

第18章 資金調達

1. 日系企業の資金調達の現状

ベトナムに進出している日系企業が資金を調達する方法として、①現地金融機関からの現地通貨（ベトナムドン）や外貨（ドル、円など）の借入（ただし、外貨借入れは外貨収入を得ている企業のみ可能）、②海外の金融機関からの借入、③親会社からの出資（増資など）や親会社・グループ会社からの借入（親子ローン）、④株式の上場、⑤社債の発行のいずれも認められている。

しかし、実際の調達手段としては、③親会社からの出資や親子ローンが主となっている。新規進出時には親会社から調達し、事業拡大に伴う運転資金や新工場建設に伴う資金ニーズについては銀行借入を活用するケースが多い。また、事業が軌道に乗ってからは、内部留保を設備投資の原資に充てていると回答する企業も多く見られた。

借入金額は投資許可額の範囲内であれば制約はなく、業種による規制も設けられていない。しかし、中長期借入の場合、借入総額（国内・海外を含む）は、会社設立時の投資登録許可書に記載された総投資額と資本金の金額の差額内に限定される。したがって、借入額が上限を超えた借入を行う場合には、投資登録証明書に記載される総投資額をあらかじめ増額する必要がある。現地には、企業設立時に会社設立から5年程度の必要資金を資本金として調達する企業が多いようである。なお、ベトナムに展開している日系銀行の現地拠点の一覧は図表 18-1 を参照のこと。

図表 18-1 日系銀行の現地拠点リスト

	銀行	拠点名
支店	三菱 UFJ 銀行	ハノイ支店
		ホーチミン支店
	みずほ銀行	ハノイ支店
		ホーチミン支店
	三井住友銀行	ハノイ支店
		ホーチミン支店
駐在員事務所	十六銀行	ハノイ駐在員事務所
	常陽銀行	ハノイ駐在員事務所
	広島銀行	ハノイ駐在員事務所
	池田泉州銀行	ホーチミン駐在員事務所
	福岡銀行	ホーチミン駐在員事務所
	りそな銀行	ホーチミン駐在員事務所
	北陸銀行	ホーチミン駐在員事務所
その他	大垣共立銀行	OKB コンサルティングベトナム
	きらぼし銀行	キラボシ・ビジネス・コンサルティング・ベトナム

(出所) 各行ウェブサイトより作成

2. 現地商業銀行からの借入

外資企業は、地場銀行、外資銀行を問わず、ベトナム国内に存在する金融機関から借入を行うことが可能である。また、ベトナムドン建て、外貨建て（先述の条件あり）のいずれも認められている。借入期間は、投資ライセンスに基づいて決定された事業の残存期間を超えることはできない。日系企業の間でもベトナム国内向けの売上構成比が高い企業に関しては、為替リスクを低減させるべくベトナムドン建ての借入を選ぶ傾向が見られ、ドン建て借入の需要が高まっているようだ。

(1) 関連する規制

商業銀行セクターに対しては、ベトナム国家銀行（State Bank of Vietnam、SBV）が貸出伸び率の目標を設けている。これは、多くの銀行が貸出を加速させて不良債権が急増した2012年に導入された総量規制であり、各商業銀行は、前年の業績に基づき4つのグループに分類され、各グループの基準に応じた伸び率に収まるよう、貸出をコントロールしている。2021年の貸出伸び率の目標値は前年比12%増、2022年の目標値は前年比14%増とされた。ベトナム国家銀行からは、消費需要に応え、COVID-19パンデミックの影響からの早期回復を図るべく柔軟な方針をとる一方、投機的な資金の動きについては引き続き厳しく精査するとの方針が示されている。ベトナム国家銀行によると、政府の景気刺激策の効果もあって、2022年6月時点の速報値では貸出伸び率は17.09%であった。

ベトナムでは、2014年に、単一顧客に対して銀行の自己資本の15%を超える融資は不可とする大口融資規制が導入された。関連企業を含む企業グループとしては、融資可能金額は自己資本の25%までに規制される。借り手にとっては、総量規制、大口融資規制により大規模な融資を受けられないケースもあることから、事業拡大に伴って、資金調達上の制約となる可能性がある。

