

成長が期待されるベトナムのリテール金融ビジネス

門前 太作

■ 要 約 ■

1. ベトナムは若年層を中心とする低廉で均質かつ豊富な労働力、勤勉とされる国民性を有する国であり、今後、マクロ経済を安定化させ、高付加価値経済へと移行する過程で均等成長を達成できれば、巨大な中間層が形成される可能性を秘めている。
2. 現状は、一人当たり GDP が 1 千ドルを突破した程度であり、所得水準は依然として ASEAN 加盟国の中では最も低い。しかし、若年層主体の人口構成、今後の急速な経済成長に伴う所得増加によって、金融サービスへのニーズ、ひいてはリスク資産へのシフトが今後加速するシナリオは十分考え得る。
3. 経済成長によって続々と登場する若い中間層を対象とするリテールバンキングが拡大し始めている。ベトナムでは、銀行口座を保有する人口の割合が現状では 20% 以下と国民への浸透率はまだ低く、今後リテールバンキングが拡大する余地は大きい。各行とも、手数料収入が見込めるトランザクションバンキング等を強化しており、特に IT に慣れ親しんでいる若年層を中心とするインターネット・モバイルバンキングへのニーズを取り込もうとしている。
4. 投資家数の規模は、2006 年末には口座数が 10 万以上あったが、2007 年の WTO 加盟後に急増し、現在は 100 万口座を突破した。だが現状は、株式市場が低迷する中で 14% 程度の金利が付く銀行預金を上回る程のリターンが見込めないため、個人投資家は株式市場から遠ざかっている状況である。また、ベトナムでは個人投資家が株式売買の大部分を占め、多くが投機目的で短期売買を行なうために、市場のボラティリティが高くなる傾向にある。
5. 同国の金融資本市場のさらなる発展には、資金だけでなく人材や経営ノウハウの提供といった援助も期待される海外のプレイヤーが果たす役割が非常に大きいと考えられる。

はじめに

ベトナムは 1960~70 年代に経験したベトナム戦争後に世界から孤立し、その後は第三次インドシナ戦争を経て、80 年代中盤に至るまで長期の経済停滞に直面した。しかし、

80年代後半に開始されたドイモイ（刷新）政策を契機に本格的な市場経済を志向し、過去20年間は高い経済成長を維持している。また、インドシナ半島における「チャイナプラス・ワン」として、グローバル企業にとって同国の戦略的重要性はますます高まっている。

欧州債務危機を背景に「安全な逃避先」を求める投資家は、今まで積極的に投資してきた新興国から資金を引上げ始めており、これを受けて新興国はインフレ抑制を目標とする金融引締めから景気対策としての金融緩和の方向へと政策の舵を切った。ベトナムも例外ではなく、今後は海外からの投資資金を呼び戻すためにマクロ経済の安定化が急務となっている。

だが一方で、同国には若年層を中心とする低廉で均質かつ豊富な労働力、勤勉とされる国民性などの点で競争優位性があり、今後、高付加価値経済への移行過程で均等成長を達成できれば、巨大な中間層が形成される可能性を秘めている。そして、これらの新たな中間層の登場によって、リテール金融のビジネスチャンスも大きく広がっていくだろう。

そこで本稿では、今後は生産拠点としてだけでなく消費市場としても成長が期待されるベトナムに焦点を当てながら、同国のリテール金融ビジネスを取巻く現状を整理してみたい。

ベトナム経済の概観

1. マクロ経済構造

ベトナムはインドシナ半島に位置する南北に細長い弓形の国家である。人口は約87百万人とインドネシアよりは小さいが、タイやマレーシアよりは大きく、国民の平均年齢は27歳前後と若い。主要産業は依然として農業だが、対外開放の進展とともに衣料等の軽

図表1 ベトナム・スナップショット

人口	約87百万人(世界第13位、生産年齢人口46百万人、平均年齢30歳以下)
面積	約33万km ² (日本の9割)
首都	ハノイ(人口約650万人)
言語/宗教	ベトナム語/仏教(80%)、カトリック、カオダイ教 他
主要産業/主要輸出品	農林水産業、鉱業、軽工業/原油、米、コーヒー、衣類、海産物
民族	キン族(越人)、他に53の少数民族
為替レート	1円=約262 Dong(2011年8月1日時点)
政治体制	社会主義共和国(グエン・ミン・チェット大統領が2006年に就任)
名目GDP(2009年)	約1,030億ドル(日本円換算で約8兆円。日本の名目GDPの約1.6%)
長期ソブリン債格付け	S&P: BB-(negative)/Moody's: B1(negative)/Fitch: B+/stable

(出所) General Statistics Office, ADB, IMF, World Bank, 外務省ホームページより野村資本市場研究所作成

工業品における「世界の工場」としての地位を獲得しつつあり、特にメーカーは中国一極集中から生じるチャイナリスク分散化の観点からも、同国に対する関心を強めている。

1960～70年代にベトナム戦争を経験し、その後も中越戦争やカンボジア侵攻などの度重なる紛争で軍事費が高み、これが荒廃した国内経済に追い打ちをかけた。さらにソ連型の硬直的で非効率的な計画経済の下、生産性は低下して国際社会からも孤立した結果、ソ連からの経済援助なしでは経済が成り立たない程、ベトナムは経済的に困窮していった。

だがこの状況は、ソ連の援助が最期待できなくなっていた1986年にドイモイ（刷新）政策が開始されると一変し始める。社会主義型市場経済を標榜した政府は、市場経済システムを導入するだけでなく、ベトナム戦争後の国際社会からの孤立こそがその後の経済停滞の原因と考え、対外開放にも積極的に取り組んだ。その結果ベトナムは、低賃金を武器に国際分業のネットワークに入り込み、他のASEAN諸国と同様に高成長を謳歌していく。

1995年には、米国との国交が樹立した後にASEANへ加盟し、対外関係の改善とともに90年代は海外からの投資ブームに沸いた。アジア通貨危機の影響で外資が資金を上げた結果、一時的に成長率は5%以下に鈍化するが、2000年以降は再び成長路線の軌道に戻り、以降は年率7%以上の経済成長を達成している。そして2007年のWTO加盟により、金融業や流通業などにおける外資規制の段階的な撤廃にコミットし、積極的な外資誘致による国内産業の競争力強化と国営企業の民営化を通じた国内市場の活性化を図っている。

一方、ベトナムの最大の問題は不安定なマクロ経済である。インフレは今年も引き続き猛威を振るい、20%近くまで亢進している。そして、自国通貨に対する信認不足から、ドン安を見越して国民がドルと金を退蔵し、輸出企業も獲得したドルを保有し続けることでドルの流動性低下と通貨安を招き、これがインフレを助長するという悪循環も生じている。

さらに、国際収支は慢性的に経常赤字が続き、海外直接投資（FDI）による資金供給に大きく依存する脆弱な経済体質である。貿易赤字が常態化する理由の一つは、裾野産業が発達しておらず、需要の高い財の輸出を拡大するにも中間財の輸入がそれ以上に必要となる点が指摘されている¹。経常赤字は貯蓄投資ギャップがマイナスであることの裏返しでもあるが、IMFのデータによれば、他のASEAN諸国とは対照的に過去3年で民間部門の投資対GDP比率は漸減しており、直近の経常赤字の縮小がドン安による輸出拡大ではなく、むしろ投資対象としての同国の魅力が薄れてきている可能性も示唆していよう²。そしてもう一つの大きな課題は、同国のGDPの約4割を占めるとされる非効率な公的セクターの民営化が、遅々として進まぬ点であろう。2000年から本格的に始動した証券市場の規模はまだ小さく、今後も多くの有望な国営企業のIPOが待たれるところである。

以上のような事情を踏まえ、政府は2011年2月に「Resolution 11」を導入してマクロ経

¹ 例えば原油はベトナムの主要な輸出品だが、原油輸出を拡大するには精油所が不足しているためにインフラ関連財の輸入に頼らざるを得ないという事情がある。

² IMFのデータによると、実質実効為替レートでは2000年平均を100とした場合はドン高傾向となっている。

済安定化を最優先に掲げ、今までの成長路線から安定路線へと経済政策の軸足を移した³。

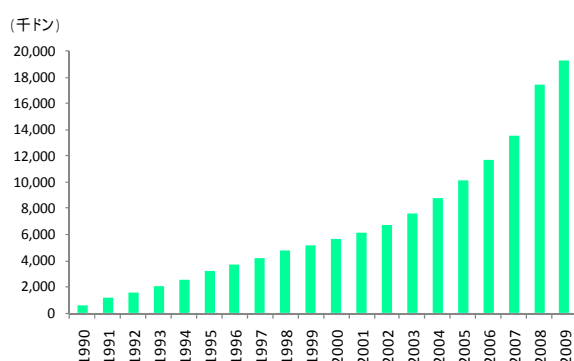
2. 中間層と個人金融資産の状況

ベトナムの一人当たり GDP は、過去 10 年間にわたり平均 6% (実質ベース) で成長しているが、WTO に加盟した翌年の 2008 年によろやく 1,700 万ドン (約 7 万円) を突破した程度である⁴ (図表 2)。同国の中間層の規模は現状で 700 万世帯程度とする推計もあり、この多くは大都市に偏在している可能性が高い⁵。中間層の規模は ASEAN の中では最も小さく、今後の成長は短期的にはマクロ経済の安定、そして中長期的にはインフラ整備を基盤とした労働生産性の向上による所得拡大にかかっているだろう。過去 20 年で見れば、労働人口に占める農業のシェアは低下してきてはいるものの、依然として労働者の大多数は都市の労働者と比べて所得が半分以下とされる地方の農民である⁶ (図表 3)。

