製品を輸入販売するペトロリアムトレーディングラオ、2015年12月に建材や装飾品等を輸入販売するスワニーホームセンターが上場し、現在の上場企業数は5社である(図表2)。

LSXの代表的な株価指数としてラオス総合指数があるが、構成銘柄はラオス外商銀行とラオス電力発電のみである。各社の株価推移を見ると、ばらつきがある(図表3)。ラオス外商銀行とラオス電力発電の株価は上場直後に大幅に上昇し、ラオス外商銀行の株価はその後比較的堅調に推移しており直近では上場初値を約3割上回る一方、ラオス電力発電

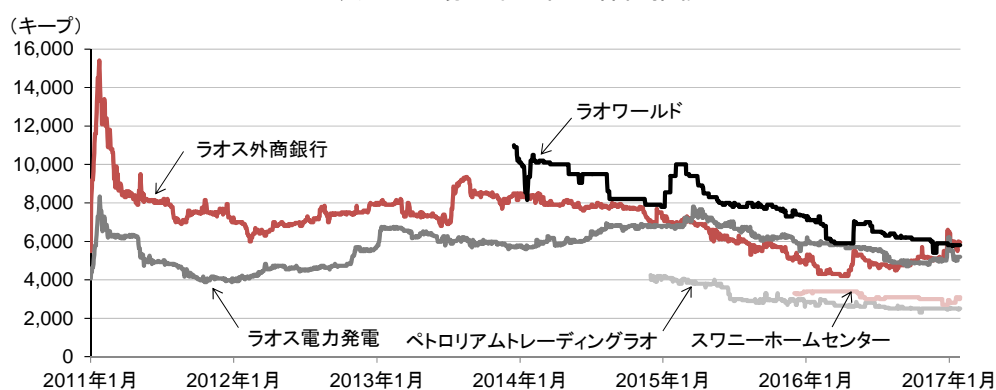
図表2 上場企業5社の概要

	ラオス外商銀行 (Banque Pour le Commerce Exterieur Lao Public)	ラオス電力発電 (EDL-Generation)	ラオワールド (Lao World)	ペトロリアム トレーディングラオ (Petroleum Trading Lao)	スワニーホーム センター (Souvanny Home Center)
事業概要	商業銀行	発電	コンベンション 施設等の運営	石油製品の 輸入販売	建材、装飾品等 の輸入販売
上場年月	2011年1月	2011年1月	2013年12月	2014年12月	2015年12月
海外投資家の 株式保有割合の上限	10%	25%	100%	100%	100%
海外投資家の 株式保有割合	9.5%	13.2%	2.8%	12.7%	4.2%
時価総額(億米ドル)	1.0	10.7	0.3	0.7	0.6

(注) 時価総額は2017年2月3日現在の数値であり、1キープ=0.0001221米ドルで換算。

(出所) LSX、ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

図表3 上場企業5社の株価推移



(注) 各社とも上場以降の株価推移が示されている。

(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

<sup>4</sup> LSCO は他にも、①資本市場に関する戦略計画、政策、法律、規制の検討、作成、変更、②係争中の証券取引の解決及び調査、③企業の証券発行申請に対する審査、④証券会社の設立申請に対する審査及び証券会社の監督、⑤証券取引に関するセミナーの開催及び情報提供、⑥資本市場の発展に向けた諸外国や国際機関との協力、という役割を担う。

の株価はその後下落傾向にあり直近では上場初値とほぼ同水準に落ち着いている。その他3社の株価は、総じて上場直後から下落傾向にある。時価総額については、ラオス電力発電が突出して大きく、市場全体の約8割を占めている。

投資家の参加に関して、証券口座数は緩やかながらも右肩上がりでも推移しており、2011年末の8,141件から2015年末には12,076件まで増加した。内訳は、国内個人投資家が9,614件（構成比79.6%）、海外個人投資家が2,360件（同19.5%）、海外機関投資家が66件（同0.5%）、国内機関投資家が36件（同0.3%）であった。

## 2. 投資家の参加促進及び取引拡大に向けた取組み

LSCOとLSXは、投資家の株式市場への参加の促進及び取引の拡大に向けて、様々な取組みを進めてきた（図表4）。

第一に、海外投資家の株式保有割合の上限引き上げである。ラオス外商銀行とラオス電力発電は、海外投資家の保有割合の上限が設定されており、当初ラオス外商銀行が5%、ラオス電力発電が10%であった。しかし、海外投資家に対する投資規制は株式市場の発展を妨げる一つの障害として認識される中、数回にわたって上限が引き上げられてきた。現在の上限は、ラオス外商銀行が10%、ラオス電力発電が25%であり、2017年2月3日現在、海外投資家の株式保有割合はそれぞれ9.5%、13.2%となっている。

