

## 第8章

### ベトナム

荻本洋子

#### 第1節 金融業界の監督体系

ベトナムの金融業界は、大きく、3つの監督当局（すなわち中央銀行、財務省および証券監督委員会）に分かれており、それぞれ管轄する法規が異なる（表1）。金融機関法（Law on Credit Institutions）に基づく銀行およびノンバンクは中央銀行であるベトナム国家銀行（SBV）が監督し、証券法（Law on Securities）に基づく証券会社および運用会社については国家証券監督委員会（SSC）が監督しているが、非公募で発行される企業債については、財務省金融機関局の管轄である。加えて、保険法（Insurance Law）に基づく保険会社については財務省保険局が監督している。なお、SSCの監督対象には、公開会社（上場会社を含む）<sup>1</sup>およびその発行する証券取引、証券会社、運用会社、証券取引センター、証券取引所、証券預託センターなどを含む<sup>2</sup>。

SSCは、1996年の設立時点では、独立した政府機関であったが、2004年に、財務省管轄機関へと位置づけが変わった。現在、証券法の施行に関する規則の草案策定に際してはSSCが起案し、財務省の関連局の見解を求めた後に、財務大臣（もしくは首相）に提案している。

なお、資本市場における自主規制団体は、日本の証券業協会と異なり、自主規制団体としての法的根拠は規定されていない。現在、業界団体として証券業協会（Securities Business Association）が存在しており、「証券会社の倫理ガイドライン」を作成してはいるものの、法的裏づけはない。また、投資家保護を念頭においた組織としては、ベトナム財務投資家協会（Vietnam Association of Financial Investors : VAFI）が存在するが、こちらも任意参加であり、法的裏づけは持っていない。

<sup>1</sup> 証券法により、株主が100人以上存在する企業は、株式を取引所に上場していなくても「公開会社」となる。

<sup>2</sup> SSCの役割については2007年5月10日に制定された首相決定（Decision No. 63-2007-QD-TTg に詳述あり。（<http://www.mof.gov.vn/Modules/DeedDownloadE.aspx?DeedID=93613> 参照。2008年2月4日閲覧。）

表 1：金融監督関連機関

英語名称	日本語訳	金融業界における主な監督対象	主たる所管法規	政府内の位置づけ	ウェブサイト
State Bank of Vietnam (SBV)	ベトナム国家銀行	銀行・ノンバンク業界	金融機関法 (Law on Credit Institutions)	中央銀行	www.sbv.gov.vn
Ministry of Finance (MOF)	財務省	保険業界 (保険局)	保険法 (Insurance Law)	省庁	www.mof.gov.vn
		債券引受業務 (金融機関局)	首相令 52 (Decree No. 52-2006-ND-CP)		
State Securities Commission (SSC)	国家証券監督委員会	証券会社、運用会社、証券取引センター、証券取引所	証券法 (Securities Law)	MOF 内組織	www.ssc.gov.vn
Hanoi Securities Trading Center (HASTC)	ハノイ証券取引センター	上場証券 <sup>3</sup> および会員証券会社	HASTC 規則 (SSC 経由財務大臣決定を要する)	SSC 内組織	www.hastc.org.vn
Hochiminh Stock Exchange (HOSE)	ホーチミン証券取引所	上場証券および会員証券会社	HOSE 規則 (SSC 認可を要する)	国有企業 <sup>4</sup>	http://www.hsx.vn / (新サイト)
Vietnam Securities Depository (VSD)	ベトナム証券預託	上場証券および会員証券会社・会員銀行	VSD 規則 (SSC 経由財務大臣決定を要する)	SSC 内組織	http://www.vsd.org.vn

(出所) 各種資料、ヒアリングなどを基に作成。

以下、本章では、特に個人投資家のほとんどが含まれる株式投資についての取扱に焦点をあて、証券法を中心に記述する。

## 第 2 節 投資者保護のための環境概要

ベトナムにおける投資者保護について論じる際に、念頭におくべき環境を、大きく 3 点示しておく。①金融資本市場における縦割り行政、②資本市場発展の短い歴史、に加えて、その短さに関わらず③資本市場の急拡大、である。

### 1. 金融資本市場における縦割り行政

前述の通り、証券業務については、SSC (財務省下部組織) が主たる監督者となっている。公開株および証券業・資産運用業などに対象が限定され、他の金融サービスについては SBV および MOF が監督していることから、抜け漏れが発生することを免れ得ない。たとえば、

<sup>3</sup> 2007 年 11 月制定の新規則 (Decision No.3567/QD-BTC) が施行された場合には、未上場公開会社株式の売買をも取り扱う予定。

<sup>4</sup> 2000 年にホーチミン証券取引センターとして、SSC 内組織として設立されたが、2007 年 5 月 11 日制定規則 (Decision No.599/2007/QD-TTg) によって、国有有限会社 (limited company) に改組された。(ホーチミン証券取引所ウェブサイトより。http://www.hsx.vn/ 2008 年 1 月 30 日閲覧)

