



Title	ベトナムの金融市場と国有企業改革
Author(s)	野村, 茂治
Citation	アジア太平洋論叢. 2006, 16, p. 33-62
Version Type	VoR
URL	<a href="https://hdl.handle.net/11094/100028">https://hdl.handle.net/11094/100028</a>
rights	
Note	

*The University of Osaka Institutional Knowledge Archive : OUKA*

<https://ir.library.osaka-u.ac.jp/>

The University of Osaka

# ベトナムの金融市場と国有企業改革<sup>1</sup>

野村茂治\*

## はじめに

ベトナムは1980年代後半から計画経済から市場経済に移行を始めた（Doi Moi Policy）。計画経済から市場経済に移行するに当たっていくつかの問題が発生している。それらは①インセンティブ・メカニズムが存在しないこと、②国営企業の赤字は、国営銀行によって自動的にファイナンスされること、③市場メカニズムが働く為の基礎となる、所有権・財産権・倒産の規定に関する法的整備がなされていないこと、④市場が存在しないので、価格は限界費用を表さず、そこには資源のロスが発生していることなどである。こうした障害が多くに移行経済において貨幣発行の増大から引き起こされるインフレーション、未発達信用市場と言った結果を招いている。ベトナムにおいてこれらの問題は、徐々に改善されてきているが、未だ不十分の状態である。

1999年においてベトナムにおける国営企業の約半分は赤字で、黒字であってもほんのわずかの利益しか出していない状態であった<sup>2</sup>。そしてその後も、企業業績が特別良好に変わったわけではない。その結果、多くの国営企業は、債務の増大、自己資本比率の低下を招いている。しかしながら一方で、国営企業は名目GDPに占める割合は約40%弱、雇用者数も2003年で約44%、税収に占める割合も20%と大きなシェアを占めている（表1、表2参照）。企業数は減少してきているが、大規模企業が依然として残っているので、経済的に大きな地位を占めている<sup>3</sup>。し

---

\* 大阪外国語大学 国際関係講座

表 1. 国営企業のシェア（％）

	2001	2002	2003	2004
名 目 G D P	38.4	38.4	39.1	39.2
鉱工業生産高	41.1	40.3	39.1	37.9
税 収	22.3	20.9	20.2	19.8
銀行借入	42.2	38.7	36.0	34.0
S O E 改革社数	273	335	541	732
うち株式化	193	214	351	605

（出所）政府統計局、世界銀行

表 2. 企業部門における国営企業のシェア（％）

	2001	2002	2003
企 業 数	10.4	8.5	6.7
被雇用者数	53.8	48.5	43.8
売上高（net）	51.2	51.2	46.6
税引き前利益	42.6	41.7	36.1

（出所）政府統計局『企業統計年鑑』

たがって根本的な構造改革が必要であるが、かといって急激な改革は混乱を引き起こすだけだと考えられるので、漸進的な改革が望ましいと考えられる。

また国営企業のガバナンス構造を考える時、経済計画が政府のトップによって決定されており、さらに国営企業のトップは党員であることから、国営企業の構造的な改革が行われることは難しいと考えられる。むしろ国営企業の経営陣も上からの命令に従ったほうが得策であると言った低い企業倫理になるのが常であると考えられる。このような脆弱なガバナンスもしくはモラルハザードの問題が、国営企業問題には存在する。また政府の経済計画に関する決定においても、透明性が薄くアカウンタビリティも弱いものである。考えてみればこうしたことができるのは、赤字でも倒産しない、あるいは資金調達も国営銀行によって自動的になされるからである。したがって国営企業改革にとっていかに市場原理を取り入れ、自己責任原則の下で経営されるようにしていくかが、ポイントとなるように考えられる。

そこで国営企業改革は、三つの面から取り組まなければならないと考えられる。一つは、国営企業を維持する為に、財務管理の強化や経営業績向上を目指す体制作りをすることである。これには資金調達面において国営企業の機関化銀行に成り下がっている国営銀行の改革、さらには金融市場・証券市場の整備・育成が不可欠であるように思われる。二つは、一般の国営企業の効率化を図るためにできるだけ速やかに民営化することである<sup>4</sup>。三つ目は、国営企業の意味決定が、基本的には効率性の観点からなされるようにすることである。

ベトナム自身もその必要性から積極的な国営企業改革に着手している。さまざまな優遇政策によって外資系企業を積極的に誘致するとともに、民間企業の自由裁量範囲も拡大してきている（表3参照）。さらに、規制緩和・輸入の自由化・民間企業の参入を容易にするような制度的・法的枠組みの整備に努めている。しかしながら他方ベトナムは、すべての分野において全面的な自由化を進めているわけではない。エネルギー分野や重工業分野などの重要産業と考えられる分野においては、100%国有の形をとり続けている。また経済計画を現実的・実現的にする為に、既存の労働者や経営者に不利にならないような漸進的な政策を目指している。さらに国営企業の効率化を図るため、中小企業を中心に株式化を促進している。

ところで発展途上国の金融市場は、イギリスやアメリカのような発展した短期市

表3. 企業の数

	2000	2001	2002
企業の数	42288	51680	62908
国営企業	5759	5355	5364
非国営企業	35004	44314	55236
共同体	3237	3646	4104
個人企業	20548	22777	24794
有限会社	10458	16291	23485
合併企業	757	1595	2829
外資系企業	1525	2011	2308

(出所) The real situation of enterprises, General statistics office Statistics publishing house, Hanoi, 2004, p59

場・長期市場さらに債券市場は存在していないと考えられる。上のような市場が整備されている国においては、金融市場において、直接金融が主流を占め、資金の需要者・供給者間の需給調整は利子率によってなされ、その結果として資源の効率的配分が達成される。またこの過程で、ペティ＝クラークの法則が示すように、経済発展にしたがって第一次産業が低下、第二次産業が上昇する。さらなる経済発展が続くと、前者二つが低下し第三次産業が上昇する。この背景には労働者の教育水準が上昇して、人的資本の上昇が見られることが主な理由として考えられる。そして一般的に、政府の介入はできるだけしない方が望ましいとされる。

しかしながら、金融市場においては情報の非対称性という問題を考慮する必要がある。そしてこの場合、貸し手は借り手の返済能力についての正確な情報を獲得することができず、アドバースセクションやモラルハザードの問題が生じる。前者は、取引が起こる以前に生じる問題で、最も望ましくない（リスクの大きい）借り手だけがローンを受けることになってしまう、換言すればレモンの問題である。後者は、取引をした後に起こる問題で、借り手が貸し手の観点からは望ましくない行動をしてしまう問題である。これらの結果、貸出量が減少したりリスクなプロジェクトに投資されたりして、効率的な資源配分が達成されないことになるのである。これらの問題は、市場の発達程度には関係なく、生じるものである。さらにベトナムのような移行経済を考える場合には、この問題に付け加えて銀行や企業のガバナンス構造の脆弱性を考慮する必要がある。

ベトナムの金融市場は、市場自体も新古典派モデルのそれとは大きく異なる<sup>5</sup>。一般的にフォーマル市場とインフォーマル市場が並存しており、一般企業特に中小企業並びに個人のフォーマル市場におけるアベラビリティは、情報の不完全性から低いと思われる。とりわけ中国やベトナムのような社会主義国において、倒産法や財産法が不完全である場合が多く、さらに経済的にも担保を積むことが難しい発展水準にあると、一層フォーマル市場へのアクセスは困難であると思われる。また市場そのものにもいろんな規制が存在している。まず銀行産業への参入が厳しく制限されており、産業ごとに市場が分断されている。次に前述したように国営銀行が預金や貸出市場において大きなシェアを占めている。そして証券市場は、経済規模に比べて非常に小さく、限られたものになっている。