第二に、売買手数料の引き下げである。当初、売買手数料は購入時0.9%、売却時1.2%であったが、2015年9月にそれぞれ0.7%、1.0%に引き下げられた。また、2013年11月に導入されたオンライン取引プラットフォーム（ホーム・トレーディング・システム）を通じた売買の手数料については、購入時0.63%、売却時0.93%と設定された。

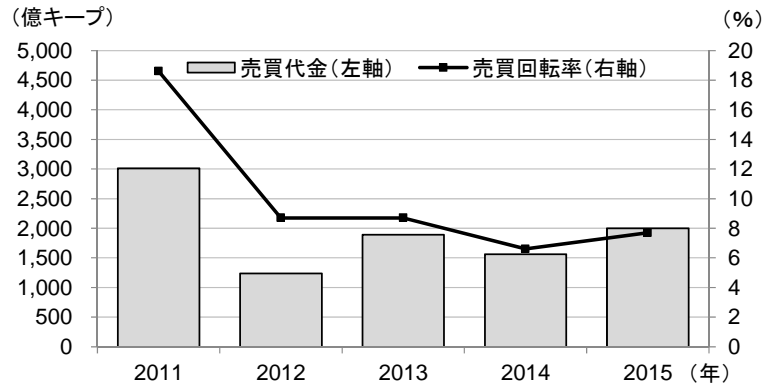
他にも、板寄せの回数を1日2回から6回に増加、1日当たり値幅制限を±5%から±10%に拡大、売買単位を1株から100株に変更する等、様々な策が講じられてきた。しかし、

図表4 投資家の参加促進及び取引拡大に向けた主な取組み

時期	取組み
2011年1月	海外投資家によるラオス電力発電の株式保有割合の上限を10%に設定
2011年5月	海外投資家によるラオス外商銀行の株式保有割合の上限を5%に設定
2011年10月	板寄せの回数を1日2回から6回に変更
2012年1月	海外投資家によるラオス電力発電の株式保有割合の上限を10%から20%に引き上げ
2013年7月	海外投資家によるラオス外商銀行の株式保有割合の上限を5%から10%に引き上げ
2013年11月	投資家向けオンライン取引プラットフォーム「ホーム・トレーディング・システム」を導入
2014年12月	1日当たり値幅制限を±5%から±10%に拡大するとともに、ザラバ方式を導入
	海外の証券会社、資産運用会社等によるオムニバス証券口座の開設を認可
2015年5月	1回当たり最大発注数量を5桁から6桁に変更
2015年8月	売買単位を1株から100株に変更することを発表（2016年1月に発効）
	海外投資家によるラオス電力発電の株式保有割合の上限を20%から25%に引き上げ
2015年9月	売買手数料を購入時0.9%から0.7%に、売却時1.2%から1.0%に引き下げ

（出所）LSXより野村資本市場研究所作成

図表 5 売買代金及び売買回転率の推移



(出所) LSX より野村資本市場研究所作成

これまでのところ取引の拡大にはつながっていない。具体的には、売買代金は 2011 年に 3,000 億キープ（約 42 億円）であったが、2015 年には 2,000 億キープまで減少した（図表 5）。年間売買代金を時価総額で除した売買回転率は、2011 年に 18.6%であったが 2015 年には 7.7%まで低下した。ASEAN 域内における大半の証券取引所では売買回転率が 20%を上回っていることを踏まえると<sup>5</sup>、LSX の流動性は相対的に低いと言える。また、前述の通り、証券口座数は徐々に増加しているが、稼働口座（active account）の割合は低下傾向にあり、2011 年に 24.6%であったが 2015 年には 12.3%まで低下した。

### Ⅲ. 株式市場の発展に向けた課題

ラオスの株式市場では、上場企業数が 5 社に留まり、売買代金が小さく流動性も低い。そのため、国内企業は新規上場するインセンティブを見出しにくく、結果的に上場企業数の増加につながらない、という悪循環に陥っていると考えられる。新規上場及び流通市場での取引に関する問題点は、それぞれ以下の通り整理される。

#### 1. 新規上場に関する問題点

企業の新規上場が停滞している主な要因は、第一に資本市場に関する法規制が十分に整備されていないことである。近年、LSCO やその他関係省庁は、コーポレート・ガバナンスに関する法規制の枠組みを確立させるために、企業法、証券法、会計法等の法律や各種規制を整備してきた。しかし、それらの多くは、資本市場の発展を下支えする法律や規制とはなっていない<sup>6</sup>。例えば、企業法では、公開会社の設立や運営等に関する明確な規程が設けられていない。税法については、上場企業に適用される規則が国内市場での上場だけ

<sup>5</sup> 国際取引所連合によると、2016 年の売買回転率（月次データの単純平均値）は、タイ証券取引所が 81%、ホーチミン証券取引所が 39%、シンガポール取引所が 32%、マレーシア取引所が 27%、インドネシア証券取引所が 22%、フィリピン証券取引所が 14%であった。

<sup>6</sup> OECD, “Issues Paper: The corporate governance landscape and capital market development in Lao PDR,” June 2016.

