
ベトナムの資本市場と証券化に向けた課題

流動化・証券化協議会

『第3回アジアにおける証券化ワーキング・グループ』

2014年 6月9日






野村総合研究所
金融コンサルティング部 荻本洋子

目次

- ① 資本市場の現状
- ② 証券化に関する諸制度の現状
- ③ 証券化市場育成に向けた課題











-
- 1 資本市場の現状**
 - 2 証券化に関する諸制度の現状
 - 3 証券化市場育成に向けた課題

ASEAN諸国におけるベトナムの位置づけ

		面積 (km ²)	人口 (百万人, 2013)	人口識字率	GDP (十億ド ル,2013)	実質GDP 伸び率 (%, 2013)	一人当りGDP (PPP,米ドル, 2012)	ソブリン 格付け
ブルネイ		5,765	0.4	95.4% (2011年推)	16.6	1.4	54,809	無し
カンボジア		181,035	15.4	73.6% (2004年推)	15.6	7.0	2,573	B+(S&P)
インドネシア		1,904,569	248.0	90.4% (2004年推)	867.5	5.3	5,182	BB+(S&P) BBB-(R&I)
ラオス		236,800	6.8	72.7% (2005年推)	10.1	8.3	3,066	無し
マレーシア		329,847	30.0	88.7% (2000年)	312.4	4.7	17,526	A-(S&P) A(R&I)
ミャンマー		676,578	65.0	89.9% (2006年推)	59.4	6.8	1,711	無し
フィリピン		300,000	97.5	92.6% (2000年)	272.2	6.8	4,660	BBB-(S&P) BBB-(R&I)
シンガポール		697	5.4	92.5% (2000年)	287.4	3.5	62,428	AAA(S&P) AAA(R&I)
タイ		513,120	68.2	92.6% (2000年)	400.9	3.1	9,888	BBB+(S&P) BBB+(R&I)
ベトナム		331,210	89.7	94% (2009年)	170.0	5.3	4,001	BB-(S&P) BB-(R&I)
日本		377,915	127.3	99% (2002年)	5,007.2	2.0	37,135	AA-(S&P) AA+(R&I)

出所) CIA、MF (2013)、ADB (AsianBondsOnline)より作成

ASEANとベトナムの証券市場の構成

		証券市場監督当局・委員会	証券取引所	上場国内企業数 (2013年末)
ブルネイ		Autoriti Monetari Brunei Darussalam (AMBD)	未設立	—
カンボジア		Securities and Exchange Commission of Cambodia (SECC)	Cambodia Securities Exchange (CSX)	1
インドネシア		Capital Market and Financial Institution Supervisory Board (BAPEPAM-LK)	Indonesia Stock Exchange	483
ラオス		Lao Securities Commission Office (LSC)	Lao Securities Exchange (LSX)	3
マレーシア		Securities Commission (SC)	Bursa Malaysia	900
ミャンマー		未設立	未設立	—
フィリピン		Securities and Exchange Commission (SEC)	Philippine Stock Exchange	254
シンガポール		Monetary Authority of Singapore (MAS)	Singapore Exchange	479
タイ		Securities and Exchange Commission (SEC)	Stock Exchange of Thailand, The Market for Alternative Investment	585
ベトナム		State Securities Commission (SSC)	Ho Chi Minh Stock Exchange (HOSE), Hanoi Stock Exchange (HNX) (UPCoMはHNX内)	HOSE: 301; HNX: 377 (UPCoM: 142)

金融セクターの監督体系と証券市場の位置づけ

監督当局	対象監督分野	主たる関連法
財務省国家証券委員会 State Securities Commission 略称SSC	公募証券市場、証券取引所、証券会社、証券運用会社、等	証券法 (Law on Securities)
財務省 金融機関局	政府債市場、私募社債市場、任意年金制度、等	政府債務法 (Law on Public Debt Management)
財務省 保険局	生命保険会社、損害保険会社	保険法 (Law on Insurance)
ベトナム国家銀行 State Bank of Vietnam 略称SBV	商業銀行、ファイナンス会社、ファイナンスリース会社、マイクロファイナンス会社、人民信用基金、その他の金融機関、等	中央銀行法 (Law on the State Bank of Vietnam) 金融機関法 (Law on Credit Institutions)