ベトナムの主な輸出品は原油や縫製品、水産物や米などが中心であるため、昨今の資源ブームに沸くインドネシアやブラジル等の新興国とは状況が異なり、第一次産業に従事する地方労働者の収入が倍増しているというような状況は見られない。

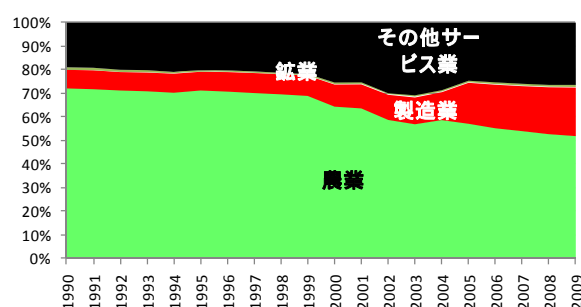
個人金融資産の内訳に関する公式の統計は存在しないが、現状は 1,000 ドル程度しかない一人当たり GDP に鑑みて、多くの国民には十分な証券投資余力はまだなく、ドンの価値下落を見越してドルや金による資産の退蔵が進んでいる可能性は高い。ただし、若年層中心の人口構成、今後の所得増加とマクロ経済の安定によって金融サービスへのニーズ、ひいてはリスク資産へのシフトが加速するシナリオは十分考え得る。

図表 2 1人当たり GDP



(出所) 世界銀行、アジア開発銀行の資料より野村資本市場研究所作成

図表 3 産業別労働分布



(出所) 世界銀行、アジア開発銀行の資料より野村資本市場研究所作成

³ Resolution 11 はマクロ経済安定化を達成するために 6 つの施策 (金融引締め、緊縮財政、貿易収支赤字削減、社会保障の充実、電力価格の引上げおよび市場原理に基づく原油価格の決定、政策の宣伝効果の改善) から構成される。具体的には、(1) ローン成長率を 20% 以内に抑制、(2) M2 マネーサプライ (現金+国内銀行預金) の成長率を 15% ~ 16% に抑制、(3) 不動産および市場性有価証券への投資に使用されるローン残高を 2011 年末までに 16% に抑制、(4) ある特定の「不必要な」輸入品に対する外貨建ての貸付および金の輸入を抑制、(5) 財政赤字を GDP の 5% 以下に抑制、を目標とする。

⁴ IMF の推計では 2012 年の一人当たり GDP は 1,422 ドルである。同国はまだ日本の戦後直後から 1950 年前後の発展段階に位置するイメージであろう。

⁵ McKinsey&Company, "Growing up fast: Vietnam discovers the consumer society", McKinseyQuarterly, August 2010

⁶ 詳細は以下を参照 http://www.bwtp.org/files/MF_Industry_Report_Vietnam_ELECTRONIC.pdf

ベトナムのリテール金融ビジネス

1. 銀行セクター

1) 市場構造

同国の金融システムの中心的存在である銀行セクターは誕生して約 20 年と歴史が浅い。ドイモイ政策開始後の 1990 年に、中央銀行が商業銀行機能を兼ねるモノバンク・システムが解体し、4 大営商業銀行のベトナム農業農村開発銀行（以下、アグリバンク）、ベトナム投資開発銀行、ベトナム外商銀行、ベトナム工商銀行が設立された⁷。だが、これらの国営銀行の経営効率性は改善せず、政府は民営化を決定し、2000 年以降はオーナーシップを分散させてガバナンスを向上させる目的から IPO を開始した。そして 2007 年の WTO 加盟以降、銀行セクターは本格的な外資参入の大競争時代を迎えている。

人口および経済規模に照らし合わせて、100 行以上がひしめく銀行業界は過密状態にある。2010 年 12 月末時点で国営商業銀行は 5 行、民間の株式銀行が 37 行、100% 外資銀行が 5 行（HSBC、スタンダードチャータード銀行、オーストラリアニュージーランド銀行、ホンレオン銀行⁸、新韓銀行⁹）、合弁銀行が 5 行¹⁰、外銀の支店数が 48 存在し、その他の信用供与機関はノンバンクが 17 行、金融リース会社が 13 社という状況である（図表 4）。

2006 年には、国営商業銀行トップ 4 行だけで貸付額全体の約 7 割を占めていたが、近年は民間商業銀行の台頭によってシェアを徐々に低下させている（図表 5）。民間商業銀行は、アジアコマーシャルバンクやサコムバンク、テクコムバンクの 3 行が最大手であり、これらは急成長している民間の中小企業および個人向けのリテール金融を主流とする。

貸出残高の規模は、2006 年から 2009 年にかけて年率 39% で急成長し、2009 年末には 1,869 兆ドンとなり、対 GDP 比でも 100% を突破した（図表 6）。現時点で 2010 年以降の正式な統計は公表されていないが、2011 年末で 3 千兆ドン（約 12 兆円）に達すると IMF は予測しており、過去 5 年で見れば ASEAN 諸国の中ではクレジットの膨張が最も顕著である。この急激な信用拡張は、インフレの大きな要因の一つであり、金融セクターの不十分な与信管理体制や法規制を考慮すれば、経営が非効率な国営企

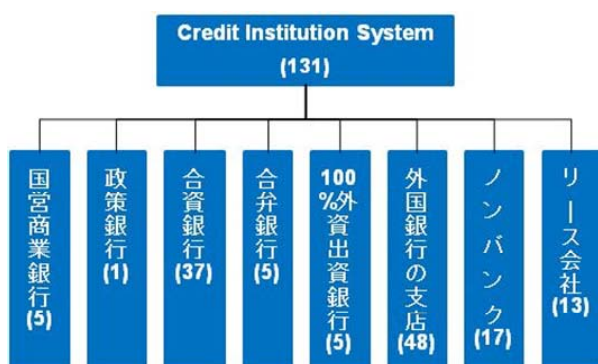
⁷ この他にも政府系の政策銀行としてメコン住宅開発銀行（Mekong Housing Bank）とベトナム社会政策銀行（Vietnam Bank for Social Policies）の 2 行がある。

⁸ 金融・保険業、製造・販売業（窯業・自動車販売等）、不動産業を柱に展開するマレーシアのホンレオン・グループの銀行子会社。

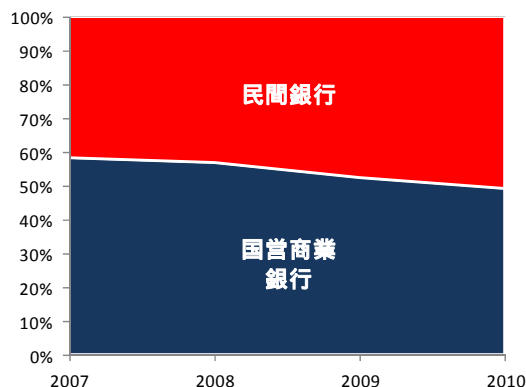
⁹ 韓国の 4 大銀行の一つ。他には国民銀行、ウリィ銀行、ハナ銀行がある。

¹⁰ これらは Indovina Bank（ベトナム工商銀行と台湾のキャセイユナイテッド銀行の合弁）、VinaSiam Bank（ベトナム農業農村開発銀行とタイのシアム商業銀行の合弁）、Shinhanvina Bank（ベトナム外商銀行と韓国の当時の第一銀行の合弁だったが、後に新韓銀行が 50% 持分を取得）、VID Public bank（ベトナム投資開発銀行と香港の大衆銀行の合弁）、Vietnam-Russia JV（ベトナム投資開発銀行とロシアの VTB 銀行の合弁）である。