しかし実体経済を見てみるとベトナムは（中国もそうであるが）、ここ数年来非常に高い経済成長率を維持している（表4参照）。国営銀行システムの下で、何故高い経済成長率を達成できているのか、資源配分は意外にも効率的に配分されているのかもしれないのである。Robert Cull and Lixin Colin Xu（2000）では、中国の銀行が効率的な資源配分を実施していたことを論証している。したがって発展途上国におけるような貸し手と借り手の間の非対称的情報の程度が大きい場合には、あるいは金融資産蓄積が低い水準の段階では、国営銀行のほうがうまく機能する可能性があるとも考えられる。さらに言えば、この経済発展段階では、インフォーマルセクターにおける金融メカニズムが優れていると言えるかもしれないのである。

ところで国営銀行を考える場合、二通りの考え方がある。一つは銀行パニックが起これば国有化されるケースが多く見られるが、これは規模の経済や外部経済の観点から独占的地位にある国有銀行（政府）が、金融市場においてプラスの積極的な役割を果たせるというものである（Greenwald and Stiglitz, 1986）。他方で国営銀行は、独占的な資源配分上のロスをもたらす可能性が高いと考えられる。政治家や経営陣など一部の人が、レントの獲得を目指して行動し、市場の失敗につながるというわけである（Schleifer）。どちらの面が支配的になるかが、重要になってくる。

またベトナムにおいては、第三次産業が経済発展の低い段階から非常に高いシェアを占めていることも他の諸国と大きく違う点である（表5参照）。1990年から見ても絶対的にも相対的に見ても第三次産業が一番大きなシェアを占めている。これは意外な事実である。なぜ経済発展の低い段階から第三次産業が発展しているかは、注目すべき研究課題と思われる。筆者は、金融システムと関係が有るように思われる。すなわち人々は、金融のインフォーマルセクターが発達して、ひいては実物資産のレンタル市場の発展につながっているように思われる。またよく言われるように労働のコストと比較してみると、ベトナムの労働の質は比較的に高いことが理由として考えられる。いずれにせよ、発展途上国が経済発展する場合、資本の効率的な配分がどのように達成されるか、またそこで国営銀行がどのような役割を果たしているかを検討することは、重要な研究課題と思われる。金融市場において中国やベトナムでは、少数の国営銀行が支配的な地位を占めている。

表 4. 実質GDP成長率 (%)

1991	5.8
1992	8.7
1993	8.1
1994	8.9
1995	9.5
1996	9.3
1997	8.2
1998	5.8
1999	4.8
2000	6.8
2001	6.9
2002	7.1
2003	7.3

表 5. 産業別実質GDP割合 (%)

	I	II	III
1990	32	25	43
1991	31	25	44
1992	30	27	43
1993	29	28	43
1994	27	29	44
1995	26	30	44
1996	25	31	44
1997	24	33	43
1998	24	33	43
1999	24	34	42
2000	23	36	41
2001	22	37	41
2002	22	37	41
2003	21	38	41

表 4 & 表 5 の出所 : Socio-Economic Statistical Data of 64 Provinces  
and Cities, general statistics offices, 2005

本論文では、移行経済にあるベトナムが、市場経済を掲げて今後ますます安定的で持続的な経済発展を遂行するために、どのような政策が行われるべきかを検討する。その際、ベトナムの金融市場の現状について、経済学の観点から（主に情報の非対称性の観点から）何故今の状態に至っているのかを明らかにする。今後、効率的な資源配分を達成する為に、金融市場・証券市場の改革が必要不可欠であり、その為にはどのようなことが必要かを考察することにする。

## 1. ベトナムにおける金融市場

貸出市場においては借り手と貸し手との間に情報の非対称性が存在して、効率的な資源配分が達成されないとされている。それ故、企業（特に中小企業）や人々

がフォーマル市場である銀行から借り入れることは、ほとんど不可能であると考えられる。またベトナムにおいて、銀行からの借り入れには高い率の担保などが必要であることも原因となっている。そこでこのような国においては、企業間信用あるいは個人間での貸借が行われることが多い。何故ならこの場合、借り手の返済能力に関する比較的確実な情報が、すでに持っているか、あるいはそれほど費用をかけずに、獲得できるからだと考えられているからである。しかしこの場合でも銀行のような専門機関と違うので、個人的な情報収集能力には自ずと限界があり、結果として悪い結果を生む場合もあるだろう<sup>6</sup>。そしてこのような信用取引は、他の信用取引がスムーズに実行されることを前提としているので、その一つが実行されないと、それが他の信用取引に影響してパニック状態に発展する可能性を占めている。また、ベトナムのような移行経済の国における特徴として、将来に関する見通しが制度的ないし法的面において立てにくく、不確実性が非常に大きいことである。この場合、アドバースセクションやモラルハザードの傾向が、そうでない場合と比べると高くなると考えられる。何故ならそのような状況においては、情報の非対称性がますます大きくなり、貸し手はどの企業（人）が優良な借り手かを判断することが極めて困難になるからである。この結果、貸し出しは減少し、例えば貸し出す場合でもその条件は非常に厳しいものとなる。したがってアドバースセクションやモラルハザードが頻繁に起こることになる。

さらにベトナムにおいては、貸出資金の満期構成のミスマッチの問題がある。貸出資金の需要者は、長期での借り入れを要望する。一方、この国における資金供給者は、資産の蓄積が少なく、不時の支出があった場合にすぐに流動化できる短期資産で保有したいと考える。また金融制度や法令などの変更が頻繁に起こっていたり、インフレへの根強い恐れがあったりするような国において、短期はいざ知らず長期に預けるインセンティブは薄いと考えられる。むしろ経済発展の低い段階では、人々の貯蓄の多くの部分が現金や貴金属、その他の実物資産の投資、あるいはインフォーマル・クレジットへの債権に向かう傾向がある。こうしてベトナムのような発展途上国においては、一般的に長期資金が不足する傾向にある。

かくして、ベトナムにおける投資において長期的観点から行われることは少なく、短期的な観点からの小規模な投資が多くなる傾向がある。実際、ベトナムに



において人々の実物資産への投資意欲は旺盛である。資金さえあれば小物店を起業することを考えたり、バイクを購入して営業活動を行おうとしたりしている。したがって経済全体から考えると、期待収益率の高い長期的投資が行われないことが、課題として検討されるべきであると考えられる。また短期的な投資をする場合でも、銀行からの資金調達ほとんど不可能と考えられる。その結果、彼らの資金調達手段は、インフォーマルセクターからの資金調達にならざるを得ないのである。他方、インフォーマルセクターは、これまでの顧客関係から顧客の一般的な情報の蓄積があり、供給面からも営業が成り立つ土台は十分にある。このようにインフォーマルセクターに蓄積された顧客情報は、一種の資本と考えられるので、インフォーマルセクターをすぐに廃止することは、貴重な資本を捨てるようなものであり、賢明な策とはいえないであろう。

またインフォーマルセクターの資金供給者は、単なる資金の供給者ではなく、地主・商人・生産者など他の側面を兼務しており、貸出行動と土地の賃貸、原材料の前渡し、商品の販売など他の経済活動を含めた総合的な活動の一側面として、資金供給をしている場合が多いのである<sup>7</sup>。このような場合、単なる利子率の高い低いで資金調達が決まるのではなく、経済が不況に陥って困難な状況に直面した時、どこまで面倒を見てくれるかなどを考慮して、資金調達は決められる。この場合、インフォーマルセクターにおける資金供給者は言わば保険の機能を果たしていると言ってもいいだろう。したがって、発展途上国の人々にとって、インフォーマルセクターの資産は、銀行の預金や有価証券などの資産との代替性は、低いといわざるを得ないだろう。このように発展途上国における資金調達の問題は、単なる金利差によるポートフォリオシフトの問題ではなく、貸し手と借り手との長期的関係から来ている信用の問題に根ざしている所に問題の深さがある。したがって途上国において、市場さえ整備すれば新古典派モデルが想定するような価格メカニズムが、すぐに働くようになるとは考えられないのである。

経済発展の段階において、資金需要者である企業側においては長期の資金を欲するが、資金の提供者である家計は短期の資金供給を好むことは、これまでも述べたことであるが、このミスマッチを調整する方法として二つのことが考えられる。一つは銀行が仲介することである。すなわち銀行が短期で資金を集めて、

