

平成 23 年度金融庁委託調査

ベトナム資本市場の現状に関する実態調査

平成 24 年 3 月

株式会社 野村総合研究所

目次

平成 23 年度金融庁委託調査.....	0
はじめに.....	3
I. 資本市場の発展経緯.....	4
1. 資本市場の監督体系.....	4
2. 資本市場の発展経緯.....	4
1) 取引所の規模推移.....	5
2) 国有企業の株式会社化と株式市場の関係.....	7
3) ベトナムにおける「IPO」の特徴と「公開会社」制度の導入.....	8
4) 2020 年に向けた証券市場発展計画の発表.....	9
II. 証券業界の動向.....	10
1. 証券業務と証券業界の推移.....	10
2. 証券業界の参入・営業に関する規制.....	11
III. 株式市場の現行制度と課題.....	11
1. 主な上場基準.....	12
2. 上場株式市場の推移.....	12
3. 上場株式の取引の仕組み.....	13
4. 上場株式の決済の仕組み.....	14
5. 上場会社の情報開示.....	14
6. 未上場「公開会社」制度の導入.....	16
IV. 債券市場の現行制度と課題.....	18
1. 債券市場の規模と推移.....	18
2. ハノイ証券取引所における政府債の取引制度.....	18
3. 債券取引の市場集中義務.....	19
4. 上場債券における決済の概要.....	19
5. 私募債市場の現状.....	20
6. 債券市場の課題.....	21
V. デリバティブの発展に向けた取り組みと課題.....	22
1. レポ市場の現状と課題.....	22
2. 株式指数先物の創設に向けた取り組みと課題.....	22
3. 債券先物の創設に向けた取り組みと課題.....	22
VI. 投資家に関する規制.....	23
1. 投資家に対する規制.....	23
1) 外国人投資家規制.....	23
2) 一投資家一口座の原則.....	23
3) 日計商い、空売り等の規定.....	23
4) 信用取引.....	24
2. 投資家の保護に関する規制.....	24

1)	情報の提供.....	24
2)	適合性.....	24
3)	顧客口座の管理.....	24
4)	従業員の適性.....	25
VII.	日系企業の現地進出動向と課題.....	26
1.	日系企業の進出動向.....	26
2.	現地資金調達ニーズ.....	27
1)	現地子会社の資金調達方法.....	27
2)	現地通貨の資金ニーズ.....	28
3)	現地通貨での資金調達の可能性.....	29
4)	現地での資金調達についての問題点.....	30
3.	日系金融機関の進出動向と課題.....	30
1)	日系金融機関の進出動向.....	30
2)	銀行.....	31
3)	保険.....	32
4)	証券.....	32
5)	ノンバンク.....	32
VIII.	ベトナムに対する支援の方向.....	34
1.	関連するベトナム当局・資本市場機関の意向.....	34
2.	ニーズとベトナム当局の意向を踏まえた支援メニュー案.....	36
1)	証券会社経営の質向上に向けた評価制度の導入および改善.....	36
2)	信頼に足る国内格付け機関の創設.....	37
3)	VGB 先物および VGB 現物等の取引を支える CCP の創設.....	37
4)	ファンド運用会社の品質向上と信頼される機関投資家層育成.....	38
5)	機関投資家層拡充に貢献する新たな投資商品の開発.....	38
6)	デリバティブ商品.....	39
7)	VGB 市場活性化・商品性多様化.....	39
3.	他のドナーによる支援動向.....	39
4.	技術協力を実行する際のコンテンツ例.....	40
5.	ベトナムに対して技術協力を提供する際の留意点.....	42

はじめに

本調査は、ベトナムにおける企業の資金調達、資本市場の法制度・インフラの整備状況の実態を把握し、ベトナム資本市場の発展・強化とそれを通じての同国における日系企業の活動拡大につながる効果的な知的支援の検討に資することを目的としている。

この背景には、2011年10月にベトナムのブオン・ティン・フェ財政大臣が訪日し、安住淳財務大臣と面談した際に支援要請された項目の一つに「資本市場の発展」が挙げられていたことがある。この要請を受けて金融庁は、ベトナム資本市場の現状を正確に理解し、ベトナム側の支援の必要性を詳細に把握するとともに、日系企業及び金融機関の現地での活動拡大につながる効果的な資本市場強化を実現するために、委託調査を平成23年度中に実施した。

野村総合研究所は、本調査以前にも、国内外の機関から、ベトナムにおける金融・資本市場に関する技術協力などの場でコンサルタントとして従事する機会を得てきた。平成24年2月下旬に本調査を受託後、既存の蓄積を最大限に活用して1ヶ月程度の短期間で情報・データの更新並びにベトナム側の支援要請に関するヒアリング等を完了した。加えて、僭越ながら、巻末に次年度以降に技術協力を提供するに際の留意点も示している。

なお、本調査過程において、ベトナム財政省(MOF)、ベトナム国家銀行(SBV)、ハノイ証券取引所(HNX)、ホーチミン証券取引所(HOSE)、ベトナム証券預託機関(VSD)、ベトナム債券市場協会(VBMA)並びにベトナムに進出されている日系企業・金融機関の方々より、多くのご示唆を頂いた。この場を借りてお礼申し上げる。

この報告が、日本政府によるベトナム資本市場発展に向けた技術協力をより効果的に推進するために多少とも貢献できれば幸甚である。

平成24年3月
野村総合研究所

I. 資本市場の発展経緯

1.. 資本市場の監督体系

証券会社および証券運用会社の監督当局はSSCである。ただし、国債や私募社債の引受業務についてはMOFの金融機関局が、事業者を認定する。また、銀行の監督当局がSBVであるため、銀行が発行する債券についても、SBVの認可が前提となる。

図表 I-1 資本市場関係当局と監督対象の一覧

英語名称(略称)	日本語訳	主な監督対象	主たる所管法規	位置づけ
State Securities Commission (SSC)	国家証券委員会	証券会社、証券運用会社、証券取引所、証券取引所など	証券法 (Securities Law)	MOF 内組織
Hanoi Stock Exchange (HNX)	ハノイ証券取引所	上場証券、会員証券会社	HNX 規則 (SSC 経由財務大臣決定を要する)	国有企業
Hochiminh Stock Exchange (HOSE)	ホーチミン証券取引所	上場証券、会員証券会社	HOSE 規則 (SSC 認可を要する)	国有企業
State Bank of Vietnam (SBV)	ベトナム国家銀行	銀行・ノンバンク 金融債発行・公開市場操作	金融機関法 (Law on Credit Institutions)	中央銀行
Ministry of Finance (MOF)	財政省	国債引受業務	政令 1 (Decree No. 1-2011-ND-CP)	省庁
		私募社債引受業務	政令 90 (Decree No. 90-2011-ND-CP)	
		国有企業民営化株価算定コンサルティング	財務大臣決定 100 (Decision No. 100-2007-QD-BTC)	

出所: 各種資料、ヒアリングなどを基に著者作成

現在、上場株式および上場債券の証券はすべて証券預託機関に預託されており、なおかつ取引の市場集中義務が課されていることから、証券取引の決済は原則として証券預託機関を通すことになる。ただし、金融機関がSBVを相手方とする公開市場操作の取引についてのみ、SBVが証券預託機関の特別会員として金融機関から公開市場操作対象の有価証券を預かり、SBVが証券および資金の決済を行っているため、事実上証券預託機関における決済件数には計上されていない。

2.. 資本市場の発展経緯

ベトナムにおける資本市場の発展は、1997年に始まった国有企業の株式会社化から始まる。国有企業を株式会社化する過程にて広く役員・従業員などが株式を取得し、株主となったことから、ベトナム国民にとって株式投資が身近なものになったのである。初の証券取引所であるホーチミン証券取引センターの開設は2000年であるが、2006年に至るまで上場会社数および時価総額に

において目覚ましい成長は実現しなかった。上場企業数がホーチミンとハノイの二取引所併せて 700 社を超える 2012 年 3 月時点においても、多くの未上場株が店頭にて取引されている。

ベトナムにおける資本市場の発展は、2000 年のホーチミン証券取引センター開設から語られることが多いが、実は 1990 年代初めに始まった国有企業の株式会社化の影響が大きい。国有企業を株式会社化する過程で、役員・従業員などが株式を取得し、株主となった。当時は証券取引所も設立されていないことから、株式の換金や買い増しなどの必要に応じて、個人間の株式取引が活発に行われるようになったのに加えて、大手銀行など一部の企業株式については、証券会社で常時、買値と売値を示すなど、「店頭取引市場」も形成されるに至った。つまり、多くの人々にとって、株式投資は証券取引所とは無関係に身近なものとなったのである。

図表 I-2 法規環境整備と資本市場発展の推移

1992年	国有企業の株式会社化開始
1993年	11月:SBV傘下に資本市場発展委員会設置、証券市場関連法規立案に従事
1996年	12月:政府組織としてSSC設置
2000年	7月:ホーチミン証券取引センター開設 12月:7社の証券会社に事業免許を付与
2003年	11月:証券および証券市場についての規則(Decree 144)制定 (2007年施行証券法により廃止)
2004年	2月:SSCをMOF内部へ移す
2005年	3月:ハノイ証券取引センター開設
2006年	5月:ベトナム証券預託機関(VSD)設立 2006年末までに事業免許を持つ証券会社が55社まで増加
2007年	1月:証券法施行 8月:ホーチミン証券取引センターを「ホーチミン証券取引所」に「格上げ」 2007年末までに、証券会社数が69社に増加

出所:各種資料を基に NRI 作成

1) 取引所の規模推移

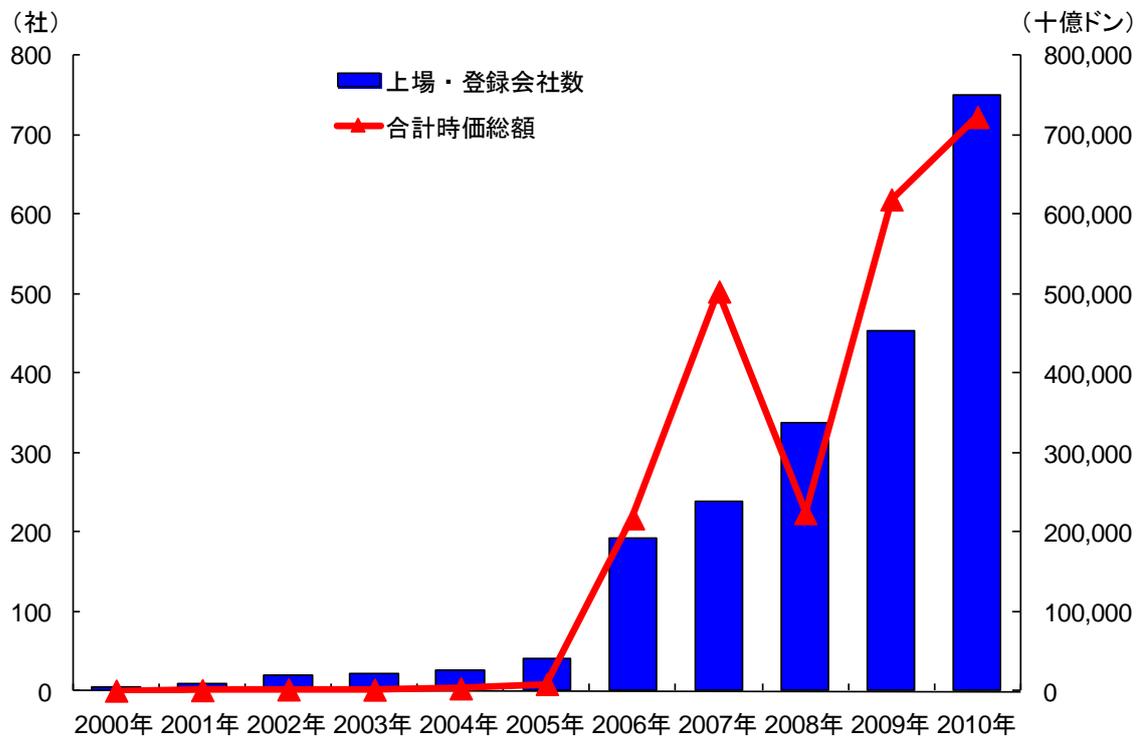
2005 年末まで、上場企業数は、ホーチミン証券取引センター(2007 年にホーチミン証券取引所(HOSE)に改組)および 2005 年に設立されたハノイ証券取引所(HNX)両センター合計でも 50 社にも満たなかった。従来は、取引所に上場するために必要な会計監査を受けることなどについて