2007年の証券法施行以前においては、未上場株式の売買取引および未上場店頭取引が行われている企業の情報開示などについては、規制法規がまったく存在しなかった点が、監督当局にとっては懸念材料の一つであった。こうした縦割りによる弊害については、政府でも課題として認識されており、2006年に出されたベトナム銀行セクターの2010年および2020年に向けた発展計画（Decision No. 112-2006-QD-TTg：首相決定112）では、「2010年以降にステップ・バイ・ステップで銀行、証券、保険をまたぐすべての金融行為を監督する包括的な金融監督機関を設立していくための前提条件を整備していく」旨、明記している<sup>5</sup>。

## 2. 資本市場発展の短い歴史<sup>6</sup>

ベトナム最初の証券取引所に該当するホーチミン証券取引センター（現在のホーチミン証券取引所）が開設されたのが2000年であり、資本市場の発展が始まって以来、まだ10年も経っていない。こうしたことから、一般消費者が投資家になる状況が、消費者保護法規では認識されていなかった。消費者利益の保護に関する首相令（Decree on Protection of Consumers' Interests: Decree No. 69-2001-ND-CP）については、金融サービスの内、銀行預金は保護の対象としているが、証券取引や運用商品については、保護の対象としていない<sup>7</sup>。また、ベトナムにおける消費者保護団体（Association of Consumer Protection）では、証券業を含めた「サービス」の利用者は対象としていない点などを理由として、本調査のためのヒアリング依頼に対して拒否の回答をした<sup>8</sup>。

## 3. 資本市場の急拡大

ベトナム資本市場の発展の歴史は短いにも関わらず、2007年末現在で、既に人口80百

---

<sup>5</sup> 同首相決定についてはホーチミン投資商業プロモーションセンターのウェブサイトに英訳全文掲載あり。

([http://www.itpc.hochiminhcity.gov.vn/en/business\\_news/vietnam\\_legend\\_update/Full%20Text/folder.2006-06-14.1030466691/2006\\_05\\_24a](http://www.itpc.hochiminhcity.gov.vn/en/business_news/vietnam_legend_update/Full%20Text/folder.2006-06-14.1030466691/2006_05_24a)

2008年2月4日閲覧)

<sup>6</sup> 銀行業界の発展経緯については、金子[2006]に詳しいため、ここでは触れない。

<sup>7</sup> 首相決定69英訳本文および補足、SSCヒアリングにより。首相決定69の英訳はベトナム法務省ウェブサイト [http://vbqpp1.moj.gov.vn/law/en/2001\\_to\\_2010/2001/200110/200110020002\\_en](http://vbqpp1.moj.gov.vn/law/en/2001_to_2010/2001/200110/200110020002_en) を参照（2008年1月31日閲覧）。

<sup>8</sup> 現地協力者経由にて間接的にヒアリング。

万人強のベトナムにおいて、29万人強が証券口座を保有している<sup>9</sup>。更には、未上場株式の店頭売買<sup>10</sup>を行ったことのある個人も多い。また、上場会社数・上場株式時価総額も急成長している（表2）。

表 2：株式市場の推移

単位：社、十億ドン、%

	2000年	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年 (推計)
上場会社数	5	10	20	22	26	41	193	250
内、ホーチミン	5	10	20	22	26	32	106	138
内、ハノイ	-	-	-	-	-	9	87	112
合計時価総額	1,031	1,605	2,541	2,295	3,884	9,389	217,942	504,000
内、ホーチミン	1,031	1,605	2,541	2,295	3,884	7,505	144,753	365,000
内、ハノイ	-	-	-	-	-	1,884	73,189	139,000
GDP	441,600	481,300	535,800	613,400	713,100	773,714	839,479	n. a.
時価総額合計/GDP	0.23	0.33	0.47	0.37	0.54	1.21	25.96	n. a.

(出所) Ho Chi Minh City Securities Trading Center “Annual Report 2006”, Hanoi Securities Trading Center “Annual Report 2006” ホーチミン証券取引所ホームページ (<http://www.hsx.vn/> 2008年2月4日閲覧)、Saigon Securities Inc. [2007]、CBV Bien Viet Securities JSC [2008]より作成。1米ドル=16,000ドンで換算。

従って、現行の消費者保護法に関わらず、投資商品・投資行為に関して、個人投資家を保護する必要性が高まっている。

### 第3節 個人投資家保護に関連する主な法規<sup>11</sup>

個人投資家保護に関し、調査時点で施行されている主な関連法規は、表3の通りである。

<sup>9</sup> ホーチミン証券取引所ウェブサイト (<http://www.hsx.vn/> 2008年1月31日閲覧) では口座数298千、その内7千が外国人投資家分とされる。ベトナムでは一投資家が一口座しか保有できないため、口座数はすなわち投資家数となる。なお、国内機関投資家数は国内銀行・保険・証券・運用会社の合計から推測すると、多くても数百に留まる。

<sup>10</sup> OTC市場の状況については、現地発英文ウェブサイト (<http://english.vietnamnet.vn/biz/2006/12/640042/> <http://english.vietnamnet.vn/biz/2007/08/729043/> など、2008年1月31日閲覧) を参照。