長期で貸し出すことである。しかしこれを実現する為には、銀行が流動性調整を安全にかつ低コストで容易にできる金融市場の整備が必要不可欠である。ここでは債券市場の発行市場・流通市場・現先市場などが発達して厚みのある市場の育成が重要になってくる。その為には銀行が企業に関する情報収集活動に専念しなければならないインセンティブ・メカニズムを創設することである。ここでの意思決定の責任は、個人に委ねられることが重要であると考えられる。

ベトナムにおいては、これまで銀行特に国営銀行においては、貸出先に関する情報を収集するインセンティブが存在しなかった。何故なら国営銀行並びに国営企業は、いくら赤字であっても倒産しない（させない）という下で操業できたからである。したがって貸出先の審査・モニタリングをする意味がなかった。これでは本来の銀行の存在意義を無視していることになり、資金の効率的配分が行われるはずがないと考えられる。

しかし市場化を進める一方で、政治体制は社会主義国であるので、将来的にどこまで市場化を進めるのか、あるいは制度や法律はどのような速さでどのように改革されていくのかなどについて、民間の間において将来に関する情報の不確実性が大きく、むしろ政府の情報保有量・情報収集力のほうが優れているとも考えられる。したがって現段階において、政府の支配力をすぐに廃止することは賢明な策ではないように思われる。さらにすぐに金融市場を自由化しても、前述した理由から長期性資金がスムーズに集まるとは考え難い。すなわち資金供給量は、利子率に対して非弾力であると考えられるのである。むしろ利子率だけ（特に長期利子率）が大きく上昇する結果に終わると思われる<sup>8</sup>。この利子率の上昇は、企業や銀行のバランスシートを悪化させ、これが返って貸出量の低下を引き起こすことになる。したがって金融市場を自由化していく場合、どのようなことが起きてその為にはどのような条件を整えて置くべきかを考慮しながら、慎重に行うべきであると考えられる。

もう一つの方法は、証券市場（株式市場）を育成して、最終的借り手が直接に最終的貸し手から資金を調達することである。最終的貸し手は、証券（株式）を保有するがいつでも売却することができ、短期に流動性を確保できる。借り手もその資金を長期的に利用できる。とりわけ中国やベトナムでは、国営企業改革を促進

する為に国営企業の株式化を進めている。株式化によって理論上は企業が株主支配になり、これまでの一部の上層部支配が崩れるきっかけを与えるものと考えられている。しかし実際には、株式保有者は国であったり他の国営企業であったりというように、完全に国の支配から離れていると言うわけではないのが現状である。またこれに関連して証券の保有や譲渡に関する法的概念を明確にし、さらには証券業務全般に関しても法的に整備することが必要不可欠であると思われる。特に株式市場の育成には、情報の公開、決算制度の充実などが必須条件となる。政府は、これらを徹底させるために違反した場合の罰則を含め、厳しい態度で臨む必要があるだろう。政府の裁量を控えそれらルール徹底が成功の鍵を握るであろう。

株式市場育成の為に始めは、株価の安定的な動きが求められるので、銘柄や発行量などにおいて多くの制限が加えられる傾向がある。また株価安定の為に、情報開示にも制限が加えられる傾向がある。しかしこれらは、株式市場の発達を阻害することになると考えられる。株式市場は、株価が企業価値を正確に表してこそ本来の機能を発揮するのである。この点に関して、呉軍華（2005）は中国における状況を分析しているが、ベトナムでも同様のことが言えると考えられる。それによると、国有商業銀行や上場している国営企業の幹部は、ほとんどが党の幹部でもある。したがってこれら経営者に関する情報を流して批判的に検討することは、政治問題になり事実上不可能である。秩序の安定を求めるなら形式的に当該企業は順調に進行していると伝えることが、報道機関の責務となる。こうした背景を人々も理解しており、その結果として一般の人々にとって、株を持つインセンティブが薄くなり、証券市場の活性化にマイナスの影響をもたらすことになる。逆に内部情報などによって価格が左右される傾向があると、このことが人々の株価に対する不安感を増大させ、株式需要にマイナスの影響与える可能性がある。アウトサイダーである株式需要者にとって、情報入手において不利な立場に立たされていると感じられる時、株式を保有するインセンティブは存在しない。ベトナムの場合、株式保有は現段階では国の政策として割り当てられているといってもいいだろう。実際、一般の人々の株式取引所における株式取引高は著しく小さい<sup>9</sup>。かくして正確な株価が形成されなくなり、証券市場の発達を遅らせることになる。この結果、多くの人々の株式保有によるリスク削減は、事実上不可能

と言うことになる。したがって株価が資本コストの基準レートとしての機能を果たしているとはいえない。むしろ経済のマクロパフォーマンスに比べると、株価は低迷しているといっても過言ではないであろう<sup>10</sup>。

次にベトナムのような発展途上国における金融システムの安全性や効率性について検討してみよう。発展途上国のような長期資金が絶対的に不足している場合、非対称的情報によりあるいは情報の内部化により、政策担当者（政治家）と関連ある企業への貸出増加という結果を招くことになる。また銀行が長短資金の調整をしている場合、銀行に満期変換上の流動性リスクを過度に負わせることになる。その結果、人々は銀行の流動性リスクに過剰に反応するようになり、これによって銀行パニックの起こる確率が高められる傾向がある。

さらにベトナムのような途上国における特有の問題として、original sin<sup>11</sup>の問題がある。すなわち途上国は国際市場で自国通貨表示の債券発行によって借り入れができないと考えられることである。何故なら投資家にとってその返済の最終的手段としてインフレが引き起こされるという恐れから逃れられないからである。そこで投資家はインフレを予想して意思決定するので、途上国通貨表示の債券投資を実行しないことが予想される。その結果、途上国は国際市場においては外国通貨表示で債券発行や借り入れをせざるをえないことになる。この結果、国際収支が少しでも不安定になったり、経済情勢が変化すると、突然資本流入がストップしたり資本流出が起きたりする。この結果、自国通貨価値が低下し、自国通貨で測った債務額が増大する。固定レート制度の下では外貨枯渇の危機に遭遇することになる。そしてこのことが、銀行や企業のバランスシートを悪化させ、これがさらに経済活動を低下させる悪循環を引き起こすことになるのである。実際、1997年にアジアで起こった通貨危機がこの状況であった。

また途上国では銀行自身の財務内容に関する情報が不十分であることが、問題を一層深刻にさせる。なぜなら財務内容のよい銀行と悪い銀行の区別が困難である場合、経済全体が不況に陥ると、前者の銀行でさえ金融市場から資金調達を達成することが困難になるからである。というのは、投資家は銀行全体の平均金利で銀行を評価するからである。すなわち完全情報の下で成立する利子率であったら、十分に採算があう財務内容であっても、財務内容の悪い銀行も含めた銀行全

体の平均金利で決まる利子率で評価すると、正味資産が負になる可能性も出てくるからである。その結果、流動性危機に陥ることになる。また、銀行自身の財務基盤が弱いと、アドバースセクションやモラルハザードが起りやすい。何故なら、失うものがないからである。その結果、預金者は銀行預金を減らすことになり、必要な投資が困難になる。

こうした金融システムのリスクに対する対策として、一般的には政府（国）が、セイフティネットを提供している。預金保険や、国が最終的な貸し手としての保証を与えることによって、システムの安全性が維持されている<sup>12</sup>。しかしながらこれは一方で、預金者に銀行選別の行動を取らせる力を弱める方向に作用する。そして銀行にも安全で確実なプロジェクトに投資するというより、ハイリスク・ハイターンといったプロジェクトに投資する誘引を与える。こうして銀行に過度のリスクをとらせる誘引を与えるいわゆるモラルハザードが、生じる可能性が高くなる。このことは最終的に（国営）銀行の不効率性を許容することに成り、経済全体の資源配分をゆがめることになる。ここでは銀行が本来の活動を怠り、レントシーキング的な行動をする傾向にある。移行経済において、今でも最終的な意思決定が国によってなされており、最終的な責任が個人に帰することはないと考えられる。その結果として、銀行システムの健全な運営が行われない傾向がある。銀行経営に関するガバナンス構造の確立が求められている。