証券市場発展の歴史

- 国有企業の株式会社化が証券取引センター開設より前に開始され、個人間の自由な株式売買を普及させた。
 - 石田(2008)によれば2006末までで3,694社が株式会社化を実現。

1992

国有企業の株式会社化試行開始(従業員に優先的に株式を配布)

2000

7月:ホーチミン証券取引センター開設

2003

11月:証券市場規則(Decree 144) 制定

2005

3月:ハノイ証券取引センター開設

2006

5月:ベトナム証券預託センター開設

2007

1月:証券法制定(Decree 144廃止)

8月:ホーチミン証券取引センターがホーチミン証券取引所(HOSE)に改組

2009

6月:ハノイ証券取引センターがハノイ証券取引所(HNX)に改組

6月:未上場公開会社市場(UPCoM) 開設(組織はHNX)

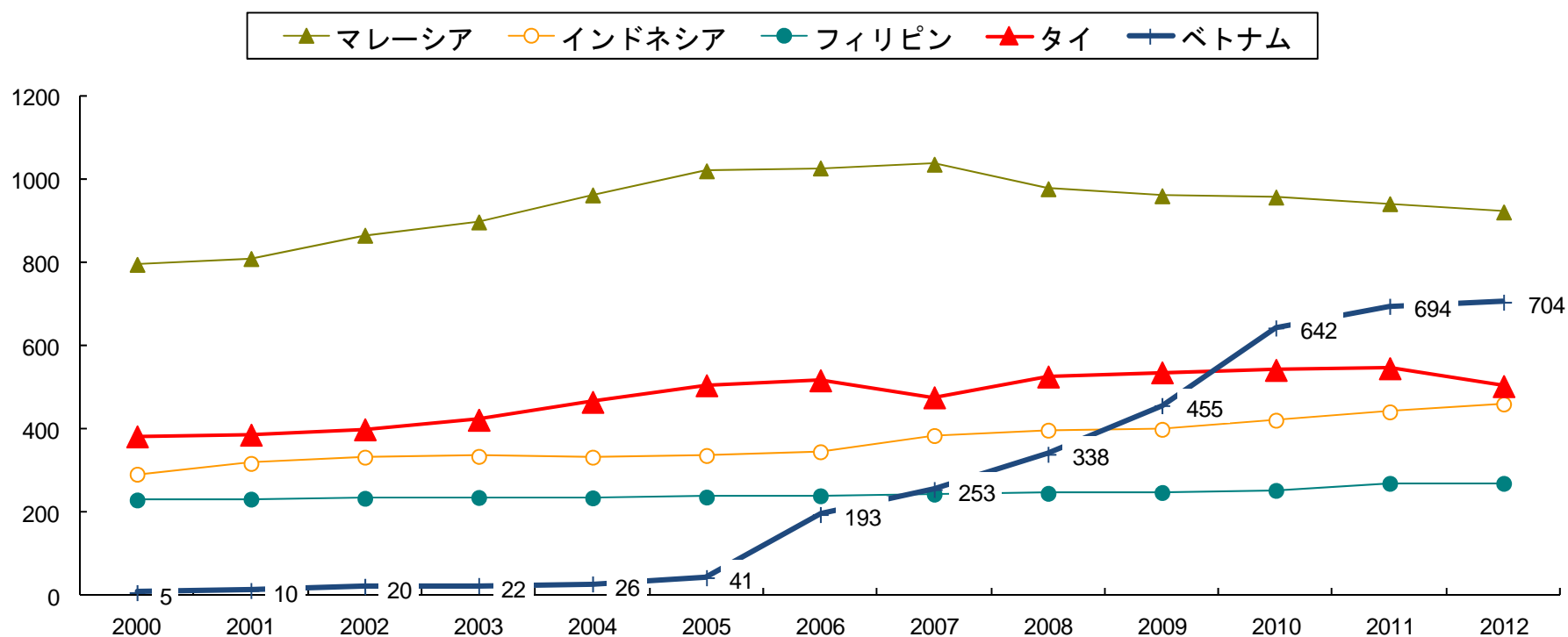
株式市場の概要(2012年末時点)