を考慮して定義されており、海外市場での上場が想定されていない。また、外国通貨の管理に関する大統領令では、クロスボーダー証券取引における資金フローに関する詳細な規程が設けられていない。さらに、金融商品に関する多くの規制において、上場企業や金融機関の運営に関する事項が明確化されていない。

第二に、透明性が求められる情報開示を避けたい企業が多いことである。LSX の上場要件として、①事業年数が3年以上であること、②直近事業年度の売上高が240億キープ以上であること、③直近3事業年度において純利益が2年連続で黒字であること、等の定量基準が定められている（図表6）。これらの基準は、他国の証券取引所で求められる上場要件と比較するとやや寛容である。しかし、多くの企業は上場の意義や本質を理解しておらず、財務情報の開示に消極的な姿勢を示す傾向が強い。また、同族企業が多く、そうした企業は財務諸表を適切に作成していないことも指摘されている<sup>7</sup>。

第三に、国営企業は総じて収益性が低く、コーポレート・ガバナンス体制が脆弱であることである。国営企業は、国内経済の発展を下支えする重要な役割を担っており、特に金融、通信、エネルギー、鉱業等のセクターが重視されている。LSX の上場要件として、前述の定量基準以外にも、健全なコーポレート・ガバナンス体制が確立されていることが求められており、この点で上場要件を満たさない国営企業が多い。

政府は、市場経済への移行に向けて1986年に民営化プログラムを開始し、国営企業の民営化を推進してきた<sup>8</sup>。1989年時点で国営企業は約640社あり、そのうち約200社が中央政府により管理されていた。その後、政府による国営企業株の売却や国営企業の統合により、政府100%出資の国営企業数は2015年10月時点で約130社まで減少した。また、政府は国営企業のコーポレート・ガバナンス及び経営の効率性を向上させるため、出資の受け入れまたは合弁企業の設立のいずれかの形態で外国企業と提携するよう慫慂してきた。これまでに、金融、通信、消費財セクターの国営企業が、欧州やアジア諸国の企業からの出資を受け入れた、もしくは合弁企業を設立した事例がある（図表7）。

図表6 LSX の主な上場要件

項目	要件
事業年数	・会社設立から3年以上経過していること
会社の規模	・上場株式数が10万株以上であること ・資本金が80億キープ以上であること
株式の分布	・少数株主の人数が100名超であること ・少数株主により保有される株式数が発行済み株式数の10%超であること
経営成績／財務状況	・直近事業年度の売上高が240億キープ以上であること ・直近3事業年度において純利益が2年連続で黒字であること ・直近事業年度に資本減損が生じていないこと
その他	・健全なコーポレート・ガバナンス体制が確立されていること ・適切かつ正確な情報開示が適時に行われること 等

（出所）LSX より野村資本市場研究所作成

<sup>7</sup> LSCO へのヒアリングに基づく。

<sup>8</sup> 前掲脚注6参照。

図表 7 国営企業による外国企業の出資受入れまたは合併企業設立の主な事例

出資年	外国企業		国営企業または合併企業		外国企業の出資比率
	社名	国	社名	セクター	
2001年	インペリアル・タバコ	英国	ラオ・タバコ	消費財	53%
2005年	カールスバーグ	デンマーク	ラオ・ブルワリー	消費財	50%
2007年	ベテルグローバル	ベトナム	スターテレコム	通信	49%
2008年	BREDバンク・ポピュレール	フランス	バンク・フランコ・ラオ	銀行	54%
2010年	KT ZMICO証券	タイ	BCEL-KT証券	証券	30%
2011年	ピンペルコム	ロシア	ピンペルコム・ラオ	通信	78%
2012年	BREDバンク・ポピュレール	フランス	ラオス外商銀行	銀行	10%
2014年	富滇銀行	中国	ラオ・チャイナ銀行	銀行	51%
2015年	中国アジア太平洋移動通信衛星	中国	LaoSat-1ジョイント・ベンチャー	通信	35%

(出所) OECD, “Issues Paper: The corporate governance landscape and capital market development in Lao PDR”より  
野村資本市場研究所作成

政府のこうした取組みにもかかわらず、依然として国営企業のガバナンス面での改善の余地は大きいと指摘されている。その要因として、国営企業は様々な省庁の管轄下にあり、国営企業を一元的に管理する担当省庁がない点が挙げられる<sup>9</sup>。また、政府の国営企業株保有に関する明確な規程が整備されていない。こうした中、LSCOは2015年10月、世界銀行グループの国際金融公社（IFC）との間で、コーポレート・ガバナンスの強化に向けた覚書<sup>10</sup>に署名した。しかし、国営企業のコーポレート・ガバナンスに関するOECDガイドライン<sup>11</sup>をはじめとする国際的な基準が導入されておらず、コーポレート・ガバナンスの強化に向けた取組みはまだ道半ばである。