## 2. ベトナムの銀行市場

具体的にベトナムの金融システムを検討してみよう。ベトナムの金融システムは、モノバンクシステムから出発し、その後1988年に中央銀行であるベトナム国家銀行（State Bank of Vietnam, SBV）と4つの国営商業銀行（SOCB）に分離された。その中のVietcombankは、1963年に国営商業銀行として設立された。1988年の改革前は、唯一の海外取引銀行であった。しかし1990年代以降は、他の銀行や外国銀行の参入があり、海外取引の独占的地位は失っているが、歴史的な経過から金融業における指導的な立場を占めている。2002年末の支店数は24で総資産残高は81兆ドンである<sup>13</sup>。Agribankは農業地方開発銀行で、農村や地方に支店網

を持って重点的に資金を配分する目的で1988年に設立された。全国で1568の最大支店を保有する。預金と比べて他の銀行との比較でいうと、債券を発行している割合が高いと言える（表6参照）。2002年末の資産残高は91兆ドンである。ベトナム投資開発銀行（BIDV）は、1988年に政策銀行から国営商業銀行に組織変更された。この銀行は、比較的に融資残高に占める中長期貸出の占める比率が高いといえる。表6から1990年代の初めは70%台、1996年においては53.3%、2002年においても49%を占めている。支店数は67で2002年末の資産残高は71兆ドンである。またこの銀行は、ホーチミンにおける証券決済に関する資金決済をしている。Incombankは、1988年民間部門への融資を充実させる為に設立された。1990年代から着実に民間部門への融資比率を増大させている。2001年の民間部門への融資は、全体の約40%である。支店数は104で、2002年末の資産残高は、68兆ドンである。その他に、Joint stock bank (JSB), People's credit fund (PCF), 外国銀行がある。JSBは株式会社組織を持った銀行で、規模は小さく融資比率も10%台と小さい。しかし一方で為替オプションを企画するなど、国営銀行とは違ったカラー

表6. ベトナム銀行の中長期貸付の相対的重要性（全貸付に対する中長期貸付の比率）

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	2002
Vietcombank	10.3 0.0	12.1 0.0	19.8 0.0	34.2 2.5	32.9 4.6	26.7 3.7	81兆 24店
Agribank	6.5 0.4	6.9 9.4	26.4 42.1	29.4 42.9	31.3 51.3	32.2 42.8	91兆 1568
BIDV	73.8 1.7	76.7 2.9	75.8 0.6	70.8 9.4	55.6 12.6	53.3 9.1	71兆 67店
Incombank	3.8 4.1	6.3 0.3	13.5 22.0	16.1 30.5	18.6 25.9	20.1 26.2	68兆 104店
民間銀行	0.0 0.0	1.0 0.0	4.4 0.0	19.5 0.0	18.1 0.0	23.4 0.0	外銀 26店
合 計	16.7 0.9	18.3 1.7	29.8 15.4	37.0 21.7	34.2 23.8	32.4 21.2	

注；下段は、債券発行の比率（預金＋債券に対する）を示す。

出所：石川滋/原洋之助編『ヴィトナムの市場経済化』p168

2002年に関しては、上段が総資産、下段が支店数である。筆者作成

を出すなどして独自の経営に努めている。PCFは一般の人々を対象に小口預金と融資を扱っている。市場シェアは1－2%と小さい。ベトナムに参入している外国銀行には、2003年時点で26支店と5つのJVがあるが、さまざまな制限が課せられている。しかしその割には、預金と融資の比率は、比較的に大きなシェアを占めている。これはリスクが小さいからだと考えられる。今後、ベトナムがWTO加盟を目指すのであれば、制限の撤廃が求められ、それまでに銀行部門の強化が必要とされることは明らかであろう。

ベトナムの国営商業銀行は以上のような歴史的経過を持って生まれたが、さまざまな問題を抱えている。総預金や総貸出に占める4大国営商業銀行の割合が70%以上を占め（表7参照）、かつ農業部門、工業部門、外国部門と産業ごとに市場が分断されている。約26ある外国銀行や30ほどある半官半民のJoint stock bank (JSB) は、限られた規模での営業活動を強いられている。JSBは国営企業とベン

表7. ベトナムの4大国営商業銀行 (%)

	2000	2001	2002	2003 March
全預金に対するシェア				
4大国営商業銀行 (SOCB)	74.4	75.3	74.3	73.9
その他	25.6	24.7	25.7	26.1
全貸出に占める割合				
SOCB	73.3	75.8	75.9	75.9
その他	26.7	24.2	24.1	24.1
国営企業 (SOE) に占める貸出割合				
SOCB	90.1	91.4	91.2	91.2
その他	9.9	8.6	8.8	8.8
全貸出に占めるSOEへの割合				
SOCB	56.3	53.6	49.1	47.9
その他	18.5	12.9	12.2	11.9
SOEに対する銀行貸出割合	44.9	42.2	38.7	37.8
SOEに対する (銀行貸出+DAF)	49.9	48.2	45.6	46.2
DAF=Development Assistance Fund 政策金融				

出所：IMF Country Report No.03/381 December 2003  
International Monetary Fund

チャー企画を立ててきたが、資本不足に悩んでいる。4 大 国 営 商 業 銀 行 は、国 営 企 業 へ の 貸 出 の う ち 90% 以 上 を 占 め て い る。す な わ ち 国 営 企 業 へ の 機 関 銀 行 と な っ て い る と い っ て も い い だ ろ う（表 7）。し か し こ れ は 一 方 で、国 営 企 業 改 革 が ス ム ー ズ に 進 ん で い な い こ と も あ っ て、不 良 債 権 の 蓄 積 に つ な が っ て い る。2000 年 ま で に 不 良 債 権 は、IMF レ ポ ー ト に よ る と、23 兆 ド ン に 達 し て い る。GDP の 約 5 %、す べ て の 貸 出 の 15%、す べ て の 不 良 債 権 の 約 2/3 は、国 営 企 業 へ の 貸 出 に あ る。こ の よ う に 4 大 国 営 商 業 銀 行 と 国 営 企 業 の 関 係 は、ベ ト ナ ム に お け る 金 融 市 場 の リ ス ク の 根 幹 と な っ て お り、再 構 築 が 急 が れ て い る。

金 融 市 場 の 改 革 に あ た り、中 央 銀 行 は 三 つ の 基 本 原 則 を 打 ち 立 て て い る。一 つ は、国 営 銀 行 改 革 に 際 し て、段 階 的 に 必 要 に 応 じ て 公 的 資 本 で 資 本 注 入 を 図 る。二 つ に 透 明 で 正 当 な 会 計 制 度 や 情 報 開 示 の 基 準 を 設 定 し、そ れ を 徹 底 化 す る こ と、三 つ に 政 策 プ ロ ジ ェ ク ト に 基 づ い た 貸 出 を 遂 行 す る と い う 原 則 で あ る。こ の 原 則 を 基 に、4 大 国 営 商 業 銀 行 に お い て は、具 体 的 に 次 の 4 つ の 目 標 が 2001 年 に 設 定 さ れ た。一 つ は 不 良 債 権 問 題 の 解 決、二 つ は 貸 出 リ ス ク 削 減、三 つ に 資 本 規 制、四 つ に 国 際 会 計 基 準 へ の 移 行 で あ る。こ の 点 に 関 し て は、2001 年 9 月 以 降、国 際 会 計 基 準 に 基 づ く 外 部 監 査 の 導 入、融 資 リ ス ク 管 理 委 員 会 ・ 内 部 監 査 委 員 会 の 設 置 な ど を 実 施 し た。ま た 資 本 増 強 を 図 る た め に、総 額 10.9 兆 ド ン の 資 本 を 注 入 し た<sup>14</sup>。さ ら に 不 良 債 権 の 評 価 に 対 し て も、こ れ ま で ベ ト ナ ム で は 延 滞 債 権 の み を 不 良 債 権 と し て い た が、国 際 会 計 基 準 に 合 わ せ る よ う に 債 権 分 類 と 引 き 当 て 基 準 を 導 入 し た。今 後 は、貸 出 先 の 財 務 状 態 や 収 益 性 を 考 慮 し た 債 権 分 類 が 必 要 に な っ て く る で あ ろ う。い ず れ に せ よ、SOCB は 今 後、SOCB 自 体 の 資 本 増 強、収 益 力 強 化 を 図 っ て い く こ と が、基 本 課 題 と な る。