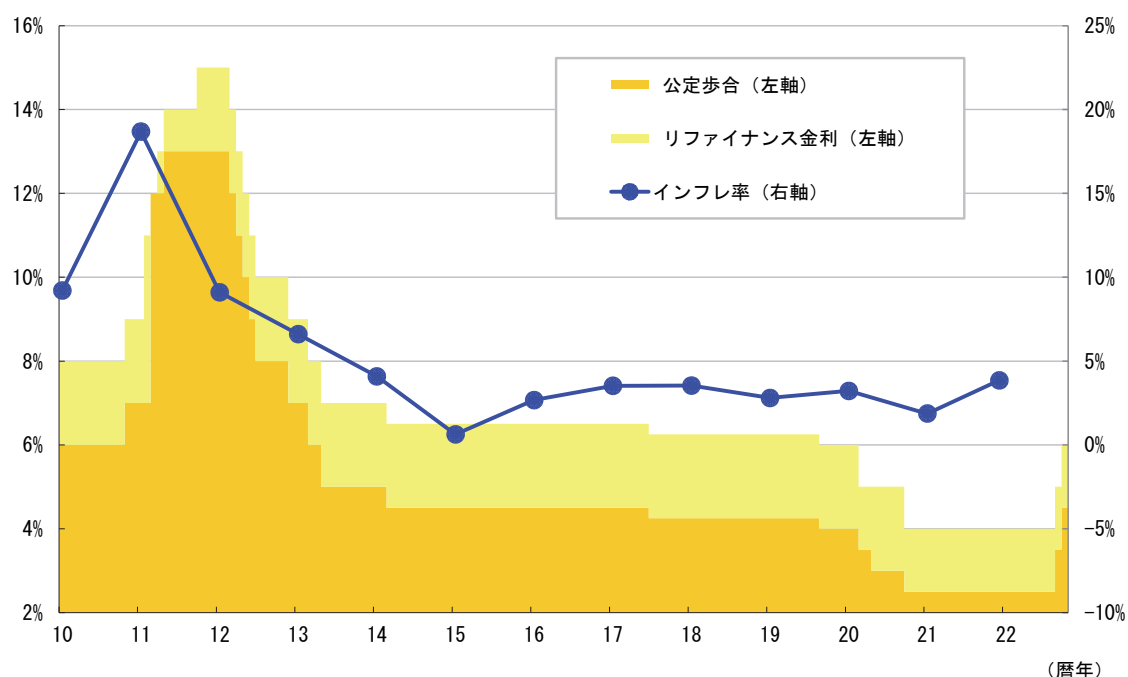
また、ベトナムでは同一企業グループ間でのグループ・ファイナンス（キャッシュマネジメントシステム（CMS））が認められていない。グループ・ファイナンスを行うためには、企業が金融機関のライセンスを取得する必要があるとのSBVの判断による。ベトナム国内だけで20社近くに関連会社を持つ企業グループもあるが、これら企業は資金の効率運用ができない状態にある。

ベトナムでは外貨収入がなければ外貨の借入ができない。更に、ベトナム国内で決済はドン建てで行う必要がある。売上の建値（ドン）を米ドルの変動にリンクさせ実質的に米ドルでの売上額にしている場合でも、外貨収入がないと見なされる点に留意する必要がある。輸出加工企業（EPE）は外国扱いであるためドル建ての決済が可能であるが、外貨で借入れた資金は用途も限定されている。また、EPE以外の企業であっても輸出のための輸入決済・国内決済、製造原価などの運転資金や販売管理費などの営業費用（短期）に限れば外貨での借入は認められている。ただし、国内のEPE向けの販売については、それ自体が輸出とは見なされず、当該販売製品の生産に使用した輸入部材のための外貨借入が認められない可能性が高いので注意が必要である。また、2019年9月以降は輸入設備決済のための長期借入が認められなくなったことに伴い、国内での長期外貨借入は原則的に不可能となった。

(2) 金利水準の推移

図表 18-2 は SBV が政策金利として用いている公定歩合とリファイナンスレートの推移を示している。2011 年に消費者物価が大幅に上昇したことを受けて（2011 年のインフレ率は 18.7%）、SBV はインフレ抑制を重視するスタンスへと変更、大幅な利上げを行った。この期間は金融機関の貸出金利も 20%を超える水準となった。しかし 2012 年に入り急激なインフレ率の低下を受けて、大幅な利下げが行われた。その後、暫くの期間、政策金利は概ね横這いで推移したものの、2019 年から 2020 年にかけては、COVID-19 の影響を受けたこともあり、複数回にわたり利下げが行われた。ただし、足元では 2022 年 9 月に、ドン安とインフレ率の抑制を念頭に、1%政策金利が引き上げられ、続く 10 月にも 2 ヶ月連続で 1%政策金利が引き上げられた。2022 年 12 月時点において、公定歩合は 4.50%、リファイナンスレートは 6.00%となっている。インフレと景気減速を両睨みで、SBV は商業銀行に対しては優先産業分野への貸出金利の引き上げを極力回避するよう要請している。

図表 18-2 政策金利の推移



(出所) ベトナム国家銀行及び IMF より作成

(3) 留意点

ベトナムドンの借入についてはインボイスを、外貨借入については売買契約書、インボイス、通関証明書（事後提示も可能）を、エビデンスとして提出しなければならない。また、運転資金はビジネスサイクル内の範囲でロールオーバーすることが可能であるが、その他借入についてはリファイナンスが認められていない点にも注意が必要である。