図表4 ベトナムの銀行



図表5 貸付シェア



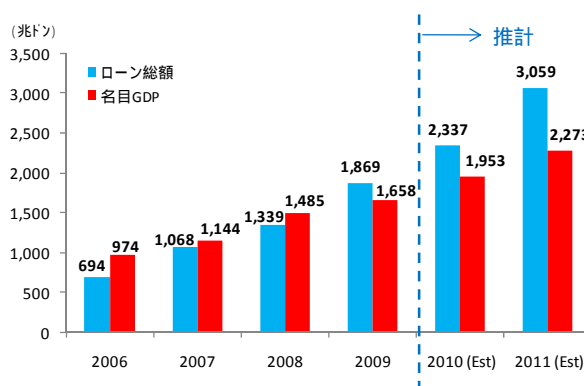
(注) 2010年末時点。括弧内の数値は銀行数を示す。

(出所) ベトナム中銀資料より野村資本市場研究所作成 (出所) IMFのデータより野村資本市場研究所作成

業などの大企業や不動産市場向けの不良債権の拡大を懸念する声が高まっている¹¹。

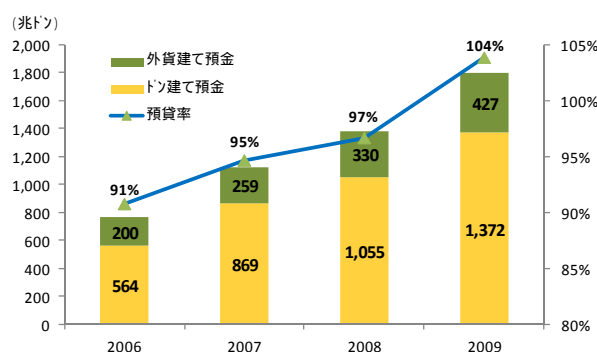
一方、与信の拡大とともに預金総額も 2009 年末に 1,800 兆ドンに達したが、預貸率も同時に 100%を突破し、銀行セクター全体の流動性はタイトになってきている (図表 7)。多くの中小プレイヤーは、流動性向上の観点から預金獲得のためにまだ引上げ余地のある預金金利を上げているが、倒産企業の増加を阻止しようと政府による貸付金利の上限規制が適用されれば、貸付金利と預金金利の差であるスプレッドは今後さらに縮小していくものと見られる¹²。

図表6 ローンの推移



(出所) IMFの資料より野村資本市場研究所作成

図表7 預金の推移



(出所) IMFの資料より野村資本市場研究所作成

¹¹ 格付機関のムーディーズ社によれば、不良債権の償却は担保資産処分の法的手続きの煩雑さから時間がかかり、また同国のベトナム会計基準 (Vietnam Accounting Standard, VAS) と IFRS の不良債権比率算定には大きな違いがあるため、IFRS による NPL 比率は最大で VAS に基づく数値の 3 倍となる可能性を指摘している。

¹² インフレを抑制する目的で当局による貸出規制が強化されれば、貸付金利の上昇を通じてデフォルトの増加を招く。金利上昇を抑えるため中銀は 9 月末に、期間 1 ヶ月以上のドン建て預金金利の上限 14% を通達した結果、預金が流出して金やドルを購入する動きが加速し、さらなるドン安傾向に拍車がかかっている。

預金構造を見ると、イールドカーブがフラットか場合によっては逆イールドになるなど、国民のドンの価値に対する信頼不足から短期預金が大部分を占めており、満期期間が短くなっている。預金金利には上限が課せられているため、銀行は安定した預金を獲得するための様々なプロモーションを展開しているが、設備投資に必要な中長期のリスクキャピタルが特に中小企業に十分回らなくなっているのが現状である。

また、国営商業銀行のローンは特定のセクターに対するエクスポージャーが過大となっている恐れがある。小規模の民間銀行についても、中小零細企業や個人向けローンのリスク査定を十分に実施できるだけのキャパシティがなく、不動産担保ローンも急拡大させたために、潜在的な不良債権比率が今後上昇するリスクを内包している。当局はこの点を踏まえ、2011年2月に公表した Resolution 11 では不動産向けローンの残高を全体の16%に抑える目標を掲げた。

2) 競争環境

ベトナムの銀行セクターは、4 大国営商業銀行および民間商業銀行の資産規模上位3行で貸付シェア全体の56%を占める(図表8)。つまり、ノンバンク、金融リース会社、政策銀行の1行を除いたプレイヤーの総数が100もあることを考慮すれば、少数の大規模銀行と多数の小規模銀行で構成される集中度の高い市場である。かつては政策上の理由から、国営商業銀行が国営企業向けのホールセールビジネス、アジアコマースバンクやサコム銀行などの民間銀行が中小企業や個人向けのリテールビジ

図表8 代表的な商業銀行一覧

(単位: 兆円)

銀行名	上場/非上場	総資産	貸付額	貸付額のシェア(%)	時価総額	不良債権比率(%)	ROE	自己資本比率	支店数	従業員数	顧客数	主要株主	備考
Agribank (ベトナム農業銀行)	非上場	1.76	1.33	16%	N/A	2.6%	9.6%	N/A	2,300	35,135	1千万世帯、3万社	政府(100%)	1988年にベトナム中央銀行から分離された資産額・従業員数・顧客数等でベトナム最大の銀行。農村や地方の農家向けローンが全体の7割を占める。
Vietin Bank (ベトナム工商銀行)	上場	1.38	0.88	11%	0.17	0.7%	22.1%	8.0%	1,093	17,243	N/A	政府(80.3%)、国際金融公社(10%)	1988年にベトナム中央銀行から分離した4大商業銀行の一角。同国産業の近代化を支援する目的で設立された。製造企業向けのローンが主流で、リテール向けのローンは約2割。2008年末に上場し、2010年に国際金融公社を初の外国戦略投資家として受入れ。
BIDV (ベトナム投資開発銀行)	非上場	1.37	0.95	12%	N/A	N/A	18.0%	9.3%	597	16,475	N/A	政府(100%)	1957年に設立された最古の商業銀行。輸出企業や中小企業向け貸出からリテール向けのローンにシフトしようとしている。2011年にIPO予定。
Vietcombank (ベトナム外資銀行)	上場	1.15	0.66	8%	0.21	2.8%	22.6%	9.0%	400	11,415	520万人	政府(75.72%)、Mizuho(15%)、個人(3.62%)	1963年に設立された旧海外取引銀行。2007年末に上場。リテール部門を強化している(個人の預金額の割合は36%に拡大)が、ローンポートフォリオに占める割合は11%と低い。ローンは国営企業向けが35%、製造業と中小企業向けが54%。
Asia Commercial Bank	上場	0.63	0.23	3%	0.08	0.4%	24.6%	9.0%	270	6,669	N/A	個人(54%)、機関投資家(17%)、スタンチャ(15%)	1993年設立の新興プレイヤー。2009年にアジアマネーで同国ベストバンクとなる。リテール向けの貸出が主流で、預金も個人の割合が圧倒的に多い。また非金利収入が28%を占める。
Techcombank (ベトナム技術商業銀行)	非上場	0.56	0.20	2%	N/A	2.3%	24.9%	13.1%	282	6,960	130万人および45,252社	HSBC(20%)	1993年設立。急成長するリテール向けローンの割合は35%、中小企業向けが59%、大企業向けが6%となっている。業種別で見ると製造業が37%とトップ。全体の20%の株式を保有するHSBCを戦略的パートナーとしリスク管理を強化している。またマッキンゼー社とともに"TechcomOne"という戦略プロジェクトをロールアウトし、トップバンクを目指す。リテールのトップ銀行になることをビジョンとしている。
Sacombank (サコム銀行)	上場	0.53	0.29	4%	0.06	0.5%	15.0%	10.0%	366	8,507	N/A	Dragon Financial(6.7%)、ANZ(9.8%)	1991年資本金30億ドンで設立。3つの地銀と開発銀行が母体。業務内容: 預金(外資含む)、企業向け設備投資資金貸付、国内外資金決済・送金、外貨・証券投資

(出所) 野村資本市場研究所作成

ネスという棲み分けが存在したが、昨今は国営商業銀行がローンのリスク分散を図り、利益率を最大化するためマージンの厚いリテール業務を拡大し、外資の進出も手伝って当該分野の競争が激化している¹³。

人材などの経営資源が乏しい国内銀行の国際競争力を強化する目的で外資進出規制が緩和された結果、国内銀行に対する海外投資家の出資や外銀との業務提携などが今後も増加することは間違いなく、外銀のプレゼンスが一層高まることが予想される。加えて、より厳格な資本規制の導入により、国内の多くの中小プレイヤーが今後統合を余儀なくされる事態も想定され、国内銀行はいくつかの大規模銀行に集約された後、外銀と競争しながら並存していく形となるだろう。当局は、今後5年以内に国際競争力のある銀行2行とその他の10行から15行程度の体制で銀行システムを維持することを目標としている¹⁴。

2011年10月には、中銀が金融引締めの一環で銀行間市場レート（翌日物）を14.5%から15%に引き上げ、銀行間市場を主な資金調達先とする中小規模の銀行は流動性低下のリスクに直面している。預金金利（満期1ヶ月以上）には14%の上限が設定されており、預金者は安心できる逃避先として、規模の大きな銀行に資金を移す可能性が高い。12月6日には、流動性の問題で苦境に陥った中小規模の銀行3行が今後合併し、政府による資本注入が行なわれる旨を中銀が発表した¹⁵。

銀行セクターを取巻く国内の経営環境は、一層厳しさを増している。不安定なマクロ経済を背景に、貸出金利と預金金利の差がますます縮小し、同時にローンアセットの質についても不良債権比率が3%程度にまで上昇するなど悪化してきている。2010年における銀行部門のROEは約11%と、非金融上場会社の平均の17.5%よりも大幅に低く、過去4年で見ても最低水準となっている。