## 2. 流通市場での取引に関する問題点

流通市場における取引が停滞している主な要因は、第一に国内の投資家基盤が十分に確立されていないことである。証券口座数は年々増加しているとは言え、ラオスは2015年時点で649万人の人口を抱えており、証券口座を保有する国民の割合は僅か0.1%に留まる。また、前述の通り、2015年末時点の証券口座数の約8割が国内個人投資家であったのに対し、売買代金の構成比は海外投資家<sup>12</sup>が85.5%、国内個人投資家が11.5%であり、海外投資家中心の市場となっている。

金融包摂を推進する非営利団体フィンマーク・トラストによると、ラオスにおいて銀行のサービスにアクセスできている国民の割合は2014年時点で36%であり、インフォーマルな金融サービスにのみアクセスすることができる、または金融サービスへのアクセスがない割合が合計で53%を占めた（図表8）。また、貯蓄方法について、銀行預金を選択して

<sup>9</sup> 2015年10月時点で、政府100%出資の国営企業約130社のうち、中央政府により管理されていたのは55社（うち42社が財務省管轄）であった。

<sup>10</sup> 同覚書には、LSCOがコーポレート・ガバナンスに関する規制枠組みにおけるギャップ及び課題を特定するための評価を実施するに当たり、IFCが支援する旨の内容が盛り込まれている。

<sup>11</sup> 同ガイドラインの最新版は、2015年に発行された“OECD Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises (2015 EDITION)”である。

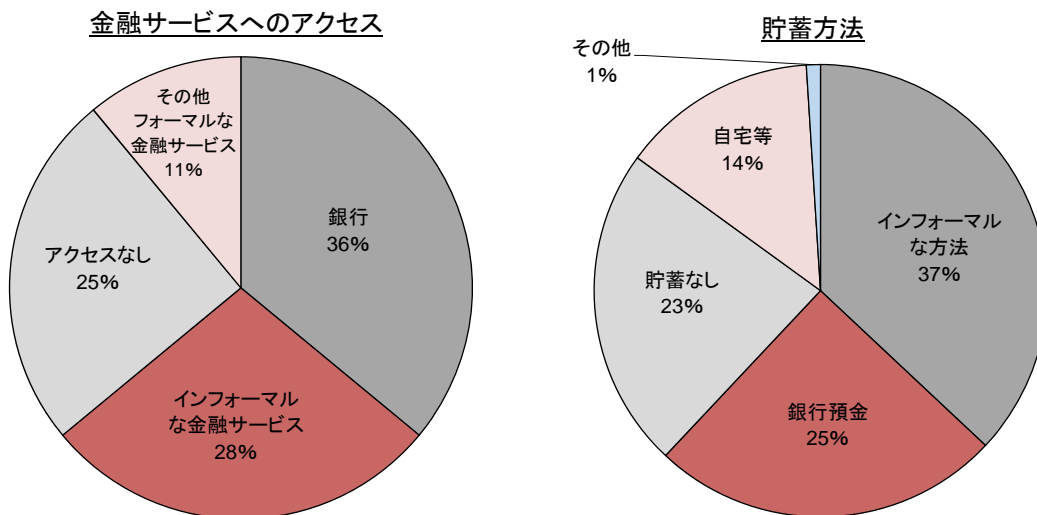
<sup>12</sup> 主に中国、タイ、ベトナムの投資家である。

いる割合は25%に留まった。これまで銀行預金以外では金（ゴールド）等が主な金融商品であり、ほとんどの国民は株式に関する知識がなく、株式投資に対して慎重である。こうした中、証券会社、LSX、LSCOにより個人投資家向けの株式投資セミナーが開催されているが、株式投資の利点が個人投資家の間で浸透しておらず<sup>13</sup>、投資家教育は不十分である。また、国内の機関投資家も株式市場にほとんど参加しておらず、今後、保険会社等による株式投資を促すことも重要である。

第二に、証券会社の数が少ないことである。現在、ラオスにある証券会社は、BCEL-KT証券、ランサン証券、ラオ・チャイナ証券、APMラオ証券の4社のみである<sup>14</sup>。このうち、BCEL-KT証券、ランサン証券、ラオ・チャイナ証券の3社は委託売買業務、自己売買業務、引受業務、財務アドバイザー業務を提供しているが、APMラオ証券は財務アドバイザー業務のみである（図表9）。2015年の売買代金シェアは、BCEL-KTの証券が88.3%、ランサン証券が11.3%、ラオ・チャイナ証券が0.3%であり、BCEL-KT証券がほぼ独占した。

ベトナムでは80社程度の証券会社があり、ラオスよりも後に証券取引所が開設されたカンボジアとミャンマーでも10社程度<sup>15</sup>あることに鑑みると、ラオスにおける証券会社数は少ないと言える。証券会社の数が少ないことは、投資家教育が十分に行われていない一因になっていると考えられる。またLSCOは、各証券会社が十分な収益基盤を確立しておらず、適切なスキルや経験を有する従業員が十分に配置されていないことも問題視している。