なお、進出日系企業がベトナム国内で借入を行う場合は、日本の親会社からの保証をもとに、日本の金融機関の在ベトナム支店から借入れるケースが多いようである。

3. 海外からの借入

海外からの借入に関しては、通貨はベトナムドン以外の通貨建てとなる。企業は、外資・内資の別、あるいは産業分類を問わず、当事者間で合意した契約条項に従って外国の貸し手から借入を行い、その返済を行うことができる。

借入期間が1年以内の短期借入に係る金額の規制は設けられていないが、資金使途は原則的に運転資金に限られており長期投資や設備目的での使用は認められず、また、投資証明書に記載された事業分野の必要資金に限定される。運転資金については当初実行から1年以内に収まる期間内はロールオーバーすることが可能であるが、リファイナンスは認められていない。中央銀行への登録手続は不要である。

期間が1年を超える借入については、認可当局により承認された投資案件または生産計画・事業計画における借入期間、返済猶予期間、借入費用（利息、手数料、その他費用）が中央銀行の発布した規定と合致している場合、金銭貸借契約を締結することができる。契約締結後、借入人は中央銀行（本店あるいは支店に提出）に対し、契約署名日から30日以内かつ借入金が送金される前に借入・返済を登録し、登録証を取得しなければならない。なお、短期借入、長期借入とも借入に対する銀行へのエビデンスの提出は不要であるが、中央銀行が資金使途違反と認めた場合は罰せられる可能性がある。

また、親子ローンによる借入も可能である。短期の借入は1年以内を期間とし、銀行はエビデンスとして親子ローン契約書、金利計算書を確認する。1年超の長期借入を行う場合には、中央銀行に①中央銀行登録申請書、②親子ローン契約書（ベトナム語）ベトナム当局公証印付投資ライセンスコピーを提出し、登録を済ませなければならない。銀行はエビデンスとして、親子ローン契約書と金利計算書、上記中央銀行からの登録・決済完了通知のコピーを確認する。なお、中央銀行登録については手続が不透明であったり、基準が統一されていないなど、日系企業からの不満も多いようである。また、登録・決済後も返済開始後に国外への元利払金額に変動が生じた際に、再度申請取得を促せるなど、州の管轄官ごとの裁量が大きく、基準が一体化されていない傾向が窺える。

現地日系企業の中では、親会社からの日本円または米ドルでの短期借入が多い模様である。在ベトナム日系企業の場合、地場企業への支払にはベトナムドンで、EPEからの原材料調達には米ドル払い、日本からの輸入には円での支払いが必要となるため、都度、米ドルからドンに、日本円から米ドルに両替している企業が多いようだ。

4. 社債市場からの資金調達

Asian Bonds Online のデータによれば2022年6月末時点の現地通貨建て債券の残高は、国債の1,626兆ドン（約7,000万米ドル）と比較すると、社債は690兆ドン（約3,000万米ドル）と約4割の規模である。

足元では、経済活動が正常化し、国内の経済成長が予想を上回ったことで、社債の発行額は増加している。2022年6月末時点で、ベトナムの上位30社の社債発行残高は414.7兆ドンとなり、全体の約6割を占めている。国営ベトナム投資開発銀行（BIDV）は、53.4兆ドンとベトナム国内で最大の社債残高を有している。

ベトナムで発行された社債の多くは、変動利付債であり、そのほとんどが銀行セクターから発行されたものである。なお、ベトナムで社債を発行している日系企業は、2022 年 10 月時点では確認されていない。

5. 株式上場による資金調達

ベトナムではかつて、外資系企業の形態は有限責任会社に限られていたが、2003 年以降は株式会社として設立することが可能となり、証券取引所を通じた株式発行による資金調達も認められることとなった。

上場株式は、ホーチミン証券取引所（HOSE）、ハノイ証券取引所（HNX）で取引されており、未上場企業は UPCoM 市場で取引されている。かつて、上場企業に対しては外資規制が設けられており、外国投資家の株式保有比率の上限は 49%と制限されていたが、2015 年 9 月に同規制は撤廃された。しかし、ベトナムの株式市場で上場している日系企業は、日系企業が買収したベトナム子会社のケースが少数存在する程度である。