ベ ト ナ ム に お い て、そ の 歴 史 的 経 緯 か ら 銀 行（特 に 国 営 銀 行）の 貸 出 先 に 関 す る 審 査 ・ モ ニ タ リ ン グ が 不 十 分 で あ る の で、政 策 プ ロ ジ ェ ク ト に 基 づ い て 貸 し 出 す 場 合 で も、あ ら か じ め ル ー ル を 決 め て そ の ル ー ル に 基 づ い て 貸 し 出 す よ う に す べ き で あ る。政 府（銀 行）の 裁 量 を で き る だ け 排 除 す る こ と に よ っ て、恣 意 性 を な く す こ と で あ る。こ れ に よ っ て 企 業 や 人 々 の 行 動 も、そ の プ ロ ジ ェ ク ト（ル ー ル）に そ っ て 最 適 な 反 応 を す る よ う に な り、計 画 が 実 現 し て い く も の と 思 わ れ る。こ こ で 重 要 に な っ て く る の が、人 々 の 政 策 あ る い は 政 府 の 政 策 に 対 す る コ ミ ッ ト



メントのcredibilityである。人々が認識するcredibilityが強ければ強いほど、政策の実現性が高まると思われる。反対にこのcredibilityが弱いと、政府も政策の変更を強いられ、time inconsistencyの問題を引き起こすことになる。移行経済においてルール之死守は、非常に重要な要素である。

銀行市場への資金供給者に関する行動については前節で説明したが、マクロ経済的観点から現状を見ておこう。ベトナムのような大きな戦争を幾度となく経験している国において、国民が銀行預金の形で長期的に保有する傾向は少ないと考えられる。さらに前述したインターリンクエージとの関連もあるので、新古典派モデルが想定するように単に利子率を引き上げれば自ずと資金が利子率の高い方に流れると言うわけにはいかないだろう。また貿易構造において一次産品（原油・コーヒー）が主な輸出品であり、世界市況によって変動しやすくなっている<sup>15</sup>。また海外からの直接投資も期待されているほど伸びていないのが現状である。したがって海外貯蓄を常に利用できる状況にはない。こうした面からも中長期資金は不足傾向にある。

しかし一方で社会が政治的にも安定し、経済も順調に成長するようになるにしたがって、現金から銀行預金に向かうようになってきている。IMF統計によると2004年末のマネーサプライ（M<sub>2</sub>）は、前年末比31.0%増の495.4兆ドン（314.5億ドル、対GDP比69.5%）、2005年3月末でも前年同月比約30%増を示している。このように、現金から銀行預金あるいは銀行経由の支払いが徐々に進んできているが、資金需要を満たすほどではない。

資金需要は前述したミクロ的観点からだけでなく、マクロ経済的にも道路や発電所などインフラ整備に対する需要から根強いものがある。これに対して民間貯蓄だけでは限界があり、政府貯蓄や海外からの資金流入に頼らざるを得ないだろう。前者に関しては、政策当局も融資を積極的に行っている。2004年末の非政府向けの融資残高は前年末比で約42%、2005年3月末も前年同月比で41%と大きな上昇率を示している。中央銀行（国家銀行）もこれを支援する為に、貨幣供給を増大させている。しかしこれをやりすぎると、インフレの可能性、さらには不良債権を引き起こすことになるので、注意を要する。後者に関しては、海外からの資本流入が国内の金融市場の安定性にどのような影響をもたらすか、考慮する必

要がある。

ここで重要なのは、資本流入が健全な投資に結びついて生産性の上昇を引き起こす資本蓄積となれば、問題はない。しかしながら資本流入が銀行の過剰な貸出を引き起こして、投機目的等に費やされるようになると、問題であろう。注意すべきは、資本流入それ自体が金融市場の不安定性をもたらすのではなく、その資金がどのように使われるかである。また新興市場特有の問題として、“original sin”、の問題がある。すなわち、資本流入が外国通貨表示でなされるので、何らかの理由で自国通貨価値が下落した時、自国通貨で測った債務額が増大して、銀行や企業のバランスシートが悪化することである。その結果、アドバースセクションやモラルハザードが増大することが予想される。それ故、貸し手は貸し出しを控えることになり、金融市場の不安定性が増大し、経済活動も縮小することになる。従って最も基本的な問題として、銀行を健全経営の下で行動させること、その為には確固とした銀行のガバナンス構造を築くことである。

### 3. ベトナムにおける株式市場

次にベトナムの株式市場を検討してみよう。ベトナムの政策当局は、株式取引所の設立に対して、証券市場の発展が国営企業の株式化を促進させ、それによって国営企業改革も行われ、またこのことが証券市場の発展にもつながるとして、大きな期待を寄せている<sup>16</sup>。2000年にホーチミン市証券取引センターが設立され、これまでに31銘柄（1 投信を含む）が上場した<sup>17</sup>。取引センターのレポートによると、市場の発達を促進する為に、預託金制度も実施されているが、上場価値に対する預託金の割合は、2004年末で株式の場合71.7%、債券の場合98.9%、となっている。市場の信頼を勝ち取る為に高い割合となっている。ベトナムの場合、株式化も上場も企業の自主的な選択ではなく、法令により半ば強制的に株式化が譲渡・売却・請負かを選択させて、株式化あるいは上場が行われてきた。さらに株式化を始めるにあたって、中小企業から始めて大企業に及んでいる。また株式化するに際して所有の多様化を重視するような目的で臨んでいることも特色である。社会主義国においては国家が、何を・どれだけ・そしてどのような生産方法

で・行なうかをすべて決定していた。国家といってもそこには独占的な意思決定をする少数の経済主体が存在して、そこでは個人的な利益獲得の為の政策が行われ、不効率が発生する温床となっていたと思われる。株式化は所有者が明確にされ、そこに責任が生まれることになり、努力しなければならないメカニズムが発生すると考えられる。もちろん国家株の割合が多いので、それらがうまく機能する程度は弱いと思われるが、それでも出資と言う形をとることによって野放図な浪費システムからは脱却できるとと思われる。社会主義体制を敷きながら、市場化を推し進めるうえで、国家株を含んだ株式化は、政治体制と経済体制の調和を図る意味でも必要な道だったと考えられる。

2005年8月現在で、2540社の国営企業が株式会社に改組している<sup>18</sup>。これは国営企業のうちの大まかに言うと半数である。上場については、国家証券委員会(SSC)は2003年に上場条件を緩和したが、上場企業数はそれほど増えていない。これは上場できるような企業は、資金調達において銀行借入れが容易であり、財務内容の情報開示などの義務を果たさなければならない上場を積極的に推し進めるインセンティブがないからだと考えられる。取引センターのレポートによると、株式の時価総額は2004年末時点において、3.8兆ドン(2.4億ドル)で、対GDP比0.5%で規模的にまだ非常に小さな額に留まっている。また、現在一人1口座に限定されており、開設証券口座数が2万4千程度から判断すると、投資家数も少ないと考えられる。そして開設講座数の40%は上場企業の従業員の口座である。また恒常的に利用されている口座は、約5%であり投資者数でいうと約1000人である。投資家の98%は個人投資家で、機関投資家はほとんどいない。外国人投資家についても、取得後1年間の保有義務などがあり、ごく少数である。また外国人保有比率の上限は30%までで、優良株については上限まで買われていることから新規参入余地は限られていると思われる。