て、企業経営者が難色を示していたといわれる。ところが 2006 年に政府の強い方針も手伝って、ベトナム乳業株式会社(通称ビナミルク)など主力国有企業が上場し始め、上場会社数および時価総額が急増した。2007 年後半に入ると、割高感や政府の金融引き締め策の効果などから株価が低迷し始め、新規上場の勢いも減速する。とはいえ、新規上場の勢いは衰えず、2008 年には HOSE および HNX の上場会社数が 338 社に達した。また、2009 年初頭には、四大国有銀行の一角をなす Vietcombank(2007 年末に株式会社化済み)が HOSE への上場を SBV に認可された。もう一つの四大国有銀行、Vietinbank は 2008 年末に株式会社化および初の公募売り出しを行い、その後上場した。このように今後とも、国有企業の株式会社化および既に株式会社化した(元)国有企業の新規上場などを通して、上場株式数は比較的順調に増えることが予想される。

特にベトナム株式市場の特徴は、元国有企業の株式会社化からはじまる点にある。世界銀行[2008]でも指摘しているとおり、2008 年のように、通年を通して株式市場が低迷している中でも企業の上場意欲は衰えず、上場会社数は順調に増加したが、このような傾向は、日本を含めた他のアジア諸国ではみられにくい。その理由として個人が家族経営などから創業した企業ではないことから、上場して他の株主の経営参加を得ることへの抵抗感が少ないことを世界銀行は挙げている。

すでに MSCI が設定した新興国株式指数(MSCI Frontier Index)の中にアジアからはスリランカとともにベトナムが、組み入れられるなど、徐々にではあるが、ベトナム株式市場がアジア新興国の中で存在感を高めつつあり、上場会社数の増加に伴ってその傾向は当面続くであろう。

図表 I-3 上場会社数・時価総額の推移(HOSE、HNX 合計)



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, ハノイ証券取引所ホームページ、CBV 証券、HNX "Annual Report 2010", "Factbook 2009", HOSE "Annual Report 2010"より作成。

2) 国有企業の株式会社化と株式市場の関係

ベトナム株式市場の発展には、国有企業の株式会社化および民営化が大きく貢献している。国有企業の株式会社化は、1992 年頃に始まったが、当初は国有企業の中でも中小規模の企業を試験的に株式会社化していた。その後、段階的に株式会社化の対象を拡充すると共に、価格決定方法の透明化なども進められてきた。結果、2006 年末までに 3,000 社以上が株式会社化された。

図表 I-4 国有企業株式会社化の経緯

	時期	主たる政策	株式会社化数
試行段階	1992年～ 1996年	<ul style="list-style-type: none"> 中小規模国有企業の株式会社化 株式会社化の意思決定は企業の任意 株式譲渡先は国内投資家のみ；従業員に優先割当 	5社
拡大段階	1996年～ 2002年	<ul style="list-style-type: none"> 株式譲渡先を内外ベトナム人および在ベトナム外国人に拡充 国家保有分すべての譲渡も可能に 従業員向け優遇割当を資本の20%にまで拡充 	868社
政府主導段階	2002年～ 2004年11 月	<ul style="list-style-type: none"> 国有企業のカテゴリ基準制定、総合的再編計画の策定、株式会社化を指令により実行（⇒企業の任意でなくなった） 株式会社化手続きの公開、透明化 外部株主譲渡分についてオークションの導入 	1,435社
促進段階	2004年12 月以降	<ul style="list-style-type: none"> 大規模企業の株式会社化 「戦略投資家」に対する優遇措置の導入 	1,054社 (2006年7月まで)

出所：石田暁恵「WTO 加盟後の国有企業－株式化と企業グループ」（「変容するベトナム経済と経済主体」JETRO アジア経済研究所、第1章）掲載の表より抜粋

また、2005年には、株式会社化された会社の株式を管理するための組織として、国家資本投資会社(State Capital Investment Corporation、略称SCIC)が設立された。SCICは、2008年6月末現在、876社の株式を保有しており、今後も国有銀行の株式会社化などの進展に伴い、保有企業数は増える見込みである。

これら、株式会社化された元国有企業の上場予定は公表されていないものの、少なくとも政府にとって非戦略的分野であると判断された企業については、国家所有分(SCIC 所有分)は30%未満にとどまる見込みである(詳細についてはV章)。このような国有企業については、家族所有形態から発展した企業と異なり、オーナー一族による株式公開への抵抗などがない点は、世界銀行[2008]も「株式公開への妨げとはなりにくい」と評価している。今後とも、取引所への上場またはHNX内に設置された未上場株式登録システム(UPCoM)への登録など、より多くの企業の株式が一般投資家に提供されていくことが予想される。

なお、ベトナムにおいては、証券会社に未上場株式取扱を禁止する規定はなく、現に多くの未上場株式が証券会社を介して「OTC株式」として売買されている(詳細後述)。

このように、国有企業の株式会社化が継続することは、株式市場規模の拡大および売買可能銘柄の広がりといった形で株式市場の拡充につながる。

3) ベトナムにおける「IPO」の特徴と「公開会社」制度の導入

ベトナムにおける株式の上場に際しては、通常、IPO(initial public offering; 初回公開売出し)と呼ばれる株式の募集を行い、株主数などについて上場基準を満たしてから上場するのが常である。ただし、国有企業や国有商業銀行などの中には、IPOを行い、株主数を大幅に増加させたに

もかわらず、株式を HOSE や HNX には上場させない会社が数千社ある。ベトナムにおいては「IPO」とは上場時の株主募集を意味しているわけではない点に留意が必要である。

このような未上場 IPO 済み企業の株式については、株主が、所有株式を売却したいと考えた場合、みずから購入者を探す必要があるが、ベトナムにおいては、①証券会社に買取を依頼する、②インターネットの株式売買サイトで買い手を募集する、③特定のカフェで買い手を探す、などの手段を通して、自由に売買が行われてきた。このような「非公式な市場」が一般化して、企業の情報開示などが進まない状況を政府は憂慮し、2007年に施行された証券法では、「公開会社」という制度を導入して、株主が 100 人以上存在するなどの要件を満たす企業については、株式上場前であっても、上場会社と同様の情報開示を義務付けることとした。世界銀行[2008]の調査によれば、公開会社は全部で 4,000 社以上あるとされており、その内上場はしていないものの、前述の法規に従って SSC に情報開示の届出を済ませた企業が 1,066 社ある。

この公開会社制度の導入は、情報開示に消極的であった(元)国有企業に対しても情報開示を強制することから、株式を上場するための追加コストを下げる効果がある。この点から、SSC に情報開示の届出を済ませた約 1,000 社ある未上場企業については、相対的に株式上場を検討しやすい環境になった。

4) 2020 年に向けた証券市場発展計画の発表

ベトナム政府は、2012 年 3 月 1 日付で「2011 年～2020 年の間におけるベトナムの証券市場発展戦略を認める決定」(No. 252-QD-TTg、首相決定 252)を制定し、証券市場の抱える課題およびその解決策について網羅的に、取り組み方針を示した。

この首相決定 252 には、ハノイとホーチミンに分立された証券取引所の統合から、デリバティブ商品の開発、外国人を含む機関投資家基盤の拡充などを含む施策案が明記されている。

期限を区切った行程表等はないが、ほとんどの解決策について期日未定であるが、現行の証券法を 2015 年までに完全施行し、2015 年中には国際標準に沿った改訂証券法案を国会に提出すると宣言している等、具体性も備えている。

課題および解決策案の網羅性は高く、今後のベトナム証券市場政策を読み解く上では不可欠な情報であると共に、技術協力などの検討に際しても首相決定 252 を参照する必要がある。

II. 証券業界の動向

1. 証券業務と証券業界の推移

現行の証券法で規定されている証券業務には、証券会社と運用会社とがある。証券法の対象となる有価証券は、公開会社の株式および公募債券、公募のファンドとされており、私募の社債の取扱については証券法の適用対象外である。また、監督当局も、証券法に基づく証券の取扱および証券会社・運用会社については SSC が管轄しているが、私募の社債については財政省が管轄している。

図表 II-1 証券・投資銀行業務の範囲

証券・投資銀行業務例	営業可能な業態	関連法規
証券のブローカレッジ	証券会社	証券法
証券の上場アドバイス	証券会社	証券法
公募社債の引受	証券会社	証券法
私募社債の引受	証券会社、商業銀行	首相令52
国債の引受	証券会社、商業銀行、保険会社	首相令141
国債のオークション参加	証券会社、商業銀行、保険会社	首相令141
国有企業の株価算定コンサルティング	財務省が認めた企業・組織	財務大臣決定100

出所：各種資料より著者作成

株式市場が拡大するのに伴い、証券会社の数は 2006 年以降急増した。SSC のウェブサイトによると 2009 年 2 月現在、証券会社数は 103 社に達した。報道によれば 2006 年 9 月末時点での証券会社数は 15 社だったことから、3 年弱の間に約 7 倍に増えたことになる。(2012 年 3 月現在 105 社)¹ 日本で営業している証券会社の数は 300 社程度だが、日本の証券市場規模はベトナムよりもはるかに大きい。証券市場規模がベトナムよりも大きい韓国やタイにおける証券会社数が 40 社前後なことを考えても、現時点のベトナムで、100 社近い証券会社が存続することは容易ではなく、顧客獲得がままならず、実質的に営業できていない例も多数あるといわれる。株価低迷の影響もあり、2008 年決算については 7~8 割の証券会社が赤字に陥ったとも報道された。

外資がベトナムにおいて証券会社を設立するには、国内資本を 51% 以上入れないといけないことから、国内証券会社の中には、外国証券会社に株式を部分売却することで、売却利益を得ると

¹ SSC ウェブサイトにて確認(2012/03/06)

共に、十分な資本金と事業経験を獲得できると期待した会社もあった。ところが2008年に後半からは欧米投資銀行・証券会社の多くが資金不足の状況に陥り、ベトナム証券会社に対する出資意欲が急速に冷え込んだことから、予想に反して出資先を見つけきれない国内証券会社が現れている。

とはいえ、2007年時点で既に顧客基盤を築き上げていたような「大手」と呼べる独立系証券会社に加えて、銀行系や保険会社系の証券会社は比較的安定した顧客基盤を有しており、株式の取次ぎのみならず、新規上場や社債の引き受けなどにも取り組んでいる。また、新規参入した証券会社の中でも、困難な環境にも関わらず外国証券会社の出資を得ることに成功した例もあり、このような先は十分な資本規模と外国から流入する取引手数料などを手がかりに事業基盤を築いていくものと考えられる。

2. 証券業界の参入・営業に関する規制

ベトナム証券業界には、外国資本100%の証券会社は参入できず、証券会社における外国資本の上限は49%とされていた(2008年7月現在)。ただし、この規制はWTO加盟後5年で解消することが定められているため、2012年1月には解除されて、外国資本100%の証券会社設立が可能となった。証券法は外国資本100%の証券会社についても規定しているが、施行規則(省令など)が定められていないため、実際に100%外資による証券会社設立の申請を受け付けられるかどうかは不明である。