ひとくちメモ 7： 事業領域の拡大・強化を進めるビンググループ

ベトナムで有名なコングロマリットと言ったら、どのグループ会社を思い浮かべるだろうか。まずはベトナム最大のコングロマリットであるビン・グループ（Vin Group）であろう。ビン・グループ会長のファム・ニャット・ブオン（Pham Nhat Vuong）氏は 1968 年生まれで、1 代でベトナム最大のコングロマリットを築いた若きタイクーンである。「ひとくちメモ 4」にあるようにベトナム最高位の富豪である。若くして旧ソ連で学び、ウクライナで食品会社を立ち上げたのがビジネスの始まりである。これをネスレに売却して、2000 年にベトナムに帰国。政府とのリレーションを活用して好立地における不動産再開発事業で収益を上げ、さらにそれを別の不動産投資に振り向けるやり方でビジネスを拡大してきた。2001 年には「Vinpearl」（現在は高級志向のリゾート、ホテル、娯楽施設、ゴルフコース事業）、2002 年には「Vincom」（現在はショッピング・モール事業）を設立した。2012 年に Vinpearl が Vincom を買収し、Vingroup（Vingroup Joint Stock Company）が誕生した。

不動産事業がビンググループの中核だが、2012 年以降、同社は事業領域の拡大期に入る。2012 年には医療事業の「VINMEC」、2013 年には教育事業の「VINSCHOOL」、2014 年にはスーパーマーケット・コンビニ事業の「VinMart」と「VinMart+」、2015 年には専門店小売事業の「VinPro」と、消費者（コンシューマー）関連分野に進出した。

更に、2016 年以降は製造業の分野に進出している。2017 年には自動車・バイク製造事業の「VINFAST」、2018 年には携帯電話などのスマートデバイス事業の「VINSMART」が設立された。そんな中、2019 年に成長市場であった小売事業を同じベトナム財閥のマサン・グループに売却し、さらに 2021 年にはスマートフォン・テレビ生産から撤退し、2022 年以降は自動車事業を EV 専門とする方向に舵を切り、米国含む輸出市場を開拓しつつ、更に自動車事業に注力していくという動きも見せている。最近では新型コロナウイルス以降に活発化してきたワクチン事業に参入、また、AI 分野の研究・応用会社のビン AI を設立するなどビンググループの動きは引き続き活発である。2021 年年次報告書にあるセグメント別の売上高構成比を見ると、不動産事業が約 70%、自動車などを含む製造事業が約 13%、病院関連事業が約 2%、教育関連事業が約 2%、その他の事業が約 12%となっている。急速すぎる事業拡張は、時としてグループ全体の財務力やガバナンス機能を低下させるリスクとなり得るが、ビンググループがこれらの問題に今後どのように対処し、事業を拡大・強化していくかは引き続き注目されることだろう。

ひとくちメモ 8: その他のベトナム財閥企業 (コングロマリット)

ベトナムの経済成長が始まったのが1986年に提唱されたドイモイ政策以降である。中国、フランス、アメリカとの和解が進んだのが1990~95年頃であり、グローバル経済下での成長が始まってからただか20年程しか経っていないにも拘わらず、上述したビンググループ、FPT(情報技術)、BRG(金融・不動産・ゴルフ)や次に説明するマサン・グループのようなコングロマリットが登場してきている。

ビンググループに次いで有名なベトナム財閥はマサン・グループである。マサン・グループは、食品、銀行、資源開発などを手掛けるコングロマリットである。創業者はグエン・ダン・クワン(Nguyen Dang Quang)氏である。彼は1953年生まれで旧ソ連の大学で学んだ。事業の中心は、魚醤やチリソースなどの調味料、即席麺の分野で大きなシェアを持つ。上述したように、ビンググループは、2019年にコンビニエンスチェーンのビンマート・プラスとスーパーマーケットチェーンのビンマートなどの小売事業の経営権をマサン・グループに売却した。将来的にコンビニ市場の成長率は飛躍的に伸びると見込まれているだけにビンググループのこの一手は市場に衝撃を与えた。具体的には、ビンマートとマサン・グループが新会社を設立し、ビンググループのコンビニやスーパーを運営する子会社とマサングループの食品子会社とその傘下に収まり、経営支配権はマサン・グループが握ることになったのである。

なお、マサン・グループと日本企業の協業事業で言うと、エースコックがベトナムで即席麺市場の事業展開を始めた当初、手を組んだのがこのマサン・グループである。また、ハウスがマサン・コンシューマーの株式を数%保有しており、日系企業との協業実績があるグループである。

加えて、ベトナムで数多く立ち上がってきているプライベート・エクイティ・ファンドの中でも、投資の総額とポートフォリオの大きさを以て他を寄せ付けない圧倒的な規模を誇るビナキャピタル・グループについても特筆しておきたい。これを率いるのはドン・ラム(Don Lam)氏である。ビナキャピタル・グループは2003年に設立された。立ち上げ時の資金は約10億円だったのが、投資総額の2000億円のファンドに育て上げた。主なファンドは不動産投資を行うファンド、ビナミルクやベトジェットなど成長企業に投資するファンド、そして長期的に成長すると見込まれる銘柄をセレクトするファンドである。また最近では、アーリーステージのテクノロジー企業に投資するファンドも立ち上げている。