- 2009年に未上場株式の店頭売買を透明化させる目的でUPCoMが作られた。
 - 2010年の証券法改正で、「公開株式」という概念が定められ、すべての公開株式の売買について市場集中させることになった。

	ホーチミン証券取引所 (HOSE)	ハノイ証券取引所 (HNX)	未上場公開会社市場 Unlisted Public Company Market (UPCoM)
上場・登録 企業数 (他にファンド、債券あり)	308	396	132
時価総額	約3.5兆円	約4,300億円	約980億円
取引所・市場 開設年	2000年	2005年	2009年
上場・登録 企業の 規模の基準	資本金800億VND (約4億円)以上	資本金100億VND (約50百万円)以上	株主数100名以上かつ 資本金100億VND以上

上場企業数の推移と他のASEAN諸国との比較

- ベトナムにおける上場企業数の伸びはASEAN諸国中でも目覚ましい。
 - 国有企業の株式会社化が進展しているのに加え、2006年頃の税制優遇、その後の「IPO長者」の出現等が奏功していると考えられる。
- 国有企業グループの本社は上場させずに、その子会社だけが多数上場している側面もある。



※ベトナムについては、HOSEとHNXの上場銘柄合計。UPCoMIは含まず。

市場時価総額上位銘柄

- 新興国市場の常として銀行が目立つものの、多様な業種が存在する。
 - 設立当初から純粋の民間企業も存在。

HOSE

銘柄通称	時価総額* (十億VND)	外人 保有率*	業種
ベトロベトナム・ ガス	169	2.57%	電気・ガス
ビナミルク	123	49%	食品製造
ベトコムバンク	73	20.12%	銀行
マサン・インベス トメント・グルー プ	70	35.28%	食品製造
ビン・グループ	64	12.93%	不動産