図表8 国民の金融サービスへのアクセス状況及び貯蓄方法



(出所) Finmark Trust, “FinScope Consumer Survey Lao People’s Democratic Republic 2014”より  
野村資本市場研究所作成

<sup>13</sup> 例えば、LSXによると、ラオス外商銀行の2015年の配当利回りは7.8%と高かったが、個人投資家にはこうした情報がほとんど知られていない。

<sup>14</sup> 以前までは、キャピタル・ノムラ・セキュリティーズがラオスに駐在員事務所を設置していた。

<sup>15</sup> ミャンマーでは2015年10月に10社が証券業務の仮免許を取得した。そのうちの1社であるKBZスターリング・コールマン証券からのヒアリング情報に基づくと、同社を含む5~6社が事業を開始済みである。



図表9 ラオスにある証券会社4社の概要

	BCEL-KT証券	ランサン証券	ラオ・チャイナ証券	APMラオ証券
設立年月	2010年12月	2010年12月	2013年6月	2013年6月
取扱業務	委託売買、自己売買、引受、財務アドバイザー	委託売買、自己売買、引受、財務アドバイザー	委託売買、自己売買、引受、財務アドバイザー	財務アドバイザー
株主構成 (出資比率)	ラオス外商銀行(70%)、KT ZMICO証券(30%)	ラオス開発銀行(100%)	農業奨励銀行(41%)、パシフィック証券(39%)、ラオス情報工業社(20%)	アセット・プロ・マネジメント(60%)、タイ投資家(20%)、国内投資家(20%)
売買代金のシェア (2015年)	88.3%	11.3%	0.3%	N.A.

(注) 設立年月と事業開始時期は必ずしも一致していない。

(出所) LSCO、LSX、各社ウェブサイトより野村資本市場研究所作成

証券会社の質を向上させるために、高いスキルや豊富な経験を有する外国証券会社の参入を促進することが一案として考えられるが、現時点では具体的な対策が打ち出されていない。

#### IV. 資本市場の発展に向けた LSCO 及び LSX の取組み

##### 1. 2016～2025 年の戦略計画

LSCO は 2014 年、資本市場の発展に向けた 2016～2025 年の戦略計画を発表した。同戦略計画では 8 つの目的が挙げられており、企業改革を後押しするためのメカニズム及び金融商品の導入や国際基準に即した包括的な法的枠組みの構築等が含まれている(図表 10)。また、定量的な目標も掲げられている。具体的には、上場企業数を 2020 年に 25～35 社、2025 年に 60～80 社まで増加させ、時価総額の対 GDP 比率を 2020 年に 55～83%、2025 年に 94～117%まで上昇させるというものである。当該目標の達成に向けて、主に以下の取組みが進められている。

- 企業に対する新規上場の働きかけ

政府は、引き続き国営企業の改革を推進し、主に外国企業との提携により、政府 100% 出資の国営企業数を約 30 社まで減少させる計画である<sup>16</sup>。財務内容が健全な国営企業に対しては、新規上場を働きかける方針である。また LSX は、商工会議所と協力してセミナーを開催する等、民間企業の上場を推進している。

- 投資家の利便性向上

LSX は、投資家の利便性向上に向けて、いくつかの方策を検討している。第一に、売買手数料の更なる引き下げである。但し、LSX だけの判断では実施することができず、LSCO の承認が必要である。第二に、取引時間の拡大である。現在の取引時間は 8 時 30 分から

<sup>16</sup> 前掲脚注 6 参照。

図表 10 資本市場の発展に向けた戦略計画における 8 つの目的

	目的
1	企業が生産及びサービスの拡大に向けて資本市場を通じた資金調達を行うことを促進するための全ての必要条件を満たす
2	企業改革を後押しするためのメカニズム及び金融商品を導入する
3	国家的な必要性及び国際基準に即した包括的な法的枠組みを構築する
4	証券取引所、証券集中保管機関、証券会社がリスクを抑制しながら円滑に事業を運営するとともに、地域市場及びグローバル市場の一員となる
5	情報通信技術の開発が市場の発展に適しており、最新であることを確かなものにする
6	国民の資本市場への参加を促進し、投資基盤と構造的バランスを強化する
7	証券規制当局、証券取引所、証券会社が一定の知識を有する職員を一定数配置する
8	ラオスの資本市場を地域及びグローバルの資本市場に統合させる

(出所) LSCO より野村資本市場研究所作成

11 時 30 分までであるが、取引終了時刻を 13 時まで延長することを検討している。第三に、モバイル端末での株式売買を可能とするモバイル・トレーディング・システムの導入である<sup>17</sup>。