このような状況の下、ベトナムの銀行が今後海外展開を積極化する動きも見えてきた。2011年9月には、ベトナム工商銀行が同国の銀行としては初となる欧州進出を果たした。同行はドイツに支店を開設し、海外送金、預貯金、クレジットカードやネットバンキングなどのサービスを現地のベトナム人とドイツ人顧客にも提供する方針で、長期的には他のEU各国にも支店網を拡充する計画である。さらにサコム銀行、アグリバンク、ベトナム投資開発銀行も、経済成長が本格的に始まりつつある近隣国のカンボジアとラオスに進出を開始しており、サコム銀行とベトナム投資開発銀行はミャンマーへの進出も企図している。今後、インドシナ半島のリージョナルバンクを目指す各行の動向が注目される。

¹³ 日本からは2011年9月30日にみずほフィナンシャルグループがベトナム外商銀行に11.8兆ドン（約434億円）で約15%の株式を取得すると正式発表し、2011年の最大のM&A案件となった。また2008年にも三井住友銀行が同国のEximbankの持分15%を225百万ドルで取得している。

¹⁴ 2011年10月に公表された銀行改革法案では、最終的には2020年までに国際競争力のある銀行4行を設立するとしている（http://www.saigon-gpdaily.com.vn/Business/Banking_Finance/2011/11/98549/）。

¹⁵ これらはFicom銀行およびTin Nghia銀行、サイゴン商業銀行である。

3) 拡大するリテールバンキング

経済成長によって続々と登場する若い中間層を対象としたリテールバンキングが拡大し始めている¹⁶。ベトナムでは、銀行口座を保有する人口の割合が現状は 20%以下とされるが、これは他の ASEAN 参加国であるタイやマレーシアと比べても小さく¹⁷、また今後 5~10 年でリテールバンキングからの収入が年率 25%以上で拡大するという推計もある¹⁸。各行とも、個人や中小零細企業向けのローン以外に手数料収入が見込めるトランザクションバンキングを強化しており、特にリスク許容度が相対的に高く、IT にも慣れ親しんでいる裕福な若年層のネット・モバイルバンキングへのニーズを取り込もうとしている。

リテールバンキングにフォーカスする主な国内銀行は、アジアコマースバンクおよびサコム銀行を筆頭にテクコムバンクやマリタイムバンク等が続く¹⁹。現状は、国内銀行が約 9 割のシェアを握るが、プロダクト面で優位性のある外銀も続々と参入している。例えば欧州勢では、ドイツ銀行や BNP パリバ銀行などがプレゼンスを高めており、さらにオーストラリアニュージーランド銀行や HSBC、シンガポールの OCBC 銀行なども現地プレイヤーと提携もしくは独自に支店を開設して、リテールバンキングを積極化している。かつては規制で外銀は一つの都市に一つの支店しか開設できなかったが、WTO 加盟後に当該規制は撤廃され、2009 年にはリテールバンキングの貸付金利の上限も引上げられた。

デビットカードを始めとするカードの発行総数は、2006 年から 4 年間で年率 50%から 200%のレンジで増加している²⁰。例えば、同国最大の銀行で顧客の 7 割を地方に抱えるアグリバンクが発行したカード総数は、2005 年から 5 年間のうちに年率約 96%で拡大し、2009 年には 420 万枚を突破した(図表 9)。人口の約 75%が居住し、中小零細企業の 7 割以上が本拠を構えるとされる地方においても、経済成長とともにトランザクションバンキングに対するニーズが着実に広がっていることが伺えよう。さらに、都市部で平日の営業時間外や週末にも営業を行なっているスタンダードチャータード銀行も、外銀としては初めて 2011 年 2 月からスマートリンク・ネットワークに加入し、これによって同社の顧客は国内にある 5,000 台以上の ATM にアクセスできるようになった²¹。

成功した新興企業家などを対象とするオンショアでのプライベートバンキングビジネスは、HSBC などの海外勢が中心となって展開している模様だが、マーケットはま

¹⁶ 2011 年 9 月時点で銀行が発行したカードは 3300 万枚、1 万 2 千台以上の ATM、5 万以上の POS システムが主に都市に存在する。また 20 行以上がネットバンキング、8 行がモバイルバンキングをそれぞれ提供している。

¹⁷ タイやマレーシアでは 70%~80%といわれている。ただしインドネシアも 20%以下と国民への浸透率は低い。

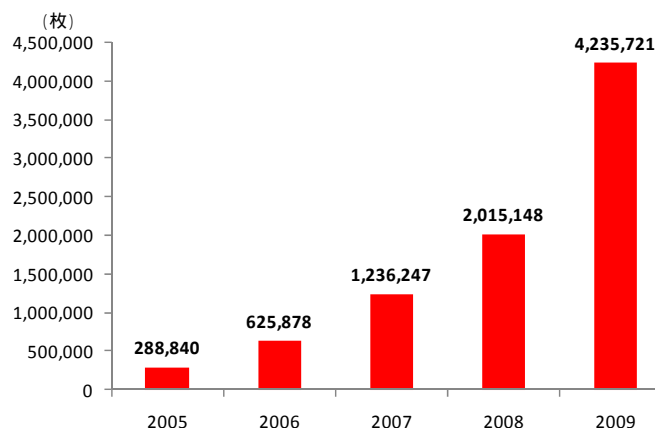
¹⁸ McKinsey&Company, "How Young consumers could shape Vietnam's banks", The McKinseyQuarterly, March 2008

¹⁹ 2010 年末時点で資産規模が 115 兆ドン(約 4,600 億円)と第 10 位の銀行。支店数は 150 で顧客数は 217,360 人。過去 10 年は主に中小零細企業および個人向けバンキングを拡大し、トップ 5 のリテール銀行を目指している。

²⁰ ベトナムは電子商取引が発展途上であり、取引の決済手段の主役は基本的に現金である。政府はカード決済など現金以外での決済手段を国民に浸透させようとしている(Instruction 20/2007/CT-TTg)。

²¹ <http://www.vir.com.vn/news/business/corporate/standard-chartered-bank-joins-smartlink-network.html>

図表9 アグリバンクによるカード発行数



(出所) アグリバンクのアニユアルレポートより野村資本市場研究所作成

だ黎明期にあり、市場規模は非常に小さいと思われる。ただし、現地でのインタビューでは、パフォーマンスが悪い資本市場を背景に、富裕層の間でウェルスマネジメントに対するニーズが高まっているという声も聞かれた。提供されるサービスとしては、日本のような相続税対策などではなく資産運用助言が主流となっているようである²²。

ベトナムは潜在的な成長力を高めるために、海外からの投資をさらに呼び込む必要があるが、経常赤字の一因である貯蓄不足の問題もあわせて解消する必要があり、この点でリテールバンキングの発展が今後大きな役割を果たすことは論を待たない。そのために、ハード面では IT プラットフォームの整備などの設備投資、ソフト面では金融人材の育成、プロダクトの多様化、そして与信管理体制の強化が必須となる。また、差別化できるコアコンピテンシーを早期に確立することが、各プレイヤーにとって成功の条件となるだろう。

4) 関連法規制

2007年のWTO加盟後、銀行セクターの改革を促進し、外資の本格的な参入時代の到来を迎える国内銀行の競争力強化と財務健全性の改善が叫ばれた。前者は主に国営商業銀行の民営化、後者は国際的なバーゼル要件を見据えた資本規制の強化という形で具現化していく。すなわち、2006年5月には、政府が2010年末までに国営商業銀行の持分を51%に低下させる計画を公表し²³、その後2007年にはこのプロセスをさらに加速させる目的から、単独の「戦略的海外投資家」による商業銀行への出資比率

²² 民間銀行大手のサコムバンクはネットワークを活用して、2011年から富裕層向けのサービスを提供する「Wealth Management Centre」を設立している。

²³ 2010年末までに部分民営化を達成できたのはベトナム工商銀行およびベトナム外商銀行の2行のみであり、政府の当初の計画通りに民営化計画は進展していない。ちなみに優良銀行とされるベトナム外商銀行は、2007年にIPOを実施して652百万ドルに相当する6.5%を売却し、2011年9月末にはみずほFGによる15%の出資の受入れが公表された。一方、ベトナム工商銀行は2008年のIPOで64百万ドルに相当する4%の持分を売却し、2011年1月にはIFCが戦略的投資家として追加で182百万ドルに相当する10%の出資を行なった。

の上限を 10% から 15% に上げた²⁴。ここで「戦略的海外投資家」は、資金の提供だけでなく出資対象の銀行に対する商品・サービスの開発支援、経営面でのバックアップ（リスク管理や流動性管理、IT プラットフォームの構築など）や経営ガバナンスの向上にもコミットすることを要求されるとともに、投機目的での短期的な金融投資を阻止し長期的なベトナムへのコミットを確保する観点から、5 年間の株式譲渡制限期間が設けられた²⁵。さらに、外資銀行による進出は、合併銀行へのマイノリティ出資と支店または代理店の設立に制限されていたが、2004 年の 1998 年金融機関法の改正および 2006 年に発布された法令によって、現在は 100% の外資銀行設立が可能となり、国内銀行と対等の競争環境が整備された。