次に株式化に関連する具体的な諸政策について、詳しく検討してみよう。ベトナムの特徴として、国が国家株保有者として株主になっていることである。そして上場後もこのような株が取引対象となっていることである。従業員株についても同様のことが言える。これは中国のケースと比べると、大きな違いである。中国においても株主として国や従業員が存在して、それぞれ国家株や従業員株があ

るが、これらは非流通株として扱われる。ベトナムの場合、法的に定められた非流通株は存在しない。2005年時点で株式化した国営企業2540社のうち、国家株主比率46.5%、従業員株主比率38.1%、社外株主比率15.4%である。国と従業員で株全体の約85%を保有していることになる。株式化した企業のうち、国が50%以上を保有している場合が51%、国が50%未満を保有している場合が19%、国が株を保有していない場合30%である。従業員の株保有を促進する為に、始めは額面の30%割引、2004年以降は40%割引で購入可能とされた。ホーチミン市における株式会社の従業員株主比率は、始めは70%台であったが2005年には50%台に減少してきている。これは株保有がそれほど魅力的でないことを示しているともいえる。

株式化した企業においても、資金調達的主流は銀行借入れである。株式化を促す為に、株式化した企業においては税制面や銀行借入れの面において優遇（金利や担保）政策を敷いている。その結果、株式化した企業は、そうでない企業と比べてみると、負債比率が高くなっている。株式化は、銀行借入れを容易にするための免罪符のようなものであったと考えられる。Demirgüç-Kunt and Maksimovic (1996) によると、途上国においては、株式市場が発達するにつれて債務－株式比率が上昇する傾向があると主張されている。詳しくは今後の研究に委ねなければならないが、株式上場が企業に関するプラスの情報を与えていると考えられる。

株式化した企業の経営効率が上昇したかどうかの問題については、決定的なことは現状においては言えない<sup>19</sup>。これは株主構成をみても、国や従業員を除けば、それ以外は約15%であるから、敵対的買収の可能性はない。したがって敵対的買収の恐れから、経営努力をするインセンティブは存在しないと考えられる。いずれにせよ資本市場が企業の規律・経営効率を正す機能を果たすまでには至っていないのが、現状である。

#### 4. ベトナムにおける資本蓄積と資金調達

ベトナムにおける企業規模は非常に小さい。表8や表9からもわかるように、2003年において雇用者数10人以下が48%を占め、雇用者数50人以下が約80%である。平均すると、一社当たりの雇用者数は、74人、資本規模は約230億ドンである。

表 8. 企業規模（被雇用者数=L）の割合、全企業数=62908（％）

L<10	10≤L<50	50≤L<300	300≤L<500	L≥500
48.0	32.9	14.1	2.2	2.7

（出所） The real situation of enterprises, General statistics office Statistics publishing house, Hanoi, 2004, p57より筆者作成

表 9. 企業規模（資本量=K, 10億ドン）の割合、全企業数=62908,（％）

K<10 (K<5)	10≤K<50	50≤K<200	K≥200
86.2 (79.0)	9.2	3.4	1.2

（出所） The real situation of enterprises, General statistics office Statistics publishing house, Hanoi, 2004, p59より筆者作成

この規模はこの2.3年において縮小化してきている。すなわち新しく設立される企業は非常に小規模な経営形態が多いということである。また資本金も80％以上（このうちの79％が50億ドン以下）が100億ドン以下である。これは投資資金需要が満たされないためであると考えられる。データによると、2002年において行われた投資のうち、38.0％が金融市場から調達され、政府予算からが4％、その他が9％、残りの49％が自己資金である<sup>20</sup>。さらに金融市場から調達した38％のうち、56.4％が国営企業である。そしてこのうちの63.4％が特別な国の資本勘定から調達されている。このように非国営企業が金融市場で資金調達できる可能性は、非常に低く、したがって企業を興す場合、資本規模は小さくならざるを得ない状況にある。しかしこのことは、国外との競争において不利な立場に立たされる。投資資金が調達されないと、最新の設備への資本蓄積が困難になり、生産性の低下に結びつくことになり、経済発展にもマイナスの影響を与えることになる。

企業形態別に収益率などを見てみると、国営企業は非国営企業より優れた成績を残している（表10参照）。赤字企業の割合、黒字企業の割合などにおいて国営企業のほうが優れている。これは、資金調達の面において有利な立場にあり、資本蓄積が比較的スムーズに進行するからだと考えられる。外資系企業において、赤字企業の割合が高いのが注目に値する。約半数が赤字企業である。しかしこれ

表10. 企業別による経営指標

国営企業

	単 位	2000	2001	2002
赤字企業の数		1005	894	787
全企業に対する赤字企業の割合	%	17.5	16.7	14.7
赤字額	Billion VND	3299	3411	3171
赤字企業1社当たりの平均の赤字額	Billion VND	3.3	3.8	4.0
全利益に対する全赤字の割合	%	15.8	14.5	10.9
黒字企業の数		4539	4249	4450
全企業に対する黒字企業の割合	%	78.8	79.4	83.0
総利益	Billion VND	20865	23557	29131
黒字企業1社当たりの平均利益	Billion VND	4.6	5.5	6.5
全取引高に対する利益 (%)	%	4.7	4.9	4.7

非国営企業

赤字企業の数		6370	8316	11292
全企業に対する赤字企業の割合	%	18.2	18.8	20.4
赤字額	Billion VND	1127	1074	1539
赤字企業1社当たりの平均の赤字額	Billion VND	0.18	0.13	0.14
全利益に対する全赤字の割合	%	35.6	22.6	21.9
黒字企業の数		27916	32593	41743
全企業に対する黒字企業の割合	%	79.8	73.6	75.6
総利益	Billion VND	3168	4753	7024
黒字企業1社当たりの平均利益	Billion VND	0.11	0.15	0.17
全取引高に対する利益 (%)	%	1.6	1.7	1.9

外資系企業

赤字企業の数		824	1003	1150
全企業に対する赤字企業の割合	%	54.0	49.9	49.8
赤字額	Billion VND	7800	6907	6248
赤字企業1社当たりの平均の赤字額	Billion VND	9.5	6.9	5.4
全利益に対する全赤字の割合	%	26.6	22.8	16.9
黒字企業の数		656	783	1074
全企業に対する黒字企業の割合	%	43.0	38.9	46.5
総利益	Billion VND	29342	30328	37040
黒字企業1社当たりの平均利益	Billion VND	44.7	38.7	34.5
全取引高に対する利益 (%)	%	18.1	16.9	16.4

出所：表9と同じ

は財務の計算にも依存している。外資系企業の場合、減価償却期間を短く設定したり、投入財価格の高価格や生産価格の低価格設定などをしたりして、赤字になりやすい構造になっている。利益を出している1企業当たりで見ると、外資系企業は絶対額で一番大きい値をとっている。

ここで注目すべきは、金融仲介業と不動産・レンタル業との比較である。すなわち資産運用として、人々は資産運用として実物資産がポートフォリオの中で重要な地位を占めていることがわかる。2000年においては、両者の企業数はそれほど差はなかったが、2001年、2002年と被雇用者数においてレンタル産業が大きく伸びている（表11・表12参照）。これは人々が銀行への預金というより、実物資産の購入からレンタルで稼ぐ道を選ぶ人が多いことを意味すると考えられる。これはまた、規模が小さい個人企業が多いということにもつながっていると思われる。今後は、いかにして個人レベルでの投資を企業の拡大化につなげていくか

表11. 金融仲介業の主な指標

	企業数	被雇用者数 Billion VND	資本金 Billion VND	固定資産 Billion VND	総取引高 Billion VND	本業の 総取引高 Billion VND	税引き 前利益 Billion VND	税&諸 支払い Billion VND
2000	917	58864	282935	43794	29047	29047	3025	2099.9
2001	1004	63287	354318	60268	33323	32887	3244	3319.7
2002	1013	69265	346655	71997	37519	36862	3965	4101.8