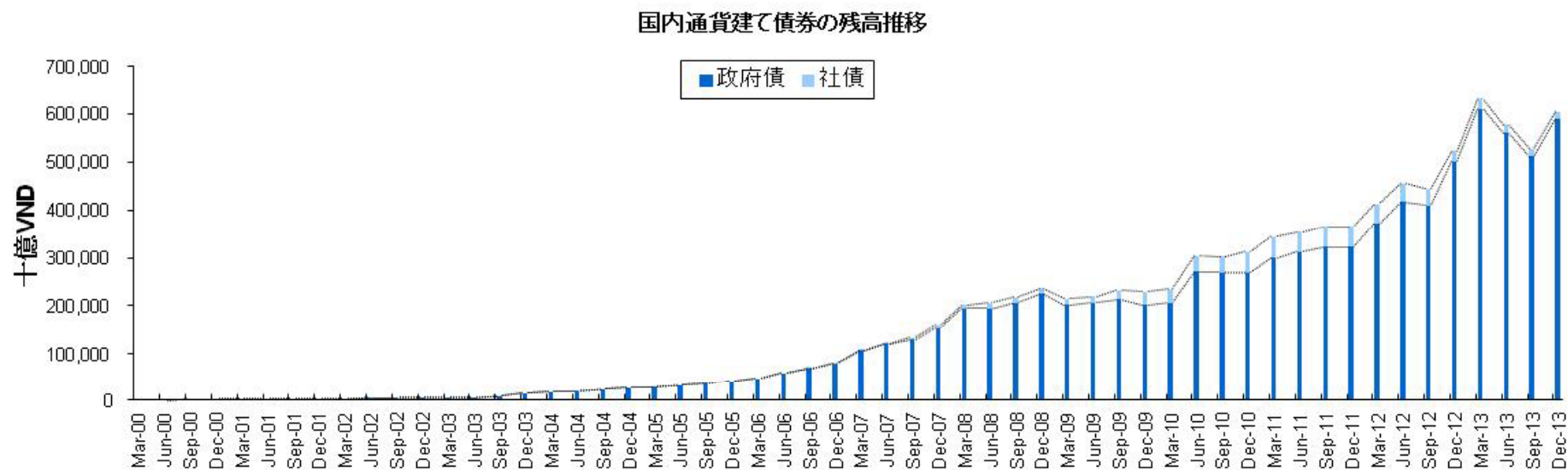
HNX

銘柄通称	時価総額* (十億VND)	外人 保有率*	業種
アジアコマー シャル銀行	15	30%	銀行
ベトロベトナム・ テクニカルサー ビス	14	9.36%	サービス
サイゴンハノイ 商業銀行	10	2.62%	銀行
サイゴン・クイ ニョン鉱産	9	6.91%	鉱業
ビナコネックス	7	9.86%	建設

*2014年4月8日現在。

債券市場の規模推移

- ベトナムにおける債券市場は、長期的には着実な成長を遂げてきた。



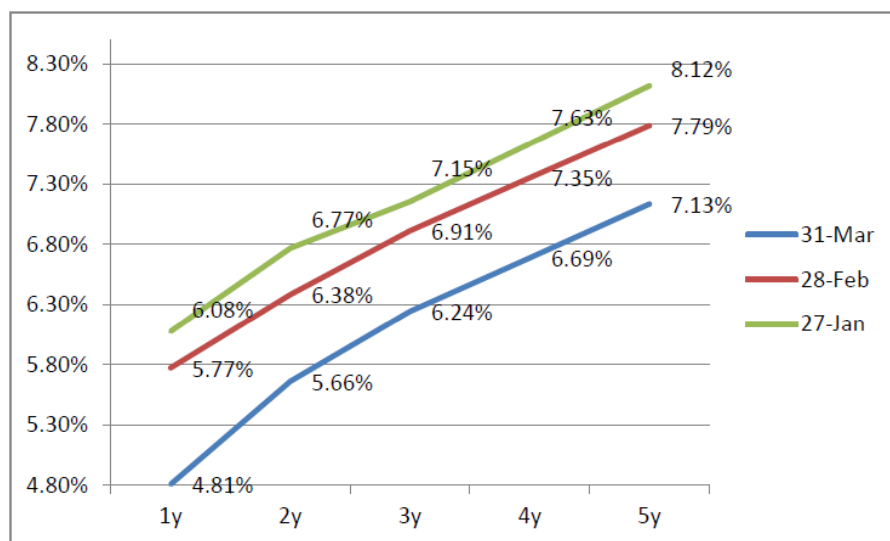
注意:「政府債」には「政府保証債」および「地方政府債」が含まれている。

データ出所) ADB http://asianbondsonline.adb.org/vietnam/data/bondmarket.php?code=LCY_Bond_Market_USD (2014年4月14日確認)

政府債のイールド・カーブ

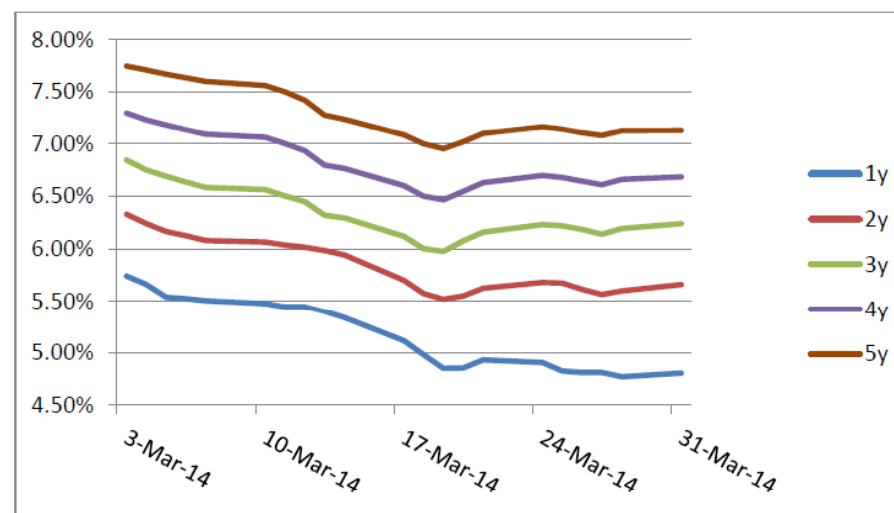
- 債券ディーラー協会 (Vietnam Bond Market Association、略称VBMA) が、会員5行から得た情報を基に、日々、イールド・カーブを算出している。