<sup>11</sup> 文献調査およびSSC、ハノイ証券取引センター、ホーチミン証券取引所へのヒアリングより。

表 3：金融取引における個人投資家保護に関する主な法規

法規名 <sup>12</sup>	主な規定内容	法規英訳入手可能ウェブサイト <sup>13</sup> (2008年1月30日閲覧)
苦情および弾劾法 (Law on Complaints and Denunciations)	国民などによる政府の行為に関する苦情および弾劾の権利・手続き	<a href="http://vbqtpl.moj.gov.vn/law/en/1991_to_2000/1998/199812/199812020002_en">http://vbqtpl.moj.gov.vn/law/en/1991_to_2000/1998/199812/199812020002_en</a> (1998年制定時内容) <a href="http://vbqtpl.moj.gov.vn/law/en/2001_to_2010/2004/200406/200406150011_en">http://vbqtpl.moj.gov.vn/law/en/2001_to_2010/2004/200406/200406150011_en</a> (2004年改定)
金融機関法 (Law on Credit Institutions)	銀行、ノンバンクファイナンス会社の根拠法	<a href="http://www.microfinancegateway.org/files/24787_file_law_Vietnam_01.pdf">http://www.microfinancegateway.org/files/24787_file_law_Vietnam_01.pdf</a>
証券法 (Law on Securities)	公募証券(除く政府債)、上場、証券会社、投資会社、ファンド会社の根拠法	<a href="http://www.vietnamlaws.com/freelaws/Lw70na29Jun06SecuritiesPARTIAL26July.pdf">http://www.vietnamlaws.com/freelaws/Lw70na29Jun06SecuritiesPARTIAL26July.pdf</a>
首相令 14/2007 (Decree No.14-2007-ND-CP)	証券法の施行令	<a href="http://www.mof.gov.vn/Modules/DeedDownloadE.aspx?DeedID=92675">http://www.mof.gov.vn/Modules/DeedDownloadE.aspx?DeedID=92675</a>
首相令 36/2007 (Decree No.36-2007-ND-CP)	証券法規違反に対する罰則について	<a href="http://www.mof.gov.vn/Modules/DeedDownloadE.aspx?DeedID=93280">http://www.mof.gov.vn/Modules/DeedDownloadE.aspx?DeedID=93280</a>
首相令 52/2006 (Decree No.52-2006-ND-CP)	企業法、投資法、金融機関法に基づく企業債の私募について	<a href="http://www.mof.gov.vn/Modules/DeedDownloadE.aspx?DeedID=89889">http://www.mof.gov.vn/Modules/DeedDownloadE.aspx?DeedID=89889</a>

出所：ヒアリングおよび各法規英訳などより作成

監督当局およびハノイ証券取引センター、ベトナム証券預託は、調査時点において政府内組織であるため、上記苦情および弾劾法が適用される。従って、当局である SSC は、常に消費者からの苦情を受け付ける態勢にある<sup>14</sup>。加えて、ホーチミン証券取引所でも、消費者からの苦情を受け付ける態勢を整備しつつある。

他方、民間事業者である証券会社などについては、その行為について証券法および関連規則で詳細に規定されている。上記証券法および首相令では詳細を定めきれないため、財務省通達および財務大臣決定でより詳細な規則やガイドラインを定めている(表4)。

<sup>12</sup> 各規則にも標題はついているが、一般に、Decree 14 といった具合に規則のレベルおよび番号で呼ばれることが多いため、本章でも通例に倣った。

<sup>13</sup> 他に、ベトナムにおける官報を刊行している Vietnam News Agency では、英訳官報に該当する Official Gazette も刊行しており、主たる金融法規についてはほぼ網羅的に掲載している。Official Gazette もあくまで「参考」であり、英文は非公式である。財務省ウェブサイトなどインターネットで入手できる英訳とは用語が異なる場合もある。

<sup>14</sup> 実際、ヒアリングによれば、SSC では個人投資家などからの多数の苦情を受け付けている模様。

表 4：金融取引における個人投資家保護に関する主な通達・決定<sup>15</sup>

通達・決定名 <sup>16</sup>	主な規定内容	法規英訳入手可能ウェブサイト (2008年1月30日閲覧)
財務省通達 97-2007 (Circular No. 97-2007-TT-BTC)	首相令 36 の施行規則	<a href="http://www.mof.gov.vn/Modules/DeedDownloadE.aspx?DeedID=93348">http://www.mof.gov.vn/Modules/DeedDownloadE.aspx?DeedID=93348</a>
財務省通達 17-2007(Circular No. 17-2007-TT-BTC)	首相令 14 に沿った公募登録申請ガイドラインの通達	<a href="http://www.mof.gov.vn/Modules/DeedDownloadE.aspx?DeedID=93248">http://www.mof.gov.vn/Modules/DeedDownloadE.aspx?DeedID=93248</a>
財務大臣決定 27/2007 (Decision No. 27-2007-QD-BTC)	証券会社の組織および運営規則 (首相令 14 下)	<a href="http://www.mof.gov.vn/Modules/DeedDownloadE.aspx?DeedID=93250">http://www.mof.gov.vn/Modules/DeedDownloadE.aspx?DeedID=93250</a>
財務大臣決定 13/2007 (Decision No. 13-2007-QD-BTC)	上場申請書類雛形規則 (首相令 14 下)	<a href="http://www.mof.gov.vn/Modules/DeedDownloadE.aspx?DeedID=93352">http://www.mof.gov.vn/Modules/DeedDownloadE.aspx?DeedID=93352</a>
財務大臣決定 35/2007 (Decision No. 35-2007-QD-BTC)	運用会社の組織および運営規則 (首相令 14 下)	<a href="http://www.mof.gov.vn/Modules/DeedDownloadE.aspx?DeedID=93271">http://www.mof.gov.vn/Modules/DeedDownloadE.aspx?DeedID=93271</a>
財務大臣決定 45/2007 (Decision No. 45-2007-QD-BTC)	証券ファンドの設立管理規則 (首相令 14 下)	<a href="http://www.mof.gov.vn/Modules/DeedDownloadE.aspx?DeedID=93251">http://www.mof.gov.vn/Modules/DeedDownloadE.aspx?DeedID=93251</a>