- 金融商品の拡充

現在、LSX では株式だけが取引されている。LSCO は、投資家の資本市場への参加を促進するためには、投資家のニーズに幅広く対応することが不可欠と考えており、投資商品を拡充させる方針である。その一環として、LSCO は債券市場の育成に向けた取組みを進めている。国内では、短期政府債及び中央銀行債が発行されているが、長期政府債や社債の市場は実質的に存在しない。近年、財務省やラオス電力発電等による中長期債の発行が見られるが、タイをはじめとする海外市場において起債されている<sup>18</sup> (図表 11)。こうした中、LSCO は LSX と連携し、国債及び社債を上場させるための準備を進めている。LSX は債券売買システムを既に構築し、LSCO は債券売買に係る規則案を作成中であり、2017 年内に開始する計画である<sup>19</sup>。

また、債券以外にも、投資信託やデリバティブの導入に向けた準備を開始する方針が打ち出されているが、現時点では具体的な計画が明らかにされていない。

- 国際社会からの認知度向上

LSCO は、ラオスの資本市場が国際社会から認知されていないことも、発展の遅れにつながっていると認識している。その要因の一つとして、ラオスが証券監督者国際機構 (IOSCO) に加盟していないことを挙げている<sup>20</sup>。現在 LSCO は、国際社会からの認知度を高めるため、IOSCO への加盟に向けた検討を進めている。

<sup>17</sup> LSX へのヒアリングに基づく。

<sup>18</sup> タイは、他のメコン地域諸国の発行体による起債を促進するため、国内での無格付債券の発行を認めており、ラオスの発行体はタイ国内で債券を発行しやすいことが影響している。

<sup>19</sup> LSX、LSCO へのヒアリングに基づく。

<sup>20</sup> ASEAN 地域で IOSCO に加盟していない国は、ラオス、ミャンマー、カンボジアである。

図表 11 ラオスの発行体による海外市場での起債事例

発行体	発行時期	発行市場	発行額	トランシェ毎の情報(発行額、利率)
ラオス財務省	2013年5月	タイ	15億バーツ	3年債(4.5%)
	2013年12月	タイ	30億バーツ	3年債(4.34億バーツ、4.7%)、5年債(25.66億バーツ、5.2%)
	2014年10月	タイ	50.9億バーツ	3年債(17.94億バーツ、4.76%)、5年債(18.30億バーツ、5.2%)、7年債(14.66億バーツ、5.5%)
	2015年6月	タイ	120億バーツ	3年債(10億バーツ、3.56%)、5年債(50億バーツ、4.32%)、10年債(60億バーツ、5%)
	2015年12月	タイ	1.82億米ドル	10年債(1.62億米ドル、4.7%)、12年債(0.2億米ドル、4.8%)
	2016年11月	タイ	110億バーツ	3年債(48.03億バーツ、3.76%)、5年債(18.71億バーツ、4.1%)、7年債(10.64億バーツ、4.55%)、10年債(13.72億バーツ、4.98%)、12年債(18.91億バーツ、5.15%)
ラオス電力発電	2014年12月	タイ	65億バーツ	5年債(15億バーツ、4.95%)、7年債(20億バーツ、5.2%)、10年債(30億バーツ、5.45%)
	2016年9月	タイ	3.12億米ドル	7年債(0.51億米ドル、5.0%)、10年債(1.66億米ドル、5.59%)、12年債(0.95億米ドル、5.98%)
コロオ・ホールディングス	2014年8月	シンガポール	0.6億シンガポールドル	3年債(2%)、信用保証・投資ファシリティ(CGIF)の保証付

(注) 2017年2月3日の為替レートは1バーツ=3.21円、1シンガポールドル=79.99円。

(出所) ブルームバーグ、CGIFより野村資本市場研究所作成

## 2. 戦略計画に対する評価

### 1) 上場企業数及び時価総額に関する目標

LSCO が戦略計画で掲げている上場企業数及び時価総額に関する目標は、やや野心的という印象である。その理由として、次の3点が挙げられる。第一に、2015年時点で既に計画を下回る進捗であったことである。当初、2015年末までに上場企業数を6社、時価総額の対GDP比率を20%とする計画であったが、上場企業数は5社、時価総額の対GDP比率は12%に留まった<sup>21</sup>。第二に、2016年に新規上場が1件もなかったことである。上場申請は数件あったと見られるが、足元でモメンタムの改善が見られない。第三に、上場候補企業が積み上がっていないことである。上場企業数を2020年に25社とするためには毎年3社以上、2025年に60社とするためには毎年5社以上の企業が上場する必要がある。今後、政府は国営企業の改革を一層推進するとともに、LSXは証券会社との連携強化により民間の上場候補企業を発掘していくことが求められよう。

次に、投資商品の拡充の一環として、債券を上場させる計画については、国内機関投資家を中心とする投資家の投資機会を拡大させるという点でポジティブに捉えることができる。しかし、以下の点に留意すべきである。