証券会社の新規参入には、SSCの免許が必要である。証券会社が行う事業には、証券のブローカーレッジ、証券のディーリング、証券の発行引き受け、証券投資のコンサルティングが含まれ、証券会社はこれら事業の内、単独ないしは複数を選択して営むことが可能である。ただし、証券引き受け業務を行うには、証券ディーリング業務を併営しなければならない。

証券会社を設立する条件には、以下の点が含まれる：

- 本社および証券トレーディングのファシリティと設備を保有すること(ただし、証券引き受け業務および投資コンサルティングについてはファシリティおよび設備は必ずしも必要としない)
- 政府によって定められた資本を有すること
- 取締役および証券業務を営む従業員が法で定める資格を有すること。

証券会社は、ベトナム会社法に基づく有限会社(LLC)ないしは株式会社(ジョイント・ストック会社)でなければならない。証券会社の創業株主は、設立および開業後3年間は、他の創業株主へ譲渡する場合を除いて、出資した株式を譲渡することができない。

III. 株式市場の現行制度と課題

上場株式については取引の取引所集中義務があり、すべての取引は取引所(HOSE または

HNX)を介さなければならない。取引所における取引は、すべて証券預託機関(VSD)を通して決済される。少なくとも上場株式についていえば、決済の集中化が完了しているといえる。また、証券法によって、未上場であっても、公開会社の株式については、証券預託機関に登録および預託することが義務付けられた。

1.. 主な上場基準

先に述べたとおり、ベトナムにおける株式の上場に際しては、通常、IPO を行い、株主数などについて上場基準を満たしてから上場するのが常である。IPO を行い、株主数を大幅に増加させたにもかかわらず、株式を HOSE や HNX には上場させていない会社があるため、「IPO」とは上場時の株主募集を意味しているわけではない。

株式上場の主な規則としては、最低資本金(800億ドン以上)、直近2年間黒字決算であること、過去1年以上債務遅延がないこと、最低100人以上の株主が計20%以上の株式を保有していること、に加えて役員の既存保有株式の売却制限などが記されている。

加えて、証券法による継続的情報開示制度もあり、四半期毎の利益水準の開示、年次での財務諸表の開示などが必要である(詳細後述)。

2.. 上場株式市場の推移

ベトナムにおける上場株式市場は、2000年のホーチミン証券取引センター(現HOSE)設立当初5社の上場で始まり、2010年末時点ではHOSEとHNX合計で642社が上場するまでに成長した。加えて、すでに1,000社余りの未上場公開会社(前述の基準により情報開示が義務付けられている未上場会社)がSSCに情報開示の届出を行っていることから、上場会社数は今後とも順調に増加していくことが予想される。

図表 III-1 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	2008年	2009年	2010年
上場・登録会社数	5	10	20	22	26	41	193	238	338	487	751
内、ホーチミン	5	10	20	22	26	32	106	138	170	196	275
内、ハノイ	-	-	-	-	-	9	87	100	168	257	367
UPCoM登録会社数	-	-	-	-	-	-	-	-	-	34	109
合計時価総額	1,031	1,605	2,541	2,295	3,884	9,389	217,942	503,425	224,521	619,352	723,178
内、ホーチミン	1,031	1,605	2,541	2,295	3,884	7,505	144,753	364,425	169,346	494,072	591,345
内、ハノイ	-	-	-	-	-	1,884	73,189	139,000	55,175	125,276	131,817
UPCoM	-	-	-	-	-	-	-	-	-	4	16
時価総額/GDP	0.2%	0.3%	0.5%	0.4%	0.5%	1.1%	22.4%	44.0%	15.1%	37.3%	36.5%

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, ハノイ証券取引所ホームページ、CBV 証券、HNX "Annual Report 2010", "Factbook 2009", HOSE "Annual Report 2010"、IMF より作成。

図表 III-2 証券会社数および口座数の推移

	2000	2001	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
証券会社		8	13	14	55	78	99	99	102
投資家口座数	不明	8,744	21,616	29,026	約 130,000	約 330,000	約 450,000	822,869	1,056,928
内、機関投資家 (09、10年は国内 機関投資家のみ)	不明	71	193	257	約400	約500	不明	2,658	3,469
内、外国人(個人含 む)	不明	0	207	427	1,650	8,140	12,535	12,696	13,836

出所:Ho Chi Minh City Securities Trading Center “Annual Report 2006”, Hanoi Securities Trading Center “Annual Report 2006”、HNX "Annual Report 2010", "Factbook 2009", HOSE "Annual Report 2010"より作成。

3..上場株式の取引の仕組み

ホーチミン証券取引所(HOSE)での取引時間は午前8時30分から14時までであるが、取引方法が時間帯によって異なる。

- 9:00 - 9:15 :第1セッション(「定期的注文突合」)
- 9:15 - 11:30 :第2セッション(「継続的注文突合」)
- (11:30 - 13:00 :昼休み)
- 13:00 - 13:45 :第3セッション(「継続的注文突合」)
- 13:45 - 14:00 :第4セッション(「定期的注文突合」)

ハノイ証券取引所(HNX)での取引時間は昼休みを除く9時00分から11時30分までと13時から14時15分までであり、一貫して「継続的注文突合」が行われる。

「定期的注文突合」とは、日本で言う「板寄せ」に該当し、売りと買いとの総株式数が一致する水準で価格を決定し、その価格以上での買い注文およびその価格以下での売り注文が、決定された価格で執行される取引方法である。「継続的注文突合」とは、日本でいう「ザラバ」に該当し、継続して時間優先かつ価格優先で注文を突合させる取引方法である。

「交渉(またはプット・スルー)」とは、あらかじめ取引当事者間で電話などを用いて売買の詳細を交渉・確定させた上で、その結果を取引所の取引端末に入力するものである。特に、流動性の低い銘柄について用いられることが多い。

取引単位:HOSEにおいては10単位、HNXにおいては100単位(1単位は1千株)が最低取引単位である。

4..上場株式の決済の仕組み

上場株式は、ベトナム証券預託機関(Vietnam Securities Depository、略称VSD)に登録され、預託されている。したがって、取引の決済は、VSDにおける証券預託口座を通して振り替えによって行われる。具体的には、取引所での取引時間が終了した後、取引データがオンラインでVSDに送付される。それを基に、VSDでは取引内容を照合した後、各証券会社の有価証券口座の振り替えを行う。同時に、資金決済については支払銀行であるBIDVにデータを送付し、BIDVにて各証券会社の預金口座間の振り替えを行う。

VSDはハノイとホーチミンの両市に拠点をもち、HNXとHOSEの各取引所における証券取引の決済を個別に行っている。

5..上場会社の情報開示

現行の法規における上場会社の情報開示は、日本の法規と比較してもそれほどそん色ない程度に整備されている。上場会社については、年1回の財務諸表について監査および開示の義務が課されているのに加えて、四半期財務諸表の作成と開示が義務付けられている。また、営業停止や重大な損失の発生など、株主の利益を損なう事実についても速やかに開示しなければならない。

● 公開会社の情報開示項目(証券法101条より)

1. 公開会社は財務諸表が監査された後10日以内に財務諸表を開示しなければならない。
2. 公開会社は以下の重要事実を発生後24時間以内に開示しなければならない:
 - (a) 自社の銀行口座が凍結ないし凍結される許可が下りた場合;
 - (b) 営業一時停止を受けた場合;

(c) 営業免許・開業免許などの停止;

(d) 会社法104条²による決定が株主総会によって成された場合;

(dd) 株式の払戻、または払い戻された株式の再売却、ないしは株主買取権利執行日付の決定、または転換社債の転換日付の決定、その他、会社法108条第2項³に規定されている提案に
関係するすべての決定;

(e) 取締役、その他についての法的手続きに関する決定が成された場合、または法廷による会社の営業に関する決定が成された場合、または税務当局によって会社に税法違反があると決定された場合

3. 公開会社は下記重要事実について発生後72時間以内に開示しなければならない:

(a) 会社の株式の30%以上の価値の借り入れ、ないしは債券発行を行う決定が成された場合;

(b) 取締役による会社の中期発展計画、または年間事業計画が決定された場合;(または)適用する会計手法の変更を決定した場合;

(c) 破産手続きを会社が進める許可について法廷の許可を会社が得た場合。

4. 公開会社は以下の事実が発生した場合にはSSCの求めに応じて情報を開示しなければならない;

(a) 投資家の適法な利益に重大な影響を及ぼす情報が発生した場合;

(b) 公開会社の有価証券の価格に重大な影響を及ぼす風説が発生し、その風説が確認を必要とする場合。

● 上場企業による情報開示(証券法103条より)

1. (法101条による)公開会社の開示義務に加えて、上場企業は以下の情報を開示しなければならない:

(a) 資本の10%以上の額に相当する損失を発生させた場合には24時間以内に開示しなければならない;

² 会社法104条は株主総会決議について定めており、決議事項については、a) 定款の追加ないし変更、b) 会社の発展戦略、c) 株式の種類および種類別授権株式数、d) 取締役会議(board of management)および監督委員会のメンバーの選定、除外、除名、e) 定款に別途規定が無い限り総資産50%以上に相当する資産への投資ないし売却、e) 年次財務諸表の承認、g) 会社の再編ないし解散、と規定。

³ 会社法108条2項は取締役会議(board of management)の権利と義務を定めており、その内容は以下のとおり:a) 会社の成長戦略および年次の事業計画の決定、b) 株式の種類と種類別授権株式数の提案、c) 新株発行の決定、d) 株式および債券の発行価格の設定、e) 株式買い戻しの決定、f) 定款ないし法に沿った投資プロジェクトの決定、g) 定款に別途規定されない限り総資産の50%以上を占める資産価値のある売買契約その他の契約についての決定、h) 社長ないし他の重要な経営者の使命および除名、それらの人材に対する給与他の便益の決定、株主の権利執行代理人の指名、i) 日々の経営を行う経営者の監督、k) 組織構成および社内規定の認可、支店、事務所、子会社の設置決定、他企業株式の購入決定、l) 株主総会の決議事項認可、m) 年次財務諸表の株主総会への提出、n) 配当額の決定、o) 会社再編ないし解散の提案、p) 会社法および定款に基づいた他の権利および義務。

- (b) 四半期財務諸表を完成させた5日以内に四半期財務諸表を開示しなければならない；
- (c) 会社は証券取引所ないしは証券取引センターの情報開示規則に従って情報開示しなければならない。

2. 上場企業が情報開示を行った場合には、同時に、証券取引所ないしは証券取引センターへ報告しなければならない。

このように、形式的な要件は比較的整備されているが、課題は、運用面にある。たとえば、肝心の監査法人が信頼できるかどうかについては、懸念が指摘されている。多くの外国人投資家は、外資系大手監査法人が監査している場合には、比較的信頼が置けると考えている様子である。

6..未上場「公開会社」制度の導入

政府は未上場株式が個人間で頻繁に売買され、株式取引の情報提供を行うウェブサイトなどが存在するなど、「非公式な市場」が一般化して、企業の情報開示などが進まない状況を憂慮していた。

そこで、2007年に施行された証券法では、「公開会社」という制度を導入、株主が100人以上存在するなどの要件を満たす企業については、株式上場前であっても、上場会社と同様の情報開示を義務付けることとした。

公開会社の定義は、以下のいずれかを満たすこととされている：

- 株式の一般公開を行った会社；
 - 株式を証券取引所ないしは証券取引センターに上場している会社；
- または、
- 機関投資家を除いて100名以上の株主を有し、なおかつ100億ドン以上の資本金を有する会社。

上記いずれかの条件を満たす会社は、必要な開示資料をSSCに届け出なければならない。また、SSCは開示資料を公表することとされている。

開示資料の内容は以下の通りである：

- 会社定款
- 事業登録証明書の写し
- 事業組織、管理体系、および株主構成についての情報
- 前年度の財務諸表

更に、公開会社には、継続開示など、以下の義務が課されている：

- 証券法101条に規定される監査済み財務諸表の公表、銀行取引停止・営業停止、多額の借入の発生、その他重要事実の公表
- 証券法28条に規定されるガバナンス原則の堅守
- 証券法52条および53条に規定される有価証券の登録および預託
- その他会社法および関連法によって定められている義務