(出所) ヒアリングおよび各法規英訳などより作成。

なお、上記のほか、特にベトナム特有の問題として長く認識されてきた未上場公開企業の株式取引<sup>17</sup>を規制するために、SSC では、2007 年 11 月に公開企業の株式取引をハノイ証券取引センターに集中させる旨定めた新規則を制定した。ただし、2008 年 1 月時点の報道などを見る限り、施行日が特定されていないため<sup>18</sup>、規則が施行され、かつ、実行されるにはしばらく時間を要する模様である。

#### 第 4 節 個人の投資に関わる基礎的事項

本節では、個人投資家の主な投資行動に関連する法規上の基礎的な事項について確認する。

<sup>15</sup> 財務大臣決定 27 の内、顧客資金を銀行預金口座にて管理する規則 (32 条)、証券会社の借入上限 (27 条)、証券会社の固定資産投資上限 (28 条)、証券会社の投資行為上限 (29 条) については、同決定施行後 6 ヶ月以内に施行とされていたが、特に、資金管理について (32 条) の施行は、2008 年 3 月 1 日に延期された。ベトナム株情報ウェブサイト (<http://viet-kabu.com/news/law/071122120813.html> 2008 年 1 月 31 日閲覧) など参照。

<sup>16</sup> 各規則にも標題はついているが、一般に、Decree 14 といった具合に規則のレベルおよび番号で呼ばれることが多いため、本章でも通例に倣った。

<sup>17</sup> 未上場公開企業株式取引については、後の節でも触れる。

<sup>18</sup> ベトナム経済ニュースウェブサイト (<http://www.bcc-jp.com/member/2007/11/otc.html> 2008 年 1 月 31 日閲覧)、Allens Arthur Robinson[2007]などを参照。

## 1. 証券の範囲

証券法 6 条第 1 項において、証券を以下の通りに規定している（証券法英訳より、著者仮訳）。

### 第 6 条 用語の解釈

この法律において、下記用語は以下に示すとおりに解釈される：

第 1 項 証券の意味するところは、発行体の資産ないし資本の持分によってその持ち主の適法な権利および便益を立証する手段である。証券は証書、帳簿記入または電子的データの形態をとり、下記のいずれかの種類に分類される：

- a. 株式、債券、ファンド証書；
- b. 株式購入権、ワラント、コールオプション、プットオプション、先物、クラス証券またはインデックス。

なお、各証券の種類の内、株式、債券、ファンド証書についての定義は以下の通りである（証券法英訳より、著者仮訳。強調著者）。

第 2 項 株式(stock)の意味するところは、発行体の株主資本 (equity) の持分によってその持ち主の適法な権利および便益を立証する証券の一種である。

第 3 項 債券の意味するところは、発行体の負債の持分に対して、その持ち主の適法な権利および便益を立証する証券の一種である。

第 4 項 ファンド証書の意味するところは公募ファンドの資本(capital)に対する投資家の所有権を示す証券の一種である。

以下、Allens Arthur Robinson による証券法英訳より、第 6 条第 1 項から第 6 項までを抜粋する。

### Article 6 Interpretation of terms

*In this Law, the following terms shall be construed as follows:*

*1. Securities means evidence from an issuing organization certifying the lawful rights and interests of an owner with respect to an asset or capital portion. Securities may take the form of certificates, book entries or electronic data, and shall comprise the following types:*

- (a) Shares, bonds and investment fund certificates;*
- (b) Share purchase rights, securities rights, purchase options, sale options, future contracts,*

*groups of securities and securities indices.*

*2. Share means a type of securities certifying the lawful rights and interests of an owner of a part of the shareholding in the issuing organization.*

*3. Bond means a type of securities certifying the lawful rights and interests of an owner of a part of the capital debt of the issuing organization.*

*4. Investment fund certificate means a type of securities certifying the lawful ownership of an investor of a capital contribution portion in a public fund.*

*5. Share purchase right means a type of securities issued by a shareholding company as part of an additional share-issuing tranche, aimed at ensuring existing shareholders have the right to purchase new shares in accordance with stipulated conditions.*

*6. Securities right means a type of securities issued with bonds or preference shares which entitles the securities owner to purchase a fixed volume of ordinary shares at a pre-determined price during a specified period.*