次に銀行の財務健全性の確保を目的とする資本規制の強化であるが、これは最低資本金と自己資本比率それぞれに関して適用される。まず最低資本金については、海外の銀行が国内で支店を開設するには最低 1,500 万ドルの資本金が必要となり、また 100% 出資の外資銀行を設立するには、最低 3 兆ドルの資本金、申請年の前年に 200 億ドルの資産額を保有すること、そして親銀行による新設銀行の持分が 50% を超えることが要件となる²⁶。2010 年 12 月末までに要件を満たせない商業銀行に対しては、合併や業務範囲の制限あるいはライセンスが取り消される予定だったが、実際に当該要件をクリアできる銀行は 20 行しかなく、現実には 29 行もの銀行が低迷する株式市場を背景に要件をクリアできなかつたため、期日は 2011 年末に延長された。ただし、依然として多くの小規模商業銀行にとって投資を呼び込むことは困難と見られ、株式市場の低迷も考慮すれば、合従連衡や整理統合が今後進展する可能性は高い。ちなみに当局は、最低資本金を 2012 年までに 5 兆ドル、さらに 2015 年には 10 兆ドルにまで上げる方針を掲げている²⁷。

自己資本比率は、バーゼル の下で適用される資本要件を睨み、2010 年 10 月には従来の 8% から 9% に引き上げられた。また、流動性を改善する目的から証券投資や不動産ビジネス向けのローン提供にも制限が課されている²⁸。

その他の主な行為・業態規制については以下の通りである。まずベトナムはユニバーサルバンク制度を採用しており業際規制は存在しないため、国内の商業銀行は保険業や証券取引業務、金融リース業などに進出できるだけでなく、他の金融機関への出資も原則として制限がない。店舗規制については、国内商業銀行に対して資本規模

²⁴ 戦略的海外投資家に該当しない単独の外国金融機関によるローカル銀行への出資上限は 10% であるが、首相の承認が下りれば最大で 20% まで上げられる（例：HSBC のケースではテクコムバンクへの出資比率は 20%）。ただし、既存の商業銀行に対する外資の保有比率は合計で 30% を越えてはならない。尚、合併銀行に対する外資出資比率の合計の上限は 49% で、外国の一般事業会社などの非戦略投資家による商業銀行への出資上限は 5% となっている。

²⁵ 非戦略的海外投資家の場合、株式譲渡制限期間は 3 年に短縮される。

²⁶ Decree 141/2006/ND-CP に基づく。また外資が既存の国営商業銀行に 15% 以上出資する場合にも、200 億ドル以上の資産額の保有が義務付けられ、これが国営商業銀行の民営化を遅らせてきた側面も指摘されている。

²⁷ “Vietnam:2010 Article IV Consultation – Staff Report and Public Information Notice”, IMF, September 2010

²⁸ Circular No.13/2010/TT-NHNN に基づく。

に応じた店舗数の制限があるが、外銀や合弁銀行には同規制は適用されない²⁹。金利規制は、2001年に外貨建て貸付、2002年にドン建て貸付・預金金利が自由化され、2007年にはドル建て預金の金利も自由化されている。また行為規制に関しては、金融機関法 128 条に従い、外銀は単一の顧客に対し自己資本の 15% を超過する貸付を禁止され（ただし、他の金融機関へのローンは例外）、同属企業³⁰に対する無担保融資や有利な条件での貸付も許可されず、またこの貸付額は自己資本の 5% 以内に制限するという規定も存在する。

さらに銀行セクターの構造改革として、2006年の首相決定 112 号（Prime Minister's Decision 112）において経営ガバナンスの改善、不良債権処理の推進、リスク管理の強化、資産・負債管理の強化、監査機能の強化、IT 化などが挙げられた。さらに、銀行とノンバンクは中央銀行、保険会社は財務省、証券会社（資産運用会社）は財務省の直下にある国家証券取引委員会と監督機能が分散しているが、これらを包括的に監督する「総合金融監督庁」を 2020 年に向けて設立することを検討する旨も明記された。

2. 資本市場

1) 市場構造

ベトナムは他の新興国と同様に間接金融が主流であるが、2000 年から始動した資本市場が 2005 年を境に急拡大してきている。特に直近数年間は、インフレ退治を目的とする中銀の金融政策によって金利が上昇し続けており、信用力のある大企業は資金調達先として資本市場に今後ますます目を向け始める可能性がある。

資本市場の歴史はまだ 10 年程度と浅い。1998 年 7 月に発布された法令³¹に則り、近代工業化の推進および市場経済原理に基づく国内企業同士の競争促進と経営効率化を達成する観点から、ホーチミンとハノイに証券取引所を開設されることが決定され、2000 年 7 月に現在のホーチミン証券取引所（HOSE）³²が営業を開始し、2005 年からは主に国債や新興の中規模企業の株式などが取引されているハノイ証券取引所（HNX）³³も開設された。上場後 2 年間は法人税が免除される税制優遇制度が 2006 年末に終了し、また企業の上場を促進する政策が導入されたため、2006 年には 150 社以上が新たに IPO を果たした。その後も上場会社数は増加を続け³⁴、2011 年 9 月時

²⁹ 2005 年 6 月ベトナム国家銀行総裁決定 888 号に基づく。

³⁰ 支配株主や取締役が 10% 以上の持分を有する企業と定義される。

³¹ Decision No.127/1998QD-TTg に基づく。

³² HOSE の前身は Ho Chi Minh City Securities Trading Centre（HSTC）である。

³³ 国営企業の株式化に伴って従業員や取引先に放出された株式など、少なくとも 3 千銘柄の未上場株式が OTC で取引されており、2007 年の財務省令 3567 号によって未上場株式を対象とする UPCoM 市場が 2009 年に創設された。政府は投資家保護の観点から、情報の乏しい未上場株のディスクロージャー強化に取り組んでいる。

³⁴ ベトナム航空を始めとする国営企業の IPO は、低調な株式市場が原因でスケジュールが大幅に遅れている。

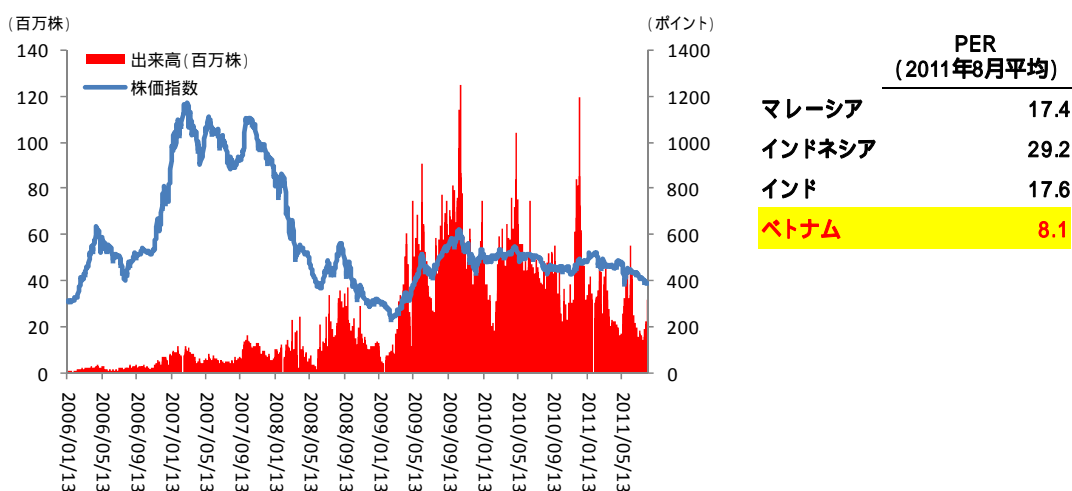
点で HOSE に上場する株式は 295 銘柄³⁵、社債は 47 本、投資信託は 5 本、HNX については 388 社が上場している。また 2011 年 9 月 13 日時点での株式時価総額は、HOSE が約 249 億ドル、HNX が約 51 億ドルの合計約 300 億ドルとなっており、これは GDP の 3 割に相当する。

ベトナムは他の ASEAN 諸国と比較すると、金融危機後の株価パフォーマンスが相対的に悪化している。HOSE に上場する全銘柄の時価総額加重平均指数である VNINDEX は、WTO 加盟後の 2007 年に 1200 ポイント近くまで上昇したが、金融危機後の 2009 年 2 月には 235 ポイントにまで急落し、その後は金融危機前の水準にまで戻っていない³⁶ (図表 10)。ただし、バリュエーション的には現状で割安となっている可能性が高く、外資の買収が今後増加する公算が大きいことから、投資銀行ビジネスの商機が広がりつつあるという声は現地プレイヤーへのインタビューでも確認できた。

また他の新興国と同様、ベトナムにおいても株式市場の集中度は高く、流動性も高いとはいえない。時価総額上位 40 銘柄で市場全体の 4 分の 3 以上を占めており、時価総額および売買高も GDP の 3 割から 4 割程度と、他の東南アジアの国よりも低い。