この証券法が施行により、これら公開会社に該当する大企業や銀行などについては、少なくとも財務諸表や年報が開示され始め、企業ホームページなどで入手できるようになった。日本などと異なり、ベトナムでは銀行に対する年次報告書の開示義務が課されていないため、2012年3月現在にあっても、証券法上の規制だけが銀行についても年報を開示させるよりどころとなっている。

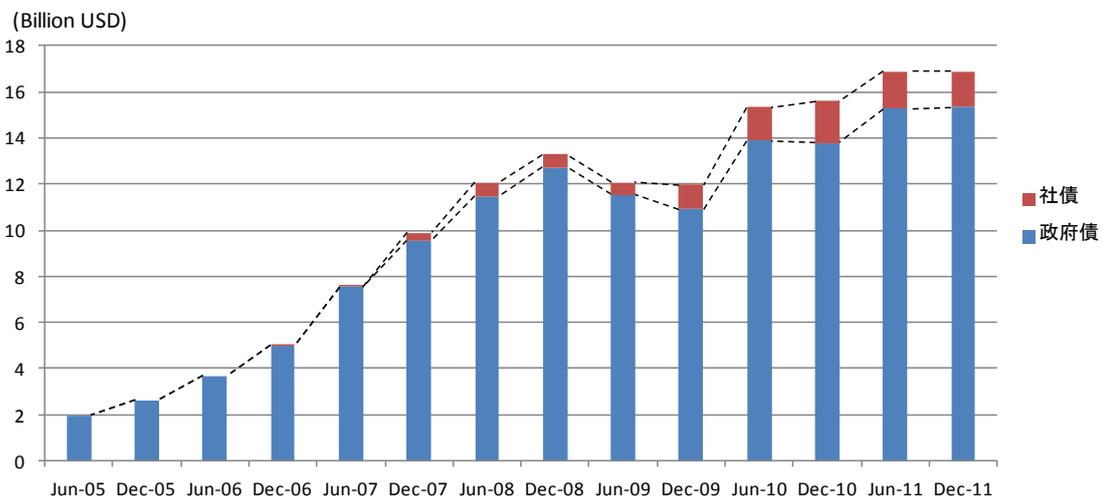
IV. 債券市場の現行制度と課題

ベトナムにおける債券市場は、発行残高規模でいえばGDPの16%程度(2011年12月現在⁴)と成長しているが、その残高の大半が国債と一部の地方債(ホーチミン市債など)によって占められている。また、取引規制などのために流動性が低いなどの課題も多い。

1.. 債券市場の規模と推移

ベトナムの債券市場はほとんどを国債と地方債(併せて「政府債」と呼ぶ)で占められているが、2006年に社債の私募発行規則が制定されて以来、社債発行が2006年から2007年に掛けて急速に活発化した。

図表 IV-1 債券市場の残高推移



出所:ADB AsianBondsOnline 掲載データより作成

なお、政府は両証券取引所のうち、HNX に債券取引を集約する方向性を示し、新規発行の国債については現在すべてHNXでオークションを実施し、HNXに上場させている。ホーチミン地方債および一部の社債は2012年3月現在においてもHOSEに上場している例がある。

2.. ハノイ証券取引所における政府債の取引制度

HNXにおける上場債券の取引は、午前8時30分から11時までの間、継続して行われる。取引手法としては、「継続的注文突合」(日本でいう「ザラバ」)もしくは「交渉(またはプット・スルー)」

⁴ Asianbondsonline Web サイトにて確認(2012/03/06)

が可能であるが、ほとんどの債券が「交渉」を用いて取引される。

HNX の年次報告によると 2010 年 12 月末時点で上場している政府債券の銘柄数は 510 である。

3.. 債券取引の市場集中義務

ベトナムにおいて発行される政府債は、発行体の希望によって上場が可能である。上場後は取引所を介してしか取引できない。(こうした制度を「市場集中義務」という。)ベトナムのように既発行情債の銘柄数が 300 を超え、なおかつ一銘柄あたりの残高が小さいような場合、投資家がある銘柄を売買したいというときには、他の投資家との相対での交渉が不可欠である。したがって、現実には、銀行などの投資家が国債を売買する際には、相手方候補と電話で直接交渉し、その交渉結果(銘柄、価格、取引量など)を、取引証券会社に連絡し、取引証券会社を通して取引所に対して形だけの「注文」を出す、ということになる。取引所では、取引証券会社からの「注文」を執行するが、市場参加者の意識は「事後報告」に近い。

しかも、国債といえども流動性が極めて低く、取引件数は、日に数件程度しかない。更に、取引のほとんどは、銀行や証券会社が保有国債を一時的に売却して後に買い戻す「レポ取引(買い戻し契約)」となっている。先進国ではレポ取引は債券市場の流動性を支える重要な取引と認識されているが、ベトナムの取引所は最近までレポ取引を認識していなかったために、通常の債券売買と同様の取引手数料を課している。取引所への直接発注が認められていない銀行や保険会社などの投資家は、取引所手数料に加えて、証券会社手数料をも支払わなければならない。

こうした課題を解決することを狙いとして、2008 年 7 月には HNX における国債取引についての新規則が施行され、①「レポ取引」を認識、②銀行の中で HNX が認知する先を「特別参加者」として直接発注可能とする、などの改善を行った。その後、国債等については、新しい取引システムに移行し、大手銀行等も特別参加者として国債取引に参加するようになった。ただし、2012 年 2 月現在、社債については、依然として株式取引システムで取引されているという。これは、主に HNX 内の組織構造が起因しているとみられ、近い将来、社債についても債券取引システムでの取引に移管される見込みである。

4.. 上場債券における決済の概要

国債を中心とした上場債券については、2012 年 3 月時点において全銘柄が VSD にて登録および預託されている。VSD に直接口座を開いているのは証券会社であるため、銀行や保険会社などの投資家は、証券会社を介して VSD での決済を行うことになる。VSD における決済の流れの基本は株式と同じであり、2012 年 3 月時点では、支払銀行も、BIDV である。

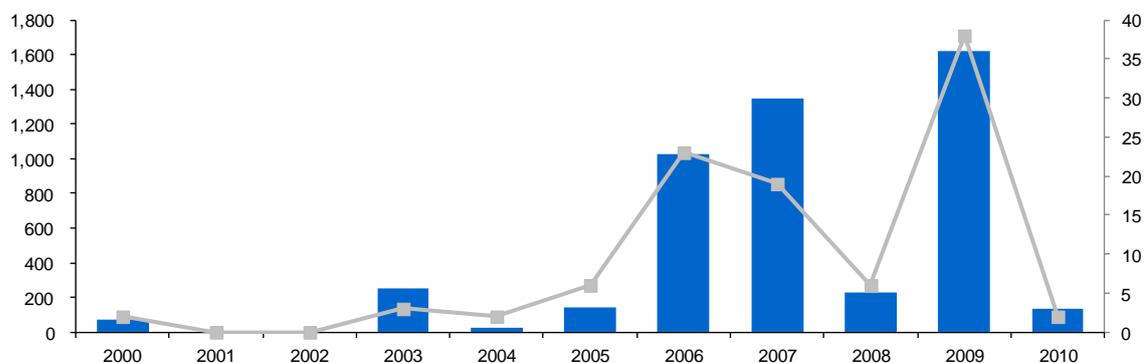
国債の取引決済における支払銀行が国有とはいえ、一商業銀行であることについては、他の商

業銀行などから批判の声が強く、また、決済の安全性を損なう危険も指摘されていた。こうしたことから、2007年末頃に政府は国債取引についての支払銀行を BIDV から中央銀行である SBV へと移す方針を固めた。2012年3月現在、国債取引の支払銀行としての機能を新たに導入すべく、SBV において準備を進めているところであるが詳細は不明である。

5. 私募債市場の現状

2006年に社債発行規則が制定された後、2009年までベトナムの私募社債発行市場は活発であった。

図表 IV-2 社債発行実績の推移



出所：Vuong, Quan-Hoang and Tran, Tri Dung “Corporate Bond Market in the Transition Economy of Vietnam, 1990-2010” (January 2010) 掲載情報より作成

2010年6月に新金融機関法が制定され、銀行による社債保有が銀行による貸出と同列の1社集中回避などの制約を受けることとなり、その後2010年12月に国有造船会社グループの Vinashin が、社債を引き受けたクレジットスイスに返済延期を申し入れて断られて以来、ベトナム国内の私募債発行市場は休眠状態となった。

6.. 債券市場の課題

社債市場においては、一部の銘柄が HOSE に上場しているのを除けば、ほとんどが私募で発行されているために、発行残高の把握も困難であり、更に流通市場は皆無に近い。現在の社債私募規則は、発行企業にとってみれば、手続きが簡素であり、引き受け金融機関さえ得られれば、柔軟な社債発行を可能とするものである。他方、社債券面の登録ないし預託義務などが具備されていないことから、一旦発行された社債については、発行企業(銘柄)、発行金額、クーポン率などを事後的には知ることが困難である。また、国内には信用格付け機関が存在しないことから、多くの社債は信用格付けを取得していない。こうした点は、社債の発行市場が一層発展し、なおかつ流通市場が開拓されていく上では致命的な課題となりかねない。将来的には円滑な私募であっても、発行後には VSD に証券を登録し、なおかつ発行概要が公表されるなどの制度が整うことが望まれる。

V. デリバティブの発展に向けた取り組みと課題

有価証券をベースとしたデリバティブとしてベトナムで取引実績があるのは、レポ (repurchase agreement) ないし買い戻し契約付売却 (sell and buy-back) である。しかし、レポ取引の標準化には課題が多く、日本で見られる程の頻繁なレポ取引は観察されていない。また、先物やオプションといった上場デリバティブについては、現在、両取引所が導入を検討している最中であるが、これも課題は多い。

1..レポ市場の現状と課題

現在、政府債のレポ取引は、制度化されており、ハノイ証券取引所の政府債取引システムを経由してレポ取引を行うことは可能である。しかし、ハノイ証券取引所が設定したルールに基づいてレポ取引を行うディーラーは少なく、日に数件の取引が観察される程度である。

また、外資系銀行などの中には、先進国市場で標準的に活用されている「グローバル・マスター・リパーチェス・アグリーメント (GMRA)」がベトナムでは適用されていないことを理由に、ベトナム国内でのレポ取引を社内方針として禁止する例もあり、プレイヤーも限定されているという。

ベトナム国内におけるマスター・レポ・アグリーメントの作成は、「SBV が担当する」とこととされているが、現在、進捗が見えていない。

2.. 株式指数先物の創設に向けた取り組みと課題

現在、ホーチミン証券取引所およびハノイ証券取引所ではそれぞれの株式指数を、VN Index、HNX Index という名称で算出し、提示している。しかし、これら指数を利用した株式指数先物は存在しない。

ホーチミン証券取引所は、株式指数先物を導入すべく研究を進めているというが、実際に株式指数先物が導入されるまでには、多くの課題がある。まず、空売りや短期売買の解禁を含め、現物株式の取引規制緩和が必要となる。また、証拠金の計算を含む管理を行うための制度設計が必要である。更に、証拠金管理を含めたセントラル・カウンター・パーティー (CCP) としての機能を担う機関が必要となる。

3.. 債券先物の創設に向けた取り組みと課題

債券先物の導入については、ハノイ証券取引所が、ASEAN 事務局に提供された技術協力フェーズ5の一環で2011年に調査を実施した。その成果として、2012年から具体的な準備を開始し、2014年以降に債券先物の取引を開始するロードマップが提示され、導入に向けた関係者の総意はおおむね合意された。

VI. 投資家に関する規制

ベトナム株式市場の発展には、国有企業の株式会社化および民営化が大きく貢献している。近年特に大手国有企業が株式会社化し、取引所に上場し始めたことから、個人投資家の株式投資意欲が高まった。反面、上場企業経営者も投資家も、株式相場の大きな変動に不慣れなことなどから、多様な問題も顕在化している。