上記の通り、証券法におけるファンド証書についての定義は、公募ファンドのみを想定しており、私募ファンドについては、触れていない。なお、公募ファンドとは、「証券投資ファンドであり、ファンド証書を公募するもの」（証券法6条第28項）であるとされている。現在、上場されている会社型ファンドと、私募ファンドとが存在しているが、いずれにしても、ベトナムの個人にとっては株式よりもはるかになじみの薄い商品である。とはいえ、ファンドの規定が限定的であることから、将来、多数の個人投資家がファンド投資に目を向けるようになると、公募ファンドに該当しない形態を悪用した事案が発生する可能性はある。

## 2. 証券業の範囲

証券法では、「証券業とは、証券のブローカレッジ、証券の自己取引、証券の発行引受、証券投資コンサルタント業、証券預託、証券投資ファンド管理および証券投資ポートフォリオ管理の事業活動の行為を意味する。」（証券法6条第19項）と規定している。また、上記業務の内、ブローカレッジ、自己取引、投資コンサルタント業については、証券会社の行為として規定され、引受については、証券会社および特に認められた商業銀行の行為として規定されている。これらを整理したのが表5である。



表 5：証券業に関する規定

証券業の範囲	事業者の範囲	証券法の主な関連箇所
証券のブローカレッジ	証券会社	6条第20項
証券の自己取引	証券会社	6条第21項
証券の発行引受	証券会社（債券については、SSC 認可を受けた商業銀行も可能）	6条第14項、第22項
証券投資コンサルタント業	証券会社	6条第23項
証券預託	証券預託センター：政府制定規則に沿った法人預託会員：SSC が認可した証券会社または商業銀行	6条第24項、42条、47条1項
証券投資ファンド管理	証券投資ファンド管理会社	6条第27項
証券投資ポートフォリオ管理	証券投資ファンド管理会社	6条第26項

（出所）Official Gazette および Allens Arthur Robinson による証券法英訳を基に作成。

### 3. 証券業者の資格要件

証券会社および証券投資ファンド管理会社は、SSC から設立および営業の免許を受ける（証券法 59 条）。

### 4. プロ・アマの区分

証券法には、「機関投資家」の規定があり、「公募」の規定による営業相手の算出対象から外れる。機関投資家に該当するのは、商業銀行、（ノンバンク）ファイナンス会社、ファイナンスリース会社、保険業機関、証券業機関である（証券法第 6 条第 11 項）。個人は含まれていない。

証券法による限り、これら、機関投資家が、一般投資家と異なる扱いを受けるのは、証券の募集（法 6 条第 12 項）およびファンドの募集（法 90 条）に際して、公募となるか私募となるかの分かれ目となる対象者数（百人以上は公募）を算出するときの数に入れなくて良い、という場合のみである。

### 5. 銀行におけるファンドの取扱可否について

ファンドの取扱については、2007 年財務大臣決定 45 によって規定されている。同決定 45 の 7 条には、「ファンド証書の営業の代理人(agent for an offer of fund certificate)」が規定

されており、代理人には、証券会社、ファンド管理会社ならびに引受人(underwriter)が従事することができる旨、規定されている。前述したとおり、証券法上、商業銀行は、債券の引受人になることは可能であるが、公募ファンドの販売については規定されていない。他方、金融機関法第 72 条では、銀行の信託業務ならびに代理人業務を規定しており、その中で投資ファンドの取扱についても認めている。従って、少なくとも、証券法適用対象外である私募ファンドであれば、銀行が私募の取扱をすることは適法となる。日本では、銀行が法人や富裕層個人を対象に私募ファンドの販売を多く手がけているが、ベトナムでも法的には可能である。更に、銀行による保険の取扱は可能(金融機関法 74 条)である。また、変額保険も生命保険会社による引受が既に行われており、変額保険の規定も 2007 年に制定された。従って、「変額保険」という形態をとることで、事実上投資ファンド同様の性格を含む商品を銀行が販売することができる。

## 第 5 節 証券会社の行為規制

本節では、投資家の保護に関して、主として証券会社が守るべき行為規則について、主たる項目別に記述する。

### 1. 真正な情報の提供

証券会社は、証券法第 71 条にて「完全かつ真正な情報を顧客に提供」する義務が規定されているほか、2007 年首相令 14 ないし 2007 年首相令 36 に細則がある<sup>19</sup>。

証券法では、「証券会社の義務」として、71 条に、12 項目からなる規定を挙げている。その中で、第 3 項が該当する。以下に、証券法の英訳より該当箇所を抜粋する(強調筆者)。

Allens Arthur Robinson 訳

*Article 71 Obligations of securities companies:*

(前略)

***3. To sign a written contract with a client when providing services to that client; to provide complete and truthful information to clients.***

(後略)

Official Gazette 訳

---

<sup>19</sup> SSC ヒアリングより。

*Article 71 Obligations of securities companies*

(前略)

**3. To sign written contracts with customers for provision of services to the latter; to supply full and truthful information to customers.**

(後略)

2007年首相令14は、証券法の施行に関する規定の内、証券募集に際しての海外投資家の取扱に関する部分、証券会社の免許取得時申請手続および会社型ファンドの募集に関する規定などが記されている。2007年首相令36は、証券法違反に際して適用される罰則、改善手続き、罰金水準、管轄当局ならびに賦課手続きなどを規定している。

## 2. 適合性

証券法71条第5項にて、証券会社は「推奨やアドバイスが顧客に適合するように、顧客の財務状況、投資目的、リスク許容度などをする」と規定がある。更に、2007年財務大臣決定27にて細則を定めている。