イールド・カーブの推移



出所) VBMA "Vietnam Bond Market Report March 2014" p.8
<http://www.vbma.org.vn/vbma/userfiles/upload/file/Bond%20market%20report.pdf>

年限別利回りの推移



出所) VBMA "Vietnam Bond Market Report March 2014" p.9
<http://www.vbma.org.vn/vbma/userfiles/upload/file/Bond%20market%20report.pdf>

社債市場の構成： 公募と私募とで二分化

■ 公募

- 監督当局： SSC
- 主たる法規： 証券法
- 取引： 上場社債は取引所取引のみ(市場集中義務)
(公募債券で上場しないケースは想定されていない模様)



条件厳しく、銘柄数が増えない。

■ 私募

- 監督当局： MOF
- 主たる法規： 会社法および政令2011年90号が規程
- 取引： OTC



私募を含む社債の情報をVBMAが集約し始めた。
(マーケット・メイキングを推進するべく、プラットフォームを準備中)

国内社債発行実績トップ企業

2012年12月末時点での社債発行残高トップ企業

社名	業界	国有／民間	株式上場有無	社債発行残高 (十億VND)
EVN	電力	国有	未	10,000
Vinashin	造船	国有	未	7,000
BIDV	銀行	国有	2014年に上場	4,612
HAGL	不動産	民間	上場	4,110
Asia Commercial Joint Stock Bank (ACB)	銀行	民間	上場	3,000
Techcombank	銀行	民間	未	3,000
Vincom	不動産	民間	上場	3,000
Vinpearl	リゾート等	民間	上場	2,500
Agribank Securities	証券	民間	上場	2,000
Minh Phu Seafood	水産	民間	上場	700
Hoa Phat Group	製造	民間	上場	600
Kinh Bac City Development	不動産	民間	上場	500
Development Investment	建設	民間	未	350
Phu Hoang Anh	不動産	民間	未	350
Binh Chanh Construction	建設	民間	上場	300

出所) ADB、HOSE、HNX、VSD、VBMAの資料より作成

外債発行事例

【企業情報】

社名: Vincom Joint-Stock Co
業種: ベトナム最大手の不動産会社
営業利益: 1,974 十億ドン(約0.9億ドル)(2010年度末時点)
総資産: 26,147十億ドン(約12.6億ドル)(2010年度末時点)

【債券情報】

発行日: 2011年7月13日
格付:
上場先: SGX
発行高: 4,000万ドル
年限: 11ヶ月
クーポン: 6%
発行価格:
U/W: Credit Suisse

【備考】

- 転換社債
- 2009年にも、1億ドル相当の外貨建て転換社債を発行している。今回で2度目の外貨建て債券の発行となる
- 株主配当や債務返済の目的で資金調達したとされる

出所) Vietnam Investment Review 等から作成

【企業情報】

社名: Hoang Anh Gia Lai Group
業種: 不動産デベロッパ(民間企業)
売上高: 4,526 十億ドン(約2.2億ドル)(2010年度末時点)
総資産: 18,771 十億ドン(約9.0億ドル)(2010年度末時点)

【債券情報】

発行日: 2011年5月11日
格付: B (Fitch、S&P)
上場先: SGX
発行高: 9,000万ドル
年限: 5年(five-year-non-call-three)
クーポン: 9.875%
発行価格: 96.181
U/W: Credit Suisse