1. 投資家に対する規制

1) 外国人投資家規制

外国人投資家は、上場企業の発行済み株式数の 49% (ただし銀行については 30%) までしか保有できない。一部の上場企業については、株式上場前から戦略投資家などとして外国人投資家が株式を上限まで保有していることから、新たに一般の外国人投資家が取引所を通して当該企業の株式を買うことがしにくい状況が続いている。

また、外国人投資家の取引はすべて、「外国人投資家売買動向」として、HOSE および HNX において日々、事後報告が発表される。報告内容は、銘柄別の株式の売却数および買入数である。

外国人投資家の保有比率を緩和して、外国人による保有可能な比率を上げるべきだ、という議論は、何回となく繰り返されており、特に 2008 年に入ってから株式相場下落過程では一段と緩和と要請の声が高まった。しかし、2012 年 3 月に至るまで、緩和されていない。

2) 一投資家一口座の原則

ベトナムにおいては、ベトナム人・外国人を問わず、一投資家は、一つの証券会社口座しか保有できないという規則がある。SSC によれば、この規則は相場操縦などを防ぎ、かつ投資家動向の捕捉を容易にするためのものという。しかし、一方ではこの規則があるために、新規参入の証券会社が顧客を獲得するのが困難にしていると考えられる。また、投資家にとってみれば、同時に複数の証券会社に口座を持つことができないため、取引執行能力やサービス内容などを容易に比較することができない仕組みとなっている。

そうした中、2008 年には規制緩和策予定が報道された。一投資家は、複数の証券会社に一つずつ口座を保有することが可能となったほか、ファンド会社など特定の機関投資家については同一証券会社において(ファンド別など)複数の口座を保有することも可能となった。

3) 日計商い、空売り等の規定

「日計り商い」および「空売り」については法律上規定が無い。上場株式および社債については「日計り商い」および「信用買い(マージン・トレーディング)」を認める通達が 2011 年 6 月に出されたことから解禁となった⁵。

⁵ Circular 74/2011/TT-BTC “Guiding Securities Trading”。通達の対象範囲は「企業の証券で取引所に上場しているもの」とされていることから、上場株式および上場社債が対象とみなされる。

「日計り商い」とは、同一日以内に同一銘柄について売りと買いの双方を行うことを指し、主として短期的な値幅稼ぎを狙いとしているものである。

「空売り」とは、保有していない有価証券を、借り入れてきて、市場で売却するものである。証券法では、証券会社が投資家に対して有価証券を貸し付けることを規定しているのにも関わらず、施行規則が出されていないため、実務上、空売りは不可能となっている。

4) 信用取引

信用取引は、株式については可能となったが、依然として有価証券貸借ができず、「信用買い」しかできない。

2. 投資家の保護に関する規制

証券会社や運用会社については、投資家保護などの観点から、いくつかの義務が法律上課されている。

1) 情報の提供

証券会社ならびに運用会社には、完全かつ真正な情報を顧客に提供する義務がある。

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。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。

2) 適合性

証券会社ならびに運用会社は「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知ること」と規定されている。また、証券会社には、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。

3) 顧客口座の管理

証券会社は、顧客が所有する資金および有価証券を、自社の資金および保有有価証券とは区別して管理しなければならない。

これに関して、投資家の資産の保護を強化する目的での規制において、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」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開かなければならない」という規定がある。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することから、ベトナムの証券業界からは、実効性について疑問が示されていた。当該部分の施行

は何度か繰り延べされた後、08年10月1日に施行された。しかし、完全には徹底し切れていない様子である。特に銀行との強いパイプを持たない独立系証券会社、その中でも強い顧客基盤を持たない新規参入したばかりの証券会社などについては、どこまで履行可能であるか、疑問が残る。いくつかの証券会社では、全顧客の預かり資金について一つの銀行口座で管理することで対応しているといわれる。

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などは存在しない。なお、ホーチミン証券取引所、ハノイ証券取引所およびベトナム証券預託センターは、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、これら基金の設立は、証券会社の倒産に備えることを目的とはしていない。

4) 従業員の適性

証券会社もしくは運用会社の専門職は、証券実務者(securities practitioner)として、必要な知識と経験を備えていなければならない、そのことを証明する証券実務者証書(securities practitioner certificate)を保持していることが必要となる。証券実務者証書には3種類ある:証券ブローカレッジ実務者証書、財務アナリスト実務者証書、ファンド運営実務者証書、である。これらの証書を得るためには、所定の資格試験を受けて合格することなどが要件とされている。また、CFA試験レベルII合格者ないしCIIA資格保持者などについては一部の要件が免除される。

VII. 日系企業の現地進出動向と課題

日本企業は、製造業を中心に、国際競争が激化するなか安価な労働コストの地域への進出を展開してきた。昨今では、少子高齢化が進行する日本市場は需要が長期的に減退していく懸念が強いため、市場獲得の観点からも特に海外進出が進められている。進出先としては、成長が期待される新興国は進出が顕著な地域で、ASEAN は中国と並び注目されている地域である。その中でもベトナムは、人口増加率、経済成長率が高く、有望視される進出先である。

ここでは、日本企業の現地進出動向とその金融面での課題について整理する。

1. 日系企業の進出動向

ベトナムには2010年12月までに、キヤノン、松下、ホンダ、トヨタ、富士通、日本電産、三洋、マブチモーターなどが進出し、進出日本企業は940社に達している。

近年の日本からベトナムへの直接投資を見ると、リーマン・ショックの影響が表面化する以前の2008年では、76.5億\$のベトナムへの直接投資があった。2009年はリーマン・ショックの影響で直接投資の大きく減少したが、2010年には回復の基調を見せており、件数で100件、額で20億\$を超えている。

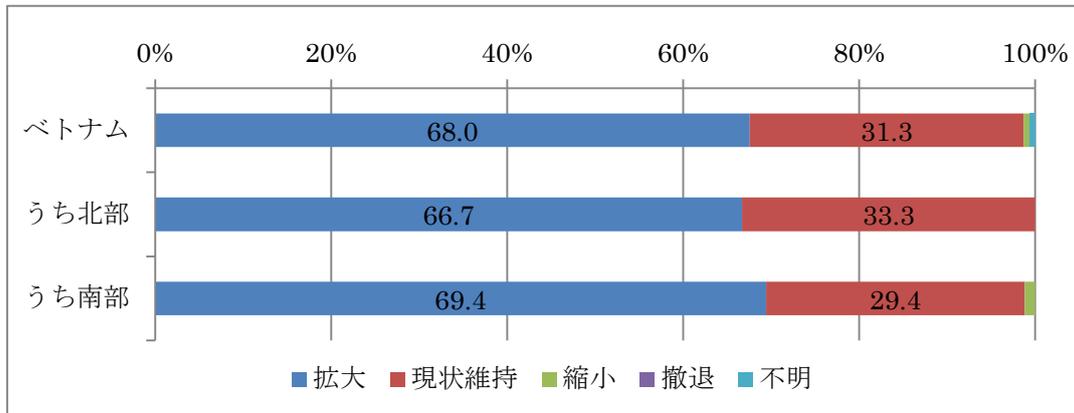
図表 1-1 ベトナムへの直接投資の推移

	2008	2009	2010
投資件数	105	77	114
投資額(億ドル)	76.54	1.38	20.4

出所: 日本貿易振興機構ホームページ掲載のベトナム計画投資省のデータをもとに作成

ベトナムに進出した日本企業の今後については、日本貿易振興機構が実施したアンケート調査「在アジア・オセアニア日系企業活動実態調査(2011年度調査)」によると、次のようになっている。ベトナムに進出企業の今後1~2年の事業展開については、3分の2強の進出日本企業が拡大するとし、残りのほとんどの日本企業が現状維持としている。逆に、縮小・撤退と回答した日本企業はほとんどない。この結果から、進出した日本企業のベトナムにおける事業展開は、拡大傾向にあると言える。

図表 1-2 ベトナム進出日本企業の今後 1～2 年の事業展開



出所：日本貿易振興機構「在アジア・オセアニア日系企業活動実態調査(2011 年度調査)」をもとに作成

以上より、日本企業のベトナムへの新規進出及び既存進出企業の事業拡大が進むことが期待される。

2. 現地資金調達ニーズ

1) 現地子会社の資金調達方法

■現地子会社開設時

まず、日本企業が海外で新規に子会社を開設した場合に調達する資金について言及する。海外の現地子会社は、会社開設に伴う設備投資や当面(1年から数年程度)の営業活動の資金を親会社からの出資金を取り崩すことで賄っているケースが多い。⁶その場合、日本の親会社は、会社開設に伴う設備投資や当面の営業活動に必要な資金額を出資金として現地子会社に払いこんでいる。また、営業活動における国内外の取引を通じて、現地通貨の資金や国際通貨の資金を蓄積することになる。出資金や取引で蓄積した資金を適宜現地通貨に両替する、あるいは現地の事業者や消費者との取引で得た現地通貨の資金により、前述の資金ニーズを満たしている。

その後、さらに事業を拡大させる際には、現地子会社は何らかの資金調達を行う必要に迫られるが、その場合には日本企業の経営管理や資金管理の方針の違いにより資金調達の方法が異なってくると考えられる。

経営管理や資金管理の方針については、大別すると日本あるいは地域の統括会社により中央集権的にマネジメントしようとする場合(中央集権的ガバナンス)と現地子会社に経営や資金の面で独立性を持たせようとする場合(現地分散型ガバナンス)が存在する。

⁶インタビューでは、現地に進出したノンバンクにおいても、現地子会社の資本金をもとに消費者にファイナンスしている。

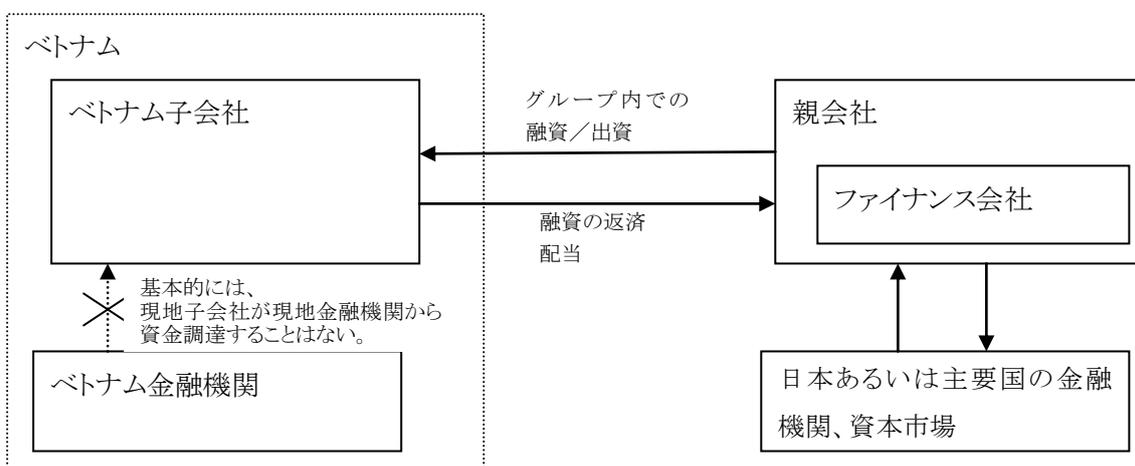
このような方針の違いは、資金調達の方法にも違いを生む。

■中央集権的ガバナンス

経営管理や資金管理において中央集権的ガバナンスを敷いている企業では、親会社あるいはファイナンス会社などからベトナム現地において必要な資金をファイナンスする。近年では、このようなグループ内でファイナンス(以下、グループ・ファイナンス)を行う体制を整備している日本企業も多くなってきている。