証券法の英訳より該当箇所を抜粋する（強調筆者）。

Allens Arthur Robinson 訳

*Article 71 Obligations of securities companies:*

(前略)

**5. To collate and understand information about the financial status, investment objectives and ability to accept risks of clients; to ensure that investment recommendations and advice given by the company to clients is appropriate for such clients.**

(後略)

Official Gazette 訳

*Article 71 Obligations of securities companies*

(前略)

**5. To collect and scrutinize information on customers' financial status, investment purposes and risk-offsetting capability; to ensure that investment recommendations and consultations given are suitable with such customers.**

(後略)

また、上記 17 条第 5 項に関して、2007 年財務大臣決定 27 では、「証券会社は顧客の財務状況、リスク許容度および利益期待に関する情報を最低 6 ヶ月に 1 度は更新する義務がある」と定めている。2007 年財務大臣決定 27 の英訳より該当箇所を抜粋する(強調筆者)。

Allens Arthur Robinson 訳

(前略)

#### *CHAPTER V Operation of Securities Companies*

##### *Section 1 Professional Business Activity being Securities Brokerage*

(Article 30 省略)

##### *Article 31 Responsibilities owed to clients*

*1. A securities company must collect adequate information about a client when advising such client on securities transactions, and must not guarantee the value of securities which the company recommends to the client.*

*2. A securities company shall be obliged to update information on each client's financial capacity, risk-bearing ability and profit expectation at least once every six (6) months*

(後略)

### 3. 従業員の適性

証券法 79 条には、証券業務資格についての規定があるが、資格取得が義務付けられているわけではなく、資格取得のための細則も規定されていない。現在、細則を SSC にて作成中とのことである<sup>21</sup>。

証券法の英訳より該当箇所を抜粋する。

Allens Arthur Robinson 訳

(前略)

##### *Article 79 Securities business practising certificates*

*1. An individual who satisfies the following conditions may be issued with a securities business practising certificate:*

*(a) Having full civil legal capacity; not currently subject to a criminal penalty or ban by a court from professional practice;*

*(b) Having a university degree and professional expertise in securities and the securities market;*

---

<sup>21</sup> SSC ヒアリングより。

*(c) Obtaining the required mark after sitting an examination held by the State Securities Commission; a foreign individual with a certificate of expertise in securities and the securities market, or an individual who has legally conducted securities business overseas shall only be required to sit an examination on the law on securities of Vietnam.*

*2. An application file for the issuance of a securities business practising certificate shall comprise:*

*(a) Request for issuance of a securities business practising certificate;*

*(b) Summarized curriculum vita certified by the local authority in the place where the individual permanently resides;*

*(c) Copy degree and professional certificates.*

(後略)

#### 4. ネット取引・リモート取引

現状では、国外からの営業などに対する対応はまったくないが、IOSCO の協力により、2010年までには外国監督当局との協力を取れるようになる予定とのことである<sup>22</sup>。また、ネット取引についての規則も、現在のところ特に規定はされておらず、SSC 内で、ネット取引についての新たな規則の要否を検討している模様である<sup>23</sup>。

#### 5. 投資家の資産の保護

証券会社が倒産した場合で、なおかつ投資家の資産を分離保管できていなかった場合に備える目的としての投資家保護基金は規定が存在せず、従って設立もされていない。なお、ホーチミン証券取引所、ハノイ証券取引センターおよびベトナム証券預託センターは、それぞれ、証券売買の決済に際して一時的に資金不足に陥った買い手側証券会社などに資金供与するための基金を設立することとなっているが、証券会社の倒産に際して備えたものではない。

投資家の資産の保護を強化する目的での規制としては 2007 年財務大臣決定 27 に詳細が定められている。同決定では、先進国同様の規定である「投資家の保有する証券の分別保管」(32 条第 2 項)に加え、「証券会社は証券取引のために顧客によって送金される資金を直接受け取ってはいけない」「証券会社顧客は、証券会社が指定した商業銀行に口座を

---

<sup>22</sup> SSC ヒアリングより。

<sup>23</sup> SSC 担当との会話より。

開かなければならない」(32条第1項)という規定を設けている。この、証券会社による資金受け取り禁止の規定は、顧客の証券売買に必要な資金の受け渡しを、都度、銀行口座を介して実施することを意味している。現実には遂行するためには、高度なITシステムインフラ構築を含めた銀行と証券会社との強い連携が必要となる。米国や日本では、証券会社による資金受け取りを禁止する規定はない。ベトナムの証券業界からは、特に銀行との強いパイプを持たない独立系証券会社を中心に、この資金受け取り禁止規則の実効性について疑問が示されていた<sup>24</sup>。当該部分の施行は遅延していたが、08年3月1日施行見込みである。

以下に、財務大臣決定27より該当箇所を抜粋する<sup>25</sup>(強調筆者)。

*Article 32 Managing money and securities of clients*

*1. Managing money of clients:*

*(a) A securities company must manage separately money remitted for securities transactions by clients from money of the company. **The securities company must not receive directly money remitted for securities transactions by clients;***