投資家数の規模に関しては、2006 年末には口座数が 10 万以上あったが、2007 年には WTO 加盟後に海外からのポートフォリオ投資が急増して約 30 万に拡大、2010 年には合計で 100 万口座を突破した。だが上記の通り、現在は株式市場が低迷しており、14% 程度の金利が付く銀行預金を上回る程のリターンが見込めないため、個人投資家は株式市場から遠ざかっている状況となっている。さらに、これらの個人投資家は投

図表 10 ベトナムの株価パフォーマンス



(出所) Bloomberg のデータを基に野村資本市場研究所作成

³⁵ 時価総額上位 5 社 (上から順に、同国最大のコングロマリットのマサングループ、バオヴィエト保険、ベトナム乳業、不動産会社のヴィンコム、アジアコマースバンク) だけで 40% 近くに達する。

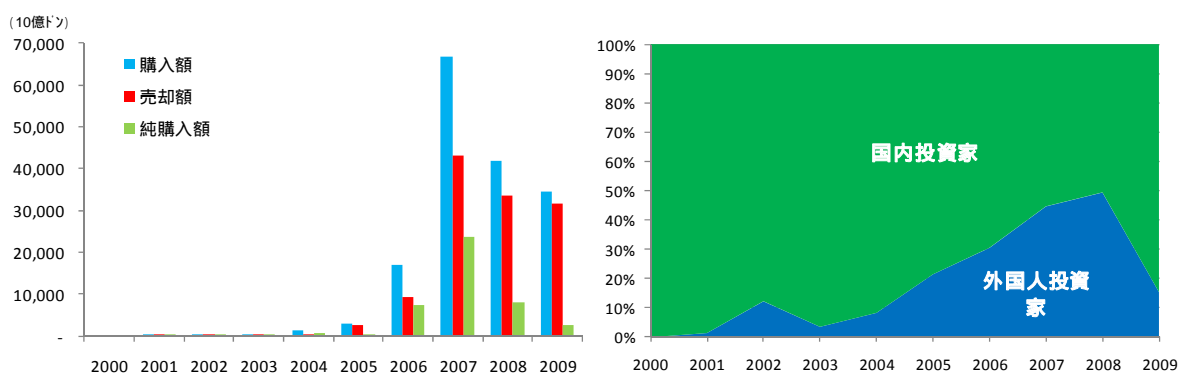
³⁶ 2006 年から 2007 年にかけて MSCI 新興市場インデックスよりも VNINDEX の PER は大幅に高かったが、金融危機後は収束していることから同国の株式市場がバブルに陥っていた可能性は強いと見られる。

資リテラシーが低く、群集心理に振り回され易いのが特徴である³⁷。ベトナムでは個人投資家が株式売買の大部分を占め、投機目的で短期売買を行なうために、市場のボラティリティが高くなる傾向にある。一方、国内の機関投資家である年金ファンド、保険会社といった機関投資家³⁸の参加度合いはまだ低い。海外投資家による売買高は、2005年以降に急拡大し、金融危機前後で全体に対する比率が5割近くにまで達したが、2010年末には全体の2割程度にまで落ち込んでしまった（図表11）。

2011年9月末時点での債券市場の規模は、前年比で22%以上も増加しGDPの約6分の1に相当する353兆ドン（約170億ドル）に達した（図表12）。内訳は国債市場が全体の約9割に相当する321兆ドン（約150億ドル）で、残りの32兆ドン（約20億ドル）が社債市場である。2010年比で見れば、残高の成長率は国債の21%よりも社債の方が35%と高く、規模は依然として小さいものの、社債市場は急速に拡大している。また、国債のマチュリティ構造を見ると、半分以上が期間3年未満となっているが、7年前には全体の半分近くを占めていた期間10年以上の長期国債の割合が現状は5%程度にまで縮小した（図表13）。国債の利回りの平均は12%前後だが、主な保有者は満期保有を基本とする国内の商業銀行である。一方、社債の保有者は保険会社を中心と考えられる³⁹。

国債市場は、2005年10月における7.5億ドルのグローバル・オフリングの成功を皮切りに一気に拡大した。一方、主な発行体が国営企業に集中している社債市場は、2006年に発行要件が緩和⁴⁰されてから成長が期待されたが、依然として規模は小さく流動性も低く、私募債が9割近くを占める。社債市場発展の阻害要因としては、格付

図表11 海外投資家による株式売買の推移



（出所）ホーチミン証券取引所のアニュアルレポートおよび各種資料より野村資本市場研究所作成

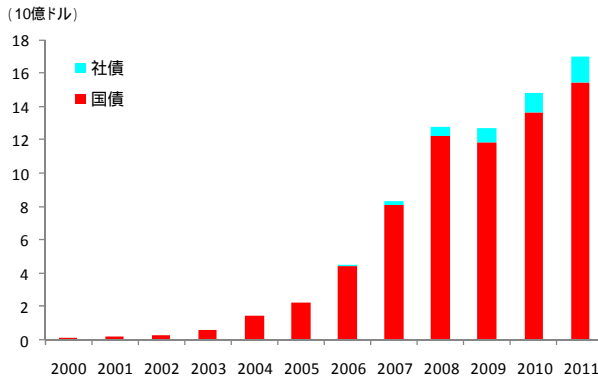
³⁷ 現地でのインタビューでは、個人投資家の中心は基本的に富裕層に分類されるアクティブトレーダーであり、売買高の60%を占めるとのことである。

³⁸ 2005年6月には、シンガポールのテマセク・ホールディングスをモデルとした同国のSWFである国家資本投資公社（SCIC）が設立された。SCICの主要目的は、国営企業改革と重点産業への戦略投資である。主に金融、通信、輸送、消費財、ヘルスケア、ITなどを対象に700社以上のポートフォリオを組んでいる。

³⁹ IFC, “VIETNAM Capital Market Diagnostic Review”, August 2007

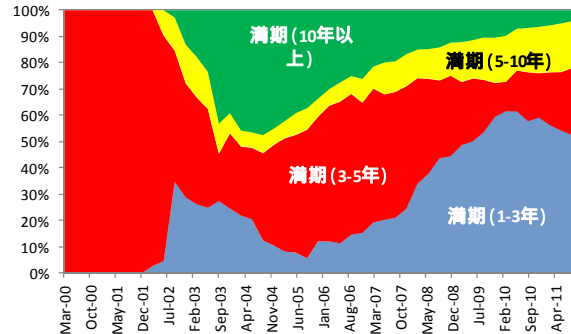
⁴⁰ Decree 52/2006より。例えば従前のルールでは、発行体に対し3期連続の黒字や信用供与機関による引受けを義務付けていたため、10社しか実際に社債を発行していなかった。

図表 12 債券市場の発行残高



(出所) アジア開発銀行のデータより野村資本市場研究所作成

図表 13 国債のマチュリティ構造



(出所) アジア開発銀行のデータより野村資本市場研究所作成

け機関によるレーティング不足、マーケットメーカーの不在、イールドカーブの指標の欠如、取引される社債の種類が少ないが供給側の問題として挙げられ⁴¹、また需要側では年金基金や投資信託などの機関投資家が参加しておらず投資家層が薄い点が考えられよう。目論見書の準備等にかかる手間も株式発行と大差はなく、発行費用の点で特段優位性が見出せないため、効率的な資金調達手段として社債を活用するインセンティブも生じていない。

今後は、EU をモデルとした ASEAN 地域における経済共同体構想の一環として、同地域の資本市場は 2015 年までに統合が予定されており、2012 年からは ASEAN Trading Link が本格的に始動する。まずはシンガポールとマレーシアの証券取引所で取引される銘柄が、2012 年の 6 月に双方向で売買可能となり、8 月にはタイも加わる。他にもフィリピンが遅れて参加し、インドネシアとベトナムは現在当局からの承認待ちの状態である。ベトナムは今後、この ASEAN Trading Link のようなインフラも最大限活用しながら、ASEAN 地域への投資マネーを呼び込み、資本市場の流動性をさらに高める努力が必要になるだろう。

2) 競争環境

ベトナムにおける証券会社の数は、市場の拡大を見越して急増した。2005 年末時点で 14 社だったプレイヤー数は 2010 年末時点で 105 社だが、これは他のアジアの国と比較しても、同国の株式市場の規模を考慮すれば過多であるといえる⁴²。WTO 加盟のコミットメントとして、2012 年 1 月から 100% 外資の証券会社の設立が可能となるため、今後業界再編が加速することは間違いなく、当局の国家証券取引委員会（以

⁴¹ 発行される社債の種類は、単純な普通社債が主流だが、現地でのインタビューによれば、最近では転換社債などのエクイティリンク債に対する需要も高まっているという。

⁴² 2010 年末時点でベトナムの証券会社数は 105 社とインドネシアの 119 社、中国の 107 社に次いで 3 位だが、同国の株式市場の時価総額は中国の 1% 以下、インドネシアの 10% 以下の規模である。現地のインタビューでも、現在 105 社ある証券会社の数が今後 35 社程度に減少するのではないかという声もあった。