出所：表9と同じ

表12. 不動産、レンタル業（機械・設備）の経済指標

	企業数	被雇用者数 Billion VND	資本金 Billion VND	固定資産 Billion VND	総取引高 Billion VND	本業の 総取引高 Billion VND	税引き 前利益 Billion VND	税&諸 支払い Billion VND
2000	1375	58692	41915	27939	8983	8983	612	807.7
2001	2195	78285	59660	35998	12811	10692	1598	9754.6
2002	3235	100713	64438	30687	16956	15650	1426	6476.3

出所：表9と同じ

である。そのための投資資金をどのように調達するかが、重要な課題となる。投資資金の調達手段が乏しい時、生産過程が経済的に不効率な規模に陥ってしまうことになる。この際、金融機関が果たす役割は、重要であると思われる。

銀行は多くの資金を集める為に、多くの人が貯蓄できるように小規模でいろんな種類の資産を提供する必要がある。銀行はこの集めた資金を効率的な規模の企業に投資をすることができる。家計側も、多様化したポートフォリオを組め、資産の流動性も高まる。さらには家計自身も実物投資をすることができる。こうした効率的な資源配分が可能となる為には、銀行が預金者にその銀行預金の健全性について確信を持ってもらう必要がある。その為には、銀行自身の経営の健全性・強固なガバナンス構造を確立することが重要であろう。

さらには債券市場の発達をどのように育成するかもポイントになるように思われる。1節で“original sin”について言及したが、最近の研究（John D. Burger and Francis E. Warnock 2006（B））では、これを外生変数ではなく内生変数として考えようとする研究がある。そこではまず自国通貨における債券市場の発達は、過去のインフレ率や債権者を保護する法制度の充実度などによって決定され则认为られる。GDPに対する未償還債権額の比率を見てみると、ドイツで116%、日本で116%、アメリカで141%、中国で28%、タイで37%、アルゼンチンで48%となっている。先進国でこの比率が高いのは、確かにインフレ率や法的整備を見てみると、債権者に有利な環境が整っているからだと考えられる。ベトナムにおいては、1980年代においては三桁のインフレ率、90年代前半においても二桁のインフレ率を経験している。このような国において、債券市場が発達してこなかったのも無理がないと思われる。

次に、“original sin”から解放されるためには、彼らの研究によると、自国通貨での債券市場を発達させていくことであると主張されている。アルゼンチン、チリ、イギリスの場合、国際市場における債券発行額のうち自国通貨での債券発行額は、それぞれ3%、0%、50%である<sup>21</sup>。しかしlocal marketで発行された（local currencyで発行）ものも含めたすべての債券に対する自国通貨表示でのそれは、16%、73%、74%である。この場合、チリとイギリスの比率は、ほぼ同じである。しかしGDPに対する比率を見ると、7%、38%、68%であり、規模に関



しては2倍の開きがある。そしてこの差が“original sin”の元凶になっていると主張されている。

この研究から明らかになることは、“original sin”から解放される為には、債権者を手厚く保護するような政策、例えばインフレ対策や債権の法的な確立を図る政策を行って、まず自国通貨表示での債券市場を拡大していくことである。これは、銀行預金市場にも言えることであって、銀行市場と債券市場とは相伴って発展していくものと考えられる。

## ま と め

政治的には社会主義国であるが、経済的には市場経済を推し進めながら経済発展を図るベトナムにおいて、今後金融市場もしくは証券市場を整備していくことが最重要課題であると考えられる。金融市場においては、一般的に情報の非対称性からアドバースセクションやモラルハザードが生じて、非効率な資源配分が達成される。その結果、銀行や企業の経済活動が低下して、金融市場の不安定性が引き起こされる。また国際的資金市場において途上国にとっては、“original sin”の問題がある。この問題は、これまで外生変数として考えられていたが、最近では内生変数として考えられるようになってきている。そこでは、債権者に有利な環境を制度的・法的に築くことによって、解放されることが示されている。債権者の保護という点において、銀行預金と債券投資は同じ枠組みで考慮されるべきであろう。株式市場の育成に関しては、ベトナムの場合、国営企業の改革を進める手段として考えられている。しかし現段階では、株式保有構造が国や従業員に偏っており、ガバナンスにおいて脆弱な所が見られる。本来的に株式は、リスクの分散や広範囲にわたる資金調達、さらには株価を高めるように経営者のインセンティブが働くことにメリットがあると考えられている。しかしながら資金調達面において、今なお国営銀行から自動的に調達されるところが多いような状況では、企業にとって生産性を上げるインセンティブは存在しないだろう。

金融市場の改革を考える場合、銀行ベース中心で資金調達をするか市場（特に株式市場）中心で進めるかが問題となるが、途上国の場合、情報の非対称性が大

きいので、銀行中心で資金調達せざるをえないだろう。また投資資金を集める場合にも銀行が、家計に喜んで貯蓄してもらえるような資産を提供するとともに、人々に信頼されるような経営基盤やガバナンス構造を確立する必要がある。銀行自身も経営基盤が弱い状況であると、アドバースセクションやモラルハザードが起りやすくなり、経済活動が停滞することになる。

ベトナムにおいて金融市場の改革を進める場合、早急に自由化を進めるのは得策ではないように思われる。何故ならその場合、金融市場の変数、例えば利子率や株価などが大きく変動する可能性があるからである。その結果、銀行や企業のバランスシートが悪化して、経済活動が低下するからである。またオープンエコノミーで考えると、資本流入があった場合、政府は銀行が過大な貸出に走らないように、あるいは企業が投機的な行動をしないように規制・監督を行っていく必要がある。その場合、アドバースセクションやモラルハザードの概念が、有用な助けになると思われる。

#### 注

- 1 この論文は、2005年11月にホーチミンの証券取引所センターや数社の証券会社における聞き取り調査に基づいて書かれている。
- 2 1997年に国営企業のcensusが行われるまで、財務に関する包括的なデータはないといわれている。IMF country report, No.03/381, Vietnam, 2003
- 3 1990年代初めには、国営企業は12000社ほどあったが、2000年代までに約半分になっている。2000年代からの減少は小さい（表3参照）。
- 4 民営化する場合、その国営企業の公正な価格をどのように決定するかという根本的な課題のほかに財源問題が関連してくる。すなわち今後、政府にとって財源を失うことになるので新しい財源をどのように調達するかと言う問題が出てくる。民営化した企業の課税を厳しくすると、民営化する場合の価格が低くなる。
- 5 情報の非対称性も取引コストもなく、条件付請求権が完備されているArrow-Debreu型の市場を想定している。
- 6 例えば不渡り手形を受け取ることになる。
- 7 インターリンケージ（inter linkage）と言われる。
- 8 この場合、銀行の預金コストを低める為に人為的低金利政策が必要となってくるかもしれない。その場合、預金吸収力が低下するかもしれない。日本の場合には、低金利政策の下でも貯蓄は上昇した。
- 9 岡崎・浜尾・星（2005）らは、日本の経済発展が低い段階の1920代以降において、日

本の株式取引、特に東京株式取引所が急激に発展したことに注目している。そしてそのような資本市場において、株主が企業金融とコーポレートガバナンスに関して重要な役割を演じていたことを立証している。彼らはそこで株式上場の際に何の制限も与えられなかったことに着目している。

- 10 呉軍華氏は、日本経済新聞・経済教室（2005年10月10日）で、中国において情報開示の不備などソフト面の制約によって、株式市場は低迷し金融関連産業も育っていないと主張している。実際に、上海市のGDPに占める金融関連サービス産業の比重は、2000年の15.1%から2004年の10.0%に低下していると説明している。
- 11 Eichengreen and Hausmannを参照。
- 12 預金保険に関しては、ベトナムにおいては、2000年度から全額政府出資の預金保険機構が実施されている。小額預金者の保護という観点から、保護の上限が元金と利子を合わせて、3000万ドンに決められている。なお、預金の約24%（2005年時点）を占める外貨預金（主にドル）については適用されないことになっている。
- 13 データは、国際通貨研究所「ベトナムの国債市場整備にかかわる技術協力」からの引用である。なお、2002年における各銀行の支店数と資産残高もこの文献からの引用である。
- 14 IMFレポート参照。
- 15 近年では、衣料・履物加工食品の割合も高くなってきている。
- 16 証券市場に関する情報開示については、厳しい規定を設けている。発行機関、証券会社、資産管理会社、株式取引センターのメンバーになっている機関・会社などは、経済活動に関連するあらゆる情報を即刻に報告する義務がある。さらに市場に影響を与えるような経済変動やうわさ、インサイダー取引・市場操作についても常に監視することが要求されている。
- 17 HCMC Securities trading center, annual report 2004
- 18 このデータは林（2006）からの引用である。
- 19 林の修士論文も同様の結論を導いている。
- 20 IMF country report December 2003
- 21 これらのデータあるいは以下でのデータは、すべてJohe D. Burger and Francis E. Warnock 2006(B) から引用している。