このような中央集権的ガバナンスを敷く企業では、基本的にベトナム子会社が現地の金融機関から資金を直接調達させるようなことはさせていない。⁷

図表 1-3 中央集権的ガバナンスの企業のファイナンスのイメージ



■現地分散型ガバナンス

現地分散型ガバナンスの企業では、現地子会社に独立性を持たせているおり、現地子会社の判断により必要に応じ現地金融機関から資金調達を行うことを制限していない。ただ、設立以降に必要な資金をグループ内の出資や融資で行うこともあり、現地子会社の資金調達の方法を明確にしていることが多い。

以上より、現地分散型ガバナンスをとっている日本企業が、ベトナムの現地での資金調達を行う可能性があると考えられる。

2) 現地通貨の資金ニーズ

次に、日本の現地子会社が現地資金を必要とするケースについて検討する。

そのようなケースとしては、以下のようなベトナム現地の従業員、事業者、消費者等に対する決

⁷ インタビューした建材メーカーでは、現地の工場を増設する際の資金はグループ内のローンにより資金を調達している。

済やファイナンスが挙げられる。

- 現地子会社の従業員の給与等
- 現地資本事業者⁸の取引との決済
- 販売金融等における現地消費者へのファイナンス

現地資本事業者との取引（例えば、加工組立メーカーが現地資本の部品・部材メーカーから調達）が多い場合や現地消費者へのファイナンス（消費者金融など）の場合は、多額の現地通貨の資金が必要となる。

これらの資金を満たす方法としては、前述の中央集権的ガバナンスの企業はグループ・ファイナンスにより資金調達しそれをドンに転換する。これに対し、現地分散型ガバナンスの企業は、ベトナム現地の金融機関や資本市場から調達する可能性が高い。

3) 現地通貨での資金調達の可能性

現地分散型ガバナンスをとっている企業グループで、多額の現地通貨の資金を必要とする場合、現地子会社が現地の金融機関や資本市場からの資金調達を行う可能性が高い。今回実施したインタビューでも、ベトナムに進出しているノンバンクは、現時点では現地子会社の資本金により必要な資金を賄っているが、今後さらに与信残高が拡大した場合は現地の資本市場等からの外部調達を行う可能性という発言があった。消費者金融、販売金融等を行うノンバンクでは、ベトナムの資本市場において社債等による調達の可能性が高いと考えられる。

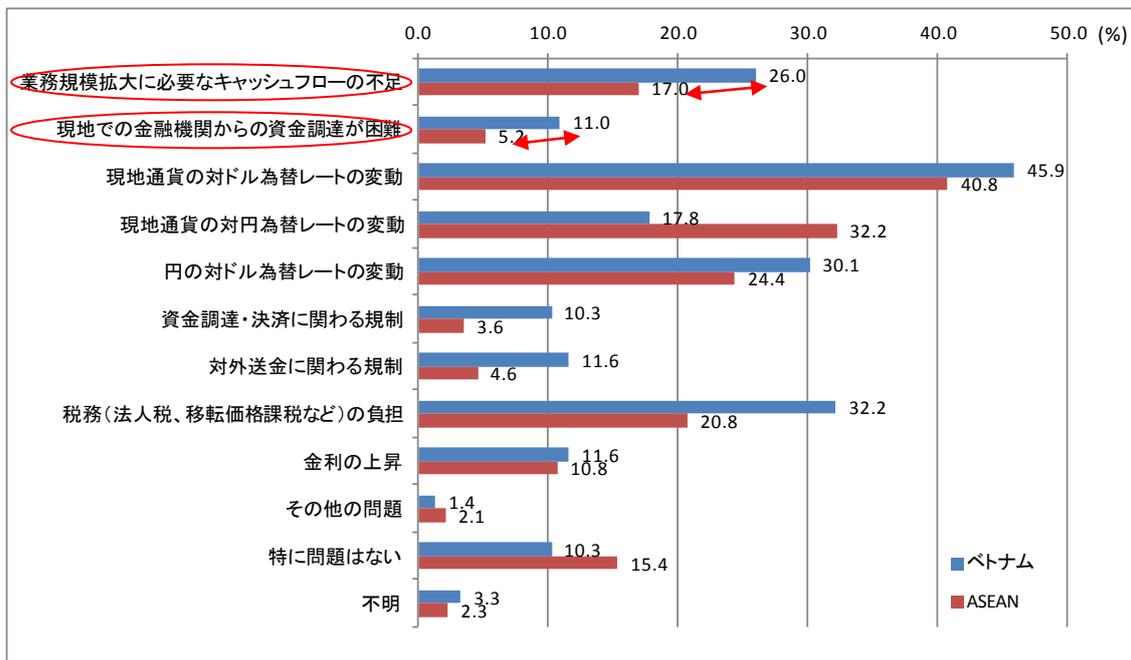
また、現地子会社において短期的に手元資金が不足する場合、現地通貨での資金調達ニーズが発生すると考えられる。ベトナムでは現在社会資本が積極的に整備されてきており、それに関連する日本企業が進出している。インフラ関連事業では受注規模が大型であるが、受注が少ない時期には手元の資金が少なくなり、それを埋め合わせるような資金ニーズが発生する。企業インタビューでも、そのような短期的な資金不足を満たすため、現地の金融機関から借入したケースがあった。このような企業は、ベトナムにおいてCP市場が整備された場合には、調達を行う可能性があると考えられる。

⁸ ベトナム現地の事業者でも、グローバルな外資系事業者の場合は国際通貨による決済が可能で、必ずしも現地通貨での決済の必要はない場合もある。

4) 現地での資金調達についての問題点

前述の日本貿易振興機構「在アジア・オセアニア日系企業活動実態調査(2011年度調査)」においては、ベトナム進出企業に対し財務・金融・為替面での問題点をたずねている。「業務規模拡大に必要なキャッシュフローの不足」、「現地での金融機関からの資金調達が困難」については、ベトナムがASEAN全体を上回り、それぞれ26.0%、11.0%となっている。ベトナムは、ASEANの中でも資金調達の環境が悪いため、ベトナム資本市場の改善・整備を求める要請は相対的に大きいと考えられる。

図表 1-4 財務・金融・為替面での問題点



出所: 日本貿易振興機構「在アジア・オセアニア日系企業活動実態調査(2011年度調査)」をもとに作成

3. 日系金融機関の進出動向と課題

1) 日系金融機関の進出動向

主要な日系金融機関は既に何らかの形でベトナムに進出している。しかしながら、100%出資のケースはまだ稀であり、生命保険およびノンバンクを除くと、大半が現地企業への一部出資、または駐在員事務所にとどまっているのが現状である。ノンバンクについては、100%出資現地法人がSBVによるファイナンス会社免許を取得して現地顧客向けにローンや割賦を提供するなど、既にリテール事業に進出している例もある。また、生命保険では、第一生命がかつての国有生保を100%買収し、第一生命ベトナムとして開業している。

特に銀行業や証券業においては、現地金融機関に対する10~20%程度の出資を行っているケースが多くみられている。このような場合、日系金融機関から現地金融機関に対して直接人員を

投入するかどうかや、現地金融機関に対するコントロール・業務上のコワークをどのように行うかについて、さまざまな判断や試行が求められ、各社共通の課題である。

図表 1-5 日系金融機関の進出動向

分野	金融機関名	進出形態
銀行	みずほコーポレート銀行	外国銀行支店(ハノイ支店、ホーチミン支店)、Vietcombank への 15.0%出資(2012年3月)
	三井住友銀行	外国銀行支店(ホーチミン支店、ハノイ支店)、Eximbank への 15.0%出資(2007年)
	三菱東京 UFJ 銀行	外国銀行支店(ハノイ支店、ホーチミン支店)
損害保険	損害保険ジャパン	United Insurance Company of Vietnam 社への 49.0%出資(2010年に比率上げ)、駐在員事務所
	日本興亜損害保険	駐在員事務所
	東京海上日動火災保険	Bao Viet 社と合弁によりベトナム国際保険合弁会社(VIA)を設立(1996年)
	三井住友海上火災保険	100%出資の MSIG インシュアランスベトナムを設立(2009年営業開始)
	あいおいニッセイ同和損害保険	駐在員事務所
生命保険	第一生命保険	現地のバオミン CMG 社を買収し、100%出資の第一生命ベトナムへ改称(2007年)
	住友生命保険	駐在員事務所(2009年アグリバンクと合弁設立で合意するが、2011年に撤回し駐在員事務所設置)
証券	SMBC 日興証券	ペトロベトナム証券への 14.9%出資(2011年)
	大和証券グループ	Saigon 証券への 10.0%出資(2007-08年)、駐在員事務所(2007年に再進出)
	野村証券	駐在員事務所(2006年に SSC より認可を取得)
	SBI 証券	Tien Phong Commercial Joint Stock Bank への 20.0%出資(2009年)、駐在員事務所(2010年)
ノンバンク	トヨタファイナンシャルサービス	100%出資により現地法人設立(2008年)
	ジャックス	100%出資により現地法人設立(2010年)
	イオンクレジットサービス	小売業免許にて 100%出資により現地法人設立(2008年)

出所:SBV および各社のプレスリリース、ディスクロージャー誌、ウェブページ等をもとに作成

2) 銀行

銀行業においては、日系の大手銀行はハノイおよびホーチミンにそれぞれ支店を設置しており、

現地日系企業への融資を中心としながら、非日系企業の開拓を行なっている。なお、現地通貨建ての融資やデリバティブについては、取扱いがごく一部にとどまっている。また、現地むけのリテール業務についてはほぼ実施されていない状況にある。

一方で、日系銀行は自らの展開とともに、現地銀行に対する出資も行なっている。例えば、三井住友銀行は Eximbank⁹への 15.0%出資(2007 年)、みずほコーポレート銀行は Vietcombank への 15.0%出資(2012 年 3 月までに)出資完了予定)を行なっている。そして、主として、出資先現地銀行の営業網を活用し、取引先である日本企業のベトナムにおける事業展開支援や、リテール金融分野等での協働を目指しているが、これまでは金融危機等の影響もあり本格化しておらず、今後の課題である。

3) 保険

損害保険業においては、すでに 1990 年代から日系損害保険会社と現地金融機関との合弁会社が設立され、現地に進出している日系企業向けに火災保険と海上保険を中心に提供していた。

そのような中、三井住友海上火災保険は 1997 年よりベトナム大手国営損保であるバオミン保険会社や損保ジャパンとの合弁で設立していた United Insurance Company of Vietnam 社から資本を引き上げ、ベトナムにおける損害保険事業の拡大を更に加速するため、2008 年に 100%出資の現地法人である MSIG インシュアランスベトナムを設立し、2009 年より営業を開始している。

生命保険業においては、第一生命保険が 2007 年に現地の保険会社であるバオミン CMG 社を買収する形で 100%出資形態での進出を果たしている。一方で、住友生命保険のように、高インフレの継続などを理由に現地アグリバンクとの合弁を実現前に撤回するような例も出てきている。

4) 証券

証券業においては、駐在員事務所の設置や現地証券会社への出資など、各社各様の進出形態となっている。

例えば、SMBC 日興証券では、現地のペトロベトナム証券に対して 14.9%の出資を行なっている。その理由としては、ペトロベトナム証券の業務展開サポートするとともに、ペトロベトナム及び同社グループ企業の海外からの資金調達支援や相互顧客の海外進出支援等が挙げられている。

5) ノンバンク

日系ノンバンクの場合、ベトナムにおける進出形態は二通りある。SBV 監督下でファイナンス会社免許を取得している例(トヨタファイナンシャルサービス、ジャックス)と、ベトナム工商省監督下で小売業免許を取得している例(イオンクレジットサービス)とである。

前者の場合、用途不特定のローンも提供できるが、後者の場合、「販売に付随する行為」として

⁹ベトナム・エクスポート・インポート・コマーシャル・ジョイント・ストック・バンク
(Vietnam Export Import Commercial Joint Stock Bank)