下、SSC)も多すぎるプレイヤーの整理統合を望んでいる。

代表的なプレイヤーの顔ぶれを見ると、独立系のサイゴン証券およびホーチミン証券を筆頭に、民間銀行大手のアジアコマースシャルバンクやサコム銀行の傘下にあるACB証券やサコム証券などの銀行系プレイヤーが続く⁴³。さらにオンライン証券会社としては、ベトナム最大のIT企業であるFPTグループの傘下にあるFPT証券、保険会社系列ではバオヴィエト証券が挙げられる。外資系では、シンガポールに本拠を構え、ASEAN地域に広く展開するリージョナルプレイヤーのキムエングループの子会社であるキムエン・ベトナム証券が最大手となっている⁴⁴(図表14)。

図表 14 代表的な証券ブローカレッジハウス

(単位：百万ドル)

会社名	関連企業	シェア	売上高	時価総額	ROE	主要なプロダクト・サービス	備考
サイゴン証券	独立系	12.4%	75	351	12.6%	1. 証券業務、資産運用、投資銀行、自己勘定取引、リサーチおよび投資アドバイザー 2. リテール業務：ブローカレッジ、トランザクションサポート、オンライン取引、市場調査、ポートフォリオ管理、投資信託等	1. 戦略的投資家として日本の大和証券とのリレーションシップを構築 2. 3年連続で"VietnamBestBrokerHouse"を受賞 (FinanceAsia) 3. 海外の機関投資家向けの国内証券ブローカレッジのトップ (海外機関投資家向けのブローカレッジのシェアは30%以上) 4. 従業員数および顧客口座数はそれぞれ470人と54,000人
ホーチミン証券	独立系	7.7%	24	95	11.7%	ブローカレッジおよびセールス、リサーチ、投資銀行、自己勘定取引	1. 2003年4月にホーチミン市の金融産業発展のためのマスタープランに基づき、「ホーチミン市都市開発基金」によって設立。 2. 大株主：ホーチミン市投融資公社 (30.41%)、ドラゴンキャピタル (30.97%)
サンロン証券	ミタラー商業銀行	7.5%	65	N/A	4.6%	ブローカレッジ、投資アドバイザー、証券保管、証券引受け、投資銀行など	1. ミタラー商業銀行によって2000年に設立され、ベトナムで最初に設立された5社の証券会社の一つ 2. 従業員数は600人
ACB証券	アジアコマースシャルバンクの完全子会社	5.0%	25	N/A	16.7%	1. オンライン取引 2. リサーチ 3. ブローカレッジおよび投資銀行 (海外機関投資家および個人投資家)	1. 顧客数は6万人 2. 従業員数は250人
サコム証券	サコムバンクグループの子会社	4.9%	69	51	6.1%	ブローカレッジ、コーポレートアドバイザー、投資銀行、リサーチおよび投資アドバイザー	1. ブローカレッジ収入のシェアは10%以下 2. 個人投資家の顧客数は44,216人 3. 従業員数は350人
FPT証券	同国の主要なIT企業であるFPTグループの子会社	3.6%	11	N/A	2.0%	1. 証券ブローカレッジ 2. 自己勘定取引 3. 投資アドバイザー 4. 証券保管および引受け	1. SBIホールディングスが2010年11月に発行済み株式の20%を取得 2. 売上高の数値はSBIホールディングスのプレスリリースに基づく
バオ・ヴィエト証券	バオヴィエト保険グループ	3.1%	12	62	6.5%	1. ブローカレッジ (個人投資家、機関投資家向け)、リサーチ 2. カスタディアンサービス 3. 投資銀行、財務アドバイザー 4. 自己勘定取引	1. ベトナムで初めて証券業ライセンスを取得し、1999年に創業 2. オンライン取引プラットフォームであるBVS@Tradeを2010年に設立 3. 証券取引口座は4万以上
ヴィエト・キャピタル証券	独立系	2.8%	19	N/A	16.0%	1. 投資銀行 2. リサーチおよびブローカレッジサービス	1. 従業員数は111人 2. 収入の大部分は自己勘定取引による 3. ブローカレッジ収入は全体の約1割
キムエンベトナム証券	キムエングループ	2.8%	6	N/A	5.6%	1. ブローカレッジ、リサーチ 2. 証券保管 3. 投資コンサルティング 4. 証券引受け 5. コーポレートファイナンス	1. 2007年設立 2. 従業員数は100人以上 3. キムエン証券と三菱UFJ証券との戦略的提携を活用 4. 自己勘定取引には従事せず
VPバンク証券	VPバンクおよびOCBC銀行	2.8%	N/A	N/A	N/A	1. 投資銀行 (株式・債券資本市場部門、M&Aアドバイザー及び企業再生サービス) 2. 証券ブローカレッジ、自己勘定取引	1. VPバンクの投資銀行業務拡充の目的から2006年に設立される。 2. 財務データは入手不可

(注) シェアはホーチミン証券取引所が公表する2011年の上半期の売買データに基づく。各財務数値は直近時点。

(出所) 野村資本市場研究所作成

⁴³ 現地でのインタビューによると、トップ10の商業銀行はほぼ全て証券ブローカレッジの会社を保有しているとのことである。

⁴⁴ 外資系は、現地の証券会社との合併を通じて事業を展開している。大和証券やSBI証券、英ドラゴンキャピタル、モルガンスタンレー、シティなどが進出している。

証券ブローカレッジ市場は、トップ 10 のプレイヤーで 5 割以上のシェアを握る構造となっており、残りの 95 社で半分のパイを奪い合うという非常に厳しい競争環境である。

国内証券会社が提供するサービスはブローカレッジビジネスが主流であるが、自己勘定取引や私募債発行、IPO アドバイザリー、M&A などの投資銀行ビジネスを拡大しているプレイヤーも多い⁴⁵。これは例えば、アドバイザリーサービスからの収入割合はわずかであっても、フルラインのサービスを提供することによって投資家の間でブランド認知度を高める狙いがある。現地でのインタビューによると、市況の低迷を反映して現在はブローカレッジビジネスのパフォーマンスが低下しているが、オンライン取引のプラットフォームを拡大しているプレイヤーがあるとの声もあった。各社とも外部環境に左右され難い収益構造への転換を図っている様子が伺える。

世界銀行のデータから、ベトナムにおけるインターネット利用者数は全人口の約 3 割である 2,500 万人以上と推計され、これは 10 年間で 100 倍に膨れ上がった計算になる。インターネット浸透率のスピードは、隣国のタイやフィリピンを上回る程であり、特に都市部では比較的裕福な若者を中心に、人口の半数がインターネットに日常的にアクセスしているという民間の調査もある⁴⁶。従って、現状ではリテール投資家の 2 割未満といわれるオンライン取引の比重が今後高まる余地は十分にあり、中には既にブローカレッジ収入の半分がオンライン取引となっている証券会社も存在する。

取り扱われる商品は単純なキャッシュエクイティが中心だが、デリバティブなどの新たな金融商品への需要も高まっている⁴⁷。だが現状は、証券会社サイドの供給体制が十分整っておらず、法制面でのバックアップも不足していると言われる⁴⁸。今後は、進出してくる外資プレイヤーがデリバティブなどの新たな金融商品を一層普及させ、ローカルのプレイヤーの金融商品知識のさらなるレベルアップが期待されるのである。

外資参入の大競争時代を迎える国内の多くのプレイヤーは、中長期の資金を確保しつつ、今後の生き残りをかけた中期事業計画を練る必要性に迫られている。外資プレイヤーとの提携を模索するのであれば、それが出資形態なのか、あるいは事業提携なのかを選択しなければならない。さらに今後、熾烈な競争に勝ち抜いていくためにも、コーポレートガバナンスの強化、コンプライアンスの徹底、リスク管理の改善、行為規範の遵守を通じたレピュテーションリスクの回避及び企業ブランドの確立が求められるだろう。

⁴⁵ 財務省令 No.38/2011/TT-BTC に基づき、株式（未上場含む）と受益証券の売買については取引価格の 0.15% から 0.5%、株式の引受けは金額の 0.5% から 2% のコミッションレートが適用される。

⁴⁶ <http://www.cimigo.vn/en-US/WhatIsNew/2010-01/cimigo-releases-report-about-internet-usage-in-vietnam-netcitizens-report-2011.aspx>

⁴⁷ 規制によって 2011 年 8 月まで禁止されていた信用取引や空売りが可能となり、今後の成長が期待されている。

⁴⁸ ベトナムの証券ブローカレッジにおける適合性原則（Know Your Customer ルール）においては、取引口座開設のプロセスは、顧客からサイン済みの同意文書を送付してもらった後に、確認の電話を 1 本するという流れが基本である。また、必ずしも対面開設の義務はなく、インターネット上でも取引口座を開設できる。

中長期的には市場メカニズムが機能して非効率なプレイヤーが退出し、勝ち残ったプレイヤーでクリティカルマスが達成し易くなる環境となれば、良質なサービスを提供できる財務基盤の堅固な証券会社が登場してくるため、投資家にとって望ましい環境となるだろう。この点については、現地でのインタビューでも同様の意見が聞かれた。

3) 投資信託

投資信託業界は規模が小さく、依然として発展途上にある。SSCのデータからオンショアで展開する資産運用会社の2010年売上高合計は6千億ドン（約24億円）、純利益合計は2千億ドン（約8億円）、2010年末時点での資産運用会社（図表15参照）の数は47社、これらは合計で100兆ドン（約4000億円）以上の資産を保有していると思われる⁴⁹。