第一に、ラオスでは企業が資金を必要とする場合、銀行から調達する慣習が定着していることである<sup>22</sup>。銀行は2016年6月末時点で42行あり、内訳は国営企業が3行、特殊銀行が1行、合弁銀行が3行、民間銀行が7行、外国銀行の現地法人または支店が28行である。銀行の総資産額は増加傾向にあり、同月末時点で101兆キープに達しており(図表12)、金融セクターの総資産額の90%超を占めている。また、預貸率は足元では上昇傾向にある

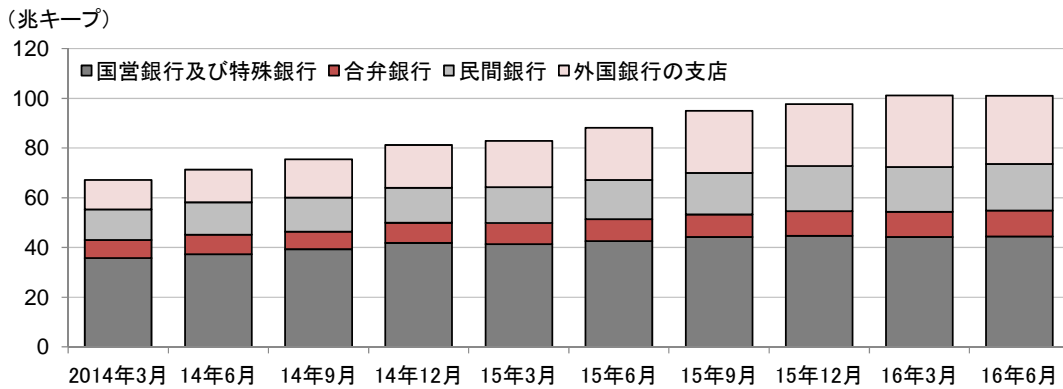
<sup>21</sup> 時価総額の対GDP比率は、IMFの2015年GDP推定値を元に算出した。

<sup>22</sup> 但し、地方部では親族、知人、マイクロファイナンス機関からの借入が一般的である。

が100%を下回っており<sup>23</sup>、今のところ流動性に特に問題は見られない。こうした状況に鑑みると、社債による資金調達コストが銀行の貸出金利を有意に下回らない限り、企業が債券発行により資金を調達するインセンティブが働きにくいと考えられる。近年、国内銀行のキープ建て貸出金利は低下傾向にあり、2014年3月の13.1%から2016年6月には9.3%となった（図表13）。

第二に、銀行の預金金利が高いため、預金が選好されやすいことである。キープ建て預金金利は、2014年3月の8.8%から2016年6月には5.5%まで低下したが、依然として高い水準にある<sup>24</sup>。債券の商品性が十分に理解された上で、預金金利と同等以上の利回りが確保されない限り、個人投資家が積極的に債券に投資する状況は想定されにくい。

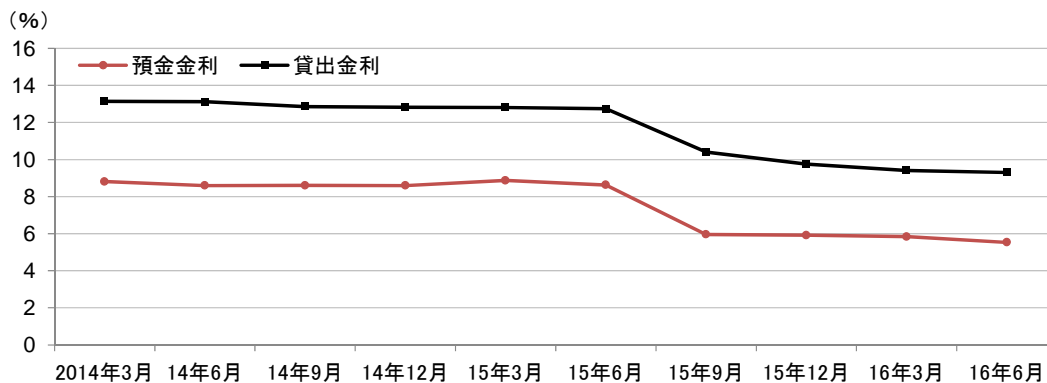
図表12 国内銀行の総資産額の推移



(注) 数値は各月末時点。

(出所) ラオス中央銀行より野村資本市場研究所作成

図表13 国内銀行のキープ建て預金金利及び貸出金利の推移



(注) 1. 預金金利は期間1年の定期預金金利、貸出金利は期間1年以下の場合の年利を示している。  
2. 貸出金利は顧客のタイプにより3種類の金利が適用され、ここでは最低金利を示している。  
3. 金利は各月の平均値。

(出所) ラオス中央銀行より野村資本市場研究所作成

<sup>23</sup> 2016年6月末時点の預貸率は95.6%であった。

<sup>24</sup> ラオスでは、キープ以外にもパーツや米ドルが流通している。出来る限りキープを市場で流通させるため、一般的にキープ建て金利はパーツ建て金利及び米ドル建て金利よりも高く設定されている。