【備考】

- \$200Mのゴム工場や水力発電プロジェクトへの投資が目的とされる

出所) Vietnam Investment Review、Vietnam Stock Market News 等から作成

-
- 1 資本市場の現状
 - 2 証券化に関する諸制度の現状**
 - 3 証券化市場育成に向けた課題

国内格付け制度は準備中

- 社債市場が機能しているASEAN諸国としては唯一、国内格付け制度が未整備である。
 - 現行の私募社債発行規則では格付け取得は義務付けられていない。
 - 大手銀行等が格付けを取得する際には、国際的な格付け機関からグローバル格付けを取得するしかなく、結果的にソブリン格付けを天井とした極めて低い格付けしか得られない。
- MOFは、現在、国内格付け制度の政令草案を「政府に提出済み」とのこと。
 - 日本の財務省が基金を出しているAsian Bond Market Initiativeの下でASEAN事務局がアジア債券市場育成に向けた技術支援を提供中。フェーズ6の一環で、国内格付け制度政令草案作成も支援した。
- 債券ディーラー協会 (Vietnam Bond Market Association; VBMA) が、国内格付け制度の規則制定後に海外の格付け機関との提携等による国内格付け機関設立に向けて、イニシアチブをとりつつある。
 - ただしVBMAが出資母体になるのは困難とみられる。

債権流動化(銀行の不良債権処理)の動き

- 現在、MOF系とSBV系との二つの「銀行債権買取機関」が存在している。

- Debt and Asset Trading Corporation (DATC)
 - MOFが主導して2003年に設立
 - 国有企業を対象とした不良債権を銀行から買い取る機関

- Viet Nam Asset Management Company (VAMC)
 - SBVが主導して2013年に設立
 - 民間企業を対象とした不良債権を銀行から買い取る機関

担保制度

- 動産担保登記制度も民法および政令等により規定されている：
 - 政令83(Decree 83/2010/ND-CP)担保登録手続きについて(動産・不動産共)
 - 政令11(Decree 11/2012)保証取引について
 - 法務省通達2011年05号(Circular 05/2011)動産担保登録について
- 将来キャッシュフローを含めたあらゆる権利を動産担保として登記可能。

担保登記受付機関

機関名	登記対象
General Department of Land Administration (GDLA) (土地管理省)	土地
Ministry of Construction (建設省)	建物
National Registration Agency for Secured Transactions (国家担保取引登録庁)	動産 (除く航空機・航海用船舶)
Vietnam Civil Aviation Agency (ベトナム民間航空庁)	航空機
Ship and Seaman Registration Agency (船舶船員登録庁)	航海用船舶

エスクロー制度

- エスクロー口座は民法で規定されている。
- 民法では、民事義務を担保する手段として、不動産担保登記、動産担保登記などと並んでエスクロー口座の設定を認めている(318条)。
- エスクロー口座の概要は以下のとおり(360条):
 - エスクロー口座とは、民事債務のパフォーマンスを保全するために、債務者が一定の現金、貴金属、宝石または有価証券を、ブロックされた銀行口座に預ける行為である。
 - 債務者が義務遂行に失敗したり、不適切な行動をとったりした場合、債権者はエスクロー口座が設置された銀行から、銀行サービス手数料差し引き後に、支払および賠償を受け取る権利を有する。
 - 預託および支払の詳細は銀行業を規定する法により規定される。

-
- 1 資本市場の現状
 - 2 証券化に関する諸制度の現状
 - 3 証券化市場育成に向けた課題**

証券化市場の育成に向けた課題

■ 証券化に向けたSPVが不在であること

● 信託法が確立していない

- ・ 信託財産を受託者の倒産から隔離する規定もない: 2013年11月時点でMOFは、破産法改正時に信託財産の倒産隔離について規定するよう求める意向を示していた。

● 会社法もSPVを想定していない

- ・ 会社法により設立できる企業は以下の通り:
 - ・ limited liability company (有限会社)
 - ・ shareholding company (joint stock companyと訳される場合もあり; 株式会社)
 - ・ partnership (パートナーシップ)
 - ・ sole proprietorship (個人事業)

■ 債券発行が困難であること

- 債券発行するためには、企業に1年以上の営業実績がなければならない(政令90/2011/ND-CP)

ご質問・コメントなどお願いします。

■野村総合研究所 金融コンサルティング部 荻本

- 電子メール: y-ogimoto@nri.co.jp
- 電話: 03-5533-2564(直通)