の「割賦」の提供に留まる。

VIII. ベトナムに対する支援の方向

1. 関連するベトナム当局・資本市場機関の意向

現地訪問に際して、MOF、SSC、SBV の各当局並びに HOSE、HNX、VSD の各資本市場機関の意向を聴取したところ、以下のような希望が各当局・機関より挙げられた：

図表 VIII-1 各当局・市場機関の意向

当局・機関	依頼された項目	依頼内容
MOF	①信用格付機関の整備	国内信用格付機関の設立時期としては、最速で 2013 年を目標としており、その場合、社債市場法案は 2012 年内に整備する必要がある(調査時草案作成中)。
	②プロダクト開発	具体的には、5 年を超える中期債や、ゼロクーポン債、指数連動債(例：インフレ率連動債)などが挙げられる。先物やデリバティブについても必要と考えるが、これらは SSC の管轄である。また、投信や証券化商品等の開発に不可欠な信託法整備も是非織り込んで欲しい。
SSC	①信託法の整備	法務省が一次的な管轄となってしまうため、形式上は、新たな金融商品の検討というテーマを支援の主目的にした上で、信託法整備をその中に織り込む形にして欲しい。
	②デリバティブ市場の整備	2012 年内をめどに法案を完成させる予定なので、これに対するコメントをもらいたい。更に(当局者・関係者の)能力向上、IFRS を見据えた会計基準整備、税制、デリバティブ市場に対する SSC によるモニタリング手法確立、等も課題。
	③証券会社の評価	証券会社の評価を行うための法的な枠組み整備。リスクマネジメントの実施状況など、いくつかの基準で評価し、その高低に応じていくつかのグループに分類するような制度を検討したい。
	④ネットワーク基盤の整備	証券取引関連ネットワーク基盤を整備し、将来的には ASEAN 各国の証券取引所と接続していくことも考える。証券決済システムの相互連携や技術統合といったことも視野に入る。
	⑤コーポレートガバナンス	上場会社や証券会社を対象に、「スコアカード」を導入したい。タイやインドネシア、フィリピンなどの国でもすでに行われている手法で、コーポレートガバナンスの実施状況をもとに、第三者機関が評点をつけるもの。
SBV	イールドカーブの計算方法を教えてもらいたい。	
HOSE	①取引所の統合	MOF 主導により、2 つの取引所を統合しようという方針が出ているが、政治的な問題もあるため、すぐに TA が必要というわけではない。
	②市場参加者の充実	資本市場の充実のためにホールセールビジネスや機関投資家を育てる必要がある。ファンド運営者には預かった他人の資金を運用するにあたっての受託者責任を根付かせる必要もある。信頼性、能力といったものを開示していくことも必要。
	③商品の充実	充実すべき商品は、デリバティブ(指数先物や指数オプション)、ETF、セクター別指数等が挙げられる。現在、市場銘柄のセクター分類も整理はされておらず、まずこれから取組まなければならない。
	④市場情報ビジネスの立ち上げ	取引所に集約されている市場情報や企業の開示情報を収益化していく情報ビジネスの立ち上げを考えたい。
HNX	①ファンド(含ETF)	ETF 発行制度の法的な枠組みができることを前提に、取引システムやマーケットメイク、指定参加者(Authorized Participant)といった諸制度について準備する必要がある。

当局・機関	依頼された項目	依頼内容
	②株式指数先物	HNX では、2012 年 6 月をめどに新しい指数をリリースする予定であり、将来的、この指数を対象とした先物を整備したい。これまで非公式ベースで TSE と担当者ベースで議論しており、非常に役に立っている。
	③債券先物	(ASEAN 事務局による ABMI 傘下 TA のフェーズ 5 のテーマであり、継続依頼する方向性があったため)フェーズ 6 についてどのような要望を出しているのか、SSC と確認する必要がある(が希望はある)。
	④IT システムのリスクマネジメント	KRX の IT システムを取り入れることになっているが、これは取引システム中心で、企業情報の開示システムや、債券のオークションシステム、データベース等は旧来の独自のものを使用していく。したがって、システムが複雑に統合されていることにリスクがあるため、どうマネジメントするかについて、支援を受けたい。BCP やシステム統合の観点も考えられる。
	⑤コーポレートガバナンス	取引所として上場企業に対して助言や評価をしたり、一定の基準を設けたりするためのガイドラインやベンチマークも必要であり、こうした項目に関して海外のベストプラクティスを紹介してもらいたい。
VSD	①CCP の整備	CCP については、ちょうど調査を開始したところである。これからより詳しく調査していかなければならない。
	②デリバティブ市場の整備	債券デリバティブと株式デリバティブの両方、VSD にとっては、ビジネスの方向性、取扱いのキャパシティや現実性について検討していかなければならず、さまざまな支援を受けたい。TA はいきなりオペレーションに踏み込むのではなく、当初は政策的なことが中心になるであろう。そこで、SSC や VSD の役割といったものから整備していかなければならない。
	③証券貸借(SBL)の整備	SBL のビジネスモデルを研究していきたい。現状は、上場企業の株主名簿は VSD に完全に登録されているようになっており、これが法的な権利を示す。そこには、どの株主がどれだけの数量の株式を保有しているかが記録されている。一方で、株主から証券会社を通して VSD に株券が預託されると、預託口座でその管理がなされるようになる。
	④国債の決済システム	決済銀行が SBV になることも視野に入れて、ベトナム国債の決済システムの検討が必要。JGB をモデルケースとして、その決済システムやメカニズム、オペレーションについてスタディしておきたい。
	⑤トレーニング	CCP や SBL、デリバティブなど、我々にとって初めてのものばかりであり、トレーニング基盤を整備していく必要がある。市場参加者だけでなく、規制監督当局の担当者に関しても必要なものであろう。例えば、1~2 週間の時間をとり、日本やその他の国に視察に行くのも有用であろう。また、日本やその他の国から講師を招いた研修なども考えられる。

出所:各者へのヒアリングを基に作成

このように、関係各者の意向は、非常に多岐にわたり、幅広い。そこで、NRI は、上記意向を整理集約した上で、現地訪問最終日に、再度、MOF および SSC と会談した。この内容について次項で述べる。

2. ニーズとベトナム当局の意向を踏まえた支援メニュー案

NRI は、前項で記載したベトナム当局の意向聴取結果に加えて、現地進出日系金融機関ヒアリング等も行った後、現地訪問最終日に、MOF および SSC と更にラップアップの打合せをした。その際に、提示し、意見集約した内容を以下に示す。

図表 VIII-2 日本からの支援が望まれる分野

課題	支援範囲	主たるカウンターパート
資本市場のプラットフォームないし制度改善	1. 証券会社経営の質向上に向けた評価制度の導入および改善	SSC
	2. 信頼に足る国内格付け機関の創設	MOF
	3. VGB 先物および VGB 現物等の取引を支える CCP の創設	MOF・SSC・VSD・SBV
機関投資家基盤の拡充	4. ファンド運用会社の品質向上と信頼される機関投資家層育成	MOF・SSC
	5. 機関投資家層拡充に貢献する新たな投資商品の開発	MOF・SSC・HNX・HOSE
その他の重要な商品開発ないし商品性向上	6. デリバティブ商品	MOF・SSC・HNX・HOSE・VSD
	7. VGB 市場活性化・商品性多様化	MOF

出所:NRI 作成の上、MOF・SSC 担当者と協議したメモの日本語訳

なお、現地調査の過程では、特に民間事業者(国内系・日系共)を中心に、「上場・公開企業のガバナンス強化」および「投資家層の拡充(外人投資家の持ち株比率緩和、浮動株比率の向上等)」についても指摘が多かったが、これらの課題については、①長期持続的努力が必要なこと、②資本市場監督当局だけの管轄に留まらないこと、等を主たる理由として、支援依頼事項からは取り下げられた。加えて、上場・公開企業のガバナンス強化については、現在、IFC (International Finance Corporation) が支援を行っているとの情報もあり、重複回避の点からも避けるべきとの判断がされた。

以下、支援依頼の背景について個別に補足する。

1) 証券会社経営の質向上に向けた評価制度の導入および改善

ベトナムでは既存の証券会社数が 100 を越え、供給過多の状態にあり、事実上、営業が行えて

いない休眠状態に近い会社もあれば、自己売買の損失が膨らみ、財務上破綻に近い会社もあるのではないかと懸念されている。こうした中で、当局は、既存証券会社の検査制度を確立し、持続可能性をも評価しつつ、業界の再編統合を促進したいと考えている様子である。

SSC が期待する支援内容には、評価ないし検査に用いる項目および基準などの設定などが含まれる(図表 VIII-1 SSC②参照)。

2) 信頼に足る国内格付け機関の創設

現在、ベトナム国内で自称「信用格付け機関」は存在するが、社債市場参加者から信頼される信用格付け機関は存在しない。国内企業が起債した際には、自称国内格付け機関から取得した「格付け」なるものが開示されている例もあるが、投資家が信頼していないため、格付けとして機能していない。他方、国際格付け機関から格付けを取得している例も皆無ではないが、ソブリン格付けが低い(B-など)こと、格付け費用がベトナムの多くの企業にとって高額であること、そもそも国際格付け機関の事務所がベトナム国内に設置されていない、等から、すべての企業が国際格付け機関を利用する環境にはない。

しかも、格付け機関は、政府が発行する債券の格付けも行うことから、政府が出資すべきではない企業領域の一つである一方で、ノウハウおよびデータの蓄積を要する難易度の高いビジネスモデルであることから、設立が容易ではない。

ベトナム政府は、VBMA (Vietnam Bond Market Association) に対して、民間ベースで格付け機関を設立するように依頼し、現在、VBMA (Vietnam Bond Market Association) はアジア域内で活躍する格付け機関の幾つかに、合弁でベトナム国内格付け機関を設立するための協議を進めているという。したがって、残る未着手の課題は、格付け機関の根拠法規である。

ベトナムでは、すべての事業が監督当局の免許を要することから、格付け機関については MOF が免許基準を制定することが前提とされるが、周辺諸国の制度現状の分析を踏まえたベトナムに適した免許基準のあり方の提示などが必要と NRI では考える。

3) VGB 先物および VGB 現物等の取引を支える CCP の創設

現在、VGB の現物は、ほぼ 100%VSD に預託されて、取引所での取引が原則とされているが、決済に際して利用される「支払銀行」が BIDV という商業銀行に指定されている。これを、現在、SBV が「支払銀行」となるべく VSD と SBV が協議中であるが、両者による決済は、RTGS で行うことを想定している。現在は国債取引が不活発なために、RTGS でも何ら問題は生じないが、仮に将来、国債取引が活発化するとすると、決済コストを軽減するために別途 CCP を創設する必要が発生し得る。

また、VGB 先物を導入するには、証拠金の管理を含めた CCP の存在は不可欠である。そこで、これらの目的に合致する CCP の機能を VSD が担うことを前提とした技術協力が望まれている(図表 VIII-1 VSD①参照)。

4) ファンド運用会社の品質向上と信頼される機関投資家層育成

ベトナムでは、のべ百万人が証券会社口座を保有し、そのほとんどが個人投資家であるという点において、他の ASEAN 諸国と比べても個人投資家のプレゼンスが際立つ。その副作用として、投資信託に代表される機関投資家層が育成されておらず、株式市場の価格形成がいびつであるといった課題が目につく状況が続いている。首相決定 252 でも、外国人投資家を含めた機関投資家層のベトナム市場におけるプレゼンス向上を期待する項目が多く列挙されており、当局でも問題意識は高い。支援範囲の 4 と 5 は、この課題を解決する策として期待できる。