*(b) Clients of securities companies must open an account at a commercial bank selected by the securities company which must report to the State Securities Commission the list of commercial banks providing it with payment services within three (3) days after signing a contract for provision of payment service with a commercial bank.*

6. 商品情報の提供

証券の公募においては、事前に目論見書を提供する義務が、証券を発行する企業に課されている(法21条)。営業を推進する立場にある証券会社については、目論見書交付の義務は、証券法、2007年首相令14、2007年財務大臣決定27を見る限り、規定されていない。また、証券発行前の市場調査(事実上の営業行為)段階では、発行企業、引受人(である証券会社)は、SSCに提出された目論見書案に記載されている情報のみを利用しなければならない(法19条)

証券法の英訳より該当箇所を抜粋する(強調筆者)。

<sup>24</sup> 同規定への懸念については、VietnamNews ウェブサイト”New rule inserts banks into stock trading”(2007年6月13日付)(<http://vietnamnews.vnagency.com.vn/showarticle.php?num=01BAN130607> 2008年2月4日閲覧)などを参照。

<sup>25</sup> Allens Arthur Robinson 訳より。

Allens Arthur Robinson 訳

(前略)

*Article 19 Information prior to making a public offer of securities*

***Pending consideration of an application file for registration of a public offer of securities, the issuing organization, the underwriters and other affiliated organizations and individuals may only use truthfully and accurately the information given in the prospectus which has been submitted to the State Securities Commission for the purpose of market research, and must specify that information about an issue date and about sale prices of securities is forecast information only. Market research shall not be conducted by way of the mass media.***

*Article 20 Effectiveness of registration of a public offer of securities*

(中略)

*Article 21 Securities distribution*

***1. Securities may only be distributed after the issuing organization has ensured that securities purchasers have accessed the prospectus in the application file for registration of the public issue of securities announced at locations set out in the issue announcement.***

*2. The issuing organization, underwriters or agency organizations must distribute securities in a fair and public manner and must ensure that the time-limit within which investors may register to purchase securities shall be a minimum of twenty (20) days; this time-limit must be set out in the issue announcement.*

*In a case where the volume of securities registered to be purchased exceeds the permitted volume for the issue, the issuing organization or underwriter must distribute all of the number of securities permitted for the issue to the investors in the proportion in which each investor registered to purchase.*

(後略)

## 第6節 紛争処理

SSC へのヒアリングによれば、ADR というコンセプトはベトナムではまだ新規なものであり、SSC での取り組みは具体的なものはない。

個人投資家保護のための民間組織としては VAFI および証券業協会が関係機関として設置されているが、前述したとおり、自主規制機関としての法的裏づけはなく、当然ながら紛争処理についての権限もない。これまでのところ、VAFI の取り組みは、個人投資家の立場

などを背景とした、法規案へのコメントや、望ましい制度導入に向けたロービイング活動を中心としている。証券業協会における個人投資家保護のための、具体的な取り組みのひとつとして、証券会社が守るべき倫理規定を策定している。しかし、その効果には疑問が残る。

他方、ホーチミン証券取引所では、苦情ホットラインを 2006 年に設置した<sup>26</sup>。苦情ホットラインの目的は、投資家からのフィードバックを得ることにあるが、このホットラインを拡充し、「紛争調停会議（Dispute Mediation Board）」をも設置している<sup>27</sup>。紛争の当事者となった証券会社に対して、会議が勧告を出すことができる。しかし、法的拘束力はなく、不服がある場合には、裁判所へ提訴してもらうしかない。

## 第7節 未上場株式関連規制

ベトナムでは、ドイモイを推進する過程で、1990 年代初頭から、数千ある国有企業<sup>28</sup>を漸次株式会社化してきた<sup>29</sup>。株式会社化の過程で多くの場合は、IPO と称して、自社役員、従業員を含む関係個人に株式を所有させてきた。IPO といいながら、必ずしも取引所上場を伴わない点が、ベトナムの元国有企業の IPO の特徴だった。従って、これら元国有企業の株式を保有した個人が、保有株の売買を始めたのが、店頭取引（ベトナムでは「OTC」と呼ばれている）である。

### 1. 証券法施行前

証券法施行前には、2003 年首相令 144（144-2003-ND-CP）<sup>30</sup>が、証券法に代わる規則として施行されていた。2003 年首相令 144 では、公募および上場証券の取引を規定しており、上場証券については、取引所以外での取引を禁止していた。他方、IPO によって広く投資家に保有された株式が上場しない場合を想定していなかったのか、上場しない場合の未上場株式については、規定が存在しなかった。個人間の売買を禁止しないのは当然としても、

<sup>26</sup> ホーチミン証券取引所ヒアリングより。

<sup>27</sup> ホーチミン証券取引所ヒアリング。

<sup>28</sup> クー・チー・ロイ[2006:17]によれば、2004 年時点で国有企業数は約 6000 社ある国有企業の内、2,242 社が株式会社化されてきた。

<sup>29</sup> 株式会社化の経緯についてはクー・チー・ロイ[2006:15-17]を参照。

<sup>30</sup> 英訳は MOF ウェブサイト（<http://www.mof.gov.vn/Modules/DeedDownloadE.aspx?DeedID=70967> 2008 年 2 月 1 日閲覧）を参照。