第三に、格付制度が未整備であることである。現在ラオスで活動している格付機関はタイの TRIS レーティング 1 社のみであり、十分とは言えない。海外投資家を国内債券市場に呼び込む上で、国際的な格付機関による格付けの付与が求められる可能性も考えられよう。

## V. 結びにかえて

ラオスでは、LSX の設立以降、資本市場の発展に向けて様々な取組みが進められてきた。しかし、上場企業数、時価総額、流動性のいずれを見ても、成果に結びついていないと言いがたい状況である。また、今後、債券の上場が計画されているが、現状に鑑みると、それにより資本市場が急速に発展することは想定されにくい。ラオスが単独での取組みにより資本市場を発展させることには限界があると考えられ、アジア開発銀行等による技術援助や国際的な金融協力を通じて、諸外国の資本市場に関する知見を取り入れることが不可欠である。

近年、LSCO と LSX は、タイやベトナム等の金融規制当局及び証券取引所との間で、資本市場の発展に向けた覚書を署名してきた（図表 14）。こうした二国間金融協力を推進することは望ましい動きであるが、形骸化しないように、具体的な成果につなげるための協議が行われることが重要である。また、ラオスは多国間金融協力の枠組みとして、ASEAN 資本市場フォーラム (ACMF)<sup>25</sup> やメコン地域資本市場協力 (MCMC)<sup>26</sup> 等に参加している。ACMF では、ASEAN トレーディング・リンク<sup>27</sup>、クロスボーダーの証券発行、ASEAN コーポレートガバナンス・スコアカード等の様々な取組みが進められている。但し、ACMF では、資本市場が相対的に発展しているシンガポール、マレーシア、タイの 3 か国が主導する形で議論が進められており、ラオスが直接的に享受できる恩恵は限定的と考えられる。

図表 14 他のアジア諸国との間で交わされた資本市場の発展に向けた覚書

主体	年	相手機関	覚書の内容
LSCO	2011年	タイ証券取引委員会	相互援助や資本市場の発展に関する情報交換等の協力
	2011年	ベトナム国家証券委員会	資本市場の発展に関する情報交換等の協力
	2011年	中国証券監督管理委員会	証券取引の規制に関する協力
LSX	2008年	タイ証券取引所	LSXにおける証券取引の活性化に向けた協力
	2013年	ホーチミン証券取引所、 ハノイ証券取引所	金融商品の開発や取引システム等に関する協力
	2016年	カンボジア証券取引所	市場データの共有や証券市場の発展に係る情報交換等の協力

(注) 初めて覚書が署名された年を示しており、その後改めて覚書が交わされたケースもある。

(出所) 各国金融規制当局、証券取引所より野村資本市場研究所作成

<sup>25</sup> ACMF は ASEAN 域内の資本市場の統合に向けて、各国の金融規制当局が参加する会合で、2004 年に発足した。

<sup>26</sup> MCMC は、メコン地域諸国の金融規制当局が参加する協力の枠組みであり、2013 年に発足した。これまでに 6 回の会合が開催された。

<sup>27</sup> 詳細は、林宏美「アセアン資本市場統合の最近の動向ーアセアン・トレーディング・リンクの現状と課題ー」『野村資本市場クォーターリー』2014 年秋号（ウェブサイト版）参照。

その意味で、ラオスにとっては、資本市場の発展度合いが近い国が参加している MCMC の方が、各国のレベルに合ったより有益な議論を行うことが可能と考えられる。

メコン地域諸国の中では、特にミャンマーのヤンゴン証券取引所<sup>28</sup>の動向が注目される。現在、上場企業数は4社でありLSXより少ないが、2015年10月に開設されてから1年あまりしか経過していない。また、2017年末までに上場企業数を10社に増加させる目標が掲げられている<sup>29</sup>。仮に、ヤンゴン証券取引所が当該目標を達成した場合、LSXは上場企業数で追い抜かれる可能性がある。こうした中、両国市場間で健全な競争が生じることで、ラオスにおける資本市場の発展に向けた取組みの強化につながることを期待される。

また、投資環境の改善や「タイ・プラス・ワン」の動きを背景として、ラオスに進出する日系企業数は着実に増加している<sup>30</sup>。資本市場が中長期的に発展することは、進出日系企業の資金調達手段の拡充という観点からも重要である。これらの点を踏まえると、現在ラオスの資本市場の発展が遅れているとは言え、今後の動向を注視することに十分な意義があると言えよう。

<sup>28</sup> ヤンゴン証券取引所には、大和総研と日本取引所グループが計49%出資している。

<sup>29</sup> “Myanmar 2016: Yangon bourse sees 3 listings, more in pipeline,” *DealStreetAsia*, 1 January, 2017.

<sup>30</sup> 在ラオス日本国大使館によると、ラオスに進出している日系企業は2016年6月時点で132社あり、2012年と比較して倍増した。