まず、ファンド運用会社の品質向上策としては、ファンドの実績開示の徹底並びに実績開示手段の整備が必要とされる。たとえば日本においても、「グローバル投資パフォーマンス基準(GIPS)」¹⁰が、業界関係者には知られている。また、日本の投資信託の基準価額の算出方法は、個別商品の価格算出方法に至るまで、投資信託協会が詳細に定めており、公募投資信託においては遵守することが求められている。ベトナムにおいてもこのような投資パフォーマンス基準の周知並びに必要な応じた規制導入などが必要ではないか、そうでなければ投資家がファンドの実績も評価できず、ひいてはファンド運用会社が投資家の信頼を得ることもできないのではないかと、という問題提起が HOSE からも挙げられている(図表 VIII-1 HOSE②参照)。

5) 機関投資家層拡充に貢献する新たな投資商品の開発

ベトナムでは現在、公募オープン型投資信託が存在せず、ファンド運用会社のプレゼンスが低い。免許を受けたファンド運用会社の数は極めて多いが、実際に営業を営んでいる数は、実際に営業できている証券会社よりも少ないであろうと危惧される。加えて、営業できている運用会社の多くは未公開株ファンドの設定および外国人投資家への販売を主たる業務としており、国内証券取引所に上場する株式の運用を中心に営むファンドは更に少ない。

現在、一般個人が購入することを想定したファンドとしては、ホーチミン証券取引所に上場するクローズ・エンドのファンドが 5 銘柄存在するのみである。これらは、上場株式と同様の規則によって証券会社経由証券取引所で売買されている。2012年3月にこれら上場ファンドの一つであるVF1は、「オープン・エンド型ファンドとなる」方針を発表した¹¹。この方針は、2011年に制定された財政省通達(Circular 183/2011/TT-BTC)によって、初めてオープン・エンド型ファンドが規定されたことを受けている。

しかし、信託法もファンド会社法も整備されていない中で、オープン・エンド型ファンドを設定したところで、真に受益者の権利を保護できるか疑わしい。

更には、証券化スキームについてのニーズも高まっているが、これについても信託法も SPC 法

¹⁰ 日本証券アナリスト協会ウェブサイト <http://www.saa.or.jp/investment/gips.html>などを参照。

¹¹ VF1 年次報告書

http://vinafund.com/uploads/Bao-cao-thuong-nien/2012/VF1_Annual%20Report%202011.pdf
(2012年3月28日確認)

も無い中で機動的な証券化ができないことが資本市場参加者から指摘されて久しい。たとえば、ASEAN 事務局に提供された技術協力フェーズ 4 の一環で 2008 年から 2009 年に掛けて、ベトナムにおける証券化債券発行可能性についての検討がなされたが、数ある課題の中で、信託法ないし SPC 法が整備されていないことがボトルネックの一つとして指摘されている。

こうしたことから、信託法の整備をも視野に入れた支援が求められている(図表 VIII-1 MOF②および SSC①参照)。

6) デリバティブ商品

ベトナム資本市場においては上場デリバティブ商品が存在しないが、先に述べたとおり、株式指数先物および VGB 先物の導入は検討が始まっている。本項目は、具体的な商品性の検討や取引システムの検討等を想定したものである。

7) VGB 市場活性化・商品性多様化

ベトナムにおいては、乱高下するインフレ率および為替レートを背景に、この 2~3 年、5 年以上の自国通貨建て長期政府債発行が困難な状況にある。(米ドル建て政府債を国内で発行した例はある。)

こうした環境を背景に、MOF は、政府債(VGB)市場の活性化と商品性の多様化が必要であるという強い問題意識を持っており、依頼してきたものである。

3. 他のドナーによる支援動向

ベトナムでは国際機関を含む多数のドナーが、金融ないし資本市場に関する多様な支援を提供している。そこで、重複を回避するために、国際協力機構が作成した”Financial Sector Assistance Projects /Partnerships in Vietnam: Financial Sector Development Donor/Partnership - Working Group - Projects/Engagements”を参照し、資本市場に関する支援の動向を確認した。その結果、まず、他のドナーによる支援のほとんどが、銀行業界ないしマイクロファイナンス業界を範囲として、SBV ないし大手銀行・金融機関を主たるカウンターパートとしているものであることが判明した。資本市場についての支援としては、SSC をカウンターパートとしたトレーニングを含めても、10 件である。その概要を引用・和訳したものに他の公表資料からの情報を追加したのが次ページの表である。

これを見ると、今回掲げた 7 件の支援範囲と重複可能性があるのは、2014 年に完了予定という GIZ の資本市場支援のみである。これについては、金融庁が支援受入意向を確認する時点で、GIZ の支援について確認することで重複が回避できよう。なお、ASEAN 事務局による債券市場育成は、日本の財務省がスポンサーとなり、ASEAN 事務局がベトナム政府に対して債券市場育成を推進するための技術協力を提供してきたものであり、2012年に完了した第5フェーズでは、債券デリバティブも研究課題として挙げられているが、まさにその成果を受けて、次の段階としての

VGB 先物を含むデリバティブ商品の開発に関するテーマが挙げられている。したがって、重複するものではない。

本件調査の過程で打合せを実施した MOF、SSC、SBV および関係各機関の担当は、それぞれが現在受けている支援についても把握した上で重複しない分野についての依頼を出してきていることが改めて確認された。

VIII-3 他のドナーによる資本市場関連支援の動向

タスク	支援種類	ドナー	開始時期	終了時期
資本市場発展 (証券市場取引監視システムおよび情報開示システム構築 ¹²)	IT システム構築	ルクセンブルグ政府 (LuxDev)	2008	(継続中)
資本市場発展: 債券取引所、新債券商品、中銀経由決済)	不明	GIZ	2004/05	2014
MOF 向け社債市場の支援 (債券市場育成 ¹³)	技術協力	ASEAN 事務局	2004	2012 (第 5 フェーズ)
地方債発行および発展のための網羅的アセスメント	不明	USTDA	2004	
SSC 機関内トレーナーの研修支援	研修	スイス (SECO)	2007	2012
金融セクター深化プログラム (1)政府債市場発展戦略実行行程表作成(2)独立監査法施行ガイドライン策定(3)ハノイ証取倫理規定策定(4)IOSCO 規程の自己評価(5)VSD リスク軽減に向けた調査(6)保険監督局支援(7)会計監査局能力向上	ローンおよび技術協力	アジア開発銀行	2011 年 11 月	2012 年 12 月
証券市場発展に向けた法的枠組み向上支援および SSC と証券会社能力向上、投資家および一般教育	不明	USAID	2010 年 10 月	不明
債券市場倫理規定、バックオフィスマニュアル等の作成およびトレーニング等の VBMA 支援	不明	IFC	2008	2013
債券市場・マネーマーケット・証券市場等の発展支援	融資および能力向上	アジア開発銀行	不明	2010 年
VSD のリスク管理能力および手続強化によるシステム安定性向上	アド・ハイス、研修、ワークショップ	アジア開発銀行	不明	不明

出所: 国際協力機構 ”Financial Sector Assistance Projects /Partnerships in Vietnam: Financial Sector Development Donor/Partnership - Working Group - Projects/Engagements”より抜粋・加筆

4. 技術協力を実行する際のコンテンツ例

¹² ルクセンブルグ開発機構 (LuxDev) 公示資料より。

¹³ ASEAN 事務局公示資料より。なお JICA 資料に「NRI (Japan)」とあるのは ASEAN 事務局採用コンサルタントである。

たとえば、「証券会社経営の質向上に向けた評価制度の導入および改善」というテーマで技術協力を実行する際に考えられるコンテンツの例を以下に示す。

なお、すべてのアウトプット並びに経過資料は英語で作成され、ベトナム政府職員および関係者との打合せに活用されることを前提としている。

アウトプット:

- ベトナムの証券会社免許制度および評価制度の課題
- 主要国・周辺国における証券会社許認可制度および評価制度の分析
- ベトナムで必要な許認可制度および評価制度の案
 - 許認可の枠組み・基準
 - 評価の枠組み・基準
 - 継続評価(検査)の方法

進め方:

- 現地訪問:各 2 週間、計 3~4 回程度を 10 カ月間程度で実施。
- 行動計画概要:
 - 国内準備作業: 初回訪問受入依頼、資料作成
 - 初回訪問: 問題意識の確認、現状についての情報更新、主要国・周辺国の事例紹介
 - 国内作業: ベトナムの課題分析、第 2 回訪問時持参資料作成
 - 第 2 回訪問: ベトナムの課題分析の提示・議論(ワークショップ)、改善策の初期草案作成
 - 国内作業: 許認可・評価制度案の作成、ワークショップ資料作成、最終報告書案作成
 - 第 3 回訪問: 許認可・評価制度案の提示、業界団体向けワークショップ、現地政府向け最終報告書案提示
 - 国内作業: 最終報告書案改訂
 - 第 4 回訪問: 最終報告書改訂版提出、次フェーズに向けた依頼内容議論
 - 国内作業: 最終報告書および行動報告書(日本語)作成、提出

たとえば、以下のようなスケジュールでの実施が可能と考えられる。

月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月
現地										
国内										

実際には、現地祝祭日を含む諸日程との調整が必要であるため、日本の財政年度との兼ね合いを考えると早期の開始が望ましい。

5. ベトナムに対して技術協力を提供する際の留意点

ベトナム政府は、世銀、IFC、アジア開発銀行といった国際機関に加えて、日本、米国、ドイツ、フランス、ベルギー、韓国等の二国間協力をも数多く受けており、「支援慣れ」しているのみならずしたたかである。たとえ無償の技術協力であっても、役に立たないと判断した「技術協力」については継続を断ることもある。他方、重要課題については、敢えて複数国のコンサルタントの意見を求めた上で自国にとっては何が最適か見極めようとする。

従って、日本政府が技術協力をする上でも、真にベトナム資本市場の改善に貢献する内容を提供することを徹底する必要がある。過去、日本から二国間協力の枠組みで実施された技術協力の中には、「日本政府向け報告書提出」に終わった例や、一般的・一方的な指摘事項の羅列に終わり相手国から「支援」とみなされていなかった例も垣間見られた。他方、せっかく、対象国からは高い評価を得られた技術協力も「研修費用」として予算計上されていたがために、「研修ならばコンサルタントを雇用する必要がないであろう」として「事業仕分け」の結果、途絶えてしまった例もある。

今後、このような事態を避けるために留意すべき点をいくつか挙げる。

1. 技術協力推進上の留意点

- ▶ カウンターパートからの情報収集は、「最新情報の更新」に留める:MOF も SSC も政府職員は(現地基準でいえば)多忙を極める。公開情報は外部から入手した上で最低限の確認作業を依頼する程度にとどめる。
- ▶ カウンターパート主力メンバーとのワークショップの場を多く設ける:コンサルタントからのインプットに加えて自由な質疑応答を重ねることで疑問点を解消し理解を深められることが(セミナーや論文提供と異なる)技術協力の付加価値である。
- ▶ 相手国向け成果物の作成を最優先する:技術協力提供者に対する報告(日本語)は「行動報告」に留め、相手国向け成果物(英語)の作成を最優先とすることが時間的にも費用的にも効率的である。
- ▶ 「技術協力」を「セミナー」だけに終わらせない:必要性と要請により、技術協力の過程で法規制案の草案を作成し提供することもあれば、債務管理プログラム等のツールを作成して提供することもある。予算と時間が合えば、決済システムや取引システム等のITシステムを借款等の形で供与することもあり得る。セミナーを行う技術協力も多いが、決してセミナーだけがコンテンツだけではないという理解が必要である。

2. 改善策などを提示する際の留意点

- ▶ 相手国の現状を踏まえた時間軸および行動計画を含む行動計画まで提示する:かつ

て日本でも「日本版ビッグバン」として行程表まで示した金融資本市場改革案を国内外に示して高い評価を得たように、改善策には時間軸と行動計画が含まれれば実効性が高まり、信頼も得られる。

- 周辺国を含むベンチマークを最低限 3 つ程度は用意する: 日本だけをベンチマークとした提言は信頼性に欠ける。仮に、日本が最適なベンチマークだとしてもそのことを示すためにも欧米なり周辺国なりとの比較も示す。

以上