現在、全てのファンドはクローズドエンド型の形態を採っていると見られ⁵⁰、ホーチミン証券取引所に上場するファンドは5本、これらの売買高は2009年で7.2兆ドン（約300億円）程度である。2011年末までには、需要が高まっているオープンエンド型投資信託の設立に関するガイドラインをSSCが公表するという動きもあり、投資信託やリタイアメントファンド、ETFなどの設立が今後本格化する可能性がある。一方で、資本市場のパフォーマンスが低調であることから、多くのファンドが償還を迎える2012年から2013年にかけて資金が流出するという憶測も飛び交っており、特に外資が同国のマクロ経済の問題を理由に資金を引上げるのではないかと危惧する市場関係者も多い。

図表 15 主な資産運用会社

資産運用会社	登録資本金(10億ドン)	ライセンス取得年
Viet Nam Investment Fund Management	210	2009
Viet Capital Asset Management	150	2006
FPT Fund Management	110	2007
MB Capital Management	100	2007
PVFC Capital	100	2007
Thanh Viet Investment Fund Management	88	2004
Saigon - Hanoi Fund Management	60	2008
ACB Capital Management	50	2008
IPA Securites Investment	50	2008
Minh Viet Capital	50	2008
RNG Fund Management	50	2008
Viet Nam Alliance Fund Management	50	2008
Vietinbank Fund Management	50	2010

（出所）SSCのデータより野村資本市場研究所作成

⁴⁹ “Stock Market: Vietnam Fund Management Firms Post Profit of VND200B in 2010”, Vietnam News Brief Service

⁵⁰ 証券法では、ベトナムの投資信託には2つのタイプが存在する。一つはクローズドエンド型およびオープンエンド型を含む「パブリックファンド」、もう一つは「メンバーファンド」である。パブリックファンドは公募後に少なくとも500億ドンの規模が要求され、SSCに登録義務がある。一方、メンバーファンドは投資家の数が30人までとされ、全て機関投資家でなければならず、登録義務はないが設立の旨を当局に報告する必要がある。

近い将来、投資信託や多くの若い現役世代をターゲットとするリタイアメントファンドを普及させる目的から、SSC が具体的に税制優遇の導入を検討する可能性も考えられる。

投信の販売チャンネルに関する統計は存在しないが、販売形態はオープンアーキテクチャーであり、保険会社、証券会社、銀行などが主なチャンネルと思われる。特に販売網の面では銀行に軍配が上がるため、独立投資アドバイザーが不在のベトナムでは今後も銀行がディストリビューションの中心的役割を担う可能性が高い。

4) 関連法規制

証券市場の主な監督機関は、1996年11月に設置され、2004年2月から財務省の傘下に入っている SSC である。SSC は資本市場の監督と発展を主な責務とし、具体的には、ベトナム証券市場発展のための戦略の立案と実施、証券関連規制の策定と施行、証券取引所の監督、証券会社・投資顧問会社・資産運用会社・証券保管機関に対するライセンス付与と監督、発行体や投資家を含む市場関係者の監視とコンプライアンスの精査、証券業界の認定実務家に対するライセンスの付与及びトレーニングの提供等が主な機能である⁵¹。だが SSC は、独立性や監督能力、関連法の執行能力の点で力不足と見られており、証券会社の側も、主に従業員の教育不足が原因でコンプライアンスが徹底されていないと指摘されている。証券会社による法令違反に対する罰則も緩く、海外の投資家にとって信頼できる透明度の高い証券市場を構築するには業界全体の取組みが不可欠であろう。

証券市場を取り巻く法的枠組みは、証券市場の秩序ある発展と WTO 加入を見据えた証券規制の強化の目的から、2007年1月1日より施行されている2006年証券法（以下、証券法）が中核である。証券法は IOSCO 原則を取入れつつ、市場の監督、透明性、ディスクロージャー、投資家保護に重点を置いた。この中で、適合性原則や顧客資産の分別管理等を含む証券会社に関するルールは Decision27、資産運用会社の運営については Decision35、投資信託の設定と運用は Decision45、そして上場企業に適用されるコーポレートガバナンスに関する規制は Decision12 でそれぞれ規定されている。

外資による出資規制の上限⁵²については、上場および非上場の大企業⁵³は 49%（上場銀行は 30%）となっているが、2012年1月1日以降は WTO コミットメントによって当該ルールは撤廃され、100%外資の証券会社設立が可能となる⁵⁴。また、持株会社による複数の証券会社の同時支配を防ぐ目的から、Decree14 の規定によって、ある証券会社の株式を 10%以上保有する者は別の証券会社の株式を 5%以上同時に保有す

⁵¹ Decision 63/2007/QD-TTg に基づく。その他には Decision No.17/112/127 等で SSC の権限について触れられている。尚、HOSE と HNX は、SSC の代わりに取引所および市場関係者に対する規制機関として機能する。

⁵² 債券についての外国人保有比率の規制は存在しない。

⁵³ プロ投資家を除く株主の数が 101 人以上で払込資本が 100 億ドンを超える企業も "Public Companies" である。

⁵⁴ 2011 年から外国証券会社の現地支店のライセンスが発行されている。

ることはできない。

証券ブローカレッジと証券引受けビジネスに必要な最低資本金はそれぞれ 250 億ドン、1,650 億ドンとなっており⁵⁵、SSC からライセンスを取得するには、業務に必要な施設、最低資本要件、証券業務を問題なく遂行できる従業員、の3点で要件をクリアする必要がある。SSC から付与されたライセンスに基づき、証券会社は、証券売買の仲介、自己勘定取引、証券引受け、証券投資コンサルティング（リサーチおよび投資顧問）、投資銀行業務⁵⁶、に従事できるようになる。

2007 年 8 月には、2020 年までのベトナム資本市場のロードマップが公表され、資本市場の持続的な発展と競争力の強化、個人投資家の保護などが今後の課題とされた⁵⁷。具体的には、2010 年までに証券市場の時価総額を GDP の 50%、2020 年までに 70% とするゴールが掲げられている。

直近の動きとしては、2011 年 6 月 1 日に株式市場の流動性を向上させる目的から、証券取引に関する新たなガイドライン⁵⁸を財務省が公表し、この中で複数の取引口座の開設や信用取引などが正式に認可された。特に信用取引については、今後 SSC が上場株式および投資信託受益証券に関する必要証拠金や維持証拠金等の詳細なガイドラインを公表する予定となっている。

終わりに

ベトナムの金融市場は本格的なスタートからまだ 20 年程度と歴史が浅く、銀行が主体であり、資本市場も規模は小さく創設から約 10 年と発展途上にある。しかし、2007 年の WTO への加盟を契機に外資が本格的に参入してきたことで急成長を遂げつつあり、政府は 2020 年までに資本市場の規模を GDP の 7 割にまで拡大させる目標を掲げている。今後、ASEAN 域内の経済統合が 2015 年に向けて進展し、それと同時に資本市場も ASEAN Exchanges と呼ばれるイニシアティブによって統合が加速していく中で、海外の投資マネーを取り込んで流動性を拡大させていく戦略的な取組みが同国には求められよう。既にカンボジアやラオス、ミャンマーといった近隣諸国においても経済成長は始まりつつあり、これらの国でも金融資本市場がさらに発展すれば、外資マネーの獲得を巡る競争は一段と激化するだろう。

ベトナムの一人当たり GDP はまだ 1 千ドルを突破した程度であり、国民に証券投資ができる程の投資余力が十分に備わっているとは考え難い。だが、人口構成の非常に若いベトナムでは、特に都市部において IT に慣れ親しんでいる若者の間でインターネット・モバイルバンキングといったリテール金融サービスに対するニーズが高く、経済成長とともに所得が向上して消費が拡大すればクレジットカード、ATM 活

⁵⁵ さらに、自己勘定売買は 1,000 億ドン、証券投資顧問はそれぞれ 100 億ドンである（Decree 144/2003/ND-CP）。

⁵⁶ 企業再編、コーポレートファイナンス、M&A、IPO 支援、バリュエーションサービスなどを含む。

⁵⁷ No. 128-2007-QD-TTg

⁵⁸ Circular 74/2011/TT-BTC

用などに対する需要も自然と増加していくことは想像に難くない。政府もキャッシュレス社会を促進する政策を導入するなど、リテール金融ビジネスの発展を積極的に後押ししている。

今後、大いに発展の余地のある同国の金融市場を成長させるには、短期的にはまずマクロ経済の安定化を最優先させ、国内外の投資家および預金者からの信頼を確率する必要がある、中長期的には、豊かになる個人の金融ニーズの多様化に合わせたプロダクト面における充実、従業員教育の徹底によるカスタマーサービスの向上、ITプラットフォームの整備、与信管理体制の強化などが求められるだろう。この過程で、資金だけでなく経営ノウハウの提供といった面での援助も期待されている海外のプレイヤーが、ベトナムのリテール金融ビジネスの発展に果たす役割は非常に大きいと考えられる。