証券会社が未上場株式の売買を取り次ぐことについても禁止などの規定が存在しなかったのである。従って、大手企業の株式については、証券会社で OTC 取引を行うことも可能であった。その結果、証券会社での OTC 株式の売買も行われてきたのに加えて、OTC 取引情報提供ウェブサイトの運営会社まで現れている<sup>31</sup>。

政府としては、証券取引所を整備し、企業の上場を促進していく計画を立てているにも関わらず、店頭取引が活況なため、株主からも上場圧力はなかった。まして、企業経営者としては、厳格な会計監査、情報開示その他を避けたいという思いからか、上場する意欲が弱かったのである。

## 2. 証券法施行後

政府は、2005 年以降に、取引所への上場を促進する政策を打ち出したが、その一つが証券法に織り込まれた「公開会社」という新しい概念である。すなわち、2007 年 1 月 1 日施行の証券法においては、株主が 100 人以上存在する企業は、株式が未上場であっても、上場会社に順ずる水準の財務諸表などの情報開示を義務付けられることになった（証券法 25、26、27、101 条など）。つまり、株式の上場有無に関わらず、株主が多数存在する大企業においては、未上場であっても財務諸表を開示しなければならないことから、未上場を維持する理由が一つ消滅したといえる。

更に、店頭取引の規制強化の一環として、政府は、公開株の証券をすべてベトナム証券預託に預託させ、店頭取引を証券会社にすべて仲介させ、取引情報をすべてハノイ証券取引センターで集約させる方針を 2007 年以来打ち出していた。これを受けて制定されたのが、2007 年 11 月制定の新規則 (Decision No.3567/QD-BTC: 2007 年財務大臣決定 3567) である。この規則の具体的施行日は未確定とされているが、施行準備は始まった。たとえば、ハノイ証券取引センターでは、OTC 取引のための IT 設備投資を計画し、すでにシステム会社の選定も行った旨報道されている<sup>32</sup>。また、ベトナム証券預託では、「将来的には、公開会社の全株式の無券面化を計画している」とヒアリングで語っている。確かに、無券面化が実現すれば、必然的にすべての株式がベトナム証券預託への預託となり、否が応でも取引の透明性が高まると期待できるが、無券面化の実現には、一度、紙の現物として個人などが保有した証券を再度全数預託させることが必要であり、これの実現には相当の時間がかかる<sup>33</sup>。

<sup>31</sup> たとえば、<http://infootc.com.vn/index.php?mod=12> など。

<sup>32</sup> ベトナム株情報ウェブサイト「ハノイ証券取引の IT 設備等は FPT 通信が落札」（2008 年 1 月 31 日付）（<http://www.viet-kabu.com/news/hanoi/080130073557.html>）2008 年 2 月 1 日閲覧）より。

<sup>33</sup> 2009 年 1 月から上場株式の全面的電子化（無券面化）を予定し、2006 年頃から上場株式の全株券の預託を強力に呼びかけてきた日本において、2007 年 9 月末の預託率は全体で 82.2%（ほふりが調査した保管振替制度の利用状況による）（ニッキン 2008 年 1 月 25 日）である。

[参考文献]

〈日本語〉

金子由芳 [2006] 「ベトナム」（日本貿易振興機構アジア経済研究所『アジア金融セクターの規制緩和に関する法制度研究』、335-352 頁）。

クー・チー・ロイ [2006] 「ベトナムにおける『ドイモイ』20年の経済社会の発展」（坂田正三編『2010年に向けたベトナムの発展戦略－WTO時代の新たな挑戦』アジア経済研究所、9-26 頁）。

森 純一 [2003] 「ベトナム金融システムの現状と発展のための道筋」（日本国際経済学界「第62回全国大会」第6分科会報告）。

〈英語〉

Allens Arthur Robinson [2007] “VIETNAM LEGAL UPDATE December 2007” at [http://www.vietnamlaws.com/vlu/dec\\_2007.pdf](http://www.vietnamlaws.com/vlu/dec_2007.pdf) (2008年1月31日閲覧).

CBV Bien Viet Securities JSC [2008] *Vietnam Equity Market Research Highlights*.

Hanoi Securities Trading Center [2006] *Annual Report 2006*, Hanoi Securities Trading Center.

Ho Chi Minh City Securities Trading Center [2006] *Annual Report 2006*, Ho Chi Minh City Securities Trading Center.

Phillips Fox [2003] “DECREE ON SECURITIES AND SECURITIES MARKETS.”

Saigon Securities Inc. *Daily Trading Summary in Hanoi Securities Trading Center* (2007年12月28日).

———*Daily Trading Summary in Hochiminh City Stock Exchange* (2007年12月28日).

Transparency International Secretariat [2006] *Transparency International Country Study Report Vietnam 2006*.

〈法規英訳提供ウェブサイト〉

財務省ウェブサイト:主たる法規の英訳 (Allens Arthur Robinson によるものが多い) を提供。

本章の英訳法規もこれによる。<http://www.mof.gov.vn/DefaultE.aspx?tabid=281> 2008年1月31日閲覧)

Vietnam News Agency *Official Gazette* (英訳官報:購読などの案内はウェブサイト参照 <http://news.vnnet.vn/vietnamlaw/index1.asp> 2008年1月31日閲覧)