## 参考文献

- Assaf Razin and Yona Rubinstein, “Evaluation of currency regimes: The unique role of sudden stops” NBER Working Paper 11785, 2005
- Demirgüçs-Kunt Asli and Maccimovic, Vojislav, “Stock Market Development and Financing Choices of Firms”, World Bank Economic Review, May 1996, 10(2),341-70
- Eichengreen, B. and R. Hausmann, “Exchange rates and financial fragility” NBER Working Paper 7418, National Bureau of Economic Research, 1999
- Frederic S. Mishkin, “International Capital Movements, Financial Volatility and Financial Instability”, NBER Working Paper No.6390, January 1998

- General Statistics Office, *The Real Situation of Enterprises through the Results of Surveys Conducted in 2001, 2002, 2003*. Statistics Publishing House, Hanoi, 2004
- General Statistical Office, *Socio-Economic Statistical Data of 64 Provinces and Cities*, Statistical Publishing House, 2005
- Greenwald, Bruce C and Stiglitz, Joseph E., "Externalities in Economics with Imperfect Information of Income." *Quarterly Journal Economy* 101,2: 229-264, May 1986
- HCMC Securities Trading Center, *Annual Report 2004*
- John D. Burger and Francis E. Warnock, "Foreign Participation in Local Currency Bond Markets", NBER Working Paper No.12548, September 2006 (A)
- John D. Burger and Francis E. Warnock, "Local Currency Bond Markets", NBER Working Paper No.12552, September 2006 (B)
- Morris, Stephen and Hyun Song Shin, "Unique Equilibrium in a Model of Self-Fulfilling Currency Attacks" *American Economic Review* 88, 587-597, 1998
- Robert Cull and Lixin Colin Xu, "Bureaucrats, State Banks, and the Efficiency of Credit Allocation : The Experience of Chinese State-Owned Enterprises", *Journal of Comparative Economics* 28, 2000, 1-31
- Ross Levine, "Financial Development and Economic Growth : Views and Agenda", *Journal of Economic Literature*, Vol. XXXV (June 1997), pp688-726
- Shleifer, Andrei, and Vishny, Robert W. "Large shareholders and corporate control." *Journal of Political Economy* 94,3:461-488, June 1986
- 石川滋/原洋之助編、『ヴェトナムの市場経済化』、東洋経済新報社、1999
- 岡崎哲二・浜尾泰・星岳雄、「戦前日本における資本市場の生成と発展—東京株式取引所への株式上場を中心として—」、*経済研究*、Vol.56, No.1, Jan.2005
- 国際通貨研究所、「ベトナムの国債市場整備にかかわる技術協力」、財務省委嘱、平成16年3月
- 呉軍華、「成長継続へ政治改革必要」、*日本経済新聞・経済教室*、2005年10月10日
- 丹野勲、原田仁文 著、『ベトナム現地化の国際経営比較』、文眞堂、2005
- 寺西重郎、『工業化と金融システム』、東洋経済新報社、1991年
- 林裕子、「ベトナムの国営企業改革における証券市場の役割—ホーチミン市証券取引センターへの上場効果の検討—」、2005年度大阪外国語大学修士論文、2006年3月

# The Reforms of State-owned Enterprises (SOE) and the Financial Markets in Viet Nam

Nomura Shigeharu\*

Vietnam has tried to change the economic system from planned to market economy since in the late 1980s (Doi Moi Policy). In that process, she has faced some problems. They are the followings. ①There is no incentive mechanism in the economy. ②Deficits of SOE are financed automatically by the state-owned commercial banks (SOCB), ③There are no rights of ownership and property as well as no legal procedures in the case of bankruptcy, which are bases of market mechanism. ④Inefficiency of resources has happened since prices do not represent marginal costs because of missing markets. These issues tend to cause inflation due to increase in money supply, and resulted in preventing prudent credit markets from developing.

In 1999, the half of SOE is still in the deficits, and even if some of them are in the surplus, the profits are scanty. On the other hand, after the adoption of market-oriented economy policy, about 40% of GDP in Vietnam are produced still by SOE and the number of workers employed by SOE is about 44% in 2003. On the other hand, more than 90% of SOE credit is performed by (SOCB). And about two-thirds of the non-performing loans for SOCB were to SOE. So the government has tried to reform the SOE. The reform plan provides for equitization, liquidation, and merger of a significant number of smaller and medium-sized enterprises. On the other hand it seems that the reforms of financial and security markets are also indispensable. But it seems that it is desirable to promote gradual reforms from the point of social

---

\* Division of International Relations, Osaka University of Foreign Studies

benefit and cost.

The state-owned commercial banks play dominant roles in financial market in transitional economies such as Vietnam as well as China. There are two views on the role of SOCB. One is they can play positive role in the economy, that is, they could produce scale of economy and external economy effects through their advantageous position in collecting information. The other is that they tend to cause inefficiency of resource allocation and restricted access to credit for small and medium enterprises, and slow economic growth due to the monopolistic position. In this case, some economic agents try to take rent-seeking behavior, and such behaviors lead to market failure. This paper tries to interpret the financial market in Viet Nam from the perspectives of the two approaches. We also try to analyze the state-owned banks and firms focusing on information asymmetry.

In any case, the most important thing is that financial markets and institutions perform the essential function of channeling funds to individuals or firms that have most productive investment opportunities. If the financial system does not perform this role well, then the economy cannot operate efficiently and economic growth will be severely hampered.

Crucial impediments to the efficient functioning of the financial system are asymmetric information which leads to adverse selection and moral hazard, and free-rider problem of information. The formers make it more likely that loans might be made to bad credit risks and less likely that loans will be paid back. As a result of that, lenders would rather not make any loans. Thus, lending and investment, furthermore economic activities also would decline. The economic shocks such as stock crash and a rise in the interest rate as well as in uncertainty might cause increases in adverse selection and moral hazard problems.

Viet Nam is a communist state and market's discipline is still weak there. Especially, the performance of state-owned banks and firms does not affect a decision of whether to exit out of markets or not, and of promotion of their managers. So, the state-owned banks have not incentive to collect information on borrowers who are disproportionately

the state-owned enterprises and to monitor their behavior. It seems that these practices lead to jeopardizing the safety and soundness of the banks. However in order to attain efficiency of funds allocation, it is indispensable for banks to build the firm governance. If they get credibility from people, they could raise funds easily and contribute to expansion of economic activity.

While Viet Nam is taking market-oriented policy, people are not so sure about to what extent market-oriented policy would be performed. In such a situation, adverse selection and moral hazard problems are easier to happen than otherwise. Therefore in order to avoid them, it seems that the role of collecting information on borrowers for banks is very important. If banks are able to get information in detail on the firms, it would be possible for them to lend more and issue even securities more easily than otherwise. Then it might be possible to be freed from "the original sin" problem.

In the future, Viet Nam is more and more demanded to liberalize the financial markets. In this case, enough information on firms and banks needs to be disclosed. The government needs to impose regulations and supervision on banks in order for them to encourage information production and to publicly release information. On the other hand, these regulations and supervision sometimes tend to cause fraud and excessive risk taking due to bureaucratic collusion. In this case, the government needs to have the strong courage to revise these practices. It seems that the asymmetric information consideration could provide a framework that will help policymakers to make a decision on the reform of SOE as well as SOCB policies appropriately.